

先物・オプションマーケット

先物取引規制とその影響

はじめに

日経225先物取引市場に対しては、平成2年8月24日に証拠金率の引上げ、更新値幅の縮小及び更新時間の延長が実施されて以来、数度にわたる規制措置やディスクロージャーの強化が行われてきた。本稿では、これまでに取られた規制措置等を概観するとともに、本年3月23日から実施された委託手数料等の引上げ前後の日経225先物市場の状況を中心にこうした規制措置等の影響について見てみることにする。

1 先物取引に対する規制措置等の概要

これまでに先物取引に対して取られた規制措置等は表1のとおりであり、この結果、現在では委託証拠金は規制前の3.3倍(現金部分は4.3倍)、取引証拠金は4.2倍(現金部分は新設)、手数料は2倍に引き上げられた。このほかディスクロージャーの強化として、裁定取引にかかる現物株式の売買状況、現物ポジション、会員別売買状況、日経225先物取引における会員別売買高及び建玉残高の公表が行われている。

表1 先物市場に関する規制措置等

実施日	証拠金	更新日値幅等	立会時間	手数料
規制前	委託 9%(3%) 取引 6	90円(3分) 先物2~3万円の場合	前場~11時15分 後場~3時15分	
H2. 8. 24 (第1次)	委託 15%(5%) 取引 10	50円(6分)		
10. 2			前場~11時 後場~3時10分	
H3. 1. 31 (第2次)	委託 20%(7%) 取引 15 (2)			
6. 27 (第3次)	委託 25%(8%) 取引 20 (5)	30円(5分)		
12. 18 (第4次)	委託 30%(13%) 取引 25 (10)	20円(3時以降) 30円(大引)		
H4. 2. 5			後場~3時	
3. 23 (第5次)				委託手数料 2倍 定率会費 2倍

2 規制措置の影響

図1は規制措置が行われる直前の平成2年7月から平成4年3月までの日経225先物の取引高、建玉残高及び値付回数を示したものである。表2は委託手数料の引上げが行われた本年3月23日前後の取引状況である。

これらの図表から、これまでの規制措置が日経225先物取引に対してどのような影響を与えたかを見てみることにする。

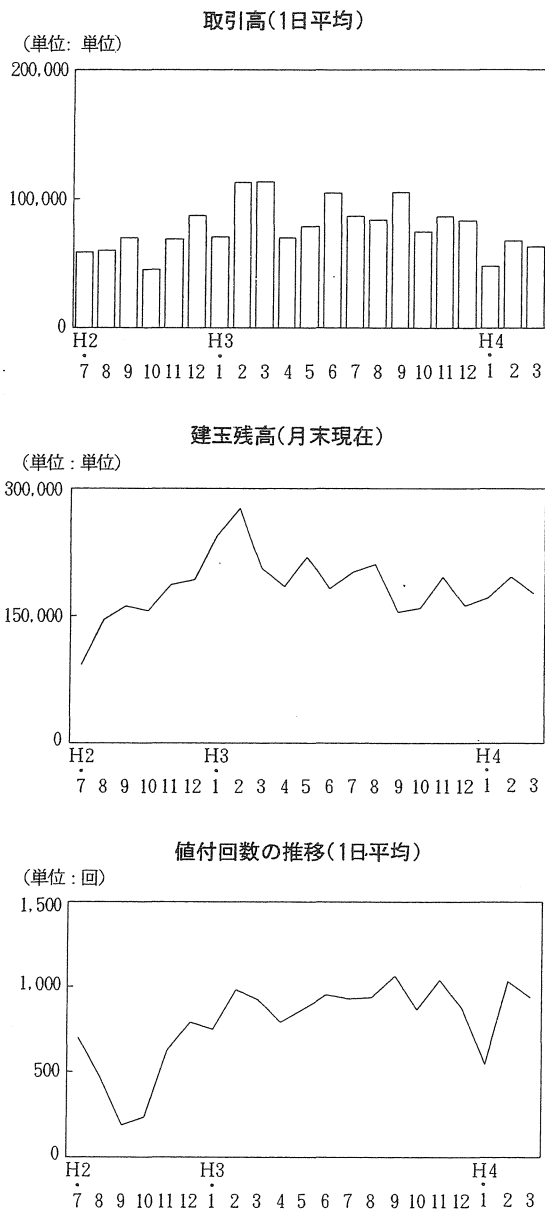
(1)第1次から第4次までの規制措置の影響

まず第1次から第4次までの規制措置の影響であるが、取引高では昨年までは4度にわたる証拠金の引上げにもかかわらず1日平均取引高が10万単位を超える月が散見されるなど特に減少傾向は見られなかったが(平成2年10月の取引高が減少しているのは取引所税法の改正により指数先物取引にも課税されることとなったことの一時的な影響が考えられる)、第4次規制の影響がフルに現れた本年1月以降やや減少傾向が見られ、平成2年8月の第1次規制前とほぼ同じ水準になっている。これは証拠金引上げによる影響に加えて、第4次規制で大引けにおける更新値幅が50円から30円に縮小されたことによつて、いわゆるザラバ引け(大引け不成立)で終わるケースが増加したことにもよるものと思われる。

建玉残高では平成3年2月末の275,000単位を最高に、第1次規制以降継続して15万単位を超えており規制措置の影響はほとんど見られない。

最後に値付回数であるが、第1次規制直後の平成2年9月から10月にかけて値付回数が極端に減少し、流動性の低下が見られた。これは気配の更新値幅の縮小と更新時間の延長の影響が大きいと思われる(本誌Vo12. No.11, P2.平成2年11月13日号参照)。平成3年6月の更新値幅の縮小及び更新時間の延長では昨年中は影響は見られなかった。日本経済新聞社発表の日経平均株価のヒストリカル・ボラティリティをみると、昨年7月以降、これが30%を超えた期間は8月下旬から9月上旬にかけての2週間あまりのみであり、現物市場が比較的小動きに終始していたためと思われる。ところが本年1月に大きく値付回数が減少し、2月には回復している。ボラティリティをみると1月は1か月間を通して30%を超えており、2月から3月にかけては再び30%以下の水準に戻っている。すなわち、本年1月のようにボラティリティが上昇したときには、30円の更新値幅では現物指数の変動に先物市場がついて行けなくなり、約定成立の機会が

図1 日経225先物の取引状況



減少するものと思われる。

以上のように第4次までの規制においては、気配の更新に関する規制すなわち市場の管理・運用上の規制措置が直接的な影響を及ぼしているが、本年に入ってから取引高の減少にみられるように4次にわたる累次の証拠金引上げ措置も市場参加者に対して効果を及ぼしはじめていえる。

(2)第5次規制(委託手数料等の引上げ)の影響

本年3月23日から、委託手数料及び定率会費がそれぞれ2倍に引き上げられた。これまでの規制措置は証拠金引上げによるいわば間接的な取引コストの引上げであったが、今回初めて直接的に取引コストの引上げが行われた。

表2によって委託手数料引上げ前後の取引状況を見ると、引上げ直後の3月23日から27日までの1週間ではそれ以前と比較して、取引高が減少しているほかは顕著な変化は見られない。これに対して、3月30日以降においては多くの点で変化が見られる。

まず、1日平均取引高は、3月第1週から減少が続いているが、3月30日からの週以降減少傾向が強まり、40,549単位、30,568単位、37,422単位と3月第1週の取引高76,125単位と比べそれぞれ47%、60%、51%の減少となっている。この結果、現物市場に対する取引金額ベースでの比率も相対的に低下し、3月第1週の5.6倍から3倍を切る水準にまで低下している。

また、値付回数が急減している。すなわち、手数料引上げが行われた3月23日からの週は前週と比べほぼ同じであったが、ボラティリティの上昇傾向が強まった3月末から急減し、先に述べた平成2年9月から10月にかけての値付回数の減少以来の低い水準となっている。

表2 日経225先物の取引状況(3月2日~4月10日)

週 間	自己取引・委託取引別の取引状況(一日平均)					取引金額の比較(一日平均)			日計り商い率 (%)	値付回数 (一日平均)	日経225先物取引の取引高比較(一日平均)		
	自己・委託合計	自己取引	構成比	委託取引	構成比	先物取引金額A	現物(東証)B	A/B			大阪証券取引所	SIMEX	CME
H.4 3.2~3.6	単位 152,249	単位 79,215	% 52.03	単位 73,034	% 47.97	百万円 1,628,579	% 291,371	% 558.9	% 51.40	回 1,188	単位 76,125	単位 6,611	単位 2,374
3.9~3.13	137,150	64,178	46.79	72,972	53.21	1,430,218	340,841	419.6	44.65	985	68,575	7,075	1,674
3.16~3.19	110,926	52,420	47.26	58,506	52.74	1,115,424	444,069	251.2	47.94	763	55,463	7,709	621
3.23~3.27	98,880	54,384	55.00	44,496	45.00	1,004,817	282,206	356.1	46.84	765	49,440	6,115	774
3.30~4.3	81,099	30,713	37.87	50,386	62.13	784,511	266,320	294.6	35.07	395	40,549	12,128	1,185
4.6~4.10	61,137	25,718	42.07	35,419	57.93	595,542	260,539	228.6	35.02	301	30,568	20,091	2,822
4.13~4.17	74,845	33,901	45.30	40,943	54.70	666,821	297,687	224.0	23.15	364	37,422	17,968	1,220

(注) 1. 3月23日から先物取引及びオプション取引の委託手数料を従来の2倍に引き上げた。
 2. 自己取引・委託取引別の取引状況欄の取引高は、売付け及び買付けの合計数量である。
 3. 現物市場の売買代金は、東京証券取引所の市場第一部及び第二部の売買代金の合計である。
 4. 日計り商い率は、当日の転売及び買戻しの合計数量を取引高で除して計算した。

次に自己・委託別の取引状況を見ることとする。まず自己取引では定率会費が引き上げられた3月23日からの週の取引高は微増しているが、翌週から急減している。大証での日計り商いが低下する一方、SIMEXの取引高が増加していることから分かるように、ボラティリティの上昇に伴い先物市場での値付きが悪化したことにより、短期の取引を中心とする自己部門の取引がSIMEXへ流れたものと思われる。

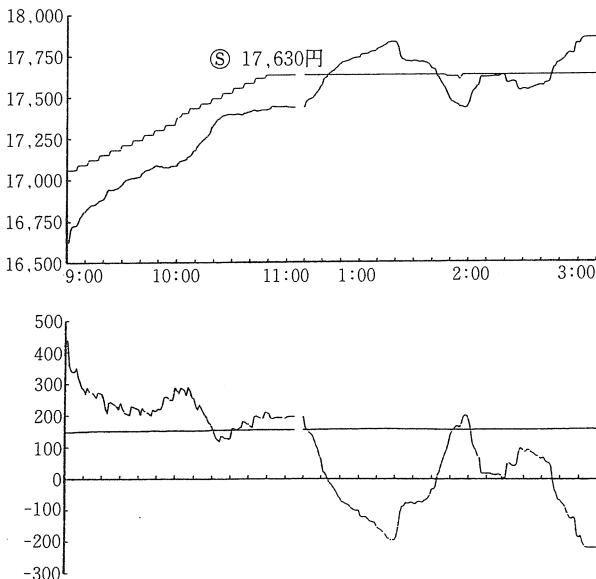
委託取引は、委託手数料の引上げが実施された3月23日からの週には若干減少したが翌週にはやや増加し、4月6日からの週以降減少している。手数料引上げ後2週間は、いわゆる決算対策絡みの取引が多かったと言われており、その後に委託手数料引上げの影響が現われたものと考えられる。

このように今回の委託手数料の引上げは、3月末からの現物市場におけるボラティリティの上昇による値付きの悪化とあいまって、日経225先物市場の流動性を低下させている。

このほか、先物価格が20,000円を割ったことにより制限値幅がこれまでの900円から600円になったことも影響していると考えられる。

例えば図2は日経平均株価が前日比1,252円51銭高と

図2 4月10日の日経平均株価と日経225先物6月限



なった4月10日の状況である。この日は寄付きからの現物相場の急騰により、先物市場では前場は30円刻みの気配更新を繰り返しており、前場終了前から後場にかけてはストップ高買気配(17,630円)に張り付いたままである。この間約定が成立したのは現物相場が一服した午前10時ごろと午後2時前の数分間と大引けでのストップ値段による比例配分のみであった。取引高は22,379単位であった。

この日の日経平均株価の高値は17,850円66銭であり、先物市場は現物市場の変化に全く追随することができず、その機能は事実上停止していたといえる。一方、SIMEXの日経225先物6月限は、一時18,050円(前日比1,345高)まで買い進まれ、18,015円で終了した。取引高は22,827単位と大証を上回った。

日経225先物は現在、大証、SIMEX及びCMEで取引されているが各取引所での制限値幅は表3のとおりであり、大証が最も狭い値幅となっている。

表3 日経225先物の制限値幅

取引所	制限値幅
大証	600円(2万円未満の場合)
SIMEX	基準値±10%(ただし5%変化した時点で、30分間取引停止)
CME	1,000円(2万円未満の場合)

おわりに

以上のとおり、日経225先物市場は、本年4月以降、流動性が低下している。1日平均取引高ではおよそ平成2年初頭の水準であるが、値付回数なども考慮すると当時よりも流動性は低下しているともいえる状況である。

なお、最近、これまで続いてきたベースの上方垂離にやや変化が出てきており、ベースの縮小傾向が現れている。これは、現物市場が依然として先行き不透明であるのに加えて、これまで述べたような先物市場の流動性低下の結果、上方垂離の一因といわれる流動性プレミアムが減少したためではないかと考えられる。

(T. N)