

2010年わが国デリバティブ市場の展望

大阪大学大学院経済学研究科教授
仁科 一彦

はじめに

本稿の目的は、新しい年におけるわが国デリバティブ市場の動向についていくつかの観点から展望を試みることである。デリバティブ市場を含む金融資本市場は日本経済という枠組みのなかで展開していくのであるから、以下では、検討の前提となる日本経済の中長期的な想定を述べ、そのうえでデリバティブ市場にどのような展望が開かれるかを考察する。なお考察に際して、デリバティブ市場が持つ国民経済的な機能と特性を強調する予定である。

日本経済の動向

わが国経済の中長期的な推移について検討するとき、前提となる環境要因としていくつかの基本的な事項が登場する。まず、世界的なグローバル化が着実にすすむことが指摘できる。この動きは企業や産業に世界規模での競争と構造変化を強いることになる。そのなかで日本経済は、人口構成の高齢化や、生産性は劣るが雇用や社会問題と密接な関係をもつ産業の動向等の問題をはらみながら、低い成長率ではあるが着実に拡大していくと考えられる。

経済の成長が金融資本市場の規模を拡張し、その機能を高度化していくことは間違いない。さらに、それにともなって経済活動の多様化と金融資産をはじめとする各種資産の蓄積が進むという、成熟した資本主義経済が持つ典型的な特徴が昂進することも忘れてはならない。それらの影響はさまざまな方面に現れるであろうが、金融資本市場とりわけデリバティブ市場には特に顕著に現れて、これまで以上に多様で複雑な金融契約を必要とするようになると思われる。

金融危機の影響

次に、デリバティブ市場に関する短期的な動向を検討する場合、まず登場するのが過去二年強にわたる金融危機の影響であろう。金融危機の発生は金融ビジネス全体に対する信頼を損ない、なかでもとりわけデリバティブ取引に対する非難は激しいものであった。危機の原因をデリバティブ取引にもとめる議論や、デリバティブ市場に関する厳しい規制を新しくもうけるべきであるという主張など

は記憶に新しい。しかし、それらの多くが誤解や曲解にもとづくものであり、メディアによって金融危機のスケープゴートにされたときえ思われるものもある。例えば、サブプライム・ローン(Subprime Loan)やクレジット・デフォルト・スワップ(Credit Default Swap)は、それまで不可能であったリスクコントロールとリスクシェアリングの手段を提供して、多くの経済主体に貢献したことは明らかであり、しかもこれらがデリバティブの利用なしには作成されなかったことも言うまでもないであろう。

デリバティブに関して、危機を招いた混乱の原因は、それらを悪用したビジネスと、リスク特性を見抜けなかった(あるいは見抜いていても無視した)投資家、さらには価格変動の影響を過小評価していた規制主体にあると考えられる。高名な経済学者の表現を借りれば、「犯罪にナイフが使われたから医者メスを規制する」類の愚行は避けなくてはならない。幸い2009年の後半になると、少なくとも欧米のメディアでは、デリバティブ取引に対する感情的な議論はおさまり、冷静さを取り戻しているように思われる。

2010年において求められるのは、そのような誤解や曲解から早く脱却することであるが、これまでの経験から類推する限り、金融資本市場を中心にしてわが国でデリバティブに関する正確な理解が進むためには、なお時間が必要であるようにも思われる。しかし一方で、デリバティブという言葉が人口に膾炙して、理解が徐々に広まるという方向にあることは間違いない。なぜなら、デリバティブを正しく理解して効率的に活用すれば、国民生活の向上に確実に寄与するからである。この命題はすでに随所で説明され、すくなくともデリバティブについて正確に知りたいと思う人々には受容されていると思われるので、これ以上の言及は控えることにする。金融危機の影響による短期的な後退や停滞はあっても、中長期的にはデリバティブに対する理解が進み、積極的に活用されていくものと思われる。

リスクコントロールの重要性

上述のように、グローバル化が進展し、通信や取引のスピードが劇的に上昇するビジネス環境において、企業はさまざまなリスクに直面するようになる。同様に、金融機関や家計には蓄積した金融資産の管理において新しいリスクに対処する必要が生じる。別の表現をすれば、多くの経済主体が採用するリスクコントロールの巧拙が、自らが享受できる経済成果(performance)を左右する度合いが増すといえよう。

それゆえ、ことさらデリバティブの効能を強調しなくとも、デリバティブ取引は自然に着実に増大していくと考えられる。一方で、もしデリバティブの主要な開発

者である金融機関が、高度のリスクコントロール手法を応用したブレイクスルーと呼ぶにあたいする商品を開発すれば、デリバティブに対する潜在的な需要を刺激して市場の急激な拡大につながる可能性もある。

例えば、最近の金融ビジネスにおける主要な柱のひとつに、いわゆるフィービジネスがあり、多岐にわたる豊富な内容がある。なかでも、デリバティブを利用したカスタムメイドの資金調達方法の提供が注目を集めている。これはM&AやTOBに付随して利用される場合が多いが、事業会社における一般的な資金調達に際しても利用される。

具体的な例としては、収益に占める原材料費やエネルギーコストの割合が高く、その市場価格変動から大きなリスクを被る企業に対して、原材料やエネルギーの価格変動と逆の、あるいは逆に近い変動条件を持つ金利で資金を調達するスキームを提供することがある。このスキームを採用すれば、調達企業は原材料リスクと金利のリスクを相殺する可能性を得られるので、全社的な収益のリスクコントロールに貢献できる。この方法は一般に全社的なリスクマネジメント(Enterprise Risk Management, ERM)と呼ばれるアプローチの重要な柱になっている。この種の調達スキームをさらに高度化して同時に低廉な費用で提供できれば、供給側のみならず需要者である企業にとっても大きな意義があることはいうまでもない。さらに、こうした調達方法が有力であることが理解されれば、金利や株式あるいは外国為替のデリバティブ市場をはじめとして、原材料やエネルギーのデリバティブ市場についても関心と理解が高まるであろう。

デリバティブ市場の革新性

さて、冒頭でも述べたように、デリバティブ市場について当を得た展望をするためには、デリバティブ取引の特性を正確に理解する必要がある。金融資本市場におけるデリバティブ取引は、一般の産業における技術革新に相当する意味を持ち、さらなる革新を支える基礎でもあると考えればよい。航空機やトランジスタあるいはコンピューター等のように時代を画した技術革新に匹敵する新しい仕組みが金融資本市場に登場したのである。

この技術革新は、基礎理論段階において十分に分析されるとともに迅速な応用にも成功するという特徴を、他の技術革新と共有している。さらに、導入当初は誤解や不安から逃れられないという側面も共有している。

こうした特徴をもつデリバティブ取引のこれまでの道のりは決して平坦ではなかったが、欧米の成熟した経済では、すでに正確な理解が広範に行いきわたり、活発に利用されていることは周知のとおりである。それに比較してわが国では、

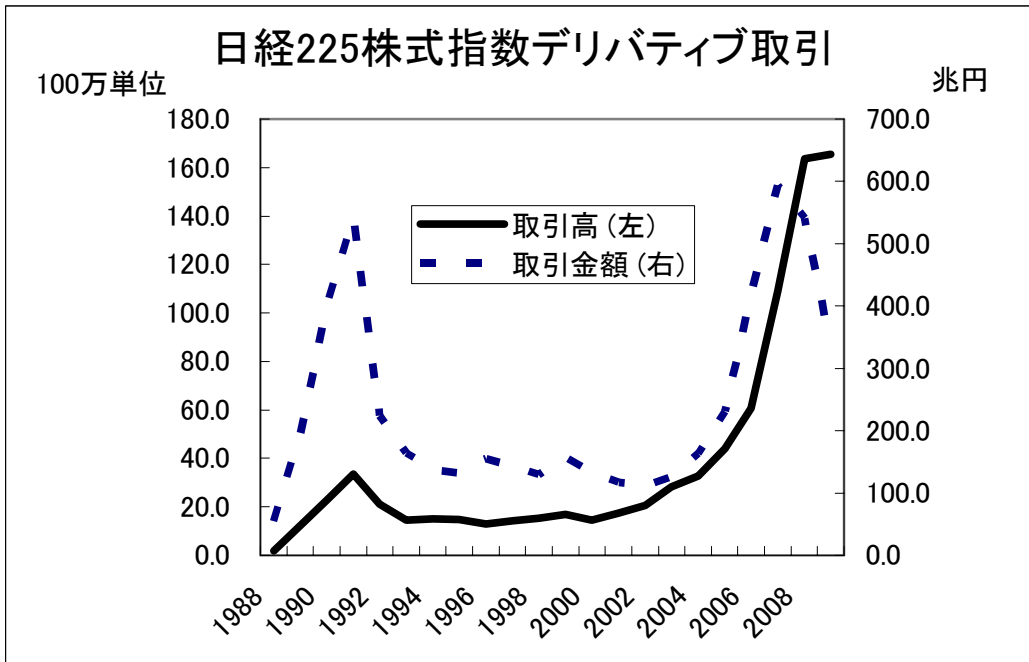
デリバティブ取引の浸透の程度が著しく遅れていると指摘されており、事実、メディアに取り上げられるデリバティブは、多くの場合にネガティブな意味合いをもっている。

ところが、参考に掲載したグラフによれば、わが国におけるデリバティブ取引の拡大は瞠目に値するものであり、デリバティブを設定する原資産の種類を問わず、過去20年間において非常に高率で成長してきたのである。この間の日本経済が未曾有の停滞に陥っていたことを考えあわせれば、その発展は特筆すべきものであるといえよう。

そのような事実にもかかわらず、わが国におけるデリバティブ取引の浸透が欧米諸国に比較して遅れていると指摘されてきた原因は、デリバティブの導入と利用における彼我のスピードの差にあるかもしれない。しかし冒頭でも述べたように、世界経済のグローバル化の進展とわが国経済の成熟はデリバティブ利用のスピードを上昇させることは明らかであり、デリバティブ市場の拡大傾向は強まりこそすれ、衰えることはないと思われる。

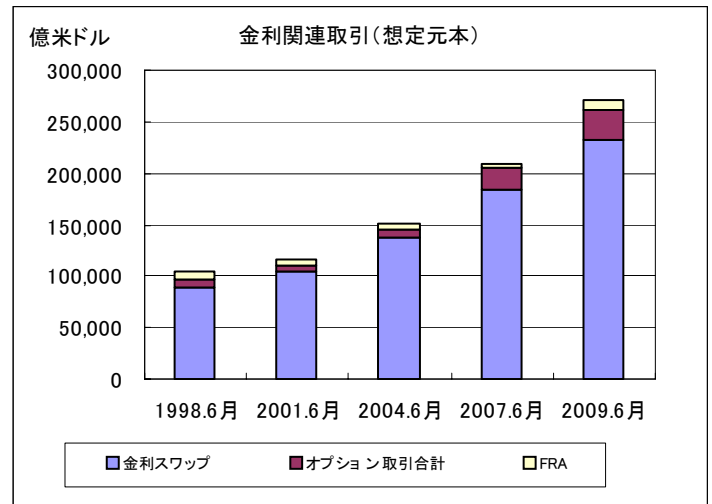
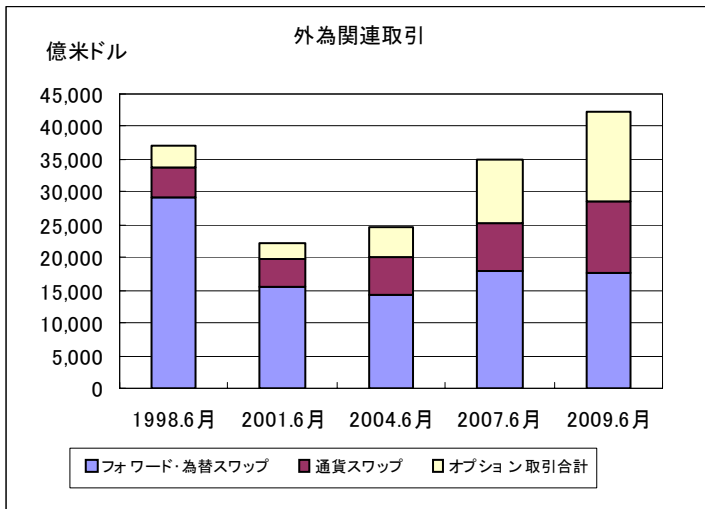
2010年がわが国デリバティブ市場にとっていかなる年になるかは不明であるが、上記の考察をふまえば、これまでの発展プロセスと反対の方向を示すとは考えにくい。むしろ金融危機の弊害を早急に除去して、デリバティブの正確な理解が浸透する方向に進むことを期待したい。ビジネスの世界はいうまでもなく個人や家計においても、大切な年金のリスク管理のためにデリバティブが重要な役割を果たすことが知れわたり、エネルギーや食料などの生活に密接に関連する財やサービスの価格変動が、デリバティブの利用によって抑制されることが理解されれば、デリバティブ市場を底辺から支えることになり、市場のさらなる発展につながるとと思われる。

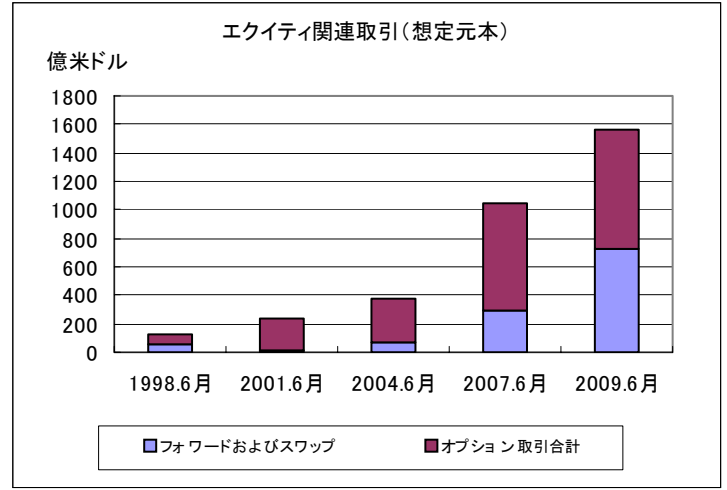
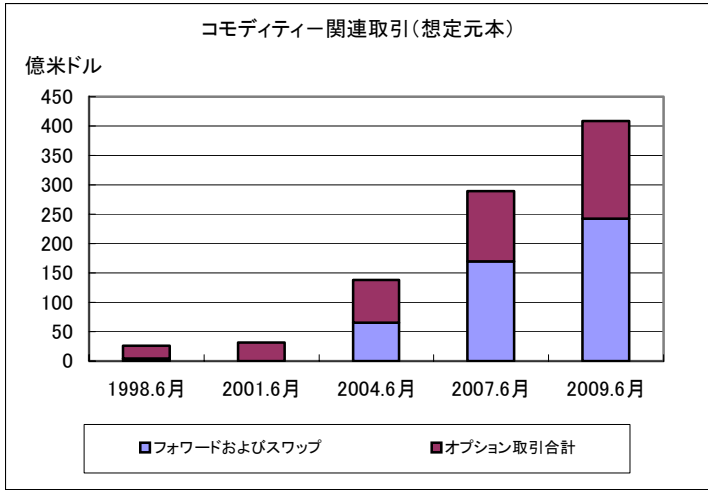
(参 考)



データ:大阪証券取引所

わが国の主要なデリバティブ取引 (OTC)





データ: 日本銀行