

解説

先物実践講座 -10-

日経225先物戦略

先物投資戦略の実践① その他の裁定取引

先物取引において実際の先物価格は理論価格に基づき需給により決定されるため、日々変動しながら取引最終日を迎える。従ってベースス(現物との価格差)も理論ベーススのように常にゼロ以上ではなく、時にはマイナスになることもある。このようにベーススの変動するところに裁定取引の機会が存在する。

実際のベーススが理論ベーススを上回っているときには「現物買い+先物売り」、下回っている場合には、その逆の「先物買い+現物売り」のポジションが組まれる。そして理論ベーススと実際のベーススとの差がゼロになった(縮小した)時点で裁定ポジションを解消すれば利益となることはベーススを利用した裁定取引の基本である。ところが、その裁定取引に利用する現物のポートフォリオには幾つかのバリエーションがあり、どういったポートフォリオを使うかによって取引のリスクとリターンが大きく異なる場合がある。

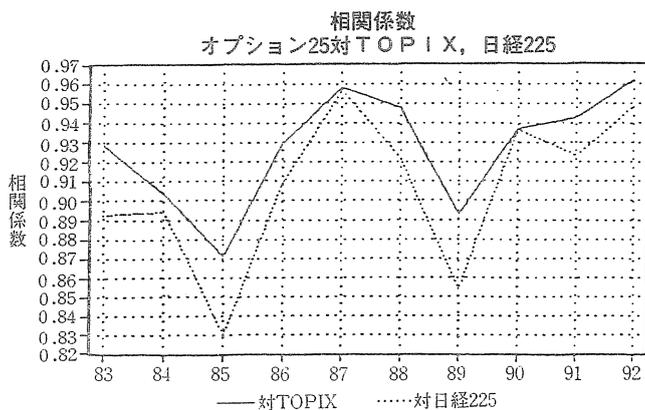
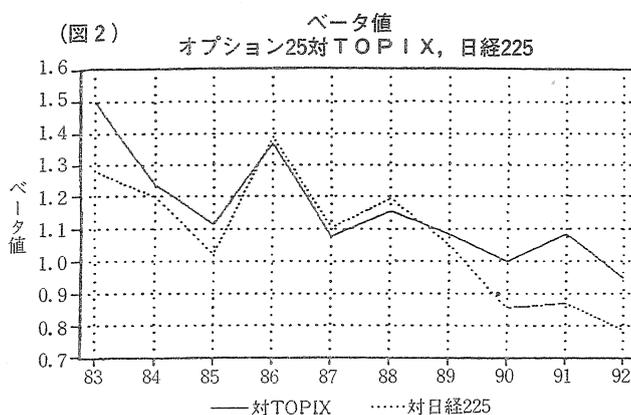
今回は前号までに取り上げられていないオプション25、並びに日経225連動型投資信託の各々と、日経225先物とを絡めた取引戦略について紹介する。

オプション25の構成銘柄とその指数の特性

オプション25指数は少数銘柄で構成され、計算方式が価格加重方式である。従って増資による指数への影響が大きく、やや値がさの各業種の代表的な超大型銘柄によ

り構成されている。他指数の構成銘柄に比べて成長性という点ではやや低いが、財務体質は安定しており、業種的にも電気機器、輸送用機器などハイテク関連業種のウエイトが相対的に高い(図1)。

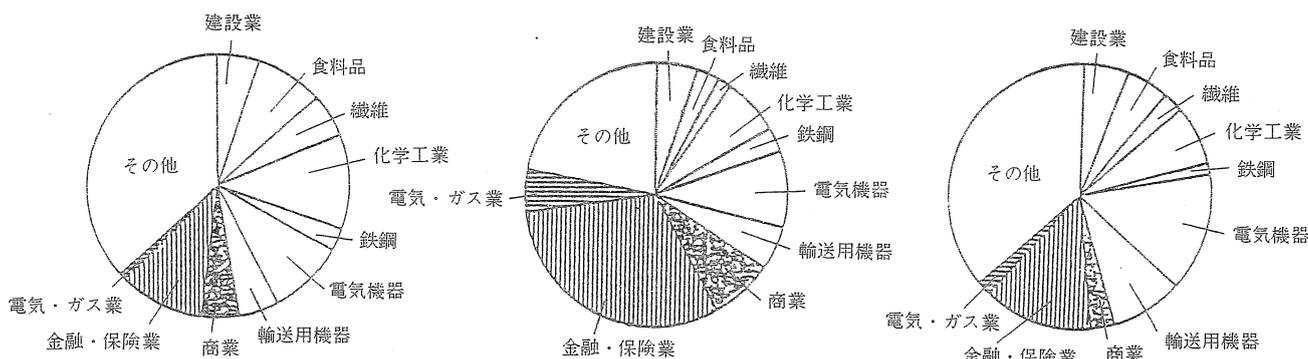
ボラティリティーに関しては、1989年以前は相対的にやや高かったが、90年代に入ると相場の下落による大型株の流動性低下により、大型株のボラティリティーが他銘柄に対して相対的に低くなったことと、先物の売買高が拡大するにつれ、裁定取引に絡む日経225のインデックス売買の比重が高まったことなどにより、オプション25のボラティリティーは相対的に低下した。またオプション



(図1) 日経225

TOPIX

オプション25



ン25をベンチマークとした場合のベータ値 (β : 価格変化率の比) と相関係数 (r : 価格変化の関係の強さの度合いを表す指標) を見ると (図2), ベータ値は, 近年特に対日経225でやや小さな値となっており, 相場の変動の影響を受けにくい指数となっている。また相関係数をみると, 91年頃より他指数との相関が強まってきており, トラッキングエラーは縮小傾向にあると思われる。

NM倍率について

まず, 両者の指標となるNM倍率について触れると,

$$NM倍率 = \frac{\text{日経225株価指数}}{\text{オプション25株価指数}}$$

であり, (図3) にも見られるように, NM倍率は短期金利との連動性が高く, より金利感応度の高い指数であるといえる。つまり, 金利に敏感なオプション25が日経225よりもいち早く相場の転換を示唆する傾向にあるので, NM倍率に注目することによって中長期的なトレンドを知ることができる。

金利が天井を打った90年半ばより下落に転じたNM倍率は, その後は27~28倍のゾーンで推移しており, 27倍を割れた時点で相場は下落から上昇に転じ, 28倍を越えた時点で保合いか下落して行くパターンが顕著に見受けられる。直近の相場状況を見ると, 92年4月に30倍を付けるまで相場は下落し, その後25倍に急落したところから相場は底値圏を形成しにいつている (図4)。今後も相場のトレンドを見る上で重要な指標となると思われる。

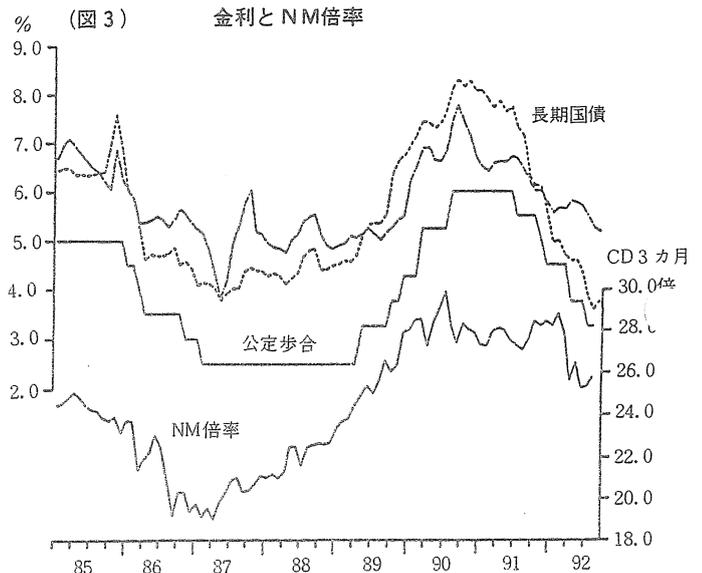
オプション25と日経225先物の取引戦略の留意点

現在国内に上場されている株価指数先物, オプションの原指数としては日経225, TOPIX, オプション25の3指数が存在する。各指数では構成銘柄の違いや算出方式の違いによって値動きの差が生じる。この差を利用した指数間裁定取引では日経225-TOPIX間が主流であるが, 前述のとおりオプション25の構成銘柄は25銘柄と銘柄数が少なく, 現物ポートフォリオが容易に作成でき, アービトラージ, スプレッド取引などに対応できる。またいわゆる大型株で構成される指数であるため, ポートフォリオが大型株に偏る傾向にある機関投資家にとっては幾分ヘッジし易い。

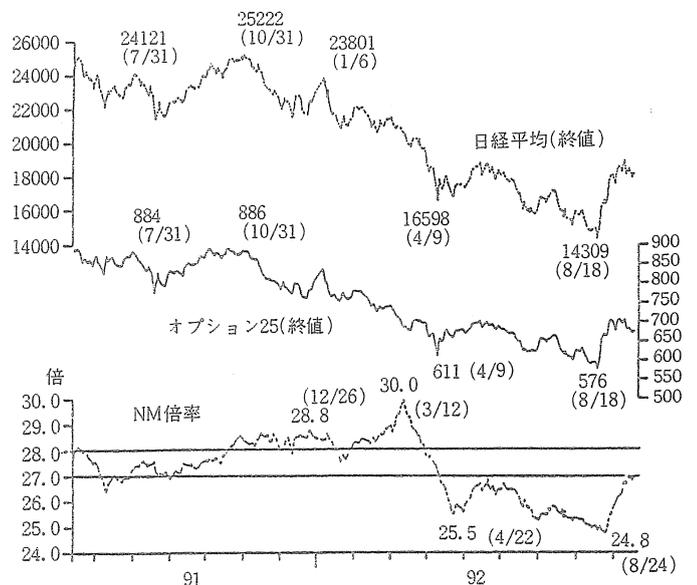
裁定取引のリスクの面からは,

- ・マーケットインパクトは他指数に比べてやや少ない。

- ・単位株数換算値段を採用するため, 委託手数料等の取引コストが高い。
- ・売買注文が成立しない執行に伴うリスク, 及び注文のタイミング。
- ・金利変動に対して敏感な指数であることから, ある程度の相場感をもつ。



(図4) NM倍率 (日経225/OP25)



実際にはオプション25には先物がないので、オプション、若しくはその合成先物を利用する。ただし、オプション25は決算に絡む3月を除いては、出来高、売買代金共に減少傾向にあり、実際にオプション25を使った戦略を実行するには流動性にやや難がある(図5)。

ここではオプション25の構成銘柄の現物を日経225先物との利用において考察したが、NM倍率に着目した日経225オプションとの取引戦略、オプション25合成先物と日経225先物など運用手法は数多くの組み合わせが考えられ、研究、分析の余地を残している。

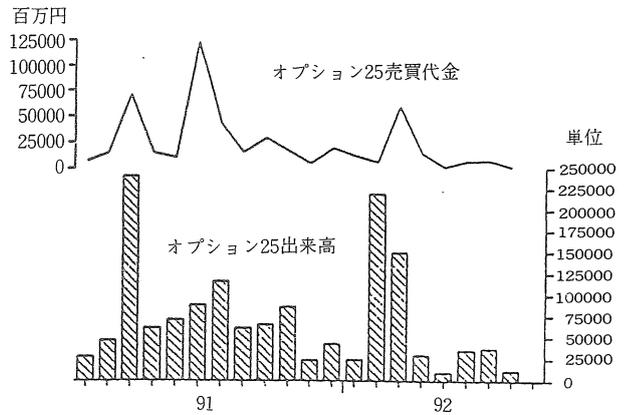
投資信託(日経225連動型)を利用した裁定取引

日経225現物を利用した裁定取引を考える場合、インデックス売買することにより発生するマーケットインパクトはかなり大きく、加えて現物を225銘柄一度に売買するのは難しい。そこでアービトラージの手法で現物の代替として投信(日経225連動型)を利用する方法が考えられる。日経225に連動する投資信託は証券会社によって幾分の違いはあるものの、各社とも日経平均との連動性を高めた商品を揃えている。

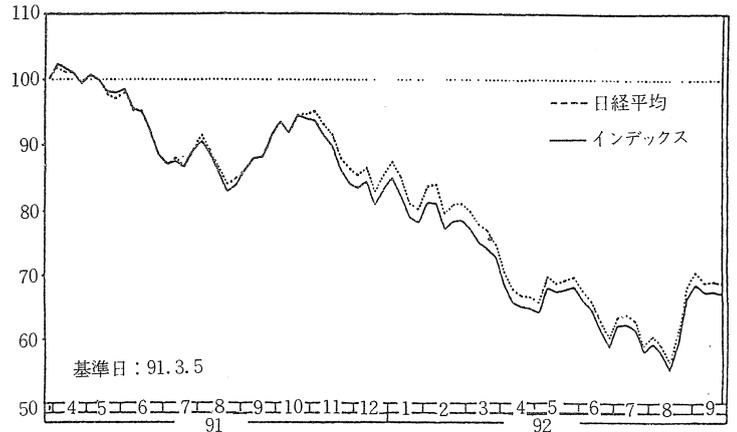
投信を利用する際以下の点に着目する必要がある。

- I) 取引金額によっては現物の取引コスト(手数料等)が軽減される。
- II) 基準価格で売買されるため、場中の現物価格に与えるマーケットインパクトを考慮する必要がない。以前は先物の取引終了時刻が3時10分であったため、現物の大引けの終値をもとに、乖離率等から投信の基準値を推定し、取引時間内に先物の注文を執行し、裁定ポジションを組む戦略が可能であった。しかし現在は先物の取引終了時刻が3時のため、場中において投信の基準価格を推定して行う必要がある。このとき投信の基準値と現物の株価指数、あるいは日経225先物とが連動しないリスク、つまりトラッキングエラーが発生する恐れがある。(日経225採用銘柄と100%同じ構成銘柄の投信の場合は発生しない)そのトラッキングエラーに継続的に注目することで裁定の投資チャンスを見つけ出すことが可能であろう(図6)。
- III) 決済時に投信は基準値で精算するためSQによる清算が不可能である。従って裁定利益は確定ではない。また日経225は銘柄入れ替えも行われるので、入れ替えリスクに伴うトラッキングエラーの拡大、縮小も考慮しておく必要がある。

(図5) オプション25出来高及び売買代金



(図6) 日経平均と日経平均連動型インデックス投信の連動性



おわりに

株価指数派生商品は国内外において次々と開発され、規制、緩和などの措置を施されながら、商品としての成熟度を高めている。日経225先物と現物とのアービトラージ戦略において、日経225、TOPIXそして今回取り上げたオプション25や株価連動型投信以外にも、現物のバスケットを任意に組み合わせるのは当然可能であり、それぞれの現物ポートフォリオの特性を十分把握し、派生商品をうまく組み合わせることで運用成果をより高くすることが可能となる。投資家のニーズを最大化できる投資戦略を研究していくことは、投資家の運用効率を高めるのみでなく、ひいては先物市場のさらなる活性化に貢献することにつながると思われる。

(J. K)