

オプションを組み込んだ指数戦略で、リターンの安定性を高める

寄稿者

Sue Lee, CFA

アジア太平洋のヘッド
指数投資戦略
sue.lee@spglobal.com

Tim Edwards, PhD

マネージング・ディレクター
指数投資戦略
tim.edwards@spglobal.com

Parth Shah

ディレクター
デリバティブ指数
parth.shah@spglobal.com

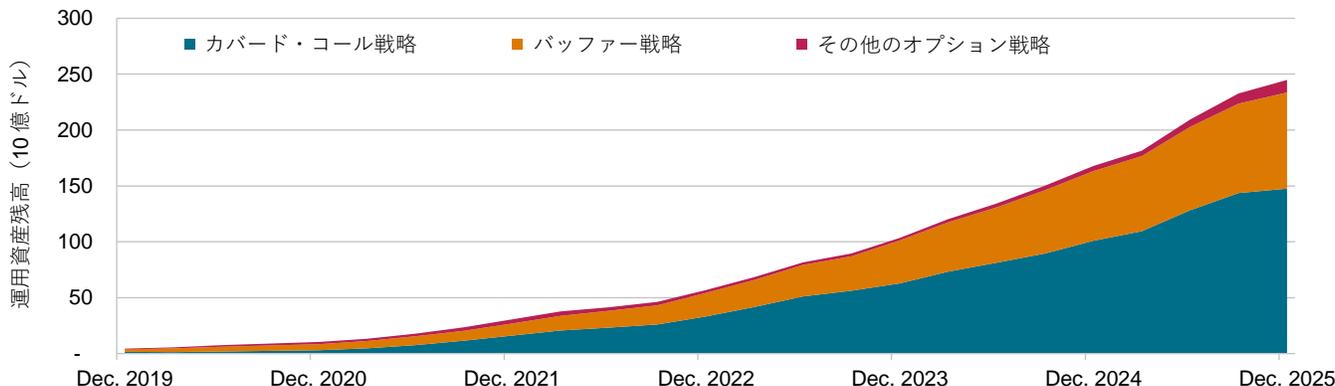
要旨

オプションを組み込んだ上場投資信託（以下、「オプション・ベース ETF」という）は、インカム創出、リスク管理、及び機動的な資産配分に活用できる革新的な手段であり、投資の世界で存在感を増しています。

本レポートでは、オプション・ベース戦略のうち、カバード・コール戦略とバッファ戦略の2つに焦点を当て、代表的な指数を例に挙げながら、それぞれの仕組み、特徴、及び活用法を整理します。

2つのオプション戦略の基本的な設計と特徴を整理した上で、これらの戦略によってポートフォリオの下落耐性を高め、パフォーマンスやリスク特性を改善できる可能性があることについて説明します。また、これらの戦略が、市場のボラティリティに対処する上で有効である点についても確認します。

図表 1：オプション・ベース ETF の運用資産残高の推移（米国）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ブルームバーグ。運用資産残高（AUM）は 2025 年 12 月 31 日現在のデータに基づいています。その他のオプション・ベース戦略には、プットの売り、テールリスク・ヘッジ（プットの買い）、及びストラクチャード商品を模倣した戦略（元本保護ノート、リバース・コンバーチブル、オートコーラブルなど）が含まれます。図表は説明目的のために提示されています。

最新のリサーチ、教育、及びコメントの受信をご希望の方は、

on.spdji.com/SignUp で登録してください。

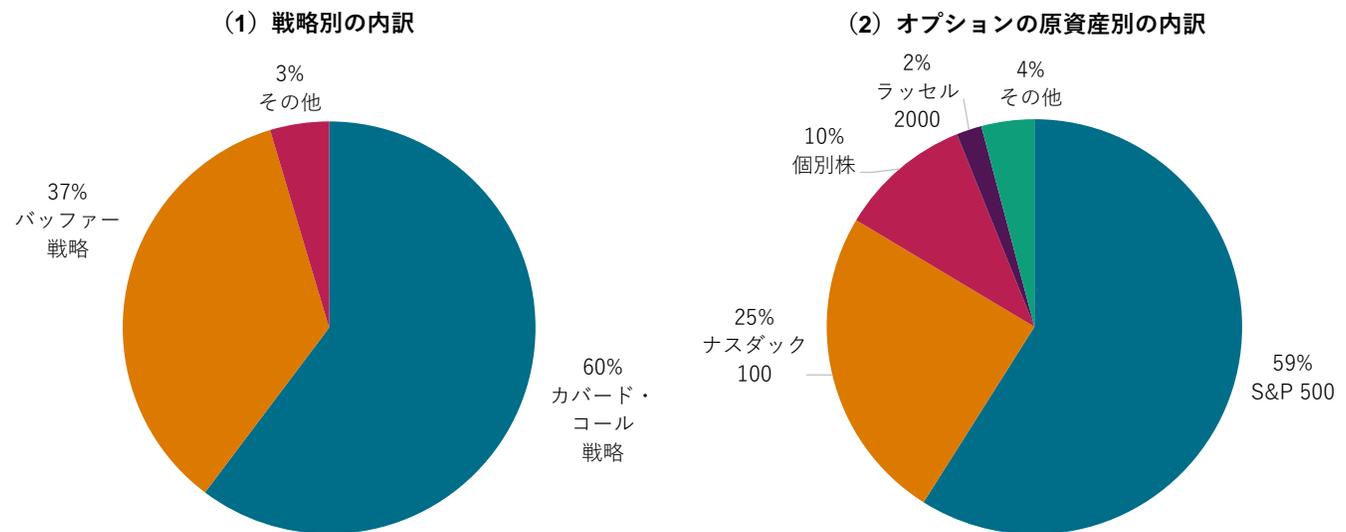
オプション・ベース ETF の運用資産残高の増加

ETF は 1990 年代初頭に登場して以降、幅広い市場に手軽に投資できる流動性の高い投資商品として注目を集めてきました。その後も ETF は進化を続け、投資対象の幅が広がるとともに、投資目的に応じて活用できる商品として発展してきました。近年では、米国で規制の見直しが進む中で、より柔軟にデリバティブを活用する環境が整ったことから、多様なオプション・ベース ETF が登場し¹、ETF は新たな進化を遂げています。

オプション市場はこれまで、インカム創出、リスク管理、及び機動的な資産配分といった目的で活用されてきました。オプション・ベース ETF は、これらを 1 つの ETF に集約したものであり、保有しやすく、流動性が高く、なおかつコスト負担が小さいというメリットがあります。したがって、一部の投資家にとっては、伝統的な投資信託やストラクチャード商品、または自分で売買する場合と比べて有利に投資を行うことができます。米国市場に上場しているオプション・ベース ETF の運用資産残高 (AUM) は着実に増加しており、2019 年末の 50 億ドル未満から、2025 年末には 2,450 億ドルに達しました (図表 1 参照)。

図表 2 では、これらのオプション・ベース ETF の運用資産残高について、戦略別及びオプションの原資産別の内訳を示しています。戦略別に見ると、カバード・コール戦略とバッファ戦略が全体の 97% を占めています。また、これらの ETF の 91% はアクティブ運用を標榜していますが²、実際には、指数に基づく資産配分や指数連動型デリバティブを用いるものが大半となっています。

図表 2：米国市場に上場しているオプション・ベース ETF の運用資産残高の内訳



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ブルームバーグ。運用資産残高 (AUM) は 2025 年 12 月 31 日現在のデータに基づいています。その他のオプション戦略には、プットの売り、テールリスク・ヘッジ (プットの買い)、及びストラクチャード商品を模倣した戦略 (元本保護ノート、リバース・コンバチブル、オートコーラブルなど) が含まれます。図表は説明目的のために提示されています。

¹ 「[SEC Adopts Modernized Regulatory Framework for Derivatives Use by Registered Funds and Business Development Companies](#)」、2020 年 10 月。

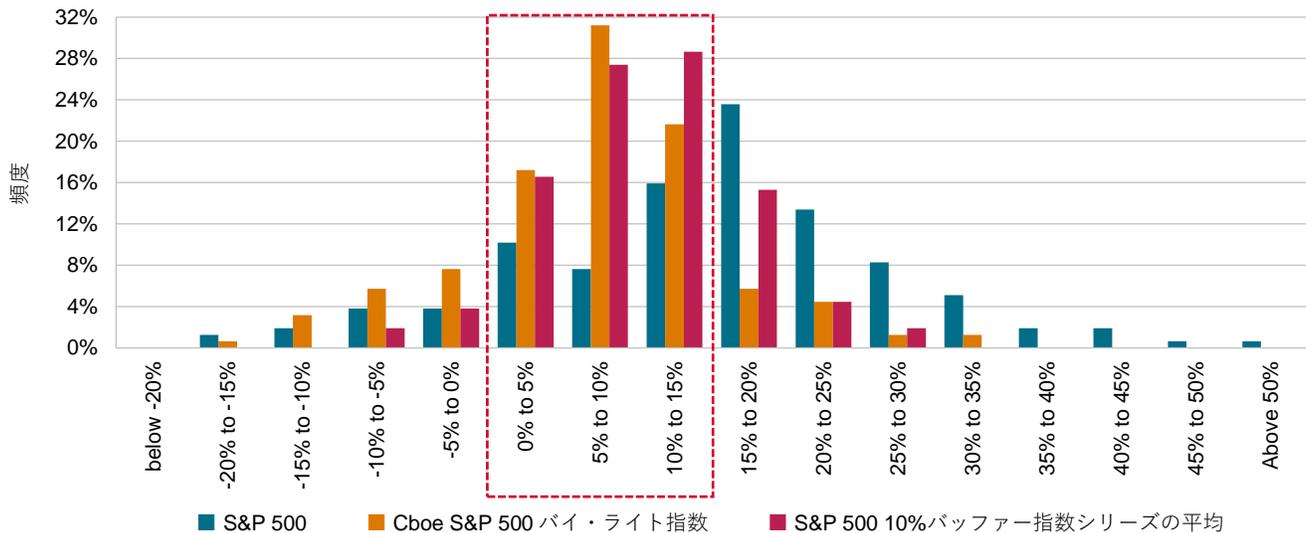
² 一部の ETF は、従来のアクティブ運用とは大きく異なる形で運用されています。例えば、アクティブ運用を標榜するファンドであっても、S&P 500 に連動するデリバティブだけを利用している場合があり、その結果、当該ファンドの戦略を再現する指数と非常に類似したパフォーマンスを示すことがあります。

指数は、オプション・ベース ETF の設計、運用、パフォーマンス評価において重要な役割を果たしています。第一に、ETF 全体の運用資産残高の約 10%は、特定の指数に連動することを目標とする ETF に投じられています。第二に、アクティブ運用を標榜する ETF の大半は、運用戦略の中核として指数オプションを活用しています（図表 2 参照）。第三に、アクティブ運用戦略と指数連動型戦略のいずれも、投資内容に合ったベンチマークと比較することで、価値をより厳密に評価することができます。したがって、**オプション・ベース ETF は、指数にとっても、指数を用いてオプション・ベース戦略の設計、運用、パフォーマンス評価を行う市場参加者にとっても、成長余地のある分野であると言えます。**

オプション・ベース戦略の特徴

オプション・ベース戦略の魅力の一つは、より予測可能かつ安定した投資リターンを狙うことができるという点にあります。原資産を保有しつつ、そのコール・オプションを売る、またはプット・オプションを買うことで、保有資産の価格変動による影響を抑え、リターンの振れ幅を小さくすることができます。この点を説明するため、図表 3 では、**S&P 500[®]**と、S&P 500 のカバード・コール指数及びバッファ指数の 1 年ローリング・リターンを分析しています。この分析は 2011 年 12 月から 2025 年 12 月までの期間を対象としており、S&P 500 については公表リターンを用い、オプション・ベース指数についてはバックテスト・データを用いています。オプション・ベース指数は、12 ヶ月の各ローリング期間の 3 分の 2 以上で、年間リターンが 0%~15%の範囲に収まっています。一方、S&P 500 で年間リターンが 0%~15%の範囲に収まっていたのは、12 ヶ月の各ローリング期間の 3 分の 1 程度にとどまりました。

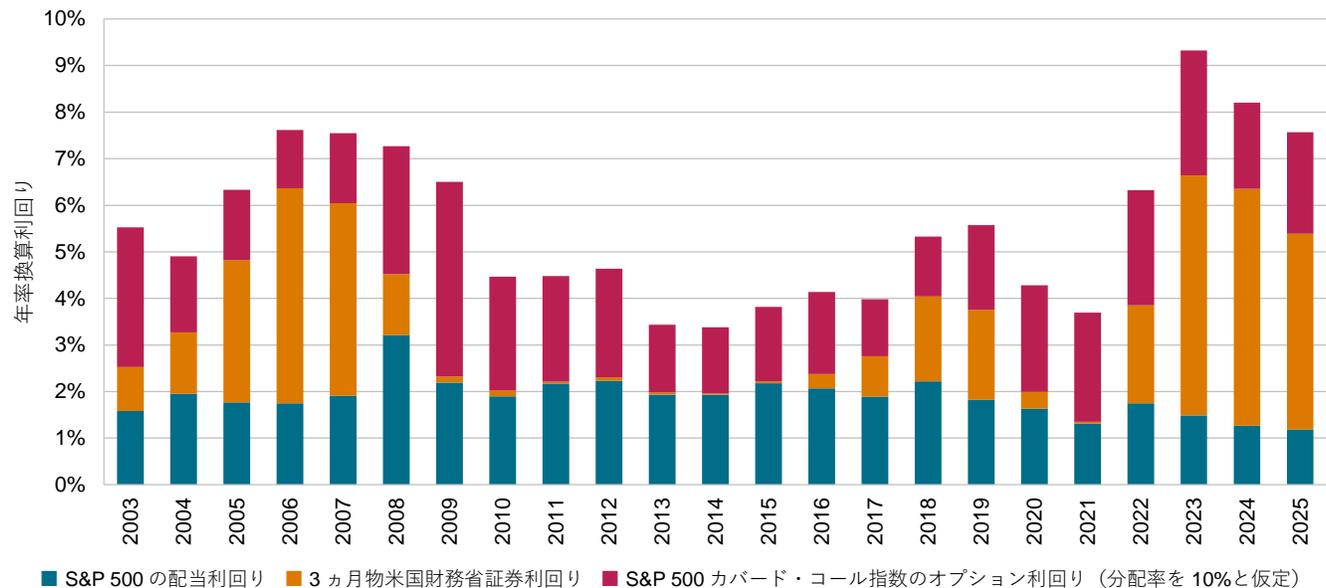
図表 3：S&P 500、カバード・コール指数、及びバッファ指数の年間リターンの分布



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2011年12月31日から2025年12月31日までのデータ。指数のパフォーマンスは、月末のデータを用いた1年ローリングのトータル・リターンに基づいています。分析対象は、(1) S&P 500 10%バッファ指数の3月、6月、9月、及び12月シリーズ（2024年9月6日に算出を開始）と、(2) Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）です。このBXMは、S&P 500 のアット・ザ・マネーのコール・オプションを毎月売るカバード・コール戦略の理論上のパフォーマンスを推計する指数です。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、本資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

カバード・コール戦略では、コール・オプションを売ることでプレミアム収入を得られる可能性があります。これは、債券（またはマネー・マーケット）の利回りや株式配当といった**伝統的なインカムとは比較的相関が低い収入源となります**。また、カバード・コール戦略では、いわゆる「ボラティリティ・プレミアム」を獲得できる可能性があります。「ボラティリティ・プレミアム」とは、市場参加者がオプションについて、期待される経済価値を上回る価格を支払う傾向があることを言います³。カバード・コール戦略を採用することで、インカム収入源を分散することができるため、市場が下落する局面でも、比較的安定したリターンを確保できる可能性があり、このことは過去の実績からも明らかです。図表4では、カバード・コール指数を例に挙げて、この点を示しています。次のセクションでは、このカバード・コール指数について詳細な検証を行います。

図表4：インカム収入源の分散 — マネー・マーケット、株式配当、及び株式オプション・プレミアム



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2003年1月1日から2025年12月31日までのデータ。オプション利回りは、各月のロール日における Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）に基づいて推計されており、獲得したオプション・プレミアムのうち10%を分配し、残りを再投資することを前提としています。S&P 500の配当利回りは、直近12ヵ月の配当実績に基づいています。3ヵ月物米国財務省証券利回りは、S&P カレント3ヵ月物米国財務省証券指数に基づいています。同指数は、2019年11月5日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、本資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

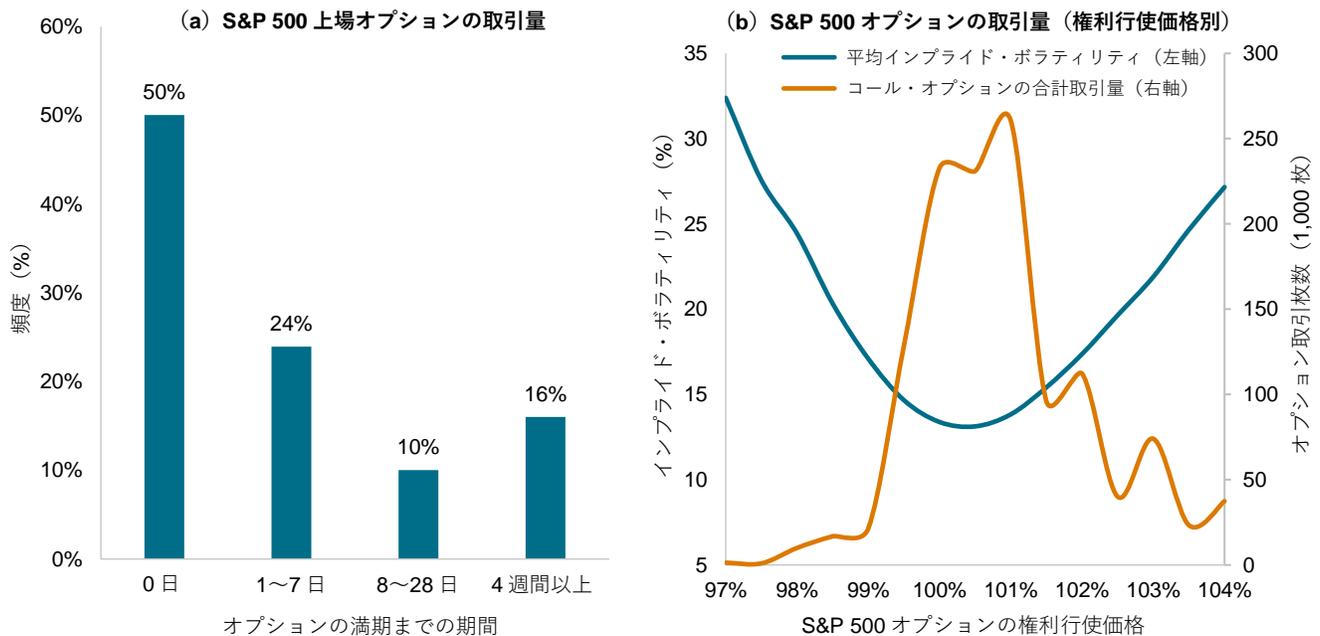
どのような投資戦略においても、戦略の設計が結果を大きく左右します。オプション取引は仕組みが複雑であるため、オプション・ベース戦略では設計が特に重要な要素となります。S&P 500に関連する金融商品が活発に取引されている中で⁴、満期や権利行使価格の異なるオプションを組み合わせ、多様な戦略を実行することが可能となっています。これにより、日次のカバード・コール戦略から1年のバッファ戦略に至るまで、投資期間や投資目的に合わせた柔軟な戦略設計が可能となっています。

³ 次のセクションでは、S&P 500の「ボラティリティ・プレミアム」について詳しく検証します。

⁴ S&P 500に関連する取引可能なデリバティブの市場規模とその内訳については、[付属資料A](#)を参照ください。

図表5では、戦略を設計する際に考慮すべきポイントと、それらがもたらし得る影響について示しています。具体的には、図表5(a)はS&P 500指数オプションの取引量を満期別に示しています。最も活発に取引されているのは、満期まで1日未満のオプション（最も流動性が高いオプション）ですが、これらはすぐに満期を迎えるため、頻繁に取引する必要があります。図表5(b)は、S&P 500の1ヵ月物指数オプションのインプライド・ボラティリティと取引量を、権利行使価格別に示しています。権利行使価格が現在の指数価格に近いオプションは頻繁に取引されており、最も流動性が高いオプションですが、売ることのでられる「ボラティリティ・プレミアム」は低くなりやすいと言えます。

図表5：オプションの流動性と取引動向に関する考察



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）、シカゴ・マーカントイル取引所（CME）、ブルームバーグ。図表 (a) における S&P 500 オプションの取引量の分布は、2024年1月から2025年12月までに Cboe で取引されたオプションのデータに基づいています。図表 (b) は、2025年6月から2025年12月までの Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）の直近6回の指数リバランス日のデータに基づいています。インプライド・ボラティリティは、オプションの仲値を用い、ブラック＝ショールズ式により算出されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表5に示されているように、オプション市場では同じような戦略でも様々な設計方法があり、その違いによってパフォーマンスに大きな差が生じることがあります。したがって、オプション戦略を構成する各要素を慎重に評価することが重要です。以下のセクションでは、カバード・コール指数（[パート 1](#)）及びバッファ指数（[パート 2](#)）を取り上げ、指数の構造、理論価格の算出方法、特徴、仮想ポートフォリオでの活用例について詳細に解説します。

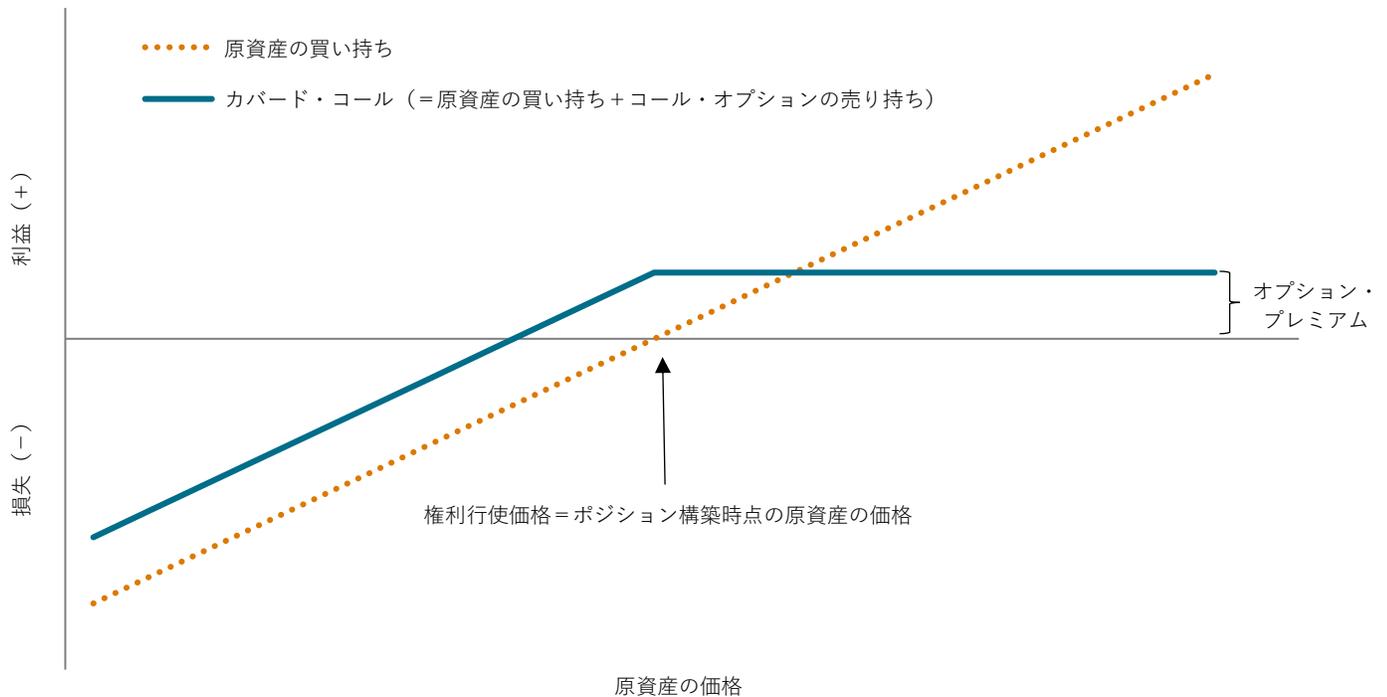
パート 1：カバード・コール指数

1-1. 戦略の概要

カバード・コール戦略は、「バイ・ライト戦略」または「コール・オーバーライティング戦略」とも呼ばれており、特定の資産（通常は個別株、または株式バスケット）を保有しつつ、同じ資産（または相関の高い資産）のコール・オプションを売る戦略です。一般に、この戦略では、売り建てているオプションが満期を迎える前後で、新たにオプションを売ってポジションを入れ替え、ポートフォリオを継続的に更新します。戦略の運用方法は、ポジション入れ替えの頻度、権利行使価格や満期の選び方、原資産の種類などによって大きく異なります。戦略によっては、新たな判断材料を組み込み、それに基づいて取引対象や取引のタイミング、取引量を定めることがあります。

簡単に言えば、カバード・コール戦略とは、すでに保有している原資産の値上がり益の一部を放棄する代わりに、オプション・プレミアムを獲得する戦略です。原資産価格が下落して権利行使価格を下回れば、損失が生じる場合がありますが、オプション・プレミアムの獲得によって損失が緩和されます。つまり、値上がり益が権利行使価格までに限定される一方、損失もある程度抑えられる戦略と言えます。図表 6 では、アット・ザ・マネー（ATM）のオプションを売るカバード・コール戦略を例に挙げ、このトレードオフを概念的に示しています。具体的には、オプションを売ってポジションを構築した時を起点として、満期時点で戦略のペイオフ（損益）がどの程度になるかを表しています⁵。

図表 6：アット・ザ・マネーのコール・オプションを売るカバード・コール戦略 – 満期時点のペイオフ（損益）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。図表は説明目的のために提示されています。

⁵ ここでは、投資の「戦略」そのものと、そうした戦略の理論上のパフォーマンスを測定する「指数」とを区別しています。

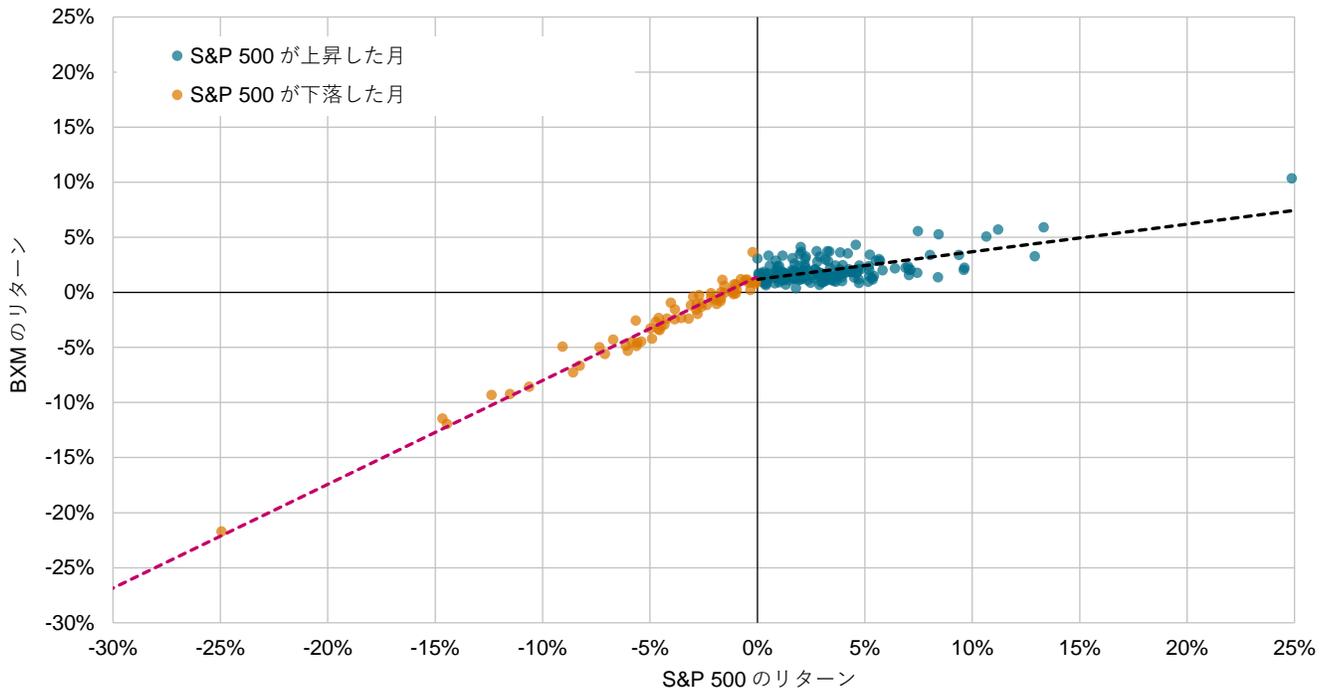
カバード・コール戦略の設計と運用が明確なルールによって定められ、かつ構成要素（原資産とオプション）に市場価格が存在する場合、その戦略は指数として表現することが可能です。**Cboe S&P 500 バイ・ライト指数は、おそらくそうした指数として最も有名なものと言えます。**この指数は、（1）S&P 500 の構成銘柄を構成比通りに保有し、（2）S&P 500 指数オプション（1 ヶ月物、アット・ザ・マネー）を毎月売る、という運用を行った場合の理論上のパフォーマンスを推計する指数です⁶。この指数（以下、ティッカーの「BXM」で表記）は、カバード・コール戦略の典型例であり、有名な指数（例えば、S&P 500）を対象にオプション・ポジションを構築し⁷、あらかじめ定められた頻度（例えば、月次）でロールする運用を想定しています。以下に示す図表では、この指数を例に説明を行います。

図表 6 では概念的な例を示しましたが、図表 7 では BXM と S&P 500 の「1 ヶ月のリターン」を過去 20 年間にわたって比較しています。具体的には、1 ヶ月物オプションのポジションを組成した日の終値から次の終値までの変化を 1 ヶ月分として測定しています。S&P 500 が上昇した月（図表 7 の右半分の青色の点）では、BXM のリターンの大半は、コール・オプションの売りで獲得できるオプション・プレミアムによってもたらされています。一方、S&P 500 が下落した月（図表 7 の左半分のオレンジ色の点）では、BXM の損失は S&P 500 と比べて小さく抑えられています。重要なのは、2 つのトレンドラインがいずれも、「y 切片」がプラスであるという点です（y 切片とは、 $x=0$ のときの y の値）。つまり、S&P 500 のリターンがゼロ、またはゼロに近い月であっても、BXM のリターンはプラスになる傾向があります。

⁶ Cboe S&P 500 バイ・ライト指数 (BXM) は、シカゴ・オプション取引所 (Cboe) が S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスと共同で開発した指数であり、2002 年 4 月 11 日に算出を開始しました。BXM は、カバード・コール戦略を指数化したものとして最初に広く普及した指数であり、投資商品のベンチマークとしても頻繁に活用されています。さらに、1986 年まで遡る「バックテスト」データがあるため、学術研究から実務的な分析に至るまで、幅広い検証が行われてきました。

⁷ 図表 2 に示した米国上場 ETF を参照。

図表7：Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）と S&P 500 の月次リターンの比較



図表6とは異なり、図表7では、y軸の右側と左側の点が一直線上にきれいに並んでいません。これは、S&P 500 のアット・ザ・マネーの指数オプションを毎月売って得られるプレミアムが、時期によって異なるためです（ただし、その他の要因も影響しています）⁸。

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2005年12月から2025年12月までのデータ。指数のパフォーマンスは、月次ロール日から次の月次ロール日までの間のトータル・リターンに基づいています。Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）は、S&P 500 のアット・ザ・マネーのコール・オプションを売るカバード・コール戦略の理論上のパフォーマンスを推計する指数です。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

1-2. オプション・プレミアム収入と、インプライド・ボラティリティの変動

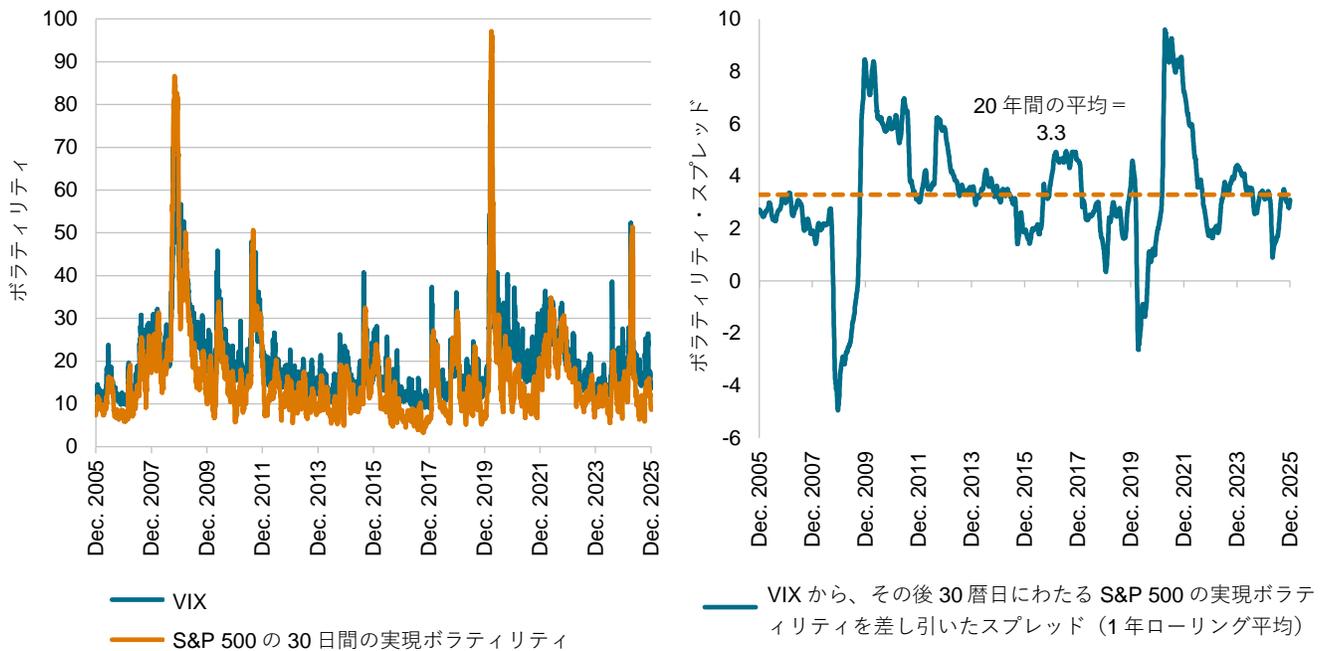
図表6と図表7で示した通り、カバード・コール戦略は、原資産の値上がり益の一部を放棄する代わりに、下落局面での損失を限定できるという特徴があります。したがって、原資産を保有しつつ、価格下落リスクを抑えたい投資家にとっては、魅力的な戦略と言えます。カバード・コール戦略のその他のメリットとしては、(1) 債券利回りや株式配当といった伝統的なインカムとは比較的相関が低い収入源を確保できること、(2) いわゆる「ボラティリティ・プレミアム」を活用することで、効率的な市場で想定される水準を上回るリターンが期待できること、が挙げられます。

オプション市場においてボラティリティ・プレミアムが存在することは、学術研究や実務的な文献で裏付けられており、このことは資産クラスや対象期間を問わず一貫して確認されています。ボラティリティ・プレミアムは、オプション価格に上乗せされたプレミアムを指す言葉として使われることもありますが、より一般的には、オプション価格から逆算される「インプライド・ボラティリティ」が、実際に観測される資産価格のボラティリティ

⁸ オプション・プレミアムの変動に関しては、次のセクションで詳細に説明しています。こうしたばらつきが生じる理由はいくつかありますが、図表7では、リバランス日と次のリバランス日の間に、指数の終値水準がどのように変化したかを示しています。一方、BXM 指数では、オプション取引は取引日の早い時間に設定された一定の時間枠で約定したものとして計算されます。より詳しい情報については、[BXM 指数メソドロジー](#)を参照ください。

を上回る分として理解されています。ボラティリティ・プレミアムが生じる最も単純な理由は、ヘッジ目的のオプションの買い手（需要）が、オプションの売り手（供給）を上回る傾向があり、そうした需給の偏りがオプション価格を押し上げるためです。このボラティリティ・プレミアムという現象は、米国の株価指数オプションの例によって明確に確認できます。ここでは、S&P 500 の実現ボラティリティと、Cboe ボラティリティ指数（VIX[®]）（S&P 500 指数オプションの価格から算出される将来 30 日間のボラティリティを表す指標）を比較します⁹。図表 8 に示されている通り、VIX は過去 20 年間にわたり、将来の実現ボラティリティを年率換算で平均 3.3 ポイント高く見積もる傾向がありました。

図表 8：S&P 500 指数オプションにボラティリティ・プレミアムが存在することを示すデータ



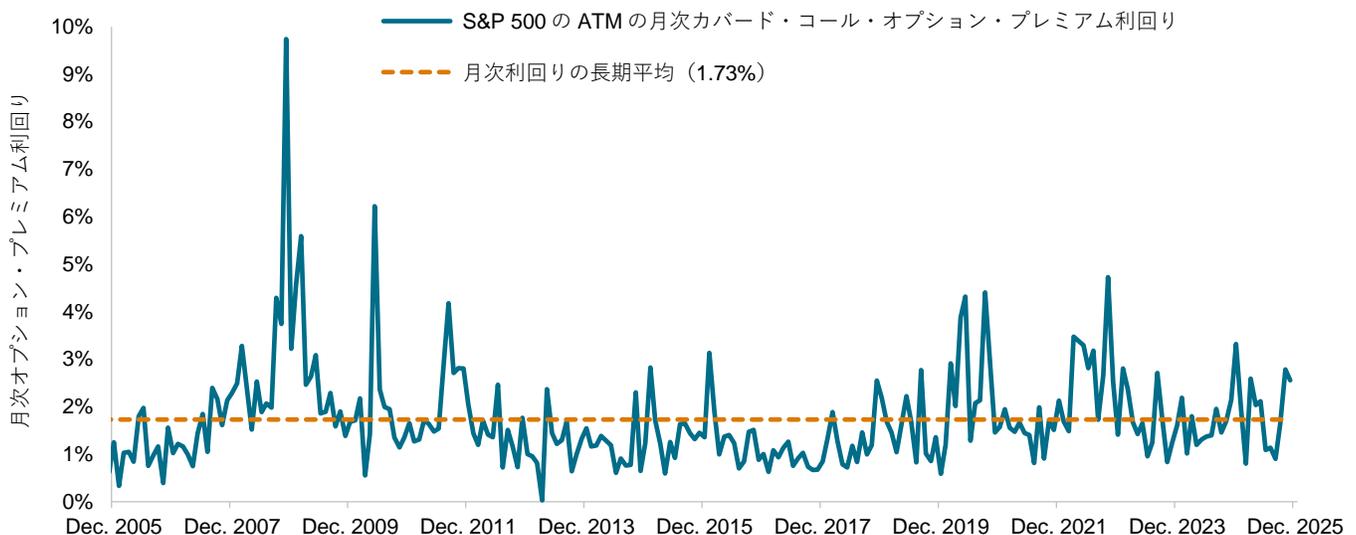
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2025年12月31日現在のデータ。ボラティリティ・スプレッドは、Cboe ボラティリティ指数（VIX）から、S&P 500 の 30 日間の実現ボラティリティを差し引いて算出しています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

こうしたボラティリティ・プレミアムが存在する中で、S&P 500 指数オプションを通じてボラティリティを「売る」戦略は、市場の構造的な非効率性を活用し、インカムを獲得する上で有効な手段であると考えられます。ただし、オプション・プレミアム利回りは、債券利回りや配当利回りとは性質が異なります。債券の利息や株式の配当は、通常は全額が支払われます。一方、**カバード・コール戦略で得られるオプション・プレミアムは、一般に全額が分配されるとは限らず、全額を分配すべきではない場合もあります。**オプション・プレミアムの一部は通常、戦略に再投資されます。なぜならば、獲得したオプション・プレミアムの一部を再投資しなければ、カバード・コール戦略は原資産の値上がり益の一部を放棄し、なおかつダウンサイド・リスクも負うことになるからです。したがって、オプション・プレミアムを全額分配してしまうと、原資産の下落が稀にしか起きない場合でも、戦略の資産価値が目減りしていく可能性があります。

⁹ VIX の算出方法については、[VIX メソドロジー](#) 及び [VIX に関する実務ガイド \(A Practitioner's Guide to Reading VIX\)](#) を参照ください。

つまり、一定の前提条件を置かない限り、オプション・プレミアム利回りと、債券利回りや配当利回りとを同列に比較することはできません¹⁰。例えば図表4では、異なるインカム収入源について説明しましたが、BXMの利回りについては、オプション・プレミアムの10%だけが投資家に分配されることを前提としています（残りの90%は戦略に再投資される）。図表9では、BXMのオプション・プレミアムによるインカムの大まかな目安を示しています（投資の利回りそのものを示すものではない）。BXMでは、毎月ロールして得られるオプション・プレミアムの合計は、過去20年間の平均で毎月1.73%でした。これは年率換算で20.8%に相当します。

図表9：Cboe S&P 500 バイ・ライト指数 – コール・オプション・プレミアム利回り



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2006年1月から2025年12月までのデータに基づいています。オプション・プレミアム利回りは、Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）の各月のロール日に基づいて推計されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

統計的に見ると、オプション価格の動きは、金利や配当利回りの動きとは性質が大きく異なります。ただし、これら3つのインカム収入源はマクロ経済要因の影響を受けるため、全く相関がないわけではありません。一般に、経済成長やインフレへの期待が高まる局面では、金利が上昇し、株式市場も上昇する傾向がある一方、株式市場のヘッジ需要は弱まり、結果としてオプション・プレミアムは低下します。逆に、経済成長が減速する局面では、金利が低下し、株価も下落する傾向がある一方、市場のボラティリティが高まりやすく、結果としてオプション・プレミアムは上昇します。つまり、**市場が下落する局面ではオプション・プレミアムが上昇しやすいため、市場下落や金利収入減少の影響が緩和される傾向があります。**したがって、カバード・コール戦略を、株式や債券で構成される一般的なポートフォリオに組み入れることで、株価下落の影響を緩和し、インカム収入の安定性を高められる可能性があります。

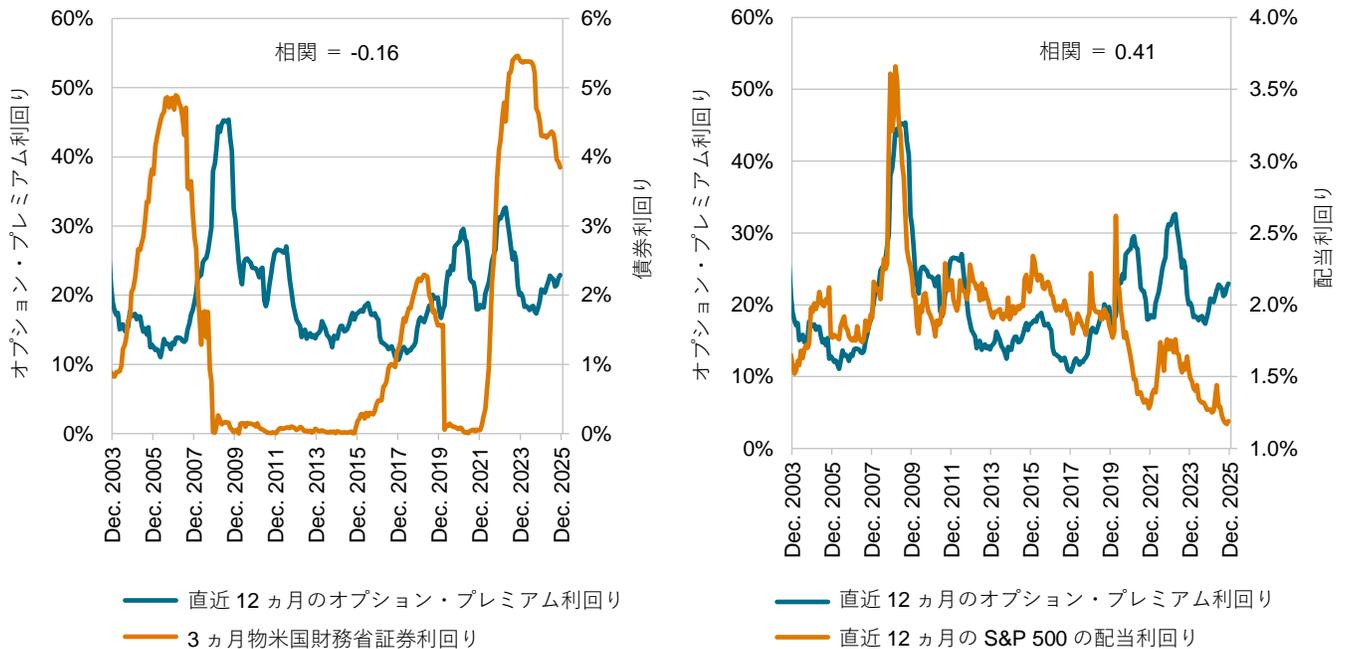
オプション・プレミアムと配当利回りの関係については、他にも押さえておくべきポイントがあります。短期的には、株価が上昇すれば配当利回りは低下し、株価が下落すれば配当利回りは上昇します。中長期的には、配当金の増減よりも株価の変動のほうが大きくなる傾向があるため、配当利回りは株価変動に左右されやすくなりま

¹⁰ カバードコール戦略におけるインカムの分配と再投資の比率については、[付属資料B](#)を参照ください。

す。例えば、株式市場が上昇すれば、配当収入の絶対額も増える場合がありますが、株価の上昇ペースが配当の増加ペースを上回る傾向があるため、配当利回りは低下しやすくなります。

図表 10（左側）は、S&P 500 のアット・ザ・マネー（ATM）のコール・オプション・プレミアムと、3 ヶ月物米
 国財務省証券利回り（マネー・マーケット金利の代理指標）との間に、弱い負の相関が見られることを示して
 います。図表 10（右側）は、オプション・プレミアムと、S&P 500 の配当利回りとの間に、弱い正の相関が見ら
 れることを示しています。しかし、こうした一般的な傾向はあるものの、常にそれが成り立つとは限りません。過
 去 5 年間では、配当利回りが低下し、3 ヶ月物米国財務省証券利回りがゼロ近辺から一時 5% を上回る水準まで急
 上昇したにもかかわらず、S&P 500 のコール・オプション・プレミアムは相対的に高い水準にとどまりました。
 対象期間全体で見ると、コール・オプション・プレミアムと米財務省証券利回りとの間には弱い負の相関（
 -0.16）が見られ、コール・オプション・プレミアムと S&P 500 の配当利回りとの間には正の相関（0.41）が見ら
 れました。

図表 10：オプション・プレミアムの獲得により、インカム収入源を分散

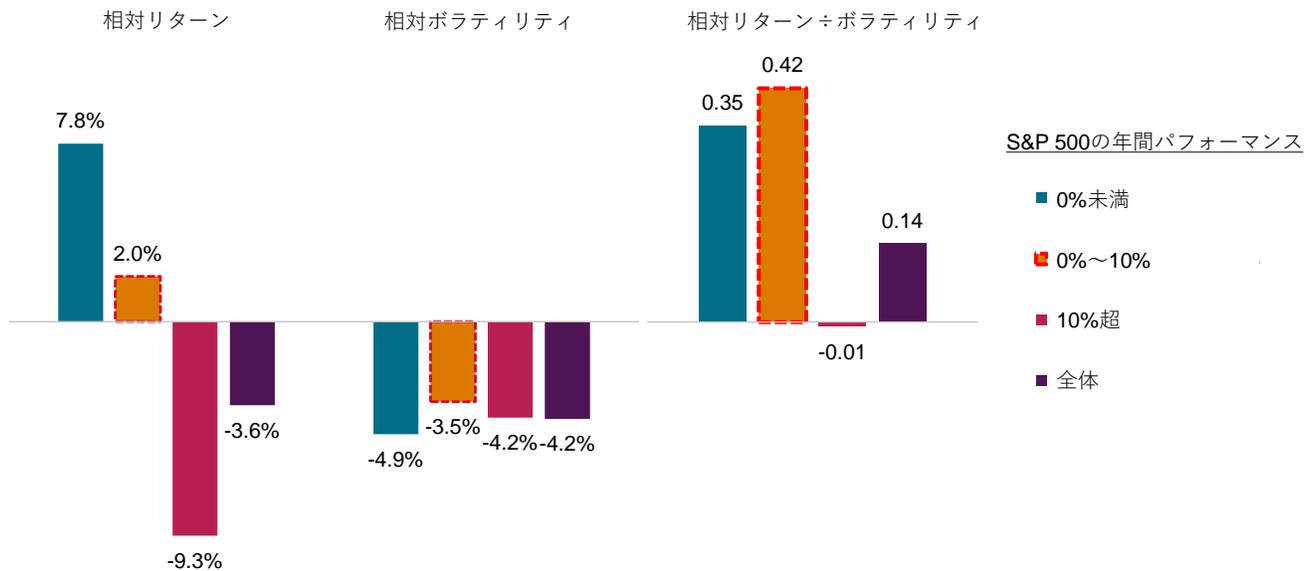


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2004年1月から2025年12月までのデータ。オプション・プレミアム利回りは、Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）の各月のロール日に基づいて推計されています。3 ヶ月物米財務省証券利回りは、S&P カレント 3 ヶ月物米財務省証券指数に基づいています。同指数は、2019年11月5日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、本資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

1-3. 過去のパフォーマンス

これまでの傾向として、原資産の市場が横ばいで推移する、あるいは緩やかに上昇する局面では、カバード・コール戦略は相対的にも絶対的にも概ね良好なパフォーマンスを示してきました。また、市場が下落する局面では、絶対的なパフォーマンスは必ずしも良好とは限らないものの、相対的には良好なパフォーマンスを示す傾向がありました。一方、強力な強気相場では、相対的なパフォーマンスは必ずしも良好とは限らないものの、絶対的には中程度のパフォーマンスにとどまる傾向がありました。例えば2000年以降では、S&P 500が年間で0%~10%上昇した年において、BXMはS&P 500を平均で2.0%アウトパフォーマンスする一方、BXMの年率換算ボラティリティはS&P 500の年率換算ボラティリティと比べて平均で3.5%低く抑えられていました。S&P 500が下落した年では、BXMはS&P 500を平均で7.8%アウトパフォーマンスする一方、ボラティリティは平均で4.9%低く抑えられていました。S&P 500が10%超上昇した年では、BXMはS&P 500を平均で9.3%アンダーパフォーマンスしたものの（図表11参照）、ボラティリティは4.2%低く抑えられていました。

図表 11：Cboe S&P 500 バイ・ライト指数の相対パフォーマンス

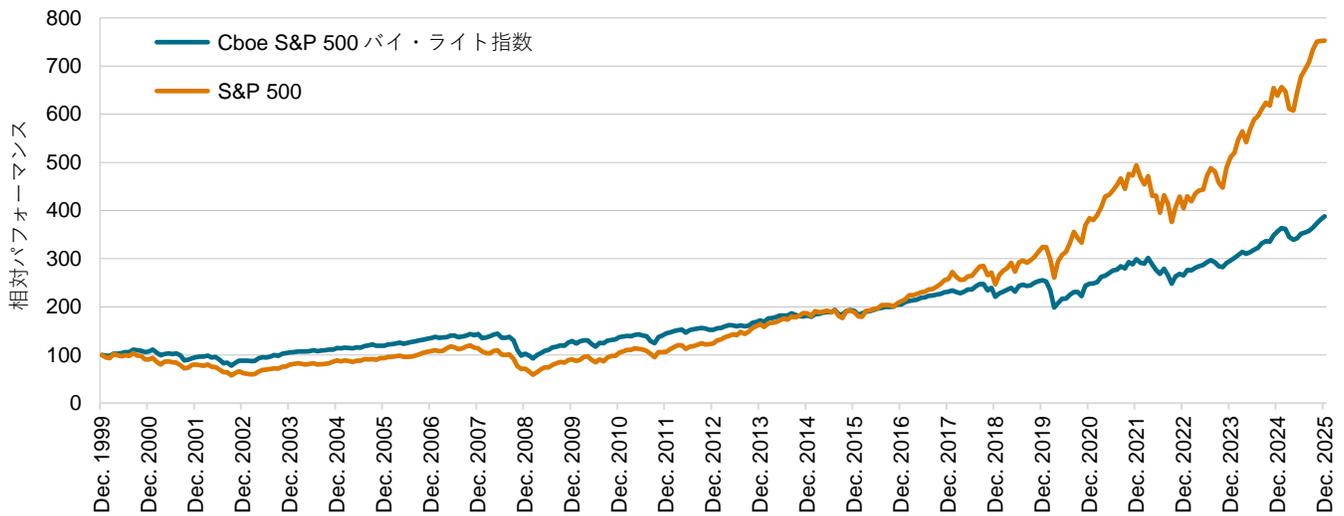


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2000年から2025年までのデータ。Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）は、S&P 500 のアット・ザ・マネーのコール・オプションを毎月売るカバード・コール戦略の理論上のパフォーマンスを推計する指数です。相対パフォーマンスは S&P 500 との比較に基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表 11 に示されている通り、強力な強気相場では、カバード・コール戦略は S&P 500 をアンダーパフォーマンスする傾向があります。この戦略は、コール・オプションを売ることで、原資産の値上がり益の一部を放棄する仕組みであるため、これは当然であると言えます。図表 12 では、BXM と S&P 500 の過去 25 年間の累積パフォーマンスを比較しています。同期間において、S&P 500 は 7 倍以上に上昇しました。一方、想定される通り、BXM の上昇は相対的に小幅にとどまりました。ただし、BXM はボラティリティが低く抑えられているため、リスク調整後で見ると両者の差は縮まります。分析対象期間全体に加え、直近のいくつかの期間でも、両指数のリスク調整後パフォーマンスは概ね同水準でした。以上を踏まえ、カバード・コール戦略の 3 つ目の重要な点として、**原資**

産と比べてリスク・リターン特性が良好であることが挙げられます。（補足：1つ目の重要な点としては「債券利回りや株式配当といった伝統的なインカムとは比較的相関が低い収入源を確保できること」、2つ目の重要な点としては「ボラティリティ・プレミアムを活用することで、効率的市場で想定される水準を上回るリターンが期待できること」が挙げられています。）

図表 12：Cboe S&P 500 バイ・ライト指数と S&P 500 のパフォーマンス比較



期間	年率パフォーマンス (%)			年率ボラティリティ (%)			パフォーマンス ÷ ボラティリティ		
	S&P 500	BXM	差	S&P 500	BXM	差	S&P 500	BXM	差
1年	17.9	8.9	-9.0	10.9	7.4	-3.5	1.63	1.20	-0.43
3年	23.0	13.5	-9.5	11.8	6.3	-5.5	1.95	2.13	0.19
5年	14.4	9.3	-5.1	15.1	9.0	-6.1	0.95	1.04	0.09
10年	14.8	7.3	-7.5	15.1	10.6	-4.5	0.98	0.69	-0.29
2000年以降	8.1	5.3	-2.7	15.3	11.1	-4.2	0.53	0.48	-0.05

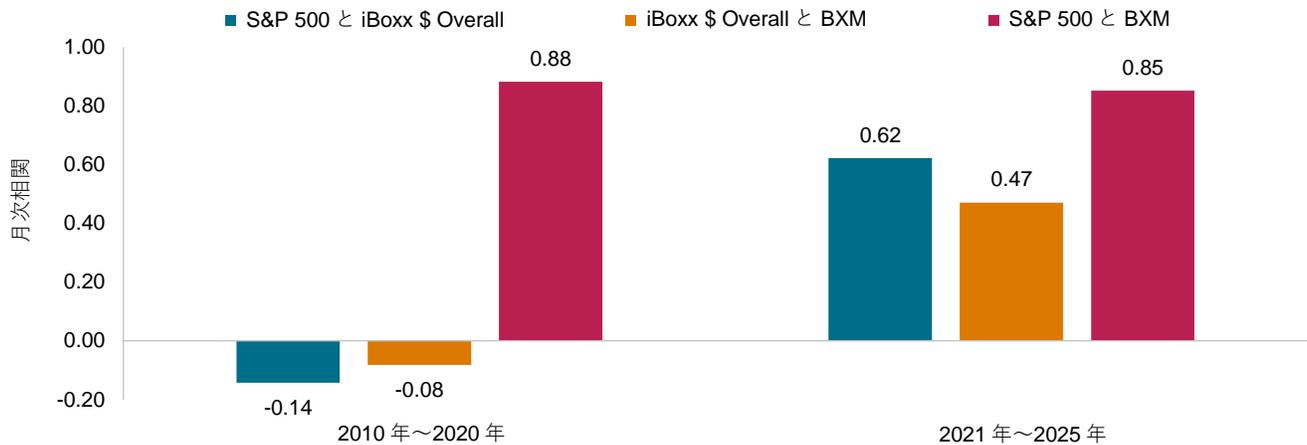
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所 (Cboe)。2000年1月から2025年12月までのデータ。米ドル建ての月次トータル・リターンに基づいています。Cboe S&P 500 バイ・ライト指数 (BXM) は、S&P 500 のアット・ザ・マネーのコール・オプションを毎月売るカバード・コール戦略の理論上のパフォーマンスを推計する指数です。相対パフォーマンスは S&P 500 との比較に基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表及び表は説明目的のために提示されています。

1-4. 仮想ポートフォリオでの活用例

カバード・コール戦略を、株式と債券で構成される伝統的なポートフォリオに組み入れることで、分散効果が得られる可能性があります。特に、株式と債券が同時に下落する局面では、より高い分散効果が期待できると考えられます。実際に、近年では株式と債券が同時に下落するリスクが懸念されています。株式と債券の相関が高まり、正の相関に転じる局面も多くなっているため、両者を組み合わせることで得られる分散効果も低下しています。

図表 13 では、株式と債券の相関関係の変化と、カバード・コール戦略を組み入れた場合の分散効果について示しています。ここでは、S&P 500、BXM、及び **iBoxx \$ Overall**（米ドル建て投資適格債で構成される時価総額加重ベンチマーク）を例に説明しています。2010～2020 年において、株価指数（S&P 500）と債券指数（iBoxx \$ Overall）は平均で負の相関でしたが、2021～2025 年には正の相関に転じており、平均相関は 0.62 でした。一方、2021～2025 年において、BXM と iBoxx \$ Overall の相関はそれより低く、0.47 でした。

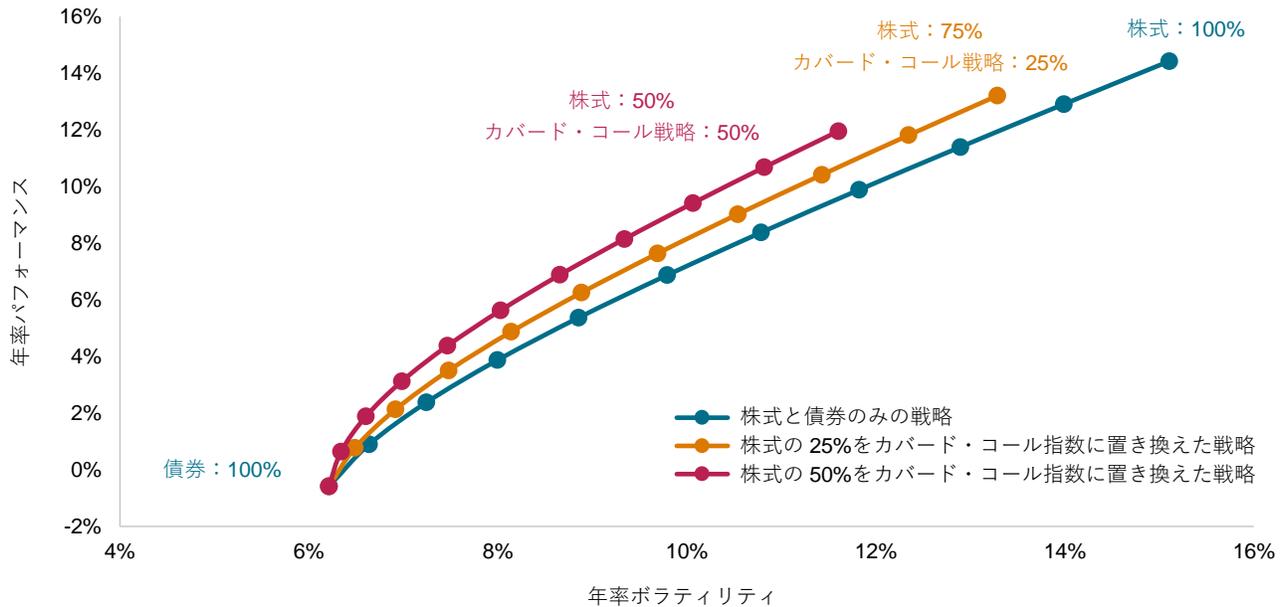
図表 13：Cboe S&P 500 バイ・ライト指数、株価指数、債券指数の資産間相関



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2010年1月から2025年12月までのデータ。米ドル建ての月次トータル・リターンに基づいています。Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）は、S&P 500 のアット・ザ・マネーのコール・オプションを毎月売るカバード・コール戦略の理論上のパフォーマンスを推計する指数です。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表 13 では、カバード・コール戦略を、株式と債券で構成される伝統的なポートフォリオに組み入れることで、全体のリスク・リターン特性を改善できる可能性があることを示しています。図表 14 では、株式（S&P 500）と債券（iBoxx \$ Overall）を組み合わせた仮想ポートフォリオを構築し、株式配分の一部を BXM に置き換えた場合のパフォーマンスの変化を示しています。株式と債券の配分比率にかかわらず、BXM を組み入れることで、ポートフォリオのリスク調整後リターンが改善していることが確認できます。

図表 14：株式・債券ポートフォリオにカバード・コール戦略を組み入れた仮想ポートフォリオ



上図の分析は仮想ポートフォリオに基づいています。

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所 (Cboe)。2021年1月から2025年12月までのデータ。米ドル建ての月次トータル・リターンに基づいています。各点は、債券比率を10%刻みで増減させたポートフォリオを表しています。債券、株式、カバード・コール指数の各パフォーマンスは、それぞれ iBoxx \$ Overall、S&P 500、Cboe S&P 500 パイ・ライト指数に基づいています。Cboe S&P 500 パイ・ライト指数は、S&P 500 のアウト・ザ・マネーのコール・オプションを毎月売るカバード・コール戦略の理論上のパフォーマンスを推計する指数です。ポートフォリオは、各月末に所定の資産配分となるようリバランスしています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

1-5. S&P 500 を用いたカバード・コール戦略のバリエーション

カバード・コール戦略の中で最も一般的なバリエーションは、原資産の選び方であり、その中でも S&P 500 が最も多く利用されています。図表 2 に示されている通り、様々な選択肢の中でも米国の株価指数が主流を占めていますが、個別株式や他の資産クラスを含む幅広い原資産を活用する傾向も広がりつつあります。また、オプションの原資産が同じであっても、戦略設計には多くの違いがあります。本稿では、オプションの満期までの期間、オプションの権利行使価格、及びポートフォリオの原資産とは異なるが、相関の高い資産の利用など、最も一般的なバリエーションを説明します。S&P 500 は既存ファンドの中で最も広く採用されている選択肢であり、上場商品を活用することで、最も幅広いバリエーションを実現できる可能性があることから、本稿ではオプションの原資産として S&P 500 を引き続き使用します。

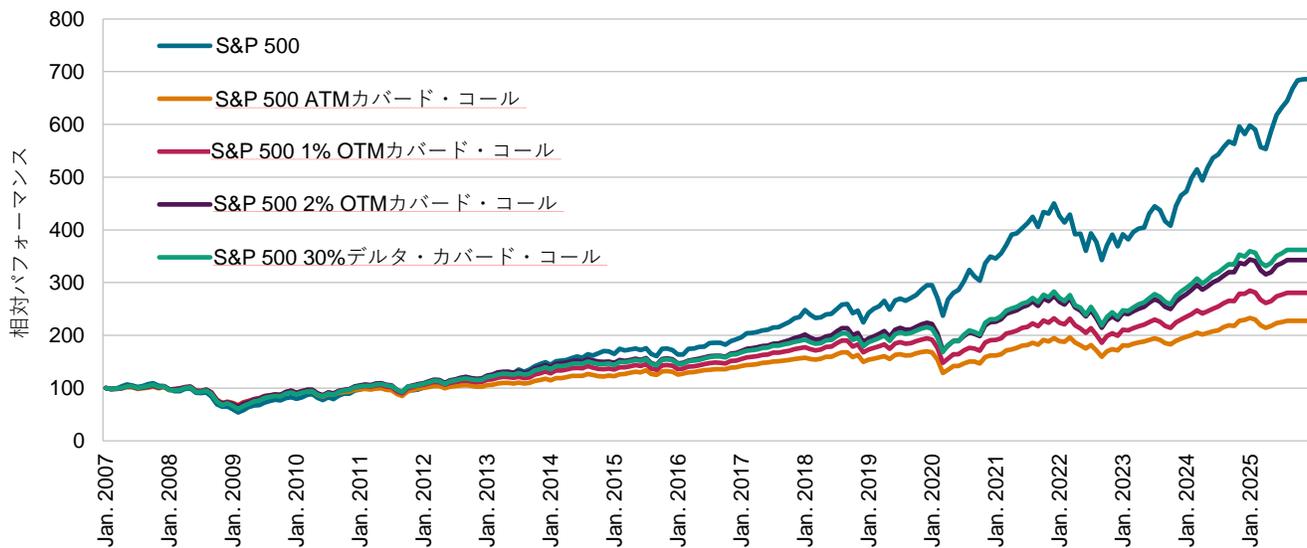
(1) オプションの権利行使価格

カバード・コール戦略の中で最も一般的なバリエーションの一つは、権利行使価格が異なるコール・オプションを用いることです。アウト・オブ・ザ・マネー (OTM) のオプションを利用すると、市場上昇局面では原資産の値上がり益をより多く享受できる一方で、受け取れるオプション・プレミアムは小さくなり、ボラティリティ抑

制効果も弱まります¹¹。したがって、代替手段として、アット・ザ・マネー（ATM）の権利行使価格からの乖離率（例えば、2%のOTMなど）に応じて権利行使価格を選択する機会が多く、また原資産に対する当初の価格感応度を示す「デルタ」によって選択する機会もあります。

原資産のパフォーマンスが好調な局面では、OTM カバード・コール戦略は ATM カバード・コール戦略よりも優れたパフォーマンスを生み出す可能性があります。図表 15 に示されている通り、S&P 500 を原資産とする場合においてもそのような傾向が見られました。2007 年以降のバックテスト・データに基づく、OTM カバード・コール戦略は、絶対リターン及びリスク調整後リターンの両方において、ATM カバード・コール戦略をアウトパフォームしました。

図表 15：権利行使価格が異なる S&P 500 月次カバード・コール戦略の相対パフォーマンス



カテゴリー	S&P 500 (TR)	S&P 500 ATM カバード・コール	S&P 500 1% OTM カバード・コール	S&P 500 2% OTM カバード・コール	S&P 500 30%デルタ・カバード・コール
年率パフォーマンス (%)	10.7	4.4	5.6	6.7	7.0
年率ボラティリティ (%)	15.6	11.6	12.4	13.1	13.4
パフォーマンス÷ボラティリティ	0.69	0.38	0.45	0.51	0.53

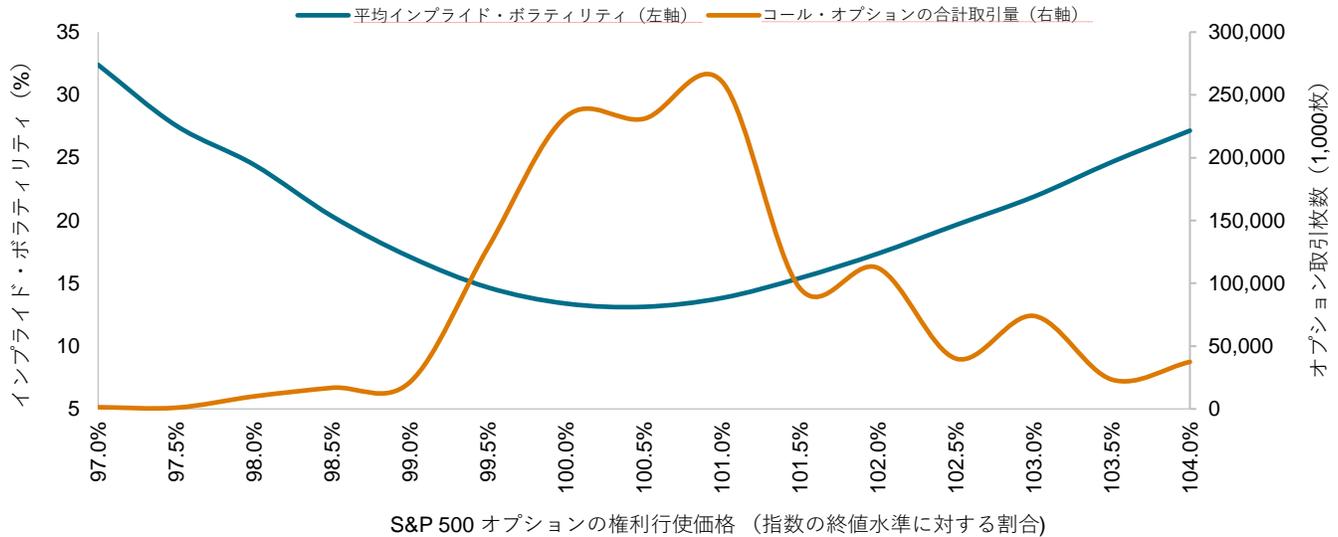
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2007年1月から2025年12月までのデータ。米ドル建ての月次トータル・リターンに基づいています。この分析は、S&P 500 トータル・リターン指数のロング・ポジションと、標準的な S&P 500 月次コール・オプションのショート・ポジションの仮想的な組み合わせに基づいており、コール・オプションのショート・ポジションは各月の第三金曜日（t日）に構築され、満期まで保有されるものとします。翌月限契約は、参照日を t-1 日として S&P 500 の終値水準に基づいて選択されます。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図及び表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

カバード・コール戦略を効果的に実行する上では、オプションの流動性も重要な要素の一つとなります。図表 16（再掲載）は、2025 年 7 月から 12 月までの BXN 指数のリバランス時点における S&P 500 コール・オプション

¹¹ 現在の資産価格を下回る水準の権利行使価格のイン・ザ・マネー・オプションを使用することは十分に可能ですが、一般的なコール・オーバーライティング戦略の一環としてイン・ザ・マネー（ITM）オプションを体系的に売却する戦略は、現時点ではまだ稀な戦略であると言えます。

の権利行使価格別の取引量及びインプライド・ボラティリティを示しています。コール・オプションの取引量はATMの権利行使価格近辺で最も多くなっており、1%のOTMを超える水準になると急速に減少しています。十分な流動性が確保される権利行使価格の範囲は、市場環境によって異なる場合がありますが、オプションの権利行使価格が現在の指数水準から離れるにつれて、流動性は低下します。したがって、カバード・コール戦略では通常、ATMまたはOTMのオプションを使用します。

図表 16：様々な権利行使価格における S&P 500 のコール取引量とインプライド・ボラティリティ



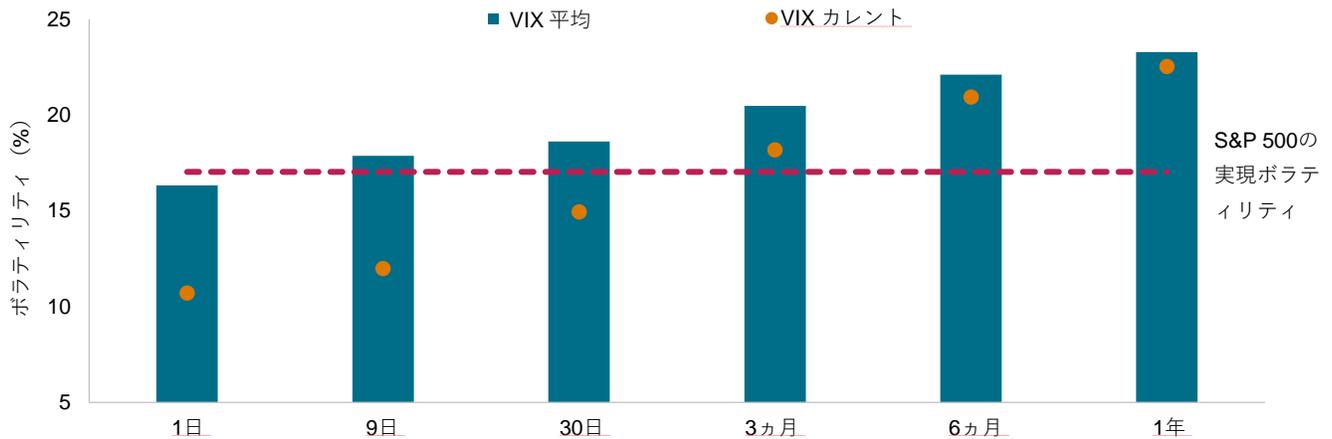
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ブルームバーグ。2025年6月から2025年12月までのCboe S&P 500 バイ・ライト 指数の直近6回の指数リバランス日時点のデータに基づいています。インプライド・ボラティリティは、オプションの仲値を用い、ブラック＝ショールズ式により算出されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

(2) オプションの満期

カバード・コール戦略におけるもう一つの一般的なバリエーションは、満期の異なるオプションを用いることです。これは投資家の選好によりある程度左右される可能性があります：カバード・コール戦略は、特定の損益構造をもたらし、一定の頻度でインカム収入を生み出すように設計されています。**1ヵ月の期間を選好する投資家もいれば、これよりも長いまたは短い期間を選好する投資家もいます。**ただし、市場要因や市場動向もこうした判断に影響を及ぼします。例えば、オプションの満期の長短による価格設定の違いや、異なる頻度でリバランスを行うことに関連する予想取引コストなどの要因が、意思決定に影響を与えます。

第一に、前述した通り、オプション価格の「割高感」（ボラティリティ・プレミアムの厚み）の程度は、満期までの期間が長くなるほど高まる傾向があります。図表 17 では、30 日ベースの VIX を基準とした 1 日、9 日、3 ヶ月、6 ヶ月、及び 1 年物の相当値を比較することで、こうした傾向を説明しています。2022 年 5 月以降、これらのインプライド・ボラティリティの平均値は、1 日物の 16% から 1 年物の 23% の範囲に及んでいます。これら全ての指標は同一の指数（S&P 500）に対する年率換算のインプライド・ボラティリティを表していることから、このことは、**短期のオプションに比べて、長期のオプションにはより高いボラティリティ・プレミアムが織り込まれていたことを示唆しています。**

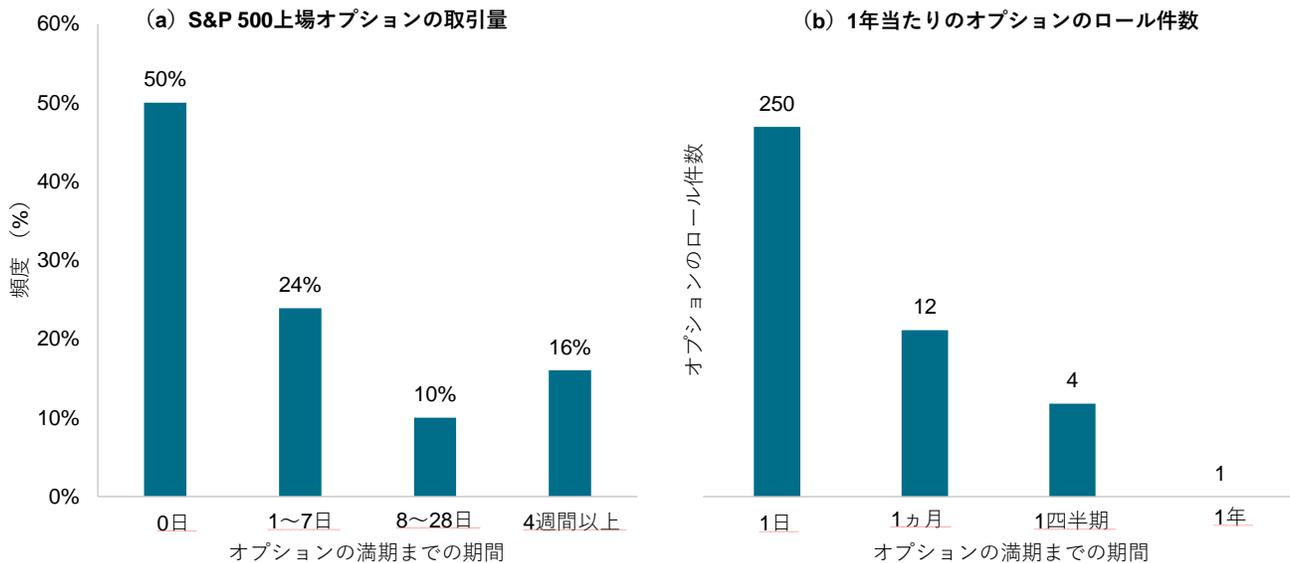
図表 17：様々な投資期間におけるボラティリティ・プレミアム



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2025 年 12 月 31 日時点における VIX の現在の水準。VIX の平均値及び S&P 500 の実現ボラティリティは、2022 年 5 月 13 日（Cboe 1 日ボラティリティ指数の最初の評価日）から 2025 年 12 月 31 日までのデータに基づいて算出されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

第二に、実行面の観点からすると、売買回転率や取引コストは通常、市場参加者にとって重要な検討事項となります。S&P 500 の上場オプション取引は、短期のオプションに集中する傾向があり、このことは、短期のオプションにおける 1 契約当たりの取引コストが長期のオプションより低い可能性があることを示唆しています（図表 18-a 参照）。とはいえ、短期のオプションを利用する場合、図表 18-b に示されている通り、オプション・ポジションのロールをより頻繁に行う必要があることから、取引量が増加し、長期的には戦略の運営コストを押し上げる可能性があります。多くのカバード・コール戦略では、ボラティリティ・プレミアム、取引コスト、及び売買回転率のバランスを図るために、満期までの期間が 1 ヶ月以下の S&P 500 オプションを採用しています。

図表 18：カバード・コール戦略におけるオプションの流動性及び取引の検討事項



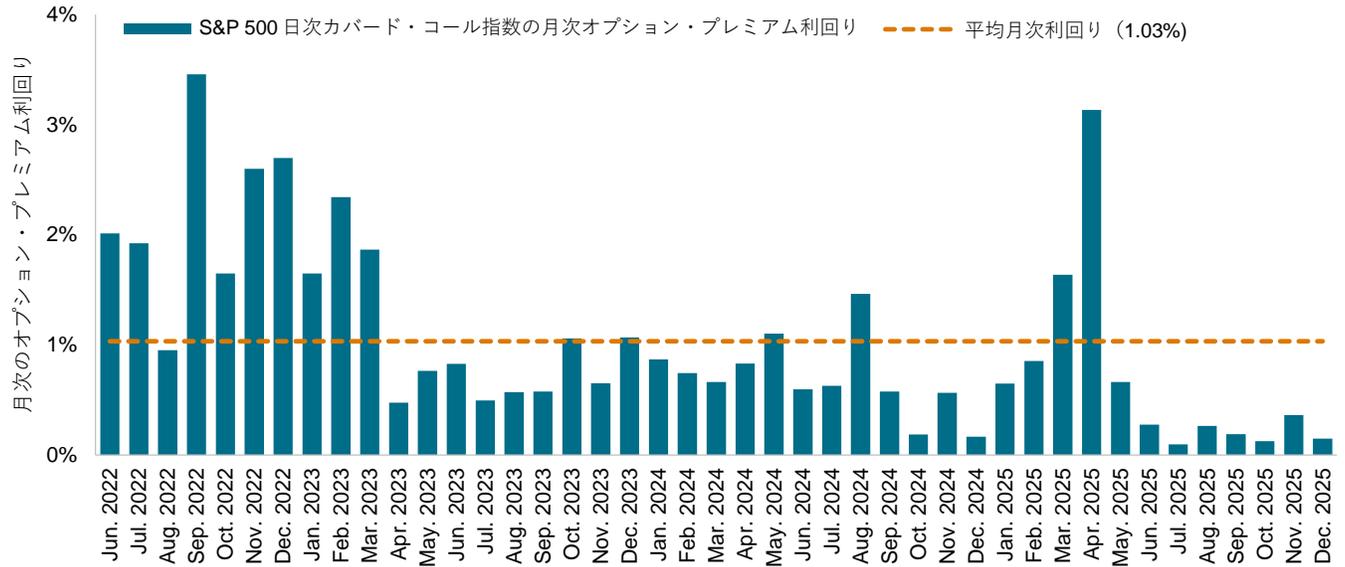
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）。2024年1月1日から2025年12月31日までのデータ。S&P 500 オプションの取引量の分布は、Cboeでのオプション取引量に基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

満期までの期間が異なるオプションや、異なる権利行使価格を使用する指数の一例として、[S&P 500 日次カバード・コール指数](#)では、仮説に基づいて S&P 500 に投資した場合や、1日物の S&P 500 コール・オプションを毎日売却した場合のパフォーマンスを測定します。この事例では、VIX水準に基づいて OTM の権利行使価格をダイナミックに選択します¹²。この指数では、日次でオプションを売却することにより、プレミアム獲得の可能性を高めるものの、使用されるコール・オプションは通常、1~2%の OTM に設定されることから、プレミアム獲得の効果は相殺される可能性があります¹³。図表 19 によると、S&P 500 日次カバード・コール指数は、2022年6月から2025年12月までの期間において年率平均 12.4%の仮想上のオプション・プレミアムを獲得しました。この期間における権利行使価格の平均水準は S&P 500 指数水準を 1.2%上回る水準に設定されていました。

¹² コール・オプションの権利行使価格はおおよそ、その時点の VIX 水準に応じて線形的に引き上げられます。VIX が中央値である 15 の水準近くにある場合、オプションの権利行使価格は約 1%アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）になります。VIX が 30 の場合には、約 2%の OTM となります。詳細については[指数×ソドロジー](#)を参照ください。

¹³ 相対的なプレミアム獲得の指標として、オプション価格がブラック＝ショールズ・モデルに従って算出され、かつボラティリティが一定であると仮定した場合、1年間にアット・ザ・マネー（ATM）の日次オプションを 252 回売却した場合に得られるプレミアムは、ATM の月次オプションを 12 回売却した場合に得られるプレミアムの約 4.6 倍になると見込まれます。

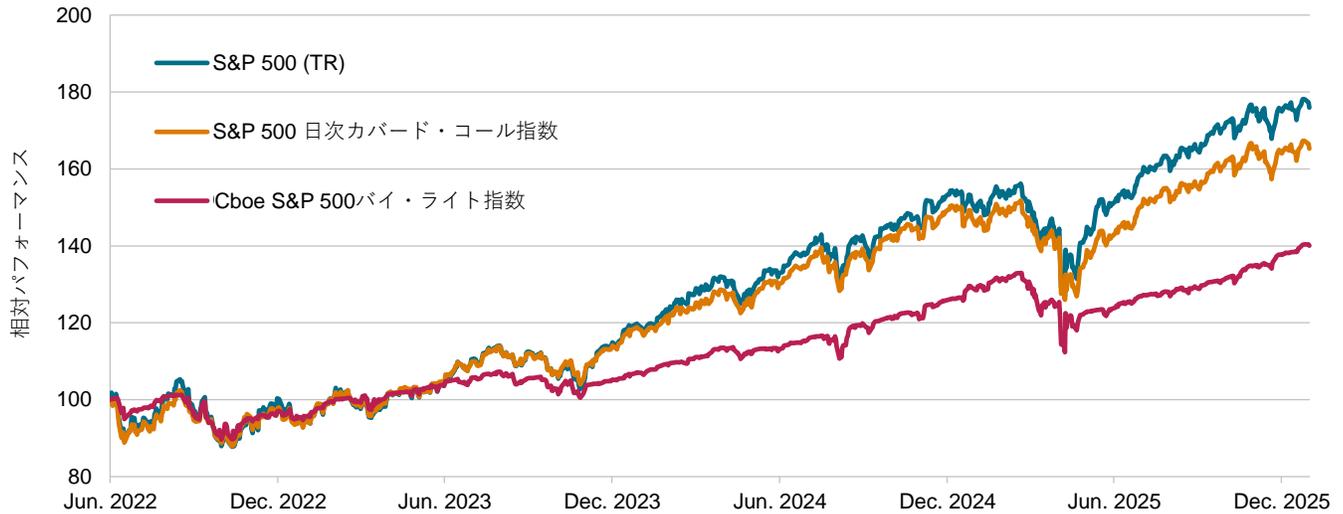
図表 19：S&P 500 日次カバード・コール指数 – 仮想オプション・プレミアムの獲得



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2022年6月1日から2025年12月31日までのデータ。月次のオプション・プレミアム利回りは、その月に受領したオプション・プレミアムの合計額を期初の指数水準で除すことにより計算されます。S&P 500 日次カバード・コール指数は2023年10月5日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

短期のオプションを用いる戦略のもう一つの潜在的なメリットは、原資産の価格変動に応じてオプションの権利行使価格をより頻繁に調整できる点にあります。このアプローチは、月次ベースでオプションを売却する場合と比べて、タイミング・リスクを軽減し、市場上昇局面では上昇に追従できる余地を拡大することができます。このように、より頻繁なリバランスと OTM オプションの活用を組み合わせることで、S&P 500 日次カバード・コール指数はこれまで、S&P 500 指数のパフォーマンスにより近い動きを示してきました（図表 20 参照）。

図表 20：S&P 500 日次カバード・コール指数 – 過去のパフォーマンス



指標	S&P 500 (TR)	S&P 500 日次カバード・コール指数	Cboe S&P 500 バイ・ライト指数
年率パフォーマンス (%)	17.1	15.0	9.8
年率ボラティリティ (%)	16.9	15.1	11.1
パフォーマンス ÷ ボラティリティ	1.01	0.99	0.89

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所（Cboe）。2022年6月1日（S&P 500 日次カバード・コール指数の最初の評価日）から 2025年12月31日までの日次データ。Cboe S&P 500 バイ・ライト指数（BXM）は、S&P 500 のアット・ザ・マネーのコール・オプションを毎月売るカバード・コール戦略の理論パフォーマンスを推計する指数です。S&P 500 日次カバード・コール指数は 2023年10月5日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図及び表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

(3) 株式のロング・エクスポージャー

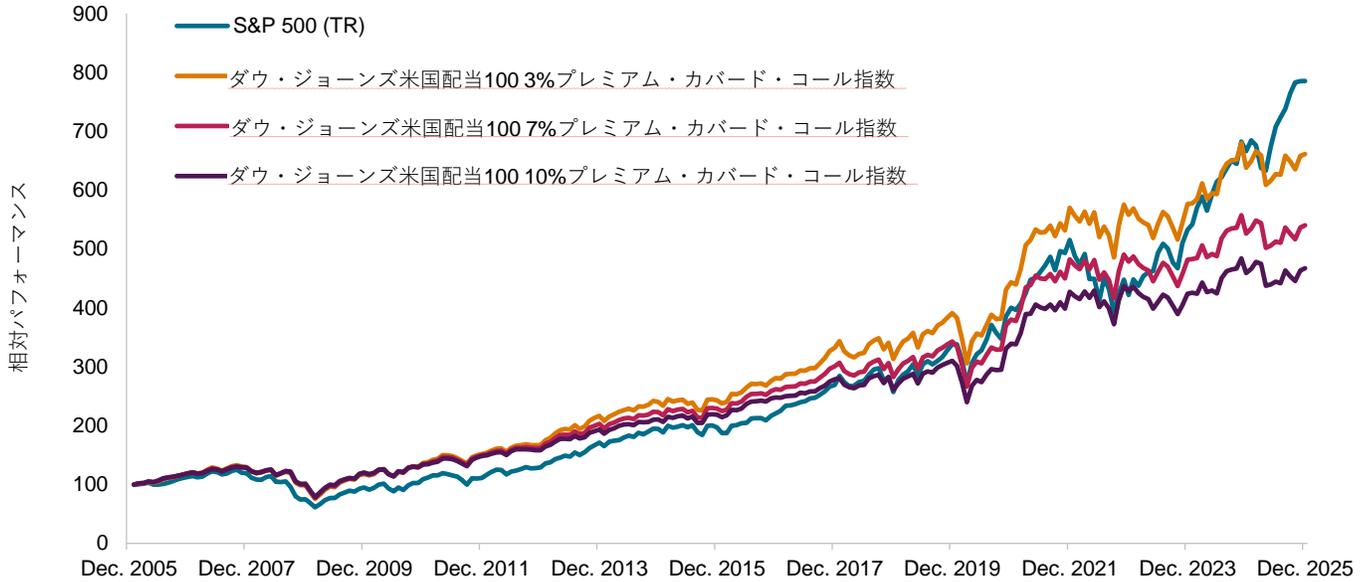
さらに、特定の投資目的に合わせて原株式のエクスポージャーを調整することも可能です。例えば、インカムの創出を優先するために高配当利回り銘柄から成るポートフォリオを保有する一方で、オーバーライティング（コール売り）の対象として、流動性の高い広範な株価指数のオプションを使用することも可能です。ダウ・ジョーンズ米国配当 100 指数シリーズは、このアプローチの一例です。同シリーズは、一貫して配当を支払い、健全なファンダメンタルズを示していると認められる米国株式に連動する ダウ・ジョーンズ米国配当 100 指数 に投資しつつ、S&P 500 の 1 ヶ月物 ATM コール・オプションを毎月売却する戦略を仮想的に組み合わせた戦略です。

このシリーズにおける各指数の主な違いは、目標とする年間利回りの水準にあります。3 つの指数のそれぞれにおいて、オプションの想定元本は株式のロング・ポジションの想定元本に対して 0%~100%の範囲でダイナミックに設定され、オプション・プレミアムから年間 3%、7%、または 10%の利回り獲得を目標としています¹⁴。こ

¹⁴ 2020年1月から2025年12月までの期間において、コール・オプションの売却価格は、ターゲット・プレミアムが3%、7%、10%の各指数について、名目元本に対して平均でそれぞれ13%、31%、及び48%でした。

れに、株式ポジションの表示配当利回り 3.95%¹⁵を加えることで、当該指数シリーズでは年間およそ 7%、11%、及び 14%のインカム分配（仮想ベース）を提供することを目指しています。

図表 21：ダウ・ジョーンズ米国配当 100 カバード・コール指数シリーズ – 過去のパフォーマンス



指標	S&P 500 (TR)	DJ 米国配当 100 3% プレミアム・カバード・コール	DJ 米国配当 100 7% プレミアム・カバード・コール	DJ 米国配当 100 10% プレミアム・カバード・コール
年率パフォーマンス (%)	10.9	9.9	8.8	8.0
年率ボラティリティ (%)	15.2	13.9	13.3	12.8
パフォーマンス÷ボラティリティ	0.72	0.71	0.67	0.63

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2006年1月から2025年12月までの月末のデータ。ダウ・ジョーンズ米国配当 100 カバード・コール指数シリーズは、2023年4月14日に算出を開始しました。当該日以前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図及び表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

図表 22 は、これまでに取り上げてきた様々なカバード・コール戦略のバリエーションに関わる潜在的なメリットと課題を要約しています。

¹⁵ 2025年12月31日時点におけるダウ・ジョーンズ米国配当 100 指数の表示配当利回り。これに対して、S&P500の表示配当利回りは1.18%でした。

図表 22：カバード・コール指数のバリエーション – 概要

検討事項	選択	潜在的メリット	追加の検討事項
(1) オプションのマネーネス（原資産に対するオプションの権利行使価格の位置）	ATM	<ul style="list-style-type: none"> - オプション・プレミアムが高いことから、市場下落局面ではバッファーが大きくなり、ポートフォリオのボラティリティの抑制効果も高まる - 流動性が高いことで、取引コストが抑えられる 	<ul style="list-style-type: none"> - 株式のロング・ポジションの上昇余地を完全に放棄するため、強力な強気相場では大幅にアンダーパフォームする可能性がある
	OTM	<ul style="list-style-type: none"> - 資産価格の上昇局面において追従度が高まり、強気相場ではパフォーマンスの向上が見込まれる - 場合によっては、インプライド・ボラティリティ・プレミアムの上昇から恩恵を受ける可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> - オプション・プレミアムの絶対額が小さいことから、市場下落時のバッファーが小さくなり、ボラティリティの抑制効果も限定的となる - オプションの流動性が低いため、取引コストが高くなる可能性がある（特に権利行使価格がATMからさらに乖離したOTMオプションにおいて顕著となる）
(2) オプションの満期までの期間	日次	<ul style="list-style-type: none"> - より多くのオプション・プレミアムを獲得できる可能性がある - オプションの権利行使価格をより頻繁に再設定することで、タイミング・リスクを軽減できる - 短期的な市場動向への対応力が高まることで、強力な強気相場でもアンダーパフォームの幅を抑えられる可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> - 原資産に対するベータが高くなり、ボラティリティの抑制効果が抑えられる - オプション取引の頻度が多いため、全体的な取引コストが高まる - 歴史的に見ると、短期オプションではボラティリティ・プレミアムが低くなる傾向がある
	月次	<ul style="list-style-type: none"> - オプションの流動性、ボラティリティ・プレミアム、及び取引頻度の間でバランスを図ることができる - オプションの取引量を抑えることができる - 日次のオプションと比較して、高水準のボラティリティ・プレミアムを獲得できる可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> - 年間のオプション・プレミアム収入が減少する - 権利行使価格の再設定が月1回にとどまることから、タイミング・リスクが拡大する - 強気相場では、株式のロング・ポジションを大幅にアンダーパフォームする可能性がある
(3) 株式のロング・エクスポージャー	オプションの原資産と同じ	<ul style="list-style-type: none"> - 限定的なバイアス・リスク¹⁶ — 株式のロング・ポジションとコール・オプションのショート・ポジションが相互にほぼ相殺されるため、戦略のペイオフ（損益）は概ね想定どおりの結果となる 	<ul style="list-style-type: none"> - 株式ポートフォリオは標準化されており、カスタマイズすることはできない
	オプションの原資産と異なる	<ul style="list-style-type: none"> - 様々な投資目的（例えば、インカム重視）に応じて、株式ポートフォリオをカスタマイズすることができる 	<ul style="list-style-type: none"> - バイアス・リスクの可能性 — 例えば、株式ポートフォリオが下落する一方で、オプションの原資産が上昇した場合、株式のロング・ポジションとコール・オプションのショート・ポジションの両方で損失が発生する可能性がある - 潜在的な成果の範囲に関して確実性が低い

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。表は説明目的のために提示されています。

¹⁶ ベーシス・リスクとは、類似しているものの、完全には同一でない投資対象のパフォーマンスが異なることによって生じる金融リスクを指します。一般にベーシス・リスクは、ある特定の資産への投資ポジションを、より流動性が高く、かつ相関の高い別の資産の反対方向のエクスポージャーを取ることで「ヘッジ」する場合に生じます。

パート 2：バッファ指数

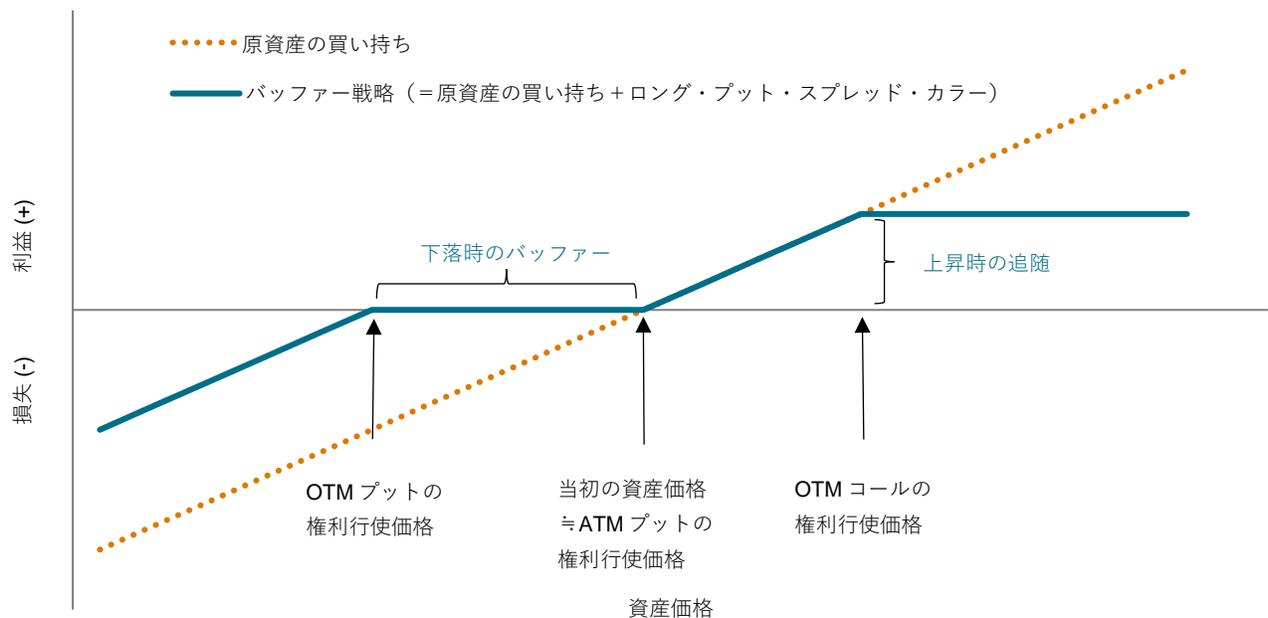
2-1. 戦略の概要

バッファ戦略は、「ディファインド・アウトカム戦略」とも呼ばれ、市場下落に対して損失を一定の範囲内に抑えることを目的としています。また、この戦略では市場上昇局面においても上昇に追随することを目指しますが、その上昇余地は事前に定められた上限までに限定されます。この戦略で使用するオプション取引は、以下の3つです：

1. アット・ザ・マネー（ATM）のプット・オプションの買い（ロング ATM プット）
2. アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）のプット・オプションの売り（ショート OTM プット）
3. アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）のコール・オプションの売り（ショート OTM コール）

一般に、バッファ戦略は、プット・オプション（上記 1 と 2）を組み合わせることで、予め定めた一定水準のダウンサイド・プロテクションを実現するように設計されています。例えば、当初の資産価格に対して 10% または 20% の「バッファ」を設定します。次に、アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）のコール・オプションの権利行使価格は、プット・ポジションの構築に伴う純コストを相殺するように設定されるのが一般的であり、その結果、全てのオプション・ポジションの構築コストがゼロになるよう調整されます¹⁷。図表 23 に概念的に示されている通り、こうした構造により、緩やかな市場下落局面では**元本保全を優先する**一方で、**緩やかな市場上昇局面では市場の動きに追随**することが可能となります。

図表 23：バッファ戦略 – 満期時におけるペイオフ（損益）



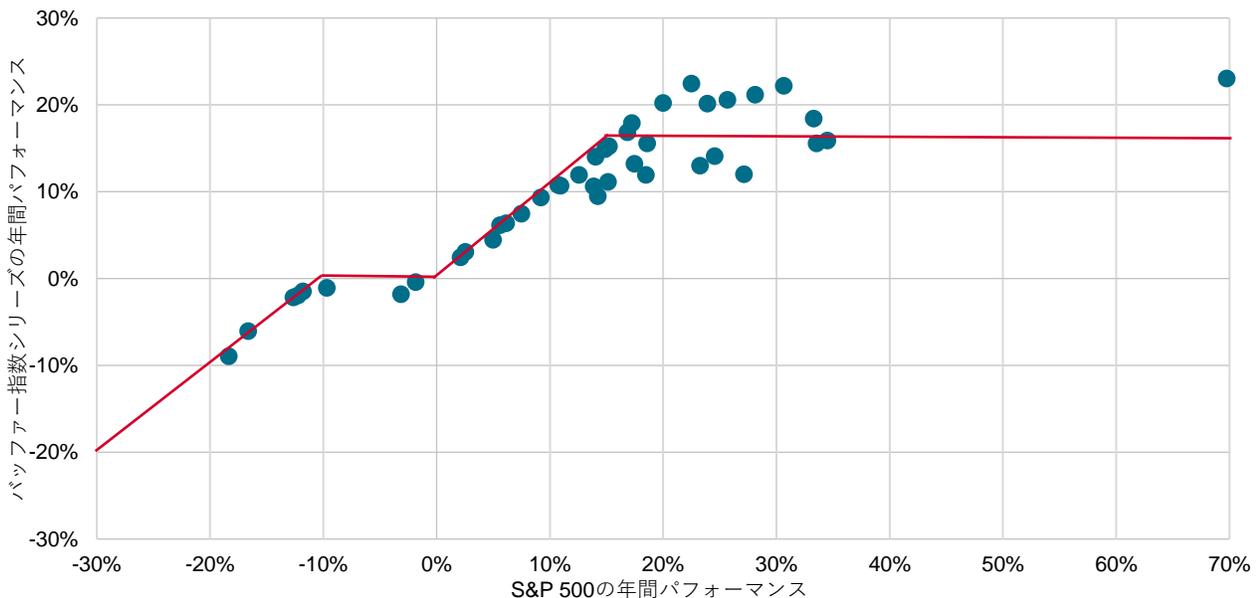
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。図表は説明目的のために提示されています。

¹⁷ この純コストの計算には、オプションの満期日までに支払われると予想される配当など、原資産から見込まれるインカム収入を組み込む場合があります。

本稿では、バッファ戦略の特性を検証するため、S&P 500 10%バッファ指数シリーズ（以下、「バッファ・シリーズ」または「バッファ指数のシリーズ」）を使用します。本シリーズは4つの指数から構成されており、それぞれ暦年の異なる四半期に年1回リバランスされます。具体的には、3月、6月、9月、及び12月のS&P 500指数オプションの標準的な満期日において、当該指数はまずS&P 500に連動するポートフォリオに仮想的に投資し、次に同指数を原資産とする1年物のオプションを3つのポジションで構築します。これらは、ATMプットの買い、10%のOTMプットの売り、及びOTMコールの売りです。コール・オプションの最終的な権利行使価格は、これら3つのオプション・ポジションの純コストに、S&P 500の1年間の予想配当を加えた合計がゼロに等しくなるように設定されます¹⁸。

図表24は、2011年6月から2025年12月までの期間について、バッファ・シリーズとS&P 500の過去の年間パフォーマンスを比較しており、これらのパフォーマンスは1年物オプションのポジションを構築した日の市場の終値で測定されています。プロットされたデータは、図表23で概念的に示したバッファ戦略の想定ペイオフ（損益）と概ね整合しています。ただし、期間ごとにバッファの「キャップ」水準（すなわち、売却されるコール・オプションの権利行使価格）が異なることに留意する必要があります。さらに、乖離が生じているのは、S&P 500の終値ではなく時間加重平均価格（TWAP）に基づいて、S&P 500指数オプションの期近物の権利行使価格を選択していることが主な要因となっています。

図表24：S&P 500 10%バッファ指数シリーズとS&P 500の年間パフォーマンスの比較



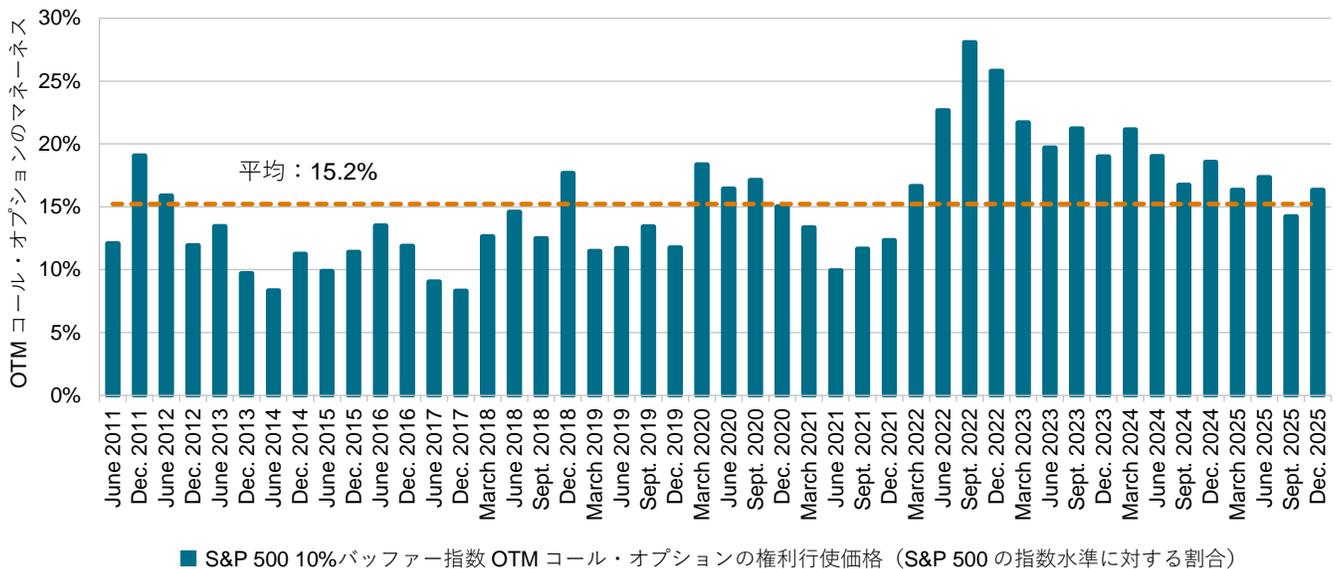
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2011年6月17日から2025年12月19日の間のロール日のデータに基づいています。この分析は、S&P 500 10%バッファ指数3月、6月、9月、及び12月シリーズに基づいています。6月及び12月シリーズについては2011年以降、3月及び9月シリーズについては2018年以降において、バックテストされたデータが利用可能です。S&P 500 10%バッファ指数3月、6月、9月、及び12月シリーズは2024年9月6日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

¹⁸ フォワードルッキングの指標は、直近の1株当たり配当金を年間の配当支払回数で乗じて算出されています。詳細については、[指数メソドロジー](#)を参照ください。

2-2. オプションのプライシング

バッファ指数の各リバランス時点で売却される仮想的なコール・オプションの権利行使価格水準（すなわち、バッファの「キャップ」）は、S&P 500 のインプライド・ボラティリティや表示配当水準、さらには市場金利といった複数の要因による影響を受けます。一般に、S&P 500 のインプライド・ボラティリティ、配当利回り、あるいは金利などが上昇すると、コール・オプションの権利行使価格も上昇する傾向があります。図表 25 は、各四半期のリバランス日時点における過去の計算から導き出されるコール・オプションの権利行使価格を示しています。これらの権利行使価格は、S&P 500 の水準に対して 8.3%~28.1%の範囲で変動しており、平均すると S&P 500 を 15.2%上回る水準に設定されていました。近年では、金利の上昇やボラティリティ予想水準の高まりなどを背景に、ここ 10 年間と比較して平均を上回る水準の権利行使価格が確認されています。

図表 25：S&P 500 10%バッファ指数シリーズにおいて売り建てられた仮想コール・オプションの過去のマネーネス（原資産に対するオプションの権利行使価格の位置）

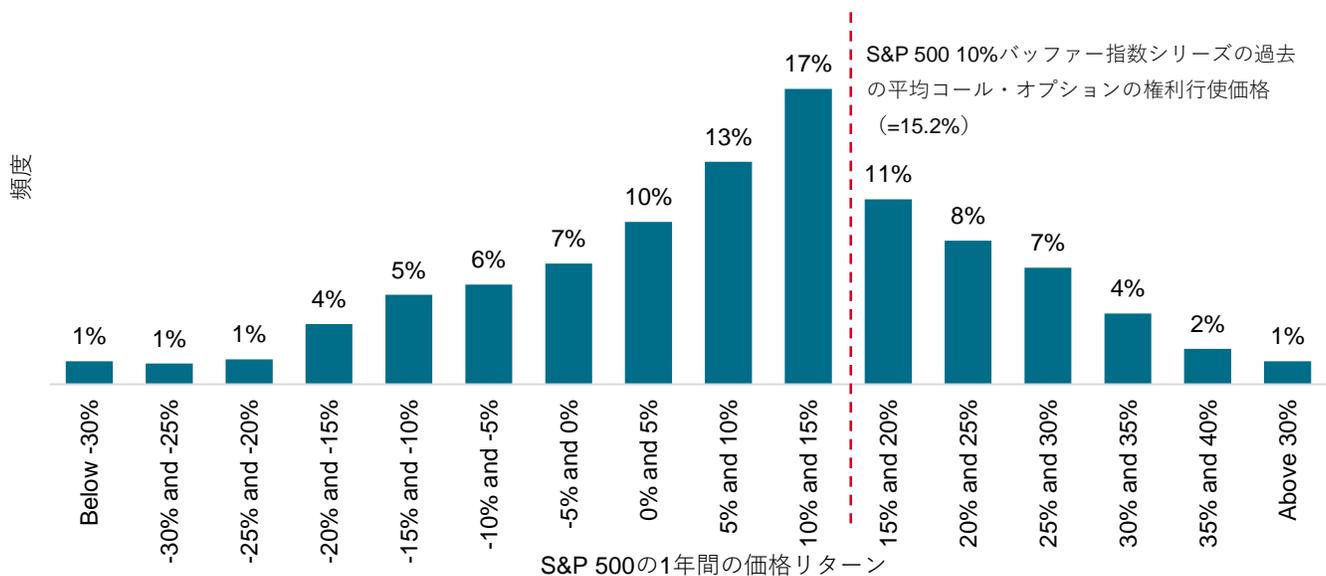


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2011年6月17日から2025年12月19日までのデータ。この分析は、S&P 500 10%バッファ指数 3月、6月、9月、及び12月シリーズに基づいています。6月及び12月シリーズについては2011年以降、3月及び9月シリーズについては2018年以降において、バックテストされたデータが利用可能です。S&P 500 10%バッファ指数 3月、6月、9月、及び12月シリーズは2024年9月6日に算出を開始しました。当該日以前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

設計上では、市場が緩やかに上昇する年、または小幅な下落にとどまる年において、S&P 500 が上昇した場合には、バッファ指数は S&P 500 のパフォーマンスに概ね連動し、S&P 500 が下落した場合には、理論的には元本を確保できる構造となっています。また、ダウンサイド・プロテクション（下値保護）により、大幅な市場下落局面ではバッファ指数はアウトパフォーマンスするように設計されています。ただし、その場合でも同指数はマイナスのパフォーマンスとなる可能性があります。一方、市場が大きく上昇する局面では、バッファ指数は一定の絶対リターンを確保できる場合があるものの、相対リターンでは見劣りする可能性があります。これは、この戦略で売却したコール・オプションの権利行使価格によって上昇余地が制限されるためです。

こうした市場環境がどの程度の頻度で発生してきたかを示すために、図表 26 では、1957 年の算出開始以降における S&P 500 の 1 年ローリング・リターンの過去の分布を示しています。この期間における S&P 500 の 1 年間の価格リターンの平均は 8.8% であり、中央値は 10.5% でした。これを、図表 25 で示したコール・オプションの過去の権利行使価格（S&P 500 を 15.2% 上回る）と比較すると、この戦略のリバランス日とオプション満期日が同一の 1 年間と一致していると仮定した場合、**バッファー指数は絶対リターン・ベースで 1 年の半分を超える期間において S&P 500 に匹敵する、もしくはそれを上回るパフォーマンスとなっていたことを示唆しています。**さらに、オプションデータが利用可能な限定的な期間についても、この見方は裏付けられています。図表 24 で示したバッファー指数のバックテストのデータによると、2011 年 6 月から 2025 年 12 月までの間、バッファー指数は 1 年単位の期間の 52% において、S&P 500 と同等、または S&P 500 をアウトパフォームしたことを示しています¹⁹。

図表 26：S&P 500 の 1 年ローリング・リターンの分布（1957 年以降）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。1957 年 3 月から 2025 年 12 月までの 12 ヶ月ローリング・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。指数のパフォーマンスは投資商品のリターンと同じではありません。取引コスト、運用報酬、及び費用は考慮されていません。

2-3. 戦略のパフォーマンス：タイミングの違いが与える影響

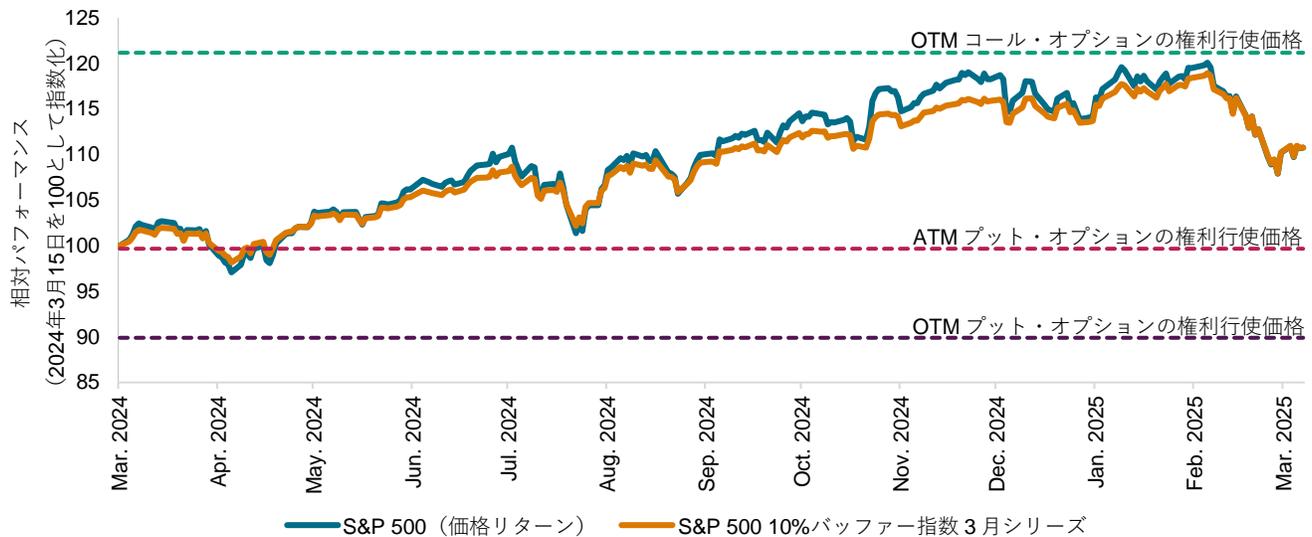
連続する各リバランス日の間において、図表 23 で概念的に示した通り、一般的なバッファー戦略（及びバッファー指数シリーズ）のパフォーマンスは、原資産のパフォーマンスと、該当するオプションの権利行使価格及び当初の資産価格のみによって決定されます。しかし、**連続する各リバランス日に一致しない全ての時間軸で見ると、バッファー戦略における様々なポジションの市場価値は、これ以外の様々な要因に左右される可能性があります。**言い換えれば、各リバランス日で区切られた期間外では、すでにオプション価格やデルタが変化しているため、バッファー戦略において当初想定されたようなバッファー効果が享受できるとは限りません。

¹⁹ この期間は市場全体のパフォーマンスが堅調であったことが特徴でした。1 年間の平均ローリング・パフォーマンスは 13.3% であり、42 の 1 年間の内、マイナスのパフォーマンスとなったのはわずか 8 期間にとどまりました。

S&P 500 10%バッファ指数 3月シリーズの過去の推移は、示唆的な事例を提供しています。本稿ではまず、指数の各リバランス日を起点とする2つの異なる1年の期間を検証します。これら最初の2つの事例は、当該指数が「想定された通り」に機能しているかどうかを示しています。さらに、各リバランス日以外を起点とする2つの別の1年間も提示しています。具体的には、これらはバッファ指数の実際のパフォーマンスと、単純に予想されパフォーマンスとの潜在的な差異を示すために選択されました。

図表 27 及び 28 は最初のタイプの事例を示しています。すなわち、リバランス日と次のリバランス日の間における2つの1年間のパフォーマンスであり、1つはS&P 500が上昇した局面であり、もう一方は下落した局面です。2024年3月15日のリバランス日において、ATMプットの権利行使価格は5,100、OTMプットの権利行使価格は4,600（約10%低い水準）、OTMコールの権利行使価格は6,200（約21%高い水準）に設定されました。満期前の期間ではバッファ指数はS&P 500をアンダーパフォームしていたものの、満期時点では両指数のパフォーマンスは収斂し、1年間ではいずれも11.7%の上昇となりました（図表 27 参照）。

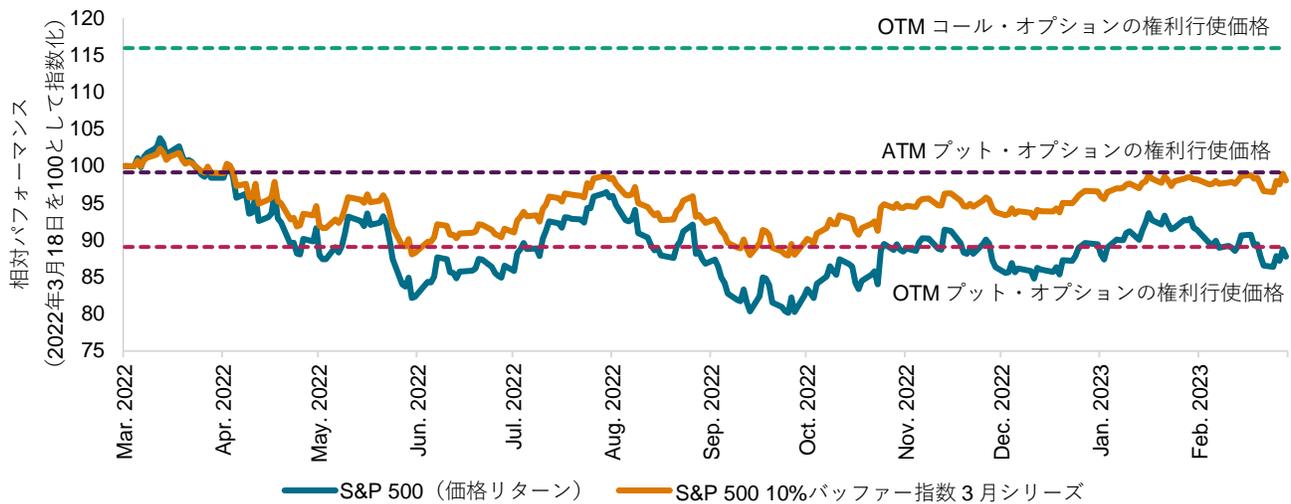
図表 27：リバランス日と次のリバランス日の間の市場上昇局面における S&P 500 10%バッファ指数 3月シリーズのパフォーマンス（2024年3月から2025年3月まで）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2024年3月15日から2025年3月21日までのデータ。S&P 500 10%バッファ指数 3月シリーズは2024年9月6日に算出を開始しました。当該日以前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

一方、図表 28 はプットの「下値保護」の効果が実際に発揮されたシナリオを示しています。S&P 500が4,436の水準にあった2022年3月18日時点で、ATMプットの権利行使価格は4,425、OTMプットの権利行使価格は3,975（約10%低い水準）、OTMコールの権利行使価格は5,175（約17%高い水準）に設定されていました。この期間において、バッファ指数とS&P 500はいずれも下落したものの、2023年3月17日の満期時点では、バッファ指数の下落率は2.0%にとどまり、S&P 500の12.2%の下落と比較して損失が大幅に抑制されました。これは、最大10%までのダウンサイド・プロテクションが有効に機能したことを示しています。

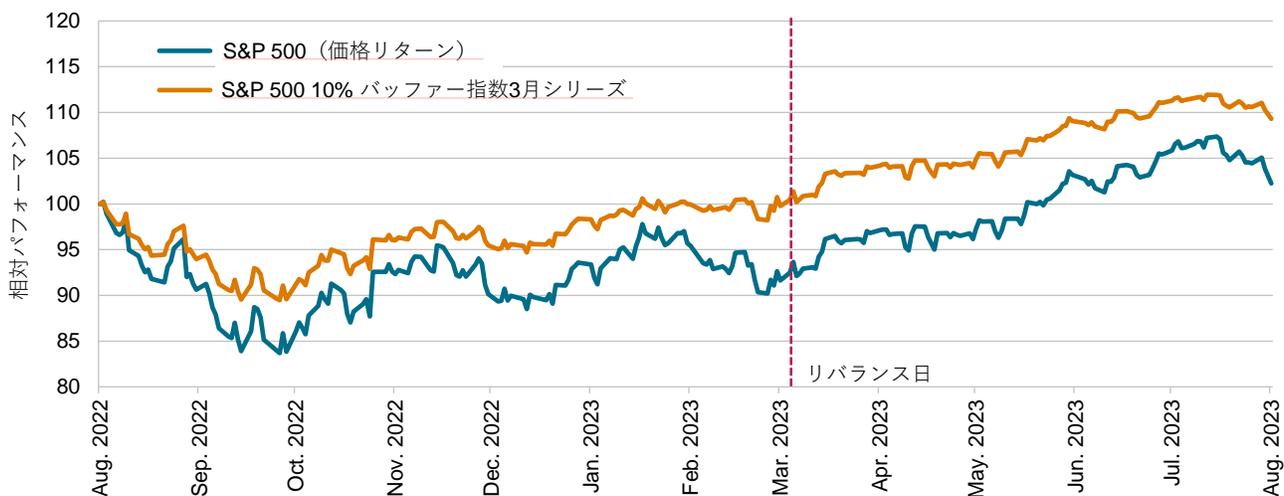
図表 28：リバランス日と次のリバランス日の間の市場下落局面における S&P 500 10%バッファ指数 3月シリーズのパフォーマンス（2022年3月から2023年3月まで）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2022年3月18日から2023年3月17日までのデータ。S&P 500 10%バッファ指数 3月シリーズは2024年9月6日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

図表 29 及び 30 は、大きく異なる事例を示しています。これらは、リバランス日と次のリバランス日までの間に開始及び終了した2つの異なる1年間に基づくものです。図表 29 に示されている2022年8月から2023年8月までの1年間では、S&P 500 が2.3%の上昇にとどまったのに対して、バッファ指数は9.3%上昇し、より高いリターンを記録しました。図表 28 で示した通り、このアウトパフォーマンスは主に2023年3月17日のリバランス日までバッファ指数がダウンサイド・リスクから保護されていたことに起因しています。

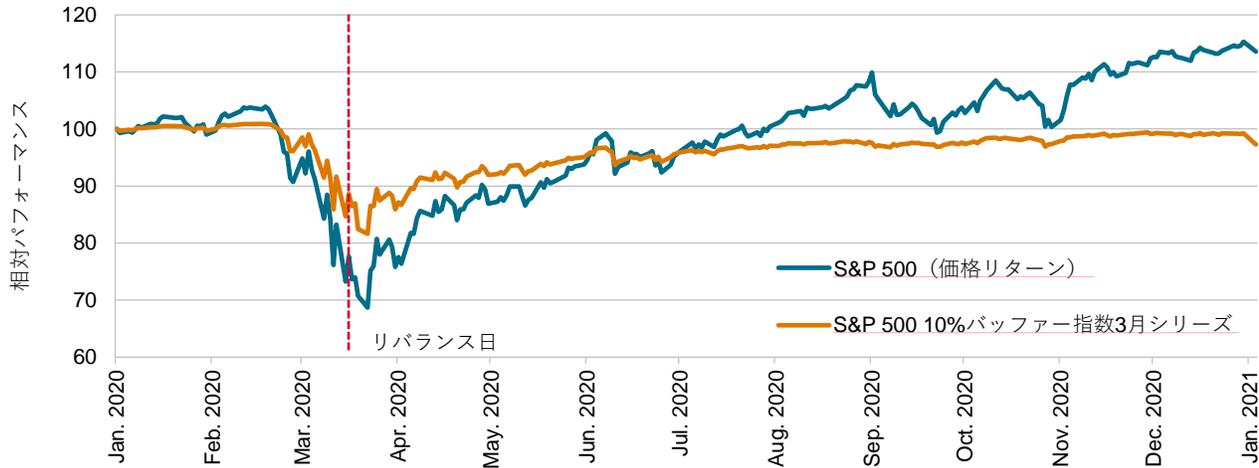
図表 29：S&P 500 10%バッファ指数 3月シリーズのパフォーマンス（2022年8月から2023年8月）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2022年8月24日から2023年8月24日までのデータ。S&P 500 10%バッファ指数 3月シリーズは2024年9月6日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

図表 30 は、2020 年 1 月から 2021 年 1 月までの別の 1 年間を示しています。この期間では、S&P 500 は新型コロナウイルスの発生初期に急落したものの、その後は急回復し、最終的には期間全体で 3.6%の上昇となりました。一方、バッファ指数は当初こそ一定の下値保護効果を楽しんだものの、その後は市場の回復に十分に追従できず、最終的には 1 年間で 2.7%の下落となりました。この事例では、短期間の急落局面で実施されたリバランスが追加的な損失の抑制に寄与した一方で、急速な市場回復局面では上昇相場への追従を制限する可能性があることを示しています。

図表 30 : S&P 500 10%バッファ指数 3 月シリーズのパフォーマンス (2020 年 1 月から 2021 年 1 月)



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2020 年 1 月 2 日から 2021 年 1 月 4 日までのデータ。S&P 500 10%バッファ指数 3 月シリーズは 2024 年 9 月 6 日に算出を開始しました。当該日以前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

2-4. バックテストされた過去のパフォーマンス

図表 31 は、バッファ指数シリーズのバックテスト・パフォーマンスを要約したものです。第 1 四半期及び第 3 四半期に満期を迎える 1 年物オプションの取引機会や、十分な流動性が確保された時期が遅れたため、バッファ指数の 6 月と 12 月シリーズは、3 月と 9 月シリーズよりもバックテスト期間が長くなっています。

図表 31：S&P 500 10%バッファ指数シリーズの過去のパフォーマンス

指標	S&P 500 (TR)	バッファ 3月	バッファ 6月	バッファ 9月	バッファ 12月	S&P 500 (TR)	バッファ 6月	バッファ 12月
	(1) 2018年9月以降のデータに基づく					(2) 2011年12月以降のデータに基づく		
年率パフォーマンス (%)	14.31	9.03	10.96	11.12	11.62	14.95	10.44	10.72
年率ボラティリティ (%)	17.06	9.83	10.73	11.10	11.02	13.92	8.62	8.80
パフォーマンス÷ボラティリティ	0.84	0.92	1.02	1.00	1.05	1.07	1.21	1.22

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2011年12月から2025年12月までの月末データに基づいています。6月及び12月シリーズについては2011年以降、3月及び9月シリーズについては2018年以降において、バックテストされたデータが利用可能です。この分析は、S&P 500 10%バッファ指数3月、6月、9月、及び12月シリーズに基づいており、この指数は2024年9月6日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

2011年12月から2025年12月までの（より長期の）バックテスト・データに基づく、S&P 500 10%バッファ指数の6月シリーズ及び12月シリーズの年率リターンは、それぞれ10.4%及び10.7%となり、S&P 500の15.0%を下回りました。一方、バッファ指数のボラティリティは8.6%～8.8%となり、S&P 500の13.9%を大きく下回ったことから、リスク調整後パフォーマンスは改善しました。また、2018年9月以降のより短い期間における3月、6月、9月、及び12月シリーズのバックテスト・パフォーマンスでも概ね同様の傾向が見られました。ただし、図表30に示す通り、3月シリーズは主に2020年3月のロールの影響により、他のシリーズと比べて顕著に低いパフォーマンスを示しました。

2-5. バッファ指数とその他のディフェンシブ戦略の比較

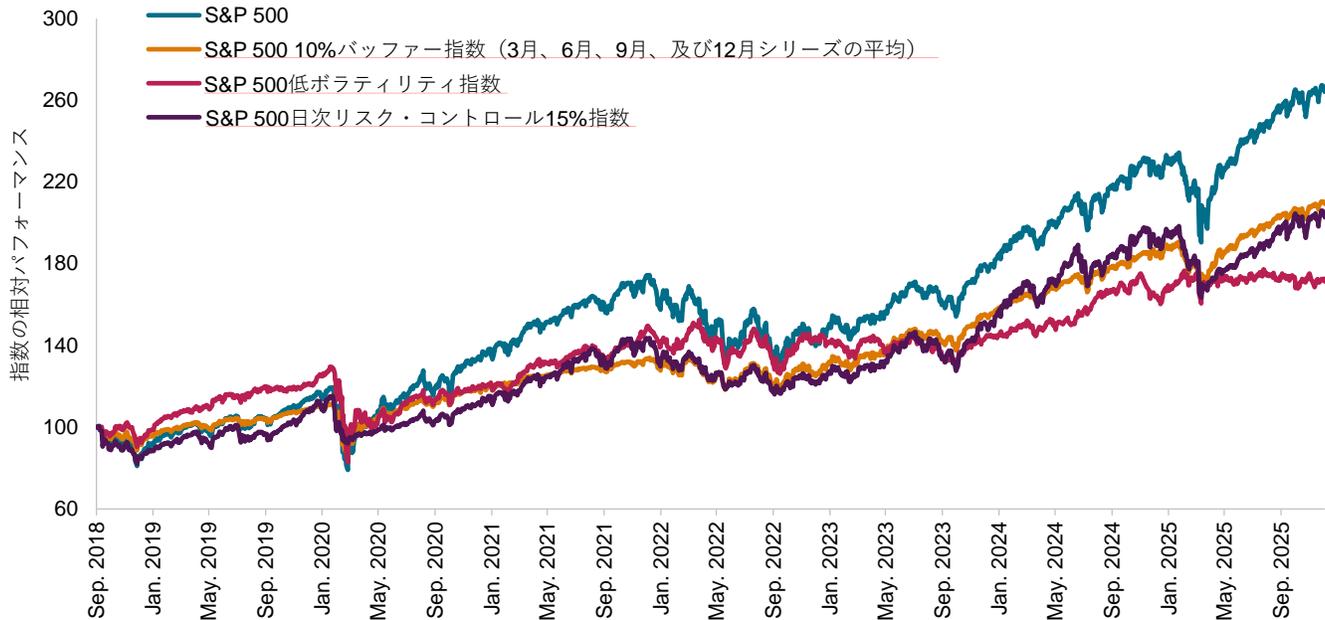
バッファ指数は、想定されるリターンの範囲を限定することに重点を置いていることから、ボラティリティの低減を目的とするその他のディフェンシブ指数戦略と比較することが可能です。その代表例としては、**S&P 500 低ボラティリティ指数**及び**S&P 500 日次リスク・コントロール指数**が挙げられます。

- **S&P 500 低ボラティリティ指数**（「低ボラティリティ」）は、**S&P 500**の構成銘柄の中でボラティリティが最も低い**100**銘柄のパフォーマンスを測定します。各構成銘柄は、直近**1**年間の実現ボラティリティの逆数に基づいてウェイト付けされ、ボラティリティが最も低い銘柄に最も高いウェイトが設定されます。
- **S&P 500 日次リスク・コントロール指数**（「リスク・コントロール」）シリーズは、特定のボラティリティ目標を維持するために数学的アルゴリズムを組み込んでいます。このリスク・コントロールの枠組みを**S&P 500**に適用し、市場のボラティリティに応じて原指数と現金の配分比率を調整することで、ボラティリティをそれぞれ**5%、10%、12%、15%、及び18%**の目標水準に抑制することを目指します。

これらの指数間における重要な概念上の相違点は、バッファ指数が各リバランス日において最初の**10%**の下落に対してダウンサイド・プロテクションの提供を目指している一方で、低ボラティリティ指数及びリスク・コントロール指数では、明示的なダウンサイド・プロテクションまたは特定の時間軸を設定することなく、ボラティリティやドローダウンを抑えることを目的としている点にあります。

図表 32 のバックテスト・データの分析によると、バッファ指数は、低ボラティリティ指数及びリスク・コントロール**15%**指数よりも低いボラティリティで、より高いパフォーマンスを示し、**3**つの指数全ての比較が可能な最長期間において、より高いリスク調整後パフォーマンスを達成しました。過去の市場下落局面に焦点を当てると、**S&P 500**が**2020**年及び**2022**年にそれぞれ最大**33.8%、24.5%**下落した際に、バッファ指数シリーズは最大**10%**のダウンサイド・プロテクションを提供し、他の指数と同等またはそれ以上にドローダウンを抑制しました。一方、**2025**年**2**月から**4**月にかけて発生した急激であったものの、比較的短期間で終息した市場下落局面では、バッファ指数シリーズの平均下落率は**13.8%**となり、**S&P 500**の**18.7%**の調整に比べて下落幅は抑えられました。一方、低ボラティリティ指数の下落率は**9.1%**にとどまりました。

図表 32：S&P 500 10%バッファ指数の過去のパフォーマンスとその他のディフェンシブ戦略の比較



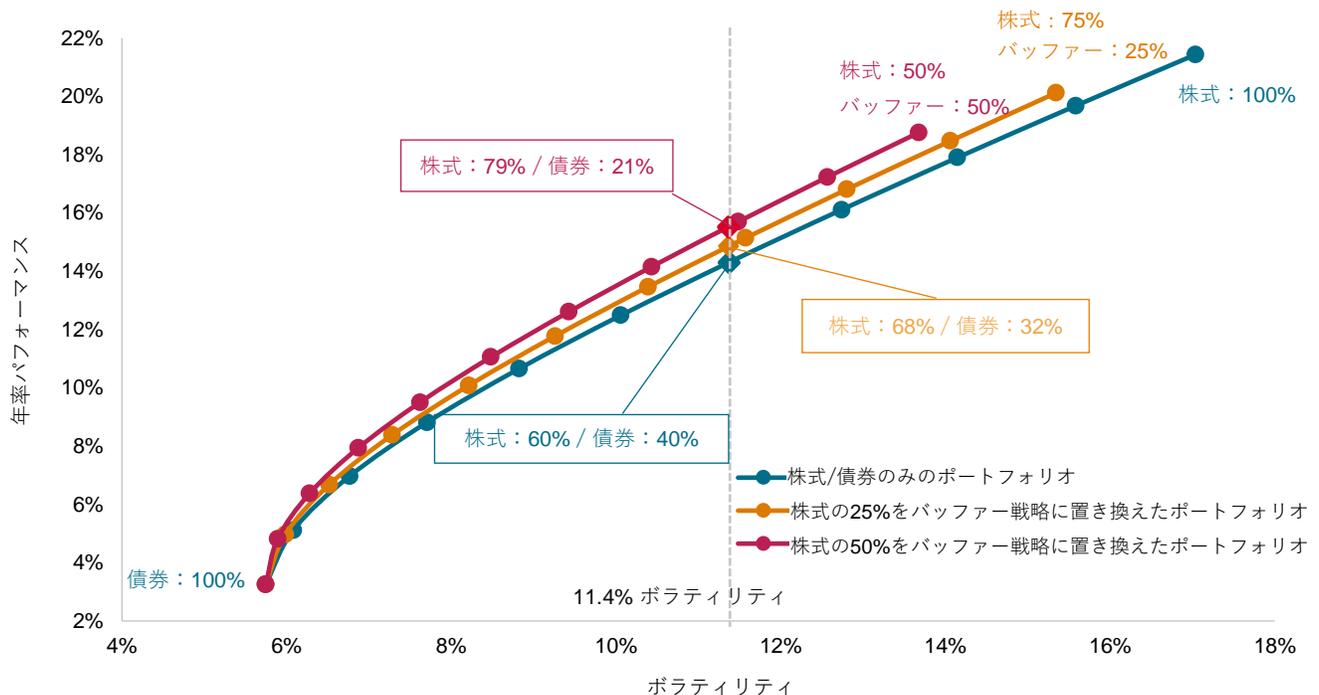
指標	S&P 500 (TR)	S&P 500 10%バッファ指数 (平均)	S&P 500 日次リスク・コントロール 15%指数	S&P 500 低ボラティリティ指数
年率パフォーマンス (%)	14.3	10.7	10.2	7.7
年率ボラティリティ (%)	17.1	10.5	14.8	14.1
パフォーマンス÷ボラティリティ	0.84	1.02	0.69	0.55
パフォーマンス÷ダウンサイド・ボラティリティ	1.30	1.47	1.15	0.77
ベータ	1.00	0.60	0.79	0.65
顕著なドロダウン (%)				
2020年2月～3月	-33.8	-22.4	-20.1	-36.1
2022年1月～10月	-24.5	-12.2	-19.2	-17.2
2025年2月～4月	-18.7	-13.8	-17.6	-9.1
上記3つの期間の平均	-25.7	-16.1	-19.0	-20.8

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2018年9月28日から2025年12月31日までのデータ。年率換算されたパフォーマンス、ボラティリティ、及びベータは、月次データに基づいて算出されている一方で、最大ドロダウンは、日次データに基づいて算出されています。S&P 500 10%バッファ指数 (3月、6月、9月、及び12月シリーズの平均) は、2018年9月28日に均等ウェイトで構築された S&P 500 10%バッファ指数 3月、6月、9月、及び12月シリーズの仮想ポートフォリオを表しています。S&P 500 10%バッファ指数 3月、6月、9月、及び12月シリーズは2024年9月6日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図及び表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

2-6. 仮想ポートフォリオでの活用例

株式/債券の仮想ポートフォリオにバッファ戦略を組み入れることで、ポートフォリオ全体のリスク・リターン特性が改善していた可能性があります。仮想ポートフォリオに基づく分析において、前述と同じ指数構成要素を使用し、2018年9月以降のバックテスト・データを分析したところ、株式ウェイトの一部をバッファ指数に連動する構成要素に置き換えた場合、伝統的な株式/債券のポートフォリオと比較して、より高いリスク調整後パフォーマンスを達成していたことが示唆されました（図表 33 参照）。

図表 33：バッファ指数を組み入れた仮説に基づく株式/債券ポートフォリオ



上図の分析は仮説に基づくポートフォリオに基づいています。出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所 (Cboe)。2018年9月から2025年12月までのデータ。各点は、債券の割合を10%刻みで増減させたポートフォリオを表しています。債券、株式、及びカバード・コールのパフォーマンスは、それぞれ iBoxx \$ Overall、S&P 500、及び2018年9月28日に均等ウェイトで構築された S&P 500 10%バッファ指数 3月、6月、9月、及び12月シリーズのポートフォリオで表されています。ポートフォリオは、各月末時点で所与の資産配分にリバランスされます。S&P 500 10%バッファ指数 3月、6月、9月、及び12月シリーズは2024年9月6日に算出を開始しました。当該日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示を参照ください。

リスク特性、パフォーマンス、及び相関が変化することにより、**バッファ指数はポートフォリオ全体のリスク水準を維持しつつ、株式市場へのエクスポージャーを高める可能性があります。**例えば、S&P 500 を 60%、iBoxx \$ Overall を 40%とする 60/40 の仮想ポートフォリオは、対象期間において年率 14.3%のリターンを計上し、対応するボラティリティは 11.4%でした。同水準のボラティリティを前提として、株式連動資産を 68%（S&P 500 を 51%、S&P 500 10%バッファ指数シリーズを 17%）とし、債券を 32%とする仮想ポートフォリオでは、年率 14.9%と、より高いパフォーマンスを達成しました。さらに、株式を 79%（S&P 500 及び S&P 500 10%バッファ指数シリーズをそれぞれ 39.5%）とし、債券を 21%とする仮想ポートフォリオでは、年率 15.5%と、さらに高いパフォーマンスが示されました。

まとめ

米国ではオプション・ベース ETF が著しい成長を示し、市場規模は 2019 年の 50 億米ドル未満から 2025 年には 2,450 億ドルへと拡大しました。これは、**これらの金融商品が主要な投資手法としてますます採用されている**ことを示しています。また、こうした動きは、ETF 業界全体の高度化の進展という大きな潮流の中に位置付けられるものです。ETF 業界はコストを抑えつつ投資へのアクセスを簡素化し、市場及び投資エクスポージャーの拡大に伴い、幅広い分野で流動性の向上を図ってきました。これと並行して、オプション・ベースの戦略に対するルールに基づく透明性の高いアプローチを確立することで、商品イノベーションを促進し、市場参入の障壁を引き下げ、認知度を拡大するとともに、ポートフォリオ構築に向けた新たな基準を確立してきました。

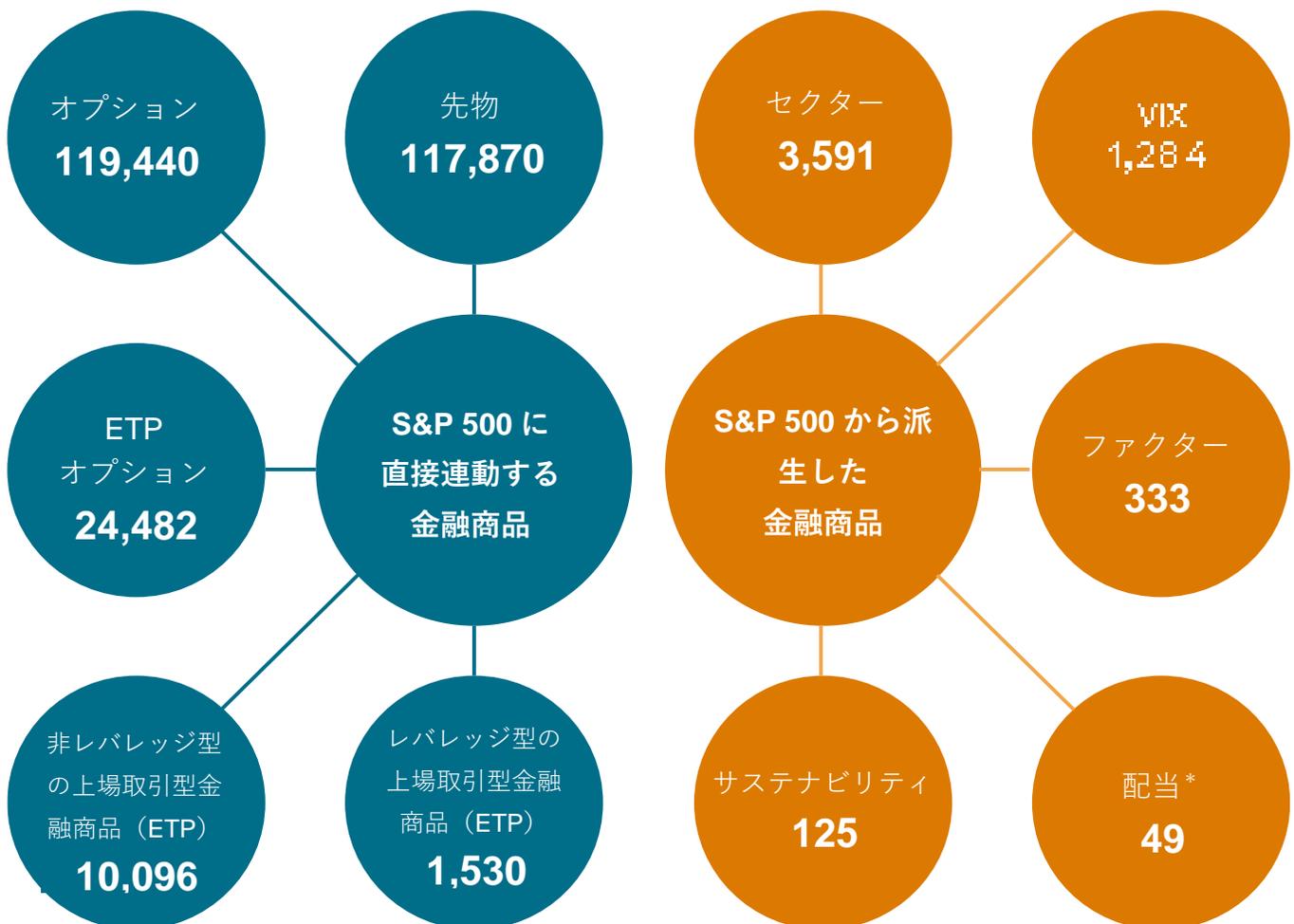
こうしたトレンドは、より幅広い市場参加者が、単独のソリューションとして、あるいはより広範なポートフォリオの一部として、**インカム収入源を増やしたり分散したりしながら、リスクを管理し、または株式市場への参加や損失保護の管理に対してより体系的なアプローチを採用すること**に貢献してきました。最も一般的な 2 つの戦略形態であるコール・オーバーライティング戦略及びバッファ戦略に基づく指数は、アクティブ及びパッシブな両方のオプション戦略に対して信頼性の高いベンチマークを提供してきました。また、これらの投資で使用されるオプションでは、代表的な株式ベンチマークが引き続き最も人気の高い原資産になっています。したがって、特に S&P 500 の取引エコシステムを基盤とするカバード・コール指数及びバッファ指数は、こうした進化の過程において重要な役割を果たしてきました。

指数は、パッシブ・ファンドの単なる複製対象にとどまらず、パフォーマンス評価やリスク要因分析、さらには商品開発のための客観的なベンチマークとして機能しています。 指数の透明性、信頼性、及び長期にわたる履歴は、投資家が成果を理解・監視・比較することを可能にし、この業界が進化を続ける中で、信頼を醸成し、情報に基づく適切な意思決定を支援することに寄与しています。また、権利行使価格、満期、及び原資産のエクスポージャーといった要素全体にわたり指数メソドロジーを柔軟に設計できることにより、**多様かつ変化する投資家ニーズ、市場環境、及び規制の枠組みに対応したテーラーメイドのソリューションを提供することが可能**となっています。

付属資料 A：S&P 500 の取引エコシステム

S&P 500 は、オプション・ベース ETF におけるオプションの主要な原資産として機能しており、その総資産の 59% を占めています（図表 2 参照）。**S&P 500** は、堅固な取引エコシステムから恩恵を受けており、2024 年には推計で総額 279 兆ドル相当の経済的価値が取引されました（図表 34 参照）。この大規模かつ活発な指数取引エコシステムは、オプション・ベース ETF の急速な拡大にとって重要な基盤となっています。

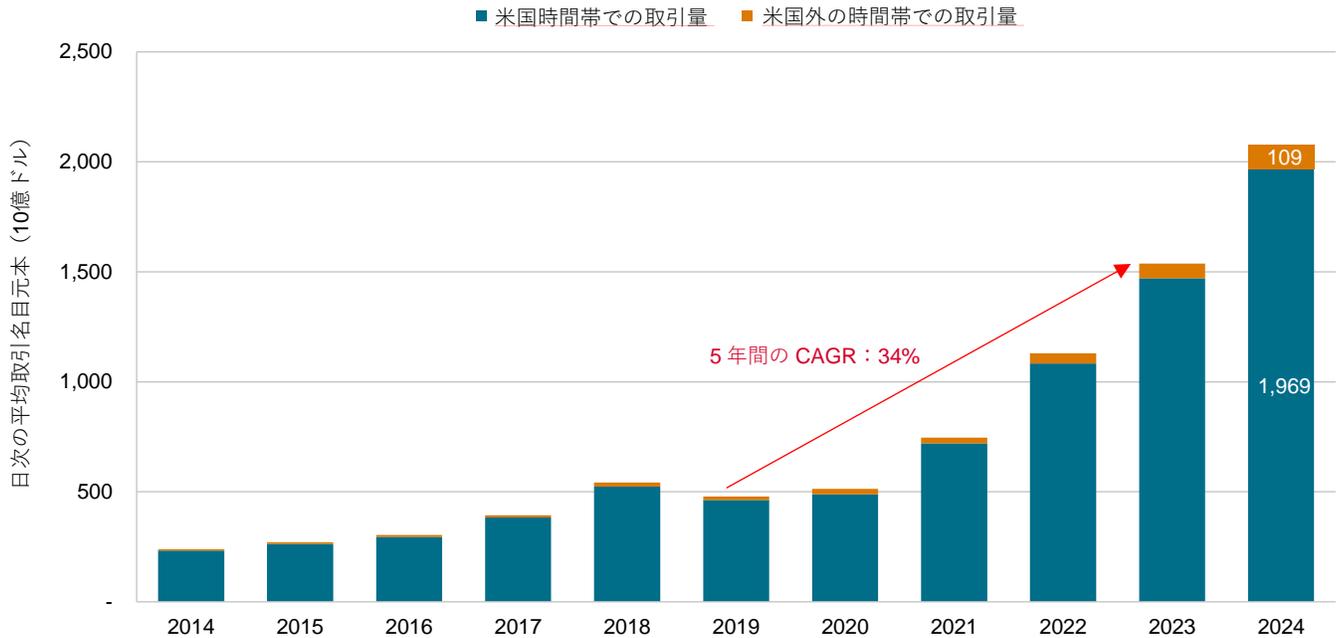
図表 34：S&P 500 のエコシステム – 指数換算の取引総量（単位：10 億ドル）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、先物取引業協会 (FIA)、ブルームバーグ。2024 年 12 月 31 日現在のデータ。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスのリサーチ (2025 年 9 月) 「[The Liquidity Landscape](#) (流動性の状況)」において定義されている「指数換算取引量 (IET)」に基づいています。取引量は、オプション取引量の平均デルタの推定など短期の指数感応度の程度に応じて調整されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

特筆すべきこととして、S&P 500 オプションの流動性は最近増加しており、過去 5 年間の年平均成長率 (CAGR) は全体で 34%、米国外の取引時間帯では 47% に達しています（図表 35 参照）。このように 24 時間にわたり流動性が確保されていることにより、S&P 500 オプションを活用した様々なオプション戦略を、米国外の多様な市場で提供することが可能となっています。

図表 35：S&P 500 上場オプションの取引量の伸び



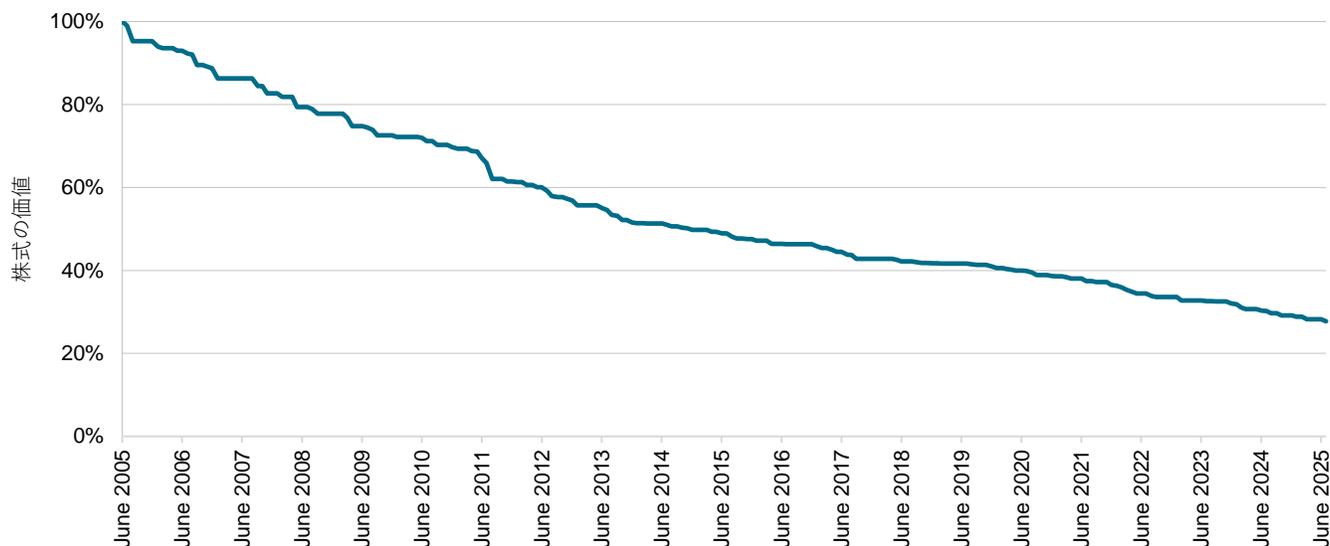
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、シカゴ・オプション取引所 (Cboe)、シカゴ・マーカントイル取引所 (CME)、ブルームバーグ。2024年12月31日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

付属資料 B：カバード・コール戦略におけるインカム分配と再投資

本稿では主にカバード・コール戦略の構造、特性、及び潜在的な応用方法に焦点を当て、オプション・プレミアムが全て再投資されることを前提として、カバード・コール指数のトータル・リターン版に基づいて、包括的な分析を実施しました。しかし、実際に戦略を運用するに際しては、**オプション・プレミアムの配分（分配するか、あるいは再投資するか）に関する判断が極めて重要であると言えます。**というのも、この判断がポートフォリオの純資産の増加（あるいは減少）に大きな影響を及ぼすからです。

この点は、**BXM** を用いて概念的に説明することができます。ここ数十年にわたり **S&P 500** が高いパフォーマンスを示してきたことを踏まえると、**BXM** における **S&P 500** のコール・オプションのショート・ポジションは、イン・ザ・マネーになる場合が多く、権利行使されました。このことは、**S&P 500** が上昇した月には、株式の値上がり益がコール・オプションのショート・ポジションの現金決済によって相殺される一方、その他の月には **S&P 500** が下落するか、ほぼ横ばいで推移していたことを意味します。また、これは **BXM** の成長が主にコール・オプション・プレミアム及び株式配当の再投資に起因していたことを示唆しています。言い換えれば、コール・オプション・プレミアムが全額分配されていたならば、図表 36 に示されている通り、この仮想ポートフォリオの価値は時間の経過とともに徐々に減少していた可能性があります。

**図表 36：オプション・プレミアムを全て分配したと仮定した場合における Cboe S&P 500 バイ・ライ
ト指数の仮想株式ポジション**



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2005年6月から2025年6月までにおける月次ロール日と次のロール日の間の S&P 500 の価格リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

このトピックに関する詳細な知見については、当社の以前のレポートである「[Seeking Income: Cash Flow Distribution Analysis of S&P 500 Buy-Write Strategies](#)」を参照ください。

Performance Disclosure/Back-Tested Data

The S&P U.S. Treasury Current 3-Month Bill Index was launched on Nov. 5, 2019. The S&P 500 Daily Covered Call Index was launched Oct. 5, 2023. The Dow Jones U.S. Dividend 100 Index was launched Aug. 31, 2011. The Dow Jones U.S. Dividend 100 Covered Call Index series was launched April 14, 2023. The S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series were launched Sept. 6, 2024. All information presented prior to an index's Launch Date is hypothetical (back-tested), not actual performance. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect on the index Launch Date. However, when creating back-tested history for periods of market anomalies or other periods that do not reflect the general current market environment, index methodology rules may be relaxed to capture a large enough universe of securities to simulate the target market the index is designed to measure or strategy the index is designed to capture. For example, market capitalization and liquidity thresholds may be reduced. Complete index methodology details are available at www.spglobal.com/spdji. Past performance of the Index is not an indication of future results. Back-tested performance reflects application of an index methodology and selection of index constituents with the benefit of hindsight and knowledge of factors that may have positively affected its performance, cannot account for all financial risk that may affect results and may be considered to reflect survivor/look ahead bias. Actual returns may differ significantly from, and be lower than, back-tested returns. Past performance is not an indication or guarantee of future results. Please refer to the methodology for the Index for more details about the index, including the manner in which it is rebalanced, the timing of such rebalancing, criteria for additions and deletions, as well as all index calculations. Back-tested performance is for use with institutions only; not for use with retail investors.

S&P Dow Jones Indices defines various dates to assist our clients in providing transparency. The First Value Date is the first day for which there is a calculated value (either live or back-tested) for a given index. The Base Date is the date at which the index is set to a fixed value for calculation purposes. The Launch Date designates the date when the values of an index are first considered live: index values provided for any date or time period prior to the index's Launch Date are considered back-tested. S&P Dow Jones Indices defines the Launch Date as the date by which the values of an index are known to have been released to the public, for example via the company's public website or its data feed to external parties. For Dow Jones-branded indices introduced prior to May 31, 2013, the Launch Date (which prior to May 31, 2013, was termed "Date of introduction") is set at a date upon which no further changes were permitted to be made to the index methodology, but that may have been prior to the Index's public release date.

Typically, when S&P DJI creates back-tested index data, S&P DJI uses actual historical constituent-level data (e.g., historical price, market capitalization, and corporate action data) in its calculations. As ESG investing is still in early stages of development, certain datapoints used to calculate S&P DJI's ESG indices may not be available for the entire desired period of back-tested history. The same data availability issue could be true for other indices as well. In cases when actual data is not available for all relevant historical periods, S&P DJI may employ a process of using "Backward Data Assumption" (or pulling back) of ESG data for the calculation of back-tested historical performance. "Backward Data Assumption" is a process that applies the earliest actual live data point available for an index constituent company to all prior historical instances in the index performance. For example, Backward Data Assumption inherently assumes that companies currently not involved in a specific business activity (also known as "product involvement") were never involved historically and similarly also assumes that companies currently involved in a specific business activity were involved historically too. The Backward Data Assumption allows the hypothetical back-test to be extended over more historical years than would be feasible using only actual data. For more information on "Backward Data Assumption" please refer to the [FAQ](#). The methodology and factsheets of any index that employs backward assumption in the back-tested history will explicitly state so. The methodology will include an Appendix with a table setting forth the specific data points and relevant time period for which backward projected data was used.

Index returns shown do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. S&P Dow Jones Indices maintains the index and calculates the index levels and performance shown or discussed but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the Index or investment funds that are intended to track the performance of the Index. The imposition of these fees and charges would cause actual and back-tested performance of the securities/fund to be lower than the Index performance shown. As a simple example, if an index returned 10% on a US \$100,000 investment for a 12-month period (or US \$10,000) and an actual asset-based fee of 1.5% was imposed at the end of the period on the investment plus accrued interest (or US \$1,650), the net return would be 8.35% (or US \$8,350) for the year. Over a three-year period, an annual 1.5% fee taken at year end with an assumed 10% return per year would result in a cumulative gross return of 33.10%, a total fee of US \$5,375, and a cumulative net return of 27.2% (or US \$27,200).

General Disclaimer

© 2026 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS, CRITR are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

Closing prices for S&P Dow Jones Indices' US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.