

解 説

先物実践講座 -12-

日経225先物戦略

92年日経225先物市場をふりかえって

<はじめに>

一年間連載してきた先物実践講座も、今回で最終回を迎えることになった。その間株式市場の環境が著しく悪化の中で、日経225先物市場は、平成2年8月24日の証拠金率引き上げ、更新値幅の縮小及び更新時間の延長の実施以来、数回にわたる規制、ディスクロージャーの強化を受けて様々な問題が提起され、変化を遂げた1年であった。これらについては随所で取り上げられているが、今回は実際に先物取引関係者からの率直な声を集め、先物市場について鑑みて1年のまとめとしたい。

- A. ポジション・トレーダー B. ファンド・マネージャー C. セールズ・トレーダー
D. 金法担当者 E. 機関投資家 F. 法人担当者
G. 自己ポジション担当者 H. 調査担当者

— 実際に先物取引に携わってくる中での、今年の規制強化、ディスクロージャー拡大による変化、及び市場についての意見

- A. 功罪という面で見れば、やはり一番悪かったのは値幅規制だろう。“6分30円”では参加者が一斉に売りたいときにやり気配となって売れない。この間、やり気配6分間にSIMEXへ流れる。30円の更新値幅ではボラティリティーが上昇したとき、現物に先物が追従できない。
- D. 機関投資家の立場から見ても、値付き率の悪さやザラ場引け(大引け不成立)が増加したという値幅規制による弊害への不満は多い。
- F. 値幅規制うんぬんの問題もあるが、立会場に人を戻して公正に取引を行えばよい。
- H. 確かにCME、SIMEX等が立会場制度を採用しているのとは異なり、日本ではシステムを通じて会員業者の間で取引が行われているため、不透明な部分もある。また寄付きと大引けの価格は板寄せ方式ですべての売買注文を単一価格で成立させるため、場合によっては取引の開始が極端に遅れることもあり、また終値がつかないまま、ザラ場引けになることも多いといった欠点を持つ。スプレッド市場がない点も日本における特徴の一つにあげられる。
- A. スプレッド市場はぜひ欲しい。値幅規制の影響もあり、150円のスプレッドを組みたくても、買い気配では組めない。値幅規制でカイ気配、ヤリ気配となり先物市場の売買機能が低下したことに加え、よく指摘される委託の減少とSIMEXへの注文の流出を招いた一番の理由としては証拠金率のアップと手数料の倍増があげられるだろう。やはりある程度枚数が減るし、効率が悪くなって参加しにくくなる。
- D. 一方では、手数料より現物の不透明感から二の足をふんでいるところも多い。現物市場の自由化を進めずに先物市場を規制するのはおかしいと。
- A. ディスクロージャーの拡大は良い方の例としてあげられる。手口はどんどん公開してもらえば不透明感がなくなり、各証券会社のスタンスが鮮明になり、不安がなくなる。今回のSQに見られたようにリバーサルが増えればそれに見合った分が出てきて、結局は波乱要因にならないようになる。手口のディスクロージャーはもっとやってほしい。
- H. ちなみにオプションにヨーロピアン・タイプが採用(92年6月限より)になると発表されてから、実際はかなりSQ当日の乱高下は小さくなっている。89年9月限から91年12月限までの10回の取引最終日における前日比は約225円、SQ算出日における前日比は約416円であるのに対し、92年3月限から11月限までの7回の取引最終日の前日比は約90円、SQ算出日における前日比は約194円となっている。
- B. 委託、自己共にディスクロージャーは非常にメリットがあるだろう。
- D. 機関投資家の中にも、やるのなら中途半端は止めてほしい、オプションのATMを挟んだ上下2本ずつの公表では全く意味が無いという声が多い。相場が動くATMがずれて前後関係が見えなくなる。
- A. 日経平均で2000円動くという意味がない。いつそのポジションがほぐれて変化していくのかが分からない。また拡大とは別に、より分かりやすい手口をコンピュータ画面に出してほしい。システムさえ構築されればディスクロージャー拡大も容易になる。売買執行面等のリスクも証券会社が負っており、その辺りに取引所としても真剣に取り組むべきだ。SQでどうなるかは手口公開で徐々に見えて来るようにはなった。中身を公表しない限りは分からない

が、各社の動向が臚げにつかめるようになった。

- C. 10月限オプションのSQでも見られたように、手口が大部分公表される中で強引なSQ操作はできなくなった。オプションの最終売買日までポジションをひっぱる最終投資家が以前に比べ減っており、一定のSQへのコンセンサスが事前に形成されて、ある売りは、ある買いと相殺されるといった反対のプライスメカニズムが働き、売買拮抗した手口となっている。
- B. もともと先物・オプションはマーケット全体では常にゼロ・サムになっており、ヘッジで利益を出している一方でスペキュレーションで損している投資家がいる。SQでの潜在的な供給要因と需要要因は均衡しており、最終売買日までに投資家総てが消滅するオプションの代わりに現物でポジション調整を行えば、SQにおける売株数と買株数は常に一致するはず。
- 一 オプションのヨーロピアン・タイプへの移行が木曜日毎の波乱をなくし、かつ月1回の取引最終日の波乱を抑える効果をあげているとはいえないか。
- C. オプションのヨーロピアン・タイプへの変更とSQの全限月への採用で、売り戦略が取り易く、価格が合理的に形成されるようになって、コンバージョン、リバーサルといった合成先物のポジションリスクが減り利用し易くなった。それが現物・先物・オプションの価格関係を緊密にしている。
- A. 加えてリバーサル、コンバージョンの増加は何%かは、先物市場の需給を厚くしているという点で僅かながらプラスになっている。
- D. ヨーロピアン・タイプに関しては概ね好評だが、一部には1か月満期商品のように扱いにくいという声もある。
- H. 逆にいえば、先物もオプションもニーズに対応した様々なタイプ、期間の商品の多様性が求められている。
- G. 自己の立場からいえば、功罪は別にして、オプションの商品性から、権利行使が頻繁で投機色が強いいため、変動しやすいアメリカン・タイプの方が良い面もある。
- 一 市場に占める自己の売買関与が大きすぎるとい声もあるがどうか。
- C. 委託注文を円滑に、流動性をあげるためにも、自己は必要と思われる。
- E. 証券会社の自己売買が中心で機関投資家のヘッジとしての利用は少なく、そのカウンターとなるベキスペキュレーターの参加も少ない。
- G. 委託が一連の規制等により減少すると共に、オーバーナイトを避けるポジション調整が行われ、自己取引が相対的に増加して、価格変動を引き起こすことになる。しかし市場が自己のみで存在し得ないことは明確であり、委託の減少に伴い、マーケットの総量が減少し、自己取引も縮小に向かうだろう。
- E. 市場が未熟である上に小手先の措置が繰り返されることが参加者の減少を招きSIMEXへ流れる。
- A. もともとヘッジ機能を目的として先物を設けたのに完全に機能を低下させている。本来、需給が厚いほど、マーケットに歪みがないのに、規制が参加者を少なくしているから余計歪みがある。逆効果。
- B. 規制のない市場がベストであるのは、周知である。総ての市場参加者に大きな影響を与える規制は市場の崩壊につながる。
- F. 中途半端ではなく、指数の見直し等も含め、大阪はデリバティブに特化するぐらいの方策が必要。
- C. 営業体の立場から言うと、やはり値動きの大きいのが先物の魅力。しかし手数料アップ、委託証拠金率の引き上げで流動性も低下しており、参加しにくく歪んだマーケットになっている。やはり緩和が必要であるし、CME等に見られるようなローカルズが存在が望まれる。
- 一 恒常的な先物の割高感が修正され、ベーススが縮小傾向にあるが、アービトラージ等について今後どうとらえるか。
- A. 最初は銀行等買いヘッジャーが多く、右肩上がり信仰も根強く、恒常的な割高が続いていたが、下落相場でそれがなくなり、スタンスを変えて、現物との絡みで先物を売りヘッジとして利用するようになってきた。外資系も裁定を1%乖離でポジションをもって、0%で解消してきていたのが、0%でもって▲1%で解消という時もあった。今は一応レンジとしては0.5%でもって▲0.5%で解消といったスタンス。今後どうしてくるかといえば、リバーサル、コンバージョンを用いてアービトラージを持つとか、オプションを絡めて裁定の解消をするといった手法が出てくる。これからも小さいチャンスを細かくひろった新しい手法が出てくるだろう。
- B. アービトラージャーは相場感を入れてくるので、理論価格を使った乖離率といった教科書的な目安では出動のタイミングが測れなくなった。
- A. チャンスが少なくなってきた為に時間差を使ったり現物の買いを指値で入れる等の形で、アービトラ

ジの手法も若干変化しつつあるし、証券会社のノウハウの差が収益格差となるだろう。

- C. 現物がそれだけ板が薄く、思うようにポジションが組めないため、現物を指値にせざるをえない。
- D. 機関投資家は現物と先物の歪みを是正するためにも、アービトラージは否定できないという認識で見ている。
- F. ベーシス、ボラティリティーは今までの水準が異常であり、先物市場の規模も現在の現物の倍くらいが適性水準だろう。問題は現物市場に魅力がないことにある。アービトラージはスペキュレーション、ヘッジが半々位の中で、マーケットのずれを是正する為に存在するといった形が普通だ。まだスペキュレーションが多い。
- 今後の先物取引の利用について。
- B. 機関投資家の利用ニーズは一通りマーケットの中で形成されているが、横への広がりがないのが問題。今年の下げ過程では、本来のヘッジ機能の利用、基本的な考え方は理解されてきたが、まだまだ日本のマネーの規模から見れば少ない。一方で投信にのみかなり本格的な運用の広がりが見られた。
- D. 規制でコストが倍になった一方で限られた資金では商い量が半分に制約されている点もマーケットの広がりを抑えた。
- C. 買いから入る投資家が下落過程で、損切りしないまま運用成績を落としてしまう例が多かった。多くの機関投資家は投資収益を目標とする制約を抱えているため、基本的に順張りにならざるをえない。システム売買にしても順張りに一定のロス・カット・ルールを採用しており、保合いに弱い点が共通している。ある程度継続すれば成果があがるが連敗に耐えきれず撤退してしまうところが多い。その中で取引を継続している投資家はリスクコントロールが徹底し、ポリシーをもって取り組んでいる。
- H. やはり現物、デリバティブを一体化したリスクコントロールが重要になるだろう。そのためにも従来の伝統的なテクニカル分析に加えて、コール・プット・レシオ、ボラティリティー、プット・コール・パリティ、裁定残、建玉手口分析などデリバティブ関連の情報も現物市場の分析に必要不可欠となる。
- A. テクニカル指標はタイミングとしては見るが、それをどういったスタンスで見るとかによっても変わってくる。日中の価格変化に注目したりリアルタイム情報や大勢論、更に相場を見て各テクニカル指標を使い

分け、システム売買にしても研究していかねばならない。

- C. システム売買自体にも儲かる儲からないはあるが、やはり規制の影響でシステムも正しく機能していないことも大きい。シグナルの出た値段で売買出来なければシステム売買の意味がない。
- A. 買い気配になって結局高いところで買ったり、市場機能の低下がシステム売買の弊害になっている。
- B. 特に4/10, 8/18, 19の日経平均の急騰時など先物市場が現物市場に全く追従出来ず事実上、機能停止していた時など、システムに決定的リスクとなった。
- A. 先程の問題に戻るが、規制緩和を行うことで、先物本来のヘッジ機能を活発化させてくることで、機関投資家の末端まで利用が広がる可能性はまだ残されている。
- C. 売りに対する罪悪感はなくなってきている。ただ、やはり売りが「押えられてきたため、恐ろしいもの」という意識はある。
- B. 今年の下落相場で個人、事業法人の投資主体も下げに対するリスクヘッジから、具体的に売りから入って、積極的に利用、勉強してきている。
- A. それが下げ相場で、生きてきている。(株が)上がるから買いましょう。でも先物でヘッジしましょうと、割り切って利用しないと個人など、参加しにくい。
- F. 外資系等では個人のコア・ポートフォリオのマネジメント戦略の一つとしてデリバティブを位置付けて顧客に提案している。日本でも100%スペキュレーションとして取引を行わず、(先物の手口にも)ワラントなりCBなりのヘッジ絡みの利用が入っておりデリバティブへの取り組みも変わってきている。
- B. 現物の業種別で割高を売り、割安を買うとか、先物のノウハウが現物の運用へ生かされ、応用されてきている面もある。

〈おわりに〉

この一年で、先物取引をめぐる環境は、大きく変化したが、市場関係者にとっても試行錯誤しながら勉強となった一年であったと思われる。また、値幅規制に関しては利用者にとっても不満の声が多く、規制緩和、及びマーケットに何が求められているかといった認識にたった対応が求められる。デリバティブに対するニーズは幅広く根本的な取り組みが必要であることを痛感するとともにそのような市場の完成を期待したい。