

解説

デリバティブ実践講座 - 6 - 上級編

少し変わったセルボラ スペアリブ

序論

まず普通のショート・ストラドルの特徴を振り返ってみる。仮にATMストラドルを1,000円で売った場合、相場にあまり変動がなく、建てた時から±1,000円以内のレンジで満期を迎えれば利益になる。日本でオプションが上場された1989年頃聞かれた説明である。しかし動くのが相場であり、そう都合のよい結果ばかり期待できないのが普通である。相場が1,000円以上動き、運良く元のレンジに戻ってきたとしても、大きく動いた時点でデルタ・ヘッジ等の手が加えられ、結局、損益トントンで逃げられればヨシとせざるを得ない場合も多い。また、相場が長く動かなければ動かない時ほど、動き始めた時の恐怖感から早めに手仕舞い、思った程のタイム・バリューを抜けないことも心理である。

そこで今回は少し変わったセルボラを紹介する。過去4年程の経験から、セルボラプレーに付き物のこういったジレンマを少しでも解消するためのアイデア的手法であり、筆者はこれを「スペアリブ」と名付けている。

ポジショニング

ポジションの取り方は極めて簡単である。まず、ATMのストラドルを売る(仮に、今の相場を20,000円、ATMストラドルを200CPとする。図1参照)。相場が動かなければその間何も考えず、ずっとそのポジションを続ける。今にも相場が動き始めるから手仕舞おうなどと考えるはいけない。去年の12月あるいは今年の2月、余計なことをしなかった人が利益を取れた相場であった。先を読み過ぎてはいけない。次に、実際相場が動いたらそこで初めて2番目のポジションを建てることにする。相場が20,500円まで上昇してきたとすると、205CPのストラドルを売る(図2参照)。この時点で、ポジションは200—205のショート・ストラングルになっている。更に相場が延伸し21,000円になったら、そこでまた210CPのストラドルを売る(図3参照)。21,500円まできたら今度は215CPを建てる(図4参照)。22,000円までくれば220CPを建

てる(図5参照)。これを永遠に繰り返せば良いかという
とそうではなく、実は5本までが限度である。最初の相
場水準が20,000円であるから2,000円の相場変動までな
ら耐えられる手法である。相場が下落していく場合も話
は同じで、建てるストラドルの行使価格を500円ずつ下げ
ていけば良い。普通に考えれば、1カ月2,000円の変動幅
に対応できる手法ならセルボラとしては十分である。所
詮はセルボラ、1カ月に3,000円も4,000円も相場が動く
のであればセルボラをやったこと自体が間違いである。
さて、ここまで書けばお気づきの読者も多いと思うが、
やっていることは後追い型デルタ調整付きガンマ・トラ
ッキングである。相場の変動に対しても比較的ゆっくり
対処できるので、証券の自己というより投資家向きの手
法である。

図1

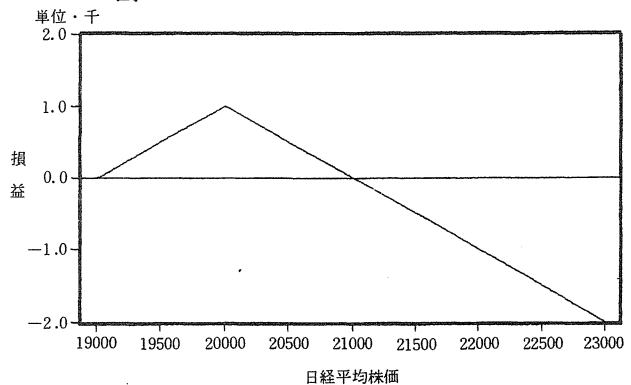


図2

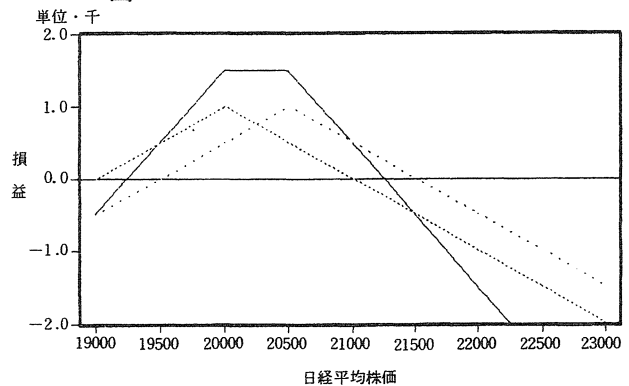


図3

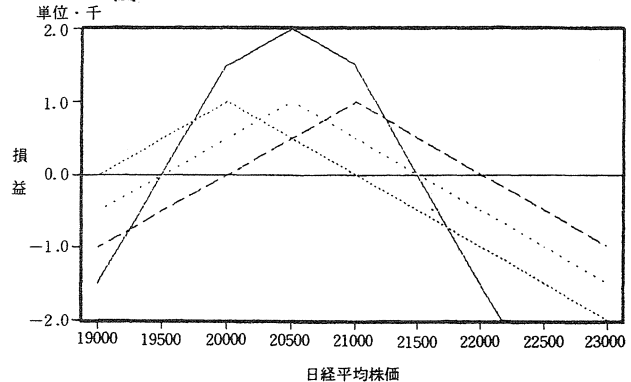


図4

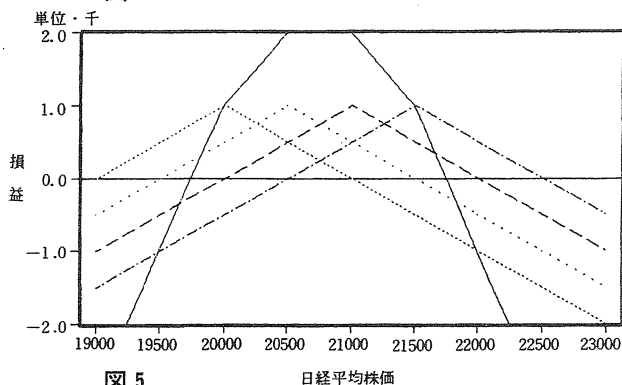
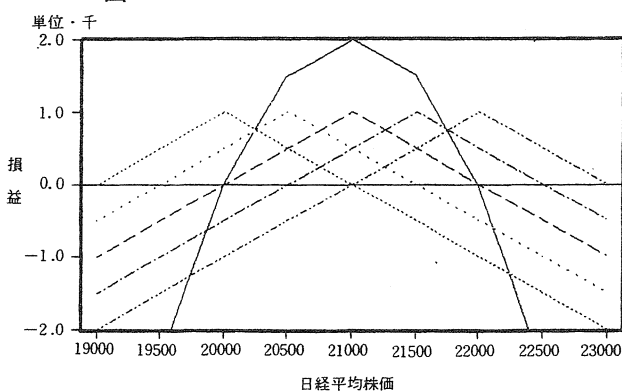


図5



ここで再度、普通のショート・ストラドルと今回紹介したスペアリブとの特徴の違いを表1で整理してみる。

表1 ショート・ストラドルとスペアリブの特徴比較

	ショート・ストラドル	スペアリブ
耐えられる相場変動幅	普通中心から±600円程度	どのような相場でも2,000円
ポジションを取っているときの心理	相場の急変を常に心配	2,000円動いて初めて心配
相場急変時の対応	リアル・タイムにデルタ調整	500円動く毎に後追いでポジションを追加
平均利益	300~400円	300円前後
担保及び費用	1倍	最大5倍

シミュレーション

次に、この方法が本当にうまくいくのか、あるいはどの程度の価値があるのか、表2でシミュレートしてみる。シミュレーションの前提条件は以下の通りである。

- シミュレーション期間は本年1月限から6月限の直近半年とする。
- 月末に次限月物オプションで始め、翌月末に全ポジション手仕舞う。
- 起点となる行使価格から±500円以上指数が動いた時点で追加のポジションを建てる。
- オプションの売買価格は終値を使用する。

5 5月限に関し、185Cの買落価格は終値が適正でないため適当と思われる価格を使用した(口付きで表示)。更に、ゴールデン・ウィーク(G・W)が絡むため月末手仕舞いに加え、G・W明けに手仕舞った場合の結果も記した。6月限に関し、原稿締切の都合上、月末手仕舞いではなく最終週末の手仕舞いとした。

表2 スペアリブのシミュレーション

限月：93.01

日付	指数	行使価格	コール	プット	合計	売買	損益
11.30	17,683.65	17,500	620	430	1,050	売建	
12.30	16,924.95	17,500	50	625	675	買落	375
合計							375

限月：93.02

日付	指数	行使価格	コール	プット	合計	売買	損益
12.30	16,924.95	17,000	390	505	895	売建	
1.22	16,336.81	16,500	235	340	575	売建	
1.29	17,023.78	17,000	280	225	505	買落	390
		16,500	620	90	710	買落	-135
合計							255

限月：93.03

日付	指数	行使価格	コール	プット	合計	売買	損益
1.29	17,023.78	17,000	480	415	895	売建	
2.26	16,953.35	17,000	230	245	475	買落	420
合計							420

限月：93.04

日付	指数	行使価格	コール	プット	合計	売買	損益
2.26	16,953.35	17,000	410	455	865	売建	
3.08	17,686.47	17,500	550	325	875	売建	
3.12	18,037.52	18,000	520	430	950	売建	
3.18	18,727.90	18,500	560	395	955	売建	
3.29	19,048.38	19,000	390	340	730	売建	
3.31	18,591.45	17,000	1,640	15	1,655	買落	-790
		17,500	1,100	45	1,145	買落	-270
		18,000	165	115	280	買落	670
		18,500	55	280	335	買落	620
		19,000	25	590	615	買落	115
合計							345

限月：93.05

日付	指数	行使価格	コール	プット	合計	売買	損益
3.31	18,591.45	18,500	710	575	1,285	売建	
4.01	19,099.09	19,000	720	550	1,270	売建	
4.05	19,759.46	19,500	750	535	1,285	売建	
4.13	20,740.29	20,000	1,080	240	1,320	売建	
		20,500	755	415	1,170	売建	
4.30	20,919.18	18,500	2,450	10	2,460	買落	-1,175
		19,000	1,980	25	2,005	買落	-735
		19,500	1,440	35	1,475	買落	-190
		20,000	920	60	980	買落	340
		20,500	510	200	710	買落	460
合計							-1,300
5.06	20,622.03	18,500	2,150	10	2,160	買落	-875
		19,000	1,890	15	1,905	買落	-635
		19,500	1,190	40	1,230	買落	55
		20,000	700	90	790	買落	530
		20,500	350	250	600	買落	570
合計							-355

限月：93.06

日付	指数	行使価格	コール	プット	合計	売買	損益
4.30	20,919.18	21,000	590	650	1,240	売建	
5.14	20,474.15	20,500	555	510	1,065	売建	
5.28	20,843.69	21,000	310	410	720	買落	520
		20,500	560	190	750	買落	315
合計							835

シミュレーションの結果を簡単にまとめてみると、相場の動きがスタートから2,000円以内の変動幅に収まっていればどの限月も利益であり、逆に2,000円を超せば損失が発生している。また、相場の月中の変動幅が大きければそれに応じて建つポジションも増えている。これはスベアリップの基本概念通りである。特に損失が発生した5月限に着目すると、4月30日にポジションを落とした場合、スタートからの指数上昇幅は2,328円でありかつこの日は前日比464円高とボラティリティも上がったことから比較的大きな1,300円もの損失を被っている。ところが、G・Wを終えた5月6日には相場の急伸もIVも共に落ち着き、時間価値の減少も伴って一気に損失は355円まで減少している。

実践上の注意点

ここで実際の運用にあたっての注意点をいくつか述べてみたい。前述したように、セルボラは相場が動かないと思うからやるのであって、必要な技術はやり始めた後で相場が動きだした場合どの様にカバーを行うのかである。そのための方法の1つがこのスベアリップであり、決してどのような相場にも適応できる魔法の手法ではないことをお断りしておく。

- 1 ポジションを建てるときは、極力場中の相場が荒れている時、つまりIVが少しでも高くなっている時を利用する。
- 2 相場が2,000円動いた時には5枚のポジションが建っている。従って、それ以上相場が動けば先物5枚に相当する好ましくないポジションを持っているのに等しいリスクを抱えていることを忘れてはいけない。セルボラをやったことが間違いだと思いついたらさっさとこのポジションを落としてしまうか、きっちりとしたデルタ・ヘッジに持ち込み逃げることを考えるべきである。これはスベアリップにだけ限ったことではなく、セルボラ系の戦略全てについて言えることである。
- 3 相場が全般的に荒れているような時は、500円刻みで追加のポジションを建てていくよりも、1,000円刻みで建てていく方が安定する。
- 4 もしもの相場大変動に備え、ATMから1,500~2,000円離れたOTMのコールなりプットなりを心配な相場方向に対して1, 2枚予め買っておくのも手である。あまり最初から買い過ぎると収益力が極端に落ちるので注意が必要である。

最後に

蛇足ではあるが、再び図5を見て頂きたい。5本のショート・ストラドルが整然と並び、あたかも肋骨(あばらぼね)のようである。この肋骨の周りにはタイム・バリューという肉がたくさん付いていて、これを美味しく食べるのがスベアリップである。

尚、当シリーズは今月号でとりあえず上場物のデリバティブについての話は終わり、来月からはOTCオプション関係に話の中心を移していくことにする。

(T. H.)