

先物・オプションマーケット

日経225先物市場の今後について

平成5年1月
大阪証券取引所

はじめに

本所は、平成4年12月22日、大蔵省が同日付で取纏めた株価指数先物取引及びオプション取引の在り方についての改善策(『先物取引の在り方について』5ページ参照)に沿って具体的措置を講ずるよう要請を受けた。

本所では、改善策の主旨に沿うべく早急に所要の対応を図るが、特に、すでに世界有数の規模にまで拡大・発展している日経225先物及び同オプション市場を抱える取引所として、これら現実に機能している市場を閉じ、新たな株価指数による市場を開くという、世界に例を知らない事態に遭遇することとなった。これは、まさに昭和62年「株先50」から始まった派生市場開設を凌ぐ難事である。この当惑は、市場参加者においても同様であり、すでに改善策の公表以降、日経225先物及び同オプション市場の今後の趨勢いかにについて動揺と憶測が高まっていることにも現れている。

改善策が意図する現物・先物両市場の一層の健全な発展を期するためにも、具体的措置は円滑に実行される必要のあることは言うまでもない。その意味で、以下、改善策公表に至る経緯と、特に「商品性の見直し」について若干敷衍し参考に供したい。

1 日経225先物批判と大証の立場

(1) 平成2年以降の株価急落を契機に高まった日経225先物取引及び同オプション取引(以下「先物取引等」という。)に対する批判は、同3年秋から4年にかけてより先鋭的となった。批判は単純平均方式である日経225指数の商品性そのものに集約された。しかし、そのいずれの批判も、説得的、実証的ではなかった。極端に流動性を喪失している現物市場を前提にした先物市場の巨大化批判、先物の恒常的割高原因を究明しないままの裁定取引批判、求めても具体的事例が提示されない価格操作性、インデックス売買全体への考察の欠如等、批判としては論拠が希薄あるいは極めて感覚的

であった。

(2) 大証としては、先物市場論議は現物市場の回復を待ち、正常な環境下で行うことが適当と主張する一方、批判の対象となるような事態に対しては、性急に商品性というような市場の根幹に変更を求めるのではなく、現物・先物両市場サイドでの市場管理・取引制度の強化、徹底で対応すべきであると主張してきた。即ち、価格操作等不公正取引の取締まり強化、不適正取引を抑止するための規則の整備、あるいはディスクロージャーの徹底等である。これが大証の一貫した基本的立場であった。

(3) しかし、マスコミまでも同調する先物批判の中、日々衰微する現物市場の現状に対して、大証は市況回復を支援する観点から、あえて先物市場規制に踏み切った。累次の証拠金率引上げ、委託手数料増徴、更新ルールの強化、取引時間短縮、ディスクロージャーの拡大等、考え得る措置を矢継ぎ早に実施した。しかし、その結果はどうであったか。

- ① 現物市場は回復はおろか、さらに停滞の度を強めた。
- ② 先物市場の取引高は半減し、市場機能を著しく喪失した。その結果、予期したとはいえ、取引は海外市場へ流出し、市場管理面で複雑かつ困難な問題を抱え込むこととなった。
- ③ なお、視点を変えれば、現物市場へ先物市場が符節を合わせた結果、それなりのよい関係をつくりだしたことも事実である(平成4年以降、現先両価格間の乖離の縮小、裁定残高の減少等)。

(4) 以上、明らかなように、現物市場の衰微・停滞の真因はバブルに増幅された景気の後退と企業業績の下降等、ファンダメンタルズの変化によるものであった。先物取引等に起因するものではなかったことが実証されたわけである。しかし、この学習効果にもかかわらず、それでもなお依然として先物市場への批判が収束しなかったことは理解に苦しむところである。数量的には先物先進国に比肩するとは言えても、わが国の先物マインドは未だ未成熟の感を強くする。

そこで、ついに大蔵省は行政の責任において問題の收拾を図るため、先の総合経済対策に先物問題を検討課題として掲げ、市場関係者のヒアリングをはじめと

する調査・検討の結果、このたびの改善策公表となったものである。

2 改善策「1. 市場管理・取引制度の見直し」, 「3. 現物・先物両市場の一体的な管理・運営」について

市場管理者は、つねに市場管理・取引制度の点検、整備には不断の努力を払わなければならない。大証もかねてからディスクロージャーの拡充をはじめ、プログラム売買管理、価格監視体制の強化、不適正取引の規制、過当取引抑制等について、大蔵省に提言するなど実現を求めてきたところである。その意味で、今回の改善策に幅広く採択されたことは、極めて喜ばしい。また、これらの諸施策は現物・先物の両市場から一体的に管理・運営されてこそ実効が期待されるものであることから、大証・東証間の連携を更に強化することは、極めて意義のあることと評価できる。

3 改善策「2. 商品性見直し」について

(1) 改善策は、大証に対して加重平均方式の指数による先物取引等の導入を要請した。上記1の大証の基本的立場とは相容れない結論であり、必ずしも適切とは言えず、残念な結果である。しかし、行政当局において結論がでた以上、いつまでも拘泥することは生産的ではない。今後は、ひたすら日経225以上に市場に歓迎される新指数をいかに構築するかに傾注することが大証に課せられた最大の使命であると考えられる。以下、新指数問題にポイントを絞って述べる。

(2) まず、日経225以上に歓迎される新指数が存在するの、ということである。率直に言って現在そのような抛るべき指数は存在しない。しかるべき第三者的な機関に新指数の開発を託し、それによる先物取引等を上場するというのがいまのイメージである。従って、新指数がわが国の先物市場を代表する指数たりうるか、さらに機関投資家、証券会社等参加者にとって魅力あるものであるかどうかを見極めるためにも、すみやかに具体的な新指数の開発を期待している。

(3) 「新指数による先物取引等が定着するまでの間、現行指数による先物取引等は継続する。」ということである。

a まず、新指数が上場され先物取引等が開始される

のは、平成6年の初め頃(予定)と考えている。

取引開始までには、①新指数の開発、②指数公表のためのシステム対応、③取引所、証券会社等のシステム対応、④投資家に新指数を周知習熟させるための期間等、諸準備期間が必要である。取引所のシステム対応だけでも最短1年は要する。

b 次に、新指数による先物取引等が開始されても、定着するまでは、現行日経225の先物取引等は継続して取引される。この間、新指数と現行指数の先物取引等は重複上場の形となる。その後、新指数先物取引等が定着した状態となったとき、日経225先物取引等は先物既存限月の建玉解消期間(1年3か月)を経てはじめて上場廃止となる。

要するに、新指数先物取引等が定着しない限り日経225先物取引等は継続される。継続期間は定着の割合による。従って、新指数の開発から定着期間を経て上場廃止までの行程を考えれば、日経225先物取引等は最長でも2年半～3年程度あるいはそれ以上存続することが予想される。目先短期間に上場廃止になると考えるのはいささか早計であろう。

c 従って、日経225先物取引等が命脈を限られたといえ、当分、主力先物として存続する。このため、今後実施される改善策の具体的施策と相まって、日経225先物取引等についてさらに現物市場との調和を図り、引き続きその機能の維持・強化に注力する。

(4) 「定着」とはどのような状態を指すのか、である。

a 量的には明示できない。これについては、山内理事長は「新指数先物が先物市場全体に対して支配的な力をもつと判断できる状態をいうものと理解している。」と答えていること(12月22日、新聞共同取材)、また同日、大蔵大臣は「この改善策により、今後とも東証が現物、大証が先物において各々中心的役割を果し、ともに世界で重要な地位を占めることを期待する。」旨の談話を発表したことを紹介しておきたい。

b 「定着」に要する期間は新指数の商品性いかんである。市場から歓迎され、受け入れられるだけの魅力を備えているかどうかにかかっている。

また、新指数先物市場に対する関係者(大蔵省、取引所、日証協、証券会社等)の協力度にも大きくかかっている。新指数がいつまでも定着しない状態は、改

善策の期待する将来のわが国先物市場が現出しないことである。なによりも新指数が早期に定着するよう関係者の協力が不可欠である。

- (5) 次に、「なお、新指数による先物取引等が定着するよう関係者において協力する。」という点である。

これは上述のとおり、新指数先物市場に厚みをもたせるよう関係者が協力し、新指数先物取引等の定着をバックアップするという意味である。

これについて、上記新聞共同取材において、「厚みをもたせる措置として、証拠金率、取引単位、取引時間で格差をつけて、既存商品と差別化を図るとそく聞しているがどうか。」との質問に対して、山内理事長は「そういうものを含め幅広く大蔵省に相談に乗ってもらうことになっている。」と答えている。これは新指数先物取引等を早期に定着させるための措置であって、単なる優遇策ではない。関係者の意見も徴しながら早急に具体案をまとめたい。

おわりに

以上これまでの経緯を含め改善策の主要なポイントを補足的に述べた。

今後の課題は、ひたすら早期に新指数を開発し、かつこれを定着させることにある。それによって、大蔵省改善策が期待する将来のわが国先物市場構想が実現することとなる。関係者に課せられた責務である。とりわけ大証の果す役割は重く、かつ応えるにはあまりに難度が高い。再び昭和62年「株先50」以来の挑戦を想起し、新たな市場づくりに尽力したい。一層のご理解とご協力を期待する。