

『株式先物市場のグローバル化について 再考』

森本 敏喜（岡三証券）

1. はじめに

証券市場のグローバル化において、取引の24時間対応が進められている。日本の株価指数先物商品の中では、日経225先物取引が複数の取引所で売買され、24時間に一番近い状態にある。そのような状況において、数年前から運用の世界では、「日経平均は、夜作られる?」、「日経平均は、夜上昇する?」といった言葉が語られるようになってきている。なぜこのようなことが言われるようになったかを整理しながら、筆者なりのグローバル化の意味・意義と、今後の市場拡大において必要と思われる考えを提示しようと思う。このレポートの読者は、個人投資家も多いと聞いている。そこで今、株式市場で起こっている現象をわかりやすく説明することを試みようと思う。

2. 考察 I 分析データについて

利用するデータについて、「日中」と「夜間」に区分する。それぞれのデータについては、

日中 : 当日終値 - 当日始値 のデータを利用

夜間 : 当日始値 - 前日終値 のデータを利用

また、利用データについては、先物価格で分析を行っている。現物指数で行う選択もあるが、現物指数の場合、9:00市場オープン時に値がついていない場合は、気配値での指数算出されることから不適切であると考えている。現物指数を使うのであれば、日々のSQ値を利用すべきであろう。225銘柄の寄付値を収集し、SQ値を算出させることになる。

テクニカル分析等において、週足を作成するときには、日々の終値を使って作成するのが基本になっているが、指数の始値は、算出方法において時系列で見た場合、連続性に疑問があるからであろう。また、コンピューターやネットワークの高速性の変化にも影響を受けているとも考える。そこで、筆者は、先物価格か、現物株SQ値を利用することにしている。なお、2011年のデータは、4月末までのデータで分析を行っている。

3. 考察 II 「日経平均は、なぜ、夜上昇するのか?」

なぜ、数年前からこの言葉が語られるようになったのか。理由は(表.1)データからであると推測している。まず、この表の説明を行うと、左側に「日中」の上昇日の日数と下落日の日数を表示している。その横には、上昇比率として、「上昇日数」÷「上昇日数+下落日数」の%表示としている。この数字が、50%以上のときは、上昇日数が多いとなる。右側には「夜間」のデータを並べ、一番右には、上昇比率の「夜間」と「日中」の差を表示している。

この、差のマイナスになっている年が、「日中」の上昇日数が多いということになるが、23年間で、2年しかない。また、「日中」は、年間の上昇日数において、7勝16敗であるが、「夜間」は、18勝5敗となる。このことから日経平均は、夜間上昇しやすいのではという「アノマリー」を導いたのではなかろうか。

筆者は、夜上昇するというアノマリーでなく米国株式市場の上昇トレンドの影響と考えている。他のアジア市場のオープニング動向が日本株式市場に与えるインパクトが大きくなってきたことから米国株式市場の動向が、日本株式市場の寄付に影響を与える度合いが増加してきたとみている。また、2000年以降は、米国市場取引時間の「CME日経平均先物」や「ADR日本の個別銘柄」などの株価動向の情報伝達が拡大したことも要因として加わってきている。

(表.1)

(年)	日中(当日終値-当日始値)			夜間(当日始値-前日終値)			
	日数			日数			c-C
	A:上昇	B:下落	C: A/(A+B) %	a上昇	b下落	c: a/(a+b) %	
1989	121	113	52%	145	78	65%	13.3%
1990	101	135	43%	124	111	53%	10.0%
1991	106	135	44%	124	120	51%	6.8%
1992	116	127	48%	118	121	49%	1.6%
1993	106	131	45%	136	98	58%	13.4%
1994	123	112	52%	122	113	52%	-0.4%
1995	113	131	46%	117	119	50%	3.3%
1996	122	117	51%	131	103	56%	4.9%
1997	117	125	48%	119	114	51%	2.7%
1998	114	127	47%	118	118	50%	2.7%
1999	112	128	47%	138	83	62%	15.8%
2000	115	128	47%	110	118	48%	0.9%
2001	109	130	46%	107	124	46%	0.7%
2002	105	131	44%	119	115	51%	6.4%
2003	121	119	50%	127	104	55%	4.6%
2004	119	113	51%	138	96	59%	7.7%
2005	123	106	54%	128	99	56%	2.7%
2006	115	119	49%	137	102	57%	8.2%
2007	122	113	52%	126	112	53%	1.0%
2008	115	124	48%	107	130	45%	-3.0%
2009	103	127	45%	134	98	58%	13.0%
2010	107	125	46%	126	103	55%	8.9%
2011	35	41	46%	43	33	57%	10.5%

4. 考察 Ⅲ 「日経平均は、なぜ、夜作られるか？」

株式先物市場の参加者において、特に日計り（一日に短期売買を繰り返し、当日中に決済する）のディーリングを中心に行っているディーラーからこの言葉をよく耳にする。これは、前出の（表.1）に加えて、（表.2）からそう感じていると推測する。まず、（表.2）について説明すると、「値幅平均」の「上昇」とは、上昇日の上昇値幅の平均したもので、絶対値については、上下幅の絶対値の年間平均である。この表から見えることは、

- ① 値幅平均において、率より額の方が年々、縮小傾向にある。
- ② 2007年から、日中より夜間の方が、値幅平均絶対値が大きくなっている。

①については、議論される部分であるが、リターンを利回りで考えるか、収益額で考えるか。ディーラーの大半、投資家の一部は、後者で考え、「値幅平均」の「率」より「額」を気にしており、その幅が縮小していることで、生産性の低下を実感する。これは、諸コストの一部分が固定している額（Ex. 先物1枚、〇〇〇円の手数料）であることも重要な要因となる。

②については、2007年に初めて値幅平均の「日中」と「夜間」が逆転し、ますますその印象を深めたと推測する。2007年からの逆転現象の要因として、市場参加者はテクニカルな面で、「アクセス料に係る料金体系の見直し」（平成19年4月施行）、「イブニング取引」（平成19年9月新設）、「コロケーションサービス」（平成20年11月新設）の3点が影響していると考えようだが、①と②が同時に起こっていることから、「日経平均は、夜作られる」ということを感じる参加者が多いのであろう。

(表.2)

(年)	日中(当日終値-当日始値)				夜間(当日始値-前日終値)			
	値幅平均			(率)	値幅平均			(率)
	上昇	下落	絶対値	絶対値	上昇	下落	絶対値	絶対値
1989	123.2	113.8	114.8	0.33%	90.0	92.7	84.8	0.25%
1990	253.0	319.2	279.0	0.98%	243.4	252.0	236.4	0.85%
1991	194.6	194.1	190.4	0.78%	147.7	112.7	129.4	0.53%
1992	189.3	228.6	206.4	1.14%	125.7	117.0	117.4	0.64%
1993	171.5	156.3	157.1	0.83%	80.0	83.5	77.5	0.41%
1994	128.0	127.9	121.7	0.61%	107.0	107.1	101.9	0.51%
1995	173.9	162.0	164.1	0.96%	104.0	88.6	91.2	0.53%
1996	121.3	151.4	131.6	0.63%	93.1	95.5	89.2	0.42%
1997	209.9	211.3	208.0	1.16%	108.5	132.6	114.4	0.64%
1998	161.0	175.4	164.5	1.09%	121.8	101.5	106.7	0.70%
1999	137.1	137.7	134.7	0.81%	110.4	94.3	94.1	0.56%
2000	144.7	155.2	147.2	0.87%	123.6	130.9	117.1	0.69%
2001	140.2	132.2	132.0	1.10%	116.5	111.8	107.0	0.91%
2002	97.5	103.0	96.5	0.96%	92.8	84.6	84.4	0.84%
2003	83.3	94.3	86.9	0.93%	80.1	65.8	69.4	0.73%
2004	72.5	83.4	73.4	0.66%	66.6	79.5	68.4	0.61%
2005	77.1	68.2	68.2	0.54%	56.8	50.0	49.9	0.40%
2006	113.0	119.2	109.6	0.69%	93.4	101.9	93.5	0.59%
2007	99.3	115.6	102.8	0.62%	105.9	128.8	113.3	0.68%
2008	143.2	134.8	135.4	1.20%	174.6	191.2	177.7	1.61%
2009	86.6	78.0	77.5	0.86%	89.9	95.3	88.0	0.97%
2010	65.0	62.3	60.2	0.61%	78.3	91.0	78.5	0.79%
2011	77.7	69.8	69.8	0.71%	74.9	103.6	83.0	0.85%

5. まとめ

筆者は、「日経平均は、夜上昇する」というアノマリーには疑問を感じ、「日経平均は、夜作られる」ことは、憂慮すべき事態と考えている。

証券市場のグローバル化における、「取引の24時間対応」「海外で行われているシステムサービスの導入(例、コロケーションサービス等)」のあり方・内容について、時間的取引量拡大を実現させる工夫が必要ではないかと考えている。これらのPolicyは、市場の成熟度というか、状況を踏まえて微調整、Arrangeが必要であろう。グローバル化ということで、海外市場のPolicyを導入する場合には、その時点での日本市場の成熟度、状況を勘案してのArrangeし、導入後も進化させてゆくことが重要と考えている。

証券市場のグローバル化という言葉について、最近のことのように思っている読者も多いかもしれないが、1980年半ばには当時の証券取引審議会等に出ていた言葉である。その後、グローバル化対応として、先物市場の創設があり、債券先物が1985年10月1日、1987年6月9日に株先50、1988年9月3日にTOPIX先物、日経平均先物が開始された。当時のグローバル化について、24時間取引時代に取り残されないようにという気持ちがあった。米国市場、欧州市場に取り残され素通りされ、日本市場の競争力の低下を防ぐこと、24時間取引の中に日本が組み込まれるようにする思いがあったように記憶する。しかし、現在のグローバル化は、もうひとつのグローバル化の考えである日本の投資家が24時間取引に参加するというものであるような気がしている。株式先物市場のグローバル化において、後者の比重が増大していることに、筆者は危惧しており、今こそ、前者のグローバル化を再考する必要があると考えている。

1984年12月11日、証券取引審議会に提出された報告書「債券先物市場の創設について」をみると、当時の思いは3点にまとめられると思う。第一は、リスクヘッジ機能の提供。第二は、国際市場における日本市場の存在であり、金融市場のグローバル化、24時間取引時代における日本

市場の存在を確立するため。第三は、現物市場、流通市場の効率性向上と価格変動の安定化効果を考えた経済的意義である。この3点は、現在の証券市場のグローバル化を考える上でも重要ではないかと思える。世界の投資家、グローバルマネーが、24時間の中で、「日→欧→米」あるいは「亜→欧→米」という24時間において、日本市場がいかにアジア市場の中で中心となるか、アジア時間においていかに中心的存在となるか、そのために何をすべきか、どのような工夫をすべきか。この報告書にある三点目の経済的意義の点である、現物市場とのリンク、効率性、安定性の観点からも、「日経平均は、夜作られる」ことに憂慮を感じる。

日本株式市場の24時間取引化も重要ではあるが、24時間取引における日本時間、アジア時間での日本株式市場の存在を強めるグローバル化が、今一番進めなければならない重要課題だと考えている。そのためには、多様な投資家がバランスよく参加しているマーケットに導く必要があり、最大公約数的施策、あるいは最大公倍数的施策が必要となろう。一部の投資家に対しての施策となれば、時間の経過とともに運用手法・運用スタイルの多様化が崩れるリスクが発生する。すなわち、短期的には市場ボリュームが増加するが、継続的なボリューム増加にはならない。

最後にそのような多様化した投資家バランスに導く施策を進めていくとともに、投資家バランスが期待できる新しい指数先物の開発が今後の課題となるのではなかろうか。

(以上)