

日経 225 先物取引の発展の中で —ディーリングが果たす役割—

ばんせい証券株式会社
トレーディング本部長
廣重 勝彦

1. マーケットが機能するために

日経 225 先物は取引開始から 20 年を超えたが、なお発展し続けている。2006 年 7 月に始まった日経 225mini も拡大の一途である。さらに、日経 225 先物のイブニング取引が始まって 1 年が経過したが、その存在感は急速に高まっている。

では、日経 225 先物取引のこの隆盛の背景にはなにがあるのだろうか。

<先物取引の主役>

株式先物市場の基本的な機能は、リスク・ヘッジ手段の提供にある。さらに、同市場は国民の資産形成のための新たな運用手段を提供する役割も担っている。ただし、これらの目的を達成するためには、3 種類の市場参加者の存在が不可欠である。すなわち、現物株式のリスクをヘッジするために取引を行うヘッジャー、価格変動に着目して利益の獲得を目指すスペキュレーター（投機家）、そして現物と先物のさやをとるアービトラージャー（裁定取引業者）である。

なかでも、先物市場における主役はスペキュレーターといえよう。というのも、投機が先物市場に流動性を与えるからだ。現物株式のリスク・ヘッジのために先物を売ろうとしたときに、その売り注文に直ちに応じる買い注文がなければならないが、その主体が投機家である。

一方、現物市場と先物市場が連動しなければ、先物が現物株式のヘッジの役割を果たすことはできない。この現物と先物の連携を生み出すのがアービトラージャーである。先物価格が現物価格からみて割高ならば、現物買い・先物売りの裁定取引を入れ、逆に先物価格が現物価格に対して割安となれば、現物売り・先物買いの裁定取引が実行され、現物・先物間の連動性が担保される。そして、この裁定取引のカウンター・パーティー（相手方）もまた投機である。

一般に、ヘッジや裁定取引が論理的な、あるいは合理的な意思決定に基づく投資行動とみられているのに対して、投機は株価などに対する予想（思惑）に基づく売買であり、不合理な意思決定による単なる金儲けの一種として、批判的な見方がなされる場合が少なくない。たしかに、投機の中には不合理な部分がないとはいえないが、逆にそうでなければ論理的な裏づけのある裁定取引やヘッジ取引のカウンター・パーティーにはなれないという側面がある。仮にすべての参加者が合理的とされる理論の下に行動するならば、そもそ

も売り手と買い手に分かれることはない。将来の株価予測にかけるといって一見不合理な行動（投機）がなされることで市場に流動性が生まれ、市場の機能が果たされているのである。

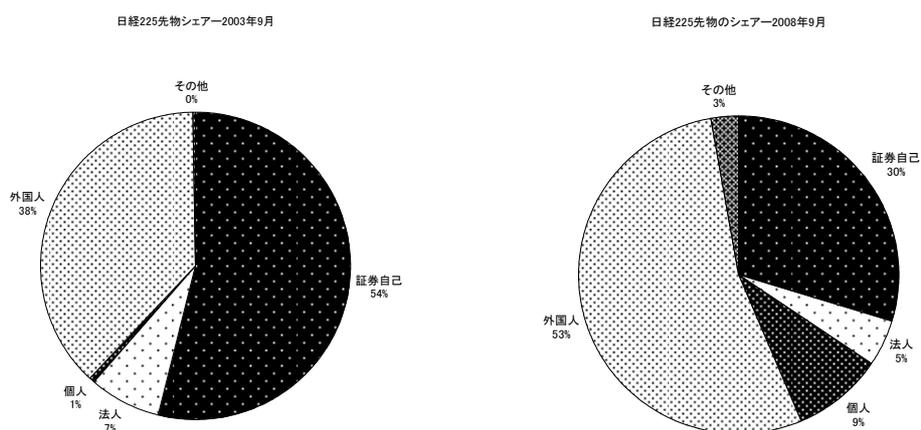
2. 日経 225 先物取引の拡大の背景

<流動性を付与するディーラー>

したがって、日経 225 先物の取引が拡大した背景を探るとすれば、それは日経 225 先物取引でだれが投機を活発化させたかを明らかにすることとなる。

結論からいえば、日経 225 先物取引において投機家の役割を果たしたのは証券会社の自己売買部門であり、ディーラーがマーケットに流動性をもたらした市場に活力を与えてきたのである。そこには日本経済の大きな変動が影響している。1990 年のバブル崩壊により長期の下落相場に転じたことにより、証券会社の経営は大きな転換を迫られた。その中で、株式先物を中心とするディーリング業務が脚光を浴びることになった。株式先物の売買は、株価の上昇局面・下落局面のいずれにおいても、利益を獲得する可能性（損失が発生する可能性）があるためである。長い期間にわたる下落相場が、株式先物取引に自己売買を呼び込み、マーケットの流動性を高めていった。

もっとも、ここには時代とともに変化が見られる（円グラフ「日経 225 先物シェア」2003 年 9 月、2008 年 9 月参照）。2つの円グラフは、2003 年 9 月と 2008 年 9 月における、日経 225 先物取引（いわゆるラージ）の投資主体別の売買シェアである。これによれば、5 年前には 54% だった証券自己のシェアは現在 30% にまで減少している。これに対して、5 年前には 38% だった外国人のシェアは直近では 53% にまで拡大した。この点では、証券自己と外国人の立場が逆転している。それでも、証券自己のシェアはなお高く、市場に流動性を与える役割を引き続き果たしているといえよう。



3. 現在のディーリング業務

<証券会社におけるディーリングの役割>

では、ディーリングはどのような業務なのか。それは、証券会社が自己資金を使って株

式や債券あるいは派生商品を売買し、それによって売買益を獲得することを目的とする業務である。証券会社の主な業務としては、証券の委託売買業務（ブローカー）、引受業務（アンダーライター）などがあるが、それと並ぶ主力業務とされている。そのメリットは、ブローカー業務が株式市況に大きく影響されるのに対して、ディーリングはそのような環境に左右されにくいということである。株式が長期の下落トレンドにある時などは、株価の値下がりが続くために株式の委託売買業務、すなわち証券セールスは一般的には振るわない。これに対して、ディーリング業務は、数日間程度の短期の売買や、さらに短い時間における売買を行うことで、このような状況下においてもコンスタントに利益をあげることが可能だ。加えて株式先物取引では、株価の上昇方向・下降方向のいずれにおいても利益獲得の機会がある。したがって、ディーリング業務は、株式市況の影響を直接的に受ける証券会社の経営において、そのバッファー（緩衝器）の役割を果たすことが期待されている。

<ディーリング業務の実態>

さて、このようなメリットがあるディーリング業務ではあるが、それはあくまでもディーラーが利益をあげることが前提にある。しかし、効率的なマーケットにおいては、ディーラーだから儲かるという保証は一切ない。むしろ、現在ではディーラーであるために、利益を獲得することが難しいという側面さえある。

かつて、発注のスピードという面で、ディーラーが有利といえる時代があった。電話が情報の伝達手段として主流だった時代。証券会社の顧客が注文を出すには、電話で営業担当者呼び出し、取引価格、取引枚数、売買の別や取引条件などを指定することになる。担当者は伝票にそれを記載した上で、取引所端末に注文を入力する。その後約定が確認されれば、顧客に電話をかけて売買が成立したことを伝える。これに対して、ディーラーは売買の意思決定をしたならば、伝票の記載とほぼ同時に取引所端末を通じて発注ができた。この点では、顧客よりも有利であったといえよう。もっとも、常に容易にマーケットにアクセスできることが良いパフォーマンスに直結するかどうかは疑問もある。ディーリングの実務経験からすれば、アクセスが容易であることは安易な売買にもつながり、パフォーマンスの劣化をもたらすという副作用もあるからである。

<難しくなったディーリング業務>

しかし、IT革命によるコミュニケーション手段の劇的な変化により、ディーラーのこのような優位性は失われた。証券会社の顧客は、インターネットを使えば、マーケットに対して証券会社のディーラーと遜色のないアクセスを行うことができる。実際、株式先物市場における個人投資家の存在は急速に拡大していることが、それを証明している（先の円グラフを参照）。その結果、先物取引における収益機会は、証券ディーラーから個人などに移転し始めている。

それだけでなく、証券会社のディーリングについては極めて厳重なファイア・ウォールが設定されている。ディーリング部門は営業などを含む他の部署とは隔離された場所にあるため、証券会社の内部にあることによるメリットは全くない。さらに社外の情報等に対するアクセスも限定されていることから、それが自由である一般の投資家に比べて不利な状況に置かれているときえいえる。

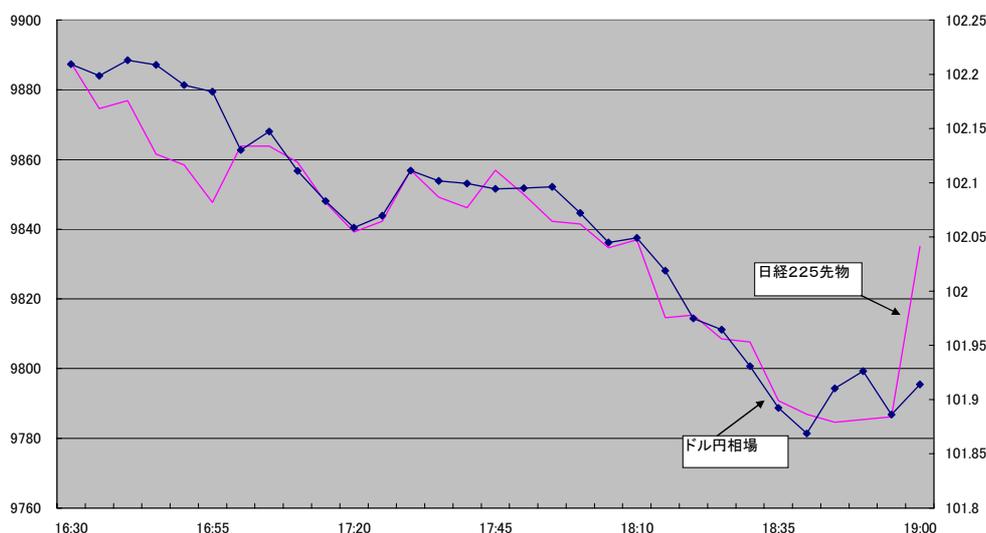
そのため、マーケットや情報へのアクセスという点では、ディーラーは一般の投資家となんら変わらない。それどころか、機関投資家だけでなく、世界的な規模の情報を収集・分析し、巨額の資金を動かすヘッジ・ファンドの存在感が強い現在のマーケットにおいては、ディーラーが常に利益を獲得するのは至難の業といえる。

＜一体化するマーケットの中で＞

一例として、日経 225 先物のイブニングセッション（夕場）の動きをみよう（株価グラフ「日経 225 先物イブニングと同時時間帯のドル円相場」参照）。日経 225 先物取引は午前 9 時から同 11 時まで、午後 0 時 30 分から同 3 時 10 分まで、そして同 4 時 30 分から同 8 時までの合計 8 時間 10 分の取引が行われている。このうち、イブニングセッションは 3 時間 30 分だから、全取引時間の 4 割強を占める。ところがこの時間帯における相場は、日本の株式市場以外の材料を主たる変動要因としている。

グラフで示したのは、日経 225 先物の午後 4 時 30 分～午後 7 時までの値動きと、同時時間帯におけるドル円相場の動きである。期間は 9 月 22 日～10 月 21 日の 1 か月間であり、5 分ごとの終値を用いている。一見して明らかなように、両者の動きの方向やその程度は極めて似通っており、この時間帯における両者の価格には強い相関がみられた。この期間が金融危機や世界景気の悪化懸念などにより、株式・債券や為替などの各種市場の連動性が高まったという特殊事情はある。しかし、そうであったとしても、日本国内の証券会社のディーリング業務という枠の中ではとらえにくい事情により、日経 225 先物の価格変動が起こっているのである。その意味においては、すくなくともイブニングセッションにおいて、ディーリングが優位な立場にいるということはできず、むしろ逆境の中にあるときえいそうだ。

日経225先物イブニングと同時時間帯のドル円相場
(2008年9月22日～10月21日)



<進化するディーリング>

そういった環境の悪化のなかでも、なおディーリング業務は進化し機能し続けている。その原動力は、まずディーラー個人々の能力に求められる。

情報については、インターネットなどを通じてあふれるほどの量に接することができる。そのため、情報そのものに以前ほど大きな価値はない。誰もが知りうるとすれば、そこに利益獲得の源泉はないからだ。また、売買手法についても、情報処理技術の発達により競争が激しく、他者よりも有利なものを見出すことは簡単ではない。

そのため、ディーリングの巧拙は、ディーラーの内的能力に負うところがますます大きくなっている。すなわち、ディーラー自身の精神的な強靭さやモチベーション強さ、そしてプロフェッショナルとしての意識を確立しているかという面が重要になっている。

このような人的側面に加えて、ディーリングがなお機能しているもう1つの要因として、厳格なリスク管理の存在があげられる。ディーリングの現場においては、ディーラーごとに取引限度額やロスカットのルールが設定される。これにより、期待収益に対して負担するリスクの最適化が計られる。さらに、会社の規則としてディーラーにそれを厳格に守らせることにより、ディーラー個人々人だけでなく、ディーリング部門そのものが、投資ルールに基づいた合理的な行動をとることになる。その結果として、長期にわたって利益を積み上げ、本来求められる証券会社の経営を安定化させる意義を果たすことができるのである。

<ふたたび流動性の供給者として>

このようにして、活発にディーリングが行われてきたことで、株式先物市場の流動性が維持された。その結果、ヘッジなどを有効に機能させることが可能となり、経済全体のリスク管理に寄与することができた。また活発な売買により形成される価格は、いまや日本経済の指針になっている（価格発見機能）。

マーケットを機能させるために必要な流動性を確保するという事は容易なことではないが、日経 225 先物市場においてはディーリング部門がこの役割を担ってきた。とはいえ、それは決して安泰というわけではなく、つねに新たな市場参加者の出現などによる淘汰の波を受けなければならない。それでも、ディーリングはあらたな時代に適応するべく進化し続け、流動性の供給という最も重要な役割を果たし続けるだろう。

(以上)