

先物・オプションマーケット

値洗い差金からみた日経225先物市場

はじめに

日経225先物市場における取引代金が現物市場の数倍にも達していることから、現物・先物市場のアンバランスが話題となっている。これは、日経225先物市場が現物市場との比較において相対的に拡大していることを示すものではあるが、先物市場における取引代金そのものは売り手と買い手の間で授受されているわけではなく、実際に授受されているのは差金のみである。この差金には、顧客と証券会社の間で決済時に授受される差金と、証券会社間で取引所を通じて日々授受される差金、すなわち値洗い差金がある。

本稿では、このうち値洗い差金をとりあげ、日経225先物市場をキャッシュ・フローの面から概観してみることにする。

1 値洗い差金とは

証券会社の建玉を毎日の清算指数（一般には当日の終値）によって日々評価替えし、その評価差損益を取引所を通じて証券会社間で授受することを値洗いといい、授受される差損益が値洗い差金である。この値洗い差金の授受は同一証券会社においては差益と差損の差引き額について行われる。値洗いは、証券会社間の決済履行の確保を図り、また決済時の計算を容易にするうえで不可欠の仕組みである。

値洗い差金とは引直差金と更新差金の二つの差金の合計である。引直差金とは、その日に行われた取引を当日の清算指数で評価替えすることによる差金であり、更新差金とは前日のすべての建玉を当日の清算指数で評価替えすることによる差金である。

2 値洗い差金の規模

表1は、先物・オプション市場開設来の日経225先物の取引代金、値洗い差金、オプション取引代金及び現物売買代金（東証、大証第1部、第2部合計）の推移を示したものである。

これによると、先物の月間取引代金は市場開設から1989年12月まではほとんどが10兆円台の水準であり、現物との比較においても現物が先物を上回っていたが、相場が

下げ過程に入った1990年1月に初めて先物取引代金が現物を上回った。その後、現物市場の不振と先物市場の拡大が相俟って、相対的に先物市場の比率が高まり1991年6月には先物取引代金は現物売買代金の5.5倍超に達した。

一方、この間に証券会社間で実際に授受された値洗い差金をみると、今回の調整相場の始まった1990年1月を境に大幅に増加し、90年8月には3,928億円と最高を記録し、直近の91年7月では3,550億円となっている。しかし、これを現物売買代金と比較するとそれぞれ2.3%、4.1%に過ぎず、先物取引代金との比較でもそれぞれ1.0%、0.7%と低い水準である。ちなみに、オプション取引代金に対する比率ではそれぞれ82.1%、58.4%となっている。

また、1990年1月以降、先物取引代金の現物売買代金に対する比率がほぼ一貫して拡大しているが、値洗い差金の現物売買代金に対する比率もすう勢的には増加する傾向がみられる。しかし先物取引代金と値洗い差金を金額ベースでみると、例えば、90年8月と91年4月を比べると、先物取引代金は両者とも40兆円弱であるが値洗い差金は90年8月が3,928億円、91年4月が1,896億円と大きく異なるなど必ずしも連動しているわけではない。

3 値洗い差金の変動要因

それでは値洗い差金の増減の要因としてどのようなものが考えられるであろうか。そこで、これまでに取り上げた現物売買代金、先物取引代金、オプション取引代金のほか取引単位数、月間の終値・始値の幅と高・安変動幅及び月末建玉残高について、値洗い差金との相関係数を算出してみた（表2）。

表2 値洗い差金との相関係数
(月間数値による)

現物売買代金	-0.77
先物取引代金	0.79
オプション取引代金	0.63
取引単位数	0.83
先物終値-始値	-0.37
先物高安変動幅	0.72
月末建玉残高	0.89

表2のとおり、値洗い差金は、先物取引代金との相関係数が0.79と強い相関関係にあるほか、建玉残高（相関係数0.89）及び取引単位数（相関係数0.83）とも強い相関関係がある。また先物価格の月間高安変動幅ともかなり強い相関関係（相関係数0.72）がある。先にも述べたように、値洗い差金は引直差金（その日に行われた取引の

当日の清算指数での評価替えによる差金)と更新差金(前日建玉の当日の清算指数での評価替えによる差金)の合計であるため、取引単位数や建玉残高と強い相関関係があることはいわば当然のことと言えるであろう。一方、現物売買代金との相関係数は-0.77と強い負の相関関係がある。この点については後述する。

表3 価格変動に対する相関係数

	先物取引代金	値洗い差金	現物売買代金
先物月間終値-始値	-0.22	-0.37	0.28
先物月間高安変動幅	0.41	0.72	-0.39
現物月間終値-始値	-0.23	-0.39	0.30
現物月間高安変動幅	0.36	0.68	-0.34

表1 日経225先物取引代金,値洗い差金,オプション取引代金,現物売買代金の推移

(単位:億円,%)

年 月	先物取引代金(A)	A/D(%)	先物値洗い差金(B)	B/D(%)	B/A(%)	B/C	オプション取引代金(C)	C/D	現物売買代金(D)
88.09	156,107	72.27	33	0.02	0.02				215,999
88.10	111,230	43.51	69	0.03	0.06				225,629
88.11	127,824	38.86	123	0.04	0.10				328,911
88.12	147,584	64.52	81	0.04	0.05				228,726
89.01	123,398	39.85	128	0.04	0.10				309,660
89.02	100,679	23.73	104	0.02	0.10				424,354
89.03	136,258	38.03	192	0.05	0.14				358,305
89.04	123,175	38.78	217	0.07	0.18				317,641
89.05	141,999	54.79	144	0.06	0.10				259,173
89.06	155,740	64.67	312	0.13	0.20	7.60	4,106	1.70	240,834
89.07	160,400	67.59	335	0.14	0.21	13.96	2,400	1.01	237,318
89.08	181,618	68.04	198	0.07	0.11	6.23	3,180	1.19	266,944
89.09	189,206	64.60	261	0.09	0.14	7.02	3,718	1.27	292,885
89.10	184,266	52.82	399	0.11	0.22	17.42	2,291	0.66	348,858
89.11	164,310	48.08	199	0.06	0.12	17.08	1,165	0.34	341,709
89.12	224,549	65.04	485	0.14	0.22	31.39	1,545	0.45	345,225
90.01	229,673	106.93	1,158	0.54	0.50	74.52	1,554	0.72	214,796
90.02	250,184	127.77	1,574	0.80	0.63	65.12	2,417	1.23	195,814
90.03	369,411	132.02	2,116	0.76	0.57	72.32	2,926	1.05	279,823
90.04	258,448	142.39	2,161	1.19	0.84	127.95	1,689	0.93	181,507
90.05	362,447	153.36	1,391	0.59	0.38	91.39	1,522	0.64	236,334
90.06	399,752	174.88	1,105	0.48	0.28	68.93	1,603	0.70	228,581
90.07	423,309	185.13	1,370	0.60	0.32	72.18	1,898	0.83	228,661
90.08	376,405	220.99	3,928	2.31	1.04	82.11	4,784	2.81	170,325
90.09	318,114	241.21	2,504	1.90	0.79	55.82	4,486	3.40	131,885
90.10	239,491	152.58	2,317	1.48	0.97	50.01	4,633	2.95	156,964
90.11	322,556	329.57	2,116	2.16	0.66	57.94	3,652	3.73	97,871
90.12	398,916	390.23	2,714	2.65	0.68	61.10	4,442	4.35	102,227
91.01	316,774	373.42	3,144	3.71	0.99	69.48	4,525	5.33	84,831
91.02	545,208	264.22	2,777	1.35	0.51	52.08	5,332	2.58	206,349
91.03	609,664	354.81	2,277	1.33	0.37	46.94	4,851	2.82	171,829
91.04	395,759	300.02	1,896	1.44	0.48	58.20	3,258	2.47	131,913
91.05	429,382	433.38	2,325	2.35	0.54	62.22	3,737	3.77	99,078
91.06	525,873	551.48	2,620	2.75	0.50	49.81	5,260	5.52	95,357
91.07	469,618	552.48	3,550	4.18	0.76	58.40	6,079	7.15	85,002

(注)現物売買代金は大豆、東証第1部、第2部合計

表3は先物取引代金、値洗い差金及び現物売買代金を現物及び先物の月間価格変動との関係でみたものである。

先物取引代金及び現物取引代金についてはいずれも相関関係の存在を認めるほど高い数値ではない。ただし、係数の符号を見ると現物と先物とでは正反対になっている。すなわち、終値・始値変動幅に対しては先物取引代金は負の値、高安変動幅に対しては正の値となっており、価格が下落すれば、あるいは価格が大きく変動すれば先物取引代金が増加する傾向があり、現物売買代金は先物とは逆の動きとなることを示唆している。

これに対して値洗い差金は先物高安変動幅(相関係数0.72)、現物月間高安変動幅(相関係数0.68)をはじめ、先物取引代金に比べいずれの項目においても高い相関係数となっており、値洗い差金が価格変動に対して敏感に反応していることが分かる。

表4は現物売買代金、先物取引代金、オプション取引代金及び値洗い差金相互間の相関係数を示している。これによると、現物売買代金に対しては先物取引代金、オ

表4 売買代金・差金間の相関係数

	現物売買代金	先物取引代金	オプション取引代金	値洗い差金
現物売買代金	1.00			
先物取引代金	-0.64	1.00		
オプション取引代金	-0.61	0.47	1.00	
値洗い差金	-0.77	0.79	0.63	1.00

プション取引代金、値洗い差金のいずれとも負の相関がみられ、現物市場の低迷時に先物やオプションが増加することを示している。特に値洗い差金との相関係数は-0.77と高く、これに比べると先物取引代金との相関係数は-0.64とやや低くなっている。

以上の検証結果から、値洗い差金について次の3つのことが明らかとなった。

- (1) 建玉残高及び取引単位数と強い正の相関がある。
- (2) 価格変動幅と比較的強い正の相関がある。
- (3) 現物売買代金と強い負の相関がある。

1990年1月以降の調整局面において、現物市場の売買高が縮小する一方で、先物取引の利用は引続き高水準に推移し、これに伴って取引単位数及び建玉残高が増加している。検証結果は、こういった両市場の動向の中で、値洗い差金が増嵩傾向を示していることのひとつの説明になるのではないかと思われる。

以上、日経225先物の値洗い差金の額や他の要因との相関関係について概観したが、対象期間には昨年来の記録的な大暴落という特殊な期間を含んでおり、また日別データではなく月間データを用いているため、この分析結果をもって必ずしも妥当とはいえないことは承知しているが、値洗い差金は先物取引における実際のキャッシュ・フローの一つとして興味深い数値であるので紹介した次第である。

(T. N)