

K O S P I 先物の現場から見た日本の株式先物市場

1. 熱いK O S P I 先物

暦（こよみ）の上では処暑にもかかわらず猛暑だった8月23日。米国の景気減速懸念と国内の財政金融政策をめぐる思惑が錯綜し相場は冷めていた。日経225先物の上下幅は90円。この日についての価格は、高値9170円から安値9080円までの10個にとどまる（9170円、9160円・・・、9080円）。そして、売買枚数は41,139枚だった。

一方、同じ日の韓国証券取引所（K R X）の株式先物取引、すなわちK O S P I 200先物（以下、K O S P I 先物という）は熱かった。1日の値幅は3.40ポイント（高値234.10ポイント・安値230.70ポイント）。呼値は0.05ポイント刻みだから、約定した価格は234.10ポイント、234.05ポイントなど68個である。そして、売買枚数は424,305枚に上る。

この日の取引についての価格の数で比較すると、K O S P I 先物は日経225先物の6.9倍、また売買枚数は10.3倍である。もちろん1枚あたりの売買金額は異なるものの、この日の終値を基準にすると、日経225先物が910万円であるのに対し、K O S P I 先物は834万円（円換算額）であり大差はない。そのため、売買金額（片道）は概算で日経225先物が3743億円だったのに対して、K O S P I 先物は3兆5358億円と約9.5倍である（8月23日の為替レートによる）。

なお、取引の現場において、日中についての価格の数は重要だ。ボラティリティと流動性を反映しているからだ。これが多ければ、その分だけ取引に参加する機会が増え、収益をあげるチャンスが増える。さらに、リスク管理においても柔軟性が出てくる。

さて、K O S P I 先物の取引時間は、東京時間の9時00分～15時15分（日韓に時差はない）。ほぼ同じ時間に行われている2つの市場の株式先物取引に、なぜこのような違いがあるのだろうか。

（参考）K O S P I 200 指数について

K O S P I 先物は、K O S P I 200（韓国200種株価指数）を原資産とする株式先物取引である。K O S P I 200は、韓国証券取引（K R X）を代表し流動性の高い200銘柄で構成されている。

なお、K R Xの全上場銘柄からなる株価指数のK O S P I（韓国総合株価指数）もあるが、これは日本のT O P I Xに相当する。一方、K O S P I 200指数は、日本市場の日経平均株価ともいえる存在である。

2. 活発な個人投資家の参加

筆者は、平成 22 年 1 月から同 6 月まで約半年にわたり、韓国の証券会社において、K O S P I 先物のトレーディングの現場に立ち会うことができた。そこにあったのは、肉眼では追えないほどの価格変化のスピード、板（イタ）上に数十枚から数百枚単位で並んだ指値注文が瞬く間に消化されるボリューム、そして最高レベルの発注システムと優れたトレーダーたちだった。

韓国の株式先物市場の大きな特徴をあげるならば、市場参加者のバランスが取れているということだ。日本の株式先物市場における売買シェアは、証券自己（証券会社のディーリング部門）と外国人だけで 8 割を占め、その残りの 2 割を個人投資家と機関投資家が分けるという構図である。これに対して、韓国でも証券自己と外国人の参加は多いが、個人投資家のシェアが 3 割を超える点が大きく異なる。K O S P I 先物の当初証拠金は 8 月 23 日時点では約 125 万円。レバレッジは 7 倍弱であり、射幸心をことさらにあおる条件ではない（ここで、レバレッジ＝取引金額÷証拠金。8 月 23 日時点で日経 225 先物の当初証拠金は 39 万円だから、こちらのレバレッジは約 23 倍と K O S P I 先物より数段大きい）。

私見では、日韓の個人投資家の参加比率の違いには、I T インフラが大きく関わっていると見られる。韓国のインターネット環境は極めて洗練されていることは有名だが、これが株式先物取引におけるシステム売買を容易にしている。証券各社は、システム売買に対応する環境を個人投資家に標準サービスとして提供。これにより、個人投資家であっても機関投資家や証券会社のトレーダーと遜色のない取引が行える。その結果、個人投資家のリターンが向上し、またリスク管理が容易になることで、個人投資家の取引が活発化するのである。

3. 現場から見た日本の株式先物市場の課題

このように、韓国における株式先物取引は極めて順調である。現在の日本の株式先物市場をみるにつけ、ますますその差が拡大するのではないかと危惧される。日本市場の活性化について議論はなされているようだが、効果的な処方箋が提示されているとはいえないためである。

観念的な議論よりも、まず同じ時間帯に活発に行われている株式先物市場が隣の国にあるのだから、これと比較することが課題や改善点を探るには近道だ。

本稿では、韓国のマーケットを概観しながら、韓国の取引現場で受けた日本の株式先物市場の課題を、2 点だけ提示してみる。

(1) トレーディングの開始

K O S P I 先物の取引開始は午前 9 時 00 分。トレーダーは、それまでに必要な準備を整えなければならない。まず、前日の米国株式の状況を確認することになる。

韓国経済は、貿易が主体の外需依存型経済である。人口は 4,887 万人（2010 年現在）だ

から、内需の絶対量は人口 1 億 2700 万人の日本よりも小さい。また、1 人当たりの国民所得は 17,175 ドル（2009 年）であり、日本のほぼ半分である。一方で、サムスン電子など世界最大級の電機メーカーがあり、造船は世界第 2 位である。また、自動車産業も現代自動車を中心に拡大しているが、この巨大な生産力は海外の需要に向かうことになる。そのマーケットの 1 つが北米であり、もう 1 つが中国だ。

このような理由から韓国の経済に多大な影響をあたえる北米の経済を占うために、まず NYダウの動きが注目される。これは、その日の K O S P I 先物のスタートを見極める重要な材料となる。また、K O S P I 先物は夜間も取引されているため、その終値の水準も大きな手掛かりとなる。これらを総合して朝方の K O S P I 先物の展開を予想することになる。

とはいえ、K O S P I が NYダウの動きに追随する、いわゆる「写真相場」というわけではない。その影響は受けるものの、独自の展開をすることは珍しくない。その要因としては、韓国の経済指標や主力企業の決算に加えて、韓国銀行（中央銀行）の金融政策がある。そして、半島情勢については当然ながら相場はビビッドな反応をする。したがって、NYダウが大きく下げた翌日は、K O S P I 先物は寄り付きでは下落して始まっても、株価がすぐに切り返していくことは珍しくない。

なお、K O S P I 先物には板（イタ）が存在する。証券各社の取引画面には、指値の合計枚数が価格ごとに表示されている。また、その価格における指値の件数も表示されている。そのため、寄り付き前は、どこにどれだけ指値が入っているのか、また成り行き注文が何枚かを見ていけば、寄り付き価格を割り出していくことはできる（もっとも、寄り付き直前の注文も多いために正確な割り出しは不可能だが）。この点では、日経 225 先物取引を行うのと変わりはない。

（2）特別気配について

ところが、寄り付きの感覚は異なる。特別気配がないからだ。大阪市場では、前日の終値から大きく離れて寄り付く場合には、売り気配あるいは買い気配が表示される。これに対して、K O S P I 先物取引では気配値は出ず、前日の終値から大きく離れた寄り値であっても、9 時ジャストにその価格が表示される。

これを取引画面で見ていると、寄り値が現在の画面の外にあるという事態になる。昨日の終値が中心にある画面からは、寄り値が飛び出した格好だ。その際には、表示画面を、現在価格を中心とした画面にジャンプするというボタンで、今の価格を追いかけることになる。ただ、この操作に要する数秒間だけで、K O S P I 先物取引は上下に 10 ティック程度動いているケースも多い。ディーラーの感覚では、この極めて短い間に“ひと勝負”ついているのである。

しかし、慣れてしまえばこの方が取引はしやすい。昨日の取引終了時点から翌朝の寄り付き直前までに起きた事実を織り込んだ価格が午前 9 時ちょうどにつけば、その瞬間から

刻々と発生する新たな材料を相場が織り込むことができるからだ。あるいは、寄り値を確認してはじめてアクションを起こすタイプのトレーダーやヘッジャーが参加し、相場は次の適正価格を模索しながら直ちに動くことができる。

ところが、ここで売り気配などの特別気配が出てしまうと、寄り値を待ちながら、取引参加者は焦燥感を募らせる場合が少なくない。特別気配が出ている時間が1分であったとしても、それは巨大な資金の動くマーケットにおいては短い時間とはいえない。というのも、外国為替市場は動き、KOSPI先物など海外市場も動いている。世界中がリンクする現在のマーケットで、価格がつかないマーケットにいることの不利益は小さくない。そのため、少なからず注文は日本の市場ではなく、シンガポールなど他の市場に執行を求めることになる。

(3) スタートの活性度の差

そもそも、寄り付きは相場が最もアクティブになる時間帯である。その時間帯に特別気配を表示して取引を事実上遅延させていることはもったいないのではないか。

たとえば、今年の8月12日は、前日のNYダウが大きく下げているため、日経225先物もKOSPI先物も前日比で大きく下落して寄り付いた。日経225先物は売り気配が出て、前日比90円(0.97%)安で寄り付いたのは9時01分である。これに対してKOSPI先物は9時00分に3.3ポイント(1.45%)安で寄り付き、その日の取引を開始。9時から9時01分の1分間に、上下16ティックの値幅で動いた。その1分間の売買枚数は概算で14,150枚。これに対して、9時01分に寄り付いた日経225先物の売買枚数は概算で4587枚と、KOSPI先物の3分の1である。しかも、この1分間で成立した価格は9時01分の寄り値の1本だけ。スタートの時点ですでに、両市場の相場の活性度に大きな差が見られる。

なお、KOSPI先物は日経225先物の0.97%安を超える1.45%安で寄り付いたが、これが受け入れ難いほどの相場の激変と見る市場関係者は、KOSPI先物市場にはおそろくない。

(4) 細部にこそ誘引がある

株式先物取引の活性化を考えるのであれば、このような細部を点検・吟味していくことが大事である。市場参加者はこのような細部の違いがパフォーマンスに大きな影響を与えることを知っている。したがって、大上段の改善策よりも、むしろ細やかに丁寧に対応することが参加者を引き付ける場合は多い。

そこで、細部ともいえる気配の問題にもどれば、各種市場とのリンクが進んでいる現在、1分遅れの寄り付きによりスタートから出遅ればそれだけ不利になる。個人投資家の多数はインターネット経由で市場に参加しており、マーケットに対してはすばやい対応を望んでいる。一方、各種情報は証券会社などからインターネットなどの媒体を通じてリアルタイム

ムで流されており、前日の米国株式相場やシカゴ市場の日経 225 先物の清算値、さらにはシンガポール市場の動きをみて、どの水準が寄り値になるのか推定している。

このように、テクノロジーや情報技術の発達でマーケット参加者を取り巻く環境が大きく変化すると、株式先物取引が寄り付きから特別気配を出して投資家の注意を喚起することの意義は大きく後退している。投資家が各種情報により推定している価格で寄り付くのに、わざわざ 30 秒や 1 分を使うことの不利益をあらためて吟味する必要があるのではなかろうか。

(5) 重要になる昼休み時間

さて、KOSPI 先物取引の現場に戻ると、寄り付き後は為替相場も注目されるが、東京株式相場の動き、そして日経 225 先物の動きも注目される材料だ。ただ、日中のメインのイベントはやはり中国市場の動向である。

上海株式市場の寄り付きは午前 11 時。現物市場に先行して始まる上海の株式先物取引などを参考にしながら、この午前 11 時に向けて KOSPI 先物の市場参加者はポジションを調整していく。そして午前 11 時を過ぎると、寄り付き後の上海総合指数の動きを反映しながら、KOSPI 先物の価格も変化していく。ある日の例では、上海総合指数が前日比プラスでスタートしたのに合わせて KOSPI 先物が買われる。その後上海総合指数が上昇幅を縮めると、KOSPI 先物にも売り圧力が強まるといった展開となった。

したがって、午前 9 時は前日の北米相場を織り込む寄り付きだが、午前 11 時は中国相場を織り込む第 2 の寄り付きなのである。

今年 8 月 23 日を例にとると、11 時 00 分から 12 時 30 分までの KOSPI 先物の値動きは 1.7 ポイントであり、ついた価格の数は 35 個におよぶ。この 1 時間半の売買枚数は 82,642 枚で、1 日の売買枚数の 19% を占める。

一方、このとき日本の株式市場は昼休みである。トレーダーも昼食などで席をはずしている。一方、KOSPI 先物のトレーダーは、昼食をとりながら取引画面を見続けている。あるいは、アクティブな動きが一段落つく 12 時半すぎになってやっと昼食をとるといった有様だ。一見トレーダーの働く環境は厳しいが、取引があつてこそそのトレーダーであり不平を言う者はいない。ヘッジを行う機関投資家も、自分のパフォーマンスを守る観点からは、アジア市場が動いている昼間に取引ができることには大いに満足しているはずだ。

(6) 世界の変化に対応できるかどうか

さて、中国はいまや世界第 2 位の経済大国である。いずれは第 1 位になるともいわれている。中国の景気動向や経済政策はいまや世界の景気に影響を与えていることに異論をほさむものはないだろう。その中国の株式相場は東京時間の午前 11 時 00 分に始まる。また、世界に影響を与える中国の経済指標の発表は午前 11 時 00 分が多い。

日経 225 先物取引が始まったのは 1988 年だが、欧州にはベルリンの壁があり（崩壊は

1989年)、中国は改革開放の急進を促した鄧小平氏の南巡講話(1992年)の前の時代である。日本が世界の経済をリードしていたこの時代に、日本の株式市場に昼休みがあっても全く問題はなかった。世界は日本がどう動くかに注目していたからだ。しかし、今は違う。世界における日本そしてアジア各国の立ち位置は大きく変わった。

市場が、このような国際情勢の大きな変化に的確に反応できなければ、世界の動きに関心を持たないローカルな参加者のみが集まる場所にならざるをえないだろう。

(7) 日中取引でも十分

そして、15時05分にKOSPI先物のザラバの取引は終了する(現物市場は15:00に終了)。ただし、15時15分までの10分間は、板寄せ方式で売買注文を入れることができる。そして、15時15分に大引けの価格がついて、この日の取引は終了する。

夜間取引もあるが、短期トレーダーはこれを気にしない。この時点で、レポートの作成や翌日に向けた準備を除けば、仕事は終了である。午前9時00分から午後3時15分までぶっ続けで取引に参加したトレーダーに夜間取引まで粘る余力はない。それだけ、日中の取引の内容(ボリュームとボラティリティ)が濃いのである。

4. 直ちに変わることが要諦―急がれる昼休みの見直し

現在、筆者が所属する投信運用会社において、ファンドマネージャーは株式市場の昼休み時間も、各種マーケットをウォッチしながら席を離れない。しかし、そこで海外市場等に変化があっても、ヘッジなどの対応ができないのが今の日本の株式先物市場である。

世界経済におけるアジアの地位が確固たるものとなり、しかも海外市場とのリンクが強まるなか、前場・後場制度をなくすかどうかといった議論に費やす時間はない。前場を1時間延ばして12時までにするなどの対応からでも急ぐべきだろう。現先一体などの原則も、夜間取引の開始で意義は薄れているはずだ。

世界の環境の変化を受けて直ちに変わることこそ、市場参加者への最大の貢献であり、また市場参加者も前向きな姿勢を評価してその市場への参加意欲を強めよう。また、そのようなマーケットだけが、世界経済がパラダイムシフトした新たな環境のなかで、生き残れるのではなかろうか。

* 韓国の基本情報は外務省HPによる。

* 価格データ等はブルムバーグによる。

以上