

先物・オプションマーケット

日経300指数連動型上場投資信託と 日経300指数

野村證券株式会社

エクイティ部業務開発課長 綱川 敏彦

はじめに

証券界は、90年代にはいっておこった先物取引、インデックス取引への批判をうけとめ、新しく開発された日経300指数を普及するためにいろいろな措置をとった。

- ・日経300先物の上場と取引に対する優遇措置
- ・日経300オプションの上場と長期オプションの上場
- ・日経300株価指数連動型上場投資信託(以下、日経300投資信託)の開発

筆者は、本誌の平成5年11月号「特集 日経300先物」について「先物取引の指数の条件」で、日経300指数を普及させるために必要な条件を5つあげた。

- (1) 代表性
- (2) 知名度
- (3) インデックス売買に対する頑健性
- (4) 裁定
- (5) 多様な商品

これらは、おおむね実行されつつある。しかし、実際、日経300先物の出来高などをみる限り、「普及した」とはいえない。本稿では、日経300投資信託の設定以来の基準価額と実際の市場価格を分析し、日経300投資信託と日経300指数の今後の見通しについて考えることを目的としている。

日経300投資信託

まずはじめに、定量的な分析をする観点から、日経300投資信託の特徴をあげる。

● 受益証券が上場

日経300投資信託は受益証券が取引所で売買されるという点で日本初の商品である。8市場に上場されたが、取引所における取引高は1銘柄としてはかなり多い。上場後、10日間ほどは東証銘柄のなかでも取引高は最も多く、その後も常に上位に顔をみせている(表1参照)。これは、取引価格が最低単位の1000口でわずか25万円程度と安く、「インデックスの現物化」というコンセプトが受け入れられた結果であると思われる。

● 株式への交換

日経300投資信託は、一定口数以上の受益証券とそれに相当する信託財産中の株式(300銘柄の現物株式)とを交換することができる。

交換開始：95年9月1日

交換単位：1200万口以上10万口単位(30億円相当以上)

交換価額：申込日の翌営業日の基準価額

交換株数：各銘柄、信託財産中の時価総額比率に基づき、1売買単位以上の整数倍に調整。端数となった口数は受益証券で返却される。

手数料：同ポートフォリオを市場で買い付けた場合と同額の手数料を徴収

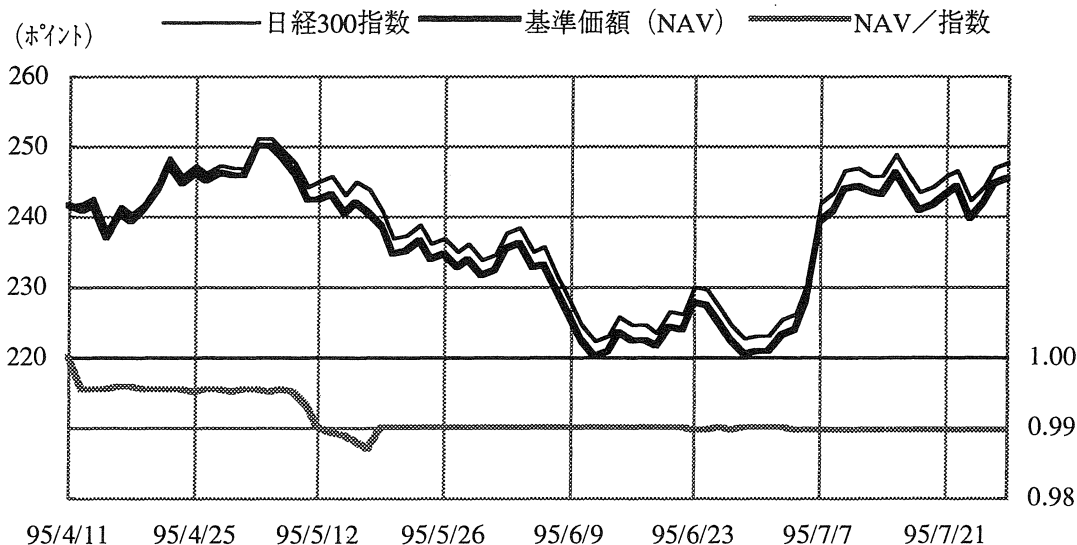
交換停止：日経300構成銘柄の配当落日、権利落日の前営業日や日経300構成銘柄入れ替え実施後の5営業日間、ファンドの決算日の前営業日など

表1：日経300投資信託の取引代金(億円/1日平均)

	(A) 日経300投信	(B) 日経300先物	(C) 東証1部	(A)/(B)	(A)/(C)
95/5/29~6/02	98	631	1,843	15.5%	5.3%
6/05~6/09	44	591	2,313	7.4%	1.9%
6/12~6/16	23	110	2,162	20.6%	1.0%
6/19~6/23	16	58	1,809	28.5%	0.9%
6/26~6/30	20	148	2,107	13.4%	0.9%
7/03~7/07	18	115	2,989	15.7%	0.6%
7/10~7/14	45	168	4,469	26.6%	1.0%
7/17~7/21	29	109	2,972	26.9%	1.0%
7/24~7/28	15	65	2,542	22.8%	0.6%

* 日経300投信、先物の取引代金は1日取引高×終値に基づく概算値。

表2：日経300株価指数と投資信託基準価額の推移(95/4/11～95/7/28)



日経300インデックス運用を行うことを考えた場合、日経300投資信託を購入して交換する場合においても、現物株式を市場で購入した場合と同じ手数料負担が発生する。したがって、日経300投資信託を購入するための委託手数料が余分にかかることになり、投資信託の市場価格がそれ以上に基準価額からディスカウントしていれば、現物株式のかわりに日経300投資信託を購入するほうが有利になる。

● 指数とのトラッキングエラー（指数と基準価額）

しかしながら、日経300投資信託の信託財産は株式市場での株式売買によって運用されているので、指数に対してトラッキングエラーが存在する。5月10日から18日にかけて約3,600億円の追加設定が行われた際に、日経300投資信託の基準価額は指数を大きくアンダーパフォームした(1日平均▲12bp)。このように、大量の追加設定が行われるとマーケットインパクト等の影響で信託財産が目減りしやすいことがわかる。しかし、この募集期間以降は基準価額と指数との連動性はきわめて高い(表2参照)。

追加設定時以外にも指数とのトラッキングエラーが発生する原因がいくつか考えられる。

- ・日経300指数は加重平均型指数なので、端株分の保有株比率の違いがどうしても発生する。加えて現金が信託財産中に存在する(7/21現在0.1%程度)。
- ・追加設定時などに先物を利用した場合、先物価格と指数とのベシスリスクがある。
- ・日経300構成銘柄の入れ替えや資本異動、増資により

信託財産中のポートフォリオを調整する必要があり、その運用にかかる委託手数料やマーケットインパクトが信託財産から支払われる。

- ・年50bpの信託報酬が毎日未払計上される。但し、設定額が2,500億円を超えた場合は、年40bpとなる。
- ・受取配当金について権利落日にその90%が未収計上され、再投資されずに現金として信託財産に残る。
- ・指数の計算は、(1)特別気配、(2)約定値の順に株価が使用されるが、信託財産の計算は約定値が優先される。

日経300投資信託の市場価格

● 裁定取引コスト

日経300投資信託は、株式バスケットと交換できるため、日経300投資信託と先物との間には裁定関係がある。証券会社が日経300投資信託と日経300先物を用いて裁定取引を行う場合のコストは、年間で「54bp+その他不確定要素+ベシスリスク」である。

〈裁定取引コストの内訳〉

投資信託買	0.13bp	場口銭
先物売及び買	0.05bp	場口銭+0.10bp
現物売却	1bp	場口銭+12bp
有価証券取引税		
信託報酬	40bp/年	(10bp/3ヵ月)
その他不確定要素	トラッキングエラー、追加設定によるアンダーパフォーム、銘柄入れ替えリスクなど	

95年9月のSQで決済することを前提にすると、追加設

定や銘柄入れ替えによるリスクはきわめて小さいため、
トラッキングエラーなどのその他不確定要素はほぼ 0 と
考えられる。したがって、95年 9 月SQまでの裁定取引の
コストは約24bp+ベシスリスクである。

額からおよそ 1% (=100bp) 程度ディスカウントした状
態が続いている。しかし、アービトラージャーが積極的
に裁定取引を行っており、ディスカウント幅はこれ以上
拡大しない。すなわち、日経300指数、投資信託、先物は
それぞれ十分効率的に値付けされているといえる (表 3,
表 4 参照)。

●日経300指数, 投資信託, 先物間の裁定

日経300投資信託の市場価格は, 上場以来つねに基準価

表 3 : 日経300投資信託と投資信託基準価額の推移 (95/5/29~95/7/28)

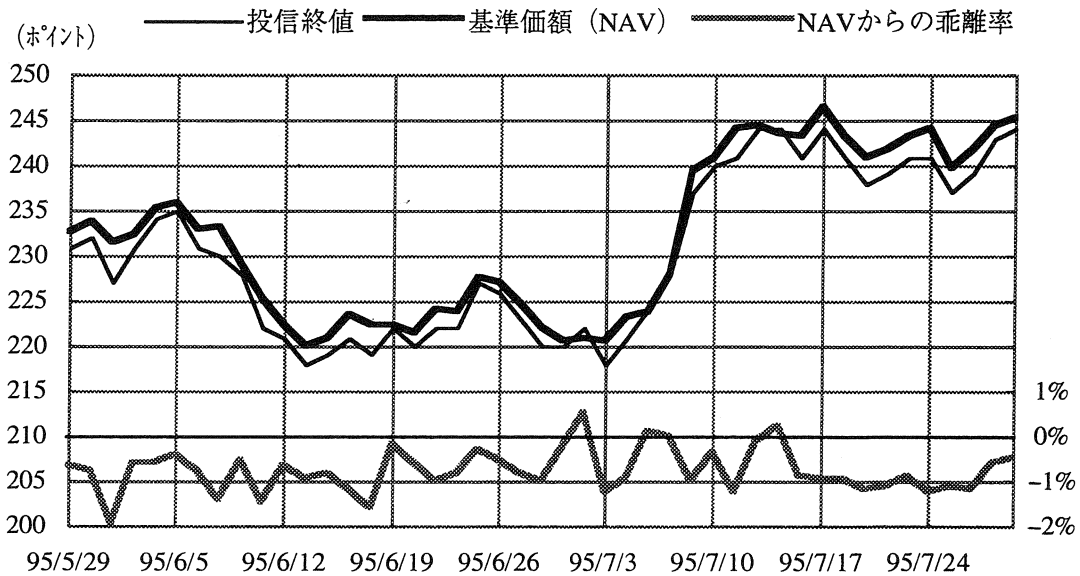


表 4 : 日経300先物と乖離率の推移 (94/2/14~95/7/28)



●なぜ、ディスカウントか

投資信託の市場価格が基準価額からディスカウントしている理由は、“需給の悪さ”である。表5にあるように、株式投資信託の残高は91年以降減少を続け、95年5月のみこの日経300投資信託の設定によって増減がプラスに転じた。しかし、6月には再び減少しており、5月の設定額は現在のマーケットが受け入れられる自然な量を上回っていたと考えられる。そのため、上場後も売りが先行しディスカウントとなっていると想像される。また、相場環境の悪さも投資信託の決済売りに拍車をかけた。7月にはいり相場がやや回復すると、プレミアムで引ける日も見られるようになっている。

日経300投資信託の今後の見通し

以上の事実をふまえ、日経300投資信託の今後の見通しについて考える。

先程も述べたように、日経300投資信託の設定量は実際に必要とされる量よりかなり多いと考えられる。また、日経300先物と投資信託間のアービトラージによる裁定残高は膨らみつつある。この裁定残高は、現物株式バスケットとの交換を前提としているものである。日経300投資信託と現物株式との交換ができるようになれば、アー

ビトラージャーは現物株式と交換し、SQ時、もしくは先物がディスカウント状態のときに決済する。

このようにして、日経300投資信託の需給関係は改善し、ディスカウント幅も縮まる可能性が高い。その結果、プレミアムになる日が増え、投資マインドが改善されれば新規の追加設定も期待できる。すなわち、裁定条件が定まっている商品では、市場が自然に需給関係を改善すると思われる。必ずしも比較対象にはならないが、アメリカン証券取引所に上場されているSPDR(スパイダー)の残高は約600億円である。

日経300先物

さて、日経300先物の売買状況は、日経300投資信託の上場によってかわっているだろうか。日経300先物取引は94年2月から開始されたが、先物市場全体に占める日経300先物のシェアは94年：7.8%、95年(6月まで)：3.1%と積極的に利用されているとはいえない状態が続いている(表6参照)。

投資信託との裁定取引の影響から、日経300先物の95年6月の建玉残高シェアはわずかに上昇したが、建玉残高に占める日経300先物の割合は、上場以降ずっと10%前後である(表7参照)。

表5：株式投資信託の設定・解約・償還額の推移(単位：億円)

年月	設定	解約	償還	増減
90	157,896	147,328	8,201	+ 2,366
91	86,405	131,012	19,776	▲64,382
92	73,565	97,540	15,537	▲39,513
93	105,205	124,048	4,901	▲23,744
94	103,469	123,423	4,289	▲24,243
9501	3,613	5,124	81	▲ 1,593
9502	5,600	6,500	135	▲ 1,035
9503	2,897	6,506	330	▲ 3,939
9504	2,647	4,639	210	▲ 2,202
9505	6,614	4,910	169	+ 1,534
9506	4,451	5,602	252	▲ 1,404

表6：先物取引代金(88/9～95/6, 1日平均)

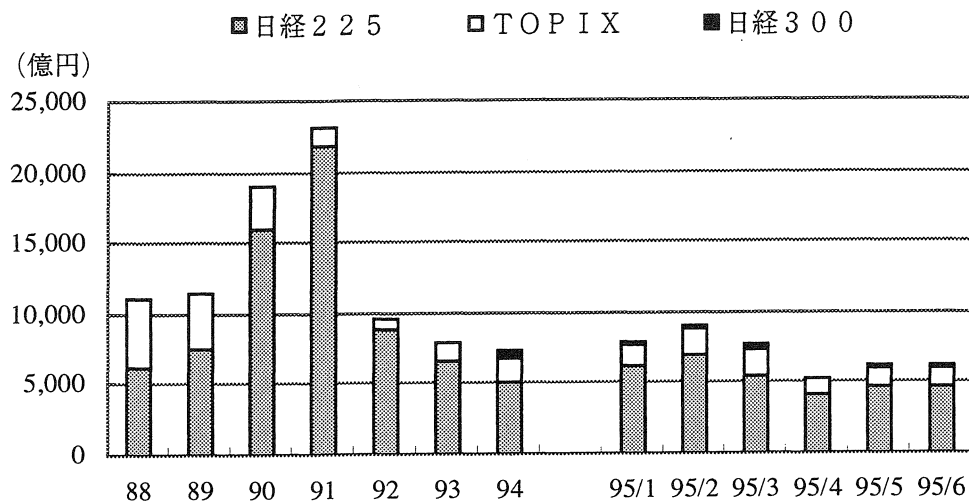
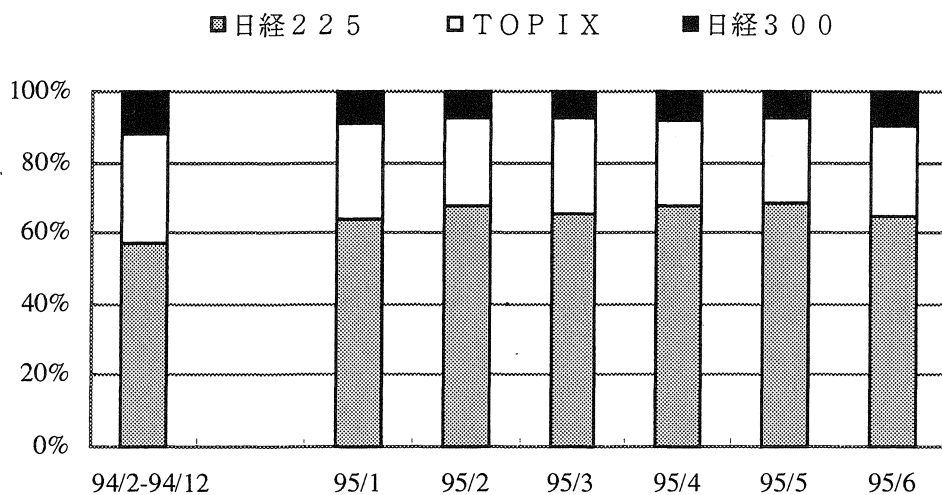


表7：先物建玉残シェアの推移(94/2～95/6, 月末金額ベース)



*それぞれの建玉金額は、月末指数値×月末先物建玉残×コントラクトサイズにより計算。

最後に

日経300投資信託は、募集前の予想をはるかに上回る規模となった。また、出来高も非常に多く活発に取引されている。しかしながら、日経300先物・オプションの取引量は増加せず、日経300関連商品全般を見た場合、投資信託が上場された効果は現れていない。また、指数として日経300が盛んになったとはいいがたい。一方で、指数が盛んになるかどうかは市場が決めることである。さまざまな商品も合理的な運用が行われなければ、価格形成がいびつになり市場に受け入れられない。

今後、日経300指数を振興するためには、次のようなことが考えられる。すなわち、指数の条件である(2)知名度、(5)多様な商品の実現のために

- ・カバードワラント、リンク債、スプレッド取引など多様な商品の開発
- ・リサーチ情報の開示(過去の銘柄履歴情報の開示)
- ・年金など運用評価のベンチマークの採用
- ・業種別サブ指数の発表

が望まれる。地道な努力と大胆な決断が必要であろう。