

2.3 オプションを用いた投資戦略：その1

今後数回にわたって、オプションを用いた投資戦略をいくつか紹介いたします。以前にもお話いたしましたように、オプションを使うことで、いろいろな投資戦略を考えることが可能となり、収益を得る機会も増えます。

相場について、どういう「読み」と「スタンス」をとると、どんなオプション取引戦略が対応するのかを詳しくみていきます。

2.3.1 コール買い、プット買い

“コールやプットを単純に買うポジション”です。コールを買うには、日経平均について強気でなければなりません。もし、単に強気であるだけなら、先物を買持ちにすればよいわけで、コールを買ってタイム・ディケイなどを気にする必要もありません。しかしあえてコールを買うことで、大きな収益をあげることが可能な場合があります。その戦略について説明しましょう。

まず、あなたが次のように考えていたとします。

読み：いま 10,900 円の日経平均は、数日中には 11,200 円を超える。

スタンス：先物を買ってもよいが、もっと資金を効率的に使いたい。

そのためには大きなリスクをとってもよい。

素直に先物を買うのも間違った戦略ではありません。いま先物の証拠金率が 10% であるとする、先物 1 枚を 10,900 円を買うには、1,090,000 円 ($= 10,900 \times 1 \times 1,000 \times 10\%$) の資金が必要になります。先物 1 枚を 10,900 円買って、予定通り数日後に 11,200 円で売れたとすると、利益は 300,000 円 ($= (11,200 - 10,900) \times 1,000$) となって、約 27% の収益をあげるわけです。けれども、時と場合によっては、コールを買うことで、1,090,000 円も使わずに、もっと大きな収益をあげることが可能です。

いま満期日まであと 3 日の行使価格 11,000 円のコールがあるとしましょう。インプライド・ボラティリティが 40% で買えるとするなら、プレミアムは 115 円程度です。したがって、このコール 1 枚のコストは 115,000 円 ($= 115 \times 1,000$)。そこで、345,000 円をつぎ込んで、このコールを 3 枚買います。先ほどの先物売買に必要な資金 ($= 1,090,000$ 円) の 3 分の 1 程度しか使わないことに注意してください。

満期日まで、日経平均が 11,200 円になったとすれば、権利行使価格 11,000 円のこのコールは、200 円以上の値段がつくはず。そこですかさず全部反対

売買すると、600,000 円以上の現金が手に入りますので、収益率は 74%程度となり、先ほどの先物のリターンよりも、かなり効率がよいことになります。

このハイリターンの裏返しとして、当然ハイリスクを伴うわけで、満期日までに日経平均が 11,000 円以下であれば 1 円のお金も戻ってきません。すなわちあなたは投資金額の 345,000 円を全て失ってしまうのです。この理由は、先物の 3 分の 1 程度の元手で勝負ができるため（つまり、先物に比べ 3 倍の効果）です。このような効果を“レバレッジ効果”とよびます。オプション売買がこのようなハイリスク・ハイリターンの投資である典型的な例です。もしあなたが、大きなリスクを（しかしプレミアム以上は失わない）覚悟しているなら、これは魅力的な投資と言えるでしょう。

プットを買い持ちにする場合も、全く同様に考えられます。単に先物を売って、日経平均が下がることを期待するのではなく、プレミアムを全部失う覚悟でのぞめば、とてつもなく大きな収益をあげることが可能かもしれません。

2.3.2 カバード・コール

“コール 1 枚の売りと先物 1 枚の買いの合成ポジション”です。いま、あなたは買いコスト 10,800 円の先物を 1 枚持っていて、次のように考えていたとします。

読み：日経平均はいま 11,000 円だが、3 ヶ月後までに 12,000 円を超える可能性は 10%もないだろう。

スタンス：まだ先物を売るつもりはないが、日経平均が 12,000 円になったら必ず売る。

このとき、ふとオプション市場をみてみたら、

オプションタイプ = 225 コール・オプション

権利行使価格 = 12,000 円、満期日まで = 3 ヶ月

金利 = 5%、配当 = 0 円、インプライド・ボラティリティ = 30%、

のコールが売買されている、としましょう。さあ、あなたはどうしますか？

このコールを 1 枚売ってしまい、満期日に日経平均が 12,000 円以上になったとすれば、コールを権利行使されることによって損失が発生し、その結果として買持ちの先物の利益と相殺することになるでしょう。つまり、先物が 12,000 円以上になったときの利益を捨てることになります。でも、そのことは特に不

満ではないはずです。もともと 12,000 円になったら先物売る、と考えていたからです。

そうならば、このコールを売ることによってコール・プレミアムが手に入り、単に先物を市場にて 12,000 円で売るより多くのお金が残るはずです。ではこのコールを売りますか？

この場合、コールを売った際に入る代金は何の対価でしょうか？ たただお金をくれるはずはないのです（経済の世界には「無償の愛」など存在しない！）。何か裏がありそうです。

その答えは、行使価格 12,000 円のコールを売ったあなたは、3 ヶ月後に日経平均が、もし 12,000 円を超えて仮に 15,000 円になったとしても、その望外の喜びを味わうことができない、ということなのです。すなわち、権利行使価格 12,000 円のコールを売って手に入るプレミアムは、12,000 円より高い値段で先物が売れるかもしれない、という可能性を捨ててしまったことへの対価というわけです。

なるほどそういうわけなら、このプレミアムが高いか安いかを調べなければなりません。プレミアムを決めるのはボラティリティですから、この調査はここで売買されている 30% というインプライド・ボラティリティが高いか低いのか？ という質問になります。

年率 30% のボラティリティを 3 ヶ月間に換算すると、 $30\% \div 2 = 15\%$ です。日経平均が 11,000 円の時、その 15% は 1,650 円ですから、現在 11,000 円の日経平均が、3 ヶ月後に 11,000 円の上下 1,650 円の幅、すなわち、9,350 円から、12,650 円の範囲に収まる確率は約 68% です（第 12 回 “ 株価の動き ” 参照）。

そうすると逆に、3 ヶ月後の日経平均が 9,350 円より小さいか、あるいは、12,650 円より大きいのか、という確率は、 $100\% - 68\% = 32\%$ となり、単に 12,650 円より大きくなる確率は、その半分の $32\% \div 2 = 16\%$ とわかります。

あなたがこのコールを年率 30% のボラティリティで売るということは、「3 ヶ月後の日経平均が 12,650 円を超える可能性は 16% より大きいことはない」とみなしているということに他なりません。あなたの読みが “ 日経平均が 12,000 円以上になる確率が 10% 以下 ” である限り、あなたはこのコールを売るはずです。