

解 説

デリバティブ実践講座 - 5 -

上級編

今回の著者は、米国の著名な裁定取引専門業者で数年間勤務し、現在も米国系証券会社で日々各種の裁定取引及びスプレッド取引を行っている米国人である。外資系証券は相場の状況とあまり関係なく比較的安定した収益をあげているということがしばしば新聞紙上で書かれるが、その一翼を担っているのが彼等スプレッド・プレーヤー達である。

世界の中の日経225先物・オプション

大阪の日経225先物・オプションが日本における有力な派生商品である事に変わりはないが、その代替物となるものもいくつか登場してきている。これらの商品の登場で様々な通貨やタイム・ゾーンでのヘッジ、スペキュレーションあるいは投資が可能となった。日本のオフショア・インデックス商品の先駆けであった普通株ワラント、ADR、SEAQ等は大変な成功をおさめ、オンショア市場にも流動性をもたらした(注:オフショア=日本国外, オンショア=日本国内)。また、これらの多くの商品は異なるタイム・ゾーンで取引され、しかも米ドル建てであるため、こういった商品がなければ日本に向かわなかったであろう資金の流入をも招いた。

これら一連の商品の中でも、最も競争力が強く、流動性の高いオフショア商品は何とんでもシンガポール国際金融取引所(SIMEX)のSIMEX日経225先物・オプションである。1992年のSIMEX日経先物の取引高は前年比356%増加、一日あたりの平均約定数は13,897枚にのぼった。円で決済され、大阪の先物と同じように年4回決済の商品ではあるが、“公開競争(オープン・アウトクライ)”といわれる値付け方法であるため興味深いものとな

っている。各マーケットメーカーはある一定の価格帯で気配値を出し、ブローカーはその中で最適と判断した値段で顧客注文を執行するのである。これに対し、大阪の日経商品はコンピュータでトレードされる。SIMEX先物は大阪の半分のコントラクト・サイズであり、完全に“代替可能”である。例えば、OSE(大証)で先物を1枚買い、SIMEXで2枚売るとマーケットリスクはゼロになる。また、SIMEXオプションは先物で清算されるがOSEオプションは指数で清算される。これは先物と同限月の満期には問題はないが、3月、6月、9月、12月以外の残りの年8回の満期の際には価格の上で大きな違いとなる。SIMEXオプションはOSEのSQ前日に期近の先物のポジションが建つことで清算されるのである。

これに対処するための最も手っとり早く順当な方法は双方のオプションの価格を比較することである。このためには満期日における指数と先物のベースの理論値にオプションのデルタを掛けたものから1日のボラティリティとしてのセータ値を引けばよい。例えば、5月205コールを1枚買ってロングのポジションを取るとする。この時、5月満期日におけるベースの理論値を50ポイント、205コールのデルタを0.5、セータを11ポイントとすると、SIMEX205コールは、 $50 \times 0.5 - 11 = 14$ ポイントOSE5月205コールよりも高いはずだと計算される。ただし、この方法はあくまでも理論上のものであるため、実際のベースの振れや、満期により失効するデルタ分を他の商品でカバーすることから発生するコストのため、アービトラージへの上記の方法の適用は制限される。そのためこの公式は、投資に際しての一つの目安程度と考えておいた方がいいだろう。

米国においても2つ、日本のインデックス商品が取引されている。シカゴ商品取引所(CME)の日経225先物・オプションとアメリカン取引所(AMEX)のジャパン・インデックス・オプションである。どちらも実務上OSEの代替商品とはなり得ないが、CMEの方は日経平均に基づいており、このため通貨変動を一切無視できればOSEでのポジションと全く同じものをCMEでも持つことが可能である。CMEでの1ポイントは5ドル、OSEでの1ポイントは1,000円に相当し、従って等価数量の計算は以下の様になる。

$$\text{CME数量} \times \$5 \times \text{円}/\$ \div 1,000\text{円} = \text{OSE数量}$$

例えば、ファンド・マネージャーがCME先物を300枚ロングしていてOSE先物を売ってヘッジしたいとする。1\$が112円の時、 $300 \times 5 \times 112 \div 1,000 = 168$ 枚を売ればよいことになる。ところが、完全にヘッジするためには基礎商品である日経平均株価が大きく変動する度に円・ドル間の為替取引が必要になる。また、残念ながらCME日経オプションは流動性が低い。3月、6月、9月、12月の四半期決済のオプションは先物と同じく指数清算であり、売買最終日もまた先物と同じである。一方、それ以外の毎月決済のオプションはイン・ザ・マネーで終わった場合、期近の先物の受渡しによって清算される。

最もユニークなオフショア商品はジャパン・インデックス・オプション (JNPオプション) であろう。これは日経225を反映した(相関係数99%) 210銘柄の日本株バスケットを基礎商品とするオプションである。このオプションは毎月第3金曜日の基礎商品の終値で清算される。この商品の登場により、日本物派生商品の満期日に関して、投資家は複数からの選択を行うことが可能になった。

オプション価格はスペシャリストによって形成されており、取引はスムーズに行われている。また、取引高にはバラつきがあるが、おしなべてしっかりしている。興味深いことにJNPオプションのIVはかなり変動する。IV自体の変化が大きい理由は無数に考えられようが、主としてこの商品へのヘッジ手段が少ないことと特異な満期日に伴う不確定要素のためであると理解している。何れにしろ、JNPオプションはヘッジにもスペキュレーションにも利用可能な商品である。

海外投資家の日本市場への関心が高まるにつれ、当然のようにオフショアで取引される日本物インデックス派生商品の重要性と人気は高まることが予想される。国内投資家がオフショア市場に直接参加できることは期待できないにしても、ますます複雑になりつつあるマーケットにおいて活発かつ知的な投資家として存在し続けるためには、各種商品の満期や新規上場などを常にモニターしておくことが重要である。

(J. K.)

