

大阪証券取引所とCMEグループの業務提携について

—大証 NYダウ先物取引の上場—

株式会社大阪証券取引所
デリバティブ企画グループ グループリーダー
塚本 浩敏

1 はじめに

大阪証券取引所（以下「大証」という。）は、CME Group Inc.（以下「CMEグループ」という。）との間で業務提携を行うことについて合意し、2011年7月に業務提携に関する契約を締結した。

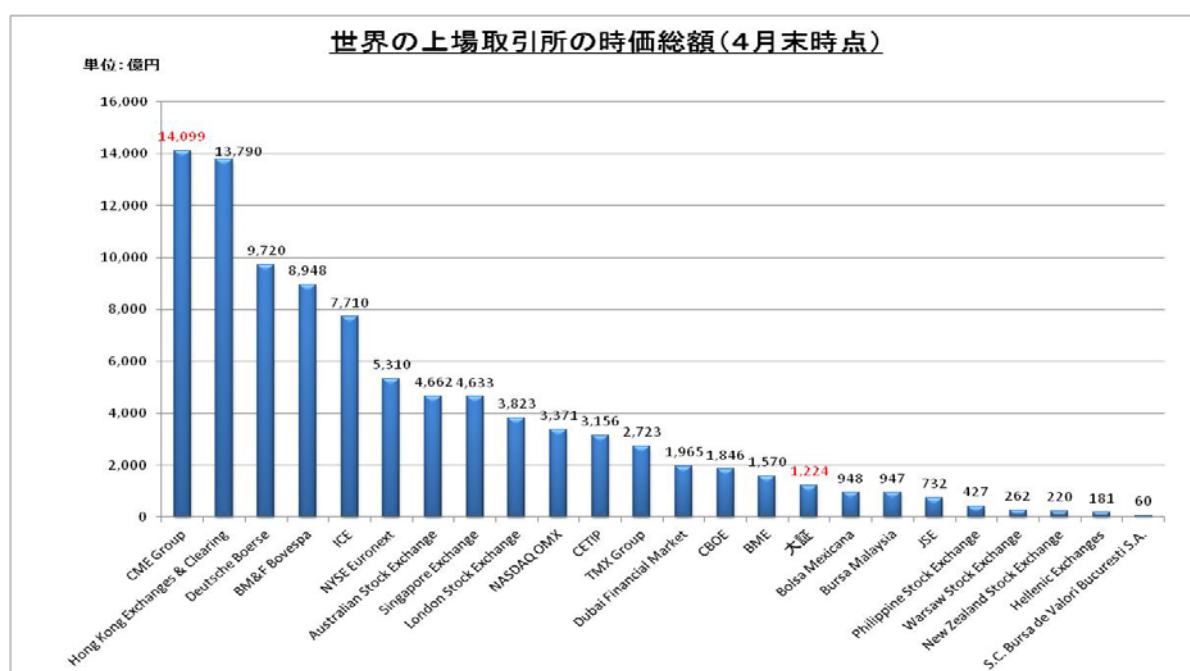
本稿では、今回の業務提携の目的・概要に加え、業務提携によって大証市場に上場することとなった大証NYダウ先物の取引の仕組みを紹介することとしたい。

なお、本稿における意見・考えに当たる部分は筆者個人のものであり、必ずしも大証の見解を示すものではない。

2 CMEグループについて

CMEグループは、デリバティブ市場を運営する世界最大級の取引所グループであり、自社株式の上場時価総額基準でもトップクラスに位置する（グラフ1参照）。

グラフ1：世界的な上場取引所の時価総額ランキング



(出所) ブルームバーグのデータに基づき筆者が作成。

名前に「グループ」を冠するとおりCMEグループは持株会社である。その傘下には4つの取引所があり、CMEグループの中核取引所のChicago Mercantile Exchange (CME)のほか、CMEグループがそれぞれ2007年、2008年に買収したChicago Board of Trade (CBOT)、New York Mercantile Exchange (NYMEX)、Commodity Exchange (COMEX)¹が存在する。

一連の買収の結果、CMEグループは、短期金利・長期金利・株価指数・外国為替・エネルギー・農産物・金属といった主要なアセット・クラスに関し世界的なベンチマーク商品(表1参照)を幅広く内外の投資家に提供することとなった。

CMEグループは米国内では積極的な買収・統合戦略を取っているが、相手取引所が国外の場合は、統合戦略を採用しない。各地域を代表するデリバティブ取引所と相互にメリットのある場合に限り、業務提携を行っていくこととしており、現在は、(図)のようなパートナーシップ関係をグローバルに構築している。

3 業務提携について

CMEグループとの業務提携の第一弾として、大証では、Dow Jones Industrial Average (NYダウ)を対象とした円建て先物商品(大証NYダウ先物)を上場し、また、CMEでは、100円倍の日経平均株価を対象とした先物(E-mini日経先物)を上場²する、つまり、それぞれの取引所に上場している日米両株式市場のグローバル・ベンチマーク商品を相互に上場し、両商品のマーケティング等に協力していく計画である。

CMEグループのクレイグ・ドナヒューCEOが出したコメントにもあるとおり、今回の業務提携によって、市場参加者は、ほぼ24時間、望みの通貨とサイズでグローバルなベンチマークにアクセスすることが可能となる。特に大証NYダウ先物の上場により本邦の投資家が得られる具体的なメリットとしては、従来、投資家が米国市場で取引されている資産へのエクスポージャーをとる場合やヘッジする場合は、米国ドル建て商品の利用が中心になっていたところ、大証NYダウ先物の上場以降は、自国市場に上場する自国通貨建ての商品にアクセスできるようになることで取引コスト・為替管理の効率化が図られることが挙げられる。

今回の業務提携について、日本最大のデリバティブ取引所たる大証としては、世界最大級で先進的なデリバティブ取引所のCMEグループと協力することで、我が国の投資家を始め世界の投資家にとっての利益になるとともに、大証のグローバル・プレゼンスの向上につながることを期待している。

¹ NYMEX及びCOMEX(2004年にNYMEXがCOMEXを買収)を傘下に置くNYMEX Holdingsを買収。

² 現地時間2012年6月17日から取引開始する予定。

4 大証 NY ダウ先物の紹介

次に、今回の業務提携により大証市場で 2012 年 5 月 28 日（月）から取引開始する大証 NY ダウ先物の商品概要や取引の仕組みを以下の項目ごとに紹介していく。

(1) NY ダウについて

大証 NY ダウ先物の取引対象指数となる NY ダウは、代表的な米国株式指標として我が国においても広く知られているところではあるが、その算出方法・歴史をごく簡単に紹介しよう。

NYダウは、米国を代表する企業の 30 銘柄で構成された株価指数であり、CMEグループ傘下のDow Jones Indexes³によって修正平均株価方式⁴に基づき計算されている。その歴史は古く、1896年にまで遡る。当初は、綿花・砂糖・煙草・飼料を供給する農業経済の企業を中心に 12 銘柄で構成されていたが、米国経済の成長・変化に伴って、銘柄数が拡大し、その構成銘柄の顔ぶれも変化してきた。

また、一般的な株価指数と異なり、定期的な銘柄入替が行われず、必要に応じて行うこととされているのが NY ダウの伝統的な特徴である。銘柄入替は、Wall Street Journal の編集長、Dow Jones Indexes の調査部長および CME グループの調査部長からなる委員会の裁量により行われるが、輸送関連銘柄、電力・ガス・水道等の公益関連銘柄は、構成銘柄の対象から除外される。

(2) 取引単位

大証NYダウ先物の取引単位は、大証の主力商品である日経 225miniと同規模の取引単位となるよう、NYダウに 100 円を乗じて得た額を 1 単位として取引を行うこととした⁵。

これは、CME グループ傘下の CBOT で米国ドル建の NY ダウを対象とした先物取引（本国 NY ダウ先物）が行われていることや、現在の大証市場の利用者層を考慮すると、大証 NY ダウ先物の主な利用者には、円建てで運用を行うドメスティックな投資家を対象とすることが適当と考えられたことに加え、最近の大証日経 225 先物市場における最大の成長ドライバーが本邦個人投資家の積極的な取引であることを考慮したものである。

³ CME Group Index Services, LLC（CME グループが 90%、Dow Jones & Company が 10%を保有する合弁会社）の 1 部門。なお、2011 年 11 月 4 日に発表された CME グループと S&P500 などの指数算出部門を有するマグロウヒルの合意内容によると、当局の認可を条件として 2012 年央までに両社の指数算出事業を統合する計画があるが、今回の業務提携への影響はない。

⁴ 基本的には株価を平均することにより算出し、株式分割や有償増資といった市況変動以外の要因の株価変動については、「除数」といわれる分母を修正することにより連続性を維持する。

⁵ 2012 年 4 月末基準で、日経 225mini の 1 単位当たりの想定元本は約 95 万円であるのに対して、大証 NY ダウ先物の 1 単位当たりの想定元本は約 130 万円。

(3) 立会時間

大証 NY ダウ先物が米国株式市場を対象とした先物取引である以上、米国取引時間と可能な限りオーバーラップできるように立会時間を設定する必要がある。そこで、午前 9 時から午後 3 時 15 分までの日中立会だけでなく、午後 4 時 30 分から翌日午前 3 時までのナイト・セッションの対象に大証 NY ダウ先物を加えることとした。

取引制度要綱に関してパブリック・コメントを募集⁶した際に寄せられた意見の大部分が、この取引時間の部分に関するものであった。寄せられた意見のすべてが、米国の取引時間をさらにカバーするよう午前 5 時又は午前 6 時まで⁷取引を行うようにとの主旨のものであり、米国時間帯における取引ニーズの高さがうかがえた。こうしたパブリック・コメントの結果を踏まえ、取引開始以降、大証 NY ダウ先物及び他の商品の取引状況や大証・取扱い業者における対応に必要なコストなどを勘案のうえ、ナイト・セッションの延長に関して検討していくこととしたい。

なお、米国が祝日の場合であって日本株式市場が開いている日は大証 NY ダウ先物取引を行うが、逆の場合（日本株式市場が休場で米国株式市場が開いている場合）は、取引を行わない。

(4) 限月取引

限月取引の仕組みは、わかりやすさや本国 NY ダウ先物との裁定取引を通じた流動性補完を考慮して、本国 NY ダウ先物と同様のものとする。具体的には、3・6・9・12 月の直近 4 限月取引制とし、当該限月取引の月の第 3 金曜日（休業日に当たるときは、順次繰り上げる。）の日中取引終了と同時に終了することとした。

(5) 呼値

呼値は、本国 NY ダウ先物と同じ 1 ポイント刻みとし、呼値の制限値幅については、本国 NY ダウ先物に準じた運用を行うこととする。

(6) 決済の仕組み

基本的には、大証既存日経 225 先物取引などの通常の先物取引と同様の仕組みとする。

取引最終日までの期間であれば反対取引を行うことによりポジション（未決済取引＝建玉）をクローズ（決済）できることとし、この場合、売付けと買付けの差に相当する

⁶ 2011 年 7 月 26 日から 8 月 25 日まで募集。

⁷ ニューヨーク証券取引所の通常取引は日本時間午前 6 時（米国が夏時間の場合は、午前 5 時）に終了。

金銭の額を授受（差金決済）することとなる⁸。取引最終日までポジションをクローズしなかった場合は、最終清算数値により差金決済（最終決済）を行う。この最終清算数値は、本国NYダウ先物における最終清算数値（SOQ：Special Opening Quotation）と同じ値とするが、本国NYダウ先物におけるSOQは、大証日経 225 先物と同様、SOQを算出する日におけるNYダウの構成銘柄の始値に基づき算出される。

決済代金を授受する日は、大証既存日経 225 先物取引と同様に翌営業日⁹とするが、最終決済の場合は、最終清算数値が米国時間の第 3 金曜の現物市場開始以降に算出されることや資金手当てに要する期間を考慮して、翌週月曜日（休業日の場合は、繰下げ）の日本時間に大証が最終清算数値を周知のうえ、その翌営業日に決済代金を授受する。

このように、取引を新規に建ててから決済するまでの期間が長いため、その間の決済不履行リスクを削減する観点から、通常の前物取引と同様、日々値洗いを行うとともに、証拠金の預託¹⁰を義務付ける。

(7) マーケットメイカーによる流動性補完

制度的に流動性を補完する観点から、マーケットメイカー制度を導入することとする。ただし、店頭FX取引や店頭CFD取引¹¹などにおけるマーケットメイカー取引手法と異なり、J-GATE稼働時から導入した日経 225miniのマンスリー限月¹²において導入しているものと同様、個別競争取引（Order Driven）の中で、マーケットメイカーが売呼値・買気配を常時提示するものである。したがって、店頭取引などとは違って、マーケットメイカー以外の市場参加者の注文間でも約定は成立する。

(8) J-NET 取引等

取引開始当初は、大証NYダウ先物の主要な利用者は我が国の個人投資家になるものと考えられるが、国内外の機関投資家の参加も可能であり、市場規模の成長に応じて機関投資家の取引の拡大が期待される。そこで、既存先物取引において機関投資家にとっての必須ツールであるJ-NET取引（いわゆる立会外取引）、ストラテジー取引（限月間

⁸ 例えば、@12,500 で 10 枚を買い建てて、@13,000 で 10 枚を転売した場合、50 万円 $((13,000-12,500) \times 100 \times 10)$ の利益となる（手数料・税金を考慮しない）。

⁹ ナイト・セッションの取引は翌営業日に取引したものとして扱う。

¹⁰ 既存先物と同様、CME の開発した SPAN を用いて証拠金所要額を計算する。日経 225 先物との相関性が高いことから、大証 NY ダウ先物・日経 225 先物間でリスク相殺を認める予定。

¹¹ Contract For Difference の略。英国起源とされる差金決済取引であり、個別株・株価指数・商品など様々な資産・指標が取引対象となっている。

¹² 3・6・9・12 月以外の限月のことで、シリアル限月ともいう。マーケットメイカーによる流動性補完が功を奏して順調に拡大し、日経 225mini 全体の 8% を超える規模（2012 年 1～4 月）にまで成長。

スプレッド取引)、ギブアップ¹³、建玉移管の利用を可能としておく。

(9) 情報開示

大証は、情報ベンダー等を通じて、現物株式や先物・オプションなどの各銘柄の価格・気配等の取引情報を広く配信しているが、大証NYダウ先物についても同様の種類・範囲の情報¹⁴をリアルタイムに配信していく予定である。

5 大証 NY ダウ先物の市場規模の展望

新商品の上市前から市場規模を予想することは常に難しい作業であるが、大証 NY ダウ先物の場合、3つの数値が参考になるのではないかと考えている。

まず、店頭取引で行われているNYダウ先物と類似の経済効果のあるCFD取引¹⁵の市場規模が参考となる。

日本証券業協会の公表しているCFD統計情報¹⁶、CFD取扱業者の発表情報や関係者へのヒアリングで得られた情報を分析すると、NYダウを対象とするCFDは日経平均を対象とするものと同程度かそれ以上の人気があり、全体の4割程度を占めているとみなすことができそうである。その場合、大証NYダウ先物の取引単位に換算すると、1日平均で1万枚弱の市場規模と想定される。

もちろん、大証 NY ダウ先物の潜在投資家のすべてが店頭取引を手掛けているとは想定しがたいし、店頭取引のすべてが大証 NY ダウ先物にシフトするわけではないが、NYダウを対象としたレバレッジ商品に対する個人投資家の人気の高さを窺う材料の1つにはなる。

次に参考になるのが、NYダウなどの米国株価指数を対象としたETF（上場投資信託受益証券）の市場規模である。ETFは長期投資家のツールとして現金取引が多いイメージがあるかもしれないが、個人の国内上場ETF売買の多くは信用取引によるものであり、その経済効果から先物取引の市場規模を測るうえである程度参考になるのではないかと考えている。

¹³ 投資家が発注先以外の証券会社と清算・決済ができる機能であり、これにより、投資家は決済代金・証拠金を集中することによって事務や資金の負担軽減を図ることができる。

¹⁴ ただし、日経平均株価を対象とする指数先物取引などの主要銘柄で開示している、いわゆる手口は対象外。

¹⁵ 大別すると、本国NYダウ先物に取引をつなぐタイプと、同先物でヘッジしながらも取扱い業者あるいはそのマーケットメイカーが一定のリスクをとって最終顧客に気配を提示するタイプの2タイプがある。いずれのタイプでも、CME Group Index Services, LLCのライセンスを受けずに「ウォール街指数30」などの独自の名称を使用している先が一般的。

¹⁶ 2011年10月～2012年3月の株価指数型CFDの取引金額は、累計約3兆円。

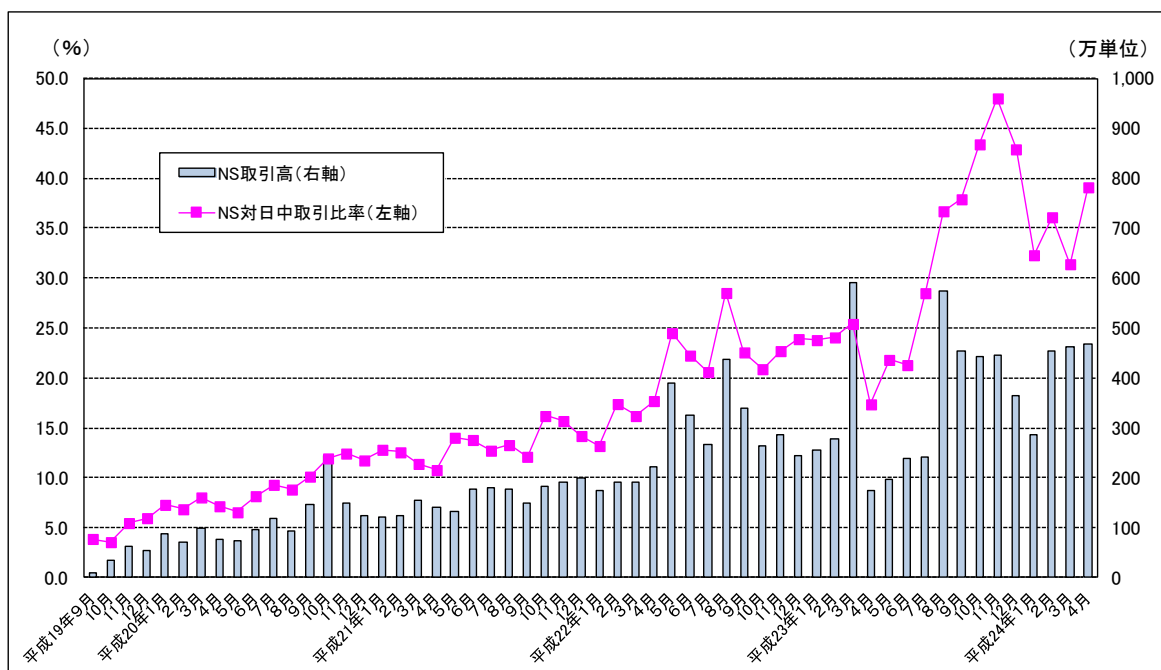
2011年10月から2012年3月末までの半期の株価指数に係る国内上場ETFの売買代金基準で、米国物は、日本物、中国物に次ぐ規模を有しているが、単純に日本物との規模と比べると100倍以上の大きな開きがある(表2参照)。しかしながら、日本物のETFには先物や現物と裁定取引の比率が半数程度を占めているのではないかと推測される一方、海外株価指数物のETFではそうした取引は皆無に等しい。また、国内取引所のETFの取引時間は米国時間とまったく重なっておらず、取引時間中の動きが乏しいため、米国物を対象とした短期取引の妙味に欠ける。この点は、日本物や中国物と比べて大きなディスアドバンテージとなっていよう。以上から、日本物と米国物の国内上場ETF売買代金の差ほど、個人投資家において日・米指数取引に人気の差はないとみている。むしろ、個人投資家の注目の高い中国物と規模がほとんど同じである点は注目に値しよう。

最後に大証NYダウ先物の市場規模を予測するうえで参考になる材料は、大証市場におけるナイト・セッションの個人の参加・取引状況である。大証NYダウ先物の価格形成は、米国時間と重複する時間帯をメインに形成されると考えるのが自然であるが、果たして、我が国の個人投資家が米国市場の時間帯と重複する夜間時間帯に取引参加するのか、という疑問があろう。この疑問への答えとなりうるのが、午前3時まで延長した大証ナイト・セッションの取引状況となる。

2011年7月に取引時間を午前3時まで延長したことなどが影響して、日中取引に対するナイト・セッションの取引高の割合は上昇傾向にあり、2012年4月には約39%の高水準となっている(グラフ2参照)。特に主要ネット証券では、午後10時~翌午前1時頃までの取引が多く、日によっては日中取引よりナイト・セッションの取引高の方が多くなる時が見られる。大証NYダウ先物についても、コアの時間が日本の夜間となる点は個人投資家の参加に関して特に不利な材料とはならず、むしろ、米国取引時間中、特に米国株式市場の開始前後の時間帯における積極的な取引参加を期待できる要素となるろう。

以上から、大証NYダウ先物の市場規模について具体的な数値を示すことは難しいものの、上場直後の立ち上がりの期間を円滑に運営できれば、個人投資家を中心とした積極的な取引参加が次第に増えていき、一定以上の規模を超えてくると、内外の機関投資家の取引の増加につながって市場規模が一気に拡大するのではないかと予想している。

グラフ2：ナイト・セッション（NS）の取引高等の推移



6 今後の展開

最後に、今回の業務提携第1弾の実施以降の両取引所の業務提携の展開について、私見を述べる。

もちろん相手があつてのことであることや、周辺環境によって変わってくるものではあるが、大きくは、2つの面での提携になるだろうと考えている。第1は、商品開発面の提携。第2は、IT インフラ面の提携である。

商品開発面の提携は、業務提携のリリース文にも触れている。多様なアセット・クラスに関する魅力的な商品開発、マーケティング及びプロモーション活動等を両取引所が協力して進めていくことになる予定だ。実際、大証 NY ダウ先物導入に関するパブリック・コメントにおいて S&P500 や Ndaq-100 の円建て商品の上場を希望する意見がある。こうした CME グループで取引されている他のグローバル・ベンチマーク商品の円建て商品を大証市場に追加上場していくことを期待する向きがある以上、市場運営者としては、そうした声に可能な限り応えていく必要があるだろう。

また、国内株式の長期的なパフォーマンスの悪化を背景として、本邦投資家の海外資産にリンクした金融商品に対するニーズはますます高まっていくのではないかと予想しており、CME との提携の有無にかかわらず、上場商品の多様化に向けた取組みは大証にとっての継続的なテーマとなってくるであろう。

次に、主要金融市場を回送する CME グループの Globex ネットワークと大証ネットワークの接続によって流動性を相互に補完する仕組みの構築や取引システムなどの IT インフラ面の協力が考えられる。この分野は、純粋な技術面の問題のほか各国の金融規制面でクリアすべき課題があると考えられ、商品開発の協力と比べて多額の投資・コストを要することが予想されるが、検討の余地は十分にあると考えている。

もちろん、業務提携範囲の拡大のためには、第 1 弾の業務提携が市場に受け入れられ一定の成果を収めることが大前提となってくる。そのためには、両取引所が、提携第 1 弾の上場商品を相互にプロモーションしていくことが肝要であり、本邦では、取引参加者等の協力を得ながら、投資家の認知度や商品性理解の向上を図る施策（セミナーの開催、広告等）を地道に実施していく予定である。

以 上

塚本 浩敏（つかもと ひろとし）

平成 8 年大阪証券取引所入社。取引監理部門を経て、約 15 年間、デリバティブ分野の企画・立案業務に従事。

表 1 : 世界の先物取引の取引状況 (2011 年)

順位	エクイティ商品			金利商品			外国為替商品		
	銘柄	取引所	取引高	銘柄	取引所	取引高	銘柄	取引所	取引高
1	E-mini S&P 500	CME	620,368,790	Eurodollar	CME	564,086,746	USD/INR	印 MCX-SX	807,559,846
2	Euro Stoxx 50	Eurex	408,860,002	1D Inter-Bank	BM&F	320,821,062	USD/INR	印 NSE	697,825,411
3	RTS	RTS	377,845,640	10Y T Note	CBOT	317,402,598	USD/INR	印 USE	340,576,642
4	Nifty	印 NSE	123,144,880	3M Euribor	Liffe	241,950,875	USD/RUB	RTS	206,820,695
5	Nikkei 225 mini	大証	117,905,210	Bund	Eurex	236,188,831	USD	BM&F	86,167,955
6	Kospi 200	韓国	87,274,461	5Y T Note	CBOT	170,563,052	Euro FX	CME	84,236,825
7	E-mini Nasdaq 100	CME	75,165,277	Schatz	Eurex	165,798,952	USD	韓国	70,212,467

順位	農産物商品			エネルギー商品			貴金属商品		
	銘柄	取引所	取引高	銘柄	取引所	取引高	銘柄	取引所	取引高
1	Cotton	鄭州	139,044,152	WTI Crude Oil	NYMEX	175,036,216	Steel Rebar	上海先物	81,884,789
2	White Sugar	鄭州	128,193,356	Brent Crude Oil	ICE	132,045,563	Aluminum	LME	59,558,330
3	Rubber	上海先物	104,286,399	Natural Gas	NYMEX	76,864,334	Zinc	上海先物	53,663,483
4	Corn	CBOT	79,004,801	Gasoil	ICE	65,774,151	Gold	NYMEX	49,175,593
5	Soy Oil	大連	58,012,550	Crude Oil	印 MCX	54,753,722	Copper	上海先物	48,961,130
6	Soy Meal	大連	50,170,334	WTI Crude Oil	ICE	51,097,818	Silver MIC	印 MCX	46,865,399
7	Soybeans	CBOT	45,143,755	No. 2 Heating Oil	NYMEX	31,838,626	Silver M	印 MCX	46,804,425

(出所) 米国先物取引業者協会 (FIA) の資料に基づき著者が作成。

表2：国内取引所のETF売買代金（2011年10月～2012年3月）

（単位：百万円）

対象国・指数	売買代金（累計）
米国	10,647
（NYダウに係るもの）	7,480
（S&P500に係るもの）	2,480
（Nasdaq-100に係るもの）	687
中国	12,898
インド	2,851
ブラジル	2,844
タイ	1,329
ロシア	706
マレーシア	645
韓国	229
南アフリカ	153
日本	1,752,214

（注1）複数の国・地域を対象とする広域指数は除外。

（注2）日本物は日経平均・TOPIXを対象としたETFのみ。

CME グループのグローバル・パートナー

