

わが国の外為・デリバティブ市場の現状

BIS外為・デリバティブ取引高調査（2001年4月中）結果の特徴点

清水 健・末松 幸子・岩淵 純一・川添 敬

2001年12月

Market Review

国際決済銀行（BIS）では、2001年10月、世界48カ国・地域の中央銀行の協力を得て行なった外為・デリバティブ取引高調査の結果を公表した。今回の調査結果を東京市場についてみると、為替スワップ取引が拡大したことを受け外為市場の取引高が増加した。この背景には、東京への取引拠点のシフトのほか、RTGSの導入や一段の金融緩和実施等の影響を指摘できる。他方、デリバティブ市場の取引高はゼロ金利のもとでのヘッジニーズ低下等を受け、金利関連取引中心に大きく減少した。今回の調査結果は、循環的な要因も反映しているが、ビジネス環境や顧客取引手法の影響など、今後の市場活性化を考えていく上での市場構造面での課題を示唆するものとなっている。

はじめに

国際決済銀行（BIS）では3年に1度、世界の中央銀行の協力を得て、「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」（“Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity”）を行なっている。この調査は、1986年に始まった外国為替市場の取引高に関する調査を前身としており、1995年からはOTCデリバティブ取引（以下デリバティブとはOTCデリバティブを指す）に関する調査項目が加わった¹。現在では、①外国為替市場とデリバティブ市場の取引高に関する調査（「取引高調査」）^{2,3}と、②デリバティブ取引の残高に関する調査（「残高調査」、日本時間12月20日公表⁴）から構成されている⁵。

2001年は、この調査の実施年にあたり、日本銀行を含む48カ国・地域の中央銀行が参加して、世界の約2,800の金融機関を対象とした調査が実施された。先般（日本時間10月10日）、このうちの取引高調査について、BIS（グローバルベース）、および各中央銀行（各国市場）から

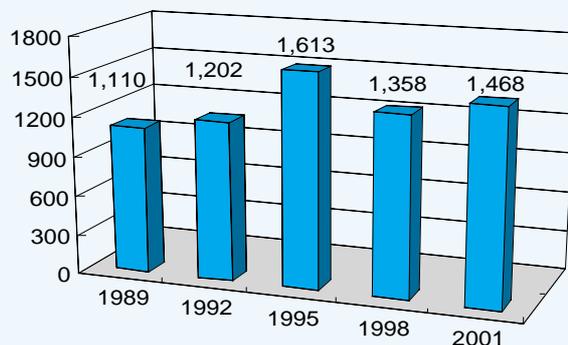
調査結果が公表された⁶。取引高調査は、外為・デリバティブ取引を国際的に同一のルールで包括的に調査する他に類を見ない統計調査であり、これまでグローバルベース、ローカルベースでの市場の動向や、構造変化を分析するうえで有益な調査として広く活用されてきた⁷。本稿では、今回の調査結果から窺えるわが国の外為・デリバティブ市場における取引高の変化やその背景となった要因について考察する。

外為取引の動向

東京市場のシェア拡大と東京市場における本邦金融機関シェアの低下

東京市場における1営業日あたりの平均総取引高⁸は、1,468億米ドルと、前回調査（1998年4月中）の1,358億米ドルに比べ+8.1%の増加となった（図表2）。

（図表2）外為取引高の推移（1営業日平均 億米ドル）



BISが発表したグローバルな調査結果をみると、前回調査で取引高上位3市場となったロンドン（前回調査比20.9%）、ニューヨーク（同27.7%）、シンガポール（同27.3%）が軒並み取引高を減少させており、グローバルベースの取引高も調査開始以来初めての減少（同18.8%）となった。前回調査に比べ取引高が増加したのは、東京のほか、シドニー、ストックホルム、トロント⁹

（図表1）外為・デリバティブ調査の調査方法等

	取引高調査	残高調査
調査対象取引	・外為取引 スポット、アウトライト・フォワード、為替スワップ ・デリバティブ取引 通貨スワップ、通貨オプション、FRA、金利スワップ、金利オプション	・デリバティブ取引 アウトライト・フォワード、為替スワップ、通貨スワップ、通貨オプション、FRA、金利スワップ、金利オプション、エクイティ・フォワード及びスワップ、エクイティ・オプション、コモディティ・フォワード、コモディティ・オプション、クレジット・デリバティブ、その他デリバティブ
調査方法	・調査年の4月中に新たに約定した取引金額（フロー）の想定元本額。 ・取引の発生した所在地ベースで計上。 ・日本における今回調査金融機関数は342先。	・調査年の6月末時点における未決済取引の総額（ストック）。想定元本額、市場価値を調査。 ・複数の取引地（国・地域）に所在する子会社や関係会社の取引を含む連結ベースで計上。 ・日本における今回調査金融機関数は240先。

など参加国全体の約3割程度（前回調査に続き今回調査にも参加した42カ国・地域のうち13）に止まっている。

BISでは、グローバルベースの取引高が減少した背景について、①ユーロ導入に伴いユーロ圏内取引が減少したこと、②電子ブローキングシステム¹⁰の利用拡大に伴い外為ディーラー相互の取引が減少したこと¹¹、③金融機関の合併に伴い、一部の取引が内部取引化されたこと等の理由を挙げている。イングランド銀行やニューヨーク連銀も、自国市場の取引高減少の背景について、それぞれほぼ同様の理由を指摘しているほか、ニューヨーク市場については、「欧州系金融機関を中心とした米国からロンドンへの取引拠点シフト」といった要因も指摘されている。

スポット取引が減少

世界的に取引高が減少する中で、東京市場の取引高が増加した結果、グローバルベースの取引高に占める東京市場のシェアは、1989年調査以来初めて増加に転じた（1989年：15.5% 1992年：11.2% 1995年：10.2% 1998年：6.9% 今回9.1%）。また、1営業日平均総取引高は、ロンドン、ニューヨークに次ぐ第3位（前は第4位¹²）にランク・アップした（図表3）。もっとも、今回調査における取引高の増加をもって、「東京市場における外為取引が活発化した」と単純に評価できない面がある。すなわち、取引高の増加は、専ら為替スワップ取引の増大に依っており、スポット取引は、インターバンク取引¹³、対顧客取引¹³とも減少し、全体として、ロンドン、ニューヨークやグローバルベースの落ち込み幅を上回る35.8%の大幅な減少となった（図表4）。

（図表3）主要市場の取引シェア

	1995年4月中	1998年4月中	2001年4月中
ロンドン	① 29.5%	① 32.5%	① 31.2%
ニューヨーク	② 15.5%	② 17.9%	② 15.7%
東京	③ 10.2%	④ 6.9%	③ 9.1%
シンガポール	④ 6.7%	③ 7.1%	④ 6.2%

（注）丸囲みの数字は取引シェアでみた順位。

この背景として、まず第一に、前回調査時（1998年4月中）に比べれば、スポット・ディーリングの活動レベルが市場参加者全般において低下したことが挙げられよう。外為ディーラー業務を行なう金融機関では、近年、取引のリスク対比での収益（スプレッド）管理がより厳格に行われるようになり、自己勘定でのスポット取引は縮小した。また、ヘッジファンド（特にマクロヘッジファンド）の投機活動や、わが国事業法人による投機的な為替売買も前回調査時ほどみられなくなっているといわれている。

第二に、東京市場においても上記のような電子ブローキングシステムの利用拡大に伴う外為ディーラー相互間取引の減少がみられる。さらに第三に、1998年4月の外為法改正を契機に外貨建債権・債務の相殺決済が可能となり、外貨ベースのキャッシュ・マネージメント・サービス（CMS）が広く普及し始めたことで、外貨を邦貨に転換する需要が減ったことも影響を及ぼしていると考えられる。

為替スワップ取引は増加

こうしたスポット取引の減少に対し、為替スワップ取引は+47.8%の増加と対照的な結果となった。為替スワップの大幅な増加は、とりわけ外資系金融機関の為替スワップ取引の増加によるものである。さらに、このような為替スワップの中でも海外向け取引（外資系金融機関東京支店と海外所在金融機関との取引）が倍以上の伸びとなっている。

外資系金融機関における為替スワップ取引が増加した背景としては、①東京市場への拠点シフトの動きと、②わが国の金融環境の変化に伴う外資系金融機関の円運用・調達行動の変化を指摘できる。

為替スワップ取引を大きく増加させている外資系金融機関の中には、アジアにおける外為取引の拠点をシンガポールから東京にシフトさせている事例が比較的多くみられる。この背景には、①最近の地価の下落等を背景に東京における拠点維持コストが低下していることや、②「円相場を動かす情報はやはり東京発」であるという観点から東京市場のメリットが見直されたことがある。ただし、一方で東京からシンガポールへ拠点をシフトする先も引続きあり、全体としてシンガポールから東京への拠点シフトが構造的な傾向となっているとは言い難い。

後者の外資系金融機関の円運用・調達行動の変化については、①本邦における金融緩和の長期化を背景に、調達した円を為替スワップを組みながらドルに転換し、海外で運用する動きがみられたことが指摘できる。また、②2001年1月のRTGS導入を契機として、日中の流動性調達のための担保制約が相対的に厳しい外資系金融機関が、円調達をコール取引から、ネット決済でかつコール取引対比決済時点が遅い為替スワップにシフトさせる動きもみられた¹⁴。さらに一部の市場参加者からは、サムライ債の発行増加を受けたヘッジ目的でのスワップ取引の増加を指摘する声も聞かれた。

本邦金融機関のシェアは一段と低下

今回の調査結果が浮き彫りにした東京外国為替市場におけるもう一つの重要な構造変化としては、本邦金融機関の一段のシェア低下が挙げられる。

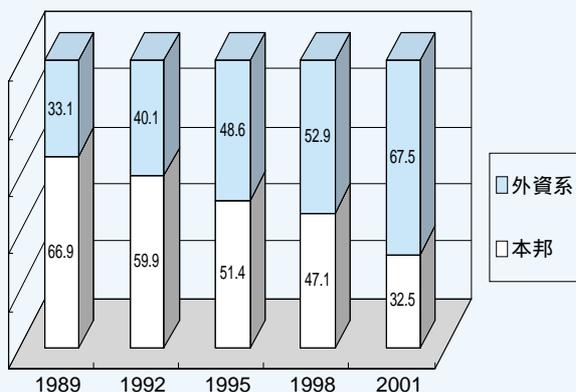
（図表4）主要市場における取引相手別、形態別1営業日平均取引高の前回調査比増減率（%）

	インターバンク取引				対顧客取引				合計			
	スポット	フォワード	スワップ	計	スポット	フォワード	スワップ	計	スポット	フォワード	スワップ	計
ロンドン	40.6	0.0	36.4	35.7	+ 18.9	+ 37.5	+ 83.0	+ 53.8	30.4	+ 10.4	19.4	20.9
ニューヨーク	22.3	+ 14.1	15.5	16.4	37.4	11.3	48.7	38.5	30.1	3.6	31.0	27.7
東京	40.3	+ 38.2	+ 56.9	+ 13.6	16.2	6.9	18.0	13.4	35.8	+ 13.1	+ 47.8	+ 8.1
本邦金融機関	27.6	38.3	29.2	29.3	+ 19.0	20.8	40.3	12.2	18.7	27.8	30.5	25.5
外資系金融機関	49.7	+ 114.3	+ 140.4	+ 50.6	43.8	+ 13.5	+ 1.3	14.6	48.6	+ 63.4	+ 122.6	+ 38.0
グローバルベース	37.4	+ 6.1	18.2	24.2	23.2	0.0	+ 6.8	6.7	31.9	+ 2.3	10.6	18.8

（注1）ロンドンの計数はイングランド銀行公表資料、ニューヨークの計数はニューヨーク連銀公表資料、グローバルベースの計数はBIS公表資料をそれぞれ利用して算出。
（注2）グローバルベースの外為取引計は、推計誤差等を含む。

東京市場の取引高を本邦・外資系金融機関別にみると、本邦金融機関の取引高はインターバンク取引を中心にスポット、フォワード、為替スワップいずれの取引形態でも減少し、全体でも 25.5%の減少となった。これに対し、外資系金融機関ではスポット取引を中心に対顧客取引は減少したものの、インターバンク取引がフォワード、為替スワップとも好調で、全体では +38.0%と大幅に増加した。この結果、前回調査（1998年4月中）で逆転した外資系对本邦のシェア格差はさらに拡大し、本邦金融機関のシェアは32.5%（前回調査47.1%）まで低下した（図表5）。こうした中で、取引高ランキングをみても取引高1位から5位迄を全て外資系金融機関が独占する状況となった。

（図表5）本邦・外資系別の取引高シェア（1営業日平均 %）



本邦金融機関の取引高減少は特にインターバンク取引で著しい。その要因については幾つか指摘できるが、まず、世界的な傾向と同様に、金融機関の合併が進展していることが挙げられる。合併は、これまでインターバンク取引として本調査でカウントされていた取引を内部取引化し、取引高を減少させる効果を持つ。さらに、市場関係者からは、本邦金融機関では不良債権処理などの影響からリスクテイク能力が低下し、自己勘定での外為取引を縮小する傾向があることを指摘する声も多く聞かれた。

一方、対顧客取引については、本邦金融機関が前回並みのシェアを維持した。もっとも、近年、外資系金融機関では、ドル/円以外の様々な通貨ペアの取引サービスの充実や、為替オーバーレイ・サービス¹⁵といった新しいサービスの提供等、積極的なビジネスを展開しており、市場参加者の間からは、「対顧客取引についても外資系金融機関がシェアを伸ばしていく可能性がある」との指摘も聞かれている。

なお、本邦・外資系金融機関別に「全取引に占める円対価取引の比率」をみると、本邦金融機関では前回調査とほぼ同様の83.4%となっている。これに対し、外資系金融機関では、ユーロ導入に伴いユーロ関連取引が増加したこともあり、その比率は低下して70.6%となっている。上述のような「円取引中心の本邦金融機関」と「品揃えの豊富な外資系金融機関」という指摘は、統計からも裏付けられた格好となっている。

円関連取引シェアの低下

取引高調査では、通貨毎の取引シェアの動向もみることができ。東京市場では、ドル/円が全体の69.2%と引続き圧倒的シェアを占め、ユーロ/ドル（東京市場の

取引高に占めるシェア：13.2%）、ユーロ/円（同4.2%）がこれに続いている。ただし、ドル/円のシェアは前回調査の75.9%に比べて低下している。その理由としては、ユーロ/ドルのシェアが前回調査（ユーロ導入前に実施）におけるユーロ圏通貨¹⁶の対ドル取引のシェア（8.8%）に比べ増加したことや、豪ドル/米ドルなどその他通貨ペアの取引が増加したこと（前回同9.9% 同13.4%）¹⁷が指摘できる。

また、東京市場の全取引高に占める円対価取引（ドル/円、ユーロ/円等、円を取引の一方の通貨とする取引）のシェアは、外資系金融機関における円対価取引の減少から、前回調査比 8.8ポイント減の74.7%となった。国際金融センター型のロンドン（同12.0%）やシンガポール（同11.5%）と比べれば、自国通貨関連取引（円対価取引）の比率は引続き際立って高いものの、自国通貨中心型の市場から、より多様な通貨が取引される市場へと徐々に発展しているとポジティブに評価することも可能であろう。

因みに、BISが集計したグローバルベースの調査結果をみると、ドル/円の全取引に占めるシェアは20%と、ユーロ/ドル（同30%）¹⁸に次いで二番目となっている。また、全取引に占める円対価取引の比率も、ドル、ユーロに続き3番目の地位を占めており、国際通貨としての円の地位に大きな変化はみられていない。

電子ブローキングの発展・取引の集中化

今回の調査結果は、このほか、①電子ブローキングの一段の発展や、②大手行への取引集中化傾向など、グローバルベースで進展している市場構造の変化が東京市場においても進展していることを浮き彫りにしている。

東京市場のインターバンク・スポット取引全体に占める電子ブローカー経由の取引シェアは48.3%となり、前回調査（36.7%）に比べ大きく増加した。もっとも、ロンドン（約7割）、ニューヨーク（約5割強）と比較すると、その比率は相対的に小さい。この点について、市場参加者の中にはブローカーを経由しないダイレクトディーリング（DD）取引に対するスタンスの差を指摘する者もいる。すなわち、「DD取引では、クレジットライン設定前から呼ばれた場合、基本的には応じざるを得ず、不測のポジションを持たされるリスクが存在する。このため、ロンドン、ニューヨーク市場の主要参加者には、近年極力DD取引を限定しようとする傾向が感じられる」との指摘である。

なお、ブローカー経由のスポット取引に限ってみれば、電子ブローキング取引のシェアは、91%に達しており、ボイスブローカーのウェイトの低下と電子ブローカーの急速な業務拡大が数字的にも裏付けられた格好となった。

一方、取引の集中化傾向についてみると、取引高上位10先の取引高が市場全体の取引高に占める割合は前回調査の55.3%から61.2%へ、同上位20先が占める割合も前回調査の74.3%から80.5%へと上昇した。なお、他の主要市場において上位10先が占める割合をみると、例えばロンドン（前回調査50% 今回調査58%）、ニューヨーク（同52% 同66%）でも、同様な動きとなっている。

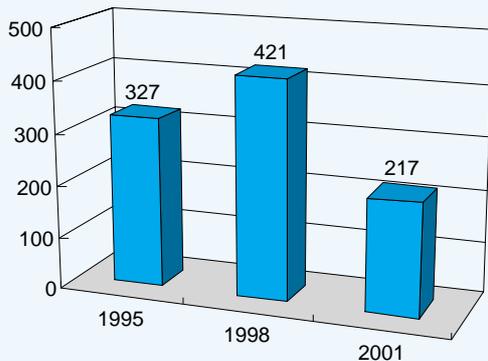
デリバティブ取引の動向

東京市場のシェアは大きく低下

次にデリバティブ取引の動向についてみると、東京市

場における1営業日当りの取引高は217億米ドルと、3年前の約半分まで減少した（図表6）。他方、世界の主要市場（ロンドン：前回調査比+60.8%、ニューヨーク同+50.0%）およびグローバルベース（同+53.3%）の取引高は増加した。この結果、東京市場のグローバル・ランキングは前回の4位から7位へと大きくランクを下げた。グローバルベースの取引高に占めるシェアをみても、東京市場の占めるシェアは前回の12.3%から3.8%へと急低下した（図表7）。

（図表6）デリバティブ取引高の推移
（1営業日平均 億米ドル）



（図表7）主要市場の取引シェア

	1995年4月中	1998年4月中	2001年4月中
ロンドン	① 37.0%	① 45.6%	① 47.8%
ニューヨーク	② 26.5%	② 24.0%	② 23.5%
東京	③ 16.0%	④ 12.3%	⑦ 3.8%

（注）丸囲みの数字は取引シェアでみた順位。

ゼロ金利環境を背景に円関連金利デリバティブが縮小

東京市場におけるデリバティブ取引の減少は、主として金利関連デリバティブの動向が東京とグローバルで大きく乖離したことを反映している。東京市場で金利関連デリバティブ取引が減少した一方、グローバルベースでは、特に金利スワップの増加が目立つ（図表8）。

（図表8）取引形態別取引動向
（億米ドル、%、内はシェア）

	東京		グローバルベース	
	取引高	増減率	取引高	増減率
金利関連取引計	157 72.6	50.3	4,890 85.0	+ 84.5
FRA（金利先渡し）	11 4.9	+ 8.6	1,290 22.4	+ 74.3
金利スワップ	126 58.0	28.7	3,310 57.6	+ 113.5
金利オプション	21 9.8	83.8	290 5.0	19.4
外為関連取引計	59 27.4	43.2	670 11.7	30.9
通貨スワップ	6 2.6	50.0	70 1.2	30.0
通貨オプション	54 24.7	42.4	600 10.4	31.0
デリバティブ取引計	217 100.0	48.5	5,750 100.0	+ 53.3

（注1）グローバルベースは、BISが公表したグローバル結果（速報）の計数（10億米ドル単位で四捨五入されたもの）を利用。

（注2）グローバルベースのデリバティブ取引計は、推計誤差等を含む。

グローバルベースで金利スワップの取引高が増加した要因として、BISは次の点を挙げている。まず、米国では金利スワップが米国債関連取引に代わってヘッジやトレーディングに活用される例が増えている。この背景には、米国の財政赤字が減少し、国債の発行量が減少したため、長期国債市場の流動性が低下し、ヘッジ・ツールなどとしての有効性の低下が懸念されるようになったことがある。他方、欧州では、国債市場が統一されていないため、ユーロ関連スワップ・レートがユーロ圏における事実上の指標金利となり、トレーディングやヘッジ取引が増加している。フランクフルト（3位、同+185.3%）、パリ（4位、同+45.7%）、アムステルダム（5位、同+316.7%）、ミラノ（6位、同+380.0%）と欧州主要金融センターにおけるデリバティブ取引が急増している。

以上のようなグローバルな取引の増加傾向に対し、東京市場で取引高が大幅に減った要因をみると、金利関連取引が大幅に減少している（同 50.3%）。この背景には、ゼロ金利環境のもと、市場参加者の間で、今後も当面は低金利局面が続くという観測が大勢となったことがある。こうした観測の台頭により、スワップやオプションを使った金利リスクのヘッジ・ニーズが減少したことが、金利デリバティブ取引高の減少をもたらした。また、デリバティブ取引の残高が大きく減少していない（同 1.1%）ことを考えると、取引の長期化が進んでいる可能性がある。

取引別にみると金利オプションが大きく減少しており、その減少幅は約110億米ドルと総取引の減少幅の半分程度を占める。やや仔細にみると、外資系金融機関の海外とのオプション取引の減少が目立つ。この要因を考えると、金利の低位安定観測によって海外の金融機関や投資家が円関連取引を手控えているとみられる。

なお、外為関連デリバティブ取引は東京市場（同 43.2%）においてもグローバル市場でも減少（同 30.9%）した。このような外為関連デリバティブ取引高の減少は、為替市場のボラティリティー低下や外為関連取引全般が前回調査比減少していることなどが要因とみられる。

本邦金融機関のシェアは増加

東京市場におけるデリバティブ取引全体に占める本邦金融機関のシェアは、外為取引の傾向とは逆に前回に比べて大きく増加した（前回40.8% 今回68.0%）。本邦・外資系金融機関はいずれも、前回調査に比べて金利関連、外為関連デリバティブ取引を減らしている。しかし、本邦金融機関については特に金利関連デリバティブの減少幅（同 5.0%）が外資系の減少幅（同 79.5%）よりも小さく、これがシェアの拡大に寄与した。一方、外為関連デリバティブの減少幅は、本邦 38.8%、外資系 47.6%と差はそれ程大きくない。全体としてデリバティブ取引の妙味が薄れる中、本邦金融機関が金利スワップ取引等で取引量の確保に動いたことが影響したものとみられる。

グローバルにみた円金利関連取引シェアの低下

東京市場の金利関連デリバティブの取引高を金利別にみると、円金利関連が82.7%と圧倒的に高いシェアを占めている。これに続いてドル金利関連が13.5%、ユーロ金利関連が2.9%となっている。もっとも、このように自国通貨関連金利デリバティブ取引のシェアが高いことはグローバルにみて珍しくはない。例えば、その他の主要市場にお

る自国通貨金利関連取引の割合をみると、ニューヨークではドル関連が82.9%を占め、パリでもユーロ関連が74.7%を占めている。ロンドンのように自国通貨関連の取引が少ない(16.9%)市場は限られた国際金融センターのみである。

グローバルベースの金利別シェアをみると、ユーロ金利関連とドル金利関連の取引がそれぞれ全体の47.2%と31.1%のシェアを占め、円金利関連は5.5%(前回10.2%)であった。低金利環境下において、円金利関連取引を行うインセンティブが相対的に低下していることが、ここにも表れている。

円金利取引の絶対額としては横這い(270億米ドル 270億米ドル)となっている。その中で、東京市場での円金利関連取引が円金利関連デリバティブ取引高全体に占める割合は、1998年調査時点の94.8%(270億米ドル中256億米ドル)から46.7%(270億米ドル中126億米ドル)にまで低下した。円金利関連取引が各国市場に占めるシェアは大きくないものの、通貨別シェアの順位では比較的上位に位置している。データが入手可能な市場についてみると、ニューヨークでは米ドルに続いて2位(6.3%)、またパリ(3.0%、ユーロと米ドルに続き)、マドリード(2.8%、ユーロと米ドルに続き)、香港(1.7%、香港ドルと米ドルに続き)ではそれぞれ3位のシェアであった。グローバルな円取引のシェアは低下しているものの、市場の広がりという意味では、東京市場以外の市場での取引シェアが上昇している。これは今後、低金利環境や市場参加者の金利予測に変化があれば、デリバティブの円金利関連の取引高が増加する可能性を示唆している。

円市場の広がりをユーロと比較すると、グローバルにみたユーロ金利関連取引高全体(2,310億米ドル)のうち、ロンドン、ニューヨーク、東京の域外3市場のユーロ取引が占めるシェアは約半分(二重計上調整前)である。また、ユーロ通貨圏内各国におけるユーロ金利関連取引のシェアは8割弱程度となっている。このように、ユーロ金利関連取引と円金利関連取引のグローバルな市場の広がりと同程度と考えられる。

東京市場の外為関連デリバティブ取引の通貨別内訳は、外為取引以上にドル/円の占めるシェアが大きい(81.7%)。ただし、ユーロ/円の占めるシェアは前回調査比+9.7%ポイント増加し14.6%となった¹⁹(右図)。ドル/円のシェア自体は前回調査比では10.2%ポイント低下した。グローバルにみた通貨毎のシェアでは、通貨スワップと通貨オプションのうちドル/円関連が35.2%と引き続き最も大きいシェアを占めた。もっとも、そのシェアは前回調査比大幅に低下(前回46.8%)した。これは、上述のように、わが国の事業法人が投機的な取引を行わなくなっているといわれていることとも符合する。

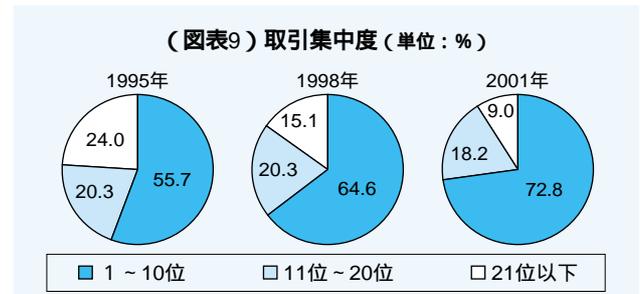
東京のデリバティブ市場動向のその他の特徴点

東京市場の取引相手先別の動向をみると、インターバンク取引が164億米ドル(前回調査比31.0%)となった一方、対顧客取引が53億米ドル(同71.2%)と大きく減少した。いずれにおいても金利オプションの減少が特に目立つ(インターバンク同79.5%、対顧客同87.2%)。他方、インターバンクの金利スワップ取引はほぼ水準であった(前回102億米ドル 今回104億米ドル²⁰)。

グローバルベースでは、インターバンク取引(同+74.4%)も対顧客取引(同+26.4%)も増加した。ただし、対顧客取引のうち、報告対象外金融機関との取引は

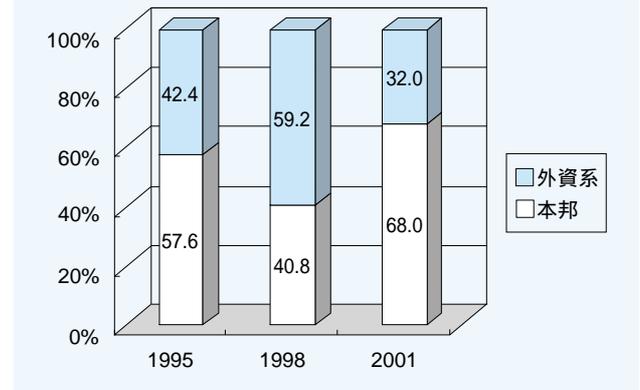
減少(同16.0%)した。これをデリバティブ取引全体に占めるシェアでみると、インターバンク取引は東京(75.6%)やその他主要市場(ロンドン81%、ニューヨーク71.4%)において引き続き優勢であった。インターバンク取引のシェアが高いというデリバティブ市場の特徴については、外為取引に比べて電子取引化が進んでいないことも一因ではないかといわれている。

東京のデリバティブ市場全体における取引集中度をみると、上位10先で72.8%、上位20先で91.0%を占めている。前回調査比では、それぞれ8.2%ポイントと6.1%ポイント増加した。これまで実施された3回の調査結果をみても、上位への集中傾向が強まっている(図表9)。



これらの上位先は、既にみたような背景から今回は前回とは逆に本邦系金融機関の方が優勢であった(図表10)。なお、上位10先への取引集中傾向はロンドン(前回調査67% 今回調査74%)など他の主要市場においてもみられた。

(図表10) 本邦・外資系別の取引高シェア(1営業日平均 %)



おわりに

今回の取引高調査結果は、東京市場の様々な構造的・循環的变化を浮き彫りにしており、東京市場の活性化を考えていくうえで参考になる。

今回の調査において東京市場の外為取引では、外資系金融機関のシェアが上昇し、円対価取引のシェアが低下した。これらの変化は、規制緩和の効果等により、東京市場における取引の多様化や市場参加者の国際化が進展しつつある兆しといえよう。ただし、外為取引高の増加については、その要因が外資系金融機関による海外とのスワップ取引という特定の取引の増加を反映したものであるため、持続的な傾向とは言い切れない。一方、グローバルな市場が急成長する中で取り残されたかたちとなったデリバティブ取引については、金利関連デリバティブの減少にみられるように、ゼロ金利やその背景としての

わが国経済全体の停滞という循環的な要因に大きく影響されている面も大きいと考えられる。

今日の国際金融市場の主要参加者は、中心的な市場参加者であり続けるため、人材や取引処理システムの構築等に多額の投資を行なっている。また、グローバルなレベルで経営合理化やより高度なリスク管理体制の構築を進め、その過程で他の市場参加者との合併・提携や拠点の再編に取組んでいる。また、グローバルなベンチマークの採用が特定の市場への取引集中を促しているとの指摘もある²¹。

このような状況の下で、東京市場の将来を考える時、循環的な要因によってその地位が一時的に低下することはやむを得ない面がある。重要なことは、東京市場の主要参加者にとって魅力ある市場インフラ 制度・慣行・取引システム・人材等 の整備に、市場参加者、政策当局者が十分に連携をとりながら取組んでいくことであろう。今回の調査結果が示すように、市場参加者のニーズに応じた構造面での改善努力は、取引拠点の移転といった形で将来の活性化に繋がっていくと考えられる。また、魅力的な商品の提供も重要である。

¹ OTCは、over the counter（店頭）の略称。デリバティブ取引は取引形態によって、OTCデリバティブ取引と、取引所取引（上場デリバティブ取引）に分けられる。OTCデリバティブ取引とは、金融機関などの取引当事者が相対で行う取引を指す。

² 本調査は調査年の4月中に行われた、①外国為替取引と、②デリバティブ取引の取引高（売り）と買いの金額合計、想定元本ベースを対象とし、これを取引の行なわれた地理的所在地を基準に計上している。従って、例えば、ブッキングされる拠点の所在地如何に拘わらず、外資系金融機関の東京支店が行なった取引は東京市場の取引高として、あるいは本邦金融機関のロンドン拠点で行なった取引はロンドン市場分としてカウントされる扱いとなる。

³ 本調査を利用するにあたっては、通貨オプションなどの外為関連デリバティブ取引は、デリバティブ取引として集計されていること、および通貨・金利以外のデリバティブ取引（エクイティ関連やクレジット・デリバティブ等）は、対象には含まれない（残高調査の対象になっている）ことに留意する必要がある。なお、4月という特定月の取引高をカウントするため、データの季節性の問題が有り得る。本調査では毎回、その点をチェックするアンケートを行なっているが、今回調査については、「4月中取引高は普段に比べて平均的」とする回答が6割方を占めた。

⁴ 詳細については、日本銀行ホームページ（<http://www.boj.or.jp>）で公表している。

⁵ デリバティブ取引の残高については、BISが別途半期に一度、主要国の主な金融機関を対象とした調査（通称、吉国委統計）を行っており、本調査と相互に補完的な関係にある。両者の関係は下表のとおり。

	外為・デリバティブ・サーベイ	吉国委統計
調査報告	世界48カ国・地域の金融機関 約2,800先（2001年取引高調査実績） 日本342先	主要先進国の主要金融機関 61先（2001年6月末実績） 日本16先
調査項目	取引高（4月中・所在地ベース） 残高（6月末・連結ベース）	残高（連結ベース）
調査頻度	3年に1度	6カ月に1度

⁶ BISが各中央銀行から報告された計数を集計したグローバルベースの調査結果は、BISホームページ（<http://www.bis.org>）で閲覧できる。各中央銀行も、ホームページ等で各国市場の調査結果等を公表している。日本銀行でも本邦分の調査結果等をホームページ（<http://www.boj.or.jp>）で公表している他、グローバルベースの調査結果の仮訳を掲載している。

⁷ 単月の計数ゆえに構造的な変化をストレートに反映しているか見極め難いといった点に留意する必要がある。

⁸ スポット、フォワード、為替スワップの1ヶ月間の取引高を合計し、4月中の営業日数（20日間）で除して算出している。

⁹ これらの市場で取引高が増加した背景についてB I Sは、機関投資家の外為取引に関する規制緩和（ストックホルム、トロント）や、外為取引の拠点移転（シドニー）等の点を指摘している。

¹⁰ 電子ブローキングシステムとは、専用線で結ばれた端末を利用

した自動注文・マッチングシステムのこと。参加ユーザーの端末を連結したネットワークを経由して取引が実行される。電子ブローキングシステムは、常にベストプライスに近いプライスで取引ができることや、ボイスブローカーに比べ手数料が安いことなどから、利用先が増加している。

¹¹ 従来のボイスブローカーを経由した取引やDD取引では、現時点のベストプライスを探る目的での取引が行われるケースも多かった。これに対し、電子ブローキングでは、現時点における市場のベストプライスが端末上で明らかになるため、こうした取引は最少化され、全体として取引高が減少する。

¹² 前回調査（1998年4月）公表時点では東京は第3位であったが、その後、一部計数の修正から、最終的には第4位となった。

¹³ インターバンク取引とは、本調査に回答した金融機関（報告対象金融機関）同士の取引を、対顧客取引とはこれら金融機関が報告対象以外の金融機関（保険会社や年金基金等の機関投資家、ヘッジファンド等）や非金融機関（事業法人、政府部門、信託銀行の信託勘定等）と行なった取引を指す。

¹⁴ RTGS導入に伴う日中流動性に対するインパクトについては、マーケットレビュー2001-J-5「短期円資金市場の構造と最近の動向」を参照。

¹⁵ 年金ファンド等から本邦信託銀行等に預託された外貨建て資産の運用にあたって、為替リスクのヘッジ等、為替に関する部分だけを切り離して管理・運用するサービス。運用機関が独自判断で為替リスクのヘッジ等を行うよりも、コストを削減できるほか、外国為替部分の運用効率を向上させることができるとして利用する先が増えている。

¹⁶ 1998年4月中のユーロ関連計数としては「独マルクと仏フランとECUとその他EMS通貨の合計」を利用した。

¹⁷ 豪ドル/米ドルの増加（前回調査比+1.7%ポイント増加）については、①ユーロの導入に伴う欧州通貨の取引縮小に伴い、投機通貨としての豪州ドルにこれまで以上に注目が集まったこと、②豪州の高金利を背景に、本邦投資家の豪州債、豪ドル建てMMF等、豪ドル建て資産への投資が増加したことが挙げられる。

¹⁸ ユーロ対価取引（ユーロを取引の片足とする取引）の取引シェアは、前回調査における独マルクの取引シェアを上回っているものの、旧ユーロ圏通貨の取引シェア合計を下回っており、B I Sでは、「ユーロの導入によりユーロ圏の域内取引が減少した」と結論付けている。

¹⁹ 脚注16を参照。

²⁰ この要因として本邦金融機関によるマクロヘッジ会計を意識したスワップ取引が指摘されることもある。

ヘッジ取引としてのデリバティブの会計処理についてみると、企業会計審議会の「金融商品にかかる会計基準」（1999年1月22日付公表）により「その損益または時価差額をヘッジ対象に係る損益が認識されるまで資産または負債として繰り延べできる」。このような処理が認められるには、原則的にヘッジであるデリバティブ取引とその原資産は1対1の紐付けで時価評価しなくてはならない。しかし、特例として、平成13年度までは、期間や相場変動幅など一定の条件を満たす場合は、ある程度紐付けを包括的に捉えることも許される（いわゆるマクロヘッジまたは包括ヘッジ）。この結果、ヘッジ資産として国債のような時価評価が必要な資産を抱えるよりも、金利スワップによるマクロヘッジを行う方が会計処理上好まれ、金利スワップの需要増加に繋がったと言われている。

因みに外為・デリバティブ・サーベイの残高調査では、2001年6月末の金利スワップの残高が1998年の前回調査比12.7%増加しており、本邦金融機関のこのような行動を反映しているとみられる。

²¹ 一部金融機関からは「本邦年金筋では、為替取引を東京時間からロンドン時間にシフトさせている」との指摘が聞かれた。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email: tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。