

1.3.2 ポートフォリオヘッジ

今回は、先物を用いて、予想される損失を低減する方法について説明します。いま、あなたは以下のような現物株からなるポジション（このようなポジションの集合を“ポートフォリオ”という）を保有していると仮定しましょう。

銘柄名	株数	株価(円)	持ち高(円)
1. ソニー	2,000	4,370	8,740,000
2. トヨタ自動車	2,000	3,800	7,600,000
3. 三菱東京FG	10	726,000	7,260,000

この時点での、資産総額（持ち高の合計）は

$$8,740,000 + 7,600,000 + 7,260,000 = 23,600,000 \text{ (円)}$$

です。この日、日経平均株価は11,000円の年初来高値をつけ、ここが目先の天井であり、その後下落し調整に入りそうな気配です。ここで、このポートフォリオを全て売却してしまおうか、とも思ったのですが、あなたは短期的（一週間程度）の調整ののち、市場は再び上昇に転じると読み、これら銘柄を長期的に保有しようと考えました。

しかし、たとえ短期的であるといっても、やはり損失（評価損）を出すのは気持ちのいいものではありません。これらの銘柄を売却せずに、損失をゼロにできないまでも、減らす方法はないのでしょうか？ そういうご要望に応えるのが先物を用いた“ヘッジ”という手法です。

理屈は極めて単純です。現物株からなるポジションは買持ち（ロングポジション）ですから、市場の下落で損失が発生します。だから、予想される損失をカバーするには、先物を売り建てて、ショートポジションを作ればよいのです。では、いくら（何枚）くらい先物を売ればよいのでしょうか？

最も簡単な方法は、現物の資産総額だけに注目するやり方です。いま資産総額は23,600,000円ですから、それに見合う金額になるように先物を売るには、（日経平均株価が11,000円前後であるときに）先物を11,000円で2枚売れば、

$$11,000 \times (-2) \times 1,000 = -22,000,000 \text{ (円)}$$

相当のショートポジションが作れ、目的は達成されます。

さて、先物でヘッジした一週間後、予想通り日経平均株価は10,300円前後まで下がり、あなたの現物株のポートフォリオは

銘柄名	株数	株価(円)	持ち高(円)
1. ソニー	2,000	3,970	7,940,000
2. トヨタ自動車	2,000	3,360	6,720,000
3. 三菱東京FG	10	640,000	6,400,000

となりました。いまや資産総額（持ち高の合計）は、

$$7,940,000 + 6,720,000 + 6,400,000 = 21,060,000 \text{ (円)}$$

です。この一週間で、

$$21,060,000 - 23,600,000 = -2,540,000 \text{ (円)}$$

の損失（評価損）が発生してしまいました。

一方、11,000円で2枚売った先物からは、いくら利益がでたのでしょうか。先物を10,300円で2枚買戻したとすれば、その利益は、

$$(11,000 - 10,300) \times 2 \times 1,000 = 1,400,000 \text{ (円)}$$

です。これにより、現物の評価損（2,540,000円）の約55%を救うことができたわけです。もっと先物を売っておけば100%救えたかもしれませんね。

次に、過去のデータを使うヘッジ法を説明します。日経平均株価が11,000円をつけたちょうど1ヵ月前を調べると、日経平均株価は10,000円、またポートフォリオの時価総額は、19,810,000円でした。するとこの1ヵ月間では、

$$\text{ポートフォリオの上昇率} = (23,600,000 - 19,810,000) \div 19,810,000 = 19\%$$

$$\text{日経平均株価の上昇率} = (11,000 - 10,000) \div 10,000 = 10\%$$

となりますから、あなたのポートフォリオの上昇率は、日経平均株価のそれのざっと2倍であることがわかります。相場が下落するときにもこれが当てはまるなら、あなたのポートフォリオをヘッジするためには、日経平均株価先物を金額的に2倍程度売らなければならないこととなります。

そうであるなら、11,000円で先物を2枚売るのではなく、4枚売らなければなりません。4枚売っていたなら日経平均株価が10,300円前後に下落した際に、

$$(11,000 - 10,300) \times 4 \times 1,000 = 2,800,000 \text{ (円)}$$

の利益を先物がもたらしてくれ、ポートフォリオの評価損(2,540,000円)をすべて埋め合わせることができます。

この方法は、ポートフォリオ全体の時価総額と日経平均株価との連動性を調べなければならない、という点が面倒ですが、ヘッジするしないにかかわらず、この連動性は調べておいた方がよいと思います。もし、日経平均株価と何の連動性もないのなら、ヘッジ目的で先物の売買はできず、単にスペキュレーション(前回参照)をしていることになるからです。

以上説明したふたつの方法のどちらが優れているか、という比較は結果論に過ぎません(後者の方が理論的ではありますが)。もし、市場が予想通り下落せず、反対に上昇したりすれば、前者の方がもうかるかもしれません。ですから、ここにも相場観が入り込む余地があるわけです。例えば、日経平均が11,000円をつけた時点で、「相場は天井だ!」と強く思うのであれば先物を4枚売らなうでしょうし、「相場は下がるかもな」程度だったら2枚しか売らないでしょう。ヘッジといえども、相場観を持って行うわけです。

今回は、先物を複数使う戦略についてお話したいと思います。