

解 説

世界の先物・オプション市場 — (5) —

ドイツの先物・オプション市場

概 論

ドイツの金融当局は、本格的な先物・オプション市場の確立と発展を、ドイツを世界の主要金融センターにする戦略の柱とみなし、支援してきた。

投資資本額で見れば、ドイツはすでに世界で有数の資本市場である。ドイツはその経済力と安定した通貨に支えられ将来の高い成長を見込まれている。ドイツマルクは準備通貨としては世界第2位で、マルク建て証券はすでに国際分散投資戦略の柱となっており、これは将来も変わらないと思われる。

有力国際機関投資家がこぞってドイツ市場で活発に売買を行ったため、ここ数年で金融テクニクの水準は急速に高まり、派生商品(デリバティブ)の充実への市場参加者の期待は著しく高まった。ドイツ金融先物取引所(DTB)がドイツ金融当局と大手金融機関の協力で開設されたが、これはドイツ市場を世界の金融センターの水準に引き上げるために、欠かせない措置であった。DTBに上場された金融商品のおかげで、ドイツの投資家は短期的な価格の変動を自国の市場で直接ヘッジできるようになった。DTBはマルク建てポートフォリオの効率的なリスク管理に必要な新型の金融商品を取り揃えているため、マルク建て証券、そしてドイツの金融市場全般に対する投資の安定を強化すると見られている。

1 先物・オプション市場の歴史と発展

1.1 ドイツの先物・オプション市場の発展

DTBが開設されたのは、1990年初頭のことで、債券、株式の先物・オプションの売買と決済が完全にコンピューター化された。DTBはそれ以降、欧州で、また世界で有数の証券取引所に発展し、同一時間帯でLIFFE(ロンドン国際金融先物取引所)やMATIF(パリ国際金融先物取引所)と直接の競合関係にある。

1993年を通じてドイツの金融商品を基にした先物・オプションの売買は世界でも類を見ないほど急増した。DTBのDAXオプションの出来高は53%伸び、世界の先物・オプションの出来高ランキング上位10商品の中で、LIFFEの2大商品であるユーロマルク先物と債券先物を抑えて、上位に食い込んだ。

DTBの主要商品は以下のとおり：

- ・DAXオプション
- ・ドイツの主要15株式銘柄のオプション
- ・DAX先物
- ・DAX先物のオプション
- ・債券先物
- ・債券先物のオプション
- ・連邦特別債(BOBL)先物
- ・連邦特別債(BOBL)先物のオプション
- ・BUXL先物
- ・FIBOR(フランクフルト銀行間取引金利)先物

1.2 株式先物とオプション

1.2.1 上場された個々の株式銘柄のオプション

DTBでは開設以来、以下の基準によって選出されたドイツの主要15株式銘柄のオプションが売買されている。

- ・常に流動性を維持している
- ・事業の多角化が進んでいる
- ・時価総額が大きい
- ・出来高が大きい
- ・定期的に配当を出している

その結果、DTBを通じた株式個別銘柄のオプション取引が可能になったが、取引対象となっている個別銘柄は、ドイツ株式市場全体の出来高の3分の2を占め、しかも広範なセクターをカバーしている。

自動車：BMW、ダイムラーベンツ、フォルクスワーゲン

銀行：コメルツバンク、ドイチェバンク、ドレスナーバンク

化学：BASF、バイエル、ヘキスト

電機：シーメンス

鉄鋼・機械：マンネスマン、ティッセン

保険：アリアンツ

エネルギー：VEBA, RWE

94年上半期は、平均57万枚の取組みに対し、オプションの一日当り平均出来高は4万8千枚。

1.2.2 上場株式指標先物とオプション

DAX指数が正式な株式指標として最初に導入されたのは1988年7月1日であった。これはドイツの主要30銘柄の加重平均値で、この30銘柄は時価総額の60%、出来高の80%を占める。DAX指数はパフォーマンス指数で、増資や株式分割などの資本構成の変更や配当動向などに応じて常に調整されている。

DTBに上場されているDAX指数に基づく派生商品は3つのタイプに分けられる：

(94年1月～4月)

派生商品	償還	受渡	平均出来高	平均取組
DAX先物	毎四半期	構成銘柄の寄付き価格に基づく現金決済	24,000(枚)	106,000(枚)
DAXオプション	毎月	10分前からの平均売買価格に基づく現金決済	107,000	1,020,000
DAX先物のオプション	毎月	現渡し	250	4,000

売買が集中しているのは主に現物指数の先物とオプションである。DAX先物が導入されたのは1990年後半で、DAXオプションの上場は91年8月であった。先物契約価格の100マルクに対して、オプションの契約価格は10マルクと、10分の1である。

1. 2. 3 先物とオプションのOTC市場

ドイツでは、上場された先物とオプションの他にOTC派生商品の売買が認可されている。ドイツの銀行の多くと海外の主要機関投資家の活発な参加のおかげで、1991年以降、株式指数と個別銘柄の両方について、スワップ、先物、オプションの市場が発達してきた。他国のOTC派生商品の市場と同様、商品はエンドユーザーのニーズに合わせてつくられる。最も活況を呈している金融商品としてはDAXや大半のDAX構成要素、株式バスケットなどに絡む各種オプションがある。市場は自主ルールに則っているが、概ねISDAの標準的契約に従っている。

2 上場先物・オプション市場の現状

2. 1 売買

2. 1. 1 市場参加者

DTBの市場参加者は次のように分類される。

- ・ブローカー：エンドユーザーの代理人として介入し、市場での注文の執行に対し手数料を請求する。
- ・自己勘定トレーダー：自分の売買ポジションを持ち、流動性を増やすという点では米国市場の「ローカル」達と類似した役割を果たす。
- ・マーケットメーカー：交換手数料の値引きと引き換えに、ブローカーまたは自己勘定トレーダーの何れかから要請があればいつでも売り値と買い値を付けなければならない。この制度によって上場された商品の派生商品に対する流動性と興行が恒常的に保たれる。

個別銘柄のオプションの市場占有率は次のとおり

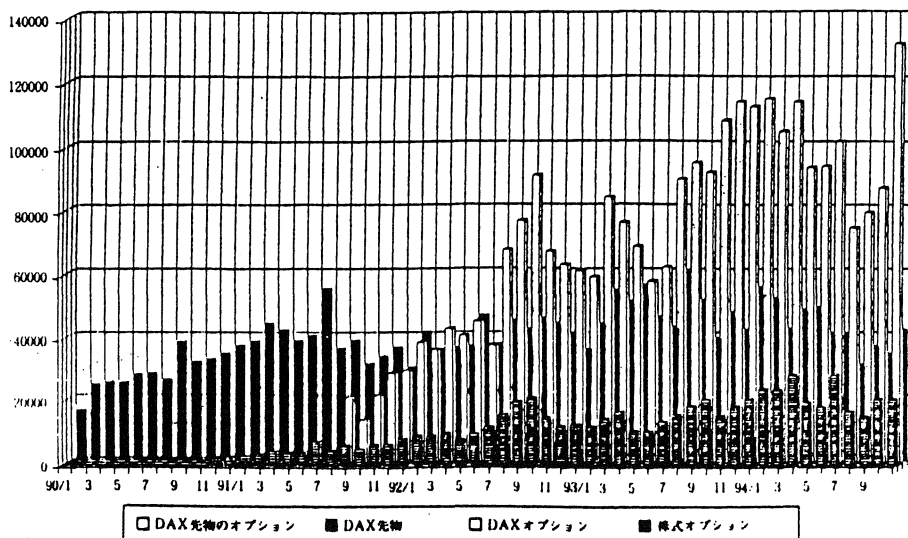
- ・マーケットメーカー 60%
- ・ブローカー 31%
- ・自己勘定トレーダー 9%

ユニバーサルバンクは上記3つの何れの役割も果たすことができる。ただしひとつの機関が上記のうち複数の機能を実行する場合には、3種類の役割に対し明確に分かれた構造を持つことによって利害の対立を避けなければならないという規定がある。ドイツの大手銀行の大半はブローカーとマーケットメーカーと自己勘定トレーダーの3つの機能を同時に持っている。

2. 1. 2 組織

DTBは完全にコンピューター化され、無人化された取

DTB平均出来高 (90年1月26日～94年10月31日)



引所である。全ての会員は売買のために端末を利用できる。そのオンラインシステムを通じて、DTBはすべての市場参加者に同一の市場情報を提供している。情報には以下のようなものが含まれる。

- ・DTBで売買される派生商品及び原資産 (underlying) のオンラインの売り値と買い値をIBIS (コンピューターによる株式売買システム) 価格のオンライン伝達を通じて提供する。
- ・各派生商品市場の潜在的参加者の数とある時点で実際売買を行った投資家の数。これによって全ての派生商品の流動性が把握できる。
- ・各会員の注文台張へフルにアクセスでき、自分の注文残高、オープンポジション、売買記録に即座にアクセスできる。
- ・スプレッドベースのロールオーバーのような複雑な注文など、指し値や注文を入力できる。

また、会員は情報のリアルタイムのダウンロード (下位転送) や独自の注文ルーティンをつくるという意味で、DTBシステムに独自のインターフェイスをプログラムすることができるため、完全な自動売買が可能になる。

DTBの成功の主因は、柔軟かつ信頼できる売買システムを持ち、完全に平等な市場の透明性をすべての市場参加者に、そのステータスやロケーションにかかわらず、供給できたことである。

2. 2 決済

2. 2. 1 決済機関

売買に続くDTBの機能は決済である。DTB GmbHは自動的にDTBを通じた売買のカウンターパーティーとなり、すべての取引を保証する。そして、DTB取引にすべての現金支払いとサービスの責任を負う。

決済手続きに関する機関には以下のようなものがある：

- ・決済機関
- ・決済会員
- ・現金支払いについてはフランクフルトのLZB (州中央銀行)
- ・関連する証券の預託についてはドイツ・カッセンフェライン (DKV)

DTB会員は決済会員である場合とそうでない場合がある。実務上はドイツの大手銀行はすべて決済銀行となっており、その銀行の自己取引、その銀行の顧客の取引、

非決済会員の取引を決済できる。

決済会員になるためには自己資本に適用される規定を含めた最低条件を満たす必要がある。DTBはすべての決済会員に第三銀行保証を得よう義務付けている。保証金は合計で現在約2億5千万マルクに及んでいる。この制度は売買全体の安全を確実にものにしてはいるが、これはドイツの金融システムの信用に基づいている。

2. 2. 2 追加証拠金

オプションの売り越しポジションに対しては追加証拠金を差し入れなければならない。追証はその投資家のオプションのポジション全体を基に、リスクの部分的補填を勘案して算出される。たとえば、スプレッド、ストラドル、ストラングルに必要な追証は減額されている。

先物に関しては買い越し、売り越し、いずれのポジションに対しても最初の追証を支払う必要がある。追証はポジションの値洗いに応じて支払う、または支払いを受ける。

結 論

先物・オプションは市場参加者と政府当局の両方の支持を得て、ドイツの金融市場で確立し、受け入れられている商品である。DTBも欧州で最も成功している先物・オプション市場のひとつとして広く認識されている。しかしドイツ国外の証券取引所がドイツの商品を上場したため、DTBは新たな競争に直面している。LIFFEはその代表的なもので、ドイツの金利派生商品 (ドイツ長期国債やユーロマルクなど) はLIFFEで活況を呈している。

DTBはこの競争に立ち向かうため、海外と提携関係を結ぶ決定をした。MATIFとDTBの協力協定に従って、昨年9月16日DTBの外国会員がパリからの売買を開始した。さらにMATIF会員は近い将来にDTBのネットワークを通じてDTBでの直接取引に参加する予定である。ドイツの先物・オプション市場は、世界の金融市場との統合を目指し、金融商品の国際化だけでなく売買と提携関係の国際化をさらに進めることになる。

(ドイツ銀証券会社 東京支店
副支店長兼トレーディング本部長
フィリップ・アブリル)

【表示の変更】

統計資料 2 オプション取引は、今月号 (Vol. 7 No. 2) より取引金額の表示を億円から百万円に変更しました。