

先物・オプションマーケット

ヨーロッパの株式デリバティブ市場

(財) 日本証券経済研究所大阪研究所
主任研究員 吉川 真裕

本年1月1日からヨーロッパ通貨統合(EMU)に参加した11カ国では自国通貨が共通通貨EUROに対して固定され、金融機関の間の取引はEURO建てで取引されている。EUROの導入に伴い、EMU参加国の金融・資本市場は1大通貨圏となり、各国通貨によって分断されていたヨーロッパの金融・資本市場は1つのEURO建て市場へと変貌しつつある。こうした変化が最もよく現れているのは短期金利市場、とりわけデリバティブ市場であるが、以下では株式市場に注目し、ヨーロッパの株式デリバティブ市場の動向について紹介する。

1 単一市場への流れ

通常、国際分散投資を行う場合、各国の時価総額やGDPを目安として配分が決定されているが、各国ごとに通貨が異なることと、各国ごとに景気循環のサイクルや金融政策が異なることがその原因と考えられている。ヨーロッパ諸国は1972年のスネークの導入や1979年のヨーロッパ通貨制度(EMS)の導入を通じて各国通貨を安定させる試みを行っており、これに参加する国々の間では景気循環や金融政策にかなりの類似性が見られるようになっていた。実際には経済規模や通貨の安定性からドイツ・マルクに各国通貨がリンクする形でこうした傾向を強めてきたわけであるが、1992年や1993年に見られたような通貨危機と呼ばれる事態の際には特定の通貨が乱高下し、景気循環や金融政策の類似性にも関わらず、特定国への投資収益率も大きく変動することになった。こうした状況の下では各国ごとに配分比率を決めて投資するという方法は合理的であったが、EUROの導入でEMU参加国の通貨交換比率は固定され、EMUからの離脱という例外的な場合を除いては各国通貨間の変動はあり得なくなった以上、EMU参加国を1つの地域としてまとめて扱うこともまた合理的であると言える。

EMU参加国の税制や財政政策が異なり、言語や習慣の相違によって労働力の移動が円滑でない現状においては、

まだEMU参加国をひとまとめにして扱うにはさまざまな問題があるが、今後の方向としてはヨーロッパ連合(EU)加盟国がEMUに参加し、この地域を1つとして扱う方向に向かうことは間違いないだろう。

金融・資本市場においてもこの流れは同じで、ヨーロッパはますます1つの地域としての特性を強めていき、投資家の観点からだけでなく、資金調達者の観点からもヨーロッパを1つの地域として扱うことは合理的になっていくはずである。

こうした流れの中で、株式市場でも従来の各国ごとの株価指数からヨーロッパ全体の株価指数がより重要になってくると考えられている。さらに、大手機関投資家や大手金融仲介業者はヨーロッパを1つの地域とした場合の業種別投資配分に注目しており、業種別株価指数の作成にも余念がない。ただし、現段階においてはEU加盟國中、株式時価総額で最大のイギリスがEMUに参加していないこと、そして株式時価総額で無視できないウェイトを占めるスイスはEUへの参加をも拒んでいることがこの流れを抑制しており、ヨーロッパにおける株式市場の統合はまだ緒についたばかりである。

2 ヨーロッパ総合株価指数

EUROの導入はヨーロッパへの株式投資にも大きく影響を与えるはずであり、これまでは各国ごとの株価指数構成銘柄が投資対象と見なされてきたが、今後はこれに変わるヨーロッパ総合株価指数構成銘柄が主要な投資対象となるものと考えられる。それでは境界線の括り直しを意味するこうした動きはどのような変化をもたらすのであろうか。

まず、理論的に考えられることは、1企業としては十分に大きく、投資対象としては魅力的な企業であっても、所属する国の株式時価総額やGDPが相対的に小さいためにポートフォリオ全体に占めるウェイトが小さかった企業についてはポートフォリオに占めるウェイトが上昇し、逆に1企業としては投資対象としてそれほど魅力的な企業ではないが、所属する国の株式時価総額やGDPが相対的に大きいためにポートフォリオ全体に占めるウェイトが膨らんでいた企業についてはポートフォリオに占めるウェイトが低下するということである。したがって、小国の優良企業に有利で大国の企業はおしなべて不利という結果が予想される。

次に考えられるのは、各国ごとのポートフォリオを作

成する場合にはかならず業種別に見たバランスを考慮して投資されているはずであるから、1業種の中では実力よりも過小評価されることになってきた優良企業のウエイトは上昇し、逆に1業種の中では実力以上に過大評価されることになってきた企業のウエイトは低下するということである。これまでは各業種の優良企業はその業種全体のウエイトが1国全体に占めるウエイトによって影響を受けてきたわけであるが、ヨーロッパを1つとみなした場合には各業種の優良企業はその業種全体のウエイトがヨーロッパ全体に占めるウエイトによって影響を受けるということになるはずである。したがって、この場合には国別に見た特定の傾向を挙げることは難しいが、各国で各業種を代表してきた優良企業への影響が大きいものと考えられる。

ところで、これまではヨーロッパは地域としては1つと見られてきたにしても投資配分の上では各国ごとに考えられてきたわけであるから、ヨーロッパをひとまとめとして投資配分を考えた総合株価指数にはあまり馴染みがなかった。世界各国の株価指数と、世界各地域をひとまとめにした地域別株価指数を作成し、最も定評のあるものとしてはMSCI指数があり、その中にはヨーロッパ地域を対象としたMSCI Europe指数があるが、599銘柄を含むこの指数ではかなり大きなファンドでないことすべての構成銘柄に投資することはできず、実際にはこの指数にトラッキングする優良企業のポートフォリオを作成することが必要である。そこで、EUROの導入を契機としてヨーロッパでは少数の優良企業銘柄からなる総合株価指数の開発が相継いでいる。そして、その優良銘柄指数をより容易に取引するために指数先物と指数オプションの導入が相継いでいる。

まず、1998年5月12日にロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)が、フィナンシャル・タイムズ社とスタンダード&プアーズ社によって開発されたEurotop 100指数の先物(オプションはアムステルダム取引所で上場)を導入し、次いで翌6月22日にはEUREX(かつてのドイツ先物取引所DTB)とパリ流通オプション市場(MONEP)が同時に、ダウ・ジョーンズ社の子会社であるSTOXX社によって開発されたSTOXX 50指数とEMU参加国のみを対象としたEuro STOXX 50指数の先物・オプションを導入した。さらに、LIFFEは1999年5月に、FT/S&P社のEurotop 300指数とイギリスを除いた300銘柄からなるEurotop 300 ex. UK指数、EMU

参加国のみを対象としたEurobloc 100指数の先物・オプション、そして236銘柄からなるMSCI pan-Europe指数と130銘柄からなるMSCI Euro指数の先物・オプションの導入を計画している。

ここで、各指数の特徴をモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターの資料をもとにして簡単に紹介しよう¹⁾。

Eurotop 100指数は100銘柄からなるヨーロッパ全体を対象とした株価指数であり、まず株式時価総額によって各国別配分を決め、次に各国ごとに過去3年間の売買高に基づいて銘柄配分が決められ、業種には考慮が払われない。これに対して、STOXX 50指数は50銘柄からなるヨーロッパ全体を対象とした株価指数であるが、まずMSCI Europe指数と同様な663銘柄からなるSTOXX指数の業種構成にしたがって各業種ごとに株式時価総額と売買高のそれぞれ上位40%から銘柄が選ばれるようにスクリーニングし、その中から時価総額の大きな50銘柄が選ばれている。

さらに、Eurotop 100指数とSTOXX 50指数の特徴を調べるためにMSCI Europe指数と比較してみると、国別ウエイトではEurotop 100指数は15カ国中9カ国を含み、イギリスを5%近くオーバーウエイトしているのに対して、STOXX 50指数は同じく15カ国中9カ国を含んでいるが、オランダを9%、ドイツを4%、スイスを3%オーバーウエイトし、イギリスを7%アンダーウエイトしていることがわかる(図表1)。また、業種別ウエイトではEurotop 100指数がエネルギーを8%、消費財を5%オーバーウエイトし、サービス業を5%アンダーウエイトしているのに対し、STOXX 50指数はエネルギーを5%オーバーウエイトし、素材産業を5%アンダーウエイトしていることがわかる(図表2)。

他方、Eurobloc 100指数は100銘柄からなるEMU参加国を対象とした株価指数であり、Eurotop 100指数とは違って、まず352銘柄からなるEurobloc指数の株式時価総額の大きい60銘柄を選び、残りの40銘柄をEurobloc 100指数がEurobloc指数の業種構成に近くなるように選ばれている。これに対して、Euro STOXX 50指数は50銘柄からなるEMU参加国を対象とした株価指数であり、STOXX 50指数と同様にして、まず325銘柄からなるEuro STOXX指数の業種構成にしたがって各業種ごとに株式時価総額と売買高のそれぞれ上位40%から銘柄が選ばれるようにスクリーニングし、その中から時価総額

図表1 COUNTRY WEIGHTS — EUROPE BLUE CHIP INDICES

Country	Pan Europe					
	MSCI Europe		Eurotop 100		STOXX 50	
	Weight	#Cos	Weight	#Cos	Weight	#Cos
United Kingdom	30.2%	137	34.9%	36	23.2%	11
Germany	14.7%	64	15.3%	15	18.3%	9
France	12.8%	69	12.7%	12	12.0%	8
Switzerland	10.7%	34	10.1%	10	14.1%	5
Netherlands	8.1%	22	9.2%	9	17.2%	8
Italy	6.6%	52	5.7%	6	5.7%	3
Spain	4.5%	31	3.9%	4	4.8%	3
Sweden	4.5%	38	5.0%	5	3.4%	2
Belgium	2.1%	20	3.1%	3		
Finland	1.4%	20			1.3%	1
Denmark	1.4%	22				
Portugal	1.0%	21				
Norway	0.8%	30				
Ireland	0.7%	17				
Austria	0.6%	22				
Greece						
Total	100.0%	599	100.0%	100	100.0%	50

図表2 SECTOR WEIGHTS — EUROPE BLUE CHIP INDICES

Sector	Pan Europe					
	MSCI Europe		Eurotop 100		STOXX 50	
	Weight	#Cos	Weight	#Cos	Weight	#Cos
Capital Equipmen.	9.0%	111	6.5%	6	7.8%	5
Consumer Goods	21.5%	88	26.2%	21	24.6%	10
Energy	12.2%	35	19.9%	15	17.3%	7
Finance	26.9%	110	23.6%	23	27.3%	14
Gold Mines	0.0%	1				
Materials	6.4%	92	4.4%	8	1.5%	1
Multi-Industry	1.9%	26	2.0%	5	1.3%	1
Services	22.2%	136	17.5%	22	20.1%	12
Total	100.0%	599	100.0%	100	100.0%	50

図表3 COUNTRY WEIGHTS — EMU BLUE CHIP INDICES

Country	EMU Region					
	MSCI EMU		Ebloc 100		Euro STOXX 50	
	Weight	#Cos	Weight	#Cos	Weight	#Cos
Germany	28.0%	64	31.8%	30	27.4%	11
France	24.4%	69	22.9%	28	23.3%	14
Netherlands	15.5%	22	20.5%	13	25.9%	10
Italy	12.7%	52	11.9%	13	10.1%	5
Spain	8.6%	31	9.7%	11	7.8%	4
Belgium	4.1%	20	1.4%	3	2.3%	3
Finland	2.6%	20	1.8%	2	1.9%	1
Portugal	1.8%	21			0.6%	1
Ireland	1.4%	17			0.7%	1
Austria	1.1%	22				
Total	100.0%	338	100.0%	100	100.0%	50

の大きな50銘柄が選ばれている。

Eurobloc 100指数とEuro STOXX 50指数の特徴を調べるためにMSC Europe指数をEMU参加国で再構成した338銘柄からなるMSCI EMU指数と比べてみると、国別ウェイトではEurobloc 100指数は11カ国中7カ国を

み、オランダを5%、ドイツを4%オーバーウエイトしているのに対して、Euro STOXX 50指数は11カ国中10カ国を含み、オランダを11%以上オーバーウエイトしていることがわかる(図表3)。また、業種別ウェイトではEurobloc 100指数が金融業を4%、消費財を3%オーバ

図表4 SECTOR WEIGHTS — EMU BLUE CHIP INDICES

Sector	EMU Region					
	MSCI EMU		Ebloc 100		Euro STOXX 50	
	Weight	#Cos	Weight	#Cos	Weight	#Cos
Capital Equipmen.	8.7%	61	7.0%	10	7.3%	4
Consumer Goods	15.0%	53	17.8%	17	14.5%	7
Energy	16.9%	23	17.3%	13	21.3%	9
Finance	27.9%	69	31.7%	28	27.8%	13
Gold Mines						
Materials	7.7%	54	6.7%	11	4.9%	4
Multi-Industry	1.1%	14	0.3%	1		
Services	22.7%	64	19.3%	20	24.2%	13
Total	100.0%	338	100.0%	100	100.0%	50

図表5 株価指数先物の売買高と建玉

単位：100万ドル

国または地域	対象指数	1日平均売買代金		1日平均建玉代金	
		1999年1月	対1998年変化率	1999年1月	対1998年変化率
ヨーロッパ EMU参加国	Eurotop 100	10	-31.8%	377	49.2%
	STOXX 50	40	64.0%	634	206.3%
	Euro STOXX 50	364	283.2%	3,791	331.9%
イギリス	FTSE 100	2,759	-2.6%	18,694	7.8%
フランス	CAC 40	4,559	37.0%	6,722	-39.4%
ドイツ	DAX	8,225	5.0%	23,817	-20.8%
スイス	SMI	1,864	9.2%	7,070	6.1%
イタリア	MIB 30	5,537	29.6%	5,453	8.1%
オランダ	AEX	1,740	18.0%	5,202	2.0%
スペイン	IBEX	3,348	69.7%	5,185	19.2%
スウェーデン	OMX	416	27.9%	1,652	21.2%
デンマーク	KFX	35	3.5%	102	-19.2%
オーストリア	ATX	20	-23.5%	215	-44.3%
ベルギー	BEL 20	249	13.1%	1,335	29.6%

ーウエイトし、サービス業を3%アンダーウエイトしているのに対し、Euro STOXX 50指数は金融業を4%オーバーウエイトし、素材産業を3%アンダーウエイトしていることがわかる(図表4)。

3 取引状況

すでに述べたとおり、1998年5月12日からLIFFEではEuotop 100指数先物が取引されており、1998年6月22日からはEUREXとMONEPでSTOXX 50指数先物・オプションとEuro STOXX 50指数先物・オプションが取引されている。以下では、ゴールドマン・サックスの資料を用いて、ヨーロッパ総合指数先物の取引状況をヨーロッパ各国の株価指数先物の取引状況と合わせて簡単に見ておこう²(図表5)。

まず、本年1月の1日平均売買代金を比べてみると、Euotop 100指数先物が1,000万ドル、STOXX 50指数先

物が4,000万ドル、Euro STOXX 50指数先物が3億6,400万ドル取引されており、EMU参加国のみを対象としたEuro STOXX 50指数先物の取引が多く、ヨーロッパ全体を対象とした指数でもSTOXX 50指数先物がEurotop 100指数先物を上回っていたことがわかる。ただし、これらの数字はドイツのDAX指数先物の売買代金82億2,500万ドルに比べると圧倒的に小さく、ほとんど問題にならないほどの大きさであることもわかる。

1998年1年間の1日平均売買代金からの1月の1日平均売買代金の変化率を比べてみても、Euro STOXX 50指数先物が283.2%という大幅な増加を示しており、STOXX 50指数先物は64.0%増加していたが、Eurotop 100指数先物は逆に31.8%減少していたことがわかる。この変化率ではEuro STOXX 50指数先物はヨーロッパ各国の株価指数先物の成長率よりも桁違いに大きく、STOXX 50指数先物でもスペインのIBEX指数先物を除

けばどの国の株価指数先物よりも急速に成長していることがわかる。

同様に、本年1月の1日平均建玉代金を比べてみると、Euotop 100指数先物が3億7,700万ドル、STOXX 50指数先物が6億3,400万ドル、Euro STOXX 50指数先物が37億9,100万ドルであり、やはりEuro STOXX 50指数先物の建玉が大きく、ヨーロッパ全体を対象とした指数でもSTOXX 50指数先物がEurotop 100指数先物を上回っていたことがわかる。ドイツのDAX指数先物の建玉は238億1,700万ドルであり、やはり大きな違いがあるが、売買代金ほどには建玉代金の格差は大きくはないこともわかる。

1998年1年間の1日平均建玉代金からの1月の1日平均建玉代金の変化率を比べてみると、Euro STOXX 50指数先物が331.9%、STOXX 50指数先物が206.3%とヨーロッパ各国の株価指数先物の成長率よりも桁違いに大きく、Eurotop 100指数先物の49.2%でさえヨーロッパ各国の株価指数先物の成長率よりも急速に拡大していたことがわかる。

4 今後の展望

ヨーロッパの株式市場も金融・資本市場全体と同様に、

1つの市場としての特徴を持つようになることは間違いないだろう。しかし、いまのところは株式市場においてはそれほど大きな変化は生じておらず、こうした変化が最も早く現れるものと考えられる株価指数先物市場でもヨーロッパ総合株価指数の取引にそれほど大きな変化は生じてはいない。現段階においてはEuro STOXX 50指数先物とSTOXX 50指数先物の方がEurotop 100指数先物よりも売買高でも建玉でも上回っているが、Euro STOXX 50指数先物やSTOXX 50指数先物がこのままヨーロッパの総合株価指数先物として定着するのかわかるとは現段階では判断できない。Eurotop 100指数先物の不振を受けてLIFFEは5つの新たなヨーロッパ総合株価指数先物を上場し、巻き返しをはかろうとしている。

ヨーロッパの株式市場の統合は、共通通貨EUROが安定し、マネーマーケットや債券市場での統合が進んだ後に、緩やかに進むというのが妥当な見方であろう。

注

- (1) Richard S. Yea, "European Indices", *Global Equity and Derivative Markets*, Vol.8 No.6, June 1998, Morgan Stanley Dean Witter
- (2) Goldman Sachs, "Global Derivatives Review", *Equity Derivatives Research*, February 1999

