

(年金運用) : カバードコール戦略の可能性

カバードコール戦略とは、株式をロングしながら、コールオプションをショートする運用戦略である。株価に対する一定のエクスポージャーを確保しながら、オプション・プレミアムを稼ぐことで、リスクとリターンで見て効率的な運用が期待できる。

近年、カバードコール戦略が長期運用で注目されている。海外における研究では、株式のパッシブ運用を行うよりも、シャープレシオ、つまり、リスクに対するリターンの効率性が高く、さらに、下方リスクも抑制できるとされている。通常、カバードコール戦略は、

$$\text{カバードコール} = \text{株式のロング} + \text{コールオプションのショート}$$

と理解されるが、別の解釈として、

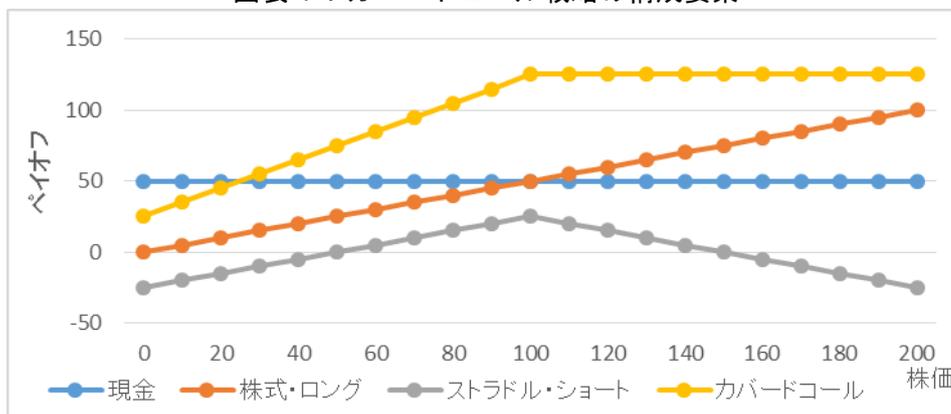
$$\text{カバードコール} = 50\% \text{現金} + 50\% (\text{株式のロング} + \text{ストラドルのショート})$$

という組み合わせでも実現できる。

図表4は、カバードコール(黄色)のペイオフを表している。株式のロング(オレンジ色)により、株価の値上がり・値下がりかペイオフに影響する。次に、ストラドルのショート(= コールのショート + プットのショート、灰色)含まれるため、株価が現状付近で動かない場合の利益が大きい。大きく値下がり・値上がりした場合には、損失が拡大する。

さらに、オプションのショートはボラティリティーの低下に賭ける戦略である。ボラティリティーが高い時にポジションを組むことができれば、高いオプション・プレミアムを得ることができる。逆にボラティリティーが低い状況から、高い状況に移るような環境では、プレミアムが低だけでなく、株価の値上がり・値下がりによっても損失する。カバードコールは、株価の方向性だけでなく、ボラティリティーの変化にもリスクをとった運用手法と言える。

図表4 : カバードコール戦略の構成要素



このような運用戦略が最近の日本市場でうまく機能したか、検証してみた。データは、前節と同様に、2007年1月～2016年5月（日次）の日経平均株価のデータである。カバードコール戦略の運用成果を表すインデックスを推計し、その平均リターンやリスクを分析した。前月末にカバードコール戦略のポジションを組み、翌月中はそのポジションを維持して、月末にロールオーバーする運用戦略を繰り返す仮想のインデックスである。オプションのプレミアムは、前述のEGARCH(1, 1)モデルの推計結果を利用した。前節と同様に、金利、配当、運用コストはないものと仮定した。

図表5はカバードコール戦略（CC戦略）のシミュレーション結果である。全期間を見ると、CC戦略の日次平均リターンは0.031%で、日経平均株価を上回っている。日次の標準偏差1.468%を年率換算すると約23%であり、日経平均株価のリスク（約26%）よりも若干低い。βは0.86であり、日経平均株価との連動性はある程度高い。αは0.02%で有意であった。

各年の結果を見ると、2012年と2013年を除き、CC戦略の平均リターンは日経平均株価を上回っている。一方、βは0.70～0.95の範囲で安定している。2008年の金融危機時では、日経平均株価と同様に値下がりしており、15%TV戦略と比較して、下方リスクの抑制効果は低いものだった（巻末図表9も参照）。一方、2014年・2015年では、平均リターンは日経平均株価より高く、株価の値上がり時に強い傾向がある。2015年ではαも正で有意であった。

図表5：カバードコール戦略の平均リターン

| | 日経平均 株価 | CC 戦略 | 差 (超過リターン) | β | | α | |
|-------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|----|-------------------|----|
| 全期間 | 0.014% (1.659%) | 0.031% (1.468%) | 0.017% (0.397%) | 0.86 (1.004%) | ** | 0.02% (0.007%) | ** |
| 2007年 | -0.045% | -0.021% | 0.024% | 0.95 | ** | 0.02% | ** |
| 2008年 | -0.180% | -0.127% | 0.054% | 0.90 | ** | 0.03% | |
| 2009年 | 0.087% | 0.098% | 0.011% | 0.78 | ** | 0.03% | |
| 2010年 | -0.004% | 0.002% | 0.006% | 0.85 | ** | 0.01% | |
| 2011年 | -0.067% | -0.039% | 0.028% | 0.94 | ** | 0.02% | ** |
| 2012年 | 0.089% | 0.068% | -0.020% | 0.87 | ** | -0.01% | |
| 2013年 | 0.198% | 0.197% | -0.001% | 0.70 | ** | 0.06% | |
| 2014年 | 0.036% | 0.053% | 0.017% | 0.90 | ** | 0.02% | |
| 2015年 | 0.044% | 0.068% | 0.024% | 0.87 | ** | 0.03% | ** |

注：数値は日次の平均リターン、括弧内は標準偏差（βとαでは標準誤差）を表す。**は1%有意水準、*は同5%を表す。運用コスト等は考慮していない。分析期間は2007年1月4日～2016年5月31日（日次）。

このようにカバードコール戦略は、分析期間中では、パッシブ運用に対する一定の超過リターンが確認された。一方で、リスクは市場平均よりも低く、リスクに対するリターンの効率性が確認された。しかし、下方リスクの抑制効果については、それほど強いものではなかった。

投資家の下方リスク抑制ニーズの強さから、コールオプションよりも、プットオプションの方が割高になっているという研究結果がある。そのため、カバードコールと同じペイオフを達成するプットのショートを利用する方法が最近では検討されている。

Israelov R. and L. Nielsen (2014) “Covered Call Strategies: One Fact and Eight Myths,” *Financial Analyst Journal* 70(6), pp. 23-31. を参考にした。

(北村 智紀)