

## 先物・オプションマーケット

### 限月間スプレッド取引開始に当たり

ゴールドマン・サックス証券会社  
エクイティ デリバティブ リサーチ  
クリストファー・オーヤン

#### はじめに

海外市場と比較して日本のデリバティブ市場が、最も異なる点は、3種類の異なる原指数について合わせて6本(期近物・期先物)の先物が上場していることです。各先物共、4半期毎に満期を迎えますが、ロールオーバーの状況は指数間で異なっています。これらの3先物指数の限月間取引について、今まではカレンダー・スプレッド市場が存在しませんでした。この度、大阪証券取引所が日経300先物指数について、6月限ロールオーバーからカレンダー・スプレッド市場を開始しました。これにより、これまでの様に期近物と期先物の取引を個別の価格にて執行しなくて済み、投資家は異なる限月の先物をその差額スプレッド価格にて同時に売買することができます。SIMEX及びシカゴマーカンタイル取引所(CME)のピットで取引されている日経225先物及び日経300先物取引のカレンダー・スプレッド市場では同様の方法で取引が行なわれています。

#### スプレッド取引

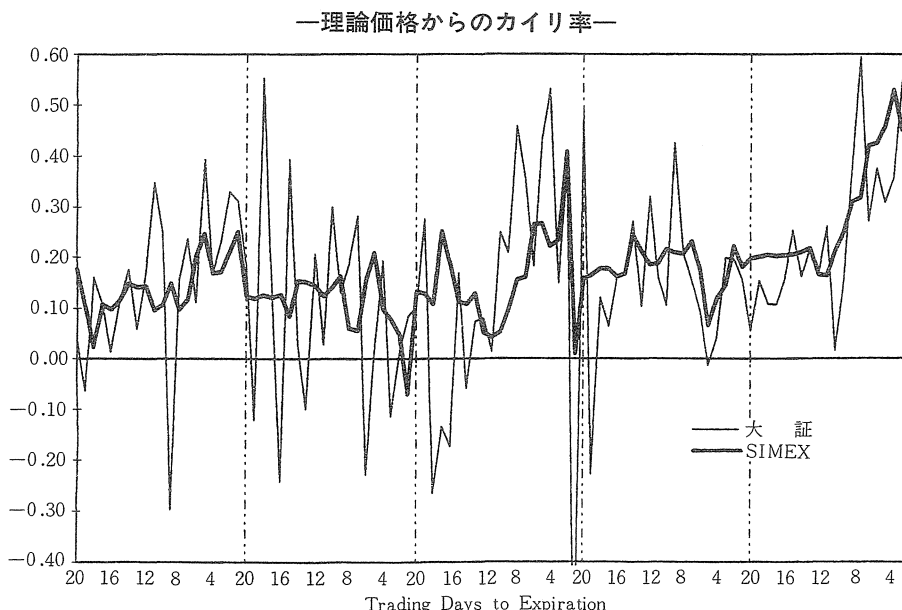
限月間先物をスプレッド価格にて取引する場合の効果

は、先物をロールオーバーする際の全ての市場リスクを排除することができることです。特に市場の変動性が高い時に、期近先物売りと期先先物買いを同時に執行するのは困難です。通常は両限月取引を執行するのに時間差が生じる為、投資家(証券会社)はその間市場リスクを享受することになります。

カレンダー・スプレッド市場が存在しない場合、以下の2点の理由から限月間取引が困難であると考えられます。市場の変動性と、流動性の変化です。市場の変動性が高い時には、一方の限月の先物が執行されている間に、他方の先物のビッドないしはオファーが無くなることもあります。極端な場合は一方の限月が売/買気配やストップ高/安の時もあるかも知れません。流動性については、一般的に期近物と期先物は不均衡となっています。期近物から期先物へ流動性が移行する間に、両限月の流動性が同水準であるのは、1日か2日間位しか存在しません(通常は期近物満期日の数日前に期先物へ流動性が移行します)。一方の限月で大量の取引が可能であっても、限月間取引を執行する場合は、両限月の内、流動性が低い方に制約され、取引可能性は時間と共に変化します。

カレンダー・スプレッド市場の有効性の1つとして、執行リスクの排除により、マーケットメーカーやスペキュレーターが、市場リスク無しでスプレッド価格の方向に対する見通しを執行できることが挙げられます。カレンダー・スプレッド市場のもう1つの有効性は、限月間先物を取引するコストに関して正しい水準を表し、市場参加者がより正確な動向を把握できることです。図1では、

図1 日経225カレンダー・スプレッド比較(大証対SIMEX)



日経225先物カレンダー Spreddについて、大阪証券取引所とSIMEXのデータを比較しています。明らかに、SIMEXの方がカレンダー Spredd市場が存在する為、Spredd価格の変動性が低く抑えられています。

**Spredd取引の時期**

ロールオーバー時期になると、保有ポジションについて早めにロールオーバーした方が良いのか、暫く動向を眺めておいた方が良いのかという質問を受けます。これは、今後のカレンダー Spredd価格が割高 (Spreddがより広がる) になるのか、割安 (Spreddが縮小) になるのかという質問と同じ意味です。限月間 Spreddの動向について一般論を述べるのは困難ですが、図1

に見られます様に満期日までの2・3週間は常にSpreddは割高に取引され、満期日が近づくとも最も割高になる傾向が見られます。ロールオーバーが終了し、満期直前に流動性が急減すると、若干の需給不均衡がSpredd価格に大きな変化を生じさせます。

**日本の限月間Spredd価格の割高さ**

一般的に限月間Spreddは日本では割高に取引されています。それに対し、他の海外市場では図2に示される様に、一部の国で構造的に割安水準になっている以外は、殆どの国では定まった傾向は見られません。図3は、期近先物のバリュエーションを示しています。構造的に割高ないし割安になる主な理由として、現地投資家と海

図2 各国のカレンダーSpredd市場

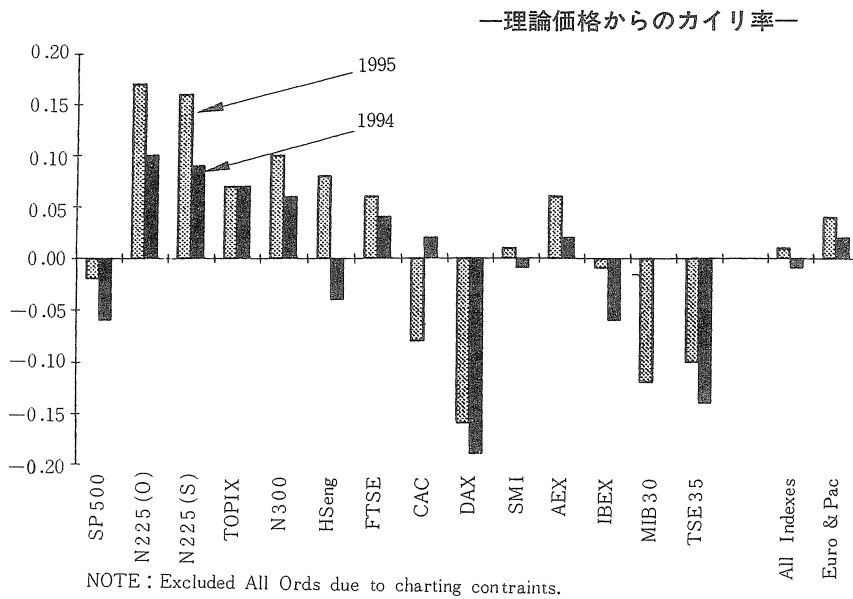
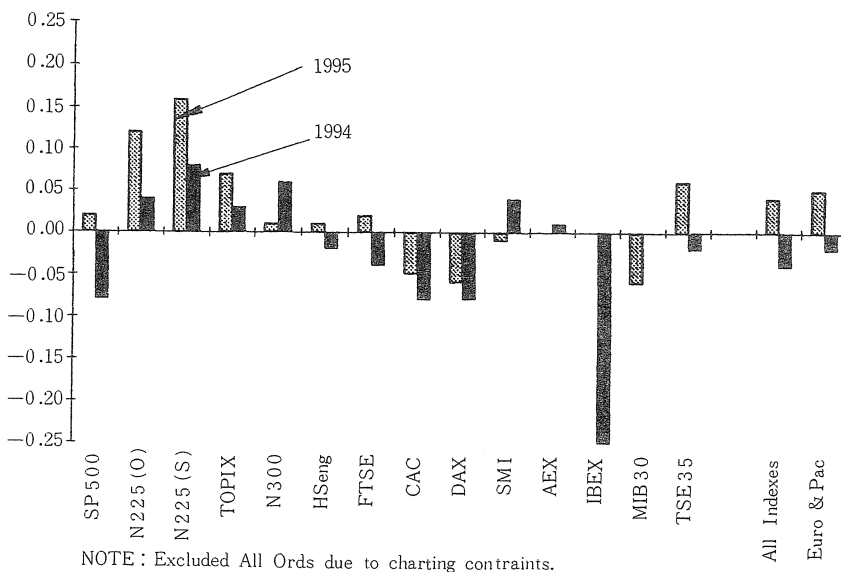


図3 各国の期近先物市場



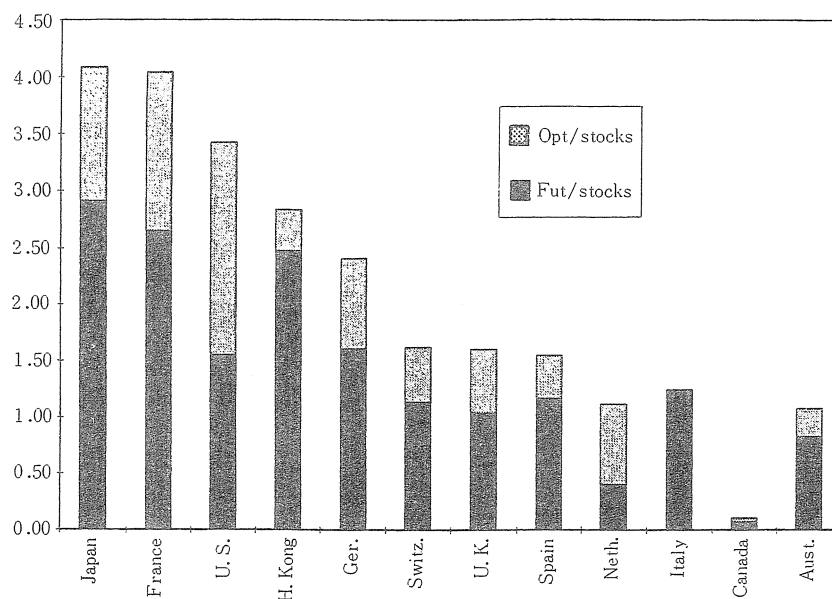
外投資家との間での配当率の差が挙げられます。ドイツ、フランス、イタリアでは、現地投資家に対して税制優遇措置が取られている為、配当率を1%程度押し上げ、現地投資家向け理論価格による裁定取引が海外投資家にとって先物を割安水準に押し下げます。

日本では、大証、SIMEXの日経225先物のカレンダー・スプレッドの方が、時価総額加重平均型の日経300、TOPIX先物よりも割高に取引される傾向があります。この現象の背景として考えられることは、日経300先物/TOPIX先物には自然の売り手が存在することが挙げられます。国内外機関投資家のベンチマークは時価総額加重平均型が多く、保有現物株式はTOPIX型が多くなります。又、海外の年金投資家は、ベンチマーク(FTアクチュアリー世界指数又はMSCI世界指数)の日本株指数に対して、日経300指数が日本の3指数の内最もトラッキングエラーが少なくなっています。それ故、日経300先物やTOPIX先物が保有現物ポジションをヘッジする為に利用されています。これに対し、日経225先物の売り手市場方向には、裁定業者、一部の日経225インデックスファン

ド及びスペキュレーターが売り手になる為、他の指数先物に比べ売り建ての需要が小さいと考えられます。

一般的に考えられている様に、現物株式市場の流動性は市場方向に依存することはデータでも示されています。つまり、市場上昇時には現物市場の流動性が増加し、下落時には流動性が低下します。1989年に高値を形成した後、日本の株式市場の流動性は大幅に下落し、同時に先物市場の流動性も下落しました。しかし、先物市場の流動性は未だに現物市場の2倍から3倍に達しており、他の主要各国の中で最も高い比率となっております(図4)。これは、日本の株式市場にて大規模なポジションを瞬時に動かすには、流動性が高くマーケットインパクトが少なく済む先物を利用することが最善であることを示唆しています。この高流動性は、日本株式のエクスポージャーを保有したい投資家にとって先物を利用する最大の理由となり、その結果カレンダー・スプレッド市場の継続的な需要を生みます。又、現状の低金利状態により、先物価格に含まれる金利相当部分は大変小さくなり、先物が魅力的となっております。

図 4 各国の先物市場・現物市場  
売買代金比較



	Japan	France	U.S.	H.Kong	Ger.	Switz.	U.K.	Spain	Neth.	Italy	Canada	Aust.
Fut/stocks	2.91	2.65	1.55	2.48	1.60	1.13	1.04	1.16	0.40	1.24	0.07	0.82
Opt/stocks	1.18	1.40	1.88	0.36	0.81	0.48	0.56	0.38	0.72	0.00	0.04	0.26
Opt/stocks+fut/stocks	4.09	4.04	3.43	2.83	2.41	1.62	1.60	1.55	1.11	1.24	0.10	1.08