

## 先物・オプションマーケット

3月22日(木)、日経平均株価が急落し、30,000円の大口を割り、一時、28,830.37円の安値を記録した。昨年12月末の高値から26%の下落である。この現物指数の急落を受けて、日経225先物6月限は後場半ばまでストップ売気配となり、また日経225オプションもプットが相次いでストップ高になるという展開になった。

2月下旬に続く再度の大幅な下げの中で、トレーダーはどのように相場を読み、どのように対応しようとしたのか、当日の現物・先物(日経225先物6月限)・オプション(4月限30,000円のプット及びコール)市場の動きを振り返りながら、大手生保及び証券のトレーダーお二人に話し合っていた。

### 前場 寄付き

日経平均株価は、30,775.86円(前日比-31.33円)で始まったあと下げ足を速める。

先物は寄付きから差引約3,000単位の売注文を受けて、31,480円(前日比-120円)の売気配で始まり、順次売気配を更新。

コールは、取引開始直後1,450円で寄り付いたものの、その後急落。プットは、600円の買気配で始まり、9時26分1,170円で寄り付く。

**A氏** 「日本の市場では20日の公定歩合の1%引上げはほぼ織り込み済みであったし、21日のニューヨーク市場での下げもある程度予想していたものの、正直なところあれ程の下げになるとは思わなかった。事実、寄付き前はかなり早い段階では、機関投資家からは、下げに対する目立った徴候はなかった。

ところが、寄付き直後になって、先物市場で売りが数量でも件数でもかなり多いことに気付いた。特に売件数が80~90件も買件数を上回っているのを見ると、相当委託売りが出ているという感じをもった。また現物市場でも売り9,000万株に対して、買い2,500万株であり、債券市場でも売気配、さらには円が155円台突入ということでこれはかなりの下げになると思った。案の定、寄付きから20~30分後にはもう手の打ちようがないという感じだった。」

**B氏** 「われわれ機関投資家としては決算を控えているということもあり、また20日の公定歩合引上げで悪材料出尽しから期待感をもっていましたが、逆に円安が止まらないため不安心理が高まり、売りに出たところが多かっただろう。ただ現物を売りに出してもおそらく思うように売れないので、とりあえず先物の

売りということで売注文が増えたのだろう。

ただ当社では以前からある程度ヘッジをかけていたのであわてて売るといったことはなかった。」

**A氏** 「最近の先物の委託比率の上昇をみてもわかるように、これまでの下げの過程でも機関投資家からの先物の売りがかなり出ている。

現物市場ではこれまでに鉄鋼、電力、ガスといった大型主力株が薄商いの中で大幅に下げているが、まだ最後の投げ売りというところまでは行っていなかった。ところが、この日にはこういった主力株を中心に大量の売りが出たわけで、逆にこれで次のステップへ移るといった感じをもった。ただ、これは今になって言えることであり、あの日のあの時間ではそのような判断をする余裕もなかった。」

**B氏** 「われわれからみてもようやく本格的な売りが出たという印象だった。公定歩合引上げで相場が落ち着くのではないかという期待が一挙に裏切られたので、かえってこれで踏ん切りがついたという感じだった。」

**A氏** 「オプションでは寄付き直後から取引が成立するものがあつたが、これは薄商いの中でたまたま成立したもので、これからの相場を読んでのものではなかったと思う。ただオプションでは個人を中心に思ったより多く注文が入っていた。」

### 9時33分 日経平均株価 30,000円割れ

日経平均株価は、29,978.88円(-828.31円)と30,000円割れ。

先物は、依然約4,000単位の売注文を残し、30,880円(-720円)の売気配。

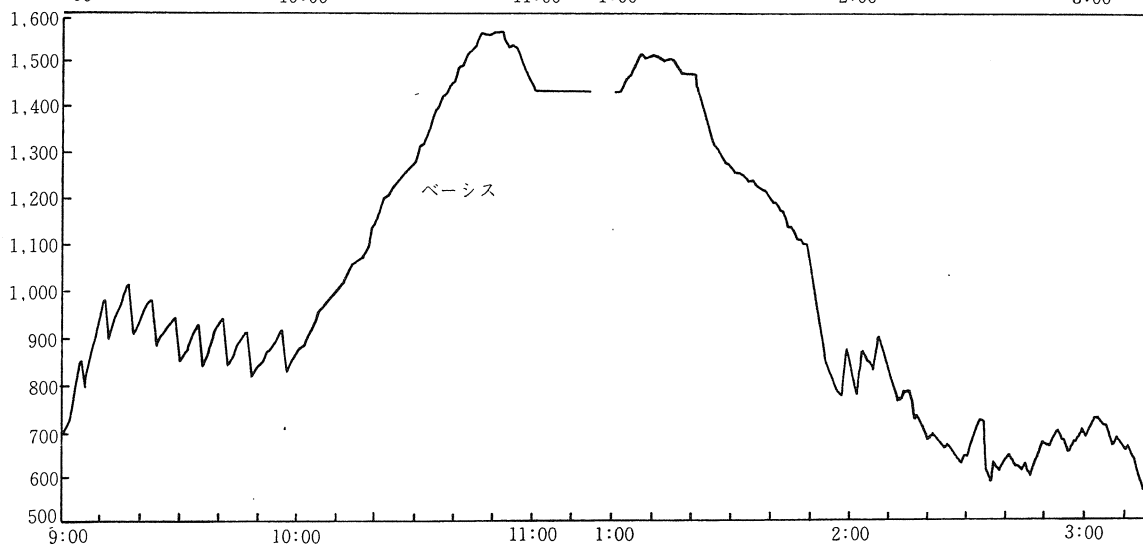
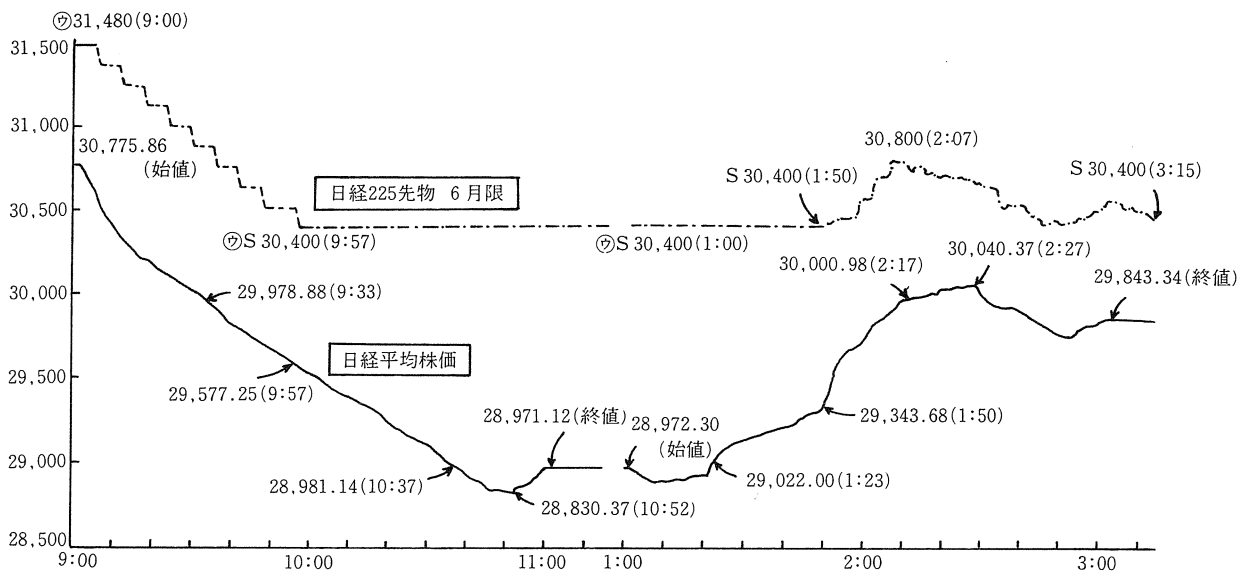
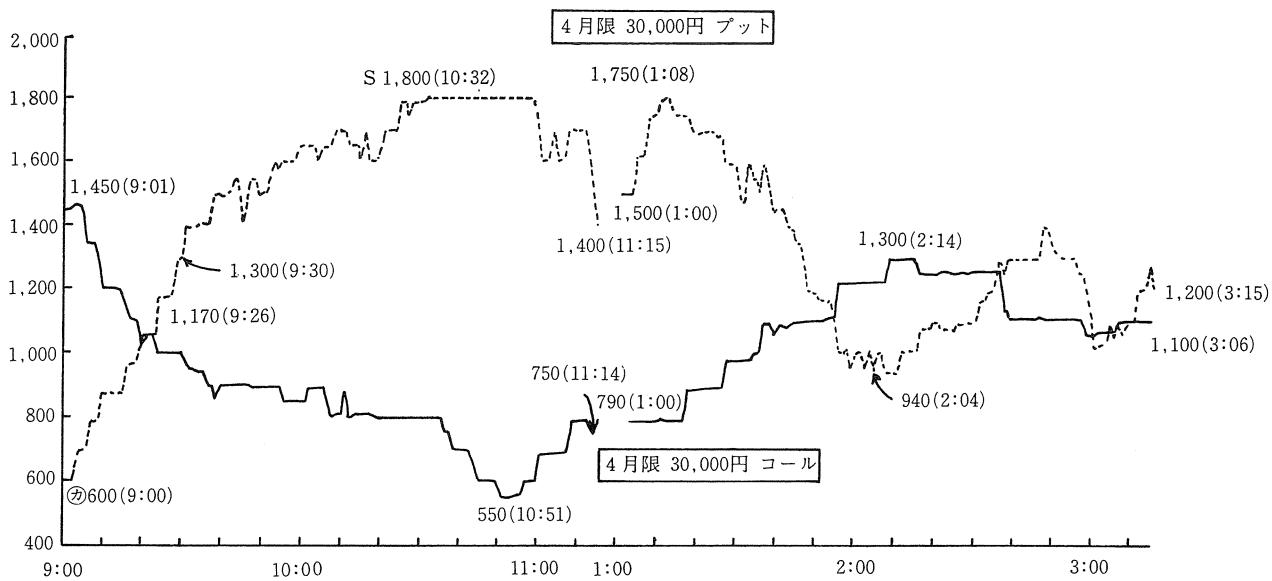
コール売、プット買が強まり、コールは950円(-500円)まで売られ、プットは1,390円(+790円)まで買われる。

**B氏** 「日経平均が30,000円を割った時点では、下値の目途がつかず、恐怖感が高まったのは事実である。」

**A氏** 「確かにそうだった。30,000円は心理的な抵抗線といわれていた水準であり、これを割ったために弱気論が一層強まり下げを加速した。またこの辺りから信用取引での追い証が大量に発生するので、個人からの投げ売りも出てきた。」

**B氏** 「現物や先物がどうにもならない状況の中で、唯一使える手段だったオプションへ向ったところもあっただろう。先物でもSIMEXへ注文を出す人もあったほどだ。」

**A氏** 「おっしゃるように、このころから商いの続いていたオプションへの注文が結構増えてきた。ただ、



注文の件数は多いものの、個人や中小企業のオーナーなどの小口注文が主であった。証券会社のトレーダーもポジションを縮小して打診的な小口の注文を入れたようだ。」

— 9時57分 日経平均先物 ストップ売気配 —

日経平均株価が29,577.25円(-1,229.94円)と一本調子に下げ中、先物は約2,600枚の売注文を残したまま、前日比1,200円安の30,400円ストップ売気配となる。

**A氏** 「現物市場がどんどん下げていく中で、当然ながら、先物市場でいくら気配が下っても、買い注文が入ってくるような状況ではなかった。」

**B氏** 「先物がストップ安になって、そのヘッジ機能が停止してしまえば、もう相場感とは関係なく現物を売らざるを得ない状態になった。現物が下げ、これがさらにいわゆる狼狽売りを呼ぶという非常に悪いパターンになってきた。まさにブラックマンデーの再来という感じだった。」

**A氏** 「オプションでも、このころから権利行使価格の高いプットが相次いでストップ高となった。この日は木曜日で権利行使日だったので、プットを売り建てていたトレーダーの間で権利行使の割当が来たら大変なことになるという声が高まった。普段なら、先物などを使ってリスクを管理できるのだが、先物が止まっているのでどうすることもできないし、現物も下げ止まらないので恐怖感が非常に高まった。」

— 10時37分 日経平均株価 29,000円割れ —

日経平均株価は、28,981.14円(-1,826.05円)と一気に29,000円を割り込み、10時52分、前日比1,976.82円安の28,830.37円(安値)まで急落。

先物の30,400円ストップ売気配が続く中、コールは、10時51分安値550円(-900円)まで売られ、一方、プットはこれより先10時32分にストップ高1,800円を付ける。

**A氏** 「この時間帯ではもうどうにもしようがない状態だった。」

**B氏** 「おっしゃるように正直なところ完全にギブアップで、現物の投げ売りのために相場が下がっていくのを見ているしかなかった。他に採るべき方法がないのだから現物に行くしか仕方がないというふうに見たところもあった。」

**A氏** 「昨年1年間の上昇分が飛んだだけでなく、一昨年8月の水準にまで下がってしまったのだから。」

**B氏** 「ですから、ここまできれば相対的にいいとか悪いではなく、まさにどうしようもないということだ

った。」

**A氏** 「しかし、中にはうまくヘッジをかけたというところもあったのではないか。」

**B氏** 「たしかに35,000~36,000円レベルで先物を売ったところはうまくいったと思う。ディーラーは先物・現物の双方を持っている人が多いのであまりあわてない。

昨年暮れの水準で、例えば今後マクロ環境が悪ければ下げるのではと考えて、ある程度ヘッジしたところは結構いた。したがって下げるべくして下げたというさめた見方の人もいる。

フル・ヘッジは相場の見通しもあって難しいが、ともかく、ヘッジをかけてあったのでほっとしている面はある。先物があって良かったと思う。」

— 前場引け —

日経平均株価はようやく下げ止まり28,971.12円(-1,836.07円)で取引を終了。

先物は約5,000単位の売注文を残しストップ安売気配のまま前場引けとなる。

コールは750円(-700円)とややもち直し、プットは1,400円(+800円)まで売られる。

**B氏** 「後場対応として売り建てている先物をどの辺りで買い戻すかを実際に検討した。」

**A氏** 「そうだろうと思う。現物がこれほど下げたのだから後場は買戻しの絶好のチャンスである。

ただ証券会社のディーラーの場合についていうと、ごく短期間の売買が中心で本体のヘッジはほとんどやっていない。オーバーナイトしないという面でのリスク管理は行っているが、期間の長いヘッジはやっていないので、あくまでこの買戻しは顧客サイドの問題であった。」

**B氏** 「しかし、これはとにかく現物が戻して先物が寄り付いた段階での判断であり、先物が30,400円の売気配の時に、現物は29,000円を割っている状態なのだから、まだ先物が売れるものなら売りたいという人もあったのではないか。」

— 後場寄付きから先物取引成立(1時50分)まで —

日経平均株価は28,972.30円で始まったあと29,000円台を回復、1時50分、29,343.68円(-1,463.51円)と戻す中、先物はストップ安の30,400円で取引成立。取引高は約11,000単位。

オプションは、コール、プットとも小高く始まったあと、コールは1,100円(-350円)まで戻し、プットは1,170円(+570円)まで下げる。

**A氏** 「後場の寄付き段階ではまだ明確な相場感はもてなかった。プット、コールとも寄付きからしばらく高かかったのもその間の気迷い状態を示しているように思う。」

**B氏** 「いかにも現物市場が下げ過ぎたという感じだったが、円が下げ止まってきたことが現物の反発につながったのだろう。」

**A氏** 「おっしゃるように、まだ自信はもてなかったが、後場に入って円安に歯止めがかかり、現物が29,000円回復と戻り歩調になって、だんだんと期待感が膨み、投信のインデックス買いなどが戻りが加速された。このために先物が思ったよりも早い段階で寄り付いたのだろう。」

先物が寄り付いた時点では、現物と先物の値開きが1,000円強と大きかったので、現物買い・先物売りの裁定取引が入り、これがさらに現物を押し上げる力になった。」

**B氏** 「現物買いが、インデックス買いなのか、裁定がらみのものかはなかなか区別できなかったが、先物の寄付き直後は裁定がらみの買いがかなり入ったのではないか。」

#### — 2時17分 日経平均株価 30,000円を回復

日経平均株価は急速に値を戻し、30,000.98円(−806.21円)と30,000円台を回復。

先物も取引成立後2時7分に30,800円(−800円)まで買われたあと30,700円前後でもみ合い。

コールは2時14分に1,300円(−150円)まで買い直され、プットは2時4分940円(+340円)まで売られる。

**B氏** 「朝方からこれだけ乱高下し、また為替や金利の方向性がまだ不透明であったため、弱気ということではないにしても、あまり強気にもなれないのではほとんど様子を見ているというのが正直なところであった。」

**A氏** 「かなり市場全体が落ち着きを取り戻してきていたので、明日以降の相場展開をにらんだ動きも一部には出てきたものの、まだ確信が持てないので、相場の流れにまかせる形での日計り商いに徹した。」

委託注文の様子をみても、先物は、寄付きから大引けまでの間に400円の値動きしかなかったが、その間の新規の売り・買い、転売・買戻しの動きは活発で、日計り商いも量的には普段とあまり変わらな

いほどだった。

一方、オプションも先物が寄り付いてからプット安・コール高と素直な反応をしたが、注文が少なかったこともありポジションがとりづらかった。」

#### — 後場大引け —

日経平均株価はその後大引け前にかけて再び29,700円台まで下げたものの、結局大引けは前日比963.85円安の29,843.34円で取引終了。

先物は現物取引終了後、大引けにかけて再び売られストップ安の30,400円で終る。取引高25,352単位。

コール終値1,100円(−350円)、プット終値1,200円(+600円)。

**A氏** 「3月22日は、現物、先物、オプションと3市場がそろって以来始めての本格的な暴落といえるだろう。今回のように3つのうち1つでも市場がその機能を停止すると他の市場に大きな影響を与えることがよくわかった。これは、それぞれの市場が一体化し相互に補完しあっていることの現れである。したがって、現物の取引だけの投資家であっても、これからは先物やオプションのことも知らなければならぬということ、こうした人々への理解を高めるための努力が必要だろう。また、最近の下げ相場の中で先物やオプションへの関心が高まっていることも事実である。」

**B氏** 「先物市場の機能を停止させないように、制限値幅を拡大すべきという議論もあると思うが、これを拡大すれば現物をもっと下がるかもしれない。しかし、現実に先物市場が止まり、一方で現物がどんどん下がっていくのを見てると何とかならないかといいたい気持ちはよくわかる。」

**A氏** 「今になってふり返ってみると、昨年末からの現物と先物の下げ幅はほとんど同じと言ってもよい。その意味で、いろいろ批判も出ているようであるが、ヘッジ市場としての先物市場を改めて見直すべきであろう。」

**B氏** 「先物市場で完全にヘッジすることは難しいとしても、やはり先物市場が存在することの意味は大きいと思う。」

(T.N.)