

解 説

オプション実践講座—9—

日経225 オプション戦略

スプレッドその2 パーティカル・スプレッド

まず、7月初旬からの株式市況を概略振り返ってみよう。今にもサマーラリーがスタートすると思われながらも上げには力がなく、公定歩合再引き上げを懸念しながらも積極的に売られることもなく、確たる物色の柱もないまま裁定取引が入れば相場は上げ、その解消が出れば相場は下げる、といった具合に無味乾燥な半月が続いた。この背景の中心には、ここから買って行っても上値は相当重く、かと言って売って行くほどの下げも見込めない、と言う冷めた投資マインドがあったように思われる。一方、短期金利の高止まりに端を発した債券市場では、月央あたりから長期物から短期物への資金シフトが起り、連日相場は崩れて行った。株式市場もこれに押されるように、7月18日の高値33,186.80円から月末にかけ2,890円も下げる急落に見舞われた。

買っても売っても儲かりそうになく、かと言って裁定取引のように実需のない要因で、あるいは金融のメカニズムに強いられ、思わぬ方向に500円も1,000円も相場が動く可能性がある時に有効な手法の一つとして、「パーティカル・スプレッド」が考えられる。7月9日、7月限オプションが満期を迎える週の月曜日に立ち帰ってみよう。原則強気の投資家A氏がいる。彼は強気ではあるが日経平均株価が半値戻りの33,459円に近づけば近づくほど戻り売りに押され、結局ジリ高に推移すると考えている。満期日まであと3日、時間価値の減価を考えるとコールは買えない。ところが一度この半値戻りの水準を抜ければ一気に上昇に拍車がかかることも考えられ、コールを売るのも躊躇する。また公定歩合の再引き上げが現実化すれば、率によっては相場は大きく崩れる事も同時に懸念している。万一相場が崩れたときの事を考えるとプットを売るのも気が進まない。原則強気のA氏にとってプットを買うのは論外である。上記の理由から、同様にストラドルを買うのも売るのも抵抗がある。そこでA氏は「パーティカル・ブル・コール・スプレッド」を建

てることにした。ATMの325コールを売り、ITMの320コールを買った(下表シミュレーション1参照)。ATMコールの時間価値の減価はITMより大きく(325コールの時間価値は271.72円、320コールの時間価値は181.72円)、日経平均が現状の水準で動かないかあるいは上昇すれば差額の90円(271.72-181.27)が利益になるはずである。技術的な言い方をすれば、「満期日に日経平均がATMの行使価格32,500円以上であれば、310円(325C)-720円(320C)+500円(行使価格の差)=90円が限定された利益として見込める」という事になる。仮に相場が大きく崩れたとしても、最大限の損失は720円-310円=410円に限定される。両方のコールが共に無価値になり、売ったコールは310円の利益、買ったコールは720円の損失が確定するからである。このようにパーティカル・ブル・コール・スプレッドは、最大の利益が限定されている反面、損失の最大金額も限定されている(図1-1参照)。言ってみれば安心な戦略である。

シミュレーション 1

価格(終値) 7月限(満期日: 7月12日)

日付	日経平均	325 コール (売)	320 コール (買)	評価損益
7/9	32538.28	310	720	
7/10	32152.43	90	370	-130,000円
7/11	32294.18	115	480	-45,000円
7/12	32575.32	75.32	575.32	90,000円

結果は上表に示すように最大の利益、90,000円(90×1,000)を得たのであるが、ここで一つ注意して見ておきたいポイントがある。当該期間は満期日直前の3日間であり、時間価値の減価が最も激しい期間である。時間価値の減価の大きさ、あるいは速さの差を利益に結び付けるスプレッドという観点から見れば、最も効果のある期間である。逆にそうではない期間、つまり満期日までまだ何日もあるような期間で同じ事を行い、比較してみる事にしよう。

シミュレーション 2

価格(終値) 8月限(満期日: 8月9日)

日付	日経平均	330 コール (売)	325 コール (買)	評価損益
7/16	33021.73	650	990	
7/17	33172.28	630	1,020	50,000円
7/18	33048.11	580	950	30,000円
7/19	33055.62	440	770	-10,000円

図1-1 パーティカル・ブル・コール・スプレッド
損益図

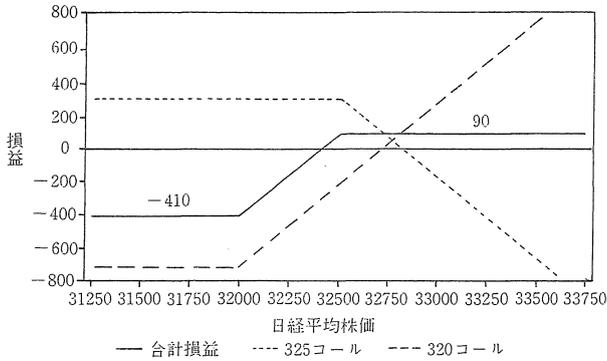


図1-2 パーティカル・ブル・プット・スプレッド
損益図

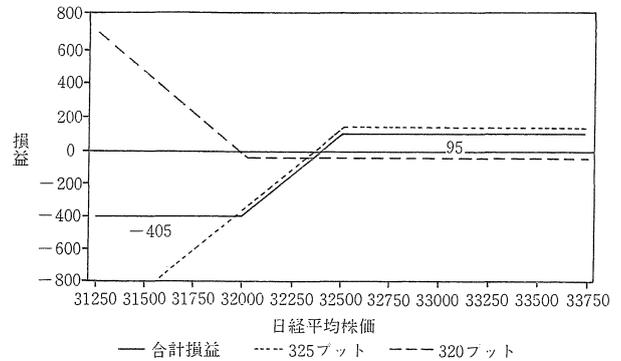


図1-3 パーティカル・ベア・コール・スプレッド
損益図

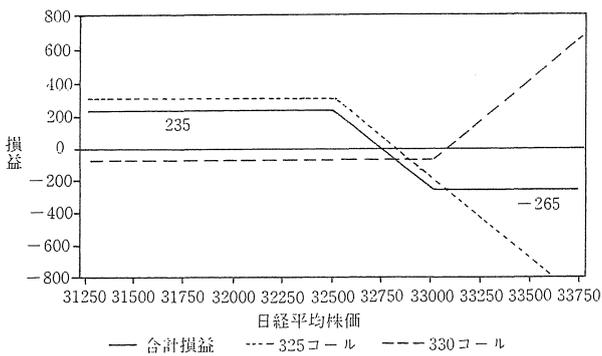


図1-4 パーティカル・ベア・プット・スプレッド
損益図

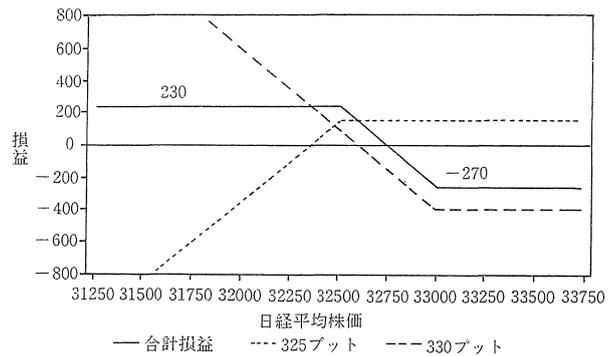


図 1 の前提条件

商品 (7月限)	320 C	325 C	330 C	320 P	325 P	330 P
価格 (7/9終値)	720円	310円	75円	45円	140円	410円

図 2 パーティカル・ブル・コール・スプレッド
残存日数による損益の推移

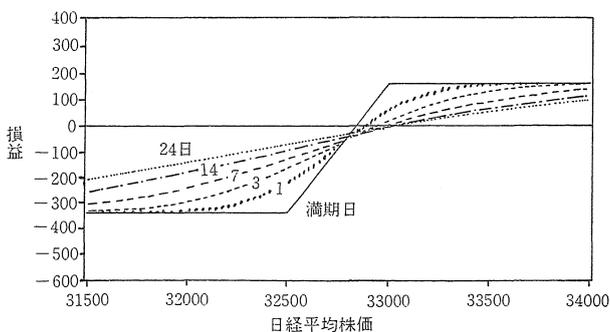


図 2 の前提条件

価格 (7/16終値)	325 C	330 C
商品 (8月限)	990円	650円

シミュレーション 1 と 2 の条件を比べてみると、ポジションを建てた初日と最終日の日経平均はどちらもほぼ同じであり、投資期間も 3 日づつと同じである。違いは「シミュレーション 2 ではオプションの残存期間が 3 週間ある」点である。上表から明らかなように、残存期間が長ければ、ATM オプションの時間価値が他方に比べ急速に減少していく事はなく、従ってスプレッド本来の目標である「時間価値の減価の大ききのズレから利益を狙う」戦略はあまり効果を発揮しない。図 2 に示すように、損益が発生する状況は、残存 3 週間ではあたかも先物を小量買い建てているのと大差無く、満期日近くになって初めてスプレッドらしい効果が現れるのである。つまりこのような条件下では、相場水準の動向が主要因となって損益が発生するのである。

次に、この種のスプレッドのバリエーションを見てみよう。ATM コールの代わりに ATM プットを売り、ITM コールの代わりに OTM プットを買ると、「パーティカル・ブル・プット・スプレッド」と呼ばれる戦略になる(図1-2参照)。行使価格が同じ場合、コールとプットでは OTM と ITM の関係は逆になる。従って、ここで言うコールの ITM とプットの OTM は同じ行使価格である。つまり、ブル(強気)・スプレッドを行うには、コールで構成してもプットで構成しても、ATM を売りそれより下の行使価格のオプションを買えばよいのである。

「パーティカル・ブル・プット・スプレッド」の考え方は上記の「パーティカル・ブル・コール・スプレッド」と原則同じである。ただし次の2点が異なる。まず、プレミアムを受け払いの相違である。ポジションの構成として ATM を売るのと同じであるが、コール型で ITM のコールを買う代わりにプット型では OTM のプットを買う。従って、ポジションを建てる時通常コール型ではプレミアムはネットで支払になるが、プット型では受取りになる。次に、相場が急落した場合の損失の限定についてである。コール型では両オプションとも無価値になり、プレミアムのネットでの支払額がそのまま損失として確定するので問題はない。しかしプット型の場合、損失が確定しない事もある。悪趣味ではあるが最悪の場合を考えてみよう。相場が急落すれば売り建てて

いる ATM のプットは ITM になり、これが行使される。結果、巨額の実現損が確定し、そのポジションは消滅する。行使された時点では買い建ててあるプットの方で評価益が出ており、通算すれば当初想定した最大損の額に収まっているのであるが、たまたまその日が底で、行使された翌朝から急激な揺り返しがあったとすれば、後に残ったプットの買い建玉の評価益は手仕舞う事のできないまま失われてしまう事になる。つまり、相場の反騰が収まった時には、巨額の実現損と無価値になったプットの買い建玉だけが残っている状態である。例えば今年の4月4日、日経平均が29,000円あたりの時に建て、5日(木曜日)に28,249円で権利行使され、6日に1,000円以上暴騰したような時である。この様な例は希な事としても、コール型の方が安全性は高い。急落・急騰の順で変動が起こるよりも、急騰・急落の順で相場が変動することは一般に少ないからである。

最後に、ベア(弱気)型のパーティカル・スプレッドを考えてみる。ATM のコールを売り、それより高い行使価格のコールを買って「パーティカル・ベア・コール・スプレッド」ができあがる(図1-3参照)。同様にプットで構成すれば「パーティカル・ベア・プット・スプレッド」になる(図1-4参照)。説明はブル型と重複するので割愛するが、ブル型と対比させながら要点だけ下表にまとめてみる。

ま と め

	パーティカル・ブル・コール・スプレッド	パーティカル・ブル・プット・スプレッド
相 場 観	相場水準が現状維持あるいは強含み	
構 成	ATM コール売り、ITM コール買い	ATM プット売り、OTM プット買い
最大利益	ATM - ITM + 行使価格の差	ATM - OTM
最大損失	ATM - ITM	ATM - OTM - 行使価格の差
損益分岐点	ATM 行使価格 - 最大利益	ATM 行使価格 - 最大利益
プレミアム受け払い	支 払	受 取
権利行使に対する安全性	高 い	低 い
	パーティカル・ベア・コール・スプレッド	パーティカル・ベア・プット・スプレッド
相 場 観	相場水準が現状維持あるいは弱含み	
構 成	ATM コール売り、OTM コール買い	ATM プット売り、ITM プット買い
最大利益	ATM - OTM	ATM - ITM + 行使価格の差
最大損失	ATM - OTM - 行使価格の差	ATM - ITM
損益分岐点	ATM 行使価格 + 最大利益	ATM 行使価格 + 最大利益
プレミアム受け払い	受 取	支 払
権利行使に対する安全性	高 い	低 い