

解 説**デリバティブ実践講座 -12-****～ 上級編 ～ ユーザーが派生商品
を使うことの意味****1 はじめに**

早いもので、本シリーズも最終回を迎えた。これまでわれわれは「アウトライト(本誌1月号)」、「セータ戦略(2月号)」、「ポートフォリオ・ヘッジ・オペレーション(3月号)」、「世界の中の225先物・オプション(5月号)」、「少し変わったセルボラ(6月号)」、「OTC市場の実際(4, 7, 8, 9, 10, 11月号)」などについて考察してきた。

今回はこうしたことを踏まえ、ユーザーは、派生商品をどのように利用していけるのか(あるいは、どのように利用していくべきなのか)、その意味付けなどについてこれまでの歴史を振り返りつつ考察してみたい。なお、本稿ではユーザーを主に国内法人投資家(生損保、銀行、事業法人など、また、国内の顧客のフランドを預かっている投資顧問会社もここに含まれる)と個人投資家に限定して話を進めている。投資信託は国内の生損保や銀行と重複するところもあり、そのかぎりでは本稿の内容をダブルらせて読んでいただきたいが、派生商品利用に関してはやや特殊な制限もあり、部分部分では必ずしも同列ではない。また外人投資家について語ることは筆者の役どころではないので、ご容赦願った点をご理解いただきたい。

2 派生商品の利用状況

89, 90, 92年(歴年ベース)及び本年10月(月次ベース)の日経225先物・オプションの投資部門別の取引高シェアは表の通りである。次章に筆を進める上で必要となるのであらかじめ掲載しておく。

3 法人投資家と派生商品

わが国の法人投資家と派生商品との関わりは、ある程度時期を区切って考える必要があるように思う。これまでの時間の流れを追いながら彼らの派生商品に対するニーズを見いだしていきたい。

(1)アウトライトの時代

88～89年の頃までは、筆者自身もそうであったが、現

(表) 投資部門別の取引高シェア

(単位: %)

	日経225先物				プット・オプション			
	89年	90年	92年	93/10	80年	90年	92年	93/10
証券会社	82.9	54.9	55.5	71.2	90.5	68.3	53.1	59.8
生損保	1.5	4.0	1.2	0.4	0.4	1.1	0.5	1.6
銀行	7.1	23.5	15.9	6.9	2.6	8.3	10.0	10.0
その他金融	0.5	0.7	0.6	0.3	0.1	0.5	0.9	0.3
投資信託	2.3	3.8	10.4	5.0	0.6	1.2	5.7	2.5
事業法人	2.3	5.5	2.6	0.9	2.8	8.4	6.6	3.6
その他法人	0.3	0.7	0.5	0.2	0.1	0.5	0.5	0.4
個人	0.3	0.6	0.6	0.3	0.9	4.2	3.4	1.8
外人	2.8	6.4	12.8	14.9	2.0	7.4	19.2	20.0
合計	100	100	100	100	100	100	100	100

(資料、本誌2月号)

株であれ派生商品であれマーケット・タイミングをどう捕らえてプロフィットテイクするかが大方の最大の関心事であった。本誌1月号でみたようなアウトライト取引のテクニカル分析はとりわけ重視されたし、個々人の感覚にフィットするような手法を確立すべく努力が重ねられてきた。規制強化が始まる前の日経225先物は、取引コストは安くレバレッジも効きかつ、現物株投資のように個別銘柄の詳細なアナリシスなど面倒な手間も要せず、そうした意味である程度の資金量を有する多くの投資家のアウトライト取引に対するニーズにマッチした便利な商品なのであった。まさにこのことが、派生商品取引に多くの投資家を呼び込んだ大きな要因ではあった。

しかし派生商品のアウトライト取引は、当然のことながら勝つ確率が高い者だけが生き残っていける勝ち抜き戦であり、また勝ち続けることは難しい高度なゲームであることから、法人投資家の取引高シェアの拡大にはおのずと限度があったと考えざるを得ない。

表を見ていただきたい。89年は225先物が市場で市民権を得て、年間の取引高が1,000万枚以上の商いがあったにもかかわらず、銀行の取引高シェアは7.1%にとどまっている。この年の銀行の現物株式の売買金額シェアは25.6%〔東証1部、総合証券72社ベース、(銀行の売付金額+買付金額)÷(全体の売付金額+買付金額)で筆者が

試算]であるにもかかわらず、である。

その原因は、彼らの派生商品の商品性やその有効的な利用方法に対する理解が不足していたことだけでなく、同時に、それまでの右肩上がりの相場と足下の相場の強さのなかでヘッジニーズが育たなかったことが大きいように思う。

(2)ヘッジニーズが育つ時代

このような状況は90年以降一変する。未曾有の大暴落の始まりである。

銀行をはじめ法人投資家は、現物株式やワラントなどで被った損失を、派生商品のアウトライト取引で挽回しようと奮闘したことに加え、彼らのポートフォリオ・ヘッジに対するニーズが急速に高まったことが、国内法人の取引シェアを大きく押し上げた。銀行を例にとると、90年の225先物の取引高シェアは23.5%に急増し、これはその年の東証1部の株式現物売買金額シェア22.0%とほぼ拮抗した水準になった。銀行のプット・オプションの取引高もこの年から急増している。これは生損保、事業法人も同様の傾向にある。

とはいえ、この頃のヘッジ取引は、本誌3月号でも指摘したようないわゆるヘッジに名を借りたスペキュレーション、単なるアウトライト取引も横行しており、それゆえ、年に2度ほどあった相場のリバウンド局面では大ヤケドをした投資家も多かったとは思うが。

見方を変えれば、この頃まではアウトライト・プレーヤーもヘッジャーもともにまだ元気があり、目先相場が上がると思うから買う、下がると思うから売りを繰り返していた。彼らのこのような行動が現物と先物とのベースの極端な拡大・縮小を招いたり、派生商品間のミスマッチの一因となったりし、アービトラージャーたちの恰好の餌食になったことはやりきれない思いがする。が、ともあれ立場の異なる人々の多様な観点からの行動があいまって取引高が増加していったのは、派生商品市場にとっては良いことであったと思う。

(3)現物株式と派生商品の共存を目指す時代

それでは、90年から92年に至る過程で、生損保、銀行、事業法人が揃って225先物の取引高シェアを減少させており、93年10月にはこの傾向は更に顕著になっているその理由は何であろうか。これにはいくつか理由が考えられる。

第一に、この時期は、株式特金・ファントラなどに代表されるバブル時代のメインプレーヤーたちが、一旦自らの幕を引こうと動き始めた時期と重なっていることである。ファンドそのものが縮小・撤退していく中で、派

生商品のプレーヤーだけが生き残れるわけではなく、銀行の取引高シェアの減少の一因になっている。

第二に、派生商品に対する諸々の規制強化が影響していることである。このことは、法人・個人を問わず派生商品のプレーヤーに相当の影響を与えたと思う。株式の派生商品に限らず、ある種投機的な匂いを含む商品（及びそのプレーヤー）は本質的に規制を嫌うものである。規制強化の中味についてはここでは詳しくは触れないが、規制が強化されるたびSIMEXの商いが増加していったことでもその影響は明らかであろう。

第三に、これが本質的には一番大きい要因だと思うが、投資家が、株式投資のあり方やそこでの派生商品との関わりについて真剣に考え始めた結果であることである。すなわち法人、とりわけ機関投資家と呼ばれる人々にとって「投資(Investment)」を貫徹しようとするならば「投機(Speculation or Gamble)」とは明らかに一線を引いて付き合う必要があるということに徐々に気づいたことが重要なポイントだと思う。

現物株式ポートフォリオの存在をほとんど無視した派生商品のハイパーアクティブ・トレーディングは、決して機関投資家(あるいは彼に対する資金の出し手)の望むところではなく、また勝ち続けることは困難であることを、この数年間で多くの投資家が理解した結果、無理な取引を減らしていったのである。

このようにして、90年以降法人の取引高シェアは自然に減少していったものと思われる。但し、これは派生商品だけの現象ではない。現物株式においても法人投資家のハイパーアクティブ・トレーディングは姿を消し、結果として出来高低迷の理由の一つになっているのであろう。

4 機関投資家と派生商品の今後

前項(3)の第三の点は、今後、機関投資家による派生商品の利用を考える上で極めて示唆的である。

機関投資家の運用フィロソフィーに照らして、ファンド運用における株式投資の位置付けなり意味付けを考えた場合には、現物のヘッジ・オペレーションを含めたアセット・アロケーション・コントロールのための道具として派生商品を使うという点にどうしてもバイアスがかかる。このときに派生商品は取引コスト、流動性、執行の迅速性などの点から大きな力を発揮してくれる。もちろん、ファンドの運用成績にプラス・アルファを与える意味では、派生商品のみを使ったアウトライト戦略やセルボラ戦略は現実にもいま多くの人が利用しているし、

筆者も決して否定しない。それどころか筆者個人の性格によるものか、むしろ大好きである。但し、機関投資家の運用は個々人の好き嫌いとは全く関係がない。コンピューターを利用したシステムティックなトレードであれ、経験豊富なファンドマネージャーの勘と度胸によるトレードであれ、派生商品のみを扱っている限りは、それらは洗練された機関投資家の「主食」にはなりえず所詮は「おかず」である。(主食にしようほど腕のたつマネージャーがいて、十分な資金を与えてくれる投資家がいるのなら、その人は即刻組織を飛び出して独立すべきであろう。)

このように考えてみると、今後の機関投資家は、彼らの運用フィロソフィーやポリシー、資金規模、もともと保有している現物ポートフォリオの特性などとの関わりの中で、アセット・アロケーション・コントロールの観点に重きを置いて派生商品の運用スタイルや取引量を決めていく姿が見えてこよう。

OTCオプションは、今後の機関投資家の運用に豊かなバリエーションを与えてくれそうだ。前の表でプット・オプションの取引高シェアを掲載したが、その中で銀行のシェアが10%程度でずっと推移していることは興味深い。このことは、銀行のオプションに対するニーズが安定的に存在することを示唆している。

OTCオプションは、上場物にはない数々の魅力があり、極論すれば投資家のニーズの数だけバラエティーがあるとも言える商品である。アセット・アロケーションやセクター・アロケーションの変更、225型ファンドから300型ファンドへの組み替えなど色々な局面でその力を発揮するだろう。但し、機関投資家がOTCオプションを利用するときは、いわゆる素人の介在しないプロの土俵で闘うことになる。そこでは、プライシング能力やリスク管理能力などユーザーの質が一層厳しく問われることになることを忘れてはいけない。また、上場派生商品の利用にさえ銀行・投信・投資顧問会社などそれぞれに行政の規制なり制限があるなかで、OTCに対する関係者の理解や法律関係など制度面の整備は格段に遅れていると言わざるを得ない。この点での改善を急ぐ必要があるだろう。

5 個人投資家と派生商品

個人投資家と派生商品については、ひとつだけ述べておきたい。

彼らには現物ポートフォリオのヘッジのために派生商品を利用するニーズはほとんどないかもしれないが、アウトライト取引のニーズはどうであろうか。本来、ある程度大口の個人投資家にとっては、派生商品はより少ないコストでゲームが楽しめるという意味でおもしろい商品であるはずである。

残念なことに、本年10月の225先物の個人投資家の取引高シェアは0.3%にとどまっている。資料は付していないが、TOPIX先物にいたっては何とゼロである。

何パーセントのシェアが適正なのかはわからないが、彼らのアウトライト・ニーズは将来も決してゼロにはならないだろう。個人投資家が参入しやすい市場には、当然事業法人など他の投資主体も集まってくるものである。市場にとっても、彼らの参加の道を閉ざすことは流動性の厚み確保の観点から得策ではない。投資家が商品を十分に理解し、売買に際しては自己責任原則を貫徹するのは当然であるが、投資家の層を厚くする努力の点では、取引所や証券会社など関係者に期待するところ大である。

6 おわりに

わが国での株式の派生商品は、87年の株先50の上場から数えてもまだ歴史が浅い。この間、制度やルール、プレーヤーの顔ぶれ、彼らの派生商品に対する考え方やその利用目的・方法などは大きく変化してきた。しかし、こうしたなかでの派生商品をめぐる試行錯誤の歴史は、決して無駄ではなかったし、時代のギアをひとつ前に進めるためには不可欠のプロセスであったと思う。重要なことは、こうした経験をそれぞれの立場で将来にどう活かすかということであろう。

来年は日経300が今以上に脚光を浴びる年になるだろう。しかし、採用される指数がどうあれ、派生商品の本質は変わらない。数多くのプレーヤーがそれぞれの立場で派生商品を存分に使い活躍されんことを祈りつつ終講としたい。

(T. N.)