

先物・オプションマーケット

現物市場と先物市場：国際比較

(財) 日本証券経済研究所
吉川 真裕

現物市場と先物市場の関係が論じられるとき、しばしばアメリカが引き合いに出されるが、かならずしもアメリカが一般的であるとは限らない。確かにアメリカは活発な商品先物取引の伝統を持ち、新商品や新しい制度を率先して導入してきた実績を持つ国で、参考に値すると思われるが、それぞれの国は固有の歴史を持つのでいくつかの国を比較検討することはアメリカ独自の事情を一般化しないために必要であろう。以下では、アメリカ・イギリス・フランス・ドイツの事例を紹介し、わが国の現物市場と先物市場について考える際の一助となることを目的とする。

まず、現物市場と先物市場の規模の比較を行なってみよう。表 1 は 1994 年における各国の現物市場と先物市場の規模と、先物の売買高と建玉を比較したものである。先物市場が現物市場の何倍であるかは以前によく引き合いに出された指標であるが、これを見る限り、わが国は 2.17 倍とそれほど大きくはないが、SIMEX を加えると 2.85 倍となり、フランスよりも小さいもののアメリカ・イギリス・ドイツよりはやや大きいことがわかる。ただし、先物市場に指数オプション市場を加えた倍率で見ると、アメリカとはそれほど異なるわけではないこともわかる。さらに売買高の建玉に対する比率を比べてみると、わが国が最も小さいこともわかる。

さて、こうした比率の違いをもたらしているのは現物市場と先物市場をとりまく状況や制度の違いが考えられる。そこで、次に各国の制度を簡単に比較してみよう。表 2 は各国の現物市場と先物市場を制度面から比較したものである。まず、現物市場の取引方法を比較してみると、フランス・ドイツ・日本がオークション制であるのに対し、イギリスはその対極にあるマーケット・メーカー制であり、アメリカは指値の板が厚いときにはオークション制に近く、板の薄いときにはマーケット・メーカー制に近くなるスペシャリスト制という独特の方式を採用している。さらに現物と先物の間の裁定取引を実行する際に用いられるプログラム取引の容易さを比べてみると、イギリスだけがマーケット・メーカー制であるためにプログラム取引が困難で、インデックス・ポートフォリオをセットで売買した場合に限り、プログラム取引に類似の取引が可能であることがわかる。

他方、先物市場の取引方法を比較してみると、導入の遅かった日本とドイツがコンピューター上のシステム取引であるのに対して、アメリカ・イギリス・フランス・シンガポールでは伝統的なフロアでの取引であるオープン・アウトクライ方式を採用している。ただし、フランスではシステム取引への移行が進められており、イギリスでも APT (オートメイトド・ピット・トレーディング) と呼ばれるシステム取引を併用しているが、フロアでの取引が終了した後の夜間取引での利用が中心である。

(CME のグローベックスはシステム取引であり、これに S&P500 先物が上場された場合にはシステム取引も可能になる。) このように書くと、オープン・アウトクライ方式からシステム取引に取引方法が変化しているように思われるが、アメリカやイギリスではオープン・アウトクライ方式に対する固執が強く、フロアに人間を張り付け

表 1 一営業日平均売買代金とその比率

国名	現物 (百万ドル)	先物 (百万ドル)	先物 /現物	売買高 /建玉	オプション (百万ドル)	先物+オプション /現物
アメリカ	10,565	16,803	1.59	0.33	23,320	3.80
イギリス	1,340	2,001	1.49	0.28	347	1.75
フランス	535	2,039	3.81	0.44	404	4.57
ドイツ	1,503	2,651	1.76	0.40	604	2.17
日本	3,274	7,104	2.17	0.19	3,357	3.20
(含SIMEX)	3,274	9,331	2.85	0.22	3,937	4.05

資料: Goldman Sachs, "Global Derivatives Trading in 1994", *Equity Derivatives Research*, 1995 January 他

表2 各国の取引制度

国名	現物	プログラム取引	先物	清算方法
アメリカ	スペシャリスト制	可	オープン・アウトクライ	SQ
イギリス	マーケット・メーカー制	不可	オープン・アウトクライ	平均方式
フランス	オークション制	可	オープン・アウトクライ	平均方式
ドイツ	オークション制	可	システム取引	SQ
日本 (SIMEX)	オークション制 —	可 —	システム取引 オープン・アウトクライ	SQ SQ

ることが困難な夜間取引でのみ、システム取引を採用する方針である。

また、現物と先物の間の裁定取引を実行した際に問題となる先物価格の清算方法では、アメリカ・ドイツ・日本・シンガポールがSQ(スペシャル・クォーテーション：特別清算値)を採用しており、取引最終日翌日の寄付値で清算価格が決定されるのに対して、イギリスとフランスでは取引最終日の特定時間の平均価格から最終清算価格を決定する平均価格方式を採用している。この結果、イギリスとフランスでは現物の裁定解消取引の実行が困難となっている。

このように比較してみると、制度的にはわが国はドイツとよく似ている一方、イギリスとはかなり異なっていることがわかる。そして、フランスとは先物市場の取引方法と最終清算価格の決定方法が異なり、アメリカとは現物市場の取引方法と先物市場の取引方法が異なっていることもわかる。もちろん、取引制度面以外にも株式市場やそれをとりまく経済状況、先物市場の導入の経緯や取引主体などが異なっているので単純な比較は困難であるが、現物市場と先物市場の規模を比べる際にはこうした取引制度面の違いも考慮して見る必要があるだろう。

こうした制度面での違いを踏まえてもう1度各国の取引規模を比べてみると、先物市場の現物市場に対する倍率でも、売買高の建玉に対する比率でもイギリスが比較的小さい理由が想像できる。(ただし、アメリカとそれほど異なるわけではない。)わが国でしばしば問題にされるような現物と先物の間の裁定取引がイギリスでは難しく、そのことが先物市場の取引を相対的に少なくして

いるのであろう。事実、1994年2月に出されたイギリスの監督機関であるSIBのディスカッション・ペーパー(通称アグニュー・レポート)*でも、現物市場のマーケット・メーカー制度と先物清算価格の決定方式が諸外国に比べてイギリスにおける先物市場の成長を阻害している、と指摘されている。

現物取引の方法としてはオークション制がいいのか、マーケット・メーカー制がいいのか、あるいはその中間に当たるスペシャリスト制がいいのか、先物取引の方法としてオープン・アウトクライ方式がいいのか、システム取引方式がいいのか、こうした問題はそれぞれに一長一短があって一概にどちらがいいとは言えないだろうし、それぞれの方法を採用した各国の歴史的経緯も異なっているので他の国の方法がいいとわかったところで即座に変更できるものでもないだろう。(もちろん、より良い制度を構築しようとする努力が必要ないと言っているのではないが。)このような制度面の相違に基づく影響が強いとすれば、現物市場と先物市場の規模はどの程度にあればいいのかといった問題は答えがあるわけではなく、それぞれの現物市場と先物市場の利用者に不都合がなければそれでいいとしか言いようがない。

1991年には5倍近くに達していたわが国の先物市場の現物市場に対する倍率は異常であったのかもしれないが、その倍率が諸外国並に下がったということ自体には意味がなく、その当時に生じていた不都合がなくなったのかどうかということこそ問題にすべきであろう。

* Securities and Investments Board, *Regulation of the United Kingdom Equity Markets*, February 1994