

# 先物・オプションマーケット

## 相場の急落と先物・オプション市場

年初から下落傾向にあった日経平均株価は2月に入ると共に一時小康状態となったが、中旬から下旬にかけて再び続落歩調に転じ、2月26日(月)には1,569.10円安と市場第2位の下げ幅を記録した。1987年10月のいわゆるブラック・マンデー以来(昭和62年10月20日3,836.48円安)の急落である。ブラック・マンデー時には株先50は存在したが、本格的な指数先物及びオプション市場は未だ存在しなかった。したがって今回の下げ相場は、現物、先物・オプションが揃った中での最初の経験となった。そこで本号では、日経225先物・オプション市場の動きに焦点を当て、相場急落状況とその原因をまとめておきたい。

なお、2月21日～26日の4日間について現物指数、3月限先物およびベースの変化を時系列に追い、2頁～3頁に掲載したので参照されたい。

### 相場急落の要因

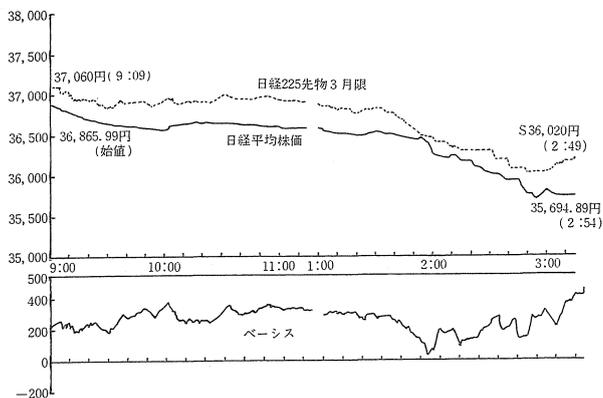
今回の相場急落は、次の5つの要因に集約される：

- ①世界的な金利上昇懸念
- ②円安懸念
- ③インフレ懸念等に伴う債券市況の先行き不透明感
- ④機関投資家の手控え
- ⑤昨年11月後半以降の急ピッチの上げ相場への反動

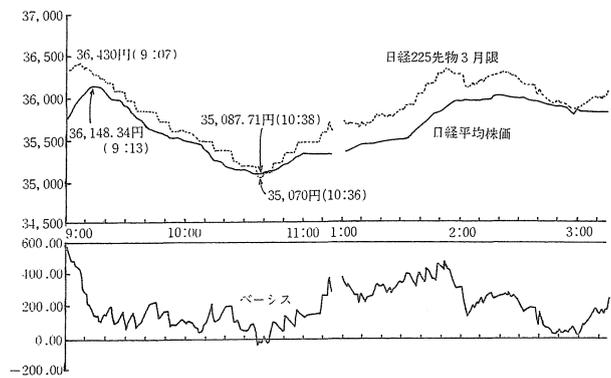
いようなれば、年初以降の相場環境は、以上5つの要因が複合的に影響し合って形成されたといえよう。

図1は、円相場と内外の主要金利の水準をみたもので

2月21日(水)の日経平均と225先物3月限

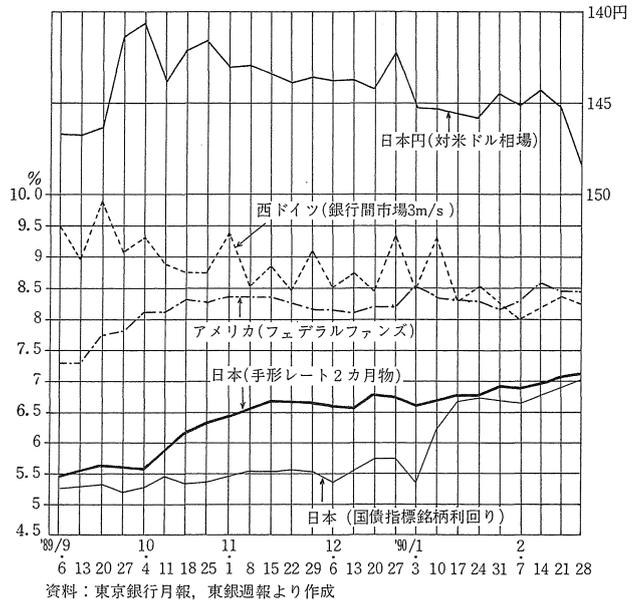


2月22日(木)の日経平均と225先物3月限



ある。昨年10月以降、円のじり安に伴うインフレ懸念から数回の公定歩合の引上げが行われ、その結果、年末にかけて円相場は140円台で小康状態で推移した。しかし、先行き金利安期待から株式・債券市場は堅調に推移したものの、欧米金利の高どまり基調を受けて、海外との金利差は開いたままであり、いぜんとして、円安懸念が払拭しきれない状況にあった。こうした環境で越年した。

図1 為替・金利動向



年初の円急落は市場環境を一変させた。端的にいえば金利水準の上方修正、金利見通しの転換であった。西ドイツをはじめとする欧州各国の金利上昇、米国の金融緩和への期待感の後退である。図示したように、西ドイツの金利は昨年10月以降じり高を続け、2月に入っても8.5%の高水準に張り付いている。また米国でもほぼ同水準で推移している。こうした海外金利高どまり、世界的な金利上昇懸念の台頭に対して、いち早く債券市場が反応した。

すなわち、1月月初から債券市場は先行き不透明感をさらに強め、連日急落展開となり、国債の指標銘柄の利回りは、昨年末の5.5%台から一挙に6.5%を上回る水準まで売られ、2月末には7%を超える水準となった。

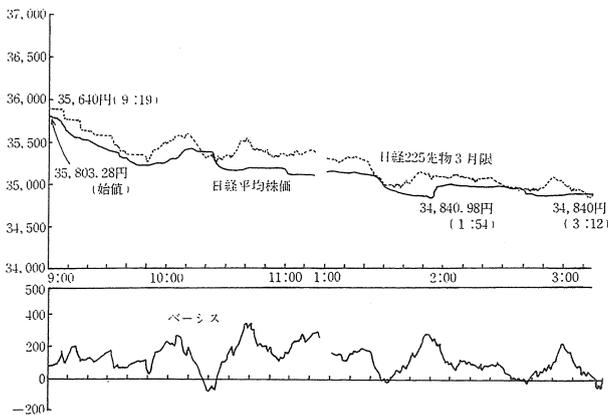
この結果、長短金利の逆転は急速に解消に向かい、昨年12月の1%を超える水準から本年2月には0.2%程度に縮小し、また、内外金利格差も若干縮小した。しかし、この程度の縮小は円安の歯止めとはならず、円相場は年初の急落以降も下落の一途をたどり、1月に145円を割り込み、その後2月末には150円近くまで売込まれた。また一方で、景気拡大のテンポ、労働需給の逼迫やマネー・サプライの騰勢等、国内情勢からもインフレ懸念が徐々に現実味を持ってきたことから、底流には第4次の公定歩合引上げ予想が根強く、これがまた、株式、債券市場の先行き不透明感を助長するに至った。

以上要するに、今回の急落は、世界的な金利上昇懸念と円安が最大の要因であるが、加えて、こういった情勢から相場の先行きを懸念した機関投資家が3月決算期を控えていることもあって投資を手控えたこと、さらには、昨年11月後半以降の急ピッチの上げ相場への反動等も市場の需給関係に大きな影響を与えたものと考えられる。

現物・先物市場の状況

2月に入って日経平均株価は、初旬から中旬にかけて37,000円台での比較的小幅の動きに終始していたが、2月19日(月)以降下落歩調となり、21日(水)になって下げ足を加速し、21日(水)から24日(月)までの4営業日間に3,573.65円(9.7%)の下げを記録した。以下、

2月23日(金)の日経平均と225先物3月限



この4日間の現物と先物の動きを日別に追ってみた。

2月21日(水)：前場の日経平均株価は、信用取引の規制緩和措置にもかかわらず、始値の36,865.99円を高値に、世界的な金利上昇懸念や債券相場の乱高下で、ジリジリと値を下げ、前場の終値は前日比322.77円安の36,572.75円となった。

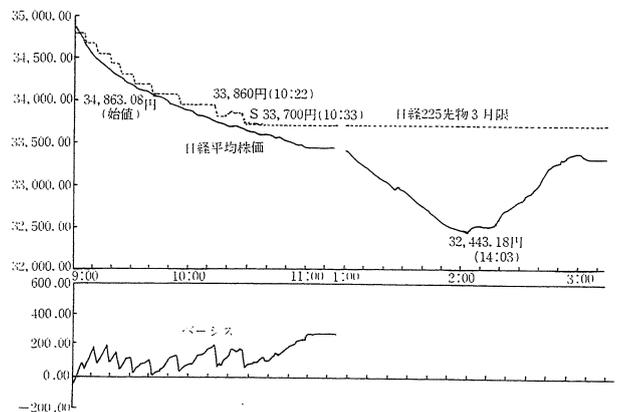
後場に入るとともに、徐々に下げ足が早まり、とくに午後2時前からは、下げのスピードが加速し、1時間程の間に一気に800円余り下げ、大引け前の2時54分にはこの日の安値35,694.89円を記録した。その後、大引けにかけてわずかに戻したものの、終値は35,734.33円と前日に比べ1,161.19円の下落となった。

一方、日経225先物3月限は、前場は現物市場の動きが比較的小さかったことから小幅の動きに終始したが、後場に入り現物指数の急落を受けて大きく値を下げ、2時49分には前日比1,200円安のストップ値36,020円を付けた。その後やや値を戻したが、終値は前日比1,020円安の36,200円であった。この間ベースは後場に入って多少縮まる傾向をみせたが、終始プラスで推移し、マイナスを記録することはなかった。

2月22日(木)：日経平均株価は、前場寄り付きには急反発して始まり、9時13分にはこの日の高値36,148.34円(前日比414.01円高)を付けたが、この後急落し、10時38分には35,000円台割れ寸前の安値35,087.71円(同646.62円安)を記録した。しかし、その後、後場にかけては一転して反発し、結局、終値は35,826.84円と前日比92.51円高で終わった。

この間先物の動きをみると、前場は寄り付き当初、現物指数が上昇したのを受けて、9時07分にこの日の高値

2月26日(月)の日経平均と225先物3月限



36,430円を付けたが、その後は現物指数に先行する形で下落し、現物指数が安値35,087.71円をつけた10時38分には、現物指数の値を下回る35,070円を記録した。その後現物指数の反騰につれて先物も値段を切り上げたが、大引け近くになって再び下落するという目まぐるしい展開となった。前場一時マイナスとなったベースは短時間でプラスに転じ、その後多少開いたものの、大引けにかけて現物指数が下落歩調になるにつれて、急速に縮小した。

**2月23日(金)：**日経平均株価は、円安、債券安等を懸念して、寄付きの35,803.28円を高値に一本調子で下げ、前場終値は前日比718.01円安の35,108.83円となった。後場に入り、日経平均株価はさらに水準を切り下げ、13時54分にはこの日の安値34,840.28円と35,000円台を割り込んだ。その後は小幅の動きとなり、終値は前日比935.87円安の34,840.98円であった。

先物の状況を見ると、現物指数が寄付きから下げるなかで、先物は気配値を切り下げ、始値が付いたのは9時19分、前日比360円安の35,640円であった。その後も現物指数の動きにつれて下落を続け、10時20分過ぎには現物指数を下回るマイナス・ベースを記録した。後場に入り現物指数が下げ渋るにつれ、先物も小幅の動きとなったが、2時30分過ぎからは、マイナス・ベースを記録したあと急速にプラスとなり、大引け直前に再度マイ

ナス、しかし終値はプラスで終わるという目まぐるしい動きとなった。

**2月26日(月)：**週明けの26日、相場は全面安の様相となり、日経平均株価は下げ足を加速し、前場の終値は前日比1,458.79円安の33,432.18円となった。後場に入ってもこの傾向は変わらず、一気に33,000円台を割り込んで、2時03分には前日比2,447.79円安の32,443.18円の安値を記録した。その後大引けにかけて多少戻したものの、終値は33,321.87円、前日比1,569.10円安と史上2番目の下げ幅を記録した。

この全面安の相場の中、先物は気配値だけが切り下がるという状態となり、10時15分になってやっと前日比

表1 日経225先物取引高及び建玉残高の推移  
(単位：千円)

年・月	区分	取引高		建玉残高 (月末)	現物指数 (月末)
		1日平均	1日平均		
平 1. 6		460,323	15,574,085	28,507	32,948.69
		20,924	707,912		
7		472,476	16,040,093	27,761	34,953.87
		22,499	763,813		
8		517,530	18,161,895	29,056	34,431.20
		22,501	789,647		
9		537,598	18,920,639	30,186	35,636.76
		26,880	946,031		
10		518,882	18,426,690	30,786	35,549.44
		24,709	877,461		
11		453,313	16,431,047	31,768	37,268.79
		22,666	821,552		
12		579,187	22,454,953	33,063	38,915.87
		27,580	1,069,283		
平 2. 1		607,484	22,967,302	57,003	37,188.95
		31,973	1,208,805		
2		680,491	25,018,450	72,841	34,591.99
		35,815	1,316,760		

表2 日経平均株価及び日経225先物取引の動き

区分 月・日	日経225平均株価指数						日経225先物取引							
	始値	高値	安値	終値	前日比 (率)	変動幅 (率)	限	月	始値	高値	安値	終値	前日比 (率)	変動幅 (率)
2/21 (水)	36,865.99	36,865.99	35,694.89	35,734.33	-1,161.19 (-3.15%)	1,171.10 (3.17%)	2年	3月限	37,020	37,060	36,020	36,200	-1,020 (-2.83%)	1,040 (2.79%)
								6月限	37,600	37,660	36,630	36,850	-980 (-2.59)	1,030 (0.27)
22 (木)	35,767.00	36,148.34	35,087.71	35,826.84	92.51 (0.26)	1,060.63 (2.97)	3月限	36,320	36,430	35,070	36,000	-200 (-0.55)	1,360 (3.76)	
								6月限	37,090	37,090	35,770	36,650	-700 (-0.54)	1,320 (3.59)
23 (金)	35,803.28	35,803.28	34,840.98	34,890.97	-935.87 (-2.61)	962.30 (2.69)	3月限	35,640	35,640	34,840	34,900	-1,100 (-3.05)	800 (2.22)	
								6月限	36,290	36,310	35,550	35,550	-1,100 (-3.00)	760 (2.07)
26 (月)	34,863.08	34,863.08	32,443.18	33,321.87	-1,569.10 (-4.50)	2,419.90 (6.94)	3月限	33,800	33,860	33,700	33,700	-1,200 (-3.44)	160 (0.46)	
								6月限	34,500	34,500	34,350	34,350	-1,200 (-3.49)	150 (0.42)
27 (火)	33,345.55	34,000.69	32,793.24	33,897.95	576.08 (1.73)	1,207.45 (3.62)	3月限	34,180	34,200	32,710	34,120	420 (8.02)	1,490 (4.42)	
								6月限	34,830	34,860	33,400	34,860	510 (1.48)	1,460 (4.25)
28 (水)	33,950.20	34,755.72	33,950.20	34,591.99	694.04 (2.05)	802.52 (2.37)	3月限	34,480	34,800	34,220	34,500	380 (1.11)	580 (1.70)	
								6月限	35,230	35,500	34,960	35,150	290 (0.83)	540 (1.55)

表 3 日経 225 オプション取引の状況

(単位：千円)

年 月	プット			コール			合計		
	取引高	取引金額	建玉残高	取引高	取引金額	建玉残高	取引高	取引金額	建玉残高
	1日平均	1日平均	(月末)	1日平均	1日平均	(月末)	1日平均	1日平均	(月末)
平1	479,828	197,599,410	5,251	504,882	213,031,805	7,711	984,710	410,631,215	12,962
6	31,989	13,173,294		33,659	14,202,120		65,647	27,375,414	
7	355,033	78,827,240	11,228	443,148	161,249,100	7,590	798,181	240,076,340	18,818
	16,906	3,753,678		21,102	7,678,529		38,009	11,432,207	
8	655,790	111,757,000	5,992	829,115	206,273,535	13,474	1,484,905	318,030,535	19,466
	28,513	4,859,000		36,048	8,968,415		64,561	13,827,415	
9	646,469	144,945,230	13,395	737,601	226,922,920	10,301	1,384,070	371,868,150	23,696
	32,323	7,247,262		36,880	11,346,146		69,204	18,593,408	
10	477,579	96,166,010	13,656	528,219	132,952,355	11,850	1,005,798	229,118,365	25,506
	22,742	4,579,334		25,153	6,331,065		47,895	10,910,398	
11	186,162	24,788,605	14,162	271,362	91,790,555	8,561	457,524	116,579,160	22,723
	9,308	1,239,430		13,568	4,589,528		22,876	5,828,958	
12	208,884	34,634,235	17,562	286,363	119,922,545	11,871	495,247	154,556,780	29,433
	9,947	1,649,249		13,636	5,710,597		23,583	7,359,847	
平2	320,389	94,697,910	16,643	325,587	60,731,110	15,848	645,976	155,429,020	32,491
1	16,863	4,984,101		17,136	3,196,374		33,999	8,180,475	
2	354,134	148,008,875	18,739	423,566	93,713,655	28,388	777,700	241,722,530	47,127
	18,639	7,789,941		22,293	4,932,298		40,932	12,722,238	

1,100円安の 33,800 円で寄り付いた。しかし、その後10時33分にストップ安の33,700円を付けてからは、大引けまでこの値段に張り付いたままであった。しかし、この間も現物指数はさらにその水準を切り下げ、この日の安値と先物のストップ気配との差は、1,256.82円まで開いた。

関心を惹いた先物・オプション市場

年初来、波乱に富んだ相場展開となったことから、先物・オプション市場に対する関心が高まり、活発な取引が行われた。

先物の取引高は、1月は607,484単位で前月比4.9%増、2月が680,491単位で同11%増と2カ月連続で開設以来の最高を更新した(表1)。現物相場の急落に対するヘッジ売りが増加したことに加えて、現物指数及び先物の1日の変動率及び変動幅が大きかったことから、これを利用した取引も盛んに行われたことによると思われる。この変動率や変動幅は、とくに2月21日から月末にかけて

大きくなっている(表2)。ヘッジ売りが増加したことは、後述の投資部門別の取引状況からもうかがい知ることができる。

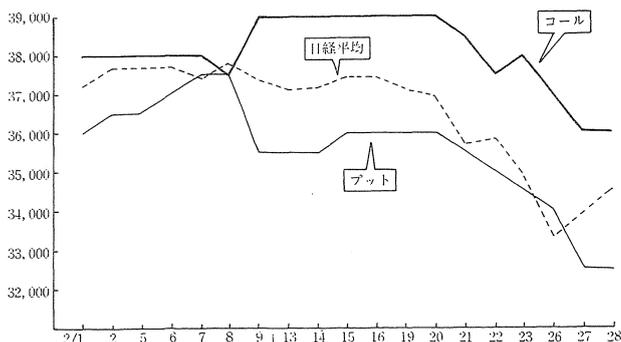
建玉残高の増加も著しい。建玉残高は、昨年1年間ほぼ一環して増加傾向をたどったが、本年に入ると共に、増加傾向はさらに強まり、1月が57,003単位、2月は72,841単位まで膨らんだ。このように厚みがでたのは、機関投資家によるヘッジ取引の増加によるものである(表1)。

投資部門別の状況を見ると、1月30.7%、2月%と急速に委託比率が上昇傾向を示しており、とりわけ、2月の第2週では、委託が45.8%の高率を示した。委託では、とりわけ、銀行および海外投資家の比率が大幅に増加している。証券会社の自己比率は傾向的に減少を続けていたが、2月はとくにその減り方が顕著である。現物指数が下落するなかで、委託のヘッジやアウトライイト取引への参加が大幅に増え、先物取引に対する関心の高まりを示している(12頁表4参照)。

一方、日経225オプション市場も、先物市場同様、活況であった。1月から2月にかけて、現物指数の下落に伴い中心銘柄が目まぐるしく変わるなかで、プット、コール共活発な取引が行われ、月間の取引高は、プット、コール合わせて、1月が645,976単位(対前月比30.4%増)、2月が777,700単位(同20.3%増)と高水準であった(表3)。このような中で、とりわけ2月21、22日の両日には合計で50,000単位を超える取引があった。

1月、2月の特徴は現物指数の動きが激しく、中心銘

図 2 中心銘柄推移



柄が目まぐるしく変わったことから、出来銘柄の数が大幅に増加したことである。表4に示すように、プット、コールとも1月、2月とも値の付く銘柄がそれまでよりも多くなっている。また中心銘柄が必ずしもニア・ザ・マネーでなく、ややディープなアウト・オブ・ザ・マネーの銘柄にも関心が広がったのは、興味ある特徴であった(図2)。これは、恐らく、プレミアムの安い銘柄で収益のチャンスをねらったためと思われる。

投資部門別状況では、先物と同様、委託の占める比率高が月を追ってくなっており、その中では、銀行、投資信託、生保・損保、海外投資家の増加が目立っている。

#### 現物指数の動きと裁定取引

最後に、現場市場と先物市場の関係について、若干触れておきたい。

今回の相場急落過程で、先物市場の先行した値下がりや裁定取引の解消に伴う現物売りが、現物市場の下落を誘導・加速したという指摘があり、そして現物市場の安定性のためには、先物市場の規制や裁定取引を制約すべきであるという意見が一部にあることである。確かに、この度のような先行き弱気的环境下では、先物価格が先行して下落したため、現物・先物の価格乖離幅が縮小し、裁定取引の解消に伴う現物売りの出たことが下落の加速要因の一端となったことも事実である。だからこそ、取引所は裁定取引の解消に伴う現物の売りを、注文量の多い寄付き段階で執行するよう会員へ要請したのである。

先物(オプション)市場は本来ヘッジのための市場である。従って、先物市場が現物市場に先行して変動するのは極めて自然なことであり、それによって現物市場での直接的な価格変動が吸収・緩和されるものである。ま

表4 日経225オプション取引の値付銘柄数

年・月	区分	値付銘柄数	
		プット	コール
平1	6	13	12
	7	16	17
	8	18	18
	9	18	15
	10	19	16
	11	23	19
平2	12	19	18
	1	28	20
	2	24	22

た、先物市場のヘッジ機能が効率的に働くためには、現物・先物両市場が緊密な価格連動関係を持つことが必要であり、そのためには裁定取引が不可欠なものとなる。従って、局所的な現象をとらえて、短絡的にこれらの取引に制約を加えることは、かえって先物市場全体の機能ばかりか現物市場の価格形成をも阻害することにもなりかねない。

今日、世界の主要証券市場が現物市場に加えて先物やオプションといった保険市場を持っている。そして、それらの各市場は相互に有機的に結び付いて有用な機能を発揮している。ここで重要なことは、ブラック・マンデーの教訓を引くまでもなく、現物・先物・オプションの各市場が効率的な市場として機能するよう一体的に管理することである。繰返していえば、現物市場の安定性を確保するためには、先物やオプション市場は不可欠な存在であり、そして管理に当たっては、局所的な規制よりもトータルな市場管理を通じて行う必要のあることである。

本格的な先物・オプション市場を開設して初めて経験するこの度の急落を機会に、改めて市場管理の重要性と先物市場への正しい理解を深めるための一層のPR・啓蒙の必要性を痛意する。

(M.N.)