

先物・オプションマーケット

サーキット・ブレーカーについて(1)

目 次

はじめに

1. サーキット・ブレーカー導入の背景

2. サーキット・ブレーカーの内容とその適用状況

- (1) ティック・ルール(裁定取引の制限)
- (2) サイドカー(プログラム売買の制限)及び注文制限
- (3) 先物市場における値幅制限
- (4) 現物・先物両市場間の統一した売買(取引)停止

(以下次号)

3. サーキット・ブレーカーの評価

- (1) NYSEのティック・ルール報告書
- (2) 関係各機関の評価

4. 今後の検討に向けて

はじめに

現在、株式市場の長期下落傾向が続くなかで先物取引への批判が強い。しかしその批判の多くは、現象面に力点を置くあまり、先物本来の機能の重要性を見落しがちである。米国では、1987年のブラックマンデーや1989年のミニクラッシュの直後に現在の我が国と同様の先物批判が起こり、対応策が講じられてきた。そのなかで、現物・派生商品両市場間に調整されたサーキット・ブレーカーが導入され、これが投資者の信頼を取り戻すのに役立っていると評価されている。

サーキット・ブレーカーとは、市場の不安定な価格変動を防ぐための規制措置のことをいう。具体的には現物・派生商品両市場間の統一した売買(取引)停止や「スピードバンプス」(スピードを抑えるための障害物)と呼ばれる現物市場におけるプログラム売買等の制限や、先物市場での値幅制限のことをいう。

今回、先物取引の調査研究の一環として米国の現状調査を行い、サーキット・ブレーカーについて関係者から貴重な意見を聞くことができた。そこで本号と次号の2回に分けてサーキット・ブレーカーの現状とその評価に

ついて紹介し、我が国の規制措置の現状と比較考量してみた。

1. サーキット・ブレーカー導入の背景

米国では1987年10月のブラック・マンデー以後、株価大暴落の原因の究明と対応策について政府の特別委員会、規制当局及び取引所などから次々に報告書が発表され、市場改革に対して提言がなされた。多数の報告書の中の代表的なものの1つとして大統領特別委員会報告(プレディ報告)がある。同報告では、株価大暴落の原因について、貿易赤字の拡大と課税強化の動きが引金となったとしながらも、株価下落を加速した要因として①ポートフォリオ・インシュアランス、②指数裁定取引、③NYSEの売買システムの欠陥、④市場間協調の不円滑等を指摘した。そして、市場改革の1つとして、統一的なサーキット・ブレーカーの導入を提言した。

同報告がサーキット・ブレーカーの導入を提言したのは、市場が過熱状態にあるときにタイムアウトして、市場参加者に冷静に考える時間を与えることにより、市場のクッション機能を果たすことを期待したからである。しかし、裁定機能が働かなくなるなど、市場間の有機的な関連性が切断されてしまうと、かえって市場全体の不安定性を高めてしまうことにもなりかねない。そのため、市場間で統一的に行う必要があるとして、①他市場と協調的に決定すること、②機能し易いようになるべく簡潔なものとする、③裁量を少なくし、たびたび発動されないようにすることを提案した。

そこで、規制当局間の協調を図る趣旨から金融市場協議会(財務省、FRB、SEC、CFTCの4者で構成)が設けられ、同協議会の提案に従い、1988年10月に統一的な売買停止措置等が導入された。

2. サーキット・ブレーカーの内容とその適用状況

サーキット・ブレーカーについては、1989年のミニクラッシュ等を経るなかで、変更追加が行われ、より精緻なものとなっている。以下では、現物市場(NYSE)と先物市場(CME)でのサーキット・ブレーカーの内容とこれまでの適用状況についてみることにする。(表1「サーキット・ブレーカーの変遷」参照)

(1)ティック・ルール(裁定取引の制限)

NYSEでは、ダウ平均が前日の最終値から50ポイント上昇(又は下落)した場合に、S&P500指数構成銘柄の裁定取引に係る買注文(又は売注文)を直前の約定値段を上回る(又は下回る)値段で行うことを禁止している。裁定取引に係る注文を制限することにより、裁定取引による価格変動を緩和するための措置である。

一旦、ティック・ルールが発動されると、ダウ平均が前日の最終値から25ポイントの範囲内に戻るまで、このルールが適用される。ただし、株価指数派生商品の取引最終日の指数裁定ポジションを解消するためのマーケット・オン・クローズ注文(大引けに近い時点で執行する注文)については適用されない。

プログラム売買に係る注文は特別のライン(SuperDOTシステム)へ入ってくるようになっている。ティック・ルールが発動されると、SuperDOTシステムに入力されるS&P500指数構成銘柄の裁定取引に係る買注文は『バイ・マイナス』、売注文は『セル・プラス』の指示を付さなければならない。指示を付さないとSuperDOTシステムを通ることができない。かりに、通常のラインを利用して潜り込もうとすると、NYSEのすべてのコンピューターでチェックされる。もちろん最終的にはスペシャリストが注文の執行の際に条件を満たしているかをチェックする。

以上のように、NYSEのコンピューター等でチェックされるため、条件を満たさずに執行することは不可能のようである。

ティック・ルールの適用状況を見ると、SEC認可後の1990年8月1日から1991年4月30日までの9か月間において31日、32回発動されている。このうち、『セル・プラス』が18回で、『バイ・マイナス』が14回である。また、今年に入ってからは3月に適用がなく、4月に5回の適用があり、概ね月に3回程度の頻度で発動されている。

(表2「ティック・ルールの実施状況」参照)

(2)サイドカー(プログラム売買の制限)及び注文制限

S&P500先物取引の主たる限月取引が、前日の最終価格から12ポイント下落した場合に、SuperDOTシステムを通じて入力されたS&P500指数構成銘柄のプログラム

売買に係る成行注文は5分間別のファイルに回送される。

5分経過後、これらの売買注文はスペシャリストにより執行されるが、需給の偏りから秩序ある執行が困難な銘柄については売買取引を停止し、気配を表示し、需給のアンバランスの状況を公表する。

また、注文制限として、新規のストップ注文(指定された値段に達したときに成行注文となる条件付注文)及びストップ・リミット注文(指定された値段に達したときに指値注文となる条件付注文)について、個人投資家からの2,099株以下の注文を除いて発注が禁止される。これらの制限措置は立会終了時の前の35分以内には適用されない。

サイドカーについては、過去にダウ平均が50ポイント下落すれば実施する制度変更が行われたこともあり、適用状況は定かでない。ただ、S&P500先物の主たる限月取引で12ポイント下落したのは、1989年10月13日のミニ・クラッシュ以降では1991年11月までに8回程度であり、発生頻度は年に数回程度と思われる。

(3)先物市場における値幅制限

表3は株価指数先物取引についてのサーキット・ブレーカーを一表にまとめたものである。

a 立会開始時の値幅制限

S&P500先物取引では、立会開始後の10分間は前日の最終価格から上下5ポイントの範囲内に取引を制限する措置がとられる。取引の集中する寄付は、それまでの情報が反映されて注文に偏りが生じ易い。そのため価格が大きく変動することを避けるために設けられている措置である。立会開始10分後に、S&P500値幅制限委員会(Price Limit Committee)が、主たる限月取引(当限)について5ポイント上(又は下)の値幅の限度の値段による買呼値(又は売呼値)であると決定した場合には、2分間取引を停止する。2分経過後、上限は20ポイント、下限は12ポイントの制限値幅で取引を再開する。

これまでの適用状況は、1989年10月から1991年11月までに13回あり、上昇のケースが6回、下落のケースが7回である。(表4「CMEサーキット・ブレーカーの実施状況」参照)

ほとんどの先物取引には立会開始時の値幅制限が設けられているが、CBOTのMMI先物取引にはこの値幅制限

が設けられていない。ある程度は取引所の自主的な判断に委ねられているようである。

なお、主たる限月取引は、CMEのS&P500先物取引では3か月毎の限月取引であるため、あらかじめ決済月の第3金曜日の6営業日前の日に当限から翌限へ移行するよう決められている。

b 中間(最初)の値幅制限(下落の場合のみ)

S&P500先物取引では、S&P500値幅制限委員会が、主たる限月取引が-12ポイントの売呼値であると決定した場合には、その時点から30分間又は午後2時30分(シカゴ時間)にいたるまでの間は-12ポイントの範囲内に取引が制限され、それ以後は20ポイントの制限値幅が適用される。

30分経過後又は午後2時30分において、S&P500値幅制限委員会が、主たる限月取引について-12ポイントの売呼値であると決定したときは、2分間取引を停止する。2分経過後は20ポイントの制限値幅で取引を再開する。

S&P500先物の12ポイントはダウ平均の100ポイントに相当し、この12ポイントは値幅制限導入時のS&P500指数の約4%程度である。現在指数が上昇して3%相当の率に低下してきているが、ダウ平均との関係からみるとキリの良い数値ということであり、今のところ変更は検討されていない。

これまでの適用状況は、先にもふれたように1989年10月13日のミニ・クラッシュ以降では1991年11月までに8回あり、30分間(又は午後2時30分まで)売呼値の状態で推移したのは、ミニ・クラッシュのときと1991年11月15日の2回のみである。

なお、CMEでは、S&P500先物の主たる限月取引が8ポイント下落した時点で、このまま下落が続けばすぐに12ポイントとなるおそれがあるため、INFOEネットワークを通じてその旨のアナウンスを行い注意を喚起する。

c 最終の値幅制限

S&P500先物取引では、終日、前日の最終価格から上下20ポイントの値幅の範囲内に取引が制限される。S&P500先物取引では、1989年10月13日のミニ・クラッシュに一時的に終日の制限値幅(この当時は30ポイント)まで下落したが、それ以降終日の制限値幅に達するほどの大幅な下落(上昇)はない。(1991年11月15日の株価下落でも、S&P500先物取引は最安値が-18.95ポイントであ

り、20ポイントに達していない。)

(4)現物・先物両市場間の統一した売買(取引)停止

NYSEでは、ダウ平均が前日の最終値から250ポイント下落した場合には1時間、400ポイント下落した場合には2時間売買取引を停止する(ルール80B)。

1時間(又は2時間)の売買取引停止が立会終了時の前1時間(又は2時間)以内に生じた場合には、当日の売買取引は再開されない。ただし、1時間(又は2時間)の売買取引停止が立会終了時の前30分以上1時間以内(又は1時間以上2時間以内)に生じた場合には、終値を決定するために売買取引停止時間を短縮して、売買取引を再開することがある。

一方、先物(派生商品)市場ではNYSEが売買取引を停止すれば、取引を停止する。その取引の再開に当たっては、NYSEの売買取引が再開されればすぐに再開するのではなく、指数構成銘柄の50%(時価総額ベース)以上の銘柄に売買取引が成立しない限り、取引を再開しない。この場合、50%以上の銘柄に約定が成立したかどうかは、ベンダーの端末により値付きの情報を見て判断する。また、1時間(又は2時間)の取引停止が立会終了時の前30分(又は1時間)以内に生じた場合には、当日の取引を再開しない。ただし、1時間(又は2時間)の取引停止が立会終了時の前30分以上1時間以内(又は1時間以上2時間以内)に生じた場合には、先物取引の決済ができるよう取引停止時間を短縮して、取引を再開することがある。

なお、NYSEにおいて個別銘柄の売買取引が停止されている場合に、指数構成銘柄のうちどの程度の銘柄が売買取引停止になれば先物(派生商品)取引を停止するかについては明確でなく、その都度先物(派生商品)市場側で決定することになる。

ルール80B(250ポイントの下落)による売買(取引)停止はこれまでにないが、NYSEにおいて、システム障害等が発生したために、CMEでS&P500先物の取引が停止されたことがある。(以下次号)

(M. H.)

表1 サーキット・ブレーカーの変遷
(1987年10月ブラックマンデー以降のNYSE及びCMEの対応策)

(出所：CME)

年月日	NYSE	CME	備考
1987.10.20	DOTシステムを使用してプログラム売買の発注を行わないよう会員に要請。		プログラム売買の定義
10.22		緊急措置として30ポイントの値幅制限を導入、2日後に45ポイントに拡大。	「株価指数に見合ったポートフォリオ又は分散投資されたポートフォリオの一括売買」であり、具体的には
10.23		S&P500先物の寄付を管理する委員会を設置。	指数裁定取引、ポートフォリオ・インシュアランス等の
10.26		NYSEの立会時間の短縮に併せて立会時間を3度にわたり短縮(10.26, 30, 11.6)。	15銘柄以上でかつ100万ドル以上の売買取引をいう。
11.11		通常の立会時間に。	
12.7		理事会 緊急取引規則に対応すべく改組。	
1988.1.11		理事会 CFTCの承認を待って緊急取引規則を恒常化することを決定。	
1.14	ダウ平均が75ポイント変動したときは、DOTシステムの使用を自粛するように会員に要請。		
1.25		CFTC CME規則案を承認。	
2.2		理事会 新しいサーキット・ブレーカー規則を承認。前月の清算値段に基づき下記の値幅制限を設ける。 また、CME、政府関係機関及び他の取引所の代表者による市場間協調委員会の設置を提唱。	前月の清算値段とは、主たる限月取引に係る前月の最終の清算価格のことである。
		前月の清算値段 値幅 275.00以下 15ポイント 275.05~325.00 20 // 325.05以上 25 //	
2.4	DOTシステムの使用の自粛を50ポイントに強化し、これをルール80AとしてSECに承認申請。	加えて、5ポイントの寄付時の値幅制限を導入。	
3.3		理事会 寄付時の値幅制限の修正を承認。	
3.25		CFTC 新しいサーキット・ブレーカー規則を承認、3.28から実施。	
4.21	SEC ルール80Aを承認。		
7.6	他の先物・オプション取引所との協調に基づく売買停止及びサイドカー規制案の承認を申請。 ダウ平均 50ポイント変動 5分間サイドカー 250ポイント変動 1時間売買停止 400ポイント変動 2時間売買停止	理事会 NYSEとの協調に基づく新たな一連のサーキット・ブレーカー規則を承認。ダウ平均の250及び400ポイント下落による取引停止に伴って、5-12-30-50の値幅制限が設けられる。	
9.1	ルール80Aを修正 S&P500先物が12ポイント下落すれば、5分間サイドカー規制を適用、需給のアンバランスを公表。	CME及びNYSE 統一的なサーキット・ブレーカーについての規則をCFTC及びSECに提出。	
10.18		CFTC 上記サーキット・ブレーカー規則を承認。	
10.19	SEC 新しいサーキット・ブレーカー規則を承認。		
10.20	サーキット・ブレーカー規則を実施	サーキット・ブレーカー規則を実施	サーキット・ブレーカーの導入に併せて、個人投資家の2,099株以下の注文を優先的に執行する個人投資家注文優先回送制度を導入し、25ポイント以上値動きがあった場合に実施した(1989年11月以降毎日実施)。また、株価変動時におけるプログラム売買のDOTシステム使用禁止措置を廃止した。
1989.11.2		理事会 新しい5-12-20-30サーキット・ブレーカー規則を承認。5ポイントの立会開始時値幅制限を当初の10分間に適用するよう修正。	
12.13	ダウ平均の50ポイント変動時のサイドカー規制の時間を15分間に延長するとともに、新たにS&P500先物の12ポイント変動時に30分のサイドカー規制を設けるルール80A改正案を提出。		
1990.2.8	ダウ平均が50ポイント変動した場合の指数裁定取引に係る注文を「セル・プラス」及び「バイ・マイナス」に制限するルール80A改正案を提出。		
3.2		立会開始時の値幅制限規定と其の後の値幅制限規定に分けて提出することに合意。	

年月日	N Y S E	C M E	備 考
1990. 3. 9	ダウ平均が50ポイント以上変動した場合にESPバスケット(S&P500に連動するバスケット)の売買を制限するルール80A改正案を提出。ESPは集合買呼値以下(又は集合売呼値以上)で売却(又は購入)することができない。		
4. 6		5ポイントの立会開始時値幅制限規則の変更を承認。	
6. 15		CFTC 5-12-20-30のサーキット・ブレーカーを承認。6. 18から実施。	
7. 11		理事会 NYSEのブルーリボン委員会の勧告に基づくサーキット・ブレーカー案を承認。CFTCに対しNYSEとSECが措置を講ずるまで承認を待つよう要請。現在も待機中。	ブルーリボン委員会の提案したサーキット・ブレーカーは次のとおりである。 指数変動幅(対前日終値) 売買停止時間 S&P500 ダウ平均 上下12ポイント 上下100ポイント 60分 24 200 90分 36 300 120分 48 400 120分
7. 30	SEC 「ティック・ルール」(2.8及び3.9提出分)を承認。		
8. 1	ティック・ルールを実施。		
9. 5		理事会 5-12-20ポイントとする新たなサーキット・ブレーカーを承認。	
12. 12		CFTC 5-12-20ポイントの値幅制限案を承認。12. 13から実施	

表 2 NYSEティック・ルールの実施状況

(1990年8月1日～1991年4月30日)

(出所：NYSE)

50ポイント上昇による『バイ・マイナス』チェック			50ポイント下落による『セル・プラス』チェック		
年・月・日	実施時刻	解除時刻	年・月・日	実施時刻	解除時刻
1990. 8. 24	午後3時50分	午後4時00分	1990. 8. 3	午前9時50分	午後4時00分
27	午前9時39分	午後4時00分	6	午前9時56分	午後4時00分
10. 1	午後0時16分	午後4時00分	10	午後1時38分	午後4時00分
18	午後0時10分	午後4時00分	16	午後3時43分	午後4時00分
19	午後3時44分	午後4時00分	17	午後0時5分	午後3時44分
11. 12	午後3時41分	午後4時00分	21	午前9時49分	午後0時16分
30	午後2時18分	午後4時00分		午後1時18分	午後4時00分
1991. 1. 17	午前9時44分	午後4時00分	23	午前9時54分	午後4時00分
30	午後3時59分	午後4時00分	30	午後3時50分	午後4時00分
2. 11	午後2時9分	午後4時00分	9. 20	午後3時36分	午後4時00分
15	午後3時5分	午後4時00分	24	午前10時53分	午後4時00分
3. 5	午後2時39分	午後4時00分	27	午後0時18分	午後3時20分
4. 2	午後3時31分	午後4時00分	10. 5	午前9時43分	午前10時51分
16	午後3時38分	午後4時00分	9	午後2時47分	午後4時00分
			10	午後3時31分	午後4時00分
			11	午後1時37分	午後4時00分
			1991. 3. 19	午前11時00分	午後4時00分
			4. 9	午後3時44分	午後4時00分
計 14日,14回			計 17日,18回		

表3 株価指数先物取引についてのサーキット・ブレーカー

平成4年3月25日現在(出所:CFTC)

サーキット・ブレーカーの内容	適用範囲(時間)	NYSE総合指数(NYFE)	S&P500指数(CME)	S&P400指数(CME)	MMI指数(CBOT)	バリューライン指数(KCBT)	ダウ平均
立会開始時の値幅制限	午前9:30~9:40 (東部時間、以下同じ) (シカゴ時間8:30~40)	±3ポイント	±5ポイント	±2ポイント			50ポイント上昇又は 下落した場合には、 ルール80Aにより裁 定取引を制限
2分間の取引停止又は制限	午前9:40~9:42	±3ポイントの制限 値幅に張り付き、かつ、 CMEで取引を停止しているときは、 2分間の取引制限	±5ポイントの制限 値幅に張り付いているときは、 2分間の取引停止	±2ポイントの制限 値幅に張り付いているときは、 2分間の取引停止			
第1段階の値幅制限 (下落の場合のみ)	30分間又は午後 3:30まで	-7ポイント	-12ポイント	-4ポイント	-10ポイント		100ポイントに相当
2分間の取引停止	30分経過又は 午後3:30から2分 間		-12ポイントの制限 値幅に張り付いているときは、 2分間の取引停止	-4ポイントの制限 値幅に張り付いているときは、 2分間の取引停止			
最終段階の値幅制限 (NYFE 中間の1時間 値幅制限)	(NYFEのみ) 1時間又は午後 2:30以降であれば終日	-12ポイント	±20ポイント	±7ポイント	±15ポイント	±20ポイント	150ポイントに相当
NYFE 最終段階の 値幅制限		±18ポイント					※ 250ポイントに相当

※ ダウ平均が前日の最終値から250ポイント(400ポイント)下落した場合には、NYSEではルール80Bに従って1時間(2時間)の売買停止を行う。これに併せて、株価指数先物取引も1時間(2時間)の取引停止を行い、NYSEで売買が再開され、指数構成銘柄のうち時価総額で50%以上の銘柄に約定が成立したときに取引を再開する。

表4 CMEサーキット・ブレーカーの実施状況

1991年12月2日現在(出所:CME)

年・月・日	時間	規制の内容	時間
1989. 3. 17	午前 8:30	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落)	ごく短時間
10. 13	午後 2:07 2:45	12ポイントの制限値幅に到達 30ポイントの制限値幅に到達	23分間 立会終了時まで
10. 16	午前 8:30	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落)	ごく短時間
10. 24	午前 9:33 午前 10:03	12ポイントの制限値幅に到達 30ポイントの値幅制限発効	30分間 立会終了時まで
1990. 1. 12	午後 1:36 午後 2:06	12ポイントの制限値幅に到達 30ポイントの値幅制限発効	30分間 立会終了時まで
7. 23	午前 9:34 午前 10:04	12ポイントの制限値幅に到達 20ポイントの値幅制限発効	30分間 立会終了時まで
8. 3	午前 8:30 午前 8:40 午後 0:18 午後 0:48	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落) 2分間の売買停止 12ポイントの制限値幅に到達 20ポイントの値幅制限発効	10分間 2分間 30分間 立会終了時まで
8. 6	午前 8:30 午前 8:40 午前 8:54 午前 9:24	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落) 2分間の売買停止 12ポイントの制限値幅に到達 20ポイントの値幅制限発効	10分間 2分間 30分間 立会終了時まで
8. 7	午前 8:30 午前 8:40 午前 8:42	5ポイントの立会開始時の値幅制限(上昇) 2分間の売買停止 30ポイント(上昇)又は12ポイント(下落)の値幅制限発効	10分間 2分間 立会終了時まで

年・月・日	時 間	規制の内容	時 間
1990. 8. 21	午前 8:37	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落)	3分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
	午前 9:46	12ポイントの制限値幅に到達	30分間
	午前 10:16	20ポイントの値幅制限発効	立会終了時まで
8. 23	午前 8:30	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落)	10分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
	午前 8:42	12ポイントの値幅制限発効	立会終了時まで
8. 24	午前 8:35	5ポイントの立会開始時の値幅制限(上昇)	5分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
	午前 8:42	30ポイント(上昇)又は12ポイント(下落)の値幅制限発効	立会終了時まで
8. 27	午前 8:30	5ポイントの立会開始時の値幅制限(上昇)	10分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
	午前 8:42	30ポイント(上昇)又は12ポイント(下落)の値幅制限発効	立会終了時まで
1991. 1. 17	午前 8:30	5ポイントの立会開始時の値幅制限(上昇)	10分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
3. 19	午前 8:39	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落)	1分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
7. 1	N. A	5ポイントの立会開始時の値幅制限(上昇)	N. A
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
8. 19	午前 8:30	5ポイントの立会開始時の値幅制限(下落)	10分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
8. 21	午前 8:30	5ポイントの立会開始時の値幅制限(上昇)	10分間
	午前 8:40	2分間の売買停止	2分間
11. 15	午後 2:15	12ポイントの制限値幅に到達	15分間
	午後 2:30	2分間の売買停止	2分間