

1.3.4 カレンダースプレッド

今回は“カレンダースプレッド”という戦略について説明します。これは同じ株価指数の、満期日の異なる2つの先物の価格差（“スプレッド”）を用いる戦略です。

その戦略を説明する前に、まずは先物取引の形態のひとつである、“限月間スプレッド取引”というものをご理解いただきましょう。この取引は、最も近い満期日の先物（“直近限月”という）の買いと、遠い満期日の先物（“期先限月”という）と売り、あるいはその（売買の）逆を同時に行うものです。

たとえば、9月1日のある時点で、直近限月の9月物がちょうど10,000円で取引されているとしましょう。このとき12月物は期先限月です。いま、限月間スプレッド取引市場で、“12月物の値段 - 9月物の値段 = -30円でスプレッドを1枚買う”という取引を行うと、9月物を10,000円で1枚売り、12月物を9,970円で1枚買う、という取引が同時にできることになります。本来であれば、9月物を10,000円で1枚売り、12月物を9,970円で1枚買うという取引を別々にやらなければならないところを、その価格差を指定するだけでよいのです。

こんな取引形態がなぜ必要なのでしょうか？それは、先物の“ロールオーバー”的に用意されているのです。ロールオーバーとは“乗換え”的で、満期日が近づいた先物を次の限月（あるいはもっと遠い限月）へとそのポジションを“延命”させることです。あなたが9月物の買いポジションを持っており、この買い持ちを12月まで続けたいと思っても、9月物は12月までは持ち越せません。このとき、限月間スプレッド取引は、9月物を売り払って、同枚数12月物を買うという“乗換え”手続きを簡単にやってくれます。

この取引でのポイントは、9月物、12月物のそれぞれの約定値段そのものではなく、2つの先物の価格差（スプレッド）をいくらで行うか、ということです。実はこの価格差には理論値があるのです。2003年の9月物と12月物で説明しましょう。第4回で扱った

$$\text{先物価格} = \text{現物価格} \times (1 + R \times T \div 365) - \text{配当額} \quad (**) \quad$$

ここで、 R = 金利（年率）、 T = 満期日までの日数

という式を想い出してください。9月1日の時点で、この式を9月物と12月物にそれぞれ当てはめてみましょう。

満期日は9月12日と12月12日ですから、9月1日から数えた日数はそれぞれ11日、102日です。また、9月物満期日までの配当額はほぼ0円、12月物満期日までの配当額（の換算額）は約30円です（四季報で225銘柄調べればわかるけれど、証券会社の人に電話して聞いた方が早い）。したがって、

$$9\text{月物価格} = \text{日経平均株価} \times (1 + R \times 11 \div 365)$$

$$12\text{月物価格} = \text{日経平均株価} \times (1 + R \times 102 \div 365) - 30$$

となります。これより、

$$12\text{月物価格} - 9\text{月物価格} = \text{日経平均株価} \times R \times 91 \div 365 - 30$$

となりますが、現在の金利はほとんど 0 (= R) ですから、結局、

$$12\text{月物価格} - 9\text{月物価格} = -30\text{ (円)}$$

と極めて簡単な結果になります。

面白いことに、理論値がこれほどはっきりしているはずのこのスプレッド市場でも、以下に示すように、現実の取引の値段は時々理論値からずれます。

	始値	高値	安値	終値	出来高
9月2日	-40	-30	-40	-30	30
9月3日	-30	-30	-30	-30	177
9月4日	-30	-30	-30	-30	287
9月5日	-30	-30	-30	-30	1,103
9月8日	-30	-30	-40	-30	4,133
9月9日	-30	-20	-30	-20	25,817
9月10日	-20	-20	-30	-20	12,865
9月11日	-30	-20	-30	-20	9,502

この理由は単なる需給関係です。2日から8日あたりまではだいたい理論値での取引が行われていたのですが、出来高をご覧いただければおわかりのように、9日から、12月物へのロングポジションの乗換え（12月物買い、9月物売り）をしたい参加者が積極的に取引を行い、理論値（-30円）より高い-20円での取引が成立しているように読めます。これが満期日（12日）の直前の11日（最終売買日）まで続いているわけです。

さて、もう一度さきほどのデータをご覧ください。儲けるチャンスが何かな
いでしょうか。次のような取引戦略はどうですか？

9月2日にスプレッドを-40円で30枚買う（9月物売り12月物買い）

9月9日にスプレッドを -20 円で 30 枚売る (9月物買い 12月物売り)

これにより、600,000 円の利益が出ます。その仕組みを考えてみましょう。9月2日の9月物売り値段を X 円、9日の9月物買い値段を Y 円とします。すると、2日の12月物買い値段は X - 40 円、9日の12月物売り値段は Y - 20 円になります。損益計算は、

$$9\text{月物} : (X - Y) \times 30 \times 1,000$$

$$12\text{月物} : ((Y - 20) - (X - 40)) \times 30 \times 1,000 = (Y - X + 20) \times 30 \times 1,000$$

$$\begin{aligned} \text{損益合計} &= (X - Y) \times 30 \times 1,000 + (Y - X + 20) \times 30 \times 1,000 \\ &= 20 \times 30 \times 1,000 = 600,000 \text{ (円)} \end{aligned}$$

と計算できます。こんな難しい計算などしなくても、スプレッドの値段の買い (-40 円) 売り (-20 円) だけに注目すれば次のように暗算でわかります。

$$(-20 - (-40)) \times 30 \times 1,000 = 20 \times 30 \times 1,000 = 600,000 \text{ (円)}$$

この取引戦略を “カレンダースプレッド” とよびます。スプレッドの理論値が -30 円ですから、それより安く (-40 円) 買い、高く (-20 円) 売る、というわけです。理論値がきっちり決まっているわけですから、そこから大きくずれることがない、つまりリスクは極めて小さいことになります。もちろん、利益も大きくはありませんし、もうけるチャンスも多くはないでしょう。また、3 カ月にいっぺんしかできない “季節商品” ですが、こまめに注意していれば、以外な利益をもたらしてくれるかもしれません。

以上で先物についての話はおしまいですが、最後に、先物が市場に与える影響について、少しお話をしたいと思います。先物価格とは現物の価格から何らかの計算によって求めることができる、と以前お話しました。そうであれば、まず現物（株価指数なども含みます）の価格が先に決まり、それに先物価格が従う、というのが順序のように思い込みがちです。

ところが、現実には、裁定取引の存在により、まず先物価格が上昇し、裁定買い（現物株買いの先物売り）が入ることで、現物市場が後を追って上昇する、という事態もよく起こります。

その昔、この逆の現象が起こり、相場の下落に際して、“先物悪玉論” というのが一時もてはやされました。暴落した市場を前に、誰かを犯人にしたてないと気がすまない人たちが言い始めたに違いありませんが、今ではそんなことを

口にする人はもういないでしょう。

筆者自身、先物が存在することの善悪はよくわかりません。しかし、その存在のおかげで、投資戦略が増え、低コストで収益機会を得ることができることを考えると、今さら廃止しようと言う投資家はいないではないでしょうか。

槍や刀や弓だけで戦っていた時代に、鉄砲の威力に気づいたある武将が戦国時代を制したのは、たんなる歴史の話ではないと思うのです。そういう意味でも、先物が市場に与える影響には考えさせられるものがあります。