

先物・オプションマーケット

日経225先物市場の最近の状況について

はじめに

8月下旬の総合経済対策の決定を受けて一時活況を呈した株式市場は、その後材料難から手詰まり感が広がり、17,000円前後でのボックス圏の動きとなり、売買高も低水準となっている。

こうした中で、10月に入って以降、2つの現象が目立つ。ひとつは現物・先物市場における大引け前30分間の大幅な価格変動であり、いまひとつは現物と先物とのベーススの極端な縮小である。そこで、本稿では、この2つの現象について探ってみることとする。

1 大きく動く大引け前30分

表1は10月1日から23日までの17営業日の現物指数及

表1 現物・先物取引の状況

(単位：円、%)

月日	現物					先物(12月限)				
	高値(時間)	安値(時間)	一日変動幅(A)	2時半以降変動幅(B)	B/A	高値(時間)	安値(時間)	一日変動幅(C)	2時半以降変動幅(D)	D/C
10. 1	17544(10:34)	17104(14:41)	440	266	60.5	17670(10:26)	17310(14:46)	360	90	25.0
2	17573(14:15)	17324(引)	249	173	69.5	17690(13:01)	17400(14:59)	290	170	58.6
5	17265(寄)	16962(10:16)	303	117	38.6	17220(12:40)	17050(10:13)	170	80	47.1
6	17318(14:48)	16901(13:28)	417	235	56.4	17320(14:48)	16980(12:48)	340	140	41.2
7	17531(13:20)	17111(引)	420	243	57.9	17590(13:13)	17240(引)	350	200	57.1
8	17335(引)	17049(9:52)	286	239	83.6	17330(14:38)	17130(10:58)	200	130	65.0
9	17275(寄)	16973(9:56)	302	106	35.1	17340(9:11)	17040(14:38)	300	150	50.0
12	17307(15:01)	17086(13:14)	221	156	70.6	17420(引)	17170(9:04)	250	200	80.0
13	17577(12:55)	17341(寄)	236	79	33.5	17680(13:16)	17480(9:15)	200	90	45.0
14	17714(9:19)	17344(引)	370	230	62.2	17810(9:24)	17450(引)	360	160	44.4
15	17628(引)	17309(10:29)	319	204	63.9	17730(14:59)	17390(9:01)	340	280	82.4
16	17617(10:35)	17300(14:43)	317	117	36.9	17710(10:22)	17320(14:58)	390	120	30.8
19	17331(寄)	16833(14:38)	498	171	34.3	17350(9:04)	16910(14:47)	440	70	15.9
20	17050(14:46)	16821(13:43)	229	168	73.4	17120(14:40)	16840(13:00)	280	180	64.3
21	17141(引)	16863(13:47)	278	183	65.8	17150(引)	16880(13:30)	270	170	63.0
22	17178(12:36)	17013(引)	165	130	78.8	177220(13:53)	17030(14:59)	190	140	73.7
23	17117(引)	16944(13:53)	173	99	57.2	17160(14:57)	16970(14:06)	190	120	63.2
平均	—	—	307	171	55.7	—	—	289	146	50.5

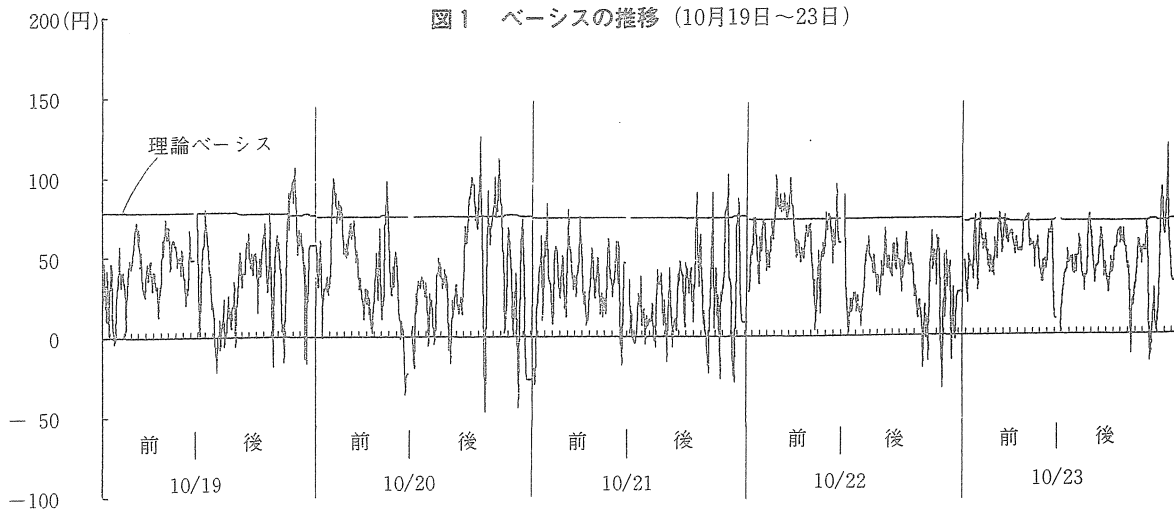
2 理論ベースを下回ることの多いベース

図1は10月19～23日の日中ベーススの推移を示したも

び先物価格(12月限)の高値及び安値とその形成時間、及び一日の価格変動幅及び午後2時30分以降の価格変動幅を示したものである。この17日のうち午後2時30分以降に高値又は安値を記録したのは現物で14日(高値7日、安値7日)、先物で15日(高値7日、安値8日)であった。特に、現物指数については大引けでの高値又は安値が8日(先物は4日)と際立っている。換言すると、現物・先物を通じて2時30分以降に高値・安値を記録しなかったのは17日のうちわずか2日にすぎず、残りの15日については、引け前30分間に高値又は安値を記録したことになる。

この30分間の価格変動幅の一日変動幅に対する比率をみても、この比率が50%以上となった日が現物で12日、先物で10日あり、これが80%に達する日もみられるなど、この時間帯の価格変動が非常に大きいことを示している。

のである。この間、ベーススは概ね理論ベースを上限とし、ゼロを下限とする範囲で動いており、理論ベース



スを上回るケースは非常に少なく、マイナス・ベーススが散見される。またベーススの変動は、前場よりも後場、それも取引終了前に比較的大きい。

このことは、この期間を通じて買い裁定を執行するチャンスが極めて少なく、反対に売り裁定あるいは買い裁定の解消を執行しやすい状況にあることを示している。なお、この図には示していないが、これ以前の期間についてもベーススが理論ベースを上回することは少なく、買い裁定は執行しにくい状況であった。また大引け前のベースス変化は、上述の大引け前30分間の大幅な価格変動と符合する。

このような大引け前の大幅な価格変動とベーススの縮小はどのような原因で起こったのであろうか。

3 盛んな裁定以外のインデックス買い

インデックス売買には裁定取引に係るものと裁定以外のもの（インデックス投信等）があるが、最近では裁定以外のインデックス売買とりわけインデックス買いが増加する傾向にある。

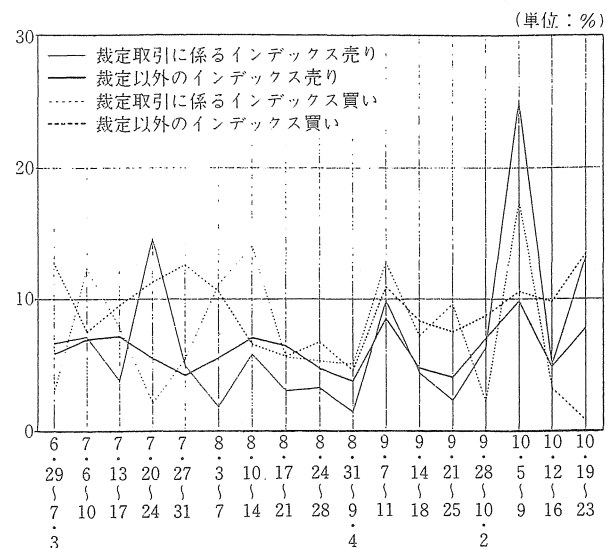
図2は裁定取引に係るインデックス売買とそれ以外のインデックス売買について週間の売付け、買付け別数量の東証第一部売買高に占める割合を示したものである。これによると、10月限オプションの取引最終日及びSQ算出日を含む10月5日からの週を除き、9月28日からの週以降インデックス買いのウエイトは徐々に高まり、一方裁定取引に係るインデックス買いはベーススが縮小したことから、非常に低水準である。

冒頭にも述べたように、国内外情勢に不透明感が広がる中、相場は手詰まり状態の中で方向性を失い膠着状態にある。こうした相場環境において、個別銘柄への投資判断が困難となっているため、それに変わる方法として市場全体の動きを見て投資決定するインデックス売買に

運用方針が傾いており、オープン型インデックス投信、いわゆるインデックス・ファンド、中でも日経225連動型への人気が高まっている。すなわち、不透明感の高まりの結果、個別好業績銘柄の発掘を中心とするアクティブな運用姿勢が後退し、パッシブ運用の一手段としてインデックス運用が目立ってきている。図2に示すように、10月19日からの週では裁定取引に係るインデックス売りが大きく増加しているが、これには、裁定以外のインデックス買いによるベーススの縮小が大きく影響していると思われる。

このようなインデックス運用が行われる場合、先物との間での裁定取引と異なり、現先のベーススの大きさに関係なく寄付き、大引けあるいは一定の時間帯にかけて現物の売買が行われることになる。とくに、先物価格の動きが重い中でインデックス買いが行われれば、先物価格がほとんど動かない状況で現物価格だけが上昇するこ

図2 インデックス売買高比率



(注) 東証第一部売買高に対する比率

とで、急速にベーススが縮小し、売り裁定あるいは買い裁定解消のためのインデックス売りを誘うことになる。すなわち裁定以外のインデックス買いが原因となり、その結果裁定取引を誘発するというパターンとなっている。これらの動きは表2の裁定残高の推移からも明らかであり、裁定買い残高が減少を続ける一方、将来の現物の買い要因とみなされる裁定売り残高が急速に増加している。なお直近の11月5日現在では裁定売り残高は1億株を超える水準となっている。投信によるインデックス買いは大引け前の一定の時間に行われることが多いといわれており、大引けにかけての価格の大幅な変動のひとつの要因ではないかと思われる。

表2 裁定残高の推移
(単位：千株)

月日	買い残高(A)	売り残高(B)	差引き(A-B)
10. 1	728,613	13,919	714,694
2	741,225	13,639	727,586
5	718,711	15,840	702,871
6	704,260	17,433	686,827
7	690,058	21,445	668,613
8	680,192	27,185	653,007
9	665,150	50,456	614,694
12	661,895	51,541	610,354
13	666,515	49,883	616,632
14	660,259	48,482	611,777
15	657,764	47,511	610,253
16	647,251	50,765	596,486
19	615,504	64,583	550,921
20	592,951	76,459	516,492
21	584,519	85,210	499,309
22	563,215	90,457	472,758
23	563,573	93,110	470,463

(注)日経225型、TOPIX型の合計

4 ポジションの調整

大引けにかけての大幅な価格変動に影響していると思われるいまひとつの要因はポジションの調整である。内外諸情勢に対する不透明感の高まりは、一方において、ポジションのオーバーナイトによるリスクを大きくしている。こうした状況において、市場参加者はポジション調整に非常に神経質になっており、とりわけ先物市場においてポジションのオーバーナイトを避けるためのポジション調整が活発に行われている。

これまでも大引け直前にはポジション調整の動きがあり、価格の変動が大きくなるという現象が見られた。ところが、特に最近の先物市場に見られるように、取引高の減少及び機関投資家を中心とする委託取引の減少に伴う自己取引の相対的な増加傾向の中で、上述のような理由からポジション調整の動きがやや前倒し気味になってきているうえに、売り買いいずれか一方に偏りやすい傾向にあり、これが大引けにかけての価格の変動をいっそう大きくしているものと思われる。

おわりに

以上、午後2時30分以降の株価変動の増大とベーススの縮小という2つの現象を探ってみた。その結果

- ①相場の先行き見通し難からインデックス・ファンドへの人気が高まり、その結果インデックス買いが増加する傾向にある。
- ②インデックス買いにより現物が値上がりする結果、先物とのベーススが縮小し、これが裁定取引に係るインデックス売りを誘発し、大引けにかけての大幅な価格変動をもたらしている。
- ③さらに、市場参加者はポジションのオーバーナイトによるリスクを回避するためのポジション調整を活発に行っており、これが大引けにかけての価格変動を加速している。

ことが明らかとなった。つまり、午後2時30分以降の価格変動は基本的には先行きの不透明さからくる方向性の欠如、手詰まり感の広がりを反映したものであるといえるのではないか。

それは、日経ヒストリカル・ボラティリティ・インデックスが10月に入って低下傾向が続いており、中旬からは20%強と本年3月以来の低水準となっていることにも明確に現れている。したがって、市場からこうした不透明感が薄れ、方向性がはっきりしてくれば、現在の状況も変化していくものと思われる。

(T. N.)