

先物・オプションマーケット

日経225オプションとS&P100オプション (1) —データからみた両オプションの比較—

はじめに

日経225オプション取引は、取引代金ベースでみて、CBOEのS&P100オプションと拮抗する規模となっており、この両者はなにかと比較の対象にされることが多い。そこで、OCCから入手しているS&P100オプションのデータがある程度蓄積したのを機会に、主として統計的

に両オプションを比較してみることにした。

第1回目の今回は、統計的な比較の前提となる制度及び市場規模の対比である。

なお、日経225オプション市場開設直後の動きをS&P100オプションと比較した解説記事を本レポートVol.1No8~10(平成元年9~11月)に紹介しているので、参照されたい。

I 制度の比較

両オプションの制度の主な点を比較すると次のとおりである。なお、日経225オプションの仕組みについては、最小限の記述にとどめている。

	日経225	S & P 1 0 0
取引対象	日経平均株価のオプション	S & P 100の株価指数のオプション
取引手法	個別競争取引	マーケット・メーカー方式 CBOEでは、アメリカで一般的なスペシャリスト制度とは異なりブローカー機能をもつフロア・ブローカー (floor broker) とディーラー機能をもつマーケット・メーカー (market maker) とに機能を分離している。 OBO (order book officials—取引所職員) のブックには、顧客からのすべての注文が記録されており、その中で最高の買値、最低の売値及びそれぞれの数量が開示されている。 これによって、フロア・ブローカーが時間優先、価格優先の競争原理に基づいて顧客の売買注文を執行していく。その過程で、マーケット・メーカーは価格の継続性の維持の必要がある場合、自己の勘定によって売買を行い、公正かつ秩序ある市場を維持していく。
取引単位	日経平均株価×1,000円 (12月末現在22,983,770円)	S & P 100株価指数×100ドル (12月末現在4,851,627円)
権利行使方法	毎週木曜日と取引最終日(日経225先物と重複する限月取引は取引最終日とその翌日)	満期までの期間内であればいつでも行使できる(アメリカン・タイプ)。
証拠金	売手のみから徴収 〈当初証拠金〉 取引代金×(権利行使価格×1,000×新規の売付数量)×9% (この額が600万円に満たない場合は、600万円)以上。 (ただし、平成3年12月18日実施の規制措置により現在の証拠金率は25%)	売手のみから徴収 〈当初証拠金〉 ◇プット・コールの売建て プレミアム+(株価指数×100ドル)15%-アウト・オブ・ザ・マネー最低額 プレミアム+(株価指数×100ドル)10% ◇コールまたはプット・スプレッド コールの買建て(またはプットの売建て)の満期日が、コールの売建て(またはプットの買建て)の満期日と同じかそれよりも長く

	日経225	S&P100
証拠金	<p><維持証拠金> 受入証拠金の不足額が、(権利行使価格×1,000×新規の売付数量)×3%以上となった場合には追加差入れを要する。</p>	<p>かつ前者の権利行使価格が後者の権利行使価格と同じかそれよりも低い価格の場合、証拠金は不要。 コールの買建て(またはプットの売建て)の権利行使価格がコールの売建て(またはプットの買建て)の権利行使価格より高い場合はその差額相当分が必要。 ◇ショート・ストラドル コールの売建ての証拠金またはプットの売建ての証拠金のうち大きい方の額を採用。 <維持証拠金> 当初証拠金と同額</p>
値幅制限	<p>2万円未満 上下 600円 2万円以上 3万円未満 // 900円 3万円以上 4万円未満 // 1,200円 4万円以上 // 1,500円</p>	なし
建玉制限	なし	売りまたは買いそれぞれについて25,000単位。ただし、直近限月物については、売りまたは買いそれぞれについて15,000単位。

II 市場規模の比較

次に、両オプション市場の規模を日経225オプション市場が開設された1989年6月以降の月間データを中心にいくつかの観点から比較してみることにする。

1 他市場との比較

(1)他の株価指数オプション市場との比較

まず最初に、それぞれの国内において両市場の占める地位を概観しておくことにする。表1は日米における各種の株価指数オプションの年間取引高の推移である。

表1 株価指数オプション取引年間取引高の推移
(アメリカ) (千単位)

	S&P100	S&P500	MMI	NYSE総合
1984	64,288	11	5,467	3,435
1985	90,804	7	12,192	2,624
1986	113,151	1,682	17,164	2,904
1987	101,827	6,525	16,253	2,172
1988	57,433	4,816	6,464	724
1989	58,371	6,273	7,774	592
1990	68,846	12,089	5,579	271
1991.1~9	47,655	8,614	2,990	130

(日本) (千単位)

	日経225	TOPIX	オプション25
1989	6,610	4,805	1,404
1990	9,187	462	693
1991.1~9	8,694	106	778

出所：各取引所、FIA、OCC資料(以下同じ)

これからわかるとおり、アメリカの株価指数オプションは1987年のブラック・マンデーまでは急成長を遂げてきたが、それ以降、S&P500オプションを除き急減している。しかし、こうした中においてもS&P100オプションは市場開設以来引き続いてアメリカにおける最大の指数オプション取引の地位を維持している。一方、我が国の日経225オプションは1989年においては50%のシェアであったが、1990年、91年と約90%を占めるに至っている。

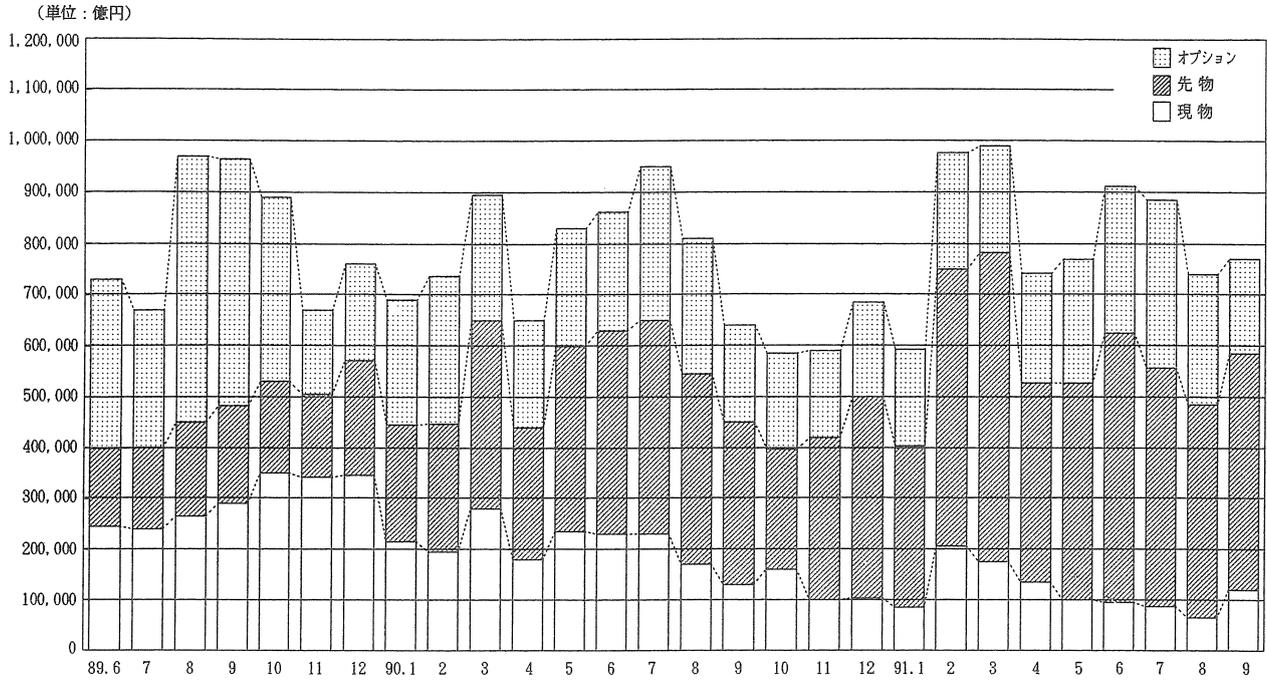
(2)現物・先物市場との比較

図1-1、1-2は、1989年6月以降の日米における現物、先物及びオプションの取引金額総計とその内訳の推移を月別に示している。

図1-1によると、日本の場合、現物は89年7月以降年末にかけて増加を続け、10月~12月にはそれぞれ34兆円に達した。しかし、相場の急落が始まった1990年初頭に

図 1-1 現物・先物・オプションの取引金額比較

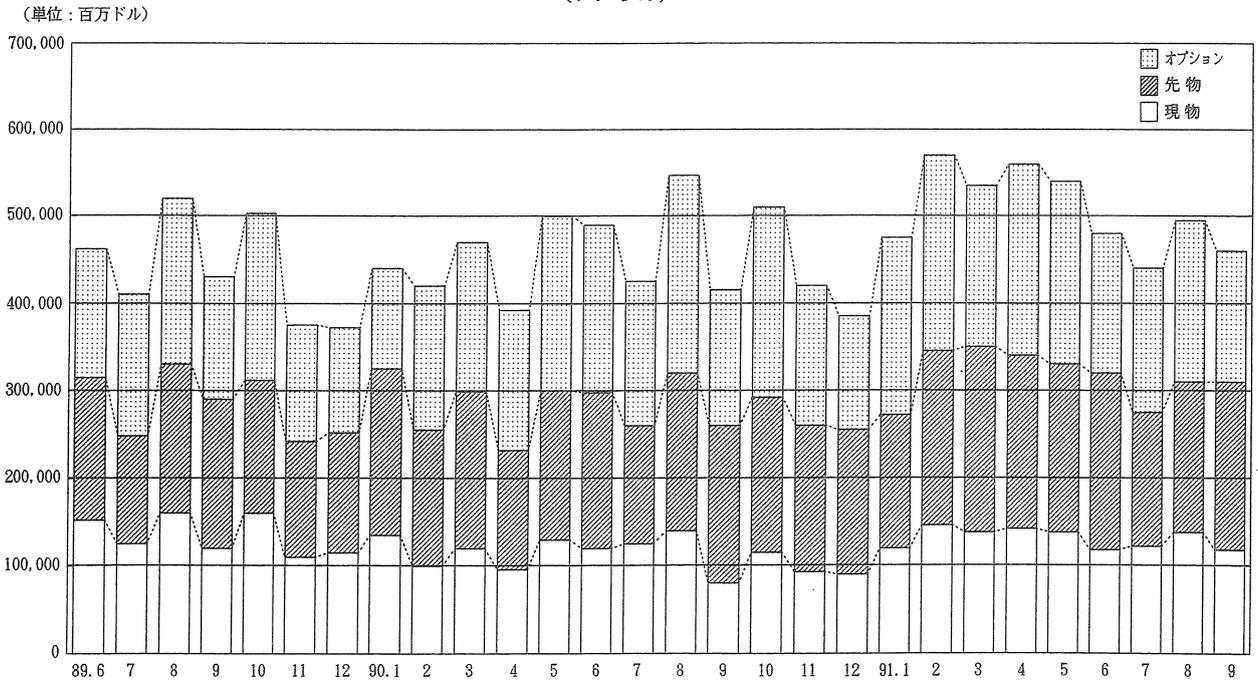
(日本)



(注) 現物-東証・大証市場第一部、二部合計、先物-日経225 先物、オプション-日経225 オプション

図 1-2 現物・先物・オプションの取引金額比較

(アメリカ)



(注) 現物-NYSE, 先物-S&P500先物, オプション-S&P100オプション
 S&P500先物及びS&P100オプションについては該当数値が算出・公表されてないため、
 「株価指数×取引高×乗数」の算式による推計値である。

降現在に至るまで、減少傾向が続き、91年8月にはピーク時の6分の1に近い6兆円にまで落ち込み、9月においても12兆円と低水準である。

日経225先物は89年中は20兆円弱で安定的に推移していたが、90年初頭から増加傾向を強め、90年には30兆円を超える月が多くなり、91年に入ってからさらに増加し、3月には月間61兆円に達し、その後も40兆円を超える高水準を維持している。

これに対して日経225オプションは市場開設からTOPIXオプション及びオプション25が開始された89年10月までは、8月の51兆円をピークに高水準であったが、11月、12月には20兆円を切るまで減少している。その後90年から91年9月にかけては、概ね20兆円台で推移している。

この結果、我が国においては、現物、先物、オプションの比率が大きく変化している。図2は、現物・先物・オプションそれぞれの市場が占める割合を期間別に示したものである。これからわかるように、89年においては、現物を1とすると、先物は0.61、オプションは1.11であったが、90年には1:1.77:1.23、91年には1:3.95:2.01となっている。しかし同時に我が国においては、オプション市場が占める割合は90年以降比較的安定しており、先物市場の拡大と現物市場の縮小が顕著であることがわ

かる。

次にアメリカでの状況を見ると、89年6月以降、月によって多少の増減はあるものの現物市場は1,000億ドル強、先物及びオプション市場は各2,000億ドル前後の水準で推移しており(図1-2)、89年6月以降の期間合計に占める割合をみても、90年に現物市場の割合がやや低下しているが、全体的に見ると現物・先物・オプションの3市場の関係は我が国の状況に比べ安定しているといえる(図2)。

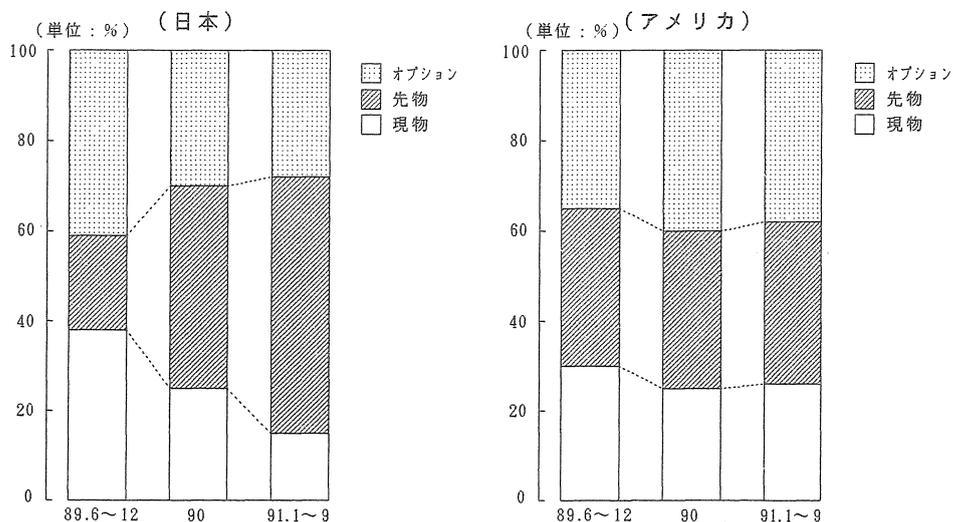
2 両オプション市場の比較

(1)取引代金、取引高

次いで、日経225オプションとS&P100オプションの取引状況について比較してみることにする。

表2は両取引の取引代金(プレミアム代金-S&P100オプションの取引代金は各月の月中平均為替レートにより邦貨換算)、取引高及び建玉残高であり、図3は89年6月以降の月間取引代金の推移である。これによると、89年の取引代金は両市場とも1兆8千億円と同水準であったが、90年はS&P100が4兆6千億円、日経225が3兆5千億円とS&P100オプションが1兆円余り日経225を上回り、91年には逆に日経225が4兆1千億円、S&P100が3兆1千億円

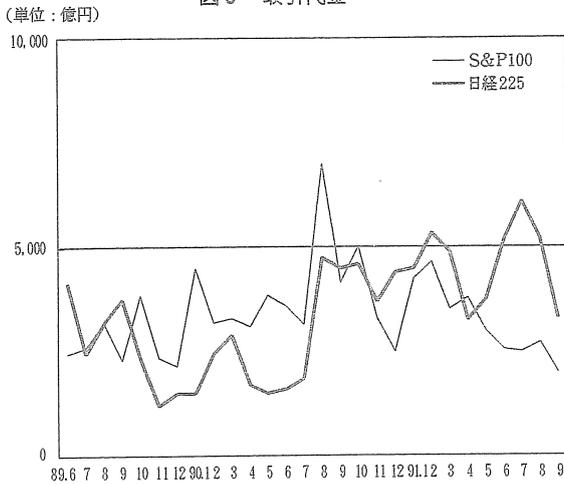
図2 現物・先物・オプションの取引金額比較(比率)



と日経225オプションが1兆円上回っている。(表 2)。

単位当たりの金額は89年はS&P 100オプションの約8倍、90年は約6倍、91年が約5倍となっている。

図 3 取引代金



月別に見ても、89年において日経225オプションの取引代金は、市場開設直後の数か月間はS&P100オプションを上回っていたが、89年10月から90年8月まではS&P100が上回り、その後91年5月まで同水準の取引代金が続いた後、6月から日経225オプションの取引代金が急増し、S&P100オプションを大幅に上回っている(図 3)。以上のことから、取引代金からみた両市場の規模は拮抗しているといえよう。

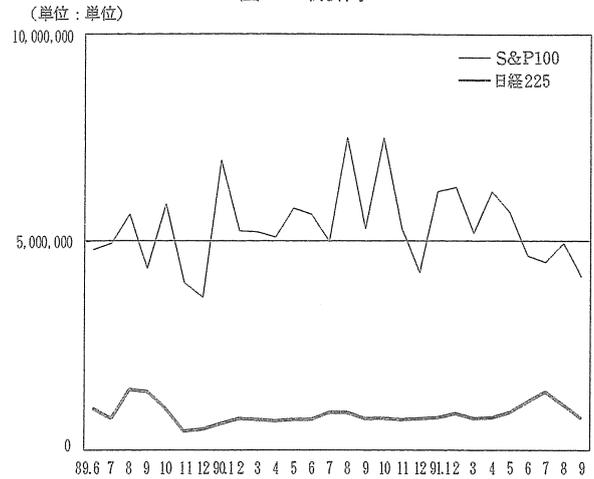
表 2 取引代金、取引高、建玉残高の比較

(億円, 千単位)

期間	日経225オプション			S&P100オプション		
	取引代金	取引高	建玉残高	取引代金	取引高	建玉残高
89.6~12	18,408	6,610	29	18,529	33,305	548
90	35,610	9,187	69	46,392	68,846	575
91.1~9	41,553	8,694	100	31,441	47,655	636

図 4 は両取引の月間取引高の推移を示している。表 2 及び図 4 によって取引高を見るとS&P100オプションの取引高が日経225オプションをはるかに上回っており、流動性の高さを示している。ただし、取引高にこれほどの差があるのは1取引単位当たりの金額の差によるところが大きいと思われる。ちなみに、日経225オプションの1

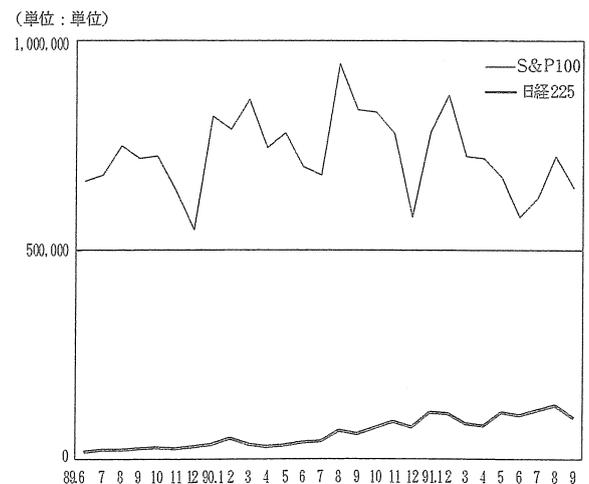
図 4 取引高



(2) 建玉残高

図 5 は各月末の建玉残高の推移を示したものであるが、前述の取引高と同様、S&P100オプションの建玉残高は、日経225オプションと比べて高水準であるものの、89年6月以降月によって増減はあるが全体としては横ばいである。一方、日経225オプションでは、建玉残高は少ないが増加傾向が顕著であり、91年9月末には89年6月の約8倍になっている。

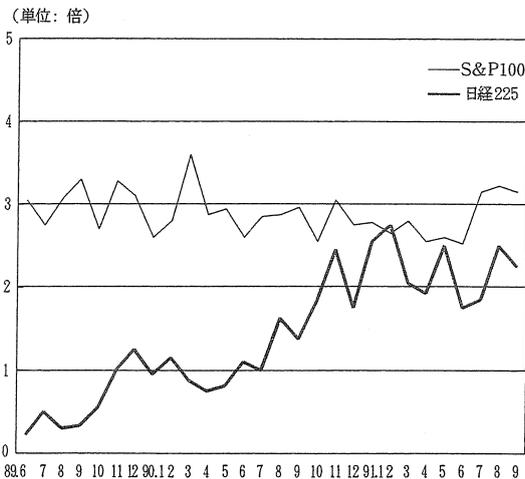
図 5 建玉残高(月末現在)



次に、月間1日平均取引高に対する建玉残高の比率を見ると、図6に示すとおり、S&P100オプションは89年6月以降3倍前後の水準となっている。これに対して日経

225オプションは市場開設当時は0.4倍程度と極めて低く、利用方法が短期的な取引に偏っていたようであるが、90年末ごろまでに2倍を超えるまでに増加し、長期的な利用が増加していることが窺える。

図6 取引高・建玉比率



おわりに

以上、ここでは日経225オプションとS&P100オプションについていくつかの観点から比較を行ったが、S&P100オプション市場は開設後8年余りを経ていることもあり、安定し、成熟した市場であるといえる。これに対して日経225オプション市場は開設後2年余りを経過したに過ぎないが、全体としてはS&P100オプション市場に比肩する市場となっているのではないかと。

規制措置等の強化

株式市場をとりまく環境が著しく悪化するなかで、現先市場の規模の不均衡、裁定取引に係る現物ポジションの増大等に対する不安が高まっている。このような状況を踏まえ、本所では、東証、名証とも協議のうえ、平成3年12月18日から、次のとおり規制強化措置をとることとした。

1. 委託証拠金率等の引上げ

〈株価指数先物取引〉

委託証拠金率を現行の25% (うち現金8%) から30% (うち現金13%) に変更する。

取引証拠金率を現行の20% (うち現金5%) から25% (うち現金10%) に変更する。

〈株価指数オプション取引〉

委託証拠金率を現行の25% から30% に変更する。

取引証拠金率を現行の20% から25% に変更する。

2. 取引管理の強化

- (1) 午後3時以降における気配の更新値幅について、株価指数先物取引の場合は現行の30円を20円に、また株価指数オプション取引の場合は現行の50円を30円にそれぞれ縮小する。
- (2) 立会終了時の約定指数(値段)を決める取引における値幅を次のとおり縮小する。

〈株価指数先物取引〉

基準値段

値幅

2万円未満のもの	現行上下30円を上下20円に
2万円以上3万円未満のもの	〃 50円を〃 30円に
3万円 〃 4万円 〃	〃 60円を〃 40円に
4万円以上のもの	〃 80円を〃 50円に

〈株価指数オプション取引〉

前日の最終の日経平均株価の数値

値幅

2万円未満のとき	現行上下30円を上下20円に
2万円以上3万円未満のとき	〃 50円を〃 30円に
3万円 〃 4万円 〃	〃 60円を〃 40円に
4万円以上のとき	〃 80円を〃 50円に

なお、東証では、同時に、裁定取引状況に関するディスクロージャーについて次のとおり強化する旨を発表した。

1. 裁定取引に係る現物ポジション残高の対象限月別日々の開示

これまで週末現在及び臨時措置として日別に公表している裁定取引に係る現物ポジション残高について、直近限月だけでなく限月別に公表する。

2. 会員別裁定取引状況の日々の開示

これまで週一回公表している裁定取引に係る現物株式の会員別売買高(上位15会員)について、臨時措置として、当分の間、毎日公表する。

以上