

先物・オプションマーケット

「先物・オプション市場の 現状と問題点」(座談会)

昨年来の現物市場の調整過程の中で、先物・オプション市場に対して、様々な角度からの問題点や意見が提起されており、とりわけ、先物・オプション市場の規模の拡大に伴う現物市場への影響と裁定取引に議論が集中している。そこで今回は、この2点に焦点を絞って、実務家とジャーナリストから意見を伺った。

(出席者50音順)

忍 田 登 南

(日興証券 トレーディング開発部第一開発課長)

木 村 貴

(日本経済新聞社 証券部記者)

馬 弓 克 夫

(山一証券 株式先物オプション部長)

司 会

中 村 稔

(大阪証券取引所 調査部長)

中村 本日はお忙しいところ、この座談会にご参加いただき、ありがとうございます。早速、ディスカッションに入らせていただきますが、まず、現物市場と先物市場のアンバランスの問題を採りあげたいと思います。昨年来、現物市場が低迷する中で、先物・オプション市場が拡大し、取引代金でみますと一時先物が現物の5倍にまで膨らんだことから、両市場間にアンバランスが生じていると言われてはいますが、本当にアンバランスなのか。また、アンバランスであるとするれば、それは、下げ相場特有の一過性のものなのか、あるいは、投資家のベヘイビアそのものの変化による永続的なものなのか、このあたりからご意見を伺いたいと思います。

先物市場の合理的な規模とは

木村 結論から言いますと、現在の状態が必ずしもアンバランスだとは思いません。もともと先物は一度に大量の取引ができるうえに取引コストも安いので機関投資家にとっても利用し易いものです。一昨年の上げ相場の中で機関投資家は現物市場で大型株を中心に比較

的短期の売買を繰り返していたのですが、それが昨年の需給悪化のために、そうした動きが先物市場へシフトしてきたのだと思います。したがって、現在は、現物市場が低迷しているので、その格差が特に拡大しているものの、こうした傾向自体は続くと思います。

忍田 米国では先物は現物の1.5~2倍程度であり、日本ではそれが5倍にも達しているためにアンバランスだと言われているのですが、本来どの程度だとバランスがとれているのか、一概には言えないと思いますし、現在、特に悪影響が出ているとも思いません。木村さんがおっしゃったように、一昨年、機関投資家は大型株をディーリング的に短期売買していたわけですが、こうした種類の売買は流動性が高く、手数料も安い先物の方が好都合であり、いずれ先物へ移るのは当然だと言えます。ただ、昨年は現物市場が極端に低迷したために、普通ならもう少し時間をかけて生じていたことが、非常にドラスティックな形で起こったために、アンバランスという印象を与えたのだと思います。

馬弓 先物市場は、現物市場に比べて自己売買部分が大きく、かさ上げされている面があるので、取引量だけで比較するのはどうかと思うのです。現物市場は本来が買い先行の市場ですが、昨年の下げ相場で、買い主導のアクティブ運用やインデックス運用が行き詰まり、その結果、売りからも入れる先物へ取引が移って行ったことが、先物拡大の原因だと思います。個別銘柄の魅力づけが行われ、また資金運用に余裕が出てくれば、元に戻るかも知れませんが、当面は今のような状態が続くのではないのでしょうか。

忍田 制度上の問題として、現物の売りが自由にできればこれほどまで格差が広がらなかったかも知れません。現物と先物の合理的な関係を考える場合、取引高よりもむしろ価格面から考える必要があると思います。価格面で合理的であれば、いくら取引が多くてもアンバランスとは言えないでしょうね。

先物市場の拡大の現物市場への影響

中村 皆さん必ずしもアンバランスと言えないというご意見ですが、とはいっても、先物市場の拡大は現物市場に大なり小なりの影響は与えているのではないかと考えますが。

馬弓 先物が拡大したために現物が減少したわけではな
いでしょうが、現物が超閑散な状態なので、先物の動
きが目立ってしまっている面はあるでしょう。ただ、
仮に先物がなければ、現物が超閑散であってもそれな
りに現物市場の中で何とかしなければならぬので、
別の動きが出たかも知れませんね。先物があつたがた
めに、使い勝手のよい先物の方へ行ってしまったとい
う意味では先物の影響があつたと言えるかもしれませ
んが。

木村 先物が具体的に悪影響を及ぼしているわけではな
いとしても、心理的な影響は大きいと思います。先物
の取引金額が現物の5倍にもなると、どうしても先物
相場を無視することはできませんからね。こういう意
味では先物市場ができてから、現物市場の性質そのも
のが変化してきていると思います。

中村 パイの大きさが変化しない中で、先物が拡大すれ
ば、その分現物が縮小するという議論もありますが。

馬弓 先物市場は、現物市場の巨大化に対応して、ヘ
ッジの場を提供することを目的に開設されたわけです
が、現物市場がこれほど低迷し、縮小している一方で、
先物市場だけが拡大したのでそういった議論が出てく
るのだと思いますが、全体の規模が一定で、それを現
物と先物が分けあっているということはないと思いま
す。ただ、これまで証券会社も投資家も買い中心で、そ
のタイミングを測りながら市場を見てきたのですが、
売りも買いも自由にできる先物市場ができたために、
現物市場が分かりにくくなったことは否めないでしょ
う。先物市場が本来の目的であるヘッジ中心の市場か
らスペキュレーション中心の市場となり、指数自体が
一つの大型株のように動いていることが、分かりにく
くしている原因だと思います。

忍田 昨年のような下げ相場の中で、もし先物市場がな
ければ現物を売ってしまっていたでしょう。ところが、
先物市場があつたために現物を売らないで先物で
ヘッジをした。こういうケースを考えると、現物取引
が先物に入れ代わつたという部分もあると思います。
しかし、これはごく一部のことであつて、先物市場が
できて証券市場全体としてのパイは太くなつていて
います。

先物は個人投資家の株式離れの原因か

中村 先ほど馬弓さんから、先物市場が開設されたこと
によって、特に個人投資家にとって分かりにくい相場
になっているとの指摘がありましたが、この影響はど
のようなものでしょうか。

木村 個人投資家といっても、半プロのような個人から
純然たる個人まで幅が広いので、一概にいうことはで
きないと思いますが、確かに、純然たる個人投資家にと
っては、裁定絡みの動きなど個々の企業の業績や経済
全体のファンダメンタルズからは理解できないことが
起こっていますので、分かりにくくなつていてしま
うね。一方、半プロのような個人投資家は、逆に裁定絡
みの動きをうまく利用しているといったところもあり
ますね。ただ、以前に比べると、先物市場への理解は高
まってきており、比較的長期のスタンスで投資してい
る個人投資家は、日中の値動きの中で裁定絡みの動き
で株価が上下してもあまり気にしなくなつています。

中村 先物市場ができて相場が分かりにくくなつたため
に、投資家特に個人投資家が株式離れを起こしてい
るということはありませんか。

木村 株式離れの基本的な原因は現物株価の低迷であつ
て、先物とは関係ないと思います。しかし、裁定残高
が大きい時などには日経平均構成銘柄への投資を避け
ようという動きはあると思います。

馬弓 確におっしゃるようなことはありますね。それ
だけでなく、日経平均は225銘柄の相場というのでは
なく、市場全体の動きを表すものとして見られていま
すので、それが裁定絡みで意味もなく上下するという
ようになったことで、構成銘柄だけではなく株式投資
全体に影響を与えているのではないかと思います。

それともうひとつ、先程も言いましたが、現物市場
は基本的にはプラス・サム市場であるのに対して、
先物市場はゼロ・サム市場であるわけです。こうし
た2つの市場が隣合わせになっていることが、そもそ
も問題ではないかと思うのです。株価が上昇トレンド
であれば問題はないのですが、昨年、下降トレンドに
入り、機関投資家中心にゼロ・サム市場、いいかえま
すと、上げてても下げててもよい市場への参加を高めたた
めに、依然としてプラス・サム市場すなわち上げ賛成

の相場観で相場を見ていた個人投資家にとってはわけが分からなくなったということだと思います。

忍田 おっしゃるとおり、昨年、相場が大きく下がったために、個人投資家が市場から離れていったということはあると思います。しかし、上昇しておればそうではなかったということであれば、先物だけが原因ということでもないと言えます。ただ、新聞等で、いかにも先物が裁定取引を通じて下げを誘ったかのように報道されたために、個人投資家は感覚的に先物が悪いというイメージを持ち、必要以上に不安感をもったと言えるのではないのでしょうか。

馬弓 銀行、証券ともあまりにも先物での日計り的なディーリングに力を注ぎ過ぎているのではないのでしょうか。先物ディーラーも仕事ですから仕方がないのですが、現物ではこれほど日計り商いをすることはありませんからね。現物市場では、全体のコンセンサスとして場味を大切にしようという気分があったのですが、先物ではおかまいなしに売り込んでみたり買い上がったりますものですから、これが結果的に市場の地合いを悪化させていると思います。

忍田 本来、先物やオプションは短期商品であり、個人には向かない面もありますので、これを個人がどんどんやり始めると、理解は高まるでしょうが、別の問題も出てくるのではないのでしょうか。それから、現物が下がっても、生保等が先物でヘッジすることによって現物の損失をカバーしておれば、個人もその恩恵を受けているわけで、経済効果全体としては決してマイナスになっていないのですが、これは目に見えないものですからね。

それと少し話が変わりますが、先物市場が開設されてから、世界のマーケットとの裁定がやり易くなっています。例えば、米国株に対して日本株が割高という場合、日本株を売るということは難しいのですが、株価指数先物を利用することによって簡単に裁定ができるわけです。一昨年末に日本株が異常に高くなったときに、こういう動きも加わって、昨年の下げの角度を大きくしたことは事実です。これまで裁定が出来なかったことにも問題があるわけですから、善悪の問題ではないでしょうが、あまりにも急角度の下げであったために、個人が逃げ遅れて、傷口を広げてしまい、個人投資家が株式離れを起こしたという面があります。その意

味では先物の影響がないとは言えないでしょうね。

裁定取引は悪者か

中村 次に裁定取引について御意見を伺いたいと思います。昨年来、裁定取引、特にその解消売りが楡玉にありがた、悪いのはすべて裁定取引であるとの風潮がありますが。

忍田 先物取引が開始されれば、裁定が入るのは合理的なことであり、裁定が行われない方がむしろおかしいのですが、馬弓さんもおっしゃったように、全体として上げ賛成が多い中では、少しでも下げの要因になるものが悪者扱いされるのは、理屈抜きにどうにもならないでしょうね。昨年、先物が現物の下げを加速したことは否定しませんが、その裏には現物がすでに高すぎて、いつ下がるか分からないという恐怖感があり、裁定の解消売りがひとつのきっかけを作ったということだと思います。最近では、裁定取引に対する理解もかなり高まって来ていますので、以前ほど大きな影響を与えることはないのではないかと思います。裁定の解消売りで株価がファンダメンタルな価格以上に売り込まれれば、まさにバーゲン・ハンティングのチャンスですからね。

馬弓 裁定取引は基本的に両刃の剣であり、買いがあれば当然売りがあるわけです。しかし、現物の立場から見ている人にとっては無用の長物という感はのがれません。そもそも、先物市場は機関化現象などを背景にした時代の要請の中で導入されたものであって、必ずしも現場からのニーズに即したものとはいえないので、現場ではなかなか違和感が払しょくできないわけです。このギャップは時間をかけて埋めていくほかはないと思います。昨年の学習効果もあって、今後は昨年のような悪循環にはならないと思いますが、裁定の解消売りが出る怖さは捨て切れませんね。

木村 株をロマンとして見る人が結構多いわけで、そういう人から見れば、裁定取引は無機的で面白くないでしょう。私のように日々の市況を書くうえでは、裁定取引に触れざるを得ず、どうしても投資家の目についてしまうところもあるのではないかと思います。裁定取引を悪者扱いにして書いているわけではないのですが、株価が下がって、その日の市況によく分からな

い取引のことが書いてあれば、どうしてもそれが原因で下げたかのように思われてしまうのではないのでしょうか。

縮まらないベース

木村 それにしても日本の場合、これだけ裁定取引が入っても、ベースが縮小しないといったことをみると、何か市場に欠陥があるのではないかと思うのですが、どうでしょうか。

中村 その点は我々も非常に関心のあるところなのです。なぜこれほど裁定の機会が多いのか。またそれもほとんどが買い裁定のチャンスで、売り裁定のチャンスはほとんどない。これは何故でしょうか。

忍田 一昨年の末は先物が割高に買い進まれて、それを現物が追うという展開でベースが広がったのですが、最近の相場を見ると、中・長期的には先高観があるために先物はそれほど下げないものの、目先的には弱いと見られているために現物が下げているので、ベースが広がっていると思います。いいかえますと、先物が割高なのではなく、現物が安いという感じがします。何もしなければ、現物がただらと下げそうなところを先物が支えているといったところですね。先高観があれば、まず流動性が高くコストも安い先物が買われるわけで、このあたりにもベースが縮まらない原因があると思います。

馬弓 よく分からないのですが、先程からも言うように、日本の投資家は基本的には買いのスタンスであり、売りには慣れていないわけです。我々でさえ未だに売りからは入りにくいという気持ちがあります。先物の取引の内容を見ても、買いはほとんどがスペキュレーションであり、売りはヘッジと裁定とスペキュレーションでしょう。こうした状態でバランスがとれているのですから、もし裁定が少なければ、どうしても先物が割高になり易い性質があるのだと思います。それと、ベースを広げることによって、現物買いを誘い、現物を支えようという動きもあるようです。

忍田 おっしゃるとおり、現在、証券会社で先物やオプションを取引している人でも、もともと現物取引の中

で育ってきた人ですから、心理的には売りから入ることに抵抗感のある人が多いでしょうね。

馬弓 先物の担当者で本心では弱気であっても、表立ってはそれを言いにくいムードがあるわけですし、売りから入って利益を上げてあまり自慢できないということもありますね。

木村 株というのは基本的にプラス・サムの世界であって、上げ賛成の気分が強い商品ですから。

馬弓 先物が理論価格よりかなり割高な時であれば、売りに行くこともあるでしょうが、それでも、理論価格ぎりぎりのところまで売り込んで行くという投資行動はなかなか起こらないと思います。

中村 裁定取引が現物の下げを止めたということもあるのではないですか。

忍田 去年は、確かにそういうことが何度かありました。

中村 そういう裁定取引のプラス面があまり評価されないように思うのですが。

忍田 下げを止めたといっても、すでに大きく下がった後のことですからね。

馬弓 裁定取引は事実上、証券会社しかできないことが不満の一因になっていると思います。委託ベースでもできるようになれば、かなり変わってくるかもしれませんが、手数料の引下げも難しいですし、なかなかみんなの納得できる解決策はないでしょうね。

木村 裁定が入ると、現物が大きく変動するので派手に見えるのですが、その割りに利益は大きくないので、委託ベースで裁定ができるようになったとしても、機関投資家がどこまで入ってくるかは疑問です。しかし、機関投資家にとっては、自分たちができないところに少しでも収益を挙げる機会があるというのは印象がよくないでしょうね。

中村 時間がまいりましたので、これで終わりにさせていただきます。長時間にわたり貴重なご意見をお聞かせいただきありがとうございます。