

## 解説

### オプション実践講座 - 25 最終回 -

## 日経225オプション戦略

### 派生商品市場と現物市場

2年以上に渡って連載してきた当オプション実践講座も、いよいよ最終回である。締めくくりに当たり、派生商品市場が現物市場にどの様に影響を与えているのか、現在の姿を考察してみたい。前SQから次のSQまでの3カ月間を1期間として考えてみて頂きたい。最初の月を月1、次の月を月2、SQの月を月3とする。

#### 1. インデックス・アービトラージ

ベースが高い(先物価格が理論価格を超えて割高)と、安い現物のバスケットを買って高い先物を売る手法が取られる。新聞等で有名な「裁定取引」である。最近では、証券会社の自己ベースで9.5%~10%を超す利回りになると大量に入ってくるようである。現物を買うときには成行で買ったり指値で買ったりと業者によってまちまちだが、いずれにしろ現物市場を押し上げる力が働く。現物バスケットを1,000株づつ成行で買った場合、最近では50円~100円のマーケット・インパクトのようである。但し、ベースが開いていればいつでも裁定買いが入ってくるかと言うとそうもいかない。多くの個別銘柄で売り気配と買い気配が開いているときにはなかなか入れないのである。裁定買いが入り続ける過程では裁定残が膨らみ、将来の売り圧力になると懸念される。月1と月2では主に期近の先物と現物が裁定の対象であるが、月3になると期先物もその対象になってくる。新聞で公表される裁定残は期近物についてだけの集計であり、期先物との裁定残は明らかにされていない点は注意を要する。

逆にベースが縮小してくれば、裁定の解消(現物売り、先物買い戻し)が行われる。この場合、現物と先物の価格が逆転する必要はなく、高いベースの状態に入った裁定は早々に解消される場合もあるし、更にベースが縮小するような状況であれば、逆鞘になっても解消ができない場合もある。いずれにしろ、裁定解消が行われている時には実際現物は売られており、相場の地合を悪くする。但し、ここで注意しなければならないのは、

いくらベースが縮小したからといって、始めから現物市場の地合が悪いのでは、裁定解消の為の現物売りはなかなかできない点である。また多くの個別銘柄で売り気配と買い気配が開いているときにはなかなか執行できないのも同様である。

「裁定取引」あるいは「裁定解消」が行われている瞬間に、派生商品が現物市場に与える影響をまとめてみたが、ここでもう少し期間を長く取ってみると全く違うことが分かる。裁定取引が短期間に頻繁に入ってくるとそこは目先相場の天井になりやすく、裁定解消が頻繁に行われるとそこは目先相場の底になりやすいのである。少なくとも今まではそうであった。今後もそうであるかどうかは分からないが、裁定が頻繁に入ると言うことは、先物は多分に買われ過ぎているからであり、裁定解消が頻繁に行われる時というのは、先物は明らかに売られ過ぎている状態にあると思われる。一見不思議な現象ではあるが、面白い事実である。

#### 2. リバーサル及びコンバージョン

これらの裁定取引も少なからず現物市場に影響を与える。手法そのものについては当レポート平成3年1月11日「オプション実践講座 -14-」を参照されたい。合成先物に比べ先物が割高であれば、先物を売って合成先物を買う(コール買い、プット売り)リバーサルが行われる。この様な状態は一般に先物のベースが高い時に多発する。そしてこの状態が続きリバーサルの解消が行えないままオプションの満期日を迎えると、月1と月2の場合、消滅してしまうオプションの代わりに大量の現物買いが満期日の大引けで入ってくることになる。目見当として、先物/オプション10枚が現物バスケット1,000株に相当し、僅か100枚のリバーサル分であっても現物10,000株づつが買われることになる。そして、その時点でインデックス・アービトラージのポジションに変わるのである。月3の場合は、期先の先物と当限のオプションで行われた場合(あまり行われていないが)は同様にSQを現物で買うことになる。当限同士の場合はSQで両方清算させて終わり、現物は買わないことになる。従ってリバーサルのポジションがSQでインパクトを与えることはあまりないのである。ところがこの合成先物から現物への振替は、オプションの満期日だけでなく、毎週1回の権利行使日にも行われる。リバーサルを行う場合、行使される可能性の高いITMのプットを売ってOTMのコールを買うより、安全なOTMのプットを売っ

て自発的に行使できるITMのコールを買うポジションが好まれる。そしてコールがディープ・インになれば権利行使日の大引けで現物を買ひ、コールを行使することでインデックス・アービトラージのポジション+ディープ・アウトのショート・プットに変わるのである。この現物買いの量が多すぎると突然日経平均株価が大引けだけ跳ね上がったたりするのである。さらに、このように見かけのベースが極端に縮小した場合、先物も瞬間的に買われ、そして、夕方のコールの大量権利行使へとつながっていくのである。リバーサル解消の場面である。

一方、合成先物に比べ先物が割安であれば、先物を買って合成先物売る(プット買い、コール売り)コンバージョンのポジションが派生商品市場に滞留することになる。今度は上記と逆で、権利行使日やオプション満期日の現物の大引けで、突然現物の売り物が出てくるのである。そして、見かけのベースが広がれば先物も瞬間的に売られ、夕方プットの権力行使が起こるのである。それはコンバージョンの解消の姿である。

### 3. 限月間(カレンダー) スプレッド

月3ではこの月特有の手法、限月間スプレッドが登場する。限月間スプレッドが開いたまま、つまり期先の先物が割高で期近の先物が割安に推移すれば、期先を売って期近を買う「ショート・スプレッド」のポジションが市場に滞留することになる。580~600円以上のスプレッドが最近のメドのようである。これを解消できるほどスプレッドが縮小せず、そのままの状態では期近がSQを迎えれば、消滅してしまう期近の代わりにSQで現物買いが入ってくることになる。一方、限月間スプレッドが縮小したまま推移すれば、期先を買って期近を売る「ロング・スプレッド」のポジションが滞留することになる。上記と逆であるから、これはSQ時の売り圧力になってくる。

もっとも限月間スプレッドは、単独で行われるより、むしろインデックス・アービトラージのロールオーバーの為の道具として利用されている面があり、これら限月間スプレッドとインデックス・アービトラージは一体化して捉えておく必要がある。話は多少複雑であるが、流れは次の通りである。

#### A-1

インデックス・アービトラージのポジションを持っている人がいるとする。純粹にインデックス・アービトラージを行った場合でも、前述のようにリバーサルから振

り替えた場合でも、以前のSQからロールオーバーをしてきた場合でも全て同じである。仮に現物を1単位ロング、期近の先物を1単位ショートしているとする。

#### A-2

月3、限月間スプレッドが開き、ショート・スプレッド(期先売り、期近買い)を1単位建てたとする。ポジションは

現物	+1単位	
期近	-1単位	
期先	-1単位	
期近	+1単位	となった。

#### A-3-1

SQ前に限月間スプレッドが縮小しなかった場合、SQで期近を全て清算し、残ったポジションは

現物	+1単位
期先	-1単位

となり、インデックス・アービトラージは期先へロールオーバーされたことになる。その結果、以前のインデックス・アービトラージの含み益に今回の限月間スプレッドの利益相当分が付加されたことになるのである。また、SQのインパクトと言う観点だけから見れば、何も起こらないことになるのである。

#### A-3-2

SQ前に限月間スプレッドが縮小すれば、先に建てた限月間スプレッドは利益になっており、利食われることになる。残ったポジションは

現物	+1単位
期近	-1単位

となり、SQで現物売ってポジションを手仕舞うことになる。但し、3月と9月のSQはやや異なる側面が存在する。期末の配当取りである。インデックス・アービトラージの利益は一般に投資収益率ベースで捉えられ、金額ベースではあまり考えないが、強いてイメージしやすいように試みれば、一回の裁定で狙う金額は200~400円(指数換算)であり、これに比べ期末の配当金は3月で約80円、9月で約50円と、決して無視できない金額である。従って、3、9のSQでは裁定を解消してしまうより、ロールオーバーに持ち込む圧力が幾分働くようである。

次にロング・スプレッドの場合を考えてみる。但しこの場合はロールオーバーにはならない。

#### B-1

上記と同様、まずインデックス・アービトラージのポ

ポジションを持っている人がいるとする。ポジションは

現物 +1単位  
期近 -1単位 である。

#### B-2

限月間スプレッドが理論値を超えて縮少し、ロング・スプレッド(期先買い, 期近売り)を1単位建てたとする。ポジションは

現物 +1単位  
期近 -1単位  
期先 +1単位  
期近 -1単位 となった。

#### B-3-1

SQ前にスプレッドが開かないままであった場合、ま  
ずインデックス・アービトラージ分はSQで解消される。  
残るロング・スプレッド分は、期近が消滅するため現物  
を売って期先のロング・ポジションをカバーする事にな  
る。つまり、現物市場から見れば2単位の現物がSQで売  
れることになる。

#### B-3-2

SQ前にスプレッドが開いた場合は、ロング・スプレ  
ッドは利食われ、SQでは通常の裁定解消だけが行われ  
ることになる。さらにスプレッドが開けば、今度はショ  
ート・スプレッドが入り、裁定残はロールオーバーされ  
ていくことになる。

### 4. SQの動向

参考までに表1に過去のSQ値を一覧にしてみた。毎  
回大量の裁定残でSQは大きく売られると言われ続けて  
きたのであるが、実際売られたのは過去9回中2回であ  
り、SQの動向が裁定残だけで推測する事がいかに困難  
なことかを証明している表である。

表1 SQ値一覧

日付	SQ値	前日終値比	当日終値	SQ比
89/09/08	34,283.13	+130.57	34,115.81	-167.32
89/12/08	38,117.59	+259.48	37,724.06	-393.53
90/03/09	34,167.37	+476.48	33,993.12	-174.25
90/06/08	33,436.43	+243.93	32,993.29	-443.14
90/09/14	24,670.95	-404.13	24,897.46	+226.51
90/12/14	23,929.40	-713.57	24,349.50	+420.10
91/03/08	26,770.77	+372.81	26,607.52	-163.25
91/06/14	25,157.61	+349.44	25,093.89	-63.72
91/09/13	22,660.27	+130.07	23,134.43	+474.16

上述してきたように、現物市場と派生商品市場とは各

種裁定取引やスプレッドを介して密接にリンクしている。  
SQが売られるか買われるかはインデックス・アービト  
ラージのポジション, いわゆる「裁定残」だけでは判断  
できないのであり, 多くの投資家が注目するSQの動向  
を予測するためには, 最低限次の表2の項目を推測して  
みる必要がある。これらは少なからず大きな現物玉の売  
買を伴っている。

表2 SQ動向の予測

SQでの買い圧力
インデックス・アービトラージの現物売り残
単体で行われている限月間のショート・スプレッドの残
期先の先物と当限オプションとのリバーサル残
SQでの売り圧力
インデックス・アービトラージの現物買い残
限月間のロング・スプレッドの残
期先の先物と当限オプションとのコンバージョン残
SQでの中立要因
ロールオーバー用のショート・スプレッド残
当限同士のリバーサル及びコンバージョン残

ところが、これだけでもまだ正確な推測は不可能な  
のである。あまり話を難しくしない為に、簡単な1例だけ  
に止めたい。上述のような各種取引はTOPIXの市場  
でも行われ、最終的には日経平均株価とTOPIXの調  
整と言う形で影響が現れる。仮に日経225の期先物のベ  
ーシスが割高で、TOPIXの期近のベーススが割安であ  
ったとする。さらに、市場間スプレッドの倍率(日経平  
均÷TOPIX)も縮小するという思惑から、TOPI  
Xの期近を買って日経225の期先を売るポジションが大量  
に市場に滞留したとする。クロス・カレンダー・スプレ  
ッドと呼ばれる手法である。そしてSQでTOPIX  
の期近が消滅し、残る日経225の期先のショート・ポジ  
ションのカバーを取るために、2種類の投資行動が想定さ  
れる。市場間スプレッドの倍率がさらに縮小するという  
思惑からTOPIX型の現物をSQで買う。または、市  
場間スプレッドの倍率はこれ以上下落しないという思惑  
から、日経平均型の現物をSQで買う、と言うものであ  
る。さらに最も予想がつきにくいのが思惑を伴った現物  
株の売買である。すこし話が脱線してしまったが、SQ  
の動向を概ね予測する為には、どの取引手法のポジシ  
ョンが市場に最も多く滞留しているのかを極力見つけ出す  
ことが重要であり、上記の表2は特に重要な項目である。

(T.K.)