

債券先物市場について

はじめに

我が国の公社債流通市場は近年急速に拡大し、昭和 59 年の年間売買高は 767 兆円に達している。その背景をなすのは国債の大量発行である。このように公社債の残高が累増するに従い、公社債の価格変動が債券の保有者等に及ぼすリスクが増大し、こうしたリスクを何らかの方法で回避（ヘッジ）したいとするニーズが主として国債を保有している投資家の間で高まっている。このニーズは、60 年度からの国債の大量償還、借換の増加が国債流通価格・金利全体に影響を及ぼすことも考えられることから、今後とも一層高まるものと予想される。

一方、諸外国においては米国シカゴを皮切りにシドニー、トロント、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールの各地で、このような債券等の価格変動リスクをヘッジする手段として債券先物市場が開設され成功をおさめており、今や国際的に金融資本市場の一環として定着しつつある。このため我が国においても早急に債券先物市場を開設することによつて、このような投資家のニーズに応えるとともに、我が国金融資本市場を諸外国に比べ遜色のないものにする必要がある。

こうした状況を背景に、昨年 7 月には証券取引審議会（谷村裕会長）の公社債特別部会（館龍一郎座長）で債券先物市場の創設の問題が取り上げられ、審議の結果、昨年 12 月、我が国に取引の対象を長期国債として、証券取引所に機関投資家中心の債券先物市場を創設すべきとの提言が行われた。

これを受けて、我が国に債券先物取引を導入するに当たり、先物取引の活発化、円滑化に資するための証券取引法の一部改正案が国会に提出された。

そこで、以下では、債券先物取引の概念、仕組み、機能、及び諸外国の先物取引の現状並びに国会に提出された証券取引法の改正案の概要について述べることにしたい。

債券先物取引の概念

債券先物取引とは、将来の特定の時期に債券をあらかじめ合意した価格で取引（売付け又は買付け）する契約である。

その特徴としては、

- (1) 取引所において集中して取引され、不特定多数の参加を前提にして取引が定型化されている。
- (2) 取引当事者はいつでも売戻し又は買戻しを行うことにより、売り値と買い値の差額で決済（差金決済）することができる。

例えば、半年後に受渡する債券を現在 97 円で買い（売り）これを 1 カ月後に 100 円で転売した（買戻した）場合、差額の 3 円のみを受渡して決済する方式である。したがって、取引の当事者は 97 円なり 100 円なりを用意する必要はなく、3 円分だけの金額の授受で済む。言い換えれば、わずかな資金を用意するだけで大きな取引ができることになる。

先物取引の仕組み

1. 基本構造

(1) 取引所及び会員

取引所は、取引を集合的に行う場を提供し、同時に取引をする上で準拠すべき諸規則を定めるなど秩序ある先物市場を維持する組織である。会員は、取引所で実際に取引を行う権利を有するほか、取引所の政策の決定、諸規則の制定など、取引所の管理運営に参加する。

(2) 清算機構及び会員

清算機構（アメリカ等では証券取引所とは別の清算会社が設立されているが、我が国では証券取引所の清算部が

同じ役割を果たすものと考えられる)の主たる機能はその日の取引の決済や集計にとどまらず、取引所内の全取引の履行、決済を保証することである。取引所で会員間の取引が成立する、清算機構がその仲立ちを行う。

2. 売買仕法

先物取引は、価格以外の全ての取引条件が規格化あるいは定型化された取引である。

具体的には、取引対象となる上場銘柄について、売買単位、限月、呼値、値幅制限、証拠金等について売買取引の定型化が行われている。

(1) 売買単位

銘柄ごとに売買単位が定められている。先物取引では1単位の取引を1契約と呼び、売買高は普通、契約数で表わすこととなっている。

(2) 限 月

契約の履行月のことで、通常3月、6月、9月、12月と3カ月毎に設定されている。

(3) 建値方式

一般的に、債券の額面を100とした指数により建値(たてね)される。この売り気配、買い気配を示す価格指数を呼値(よびね)という。

(4) 値幅制限

急激な価格変動により一日のうちに莫大な損失が生じるといつたりリスクを避けるために値幅制限が設けられている。ただし、反対売買の機会を保証する必要がある限月内では、値幅制限を適用しないといつた措置が一般的にとられている。

(5) 証拠金

取引に当つて顧客は会員に証拠金(委託証拠金)を預託し、会員は清算機構に証拠金(売買証拠金)を預託することとされている。これは顧客、会員のデフォルトに備えたものであり、一種の敷金、保証金的性格を有する。

(6) 値洗い

毎日の市場価格の変化に応じ、清算機構はそれぞれの建玉(契約)ごとの利益ないし損失を日々計算し、その日のうちに各会員名義の証拠金勘定を通じて決済する。これに応じて顧客についても日々の利益ないし損失を計算する。こうした手続きを値洗いという。

毎日の値洗いの基準となる価格は、決済価格と呼ばれ、毎日の取引の最終段階における取引価格を勘案して取引所が決定する。

3. 取引の対象 - 標準物方式

諸外国の債券先物取引では売買取引の円滑化、活発化に資するため、売買取引を集中するための手段として、通常、実在する多数の銘柄の利率、償還期限等の条件を標準化した架空の債券、いわゆる標準物を設定し、それを取引所に上場して取引の対象としている。

例えば、

(イ) シカゴ商品取引所(CBT)の長期国債(T-Bond)

先物取引では、「額面16万ドル、クーポンレート8%、残存20年のもの」を想定している。

(ロ) また、ロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)の長期国債(Gilt-Edged Bond)先物取引では、「額面5万ポンド、クーポンレート12%、残存20年のもの」を想定し、その取引を行つている。

そして、現実の受渡しは、現実に実在する債券の各銘柄と標準物とのそれぞれの換算率を定め、その換算率に基づいて売り方が債券の銘柄を選択して引き渡すことになっている。

このように債券先物について標準物取引が行われるのは次のような利点があるためである。

取引が集中するので売買が活発となり、買いたい時に買い、売りたい時に売ることが可能となる。

誰にでも理解しやすく取引が簡明である。

仮に個別の銘柄で代表して取引を集中した場合、現実の債券では、残存期間が年々短くなるので、代表銘柄を期間の経過とともに入れ替える必要があるが、標準物の場合は残存期間を常に一定に保てるので、銘柄を入れ替える必要がなく、その意味で価格の連続性がある。

債券先物取引では、各国の先物取引所が共通して採用している方式であり、国際的に通用するシステムである。

以上のような利点があるため、証券取引審議会の報告でも、我が国においても国債証券の先物取引を行うに当つては標準物方式が望ましいとされている。

表1 債券先物取引と他の類似取引との比較

	先物取引	先渡し・着地取引	戦前の長期清算取引	現先
目的	ヘッジ 投機	ヘッジ 資金運用	大量に発行される国 債の流通円滑化	資金運用 資金調達
取引	取引所 (参加者多数)	相対	既存の証券取引所	相対
売買単位	取引対象によりまち まちだが、最低10万 ドル	通常大口	通常大口	通常大口
証拠金	売買ともに必要で 日々清算。但しレー トは0.1~3.0と低率	原則なし	本証拠金として額面 金額の1~1.5% 追証拠金制度あり	原則なし
現物受渡し	殆どなし (差金決済が原則)	原則、先渡し	受渡し決済比率は昭和 1年から9年までをと ると概ね20~27%	原則、先渡し
清算	取引所の清算会社経 由で行う (反対売買)	相対	取引所に清算機構あ り	相対
値幅制限	あり	なし	なし	なし

類似取引との比較

次に先物取引と類似取引との比較を行うと次のとおりとなる。

1. 先渡し取引，着地取引

先物取引は外国では一般にフューチャーズ(futures)と呼ばれ、我が国において通貨の分野で行われているいわゆる先渡し取引(forward)あるいは債券等の取引で行われている着地取引とは区別されている。

先渡し取引，着地取引とは、ともに将来時点の価格をあらかじめ合意するという点においてはここで言う先物取引(フューチャーズ)と同じであるが、先物取引が取引所取引であるのに対し、すべて相対取引である、差金決済は行われず、必ず現物決済である、途中、当事者間の契約変更が行われるのは稀である、などの点で異なっている。

2. 我が国の戦前における長期清算取引

我が国でも戦前に長期清算取引という名で先物取引が行われていた。これは今日でいう先物取引(フューチャーズ)そのものである。ただし、発生、沿革を異にしているため、次のようないくつかの相違がみられた。

米国等の先物取引の期限は最長2年余りと長く、それだけに投機的要素が入りやすい。これに対し、長期清算取引のそれは最長2カ月であり、現物市場の延長のような性格が強かった。

米国等の先物取引は、抽象的な銘柄である標準物を上場し取引の対象としているのに対し、長期清算取引では個別銘柄(例えば甲号5分利公債といった個別、現物の銘柄)を取引対象としていた。

3. 現先取引

現先取引は、現物又は資金を保有する者が一定期間後に一定価格で買戻す(又は売戻す)という条件付きで債券を売買する取引であり、資金の調達・運用という性格をもっている。先物取引との相違点としては、条件付き売買である、相対取引であり、必ず現物決済を行う、の2点があげられる。

債券先物取引の機能

1. 経済的機能

債券先物取引には一般に、金利変動に伴うリスクの一般的ヘッジ手段の提供、流通市場の安定と拡大、発行市場の安定と拡大、将来価格に対する情報の提供、新たな投資手段の提供といった経済的意義があるといわれている。

以上のうち、債券の価格変動リスクの回避（ヘッジ）が債券先物取引を我が国に導入する場合に最も期待される機能といえるので、以下その機能について少し詳しく説明することとする。

2. 債券先物取引のヘッジ機能（保有債券の価格変動リスクのヘッジ（回避）の例）

（前提）

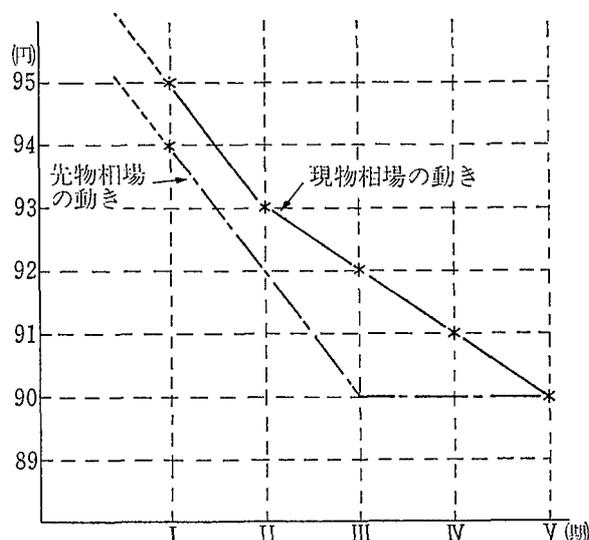
取引動機

先行き債券価格の下落が予想されるが、ある投資家Aは所有している現物を手放せない（例えば、証券会社や銀行は一定量を商品として自己保有する必要がある。）ため、何らかの方法で保有債券の売却損を回避したい。

取引の内容

現在は第I期で、第I期の現物価格は95円、先物価格は94円で現物 - 先物の差額は1円。Aは現時点の94円で先物を売り付ける。（図1参照）

図1 先物相場と現物相場の推移例



（例1）第I期で決済した場合

第I期に現物価格は93円に、先物価格は92円に値下がりし、現物 - 先物の差額（93 - 92）は1円で変わっていない。この時点で現物を売却し、先物を買戻して決済すると、現物で2円の損失（2円安く売るから）となり、反対に先物では、2円の利益（2円安く買えるから）となつて、トータルの損益は0となる（表2参照）。

表2 第I期において第I期限月のものを対象に売りヘッジを行った場合

決済時期				
現物の利益	-2	-3	-4	-5
先物の利益	+2	+4	+4	+4
計	0	+1	0	-1
備考	現物相場、先物相場が平行して変動した場合	先物相場が現物相場より大きく変動した場合	現物 - 先物価格差が当初の水準に戻った場合	限月を迎えた場合

（例2）限月（第I期）で決済した場合

現物価格、先物価格ともに値下がりし、限月に90円で一致した。この時点で現物を売却し、先物を買戻して決済すると、現物で5円の損失、先物で4円の利益となり、トータルでは1円の損失にとどめることができる。

(結論)

保有債券の売却損の全部又は一部を先物市場の売却益で取り戻せる。

(注) なお、仮に予想に反して価格が上昇した場合は、先物市場で損失が出るが、逆に現物市場で利益がでるので相殺される。

3. 先物価格と現物価格の推移

上述の例からもわかるとおり、先物取引による債券価格変動リスクのヘッジが有効に機能するためには、現物価格と先物価格とが平行に推移すること、すなわち、現場価格と先物価格の乖離幅(ベーススといわれる)が一定であることが必要である。

(注) ところで、先物価格と現物価格の間には裁定が働く結果次式のような関係が成立している。

先物価格 = 現物価格 + 純持越費用.....

純持越費用とは、債券現物投資によつて得られる経過利子とその債券購入のための資金調達費用との差額である。したがつて、式は次のように書ける。

先物価格 = 現物価格 + (借入費用 - 経過利子) ...

式を変形すると次のようになる。

現物価格 - 先物価格 = 経過利子 - 借入費用.....

この式における「現物価格 - 先物価格」はベーススにほかならず、したがつて式は、
ベースス = 純持越費用.....

と書くことができる。この時、純持越費用が一定に推移するならば、ベーススも一定に推移することとなる。

現実にも図2の米国のGNMA債やT-Bondなどにもみられるように、現物価格と先物価格はほぼ平行に変動している。

4. 取引主体別にみた債券先物取引の機能

(1) プライマリーディーラー(アンダーライター)

先物市場で売り建てることにより、引受債券の値下りリスクをヘッジする。債券先物取引のこの機能により、アンダーライターはより積極的に発行市場に対応することが可能になり、発行市場の安定と拡大につながる。

(2) セカンダリーディーラー(証券・金融機関)

先物市場で売り建てることにより、在庫債券の値下りリスクをヘッジする。

先物市場で買い建てることにより、将来在庫手当てをする予定の債券の値上りリスクをヘッジする。

先物市場と他の市場との関係を利用して裁定取引を行う。この場合、先物市場の利用形態としては売りと買いの両方が考えられる。

以上のように先物取引を利用して債券在庫の価格変動リスクをヘッジすることにより、証券・金融機関などの債券ディーラーは十分な在庫をもつて流通市場の必要性に応える取引が可能となり、流通市場の安定と拡大に役立つ。また、先物と現物との間の裁定取引を通じて流通市場の効率化をもたらす。

(3) インカム、ゲイン志向の機関投資家

先物市場で売り建てることにより、保有債券の値下りリスクをヘッジする。

先物市場で買い建てることにより、購入予定債券の値上りリスクをヘッジする。

以上のように、先物市場を利用することにより、機関投資家が債券価格変動リスクを回避する手段を広く活用できることとなれば金利の自由化が進む中で金利変動に対する円滑な対応が可能になる。

(4) スペキュレーター(法人・個人)

スペキュレーターにとつて債券先物は新たな投資手段の出現であり、先物市場の価格変動を利用して利益を得るため、先物市場において、先物価格が下落すると予想すれば売り建て、先物価格が上昇すると予想すれば買い建てることとなる。スペキュレーションは価格の安い時に買って高い時に売ることにより利益を得ようとする行為であるので、通常債券市場にとつて価格安定的に作用すると考えられる。また、スペキュレーターは市場に流動性を提供する上で重要な役割を果たしている。

(5) 発行者

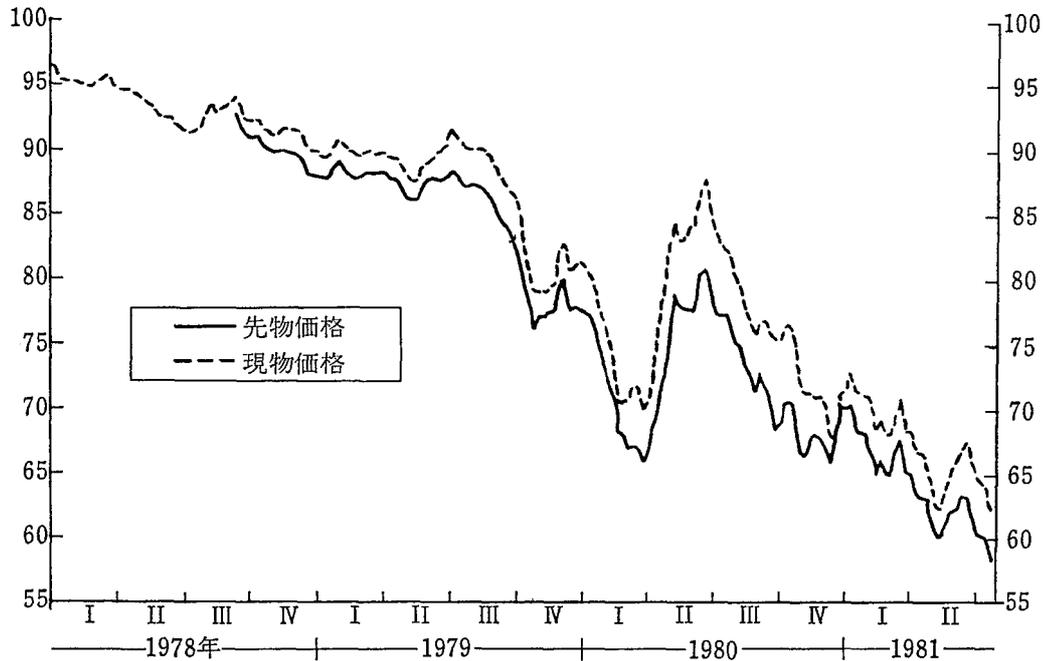
事業法人等の債券発行者は、先物市場で売り建てることにより、金利上昇による債券発行コスト上昇のリスクをヘッジする。これにより事業法人等の債券発行者は所要資金の調達金利をあらかじめ確定することが可能となり資

金計画の策定が容易となる。

(6) 先物市場の仲介者

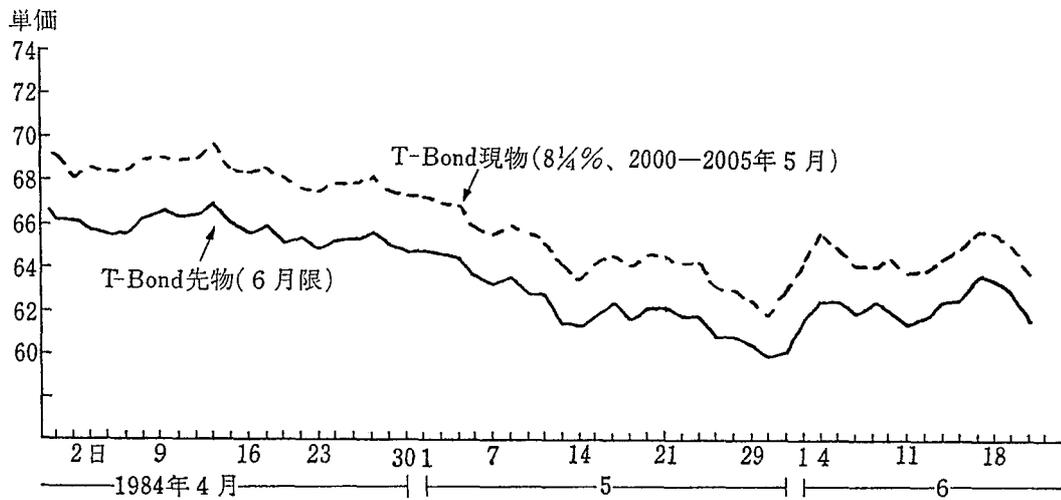
証券会社等の仲介者にとっては、取り扱う商品が新たに加わることとなるので、業容が拡大する。

図2 先物価格と現物価格の推移
GNMA 債 8%クーポン



(資料) Shearson / American Express Company

T - Bond



(資料) CBT 相場実績より作成

表3 債券先物取引の機能

取引主体	先物取引の機能	先物市場の利用形態	現物市場における行動	効果・影響
プライマリー・ディーラー (アンダーライター)	引受債券の値下りリスクのヘッジ	売り	引受証券の転売	債権引受能力の向上 発行市場の安定と拡大
セカンダリー・ディーラー (証券・金融機関)	在庫の値下りリスクのヘッジ	売り	保有債券の増大	債券売買高の拡大 価格形成がより円滑化 合理的な価格体系 流通市場の安定と拡大
	将来の在庫手当予定分の値上りリスクのヘッジ	買い		
	裁定取引の利用	売り 買い		
インカム・ゲイン志向の機関投資家	保有債券の値下りリスクのヘッジ	売り	保有債券の増大	債券保有の促進 機関投資家の機能向上 債券市場の拡大 利回りの確定等
	購入予定債券の値上りリスクのヘッジ	買い		
スペキュレーター (法人・個人)	売買差益の獲得	売り		期待どおりの利益の獲得 子想が外れた場合の損失概して債券市場の価格安定要因となると考えられるが、場合によっては攪乱要因にもなる。
		買い		
発行者	(発行市場の安定と拡大) 将来の発行市場についての情報の利用			
先物市場の仲介者	業 容 拡 大			

諸外国における先物取引

1. 諸外国における金融先物市場の沿革

金融先物取引は1970年代前半に米国シカゴにおいて開始され、今日に至るまで急速に拡大をつづけているがその要因としては以下のことが挙げられる。

為替相場変動の激化

1971年のニクソン・ショックによるブレトンウッズ体制の崩壊に伴い、主要通貨が固定相場制から変動相場制へと移行した結果、為替相場の変動が激化したこと。

インフレの高進及び金利自由化に伴う金利先行き不透明感の拡大。

1973年の第1次オイル・ショックをきっかけとするインフレの高進と1970年のペンセントラル鉄道の破綻以降着実に進展してきた金利自由化の進展を背景に、金利動向の先きに対する不透明感が強まったこと。

連邦準備制度理事会(FRB)が1979年10月に金融政策の指針をそれまでの金利からマネーサプライへと転換したことにより、金利変動が激化したこと。

以上のような要因により米国において金融先物取引が拡大するのに伴い、他の諸国においても1979年10月にシドニー先物取引所(SFE)、1980年にトロント先物取引所(TFE)、1982年にロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)で金融先物取引が開始され、さらに1984年にはシンガポール国際通貨取引所(SIMEX)においても金融先物取引が開始されている。このように国際的にみて、先物市場は今や金融資本市場の重要な一分野として定着しつつあると思われる。

表4 世界主要国の金融先物取引 - 1984年 -

国及び取引所	金融先物取引の対象	取引開始年月	1984年出来高(契約数)	
アメリカ	シカゴ商品取引所 (CBT)	GNMA債(30年, 8%)	900,065	
		T-Bond(20年, 8%)	29,963,280	
		T-Note(6 ¹ / ₂ , 10年, 8%)	1,661,862	
		メジャー・マーケット株価指数(MMI)	1,514,737	
	シカゴ商業取引所 (CME)の国際通貨市場(IMM)及び指数オプション市場(IOM)	外国為替(円, ポンド等8種類)	1972年 5月	13,787,072
		T-Bill(90日物)	1976年 1月	3,292,817
		国内CD(90日物)	1981年 7月	928,662
		ユーロダラー預金(3カ月物)	1981年 12月	4,192,952
		S&P500種株価指数	1982年 4月	12,369,592
	カンザスシティー商品取引所 (KCBT)	バリュールイン株価指数	1982年 2月	910,956
		ミニ・バリュールイン株価指数	1983年 7月	30,179
	ミッド・アメリカ商品取引所 (MACE)	T-Bond(20年, 8%)	1981年 9月	251,300
T-Bill(90日物)		1982年 4月	30,486	
外国為替(円, ポンド等5種類)		1983年 9月	213,785	
ニューヨーク先物取引所(NYFE)	NYSE総合株価指数	1982年 5月	3,456,798	
<イギリス> ロンドン国際金融先物取引所 (LIFFE)	ユーロダラー預金(3カ月物)	1982年 9月	986,842	
	外国為替(円, ポンド等4種類)	"	227,484	
	英国長期国債(20年, 12%)	1982年 11月	803,137	
	ポンド定期預金(3カ月物)	"	357,693	
	FT-SE 100種株価指数	1984年 5月	72,315	
	米国T-Bond(20年, 8%)	1984年 6月	163,353	
<カナダ> トロント先物取引所 (TFE)	カナダ長期国債(18年, 9%)	1980年 9月	30,115	
	カナダ大蔵省証券(90日物)	"	13,312	
	トロント証券取引所総合300種株価指数	1984年 1月	19,014	
	外国為替(USドル)	1984年 6月	21,865	
<オーストラリア> シドニー先物取引所 (SFE)	銀行引受手形(90日物)	1979年 10月	172,607	
	外国為替(USドル)	1980年 3月	60,131	
	全普通種株価指数	1983年 2月	237,011	
	オーストラリア中期国債(2年, 10%)	1984年 2月	10,788	
	全工業種株価指数	1984年 4月	123	
	全金属・鉱業種株価指数	"	228	
オーストラリア長期国債(10年, 12%)	1984年 12月	1,917		
<シンガポール> シンガポール国際通貨取引所(SIMEX)	ユーロダラー預金(3カ月物)	1984年 9月	33,589	
	外国為替(ドイツ, マルク, 円)	"	43,227	

(注) 表中()内の数字は、対象金融商品の残存期間とクーポンレートである。

2. 各国の先物取引

(1) 米国における金融先物取引

金融先物市場の生成と発展

米国における金融先物取引は、1972年5月にシカゴ商業取引所(CME)の一部門として国際通貨市場(IMM)が設立され外国為替が上場されたことにより開始された。

債券先物取引としては、1975年10月にシカゴ商品取引所(CBT)で政府住宅抵当証券(GNMA)を対象とした先物取引が開始されたのが最初であるが、その後、1976年1月にIMMに90日物財務省短期証券(TB)が上場され、1977年8月には、20年物財務省長期証券(T-Bond)、同年9月に90日物CPがCBTに上場されるなど金融先物商品の多

様化が急速に進展した。さらに 1982 年 2 月のカンザス・シティー商品取引所 (KCBT) を皮切りに、同年 4 月には CBT で、5 月にはニューヨーク先物取引所 (NYFE) でそれぞれ株価指数の先物取引が開始されている。

表 5 米国における金融先物取引の生成・発展

取引開始日	取引所	取引対象	備考
1972 5.16	IMM	外国為替	イタリアリラは、72, 73 のみ上場、以降、廃止
74 9.12	NYME	外国為替	1981 年以降廃止
75 10. 2	CBT	GNMA 債	
76 1. 6	IMM	TB (90 日)	
77 8.22	CBT	T - Bond (20 年)	
9.26	"	CP (90 日)	
78 9.11	IMM	TB (1 年)	1981 年 7 月 3 日廃止
9.12	ACE	GNNA 債	GNNA 証券 (8%) に基づいて発行された預託証券
"	CBT	GNNA - CDR	
79 5.14	CBT	CP (30 日)	1981 年 2 月 2 日廃止
6.25	"	T - Note (4~6 年)	
6.26	ACE	TB (90 日)	
7. 10	IMM	T - Note (4 年)	
10. 2	COMEX	TB (90 日)	
11.13	"	GNMA 債	
11.14	ACE	T - Bond (20 年)	1981 年 2 月 2 日廃止
80 8. 7	NYFE	T - Bond (20 年)	1982 年 7 月以降取引停止
"	"	外国為替	1982 年 8 月以降取引停止
8.14	"	TB (90 日)	
12. 2	COMEX	T - Note (2 年)	
81 7. 9	NYFE	CD (90 日)	1982 年 8 月より取引停止
7.22	CBT	"	
7.29	IMM	"	
9.18	MACE	T - Bond (15 年)	
12. 9	NYFE	ユーロドル預金	
"	IMM	"	
82 2.24	KCBT	バリュールイン指数	NYSE 1,685 銘柄の単純平均株価指数
4. 2	MACE	TB (90 日)	
4.21	IOM	S&P 500 種指数	NYSE 500 銘柄の加重平均株価指数
5. 3	CBT	T - Note (6 年半~10 年)	
5. 6	NYFE	NYSE 総合指数	NYSE 1,525 銘柄の加重平均株価指数
11.12	"	NYSE 金融指数	NYSE 金融業種の株価指数
83 1.21	CBT	T - Note (2 年)	
7.14	CME	S&P 100 種指数	
7.29	KCBT	ミニバリュールイン指数	
9.16	MACE	外国為替	
84 3.22	CBT	GNMA	
7.23	CBT	メジャー・マーケット指数 (MMI)	アメリカン証券取引所の作成する株価指数

(注) IMM = International Monetary Market (CME の 1 部門)

NYME = New York Mercantile Exchange

CBT = Chicago Board of Trade

COMEX = Commodity Exchange Inc.

MACE = Mid America Commodity Exchange

ACE = Amex Commodity Exchange

NYFE = New York Future Exchange

KCBT = Kansas City Board of Trade

IOM = Index and Option Market (CME の 1 部門)

CME = Chicago Mercantile Exchange

(資料) CFTC Annual Report, CBT 資料, CME 資料, FIA Weekly Bulletin.

表6 米国の取引所別金融先物取引出来高の推移

(単位 契約数)

取引所名	商品名	1979 (年)	1980	1981	1982	1983	1984
シカゴ商品取引所 (C B T)	取引所計	3,560,630	8,844,579	16,362,735	19,822,028	22,057,619	34,039,944
	G N M A	1,448,443	2,338,511	2,293,057	2,055,648	1,692,017	9,000,065
	T - Note	11,599	450	2,721	881,325	815,067	1,661,862
	T - Bond	2,059,594	6,489,555	13,907,968	16,739,695	19,550,535	29,963,280
	国内 C D	-	-	158,920	145,360	0	-
	C P	40,994	16,063	49	-	-	-
	株価指数	-	-	-	-	-	1,514,737
シカゴ商業取引所 (C M E)	取引所計	4,171,745	7,550,404	12,192,107	20,104,483	26,125,561	34,731,297
	T - Bill	1,942,251	3,339,377	5,631,290	6,598,848	3,789,864	3,292,817
	T - Note	11,072	338	-	-	-	-
	国内 C D	-	-	423,718	1,556,327	1,079,580	928,662
	ユーロダラー	-	-	15,171	323,619	891,066	4,192,952
	株価指数	-	-	-	2,935,532	8,492,599	12,529,794
	外国為替	2,218,422	4,210,689	6,121,928	8,690,157	11,872,452	13,787,072
ミッド・アメリカ商 品取引所 (MACE)	取引所計	-	-	109,944	519,694	343,143	495,571
	T - Bill	-	-	-	100,417	37,755	30,486
	T - Bond	-	-	109,944	419,277	267,259	251,300
	外国為替	-	-	-	-	38,129	213,785
カンザス・シティー 商品取引所 (KCBT)	取引所計	-	-	-	528,743	750,071	941,135
	株価指数	-	-	-	528,743	750,071	941,135
商品取引所 (C O M E X)	取引所計	28,733	101,137	31,240	0	-	-
	C N M A	873	7,403	-	-	-	-
	T - Bill	27,860	76,081	1,052	0	-	-
	T - Note	-	17,653	30,188	0	-	-
ニューヨーク先物 取引所 (N Y F E)	取引所計	-	183,993	290,585	1,451,442	3,510,285	3,456,798
	T - Bill	-	32,452	9,766	-	-	-
	T - Bond	-	139,410	162,942	4,464	18	-
	国内 C D	-	-	117,807	132	-	-
	株価指数	-	-	-	1,446,846	3,510,267	3,456,798
	外国為替	-	12,131	70	-	-	-
ニューヨーク商業 取引所 (NYME)	取引所計	4,556	183,933	290,585	1,451,442	3,510,285	3,456,798
	外国為替	4,556	12,131	70	-	-	-
アメックス商品取 引所 (ACE)	取引所計	64,319	12,585	-	-	-	-
	G N M A	52,493	4,530	-	-	-	-
	T - Bill	4,334	5	-	-	-	-
	T - Bond	7,492	8,050	-	-	-	-
全取引所合計	合計	7,829,983	16,692,698	28,986,611	42,426,390	52,786,679	73,664,745
	G N N A	1,501,809	2,350,444	2,293,057	2,055,648	1,692,017	900,065
	T - Bill	1,974,445	3,447,915	5,642,108	6,699,265	3,827,619	3,323,303
	T - Note	22,671	18,441	32,909	881,325	815,067	1,661,862
	T - Bond	2,067,086	6,637,015	14,180,874	17,163,436	19,817,812	30,214,580
	国内 C D	-	-	700,445	1,701,819	1,079,580	928,662
	C P	40,994	16,063	49	-	-	-
	ユーロダラー	-	-	15,171	323,619	891,066	4,192,952
	株価指数	-	-	-	4,911,121	12,752,937	18,442,464
	外国為替	2,222,978	4,222,820	6,121,998	8,690,157	11,910,581	14,000,857

(資料) FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION

表7 米国の先物取引出来高の推移
(取引高契約数ベース, 単位 千契約)

	全商品 (a)	金融先物 (b)	債券先物 (c)	c/a	c/b
1975年	33,200	249	20	0.1%	8.0%
76	36,877	437	239	0.6	54.7
77	42,847	1,466	776	1.8	52.9
78	58,462	3,886	2,306	3.9	59.3
79	75,966	7,830	5,556	7.3	71.1
80	92,096	16,693	12,453	13.5	74.6
81	98,522	28,987	22,149	22.5	76.4
82	112,401	42,426	26,799	23.8	63.2
83	139,925	52,787	26,153	18.7	49.5
84	149,372	73,665	36,100	24.2	49.0

(資料) Futures Industry Association

表8 現物市場と先物市場の出来高比較
(1日当り) (単位 億ドル)

	財務省短期証券		財務省長期証券	
	現物	先物	現物	先物
1976年	66.8	4.4	2.3	-
77	67.5	12.8	3.9	0.1
78	61.5	30.6	8.7	2.2
79	79.2	78.0	12.7	8.2
80	114.1	136.8	17.0	26.3
81	147.7	223.0	25.3	55.8
82	184.0	263.9	32.3	67.3
83	224.1	152.8	49.9	78.8

(注) 現物出来高は全部証券デイラーによる店頭取引高。

先物出来高は売買単位 契約数

(資料) Federal Reserve Bulletin ほか。

表9 LIFFE における出来高の推移 (単位 契約数)

	英国長期国債 預金金利	3カ月物英国 ポンド 預金金利	3カ月物 ユーロ ユーロ 預金金利	外国為替	株価指数	米国財務省 長期証券 (20年)	合計
83年1月	24,222	23,898	23,142	12,269	-	-	83,531
2月	31,716	18,741	27,808	13,047	-	-	91,312
3月	31,354	18,838	29,327	17,734	-	-	96,753
4月	25,471	14,135	27,284	17,592	-	-	84,482
5月	32,696	14,307	33,193	29,794	-	-	109,990
6月	42,007	14,596	47,302	23,296	-	-	127,201
7月	54,671	15,599	46,170	10,177	-	-	126,617
8月	95,805	16,175	51,981	18,409	-	-	182,370
9月	52,835	16,529	46,631	8,921	-	-	124,916
10月	58,982	13,988	39,063	10,211	-	-	122,244
11月	69,531	16,355	43,086	10,525	-	-	139,497
12月	42,984	15,841	41,616	7,436	-	-	107,877
84年1月	71,285	17,215	54,491	11,343	-	-	154,334
2月	64,313	17,300	65,907	16,313	-	-	163,833
3月	55,299	29,251	84,718	13,083	-	-	182,351
4月	46,336	14,961	67,954	7,385	-	-	136,636
5月	76,962	33,772	134,173	16,886	14,667	-	276,460
6月	81,509	37,265	116,122	50,156	13,660	8,458	307,170
7月	109,166	49,275	78,017	24,193	8,906	16,338	285,895
8月	64,193	32,521	77,102	15,037	9,636	21,795	220,284
9月	55,825	37,961	78,762	26,954	7,550	22,148	229,200
10月	74,920	42,693	82,704	17,099	7,173	33,788	258,377
11月	67,575	29,877	100,750	20,766	5,855	37,396	262,219
12月	35,754	15,602	46,142	8,269	4,868	23,430	134,106

(資料) LIFFE

金融先物取引高

金融先物取引全体の出来高をみると、1975年では25万契約にすぎなかつたが、その後金利先物取引の出現等により急速に拡大し、1984年には7,366万契約に達している。

商品をも含めた先物取引全体に占める金融先物取引のシェアも急速に上昇し、1975年の0.1%から1984年の24.2%へと大幅に増大している。

また、現物市場の取引高と比較しても、TB及びT-Bondの1日の平均出来高でみると、1979年頃から先物市場の取引高が急速に拡大し、1980年以降は先物市場の取引高が現物市場の取引高を上回るほどの水準となつている。

(2) 英国における金融先物取引

金融先物市場の創設と発展

英国においては、シカゴやニューヨークの金融先物取引の発展に対抗し、シテイの国際金融市場としての地位を保つため、1982年9月にロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)が開設され金融先物取引が開始された。

LIFFEでは当初、3カ月物ユーロダラー預金金利とポンド対ドル相場の2銘柄の取引から開始されたが、その後、1982年11月にマルク、3カ月物スターリングポンド預金金利、英国長期国債、スイス・フラン、円の取引が開始され、さらに1984年には株価指数、米国20年物財務省長期証券の取引が開始されるなど取引商品の多様化が図られている。

金融先物取引高

金融先物取引の出来高をみると、1983年は140万契約だつたものが、その後取引商品の多様化等を背景として急速に拡大し、1984年には261万契約に達している。

(3) シンガポールの金融先物市場

シンガポールにおいても1984年7月にシンガポール国際通貨取引所(SIMEX)が開設され、ユーロダラー、ドイツマルクの先物取引が9月から、また円の先物取引が11月から行われている。SIMEXはシカゴのCMEとの間にミューチュアルオフセット・システム(相互決済方式)を採用しており、CMEあるいはSIMEXでなされた先物契約はいつでももう一方の取引所で反対売買することによつて決済できることとなつている。その結果、シンガポールとアメリカとの時差を利用した取引が可能となつている。

表10 SIMEX 金融先物出来高

	9月	10月	11月	12月
3カ月物ユーロダラー預金金利	5,704	8,077	13,425	6,383
ドイツ・マルク	11,354	13,050	13,707	3,012
日本・円	-	-	1,691	413
合計	17,058	21,186	28,823	9,808

(資料) SIMEX 資料

我が国への債券先物取引の導入について

1. 債券先物取引の導入の必要性

(1) 我が国公社債流通市場は、国債の大量発行に伴い、近年急速に拡大し、昭和59年の年間売買高は767兆円に達している。また、国債の残高は59年12月末で120兆円を越えており、今後も更に発行残高の累増が予想されている。こうした状況の下で、債券の価格変動がもたらすリスクを何らかの方法でヘッジしたいとする必要性が、引受証券会社、金融機関、機関投資家、さらには最近有価証券運用を増やしている事業会社等の間で高まつており、今後、金融の国際化、金利の自由化の進展等に伴つて金利の変動幅が拡大する可能性を考慮すると、債券の価格変動に対するリスク・ヘッジの必要性は一層高まるものと考えられる。

(2) 一方、世界の主要な金融資本市場において先物市場はその重要な一分野となつてきており、我が国金融資本市場を他の国際金融資本市場に比べ遜色のないものにするためにも他の諸外国並びにヘッジ手段即ち先物市場を備えることが望ましい状況となつている。

表 11 公社債売買高 (単位 兆円, %)

暦年	公社債 総売買高 (A)	対前年比 率 伸	国債 (B)	対前年比 率 伸	B/A	その他債 (C)	対前年比 率 伸	C/A
56	301	7.1	187	15.3	62.1	114	3.4	37.9
57	343	13.7	233	24.2	67.9	110	3.5	32.1
58	420	22.5	296	27.0	70.5	124	12.7	29.5
59	767	82.7	629	112.8	82.0	138	11.3	18.0

表 12 公社債発行残高の推移 (年度末) (単位 億円)

区分\年 度末	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59.12
公 共 債	212,359	263,804	353,133	467,566	612,660	767,898	958,739	1,145,168	1,309,456	1,493,884	1,667,195	1,801,859
国 債	75,504	96,584	149,731	220,767	319,024	426,159	562,514	705,099	822,735	964,822	1,096,949	1,202,505
地方債	38,431	52,661	71,063	92,309	114,188	137,922	163,528	174,225	185,954	193,642	201,462	206,780
その他	98,424	114,559	132,339	154,490	179,448	203,818	232,698	265,845	300,768	335,420	368,784	392,574
民 間 債	162,849	188,623	226,849	257,819	287,983	315,929	337,927	365,157	399,520	432,256	477,727	516,024
事業債等	49,082	55,436	67,652	73,840	81,062	87,366	97,206	101,585	113,272	117,220	121,032	128,122
金融債	113,767	133,187	159,197	183,979	206,921	228,563	240,721	261,572	286,248	315,036	356,695	387,902
円建公募 外債	1,636	1,636	1,973	2,563	7,029	13,430	16,033	18,570	24,337	30,884	34,713	41,707
合 計	376,844	454,068	581,955	727,948	907,672	1,097,258	1,312,700	1,526,896	1,733,314	1,957,024	2,179,635	2,359,590

- (注) 1. 国債は41年以降発行のいわゆる新国債及びその借換債。
 2. 資金運用部引受分等を含む。
 3. 事業債等とは事業債、転換社債及び新株引受権付社債である。
 4. 地方債、その他の公共債及び事業債等は、非公募債を含む。
 5. 非公募地方債は、その発行が債券形式のもののみ、また地方公社の発行したものも含まず。
 6. 非公募分については一部推定額を含む。

(資料) 「公社債月報」等

表 13 国債の償還額及び発行額等の見込み (単位 億円)

区分 年度	国債償還額			国債発行額					国債残高 (年度末)	うち 特例国債 残高
				新規財源債			借換債	合計		
	四条債	特例債	合計	四条債	特例債	合計				
60	79,800	22,800	102,600	59,500	57,300	116,800	89,600	206,400	1,329,000	590,000
61	85,100	35,900	121,000	59,500	45,800	105,300	105,100	210,400	1,423,000	632,000
62	112,200	46,000	158,200	59,500	34,300	93,800	137,100	230,900	1,501,000	661,000
63	122,900	34,000	156,900	59,500	22,800	82,300	135,700	218,000	1,567,000	679,000
64	121,900	65,400	187,300	59,500	11,300	70,800	162,900	223,700	1,619,000	682,000
65	115,200	74,200	189,400	59,500	-	59,500	163,900	223,400	1,659,000	671,000
66	122,700	62,900	185,500	59,500	-	59,500	161,900	221,400	1,700,000	661,000
67	139,900	74,400	214,300	59,500	-	59,500	185,100	244,600	1,737,000	650,000
68	141,900	71,300	213,200	59,500	-	59,500	184,800	244,300	1,775,000	639,000
69	159,300	69,100	228,400	59,500	-	59,500	197,500	257,000	1,810,000	629,000
70	175,200	77,300	252,400	59,500	-	59,500	217,800	277,300	1,842,000	617,000
71	177,000	77,400	254,400	59,500	-	59,500	218,000	277,500	1,873,000	604,000
72	220,400	74,300	294,600	59,500	-	59,500	252,100	311,600	1,898,000	592,000
73	229,500	52,500	282,000	59,500	-	59,500	240,500	300,000	1,924,000	583,000

(注) 償還額、残高は額面ベース、発行額は収入金ベース。

(資料) 「財政の中期展望(昭和59年度~昭和63年度)」と「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算(昭和60年1月)」による。

2. 証券取引審議会の報告

証券取引審議会では以上のような認識に立つた審議がなされた結果、取引の対象を長期国債とし、証券取引所に機関投資家中心の債券先物市場を開設すべきであるということで意見が一致し、昨年12月に「債券先物市場の創設について」と題する報告書を取りまとめて大蔵大臣に提出した。

この中では、より取引を活発化、円滑化するため、直接参加することのできる者は非会員証券会社のほか証券業務のうち公共債のデーリング業務の認可を受け、業務遂行能力があると認められる金融機関にまで広げるのが適当であるとされている。また、取引の対象としても、標準物方式が望ましいとされている。

3. 証券取引法一部改正案の国会への提出

債券先物取引自体は、現行法の下で証券取引所において実施することが可能であるが、上述の証券取引審議会の報告を受け、先物取引の活発化、円滑化に資するため、次の3点を主たる内容とした証券取引法の一部改正案が国会に提出される予定である。

(1) 金融機関等の債券先物市場への直接参加

証券取引所は、国債証券等に係る先物取引について、会員以外の証券会社及び政令で定める外国証券会社並びに金融機関のうち大蔵省令で定める業務を行う者に、債券先物市場における取引資格を与えるとすることができることとし、これらの者は、国債証券等に係る先物取引を行う範囲において、会員とみなすこととする。(第107条の2関係)

(2) 標準物

証券取引所は、国債証券に係る先物取引について、その取引の円滑化に資するため、取引の対象として、利率、償還期限その他の条件を標準化した標準物を設定することができることとし、標準物は、この法律の適用については、国債証券とみなすこととする。(第108条の2関係)

証券取引所が標準物を上場しようとするときは、上場に関する規定を適用することとする。(第120条関係)

(3) 証拠金

先物取引について、売買証拠金及び委託証拠金に関する規定を設けることとする。(第108条の3及び第132条関係)

以上のような法的整備の下に、証券取引所をはじめ、証券界、金融界を中心として市場創設へ向けてその準備が進められることとなろう。

証券局総務課

課長補佐 樋口正昇

中島 敏