

Talking Points

アジア市場における指数の流動性に関する考察



Izzy Wang

シニア・アナリスト

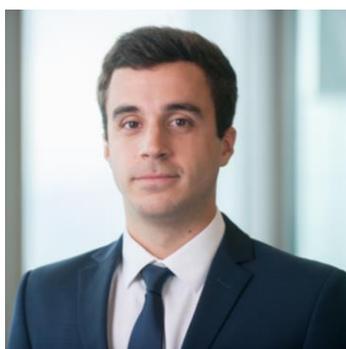
戦略指数部門

S&P ダウ・ジョーンズ・イン
デックス

アジアの市場参加者がアジアの取引時間中に米国の株式市場に参加する上で、指数の流動性はどのような役割を演じるのでしょうか？

1. S&P 500®とダウ・ジョーンズ工業株平均® (DJIA®) の主な違いは何ですか？これらの指数に連動する投資商品の流動性と出来高はなぜ重要なのですか？

Izzy：S&P 500 とダウ・ジョーンズ工業株平均は、米国大型株の値動きを表す代表的な株価指数です。これらの指数は多くの世界的大手企業を構成銘柄としており、上場投資信託（ETF）、インデックス・ファンド、さらにはデリバティブ、先物、およびオプションといった多くの投資商品の基礎としても利用されています。



Jean-Francois Mesnard-Sense

ETFキャピタル・マーケット
ヘッド

アジア太平洋地域

ステート・ストリート・グロ
ーバル・アドバイザーズ

これら2つの株価指数の主な相違点の1つは、ウェイトの設定方法です。DJIAは株価加重指数である一方、S&P 500は時価総額加重指数となっています。構成銘柄数も大きく異なり、DJIAが30銘柄であるのに対してS&P 500は500銘柄です。また、DJIAには公益事業会社や運輸会社が含まれておらず、これらはダウ・ジョーンズ公共株平均とダウ・ジョーンズ輸送株平均でそれぞれカバーされています。

ニュースやメディアでは、これらの指数に連動するパッシブ商品の運用資産残高がどれだけ増加したかが注目されているように思われます。その一方で、これらの商品の流動性や出来高についてはあまり報道されておらず、透明性も欠けています。これは残念なことです。なぜならば、これらの商品の裁定取引が十分に行われているかどうかを評価する上で、出来高は重要な指標であるからです。例えば、投資家は投資商品を売買する際には、裁定取引が十分に行われ、ETFとETFが連動を目指す指数の構成銘柄が同等の価格で取引されているかを確認します。

市場が下落し、流動性が低下した場合でも、ETF が連動を目指す指数の構成銘柄に十分近い価格で ETF を売却することができるでしょうか？このような場合には、市場の効率性が重要となり、投資家層が厚く流動性が高い指数であることが特に重要となります。S&P 500 と DJIA はともに長い歴史を持つ株価指数であり、これらの指数に連動する投資商品も十分な流動性を維持できる傾向があります。また、これらの投資商品は様々な裁定取引の対象となっており、メディアでも頻繁に報道されています。

2. S&P 500 先物と DJIA 先物に連動する当社の指数は、アジアのその他の主要先物指数と比べてどのように異なりますか？アジアの投資家にとって、これらの相違点を考慮することがなぜ重要なのですか？

Izzy：アジアの投資家には、米国の指数先物をアジアの取引時間中に取引できる利点があります。これにより、アジアの投資家は、アジアの取引時間中に生じるイベントにリアルタイムで反応し、イベントに対するヘッジ取引を行うことができます。また、経済指標などが発表される前にポジションを調整することもできます。こうした取引を円滑に行うためには、アジアの取引時間中における流動性とビッド・アスク・スプレッドが重要な要素となります。

当社はまた、S&P 500 と DJIA をアジアの株価指数と比較しました。先物取引の観点からすると、アジアの取引時間中における S&P 500 先物の流動性は過去 10 年間で毎年 13%向上しており、DJIA 先物の流動性は毎年 17%向上していました。また、S&P 500 先物の流動性は、日経平均先物やハンセン指数先物に近い水準となっているため、アジアでの利便性が高まっていると考えられます。

米国市場とアジア市場の連動性も興味深いポイントです。両市場の連動性は、終値ベースの日次リターンの相関によって測定されます。ただし、米国市場とアジア市場では取引時間が異なるため、このアプローチでは両市場の相関が過小評価される可能性があります。一方、先物はほぼ 24 時間の取引が可能であるため、1 日の中の同じ終了時間で相関を測定することができます。この方法で相関を測定した結果、米国の株価指数先物とアジアの株価指数先物の間には高い相関があり、特に市場が混乱する局面では相関が高まる傾向が見られました。

3. 流動性をどのように定義しますか？投資戦略を管理する上で流動性はどのような役割を果たしますか？

Jean-Francois：投資家のポートフォリオにおいて流動性は非常に重要な役割を果たします。ETF を例に挙げると、機関投資家が利用可能なくつかの流動性のレイヤーがあります。1 つ目は取引所の流動性であり、投資家は取引所で互いに ETF を取引することができます。ETF の出来高が多い場合や、ビッド・アスク・スプレッドが小さい場合は、取引所の流動性が高いことを意味します。

ETF の 2 つ目と 3 つ目の流動性のレイヤーは、投資家が店頭市場（OTC）で取引できることと、ETF の設定/交換制度から恩恵を受けられることです。例えば、投資家が 1 回の取引で大量の ETF 受益証券を購入する場合、仮に取引所に十分な厚みがない場合でも、店頭市場で特定のカウンターパーティ

と取引できることがあります。こうした特定のカウンターパーティは、認可を受けた市場参加者である場合もあり、発行市場でETF受益証券を追加で設定することにより、大量の買い需要に対応することができます。つまり、ETFは少なくとも原市場と同程度の流動性が常にあると言えます。したがって、ETFが連動を目指す指数は、ETFの全体的な流動性を左右する重要な要素となります。

発行市場の流動性が高ければ、流通市場の流動性も高くなる傾向があります。さらに、洗練された市場参加者がETFや先物の流動性を利用して裁定取引を行う場合、同じ指数に連動するETFや先物などの投資ビークルの間でシナジー効果が生まれます。

4. アジアの投資家は、米国市場の潜在的な投資機会に参加する上でどのように指数を利用していますか？

Jean-Francois : ETFには様々な使い方があります。例えば、新型コロナウイルスの感染拡大で米国市場が混乱した2020年前半には、アジア取引時間と米国取引時間の価格差や市場の動きを上手く活用するため、多くの投資家はETFを使って戦術的な取引や超短期の取引を行いました。また、伝統的な資産配分の枠組みの中で、ETFをバイアンドホールドするアジアの機関投資家もいました。このように、S&P 500やDJIAに連動するETFには幅広い使い道があります。

もちろん、ここでは伝統的なバイサイドの投資家について話をしていますが、指数の裁定取引を行う投資家、マーケット・メーカー、および流動性プロバイダーなども、その他の目的でETFを利用しています。もう一つ重要なことは、アジアの取引時間中に取引を行う投資家が増えていることです。米国市場が始まるまで待てば、時間的なリスクが生じる可能性があるため、S&P 500やDJIAに連動するETFをアジア取引時間中に取引し、リスクをヘッジすることができます。

General Disclaimer

© 2022 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&PCOMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, Select Sector, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS, CRITR are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment advisor, and S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, cryptocurrency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, cryptocurrency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.