

—対談—

日本のデリバティブ市場の発展に向けて

● 出席者 ●

大阪証券取引所 代表取締役社長

山道 裕己

野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員

大崎 貞和

(モデレーター) シンプレクス・インスティテュート 取締役

埴 麻紀子

● 敬称略 ●

■デリバティブの重要性とその認知度

埴 東京証券取引所（東証）と大阪証券取引所（大証）が経営統合して誕生した日本取引所グループ（JPX）において機能再編が進み、この3月にはデリバティブ市場機能が大証に集約されます。こうした中、本日は、日本のデリバティブ市場の発展に向けての課題や取り組みといったテーマでお二方からお話をいただきたいと思います。まずそもそもデリバティブの意義、金融市場における役割についてお聞かせいただけますでしょうか。

大崎 教科書的にはよく、デリバティブの意義はヘッジである、つまり原資産の価格変動

のリスクをヘッジするために使われるものだと言われてしています。それはそのとおりなのですが、私は逆にこのリスクヘッジという機能だけが強調されるのが、デリバティブが誤解される元だと思っています。というのは、リスクヘッジのためのものだという見方を突き詰めていくと、リスクをヘッジする必要のない人は使うなという結論に至ってしまいます。では、何のためにデリバティブがあるのかといえば、私は「価格発見機能」だと思っています。つまり、現物を持っている人持っていない人、目先の利益を狙う投機的な人、あるいは中長期的に儲けようとする人などいろいろな動機を持つ人達が、資産価格についての自分の見解をデリバティブ取引を通じて市場に伝えていく、これが最大の機能だと思

います。昔、先物悪玉論というのがあって、現物市場の方が中心で、デリバティブはそこから派生するいわば付随するものはずなのに、デリバティブの方が取引規模が大きいなんておかしい、といていろいろな規制をかけて潰しにかかった。あれも価格発見機能というデリバティブの一番重要な機能が理解されていなかったためだと思います。

山道 現物と先物が両方存在し、その間で価格裁定が働くがゆえにそれぞれの価格発見機能がさらに高まるといった面もあるでしょう。価格は先物から決まる場合もあればその逆もあって、いずれにしても相互関係にあり良い効果を生んでいます。

大崎 先物主導で価格が決まるといったメディアの報道を見て、それはけしからん、と言う人もいるのですが、先物の値段に引きずられて現物の値段が当初動いたとしても、それが行き過ぎれば当然是正の動きが起きて再度先物市場に跳ね返ってくるという関係があるわけです。このあたりも誤解を解いていかないとイケませんね。

山道 株価指数先物は個別株と違って市場全体の取引であることも特徴です。我々が扱っている商品、日経225先物にしてもTOPIXにしても、日本そのものを表象しています。失われた20年の後、世界には、日本株を売買したことの無い機関投資家もたくさんいましたが、去年の今頃から日本株は面白いぞ、となったときに個別株を買おうと思ったらかなり勉強しないとイケない。そうするととりあえず指数を買うか、といった投資家は結構いま

した。ある種の日本株の入門編のようなものですよね。

大崎 それは面白いご指摘ですね。なんとなく世の中の常識として、証券取引の入門編は投資信託や現物株式であって、先物・オプションは難解かつリスクも高いのでよほど慣れた人以外は使うべきでない、などと言われますが、確かに、価格についての判断のしやすさで言えば個別株より指数でしょうし、先物にリスクがあるというのはもちろんですが、それはポジションの建て方にもよるかと思います。

埴 私も個人投資家向けセミナーの際に、日経225先物の良いところは銘柄選択の必要がない点と倒産の心配がない点を挙げています。ただ一番難しいのは資金管理ですよね。リスク管理のできない方は目一杯ポジションを建ててしまいます。

山道 実際の取引に関して、本来やってはいけないこと、あるいは自分のポジションが持っているリスク、こういったことをきちんと認識するためのリテラシーも必要ですね。そういう意味で、取引所として啓蒙、というところから目線で好きではないので、「デリバティブの社会的認知度向上活動」が必要だと思っています。個人の方も一つのターゲットだと思っていますが、機関投資家なり年金の委託者サイドも含めていろいろな方にデリバティブの商品性を正しく認知していただく、デリバティブそのものの意義なり価値なりを皆さんの認識として定着させる、こういう努力を地道にやらなければならないと思っています。



大阪証券取引所
山道
裕己氏

大崎 日本の機関投資家の一つの問題はデリバティブの取引を積極的に行わない。その背景としては、行えないように投資方針で定められていたり、年金を含む運用委託者の側の「デリバティブは必要最小限にしか使うべきでない」といった思想に行きつくのだと思いますが、それは先ほど申し上げたリスクヘッジという概念にとらわれ過ぎているからではないでしょうか。デリバティブを活用すればこんなに資産価値の向上が図れるといったストラテジーを教えていくことも必要なのかもしれないですね。

山道 指数先物では取引高の6～7割近くが海外投資家になってきています。意外と頑張っているのが個人。日経225先物で10%強、日経225miniでは20%強です。対して、国内機関投資家はベンチマークとしての利用があるTOPIX先物でさえ、金融機関と投資信託の合計で6%程度。

大崎 それはもしかしたらリスクヘッジにす

ら使っていないかもしれないですね。私は海外投資家の割合が高いことは決して悪いことではなく、基本的には市場の国際化が進んでいるので良いことだと思いますが、しかしここまで国内機関投資家の存在感がなくなると問題ですね。

山道 そうですね。ですから、我々がデリバティブの社会的認知度の向上を図ろうと考えるときは、やはり機関投資家と個人が鍵ですね。

■ 世界の中での日本のデリバティブ市場

大崎 海外の話が出ましたけれども、世界の中での日本のデリバティブ市場の位置付けはどのようなのでしょうか。

山道 取引高の比較では、JPX（東証・大証合算）は2012年は世界で17位、アジアで9位だったのですが、今年の1～8月累計では世界で14位、アジアで7位です。アジアで上位にいるインドマルチ取引所、大連、上海、鄭州はみな商品取引所です。大連など中国の取引所は個人投資家中心で、しかも主力商品は大豆など。これで4億8,000万枚ですから恐ろしいマーケットですよ。一方、世界で上位のCMEやICEはほぼ完璧にすべての商品をカバーしている取引所。特に短期金利、為替、それにコモディティで相当枚数を稼いでいる。このうち二つがJPXにはない。ご存じのとおり、日本では短期金利はTFX（東京金融取引所）ですし、コモディティはTOCOM（東京商品取引所）や大阪堂島商品

取引所になります。

大崎 JPXが他の取引所と組むかどうかは別として、いずれにしても総合取引所化しないと飛躍は難しいですね。JPXとして日経225、TOPIX、日本国債はあるのですが、ここから有価証券以外にも拡大して欲しいですね。

山道 そうですね。それを視野に入れるために3月から「証券」の文字をとって「大阪取引所」になります。他取引所との関係はさておき、総合化は取り組んでいかななくてはならない分野であることは間違いありません。

埜 市場を単純に取引枚数だけで評価するのはどうなのでしょう。

山道 参加者層や取引対象、さらに1枚の取引金額が異なるので、枚数で評価するのが正しいかという部分はあります。韓国はご存じのとおり、比較的金額の小さい個人中心の指数オプションだけで5億枚を稼いでいます。

オプションの関係でいうと、世界で取引高の多い取引所のもう一つの特徴は、個別株オプションの取引枚数が非常に多いということ。ヨーロッパでもアメリカでも、先進国では個別株オプションの大きなマーケットがある。日本にもあるにはありますが、現物との間で損益通算ができないので大きく育っていない。そもそもヘッジをやろうとしても損益通算できないという致命的な欠点がある。

大崎 金融庁は毎年税制改正要望しているんですが、進んでいません。ただ、現行の税制はデリバティブの本質的な機能を否定しているようなものですね。



野村総合研究所
大崎 貞和氏

埜 個別株オプションは、保有現物株のヘッジ目的、あるいはカバードコールなど個人投資家にも有効な使い道がたくさんあるのですが残念です。

山道 取引枚数が伸びない原因はそのあたりにもあります。Eurexなど欧米の大きな取引所ではみな主力の商品となっています。

大崎 JPXとしては、CMEやICE、Eurexなどを目標、あるいはライバルとして戦略を考えていただきたいですね。

山道 CMEもICEもEurexも、自分たちの主力の欧米市場が飽和状態になっているので、アジア進出を狙っています。先日ICEはシンガポールのSingapore Mercantile Exchangeを買収しました。CMEのシンガポールオフィスはすごく大きいし、Eurexもアジアを見ている。アジアが主戦場になりつつあるということです。

大崎 JPXグループの世界戦略が求められているということですね。日本ではシェアの高



シンプレクス・インスティテュート
堀 麻紀子氏

い取引所グループになりましたが、日本だけではないかという面もあります。

山道 JPXの将来ビジョンでも「アジアで最も選ばれる取引所」と謳い、アジアを視野に取り組んでいます。SGX、ASX、上海、香港といった取引所も我々の大きな競争相手です。

■大阪取引所への市場統合の意義

堀 来る3月24日にJPX傘下のデリバティブ商品が大阪取引所に集約されます。デリバティブ市場統合の意義をお聞かせください。

山道 一番大きな意義は、日本におけるほぼすべての金融デリバティブが一つのプラットフォームで取引できること。既に東証と大証のデリバティブの証拠金計算は一本化されていて、例えばTOPIX先物と日経225先物の証拠金は相殺可能にしていますが、現時点では取引システムは東証・大証それぞれで異なります。2013年に、香港、シンガポール、シド

ニーの3都市でJPXの海外主要顧客を訪問したのですが、既に大証の日経225先物、東証のTOPIX先物の両方を取引して人たちも多いのがわかりました。しかし現在は異なるシステムの上で取引されており、これが同じプラットフォームに乗れば、さらに取引を増やす意欲が増すこととなります。現物市場の例を見ても、2013年7月の市場統合（システム統合）後に、日本電産や村田製作所といったいわゆる大証銘柄（東証・大証両市場に上場していたが大証の方が売買高が多い銘柄）の売買高が増え、従前の両市場合算売買高の2～3倍になった例もあります。やはり二つに分かれていたことのマイナスはあったはずで、プラットフォームを一本化することの効果はあると思います。

ただ、統合はゴールではなくて新たなスタートです。その後のスケジュールとして、次世代システムの開発もありますし、統合は一里塚に過ぎません。その先を見据え、どんな商品をどのような形で提供していくのか考えていく必要があります。大阪取引所への一本化を機に、より研ぎ澄まされたデリバティブのための施策を打ち出していきます。

大崎 「出発」という点は私も同感です。一つのプラットフォームで、現在の商品に加え、コモディティも取引できる、金融指標的な商品もできる、クレジットもできる、と取引可能商品が広がっていく、その第一歩だと期待しています。

中長期的に期待するのは、せっかく大阪の取引所としてデリバティブをやっているとうと

(図表1) 世界のデリバティブ取引高ランキング (2013年1月～8月)

世界順位	アジア順位	取引所	主な拠点	取引高 (億枚)
1		CME Group	アメリカ	21.7
2		ICE (NYSE Euronextを含む)	アメリカ	19.5
3	1	National Stock Exchange of India	インド	15.8
4		Eurex	ドイツ	15.0
☆	2	Multi Commodity Exchange of India	インド	6.8
☆	3	Korea Exchange	韓国	5.8
☆	4	Dalian (大連) Commodity Exchange	中国	4.8
☆	5	Shanghai (上海) Futures Exchange	中国	4.3
☆	6	Zhengzhou (鄭州) Commodity Exchange	中国	3.8
	7	JPXグループ (大証2.4+東証0.3)	日本	2.7
	8	Hong Kong Exchange	香港	2.0
	9	BSE (Bombay Stock Exchange)	インド	1.8
	10	ASX Group	オーストラリア	1.8
...
	13	Singapore Exchange	シンガポール	0.8

(出所) FIA Volume Report ☆印：コモディティデリバティブを主な上場商品とする取引所

決断されたのですから、大阪、関西におけるデリバティブ関連のビジネスなり、人材なり、あるいは教育が広がっていくと面白いと思います。要するに日本のデリバティブセンターになるということです。アメリカでもシカゴとニューヨークでは金融センターとしての性格が違うと皆認識しています。大阪取引所がデリバティブに特化することは大阪の金融センターとしての個性発揮の起爆剤になるのではないのでしょうか。私も生まれが関西(西宮)なので、もう少し関西が盛り上がってほしいと思っています。関西の人が取引所でデリバティブをやりたいから、地元就職するといったことが出てくると面白いですね。

山道 大阪は江戸時代にコメの先物が誕生した土地。そうした中で、神戸大学には江戸時代の米相場の研究をしていらっしゃる高槻泰郎准教授という方がいます。先生のお書きになった『近世コメ市場の形成と展開－幕府司

法と堂島米会所の発展－』という本はなかなか面白いですよ。

埴 江戸時代はデリバティブはどのように見られていたのでしょうか。

山道 幕府は、最初は先物悪玉論でいろいろな規制をしたようなのですが、19世紀初めくらいには、最終的に先物はあった方が良く、マーケットは変に介入せずに自由にやらせた方が価格が安定する、と悟るのです。今より進んでいるかもしれませんね(笑)。

大崎 デリバティブに抵抗を感じている人たちと話すと、あんなに値段が動くのは良くないのではないかと、もっと安定しているべきではないかと、例えば為替は固定されている方が予測可能性があるだろう、などと言います。おそらく規制をすれば短期的には固定することはできるかもしれませんが、ただ、現実とかけ離れていけば、結局どこかで大きく是正しなくてはならなくなり、その時の変動の激

(図表 2) 投資部門別取引状況 (2013年・年間、取引高ベース)

	証券会社	金融機関				法人		海外投資家	個人
		都銀・地銀	信託銀行	生損保	その他金融	投資信託	その他		
日経225先物	14.6%	0.7%	1.9%	0.1%	0.1%	1.2%	1.0%	69.8%	10.6%
日経225mini	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	69.3%	20.2%
日経225オプション	11.8%	0.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	74.9%	11.1%
TOPIX先物	20.0%	0.5%	3.5%	1.1%	0.1%	1.1%	0.0%	73.0%	0.5%
国債先物	40.5%	14.7%		0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	43.8%	0.0%
国債先物オプション	13.7%	24.2%		0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	61.6%	0.0%

(出所) 東京証券取引所、大阪証券取引所

しは、デリバティブや流動性の高い市場で毎日小刻みに変動していることに比べればはるかに大きくなってしまいます。これこそ日々市場で価格発見が行われていることの重要性ですよね。

■今後の発展への課題

埴 最後に、デリバティブ市場の発展に向けた今後の課題についてお聞かせください。

大崎 日本のコモディティ・デリバティブをいかにして消滅させないか、という点は非常に重要な課題だと私は思っています。世界のデリバティブ市場はこの10年で急拡大したが、その間に日本のコモディティ・デリバティブは縮小している。これは大変重大なことで、日本という国にコモディティの価格発見機能がなくなっていく、つまり日本の考え方がコモディティの市場に反映しなくなるということですよね。国全体としてコモディティ・デリバティブを消滅させずにどう育てていくかが最大の課題だと思います。そのための鍵は機関投資家で、日本の商品市場は歴史的

に機関投資家がほとんど関わっておらず、そのため個人に対する規制が強化されたところで縮小してしまった。やはり機関投資家が使いたいと思うコモディティ市場が存在することが必要で、市場運営者や清算機能が機関投資家の評価に耐えうる水準になっていることが非常に重要だと思う。そういう意味でJPXが果たす役割というのはたくさんあるのではないのでしょうか。

埴 金融デリバティブの分野に関してはいかがでしょう。

大崎 比較的順調にきていると思いますが、課題があるとすれば、社会におけるデリバティブの認知度が高まらないまま市場が拡大していったときに、好ましくない規制、制度の見直しが行われるというリスクです。それを避けるためには、社会的認知度を高める、特に政策的な意思決定に関わる行政官、政治家、あるいは経済界の有力な方々に、是非デリバティブの社会的経済的意義というものをきちんと理解してもらわないといけません。これは是非取引所として取り組んでいただきたい点です。



山道 そうですね。まさしくおっしゃる通りだと思います。デリバティブの意義についての社会的認知度向上にしっかりと取り組んでいかななくてはならないと思います。これは今日やったら明日何か起こるということではないので、取引所として息の長い活動として続けられることをしっかり続けるしかありません。ある程度先も見ながら計画的に動いていく活動が必要です。

また、純粋に市場を運営する側からの今後の課題としては、商品の品ぞろえや取引制度も含めてグローバル・スタンダードに沿ったものにしないと市場の魅力はどんどん薄れてしまうのは明白です。その意味では、必ずしも新商品だけでなく既存の商品の深掘も含めて利便性を上げていく必要があります。市場振興の仕組みとしてはマーケットメイカー制度などがありますが、これも時機を逸すると

市場、参加者は反応しないので、機動的な運営をしていきたいと思っています。

大崎 是非そのプロセスでは、市場参加者、取引に実際関わっている人たちとの活発な意見交換をお願いします。

山道 もちろんです。取引所に直接注文を発注する証券会社もさることながら、最終投資家とも直に対話をしていくのが各取引所共通のグローバルなスタイルになっています。そうしたところから、ユーザーの要望はもちろん、競合する他の取引所の動向まで様々な情報を得て、打ち手を講じていく必要があります。市場との対話を通じて魅力ある市場の運営をしていきます。

(この対談は、2013年12月27日に行われました。)