

解 説

先物実践講座 - 9 -

日経225先物戦略

先物投資戦略の実践⑥ 限月間スプレッド取引

既に、基礎編で述べたように「裁定取引」には、広義でいえば、いわゆる①現物・先物間におけるアービトラージに加え、前々回取り上げた②インターマーケット・アービトラージ、及び③限月間スプレッド取引が含まれる。今回はこの「限月間スプレッド取引」を取り上げる。

スプレッド取引とは

スプレッド取引は、先物同士で一時的に格差が出た場合に、その格差が是正されるという“習性”“経験則”“価格形成の特徴”を前提に、同一指数先物の異なる限月間のスプレッド（価格差）が一定水準以上に乖離した場合、割高な限月を売建て、割安な限月を買建てる取引である。このポジションはスプレッドが一定水準に是正された時点で解消される。「一定水準」以上とは、いわゆる「ネットのキャリーコスト+先物取引コスト」以上ということを意味している。何故ならば、先物のキャリーコストは、

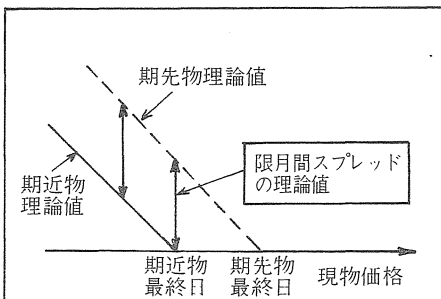
キャリーコスト

$$= \text{現物価格} \times (\text{短期金利} - \text{配当利回り}) \times \frac{n}{365}$$

n = 取引最終日までの残存日数

で求められることから、限月間スプレッドは理論的には、「キャリーコストの差」に等しくなる為である（図1）。ただし、実際には需給関係、金利要因等から一時的にスプレッドが拡大（縮小）する局面がある。

(図1)



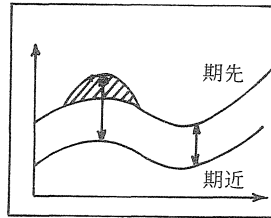
また“価格形成の特徴”からいえば、期先の先物価格の方が期待要因で大きく変動する傾向があること、直近限月への商いの集中が、期近物を割高に推移させる傾向にある一方、取引最終日が近づくと中心限月が移行していく性質をもつこと等から、スプレッドが変動する。このような場合スプレッド取引によって、スプレッドが適正な水準へ是正される。

スプレッド取引の基本形態

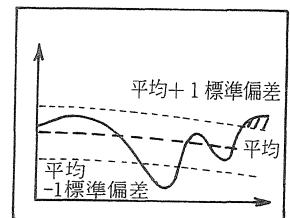
①短期的なスプレッド取引

前述の限月間スプレッドの拡大（縮小）を利用し、割高な限月を売り、割安な限月を買うことでサヤを取る取引（図2）。売買タイミングとしては理論的水準によって、割高・割安感を捉える他に、過去のデータ（ex. 平均±1標準偏差に全体の68.3%が収まる等の統計的根拠）に基づいて、タイミングを推し量ることができる（図3）。

(図2)



(図3)



②中・長期的なスプレッド取引

期先物の価格の方が期近物と比較して、変動性が大きいことを利用し、先行きの先物価格曲線の形状の変化を予想してポジションを取る一種の投機的取引。一方での損失を他方での利益でカバーすることでトータルでの利益を期待する。予想通りに動くと効率的な取引であるが、予想が外れた場合は損失となることもある。

イ. 先行き市況が上昇すると予想した場合

期近物を売り、期先物を買建てる。

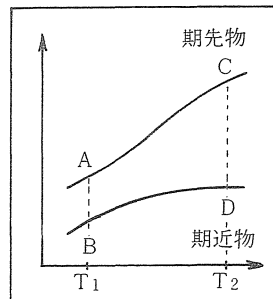
(例) 91年3月限 6月限

T₁1/21 23740売り 24180買い

T₂2/15 25430買い 25980売り

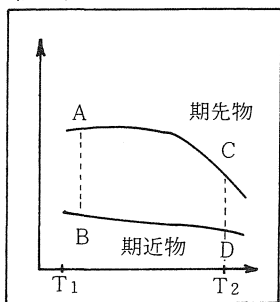
-1690 +1800 差引+110

(図4)



ロ. 先行き市況が下落すると予想した場合

(図5)



期近物を買ひ、期先物を売り建てる。

(例) 92年6月限 9月限

| | | |
|---------------------|---------|-------------|
| T ₁ 6/1 | 18070買ひ | 18470売り |
| T ₂ 6/11 | 17790売り | 17960買ひ |
| | -280 | +510 差引+230 |

ハ. 金利変動を利用した場合

前述のキャリーコストの計算式より、短期金利>配当利回りであれば、先物は理論的に先高傾向となり易い。この場合、金利上昇(下落)時には、期近の先物売り(買ひ)、期先の先物の買ひ(売り)のポジションを取ること、短期金利が均等に上昇した場合の時間差によるベースの差から利益をあげることが可能となる。

限月間スプレッド取引のリスク

一般にこれらの取引は、ロング、ショートのパジションを同時に建てるため、ロング(ショート)・パジションのみを保有する場合に比べ、リスクは小さくなる。しかしながら、

- ①過去のデータに基づいた場合のデータへのリスク
- ②オーバーシュートが生じた場合のリスク
- ③金利、配当の変動等ファンダメンタルの変化や、両者の価格関係に構造的に変化が生じた場合のリスクの可能性も配慮する必要があるだろう。

例えば、現物と先物で裁定取引が可能でベース分、限月間スプレッドが開けば、その時点で期近物を買ひ、期先物を売る。期近物の取引最終日まで価格差が縮小せず、サヤが取れない場合にも、S Qで現物のバスケットを買えば、裁定買ひへ乗りかえることが可能となり、リスクなしにスプレッド取引を組むことが出来る。また逆に、既存の裁定取引のポジションを保有しつつ、限月間スプレッドを組んだ場合、スプレッド取引で利益が出ない場合にも、取引最終日には当限のポジションがなくなることで、次限月との裁定ポジションに変わる為、リスクはない。

日本における現状

日本の先物市場においては、先物に対するヘッジ買ひのニーズがヘッジ売りのニーズに比べて相対的に高いため、先物価格が恒常的に割高であった。しかし、株式市

場の急落に伴う先高期待の低下、短期金利先安感の後退、各種規制及びディスクロージャーの拡大、取引コストの上昇等から92年6月限において、ベースの縮小に伴って裁定残が減少した。売り選好意識の台頭は先物の割高傾向を修正し、裁定解消、限月間スプレッドの縮小、ロールオーバーの鈍化を導いた。

また92年9月限と同12月限のスプレッドにおいても、9月末の配当落ちを控えていることもあるが、株価下落、金利低下による理論値の低下を下回って、実際のスプレッドが割安に推移する傾向が続いたため、スプレッド取引の妙味は薄れているといわれる。

いずれにしても、日本の先物市場の場合、期近物と期先物の限月交代が期近物の最終売買日近辺におこるため、ヘッジャー、アービトラージャー共に短期間に先物のロールオーバーをすすめること、また期近物のポジションを決済してから、期先物の新規を建てる必要があることなどが、スプレッドの変動性を増大させ、S Q前の市場の攪乱の一因となっている。また期先の流動性が低いため、ヘッジが可能な期間が短く、ヘッジニーズが制約されやすい状況になっている。

オフショア市場におけるスプレッド取引の実際

ここで、視点を変えてオフショア市場における限月間スプレッド取引を取りあげる。例えばCMEやSIMEXでは当限月一翌月、当限一翌々限における限月間の価格差自体を取引の対象とするスプレッド取引がおこなわれている。

①CME

CMEにはSP500カレンダー・スプレッド取引がある。スプレッド自体は上場商品ではないが、実質的にはSP500先物のピット(立会場)の中で小マーケットを形成している。そこでは参加者の関心はスプレッドそのものに注がれ、期近物と期先物の取引は期近物の取引最終日まで取引時間内であれば、随時取引されている。限月間スプレッド取引の売買の仕組みは以下のようになっている。

限月間スプレッドを買う = 期近物売り + 期先物買ひ
 限月間スプレッドを売る = 期近物買ひ + 期先物売り

(期近物は当日の決済価格、期先物は期近物の決済価格 + スプレッド)

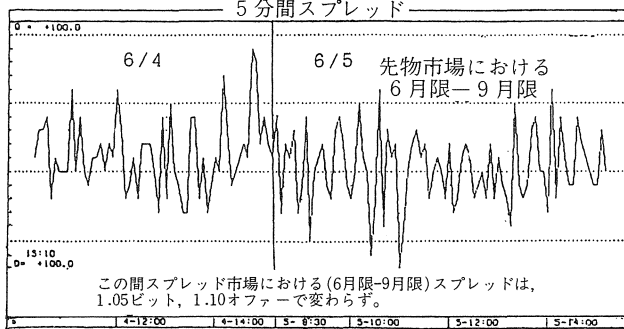
ここで、具体的に一例として、92年6月限と92年9月限とのスプレッド取引を取りあげる。

(例) 6/5現在 6月限—9月限のスプレッド
 1.05 Bid (6月限売り + 9月限買ひ) 2000~3000枚
 1.10 Offer (6月限買ひ + 9月限売り) 2000~3000枚

この日価格は一日中安定し、流動性も高く、1.05が約2000枚取引された。(この日の実際の各限月のスプレッドは1.00) 6月限と9月限のスプレッドは6月限の取引最終日が近づくとつれて、流動性が高まり、限月交代日あたりから取引最終日の約1週間前がピークとなり、ビッドもオファーも数千枚程度まで膨らむ。

このように限月間スプレッド取引は、期近物の取引最終日が近づくとつれ、直近限月の流動性を上回る、かなりの流動性を持ち、ロールオーバーの大半に利用される。そのため取引規模も大きくなるが、大口の限月の乗りかえもスプレッド取引を行うことで、マーケットインパクトを抑えることが可能となっている(図6)。

(図6)



②SIMEX

SIMEXには日経平均先物の限月間スプレッド取引がある。ここでも期先物の商いは期近物の取引最終日約1カ月前頃から増加傾向にあるが、やはりスプレッド取引の占める比重は高い。その要因は取引コストの差によっても明確である。

必要証拠金比較(SIMEX)

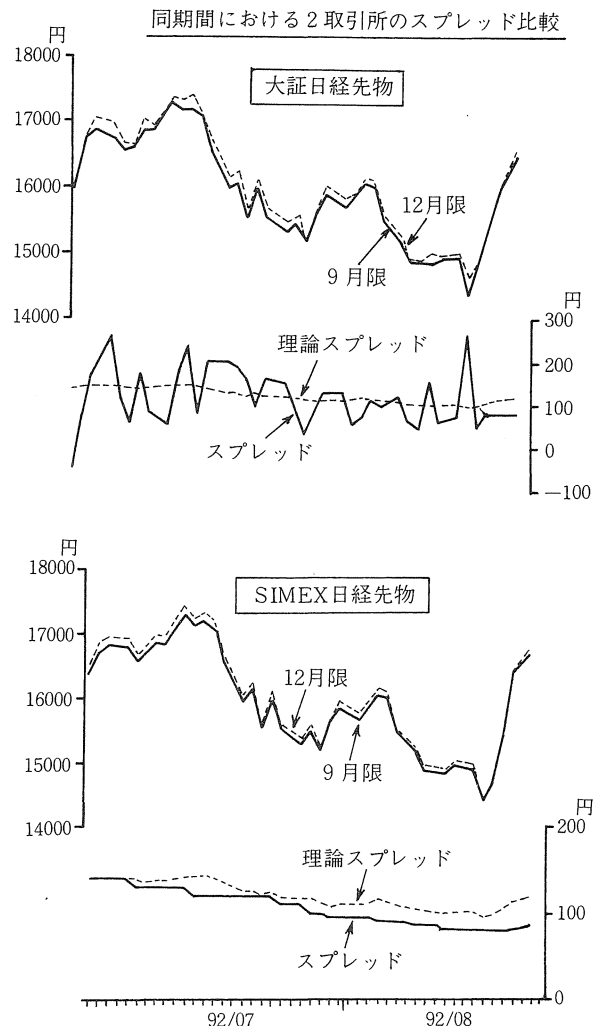
| | 日経平均先物(2枚当たり) | |
|---------|------------------|------------------|
| 通常取引 | 当初証拠金 ¥2,500,000 | 維持証拠金 ¥2,000,000 |
| スプレッド取引 | 当初証拠金 ¥ 93,800 | 維持証拠金 ¥ 75,000 |

こうしたオフショア市場に存在する株式先物限月間スプレッド取引は、スプレッド自体を取引しているものの、やはり金利変動による先物の理論値の変化がスプレッドを拡大(縮小)させること、更に、アービトラージャーのポジションによるリスク(買い裁定→限月間スプレッド売り→スプレッド縮小)、ローカルズ(取引所の個人会員)、その他ディーラーのポジションによるリスクといった需給リスクへも配慮しなければならない。

しかし一方で、マーケットインパクトが小さい、(期先の流動性を高めるため)証拠金が低く設定されているこ

とからリスクが小さい、といったメリットは市場の流動性を高め、先物市場の価格の安定に寄与している。

(図7)



以上、今回は広義の裁定取引として限月間スプレッド取引を取りあげ、その基本形態や理論、リスク、更に参考として若干、オフショア市場におけるスプレッド取引についても触れ、一考を試みた。

実際に、先物市場において取引を行う場合、何より流動性の高い市場が望まれる。また一方で税金、委託手数料、証拠金の差し入れ等のコスト要因にも配慮が必要となる。その点ではCME, SIMEX市場で行われているようなスプレッド市場や取引形態による証拠金の差別化は、裁定取引とも絡み参考となる部分もあるかもしれない。またそのような市場の存在しない日本においても限月間スプレッドの持つ意味は大きいのではないと思われる。

(S. N.)