

解 説

アメリカに生まれた新たな有力商品： EミニS & P500株価指数先物

(財)日本証券経済研究所大阪研究所
主任研究員 吉川真裕

1997年9月にシカゴ・マーカント取引所(CME)で上場されたEミニS&P500株価指数先物は導入当初にはそれほど注目を集めてはいなかったが、その後、着実に成長し、従来はCMEのS&P500株価指数先物が9割以上を占めていたアメリカの株価指数先物市場において急速にシェアを拡大している。アメリカの株価指数先物の中でS&P500株価指数先物に次いで第2位であるだけでなく、CMEの先物の中でもユーロドル金利先物、S&P500株価指数先物に次いで第3位となり、アメリカの金融先物の中でも有数の有力商品となりつつある。

以下では、このEミニS&P500株価指数先物の特徴、導入の経緯、導入後の取引状況を紹介します、その将来性について考察する。

1 EミニS & P500株価指数先物の特徴

EミニS&P500株価指数先物はその名前があらわしているとおり、アメリカ最大、そして世界最大の株価指数先物であるCMEのS&P500株価指数先物のミニ版である。原資産はS&P500株価指数先物と同じS&P500株価指数先物であるが、取引単位は指数の50ドル倍とS&P500株価指数先物の5分の1となっている。ただし、EミニS&P500株価指数先物の導入後にS&P500株価指数先物の取引単位が指数の500ドル倍から250ドル倍に引き下げられたために現在の取引単位は5分の1であるが、導入当初はS&P500株価指数先物の10分の1であり、文字通り、S&P500株価指数先物のひとまわり小さなミニ版であった。

取引単位以外の項目でEミニS&P500株価指数先物がS&P500株価指数先物と異なっている点は、EミニS&P500株価指数先物では呼値の単位がS&P500株価指数の0.25ポイントであり、S&P500株価指数先物の0.1ポイントの2.5倍となっていることである。ただし、これもS

&P500株価指数先物の取引単位が引き下げられた際、最小変動価格のドル換算代金を25ドルに保つためにS&P500株価指数先物の呼値が0.05ポイントから0.1ポイントに引き上げられたからであり、導入当初はS&P500株価指数先物の5倍であった(EミニS&P500株価指数先物の最小変動価格のドル換算代金は12.5ドル、S&P500株価指数先物の最小変動価格のドル換算代金は一貫して25ドルである)。

ところで、EミニS&P500株価指数先物が新聞報道等でわが国に紹介された際にはこうしたサイズの問題が強調されていたが、サイズの問題と並んで、あるいはそれ以上に重要な点はミニS&P500株価指数先物ではなく、EミニS&P500株価指数先物という具合に頭にEが付いている点である。Electronic(電子取引)の頭文字を付すことによってあらわされているように、EミニS&P500株価指数先物は電子取引が中心であり、アメリカの金融先物がフロアでの取引が中心であるのとは対照をなしている。CMEはEミニS&P500株価指数先物にもフロアでの取引を併設することによって、会員からの反対が予想されるフロア取引から電子取引への移行という画期的な変化を曖昧にしているが、株式市場においてECNが台頭し、ヨーロッパではフロアを持たないドイツのDTBが拡大していた状況の下で、アメリカの金融先物取引所としてははじめて本格的な電子取引の導入に踏み切ったということは極めて重要である。

CMEには1992年にフロアでの取引時間外の夜間取引に導入されたグローベックス(Globex)があり、S&P500株価指数先物等は従来から電子取引をおこなうことも可能であったが、フロアでの取引時間外に限られており、フロアでの取引時間中に電子取引が可能になったのはEミニS&P500株価指数先物が初めてであった。EミニS&P500株価指数先物は導入当初からこのグローベックス(1998年10月からはグローベックス2)を通じて日中も取引がおこなわれており、月曜日から木曜日までの東部時間の16時15分から16時30分まで、金曜日の16時15分から日曜日の16時30分までを除いて、ほぼ24時間取引を実現している。これに対して、S&P500株価指数先物もフロアでの取引は月曜日から金曜日までの東部時間の9時30分から16時15分まで、グローベックスを通じた夜間

取引は月曜日から木曜日までは16時30分から翌日の9時15分まで、週末は日曜日の16時30分から翌日の9時15分までであり、毎朝9時15分から9時30分まで15分間取引できないことを除いてはミニS&P500株価指数先物とほぼ同じ時間帯で取引可能である(なお、ミニS&P500株価指数先物のフロア取引もS&P500株価指数先物のフロア取引時間と同じである)。

ミニS&P500株価指数先物の電子取引としての特徴を曖昧にしているのはフロア取引が併設された点であり、とりわけ当初は30単位、S&P500株価指数先物の取引単位引き下げ後は15単位を越える注文はフロアで一括執行条件付(All-Or-Non)注文の形で取引することが義務づけられている。この規定はフロアブローカーの参加によって流動性を確保するというのが建て前であったが、S&P500株価指数先物との競合やフロアブローカーへのビジネス・チャンスの提供といった配慮が考えられ、フロアでの取引量は少ないと伝えられているので、実際には取引を制約しているものと考えられる。

2 導入の経緯

CMEはS&P500株価指数先物によってアメリカにおける株価指数先物市場をほぼ独占してきたが、これまでもS&P400株価指数先物、ナスダック100株価指数先物、S&P500グロース株価指数先物、S&P500バリュー株価指数先物などを上場しており、新商品の導入による取引機会の拡大には熱心であった。EミニS&P500株価指数先物もこうした努力の一貫ではあろうが、1982年の株価指数先物の開始以来、原資産とされることを拒否してきたダウ・ジョーンズ社がCMEの最大のライバルであるシカゴ商品取引所(CBOT)にダウ指数の先物取引を認可し、CBOTがダウ指数先物の上場を準備していたことが大きいと考えられる。

ダウ指数はアメリカで最も知名度の高い株価指数であり、とりわけ個人投資家の間では絶大な人気を博することが予想され、CBOTもそれを見越して取引単位を小さくして個人投資家の参加を促そうとしていた。かつてCBOTはダウ指数の上場認可を拒否され、ダウ指数をまねたMMI株価指数先物を上場していたが、S&P500株価指数先物に次ぐ地位を占めてはいたものの取引は少なく、

S&P500株価指数先物を脅かすには至らなかった。そのCBOTがダウ指数先物を使ってS&P500株価指数先物に挑もうとするのであるから、CMEではS&P500株価指数先物の定着以来、最も深刻な競争にさらされる危機感を抱いたことは予想に難くない。

ダウ指数の成長を阻むためには、ダウ指数の人気化を阻止する必要があるが、1997年10月6日のCBOTでのダウ指数先物の上場を前にして、EミニS&P500株価指数先物は1997年9月9日に導入されており、ダウ指数先物の上場を抜きにしてはこの時期の導入は考えられない。当時のS&P500株価指数先物の取引単位を10分の1にすることによってダウ指数先物よりも小さな取引単位とし、個人投資家の取引をいち早く集めようとしたこともこうした動機を裏付けていると言えよう。また、グローベックスを使った電子取引も、CBOTがダウ指数先物をフロア取引とし、当面はCBOTの夜間取引システムであるプロジェクトAでは取引しないとしていたことと関係していると考えられる。

他方、こうしたCMEの危機意識が会員の危惧する電子取引の導入という画期的な変化を受け入れやすくしていたものとも考えられるが、この時点においてCMEがそこまで電子取引の将来性を見越していたかどうかは定かではない。確かに、1997年5月以降にはフロアを持たないドイツのDTBでのドイツ長期国債(BUND)先物取引が、イギリスのLIFFEのフロアでのBUND先物取引を急速に追撃しており、電子取引の可能性に全く無関心であったとも考えられない。しかし、CMEの電子取引に対する態度の不明確さはEミニS&P500株価指数先物にフロア取引を併設したところにもあらわれていると言えよう。

3 導入後の取引状況

付表は1997年9月以降のS&P500株価指数先物、EミニS&P500株価指数先物、ダウ指数先物の月間売買高(契約数)と月末建玉(契約数)の推移をあらわしている。これを見ても明らかなように、導入直後の1997年10月から12月にかけてはEミニS&P500株価指数先物の売買高はダウ指数先物の売買高を下回っており、かならずしも当初から順調に拡大したわけではなかったことがわかる。1998年4月以降にようやくEミニS&P500株価指

数先物売買高はダウ指数先物の売買高を継続的に上回るようになったが、取引単位のドル換算代金ではダウ指数先物はEミニS&P500株価指数先物よりも5割程度大きいので、EミニS&P500株価指数先物の売買代金がダウ指数先物の売買代金を上回るようになったのは1998年11月以降である。

しかし、1999年に入ると、EミニS&P500株価指数先物の売買高は順調に拡大し、伸び悩むダウ指数先物との格差が明らかになった。この要因としては、期待の大きかったダウ指数先物が伸びないことが明らかになり、当初はダウ指数先物を取引していた個人投資家もより流動性の高いEミニS&P500株価指数先物へと乗り換えるようになったこと、BUND先物をめぐるDTBとの競争に敗れたLIFFEが電子取引の導入に踏み切ったことにより、電子取引に対する認識が改められたこと、そして株式市場において話題を集めたデイ・トレーダーと呼ばれる個人投資家がEミニS&P500株価指数先物の電子取引という特性に注目し、活発な売買をおこないだしたことなどが上げられる。

ところで、ダウ指数先物との競争に勝利したEミニS&P500株価指数先物は1999年前半にはS&P500株価指数先物の3割程度の売買高であったが、7月以降には急速に拡大して5割を越える水準にまで拡大し、予想外と言えるほどの成長を示すことになった。もちろん、ダウ指数先物との比較において注意したように、EミニS&P500株価指数先物1契約の売買代金はS&P500株価指数先物1契約の5分の1であるから、契約数ベースでの5割は代金ベースでの1割であり、S&P500株価指数先物との実質的な格差はまだ大きい。しかも売買高は顕著に拡大したが、建玉はそれほど拡大しておらず、建玉代金ベースではいまだにダウ指数先物とそれほど変わらない。したがって、EミニS&P500株価指数先物の拡大は日中の短期的な売買を繰り返すデイ・トレードによるところが大きく、S&P500株価指数先物を脅かすようなものではないと言えよう。

4 今後の展望

EミニS&P500株価指数先物は売買代金ベースではS&P500株価指数先物には大きく及ばないものの、取引所や

ブローカーにとって重要な売買高(契約数)では有数の有力商品へと成長し、おそらくCME自身の予想以上の結果をもたらした。EミニS&P500株価指数先物の成功に自信を深めたCMEは、1999年6月21日にはEミニ・ナスダック100株価指数先物を上場し、8月9日にはユーロ導入によって売買高の減少したドイツマルク通貨先物を電子取引へと移行させた。さらに、10月7日にはEミニ・ユーロFX通貨先物とEミニ日本円通貨先物をCMEは上場しており、Eミニによる市場の活性化をはかっている。Eミニ・ナスダック100株価指数先物はEミニS&P500株価指数先物に比べるとまだ取引は少ないが、ナスダック市場の好調さによって着実に売買高を増やしており、EミニS&P500株価指数先物を追いかけている。

それでは、EミニS&P500株価指数先物、あるいはEミニ取引は今後も拡大を続けていくのであろうか。そして、場合によってはS&P500株価指数先物などのフロアで取引されている商品にとって替わるのであろうか。最後に、こうした点について考えてみたい。

すでに見たとおり、EミニS&P500株価指数先物の売買高はその建玉に比べてアンバランスに大きく、これはデイ・トレードによる影響と考えられる。裏返して言えば、従来からS&P500株価指数先物を取引してきた機関投資家はいまのところ、このEミニS&P500株価指数先物を本格的には用いておらず、その結果、建玉の拡大が限られているものと考えられる。したがって、フランスやイギリスで生じたようなフロア取引から電子取引への移行はアメリカでは生じておらず、新たに参加した投資家による取引がその拡大の中心であると言えよう。

確かにフロア取引はより有利な価格での注文執行や大口取引に伴うマーケット・インパクトの削減、複雑な注文の組み合わせ執行には優れている面があることは事実であろうが、取引施設や高給を取るフロア・ブローカーを維持することには相当なコストがかかり、社会的に見ても多くの優秀な人材をフロアに張り付けることに伴う機会費用は相当なものだと考えられる。しかも、最新の情報や取引執行機会は高額な会員権を取得した者にだけ限られており、流動性の提供と引き替えとはいえ、投資家が不公平感を持つことは否めないだろう。ノーベル経済学賞の受賞者であると同時に、先物業界の擁護者とし

ても有名なシカゴ大学のマートン・ミラー教授でさえ、1992年のある学会の講演で50年後にシカゴのフロアで人間が取引をしていることは考えられないと述べていたのを聞いた覚えがあるが、フロア取引から電子取引への移行は長期的には避けられないものであろう。したがって、移行するかどうかではなく、いつ移行するのか、どのような形で移行するのが問題であろう。

EミニS&P500株価指数先物の場合には電子取引の導入に対する反対に配慮して、呼値を大きくしたり、注文量に制約を加えているが、こうした制約が機関投資家の利用を妨げているものと考えられる。S&P500株価指数先物を利用してきた機関投資家の参加なしにはEミニ

S&P500株価指数先物の成長には限界があるものと考えられ、まだ当分は拡大するにしてもS&P500株価指数先物に取って替わり、フロア取引から電子取引への移行を実現するとは考えられない。その意味で、Eミニ取引はフロア取引が活発なアメリカの先物市場における初めての試みであり、電子取引へ移行するための橋渡しという役割を担うものであろう。アメリカの株式市場においてもニューヨーク証券取引所が現在、電子取引の併用を計画しており、電子取引への移行が進んでいく模様であるが、先物市場においてはEミニ取引が他の取引所にも波及して浸透していき、いずれは電子取引が取引の中心になるものと予想される。

付表 S&P500株価指数先物、EミニS&P500株価指数先物、ダウ指数先物の月間売買高と月末建玉（契約数）

	売 買 高			建 玉			E mini売買高比率		E mini建玉比率	
	S&P500先物	E mini先物	ダウ先物	S&P500先物	E mini先物	ダウ先物	対S&P500先物	対ダウ先物	対S&P500先物	対ダウ先物
1997年 9月	1,778,167	189,786		188,294	5,874		0.11		0.03	
10月	1,568,075	282,382	300,771	201,315	15,144	8,543	0.18	0.94	0.08	1.77
11月	1,993,721	193,661	203,514	398,729	17,142	14,197	0.10	0.95	0.04	1.21
12月	2,982,207	219,996	251,191	370,850	5,988	12,273	0.07	0.88	0.02	0.49
1998年 1月	2,270,066	269,463	260,628	406,636	11,955	16,081	0.12	1.03	0.03	0.74
2月	1,878,485	220,882	244,907	407,857	17,834	15,825	0.12	0.90	0.04	1.13
3月	3,017,884	284,962	293,651	367,421	9,323	11,582	0.09	0.97	0.03	0.80
4月	2,242,335	298,198	284,415	365,104	14,401	14,323	0.13	1.05	0.04	1.01
5月	2,259,076	290,832	259,720	401,085	18,620	14,743	0.13	1.12	0.05	1.26
6月	3,523,605	371,372	359,949	366,574	9,910	14,647	0.11	1.03	0.03	0.68
7月	2,138,825	380,289	298,522	376,751	9,178	15,564	0.18	1.27	0.02	0.59
8月	3,029,037	460,348	366,774	420,728	15,964	19,811	0.15	1.26	0.04	0.81
9月	3,802,280	447,700	381,320	387,449	9,571	16,334	0.12	1.17	0.02	0.59
10月	2,597,968	519,041	344,732	404,361	14,244	17,328	0.20	1.51	0.04	0.82
11月	1,836,249	431,010	224,397	431,442	15,904	17,905	0.23	1.92	0.04	0.89
12月	2,834,713	491,922	248,497	379,062	8,723	15,688	0.17	1.98	0.02	0.56
1999年 1月	1,993,921	602,793	284,341	406,460	16,568	17,260	0.30	2.12	0.04	0.96
2月	2,149,654	650,449	262,152	412,131	21,343	19,799	0.30	2.48	0.05	1.08
3月	2,997,926	791,760	341,744	372,618	12,040	16,024	0.26	2.32	0.03	0.75
4月	1,962,934	831,346	365,509	387,198	20,447	24,198	0.42	2.27	0.05	0.84
5月	2,007,462	843,020	364,532	399,341	23,015	23,850	0.42	2.31	0.06	0.96
6月	2,767,899	869,026	365,429	367,946	16,015	20,155	0.31	2.38	0.04	0.79
7月	1,759,369	883,278	279,581	377,927	19,517	23,058	0.50	3.16	0.05	0.85
8月	2,199,826	1,064,672	342,843	399,117	22,784	26,077	0.48	3.11	0.06	0.87
9月	3,016,765	1,144,191	386,452	385,375	22,762	22,808	0.38	2.96	0.06	1.00
10月	2,150,372	1,237,023	379,551	408,317	30,399	25,008	0.58	3.26	0.07	1.22
11月	1,675,358	1,072,433	266,193	420,286	31,587	21,089	0.64	4.03	0.08	1.50
12月	2,321,901	963,560	257,759	369,941	12,416	11,523	0.41	3.74	0.03	1.08
2000年 1月	1,915,082	1,305,618	321,846	371,887	22,333	13,930	0.68	4.06	0.06	1.60
2月	1,916,615	1,388,389	340,483	388,445	28,309	21,571	0.72	4.08	0.07	1.31
3月	2,956,434	1,543,409	472,204	373,144	24,540	15,940	0.52	3.27	0.07	1.54

(出所) FIA, Monthly Volume Report, Open Interest Report各号等より作成