

国債先物オプション取引の市場創設期の思い出

冬至トレーディング

日本支店長 / パートナー 鍛原 充

国債先物上場30周年、国債先物オプション上場25周年、まことにおめでとうございませう。当初、取引所の方から何か寄稿してもらえないかとお話しをいただいた際、なにぶん普段からまったく書き物をしていないので何を書けばいいのか途方にくれたが、国債先物オプション取引の開始直後からマーケットに携わってきたこともあり、今とは隔世の感がある当時のトレーディング体制等について、いまの現役の方々は想像もできない部分もあると思い、何か少しでも記録に残すことで役に立てることがあればと、思い出話を書かせていただくことにした。

当時シカゴのオプション市場でマーケットメイクをしていた CRT（シカゴ・リサーチ・アンド・トレーディング・グループ・リミテッド社）が日本初の上場金融オプション取引となる日経 225 オプション取引の開始にあわせ、東京支店を設立したのは1989年だった。シカゴでのマーケットメイク業務で培ったノウハウを用いてマーケットに参加するのが目的だった。日経 225 株価指数先物オプション取引のマーケットメイクから開始し、その後1990年の国債先物オプション取引の開始にあわせ、特別参加者資格を取得し債券分野においてもマーケットメイクを開始した。

シカゴの本社からトレーダーを転勤させ、日本語のレッスンを受けさせた。最も重要だったのは、数の数え方と、売り、買い、取り消し等の言葉で、その他タクシー乗車時に用いるような「右、左、まっすぐ」などの日常用語の習得は二の次だった。取引端末は今と違い取引所から提供されたもののみだったため、アシスタントの採用には英語能力よりも入力スキルを重視した。音大卒等のピアノ演奏経験のある方が多かったと記憶している。

当時、板情報を取得するためには、端末が多ければ多いほどよかったが、1会員ごとに取得可能なポート数には制限があった。その後、当該ポート数の上限は徐々に緩和され、CRTはその都度取得上限数にあたるポートを入手していったが、それでも取引量に対するポート数は常に不足していたのを記憶している。それぞれのポートには最大4台の取引端末が接続できたため、私達はポートにスクリーン端末とプリンター端末を2台ずつ接続した。これを1セットとし、各ポートをトレーダーごとに配分したが、トレーダーは2台ずつ与えられたスクリーンとプリンターを、それぞれ新規注文用とキャンセル用に分けて使用した。

各トレーダーにはアシスタントを3名配属し、1名は新規注文、1名は入っている注文の管理、最後の1名はキャンセル注文対応といった役割分担をした。トレーダーと新規注文入力担当のアシスタントは、国債先物のトレーダーから送られてくる値段をもとにオプションプライスを算出し、そのプライスと板に入ってくる値段に目を光らせた。注文管理担当のアシスタントは、先物の値段が変わる都度、キャンセルすべきオプション注文に目を光らせ、キャンセルすべきトレードをもう1名のキャンセル注文担当のアシスタントに指示した。

当時、約定やキャンセルの確認はプリンター（ドットプリンター）で印字された後しか確認できなかったことから、少しでも早く状況把握を行うため、プリンターがある程度印字されたタイミングを見計らってノブを回して情報を読み取り、またノブを反転させて続きを印刷するという作業を一日に数百回行わなければならなかった。

特にマーケットの値動きが荒い局面においては、新規注文と、場にさらしている複数の注文のキャンセルを同時に手作業で行うのはかなりの集中力と体力が要求された。約定に関しても、今のように自動でポジションに反映されないため、手作業で自社システムに入力したものと実際の約定があっているかの確認が必要となり、特に相場の急変時などには神経を使った。

かなりの人海戦術ではあったが、当時としてはその中で効率的なトレーディングシステムが出来上がった。各トレーダーは他社のトレーダー達とのスピード勝負に加え、社内のトレーダー達とも競い合っていた。

当時は証拠金計算において SPAN を用いた証拠金算出がまだ導入されていなかったため、証拠金計算には常に頭を悩ませられた。泣く泣く無価値のオプションを1銭で買い戻したこともあった。

その後1993年に CRT がネーションズバンク(後のバンク・オブ・アメリカ)に買収されてからは、こうした問題は解消し、システムの効率化が進展するとともに、1998年11月には東証の先物/オプション売買システムが更新されたことにより、自社システムを取引所と直接接続できるようになったことで、取引可能量が増えポジションも大きく増えた。

ただ、一方でこの時期には、同時にジャパンリスクが世界的に騒がれていたことで、ネーションズバンクも日本へのカントリーリスクをかなり気にするようになった。同社は、取引所の特別参加者であったため、必要証拠金は取引所規則に沿って納める金額のみでよ

かったものの、それでも10億ドルに及んだ証拠金について、日本のカントリーリスクを懸念する本国サイドに対して理解させるのは大変だった。

2000年になるとSPAN証拠金が導入され、参入障壁は大幅に緩和されたものの、長引く市況環境の低迷等もあり、新規参入はすぐにはみられなかった。皮肉なことに、逆に競合する会社が徐々に減り、2001年ごろには対当する取引の約80パーセントを同社が占めるようになり、マーケットをほぼ席卷するようになった。マーケットメーカーとして、常にフローの反対側を取らされる同社にとって、日中のディーリングよりも積み上がった、行き場を失ったポジション管理がそれまで以上に重要になった。

2003年頃になると、市況環境の回復が見られ始めたこともあり、新規参入するマーケットメーカーも徐々に現れ始めたが、こうした中、私自身も会社から背中を押される形で仲間たちと独立した。これもSPAN証拠金の導入なしには不可能であったと考えている。

その後も取引所や清算機関によって市場インフラ機能が相次いで整備された。2007年には立会外取引の導入により大口数量が約定されないリスクがなくなるとともに、2008年にはギブアップ制度が導入されることでポジションを一業者に集約することが可能となり、これまで以上に少ない証拠金でマーケットに参入することが可能となった。

こうした取引所サイドにおける市場インフラ機能の整備等のおかげもあり、マーケットメーカー数はその後も徐々に増加しており、トレーディング環境もこれまでと比較すると容易に行うことが可能となった。

以上、簡単ではあるが、国債先物オプション取引市場の創設期の思い出話を書かせていただいた。みんなが肩を寄せ合い、端末を眺め、汗をかきながらトレードしていた当時が今では懐かしく思い出される。その一方で、見方を変えれば、これはわずか25年ほど前の話である。その後のシステム化の進展、市場インフラ機能の整備により、取引市場環境は大きく変化した。これから先、20年後、30年後の取引市場環境がどのように進化しているのか、楽しみである。取引所をはじめ、市場関係者のみなさんの益々の健闘を祈願したい。