

先物・オプションマーケット

日経225オプションの
最近の動きについて

はじめに

8月24日から日経225先物及びオプション取引に対して、(1)証拠金率の引上げ、(2)気配の更新値幅の縮小及び更新時間の延長という措置(以下「規制措置」という)が実施された。本レポート前号(11月13日号)で紹介したとおり、これらの規制措置の実施により、日経225先物市場では、取引高の減少はみられなかったが、成行注文の増加に伴う板寄せのための気配表示の増加、値付き回数の減少という顕著な影響が現れた。

これに対して日経225オプション市場においては、規制措置実施後も、先物市場にみられたような影響が現れなかったばかりか、反対に値付き回数が増加するなど流動性が高まり、さらには取引参加者層が拡大し、委託取引が量的にも拡大している。

オプション市場に対しても、先物市場と同一の規制措置が実施されたにもかかわらず、相反する影響・効果が現れたのは何故であろうか。本稿では、規制措置実施前後の日経225オプション市場の状況を概観するとともに、その原因を探ってみることとする。

1 日経225先物・オプションの取引状況

規制措置の実施された8月以降の日経225先物及びオプションの取引状況は表1、2及び図1に示すとおりである。取引高の水準は先物・オプションとも8月から9月にかけては大きな変化はない。10月に入ると、取引所税が新たに課税されたことや、先物の場合、月初、ストップ気配で終わったこともあって、共に減少しているが、大勢的には両者に顕著な差は認められない(表1)。

次に値付き回数についてみると、先物が規制後大きく減少しているのに対し、オプションでは反対に増加し、好対照をみせている(図1)。また投資部門別の状況では、先物・オプション共に委託の占める比率が上昇しているが、特にオプションで特徴的なのは、銀行、事業法人と共に個人の比率が高くなっていることである(表2)。

表1 取引高の状況(1日平均)

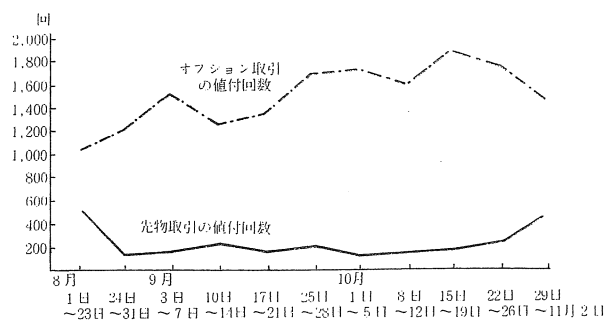
期 間	日経225先物 単位	日経225オプション			備 考
		ブット 単位	コール 単位	合 計 単位	
8/ 1~23	44,373	12,199	16,775	28,974	8/24 規制措 置実施
24~31	15,927	4,251	7,323	11,574	
8 月 計	60,300	16,449	24,098	40,547	
9/ 3~ 7	59,824	19,421	22,911	42,333	
10~14	72,017	17,586	23,252	40,838	
17~21	77,262	15,769	20,173	35,943	
25~28	68,402	20,674	20,573	41,246	
9 月 計	69,428	18,241	21,788	40,029	
10/ 1~ 5	29,624	15,055	26,182	41,236	10/1 取引所 税課税 10/2 取引時 間短縮
8~12	36,775	13,846	17,110	30,956	
15~19	51,106	12,574	25,322	37,896	
22~26	56,333	13,701	22,671	36,372	
29~31	50,294	11,679	15,006	26,685	
10 月 計	44,695	13,503	22,015	35,518	

表2 投資部門別取引状況(単位:単位、%)

区分	ブット・オプション			コール・オプション		
	8月	9月	10月	8月	9月	10月
証券会社	553,229 (67.3)	396,492 (58.5)	312,390 (47.0)	875,679 (74.8)	522,237 (64.6)	512,288 (50.0)
生保・損保	6,693 (0.8)	8,003 (1.2)	5,563 (0.8)	8,022 (0.7)	6,010 (0.7)	13,735 (1.3)
銀行	64,138 (7.8)	87,771 (12.9)	93,496 (14.1)	62,828 (5.4)	83,345 (10.3)	127,612 (12.4)
その他金融機関	1,910 (0.2)	1,515 (0.2)	8,213 (1.2)	2,778 (0.2)	2,899 (0.4)	8,436 (0.8)
投資信託	8,179 (1.0)	5,418 (0.8)	14,364 (2.2)	8,096 (0.7)	5,934 (0.7)	11,783 (1.1)
事業法人	78,662 (9.6)	70,189 (10.4)	91,460 (13.8)	101,266 (8.7)	85,472 (10.6)	133,499 (13.0)
その他法人等	5,527 (0.7)	5,423 (0.8)	6,076 (0.9)	6,052 (0.5)	11,175 (1.4)	21,977 (2.1)
個人	32,175 (3.9)	32,403 (4.8)	56,303 (8.5)	45,467 (3.9)	48,000 (5.9)	103,354 (10.1)
外人	72,281 (8.8)	70,806 (10.4)	77,010 (11.6)	60,042 (5.1)	43,106 (5.3)	93,026 (9.1)
合 計	822,794 (100)	678,020 (100)	664,875 (100)	1,170,230 (100)	808,178 (100)	1,025,710 (100)

(注) () 内は構成比。

図1: 値付状況(1日平均値付回数)



2 規制措置の日経225オプションへの影響

(1) 証拠金率引上げの影響

今回の規制措置によって、先物・オプションともに、委託証拠金率は9%から15%に、取引証拠金率は6%から9%にそれぞれ引き上げられた。また先物の委託証拠金の現金部分も3%から5%へ引き上げられた。

オプション取引では、新規の買付けについては委託証拠金は不要であり、売付けについても現金部分は必要でない。したがって、直観的には、コスト面において、先物とオプションの差が拡大した結果、先物からオプションへのシフトが生じたのではないかと考えられる。

もしそうであるならば、日経225先物の取引高の減少とオプション取引高の増加がみられるはずである。しかし、そのような現象は起こらなかった。すなわち、先物取引高は、規制措置が実施された8月、1日平均取引高60,300単位、9月、同69,428単位へと増加している。一方、オプション取引高は、8月が1日平均40,547単位、9月が同40,029単位と横ばいになっている。また、委託証拠金引上げの影響があれば減少するはずの委託取引が引上げ実施後、先物・オプションともに急増している。このことから、証拠金率の引上げは全体としてほとんど影響がなかったといえるものと思われる。

(2) 気配の更新値幅の縮小・更新時間の延長の影響

この規制措置の実施は、日経225先物市場に大きな影響を与えた。すなわち、指値注文の減少、成行注文の増加により、板寄せのための気配表示の回数が急増し、その結果値付き回数が激減した。これは、更新値幅の縮小と更新時間の延長のため、先物が現物価格の動きに付いていけなくなり、本レポート前号の準大手トレーダーの意見の中に具体例が示されているとおり、優先順位1番の指値注文でさえ、気配表示されている間に後から発注された多量の成行注文に追い越されてしまい約定されないというケースが激増し、成行注文にせざるを得ない状況が生じたからである。しかし、オプション市場においては、前述のとおり、このような状況は発生しなかった。これは何故であろうか。

その理由として、まず第1に、日経225先物とオプションとの1銘柄あたりの注文件数及び注文1件あたりの注文数量の違いをあげることができる。すなわち、日経225先物では、その取引のほとんどが直近限月1銘柄に集中しているため、注文件数が非常に多い。しかも注文1件あたりの数量も大きい。そのため現物市場の動きが激しくなると、売り又は買いの一方に偏った注文が、一

時に大量に出され、約定が成立せず、気配表示を行わざるを得ないことになる。そのうえ、今回の規制措置の実施により、先物が現物に付いて行けない状態になっているために、証券会社がマーケット・メーカーとして参加しにくく、その間にも一方に偏った注文が累増していくので、一層、約定の成立が困難となり、気配の更新が繰り返されることになる。

一方、オプション市場の場合は、プット、コールそれぞれに多くの権利行使価格が設定されているため、注文が先物のように1銘柄に集中せず、1銘柄あたりの注文件数は少ない。その上、現在のところでは、先物に比べて注文1件あたりの注文数量は少なくかつ成行注文も少ない。そのために、現物市場が激しく動いても、1銘柄に大量の偏った注文が出されることが少ないので、比較的スムーズに取引が執行されたものと思われる。

以上のことを、具体例によって示してみる。注文件数及び注文数量の多い銘柄をA銘柄、少ない銘柄をB銘柄とし、現在値は両銘柄とも980円、各値段での売指値注文の数量は図2のとおりとし、便宜上、売注文の状況は変わらず、かつ買注文はすべて成行注文とする。

まず、最初にA、B両銘柄ともに証券会社から20単位の買注文が出されたとする。すると、両銘柄で990円の買注意気配が出される。その後、注文件数、数量の多いA銘柄では、990円買注意気配表示中に、多くの証券会社から合計300単位の買注文が出された。すると、990円買特別気配が表示され、最初に出された20単位の注文もこの買気配の中に含まれてしまい、1,000円での約定はできず、板寄せの状態となる。この気配表示中にも買注文が増えて合計800単位になったとすると、50円の更新値幅内では売注文と買注文の数量が合致しない(買注文800単位に対して1,040円以下の売注文は530単位)ので、一定時間の経過後、買特別気配が1,040円へ更新され、差引き買注文は270単位となる。このまま買注文が入らなければ

図2 板の状況(仮設例)

A		B	
売注文数量	値段	売注文数量	値段
100単位	1,080円	10単位	1,080円
70	1,070	20	1,070
50	1,060	15	1,060
200	1,050	50	1,050
150	1,040	30	1,040
80	1,030	5	1,030
150	1,020	10	1,020
50	1,010	40	1,010
100	1,000	30	1,000
	990		990
	980		980

1,070円で取引が成立する。しかし、さらに買注文が増加して、更新値幅内(1,090円以下)での約定が不可能になれば、さらに気配を更新していくことになる。

一方、注文件数、数量の少ないB銘柄では990円の買注意気配表示中に、他に買注文が出なかったため、1,000円で取引が成立する。続いて10単位の買注文が出ると、残っていた1,000円の売指値注文10単位と即座に対当して取引が成立する。次に20単位の買注文が出れば1,010円で約定される。このように、注文件数及び数量が少なければ、買注文は安い値段の売注文と順次対当していくことになる。

以上は極端な例であるが、ごく単純化して言えば、A銘柄が先物、B銘柄がオプションである。もちろん、オプション市場においても、寄付き時には注文が一方に偏る場合があり、そのような場合には気配の更新値幅の縮小及び時間延長の影響が見られる。しかし、先物に比べると、次にあける理由もあってその影響が少なかったと思われる。

第2の理由としては、オプションは気配の更新で先物に比べ、現物価格の変動に追従できたことがあげられる。すなわち、先物価格は現物価格と平行して変動する。デルタ値は1.0である。ところが、オプションは、DITMのオプションのデルタ値が1に近付くが、NTMのオプションのデルタ値は0.5前後、OTMでは0.1~0.2程度となる。デルタ値0.5のオプションすなわち取引が集中するATMのオプションの更新値幅が50円であれば、それは現物や先物では100円の変動にあたることになる。デルタ値が0.1のOTMオプションで、例えば、20円の気配更新が行われたとすれば、現物や先物では200円に相当する。したがって、オプションは、現物価格が乱高下しても、時間的に早い段階で妥当な価格に到達し、約定することができたわけである。事実、現物が寄付きから急騰・急落した場合、OTMのオプションから取引が成立し、デルタ値の大きいITMのオプションは取引成立にかなり時間を要する場合が多い。DITMオプションになるとさらに時間がかかるが、DITMオプションの取引高は少なく、このため、全体としては更新値幅の縮小及び更新時間の延長は目立った影響を与えなかったものと思われる。

3 オプション取引への参加者の拡大

8月から10月にかけて、オプション取引への参加者層が急速に拡大しており、特に、10月に入って個人投資家の参入が目立って増加している。

銀行等いわゆる機関投資家がオプション取引の利用を高めたのは、規制措置の実施により、先物取引の流動性が失われ、その機能が低下した結果、「次善の策」としてオプション市場へ参入したのが大きな要因であろう。

一方、個人投資家層の参入が急増しているのは、規制措置の実施以外の要因がある。8月の中東湾岸危機の発生以来、株価が低迷し、東証一部出来高も5億株を割るというような手控え商状の中で、個人投資家は、銘柄選択が比較的容易で、現物株式に近い感覚で売買できるオプションに目を向けはじめた。つまり、オプションは、買い先行であれば、リスクが限定されており、しかも証拠金は不要である。また、相場がボックス圏にあっても収益を得る機会がある。とりわけ、ブットは今回のような相場の下落局面において買付けで収益チャンスのある唯一の商品である。こうしたオプションの特徴への理解が、今回のような株式相場の不透明感、手詰まり感が広がる中で、個人投資家にも浸透しはじめたのが、オプションへの個人投資家層参加増大の大きな要因であろう。

おわりに

以上のように、規制措置の実施を契機として、先物・オプション両市場間に、その影響の面で多少の変化がみられる。これは、前述のとおり、先物・オプション両市場の発注形態の違いによるところが大きいですが、また商品性の相違も影響していると思われる。すなわち、先物は現物市場と同期性をもって変動する相場観商品である。したがって、先物に規制措置を加えることは、その同期性を崩すことになり、規制の影響を直接的に受け易いものと思われる。

これに対し、オプションは指数の「フレ」を取りに行くボラティリティ商品である。したがって、ボラティリティに大きく左右され、指数の変動にはストレートには感応しない。すなわち、現物指数との同期性が先物に比べて小さく、そのため、規制措置は先物のように直接的に影響しないと考えられる。

オプションへの個人の参加が増加したのも注目すべき現象である。上述のオプションの商品特性の理解が、証券会社の営業努力もあって個人に浸透しはじめたためであろう。しかし、オプションは基本的にハイリスクな商品であり、買付けはリスクが限定されているとはいえ、決してローリスクではない。オプションへの個人参加は今後とも着実に増加することが予想される中で、行き過ぎた投機的な取引が行われることがないように留意すべきである。

(T.N.)