

ユーロネクスト市場のパフォーマンス

（二〇二四年八月混乱期のデータ分析）

吉川 真裕

九月二四日、フランス・イタリア・オランダ等の取引所を運営するユーロネクストが本年八月初旬の市場混乱期におけるデータの分析結果を公開した。⁽¹⁾ 結果はユーロネクスト上場銘柄の競争相手であるCBOEヨーロッパ・アクイス・ターコイズという三つの代替的取引施設（MTF）に比べ、フランス・イタリア・オランダの各主要株価指数構成銘柄では平時よりも気配値スプレッドや最良気配提示時間で優れていたというところで、やや宣伝的ではあるが、この種の分析結果はこれまであまり公表されていないので興味深い。取引量が多く、流動性が高い市場の気配値スプレッドが小さく、最良気配提示時間が長いことは予想通りであり、市場混乱時に低流動性市場が回避されることも理解できる。ただし、個別銘柄で比較せずに平均で比較しているので株価水準の違いや取引量の違いが影響して分析結果を歪めている可能性は排除できない。しかし、この分析結果に対して名指しされたMTFや市場関係者から反論はみられないし、三カ国の主要株価指数ではほぼ同様の結果が得られているので、そうした心配は杞憂であるのかもしれない。

本稿では補論で提示されている通期のパフォーマンスを紹介した後、八月初旬の市場混乱期におけるパフォーマンスを確認し、ユーロネクスト市場のパフォーマンスについて考察する。

1 通期のパフォーマンス

図表1は二〇二四年一月から九月六日までのCAC四〇（フランスの主要株価指数）・MIB（イタリアの主要株価指数）・AEX（オランダの主要株価指数）の欧州最良気配（EBBO）提示時間の比率、平均気配値スプレッド、最良気配での取引可能金額をそれぞれ表わしている。

まず、EBBO提示時間の比率をみると、ユーロネクスの比率はCAC四〇で六二・五%、MIBで六六・三%、AEXで六二・五%であり、いずれの株価指数でも他の三市場よりも圧倒的に大きいことがわかる。

次いで、平均気配値スプレッドをみると、ユーロネクスの値はCAC四〇で三・七ベースポイント、MIBで四・六ベースポイント、AEXで三・九ベースポイントであり、いずれの株価指数でも他の三市場より小さいことが確認できる。

さらに、最良気配での取引可能金額をみると、ユーロネクスの値はCAC四〇で四万四九〇〇ユーロ、MIBで五万五九〇〇ユーロ、AEXで三万五九〇〇ユーロであり、

図表 1 通期のパフォーマンス

		Average values in 2024 YTD*			
		Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
EBBO Setting (%)	Paris (CAC 40)	62.5%	19.7%	12.6%	5.6%
	Milan (FTSE MIB)	66.3%	16.7%	15.8%	3.4%
	Amsterdam (AEX)	62.5%	18.1%	14.6%	5.8%
Average Spread (bps)	Paris (CAC 40)	3.7 bps	3.9 bps	4.3 bps	5.4 bps
	Milan (FTSE MIB)	4.6 bps	5.3 bps	5.5 bps	9.5 bps
	Amsterdam (AEX)	3.9 bps	4.3 bps	4.6 bps	6.3 bps
Liquidity at Touch (€k)	Paris (CAC 40)	€44.9k	€24.7k	€13.9k	€7.4k
	Milan (FTSE MIB)	€55.9k	€22.2k	€15.2k	€5.3k
	Amsterdam (AEX)	€35.9k	€21.4k	€11.7k	€6.4k

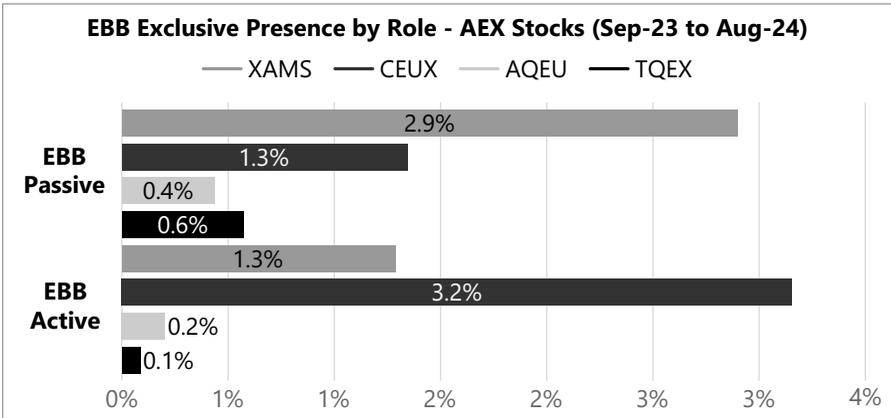
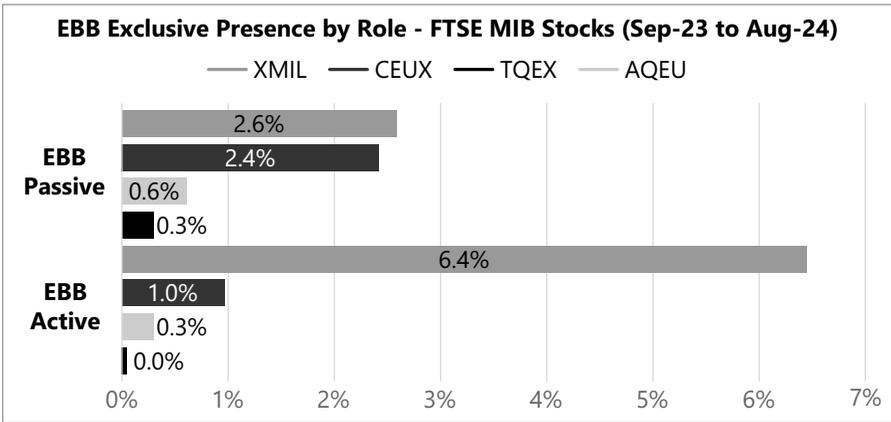
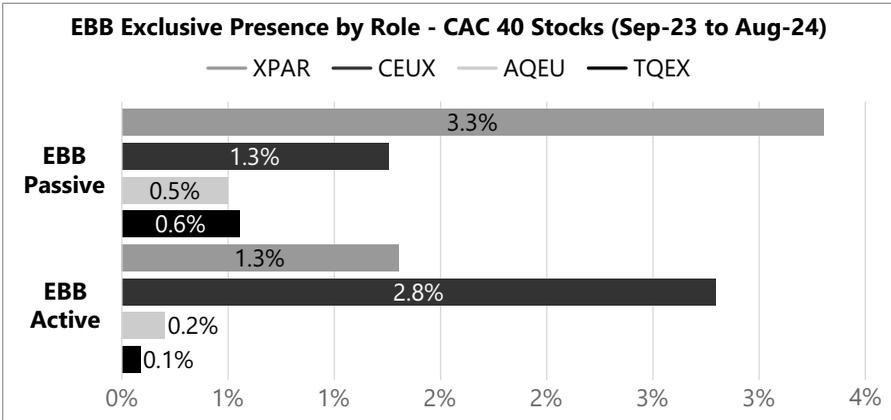
Source: BMLL Technologies. 2024 Year-To-Date until 6 September 2024.

いずれの株価指数でも他の三市場よりも大幅に大きいことがわかる。

E B B O 提示時間の比率が大きいこと、平均気配値スプレッドが小さいこと、最良気配での取引可能金額が大きいことはいずれもユーロネクストのパフォーマンスが他の三市場よりも優れていることを表わしているが、ユーロネクストの三市場を比べてみると、E B B O 提示時間の比率では M I B が大きいこと、平均気配値スプレッドでは M I B のスプレッドが大きいこと、最良気配での取引可能金額では M I B の値が大きいことが確認でき、イタリアの市場では E B B O 提示時間の比率は大きいものの、平均気配値スプレッドは大きく、最良気配での取引可能金額も大きいということでフランスやオランダとはやや違っているようであることがわかる。この分析では取引金額が示されていないが、相対的にイタリアの流動性が低いということが影響しているのかもしれない。

図表 2 は二〇二三年九月から二〇二四年八月までの E B B O 提示時間からパッシブとアクティブの比率を表わしている。パッシブは他市場での気配値変化に遅れているが E B B O にあった比率、アクティブは他の市場の気配値変化に先んじて E B B O にあった比率をそれぞれ表わしており、ユーロネクストはアクティブの比率で C A C 四〇で二・八%、M I B で六・四%、A E X で三・二%と他の三市場よりも圧倒的に大きいことがわかる。他方、パッシブでは C A C 四〇で一・三%、M I B で二・六%、A E X で一・三%であり、M I B では他の三市場よりも大きかったことが確認できる。パッシブの比率だけをみればユーロネクストが他の三市場よりも優れているとは言えないが、E B B O 提示時間全体やアクティブの値と総合すればユーロネクストのパフォーマンスは優れていたと考えられる。なお、他の三市場でもアクティブとパッシブともにフランス・オランダとイタリアで大きく比率が異なっており、市場を取り巻く環境がこれらの市場間で異なっているのかもしれない。

図表2 EBB提示時間に占めるパッシブとアクティブの比率



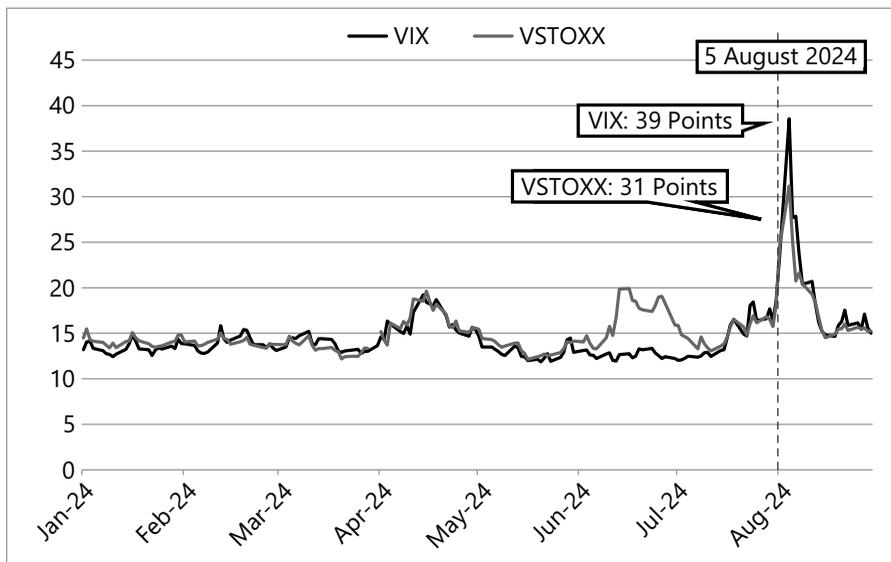
2 八月初旬の市場混乱期のパフォーマンス

図表3はアメリカのS&P五〇〇株価指数の予想変動率を表わすVIX指数とヨーロッパのユーロSTOXX五〇株価指数の予想変動率を表わすVSTOXX指数の二〇二四年における推移を表わしている。八月五日曜日における世界的な株価急落後に両指数ともに大きく上昇していたが、VIXが三九（日中のピークは六六）まで上昇していたのに対して、VSTOXXは三一（日中のピークは四一）までしか上昇していなかったものの、二〇を下回っていたそれまでとは大きく異なっていたことに違いない。

なお、六月中旬から七月初旬にかけてVSTOXXはVIXから乖離して上昇していたが、これは六月九日にフランスのマクロン大統領がフランスでの欧州議会選挙における極右勢力の台頭を受け、議会の解散を発表したためであったと説明されている。

図表3 2024年におけるVIX指数とVSTOXX指数の推移

Chart: Daily volatility levels in the US (VIX) and Europe (VSTOXX) in 2024



図表4は二〇二四年一月二日から七月三十一日までの低ボラティリティ期と八月二日から八月五日までの高ボラティリティ期におけるCAC四〇・MIB・AEX構成銘柄のEBBO提示時間の比率をそれぞれ表わしている。ユーロネクストはCAC四〇で低ボラティリティ期の六二%に対して高ボラティリティ期の七二%、MIBで低ボラティリティ期の六四%に対して高ボラティリティ期の七四%、AEXで低ボラティリティ期の六二%に対して高ボラティリティ期の六六%とそれぞれ一〇%ポイント、一〇%ポイント、四%ポイント、EBBO提示時間の比率を増大させており、高ボラティリティ期により競争力を高めていたことがわかる。

これに対して、三つのMTFではAEXにおいてアクイスが低ボラティリティ期の一四%から高ボラティリティ期の一九%に五%ポイント増大させていただけであったことがわかる。

図表4 高ボラティリティ期におけるEBBO提示時間の比率

EBBO Setting Percentage CAC 40	Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	72%	13%	12%	3%
Low-volatility environment**	62%	20%	12%	6%

EBBO Setting Percentage FTSE MIB	Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	74%	10%	14%	2%
Low-volatility environment**	64%	17%	16%	3%

EBBO Setting Percentage AEX	Euronext	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	66%	12%	19%	3%
Low-volatility environment**	62%	18%	14%	6%

Observation dates: * From 2 August to 5 August 2024. ** From 2 January to 31 July 2024.

図表5は同様に二〇二四年一月二日から七月三日までの低ボラティリティ期と八月二日から八月五日までの高ボラティリティ期におけるCAC四〇・MIB・AEX構成銘柄の気配値スプレッドをそれぞれ表わしている。ユーロネクストはCAC四〇で低ボラティリティ期の三・六ベースポイントに対して高ボラティリティ期の四・〇ベースポイント、MIBで低ボラティリティ期の四・六ベースポイントに対して高ボラティリティ期の五・五ベースポイント、AEXで低ボラティリティ期の三・九ベースポイントに対して高ボラティリティ期の四・六ベースポイントとそれぞれ〇・四ベースポイント、〇・九ベースポイント、〇・七ベースポイント、気配値スプレッドを拡大させていたことがわかる。

これに対して、三つのMTFでの気配値スプレッドの変化をみると、CAC四〇ではCBOEヨーロッパで〇・六ベースポイント、アクイスで〇・

図表5 高ボラティリティ期における気配値スプレッド率

Average spread CAC 40	Euronext	Average of MTFs	Euronext vs MTFs	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	4.0 bps	5.8 bps	-1.8 bps	4.5 bps	4.9 bps	7.0 bps
Low-volatility environment**	3.6 bps	4.7 bps	-1.1 bps	3.9 bps	4.3 bps	5.4 bps

Average spread FTSE MIB	Euronext	Average of MTFs	Euronext vs MTFs	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	5.5 bps	12.2 bps	-6.7 bps	7.4 bps	6.8 bps	17.0 bps
Low-volatility environment**	4.6 bps	7.3 bps	-2.7 bps	5.2 bps	5.5 bps	9.3 bps

Average spread AEX 25	Euronext	Average of MTFs	Euronext vs MTFs	Cboe	Aquis	Turquoise
Sell-off in August 2024*	4.6 bps	8.2 bps	-3.5 bps	6.2 bps	5.6 bps	10.1 bps
Low-volatility environment**	3.9 bps	5.2 bps	-1.4 bps	4.2 bps	4.6 bps	6.2 bps

六ベースポイント、ターコイズで一・六ベースポイント、MIBではCBOEヨーロッパで一・二ベースポイント、アクイスで一・三ベースポイント、ターコイズで七・七ベースポイント、AEXではCBOEヨーロッパで二・〇ベースポイント、アクイスで一・〇ベースポイント、ターコイズで三・九ベースポイント、それぞれ気配値スプレッドを拡大させており、ユーロネクストの気配値スプレッドの拡大はこれらをすべて下回っていたことがわかる。図表にあるようにユーロネクストは三つのMTFの平均値とユーロネクストの値を比べているが、平均値は気配値スプレッドの拡大が大きいターコイズの影響を受けるので適切とは考えられず、各市場と比べる方が適切であろう。

ユーロネクスト上場銘柄の競争相手であるCBOEヨーロッパ・アクイス・ターコイズという三つのMTFに比べ、フランス・イタリア・オランダの各主要株価指数構成銘柄で低ボラティリティ期においてEBBO提示時間の比率においても気配値スプレッドの大きさにおいてもユーロネクストは優れていたということ、そして高ボラティリティ期においてはその度合いがさらに強まっていたことが、この分析結果で明らかになった。そして、最良気配提示時間や気配値スプレッド、最良気配での取引可能金額最良気配での取引可能金額を比べてみると、フランス・オランダとイタリアでは若干異なる様相を呈していたことも明らかになった。他の市場でもこうしたデータ分析に基づいてさらなる市場構造の解明が進むことを期待したい。

注

(一) Euronext, "Volatility spikes and market quality resiliency since August 2024," September 24, 2024

(<https://www.euronext.com/en/media/12388/download>).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)