

日経株価指数300の特徴と期待される役割

(株)富士総合研究所 特別研究グループ
研究員 和田良子

10月8日に加重平均方式の株価指数「日経株価指数300(日経300)」が日本経済新聞社より発表され、12日には大阪証券取引所の先物・オプション取引の対象指数となることが決まった。本稿では、日経300の特徴と可能性について考えてみたい。

日経300誕生の経緯

日経300は始めから重責を負って市場に送り込まれた指数である。それだけに、日経225の抱えていたいくつかの問題についての改良がみられる。

日経300は、時価総額加重平均方式をとっている。新しい指数は、単純平均方式以外の平均方式でなければならなかった。それには以下のようないきさつがある。90年以降の株価暴落のなかで、現物市場の株価下落の原因を日経225先物を用いた取引に求めるいわゆる「先物悪玉論」が登場した。なかでも、日経225に含まれる20銘柄程度の品薄株を売買するだけで指数操作ができるために、90年の暴落が先物取引を用いて人工的に作られたという主張が行われ、話題を集めた。これらの批判に応じて日経225は品薄株を入れ替えるなど改良された。ところが今度は、日経225が単純平均であることから、品薄株を入れ替えても操作のしやすさにかわりはないという意見があ

らわれた。これらの批判は論理的にも実証的にも的を得たものではなかった。90年にみられた大幅な株価の下落は、バブルが破裂する過程で起きたことであり、もともといつ下落してもおかしくないものであった。仮に指数が操作できたとしてもこのように大幅に株価を下落させることは不可能なものと考えられる。また日経225が操作されたかどうかはかなり後々まで噂されたが、確証があげられていない。

しかし「先物悪玉論」と「日経225操作説」は少なくとも91年末ごろまで、株式市場低迷のスケープゴートとされてきたのは周知の事実である。またこれをうけて委託証拠金や手数料の引上げ、値幅の縮小などの規制措置がとられ、先物市場が十分にその機能を果たしにくくなった。

このような背景からは、日経300に期待されている役割が、第1に「先物悪玉論」と「日経225操作説」を一掃すること、第2に株式市場の価格形成の安定化や株式市場の活性化であることがわかる。

日経300の特徴

日経300は時価総額加重方式である点で、単純平均方式である日経225と全く違う性格をもつ指数となっている。

また、TOPIXとは平均方式は同じだが、TOPIXが1200以上ある東証第一部上場銘柄の全部を含むのに対し、日経300は銘柄選択型である点で違っている。また銘柄は選択基準に沿って1年に1度入れ替えられる。日経300の選択基準をみると、各業種から時価総額の大きい順に300銘柄を選ぶのだが、極端に業績の悪い企業や、無配が長期間続いている企業の株式は指数銘柄からはずされることになっている。指数銘柄になれば、流動性プレミアムの上昇を通じて株価が上昇するので、この銘柄選択には、株式市場の健全性に貢献している企業の株式をバックアップする意味も含まれているといえよう。

日経300は加重平均方式であるため、指数のボラティリティは単純平均方式である日経225に比べて小さい。一方、極端に値付きの悪い銘柄をはずしているため、TOPIXに比べると市場の価格変動に敏感な指数となっており、市場の変動をみるのに優れた指標となっている。また日経300はTOPIXとの連動性が高いが、大型株の変動をより反映している。

さらに、日経225が市場の代表的銘柄の価格変動を示すという性格が強いのにに対し、日経300は時価総額平均であるため、指数の動きを見ることは、市場の代表的な銘柄により産業構造を織り込んで作ったポートフォリオの時価評価価格を見ることになる。

このような日経300の特徴は、市場が効率的であるときには、市場全体の価値を示す指数の運用をする以上の収益を得ることはできないというパッシブ運用の考え方に通じるものである。

日経300の利用法

日経300の利用としては、指数そのものの利用と、指数を用いた派生商品の利用がある。

まず、指数そのものの利用法について考えてみよう。

日経300は、市場への影響度や、パフォーマンスの良さによって選ばれていることから、機関投資家好みの銘柄で構成されているといえる。機関投資家は、自己のポートフォリオの運用結果が、日経300の運用結果と比べて良いかどうかをみるなど運用成績の手軽なチェック指標として使えるだろう。また、個人投資家は、機関投資家と比べ情報収集能力や分析能力が劣るので、日経300に含まれている銘柄かどうかを投資銘柄選びの目安にすることもできる。

次に、日経300を使った先物取引では、日経225先物の取引とどのような違いやメリットがあるだろうか。

日経300先物によるスペキュレーション取引は、日経225先物とはやや異なる意味あいを持っている。日経225先物の売買は、「指数」の価格変動を売買する性格が強い。例えば金利の引下げなど、どの銘柄にも同じように上昇圧力として働きかけるようなファンダメンタルの変化があった場合、日経225先物を買えば、主要銘柄の株価の変化の方向を買うという意味合いになる。これに対し日経300を買うことの意味は、市場価値の変化を買うことであり、リスク対比で最も効率的な運用をすることである。オプション取引でも、同様の違いがあらわれる。

同様に、機関投資家がパッシブ運用をしている場合や、大きなポートフォリオを組んでいる場合には、日経300先物を使えば、より有効なヘッジができると考えられる。

実は上述した日経225と日経300の違いは、日経225を使った取引とTOPIXを使った取引の違いでもある。しかしTOPIX先物は、対象銘柄が多すぎて、市場に根付かなかった。先物市場での価格と現物市場での価格の関係がうまく保たれ、ヘッジ取引やスペキュレーション取引を有効なものにするには裁定取引が行われる必要がある。ところがTOPIXでは、先物取引と組み合わせる現物のポートフォリオをつくるのに最低でも300銘柄程度は必要であるうえ、トラッキング・エラーをゼロにすることは東証第一部全銘柄を売買しなければならないので事実上不可能である。これに対し、日経300先物に対応する現物のポートフォリオならば、100銘柄程度でも作ることが可能だし、300銘柄全部を売買して、トラッキング・エラーをゼロにすることもできる。米国のS&P500も加重平均方式の指数だが、S&P400などの試みがなされていることからみても、銘柄の300という数は操作性という観点から適当ではないかと思われる。

日経300は役割を果たせるか

初めにふれたように、日経300が果たすように期待されている役割の一つは、派生市場での取引が現物市場に悪い影響を与えているという批判を意味のないものにすることである。

日経300先物には前述したように、指数自体のボラティリティが日経225に比べて小さいという特徴がある。日経300が市場の代表的な指数となれば、指数を操作するイン

センチブは小さくなるだろう。

また指数による派生取引では、指数先物を用いた裁定取引などによって指数銘柄が現物市場で一度に広く売買され、現物市場全体の株価を変動させることは避けられない問題である。したがって、日経300を用いた商品の派生市場での取引単位が現状より大きいことは好ましくない。日経300先物や日経300オプションの取引単位については、大証から、指数数値の1万倍で、3単位以上と発表された。10月末は日経300の水準が300ポイント程度なので取引単位は900万円程度になる。同時期の日経225先物の取引単位は、2000万円程度であるから、取引単位は半分以下になる。したがって派生市場の取引による現物市場への価格変動の影響は小さくなる。この他にも、日経225では3%とされている値幅制限が、サーキットブレーカー制度の導入を前提に、日経300では5%に拡大される。これらの措置は、現物市場の価格形成の安定化に貢献することになる。このような措置が日経300の導入によって可能になったという経緯を考慮すれば、日経300は期待された役割の一つを果たすといえるだろう。

最後に、日経300が株式市場の活況をもたらすきっかけとなりうるのかどうかについて考えてみたい。本来指数にそのようなことを期待するのは筋違いである。しかし日経300の利用を通じて、投資家がより合理的な株式選別を行うようになれば、長期的な観点から株式市場にとって良い結果をもたらすことも考えられる。

現状ではバブルの後遺症から株式市場での売買も少なく、JR東日本株の売出しをみればわかるように、株価の尺度も定まっていない状況である。しかし将来、株式市場でよりファンダメンタルズをにらんだ売買が行われ、投資家に情報が行き渡るなど、成熟した効率的な市場になれば、株式市場に投資家が戻るだろう。また、そのときにこそ日経300は真価を発揮するであろう。

ところで、日経300にとって最大の弱みは、当然のことだが投資家にとってなじみが薄いということである。どのような指数であっても短い期間で定着することは難しい。日経300が期待された役割を果たすかどうかは、やや時間をかけて見守ることが必要であろう。

