

市川レポート (No.457)

先物やオプションが現物を上下させる仕組み

- 日経平均株価は12月8日のメジャーSQ算出を前に、6日の大幅安の後、7日は大幅高となった。
- 投机筋のプット売りやデルタヘッジの先物売りに、裁定解消売りが加われば、現物の下げ幅拡大へ。
- 先物買い戻しと裁定買いで現物の上げ幅拡大へ、6日と7日の変動は投機的取引が一因とみる。

日経平均株価は12月8日のメジャーSQ算出を前に、6日の大幅安の後、7日は大幅高となった

日経平均株価を原資産とする金融派生商品（デリバティブ）に、日経225先物や、日経225オプションがあります。先物やオプションは、現物と違って取引期間が決められており、取引が満期を迎える月を限月（げんげつ）と呼びます。日経225先物の限月は、3月、6月、9月、12月で、日経225オプションの限月は毎月です。各限月の第2金曜日が満期日となり、この日に算出される特別清算指数（SQ）で取引が決裁されます。

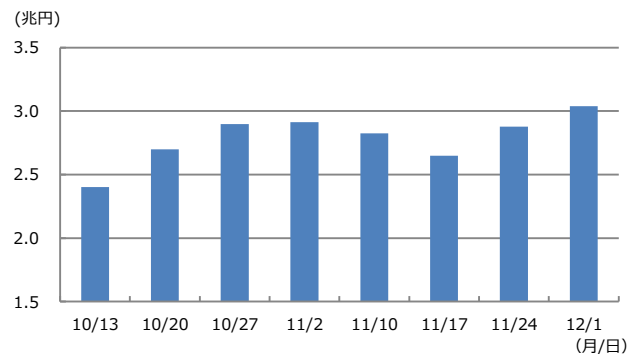
12月8日は、先物とオプションを同時に決済する「メジャーSQ」の算出日でした。先物やオプションを売買している投資家は、取引最終日（SQ算出日の前営業日、すなわち12月7日）までに、ポジションをどうするか判断しなければなりません。日本では直近限月に取引が集中する傾向がみられ、SQに絡み現物が大きく動くことがあります。実際、日経平均株価は12月6日に大きく下落し、12月7日には大きく上昇しました（図表1）。今回はこの仕組みを探っていきます。

【図表1：日経平均株価と日経225先物】



(注) データは2017年12月6日午前8時45分から午後3時15分と12月7日午前8時45分から午後3時15分。日時は日本時間。日経225先物は12月限月。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：裁定買い残の推移】



(注) データは2017年10月第2週（10月10日～13日）から11月第5週（11月27日～12月1日）。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

投機筋のプット売りとデルタヘッジの先物売りに、裁定解消売りが加われば、現物の下げ幅拡大へ

具体的な例として、ある投機筋が、12月限月の日経225オプションについて、行使価格22,500円のプット（日経平均株価を22,500円で売る権利）を売り建てていたとします。日経平均株価が「何らかの材料」で22,500円を割り込んだ場合、このプットが行使される確率は上昇します。そのため、投機筋のプット売りポジションは評価損が拡大します。

プット価格の急騰などで、プットの買い戻しが難しい場合、投機筋は12月限月の日経225先物を売却するというデルタヘッジを行います。日経平均株価が下落すれば、先物の売りポジションに評価益が発生するため、プット売りポジションの評価損を補填できます。この時、先物に売りが膨らみ、現物よりも安くなると、別の取引主体が、売っていた先物を買って、同時に買っていた現物売る「裁定解消売り」取引を行い、これが現物の下落を加速させることもあります。

先物買い戻しと裁定買いで現物の上げ幅拡大へ、6日と7日の変動は投機的取引が一因とみる

その後、日経平均株価が「何らかの材料」で22,500円を回復した場合、このプットが行使される確率は低下するため、プット売りポジションの評価損は縮小します。ただし、先物の売りポジションには評価損が発生しますので、投機筋は先物を買戻す必要があります。この時、先物に買いが膨らみ、現物よりも高くなると、別の取引主体が、先物を買って同時に現物を買う「裁定買い」取引を行い（図表2）、これが現物の上昇を加速させることもあります。

日経平均株価が下落した「何らかの材料」は、米国トランプ政権がエルサレムをイスラエルの首都に認定するという12月6日の報道であり、反発に転じた「何らかの材料」は、同日の欧米株式市場や為替相場が比較的落ち着いていたことと思われます。つまり、日経平均株価が6日と7日に変動幅を拡大したのは、上記の例に類似した投機的取引が一因と推測され、少なくとも日本の景気や企業業績の見方が悪化したことによるものではないと考えます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員