

解 説

世界の先物・オプション市場 — (3) —

フランスの先物・オプション市場について

1 先物・オプション市場の歴史

1985年、パリ取引所はその近代化への要求に応えるため、また一般的な規制緩和の流れを考慮し、MATIF (Marche a Terme International de France : フランス国際金融先物取引所) の改革を実施した。

その結果、MATIFはヨーロッパに於ける先物・オプション市場の中で第一級の市場に急速に成長し、世界で第四位の市場となった。昨年は72.2百万枚の契約が成立し、前年比20百万枚の増となった。

今日、MATIFのメンバーは国際化が進み、現在のメンバーのうち約40%が外国メンバー(清算会員及びブローカー・ディーラー会員)である。

1988年4月16日、CMT (Conseil du Marche a Terme : 先物市場理事会) はMATIFのメンバーシップの地位に関し、大きな改革を行い、その結果一般清算会員、個人清算会員、注文執行ブローカー及びローカルズとそれぞれ異なる資格の会員制が導入され、この改革により清算と取引執行の二つの業務が明確に区分されることとなった。

MATIFはアメリカの取引所と異なり、独立したフロアブローカーは認めず、フロアの中で、自社以外の者に注文を執行させることを禁じている。

MATIFはその設立当初より、シカゴの取引所のような最も流動性に富み、成熟した取引所で使用されているオープンアウトクライシステムを採用している。この取引方法は迅速な注文の執行(メンバーからの注文が場内に伝えられてから3秒以内に執行され報告がなされる。)を可能にし、透明性、信頼性に富んでいる。今日においてもオープンアウトクライシステムを採用している取引所の注文執行能力は、コンピューター取引システムに充分に太刀打ちできている。またこの取引方法は短時間の通知で取引量の増加に対応できる。しかし、このような優れたオープンアウトクライシステムではあるが、必ず

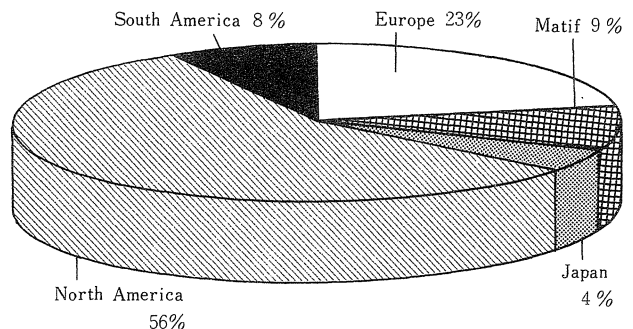
しも補完的な電子取引システムの開発の可能性を否定するものではない。

MATIFは、コンピューター取引システムであるGLOBEXに参加しているが、GLOBEXシステムによりMATIF、CME及びCBTなどはオープンアウトクライシステムの立会時間外でもそれぞれの上場商品の取引を行うことが可能になり、このシステムはGLOBEXと提携関係にある取引所のメンバーに他市場上場商品の取引をも可能ならしめている。

GLOBEXは世界の金融市場に端末機を設置しており、これに参加している取引所の主要商品を上場している。当然のことながら注文執行と清算についてはそれぞれの取引所が責任を負うこととなる。

MATIFの商品は1993年3月にGLOBEXに上場されたが、GLOBEXという世界を結ぶ電子取引システムによる取引という高価な経験を経たことにより、立会時間外に取引ができるこのようなシステムが緊急の場合の脱出口として存在していることが依然として非常に有用であることが確認された。先物業界の専門家は、トレーダー達が通常の立会時間終了後でもこのようなシステムがあり、いざという場合、これを利用して脱出できるということを知っているだけで、彼等に市場リスク、信用リスク、その他の潜在的なリスクを軽減することができるという安心感を与えていると言っている。

図1 Volumes of the 10 top derivatives exchanges in Jan-Sep 1994



2 先物・オプション市場の現状

(1) 債券関係先物・オプション

MATIFの発足時、上場された標準物国債先物、即ちフ

ランスフラン建長期金利契約はパリにおける先物市場の成功の大きな因となっている。この商品の上場は大成功をおさめ、取引量は一日平均250,000枚、ピーク時には300,000枚を越え、標準物としてはヨーロッパにおいては第一位を占めている。注目すべきことはMATIFのメンバーの半数は外国メンバーであり、それだけにLIFFEに上場されているドイツ国債よりはるかに公正妥当なレートが形成されていることである。これがマーケットが不安定な際、この標準物に取引が集中する理由である。多くの市場参加者はドイツ国債よりより高い流動性があるこの標準物を好んで取引を行っている。この標準物の上場後、1ヵ月物、3ヵ月物のオプションが上場され目標の成功をおさめている。

短期金利契約は1988年に上場された。PIBOR(パリ銀行間貸出しレート)先物契約は3ヵ月PIBORに基く契約であり、各種の金融取引(スワップ、キャップ、フロア一等々)のベンチマークとして広く利用されている。

このPIBOR先物は8限月取引が行われ、3ヵ月ごとに最終取引日が到来、またそれぞれの限月につきオプション取引も行われる。この短期金利先物契約はその高い流動性と市場の厚みにより取引高の大小に拘らず、完全ヘッジ取引や裁定取引を可能にしている。

MATIFはフランス国債、フランス中期債、ECU債、FRF/USAやFRF/DEMの通貨オプションそしてCAC40指数などの金融商品を上場している。

フランス国債先物契約はフランス国債の発行政策とリンクしており、15年物及び15年超の国債をベースとして標準物国債先物契約やUSTBなどとのスプレッド取引など新しい取引仕法を生み出している。

1993年6月、MATIFは3年～5年物フランス国債をベースとする中期金利先物契約を上場し、これによりMATIFは短期、中期、長期全ての金利をカバーする契約をもつこととなった。フランス国債先物契約についてはスプレッド取引の機会がふんだんに存在し、常に拡大を続けている中期債とヘッジ戦略にも活発に利用されている。

1990年10月に上場されたECU債先物是一日当たり5,000枚の取引が行われ、すでに多数の投資家をひきつけている。この先物はEMU(Europe Monetary Union:

ヨーロッパ金融同盟)のバックアップの下、創り出され、急速な拡大を続けるECU債のヘッジ手段としてのニーズに答えている。

MATIFで取引される商品先物には砂糖、コーヒー、ジャガイモ等があり、特に白砂糖の取引が一番活発に行われている。1990年10月以降、白砂糖はより広く世界各国の投資家にアピールするためUSドル建てで取引されているがリアルタイムでランスフラン建に変換することも可能である。MATIFは上場商品の多様化を図っており、今秋には菜種の先物を導入した。このような多様化はヨーロッパ市場の自由化の進展に対応をせまられている穀物会社のニーズにも応えることになる。

(2) 株式関係先物・オプション

MATIFは当然のことながら株式指数先物契約も取り扱っている。株式の価格の高い変動性を考えるとポートフォリオマネージャーには価格下落のヘッジ手段が必要であるが、この先物契約は、ファンドマネージャーに有用なヘッジ手段を提供している。

株式派生商品は、1987年と1988年と二度に分かれて上場されたが、相互につながった市場で上場された。CAC40先物契約の取引は、1988年秋始まり、一方CAC40オプションはそれより一年早く新しく創設されたMONEP(Marche des Options Negociables de Paris:パリ流通型オプション市場)に導入され取引が始まった。このように株式オプションは、MONEPで取引されており、新しく長期株式指数オプションはまだ量的には少ないが、1990年代始めにMONEPに上場された。

注目されるべきことはフランスの大企業の株式は長年にわたりRM(Reglement Mensuel:定期取引市場)として知られているパリ証券取引所において先渡契約で取引されてきていることである。

CAC40先物・オプションは、1ヵ月物、3ヵ月物が上場され、取引単位は指数×200ランスフランである。先物是一日当たり30,000枚の取引が行われ、この種の先物の中では最も流動性に富んでいるものの一つである。先物はGLOBEXで取引することが可能であるが、オプションについてはまだ立会時間外の取引の場は存在していない。

先物・オプション市場の流動性と厚みは1993年及び1994年にわたり劇的に改善された。先物市場のこの高い

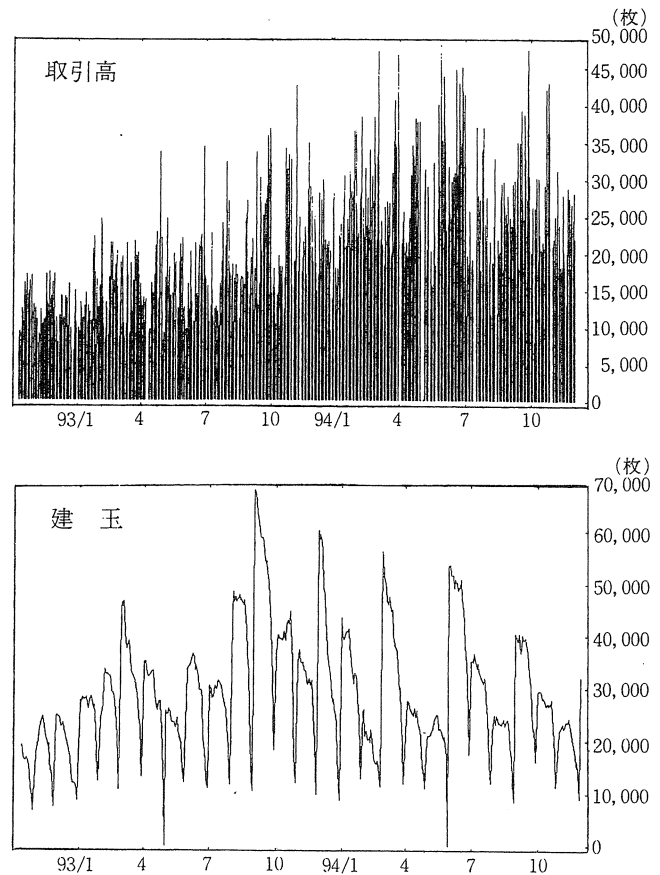
流動性は相当数のローカルズの存在と、そしてより重要なことであるが多数の最終投資家とトレーダー（これらの半数は外国系）の存在によりもたらされていると言える。マーケットメーカーはオプションについて積極的に活動しており、組織化された市場及び店頭市場の双方において長期オプションの価格を提供している。

裁定取引を可能にする場も十分に存在し、厚みのあるスプレッド市場に現実的で妥当な価格を提供している。長期オプションの上場は、明らかに超長期の先物の取引高に好影響を与えた。アービトラージャーは妥当な価格による取引を通じ、指数の計算に用いられる株式のバスケットとその先物・オプションを常に結びつけている。先物取引の取引高は現物市場のおよそ2.5倍にものぼっている。CAC40指数はRM市場で売買される40銘柄を基礎商品として算出され、パリ証券取引所をよりよく代表する銘柄の中から定期的に入れ替えが行われる。

CAC40の上場は、外国投資家に大きな成功をもたらすこととなったが、その成功の要因は、フランス株式市場の国際化ということである。フランス企業は外国株主を殖やすべく努力をしているが、この努力は外国の大きなファンドのポートフォリオマネージャーが市場の多様化を行おうとする動きにより助けられている。一方、フランス株式市場は過去10年の間に時価総額が8倍と様変わり成長をみせ、株式市場としてのステイタスも上がった。多くの外国の投資家がヨーロッパで最も魅力的であるとみなしているフランス政府の民営化計画は、CAC40の成功に大きく貢献している。CAC40がヨーロッパ、米国そしてアジアにおいてヨーロッパ株のポートフォリオマネージャーにとって資産運用のもっとも重要なベンチマークとなったことは明らかである。CAC40指数先物及びオプションはそれぞれ異なった市場で取引され、異なった監督機関の下にあるためSBF (Societe des Bourses Francaises: フランス証券取引所協会) とMATIFの共同委員会により監督されている。MONEPは、SBFとCBV (Conseil de Bourses de Valeurs: 証券取引所評議会)により監督され、一方MATIFはMATIF S.Aにより設立され、CMTにより管理される。そしてこれら二つの市場はCOB (Commission des Operations de Bourse: フランス証券取引委員会) の総括管理の下におかれ

ている。

図2 CAC 40先物取引高及び建玉 (期近物)



3 先物・オプション市場の今後の展望

GLOBEXの試みに触発され、いろいろの型の相互協力が世界いろいろの市場で行われるようになってきており、今後10年の間にこれらの協力により、強力な取引同盟が形成されることになると思われる。もっとも新しい取引所相互間の先物取引に関する協力関係はMATIFとドイツのDTB (Deutsche Terminbörse: ドイツオプション先物取引所) の結びつきである。

パリにあるMATIFとフランクフルトにあるDTBは一年前取引の相互乗入れを行いたい旨の声明を出した。目下、実施の段階に入ったこの両者の合意は地理的境界をこえて設置される端末機により、又は各取引所間の相互乗入れを通じて地理的拡大を図ろうとするヨーロッパの大きな流れに参加することの意志表明でもある。

MATIFとDTBは、この7月正式に相互乗入れを行うことに合意し、ドイツとフランスの両国が中心となって推進するヨーロッパ統合の証左としてこの同盟関係を評

価するとの共同声明を発表した。

MATIFの流動性に富んだ商品とDTBのすぐれた技術が結びつくことにより強力な同盟関係が期待でき、GLOBEXの代わりとしてMATIFは立会時間外の取引が可能となる。この相互乗入れは4つの段階を経て完了することとなっている。

第一の段階は来年半ばまでにフランスにDTBの端末機を設置すること、これによりMATIFのメンバーが直接DTBに上場されている商品を取引することができるようになる。

第二の段階は1995年MATIFの商品のうち二つをこの相互乗入れのシステムに乗せることであり、この結果この二つの商品についてはオープンアウトクライシステムでの取引は行われなくなることになる。両取引所は1995年末までに注文執行と清算業務の標準化のためのDTBのソフトウェアの開発を共同作業により行うことを取決めることとしている。

この相互乗入システムにより取引される二つの商品は、まだ決定されていないが候補としてはフランス中期債、PIBOR 3ヵ月物、ECU債及びCAC40指数などがあがっている。

フィマット フランクフルトの部長であるアレックスラム氏はECU債とCAC40が有力候補であると言っている。ドイツにおいてはCAC40にかかる取引がかなりの量にのぼり、したがってドイツのブローカーは相互乗入シ

ステムを通じてCAC40の取引を行うことによりかなりのコスト削減が図られるものと予想している。フランス国外のCAC40の利用者にとっての問題は、一般的に言って、取引を効率的に行うためにはパリに拠点を置くブローカーからの情報の入手が困難である(と感じて)ということである。

MATIFの幹部は、大陸の他の先物取引所がこのMATIFとDTBの同盟関係の有用性が確認されればこの同盟に参加するものと強く確信している。

MEFF (Mercado de Opciones Y Futuros Financieros: スペイン金融先物取引所) は参加したい旨表明しており、スイスのSOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange: スイスオプション金融先物取引所) も関心があると言っている。

MATIFの会長であるジョージ プフォーワデル氏はスペイン、オランダ、スイスなどヨーロッパの小さくはあるが急速な成長を遂げている取引所と業務提携を検討したいと声明している。しかしながら、よりよき競争を促進する要因ともなる各国のいろいろな条件の違いを無視し、国ごとに異なるいろいろのルールを調和させることを必要とする相互乗入れのシステムを構築することはなかなか困難な作業であると言わねばならない。

ソシエテ ジェネラル証券会社 東京支店
先物・オプション営業部
部長 エティエンヌ・デニオ

