

先物・オプションマーケット

欧米における株式派生商品 OTC市場について

日興証券株式会社 運用開発部
副部長 忍 田 登 南

1 現 状

株式派生商品のOTC市場は近年、欧米を中心に急速な拡大を続けており、かつてのスワップ市場のような様相を呈している。

OTC市場で取引されている株価指数ベース商品では、日経平均、S&P500、FT100、CAC40、DAXをベースとするものが中心である。OTC市場であるため、取引高の推計は困難であるが、業者間取引の取引高は1日平均1,200億円程度と見られる。顧客間取引は、業者間取引の3～4倍と思われることから、顧客間ベースでの取引高は1日平均5千億円近くに達するものと推定される。

中でも日経平均をベースとする商品の取引が圧倒的に大きく、総取引高のうち40%～45%、金額にして1日平均2,000億円～2,500億円の取引があると言われている。日経平均OTC市場は米国が最大と見られており、日欧米と休みなく連続して取引されていると言えるほど流動性が高まっている。このように日経平均OTC市場が欧米で拡大した理由としては、海外にある日本株ポートフォリオが非常に大きいこと、及び日本市場の規制が海外市場に比べて厳しいために、こうしたニーズが日本国内では満たされないうえに海外へ逃避したことなどが考えられる。

株価指数ベース商品のOTC市場はさらに拡大しつつあり、最近では先に述べた5つの主要指数のほか、アジア諸国の株価指数、とりわけ香港のハンセン指数をベースとする商品の流動性が高まってきている。

2 市場構成者

株価指数ベースの商品は基本的にはインデックス・ファンドの保有者がそのポートフォリオの運用効率を高めるために、あるいは運用者がリスク・コントロールのために利用している。エンド・ユーザーは事業会社、機関投資家、ファンド・マネージャーなど様々である。取扱い業者は銀行や証券会社であるが、こうした業者にはインターバンク市場で互いに取引を行ってマーケット・メイクをする一方でエンド・ユーザーとも直接取引をする業者と、自らはマーケット・メイクを行わないでインタ

ーバンク市場から商品を調達してそれをエンド・ユーザーに供給するブローカー的な業者がある。両者の中で特にマーケット・メイクを行う業者にはリスク管理及び商品開発能力が重要である。

現在のように商品が多様化してくると、株価指数は為替、金利などの商品と全く同じように扱われているが、株式の場合、各国市場毎にバリエーションが豊富であるため有望視する業者が多い。業者側はかなりの人数を割いてグローバルにOTC業務を行っており、以前のように現物の付随商品という意識は無く、これ自体が本業の一部であり大きな収益源となっている。ただし、OTC商品では取引所取引のような証拠金制度がないため、クレジット・リスクを取引当事者自身が負うことになる。そのため、これらを扱う業者はクレジット・リスク及びマーケット・リスクの管理体制を整えられる業者に寡占化される傾向が見られる。

3 商品の形態

商品の形態としては、通常のオプション形式のものが多く流動性も高いが、顧客のニーズにあわせてオーダーメイドでありとあらゆる形態のものを作り上げ、現物株式あるいは取引所上場の規格化された株価指数先物やオプションでは不可能な商品設計のものも多い。一例をあげれば、日経平均とS&P500とを組み合わせるオプションの形にしたもの、為替ヘッジがついたもの、ある価格になった時点でオプションが発生・消滅するものなど多種多様な形のものがある。またオプション等を債券や預金に組み込んだいわゆる仕組み物 (Structured Products) の取引も盛んである。一方、例えばロンドンでは日経平均やDAX指数などについて取引所市場と全く同じ仕様の商品がOTC市場で取引されている。ある米系業者はロイター・スクリーンを使って大証の日経平均オプションと全く同じ商品の相対マーケットをロンドン時間で開いている。欧米ではOTC市場に対する規制が緩やかで新しい形の商品に制約が少ないため、顧客の様々な要望に応じた商品や仕組みを作り出すストラクチャリングの専門家の存在がビジネス上、非常に重要になっている。

契約期間としてはエクイティの場合、1～2年物が一番流動性が高いが、5年といった長期物もある。

4 日本市場への影響

こうした海外における株価指数ベース商品のOTC市場での取引に伴うヘッジ取引は日本市場に影響を与える。例えば、日本の銀行株セクターのバスケットを指数化

した商品があるが、東京の現物市場での手口をみると常に外資系証券が上位に顔を出しており、ヘッジ玉が出ていることを窺わせる。また、ある日の大証先物の寄付き価格の何%かをOTCオプションのプレミアムとする契約も一般的になっており、この場合はその日の寄付きに先物市場でヘッジ玉が出されることになる。

日経平均リンク債に絡んだ日本株の売買が市場に影響を与えているといわれるが、海外の日経平均OTC市場が小規模であったころはこれに伴う日本株の売買がストレートに日本市場に出て来ていたため、そういった影響も見られたと思われる。しかし、現在ではOTC市場の規模が大きくなり、日々満期を迎えるものと新規に契約されるものがぶつかりあい、さらにはある商品が他のOTC商品によりヘッジされ、大きなロットの取引が行われているものの、売りと買いが相殺されてその影響はかえっ

て少なくなっているものと思われる。

このような状況において、大証の日経平均市場がなくなったとしても、海外でOTC市場が流動性の高い市場としての地位を確立して存続する、あるいはますます活況を呈する可能性もあるのではないかと。当初は流動性の高い取引所市場の存在がOTC市場の拡大を加速した面があるが、OTC市場の規模がある水準を超えると、それ自体が自律的に動き出すことが考えられる。日経平均OTC市場はすでにこの水準を超えているかもしれない。そして日本市場ではこれまで以上に現物バスケット売買が盛んになるとと思われる。

OTC市場のこうした動きはグローバルな投資家の日経平均に対するニーズを満たすと同時に、マザーマーケットたる日本の市場にフィードバックされ、市場の効率化を促進させよう。