

先物・オプションマーケット

大証の業種別株価指数先物： 基本分析と利用方法

ゴールドマン・サックス証券会社
エクイティ・デリバティブ・リサーチ
バイス・プレジデント

クリストファー・オーヤン

大阪証券取引所の業種別株価指数先物導入により、国内でポートフォリオ・エクスポージャーを調整する重要な手段が、新たに多数提供されることになる。本稿では、業種別株価指数先物について考え得る利用方法を概説し、売買と価格形成に影響を与える可能性のあるいくつかの問題について検討する。既存の業種別株価指数構成全銘柄を使った先物を導入した東証と異なり、大証では、複数の業種を併合し、その中から代表的銘柄を選んで指数構成銘柄として採用した。

業種別先物が導入される3種類の指数(「フィナンシャル」「コンシューマー」「ハイテク」)はいずれも重要な業種をカバーしており、合計で取引所上場銘柄時価総額の約3分の1を占める。さらに重要なのは、多くの市場参加者はこれらの業種を重視していることが多く、したがって自らのポートフォリオ・エクスポージャーを調整するうえで何らかの恩恵を得ると予想される点である。

背景説明として、日本では株式保有者の業種別エクスポージャーが投資主体によってまったく異なることを指摘しておくべきであろう。たとえば、年金基金、投資信託、個人投資家、外国人投資家といった投資主体は、ベンチマークであるTOPIXに対して、常に金融株のウエートが低く、エレクトロニクス(ハイテク)株のウエートが高い(表1参照)。一方、国内の持合い株保有者(事業法人、銀行、生保)はこれとは反対のエクスポージャー——金融株のウエートが高く、エレクトロニクス/ハイテク株のウエートが低い——を取っていることが多い。投資家は小売・サービスのエクスポージャーを大幅なアン

ダーウエートまたはオーバーウエートにすることはないようだ。小売とサービスは「コンシューマー」指数を構成するが、同指数は明らかに国内の消費需要と密接に連動しており、輸出比率の高い「ハイテク」指数と好対照を成すだろう。

関連の問題

業種別株価指数先物が有用なものとなるためには、指数相互の相関が低く、かつ原資産となる業種別株価指数との相関が高くなければならない。この二種類の相関は表2のデータで確認できる。業種別株価指数相互の平均相関係数はわずか0.86だが(同じ市場内にしては低い)、第一業種である東証33業種別指数との相関係数は0.94を超える。第二業種との相関係数はもっと低いが、これはウエートの差によるもので(小売がサービスの2倍、電気機器が精密機器の17倍)、ある程度やむを得ない。しかし、総じて言えば、今回導入された3種類の指数は、相互の相関が低く、しかもそれぞれの業種をよく代表していると思われる。

投資家の利用方法

業種別株価指数先物を有効に利用するには、投資主体に合わせて、市場レベルではなく業種レベルで利用する必要がある。

最も単純な利用方法は、業種エクスポージャーを高めるために先物を買うか、業種エクスポージャーを引き下げるために先物売ることだ。両方の取引に大きな関心が集まれば、業種別株価指数先物は原資産株式よりも流動性が高くなり、業種エクスポージャーの戦術的シフトのための有効な代替手段となりうる。なぜなら、流動性の向上とビッド・オファー・スプレッドの縮小はマーケット・インパクトの低下を意味するからである。金融株とハイテク株は非常にボラティリティが高いので、先物はこれらの業種に対するエクスポージャーの有効な管理手段となり得る。特に、金融株を10%程度アンダーウエートとしていることの多い外国人投資家が、銀行株のボラティリティの急上昇を受けて大量の買いを入れたいと考えた場合などには、非常に適していると言える。

表1：業種別ブレイク・ダウン

業種名	時価総額 ウェイト	外国人				持合い株 保有者*
		投資家	投資信託	年金基金	浮動株	
水産・農林業	0.12%	0.10%	0.31%	0.15%	0.16%	0.10%
鉱業	0.17%	0.24%	0.45%	0.25%	0.20%	0.16%
建設業	3.25%	3.15%	5.17%	4.28%	4.07%	2.89%
食料品	2.82%	1.90%	3.51%	2.85%	3.37%	2.91%
繊維製品	1.42%	1.55%	2.31%	1.90%	2.12%	1.15%
パルプ・紙	0.63%	0.46%	0.85%	0.84%	0.64%	0.55%
化学	4.77%	5.87%	7.21%	5.63%	5.71%	4.08%
医薬品	3.29%	5.41%	5.49%	3.62%	3.90%	2.79%
石油・石炭製品	0.92%	2.48%	1.11%	0.91%	0.86%	1.01%
ゴム製品	0.81%	1.08%	1.08%	0.79%	0.56%	0.72%
ガラス・土石製品	1.29%	1.07%	2.37%	1.33%	1.35%	1.28%
鉄鋼	2.57%	2.61%	2.62%	3.09%	3.29%	2.06%
非鉄金属	1.42%	1.93%	3.12%	1.90%	1.85%	1.31%
金属製品	0.72%	0.72%	1.02%	0.86%	0.77%	0.60%
機械	3.33%	3.59%	5.89%	4.31%	3.54%	2.96%
電気機器	13.25%	22.72%	18.28%	15.62%	15.27%	10.16%
輸送用機器	9.56%	10.55%	7.16%	6.45%	6.36%	8.97%
精密機器	0.77%	0.93%	1.26%	1.03%	0.84%	0.66%
その他製品	2.02%	2.64%	2.54%	2.46%	1.80%	1.78%
電気・ガス業	3.95%	1.59%	1.63%	3.50%	7.10%	2.71%
陸運業	3.82%	1.95%	2.42%	2.80%	4.55%	3.60%
海運業	0.37%	0.34%	0.60%	0.40%	0.47%	0.31%
空運業	0.64%	0.15%	0.39%	0.40%	1.00%	0.42%
倉庫・運輸関連業	0.25%	0.23%	0.66%	0.32%	0.25%	0.23%
通信業	5.21%	2.30%	1.82%	2.41%	5.44%	7.13%
卸売業	3.31%	3.26%	3.61%	3.95%	3.19%	3.15%
小売業	4.26%	4.34%	2.90%	5.00%	2.98%	4.24%
銀行業	17.26%	7.49%	6.11%	14.59%	11.10%	25.25%
証券業	2.02%	1.75%	1.11%	1.92%	2.17%	1.51%
保険業	1.60%	2.32%	1.45%	1.93%	1.67%	1.30%
その他金融業	1.11%	1.50%	1.18%	1.12%	0.35%	1.25%
不動産業	1.28%	1.81%	1.86%	1.41%	1.37%	1.08%
サービス業	1.80%	1.96%	2.52%	1.96%	1.73%	1.63%
合計	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

出所：東洋経済大口投資家データ

* 国内の持合い株保有者

表2：インデックス間の相関係数(97年5月～98年3月)

	フィナンシャル	ハイテク
コンシューマー	0.850	0.872
フィナンシャル		0.868
	第一業種	第二業種
コンシューマー	東証33業種小売業	東証33業種サービス業
	0.944	0.876
フィナンシャル	東証33業種銀行業	
	0.999	
ハイテク	東証33業種電機機器	東証33業種精密機器
	0.995	0.852

戦略的利用方法

国内の持合い株保有者は、「フィナンシャル」指数先物ポジションを利用して、業種別にみて通常最も大きい銀行株へのエクスポージャーを引き下げることができる。このエクスポージャー引き下げ（および若干の「ハイテク」指数先物の買い）は、TOPIXに対するトラッキングエラーの縮小にもつながる。従って、業種別株価指数先物でエクスポージャーを調整された株式ポートフォリオは、TOPIX先物を使ってのヘッジが容易となる。

売買の問題

業種別株価指数先物の指数が一部の銘柄しか採用していないという事実は、裁定取引を容易にするだろう。既存の業種別株価指数を忠実に再現した先物に比べて、裁定業者は流動性が高く数の少ない銘柄を売買できるため、価格形成がより効率的に行われることになるからだ。

しかし、もし先物需要が売りに傾き、先物が適正価格

を下回るなら、貸し株の供給不足により先物買い/現物売りの裁定取引が制限され、幾分かの非効率性が生じるかもしれない。これは貸し株の供給が非常に少ない銀行株については特に発生の可能性が高い。需要が売りに大きく偏らない限り、価格形成の効率性は主に先物取引の流動性によって決まることになろう。

結論

一言で言えば、大証が取引を開始する3種類の業種別株価指数先物は、ポートフォリオの業種エクスポージャーを調整する新たな手段となる。これらの業種別株価指数は原資産の業種別株価指数を代表するものとして適切であるが、広範な銘柄から構成される原資産の指数よりも流動性が高いという特徴がある。これらの業種別株価指数先物取引の効率性、人気、および流動性が高まれば、すべての市場参加者が恩恵を受けるだろう。



資料1 業種別株価指数の構成銘柄一覧

	ハイテク		コンシューマー		フィナンシャル	
	コード	銘柄	コード	銘柄	コード	銘柄
1	6501	日立製作所	8028	ファミリーマート	8302	日本興業銀行
2	6502	東芝	8175	ベスト電器	8303	日本長期信用銀行
3	6503	三菱電機	8178	マルエツ	8304	日本債券信用銀行
4	6504	富士電機	8180	すかいらく	8311	第一勧業銀行
5	6592	マブチモーター	8183	セブン-イレブン	8314	さくら銀行
6	6645	オムロン	8184	島忠	8315	東京三菱銀行
7	6701	日本電気	8188	ヨークベニマル	8317	富士銀行
8	6702	富士通	8219	青山商事	8318	住友銀行
9	6703	沖電気工業	8227	しまむら	8319	大和銀行
10	6751	日本無線	8231	三越	8320	三和銀行
11	6752	松下電器産業	8232	東急百貨店	8321	東海銀行
12	6753	シャープ	8233	高島屋	8322	あさひ銀行
13	6758	ソニー	8234	大丸	8326	福岡銀行
14	6762	T D K	8235	松坂屋	8331	千葉銀行
15	6764	三洋電機	8238	伊勢丹	8332	横浜銀行
16	6770	アルプス電気	8242	阪急百貨店	8333	常陽銀行
17	6773	パイオニア	8252	丸井	8334	群馬銀行
18	6781	松下通信工業	8263	ダイエー	8355	静岡銀行
19	6782	九州松下電器	8264	イトーヨーカ堂	8357	北陸銀行
20	6783	松下寿電子工業	8266	イズミヤ	8359	八十二銀行
21	6792	日本ビクター	8267	ジャスコ	8401	三井信託銀行
22	6806	ヒロセ電機	8268	西友	8402	三菱信託銀行
23	6810	日立マクセル	8269	マイカル	8403	住友信託銀行
24	6841	横河電機	8270	ユニー	8404	安田信託銀行
25	6857	アドバンテスト	8273	イズミ	8407	東洋信託銀行
26	6861	キーエンス	9401	東京放送	合計 25銘柄	
27	6952	カシオ計算機	9404	日本テレビ放送網		
28	6953	日本N C R	9602	東宝		
29	6954	ファナック	9613	N T T データ通信		
30	6963	ローム	9672	東京都競馬		
31	6971	京セラ	9681	東京ドーム		
32	6981	村田製作所	9694	日立ソフトウェア		
33	6986	双葉電子工業	9706	日本空港ビルデング		
34	6988	日東電工	9722	藤田観光		
35	6991	松下電工	9735	セコム		
36	7731	ニコン	9737	C S K		
37	7733	オリンパス光学工	9747	旭通信社		
38	7741	H O Y A	9752	ナムコ		
39	7751	キヤノン	9755	応用地質		
40	7762	シチズン時計	9762	大和工商リース		
	合計 40銘柄		合計 40銘柄			

(注) 上記銘柄は、コード順である。

資料2 業種別株価指数先物取引の制度概要

1	取引の対象	ハイテク指数 フィナンシャル指数 コンシューマー指数
2	限月取引	3月, 6月, 9月, 12月の5限月
3	立会時間	前場: 午前9時~11時 (午前9時~11時10分) 後場: 午後0時30分~3時10分 (カッコ内は半休日)
4	取引単位	約定指数×1,000円
5	呼値の単位	5円
6	制限値幅	基準値段の5%程度を目安とした一定幅
7	委託手数料	日経225, 日経300先物取引と同様
8	定率会費	万分の0.08 (日経225先物取引と同様)

資料3 業種別株価指数オプション取引の制度概要

1	取引の対象	ハイテク指数オプション フィナンシャル指数オプション コンシューマー指数オプション
2	限月取引	直近2限月とそれ以外の3月, 6月, 9月, 12月のうち2限月の4限月
3	権利行使価格	3月, 6月, 9月, 12月以外の限月は500円刻み 3月, 6月, 9月, 12月の限月は1,000円刻み (取引期間3ヶ月以内になると500円刻みを追加) 新規設定は, 取引開始日の前日における最終の業種別指数の数値に最も近い権利行使価格を中心に上下2種類, 合計5種類
4	立会時間	前場: 午前9時~11時 (午前9時~11時10分) 後場: 午後0時30分~3時10分 (カッコ内は半休日)
5	取引単位	約定値段×1,000円
6	呼値の単位	5円
7	制限値幅	前日の最終の業種別指数の数値の5%程度を目安とした一定幅
8	自動権利行使	3円以上
9	委託手数料	日経225, 日経300オプション取引と同様
10	定率会費	万分の4.0 (日経225オプション取引と同様)

先月号掲載の「大証の業種別株価指数先物：基本分析と利用方法」について

業種別株価指数先物・オプション取引の指数データにおきまして不正確な箇所がありました。平成10年4月13日発行の当レポート (Vol.10 No.4) 掲載の、「大証の業種別株価指数先物：基本分析と利用方法」(ゴールドマン・サックス証券会社 エクイティ・デリバティブ・リサーチ バイス・プレジデント クリストファー・オーヤン氏) につきましては、ゴールドマン・サックス証券会社独自のデータに基づいて分析されており、その内容、結論に影響を及ぼすものではありません。