



総合取引市場創設に係るレポート及び提言

一般社団法人

フューチャーズ・インダストリー・アソシエーション・ジャパン

2019年2月1日

FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION JAPAN

c/o Greenberg Traurig Tokyo Law Offices, 14F Meiji Yasuda Seimei Bldg. 1-1, Marunouchi 2-chome, Chiyoda-ku, Tokyo 100-0005
一般社団法人フューチャーズ・インダストリー・アソシエーション・ジャパン 〒100-0005 東京都千代田区丸の内 2-1-1 明治安田生命ビル 14 階 GT 東京法律事務所気付
Phone: 03-4510-2222 <http://www.fiajapan.org>

2019年2月1日

総合取引市場創設に係るレポート及び提言

**フューチャーズ・インダストリー
アソシエーション・ジャパン**

代表理事 会長

茂木 八洲男

総合市場戦略委員会 委員長

ロス マイケル

エクゼクティブ・サマリー

わが国デリバティブ市場は米国市場と欧州市場の間に位置し、オーストラリア市場と共に世界で最も早い時間に開かれる市場であり、世界の市場を締め括るニューヨーク市場を引継ぎ、新たな市場日に向けたファンダメンタルズへの反応や方向性を示唆する上で極めて重要な市場です。この様に恵まれた環境にありながら、わが国の国際市況商品デリバティブ市場は、急速に拡大するグローバル市場の成長性に参加できず、その恩恵を享受できないばかりか、大幅な遅れをとるに至っています。その原因は、急変する市場環境とそのニーズに対し、わが国は旧態依然とした市場環境を残置しており、国際市場としての環境整備が行き届いていないことに加え、現行の市場参加者（会員）構造からが、国際的な商品性と市場ニーズを満たすことができる市場参加者が極めて少ない状況であることに多く起因していると考えます。これにより、わが国市場は商品デリバティブ取引の特性とも言われる、国際市場間において共有すべき市場流動性がもたされていない状況に至り、わが国経済を反映した、市場の本源的価値が評価されないまま、グローバル市場にける市場の位置付けが長年に渡り低下し続けている状況に置かれています。

フューチャーズ・インダストリー・アソシエーション・ジャパン（FIAJ）は総合取引市場、すなわち証券市場と市況商品市場統合の構想について、業界内各分野からの代表者を含むFIAJ総合取引市場戦略委員会、並びに、グローバル市場参加者を含む国内外の専門家の意見をふまえ討議してまいりました。

以下の通り、FIAJがわが国市場発展に資する統合市場の在り方について検証、討議し、ここにご提言申し上げます。

なお、ここに、本提言をまとめるに当たりご尽力、ご協力いただきましたFIAJ総合取引市

場戦略委員会委員各位、本調査にご協力、御支援いただきました業界関係者各位、同時に日本商品先物振興協会、FIA 本部その他関係各位に本書をもって御礼申し上げますとともに、本提言がわが国デリバティブ市場の発展の一助となれば誠に幸いです。

1. 一元化された法令の下に、単一の包括的規制機関による市場監督を支持しその実現に向けた提言

- (1) 商品グループ別縦割り規制環境は、総合取引市場の発展に重要な要素である市場参加者構造、上場商品と市場設計、清算取引、市場へのグローバル・アクセスとネットワークに対して、さまざまな阻害要因となる。
- (2) 総てのデリバティブ商品は金融商品の一種であると認識し、一定の基準を充足することにより、全ての市場参加者は同等に上場デリバティブ商品を扱えるようにすべきである。

2. グローバル市場におけるアジアの中核商品デリバティブ市場として発展するための基盤構築に向けた提言

- (1) 上場される商品は国際市況商品であるべきであり、わが国固有のものであるべきではない。市場は透明性高い健全な取引と、安全な清算の場として門戸を広げ、多様な取引参加者の基に、国際市場の一翼を補う市場基盤を構築し、国際市場間とりわけアジア地区とその時間帯において相互依存されうる市場、グローバルプレイヤーの集まる市場にならなくてはならない。
- (2) 総合取引市場は個々の取引所において開設される市場において取引される商品を単一の市場に集約することだけではなく、効果的な利便性の高い市場の開設維持のため統一されたガバナンス体制の下、基本的に一の市場に上場される商品である以上は、同じルールが適用されるべきである。

3. 総合取引市場における取引を包括的に清算する総合清算機関の創設への提言

- (1) 総合取引市場創設と共に総合清算機関としての清算機能の効果的拡充は、清算機関自らの市場リスクの分散と軽減、更に秩序ある市場管理と運営に貢献するものでなければならない。
- (2) 清算参加者のコストを軽減し、包括的及び顧客別リスク管理を簡素化することを踏まえ、清算参加者の利便性と安全性向上を高め、新規参加者の障壁を低くする。FIAJ は本調査を踏まえ、一元化された清算機関における包括的清算手段が総合取引市場を成功裏に進める最大の要因と捉えている。

4. 先物市場行政と現物市場行政の分離と協調に関わる調査と提言

商品デリバティブ市場規制機関はデリバティブ市場の各種機能が円滑に機能するための規制環境を設計、監督するものであり、現物市場管理行政・機関とは一線を画するものとすべきであるが、他方で、現物市場管理機関との間において現物市場における商品の円滑な流通に資するための十分な情報交換が重要である。そのために、規制機関レベルにおける、関係機関、市場関係者間の協調体制を整備することが重要である。

5. 国際市場間競争下における。戦略的アプローチの提言

- (1) 総合取引市場における商品デリバティブ市場に参加が期待される国際的受託業者と市場アクセスの多様化、国際化を促進するグローバル・サービス・ネットワークの構築
- (2) 当業者及びグローバルな市場参加者、投資家ニーズに見合う商品設計の再考と新規上場商品の開発
- (3) 国際市場環境下における戦略的市場間協調の促進
- (4) 一元化された清算機関における清算取引機能の実現による、清算取引参加者のコストの軽減。
- (5) 金融及び市況商品を多様に横断するリスクに連動するクロス・マージン等効果的リスク・ファンドの活用

フューチャーズ・インダストリー・アソシエーション・ジャパン (FIAJ) について

FIAJ は、各規制により分立する先物業界を横断した会員を有する日本唯一のデリバティブ業界団体です。会員には、国内外の先物および証券取引所、受託業者、証券会社、銀行および市場ユーザー、および業界にサービスを提供する法律、IT 業者、その他の専門家が含まれます。FIAJ は、金融、証券、並びにコモディティ市場に関連するグローバルな業界にあって国内および国際的な業務の発展に注力しています。FIAJ は、ワシントン DC を拠点とする FIA により、1988 年 FIA の日本支部 (Japan Chapter of FIA) として、わが国における業界任意団体として設立されました。2010 年 FIA ジャパンは、一般社団法人として改組し、その使命を果たしています。2016 年には、FIAJ 及び FIA はより強化された協力体制を構築し、デリバティブ業界の発展に貢献するために、新たな業務提携契約を締結しました。FIAJ は会員により選出された FIA の代表者を含む独立したガバナンス体制を有し、わが国及びグローバル・デリバティブ市場の発展に注力してまいります。

<https://www.fiajapan.org/?language=japanese>

FIAJ のミッションは以下の通りです。

- ・わが国金融市場の成長を促進し、
- ・アジア地区におけるグローバルな金融センターとしての発展を促す

フューチャーズ・インダストリー・アソシエーション (FIA) について

FIA は米国ワシントン DC に本部を有する先物、オプション及び清算取引機能を伴うデリバティブ市場の発展のために組織された協会でありブラッセル、ロンドン及びシンガポールに事務所の他 FIA ジャパンを含む関連付属機関等により組織される世界規模の業界団体であります。会員には、48 か国余りからの清算取引参加者、取引所、清算機関、当業及び取引業者、コモディティ専門家、そしてテクノロジー・ベンダー、弁護士、その他当業界に関連する多くの専門家が含まれます。

<https://fia.org/about-0>

FIA のミッションは以下の通りです

- ・公開市場において透明性と競争力を有する市場への支持
- ・金融システムの健全性を保護・強化
- ・高度な専門家としての行動基準の推進

FIAJ サーベイについて

FIAJ は、内閣府が主催する規制改革推進会議において検討されている証券市場及び市況商品デリバティブ市場の統合による総合取引市場の開設に関連して、2018 年 11 月に、当協会会員及び国内外の市場参加者各セクターの代表者による、総合取引市場戦略委員会を組織し市場発展に向けた総合取引市場の在り方を検討してまいりました。同年 12 月、本総合取引市場構想に関連し、国内外のデリバティブ業界関係者を対象としたアンケート調査を行い、約 150 の調査対象者のうち 41 の回答を得ました、その内訳は、外資系企業の回答者が 57%、国内業者からの回答者が 43%で概ね均等な状況でした。回答者の更なる内訳は受託業者が 44%、投資家（市場ユーザー）が 38%、その他の回答者は 18%でした。詳細については添付する「総合取引市場アンケート結果」をご参照ください。

本書はかかる調査と総合取引市場戦略委員会における検討内容を踏まえ、当協会が本邦における 30 年の歴史と国内外において有する市況商品、金融、証券先物・オプション市場及び関連業界における見識を基に取りまとめました。

FIAJ サーベイ P2. A1 回答各社、所在地、属性 ご参照

FIAJ サーベイ P3. 回答者の属性：ブローカー、投資家、その他 ご参照

1. 総合取引市場とその意義

総合取引市場の本意は取引所または市場の統合を目的とするものではなく、わが国の金融、証券、商品デリバティブ市場の発展を促し、アジアの中核市場として国内外の市場参加者はもとより、国際市場間において十分な市場機能を提供できる、市場の構築を目指すものでなければなりません。規制機関、取引所、業界にあっては金融、証券、商品デリバティブ業界が有する従来の規制環境、文化、経験、諸々の商習慣等から生じている常識、並びに、市場、業界の歴史に捕らわれること無く、将来的に在るべき市場の姿を見据え、新たに国際的に共有でき得る高度な利便性、安全性、透明性を備える、より効果的な市場及びデリバティブ業界の基盤を構築すべきと考えます。前述した通り、総合取引市場の創設はあくまで市場発展を目指す一手段であることを、規制機関、取引所、業界関係者間において相互に認識し、かつ共有することが新生デリバティブ市場成功への基礎となるものと確信いたします。また、総合取引市場構想は、単に商品並びに証券及び金融先物市場の統合ではなく、あらゆるシステムを含む関連業界の融合と統合であることを認識し、市場及び業界の発展を導くため、官民が一体となって、自らの変革を促進し、市場の育成を図ることの意識を共有することが重要と考えます。情報技術の急速な発展が世界の市場間の距離、時差、国境を越え、市場のグローバル化と国際市場間競争を加速させる状況にあって、わが国商品デリバティブ市場や業界の実態は十分に市場参加者ニーズを消化し、追従できていない状況であることを懸念せざるを得ません。特に国際市況商品市場にあっては不確実性が高まるグローバルな現物取引市場における市場と信用リスクの多様化に鑑み、総合取引市場における商品先物市場は世界の現物市場参加者や投資家が常にアクセス出来得る派生商品市場を設計すべきと考えます。グローバルな取引参加者は、より効果的な、利便性の高いデリバティブ市場を選択し、クロス・ボーダー取引を踏まえ、世界市場を駆け巡る状況にあります。高い市場流動性を根源とする取引所商品先物市場の機能は公平かつ適切な指標価格形成の場であり、商社、金融機関は商品先物及びオプション市場を含む広義なデリバティブ市場におけるリスク管理取引、コモディティー・ファイナンスや組成された金融商品を通じ、商品の安定供給並びに円滑な流通を促進する場として、また、証券会社及び投資運用管理者は、上場商品デリバティブ契約を運用リスクの軽減と安定したリターンを求める上において、重要な投資資産運用の場として位置付けています、即ち、当業者、金融機関、投資家にとって多様化するリスク管理ニーズと収益機会の確保が求められる中、商品先物市場を含む取引所デリバティブ市場は重要かつ不可欠な産業及び金融市場インフラストラクチャーの要と認識されています。

FIAJ サーベイ質問 3. 取引環境について 参照

2. 国際市場間競争と協調

急速な市場発展を続けるグローバルなデリバティブ市場において、2017年の世界79取引所デリバティブ市場の総出来高は252億枚を記録し、地域的に見る世界市場の構成比率は米国が88.8億枚（世界市場占有率35.3%）、アジア太平洋が88.0億枚（同35.0%）、欧州が49.3億枚（同19.6%）、南米19億枚（同7.8%）、その他5.9億枚（同2.4%）の構成となっています。わが国における市場の総出来高は、約3.8億枚その内訳はJPX（OSE）約3.2億枚（国内市場占有率84%）、TFX 0.38億枚（同10%）、TOCOM 0.24億枚（同6%）で推移し、世界市場全体に対するわが国市場の占有率は、わずか1.5%、アジア市場においても4.3%と、世界における我が国の国民総生産等に基づく国力と比べても大きな乖離が生じています。わが国のデリバティブ市場規模の実態は近隣諸国や新興国市場にも劣る状況であり、その背景には商品先物市場の長期化した低迷が影響しています。FIAJはわが国における歴史の中において、取引所デリバティブ市場の発展を使命として堅持してまいりました。2007年7月に経済財政諮問会議に対しその提言を行って以来、総合取引市場の早期創設に関わる提言を繰り返し、支持してまいりました。その間、世界の取引所デリバティブ市場、とりわけアジア市場の成長は、わが国市場の成長率を大きく上回り、現在、アジア市場の規模は世界市場において最大級のシェアを確保するに至っています。特に、中国における商品先物市場の急速な発展は、今や米国商品市場を上回る勢いにあり、近い将来にはエネルギー、非鉄、穀物市場の国際化を通じアジアを代表する国際指標市場として発展し、さらにはアジア地区における一大商品市場センターに拡充する可能性を秘めております。一例として、昨年3月に開始された中国史上初の原油先物取引を見ても期近限月を中核とする堅調な出来高の増加を続け、日量出来高は開設より一年にも満たない状況下、当初の日量30,000枚台の出来高から昨今では400,000枚台と10倍を上回る（わが国商品先物市場の約3倍に該当）驚異的な発展を遂げています。この様に、欧米先物業界における豊富な実務経験者を行政及び産業界において有する中国市場の発展は、アジア地区における中核市場を目指すわが国市場にとって最大の脅威であります。

今や、わが国の商品市場育成のため市場の国際化戦略は不可欠です。単に国際市場間競争を注視、注力するのではなく、市場間協調を有益に融合して対応することが重要と考えられます。商品先物市場の基本的発展要素は、現物市場、即ち、生産国、消費国としての現物市場の規模とその取引ニーズに準ずるものとの見方が多いと言われる一方、昨今の市場参加者の動向は情報技術の発展と共に、取引所価格形成機能のみに限定されることなく（あるいはそれ以上に）効率性の高い安定した清算機能を有する市場を模索する状況にあります。その前例は大規模な生産国でも消費国にも属さない言わば中継国市場としてのSGX、LMEの発展状況を見ても明らかです。商品先物市場はより安定した経済環境と信用力を有するわが国の国際的位置付けとの相乗効果をもって、清算市場としての商品先物市場を目指すことが有益かつ効果的選択であると考えます。そのためには取引所はもとより清算機関は自

らの財務基盤を拡充することに加え、**FIAJ**は以下の提案を行います(1)清算参加者(会員)を介した、サービス・ネットワークを拡充するための制度を構築する、(2)取引所市場会員と清算会員の分離、商品別限定会員と総合会員等、会員(市場参加者)制度における弾力性と多様化を図る、(3)国内外エージェント取引にあつてはその制度を建設的に見直し、とりわけ諸外国受託(取次)業者からの取引にあつては当該国の規制環境を明確に把握し、更に、外国の規制機関との本件にかかわる情報交換を能動的に行うための対応と充実した管理体制を構築する、(4)外国におけるわが国の顧客資産の分別保管の実現等(商品デリバティブ取引はすでに対応済み)に加え、わが国の受託業者を通じた国内および外国の顧客取引の多様化を促進する、(5)中国市場を含む国際市場との間における広域な協調を図ることが重要になります。

FIAJ サーベイ質問6. 市場参加者構成について をご参照

3. 商品先物市場を含むデリバティブ市場の発展への課題

3-(1) 規制環境の一元化(法、規制、規制機関)

わが国の取引所商品先物市場は国民生活に必要な不可欠な資源の供給を大きく外国資源に依存する状況にあります。本来、商品先物市場は、資源を主要な取引所商品デリバティブ市場において相互に上場することにより、世界が共有する資源に近づけることを目指しています。その上でそれぞれの国や地域の公開された商品市場価格を、国民や地域の声として相互に世界の様々な市場に発信し合い国際市場における価格形成に参加し、かつ反映させるものです。そのためには、諸外国のデリバティブ市場間において幅広く参加する**国際的受託業者**や商社等当業者である市場参加者と共に多くの投資家を幅広くわが国商品先物・オプション市場に誘致することは市場発展に寄与することはもとより、国民の有する市場価格観を国際市場に反映するにあたり極めて重要です。そのための、多くの人材の育成、導入に加え、市場環境の整備が極めて急務な状況にあります。取引所デリバティブ市場が果たす市場の経済機能及び目的は、上場する市況商品や証券、金融商品を問わず共通するものであるにも関わらず、わが国の規制環境は長年に渡り現物主義に基づく商品グループごとに分離されてまいりました(縦割り行政)。提案される総合取引市場創設に先立ち、取引所市場を取り巻く規制環境を一元化するための環境の整備、設計が総合取引市場創設に先立ち円滑な組織化と成功を促す重要なステップと考えます。(後述する3. デリバティブ市場と現物市場間におけるモニタリングを参照)。わが国商品デリバティブ市場は世界有数の長い歴史を有し、先人達の英知と努力の基に設計された由緒ある市場ではありますが、同時に市場育成の在り方における過去の誤りが負の遺産として市場発展を阻害している一面もあります。本 **FIAJ** サーベイにおいて示される通り、法規制、規制機関の統合を伴う規制環境の一元化は回答者の最も強く要望する重要な課題であると同時に、統合された市場創設と成功には

欠かせない最重要事項として取り上げています。

国際的受託業者；世界の有力デリバティブ市場に参加する受託業者で、わが国市場と国際市場に同時に参加する権限を有する受託業者（グローバル FCMs）でわが国においては多く証券会社、投資銀行として JPX 市場に参加者として活動しています。なお、国際的受託業者の多くは外国取引所デリバティブ市場の清算会員として商品デリバティブ市場における参加実績を有しています。

FIAJ サーベイ 質問 1. 商品について ご参照

FIAJ サーベイ 質問 5. 制環境について ご参照

3-(2) 金融デリバティブ市場と商品デリバティブ市場の統合

外国の当業者、高速取引業者を含む市場参加者及び投資家が行うわが国の商品デリバティブ市場取引の実態は、参加する業者の数、取引量ともにグローバル市場に比べ、ごく僅かであり潜在的市場成長性は極めて高いものと考えます。かかる状況下、国内におけるデータ分析では外国顧客が占める市場売買占有率は約 50%+ と急速な成長を見せているものの、その背景にあっては会員受託業者及び外務員数が減少する等、国内顧客から生ずる取引の低迷による悪循環が続いています。更に外国顧客からの取引に対応でき得る商品受託業者（主に兼業証券会社）の数は限定的に推移し、結果、多くの市場売買高は一部の市場参加者に著しく集中する状況にあります。本来、デリバティブ市場は幅広い多様な国内外からの市場参加者により形成された市場価格が価値あるベンチマーク市場価格として取引を増加させます。特に同一（類似）国際市況商品を共有して上場する商品デリバティブ市場にとって市場間における裁定取引は市場間格差や時間的格差の是正を機能させ、更にわが国市場価格を国際市場に反映させる重要な取引となりますが、現状、わが国商品デリバティブ市場が有する市場参加者において国内市場価格を国際市場に反映させる力は極めて限定的です。本調査における明らかな結論として、国際的受託業者及び市場参加者は集約化された総合取引市場において、わが国商品デリバティブ市場への市場参入に関わる諸問題が一掃されることを前提に、商品市場への参入と取引増加意欲が極めて旺盛であることを明確に表示しています。市場流動性を促進し、国内外ネットワークを通じたグローバルな市場業務及び多様な顧客へのサービスが期待されます。

取引所商品デリバティブ市場と現物市場との基本的な相違は、現物市場は安定的な現物の取得と供給を目的とすることに対し、商品デリバティブ市場は常に市場リスクとカウンター・パーティー・リスク管理、公平な市場価格の形成にその目的が定められています。商品先物市場における取引の決済には、反対売買による差金決済（反対売買決済）と共に現物受渡しによる決済機能があります。（インデックス先物取引を除く）。先物市場は取引の大半を占める反対売買決済により高い市場流動性が生じ、先物市場機能の根源となっています。また、商品先物市場は、現物の受け渡しを目的として組織された市場ではないものの、現物受渡し決済機能はインベントリー・リスク管理のみならず、現物及び先物市場間の価格連動性

を高め先物市場におけるリスク管理機能や価格形成機能を高めています。

我が国の歴史的背景を考慮に入れなければ、本来、取引所商品デリバティブ市場の機能と目的及び取引の形態から判断して、商品先物市場は商品市場ではなくファイナンシャル・リスク管理市場と考えます。先進デリバティブ市場を有する欧米にあって、「商品先物業界」として独立した業界は存在しません。その業は広義な金融サービス業の一部に位置付けられて一元化されたデリバティブ市場の規制環境の下に業務が行われる状況にあります。

(米国における“商品先物取引委員会/Commodity Futures Trading Commission”は1976年に創設された際、農産品市場から発展した先物市場の歴史的背景をふまえ、取引所先物市場における上場商品全てをCFTC法およびその規定に定義される規制商品=COMMODITYとすることに基づく連邦規制機関名であって、わが国で一般的に言われる商品=貨物とは異なるものです。以来、上場商品が金融及び証券を含み多様化すると共に市場名も商品先物=>先物=>デリバティブと変遷している状況にあるものの、規制機関名はそのまま据え置かれている状況と考えます)

(金融、証券現物市場は投資家保護などの政策から現物市場取引への規制を受ける「規制市場」と位置付けられるが、市況商品現物市場取引に集約された規制環境は存在しない)

4. 外国の市場参加者から見るわが国商品デリバティブ市場

4-(1) 市場の歴史的背景

1990年代中期日本の穀物、貴金属先物市場は世界出来高ランキングにおいて、上位5位以内に位置する世界のリーディング市場であり、金融、証券を含むわが国の先物市場総出来高の60~70%を占有する市場でした。現在においてもわが国の商社、グローバル業務に従事する諸外国の当業者や機関投資家は大量なヘッジ取引を継続して行うニーズに変化はありません。しかし、それらの市場参加者や顧客はその多くの取引はわが国市場から COMEX, NYMEX, CME, LME 等の外国市場に流出しているのが実態です。また諸外国の当業者や投資家から発注されるグローバル市場における取引においても、その殆どが、わが国市場を通り過ぎ、第三国商品市場での取引に集中する状況です。すでに大手市場参加者は、中国市場へ参入し、または参入を模索する状況と伝えられています。

更に昨今、それらの取引はアジア時間帯におけるリスク管理を踏まえ、今後、中国市場の国際化が促進され、国際的な中国市場に対する依存度が高まるとすれば、それらの取引は中国市場に移動する可能性が大きいと考えます。わが国市場にとって国際市場間における競争力を強化する時間は限られています。

4-(2) 商品デリバティブ市場における課題

わが国商品先物市場が抱える現状の問題は商品の需給等、市場独自のファンダメンタル要因による市場の低迷ではなく、それ以上に市場の効率性に起因するところが大きいと考えます。欧米市場においては多くの国際市場にアクセスできる受託業者を含む多様な市場参加者の取引により、市場機能の基礎となる効果的市場流動性を生み、市場ユーザーの取引効率はわが国市場より高く、取引コストは取引機会に対し低率に推移しています。一方、わが国商品デリバティブ市場は大衆投資家に依存した市場構造の時代を引きずり大衆投資家に向けた規制、商品設計が目立ち、当業者を含む大口市場ユーザーの取引ニーズを満たすことが困難な、言わば使いづらく、取引コストの高い市場と考えます。かかる状況下、今日の、わが国市場において国際的に依拠されるアジア指標価格の形成が困難な状況です。取引参加者が多様化する商品デリバティブ市場なくして指標価格の形成は困難なものと考えます。

4-(3) 総合取引市場として失われた商品デリバティブ市場を戻すために (TOPIX 市場に見るケース・スタディー)

TOPIX 先物が OM プラットフォームに接続される以前、多くの市場参加者は日経 225 先物に加え、新たな TOPIX 市場における取引執行環境や管理体制に関わる投資は費用対効果から判断し困難な状況の中、TOPIX 取引に参加するため TDEX への接続を余儀なくされ、新たなシステム投資の必要性に苦慮する状況にありました。その結果、日経 225 先物市場への参加に比べ TOPIX 市場参加者は限定的でした。その後、TOPIX 市場は OM プラットフォームへ移行、年間平均出来高は下記の図に示されるよう増加しました。この例は単一プラットフォームにおける多様な市場への参加を可能とすることにより、新たな市場参加に係る経済的負担が回避出来た結果と考えます。

Fig.1

Year	Total contracts		Platform	4 year average	
	TOPIX	TOPIX Mini		TOPIX	TOPIX mini
2010	14,451,751	1,044,343	TDEX	16,741,619	1,742,601
2011	14,608,165	621,569			
2012	15,192,439	2,148,039			
2013	22,714,121	3,156,452			
2014	20,877,250	4,743,111	OM	22,533,630	3,909,310
2015	22,303,956	4,314,181			
2016	22,560,705	2,955,098			
2017	24,392,610	3,624,850			

本事例の分析から、市場の参加者にとって以下の状況が観察されます。

- (a) それまで OM 環境を採用していたものの TDEX にアクセスしていなかった市場参加者は洗練された新たな OM 環境を使用し TOPIX を取引する状況になった。
- (b) 改善された OM にアクセスした日経ラージ対ミニ、大証対 SGX のインデックス裁定取引を経験する市場参加者は直ちに TOPIX ラージ対ミニ間の裁定取引に加え TPX 対 JGB 裁定取引に参加し、TOPIX の OM 移行以来、裁定取引市場参加は TOPIX 取引の統計では上位に位置するに至った。
- (c) OM に接続し豊富な経験を有する日経指数、東証指数、および JGB 市場経験者はその後それら商品を上場する他市場での取引を活性化させた。
- (d) 大証市場の営業ネットワークと TOPIX 市場の相乗効果で機関投資家、専業自己取引業者及び大衆投資による取引が加速して増加となった

上記する TOPIX の取引増加に伴い、それまで新たな環境構築への設備投資を躊躇していた小規模ブローカーは TOPIX 取引のコストの大幅な軽減が影響し、市場成長による収益機会の増加の恩恵に浴することが可能となりました。本相乗効果による小規模ブローカーが得た恩恵は大手ブローカーを凌ぐものであったと推察します。

4-(4) TOPIX のケース・スタディーは、商品デリバティブ市場に適用できるか

JPX の会員である証券会社数は 117 社にのぼります。これらの JPX 会員証券会社のうち、8 社のみが 商品デリバティブ市場参加者であり、8 社中 2～3 社が受託業者として高い市場占有率を有しています。総合取引市場の下では、現状商品デリバティブ市場に参加していない外国証券会社を含む 109 社の証券会社が新たに商品デリバティブ市場へのアクセスを有することとなります。FIAJ サーベイの結果では、外国商品デリバティブ市場において豊富な経験と巨大な国際的サービス・ネットワークを背景とする JPX (OSE) に参加する大手外国証券会社で

(1) 現在わが国商品デリバティブ市場に全く参加していない業者、

(2) 既に、同一グループ内の外国法人が日本の投資家から外国の商品取引所市場において上場されている商品の受託業務を行っている業者

等が、わが国総合取引市場における商品デリバティブ市場への参加と取引活性化への意向が旺盛です。さらに、FIAJ の認識では、現在わが国において活動する大手 19 社の外国受託業者（証券会社）中、現在わが国商品デリバティブ市場に受託業者として参加していない 16 社は、市場の統合と清算機関の統合を前提としての参加を検討する方向と判断され、わが国市場への参加業者は急速に増加するものと思われま

上記の状況に鑑み、形態及び取引される商品は異なるものの、前述する TOPIX 市場発展に見る相乗効果と足跡は商品デリバティブ市場の発展において参考になるものと考えます。

FIAJ サーベイ 質問 1 商品について ご参照

4-(5) 更に期待される市場拡大要素

上述した 19 社の外国証券会社やわが国大手証券会社は、国内外の金融機関、保険会社、ヘッジ・ファンドを含む多様かつ有力なバイ・サイドを含む顧客層を有する他、単に自らの顧客取引をわが国市場に誘致するばかりでなく、オムニバス口座 (Omnibus account) ¹ を通じ、外国での規制に服する外国の受託業 (FCMs/オムニバス・ブローカー) を顧客とするホールセール・クリアリング業務をグローバルに展開しています。オムニバス取引は総合取引市場の参加者でない、外国の取次業者を顧客 (オムニバス・ブローカー・カスタマー) として織的なネットワークを構築することにより、わが国の受託業者が直接アクセスすることが困難な、外国のヘッジ・ファンド、当業者からリテールに至る外国顧客層へ幅広い顧客サービス展開を可能にし、インバウンド・カスタマー業務拡充の重要な戦略的要因となります。本オムニバス取引は国際市場間を結ぶ懸け橋としてグローバルなデリバティブ業務に定着した市場ネットワークの要となっています。更に、わが国の受託業者の外国人投資家や国内投資家に対する外国市場へのアクセスを充実させます。国内外市場間裁定取引を含むアウトバウンド取引をも加速すると考えます。

国内外の中小オンライン証券会社の多くは幅広く小型金融商品を顧客に紹介していますが、現状、限られた予算の中にあつて商品デリバティブ市場に参加することは困難な状況にあります。新規参入する商品デリバティブ市場参加者は統合された市場の清算取引参加者として、かかる国内外のオンライン証券会社に対しオムニバス口座を通じた市場アクセスを提供することが可能になります。

² *オムニバス口座；本件では、外国居住の受託業者 (FCMs) が当該国の規制下で、同社の顧客取引に限定してわが国の市場会員に取引を再委託するもの。顧客に代わって清算するための取引で国際市場間を結ぶ重要な取引ネットワークと位置付けられている。

5. 商品デリバティブ市場と現物市場間におけるモニタリング

先物市場行政と産業行政との関係

取引所先物市場と現物市場の目的の違いは、価格発見とリスク管理を目的とする先物市場に対し、現物市場は円滑な商品の供給、流通を目的とするものであつて、それぞれの公的管理体制が整備されています。デリバティブ市場は、高い市場流動性をもって、現物市場 (スポット) 価格を基軸として、定められた一定の将来における公平かつ依拠できる市場価格の発見機能と市場価格の変動に対するリスクを分散かつ軽減し、円滑な流通と供給を本旨と

する現物市場を補完する市場です。ゆえに、先物市場に関わる行政と現物市場行政を効果的に分離する、ことが重要であると考えます。先物市場行政にあって現物市場との市場間価格の関係に係る管理は極めて重要であり、必然的に現先市場価格はともに、同一商品として、共通する商品の需給の実態を反映したファンダメンタルズ要因（市場経済要因）において、価格が変動するものです。先物市場の価格は現物スポット価格を基軸として、一定の将来における現物受け渡し決済が行われることを考慮し、倉庫、保険、運輸、金利、等の諸掛りに加え、固有の商品が有する需給要因（類似／代替商品市況、季節的需給を含む）を先物市場に反映することが、一定の将来における先物価格の決定要因となります。その結果、先物市場の納会値は、現物価格（または指標価格）と同一値となります。かかる市場機能の提供には、現物市場には存在しない高い市場流動性を基に、現物市場価格との高度な連動性をもって推移することにより、健全な先物市場経済機能を発揮することが可能となります。先物市場経済機能を提供する限月制先物市場にあっては、現物市場に最も近い期近限月価格を始め、現物価格と各限月価格がキャリング・コスト（諸掛り）を考慮に入れた時間的格差（時間鞘）をもって価格連動性を維持するため、限月間市場取引の流動性が先物市場にとって重要な市場経済機能を提供します。本要因は現物取引価格を基に設計されたベンチマーク・指数を原商品（アンダーライニング・プロダクト）とし、現物受渡を伴わない差金決済先物取引であっても何ら違いはありません。一方、商品先物市場において、期近限月における出来高（市場流動性）が低く推移される場合、国際市況商品のヘッジ取引や国際市場間裁定取引等の執行が困難な状況を併発し、リスク管理者や投資運用などの市場参加者や顧客が離散する重要な要因の一つになるものと思われま

す。本状況は市場及び商品の設計上（1）現物先物取引市場でありながら国内外の市場参加者にとって円滑な現物受渡し決済が困難な状況にある場合（2）当業者取引の取引参加が限定的で、売り方または買い方のどちらかに集中し易い場合、（3）加えて市場取引を大衆投機取引に大きく依存した等の結果、投資家及び市場機能保護対策上、過度な取引規制が期近取引に導入される場合、等が考えられます。通常、商品先物市場価格の変動要因は、現物価格、現物市場における需給関係に基づくものであり、現物市場の変動が先物市場に与える影響力は著しいものの、先物市場から現物市場に与える影響力は先物市場の内部要因（テクニカル・インパクト）による限定的なものと考えられます。かかる市場価格の異常変動は整備された先物市場管理体制の下にあっては、市場経済の原理から判断して短時間において修復される性質を有していると考えます。したがって、先物市場規制機関は現物市場規制機関（または関係者）との間において、現物及び先物市場間価格の連動性を監視し、現先両市場における価格操作等、不適切な市場行為の防止と対策に注力し、秩序ある市場価格形成を維持出来得る体制を構築することは、円滑かつ秩序ある現物および先物市場の価格形成及び流通市場確保に対し、極めて重要なものであり、現物及び先物市場の監督機関において十分な協力協調体制を設計かつ構築することが重要です。

本書は先物市場に関わる規制及び監督は上場商品の種別に関係なく単一の市場規制管理機関に一元化すべきことを提案するものの、現物市場管理機関を含む関係規制当局との間に

における十分な情報交換、問題点の共有を図り、両市場における不適切な活動による異常な価格変動を防止することへの対応が重要であると考えます。

本項において米国連邦規制当局間における協調体制、及び運営等、参考事例を添付いたしています。協調体制の具体的内容、また、事例につきましてはウェブサイトをご参照ください。

https://www.cftc.gov/sites/default/files/2018-09/aac_charter092118.pdf

https://www.cftc.gov/About/CFTCCommittees/AgriculturalAdvisory/aac_members

https://www.cftc.gov/About/CFTCCommittees/AgriculturalAdvisory/aac_meetings.html

<https://www.ferc.gov/legal/mou/mou-ferc-cftc-jurisdictional.pdf>

<https://www.cftc.gov/sites/default/files/files/opa/opacftcfercmou.pdf>

<https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@otherif/documents/ifdocs/opacftc-secfinaljointreport101.pdf>

https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-40_mou.pdf

<https://www.cftc.gov/About/CFTCCommittees/CFTC-SECJointAdvisoryCommittee/index.htm>

6. 清算機関

安定した清算取引環境は、取引所デリバティブ市場参加者間の取引の履行を担保するため清算機関は清算取引契約上、市場における売買当事者間に対する反対売買を自らが清算取引当事者として参加し、市場取引に関わる約定者間において発生する、債権債務に関わる信用リスクを遮断し取引の履行を担保します。更に、わが国の清算機関においては委託者資産を受託者の資産と分別（分離）して保管する機能をもって、委託者資産の保全を強化しています。加えて、過度な、または不測な市場の急変における清算機能の麻痺を防止、取引を担保するための、各種保証金または制度を定め、円滑で秩序ある市場機能の確保維持に関わる管理体制と財務基盤を構築しています。しかしながら、世界的潮流は急速な拡大を示すデリバティブ市場取引に対比して清算機関の財務基盤の充実が追従できず、市場の安全性を担保するには更なる財務基盤の拡充が必要との指摘を受けています。

清算機関としてのリスク管理上、総合取引市場における清算される対象商品の多様化は清算帰機構にとって商品の特異性から発生する市場価格変動と清算参加者のポート・フォリオにおける相乗効果が促進され、清算機関としての市場リスクの分散がより効果的になるものと考えます。また、清算取引参加者にあっては、単一化された清算機関における清算取引について、同一機構による一元化されたポリシーにおけるルール適用に加え、ポートフォリオ・リスクに準じ各商品を包括して一本化した清算取引を行うことに対する期待は大きい。

現在、わが国商品市場における国内外大手金融機関、証券会社、商社等の参加が限定的であるのは、取引所及び清算機関に係る財務基盤及び関連するリスク管理機能への不安が台頭していることが今回の FIAJ 調査においても大きな要因の一つとして浮上していることが指摘されています。総合取引市場において、より強固な財務基盤を有する多様な清算取引参加者と統合された単一の清算機関がわが国商品デリバティブ取引の拡充および育成に欠かせない状況にあります。海外からの本調査参加者によれば、現在の資本調達コストを考えると、同一国内で、複数の清算機関に資金を提供しなければいけないという非効率性は市場参加への障壁と考えられます。世界展開する主要銀行の多くは、実例として現在、日本証券クリアリング機構の会員であり、こちらにおいて決済が可能となるならば、日本の商品市場に参加するだろうと考えています。

更に制度上、清算機関破綻時（または財務危機）における最終負債の引き受けに関連し、「上限のない（不測な）潜在的リスク」に直面することを回避するため本源的財務基盤の弱い商品市場、清算機関への参加を躊躇している向きがあります。これは、清算取引参加者の懸念するところでもあり、新規参入者への障壁となっているものであります。今後総合取引市場に関わる清算機関における適切な対応を期待するものです。

本調査において総合取引市場の市場発展には単一清算機関での清算が欠かせないということが明らかになりました。一元化した清算取引制度の下において国内外の大手受託業者、大手当業者、投資運用法人、高速取引業者などを含む市場参加者が多様化することが、多様な市場取引における市場間相乗効果を生み新たな市場発展の基盤を成すものと考えます。

FIAJ サーベイ「質問 2 清算機関及び預託機関」参照

7. 国内外市場への影響

システム及びテクノロジーズ

総合取引市場を考える時に、取引及び清算システム関連への影響を考えずに語ることはできません。総合取引市場のメリットの一つとしては複数のシステム API が必要とされる複雑な環境が簡素化されることがあげられます。ネットワーク、インフラストラクチャー、取引所システム、清算システムに対しての開発や維持費用、リスクが高く取引コストに反映されているのが現状です。更に、国際的なシステムの導入と接続するシステムが減ることは市場参加者の参入窓口を制限することにより市場参加者や取引の制限に大きな影響を及ぼします。簡素化された環境は単に維持費を減らすだけではなく、調和された開発やテスト環境を提供するため、品質が高いシステムの開発が容易になります。これは市場全体のリスクとコストの軽減につながります。システム障害や災害等、時後の BCP や原状復帰なども容易になるため、金融市場の環境変化への対応性が高まり市場への信頼性の向上を促進するこ

とになります。簡素化された取引・清算システムの環境は総合取引市場のコンセプトがもたらす大きな利便性です。この利便性は総合取引市場への移行にかかわるシステム・運用変更にかかわるコスト以上のメリットがあると考えられます。ただし、簡素化されたシステムにはリスクも伴います。システム障害の影響範囲の拡大、サイバー攻撃の対象が一つのシステムになるなどのリスクにかかわるリスク管理やガバナンスが問われることは確かです。高い水準で企画される設計及び運用手順が必要とされます。成功させるために必要とされる人材及び予算の確保が求められます。

8. 総合取引所の組織と上場商品

FIAJ は現在検討中の総合取引市場創設にあたり、特定の取引所または市場の統合について具体的にコメントすることは適切ではないと判断します。一方、新設される総合取引市場構想は、新たな商品市場参加者と既存の商品先物業者が従事する業務を明確に把握し、市場の発展に資する商品と市場の設計に注力することが大切であると考えます。新たに個々の市況商品の市場申請を行い、それを実現するための作業、時間、コストは甚大であることを考慮し、可能な限り多くの商品を当初から総合取引市場に市場申請することが望ましいと考えます。その際、関係者は目先の出来高や経済的概念にとらわれることなく過去の実績、産業界ニーズ、将来的発展性を十分に考慮して、必要に応じて市場商品スペックを検討し対応すべきと考えます。

新規に設置される先物取引市場が基礎的な市場流動性を伴う市場として成長する確率は設置件数に比して極めて少なく、長い時間と労力が必要です。米国の業界史にあっては 1976 年 CFTC が創設され分離独立した先物取引規制環境が整備されるまで、米国商品先物取引所は米国で生産される穀物をはじめとする農産品市場商品に限定された規制環境でした。以来、規制市場商品の定義が大幅に拡充され、金融及び証券先物契約が市場申請されました。この背景には金融市場に対する先物市場機能の提供、市場参加者（及び顧客）の多様化をもって市場流動性の安定した成長を促すことのみならず、金融、証券界からの市場参加者を誘致することによる取引所及び市場参加者の収益の拡充を目指す一面がありました。即ち、農産品市場商品に限定されていた米国の市場環境は限られた商品の市場において取引所や市場参加者の収益を大きく左右される不安定な収益構造にありました。関係者は安定した取引所、及び受託業者の収益を築くため、既存の市場商品とは異なる価格変動性を有する商品を加え市場商品の多様化を図ることにより、取引所及び関連業者の発展を促した一面が伝えられています。その結果、取引所先物市場は証券、市場商品、金融市場を横断する先物市場構造と変わりました。その後「取引所市場の急速な発展」に至ったことは米国、英国その他市場の事例を見ても明らかどころであります。時代や市場環境の違いはあるものの上記の事例は総合取引市場構想において参考事例となります。一方、国内の例として、東京穀物商品取引所における東京コーン、大豆の先物取引市場は 1996～7 年（取引が電子化される

以前)、シカゴ穀物先物市場(CBOT)に次ぐ世界第2位の農産品出来高 2600 万枚を上回り、CBOT が東西の穀物市場間における提携を模索する等、国内外商社、当業者の利用頻度も多かったのですが、その後取引が著しく減少したその背景には、単に規制問題に限定されることなく、国際市況商品を上場する国内（ローカル）市場として、市場ニーズと諸規定の不一致、市場と会員構造、及び商品設計にも問題があったことも一つの参考事例と取り上げてほしいところです。

総合取引市場における市況商品の上場は、幅広く市場参加者のニーズを把握した商品設計と市場設計が重要であると共に、国内外における市場育成のための啓蒙、啓発活動が極めて重要と考えます。

以上

FIA ジャパン総合市場戦略委員会（敬称略）

委員長

マイケル・ロス

FIA ジャパン副会長 / ジャパン・プリンシパル・トレーディング・グループ委員長
株式会社ブロードリッジ・ジャパン マネージングディレクター

副委員長

リチャード・クレアモント

FIA ジャパンプレジデント / 市場開発委員会 委員長
エービーエヌ・アムロ・クリアリング証券株式会社 代表取締役社長

委員

ブルーノ・アブリユ

FIA ジャパン理事 / テクノロジー委員会 委員長
エンコグナイズ合同会社 CEO

ガルベン・ヴァン・ヴェルドヘッジセン

FIA ジャパン理事
オプティバー・オーストラリア Pty Ltd. ベッド・オブ・コーポレート・ストラテジー

大橋 宏一郎

FIA ジャパンセクレタリー（事務局長） / 法律・コンプライアンス委員長会 委員長
GT 東京法律事務所 弁護士

大崎 貞和

株式会社野村総合研究所 未来開発センター フェロー

楠 雄治

楽天証券株式会社代表取締役社長

土居 雅紹（楽天証券株式会社代表取締役社長 楠雄治 代理）

FIA ジャパン理事
楽天証券株式会社 執行役員 株式・デリバティブ事業本部長

ビル・ハーダー

FIA ジャパン理事
フューチャーズ・インダストリー・アソシエーション
ヘッド・オブ・アジアパシフィック

永尾 英二郎

住友商事株式会社 資源第一本部コモディティビジネス部長

平尾 友亮

日産証券株式会社 取締役 上席執行役員

ショーン・ローレンス

ソシエテ・ジェネラル証券株式会社

アジア太平洋地域プロフェッショナルトレーディンググループ長

アドバイザー

高井 裕之

米州住友商事 ワシントン事務所長

ミッチ R・フルシャ

FIA ジャパン名誉会長

茂木 八洲男

FIA ジャパン会長、

協力団体

日本商品先物振興協会