

解説

オプション実践講座—5—  
日経225オプション戦略

シリーズ五回目は、前々回に続き中期的な戦略を考える。今回はもみ合い相場、あるいはもみ合いから大きく動き出す相場の戦略についてである。繰り返しになるが、オプション戦略を立てるに当たり、まずは相場の見通しが必要になる。前々回までは「強気」と「弱気」について各3種類、合計6種類の相場観に基づき、それぞれの戦略の使い方を見てきた。今回は、「相場は動かない」と言う相場観と、「相場は上下どちらかに動き出す」と言う相場観が加わる。

S.Q.(スペシャル・クォーターション)清算日を3月9日に控えた3月5日あたりに立ち帰ってみよう。大波乱の2月が終わり、大蔵省や各取引所は相場安定化に向けて手を打ち始め、とりあえず目先は底値切り上げの展開も予想された時期である。一方、先物とオプションが同時に決済されるS.Q.をめぐり、市場に滞留する裁定取引の残玉が与える影響について様々な情報が流れていた。

さて、ここでA、B、両氏の登場である。彼らは次のように考えた。

A:「まだまだ大地震の直後であり、いつまた余震があるか分からない。ましてや今回のS.Q.は大荒れも予想される。」そこで行使価格34,000円のロング・ストラドル(3月限340コールと340プットの買い)を建てた。

B:「積極的に買い上がっていく材料もないが、下値の方もしっかりしてきた。多少の変動はあっても、あらかたもみ合いになるだろう。S.Q.にしてもこれだけ皆が注目していれば、結局大きな波乱はおきにくい。」そこでやや安全性を加味し、幅の広いショート・ストラングル(345コールの売り、335プットの売り)を建てた。

3月5日の始値で建て、S.Q.まで持ち越したとした場合、各商品の価格及び各戦略の損益は次の通りに推移した。

相場の展開だけから見れば、週の前半売られていったものの後半から急速に回復し、結局は行って来いになった。従って損益は、A氏(ストラドルの買い手)はほぼ全額プレミアムを失い、B氏(ストラングルの売り手)はプレミアム全額が利益になった。しかしながら、これ

局面1(3月限オプション)

日付		価格指数		ストラドル	
		340コール	340プット	340コール	340プット
3/5	始値	34072.49		345	420
3/5	終値	33845.20		175	410
3/6		33791.08		140	410
3/7		33362.34		10	940
3/8		33690.89		50	330
3/9	S.Q.	34167.37		167.37	0

日付		ストラングル		評価/実現損益(千円)	
		345コール	335プット	ストラドル	ストラングル
3/5	始値	100	270		
3/5	終値	55	220	-180	95
3/6		40	205	-215	125
3/7		10	540	185	-180
3/8		15	80	-385	275
3/9	S.Q.	0	0	-597.63	370

だけで話を終わりにできない落とし穴がここには存在している。当時市場には二つの大きな不安心理があった。一つは、裁定取引の残玉についてであるが、これが大量にあるのではないかと不安感から現物市場の投資は見送られていた。二つめには、2月26日に付けた安値32,443円を万一割り込むようなことがあれば、そこからの下値のめどはもう立たない、という悲壮感であった。そういった中、僅かな額の裁定解除にも大きな不安と不満が交錯し、投資マインドは冷えきっていた。

こういった心理状態をふまえながら、もう一度3月5日から見直してみよう。B氏のショート・ストラングルは、当初時間価値の減価に助けられ利が乗ってきたものの、8日の朝方まで現物市場が売られ続けるに伴い、徐々に評価損が膨らんできた。当初、最大利益370,000円を狙ったものであるが、7日の評価の段階ですでに180,000円もの損失が発生している。「リスクとリターン」の概念から考えると、十分過ぎる損失額である。結果的には9日のS.Q.を目指し相場は急速に回復していくことになるのだが、ストラドルであれ、ストラングルであれ、一度相場が動き出すとショートの場合一気にやられる。それでもあえてS.Q.まで持ち続けられるだろうか。途中で損切る結果に終わっている可能性も多分にあるであろう。一方A氏のロング・ストラドルは、8日の前場から相場が反転していく過程で十分利食えたであろう。結果だけ見れば、B氏の勝利、A氏の敗北であるが、実際には逆の結果も予想される局面である。

次に、3月19日から26日までの期間を見てみよう。19日は史上3位の下げ幅1,353円安、26日はまるで先月同日の仇討ちを思わせる史上2位の上げ幅1,468円高を記録し、僅か1週間の間に約4,000円の下げから約3,500円

の戻しを演じた期間である。これだけ大揺れの相場であれば、A氏は相当の利益を上げたことは想像に難くない。片やB氏は、利食えるチャンスもないまま損切りで追い込まれたに違いない。この想像が正しいか否か、急落局面と急反発局面の2つに分けて実際の価格を追ってみよう。

局面2 (4月限オプション)

日付		価格指数	ストラドル	
			325コール	325プット
3/19	始値	32609.27	1000	650
3/19	終値	31263.24	460	1410
3/20		30807.19	410	1750
3/22		29843.34	170	2650

日付		ストラングル		評価/実現損益(千円)	
		330コール	325プット	ストラドル	ストラングル
3/19	始値	700	650		
3/19	終値	355	1410	220	-415
3/20		265	1750	510	-665
3/22		100	2650	1170	-1400

局面3

日付		価格指数	ストラドル	
			300コール	300プット
3/23	始値	29850.70	1190	930
3/23	終値	30372.16	1310	750
3/26		31840.49	2090	280

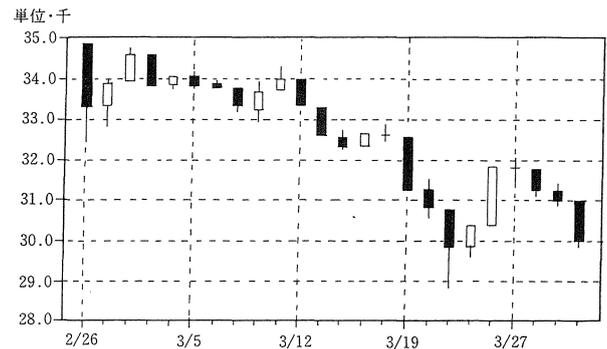
日付		ストラングル		評価/実現損益(千円)	
		300コール	295プット	ストラドル	ストラングル
3/23	始値	1190	730		
3/23	終値	1310	645	-60	-35
3/26		2090	200	250	-370

まず局面2であるが、指数が2,766円下落している間にストラドルの買い手は1,170円(指数換算)の利益を得ている。ストラングルの売り手は1,400円の損失である。これらの損益は指数の変化額に対して約半分であり(随分大ざっぱではあるが)、納得のいく結果である。ところが局面3の方は、指数が1,990円上昇する間にストラドルの買い手は僅か250円(指数換算)の利益であり、ストラングルの売り手の損失は僅かに370円である。投資期間は共に4日、この局面2と3の違いは時間価値の減価の影響では考えられない現象である。

今回は、この原因を探してみる。

(T.K.)

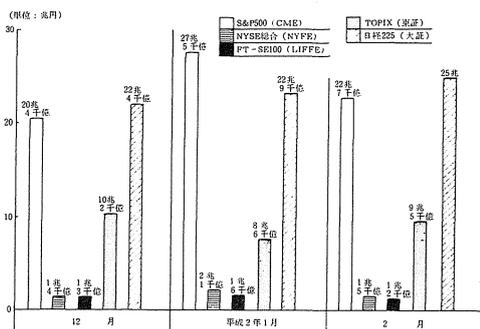
日経平均株価指数



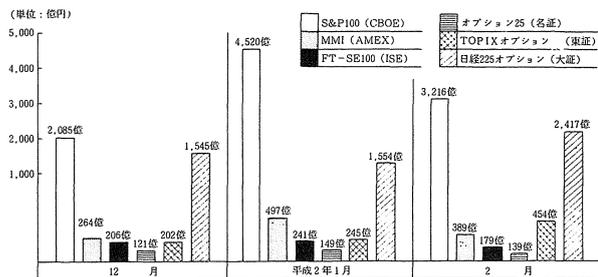
目でみる統計

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 12月 144.66円 平2・1月 146.09円 平2・2月 146.51円  
 ; ボンド 12月 233.60円 平2・1月 243.83円 平2・2月 250.87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