

# 解説

## オプション実践講座 -17-

### 日経225オプション戦略

#### オプション戦略の変遷

今月から数ヶ月にわたり、いよいよ長期のオプション戦略を考えてみたい。これを契機に「相場」という言葉について本稿独自の定義を行いたい。以前裁定取引の解説の時にも述べたように、先物とオプションはリバーサルやコンバージョンの形を通して常に裁定が行われており、オプションの値動きは日経平均株価（以後株価と呼ぶ）よりも日経225先物との連動性が高い。更に先物と株価との裁定は、先物を株価から見た理論価格にサヤ寄せするというよりも、むしろ株価を先物から見た理論指数にサヤ寄せする力となって働いている。従って今後「相場」と言うときには、株価の動向ではなく日経225先物の価格推移を念頭において話を進める事にしたい。しかしながら先物価格を考えの中心に置くことは、本来株式市場に対する冒瀆であり、「シッポが犬を振り回し

ている」という批判を免れ得ないことではあるが、派生商品を含めた昨今の株式市場の値動きを理解するために、敢えてこの独断的定義をお許し願いたい。

#### ATM（アット・ザ・マネー）の再定義

仮に、株価を26,500円、6月限先物の価格を27,000円、先物の残存日数を70日、期中配当金を10円、金利を8%、とした場合、理論指数は26,601.86円となる（当レポート平成3年1月11日参照）。そこで4月限265Cを例にとると、株価は26,500円であるので本来ATMであるが、これを101.86円の本質的価値がある、とここでは見なすことにする。逆にATMと見なす行使価格は、理論指数に最も近いものにするというのがここでの定義である。厳密に言えば、この理論指数に更にオプションの満期日までの持越費用を上乗せした値でATMを判断するという説もあるが、あまり話が複雑になり過ぎるので、本稿では理論指数で判断することにする。

#### オプション戦略の変遷 基本型

先月までに多種多様なオプション戦略を個別に考察し

表1 オプション戦略の変遷 基本型

追 撃 型				守 備 / リ カ バ リ ー 型			
想起	定点	相場急騰 260C	1枚買い	想起	定点	相場急騰 260C	1枚買い
展結	開果	265C パーティカル・ブル・コール・スプレッド	1枚売り	展結	開果	1 265C レシオ・コール・スプレッド	1+α枚売り
展結	開果	2 255C パーティカル・ベア・コール・スプレッド	1枚売り	展結	開果	2 255C パーティカル・ベア・コール・スプレッド	1枚売り
想起	定点	相場急落 260P	1枚買い	想起	定点	相場急落 260P	1枚買い
展結	開果	1 255P パーティカル・ベア・プット・スプレッド	1枚売り	展結	開果	1 265P パーティカル・ブル・プット・スプレッド	1枚売り
展結	開果	2 260C ロング・ストラドル	1枚買い	展結	開果	2 先物 合成ロング・ストラドル	0.5枚買い
想起	定点	ジリ安 260C	1枚売り	想起	定点	ジリ安 260C	1枚売り
展結	開果	1 255P ショート・ストラングル	1枚売り	展結	開果	1 先物 合成ショート・プット	1枚買い
展結	開果	2 225C 260C ショート・コール	1枚売り 買い戻し	展結	開果	2 270P ショート・ジャンボまたはショート・ガッツ (ITMで構成するストラングル)	1枚売り
展結	開果	3 265C 先物 合成ショート・ストラングル	1枚売り 1枚買い	展結	開果	3 265C 先物 合成ショート・ストラングル	1枚売り 1枚買い
想起	定点	ジリ高 260P	1枚売り	想起	定点	ジリ高 260P	1枚売り
展結	開果	1 265C ショート・ストラングル	1枚売り	展結	開果	1 先物 合成ショート・コール	1枚売り
展結	開果	2 255P パーティカル・ブル・プット・スプレッド	1枚買い	展結	開果	2 255C ショート・ジャンボまたはショート・ガッツ	1枚売り
展結	開果	3 255P プット・レシオ・バックスプレッド	1+α枚買い	展結	開果	3 255P プット・レシオ・バックスプレッド	1+α枚買い

てきた。これら個々の戦略の特徴を踏まえた上で相場の流れに添って戦略を変化させていく技術があれば、更に有効にオプションを活用することができる。相場環境の変化に応じてポジションを展開させていくことができれば、より積極的な収益の追求が可能である。また、万一相場観が外れた場合でも状況に応じた素早い修正が可能になる。

例えば強気の相場観から理論指数が26,000円の時に260C(ATM)を買っており、思惑通り相場は500円急騰したとする。一服した後更に上伸する見込みがあるとすれば、そこで265C(起点の26,000円から見ればOTM、現時点のATM)を同数量売り、パーティカル・ブル・コール・スプレッドへ持ち込むのである。上昇局面でのボラティリティ低下を狙い、更に一層の上昇局面に備えるのである。逆に260Cを買ったが相場の勢いが止まってしまった場合、それでも上伸の余地があると判断すれば265Cを更に売り込みレシオ・コール・スプレッドへ持ち込み、時間価値の減価を取る作戦に展開していくことも可能である。あるいは260Cを買ったもののやっぱりダメだと思ったら、255C(起点からITM、現時点ATM)を売りパーティカル・ベアにしてリカバリーに努めるのである。このようにオプション戦略の変遷を、最初の相場想定がうまくいった場合の追撃型と、読みが外れた場合の守備あるいはリカバリー型の両面から捉え、基本的な指針を表1にまとめてみた。このなかで重要なポイントは、「上昇相場でのボラティリティ低下」と「下降局面でのボラティリティ上昇」という特徴である(当レポート平成2年5月10日参照)。尚、26,000円を話の起点としているので260CはATM、265Cは起点からみたOTMと読み替えて頂きたい。

### オプション戦略の変遷 攻撃型

更に長期間にわたって話を展開してみよう。まず相場の見通しがうまくいった例である。図1に3月中の日経225先物6月限の値動きを、図2に当該オプション戦略の変遷を示しているので参照されたい。

3月のSQも無事終わり、相場上昇の兆しが見え始めた矢先の3月13日、ニューヨークの株安や急速な円安から相場は崩れた。しかし押し目は拾おうとする動きから下値の買板は厚く、結局27,000円を割らずに引けた事から基本的に相場は強いと判断し、ATMの265Cを10枚買ったとする(理論指数:26,533.19円)。思惑が当たり、その後相場は順調に上伸した。しかし28,000円とい

図1 日経225先物3年6月限

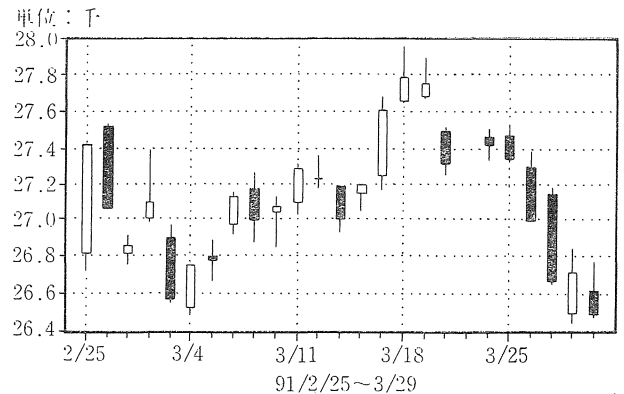
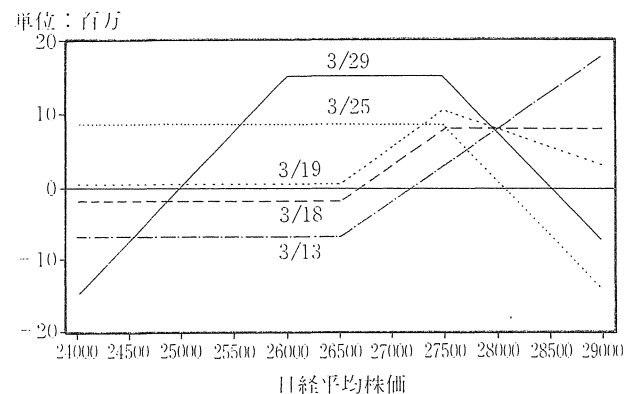


図2 オプション戦略の変遷 攻撃



うのは以前から言われていた大きな節目であり、この壁を抜けるか否かが今後の株式市場の分かれ目であった。3月18日の28,000円初トライは僅かに届かず、高値27,940円を付けた後じりじりと押し戻され、結局27,790円で引けた。そこで上値に重さを感じ275Cを10枚売り(理論指数:27,329.40円)、パーティカル・ブル・コール・スプレッドに持ち込んで様子を見る事にした。明けて19日、2度目の28,000円トライも届かず、いよいよ上値は重いと判断、更に275Cを5枚売り乗せし、レシオ・コール・スプレッドへと展開させた(256Cのデルタ=0.63、275Cのデルタ=0.41、デルタ・ニュートラルになるための275Cの数量=0.63×10÷0.41=15、当レポート平成2年11月13日参照)。翌20日、ニューヨークの大幅安も手伝い下っ放れて始まった先物は、以後3日間期末の配当取り(日経平均換算約78円)を狙った裁定取引に支えられ、なんとか27,500円近辺の水準で持ちこたえてはいたが、いよいよ力の無さを感じさせた。そこで25日、最初買った265Cを手仕舞い、ショート・コールへと戦略を変化させた。その後は急落、配当金の権利付き最終日25日の始値から29日終値までの下落幅は約1,000円にもなるが、終値で26,500円を維持できた事から目先の急落は止まったと判断し、260Pを15枚売り(理

論指数：26,044.58円) ショート・ストラングルへと持ち込んだ。図2中の3/29の損益線が示すように、結果的に損益分岐点25,000円と28,500円、最大利益1,500万円の巨大なショート・ストラングルができあがることになったのである。この場合のポジションの変化は表2の通りである。

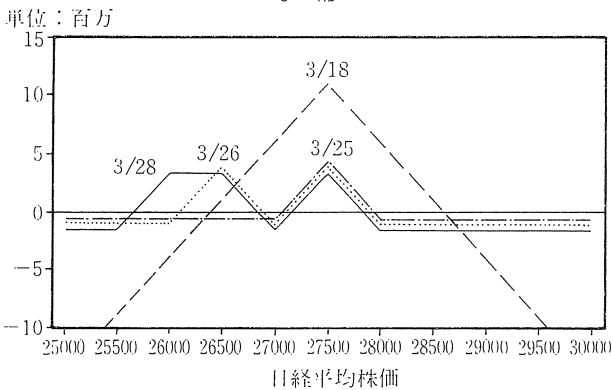
表2 オプション戦略の変遷 攻撃

日付	売	買	ポ ジ シ ョ ン		
			265 C	275 C	260 P
3/13		265 C 10枚買い、690円	+10		
3/18	275 C 10枚売り、500円		+10	-10	
3/19	275 C 5枚売り、490円		+10	-15	
3/25	265 C 10枚売り、790円			-15	
3/29	260 P 15枚売り、440円			-15	-15

オプション戦略の変遷 守備型

上述した例は、相場の読みが当たり続けたモデル・ケースのようなものであり、現実にはなかなかそうはいかない。そこで読みが外れた場合の守備固めも同様に考えておく必要がある。図3を参照されたい。

図3 オプション戦略の変遷 守備



3月18日、金融緩和期待から基本的には強気でありながらも28,000円の壁の厚さを感じ、高値保合を想定し275ショート・ストラドル(理論指数：27,329.40円)を10枚建てたとしよう(275C及び275P各10枚売り)。20

日、残念ながら相場は崩れた。25日までは小康状態を保ってはいたものの相場に力は無く、今後もう一段の下げを感じる一方、新年度入りに対する期待感から相場が急騰することも考え、この日270Pと280Cのロング・ストラングルを加えた合成ロング・バタフライへと変化させた。下げ過ぎと上げ過ぎに対する守備固めである。26日、相場は急落。新たな利益ゾーンを確保するため、265を中心とするロング・プット・バタフライを加えた。プット型にしたのは基本的には強気の方針を変えていないためである。図3の3/26の損益線が示すようにバタフライが2匹飛んでいるように見える。更に27日も続落。そして28日、目先下げ止まったと考え、バタフライの利益ゾーンを拡大するため、265を中心とするロング・プット・バタフライに260を中心とするロング・プット・バタフライを加え、ロング・コンドルとした。図中3/28の線が示すように、バタフライとコンドルが並んで飛んでいるようになった。そして相場の変動に対しては極めて高い安全性を示すようになったのである。後はプットが行使されないよう、少しずつプットをコールに入れ替えて行けば取りあえずできあがりである。表3の3/28のポジションを見ると、問題は275P(ITM)の売りポジションである。この中で275P、270P、265Pのポジションはショート・プット・バタフライを構成しており、これを合成ショート・バタフライに替えてやればよきそうである。つまり、275Pを275Cに、270Pの内10枚を270Cに入れ替えるのである。売買としては、275P10枚買い、270P10枚売り、275C10枚売り、270C10枚買いであり、これはロング・ボックスを加えることと同じである(当レポート平成3年1月11日参照)。更に相場水準が反騰に転じ、理論指数ベースで27,000円近辺に来たときに損益図の凹んだ部分を埋めるべく新たにバタフライを埋め込んでいけば巨大なコンドルの完成である。この場合のポジションの変化は次のようになる。(T.K.)

表3 オプション戦略の変遷 守備

日付	売	買	ポ ジ シ ョ ン						
			275 C	280 C	275 P	270 P	265 P	260 P	255 P
3/18		275 C、275 P 10枚売り 500,600円	-10		-10				
3/25	270 P、280 C 10枚買い 530,135円		-10	+10	-10	+10			
3/26	260 P、270 P 10枚買い 265 P 20枚売り		-10	+10	-10	+20	-20	+10	
3/28	255 P、265 P 10枚買い 260 P 20枚売り		-10	+10	-10	+20	-10	-10	+10