

デリバティブ市場概説

2. 歴史編 —デリバティブ市場を観察する—

大阪大学名誉教授

仁科 一彦

はじめに

- (1) デリバティブ市場の発展
- (2) デリバティブ市場参加者の動向

おわりに

はじめに

本稿の目的は近年におけるデリバティブ市場の発展状況を観察することと、そこに参加して市場の形成と興隆に寄与したおもな参加者の動向について考察することである。第一に、前回詳述したデリバティブ市場の機能を念頭において、これまでのわが国デリバティブ市場の発展と拡大を観察する。そのうえでデリバティブ市場の拡大をもたらした原因と環境について分析し、市場の拡大が持つ意味を明らかにする。第二に、デリバティブ市場の拡大に関与した参加者として、取引所と代表的な投資家の動向を理論的に検討する。

(1) デリバティブ市場の発展

稿末に掲載したグラフを観察していただきたい。グラフAとBは、外国為替取引、金利関連取引、エクイティならびにコモディティの4種類の原資産を対象にしたわが国デリバティブ市場の推移を示している。外国為替関連取引と金利関連取引はこの15年間で約6倍に拡大した。これは他の経済指標ではあまりみられない成長率であり、しかも成長経路が安定しており極端な変動が発生していないことも特徴的である。エクイティ関連取引とコモディティ関連取引は同じ15年間で10倍を超える成長を示している。特に最近5年間の拡大が著しいが、直近の1, 2年では急激な減少を示している。すべての市場において順調かつ急速な拡大が認められるであろう。

グラフCは、現代の金融デリバティブ取引の基本となるオプションと先物について、大阪証券取引所に上場されている日経平均株価を原資産とする取引の推移を示したものであり、これも急速な拡大が見てとれる。発足以来20年間で、先物とオプションともに10倍程度にまで拡大している。なお先物取引は変動が少ないのに対して、近年におけるオプション取引には大きな変動が認められる。

このようにわが国におけるデリバティブ市場の拡大は瞠目に値するものであり、デリバティブ取引を設定する原資産(リスクファクター)の種類を問わず、過去20年間において非常に高率で成長してきた。この間の日本経済が未曾有の停滞に陥っていたことを考えあわせれば、その発展は特筆すべきものであるといえよう。たとえばGDPや金融資産残高の成長と比べると、デリバティブ市場の拡大が著しいものであったことは明白である。

ところが、わが国のデリバティブ市場については、GDPや金融資産残高あるいは貿易量との比較で見ると、先進諸国の中では相対的に小規模で未発達であると指摘されることが多い。この問題に関して信頼できる国際比較をした統計資料を得られないために断定はできないが、おそらく妥当な指摘であろうと推察される。その原因としては、デリバティブの導入と利用における彼我のスピードの差が考えられる。すなわち、わが国におけるデリバティブ取引の導入や利用が遅れているのではなく、先進諸国がわが国を上回るスピードで先端的なデリバティブ取引を導入し、それらの利用を拡大したのではなかろうか。

わが国の金融デリバティブ取引は、1988年に大阪証券取引所と東京証券取引所による株価指数先物取引の開始と、1985年東京証券取引所における長期国債の先物(金利先物)の上場が嚆矢である。それまでも工業品や農産物の先物市場は存在しており、活発な取引が進められていたが、市場規模や流動性の観点からは上記の金融デリバティブの開始が重要な起点であった。このような事情は欧米のデリバティブ市場も同様である。

デリバティブ市場に関する文献には歴史的に重要な事項として、18世紀に大阪の堂島で創設された「帳合米取引」が登場する。これは世界で初めて開始された組織的な先物取引であり、その発想と設計は時代を超えたビジネスセンスから生み出されたといわれている。この伝統が現在でも生きていることは間違いないが、これまでのわが国のデリバティブ市場のすべてが順風の下にあったとはいえない。そこに上記の金融デリバティブ市場が開設されて飛躍的な拡大を遂げたことは大きな意味を持つのである。

さてデリバティブ市場が順調かつ急速に拡大したことは、デリバティブ取引に対する需要が質量ともに増大したことにほかならない。それまで利用した経験のない契約や取引に対する理解が浸透して、市場の参加者が増え、実際の取引を拡大したのである。また、需要の拡大は新たなデリバティブ取引の開発と提供を刺激して、さらに市場規模を拡大するという好循環をもたらしたと考えられる。この循環は、デリバティブ契約が市場取引における技術革新であることを思い起こせば、金融産業においても一般の産業と同様に技術革新が重要であることを示唆している。財やサービスの生産と同じように、需要に的確に対応しながら、一方で新たな需要を作り出すのが企業活動の本質であり、それを支えるのが不断の技術革新であることは明らかであろう。

ここでデリバティブ市場の規模や成長について議論する場合に注意すべき点にふれておく。

デリバティブ市場の規模(取引高や残高)をその時の経済活動全体と比較するのは適切であるが、特定の原資産の市場のみと比較するのはあまり意味がない。たとえば株式のデリバティブ市場の規模を株式の現物市場のそれと比較したり、金利デリバティブ市場の規模を国債の市場規模と比較しても有効とはいえない。なぜなら、前稿の「機能編」で強調したように、デリバティブ市場の目的が効率的なリスクシェアリングの促進だからである。すなわち第一に、リスクを負担しているのは原資産を取引する主体だけではなく所有する主体すべてであるから、デリバティブ市場とその原資産市場の取引規模を比較しても有意義とはいえない。第二に、リスクの取引は対象となる商品の確率特性をもとに行われるから、デリバティブ取引の需要は原資産の物理的な特徴ではなくリスクの特性に依存する。たとえば、株式を保有する年金資金の運用担当者が原油や小麦のデリバティブを運用対象として検討するのは合理的である。したがって、特別な目的のある場合を除いて、デリバティブ市場と原資産市場の相対的な規模のみに注目して、それが望ましいか否かの議論をするのは意味があるとはいえないのである。

(2) デリバティブ市場参加者の動向

わが国を上回るスピードで拡大したといわれる世界のデリバティブ市場に目を転じてみる。市場の急速な拡大にともなって、世界のデリバティブ取引所も成長の途を進んだことは間違いない、各取引所の取引高を正確に把握するのは困難であるが、「世界のデリバティブ商品統計」や「世界のデリバティブ取引所ランキング」等の資料によれば、それぞれの取引所の規模が急拡大していることは明らかである。同時に、世界のデリバティブ取引所間の相対的な規模や順位が決して安定したものではなく、短期間に変動していることに気がつく。その原因としては、取引所間のM&Aや提携等の要因もあるが、上場するデリバティブ商品の規模が短期的に変動したことが主因であると考えられる。

さらに注目すべきは、世界のデリバティブ取引所を代表するような大規模な取引所の立地である。株式や債券の(現物)取引所が経済規模の大きな先進工業国に立地しているのに対して、デリバティブ取引所の場合は、発展途上国や経済規模がそれほど大きくない国に設立されていることが少なくない。これはデリバティブ市場と取引所の特徴を反映したものにほかならない。なぜならデリバティブの取引参加者は商品のリスク特性と取引の利便性を重視するのであり、市場や取引所の国籍は問わないからである。

デリバティブ市場が急拡大した期間において、市場の中核的な存在である取引所は、コンピュータや通信技術の発達を利用しながら、ほとんど連続的に新しい商品と取引方法を開発し供給してきた。上記で強調したように、取引所は企業であるから需要の動向に対応して常に新しい商品を提供しなければならない。同時に将来の需要を創造すべく革新的な商品を開

発するという責務も担う。こうした使命のもとで世界の取引所が競争して、デリバティブ市場規模の拡大に寄与してきたのである。この競争は非常に激しいものであり、競争を回避して安泰な状況におかれていた取引所は存在しなかったといえよう。

デリバティブ市場にとって取引所とともに重要なのは、デリバティブ取引をする参加者の貢献である。デリバティブ市場の創設と興隆が、それまでの金融・資本市場においてで主流であった伝統的な参加者とは異なる特徴を持つ参加者を招いた。その代表がヘッジファンドと呼ばれる投資企業であろう。さらに、ヘッジファンドをはじめとする新しい参加者の活発な活動が、デリバティブ市場の一層の拡大を促したことも無視できない。ヘッジファンドは資産運用の成果のみを追求する企業であり、デリバティブ取引を駆使することで知られている。その手法は多様であり実態を把握できない場合もあるが、おそらくデリバティブ取引を一切利用しないヘッジファンドは皆無であると思われる。

ヘッジファンドについて頻繁に主張される議論に、「ヘッジファンドは典型的な投機集団であり、その参加はデリバティブ市場のみならず現物市場の価格を不安定にする。たとえば原油の先物価格を高騰させたのもヘッジファンドであるから強く規制すべきだ」の類がある。ヘッジファンドが投機行動をとるという指摘は間違いではないが、投機が価格変動を増大するという説に理論的根拠はない。またアメリカの詳細な研究によれば、原油価格の高騰がヘッジファンド主導であったという議論は否定されていることから、こうした議論は首肯しがたい。

一般に投機取引は、時として非合法的な活動につながる場合もあるが、市場価格を安定化させるとともに市場の流動性を増加させる効果を持つと考えられる。また投資に関する情報の提供やアイデアの発掘を通して、むしろ市場に望ましい影響を与えともいわれている。巷間非難されるような「価格つり上げ」や「売り浴びせ」等は価格操作であれば明らかに違法である。ルールに従ったうえでの投機取引や一方的な売買は、通常のリスクをとる取引と変わりはなく、非難も規制もすべきではない。

仮に市場の平均的な取引規模に比較して明らかに異常な規模の取引が行われれば、価格形成に短期的な影響を与える可能性は否定できない。しかしそのような手段で長期的に価格をコントロールするのは非常に困難であり、多大なリスクをとらなう。実際最近のデリバティブ市場においてそのようなケースは多くないと推察される。総じて、非合法的な取引行為を除けば、ヘッジファンドのような多様な投資主体が斬新な技術とアイデアを駆使して市場に参加したことは、デリバティブ市場の充実と拡大にとって有益であったと思われる。

ヘッジファンドをプロフェッショナルな投資家とすると、それ以外のいわゆる一般の投資家にとってデリバティブ取引はいかなる対象であったのか。たしかに一部には、インターネット環境の充実によってネット取引を頻繁に行う投資家が増加したことは明らかである。しかしわが国の貯蓄主体の多くがデリバティブ取引に習熟したとはいえず、デリバティブ市場の参加者

は一部の投資家に限定されているのではなかろうか。また、一般の投資家に複雑なデリバティブ取引に対する正確な理解を促進する必要があるとも思われぬ。なぜなら、個人や家計が、貯蓄やローンのために直接リスクコントロールを必要とする機会が多いとは考えられないからである。

しかしそのような認識は以下の二つの場合にかぎり修正しなければならない。第一は、個人であれ家計であれ農水産業や商業に携わり、いわばビジネスを営む場合である。そこには必ずリスクが発生するはずであり、リスクコントロールについて理解しておくのは決して無意味ではない。たとえば農産物の販売価格リスクや、飼料やエネルギーの購入価格リスクは生産者の最終利益に大きな影響を与えるはずであり、たとえ部分的にでもリスクのコントロールが可能になれば有益であろう。第二は、年金をはじめとする資産管理サービスを依頼している個人や家計は、金融サービスの消費者であるという事実からの要請である。すなわち、資産管理という金融サービスには必然的にリスクコントロールが含まれるから、みずから購入するサービスの内容についてごく一般的な理解は必要であると考えられる。資産管理産業においてはすでに標準的な手法になっているデリバティブ取引について、管理サービスの消費者である個人や家計が無知であったり、誤った理解をするのは避けなければならない。これについては、グラフに示されたように、わが国デリバティブ市場が拡大してきたという事実がそのような懸念をある程度払拭しているとも考えられる。

おわりに

デリバティブ市場の順調かつ急速な拡大の意味は、次のようにまとめるのが適切と思われる。それまでの経済では困難であったリスクの移転や配分が可能になることを、リスクシェアリングの「高度化」と呼ぼう。たとえば貿易にかかわる為替リスクをコントロールしたり、金利のオーダーメイドのスワップを実行する、あるいは大規模な株式ファンドのリスクヘッジが可能になる等である。デリバティブ市場の充実はこの「高度化」に貢献した。

それまでの経済で利用はできたがコストが高く種類も限られていたリスクコントロールの手段を、競争的な市場での取引によって、より安価で豊富な種類を供給することを、リスクシェアリングの「効率化」と呼ぼう。デリバティブ市場の充実はこの「効率化」にも貢献したのである。

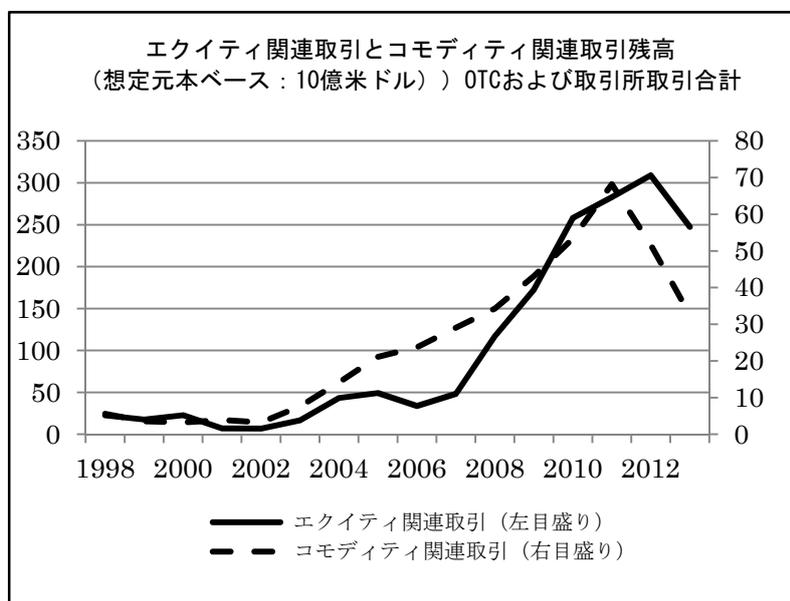
デリバティブ市場は金融産業における技術革新の先端であるから、市場の拡大は金融の技術革新とともに進展した。そこではリスクシェアリングの新たな需要も創り出されて、「高度化」と「効率化」を支えたのである。一般の産業において競争と技術革新がビジネスや国民生活の向上に寄与するのと同じ構造を、金融産業においてデリバティブ市場の拡大を観察することで確認できたと考えられる。

わが国デリバティブ市場の推移

グラフ A

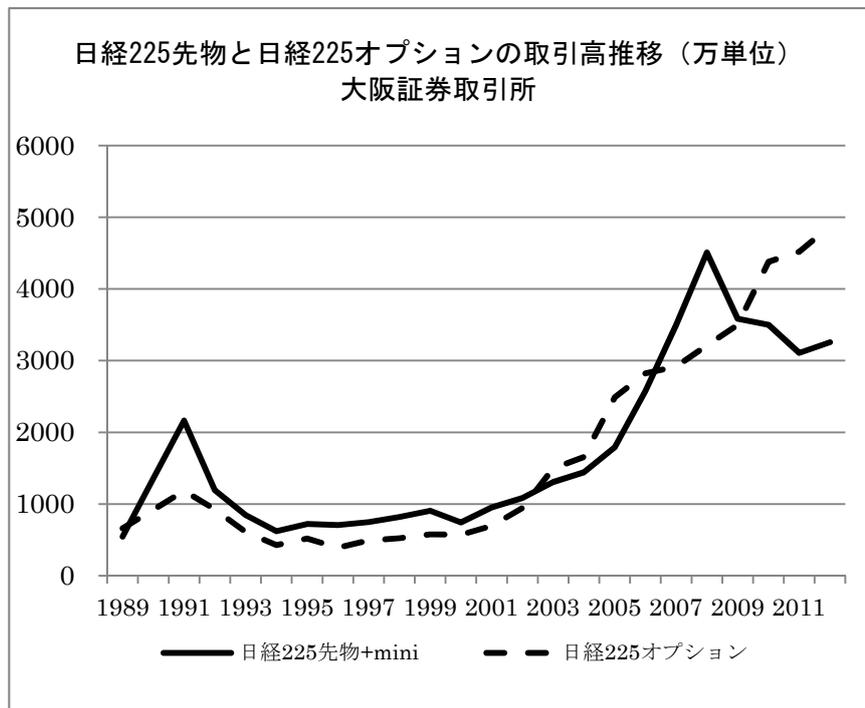


グラフ B



「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 (2013年6月末残高調査)」 日本銀行, 2013より作成

グラフ C



大阪証券取引所作成

免責事項:本資料に関する著作権は、株式会社大阪証券取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。