

解 説

オプション実践講座—8—
日経225 オプション戦略

前回までで中期の戦略を終わり、引き続き長期の戦略に入りたいところであるが、その前にしばらくの間各種のオプション戦略を取り上げてみたい。オプション戦略は、オプション単体の売買、コンビネーション(ストラドルやストラングル等)、スプレッド、及び裁定取引に大別される。長期の戦略を建てるには、これら諸々の手法に習熟しておくことが前提となる。更にオプションは、ヘッジやインデックス運用に代表されるような現物株式運用を補完する為の武器として、あるいはハイ・ブリッド商品への応用などに利用される。

スプレッドその1 理論的考察

方法論

代表的なスプレッドに「パーティカル・ベア・コール・スプレッド」という戦略がある。ATM(アット・ザ・マネー)のコールを売るとともにOTM(アウト・オブ・ザ・マネー)のコールを買い、相場がじり安に推移すれば利益が得られるというものである。この様にスプレッドとは、あるコールを売ったら別のシリーズのコールを同数量買う。あるいは、あるプットを売ったら別のシリーズのプットを同数量買うという具合に、コールで作るスプレッドであればコールのポジションがネットでゼロ枚に、プットで作るスプレッドであれば同様にプットのポジションがゼロ枚になるように構成する戦略である。

着眼点

下図を見てみよう。図1は日経平均が32,000円で不変だとした場合、残存日数の減少に応じてコールの時間価値が減少していく様子を理論値ベースで捉えている。図2は同様に、プットの減価を表している。行使価格32,000円、つまりATMのオプションはコールであれプットであれ、最も多くの時間価値を持っていることが一見して分かる。そして行使価格がATMから外れていくほど時間価値は少ない。これら各々の時間価値は満期日には間違いなくゼロ円になる。そこで最も大きく価格が下がっていくATMのオプションを売り、相場の動きやボラテ

ィリティーの影響をできるだけ受けないように、同じ性格を持つ異なる行使価格のオプションを買うのである。例えば満期日までの残存日数が30日あるATMコールを830円で売る。全額時間価値であるから最終的には830円の利益が見込まれる。同時に行使価格33,000円のOTMコールを400円で買う。400円の損失を覚悟する。満期日に日経平均が32,000円変わらずで終われば、430円の利益(830-400=430)になる。この様にオプション・スプレッドとは、時間価値を最も多く持っているATMのオプションを売り、時間価値が少なくあまり減価の起こらない同種のオプションを買うことにより、リスクを軽減しながら時間価値の減価の差を利益にしようとする戦略である。

図1 時間価値 コール

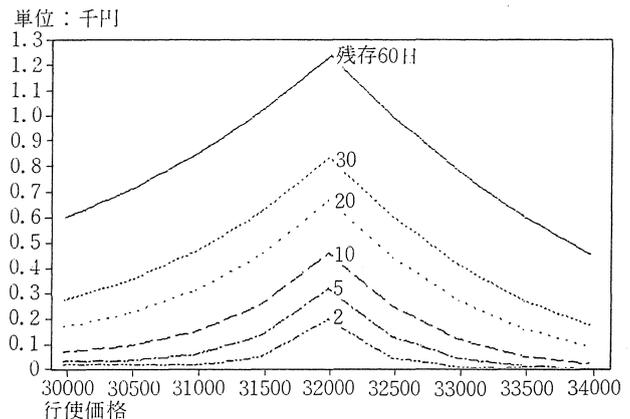


図2 時間価値 プット

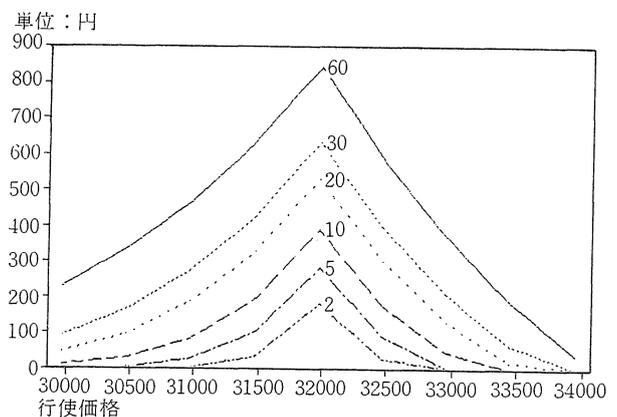


図1・2 (前提条件)

日経平均株価	: 32,000円
ボラティリティー	: 20%
金利	: 7.4375%
配当金	: 0円

スプレッドの種類

図3と4を見てみよう。図3はコールのプレミアムが残存日数の減少とともに安くなっていく様子を理論値ベ

ースで捉えている。図4はプットである。一番減価が大きいのはATMのオプション、それも残存日数が少なくなるほど大きくなる。そこでスプレッドの原則である期近物のATMオプションを売り、それ以外の物を買うことを考えると十数種類のスプレッドがあることが分かる。

えることであり、OTMやITMのオプションにはあてはまらない。図3と4をもう一度見てみよう。ATMのオプションは満期日が近づくとつれ、確かに加速度的に安くなっていくが、OTMやITMのオプションは逆に減価は逡減的になっていく。スプレッドは減価の速いATMオプションを売り、減価の遅いATM以外のオプションを買うのであるから、満期日に近いほどスプレッドは効果的であることが想像できる。

次回からはこの点も含め、各種の代表的スプレッドを詳細に見ていくことにする。その中で上記のデルタについても考察していくことにする。

戦 略 名	売 り	買 い
バーティカル・スプレッド		
バーティカル・ブル・コール・スプレッド	ATMコール	ITMコール
バーティカル・ベア・コール・スプレッド	ATMコール	OTMコール
バーティカル・ブル・プット・スプレッド	ATMプット	OTMプット
バーティカル・ベア・プット・スプレッド	ATMプット	ITMプット
ホリゾンタル・スプレッド		
ホリゾンタル・コール・スプレッド	期近 ATMコール	期先ATMコール
ホリゾンタル・プット・スプレッド	期近 ATMプット	期先ATMプット
ダイアゴナル・スプレッド		
ダイアゴナル・ブル・コール・スプレッド	期近 ATMコール	期先ITMコール
ダイアゴナル・ベア・コール・スプレッド	期近 ATMコール	期先OTMコール
ダイアゴナル・ブル・プット・スプレッド	期近 ATMプット	期先OTMプット
ダイアゴナル・ベア・プット・スプレッド	期近 ATMプット	期先ITMプット
バタフライ・スプレッド		
ロング・コール・バタフライ	ATMコール 2枚	OTMコール1枚 ITMコール1枚
ロング・プット・バタフライ	ATMプット 2枚	OTMプット1枚 ITMプット1枚
ロング・コール・コンドル	指数を挟んだ ATMコール 各1枚	OTMコール1枚 ITMコール1枚
ロング・プット・コンドル	指数を挟んだ ATMプット 各1枚	OTMプット1枚 ITMプット1枚
ニュートラル・スプレッド		
レシオ・コール・スプレッド	バーティカル・ブル・コール・スプレッドにATMコールを売り増し、ネット・デルタがゼロになるようにポジションを構成したもの。	
レシオ・プット・スプレッド	バーティカル・プット・スプレッドにATMコールを売り増し、ネット・デルタがゼロになるようにする。	

図3 時間価値の減価 コール

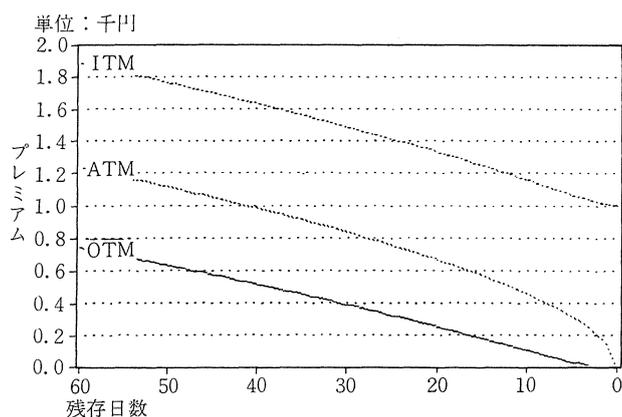


図4 時間価値の減価 プット

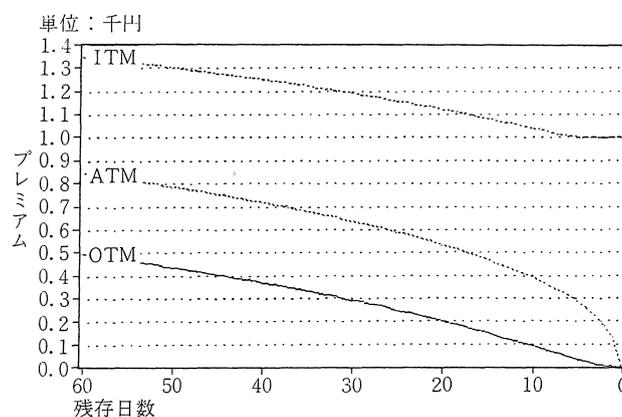


図3・4 (前提条件)

行使価格
 コールOTM : 33,000円
 ATM : 32,000円
 ITM : 31,000円
 プットOTM : 31,000円
 ATM : 32,000円
 ITM : 33,000円

スプレッドをうまくやるために

仮に日経平均が不変であれば、オプションは時間価値の減価により、日々価格が安くなっていく。そして満期日が近づくとつれ、その減価の度合いは激しくなっていく。これまで数度にわたり実例で見てきた通りである。ところがこの現象はATM近辺のオプションについて言