

## 第18話 サークット・ブレーカーの話

(公益財団法人) 日本証券経済研究所  
大阪研究所長 二上季代司

### 1、サーキット・ブレーカーの定義

今回は、「サーキット・ブレーカー(Circuit breaker、以下 CB と略)」についてご説明しましょう。CB とは、相場が急変した場合に、株価の変動を緩和し、投資家に冷静な判断の機会を与えるための取引一時中断措置を指します。

前日終値など基準 (benchmark) となる価格 (Reference price) から一定の制限値幅(price limit)を決めておいて、値段がその制限値幅を超えようとする時には、取引を一時中断するのです。この中断時間は投資家を冷静にさせ、反対注文を呼び込む余裕期間です。その間の追加注文も含めて売り買いを付け合わせ、量的に合致する値段で約定させます (こうした需給付け合せを「板寄せ」と呼んでいます)。再開時およびその後の値段が第2次の拡大制限値幅を超えようとする場合には、さらに取引を中断します。

この制度は、アメリカが1988年に導入したのですが、日本では大阪取引所 (当時、大阪証券取引所) の先物、オプション市場で1994年から設けられています。その後、日米ともに改定が行われ、現在の制度は2014年以降のもので、制度の概要を具体的に説明する前に以下の点に注意しましょう。

- ① アメリカでは現物市場とデリバティブ市場が協調しながら中断措置が採られますが、日本のCB制度はデリバティブ市場だけに適用されます。
- ② また、日本の現物市場でも以前から個別株について「値幅制限」と呼ばれる取引一時中断措置がありますが、デリバティブ市場のCB制度とは関係なく発動されます。
- ③ もっとも、アメリカの現物市場にはCB制度の他、個別株について「Limit-up/Limit-down、LULD と略」と呼ばれる制度があります。これは日本の値幅制限に似ていますが、根本的な相違点があります。日本の値幅制限は一日の売買における値動きの幅を固定しており、それを超える価格での売買はできませんが、LULD制度は一時中断措置であって、そのような停止措置を含んでおりません。

### 2、日本のCB制度

大阪取引所で行われている指数先物取引たとえば日経225先物を例にとりましょう。執筆時点 (2017年3月28日) で日経225先物の制限値幅は、①±1,530円、②第1次拡大時±2,290円、③第2次拡大期±3,060円と決めています。これは3月1日~5月31日までの3カ月間、適用される制限値幅で、これに先立つ25営業日前から数えて20営業日 (1月25日~2月21日) の制限値幅の基準値段 (=前取引日の清算数値) の平均値 (19,162.5円) の±8%、±12%、±16%で計算した値です。

今、上昇期を例にとりましょう。

日経 225 先物のうち最も取引量の多い限月取引（通常は、期近物です）について、前日終値を基準値段にして+1,530 円の上限值に達してから 1 分間、制限値幅の 10%（153 円）を超える低い値段で取引が成立しなければ、CB が発動され、10 分間、取引を中断します。この間も注文は受け付けられ、制限値幅を+2,290 円に拡大、10 分後に板寄せ方式で売り買い合致する値段で約定させ、取引を再開します。その後、更に上昇して+2,290 円の上限值に達すると同様の措置を繰り返します。なお、上記の CB 発動条件に該当した場合には、期近物だけではなくすべての限月取引（ミニ取引も含む）、対象指数が同一のオプション取引も取引を一時中断します。

ただし、第二次拡大幅+3,060 円の上限に達した場合には CB を発動しません。また終値を決定するような注文が入り始める時間帯（日中立会取引や夜間立会取引のレギュラーセッションの 20 分前以降）についても発動しません。

以上は日経 225 先物についてでした。大阪取引所は TOPIX などほかにも多くの株価指数先物を上場していますが、国内株価指数先物についても同様の方法で CB 制度を適用しています。ただし海外株価指数先物については母国市場の制度に準拠した扱いとなっています。

### 3、アメリカの CB 制度

これに対し、CB 制度の母国アメリカでは、次の点が日本と異なります。第 1 に、CB の発動は現物市場と協調して行われます。つまり、現物市場も同時に取引を中断するのです。第 2 に、アメリカの CB は下落時にのみ発動され、上昇期には適用されません。

まずニューヨーク証券取引所（NYSE）において、S&P500 指数が前日終値から 7%下落した時（レベル 1）、15 分間、市場全体の現物取引を中断します。再開後さらに 13%下落すると（レベル 2）、再び 15 分間、停止します。さらに 20%下落すると（レベル 3）、以降、終日、売買が停止されます。なお、レベル 1 および 2 のケースでは、大引け前 35 分間の時間帯（3 時 25 分～4 時）では発動されません。

他方、シカゴ・マーカントイル取引所（CME）では、SP500 をはじめ多くの株価指数先物・オプションが取引されていますが、基本的に NYSE と同様です。つまり S&P500 指数先物では同様に前日終値からの下落幅が 7%、次いで 13%さらに 20%に達すると、上記のように NYSE と同様の条件で CB が発動されます（なおシカゴと NY は 1 時間の時差がありますが、調整して時間帯を同じにしています）。

なお、CME は NYSE の立会時間以外の夜間取引も行っています。その時間帯では、上下 5%（つまり価格上昇のケースも含みます）の値幅を超える場合に CB が発動されます。また、CME は他国の商品たとえば日経 225 先物も取引しています。この場合には、先に見たように、日本の発動条件に合わせて上下 8%、12%、16%の制限値幅を設定しています。

### 4、日本の値幅制限と更新値幅

それでは、日本の現物市場では CB のような取引中断措置はないのか、といえば、あります。それが「値幅制限」です。東証の規則集には「値幅制限」という用語はなく、あるの

は「制限値幅」です。しかし、現物市場の「制限値幅」と先物・オプション市場の「制限値幅」は取引中断効果としては異なる点があり、両者を区別する意味で現物市場に「値幅制限」という一般呼称を使うことは、それなりの意味があると思います。

東証では個別株について株価水準ごとに、一日の値動きの幅（「制限値幅」）を決めています。たとえば、前日終値の株価が 100 円未満であれば、上下 30 円です。つまり前日終値 99 円の株は、129 円を超えることも 69 円を下回って取引することもできません。そこで上下限に張り付いた株価は「ストップ高」とか「ストップ安」といわれます。こうしたことは大阪取引所のデリバティブ市場にはないのです。つまり現物市場の「制限値幅」はデリバティブ市場のように拡大せず、この値幅の範囲内でしか日中の値動きを認めない制度なのです。

このほか、現物市場には「気配の更新値幅」とか「特別気配制度」と呼ばれるものがあります。基準価格 200 円未満の株の場合は「更新値幅」は上下 5 円です。これは、直前の値段が 190 円の場合、195 円を超えた水準(例えば 196 円)で次の売買が成立するような場合には、即時に売買を成立させず、更新値幅の範囲内つまり 195 円の『買い特別気配』を表示して、反対の売り注文を喚起します。特別気配を表示中も注文は受け付けますが、反対注文が入らず、不均衡が続けば特別気配を 3 分間隔で更新し、売り買い合致する値段まで近づけます(板寄せ方式)。もし、特別気配がその日の「制限値幅」に達してしまうようであれば、その上限で「板寄せ方式」に準じた順番で、付け合せできた注文を各取引参加者単位で配分していきます(以上は上昇のケースですが、下落の場合も同じです)。これがストップ配分と呼ばれるものです。

なお、デリバティブ市場にも、現物市場の特別気配制度とよく似た「即時約定可能値幅制度」があります。これは、直前の基準となる値段から一定幅(日経 225 先物等の場合は  $\pm 0.8\%$ ) を超える水準で売買が成立するような場合には、即時に売買を成立させず、取引を一時中断します。そして 30 秒間隔で基準値段を直近の約定値段に更新し、板寄せにより取引を再開させます。これも価格急変を防止するための制度といえるでしょう。

## 5、Limit-up/Limit-down (LULD)

他方、アメリカの現物市場には、市場全体の取引中断措置のほか、個別株について LULD 制度があります。これは、個別銘柄につき直前 5 分間の約定価格の平均値を基準として上下一定の値幅に値動きを制限するものです。つまり、株価が上下限値に達して、その後 15 秒以内に値幅内に戻らない場合には 5 分間売買を停止するのです。

この制限値幅は、S&P500 や Russel1000 の構成銘柄のように流動性のある銘柄と流動性の乏しい銘柄では制限値幅の大きさが違っています。また基準価格の水準に応じても値幅を異にしています。しかし、日本の現物株の更新値幅や制限値幅のような細分化した値幅にはなっていません。また、日本の現物市場のように、値動きを認めない値幅を設けているわけではありません。寄付き後の 15 分間、引け前の 25 分間は値幅を 2 倍にしますし、

売買の一時停止から 10 分以内に売買の再開価格がつかない場合には値幅を 3 倍に広げます。

なお、アメリカの現物株の取引市場は NYSE だけではありません。基本的に、NYSE 上場銘柄は NYSE が「Primary market」として、CB 制度の発動に責任を持ちます。これにあわせて NYSE 銘柄を取引している他市場も CB 制度を発動していくのです。

## 6、おわりに

サーキット・ブレーカーには、アメリカでも賛否両論あります。1987 年のブラック・マンデーで 22.6%もの下落を経験したことが翌年に CB 制度を導入した背景でした。しかし、その後、1997 年の CB の発動による混乱、逆に 2010 年の「フラッシュ・クラッシュ」と呼ばれる株価乱高下の時には CB が発動されなかったことなど、CB 制度の欠陥が露呈し、それらの見直しを経て 2014 年に現行の CB 制度へと改訂されていきました。

他方、日本では、先物取引創設当初は現物株と同様の取引中断措置がありました。「株先 50」(1987 年)、「日経 225 先物」(1988 年)とともに、「制限値幅」は前日終値を基準価格として±3%程度に設定され、さらに「気配の更新値幅(±0.3%程度)」や「特別気配制度」などもあったのです。バブル崩壊後の株価下落の過程で、現物株価の下落を先物取引が加速させたのではないかという「先物悪玉論」が台頭したことを契機として、更新値幅の縮小や、更新時間の延長など、先物価格の値動きを抑制しようとする措置が採られていきました。

しかし、関係者の間から、先物・オプション市場の在り方としてこうした規制強化によるのではなく、商品性の見直しや市場管理方法の改善によることが望ましいという観点から、1994 年に加重平均型の「日経 300 先物取引等」の導入とともに、アメリカの CB 制度が導入されました。この時に、制限値幅を±5%に拡大、前述の更新値幅の縮小・更新時間の延長措置は解除されたのです。

その後、現物指数の変動状況を勘案して制限値幅を拡大し、シカゴの CME が 2014 年に現行の CB 制度を採用してからは、これと協調する形で、現在の制度に変わりました。先物市場の制限値幅は絶えず見直しが行われ、傾向としては拡大されていますが、その理由は、現物指数の変動状況と比べて値幅が小さければヘッジ機能が損なわれるからです。

もっとも、日本の CB 制度は、先例となったアメリカの CB 制度と異なって現物市場と協調して行われているわけではありません。それは現物市場にすでに厳格な取引中断措置である値幅制限があったからでしょう。これまでのところ、現物株の東証集中度は高いのですが、もしこれが、アメリカのように他市場でも取引されるケースが増えてくれば、取引中断措置も他市場との協調を考慮するケースがでてくる可能性があるかもしれません。

(第 18 話、おわり)