

日経300と機関投資家

日本生命保険相互会社
株式部長 箕島 則和

大阪証券取引所の新しい株価指数先物商品として上場されることが予定されている日経300が先般発表された。応援団として「日経300で世界に」の会が組織されるなど、その定着・発展に向けての動きには関係者の期待の強さが窺われる。

機関投資家の一員としても日経300の普及には大いに期待しており、株価指数先物商品として、十分な流動性を備えて成長することを願っている。以下は、日経300の特性や利用に際しての考え方などについて機関投資家の立場からの検証を試みたものであり、上場後の利用に際して参考になれば幸いである。

1 日経300の特性

① TOPIX, 東証大型株指数との連動性が高い (表1, 表2)

日経300を説明変数とし、日経225, TOPIX, 東証規模別株価指数を被説明変数に選び、それぞれ回帰分析を行った。それぞれの指数との連動性を見ると、日経300は、日経225よりもTOPIXに連動している。また、規模別の株価指数との連動性を見ると、日経300は、大型株指数と非常に近い動きをすることが判明し、反対に、中型株指数と小型株指数には、あまり連動しないことが示された。

これらのことから、日経300は、基本的にはTOPIXとよく連動するが、中小型株相場といった相場局面ではTOPIXとの収益率格差が生じる可能性が考えられる。

表1 日経300を説明変数とした回帰分析

被説明変数	ベータ	アルファ	決定係数
日経225	0.919	0.070	0.886
TOPIX	0.958	0.075	0.981
東証大型株指数	1.022	0.053	0.980
東証中型株指数	0.761	0.222	0.621
東証小型株指数	0.682	0.461	0.432

(1982.10~1993.9)

表2 各指数の月次収益率の平均・標準偏差

指数	平均	標準偏差
日経300	1.012	6.237
日経225	0.999	6.086
TOPIX	1.044	6.034
東証大型株指数	1.087	6.436
東証中型株指数	0.992	6.022
東証小型株指数	1.151	6.472

(1982.10~1993.9)

② TOPIXと近い業種構成 (表3)

時価総額で見た日経300の業種構成比率はTOPIXに近く、日経225と比較して銀行のウェイトは大きく、化学、食品といった業種でウェイトが小さい。他方、銘柄数で見た業種構成比率では、日経225との差はさほど大きくないので、時価総額加重という指数の計算方式がTOPIXとの類似性を高めたことの理由と考えられる。

日経300の値動きがTOPIXの値動きに近いことの原因は、この業種構成の類似性に求められよう。

③ 大型株に傾斜した銘柄構成 (図1)

東証1部の時価総額ランキング10位に入る銘柄が各指

図1 時価総額ランキング別累積構成比

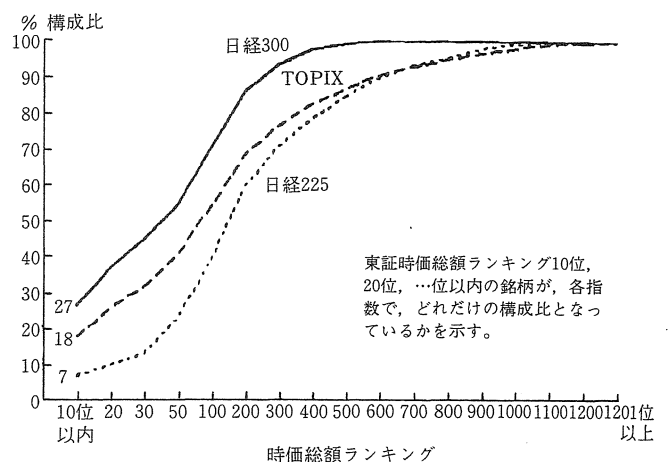


表3 業種構成比の差異(93.9末)
(日経36業種)

(%)

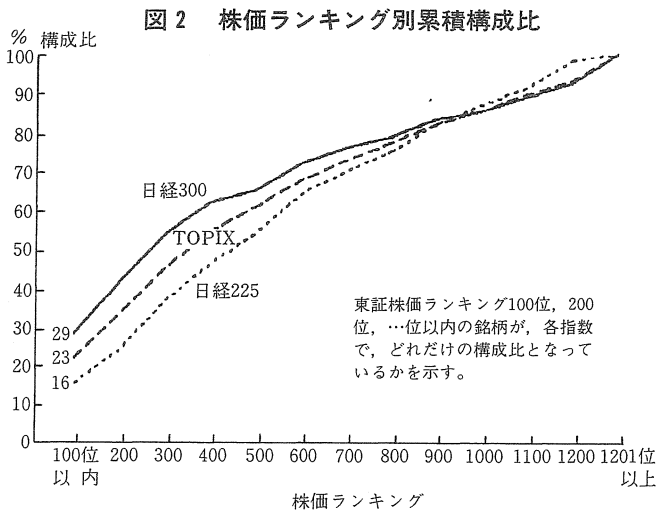
	時 価 総 額 構 成 比			銘 柄 数 構 成 比		
	TOPIX	日経300	日経225	TOPIX	日経300	日経225
1 水産・農林	0.18	0.13	0.71	0.57	0.67	1.34
2 鉱業	0.23	0.20	1.07	0.57	0.67	1.34
3 建設	4.43	4.19	4.80	8.20	9.67	5.80
4 食品	2.90	3.12	7.42	4.47	6.33	7.14
5 繊維	1.58	1.59	4.00	3.49	3.00	5.80
6 パルプ・紙	0.85	0.85	1.94	1.54	1.67	2.23
7 化学	4.26	4.33	8.10	7.88	9.00	9.38
8 医薬品	2.94	2.73	4.66	2.76	3.33	2.23
9 石油	1.25	1.29	2.57	0.81	1.33	2.23
10 ゴム	0.52	0.57	0.97	0.73	1.00	0.89
11 窯業	1.49	1.60	5.00	2.44	2.67	4.91
12 鉄鋼	2.66	2.64	2.02	3.01	2.00	4.46
13 非鉄金属	2.34	2.45	6.05	4.14	4.67	6.25
14 機械	2.87	2.86	4.89	7.47	9.00	6.25
15 電気機器	9.70	9.95	9.80	9.83	6.33	7.14
16 造船	1.20	1.38	1.20	0.49	1.00	2.23
17 自動車	4.12	4.40	3.21	2.84	1.33	3.12
18 輸送用機器	0.34	0.36	0.98	0.97	1.33	0.89
19 精密機器	1.05	1.15	1.99	1.71	2.00	1.79
20 その他製造	1.39	1.42	2.14	2.60	2.67	1.34
21 商社	3.85	3.77	3.24	6.58	5.67	4.02
22 小売業	4.24	4.23	1.28	4.39	4.33	1.34
23 その他金融	0.58	0.65	0.55	0.97	1.67	0.45
24 不動産	1.25	1.27	1.62	1.62	1.33	1.34
25 鉄道・バス	2.32	1.92	2.46	1.30	2.00	2.68
26 陸運	0.81	0.92	0.84	0.97	1.33	0.89
27 海運	0.55	0.49	1.00	1.06	0.67	2.23
28 空運	0.88	0.72	0.59	0.32	0.33	0.45
29 倉庫	0.35	0.33	1.38	0.81	1.00	0.89
30 通信	1.64	1.90	0.42	0.32	0.33	0.45
31 電力	4.31	4.58	0.31	0.73	1.33	0.89
32 ガス	0.90	1.13	0.50	0.41	0.67	0.89
33 サービス	2.00	2.09	1.50	3.17	3.33	0.89
34 銀行	25.27	23.77	7.77	8.04	3.33	3.57
35 証券	2.98	3.10	1.56	1.62	1.00	0.89
36 保険	1.78	1.92	1.46	1.14	2.00	1.34

数の中でどれだけの時価構成比となっているかについて調べると、日経300では27%となっており、同18%のTOPIXに比べると大型株に傾斜していることが顕著である。これをランキング20位までの銘柄に拡大すれば、日経300では37%になるのに対し、TOPIXでは26%となっている。この事実からは、超大型株とも言うべき部分の影響が日経300に於いて強く、反対に小型株の影響が少ないことも類推される。

④ 値位の高い株の構成比が高い(図2)

東証1部の50円額面換算株価ランキング100位までの銘柄の時価構成比は、TOPIXの23%に対し、日経300は29%となっている。ちなみに、ランキング200位まで拡大すると、TOPIXは35%に対し、日経300では43%となる。

このことは、日経300は、比較的值の高い株の影響はうけるが、低位株の動きには影響されにくいことを示すものと考えられ、いわゆる低位株相場の局面ではTOPIXの動きと差が出てくる可能性を示唆している。



⑤ 売買代金の多い銘柄の構成比が高い(表4, 表5)

東証1部の月間売買代金ランキング100位までの銘柄は、日経300では65%の時価構成比となっているが、TOPIXでは45%となっている。

日経300には時価総額が大きくて、売買代金も大きな銘柄が多く含まれている。したがって、一般的には日経300に基づく現物株の売買が市場に与える影響は大きくないと考えられる。ただし、日経300の時価総額上位10銘柄のうち7銘柄が銀行株となっているため、この部分については、日経300に基づいた売買が一般化して現物株の流動性がついてくるまでは、現物市場への影響が多少出てくるのが想定される。

表4 1ヵ月間の売買代金ランキング別構成比

(%)

	1ヵ月間		
	TOPIX	日経300	日経225
1~100	45.00	64.60	38.96
101~200	16.36	17.32	19.64
201~300	10.06	8.03	14.24
301~400	5.88	3.77	11.14
401~500	4.96	2.90	9.36
501~600	4.37	1.17	4.91
601~700	3.16	0.95	1.74
701~800	2.63	0.58	0.00
801~900	2.54	0.11	0.00
901~1000	1.67	0.32	0.00
1001~1100	1.50	0.17	0.00
1101~1200	1.35	0.08	0.00
1201~1232	0.54	0.00	0.00

表5 上位銘柄リスト

(1993年9月末)

	TOPIX	日経300	日経225
1	8315 三菱銀行	8315 三菱銀行	6758 ソニー
2	8302 日本興業銀行	8302 日本興業銀行	5901 東洋製罐
3	8311 第一勧業銀行	8311 第一勧業銀行	4501 三共
4	8318 住友銀行	8318 住友銀行	8315 三菱銀行
5	8317 富士銀行	8317 富士銀行	6773 パイオニア
6	7203 トヨタ自動車	7203 トヨタ自動車	4901 富士写真フィルム
7	8320 三和銀行	8320 三和銀行	4503 山之内製薬
8	8314 さくら銀行	8314 さくら銀行	8317 富士銀行
9	9432 日本電信電話	9432 日本電信電話	9681 東京ドーム
10	9501 東京電力	9501 東京電力	8311 第一勧業銀行

2 機関投資家と日経300

① ヘッジの場合

機関投資家のポートフォリオは、一般的にはTOPIXに近いと言われている。それにもかかわらず、機関投資家がポートフォリオのヘッジに、多少の連動性の悪さを我慢してでも、これまで日経225先物を利用してきたのは、その流動性の高さを重視したからである。

したがって、今般発表された日経300がTOPIXとの連動性が高いことは機関投資家にとっては好都合な事である。

あり、市場で十分な流動性さえ確保できれば、日経300先物は、機関投資家のヘッジ目的に適合した使いやすい指数先物と考えられる。日経225先物を利用していた時には常に意識せざるをえなかったクロスヘッジ・リスクが軽減されるだけでも、利用者の手間が省けて大変に楽になるはずである。

ただし、前述のように、日経300には値動き等に関して若干の癖とでも言うべき特性があるので、ヘッジの際には特性を頭に入れつつ、利用する必要がある。

② 現物株との組み合わせの場合

多くの機関投資家は、TAAなどポートフォリオ内の資産配分をコントロールすることにより収益を得ようとする運用を行う時代に入っている。その際、株の現物資産には、TOPIXないし日経225連動型ファンドを用い、そのエクスポージャーを調整するのにそれぞれに対応する先物を使用するケースが多い。

インデックス連動の現物株ファンドを作る場合、日経225タイプのファンドは日経225に含まれる全銘柄の現物株を買えば、指数を完全にトラックするファンドが作れた。しかし、大半を占めるTOPIX連動型の場合には東証1部上場全銘柄を買うことは困難であるため、限定

された銘柄数でTOPIX連動型ファンドを作るのに高度のノウハウが必要とされた。この点が利用者の拡大にとっての障害になっていた。

しかし、日経300は300銘柄を全部買えば、現物指数を完全にトラックできるインデックス・ファンドが作成可能である。そのため、これまでインデックス・ファンド構築のノウハウが障害になって参入できなかった投資家にとっては、福音といえよう。また、この事情は、アービトラージを試みようとする投資家にとっても同様であろう。

③ むすび

機関投資家としては、日経300が広く認知され、大証上場の先物商品としても成功し、十分な流動性を備えることを期待している。流動性を高めるために取引制度等で工夫頂いていることも承知しており、感謝するところでもある。ただ、機関投資家が安心して新たな指数先物を利用するには、自己のファンドとの適合性やボラティリティの特徴的な動きなどを十分に検証することが必要である。そのためにも、現在不足気味の日経300の周辺情報の広範な公開を関係者に是非とも望みたいところである。