

## 先物・オプションマーケット

### 「日経225オプション

### 取引について」(座談会)

日経225オプション市場が開設されて1年が経過した。そこで、日ごろから日経225オプション取引の第一線で活躍されている5人の方々にお集まりいただき、この1年を振り返って、同市場の評価や今後の課題などについてお話を伺った。

#### 出席者 (5音順)

岡尾秀治 (日本勸業角丸証券 大阪株式部次長)

鈴木 彰 (新日本証券 株式先物課課長代理)

ウィリアム R. スティーヴンソン

(ベアリング証券 大阪支店支店長)

関口 実 (国際証券 先物オプション課課長)

渡辺正和 (大同生命 大阪証券投資課)

#### 司 会

中村 稔 (大阪証券取引所 調査部長)

中村 昨年6月12日に開設しました日経225オプション市場は、お陰様で1周年を迎えたわけですが、今日は、先物・オプションのトレーダーとして第一線で御活躍の皆様方から、この1年間を振り返って忌憚のない御意見を伺いたいと思います。

#### まずは順調な滑り出し

中村 まず最初に、取引状況や建玉残高の推移、あるいは日経225先物との比較などから、日経225オプション市場の1年間をどのように評価されていますか。

岡尾 日経225先物のほうが順調すぎるのかもしれませんが、先物と比較しますと、オプションの取引高は予想を少し下回っているかなという気がします。しかし、全体的には非常に順調であり、特にこのところ個人投資家、事業法人など参加者層に拡がりが出てきている

ことは高く評価できると思います。

鈴木 日経225オプションが始まってからの顧客の反応をみますと、個人や中小法人の中には先物からオプションへ移っている客もあり、プットにしろ、コールにしろ買付けを中心に増えて来ています。また、機関投資家の間でも日経225オプションへの関心が高まっており、当社では全国の顧客に対して取引情報をよりスムーズに提供できるような体制づくりに努めています。日経平均株価連動型のプット・ワラントやコール・ワラントなど海外市場の商品との関連での日経225オプションの利用も増加しています。ただ、現在ではまだ複合的な戦略がとりにくい面があり、こうした点が改善されれば、機関投資家の参加はさらに増えると思います。

スティーヴンソン 取引高だけをみますと大成功ですが、これだけ期近物に集中し、期先物ができないとは思いませんでした。期先物はできないとみんなが思い込んでいるところに問題があるのではないのでしょうか。今後は、期先物の取引ができるように努力すべきだと思います。

関口 取引高でみると先物よりも少ないですが、これはいい意味でのスペキュレーターが少ないためでしょう。証券会社にはまだオプション専門のディーラーは先物と比較して少ない傾向がありますし、また、オプション市場開設当初から、個人の参加、特に売り方としての参加を積極的に進めなかったことが大きな原因だと思います。アメリカではオプション取引への個人参加が非常に多いと聞いていますし、実際に個人がもっと参加してもよい商品だと思いますので、今後、個人投資家の参加を高めるためのPRが必要でしょう。

渡辺 比較的小さな注文だと支障はないのですが、ヘッジ目的などのために大量の注文をだすと、まだ希望どおり全部が執行されることは少ないようで、証券会社のマーケット・メイクが不十分だと言えます。それと、関口さんがおっしゃったように、今のところ証券会社や機関投資家を中心ですが、もっと個人の参加が増えて欲しいと思います。今後、どれだけ参加者に幅が出てくるかに関心をもっており、そのためには証券会社の担当者の知識を高めることも必要でしょう。でも、採点すれば、100点満点で80点以上はつけられる

と思います。

### 期近物に片寄る取引

**中村** スティーヴンソンさんから、取引が期近物に偏り過ぎていたとの指摘がありましたが、この辺りについてはどのようにお考えですか。

**岡尾** 私たちも含めて参加者が不慣れだということもその一因でしょうね。これから日経225オプション市場を拡大・発展させるためには、ある程度期先の取引もできることが必要だと思います。また、個人の参加が少ないのは、オプションの買付けにも多額の預り資産が必要であることが大きな原因ですので、早急に改善すべきだと思います。またヘッジ会計の確立も機関投資家の参加を高めるうえで重要でしょう。

**関口** 期先の取引を活発にするには、最初のうちは証券会社が積極的にマーケット・メイクせざるを得ないでしょうね。

**渡辺** 先物との関連で3、6、9、12月限月のオプションのマーケット・メイクを期待しています。証券会社の方でもなかなか難しい問題もおありでしょうが…。また、機関投資家の中には、ヘッジ会計が導入されていないのでオプション取引を積極的に行わないところが多いようで、この辺りがはっきりしないと機関投資家の参加によるボリューム・アップは望めないと思います。

**スティーヴンソン** 海外の機関投資家の間ではかなり長期のオプションに対するニーズが高いようで、ロンドンにいるディーラーは将来的には1年物のオプションが欲しいとっています。そのためにも、少しずつ期先のオプションのマーケット・メイクに力を入れるべきだと思います。

**鈴木** おっしゃるとおり、先物と重複している限月には結構引合いがあります。これに対してはできるだけマーケット・メイクに努めているのですが、なかなかポジションをとりづらいわけです。オプションでは、時間価値の減少が少ない期先オプションは投資家にとって有利ですし、証券会社にとってもプレミアムが高い分、大きな収入源になる可能性があるのですから、将来はこうしたマーケット・メイクが十分にできる証券

会社が先物・オプション市場で生き残って行くのでしょうかね。現在はまだまだその前の段階というところでしょうね。

### 戦略の解消に苦労—開設当初

**中村** オプション取引はなじみの薄い投資手段であり、これを大証に導入することになって、いろいろと研究されたことと思うのですが、どのようにして勉強され、この1年間に実践されたかについてお聞かせ下さい。

**渡辺** 先物は比較的分かりやすかったのですが、オプションは書物を読んだり、セミナーに参加しても最初はまったくイメージがわかなくて苦労しました。取引が始まってからも当初は様子を見ていました。取引に参加するようになってからは、いろいろなポジションを実験的に試してみましたが、イン・ザ・マネーのオプションの流動性がないのであまり複雑な戦略をとるとその解消がうまく行かず困ったことがありました。また、最初のうちは、ポジションを組むとそのままにしておくか、あるいは、全部を一度に解消してしまうかのどちらかだったのですが、最近は相場状況に応じてポジションの組替えもスムーズにできるようになりました。

**関口** 今から考えるといい経験だったと思うのですが、当初は、渡辺さんと同じで、一度ポジションを組むと、相場が予想と反対に動いても、なかなか思うようにポジションの調整ができず大きな損を蒙りそうになったこともあります。頭の中ではどうすればいいか分かっているのですが…。

**スティーヴンソン** オプション取引のノーハウはイギリスやアメリカで勉強しましたが、それをそのまま日経225オプションにあてはめても思うような成果が得られるとは限らないので、最初のうちは海外で得たノーハウをベースにして、少しずつ取引規模を大きくしながら、日経225オプションの特徴を理解するようにしました。

**中村** 日経225オプションと海外のオプションとは少し違うということですが、具体的にはどのような点ですか。

スティーヴンソン 海外では希望する合成ポジションをひとつの注文で処理できますが、日本の場合、ひとつの合成ポジションを組むのに、いくつかの注文を別々に出さなければならないので、全部の注文が思いどおりの値段でできないかも知れませんから、複雑な戦略をとりづらいわけです。したがって、今のところ複雑なポジションよりも、比較的単純なポジションのほうが成果がいいようです。

鈴木 オプション取引が導入されてから、多彩な戦略がとれるようになったことは事実ですが、ただこれまでに困ったことは、週1回木曜の権利行使日に現物が思いがけない動きをして、売りを含めた戦略が権利行使によって崩れてしまったことです。そこで、最近は、権利行使しやすく、崩されにくいポジションをとるようにしています。これからは、いかにオプションを効率的に利用できるかが大きな課題だと思っています。

岡尾 取引開始前の模擬売買では、合成ポジションで裁定をしてみるとうまくできるので、おもしろいと思っていたのですが、市場開設後に実際に行ってみると、板が薄いこともあってうまく行かず失敗したこともあります。今は簡単なポジションを中心にしています。時には難しいポジションを組んでみるのですが、なかなか思ったとおりにはできません。これからは機会があれば、難しいポジションに挑戦して行きたいと思っています。

#### 権利行使は週1回がよい

中村 先程鈴木さんから週1回の権利行使の話題がでたのですが、このようなタイプのオプションについてどのようにお考えですか。

鈴木 個人的には週1回でいいと思います。売り方は機関投資家を中心ですが、アメリカ型で毎日少しずつ割当がくることになれば面倒ですし、戦略が崩れてしまいます。また、証券会社の事務処理も大変です。かといって、ヨーロッパ型だと買い方は転売するか最後まで持つしかありませんので、妙味が薄れます。

渡辺 おっしゃるとおり、機関投資家は基本的には売りが中心ですので、権利行使される心配のないヨーロ

パ型がいいともいえるのですが、プレミアムが安くなるのも困りますし、買い方になることがないわけでもありませんから、中間的なものとして週1回でちょうどいいと思っています。鈴木さんが言われたように、最初のころは毎週木曜の大引け間際に現物指数がおかしな動きをすることがあったのですが、最近は少なくなっていますので、それほど気にはなりません。

スティーヴンソン 海外にはこういうタイプのオプションはありませんので、最初のころはロンドンの本店からわかりにくくて顧客に説明しにくいとよく言ってきました。しかし最近はこのタイプに慣れてきましたので、かえってこのままのほうがいいと思っています。

岡尾 週1回の権利行使は証券会社の事務処理面で都合ですし、勉強段階の投資家がポジションを組み易いので、全体的にみてすでに認知されていると思います。ただ、「当分の間」ということになっていますので、そろそろはっきりしたほうがいいのではないですか。

関口 みなさんのおっしゃったとおり、当社でも特に問題にしています。もうこれに慣れてしまっているのですが、今変更するとかえって混乱するのではないですか。

#### 利用者の個性が出るオプション取引

中村 投資部門別の取引状況をみますと、プットとコールの利用に微妙な違いがあるように思うのですが、ユーザーによって多少は利用方法に差があるのでしょうか。

関口 具体的にはわかりませんが、先物に比べて、オプションの使い方にはそれぞれ利用する人の個性が強くていていいようですね。

岡尾 顧客もディーラーもいろいろな戦略を試してみても成功した戦略を多用していく傾向がありますね。だから、私たちも、それぞれの顧客に応じた戦略を勧めるようにしています。

鈴木 おっしゃるように、顧客ごとに好みの戦略があると思います。ただ、プレミアムの高いオプションを少し売買する顧客もあれば、安いオプションを多く売買

する顧客もありますので、取引数量だけでは一概に言えないと思いますし、やはりその時の相場状況が一番大きな要素だと思います。

スティーヴンソン 顧客の個性もあるでしょうが、その時々々の相場によって利用が決まっていくのだと思います。当社でも、相場状況に応じた戦略を顧客に勧めるように心がけています。

#### 暴落によって先物・オプションの認識深まる

中村 年初からの暴落のとき、先物やオプションをどのように利用されましたか。

鈴木 今回の下げ過程の中で、オプションのプレミアムの動きをみて、教科書どおりのことがそのままに起こったので強い印象がありました。実際にポジションをもっていた投資家は特にそうだと思います。口でいくら説明してもなかなか分かってもらえなかったことが、現実のものとなって、私だけでなく、顧客にとってもいい経験でしたし、リスク管理の重要性などに対する認識が一気に高まりました。

スティーヴンソン たとえヘッジをかけていても現物指数の上下に合わせて、機動的にポジションを調整して行くことが大切でしょう。ポジションを組んでいつまでもそのままにしておいてはだめですね。

渡辺 これまでは右上がりの相場傾向だったので、あまり問題にならなかったが、今回の暴落でヘッジの重要性を再認識しました。先物やオプションの必要性を痛感した投資家が多かったと思います。現実に暴落以前に比べると、先物やオプションを利用する機関投資家が増加しています。

岡尾 これまでのごく一部の人だけがオプションを利用していたのですが、暴落をきっかけにオプションが広く認知されました。ただし、ヘッジとして利用する場合に、先物、オプションともに値幅制限にかかって十分に機能しなかったことは、今後の課題として検討すべきだと思います。

関口 今おっしゃったとおり、値幅制限や会計原則の不備のために、先物やオプションをまだ十分にヘッジに使い切れなと思います。ただ、今回の暴落を契機に

全国の支店から顧客や社内向けの講演や説明の要請が急増しており、先物も含めて関心が非常に高まっています。

#### 必要な裁定取引のPR

中村 暴落の課程で、先物を中心とした裁定取引の影響が批判されたことがありましたが、この辺りをどうお考えでしょうか。

関口 私たちのように先物やオプションに携わっている者には理解できても、これらを利用したことがない投資家が裁定取引を敵視するのはある程度仕方がないでしょう。だからこそ、証券会社は投資家に対して十分に説明できるだけの知識をもたなければならないと思います。

スティーヴンソン 先物やオプションの市場ができた以上、裁定取引がでてくるのは当然のことで、現物市場が先物やオプションの影響を受けるのは仕方がないと思います。したがって、現物取引しか行わない投資家も市場が変化していることを認識すべきでしょうし、証券会社も顧客に不信感を与えないようPR活動に力を入れるべきです。

岡尾 裁定取引自体は必要なものですが、これのために現物市場が歪められるようなことがあれば問題だと思います。

鈴木 裁定取引残高が公表されるようになってかなり不安感が薄れました。裁定取引は市場の流動性を高めるうえでも重要だと思います。裁定取引はごく簡単な取引仕法であるにもかかわらず、よく理解されていないことに問題があります。そのために必要以上に不安感を煽っているようです。理解を高めて行けばこうした不安もなくなるでしょう。

渡辺 暴落の過程で、裁定取引が乱高下の一因になったことは否定できないと思います。ただ、裁定そのものが悪いというのではなく、過度な期待から現物や先物が、裁定取引の執行できる水準まで買われたり、売られたりすることのほうが問題でしょうね。

## 継続的なPRと制度面の再検討—課題と展望

中村 最後に日経225オプション市場の今後の課題と展望についてお聞かせ下さい。

渡辺 先物、オプション市場とも今後更に大きくなる市場ですので問題が生じないように、うまく運営して欲しいと思います。

関口 オプションは銘柄が多く、証券会社によるマーケット・メークには限界がありますので、個人の参加を高めていく必要があります。これまでは証券会社も取引所も個人の参加に消極的すぎたと思います。

ステイーヴンソン そのためには、オプションの買いについては預り資産を不要にするとか、両建てや日計りには証拠金を不要にするとか、制度面からも個人が参

加しやすい仕組みにすることが必要です。

鈴木 引続き取引が拡大し、世界的にも注目されるようになると思いますので、特にシステム売買でトラブルが発生しないように気を付けて欲しいと思います。万一、トラブルが発生すると市場に対する信頼性が一気に崩れてしまいます。

岡尾 市場開設1年を過ぎて、これからが第2段階です。証券会社サイドでは啓蒙・PR活動にもっと積極的に取り組み、取引所は今までの話にてたような制度面の改善に取り組み、幅広い投資家が参加しやすい市場にしていくための努力が重要です。

中村 長時間にわたり、貴重な御意見をお聞かせいただきありがとうございます。

## 日経225オプションの取引状況(1日平均)

(平成元年6月～2年5月)

区分 年月	ブ				コ				計			
	取引高 (P) 単位	P/T %	取引金額 百万円	建玉残高 (月末) 単位	取引高 (C) 単位	C/T %	取引金額 百万円	建玉残高 (月末) 単位	取引高 (T) 単位	取引金額 百万円	建玉残高 (月末) 単位	
平成元年6月	31,989	48.7	13,173	5,251	33,659	51.3	14,202	7,711	65,647	27,375	12,962	
7月	16,906	44.5	3,754	11,228	21,102	55.5	7,678	7,590	38,009	11,432	18,818	
8月	28,513	44.2	4,859	5,992	36,048	55.8	8,968	13,474	64,561	13,827	19,466	
9月	32,323	46.7	7,247	13,395	36,880	53.3	11,346	10,301	69,204	18,593	23,696	
10月	22,742	47.5	4,579	13,656	25,153	52.5	6,331	11,850	47,895	10,910	25,506	
11月	9,308	40.7	1,239	14,162	13,568	59.3	4,590	8,561	22,876	5,829	22,723	
12月	9,947	42.2	1,649	17,561	13,636	57.8	5,711	11,871	23,583	7,360	29,432	
平成2年1月	16,863	49.6	4,984	16,643	17,136	50.4	3,196	15,848	33,999	8,180	32,491	
2月	18,639	45.5	7,790	18,739	22,293	54.5	4,932	28,388	40,932	12,722	47,127	
3月	13,303	38.4	9,592	10,405	21,320	61.6	4,342	19,849	34,623	13,935	30,254	
4月	10,904	31.5	4,975	10,649	23,675	68.5	3,471	15,064	34,578	8,446	25,713	
5月	14,118	40.8	1,943	14,803	20,494	59.2	5,308	14,032	34,612	7,251	28,835	
合計	18,582	44.0	5,283	—	23,657	56.0	6,592	—	42,239	11,833	—	

(注) 平成元年6月の取引期間は6月12日～30日

日経225オプションとS&P100オプション

年 月	取 引 代 金 (注1)		建玉残高比率 (月末)(注2)		委 託 比 率 (注3)	
	日経225	S&P100	日経225	S&P100	日経225	S&P100
平成元年 6月	4,106	2,390	19.9	303.9	9.9	26.1
7月	2,401	2,574	49.5	271.7	8.8	26.1
8月	3,180	3,159	30.2	304.5	6.5	26.5
9月	3,718	2,173	34.2	334.0	9.1	26.9
10月	2,291	3,839	53.3	267.3	9.2	27.4
11月	1,165	2,309	99.3	331.4	20.0	25.8
12月	1,545	2,084	124.8	304.6	22.8	25.0
平成2年 1月	1,554	4,520	95.6	257.7	23.3	26.6
2月	2,417	3,216	115.1	282.6	25.8	26.1
3月	2,926	3,280	87.4	357.5	20.0	25.0
4月	1,689	3,092	74.4	288.6	16.3	25.6
5月	1,522	3,835	83.3	296.4	17.4	25.3

(注1) TTSによる月中平均の為替レートで換算  
 (注2) 建玉残高比率は、月末建玉残高/1日平均取引高  
 (注3) S&P100の委託比率は顧客勘定の比率

自己と委託の比率

(%)

区 分	年 月	年 月											
		元年6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2年1月	2月	3月	4月	5月
プ ッ ト	自 己	90.7	92.4	94.9	91.5	90.3	82.8	76.5	75.6	74.8	75.3	80.4	82.8
	委 託	9.3	7.6	5.1	8.5	9.7	17.2	23.5	24.4	25.2	24.7	19.6	17.2
コ ー ル	自 己	89.3	90.3	92.3	90.4	91.2	78.1	77.7	77.8	73.6	82.9	85.3	82.4
	委 託	10.7	9.7	7.7	9.6	8.8	21.9	22.3	22.2	26.4	17.1	14.7	17.6

委託の投資部門別比率

