

日経300先物・オプション 取引開始を迎えるにあたって

大和証券株式会社 株式先物オプション部
課長 坂元 暢

いよいよ、日本の先物オプション取引の次代のエースと期待される、日経300先物・オプション取引が2月14日から開始される。多くの投資家が、新先物・オプション取引に積極的に対応する姿勢であり、その成功が株式相場の盛衰を決定すると言っても過言ではない。取引開始に先立ち、いくつかの問題に私見を述べさせていただきたい。

1 日経300株価指数の特徴

新しい株価指数・日経300については、昨年10月8日の発表以来、その特徴について、既に多くの考察・検証が行われてきた。日経225よりもTOPIXに対して連動性が高く、大型株とりわけ金融株の影響を受け易い等々の結論は、我々の分析結果とも合致している。それらをこの稿で改めて触れることは避けるが、一つあくまでも感覚的な考察ではあるが、金利動向と日経300との関連性について述べてみたい。

チャート1は、日経300と日経225・TOPIXとの倍率チャートに、日経長期債インデックスの動きを重ねたものである。一般に指数構成銘柄の比重分析から、日経300は他の株価指数よりも金融株のウェイトが高く、金利動向の影響度が大きいとされている。確かに83年後半からの公定歩合引下げに対して、日経300は日経225をアウト・パフォーマンスしている。また、91年央からの金利低下局面においても、その傾向が認められる。

しかし、顕著に優位性が現れるのが、名目金利水準が6%以下の水準になってからである。86年から87年にかけて、及び92年以降の動きに現れている。これは、金利上昇から低下への転換点近くでは、資金調達コストの低下が金融機関の業績に十分反映されず、景気自体も下向きになっているため、貸出しも伸び悩む等、金融機関の業績に十分な評価が与えられていないと考えられる。株式相場が金融引締めで確信をもつ、局面半ばから金融株が他をアウト・パフォーマンスし始めるのではないだろうか。日経300の日経225に対する優位性に、金利水準が影響するのか、時間的な順位がより強く影響するかは判断が難しい。特に93年からの動きは、「将来日経300は日経225

チャート1
倍率チャート
日経300/日経225(現物)：太線
日経300/TOPIX(現物)：細線 82/10=100 82/10~93/11

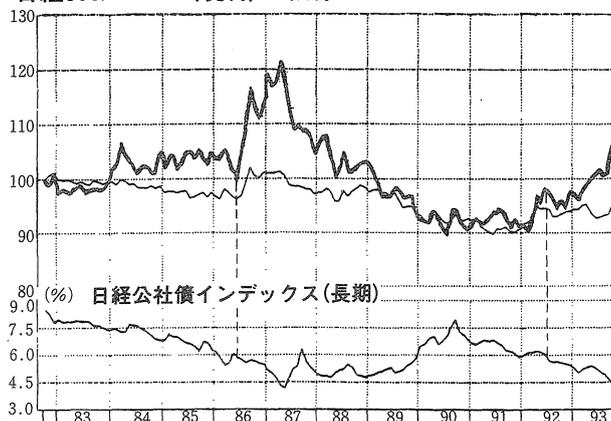


表1

<日経300業種別構成比>

		A	B	A/B	銘柄数
1	水産・農林	.13	.19	.69	2
2	鉱業	.18	.19	.95	2
3	建設	4.17	4.95	.84	29
4	食品	3.00	3.93	.76	19
5	繊維	1.55	2.56	.61	9
6	パルプ・紙	.77	.90	.85	5
7	化学	4.18	5.16	.81	27
8	医薬品	2.45	3.04	.80	10
9	石油	1.26	1.35	.93	4
10	ゴム	.60	.41	1.45	3
11	窯業	1.53	1.42	1.07	8
12	鉄鋼	2.73	4.14	.66	6
13	非鉄金属	2.41	3.05	.79	14
14	機械	2.78	2.76	1.01	27
15	電気機器	11.05	14.38	.77	19
16	造船	1.42	2.35	.61	3
17	自動車	4.93	2.62	1.88	4
18	輸送用機器	.34	.32	1.08	4
19	精密機器	1.26	1.38	.91	6
20	その他製造	1.38	1.27	1.09	8
21	商社	3.49	3.31	1.05	17
22	小売業	4.23	2.69	1.57	13
23	その他金融	.59	.33	1.79	5
24	不動産	1.23	1.43	.87	4
25	鉄道・バス	1.87	2.92	.64	6
26	陸運	.90	1.02	.88	4
27	海運	.47	.65	.72	2
28	空運	.70	1.01	.70	1
29	倉庫	.30	.32	.95	3
30	通信	1.85	2.43	.76	1
31	電力	4.92	8.48	.58	4
32	ガス	1.21	2.04	.60	2
33	サービス	1.89	1.92	.98	10
34	銀行	23.11	9.77	2.37	10
35	証券	3.14	2.95	1.06	3
36	保険	1.98	2.34	.85	6
	計	100	100	34.93	300

注 A及びBは業種別構成比、Bは浮動株比率で修正済み(93年12月28日現在)

に変わるもの」との意識の下で取引されており、この期間を単純に過去のトレンドと同列で比較して良いかは、なお検討の必要がある。ただし、現在の金利情勢を考えると、今後日経300と日経225の спреッドは、縮小の可能性が高いと思われる。

表1は、日経300各構成銘柄の浮動株を考慮した、浮動株修正業種別時価構成比である(浮動株率については、東洋経済社『会社四季報』を参照した。)

この表によると、浮動株修正前に比較して、銀行株の比率が大きく異なることが目を引く。例えば仮に同金額を投資した場合には、銀行株も電力株も同じ株価上昇へのインパクトになるが、株価指数計算上は銀行株は電力株の約5倍弱の比重を占めている。つまり、全株が浮動株と仮定すれば、各業種への投資金額が同額であれば、株価指数全体に与える影響も同じになるはずだが、多くの非流通株を発行済株式数にカウントしてあるため、銀行株の影響は増幅されているのである。

2 日経300先物取引

1988年9月に大証に日経225、東証にTOPIXと、同時に日本で初めての株価指数先物取引が導入された。取引開始当初は、両先物取引の出来高にそれほどの差は存在していなかった。しかし、日経225が代表的なインデックスだっただけでなく、その算出方法が単純平均株価指数で裁定取引に容易であることなどから、徐々に先物取引の主流になっていった。

昨年(1993年)の12月の大蔵省『先物取引の在り方について』において、将来加重平均型の株価指数先物取引への移行が示され、日経300が開発されたのである。果たして日経300先物は、日経225先物を越えることが出来るのであろうか。

日経300自体が、投資家に広く認知されることが必要なことは言うに及ばないが、日経300先物の導入に際しては、いろいろな制度上の改正がなされ、定着への側面援助がなされている。そのなかで、日経300先物取引振興に大きく影響があると思われるのは、①委託証拠金の引下げ、②値幅制限の拡大、③取引単位の引下げ、④取引時間の延長等があげられる。①②については異論のないところと思われるので、この稿では、③と④に若干の考察を試みたい。

前述したが日経225が、TOPIX先物を凌駕した要因の一つは、現物との裁定取引が容易だったことがあった。この点、日経300は加重平均型株価指数であるから、TOPIX同様不利な立場に立たされざるを得ない。しか

し、③の取引単位の細分化が、この劣勢を和らげることになりそうだ。日経300は、その構成銘柄から見て、日経225より全体に流動性が高い。そして、各機関投資家は既に、指数連動性の高いパッケージの開発に目途をたてている。加えて、日経300先物の取引単位が小さい為、現物と先物の投資金額の整合性を一段と強めることが可能となり、リスクの少ない裁定取引が出来るのである。

④については、東証のTOPIX先物が参考になる。TOPIX先物93年12月限の9月1日から12月9日までの、大引けの10分間の取引状況は、値幅変動率が0.15%(変動幅標準偏差2.06ポイント)ながら、売買高占有率は5.34%(一日平均売買高に占める3時以降売買高平均)となっている。つまり、投資家が最終ポジション調整を、価格変動のリスクに曝されることなく行えることが実証されているのである。日経300先物取引の定着・発展に期待が持てる所以がここにもある。

我が国においても、近年ポートフォリオ運用が発達するに従い、株価指数がパフォーマンス・メジャーメントとしての役割を増大させている。米国のS&P500や英国のFT100、仏国のCAC40そして独国のDAXなど、主要市場の代表的株価指数は、総じて時価加重平均型である。投資家は、これらベンチマークに合うように、自身のポートフォリオを組もうとするため、一層ベンチマークとの関連性が高くなるという相関関係が成り立つのである。時価加重平均型の日経300が世界に認知される日が、遠からず訪れることを心より望む者である。

3 オプション取引

日経300オプション取引の最大の注目点は、長期オプションの導入であろう。我が国におけるオプション市場は、89年の市場開設以来、アウトライト取引を行う場として、その機能を十分果たしてきた。しかしその反面、リスク・ヘッジという場合には、先物市場の補完的市場の域を出なかつたと言わざるを得ない。長期オプションの上場は、本来のオプション取引の魅力を引き出し、さらなる市場の発展を促すものとなる。

しかし、解決すべき問題もかなり多い。既存オプションの限月間の出来高格差を見れば、1年近い長期オプション市場が流動性の低い市場になってしまう危惧を否定しきれない。投資家の利用ニーズの頻度を考慮すれば、どうしても売買を成立させる仮需が必要となる。そのためシステムによる個別競争売買取引ではあるが、形を変えたマーケットメーカー制度的なものが出来ると予想される。海外店頭市場での長期オプション取引が、公

開市場の中で行われるようなものである。

長期オプションの成功は、インシュアランスとしてのオプションの利用度を著しく向上させるだけでなく(インシュアランスによる売買手法は、先物を用いるのが一般的であろうが、長期オプションは投資家に新たな選択の機会を提供する。)、市場におけるオプション・プレミアム(表2参照)は、ヘッジに必要なコストを提示してくれる。

また、長期オプションを他の商品と組み合わせると、海外店頭市場で取引されているような商品を、取引所取引で作り出すことも可能となる。

これら成功の鍵を握るのが、流動性を確保するマーケット・メーカー的仮需をもつ投資家の積極的参加である。彼らには、プライシング能力、及び高度なリスク管理能力が要求される。また投資家サイドにも、当然適正なプライス水準を判断する能力が必要となる。市場参加者の一層の能力の向上が不可欠なのである。

以上、かなり独断的な論理の展開になったが、新しい先物・オプション取引の発展が、昨今の株式相場へのカンフル剤になることを祈る者の論として、お許し願いたい。

表2

〈プレミアム試算表〉

権 利 行 使 価 格	限 月 残 存 日	9406	9409	9412
		157	248	339
コール	200	76.97	78.10	79.23
	225	52.22	53.52	54.84
	250	27.85	29.76	31.65
	275	8.59	11.26	13.62
	300	1.10	2.51	4.04
	325	.05	.32	.81
	350	.00	.02	.11
プット	200	.00	.00	.00
	225	.00	.03	.09
	250	.39	.88	1.37
	275	5.89	7.00	7.81
	300	23.15	22.86	22.70
	325	46.85	45.28	43.94
	350	71.56	69.60	67.72

環境：S=275, R=2.3, V=10.0

〈プレミアム試算表〉

権 利 行 使 価 格	限 月 残 存 日	9406	9409	9412
		157	248	339
コール	200	77.03	78.40	79.92
	225	52.96	55.29	57.68
	250	31.55	35.28	38.62
	275	15.70	20.14	23.92
	300	6.44	10.28	13.75
	325	2.19	4.74	7.38
	350	.63	1.99	3.73
プット	200	.06	.30	.70
	225	.74	1.80	2.93
	250	4.09	6.40	8.34
	275	13.00	15.87	18.11
	300	28.49	30.63	32.41
	325	48.99	49.70	50.51
	350	72.19	71.56	71.34

環境：S=275, R=2.3, V=20.0

権 利 行 使 価 格	限 月 残 存 日	9406	9409	9412
		157	248	339
コール	200	77.87	80.44	83.16
	225	55.75	59.88	63.75
	250	37.05	42.60	47.39
	275	22.83	29.04	34.27
	300	13.09	19.04	24.18
	325	7.03	12.08	16.72
	350	3.57	7.44	11.37
プット	200	.90	2.34	3.93
	225	3.53	6.39	8.99
	250	9.59	13.72	17.11
	275	20.12	24.77	28.45
	300	35.13	39.39	42.84
	325	53.83	57.04	59.85
	350	75.13	77.02	78.97

環境：S=275, R=2.3, V=30.0

権 利 行 使 価 格	限 月 残 存 日	9406	9409	9412
		157	248	339
コール	200	80.04	84.28	88.41
	225	59.94	65.91	71.23
	250	43.14	50.45	56.64
	275	29.93	37.90	44.56
	300	20.10	28.03	34.75
	325	13.12	20.46	26.91
	350	8.37	14.78	20.74
プット	200	3.07	6.18	9.19
	225	7.73	12.42	16.47
	250	15.68	21.57	26.36
	275	27.22	33.64	38.74
	300	42.14	48.38	53.41
	325	59.92	65.43	70.05
	350	79.92	84.36	88.34

環境：S=275, R=2.3, V=40.0