

解説

オプション実践講座 —11—

日経225オプション戦略

スプレッドその4 コンドル

ポジション構成

今月はバタフライ・スプレッドの変形「コンドル」を取り上げてみる。チョウチョウの次はハゲタカである。

4種類のオプションを使うこのポジション構成は、一見複雑である。行使価格の低い順に同数量ずつ、買い、売り、

売り、買い、と4種類のオプションを建てていく。全部コールで建てればこれを「ロング・コール・コンドル」、

全部プットで建てれば「ロング・プット・コンドル」、下の2つをプットで上の2つをコールで建てれば「合成

(ロング)コンドル」と呼ぶ(図1参照)。この内、ロング・コール・コンドルとロング・プット・コンドルは、

4種類もの行使価格をコールだけ、あるいはプットだけで構成するのであるが、ITM(イン・ザ・マネー)オプションの流動性が伴わないことから、事実上ポジション

の構築は不可能に近い。これらロング・コンドルの売り買いの構成が全て逆であれば、それぞれ「ショート・コール・コンドル」、

「ショート・プット・コンドル」、 「合成ショート・コンドル」と呼ぶが、こちらのショートの方はあまり実用的な戦略ではないようである。

合成コンドル

昨今の株式市場のように、日経平均は1日に1,000円位平気で動き、かつオプションのIV(インプライド・ボラティリティ)は50%前後、更に満期日まで1週間もない(時間価値の減価が最も激しい時)と言うような条件下でのオプション戦略を考えてみたい。例えば9月10日である。それまでの半月間、日経平均は23,500円近くまで2度売られたが、2度とも急反発を見せ、23,500円近辺には岩盤があると感じさせていた。一方、中東情勢は解決に向けて進展する様子もなく、従って原油価格の高止まり〜インフレ懸念〜高金利〜株価の低迷という経済原理は株式市場の反発を難しい状況に追い込んでいた。そこでA氏は、24,000~26,000円の範囲でボックス相場になると判断し、オプションの満期日(9/14 SQ 清算日)に日経平均がこの範囲であれば利益になるようなショート・ストラングル(245プットと255コールの売り)を建

図1 合成コンドル  
ポジション構成

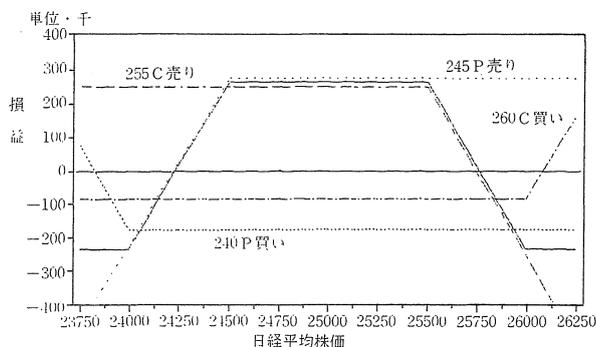


図2 コンドルとストラングルの比較

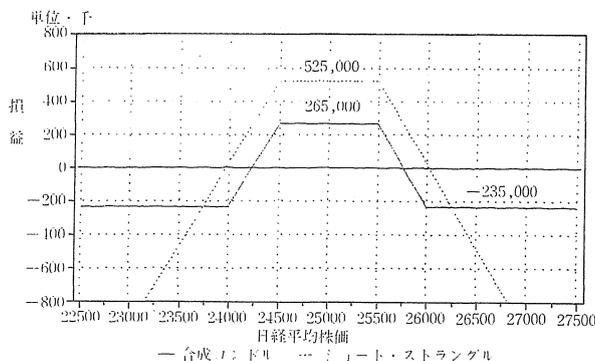


図1、2の前提条件

商品(9月限)	260 C	255 C	245 P	240 P
価格(9/10終値)	85円	250円	275円	175円

た。片やB氏は、原則A氏と同様の見方であったが、そうは言っても昨今の激しい相場展開を目の当たりにすると、急速な戻りも、あるいは岩盤が割れる可能性もあると思われ、相場がいきなり大きく動いたときのことを考えてショート・ストラングルを建てると同時に、更にOTM(アウト・オブ・ザ・マネー)である240プットと、260コールを買い、もしもの急変動に備えることにした。この考え方がコンドルである。換言すれば、投資家が納得できる幅の広いショート・ストラングルを建て、更に万一のリスクを限定するためにもう一つ幅の広いロング・ストラングルを併せて建てたものである。図2を見ると両者の違いが良く分かる。ショート・ストラングルを建てるには自分が安全であると思えるだけ2つのオプションの行使価格の間隔を広げておくのであるが、それでも万一予想以上に相場が急変すれば、大きな損失を覚悟する必要がある。片や合成コンドルはまさかの急変が起こっても損失の最大限度額は保証される。厳密な言い方をすると、相場が大きく動けばどちら側に動いても手仕舞いの時の委託手数料が大きくなり、ネットで見れば損失は限定されない。しかし前回のバタフライと違い、合成コンドルは全てOTMのオプションで構成されており、手数料の影

響は比較的軽微なものである。さて相場の方は、当初の予想どおりボックス圏で推移した。心配されたSQも1銘柄45万株以上の売り買いがぶつかりあう中24,670.95円(前日比404円安)で決まり、制度導入来初めて前日比マイナスのSQとはなったものの、大きな混乱もなく9月限は取引を終えた。A氏は525,000円の利益、B氏は265,000円の利益と、両氏とも最大の利益を上げることになった。結果的にB氏の用心は無駄に終わったのであるが、しかしながら昨今の相場のように極めて激しい動きが多発しているような状況では、もしもの用心は決して無駄なものではない。実際その後、3度目、4度目とこの岩盤は株価の下落を跳ね返し、その強力を披露してくれたのであるが、9月26日ついにこの堅固な岩盤も割れてしまったのである。しかも一気に1,108円安である。A、B両氏がポジションを持っていた時に起こっていたなら、コンドルの価値観が見直されていたことであろう。

時間の経過と損益の変化

図3は時間の経過にともなう損益の変化を理論値ベースで図解したものである。限月が交代した9月14日、10月限オプションを使って合成コンドルを建てることにする。値動きの荒い相場展開が続いているので、当時の日経平均に近い25,000円を中心に上下1,000円づつ行使価格を離して240プットと260コールを売り建て、幅の広いショート・ストラングルを建てる。更に安全性確保のため、235プットと265コールを買っておく。このようなポジションのコンドルである。建てた時点から満期日までの残存日数は27日であり、時間の経過と共に損益がどのように現れて行くのかを調べてみる。満期日の10日前でも既に損益と言えるほどの変化が現れている。5日前で最大利益の約半分、2日前にもなるとほぼ時間価値は取り

尽くした気になってしまう程である。一般にスプレッドは時間価値の減価の影響を受けにくい、この合成コンドルだけはやや例外のようである。

合成コンドルの応用

オプションの最大の利点は、攻撃も防御も両方一度に出来るところにある。リスクとリターンのさじ加減を自由に操ることができるのである。例えば、ボックス相場を想定しショート・ストラングルを建てる。そして万一に備えたプロテクトを付けるにしても、急落に備えてOTMのプットだけ買っておく等、相場観によってはいろいろなバリエーションが考えられよう。

合成コンドルのバタフライへの応用

前回のバタフライは、全てコールだけ、あるいはプットだけで構成し、話を進めた。今回上述したように、ショート・ストラングルにもう一回り幅の広いロング・ストラングルを加えたものが合成(ロング)コンドルであるように、ショート・ストラドルにロング・ストラングルを加えたものが合成ロング・バタフライである。同様に、ロング・ストラドルにショート・ストラングルを加えたものが合成ショート・バタフライである。損益図は普通のバタフライと大差ないが、ITMの流動性の薄さに縛られず、比較的板の厚いATMとOTMのオプションだけで構成され、実際に取り引きする上で格段に使い勝手が良くなる。更に組み合わせも楽になり、特にショート・バタフライの場合、行使価格の間隔を広げることでチョウチョウの羽の位置を高くしてやることも可能になってくる。

まとめ

	合成コンドル
相場観	ボックス相場。ただし予想以上の大変動の可能性もある。
構成	ATM 寄りの OTM プット、同コール 1 枚売り、 OTM プット、OTM コール 1 枚買い
最大利益	建ち時のプレミアム収入額 = ATM 寄りの OTM プット + 同コール - (OTM プット + 同コール)
最大損失	コール側またはプット側の行使価格の差の大きい方 - 最大利益
損益分岐点	ATM 寄りの OTM プット行使価格 - 最大利益 ATM 寄りの OTM コール行使価格 + 最大利益
プレミアム受け払い	受 取
権利行使に対する安全性	高 い

図3 合成コンドル  
時間の経過にともなう損益の変化

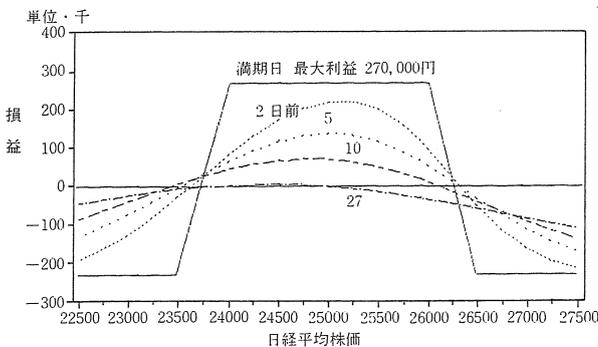


図3の前提条件

商品 (10月限)	265 C	260 C	240 P	235 P
価格 (9/14終値)	350円	470円	850円	700円

(T.K.)