

## 第 30 章 オプション取引 Part 3

### 7. オプションを用いた投資戦略

オプション取引の醍醐味は、コールとプットの売買を組み合わせることによって、実に様々な投資戦略が可能となることである。そこで、その代表的な投資戦略である、**スプレッド戦略**、**コンビネーション戦略**、**ヘッジ戦略**について見てみる。

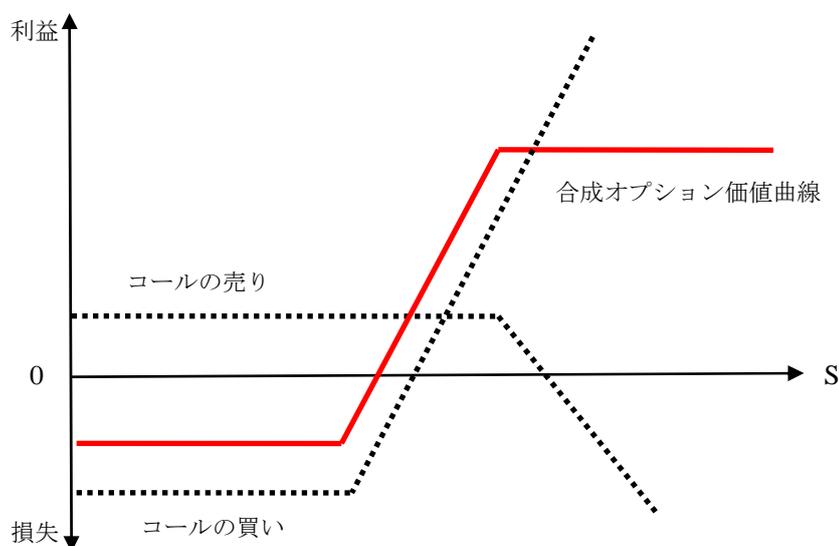
#### 7.1 スプレッド戦略

スプレッド戦略は、同種類のオプション（コールまたはプット）を組み合わせる戦略で、これによって、損益をある範囲内に限定させることができる。

#### ブル・スプレッド (強気のスプレッド)

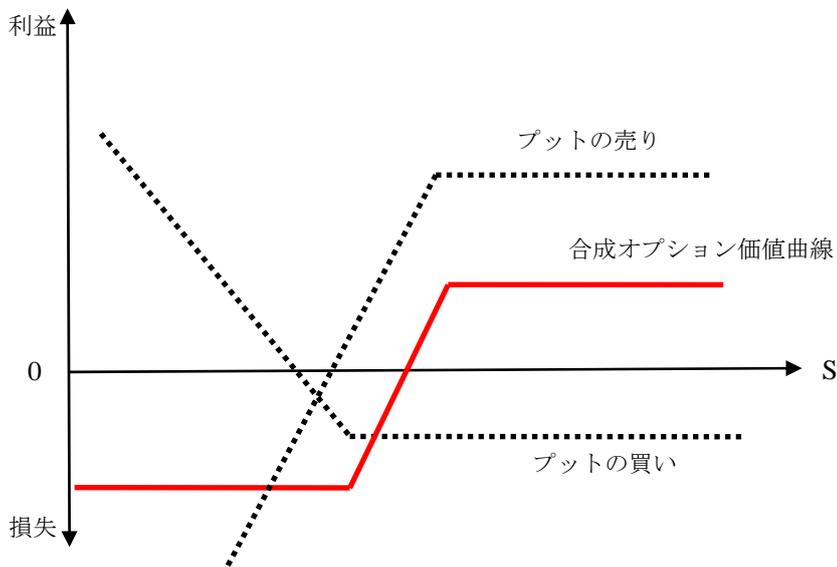
行使価格の高いオプションの売りと、行使価格の低いオプションの買いを 1 単位 (同数量) ずつ行うもの。

ブル・コール・スプレッド



ブル・コール・スプレッド<sup>3</sup> = コール (低い行使価格) の買い + コール (高い行使価格) の売り  
 プレミアム支払い                      支払プレミアム (高い) > 受取プレミアム (安い)

### ブル・プット・スプレッド

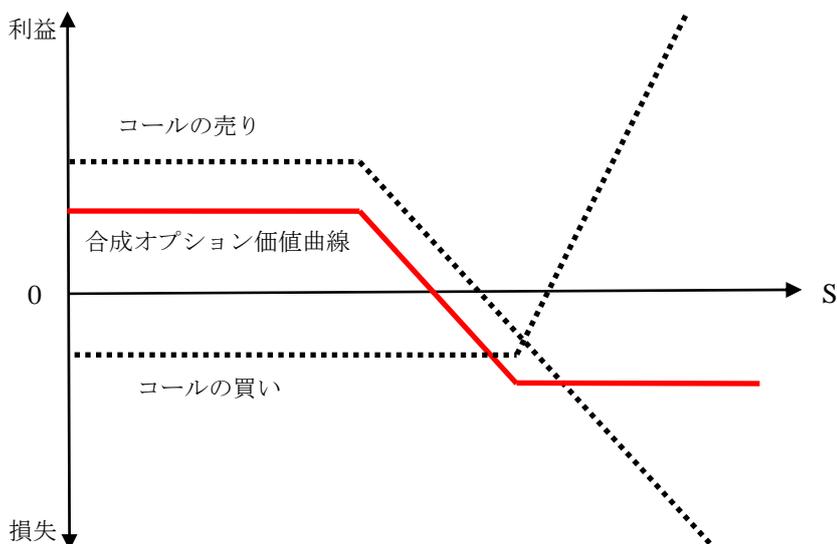


ブル・プット・スプレッド = プット (低い行使価格) の買い + プット (高い行使価格) の売り  
 プレミアム受取り                      支払プレミアム (安い) < 受取プレミアム (高い)

### ベア・スプレッド (弱気のスプレッド)

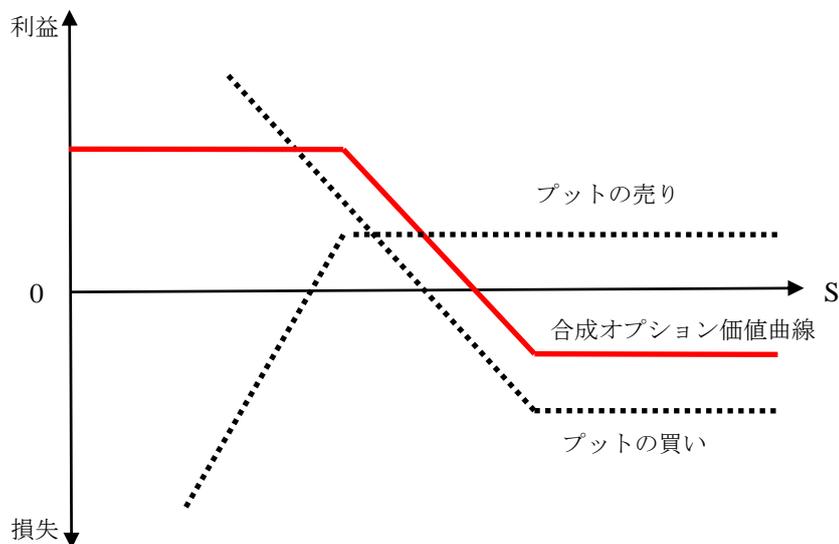
行使価格の低いオプションの売りと、行使価格の高いオプションの買いを 1 単位 (同数量) ずつ行うもの。

### ベア・コール・スプレッド



ベア・コール・スプレッド = コール (低い行使価格) の売り + コール (高い行使価格) の買い  
 プレミアム受取り                      受取りプレミアム (高い) > 支払プレミアム (安い)

### ベア・プット・スプレッド



ベア・プット・スプレッド = プット (低い行使価格) の売り + プット (高い行使価格) の買い  
 プレミアム支払い                      受取りプレミアム (安い) < 支払プレミアム (高い)

## 7.2 コンビネーション戦略

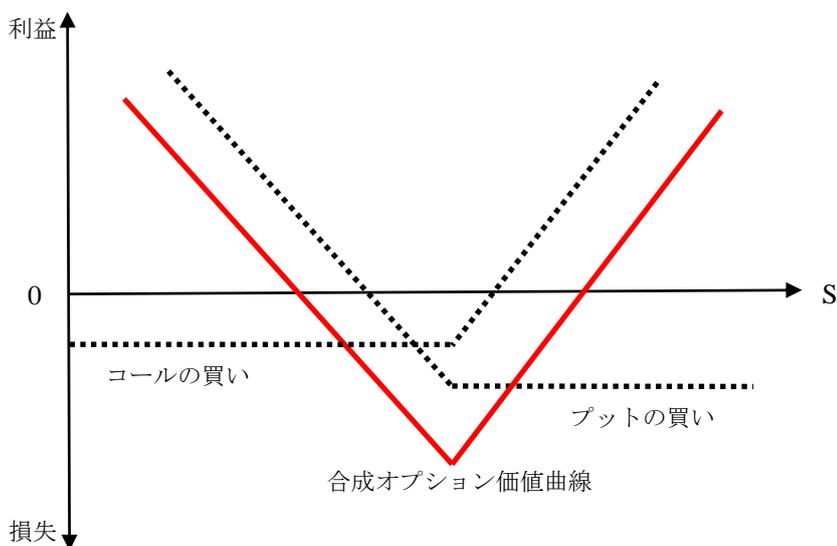
コンビネーション戦略は、コールの買いとプットの買い、あるいは、コールの売りとプットの売りというように、種類の違うオプションを組み合わせる取引である。相場の方向性に関係なく、相場が変動するかどうかを予想する戦略である。

代表的な戦略としてストラドルとストラングルがある。相場が変動するほど利益があがるロング・ストラドル、ロング・ストラングルと、相場が安定するほど利益が確保されるショート・ストラドル、ショート・ストラングルがある。

### ロング・ストラドル

同じ行使価格のコールとプットを1単位ずつ購入するもの。相場が動きさえすれば利益が得られるポジションだが、プレミアム料を2倍(コール・プレミアムとプット・プレミアム)支払わなければならないという短所がある。

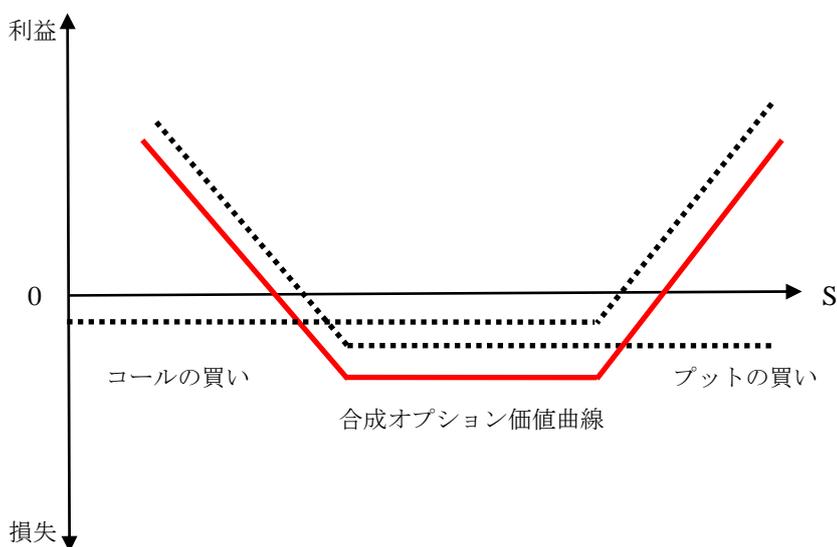
### ロング・ストラドル



### ロング・ストラングル

高い行使価格のコールと安い行使価格のプットを1単位ずつ購入するもの。すなわち、アウト・オブ・ザ・マネーの状態のコールとプットを買うので、ロング・ストラドルよりもプレミアム料が安くなる。ただし、オプションを行使できる確率が低くなるという短所がある。

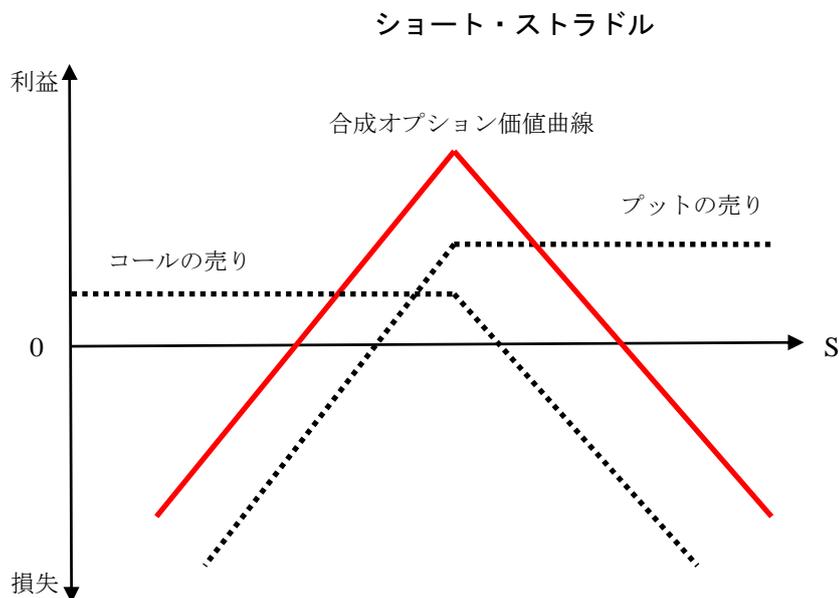
### ロング・ストラングル



### ショート・ストラドル

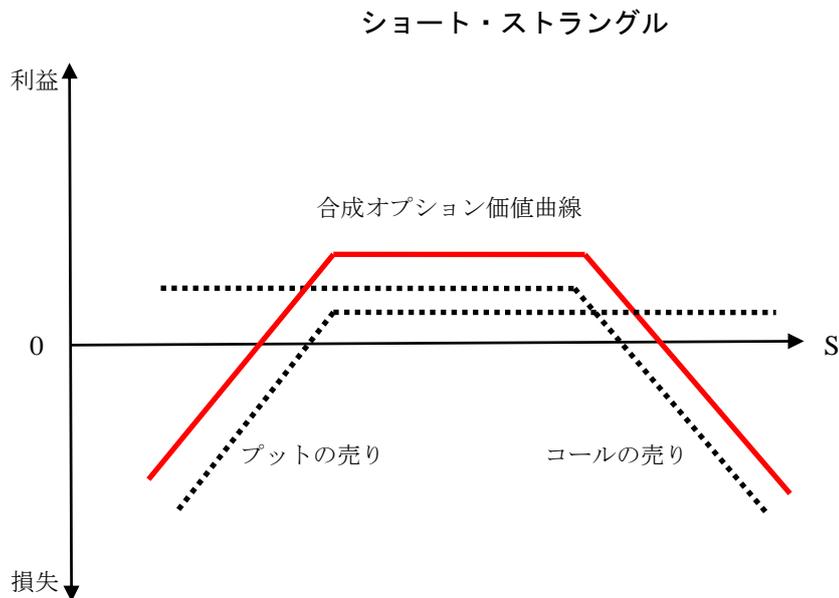
同じ行使価格のコールとプットを1単位ずつ売却するもの。相場が安定していると予想される場合にとられる戦略で、プレミアム料を2倍(コール・プレミアムとプット・プレミアム)受け取れるという魅力がある。ただし、相場が動くと大きく損をしてしまうという短所

がある。



### ショート・ストラングル

高い行使価格のコールと安い行使価格のプットを1単位ずつ売却するもの。すなわち、アウト・オブ・ザ・マネーの状態のコールとプットを売るので、ショート・ストラドルよりも受け取れるプレミアム料が安くなってしまうという短所がある。しかし、相場の変動がかなり大きくても収益を保てるという長所がある。

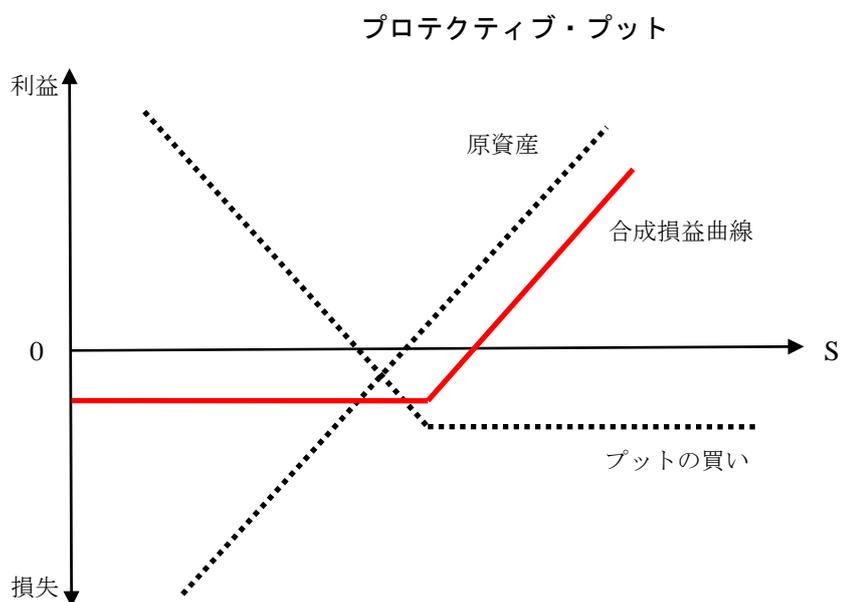


### 7.3 ヘッジ戦略

ヘッジ戦略は、オプションを利用して、原資産の価格変化によって発生する損失を回避する戦略である。

#### プロテクティブ・プット

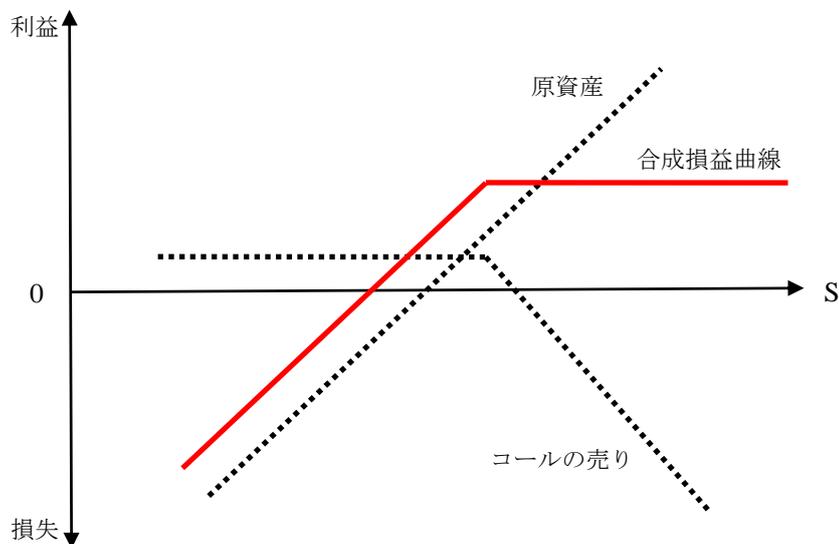
原資産を1単位保有するとともに、プットを1単位買う。これによって、原資産が上昇すれば、プットを放棄して値上がり益を確保し、原資産が下落すれば権利行使して、損失をヘッジすることができる。



#### カバード・コール

原資産を1単位保有するとともに、コールを1単位売る。これによって、原資産が上昇すれば一定の利益が確保できる。また原資産が下落しても、受取ったプレミアムで、一定額までの損失をヘッジすることができる。

### カバード・コール



## 8. 株価指数オプション取引の概要

株価指数オプション取引は、日経平均や TOPIX といった、株価指数を原資産とするオプション取引である。代表的な株価指数オプション取引の概要を以下の表でまとめている。

株価指数オプション取引

	日経平均株価指数オプション取引	日経 300 株価指数オプション取引	TOPIX オプション取引
取引所	大阪証券取引所	大阪証券取引所	東京証券取引所
市場開設日	1989年6月12日	1994年2月14日	1989年10月20日
限月	詳細は省略するが、ほぼ毎月で、合計 15 限月取引	3月、6月、9月、12月の直近 6 限月とそれ以外の直近 2 ヶ月で、合計 8 限月取引	3、6、9、12月の直近の 5 限月とそれ以外の直近 3 ヶ月で、合計 8 限月取引
取引最終日	各限月の第二金曜日の前日	各限月の第二金曜日の前日	各限月の第二金曜日の前日
権利行使価格	直近の 3 限月については 250 円刻みで、前日の日経平均株価に近接する権利行使価格を基準として上下 8 種類の合計 17 種類	残存期間が 4 ヶ月となった場合は 5 ポイント刻みで、前日の日経株価指数 300 に近接する権利行使価格を基準として上下 3 種類の合計 7 種類	残存期間が 4 ヶ月以下となった場合は 25 ポイント刻みで、前日の TOPIX に近接する権利行使価格を基準として上下 9 種類の合計 19 種類
取引時間	9:00-11:00、12:30-15:10、16:30-20:00	9:00-11:00、12:30-15:10、16:30-20:00	9:00-11:00、12:30-15:10、16:30-19:00

取引単位	日経平均株価×1,000 円	日経株価指数 300 ×10,000 円	TOPIX×10,000 円
呼値の単位	呼値が 20 円以下の場合 は 1 円、21~1,000 円以 下の場合は 5 円、1,000 円超の場合は 10 円	0.1 ポイント	呼値が 20 ポイント以下 の場合は 0.1 ポイント、 呼値が 20 ポイントを超 える場合は 0.5 ポイント
決済方法	差金決済	差金決済	差金決済
権利行使日	取引最終日の翌日のみ (ヨーロッパ・タイプ)	取引最終日の翌日のみ (ヨーロッパ・タイプ)	取引最終日の翌日のみ (ヨーロッパ・タイプ)
最終清算指数	取引最終日翌日の指数 構成銘柄の始値から算 出した特別清算指数 (SQ)	取引最終日翌日の指数 構成銘柄の始値から算 出した特別清算指数 (SQ)	取引最終日翌日の指数 構成銘柄の始値から算 出した特別清算指数 (SQ)

株価指数オプション取引の特徴は以下の様である。

- 取引最終日の翌日のみ権利行使できるヨーロッパ・タイプのオプションである。
- 権利行使の際には、取引最終日の翌日の SQ に基づいて、差金決済される。
- 未決済建玉は、イン・ザ・マネーの場合、自動的に権利行使される。

## 9. その他のオプション取引

### 9.1 株券オプション取引

株券オプション（個別株式オプション）は個別株式を原資産とするオプションで、1997年7月から、大証および東証において取引されている。株券オプション取引の特徴は以下の様である。

- 取引最終日の翌日のみ権利行使できるヨーロッパ・タイプのオプションである。
- 差金決済ではなく、権利行使日の4営業日後に対象株券の受渡を行う。
- 未決済建玉は、イン・ザ・マネーの場合、自動的に権利行使される。

### 9.2 国債先物オプション取引

国債先物オプション取引では、長期国債先物を原資産とする長期国債先物オプションが、1990年5月から東証において取引されている。長期国債先物オプション取引の特徴は以下の様である。

- 行使期間中にいつでも権利行使できるアメリカン・タイプのオプションである。
- 権利行使によって、長期国債先物の建玉が発生する。

## [問題 1]

プロテクトティブ・プットに関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) プロテクトティブ・プットは、原資産の買いとプットの買いによって実現される。
- (B) 原資産の値下がりヘッジしつつ、原資産の価格上昇の一部を確保しようとする取引である。
- (C) その将来損益は、コールの売りからもたらされるものと同じになる。
- (D) プロテクトティブ・プットによりヘッジが可能となるのは、原資産の価格下落から生じる損失が、プットの利益によって相殺されるからである。

## [問題 2]

アト・ザ・マネーのコールとプットを組み合わせた合成戦略として、ショート・ストラドルがある。その最終的な損益は、満期時の原資産価格に依存し、利益は限定されているが損失は際限なく増加する可能性がある。これとよく似た戦略として、ショート・ストラングルがある。この戦略の場合、ショート・ストラドルと比べて利益は小さいが、損失の可能性も低いという特徴がある。ショート・ストラドルとショート・ストラングルに関する以下の問いに答えなさい。

(1) アト・ザ・マネーのコールとプットを組み合わせてショート・ストラドルを作る場合の正しい組み合わせを、以下から一つ選びなさい。

- (A) コールの買い建て&プットの買い建て
- (B) コールの買い建て&プットの売り建て
- (C) コールの売り建て&プットの買い建て
- (D) コールの売り建て&プットの売り建て

(2) ショート・ストラドルの価値は、原資産価格の上昇および下降によってどのように変化するか、正しい組み合わせを以下から一つ選びなさい。

- (A) 原資産価格が、上昇すると増加、下降すると増加
- (B) 原資産価格が、上昇すると増加、下降すると減少
- (C) 原資産価格が、上昇すると減少、下降すると増加
- (D) 原資産価格が、上昇すると減少、下降すると減少

(3) ショート・ストラドルのアト・ザ・マネー付近のデルタ ( $\Delta$ ) とガンマ ( $\Gamma$ ) の組合せのうち、正しいものを一つ選びなさい。

- (A) デルタ=ほぼゼロ、ガンマ=正の値
- (B) デルタ=ほぼゼロ、ガンマ=負の値
- (C) デルタ=正の値、ガンマ=ほぼゼロ
- (D) デルタ=負の値、ガンマ=ほぼゼロ

(4) 今、あなたはショート・ストラドル戦略を取ってプレミアムを受け取りました。その後の原資産のボラティリティの増加および時間の経過は、あなたにとって有利ですかそれとも不利ですか。正しいものを一つ選びなさい。

- (A) ボラティリティの増加=有利、時間の経過=有利
- (B) ボラティリティの増加=有利、時間の経過=不利
- (C) ボラティリティの増加=不利、時間の経過=有利
- (D) ボラティリティの増加=不利、時間の経過=不利

(5) ショート・ストラングルがショート・ストラドルと異なる点について、次の記述のうち正しいものを一つ選びなさい。

- (A) 満期までの期間が長いオプションを用いる。
- (B) 満期までの期間が短いオプションを用いる。
- (C) アト・ザ・マネーのオプションではなく、イン・ザ・マネーのオプションを用いる。
- (D) アト・ザ・マネーのオプションではなく、アウト・オブ・ザ・マネーのオプションを用いる。

### [問題 3]

日本の株価指数先物取引や株価指数オプション取引では、取引最終日の精算の際に、スペシャル・クォーテーション (SQ) と呼ばれる特別な指数が用いられるが、SQ に関する次の記述のうち、正しいものを一つ選びなさい。

- (A) 取引最終日の 9 時 1 分に公表される株価指数
- (B) 取引最終日の翌営業日の 9 時 5 分に公表される株価指数
- (C) 取引最終日の株価指数構成銘柄の終値を集計して計算される指数
- (D) 取引最終日の翌営業日の株価指数構成銘柄の始値を集計して計算される