

解 説

アメリカでの個別株先物の離陸

日本証券経済研究所・客員研究員
吉川 真裕

2002年11月8日、ナスダックとロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）が設立した先物取引所ナスダックLIFFEマーケット（NQLX）と、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）とシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）がメジャー・ホルダー、シカゴ商品取引所（CBOT）がマイナー・ホルダーとなった先物取引所OneChicagoにおいて、個別株先物取引が開始された。シングル・ストック・フューチャーズ（SSF）と呼ばれるこの商品は、1999年以来アメリカの議会を中心として議論を巻き起こし、2000年12月21日に成立した商品先物取引近代化法に基づいて、適格市場参加者には2001年8月21日から、一般顧客には2001年12月21日から取引所での取引が認められていたが、証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）による規制細目の決定が遅れ、2001年9月11日の同時多発テロの影響もあって、当初の予定よりも1年以上遅れての取引開始となった¹。

アメリカでは最後の大型商品として関係者の期待を集めたSSFであったが、導入当初の2年間、取引は低調であり、2004年9月にはNQLXが年内の撤退を表明し、多くの新商品と同様に失敗に終わるといった見方が強まった。ところが、2005年3月から取引が急増し、唯一残ったOneChicagoは2005年に取引所として黒字を計上する見込みになった（図1）。

以下では、SSFのこれまでの取引状況を振り返った後、取引増加の要因を分析し、現在の取引状況を踏まえてSSFの将来性について展望する。

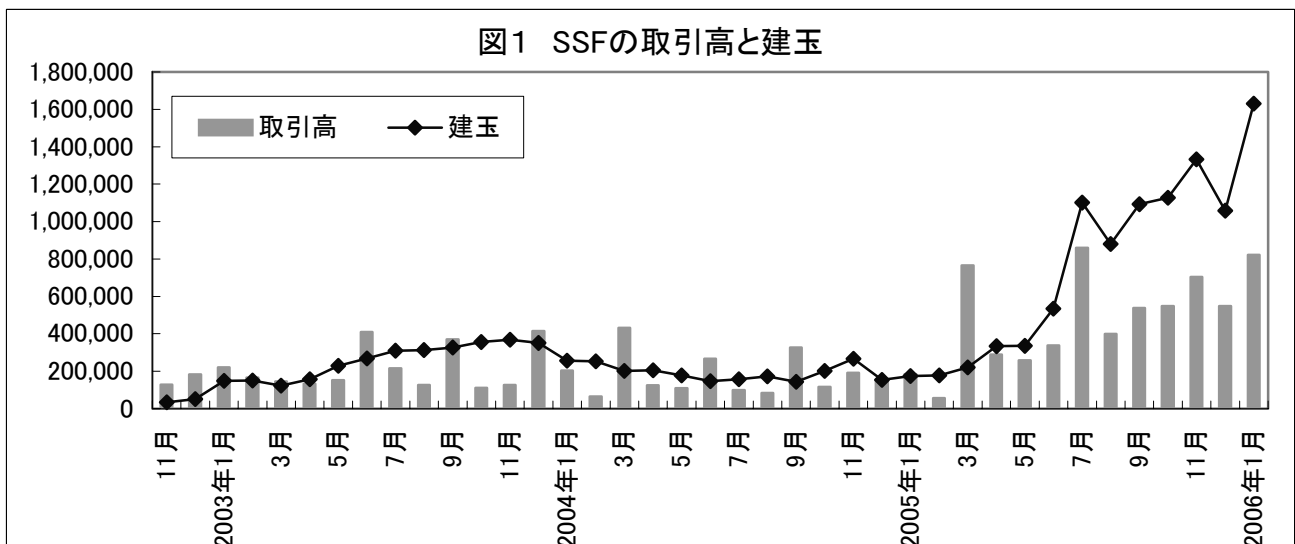
1. SSFの取引状況

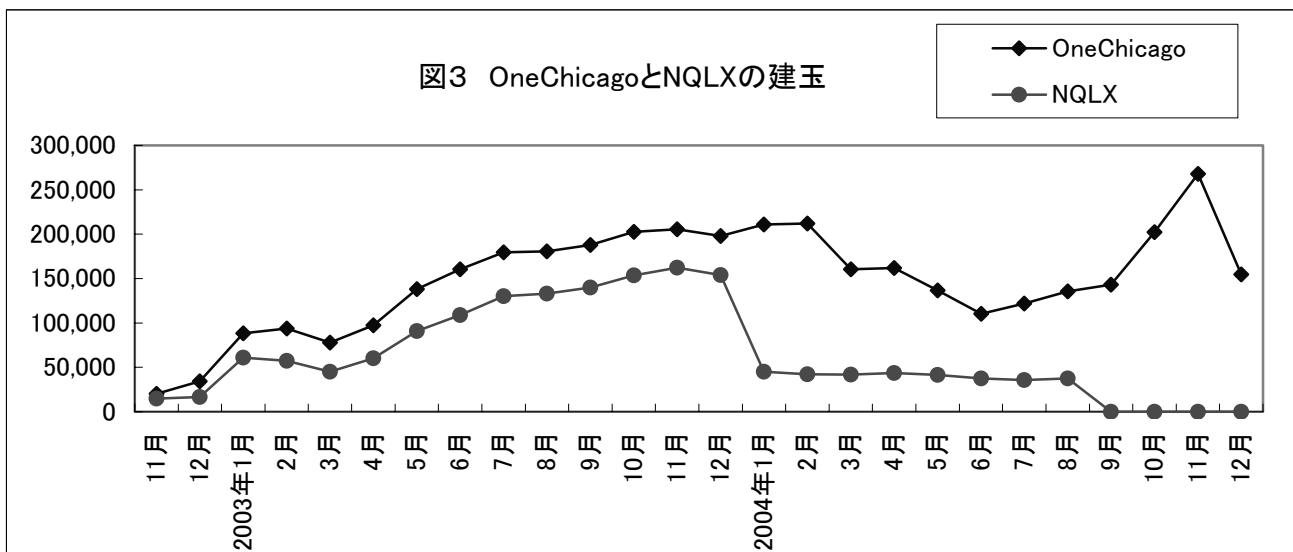
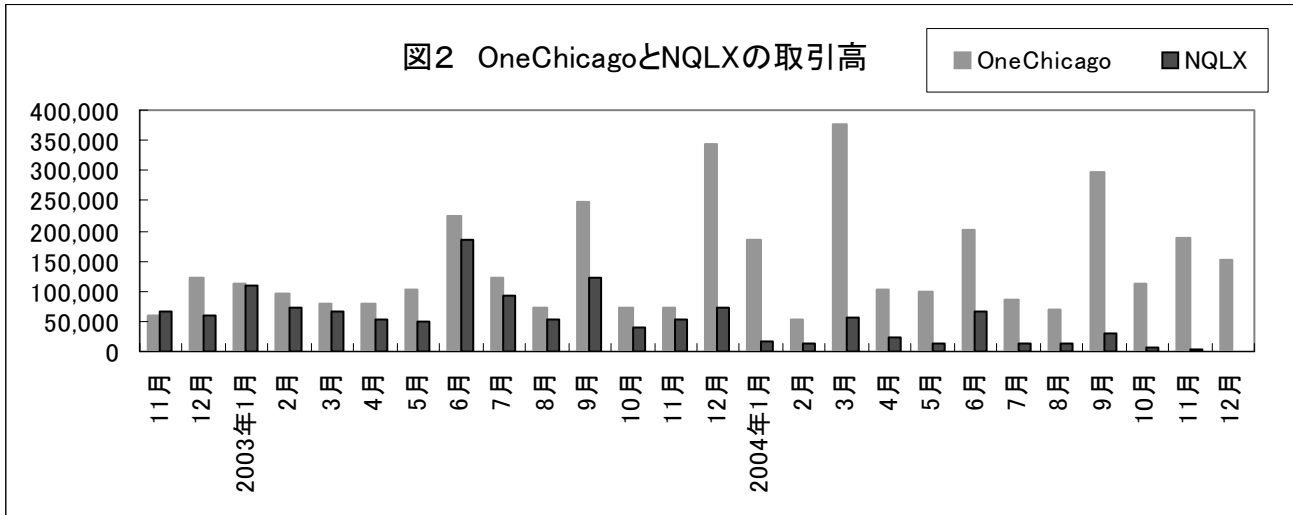
2002年11月8日、NQLXでは10銘柄、OneChicagoでは21銘柄の株式を対象としたSSFの取引が開始された。この時点での重複上場銘柄はExxon Mobile, General Electric, Microsoft, Oracleの4銘柄であった。取引初日における取引高は、NQLXで6,467契約、OneChicagoで3,019契約、ただし、NQLXではナスダック100指数等の4つの上場投資信託（ETF）先物の取引も含まれており、個別株先物だけでは5,597契約であったが、それでも上場銘柄数では2倍以上のOneChicagoをNQLXが上回っていた。そして、NQLXが月間ベースの取引高でOneChicagoを上回ったのはこの時だけであり、月末の建玉がOneChicagoを上回ったことはなかった（図2、図3）。

その後、両取引所では上場銘柄を順次拡大し、2002年12月と2003年9月の取引高を除けば両取引所での取引高と建玉の格差はそれほど大きなものではなかった。ところが、取引高では2003年12月、建玉では2004年1月以降、両取引所の格差は急拡大し、2004年9月にNQLXは年内の取引停止、建玉のOneChicagoへの移管を決定した。

同一対象を複数の取引市場で取引する場合、より多くの取引を集める取引市場へ取引が集中するという現象はよく見られることであるが、そのきっかけはさまざまである。SSFの場合、2004年1月以降にNQLXが大幅に建玉を減らしたのに対して、OneChicagoでは2004年1月、2月に建玉を増加させていることから見て、このときがその分水嶺に当たると考えられる。そして、この時期に何があったかを振り返ってみれば、EurexがCBOTで取引されるアメリカ国債を対象とした先物取引所Eurex USの開設を申請し、CFTCによる承認と取引開始があった時期に

図1 SSFの取引高と建玉





重なる²。NQLXはナスダックとLIFFEが出資して開設した取引所であったが、2003年6月にナスダックが撤退し、LIFFEの完全子会社となったことで、Eurex USと同じ外国取引所傘下の取引所としてシカゴを中心としたアメリカの先物取引所関係者から批判的になったことに関係していたとも考えられる。Eurexのアメリカ市場参入をめぐる動きは2003年4月のBOTCC（当時）によるEurexのクリアリング業務受け入れ表明から本格化しており、それ以後の2003年6月、9月、12月、2004年3月に建玉のロールオーバーとも絡んでOneChicagoでの取引が大幅に増えていることとも符合している。

かくして、2003年12月ないしは2004年1月を境としてNQLXからOneChicagoへと流動性の流出が生じ、NQLXは2004年12月にSSFから撤退した。たしかにOneChicagoは2003年から2004年にかけて取引高で18%、月末建玉平均で11%の成長を遂げたが、OneChicagoとNQLXを合わせたSSF全体では2003年から2004年にかけて取引高で16%、月末建玉平均で25%の減少を示しており、2004年はSSFにとっては画期ではなかった(図1)。

SSFの取引高と建玉が急増したのは2005年3月以降であり、OneChicagoは2004年から2005年にかけて取引高で186%、月末建玉平均で314%の成長を遂げ、OneChicagoとNQLXを合わせたSSF全体と比較してもOneChicagoは2004年から2005年にかけて取引高で152%、月末建玉平均で257%の成長を遂げた(図1)。何がこの急増をもたらしたのかを次に探ってみよう。

2. SSF増加の要因

2005年におけるSSFの取引急増は3月からはじまっており、このとき月間取引高で過去最高(765,424契約)を記録し、建玉でも過去最高記録(551,501契約)を更新している(図1)。OneChicagoが3月10日に発表したプレス・リリースによれば月初の7営業日だけで過去の月間最高取引高を更新したというのであるから、この取引増加がいかに急激であったかがわかる。そして、このプレス・リリースに引用されたOneChicagoのDoyle社長兼CEOの説明によれば、この取引増加は四半期ごとの建玉のロールオーバーに伴うものではなく、新たな顧客

(customers)の利用が拡大したことによるものであり、機関投資家(institutional firms)の利用拡大に驚いていると同時に、より多くの利用者(traders)がポートフォリオ管理のためにSSFが有用であることを理解し、取引拡大が続くことを期待しているという³。

SSFの急拡大はOneChicagoのDoyle社長を驚かせたが、過去最高の取引高を記録した2006年1月においても、成長を続ける個別株オプションの1%にすぎず、メディアによる報道はほとんど見られない。例外的に3月13日のシカゴ・サン・タイムズ紙はOneChicagoで3月1日から大口ユーザー(firms)に対する場口銭の引き下げが行われ、AT&Tやコカコーラ、モルガン・スタンレーやUSバンクの取引がにぎわっていると伝えている⁴。また、5月5日のフィナンシャル・タイムズ紙は我々が思ってもみなかった形で利用が拡大しているというOneChicagoのDoyle社長の発言を引用しており、CBOEのオプション・トレーダーによるポジション・ヘッジとヘッジ・ファンドのブロック取引をその例として紹介している⁵。その後もSSFの拡大が報じられることはほとんどなかったが、OneChicagoは毎月のように年初からの累積取引高が過去最高を更新したというプレス・リリースを公表しており、

その際に引用されるDoyle社長のコメントはmore and more traders(7月7日)、institutional traders(10月3日)、institutional and professional traders(12月1日)、traders(10月3日)という表現を取引拡大の背景として上げており、前掲2紙の指摘と符合している。

そこで、OneChicagoのクリアリング業務をおこなうオプション・クリアリング・コーポレーション(OCC)のデータをもとにしてOneChicagoでの取引主体を調べたのが表1である。この表の構成比を見れば2005年3月以降、取引を拡大させたのは会員業者(firm)であって、顧客(customer)やマーケット・メーカーを圧倒していることがわかる。さらに、顧客とマーケット・メーカーの取引高を前年同月と比べてみると、顧客の取引高は2005年3月を除いて、マーケット・メーカーの取引高は2005年7月と8月を除いて減少しており、全体の取引高の増加はかならずしも利用者層の拡大という形にはなっていないことがわかる。個別株オプション市場では取引の拡大はマーケット・メーカーの取引シェア縮小と顧客と会員業者の取引シェア拡大を伴っており、流動性の上昇はマーケット・メーカーが取引に関与する必要を低下させるという意味では健全である⁶。しかし、OneChicagoでは取引

表1 OneChicagoの取引高と建玉

	取引高	月末建玉	取引高			構成比		
			顧客勘定	会員勘定	MM勘定	顧客勘定	会員勘定	MM勘定
2004年3月	375,463	160,531	420,739	47,163	283,024	56%	6%	38%
4月	103,454	161,822	71,586	22,422	112,900	35%	11%	55%
5月	97,697	136,623	89,735	22,255	83,404	46%	11%	43%
6月	202,384	110,240	226,756	17,158	160,854	56%	4%	40%
7月	85,772	122,055	63,717	22,610	85,217	37%	13%	50%
8月	69,880	135,620	49,984	46,815	42,961	36%	33%	31%
9月	296,737	143,061	251,910	100,272	241,292	42%	17%	41%
10月	111,341	202,145	51,238	67,300	104,144	23%	30%	47%
11月	189,422	267,887	112,139	99,261	167,444	30%	26%	44%
12月	152,228	154,621	113,329	99,932	91,195	37%	33%	30%
2005年1月	185,728	175,197	130,629	116,082	124,745	35%	31%	34%
2月	56,858	178,576	33,308	27,702	52,706	29%	24%	46%
3月	765,424	221,446	677,638	694,442	158,768	44%	45%	10%
4月	290,034	334,782	36,831	447,814	95,423	6%	77%	16%
5月	258,564	336,172	39,155	406,522	71,451	8%	79%	14%
6月	336,823	533,538	60,360	538,584	74,702	9%	80%	11%
7月	860,139	1,101,065	74,279	1,553,964	92,035	4%	90%	5%
8月	399,415	879,934	40,845	682,197	75,788	5%	85%	9%
9月	538,267	1,093,032	63,582	927,749	85,203	6%	86%	8%
10月	547,723	1,126,565	41,957	1,069,234	60,823	4%	91%	5%
11月	703,072	1,332,860	71,331	1,264,497	70,316	5%	90%	5%
12月	547,723	1,058,712	64,669	964,265	66,512	6%	88%	6%
2006年1月	822,700	1,630,000	61,995	1,515,853	67,552	4%	92%	4%

注：SSFだけでなく、ETF先物、ナロー・ベース株価指数先物を含むが、ほとんどはSSF。

(出所) Options Clearing Corporationのホームページから作成。

全体が増え、流動性が上昇しているにもかかわらず、顧客の取引が減少するという事態が生じており、利用者層が拡大し、より多くの投資家が利用するという形にはなっていない。

3. SSFの将来性

2005年3月以降にOneChicagoでのSSFが急拡大し、2004年にNQLXがSSFから撤退したようにOneChicagoが実質的に閉鎖されるという事態は回避できそうである。しかし、2005年に生じ、現在も続いているSSFの拡大は会員業者による取引の拡大であって顧客の取引拡大ではないことに注意する必要がある。現在も続く個別株オプションの取引拡大は顧客、会員業者、マーケット・メーカーのいずれの取引も拡大するという健全な形をとっている。それに比べると2005年以降に見られるSSFの拡大は歪んだものと言わざるを得ない。ただし、SSFの取引拡大からまだ1年も経っておらず、今後、顧客の取引が拡大し、それにつれてマーケット・メーカーの取引も拡大するという可能性がないわけではない。

OCCのデータに基づいてOneChicagoの取引勘定を見る限り、会員業者勘定の増加は拡大を続ける個別株オプションのポジション・ヘッジに使われている可能性が高いと考えられる。いくら場口銭が安くなるといってもヘッジ・ファンドが先物業者の登録をして会員業者として自己売買をしているとは考えられないからである。それではSSFの拡大は今後も続くと考えられるであろうか。見通しのつけにくい顧客取引の拡大はさておきとして、個別株オプションのポジション・ヘッジが中心という前提をおいて考えてみると、SSFの取引高は個別株オプションの取引高の1%にすぎないのであるから、現物株式によるヘッジよりもSSFによるヘッジの方が低コストであることは明らかであり、2006年もSSFが拡大を続けても何の不思議もない。ただし、個別株オプションの取引高に対してSSFの取引高がどこまで拡大するかという点はよくわからない。2006年1月にOneChicagoで最も流動性の高かったSSF 5銘柄の取引の個別株オプションに対する比率を計算してみると、Pfizerで3%、Citigroupで4%、Procter & Gambleで2%、Intelで27%、AT&Tで3%、5銘柄合計で3%であった。この比率を用いればあと3倍のSSFの拡大もありうることになる。しかし、2006年

1月末でSSFは208銘柄の株式を対象にしているにすぎないのに対して個別株オプションは2682銘柄の株式を対象にしており、SSFの対象銘柄が13倍に拡大することは当面考えられない。

アメリカより一足早く2001年1月29日に個別株先物USF(Universal Stock Futures)の取引を開始したイギリスのLIFFEでは、もともと個別株オプションの取引が盛んでないこと、イギリス株式だけでなく、アメリカ株やヨーロッパ株を多数上場していることもあって、USFは2002年に69%、2003年に61%、2004年に104%の成長を遂げ、2004年には個別株オプションの取引を追い越している(ただし、2005年は9%の減少)。そして、LIFFEでのUSFの取引拡大に対抗してドイツのEurexでも2005年10月24日から個別株先物が取引されている。

これまでのところ、個別株先物の取引が活発なのは現物株市場や個別株オプション市場がそれほど発達していない市場であって、すでに株式市場や個別株オプション市場が十分に機能している市場では個別株先物が流動性を確保する余地は小さいと言われてきた。しかし、アメリカでは個別株オプションの取引が他国よりも圧倒的に大きく、個別株オプションに寄生する形でSSFが拡大するだけでも十分な流動性を確保する可能性があり、SSFが定着できないとは言い切れないだろう。

注

- 1 SSFの導入に至る経緯や取引要綱、導入直後の取引状況については、拙稿「アメリカでの個別株先物取引」(本誌Vol. 15 No. 5, 2003年5月)を参照。
- 2 Eurex USをめぐる経緯については、拙稿「ユーレックスVSシカゴ～ユーレックスのアメリカ市場参入～」(『証研レポート』No. 1621, 2003年12月)を参照。
- 3 OneChicago, “OneChicago Breaks Monthly Volume Record - In Seven Days Of Trading,” Press Release, 10 March 2005 (http://www.onechicago.com/060000_press_news/press_news_2005/03102005.html).
- 4 David Roeder, “WAG’s on a win steak, defying stock’s skeptics,” Chicago Sun-Times, 13 March 2005 (<http://www.suntimes.com/output/roeder/cst-fin-curious131.html>).
- 5 Jeremy Grant, “Single-stock futures fight back,” *financial Times*, 5 May 2005 (http://www.ft.com/cms/s/1b7f2e74-bd02-11d9-b1e3-00000e2511c8.ft_acl=reg,s01=1.html).
- 6 アメリカの個別株オプション市場については、拙稿「米国株式オプション市場の変貌」(『証券経済研究』47号, 2004年9月)を参照。

1. RNプライム指数構成銘柄の一部変更

Russell/Nomura Primeインデックス (RNプライム指数) 構成銘柄について、平成18年3月1日(水)に以下のとおり入替えを実施することについての発表がありましたので、お知らせいたします。

コード	除外銘柄	コード	採用銘柄	実施日
8437	ファイナンス・オール	3436	SUMCO	平成18年3月1日(水)
9653	SBIパートナーズ			

2. RNプライム指数構成銘柄の一部変更

Russell/Nomura Primeインデックス (RNプライム指数) 構成銘柄について、平成18年3月10日(金)に以下のとおり入替えを実施することについての発表がありましたので、お知らせいたします。

コード	除外銘柄	コード	採用銘柄	実施日
4560	杏林製薬	4569	キョーリン	平成18年3月10日(金)