

解 説

一般投資家のための 株価指数先物・オプション講座(2)

第一章 日本における株価指数先物・オプション市場の 歴史とその背景(続編)

ステージ2 日経225先物・オプションの誕生

1988年9月、日経平均株価(225種)を原資産に持つ〈日経225先物取引^{注11-1}〉が開始された。日経平均株価は日本経済新聞社^{注11-2}によって、長い間算出され公表されてきた株価指数であり、市場関係者には馴染み深いものであった。

1987年10月のブラックマンデーから約1年が過ぎようとしていた当時、株式市場の活況ぶりは、いろいろな面で今までの株式市場を取り囲む構造を変化させた。低金利を背景として大量の余剰資金が株式市場に流れ込み、機関投資家を中心としたインデックス売買ニーズの高まり^{注12}に加え、そのニーズに応えるための証券会社の自己のインデックス売買ニーズが生まれると同時に自己の裁定取引ニーズが急増した。市場の先高観に支えられ、投資信託の大量設定に伴い先物を大量に買い付けた(買いヘッジ)ことがさらにベーススを拡大させ裁定取引を本格化させた。1989年以降にはその裁定取引も隆盛を迎えることになり、その年の12月には日経平均株価で38915.87円の史上最高値を付け、証券会社の中には一日平均20億株以上の高水準な市場出来高を想定した設備投資をするものもあらわれるほどであった。なにしろ、その活況ぶりは今の状況からは想像しがたく、幸い当時は市場出来高が多かったせいか、裁定取引は悪玉扱いにはならず、その後市場出来高が少なくなっていく際に表面化してくる。また、右肩上がりの株式相場が続いていたため、ヘッジとしての先物利用はあまり報われず、90年以降に始まる暴落局面でその経験が生きることになる。インターマーケット・スプレッド取引^{注13}と呼ばれる他市場商品との関係に注目した投資手法もいろいろ行われ始めたが、何れにしても先物利用の主流はスペキュレーションにあったといっても過言ではないだろう。

スペキュレーション取引はバクチと違って、まぐれ当りを狙う行為ではなく、将来の価格動向予測をファンダメンタルズ、市場環境分析、及びテクニカル分析などからでてきたいろいろなデータを総合判断し行われる。

詳しくは、本題に入ったところで触れていく予定であ

る。

株先50に比べると、日経225先物は原指数の構成銘柄数は4.5倍になったが、構成銘柄の性格上、一般品薄株^{注14}や銀行株に代表される大型品薄株^{注15}といった銘柄群の動向が原指数の動きを大きく左右することが顕著になり、現実の相場実態とのカイリを指摘する声が数多く聞かれた。つまり日経225先物の導入により、現物と先物間での裁定取引が盛んに行われるようになったが、その裁定取引ポジションの手仕舞い等のために、満期時において株式市場に取引終了間際に大きな変動を与えることが、その後浮彫りとなる。

米国においては、〈魔の第三金曜日〉と呼ばれる株価指数先物とオプションの取引の満期日が集中する限月の第三金曜日の取引終了間際に現物株価が大幅な変動を示す傾向があり、それに対する対策が取られていたが(ブラックマンデーでの経験を生かし)、わが国においては米国並みのプログラム取引が、当時行われていなかったこと等もあり、特段の対策は盛り込まれなかった。

1988年12月の株価指数先物取引の取引最終日にその懸念が表面化し、相場は大引けにかけて急騰したことを機に現行制度の見直しのための検討に入った。その時のポイントは主に2点であった。

(i) 裁定取引に関して生じる大引け注文、新値形成、ファイナンス銘柄の取引については、国内総合証券会社は自主ルールによって縛られており、結果的に裁定取引が極めて行いがたい状況にあった。それに対し、外国証券会社は、当該自主ルールに参加しておらず、取り扱いにバランスが欠ける状況にあったこと。

(ii) 裁定取引によって生じる現物市場への影響をできる限り防止する必要があったこと。

その結果、「株式市場における裁定取引について」ということで大蔵省から1989年2月に新聞発表されるはこびとなる。その内容は、大まかに示せば以下の通りである。

(i) 先物最終売買日における相場変動の防止

先物清算価格の算出を最終売買日の翌日の寄付き(スペシャル・クォーターション)に変更。

^{注16} 上記の措置をとるまでの間、先物最終売買日については、

「株価形成に関する自主ルール」の例外として、先物最終売買日に限り、裁定取引の清算に関する引け際の自己注文を認める。

ただし、引け際の自己注文は、立会終了30分以前に発注するものとする。

(ii) 裁定取引に関するルールの明確化

大蔵省令を改正し、裁定取引に係る空売りを「有価証券の空売りに関する規則」の適用除外とする。

「株価形成に関する自主ルール」を改正し、裁定取引に係る注文を新値形成禁止の例外とする。そして、国内総合証券会社に相当する外国証券会社にも、「株価形成に関する自主ルール」への参加を要請する。

日経225先物が上場された1988年の9月には、同時に東証でもTOPIX先物が上場されたが、TOPIX現物指数の性格上、完全連動の現物バスケットをつくることの技術的な問題などから、日経225先物を中心とした展開が進むことになる。

日経225先物やTOPIX先物が上場された10ヵ月後の1989年6月に、わが国の本格的な株価指数オプション取引が導入された。日経225オプションの誕生である。これは、日経平均株価を原資産とし、株価変動リスクのヘッジ機能を有しているが、これに加えて、オプションの買い手にとっては、損失を支払った対価(プレミアム)に限定できるというリスク限定効果を持ち、この機能を生かすことによって損失を限定しながら利益を追求することができ、一方オプションの売り手にとっては、プレミアム収入を得ることによって運用資金の利回り向上を図ることができるなど、他の金融商品にはみられないユニークな特徴をもっており、また利用方法もオプション同士の組合せだけでなく、現物株式や先物との組合せなど、投資家の投資目的に合った多種多様な戦略を追求するこ

とが可能となる。

また、国際化する株価指数先物・オプション取引の流れは、CME(シカゴ商業取引所)やSIMEX(シンガポール国際金融取引所)での日経平均先物等の出来高推移をみれば明らかであり、投資家の国内市場離れが進む一方である。その一つの要因として、規制強化の在り方について適正だったかどうかの検討があげられよう。委託証拠金の引き上げや売買手数料の引き上げが及ぼす市場参加者数の激減状況は、結果として、市場の流動性を減少させることとなる。

次回号へ続く。

注11-1 日経平均株価(225種)

日経平均株価は、東京証券取引所(東証)が公表していた「東証株価指数」に起源を発し、基準時点を1949年5月16日として、1950年9月から計算が開始された。当初の組入株式数は227銘柄であったが、1954年2月より現在の225銘柄に固定された。1969年以降、東証が現在の東証株価指数(TOPIX)を公式株価指標として採用したことを受け、1971年7月1日から日本短波放送が「NSB225種修正平均」として算出を受け継いだ。その後、さらに1975年5月1日から日本経済新聞社が「日経ダウ平均株価」として算出を引き継ぎ、1981年5月1日に現在の「日経平均株価」に改称された。TOPIXが上場株式数をウェイトとする加重株価指数であるのに対して、日経平均株価はダウ式の単純平均株価である。

出典:新しい証券先物・オプション市場 松川 隆志 編

〈日経平均株価構成銘柄一覧〉 先物上場時の採用銘柄

業 種 名	銘柄数	採 用 銘 柄
水産業	3	極洋, 日魯, 日水
建設	3	三井山, 住友炭, 帝石
食品	10	大成建, 大林組, 清水建, 佐藤工, 飛鳥建, フジタ, 鹿島建, 鉄建, 東亜建, ハウス
織 維	18	日本粉, 日清粉, 台糖, 甜菜糖, 森永, 明菓, 明乳, サッポロ, アサヒ, キリン, 宝酒造, 合同酒, 三菜, 豊年油, 日清油, キッコマン, 味の素, ニチレイ
紙・パルプ	16	片倉, 東洋紡, 鐘紡, ユニチカ, 富士紡, 日清紡, 日東紡, 日毛, 大東紡, 帝繊維, 帝人, 東レ, 東邦レ, 三菱レ, クラレ, 旭化成
化 学	6	山国パ, 王子紙, 本州紙, 十条紙, 三菱紙, 北越紙
医 薬 品	21	三東庄, 昭電工, 住友化, 菱化成, 日産化, ラサ工, 日曹達, 東ソー, 東合成, 電化, 信越化, カーバイド, 日本化, 協発酵, 日合成, 宇部興, 日化薬, 旭電化, 日油脂, 富士写, コニカ
石 油	4	三共, 武田, 山之内, 大日薬
ゴ ム	4	日石, 昭和シェル, 三菱石, 東燃
ガラス・土石	2	浜ゴム, プリヂェストン
鉄 鋼	12	旭硝子, 板硝子, 日セメ, 住友セ, 小野田, 菱鋳セ, 東海カ, カーボン, ノリタケ, 東陶, ガイシ, 白煉瓦
非鉄・金属製品	11	新日鉄, 川鉄, 鋼管, 住金, 神戸鋼, ステンレス, 日金工, 冶金工, 日本電工, 日製鋼, 菱製鋼
機 械	15	日軽金, 三井金, 東邦鉛, 三菱金, 日鋳, 住友鋳, 同和鋳, 古河鋳, 志村化, 古河電, 住友電, 藤倉線, 昭電線, 洋カン, 東京鋼
電 気 機 器	11	新鴻鉄, 大隈鉄, 小松, 久保田, 荏原, 千代建, 日ビス, 日精工, 洋ベア, 光洋精, 不二越
造 船	15	日立, 東芝, 三菱電, 富士電, 明電舎, 日電気, 富士通, 沖電気, 松下, シャープ, ソニー, 三洋電, 横河電, 日電装, 湯浅電
自 動 車	4	三井造, 日立造, 三菱重, 石川島
輸 送 用 機 器	7	日産自, いすゞ, トヨタ, 日野自, マツダ, 本田技, 鈴木自
精 密 機 器	1	日車両
	4	ニコン, キヤノン, リコー, シチズン

業種名	銘柄数	採用銘柄
その他製造	3	凸版, 大日印, ヤマハ
商社	6	伊藤忠, 丸紅, 三井物, 住友商, 三菱商, 岩谷産
小売業	5	三越, 東急百, 高島屋, 松坂屋, 丸善
銀行	8	第一勧銀, 東銀, 三井銀, 三菱銀, 富士銀, 住友銀, 三井信, 三菱信
その他金融	2	日証金, 日信販
証券	2	日興, 野村
保険	3	東海上, 大正海, 安田火
不動産	3	三井不, 菱地所, 平和不
鉄道・バス	6	東武, 東急, 京急, 小田急, 京王, 京成
陸運	1	日通
海運	6	郵船, シライン, 商船三井, 山下汽, 川崎汽, 昭和海
空運	1	全日空
倉庫	2	三菱倉, 三井倉
通信	1	NTT
電力	2	東電, 関西電
ガス	2	東ガス, 大ガス
サービス	5	松竹, 東宝, 東映, につかつ, 後楽園

資料：日本経済新聞社「日経平均株価（225種）データブック（1988）」

注11-2 日経225先物取引

日経平均株価を原資産に持つ株価指数先物取引。詳しくは後で触れる。

注12 インデックス売買

モダンポートフォリオ理論の教えるところに従い、なるだけ株価指数に連動するように組んだポートフォリオを売買すること。つまり、株価指数と連動するように設計された複数銘柄からなる現物バスケットによる売買。

注13 インターマーケット・スプレッド取引

例えば、日経225先物とTOPIX先物を比較して、割安と思われる方を買ひ、割高と思われる方を売ったりして、利益を得ようとする取引。これにはいろいろな組合せが考えられ、株価指数先物間以外にも、債券先物、商品先物、及び金利先物などにも展開可能だが、そのスプレッドが一方的に一方に動くと予想以上に大きなリスクがあるため、この取引手法は非常に難しい。

注14 一般品薄株

流動性の少ない株式で、そのため少ない売買株数で株価が変動しやすい。

注15 大型品薄株

発行済株式数が多いが、浮動株数が少なく（持ち合い等により）、実際は品薄株のような状況にある株式。

注16 スペシャル・クォーテーション（SQ）制度

取引最終日までに転売又は買い戻しを行わなかった場合は、約定指数と最終清算指数（SQ：取引最終日の翌日における構成銘柄それぞれの始値を基準とした特別な指数）との差に相当する金銭を授受することによって決済

する制度。SQ算出日に約定値段がない銘柄については、次の採用優先順位による。

- 第一順位 算出日の最終の特別気配値段
- 第二順位 算出日の基準価格（基準価格は権利落理論値、前日の特別気配、前日の最終の優先順で採用された値）

注17 TOPIX先物

TOPIXは1969年7月1日から、東京証券取引所が公表している株価指数であり、基本的に株式市場の時価総額基準という考えに立っており採用銘柄についてのおおの上場株式数をウェイトとする加重株価指数である。基準時点は1968年1月4日であり、この日の時価総額を100とし、比較時時価総額と基準時価総額の比をとって指数化している。その株価指数を原資産にもつ先物がTOPIX先物である。

出典：新しい証券先物・オプション市場 松川 隆志 編

注18 日経225オプション

日経225オプションとは、あらかじめ定められた期日までに、あらかじめ定められた価格で日経平均株価を買ひ付ける、或は売り付ける権利をいう。買ひ付ける権利のことをコール・オプション、売り付ける権利のことをプット・オプションという。

詳しくは、後で触れるので、ここではこの程度にとどめる。

ドイツ証券会社 東京支店
派生商品営業部 課長 城 下 関 応