

## 先物・オプションマーケット

### 先物市場規制の影響 (更新値幅・更新時間を中心に)

日興証券株式会社 運用開発部  
デリバティブトレーディング課  
課長代理 樋口 勝彦

#### はじめに

日本に株価指数先物が上場して 8 年あまり経過した。この間の株式市場は過去に例を見ないような暴落を経験し、株価指数先物(特に日経平均先物)に対する批判は強くなり、数次にわたる規制措置を受けてきた。今回は、その規制措置によって先物を売買する上で最も重要と考えられる流動性にどのような影響を与えたかを見ていく。

#### 1 規制措置の推移

日経平均先物に対する規制措置は、90年8月24日から95年2月13日迄の間、合計13回実施されている。その内容は表1のとおりである。

これらの規制措置の目的は、

- (1) 現物市場と先物市場との間で生じた取引金額のアンバランスの是正
- (2) 株価の変動の抑制

を主な目的としたものであったと考えられる。上記目的を達成するために、売買規制が課され、手数料が引き上げられ、証拠金が引き上げられていった。以下ではこれら一連の規制の中で、もっとも流動性と関わりがあると思われる更新値幅・更新時間の変更がもたらした影響を見てみる。

表1 日経平均先物の規制措置 ( )内は現金部分

|          | 委託証拠金    | 取引証拠金    | そ の 他                         |
|----------|----------|----------|-------------------------------|
| 上場当初     | 9%(3%)   | 6%       | 更新値幅90円 更新時間3分                |
| 90/8/24  | 15%(5%)  | 10%      | 更新値幅50円 更新時間6分                |
| 90/10/2  |          |          | 立会時間の変更 午前立会11時終了 午後立会3時10分終了 |
| 91/1/31  | 20%(7%)  | 15%(2%)  |                               |
| 91/6/27  | 25%(8%)  | 20%(5%)  | 更新値幅30円 更新時間5分                |
| 91/12/18 | 30%(13%) | 25%(10%) | 更新値幅(3時以降)20円 大引値幅30円         |
| 92/4/6   |          |          | 手口・建玉情報の公開 立会時間の変更 午後立会3時終了   |
| 92/3/13  |          |          | 取引手口の公表内容の変更 売・買別に上位20会員      |
| 92/3/23  |          |          | 委託手数料・定率会費・定率負担金 現行の2倍に引上げ    |
| 92/6/19  |          |          | 取引手口、建玉残高公表銘柄数の拡大             |
| 92/9/7   |          |          | 現物指数から著しく乗離した場合、更新時間6分から3分に短縮 |
| 94/2/14  | 25%(8%)  | 20%(5%)  | 更新値幅60円 更新時間3分 サーキットブレーカー制度導入 |
| 94/8/15  | 20%(5%)  | 15%(2%)  |                               |
| 95/2/13  | 15%(3%)  | 10%      |                               |

#### 2 更新値幅・時間の影響

##### (1) 日中変動幅と出来高の関係の変化

一日の出来高と変動幅(当日の高値-当日の安値)との関係を、日経平均先物(大証)・日経平均先物(SIMEX)・SP500・FT100・DAXについてそれぞれ調べてみた。

##### 日経平均先物(大証)

表1で見ると、日経平均先物が大阪証券取引所に上場されて以来、更新値幅・更新時間に関する規制措置は大別して3回実施されているが、ここで規制緩和期間

と規制強化期間に分けてみる。

規制緩和期間 88年9月3日～90年8月23日、

94年2月14日～96年5月31日

規制強化期間 90年8月24日～94年2月13日

図1、図2は各期間の出来高と日中値幅との関係を散布図に表したものである。各期間の相関係数は以下の通りである。

規制緩和期間 0.58

規制強化期間 0.16

図1 規制緩和期

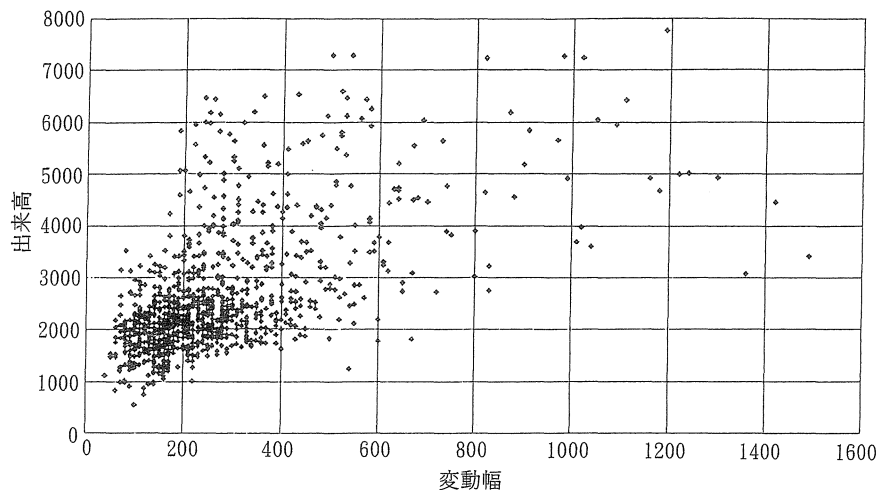
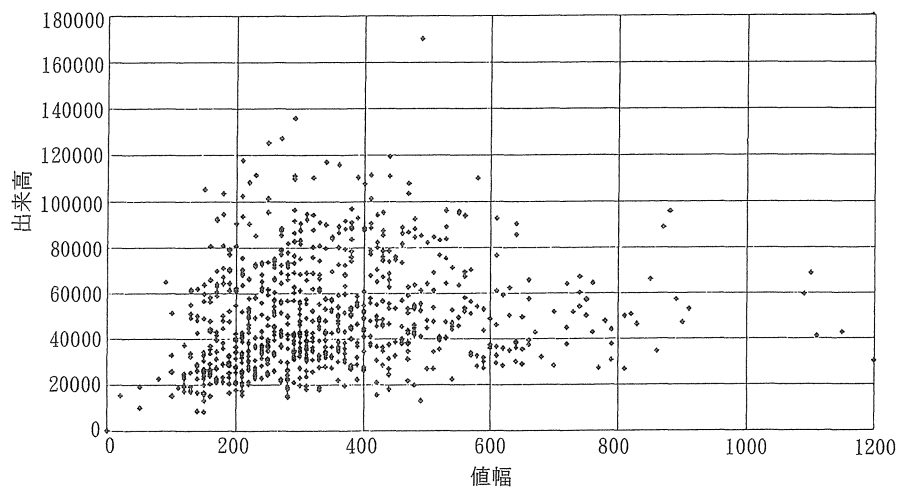


図2 規制強化期



日経平均先物 (SIMEX)

SIMEX日経平均先物の出来高が恒常的に5000枚程度を上回っている92年以降について、更新値幅・更新時間の規制が緩和された94年2月14日以前と、それ以降とに分けて相関係数をだした。図3はSIMEXの月平均出来

高の推移、表2は日経平均先物(大証)の値幅の大きさごとの大証とSIMEXとの出来高の相関を各期ごとに示したものである。

|            |      |
|------------|------|
| 94年2月14日以前 | 0.41 |
| 94年2月14日以降 | 0.45 |

図3 SIMEX出来高(月平均)

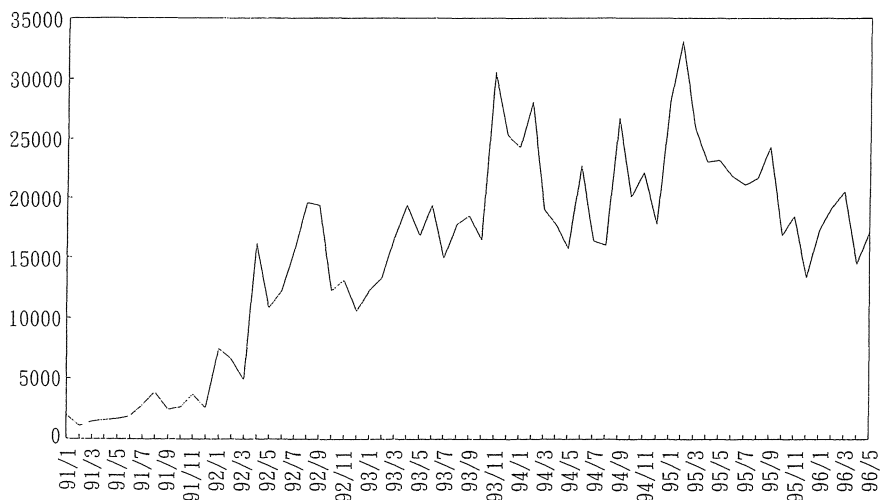


表 2

|           | 94年 2 月13日以前 | 94年 2 月14日以降 |
|-----------|--------------|--------------|
| 190円以下    | 0.025        | 0.63         |
| 200円～290円 | -0.34        | 0.68         |
| 300円～390円 | -0.48        | 0.64         |
| 400円～490円 | -0.59        | 0.74         |
| 500円以上    | -0.64        | 0.88         |

## SP500先物・FT100先物・DAX先物

|         |                                   |
|---------|-----------------------------------|
| SP500先物 | 0.65                              |
| FT100先物 | 0.63                              |
| DAX先物   | 0.66(期間は各先物とも93年 1 月～<br>96年 5 月) |

出来高の水準が大証、SIMEXともに変化しているの  
で単純に出来高と値幅の関係を述べることは出来ないが、  
大証において規制緩和期と規制強化期では出来高と日中  
値幅の関係は大きく変化している。緩和期では先に見た  
SP500・FT100・DAXと同じ様に 1 日の値幅が大きくな  
れば出来高が増加する傾向にある。しかし、規制強化期  
においてはその関係があまり見られない。これは、株価  
の変動が大きくなったとしても、現物指数の動きに先物  
がついていけず、気配で値がつかない状態が多かったこ  
とを示している。SIMEXでは92年以降出来高がそれま  
での 2 倍以上になったが、この要因は92年 3 月の手数料

の引上げと、大証における著しい流動性の低下がもたら  
したものと考えられる。表 2 で見られるように、94年 2  
月13日以前における大証、SIMEX各市場の出来高の関  
係が値幅が大きくなるにしたがい逆相関の度合いを強め  
ており、大証からSIMEXへの流動性のシフトの様子が  
わかる。

## (2) 値付回数と出来高の関係の変化

次に一日の値付回数と出来高の相関を調べ、更新値  
幅・更新時間によってどう変化したかを見てみる。また  
図 4、図 5 はそれを散布図にしたものである(データの  
不備により、90年 6 月以前の値付回数を計測できないの  
で、規制緩和期を94年 2 月14日以降、規制強化期を90年  
8 月24日から94年 2 月13日以前とする。)

|       |      |
|-------|------|
| 規制強化期 | 0.17 |
| 規制緩和期 | 0.64 |

表 3

|     | 年平均出来高 | 年平均値付回数 | 値付毎の平均出来高 |
|-----|--------|---------|-----------|
| 90年 | 56548  | 448     | 126       |
| 91年 | 76442  | 763     | 100       |
| 92年 | 42424  | 1668    | 25        |
| 93年 | 31441  | 1767    | 17        |
| 94年 | 22697  | 1498    | 15        |
| 95年 | 25358  | 1723    | 14        |
| 96年 | 23442  | 1629    | 14        |

図 4 規制強化期

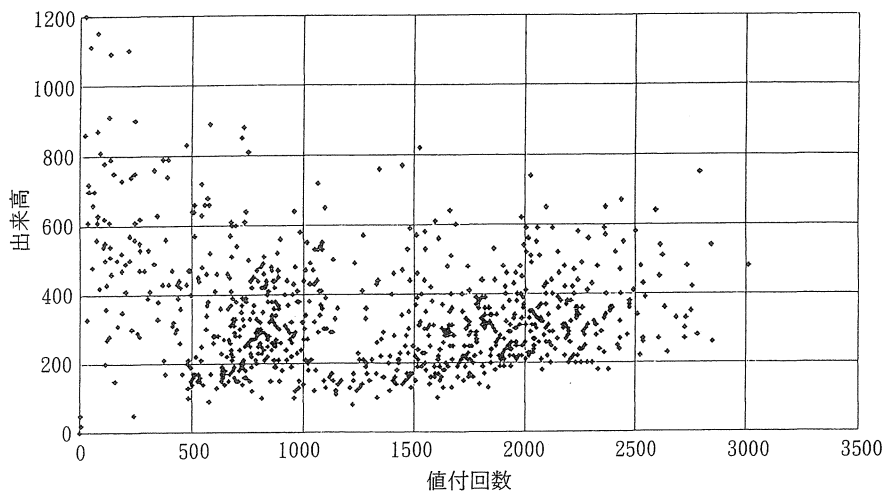
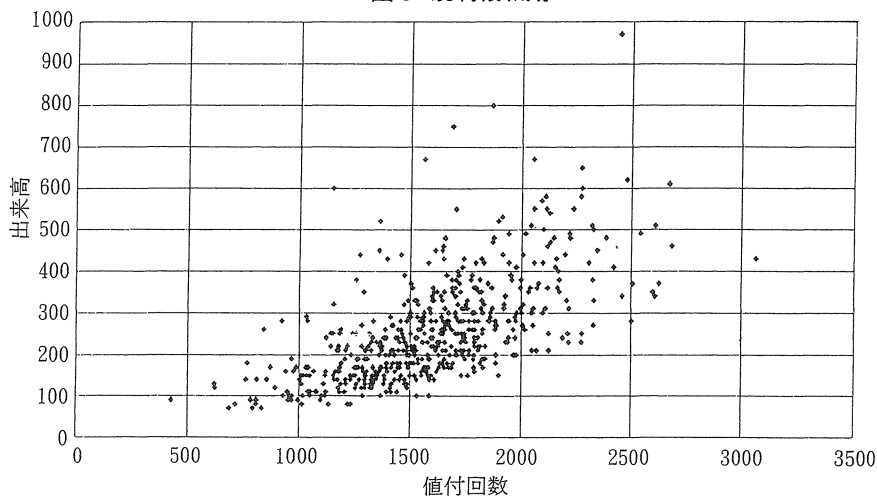


図 5 規制緩和期



値付回数と出来高の関係は、先に見た日中変動幅と出来高の関係以上に大きく変化した。表 3 からわかるように、現在よりも 93 年以前の出来高の絶対水準が高かったにもかかわらず値付回数は少ない。特に 90 年、91 年においては株価の急落もあり極めて異常な状態であったことがわかる。

今回は最も日常的に行われる規制措置である更新値幅・更新時間に焦点をあててみた。本来、相場の変動性が高まればさまざまな投資主体の参加を促し、値付の回数も増え出来高もそれに伴って増加していくのが正常な姿であると考えられる。しかし、規制強化期においては相場が動けば値付きも悪くなり、出来高も少なくなるという異常な状態であった。このように更新値幅・更新時

間に関する規制は先物が高い流動性を通して発揮するリスクヘッジ機能やマクロ状況の見方の変化の効率的な反映といったものまで奪ってしまった。

しかし、ともかく 94 年 2 月 14 日に更新値幅・更新時間の変更が行われ、その後も段階的に証拠金が引き下げられていったことは先物市場にとって喜ばしいことである。今回のような一連の規制やそれに伴う市場特性の変化を市場参加者、規制当局、取引所は実体験を通して学習したわけであり、今後日本の先物市場発展のために、これらの経験が生かされる必要がある。また、より多様な投資家層の参加が求められる。そのためにも手数料の引下げや税金問題など一層の規制緩和により効率的の市場にしていく必要がある。