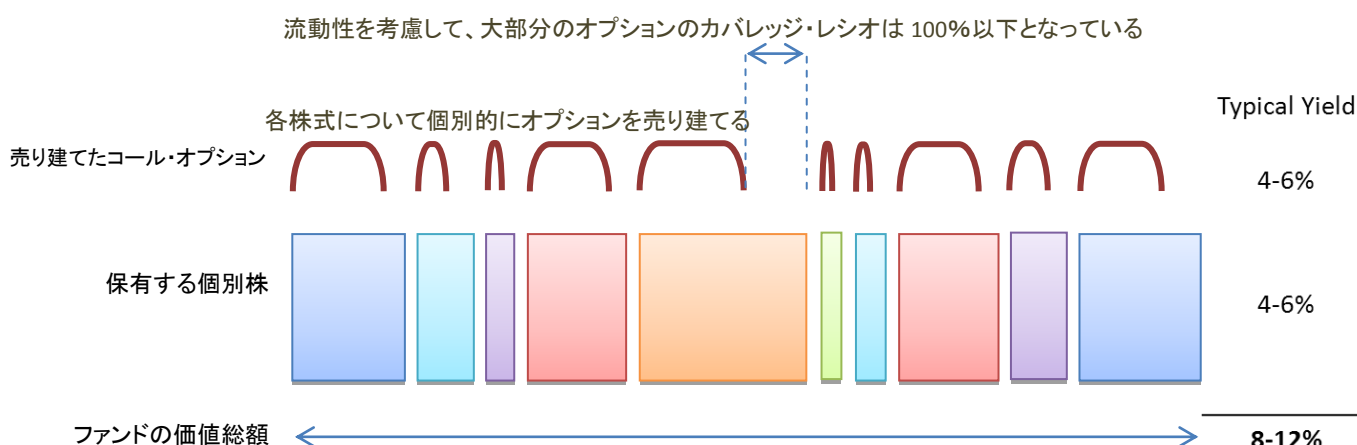


## はじめに

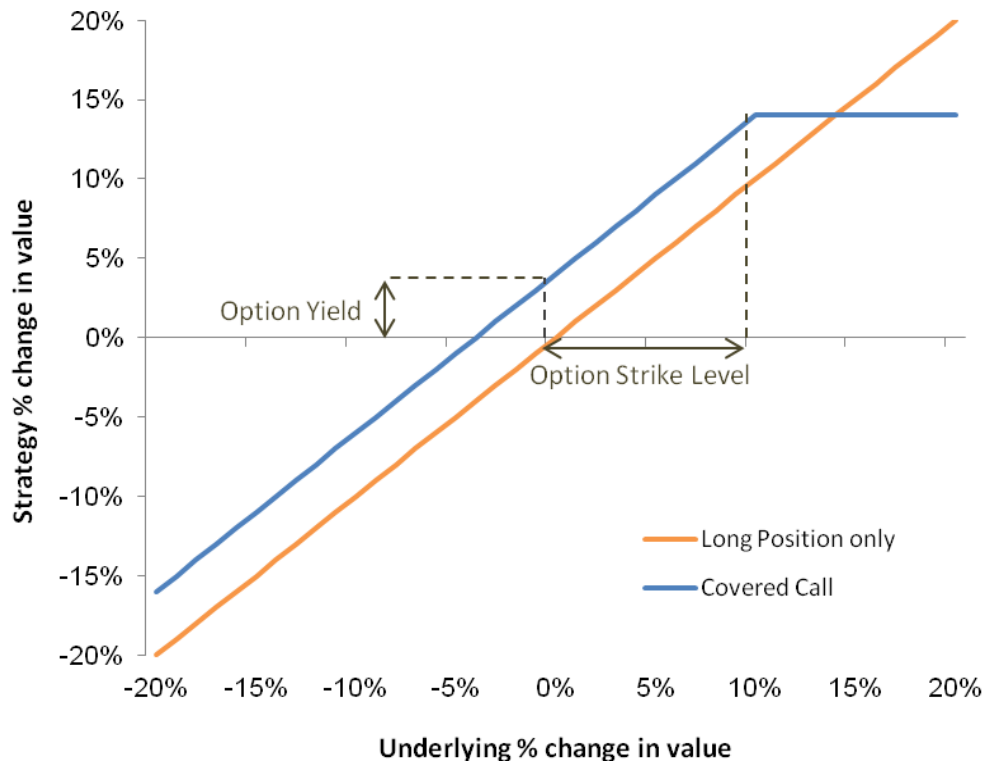
昨年は、日本のリテール市場に多くのカバード・コール・ファンドが登場しただけでなく、アジアの他市場においてもこの戦略への関心が高まりました。これは当然と言えるでしょう。なぜならカバード・コールは、上昇余地を一部犠牲にすることになるものの、ファンドの利益を継続的に増加させることができるため、伝統的な資産の長期保有を、投資家の希望するリスクとリターンに応じて修正することができる、魅力的な手段となるからです。

カバード・コール・ファンドの基本的構造は単純です。ファンドは、原資産（通常は株式）を所有し、次にこの資産に対しコール・オプションを売り建てます。これは下図のように図示できます。この着想にはいくつかのバリエーションがあるものの（たとえば、円貨以外の通貨建て資産を所有し為替の上昇リスクを売り建てる）、カバード・コール・ファンドにとって、これが最も単純で、また多くの点で最も論理的な構造となっています。

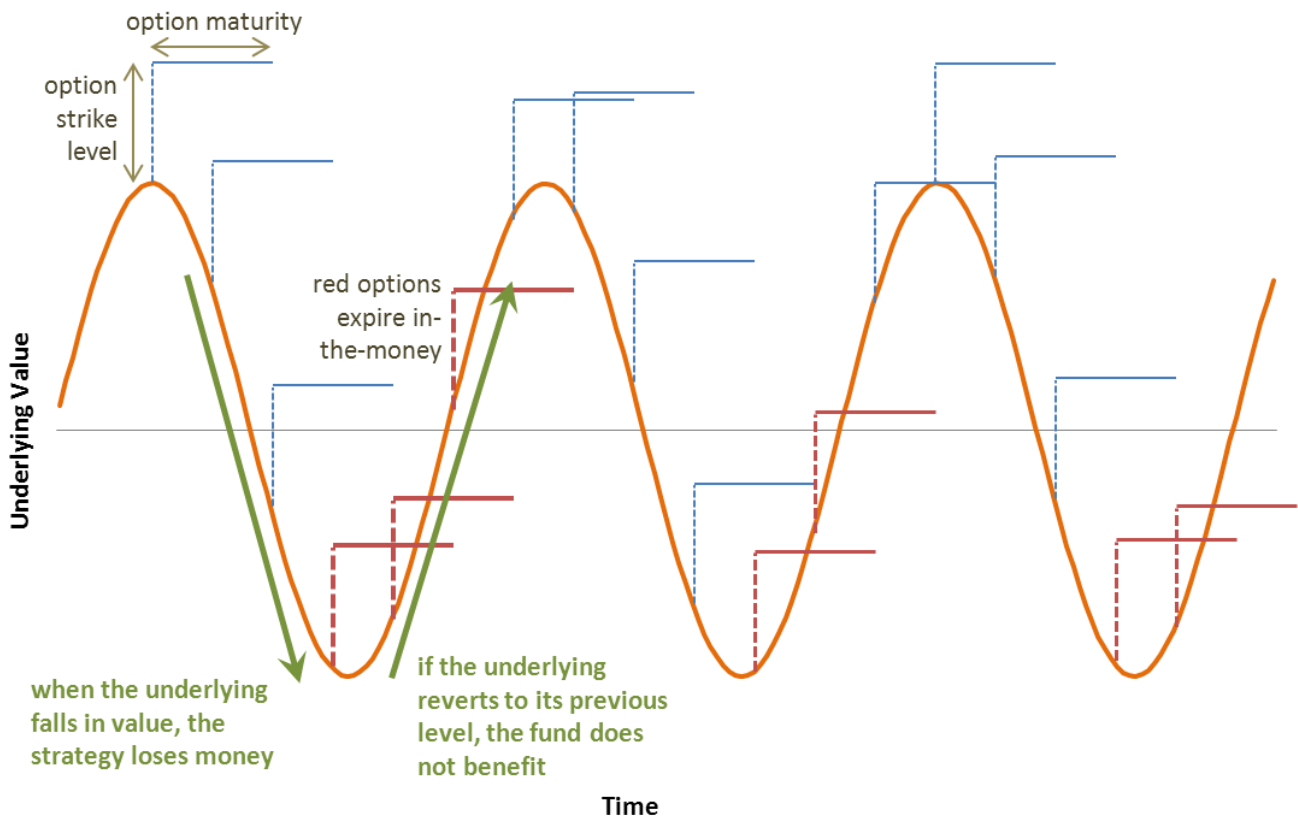
カバード・コール・ファンドに関する専門用語を定義しておくことが必要でしょう。保有している資産（株式など）は「原資産」と呼ばれます。売り建てたオプションが原資産をカバーする範囲を「カバレッジ・レシオ」といいます。ファンドが資産のコールを売り建てながら、その資産を所有していない場合、このポジションは「ネイキッド・ショート」と呼ばれ、ファンドが無制限の損失を受ける恐れがあるため、通常は望ましくないとされています。ファンドがオプションのポジションについて担保を提供しない場合、カウンターパーティはしばしば、ネイキッド・ショート・ポジションを取らないことを強く要求します。



カバード・コール・ファンドは原資産とは異なるリターン特性を持っている。



カバード・コール・ファンドの重要な特徴は、(原資産と比較した) その成功度合いが、市場が下落基調にあるか、上昇基調にあるか、あるいは横ばいに推移するかに大きく依存していることです。下落や横ばい基調の市場では、オプションが追加的なキャッシュ・フローをもたらすため、カバード・コール・ファンドは原資産をアウトパフォームします。上昇相場ではオプションが行使されるため、カバード・コールは原資産をアンダーパフォームします。カバード・コール・ファンドにとって最悪と言える市場は、一貫した上昇トレンドも一貫した下降トレンドも示さない変動の激しい市場です。こうした市場では、投資家は市場が下落したときに損失を受ける一方で、市場の上昇時にその損失を回復できない可能性があります。こうした好ましくない結果を下図に示しています。この種の市場では、カバード・コール戦略は原資産を大幅にアンダーパフォームします。



しかしながら、多くの個人投資家は原指数と比較したリターンよりも、リターンの絶対的水準に関心を持っていることでしょう。その意味では、カバード・コールは、市場が「安定している」とときには優れた戦略になると言えます。投資家は、市場が急上昇する可能性が高いと判断したときは、単純に原資産を買い持ちすべきであり、市場が急落するか、予想外に大きく変動する可能性が高いと判断したときは、低リスクの資産を所有するのがよいでしょう。しかしながら、市場が相対的に安定していると判断したときは、とりわけ、高水準の固定利回りを望む個人投資家にとって、カバード・コールは魅力的な資産クラスとなります。

本レポートの目的は、カバード・コール戦略を運用するための最善の方法について助言を提供することです。以下に示す 9 つの助言は、オプションと原資産をどのように運用すべきか、また、どのような種類のマネジャーや運用スタイルが必要であるかを順次説明しています。

### オプションの運用

#### 1. オプションの流動性によって原資産の選択が制限される

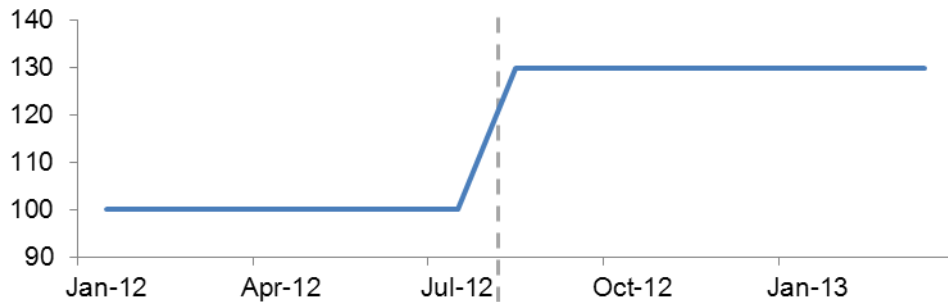
すべてのカバード・コール・ファンドにとって、オプションの取引可能額によってファンドの総合的な取引可能額が決まると同時に、運用可能な資産の範囲が制限されます。配当

性向が平均を上回る世界の大型株や中型株に 50 億ドルを投資することは容易ですが、その株式のコール・オプションを 50 億ドル売り建てるとは、それに比べはるかに難しくなります。したがって、原資産のオプションの取引可能額を考慮することは、その原資産の特性を考慮することと同じくらい重要です。このことは、特にリテール・ファンドにとって大きな問題となります。それは、そうしたファンドでは通常、多額の資金が短期間に投資され、その結果、市場が容易に対応できる量以上のオプションの売りが必要となる可能性があるためです。

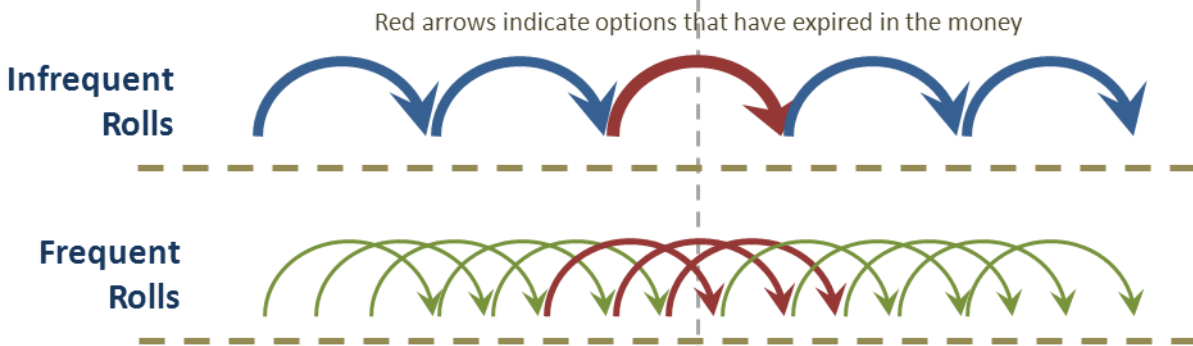
## 2. 各原資産について多くのオプションを保有して、頻繁にロールオーバーし…

一般的に言って、使用するオプションの数は多いほうが好ましくなります。理想的な状態は、多くのオプションのロールオーバー・プログラムを用いて、どの個別株についても常時 3~4 枚のオプションを保有している状態です。そうすれば、アクティブ・マネジャーは建玉を頻繁に入れ替えたり、カウンターパーティに対するキャッシュの支払いを分散化させたり、さらには、オプション・デルタが満期までの残存期間に関連していることから、ファンドのデルタを安定化させてリスク総量を削減することができます。その上、オプション・プログラムによるマーケット・インパクトが緩和され、オプションの取引費用が減少します。こうした状況は次のように図示できます。

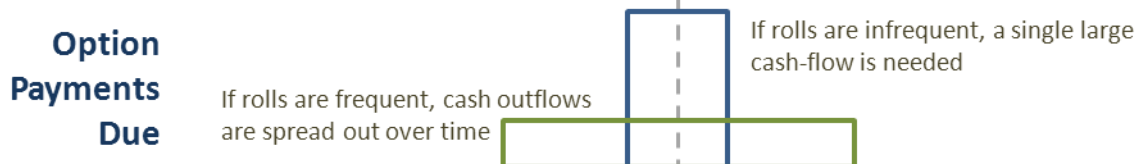
If the underlying suddenly increases in price...



...frequent rolls mean that the payments are spread over a number of options...



...making the cash-flows due less risky and more spread out



**3. ...100%のカバレッジを目指さない。**

解約が発生した場合、通常、必要なキャッシュを捻出するために原有価証券の一部を売却しなければなりません。すべての有価証券についてオプションが売り建てられていたとすれば、ネイキッド・ショートポジションの発生を防ぐために、そのオプションの一部も買い戻さなければなりません。オプションの買い戻しは高額な取引コストがかかるため、有価証券を低コストで処分できるように、その一定比率（たとえば5%）はカバーしないでおくことが望ましいです。

**4. オプションのポジションの担保差入れは避ける**

カバード・コール・ファンドで使用されるオプションは、たいていの場合、店頭デリバティブです。この種のオプションは全面的なカスタマイズが可能で、カウンターパーティと

直接取引されます。公の取引所は存在せず、一般に公開された価格は入手できません。ファンドは、オプションが売り建てられた時点でオプション・プレミアムを受け取るため、ファンドにとってカウンターパーティ・リスクはほとんど存在しません。担保差入れは利回りコストを伴うため、ファンドは担保差入れに同意した場合、利回りが小幅に低下します。自身のファンドのアセット・マネジャーがオプションの担保を差し入れる意思がないことを確認しておく必要があります。ファンドが常に原資産を所有している前提であれば、カウンターパーティはこれに同意すべきです。

### マネジャーの選択

#### 5. ほとんどの伝統的なアクティブ運用スタイルはカバード・コールに適さない

カバード・コール・ファンドでは、原資産のマネジャーはオプションの満期日を除き、原資産の取引を避ける必要があります。その理由は、コール・オプションを保有しながら原資産を売却すると、ネイキッド・ショートのポジションが発生するからです。売り建てられたコール・オプションを買い戻すことは可能ですが、通常はそうした取引活動を正当化できないほど高額のコストがかかります。さらに、カウンターパーティが請求するコストは、オプションの新規建てよりはロールオーバーの方が低い傾向があるため、できる限り保有オプションを入れ替えないことが賢明です。モメンタム指標や短期的なバリュエーション指標に依拠する戦略、または市場の短期的な収益機会を巧みに捉えようとして頻繁に入れ替えを行う戦略は、カバード・コールに適していません。入替率の低い、バイ・アンド・ホールドのアプローチを使用しなければなりません。

同様に、アクティブ運用の目的も変更しなければなりません。ファンドは、原資産価格が大幅に上昇してもわずかな利益しか得ることができません。成長株の選別に優れたマネジャーは、たとえ入替率が低いとしても、カバード・コール・ファンドの運用には適していません。むしろ重視しなければならないのは、原資産の価格の安定性を維持して、高水準のインカムの恩恵を享受することです。そのためには分散化や他の形のリスク管理が重要となります。

クオンツ運用やファンダメンタル・インデックス運用は、どちらもカバード・コール・ファンドに適した運用スタイルであり、伝統的なアクティブ運用よりも優れている可能性があります。これらのスタイルは、長期的にポジションを保有し、リスクが十分に分散化され、高利回りの取得や他の一定の目的の達成を目指すファンドにつながる傾向が、常にではないかもしれませんが強いです。したがって、上記の目的を満たしています。また、その銘柄選別プロセスではオプションのポジションの流動性を考慮に入れることができますが、これは取引可能性と利回りのどちらも高める重要な追加的利点です。

## 6. オプション・マネジャーは原資産のマネジャーと同様に重要で、価値を付加できる

コール・オプションがカウンターパーティに対して売り建てられると、そのカウンターパーティはオプションを保持しながらそれをヘッジしようとするか、そのオプションを第三者に売却するでしょう。このどちらのプロセスでも、カウンターパーティは措置を講じることが必要となり、ヘッジ／事後的な売却が完了するまでは、カウンターパーティがオプションの価格リスクを負うことになります。カウンターパーティは、負うべきリスクが高いほど、オプション取引に高いコストを要求します。低コストでオプションを取引するのは、オプション・マネジャーとカウンターパーティの間に確固たる関係が築かれていることを要する、熟練が必要なビジネスです。オプション・マネジャーが、満期日や行使価格、実行スケジュールなど、オプションのポートフォリオの特性を変更する自由度が高いほど、オプション取引のコストは低くなります。市場のカウンターパーティは、経験不足のマネジャーの弱点につけ込もうとしたり、まだ信頼できないマネジャーを相手にするときに、機先を制して取引のスプレッドを引き上げたりするでしょう。このような場合、原資産の運用から得られる超過収益が、オプション取引の追加コストによって帳消しにされかねません。

### オプション市場の影響

## 7. オプション市場が公正であると想定してはならない

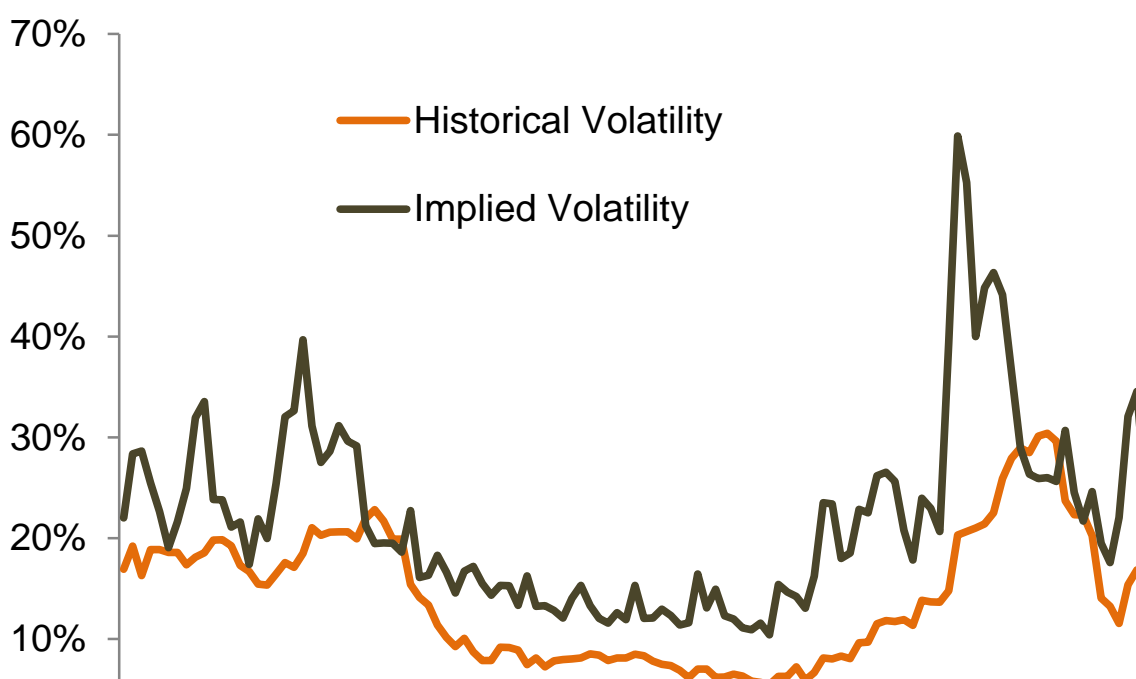
大部分の資産市場では、資産価格は、市場が公正価値と考える価格に近いと想定できます。価格が過度に高ければ、他の者が資産を売却したり、発行体が発行量を増やしたりすることによって、価格が低下するでしょう。しかしながら、すでに述べたように、オプション市場は伝統的な証券市場ほど流動的でも透明でもなく、そうした自然な価格均衡の仕組みを備えていません。オプションが低価格にみえても、それを理由としてオプションを買う投資家はほとんどいませんし、高価格にみえるからといってオプションを売る投資家の数はさらに少ないでしょう。大部分のオプション投資家は元本の保護を目的としており、オプションの価格に特に影響されやすいわけではありません。

## 8. したがって、オプションの現在価格が公正価値の水準にあるかどうかを評価する方法が必要となる

オプション市場は長期間、想定される公正価値から乖離していることがあり得るため、売り建てているオプションが一貫して過度に低価格になっていないかを判断する尺度を定めることが望ましくなります。現実には、資産の「公正価値」を完全に評価することは不可能であり、オプションではそれが特に難しくなります。しかしながら、「代用的な」尺度を定めることは可能です。そのための単純な方法の一つは、原資産のヒストリカル・ボラテ

イリティと比較したオプションのインプライド・ボラティリティに着目することです。これは、公正価値を定める完璧な方法とはいえないものの、市場価格が不当かどうかの判断材料として役に立つことがあります。インプライド・ボラティリティがヒストリカル・ボラティリティよりも高ければ、オプション価格が過度に高く、インプライド・ボラティリティが低ければ、価格が過度に低いということになります。売り建てようとするオプションの価格が低すぎる場合、そのオプションがポートフォリオのリターン全体の足かせとなるため、全体のカバレッジ・レシオを引き下げるのが賢明でしょう。

下のグラフは、**S&P500** 指数のインプライド・ボラティリティとヒストリカル・ボラティリティを比較したものです。2000年代の大半において、インプライド・ボラティリティは過度に高くなっていましたが、最近では以前より公正価値に近くなっています。



## リスク管理

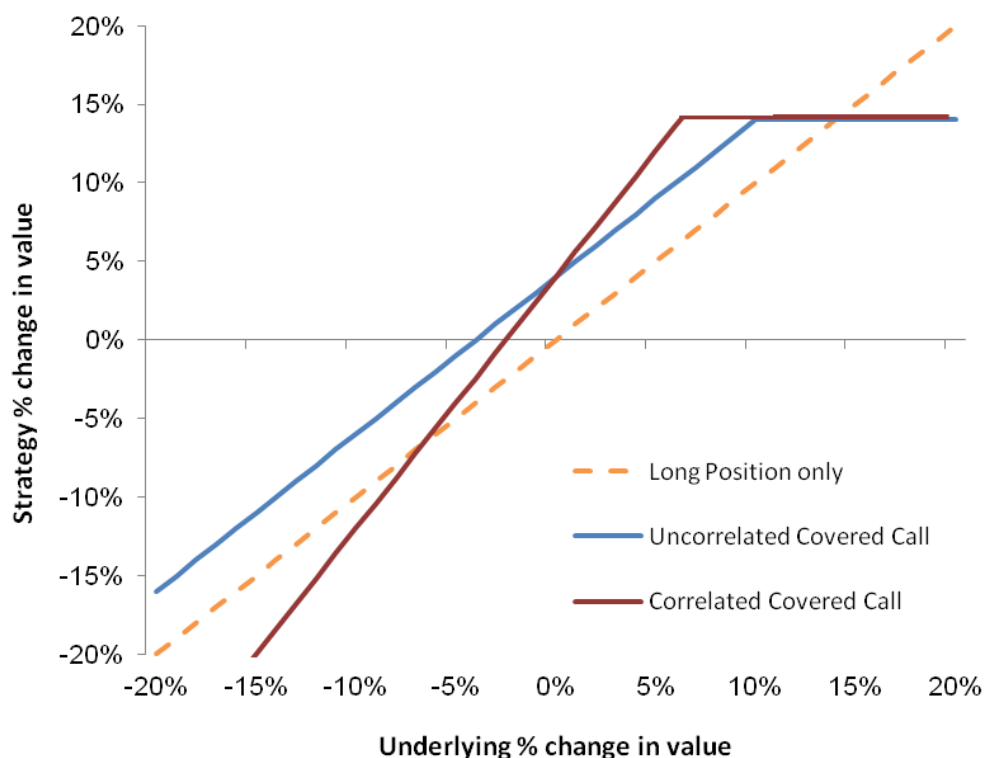
### 9. オプションの価値と原資産の価値間の相関が高いことは望ましくない

多くのカバード・コール・ファンドにとって、オプションの価値と原資産の価値は逆相関の関係にあります。これは、原資産の価値が上昇すると、ファンドが保有するコール・オプションの売り建てポジションの価値が低下するためです。したがって、カバード・コール・ファンドには自然な分散化のメリットがあります。オプションが原資産ではなく他の



資産について売り建てられている場合（たとえば、米国のハイイールド債を保有するファンドが、為替ポジションのオプションを売り建てる場合）、そうした分散化のメリットは存在しないか、あるいはむしろ逆に作用してファンドが極めて短期間のうちに損失を被る可能性さえ生じることがあります。

下のグラフは、通常のカバード・コール・ファンド（コールが原資産について売り建てられている）と、コールが原資産について売り建てられておらず、オプションの価値と原資産の価値に高い相関関係があるカバード・コール・ファンドのリターンを比較したものです。このような状況では、コールの売り建てがむしろレバレッジとして作用して、ファンドのリスク全体が大幅に上昇する可能性がある。



## 結論

本レポートが、カバード・コール戦略の複雑性や利点、将来の発展方向の一端を明らかにできたとすれば幸いです。この戦略は基本的に、個人投資家の高いインカムの資産に対する希望や、資本リスクの許容度に極めてよく適合しています。そのためカバード・コール・タイプのファンドは今後数年間でより発展・多様化し、人気上昇することが予想されます。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号  
〔加入協会〕 社団法人 投資信託協会  
一般社団法人 日本投資顧問業協会