

### 1.3.3 インデックス間取引

先物にはいろいろな種類があります。日経平均株価だけではなく、株価指数 TOPIX の先物もあります。また、日経平均株価の先物も 1 種類ではなく、満期日の異なる先物が常に 5 種類上場されています。これら 5 種類の満期日は、3 月、6 月、9 月、12 月（これを“限月”という）の第二金曜日です。例えば、1 月には、その年の 3 月物、6 月物、9 月物、12 月物と、翌年の 3 月物の 5 種類があるわけです。ここでは、複数の先物を使った戦略についてご紹介いたします。

まず、“2 つの株価指数（インデックス）の比に注目する先物取引”です。いま、日経平均株価先物と TOPIX 先物に注目しましょう。ご存知のように、TOPIX は東京証券取引所の一部上場銘柄すべてから算出される指数であり、これは市場全体を代表するものであると考えられます。それに対して、日経平均株価の方は 225 銘柄から計算され、また、指数そのものの計算方法の違いもあって、ハイテク株などの影響が TOPIX よりも強く表れます。

もし、今後ハイテク株全般に強い上昇が見込める、という予想をあなたが立てたとすれば、単に日経平均株価先物を買えばいいのですが、困ったことに総選挙が近く、その結果によっては株式市場全体に悪い影響が出るかもしれない、という心配があるとします。どうしたらよいのでしょうか？ もうおわかりですね。“日経平均株価先物買いの TOPIX 先物売り”というポジションを組めばいいのです。

予想通りハイテク株全般が大きく値を上げれば、その影響は日経平均株価により強く表れ、TOPIX の上昇率よりも日経平均株価の上昇率の方が大きいはずですが、したがって、日経平均株価先物の買持ちポジションがもたらす利益が、TOPIX の売持ちポジションがもたらす損失よりも大きくなり、合計ではプラスの収益をもたらしてくれるでしょう。

もし、総選挙の結果がマイナスの影響を株式市場に与え、市場全体が下落したとしても、TOPIX 先物の売持ちがあるおかげで、日経平均株価先物を単独で買持ちしているよりは被害が少なくすむはずですが。

問題は 2 つの先物をそれぞれ何枚ずつ売り買いするか？ という点です。最も単純な考え方は、買持ちの金額と売持ちの金額を同じにしてしまう、というものです。しかし、総選挙で市場に悪い影響が出た場合の日経平均株価と TOPIX の下落率を予想し、その比率にあわせて持ち高を調整するという方法の方が合理的です。

例えば、日経平均株価の下落率が 5%、TOPIX の下落率を 10% と予想するならば、金額ベースで TOPIX 先物の売りポジションは日経平均株価先物の買いポジションの半分がいいわけです。

市場では、この日経平均株価と TOPIX の“比”( = “NTレシオ”) に注目し

た取引が行われています。例えば、日経平均株価を TOPIX で割った数字（比＝レシオ）が今後より大きくなると予想するなら、“日経平均株価先物買いの TOPIX 先物売り”という戦略をとります。

実際、2003 年の 5 月から上昇を始めた市場において、ハイテク株上昇の影響は主導的なものでした。それをこの NT レシオが端的に示しています。以下のデータ（終値）をご覧ください。

	日経平均株価	TOPIX	NT レシオ
4 月 30 日	7,831.42	796.56	9.83
5 月 30 日	8,424.51	833.70	10.10
6 月 30 日	9,083.11	903.44	10.05
7 月 31 日	9,563.21	939.40	10.18
8 月 29 日	10,343.55	1,002.02	10.32
9 月 30 日	10,219.05	1,018.80	10.03

8 月まではハイテク銘柄の影響の大きい日経平均株価が、TOPIX を引っ張るかのように上昇し、TOPIX が 9 月に追いついた、というように見えます。

ハイテク株主導の上昇に信頼をおき、6 月 30 日の NT レシオが 10.05 の頃に

日経平均株価先物：9,090 円で 10 枚買う  
TOPIX 先物：904 ポイントで 10 枚売る

というポジションを組んだとしましょう。2 ヶ月後の 8 月 29 日に NT レシオが 10.32 になった時点で、

日経平均株価先物：10,340 円で 10 枚売る  
TOPIX 先物：1,003 ポイントで 10 枚買う

と反対売買することで、

日経平均株価先物の損益 =  $(10,340 - 9,090) \times 10 \times 1,000 = 12,500,000$   
TOPIX 先物の損益 =  $(904 - 1,003) \times 10 \times 10,000 = -9,900,000$   
損益合計 =  $12,500,000 - 9,900,000 = 2,600,000$  (円)

の利益を得ることができます (TOPIX 先物の取引単位は 10,000 倍)。

このポジションは日経平均株価先物を単独で買持ちにするよりは安全であり、毎日の相場の変動に一喜一憂する心配がありません。つまり、単独で買持ちにするのに比べリターンは大きくない代わりに、その分、リスクもずっと小さいわけです。

この戦略で注意すべきことは、戦略の性格上、利益を出すまでに時間がかかる、という点です。満期日に近い時期にこれをやると、途中で中断するか、あるいはコスト（手数料など）をかけて、次の限月物に（たとえば9月物から12月物へ）乗換えるかしなければなりません。

N Tレシオは、ある程度の期間にわたり大きな変動がありません。ここ2年間（2001年10月～2003年9月）では、およそ9.8～10.6の間を動いています（平均値は10.2前後）。そうだとすると、4月30日の9.83という値は、“日経平均株価買い、TOPIX売り”という戦略をとるチャンスだったということもできるわけです。

N Tレシオはいくつが適正である、ということを経験的に計算できません。ですから、この9.8～10.6という範囲はあくまでもここ2年間の経験値に過ぎず、市場構造が大きく変化したり、日経平均株価を構成する銘柄が大幅に入れ替えられたりすると、この範囲は意味をもたなくなると考えられます。この点がこの戦略の難しいところです。