

解 説

先物実践講座 - 7 -

日経225先物戦略

先物投資戦略の実践④ インターマーケットアービトラージ取引

先物を用いた投資戦略の1つとして裁定取引が挙げられるが、本シリーズの第3回で述べた様に現物・先物間の裁定取引には以下の3種類のコスト・リスクが考えられる。

- ①現物や先物の売買に伴う手数料
- ②マーケットインパクト
- ③トラッキングエラー

現物と先物の裁定の場合、①及び②のコストが大きいために委託取引ベースではほぼ不可能に近い。しかしながら現在国内には東証のTOPIX先物と大証の日経225先物の2つの市場があり、この2種類の先物を用いることによって③のトラッキングエラーを利用すると共に①及び②の取引コストを抑えることが可能となる。また、このトラッキングエラーをマクロ環境の分析、両先物の原

指数の性格の違い等から推測することによってポジションを組む戦略も可能となる。

乖離率とNT指数の比較

図-1及び図-2に日経225先物とTOPIX先物の理論価格からの乖離率の差及び日経平均先物とTOPIX先物のトラッキングエラー(NT指数)の推移を示す。

日中の値動き、日足の値動き共にNT指数の方が大きく、乖離率の大小に着目したポジション(乖離率の大きい先物売+乖離率の小さい先物買)を組んでもNT指数が大きく動いてしまうとポジション設定時に見込んだ乖離差分の利益は見込めない。したがって乖離率の差に着目したポジションを組んだ場合には常に決済のタイミングを見計らいNT指数が動かないうちに決済するという短期的な戦略を取ることになる。

また、現在TOPIX先物は日経225先物に比べるとかなり流動性が低いために相場の状況によっては乖離率の差を打ち消す様なマーケットインパクトを受ける可能性もあり、先物の板状況も充分考慮に入れねばならない。

以上に述べた理由により、乖離率に着目したインターマーケットアービトラージ取引を行うにあたっては常に相場状況を監視し続けている必要があり、大きな損失を被ることは少ないにしても定常的に利益を得ていくこと

図-1 NT指数と両指数先物のカイリ率推移(日足)

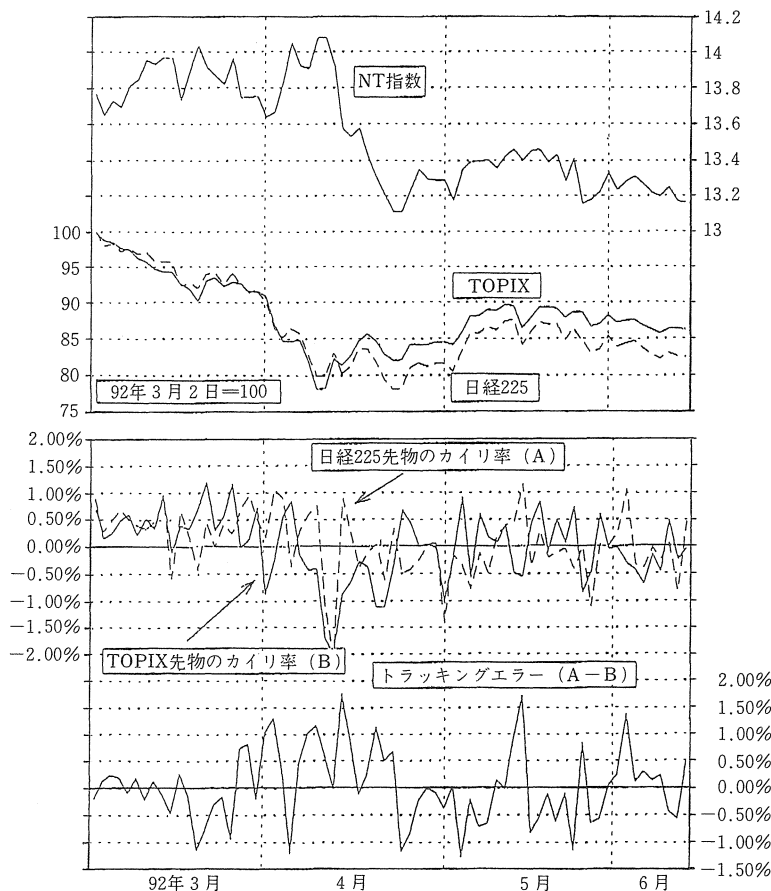
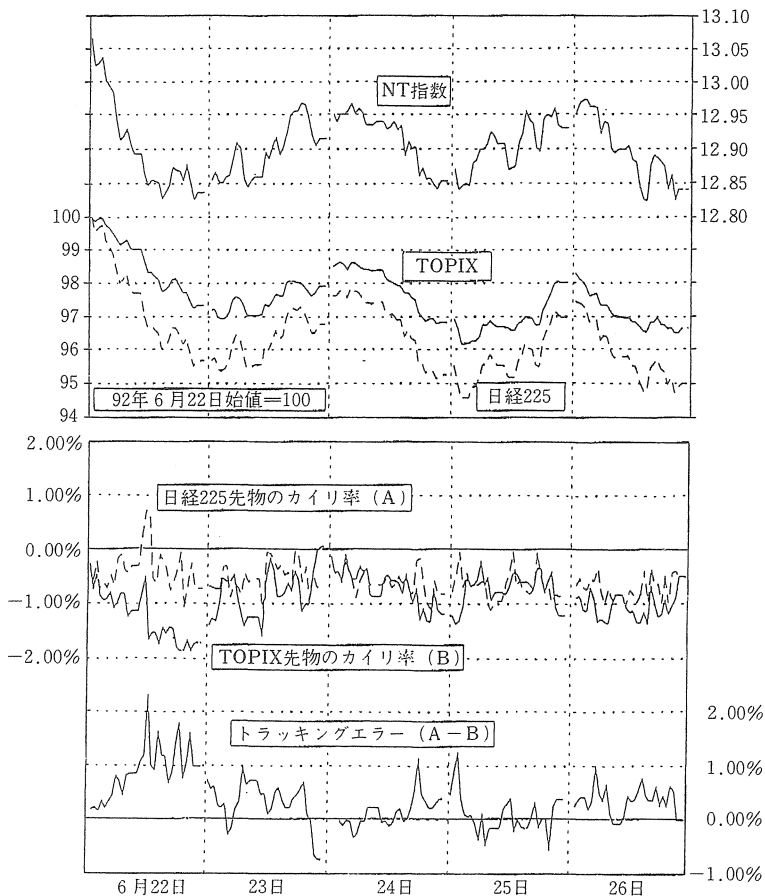


図-2 NT指数と両指数先物のカイリ率推移(日中足)



は予想以上に困難であろう。

NT指数の動きに着目したインターマーケットアービトラージ取引

乖離率の変化に比べるとNT指数の変化は数日のうちに数%の幅で動くことがあり、この動きを予想することができれば前出の乖離率の差に着目したインターマーケットアービトラージ取引に比べてリスクは負うものより大きなリターンを狙うことが可能となる。以下にNT指数の変動要因毎にその予測方法の例を示す。

指数の歪みによる変動の場合

日経平均株価は指数を構成する225銘柄の額面修正株価の単純平均であるために、先物と現物株バスケットとの裁定取引に伴うインデックス売買があった場合には流動性の少ない銘柄はマーケットインパクトを受けやすい。特に先物市場に比べて現物株市場の出来高が少ない状況で相場が大きく動く場合、裁定取引に伴うインデックス売買が一方向に累積するために流動性の少ない銘柄の株価はマーケットインパクトが累積した状態になってしまう。この状態は相場環境の変化と共に解消される場合が多く、この一時的な指数の歪みに着目してポジションを組むことができる。

図-3は日経平均採用銘柄のうち出来高の少ない20銘柄の占める株価ウェイトの推移をNT指数と共に示している。この図から明らかな様に流動性の少ない銘柄の比率が極端に変化した場合、NT指数も連動して変化している。したがって、この比率を目安としてポジションの設定、解消の判断をすることもできよう。

ただし、'91年以降日経平均採用銘柄の入れ替えが行われるためにその除外候補銘柄はインデックスバスケットから外される傾向がある。'91年10月に除外となった6銘柄についても'91年前半からすでにNT指数との関連は薄くなっている(図-4)。したがって上述した戦略を採用する場合、今年の日経平均採用銘柄の入れ替えについても注意を払う必要がある。また、このような低流動性銘柄は個別材料に対する株価の反応も大きくその点にも注意せねばならない。

指数値の本質的な変化の場合

日経225とTOPIXとは指数を構成する業種の違いや大型株の占める割合の差等からマクロ環境の変化に対する感応度にも違いが生ずる。表-1に両指数の業種別の構成比を示す。これらの値を考慮した上で考えられる

図-3 品薄銘柄とNT指数の関係

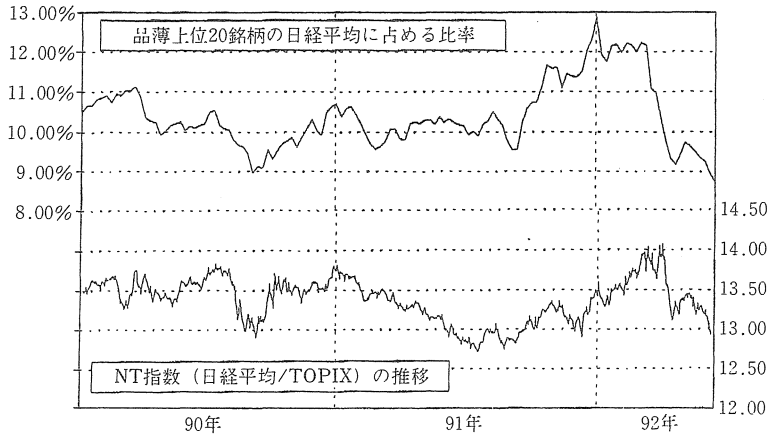
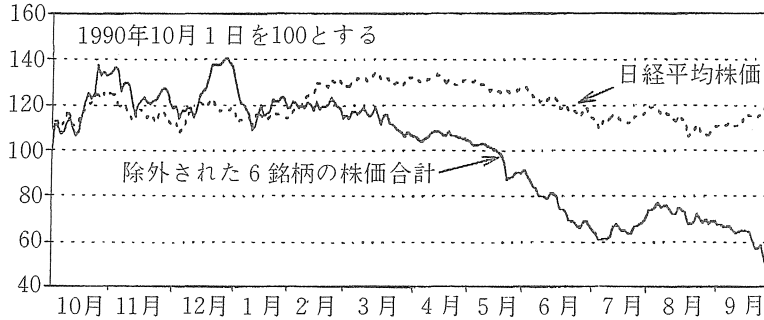


図-4 除外された6銘柄の株価推移



幾つかの戦略を例示する。

・金利予想に基づくNT指数の予測

日経225とTOPIXの最も大きな違いは金融・保険のウェイトの差である。このため、金利感应度の高い金融業種の動きに着目し、金利低下局面では「日経225先物売+TOPIX先物買」のポジションを組む戦略が考えられる。また、長短の金利差に基きNT指数の変化を予想する戦略も考えられよう。

・その他のマクロ指標に基くNT指数の予測

金利以外にも株価に影響を与えるマクロ指数は数多く有り、その影響度が日経225とTOPIXでは異なる場合もあり、その場合NT指数はその指標に大きく影響を受けることになる。図-5に主要ないくつかのマクロ指数とNT指数との関係を示す。株価は数多くの要因が複雑に絡み合っ決定されるため、一つのマクロ指標でNT指数の動きを説明するには無理があるが景気先行指数などは若干の相関関係が見られ、マクロ指標に基づくNT指

数予測の可能性を示唆している。

これらマクロ指標に基づいたNT指数の予想は容易ではないが、相場水準の急激な変化に対するリスクは比較的少なく、しかも個別株の仕手化などにも惑わされることも無いのでファンダメンタルズを基にする投資家にとっては有効な戦略と言えよう。しかしながら、これらマクロ環境の変化に対して株価が反応するまでには数カ月のタイムラグを生じることも多く、先物の最終売買日までの期間が短い場合にはNT指数の水準が変化しないまま最終売買日を迎える可能性も考慮せねばならない。

以上述べてきた様にインターマーケットアービトラージ取引には配慮すべき着目点が数多く存在する。したがってどのポイントに着目した戦略を採る場合でも他の着目点も配慮の上でポジションを組む必要があると言えよう。トータルとしてのリスクはかなり限定されていることから先物及び指数の構造を理解した上で行えば有効な戦略となりうるであろう。 (S. N.)

表-1 日経平均とTOPIXの業種構成比較

| | 日経平均 | TOPIX | 差 |
|--------|---------|---------|---------|
| 水産 | 0.80% | 0.20% | 0.60% |
| 鉱業 | 1.10% | 0.30% | 0.80% |
| 建設 | 5.30% | 5.40% | -0.10% |
| 食品 | 8.10% | 3.20% | 4.90% |
| 繊維 | 4.90% | 1.90% | 3.00% |
| パルプ・紙 | 2.10% | 0.90% | 1.20% |
| 化学 | 12.60% | 7.80% | 4.80% |
| 石油・石炭 | 2.20% | 1.10% | 1.10% |
| ゴム | 1.00% | 0.60% | 0.40% |
| ガラス・土石 | 4.80% | 1.60% | 3.20% |
| 鉄鋼 | 2.60% | 3.30% | -0.70% |
| 非鉄金属 | 4.20% | 1.50% | 2.70% |
| 金属製品 | 2.20% | 1.10% | 1.10% |
| 機械 | 5.00% | 3.50% | 1.50% |
| 電気機器 | 10.70% | 10.60% | 0.10% |
| 輸送用機器 | 5.40% | 6.00% | -0.60% |
| 精密機器 | 1.90% | 1.10% | 0.80% |
| その他製造 | 1.90% | 2.20% | -0.30% |
| 商業 | 4.50% | 7.90% | -3.40% |
| 金融・保険 | 9.10% | 25.80% | -16.70% |
| 不動産 | 1.50% | 1.20% | 0.30% |
| 陸運 | 2.90% | 2.90% | 0.00% |
| 海運 | 1.10% | 0.60% | 0.50% |
| 空運 | 0.60% | 1.00% | -0.40% |
| 倉庫 | 0.90% | 0.30% | 0.60% |
| 通信 | 0.30% | 1.50% | -1.20% |
| 電力・ガス | 0.80% | 5.30% | -4.50% |
| サービス | 1.50% | 1.20% | 0.30% |
| 合計 | 100.00% | 100.00% | 0.00% |

図-5 マクロ指標とNT指数

