

# 先物・オプションマーケット

## 特集:気配更新の変更措置等を考える

### はじめに

大証では、8月23日、東証、名証との連名により、継続的な下落傾向にある最近の株式市場のなかで、先物・オプション市場の取引高が拡大する一方、現物市場の売買高が減少することにより、両市場の市場規模が均衡を失っていることから、投資家に対して事態の推移を冷静に見守り、慎重な投資行動をとるよう要請するとともに、特に先物・オプション両市場では、今後一層の節度ある投資行動をとるよう要請した。また、三取引所では、現先両市場の安定化を図る観点から、8月24日から次の措置(以下「規制措置」という。)をとることとした。

- (1) 現物・先物・オプション市場における気配の更新  
値幅の縮小及び気配の更新時間の延長
- (2) 先物・オプション取引の委託証拠金等に関する規制措置
  - ・委託証拠金率を15%に引き上げる。
  - ・委託証拠金のうち現金部分を5%に引き上げる。
  - ・取引証拠金率を10%に引き上げる。

さらに、10月1日、日経平均株価が年初来安値を更新し、一時2万円を割り込み、大蔵大臣が株価対策を発表したのを受けて、先物・オプション取引の立会時間を短縮し、10月2日から当分の間、次のとおり行うこととした。

- ・午前立会を午前9時から11時まで
- ・午後立会を午後1時から3時10分まで

ただし、オプション取引における3月、6月、9月、12月限月取引以外の限月取引の取引最終日の午後立会は、午後3時まで

なお、これらの規制措置実施後の取引状況を概観すると、

#### (1) 取引高

先物取引は、漸増傾向にあり、規制措置による大きな変化は見られない。ただ、改正取引所税法が施行された

10月1日以降は、取引高が減少している。

オプション取引は、先物取引と同様に大きな変化は見られない。10月1日以降も先物取引ほど落ち込みが見られない。(図1参照)

#### (2) 値付き

先物取引は、実施後値付回数が大幅に減少しており、流動性の面で変化が見られる。

オプション取引は、逆に値付回数が大幅に増加している。取引高がそれに伴って増加していないことから、1値当たりの約定成立数量が小さくなっている。(図2参照)

#### (3) 委託取引

先物取引、オプション取引とも実施後委託取引の比率が高まっている。とくにオプション取引においては、量的に見ても委託取引が漸増傾向にある。(表参照)

規制措置実施後のこのような状況をどうみるか。以下は、学者の分析とトレーダーの意見である。

図2: 値付状況 (一日平均値付回数)

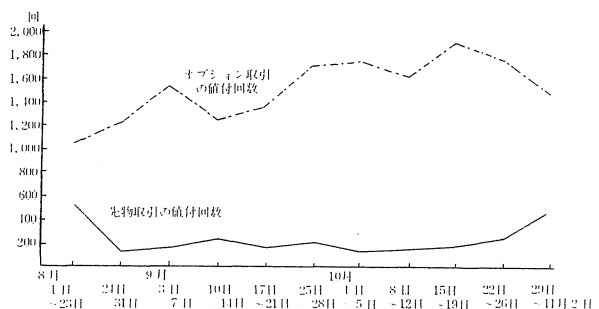


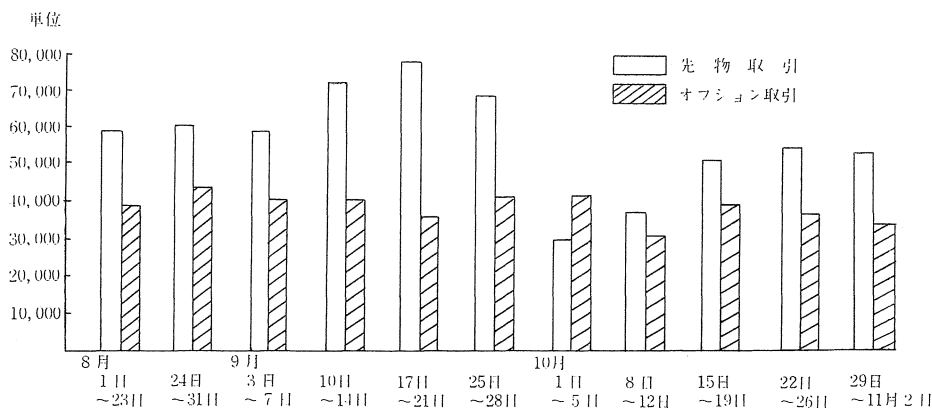
表: 自己・委託の状況 (一日平均取引高)

(単位: 単位、%)

	先物取引		オプション取引	
	自己	委託	自己	委託
平成2年 8月	64,941 (49.8)	65,366 (50.2)	61,362 (70.8)	25,291 (29.2)
9月	56,578 (41.1)	81,202 (58.9)	47,725 (61.0)	30,496 (39.0)
10月	35,030 (35.6)	63,421 (64.4)	36,426 (47.4)	40,419 (52.6)

(注) ( ) 内は構成比

図1: 取引高の状況 (一日平均)



## 気配更新の変更措置と先物価格

### —先行性から遅行性へ—

名古屋市立大学経済学部

教授 國村道雄

### 先行性から遅行性へ

#### 1 価格先行性はなぜ生まれるか

現物市場と先物市場が何らかの理由で分断されるといった異常な場合は別だが、通常、現物価格と先物価格は裁定関係で結ばれている。そのため、両価格の間には同じ変化をするという意味での同期性があり、一方に先行性や遅行性は存在しないし、存在しえない。しかし、わが国の日経平均株価と日経225先物をみると、次のような理由から先物に数分程度の価格先行性があると考えられる。

ひとつは、相場執行・報道システムの問題である。市場参加者の間である種の相場観が形成され、取引が執行され、それが通知され報道されるまでの時間を考えると、ほんの数分といったレベルで先物が現物よりも早いと考えられる。わが国には、ニューヨーク証券取引所のスーパーDOTシステムのような多銘柄同時執行システムが採用されていないこと、日経平均に選ばれている銘柄は東証一部の主要銘柄であるため、その多くがシステム売買銘柄となっていないことなどのため、現物取引による相場観の実現は、通常、先物よりも時間がかかる。その分、先物に価格先行性が生まれる。

日経平均指数値の計測と報道に数分の遅れが伴うことから、日経平均にみせかけの遅行性が生ずるという問題もある。とくに前場寄り付きや後場の終値では常に1、2分の遅れが生じている。現物の指数値である日経平均の確認が、このように先物に比べて遅れがちなため、結果的に、先物に数分の価格先行性が生まれる。

日経平均採用の全銘柄に、常時、価格が付いていればいいが、通常、一部の銘柄には値が付かない。日経平均は、他の株価指数と同様、計測時に値付きがない場合は直近の価格を用いる。相場観が変化していても値付かずの銘柄はこの変化を反映しないことになるから、日経平均指数値はその分先物価格と同期化せず、遅行する。とくに人気離散した相場とか、ザラ場では遅行の度合い

が高まる。その分、逆に、先物価格が先行することになる。

取引のオペラビリティも無視しえない。相場観が急変したとき、取引のしやすさつまり取引のオペラビリティが高い方に流れるという一般的傾向がある。一時に大量取引ができる先物はDOTシステムをもたない現物市場よりオペラビリティが高い。このことは、相場急変時に先物価格の先行性が高まることを意味する。

最後に、非合理的だが、時として無視しえない要因として、“先物が相場を先取りする”という俗説をあげることができる。先物と現物の間に裁定関係が成立するかぎり、この俗説は合理的根拠を失うことになるが、1989年12月のように、この俗説に乗ろうという相場観が生まれるとそれもひとつの相場を形づくることになる。この場合、先物価格は現物価格に先行することになる。

8月24日に気配更新の変更措置等いわゆる規制措置が実施される以前には、日経225先物に現物に対する価格先行性が存在した。たとえば、平成2年3月物が取引された時期で調べてみると、価格先行性が明確に認められるとともに、価格変動が大きかった平成2年2月の株価暴落時に先物の価格先行性が著しく高まっていることが検証されている。(國村道雄「株価乱高下と先物価格の変動」インベストメント、第43巻第6号、平成2年12月号に掲載予定)。

ところが気配更新の変更措置により一変し、先行性が消え、新しく遅行性が出現したのである。この事実をデータで確認しよう。

#### 2 分析の方法

日経平均の変化率と日経225先物の収益率を次の形で1分刻みに計測する。

$$IR_t = (\ln IP_t - \ln IP_{t-1}) \times 100$$

$$FR_t = (\ln FP_t - \ln FP_{t-1}) \times 100$$

ここに、IRは日経平均変化率、IPは日経平均値、FRは日経225先物収益率、FPは日経225先物価格を表わす。 $\ln$ は自然対数、 $t$ は分を表わす。日経225先物については、平成2年9月限と同12月限データを採用し計測する。分析ではストップ安のみであった8月23日後場を除外する。これらデータを用いてさらに5分刻みの変化率と収益率も作成する。

分析で用いられるモデルは次の2つである。

##### 1 分刻みモデル

$$\begin{aligned} IR_t = & \alpha + \beta_1 FR_{t-5} + \beta_2 FR_{t-4} + \beta_3 FR_{t-3} \\ & + \beta_4 FR_{t-2} + \beta_5 FR_{t-1} + \beta_6 FR_t + \beta_7 FR_{t+1} \\ & + \beta_8 FR_{t+2} + \beta_9 FR_{t+3} + \beta_{10} FR_{t+4} + \beta_{11} FR_{t+5} \\ & + \epsilon \end{aligned}$$

5分刻みモデル

$$\begin{aligned} IR_t = & \alpha + \beta_1 FR_{t-10} + \beta_2 FR_{t-5} + \beta_3 FR_t \\ & + \beta_4 FR_{t+5} + \beta_5 FR_{t+10} + \epsilon \end{aligned}$$

ただし添字は分を表わし、たとえば、FR<sub>t-5</sub>は5分前の日経225先物収益率をいう。

いずれのモデルも、「日経平均変化率は、その前後のいくつかの日経225先物収益率で説明される」と主張している。計測の結果、t分より前の収益率の説明力が高ければ、先物に価格先行性が認められることになり、t分より後の収益率の説明力が高ければ、経験的にみて遅行性が存在するということになる。

このモデルの係数は重回帰分析を用いて推定する。推定は、規制措置前5日間をひとつのグループとした場合と規制措置後の5日間をひとつのグループとした場合について、平成2年9月限と12月限のそれぞれに実施する。

なお、サンプル数をそろえるため1日の始めと終りにずらすことから生ずるデータ不完備な部分、たとえば1分刻みでは、始めと終りの4分をカットする。プログラムはパッケージ・プログラムSPSSを用いる。また、説明変数間の相関係数に0.5以上のものはなく、多重共線性は発生していなかったため、この関係の記述は省略する。さらに、重回帰分析では、重回帰式における偏回帰係数 $\beta_i$ は、被説明変数IRおよび説明変数FR<sub>i</sub>からそれ以外の説明変数の影響を除去した後における被説明変数の説明変数FR<sub>i</sub>に対する回帰係数に等しい。つまり、各説明変数の偏回帰係数は、他の説明変数の値を与件としたうえで、その説明変数の被説明変数に与える影響を示すので、各説明変数を同時に考えることはできない。偏回帰係数のt値は、他の説明変数を用いてもなお当該説明変数に独自の説明力があるかを検定する。

また、1分刻みだけでなく5分刻みでもモデルを作るのは、1分刻みデータでは先物価格の収益率がゼロの場合が相当多いからである。あとでみるように1分刻みの分析では決定係数がさほど上がらない。これを上げるために前後5分をさらに拡げるのもよいが、それでは変数が多くなりすぎ、複雑になる。そこで、±10分と±5分の4変数に同時刻を加えた5分刻みモデルを追加した。

### 3 1分刻みデータによる分析結果

1分刻みデータによる重回帰分析の結果は表1に示されている。

まず、9月限先物の規制措置前についてみると、先物の価格先行性が認められる。しかも、変化率を用いた分析としては決定係数は0.190、F値は23.57と高く、モデルのあてはまりぐあいは比較的良い。個々の説明変数をみると、日経平均変化率に対する説明力が高い、つまり係数ベータの値が大きい変数は、①同時刻、②3分前、③1分後、④4分前、⑤1分前の先物価格収益率の順である。これらの係数はt値が2より大きく有意である。逆に、説明力が低いのは、①5分後、②4分後である。しかもこれら係数はt値が低くあてはまらな問題が残る。このように全体的にみて、先物価格にある程度の先行性が認められる。

次に、9月限先物の規制措置後についてみると、先物の価格先行性が著しく弱まり、逆に、強い価格遅行性が認められる。なお、モデルのあてはまり程度は決定係数が0.262となり高まっている。個々の変数についてみると、説明力が高いのは、①2分後、②同時刻、③1分後④3分後、⑤4分後の先物価格収益率の順である。これら係数のt値は高い。逆に、説明力が小さいのは、①2分前、②5分前である。しかもこれら係数のt値は低い。このように明らかに遅行性が認められる。

規制措置の前と後の比較を個々の説明変数について示せば次のとおりである(矢印は変化の方向)。

先行性変数	規制措置前	規制措置後
5分前	0.057	0.026 ↓
4分前	0.088	0.053 ↓
3分前	0.102	0.056 ↓
2分前	0.065	0.029 ↓
1分前	0.079	0.095 ↑
遅行性変数	規制措置前	規制措置後
1分後	0.095	0.118 ↑
2分後	0.064	0.128 ↑
3分後	0.070	0.114 ↑
4分後	0.046	0.109 ↑
5分後	0.043	0.093 ↑

このように、先行性を示す5つの変数のうち4つが規制措置後に低下している。これに対し、遅行性変数は5つすべてが上昇し、説明力が高まっている。要するに、

日経平均変化率に対する説明力という視点からみると、日経225先物収益率は、先行性変数から遅行性変数へと、規制措置後にその性質が変わってしまったのである。

次に規制措置後中心銘柄となった12月限先物についてみると表1のとおり、9月限先物以上に明確に、規制措置前の先行性と規制措置後の遅行性のコントラストが現われている。説明は省略するが、規制措置後、すべての先行性変数が低下し、遅行性変数は逆に、すべてが上昇している点を指摘するに止めたい。9月限と12月限の分析結果は著しく類似しているが、このことは、ここでの分析が安定していることを示している。

4 5分刻みデータによる分析結果

5分刻みデータでは、時刻を前後10分まで延ばし、±10分、±5分及び同時刻という5つの先物価格収益率で日経平均変化率を説明してみる。分析結果は表2のとおりである。

平成2年9月限先物についてみると、規制措置前は、

10分前も10分後も先物は現物に対して説明力を持っていない。残り3つの係数をみると、5分前が0.338、同時刻が0.325、5分後が0.167となっており、先物価格にやや先行性が認められる。決定係数は0.367と1分刻みモデルよりあてはまりが良くなっている。

9月限について規制措置後に目を転じると、完全に遅行性変数にシフトしていることがわかる。5分後が0.424、10分後が0.303、合計すると0.727となり、全体の72.3%を遅行性変数が説明しているのである。決定係数も0.531と一層高まっている。このように規制措置後は、遅行性変数がはっきりと優位になるとともに、それが10分後にまで延びている。

12月限についてみると、1分刻みデータの場合と同様、より明確に先行性が低下し、遅行性が現われていることを規制措置前と措置後の分析結果で確認することができる。たとえば、規制措置前には、遅行性の2変数が説明力を持たず、規制措置後には、逆に、先行性の2変数が説明力を失っている。

表1 日経225先物収益率の先行性・遅行性：1分刻みデータ

	定数項 α (t値)	説明変数(日経225先物収益率)											調整係数	F値 (F値の有意水準)	サンプル数
		5分前 β <sub>1</sub> (t値)	4分前 β <sub>2</sub> (t値)	3分前 β <sub>3</sub> (t値)	2分前 β <sub>4</sub> (t値)	1分前 β <sub>5</sub> (t値)	同時刻 β <sub>6</sub> (t値)	1分後 β <sub>7</sub> (t値)	2分後 β <sub>8</sub> (t値)	3分後 β <sub>9</sub> (t値)	4分後 β <sub>10</sub> (t値)	5分後 β <sub>11</sub> (t値)			
9月限先物 規制措置前	-0.002 (-1.411)	0.057 (3.273)	0.088 (5.042)	0.102 (5.853)	0.065 (3.872)	0.079 (4.658)	0.105 (6.238)	0.095 (5.617)	0.064 (3.755)	0.070 (3.966)	0.046 (2.578)	0.043 (2.412)	0.190	23.57 (0.000)	1056
規制措置後	0.000 (0.693)	0.026 (1.306)	0.053 (2.666)	0.056 (2.811)	0.029 (1.458)	0.095 (4.894)	0.125 (6.341)	0.118 (6.011)	0.128 (6.388)	0.114 (5.688)	0.109 (5.450)	0.093 (4.435)	0.262	39.05 (0.000)	1174
12月限先物 規制措置前	-0.003 (-2.111)	0.048 (2.957)	0.064 (3.873)	0.088 (5.389)	0.093 (5.740)	0.101 (6.253)	0.076 (4.734)	0.082 (5.101)	0.094 (5.759)	0.053 (3.188)	0.033 (2.029)	0.006 (0.403)	0.184	22.71 (0.000)	1056
規制措置後	0.001 (1.299)	0.032 (1.520)	0.042 (2.075)	0.050 (2.507)	0.068 (3.443)	0.097 (4.921)	0.111 (5.567)	0.107 (5.363)	0.127 (6.218)	0.091 (4.428)	0.107 (5.206)	0.077 (3.603)	0.231	33.17 (0.000)	1174

(注) 重回帰分析のためのモデル： $IR_t = \alpha + \beta_1 FR_{t-5} + \beta_2 FR_{t-4} + \beta_3 FR_{t-3} + \beta_4 FR_{t-2} + \beta_5 FR_{t-1} + \beta_6 FR_t + \beta_7 FR_{t+1} + \beta_8 FR_{t+2} + \beta_9 FR_{t+3} + \beta_{10} FR_{t+4} + \beta_{11} FR_{t+5} + \epsilon$  (本文参照)

表2 日経225先物収益率の先行性・遅行性：5分刻みデータ

	定数項 α (t値)	説明変数(日経225先物収益率)					調整係数	F値 (F値の有意水準)	サンプル数
		10分前 β <sub>1</sub> (t値)	5分前 β <sub>2</sub> (t値)	同時刻 β <sub>3</sub> (t値)	5分後 β <sub>4</sub> (t値)	10分後 β <sub>5</sub> (t値)			
9月限先物 規制措置前	-0.002 (-0.284)	0.081 (1.495)	0.338 (6.229)	0.325 (5.731)	0.167 (2.971)	-0.014 (-0.247)	0.367	25.45 (0.000)	210
規制措置後	0.001 (0.136)	-0.188 (-2.792)	0.051 (0.744)	0.366 (4.713)	0.424 (6.031)	0.303 (4.400)	0.531	54.13 (0.000)	234
12月限先物 規制措置前	-0.004 (-0.392)	0.163 (3.095)	0.241 (4.483)	0.354 (6.675)	0.078 (1.420)	0.040 (0.731)	0.343	22.99 (0.000)	210
規制措置後	0.005 (0.639)	-0.081 (-1.089)	0.075 (0.976)	0.242 (2.809)	0.432 (5.582)	0.267 (3.522)	0.438	37.62 (0.000)	234

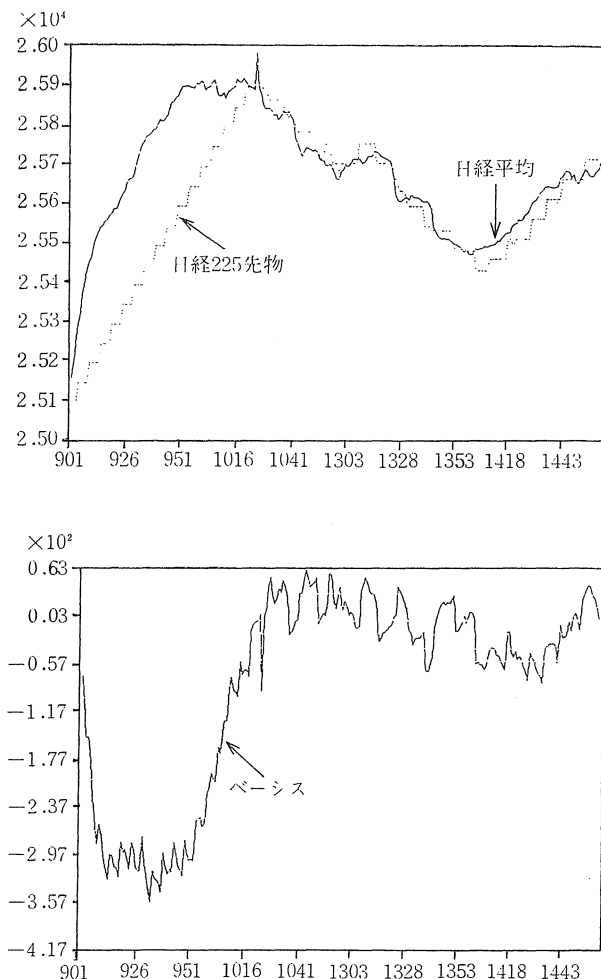
(注) 重回帰分析のためのモデル： $IR_t = \alpha + \beta_1 FR_{t-10} + \beta_2 FR_{t-5} + \beta_3 FR_t + \beta_4 FR_{t+5} + \beta_5 FR_{t+10} + \epsilon$  (本文参照)

### 5 なぜ価格先行性がくずれたのか

規制措置により価格先行性がくずれた主要な、そして直接的な原因は、気配の更新値幅を90円から50円に縮小し、気配の更新時間を5、6分から約10分に延長したことにより、現物の急激な価格変化に先物が、しばしば付いてゆけなくなったことによる。

規制措置による遅行性発生の典型的な例を示せば図1のとおりである。この図には、1990年8月28日、つまり規制措置実施3日目の日経平均と日経225先物9月限の価格が示されている。この日は前場の寄り付きから株価が急騰したが、日経225先物は、更新値幅50円という変更された措置にきっちりに従ったため、大幅に遅行している。その結果、両者の差であるベーススが一気に低下し、マイナス40円近くまで下げている。もちろんこの値は見せかけのベーススにすぎず、先物は気配値の

図1 日経225先物(9月限)、日経平均及びベーススの1990年8月28日における推移



ままだから裁定行動をとることはできない、現物に追いついた10時過ぎ、やっと本来のベーススに戻っている。

価格先行性がくずれたもうひとつの理由は、規制措置の結果、指値注文が減少し、成行注文が増加したため、板寄せによる約定が相対的に増加したことである。板寄せ約定は、投資家の平均的相場観の顕在化を進めるため、平均をさがそうとする行動、いかえれば、受身の相場観が除々に力を付けてくる。受身の相場観の有力なよりどころは、実現した価格であり、そのひとつが報道された日経平均である。独自の相場観で動くスペキュレーターが減り、受身の相場観が力を付けてくると、その分先物の価格先行性の一部が弱まると考えられる。機関投資家は、しばしば一方通行の相場観を作るといわれているが、これは受身の相場観の裏がえしである。平成2年8月に銀行の先物売買高比率が上昇したが、このことも先物価格の価格先行性を弱める働きをしたと推測される。受身の相場観が相場を作り始めると、相場の先を読むとする先物投資家の力が弱まり、“先物が相場を先取りする”という俗説も力が弱まる。このことが先物価格にいく分反映したかも知れない。

なお、規制措置直前に株価が急落していた。株価急変時には先物の価格先行性が高まるから、規制措置前については、この側面を割引いて考える必要もある。

### 6 先物市場の規制と市場の活力

規制措置により先物価格の先行性が弱まり、現物市場に対する遅行性が現われるということは、それだけ先物が価格形成上の独自性や優先性を失うことを意味する。このことが、長期的にみて先物市場の活力低下につながるならばよいかと懸念する。

### まとめ

平成2年8月24日、東京、大阪及び名古屋の証券取引所は、現先両市場の安定化を図る観点から、気配の更新値幅の縮小及び更新時間の延長と委託証拠金の引上げを柱とした先物・オプション取引の規制措置を実施した。

規制措置前後のデータを分析すると、日経225先物市場に次のような問題が生じており、先物取引の円滑な執行に影響が出始めている。

- (1) 規制措置後、指値注文が激減し、成行注文が著増した結果、先物の値付き回数が急減している。成行注文が増え対当が減少したため、相対的に板寄せが増加している。値付き回数の減少から、先物市場は気配ばかりが目立つ円滑さやや欠ける受身型市場に変質している。
- (2) 規制措置により相場変動を先物価格が追いつけない状況がしばしば発生している。また、指値注文の激減と板寄せ約定の増加は、自ら価格をさぐろうとする主体的投資家の後退を意味する。その結果、規制措置前に存在した現物市場に対する先物価格の先行性は、規制措置後著しく弱まり、逆に、遅行性が明確に現われている。この事実は、長期的にみると先物市場の活力を減退させるのではないかとの懸念をいだかせる。
- (3) 規制措置により受身の投資行動が増加すると、先物に対する多様な相場観が後退する可能性がある。確かに、規制措置前後を比べると、現物よりもランダムに変動していた先物が、規制措置後やや単調になり、現物との差が縮まっている。
- (4) 以上みた先物市場変質の根本原因は、指値注文の激減にある。そして、指値激減の主要な理由は、気配の更新値幅の縮小と更新時間の延長とが同時に実施されたため、これら2つが相乗的に作用し、指値注文での約定機会が著しく低下したことによる。その結果、投資家は成行注文に移行せざるをえなくなり、ここに受身型市場が誕生したのである。

先物に対する規制措置が、市場での効率的な価格形成を阻害することにならないよう慎重に配慮しなければならない。気配の規制措置は先物市場をやや円滑性を欠く受身型市場に変質させており、長期的観点に立つと、先物を含む株式市場の活力を弱める恐れがある。

## トレーダーの意見

### 準大手証券会社

#### 1. リスクヘッジ機能の低下

規制措置後は、先物のアウトライイト取引が減少してい

る。これは、マーケットメイクをしている証券会社(ディーラー)や利用者である投資家が気配の更新時間の延長措置の影響で市場でスムーズに売買できないからである。具体例を示すと、先物の板で25,000円に指値の買い物が100枚あって、マーケットの現在値が25,030円のとときに、ある投資家がヘッジのために50枚売り注文を25,000円で発注した。発注した証券会社が優先順位1番で入力、25,030円から25,000円まで30円動かすのに、更新時間の延長という措置がとられるため、商いを成立させることができない。そこで、他の証券会社2社より、優先順位2番と優先順位3番の成り行き10枚ずつの売り注文が入り25,030円売り気配。その気配を見て他の証券会社より売りが増え、300枚の売り気配。7分後に売り気配が24,980円に下がり、優先順位1番で出した25,000円、50枚の売りは商いが成立せず、板にとり残こされたままとなる。それを証券会社の知らせで知った投資家は、注文を成り行き変更するが、7分ごとに売り気配を下げ、そのまま取引が成立せず結果的にヘッジに失敗。

現物ポートフォリオに対してリスクヘッジが出来ず、先物に対する信頼感を失った。

#### 2. 下げ局面でプットの値上がりを加速

規制措置はオプションの売買にも影響を及ぼした。ヘッジ目的の投資家は、先物の流動性が低下しているため、オプション市場でヘッジをしようとした。その場合(1)ロングプット(2)ショートコール(3)(ロングプット+ショートコール)シンセティックショートフューチャーのどれかをポジションとして持つわけだが、オプションの売り方に課される委託証拠金率が9%から15%に引き上げられたため、通常の場合より売り手が不足した。その結果プットのボラティリティーが100%を越すような異常な価格形成となった。オプションの買い方には、今回規制措置がないため、プットの上昇を加速したと考えられる。通常、先物が流動性を持って売買されていれば、プットの買い手に売り向かうストラテジーの利用者が出てくるはずだが、その売り手となる供給者を減少させた。リスクヘッジのために買ったプット買いで思わぬヘッジコストを支払う結果となった投資家も多い。

### 3. メ リ ッ ト

先物の値付けが、上昇時にも下落時にも同一スピードになったこと。これは、基本的なことであるが、重大なことである。流動性を高め、信頼を得るマーケットになるには課題も多い。今回の規制措置は、先物・オプションに携わる人々に少なからず考える時間を提供してくれたし、今後参加する人々のためにも有益な生のデータを提供してくれたものと思う。

## 米 系 証 券 会 社

最近の株式市場の乱高下を背景にその安定化を図る対策として先物取引に対し、いくつかの規制措置がとられたが、実施されてから2か月たった今、それらの規制措置が株式市場にどのような影響を与えたかを探してみたいと思う。

規制措置が行われた8月24日以降、先物取引における一日の値付回数が規制措置実施前と比べて、著しく減っており、反対にオプション取引の値付回数は増えている。この値付回数の変化の直接の原因は気配値の動きの幅を狭めたことによるが、同時に他にも様々な形で影響を及ぼしているようだ。

また、気配値の動きを制限する措置は先物の値付回数の減少をもたらし、日計り商いを難しくさせているようである。先物の日計り商いは、主に証券会社のディーラー達によって行われているが、日計り商いの減少は、先物市場全体の流動性をなくし、流動性の欠けた市場は投資家にとって魅力のないものになってしまう可能性があることに注意しなければならない。流動性に欠けるため、売りヘッジしたい時に必要枚数の先物を売れない機関投資家は時として、手持ちの現物ポートフォリオを処分しなければならない状況に陥ることがある。反対に先物の売りポジションをカバーするためやむなく現物のパッケージを買うケースなどが考えられるが、それはかえって株式市場の乱高下の増幅につながる可能性がある。先物市場における流動性の減少は一方でオプション取引量の増加につながっているようである。

先物を使ってヘッジ等の戦略が取れないため、次善の手段としてオプションの取引が活発に行われたためだ。このため、オプションの流動性は増加したが、オプション価格の変動は高まったようだ。

次に委託証拠金の引き上げであるが、レバレッジを活かした投機的な取引を規制すべくとられた措置と思われるが、個人の参加が少ない日本の先物市場においては、あまり影響を与えていないようである。

取引時間の短縮については、全く影響がなかった。しいて言えば、先物担当者が現物担当者と同じ時間に昼食に出かけることができるようになったことくらいである。

さて、最後にこれらの先物取引への規制が、現物市場に与えた影響を考えてみる。まず、心理的な意味で市場参加者に安心感を与えたということはいえるようである。特に先物取引についての知識の少ない個人投資家には、買い安心感を与えたいだろう。しかし、株式市場の変動性に対しては実質的には、殆んど影響が見られていない。今後、市場に弱気になる材料が多く出れば、規制により先物が十分なヘッジ機能を欠いているがために、より大きく市場は下がる可能性もある。先物を規制すれば、市場が安定すると考えるのは、年初来の上落の犯人を無理に先物に求めるのと同じ様に無謀なことであろう。実際、先物が存在しないどんな市場においても暴落する可能性があることは過去の例を見れば明らかである。

先物取引に対して、こうした規制を行うことは市場に対しての不安を和らげるという意味で緊急避難的に行うことには意味があるが、先物の機能を低下させ、健全な市場形成をそこなっていることも覚えておかなければならない。先物取引の機能と役割を正しく認識した上で、なるべく規制をしない自由な市場が望ましくはなかろうか。