

# 『トレーディング環境の変化と運用アイデアについて』

岡三証券株式会社 森本 敏喜

## 1. はじめに

この「先物・オプションレポート」については、2003年から幾度か論じ、「日経 225 先物上場 20 周年に寄せて～展望と課題～」を書きあげた時など、株価指数先物オプションが上場したときからトレーディングに携わっている者として、感奮興起したものです。他の執筆者の方々は研究者の方も多く、実務者である筆者は、毎回アカデミックな記述にならないように、広い読者に向けた内容を考えておりましたが、なかなか難しく、テーマ設定で時間がかかったこともしばしば。今回は、思い切って運用、ディーリングのアイデアについて筆者なりの考えを記したいと思えます。これが読者の発想の何かの一助となれば幸いです。また、取引所システムの高速化対応に伴い、何かと話題になりますトレーディングの状況についても考察したいと思います。考察というより変遷になるかもしれませんが、読者の方にとってなにか参考になればという思いで展開したいと思います。また、80～90 年代の記述については、筆者が現在の会社に所属する前の経験についての記載となります。

## 2. トレーディング環境の変化

トレーディング環境の変化は、トレーディングシステムの発展をみるとよくわかります。今の 20～30 代の方は、実際の経験や見たことはないと思いますが、以前は、すべての発注業務を人が行っておりました。お客様からの注文を証券会社の営業員が電話、あるいは店頭において口頭で受けて、それを本店の株式部に社内電話（内線）で取次し、株式部員はそれを取引所にいる担当者に伝えて、取引所内の特定の場所に各社の注文を集約して取引が成約、約定させる手順です。この手順において、注文フローを「効率化」し「大量な注文処理」を実現するために、「システム化」と「ディーリング」が発展していったのです。

実は、この発展過程は、現在も継続しており、「ネットトレード」「FIX」「DMA」といったモノも、注文フローを「効率的に、且つ大量注文を処理」するために発展してきたモノで、1989～1992 年当時に、このビジネスに携わっていたものが予想していたものでした。筆者もそうですが、当時このビジネスに携わっていた者は、この過程を予想していた者が多く、この分野の発展に大きな貢献をしています。会社を起業した方、研究を行い発表している方、実はこの当時、現場にいた方が多いのです。

それでは、実際の発展の流れを確認しましょう。限られた紙面であることから、部分省略し、足りない部分もあり、御指摘をうける場合もあるでしょうが、御容赦願います。

前出のように、「効率的に、且つ大量注文を処理」できるようにというキーワードは、今にも通ずるものであり、「売上高・純利益」の拡大を考えてのことであり、その狙いにそって発展しております（今後もこのキーワードで発展していくのですが・・・）。限られた時間でより多くの売買成立を行いたいということから、「通信システム」、「注文付け合せシステム」などのシステム化が行われました。

電話での伝達であれば、話中、電話回線など諸問題があり限界があります。そこで、「オンラ

イン」化というものが発想されたのです。これは、たくさんある支店からの注文を支店にある端末から入力し、本店の株式部に注文集約される仕組みです。この仕組みは画期的であり、支店間の「公正・競争・公平」が機能し、各社が導入していったものです。また、この仕組みが発展したものが「DMA（ダイレクト・マーケット・アクセス）」であり、現在の状況は予想されたものであったのです。このDMAは最近のモノのように紹介されるようですが、90年代半ばからあったものです。次に、取引所のシステム化の発展についても確認すると、「立ち会い」から、「立ち会い銘柄」と「システム銘柄」に2分化されます。そこで、システム面からの経済合理性を考えると、前出の「オンライン」と取引所システムを接続し、「立ち会い銘柄」もシステム化すればという意見もでるのですが、そのシステム化が遅れた理由が2点あると考えております。それが「機関投資家」と「ディーリング」であります。そして、それを早めた理由は「先物オプション取引の導入」と「手数料自由化」であります。それぞれについて、まとめると、

「機関投資家」については、1990年代前半に筆者がホールビジネスを行っている時に、ある機関投資家から相談があり、「マーケットインパクト」と「広義のフロントランニング」について議論を行いました。当時、機関投資家の注文は大きなモノが多いことから、この2点の「コスト」議論がなされたのです。最後に一番の問題が「事務作業」のコストと限界でした。そこで、当事者としては、お互い不本意ではあったのですが、「バスケットのブロックトレード」という名称で、この取引形態の拡大につながったのです。これは、結果的には、マーケットに歪みを作ることになり、結果的にはコスト増になったと思うのですが、当時としては、致し方ないところがありました。ただ、この問題も、トレーディングシステムの発展とともに修正されてきたようです。それがなぜシステム化を遅らせる原因かという点、バスケット注文において、ブローカーコンペを実施することから、注文内容を証券会社に提示し、条件提示させて、発注先を決める工程をしていたことが挙げられます。この注文形態の初期のころは、FAXで行っており、相当な時間がかかっていたものです。また、これは現在にも言えることですが、発注するまでのシステム化、高速化が議論されるのですが、約定後の事務作業のシステム化が高速化されないと発展しないのです。すなわち、現在取引所のシステム高速化が議論されておりますが、事務作業の高速化と合わせて議論されないと、発展しないものです。この部分が、現在の日本株式市場の問題点のひとつと考えております（この議論を展開したいところですが、今回のレポートの趣旨にずれることから、割愛致します）。このトレーディングの拡大により、マーケット環境は変化してきました。

次に、「ディーリング」です。この部分について、業界ではあまりオープンにしなかったことから、整理がされなかった部分であります。その象徴が言葉でありましょう。「ディーラー」と「トレーダー」という言葉についても整理されずにきております。特にエクイティ、株式の世界では、いまだに統制されていない状況のようです。日本株式におけるディーリングの拡大については、2つのポイントがあります。一つは、「手数料自由化」でありこれはよく言われていることですが、「証券会社の自己売買は、委託取引を優先し、補完するものである。」というものがなくなってきたことにあります。これにより、ディーリングに特化した証券会社が増大したのです。このポイントも非常に大きなもので、マーケット環境を変化させたものであります。1980年代後半から1990年代前半にあった、前出の「効率的に、且つ大量注文を処理」を実現する過程で発生したディーリングの拡大が大きなポイントになっていると筆者は考えるのです。これは、経

経済における「需要経済」から「供給経済」の考え方といってもよいかもしれませんが、サプライサイドエコノミクスが流行った時期でもありますが、ディーラーが買い付け、それを提示し、営業員が販売する。これが行き過ぎて、「大量推奨販売問題」になったことも否めませんが、「効率的に、且つ大量注文を処理」するにおいては、効果的な業務フローになっていたのです。この業務フローの拡大によりシステム化の発展に差が生じ、トレーディングのシステムの発展にも大きな差が生まれていきました。このビジネスフローの時代にバブル時期と重なったこともあり、発展のスピードが劣化し、システム化の遅れが生じたというのが筆者の考えであります。ディーリング環境においては、このように約10年のサイクルで変化しております。この変化を早めに捉え準備した会社が利益を享受し、各社の後追いでピークを迎える。株式マーケットの波とリンクしているところもあるのではないかと思います・・・。

システム化発展の差については、「株価指数先物・オプション取引の導入」も要因として挙げられると考えております。一部の証券会社や機関投資家は、当初先物やオプションを独立した商品として取り扱っていたところもあり、これが、先物割高、裁定取引の拡大への要因のひとつになったと考えております。株価指数裁定取引も、当初手作業でしたが、もっと頻度をあげるため、執行スピードをあげるため、またかかる人員コストと事務作業を効率化するために、専用の発注システムが開発され、利用されるようになったのです。当時、日系証券では3~4名がパイオニア的にこのシステムを利用しており、その中に筆者もおり、このシステムの発展とマーケットの変化についてよく覚えております。この発注システムが発展し、今日のトレーディングシステム、ディーリングシステム、DMA、ネットトレード等につながっております。株価指数裁定取引とバスケットのブロックトレードの各社競争が、トレーディングシステムの技術発展につながり、その技術発展が今日の「ホールビジネスのトレーディングシステム」「手数料自由化後のディーリングシステム」「ネット証券のシステム」等に貢献し、「PTS」「ダーププール」「取引所システム」にも影響を与えております。

このように、トレーディングのシステムの変化を見ることで、マーケットの変化もみることができるのは、マーケットの変化が、トレーディングシステムの変化を求め、そのトレーディングシステムの変化がマーケットの変化スピードを早めていくのです。筆者が考えた、10年前のトレーディングシステムのキーワードは「オーダールーティング」でしたが、今は、「グローバルトレーディングとオートモニタリング」がキーワードだと考えております。

### 3. 運用のアイデア

限られた紙面で、トレーディング環境の変化を記しましたが、最後の5行で充分だったかもしれません。ただ、この当時のことについてまとめられている文献が少ないことから参考になればとも思います。

運用アイデアについて、筆者の考えるキーワードは2つ、「new comparison」と「micro-macro loop」であります。

「new comparison」とは、新しい比較基準の創造ということになります。アブソリュートリターン（絶対収益）が、ヘッジファンド的運用手法が拡大する中でポピュラーになり、特に「ロングショート運用」が注目され、この言葉がブームのようになりました。ロングショート運用といっても広義であり、個別銘柄のペアトレから、数十銘柄以上のバスケットニュートラルまで、

いろいろな組み合わせがあり、ロングショート運用の定義がわからなくなるぐらい広まったようですが、この数年においてロングショート運用のパフォーマンス格差が、拡大しています。これは、同じロングショート運用を行っているのに、プラスのパフォーマンスを出している運用者もいれば、マイナスの運用者もいる。これに対する筆者の考えは、比較するポイントにズレが生じていることを考慮していないと考えております。すなわち、企業自体の変化に気づいていない、考慮していない。そこに新たなトレードのアイデアが創造できると考えております。

次に、「micro-macro loop (マイクロ・マクロ・ループ)」について記したいと思います。このキーワードは、最近の考え方ではなく、以前からありました。しかし、なかなか研究が進まなかった分野でもあるのですが、トレーディングシステム、コンピューターハード・ソフトの発展、分析データの整備などによって今後、急速に拡充されると考えております。

この考えは、「マイクロである市場参加者の動きの集約が、マクロである市場全体の動きをつくり、そのマクロの動きがマイクロの市場参加者の動きを変化させていく、そういった循環でまた変化する。」ということで、よく相場解説に「森を見るのでなく木を見ろ」「木をみるのでなく森を見る」ということがあるが、筆者は「両方をみななければならない、そしてマイクロ・マクロ・ループについても考えなければならない」という主張であります。この考えはいろいろなものに活用できると考えております。

いろいろな意見もでしょうかと思いますが、具体的な話題を致しましょう。

#### ① 運用の銘柄分類を作る

指数構成銘柄等において業種分類がありますが、それにとられることに疑問があります。日経、東証の業種分類と異なる運用における分類を創造し、その分類の中でロングショートを構築する必要があるのではないのでしょうか。企業自体の変化によって、昔の業種分類の説明がしにくい状況を考えなければならないということです。

#### ② 外国株式と日本株式の比較基準を考える。

今、少しずつ拡大しているのはグローバルロングショート運用です。たとえば、韓国株式と日本株式の銘柄間ロングショート等が例に挙げられます。そこでポイントになるのが、異なる会計基準等をどのように合わせ、比較するか。アジア株式でのロングショート運用において、日本株式はターゲットになりやすいと考えております。理由は2つ、時価総額が大きい市場であること、マージン市場が発達していること。ここに取引所システムの拡充が加われば、3つの理由からターゲットになりやすい市場となるのです。その意味では、今後この分野のトレードは拡大されるでしょう。ゆえに、この新しい比較基準の創造が運用のヒントになると考えます。

#### ③ テクニカル分析技術の活用

単純なテクニカル分析の活用において、運用期間が長くなればどうしても精度が落ち、合わなくなるマーケット時期があります。利益が出ている時期があるが、長い期間運用しているとマイナスになってしまう。すなわち、すべてのマーケット環境に対応できない。そこでこの対応方法として、よく取り上げられるのが、

- ・運用の対象商品を変更し、収益の可能性のある商品で運用する。
- ・いろいろな取引商品、取引手法を拡充する。

等が挙げられるが、もう一段踏み込んだ対応方法として、

- ・期間や数値のパラメーターを固定にするのではなく可変にする技術を活用する。
- ・ティック分析を行い、日中のトレーディングを行い、オーバーナイトリスクを排除

この運用については、ティック分析が簡単にできるようになったことから可能になり、ディーラーの運用技術をシステム化し、新しい分析方法の創造も行われております。たとえば、価格の変化だけで方向性を予測するレベルから、売りや買いの板状況や、板の変化でマーケットの方向性を予測する技術なども研究されております。

その中で筆者は、「micro-macro loop (マイクロ・マクロ・ループ)」の考え方を取り入れ、マーケット分析、運用技術の向上に重要と筆者は考えております。また、今後、注目される研究成果に、「経済物理学」「人口市場」があると考えております。この分野の研究は以前からされておりますが、今後、分析データの拡充、分析システムの開発と発展によって、活用が拡大され、運用技術の向上だけでなく、業界の発展に貢献する可能性もあると感じておりますが、「micro-macro loop (マイクロ・マクロ・ループ)」の考え方を組み込むことが重要であり、今後の課題でもあります。

最後に、読者の方において、何か参考になる部分が少しでもあれば、筆者として喜びではありますが、参考にならなければ恐縮する次第であります。

(以上)