

株価指数連動型ETFと市場の流動性

太 田 亘

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

もう随分と昔のことになるが、ある人が、「株をやっているが、証券会社の薦める銘柄を売買しても全く儲からない」と嘆いておられた。このようなとき、別の証券会社に口座を作り、推奨とは逆の売買をすると儲かるだろうか。これに関連して本稿では、株価指数連動型ETF（上場投資信託）のうち、いわゆるデリバティブ型ETFにおいて、ボラティリティの高い日に、指数上昇（下落）に賭ける小口の買い（売り）成行注文が多く出ているとき、翌日の指数は下落（上昇）する傾向があることを報告する。すなわち、小口注文は、市場が荒れているとき逆に出る。ただし、小口注文と逆方向に賭けても大きな利益は得られず、市場はこの情報に関して効率的であると考えられる。更に、このような現象が、市場の流動性にどのような影響を与える可能性があるかについて、議論する。

2. デリバティブ型ETF

株価指数連動型ETFのうち、指数の日次収益率の m 倍の日次収益率を目指すETFは、 $m=2$ のとき（ダブル）レバレッジ・ブル2倍、 $m=-1$ のときインバース・ベア、 $m=-2$ のときダブルインバース・ベア2倍などと呼ばれている。これらは、背後で

派生証券を利用しているため、まとめてデリバティブ型ETFと呼ばれることがある。

デリバティブ型ETFは、Cheng and Madhavan [2009] などが議論しているように、利用するのであれば短期であり、特にボラティリティの高い時期にはそうである、といわれる。現在上場されている商品の倍率は、「日次」の収益率に対する倍率であり、1日を超えて保有するとき、収益率は必ずしも指数収益率の m 倍にはならない。指数収益率の m 倍からの乖離は、保有期間が長くなるほど、ボラティリティが高いほど、大きくなる。そのため、指数に連動した収益を狙いたい市場参加者は、特にボラティリティが高い時期において、短期で売買した方がよい、といわれる。どのような参加者が利用しているのかは、必ずしも明らかではないが、個人やヘッジファンド等が、短期のディレクショナルベットやリスクヘッジのために利用している可能性がある。

3. 注文不均衡情報による収益率予測

デリバティブ型ETFが、短期のディレクショナルベットに用いられているとして、参加者は正しい方向に賭けているだろうか。ここでは、2015年及び16年において、日経平均株価に連動する銘柄のうち、市場における1日の売買金額の平均