

東京外国為替市場委員会の活動

市場参加者相互の協力による市場整備の一例

鳩貝淳一郎・川添 敬

2004年2月

Market Review

外国為替市場は、多くの国において規制が少なく、きわめて自由度の高い市場である。こうした市場における取引を円滑、効率的かつ安定的に行うため、主要国では、市場参加者が取引にかかる取極や行動規範を自主的に策定し、これを遵守する慣行となっている。各国の外国為替市場では、こうした取極や行動規範について関係者が議論するための委員会が組織されており、東京でも東京外国為替市場委員会が活動している。同委員会は、市場参加者の行動規範である「Code of Conduct」(通称「オレンジブック」)の作成・改訂のほか、CLS開業に伴う対応、NDF取引の環境整備といった面において成果を挙げてきている。東京における外国為替取引が一段と活発化するため、同委員会の活動が一層充実し、関係者がその成果を十分に活用していくことが期待されている。

はじめに

外国為替市場においては、全世界で毎日1.2兆ドルに上る取引¹が行われているといわれているが、同市場は多くの国において規制されていない。自由度が高いことによって市場参加者は創意工夫を発揮することができ、これが市場の効率性を実現している。他方、自由な市場であっても、参加者がルールを守って取引しなければ、市場は円滑かつ安定的に機能し得ない。

市場参加者が遵守しなければならない取引手法、取引の決済方法、行動規範など最低限のルールについては、明確な指針が必要である。また、外国為替市場における取引を巡る環境の変化について調査・検討し、それに基づいてルールを見直さなければならないこともある。

各国の外国為替市場には、このような作業を推進するため、市場参加者による委員会が組織されており(BOX1)、東京においては東京外国為替市場委員会(以下、市場委員会)が活動している。取引高ベースでみて世界第1位と第2位の外国為替市場であるロンドン市場とニューヨーク市場²に所在する両委員会が、いろいろな検討課題を最初に採り上げることが多い。この間、外国為替市場がグローバルな広がりを持つことから、委員会相互の連携も深まっており³、たとえばアジア三委員会による合同会合も開催されている。

本稿では、外国為替市場を取り巻く環境変化が市場取引に大きな影響を及ぼす中、取引の円滑かつ安定的な執行の確保を目指した市場委員会の取組みを紹介する。

東京外国為替市場委員会とは

沿革

東京における外国為替取引関係者の集まりは、1ドル=360円のIMF平価が設定された1953年創設の「オペレーター会」まで遡ることができる。この会は、主として大手邦銀の外国為替取引担当者が相互の親睦を図るための団体であったが、取引慣行などを自主的に検討する機能もある程度有していたといわれる。同会は、1963年8月に「Dealer's Club」と改称のうえ1970年代初頭まで活動を続けた。

1971年8月のニクソン・ショックに端を発した主要国通貨のフロート制移行に伴い、市場の取引慣行を整備する必要性が強く認識されるようになり、新たな組織を設立する機運が高まった。現在の市場委員会の前身である東京外国為替市場慣行委員会(以下、慣行委員会)は、このような状況の下、1971年10月に発足した。

慣行委員会の目的は、外国為替市場における国際的な取引慣行を市場参加者に周知させるとともに、東京市場における自主的なルールを国際市場におけるルールと整合的なものにしていくことであった。この背景には、外国銀行、地方銀行など、東京の外国為替市場への参加者が増加し(外国為替公認銀行数は1953年の39行から1975年には149行まで増加)、取引が活発化してきたことがあった。こうした慣行委員会の活動の成果は、「東京市場Code of Conduct」(1993年、通称「イエローブック」)などに集約されている。その後、慣行委員会は、慣行のみならず国際金融・為替取引に関する技術的な課題、新しい理論の吸収などを、より広

くカバーする観点から、1997年2月に現在の市場委員会に発展的に改組された。

委員会の概要

市場委員会は、15名程度の委員で構成されている⁴。各委員の出身母体は、東京市場の主要参加者である銀行および証券会社、ブローカーならびに日本銀行である。委員は個人の資格で活動しているものの、所属する金融機関などから、勤務時間中の活動の了承、会場場所の提供などの便宜供与を受けている。議長、副議長（2名）および書記は、委員の互選により選出されている一方、常設の事務局は設置されていない。わが国の市場委員会は、民間メンバーが主体的に運営しているが、日本銀行も委員の選出母体となったり、会合の開催に際し役務を提供するなど、積極的に活動に協力している点は、中央銀行メンバーが議長を務める海外の委員会と変わらない。

市場委員会の目的は、「技術的な諸問題について討議および意見交換を行う場の提供」、「取引慣行および理論に対する委員の理解と知識の深化」、「行動規範等についての勧告書・意見書およびモデル契約書等の作成・公表」などであり、原則として毎月1回開催される本委員会を中心に活動している。また、特定の分野・テーマに関し討議および意見交換を行うために、小委員会を設置して活動している（BOX2）。

主な活動

市場委員会の活動は多岐にわたるが、最近の成果として、東京市場における行動規範を集大成した「Code of Conduct」（後述）の改訂が挙げられる。また、NDF取引（Non-Deliverable Forward、後述）の環境整備、CLS（Continuous Linked Settlement、後述）の開業に伴う諸問題の検討など、近年の外国為替市場の構造変化に対応した調査・提言も活発に行っている。さらに、こうした活動の成果を市場関係者に周知させ、東京市場における円滑な取引の執行に貢献し、市場関係者の自己啓発を図る観点から、フォレックス・セミナーを年2回程度開催している。その開催にあたっては、わが国の外国為替ディーラーの親睦団体である、日本フォレックス・クラブと密接に協力している。また、海外の市場委員会が開催するセミナーへの委員の出席や合同委員会の開催といった形で、国際交流・情報交換にも力を入れている。こうした活動の概要は、市場委員会のホームページ（<http://www.fxcomtky.com/>）で公表されている。

Code of Conductの改訂

市場参加者の行動規範は、外国為替市場が円滑に機能するための重要なインフラの1つである。市場参加者は日常の取引においてとるべき行動を十分に認識し、その実現に向けての努力を怠ってはならない。2003年11月にはニューヨークで外国為替取引にかかる

【BOX1】海外の市場委員会

海外の主要な外国為替市場における市場委員会の概要は、以下の表の通り。いずれの委員会も、銀行等の金融機関、ブローカーに加え、中央銀行からのメンバーが中核を占めている。また、設立目的としては、「市場慣行の整備」のほか、「市場・当局間（および市場参加者間）のコミュニケーション・チャネルの提供」、「新しい金融サービスや技術的な諸問題への対応」等を挙げる委員会が多い。

	ニューヨーク	ロンドン	ユーロ圏	シンガポール	香港
	Foreign Exchange Committee (1978年設立)	The Foreign Exchange Joint Standing Committee (1973年設立)	ECB Foreign Exchange Market Contact Group (1999年設立)	Singapore Foreign Exchange Market Committee (1986年設立)	Hong Kong Foreign Exchange and Money Market Practices Committee (2000年設立)
メンバーの出身母体	・銀行・ブローカー ・ニューヨーク連邦準備銀行（FRB NY） ・ACIアメリカ	・銀行・ブローカー ・イングランド銀行（BOE） ・英国金融サービス庁（FSA） ・英国銀行協会（BBA）	・銀行・ブローカー ・欧州中央銀行（ECB） ・ユーロ圏各国中銀（輪番で参加）	・銀行・ブローカー ・シンガポール金融管理局（MAS）	・銀行・ブローカー ・香港金融管理局（HKMA）
委員会の主な目的	外国為替市場における技術的諸問題を議論する場の提供 市場参加者とFRB（およびその他当局）のコミュニケーション・チャネルの提供 外国為替市場等の実務的・理論的な理解の涵養 外国為替市場等におけるリスクマネジメントの質的向上	市場慣行に関するガイドラインの策定 守秘義務および行動規範に対する重大な違反に関する調査 紛争発生時の調査及び仲裁	ECBと市場参加者間、市場参加者同士のコミュニケーション・チャネルの提供 個別の問題に関する論議の場の提供	市場の持続的な発展のための施策の実施 技術的諸問題に関する討議、および標準化に向けた勧告 市場参加者とMASのコミュニケーション・チャネルの提供 市場参加者間の紛争処理	各種ガイドライン・市場慣行の勧告 新商品の開発、専門的技術のトレーニングにかかる事項の討議 市場とHKMA（および内外の当局・公的団体）とのコミュニケーション・チャネルの提供
最近の主な活動	・フロント・バック事務に共通の諸問題を議題とした国際コンファレンスの開催 ・アジアのNDF取引におけるコンファメーションの標準化	・trading with unnamed / unidentified principals にかかる問題の討議 ・e-commerceの為替市場への影響の評価 ・CLS開業に伴う対応	・e-commerceが為替市場に与える影響の検討	・アジアのNDF取引におけるコンファメーションの標準化	・Code of Conductの改訂 ・緊急時対応の検討 ・合同市場委員会（東京・シンガポール）の開催
会合頻度	年8回	年6回	年4回程度	原則毎月	年5回程度
中央銀行の係わり方	・事務局機能の提供 ・各小委員会活動への参加	・議長・書記の出身母体 ・事務局機能を提供	・議長の出身母体 ・事務局機能を提供	・事務局機能を提供	・議長・議長代行の出身母体 ・事務局機能を提供
ホームページURL	http://www.ny.frb.org/fxc/	http://www.bankofengland.co.uk/markets/forex/fxjsc/		http://www.sfemc.org/	http://www.mpc.org.hk/

大規模な不正行為（顧客に対する呑み行為や、ブローカーからのキックバックの受領など）が摘発されたが、これはすべての市場参加者に行動規範の遵守を求めていくことがいかに難しいかを示している。

市場慣行の整理とそれを踏まえた行動規範の策定は、各国の市場委員会等の主要な課題の1つとなっている。東京市場でも、慣行委員会が1993年に作成したCode of Conduct（イエローブック）が、1998年に市場委員会によって改訂された。1998年の改訂版Code of Conductは、表紙の色から「オレンジブック」と呼ばれている。

改訂の背景

今般、Code of Conduct（オレンジブック）が改訂されるに至った背景には、1998年の発行から5年が経過し、その間に市場や外部環境が大きく変化したことがある。具体的には、ブローカー取引の構造変化、電子取引の拡大、金融機関におけるリスク管理意識の向上などである。海外でもACI⁵が国際的な市場取引にかかる慣行をとりまとめ、2000年4月に「The Model Code-The International Code of Conduct and Practice for the Financial Markets」を刊行した。市場委員会によるCode of Conductの改訂作業は、この成果も採り入れ、国際的な視点にも十分に配慮したものとなっている。

主な改訂点

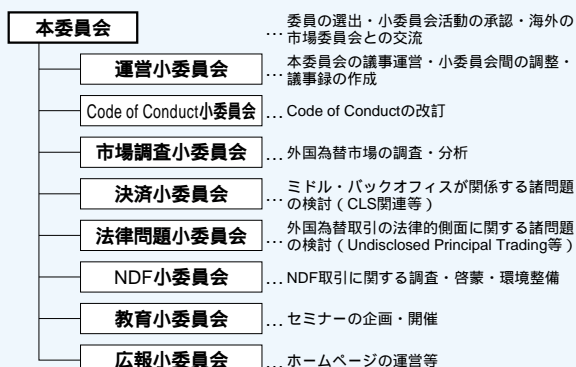
今回の主要な改訂点を整理すれば以下の通りとなる。

電子ブローキングの拡大に伴う変更

外国為替市場における取引は、多くの場合、ブロー

【BOX2】東京外国為替市場委員会の組織

2004年1月現在、東京外国為替市場委員会は、17名の委員および4名のオブザーバーで構成されている。本委員会の下に8つの小委員会が置かれ、特定のテーマに関する討議を行っている。各委員・オブザーバーは、複数の小委員会に所属し、各小委員会は小委員長を通じ討議内容を本委員会に報告し、承認を受けることとされている。



カーによって取引の出合いが付けられる。従来は、ブローカー各社の担当者が電話で取引先のディーラーと連絡をとりつつ取引を執行していた（「ボイス・ブローキング」といわれる）が、近年、スポット取引の市場では、EBS⁶やロイター⁷が提供する電子的な取引仲介システム（「電子ブローキング」といわれる）に取引が集中している。外国為替市場サーベイの結果によれば、東京市場におけるブローカー経由のスポット取引に関するボイス・ブローカーの取扱いシェアは、1995年4月に68%であったものが、2001年には9%まで低下している（図表）。

このような状況に鑑み、Code of Conductの改訂版では、ボイス・ブローカーを経由した取引に関する規定を整理・統合している。たとえば、ボイス・ブローカーを利用する場合の相場の提示方法、ブローカーとディーラーの日常的な関係、スタッフィング⁸に関する取扱いなどの規定は、基本原則を提示するのみに止められることになった。

【図表】東京市場のブローカー経由のスポット取引に占める各ブローカーの取扱い比率

	1995年4月中	1998年4月中	2001年4月中
ボイス	67.9%	20.7%	9.0%
電子	32.1%	79.3%	91.0%

（資料）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（2001年4月中取引高調査、出所：日本銀行）

電子取引に関する規定の新設

近年の外国為替市場においては、上記のようなインターバンク市場における電子ブローカーを経由した取引が拡大しているだけでなく、市場参加者相互の相対取引や対顧客取引でも、電子的な手法を活用した取引がますます一般化している。電子取引には、市場の透明性を高め、取引の効率性を向上させるというメリットがある反面、システム障害によって取引が滞ったり、各国市場が分断され別々の価格が形成されたり、何らかの問題が発生した際に管理者が十分な対応をとれないまま短時間の間に大量の取引が執行されるなどの危険もある⁹。

Code of Conductの改訂版では、このような認識の下、まず、旧版では「付記」に止まっていた電子取引に関する規定を本文に新設し、電子取引の管理体制、システム障害への対応、セキュリティの確保などについて管理者が果たすべき役割について規定した。また、取引の確認にSWIFT¹⁰など電子媒体の利用を推奨しているが、これは、電子媒体の利用が一般化したことを反映したものである。

このほか、改訂版には毎週月曜日のシドニー時間午前5時から金曜日のニューヨーク時間午後5時までの

貨危機の発生によって規制が突然導入されることもある。このような事態が発生した際に、取引慣行が明らかでなければ深刻な問題を惹起する。たとえば、2002年1月に発生したアルゼンチンの通貨危機では、アルゼンチン・ペソにかかる外国為替市場が一時的に閉鎖され、アルゼンチン・ペソNDF取引の決済に必要なスポット・レートが得られなくなった。

こうした状況に対応するため市場委員会は、取引の安定性確保の観点から重要な取引の確認（confirmation）にかかる慣行の確立や、ドキュメンテーションの標準化に向けた作業を行っている。また、各社のNDF取引に対する取組みや、取引の確認の実態を把握するため、独自のアンケート調査を実施¹²したほか、グローバルな取引環境の整備に向け、ニューヨークやシンガポールの委員会とも共同作業を推進している。

CLS開業に伴う対応

CLS（Continuous Linked Settlement）システムとは、外国為替取引の決済リスクの削減を主目的に、主要市場参加者の出資を得て、2002年秋に開業したクロス・ボーダーの多通貨決済システムである。従来、外国為替取引の決済は、時差を反映して各通貨毎に別々の時間帯で行われていた。この結果、決済相手が破綻した場合、時間帯によっては一方の通貨を払い込んだにもかかわらず、もう一方の通貨を受取れないリスクがあった。このリスクは1974年6月に発生したヘルシュタット銀行の破綻によって広く認識されるようになったことから、「ヘルシュタット・リスク」とも呼ばれるが、CLSは、多通貨同時決済を行うことで、こ

の削減を目指すものである（BOX4）

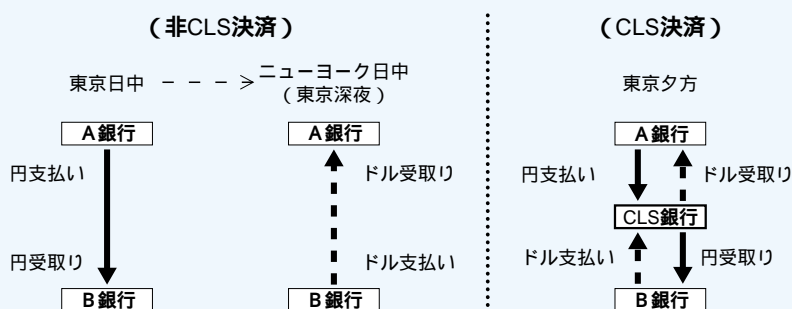
CLSの開業は、外国為替取引が市場で執行された後の決済実務に関わる事項であるとはいえ、取引の執行にも影響を与え得る。たとえば、外国為替取引の当事者は、速やかに取引の確認を行うこととされているが、その確認事項には決済方法が含まれている（Code of Conduct 第20条）。したがって取引を執行する担当者あるいはこれを仲介するボイス・ブローカーが、当該取引の決済方法を認識していなければ、取引の確認を確実に行うことはできない。また、CLSで決済される取引の決済リスクがCLS以外で決済される取引の決済リスクよりも小さいとすれば、これを反映して、CLSで決済される取引の方により有利な価格が付くという二重価格の可能性もある。市場委員会は、こうした点について検討し、CLSの開業に伴う影響が、決済を担当する事務管理部署だけでなく、取引の執行部署においても認識すべき重要な論点を内包していることを周知させた¹³。

その他の活動

市場委員会は、教育活動として「フォレックス・セミナー」を年2回程度開催し、外国為替ディーラーの知識水準の向上や自己啓発に貢献しているほか、市場取引の活性化に向け、各国の外国為替市場の現状や円の国際化に向けた取組みなどに関する調査・検討を行っている。また、外国の委員会との交流や情報交換についても、アジア地域の市場委員会の合同会合や、海外委員会が開催する各種セミナーへの委員の参加などを通じ、積極的に取り組んでいる。

【BOX4】CLS決済

CLS決済は、銀行間の外国為替決済を、決済に特化した銀行（CLS銀行）内で売渡通貨と買受通貨の同時決済を行うことで実現している。CLS銀行は、外国為替取引を行った両行からの支払い指図を突合わせ、両行がCLS銀行に開設した口座間において、同時に2通貨の振替を行うことで決済を実行する。



- ・非CLS決済においては、円とドルは別々のシステムで決済され、時差のために円がドルに先立って決済される。このため、A銀行の円支払い終了後、B銀行がドル支払い前に破綻した場合、A銀行はドルの受取りができない。
- ・CLS決済においては、日本時間の夕方に円とドルが同時に決済されるので、A銀行がドルを受取れないリスクがなくなる。

CLS決済の参加メンバーは、CLS銀行に開設した口座を通じて資金決済を行う「決済メンバー」（17カ国55の金融機関、うち邦銀6行）、決済メンバーの口座を通じてCLS決済を行う「ユーザーメンバー」、および決済メンバーまたはユーザーメンバーを通じてCLS決済を行う「サードパーティ」に分けられ、階層的な構成となっている。取扱い通貨については、当初の7通貨（米ドル、カナダドル、ポンド、ユーロ、スイスフラン、円、豪ドル）から、現在は11通貨（当初通貨に加え、デンマーククローネ、ノルウェークローネ、スウェーデンクローナ、シンガポールドル）に拡大している。

今後の課題

以上のように、市場委員会はわが国における外国為替市場取引の活発化に貢献する成果を挙げていると同時に、課題も抱えている。その中で最も重要な課題は、外国為替取引にかかるミドル・オフィスおよびバック・オフィス業務に関する検討を一段と充実させることである。市場委員会は、もともとディーリング・ルーム（フロント・オフィス）における取引慣行の整備を主眼としていたこともあり、ミドル・オフィスおよびバック・オフィスに関連する課題については、すでに紹介したCLSに関する議論のように、ディーリング・ルームの業務に関係のある範囲の問題について臨時的作業グループを設けて検討してきた。ところが、業務の継続性の確保といった、ミドル・オフィスおよびバック・オフィスの業務とも密接に関連した課題が外国為替市場の円滑な運行のために重要になる中においては、こうした体制に限界が感じられるようになってきている。このため、市場委員会では、新たに常設の小委員会として「決済小委員会」を設置し、ミドル・オフィスおよびバック・オフィスに関わる問題に関し、海外の関係者との意見交換も含めてより幅広く対応していくことを目指している。

おわりに

外国為替市場は、国際的な財・サービス・資本の円滑な流れを支える不可欠な金融インフラである。この市場が自由度の高い市場として健全に発展し、また効率性を実現するには、市場参加者による自主的な努力がきわめて重要である。その意味で、東京外国為替市場委員会は、前身の慣行委員会の時代を含め、東京における外国為替取引が発展する過程で重要な役割を果たしてきた。

グローバルな金融市場における東京市場の地盤沈下が指摘される昨今の状況の下、東京外国為替市場が取引を惹きつけていくためには、市場の使い勝手を向上させていく必要がある。その意味で、市場参加者が創意工夫を重ねる「場」として市場委員会が果たす役割は大きく、その活動を一段と充実させることが重要である。また、本稿で解説した市場委員会の活動の成果が、市場関係者によって十分に活用されるよう、周知の努力もこれまで以上に必要である。

市場委員会が推進している市場インフラの整備にかかる、自主的な努力の重要性に鑑みれば、日本銀行は中央銀行として、また重要な市場参加者として、引続き市場委員会の活動を主体的、積極的にサポートしていかなければならない。

¹ 2001年4月にBISおよび世界各国の中央銀行によって実施された「外国為替市場サーベイ」調査による（日本銀行仮訳は日本銀行のホームページ <<http://www.boj.or.jp>> から入手できる）。次回の調査は2004年4月に実施される予定。

² 脚注1の「外国為替市場サーベイ」結果を参照。

³ その他の例としては、2001年2月22日に公表された「外国為替取引に関する行動指針」（邦訳は市場委員会のホームページ <<http://www.fxcomtky.com/>> から入手できる）の策定にも各市場の委員会が協力している。

⁴ 欠員が生じた場合には、市場委員会のホームページで公募される。

⁵ ACI-The Financial Markets Associationはロンドンとパリの外国為替ディーラーが中心となって1955年に創設された団体で、わが国における日本フォレックス・クラブの上部団体である。The Model Codeの原文は、同協会のホームページ（<http://www.aciforex.com/>）から入手できる。

⁶ EBS社の外国為替スポット取引にかかる電子ブローキング・システムは、1993年に運用が開始された。現在、世界中で約750の金融機関が利用しており、日々の取扱高は900億ドルを超えといわれている。ユーロ・ドルやドル・円のスポット取引に強みがある。

⁷ ロイター社の電子ブローキング・システム（「Reuters Dealing 2000-2」、最新のシステムは「Reuters Dealing 3000」）は、1992年に運用が開始された。ポンド・ドルのスポット取引に強みがある。

⁸ ブローカーが本来取引が成立していないにもかかわらず取引が成立した旨をディーラーに告げてしまった結果、それが発覚した時点で差損益が発生すること。

⁹ たとえば、2001年1月15日に公表されたG10グローバル金融システム委員会報告書「金融市場における電子取引のインプリケーション」参照（日本語仮訳は日本銀行のホームページから入手できる）。

¹⁰ 金融取引に伴うメッセージを送信する国際的な通信ネットワーク。7500以上の金融機関が利用し、年間メッセージ送信数は20億以上（2003年）となっている。ブリュッセルに本部を置く非営利団体が運営している。

¹¹ 投資顧問などが背後の顧客の情報を開示せずに、金融機関と行う外国為替取引のこと。マネー・ロンダリングに用いられるとの懸念や、クレジットリスクを管理できない危険性などが指摘されている。

¹² 結果は市場委員会のホームページから入手できる。

¹³ 検討の内容をとりまとめた「CLS導入にあたっての諸考察」（2002年9月7日公表）は、市場委員会のホームページから入手できる。

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・馬場直彦（E-mail: naohiko.baba@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび日本銀行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。