

〔JSRR時事エッセイ 鈴懸の木の下〕

デリバティブあれこれ

吉川 真裕

時事エッセイ「鈴懸の木の下」にふさわしいタイムリーなテーマが見当たりませんでしたので、デリバティブ市場について長く調べてきて気付いたことをあれこれと紹介させていただきます。

一、呼び方

よく知られているように、英語で金融派生商品を指す場合にはデリバティブズ (derivatives) というように複数形で表記することになっていきます。デリバティブという単語は名詞と形容詞が同

じであり、名詞としては数学用語の導関数という意味も持っています。したがって、厳密に標記すればデリヴァティブズというのが正確な表記になります。日本語で発音しやすいことからデリバティブという形がよく使われております。言葉は多くの人に使われてこそ役に立つものであり、外国語由来の場合には原語と異なるということを理解していれば原語の音と違っていてもかまわないのではないかと思います。ちなみに、金融庁や日本銀行もデリバティブという表記を用いています。

また、デリバティブという言葉が金融派生商品を指す言葉として使われるようになったのもそれほど古い話ではありません。英語でも一九八〇年代前半まではほとんど使われておらず、一九九〇年代以降に盛んに使われるようになりました。わが国では一九九四年のアメリカでの予期せぬ利上げの際に業者と相対で取引をしていたアメリカの事業法人が大きな損失をだしたときに新聞紙上でデリバティブという言葉が一斉に用いられました。

二、使い方

先物、オプション、スワップなどの金融派生商品を総称してデリバティブという使い方は一九九〇年代に定着したものであり、ちょうどこの頃に取引を急増させていたのが金利スワップです。デ

リバティブという言葉と金利スワップは同時期に使用頻度が高まった言葉であり、実際に利用されていたのは金利スワップをデリバティブ（または店頭デリバティブ）と呼ぶことです。辞書的には金融派生商品がデリバティブであり、金利スワップはその一部でしかありません。しかし、ここでも利用頻度が言葉の意味を規定したようです。

この事情を説明するときに関西という言葉と対比して「デリバティブ＝関西」説というのを私はよく用いています。もともと関西・関東という言葉は東西を分けるという意味で西日本・東日本を指していました。その後、関東は東京近県を指し、東北や北海道を含んだ使い方は使われなくなりましたが、西日本という意味での関西という使い方は残っており、多くの人は関西＝近畿と用いています。西日本という使い方もされているのです。これをデリバティブと対比すれば金利ス

ワップはデリバティブの一部であるが、デリバティブ金利スワップとしても使用されているということです。誰かが決めたから正しい言葉なのではなく、多くの人に使われてこそ言葉の意味は定まるようです。

三、フォーワードと フューチャーズ

同じような言葉の定義ですが、英語では取引所での先物取引をフューチャーズ (Futures) と呼び、取引所外での先物取引をフォーワード (forward) と呼んでいます。他方、わが国では江戸時代から米の先物取引が存在し、言葉としても定着しています。ここでも物知りはフューチャーズとフォーワードは区別すべきであると主張し、フューチャーズに先物を、フォーワードに

先渡 (さきわたし) という言葉を当てて区別しようとしています。

先物という言葉が定着したわが国では外国為替フォーワード取引が先物為替予約と呼ばれることもよくあります。ここでも正しい翻訳語は必ずしも必要ではなく、定着した言葉を利用して、デリバティブと同じように、先物には広い意味と狭い意味があるとした方がわかりやすいと思います。先物を説明できる日本人の割合はフューチャーズを説明できる英語圏話者の割合を大幅に上回っているはずで。

ちなみに、漢字を見て先渡は品物だけ先に渡すという回答が多いことから、余計な類推をさせないようにカタカナでフォーワード取引と教えるようにしています。

四、わが国の商品先物

欧米の商品先物と比較した場合、わが国の商品先物の特徴としては満期までの期間の長い期先物の取引が多く、欧米では満期までの期間が短い期近物に取引が多いという違いがみられます。これはどちらが正しいとか、遅れているとかいう問題ではなく、利用者の好み、あるいは歴史的な偶然とでも考えればよいと思います。期近物は現物との裁定が働いてリスクが小さいが、満期日に現物の受け渡しが発生します。受け渡しのできない投資家（あるいは受け渡しを委託せざるを得ない投資家）は受け渡しのできる業者に比べて不利であり、受け渡しの発生しない期先物（多くの場合、期近物よりも値動きも大きい）を好むと考えられます。しかし、わが国の投資家が必ずしも投機的

であるとは限らず、合理的であるとも言えません。市場に参加したときに流動性の高い市場を好むのが投資家の傾向であり、最も取引が盛んな対象を選んだということでしょう。こうして一度、期先物に流動性が集まればそれ以後も取引が盛んになり、期近物に流動性が集まればそれ以後も期近物の取引が盛んになったのではないかと考えられます。

なお、金融商品を対象とした先物取引ではわが国でも期近物で取引が盛んですが、短期金利を対象とした先物ではわが国に限らず満期までの期間が三ヶ月未満の期近物ではなく、満期までの期間が一年程度の取引が最も盛んに取引されています。これは期間が一年の他の取引のポジションをヘッジするために利用されているからと考えられます。

五、デリバティブ市場の大きさ

株式市場の大きさを表わす際には株数ではなく、金額を使用するのが一般的ですが、デリバティブ市場の大きさを表わす際には金額ではなく、契約数を使用することが多い。これは取引所がそうしてきたからであり、報道でもそうです。株数や契約数による表示の問題は株価や取引単位の大きさに違いが小さければ問題は少ないが、大きければ比較を誤る可能性が高まります。取引単位の小さな対象の取引を過大評価し、取引単位の大きな対象の取引を過小評価することになるからです。アメリカのFIA（先物業協会）が公表するデリバティブ取引所の数値は契約数であり、取引単位の小さな個別株オプションや商品先物が過大評価され、取引単位の大きな短期金利を対象と

したデリバティブ取引は過小評価される傾向にあります。

それに加えて、同種の商品でも取引所によって取引単位が大きく異なる場合には注意が必要になります。その最たるものが国の債券を対象としたデリバティブ取引です。国債先物等の想定元本が一億円であるのに対して、アメリカでの国債先物等の想定元本は一〇万ドル、ヨーロッパでの国債先物等の想定元本は一〇万ユーロや一〇万ポンドですから、少なくとも五倍以上の違いがあることをご存じでしょうか。

さらに、デリバティブ取引の規模を想定元本で表わす場合には想定元本が大きな短期金利を対象とした取引が過大評価されるという正反対の問題も存在します。一億円、一〇〇万ドル、一〇〇万ユーロ、一〇〇万ポンドを想定元本として取引される短期金利先物等の変動はきわめて小さく、同

規模の株式や商品の取引と直接比較することには問題があると考えられます。取引対象の変動リスクを表わす証拠金額で比較するのが合理的だと考えられますが、証拠金の場合には手じまいではマインナスになり、こうした数値がわざわざ公表されることはほとんどありません。

六、店頭デリバティブ

一九九〇年代には取引所外で取引される店頭デリバティブ（金利スワップ）の取引が急拡大しました。取引所取引は取引所が取引をモニターし、価格や取引高も公表されていますが、取引所外の取引を毎日モニターしたり、価格や取引高を公表する機関は存在しませんでした。そこで、国際決済銀行（BIS）が三年に一度おこなってきた外国為替取引調査の際に店頭デリバティブの調査を

一九九五年からおこなうことになりました。

一九九五年の調査ではドル建ての取引が最も多いが、国別ではアメリカではなくイギリスが最大で、この結果は同時におこなわれた外国為替市場と同じ結果でした。しかし、一九九九年にユーロが誕生した後の二〇〇一年調査から二〇一三年調査まではユーロ建て取引がドル建て取引を上回り、イギリスが最大の市場でした。

ところが、二〇一六年調査ではドル建て取引がユーロ建て取引を上回り、国別でもアメリカがイギリスを初めて上回りました。その後、二〇一九年調査ではドル建て取引がユーロ建て取引を引き続き上回っていましたが、国別ではイギリスがアメリカを再び上回りました。そして、二〇二二年調査でもドル建て取引がユーロ建て取引を引き続き上回り、国別ではイギリスがアメリカを上回ったままです。なお、同じ年におこなわれた外国為

替取引の調査ではドル建て取引がユーロ建て取引を上回り、国別ではイギリスがアメリカを上回り続けています。

外国為替市場の安定性に比べて店頭デリバティブ市場の変動は何によるものなのか、わかりやすい説明はなされておりません。二〇〇一年調査から二〇一三年調査までのユーロ建て取引の多さは通貨統合に伴うバブルであったのか。しかし、突出したイギリスでの取引の中心は引き続きユーロ建て取引です。ここしばらくはこの問題を調べておりますが、うまく説明できれば別の機会にお知らせしたいと思います。

(参考文献)

- ・吉川真裕「OTCデリバティブ市場の現況―二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ―」、『証研レポート』一七三五号(二〇二二年二月)、公益財団法人日本証券経済研究所
- ・吉川真裕「OTCデリバティブ市場の現況2―二〇二二年六月末残高調査結果―」、『証研レポート』一七三六号(二〇二三年二月)、公益財団法人日本証券経済研究所

(よしかわ まさひろ・当研究所客員研究員)