

## 第6話 価格発見の話

日本証券経済研究所

客員研究員 吉川真裕

### 1. はじめに

デリバティブ取引の意義と役割に関して、3回目の今回は価格発見という点についてお話しします。価格発見とは取引価格が取引対象の価値を適正にあらわすことを指し、現物取引にも価格発見機能はあります。しかし、デリバティブ取引が存在すれば現物取引の価格発見機能を代替したり、現物取引の価格発見機能を高めたりするものと考えられます。

以下では、デリバティブ取引がなぜ現物市場の価格発見機能を高めるのか、先物取引を例にして、順を追ってお話ししましょう。

### 2. 現物価格と先物価格

売った値段と買った値段の差額を利益にしようとする投資家は同じ価格差であれば現物取引よりも費用の安い先物取引を利用しようとするので、通常、現物取引よりも先物取引の方が活発に取引されます（なぜ先物取引の方が現物取引よりも費用が安いのかは「第5話 流動性の話」を参照）。その結果、活発に取引される先物取引では即座に買える「売り気配値」と即座に売れる「買い気配値」の差（売買スプレッド）が現物取引よりも小さくなり、現物取引よりも有利な価格（買い手にとってはより安い価格、売り手にとってはより高い価格）で取引できることになるので、ますます先物取引をすることは現物取引をするよりも費用（売買スプレッド）が低下し、利益率が上がるので先物取引が活発に取引されることとなります。そして、「売り気配値」や「買い気配値」の指値注文だけでなく、「売り気配値」よりも高い売り指値注文や「買い指値」よりも低い買い指値注文も現物取引よりも多く注文板に出されることとなります。

この結果、ある商品の価格が上昇（または下落）すると予想した投資家は同じ価格差でより利益率の大きい先物取引に買い注文（または売り注文）を入れることになり、先物価格が現物価格よりも先に上昇（または下落）することとなります。そして、先物価格と現物価格の差が一定以上に乖離すると、割高な先物を持って割安な現物を買う（または割安な先物を買って割高な現物を売る）裁定取引がおこなわれることになり、現物価格も先物価格を追いかけて値上がりする（または値下がりする）こととなります。

### 3. 裁定取引

満期時を除いて先物取引と現物取引は受渡（あるいは差金決済）の時点が異なるので、同じ値段ではありません。現物価格を基準にして考えると、満期時まで品質を維持して現物を保管する費用、満期時の受渡価格と預け入れ証拠金の差額に係る金利機会費用、現物を保有することから発生する収入（配当やクーポン）を考慮して先物理論価格が計算され

ます。そして、先物価格が先物理論価格よりも上昇すれば先物価格が割高、先物価格が先物理論価格よりも下落すれば先物価格が割安ということになり、割高な先物を売って現物を買う取引、あるいは割安な先物を買って現物を売る取引をおこなえば、かならず満期時には先物価格と先物理論価格の差額は利益として得られることとなります。これが裁定取引です。

活発に取引される先物取引では、通常、現物取引よりも早く価格変動が生じ、先物価格と現物価格が乖離すれば（厳密には先物価格と先物理論価格が乖離すれば）裁定取引を通じて先物価格の変動が現物価格の変動を先導することとなります。こうして、現物取引よりも流動性の高い先物取引が存在すれば現物取引よりも早く先物価格が変動し、裁定取引を通じて現物価格にも影響を及ぼし、価格の変動をより早く知らせることになるのです。

#### 4. 空売り

しばしば先物取引の利点として挙げられるのが現物を保有していない投資家が売りから取引を開始することができる点です。現物取引でも対象商品の貸借が完備されていれば問題はないのですが、貸借市場が整備されている市場は多くはありません。その結果、現物取引しかなければ割高な値段だと判断しても借りて売ることができず、異常に価格が高騰しても売り手が増えないわけです。多くの市場で生じる価格の暴落は価格の高騰の後に生じています。売り手の少ない価格の高騰の後に買い手の少ない価格の暴落が生じるわけですから、価格の高騰を抑えることができれば価格の暴落は抑制できるものと考えられます。

先物取引や他のデリバティブ取引が存在すれば現物価格の高騰に対して現物の貸借ができなくても値下がりから利益を得る取引が可能であり、そうした取引をする投資家が多数いれば価格の高騰は生じない可能性があり、結果として後の価格の暴落も抑制できるものと考えられるわけです。買占めや異常な価格上昇期待によって価格が高騰し、その後に暴落が生じて価格が乱高下するという事態は商品の価格を適正にあらわしているとは言えないはずですから、先物取引やデリバティブ取引を通じて、こうした事態を抑制することができれば商品の価格をより適正にあらわすことができるものと考えられます。

ところが、先物取引やデリバティブ取引が存在しても現物価格の高騰に対して値下がりから利益を得る取引をする投資家が十分にいなければ価格の高騰は生じます。しかも買占めや異常な価格上昇期待を持った投資家が資金効率のよいデリバティブ取引を使って買いを続ければ価格の高騰がより大きくなることもありうるわけです。先物取引や他のデリバティブ取引を禁止しようとする主張はこうした可能性を危険視するものです。しかし、これでは自動車事故が存在するから運転を禁止するというのと同じことですから、危険な運転をする者を取り締まり、安全な運転を奨励するように、異常な投資家の取引を制限し、異常な価格高騰に対しては値下がりから利益を得られる取引を奨励することがより好ましい解決策ではないでしょうか。

（第6話、終わり）