

解 説

オプション実践講座—7—

日経225 オプション戦略

ストラドル及びストラングル等のように、コールとプットを両方買ったり、あるいは両方売ったりする戦略をコンビネーションと呼ぶ。シリーズ七回目は、前々回及び前回に引き続き、このコンビネーションについてさらに研究を深めてみたい。前回の検証で、これらの戦略を使う時には、ボラティリティーは上昇するのか下落するのかを考える必要があるということが分かった。そして指針となるボラティリティーの特性を考察してみた。また大前提として、これらの戦略は相場の方向性に対する相場観はさほど必要ないにしても、ロング(コール、プット両方を買う)であれば相場は上下どちらかに動き出す、あるいはショート(両方を売る)であれば相場はもみ合いに入る、というオプション独特の相場観に基づいて行われる手法である。そこで今回は、これら2つの相場観を支える客観的な判断材料を市場の中に探してみたい。

日経225先物・オプションレポート(平成2年4月10日)の「トレーディング・ルーム」のなかで、大和証券の田中氏が検証されたように、日経平均株価には曜日による変動特性がかなり顕著に見受けられる。図1は89年12月4日(月)から90年5月25日(金)までの直近6か月間の日中変動幅分布状況のグラフである。例えば月曜日の「250円以内」の模様が付いた棒線は、その日の始値から終値までの変動幅が上下250円以内であった回数が、この半年間の月曜日21回中7日あったことを示している。同様に「500円以内」の模様が付いた棒線は、(上

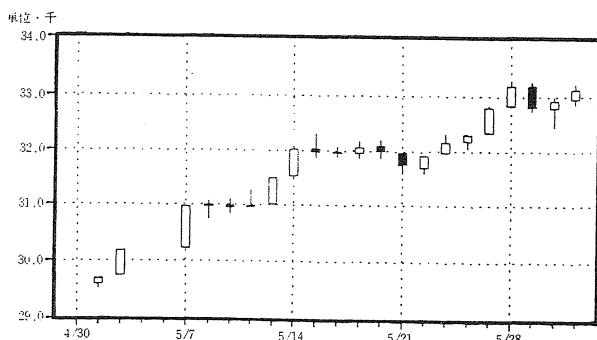
下250円超~500円以内の範囲で変動した日)が5日あったことを示している。このように曜日毎に変動幅の分布状況を見ると、月曜日は250円以上動いた日が大半であり、さらに1,000円以上相場が動いた日も月曜日に集中していることが分かる。逆に火曜、水曜、木曜日の相場は上下250円以内の小動きが大半を占める。金曜日は250円以内の小動きの日と、それ以上動いた日との比率はほぼ半々となっている。また、250円超~500円以内の範囲で動いた中揺れの相場の日は金曜日に集中しており、約半分の確率で相場が動きやすい日と考えることができる。平たい言い方で総轄すると、月曜日は相場がよく動く日、火曜日から木曜日は小動きの日、金曜日は動きやすい日、と捉えることができる。次に日経平均株価の日足を見てみると(紙面の関係もあり、チャートの表示は割愛する)、週末に陽線を引いた次の週初は同じく陽線を引き、週末に陰線を引いた次の週初はやはり陰線を引いていることが目に止まる。この傾向は25週の内18週についてあてはまる。

以上のことから一つの大胆な仮説を立ててみよう。「週末、市場には短期的ながら相場の方向性が現れ、週明けにはこれに拍車がかかる。週中はその水準でもみ合い、また週末に新たな方向性に向けて動き出す。」と言うものである。この仮説を証明するために、簡単な検証を行ってみる。

営業日間の日経平均株価変動幅

期 間	回 数	変動幅の平均
週末~月曜	21	891.34
火曜まで	24	610.57
水曜まで	23	493.06
木曜まで	24	367.09
金曜まで	24	390.45

図1 日経平均株価変動幅分布状況



上表は、連続する2日間に変動する日経平均株価の値幅を調べたものである。例えば、第1段目の「週末~月曜」の行は、月曜日の1営業日前の日(祝祭日もあり、必ずしも金曜日とは限らない)の始値から月曜の終値までの2日間に、株価は平均的にみて891.34円の変動幅があったことを表している。仮にある2日間は500円高、またある時は500円安であったとすると、その「変動幅の平均」は0円ではなく500円として計算している。つまり、連続する2営業日間で相場は上昇なり下落なり同一方向に一体幾ら位動くのかを調べようとしたものである。「回数」の21とは、この6か月間の月曜日の回数で

ある(但し、5月28日の月曜日まで計算に含んでいる)。次の行の「火曜まで」とは、同様に火曜日の1営業日前の日の始値から火曜日の終値までを意味している。さて、この表からは次のことが分かる。

- 土日を挟んだ2営業日で相場は上なり下なりに大きく動く。
- 週末に向けて相場の変動は穏やかになる。

この検証の結果だけから前述した仮説を完全に説明することは難しいが、少なくともコンビネーションを建てるときに有利な曜日があることが分かる。すなわち、ロングを建てるには金曜日(休日であれば週の最後の日)の前場に建て、月曜日(休日であれば週初の日)の後場に手仕舞う。ショートであれば火曜日の前場に建て、木曜日の後場には手仕舞う。この方法で行えば常に利益が得られるかどうかは別として、最近の相場動向から見て有利性を増すための指針として捉えることはできそうである。

ところが、週末にロングでコンビネーションを建て、次の週初に手仕舞うとした場合、時間価値の減価を無視する訳にはいかない。そこで「相場の変動」と「時間価値の減価」との相反する要因から受ける影響を6月限オプションの中を探ってみよう。図2に示すように、幸い「曜日による相場動向の特徴」は5月中も続いていた(図中の縦の点線は月曜日)。更に6月限オプションのボラティリティーは月中を通し20%前後で比較的安定しており、「相場の変動」と「時間価値の減価」との影響力を調べるには好都合である。また市況から見ると、5月前半は1/3戻りの31,640円を目指し、後半は半値戻り

の33,459円を目指すと言いながらも、常に機関投資家の戻り売りを懸念し、終始強弱観対等のまま気がつくと3,000円以上も戻っていたという展開であった。正にロングのコンビネーションが興味をそそった期間であった。

検証結果は下表の通りである。プレミアムの金額が増減した内訳を、「時間価値の減価の分」と「ボラティリティーの変化の分」とに分けて明示することは困難であるが、ボラティリティーの変化はなかったと多少無理な前提を付けた上であえて結論を出すならば、過去の統計が示すような900円近い相場の変動があれば、時間価値の減価は気にする必要はなさそうである。従って、ロングのコンビネーションを建てる時には、「土日を挟む」というのが一つの指針として使えそうである。

週末から次の週初にかけてのロング・ストラドル/ストラングル

日 時	日経平均	310コール	310プット	合計単価
5/11(金) 始値	31,013.23	860	510	1,370
5/14(月) 終値	32,042.65	1,590	275	1,865
損 益	+1,029.42	+ 730	- 235	+ 495

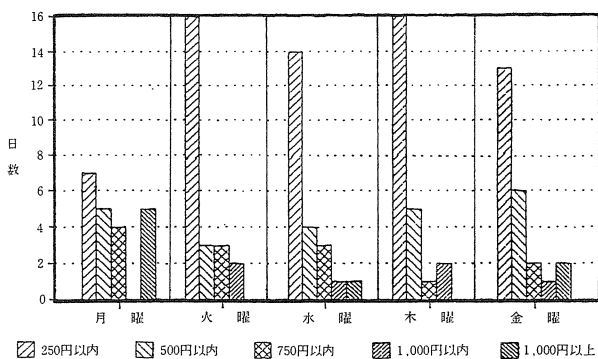
  

日 時	日経平均	320コール	320プット	合計単価
5/18(金) 始値	32,093.39	880	400	1,280
5/21(月) 終値	31,765.05	450	610	1,060
損 益	- 328.34	- 430	+ 210	- 220

日 時	日経平均	325コール	320プット	合計単価
5/25(金) 始値	32,340.38	525	170	695
5/28(月) 終値	33,191.61	1,100	75	1,175
損 益	+ 851.23	+ 575	- 95	+ 480

図2 日経平均株価



最後に、今回本稿で取り上げた手法に基づき、金曜日にロング・ストラドルやストラングルを建て月曜日に手仕舞う、あるいは週中はショートを建てるということを多くの投資家が行えば、金曜日のボラティリティーは異常に高くなり、月曜日にはこれが異常に低くなる現象が起こる。あくまでもコンビネーションの戦略を使う場合には、相場自体の値動き、時間価値の減価、インプライド・ボラティリティーの増減、これら3つのことを同時に考えていくバランス感覚が要求されることを、もう一度明記しておきたい。

(T. K.)