

## 日経 225 マイクロ先物とミニオプションの上場に寄せて — (2) 日経 225 ミニオプション上場について—

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特任研究員 二上季代司  
(滋賀大学名誉教授)

### 1. はじめに

大阪取引所は、本年 5 月 29 日、日経 225 ミニオプションを上場した。これによって取引単位 1/10 のミニオプションが日経 225 オプション市場に加わった。しかし、もう一つ重要な変更点があった。それは「Weekly Option (週次オプション)」を廃止したことである。

2015 年 5 月までの日経 225 オプションの満期日は各月第 2 金曜日に設定されていたが、この年の 5 月 25 日、毎週金曜日 (第 2 週を除く) に満期日を設定した「週次オプション」が上場された。それが、満 8 年後の本年 5 月 27 日に終了し、翌週の 29 日から毎週金曜日を満期日とするミニオプションが開始された。つまり、日経 225 マイクロ先物が、「ラージ」、「ミニ」に追加された市場であるのに対し、ミニオプションは、それまであった「週次オプション」の取引単位を 1/10 にする商品設計の変更であったということである<sup>1</sup>。この変更が、どのような効果を持つのだろうか？それが小稿の課題である。

そのためには、①週次オプションが開始された 2015 年 5 月末、②今回のミニオプションが開始された 2023 年 5 月末を境に取引状況にどのような変化がみられるのか、それを確認する必要があるだろう。

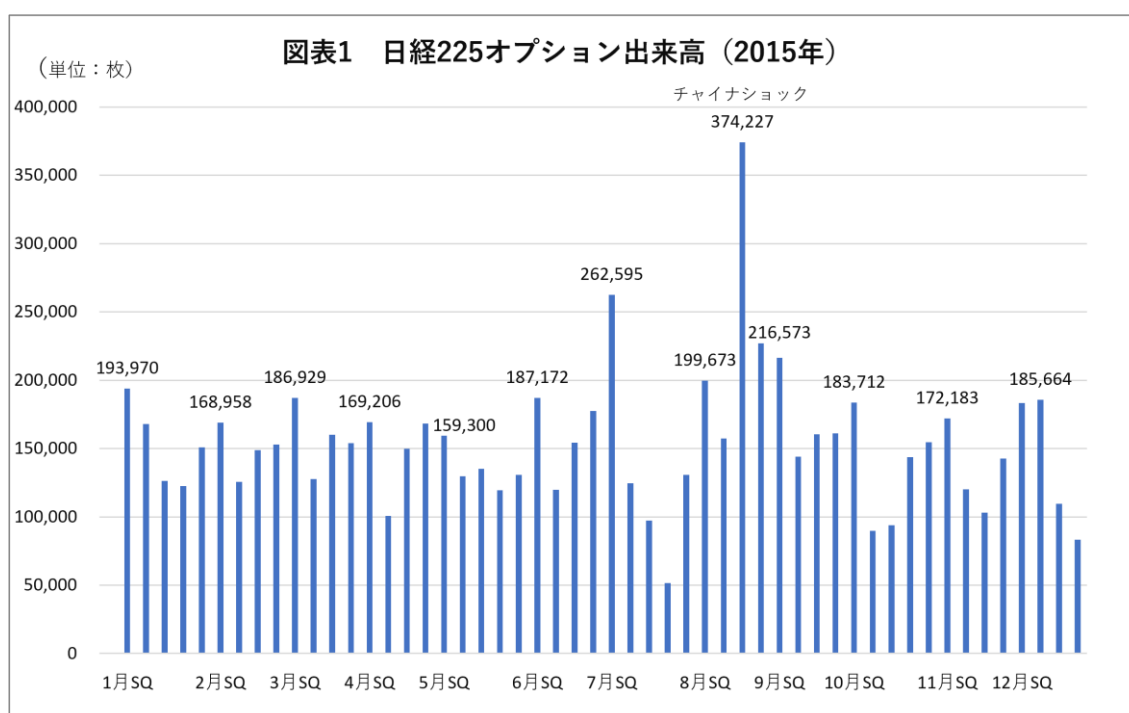
(ミニオプションが上場されたことから、以下では既存の日経 225 オプションを「ラージ」、週次オプションを「ウィークリー」と略称する。)

### 2. 日経 225 オプションの取引状況 (週次オプション開始前)

そこでまず、「ウィークリー」が開始された 2015 年 5 月末前後の取引状況を見ておこう。図表 1 は日経 225 オプション「ラージ」の取引高をみたものである。週次ベースで 1 日平均の取引高を図示している。これによると、毎月第 2 週の取引高が前後の週に比べ増えることがわかる。第 2 週の金曜日はオプションの満期日であり、その直前に取引が膨らむことがわかる。

---

<sup>1</sup> ちなみに、日経 225 オプションの限月は、6・12 月限は 16 限月 (最長 8 年)、3・9 月限は 3 限月、それ以外は 8 限月となっている。他方、ミニオプションが上場されるまで、週次オプションがあり、その限月として各週 (第 2 週を除く) 4 限月が設定されていた。それが、ミニオプションでは、第 2 週は 3 限月、それ以外は 4 限月となっている。つまり週次オプションの取引単位を 1/10 に縮小し、第 2 週にも 3 限月を追加したのである。



- (注) 1. 1日平均 (週ベース)。ただし6月より始まる週次オプションを除く。  
 2. SQは「特別清算指数」の略。満期日は、この値段で決済されるのでSQ日とも呼ばれる。数字はSQ日を含む週だけ取り出して1日あたりの平均取引高を示している。  
 (出所)「指数オプション取引取引状況 (日別)」(大阪取引所「月間統計資料」)より算出のうえ作図。

もっとも、いつもそうであるとは限らない。例えば、2015年6月中旬から始まった中国株の暴落が世界的に波及し、日本株は同年8月20日から9月8日まで2万500円台から1万7400円台まで15%強、急落した。この間、オプション取引高は急増し、満期日を含む9月第2週の取引高は、8月第4週、9月第1週の取引高を大きく下回ったのである。

先物「ラージ」にはこうした現象は見られない。先物「ラージ」も8月第4週は急増しているが、9月第2週の取引高はこれよりやや多いのである<sup>2</sup>。前回でも見たように先物「ラージ」には四半期決算に縛られた実需筋のヘッジ取引 (およびそのロールオーバー) が経常的に行われる。それは3, 6, 9, 12月の満期日に先立つ第1週から第2週初にかけて集中するので、その前後と比べて突出して取引が多くなる。

これに対しオプションでも、満期の直前期に膨らむ取引にはヘッジ取引のロールオーバーも含まれるであろうが、短期の投機的取引も増えてくる。満期日 (金曜) に近づくとつれ時間的価値がゼロに近づく<sup>3</sup>。他方で、レバレッジは高いので原資産価格である日経平均の値動きよりも

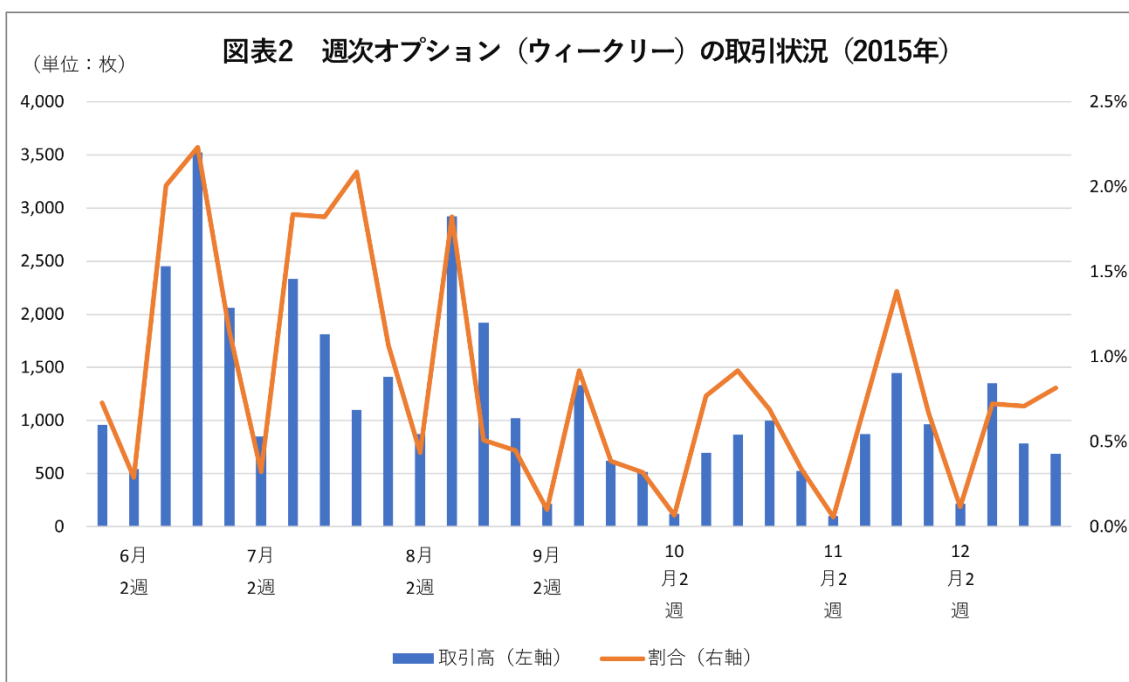
<sup>2</sup> 日経225先物「ラージ」の1日平均取引高は、2015年8月第4週は31.4万枚、9月第1週17.6万枚、第2週33.5万枚である (大阪取引所「指数先物取引取引状況 (日別)、8月、9月より算出」)。

<sup>3</sup> オプション価格は本源的価値 (コールの場合は「原資産価格」が「権利行使価格」を上回る場

大きくなる。このため満期まで最大 4 日以内のオプション取引は、比較的少ない資金負担で投機に参加できるので、個人のシェアは高くなるのである（後述）。

### 3. 週次オプション「ウィークリー」開始後

それでは、2015 年 5 月末から開始した「ウィークリー」は、取引状況にどのような変化をもたらしたのだろうか？

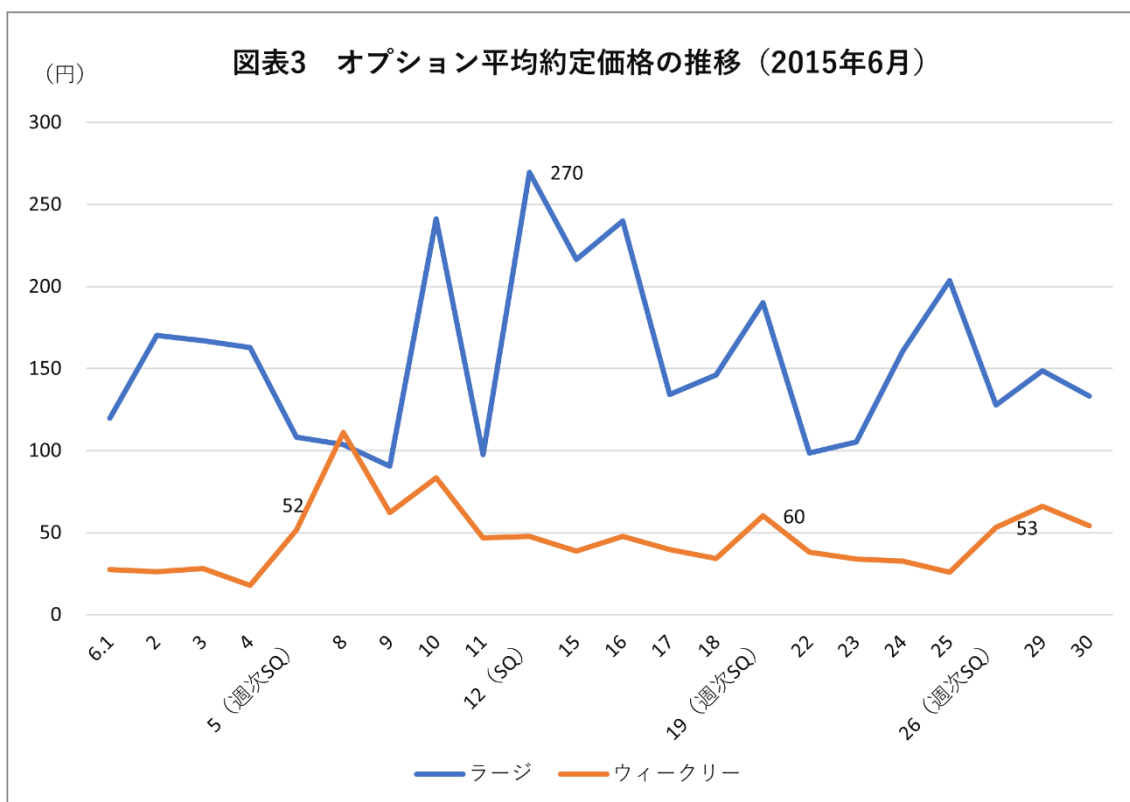


- （注） 1. 各月第 2 週のみ満期日が設定されていない。  
 2. 割合は、日経 225 オプション取引高全体に占めるウィークリーオプションの割合。  
 （出所）図表 1 に同じ。

図表 2 は、2015 年 6 月から 12 月までの「ウィークリー」の取引高をみたものである。これによれば「ウィークリー」の第 2 週取引高は前後の週に比べ大きく減少する。第 2 週には「ウィークリー」の満期が設定されていないからである。第 2 週において数日以内に満期を迎える短期の取引需要は、「ウィークリー」ではなく「ラージ」で行われる。

次に観点を改めて約定価格から「ラージ」と「ウィークリー」を比較してみよう。図表 3 は、両者の日中平均約定価格を見たものである。これによると、両者とも満期日（SQ）前日の約定価格が低く、満期日になると約定価格が高くなるのがわかる。満期日には前日に時間的価値がゼロに近づいていたオプションは決済されて消えるからである。

合の差額）と時間的価値との合計である。本源的価値がプラスの場合「イン・ザ・マネー」、ゼロの場合「アウト・オブ・ザ・マネー」という。



(注) 1. 約定価格は、プット、コールの売り買い合計の取引金額を (取引高×1000) で除した数値。  
 2. 数字は、SQ 日の平均約定価格で、前後と比べ時間的価値が高い。

(出所) 図表 1 に同じ。

しかし約定価格の水準は、「ラージ」は 100～250 円、「ウィークリー」は 25～100 円の幅にあり、両者には格差がある。これには満期期間の長短が関係している。一般に新規上場時点から満期日にかけて時間的価値は低下していき、満期日にはゼロになる。つまり満期期間が長ければ上場時点の時間的価値の水準は高くなる。他方、満期期間が長いと日経 225 の相場水準は新規上場時から遠ざかる可能性が高くなり、本源的価値がゼロの「アウト・オブ・ザ・マネー：以下、OTM と略」になるオプションも多くなるが、「イン・ザ・マネー：以下、ITM」の場合の本源的価値も高くなる。加えて、日経 225 が当初の水準から大きく離れて推移すると、新たな権利行使価格の新規設定が行われる<sup>4</sup>ので、ITM のオプションが減少することがない。

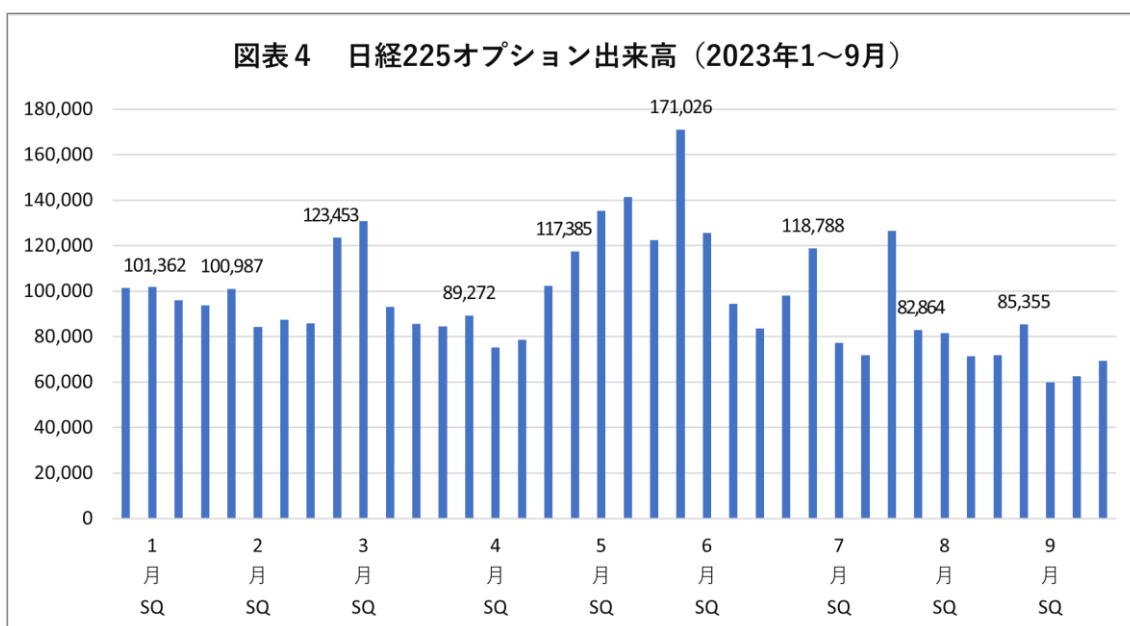
「ラージ」には最長 8 年の期先物があって、限月の数は 27 ある。毎月第 2 週に満期の来る限月は、単純計算で 1/27、つまり時間的価値を無視でき、結果が数日でわかる、値段の比較的安いオプションは 1/27 に過ぎない。これに対し「ウィークリー」は最長 4 か月で短期的な投機需要に適した商品設計になっている。こうした違いが平均約定価格の差となって表れていると考

<sup>4</sup> 新規上場に際して、「ラージ」の場合、前日の日経 225 を基準価格として上下 16 本の権利行使価格のオプションが設定されるが、日経 225 が当初の水準から大きく離れて推移すると、新たな権利行使価格の新規設定が行われる。

えられる。では、これは具体的にどのような意味を持っているのだろうか。それをみるためには、「ラージ」と「ウィークリー」に投資家属性の違いがあるのかが手掛かりとなる。しかし残念ながら、これは公表されていない。ところが本年5月にミニオプションが上場されて、「ラージ」と「ミニ」の投資家別取引状況が比較できるようになった。そこで、2023年に入っても、「ラージ」と「ウィークリー」の関係は変化がなかったのか。さらに「ミニ」が「ウィークリー」と交代したことによって何が変わったのか。そこには投資家属性において特徴点が見いだされるのか、それ見よう。

#### 4. ミニオプション取引開始前後

8年後の本年、「ウィークリー」は取引単位1/10の「ミニ」にとって代われ、第2週にも限月が設定された。そこで本年1月から9月までの日経225オプション「ラージ」の取引高をみると、図表4のようになる。これによると、2015年当時と同様にSQを含む第2週に取引高が前後に比べ大きくなるが、これまた当時と同様にそれほど明瞭に確認できる傾向でもない。



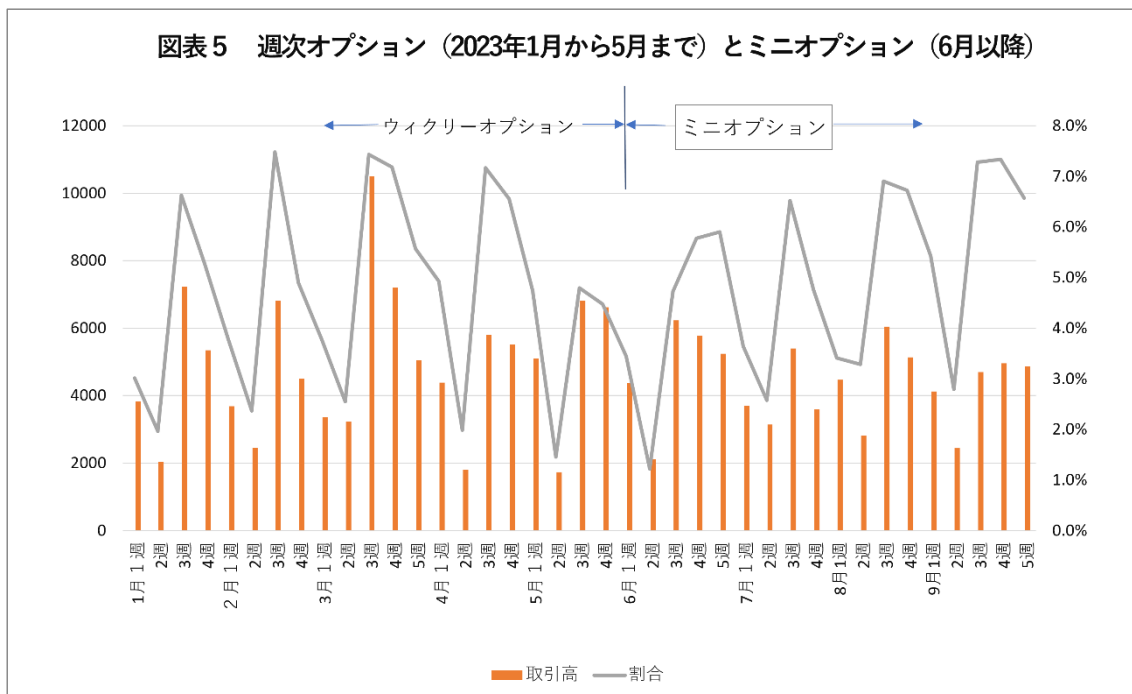
(注) 1. 1日平均（週ベース）。ただし6月より始まる週次オプションを除く。

2. 数字はSQ日を含む週の1日平均取引高。

(出所) 図表1に同じ。

次に「ウィークリー」と「ミニ」の取引高をみておこう（図表5）。これによると、2015年当時と同様に「ラージ」のSQが設定される第2週の取引高（およびその割合）が大きく落ち込んでいる。しかし、ミニオプションが始まった6月以降、取引高シェアは上昇傾向を示しているようにみえる。2015年当時、ウィークリーのシェアは2%前後にとどまっていたが、2023年には3%～7%の範囲内にあり、シェアは当時より高まっている。ミニになればより一層、上昇するのだろう

か？上昇していくとすれば、どのような属性の投資家が参入するからなのだろうか。そこで今度は観点を代えて、投資家属性によって取引状況にどのような特徴がみられるか。それをみよう。



(注) 1. ミニオプションの取引高は1/10に換算してウィークリーの取引高と連続させている。  
 2. 割合は、日経225オプション取引高全体に占めるウィークリーおよびミニオプションの割合。  
 (出所) 図表1に同じ。

### 5. 「ラージ」と「ミニ」の投資家別取引状況

図表6は、2023年（1～9月）の投資部門別の取引高シェアの推移をみたものである。ミニは1/10に換算したうえで合算している。これによると、海外投資家が最大シェアを占めることに変わらないが、ミニが開始された6月以降、海外投資家のシェアは低下し、個人のシェアが3ポイント程度、上昇しているように見える。

図表6 投資部門別取引シェア（2023年）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
海外投資家	72.8%	73.6%	72.8%	72.8%	73.5%	73.3%	70.4%	70.6%	68.8%	67.9%
個人	17.3%	16.9%	18.3%	18.6%	17.2%	18.0%	19.2%	20.1%	20.8%	20.9%
法人	2.3%	2.4%	2.0%	2.3%	2.8%	2.6%	3.1%	2.4%	3.0%	2.8%
証券会社(自己)	7.6%	7.2%	6.8%	6.2%	6.5%	6.2%	7.3%	6.9%	7.3%	8.3%

(注) 1. プット、コールの売り買い合算。6月以降のミニは1/10に換算してラージと基準を合わせたうえで合算。  
 2. 資本金30億円未満の証券会社の委託分は除く。  
 (出所) 大阪取引所「投資部門別取引状況」より抜粋。

そこでこれを 6 月以降につきラージとミニに区分して、投資部門別の取引シェアと平均約定価格をみたものが図表 7 である。取引高シェアをみると、押しなべて海外投資家のシェアが高いが、ミニだけとってみると個人投資家のシェアが 4 割を超えており、かなり高い。平均約定価格をみると、ミニは 100 円前後を示しており、ラージのほぼ 1/3 である。2015 年当時の事例では、ウィークリーの平均約定価格はラージの 1/4~1/3 程度であったから、ミニとウィークリーはほぼ同じ投資態様であったと思われる。つまり、ウィークリーもミニも SQ 算出日直前になって時間的価値がなくなったオプションの投機的売買のウェイトが高かったということである。

図表 7 日経 225 オプションの投資部門別取引状況

	6 月		7 月		8 月		9 月		10 月	
	シェア	平均約定価格	シェア	平均約定価格	シェア	平均約定価格	シェア	平均約定価格	シェア	平均約定価格
日経 225 オプション(プット)										
		365		258		259		257		285
海外投資家	75.2%	430	71.0%	302	71.5%	308	68.6%	308	67.7%	329
個人	16.0%	83	17.3%	73	18.4%	67	19.2%	67	19.7%	93
法人	2.4%	127	3.6%	138	2.6%	135	3.9%	184	3.3%	236
証券会社(自己)	6.4%	404	8.2%	325	7.4%	303	8.1%	316	9.3%	387
日経 225 オプション(コール)										
		452		225		255		301		232
海外投資家	72.2%	543	71.0%	270	70.7%	308	71.1%	363	70.0%	273
個人	18.6%	141	19.9%	82	20.3%	74	20.2%	90	19.6%	85
法人	2.9%	286	2.5%	140	2.1%	183	1.6%	156	2.3%	132
証券会社(自己)	6.2%	412	6.6%	205	7.0%	264	7.1%	305	8.1%	261
日経 225 ミニオプション(プット)										
		118		85		99		70		95
海外投資家	55.8%	169	56.6%	108	59.6%	129	55.8%	80	55.3%	108
個人	40.5%	52	40.1%	54	37.5%	54	40.4%	58	42.0%	79
法人	1.5%	75	1.6%	83	2.2%	77	1.9%	84	2.0%	93
証券会社(自己)	2.1%	48	1.7%	29	0.7%	15	1.9%	25	0.7%	34
日経 225 ミニオプション(コール)										
		160		85		97		73		70
海外投資家	61.8%	207	57.3%	110	59.2%	128	56.9%	84	52.4%	86
個人	34.1%	83	39.4%	51	37.6%	52	39.3%	59	44.2%	54
法人	1.5%	157	1.4%	89	2.2%	71	2.5%	64	1.6%	70
証券会社(自己)	2.5%	42	1.9%	7	1.0%	12	1.3%	13	1.8%	8

- (注) 1. パーセンテージは各投資部門の取引高(売り買い合計)のシェア。  
 2. 資本金 30 億円未満の証券会社の委託分は除く。  
 3. 約定価格は、ラージは取引代金÷(取引高×1000)、ミニは取引金額÷(取引高×100)。

(出所) 大阪取引所「投資部門別取引状況」より作成。

しかし、もっと注目すべきは投資部門別の約定価格の差である。

ラージでもミニでも、海外投資家の約定価格は他の投資家と比べて高いが、ミニの約定価格はラージよりも低い。海外投資家は期先も期近もまんべんなく売買しており、ただ、ミニの方が期近のウェイトが高いからだと考えられる。

次に、個人の約定価格は低く、ラージとミニの約定価格の差も大きくない。これは、個人の場合、ラージでもミニでも期近のオプションだけを集中的に売買していることを意味する。

次に、証券会社（自己）では、ラージの売買シェアは 1 割弱ほどあり、約定価格は海外投資家と並んで高い。他方、ミニのシェアは低く、約定価格が極めて低い。証券会社（自己）もラージでは期先も期近もまんべんなく売買しているが、ミニでは満期直前期のオプションを集中的に売買しているようにみえる。ただ、これはシェアが極めて小さい。

法人は「ラージ」のシェアが 3%程度で、多くは都地銀の利用が占める。「ミニ」のシェアはさらに低く 2%前後で、事業法人の利用が占める。

## 6. 小括

ミニオプションも、マイクロ先物と同様、始まって間もないので、判断できる材料が少ない。以上では、開示資料のみに基づいて何が言えるのか、整理してみた。

第 1 に、ミニの開始後、個人の取引シェアがやや上向いている。個人は、満期に近くなったオプションを集中的に取引する傾向がある。おそらくそれは「ウィークリー」が存続した 10 年間にも続いてきたと考えられる。その「ウィークリー」が、単位 1/10 の「ミニ」に変わったことで、より小口の個人客の参入が促進されたと思われる。

第 2 に、「ラージ」取引では海外投資家のシェアがやや低下している反面、証券会社（自己）のシェアが上昇している。これは、海外投資家の場合、期近物の取引をミニの方に移したからではないか、と思われる。海外投資家は小ロットの注文を多数同時に発注できるアルゴリズムを組んだシステムをそろえているところが多い。そうしたシステムがなければ「ミニ」でデイトレーディング（日計り）はしにくい。つまり期近物の取引をミニにシフトさせにくいだらう。ミニの取引シェアでは海外投資家は過半を占めるが、証券会社（自己）はほとんどないのは、そのためであろう。

第 2 金曜日には日経 225 先物（ラージ・ミニ・マイクロ）と日経 225 オプション（ラージ・ミニ）は、同じ SQ（特別清算指数）で決済されるので、これらの間では裁定関係が働く。先物とオプションとの裁定は「デルタ値」を使って行う必要があり、金融工学にたけた投資家には不可能でもない。ロットの異なる、また満期の異なる多数の銘柄が上場されることで、多様な投資家が参入し、サブマーケットが裁定によって一つの大きなマーケットになれば、全体としての流動性が高まるだろう。他方、多数の銘柄ごとにマーケットが分断したままなら、むしろ流動性が低下する恐れもある。今後の取引状況を追跡していく必要があるだろう。

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料の内容は、株式会社大阪取引所の意見・見解を示すものではありません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。

著者および株式会社大阪取引所は、本資料に基づく投資あるいは類似の行為により発生した如何なる損失や損害に対して、一切の責任を負うものではありません。