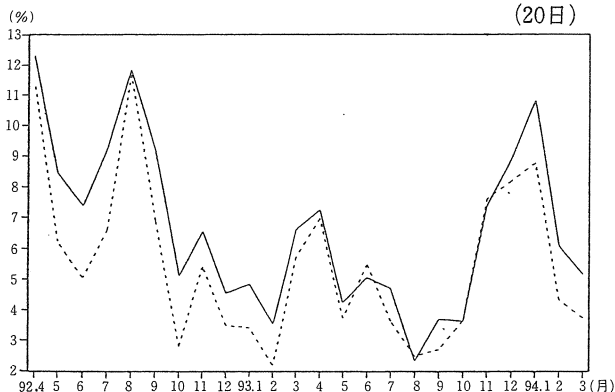




(第1表) 全体の先物売買枚数に対する  
証券会社の売買比率

91年度	58.06%
92年度	61.03%
93年度	68.99%

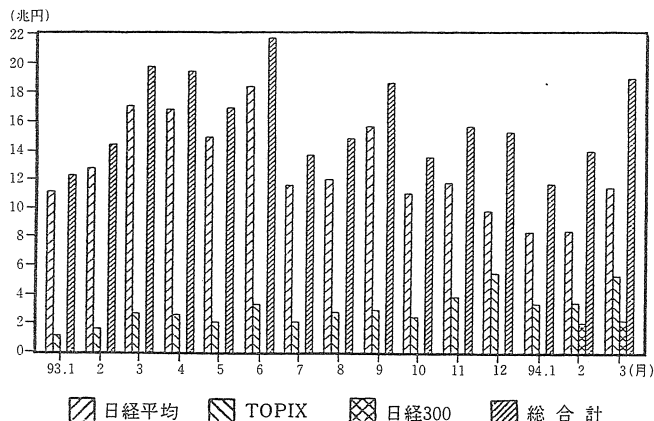
第3図 株価指数の日々変化率標準偏差の月換算値  
(20日)



(注) 実線が日経平均株価, 点線がTOPIXに係るもの。

一連の規制強化の結果、先物売買代金の東証1部売買代金に対する比率は2倍程度にまで低下した(第1図参照)。先物取引(尻尾)が現物市場(犬)を振り回すといわれたいわゆる「先物悪玉論」は、既に影を潜めている。先物取引のアンバランスな拡大を食い止めることが先物市場規制強化の当初の狙いであったとするならば、既にその目的は十分に達成された。むしろ今後は先物市場の規制緩和を通じ先物市場を活性化させることが株式市場全体の発展につながる道である。幸いにも段階的な証拠金率の引下げが予定されており、最近の流れは先物市場に対する「規制強化」から「規制緩和」へと変わってきてはいるが、市場参加者の幅を広げるためにも今後ともこうした方向で進むことが望まれる。

第4図 国内先物売買代金の動き



(2) 日経300先物上場に係る動き

92年12月22日に大蔵省が、時価総額加重平均型の指数とそれを対象とした派生商品の導入を求めた先物取引に関する改善策を発表してからTOPIX先物の取引金額が増加し始めた(第4図参照)。これは新指数発表を意識した一部の投資家が、時価総額加重平均型のTOPIX先物の取引を増加させたためであると考えられる。

93年10月8日に新指数日経300の内容が公表されてからは、日経300連動型の投資信託がヘッジの手段としてTOPIX先物を利用していたケースもあり、日経300派生商品の上市日程が発表された12月には月間ベースのTOPIX先物の取引金額は国内先物市場全体の36%を占めるに至った。

93年度先物全体の取引金額は92年度に比べて6%減少したが、内訳をみれば日経平均先物の取引金額が20%減少する一方で、TOPIX先物の取引金額は前年に比べて2倍に達している。新指数導入検討の発表が結果的には一定のアナウンスメント効果をもたらし、先物市場における取引構成上のアンバランスを是正することとなった。

日経300先物上場後のSIMEXまで含めた各先物の取引金額(月間平均)の状況をみた場合、時価総額加重平均型の先物(日経300先物とTOPIX先物)のそれが、全体に占める割合は30%に過ぎない(第2表参照)。一方93年度末における建玉全体の状況をみるとその割合は40%を超えている(第3表参照)。こうしてみると、どちらかといえばTOPIX先物と日経300先物はより長期的なスタンスで利用されているともいえよう。

(第2表) 最近の各先物取引金額の月間平均と、  
月間平均合計に対する割合

(単位: 億円)

	大阪証券取引所 日経平均先物	TOPIX 先物	日経300先物	SIMEX 日経平均先物
94年2月	4411(39.4%)	1,803(16.1%)	1,854(16.5%)	3,107(27.8%)
3月	5,177(47.1%)	2,404(21.8%)	1,012(9.2%)	2,385(21.7%)

(注) SIMEX日経平均先物の値は概算値。

(第3表) 3月31日現在の各先物6月限における  
建玉代金

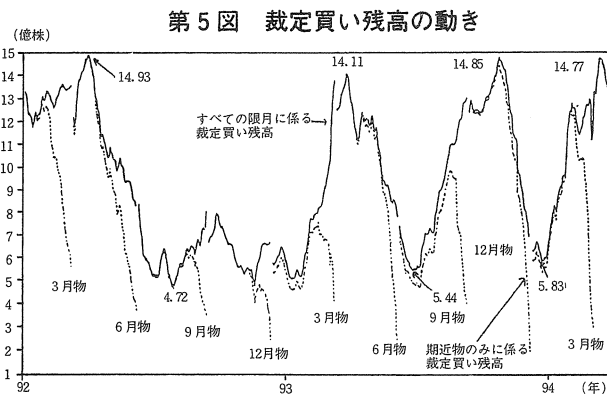
(単位: 兆円)

	大阪証券取引所 日経平均先物	TOPIX 先物	日経300先物	SIMEX 日経平均先物
建玉代金	1.53	1.12	0.61	1.08
割合	35.1%	25.7%	14.1%	24.8%

(注) 国内先物は終値に、SIMEX先物は清算値に建玉枚数を乗じた。

## (3) 裁定取引の動向

第 5 図は92年以降の先物との裁定に係る現物株買い残高の推移を示したものであり、実線がすべての限月に係るものを、点線が期近物に係るものを表わしている。3月SQ, 9月SQにかけては、全体の裁定買い残高は積み上がったが、6月SQ, 12月SQにかけてはそれが減少した。3月と9月が多く企業の決算、あるいは中間決算の月であることを考えれば、配当取りを狙った投資家がロール・オーバーを進めたとも考えられる。しかし、先物市場が現物市場に比べて取引の機動性に富むことから、株価上昇局面では裁定取引設定の機会が生じやすく、また株価下落局面では裁定解消の機会が生じやすい。したがって基本的には株式相場の動向そのものが裁定取引を誘発しているわけであるが、裁定取引の影響はその時点での現物市場取引の厚みによって大きく異なる。



(注1) 92年大発表会から94年3月31日までの日々ベース。

(注2) 実線はすべての限月に係る裁定買い残高を、破線は期近物のみに係る裁定買い残高を示す。

第 4 表は92年以降、裁定買い残高が14億株を超えたケースにおいて、裁定買い残高のピークからボトムにかけての日経平均と東証1部出来高の動きを示したものである。現物市場の取引が活況であれば裁定解消の売りが株式相場に与える影響は軽微であり、94年6月のSQにかけても東証1部全体の出来高に大きな落ち込みがなければその影響は小さなものとなる。

日経平均株価がザラバで16,000円を割った93年11月でさえ、裁定解消売りの影響を危惧する見方はあっても、先物をやり玉に上げようとする声はほとんど聞かれな

った。これは、ある面では投資家の裁定取引に対する姿勢が成熟しつつあることを示すものと思われる。

(第 4 表) 裁定買い残高のピークからボトムにかけての株式相場動向

期間	日経平均 (騰落率)	東証1部出来高 1日平均	裁定買い残高
92.4.3 ↓ 92.7.29	18,559.71円 ↓ 15,095.95円 (-18.6%)	2.66億株	14.93億株 ↓ 4.72億株
93.3.25 ↓ 93.6.30	18,764.92円 ↓ 19,590.95円 (+4.3%)	5.15億株	14.11億株 ↓ 5.44億株
93.10.26 ↓ 93.12.27	20,023.60円 ↓ 16,819.88円 (-15.9%)	2.88億株	14.85億株 ↓ 5.83億株

(注) 東証1部出来高の一日平均は、山一TISのデータをもとに計算。

## 3 今後の先物市場に対する期待

日経300派生商品の上場によって、日本の株価指数を対象とした派生商品の品揃えは豊富になった。日経300と他の株価指数との特性の違いもさることながら、ヨーロピアン・タイプで長期的なものをも含む日経300オプション取引が始まったことで日経300先物と日経300オプションを、また日経300と連動性が高いとされるTOPIXの先物と日経300オプションを組み合わせることも容易になり、先物市場に対する波及効果に期待ができる。

ただ惜しむらくは、先物市場を利用している投資主体が相当部分限定されてきていることである。委託取引に係る抜本的な規制緩和が現物市場から先物市場への取引シフトを招き、それが株式相場を混乱させる原因になり得ると考えるのであれば、現物市場の取引高の状況を踏まえながらも徐々に緩和策を講じてゆき、より幅の広い投資家層の先物市場への参加を促すべきではないだろうか。多くの投資家が先物取引のもつメリットを享受し、それが株価指数先物市場、ひいては日本の株式市場のより一層の発展につながることを切に希望してやまない。