

個人投資家にとってのデリバティブ市場 とその課題について



令和3年12月29日
株式会社資本市場研究所きずな

デリバティブ市場の概況

個人の投資とデリバティブ取引の関係について取り上げたいが、先ずデリバティブ取引の日本における全体像から見ていきたい。(以下の数値は、日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告」2021年6月末の残高、金融機関等による報告ベースで報告金融機関相互の取引における二重計上の調整なし)

デリバティブは相対で取引がなされる店頭取引(632兆ドル)と取引所を通して行う取引所取引(37兆ドル)があるが、その9割方は銀行などが行う金利スワップなどの金利関連取引が占めている。個人の取引が相応にあるもとしては、外国為替取引(個人のFX取引を含む、店頭が8兆6,322億ドル、取引所が9億ドル)、エクイティ関連取引(店頭が2,090億ドル、取引所が3,433億ドル)、コモディティ関連(店頭が49億ドル、取引所が12億ドル)などがある。

デリバティブ取引は金融派生商品ともいわれるが、元々は原資産取引のリスクヘッジから派生したもので、その

取引量の増減は金融取引や商品取引のバロメーターとなっている面もある。

日本におけるデリバティブ取引活性化の議論は、「経済財政改革の基本方針2007」(2007年6月閣議決定)から始まっており、その背景としてはバブル崩壊後、金融危機を得て国際的プレゼンスが低下した日本市場の活性化策という目的を持つものだった。実際の日本での市場デリバティブ取引の過去10年間の推移は下図にある通りだが、世界的な動向と比べると、有価証券デリバティブ市場取引は世界市場と同じ様な増加傾向を辿っているものの、商品デリバティブ市場については世界市場が増加傾向を強めているのに対して日本市場は減少気味の推移となっている。

日本における商品デリバティブ市場の減少傾向は2010年以前からも顕著で、2004年144百万枚に対して2010年31百万枚と6年間で四分の一以下になっているが、その間、世界市場は712百万枚から2,985百万枚と4倍以上に成長している。その為、商社など市場のビックプレーヤーも海外市場を主な取引市場としている。

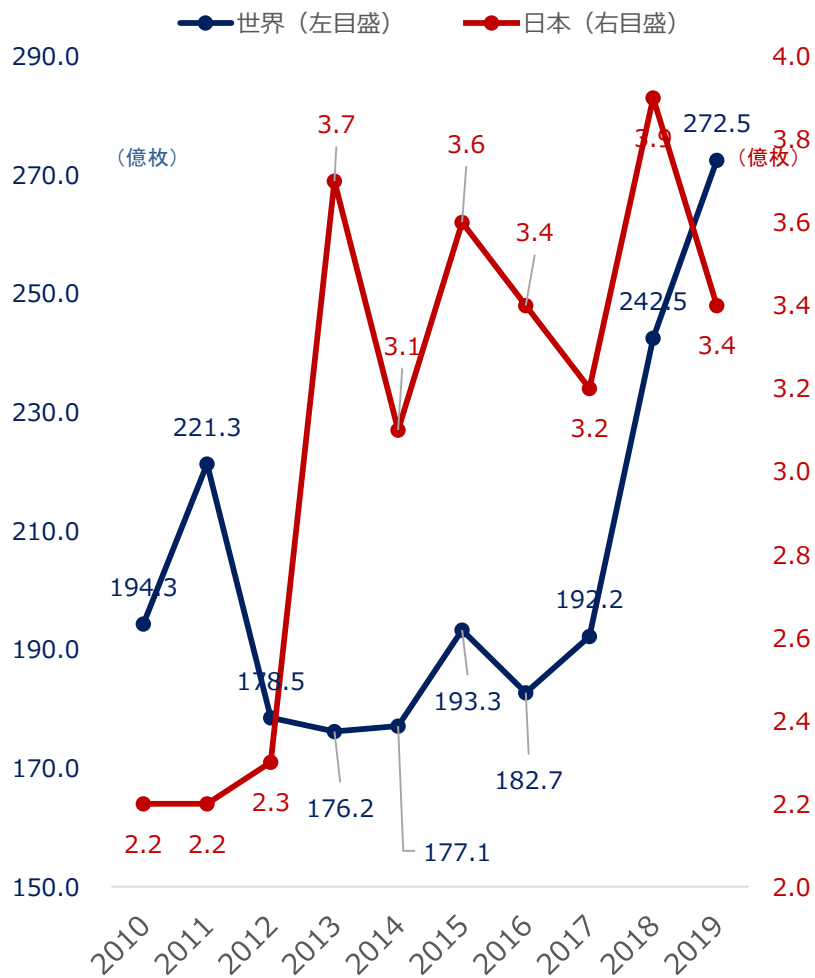
市場デリバティブ取引においては取引所が重要な機能を果たしているが、世界のデリバティブ取引所動向でみると、一位のインド・ナショナル、2位のシカゴ・マーカントイルが50億枚前後の取引であるに対して、大阪取引所が約3億枚超で17位、東京金融取引所が0.3億枚で32位、東京商品取引所が0.2億枚で34位となっている。(2019年年間でデータ出所は、Futures Industry Association (FIA) より)

この為、総合取引所に関する検討が政府の成長戦略の中で行われ、2012年9月には改正金融商品取引法により総合取引所の創設が可能となった。

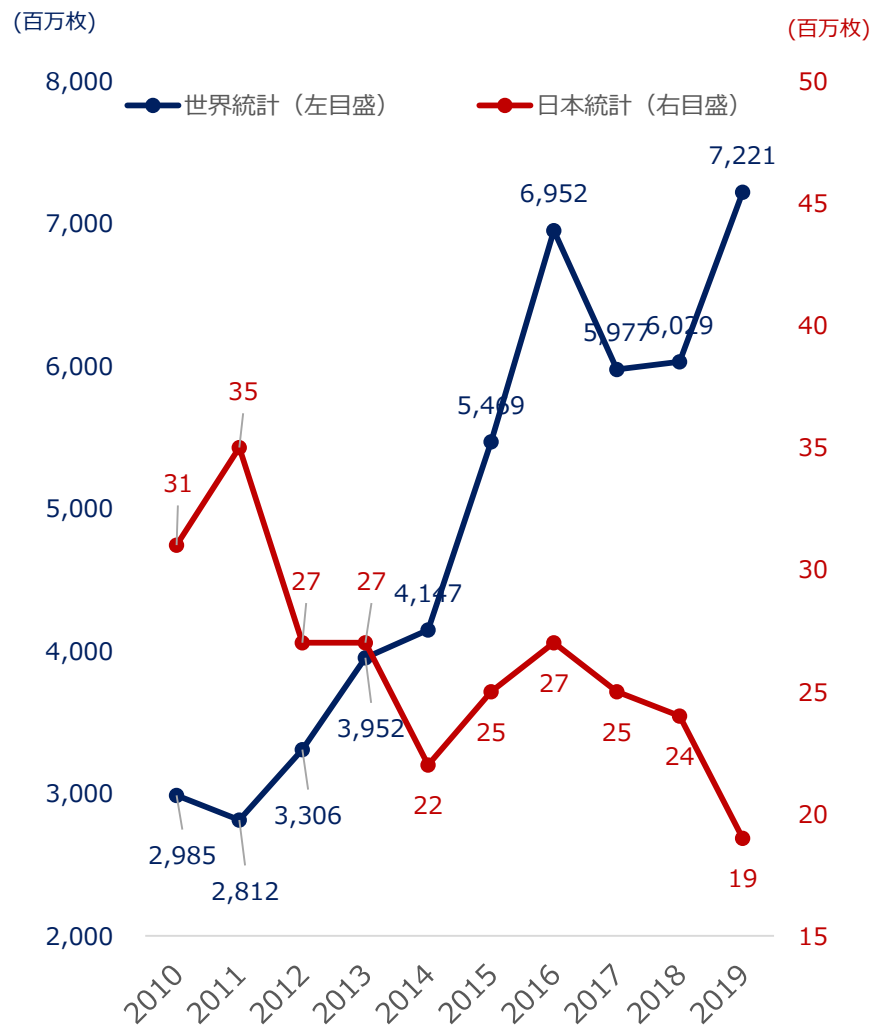
その後の経緯は、2019年3月には日本取引所グループと東京商品取引所が総合取引所に向けた基本合意を締結、2020年7月から東京商品取引所で取引されていた貴金属・ゴム・農産物関連は大阪取引所に移管されている。また、日本の商品取引所においては取引清算機関の資本の脆弱さから取引規模が限られているという問題があったが、2020年7月、日本取引所グループの日本証券クリアリング機構と、東京商品取引所・大阪堂島商品取引所の清算業務を行っていた日本商品清算機構が統合されたので、

商品デリバティブ取引における清算機能は拡充されている拡充目的で統合された。ただし、冒頭で上げたコモディティ関連の取引所取引残高は、その1年前(2020年6月)に比べ67.6%減少している。

有価証券デリバティブ市場の出来高の推移



商品デリバティブ市場の出来高の推移



個人投資家のデリバティブ取引

個人のデリバティブ取引に関して見ていきたい。

先ず市場デリバティブ取引についてだが、大阪取引所の主なデリバティブ商品における個人の関与を年間の投資部門別取引状況から見ていくと、2020年では日経225先物は取引シェア9.5%・取引金額1,001億円(以下同様に)、日経225miniは19.3%・2,624億円、TOPIX先物が0.6%・448億円、ミニTOPIX先物が9.6%・2兆4,197億円、NYダウ先物が37.4%・7,453億円、有価証券オプションプットが23.9%・4億円、有価証券オプションコールが20.2%・5億円となっている。

個人の市場デリバティブ取引においては、やはり個人が分かり易い先物の利用が先行するようで、有価証券オプション取引においては市場が大きく変動した時に個人のシェアが上昇するが、取引所でのオプション取引自体の規模が小さい。下左図は、個人の取引シェアの5年間の推移となる。なお、直近2021年10月の個人の取引シェアは、日経225先物が12.6%、日経225miniが23.6%、NYダウ先物が37.4%、商品関連では金ミニ先物が23.6%、金限日先

物が38.2%、とうもろこし先物が64.3%となっている。

個人の店頭デリバティブ取引については、その代表的なものはFX取引だが、金融先物業協会の統計データでは、2020年の店頭FX取引は6,364兆円とその前年に比べ88%以上の増加となった。

これは、同年3月の新型コロナウイルス感染拡大による市場混乱の影響もあるが、FX取引の自動売買取引の利用が広がったことも増加要因となっている。

また、暗号資産については、暗号資産交換業協会の年度報告によると2020年度の取引額は、現物取引が20兆6,050億円(前年比169%増)、証拠金取引が97兆3,640億円(同、40%増)となっている。CFD(差金決済取引)については、日本証券業協会の集計では2020年に51兆5,875億円となり前の年に比べ164%の増加になっているが、特に全体の9割以上を占める株価指数関連の増加の影響が大きかった。

今後、個人のデリバティブ取引が拡大していく為には、個人がデリバティブ取引をどう捉えているかが重要だが、

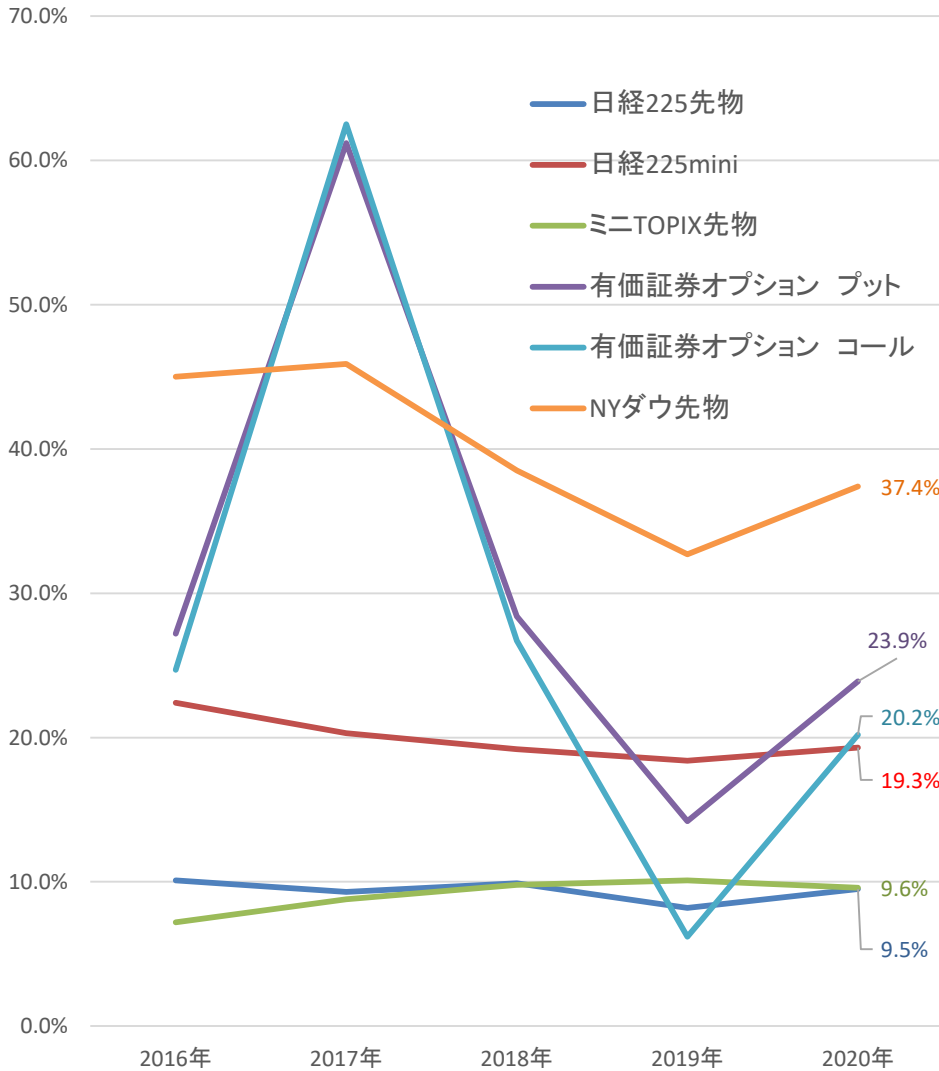
日本証券業協会が毎年実施している「個人投資家の証券投資に関する意識調査」(2021年10月20日)によると、個人投資家がデリバティブ取引を行わない理由として、

- ①馴染みがうすいため＝47.4%
- ②商品性や仕組みが分かりにくいいため＝38.2%
- ③博打・投機的というネガティブなイメージがあるため＝33.3%
- ④確定申告を行う必要があるため＝12.5%、
- ⑤上場株式等の取引との損益通算が行えず、現物取引のリスクヘッジの手段として使いにくいいため＝10.5%、
となっている。

なお、20歳代から30歳代の若年層は、②のわかりにくさが、全体より10%程度低く28.7%で、反対に⑤のリスクヘッジのつかいにくさが13.1%と全体より高めとなっているのが特徴となっている。

個人が感じているデリバティブ取引のイメージを端的に言えば、リスクヘッジ、レバレッジ取引、24時間若しくはそれに近い時間で行う比較的短期で結果の出る取引といったところではないかと思われる。

個人の有価証券関連デリバティブ 取引シェア(金額ベース)



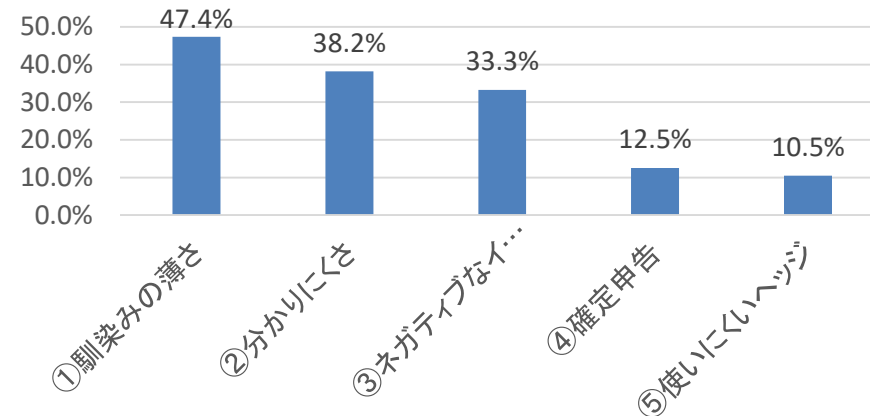
※大阪取引所 投資部門別取引状況より

個人が取引している主なデリバティブの 商品内訳

	区分	取引所	主な商品
市場	有価証券関連	J P X (OSE)	日経225(mini)先物・オプション、(ミニ) TOPIX先物
		T F X	くりっく株365
	外国為替	T F X	くりっく365 (取引所 FX)
	コモディティ	JPX (OSE、T O C O M) 堂島	金先物、原油先物、米先物
店頭	有価証券関連	-	日経225等 (C F D取引)
	外国為替	-	店頭 F X
	コモディティ	-	金先物、原油先物

※金融取得課税の一体化に関する研究会 事務局資料より

個人投資家がデリバティブ取引を行わない理由



デリバティブ市場を巡る問題とその動向

日本のデリバティブ市場を巡る問題について、以下の3点から考えてみたい。

【総合取引所構想について】

総合取引所は、その構想から一部の実現まで13年かかった。現状は日本取引所グループのもとに2つのデリバティブ取引所と1つに統合された清算機関がある。大阪取引所には、株価指数や有価証券、貴金属や農産物など42取引対象があり、東京商品取引所はエネルギーや中京石油など10取引対象があり、その他、堂島取引所はコメなど5種類が上場されている。実質的には昨年7月に始まった総合取引所の結果を問う様な段階ではないが、大きな課題であった市場デリバティブ取引の清算機関が日本証券クリアリング機構に統合されたので、取引決済における与信が拡大可能となっている為より大きな取引を扱うことも出来るようになってきている。なお、リーマンショックの反省から2009年のG20で、金融機関が行う店頭デリバティブ取引については中央清算機構を通じて行うべきとされ、日本において改正金商法(2012年)によりCDSとプレーンバニラ

タイプの円建て金利スワップが日本証券クリアリング機構で清算されるようになっている。

【個人投資家の利用拡大】

デリバティブが原資産取引からリスクヘッジ目的で派生してきた取引であることを考えると、個人のデリバティブ取引が拡大すれば、同時に原資産取引も活発化し双方の流動性も拡大していく。下右図は、リスクヘッジのデリバティブ取引は有効な事、更に損益通算はその効果を高め、デリバティブ取引が拡大する可能性も示したものである。

更に、金融所得課税の一体化研究会では、デリバティブ取引での分散投資でリスクを小さくし、リターンを大きくする検証実例を示した。(分散投資によるシャープレシオの改善:2009年1月からの2020年12月の取引対象期間で、TOPIXのみはシャープレシオが0.36だったが、TOPIX+原油+金+ゴムの場合0.61に改善)

この様なリスクヘッジ効果や分散投資効果をどの様に個人に浸透させていくかが課題となっている。

【店頭取引と市場取引】

個人にとっての代表的な店頭デリバティブ取引であるFX取引は、日本の個人投資家が4割以上を占めると言われている。これは、FX取引の投資対象となる外国為替取引の24時間相場情報取得が個人でも可能で投資家・業者間の情報の非対称性が少ないこと、また取り扱う業者にとってマリー取引なので収益性が確保しやすいことなど投資家・業者双方のメリットがあることが背景となっている。

しかし、その他の店頭取引にとって取引価格の透明性をどう確保し投資家に伝えていくかが課題でもある。

例えば、暗号資産取引は業者は交換業者であって取引所ではない。その為、法律で定める取引所にける取引価格お公正性の確保、不公正取引に関する監視義務などは交換業者は負っていない。

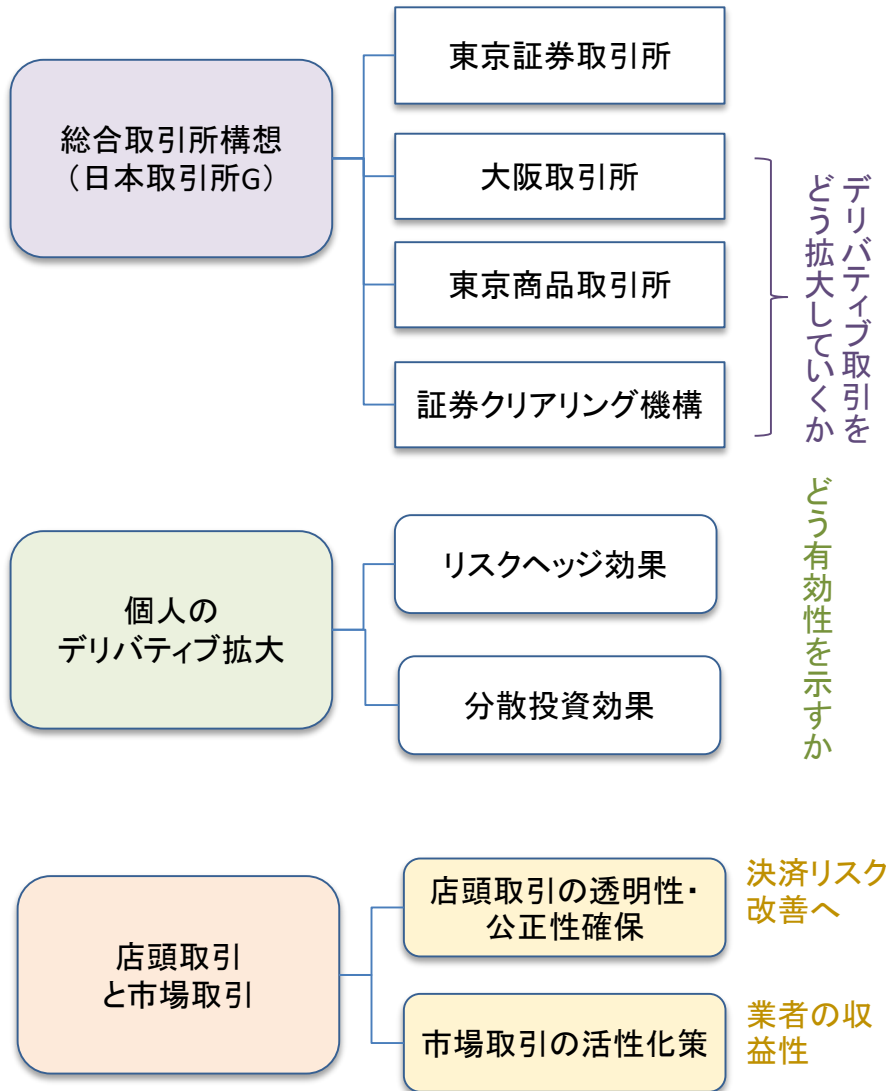
この様な取引状況を鑑みて、米SECはデリバティブ取引所で取引される暗号資産先物ETFは認めたものの、現物の暗号資産ETFは認めていない。

また、店頭取引にいては、投資家が不測に大きなリスクを負うことを避ける為に、レバレッジ規制やロスカット・ルールの適用を求めることもある。レバレッジ規制は、投資家

の資金の何倍まで投資可能かを制限するものだが、投資対象のボラティリティの大きさによって決められるが、近年はレバレッジ縮小の方向性が強まっており、本年5月から暗号資産の証拠金取引は4倍から2倍に引下げられた。

デリバティブ市場の問題

損益通算による個人の投資リスクの軽減



- 【例】
- ①利益が100又は損失が▲80となる確率がそれぞれ50%の株式に投資
 - ②損失発生時に備え、株式と逆相関の先物に対し、利益が40又は損失が▲40となるようにヘッジ (デリバティブ取引を利用すれば、少ない資金でヘッジが可能)
 - ③税率は20%

〔株式の損失が▲80となった場合〕

損益通算なし (現行)		損益通算あり	
株式	▲80	株式	▲80
ヘッジ取引	40	ヘッジ取引	40
課税所得	40	課税所得	0
税金(20%)	▲8	税金(20%)	0
税引後損益	▲48	税引後損益	▲40

損益通算により、投資リスクが軽減

個人のデリバティブ取引拡大に向けて

個人のデリバティブ取引拡大は、市場の活性化や拡大の為に必要なことであろうが、米国では個人投資家による個別株オプション売買（特にコールオプション取引の急増）が伸びていることが伝えられている。背景には米スマホ証券などが個人向けに少額のオプション取引サービスを強化（手数料無料化など）していることもある。オプション取引は、買いであれば損失が限定され、利益は望む相場の方向性が進めば拡大していくが、売りであれば逆に一般的な個人投資家にとってはリスク管理が難しいという特徴がある。今後、先物、オプションを含めて個人のデリバティブ取引が拡大していくためには次の様なことが進む必要がある。

【デリバティブ取引の損益通算拡大】

令和4年度税制改正要望（金融庁）では、有価証券市場デリバティブに一律に時価評価課税を適用することで、上場株式等や債券との損益通算を可能とする要望がだされ、今後の税制措置を待つところだ。この損益通算については、個人投資家のリスクヘッジの効果を上げることに利用

されることが期待されるが、更にその先の損益通算の拡大として、例えば外国債券投資を行っている個人が、FX取引で為替のリスクヘッジを行うような投資方法が想定される。FX業者の取扱いが多い店頭FX取引でも損益通算の対象となれば、個人にとっても外国債券投資での為替リスクヘッジ取引の利便性は向上する。同様の為替リスクヘッジは、個人で増えている米国株投資についても利用されることが望まれる。

【取引手法の簡略化と取引小口化】

前章で触れた様に個人投資家にとってもデリバティブ取引は難しいと感じる方が多いが、レバレッジ投資効果に期待する投資家層もいる。特にオプション取引は、行使価格や期間の設定によりオプションそのものの価値が大きく変動する。日本においては、個人のオプション取引が少なく、オプション取引と類似したeワラント取引は結局個人投資家に浸透しなかった。米国でのスマホ証券中心に個人のオプション取引が拡大しているのは、スマホでも扱えるように取引手法が簡略化・小口化されていることが大きいのではないかと想定される。今後、日本においても若年層中心にレバレッジ投資を行う投資家層に加え、投資リスク

ヘッジの為にデリバティブ取引を行う資産運用層が両輪となって個人のデリバティブ取引全体が増えることに期待したい。

【ポートフォリオ管理サービスの充実】

個人が投資リスクヘッジの為にデリバティブ取引を活用していくには、個人の金融資産全般に及ぶポートフォリオ管理が望ましい。

現在でも、投資対象毎(株式、投信、債券、FX取引、デリバティブ取引、暗号資産)の資産管理機能は提供されているが、価格変動の激しいデリバティブ取引は随時時価情報が反映され、保有資産も時価評価された上で、金融資産全体の状況がリアルタイムで把握することが出来るようになるポートフォリオ管理が理想だ。

このようなポートフォリオ管理のサービスは、有料で個人に提供されても良いのではないかと考えるが、個人にとっては見やすさ・使いやすさ(例えば、ポートフォリオから資産取引やデリバティブ取引の発注を可能とするなど)が重要となる。

今後、IoTやDXの進展で取引インフラが進化していくに従って、取引手法の簡略化・取引小口化対応やポートフォリオ管理サービスが拡大していくことが予想され、個人のデリバティブ取引利用も進んでいくと考える。

今後の個人のデリバティブ取引拡大要因

