

「株価指数先物 上場 30周年 ～A I 運用の期待～」

岡三証券グループ 森本敏喜

1. はじめに

昨年6月9日、株式先物である「株先50」の取引開始30周年を迎え、今年9月3日、日経225先物及びTOPIX先物等、株価指数先物の取引開始30周年となる。

大阪取引所のデリバティブ取引高合計が、5年連続3億単位を超えており、流動性の高いマーケットを形成し投資家ニーズにこたえた市場運営を取引所が行ってきた結果と言えよう。

筆者は10年前作成したレポート、「日経225先物上場20周年に寄せて～展望と課題～」の中で、いくつかの課題をクリアすることで世界のトップクラスの先物市場へ発展していく「Next 20 Years」を楽しみにしているとした。

当時のレポートを再度読み、10年のマーケットの動向を同期すると、これからの10年は、昭和の終わりに起こった先物市場が注目される環境になると感じている。そのあたりのことを、10年前のレポートの続編として綴りたいと思う。

2. トピック I (市場運営)

20周年の原稿では、フェーズを3つに分けて発展過程を記したが、今回は3つのトピックスを整理することで、これからデリバティブ市場が注目されるきっかけを探ることとする。

まず、20周年の原稿において、先物マーケット成功の要因は、「各証券会社の教宣活動が、シナジー効果を発揮した。」「若い社

員のエネルギー、情熱」の2つが大きかったとしている。そして、直近の10年に関しては、取引所を中心とした市場運営者の活動が、重要な役割を果たしたと考えている。

取引所において営業的な組織を構築し、市場参加者とのコミュニケーション強化を図ることから、双方の距離を縮めることでよい関係ができてきたと筆者は感じている。

外国人投資家ばかりを向いていたような感じから、国内の投資家やブローカーにも向き、バランスよい距離感を持つとういうものが感じられ、制度変更、新商品の導入というもののストレスが大きくなるイベントであっても比較的スムーズな流れを作ることに成功していたと感じている。

3. トピック II (プレイヤー多様化)

「マーケットが拡大するには、プレイヤーの多様化が必要であり、プレイヤーの偏りが生じた場合に、そのマーケット機能は一旦低下する。そしてその中で新しいプレイヤーが拡大し、市場に厚み生まれ、一段と拡大する。」として、プレイヤーの多様化の必要性を考え、偏ることでマーケット機能は一旦低下すると見ていた。

直近の10年は、電子取引の拡大が大きく取り上げられるが、時系列の変化をみると、アルゴトレードが先ず注目され、そこから、ハイフリック、いわゆるHFTの拡大により、高速取引、高頻度取引といったものが急拡大した。それによってプレイヤーの偏りが生じ、徐々にマーケットの機能は低下し、HFTを問題視するむきもあり、管理、モニタリングする方向が議論されるに至った。その中で、新しいプレイヤーが拡大し、市場に厚みをもたらすプレイヤーは、何か。

筆者は、それがA I運用とパッシブ運用ではないかと考えている。

4. トピックⅢ (ナイトセッション)

20周年のレポートにおいて、「ミニ先物の登場」に注目したが、30周年のレポートにおいては、ナイトセッションの開始が大きなトピックとなると考えている。

当初、導入に際して反対の意見も多く、価格発見機能について、現物市場の主市場が取引されていない時間帯におけるマーケットの価格発見機能についての疑問からであるが、海外のデリバティブ市場において、日経 225 先物が取引されていたということ、取引所の営業部門の市場関係者とのコミュニケーションによって一步一步進み、実現、定着し、今となっては普通に受け入れられ、日本時間夜の海外マーケットの影響を価格に織り込むことで、翌朝の株式市場の価格発見にとって重要な指標になっているともいえる。

5. 新しいプレイヤーの可能性

直近 10 年の間に、マーケットも外部環境もテクノロジーも進み、新しいプレイヤーの出現の準備ができつつあると感じている。昨年 5 月に A I のことをレポートしたが、今後 10 年の間に、デリバティブの取引量が、A I 運用、パッシブ運用によって大きく拡大する可能性を秘めており、デリバティブのマーケットに積極的に参加すると予測している。

これは、取引に参加する敷居が低くなり、参加しやすくなる点と、運用成績、パフォーマンスを上げるために、参加せざるを得ない状況が来ると考えているからである。

まず、運用コストの通減ニーズがある。パッシブ運用において、一段と運用コストの通減を求めることが簡単に予想されるが、現物株式のポートフォリオ運用では、コスト通減に限界があり、指数等のデリバティブマーケットの運用ウエイトが大きくなるを得ないであろう。

次に、マーケットインパクトの問題である。マーケットインパクトは、運用コストだけでなく、運用リターンにも影響があるために、今後は急速に研究され、重要視されると考える。1990 年半ばに研究が進められたが、分析ツールがあまり無く、高額であった為、普及しなかったが、今度は一気に進んでいくと予想している。

三つ目に、ヘッジ取引である。運用において、価格、時価が上がってくると、同じ 1% においても値幅が大きくなり、価格のブレ、ボラティリティのコントロールが必要になってくる。また、運用のリターンを高めるためにも、価格のうねりをリターン化する必要もでてくるであろう。

以上の三つのことから、デリバティブ取引拡大の可能性があると考える。

6. 最後に

マーケットが大きな変化と拡大を起こす時は、必ず何かのファクターが作用すると筆者は考えている。

第一次拡大時の要因は、機関投資家の買いヘッジとキャッシュアビトラージの拡大によるものだと考えている。

第二次拡大時は、ミニ先物の登場と S G X 先物を含めた先物間スプレッド取引の拡大が要因であり、次は、A I 運用とパッシブ運用の拡大が要因となると考えている。

AI運用は、今までの拡大要因と異なり、プレイヤーの多様化が図られると考えている。今までの拡大要因は、ある段階までは、プレイヤーが拡大し、取引量も拡大するが、一部のプレイヤーが強くなり寡占的になる。そして、その状態が続きマーケットの臨界点を超えると、収益率（収益額）の低下が

発生し、その取引は縮小する傾向にある。

AI運用については、自らが取引技巧を変化させて、多様化を拡大ないし維持すると考えている。このことから非常に大きな変化と拡大になる可能性を秘めており、期待したい。（了）

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料の内容は、株式会社大阪取引所の意見・見解を示すものではありません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。