

先物・オプションマーケット

先物市場における最近の変化について

はじめに

現物市場は 6 月に入っても保合い状態で推移しているが、一方、先物市場にはこれまでに見られなかった顕著な変化が生じている。要約すれば次の 2 点である。

① 裁定残高の急減傾向

② 裁定取引にかかる建玉のロールオーバーの鈍化

これまで大証では、恒常的な裁定残高の累増現象を市場制度の不備と考え、克服すべき最優先課題として取り組んできた。そのために一昨年からの累次の規制策・対応策を実施してきたが、最近になってようやくその影響が先物市場に顕在化しはじめている。これがどのように関わっているのかも視野に入れながら、とりあえず本稿では 4 年 6 月限を中心に変化の状況とその背景について概観してみたい。

1 なぜ裁定残高の解消が急増しているのか

(1) 別表 1 のように過去 5 限月中、取引最終日の 3 週間前の時点比較では、4 年 6 月限の裁定残高の減少率(株数ベース)は 47% と極めて高い。

別表 1 裁定取引に係る現物買ポジションの増減

限 月	ピーク時 当限となって (千株)		最終日の3週間 (千株)	減少幅 (千株)	減少率 (%)
3 年 6 月限	10 週後	974,874	925,971	48,903	5.0
3 年 9 月限	9 週後	1,281,966	1,198,227	83,739	6.5
3 年 12 月限	7 週後	1,423,764	1,134,600	289,164	20.3
4 年 3 月限	7 週後	1,272,091	1,064,474	225,617	17.7
4 年 6 月限	3 週後	1,484,777	783,565	701,212	47.2

これまで、先物価格が恒常的に割高であったことから裁定機会が頻発し、その結果、先物残高が累増した。また、いったん積み上がった裁定残高は、SQ 日前に

はほとんど解消が進まず、最終の SQ 日に一挙に解消するというのが常態であった(そのうち相当部分はロールオーバーされている)。

しかし、そうだとわかっていても、積み上がっている残高がいつ崩れるかという不安(解消による現物売り)が絶えず現物市場への圧迫材料として重くのしかかっていた。確かに頭の痛い問題のひとつであった。

ところが 4 年 6 月限において上記のように急速に残高が減少に転じた。原因はいうまでもなく解消チャンス、いわゆるベースの縮小によるものである。

(2) そのベースの状況は、次頁の図表に示すとおりである。過去 6 限月中、3 年 12 月限までと 4 年 3 月限以降とは明らかに変化している。すなわち、前者では市場ベースが理論ベースから大幅に上方乖離しているのに対して、後者ではその乖離が縮小し、理論ベースを中心に上下する傾向を示している。このことは裁定機会の減少と裁定解消機会の増加にほかならない。

(3) このことを別の角度から見てみよう。別図 2 では、4 年 6 月限が当限となって僅か 3 週間で裁定残高を積み上げてピークを打ち、以降はまた急速に減少するという先鋭的なカーブを描いている。他の限月のパターンとは瞭然とその違いを表している。このことから裁定取引の設定機会が減少し、解消機会の多発の事実をビジュアルに読み取ることができる。

(4) そこで、次にベースの縮小の原因と思われる事項を列挙してみよう。

① 先物取引コストの上昇(12 月 証拠金率の第 4 次引上げ、3 月 委託手数料の倍増引上げ)

② 先物の取引手口、建玉残高の公表(2 月 6 日実施)

③ 更新値幅の縮小、更新時間の延長措置

④ 現物市場の急落とトレーダーの意識の変化(売り選好)

⑤ 先行き不透明感(強気になれない)

上記のいずれもが複合的に働いていると考えられる。

①によって現先両取引のコストの差が縮小したため、

理論的にはその分だけ先物価格を引き下げ、ひいては市場ベース（先物価格—現物指数）の縮小に寄与したと考えられる。実態的にも、取引コストの上昇は市場参加意欲の減退に作用し超過需要を抑えた結果、先物の割高傾向を鈍化させる方向へ効果があったと考える。

②はディスクロージャーである。これがベースの縮小にどの程度影響したかは直截に評価しがたいが、市場関係者の多くは不安心理の除去や取引の透明性を高めたという面でかなり前向きに受けとめている。確かに、情報開示前では市場の実態が見えないため、これがかえって憶測を呼び、市場に無用の不安と不信をもたらせていたと考えられる。また、市場動向の判断材料に欠けるためタイムリーな投資行動を逸し、不測の損失を被るといったこともつとに指摘されていた。その意味で、ディスクロージャーに踏み切ったことは、市場の安定、信頼の回復に加えて、投資戦略に柔軟性を与えたことは有用な措置であったと思われる。

また、ベース縮小に関しても寄与していることが認められる。

例えば、恒常的な先物の上方乖離現象の修正が、この情報開示に踏み切った時期とほぼ同じくしていることから、あながち両者は無関係ではないと考えられること、また、情報開示によって取引の透明性が高まったことか

ら、例えば、相場の変動局面においてすら見られた上方乖離というような異常な現象も開示後は姿を消したこと等、牽制効果はあったと思われる。

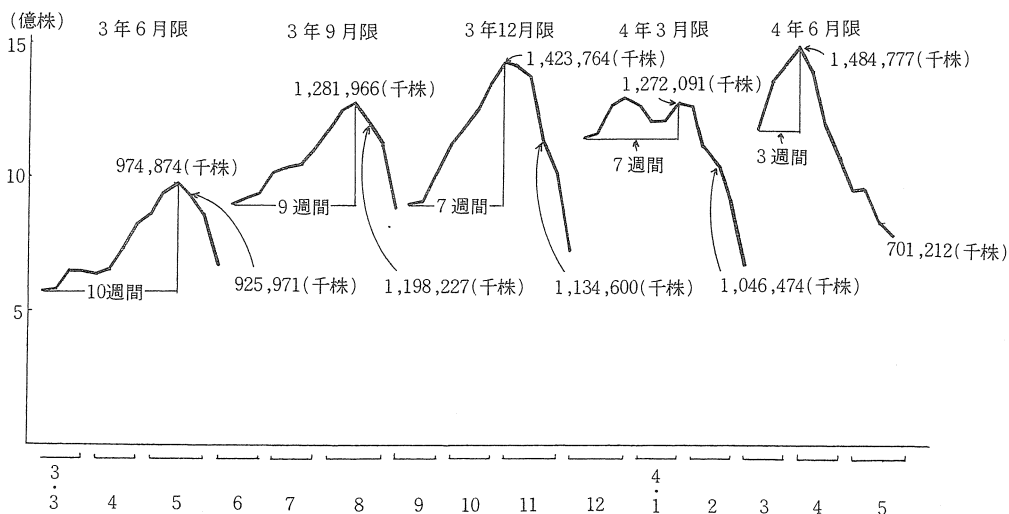
次に③以下の事柄は、効果の面からいえば、先物市場の流動性低下をもたらせる。証拠金や委託手数料の引上げによる取引コスト増も含めて、先物市場への参加条件を悪化し、もしくは参加抑制要因となるものである。確かに、これによって流動性は著しく低下した。今年以降、先物取引高が激減（約6分の1）していることは、この市場機能の低下を顕著に示している。

以上のような状況の下で恒常的な買超過需要が後退し、他方、相場観ともあいまって売選好意識の台頭が先物の割高修正に作用したのと考えられる。なお、こうした要因に加えて、次節で述べるロールオーバーの条件が整わないことも、むしろ裁定解消をより促進するインセンティブとなっていることも否めないと思われる。

2 なぜロールオーバーが進まないのか

(1) ロールオーバーが鈍化していることの状況として、別表2をご覧いただきたい。通常、取引最終日を基準に、取引高、建玉残高は7～8営業日前には次限月に交替するのに対して、4年6月限ではそれが大幅に遅れており、ロールオーバー鈍化の一端を表している。

裁定取引に係る現物買ポジションの推移（週間ベース）



別表 2 限月交替の時期

当 限	取引高	建玉残高
3 年 6 月限	8 営業日前	4 営業日前
3 年 9 月限	7 営業日前	8 営業日前
3 年 12 月限	8 営業日前	7 営業日前
4 年 3 月限	9 営業日前	11 営業日前
4 年 6 月限	4 営業日前	2 営業日前

(注)取引最終日からの日数

(2) ロールオーバーの遅れは、限月間スプレッドの縮小によるものである。

4 年 6 月限と次限月（4 年 9 月限）間のスプレッドが縮小している状況は、別図 2 に示すとおりである。これも過去 4 限月の場合と比較して例のない現象である。すなわち、理論スプレッド中心に小幅に推移しており、ロールオーバーによる追加利益が得られる状況にないことを示している。

なお、4 年 3 月限でもほぼ同様の傾向でありながら、同限月の残高のうち約 60% はロールオーバーされたものと推定される。その主な理由としては当月が決算月であったため配当収入（約 80 円）を考慮にいと低いスプレッドでもロールオーバーの採算がとれたためと考えられる。従って、このような特殊な要因のない 4 年 6 月限のロールオーバーの遅れは、これまでにない顕著な現象である。

また、先に触れたように、取引高、建玉残高いずれにおいても、4 年 6 月限は次限月（4 年 9 月限）への移行、つまり限月交替が遅れており、これも先限へのニーズの低さを如実に表しているといえる。

(3) 次に、限月間スプレッド縮小の原因を摘記してみよう。

- ①先物取引コストの上昇
- ②先物の取引手口、建玉残高の公表
- ③更新値幅の縮小、更新時間の延長措置
- ④先物市場に対する追加規制の懸念
- ⑤次限月に対する先高期待の低下
- ⑥短期金利先安感の後退

⑦ 4 年 6 月限の買方がロールオーバーによる実現損を忌避している。

⑧取引コスト上昇による委託の先限への手控え（目先中心）

⑨日経 225 指数の商品性検討の動き

取引コストの上昇や更新値幅等の措置による先限の値付き状況の悪化（4 年 9 月限の 5 月の 1 日平均値付回数 99 回に対し、4 年 6 月限の 2 月は 200 回）が先限への参加意欲を阻害させている。また、この時期にきてかなり先行きに対する警戒感が広がり、先限に対する手控えが優位となっている。また、上述のベーススの縮小が解消売りに有利な環境条件を作り出しており、ロールオーバーへのニーズが相対的に薄れていることも事実であろう。

なお、先物にかかるディスクロージャーが、ロールオーバーの推移、動向を判断する上で有用な情報を提供している。

おわりに

以上概説したように、最近、先物市場において、ベーススの縮小→裁定残高の解消、限月間スプレッドの縮小→ロールオーバーの鈍化、という新しい現象が生じている。いずれも、現先価格、当先限間の価格について割高現象が修正され、理論的な均衡への好ましい方向を見せているかのようである。今後の推移を見極めたい。

なお、一方で、S Q 日前の断続的な裁定解消に伴う現物売りの影響という問題がより日常的な不安材料となってきた。しかし、これは裁定解消に伴う現物売りを吸収するだけの現物市場の流動性（厚み）によるところが大きい。その意味でも一日も早い現物市場の回復が待たれる。ただし、この問題はベーススの縮小傾向が定着し、裁定チャンスが減少すれば、自ずと解消する一過性の問題でもある。

それにつけても、現物市場の活性化を支援することに

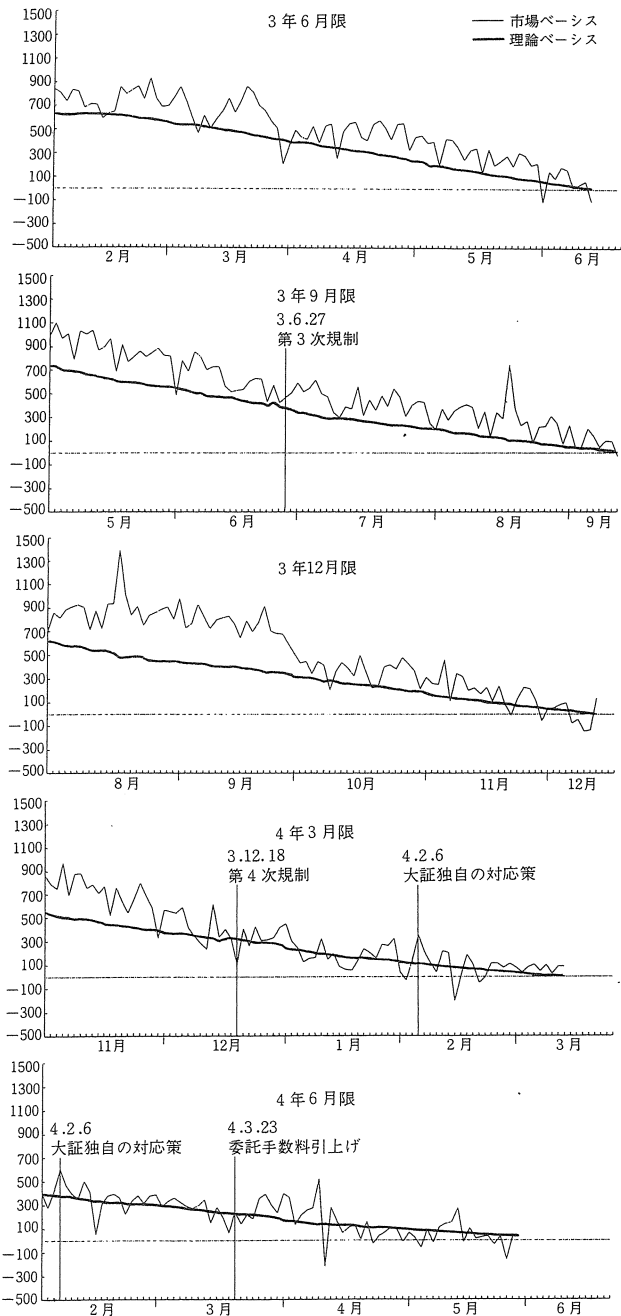
徹して先物市場は進んで規制を受け入れてきた。その中で、先物市場サイドが独自に行った対応策、とりわけ上述の先物にかかる情報開示は、投資者の不安心理の除去と取引の正常化に寄与したと評価されている。まさに先物というような期限商品にとって情報のもつ意味の大きさは特記されてよい。

一昨年以降実施してきた証拠金引上げ等の一連の規制措置には即効性を欠くものもあったが、そうした対応の

結果、上述の変化の他に、先物取引高の激減により現先取引規模のアンバランスの回復(ピーク時の約9倍から2~3倍に)、日計り商いの大幅減少(ピーク時の約70%から45%前後に)、裁定取引の沈静化といった効果が顕在化した。ここへきてやっと規制策や対応策が奏功しはじめたと実感しており、その意味で、当分この方向で推し進めていきたいと考えている。

(M. H)

別図1 ベーシスの推移 (3年6月限~4年6月限・日別)



別図2 限月間スプレッドの推移

