

注目すべき株価指数先物取引

木 村 幸 雄

はじめに

昭和46年に「金・ドル交換停止」というニクソン・ショックにより、為替は変動相場制に移行し、ドル・円・マルクなどは変動商品へと衣替えした。その結果、為替リスクをヘッジするニーズの高まりを映して、昭和47年5月には、シカゴ・マーカントイル取引所(CME)の国際通貨市場で、初めての外国通貨先物取引が開始された。次いで昭和50年10月には、シカゴ商品取引所(CBT)で住宅抵当証券の先物取引が開始されてからは、アメリカの各地の商品取引所は、相次いで短期財務省証券などの債券先物取引を開始するようになった。このようにして金利や為替相場の変動リスクをヘッジするためにアメリカやヨーロッパに於て債券や通貨の先物取引が1970年代～1980年代に登場したのである。

一方我が国に於ても国債の大量販売と激化する金利変動時代を迎え、金融機関や証券会社、機関投資家などは、大量の公社債、特に国債を保有しているため、リスクヘッジの先物市場の創設を待望していた。

かくして昭和60年10月から我が国でも長期国債を対象にした先物取引が証券市場で開始され、売買高も、スタート時には20兆4,894億円という予想以上の商内が集まり活況を呈した後、11月、12月には12兆円代まで急減したが、昭和61年に入ってから、1月16兆2,128億円、2月32兆1,908億円、3月64兆1,400億円、4月59兆5,722億円、5月59兆8,641億円、6月40兆3,939億円というように市場規模は順調な拡大を遂げている。

世界の金融先物市場では、こうした債券等を対象とする金利先物取引に加え

て最近とみに株価指数先物取引が活発に行われるようになり、注目を集めている。

株価指数先物取引は、個々の銘柄ではなく、いわば株式市場全体を売買するもので、例えば、日経平均株価や、東証株価指数そのものを売買する取引とすることができる。

1982年にはアメリカで始まった株価指数先物取引は、今では個人投機家のみならず、広く年金基金など機関投資家の利用が急増しており、株式相場の変動による株式ポートフォリオ（投資目的に副って一定水準の安定度を保ちながら、もっと有利、かつ、適切に投資効果をあげるためには、どんな証券の、どんな銘柄に、どれ位の金額を投資したらよいか、その分配方法を考える投資理論）の価格変動リスク（市場リスク）をヘッジする有効な手段となり得ることが明らかにされている。つまり、ポートフォリオの株式組入比率を直接に変更するよりは、迅速かつ低コストで市場リスクをヘッジすることが可能になるのである。

世界第2位の規模を誇る我が国株式市場、活発化する欧米年金基金の対日株式投資、我が国企業年金の急成長といった点を考えると、我が国でも株価指数先物取引の導入を検討すべき段階にきているといえよう。

本稿では、アメリカの株価指数先物取引の概要や、その取引の利用法等について概説しようとするものである。

I. アメリカに於ける株価指数先物取引の現況

(1) 株価指数先物取引とは

先物取引とは、ある特定商品を将来のある時点に、現時点で約定した価格で受渡しする取引のことである。株価指数先物取引は、この特定商品を株価指数としたものである。通常の商品先物取引は、先物の最終売買日を過ぎて保有している先物契約については、受渡し期日に現物の授受が行われるが、株価指数先物取引では、最終売買日の実際の株価指数の終値と前日の先物価格に基いて

計算された先物損益を現金で決済する仕組みとなっている。最終売買日までは、いつでも当初のポジションを反対売買（先物買いならば、同じ先物契約を売り戻す、先物売りならば、買い戻す）で清算できるという点は、他の先物取引と全く同じであるが、異なるのは、株式を授受するような現物の受渡しは行われない、ということである。

（２）現金決済方式

前述の如く、株価指数先物取引は、現金決済方式という点で他の先物取引と異なるが、この方式が初めて認可されたのは、1981年12月のユーロ・ダラー預金先物からである。ユーロ・ダラー市場の拡大が、ユーロ・ダラー預金先物利用のニーズを高め、現物受渡しの技術的困難性を現金決済方式の導入で解決したのである。現物受渡しに伴なわないことから、一部には投機的すぎるとの批判もあったが、先物の最終売買日の実際のユーロ・ダラー金利をベースに計算された損益が受渡し期日に現金決済される仕組みがとられており、現物価格（実際のユーロ・ダラー金利）と全くかけ離れた先物価格が形成されることはないのである。これがその後の株価指数先物を含めた現物受渡しが不可能な先物取引の登場に道を開いた訳である。

（３）海外に於ける株価指数先物取引

アメリカの株価指数先物取引の活況を受けて、海外の金融先物市場でも相次いで株価指数先物取引を開始した。現在この取引を行っているのは、アメリカ以外に、オーストラリア、カナダ、イギリスの3ヶ国であるが、近々、シンガポール、ニュージーランドでも開始の予定である。

注目されるのは、シンガポール国際通貨取引所（SIMEX）で、日本の株価指数を対象にした先物取引が開始されることである。

1985年5月、アメリカのシカゴ・マーカントイル取引所（CME）は、日経平均株価、日経500種平均株価を先物取引に使用する独占権を得ることで日本経済新聞社と合意した。

このように外国の先物取引所で日本の株価指数が取引されることは、今後我が国に於ける株価指数先物取引を導入するについての議論に拍車をかけることになるであろう。

II. 株価指数先物取引の仕組み

(1) 取引金額

指数の先物価格に一定金額を乗じて、それを株価指数先物1契約の取引金額とする。

(2) 呼 値

実際の株価指数の計算単位と異なる最小変動単位を採用するケースが殆どである。例えば、実際のS & P 500種株価指数は0.01ポイント刻みで変動するが、先物の場合は、0.05ポイント単位で変動する。先物価格1ポイントの変動は、契約で決められた乗数金額に等しい。例えば、S & P 500種株価指数先物価格1ポイントの変動は500ドルの損益をもたらすことになる。各先物契約の呼値が、金額換算でいくらになるかを前もって知っておくことは、損益計算上重要なことである。

(3) 証 拠 金

取引を開始する際には、先物ブローカーに一定の証拠金を預託しなければならない。この証拠金は、取引当事者がお互いの取引履行義務を遂行する証しとしてブローカーに差入れるものである。

証拠金は、当初証拠金と維持証拠金に区分される。前者は取引開始時にブローカーに預託しなければならない証拠金で、各先物契約ごと及び取引区分ごとに異なる。取引区分は、投機取引、ヘッジ取引、スプレッド取引に分かれる。スプレッド取引とは、一般に限月（定期取引に於ける受渡し期限）の異なる先物契約を同時に売り買いする取引である。

毎日の損益計算による損失補填の結果、当初証拠金が一定水準を下回ると当初証拠金の水準まで新たに現金を積み増さねばならない。これがすなわち、追証であるが、この追証がかかる証拠金の水準が維持証拠金と呼ばれるものである。

例えば、当初証拠金が6,000ドル、維持証拠金が2,500ドルの場合、当初証拠金が2,500ドルを割れば6,000ドルになるまで現金を追加差入れしなければならない。実際のS & P 500種株価指数先物価格の変動に基いて証拠金の増減状況を示すと下の表の如くなる。この例は、先行きの株式相場下落を見込んで6月5日に先物売りのポジションを持ち6月13日にこれを買戻して清算した場合である。一週間で2,200ドルの利益を得たことになる。

＜日々の損益計算例＞— S & P 500種株価指数先物の売り—

月日	9月限先物決済価格	損 益	証 拠 金
6/5	193.65	(取引開始)	6,000ドル
6/6	195.40	$-1.75 \times 500 = -875$ ドル	5,125
6/7	193.35	$2.05 \times 500 = 1,025$	6,150
6/10	193.55	$-0.20 \times 500 = -100$	6,050
6/11	193.00	$0.55 \times 500 = 275$	6,325
6/12	191.50	$1.50 \times 500 = 750$	7,075
6/13	189.25	$2.25 \times 500 = 1,125$	8,200
		2,200	

(出所) 山一証券経済研究所発行の証券月報より

(4) 取 引 時 間

アメリカやカナダの株価指数先物取引の場合、その取引終了時間は、現物の株式市場の終了時間よりも15分遅い。これは株式を売買する取引者が予定以上にふくらんだポジションをヘッジする機会を与えるためである。

ロンドンでの株価指数先物取引の開始時間は、現物市場より5分遅く始まり、終了時間は現物市場と同じである。

(5) 決済方法

株価指数先物取引の場合には、現物の受渡しは不可能であるため、最終売買日までに当初ポジションを反対売買しないと、受渡し日には最終売買日の実際の株価指数と前日の先物決済価格の差が現金決済されることになる。

例えば、S & P 500種株価指数先物で現金決済の例をとると以下のようなになる。最終売買日の株価指数終値が前日の先物価格より高い場合には、先物買いを行っていた者がスプレッドに相当する現金を受領することになる。

＜最終売買日の決済＞—仮設例—

	最終売買日の前日の先物決済価格……………190.00	
	最終売買日の実際の株価指数……………191.25	
	1.25	
決済金額	1.25×500ドル=625ドル	
買い建て……………	625ドル	受取り
売り建て……………	625ドル	支払い

Ⅲ. 株価指数先物取引の利用法

(1) 市場リスクへのヘッジ

株価指数先物取引は、株価変動リスクの中でも、市場リスクをヘッジするための有効な方法である。市場リスクとは、株式相場が下降基調であれば、多くの銘柄もそれにつれて安くなるというように株式相場の変動による株価変動リスクである。

市場リスクを回避するには、保有ポートフォリオの株式組入比率を適宜変えることで、ある程度は可能であるが、このためには、組入比率を変えるタイミング、株式取引コスト、税金等の問題も考慮せねばならない。これに対して、株価指数先物取引を利用すれば、流動性の高い市場で、低いコストです速く市場リスクを回避することができる。

先行きの株式相場が弱気と判断した場合には、株価指数の先物売る（売りヘッジ）ことで保有株式の評価損ないしは売却損をカバーすることができる。

予想通り株式相場が下落すれば、先物の買戻しを行い、その利益で現物市場の損失をカバーするわけである。

将来、株式のポートフォリオを組む予定で、先行きの株式相場が上昇傾向にあると判断した場合には、株価指数の先物を買えばよい（買いヘッジ）。予想通り、株式相場の上昇で購入予定株式の株価が上昇したとしても、先物売り戻し益で、株式購入の機会損失をカバーすることができる。

（２） 裁 定 取 引

裁定取引とは、現物価格と先物価格の乖離から利益を得ようとする取引である。株価指数先物取引の場合の理論的先物価格は、次の式で表わされる。

株価指数先物価格＝現物指数値×（１＋短期金利－配当利回り）

例えば、短期金利が年率９％、配当利回りが年率３％の場合、株価指数の現実の値が100であれば、６ヶ月後の先物価格は、理論的には

$$100 \times \left(1 + \frac{0.09 - 0.03}{2}\right) = 103 \quad \text{となる。}$$

裁定の機会とは、理論的な先物価格と、現実の先物価格が乖離している限り存在する。この乖離が大きければ大きい程裁定利益を得る機会も大きいということになる。現実の先物価格がその理論値よりも低ければ、株価指数作成のベースとなっている株式を売却し、先物を買うことで裁定利益を得ることができる。

（３） インデックス・ファンド (Index Fund)

こうした裁定取引は、インデックス・ファンドで株式を運用する機関が活用している。

インデックス・ファンドというのは、株価指数に似せて組まれたポートフォリオである。その多くは代表的な株価指数としてS & P 500種の株価指数をとり、この株価指数を構成する銘柄と同じ銘柄を組入れて運用する。その運用成績は株価指数と同じような働きになる。したがって、このファンドの成績は、市場を上回ることもないが、市場を下回るおそれもないわけで、いうならば、「市場を買う」ファンドであるといわれる。

このファンドのメリットは、運用に伴う費用を大きく節約できる点にある。つまり、ポートフォリオはS & P 500種という銘柄がすでに選択されているので、改めて個々の銘柄についての投資情報を集めて分析する必要はなく、ポートフォリオ組入れの銘柄のウェイトを株価指数のウェイトから大きく離れないよう管理しておればよいからである。

最初は、ウェルズ・ファーゴ・バンクが1971年に、企業年金の資金運用のために考えたポートフォリオである。チェース・インベスターズ・マネージメント社は、預り資産で全米14位の年金資金運用機関であるが、10億ドル程度をS & P 500種株価指数に基いて設定されたインデックス・ファンドで運用している。その他多くの信託や投資顧問ばかりでなく、エクソン、フォード、ウエスタン・エレクトリック、AT & Tなどの大企業でも、企業自ら年金基金の一部をインデックス化して運用するようになった。

(4) スプレッド (Spread) 取引

スプレッド取引は、2つの相異なる先物契約価格関係の変化を予想して、その2つの先物契約を同時かつ反対方向に売買する取引、つまり、同一商品について、ある限月は買い建て、他の限月を売り建てることで利益を得ようとするものである。

限月間の先物価格の開きが適正と考えられる水準から大きく乖離した場合、価格が高すぎると考える限月で売り建てをし、低すぎると考える限月で買い建てるのである。このように同一商品の異なる限月間についてばかりでなく、市場を異にする類似商品の同一限月間でも行うことができる。

スプレッド取引は、売り又は買いといった一方だけのポジションを先物市場でもつよりは、予想がはずれた場合の損失が少なくてすむことになる。

株価指数先物取引に於ても、この方式が大いに利用されているのである。

(5) 銘柄選択

株価の予想収益率を超える収益率を達成することができるかどうかは、投資

マネージャーの銘柄選択の能力に左右されることが大きい。銘柄選択と市場タイミングの両方について、時には両者がうまく一致しない場合がある。

例えば、株式が割安であると考えられるけれども、市場の先行きに不安がある場合、マネージャーは、結局、市場リスクの回避のためにその銘柄を避けざるを得ない可能性がある。しかし、株価指数先物取引を利用することにより、投資マネージャーは、先物市場で売りヘッジを行うことでポートフォリオの市場リスクを最小化する一方、専門の銘柄選択の能力を十分に発揮することができるのである。

IV. 我が国の株価指数先物取引導入についての法制上の問題点

(1) 商品取引所法

アメリカの株価指数先物取引は株価指数そのものを取引対象とし、決済方法は差金のみである。我が国に於ける商品取引所法の先物取引は「売買の当事者が商品取引所が定める基準及び方法に従い、従来的一定時期において、当該売買の目的物となっている商品及びその対価を現に授受するように制約される取引であって、現に当該商品の転売又は買戻をしたときは、差金の授受によって決済をすることができるものをいう」（商品取引所法第2条4項）と定義され、具体的な品物の受渡しが前提となっている。

したがって、物品の受渡しがないアメリカ型の株価指数先物取引は、商品取引所法の先物取引には該当しないので、現行法の下では株価指数先物取引を商品取引所法に規定する商品取引として導入することはできない。

(2) 証券取引法

株価指数は、証券取引法上の有価証券には該当しないので、現行法の下では株価指数先物取引を証券取引という形では導入できない。したがって、これを我が国に導入するについては、証券取引法上の有価証券として指定するか、債券先物取引のように、株式の「標準物」を証券取引法2条1項6号（株券又は

新株の引受権を表示する証書)の株券とみなす規定を設けるかのいずれかであろう。

証券取引法上の有価証券は、不特定多数の者に対して大量に発行されるもので、国民の資産形成に役立つものでなければならない。株価指数先物取引についても、その見地に立って、導入の必要性が十分に検討されなければならない。

(3) 取引所税法

取引所税には、取引所での売買取引のうち、差金の授受によって決済することができるものの約定金額を課税標準として課税される。税率は株券については1万分の20で、株価指数先物取引に於て株券として取引する場合には売買双方で1万分の40の取引税が課税される(取引所税法5条)。このような税負担を伴うことは、株価指数先物取引の導入に当って、大いに考慮されねばならないことと思われる。

参 考 文 献

- | | | |
|-------------|-------------|-----------|
| 板野幹夫著 | 最新証券市場論 | 文雅堂銀行研究社 |
| 杉江雅彦他共著 | 現代の証券市場 | 実教出版 |
| 原信, 荒井勇編 | 先物取引 | 有斐閣ビジネス |
| 株式先物調査団編 | 株式先物取引 | 金融財政事情研究会 |
| 杉本和夫著 | 金融先物の手法と戦略 | 日本経済新聞社 |
| 日本経済新聞社編 | 金融先物時代 | “ |
| 岩田巖雄, 高橋昭三編 | 現代証券市場と企業財務 | 大月書店 |
| | 証券月報 | 山一証券経済研究所 |
| | 証券週報 | “ |
| | 投資情報 | “ |