

## 解 説

### 日経225先物9月限のベースス

日経225先物9月限のベーススは、それ以前の限月物に比べ相対的に小さくなっており、また、9月限の先物価格と理論価格とのかい離幅も狭くなっている。そこで、9月限のベーススの推移及び理論価格との関係に焦点を当てて9月限の価格の動向を追ってみた。

#### 縮小傾向のベースス

図1は、9月限のベーススの推移を6月限と比較したものであるが、明らかに9月限のベーススの方が小さくなっている。とくに6月末から7月にかけては縮小傾向を強め、7月21日には-19.43円とマイナス・ベーススとなり、以後月末までの6営業日の内4営業日でマイナスを記録し、7月31日には-43.87円となった。8月に入り、中旬にかけて、現物指数の堅調をうけて一時ベーススの拡大がみられたが、月末にかけて、現物指数が下落したことから、取引最終日の接近もあってベーススは再度急速に縮小し、8月末は28.80円であった。

このように、9月限のベーススが相対的に小さかったのは、この期間現物指数がボックス圏で一進一退を続け先行き見通し難であったことにもよるが、現物指数との裁定取引が次第に定着してきたことを示していると考えられる。なお、12月限のベーススは、7月には400円台が中心で比較的小さかったが、8月に入るとともに拡大

し、600円台中心で推移している。

#### 1か月以上理論価格を下回る

次に理論価格との関係で先物価格をみると、図2のとおり両者のかい離幅は非常に小さくなっている。とくにベーススが大きく縮小した6月末から8月初旬にかけて1か月以上にわたり、連続して先物価格が理論価格を下回った。このように現物価格が理論価格を連続して下回った例は、過去に2週間程度のものが2回あるが、1か月以上の長期にわたるものは今回が初めてである。8月中旬以降ベーススはプラスに転じているが、その差は小さく8月末の差はわずか5円となっている。

(H.N.)

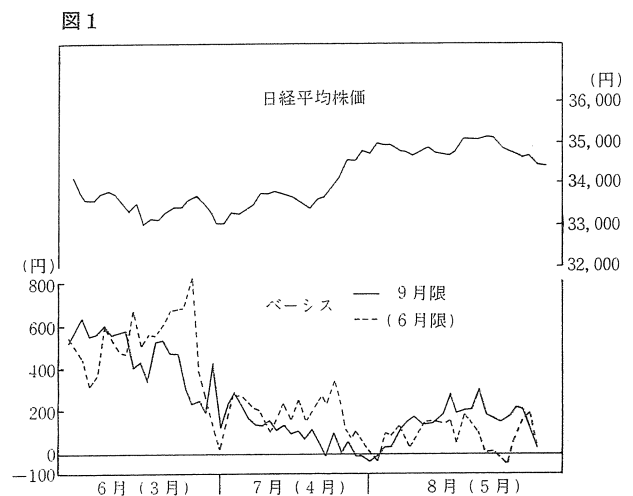
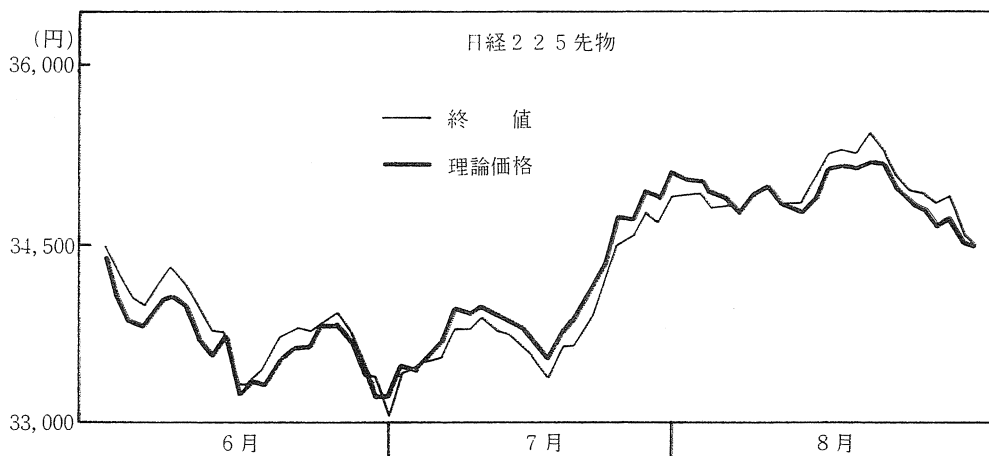


図2



## 少ない限月移行の事例

### S & P 100 オプションの取引状況 (1)

日経 225 オプションの取引状況を見るうえで参考になるのが、シカゴ・ボード・オプション取引所 (CBOE) の S & P 100 オプションである。この度、同取引の好意により、1988年1月~1989年6月の S & P 100 オプションの取引データを手に入れたので、数回に分けて日経225 オプションと比較しつつ紹介することとした。第1回は限月移行の状況を中心に取引の状況を概観した。

#### 限月の移行

S & P 100 オプションの取引でこの期間に限月が移行したのは、すべてプットの場合で、1988.2、1989.1、1989.2及び1989.5の4回、いずれも取引最終日であった。その他の場合はすべて取引最終日まで当限の取引高が次限月の取引高を上回っており、また、限月移行の起こった場合も含めて取引最終日になっても当限の銘柄が活発に取引されていた(表1(1))。

次に日経225オプション(表1(2))では、7月にはプットが取引最終日の前日にまたコールが取引最終日に限月移行がおこり、8月にはプット、コール共取引最終日に移行している。さらに取引最終日の当限の取引高は急速に減少し、S & P 100 オプションの場合と際立ったコントラストを示している。

#### 中心銘柄の状況

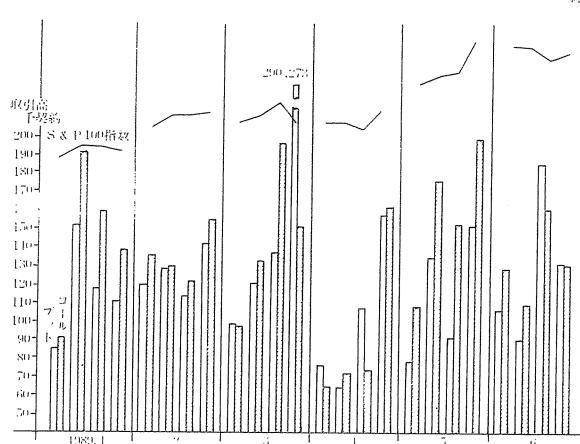
最終日前4日間の中心銘柄の移行の状況は表2の上欄のとおり

りである。S & P 100 オプションの場合、中心銘柄即ち最も取引高の多い銘柄が取引最終日までに次の限月に移動した例はなく、一部、取引高第2位に次限月物が入っているに過ぎない。一方、日経225オプションをみると、表2の下欄のとおり、7月にはプットが取引最終日の前日に中心銘柄が8月限に移ったのをはじめ、プット、コール共取引最終日には中心銘柄が次限月物に移っている。

#### 総取引高の推移

最終日前4日間の総取引高の推移は図1(1)(2)のとおりである。S & P 100 オプションでは、プット、コール共取引最終日が近づくとつれて、どちらかといえば取引高が増加する傾向にあり、とりわけ、現物指数が大きく上昇(下降)した場合には取引最終日の当限のコール(プット)の取引高が大きく増加している。一方、日経225オプションでは4日間の取引高には大きな変化はみられず、しかも前述のように、取引最終日には当限の取引高が急速に減少している。(N.M.)

図1 取引高の状況(最終取引日までの4日間)  
(1) S & P 100 オプション (1989.6)



(2) 日経225オプション (1989.7~8)

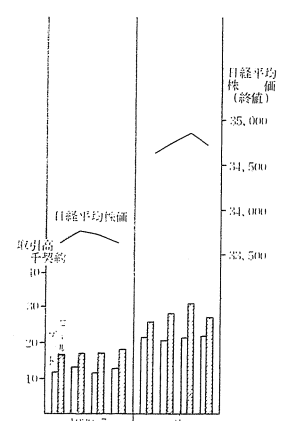


表1 限月の移行状況

(1) S & P 100 オプション (取引最終日の総取引高比)

|     | 1988 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 1989 |      |      |      |      |      |      |
|-----|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|     | 1    | 2     | 3    | 4    | 5    | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   | 1    | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    |      |
| プット | 当限   | 59.4% | 45.4 | 52.6 | 65.2 | 53.6 | 57.5 | 54.0 | 57.8 | 53.9 | 65.2 | 50.3 | 52.7 | 30.7 | 41.8 | 52.7 | 66.1 | 31.9 | 51.3 |
|     | 次限月  | 35.3  | 51.8 | 45.0 | 32.5 | 41.0 | 39.1 | 42.8 | 39.7 | 43.7 | 31.0 | 43.6 | 44.4 | 60.0 | 52.8 | 44.4 | 25.7 | 55.1 | 44.1 |
| コール | 当限   | 66.4% | 65.8 | 65.3 | 57.1 | 54.5 | 57.2 | 60.3 | 62.5 | 65.5 | 71.5 | 49.0 | 52.2 | 53.1 | 54.5 | 52.5 | 70.4 | 65.0 | 61.7 |
|     | 次限月  | 32.9  | 32.0 | 33.7 | 40.9 | 37.0 | 39.0 | 35.5 | 34.6 | 32.2 | 27.2 | 45.3 | 43.6 | 38.3 | 42.3 | 43.5 | 22.4 | 32.2 | 36.1 |

(2) 日経225オプション (総取引高比)

|     |     | 1989  |      |      |      |
|-----|-----|-------|------|------|------|
|     |     | 7     |      | 8    |      |
|     |     | 前日    | 最終日  | 前日   | 最終日  |
| プット | 当限  | 37.9% | 16.5 | 70.2 | 22.0 |
|     | 次限月 | 62.1  | 83.5 | 29.8 | 77.6 |
| コール | 当限  | 53.2% | 27.9 | 67.2 | 39.2 |
|     | 次限月 | 46.8  | 72.1 | 25.8 | 60.9 |

(注) 太わく部分は限月移行を示す。

取引最終日: S & P 100=第3金曜日

日経225=第2金曜日の前日

表2 中心銘柄の状況

(1) S & P 100 オプション (1988.1~1989.6)

|     | 1988.5 |     |    |     | 1988.11 |     |    |     | 1989.1 |     |    |     | 1989.2 |     |    |     | 1989.5 |     |   |   |
|-----|--------|-----|----|-----|---------|-----|----|-----|--------|-----|----|-----|--------|-----|----|-----|--------|-----|---|---|
|     | 前日     | 最終日 | 前日 | 最終日 | 前日      | 最終日 | 前日 | 最終日 | 前日     | 最終日 | 前日 | 最終日 | 前日     | 最終日 | 前日 | 最終日 | 前日     | 最終日 |   |   |
| プット | T      | T   | T  | N   | T       | T   | T  | N   | T      | N   | T  | N   | T      | T   | T  | N   | T      | N   | T | N |
| コール | T      | T   | T  | T   | T       | T   | T  | N   | T      | T   | T  | N   | T      | T   | T  | T   | T      | T   | T | T |

(2) 日経225オプション (1989.7~8)

|     | 1989.7 |    |    |    |     |    | 1989.8 |    |    |    |     |    |
|-----|--------|----|----|----|-----|----|--------|----|----|----|-----|----|
|     | 2日前    |    | 前日 |    | 最終日 |    | 2日前    |    | 前日 |    | 最終日 |    |
|     | 1位     | 2位 | 1位 | 2位 | 1位  | 2位 | 1位     | 2位 | 1位 | 2位 | 1位  | 2位 |
| プット | T      | N  | N  | T  | N   | N  | T      | T  | T  | T  | N   | T  |
| コール | T      | N  | T  | N  | N   | T  | T      | T  | T  | T  | N   | T  |

(注) 1. T=当限, N=次限月

2. 太わく部分は中心銘柄の移動を示す。

取引最終日: S & P 100=第3金曜日

日経225=第2金曜日の前日