

先物・オプションマーケット

日経平均株価構成銘柄の 入替え前後の動向

はじめに

10月1日に日経平均採用銘柄の入替えが行われ、合同酒精、大東紡織及び高島屋の3銘柄が除外され、替わって間組、ミネベア、西華産業が新しく採用銘柄となった。

そこで、本稿では、発表前後の期間について、除外・補充銘柄の株価、売買高の動向や先物価格と現物指数の関係等について考察してみた。

なお、これに先立ち9月24日に日本ステンレスが除外されて青木建設が採用されているが、これは合併による上場廃止という理由によるものであり、今回の検討からは除外した。

除外・補充銘柄のパフォーマンス

表は銘柄発表の1週間前の9月18日から入替え実施後の10月2日までの株価の変化及び日経平均株価の動きとの対比を示したものである。

まず、この期間の相場全体の動きを見ると、日経平均は8月下旬の政府による総合経済対策を好感して9月に入り一時19,000円台を回復したが、中旬にかけては、日銀短観の厳しい景気見通しを嫌気して急落し、その後も見送り気分が強まった。入替え銘柄の発表された下旬にかけても、低調な地合いは変わらず続落した。この結果、調査対象期間の日経平均は18,166円から17,324円へと842円(4.6%)の下落となった。

このような下落状況の中で、除外銘柄及び補充銘柄の動きを発表前、発表後、実施後の3期間に分けて見ると、除外銘柄は発表前の9月18日から25日までの4日間に、3銘柄平均で日経平均のパフォーマンスを14.34%下回り、発表後の25日から30日までの4日間では12.01%下回った。反対に補充銘柄のそれは、5.48%及び9.55%上回る動きであった。しかし、入替え実施後はこの関係が逆になり、除外銘柄が日経平均を6.93%上回り、補充銘柄が3.14%下回った。

これを昨年入替え時の調査と比較すると、入替え前の期間では除外銘柄、補充銘柄共に日経225とのパフォーマンスの差が大きくなっており、逆に発表後はその差が縮小しているのが目につく。ポートフォリオの組入れ銘柄

の差替えの必要性から除外銘柄の値下がり、補充銘柄の値上がりは当然に予想されるところであるが、昨年の場合には発表後の値動きが大きかったのに対し、今年は、発表前から除外候補銘柄の売却と補充候補銘柄の買付けが行われ、その結果発表後の値動きが小さかったと思われる。

昨年と本年でこのような違いが出たのは、昨年は上昇過程、本年は下落過程と相場環境が異なっていたことや、昨年よりも裁定買い残高が減少(951百万株→796百万株)したこと等の要因もあるが、やはり新除外・補充基準による2回目の入替えで、ある程度銘柄の予想ができたことや発表時期がある程度明確になっていたことが大きく影響していると考えられる。

図1、図2は除外・補充銘柄の9月1日以降の個々の銘柄の株価の動きと売買高をみたものである。株価の動きでは、除外銘柄は発表直後に3銘柄ともストップ安となったが、それ以前についてみると、合同酒精、大東紡織が9月18日以降下落に転じたのに対し、高島屋は除外が発表されるまでは比較的落ち着いた動きであったが、発表後は他の2銘柄よりややきつい下落を示しているのが目立つ。一方補充銘柄では、発表直後の除外銘柄のような反応は希薄であったが、押しなべて西華産業の値上がり著しく、比較的落ち着いた動きのミネベア、間組と対照的である。

また、出来高の推移では、除外銘柄は入替え発表前にはそれほど顕著な動きはなく、発表後の9月29日、30日の両日に急増し、10月2日に元の水準にもどっている。これに対し、補充銘柄では19日頃から徐々に出来高が増加し、9月30日にピークをつけている。

先物価格と現物指数の動向

次に、先物価格(12月限)と現物指数との関係を見ると、昨年は新基準による初めての入替えであるのに加え、銘柄発表の時期が直前まで明確にされなかったことから、銘柄入替えのリスクを意識した行動により先物が割高となり、ベーススが大幅に拡大した。これに対し本年の場合は、12月限が当限となった直後の9月11日に先物価格がストップ安となって現物指数についていけず、一時的にベーススが拡大する場面もあったが、銘柄入替えに関係の深い9月中旬以降は総じてベーススは小幅で推移し、ベーススが拡大するという現象はみられなかった。その後銘柄入替えが実施された10月1日にはベーススがマイ

ナスとなったが、これはSIMEXでの動きに左右されてのものであり、その後は正常な姿にもどりつつある。このように先物価格と現物指数の関係でも、銘柄入替の影響はほとんど見られない。

以上、入替え前後の状況を除外・補充銘柄の動向や先物価格と現物指数の関係から見てきたが、全体として銘柄入替えはスムーズに行われたとみることができる。これは、本年が新基準設定後2回目の入替えであり、また発表時期が明確になっていたことから昨年の経験を踏ま

えての対応ができたことが大きな要因と考えられる。

このように、入替えの手順や発表の時期が定着すれば、混乱をもたらすことなく平穩のうちに銘柄の入替えが行われるものと思われる。(Y.K)

なお、本稿の作成に当たっては、昨年の銘柄入替えについて分析したゴールドマン・サックス証券会社の研究レポートStock Index Research「日経平均構成銘柄の変更について-1992」(ブーン・リム編)を参考にさせていただいた。

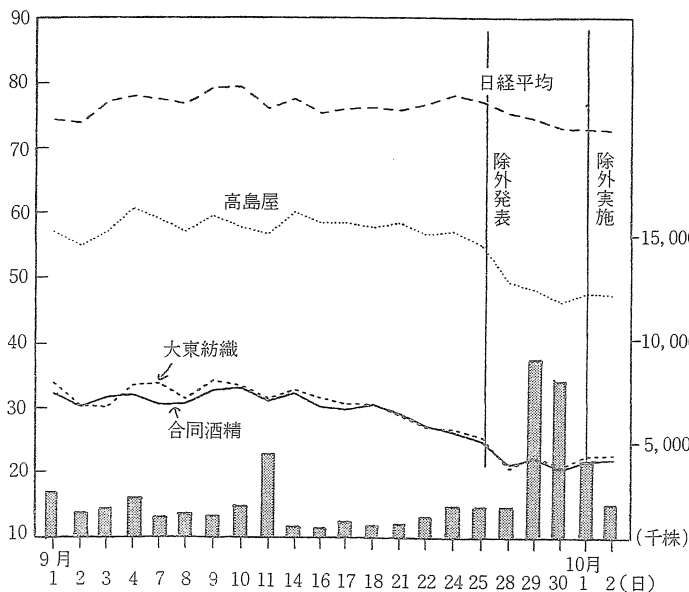
表 除外・補充銘柄の価格変化

区分	銘柄	株 価(終値)				対日経225相対パフォーマンス		
		9/18	9/25	9/30	10/2	9/18~9/25	9/25~9/30	9/30~10/2
除外	合同酒精	819	670	548	593	-19.45%	-12.80%	8.64%
	大東紡織	622	520	425	463	-17.66%	-12.86%	9.37%
	高島屋	1010	963	811	830	-5.91%	-10.37%	2.77%
	平均					-14.34% (-8.55%)	-12.01% (-19.58%)	6.93% (17.99%)
補充	間組	498	544	575	556	7.98%	11.11%	-2.87%
	ミネベア	484	510	520	500	4.11%	7.37%	-3.42%
	西華産業	658	695	728	702	4.36%	10.16%	-3.14%
	平均					5.48% (-0.24%)	9.55% (13.46%)	-3.14% (-5.80%)
	日経平均株価	18166	18394	17399	17324	期間内収益率		
						1.26% (1.12%)	-5.41% (1.44%)	-0.43% (1.92%)

(注)・除外・補充銘柄：9/25引け後発表、10/1実施。

・()内は昨年の数値。去年は6銘柄の入替えが行われた。

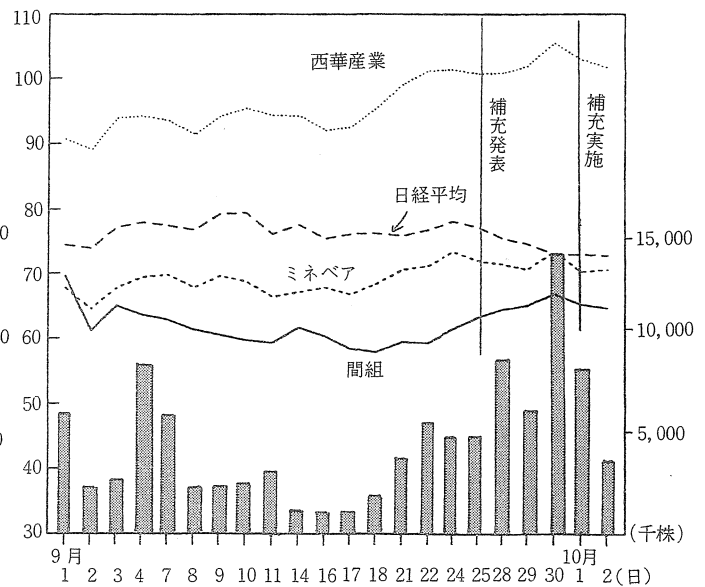
図1 除外銘柄の状況



(注)・92.1.6終値又は最終気配=100として指数化(終値ベース)

・売買高は除外3銘柄の合計

図2 補充銘柄の状況



(注)・92.1.6終値又は最終気配=100として指数化(終値ベース)

・売買高は補充3銘柄の合計