

株価指数先物取引30周年

大阪大学名誉教授 仁科 一彦

1. 先物取引開始にいたる経済環境と主要な関連要因（本稿）
2. 先物取引30年間の足跡とその影響（次稿）
3. 先物取引等の金融デリバティブの発展（次々稿）

1. 先物取引開始にいたる経済環境と主要な関連要因

わが国において株価指数先物取引が発足してから30年になる。本論の目的は、この取引をその後続く一連の金融デリバティブ取引の嚆矢と認識して、あらためて総合的に検討することである。検討の基本的な姿勢は、わが国初の金融先物取引がどのような環境のもとで、いかなる意思決定を経て実現し、その後の発展を遂げたかについて国民経済的な視点から分析することである。そのうえで、この取引を含むデリバティブ一般が将来に向けて担うと思われる機能や役割について考察することにしたい。

初回の本稿では、開始にいたるまでの世界の金融経済の環境と、開始に関連する重要な要因に注目したうえで、その意思決定を現在の観点から解釈して評価を試みることにしたい。したがって、株価指数先物取引を開始するまでの期間と当時の経済環境を歴史的に詳述するものではなく、ましてやその決定に関するエピソードを紹介するものでもない。わが国の金融経済ならびに金融産業を中心に、株価指数先物取引の発足に影響を与えたと思われる要因に注目してその意思決定について考察するものである。

株価指数先物取引が開始された1988年からさかのぼる約10年間は、わが国の経済とりわけ金融経済が非常に大きな変化に見舞われた期間であった。この変化の主たる原因は貿易を中心とする国際経済関係から生じたものであり、加えて、それに先立つ高度成長期の成果も見逃すことはできない。前者は、メディアの表現によれば「貿易摩擦」と「金融自由化の流れ」ならびにそれらに関する「外圧」であり、後者は高度成長がもたらした民間セクターの経済活動への影響である。

この期間における両者の影響を金融経済の側面から略述する。1970年代後半から貿易の自由化が世界的に進展して、わが国からの輸出が盛んになるにつれて特にアメリカとの間で国際収支の不均衡が問題になり始めた。それに対応して行政は、貿易については為替レートの重視策やいわゆる内需拡大の政策で対応した。外圧のなかには主にわが国の金融・資本市場をそれまでより開放して自由化を進める要請が多く、行政もその方向に沿った政策の展開を示唆した。高度成長がもたらした民間セクターの経済活動への影響としては、企業部門において資本蓄積が進み生産能力の拡大とともに輸出や海外生産ならびに直接投資等の海外活動が重要になった。いわゆる日本企業のグローバル化の始まりである。家計部門では、所得の増加を背景に、旺盛な貯蓄意欲に支えられて金融資産残高が急激に増加して、社会では貯蓄や投資に関する話題と関心が高まった。これらの影響は金融機関に新規の金融資産（金融商品）を開発する誘因を与えたと言えよう。このような状況でとられた具体的な政策は、金利（公定歩合）の連続的な引き下げと市中の流動性を拡大する諸手段にみられる継続的な金融緩和の実施と、金融行政にかかわる諸規制の撤廃や緩和を進展させたことなどである。

金融経済における資金の黒字主体と赤字主体の双方が規模と質を変えていく状況では、両者の仲介をする各種の金融機関の業容が変貌していくのはごく自然な流れである。加えて当時の総合的な金融緩和政策が、その後に広範囲かつ強度の影響を与えたことは後に明

らかになる。

同様の变化をわが国より先行して経験していた欧米諸国の金融機関も、諸規制の緩和や市場の自由化措置の進展にしたがって業容を変えていった。たとえばアメリカでは金融・資本市場の自由化が急速に進み、金融機関に対する諸規制が緩和されるにしたがって、新しい契約や取引手法が開発された、これらの影響は金融機関の業容を大きく変えると同時に、金融産業における競争も高めることになる。イギリスでは1986年にビッグバンと呼ばれた大規模な金融改革が実施されたが、その準備はすでに1970年代後半に始まっていたと言われている。

後にバブル経済と呼ばれるようになった時代には、わが国の金融行政当局や金融産業のリーダー達が、日本においても遠からず諸規制の緩和や撤廃をはじめとする各種自由化措置が進展すると予想していたことは容易に推察される。大口定期金利の自由化や証券取引手数料の自由化はその象徴でもあったといえよう。その萌芽はすでにこの頃にあったのではなかろうか。

1980年代後半のバブル経済の時代は、土地や株式に代表される資産の価格が急激かつ大幅に上昇した。その背景に上記の金融緩和政策があったことは周知の通りである。実物的な経済活動に比較して市中の流動性が過剰になれば、デフレ状態でないかぎり、多くの資産価格が上昇するのは必然である。そのような場合に、金融経済に關与する産業が単なる名目的な規模の拡大にとどまらず、質的な変貌を遂げる可能性は大きい。なぜなら資産価格の上昇とそれともなう経済活動の拡大は、決済や融資を通して諸産業とかかわる金融機関にとって競争優位と収益の拡大を図る機会であり、そのために業容の多様化と効率化が必要だからである。たとえば積極的な設備投資に必要な資金調達需要に対して、投資のリスクや期間を反映した多様で先端的な調達メニューを供給するのはその典型であろう。さらに、日本企業が国境を越えて海外で活動するようになれば、金融機関の業務も国境を越える必要があるのはいうまでもない。そこで遭遇するのはそれまでに経験のない競争条件でありビジネス環境である。このような状況が1970年代後半から1980年代を通して生じていたのであれば、わが国の金融産業は国内と海外の両面においてそれまでの業容を大きく変える過程にあったといえる。それと平行して、高度成長期から続いてきた家計部門の資産蓄積の増大と、1980年代初頭から始まった国債発行の継続とその累積も、金融産業の変貌にとって重要な要因であったことはあらためて指摘するまでもない。

主要な環境要因

表一 主要国の金融情勢

年	国	
1979	アメリカ	SEC 「オプション取引の拡大を認可」
	イギリス	為替管理を撤廃
	オーストラリア	先物外為市場創設
1980	日本	手形市場金利完全自由化
	日本	新株引受権付社債導入
1981	日本	新外為法により外国人の日本株取得自由化
	アメリカ	SEC 「各取引所にTBのオプション取引認可」
1982	アメリカ	ユーロダラー金利先物取引開始
	アメリカ	S&P 株価指数先物取引開始
	アメリカ	NYSE 総合株価指数先物取引開始
	イギリス	ユーロダラー先物取引開始
1983	日本	東京金取引所開設 (金の先物取引)
	アメリカ	円のオプション取引開始
	アメリカ	S&P 株価指数オプション取引開始
1984	カナダ	証券取引委託手数料自由化
	日本	金融機関の国債ディーリング認可
	イギリス	証券取引委託手数料自由化
	イギリス	株価指数先物とオプションの取引開始

1985	カナダ	株価指数先物取引開始
	アメリカ	スイスフランと英ポンドの先物、オプション取引開始
	アメリカ	店頭株式ならびにその指数のオプション取引開始
	アメリカ	円とドイツマルクの通貨オプション取引開始
	スイス	ヨーロッパ初の株式と債券の指数オプション取引開始
1986	日本	国債先物取引開始
	日本	大口定期預金金利自由化
	アメリカ	円の先物オプション取引開始
	アメリカ	TBの先物オプション取引開始
	イギリス	外国業者に証券取引会員権を開放
	イギリス	FT 株式指数のオプション取引開始
	ドイツ	国債のオプション取引開始
	フランス	金融先物市場発足 (MATIF) 発足
	オーストラリア	アメリカの長期国債取引開始
	シンガポール	日経平均株価指数先物取引開始
1987	アメリカ	日本国債の先物取引認可
	イギリス	日本国債の先物取引開始
	フランス	証券取引の完全自由化
	フランス	株式オプション取引開始
	日本	国内銀行の海外デリバティブ取引認可
1988	日本	株式先物取引「株先 50」取引開始
	日本	金融先物取引法案成立
	日本	株価指数先物取引開始

表に記したのは主要国にみられた金融経済の展開のなかで、本論のテーマである株価指数先物取引を含むデリバティブ一般にかかわる項目のみを採択したものである。これらの期間において、わが国では財務省（当時大蔵省）と日本銀行による金融・資本市場行政に明らかな特徴がみられる。一見して明らかなように、「認可」「緩和」そして「撤廃」等の規制緩和の方向を意味する行政措置が多い。その背景には、すでに記したようなアメリカとの貿易不均衡をめぐる国際収支上の確執があるが、より大きな要因としては先進国共通の規制緩和に向かう動きがあった。すなわち、金融・資本市場の市場メカニズム機能を尊重し支持する主張が各国において強まり始めたのである。

さらに、国内における重要な要因として、国債の大量発行とその残高が新たな流通市場を形成しつつあったことが指摘される。金融機関と家計の双方にとって、金融資産として重要な項目となりつつある国債が市場で自由に取引される時代を迎えていたのである。そこでは国債を保有するそれぞれの主体が合理的な選択と取引を望むようになるのは明らかな趨勢であり、金融行政はそれに応じて効率的な市場の設置を急ぐ必要があったと考えられる。そのプロセスで金融機関に対して国債のディーリングを認可することや、国債の先物取引市場を検討するのはあるべき方向に沿ったものであったといえよう。

経済の成熟と金融革新

上記のような世界の環境とわが国の対応を総合的にとらえると、一連の動きは金融革新への方向とそのプロセスで生じたと解釈できる。経済の成長によって人々が貧困から解放されて豊かな生活を享受するようになる状態を経済の成熟と呼ぶと、そこでは金融・資本市場と金融産業に革新的な活動が起こりやすい。成熟した経済では必然的に金融資産の蓄積が進展しているので、資産保有主体は金融取引の多様化を求めるようになる。つまり、それぞれの主体は豊かな生活を実現するために必要な各種の金融契約や取引を、みずから都合の良いカスタムメイドにすることを欲する。こうした要求に対応して、新しく考案されて提供された契約や取引の手法は、それらを利用してさらに便利で多様な取引を可能にする。これが経済の成熟にともなう金融革新 (Financial Innovation) の基本構造である。この構造は個人や家計のみならず企業の場合にも変わることはない。すなわち企業活動が拡大して多様化すれば、それに伴う金融契約や取引も企業に都合の良い仕組みを要求する。そこで金融機関は需要に応えるために新しい工夫や設計を施した金融手法を供給することになる。

こうした金融革新のプロセスは、一般産業のビジネスにおいて技術革新が需要側の要求に応じて発展し、さらにそれが新たな需要を生み出していくプロセスと本質的に異なるものではない。それゆえ、金融革新の核となる先物やオプション等のデリバティブ取引は、まさに金融・資本市場の需要から生まれたのであり、それらがまたその後の金融革新を促進したのである。

一方、経済の成熟にともなって金融・資本市場に革新を促すさらに重要な要因がある。それは経済システムのリスクコントロール (Risk Control) とリスクシェアリング (Risk Sharing) の効率化への要請である。資本主義経済において、経済活動やビジネス活動一般には、将来の結果にかならずリスクが付随する。このリスクは資本主義経済が拠りどころとする市場メカニズムがもたらす本質的なものであり、それらを消滅することも避けることもできない。金融資産の価格は各種の契約の価格であるから、契約によって可能になった経済活動が将来にもたらすキャッシュフローを根拠にして形成されている。それら将来のキャッシュフローにはかならずリスクがともなうのは自明であろう。そこで市場経済が円滑に機能するためには、このリスクを誰かがもしくは何らかの組織が引き受けなければならないのである。

リスクへの対応

リスクの発生という宿命をもつ資本主義の経済システムは、中世以来の発展プロセスを通してさまざまなアイデアやルールでそれに対応してきた。将来のリスクに対して有限な責任を負うという契約を考案して、それを市場で取引するという株式の形式はその画期的な対応策であった。株式制度が普及するにしたがって、リスクをとともなう資金の供給が飛躍的に増加して調達が増盛になったこともよく知られている。

経済活動に関わる将来のリスクに対して何らかの対応をするという要請は、金融・資本市場の取引に限られるものではないことは明らかである。豊かな社会生活を営むうえで、さまざまな予期せぬ災害や損害に備える必要がある。こうした必要性に対しては各種の保険で対応してきた。あるいは経済活動が第一次産業であるか第二次産業であるかを問わず、生産活動の結果に付随するリスクに対処する必要があることも言うまでもない。この要請に対しては近代になって急速に発達した先物取引とそれを精緻化した先物取引市場があることも周知の通りである。たとえば、経済学の教科書には、18世紀に大阪で開発された「帳合米」という米の先物取引の仕組みが歴史上重要な出来事であったと記されている。

さらに現代では、市民生活を支える多くの資源や物資が先物やオプションの契約を利用したデリバティブ市場の価格形成に依存している。たとえば原油やLNGあるいは船舶の運賃などのエネルギーや運輸の根幹的な商品から、金、銅、鉄あるいはアルミニウムなどの工業生産の原材料、さらには小麦や砂糖、トウモロコシ等の基幹的な農産物もデリバティブ市場で価格が形成されている。すなわち現代の市民生活はそれらの先物市場やオプション市場の機能によって支えられていると言っても過言ではないであろう。

本稿では株価指数先物取引の発足当時に見られた世界の金融経済環境をあらためて見直したうえで、先物取引を含むデリバティブ市場の本来の機能を考え合わせることができた。以上の考察から、30年前に実施された株価指数先物取引の開始が時宜を得たものであり、わが国経済ひいては国民生活に大きく寄与する意味を持つ決定であったと考えられる。

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。
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。
本資料の内容は、株式会社大阪取引所の意見・見解を示すものではありません。
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。