

1.2.2 裁定取引

今回は、経済紙などでよく取り上げられる“**裁定取引**”というものについて説明しましょう。ここでいう裁定取引とは、株価指数とその先物を用いたもつともポピュラーなものです。では、前回の復習からまいりましょう。

前回、先物の“**理論価格**”が現物価格から金利 R （年率）と満期日までの日数 T によって、

$$\text{先物価格} = \text{現物価格} \times (1 + R \times T \div 365) - \text{配当額} \quad (**) \quad (1)$$

と計算できることを説明しました。ところが、実際の先物市場では、必ずしも式 (**) によって決まる価格で売買が行われているわけではありません。そもそも、金利 R といっても、市場参加者全員が同じ利率で資金調達できるわけではありませんし、満期日までに金利が激変する可能性だってあります。そうなると、式 (**) で決まる先物価格というのも人によって、あるいは、タイミングによってはずいぶんと異なってくるはずです。

また、式 (**) など気にせず、“明日の現物価格は今日よりずっと高いさ！”と信じる市場参加者がいれば、たとえ先物が理論価格よりも高い状態でもさらに買いを入れてくるかもしれません。事実、バブル華やかし頃（何といい響きでしょう！）には、何ヵ月もの間、理論価格で買うことなどまったく不可能だったものです。

市場ではそういう“ズレ”(これをミスプライスという)があることの方が自然で、このズレをメシの種にしているプロフェッショナルたちがいます。彼らは、実際の先物価格が理論値より高いときは、“**現物買いの先物売り**”という戦略を、低いときは、“**現物売りの先物買い**”という戦略をとってサヤ抜けを狙って売買を行います。ミスプライスを見逃さないこの取引を“**裁定取引**”というのです。前回、先物の理論価格が式 (**) で決まることを説明したときの例が、実はこの裁定取引だったのですが、覚えていらっしゃいますか？

よく知られている日経 225 という株価指数とその先物を用いて、この裁定取引は市場でさかんに行われています。この場合、現物にあたるのは株価指数（日経 225）ですが、日経 225 そのものは上場されていません。したがって、この場合、指数を構成している 225 銘柄すべてを“同時に”売買しなければなりません。当然、コンピュータの力を借りることになります。

裁定取引を行うプロのデスクには、日経 225 に組み込まれている 225 銘柄を同時に、しかも、瞬時に発注できるシステムがあります。その端末画面の上には、さまざまな情報があり、たとえば、現値で 225 銘柄を買うと売買の総代金はいくらであるとか、成行で買うといいくらになるとか、現値で買いを入れると

何銘柄が約定しないとか、機能を覚えるだけでも大変です。当然、そこには先物についての情報もあり、売買も可能です。この化け物のようなシステム（証券各社は他社よりすぐれたものを作ろうと独自に工夫を重ねている）に助けられながら、プロは市場と（それに加えクビになる恐怖と）毎日戦っています。

現実の先物価格が理論価格より高くなり、裁定取引の引き金を引くレベルに達すると、システムはそれを教えてくれます。あとはマウスでクリックポン！サルでもできます。理論的にはリスクはないのですから。

しかし、人件費の安いサルにまかせず、人間にボタンを押させるのは何故でしょうか？ じつはサルには判断・決断できないさまざまな問題があるのです。

この戦略は、理論的にはリスクがないようにみえるのですが、現実には取引制度がもたらすいくつかの執行上の困難があります。式（＊＊）は金利、満期日までの日数、配当額という因子しか含んでいませんが、実際にはもう少し多くの要因に頭を悩ませることになります。たとえば、“現物売りの先物買い”を行うときには、現物株を空売りすることもあるわけで、この場合には借株料を払わねばなりません。さらには、売買に伴う税金なども利益を減らすことでしょう。

もうひとつ重要な事があります。市場に参加することで、“自分でサヤをつぶしてしまう”という点です。たとえば、“現物買いの先物売り”という売買を行うときに、素早く売買を執行しようとすれば成行注文でいくわけですが、これは先物価格を押下げ、かつ、現物価格を押上げてしまいます。当然、ねらった利益を取ることは望めず、へたをすれば損失さえ出ます。このように売買によって価格に与える影響を“マーケットインパクト”とよびます。だからと言って、マーケットインパクトを恐れて指値注文でいけば、全発注量が約定する保証はなく、これはこれで新たなリスクを生みます。しかも、自分が裁定取引を行っているのではなく競争相手も目を光らせていますから、のんびりお茶を飲みながら、というわけにもいきません。どうです、なかなか難しそうでしょう？

最初はサルとあまりかわりなくボタンを押している新米トレーダーたちも、場数を踏むごとに少しづつ頭を使うようになり、進化し人間に近づきます。そしてだいにマニアックになり、アートの世界へと入り込んでいくのです。

次回からは、先物の売買戦略についてお話しします。