

はじめに

1. デリバティブ市場の使命
 2. デリバティブ市場の針路
- おわりに

はじめに

「失われた20年」からの脱却がいまだに明確にならない日本経済も、財政の逼迫や所得分配の問題で難問を抱えるアメリカ経済も、簡単に解決策を得られるとは思われないが、発展する世界経済のなかで先頭を進んでいることは間違いない。対応を迫られている問題はいずれも民主主義政治と資本主義経済の発展がもたらした難問であるともいえよう。本稿の目的は、そのように発展し成熟した経済に不可避と思われるリスクの問題に密接に関わるデリバティブ市場について、本来の機能を再確認したうえで、将来に向かって進むべき方向を検討することである。

1. デリバティブ市場の使命

成熟しグローバル化した経済では企業や人々の経済活動が多様になる。ここで「多様」とは、生産や消費などの経済活動がこれまでにみられなかったようなさまざまな特徴を持つことと、それらの活動の背景と環境が新しい様相を帯びることを意味する。たとえば、企業や家計および政府の行動が、社会意識や生活習慣の変化に対応して、大きく変貌する。また、かつては経済活動の場所としてほとんど無視されていた地域が重要性を増すために、その文化や宗教が注目されるようになることもある。このような状況で経済活動を営むためには、地域や時間、品質や規模等の諸条件に関して、文字通り多様で多種の契約が必要になり、相応した取引が実行されなくてはならない。これらの経済活動に必然的に付随するのが、かつて経験したことのないリスクの発生であり、リスクは複雑な内容とさまざまな規模をともなって現れる。そのようなリスクを効率的にコントロールするためにはデリバティブ契約が不可欠なのである。

ただしデリバティブの機能に関して誤解してはならないのは、経済活動にともなう諸リスクをデリバティブの利用によって消滅させるのが不可能であるばかりでなく、軽減さえもできないということである。デリバティブ取引の利用は諸リスクの負担方法(risk sharing)の変更を可能にするのであり、しかも市場取引を通してより効率的な方法で変更を可能にして、優れた負担方法を提供するのである。これこそがデリバティブの持つ本質的な機能にほかならない。以下ではいくつかの具体例を考察する。

わが国の経済社会が抱える重大な問題のひとつに、高齢化の急速な進展があり、そのなかで中心的な課題として年金の設計と管理や運用が議論されている。高齢者が充実した老後を送るための諸施策を整えるのは、望ましい社会を目指す先進国共通のテーマであり、個人の希望に添った年金計画の設計と実行が保証されれば経済厚生が高まることは明らかである。いわばオーダーメイドの年金制度が実現するのが理

想的であるといえよう。そのためには、年金基金の一般的な特性である、変動する運用収益のなかから恒常的なキャッシュアウトフローを確保するという条件をクリアしなくてはならない。この問題に関しては、より低廉な費用で、収益変動のリスクをコントロールして安定したキャッシュフローを実現させるための手段として、デリバティブ取引が有効であるということはずでに周知の通りである。

産業資金の調達においてもデリバティブ取引の有効性が顕著である。大規模な資源開発や、成果を得るまでに長期間を要する研究開発のために必要な資金調達の場合には、期間中に起こる諸資源の価格変動をはじめとして、金利や外国為替の変動をも考慮に入れて計画を作成しなければならない。それらの変動リスクをコントロールするために調達契約にデリバティブを関与させれば、トータルな資金コストを軽減させる効果が期待できる。この効果は単に資金コストの低下にとどまらず、それを通して積極的な投資を促すという重要な役割を果たせる可能性がある。これらのリスクコントロール手段を、市場取引を通して低廉な費用で実現させるのがデリバティブ取引なのである。

一方国民経済全体の視点からも、世界経済のグローバルな進展をふまえて、デリバティブ市場の機能に注目する動きがある。たとえばマクロレベルの貯蓄や金融資産投資について考えてみる。

人々は将来のリスクや不確実性が高まると思えばリスクな投資を控える。この動きが広まるとリスクな金融資産の価格が低下して(債券であればスプレッドが上昇して)、信用の収縮が起こりやすくなる。その結果、家計が所得の減少や将来計画の変更を強いられたり、企業が設備投資の延期や縮小を余儀なくされて、景気の停滞や後退を招くこともある。この影響は先進国内にとどまらず途上国からの資金回避につながる可能性もある。信用収縮がさまざまな経路を経て消費や実物投資の低下を招き、マクロ経済に重大な影響を及ぼして、さらなるリスクを発生させるというスパイラルをもたらす危険性もある。企業や家計にとって将来のリスクや不確実性が増加した場合に、リスクな投資を控えることや、消費を縮小することは主体的には合理的であり、現在の日本やアメリカがおかれた状況もこれに近い

総需要管理政策と呼ばれる伝統的なマクロ経済政策では、政府が各需要項目に影響を与えることにより景気を平準化する方法がとられてきた。この政策が成果を挙げたことはいままでのないが、最近ではその効果について批判や議論が展開されている。それらの内容は多岐にわたり、現代マクロ政策の根幹に迫るものもあるなかで、にわかに注目を集めているテーマのひとつに、金融ストレス指数(Financial Stress Index)がある。この考えの基礎には、政府が、経済動向や金融システムの安定性に関するシグナルを、金融市場が発する情報の中から迅速に獲得できるはずであるという発想がある。具体的には、金融・資本市場で観察される諸データから、市場の不安定性をはじめとする各種のリスク指標を作成して、政策の参考情報にするという試みである。

この要請に対して、価格発見やリスクシェアリングの機能を持つデリバティブ市場が登場するのはいたって自然の流れである。さまざまな情報を持つ多くの参加者で形成される先物やオプションのデリバティブ市場が、将来に関する有効な情報をもたらすことは古くから知られており、原資産の市場が金融・資本市場であるか商品市場であるかを問わない。そこでデリバティブ市場の特性を十分に利用して、金融をはじめとする、近い将来の経済動向に関する有効な指標を作成する努力が続けられているの

である。ⁱ

以上の概観から示唆されるように、デリバティブ市場は、複雑化し多様化する現代の経済において非常に多岐にわたる機能を有するものであり、これからもリスクコントロールを主体にして多方面で活用され発展していくと思われる。

2. デリバティブ市場の針路

前節で確認したデリバティブ市場の機能を前提にして、以下ではこれからのデリバティブ市場に求められる方向について検討する。

直近の日本銀行調査によれば、わが国の一人あたり金融資産残高は1250万円である。これに対してアメリカのそれは1340万円、EU圏では391万円である。ⁱⁱ この数値には保険や年金を含み、それらの全金融資産に占める割合は各国間で大きな差はない。この事実から明らかなように、家計や個人の金融資産残高においてわが国は世界のトップ水準にあり、その管理や運用に対する需要はすでに膨大である。

デリバティブ市場の針路について第一に示唆されるのは、そのような需要に対して的確に対応して、これまで以上に国民経済に貢献する方向である。金融ビジネスの専門家の間では、各種リスクコントロールの手段としてデリバティブ取引を利用するのはすでに一般的であると思われるが、将来に向かってさらに高度の利用が求められることは間違いない。同時にデリバティブ取引に対する正確な理解を社会に浸透させる努力も必要であると思われる。デリバティブ取引を用いたリスクコントロールの利益を享受するのは、最終的には個人や家計であるから、彼らがデリバティブに対して誤った考えを持つのは望ましくない。ただし彼らにデリバティブ取引の詳細な理解を求める必要はなく、ゆがんだ先入観を払拭すれば十分であると思われる。たとえば、遠くない将来に、先物取引に対する根強い不信や誤解が消滅するのを期待する。

デリバティブ市場の機能について具体的に言及したように、「グローバル化」や「多様化」で特徴付けられる世界経済の進展のなかで、デリバティブ取引に対する需要は確実に増加する。そこで、デリバティブ市場がとるべき針路として第二に考えられるのは、拡大する需要に対して質と量の両面で十分に対応すべく、市場をトータルに発展させていく方向である。

文末に掲げた図は大阪証券取引所におけるデリバティブ取引の推移を日経225の先物とオプションについて観察したものである。観察期間中のデリバティブ取引の拡大がいかにもめざましいものであったかは一目瞭然であり、この間のGDPをはじめとする諸経済指標の伸びやデリバティブの原資産である株価指数の推移に比較して、デリバティブ市場の成長は瞠目に値する。

次の表はわが国における最近のデリバティブ市場の推移を店頭市場の取引で計測したものである。ここでも各種デリバティブ取引が非常な勢いで拡大していることが示されている。それぞれの原資産である各種の金融取引が景気の停滞によって事実上成長を止めていた期間に、デリバティブ取引は順調に拡大して市場規模が大きく成長したのである。

これらの図や表に現れているデリバティブ市場の実績は、すでに増加している需要に対してわが国では着実に対応してきたことを示しているとも考えられる。金融ビジネスの世界は需要を迅速かつ的確にとらえて、相応の対応を重ねてきたともいえよう。それゆえデリバティブ市場のこれからの針路として市場のトータルな発展を改めて指摘

する必要はないという議論もありうる。つまり、ことさらデリバティブの効能を強調しなくとも、デリバティブ取引は自然に着実に増大していくという主張も的外れではない。その理由は、デリバティブ取引は金融産業のみならず一般のビジネスに対して非常に大きな動機を与えるものであり、その誘因は将来に向かってさらに増大すると考えられるからである。

しかしそれでもデリバティブ市場の将来の針路としてトータルな充実と発展をあらためて指摘しておく意義はあると考える。世界の金融証券取引所が厳しい競争下で統合や協調を進めるのは、先端的な金融技術の発展に支えられた高度な金融ビジネスに対応するためである。そのような金融ビジネスの中核にあるのがデリバティブ取引であることは明らかであり、他には、高頻度取引(High Frequency Trade)やアルゴリズム取引等がある。しかもそれらの新しい動きの少なからぬ部分がデリバティブ市場の発展に依存していることを確認しておくべきである。

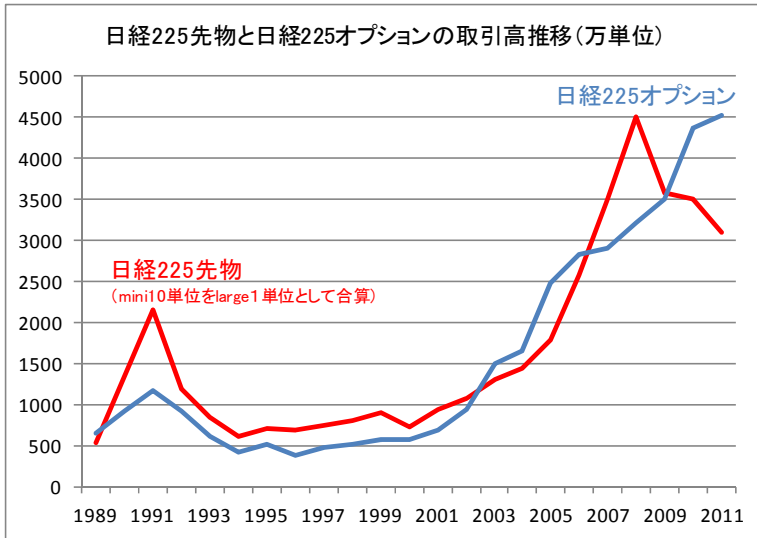
さらに、現代の経済生活を支える農産生産物の多くが世界のデリバティブ市場における価格形成に依存していることも忘れてはならない。原油をはじめとする鉱産物から小麦や大豆などの農産物に至るまで、工業生産や消費生活を支えるほとんどの資源の価格形成が世界の先物市場に委ねられているのである。

金融資本市場におけるデリバティブ取引は、一般の産業における技術革新と同じ意味を持ち、さらなる革新を支える基礎でもあると考えることができる。航空機や半導体あるいはコンピューター等のように時代を画した技術革新に匹敵する新しい仕組みとして金融資本市場に登場したのがデリバティブ取引なのである。デリバティブ取引という技術革新は、大学をはじめとする研究機関において周到な基礎研究を積み重ねたうえで、ビジネス世界での迅速な応用によって世に受け入れられたという特徴を、他の技術革新と共有している。残念なことには、導入当初は誤解や不安から逃れられないというマイナスの側面も共有している。

これらの代表的な技術革新が、導入期のみならず現在でも発展を続け、諸産業において不可欠の存在になっていることを考え合わせると、デリバティブ市場の発展が同様に重要な意味を持つことは容易に理解されると思われる。

おわりに

本稿ではデリバティブ市場の機能について具体例を用いて整理したうえで、考えられる将来の針路を検討した。第一は、デリバティブ市場を充実させて国民経済の発展に寄与することである。そのためにはデリバティブに関する基礎研究をさらに進めて、人材やシステム等のデリバティブ市場を支える資源に対する積極的な投資を拡大する必要がある。第二は、デリバティブ取引の新しい需要に迅速に対応して、新しい取引の創設や工夫を促進することである。そのためにも効率的な制度と使いやすいルールを整備しなくてはならない。欧米の先駆者たちに比較して遅れていると評されるわが国のデリバティブ市場であるが、アジアを含む海外からの参加者を増やして、さらなる成長を遂げる潜在能力を備えているはずである。



わが国における OTC デリバティブ取引の残高
(2010年6月末、億米ドル、%)

	想定元本	2007年比(%)
外為関連取引	47,478	+33.8
金利関連取引	331,972	+54.1
エクイティ関連取引	1,805	+72.3
コモディティ関連取引	391	+35.2
クレジット・デリバティブ	11,169	+37.4
その他デリバティブ	0	0
OTC取引合計(含む金関連取引)	392,815	+50.9

出所「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ
(2010年6月末残高調査) について：デリバティブに関する日本分集計結果」
日本銀行金融市場局 2010年10月29日

i “Disentangling Diverse Measures : A Survey of Financial Stress Indexes”, Kevin Kliesen, Owyang M. and Vermann K., Federal Reserve Bank of St.Louis REVIEW, September/October 2012

ii “Flow of Funds – Overview of Japan, US and the Euro area”, Bank of Japan, September 2012