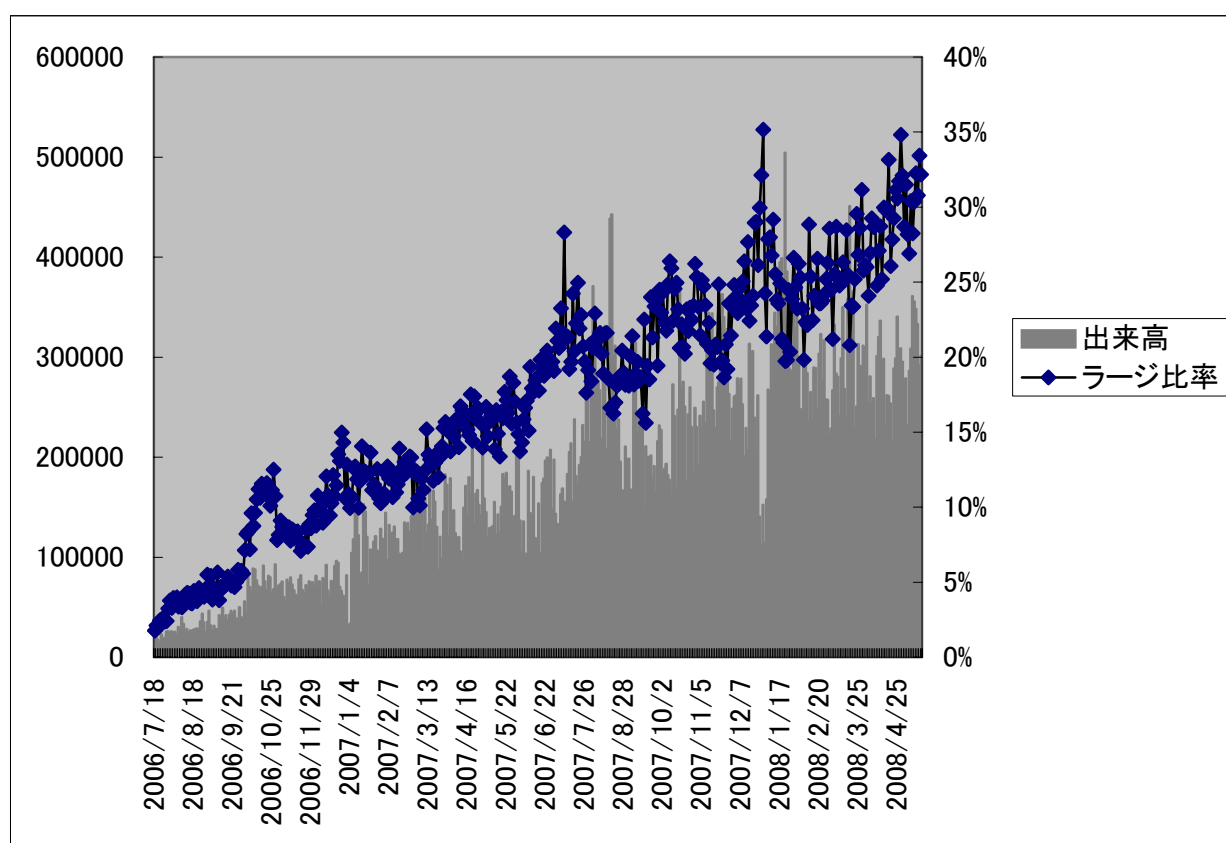


ラージとミニ先物の関係を検証する

株式会社 フィスコ

取締役 リサーチ部門統括担当 伊藤 正雄

日経 225 先物の mini 取引が 2006 年に上場して、今年の 7 月で 2 年が経過する。日経ミニが我が国の先物市場に果たした功績は大きく、正に個人投資家に先物取引の門戸を開放したと言っても過言ではないだろう。日経 225 先物の個人投資家の売買シェアは 2008 年 4 月現在、ラージで全体の 10%、mini で 36%に達している。また、2008 年 6 月 16 日から東証で TOPIX ミニ先物がスタートする予定で、今後もミニ取引の動向が先物全体に及ぼす影響は大きくなるだろう。



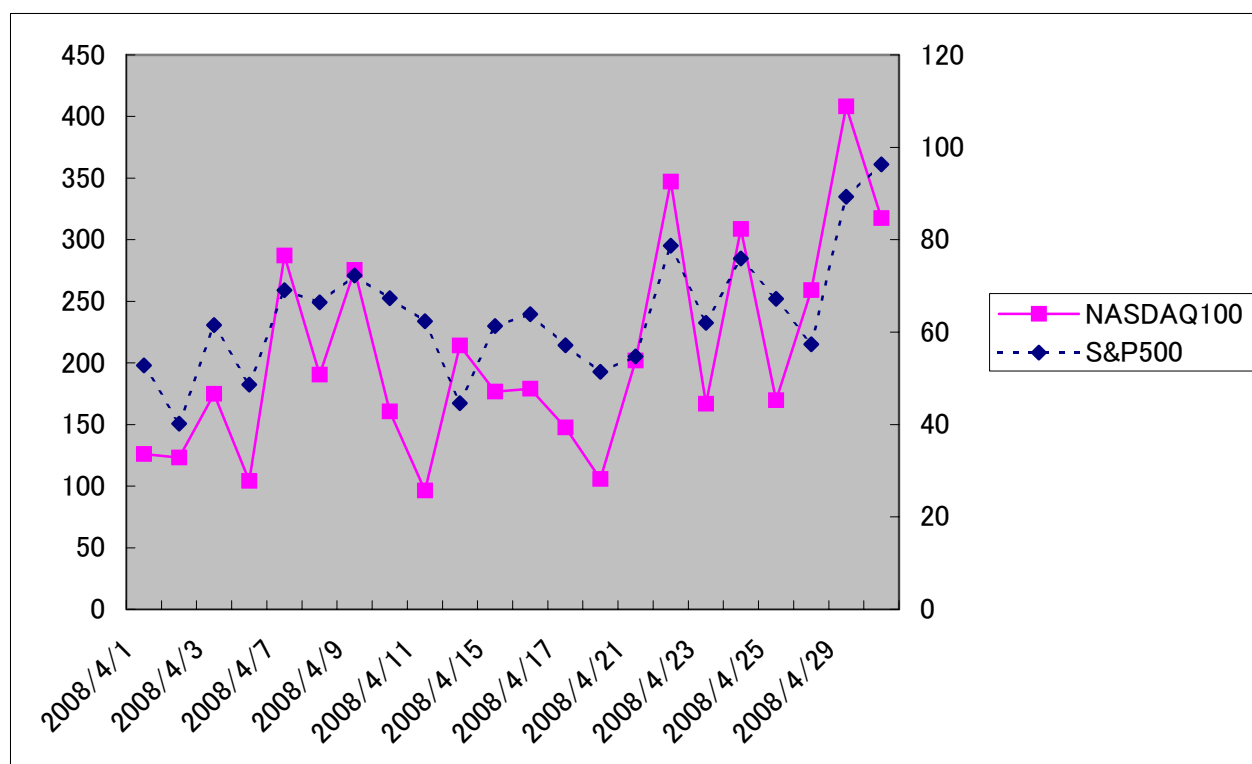
チャート①

チャート①は、225mini の出来高とラージとの出来高比率（乗数調整後）の推移を表したチャートで、棒グラフが 225mini の出来高で折れ線グラフがラージとの出来高比率となる。棒グラフを見ると、2006 年 7 月 18 日の上場日から出来高を着実に増やし、右肩上がりに推移していることがわかる。上場初日の出来高は 22345 枚と 1 日当たり約 2 万枚で推移していたのが、2008 年 1 月 22 日には 50 万枚の大台を超える大商いとなった。2008 年 5

月現在、1日約30万枚の商いが出来ている。ラージ換算すると約3万枚となり、この枚数をラージで割ったものが折れ線のラージ比率となる。この比率も出来高同様に右肩上がりで推移し、ここ最近では30%を上回る水準に拡大してきた。

さて、このラージとミニの先物取引の関係だが、海外の株価指数先物の状況はどうなっているのだろうか？今後の225miniの将来を計る上で、検証してみた。

米国市場の場合



チャート②

チャート②をご覧ください。このチャートは米国のNASDAQ100先物とS&P500先物のラージとミニの出来高を乗数調整後、比較したものである。実線がNASDAQ100先物のミニの出来高からラージの出来高を割った倍率でスケールは左表示。破線がS&P500先物のミニの出来高からラージの出来高を割った倍率でスケールは右表示となる。米国の先物市場では225先物と異なり、乗数調整後もミニがラージの出来高をはるかに上回り、ミニ先物が取引の中心となっている。NASDAQ100のグラフは約200倍を中心に出来高が推移しており、S&P500は約60倍を中心とした倍率で推移している。

225先物と比較したものが表①となる。

		売買金額	出来高	売買代金	レンジ比率	売買代金比率
225	レンジ	1400 万円	約 10 万枚	1 兆 4000 億円		
	ミニ	140 万円	約 30 万枚	4200 億円	10 分の 1	30%
ナスダック 100	レンジ	2000 万円	約 350 枚	70 億円		
	ミニ	400 万円	約 30 万枚	1 兆 2000 億円	5 分の 1	170 倍
S&P500	レンジ	3500 万円	約 5500 枚	2000 億円		
	ミニ	700 万円	約 170 万枚	12 兆円	5 分の 1	60 倍

表①

225 先物のレンジとミニの乗数の倍率差が 10 分の 1 であるのに対し、ナスダック 100 と S&P500 先物は 5 分の 1 に設定してあり、225mini の売買代金は S&P500 の約 5 分の 1 と個人投資家が参入するにはハードルは低いが、機関投資家がヘッジをするには使い勝手が悪くなる。例えば、100 億円のポートフォリオを先物でヘッジする場合、S&P500 ミニは約 1400 枚売却すれば良いが、225mini は 7000 枚売却しなくてはならない。スカルピングなど短期売買するトレーダーもあまり約定価格が分かれるようだと使い勝手も悪いだろう。ナスダック 100 のレンジに関しては 1 日の売買代金が 70 億円と既に存在意義が無くなってきているようだ。

また、表②で 225 のレンジと mini の手口を分析してみた。

225 先物売買手口 (レンジ)

売り		買い	
16618	UBS	UBS	16193
12920	カリヨン	カリヨン	13606
8118	ニューエッジ	ニューエッジ	8473
7513	ドイツ	ドイツ	6878
5219	安藤	岡三	5174
4929	岡三	安藤	5148
4902	GS	GS	4992

4655	藍澤	藍澤	4644
4507	リーマン	クレディ	4415
4506	JP モルガン	JP モルガン	4011

225 先物売買手口
(ミニ)

売り			買い
69116	ニューエッジ	ニューエッジ	64017
37311	カリヨン	カリヨン	38053
33161	UBS	UBS	37585
29131	楽天	楽天	28631
26323	安藤	安藤	25853
24750	Eトレード	Eトレード	23429
20128	BNP	BNP	19129
18347	松井	松井	17852
15633	オリックス	ドイツ	15786
12636	ドイツ	オリックス	15353

表② 5月23日 大証発表分

ラージの手口を見ると証券会社の自己売買やヘッジファンドと思われる手口が多いが、ミニは外資系証券とオンライン証券の手口が目立つ。ミニの中で外資系証券はラージとミニとの裁定取引（アービトラージ）がほとんどを占めており、この比率は全体の43%を占めている。ラージもSGXや現物株との裁定取引があるものの、この数字を差し引くとミニの対ラージ比率は17%に低下する。

米国市場を見るとミニ先物がスタートしてから、ラージの出来高の大半はミニに移行してしまった。225miniも確かに出来高は増加してきたものの、売買代金が約140万円（先物価格14000円の時）と少額であることから機関投資家やディーラーの玉移動は起こりづらい状況だ。ただ、ミニの出来高がここまで増えることが出来たのは140万円と少額から出来たことが大きく、そこで自信をつけた個人投資家がラージに移行し、出来高が増えたということは評価されるべきだろう。今後、225mini オプションなどが上場されてくれば、より、225mini の出来高が増加し、ラージの主導権を奪うとも考えられないが、今、暫くはミニの参加者が増えることにより、ラージの取引も活性化するという相乗効果が続きそうだ。