

**解説**

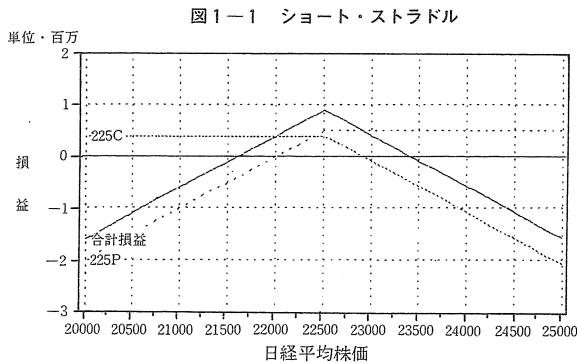
**オプション実践講座 - 22 -  
日経225オプション戦略**

**基本戦略の応用**

先月までで長期のオプション戦略を終わり、今からはよいよ当オプション実践講座の最終段階に入っていく。話は少し難しくなっていくがご容赦願いたい。まずはこれまで紹介してきた基本戦略の応用を考える。トレーディング・アイデアの一助となれば幸甚である。

**ショート・ストラップとショート・ストリップ**

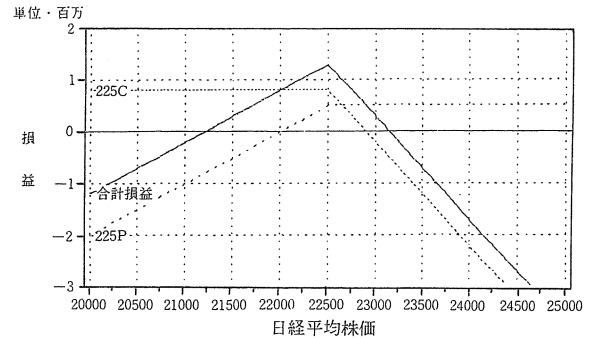
ここでの基本戦略はショート・ストラドルである(図1-1参照)。8月30日、日経平均株価は金融緩和期待から27日のザラ場安値21,459.23円を底に900円弱戻し、22,335.87円で引けた。このあたりで保合を想定し225のショート・ストラドルを建てたとする。



少し見方を変えてみよう。当日、引けにかけ先物の価格が伸び悩んだことから目先小反落と判断し、ショート・ストラドルの225Cを2倍売ったとする。ショート・ストラップと呼ばれる戦略である。図1-2が示すように相場の下方向に対して利益ゾーンが拡大された。とは言え、実戦的な考え方はやや違う。相場動向の想定はあくまで225を中心とした保合であり、ポジションの本体はやはりショート・ストラドルである。その上で目先の小反

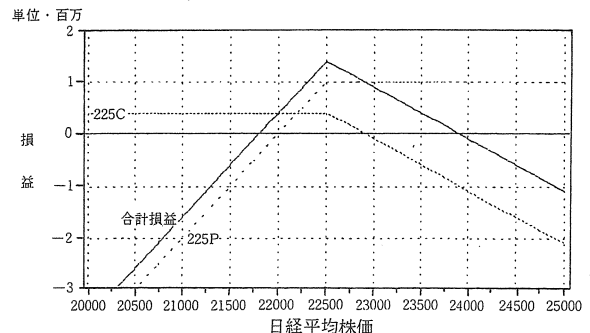
落をショート・コールで取ろうとする戦略であり、ポジションの構成はショート・ストラドル+ショート・コールと考える方が自然である。このように、相場の動きの中のプラス・アルファを狙って付加するポジションをキッカーと呼ぶが、そこそこ利喰ったらキッカーの役目は終了である。

図1-2 ショート・ストラップ



今度は、もう一段高を考えたとして。これまでの上伸の勢いがあり目先相場はギリ高に推移するが、否定できない需給悪からまた今の水準まで押し戻されその後は保ち合う、という想定である。そこで今度は本体のショート・ストラドルにショート・プットのキッカーを付加した。これをショート・ストリップと呼ぶ。考え方は上記ストラップと同じであり、相場の勢いから来るギリ高が終われば、キッカーであるショート・プットの役割も終わりである。

図1-3 ショート・ストリップ



**アウトライトの補完**

上記の付加されたショート・コールあるいはショート・プットの概念は多くの戦略に適用される。例えば、相場は上昇トレンドに入ったという判断から先物を買って建てているとする。ところが目先一服から小反落と判断

したとき、先物を売り落としてしまうのではなく、ATMかITMでショート・コールを加えるのである。思惑通り小反落であれば、このアヤの部分でショート・コールで取ることができ、先物の買い単価は当初買った安い価格のまま残すことができるのである。仮に思惑が外れ、反落することなく一層の上昇があったとしても、先物の買い+ショート・コール=ショート・プットである。総合ポジションで損がでることはないのである。ロング・コールで上昇トレンドを取ろうとしている時にも話は同じである。目先相場が重いと感じたらショート・コールの出番である。ポジションの型としてはバーティカル・スプレッドになるが、名前や形式にこだわる必然性は毛頭無く、目先のアヤまで利益にしようとする為に行ったショート・コールである。下降トレンドを先物やロング・プットで追いかけていく時にも同様にショート・プットを使うことでより収益の高い運用が可能である。当レポート平成3年4月10日「オプション戦略の変遷 基本型」も併せて参照されたい。

**巨大コンドル**

次は、相場の動きの中で既存のオプション戦略をより有利に構築しようとする試みである。原型には当レポート平成2年10月11日で紹介した「合成コンドル」を使用した。

図2 日経225先物9月限

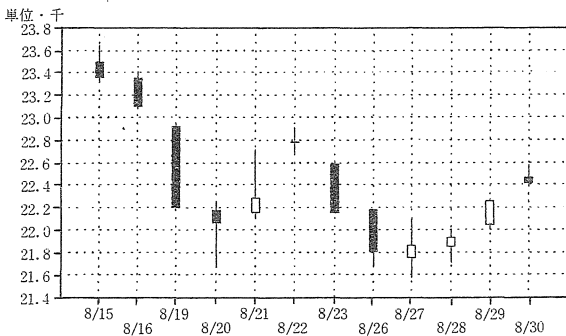
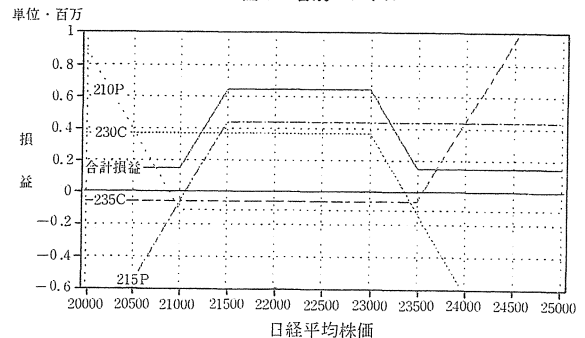


図2を参照されたい。8月22日、ソ連のクーデター失敗のニュースを受け先物は前日比500円高と上っ放れて始まったものの、結局事件発生である8月19日の後場寄

りの価格を抜けなかったことから戻り一杯と判断し、230Cを370円で1枚売り、同時に210Pを110円で1枚買ったとする。図3に示す合成コンドルの右側の胴体と左側の羽の仕込である。思惑通り相場はその後反落し、8月26日、215Pを440円で1枚売り、235Cを55円で1枚買った。残る左側の胴体と右側の羽である。できあがった合成コンドルは地上から飛び上がった巨大な勇姿である。このようなコンドルをうまく構築するには、下降トレンドであればいかにまずコールをタイミングよく高く売ることができるとにかかっている。このポイントが成功すれば後は自然と成功する。逆に上昇トレンドの中では最初のプット売りが成否を握るカギである。そして一度巨大コンドルが完成すれば、後は「果報はねて待て」である。

図3 合成コンドル



**クリスマス・ツリー**

季節外れではあるがクリスマス・ツリーと呼ばれる戦略を紹介する。シカゴのS&P100オプション市場で見られる、ローカルズの秘技の一つである。基本的なポジション構成はロング・ストラドル+ショート・ストラングル+更に幅の広いショート・ストラングルである。つまり、ロング・ストラドルで相場の変動を狙いながらも、相場が動かなかつた場合の時間価値の減価からくる損失発生をアウトのオプションを売ることで埋め合わせている戦略である。この戦略の大きな魅力は、ショート・ストラングルと違い、ブル型にもベア型に自由にアレンジできる点である。

図4では若干ブル型に変形してみた。また、表1にこ

のポジションを示しているのを併せて参照されたい。図を見ただけでこのポジションを取った相場観は明白に理解できる。すなわち、現在の相場水準は安定的ではなく、一段高の可能性が強い。しかしながらこのあたりの節目を抜けなければ反落の可能性も否定できない。また一段高があったとしても23,500円から上は相当重く、一方反落したとしても21,500円(日経平均株価年初来安値: 21,309.48円)を割ることもない、という考え方である。

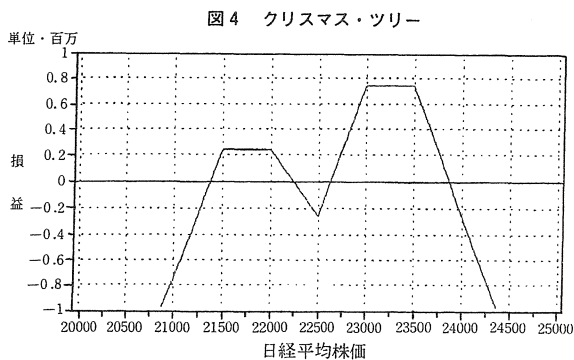


表1 クリスマス・ツリーのポジション例 (9月限8月30日終値)

商品	数量(枚)	売買	単価(円)
215P	2	売	160
220P	1	売	280
225P	1	買	500
225C	2	買	400
230C	2	売	160
235C	2	売	60

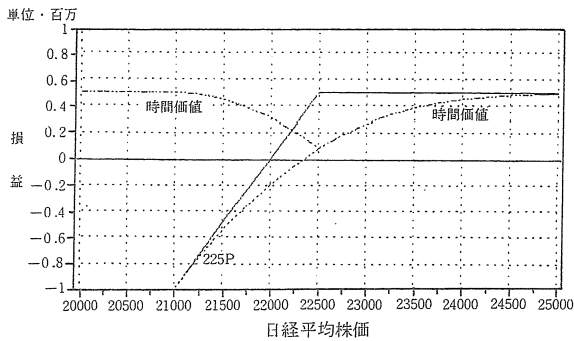
### 本質的価値のヘッジ

#### 概念

「本質的価値のヘッジ」。聞き慣れない言葉ではあるが、オプションを売る場合には極めて重要な概念である。オプションを売る目的は時間価値を取ることであり、そのリスクは相場が思惑と逆方向に動き本質的価値の増加から大ヤラレすることである。オプションは相場が動き、OTMになっていけばいくほど時間価値部分が減少し、売り手の利益は早く増加する。ここで着目するポイントは、ITMになってもやはり時間価値は減少する点であ

る(当レポート平成2年7月10日「着眼点」参照)。つまり、ATMの状態の時オプションの時間価値は最も多く、OTMやITMになればなるほど時間価値は少なくなるのである。まず、相場は22,500円から下はないと判断し、図5のように225Pを売ったとしよう。思惑通り相場が上昇すれば時間価値部分の減少から急速に利益が出始める。ところが相場が下落していけば、図からも明らかなように、時間価値部分は減少しても本質的価値の増加から、急速にしかもどこまでも損失が発生することになる。そこで本質的価値がヘッジできれば、相場が下落してもやはり時間価値の減少だけを利益にする事ができるのである。具体的には、先物価格がプットの行使価格を下回っていく時点でプットと同数量の先物売るのである。そして下落が進んで行き、時間価値が無くなり、先物とプットと両方合わせて利喰えるようになったらまとめて手仕舞うのである。しかしながら相場が崩れると判断したのであれば、なぜショート・プットを手仕舞わないのかという疑問が残る。そう判断した時点でまだプットが利喰えるのであればそれもよい。長期間、できれば満期日までプットを売っておこうと考える場合、多くの投資家は売るプットの行使価格までの相場の下落はないと考え、OTMの安いプットを売る傾向にある。従って相場が下落しその行使価格まで迫ってきたときにはIVの増加も手伝って、概ね多額の損切りに追い込まれるケースが多い。このことは単にプットを売っている投資家だけではなく、ショート・ストラングルを得意技とする投資家にも散見される。あるいは数百枚単位でセルボラを行っている投資家もまたこの手法が必要とされる対象である。手仕舞いたいと思っても、下落していく相場の中で数百枚のプットを一度に買い戻すことは自殺行為に等しいのである。先物の数百枚はまだなんとかなるが、オプションの数百枚はあまりなんとかならないのである。

図5 本質的価値のヘッジ



### 理論的考察

便宜的に考えるならば、ショート・プット+先物売り=ショート・コールであった(当レポート平成3年3月11日「合成オプションの構成」参照)。つまり、今まではショート・プットで強気だったものを、先物を売った時点からはこれをショート・コールに改め、弱気転換したことになるのである。しかも損は出さずにである。ショート・コールのヘッジも同様に、相場が上昇していく過程において行使価格をポイントに先物を同数量買い建てることで本質的価値のヘッジが可能である。ここでも合成オプションの考え方から明らかなように、やはりショート・コールの弱気から、一転してショート・プットの強気に転換したことになるのである。ここで気を付けなければならないポイントは、強気転換、弱気転換を無節操に繰り返せば、つまり先物によるヘッジを入れたり外したりを無造作に繰り返せば、先物の売買損が膨らみ、薄い時間価値など簡単に喰われてしまう点である。その場合には、相場の見通しを何度も間違えたのであるから、損がでるのは当然のことと諦めるべきであろう。

先物とオプションの限月が同じ場合、オプションの本質的価値だけをヘッジするには、先物価格がオプションの行使価格を通過するポイントでヘッジを行えばよい。ヘッジを外す場合も同様である。しかし、限月が違う場合には少し面倒な計算が必要になる。先物と同様オプションにも持越費用があり(当レポート平成3年3月11日「オプションの持越費用と被権利行使リスク」参照)、異限月の場合金利差分を計算する必要があるが、難しい理論はやめにして次のように計算することにする。

$$\text{金利差} = \text{行使価格} \times \text{短期金利} \times \frac{\text{先物残存日数} - \text{オプション残存日数}}{365}$$

例えば、10月限行使価格22,500円のコールの本質的価値を12月限の先物でヘッジする場合のヘッジ・ポイントを計算してみよう。仮に短期金利を7.5%、先物残存日数を103日、オプション残存日数を38日とすると、

$$\text{金利差} = 22,500 \times 0.075 \times \frac{103 - 38}{365} = 300 \text{円}$$

となり、ヘッジ・ポイントは行使価格に金利差を加えた所、つまり  $22,500 + 300 = 22,800$ 円を12月限先物が通過する所である。これがプットのヘッジであっても同じである。すなわち行使価格に金利差分を加えた所がヘッジのポイントである(当レポート平成3年4月10日「ATMの再定義」の補足)。(T. K.)