

解説

先物実践講座 -11-

日経225先物戦略

先物投資戦略の実践⑧ 裁定取引の現状

〈はじめに〉

日経平均先物取引が導入されてから既に4年が経過した。一時は現物相場の隆盛に伴い、活況を呈した先物市場であったが、直近は出来高、建玉残共に減少傾向にある。一方でその現物市場も出来高が減少しており、以前のように東証一部出来高が10億株以上あったところに比較すると、先物取引の現物市場に与えるインパクトは拡大していると思われる。今回は、日経平均オプションがヨーロッパタイプに移行した6月限以降の日経平均先物との裁定取引について考察しながら、先物市場の現状と今後の動向について若干触れてみたい。

〈先物と合成先物との裁定取引〉

合成先物とは日経平均オプションの権利行使価格が同一のコールとプットで作成され、次式により求められる。

- ・ 合成先物価格
= 権利行使価格 + (コール価格 - プット価格)
- ・ 合成先物の買い = コール買い + プット売り
- ・ 合成先物の売り = コール売り + プット買い

合成先物を用いた裁定取引の戦略にはコンバージョン(先物買い + 合成先物売り)とリバーサル(先物売り + 合成先物買い)がある。

〈ヨーロッパタイプ移行後の裁定取引〉

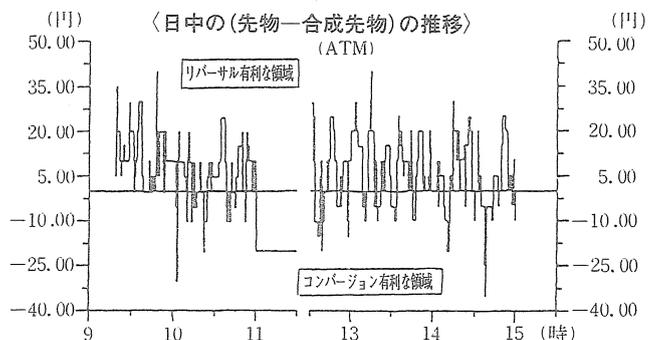
日経平均オプションの権利行使の方式が今年6月限より変則アメリカンタイプからヨーロッパタイプに変更された。アメリカンタイプは本来市場操作による影響を平準化する効果を発揮するのだが、市場の不合理な変動性の増加に寄与してしまい、結果的に投資家を遠ざけ、需給関係を損ねてしまう恐れがある。引け際でインデッ

クス売買によって相場が大きく変動することがあったため、オプションの売りが権利行使されるリスクが毎週発生した。つまりアメリカンタイプのもとでは、毎週木曜日にそのときの経済及び相場環境とは無縁に指数が乱高下する現象を生んだといえよう。一方、ヨーロッパタイプではアメリカンタイプと異なり、事実上権利行使リスクがないため、長期の売り戦略がとり易くなった。決済方式もSQのみでの決済に変更したため、権利行使に伴う思惑的なインデックス売買による相場の乱高下が幾分緩和され、合理的なプレミアム形成が実現した。

裁定取引に関して、ヨーロッパタイプ変更後は先物と合成先物価格との差が縮小し、プレミアムの決定において、権利行使に伴うリスクの減少等もあるため、値ザヤも減少しているように思われる。実際に執行するザラ場中では市場の変動により、先物価格と合成先物価格との差も大きく変動する。特に同時に先物、プット、コールを売買して裁定を組むのは非常に困難なことであり、オプションに関してはアウト・オブ・ザ・マネーやイン・ザ・マネーでも合成先物を十分作成できるが、流動性に難がある。更に3商品の価格スプレッドを取りにいても、マーケットインパクトを与えてしまって裁定損が発生してしまう場合もある。コンバージョンを作成するタイミングであっても、次の瞬間にはリバーサル有利の展開が見受けられることが多々ある。以上のことから注文の執行に際しても、十分な板状況の把握と相場観を織りまぜながら時間差を利用する事などが必須となる(図1)。

SIMEX日経平均先物、オプションと大証日経平均オプションも新たにSQ方式を採用して、4つの派生商品の清算が同時に実施されることになった6月限SQでは、市場には若干の不安感があったものの、大きな波乱はなく通過した。

(図1)



オプション単体SQとなった7月限では6月半ば頃から裁定残の減少に伴い、先物の逆カイリ状態が続き、コンバージョン有利の展開となっていたが、裁定業者の課題はいかに裁定解消のための現物を確保するかであったため、敢えてリバーサルを組み、SQで現物買いを実施しようとする業者が増加した。結局、7月9日取引最終日にはリバーサルの手口の積み上がりが大半を占め、SQで合成先物買いのポジションが現物買いに置き換わり、SQ値は279円高となった。前述したように、コンバージョン有利の状態の中でリバーサルを組めば、裁定損発生リスクがあるため、ザラバでの時間差を使うなどして、リスクを軽減させる細心の注意が不可欠となる。

10月限オプションのSQは今後の先物と合成先物を利用した裁定取引を考える上で非常に重要な課題を提供した。取引最終日前の動向では、裁定買い残が6000億円台まで膨らみ、先物が合成先物よりも割安で推移し、コンバージョンのポジション有利となり(図2)、多くの業者が参加してきたが、一方で外資系A社が強引に大量のリバーサルを作成し、取引最終日にもC175を1000枚買い越すなどし、両ポジションが拮抗したかたちとなった。建玉手口を分析すると(表1)、このA社が権利行使価格17000~18500円のプットを大幅に売り越し、コールを大量に買い、先物を売ってリバーサルを組んでいる事が分かる。反対に日系大手のB社は17000~18000円でプットを買い越し、コールを売り、先物を買ってコンバージョンを組む業者の筆頭となっている。結局SQ当日の寄付状況では差引き10万株の売りとなり、SQ値は205円安で決定した。このA社はなるべく少ない現物買いでSQ値を高くし、SQ値に比べ割安になるであろう先物を買戻す策略を巡らしたと思われる。このように、事前に市場に形成されるSQのコンセンサスと相違する行動をとり、SQを操作することは困難である事が分かる。

以上のことから、オプション単体SQが導入されて以来、このように権利行使リスクの軽減等により、リバーサルやコンバージョンが組み易くなり、戦略の多様化が顕著となってきている。今後もSQに絡んでこのような状況が継続すると考えられ、取引には十分な注意を払う必要があると思われる。

〈今後の先物市場について〉

株価指数先物、オプション取引が導入されて以来、裁定取引に絡む株式のインデックス売買が活発に行われる

ようになり、その株式市場における影響力が次第に拡大

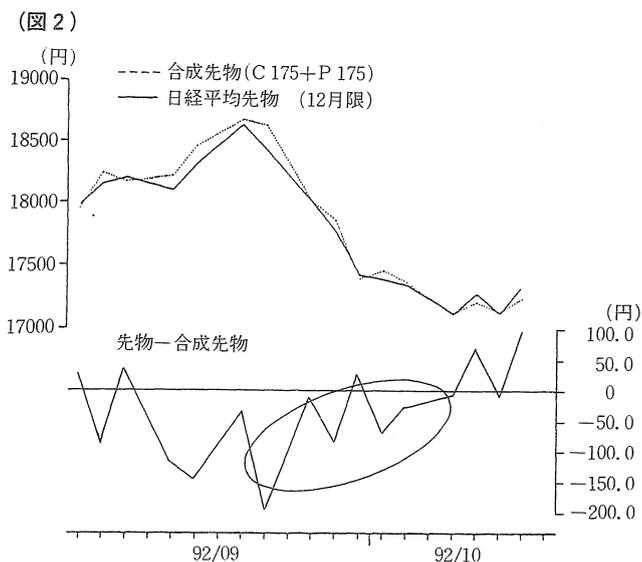


表1 10/7(水)までの各社建玉状況 (累計・単位)

	A社	B社	C社	D社	E社
日経225先物12月限	▲ 8591	+ 6182	▲ 3049	▲ 19	+ 515
日経225先物3月限	▲ 21	▲ 61	+ 1	+ 52	—
0410 P 160	+ 12	+ 329	—	▲ 105	+ 20
0410 C 160	+ 5	—	—	+ 5	▲ 7
0410 P 165	+ 32	▲ 849	▲ 35	▲ 47	+ 413
0410 C 165	+ 33	▲ 1065	▲ 370	+ 250	+ 56
0410 P 170	▲ 1723	+ 945	+ 919	▲ 421	▲ 78
0410 C 170	+ 1681	▲ 459	▲ 947	+ 54	+ 169
0410 P 175	▲ 3177	+ 1487	+ 375	+ 660	▲ 609
0410 C 175	+ 3464	▲ 1997	▲ 559	+ 30	+ 565
0410 P 180	▲ 2317	+ 1775	+ 530	+ 794	+ 90
0410 C 180	+ 2482	▲ 1150	▲ 1319	▲ 309	+ 195
0410 P 185	▲ 1074	+ 1108	▲ 63	+ 598	+ 503
0410 C 185	+ 1038	▲ 6	▲ 1518	▲ 719	▲ 307
リバーサル 合計	7510	—	—	100	650
コンバージョン 合計	—	3110	1830	910	310
RE/CO差引枚数	+ 7510	▲ 3110	▲ 1830	▲ 810	+ 340

している。金利や指数採用銘柄の個別の業績等のファンダメンタルズに加えて、こうしたインデックス売買状況からも目が離せない。投資主体別の委託売買代金シェア('92.4月~'92.9月期)を比較してみると、日経平均先物市場で個人、その他の投資家の占める比率は僅か6.1%であり、機関投資家の占める割合の合計は65.8%と大きい(同様にオプション市場で9.9%, 47.9%) (表2)。このように市場では一段の機関化の進行が散見される。加えて現行の制度下では株価指数先物が直近5限月、オプションが4限月とそれぞれ上場されているにもかかわらず、期近物の取引が中心で(先物の限月交代が行われる時期は除く)、期先物の商いが少ない(表3)。また期近物自

体の出来高も以前に比べると減少傾向にある。

今後の先物市場の発展のためには、投資家に対して利益を得る機会を提供する機能のみでなく、将来のリスクヘッジや価格情報の提供機能、現物市場の流動性向上機能といった多彩な先物取引の機能を改めて認識する必要がある。そして裁定を通じての長期の流動性供給をより円滑化させる体制を整備していかなばならないであろう。大証による毎日の上位15社の手口及び建玉公表の効果も当然見逃すことができない。ちなみに海外ではポートフォリオ・インシュランスに関して大量売買を行う日を公表する取引手法もある。今後投資主体や取引のグローバル化が進み、裁定取引の需給要因はさらに複雑化すると思われる。つまり利用者のニーズと市場の制度面の整備が合致すれば、自然に先物取引は拡大するであろう。

株価指数先物、オプション取引には効率的なリスクコントロール手段を提供し、裁定取引等を通じて現物市場に流動性を供給するという重要な経済的意義があることを忘れてはいけないが、まず現物市場において徹底したリスク管理や自己責任原則といった投資家とその関係者の成熟が前提となる。そうすれば先物市場と現物市場とが相乗効果を生み、株式市場全体の発展につながると思われる。ひいてはそこに成熟した先物市場が形成されるのではなかろうか。(J. K)

(表2) 日経225先物、オプション投資主体別売買動向

日経225先物 (売買代金: 百万円, シェア: %)

	91年4月 ~9月	91年10月 ~92年3月	92年4月 ~9月	8月	9月	前月比
生・損保	5.1 18657	4.6 13391	1.6 2545	1.8 2228	1.8 2639	+ 411 (+ 18.4%)
銀行	40.6 147589	36.8 106862	33.3 52207	36.6 45005	28.2 42040	- 2965 (- 6.6%)
投資信託	19.6 71265	20.8 60438	24.9 38995	26.4 32464	27.1 40328	+ 7864 (+ 24.2%)
事業法人	12.2 44526	9.1 26337	6.0 9462	5.4 6665	7.1 10577	+ 3912 (+ 58.7%)
個人	1.0 3480	1.0 2953	1.4 2127	1.6 1960	1.7 2520	+ 560 (+ 28.6%)
外人	17.2 62698	23.3 67463	28.0 43906	23.8 29333	28.6 42606	+ 13273 (+ 45.2%)
その他	4.2 15274	4.4 12683	4.7 7307	4.4 5458	5.5 8127	+ 2669 (+ 48.9%)
委託合計	100.0 363493	100.0 290129	100.0 156553	100.0 123116	100.0 148839	+ 25723 (+ 20.9%)

日経225オプション (売買代金: 百万円, シェア: %)

	91年4月 ~9月	91年10月 ~92年3月	92年4月 ~9月	8月	9月	前月比
生・損保	1.4 5577	1.0 3988	1.2 4408	1.4 5409	1.5 5813	+ 404 (+ 7.5%)
銀行	24.7 98666	20.1 79514	21.3 75843	23.7 95036	22.6 86136	- 8900 (- 9.4%)
投資信託	8.1 32483	11.7 46340	12.4 44272	11.9 47479	10.7 40779	- 6700 (- 14.1%)
事業法人	29.1 116145	18.1 71732	13.0 46193	13.8 55159	12.6 47946	- 7213 (- 13.1%)
個人	9.0 35794	8.0 31496	6.0 21445	6.0 23985	6.2 23535	- 450 (- 1.9%)
外人	23.1 92344	37.2 147331	42.2 150502	39.3 157245	42.4 161577	+ 4332 (+ 2.8%)
その他	4.6 18422	3.9 15641	3.9 14016	4.0 16111	4.1 15464	- 647 (- 4.0%)
委託合計	100.0 399434	100.0 396045	100.0 356683	100.0 400427	100.0 381254	- 19173 (- 4.8%)

(表3) 日経225先物、オプション出来高・売買代金

	6/12~7/9		7/10~8/13		8/14~9/10		9/11~10/8		10/9~10/27	
先物										
4年9月限	1056637単位		1205485単位		553700単位					
12月限	8615		51179		331278		627686単位		435857単位	
5年3月限	8		4		5		533		944	
6月限							4		123	
オプション	コール	プット								
4年7月限	312886単位	352514単位								
8月限	58536	49433	406919単位	493145単位						
9月限	5985	1517	59310	57344	539006単位	349334単位				
10月限	882	2022	6349	2747	54407	40231	281848単位	249601単位		
11月限	合計 (378289)	(405486)	1170	2603	5109	4785	30253	29000	150501単位	141568単位
12月限	(1243億円)	(2318億円)	合計 (473748)	(555839)	5283	2714	4143	4486	13241	13455
5年1月限			(1534億円)	(2774億円)	合計 (603805)	(397064)	277	96	400	410
2月限					(3675億円)	(1356億円)	合計 (316521)	(283183)	14	25
							(1356億円)	(1312億円)	合計 (164156)	(155458)
									(586億円)	(631億円)