

# 人の行く裏にある オプション戦略

日本でも日経225オプションを中心に、  
と言うより実質的にそれしかないが、オ  
プション取引が個人投資家の間に広がっ  
ている。しかし、デリバティブの本場、  
米国での普及ぶりは日本の比ではない。  
なぜか？

「オプションなどなくても、株で(あるい  
は先物で、為替で...)間に合っている」  
ある意味、これは本音だろう。

確かに好き嫌いがある。向き不向きもあ  
るだろう。しかし、トレードの成果を上  
げるため、収益機会を無理なく多様化さ  
せるため、あるいは避けたいリスクをカ  
バーするために、オプション取引とその  
多彩な戦略・戦術が有効であることは疑  
う余地がない。いつでも、いつまでも「間  
に合っている」と言い続けられるわけ  
でもない。

日本にも様々な壁を乗り越えて、内外の  
オプション市場を自由に闊歩している個  
人投資家はいる。その一人である宮本深  
磁氏の寄稿に加え、提携誌「Futures  
Magazine」による最新オプション・リ  
ポートをお届けする。

## CONTENTS

個人投資家寄稿 勝つために壁を乗り越えて  
オプションを使わないことがリスク

宮本深磁

株式オプション 米国投資家の贅沢な悩み  
現物か先物か?! ~ オプション投資家のジレンマ

トニー・エレンバス

売買テクニック どんな局面でも活かせる戦術  
カレンダー・コンドルで実現する高収益/低リスク

ジェス&チャーリー・サンタウラリア

指数オプション 風相場と苦闘する米国のプロたち  
売り戦術に破綻の日は来るか？

ダニエル・P・コリンズ

商品オプション オプションのファンダメンタルズ戦略  
コーヒー特有の「季節性」を活かして勝つ

ジェームス・コーディア&マイケル・グロス

個人投資家寄稿 宮本深磁（ペンネーム：シントロー）

勝つために壁を乗り越えて

# オプションを使わないことがリスク

私がオプション取引を始めた理由

相場の上げ下げに関係なく利益を得ることができる。リスクをあらかじめ限定することができる。無数にある売買戦略の中から、自分に合った手法を選ぶことができる。そんなオプションの魅力について、投資を始めて間もない頃の私は何一つ知らなかった。オプションと聞くと「危険な投資商品」というイメージが浮かぶだけで、仕組みを詳しく知ろうとさえ思わなかった。

私が投資の世界に足を踏み入れたのは、今から約4年前のことになる。会社の同僚にインターネットの証券口座を使って株取引をしている人がいて、「誰でも簡単に取引を始められるから口座だけでも作ってみたら」と、その

人に薦められたことが投資を始めたきっかけだった。こうして気軽に取引を始めたまでは良かったのだが、運用成績は目も当てられないものだった。

私が株取引を始めた2002年という、日本が経済不況の真っ只中にある時期。さらに、いわゆるITバブルの崩壊が株式市場の低迷に拍車を掛けており、日経平均株価は1万1000円台の水準から、バブル後の最安値7603円に向かってほぼ右肩下がりに下落していく最中にあつた。株取引を始めるタイミングとしては最悪だったのかもしれない。現物株の売買のみを行っていた私は、当然株が安いときに買って、高くなってから売るということに力を注いでいた。しかし、株価が上昇する銘柄に比べて、下落する銘柄の方がはるかに多い相場展開の中、株取引の初心者である私が利益を得られ

るチャンスは多くはなかった。

相場の下落局面においては、証券会社の信用口座を使って株の空売りをする方法や、日経225先物の売りを利用するといった方法が有効であることは知っていた。しかし、当時は証券会社の審査が厳しく、私のように小額資金の個人投資家は、今ほど簡単には信用口座を開くことができなかった。日経225先物取引の場合、株の信用口座に比べると審査がゆるかったため、取引口座を開くことは可能だった。しかし、日経225先物は取引の単位が大きく、当時の自分にとってはリスクが大き過ぎたため、こちらも取引は見送ることにした。

小額資金の個人投資家が、相場の下落局面において利益を上げられるような有効な方法はないものだろうか。そう考えていたときに出会ったのが、米国のトップトレーダーの談話を集めた『新マーケットの魔術師』という一冊の本だった。この本を読んだことで、今まで「危険」という認識しかなかったオプションに対するイメージが変わった。資金がそれほど多くない投資家でも、相場のあらゆる局面において、頭を使って儲けることができる。そんな米国トレーダーの声を聞いて、オプションという金融商品に大きな可能性を感じたのだ。

その後、専門書籍を買い集めてオプ

ションの勉強に励んだ。そして、オプションの仕組みや売買手法について大まかに理解した頃には、オプションを利用しないことが逆にリスクになるとさえ思えるようになったのだ。こうしてオプションの世界に引き込まれた私は、02年の終わり頃、いよいよ日経225オプションの取引を始めた。

日本のオプション市場は  
日経225オプションに一極集中

相場の下落局面では、日経225のコール・オプションを売ることによって、先物取引や現物の空売りに比べて小さいリスクで利益機会を得ることができる。コールの売りは、特に02年から03年にかけての相場では非常に有効な取引だった。

日経225オプションの取引を始めてしばらく経つと、もっと積極的にオプションを取引したいと思うようになった。そして、ある一つの疑問が生じた。それは、「日本で取引できるオプションは、日経225オプション以外にはないのだろうか？」という疑問だ。日経225オプションだけでも、日本の株式市場のあらゆる局面において利益機会を得られるのは事実である。しかし、一つの市場でのみ取引をしているのでは、オプションの売買チャンスを見つけるのは難しいということに気付いたのだ。

日経225オプションの他にも取引可能なオプションがあれば、より多くの売買チャンスが見つかるはず。そう考えた私は、日本で取引可能なオプションを一通り調査した。すると、日本市場には株券オプション、株価指数オプション、商品先物オプション、国債先物オプション、金利先物オプションなどがあると分かった。一見すると多様なオプションが取引できるように思えたが、その期待はすぐに落胆へと変わった。その理由は、「日経225オプション以外のオプションは、一般の個人投資家が取引できる環境にはなっていない」ということが分かったからだ。

例えば、日本の株券オプション市場は、東京証券取引所と大阪証券取引所に上場している約200銘柄の株式に対するオプションを上場しているが、市場での取引量はわずかである。取引は年々少しずつ増加しているとはいえ、05年の実績でも1日平均の取引高は数千枚程度しかない。これは、株券オプションの「全銘柄」を合わせた取引量である。流動性が低いことに加え、取引を扱っている証券会社もごく一部、それも店頭での取引に限られており、今でも個人投資家が自由に取引できる環境にはなっていない。

日経225オプション以外の株価指数オプションには、日経3000オプションとTOPIXオプションがある。しかし、株券オプションと同様、これらのオプションの取引量も非常に少なく、取引を扱っている証券会社もほとんどないのが実状だ。他のオプションに関しても、流動性や取引環境の面で個人投資家が簡単に取引できる状況にはなっていない。つまり、日本のオプション市場は日経225オプションにほぼ一極集中している状態だ。この状況は現在もあまり変わっておらず、日経225オプションの取引高が右肩上がりに増加している一方、他のオプションの取引高は依然として低水準で推移している。

もっと選択肢が多い市場でオプションを自由に売買したい。そう思っていた私は、実質的に日経225オプションに限られている日本市場に限界を感じ、海外市場へと目を移した。そこで目に留まったのは、世界最大規模のオプション市場である米国市場だった。株式、債券、商品といったあらゆる市場でオプションが活発に取引されている。個人投資家でも、オンライン環境で簡単に取引が行える。まさに、私が求めていたオプション市場がそこにあったわけだ。

海外市場で取引を行うことには不安

もあつたが、米国市場は外国の投資家に対して非常にオープンに構えており、取引を始めるためのハードルは高くない。オンライン取引を扱うブローカーは、ホームページ上で外国人向けの申込み書類を用意しているし、中には日本人が経営している会社もあり、日本語環境で取引を行うこともできる。まずは始めてみよう。そんな軽い気持ちで、米国のオンライン・ブローカーに取引口座を開設し、取引を始めた。

米国市場では、取引口座を二つ作るだけで、ほぼすべてのオプションが取引可能になる。一つは、マイクロソフトやディズニーといった米国企業の株券オプション、およびダウ平均、ナスダック指数などの株価指数オプションを取引するための口座。そしてもう一つは、商品先物オプション、株価指数先物オプション、通貨先物オプション、金利先物オプションといった先物オプションを取引するための口座だ。前者は証券ブローカーに、後者は先物ブローカーに口座を開くことで取引可能になる。

米国の証券オプションの魅力は、何といっても銘柄の豊富さだ。市場では2000種類を超える米国企業の株券オプションが活発に取引されており、1日平均で200万枚以上の取引高を誇る。また、株価指数オプションの種

類も豊富で、活発に取引されているものだけでも10種類以上に上る。これらの豊富な選択肢の中から、自分の売買スタイルに合ったオプションを自由に選んで取引できるというのが大きな魅力である。

また、株券オプションの場合、原資産の株と組み合わせて売買を行えることもメリットの一つだ。例えば、ある米国企業の株を長期的に保有する際、その株の長期オプション(LEAPS)のプットを買っておくことで、株価の下落による損失額をあらかじめ限定しておくことが可能である。また、保有株を売る際には、その株のコール・オプションを売ってプレミアム分を追加利益として得ることもできる。このような取引が可能なのも、米国の株券オプション市場に十分な流動性があるおかげなのだ。

一方、先物オプションにも多くの魅力がある。米国の先物市場には、オプションが活発に取引されているものだけでなく30以上の市場がある(図表1参照)。

これらの先物市場の中には、取引単位が小さいものから大きいものまで多彩な市場が揃っている。例えば、穀物市場の先物オプションの場合、数百ドルから1000ドルほどの証拠金があれば、売りも含めて十分に取引を行うことができる。逆に、エネルギー市場

# 人の行く裏にある オプション戦術

や金属市場、株価指数市場などは取引単位が大きく、オプションの売りを行うためには1万ドル以上の証拠金が必要な市場もある。小口の個人投資家であれば、まずは証拠金の小さな市場で取引を始め、資金が増えてきたら次第に大きな市場へと移っていくことも可能だ。このような間口の広さが、米国の先物オプション市場の魅力といえるだろう。

先物オプションのもう一つの魅力は、先物の証拠金制度による「資金効率の良さ」にある。例えば、ある先物オプションを売って500ドルのプレミアムを得た場合、そのポジションを維持するための証拠金は1000ドルにも満たないということがよくある。証拠金に対して50%以上のプレミアムを得られるというのは、現物のオプションでは考えられないことだ。ただ、このようなレバレッジは諸刃の剣なので、リスクを厳密に管理することが要求されるのも確かだ。

米国の証券オプションと先物オプションにはそれぞれ異なる魅力があるが、私は現在、主に先物オプションを取引している。理由は、オプション自体を活発に取引したいので、資金効率に勝る先物オプションの方が向いていること。また、市場の透明性の面で、先物市場の方が優れている点などがある。特に、通貨や商品などは世界中

市場で取引されており、証券市場で見られるようなインサイダー取引とは無縁であることも、私が先物オプションを好む理由の一つである。

オプションを本格的に取引するには、今は日本市場よりも米国市場の方が圧倒的に優れた市場であることは確かだ。しかし、日本の個人投資家の間でもオプションに対する潜在的な需要は高く、今後日本のオプション市場が発展する可能性は大いにある。大阪証

券取引所は、近く日経225先物のミニ取引の導入を決めており、デリバティブ分野の拡大に力を入れている。米国では、S&P500やナスダック100などの株価指数先物のミニ取引が導入されたことで、先物やオプションが個人投資家を中心に活発に売買されるようになった。日本でも、日経225先物のミニ取引の導入がきっかけとなり、新たに先物・オプションの取引を始める投資家が増えてくることと思う。

リスクを自分でコントロールしながら、相場のあらゆる局面で利益機会を得たい。そう考える投資家にとって、オプションの重要性は今後も増すばかりなのだ。

宮本深磁(ペンネーム「ミシンタロー」)  
米国市場で取引を行うオプショントレーダー  
。オプション取引の情報をまとめたサイト「オプション道場」を運営。  
サイトのURLは  
<http://www.option-doj.com/>

図表1 オプションが活発に取引されている先物市場(2006年6月現在)

<b>株価指数</b> S&P500指数 E-mini S&P 500指数 ダウ・ジョーンズ工業平均 E-mini Russell 2000指数 E-mini NASDAQ 100指数	<b>エネルギー</b> 原油 ヒーティング・オイル ガソリン 天然ガス
<b>金利</b> T-Bond T-Note 10年物 T-Note 5年物 ユーロドル金利	<b>通貨</b> 日本円 ユーロ 英ポンド カナダ・ドル オーストラリア・ドル
<b>金属</b> 金 銀 銅	<b>穀物</b> とうもろこし 小麦 大豆 大豆ミール 大豆オイル
<b>ソフト商品</b> ココア コーヒー 綿 冷凍濃縮オレンジジュース 砂糖	<b>家畜</b> ライブ・キャトル(生牛) フィーダー・キャトル(肥育牛) リーン・ホッグ(豚)

## オプション取引の入門講座、市場情報を掲載



個人投資家のためのオプショントレード情報のサイト「オプション道場」(<http://www.option-doj.com/>)では、トレード手法から内外のオプション情報、米国での口座開設方法など、オプション取引に必要な多種多様な情報を入手できる。

米国投資家の贅沢な悩み

# 現物が先物か?! オプション投資家の ジレンマ

米国の取引所には、多彩なオプションが上場されている。個別現物・先物、株価指数現物・先物、ETF（上場投信）……取引対象の選択肢が多く存在することは、オプションの戦術を実行する場が豊富にあるということ。米国の投資家にとっては喜ぶべき環境、日本の投資家にとっては羨むべき現実だ。本稿は「選択肢が多くて、取引対象が絞れない」という米国個人投資家の贅沢な悩みに応えるものだが、日本の個人投資家にとっても、そこから何かを発見することもできるし、米国でトレードすることもできる。

オプション・トレーダーが増えている。特に株式関連のオプションでは、

その数が著しく増えている。もちろん、市場参加者の数はその市場の収益性に大きく影響する。

一方、株式市場では、新しい株価指数や新規のETF（上場投資信託）の上場が続いている。これら二つの上場商品群では、株価指数が現金で、ETFは現物で、それぞれ決済される。またSPDR（スパイダー＝S&P Deposit Receipt）のような、株価指数を対象としたETF（SPDRはS&P500が対象）も、オプション取引の対象となっている。正に多様な原市場があり、それらを対象とする多様なオプションが、取引戦術の選択肢を広げているのだ（図表1参照）。ただ、現物と先物で同等のオプションが取引されている（原市場が似ている）場合、それぞれの違いについて認識することは重要だ。ここではいくつかの例を参

考に、「オプションの売り」というアングルから、現物と先物、どちらを取引対象とするオプションが有利かを考察する。

## どっちのS&P指数か？

S&P500は世界でも有数の株価指数だ。まずは、この商品の現物と先物でオプションの違いを確認してみよう。具体的には、SPX（S&P500株価指数・現物）とeミニ（S&P500株価指数先物・小型版）を比較する。SPXは証券取引所で取引されている。一方のeミニは先物取引所であるCME（シカゴ・マーカンタイル取引所）に上場され、CMEの取引システムであるグローバルベックスで取引されている。

それぞれのオプションを検証するため、ここではOTM（アウト・オブ・ザ・マネー）のプットを空売したという前提で、両者の違いや共通点を探る。取引に伴う証拠金や手数料などは、現実に即したものをを用いることにする。具体的には、本稿を書いている時点で、インターアクティブ・ブローカー社が顧客に提示している数字を使う。

さて、両者の基本的な違いの第一は、それぞれの取引量（出来高）だ。SPXのオプションの日中平均が28万5000枚ほどであるのに対して、eミニ

のオプションは2万枚ほどとなっている。一方、両方とも連続限月でオプションが建てられ、オプション期間満了日のサイクルも同じ（毎月第3金曜日）となっている。価格動向は、図表2に見られるように一致している。

図表1 同様商品リスト

金融、エネルギー、通貨、株価指数、金属などの商品分野では、同様の商品が多く上場されている。ここではいくつかの例を紹介する。

証券取引所上場商品（コード）	タイプ	先物取引所上場商品
S&P500株価指数（SPX）	現物指数	eミニS&P500株価指数先物
iSharesリーマン20年超米債指数ファンド（TLT）	ETF	米30年債（Tボンド）先物
iSharesラッセル2000株価指数ファンド（IWM）	ETF	eミニ・ラッセル2000株価指数先物
PHLX金・銀セクター指数（XAU）	現物指数	金先物
米10年債（TNX）	現物指数	10年債（Tノート）先物

# 人の行く裏にある オプション戦術

一方、オプションの対象となる原市場を見ると、eミニ先物は(例えば)「2006年9月限」というように(3月、6月、9月、12月という)毎月サイクルで上場されている。従って、eミニでは、上場されている限月の間で発生する配当が勘案されることになり、これが価格に反映され、現物であるSPXに比べて割高で推移する傾向にある。ただ、先物であるeミニは、その限月の最終取引日に向けてこの割高を調整することになる。先物の最終清算値は、清算時点の現物価格に収束するように設定されているからだ。

一方、取引をするために必要となる資金も、この二つのオプションでは異なる。通常、ブット売りなどのオプション戦術を実行すると、「オプション取引証拠金」を、ブローカー会社から要求される。「オプション取引証拠金」は、「信用取引証拠金」とは異なるので注意が必要だ。「信用取引証拠金」のように、ブローカーの資金でカバーされている資金とは違い、「オプション取引証拠金」はブローカーから金利が支払われる(付利される)資金なのだ。「オプション取引証拠金」には、「当初証拠金」と「維持証拠金」の二種類がある。

当初証拠金はオプション売りに対して課せられる証拠金であり、証拠金の額が維持証拠金を下回ると(当初証拠

金の水準まで)追加証拠金を積み増す必要が生じる。当初証拠金に加えて維持証拠金が必要なのではなく、維持証拠金は当初証拠金の一部なのだということをご間違えないようにしたい。

オプション取引証拠金に関しては、各ブローカー会社が取引説明書などで解説しているが、インターアクティブ・ブローカー社では、原市場換算額の15%程度と設定している。当然こ

の15%という水準は、取引を行うオプションの行使価格が、どの程度ITM(イン・ザ・マネー)か、それともOTMかによって上下する」となる。また、オプションの時間的価値(タイムバリュー)については、証拠金計算上は考慮されない。先物オプションの証拠金計算には、SPAN(The Standard Portfolio Analysis of Risk)が使われている。SPAN証拠金システム

は、数種類のリスク・シナリオに基づいて当初証拠金を算出する。このPC用ソフトは、500ドルほどで購入することも可能だ。

図表3 から分かるように、同様のオプションでも現物と先物では、それぞれの証拠金額に大きな違いが生じる。行使価格は同じでも、ブット売りに対する当初証拠金は、SPX(現物)オプションで高額な一方、eミニ

図表2 同様商品・同様相場  
S&P500の現物指数が動けば、そのeミニ先物が後を追う形となっている。



Source: Interactive Brokers

図表3 証拠金比較

ここでは、S&P指数の現物・先物、それぞれを対象とした同一のオプションについて証拠金額を比較した。先物、現物それぞれの上段がATM、下段が権利行使価格の大きく離れたOTMを示す(2006年2月17日時点)。

商品	市場価格	ブット行使価格	残存日数	枚数	当初証拠金
先物(3月限)	1289	1287(3月限)	30	1	\$ 3,500
先物(3月限)	1289	1100(3月限)	30	1	\$700
現物	1287	1287(3月限)	30	1	\$19,000
現物	1287	1100(3月限)	30	1	\$11,000





図表4 収益分析

収益率では、先物オプションが現物オプションに勝る結果となっている。証拠金額の違いがそのまま収益率に反映されている。

2006年2月17日	S&P現物	S&P先物
価格	1287	1289 (3月限)
プット行使価格 (3月限)	1100	1100
%OTM	14.5%	14.7%
プット・オプション価格	0.40	0.40
取引枚数	5	10
取引手数料 (1枚当たり)	\$0.75	\$1.65
手数料控除後利益	\$196.25	\$183.50
証拠金	\$55,000	\$7,000
月間収益率	0.4%	2.6%
年間収益率	4.3%	31.50%

Source:Interactive Brokers

図表5 ラッセル指数 (現物・先物)

一方は掛け目が10倍となっているものの、ラッセル2000株価指数の現物 (ETF) と先物の相場は同様の展開となっている。



Source:Interactive Brokers

図表6 レバレッジの威力

ラッセル指数でも、オプションの収益率は、先物が現物に勝る結果となっている。

2006年2月20日	IWM (ETF 現物)	RL2 (先物)
価格	73	732.0 (3月限)
プット行使価格	63	630
%OTM	13.7%	13.9%
プット・オプション価格	0.05	0.40
取引枚数	10	10
取引手数料 (1枚当たり)	0.50	\$1.65
手数料控除後利益	\$45	\$383.50
証拠金	\$6,400	\$3,900
月間収益率	0.7%	9.8%
年間収益率	8.4%	118%

Source:Interactive Brokers

(先物) オプションのOTMでは、比較のお手こるな額となっている。ただ、それぞれのオプション戦略がどう推移するかは、もちろん別の問題となる。図表4 では、2月限オプションの満期日の時点で、「プット売り」オプションのパフォーマンスをまとめてみる。

は、SPXが100ドル、eミニが50ドルに設定されている。従って、SPXオプションと同等の収益を得るためには、eミニでは倍のプットを売り建てることになる。ただ、現物オプションに比べて証拠金が高いことから、先物オプションの方が高い月間収益率を生み出す。一方、両オプションとも現物価格での最終清算となることから、

オプション満期時点での損益はどちらも同額となる。このプット売り戦略では、ITM圏に突入したオプションを、その時点で反対取引を行ったとすると、1ポイントごとに1000ドルの損益がもたらされる。

**その他の株価オプション**

もちろん、先物・現物の違いによ

てオプションのパフォーマンスが異なるのは、S&P指数に限ったことではない。例えば、ラッセル2000株価指数でも、同様のことが言える。

IWM (iShare Russell 2000 Index Fund) はETF、RL2はCMEに上場された先物だが、どちらもラッセル2000株価指数をベースとしている。図表5 で示したように、両者

## 日経225オプション取引を受け入れ始めた投資家！

楽天証券経済研究所 チーフストラテジスト  
福永博之氏に聞く



**当**社、楽天証券の全体の収益に占める比率が株式手数料に続き、日経225オプション・先物取引、いわゆる証券デリバティブ取引が外国為替保証金取引を上回っています。今年の2月以降、株式市場の先行き不透明感を反映してか、株式個別銘柄の選定が困難な状況となりつつあるなか、デイトレードを主に行ってきたお客様が、日経225オプション・先物取引へ移行され始めています。このことは、マーケット動向が不透明なときに、お客様がしかるべき対応を取り始めたからではないでしょうか。証券デリバティブ取引の有用性が認識された表れと実感しています。

私自身セミナーの講師をする関係から、質疑応答の内容の変化を感じています。最近「プレミアム価格の限月間スプレッド取引」また、「オプションのストラテジーの有用性」など、大変高度な質問に及ぶこともしばしばあり、投資家が高度な知識を持ち始めオプション取引を理解されていることを実感します。また「個別株式取引や先物取引と比較して、はるかに小額な資金で取引が始められるオプション取引は魅力的だ」との声もあり、デリバティブ取引の本質を捉えながら確実に浸透しつつあることは間違いのないところです。

### ニーズの変化は進化の表れ

当社はお客様のニーズに合わせてセミナーを開催しています。証券デリバティブ取引の学習の場を求めているお客様が多く、それに応えるというスタンスです。まず株式売買のために口座開設し、株式の経験を踏みながら、当社主催の投資家オプション・セミナーに参加いただき、ご自分で学習と理解をされたうえで始められるという流れがあるようです。

当初、このセミナーに対するニーズは初歩的な内容が中心でしたが、最近レベルの高い内容のニーズがあります。これは投資家の成長と進化の表れにほかなりません。

オンライントレード専用のソフトウェアである『マーケットスピード』を、日常のトレードに利用していただいているなかで、日経平均株価とオプション価格

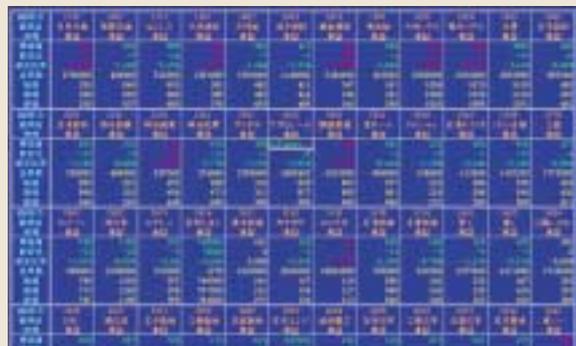
の連動性、プレミアムの推移に関心を持たれ理解された結果として、オプション取引を始められる投資家も増えてきているところも見逃せない点です。

最近の傾向として、『マーケットスピード』の機能の一つである「リアルタイムスプレッドシート」を活用し、オプション理論値の計算をされ、売買に活用されている投資家が増えています。この機能を追加した当初は、オプション取引に対するニーズは薄かったのですが、最近では確実に利用者が増えてきていることも、オプション取引が浸透していることを実感する所以です。

### 今後の課題は

今後、証券デリバティブ教育をビギナー向けに実施することも検討しています。というのは2003年当時、株価低迷期において投資家はヘッジ目的またリスク・マネジメントの一環としてオプション取引や先物取引を利用されていましたが、最近の傾向では、株式も買い、先物やオプションのコールを買うといった上昇トレンド追従のスタイルに偏重する傾向が見られます。特にマーケットが上昇基調になり始めてから株式投資を始められた投資家はその傾向が強いように感じられます。

我々ブローカーも、お客様の資産保護という観点に立ち、リスク管理の定着、リスクヘッジとしての証券デリバティブ取引の普及、さらに収益向上に役立つ教育に力を注いでいきたいと考えています。⑦



『マーケットスピード』の「リアルタイムスプレッドシート」を使いこなす投資家が増えている。

どんな局面でも活かせる戦術

# カレンダー・コンドルで 実現する 高収益／低リスク

米国の株価指数に限らず、日経225にも必ず「風」は来る。そうした動きの鈍い相場では、トレーダーの忍耐力が試されるが、それをただ受身にストレスと感じるかどうかはトレーダー次第。要は使いこなす取引戦術の問題だ。使い方さえ知っていれば、例えばオプションのカレンダー・コンドルを使い、そんな相場でもモノにできる。

停滞気味な景気指標を背景に動きが鈍い最近の米国株式市場では、従来型のトレーダーや投資家にとって、精神力や忍耐力が試される状況が続いている。パフォーマンスが悪化する中、値幅が限定的な相場でも収益を上げられる新しい取引戦略が切望されている局面なのだ。

オプションの「カレンダー・コンドル」は、こんな相場環境に対応した取引戦術の一つだ。オプション特有の価格構造によって成立するこの戦略は、二つの独立したオプションの組み合わせを融合し、全体として正のアルファ（超過収益率）、負のベータ（リスク感応度）、管理可能なリスクをポジションにもたらし、使い次第では、どんな相場環境でも収益を上げられる戦略だ。

## カレンダー・コンドルの仕組み

カレンダー・コンドルの目的は、現在ではなくあくまで将来における収益機会を提供することにある。将来的に相場が現在の限定的な値幅を越えて上昇・下落した場合、または現在の値幅のまま相場が終了した場合、いずれの場合でも、このオプション戦略は収

損益をもちたすことになる。

ただ、例えばオプション期間を3週間残した時点で、原市場の価格が14%下落したとしたり、R/L2オプションの買い戻しは、同等のIWMオプションの買い戻しよりも高額となる。従って、R/L2のオプションは、同等の現物オプションに比べて収益率は高いものの、オプション期間終了以前に反対取引を行う場合には割高なコストを払うリスクを抱えていることになる。

両オプションのパフォーマンスについては、図表6に示した。先物と現物の証拠金額の関係から、ここでも先物オプションの方が高い月間収益率を出している。株価指数オプションの「売り」では、現物に比べて先物のオプションの方が、証拠金差を背景に有利な取引の場を提供している。

ここでは、「オプションの売り」について考察したが、現物に比べて先物が証拠金で優位となっている事実は、オプション・スプレッドなどの戦術でも確認されている。「選択に迷ったら先物オプション」というのが結論のようだ。

Tom Eubanks (トニー・エレンバス)  
米国防企業のソフトウェア・エンジニアでオプションの個人トレーダー。Eメールアドレスは eubanks@verizon.net

の価格動向は一致している。ただ、原市場の価格動向が一致していたとしても、それぞれのオプションのパフォーマンスが一致するとは限らない。いずれのオプションとも、限月は毎月連立、オプション満期日のサイクルも同じとなっている。ただ、R/L2の原市場（先物）はeミニの場合と同様に、3月、6月、9月、12月のサイクルで限月が建てられている。掛け目の関係から、先物であるR/L2の想定額は現物のIWMの10倍となっている。さらに、eミニと同様に、R/L2も配当調整を反映した価格形成となっているが、（10倍であることを除いて）最終清算値はIWMに収束する。

掛け目の関係から、原市場では、IWMの1ポイントは、R/L2の10ポイントに相当する。従って、オプション価格は、R/L2の方が割高となる。オプション期間終了の1カ月前の段階では、IWMのATM（アット・ザ・マネー）はおよそ1・2ポイント、R/L2は12ポイントとなる。

ここでは、現行相場から14%ほどOTMのプット売り戦術のパフォーマンスを考える。権利行使が失効する時点での損失はそれぞれのオプションで同額となる。また、S&Pの場合と同様に、IWM圏に突入したオプションはその時点で反対取引を行ったとすると、1ポイントに1000ドルの

# 人の行く畏にある オプション戦術

益を上げることができる。

この戦術の背景になっているのはオプションという取引の価格構造だ。例えばオプション取引では、プットにしるコールにしる、自分で思った方向にオプションの原市場が動いたとしても、セータ( )によってオプションが損益を出す場合がある。セータは時間の経過によるタイムバリュー(時間的価値)の減価額のことだ。この価値はオプションの期間中、日々失われていく。オプション特有の価格決定要素であるこのセータをヘッジすること、カレンダー・コンドルは、相場の将来的な予想が上昇でも下落でも、利益を上げられるオプションの組み合わせを構築している。

限月間のカレンダー・スプレッドと「アイアン・コンドル」を組み合わせたことで、実質的に調整可能な限月間スプレッドを構築することが出来る。具体的には、期近より原市場価格(ATMアット・ザ・マネー)に近い権利行使価格でプットとコールを売る。これと同時に、期先で原市場価格から離れた(OTMアウト・オブ・ザ・マネー)のプットとコールを買う。期先でのこの買いオプションは、相場が大きく上昇、または下落した場合に備えてのヘッジとなる。

ポジション全体は、相場の下落で収益が出るよう(デルタが多少マイナス

となるよう)に管理される。

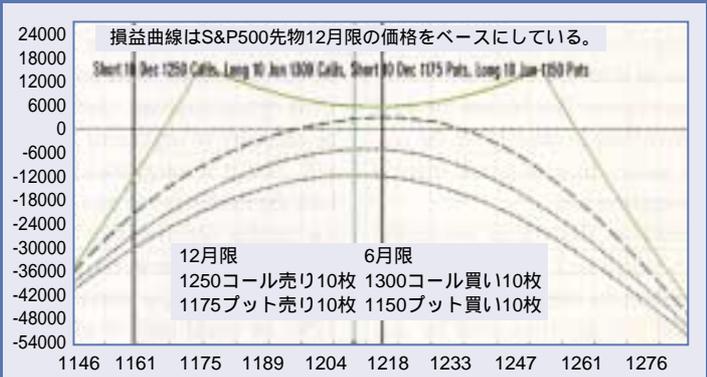
図表1には、2005年末の相場環境下での、この戦術の収益シミュレーションを示した。当初、このオプションの取引コストはデビット・スプレッド(オプションの支払いプレミアムが受け取りプレミアムを上回る状態)となっている。ただ、オプションはポジションを期近から期先へとロール(限月移行)させるたびにプレミアムを稼ぐことから、このスプレッドは全体でクレジット(支払いプレミアムが受け取りプレミアムを下回る状態)のスプレッドに転換していく。

従って、売りと買いを組み合わせた戦略ながら、全体としてはオプション(プレミアム)の売り手としての性格が強くなる。

オプション売りのリスクについて、この戦術は二通りの軽減策を備えている。第一は相場の上昇・下落、どちらにも対応したポジションになっていることだ。リスクが発生するのはどちらか一方のボ

図表1 収益曲線

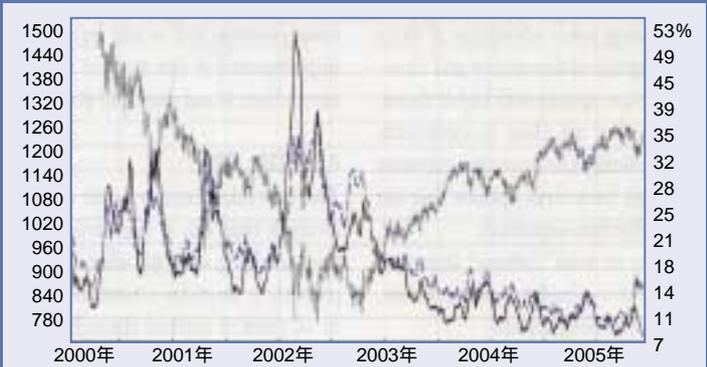
カレンダー・コンドルの収益曲線では、時間の経過とともに収益が上昇することが示されている。異なる種類の点線で描かれた曲線は時間の経緯を表し、オプション期間満了の段階では実線の状態となった。



Source:Optionvue 5

図表2 ボラティリティの低位安定

S&P500とVIXを重ねて表したチャート。スタティスティカル・ボラティリティ(統計的な過去の変動率)は赤、インプライド・ボラティリティ(予想変動率)は青。ここ数年、変動率の低下が続いている。



Source:Optionvue 5

## トレードの細部

相場が上昇する一方でベータをマイ

ジションであり、もう一方は勝ちトレードとなる。  
第二に期先のオプション(ウイング)を買っていることで、期近の売りオプションのリスクを軽減している。期先を買っていることで、相場が上昇・下落、いずれかの動きの間で動揺する間、オプション戦術全体のポジションを維持するための余裕が生まれる。

ナスで維持し、アルファを積み増すのは不可能にも思える。従来の株式投資で考えれば、数学的にも不可能だ。  
先物、証券、投資信託などの従来の投資手段や資産は、相場動向によって資産価値が上昇・下落する。しかし、オプションという資産は、価値が減少するだけの資産なのだ。オプションという資産の価値は主に、時間、ボラティリティ(価格変動率)、原市場価格という3要素で決定される。この3要素がその他の取引手法に比べてオプションをユニークな取引手法にしてい

る。この3要素に加えて、OTMで満期を迎えるオプションの価値はゼロになるという事実が、カレンダー・コンドル戦略の鍵なのだ。

価値が減少するオプションのような取引を優位に運ぶためには、アルファを高める必要がある。オプションでは、アルファ(α)は、市場の平均(ベンチマーク)以上のパフォーマンスのことであり、ベータ(β)は、平均に対する現在の相場の変動率を表す数字となっている。例えば、ベータが1.00の数値であるとき、その相場は平均以上の変動率となっていることが示される。

通常、ベータがマイナスの場合、原市場の上昇相場で、オプションに収益が生じることがはない。しかし、そんな場合でも、オプション価格の3要素を上手く使うことで、カレンダー・コンドルは収益を上げる。前述したように、オプションのタイムバリューを掻き集めることで、この戦術ではベータのマイナスを補填し、上昇相場での収益を可能にしている。

### ボラティリティ指数

最近では前述した3要素以外にも、オプション価格に影響を与える要因が登場している。例えば、4~5年前に比べて、最近のオプション価格(プレミアム)は割安となっている。これは

VIX(ボラティリティ指数)にも現れているように、株式市場のボラティリティの低下が主な要因として指摘されている。従って、売りオプションで稼げるプレミアムは、ここ数年で減少したことになる。そして、CBOE(シカゴ・オプション取引所)が算出するこのVIXは、ここ2年ほど、過去10年で最低の水準となっている(図表2参照)。

例えばS&P500指数が1200ポイントで推移していると仮定すると、変動率が高かった01年当時の相場では、権利行使価格1250ポイントのOTMで、残存期間60日のオプションは25ドルほどだった。同様のオプションは、今日の相場では17.50ドルほどとなっている。オプションの売り手としては、01年当時の収益を確保するため、よりATMに近い行使価格で勝負せざるを得なくなり、よりリスクを抱え込むことになる。相場のボラティリティは低下し、1日の値幅も縮小した。S&P500で見ると、00年から02年の日中レンジの平均は22.02ポイントであったのに対し、04年から05年では10.39ポイントとなるまで縮小している。VIXが高い状況では、プレミアムが割高になる傾向があり、オプションの売り手にとって有利となる。一方、VIXが低迷する相場では、プレミアムが安くなり、オプションの

図表3 セータの効果

カレンダー・コンドルのロール(限月移行)の実例。赤はより高い権利行使価格に、青はより低い権利行使価格に移行している。

Futures	MAR (+85)	JUN (+76)	SEP (+76)	DEC (+76)		
	1275.70 +5.80	1279.70 +2.20	1289.40 +2.40	1299.20 +2.40		
	1275.80 1284.80	1286.20 1291.70	1294.50 1291.40	1304.70 1301.20		
Options	JAN (+30)	FEB (+50)	MAR (+85)	JUN (+76)	SEP (+76)	DEC (+35)
1150 calls	8.15	8.80	2.50	15.30	29.30 +10	42.20
1175 calls	8.55	2.90	6.60	21.20	38.50	
1200 calls	3.40	8.80	10.00	34.00	51.60	57.60
1225 calls	12.70	18.00	25.60	47.30	66.00	
1250 calls	27.20	34.40	40.00	62.90	81.70	97.70
1275 calls	47.90	53.40	58.00	88.10	98.70	
1300 calls	71.30	74.90	79.10	98.90	116.90	132.30
1325 calls	95.50	97.70	100.00			
1350 calls	120.20	121.40	123.60	140.10		
1275 puts	16.50	24.30	30.70	42.70	52.00	
1250 puts	6.60	14.60	18.70	31.70	40.00	50.20
1225 puts	2.80	8.00	13.60	21.40	26.00	
1200 puts	1.90	4.60	8.70	20.00	29.00 +10	36.40
1175 puts	0.85	3.30	6.70	16.00	24.00	
1150 puts	0.55	1.90	4.00	12.50	20.30	25.20
1125 puts	0.40	1.40	2.90	8.90	16.10	22.20
1100 puts	0.20	0.65	2.00	7.30	13.70	18.70
1075 puts	0.10	0.45	1.15	4.70	8.00	13.10
1050 puts	0.10	0.25	0.80	3.00	7.30	10.90

Source:Optionvue 5

# 松井証券ならではの 日経225先物取引手数料 無料キャンペーンを実施中！

さらに…質の高いアフターサービスと「日経225 mini」の開始で証券デリバティブ取引に強い証券会社へ

松井証券株式会社（東京都千代田区…代表取締役社長 松井道夫氏）は、7月31日まで、『先物取引手数料無料キャンペーン』を実施。このキャンペーン期間中は、通常1枚あたり525円（税込）の日経225先物取引の手数料が驚きの「ゼロ円」！

松井証券では、4月の日経225先物取引新手数料の導入や、システムの安定性を背景に一般投資家をはじめ、コアなトレードのプロ達にも強く支持され、5月の1日あたりの平均売買代金は約620億円となり、手数料変更以前の3月に比べて2倍を超える水準となった。

松井証券取締役マーケティング部長、佐藤歩氏の話によれば、「これは業界最低水準である新手数料体系をお客様に評価していただいた結果であ

り、感謝の気持ちを込めて、今回の手数料無料キャンペーンを実施することにしました」とのこと。日経225先物取引を行う投資家にとってこの上ない朗報である。

## オンライン証券会社

「電話サポート」の  
評価ナンバーワンに！

松井証券は『日経ビジネス2006年版』の「アフターサービス満足度ランキング」、オンライン証券部門で最も満足度が高い企業として選ばれた。ネット証券のバイオニアとして現在の地位を築いてきたわけだが、実は電話によるお客様対応も万全の体制を敷いている。

一般的にオンライン証券会社は手数料を安くするために、様々なコストを

抑える努力をしているのが現状である。その結果、オンライン証券会社のコールセンターは「つながらない」「質問に対する回答が遅い」という投資家の不満も事実ある。

松井証券では、現在160名のサポートスタッフが口座開設や取引に関する質問、パソコン操作の質問等、キメ細やかな電話対応をしてくれる。今回の高い評価は、「システム安定性の松井」に対する評価だけではなく、「人の松井」に対する評価でもあるのではないかな。

大証「日経225 mini」の  
取扱いを開始

松井証券は、大阪証券取引所（大証）が7月18日に取引を始める「日経225 mini」の取扱いを開始する予定

松井証券のサービス

1. 日経225先物取引の手数料が無料
2. 無制限の信用取引

松井証券では、様々なキャンペーン&イベントを実施中。

でいる。従来までの日経225先物取引と同様に、証拠金は現金と株券の両方が利用でき、携帯電話からの取引も可能。さらに「先物取引手数料無料キャンペーン」期間中は、「日経225 mini」も当然、手数料は無料！サービス満載、使い勝手の良い松井証券で取引されることをぜひお薦めしたい。

詳しくは、松井証券ホームページ <http://www.matsui.co.jp/>を参照されたい。お早め！

買い手が有利となる。

## 負のデルタからベータへ

さて、ベータ、アルファ、VIXを  
理解したところで、カレンダー・コン  
ドルのポジション管理を確認していこ  
う。この戦術では、デルタ( )を負  
(マイナス)で維持することが重要と  
なる。「デルタがマイナス」というこ  
とは、相場下落に付勢したポジショ  
ン管理を意味する。定義としては、デ  
ルタがマイナスのオプションは相場の  
下落で収益を生じる。この戦術では、  
相場状況に応じて、より適切な権利行  
使価格にオプションを乗り換えなが  
ら、そのデルタをマイナスに維持する  
ことになる。相場のスピードは、上昇  
するときよりも、下落するときの方が  
速いことから、相場下落にバイアス  
を持ったポジションを維持し、相場が  
上昇した場合には素早く対応する。

ただ、相場が一方方向に大きく継続的  
に動き、その後、反対方向に強く戻す  
場合、相場下落にバイアスを持たせ  
たこのポジションは痛手を被ることに  
なる。このような相場状況では、期近  
の売りオプションのデルタをマイナス  
に維持するため、ポジションを全体的  
に先の限月に移行させる必要が出てく  
ることから、最終的に収益を上げる時  
期が繰り下げられたり、収益自体が消  
滅したりする場合もある。

ただ、戦術に組み込んだすべての限  
月を一つずつ、長期にわたって調整し  
ながらトレードすることで収益を上げ  
るのがこの戦術であることから、短期  
的な収益動向に一喜一憂するべきでは  
ない。

## タイムバリュの喪失

カレンダー・コンドルの全体的なセ  
ータによって、この戦術が長期的に収  
益を上げることが可能になっている。  
セータ値が高いオプションは、(その  
他の要素が同一だとすると)より早く  
時間的価値を喪失していく。この戦術  
では、OTMで、オプション期間が残  
り少なく、セータ値が高いオプション  
を売ることで、セータを活用している。  
オプションの残存期間が少なければ少  
ないほど、1日あたりにそのオプション  
が喪失するタイムバリューは大きく  
なる。

図表3

では、カレン  
ダー・コンド  
ルのセータを  
検証してい  
る。それぞ  
れのオプション  
はすべてS&  
P500で、  
価格と行使価  
格は下のとお

2006年2月限(期近)
売り: 1300コール@8.60ドル×10枚
売り: 1250プット@14.60ドル×10枚
2006年9月限(期先)
買い: 1325コール@29.30ドル×10枚
買い: 1200プット@29.80ドル×10枚

りだ。

もしも、相場が1255ポイントを下  
回るなど、売りオプションの権利行  
使価格に近づけば、このポジションを  
ロールする必要が生じる。実際には、  
それぞれのコールとプットを買い戻  
し、より原市場価格から離れた(OT  
M)オプションを売ることになる。  
このシミュレーションでは、相場が1  
250ポイントに達したと想定してい  
て、利が乗っているプットを買い戻す  
ことで収益を確保し、このプットをロ  
ールする。実際には、2月限1250  
のプットを買い戻し、3月物1225  
のプットを売る。これによって、相場  
のさらなる下落に対するリスクを軽減  
している。相場の動きに対応して、ポ  
ジションを少し調整したことになる。  
相場がコールの売りに接近する場合に  
も、同様にポジションを調整する必要  
が生じる。

## 特殊なケース

カレンダー・コンドルは、相場が下  
落することを前提とした戦術ではある  
が、ポジションの管理次第で、相場動  
向とは関係なく長期的に継続的な収益  
をもたらす戦術でもある。ベータをマ  
イナスで維持するためには、デルタを  
ややマイナスで維持し、常に売りポジ  
ションをコントロールしていくことが  
必要となる。相場が下落する一方で、

マイナスのデルタが収益をもたらす。  
カレンダー・コンドルは、どんな相場  
にも有効な戦術であり、オプションな  
らではの戦術だ。

相場動向を正確に予想することは難  
しいが、相場動向に頼らずに収益を上  
げるトレード手法は存在する。カレン  
ダー・コンドルのような代替的な取引  
手法を活用し、アルファを積み上げる  
ことで、動きの乏しい相場に勝つこと  
が可能となる。要は、リスクの管理だ。  
リスク要因を管理できなければ、この  
戦術を成功させるのは難しい。アルフ  
アの積み上げは、相場が上昇しようと  
下落しようと、ベータをマイナスで維  
持する取引戦術によって実現される。  
しかしながら、ベータをマイナスで維  
持するためには、デルタをマイナスで  
維持し、ポジション全体として、オプ  
ションのタイムバリュの売り手とな  
らなければならぬ。

Jes Santaularia & Charlie Santaularia  
(ジェス・サンタウラリア&チャーリー・サ  
ンタウラリア)  
ジェス・サンタウラリアとチャーリー・サン  
タウラリアはそれぞれ、パロット・トレー  
ディング・パートナーズのマネージング・プ  
リシパルとマネージング・ダイレクター。E  
メールはそれぞれ、jes@parrottrading.com  
charlie@parrottrading.com  
パロット社Hqはwww.parrottrading.com

株価指数オプション Daniel P. Collins

嵐相場と苦闘する米国のプロたち

# 売り戦術に 破綻の日は 来るか？

「迫り来るロードローラーの手前でカネを捨てる」とは、オプションの売り手を指して使われるフレーズだ。嵐状態の続く最近の米国株式市場は特に、株価指数オプションを売る彼らにとって好環境となっている。その一方で、相場のボラティリティが低下していることから、彼らはよりロードローラーに近いうちでカネを捨てるを得なくなってもいる。ボラティリティの低下トレンドが続く米国の株価指数オプション市場で、「オプション売り」のプロたちは、どのようにこれを分析し、今後の対応と戦略・戦術を立てているのだろうか？ 米Futures誌の記者、ダニエル・P・コリンズがレポートする。

「オプションの売り」戦術は、これまで常に「プロの技」とされてきた。

とどろきのオプションについては、権利行使されることもなく、「売り手」はプレミアムを懐にしているということだ。しかしながら、この結果から、「オプション売り」は必ず儲かると考

えるとしたら、それは大きな間違いだ。オプションの売り手が有利なのは、彼らが無制限のリスクを甘受する一方、プレミアム（オプション代金）を支払うだけの買い手は、抱えるリスクが限定的だからだ。

「プレミアムを売る」というオプションの売り戦術は、保険を売っているのと同じだ。保険業は収益性の高いビジネスであるが、発生するかもしれない事故・災害に備えて再保険しておくことが、このビジネス・モデルの重要なポイントとなる。

個人投資家を対象にオプションの啓蒙活動を展開するSTS（スプレッド・トレーディング・システム）社のジャンセン氏は、「オプションのトレード概念（コンセプト）は、理解しやすい」として、オプション売り戦術を用いる投資家が増えている背景を説明する。

もちろん、取引参加者が増えることは、オプション市場にとって好ましい。ただ、氏は一部の投資家に対して、危険も抱いている。

「オプションの収益構造が簡単明瞭

であることから、その裏側にある要素を見落とす投資家も多い。実際の相場に適用しようとするには、数ある戦術のなかでも、オプションは難しい戦術であることが分かっていない」

取引参加者の拡大とは裏腹に、オプションの売り戦術が大打撃を受ける相場展開はいつ発生してもおかしくない、との見方が市場にはある。これまでに数年の実績があるとしても、オプションの売り戦術は控えるべき時期に來ているとする市場の声だ。

クセオン・キャピタルマネジメントのフュアースティン氏は、「最大損失が確定されないことから、カバード・コールでもない限り、オプションの売り戦術はあまりお勧めできない」として、この戦術への違和感を示している。

「過去数年の相場場で、オプションの売りが有効な戦術であったのは事実だが、可能性として、収益の額よりも損失の額が大きいという戦術は好きになれない。個人的には、有利さのない戦術は好まない」

と付け加える氏が指摘しているのは、それなりの収益を継続的にもたらずもの、突如とした変動率の上昇が、大きな損失をもたらすというオプションの売り戦術の特性だ（図表1参照）。フュアースティン氏のように、オプ

ションの売りに対して基本的な違和感を抱くトレーダーは多い。加えて、最近の相場環境では、オプションの売り戦術はリスクが高くなっている、という声も市場では強くなっている。

オプションの売りとは、実質的に相場のボラティリティを「売る」取引だ。そして、ここ3年ほど、株式市場（オプション取引のほとんどは、S&P500株価指数を原市場としている）のボラティリティは低下傾向となっている（図表2参照）。ボラティリティの低下傾向で、オプションは売りやすい展開となっているものの、これまでと同額のプレミアムを稼ぐことがすれば、売り手はよりATM（アット・ザ・マネー）に近いオプションを売らざるを得なくなっている。

オプションの「売り」に「買い」を組み合わせる、ストップ（損切り）を置く、もっと先の限月へポジションを移動させる。オプション売りのリスクを軽減する方法は多様にあるが、「売り」が可能性として持っている戦術的な価値に遜色を与える形へと、そのポジションを変質させてしまうことになる。

ヴァンカー・トレーディング・コーポレーション社長で、オプション・トレーダーでもあるヴァン・エッセン氏も、売り戦術に慎重なプレーヤーの一人だ。

「（15年前）私がブルデンシャル証券にいたころ、オプション戦術を検証するソフトウェアを使っていた。数多くの検証を通じて明確になったのは、低いボラティリティを買い、高いボラティリティを売るという戦術以外では、ほとんどのオプション戦術は機能しないことだった。『常にオプションを売る』という戦術では、必ず変動率の急上昇に捕まることになる」

と、氏は警告している。S&P500のボラティリティはここ数年、急低下している。現在の水準でボラティリティを売るのは、1ブツシエル当たり5ドル以下で大豆先物を売ること、あるいは1バレル当たり70ドル以上で原油先物を買うこと、などと同じだと言われる。もちろん、そうしたトレードで収益を上げることが可能だが、過去の相場を振り返れば、収益機会に限定的であると言える。

それでは、そんな現在の相場環境で、だれがオプションを売れるのだろうか？ 前出のヴァン・エッセン氏が語る。「ボラティリティが高かった頃、有効な戦術としてオプションを売っていたなら、ボラティリティが低くなったからといって売りを止めるのは、顧客である投資家に説明するのが難しい行為だ。過去、オプションを売っていたトレーダーたちは、現在もオプションを売り続ける。違いは、ボラティリ

ティが低下した現在の相場では、かつて以上にATMに近いオプションを、かつて以下のプレミアムで売らなければならぬことだ。そして、これまでもそうだったように、ある日突然、ボラティリティは急上昇し、平均的なレベルに回帰する。そして、これまでもそうだったように、オプションの売り手たちは、大きな痛手を被ることになる」氏は、ボラティリティの低下傾向が反転するよつな相場展開を予想しているわけだ。

バークレー社のデータベースにある52のオプション・プログラムは、その半数以上が2003年以降に登録されたプログラムだ。これらのプログラムは、継続的に収益を上げている。ただし、87年、97年、01年など、ボラティリティが急上昇した相場で、数多くのプログラムがこのデータベースから姿を消していったのも事実だ。

そんな中で、90年から運用されているマックス・アンスバーカー氏の「オプション売り」プログラムは、例外ともいえる存在だ。現在の相場環境がオプション売りにとってリスクが高いかどうかについて、氏は語らない。ただ、ボラティリティの低下で、オプション売りは「より困難になる」とコメントしている。

数年前と同額のプレミアムを稼いだめには、よりATMに近いオプション

を売らなくてはならないという、「売り」戦術に対する指摘に同意する氏は、こう続ける。

「ただ、ボラティリティが低下しているのだから、より厳しい行使価格のオプションを売るのは当然だと思う。2000年の相場では、200ポイントOTMのオプションを売っても、2週間後相場がその水準に達してしまつほどボラティリティが高かった。最近の相場では、そんな相場展開は考えにくい」

さらに、最近の相場には、例えば01年9月11日に米本土を襲った同時多発テロのような、突発的にボラティリティが上昇する可能性があることを指摘する一方、アンスバーカー氏は、その限界についても触れる。

「そついった可能性が現実となった場合、当然、ボラティリティは現在の低水準から上昇するが、もしVIX（S&P500の変動率指数）が40ポイントであった場合を考えれば、上昇した場合の限界も知れている」

#### イベント・リスク

オプションの売り戦術について、イベント・リスクを懸念する声も、市場では多くなっている。アンスバーカー氏のコメントにもあるように、同時多発テロのような出来事（イベント）は、ボラティリティを急上昇させる可能性

# 人の行く罠にある オプション戦術

図表1 オプション売りのドロウダウン

ここに掲載した「売りオプション・プログラム」は好成績を続けている。ただ、月間収益の85%はプラスであるものの、損失を出す月には収益の倍額の損失を出している。最悪のドロウダウンは46.54%にも達する。

プログラム導入時点から現在までの月間損益に基づく

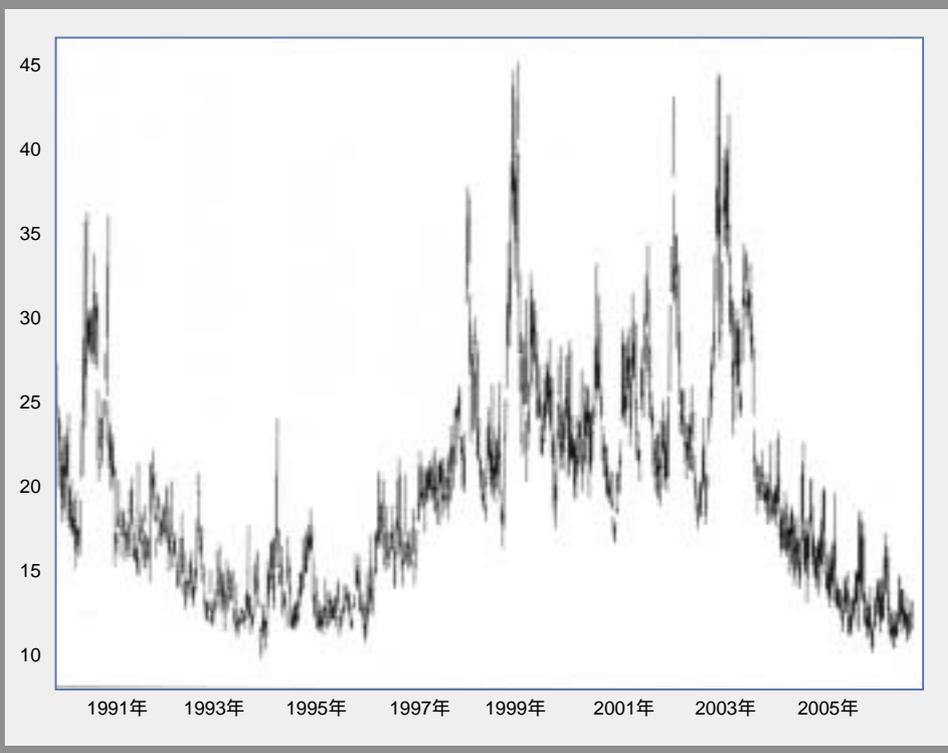
総収益	641.5	パークレー	0.77	最悪ドロウダウン	46.54
年間収益	31.83	エフィジェンシー <sup>1</sup>	1.07	平均損失	5.00
年初来収益	11.87	シャープ <sup>2</sup>	0.96		
		ソルティノ <sup>3</sup>	4.05	勝ち率	85.06
先月収益	4.35	スターリング <sup>4</sup>	4.39	平均収益	5.25
平均月間収益	2.80	直近12カ月	44.78	負け率	14.94
標準的月間収益率	8.63	ベスト12カ月	105.98	平均損失	-11.120
ワースト12カ月	-34.96				
運用資金	\$6350万	12カ月収益率	73.68		

- 1 エフィジェンシー：運用の効率性（リスク対比の収益性）
- 2 シャープ・レシオ：（リターン - 無リスク金利）/リターンの標準偏差
- 3 ソルティノ・レシオ：（リターン - 無リスク金利）/ポートフォリオの下方偏差
- 4 スターリング・レシオ：過去3年間の平均年間収益 /（最大ドロウダウン + 10%）

Source: Barclay Map

図表2 変動率相場

1997年、1998年、2000年に発生したボラティリティの急上昇は、油断していたトレーダーたちの足をすくった。当時の週間ボラティリティには、2005年の年間ボラティリティを凌駕するサイズものもある。



Source: eSignal

が高いからだ。実際、同時多発テロによるボラティリティの急上昇では、多くのオプション・トレーダーが痛手を被った。しかし、その推移を見ると、同時多発テロ直前の01年9月7日に30・99ポイントだったVIXは、今年4月末には11・59ポイントとなっ

ている。当時に比べて、今日のオプション市場には、ボラティリティの上昇余地が多く残されているとも言える。その点を、選出のフューアースティン氏が警告する。  
「ボラティリティが低下トレンドとなっている相場ではオプション売りを続

けることで、トレーダーは高度の爽快感を得ることができる。ただ、問題なのは、未来永劫続くトレンドなんて相場ではあり得ないということだ。予想外の出来事が発生し、数カ月かけて築き上げた大きな収益を、たった1カ月で返上する結果になることもある。予

想外の出来事は、オプション売り戦術の最大のリスクと言える」  
また、世界経済が関連性を強める中、現在の良好な相場環境が崩壊する材料も多い、とする氏は、相場を動かす出来事となる発展性を秘めた要因を列挙する。

「エネルギーの枯渇問題、イランの核開発問題、イラク問題、台頭する中国と世界経済のパラノス 現在の良好な相場環境が崩壊する要因は、この世に数多く存在する」

また、前出のヴァン・エッセン氏も、市場のボラティリティが上昇するリスクが増大しているという点では同意見だ。

「私の経験からオプションについては言えるのは、ボラティリティは圧縮されたコイルのようなものだということだ。圧縮されればされるほど、その反動は大きくなる」

00年、01年などの相場では、ボラティリティが非常に高かった。氏の言葉を借りれば、コイルは反動したばかりだったということになる。

「当時のVIXは高水準で推移していた。従って、相場からかけ離れたOTMのオプションを売って、安心していられた。しかし、現在のボラティリティは低水準（コイルは圧縮された状態）となっている」

エッセン氏はボラティリティの拡大・縮小のサイクルをこのように指摘する。

### ディフェンシブ・アクション

オプションの売り手としては、ボラティリティが低いということは、取引機会が少ないということだ、という事

実を甘受しなくてはならない。もちろん、ボラティリティが高かった頃のようない収益を期待してはならない。当時の収益を実現するためには、現在の相場ではより多くのリスクを抱え込まなければならぬからだ。

自分の名前を冠したCTA会社を経営するダニエル・ベネット氏は、現在の相場環境の下で、S&P500のオプション取引でプレミアムを稼げるよう、使っているオプション・プログラムを改良を行った。

氏はこれまで、残存期間30日のオプションを空売りし、それより先のオプションを買い、全体としてプレミアムを稼ぐ（クレジット・スプレッド）手法を使ってきた。だが、氏のオプション売りは戦術改善の結果、残存期間が35日から45日へと長期化し、空売りはなくカバーを取った上でのものとなった。

「依然として短期のオプションであることに変わりはないが、これまでよりも厳しい権利行使価格で勝負する必要があることから、リスクを軽減し、ヘッジ比率を以前よりも高めている」

ベネット氏は改良後の取引戦術に触れたうえで、オプション市場の収益性について、次のように指摘する。

「コイルの売りが必要となる取引証拠金に対して、このオプションで稼げるプレミアムを比較したら、お話にな

らない比率となっている。例えばS&P500のオプションで、原市場価格から100ポイント離れた権利行使価格となる1415ポイントのコイルの価格は、50ドルほどでしかない。一方このコイルの取引証拠金は6500ドル程度だから、50ドル以下のプレミアム収益を得るために、6500ドルを用意することになる。取引コストを考えると、収益はもっと低くなる」

少なくとも3000ドルの収益は確保したいと言つベネット氏だが、そのためには、原市場価格から50ポイント程度のオプションを売らなくてはならない。この点についての氏の考えはこうだ。

「30日以内に、S&P500が50ポイント上昇する可能性はあるだろうか？ ただ、可能性以上に、このオプションの取引証拠金は1万2000ドルから1万5000ドルに達する。権利行使されない確率は66%程度。私なら、このオプションを売ることは見送る。それだけの資金を投入するならば、95%くらいの確率がほしい。もし相場が1315ポイントなら、私としては1450か1455ポイントあたりの行使価格でオプションを売りたい。ただ、最近では、そんな水準のコイルにプレミアムなどほとんどない。短期のオプションでは、これまで以上にクレジット・スプレッドを多用するようにな

った。オプションの売り手たちも変わった。相場が変わったように、オプション戦術も変化している」

ベネット氏もフュアースティン氏も、ここ数年、二桁%の収益率を維持している。しかし、以前に比べると彼らの収益率は低下している。それでも彼らは、より多くのリスクを抱え込むより、収益率の低下を選択している。フュアースティン氏が語る。

「収益率を求めてリスクを増大させることはしないと決めている。収益率は多少低下したが、顧客の投資家は一応、満足している」

一方、ベネット氏は、オプション・プログラムの運用者として、数年前に可能だった収益率に今の相場環境で拘るのは愚かなことだとして、次のように指摘する。

「4年前の収益率を現在の相場で維持しようとする人たちは、より多くのリスクを抱えざるを得なくなっている。過去と同様の方法で収益を維持しようとするれば、必ず失敗する」

収益率が低下する中、オプションの売り手は、新たな戦術を模索している。一方、将来的なボラティリティの急上昇が問題なのなら、それが急上昇するのを待って、その後オプション売りを買掛けるという戦術もあり得るのだろうか？

ムラナー・インベストメント・マネ

株から先物、不動産、外務員試験まで

個人投資家のための「学校」

## 日本投資教育センター

2007年4月 開校！

**株** 式から先物、オプション、不動産など、投資全般を対象とした、日本初の個人投資家のための「学校」ができる。来年4月に開校予定の「株日本投資教育センター」(大阪市中央区北浜二丁目6番6号)がそれだ。

「資産デフレの終焉、年金に関する様々な問題、規制緩和による自由化等の環境下、インターネットの普及により証券市場、不動産市場、商品先物市場で資産を運用する個人投資家が激増しています。

株式市場では、わずか7年でネット証券の口座数は1000万件を突破し、個人投資家の売買シェアも25%に迫ろうとしています。

しかしながら、投資に対する知識はどうでしょう？投資教育のニーズには計り知れないものがあるにもかかわらず、日本の教育現場では、お金や投資に関するカリキュラムは皆無です」(日本投資教育センター『事業計画書』より)

こうした認識の下に、日本投資教育センターはこの6月に設立された。主な事業は投資関連の学校運営を中核に、セミナーの企画運営、投資関連の出版・メディア事業、講師派遣事業など、投資教育事業の全般にわたる。

設立母体となるのは、大阪に本拠を置く株エフピーアイと東京に本社を置くアルケミックス株だ。

エフピーアイは株式情報サイト

(<http://www.fpeye.co.jp/>)を運営し、ブティック型投資顧問として、総合的な金融コンサルタント事業を展開している。同社社長の藤ノ井俊樹氏は、わずか10歳で個人投資家としての第一歩を踏み出し、証券会社では15年間一貫して法人部門で活躍したスペシャリスト。投資セミナーやインターネットTVチャンネル「ミッドライブ」などでご存知の読者も多いだろう。今月の本誌「ピックレビュー」(75頁参照)で紹介した『個人投資家のための信用取引自由自在』(アルケミックス刊)の著者でもある。

一方のアルケミックスは、出版社をベースにした金融エンタテインメントコンテンツ事業を指向している。同社と日本投資教育センターの代表を務める四阿宏人氏は、証券マンから就職系予備校へ、さらに編集者へと転身した異色の経歴を持つ。また、ペンネームでの著述や翻訳もこなす。

さて、「学校」の具体的な内容だ。来年4月のスタート当初は東京と大阪で開校し、その後、名古屋、福岡と全国展開の予定。学生を含む個人投資家や税理士、公認会計士、FP有資格者などを対象に、株式投資、ファンダメンタルズ分析、テクニカル分析、信用取引、オプション先物取引、FX取引、不動産投資、外務員資格取得など、多彩な講座を組む。各クラスは30人程度に絞り、授業料は1時間3,000~5,000円となる見通し。

開校準備を進める四阿氏が語る。

「これからの日本人は、お金と真正面に向き合わなくてはならないと思いますし、投資やマネーに対する体系的なカリキュラムが求められるようになるでしょう。しかも、行政や金融機関に左右されないニュートラルな立場で...。そして、投資やお金について楽しく学べる、コミュニケーションの場を提供していきたいと考えています」



エフピーアイのHP <http://www.fpeye.co.jp/>



アルケミックスのHP <http://www.alchemix.co.jp/>

ジメント社のムラニー氏は、ボラティリティの低い状態は、「今後数年は続くだろう」と予測している。

「ボラティリティの急上昇に期待するのは間違いだ。急上昇するのは7年後かもしれない。実際に8年目にボラティリティが急上昇して痛手を被ったとしても、それまでの7年間に上げる収益を考えればお釣りがくる」

ボラティリティが低い状態は思ったよりも長続きするかもしれない、という点では、ヘネット氏も同意見だ。ただ、トレーダーとしては、ボラティリティの反転・上昇に過剰な期待を寄せるのは過ちだと言う。

「相場の継続性は相場が決めるものであり、トレーダーが決めるものではない。しかし、ボラティリティが11%という低水準にある現状で、この水準がさらに切り下げられていく展開は考えにくい」

また、ボラティリティは急上昇しなくても、徐々にその水準を上げていく可能性もあると指摘するのはアンズバーカー氏だ。

「続いている風相場には、必ず変化が訪れる。そうなれば、オプションの売り手は痛手を被ることになる。しかし、ボラティリティが上昇すれば上昇した分だけ、オプションの売り手は有利になる」

### 競争と許容量

マーケットメーカーや一部の知的な投資家だけが、オプションを売っていた時代は終わった。アンズバーカー氏の見方も同じだ。

「（オプションの売り手である）我々の特異性は失われている」

ヘネット氏もこの辺の変化には気付いていて、こう語る。

「オプションの売り手は、爆発的に増えている。我々がオプションを売り始めた9年前、オプションの売り手はごく一部のトレーダーだった。今日の市場では、参加者の誰もがオプションの売り手となっている」

投機的な動きも含めて、オプションの売り手が多様化していることは、オプション価格が下落していることと関連性があるのだろうか？ この問いにヘネット氏はこう答える。

「ボラティリティは原市場の動きを基に算出される。一方、割安なオプション価格は、オプションの売り手が増えたことと直接的な関係がある」

S&P社のジャンセン氏も、オプション価格の下落には、売り手の競争激化が背景にあると言う。

「現状から考えると、VIXが50ポイントの水準まで回帰することはあり得ない」

一方、アンズバーカー氏の認識はや

や異なる。

「オプション価格の動向を決めるのは、第一義的にボラティリティであり、将来的なその動向予想だ。オプションの売りプログラムが多く稼働しているのは事実だが、その売買高はオプション相場に影響与えるほど膨大な量には達していない」

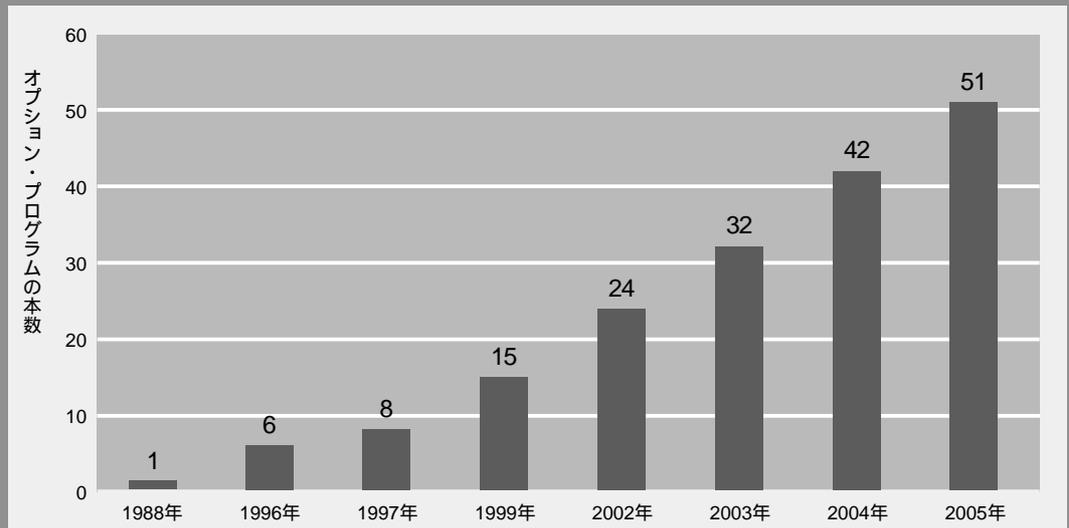
オプション価格が市場参加者の多さではなく、あくまでもボラティリティの影響を受けて下落していると考えているわけだ。

氏はまた、転換社債の裁定市場がそうなったように、現在のオプション市場は飽和状態なのだ、という見方にも懐疑的だ。

「オプション市場の現状は、

図表3 オプション・プログラムの増加

2003年以降の相場は、オプションの売り手にとって好環境となっている。これを背景に、この間、プログラムの数は倍増している。



Source: Barclay Map

数年前の転換社債の裁定市場の状態とは違う。転換社債の大部分は大手のヘッジ・ファンドが保有している。一方、例えばS&P先物のオプションなど

# 人の行く裏にある オプション戦術

は、先物の取引量に比べて、極めてわずかな量でしかない。このオプションは、S&P先物という広大な市場を取引の対象にしているのであり、飽和状態からは程遠い」

## リスク尺度

オプションの売り戦術を検証する上で注意すべきなのは、その戦術要素が特異なことから、一般的なリスク管理機能の一部が適用できないことだ。オプションのプロと呼ばれる人たちも含めて、多くの投資家がシャープ・レシオをリスクの尺度として使っている。しかし、オプションの売りに関して、シャープ・レシオがその効力に乏しいのは事実だ。

シャープ・レシオは、標準偏差、収益、非危険利子率（リスクの伴わない金利）という3要素の相関比率から算出される。シャープ・レシオが1・00以上のとき、そのオプションのリスクは小さいと判断される。03年以降稼働しているオプション・プログラムでは通常、シャープ・レシオが3・00またはそれ以上の数値となっている。フュアースティン氏が解説する。

「原市場の動きが限定的である限り、この数値は素晴らしい。戦術が上手くいく場合は、オプションの売り手が継続的にプレミアム収益を積み、一方、市場の上昇・下落は限定的となる」

また、ヴァン・エッセン氏はシャープ・レシオに過剰な期待をしないリスク管理手法を示唆している。

「5年とか6年とかのデータに裏打ちされていない限り、シャープ・レシオは紛らわしい数字でしかない。現状のリスクは反映されていないのだから、トレーダー自身がそれを加味して判断するしかない。市場でのオプションの売り手の生存率は極端に高い。一方で、彼らの80%が市場からの撤退を迫られるような状況になったら、何か新しいリスク尺度が必要なのは明白となる」

CTAのデータベース管理会社、パークレー・トレーディング・グループのソル・ワクスマン氏も、売りオプション

のリスクを完全に把握することの難しさを指摘する。

「売りオプションの問題は、長期間にわたって収益を積み上げてきたポジションが、ある時突然、ボラティリティの上昇に見舞われることがあるということだ」

実際、例えば87年、97年、98年、00年、01年などの相場では、ボラティリティが急上昇している。ただ、当時のボラティリティは高水準で推移していることから、低水準で推移している現在に比べて、オプションの売り手たちの被害は限定的だった。その後、03年以降、ボラティリティは低下傾向にあり、このトレンドの中で使用が開始されたオプション・プログラムに関して

は、ボラティリティの急上昇というテストがなされていないことになる。もちろん、それはプログラムを運用しているトレーダーについても同じで、ワクスマン氏も次のように警告する。

「状況が一転して悪化した場合、プログラムが良好なパフォーマンスを示す状況しか知らなかったトレーダーが、そんな相場へどう対処するのかイメージするのは困難だ」

シャープ・レシオに代表されるオプション売りのリスク尺度の脆弱性は、ボラティリティが急上昇したときにトレーダーをさらに困惑させる要因となる。

フュアースティン氏は、ボラティリティが急上昇した相場を予想してこう

## リスク管理の新ツール登場

これまでに発生した幾度ものボラティリティ急上昇局面には間に合わなかったものの、この新ツールで、ボラティリティ自体を取引し、その急激な変動に備えることが可能になった。CBOE（シカゴ・ボード・オブ・オプション）が、VIX（ボラティリティ指数）の先物・オプションを新たに登場したからだ。

この新商品のマーケットメーカーを担当しているドミニク・サルヴィロ氏は、胸を張ってこう語る。

「この商品を使っても、オプション・トレーダーにはガンマ（＝価格リスク）が残る。しかし、ベガ（原市場の変動率の変化に対するオプション価格の感応度）をヘッジすることは、この商品で可能になった」

CTAのベネット氏は、まだこの商品を使っていないが、その将来性には期待を寄せている。

「株価指数オプションをボラティリティ指数でヘッジする……考えたこともなかった。ただ、考えてみれば、ごく自然な発想だと思う」

また、クセオン・キャピタルのフュアースティン氏はこの新商品に関して積極的に、オプション売りのヘッジ・ツールとして興奮気味に語る。

「S&P500のオプションを売ったら、私は必ずVIXオプションを買ってヘッジする！」

語る。

「単なる取引戦術の破綻という話ではなく、顧客投資家への対応の問題でもある。継続的な低ボラティリティをベースにし、『夜もよく眠れるオプション戦術』だと聞かされていた顧客は、大きな損失を抱え込む羽目になったことで動揺する。さらに、市場ではオプションの売り手が、売り戦術からの撤退に伴って買い戻しを執行し、オプション価格の上昇に拍車をかける」

### より良い方策

それでは、オプションの売り戦術のリスクは、どう把握すればよいのか？ その鍵はVAT（想定最大損失額）だとするフュアースティン氏は、ポジションにとって最悪の相場シナリオを認識することを薦めている。

「現在のポジションに対して標準偏差1から3までの相場の動きを当てはめ、収益の可能性を確かめて見る」  
具体的にはどのようにするのか。

「ポジションのパフォーマンスを、過去1年から3年間にについて検証する。また、同期間の原市場の動きも検証する。原市場の偏差値3の動きを計算し、それをオプションのポジションに当てはめて見る」

「こうした手順でポジションに対するストレス・テストを行うと語ったうえで、氏はさらに続ける。

「100年に一度の台風が発生した場合、1日で発生し得る損失を事前に認識していることが、非常に重要となる。『もう二度と、あんなことは起こらない』とか『低リスク相場の時代』などの声が市場で聞かれるときこそ、予想できない出来事が起こり得る環境といえる」

### 結論

相場の状況が、それに最適な取引手法を決める。現状はオプションの売り手にとって、好ましい相場環境が続いている。オプションの売りに関しては、適切な相場状況下でもたらされる確固とした収益性に、この戦術に対して批判的なトレーダーたちも一目置いてい

る。ただ、ボラティリティが大きく低下したことから、オプションの売り手には、これまでと同等の利益を確保するため、これまで以上のリスクを取る必要が生じている。ボラティリティが低下する一方で、過去2年間、オプションの売り手の収益が減少していないとしたら、彼らがこれまで以上のリスクを抱え込んでいるということであり、ボラティリティの急上昇に対して、これまで以上に脆くなっていることの証しとなる。

フュアースティン氏が警告する。

「現在のボラティリティが、過去のデータから見て適正な水準に戻るま

で、オプションの売り戦術は見送らざるを得ない。現状の相場では、道理に合わないほど安く、オプションを売ることになる」

ヴァン・エッセン氏も見送り派だ。

「現在の相場ではオプションを売っている連中は、遅かれ早かれ、40%〜50%のドロウダウンに見舞われることになる。それでも彼らが正気を失わないなら、私の資金を運用させてもかわらない。本来、オプションの売りは、87年、97年、01年などで発生した、ボラティリティの高い相場で執行すべき戦術だ」

氏はボラティリティの反転を待つ姿勢なのだ。

このボラティリティ低下トレンドで、オプションを売り下がってきたトレーダーたちは、現在までに高い収益を積み上げてきている。ただ、売りポジションを残しているのであれば、積み上げた収益の使い道を決めるのは、ドロウダウンを経たからにするべきかもしれない。同様に、オプションの売り戦術を主体とするファンドに投資するなら、ボラティリティが上昇してかからにするべきだろう。また、そのファンドが、多様な市場で戦術を分散投資しているか、という側面も重要な判断要素となる。

一方、関係者のコメントにもあったように、ボラティリティは低位では

らく安定するのかもしれないし、急激にはならず、徐々に上昇に転じるのかもしれない。しかしながら、いずれは必ず上昇し、過去にオプションの売り手を襲ったのと同じような状況が、現在の売り手たちにも襲い掛かる。

オプションの売りは、その有効性が証明された、確固としたトレード戦術だ。ただ、純粹なバリュウ投資の戦術的な見地から言えば、現在の相場環境では、オプション売りのポジションについて、ポートフォリオ内での比重を軽減するべき時だと言える。

もちろん、そんな不安がある一方で、この数年来、素晴らしい収益を積み重ねて来たトレーダーたちも多くいる。ただ、オプションの売りは特異なトレード戦術であり、認識するべき異なるリスクを持った戦術だということだ。オプション売りは、時として大きな損益を被るし、トレンド・フォローなどと比べて、そのリスクを明確に把握することが困難な戦術だ。このため、ポジションに対してボラティリティを上昇させる等のシミュレーションを行うことが重要となる。ボラティリティが急上昇したとして、自分のポジションにどういった影響が出るのを知っておくことは、オプションの売り手として、絶対に必要な準備知識となる。

商品先物オプション James Cordier & Michael Gross

オプションのファンダメンタルズ戦略

# 「季節性」を 活かして勝つ

オプションの売り戦術は「時間」と「タイミング」をうまく味方につけることができれば、現物・先物取引では期待できない高い確率で利益を上げることができる。特に商品（コモディティ）オプションの場合、その現物のファンダメンタルズや価格の季節的変動特性が、「タイミング」の判断に大きく役立つ。リバティ・トレーディング・グループのポートフォリオ・マネジャー、ジェームス・コーデイア氏とマイケル・グロス氏は、ボラティルな（価格変動が激しい）市場の代表であるニューヨーク・コーヒー先物オプション市場では、1年のうちでこの時期がコール売りの好機だと指摘する。乱高下する市場でオプションを売るノウハウとは？

「オプションの売り」というトレードのコンセプトが個人投資家の間に浸透するにつれ、よりプレミアムの高いオプションの代名詞として「ボラティリティ（価格変動率）」という専門用語が日常的に人々の口の上のようになった。確かに、ボラティリティに注目することで、オプションの売りを有利に行うことができる。相場の方向が上か下かを断定したり、タイミングを完璧に捉えたりする必要もないし、あるいはどこで利食うかに頭を悩ます必要も少ない。

しかし、ボラティリティに注目してさえいけば、オプション売りで儲かるというわけではない。売り建てたオプションが最も高い確率で無価値で満期を迎え、収益をもたらさずつな、紙一重のコツを自分のものにするには、現市場価格に影響を及ぼすファンダメンタルズをしっかりと理解しておくことが

不可欠だ。

つまり、まずはボラティリティの高い市場をいくつか探し出し、次に長期のファンダメンタルズを見通し、強気が弱気か、最も明確な市場を絞り込む。今年のマーケットでいえば、ニューヨークのコーヒー先物が、その分かりやすい事例だ。

木を見ず、森を見る

今年のニューヨーク・コーヒー先物価格は力強いスタートを切り、1月末には期近ベースで1ポンド当たり125・90セントの高値をつけた。ベトナムにおける今年のコーヒー豆生産高の急減見通しに加え、商品市場全般にも見られたファンドによる買いの大波が、価格を約半年ぶりの高値まで押し上げたのだ。しかし、この上昇相場は長続きせず、その後2カ月間はほぼ一本調子に下げ続けた。

強気筋は引き続き、世界最大のコーヒー豆生産国であるブラジルの減産傾向とその国内需要の増加傾向を強調する。しかし、それは「木を見て、森を見ず」であるともいえる。ブラジル産地がよほどの降霜被害に見舞われれば別だが、長期のファンダメンタルズ見通しは弱気なのだ。年初の高値水準を回復することなどままならず、7〜9月は1ドルを下回るレベルに低迷するだろう。

コーヒー市場は、ファンダメンタルズを重視する投資家にとっては非常に相性のよいマーケットだ。生産シェアの大半は一部の国々によって占められている。生産・需要の推定データは6カ月から1年先まで公表され、その予測値は比較的正確だ。もし投資家が目の雑音に振り回されることなく、大局的なファンダメンタルズの動向に焦点を絞ることができれば、過去の需給バランスと価格から現在の適正価格を割り出し、それが割高であるか割安かを判断することは比較的容易だ。

もちろん、こうした簡単な分析だけで、価格がこれからどこに向かうとしているかを知ることにはできない。しかし、「恐らくこの水準にだけは行かないだろう」というアイデアは、かなりクリアに持つことができる。オプション・ライター（オプションの売り手）としては、それで十分だ。

供給

昨年12月末、ニューヨーク・ボロ・オブ・トレード（NYBOT）のコーヒー先物価格は当時、95セント前後で推移していた。そこにベトナムが2006年のコーヒー豆生産量は例年以上の降霜被害で、前年度より30%以上の減産になるとの見通しを明らかにした。これが活発な思惑買いに火を着けた。中でも、拡大を続けていた商品

ファンドとヘッジファンドは、新たな運用先として大量に資金を流し込んできた。

しかし、こうした強気相場はいずれ自ら燃え尽きる。1月末になるとベトナムの減産見通しは価格に織り込まれ、市場の関心は5月に始まるブラジルの収穫に移っていった。そして相場は調整局面に入った。

ブラジルはコーヒー豆の世界最大の生産国、輸出国であり、その収穫高はベトナムの3倍を超える。さらに、ベトナムの主要生産品種が、ロンドンで取引されるロブスタ種であるのに対し、ブラジルの生産品種はNYBOTに上場されたアラビカ種であることを考えれば、ニューヨーク市場におけるブラジルの重要度はよりいっそう高くなる。

ブラジルのコーヒー豆生産は1年ごとに表作と裏作を繰り返す。生産量の多かった年の翌年は、生産量が落ちるのが普通だ。これはコーヒー樹そのもののサイクルに起因する。昨年は裏作年にあたった。米農務省が推計した2005年のブラジルのコーヒー豆生産高は3600万袋(1袋=60キログラム)弱だ。この結果、昨年の世界のコーヒー豆需給は300万~400万袋の供給不足となり、強気派にとっては年間を通して格好の材料となった。裏を返せばこのことは、ブラジルが

今年、表作の年にあたるということだ。今年の生産高予想は当初、記録的な豊作となった2002年の約5300万袋に迫るものだったが、10月を挟んだ開花期に降水量不足に見舞われたため、その見通しは4400万袋前後まで落ちていく。その75%前後がアラビカ種だ。02年の記録には及ばないものの、少ない生産高ではない。事実、現在の推定値が正しければ、06年はブラジルにとって過去3番目の豊作年となる。

### 需要

#### 銅やアルミニウムという

た景気動向の影響を受けやすい資源とことなり、コーヒーの消費需要は年によって大きく変動することは少ない。しかし、より長期の需要動向は、コーヒー消費人口の全体的な増加傾向と消費需要の拡大傾向を示している。特にアジアでは、日常的な嗜好飲料としての足場を築き始めたばかりで、今後、コーヒー需要の大幅な増大が期待されている。

現在、世界最大のコーヒー消費国は米国であり、その需要は増加傾向にある。全米コーヒー協会(NCA)の最

図1 祭りは終わった  
コーヒー価格は190セントまで上昇するとの見方もあるが、それを可能にする材料はブラジルでの寒波。しかし、その季節はもう終わった。

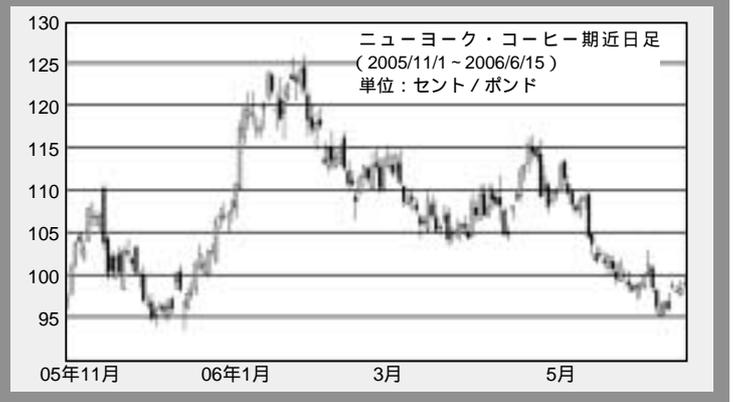
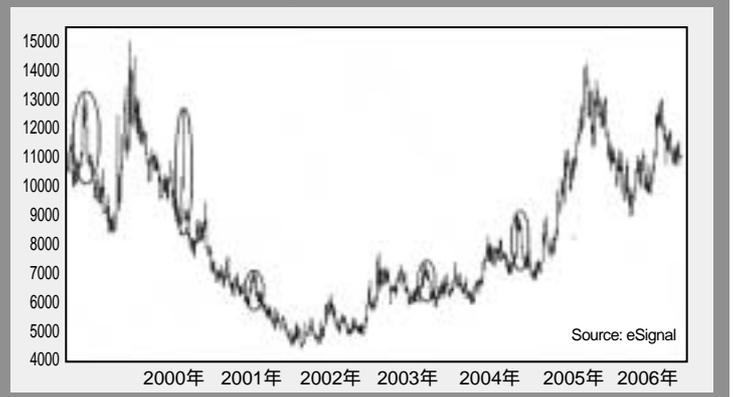


図2 危なっかしい季節  
極めて顕著というわけではなく、かつ短期的な動きで終わることが多いが、南米が冬を迎える時にコーヒー先物価格が急騰することは少なくない。



近の調査によると、コーヒーを毎日飲む消費者は全米人口の56%を占め、05年の53%、04年の49%から増加している。さらにコーヒー飲料人口は米国全体の82%に達する。この増加は、新たな流行飲料としての高品質コーヒーの登場に起因するところが大きい。

当面の需給動向について、国際コーヒー機関(ICO)は06年の世界のコーヒー豆生産高を約1億2100万袋、消費量を1億1900万袋とし、200万袋の供給過剰を予測している。

### EUファクター

消費動向を地域別に見ると、最も消費量が多いのは米北東部地域で、その地域の消費者の61%弱が毎日コーヒーを飲む。米国の消費需要が夏場に減退し、冬場に伸びるといふ季節性を持っているのはこのためだ。このコーヒー需要の季節性は欧州北部地域についても認められ、6~8月に下落する傾向が強いというコーヒー価格の季節性を説明する一因でもある。

特に今年は、この季節的な価格変動

特性が顕在化しそうだ。EU（欧州連合）は今年1月2日、ブラジルからのインスタント・コーヒー輸入に対して9%の関税を適用した。この結果、ブラジルからEUへのインスタント・コーヒー輸出は年初の2カ月で前年同期比35%も落ち込んだ。

ブラジル商務省のデータによると、今年1～2月の合計輸出量は前年同期の51万3456袋から37万9816袋に減少した。ドイツ、フィンランド、英国はブラジル産インスタント・コーヒーの主要輸出先で、こうしたEU諸国への輸出減が大きく響いた格好だ。

ブラジル産のインスタント・コーヒーは一般に、その輸出競争力の輸出価格を9%上回る。このためEU圏の消費需要は割高なブラジルから、ロブスタ種を中心とした他の生産国へとシフトしていく可能性が高い。前述のように、ブラジルの主要生産品種がアラビカ種であることを考えれば、それを上場するNYBOT市場にとっては、この需要シフトが新たな供給圧力となり得るわけだ。その反面、ロブスタ種を対象とするロンドン・コーヒー市場にとっては、需要押し上げ効果が期待できる。

世界のコーヒー産業界ではEUの関税について、世界貿易機構（WTO）の紛争処理委員会に協議を要請する動きがある。とはいえ、こうした手段による紛争解決には、数年とまではいか

ずとも、かなりの時間を要する。少なくとも、この夏のうちに関税が撤廃される可能性は極めて低い。このことは欧州北部地域におけるこの夏のアラビカ種への消費需要が例年以上に落ち込むことを意味する。

## 寒波

さて、ニューヨーク・コーヒー市場におけるオプション戦略である。前述のような生産高見通しと夏場に予想される供給過剰を念頭に置けば、現在のコーヒー市場はオプション売り戦術を仕掛ける理想的なマーケットだといえそう。つまり、ブラジルでの収穫期終盤にあたる8月限と9月限のコール・オプションを売り建てるわけだ。ただし、実際にコール売りを建てる前に気をつけておくべきことが一つある。ブラジルが寒波の季節を迎えることだ（図1参照）。

コーヒー価格は1年のなかで、南半球の冬季にあたる時に急変動する傾向があることはよく知られている。時として産地が寒波に見舞われ、降霜がコーヒー豆の生育、収穫にダメージを与える懸念があるためだ。寒波が到来しなかつたとしても、市場は例年、5～8月の間は、気温の低下を伝える天候予報に極めて敏感になる。だとすれば今は、寒波到来に賭けて強気のバスに飛び乗るべきなのだろうか？ それ

ともファンダメンタルズの長期的な弱気見通しに基づいて、弱気のポジションを建てる好機なのだろうか？（図2参照）

この寒波の季節、市場には虚実乱れ飛んで一喜一憂する。しかし寒波がブラジルの収穫に深刻なダメージを及ぼすケースは、この10年で大幅に少なくなっている。ブラジルでは80年代から90年代初頭にかけて、コーヒー豆生産が寒波による深刻なダメージを受け続けたが、その後、生産地のシフトが進んだ。寒波・降霜の被害を受けやすい南部の産地を捨て、赤道に近いより北部の、冬場の気候がより穏やかで降霜被害を受けにくい地域へとコーヒー樹を植え替えていったわけだ。もちろん、これで収穫にダメージを与える寒波の影響から完全に逃れられるわけではない。しかし、それがファンダメンタルズに大きな変化をもたらすことは確かだ。あと4～5年もすると、かつて夏場にたびたび見られた突発的な大量の投機買いや急騰・急落劇は過去のものになるかもしれない。

そもそも、産地でのこうした変化が起こる前から、夏場にコーヒー価格が持続的に上昇することは稀なことだった。通常よく見られた季節的な変動パターンは、5～6月に投機的な買いの参入によって価格が急上昇するといったもの。そしてその後には得てして持

続的な下げ相場が続いた。北半球の消費地が夏場の需要減少期に入るとともに、ブラジルで収穫された新豆の供給が市場を圧迫するためだ。

このように、6月まではブラジルの寒波・降霜懸念をはやした投機買いで価格が急騰する可能性が煽るが、だからといって、この時はコール売り戦術を考えるべきではとはいえない。いや、むしろこの時に先物価格が上昇したり、値を戻したりする場面があれば、ブラジル産地がよほど深刻な寒波被害に見舞われていない限り、それはコール・オプションをより高いプレミアムで売り建てる打って付けのチャンスだと、私はみている。つまり例年この時に市場を覆うブラジル産地の寒波懸念、天候リスクは、コーヒー価格のボラティリティに季節的な上昇をもたらし、延いてはそれがオプション・ライターにとって、「ボラティリティを売る」好機となるわけだ。

## オプションの売買戦術

ブラジルの寒波・降霜期に投機的な買いが集中すれば、コーヒー・オプション市場でもそのボラティリティが上昇し、プレミアム（タイム・バリュー）が高くなる。私たちはかつて、権利行使価格が市場価格の2倍以上のコールのプレミアムが、信じられないほどの高値をつけたことを目の当たりにした

ことがある。

オプション売りを積極的に仕掛けて、そのポジションを持ち続けるような投資家にとっては、こうした局面でコール売りを仕掛けていく手法は極めて利益効率の高い戦術となるだろう。当社は毎年この時季になると、まずは9月限コールの売りを考える。7月までにブラジルでの寒波懸念が表面化しなければ、コーヒー先物価格は下落トレンドを辿り始めるからだ。しかしこの時季にコールを単独で売り建てることにはそれなりにリスクがあり、それに尻込みする投資家は少なくない。産地が季節はずれの寒波・降霜に見舞われれば、単独のコール売りは目も当てられないような損失を被ることになるからだ。

コーヒー・オプション市場でのコール・パティカル・スプレッドに魅力があるのはそのためだ。パティカル・スプレッドは、コール(プット)売りのリスクを同限月で権利行使価格の異なるコール(プット)買いでカバーした戦術で、期待利益を抑える代わりにリスクも限定した売買手法だ。例えばこの時季、ニューヨーク・コーヒー9月限が急騰し、その局面で権利行使価格180セントのコールを売り建てたとしよう(実際には今年5月、先物価格は1ドルの大口を割ってしまったが)。このときコールを単独で売る

のではなく、180コール売りで得たプレミアムの一部を使って190コールを買い、コール売りのリスクを抑えることができる。これにより、このポジション全体の最終的な最大リスクは10セントに限定されるのだ。それ以上に重要なことは、先物価格が急騰しても180セントを超えなければ、190コールのプレミアムは180コールに近いスピードで増加することだ。結果的に、急騰による180コールの値洗い損失の大半は190コールの値洗い利益で相殺され、こうした局面でもポジションを維持することができる。

収益ゾーンは180プットの単独売りと同じだ。満期日の先物価格が180セント以下であれば、いずれのコールも無価値となって消滅し、両者のプレミアム差額が最終的な利益となる。このように、パティカル・スプレッドは価格変動の激しいマーケットには打って付けの戦術であり、必要証拠金額に対する利益率で比較すれば、得てして単独のオプション売りより優れたパフォーマンスを可能にする。

James Cordier & Michael Gross (シームス・コーディア&マイケル・グロス)  
リバティ・トレーディング・グループ(フロリダ州タンパ)のポートフォリオ・マネジャー。共著『Complete Guide to Option Selling』(マグロービル、05年)。  
www.libertytradinggroup.com.



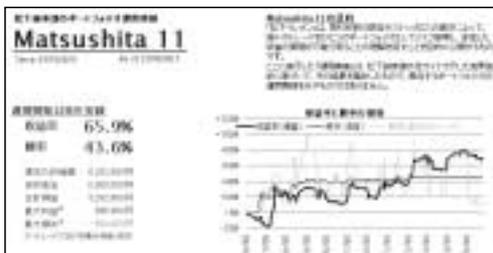
商品と為替で勝つための戦略&戦術情報サイト

# 相場参謀本部

エム・ケイ・ニュース社

## フリートライアルID & パスワード 発行中!

詳しくは当サイトをご覧ください。



エントリーもエグジットも明確!

商品戦術担当参謀 松下誠  
国内11商品の売買戦術とその履歴・パフォーマンスを毎日公開します。  
為替戦術担当参謀 Spike Flipper  
超ベテラン現役トレーダーが、日々のポジションと戦術を提示します。



米国戦線速報/斥候急報/手口謀報/欧州謀報/明日の国内戦線/今週の国内戦線/参謀たちの直感/実践  
デイ・トレード入門/クリティカル・ポイント/明日の警戒戦線/今日のPosition&Action/サヤ取り戦術

# <http://www.sanbo-honbu.com/>