

日本のエネルギー市場改革



Photo : 液化天然ガス (LNG) を輸送するタンカー

今月のトピック

東商取と大阪取、次期デリバティブシステム等の提供について基本同意書を締結
東京国際金融センター構想に向けて
2015年5月、FIAジャパン日本金融市場会議開催へ



規制ニュース

経済産業省、液化天然ガス (LNG) 市場を認可
金融庁、商品先物取引勧誘規制で金商法一部改正

インタビュー

寺澤達也 (経済産業省 商務流通保安審議官)
「日本の商品市場を語る」



寺澤達也氏

FIAジャパン理事役員

* 執行役員

代表理事 理事長

丸山 純一* (シティグループ・ジャパン・ホールディングス株式会社 執行役員ガバメント・アフェアーズ担当)

代表理事 副理事長

茂木 八洲男* (日産センチュリー証券株式会社 会長)

代表理事 プレジデント - CEO

ミッチ・フルシャー* (金融コンサルタント)

バイスプレジデント

ピーター・イエガー* (バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ 上場デリバティブズ部長)

代表理事 セクレタリー

大橋 宏一郎 (ホワイト&ケース法律事務所 弁護士・パートナー)

トレジャラー

デイビッド・ウィルキンソン (エクイニクス・ジャパン株式会社 シニアディレクター)

その他の理事

ブルーノ・アブリユ (サンガード・ジャパン株式会社 シニア・バイス・プレジデント 営業ディレクター)

ジェームズ・バズビー (ゴールドマン・サックス証券株式会社 先物セールス・トレーディング部長)

東瀬 エドワード (KVH株式会社 代表取締役社長兼CEO)

井上 成也 (岡地株式会社 常務取締役国際本部長)

伊藤 渡 (株式会社東京金融取引所 常務取締役)

数原 泉 (CMEグループ エグゼクティブディレクター 駐日代表)

小坂 孝典 (HSBC証券会社 グローバルフューチャーズセールス部部长 eCommerce担当)

久野 喜夫* (株式会社大阪取引所 日本取引所グループ 市場企画部 審議役)

楠 雄治 (楽天証券株式会社 代表取締役社長)

ショーン・ローレンス* (エービーエヌアムロクリアリング証券会社 代表取締役)

大本 英治 (みずほ証券株式会社 先物営業統括部長)

小野里 光博 (株式会社東京商品取引所 執行役)

マイケル・ロス (オムジオ株式会社 ディレクター セールス&リレーションシップマネジメント)

篠塚 真 (ニューエッジ・ジャパン証券株式会社 代表取締役社長)

塚原 徹 (大和証券株式会社 グローバル・マーケット企画部 副部長)

ACCJリエゾン

ジェイ・サブスフォード (モルガン・スタンレーMUFG証券株式会社 マネージングディレクター 社長室長)

理事会顧問

太田 省三 (株式会社東京金融取引所 代表取締役社長)

高井 裕之 (住友商事株式会社 執行役員、住友商事グローバルリサーチ株式会社 代表取締役社長)

監事

宮田 長吉

03	President's Message
04	インタビュー
06	規制ニュース
07	今月のトピック
09	委員会ニュース
10	取引所ニュース
12	TECHコーナー
13	イベント報告
14	イベント紹介
15	FIAジャパンからのお知らせ



PRESIDENT'S MESSAGE

日本のエネルギー危機 ～改革進行中

ミッチ・フルシャー
FIAジャパン プレジデント- CEO

2011年に日本を襲った大地震と津波は、日本人の生命と財産に壊滅的な打撃を与えた。福島原子力発電所のメルトダウンによって、日本政府はすべての原子力施設を閉鎖している。震災以前は、日本の電力の30%が原子力発電によって賄われていた。この原子力発電に頼っていた部分を別の発電方式で穴埋めすることは容易ではなく、日本経済にとって重圧となっている。

震災から3年が過ぎ、政府はこのほど新たな戦略的国家エネルギー計画を承認した。計画では、巨大なコストを削減し合理化するために、既存のエネルギー市場を自由化し、輸入燃料の供給源を拡大することとしている。また、同計画では、現在休止しているいくつかの原子炉が新しい厳格な安全要件を満たすことができれば、段階的に再稼働について見直し、承認することも盛り込んでいる。社会に広がる懸念や再稼働に対する抵抗があっても、2つの原子炉の再開は今秋にも承認され、もしかすると今年末までにはそれ以上の原子炉の再開が承認されるともいわれている。

日本政府は、経済産業省の主導で長期契約に基づく石油とガスの輸入依存度を高めようとしているが、その価格は世界の市場と比較するときわめて高いものとなっている。

液化天然ガス（LNG）についていえば、日本は昨年、LNGの世界一の輸入国となった。昨年は690億ドルが

貿易赤字に追加されている。他のアジア諸国もまた、長期契約に伴うエネルギーの輸入で非常に高い代償を支払っている。このため日本はいま、インドと連携をとりながら、シンガポールとともにこうした高い買い物に対処すべく、需要家としての協会発足に向け協議中だ。

重要なことは、日本政府が開かれたLNG市場を日本に作る道筋を主導している点だ。そして経済産業省はいま、市場の透明性向上を目的として、政府が有するスポット取引の価格統計を公開している。経済産業省はまた、東京商品取引所とGINGA ENERGY JAPANによる新たなOTC市場、“Japan OTC Exchange”の設立も支援してきた。これは、透明な需給価格をベースにした価格の「ベンチマーク」を確立するための計画の一部である。

今号のインタビューで、寺澤達也経済産業省審議官は「LNGの店頭市場の確立は総合エネルギー先物市場を構築するための第一歩であると考えている。私たちは、LNG先物市場の創設に向けた動きが、さまざまな分野で加速している段階にある」と述べている。日本の電力市場を規制緩和し、電力先物市場を作ろうという動きもある。ただ、政府が市場を自由化するためには、特定の法律や規制の改正が求められる。

これらの取り組みの目的は、エネルギー危機から日本を救い、経済と産業を助けることにある。もちろん、新たな市場を作ることは大きな挑戦であり、プレイヤーを惹きつけ、流動性を構築することは非常に難しい。しかし、経済産業省のリーダーシップと支援があれば、この目標に到達することは可能である。同時にこの国際的な市場の発展は、東京を地域の金融センターとしてさらなる成長へと導くことを可能にする。

経産省審議官の寺澤氏が、日本の商品市場を語る



寺澤 達也

経済産業省 商務流通保安審議官

昭和59年経済産業省に入省。数々の経済政策の策定に携わり、平成23年9月から翌年12月まで内閣総理大臣秘書官を務める。平成24年12月から翌年6月まで経済産業政策局審議官としてアベノミクス第三の矢で知られる日本再興戦略の策定に参加。平成25年6月から現職。

昭和59年東京大学法学部卒業。平成2年ハーバード・ビジネススクールにてMBA取得。

本誌：経済産業省は日本の産業全般を所管していますが、商務流通保安審議官として、商品先物取引以外に具体的にはどのような分野を担当しておられるのでしょうか。

商品先物行政以外に所掌している主要分野には、①流通政策、②消費者政策、③産業保安、④国際博覧会があります。①流通政策では、少子高齢化の進展や大型店舗の郊外立地により中心市街地の商店街が衰退する現象に対し、政府の地方都市再興に向けた取り組みと連携しながら、民間投資の喚起を通じて、地域経済活力の向上を目指しています。②消費者政策については、消費者の合理的な消費行動を確保することが、産業の育成・発展、国民経済の健全な発展に繋がるとの観点から、具体的にはクレジットカード決済の促進と安全性の確保等に取り

組んでいます。③産業保安では、高圧ガス、石油コンビナート、都市ガス、LPガスについて、自然災害、老朽化、重大事故に対応すべく、規制・基準の見直しを進めています。④国際博覧会については、経済産業省はこれまで日本政府内の幹事省として、日本館の出展等の調整を主導しており、現在は2015年のミラノ国際博覧会に向け、農林水産省と協力して日本館出展の調整を進めています。私は、商務流通保安グループの中でも、商品先物に積極的に取り組んでいるところです。

本誌：東日本大震災以降、日本はエネルギー政策を転換する必要に迫られました。新しいエネルギー政策との関係で、商品先物取引はどのような役割を担うべきだとお考えですか。

今年4月に閣議決定されたエネルギー基本計画において、電力やLNGといった燃料についても、先物市場を整備していくことが明記されました。

電力システム改革によって電力の小売が全面自由化すれば、需給を反映した価格で取引が行われる卸電力取引所の利用が促進されます。卸電力取引所における取引の価格は日々変動しますが、先物市場の設立により、発電事業者、電力の小売事業者、電力のユーザーなどが電力価格のヘッジを行えるようになることにより、新規事業者の参入が円滑に行われることが期待されます。これは、電力システム改革を着実に進めることにもつながるものです。

LNGについては、東日本大震災後、発電用燃料の輸入増加等を背景に輸入額が過去10年で4倍以上に増加しています。国際的な天然ガス価格がシェールガス革命等により相対的に安定的に推移している一方で、原油価格が上

「LNGは先物市場設立に向けて、各方面で動きが加速している段階にあります」

昇・変動しているのですが、日本が長期契約で輸入するLNG価格は原油価格に連動しているため、私たちはLNGを割高に購入している状況です。そのため、LNGの需給に応じた固有の価格指標を作り、またシェールガス革命の恩恵を受ける米国市場など国際的なガス価格との裁定が働くことにより、日本が輸入するLNG価格を合理化していくことが期待されます。経済産業省では、今年4月からLNGスポット取引価格に関する政府統計を公表し、価格情報の信頼性向上に向けた取り組みを行っています。今後、長期契約の改訂や仕向地制限の緩和が見込まれることに加え、新規プロジェクトによる輸入増加が予想される状況の下、Japan OTC Exchange (JOE) でLNGの取引が開始されました。LNGは先物市場設立に向けて、各方面で動きが加速している段階にあります。

本誌：JOEが9月11日にLNG市場開設の認可を受けました。現状をどのように評価されますか。また、JOEには今後何を期待されますか。

LNGの店頭取引市場の設立は、総合エネルギー先物市場の構築に向けた第一歩と評価しています。JOEは東京商品取引所とシンガポールを拠点とする石油取引等の仲介会社であるギンガ・エナジー・ジャパンの合併会社です。JOEの取引参加者は現在18社、国内の主要な電力、ガス会社、商社です。取引が開始したのは16日です。

JOEにおける実需家の取引を反映した価格がLNG取引の指標として関係者に認知されること、スポット取引やOTC取引が活性化し、先物市場創設の礎になることを期待しています。

本誌：日本政府はアジアの有力な金融センターとしての東京の発展を目標に掲げています。この発展において、商品先物の意義をどう考えられますか。また「総合取引所」構想の中で、商品先物市場はどのような位置づけにありますか。

日本政府の掲げる国際金融センターとしての地位確立

「総合取引所の実現については、経済産業省としても、可能な限り早期の実現を目指していくという考え方を共有しています」

「JOEのLNG市場が先物市場創設の礎になることを期待しています」

とアジアの潜在力発揮のために、本年6月に閣議決定された日本再興戦略改訂において、総合取引所を可及的速やかに実現するとともに、電力先物・LNG先物の円滑な上場を確保するよう積極的に取り組むこととされており、これまでも実現に向けた環境整備が進められてきました。

総合取引所の実現については、経済産業省としても、電力先物・LNG先物の上場との両立を図りつつ、可能な限り早期の実現を目指していくという考え方を共有しています。そのためには、東京商品取引所と日本取引所グループが連携することが重要です。連携の第一歩として、両取引所は9月24日、取引システムの共有化やITリソースの連携に合意しました。これにより、東京商品取引所においてはコストダウンと投資家の利便性向上が見込まれますし、日本取引所グループにとっては収入増加など、双方にとってメリットのある決断です。また商品先物取引が金融資産運用の一手段としてさらに活用されることが重要です。金融商品取引業者の商品先物取引業への参入を促進するため、商品先物取引法と金融商品取引法の手続き等の相違を最小化するための規制緩和を今年7月に実施しました。また、金融所得課税の一元化により、証券等の投資家が商品先物投資ヘポートフォリオを拡大しやすくなるよう、株式等と商品先物取引の損益通算を認める金融所得課税の一元化を財務省に要望しています。

さらに、当事者のヘッジ取引を促進するために、経済産業省はヘッジ会計にかかる会計基準の明確化等を企業会計基準委員会（ASBJ）に要望しており、現在、ASBJにおいて検討中です。

商品取引所の国際化の観点からは、東京商品取引所（TOCOM）は9月16日から、東京にあるTOCOMのデータセンターとシカゴにあるCMEのデータセンター間で、この区間で世界最速になる低遅延回線サービスの提供を開始しました。TOCOMの出来高に占める海外取引の割合は現在約40%ですが、このサービスを通じて海外からの取引が更に拡大し、商品先物市場の存在感がますます高まっていくことが期待されます。

本誌：ありがとうございました。

規制ニュース

経済産業省

液化天然ガス（LNG）市場を認可

経済産業省はJapan OTC Exchange（JOE）に、日本初の液化天然ガス（LNG）取引市場の創設を認可し、JOEは9月12日から取引を開始した。欧米に比べて割高なわが国のLNGの調達コスト削減と、アジアにおけるLNGの指標価格の形成が同市場開設の目的。同市場には、電力、ガス、商社など国内大手企業を中心に18社が参加している。JOEは東京商品取引所とGINGA ENERGY JAPANとの合併会社で、先にスタートしている石油市場の清算は日本商品清算機構（JCCH）が行っている。

同市場の参加企業には現在、東京電力、関西電力、中部電力、中国電力、四国電力、九州電力の大手電力会社6社、東京ガス、大阪ガス、東方ガスの大手ガス会社3社、三菱商事、三井物産、伊藤忠商事、住友商事、丸紅、双実の大手商社6社が名を連ねた。その他、出光興産、日産センチュリー証券、ヴィトル（スイス）の3社を含めた18社が当初のメンバーとなった。

今回のLNG市場は当業者間のスポット・マーケットだが、経済産業省とJOEの共同出資者である東京商品取引所は、LNG市場の成長を待って、先物市場も創設する意向だ。

金融庁

商品先物取引勧誘規制で金商法一部改正

金融庁は9月1日、金融商品取引業者が総合取引所における商品関連市場デリバティブ取引を営業する際に適用される勧誘・行為規制などを施行した。

「総合取引所」構想は、日本で初めて金融取引所が金融庁の監督下でコモディティ・デリバティブを上場することを可能にするものとして法整備され、一歩前進した。現在、そうした取引所は日本にはないが、日本取引所グループ（JPX）は商品先物の上場に関心を示している。現状では、商品先物取引は、商品取引法

（CEA）に従い、経済産業省及び農林水産省の監督の下、大半が東京商品取引所で取引されている。

改正法の骨子は、総合取引所における商品先物取引について、金融商品取引業者は、①勧誘に先立って、顧客に対し、その勧誘を受ける意思の有無を確認することをしないで勧誘することを禁止する、②勧誘を受けた顧客がそれを断った場合、勧誘を継続することも禁止する。また、③顧客の委託意思を確認する方法として、一定の取引関係にない個人顧客に対しては、訪問・電話による勧誘を禁止する、④両建て勧誘、両建てに類する取引の受託及び向かい玉の禁止、および差玉向かい（商品先物業者が委託玉の売り数量と買い数量の差だけ自己玉を建て、売り買い同量にして市場で取引すること）を説明義務の対象とする。

この内、「一定の取引関係」を有する個人顧客とは、「有価証券の取引又はデリバティブ取引を扱うための口座を自社に開設している顧客」のことで、商品先物取引の未経験者であっても、金融商品取引業者にすでに現物株や投資信託、国債などの取引で口座があれば、その金融商品取引業者は訪問・電話による勧誘ができる。

CEAで規制され、経産省と農水省によって監督されている現在は、東京商品取引所・大阪堂島商品取引所に上場されている商品の先物取引の勧誘は、元本以上の損失が出ない金地金や一部の商品を除き、投資家からの問い合わせが無い限り禁止されている（不招請勧誘禁止）。あらかじめ勧誘することを明記したセミナーの開催や、ダイレクトメール、広告などは認められているが、自社の顧客以外の投資家への電話・訪問勧誘はできない。また、自社の顧客についても、金融デリバティブを取引している顧客には商品先物取引を勧誘しても良いが、金地金などの顧客には勧誘が禁止されている。

仮に総合取引所が商品デリバティブを開始すれば、現物株や投資信託、国債などの口座を持つ個人投資家たちへの勧誘が活発化する可能性もある。

現在、日本の人口に対して、株式保有者は1261万人、投資信託保有者802万人、国内債券保有者438万人、海外証券保有者177万人、デリバティブ取引経験者は60

万人（日本証券業協会「平成24年度証券投資に関する全国調査（個人調査）」）と見られている。

欧州・米国のクロスボーダー規制

9月17日、CFTC委員長ティム・マサド氏は、クリアリング機関承認に関して欧州規制当局と取り組んでいる議論の進捗状況を明らかにした。CFTCは「二重の登録」が最適との見解を示し、枠組み内の対立や矛盾を回避することに注力していると語った。

さらにマサド氏は「現在、個々の規制方針が各国内の規制や管理体制に沿ったものであるかを確認している。また、二重登録されたクリアリング機関を欧米が共同で監督する体制整備の方法も模索中だ。早期に同意にこぎつけられることを望んでいる」とも述べた。

同時に、欧州の規制当局では域外の管轄区におけるクリアリング機関への規制体制が、欧州のものと「同等」であるかどうか評価を行っている。12月15日までに米国の規制の同等性が認められなければ、クリアリングメンバーである欧州系銀行には資本要件が強化されるため、米国市場から撤退を余儀なくされる可能性がある。

米国がCFTCへの登録やCFTCの重複したルール順守を義務付けることなく、欧州のクリアリング機関を承認するという積極的な判断を示せば、欧州側も米国の要望に応じると示唆している。

金融先物取引業協会 日本のFX市場の現在

ミセスワタナベの市場とも呼ばれる日本の外国為替証拠金取引は、近年において大きな成長を見せた。2008年の市場混乱から円相場は劇的な変化を経験した。この背景の上に、顧客から預け入れられた証拠金は着実に増加し、2014年第2四半期末では1兆2,000億円に達し、これはリーマンショックのあった2008年第3四半期末に対してほぼ倍増している。取引実績口座数も同一期間内で、51万強から77万強へと、25%超増加した。

市場参加者の間では、日本における個人向け外国為替証拠金取引の起源は、前世紀から今世紀への変わり

目と広くいわれている。2005年には金融先物取引法による規制が始まったが、この法律は他の規制法とともに単一の金融商品取引法（金商法）に統合された。2009年には、当時の市場環境に鑑みて新しい規制が導入され、ロスカットの義務化、証拠金規制によるレバレッジ上限25倍（取引金額の4%）の設定、及び毎日の時価評価による不足に対してマージンコールを行う当初証拠金維持制度の導入、並びに顧客資産を金銭信託により区分して管理する制度が導入された。これらの当局規制とともに、多数の自主規制ルールが金融先物取引業協会（FFAJ）におけるFX分野の規則の審議組織であるFX幹事会により作られ、同協会の理事会で採択された。この公的規制及び自主規制の枠組みが個人向け外国為替証拠金取引の近年の着実な成長の背景にあるとする見方がある。

外国為替証拠金取引の月次統計は同協会調査部（山崎哲夫部長）により集計されており、[ウェブサイト](#)で閲覧可能である。

今月のトピック

東商取と大阪取、次期デリバティブシステム等の提供について基本同意書を締結

東京商品取引所と日本取引所グループは9月24日、東商取と大阪取引所が次期デリバティブ等のサービス提供に関する基本合意書を締結したことを発表した。大阪取では、このNASDAQ OMXグループ製の新システムを2016年に導入する予定としており、東商取でも同年中の導入を目指す。

新システムは、商品先物取引との親和性が高く、取引環境の向上が期待される。また、現行システムから移行する上で、取引参加者等にとって追加投資の負担や技術的なリスクが抑えられるとみられる利点がある。東商取にとってもシステム関連経費の削減のみならず、証券業界から新たな投資家の参入などの効果もあるとの期待がもたれている。今回の契約締結により、

両取引所では、互いの協力関係が今後一層高まり、国内のデリバティブ市場発展にも貢献できるものと考えている。

東京国際金融センター構想に向けて

東京都は9月1日に第一回目となる「東京国際金融センター推進会議」を実施した。日本銀行など様々な関係省庁をはじめとする有識者の集まりにより、東京国際金融センター構想に向けての今後の取り組みについて議論が行われた。

会議の冒頭で舛添要一都知事は「東京を世界一の都市にするということを公約に掲げ、2020年のオリンピック・パラリンピックを念頭に置きながら、実現に向けて努力をしているところだが、何と言っても経済が基本である。金融の面で東京を世界の拠点にするということは国家的な大事業である。きちんと地に足がついた形で、東京を国際金融センターにして、そして日本経済を再生させるという大きな目的があるので、是非ともご協力いただきたいと思う。国と都が対立する、官と民が対立する、そんなことを言っている余裕は無い。そこまで崖っぷちにきているという認識をもって、この会議を進めたいと思う」と述べた。

今後は『交流拠点の活性化』、『国際金融会議の開催・誘致』、『経済の活性化に向けた都の資産活用』、『グローバル人材の育成』の4つの分科会を立ち上げ、各課題について取組む模様。

日本取引所グループの斉藤惇CEOはJPXにおける定例記者会見で、「取り組みの成功には、金融の制度改善から金融のプロ育成や集積、そのための環境づくり等、幅広い分野の課題があるので、国・民間に東京都が加わって一丸となって課題に取り組むとの東京都の提言は大変ありがたいことである。例えば、今回の提言の中で、『東京都外債をプロボンド市場に上場する』という提案を頂いている。わざわざヨーロッパで上場されず、日本市場に立派な市場があるので、これは是非とも東京都と協力して実現したいと考えている。今後、JPX単独の取り組み、国や東京都と連携した取り組み、色々な形があると思うが、東京市場の国際的地

位向上に向けて様々な施策に取り組んでいく所存である」と述べた。

2015年5月、FIAジャパン日本金融市場会議開催へ

FIAジャパンは現在、金融庁および経済産業省の協力を得て、2015年5月12～13日に東京で国際金融市場会議を開催することを計画している。2012年7月に開催した前回会議同様、国内はもとよりアジアやその他世界各地から400名以上の市場関係者、特に海外のバイサイド関係者の参加が得られるよう力を入れていく。

会議の全体テーマ「Japan Mission: Develop a Leading Financial Center for Asia（アジアの金融センターを日本に）」は、金融市場発展の促進という日本政府の経済成長戦略に合致する。会議ではアジアにおける日本の独自性、日本政府や規制当局の「新たな姿勢」に焦点を当てる。

会議の詳細は、決定次第このニュースレターやFIAジャパンのウェブサイトで発表する予定である。

AIMA Japanとは

AIMA Japan一般社団法人は、英国に本拠地を置くAIMAとのライセンス契約に基づき設立された独立団体である。AIMA Japanは、2001年に発足し、AIMAのアジアにおける活動を支える重要なローカルグループとして、シンガポール、香港、オーストラリアに拠点を置く他のグループと連携しながら活動している。AIMA Japanをはじめとする国別のグループは、その地域のオルタナティブ投資業界の成長を支えるために、主にその地域の業界に関わる企業メンバーによって設立されている。

AIMA Japanは、ファンド・オブ・ファンズ、ヘッジファンド運用会社、投資銀行、事務管理代行会社、会計事務所、弁護士事務所や機関投資家などの主要な企業メンバーによって構成されている。

AIMA Japanの主な活動目的は以下の通りである。

- 日本に拠点を置くメンバーを代表し、国内外に対して意見を表明する。

- 日本のオルタナティブ投資業界を代表する意見を監督当局や関連する団体に発信する。
- 投資家教育を継続的に行う。
- 運用に関する透明性向上、運用者調査、健全な実務等に関するガイドラインを提供する。
- 規制当局や他の団体と協調しながら、オルタナティブ投資の適正な活動を推進する。

(一問一答)

Q 日本と欧州／米国のオルタナティブ投資を比べると？

A 日本のオルタナティブ投資業界は、これまで投資家によってけん引されてきたと言える。言い換えれば、日本のオルタナティブ運用者は金融市場の規模を勘案すると、米国や欧州と比較して非常に少ない一方、世界の様々なオルタナティブ資産（ヘッジファンド、プライベートエクイティファンド、マネージド・フューチャーズ）に投資を行う機関投資家は数多くみられる。したがって、AIMA Japanの当初の活動は、特に投資家教育に重きが置かれてきた。

Q 障壁は何か、AIMAはそれをどう克服するのか？

A 日本では、スタートアップのオルタナティブ関連の運用会社が他の金融市場に比べて少ないと思われる。高い税率や言語、文化や規制の問題などが阻害要因として考えられる。AIMA Japanは、日本におけるこれらの運用会社のスタートを促し、オルタナティブ投資業界に活気をもたらしたいと考えている。私どもの活動の一環として、適格投資家向け投資運用業の制定にあたって、金融庁との対話を繰り返し行い、これを実現させた実績がある。

委員会ニュース

マーケット・ディベロップメント委員会

久野喜夫委員長

HFTについての意見を最終調整中

HFT（High Frequency Trade）に関する過熱ぎみな議論は収まりつつあるようだが、当委員会としての意見、論点などについて最終とりまとめ中である。HFTの意義、定義、テクノロジー関連の諸点、実際の取引手法及び情報開示などについての意見を中間報告として10月初旬にもまとめ、理事会へ提出する予定である。

オプション、先物の紹介・初級編

個人投資家向けにオプションと先物取引を紹介するコンテンツ（仮称Options and Futures 101）を制作中である。短く、平易なコンテンツをシリーズ化し、将来的にはウェビナー用に編集できるようにと計画している。

テクノロジー委員会

ブルーノ・アブリュ委員長

2015年5月に計画されているFIAジャパンの日本金融市場会議に向け、それに最もふさわしいテクノロジー関連のテーマを決めることに注力する。勿論、メンバーやニュースレターの読者からも提案も歓迎する。提案は2014年12月8日までにcrane@fiajapan.orgまでお送りください。

また、当委員会ではHFTを含む自動取引システムの利用に関連するテクノロジーリスクについて更なる検討を行っている。このリスクは次の5つに分類される……間違いを含む決定ロジック、スタティックパラメータ／設定の誤り、不正確あるいは／かつ遅延したリアルタイムダイナミック入力、決定とアウトプットのプロセスの問題、明示化されたコンテキストを超えて走る決定ロジック。当委員会では、現存するこれらのリスクを低減する手段を調査し、リストアップを提

案する。

その他の活動（EGUS・eGAINSセミナー、市場データ再分配向けの包括的デフィニションフレームワーク）については、上記取り組みが完了次第、再開する。

コモディティ・スタディーグループ

杉谷誠グループリーダー

コモディティ・スタディーグループは昨今の国際商品市場に関して意見を交わし、変わり行くトレーダーのニーズに関し議論した。国際的に取引が行われている石油、金属、穀物市場ではここ3年ほど活発さが見られず、全体的に出来高が伸び悩んだり、商品によっては出来高減少傾向が現れている。おそらくその原因は、厳しい規制環境、市場全体のボラティリティ低下、現物需要の低迷を招いている世界的なデフレなどである。この状況では市場への新規参入も現れにくく、様子見気分が継続している。市場の葛藤は続いているが、アジアの一部の取引所は積極的にビジネスプロモーションを行っている。国内のコモディティー業界は、海外取引所との競争に屈しないよう力を結集すべきである。個人的には営業現場で当業者、非当業者を問わずバイサイド顧客と接するなか、流動性が向上していくとともに取引が増加する余地は十分残されていると確信している。コモディティ・スタディーグループはこうしたバイサイドの動きを注視し、業界に必要と思われるアクションを提言していく。

取引所ニュース

日本取引所グループ

FOW Awards for Asia 2014にてEXCHANGE OF THE YEAR受賞

大阪取引所は9月25日にシンガポールにて行われたFOW Awards for Asia 2014において、最も活躍した取引所に贈られる「EXCHANGE OF THE YEAR」

を受賞した。受賞理由としては、「2013年1月の日本取引所グループ設立を経て、2014年3月のデリバティブ市場統合を成功裏に完了した点」、「CNX Nifty先物や超長期国債先物など商品ラインナップの一層の拡充」、及び「2013年の記録的な取引高と市場環境が難しい局面での成長」が挙げられた。

JPX日経インデックス400先物取引、導入決定

大阪取引所は、11月25日よりJPX日経インデックス400先物取引を開始する。対象となるJPX日経インデックス400の指数算出開始以降、JPX日経インデックス400を対象指標とするETFや公募投信が順調に発行されており、設定本数は合計20本以上、純資産総額も2,500億円を突破しており、精緻な運用を行う観点から、先物取引に対する利用ニーズが高まっている。

日経225オプション、マーケットメイカー制度を導入

大阪取引所は10月1日より、日経225オプションにマーケットメイカー制度を導入した。マーケットメイカーは日中取引において日経225オプションの第2及び第3限月において、プットとコールそれぞれのアット・ザ・マネーを含む計19本の権利行使価格に対して気配の提示を行う。マーケットメイカーによる継続的なマーケットメイクにより、より一層の流動性及び利便性の向上が見込まれる。

東京金融取引所

くりっくフェスティバル2014開催決定

東京金融取引所は、11月22日に「くりっくフェスティバル2014～『株×為替：投資戦略フォーラム』」を開催する。

当日は4部構成で、株・為替、それぞれの現状・今後の見通しについて、講演・パネルディスカッションが展開される。「くりっく株365」が当日に上場満4周年を迎えることから、「くりっく365」と合わせ、両商品の特徴と魅力も紹介する。

当日の様子は、ストックボイスTV（東京メトロポ

リタンテレビジョン)で放映されるほか、[ロイターのウェブサイト](#)、日経マネー誌に特集記事を掲載予定。

「ユーロ円3ヵ月金利先物」中期金利ゾーン取引奨励策を延長

東京金融取引所は、2013年9月より開始した中期金利ゾーンにおける取引奨励策の期限を2015年3月末まで半年間延長する。これにより、金利先物市場全体の一層の活性化を図るとともに、投資家の取引ニーズに対応する。

東京商品取引所

JOEがLNG Non-Deliverable Forward市場を開設

東京商品取引所とGinga Energy Japanが設立した合弁会社Japan OTC Exchange (JOE)は、9月12日付でLNG Non-deliverable Forward市場を開設した。

これによりLNGのOTC取引が活発化し、JOEにおける取引価格がLNGの指標価格として参照されるようになることが期待されている。最終的には、原油価格への連動によってではなく、LNGの実需に基づいて価格が決定される商慣行に改まるものと考えられる。東商取では、スポット市場が活発化しヘッジニーズが生まれたところでLNG先物市場の創設を検討する。

JOEは、石油・LNG等のエネルギー等コモディティのOTC取引プラットフォームと取引仲介機能を提供することを目的に2013年11月に設立された。日本商品清算機構のクリアリング・サービスの利用を通じて、信頼性の高い取引環境を実現している。

市場振興に向けてADP制度、帳入値段取引制度を導入

新たな市場振興策の一環として、東京商品取引所は受渡しに係る新制度「ADP (Alternative Delivery Procedure) 制度」を石油市場 (原油を除く) および中京石油市場を対象に2014年10月限から導入した。この制度によって当業者に限り、受渡当事者間で取引所が定めた受渡条件と異なる方法で受渡・決済を行うことができるようになる。東商取では、これにより石油

の現物取引を行う取引参加者にとって、市場の利便性を高め、取引のさらなる活性化を目指す。

また、10月6日からは、全ての市場参加者が事前に申し出ることにより、帳入値段で取引を成立させられる帳入値段取引制度が導入された。東商取では立会外取引制度としてこれまでに、EFP/EFS取引とブロック取引が認められており、帳入値段取引は3番目のオプションとなる。詳細は[ウェブサイト](#)を参照のこと。

SGX

中国人民元、日本円、タイバーツを上場

シンガポール取引所 (SGX) は、為替取引の場としての魅力をさらに増大させるため、アジア外国為替先物として中国人民元 (米ドル/オフショア人民元、中国人民元/米ドル)、日本円、タイバーツを新たに加えている。これらの先物取引は2014年10月20日から取引可能となった。

これは、シンガポールが今年2月にロンドンを上回り、中国大陸外で最大の中国人民元オフショア決済センターとなったことに軌を一にした動きである。合計決済額は過去12ヵ月間で10兆元 (1.6兆米ドル) を越えた。シンガポールにおける一日平均人民元取引高は前年同期に比べ約4倍の700億米ドルに拡大した。

世界第3位の外国為替市場であり、アジア外国為替取引の主要な価格発見センターであるシンガポールの地位が更に強化されるに伴い、貿易金融や人民元預金に対するヘッジ、RQF II ファンドマネージャーに対するヘッジ手段の提供など、人民元のリスク管理ツールに対するニーズの拡大に、SGXの人民元取引は寄与することとなるだろう。また、SGXは中国初の決済銀行であり人民元先物マーケットメイカーである中国銀行との戦略的協力関係を強化している。

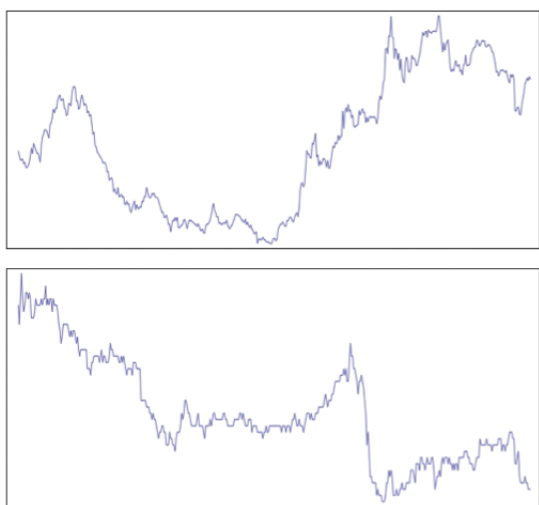
(RQF II : 中国域外にある人民元資金で中国国内の証券投資を行う域外機関投資家)

アルゴリズム・トレードのリスクについて考えてみる

2010年5月6日、米国株式市場（ダウ平均）は、午後2時40分から45分までの5分間に5%強急落し、47分からの1分半で、その下落分とほぼ同等の5%の急騰を記録した。アクセンチュアの株価に到っては、40ドルから（1ドルではなく）1セントまで急落した後、ほぼ同じ価格まで戻した。フラッシュ・クラッシュと呼ばれるこの大混乱は、アルゴリズム・トレードに対するリスク管理問題と密接な繋がりがある。それはなぜか。このコラムでは、その鍵となる『株価の日中変動（intraday movement）』について記してみたい。

以下のふたつのグラフはソニーの日足チャートと日中チャート。先入観を排除するために、データ数を同じにして価格軸を取り除いてある。このチャートを見て、どちらが日中チャートかを判別できるだろうか。

ソニーの日次チャートと日中チャート



正解は、上が2012年1月4日から2013年11月20までの日足チャート、下が2013年11月8日から11日11時30分までの日中チャートである。見ただけでは判別がつきにくいですが、統計的な分析を行うと「日足データの方が日中データに比べてランダム性を示すことが多い」ことが分かる。これは日中の寄り付き直後や引け直前に『時間依存性による価格変動の偏り』が強く残るためだ。さらには、アルゴリズム・トレード等によるフィードバック効果が、価格の偏りを強める働きを助長している可能性も考えられる。フィードバック効果については、1987年10月19日のブラック・マンデー（米国株式市場で発生した株価の急落）が典型的な事例である。近年のIT環境は、個人投資家を含めたすべての市場参加者に膨大な情報を配信するため、フィードバック効果が強まり表面化している。残念ながら、現在の金融工学のリスク管理技術では、フィードバックの効果を正確に見積もることはできず、この状況は1987年から変わっていない。それは、自分の売買活動が、市場に及ぼす影響を評価する技術が確立されていないことに起因する。つまり、アルゴリズム・トレードのリスク管理は、まさに市場参加者の活動の影響を評価する技術と密接な関わりを持っているのである。

また、アルゴリズム・トレードと関連して、HFT（High Frequency Trade）と呼ばれる高速売買が市場のボラティリティを高め混乱させているという議論が、当局を含め市場参加者の間で活発に行われている。この問題の本質は、速さではなく、情報のフィードバック構造が従来の金融工学

がベースとしているランダム性を歪めているという事実にある。

現在、アルゴリズム・トレードは様々な金融市場に多大な影響を及ぼしている。これにはIT技術が大きく関わっているが、技術の発展を金融市場の混乱に結びつけないようにするためには、アル

ゴリズム・トレードに対するリスク管理技術等のソフト・インフラを確立させることが急務となる。インフラとしてのIT技術の発展は、日中変動等の膨大なデータに対する新しい分析技術を伴って進めることが重要だ。

イベント報告

FIAジャパン クールオフ・サマーパーティ

恒例のクールオフ・サマーパーティが9月17日、アークヒルズクラブにて開催され、約90名のメンバーらが参加した。晩夏の一夜、冷たいビールとワインを手に、業界旧知の仲間が歓談を楽しんだ。

ゴールドスポンサー： レギュラースポンサー：



FIA/FIA Europe/SFOA「ブルゲンストック」会議

米国と欧州の先物業協会（FIA）とスイスの先物・オプション協会（The Swiss Futures and Options Association）が9月23日から25日までデリバティブ市場のためのフォーラムを共同開催し、成功を収めた。この会議は市場発展に向けて国際的な産官協力を促進しようとするもので、2年前にスイスのブルゲンストックからジュネーブに場所を移して開催されるようになり、今年も300人以上の代表が出席した。

LME東京イベント

2014年9月10日、Hong Kong Exchanges and Clearing Limited（HKEx）と傘下のLondon Metal Exchange（LME）が東京都内でセミナーを開催し、

金属市場をテーマに、LME市場の今について情報提供を行った。

LME最高経営責任者兼HKExグローバル・マーケット共同責任者のギャリー・ジョーンズ氏より「The Evolution of LME」と題したスピーチがあったほか、著名な市場関係者が参加して3つのパネルディスカッションが行われ、ホールセール・マーケットにおける投資家の存在、金属市場における他市場からの影響等、LME市場に関して様々な議論が交わされた。

また、基調講演者として経済産業省商務流通保安審議官の寺澤達也氏、東京商品取引所代表執行役専務の濱田隆道氏も登壇した。このセミナーには70社から約190名の招待者が出席した。



左上：パネルディスカッション「LME買収」。モデレーターはHKExのレベッカ・ブロスナン。
右上：寺澤達也経産省審議官
下：ギャリー・ジョーンズLME CEO。



FIA Expo 2014

11月4～6日（シカゴ）

毎年秋にシカゴで開催される本展示会は、世界最大の先物業界のイベントである。最新の商品・サービスを紹介する展示会場には5000人以上の来場者が訪れる。セミナーでは、ブローカー業務における課題、取引システム、戦略、オペレーションやテクノロジー等が議論される。

マーケットフォーラム

11月5日（東京）

本年も11月5日にマーケットフォーラムが大手町のサニケイプラザで開催される。これは、国内証券のディーラーを中心に400名近くが集まるイベントで、今年で10回目を迎える。9月より参加受付を開始しており、詳しくは主催者のNPO法人金融証券マーケットフォーラムまで。

FIAアジア・デリバティブ会議

12月3～5日（シンガポール）

アジア・太平洋地域のデリバティブ業界に焦点を当て

たFIAアジアのイベントで、当地域の業界リーダーによるパネル・ディスカッションやインフォメーション・エクステンジ・セッションが見所。22カ国の150以上の企業から、550人が参加する。この参加者の76%はエグゼクティブおよびシニアマネジャーらが占め、本会議はアジア太平洋地域をつなぐネットワークの場となっている。

第44回ヘッジファンドクラブ・パーティー

12月4日（東京）

第44回ヘッジファンドクラブ・ネットワーク・レセプションが下記の通り開催される。

日時：2014年12月4日(木) 18時30分～21時

会場：六本木ヒルズクラブ

後援：Ogier, Maples Fund Services, Intertrust, S&P Capital IQ他

参加には事前登録が必要。ご希望の方は、メールアドレス stefan.nilsson@hedgefundsclub.com まで。

Opinion Column By 中村愛（ABNアムロ・クリアリング）

私がFIAジャパン会議に期待すること

FIAジャパンは来春、日本金融市場会議を開催する。金融庁や経済産業省、さらに日本銀行や日本取引所グループ等からスピーカーを招き、金融市場拡大に向けた議論を展開する計画だ。

安倍政権の目標に沿って、会議では、いかにして日本にアジアの先進的金融センターを構築、発展させていくかを発信する。

より多くの市場活動を日本に取り込むには何が必要か。市場の効率性、機会、競争力、透明性を高めることが重要なのは言うまでもない。FIAジャパンはこうした事柄に重点を置いて、取引所や規制当局に改革を求め、市場参加者には先進的な改革に対する支持を呼びかけるなどの活動を行ってきた。

更に、FIAジャパンでは現在、取引所や規制当局に向けて、効率性、競争力、透明性の向上を目指した要望を取りまとめている。改革は市場における機会を増

やすからだ。例えば、接続費用を引き下げのために、全てのタイプの商品銘柄を一箇所から取引できるよう取引所に対応を求めたり、個人投資家保護の前提を維持しつつ取引コストを削減するため、プロと個人投資家を分けた規制を行うよう当局に要望している。

FIAジャパン会議は、こうした議論を進めるすばらしい場になると私は確信している。個人的には、過去数年提議されてきた「主要な」構造変化の詳細について聞かせて頂きたい。日本の金融や財政政策が市場に与えるであろうインパクトや、金融業の成長を促す規制緩和の詳細も歓迎される話題だろう。また、日々の生活や経済を左右するエネルギー政策が商品市場の活性化をどう支えるか、経済特区や東京の経済の動向、総合取引所構想の進捗などにも関心が寄せられよう。私は来春のFIAジャパン会議を待望している。

FIAジャパンからのお知らせ

委員会活動

マーケット・ディベロップメント委員会やテクノロジー委員会、コモディティ・スタディグループが今回報告している活動に加え、他の委員会も様々なプロジェクトに取り組んでいる。

ショーン・ローレンス氏が率いるマーケット・オペレーション委員会は、日本のデリバティブ市場構造の改善に向けて多様な提案をまとめるため調査作業を始めている。資産分別管理ルールや清算機関の統合、税制などが議題となる見込みで、日本の市場構造改革に関心をもつプロフェッショナルたちの参加を歓迎している。詳細は、FIAジャパン事務所まで。

法規制委員会のピーター・イエガー委員長は9月のFIAジャパン理事会で、JPX（OSE）がリスクコントロールに関して個々の企業がどのようなことを実践モ

デルとしているかについて聞き取り調査を行っていることを報告した。理事会は、イエガー氏の提案に従い、FIAジャパンの会員間で統一見解を準備し、取引所に対して、業界側の考えを幅広い見地から代表する意見を表明することで合意した。

メンバーシップ委員会（数原泉委員長）は現在、海外からの1社を含む3社について、FIAジャパン法人会員の申請手続きに取り組んでいる。これは協会にとって非常に良い兆しであり、内外いずれの企業も、FIAジャパンが取引所からブローカー、IT関連企業まで幅広く業界を横断して代表する唯一の組織であることの価値を認めていることを示すものだ。FIAジャパンへの入会や新たに導入された「スポンサリング・メンバーシップ」についての詳細は、FIAジャパン事務所までお問い合わせください。

FIAジャパン編集委員

編集長	クレーン・トニー（FIAジャパン）
Publisher	益永 研（先物ジャーナル社）
編集委員	明井 良（楽天証券）
	小坂孝典（HSBC証券）
	小島栄一（日本商品先物振興協会）
	小島 丈（日本取引所グループ）
	小林 忍（野村證券）
	小山佳子（東京商品取引所）
	清水昭男（ストックボイス）
	多賀 仁（パッツシステム）
	ダンカン・シモンズ（タッチファイヤートレーディング）
	デイビッド・ウィルキンソン（エクイニクス・ジャパン）
	富田英揮（日本取引所グループ）
	中村 愛（ABNアムロ・クリアリング）
	ブルーノ・アブリュ（サンガード・ジャパン）
	ミッチ・フルシャー（金融コンサルタント）
	森園さやか（FIAジャパン）
	幸 政司（岡藤商事）
	ロス・マイケルデビッド（オムジオ）
	渡邊裕子（東京金融取引所）

FIAジャパン事務局

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-8-3
丸の内トラストタワー本館26階
ホワイト&ケース法律事務所 気付
Tel/Fax 03-6384-3325
ホームページ: <http://www.fiajapan.org/>

アドミニストレーション・マネージャー：
クレーン・トニー E-mail: crane@fiajapan.org
エグゼクティブ・セクレタリー：
森園さやか E-mail: morizono@fiajapan.org

本誌に掲載されている記事中の意見は寄稿者の判断に基づくもので、FIAジャパンは明確に表記する場合を除き、当該意見に対し賛意または反意を表明いたしません。またFIAジャパンは第三者を代弁せず、法律の許諾の範囲内で本誌の情報に関するすべての保証をせず、情報の正確性と完全性も保証しません。第三者が本誌に含まれる情報を利用することによって生じる直接的、間接的、偶発的、結果的、特異的、典型的な損害を含む、あらゆる損失、経費、費用についてFIAジャパンは責任を負いません。本誌のコンテンツに関してご質問がある場合には編集部 (editor@fiajapan.org) またはFIAジャパン、エグゼクティブ・セクレタリーにお尋ねください。

ACHIEVE

デリバティブ・プロセッシングの改善

Stream Clearvision は、デリバティブに特化したリアルタイムのミドルオフィスシステムで、約定照合とクリアリング機能を提供し、フロントオフィス、取引所、バックオフィスの各システム間において真のSTPを提供します。

主要投資銀行およびグローバルな先物取次業者は、Stream Clearvisionを活用して単一プラットフォーム上でリスク管理を行い、上場デリバティブ、OTCデリバティブの処理効率向上に役立っています。

主な特長:

- ▶ デリバティブ市場への幅広い接続性 (50市場以上)
- ▶ ボリューム増への対応に特化した十分な拡張性
- ▶ ギブインの自動処理、ギブインの詳細に基づくギブアップの管理
- ▶ 主要サードパーティの取引プラットフォームやシステムとのリアルタイムでの接続性

Japan office: 81-3-4570-3000 | Email: info.japan@sungard.com

www.sungard.com/japan

SUNGARD®

©2014 SunGard.
Trademark Information: SunGard, and the SunGard logo are trademarks or registered trademarks of SunGard Data Systems Inc. or its subsidiaries in the U.S. and other countries. All other trade names are trademarks or registered trademarks of their respective holders.

DELIVERING CAPITAL EFFICIENCY TO THE WORLD'S MARKETS

- ▶ Robust, real-time risk management with high capacity multi-asset clearing
- ▶ Superior collateral management and portfolio margining capabilities
- ▶ Full support for OTC clearing
- ▶ Supported by NASDAQ OMX, the world's leading provider of technology solutions to the exchange industry

Helping clearinghouses, central counterparties and CSDs navigate the constantly changing post-trade landscape.

NASDAQ OMX®

WWW.NASDAQOMX.COM/POSTTRADESOLUTIONS
GTSMARKETING@NASDAQOMX.COM

© COPYRIGHT 2013, NASDAQ OMX GROUP, INC. ALL RIGHTS RESERVED. 013-1829

日産センチュリー証券

www.nc-sec.co.jp/bo

いま国内外で選ばれている超低遅延テクノロジー
に裏打ちされたサービス

証券/商品/FXを網羅したHFTブローカー
JPX (OSE&TSE)、TOCOM、TFX
その他海外主要取引所への24時間アクセス

CONTACT @ GLOBAL SALES
E-MAIL: info.gsd@nc-sec.co.jp TEL: 03-5623-5028
NISSAN CENTURY SECURITIES CO., LTD.

FIA Japan 世界中のデリバティブ市場関係者に 貴社のサービスをアピールしませんか

FIAジャパン ニュースレターは、世界中の金融・コモディティ市場関係者に向けて、日本のデリバティブ業界情報を2か月に一度、発信しています。現在、登録される購読者数は約28,000名。御社のグローバルマーケティングに、FIAジャパン・ニュースレターをお役立て下さい。



広告料金

5万円～ (詳細はお問い合わせください)

FIAジャパンニュースレターは、以下のイベント会場でも配布されています。

FIAニューヨーク／FIA L&C／FIAジャパン年次総会／FIA IDX (ロンドン)／FIAジャパンサマーパーティー／FIA-SFOA Burgenstock (スイス)／マーケットフォーラム (東京)／FIA EXPO (シカゴ)／FIA Asia (シンガポール)／Hedge Fund Club (東京)／FIAジャパン新年会／GMAC (東京)／FIAボカ (フロリダ)／FOW Der. World (香港)

※2013年度実績。2014年度の予定はお問い合わせください。

問い合わせ editor@fiajapan.org