

日経225オプションの取引状況について —ヨーロピアン・タイプへの変更を中心に—

1 はじめに

日経225オプション取引は本年2月取引開始の6月限以降、従来の週1回の権利行使から、ヨーロピアン・タイプに変更された。

ヨーロピアン・タイプ・オプションは最終決済日まで権利行使が行われなため、売りポジションに対する権利行使リスクがなくなる。すなわち、権利行使がある場合に売り戦略をとれば、買い方から権利を行使されると、売り方の意思にかかわらずそのポジションは崩れてしまう。とりわけ、期先物オプションの売りではこのリスクが大きい。ヨーロピアン・タイプになると、売り方はポジションを権利行使によって崩されることがなくなるため、売りを含んだ長期の戦略がとりやすくなる。このようにヨーロピアン・タイプ・オプションは売り方にとって有利である一方、買い方は権利行使によって決済できるというメリットを失う。そのため、ヨーロピアン・

タイプはアメリカン・タイプに比べてプレミアムが低くなるといわれている。

そこでヨーロピアン・タイプに変更後、日経225オプション取引において、以前と比べてどのような変化が現れているかを取引面及び価格面から見てみることにする。

2 取引面の変化—取引高、建玉残高及び値付率—

表1は、本年2月限から9月限までの8限月取引についての1日平均取引高、月末建玉残高、及び値付率を取引開始後の暦月別に示したものである。

これによると、ヨーロピアン・タイプに変更された最初の限月取引である6月限において大きな変化が見られる。

すなわち、6月限の取引高及び建玉残高は取引開始月(平成4年2月)は3月限の取引開始月(平成3年11月)と大きく変わらないものの、2か月目(1日平均取引高1,091単位、建玉残高16,067単位)、3か月目(同4,574単位、52,355単位)では3月限を大きく上回っている。

値付率でも6月限は取引開始月から80%以上となり、他の限月取引が取引開始月から期近になるにつれ

て徐々に値付率が上昇しているのはきわだった特徴を示している。

6月限の取引されていた期間は現物指数が2万円の大台を割込み、下値を模索する動きが強かったことや、3月の決算期をまたいでいたことなど特殊要因もあったが、これらの数値から、6月限が取引開始時から比較的長期に利用されることの多かったことを読み取ることができる。

7月限以降の限月取引においては6月限ほど明確な変化は見られないものの、取引開始3か月目からの利用が増加している。すなわち、取引高、建玉残高ともに取引開始3か月目からは変更以前の限月取引に比べ高水準になっている。

さらに、ヨーロッパ・タイプへの変更後、先物取引と重複する限月取引とそうでない限月取引とを比較すると、例えば5月限と6月限、8月限と9月限の取引を見るとわかるように、先物と重複する6月限及び9月限が取引開始された本年2月及び5月のそれぞれの取引高、建玉残高及び値付率はいずれも前月に取引開始された5月限、8月限のそれを大きく上回っている。これに対し、ヨーロッパ・タイプへの変更前の2月限と3月限を比べると、3月限が上場された平成3年11月の取引高、建玉残高及び値付率は、2月限がそれぞれ570単位、3,706単位、34.3%、3月限が536単位、3,982単位、43.1%と両者に目立った差はなかった。

変更前においても先物取引と重複する限月取引は他の限月取引に比べ長期の利用が多い傾向が見られたが、ヨーロッパ・タイプに変更されて、リバーサル、コンバージョンをはじめ先物と組み合わせた戦略が行いやすくなったことから、この傾向が一層強まったものと思われる。

3 価格面での変化

表2は3月限から8月限までの、最終決済月の前月の日々のATM銘柄のインプライド・ボラティリティ(プッ

ト、コールの平均値——以下「IV」という)、ヒストリカル・ボラティリティ(日本経済新聞社発表——以下「HV」という)を示したものである。

これによると、IV、HVともに月毎に大きな変動があるが、IV/HVをみると、ヨーロッパ・タイプへの変更前の3か月が1.19、変更後の3か月が1.09と両者の乖離がやや縮小していることがわかる。これはそのときの相場見通しに左右されるところが大きいと思われるが、ヨーロッパ・タイプへの変更によって、権利行使リスクがなくなったことにより、売り戦略がとりやすくなったことを反映していることも考えられる。

表3は最終決済月の前月(取引開始4か月目)の日々のATM銘柄を利用した合成先物価格と先物理論価格及び先物価格との各月の平均乖離幅と標準偏差である。

平均乖離幅は月によって大きなばらつきがあるが、6月限の先物価格と合成先物価格との平均乖離幅及び標準偏差が非常に小さい(ストップ値段となった日を除いて各々0.83, 32.23)のが注目される。一方、3か月平均の標準偏差をみると、理論価格との関係、先物価格との関係のいずれにおいても、変更後が変更前を下回っている。

これはヨーロッパ・タイプへの変更によって、現物及び先物との裁定取引が行いやすくなったため、現物、先物、オプションの3者の価格関係がより緊密になったことを示していると思われる。

以上、日経225オプション取引のヨーロッパ・タイプへの変更前後の状況を、取引面及び価格面から見てきた。その結果、6月限の取引における変化は特殊要因の影響が大きいとしても、他の限月においても取引開始3か月目からの利用が高まっていること、先物と重複する限月取引の比重が高まっていること、及び、現物、先物、オプションの価格関係が緊密になっていることが分かった。これらの変化は、現在のところでは大きなものではないが、今後ヨーロッパ・タイプのメリットに対する認識が高まれば、さらに顕著な変化が表れることも考えられる。

(T. N)