

デリバティブの祝日取引開始について



大阪取引所 市場企画部課長

平地 亮

1. はじめに

大阪取引所（以下、OSE）では、祝日中のヘッジ機会提供による投資家の利便性のさらなる向上を目指し、昨年9月23日（金）の秋分の日からデリバティブの祝日取引を開始した。本稿では、祝日取引制度導入の背景や制度の概要、また、制度開始後の祝日取引実施状況等を紹介する。なお、本稿の内容や意見は執筆者個人に属し、その所属する組織等の公式見解を示すものではない。

2. 制度導入の背景

日本には祝日が年間16日あり、諸外国と比較して多く、またOSEは年末年始（12月31日～1月3日）を原則として休業日としている。一方、諸外国の主要デリバティブ取引所では一般的に祝日が少ないことに加え、祝日にも市場を開くことが多く、結果として従前は海外で日経225先物等の株価指数先物や商品先物の取引が行われながら、OSEが休業日となることが多い状況であった。

この点、OSEでは取引機会を拡大し、以て投資家の利便性向上を図る観点から、2007年に開始したイブニング・セッション（当時）の取引時間をこれまで順次延伸してきており、現在平日ではほぼ24時間取引可能となっている。一方、祝日取引については、これまでも検討自体は行ってきたものの、後述のとおり祝日中に立会を行うが故に想定・発

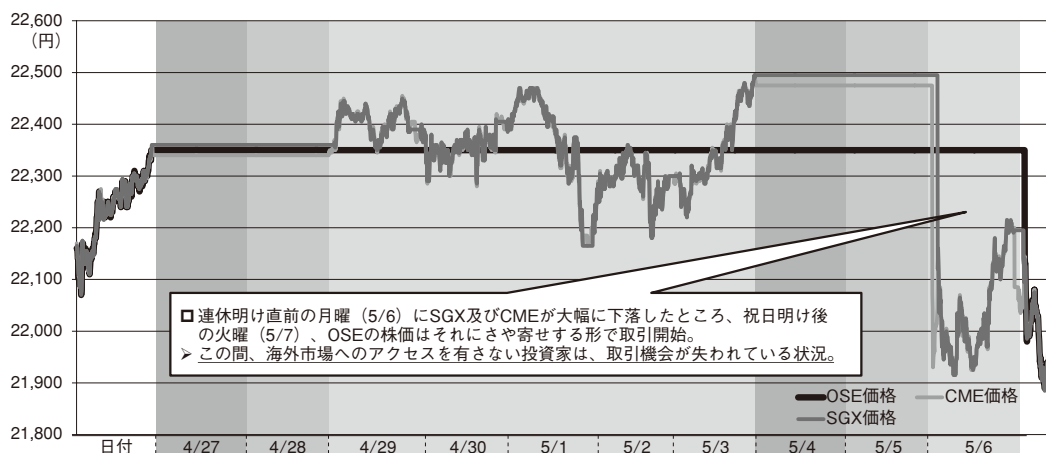
＜目 次＞

1. はじめに
2. 制度導入の背景
3. 制度概要
4. 制度開始後の祝日取引実施状況
5. おわりに

(図表 1) 海外主要デリバティブ取引所における祝日と休業日

年	区分	日本 (OSE・TOCOM)	アメリカ (CME)	イギリス (ICE Europe)	ドイツ (Eurex)	シンガポール (SGX)	香港 (HKEX)
2018	国民の休日	16日	11日	8日	9日	11日	17日
	取引所休業日	16日	全休：3日、半休：8日	3日	8日	1日	15日
2019	国民の休日	19日	11日	8日	9日	11日	17日
	取引所休業日	20日	全休：3日、半休：8日	3日	8日	1日	15日
2020	国民の休日	16日	11日	8日	9日	11日	17日
	取引所休業日	19日	全休：3日、半休：8日	3日	7日	1日	13日
2021	国民の休日	16日	11日	8日	9日	11日	17日
	取引所休業日	16日	全休：3日、半休：8日	3日	5日	1日	13日
祝日取引の有無 (2022年9月まで)		なし	あり	あり	あり	あり	あり (2022年5月開始)

(図表 2) 2019年の10連休の際の日経225先物の値動き



生しうる諸々の制約や課題もあり、実現にまでは至っていなかった。

こうした中、2019年の改元に伴う10連休の際、取引所の長期休場に伴う投資家のリスクが課題として認識されたことをきっかけに、OSEでは改めて市場関係者との間で祝日取引実施の意義について協議を行った。その結果、海外市場の変動に対処する手段となる祝日取引には一定のニーズがあり、また、我が

国資本市場の国際競争力強化の一助として取り組む意義も確認されたことから、将来的に実施することを前提として、具体的な制度案の検討を進めるべく、2020年1月に「デリバティブの祝日取引に関するワーキング・グループ」^(注1)（以下、祝日WG）を設置して約半年間、議論を実施した（なお、東京証券取引所（以下、TSE）の現物市場における祝日取引については、2021年に同社の「市場機能

強化に向けた検討ワーキング・グループ」(注²⁾)において、その必要性や課題など論点の整理が行われている。その結果、現物市場の祝日取引については一定の意義はある一方で、(指数やコモディティではない)個別株式の価格形成や流動性、決済、適時開示等と検討事項が広範囲にわたり、証券業界はもちろん、決済インフラや上場会社にも広く影響が及ぶものであることが確認されている。こうしたことから、現物市場における祝日取引の実施については慎重な検討が必要になるものと考えられる。)

その後、祝日WGの議論の結果も踏まえて、制度・システムを準備の上、昨年の9月23日(金)の秋分の日から祝日取引を開始するに至っている。また、日本取引所グループ(以下、JPX)傘下の東京商品取引所(以下、TOCOM)においても、昨年から同様に祝日取引を開始している。

■ 3. 制度概要

ここでは、祝日取引制度の概要を(1)基本的な枠組み、(2)取引制度関係、(3)リスク管理制度関係の3つに分類して紹介する。

(1) 基本的な枠組み

① 取引・リスク管理制度の前提(取引日とセッションの考え方)

祝日取引は祝日前営業日のナイト・セッションの延長として取引を行い、祝日取引実施

中は清算値段の更新を行わず、先物値洗差金及びオプション取引代金の決済は祝日明け営業日のデイ・セッションの取引分と合わせて行うこととしている。

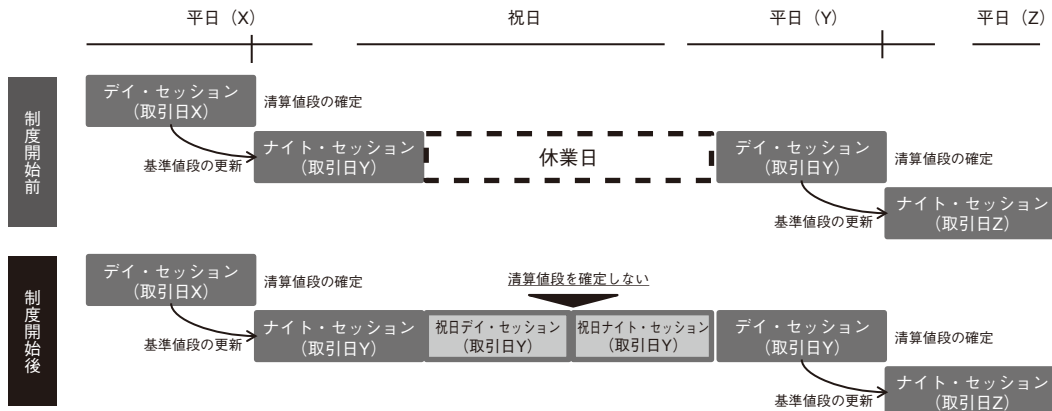
これは、祝日WGでの議論において「祝日取引に参加しない取引参加者への影響を極力抑えるべき」との意見もあったところ、清算値段を決定することに伴う市場参加者への影響等を考慮したことによるものである。また、仮に祝日を前営業日のナイト・セッションの延長ではなく一つの取引日として扱う場合、それは「当日の取引に基づき清算値段を決定し、同清算値段に基づき祝日中に前取引日の取引に係る差金・決済代金を授受すること」を意味する。このためには、祝日中に日本証券クリアリング機構(以下、JSCC)と取引参加者(清算参加者)の間(参加者の定めに応じて、参加者と顧客の間)で資金決済を行う必要が生じるが、現在の金融インフラを前提とすると、祝日中に平日同様の方法で資金移動を行うことができないという点も、このような取扱いとする理由の一つである。

なお、こうした平日と異なる取扱いに伴い、祝日中に参加者のエクスポージャーが拡大する可能性も想定されることから、OSE及びJSCCでは、これに対応するための祝日取引に関する取引・リスク管理制度の整備を行っている(詳細は後述)。

② 祝日取引の対象日・実施日

原則、土曜日、日曜日及び1月1日を除く全ての休業日を祝日取引の対象日とし、そこ

(図表 3) 祝日取引に係る取引日とセッションの考え方



から、JPXグループ（OSE含む）の大規模システムリリース等のためOSEが必要と判断する日及びリスク管理上、取引を行わないことが適当と判断する日を祝日取引の実施日から除外することとしている。2023年は対象日が14日あるところ、3日（1月2日（年始休業日）、1月9日（成人の日）及び11月3日（文化の日））を除いた計11日で祝日取引を実施する予定である。なお、OSEでは毎年2月に翌年1年間の祝日取引実施予定日を公表している（その後の6月と12月にそれぞれ上半期・下半期の確定公表を行っている。）。（注3）

③ 祝日取引の対象商品

指数先物・オプション及び商品先物・オプションを祝日取引の対象としており、本年5月29日に取引開始予定の日経225マイクロ先物・ミニオプション（注4）やESG指数先物（注5）は祝日取引の対象とする予定である。一方、国債先物・オプションと有価証券オプションは祝日取引の対象外としているが、国債先物

・オプションについては、祝日WGにおける議論で「国債現物取引が行われない祝日中のデリバティブ取引はニーズがない」との意見が大勢を占めていたことから対象外とした。また、有価証券オプションについては、取引ニーズという要因以外にも、仮に祝日取引の対象とする場合、現物固有の論点も議論する必要があると考えられ、現物市場が開いていない中で祝日取引を実施することが困難であるとの結論に至ったため、対象から除外することとした（同様の理由から、有価証券オプションについては平日のナイト・セッションも実施していない。）。

④ 祝日取引への参加方法

祝日取引への参加は取引参加者（証券会社等）の任意としており、希望するどの取引参加者も参加可能としているが、OSE及びJSCCにおけるリスク管理・システム設定のため、あらかじめOSE及びJSCCに届け出ることを求めている。届出のない取引参加者及

びその顧客の発注は、祝日取引実施中は一律抑止され、祝日前に発注されたロング注文(注文の有効期限を指定して行う注文)も祝日取引開始直前に失効することとなる。

なお、取引参加者によって参加／不参加が分かれるため、投資家の皆様においては、祝日取引への参加を希望する場合、取引先の証券会社等にご確認いただきたい。

(2) 取引制度関係

基本的に平日と同様の取引制度としているが、祝日取引固有の事情等を勘案して、以下のとおり、価格制限に関連して取引制度の一部を平日から変更している。

なお、先物・オプションの限月の取引期間は取引日単位で計算を行っているところ、前述のとおり祝日を一つの取引日として取り扱わない(すなわち、限月の取引期間の計算において祝日取引実施日は通常の休業日と同じ取扱いとなる)ため、祝日取引実施中に新規限月の取引開始日や既存限月の取引最終日が到来することはない。

① 制限値幅の基準値段

前述のとおり、平日と異なる取扱いに伴い、祝日中に参加者のエクスポージャーが拡大する可能性も想定されることから、祝日取引実施中は制限値幅の基準値段を固定することで、値動き可能値幅を1日分(祝日取引がない場合と同じ値幅)に制限している。なお、サーキット・ブレーカー(Static Circuit Breaker: SCB)の取扱いは平日と同様であ

り、制限値段での約定等が発生した場合、取引の一時中断と値幅の拡大を行うこととしている。

② 即時約定可能値幅制度による取引の中断時間

適切な価格形成が行われるために必要となる十分な流動性を確保するため、祝日取引にもマーケットメイカー制度を適用しており、これまでの祝日取引実施日では、いずれの日においても流動性の点で特段の問題は発生せず、円滑に取引が行われた。一方、祝日は平日と比べ市場参加者が限られ、誤発注などによる急激な価格変動に市場が対処するための時間が通常よりも長くかかる可能性があることから、即時約定可能値幅制度(Dynamic Circuit Breaker: DCB)による取引の中断時間を平日より長く設定している。具体的に平日の中断時間が30秒(指数オプションは15秒)であるところ、その倍となる60秒(同30秒)を設定している。

(3) リスク管理制度関係

前述のとおり、OSEの祝日取引においては、制度への参加を取引参加者の任意とし、また、祝日取引は祝日前営業日のナイト・セッションの延長として扱うこととしている。一方、祝日取引により生じうるリスクに対応しつつ、参加しない取引参加者には影響を与えない制度整備が必要であるとの考えのもと、JSCCにおいては以下のとおり祝日取引に関するリスク管理制度を整備している。

① 取引証拠金の事前割増

JSCCでは、祝日取引に参加する清算参加者（取引参加者）に対して、祝日取引実施日前に取引証拠金を割増し、事前割増額として預託を求めることとしている。具体的には、祝日取引が行われる前営業日中に清算参加者に預託を求める取引証拠金について、単日の祝日の場合には、祝日取引の対象商品に係る取引証拠金（SPAN証拠金額）の20%にあたる金額を事前割増額として預託を求めることとしている。また、ゴールデンウィークのように祝日取引実施日が連続する場合においては、日数に応じてその率を設定しており、現在は、2日連続の場合は25%、3日連続の場合は30%にあたる金額の預託を求めることとしている。なお、事前割増額は、原則としてJSCCが清算参加者に求める取引証拠金に係る事項であり、投資家と取引参加者の間の証拠金の取扱いとは異なる場合があることから、留意いただきたい。

② 連続する祝日における参加者モニタリング

祝日取引実施日が連続する場合には、エクスポージャー拡大に対する一層の対応が必要であるとの考えのもと、JSCCでは祝日取引に参加する清算参加者のモニタリングを行い、清算参加者において事前に定める基準に照らして過大なリスクが確認された場合には、所定の時限までにリスクを削減する取引の実施または担保の追加預託を求め、これらの対応がとられない場合には当該清算参加者

の債務引受を停止（＝OSEにおいて当該参加者の取引を停止）することとしている。

■ 4. 制度開始後の祝日取引実施状況

制度開始以降、初回である9月23日（金）秋分の日を含め、計5回の祝日取引を実施した（2023年1月末現在）。以下では、各回の実施結果等を紹介する。

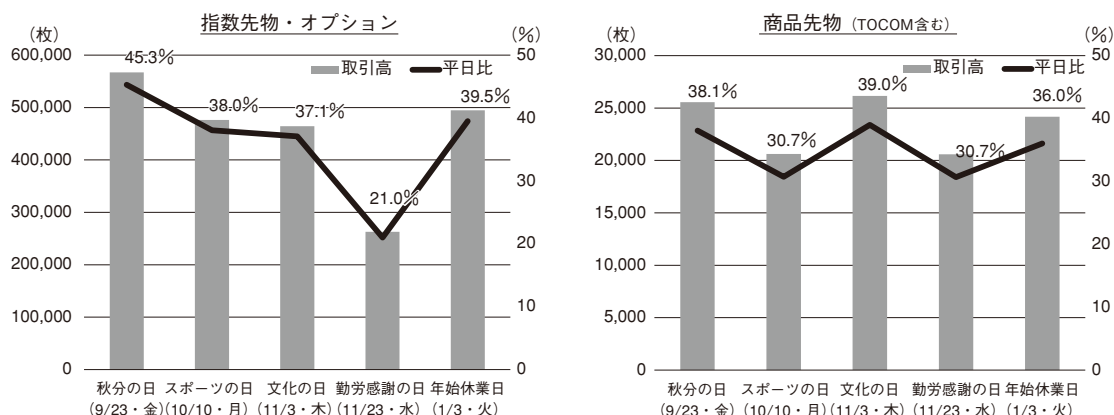
(1) 各回の取引状況

祝日取引各回の取引状況は以下のとおり、平日取引高（2021年の1日平均取引高）の2～5割程度となっている。

これまで計5回の実施と現時点ではサンプル数が少ないことや、祝日取引の結果は当日の海外市況に大きく影響を受けることから、現時点で具体的な評価を行うことは難しい。一方、海外主要デリバティブ取引所における祝日取引の実施状況（平日取引高との比較）や、現時点の制度への参加状況等を踏まえると、当初は取引が限定的であり、その後の市場参加者への段階的な制度の普及によって、将来的に平日取引高の約2割程度となることを制度開始前は見込んでいた。その意味においては、想定を大きく上回るスタートを切ることができたと考えている。

商品分類ごとの特徴をもう少し具体的にみると、指数先物・オプションについては、5回のうち勤労感謝の日が最も低調な取引結果

(図表 4) これまでの祝日取引実施結果



に終わっているが、これは米国が Thanksgiving Day直前ということもあり積極的な取引が手控えられ、米株式市場が閑散相場であったことが背景にあるものと考えられる。個別の商品単位では、ダウ・ジョーンズ工業株平均株価を原資産とするNYダウ先物が、平日と同程度または日によって平日を上回る取引結果であったことは、特徴の一つとして挙げられる。

一方、商品先物においては、指数先物・オプションのような日ごとの大きな出来高差は見られないが、これは商品先物が国際市況であり、特定国の株式相場に相対的に影響を受けにくいことを意味しているものと考えられる。

(2) 祝日取引実施日における先物価格の推移

これまでの祝日取引実施日の中でも、初回である9月23日(金)秋分の日、夜間の取

引時間帯に欧州及び米国の株式市場が大幅な株安となったが、以下では当日のOSEにおける株価指数先物(日経225mini)の歩み値等を具体的に紹介したい。

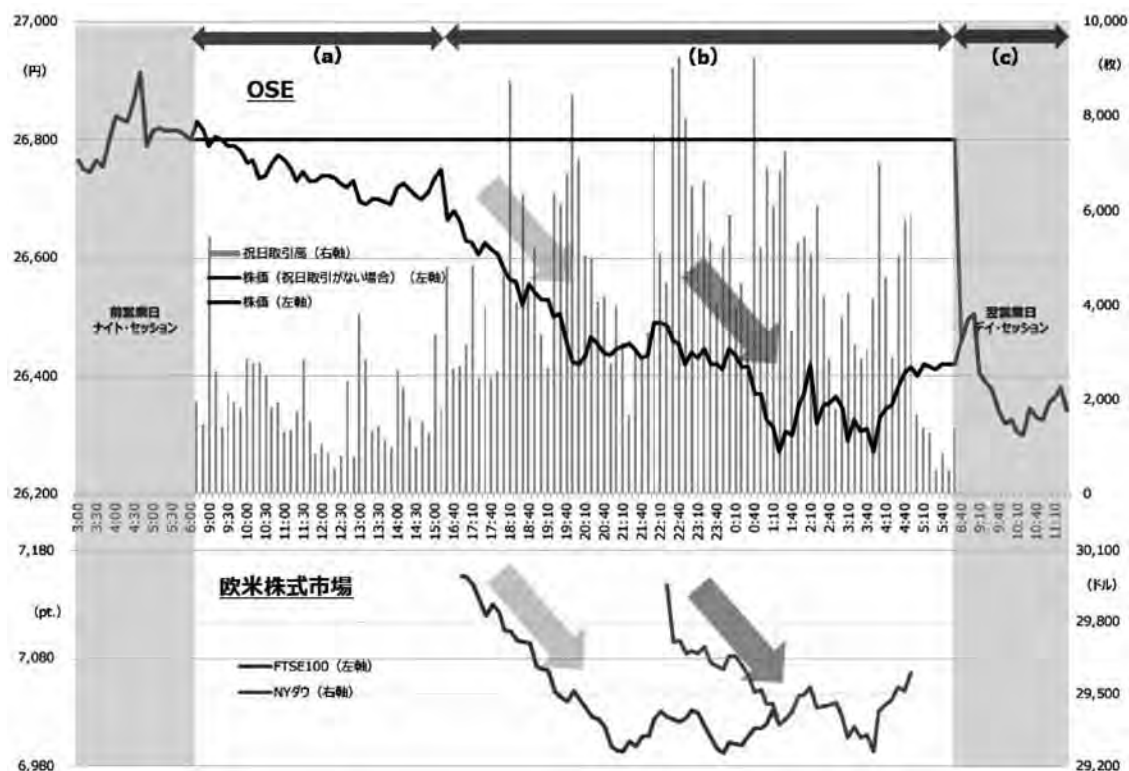
a. 祝日取引_デイ・セッション(9月23日(金)日中)

・日本の日中時間帯は欧州及び米国株式市場の取引時間外であり、また、祝日取引実施日においてはTSEも休業日となっていることから、この時間帯における値動きは限定的となっている。

b. 祝日取引_ナイト・セッション(9月23日(金)夜間)

・17時に欧州市場が開始すると、欧州の大幅な株安を受け欧州市場の値動きに連動する形で日経225miniの株価も下落。また、22時30分に米国市場での取引が始まると連鎖的な株安を受け日経225miniも一段安に(その後引けにかけて、米国市場と連動する形で、小幅反発。)

(図表 5) 日経225mini (2022年12月限) の株価推移



c. 平日取引__デイ・セッション (9月26日 (月) 日中)
・OSEの日経225miniは朝8:45に26,420円で寄り付いた。

祝日取引開始前の日経225miniの平日ナイト・セッション終値は26,800円であったことから、仮に秋分の日に祝日取引が実施されていなければ、投資家は祝日明けに「前日比-380円」という結果を受け入れるほかなかった。その意味においては、リアルタイムでヘッジ機会を提供するという祝日取引の意義を

初回より一定程度達成できたと言えるのではないだろうか。また、海外市場の値動きと連動・相関した価格形成がなされていること等も踏まえると、祝日取引実施日においても市場として正常かつ有効な価格発見機能が提供できているものと考えている。

5. おわりに

デリバティブの祝日取引実現にあたっては関係各所の皆様に多大なるご協力をいただき、この場を借りて改めて御礼申し上げます。

制度開始当初は、個人投資家やマーケットメイカー中心の市場となることも想定していたが、初回より機関投資家等にもご参加いただき、多様な投資家層の参加を実感している。また、現状平日取引シェアで7割強の取引参加者が祝日取引に参加しているが、現在、祝日取引不参加の複数取引参加者に今後の制度参加に向けた準備・検討を進めていただいているところである。OSEとしては、今後更に多くの投資家の皆様にデリバティブの祝日取引に参加いただけるよう、制度の普及に取り組みつ、制度の在り方についても、今後の祝日取引実施状況や市場環境の変化、海外市場制度等を踏まえて、継続的に検討していくこととしたい。

最後となるが、OSEでは祝日取引に限らず、市場参加者のニーズに応じた商品追加や取引制度の見直しを適宜行い、市場の利便性向上に努めてまいりたいと考えている。その一例として、前述のとおり今年の5月には日経225マイクロ先物・ミニオプションなど、複数の新商品の取引開始を予定している。こうした新商品についても、広く市場参加者に活用いただけるよう、周知・啓蒙を行ってきたい。

強化に向けたアクション・プログラム」の公表について)

(注3) <https://www.jpx.co.jp/derivatives/rules/holidaytrading/index.html> (JPXウェブサイト__祝日取引について)

(注4) <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d8/20220617-01.html> (日経225マイクロ先物・ミニオプションの上場等について)

(注5) <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d8/20221205-01.html> (ESG指数先物の導入について)



(注1) <https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0060/20200630-01.html> (デリバティブの祝日取引に関するワーキング・グループ報告書の公表について)

(注2) <https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/1030/20211027-01.html> (「現物市場の機能