

## 先物・オプションマーケット

### 先物・オプション市場

#### 視察団に参加して(座談会)

大阪証券取引所は、5月19日から9日間にわたり、機関投資家、証券会社の実務家を中心とする先物・オプション市場視察団をアメリカへ派遣した。そこで、同視察団に参加された岡本芳之氏(住友生命)、熊澤衛司氏(大和銀行)、本間義朗氏(大阪銀行)の三氏にお集まりいただき、機関投資家の目からみたアメリカの先物・オプション市場の印象などについてお話を伺った。なお、同視察団に参加した大阪証券取引所の八木二郎がつとめた。

**八木** 1週間という短い期間でしたが、アメリカの先物・オプション市場を実際にご覧になった率直な感想をお聞かせください。

**岡本** 機関投資家を訪問して感じたことは、1987年10月のブラック・マンデーの反省から、ヘッジを強く意識しながら先物やオプションを利用しているということです。

それから、証券会社の利用テクニックはそれほど進んでいるとは思わなかったのですが、投資顧問会社のテクニックはかなり進んでおり、我々も学ぶべき点が多かったと思います。

しかし、全体的には、日本がアメリカの市場に追いつくのにそれほど時間はかからないのではないかという印象でした。

**熊澤** まず一番印象的だったのは、ニューヨークやシカゴの取引所の活発さで、立会場に入ってその雰囲気は直接味わえたのはいい経験でした。2つ目は、アメリカの機関投資家は、先物やオプションについて各自に最も適した使い方をしていることで、日本もあと何年かすれば今のアメリカのようになるとは思います。少なくとも日本はまだ模索の段階でしょう。

**本間** 私は先物やオプションで、いかにリスク・ヘッジしながらスペキュレーションをしているかということに関心があったのですが、実際には、先物やオプション

をスペキュレーションの対象として利用している機関投資家が非常に少ないことが意外でした。やはり、ブラック・マンデーの影響が大きく、それまで大きなリスクをとっていた業者が市場から撤退し、リスク管理をしっかりとっていた業者が現在の中心的な参加者になっているようで、訪問した各社ともリスク管理の重要性を強調していたことが印象に残っています。

一方、年金基金などでは運用上の制約から先物やオプションを利用できないところもあり、特にオプションの利用が少ないのは意外でした。

**八木** 今回の訪問先は機関投資家を中心でしたが、アメリカと日本の機関投資家を比べて、先物やオプションに対する考え方や利用方法の違いといったことでお気付きの点はありますか。

**本間** あるファンド・マネジャーと話をしたとき、ブラック・マンデーをはさんだ時期に先物でヘッジをかけていたので利益はわずかだったが、それでもS&P500のパフォーマンスを上回ることができたと胸を張っていたのが印象的でした。彼らの間では、株式投資をする以上、指数を上回る成果を上げることができれば、ファンド・マネジャーとして合格という発想があり、この点は我々も学ぶべきだと思います。日本の場合はまだどれだけのパフォーマンスを上げたかが評価の対象であり、リスクを大きく減少させても評価されません。先物やオプションを利用するうえでは、この点の評価をアピールする必要があると思います。

**熊澤** 日本に比べてとくに優れているということはあまりなかったようですが、アメリカの機関投資家は、顧客がどのような資産運用を望んでいるかを第一に考え、運用形態に明確なスタンスをもっていると思います。日本でもそういうスタンスであることには違いないのですが、どのような資産配分が最適なのか、そのために先物やオプションをどのように利用するかについて経験の差があるように思います。

それから私は、チューダー・インベストメントを訪問したのですが、この会社はスペキュレーション専門で日本にないタイプの会社です。私はスペキュレーション専門の会社ということから、いい加減なことをしているのかなと思っていたのですが、話を聞いてみ

ると、正反対で、リスク管理が徹底しているわけです。詳しくは教えてもらえなかったのですが、過去のパターンからリスクを予測できないものには投資しない、いいかえると、今の状況が過去のパターンから分析できない状況の時やそういう商品には絶対に投資しないということです。これを徹底することによって、非常にいい業績を上げていることに感心しました。

**岡本** アメリカの機関投資家は、先物やオプションの利用はヘッジに限るという考え方が徹底しているのに対して、日本ではヘッジが多いとしても、時にはスペキュレーションをするというように、その辺りがまだ曖昧だと思います。

もうひとつは、先程お二人もおっしゃったように、投資顧問会社の顧客指向が非常に強いということと、どれだけのパフォーマンスを目指すかが明確なことです。その目指すところはインデックスのパフォーマンスを少しでも上回ることであり、そのために様々なテクニックを駆使しており、この辺りの考え方はとても進んでいます。

**八木** 取引所や証券会社のPR活動についての印象はいかがでしたか。

**熊澤** 証券会社へは1社しか行かなかったのでよく分かりませんが、印象としては日本の証券会社の方がむしろPRには熱心なように思います。シカゴの取引所では日本語のパンフレットを用意しているなど世界の先物・オプション市場のリーダーとしての自覚を感じました。利用のテクニックについても、日本でいわれている以上のものがアメリカにあるとは思えないのですが、我々はそういうテクニックを理屈のうでで分かっているだけで実際にどのように使っているのかがよく分かりません。このような実践的なノウハウを知りたいですね。

**本間** CMEのパンフレットなどをみると、利用方法だけでなく、先物やオプション市場のメカニズムまで実際のデータを使ってかなり詳しく説明しており、前向きな姿勢を感じました。熊澤さんもいわれたように、日本の取引所も実践的なテクニックまで含めたPR活動をしてほしいと思います。

**岡本** 日本の場合、先物・オプション市場への参加者はほとんど機関投資家ですが、アメリカでは、特にオプション市場への参加者は個人の方が多いいわれています。オプション取引は個人でも利用しやすいものですので、日本の取引所や証券会社は個人向けのPR活動を積極的にすべきだと思います。また、アメリカでは取引所や証券会社が先物・オプション市場を育てようという意識を強く感じましたが、日本でももっと努力すべきでしょう。

**八木** ファンド・マネジャーの養成や社内での研修といったことについてはどうですか。

**熊澤** 日本でもそうなのですが、各社ともファンド・マネジャーの養成には苦勞しているようです。先物からオプションへと進むにつれて利用テクニックが複雑化しており、コンピュータを使いこなせる人をどのように確保するかが大きな課題になっていますが、日本のように一から養成するというのではなく、できる人を雇うのが当たり前になっているようです。逆にいうと、そういう能力を身につけていれば、それを買ってくれる会社がいくらでもあるということで、日本とはまったく違うという印象です。

**本間** おっしゃるとおりで、ローカルズ的な経験が豊かな人ではなく、コンピュータを使える人、いわゆるクオンツと呼ばれる人材が強く求められています。しかも、そういう人を養成するのではなくて、他社から高給で引き抜いてくる会社が非常に多いようです。クオンツといわれるような人に任せておけば大きな間違いはないだろうという発想があるようですが、コンピュータにインプットされていない非常事態が発生したときにどうなるのか疑問に思いました。日本でも、コンピュータを使えることがプロのようにいわれる傾向がありますが、ローカルズ的な発想をもつ人とうまく組み合わせることが大切だと思います。また、コンピュータを使える人を引き抜いてくるという安易な方法に頼っていると、ノウハウを個人が握ってしまい、会社には何も蓄積されないという悪い傾向が出てこないか心配です。

**岡本** プログラム・トレーディングといった種類のコンピュータを駆使した取引が出現して以来、ファンド・

マネジャーはコンピュータを使えることが第一条件のようになっていますが、どうも片寄り過ぎていて、いい意味での経験と勤を軽視しているのではないかと思います。何事も割り切ってしまうのはアメリカの国民性かも知れませんが、必ずしもこれをそのまま日本に取り入れるのがいいとはいえないでしょう。

**八木** 本日は帰国早々のお忙しいところ、ホットで生々しいお話をお聞かせいただきまして、ありがとうございました。