

## 先物・オプションマーケット

### 機関投資家との懇談を終えて

大阪証券取引所では、これまで定期的に東西の機関投資家を訪問し懇談する機会をもっているが、今回も6月から7月にかけて合計81社の資金運用担当責任者に大証管理職が面談し、暴落後の感想等を中心に種々ご意見を伺った。

以下はその際の意見集約の一部であるが、アンケート形式でないことから掲げる数字については一応の傾向を示すものとしてお読みいただきたい。

#### 1 暴落で再認識された先物・オプション市場

この2月末から4月初めにかけての暴落を経験した機関投資家のうち66社(81%)が、資金運用面、投資運用面で先物・オプション市場を意識したと答えている。とりわけ、長銀、都銀、生保、投資顧問は100%であり、損保、信託、地銀の一部の意識度も高い。

一方、意識しなかったと答えたものは僅か12社(15%弱)で、損保、信託、事法、農協系金融機関に散見される。

2 重要な相場指標——先物・オプション市場の動向意識した内容の主なものを掲げると以下のとおりである。(重複回答)

- ① 先物・オプション市場の動向が重要な相場指標となった。 30社
- ② 先物・オプションの利用技術の習熟を痛感した。 28社
- ③ 投資手段の多様化により対応が複雑になった。 27社
- ④ ヘッジや収益機会が増え対応がしやすくなった。 26社
- ⑤ 先物・オプションが現物市場の価格変動を増幅するようになった。 21社

総じて先物・オプション市場が資産運用手段として評価される反面、それだけ対応が複雑化し、従って、先物

・オプション市場の動向が現物市場にとっても重要な相場指標となり、目が離せない存在となっていると受け止めている。また、こうした中で、地銀の一部を筆頭に利用技術の未習熟を反省する意見も多かったが、他方、一連の暴落過程で先物・オプションを利用しなかったことへの反省や、反対にとってもリスクで参加できなかったという意見等も伺えた。

#### 3 急落時の対応

今回の急落局面で投資運用上何らかの具体的対応を取ったかどうかについては、50社(62%)が対応したと答えている。

対応の主な内容については、次のとおりである。(重複回答)

- ① 先物でヘッジした。 26社
- ② 先物で積極的に値ざや取りを狙った。 21社
- ③ オプションで積極的に値ざや取りを狙った。 13社
- ④ オプションでヘッジした。 12社

先物によるヘッジは都銀、生保、オプションでのヘッジは都銀がそれぞれ目立っている。また、都銀、生損保の一部で急落局面を収益チャンスとみて、単純売買に加えて裁定取引、スプレッド、コンビネーション等も含めた戦略で積極的に収益を狙った動きも多かった。

その他、対応策として現物の見切り売りが11社、特金の損切りが8社等が見られた。

とくに対応しなかったと答えたものは20社、必要性があったが対応しきれなかったとするものが11社あった。これらのうちには、上記2で触れた利用技術の未習熟を感じている地銀の一部が含まれている。

#### 4 先物取引の影響

今回の急落において先物取引(裁定取引の解消を含む。)を相場激化要因とする批判が一部にあったことについて意見を求めたところ、概ね次のような回答を得た。(重複回答)

- ① 派生市場が存在すれば当然起こり得る現象であって、批判するには当たらない。それなりの対応をすべきである。 56社

② 先物取引が下落を加速したことは事実であるが、先物取引がなければ現物売りによって更に下落していたと考えられる。 14社

③ 先物取引が下落を加速したことは事実である。 13社

④ 感覚的な批判であって、そのような事実はない。 7社

これ以外にも、裁定チャンスの多いこと、すなわち市場の非効率性を指摘するものや、暴落は現物市場の流動性不足が一因とする意見もあった。

また、裁定取引の残高公表を評価する一方、公表内容が不十分とする意見もあった。

## 5 その他

懇談を通じて貴重な多くのご意見を伺った。以下その一部を摘記する。

### ① 流動性の不足

先物市場に比べてオプション市場の流動性不足を指摘する意見が多かった。また、両市場とも当限に売買が集中し期先物に出会いがつきにくいことから、ヘッジやスプレッドの戦略が十分使えないとする指摘もあった。これに関連して、証券会社のマーケット・メイクへの努力不足と参加者の広がり、特に個人の参加を強調する意見が目立った。

### ② 制限値幅

制限値幅の措置については賛否意見が分かれている。ストップ安を評価する意見に対して、先物のヘッジ売りを不可能にするため現物売りを加速したと批判する声もある。また、制限値幅の弾力運用あるいは緩和を求める意見もあり、制限値幅については大きく評価が分かれている。

なお、急落過程での気配値の追い方をもっと早くすべきであるという声が聞かれた。

### ③ 採用銘柄

日経225の採用銘柄中、超品薄株が実態と離れた動きをすとの意見が多かった。これについて採用銘柄の検討、あるいは大きく変動する銘柄の手口公表を求める意見があった。一方、一部の銘柄の動きは予想外ではあったがそれを指数のクセとして慣れれば十分対応できると

いう意見も見られた。

なお、先物・オプションを通じて手口の公表を求める意見は多い。

### ④ 取引コスト

裁定取引に関連して証券会社との執行コストの差から委託手数料の引き下げを望む声が多かった。

(H.N.)