

2025年10月

日本におけるデリバティブ市場： その潜在力を探る



目次

1. 要旨
2. はじめに
3. 日本のマクロ環境とデリバティブ市場
4. 日本のデリバティブ市場の改善余地
5. 資産運用の強化に向けたデリバティブ市場の将来性確保
6. 結論



89% の市場参加者は
デリバティブの利用拡大が日本
政府主導の資産運用戦略を後
押しすると認識しています。

要旨

スティーブン・ブルエル

マーケット・ストラクチャー&テクノロジー

健全なデリバティブ市場は、日本が資産運用の分野で世界的なリーダーとなるための重要な要素です。アセットマネージャーは、リスクをより効果的に取り扱い、管理するためにデリバティブの利用を増やしたいと考えており、市場をよりアクセスしやすくする可能性はあるとコメントしています。日本に拠点を置く20社の担当者との議論では、市場の障壁を減らすことでデリバティブをより効率的に活用できるようになり、日本の国際競争力を向上させるポテンシャルがあることが明らかになりました。

約80%にのぼる回答者が、目下デリバティブが運用戦略や目標を達成するために重要であると示しました。また、デリバティブの利用がポートフォリオ管理や商品開発の両方に役立っているとも述べています。そのため、彼らはデリバティブの取引や処理方法を改善しようとしています。

ポートフォリオマネージャーは、変化するマクロ経済環境に対応するために、デリバティブ市場を活用して金利変動などの影響を管理する必要があります。彼らは、既存の戦略にデリバティブを追加したり、新しい投資商品を立ち上げたりすることがあります。どちらにしても、受益者のために成功を収めるには、安定した市場が欠かせません。

調査手法

Crisil Coalition Greenwichは、ISDAと連携して、2025年6月から8月にかけて日本に拠点を置く20社からデリバティブ市場の専門家を対象に詳細な調査を行いました。この調査には、日本にオフィスを持つグローバルな資産運用会社、日本国内の資産運用会社、および日本のアセットオーナーからの調査結果が含まれています。インタビューでは、日本の資産運用会社による店頭デリバティブの利用動向を明らかにし、それが投資戦略とどのように一致しているかを評価し、市場へのより深い関与を促進するための機会と構造的な障壁を探りました。回答企業の運用資産残高(AUM)は、1,000億円から70兆円を超える範囲にあり、うち半数は40兆円超の資産を管理しています。本調査は、日本の長期的な金融目標に沿った市場開発、政策支援、インフラ強化に関する今後の議論に資することを目的としています。

はじめに

デリバティブは、アセットマネージャーや企業、そして急増中の個人投資家など、多様な市場参加者によって世界中で利用されているきわめて重要な金融商品です。デリバティブ市場にはさまざまな商品とアクセス方法があり、ユーザーはそれぞれのニーズに合った商品を見つけることが可能です。デリバティブの市場規模は非常に大きく、2024年末時点で金利デリバティブだけでも548.3兆ドルに達しています。¹ この市場は長年にわたり資本市場の基盤として機能し、多くの投資戦略の成功を支え、ヘッジを通じたリスク管理を可能にしてきました。

デリバティブ市場は世界的に広がっていますが、地域や国ごとの特有の事情が異なる金融商品の利用に影響を与えています。特に日本では、電子取引と処理の現状、デリバティブの清算、規制などがデリバティブの利用方法に影響を及ぼし、その結果、広範な普及が遅れており、他国と比べて普及率は低い水準でした。2022年の国際決済銀行(BIS)が発表した調査によると、世界全体での金利デリバティブの取引高は5.77兆ドルでしたが、そのうち日本はわずか1%(510億ドル)で、アメリカの29%と比べると低い水準です。² 同じ調査によると、日本は外国為替取引の割合は4%と比較的に高く、アメリカの19%と比較すると低いものの外国為替取引における日本の存在感を示しています。

足元では、日本の市場構造には大きな改善が見られています。例えば、日本証券クリアリング機構(JSCC)のデータによれば、2023年から2024年にかけて約定された金利スワップ(IRS)の取引件数は約20%増加しました。³ また、取引総額は同期間に倍以上に増えています。本調査に参加したデリバティブ専門家たちは、市場構造のさらなる進化を求めており、こうした動きは日本企業の目標達成を促すだけでなく、日本政府が掲げる「資産運用立国2.0」の実現を支えるものです。

日本のマクロ環境とデリバティブ市場

日本では、高齢化や低金利の問題を抱えており、さらには直近までマイナス金利といった重要なマクロ経済要因が存在していました。これらの要因は、投資の配分に影響を与えるだけでなく、デリバティブ市場の動向にも影響を及ぼしています。特に、ゼロ金利環境ではヘッジの必要性が低く、その結果、デリバティブの利用が鈍化した可能性があります。取引量が少ないため、規模を拡大するための投資意欲が低く、マニュアルによる取引執行と取引処理は理想的ではないものの当時は十分でした。

日本市場の進化は他の地域に比べて緩やかではあるものの、デリバティブは耐性があり、利回りを獲得するために必要不可欠なツールであることが証明されています。一部の資産運用会社は、日本国債(JGB)から得られるリターンの限界を克服し、デリバティブ市場を活用して利回りを生み出しています。マクロ経済の状況が変化する中で、デリバティブの必要性は増しており、日本市場はこうした新たな需要を吸収するための強固なインフラの恩恵を受けるでしょう。

本調査によると、投資運用業界において日本の市場参加者は、他の地域と同様にヘッジ、リスク管理(為替リスクおよび金利リスクを含む)、そして場合によってはアルファ創出のためにデリバティブを利用しています。

¹ OTC derivatives statistics publication table: BIS,DER_D7,1.0

² Triennial Survey publication table: BIS,DER_D12_2,1.0

³ Interest Rate Swap | Japan Securities Clearing Corporation

「実際、金利低下局面では金利スワップは非常に有効に働いたと思います。」

－ 日系保険会社

リターン源泉を多様化し、リスクを軽減する能力は、資産運用における柔軟性を高めます。これにより、コストを削減しながらパフォーマンスを向上させることができます。過去の世界金融危機の影響でデリバティブのリスクに対する懸念は残っていますが、デリバティブは有用なツールであることが証明されており、投資家や企業に利益をもたらし続けています。

リスク軽減におけるデリバティブの役割

課題	デリバティブの役割	業界コメント
インフレーション	ヘッジ	「インフレが進むにつれて、国内でのOTCデリバティブの利用件数が増えることが期待されます」 -外資系資産運用会社
為替リスク	ヘッジ	「金利市場において、外国債券に投資する際には為替リスクをヘッジする必要があり、OTCデリバティブの利用は不可欠です」 -外資系資産運用会社

出所: Crisil Coalition Greenwich「日本における資産運用会社のデリバティブ利用に関する調査2025年」

日本政府は、投資への資本流入を増やすため、資産運用業界の将来と競争力強化に重点を置いています。政府主導の資産運用戦略イニシアチブを通じて、当局は資産運用業界の継続的な進化の必要性を認識しています。

日本が資産運用の中心地へと進化するには、様々な形が考えられますが、デリバティブの活用は、その変化を支える重要な役割を果たします。実際、当社の調査では、市場参加者の89%が、デリバティブの利用拡大が、間接的にも直接的にも資産運用戦略を支えていることに同意しました。また、豊富な経験を有する市場関係者は、デリバティブの利用拡大がポートフォリオ運用の改善や商品開発の強化につながると指摘しています。

日本のデリバティブ市場の改善余地

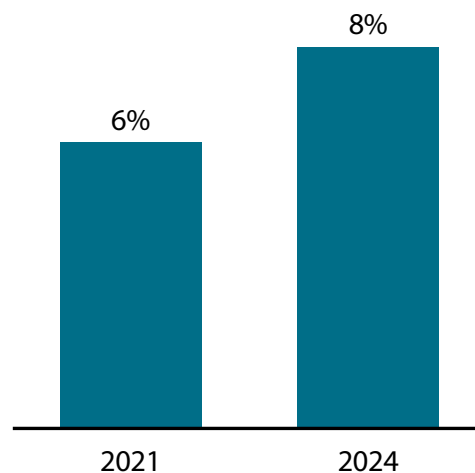
本調査では、日本の資産運用会社およびアセットオーナーの90%が、デリバティブの利用拡大に価値を見出していることが確認されました。回答者は、デリバティブ取引の利用を制約するいくつかの問題についても言及しました。その中には、世界的に共通する課題もあれば、日本市場に特有の課題もあります。顕著な問題としては、特定の商品間で流動性を調達する能力の偏在、より多くの電子的な執行・処理の必要性、より多くの取引のクリアリングへの要望、規制上の考慮事項、そして国内のデリバティブ取引に関する専門知識の不足などが挙げられます。

一部の市場セグメントにおける流動性の偏在：特定の商品における流動性の欠如が阻害要因として回答者から挙げられています。円スワップの流動性は、概ね十分であると考えられていますが、一部のデスクは、特定のCDSや国債のOTCオプションなど、取引量が少ない非標準的な商品については、エクスポージャーを容易に縮小・解消できない可能性があるため、取引に困難を感じたり、躊躇したりしていると報告しています。もちろん、流動性には市場参加者の存在が必要であり、今後数年間でバイサイドの市場参加者が増えれば、自然に流動性が向上する可能性があります。

取引および業務プロセスの自動化：世界のデリバティブ市場における電子取引と処理は進展しています。過去10年間で、世界中のデリバティブ取引は、電話やチャットベースのネットワークから、ワークフローを自動化するツールを備えたより高度な電子エコシステムへと移行し始めました。この変革は現在も進行中です。

日本では、他の主要市場と比較して、電子的にデリバティブ取引を行う企業数は依然として少ないままです。本調査によると、2024年に金利スワップを電子的に取引した日本拠点の資産運用会社はわずか8%で、2021年の6%から微増にとどまりました。

金利スワップを電子的に執行する
日本の投資家の割合



注：2021年に70件、2024年に39件の日本の債券投資家から回答に基づく。

出所：Crisil Coalition Greenwich Voice of Client - 2024年日本債券調査

対照的に、当社のデータによると、2024年には米国の75%、EMEAの71%の企業が電子取引を行っていました。これらの地域のユーザーは、複数のプロトコル(例:RFQ、ストリーミング価格)、ツール、取引場所をより頻繁に利用しており、取引執行の最適化に寄与しています。

取引ライフサイクル全体にわたる完全な電子処理の欠如は、業界にとっての懸念事項であり、関係者が電子取引の拡大を主張する理由でもあります。手作業で執行された取引はミドルオフィスシステムに手作業で入力されるため、照合、価格設定、担保管理などのプロセスでエラーが発生しやすく、コストも高くなります。資産運用会社が資産の保管、ファンド管理、ファンド会計、その他の業務プロセスなどのサービスを委託する信託銀行は、大規模なデリバティブ取引に対応するための能力とインフラが不足している場合があります。これらのプロセスとそれを支える技術に関する専門知識の欠如は、既に市場リスク、信用リスク、流動性リスク、その他のリスクを含む商品に、さらにオペレーショナルリスクを付加することになります。

クリアリングにおける大きな進歩を踏まえて:2008年の世界的金融危機後、可能な限り多くのスワップを清算集中するための大きな取り組みが行われました。清算集中をさらに促進または義務付けるために、追加の規制が段階的に導入され続けています。清算業務の拡大を求める最近の規制上の圧力は、2022年までに段階的に導入された非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制(UMR)によるもので、これにより非清算スワップの保有に伴う担保コストが増加しました。

日本では確かに目覚ましいクリアリングの成功例が見られた一方で、回答者は3つの問題を指摘しました。第一に、インタビュー実施時点で、JSCCは米国でデリバティブ清算機関(DCO)として認可されていませんでした。この規制上の障壁により、日本またはその他に拠点を置く米系資産運用会社はJSCCを通じて清算することができませんでした。2025年9月、米国商品先物取引委員会(CFTC)は特定の条件下で、JSCCの非米国清算会員が米国顧客向け円金利スワップの清算を可能とすることを認めました。⁴

第二に、JSCCとLCHは異なる円スワップ取引を清算しているため、価格差が生じ、市場参加者のコスト増につながる可能性があります。最後に、他の地域と同様に、市場参加者はクロス・カレンシー・スワップなど、より多くの商品がクリアリング対象となることを望んでいます。

規制上の考慮事項への対応:会計に関する規則とNISA(少額投資非課税口座)に関する規則という2つの規制テーマが浮上しています。企業がデリバティブをヘッジ手段として利用する場合、デリバティブと現物市場の会計処理の違いが、ポジションの経済性に影響を与える可能性があります。回答者は、現物商品をヘッジするためにデリバティブを利用したい事例を挙げました。ヘッジの経済性は機能するかもしれませんが、会計処理の結果、経済的に実行可能な取引は少なくなります。この問題は複数の法域で発生しており、日本企業にとって重要な考慮事項です。

デリバティブ取引規制はNISAにおいても設けられており、設計上および定義上、市場から特定のファンドが制限されています。もちろん、規制当局はこれらの金融商品が投資家にとって安全であることを保証する必要がありますが、規制は市場参加者の数を減少させます。

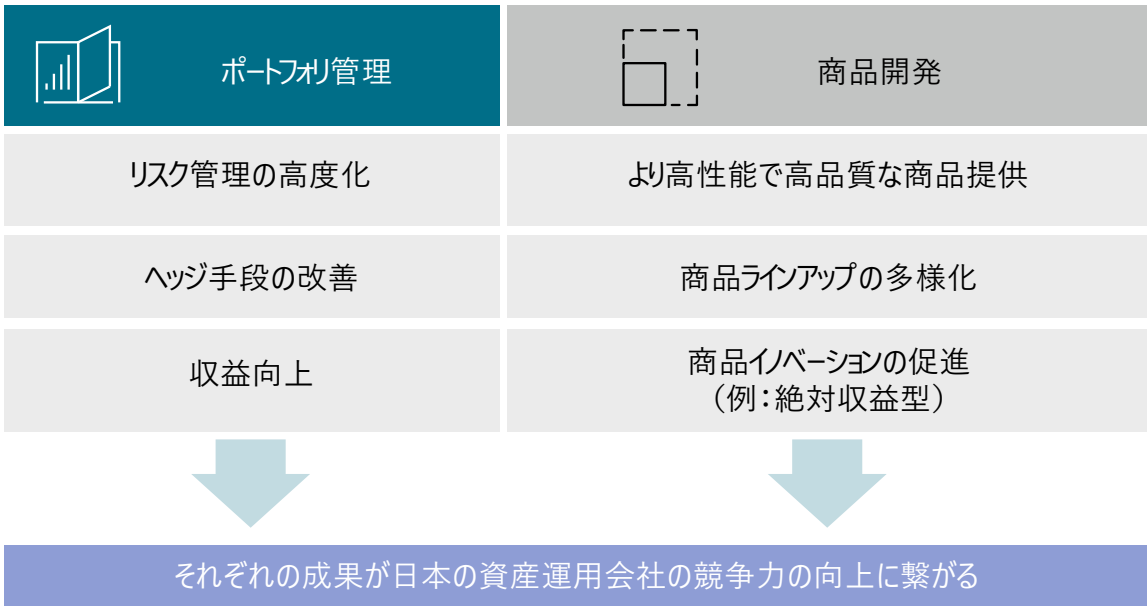
国内における専門知識とニュアンスの理解:日本では、法務、業務、リスク、その他の主要な利害関係者におけるデリバティブ取引の専門知識のレベルは、利用率の低さから、やや限られてきました。デリバティブは独特なものであり、法的契約の交渉から取引の決済に至るまで、ライフサイクル全体が複雑です。取引後の一連の流れに関する深い知識の欠如は、デリバティブ取引のコストとリスクを高める可能性があります。デリバティブ取引を規定する法的契約の交渉は専門分野であり、日本の一部の企業では法的知識の不足がプロセスを遅らせています。

⁴ <https://www.cftc.gov/node/256711>

資産運用の強化に向けたデリバティブの将来性の確保

インタビューによると、より活気のあるデリバティブ・エコシステムの構築が、日本の資産運用業界にとって重要です。デリバティブ市場の強化に伴うメリットも多数存在します。

日本の投資領域におけるデリバティブの利点



出所：Crisil Coalition Greenwich「日本における資産運用会社のデリバティブ利用に関する調査2025年」

ポートフォリオ管理：デリバティブを利用する理由はいくつかありますが、回答者から最も多く挙げられたのはヘッジとリスク管理であり、これらはポートフォリオを効果的に運用するために不可欠です。ポートフォリオ管理の改善は、企業のグローバル競争力を高め、より多くの投資対象資産を獲得することにつながります。

「デリバティブを活用してレバレッジを効かせる商品設計にしなければ、リターン目標の達成は難しいでしょう。」

－ 日系資産運用会社

当社の調査によると、2024年における日本の金利デリバティブトレーダーの最大の懸念はインフレでした。さらに、回答者は、日本はデフレからインフレへと移行すると考えています。インフレと金利の変化に伴い、ポートフォリオにリスクが生じ、デリバティブ（例：インフレ・スワップ）の必要性が高まる可能性があります。日本に拠点を置くある外資系資産運用会社は、「OTCデリバティブは、全体的なイールドカーブ・リスクのコントロールにおいて重要な役割を果たしている」と述べています。

商品開発：投資家ごとに必要な商品は異なります。リスクをほとんど、あるいは全く伴わずに安定したリターンを求める投資家もいれば、より高い利回りとリターンを求める投資家もいます。グローバルな競争力を高めるために、日本の資産運用業界は、提供する投資商品の種類を拡大する可能性があります。また、戦略の複雑さが増すにつれて、デリバティブを組み込む必要性も高まる可能性があります。

回答者は、投資商品の分散化が、状況の変化に応じて商品の妥当性を維持する上で重要であることを理解しています。デリバティブ市場の活性化は、金利とデリバティブを組み合わせた戦略や絶対収益型ファンドなど、新商品開発を促進するでしょう。

「デリバティブの利用拡大により、お客様により高いパフォーマンスと高品質な投資商品やファンドを提供できるようになります。」

– 日系資産運用会社

日本のアセットマネージャーは、デリバティブが提供する価値を認識しており、投資目標の達成を支援するだけでなく、さらに一歩進んだ取り組みも行っていると述べています。「デリバティブを積極的に活用しなければ、目標達成が難しいファンドもあります。」

結論

当社の調査は、日本の資産運用業界におけるデリバティブの重要性を裏付けており、回答者は投資目標の達成を支援する上でデリバティブの価値を認識しています。より活発なデリバティブ・エコシステムは、日本の資産運用にとって不可欠です。故に、デリバティブの需要の高まりに対応するための市場改善方法はいくつかあります。具体的には、ワークフロー全体にわたる能力と知識の向上、そして清算の継続的な改善などが挙げられます。より多くの参加者を誘致することで、現在一部の金融商品で課題となっている流動性の改善に役立つはずです。

ISDAについて

1985年以来、ISDAはグローバルなデリバティブ市場をより安全で効率的にするために取り組んできました。現在、ISDAには76カ国から1,000以上の会員機関が参加しています。これらの会員は、企業、投資マネージャー、政府や国際機関、保険会社、エネルギーおよびコモディティ企業、国際および地域の銀行など、幅広いデリバティブ市場の参加者で構成されています。市場参加者に加えて、会員には取引所、仲介業者、清算機関、情報保管所などのデリバティブ市場インフラの重要な構成要素や、法律事務所、会計事務所、その他のサービスプロバイダーも含まれています。ISDAとその活動に関する情報は、協会のウェブサイトでご覧いただけます。LinkedInとYouTubeでもフォローおねがいします。

<https://www.isda.org>

This Document is prepared by Crisil Coalition Greenwich, which is a part of Crisil Ltd., a company of S&P Global. All rights reserved. This Document may contain analysis of commercial data relating to revenues, productivity and headcount of financial services organisations (together with any other commercial information set out in the Document). The Document may also include statements, estimates and projections with respect to the anticipated future performance of certain companies and as to the market for those companies' products and services.

The Document does not constitute (or purport to constitute) an accurate or complete representation of past or future activities of the businesses or companies considered in it but rather is designed to only highlight the trends. This Document is not (and does not purport to be) a comprehensive Document on the financial state of any business or company. The Document represents the views of Crisil Coalition Greenwich as on the date of the Document and Crisil Coalition Greenwich has no obligation to update or change it in the light of new or additional information or changed circumstances after submission of the Document.

This Document is not (and does not purport to be) a credit assessment or investment advice and should not form basis of any lending, investment or credit decision. This Document does not constitute nor form part of an offer or invitation to subscribe for, underwrite or purchase securities in any company. Nor should this Document, or any part of it, form the basis to be relied upon in any way in connection with any contract relating to any securities. The Document is not an investment analysis or research and is not subject to regulatory or legal obligations on the production of, or content of, investment analysis or research.

The data in this Document may reflect the views reported to Crisil Coalition Greenwich by the research participants. Interviewees may be asked about their use of and demand for financial products and services and about investment practices in relevant financial markets. Crisil Coalition Greenwich compiles the data received, conducts statistical analysis and reviews for presentation purposes to produce the final results.

THE DOCUMENT IS COMPILED FROM SOURCES CRISIL COALITION GREENWICH BELIEVES TO BE RELIABLE. CRISIL COALITION GREENWICH DISCLAIMS ALL REPRESENTATIONS OR WARRANTIES, EXPRESSED OR IMPLIED, WITH RESPECT TO THIS DOCUMENT, INCLUDING AS TO THE VALIDITY, ACCURACY, REASONABLENESS OR COMPLETENESS OF THE INFORMATION, STATEMENTS, ASSESSMENTS, ESTIMATES AND PROJECTIONS, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE ARISING OUT OF THE USE OF ALL OR ANY OF THIS DOCUMENT. CRISIL COALITION GREENWICH ACCEPTS NO LIABILITY WHATSOEVER FOR ANY DIRECT, INDIRECT OR CONSEQUENTIAL LOSS OR DAMAGE OF ANY KIND ARISING OUT OF THE USE OF ALL OR ANY OF THIS DOCUMENT.