

オプションマーケット

9月限の先物・オプション価格について

日経225オプション取引を開始して3限月が経過した。その間の価格形成については、いまのところほぼ順当に推移しており特に問題はないというのが一般的な見方である。また、先物・オプション両市場間に相乗的な影響が現れ始めているとの指摘もある。例えば、オプション取引がスタートした6月以降、先物の建玉残高が増加しているという事実、あるいは先物取引が9月限から12月限への限月移行において、例月に比べて遅れたという現象から、先物・オプション間の裁定取引や組合わせ戦略が漸増し、それが一因となっているのではないかという指摘であるが、推測の域をでない。

そこで、オプションの限月が先物のそれと一致した9月限の取引状況をもとに、以下終値ベースの静態的なものであるが、若干の問題提起を試みることにする。

別掲の表は、9月限、権利行使価格35,000円のオプションで先物を合成し、その合成先物の価格と先物9月限の価格を比較したものである。

9月限の20取引日中、裁定のチャンスは少なくとも14回存在した。特に15日から23日にかけては、先物ベースが2カ月ぶりに拡大基調に転じた時期であった。また同時に、コールがプットに比較して割高であり、先物の買いポジションを合成するタイミングとしても適時であ

ったと思われる。したがって、このように先物ベースが拡大する状況においては、リバーサル(合成先物買い、先物売り)による裁定が有効であることが理解できる。しかし、それがどの程度意識されたのかは分からないが、同期間中の裁定利益は極めて大幅のまま放置されている。

反対に、コンバージョン(合成先物売り、先物買い)のタイミングとしては、先物ベースが縮小または縮小傾向のときで、かつプットに比較してコールに割安感のある場合ということになる。9月限のケースでは、プットの割安は相対的にやや修正されている時期ではあったが、リバーサルに較べてコンバージョンを実行する状況は十分でなかったといえよう。

裁定利益も小幅であるが、証券会社の自己取引による裁定コストと比較すると、まだ十分実行余地はあったと思われる。

裁定チャンスのない場合の評価は、困難である。オプション価格は先物価格と緊密に連動しているという評価はあるものの、両市場が効率的であると即断することは適当ではない。

なお、以上のケースも含めて、一般的に裁定のチャンスが機動的に活用されていないと思われる最大の原因としては、裁定解消のためのオプションの反対売買にたいする不安であろう。したがって、両市場が効率的に機能しているというためには、こうした市場の流動性も含めて、さらに今後の推移を見極めねばならない。(N. T.)

合成先物と先物9月限の価格比較

単位：円 終値ベース

| 取引日 | プレミアム | | 合成先物価格 | | 先物価格 | 裁定利益 | | インプライド・V | | 先物ベース |
|-------|-------|-----|--------|--------|--------|-------|---------|----------|------|---------|
| | コール | プット | 買ポジション | 売ポジション | | リバーサル | コンバージョン | コール | プット | |
| 8月11日 | 300 | 450 | 35,150 | 34,850 | 34,860 | — | — | 9.9 | 9.7 | 147.04 |
| 14 | 270 | 395 | 35,125 | 34,875 | 34,860 | — | 15 | 10.3 | 7.7 | 188.38 |
| 15 | 360 | 325 | 34,965 | 35,035 | 35,100 | 135 | — | 11.4 | 8.1 | 289.31 |
| 16 | 455 | 205 | 34,750 | 35,250 | 35,270 | 520 | — | 11.8 | 8.2 | 185.85 |
| 17 | 520 | 185 | 34,665 | 35,335 | 35,300 | 635 | 35 | 10.6 | 8.6 | 209.89 |
| 18 | 470 | 175 | 34,705 | 35,295 | 35,270 | 565 | 25 | 12.9 | 8.2 | 206.86 |
| 21 | 550 | 100 | 34,550 | 35,450 | 35,450 | 900 | — | 13.1 | 8.0 | 309.17 |
| 22 | 450 | 135 | 34,685 | 35,315 | 35,300 | 615 | 15 | 14.8 | 6.4 | 185.65 |
| 23 | 290 | 210 | 34,920 | 35,080 | 35,060 | 140 | 20 | 12.4 | 7.6 | 166.72 |
| 24 | 240 | 280 | 35,040 | 34,960 | 34,940 | — | 20 | 11.4 | 6.9 | 153.45 |
| 25 | 220 | 270 | 35,050 | 34,950 | 34,920 | — | 30 | 11.8 | 7.4 | 180.07 |
| 28 | 145 | 315 | 35,170 | 34,830 | 34,830 | — | — | 13.7 | 6.1 | 222.59 |
| 29 | 120 | 280 | 35,160 | 34,840 | 34,900 | — | — | 13.1 | 2.0 | 215.35 |
| 30 | 45 | 500 | 35,455 | 34,545 | 34,590 | — | — | 11.2 | 2.0 | 118.34 |
| 31 | 25 | 580 | 35,555 | 34,445 | 34,460 | — | — | 10.6 | 2.0 | 28.80 |
| 9月1日 | 10 | 685 | 35,675 | 34,325 | 34,390 | — | — | 10.1 | 11.7 | 41.78 |
| 4 | 20 | 465 | 35,445 | 34,555 | 34,600 | — | — | 12.9 | 19.5 | 116.22 |
| 5 | 5 | 620 | 35,615 | 34,385 | 34,420 | — | — | 15.7 | 2.0 | ▲ 21.95 |
| 6 | 5 | 720 | 35,715 | 34,285 | 34,290 | — | — | 17.4 | 34.7 | 18.69 |
| 7 | — | 850 | — | — | 34,150 | — | — | 9.4 | 7.5 | ▲ 2.56 |

- 注1 合成先物買ポジションの価格=権利行使価格+プットプレミアム-コールプレミアム
合成先物売ポジションの価格=権利行使価格+コールプレミアム-プットプレミアム
- 注2 リバーサル 合成先物買ポジションと先物売りの組合わせ
コンバージョン 合成先物売ポジションと先物買いの組合わせ
- 注3 裁定利益 合成先物価格と先物価格の差