

先物市場の最近の動向について

はじめに

3月から相場は上昇基調に転じ、商いを伴って値を上げる中で、日経平均が久方ぶりに20,000円の大台を回復するなど、過去3年余りにわたった相場の低迷を漸く脱したかの感がある。これに伴って先物市場も堅調に推移しているが、その動きを見てみると、とりわけ、本年に入って以降、従来には見られなかった現象がいくつか観察される。

そこで、本稿では、これらの現象に焦点を当てて、本年に入ってから現在(4月末)までの先物市場の動向を見てみたいと思う。

1 低水準の建玉残高と取引高

図1は日経225先物6月限、図2は9月限の1992年と1993年の取引高及び建玉数について、3月以降の推移を比較したものである。まず、全体を通して、昨年に比べて建玉残高の水準が低いことが特徴的である。すなわち、中心限月である6月限はほぼ前年と同じような動きを示しているとはいえ、建玉残高は前年を下回っている。さらに、次限月物である9月限についてはこの現象は顕著であり、4月末現在で前年比10.4%の低水準にとどまっている。加えてグラフには示していないが、12月限以降の期先物については建玉はほとんどゼロの状態である。

また、取引高については6月限は3月末以降、ほぼ前年並の水準に達しているが、中心限月になった直後の3月中は前年を下回って推移していた。また、9月限は取

引が成立しない日も散見されるなど、その落ち込みは大きい。

昨年3月以降、日経225先物に対する規制策等の状況に変化はなく、また相場が商いを伴って上昇しているにも

図1 6月限の取引高及び建玉数の推移

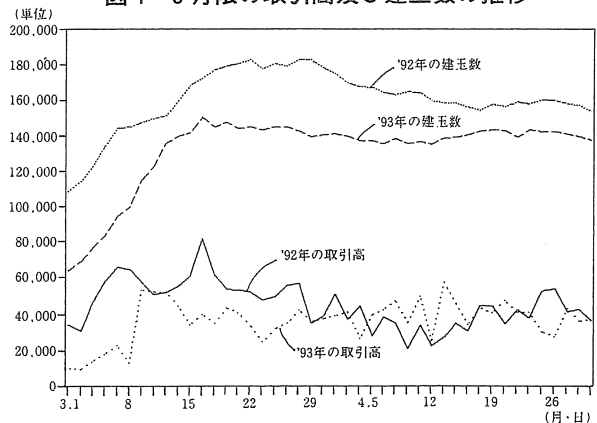
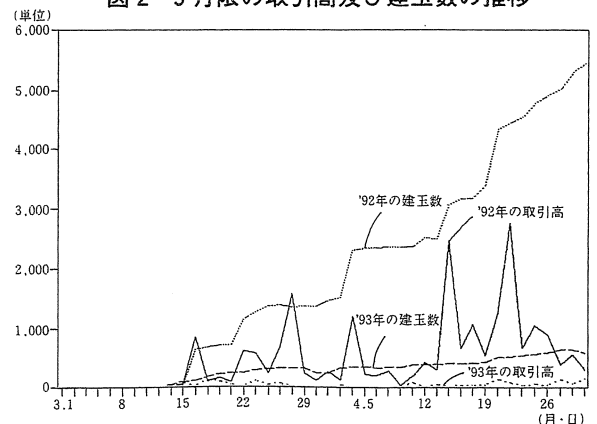


図2 9月限の取引高及び建玉数の推移



かかわらず、期先物を中心に建玉残高、取引高が膨らまない原因としては以下のものが考えられる。

- ① 相場が上昇を続けているとはいえ、景気の動向とのからみで先行きの見通しが不透明なため、期間の長いものへの参加を手控えていると思われること。
- ② 自己取引中心の市場(昨年10月以降、自己取引の比率が毎月65%を超えている。)のため短期売買が主流となり、流動性の低い期先物に対するニーズが少ないこと。また、機関投資家によるヘッジ・ニーズが乏しいと思われること。
- ③ 4月の現・先比率を昨年と比較すると、昨年は2.35倍であったのが、本年では1.16倍となっている。このことから投資家の関心は現物に向かっており、これに伴って流動性の低い先物の期先物への関心が相対的に薄くなっていると思われること。
- ④ 規制策等の影響に加えて、日経225の商品性の見直し作業の行方を見守ろうとしていると思われること。

2 理論価格からの乖離率の推移

図3は上段が日経225・TOPIX両先物の価格の理論価格からの乖離率であり、下段が裁定残高(買い残から売り残を差し引いたネットの買い残)の推移である。

まず乖離率の動きのグラフに注目すると、年初以来、TOPIX先物の上方乖離状態が続いていたが、3月後半以降は逆に日経225の上方乖離が目立つようになり、TOPIX先物は理論価格以下で推移することが多くなっている。

すなわち、3月中旬までは日経225先物に比べてTOPIX先物に買い裁定の機会が多く存在したため、TOPIX先物を対象とする裁定が活発に行われ、それがその後4月にかけて解消されたことをこの理論価格からの乖離率の動きから推測できる(後述の裁定残の推移の項参照)。

次に日経平均とTOPIXの関係を比較する指標として使われているNT倍率の推移(図4参照)を見ると、年初から13倍台でなだらかに上昇を続けていたが、3月後半には12倍台に低下した。また、同時に先物のNT倍率が現物のそれを上回るようになった。この2つの動きから、この時期の相場の上昇は大型株を中心とした現物主導のもので、投資家の関心が先物から現物に移ったものと考えられる。

3 裁定残の推移

両先物がこのような動きをする中で、裁定残はどのように推移したのであろうか。年初7億株程度の水準であった残高は、その後徐々に増加し、3月限SQ前には10億株を超え、その後も高い水準で推移している。一方、この間の日経・TOPIX両先物の動きは上述のとおりであり、日経225にはほとんど裁定機会が無かったのに対し、TOPIX先物にはかなりの裁定機会があった。このことから類推すると、この間の裁定残の積上がりは、主としてTOPIX先物との裁定取引に起因するものと考えられる。

同様に、4月以降裁定残高が多少減少しているが、両先物の乖離率の動きを見る限り、これもTOPIX型の裁定解消によるところが大きいと思われる。

例えば、4月26日の動きを見てみよう。この日行われ

図3 両先物の理論価格からの乖離率比較と裁定残高の推移

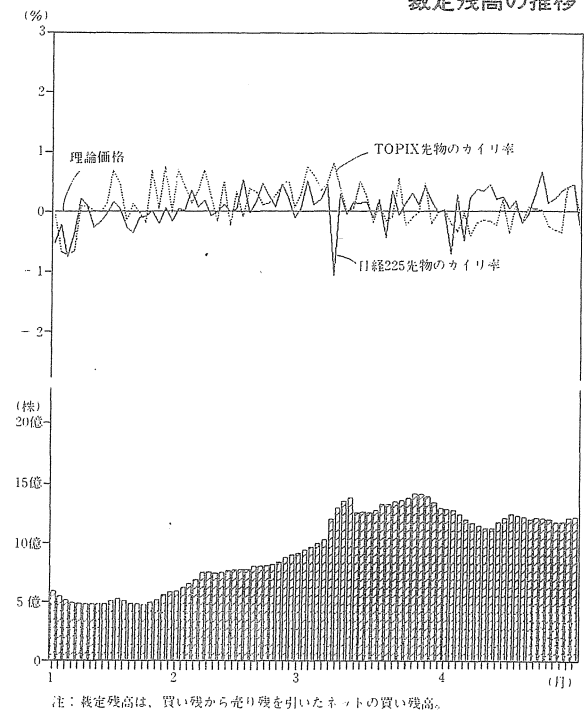


図4 NT倍率の推移

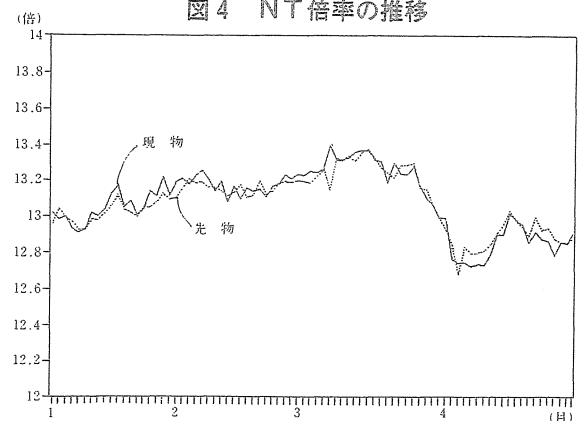
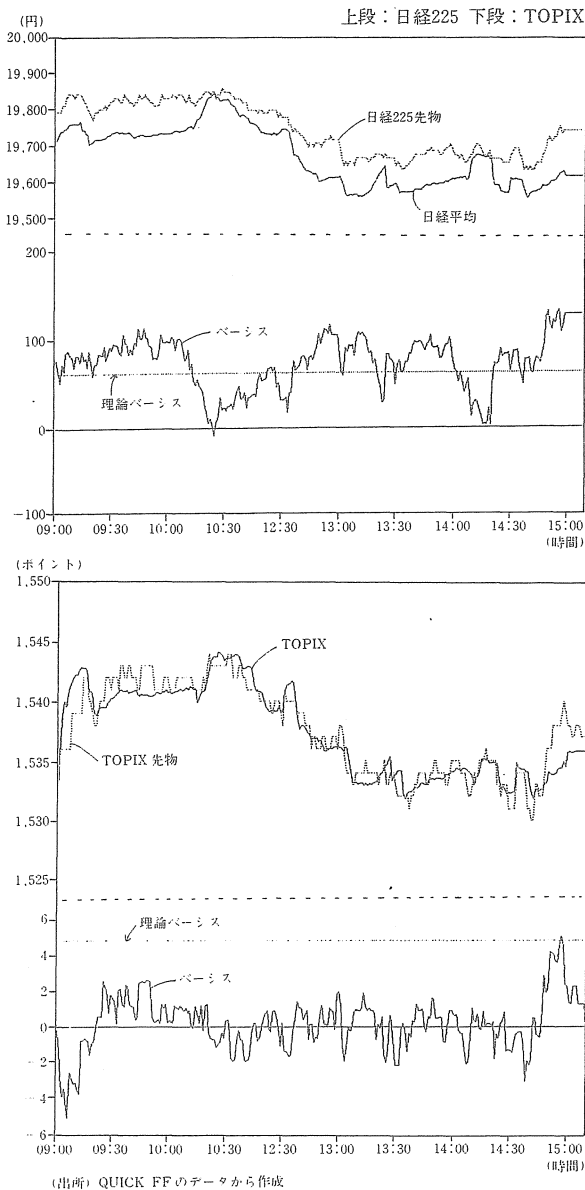


図5 両先物の日中の価格及びベーススの推移
 <1993年4月26日>



た裁定取引にかかる現物株式の売買は、買い3,334,000株に対して、売りは33,010,000株であり、東証1部出来高の約1割を占める。裁定残高は、前営業日の23日の1,197,234,000株から26日の1,167,470,000株へと29,764,000株の減少を示し、かなりの裁定解消が行われたことを示している。ではベーススの推移はどのようなものであったであろうか。図5は、日経225、TOPIX両先物市場の4月26日の日中の相場の変動をグラフ化したものである。この日の東証1部の出来高は3億株、日経平均の高値と安値の差は282.7円、TOPIXで12.32ポイントである。ベーススの推移を見てみると、日経225が0を下限として理論値を挟んだ動きであるのに対し、TOPIXでは、理論値を上限として0を挟んだ動きとなっている。このベーススの推移からすると、日経225型では裁定解消の機会には

ほとんど無く、この日の裁定解消がもっぱらTOPIX型であったことがわかる。

このような先物の動きを反映して、当日の現物市場を見ると、TOPIX型の裁定解消による売りの影響と思われる下落が随所に現れていることが読み取れる。すなわち、従来日経225型の裁定解消で言われてきたのと同じ現象がTOPIX型でも見られるのである。

このようなTOPIX先物主導の動きは、例として挙げた4月26日以外にも3月下旬から4月上旬にかけてのいく日かにおいて観察することができた。しかしながらこの期間、相当量の裁定解消が執行されたにもかかわらず、相場への影響はそれほど見られなかった。これは裁定解消による現物売りを吸収するだけの板の厚さがあったからであると考えられる。

TOPIX型の裁定取引が増加した理由としては、今回の上昇相場の主役は大型株であり、そのウェイトの高いTOPIX先物への関心が高まったことが考えられる(TOPIX先物の取引高は、昨年4月の1日平均が5,071単位であったが、本年4月では7,965単位となっている。)が、時価総額方式の指数先物での裁定取引に対する習熟度が高まり、活発な買い裁定が行われたこと、さらには、現在開発中の新先物がTOPIXと同じ時価加重方式であることから、TOPIXを使って慣れておこうとする動きのあったことも重要な要素であったと考えられる。

おわりに

以上、最近の先物市場の動向について、日経225先物の期先限月の不振、日経225、TOPIX両先物のベーススの推移と裁定残高の動きに焦点を当てて見てきた。

政府の総合景気対策をきっかけに相場は上昇に転じ、先物市場を取り巻く環境も大きく変化した。この中で、特に目につくのは、期先物の建玉残の薄さに反映される現物への関心のシフト、及び両先物のベーススの差に見られるTOPIX型の裁定取引の増大である。

これまで現物市場が長期にわたり低迷を続けてきた間は、先物に対する関心が相対的に高く、裁定も日経225型が大勢を占めており、したがって批判はもっぱら日経225先物に集中する形であった。しかし、相場の様相が変わると、投資家の関心は現物市場に向き、また裁定取引は大型株のウェイトの高いTOPIX先物を盛んに利用している。また、裁定解消に伴う現物売りは厚みを増した現物市場によって吸収されるようになってきている。

このような現象を見ると、現物と先物の関係の分析は様々な相場の状況を考慮に入れて慎重に行うべきであるとの印象を深くするものである。(R. M)