

先物・オプションマーケット

日経300先物取引 開始直後の5週間

名古屋市立大学経済学部教授
國村道雄

1 日経300先物・オプションの取引開始

大阪証券取引所で日経300先物と日経300オプションの取引が1994年2月14日から始まった。グローバルな証券市場のもとで、壮大な導入・転換作戦がいよいよ本番を迎えたのである。

そのねらいは、日経225先物市場に代わる安定した株価指数先物市場の創造にある。

新商品の開始にあたり、大蔵省は、93年10月8日、「株価指数先物取引に関する改善策について」を発表し、取引コスト、取引時間及び商品種類で従来の先物・オプションと格差をつける新商品の期限付き育成措置を認めた。日経300先物の円滑なテイク・オフを図るための差別化政策である。

また、大阪証券取引所は、2月14日、期近物の94年3月限先物からでなく、いわば期先物といえる94年6月限先物から取引を開始した。これは、関係者が徐々に新商品になれることを狙った方策と考えられる。つまり、助走方式を導入したのである。

この小論では、日経300先物・オプション取引が開始された2月14日直後の5週間を分析する。

2 分析視点

新商品への転換のねらいは、日経225先物市場に代わる時価総額加重平均指数による株価指数先物市場を創設することである。そして、結果的に、現物市場と先物市場の安定した関係の維持が期待されることになる。従って、分析の視点は、期限付き育成措置と助走方式のもとで、安定した新市場が創造されたかという点に置くべきである。

新商品取引開始直後の5週間の間の3月11日に6月限が期近物となり、第一段階の助走期間は過ぎた。この意味で、現時点で、転換のねらいの達成度を吟味できると

いえる。しかし、育成措置の期限切れは10か月先であり、この措置の効果はなおしばらく見守るべきである。また、機関投資家にとっては、分析対象の5週間は決算期末に近く、4月の新年度を迎えるまで動きにくい。機関投資家が日経300先物へ本格的出動するかどうかを見きわめるには、時期的に早すぎる。従って、現時点はいまだ助走期間中と見るべきである。転換作戦は、いましばらく時を経てから評価が下されるのが妥当だろう。

このようにみると、この時期、事実の一端を整理するのがひとつのやりかたであるといえる。これがこの小論の立場でもある。

この小論では、時間の制約から日経300先物を中心に分析した。日経300オプションの分析は今後の課題である。

3 新商品の導入方針決定で先物市場はどう変化したか

(1) 日経225先物取引はやや減少

図1 株式・先物の取引金額の推移

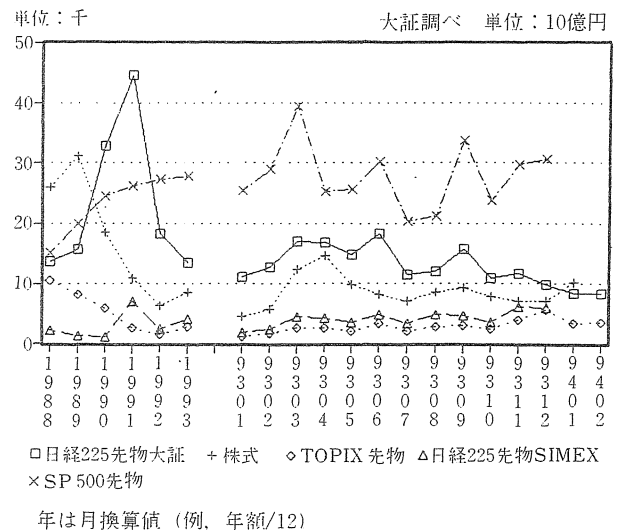
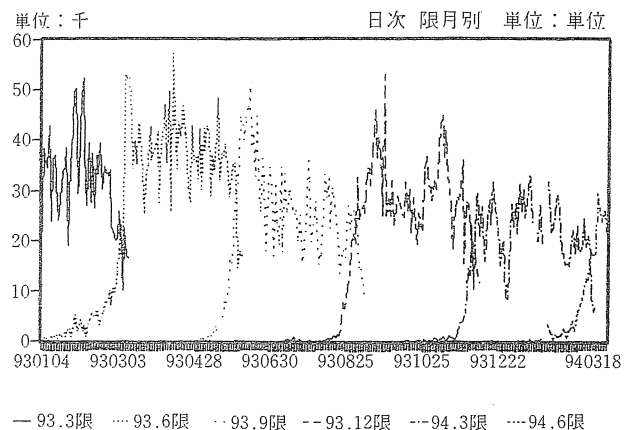


図2 日経225先物(大証)取引高の推移



1992年3月26日、先物・オプションの委託手数料が2倍に引き上げられ、先物の取引金額は急減した。同年12月22日、大蔵省が日経225先物の商品性見直しを決定、93年に入り、日経225先物(大証)がやや減少した。反面、日経225先物(SIMEX)やTOPIX先物がやや増加した。

93年の日経225先物取引高をみると、限月ごとに少し低下しているが、日経300指数が発表された93年10月8日以降、最初の限月転換を迎えるまではさほど目立った減少はない。

(2) 日経225先物の建玉残高は著しく減少

図3 先物の建玉残の推移

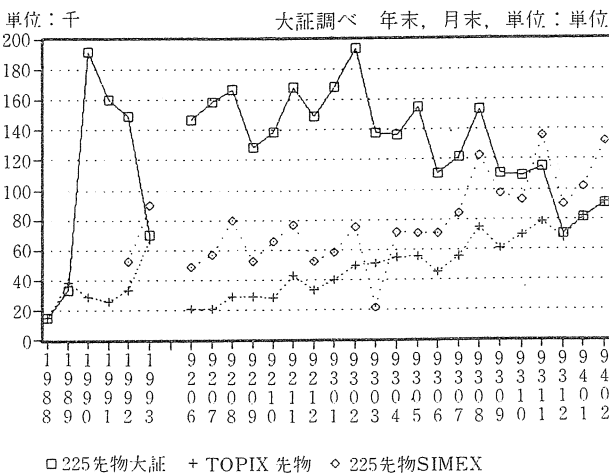
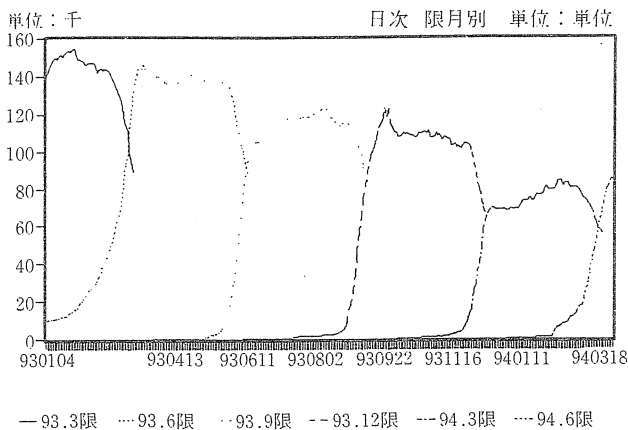


図4 日経225先物(大証)建玉の推移



建玉残高をみると、93年、日経225先物(大証)は減少を続け、日経300先物の発表後さらに激減している。これは、商品性見直しの決定と日経300先物の発表による影響に加え、この時期、先物と現物の乖離が縮小し、裁定取引が減少した事実も見逃せない。もちろん、日経225先物(SIMEX)やTOPIX先物の増加からわかるように、日経

225先物からの転換が主たる要因と考えられる。

93年の日経225先物建玉残高をみると、限月ごとに徐々に低下し、日経300発表後の94年3月限で激減している事実を確認できる。

4 日経300先物の導入で先物市場はどう変化したか

(1) 日経300先物導入直後、日経225先物3月限の取引高と建玉残高は減少

図5 94年3月限先物取引高

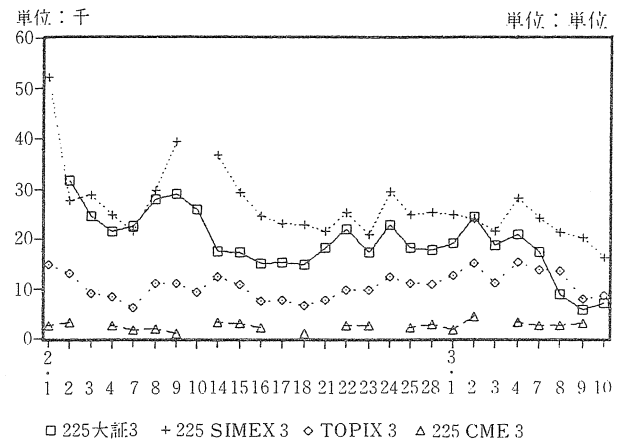
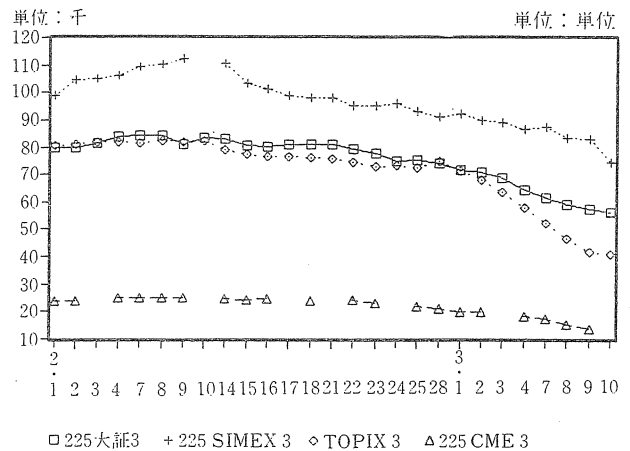


図6 94年3月限先物建玉残高



94年3月限先物の取引高をみると、94年2月14日の日経300先物の取引開始後、日経225先物(大証)は、減少している。ただ、日経225先物(SIMEX)との相対的關係は変わらない。

94年3月限先物の建玉残高をみると、94年2月14日の日経300先物の取引開始後、日経225先物(大証)、日経225先物(SIMEX)及びTOPIX先物はいずれもやや減少して

限で底を打ったとみてよいのかもしれない。

(5) 日経300先物の価格形成は効率的

図15 日経225先物：94年3月限の価格

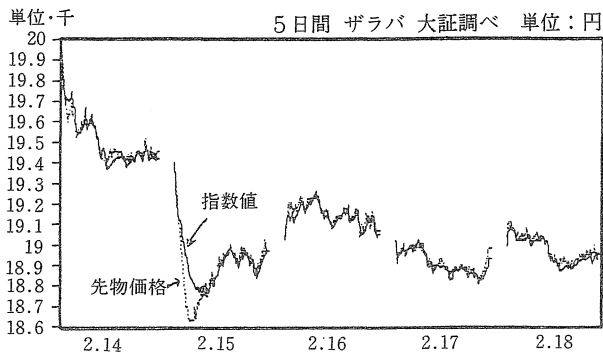


図16 日経300先物：94年6月限の価格

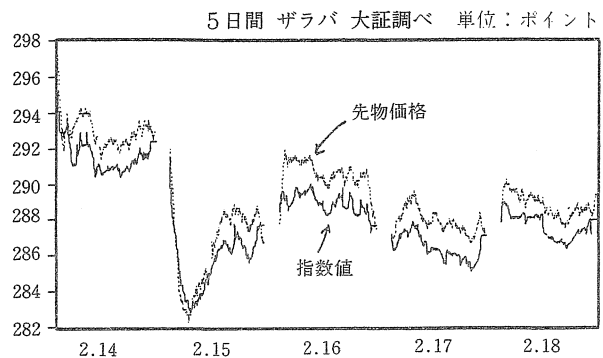
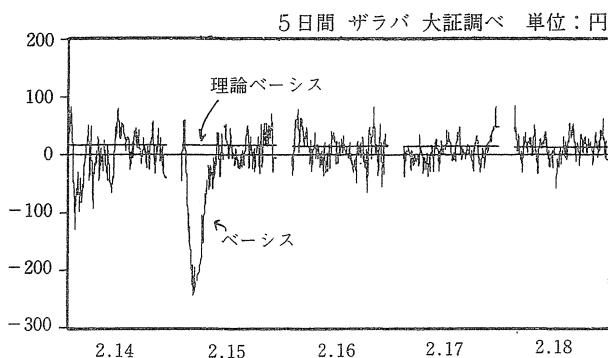


図17 日経225先物：94年3月限のベース



ベース = 先物価格 - 現物価格
理論ベース = 現物から計算した先物理論値 - 現物価格

図18 日経300先物：94年6月限のベース

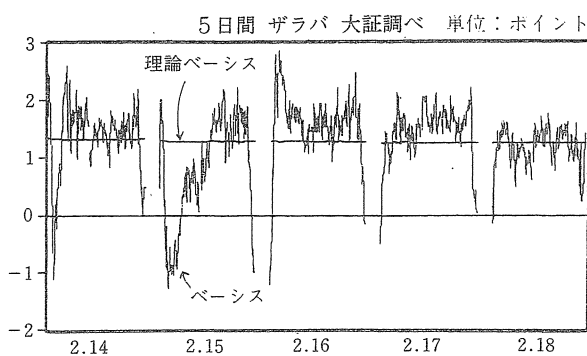


表1 ザラバでの日経300先物と日経225先物の比較

1994年2月14日-18日

1分刻みデータ

価格	日経225	日経225	日経300	日経300
	指数値	先物価格	指数値	先物価格
比率				
件数	1360	1360	1435	1435
平均	19078.208	19076.904	288.06550	289.35812
標準偏差	248.90641	254.55883	2.29044	2.52724
変動係数	0.01305	0.01334	0.00795	0.00873
平均	先/現	0.99993		1.00449
標準偏差	先/現	1.02271		1.10339
変動係数	先/現	1.02278		1.09846
変動係数	300/225		0.60944	0.65453
収益率	日経225	日経225	日経300	日経300
比率	指数収益率	先物収益率	指数収益率	先物収益率
件数	1350	1350	1425	1425
標準偏差	0.00058	0.00074	0.00051	0.00061
標準偏差	先/現	1.27406		1.20467
標準偏差	300/225		0.87731	0.82953

(注) 日経225：9.00-11.00 12.30-15.00
日経300：9.00-11.00 12.30-15.15
変動係数 = 標準偏差 / 平均

データ：大阪証券取引所

ザラバデータを用いて、日経225先物94年3月限と日経300先物94年6月限の価格を調べた。期近物と期先物のため、厳密な比較は困難な点に留意する必要がある。

日経300先物価格は寄り付き時、おそらくは始値の約定時点まで、大きく変化している。日経225先物にはこのような動きは認められない。また、日経300先物価格は3時以降変化している。そのため、先物価格と指数値の間に、裁定取引が不可能なみせかけの乖離変化が生じている。終値でのベース分析や乖離分析に限界があることが分かる。

寄り付き時と3時以降以外のザラバでは、日経300先物は日経225先物と同様、ばらつきは小さく値付きが安定している。上方や下方への一方的な偏向も認められない。1分刻みデータでみると、先物価格の変動係数、先物収益率の標準偏差のいずれも日経225より日経300の方が小さい。日経300先物の価格形成は、日経225先物に劣らず効率的である。

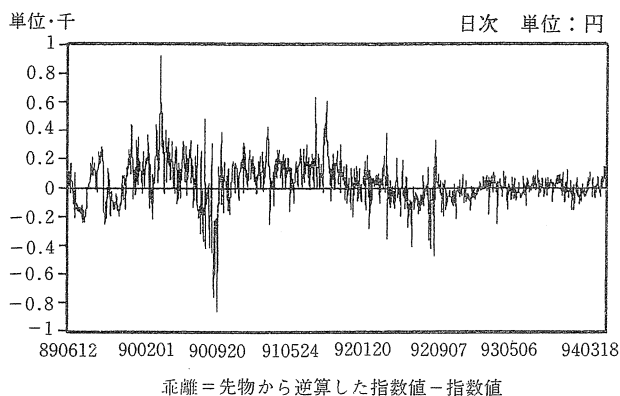
2月15日相場が急落し、日経225先物は気配値を切り下げていった。9時46分、日経225先物価格と現物から計算

した日経225先物理論値の差、つまり、乖離が200円を超え、15分間サーキット・ブレーカーが発動された。その後、相場は下げどまった。日経300先物6月限では、指数が先物とほぼ同じスピードで下げたため、同じころ乖離が臨界点を超えず、サーキット・ブレーカーは発動されなかった。

5 むすび

(1) 日経225先物と現物との乖離は縮小

図19 日経225先物と日経平均の乖離の推移



1990年から91年、銀行、投信等の機関投資家が活発に順張り戦略を展開し、先物と現物との取引高に格差が生じるとともに、先物と現物との乖離が増大した。しかし、同年末ごろからこの傾向が変化し始め、92年3月、委託手数料が2倍に引き上げられて後、日経225先物取引高は

減少し、上方乖離が消滅した。92年から94年にかけて、乖離は徐々に縮小し、日経225先物市場は安定した。ちなみに、92年10月には、日経平均指数は3銘柄だけが入れ替えられ、93年は入れ替えは実施されなかった。日経225先物廃止の論拠であった現先アンバランスは、先の図1にみるとおり、すっかり消滅し、94年1月には、4年振りに現物が先物を超えるという現先逆転が生じたのである。株式市場は、その意味で安定してきたとみることができ。ただ、強気相場でも市場は安定するかどうかは経験がなく不明である。

(2) バランスのとれた市場の出現

日経300先物取引の導入後、現物、日経225先物(大証)、同(SIMEX)、同(CME)、日経300先物及びTOPIX先物が共存するバランスのとれた市場が成立した。これは、予期せざるよるこばしい結果である。

日経300先物はヘッジやアセット・アロケーションなどに機関投資家が利用しやすいという特長を持っている。しかし機関投資家が1年にわたる育成措置期間内に日経300先物取引になじみ、徐々に日経300先物の人気が高まってくるかどうかは、何ともいえない。今後を予測し、適切な処方せんを示すのはむずかしいといわざるをえない。現時点では、まず、日経300先物取引等の関係者による一段の努力を期待したい。

