

先物・オプションマーケット

世界の先物・オプション取引所の最近の動向

(財)日本証券経済研究所大阪研究所
所長 中村 稔

はじめに

7月18日に大阪、東京の両証券取引所に株券オプション取引が導入され、11月14日から大証で40銘柄、東証で10銘柄が新たに追加されたが、これまでのところ、取引高の面で大証が大きくリードする形で推移している。今後、さらに業種別や規模別の指数商品の導入も予定されている。

このように商品の品揃えを充実させる一方で、10月29日からは、取引証拠金の分別管理や委託証拠金制度の改善が行われ、急速に進展する先物・オプション市場のグローバル化へ向けての対応が着々と進んでいるように見受けられる。

目を世界に向けると、指数先物ではドイツの急成長が注目される。第1表は世界の主要指数先物の想定取引金額の推移であるが、CMEのS&P500が依然として第1位の座にあることに変化はないが、DTBのDAXが年々その出来高を増加させ、本年1～8月では大証の日経225を抜いて2位に躍進している。またLIFFEも着実に取引高を伸ばしており、指数先物の勢力地図にも変化の様相がみられる。

ところで金融先物全体の動向をみると、そこではアメリカやヨーロッパといった同じ時間帯の中で、さらには24時間取引をにらんだ時間帯の異なる取引所の間で激しい競争が繰り広げられており、とりわけ、通貨統合を控えたヨーロッパの競争は熾烈を極めていいる。そこで以下、インターネットで収集した各取引所の資料を中心に、世界の主要な先物・オプション取引所の最近の動きを競争に焦点を当てて追ってみた。

1 アメリカCBTとCME

第1図は欧米主要先物取引所の金融先物の取引高の推移を示したものであるが、CBTとCMEのアメリカの2大取引所の売買高が1994年をピークに伸び悩みの傾向にある。先物商品の成長が一段落したのに加えて、海外取引所との競争激化や店頭への取引流出等も原因のひとつである。このような事態に直面して、両取引所は様々な対応策を打ち出し、競争力の維持・強化を図ろうとしている。

(1) 新商品の導入

まず、ダウ平均先物・オプションとミニS&P500先物・オプションの導入がある。ダウ工業株30種平均をはじめとする各種のダウ指数については、そのライセンスをもつダウ・ジョーンズ社が長年にわたり先物・オプションの対象とすることを認めてこなかったが、今年6月にいたりその使用を解禁した。ダウ・ジョーンズ社によると、1982年の指数先物導入以降の取引の経緯をみて、先物・オプション取引やその原株への影響についてかねて抱いていた懸念が払拭されたからであるとしている。この解禁に当たっては、CBTとCMEが先物および先物オプション

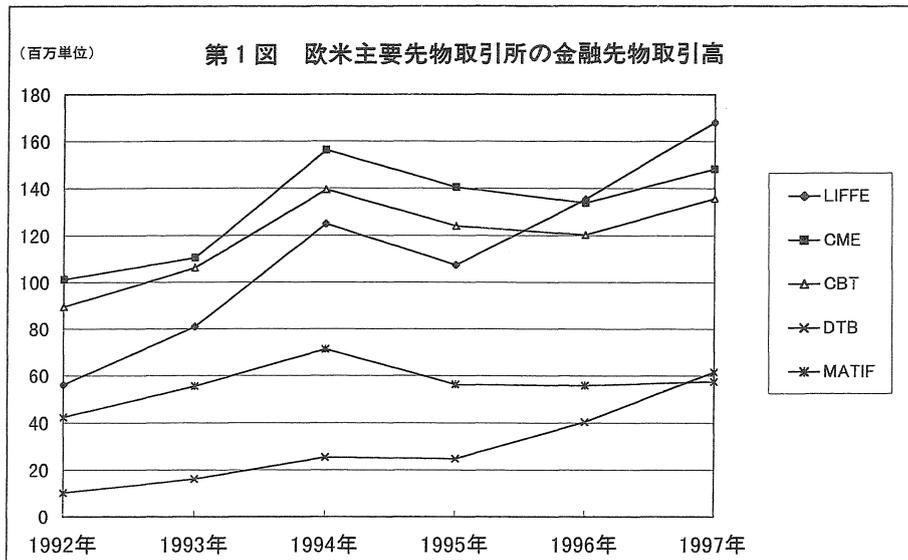
第1表 世界の主要指数先物の想定取引金額

(単位：億円)

	日経225 (大証)	S&P500 (CME)	FTSE100 (LIFFE)	DAX (DTB)	CAC40 (MATIF)
1992	2,198,716	3,281,144	380,022	434,094	324,360
1993	1,623,669	3,335,315	392,948	497,157	483,266
1994	1,242,187	4,412,622	510,110	685,393	571,335
1995	1,253,635	4,868,484	428,171	715,894	517,254
1996	1,483,060	7,332,642	609,169	1,024,434	527,520
1997 (1~8)	923,153	6,490,537	564,707	1,106,699	468,130

注：海外指数先物の数値は推計値(取引高×月中平均指数値×月中平均為替レート×取引単位)。

出所：大証月報、FIA Monthly Volume Report及びInternational Volume Report各号。



注：1997年は1～8月の数値を年換算した推計値。

出所：FIA Monthly Volume Report及びInternational Volume Report各号。

オン取引への使用権をめぐる激しい競争を繰り広げたが、最終的に、先物および先物オプション取引のライセンスはCBTが取得することとなった。その後、9月5日にCFTCの承認が下り、10月6日にダウ工業株、運輸株および公益株の3種の取引を開始した。また、ダウ平均の現物オプション取引も10月6日からCBOEで同じ3種類の指数を対象に行われている。

ダウ平均先物・オプションは単位が指数の10倍と、比較的少額であること、また構成銘柄が30銘柄と限られているため、ヘッジを主体とする機関投資家よりも個人投資家に向けた商品として、CBTとCBOEでは多額の費用をかけて個人へのPR活動を行ってきた。両取引所の商品とも取引高はおおむね順調に推移している。

一方、ダウ平均をCBTに取られたCMEでは、対抗する商品として、ミニS&P500先物および先物オプション取引を導入し、ダウ平均よりも早く、9月9日に取引を開始した。これは取引単位を当時のS&P500先物取引の単位の10分の1にしたもので、ダウ商品と同様、個人投資家を主たるターゲットにしている。取引初日の9月9日の先物の取引高は約8,000単位と商盛となり、その後も比較的高水準を維持している。さらに、既存のS&P500先物および先物オプションについて、取引単位をこれまでの指数×500ドルから指数×250ドルと半分に引き下げた。これにより取引コストが下がり、さらに多くの投資家が参加することを見込んでいる。またこれより先、新しい海外指数先物として、1月、台湾株指数（ダウ・ジョーンズ指数）を上場した。

ダウ平均およびミニS&Pの各商品の仕組みは第2表、第3表のとおりである。

(2) 2大取引所の提携、合併の動き

CBTとCMEは、1996年1月に長期的には合併を視野に入れたコスト削減策を導入するための共同委員会を発足させ、手初めに、清算部門の共有、マーケティング部門の統合、さらには取引に関する新技術の共同開発等に取り組んでいるが、本年2月には清算機関の共有化に向けての小委員会を設置した。現在、CBTは独立清算子会社のCBTCCを通じて清算を行い、またCMEは取引所内に独自の清算部門を持っている。9月にCMEが発表した計画によると、両取引所は独立した新しい清算事業体を創設し、すべての清算業務を、CMEが他の取引所と共同で開発した「Clearing 21」と呼ばれるソフトを使って処理することになっている。

これに関連する動きとして、全米の先物取引所では、本年3月、決済口座を一本化することに合意した。98年に実現を目指すこの計画が実施されると、取引所間で共通する会員の損益を相殺し、証拠金などの支払いを一括できることとなり、会員の資金効率の向上と事務コストの削減につながる。

(3) 電子取引システムをめぐる動き

CMEのGLOBEXに大きな変化があった。海外の先物取引所で唯一GLOBEXに参加していたフランスのMATIFが98年4月に撤退し、GLOBEXは大幅な見直しを迫られることとなった。GLOBEXは世界の取引所をつなぎ、24時間取引を可能にする取引システムを目指して

第2表 ダウ平均先物・オプション取引の仕組み

	先物 (CBT)	先物オプション (CBT)	現物オプション (CBOE)
取引単位	指数×10ドル	ダウ平均先物 1単位	指数×1/100×100ドル
呼 値	10ドル	0.5ポイント (5ドル)	3ドル未満：1/16 3ドル以上：1/8
取引時間	午前8:15～午後3:15	同左	午前8:30～午後3:15
決済限月	3月, 6月, 9月, 12月	毎月	直近3か月+3月サイクル の期近3本
取引最終日	第3金曜日の前日	3, 6, 9, 12月：先物と同じ その他の月：第3金曜日	第3金曜日の前日
建玉制限	50,000単位		
値幅制限	前日の決済値段から350, 550, 700ポイント下回る 値段		
権利行使価 格のきざみ		100ポイント (1,000ドル)	1ポイント
権利行使 期 間		アメリカン	ヨーロピアン

第3表 ミニS&P500先物・先物オプション取引の仕組み(CME)

	先物	先物オプション
取引単位	指数×50ドル(*)	ミニS&P500先物1単位
呼 値	0.25ポイント(12.50ドル)	同左
取引時間	24時間	同左
	但し, 月～木の午後3:15～3:30, 金～日 の午後3:15～5:30を除く	
決済限月	3月, 6月, 9月, 12月	毎月
取引最終日	第3金曜日の前日	3, 6, 9, 12月：先物と同じ その他の月：第3金曜日
権利行使価 格のきざみ		直近2限月：5ポイントきざみ その他：10ポイントきざみ
権利行使 期 間		ヨーロピアン

(*)通常のS&P500先物の取引単位は指数×250ドルである。

92年にスタートしたが、CBTが94年に撤退し、予定されていたイギリスのLIFFEの参加も見送りになるなど、実質的にはCMEとMATIFの2取引所間のシステムとなっていた。

この撤退を受けて、CMEでは、パリ証券取引所、

MATIF等と協議を行い、6月にGLOBEXの再構築に向けて提携する覚書に調印した。これによると、1998年後半を目途に英ロイターが提供する現行のGLOBEXシステムをパリ証券取引所のシステムに切り替え、ロイターはGLOBEXから撤退することになる。CMEはパリ証券

取引所の電子取引システム「NSC」を導入した新GLOBEXに参加し、一方、フランスの2取引所は、CMEとNYMEXが共同で開発した清算システム「クリアリング21」を導入する。新しいGLOBEXは、NSC・GLOBEXと呼ばれる。なお、「NSC」は、現在株式および株式現物オプションに使われているシステムであるが、先物や先物オプションでも取引できるように改良される。

一方、CBTは、4月に、24時間体制を目指した取引時間の改定案を可決した。金融商品の日中の立ち会い取引延長や夜間取引を廃止しシステム取引を増やすことを柱としたものであり、夜間立ち会いを廃止する代わりに独自の電子取引システムである「プロジェクトA」を午後4時から翌朝6時45分まで中断なしに稼働させることとしている。

(4) 上場商品をめぐる提携の動き

ヨーロッパおよびアジアの時間帯に所在する取引所との上場商品をめぐる提携の動きも盛んである。上述のようにCMEではMATIFとの間で新GLOBEXに調印し、両取引所の商品がこのシステムに乗せられることになる。さらに、CMEはかねてからSIMEXとユーロドル、日本国債先物について相互決済の取り決めに結んでいる。これに対し、CBTは、本年5月にLIFFEとオープンアウトクライ方式による相互上場契約を結び、LIFFEの上場商品であるドイツ国債先物を上場した(LIFFEはCBTのTボンドを上場)。また、東証との間でも日本国債先物について再度取り決めに締結している。

2 ヨーロッパ

ヨーロッパでは、99年のEUの通貨統合を控えてLIFFE、DTB、MATIFの間で金融商品の先物・オプション市場の主導権をめぐる熾烈な争いが繰り広げられている。

取引高の推移をみると、97年に入ってLIFFEの活況が目を見届ける。金融先物取引全体の取引高では、毎月のように記録を更新し、上半期の取引高は1億単位を越え(前年比22%増)、金融先物に限った場合、CBTやCMEを抜いて、世界1位の地位を占めるにいたった。またドイツのDTBも好調であり、電子取引システムの導入を背景に躍進を果たしている。10月22日にはドイツの10年物国債(Bund)の先物取引で初めてLIFFEを抜いて首位にたつた。これに対し、フランスのMATIFは電子取引システム導入の遅れもあってやや低迷状態にある(第1図参照)。このような中、MATIFはその競争力を高めるため、9月16日、パリ証券取引所の全株所有子会社となる

ことを決めた。

(1) 取引所間の連携・協調

まず欧州時間帯以外の時間帯の取引所との連携をみると、上述のようにLIFFEはCBTと相互上場契約を結んだほか、東京金融先物取引所とユーロ円先物について、東証と日本国債先物についてそれぞれ取り決めに結んでいる。またMATIFはCMEとGLOBEXの利用について契約した。さらに、本年6月には、DTBがSIMEXと提携し、ドイツ国債関連の5商品をSIMEXに上場することになっている。

次に欧州域内の取引所間の協調や合同である。これは域内で優位を占めるLIFFEに対抗するDTBとMATIFの動きが中心であり、さらにはこれを他の諸国の取引所が追う形となっている。

9月17日、パリ証券取引所は、ドイツ証券取引所およびスイス証券取引所との間で通貨統合をにらんだ包括的な業務提携で合意した。この提携の第一弾として明年春それぞれの子会社であるMATIF、DTB、SOFFEXの各金融先物取引所の電子取引システムを接続し、単一市場として機能させることにしている。通貨統合参加国の為替レートの固定方式が決まり次第取引が開始されることになる。この提携はユーロ指数および金利先物を手初めに段階的に行われ、最終的にはエクイティ、金利のすべての先物商品をカバーすることにしており、この3か国以外の欧州大陸市場にも参加を呼びかける。

LIFFE、DTB、MATIFのこのような動きに対抗して、北欧4か国(スウェーデン、デンマーク、ノルウェー、フィンランド)は、2000年をめどに現物株・先物などあらゆる証券・金融取引をひとつの取引所に統合する計画を進めている。

(2) 新商品の上場

新商品ないし他の取引所上場商品の上場も生き残り戦略の一つである。DTBでは、欧州の主要企業で構成される指数先物やオプション、さらには、30年物のドイツ国債、他の欧州諸国の国債のバスケットを対象とする先物、ドイツ株式のボラティリティを対象とするデリバティブの上場を計画している。またLIFFEでは9月18日、5年物ドイツ国債(BOBL)の先物とオプションを上場(MATIF、DTBに既上場)し、今後5年物、10年物のフランス国債先物・オプションの上場も検討中である。

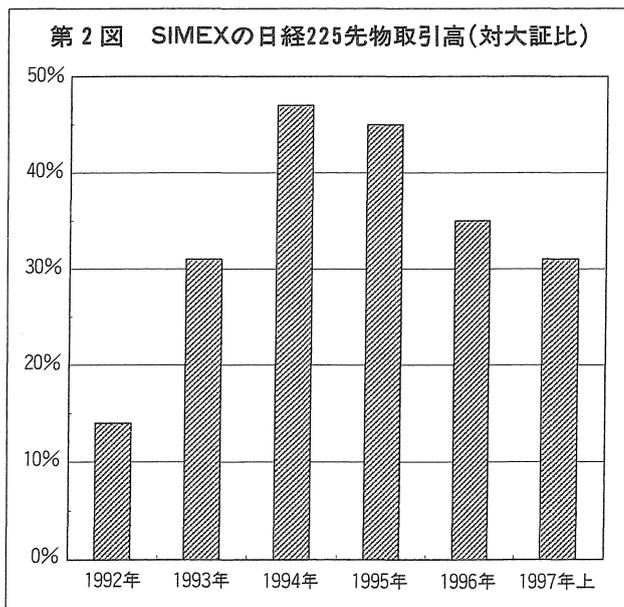
ごく最近では、LIFFEとDTBとの間で激しい出来高競争を繰り広げているドイツ国債について、双方の取引所とも取引手数料をゼロとしており、またDTBとの提携で将来を懸念するMATIFのローカルズに対し、LIFFEが

ロンドンに来るよう呼びかけるなど、競争はさらに激化の様相をみせている。

3 新方向を模索するSIMEXの動き

アジアの先物市場ではSIMEXの動きに注目してみる。これまで比較的順調に取引高を伸ばしてきたが、マレーシア等近隣諸国の追い上げを受けており、さらにベアリング事件に伴う規制強化でコストが高くなり、日本の規制緩和の動きもあって取引高は伸び悩みの傾向にある。

例えば、SIMEXの日経225の取引状況をみると、証拠金率の引き下げや取引時間の延長等大証の日経平均先物に対する規制が緩和されるにつれて、趨勢的にその比率を低下させており、一時、大証の40～50%を占めていた取引高の対大証比率は30%台の前半にまで下がっている(第2図)。SIMEXは日経225、日経300のほか、ユーロ円、日本国債で日本の大証、東京金先、東証と競争状態にあるが、今後、日本の先物取引の取引コストは日本版ビッグバンでさらに引き下げられる見通しであり、現在SIMEXが日本商品についてコスト面で有している優位性もいずれ消滅することも考えられる。



注：SIMEXの取引単位は大証の半分(指数値×500円)であるため、取引高比率の算出に当たっては、SIMEXの取引高に1/2を乗じて計算した。

また、昨年5月に開設されたマレーシア金融取引所が年内にアジア通貨先物の取引開始を計画しており、さらに、台湾でも先物取引所の開設が予定されている。このほか、香港でもレッドチップを対象に先物市場を拡充する動きがあり、近隣諸国の追い上げは激しくなっている。

加えて、ベアリング事件が現在も尾を引き、規制の強化によって、市場が使い勝手が悪くなっていることもSIMEXの低迷に輪をかけている。

このような周囲の状況から、SIMEXでは今後とも東南アジアの主導的な地位を維持するために種々の手を打っている。

日本との競争では、大証での取引時間の延長に対応して、9月3日から日経225と日経300先物の取引時間を延長し、現行の午前7時55分(日本時間8時55分)から午後2時15分(同3時15分)に加え、午後3時(同4時)から午後7時(同8時)まで自動取引システム(ATS)を使って取引することにした。また、昨年11月21日には日銀短観の発表に併せてユーロ円の取引時間を15分延長している。

新商品の導入については、今後アジア・太平洋地域においては、ユーロ・ドルやユーロ円等の国際金融商品に加えて、アジアを基礎とした新商品の開発の面で競争が激化すると見通しから、今年1月9日に、台湾当局の反対を押し切って、台湾指数(MSCI台湾株指数)を上場した。また、自国の商品として、シンガポール証券取引所が公表している地域株式指数(外国企業株と周辺国事業の比率が高いシンガポール企業の株式で構成)の上場も検討しており、アジア諸国、地域に的を絞った独自の商品の上場を積極的に進めることにしている。

SIMEXはまたヨーロッパの各取引所との連携にも熱心である。6月にはDTBと提携し、ドイツ国債の5商品を来年春に上場することにした。また、LIFFEと提携し、ユーロ・マルクの短期金利先物の上場を検討している。これによって、ヨーロッパの金利先物のアジア・太平洋地域における市場としてのSIMEXの名声を高めることを意図している。

おわりに

第4表は世界の主要先物取引所の現状についてまとめたものである。上述のように世界のデリバティブ市場は、通貨統合を控えたヨーロッパを軸に激しい競争を繰り広げているが、ここでいくつかの注目点を挙げる事ができる。

まず、同じ時間帯での競争と大同団結の動きである。アメリカではシカゴの2大先物取引所であるCBTとCMEが激しい競争を繰り広げる一方で長期的には合併を展望している。また全米の清算業務を一本化する動きもある。ヨーロッパでは、イギリスとドイツ・フランスの激しい主導権争いから、ドイツ、フランス、スイスの

第4表 主要先物取引所の状況

	取引手法	自動システム	主な提携状況	新商品その他の動き
CBT	オープンアウトクライ	プロジェクトA	LIFFE, 東証	ダウ平均先物, 日本への端末設置(予定)
CME	オープンアウトクライ	GLOBEX	MATIF, SIMEX	ミニS&P500
LIFFE	オープンアウトクライ	APT	CBT, 東証, SIMEX	フランス国債先物
DTB	コンピュータ	—	MATIF, SOFFEX, SIMEX	欧州国債バスケット・ドイツ株ボラティリティ
MATIF	オープンアウトクライ	NSC	DTB, SOFFEX, CME	機械化を推進
SIMEX	オープンアウトクライ	ATS	CME, DTB, LIFFE	自国商品の開発

3か国の先物取引所が大同団結し、LIFFEに対抗しようとしており、北欧4か国の取引所も一本化の方向にある。

次に、異なる時間帯の取引所間での提携が盛んに行われ、各取引所の上場商品の上場時間をできるだけ延ばそうという動きである。この場合、対象として注目されているのがアジアの時間帯に位置するSIMEXであり、他国の商品を上場することで発展してきた同取引所の今後が注目される。

このほか、自取引所商品について、海外からの注文取次ぎの便を図るため、DTBが1996年に電子端末をアメリカに設置し、またCBTは明年に日本への端末設置を予定している。

電子取引とオープンアウトクライによる取引とのせめぎあいも興味深い。CME, CBT, LIFFEという伝統ある取引所はオープンアウトクライ方式を採用しており、これに対し、DTB等先物取引を新たに導入ないし整備したところは電子方式となっている。オープンアウトクライ方式には先物・オプション特有の複雑な取引に柔軟に対応でき流動性を確保しやすい等の利点があるが、コスト面では人手に頼ることで高くつく。一方、電子取引は、安いコストで取引を正確かつ迅速に執行するが、流動性

の面やや劣るところがある。現在のところ、いずれが有利との判断はむずかしいが、取引所間の連携に関しては、電子取引が優勢である。例えば、LIFFEでは、5月にCBTと提携し、ドイツ国債とTボンドをそれぞれのフロアでオープンアウトクライ方式により取引を開始したが、これまでのところ売買高が伸びていない。このためLIFFEとCBTは、今後に予定される商品の取引については電子システムに変える方向で検討することになっている。また、上述のDTB, MATIF, SOFFEXの提携もMATIFの電子化を待って本格的に実現する運びとなっている。さらに、オープンアウトクライ方式を採用している取引所でもCMEのGLOBEX, CBTのプロジェクトA, LIFFEのAPTといった電子取引システムが時間外に稼働しており、このような動きをみると、少なくとも先物取引の世界では早晚電子取引が主流になることも考えられる。

現在、ダウ・ジョーンズ社では、ダウ平均先物・オプションのアジア時間帯での取引について複数の取引所と交渉中とのことであるが、今後は日本の取引所も巻き込んだ競争が一層激しくなるものと予想され、協調や連携がどのような方向に動くのか、取引手法の将来ともども今後の行方が大いに注目される場所である。