

相場カタリストの流出

—新たな投資機会の到来として—

丸三証券株式会社

廣重 勝彦

株式の売買が以前より難しくなったとの声
が強い。

サブプライム問題など、一般の投資家には理解が難しい要因が株式相場に大きな影響を与えているためであろう。ただ、こういった海外発の要因による相場の大きな変動は、後に述べるようにこれまでも経験してきたことである。むしろ、現在の相場の難しさの背景には、日本の株式市場の質的な変化がありそうだ。

筆者は現在、証券会社の自己売買部門に属しており、日経 225 先物を中心としたトレーディングの最前線にいる。日々の売買での実感をベースとして、その質的な変化とはいったいどのようなことなのかを説明する。

海外市場の影響

まず、図 1 を見ていただきたい。これは、日経 225 先物について、前日の大引けから本日の寄り付きまでの値幅（オーバーナイトの騰落）が、本日の寄り付きから大引けまでの値幅（日中の騰落）に対しどれだけの割合なのかを表している。すなわち、

$$\text{オーバーナイトの騰落率} = (\text{始値} - \text{前日終値}) \div \text{前日終値}$$
$$\text{日中の騰落率} = (\text{終値} - \text{始値}) \div \text{始値}$$

とし、オーバーナイトの騰落率÷日中の騰落率を、1988年9月から2008年2月までのデータを用いて日々計算し、その100日

移動平均をグラフ化した。なお、先物のデータはつなぎ足（直近限月をつなぎ合わせたもの。取引最終日の翌日から次限月のデータを用いる）を用いている。

(図 1)



これを見ると、寄り付きから大引けまでの動きよりも、オーバーナイトでの値動きの方が大きいことがわかる。ただし、この比率が突出して大きくなった時期がある。いずれも海外での大きな出来事に起因するものである。①は90年8月のイラクのクウェート侵攻から翌年3月の湾岸戦争の時期、また、②はニューヨークでドル安が進み史上初めて1ドル100円を割り込んだ(94年6月)時期だった。そして、③はITバブルの崩壊の時期であり、④は世界同時多発テロの時期。さらに、⑤はサブプライム問題に端を発した今回のケースにあたる。いずれもこの比率が大きく上昇し、日中の騰落よりもオーバーナイトでの騰落が大きくなっている。

かつて日本市場は米国のミラー相場と揶揄された。日本の株式が米国市場をそのまま反映するためだ。たしかに、このグラフを見る限りそういった動きが強まる時期が存在している。それでも、①～⑤はいずれも海外には看過できないほどの材料がある

ため、それが日本市場のオーバーナイトでの騰落を大きくしているのはいたし方ない。したがって、2007年から続く不安定な株価の動きが株式売買の難しさにつながっていると看做しても、それは今に始まったことではないともいえる。

ところが、日本市場の日中とオーバーナイトの動きを別の角度から見ると、様相はかなり異なってくる。

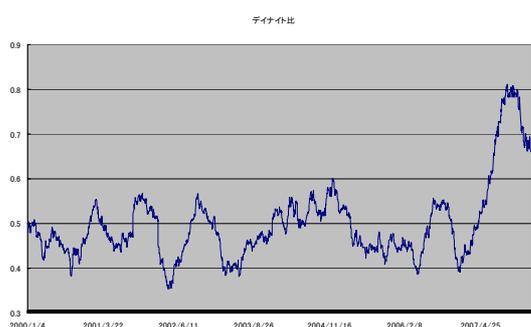
拡大するオーバーナイトの動き

図2は、日中の値幅（高値～安値）に対するオーバーナイトの値幅の割合を示している。これをダイナイト比と呼ぶこととし、次のような値を求める。

$$\text{ダイナイト比} = \{ (\text{翌日の寄り付き} - \text{当日終値}) \div \text{当日終値} \} \div \{ (\text{当日高値} - \text{当日安値}) \div \text{当日安値} \}$$

なお、このグラフは、2000年初め～2008年3月上旬までの日経225先物のつなぎ足を使って算出し、その100日の移動平均線をとった。

(図2)



これをみると、2000年～2007年の半ばまではおおむね40%～60%の間のレンジ内に収まっていた。すなわち、日中の値幅に対するオーバーナイトの値幅は半分程度だった。実は、この傾向は日経225先物の

取引が始まってからほとんど変わっていない。唯一、湾岸戦争の時期にあたる1991年2月の66%が突出した高い数値だった。

ところが、2007年後半からの動きは、それまでの16年間の動きとは異質だ。急速に上昇し、80%を超える場面もあった。もちろん、サブプライム問題という米国発の要因が強い影響を与えている。それでも、先述の①～④のケースでは、オーバーナイトだけでなく日中の動きも同時に大きくなり、日本市場においてもその材料を織り込む動きが見られた。

しかし、今回⑤のケースでは、日中の動きが鈍い。すなわち、日本市場が海外の動きを反映して寄り付くと、その後の動きは小さい。裏を返せば、東京時間の材料での動きは相対的に乏しく、それ以外の時間帯での材料に敏感に反応している。

実際の取引の現場では、ボラティリティ、すなわち株価の値幅が収益の源泉である。ところが、その値幅の多くの部分がオーバーナイトで占められる現状は、日本市場での収益機会が相対的に小さくなっているともいえる。これは、日本市場で売買が難しいと感じさせる要因の1つだろう。

新たな日中の変動要因

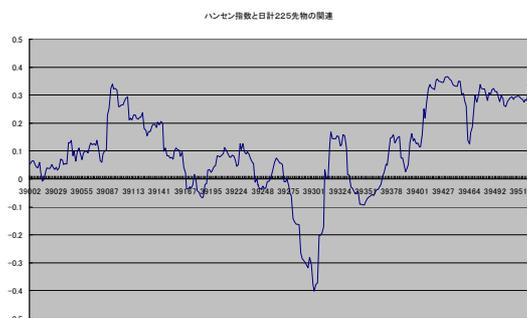
ところで、日本の株式市場は、いまや米国だけでなく中国を中心としたアジア市場の影響を強く受けているとの指摘がある。たしかに中国本土市場の取引開始（東京時間の午前10時25分がプレオープニング）や、香港市場の開始（同午前11時）を前にすると、日本の株式市場の動きがかなり神経質になるとの印象も受ける。

これを確かめるべく、日経225先物の前

場終値と後場始値の差（騰落）と、香港ハンセン指数における前日の終値から当日の始値までの差（騰落）との関連を調べた。日本市場の前場終了と同時に始まる香港市場の動きが、日本の後場の動きに影響を与えているのかを計るためである。しかし、過去 5 年のデータで得られた相関係数は -0.04 であり、ここからは香港市場の動きが日本市場の後場の動きに影響を与えているとの見方はできない。

しかし、日本では前場のうちに、すでに香港市場の状況を織り込み始めている可能性はある。そこで、日経 225 先物の午前 10 時 30 分から前場終了までの騰落と、ハンセン指数の前日終値と当日始値までの騰落の関係を見る。2006 年 8 月 1 日～2008 年 3 月 18 日までのデータを使って相関係数をとり、その 50 日移動平均をグラフ化したものが図 3 である。

(図 3)



この間全体における相関係数は 0.2 であり、弱い相関が認められる。しかも、図のように、昨年終盤からは 0.3 あたりで比較的安定した動きになっており、香港の前日終値～当日始値の動きと、日経 225 先物の 10 時 30 分～前引けまでの動きが、6 割以上は同じ方向にある。

これをみると、日本市場が取引時間中に

おいても、国内要因だけでなくアジア市場などの影響を徐々に強く受け始めていると見ることもできそうだ。そして、これも最近感じられるとされる、日本市場での売買の難しさにつながっていえよう。

なぜ海外の影響がより強まったのか？

このように、日本の株式市場を動かす要因—カタリスト—は、国内から海外に求められる場面が多くなっている。これが、取引参加者にとっては、取引の難しさと感じられるものの本質だろう。では、なぜそのような傾向が強まってきたのか？

まず第 1 に、ファンダメンタルズ面では、日本の景気が外需に支えられていることがある（内需が相対的に弱い）。そのため、企業業績についても各国の景気など海外要因に左右されやすい。その結果、アジア・欧州・米国の時間帯に現れる材料に、日本の株価が敏感に反応してしまうことになる。

2 番目に、アジアをはじめとする新興国市場が、その時価総額を急速に拡大させた結果、当然のことながらその動きが世界のマーケットに強いインパクトを与えることとなる。2007 年は日本時間の午後に始まるインド市場の動きに、米国株式が一喜一憂する場面さえあった。まして東京市場はその影響をさらに強く受けることになる。

3 番目に、日本市場における海外投資家の存在感がますます強まっている。東証での海外投資家の売買シェアは 6 割に達している。また、日経 225 先物市場においても、外国人投資家の売買シェアは、2007 年においては 43%。また、委託取引に限れば 73% にのぼる（表 1 参照）。

(表 1)

日経225先物の外国人シェア

(単位 千枚)

| 暦年 | 取引総数 | 外国人 | 比率 | 委託取引 | 比率 |
|-------|--------|--------|-----|--------|-----|
| 2007年 | 57,191 | 24,495 | 43% | 33,726 | 73% |

これは、日本株投資の意思決定が欧米時間などに行われる可能性が高まるということであり、CMEの日経225先物市場などを通じて、オーバーナイトでの動きが大きくなることにつながる。

4番目として、新興国の経済発展や投機資金の増大により、商品市場の影響が強まっている。そして、商品市場はニューヨーク(NYMEX)やシカゴ(CME)などが中心だが、これも基本的には日本市場がクロージングしている時間帯である。

5番目に、外国為替市場が欧州時間を中心に動いていることも影響している。円相場も東京市場がメインとは言い切れないのが現状である。そのため、日本の株式市場が終わった後の為替の動きが注目され、必然的に日本の株式のオーバーナイトでの動きが大きくなる。

そして、6番目として、世界の投資マネーが急増していることの影響も大きい。世界のヘッジ・ファンドは200兆円以上に拡大し、しかも政府系ファンドはこれを凌駕する規模となってきた。この投資(投機)資金は、より良い投資対象、より良いタイミングを求めて世界中を素早く動いており、それゆえマーケットの流れは24時間要せず大きく変化することもある。

求められるトレードの進化

このような傾向を、日本市場が海外とのリンクを強めたとして、グローバル化の一環ととらえることもできる。世界マーケッ

トー証券・金融・商品を含めた世界市場—において、日本の株式市場がその一部に組み込まれて行く過程だと前向きにみるのである。そこでは、日本の市場が日本のファンダメンタルズを反映するものにとどまらず、世界のファンダメンタルズやマネーの動きを鋭く反映することになる。

一方で、それは日本市場がローカル化していることの証左だとの指摘もある。東京時間には注目される材料に乏しく、日本の市場の日中の動きがオーバーナイトの動きに対して相対的に乏しいという点を強調すれば、この見方も的を射ているといえなくもない。

ただ、現実の市場参加者にとって大事なことは、このいずれが正しいのかを探ることよりも、日本市場が海外の動きをより強く影響をうける状況が、どうやら恒常的なものになりそうだということを理解することにある。換言すれば、売買が難しくなったという実感は、株式取引に対する従来の見方をとる限り、今後も和らぐことはないということである。そうであるとすれば、市場に参加するも者に求められるのは、こういった市場の新たな流れに対応して進化していくことだ。

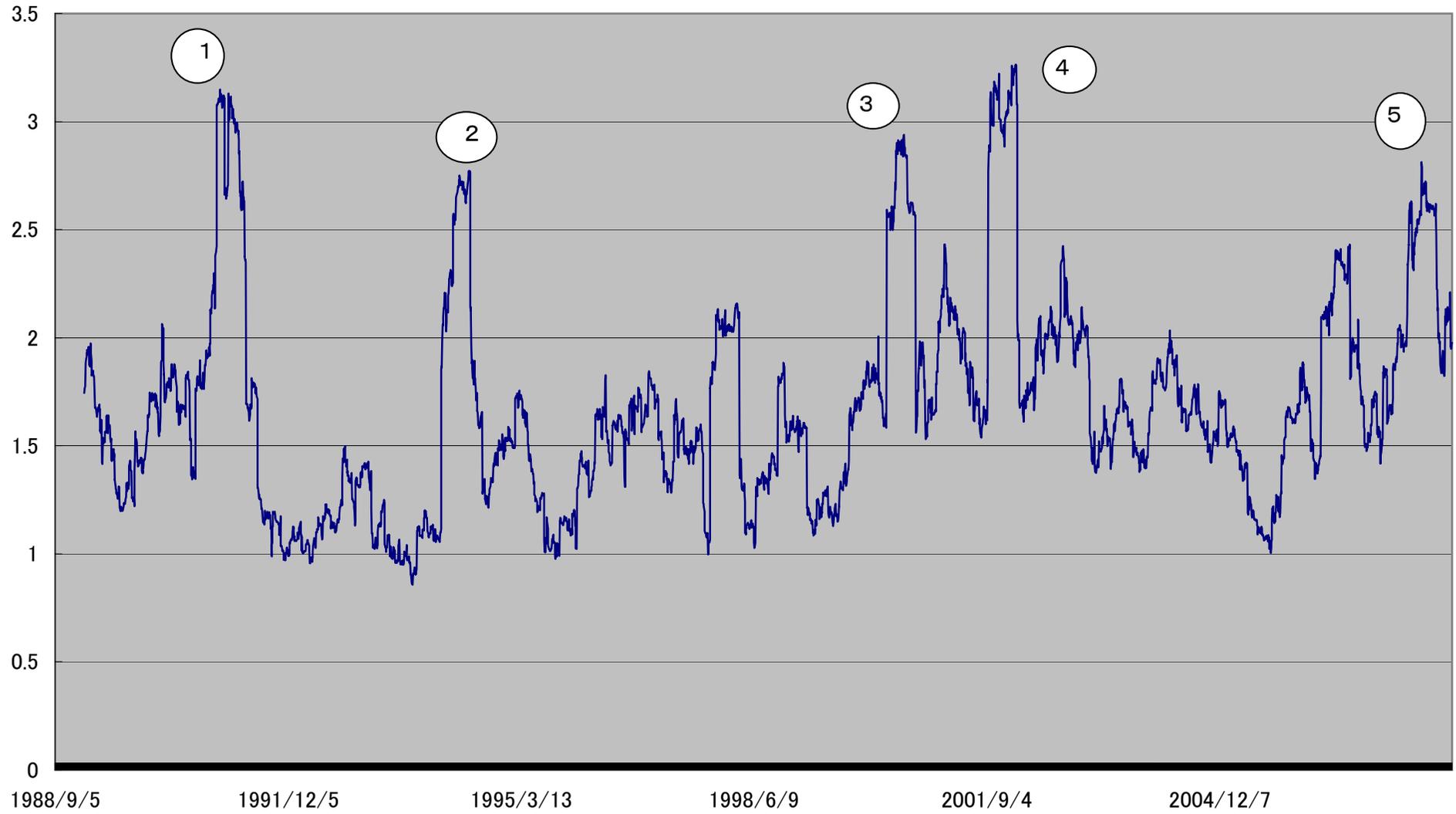
さいわいコンピュータやインターネットなどテクノロジーの発達は、システムトレードなど新たな売買を可能にする。あるいは、これらの技術や売買手法をうまく取り入れることで、変化の目まぐるしいマーケットにおいても的確なリスク管理は可能だろう。

さらに、市場制度面でも変革の動きがみられる。日経225先物取引では、2007年9月にはイブニング取引が始まり、すでに昼

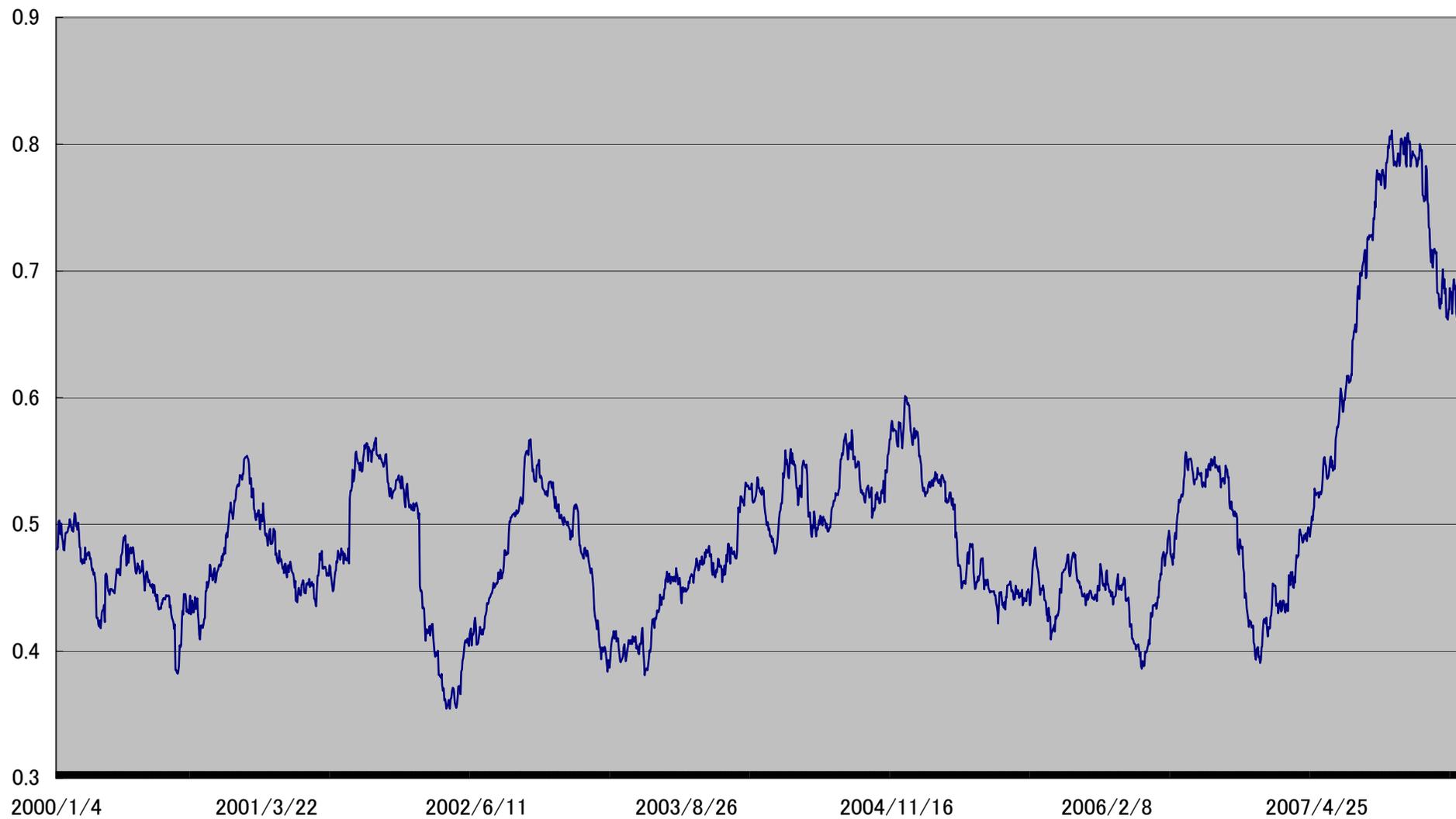
間の取引と差がない程度の流動性が確保されている。さらに、2008年度を初年度とする大阪証券取引所の3カ年計画では、取引の24時間化を目指すとされている。こういった流れは、新たな視点で投資を行おうとする者にとって大きなサポートになるはずだ。

以上をまとめれば、株式売買が難しくなってきたことは、相場を動かすカタリストが海外に求められるケースが増加していることであり、しかもこれは不可逆的であり構造的なものとも見られる。それでも、これに対応していくことができる者にとっては、新たな収益機会が訪れているともいえる。また、技術革新や市場の改革は、その機会の確保に対する可能性を高めてくれる。すなわち、新たな市場の流れに適応することができれば、日経225先物取引は、今後「ピンチをチャンス」に変える可能性を秘めているといえるのである。

日中とオーバーナイトの比



ダイナイト比



ハンセン指数と日計225先物の関連

