

# 2008年の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

本稿のテーマは、2008年のわが国デリバティブ市場について、国民経済の視点から展望を試みることである。新しい年におけるデリバティブ市場を展望する場合に、ベースになるのは次の三つの項目であろう。第一は2007年までの国内の主要なデリバティブ市場の足跡と最近の動き、第二は日本を取り巻く世界のデリバティブ市場の推移、そして第三は2008年以降に想定される日本経済とりわけ金融経済の動向である。以下ではそれぞれについて検討を重ねた上で、主題について考察することにした。

## 1. 国内デリバティブ市場

国際的にみて、わが国のデリバティブ市場が大きく後れをとっていることは論を待たない。具体的には、上場商品の種類や取引高あるいは流動性、とりわけ最も重要な経済活動における認知と利用の程度などにおいて、世界の先頭集団に属していないことは明らかである。かつては取引高において世界の頂点を極めたという足跡が語られるのみである。

さまざまな経済活動においてリスク・コントロールの標準的な手段であるデリバティブ取引がなぜ普及しないのか、国民経済の規模に比較してなぜデリバティブの利用が少ないのか、等について多くの議論が展開されている。それらをふまえてデリバティブ市場の振興や発展を図ることも重要ではあるが、経済理論によれば、多様で豊かな経済生活を支えるためにデリバティブ取引は不可欠の道具であるから、自由な経済システムでは自ずから発展し、拡充していくとも考えられる。

そのような論理に立てば、本稿で必要なのは、デリバティブ市場を形成する各主体の姿勢や行動に焦点を当てて考察することであろう。すなわち、市場を設営し管理する取引所、行政府、金融機関ならびに一般投資家という、4つの主体のデリバティブに対する取り組み方を観察し、検討することである。

各取引所にとっては、需要の見込めるデリバティブ商品を上場して、高い流動性を確保することによって安定的な取引を実現するのが目的であることは言うまでもない。この姿勢は過去においても将来においても変わりはないはずである。後述するように、世界の各取引所が、デリバティブの標準品をたずさえ

て世界市場のセンターとなることを目指すなかで、わが国の取引所のみが内向きで、小さなパイの取り合いに甘んじるとは思えない。すでにいくつかの取引所では、新しい上場商品の開発と効率的な取引システムの構築、さらに、それらをたずさえたうえでの、海外も含めた潜在的な投資家の参加を求める動きなどが進められている。こうした動きは 2008 年にかけて拡大することはあれ縮小することはないと推察される。

デリバティブ取引のルールを作り監視して規制する行政は、わが国の場合ことさら保守的であり、経済の新しい動きを反映して制度化するのに長い時間を要している。その象徴が、デリバティブ取引の所管を原資産取引の所管に固定させて、個別に管理していることである。その他の問題も含めて、わが国デリバティブ市場の国際的な遅れが、行政の姿勢に起因する部分が多いことは否定できない。しかしこうした旧習も徐々にではあるが改訂の方向に向かっていることが認められ、いわゆる「総合取引所構想」にみられるように、将来に向かって新しい動きの出ることに期待が持てるのではなかろうか。

金融機関と事業会社にとってデリバティブはビジネスの必需品であり、その重要性はこれからいっそう高まるという理解が一般的であろう。参考に掲げたグラフを見ても、データの観察期間はわが国経済が停滞していたにもかかわらず、各種デリバティブ取引は著しく拡大している。あらゆる経済主体の資金調達と運用に関わるサービスを提供するために、デリバティブの利用は欠かせないのであるから、その開発と利用をめぐる競争はすでに始まっている。

2008 年とそれ以後を見越して特に強調したいのは、膨大な蓄積額に達している金融資産の管理や運営を担うサービス産業が発達して、デリバティブ取引に対する需要が拡大すると思われることである。いわゆる資産管理ビジネスが、競争的な環境において安価で良質のサービスを供給することは国民経済の観点から望ましいことは自明であろう。たとえば、200 兆円を超える世界最大規模の公的年金の管理と運用が、デリバティブ取引を利用せずに効率的に行われるとは考えられない。

ただし、これからの資産管理サービス産業は、高度のスキルを持つ人材と先端的な情報機器を備えた、一種の装置産業になると考えられるから、短期間のうちに急速に拡大するのは困難であるかもしれない。その場合は、経験を積んだ海外の金融機関がわが国に進出して、デリバティブ取引も海外の市場を利用する可能性もある。

個人や家計という投資家のデリバティブ取引に関する意識が急激に変わるとは思えないが、一部の投資家においては、リスク感覚が発達してこれまでより合理的な投資行動をとる動きは認められる。国民経済全体からみると、個人や

家計がデリバティブを理解して積極的に取引を進めるのではなく、上記のように、資産管理サービス産業が発達して個々の需要に応えるのが望ましいと思われる。すなわち、資産管理ビジネスが個人の多様な需要を的確に把握して、より高度のデリバティブ取引を設計し、行政はそれらを速やかに承認して実施に結びつけるというプロセスが、デリバティブ市場の発展を促すと考えられる。

## 2. 世界のデリバティブ市場

過去数年、世界の主要な金融と証券の市場は、提携や合併を含む経営形態の激しい変化を経験してきた。おそらく現在においても、この動きは収束したとは言えないであろう。その最大の原因が、デリバティブ市場をめぐる戦略にあることは周知のとおりである。

現物取引が、規制や伝統あるいは地理的条件によって、簡単に国境を越えることができないのに対して、デリバティブ取引は、標準品であることを確立すれば、容易に世界規模の取引所を実現できるのである。しかし一方で、たとえ他を圧する取引規模を誇る取引所でも、より効率的で需要に合致した手法やシステムを採用した競争相手が出現すれば、優位性を維持するのが困難であることも知られている。こうした特性は、すでに代表的な取引である外国為替や欧米の国債のデリバティブ、あるいは原油を含むコモディティのデリバティブ取引に現れている。

新しい取引手法を開発すると同時に組織を拡大して世界の市場シェアを獲得するという戦略は、一般の産業において、新商品の開発やM&Aを利用して市場における優位な地位を追求するという企業行動と変わりはない。別の表現をすれば、世界のデリバティブ取引所は、競争の激しい先端産業と同様の状況に置かれているのである。

応用経済学の一分野である産業組織論では、「市場経済を支える価格は、もっとも典型的には取引所のような市場で形成される。この価格は参加者の信頼を得て、経済の資源配分を決定する。それゆえ、価格は公正でなければならない、しかも取引の場所は競争によって常に効率性を高める必要がある」と説く。

したがって、現代経済の象徴であると同時に必需品でもあるデリバティブの取引所は、激しい競争にさらされるというビジネスの側面と、信頼される価格を形成するという公共財供給の側面を兼ね備えているのである。この宿命ともいべき本質のバランスを取りながら、デリバティブ市場が発展していくことが国民経済に貢献するのである。この観点からみると、前述したように、政府が世界のデリバティブ市場の動きを真剣に受け止めて「総合取引所構想」を掲

げたのは時宜を得ており、好ましい動きであると言えよう。

### 3. わが国金融経済の動向

これからの日本経済が急激に力強い拡大に転じる可能性は少ない。長期的な好景気を続けているとはいえ、過去の好況期とは異なり非常に低い成長率であり、内容もさまざまな問題を抱えた状況にある。2008年以降に想定される施策と、企業活動の環境条件を考慮すると、わが国経済は脆弱な部分を内包しながら、いわゆる足踏み状態を続けると見るのが一般的であろう。そのなかで、これまでと同じように、貿易が経済活動の重要な柱であることに変わりはないと考えられる。貿易の拡大は、それに伴う知識やノウハウを発達させるから、外国為替や金利のデリバティブ取引に対する需要をこれまで以上の速度で増加させる。

想定される経済の停滞にもかかわらず、注目しなければならないのは、家計に蓄えられた世界でも屈指の金融資産高の存在である。これも前述したことであるが、膨大な金融資産残高を管理し、運用するサービス産業が発達して拡大することは間違いない。

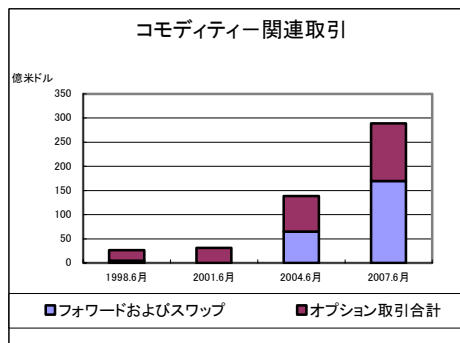
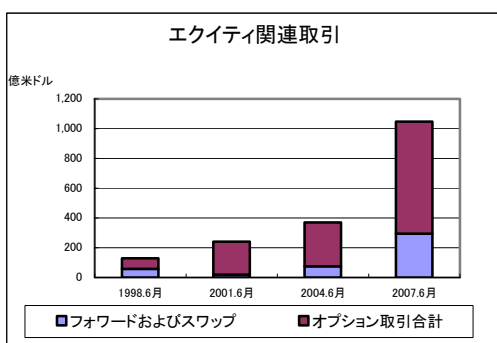
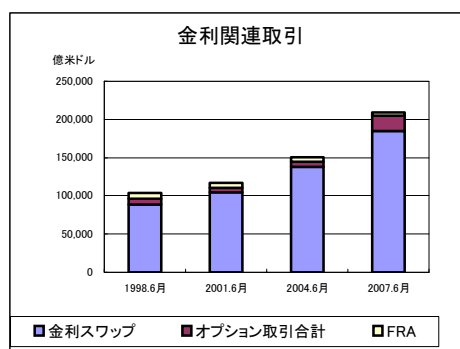
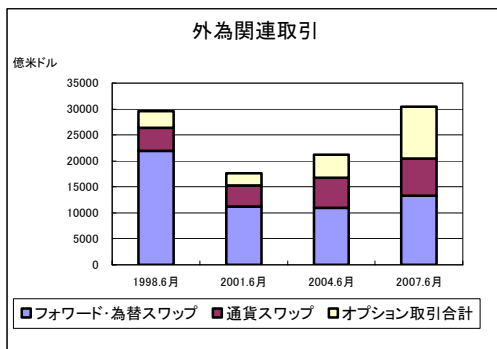
すでに、資産運用のパフォーマンスに関する話題が、賃金上昇率の報道と同程度あるいはそれ以上の関心を集めていることは、資産管理ビジネスが国民生活の充実に大きな影響を与える可能性が理解されつつあることを示唆している。さらには、わが国経済が停滞すれば国内の有利な投資機会も減少すると考えて、積極的に海外の金融証券に対する投資を進める個人も増加している。その場合でも、信頼できる資産管理ビジネスに対する需要は拡大する。このような背景のもとで、さまざまなリスク・コントロールをはじめとする、いわゆるポートフォリオ・マネージメントに関する正確な知識が浸透すれば、本格的な資産管理産業の発達期を迎えるであろう。そこで重要な役割を果たすのが、デリバティブ取引であることは繰り返す必要はないと思われる。

日本経済の大幅な拡大が望めない状況でも、個々の企業が競争にさらされながら成長を目指すことに変わりはない。競争下で成長を実現するための戦略は多様であるが、重要な選択肢の一つに海外進出あるいは世界戦略と総称される行動があることはよく知られている。それらの詳細に立ち入ることは控えるが、資金の調達や貿易の決済を含むほとんどの取引において、外国為替や金利あるいは商品価格の変動に関するリスクの対処が求められることは明らかである。

すでに日本企業は海外ビジネスを広範かつ積極的に進めており、多面的なリスク・コントロールの経験も蓄積している。将来にわたってこの展開が一層進

めば、より高度のデリバティブ取引を必要とするであろう。ビジネスにおける必要性の上昇は、必然的に先端的なデリバティブ取引に関する理解を促進することになり、対応するデリバティブ市場のインフラの整備を通して、実際の取引も拡大すると考えられる。

以上、いくつかの側面からわが国デリバティブ市場をめぐる状況を検討した。総じて、デリバティブ取引の需要と供給ならびに環境条件が急速に充実しており、近い将来に向けてさらなる発展が期待できるという認識を強くする。2008年が具体的にどのような進展をみせるかは不明であるが、いずれの側面においても、もはや後退はないと断言してよいのではなかろうか。



(日本銀行金融市場局、2007年10月)