

## 解 説

### Russell/Nomura Primeインデックスの特徴 ～日経平均と比較して～

野村証券金融経済研究所金融工学研究センター  
主任研究員 中嶋 啓浩

#### I. はじめに

2005年4月25日にRussell/Nomura Primeインデックス(以下「RNプライム指数」という。)の先物が大阪証券取引所に上場される予定である。RNプライム指数は、ラッセル・インベストメント・グループと野村証券金融経済研究所が開発したインデックスであり、日本の株式市場全体を代表することを目的とした時価総額上位1000銘柄から構成されるインデックスである。

既存の日本における株価指数先物としては日経平均先物がまず挙げられる。日経平均先物は取引量も多く日本の株価指数先物の代表的なものと言えよう。この原指数となっている日経平均は、日本の株式市場の動向を表わそうとしたものであり、世の中に広く浸透し長い歴史を持っている。日本の株式市場を表すという点では日経平均とRNプライム指数は共通している。しかしながら、コンセプトや定義の上で相違する部分も多く見られる。そこで、実際にどのような違いが見られるのか、いくつかの実データを示しながら日経平均と比較することで、RNプライム指数がどのような特徴を持ったインデックスなのかを見ていきたいと思う。原指数の特徴を把握することで、どの株価指数先物をどのように売買するのが適当なのかを判断する参考となると思われる。

この他では東証株価指数(TOPIX)も日本の株式市場を代表させようというインデックスであり、株価指数先物も上場されている。日経平均とRNプライム指数とを比較して説明する中で、適宜、TOPIXとも比較対象として考えてみたい。

#### II. RNプライム指数とは

まず、RNプライム指数とはどのようなインデックスなのかを簡単に見ておきたい。

RNプライム指数は、ラッセル・インベストメント・グループと野村証券金融経済研究所が開発したRussell/

Nomura日本株インデックスというインデックスファミリーの中のサブインデックスの1つとして位置付けられる。Russell/Nomura日本株インデックスは、既に発表から10年の歴史を持つが、発表当初から浮動株修正を施した初の日本株インデックスとして、また、投資スタイルという概念を体系的に組み込んだ初の本格的な日本株インデックスとして資産運用のベンチマークとして利用されている。当初の投資スタイルとしては、サイズのスタイルとValue/Growthのスタイルであった。このようなRussell/Nomura日本株インデックスの中に、パッシブ運用に適しているかどうかという新たな広義のスタイルの軸を加えることで2004年に開発されたのがRNプライム指数である。RNプライム指数は、浮動株修正のされたインデックスであると同時に、Russell/Nomura Prime ValueインデックスとRussell/Nomura Prime Growthインデックスといったスタイルインデックスのサブインデックスを持つという構造になっている。

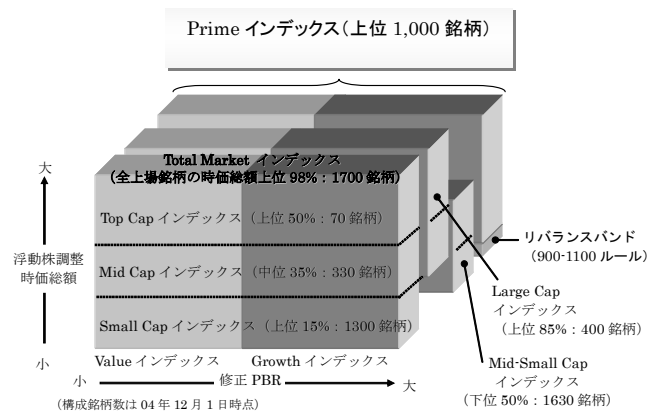


図1 Russell/Nomura 日本株インデックスの体系

先に述べたように、RNプライム指数は、日本の株式市場全体を代表することを目的とし、日本株式の時価総額上位1000銘柄から構成されるインデックスである。構成銘柄の見直しは他のRussell/Nomura日本株インデックスと同時に行われ、現在は年1回12月初営業日である。RNプライム指数は、パッシブ運用に適したベンチマークとして設計されている。主な特徴は以下の通りである。

①東証一部以外の銘柄も含む時価総額上位の1000銘柄から構成され、市場カバレッジが広い。そのため、株式市場全体に対する連動性が高く、パッシブ運用に適している。

②流動性に配慮し、ファンド運用上の無駄なコストを極力排除するための工夫がなされている。具体的には、浮動株調整後の時価総額により構成銘柄を選定していることや、著しく流動性の劣る銘柄をネガティブリストと

して除外すること、リバランスバンド方式を用いて時価総額のわずかな変動による頻繁な銘柄の入れ替えを抑制していること、合併や株式移転の際の一時的な上場廃止銘柄を連続的にインデックスに組み入れることなどの工夫がなされている。

すなわち、RNプライム指数は、日本の株式市場全体を代表することとともに、運用する上での無駄な売買コストを抑制することに一定の配慮を行ったインデックスなのである。この点で、パッシブ運用に適したインデックスと言えるのである。

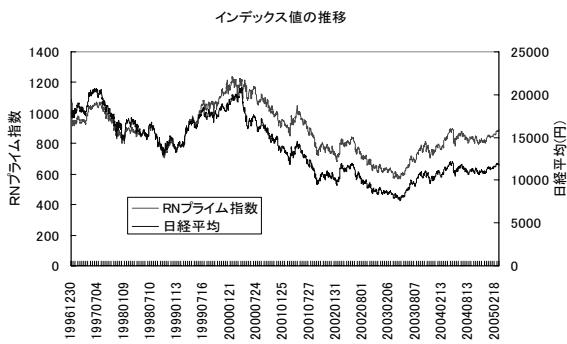


図2 株価インデックス値の推移

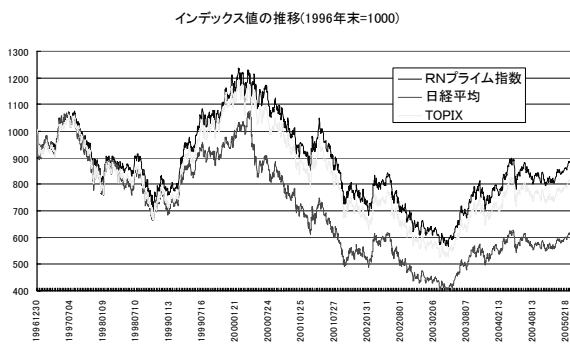


図3 相対化した株価インデックス推移

### Ⅲ. インデックス値の差異

次に、RNプライム指数の値を見ていきたいと思う。RNプライム指数は、1996年末を基準値1000とする時価総額加重式のインデックスである。1996年末から最近までのインデックス値の日次終値の推移が図2である。日経平均株価を同じグラフ中に併記した。しかし、そもそものインデックス値の基準が違うためにこの期間でどちらのパフォーマンスがよかったのかなどはこれではわかりにくい。そこで、スタート時点1996年末のインデックス値を1000に合わせて書き直したものが図3である。ここでは、TOPIXも加えて表わした。

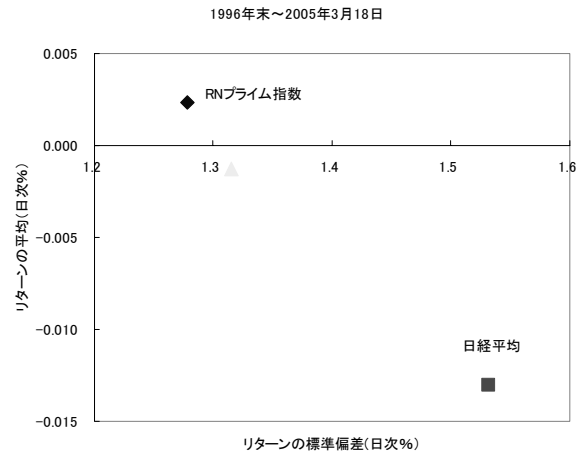


図4 各インデックスのリターンの平均と標準偏差

この期間の各インデックスの日次リターンを求めその平均と標準偏差を計算した。その結果が図4である。この期間平均的にはRNプライム指数が高いリターンをあげていたことがわかる。また、リターンの標準偏差はRNプライム指数が最も低くなっている。



図5 日経平均/RNプライム指数

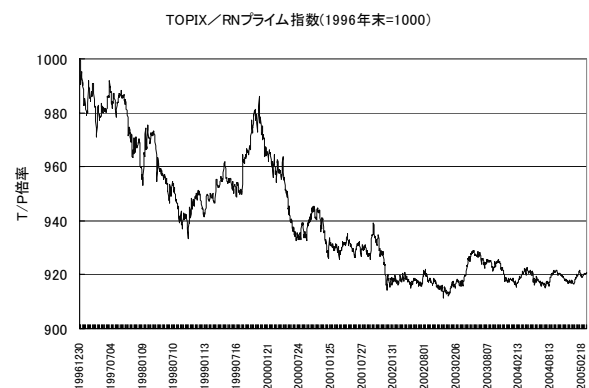


図6 TOPIX/RNプライム指数

この期間を通じての平均的なリターンではRNプライム指数は高かったことはわかったが、期間を細かく見れ

ばRNプライム指数がよかった時もあれば悪かったときもある。この様子を見易くするためにインデックス値を相対株価として書き直してみたのが図5と図6である。1996年末が1000となるように相対化してある。図5は日経平均をRNプライム指数で割ったもの(N/P倍率)、図6はTOPIXをRNプライム指数で割ったもの(T/P倍率)である。グラフが右上がりの部分は、RNプライム指数のリターンが他のインデックスよりも悪かった時期であり、グラフが右下がりの期間はRNプライム指数のリターンが他のインデックスよりも高かったところである。図5を見ると2001年夏ごろまで右下がりの傾向があり、RNプライム指数は日経平均に対してアウトパフォーマンスしたことがわかる。中でも、1999年終わりから一旦右上がりになった後2000年4月あたりでは激しい右下がりがあり、大きな変化があったものと思われる。おそらく日経平均の構成銘柄が大幅に変更になったときであろう。TOPIXとRNプライム指数はどちらも時価総額加重指数であり、インデックス値としては似ている部分が多いため、図5と比較すれば図6では目盛が1000の近くで収まっている。しかし、2000年初あたりに鋭いピークが見られ、RNプライム指数とTOPIXとの間でのパフォーマンス差が大きく現れている。最近でも、山谷が見られ格差は生じているようである。

各倍率の変動係数

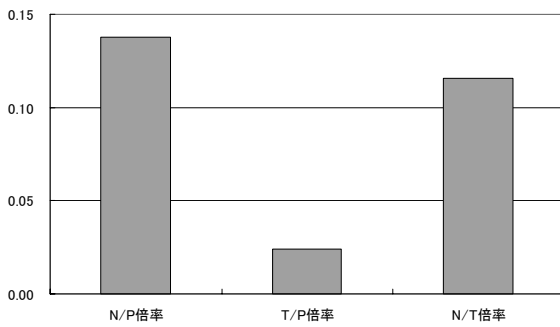


図7 インデックス比較倍率の変動係数

インデックスの組み合わせとしてはもう1つ、日経平均とTOPIXとの組み合わせがある。日経平均/TOPIXを計算したもの(N/T倍率)も計算して、前述の2つと比較してみたのが図7である。3つの倍率についてこの期間の標準偏差を平均水準で除した変動係数の大きさを見た。これで見るとRNプライム指数と日経平均との組み合わせの方が、TOPIXと日経平均の組み合わせよりも違いが現れやすいと言えよう。また、それらと比べるとRNプライム指数はTOPIXとの差が小さいこともわかる。

#### IV. 各種特性の違い

前節でインデックス値の動きにかなりの違いが見られたが、どのような要因でその差が生じるのかヒントとなりそうな特性を表わすデータをいくつか示す。

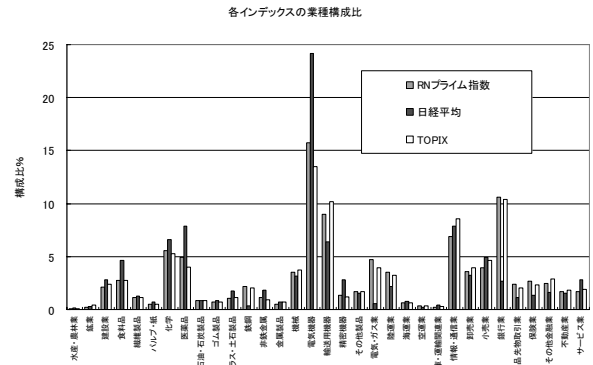


図8 インデックスの業種構成比

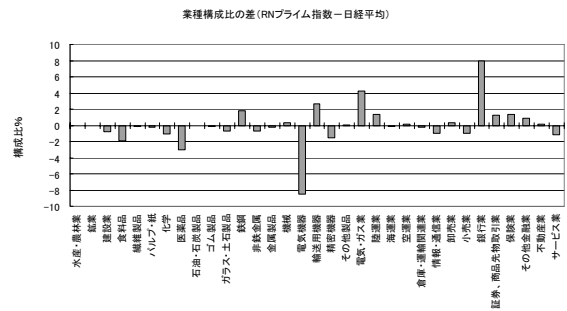


図9 RNプライム指数と日経平均の業種構成比の差

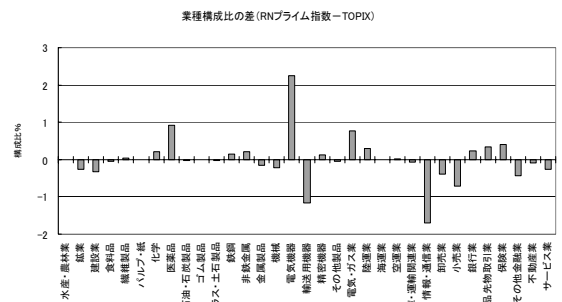


図10 RNプライム指数とTOPIXの業種構成比の差

##### (1) 業種構成の比較

図8～図10は2005年3月28日時点の各インデックスの業種構成比およびその間での差を求めたものである。図9では、RNプライム指数は日経平均と比べると電気機器などのウェイトが低く、銀行業、電気・ガス業などのウェイトが高いことがわかる。図10では、RNプライム指数はTOPIXと比べて、電気機器などが多く、情報・通信業や輸

送用機器などが少ない。情報・通信業の差はいわゆるネットバブルの時代のパフォーマンスの相違に現れたことが考えられる。

(2) 金利感応度の比較

インデックスを2つずつ組み合わせてリターン差を求め、これを金利の変化幅で回帰して求めた金利感応度を比較してみたのが図11である。金利としては、国債10年パーイールドを用い、1996年末から2005年3月18日までの日次データより求めた。日々の金利の変化に対して、各インデックスの反応がどの程度違って現れてくるのかを見ようとしたものである。意味としては金利が1%変化した時に何%インデックス間のリターンに格差が現れるかを示している。この期間では、RNプライム指数と日経平均との間でのリターン差が金利変化に対して大きくなりやすいということになる。

インデックスのリターン差と金利変化との関係(1996年末～2005年3月18日)

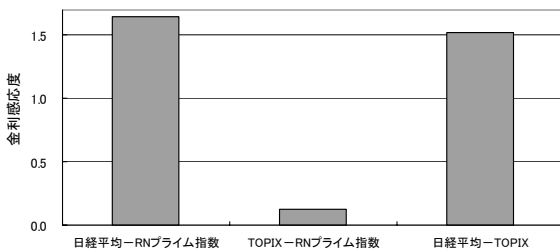


図11 インデックスのリターン差と金利変化との関係

(3) 配当利回りの比較

各インデックスの予想配当利回りを図12に示す。予想は東洋経済予想を用い、2005年3月28日時点のデータで求めた。配当利回りの大きさは金利感応度との相関が認められる他、先物の理論価格への影響も関係が出てくる。RNプライム指数は日経平均よりも配当利回りは高めだと言えよう。これは配当の多い銘柄が多い電気・ガス業の構成比がRNプライム指数では高くなっていることと関係があるだろう。

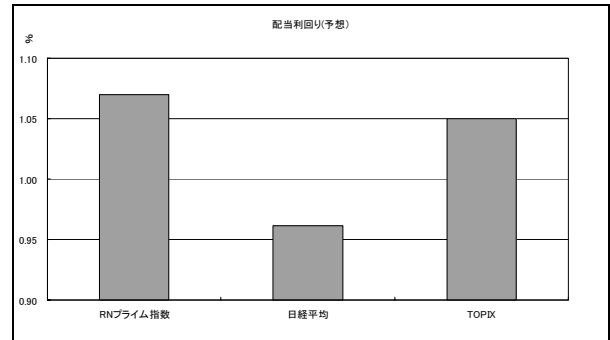


図12 配当利回り

V. おわりに

以上のように、RNプライム指数の特徴を日経平均あるいはTOPIXと比較したデータで表わしてみた。日本株式市場を代表させるという共通の目的のあるインデックスであるが、特性としてはかなりの相違点もあるようだ。特に、RNプライム指数と日経平均とはかなり異なった特性を持っていると言えるだろう。先物が上場されればこれら2つの株価指数先物の間での売買でリターンを挙げようような投資手法も考えられよう。今回は、1996年末から最近まで通しての特性を見たが、最近だけに目を向けると異なった様子が見えてくることも考えられる。いずれにせよ、今回示した特性の差異が、先物取引等を行う際のヒントになる点があれば幸いである。

<参考文献>

- 野村証券金融経済研究所編「Russell/Nomura日本株インデックス：インデックス構成ルールブック 2005」(2005, 野村証券金融経済研究所)
- 野村証券金融経済研究所編「Russell/Nomura Primeインデックス:インデックス構成概要 2005」(2005, 野村証券金融経済研究所)
- 野村証券金融経済研究所 内山朋規「株式インデックスの発展とRussell/Nomura 日本株インデックス」(先物・オプション レポート2005年9月15日号 大阪証券取引所)

日経平均株価及び日経株価指数300構成銘柄の一部入替え について

(株)日本経済新聞社は、日経平均株価及び日経株価指数300の合併及び完全子会社化に伴う構成銘柄の一部入替えについて、以下のとおり発表いたしました。

記

日経平均株価

除外銘柄(コード)		補充銘柄(コード)		実施日
藤沢薬品工業	(4511)	中外製薬	(4519)	平成17年3月28日
東急百貨店	(8232)	ヤフー	(4689)	

日経株価指数300

除外銘柄(コード)		補充銘柄(コード)		実施日
藤沢薬品工業	(4511)	しまむら	(8227)	平成17年3月28日

MSCI JAPAN Index構成銘柄の除外について

モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社は、藤沢薬品工業(株)(コード:4511)が合併による上場廃止に伴い、平成17年3月25日(金)の取引終了後に同株式をMSCI JAPAN Indexの構成銘柄から除外することについて発表いたしましたので、お知らせいたします。