

先物・オプションマーケット

欧州エクイティ・デリバティブ事情 (1)

日本証券経済研究所大阪研究所
主任研究員 二上季代司

- | | | |
|---|-------------------|--------|
| 1 | 欧州の上場エクイティ・デリバティブ | |
| 2 | 個別株オプション | (以上本号) |
| 3 | カバード・ワラント | |
| 4 | OTCエクイティ・デリバティブ | |
| 5 | EU統合のインパクト | |
| 6 | 新商品開発の動き | |
| 7 | 取引所間提携 | |

ヨーロッパの先物・オプション市場は90年代に入り急速に拡大した。特に92年秋の欧州通貨危機、94年2月の米FRBの金融引き締めに伴って端を発した94年前半期の債券市場の暴落は、債券や金利関連の商品の出来高を急増させた。95年の出来高はその反動でやや減少気味であるが、エクイティ関連の市場拡大は着実である。

欧州の金融派生市場は、一部を除きわが国に余り知られていないが、株式関連に限ってみれば上場指数先物・オプションしかないわが国と違って、①指数先物・オプション、個別株オプション(以上、取引所取引)、②カバード・ワラント(現物取引所に上場している国もある。)、③店頭デリバティブと品揃えが整っており、しかも世界有数のマーケットを誇る商品もいくつかある。近年、OTCデリバティブの拡大、グローバル化の進展さらにはEU統合を背景に新商品の上場、取引所間の連携が活発となり、欧州金融派生市場の動向には注目すべきものがある。

ここでは、3回にわけて①欧州の株式関連派生市場を概観したあと、②わが国には存在しない取引(個別株オプション、カバード・ワラント、OTCデリバティブ)にやや重点をおいて各国のデリバティブ取引の特徴を紹介し、③新商品の開発や取引所間提携をはじめとする近年の動向を整理してみた。

1 欧州の上場エクイティ・デリバティブ

まず、欧州各国の上場デリバティブ市場の規模であるが、取引単位や為替レート(ECU換算)を勘案しつつ原資産の想定元本ベースで規模的に大きい株価指数先物、同オプション、個別株オプションを主要な上場デリバ

ティブ市場と位置づけ、その出来高を見ると第1～3表のようになる。また、第4表は1契約あたりの原資産想定元本金額を商品ごとに見たものである(94年実績)。

これによると、①おおむね欧州市場の規模拡大のスピードは米国等に比べて早くなお成長途上にあるが、91年→94年比でみると伸び率が高い順にDAX指数オプション(11.5倍)、DAX指数先物(4.1倍)、CAC40指数先物(3.3倍)、SOFFEX個別株オプション(3.1倍)、SMI指数先物(2.9倍)となり、特に独仏の株価指数商品の成長が高いこと、②株価指数先物・オプションは独、仏、英の主要3カ国のシェアが高いが、個別株オプションは独のほかスイス、オランダのシェアも高いこと、③1契約あたり原資産想定元本金額からみて、オプション(特に個別株)は小口取引すなわち個人投資家の参加が多いこと、④表には出していないが、仏のCAC40指数オプションのうち長期(2年)の割合は91年3%→94年52%となり、長期オプションのニーズの方が高いこと、がわかる。

きわめて大ざっぱに言えば、指数先物・オプションの顧客は機関投資家主体であり、国際分散投資の拡大と歩調をあわせて増える傾向にある。また機関投資家の間では長期の指数オプション(とりわけ年末に満期がくるもの)へのニーズが高く、それがOTC指数オプションやカバード・ワラント(いずれも後述)の拡大を支え、業者がそれを組成する過程でそのヘッジのために上場指数オプションが使われるという関係にもある。以上は特に独、仏、英の主要3国にあてはまる。

2 個別株オプション

他方、個別株オプションでは個人投資家が利用する機会が多い。例えば、ドイツの現物株は値高株が多く最低投資金額は高額で個人には手が出しにくい、個別株オプションのプレミアムは比較的少額でかつレバレッジが高い。またスイスSOFFEXの特徴としてLEOP(Low Exercise Price Option—低権利行使価格オプション)が上場されており、ディープ・イン・ザ・マネーのためオプション価格はほとんど株価と平行に変動するが、現物株に課せられる有価証券取引税を節約でき現物株同様のエクスポージャーが作れる。

このように個別株オプションは現物株の代替として主として個人投資家が利用してきたので、近年の米系機関投資家主導による国際分散投資の拡大で出来高が増えるという恩恵は指数商品に比べそれほど大きくなかった。事実、ここ数年はスイスSOFFEXを除いて出来高の伸長はあまり高くない。ローカル市場の域を出ないわけで、

このことが個別株オプションに比較的多くを依存するスイスSOFFEX、オランダEOE、スウェーデンOMグループ、オーストリアOTOBの間でFEX構想(First European Exchange—欧州第一取引所)が打ち出された(92年5月)背景である。

この構想は現在ペンディング状態に陥っているが、EU統合の潮流の中で欧州小国の先物取引所が機関投資家をターゲットに生き残りをはかろうとする過程で出てきた動きの一つであり、独DTBと仏MATIFのような取引所間連携の背後にある要因を探る上で手がかりを与えるものである(そこでこの連載の最後でもう一度詳しく触れてみたい)。

他方、これとは逆に英LIFFEの商品構成は、BUND(長期独国債)先物、ユーロマルク金利先物など他国の商品に依存しており(わずかこの2つでLIFFE全契約件数の45%を占める—95年上期実績)、自国商品の競争力強化が課題の一つである。特に個別株オプションの出来高は減少気味であり悩みの種となっている。

LIFFE個別株オプションは立会場でのオープンアウトクライ方式でマーケットメイカー(MM)によりプライシングされている。ところが、現物株を取引するロンドン証券取引所(LSE)では大口取引の出来値、出来高は遅らせてもよく、すべての直近値を反映したりアルタイムの出来情報が入手できない。このため、個別株オプションのマーケットメイカーは防衛上広いスプレッドをとり、この結果、オプション取引は利の薄いものになり出来高を細めている。

LSEでは現物株の需給適合方式もMM制であり、彼らが気配値を提示しない限り取引は不可能である。そこで

MMには種々の特典が認められており、例えば売り買いの結果生じたポジションを損失なく処分、ヘッジし得るまで売り崩しや踏み上げに会わないように出来情報の一時的な秘匿を許しているのもその特典の一つである。しかし、こうした取引事後情報の不透明性はEU統合を前に加盟各国間での取引制度の調和を巡って英仏間で紛糾した論点の一つであった。近年これに加えLIFFEからもデリバティブ取引を阻害するものとして⁽¹⁾LSE批判が高まっていた。

そこでLSEは95年5月取引公表制度の変更(96年1月実施)、透明性向上に踏み出した。これを受け、LIFFEでも個別株オプションをオープンアウトクライからAPT(Automated Pit Trading—コンピューター自動執行システム)へ移すことに決めた(95年9月、実施は未定)。このように、株式市場の機能(資源の効率的配分とその前提となる価格発見機能、流動性機能)を現物市場のみならずデリバティブ市場と一体となって評価しながらその向上をはかるべきである、との認識が欧州では共通認識になってきている。

(注1) FT-SE100の現物指数も、構成銘柄の出来情報が公開されていないためMMの提示する気配の中値をとって算出している。このためFT-SE100指数は不自然に安定しボラティリティが低い。このため、個別株オプションだけでなく指数先物・オプションの出来高の現物出来高比および伸長度も独仏に比べ小さい。(Securities and Investment Board, *Regulation of the U.K. Equities Markets*, February 1994, Ch. 7.)

第1表 株価指数先物(取引高)

(単位:千契約, 100万ECU)

商品名	91	92	93	94	95(上)	94
1. DAX(独)	1,251	3,271	3,976	5,141	2,343	564,804
2. FT-SE100(英)	1,727	2,619	3,120	4,227	1,838	401,083
3. CAC40(仏)	2,311	3,601	5,909	7,464	3,565	357,584
4. SMI(スイス)	591	847	914	1,694	754	140,008
5. IBEX35(スペイン)			10,856	27,020	14,434	59,732
6. EOE(オランダ)	485	511	812	1,031	477	40,519
参考						
S&P500(アメリカ)	12,340	12,414	13,204	18,709	9,645	
日経225(日本)	21,643	11,927	8,461	6,209	3,869	

注) DAXはDTB, CAC40はMATIF, FT-SE100はLIFFE, SMIはSOFFEX, EOEはEOE, IBEX35は93年より取引開始—EFF(VARIABLE), S&P500はCME, 日経225は大証。右端は原資産の想定元本金額ベース(94年実績, 単位:百万ECU)で順位もこれに基づく(以下同じ)。

出所) Futures Industry Association, *Monthly Report* および Federation of European Stock Exchange, *European Stock Exchange Statistic* 等より作成。

第2表 株価指数オプション(取引高)

(単位:千契約, 100万ECU)

商品名	91	92	93	94	95(上)	94
1. DAX(独)	2,046	13,945	21,420	23,550	11,590	263,998
2. CAC40(仏)	3,836	3,718	4,212	5,751	2,731	218,001
3. FT-SE100(英)	2,237	2,572	3,439	4,787	2,308	175,510
4. EOE(オランダ)	2,355	2,452	2,695	2,851	1,648	65,274
5. OMX(スウェーデン)	4,826	5,605	4,073	5,812	2,964	55,340
6. SMI(スイス)	6,175	7,794	5,595	6,679	3,162	55,275
参考						
S&P100(アメリカ)	63,936	62,427	64,032	81,825	40,371	
日経225(日本)	11,836	9,257	6,090	4,274	2,827	

注) DAXはDTB, CAC40はMONEP, FT-SE100はLIFFE, EOEはEOE, SMIはSOFFEX, OMXはOMストックホルム, S&P100はCBOE, 日経225は大証。なお, CAC40は短期, 長期の合計である。

出所) 第1表と同じ。

第3表 個別株オプション(取引高)

(単位:千契約, 100万ECU)

取引所名	92	93	94	95(上)	94
DTB(ドイツ)	9,996	12,253	9,885	4,647	146,001
SOFFEX(スイス)	5,902	13,400	18,366	12,326	68,780
EOE(オランダ)	6,631	7,630	8,530	4,442	30,791
LIFFE(イギリス)	4,572	4,768	4,308	1,990	22,509
MONEP(フランス)	N.A.	2,248	3,074	N.A.	19,749
OM(スウェーデン)	3,543	7,068	10,055	6,315	17,606
参考					
CBOE(アメリカ)	44,968	58,711	68,975	36,811	
AMEX(アメリカ)	11,297	15,135	17,033	24,080	

出所) 第1表と同じ。

第4表 1契約あたり想定元本金額(94年実績)

(単位:ECU)

株価指数先物		株価指数オプション		個別株オプション	
DAX	109,862	DAX	11,210	DTB	14,770
FT-SE100	94,886	CAC40	37,907	SOFFEX	3,745
CAC40	47,908	FT-SE100	36,664	EOE	3,610
SMI	82,649	EOE	22,895	LIFFE	5,225
IBEX35	2,211	OMX	9,522	MONEP	6,425
EOE	39,301	SMI	8,276	OM	1,751

注) 第1～3表に基づき, 想定元本ベースの取引金額を取引契約数で割ったもの。