

解 説

日本におけるデリバティブ取引の 状況と海外投資家の動向

東京国際大学 商学部 教授
渡辺 信一

1 はじめに

2005年3月に、BISが3年ごとに実施している、デリバティブに関する調査結果の最終報告がまとまった。BISでは、デリバティブ取引に関して、2種類の定期的調査報告が実施されている。3年に一度行われる「外為・デリバティブ・サーベイ」と、半年に一度行われる「吉国委統計」である。前者は、世界各国・地域の金融機関約1,200先(2004年度実施分、日本の金融機関88社を含む)を対象に、主に取引高と残高を調査するもので、後者は、主要先進国の主要金融機関61社(直近では、2005年度6月末、日本の金融機関13社を含む)に対して、主に残高を調査するものである。以下では、前者の報告書に基づく分析を行う。

本稿で、前者に基づいて分析を実施する理由は、1つには、想定元本を表す残高よりも、1日当たりの取引高を比較した方が、デリバティブ取引の実態により近いと思われるからであり、1つには、3年ごとの調査結果を分析することで、長期的なトレンドが明確になると考えられるからである。

あらかじめ、主な結果を述べておくと、第一に、世界的には、2004年度は、スポット取引やフォワード取引が増加した。これは、為替のトレンドが安定し、かつ、高いボラティリティがあったためヘッジ取引が容易であったこと、また、「リアル・マネー」の投資家や「レバレッジ投資家」(説明は後述)が、為替自体を投資対象と考える投資手法を導入した結果、現物に対するニーズが増加したことが背景にある。第二に、ヘッジ・ファンドや商品先物会社の増加に伴い、報告対象金融機関と非報告金融機関との取引が増加した。第三に、銀行の合併が続き、各国市場で、主要プレーヤーによる寡占化の傾向が続いている。日本市場の特徴としては、第一に、為替スワップの取引高が相対的に多いこと、第二に、外国金融機関のシェアが外国為替取引で50%以上、OTCデリバティブで70%以上あること、があげられる。

なお、外国為替取引は、ブローカー取引、DD(直接取引)、対顧客取引(インターバンク取引)に類別される。このうち、為替スワップ取引は、外国為替直物取引とフォワード取引(先渡取引)を同時に行う取引で、主に、ブローカー取引、DD取引、対顧客取引のいずれかで約定される。

また、以下の分析では、外国為替取引には、為替のス

ワップ取引、アウトライト・フォワード取引、為替スワップ取引が含まれ、OTCデリバティブ取引には、外国為替取引として、アウトライト・フォワード取引、為替スワップ取引、通貨スワップ取引、通貨オプション取引、金利取引として、FRA(金利先渡)、金利スワップ、金利オプション取引が含まれる。

2 世界、および、本邦市場におけるデリバティブの取引状況

1 外国為替の取引高(世界)¹

はじめに、世界全体における、外国為替取引の状況を見てみよう。分析対象は、2005年4月の月間平均1日当たり取引高である。3年前の調査と比較して、1日当たりの取引高は、57%増加した。1日当たり、1.9兆ドルの取引高であった。各国通貨がドルに対して増価したという為替の影響を除いても、前回調査よりも36%増加した。これは、1998年から2001年にかけての下落(1.5兆ドル→1.2兆ドル)を上回る増加となった(図表1参照)。

これについてBISでは、2001年から2004年にかけての為替のトレンドが安定していたことと、高いボラティリティがあったため、モメンタム取引が多く、このことが、ヘッジ取引の高い取引高につながったと見ている。また、各国間に金利差があることが、低金利国で借入れを行って、高金利国に投資するキャリー・トレードの増加をもたらしたと見ている。この結果、例えば、低金利のドルで調達して、高金利のオーストラリアドルに投資すると、後者が増価する傾向にあった。さらに、世界中で、金利を求めるマネーの動きがあった。いわゆる「リアル・マネー」と呼ばれる年金、保険、事業会社の財務担当者や、「レバレッジ投資家」と呼ばれるヘッジ・ファンドや商品先物投資顧問会社(CTAs: Commodity Trading Advisers)が、外国為替を、株式や債券に替わる代替的な投資対象と考えるようになったことも、取引高が増えた要因であるとしている。これらの要因は、1998年から2001年にかけての減少要因であった銀行合併や電子取引の増加、世界的な企業統合の動きを打ち消すものであった。

商品別に見ると、全商品で増加したが、特に、目立ったのは、スポットとフォワードであった。為替スワップと比較して、これらの商品の取引高が増加した背景には、ヘッジ需要を上回るモメンタム取引やキャリー・トレードの影響があるとBISは見ている。特に、この減少は、1992年以降のスポット取引が減少して、スワップ取引が増加する傾向と反するものである。

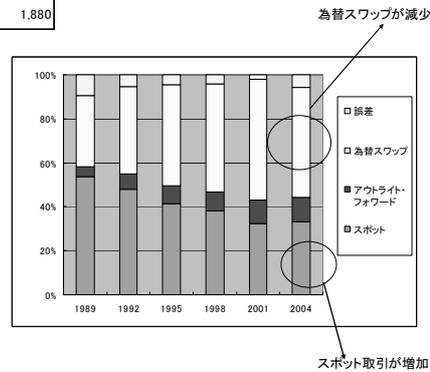
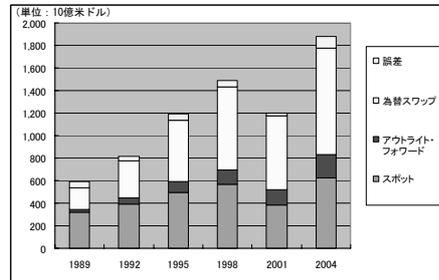
取引の相手先別のシェアの分析では、報告対象金融機関と非報告金融機関(図表2では、「金融機関(非報告先)」

¹ 以下、データは、BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004 - Preliminary global results", September (<http://www.bis.org/publ/rpfx04.htm>), および、BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2005", March (<http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm>) に基づく。

図表 1 外国為替市場の取引高 (世界)

外国為替市場の取引高(世界) (4月の1日平均、10億米ドル)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004
スポット	317	394	494	568	387	621
アウトライト・フォワード	27	58	97	128	131	208
為替スワップ	190	324	546	734	656	944
誤差	56	44	53	60	26	107
合計	590	820	1,190	1,490	1,200	1,880
2004年の為替レートで計算	650	840	1,120	1,590	1,380	1,880



(出典 : BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2005", March (<http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm>), p. 5に基づき筆者作成)

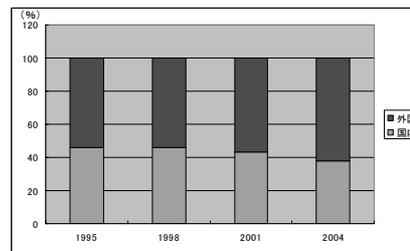
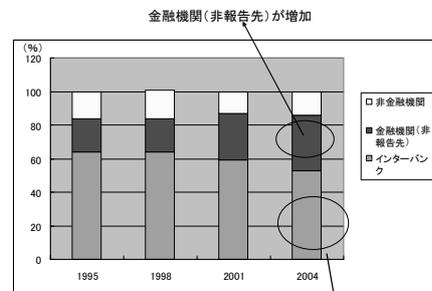
と表示)との取引が増加した(28%→33%)。具体的には、年金や保険会社といった機関投資家の他、ヘッジ・ファンド、商品先物会社、ファンド・マネジャーとの取引が増加した。これは、ヘッジ・ファンドが減少し、ファンド・マネジャーが主体となった前回と対照的な結果であった。また、報告対象金融機関どうしの取引(図表2で

は、「インターバンク」と表示)も増加したが、シェアは59%から53%に下落した。背景には、銀行合併、インターバンク市場での電子取引の増加がある。報告対象金融機関と非金融機関との取引は、13%から14%に増加した(図表2では、「非金融機関」と表示)。

図表 2 外国為替市場の相手先別取引高 (世界)

外国為替市場の相手先別取引高(世界) (パーセンテージ)

	1995	1998	2001	2004
インターバンク	64	64	59	53
金融機関(非報告先)	20	20	28	33
非金融機関	16	17	13	14
国内	46	46	43	38
外国	54	54	57	62



(出典 : BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2005", March (<http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm>), p. 6に基づき筆者作成)

通貨の相手先では、ドル(89%)、ユーロ(37%)、円(20%)、ポンド(17%)の順(いずれも200%基準)。通貨の組み合わせでは、ドル/ユーロ(28%)、ドル/円(17%)、ドル/ポンド(14%)の順であった。エマージング市場の通貨は、4.5%から5.2%に微増した。

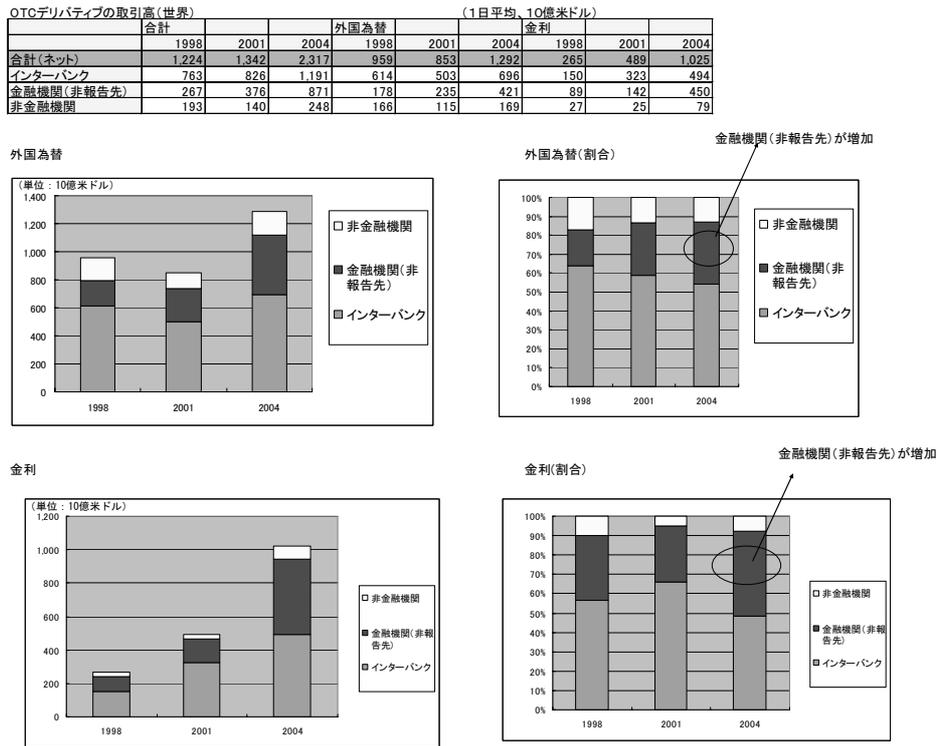
今回の特徴として、多くの国で、75%のシェアを占める銀行の数は減少した。したがって、このようなマイナス要因を上回る増加要因があったということになる。

地理的要因では、イギリス(31%)、アメリカ(19%)、日本(8%)、シンガポール(5%)、ドイツ(5%)、香港(4%)、オーストラリア(3%)、スイス(3%)となった。

2 OTCデリバティブの取引高 (世界)

続いて、世界全体の、OTCデリバティブ(外国為替デリバティブ、および、金利デリバティブ)の取引状況を見てみよう。BISの最終報告によれば、2004年4月のOTCデリバティブの1日当たりの取引高は、2,317(10億米ドル、国内、海外での2重計上修正後)で、前回よりも73%増加した。為替レートを一定としても、51%の増加であった。内訳は、外国為替関連の取引が489(10億米ドル)から1025(10億米ドル)に110%増加し、金利関連のデリバティブが前回の853(10億米ドル)から51%増加して、1,292(10億米ドル)となった(図表3参照)。

図表3 OTCデリバティブの取引高(世界)

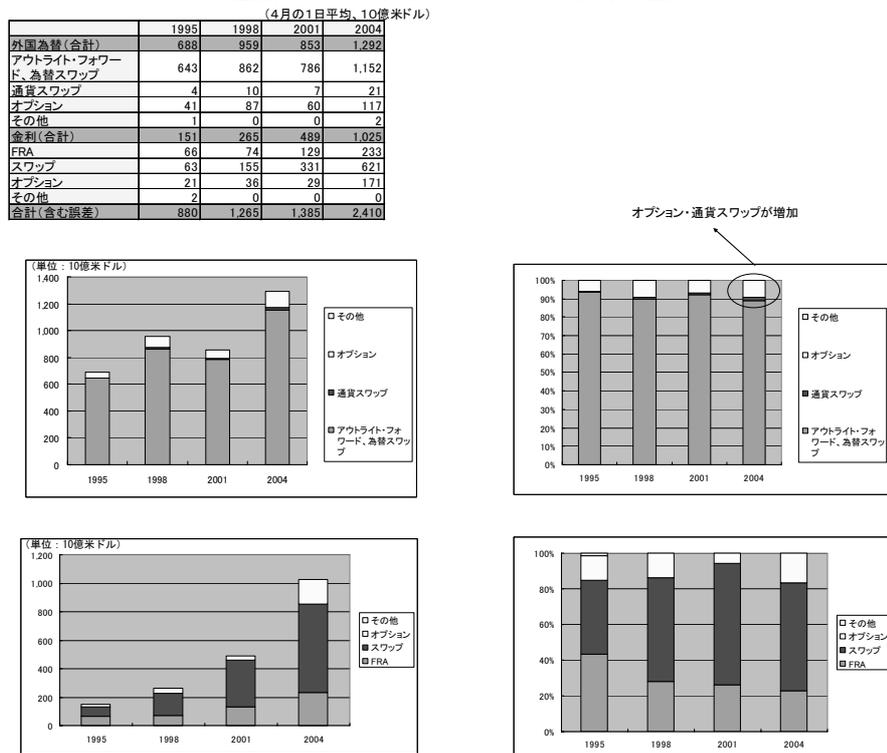


(出典：BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2005", March (<http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm>), p. 15に基づき筆者作成)

外国為替関連のデリバティブ取引高は、前回下落したが、90年代の上昇率に復帰した。中でも、アウトライト・フォワードや、為替スワップ取引は、前回、9%下落したが、今回は、47%増加して、1,152(10億米ドル)となった。また、前回31%下落した通貨オプションが95%増

加し、117(10億米ドル)となった。通貨スワップは、200%増加して、21(10億米ドル)となった。これらの取引高増は、ドルの下落による評価基準の影響もあるものの、通貨を、投資対象の1つとする投資手法の影響が大きいとBISでは見ている(図表4参照)。

図表4 OTCデリバティブの取引高(世界)



(出典：BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2005", March (<http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm>), p. 16に基づき筆者作成)

通貨別では、ドル関連取引が47%増加して、1,154(10億米ドル)となった。また、ドル/ユーロは、35%増加して、345(10億米ドル)、ドル/円は、31%、ドル/ポンドは、93%増加した。

金利デリバティブも、全商品で増加した。金利スワップは、88%増加して、621(10億米ドル)となり、FRAは、81%増加して、233(10億米ドル)、金利オプションは、490%増加して、171(10億米ドル)となった。

OTCの外国為替関連デリバティブ取引、および、OTCの金利デリバティブ取引の残高(2004年6月末)で見る

と、合計金額は、前回調査よりも120%増加して、220兆(報告会社どうしの二重計上の調整後)ドルとなった。取引高の場合と同様に、外国為替関連のものよりも、金利関連の商品の増加率が高かった。外国為替関連商品は、134%増加して、177兆ドル、金利関連商品は、54%増加して、32兆ドルであった。

また、主要市場の1営業日平均取引高における日本の順位は、外国為替取引で前回同様の3位、OTCデリバティブ取引では、前回の7位から6位となった(図表5参照)。

図表5 主要市場の1営業日平均取引高

外為取引 (単位:10億米ドル)

1998		2001		2004	
1 英国	637	32.5%	英国	504	31.2%
2 米国	351	17.9%	米国	254	15.7%
3 シンガポール	139	7.1%	日本	147	9.1%
4 日本	136	6.9%	シンガポール	101	6.2%
5 ドイツ	94	4.8%	ドイツ	88	5.5%
6 スイス	82	4.2%	スイス	71	4.4%
7 香港	79	4.0%	香港	67	4.1%
8 フランス	72	3.7%	オーストラリア	52	3.2%
9 オーストラリア	47	2.4%	フランス	48	3.0%
10 オランダ	41	2.1%	カナダ	42	2.6%

(注)調査対象は、日本銀行を含む世界52ヶ国・地域の中央銀行等により、約1,200の金融機関を対象に実施。

デリバティブ取引 (単位:10億米ドル)

1998		2001		2004	
1 英国	171	36.0%	英国	275	36.0%
2 米国	90	18.9%	米国	135	17.7%
3 シンガポール	46	9.7%	ドイツ	97	12.7%
4 日本	42	8.8%	フランス	67	8.8%
5 ドイツ	34	7.2%	オランダ	25	3.3%
6 スイス	16	3.4%	イタリア	24	3.1%
7 香港	11	2.3%	日本	22	2.9%
8 フランス	7	1.5%	スペイン	21	2.7%
9 オーストラリア	6	1.3%	スイス	15	2.0%
10 オランダ	6	1.3%	ベルギー	14	1.8%

(出典:日本銀行金融市場局,2004,「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイについて(2004年4月中 取引高調査):日本分集計結果」,9月29日,p.12に基づき,筆者作成)

3 外国為替の取引高(日本)²

BISの報告書では、各国市場ごとの取引高についても分析している。日本について見ると、外国為替取引は、1日当たり1,989億ドルとなった。これは、前回調査より、35%増加したことになる。全体の増加に比較して、日本の増加率はやや低く、全世界でのシェアは、9.1%から8.3%に低下した。取引相手先別では、インターバンク取引も増加したが(前回比11.7%増加)、対顧客取引がより増加(前回比156.3%増加)した。

商品別では、為替スワップ(前回比38.0%増加)、スポット取引(前回比44.1%増加)が増加した(図表6参照)。前回調査と比較して、外資系金融機関のシェアが42.7%増加し、全体として、外資系金融機関のシェアが71.1%に達した。また、インターバンク、対顧客取引のいずれでも、外資系金融機関のシェアが増加した。通貨別シェアでは、ドル/円、ユーロ/ドルのシェアが減少し、反対に、ドル/円、ユーロ/ドル、ユーロ/円以外の通貨のシェアが7.4%増加し、20.8%となった。

また、インターバンク取引に占めるブローカー経由の取引が増加した。さらに、世界全体の調査と同様に、取引先上位10社、20社の占めるシェアが増加した。

4 OTCデリバティブの取引高(日本)

最後に、日本のOTCデリバティブの取引状況を見てみよう。金利関連取引と外国為替関連取引を合計したOTCデリバティブの1日平均取引高は、394(億米ドル)と、前回調査より81.8%増加した(図表7参照)。金利関連では、金利スワップが75.2%増加し、金利オプションが301.3%増加した。

金利デリバティブを商品別で見ると、日系、外資系金融機関ともに、円金利関連が全体の8割を占めている。外国為替関連のデリバティブを通貨別で見ると、日系、外資系金融機関ともに、円金利関連が全体の8~9割を占めている。金融機関別で見ると、金利関連では、外資系金融機関が281.3%増加、外国為替関連取引では、63.4%増加した。この結果、金利・外国為替関連のデリバティブ取引全体に占める外資系金融機関のシェアが187.5%増加し、OTCデリバティブ全体に占めるシェアが50.6%となった。

相手先別では、対顧客取引が201.3%増加した。取引集中度では、上位10社、20社の占めるシェアが増加した。

5 おわりに

本稿は、デリバティブ商品の概要と、海外投資家の動向を整理し、同時に、本邦株式市場における海外投資家のデリバティブ取引状況、および、市場別、商品別デリバティブ残高に関するBISの調査を検討したものである。

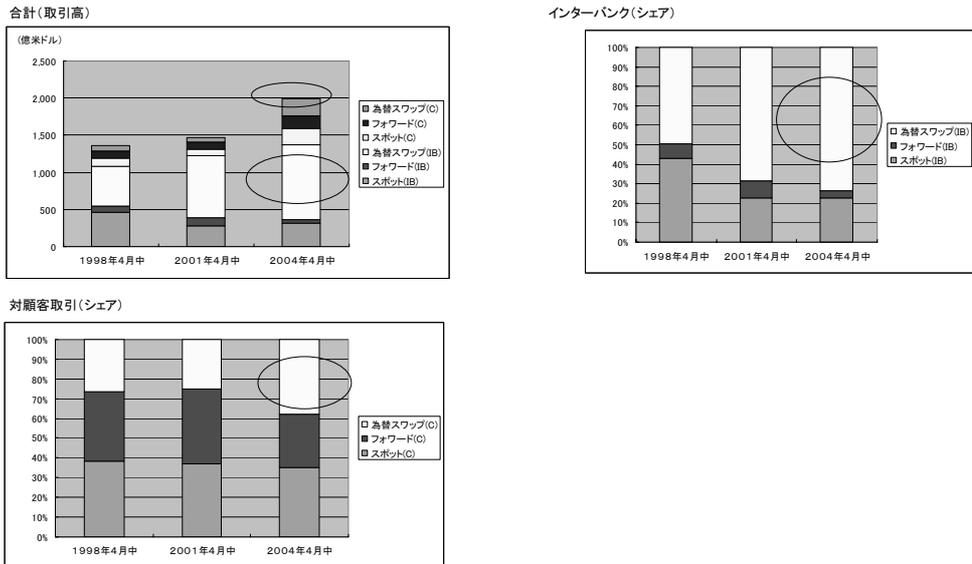
² 以下、データは、日本銀行金融市場局,2004,「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイについて(2004年4月中 取引高調査):日本分集計結果」,9月29日(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)に基づく。

図表6 インターバンク取引・対顧客取引の取引形態別1営業日平均取引高

(単位: 億米ドル, %, <>内はシェア)

	1998年4月中	シェア	増減率	2001年4月中	シェア	増減率	2004年4月中	シェア	増減率
インターバンク取引合計	1,080	<100>	▲8.8	1,227	<100>	▲13.6	1,371	<100>	▲11.7
スポット(IB)	466	<43.1>	▲8.0	278	<22.7>	▲40.3	313	<22.8>	▲12.5
フォワード(IB)	77	<7.1>	▲2.2	107	<8.7>	▲38.2	46	<3.4>	▲56.9
為替スワップ(IB)	537	<49.7>	▲20.8	842	<68.6>	56.9	1,012	<73.9>	20.2
対顧客取引合計	278	<100>	▲35.0	241	<100>	▲13.4	615	<100>	▲156.9
スポット(C)	107	<38.5>	▲13.3	89	<37.1>	▲16.2	217	<35.1>	▲142.6
フォワード(C)	97	<34.9>	▲5.4	91	<37.6>	▲6.9	167	<27.2>	▲84.0
為替スワップ(C)	74	<26.6>	▲65.0	61	<25.3>	▲18.0	235	<36.2>	284.1
合計	1,358	<100>	▲15.8	1,468	<100>	▲8.1	1,986	<100>	▲35.6
スポット(合計)	573	<42.2>	▲3.3	368	<25.2>	▲35.8	530	<26.6>	▲44.1
フォワード(合計)	174	<12.8>	▲4.0	197	<13.4>	▲13.1	213	<10.7>	7.8
為替スワップ(合計)	611	<45.2>	▲31.4	903	<61.5>	47.8	1,246	<62.6>	38.0

(注)「インターバンク取引」とは、調査対象機関同士の取引。
 「対顧客取引」は、それ以外の取引(調査対象金融機関と対象外機関、および、非金融機関顧客との取引)。
 「取引高シェア」とは、「インターバンク取引」、「対顧客取引」、「合計」に占める当該取引形態の取引高シェア。

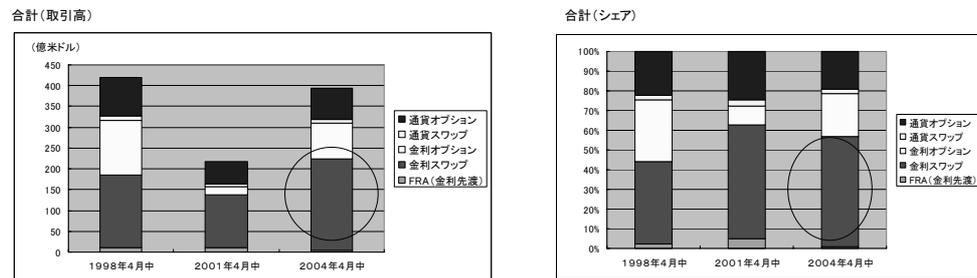


(出典: 日本銀行金融市場局, 2004, 「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイについて(2004年4月中 取引高調査): 日本分集計結果」, 9月29日, p.5に基づき, 筆者作成)

図表7 わが国デリバティブ市場の取引形態別1営業日平均取引高

(単位: 億米ドル, %, <>内はシェア)

	1998年4月中	シェア	2001年4月中	シェア	2004年4月中	シェア	増減率
金利関連デリバティブ取引	316	<75.2>	158	<72.6>	309	<78.4>	96.1
FRA(金利先遣)	10	<2.3>	11	<4.9>	4	<9.9>	▲66.4
金利スワップ	176	<41.9>	126	<58.7>	220	<55.9>	75.2
金利オプション	130	<31.1>	21	<9.8>	85	<21.6>	301.3
外為関連デリバティブ取引	104	<24.8>	60	<27.4>	85	<21.6>	43.6
通貨スワップ	11	<2.7>	6	<2.6>	10	<2.5>	69.4
通貨オプション	93	<22.1>	54	<24.7>	75	<19.2>	40.9
デリバティブ取引合計	420	<100>	218	<100>	394	<100>	81.8



(出典: 日本銀行金融市場局, 2004, 「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイについて(2004年4月中 取引高調査): 日本分集計結果」, 9月29日, p.8に基づき筆者作成)

分析の結果、日本市場におけるデリバティブ取引に関するいくつかの特徴が浮かび上がった。最も大きな特徴は、近年、日本市場では、諸外国と比較して、為替スワップ取引が多いということである。

これは、邦銀のジャパン・プレミアムと関係がある。邦銀のジャパン・プレミアム(本邦と外国での邦銀のリスク・プレミアムの差)は、為替スワップ取引を通じて、外銀が、日本市場でのマイナス金利で資金調達すること

を可能にし、彼らは、当座預金の残高を増やすだけで、プラスの収益を上げることができている。

日銀の分析によれば、ジャパン・プレミアムの状況は、1997年、1998年ほどの大きさではないが、リスク・プレミアムの差自体は、恒常的に観察されている。もっとも、銀行の内外プレミアム格差は、どの国の銀行でも見られる現象である。日本の場合、国内のゼロ金利政策が、そのような状況を顕在化させるのの一役買っているとの指

摘は、注目すべきである³。このような一種の裁定取引は、本来は、裁定利益がなくなれば消滅するはずであるが、日銀の当座預金残高が上限となって、恒常的に外銀が利益を得る状況を生み出している可能性がある。

また、本邦の外国為替市場、および、OTCデリバティブ市場において、外資系企業のシェアが、外国為替取引では、約70%、OTCデリバティブでも約50%を占めていることが分かった。

さらに、最近のデリバティブ市場では、カレンシー・オーバーレイといった投資戦略の影響で、為替そのものをオールタナティブな投資対象とみなす動きがあり、取引高の増加を招いているとのことである。これらの動きが、本レポート(2005年6月15日)でも指摘した「ヘッジ・ファンド規制と市場流動性」の問題を引き起こす可能性があることは言うまでもない。

それは、一言で言えば、レバレッジを利用する取引が市場全体で増えたからと言って、社会全体のリスク量が増えたということにはならないということである。デリバティブは、ゼロサムของเกมであり、デリバティブ取引の高いリターンは、高いリスクの裏返しでもある。しかし、デリバティブの取引高が増加したからといって、必ずしも、市場全体のリスク量は増えていないのである。もっとも、レバレッジ商品の増加が、倒産コストの増加

を通じて、社会的なコストを増加させる可能性は否定できない。いずれにしても、我々は、引き続き、デリバティブの取引高の推移を見守る必要がある。

参考文献

- 1 BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004 - Preliminary global results", September (http://www.bis.org/publ/rpfx04.htm)
2 BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2005", March (http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm)
3 西岡慎一, 馬場直彦, 2004, 「量的緩和政策下におけるマイナス金利取引: 円転コスト・マイナス化メカニズムに関する分析」, 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』 (http://www.boj.or.jp/ronbun/04/data/wp04j10.pdf)
4 日本銀行金融市場局, 2004, 「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイについて(2004年4月中 取引高調査): 日本分集計結果」, 9月29日 (http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)
5 日本銀行金融市場局, 2005, 「短期金融市場におけるマイナス金利取引」, 1月5日 (http://www.boj.or.jp/ronbun/05/data/ron0501a.pdf)
6 渡辺信一, 2005, 「ヘッジ・ファンド規制と市場流動性」, 『先物・オプションレポート』, 6月15日, 大阪証券取引所, p. 2~7

3 詳細は、西岡慎一, 馬場直彦, 2004, 「量的緩和政策下におけるマイナス金利取引: 円転コスト・マイナス化メカニズムに関する分析」, 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』 (http://www.boj.or.jp/ronbun/04/data/wp04j10.pdf), 日本銀行金融市場局, 2005, 「短期金融市場におけるマイナス金利取引」, 1月5日 (http://www.boj.or.jp/ronbun/05/data/ron0501a.pdf) 参照。

1. RNプライム指数構成銘柄の一部変更

Russell/Nomura Primeインデックス(RNプライム指数)構成銘柄について、定期見直しに伴い、平成17年12月1日(木)に以下のとおり一部入替えを実施することについての発表がありましたので、お知らせいたします。

適用: 平成17年12月1日(木)

Table with columns for '除外銘柄' (Excluded Stocks) and '追加銘柄' (Added Stocks), listing codes and company names for both categories.