

解 説

オプション実践講座—2—

日経225 オプション戦略

シリーズ第2回目からは、暫く中期的な戦略を考えてみる。本小稿での「中期」とは、3から4日以内とする。ちなみに2日以内を「短期」、5日以上を「長期」と呼ぶ事にする。

オプション戦略を立てるには、まず相場の見通しを考える必要がある。限月が交代した12月8日(金曜日、SQ清算日)あたりに立ち帰ってみよう。株式相場にはこれと言った悪材料は無く、「東西融和」と「設備投資」を旗頭に日経平均は順調に上伸していた。一方、相当の高値警戒感もあり、これ以上買い上がっていくには、ほとんど全てのテクニカル指標を無視せざるをえない状況でもあった。こう言った現物株の背景を横目に、先物は更に上値を追った。500円程しかなかったペースは拡大傾向にあり、原株がだれるとこれに鞭打つかのように裁定取引が入り否応無く指数を持ち上げていた。この様な状況を踏まえ、中期的な相場の見通しをA、B、Cの3人が考えているとしよう。もちろん、ここから先の事は分からないものとする。

相場見通し

- A 躊躇無く強気
- B 原則強気だがいつ調整に入ってもおかしくない
- C 原則強気だが上昇の速度は鈍るだろう

これら3通りの見通しにはそれぞれ次のような戦略が適している。

- A 先物を買う
- B ややアウト・オブ・ザ・マネーのコールを買う
- C アット・ザ・マネーのプットを売る

そして各商品の価格は次のように推移した。

日付	日経平均	3月限先物	380 コール	375 プット
12/8	37,724.06	38,160	410	180
12/11	37,752.67	38,390	470	110
12/12	37,803.53	38,460	500	105
12/13	38,062.42	38,820	650	80
12/14	38,180.70	38,840	705	70
12/15	38,271.04	38,890	760	85

12月11日に建てて12月14日に手仕舞った場合の1枚当

たり各収益は、

- A 450,000円
- B 235,000円
- C 40,000円

であり、結果的にみるとAの相場観が最も当たっていた。

ところが次の週はどうであろうか。12月19日の朝日新聞等が公定歩合引上げの可能性を報じ、市場はこの忘れていた材料にすっかり見送り気分優勢の展開となった。しかし、また3人が同じ様な相場観で挑んでいたとする。各商品の推移は下記の通りであった。

日付	日経平均	3月限先物	390 コール	385 プット
12/15	38,271.04	38,890	200	400
12/18	38,586.18	39,390	450	220
12/19	38,439.10	39,120	355	350
12/20	38,512.00	39,230	400	310
12/21	38,215.48	38,970	240	425
12/22	38,040.37	38,650	120	550

12月18日に建てて12月21日に手仕舞ったとすると、各損失は、

- A 420,000円
- B 210,000円
- C 205,000円

となり、金銭的にはCが最も損失は少ないが、相場の見通しから言えば強気の中でもBが正しかった事になる。そしてBの投資家は、Aの投資家と基本的には同じ強気でありながら、意に反して相場が反落した事から被る損失を半分に抑える事ができたのである。

更に次の週はどうであろうか。いよいよ年末を迎える週である。25日の前引け30分以上前から公定歩合引き上げが噂され始め、これを契機として相場は週の前半一気に吹き上げていく事になる。

各商品の推移は次の通りであった。

日付	日経平均	3月限先物	390 コール	385 プット
12/22	38,040.37	38,650	120	550
12/25	38,423.62	39,400	375	155
12/26	38,681.31	39,620	410	130
12/27	38,801.63	39,710	355	90
12/28	38,876.94	39,690	290	80
12/29	38,915.87	39,510	280	75

今回は、A、B、Cの3人が12月26日にポジションを持ち、12月29日に手仕舞ったとすると、3人の損益は、

- A 110,000円の損失
- B 130,000円の損失

C 55,000円の利益 となる。相場の見通しからはCが正しく、損益からも裏付けられる。

上述した3つの事例から、オプション戦略にはオプションに適した相場観が必要である事が分かる。一点の陰りもなく強気であれば先物を買うのが一番良い。不安が

あればコールを買う事で保険を掛けておく。下値の不安もないが上値の期待も薄ければ、プットを売る事でオプション固有の「時間価値の減価」を取る。一概に強気の相場観と言っても、投資家は大きくこの3つの方法を選択する事ができるのである。

ここで「時間価値の減価」について考察してみたい。オプション価格つまりプレミアムは市場参加者の需給によって決定されるが、理論上「本質的価値」と「時間価値」の2つの部分に分類される。例えば、日経平均株価指数が38,876.94の時に行使価格38,500円のコールが680円だとすると、このコールは38,500円で買って38,876.94円で売る事ができる権利証であるので、無条件で376.94円(38,876.94-38,500)の価値があると見なす事ができる。この価値を「本質的価値」と呼び、残り303.06円(680-376.94)を「時間価値」と呼ぶ。「本質的価値」は客観的なオプションの価値であり、「時間価値」は将来の相場に対する期待感(コールであれば相場の上昇、プットであれば相場下落)を価格として表したものであると言える。従って、オプションの満期日までの残存日数が減るに伴い、期待感としての「時間価値」は当然減少して行き、最終的には無くなってしまふのである。1日当たりいくらの減価が起こるのか、目安として右上表を参照されたい。

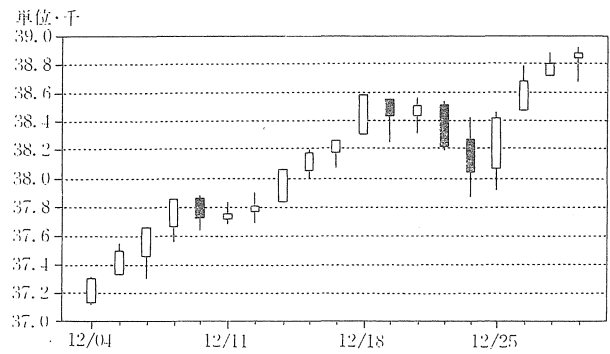
さて、Bの投資家のようにコールを買った場合を考えてみよう。4日間ポジションを持っていれば40円以上損

残存日数	コール	プット
30日	10円	5円
10日	15円	10円
4日	20円	15円
最終2日	100円	100円

(注) 前提条件
 ATM (アット・ザ・マナー)
 ボラティリティ：10%
 金利：6.125%

をする事になる。仮に土日を挟んでいたとすれば更にもう20円以上損をする事になる。特に満期日までの残存日数が10日未満になってからの4日以上の買いホールドはよくよく考えてから行うべきである。では、Cの投資家の場合はどうであろうか。彼はプットを売っており、時間価値の減価は歓迎すべき事である。できるだけ長い期間売りホールドできればそれだけ利益になる。満期日近くになればなるほど有利である。日数の経過を考えた場合、先物ではあまり問題にならないが、オプションでは買いの立場と売りの立場ではまるで違ってくる事を認識する必要がある。(T.K.)

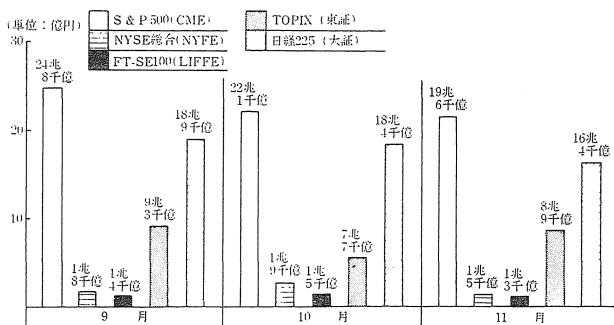
日経平均株価指数



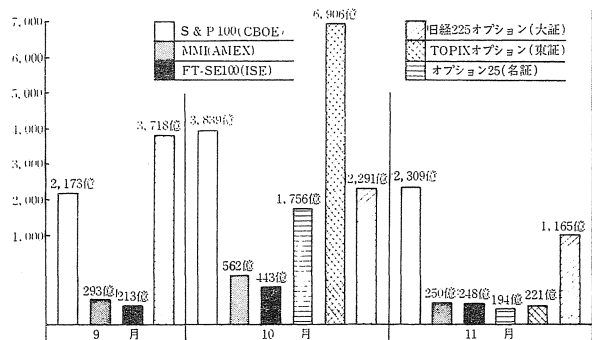
目でみる統計

世界の主要株価指数先物・オプション取引状況

(1) 株価指数先物取引



(2) 株価指数オプション取引



(注) 株価指数先物取引の取引金額は日経225、TOPIX は実数、その他は推計値

推計値の計算式：株価指数月中平均×売買単位×取引高×為替レート

為替レート (TTS による月中平均)：ドル 9月 146.15円 10月 142.82円 11月 144.58円

：ポンド 9月 232.33円 10月 229.81円 11月 230.10円

出所：“Wall Street Journal”, “Financial Times” “OCC Monthly Statistical Report” 及び各取引所の資料より作成