

## 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78社の資金運用担当責任者に大証管理職が面談し、最近の現物市場の調整局面の中での資金運用・投資運用面での日経225先物・オプション取引の利用状況の変化や先物・オプション市場に対して出されている批判や問題点等について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、アンケート形式で伺っていないことから掲げた数値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. ウェイトを高める先物・オプション取引

現物市場の調整局面が長引く中で、78社の機関投資家のうち52社(67%)が資金運用面あるいは投資運用面で変化があったと答えており、とくに変化はないと答えたのは25社(32%)であった。

変化したと答えた52社中、先物やオプションの利用を増やしたと回答したのは42社(81%)に達しており、業種別では、信託、事法が100%であるのをはじめ、生保(88%)、地銀(85%)、損保(80%)の比率も高い。

これに対し、利用を減らしたと回答したのは8社(15%)であり、業種別では都銀(60%)に多くなっている。

一方、とくに変化はないと回答したものを業種別にみると、投資顧問が100%の他長信銀(67%)、信託(43%)、生保(38%)の比率が比較的高くなっている。

なお、先物・オプションの利用については検討中であるというのが1社(地銀)あった。

#### 2. 収益狙いとヘッジ利用はほぼ互角

具体的に変化があったと回答した52社について、その内容をみると以下のとおりである(重複回答)。

- |                       |     |
|-----------------------|-----|
| ①先物での収益狙いを増やした。       | 23社 |
| ②先物市場でのヘッジ利用を増やした。    | 22社 |
| ③オプションでの収益狙いを増やした。    | 17社 |
| ④オプション市場でのヘッジ利用を増やした。 | 15社 |
| ⑤先物の利用を減らした。          | 10社 |

全般的に、現物市場が低迷するなかで、先物やオプションの積極的な利用が目立ち、先物・オプションを使つてのヘッジ取引の本格化や組み合わせ戦略によるオプショ

ンの利用、特金や変額保険での先物・オプションの新たな利用等の回答が寄せられている。

一方先物やオプションの利用を減らしたと回答した中では、今の市場では先行きを十分に読めず、先物によるヘッジはむづかしい、規制の強化で売買がやりづらくなった、ヘッジに限定し、積極的な収益狙いは当分見送る、純投資の減少により先物・オプションの取引も縮小した等をその理由としている。

#### 3. アンバランス論には否定的

先物・オプション市場が拡大し、その取引金額が現物市場を大きく上回っていることについては68社(87%)から回答が寄せられたが、その内訳は以下のとおりであった：

- |                              |          |
|------------------------------|----------|
| アンバランスとは考えない。                | 26社(38%) |
| アンバランスであるが現物市場の調整局面ではやむをえない。 | 32社(47%) |
| アンバランスである。                   | 10社(15%) |

「アンバランスとは考えない」と「現状ではやむをえない」を合わせると、58社(85%)がいわゆるアンバランス論に与していない。業種別にみると、アンバランスとみないところは、事法(100%)、都銀(70%)に多く、やむをえないとするところは、長銀(67%)、信託(57%)、地銀(48%)、損保(43%)に多くなっている。なお、生保は両方の回答が半ば(考えない38%、やむをえない46%)している。

アンバランス論に与しない理由としては、調整局面による現物市場の縮小を挙げるところが多く、むしろ現物市場側に原因のあるやむをえない現象であるにとらえている。そして、現状は現物市場の回復を待つ時期であり、現物市場が活性化すれば解決する問題であるとしている。また、先物・オプションにはヘッジ機能があり、コストも安く、流動性の高い先物・オプションに集中するのも当然との意見も都銀を中心に寄せられている。

一方、「アンバランスである」との回答を寄せたところは、投資顧問が100%である他は長銀、都銀、生保、地銀に散見される程度である。アンバランスである理由としては、やはり現物市場が本筋であり、派生市場が膨らみ過ぎるのは問題であるとの現物中心論の理由を挙げているところが多い。

#### 4. 多数意見は現物市場への影響あり

先物・オプション市場の規模の拡大が現物市場に何らかの影響を与えているかとの質問に対しては、57社(73%)が回答し、このうち多少の影響を与えているとし

たのが45社(79%)と多数を占め、与えていないとしたのは12社(21%)であった。影響ありと回答したものは、その理由として、相場の動きが分かりにくくなっていること、変動幅が大きくなっていること、心理的な圧迫感があること等を挙げている。もっとも、このような影響は現物の売買高が極端に少ないためであり、活況になればなくなるのではないかとの意見もある。一方影響なしとしているところには、株価上昇時には現物市場に寄与しており、下落時にのみあれこれ言うことはないと回答しているところもある。

### 5. 意見の分かれる裁定残の影響

裁定残高の現物市場への影響については、回答のあった48社(62%)のうち影響なしとしたのが22社(46%)、影響ありとしたのが19社(40%)、その中間の回答が7社(15%)となり、意見が分かれる結果となった。

影響がない理由としては、裁定取引は中立要因であり、悪者であるとしてこれを否定するのはおかしいという人が多い。また、裁定取引残は信用取引残と同じ効果を持つ、投信の解約売りやファイナンスの影響の方がはるかに大きい等の意見も出された。

これに対し、影響があるとした理由には、残高が1兆円を超えるほどに膨らむとやはり現物への影響は避けられないとする心理的な面を指摘する意見が多い。なお、中間的な意見としては、影響はあるが決定的なものではなく、参加者が増え、現物市場が大きくなれば、解決に向かうと考えている。

### 6. 先物・オプション市場の仕組み等について

今回は訪問の時期が第3回目の規制強化の直後であったこともあって、規制についての意見や要望が非常に多く、とくに更新値幅の縮小についてはほとんどのところが、これによって使いづらくなり、先物・オプション市場の健全な発展にとってプラスにならないとの意見であった。規制よりも市場の公平性、透明性を確保することによって価格形成は参加者に委ねるべきとの意見もある。この他としては、裁定残の公表については評価しながらも、手口をはじめとするなお一層の情報の公開をもとめる声が強く、またオプションの権利行使方式については、現行方式、アメリカ型、ヨーロッパ型の間で意見が分かれる結果となった。この他、長期物のオプションの導入や権利行使価格の設定本数の増加を要望する意見もあつ

た。

### 7. 各種の意見

この他、懇談を通じて貴重なご意見を伺ったので、以下その一部を紹介する:

#### (1)市場参加者増加策とPRの強化

先物・オプション市場をさらに使い易い市場とするために、市場参加者の増加策を期待するとし、このために、また先物・オプション市場の正しい理解のためにさらなるPRを求めるとしている。

#### (2)採用銘柄

今回も採用銘柄についての意見がかなり出された。これらを要約すると、少数の品薄株の動向によって日経平均が大きく変動するのは問題であるというものである。ただし、この秋に行われる予定の銘柄入替えによってある程度改善がはかれるとの期待も表明されている。

#### (3)オプションの流動性

オプションの流動性については、期先ものの出来高が未だ少なく使いにくい、取引所のPRによって参加者の増加を図り、期先ものの流動性の向上に努めて欲しいとの意見が表明された。

#### (4)取引コスト・証拠金

証券会社との取引コストの差や情報格差を挙げ、これの是正を望む声が多く聞かれた。また証拠金については、現金部分に利息をつけ、両建てでなくネットで取るべきである、証拠金の変更に応じて追証の率も変更すべき、オプションの証拠金を権利行使価格別に決められないかとの意見が出された。

#### (5)その他

株先50は銘柄数が少なく、現物受渡しであるのは魅力的であり、復活策を考えて欲しい、SQは始値にこだわらず平均値等を採用できないか、マーケットの開いている時間が短い等の意見があった。

なお最後に、大証による機関投資家訪問は喜ばしい。今後とも続けて欲しいという意見のあったことを付記しておく。

(M.N.)