

# ザラ場取引と流動性

新井邦宏

皆が動けばフリーズする

日経平均先物取引は、テクニカルポイントを超えたり割ったりした瞬間から動き出す。誰かが意図的に仕掛けてくるのは判らないが、そのテクニカルポイント手前から板は動き出す。これはこの取引が「ゼロ・サム」であり、証拠金取引であるため、リスク管理を徹底しようとする投資家が多いためであり、動かれてからでは手遅れと考える投資家がフライングの行動をとるためかもしれない。また、そのようなポイントで売買することにより、短時間で利益を得ようとする投資家が多いからでもある。日経平均先物が動けば、同様にオプションも動く。

すでに説明したように、オプションには理論価格があり、各種パラメーターがある。各権利行使価格はデルタ分だけ動くかといえば、それはその時の投資家がどのように売買するかによっても異なるので、ひとつの目安にすぎない。如何に裁定が働くとしても、

先物もオプションも基本的にはその瞬間の需給がすべてである。

オプション投資家は、各自自分の都合によりポジションを持つ。スペキュレーターもヘッジャーも、オーバーナイト派もデイトレ組もいる。さらにデイトレ・スイング組もデイトレ・スカルピング組もいる。また、玄人も素人もいる。決定的なのは、資金量が潤沢な投資家と、なげなしの資金を使ってオプション取引で資金を増やしたいと考えている投資家の違いだ。

日経平均先物があるテクニカルポイントをブレイクするとき、一斉に投資家が行動する。この結果、チャートは大きく動くのだが、執筆時1カ月内、これは今回の事例を含めて、その瞬間ネット証券会社のサーバーに負荷が掛かるのが、一時的にフリーズ状況になる現象が起きている。これは今に始まったことではなく、昔からあることだが、ネットで売買する投資家が目の当たりにするので目立つようになったのだらう。昔は機関投資家や証券会社が

売買主体だったが、今は個人投資家の方が数的には圧倒的に多いので、多数がピンポイントで売買すればサーバーに負担が掛かるのは当たり前だ。このリスクも投資家は考慮しておくべき。

図表1に掲載したチャートは、日足ベースで1万5920円の前回安値をザラ場で割り込む瞬間のものである。比較のため、日足のチャートと5分足のチャートを掲載しておいた。このあと終値は1万5710円で、下げが加速している。

ここでは100円程度下げた段階でも寄り付いているから、さほどの影響はないが、バブル後の下落の時は、このあと特別売り気配になり、前日比1000円安くらいになることはよくあった。しかし、このような動きの時、売買できるのときでないのでは、時として死活問題になる。最近、日経平均先物やオプション取引を始めた人は、今の動きがすべてであると考えるかもしれませんが、ここで言っていることを常に忘れない方がよい。この手の取引で、

一発で資産を無くすのはこの瞬間だから。

ザラ場でどの権利行使価格を使うか？

さて、この下げとほぼ同時刻の板情報がある(図表2、3参照)。実は、この下落前、各権利行使価格別に、その特徴がハッキリ判る枚数があったのだが、これは、この下落で板がメチャメチャになった時のもので説明には適さないかもしれないが、これが現実という意味もあり、そのまま掲載することにした。メチャメチャといっても、さすがに説明に適さないので比較的落ち着いたところからキャブチャーした。以下、板とこのチャートはすべて同時刻ではなく、取り込む作業に掛かった時間だけずれていくことをお断りしておく。

以前も説明したように、オプション取引では、各権利行使価格帯により出来高や流動性が異なる。前述のように、資金量に違いがあると、1枚なら売買

できても100枚でははまらない権利行使価格もある。

同様に、OTMの時、建玉し、それがITMになって反対売買しようとしても、それに見合った板がない場合もある。よくあるパターンは、数百枚の売りポジションが5円や10円になり、あとはSQで権利放棄を待つだけという段になって、日経平均先物が大きく窓を空け500円を超えるなど大きく動いたため、反対売買が要求され、反対売買しようとしたら板が薄くて売買

できないというものだ。これも以前、日経平均先物が大きく動くときの特徴として説明してある。

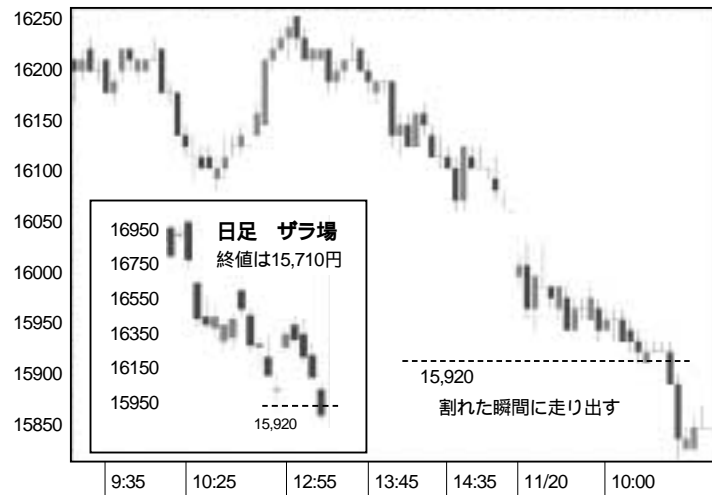
プットオプションの板(図表2)を見ると、権利行使価格1万6500円のITMが数十枚と薄く、権利行使価格1万5000円のOTMになるに従って板は厚くなる。同様に、コールオプションの板では、権利行使価格1万6500円のOTMが厚く、権利行使価格1万5000円のITMになるに従って板は薄くなる。

すでに日経平均先物が下落に転じていることもあり、先高感がないコールより先安感のあるプットに買いが入っている感があり、また一瞬下落したあとなのでコールの買い板がさらに薄くなってしまったところかもしれない。同様に、先安感があるのでプットの売り板も薄くなったかもしれない。

一般投資家は、売りに画一的定義(ルール、儲かるやり方)のようなものを求めるが、実はそのようなものはない。このチャートのように、すでに

動いてしまったから新規売買は控えようとする人もいれば、さらに下落すると考えここから新規で行く人もいる。現に、引けにかけて日経平均先物はさらに下落している。また、資金があるなしによって、常にOTMを売買しようとする人もいる一方、個別銘柄で300円と同じ06年12月限プット16000円や、動くならと6800円の06年12月限プット16500円を売買する人もいる。人それぞれ、諸条件や考え方が異なるのだから、前回指摘したように

図表1 日経225先物つなぎ 5分足



図表2 2006年12月限 プット相場表

権利行使価格	買値	売値	枚数
16500	16500	16500	10
16400	16400	16400	10
16300	16300	16300	10
16200	16200	16200	10
16100	16100	16100	10
16000	16000	16000	10
15900	15900	15900	10
15800	15800	15800	10

図表3 2006年12月限 コール相場表

権利行使価格	買値	売値	枚数
16500	16500	16500	10
16400	16400	16400	10
16300	16300	16300	10
16200	16200	16200	10
16100	16100	16100	10
16000	16000	16000	10
15900	15900	15900	10
15800	15800	15800	10

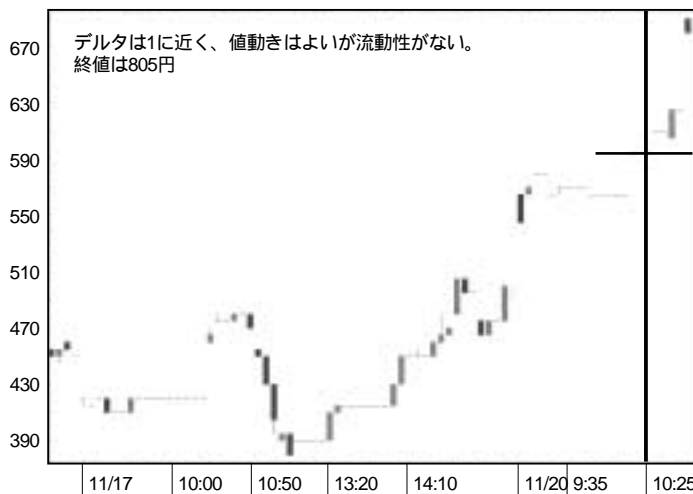
自分の運用計画を達成することだけを  
考えて、とれるところを着実に収益化  
して行けばよいと思う。それもザラ場  
なのだから大きく動くかどうかなど判  
らないのだから。  
プットを買うか、コールを叩く  
か？  
プットとコールの別の権利行使  
価格で行くか、それは前記のよつに目  
分で考えることだが、ザラ場の取引に  
なると、本来日経平均先物がどれだけ

動くか分からない上、流動性の問題等  
も考えなければならぬ。オーバーナ  
イトするならばタイムディケイなども考  
慮するのだから、デイトレであれば、  
ATMなどはその影響があるものの、  
実際にはそのようなことを考えずとも  
プレミアムの変動をとればよいと思  
う。つまり、最も動きそうので、なおか  
つ流動性が確保できていればよい。  
06年12月限プット16500などの  
ように、OTMのプットは日経平均先  
物が動けば、デルタが1に近いだけ動

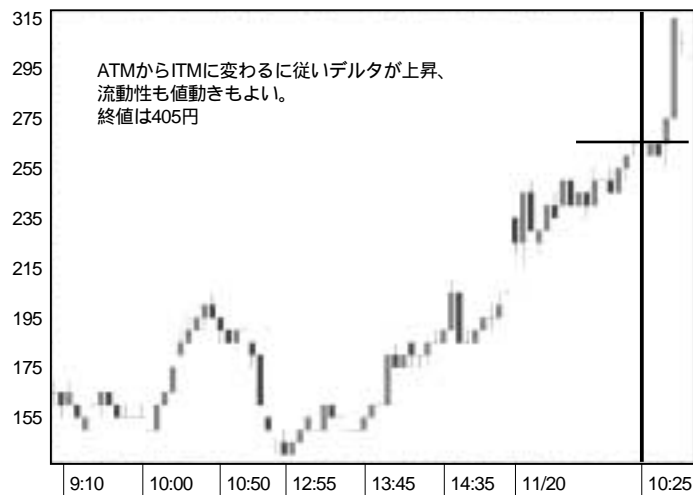
きは大きい(図表4)。しかし、チャ  
ートを見て判るよつに、常に約定され  
ていないし、板も薄いので、建玉と仕  
切りが難しくなる。つまり、動くメリ  
ットと板が薄いデメリットで折り合い  
がつくかどうかだが、実質的には売買  
は難しいものと思われる。  
ある意味、OTMからオーバーナイ  
トして、トレンドに乗って引つ張りな  
がらこのような状況になれば利食いポ  
イントの模索になるが、もっとITM  
になればさらに流動性が減少するの

で、その時は先物で合わせてSO清算  
するなどの対応が求められるかもしれ  
ない。  
06年12月限プット16000は、A  
TMからITMに変わるもので、流動  
性も値動きも良い(図表5)。終値は  
405円まであるが、これもこのあと  
ITMの流動性低下問題に直面する。  
個別銘柄との対比で、265円が10分  
で315円まで上がればそれはそれで  
妙味がある。  
06年12月限プット15500はOT

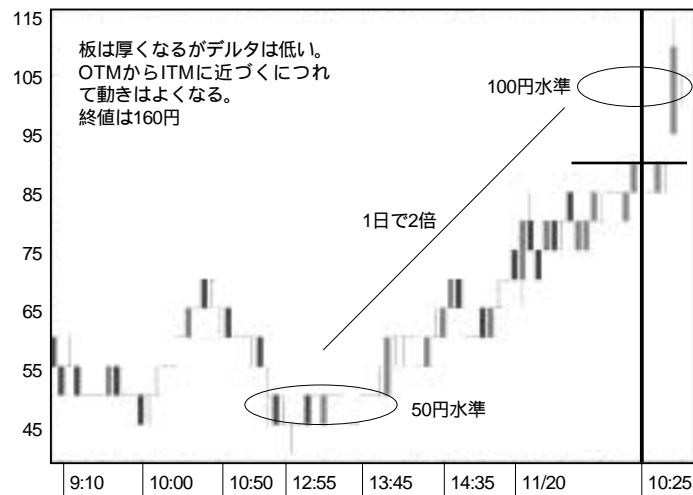
図表4 2006年12月限 16500円 プット 5分足



図表5 2006年12月限 16000円 プット 5分足

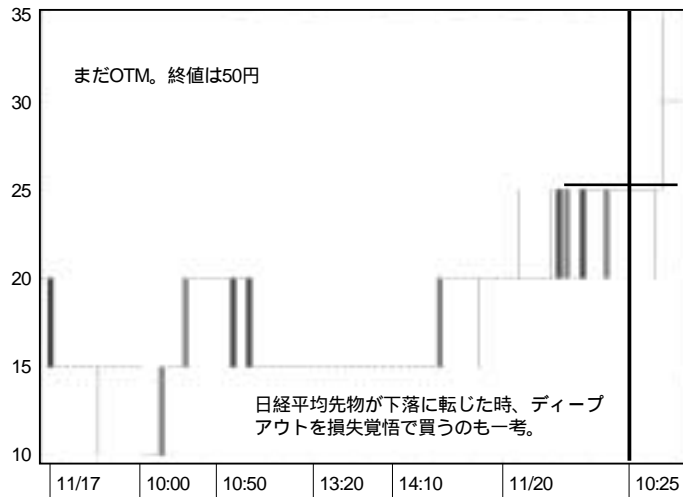


図表6 2006年12月限 15500円 プット 5分足



# ザラ場取引と流動性

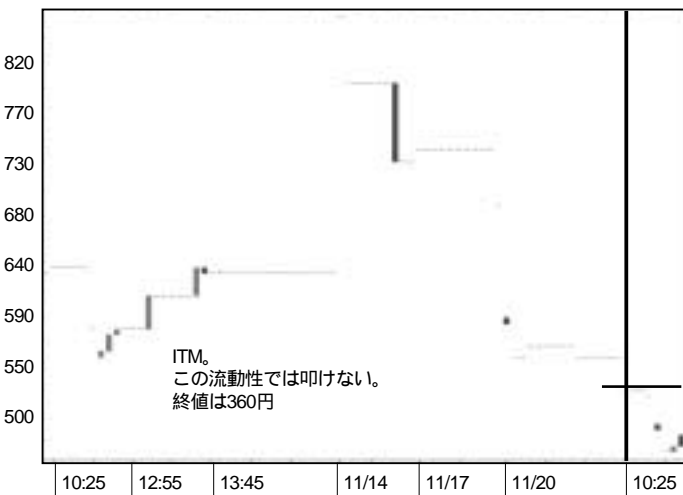
図表7 2006年12月限 15000円 プット 5分足



図表8 2006年12月限 16000円 コール 5分足



図表9 2006年12月限 15500円 コール 5分足



M(図表6)。OTMからITMに近づくにつれて値動きはよくなるが、まだ権利放棄の可能性が残るところ。終値は160円で、同じく個別銘柄との比較では95円が115円になれば良いと考える投資家も多いものと思われる。それより、前日の50円水準から倍の100円超え、さらに3倍の150円超えになった妙味にも注目したい。実質的には、流動性と変動幅を考慮するとATM、OTMがITMになる近辺のものにならざるを得ない。

それでは、コールを売る(叩く)のはどうだろう。これも流動性を考えなければならぬが、前述のように、まず日経平均先物が下落トレンド入りしていれば、コールの買い板は薄くなる傾向がある。さらに目先下落していればなおさら叩かれたくないから買い板は薄くなる。これもその時々状況によるので何とも言えないが、ザラ場では95円が115円になればよいと考える人がいるように、06年12月限コール16000(図表8)のように205

円が160円になればよいと考える人もいて、それでよいとする人は叩けばよい。1枚なら叩けるが100枚の人はどうであろう。06年12月限コール15500(図表9)は、現状ITMで、見てのとおり、ほとんど約定されていない。今後ITMからATMに近づくにつれて板は厚くなるのだから、現時点では売買できな。板が薄いと、アスクノビッドが乖離し、それだけでもリスクになることを忘れてはならない。

何か究極の興義でもあることを期待した読者には申し訳ないが、結局、その時の状況を総合的に判断し、最善手を打つことしかないので相場である。状況はいつも異なるのだから、パターンで相場を考えると危険であり、相場に対しては常に自然体が要求される。

新井邦宏(あらい、くにひら) フォンド・マネジャーの経験をもとに講演、執筆活動で活躍中。「勝つための投資術」(エム・ケイ・ニュース社)、「投資の王道」(日経BP)など著書多数。