

国債先物取引市場開設 40 周年記念

国債先物オプション取引市場開設 35 周年記念

国債先物・オプション取引市場の歩み (2015 年～2025 年)

株式会社大阪取引所 市場企画部
市場管理部

目次

I. はじめに	1
II. 2015 年以降の諸施策の概要	2
1. システムリプレイスに伴う取引制度の見直し	2
2. その他商品制度の見直し	8
3. 清算決済制度等の見直し	22
4. その他の諸施策	34
III. 流通市場の動向	42
1. 長期国債先物取引の動向	42
2. その他の商品の動向	57
IV. おわりに	70

I. はじめに

本冊子は、1985 年 10 月 19 日に東京証券取引所において国債先物取引市場が創設されてから 40 周年、そして 1990 年 5 月 11 日に国債先物オプション取引市場が開設されてから 35 周年の節目を迎えるにあたり、最近 10 年間（2015 年以降）の制度改革と市場動向に焦点を当てて編集したものである。

過去 10 年を振り返ると、円金利市場は長きにわたる低金利環境が継続してきたところだが、本稿執筆時点では再び円金利が動き出す様子が市場でも見受けられるところである。大阪取引所はこの間、長期国債先物取引等の既存商品に対して投資家の利便性向上の観点から様々な制度見直しを実施してきた。2023 年 5 月 29 日には、大阪取引所として初めて短期金利を対象とした TONA3 か月金利先物の取引を開始しており、長期金利・短期金利双方へのアクセスが可能なワンストップマーケットへ進化を遂げた。円金利市場における有数のヘッジツールとして大阪取引所のプロダクトがより多くの市場参加者の皆様に御利用いただけるよう、今後も不断の努力を重ねてまいりたい。

本稿では、まず 2015 年以降の取引制度の見直しについて紹介したのち、国債先物市場及び国債先物オプション市場の取引状況について概観する。2015 年より前の取引制度見直しについては、過去に発刊した「国債先物・オプション市場の歩み」冊子をご参照いただければ幸いである。

II 2015 年以降の諸施策の概要

ここでは 2015 年以降の国債先物・オプション取引に関する諸施策の概要について説明する。本稿ではまず売買システムのリプレイスに伴う取引制度の改正をまとめて紹介し、次いで新たな取引制度の導入や清算決済制度等の見直し等について紹介する。

1 売買システムリプレイスに伴う取引制度の見直し



(1) J-GATE2.0 の稼働に伴う先物・オプション取引制度等の一部見直し（2016 年 7 月 19 日）

日本取引所グループの中期経営計画の重点戦略の一つである「デリバティブ市場の拡大」をインフラ面から支える重要な取り組みとして、大阪取引所はデリバティブ売買システムである次期 J-GATE（以下、「J-GATE2.0」という。）を 2016 年 7 月 19 日に稼働させた。取引制度の主な見直し内容は以下のとおり。

- 夜間取引時間の拡大

取引機会・価格発見機能の拡大のため、夜間立会の終了時刻を午前 3 時から午前 5 時 30 分に延伸した。夜間立会のレギュラー・セッションの終了時刻を午前 5 時 25 分とし、クロージング・オークションを午前 5 時 30 分に行うこととした。

図表 II - 1 J-GATE2.0 稼働時の国債先物・オプション取引の取引時間

日本時間		8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	0	1	2	3	4	5	6
国債先物・ オプション	立会内		8:45~11:02			12:30~15:02								15:30~5:30										
	立会外			8:20~15:15										15:25~5:30										

- DCB 基準値段の変更

DCB（Dynamic Circuit Breaker；即時約定可能値幅）の基準値段について、J-GATE2.0 稼働時には、分かりやすさの観点から「直近の最良売呼値及び最良買呼値の仲値（直近の約定値段を含む。）」への一本化を行った。

図表Ⅱ - 2 J-GATE2.0 稼働時の DCB 基準値段

	J-GATE2.0 稼働前	J-GATE2.0 稼働時
長期国債先物 中期国債先物	直近約定値段	直近の最良売呼値及び 最良買呼値の仲値（直近 の約定値段を含む。）
ミニ長期国債先物 超長期国債先物 長期国債先物オプション	直近の最良売呼値及び 最良買呼値の仲値（直近 の約定値段を含む。）	

● JPX 国債先物指数シリーズの算出開始

日本取引所グループ及び大阪取引所は「JPX 国債先物指数シリーズ」の算出及び公表を開始した。これは前営業日比価格変動率に対して一定の倍数を乗じた変動率となるように運用した場合のリターンを数値化した指数で、「JPX 国債先物指数」「JPX 国債先物インバース指数」「JPX 国債先物レバレッジ指数」及び「JPX 国債先物ダブルインバース指数」の4つから構成される。

当指数シリーズは、2008 年 12 月末の数値を 10,000 として指数化し、1 日 1 回終値を公表する。起点時の数値を統一することで各指数の値動きが比較可能となり、国債投資に当たっての新たな参考指標として利用することなどが期待される。

表Ⅱ - 3 指数の概要

指数名称	JPX 国債先物指数シリーズ - JPX 国債先物指数 - JPX 国債先物インバース指数 - JPX 国債先物レバレッジ指数 - JPX 国債先物ダブルインバース指数
指数計算方法	原則、期近限月の先物値段（取引最終日の 1 営業日前から次限月に交替）を用いて算出
算出頻度及び公表	J-GATE を通じ、日次（終値ベース）で配信
算出及び公表開始日	2016 年 7 月 19 日

表Ⅱ - 4 指数の算出式

$$\text{指数値(当日)} = \text{指数値(前日)} \times \left\{ 1 + \alpha \times \left(\frac{\text{先物価格(当日)}}{\text{先物価格(前日)}} - 1 \right) \right\}$$

※先物価格(当日)と先物価格(前日)は同限月の値段を用いる。

※ α には、「1 (JPX 国債先物指数)」、「-1 (JPX 国債先物インバース指数)」、「2

「JPX 国債先物レバレッジ指数」及び「-2 (JPX 国債先物ダブルインバース指数)」が入る。

- 誤発注に係る管理体制の強化

あらかじめ設定した数量又は金額以上の注文の発注を禁止する制限（ハードリミット）について、従前は各取引参加者が使用するシステムにより実施することを義務付けていたところ、誤発注に係る管理体制の強化のため、大阪取引所が提供する TradeGuard により実施することを全取引参加者に義務付けた。

また、取引参加者に対して、自動発注システムの誤動作による過大な発注及びポジションの発生に係る管理体制の構築を義務づけた。

この管理体制の強化の一環として、2016 年 6 月 17 日に「自動発注システムの管理に関するガイドライン」を制定し、取引参加者が自動発注システムの管理を実施するにあたっての実務レベルでの指針として、自動発注システムの範囲及び適切と認められる管理の在り方を示すとともに、管理の方法及び観点等のポイントを例示した。

- J-NET 取引に係る呼値の単位の変更

デリバティブ取引についても平均単価制度が導入され、小数点第 4 位までの価格による取引ニーズが出てきたこと、また東証の現物株式等における ToSTNeT 取引の呼値の単位が小数点第 4 位までで行われており、整合性を図ることなどの観点から、J-NET 取引に係る呼値の単位を小数点第 4 位まで拡大することとし、国債先物・オプション取引についても、0.01 銭の整数倍の値段に変更した。

図表 II - 5 J-GATE2.0 稼働時の J-NET 取引に係る呼値の単位

	J-GATE2.0 稼働前	J-GATE2.0 稼働時
長期国債先物 超長期国債先物 長期国債先物オプション 中期国債先物	1 銭	0.01 銭
ミニ長期国債先物	0.5 銭	

- オンデマンド権利行使価格の設定

取引所が通常設定する権利行使価格以外での取引ニーズを取り込む観点から、国債先物オプション取引を対象として、前営業日の国債先物取引の清算値段に基づき設定する権利行使価格に加えて、取引参加者からの申請に基づく権利行使価

格（オンデマンド権利行使価格）について、当該申請を行った翌営業日から取引を可能とすることとした。

2018 年 11 月 1 日からは、取引参加者からの要望を受けて、従来の申請方法であった Target に加えて、新たに E-mail 又はブルームバーグ・エル・ピーが提供するインスタント・ブルームバーグ（IB）を利用して申請を可能とした。ただし、E-mail または IB を利用して申請を行う場合は、事前に E-mail アドレスまたは IB ユーザの届出が必要とした。

2020 年 6 月 15 日からは、より柔軟に権利行使価格を設定できるよう、長期国債先物オプションについては設定可能なオンデマンド権利行使価格帯の上限を以下のとおり拡大した。

図表Ⅱ－6 長期国債先物オプション取引 オンデマンド権利行使価格帯

	見直し前	見直し後
下限	130.00 円	130.00 円
上限	160.00 円	<u>180.00 円</u>

（２）J-GATE3.0 の稼働に伴う先物・オプション取引制度等の一部見直し（2021 年 9 月 21 日）

先物・オプション取引を取り巻く環境変化・ニーズに即したマーケットプラットフォームの構築を目指す取り組みとして、大阪取引所は 2021 年 9 月 21 日にデリバティブ売買システムである J-GATE3.0 を稼働させた。取引制度の主な見直し内容は以下のとおり。

● 夜間取引時間の拡大

順次拡大されてきた夜間立会時間だが、海外市場の動向に応じたヘッジ取引等の取引機会提供に対する投資家からの強い要望を踏まえ、夜間立会の終了時刻を午前 5 時 30 分から午前 6 時に延伸した。夜間立会のレギュラー・セッションの終了時刻を午前 5 時 55 分とし、クロージング・オークションを午前 6 時に行うこととした。

図Ⅱ－7 J-GATE3.0 稼働時の国債先物・オプション取引の取引時間

日本時間		8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	0	1	2	3	4	5	6
国債先物・ オプション	立会内		8:45~11:02			12:30~15:02								15:30~6:00										
	立会外			8:20~15:15										15:25~6:00										

- 即時約定可能値幅のオープニング・オークションへの適用

速やかな価格形成を重視する観点からオープニング・オークションは即時約定可能値幅制度の対象外であった。実勢と考えられる水準から大幅に乖離した価格に依って板寄せが行われる事例がみられていたため、オープニング・オークションにも即時約定可能値幅を設定することとした。オープニング・オークションに適用する即時約定可能値幅は、円滑な取引開始のため、レギュラー・セッションより広く設定された。

表Ⅱ - 8 J-GATE3.0 稼働時の即時約定可能値幅

	見直し前		見直し後	
	寄付き	ザラバ及び引け	寄付き	ザラバ及び引け
中期国債先物	適用なし	上下 10 銭	上下 30 銭	上下 10 銭
長期国債先物	適用なし	上下 10 銭	上下 30 銭	上下 10 銭
超長期国債先物	適用なし	上下 30 銭	上下 90 銭	上下 30 銭
ミニ長期国債先物	適用なし	上下 10 銭	上下 30 銭	上下 10 銭
長期国債先物オプション	適用なし	上下 10 銭	上下 30 銭	上下 10 銭

- サーキット・ブレーカー制度の発動基準の見直し

従前、呼値の制限値幅の上限の値段又は下限の値段で取引等が行われた後、本所が定める一定の時間が経過するまでの間に本所が定める値幅外の値段で取引（ストラテジー取引を除く）が成立しない場合にサーキット・ブレーカーを発動させるとしていたところ、制度の簡素化を図る観点等から、呼値の制限値幅の上限の値段又は下限の値段で取引等が行われた場合、直ちにサーキット・ブレーカーを発動することとした。

また国債先物取引における午前立会終了間際のサーキット・ブレーカー発動時の取扱いが変更され、10 時 50 分以降にサーキット・ブレーカー発動条件を満たした場合は、11 時までの午前立会レギュラー・セッションにおいて取引を中断するものの、前場のクロージング・オークションを実施する取扱いとした（取引中断時間は 10 分以下となる。）。当該クロージング・オークションは、サーキット・ブレーカー発動条件該当時の DCB 基準値段±クロージング・オークションに適用する DCB 値幅で板寄せを実施することとした。

- 約定率に応じた注文制限（OTR）の導入

取引参加者の効率的な注文を促し J-GATE3.0 のキャパシティ保全を図るため、取引参加者に対し大阪取引所が定めた約定率に応じた注文制限（OTR：

Order Trade Ratio) を導入した。

- 新プロトコルの追加
高スループットを必要とするユーザ向けに、発注用の非同期プロトコルである OUCH が導入された。
- 長期国債先物オプション取引の権利行使価格の刻み及びその数の見直し
詳細は「2. その他商品制度見直し・新たな商品の導入 (3) 長期国債先物オプション取引」を参照のこと。
- オンデマンド権利行使価格の設定タイミングと申請の受付期間
設定日を月初第一営業日とし、申請の受付期間をその前々月の最終営業日の前営業日から前月の最終営業日の前々営業日までとした。オンデマンド権利行使価格に関する記述は「(1) J-GATE2.0 の稼働に伴う先物・オプション取引制度等の一部見直し」も参照のこと。
- 廃止した機能等
 - ① オプション取引に係るストラテジー取引（テイラーメイド・コンビネーション）制度
 - ② 対当値段条件付き注文
 - ③ コンボ取引機能
J-NET コンボ取引及びフレックスコンボ取引に係る機能を廃止。
 - ④ インプライド機能
2016 年 8 月 1 日からインプライド機能は抑止中であった。

(3) J-GATE4.0 の検討状況について (2025 年 3 月 12 日)

デリバティブ売買システムである J-GATE3.0 について、次期デリバティブ売買システムに更改することを検討していることを公表した。当初は 2026 年 11 月頃に更改予定であったものの、複数ベンダーを候補先として検討を実施し、更改時期を 2028 年 11 月～ 2029 年 2 月頃に変更した。

2 その他商品制度の見直し

(3) 長期国債先物取引

- 長期国債先物取引等に係るクロージング・オークションにおける即時約定可能値幅の見直し（2022 年 11 月 21 日）

長期国債先物取引 2022 年 6 月限の取引最終日（2022 年 6 月 13 日）にザラバ引けが発生。特にベシス取引を行う市場参加者から、引値で取引が成立することについて強い要望を受領したことから、長期国債先物取引のクロージング・オークションの即時約定可能値幅を上下 10 銭から上下 15 銭に見直した。同時に長期国債先物取引（現金決済型ミニ）及び長期国債先物オプション取引の値幅についても同様の見直しを実施した。

図表Ⅱ-9 クロージング・オークションの即時約定可能値幅の見直し

対象取引	見直し前	見直し後
長期国債先物取引 長期国債先物取引（現金決済型ミニ） 長期国債先物オプション取引	上下 10 銭	上下 15 銭

- 長期国債先物取引における清算値段の取扱いについて（2023 年 3 月 27 日）

長期国債先物取引の期先限月取引等の清算値段は、中心限月取引の清算値段に当該取引日の立会（夜間立会を除く。）における最終約定スプレッド値段を加減して得た値段により算出しており、最終約定スプレッド値段がない場合には理論スプレッド値段（理論スプレッド値段＝期近限月取引に係る先物理論価格－期先限月取引に係る先物理論価格）を加減して得た値段により算出していた。

しかし 2022 年以降、最終約定スプレッド値段と理論スプレッド値段がかい離する状況が継続し、最終約定スプレッド値段を利用するか理論スプレッド値段を利用するかに応じて清算値段が大幅に変動するおそれがあったことから、2023 年 3 月 27 日から当分の間、長期国債先物取引の中心限月取引以外の限月取引について清算値段の決定方法を下表のとおり変更することとした。

図表Ⅱ - 10 長期国債先物取引 中心限月取引以外の清算値段の決定方法

見直し前		見直し後	
1	中心限月取引の清算値段に、当該取引日の立会（ <u>夜間立会を除く。</u> ）における最終約定スプレッド値段を加減して得た値段	1	中心限月取引の清算値段に、当該取引日の立会（ <u>夜間取引を含む。</u> ）における最終約定スプレッド値段を加減して得た値段
2	中心限月取引の清算値段に、理論スプレッド値段を加減して得た値段	2	<u>中心限月取引の清算値段に、前取引日の清算値段決定に用いた約定スプレッド値段を加減して得た値段</u>
		3	中心限月取引の清算値段に、理論スプレッド値段を加減して得た値段

- 国債証券先物取引における クライメート・トランジション利付国債の取扱い
(2023 年 12 月 15 日)

2024 年 2 月以降に発行されたクライメート・トランジション利付国債については、その発行規模からみても 1 銘柄当たりの流動性が非常に限定的とみられスクイーズ等につながる可能性があったこと、通常の利付国債と保有者層が異なりレポ市場の流動性が低いと予想されたこと、クライメート・トランジション利付国債がチーペストとなる限月はこれまでの限月との価格連続性が失われる可能性があったこと、市場参加者からもクライメート・トランジション利付国債を決済物件から除外することが適当との意見が多数であったことを踏まえ、国債証券先物取引の受渡決済において決済物件として取り扱わないこととした。

(4) 超長期国債先物取引（ミニ）

- 超長期国債先物取引及び中期国債先物取引の清算値段決定方法の見直し（2016 年 7 月 19 日）

超長期国債先物取引及び中期国債先物取引の清算値段について、立会における約定もしくは最良気配仲値等を基に算出したところ、2016 年 1 月 29 日の日本銀行によるマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入の発表以降、同取扱いに基づく清算値段が、市場の実勢値（日本証券業協会が 17 時 30 分を目途に発表する売買参考統計値を基に当社が定める方法により算出した理論価格）から大幅にかい離する状況が散見された。そのため、2016 年 7 月 19 日以降、超長期国債先物取引及び中期国債先物取引の清算値段の設定方法を下表のとおり一部変更することとした。

表Ⅱ- 11 超長期国債先物取引及び中期国債先物取引の清算値段決定方法

中心限月取引等 ※1、※2	中心限月取引等
1. 午後立会終了時における板寄せ方式による取引における約定値段 2. 当該取引日の午後 2 時 50 分以降の立会における最終約定値段（ストラテジー取引による約定を除く。以下同じ。） 3. 当該取引日の午後 2 時 58 分時点で提示されている最良気配の仲値を基に当社が算出した価格 4. 以下の価格を基に当社が算出した価格 ・ <u>当該取引日の午後 2 時 58 分前の一定時間帯に提示されている最良売気配もしくは最良買気配値段</u> ・ 当該取引日の立会（夜間立会を除く。）における最終約定値段 ・ <u>当該取引日の当社が指定する現物国債価格を基に当社が算出した価格</u> ・ <u>理論価格</u>	1. 中心限月取引の清算値段に、当該取引日の立会（夜間立会を除く。）における最終約定スプレッド値段を加減して得た値段 2. 中心限月取引の清算値段に、理論スプレッド値段を加減して得た値段

※1：緊急清算値段については「午後 2 時 50 分」を「午前 10 時 50 分」に、「午後 2 時 58 分」を「午前 10 時 58 分」に、「立会」及び「午後立会」を「午前立会」にそれぞれ読み替える。

※2：取引最終日における清算値段の設定方法については、現行どおりとする。

当該価格の清算値段への採用については、午後 2 時 58 分前の一定時間帯に恒常的に気

配提示が行われていること等を勘案する。

- 超長期国債先物取引における取引単位及び即時約定可能値幅の見直し（2022 年 4 月 4 日）

超長期国債先物取引の市場流動性の改善を企図し、「超長期国債先物市場活性化プログラム」を実施した。取引制度の見直しと合わせてマーケットメイカー制度の見直し等を実施した。

① 取引単位の見直し

海外市場の債券先物と比較して取引単位が大きいとの指摘が寄せられたことを踏まえ、取引単位を額面 1 億円から額面 1 千万円に縮小させることで国内外の多様な主体の参入を狙った。なお、流動性の分散を回避する観点から新商品の上場ではなく商品性の変更による対応とした。海外投資家呼び込みの観点からは差金決済型商品の重複上場についても検討がなされたが、流動性分散を回避する観点から実施は見送った。

また取引単位を見直したことから、既存の「Large 取引」を「現物先物取引」に、「Mini 取引」を「現金決済先物取引」へと取引の種類の変更した。同じ現物先物取引に区分される中期国債先物取引及び長期国債先物取引との間で取引単位が異なることを明示し、かつ、額面単位の面で同じサイズとなるミニ長期国債先物取引との間で最終決済方法が異なることを明示するために、ウェブサイト等における商品名の表示を以下のとおり見直した。

図表Ⅱ - 12 国債証券先物取引に係る名称の見直し

変更前	変更後
超長期国債先物	超長期国債先物（ミニ）
ミニ長期国債先物	長期国債先物（現決済型ミニ）

② 即時約定可能値幅の見直し

レギュラー・セッション及びクロージング・オークションに適用する即時約定可能値幅を 90 銭とした。流動性の乏しい超長期国債先物取引においては、ザラバ中に DCB 基準値段と市場実勢価格が乖離する可能性があり、寄付き、ザラバ及び引けにおいて一律 90 銭という値幅とすることで、約定機会を確保する狙いがあった。

図表Ⅱ - 13 超長期国債先物取引（ミニ） 即時約定可能値幅の見直し

	見直し前	見直し後
寄付き	90 銭	90 銭
ザラバ	30 銭	<u>90 銭</u>
引け	30 銭	<u>90 銭</u>

③ その他の制度見直し

超長期国債先物取引（ミニ）の取引手数料を1取引単位につき95円から10円、受渡決済手数料を1取引単位につき10円から1円、ギブアップ負担金を1取引単位につき5円から1円とした。取引単位の見直しに伴い、建玉報告数量を取引単位の500倍の数量から5,000倍の数量へ見直した。

④ マーケットメイカー制度の見直し

取引単位の見直しに伴い、PMM制度を変更し、制度変更と同タイミングで板の流動性向上を図った。また、LP制度を導入した。

(5) 長期国債先物オプション取引

- 長期国債先物オプション取引に係る先物・オプション取引識別コードの付番方法の一部見直し（2018年2月13日）

長期国債先物オプション取引において新たな銘柄が設定される場合で、かつ、同一限月内で、権利行使価格を表すコードに既に同じコードが設定されている場合に、以下の方式で先物・オプション取引識別コード（証券コード協議会のコード付番規則に基づくコードを指す）を設定することとした。

- 1回目：「プット／コール現先区分を表すコード」に、プットの場合は「5」、コールの場合は「7」を使用する。
- 2回目：「限月（月）を表すコード」に、対象となる銘柄の限月の月に「12」を加えた数を使用する。
- 3回目：「プット／コール現先区分を表すコード」に、プットの場合は「5」、コールの場合は「7」を使用し、かつ、「限月（月）を表すコード」に、対象となる銘柄の限月の月に「12」を加えた数を使用する。

図表Ⅱ-14 現行の付番方法と見直し後の付番方法
（現在の付番方法）

桁数	1	2	3	4	5	6	7	8	9
区分	特殊取引	プット／コール現先区分	限月			権利行使価格等		対象指数等	
長期国債先物オプション取引（現行）	1	プット：1 コール：2	限月（年） （10年サイクルの1桁） 2016年：1 2017年：2 ・ ・	限月（月） （月数を使用） 1月：01 2月：02 ・ ・		権利行使価格 2桁 権利行使価格を0.5で除した商の下2桁		対象指数等 2桁 01	

（見直し後の付番方法）

桁数	1	2	3	4	5	6	7	8	9
区分	特殊取引	プット／コール現先区分	限月			権利行使価格等		対象指数等	
長期国債先物オプション取引（新）	1	【通常】 プット：1 コール：2 【予備】 プット：5 コール：7	限月（年） （10年サイクルの1桁） 2016年：1 2017年：2 ・ ・	限月（月） （月数を使用） 通常 予備 1月 01 13 2月 02 14 ・ ・・		権利行使価格 2桁 権利行使価格を0.5で除した商の下2桁		対象指数等 2桁 01	

※ 6，7桁目（権利行使価格等）が重複した際の予備を利用する順位は、指数オプションと同様に、2桁目（プット／コール現先区分）⇒4，5桁目（限月）とする。

- 長期国債先物オプション取引に係る限月設定の一部変更について(2019年4-5月)
天皇の即位の日及び即位の礼正殿の儀の行われる日を休日とする法律（平成30年法律第99号）が公布・施行されたことに伴い、2019年4月30日（火）、5月1日（水）、5月2日（木）及び10月22日（火）を休業日とした。
これに伴い、長期国債先物オプション取引における2019年5月限月の取引最終日を2019年4月26日にするとともに、2019年7月限月（取引最終日：2019年6月28日）の取引開始日を2019年5月7日とした。
- 長期国債先物オプション取引の権利行使価格の刻み及びその数の見直し（2021年9月21日）
J-GATE3.0の稼働に合わせ、以下の見直しを実施した。
 - ① 権利行使価格の刻みの変更
金融政策等の環境変化を一因とし、長期国債先物オプション取引はATM近辺の銘柄に取引が集中し、複数の権利行使価格をまたぐ取引戦略の実行が困難になるなど市場の利便性が低下していたことから権利行使価格の刻みを50銭から25銭に変更することとした。
 - ② 権利行使価格の本数の見直し
刻みの変更後も銘柄設定する価格レンジを維持する観点から権利行使価格の本数は変更前の上下10種類（計21本）から上下20種類（計41本）へと変更することとした。

図表Ⅱ-15 権利行使価格の刻みの変更と本数の見直し

	見直し前	見直し後
刻みの単位	50 銭	25 銭
本数	1+上下 10 種類（21 種類 ATM±5 円）	1+上下 20 種類（41 種類 ATM±5 円）

- 先物・オプション取引に係るマーケットメイカー制度の取扱い（長期国債先物オプション）（2025年6月2日）
長期国債先物オプション市場の振興を促すため、マーケットメイカー制度を変更。呼値の最大スプレッド幅は買呼値0.01円以上0.15円未満のレンジにおいては0.08円から0.04円に変更し、板にはタイトな気配提示義務を課した。

図表Ⅱ - 16 長期国債先物オプション取引に係るマーケットメイカー制度における呼値の最大スプレッド幅（2025 年 6 月 2 日時点）

	(変更前)	(変更後)
呼値の 最大スプレッド幅	買呼値 : スプレッド幅	買呼値 : スプレッド幅
	0.01 円以上 <u>0.20 円</u> 未満 : <u>0.08 円</u>	0.01 円以上 <u>0.15 円</u> 未満 : <u>0.04 円</u>
	<u>0.20 円</u> 以上 0.40 円未満 : <u>0.10 円</u>	<u>0.15 円</u> 以上 0.40 円未満 : <u>0.06 円</u>
	0.40 円以上 1.00 円未満 : <u>0.15 円</u>	0.40 円以上 1.00 円未満 : <u>0.09 円</u>
	1.00 円以上 1.50 円未満 : <u>0.20 円</u>	1.00 円以上 1.50 円未満 : <u>0.15 円</u>
	1.50 円以上 : <u>0.30 円</u>	1.50 円以上 : <u>0.20 円</u>

(6) TONA3 か月金利先物取引

- TONA3 か月金利先物の上場（2023 年 5 月 29 日）

2021 年 12 月末の日本円 L I B O R の恒久的な公表停止を背景として、円金利指標（ターム物リスク・フリー・レート）の必要性が高まっている状況を踏まえ、同金利指標の取引機会を広く投資者に提供し、価格発見機能を発揮する市場の構築を追求すべく、日本銀行が公表する「無担保コール O/N 物レート（Tokyo Over Night Average rate）」を 3 か月間日次累積複利で運用した結果のレートを対象とした現金決済型の先物取引を上場することとした。

短期金利先物の提供により、大阪取引所は長期国債先物との間のリスク相殺やクロスマージン制度の拡充による証拠金軽減範囲の拡大という形で、既存の市場にはない新たな価値提供を企図した。



図表Ⅱ - 17 TONA3 か月金利先物取引制度概要（2023 年 5 月 29 日取引開始時点）

項目	内容
取引対象	100 から TONA3 か月金利（3 か月間の金利参照期間における日次累積複利レートの年利換算値）を差し引いて得られる金融指標
取引開始日	2023 年 5 月 29 日
立会時間	<午前> オープニング : 8:45 レギュラー・セッション : 8:45～11:00 クロージング : 11:02 <午後> オープニング : 12:30 レギュラー・セッション : 12:30～15:00

	クロージング : 15:02 <夜間> オープニング : 15:30 レギュラー・セッション : 15:30～翌 5:55 クロージング : 翌 6:00
限月取引	3 月、6 月、9 月、12 月の 20 限月取引
取引最終日	各限月（3 月、6 月、9 月、12 月）の 3 か月後（6 月、9 月、12 月、3 月）の第 3 水曜日の前日（休業日に当たる場合は、順次繰り上げる。）
取引単位	（100-TONA3 か月金利）×25 万円
呼値の単位	0.0025 ポイント
ストラテジー取引	あり（カレンダーズプレッド）
決済方法	差金決済
J-NET 取引	あり

その他、取引開始時点の制度運用上の取扱いは以下のとおりとした。

① ノンキャンセル・ピリオド（NCP）の適用

TONA3 か月金利先物は NCP の適用除外とする。

② カレンダーズプレッド

直近 6 限月の全シリーズ（15 組み合せ）を対象とする。

③ 呼値の制限値幅

通常時の制限値幅を 0.25 ポイントとして、二次拡大まで実施。一次拡大後を 0.5 ポイント、二次拡大後を 0.75 ポイントとした。

④ サーキット・ブレーカー制度における中心限月取引

TONA3 か月金利先物は第 2 限月とする。

⑤ 注文受付制限値及び TradeGuard の設定

	立会取引	ストラテジー取引	J-NET 取引
TONA3 か月先物	3,000 単位	5,000 単位	10,000 単位

⑥ 最終清算数値の公表

最終清算数値の公表は 15 時 15 分ごろとして、JPX ウェブサイトで公開する。

● TONA3 か月金利先物取引の開始に関する届出・報告（2023 年 2 月 15 日）

金利先物取引及びその媒介・取次ぎ・代理・有価証券等清算取次ぎは第二種金融商品取引業とされていることなどから、金利先物取引を行おうとする場合には、金

金利先物取引の開始に係る届出及び社内規則等の変更に係る報告を取引参加者に求めることとした。取引参加者は取引開始に際して、金利先物取引の開始に関する届出書、業務の内容又は方法等の制定/変更報告書及び金利先物取引の開始に係る同意書の3点を提出するものとした。

- マーケットメイカー制度の導入（2023 年 3 月 22 日）

TONA3 か月金利先物の上場に伴い、マーケットメイカー制度を新設。「日中立会時間及び夜間立会時間」（タイプ1～4）、「日中立会時間」（タイプ5、6）を対象としたマーケットメイカー制度を導入し、タイプ1、3、5の呼値提示対象限月は第1～5限月、タイプ2、4、6の呼値提示対象限月は第6～9限月とし、全20限月のうち特に取引参加者のニーズが高かった第9限月までに継続的な気配提示が行われるような制度設計とした。

図表Ⅱ - 18 TONA3 か月金利先物取引に係るマーケットメイカー制度（2023 年 5 月 29 日時点）

項目		金利													
対象取引		TONA3か月金利先物取引													
条件の種類 ^{※2}		タイプ1		タイプ2		タイプ3		タイプ4		タイプ5		タイプ6			
条件	呼値提示対象時間	日中立会時間及び夜間立会時間								日中立会時間					
	対象銘柄	第1～第5限月取引			第6～第9限月取引		第1～第5限月取引		第6～第9限月取引		第1～第5限月取引			第6～第9限月取引	
	呼値の 最大スプレッド幅	限月	スプレッド幅		6Tick (0.015pt)	8Tick (0.02pt)	8Tick (0.02pt)	限月	スプレッド幅		6Tick (0.015pt)				
		1,2	4Tick/ 0.01pt					1,2	4Tick/ 0.01pt						
		3,4	5Tick/ 0.0125pt					3,4	5Tick/ 0.0125pt						
		5	6Tick/ 0.015pt					5	6Tick/ 0.015pt						
最低数量	100 単位					300 単位		200 単位		300 単位					

- TONA3 か月金利先物取引に係るストラテジー取引における呼値の単位の見直し等について（2024 年 7 月 22 日）

取引開始からおよそ1年が経過し、取引参加者のニーズが具体化したことから、利便性を向上させて取引の活性化を図るため以下の見直しを行うこととした。

 - ① カレンダー・スプレッドの呼値の単位見直し

カレンダー・スプレッドの呼値の単位を 0.0001 ポイントから 0.0025 ポイントへ変更した。これにより、海外主要取引所における短期金利先物と同様に限月取引とカレンダー・スプレッドの呼値の単位が一致することとなった。
 - ② カレンダー・スプレッドの組合せ

カレンダー・スプレッドの組合せについて、取引開始時は直近6限月の全シリー

ズ（15 組合せ）であったが、より幅広い組合せを用意することについて市場参加者からニーズが寄せられたため、第 1 限月から第 20 限月までの全限月の組合せ（計 190 シリーズ）に拡充した。

- カレンダーस्पレッドへのマーケットメイカー制度導入（2024 年 8 月 26 日）

大阪取引所は 2024 年 1 月から 9 月まで取引参加者を対象としたカレンダーस्पレッド取引活性化キャンペーンを実施し、ストラテジー取引における流動性の大幅向上を実現したが、複数の限月取引を用いてカーブプレイを行う投資家を中心に、カレンダーस्पレッドにも恒常的な気配提示を求める強いニーズが寄せられた。これを受けて、取引開始当初は限月取引のみをマーケットメイカー制度の対象としていたところ、カレンダーस्पレッド取引をマーケットメイカー制度の対象に追加することとした。対象組合せは第 1 限月-第 2 限月、第 2 限月-第 3 限月、第 3 限月-第 4 限月及び第 4 限月-第 5 限月の 4 組合せとした。

- 取引手数料キャンペーンの実施

初期流動性の確保と多様な投資家層の呼び込みによる市場規模拡大を企図し、2023 年 5 月 29 日の取引開始から 2024 年 9 月 30 日まで手数料無料キャンペーンを実施した。TONA3 か月金利先物取引の全限月取引（カレンダーस्पレッド及び J-NET 取引を含む。）を対象とし、同時に清算手数料も無料とした。

2024 年 10 月 1 日からは、手数料半額キャンペーンを実施。取引手数料 70 円を半額の 35 円とした。清算手数料も 17.5 円を 8 円に、最終決済分については 87.5 円を 43 円とした（手数料は全て 1 単位当たりの金額。）。

- ・ 2023 年 5 月 29 日～2024 年 3 月 31 日：手数料無料キャンペーン
- ・ 2024 年 4 月 1 日～2024 年 9 月 30 日：手数料無料キャンペーン（延長）
- ・ 2024 年 10 月 1 日～2025 年 3 月 31 日：手数料半額キャンペーン
- ・ 2025 年 4 月 1 日～2025 年 9 月 30 日：手数料半額キャンペーン（延長）

- TONA3 か月金利先物取引における台湾投資家の取引可能商品に係る指定について（2024 年 4 月 16 日）

台湾行政院金融監督管理委員会（FSC）から権限委任された台湾先物取引所に対して、TONA3 か月金利先物取引に関する台湾投資家の取引可能商品への指定に係る申請が受理された。これにより台湾投資家が当該商品を取引することが可能となった。

(5) S&P/JPX 日本国債 VIX 指数

日本取引所グループ及び大阪取引所は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス社とともに、「S&P/JPX 日本国債 VIX 指数」の算出・公表を 2015 年 10 月 2 日より開始した。これは、大阪取引所で取引される長期国債先物オプション取引の価格を利用し、長期国債先物のインプライド・ボラティリティを算出するもので、世界の主要な株式ボラティリティ関連の指標であるシカゴ・オプション取引所ボラティリティ指数®(VIX® 指数)と同様のメソドロジーを利用した日本初となる本格的な債券ボラティリティ指数である。

なお、本指数の算出・公表開始に伴い、大阪取引所が試験算出・公表を行っていた「JPX 国債先物ボラティリティ・インデックス」について、2015 年 10 月末をもって試験算出・公表を終了することとした。

2019 年 7 月 10 日からは、S&P/JPX 日本国債 VIX リアルタイム指数の配信も開始した。

図表 II - 19 指数の概要

	S&P/JPX 日本国債 VIX 指数	S&P/JPX 日本国債 VIX リアルタイム指数
指数計算方法	長期国債先物オプション取引の清算値段に基づき、日本国債のインプライド・ボラティリティを算出	S&P/JPX 日本国債 VIX 指数と同じ算出方法を用い、取引時間中の気配値に基づきリアルタイムに算出
算出頻度	日次 (1 取引日に 1 回配信)	配信時間:8:46~11:00 及び 12:31~15:00 配信間隔:15 秒ごと
算出開始	2015 年 10 月 2 日	2019 年 7 月 10 日

(6) J-NET ポータルの導入 (2019 年 12 月 16 日)

J-GATE に J-NET 取引 (立会外取引) を発注する web システムであり、取引参加者と IDB (インターディーラーブローカー) が利用可能な J-NET ポータルを導入した。IDB が先物の J-NET 取引について媒介を行う場合、J-NET ポータル上において IDB が取引参加者に代わって注文情報を入力し、これを取引参加者が確認して承認することで取引参加者の業務フローを大幅に削減して J-NET 取引の発注が可能となった。

同システムは複数の銘柄 (限月) を一度にまとめて取引することができるなど利便性が高く、金利系商品では長期国債先物、長期国債先物オプション、超長期国債先物 (ミ

ニ）及び TONA3 か月金利先物取引がサポートされている（2025 年 7 月時点。）。

図表 II - 20 J-NET ポータルの主な特徴



3 清算決済制度等の見直し

(7) 参照金利がマイナスとなった場合の清算値段等算出に関する取扱い（2016 年 5 月 31 日、2016 年 11 月 28 日）

2016 年 1 月 29 日に日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を発表して以降、金利が低下傾向にあった。

先物取引やオプション取引に係る清算値段及び緊急清算値段を決定する際に、理論価格を清算値段等に採用する場合があります、当該理論価格算出時の要素の一つである金利について TIBOR の値を利用する場合は、TIBOR がマイナス値になった場合でも、当面の間、金利をゼロとして理論価格を算出することを 2016 年 5 月 31 日に公表した。

2016 年 11 月 28 日以降は、TIBOR がマイナスとなった場合はマイナス値のまま理論価格の算出に利用する方式に変更した。

(8) 清算業務の制度見直し等について（2018 年 2 月 13 日）

2018 年 2 月 13 日の新清算システム稼働に合わせて、諸外国の主要清算機関において広範に採用されている各種のプラクティスを導入し、高頻度でより精緻化された高度なリスク管理を実施するため、以下のとおり市場デリバティブ取引に係る清算業務の制度見直し等をおこなった。なお、清算システム稼働の前営業日である 2018 年 2 月 9 日の夜間取引（取引日：2018 年 2 月 13 日）は全デリバティブ取引を停止した。

● 先物・オプション取引の管理区分の見直し

先物・オプション取引の管理について、アフィリエイトの計算によるものの区分を設けると共に、委託分の取引に係る区分口座の選択肢として、個別顧客口座を新たに追加した。これにより、委託分の取引に係る建玉及び担保は、オムニバス口座又は個別顧客口座のいずれかの口座種別を用いて管理することとした。

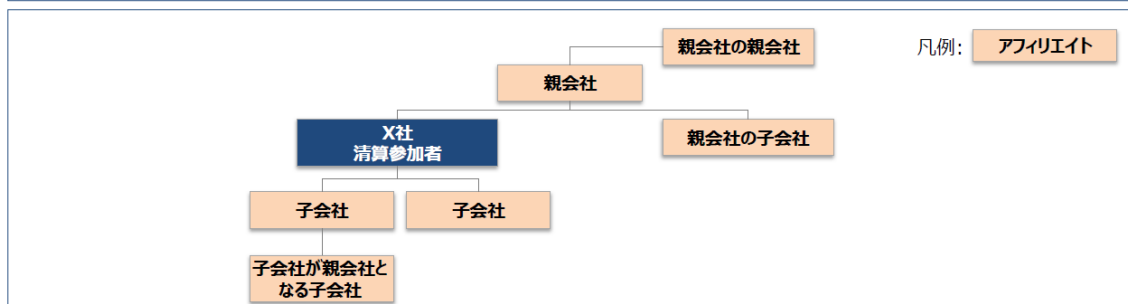
新たに導入したアロケーション申告を日本証券クリアリング機構に対して行うことにより、取引を管理する区分口座を変更できることとした。

図表 II - 21 アフィリエイトの定義について

- ・ アフィリエイトの定義は清算参加者の同一の企業集団（金融商品取引法第五条1項2号）に含まれる者とする。
（代表例※下記イメージ参照）
 - 清算参加者の子会社（当該子会社が親会社となる子会社（孫会社）含む。）
 - 清算参加者の親会社
 - 清算参加者の親会社の子会社（兄弟会社や海外現地法人）
- ※法人が国内法人か外国法人かを問わない。

（金融商品取引法第五条 1 項 2 号）

二 当該会社の商号、当該会社の属する企業集団（当該会社及び当該会社が他の会社の議決権の過半数を所有していることその他の当該会社と密接な関係を有する者として内閣府令で定める要件に該当する者（内閣府令で定める会社その他の団体に限る。）の集団をいう。以下同じ。）及び当該会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項



図表 II - 22 口座種別毎の設定可否、各種申告の要否・可否

口座種別	自己分				委託分（顧客）							
					（アフィリエイト自己）				（アフィリエイト自己以外）			
	オムニバス		個別		オムニバス		個別		オムニバス		個別	
	グロス	自動クローズアウト	グロス	自動クローズアウト	グロス	自動クローズアウト	グロス	自動クローズアウト	グロス	自動クローズアウト	グロス	自動クローズアウト
口座設定可否	不可	不可	可	可	可	不可	可	可	可	不可	可	可
クローズアウト申告	—	—	要	不要	要	—	要	不要	要	—	要	不要
ポジション申告	—	—	不要	不要	要	—	不要	不要	要	—	不要	不要
ギブアップ/テイクアップ/建玉移管	—	—	可	可※	可	—	可	可※	可	—	可	可※
オートアロケーション			可	可	可		可	可	可		可	可
ポストトレードアロケーション			可	可※	可	—	可	可※	可	—	可	可※
ポジションアカウントの細分化設定可否	—	—	可	可	不可	—	可	可	不可	—	可	可

※清算参加者は、自動クローズアウト口座を利用する場合には、ポストトレードアロケーション、ギブアップ・テイクアップ、建玉移管の結果クローズアウトが成立した場合に、訂正処理を行うことが不可となることに留意のうえ、自動クローズアウト口座の利用可否を判断する必要がある。

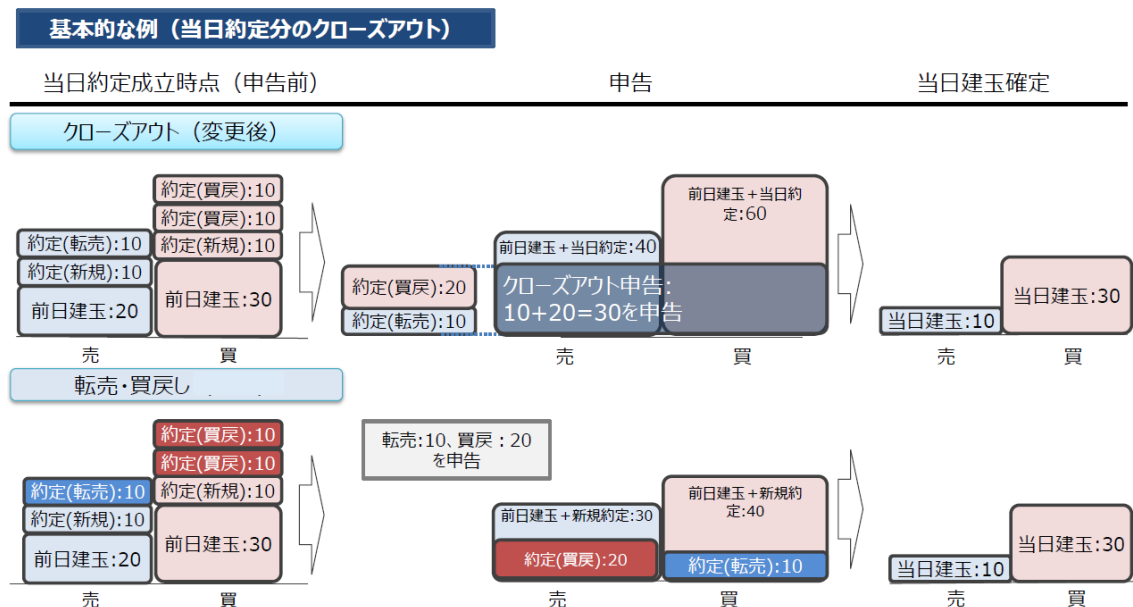
● 先物・オプション取引の管理方法の見直し

各区分口座における建玉の決済方法として「クローズアウト数量申告制度」を導入した。清算参加者は、各口座について同一銘柄の売建玉と買建玉を同時に有している場合には、決済しようとする数量（クローズアウト数量）を日本証券クリアリング機構に対して申告することで建玉を減じることができることとした。当日の国債先物オプションの権利行使に伴い成立する先物取引を転売及び買戻しに使用する場合には、当該数量も含めてクローズアウト数量申告を行う。

クローズアウト数量申告制度の導入に伴い、日本証券クリアリング機構に対する転売及び買戻しの数量に係る内訳数量の申告は不要とした。

図表 II - 23 クローズアウト数量申告のイメージ

- ・クローズアウト数量の申告は、以下の数量の合計値を申告する。
 - ①当日約定のうち、転売・買戻しに用いられる約定の総数量
 - ②建玉移管の結果、両建てとなった建玉のクローズアウト数量
- ・クローズアウトは見直し前の制度と比べて以下のとおり建玉の確定方法が異なる。



委託分のオムニバス口座を用いて建玉等を管理する清算参加者は、設定した各オムニバス口座について、日々、銘柄ごとに、ポジション申告単位による建玉の内訳情報を日本証券クリアリング機構に申告することとした。当日の国債先物オプション取引の権利行使・割当に伴い成立する先物取引分についてもポジション申告の内容に含めるものとした。

ポジション申告を行う際の申告単位（委託分のオムニバス口座内の銘柄別の建玉の

内訳の単位)は原則として取引参加者と約諾書を締結する各顧客の単位(当該顧客が取次者である場合においては、取次者と約諾書を締結する各申込者の単位)とした。ただし、清算参加者は、より細分化した任意の単位にてポジション申告を行うことも可能とした。

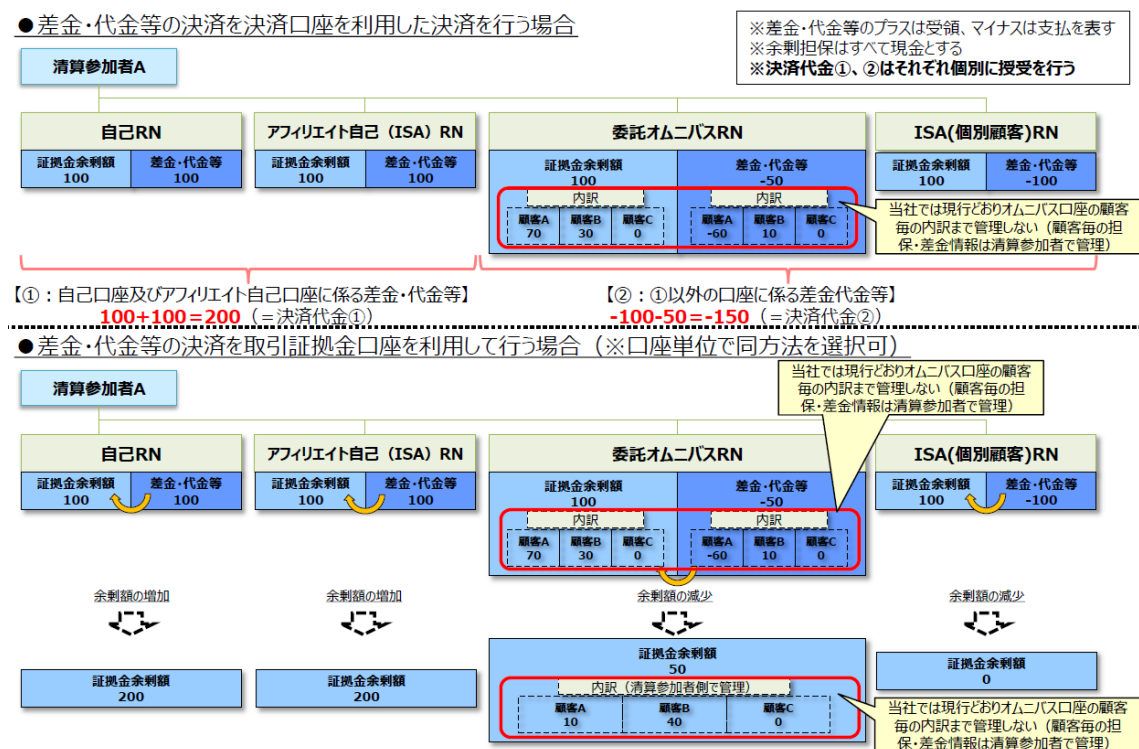
- 取引代金・差金等の授受方法の見直し

日本証券クリアリング機構と清算参加者の間における先物取引に係る値洗差金等及びオプション取引に係る取引代金(差金・代金等)の授受は、清算参加者の自己及びアフィリエイトに係る区分口座を合計した額とそれ以外の区分口座を合計した額に分けて行うこととした(従前は、自己分及び委託分の差金・代金等をすべてネットティングした差金・代金等を授受)。

取引証拠金口座(取引証拠金として現金を預託する際に利用する口座)を利用した決済方法を新たに選択可能とした。取引証拠金口座を利用した決済方法とは、取引証拠金現金を加減することにより決済する方法、すなわち、清算参加者が差金・代金等を支払う場合、取引証拠金口座の円現金残高の余剰分から当該差金・代金等を控除することで支払い、清算参加者が差金・代金等を受領する場合は、当該受領代金を取引証拠金現金の追加預託分として取り扱う方法をいう。

また、日本証券クリアリング機構取引証拠金口座への入金時及び出金時において日本銀行における日本証券クリアリング機構の口座を介した授受を可能とした。

図表 II - 24 差金・代金等の授受方法のイメージ



※ 本図表中における「当社」は「日本証券クリアリング機構」を指す。

● 取引証拠金制度の見直し

清算参加者破綻時における想定損失額削減の観点から、相場急変時の緊急取引証拠金制度とは別に、毎営業日午前 11 時に、清算参加者の口座ごとの直近の建玉を基にリスク額の再計算を行い、取引証拠金不足額が一定以上拡大しないよう、再計算の結果リスク額が拡大した場合において日中に追加の預託を求める制度として日中取引証拠金を導入した。

市況の急変時 (具体的には午後 1 時時点において、日本証券クリアリング機構の定める銘柄の値動きが事前に定めた基準を超えている場合) においては、午後 1 時時点の清算参加者の口座ごとの直近の建玉を基にリスク額の再計算を行い、緊急取引証拠金所要額を算出することとした (従前の緊急取引証拠金所要額の算出は、国債先物取引の午前立会終了時又は指数先物取引の午前 11 時における市況の急変時に実施していた)。

● 担保管理制度の見直し

日本証券クリアリング機構が預託を受ける担保について、円貨に加えて、米国ドルを代用外貨として預託できるものとした。また、担保に代用できる外国債券として、米国

債に加えて、英国債、仏国債及び独国債を追加した。

一方、清算参加者の自己分及びアフィリエイト自己分の口座においては、当該口座に係る担保の代用有価証券の範囲から非上場公募投信、転換社債及び交換社債を除外した。これは、清算参加者の自己分及びアフィリエイト自己分の口座の担保は、清算参加者破綻時に、損失補償財源として使用することを目的として直ちに換金されることを想定しているため、換金可能性や預託状況を踏まえた見直しである。なお、アフィリエイト自己分の口座を除く委託分の口座については、引き続き当該の預託を可能とした。

また、換金可能性や預託状況を踏まえ、清算参加者の自己分及びアフィリエイト自己分の口座において、清算参加者が代用有価証券として発行済株式数の2%を超える株券等を預託した場合、預託の制限を行うことができることとした。

- 顧客ポジションに係る下層報告制度の導入

「金融市場インフラのための原則」(FMI 原則)で求められている「階層的な参加形態によるリスクの管理等」の充実や、参加者破綻時における速やかな顧客の移管を可能とする目的から、清算参加者に対してポジション申告に係る顧客よりも下層の顧客の建玉等の状況について報告を求める制度を整備した。

- 先物・オプション取引口座設定約諾書の一部改正

大阪取引所は、日本証券クリアリング機構における清算業務の制度見直しに伴い、先物・オプション取引口座設定約諾書の一部を改正した。

(9) 長期国債先物取引等に係るプライス・スキャンレンジの設定方法見直し(2020年5月25日、7月27日)

取引証拠金所要額の相場変動に対するカバレッジの改善を図るべく、長期国債先物取引等に係るプライス・スキャンレンジに関して、2020年5月25日より計算方法をボラティリティ指数方式からヒストリカル・シミュレーション方式へ変更を行った。

2020年7月27日からは、リスク管理の高度化を目的として、SPANパラメーターの設定方法に関して、諸外国の清算機関と比べても遜色のないプラクティスへと引き上げるべく、当該計算における想定保有期間(参加者デフォルトの発生から未決済ポジション処分までに要すると想定する期間)を1日から2日へ変更した。

図表 II - 25 長期国債グループに係るプライス・スキャンレンジの設定方法

	想定保有期間	計算方法
見直し前	1 日	ボラティリティ指数方式： 原資産の価格変動率が、日本証券クリアリング機構が指定するボラティリティ指数を標準偏差に持つ正規分布に従う

		との前提のもと、価格変動率の 99%をカバーする想定価格変動幅を算出する方式。
5 月 25 日 から	同上	ヒストリカル・シミュレーション方式： 原資産の実際の価格変動率を用い、当該価格変動率の 99% をカバーする想定価格変動幅を算出する方式。
7 月 27 日 から	2 日	同上

(10) 緊急取引証拠金の発動判定対象値段の見直し (2020 年 7 月 27 日)

日中取引証拠金制度等の導入により日中や夜間における清算参加者に対するリスク管理制度の強化が図られたことを踏まえ、前日から当日までの相場変動に基づき発動を判定している緊急取引証拠金制度に関して、日中における日中取引証拠金制度による捕捉以降の相場変動に基づき発動判定を行うように改めた。

図表 II - 26 緊急取引証拠金の発動判定対象取引の見直し

見直し前	見直し後
午後 1 時における立会による直前の約定 値段と <u>前取引日の清算値段</u> との差により 判定。	午後 1 時における立会による直前の約定 値段と <u>当該取引日の日中清算値段</u> との差 により判定。

(11) 国債先物ペアオフネットティング制度の導入 (2022 年 1 月 11 日)

日本証券クリアリング機構は決済の円滑性及び効率性の向上を図るべく、国債清算のシステムリプレイスに合わせて国債先物ペアオフネットティング制度を導入した。国債証券先物取引に係る受渡決済と国債店頭取引に係る国債証券の決済について、両決済のネットティングが可能となった。

(12) 超長期国債先物取引に係る取引制度の見直しに伴う SPAN パラメーターの取扱いの改訂 (2022 年 4 月 11 日)

2022 年 4 月 4 日に行った超長期国債先物取引（ミニ）に係る取引制度の見直しに伴い、当該商品に係る SPAN パラメーターの乗数を変更した。

(13) 国債取引等に係る SPAN パラメーターの設定方法の変更について (2022 年 9 月 5 日)

取引証拠金所要額の相場変動に対するカバレッジの改善を図るため、中期国債グループ、長期国債グループ及び超長期国債グループに係るプライス・スキャンレンジ（P S R）の設定方法に関して、以下のとおり変更した。

図表Ⅱ - 27 プライス・スキャンレンジの設定方法の変更内容

	変更後	変更前
過去参照期間	5 年	5 年 又は 54 週
ボラティリティ調整 (EWMA 法 (※1))	あり。 足元の重付けに係るパラメーター λ は 0.985	54 週のみあり。 λ は同左。
ストレスシナリオの 採用	価格変動率が大きい日を上下 2 日分 (※2)、 参照期間に追加。	なし。
採用値	過去参照期間及びストレス日の価格変動率に おける上位 97.5 %以上の平均値の絶対値と下位 97.5 %以下の平均値の絶対値のいずれか大きい方 (期待ショートフォール方式 (※3))	過去参照期間の価格変動 率における上位及び下位 99% の値の絶対値のう ちいずれか大きい方

(※1) 直近のデータを重視して移動平均を計算する方法。足元の相場変動に重みをつけるために採用。

(※2) 2007 年以降のデータにおける価格変動率のうち上位 2 本及び下位 2 本。

(※3) 価格変動率が正規分布に従うと仮定し、97.5%以上の平均値を 99 tile 値とみなす。

(14) 国債グループに係るSPANパラメーターの設定方法の変更について(2023年6月12日)

中期国債グループ、長期国債グループ及び超長期国債グループに係るプライス・スキャンレンジ(PSR)の設定方法に関して、ストレス日の価格変動率(ストレスシナリオ)の参照方法を変更した。

図表Ⅱ - 28 ストレスシナリオの参照方法

変更後	変更前
各国債グループの先物商品上場(長期国債グループの場合は1985年)以降の各取引日における原資産の価格変動率のうち上位2本及び下位2本	2007年以降の各取引日における原資産の価格変動率のうち上位2本及び下位2本

(15) 先物・オプション取引への新証拠金計算方式(VaR方式)の導入(2023年11月6日)

日本証券クリアリング機構係先物・オプション取引証拠金の計算方法について、「SPAN方式」(Chicago Mercantile Exchangeが開発した証拠金計算方法をいう。)から「VaR方式」へと見直しを行った。VaR方式は特定のポジションを一定期間保有すると仮定した場合において、将来の価格変動により一定の確率の範囲内で予想され

る損失をカバーする額を計算する方法であり、証拠金水準の急増・急減の抑制及びリスク管理の高度化を図っている。

- VaR 方式の概要

VaR 方式にはヒストリカル・シミュレーション方式（HS-VaR 方式）と代替的方式（AS-VaR 方式）の 2 つの方式があり、国債証券先物取引をはじめとする金融デリバティブ（配当指数先物を除く。）には HS-VaR 方式が適用された。

HS-VaR 方式では、過去のマーケットデータ等をもとにシナリオを作成し、これらのシナリオに応じてポートフォリオ単位の損益額を算出し、損益額のうち 99% をカバーする額を計算する方式。一方 AS-VaR 方式は、想定する価格変動等のパラメータをあらかじめ設定し、パラメータをもとに作成したシナリオに応じてポートフォリオ単位の損失額を計算する。

- SPAN 方式と VaR 方式の比較

VaR 方式においては先物 1 単位を単体で保有した場合の証拠金を売りポジション・買いポジション別に精緻に計算する。また組合せポジション（カレンダーズプレッド等）の証拠金についてもリスク相殺が精緻化された。

図表 II - 29 SPAN 方式と VaR 方式の比較

項目	SPAN 方式	HS-VaR 方式	AS-VaR 方式
売りと買いの証拠金の違い	同金額	売りと買いで異なる金額	同金額
限月ごとの証拠金の違い	同金額	限月ごとに異なる金額	同金額
証拠金計算パラメータの更新頻度	週次	毎日	週次
対象商品（例）	全商品	日経 225 先物、 国債先物、 国債先物 OP、 金利先物、 電力先物、等	貴金属先物、 ゴム先物、配 当指数先物等

（16）クロスマージン制度の利用者の拡大（2017 年 1 月 30 日）

担保負担の軽減を目的として、金利スワップ取引及び長期国債先物取引を対象として 2015 年 9 月 24 日に導入したクロスマージン制度について、2017 年 1 月 30 日から

アフィリエイト（清算参加者と同一企業集団に属する者）以外の清算委託者であるクライアントの利用も可能とした。

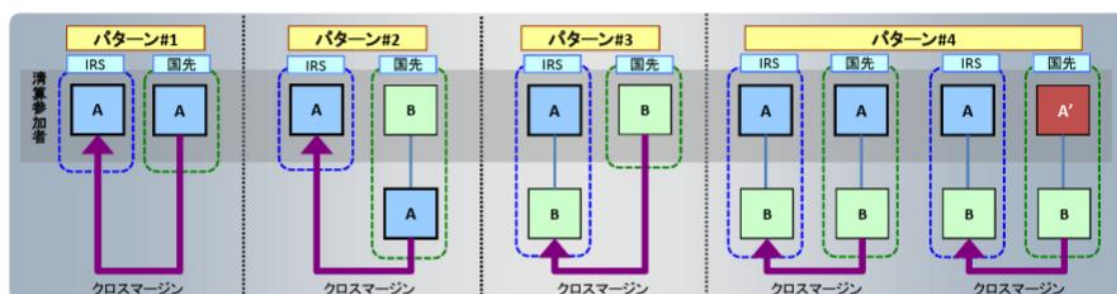
（17） 日本証券クリアリング機構におけるクロスマージン制度の対象取引拡大（2024 年 3 月 4 日）

● クロスマージン対象取引拡大

日本証券クリアリング機構において導入されているクロスマージン制度について、TONA3 か月金利先物取引をクロスマージン取引の対象として追加することとした。既に対象となっている国債証券先物と同様、クロスマージン制度の対象となる取引はTONA3 か月金利先物取引の第1限月及び第2限取引に限ることとした。クロスマージン制度の対象となる証拠金は、金利スワップ取引のポジションに係る当初証拠金及び日中証拠金並びに国債証券先物取引及び金利先物取引のポジションに係る取引証拠金である。なお、クロスマージン制度を適用している国債証券先物取引及び金利先物取引に係るポジションについては、先物・オプション取引に係る取引証拠金の所要額の算出対象からは控除し、金利スワップ取引に係るポジションと併せて金利スワップ取引の証拠金計算方法を適用して当初証拠金及び日中証拠金の所要額を算出する。また、クロスマージン制度を利用できる者の範囲は、金利スワップ取引に係る清算参加者又は清算委託者（清算参加者との間で清算受託契約を締結した者）であって、国債先物等清算参加者として又は国債先物等清算参加者を通じて国債証券先物取引及び金利先物取引を行っている者とした。ただし、清算参加者と異なる企業集団に属する国債先物等清算参加者を通じて国債証券先物取引及び金利先物取引を行っている清算委託者については、クロスマージン制度の利用の対象外としている。

図表Ⅱ - 30 クロスマージン制度の対象となるパターン

- ・ 同一法人のポジションのみをクロスマージン制度の対象とする。
- ・ 下図パターン#4における清算委託者のポジションに関しては、金利スワップ清



算参加者と国債先物等清算参加者が、同一企業集団に属していることを条件として、クロスマージン制度の対象とする。

- クロスマージン対象取引拡大に伴う約諾書の取扱い

金利先物取引をクロスマージン制度の対象取引に追加することに伴い、大阪取引所は先物・オプション取引口座設定約諾書の見直しを実施した。既に先物・オプション口座を開設している顧客に対して①クロスマージン制度を利用する場合は、クロスマージンの申請に係る申込みを受け付ける時点までに取引参加者が約諾書の改正内容を説明のうえ、約諾書の変更手続きを行うことを求めた一方、②クロスマージン制度を利用しない顧客については取引参加者が改正内容の説明を行うこととした。なお、新たに先物・オプション口座を開設する顧客に対しては改正後の約諾書の差入れを求めた。

既存顧客に対してクロスマージンを利用する顧客のみに改正後の約諾書の差入れを求めることで、事務負担の軽減を図った。

(18) 東京証券取引所の取引時間延伸に伴うデリバティブ市場の取引時間変更（2024年11月5日）

東京証券取引所は市場参加者の取引機会の最大化の観点から取引時間の延伸を行った（立会市場の売買立会における午後立会の取引時間は15時00分までであったところ、15時30分までに見直し。）。このほか、終値形成における透明性の向上を目的として、午後立会の売買立会終了時の売買においてクロージング・オークションを導入することとした。これに伴い、デリバティブ市場の指数先物取引等の取引時間も現物市場における立会時間をカバーできるよう、取引時間を30分延長することとした（指数先物取引、指数オプション取引、商品先物取引及び商品先物オプション取引が対象。国債証券先物取引、国債証券先物オプション取引及び金利先物取引の取引時間は変更なし。）。

これに伴い、指数先物等の清算値段の確定や取引証拠金パラメータの配信時刻が原則として30分後ろ倒しになったほか、上場デリバティブに係る建玉移管申告の時限が14時00分から14時30分に変更された。

(19) 上場商品デリバティブ清算業務における清算基金の計算方法の一部見直し（2023年11月6日）

各清算参加者が日本証券クリアリング機構へ預託する清算基金所要額（個社分）の算出にあたり、各清算参加者の取引証拠金所要相当額に基づく按分方式を採用しているところ、各清算参加者のリスク量をより多角的に捉える観点から、見直しを行うこととした。具体的には、清算参加者の取引証拠金所要相当額（以下「IM額」という。）に基づく比率に加え、各清算参加者の担保超過リスク相当額（以下「PML額」という。）に基づく比率を加味することとした。

具体的な計算方法

$$\text{清算基金所要額（個社分）} = (\text{期間平均基準 PML 額又は算出基準日における日次最大基準 PML 額のいずれか大きい方の値}) \times \{(\text{個社按分基礎 IM 額} / \text{按分基礎 IM 総額}) \times 0.5 + (\text{個社按分基礎 PML 額（※1）} / \text{按分基礎 PML 総額（※2）}) \times 0.5\}$$

（※1）個社按分基礎 PML 額とは、各清算参加者の、清算基金所要額算出基準日からさかのぼって 1 か月間の各取引日の各ストレスシナリオにおける基準 PML 額の最大値の平均額をいう。

（※2）按分基礎 PML 総額とは、個社按分基礎 PML 額を全ての清算参加者について合算した額をいう。

（20） 上場金融デリバティブ清算業務における担保超過リスク相当額に応じた取引証拠金割増し制度の導入について（2025 年 5 月 26 日）

- 上場金融デリバティブ清算業務における担保超過リスク相当額に応じた取引証拠金割増し制度の導入

上場金融デリバティブにおける新たなリスク管理の枠組みとして、ストレスシナリオの下でのリスク量（担保超過リスク相当額）に応じた取引証拠金所要額の割増し制度（ストレス Add-on IM：SAM）を導入した。既存の取引証拠金計算に係る枠組み（ベース IM 及び建玉の大きさに応じた取引証拠金割増し）は変わらず、これに SAM の仕組みが新たに加わることとなった。

- 上場金融デリバティブ清算業務における清算基金の按分方式の見直し

清算資格ごとの清算基金所要額（個社分）の算出にあたり、清算基金所要額（全社分）を各清算参加者へ按分する際の比率について、現在の方式である各清算参加者の取引証拠金所要相当額に基づく比率に加え、各清算参加者の担保超過リスク相当額に基づく比率を加味することとした。

4 その他の諸施策

(2 1) 注文管理関連の施策

- 取引参加者における不公正取引の防止のための売買管理体制に関する規則の制定
(2020 年 4 月 1 日)

大阪取引所では、取引参加者に対し従前より不公正取引の防止に関する売買管理体制の整備を求めてきたところ、大阪取引所市場において、取引参加者が自己取引による不公正取引を行い行政処分を受ける事例や、市場デリバティブ取引に係る売買管理体制の不備により行政処分を受ける事例が発生した。

こうした状況を踏まえ、取引参加者が不公正取引を防止するために求められる売買管理体制を明確化する観点から、社内規則の制定その他の必要な措置を定めた「取引参加者における不公正取引の防止のための売買管理体制に関する規則」を制定することとした。

(主な内容)

1. 取引参加者は、大阪取引所における市場デリバティブ取引に係る売買管理に関して、以下の事項について規定した社内規則を定めることとする。
 - (ア) 売買管理の業務を担当する部門並びにその権限及び責任に関する事項
 - (イ) 顧客の取引動向及び取引動機等の的確な把握に関する事項
 - (ウ) 売買管理を行うに当たり参考とすべき情報に関する事項
 - (エ) 顧客に対して行う売買審査に関する事項
 - (オ) 売買審査の結果に基づく措置に関する事項
 - (カ) その他必要と認められる事項
2. 取引参加者は、上記の社内規則に基づき、適宜モニタリングを行い、顧客の取引動向及び取引動機等の的確な把握に努めることとする。
3. 取引参加者は、上記の社内規則に基づき、顧客の取引形態等にかんがみ適切な売買審査を行うものとする。売買審査を行った結果、不公正な取引につながる恐れがあると認識した場合には、顧客に対して注意喚起を行うと共に、改善が見られない場合には注文の受託を停止する等の適切な措置を講ずるものとする。
4. 取引参加者は売買審査の分析結果（不公正取引に該当しないことが明らかな場合を除く）及び顧客への措置について社内記録を作成し、5 年間保存することとする。
5. 取引参加者の売買管理担当部門においては、上記の社内規則について役職員に周知・徹底を図るとともに、適宜、実態との整合性を勘案し、必要に応じて見直しを行う等、その実効性を確保することとする。

6. 取引参加者は、自己の計算による取引について、当該取引参加者の取引形態等にかんがみ適切な売買管理体制を整備することとする。

● ダークプール・フラグの導入（2020年8月17日）

近年では、ダークプール（社内取引システム）で対当した注文の執行先としてのJ-NET市場の利用が拡大しており、2019年6月に開催された金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、ダークプールの利用状況の把握等、ダークプール取引の透明化に向けた対応策の一つとして、取引所におけるダークプールを経由した注文の把握の必要性が示された。

そこで、上記金融審議会市場ワーキング・グループにおける取りまとめの内容を踏まえ、J-NET市場におけるダークプールの透明性向上の観点から、J-NET市場における取引制度について見直しを行いダークプール・フラグの導入を行った。

● マーケット・アクセス・ルールの導入（2021年1月4日）

市場参加者による取引の自動化・高速化等を背景として、取引参加者による適切な注文管理の重要性が益々高まっている状況を踏まえ、より一層の市場の安定性・信頼性向上の観点から、取引参加者における注文管理体制に関する規則について以下のとおり義務等を課すこととした。

① 直接的かつ排他的な管理形態の義務付け

顧客の注文管理に係る制限又は措置に関して、直接的かつ排他的（※）な管理権限のもとで行わなければならないものとした。

（※）「直接的かつ排他的」とは、顧客の注文管理に係る制限又は措置に関して、取引参加者のみがその管理（例えば、リスク・パラメータの設定・変更等）を実施可能であるとともに、顧客がその設定内容等の改竄を行えないような状況をいう。

② 発注抑止機能の導入の義務付け

取引参加者は、発注システム（顧客側のシステムを含む。）の誤作動その他事由により予期しない異常な注文の発注がなされた場合又はそのおそれがある場合、直ちに当取引所市場に対する注文の発注を抑止する措置を講じなければならないものとした。

③ 意図的なエラー注文の発注等に依拠した注文管理形態の禁止

取引参加者は、取引所システムへの負荷、ひいては市場の安定性への影響を回避する観点から、発注制限値等に抵触した注文について、取引参加者自身のシステムにおいて適切に対処しなければならないものとした。

(22) 高速取引行為関連の施策

2017年5月17日に「金融商品取引法の一部を改正する法律」が成立し、同年10月24日には金融商品取引法施行令、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令、金融商品取引業等に関する内閣府令、関連する金融庁告示、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（本編）及び金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（別冊）高速取引行為者向けの監督指針が公表され、高速取引行為を行う者について、新たに登録制の導入等が実施されることとなった。

これに伴い、大阪取引所においては以下のとおり対応を行うものとした。

● 高速取引行為に係る取引戦略の明示（2018年4月1日）

高速取引行為を行う者が行う高速取引行為に係る注文については、その注文がどのような取引戦略に基づくものであるかを示すフラグを付して発注するものとし、マーケットメイク戦略、アービトラージ戦略、ディレクショナル戦略又はその他戦略の別を明示することとした（競争売買市場及びJ-NET市場の両方で適用）。

図表Ⅱ-31 取引戦略の類型について

取引戦略の類型	説明
マーケットメイク戦略	売りと買いの両注文を市場に出し、他の投資家の取引相手となることで、両価格のスプレッド分の利益を得る戦略をいう。
アービトラージ戦略	価格変動に相関がある複数の銘柄（例えば、日経225の先物と日経225のETF）の価格差や、同一商品の市場間での価格差などに着目し、裁定取引を行うことで利益を得る戦略をいう。
ディレクショナル戦略	近い将来の価格の変動を予測して利益を得る戦略をいう。
その他の戦略	マーケットメイク戦略、アービトラージ戦略又はディレクショナル戦略のいずれにも該当しない戦略をいう。

● 注文管理体制の整備（2018年4月1日）

従来の一定の数量又は金額以上を内容とする注文の発注禁止や実効性のある注文管理体制の整備に加え、取引参加者が顧客の資力、属性及び取引商品又は取引参加者の資力並びに取引の類型及び規模を踏まえて過大な注文の発注を防止するために適切と認められる管理及び過大な注文の発注により発生し得るポジションに関する適切と認められるリスク管理を行うべきことを規定した。

この注文管理体制の整備に関する規定の導入に合わせて、大阪取引所では従来の「自

動発注システムの管理に関するガイドライン」に代えて、「注文管理に関するガイドライン」を公表した（2018年3月2日）。ガイドライン導入の背景として、電子情報処理組織を利用して注文を自動的に発注する形態の取引が市場取引における存在感を増していることがある。電子情報処理組織が誤作動した場合等における市場への影響の懸念等から、各取引参加者における実効性のある注文管理体制の整備はより重要性を増していると考えられる。

このガイドラインでは、特に取引参加者が過大な注文の発注及びポジションの発生を防止するために適切と認められる注文管理の方法として、取引の類型ごとに注文管理ポイント及び典型的な注文管理方法を例示した。

- 高速取引行為の適切な管理のための点検（2018年12月18日）

市場の安定性を確保する観点から、高速取引行為を行う者から注文を受託する取引参加者等において、誤発注の防止等のための注文執行管理に加えて、大量の異常通信の防止等のための通信管理や高速取引行為を行う者の態勢の整備状況等の適切な管理が行われるよう点検の上で、チェックリストを2019年3月31日までに提出することを取引参加者に求めた。

- 高速取引行為の受託等の態勢に J-GATE チェックリスト導入(2019年4月1日)

2019年4月1日以降に新たに高速取引行為に係る注文の受託を開始する取引参加者及び当該注文の委託を開始する顧客を対象として、「J-GATE 本番稼働チェックリスト」の一部として新たに高速取引の受託等の態勢に関するチェックリストを導入することとした。

（23） システム・コンティンジェンシー・プラン関連の施策

- 取引最終日に関するコンティンジェンシー・プランの見直し（2015年10月9日）

長期国債先物取引について、2015年9月限月取引から、取引最終日から受渡決済期日までの期間を短縮し、取引最終日を受渡決済期日の5営業日前の日に終了する取引日としたことに伴い、取引最終日が到来した限月取引において、緊急の事由により立会が停止された場合の取引最終日の繰延期間を、「最長2営業日まで」から「翌営業日」とすることとした。

一方、ミニ長期国債先物については、差金決済で最終決済を行うなどの理由から、取引最終日の繰延べは行わない。長期国債先物オプションについては、取引最終日を繰り延べた場合、権利行使日等も繰り延べることとなるほか、オプション価値に予期せぬ変動を生じさせることとなるなど、その商品性に大きな影響を与える可能性があるため、取引最終日の繰延べは行わない。

- 緊急型ログアウト制度の見直し（2016 年 4 月 25 日）

取引参加者側システムにおける障害の発生等により当該取引参加者による注文取消し等が不可能な状況となった場合への対応として導入している「緊急型ログアウト制度」について、利便性向上の観点から、一部見直しを行った。

（主な見直し内容）

1. 緊急型ログアウトの申込単位について、サブ参加者単位に加えて、ユーザーID 単位の申込みを可能とすることとした。
2. 大阪取引所から緊急型ログアウトに係る依頼内容の確認を行う際の連絡先に、取引参加者の海外法人などを指定することを可能とした。
3. 取引参加者のお客様から大阪取引所への直接の依頼が可能とした。ただし、依頼内容の確認等の手続きについては、大阪取引所と取引参加者（又はその海外法人など）との間で行うこととした。

- 取引に関するコンティンジェンシー・プランの見直し（2017 年 4 月 3 日）

2016 年 12 月から 2017 年 4 月に開催された「BCP フォーラム取引所取引専門部会・分科会」における議論・報告書の内容を踏まえ、「デリバティブ市場における取引に関するコンティンジェンシー・プラン」について一部見直しを行った。

（改正の概要）

1. 取引を停止する目途となる取引に参加できない取引参加者の過去の取引シェアの基準を「概ね 5 割超」に引上げ（変更前は「概ね 2 割超」）
2. 取引シェアのみならず、被災状況やシステム障害の内容、取引に参加できない取引参加者等の数及び属性、商品毎の性質、金融市場全体の状況等を総合的に勘案して取引停止の要否を検討する方針を追加

- 取引に関するコンティンジェンシー・プランの見直し（2021 年 4 月 26 日）

商品グループによって取引参加者の構成が異なることを考慮し、取引システムに障害が発生した場合等に取引停止の要否を判断するにあたっては、過去の商品グループごとの取引代金シェアを勘案することとした。

（改正の概要）

1. 発注系の取引システムに障害が発生した場合、取引参加者の自社側システムに障害が発生した場合、災害等が発生した場合の取引停止要否及び取引再開の判断については、過去の商品グループごとの取引代金シェアも勘案することとする。

2. 取引再開の判断に当たっては、取引再開後の価格形成が公正に行われるよう十分注意することとし、取引参加者に対し取引再開時間の周知を図ったうえ、再開後の注文受付時間・立会時間について、最低限それぞれ 15 分以上は確保するものとする。
 3. 取引停止・再開判断に際して取引代金シェア等の確認を行う場合は、各取引参加者より届け出を受けた責任者に対して、取引を行うことの可否について確認を行う。当該確認は、原則として Target を利用して行うものとする。
- 首都直下地震等に備えた関西データセンター等の整備（2023 年 1 月 20 日）
首都直下地震の発生に備えて、首都圏からの遠隔地である関西圏においてバックアップデータセンターと関西アクセスポイントの構築を進めた。注文受付や約定等を行う株式及びデリバティブの売買システム、約定成立後の清算業務等を行う清算システムの構築がマイルストーンのとおり、完了した。
 - TONA3 か月金利先物の上場に伴うコンティンジェンシー・プランの一部改正（2023 年 3 月 22 日）
TONA3 か月金利先物の上場に伴い、デリバティブ市場に関するコンティンジェンシー・プランについて、金利先物取引に係る取扱いを追加した。「デリバティブ市場における取引に関するコンティンジェンシー・プラン」における商品グループの「②国債」を「②国債・金利」に変更した。

（24）その他の施策

- 地場受け制限の見直し（2017 年 8 月 1 日）
取引参加者の業容及び注文方法の多様化並びに手数料の自由化等に照らすと、取引参加者の役員または従業員による他の参加者への発注にも一定の合理性が認められることから、他の取引参加者の役員又は従業員からの市場デリバティブ取引の受託の制限（地場受けの制限）を廃止した。
日本証券業協会の自主規制規則においても、同趣旨の改正が行われた。
- 英語様式の先物・オプション取引口座設定約諾書の導入（2018 年 7 月 17 日）
顧客が先物・オプション取引口座の設定時に取引参加者に差し入れる先物・オプション取引口座設定約諾書について、大阪取引所では英語様式も定めることとした。顧客は、取引参加者が同意した場合には、英語様式を差し入れることができることとした。
- 取引資格取得要件の見直し（2020 年 6 月 1 日）

近年の証券会社の統廃合等に起因して、大阪取引所の取引参加者数の減少傾向が顕著となる一方、ロボ・アドバイザーやスマートフォンでのサービス提供に特化した証券会社等、新たなビジネスモデルの証券会社も登場しており、主として若年層投資家の新たな受け皿として期待される向きもある。

大阪取引所が多様な投資家のニーズに応じていくにあたり、取引参加者の多様化は重要な観点であり、当取引所としてこうした現状を踏まえ、上記のような新たなビジネスモデルの証券会社をはじめ、多様な証券会社が取引資格を取得しやすい環境を整備することが必要と考え、これまで同様、取引資格の取得にあたっては、申請者の経営体制や業務執行体制の十分な審査を通じて取引参加者の質を確保することを前提としたうえで、その取得要件について以下の見直しを行った。

(主な内容)

1. 取引資格取得基準における財務要件を「事業の継続性が見込まれること」とした。従前は、「安定した収益力が見込まれること」を要件としており、運用時の具体的基準としては、①経常収支率が良好（100%目途）であること、又は②経常損益及び当期純損益が直近2期連続黒字、かつ、当期においても安定的な収益が見込まれること、としていた。
 2. 取引参加者料金の引き下げを行い、先物取引等取引参加者に関しては300万円（従前は5,000万円）、国債先物等取引参加者に関しては100万円（従前は3,000万円）とした。
- 取引所による呼値の取消し時における顧客からの委託注文の取扱い（2021年4月26日）
- 東京証券取引所においては、2020年10月に発生したarrowhead（現物売買システム）の障害を踏まえ、システム障害に係る「再発防止策検討協議会」（以下「協議会」という。）を設置して、システム障害対応やルール整備の在り方について検討を行った。協議会での検討を背景とした東証における対応方針案等を踏まえ、システム障害等の影響により、大阪取引所が取引参加者から行われた呼値を取り消さざるを得ない場合に備え、顧客からの委託注文の取扱い等について明確化を行った。

(主な内容)

1. 呼値の取消し
システム障害等による取引停止の場合において、取引参加者から行われた呼値を取り消すことができることを明確化した。
2. 委託注文の効力
大阪取引所が取引参加者から行われた呼値を取り消した場合であっても、原

則として、顧客から取引参加者に対する委託注文は有効であることを明確化した。

3. 委託注文に関する再発注の要否

大阪取引所が呼値を取り消した場合でも、取引参加者は顧客の委託注文に関して再発注することが原則であることを明確化した。

4. 取引再開基準への適合状況等を把握するための取引参加者に対する確認

取引再開判断のための取引参加者に対する確認は、先物取引及びオプション取引の種類に応じて、国債証券先物取引等責任者、指数先物取引等責任者及び商品先物等取引責任者を窓口として、全取引参加者に対して行うこととし、取引参加者は、この確認に回答しなければならないものとした。

● J-GATE ドロップコピーデータ提供サービスの開始（2023 年 7 月 14 日）

オルタナティブデータ提供サービスの一環として、2023 年 8 月 7 日分よりドロップコピーデータの提供（J-GATE の OMnetAPI を介して配信される、個社ごとの注文・約定関連のブロードキャスト情報を日次で記録したデータ）を開始することとした。

● 金融商品取引法の改正等に伴う取引参加者による顧客への情報提供方法等の見直しに係る信用取引・貸借取引規程等の一部改正（2025 年 4 月 1 日）

「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（令和 5 年法律第 7 9 号）において、金融商品取引業者から顧客への情報提供の際、書面の交付を原則としていた一部書面について、金融商品取引業者が、書面の交付又は電磁的方法による提供を任意に選択できるようになることに伴い、取引参加者から顧客へ交付する書面及び顧客が取引参加者に差し入れる書面について同様の見直しを行った。

Ⅲ. 流通市場の動向

ここでは2015年以降の国債先物取引市場及び国債先物オプション取引市場等の流通市場の動向等について概観する。

1 長期国債先物市場の動向

(1) 主な出来事

- 日本銀行の金融政策変遷

国債先物市場の動向を振り返るに際しては、その与える影響の大きさに鑑み、日本銀行の金融政策について大阪取引所国債先物市場に関連が深い政策を中心に改めて振り返る。

およそ過去10年間にわたる日本銀行の金融政策は、日本経済のデフレ脱却やインフレ目標の達成を目指して「異次元緩和策」が講じられてきた。まず、2013年4月には量的・質的金融緩和(Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE)が導入された。その後、2014年10月にはQQEの追加緩和が実施され、日本銀行が購入する長期国債保有残高の年間増加ペースは約60～70兆円から約80兆円へ引き上げられた(約10～20兆円追加)。2016年1月にはマイナス金利政策が導入され、3階層に分けた日銀当座預金のうち政策金利残高に対してはマイナス金利が適用された。2016年9月には長短金利操作付き量的・質的金融緩和(Yield Curve Control, YCC)が導入され、10年物国債金利はゼロ%程度に誘導されることとなった。また、新たに日本銀行が指定する利回りによる国債買い入れ(指値オペ)が導入された。

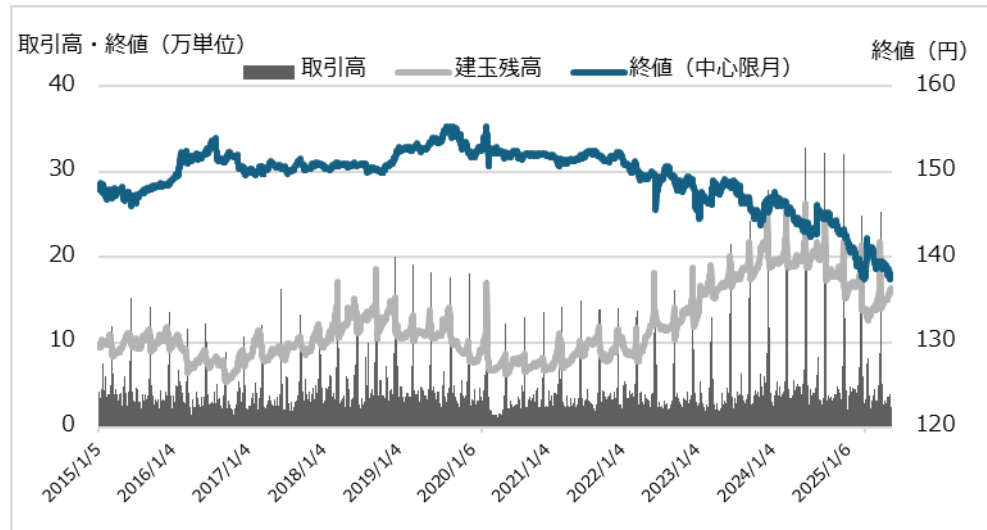
2023年4月に黒田東彦総裁に代わり植田和男総裁が日本銀行総裁に就任すると、過去25年の金融政策を総括する「多角的レビュー」を実施。2022年12月に長短金利操作の運用を一部見直し、長期金利の変動幅を±0.25%から±0.5%に拡大すると、以降複数回にわたり長期金利の変動幅を拡大するなど運用を柔軟化させた。2024年3月にはマイナス金利の政策解除及び長短金利操作の枠組み廃止が発表された。以降、日本銀行は短期金利の操作を主たる政策手段として金融政策を運用することとなり、2024年7月及び2025年1月の金融政策決定会合において利上げを決定。無担保コールレート(オーバーナイト物)をそれぞれ0.25%程度、0.50%程度で推移するよう促すこととなった。

図表Ⅲ - 1 日本銀行の主な金融政策等

年月	金融政策等
2016 年 1 月	マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入 ・ 3 階層式マイナス金利政策：金融機関が保有する日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用。
2016 年 9 月	長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入（YCC） ・ 長短金利操作のための新型オペレーションとして、日本銀行が指定する利回りによる国債買入（指値オペ）を導入し、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を 10 年に延長
2018 年 7 月	・ 政策金利のフォワードガイダンスの導入
2020 年 3 月	・ 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入（4 月に「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」へ名称変更）
2021 年 3 月	より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検 ・ 長期金利の変動幅が明確化され、上下に±0.25%程度とされた。
2022 年 12 月	・ 長短金利操作の運用を一部見直し。長期金利変動幅を±0.25%から±0.5%に拡大
2023 年 7 月	・ 長短金利操作の運用を柔軟化。長期金利変動幅を±0.5%目途に見直し
2023 年 10 月	・ 長短金利操作の運用をさらに柔軟化長期金利の目標を引き続きゼロ%程度としつつ、その上限の目途を 1.0%に見直し
2024 年 3 月	マイナス金利の政策解除、長短金利操作（YCC）の枠組み廃止等 ・ 金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0～0.10%程度で推移するよう促す。
2024 年 7 月	・ 金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.25%程度で推移するよう促す。 ・ 長期国債買い入れの減額：月間の長期国債の買入れ額を、原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1～3 月に 3 兆円程度へ
2025 年 1 月	・ 金融市場調節方針：無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.50%程度で推移するよう促す。

2025 年 7 月	・ 長期国債買い入れの減額：月間の長期国債の買入れ予定額を、2026 年 1～3 月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、2026 年 4～6 月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、2027 年 1～3 月に 2 兆円程度へ
------------	--

図表Ⅲ - 2 長期国債先物取引の状況（取引高・建玉残高・終値（日次））



（注）取引高、建玉残高は全限月の合計。終値は中心限月。

図表Ⅲ - 3 金利水準の推移



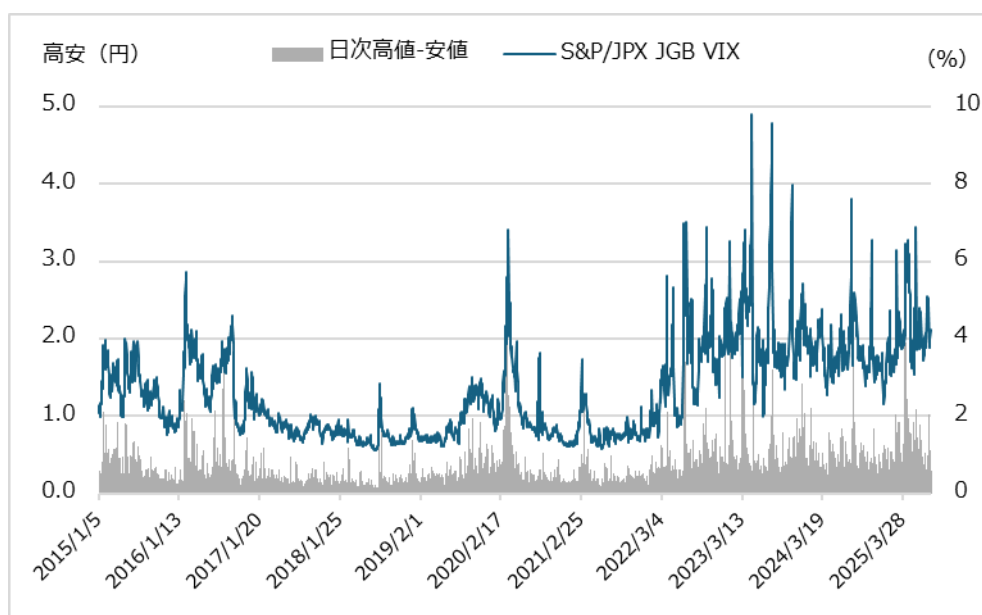
出所：財務省「国債金利情報」より大阪取引所作成

- 長期国債先物市場の状況

2013 年以降、量的・質的金融緩和（QQE）や長短金利操作付き量的・質的金融緩和（YCC）といった異次元緩和策の導入により、円金利においては低金利環境が継続した。国債市場は日本銀行の金融政策の影響を大きく受けるため、長期国債先物取引の取引高も横ばい傾向が続くこととなった。

低金利環境を受けて金融機関におけるフロント部員の人員数の減少など、国内債券部門のリソースも縮小する中、国債先物市場の参加者数にも減少傾向がみられた。図表Ⅲ - 5 は大阪取引所における取引参加者数（先物取引等取引参加者及び国債先物等取引参加者）である。低金利環境において取引機会が減少したことを背景に、コスト見直し等で先物取引業務からの撤退に伴う地方銀行等の資格喪失により減少を重ね、2005 年末は 65 社、2015 年末は 27 社であった国債先物等取引参加者数は 2025 年 7 月には 20 社にまで減少した。

図表Ⅲ - 4 ボラティリティの状況（S&P/JPX 日本国債 VIX 指数・長期国債先物取引中心限月高安値差（日次））



図表Ⅲ - 5 取引参加者数の推移

年	先物取引等取引参加者	国債先物等取引参加者	合計
2005	107社	65社	172社
2006	110社	63社	173社
2007	110社	61社	171社
2008	108社	55社	163社
2009	105社	47社	152社
2010	103社	44社	147社
2011	101社	36社	137社
2012	92社	35社	127社
2013	97社	29社	126社
2014	84社	27社	111社
2015	83社	27社	110社
2016	81社	27社	108社
2017	82社	27社	109社
2018	79社	27社	106社
2019	77社	24社	101社
2020	76社	23社	99社
2021	74社	21社	95社
2022	72社	20社	92社
2023	71社	20社	91社
2024	70社	20社	90社
2025	69社	20社	89社

- (注) 1. 2024 年以前は 12 月末時点、2025 年は 7 月初時点の数字。
2. デリバティブ市場統合（2014 年 3 月 24 日）以前の「先物取引等取引参加者」は東証の「総合取引参加者」を示す。

● 足元の長期国債先物市場の状況

低ボラティリティ環境が続いてきた長期金利市場であったが図表Ⅲ - 6 のとおり、2022 年以降はサーキット・ブレーカーが発動するケースも散見される。長期国債先物中心限月における平均日次高安値幅は 2015～21 年の 23 銭から、2022～24 年は 41 銭と増加した。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて発生した、2020 年のコロナショック時にはサーキット・ブレーカーの発動はなかったが、株式市場と並んで国債先物市場も大きな相場変動を経験した。2020 年 4 月には緊急事態宣言が発令され、緊急事態宣言の対象 7 都府県の全事業者にオフィス出勤者を最低 7 割削減するよう要請が出されるなど、勤務環境にも大きな影響が表れた。2020 年 4 月～5 月に長期国債先物取引の取引高が大きく減少した背景の一つは、金融機関が勤務環境変化に応じた発注環境の整備に一定の時間を要したためと推測される。

図表Ⅲ - 7 は長期国債先物取引の年間取引高であるが、足元では長らく続いた低金利環境に終止符が打たれたことから、再び取引が増加する傾向がみられる。

図表Ⅲ - 6 長期国債先物取引 サーキット・ブレーカー発動状況

取引日	発動時刻	商品 グループ	方向	備考
2022/12/20	12:39:01	長期国債	下落	日銀政策決定会合において長期金利変動容認幅の拡大（±0.25%⇒±0.5%）が発表された
2023/3/14	23:27:24	長期国債	上昇	シリコンバレー銀行経営破綻等に伴う相場変動
2024/8/5	9:20:10	長期国債	上昇	米国相場の急落に伴う相場変動

（注）1. デリバティブ市場統合（2014 年 3 月 24 日）以降の長期国債先物取引におけるサーキット・ブレーカー発動履歴。

2. その他商品を含む発動履歴はこちらも参照のこと。

<https://www.jpx.co.jp/markets/derivatives/scb-info/index.html>

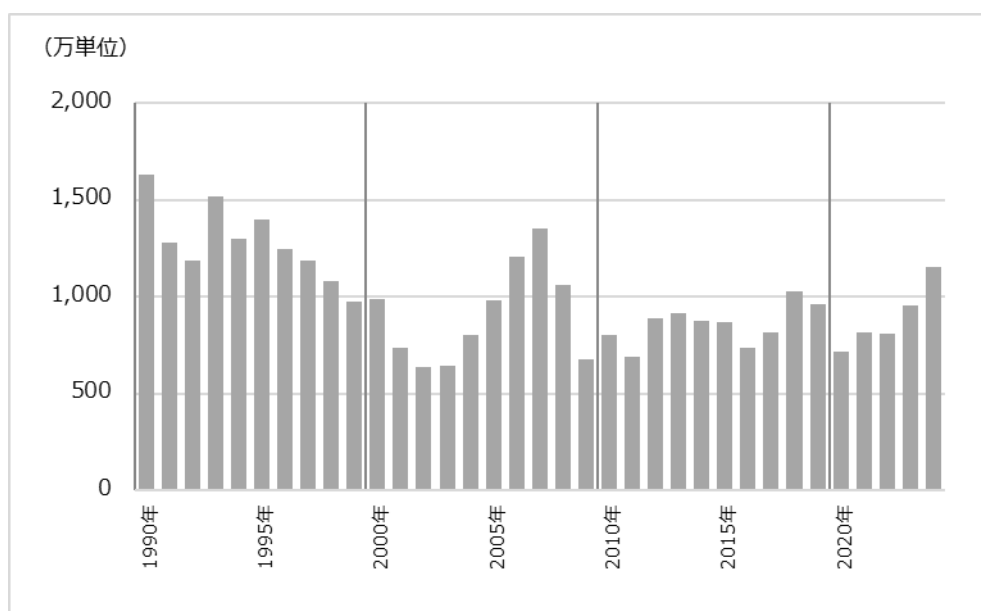
図表Ⅲ - 7 長期国債先物取引 四本値

年	始値	高値	安値	終値
2015	147.80	149.18	145.72	149.04
2016	149.03	154.01	148.99	150.24
2017	150.26	151.51	149.28	150.78

2018	150.77	152.84	149.75	152.48
2019	152.46	155.48	151.62	152.18
2020	152.19	155.89	150.61	151.92
2021	151.91	152.62	150.38	151.59
2022	151.61	151.69	145.05	145.46
2023	145.49	149.53	143.44	146.71
2024	146.74	147.74	141.65	141.90

(注) 中心限月の四本値。

図表Ⅲ - 8 長期国債先物取引の年間取引高

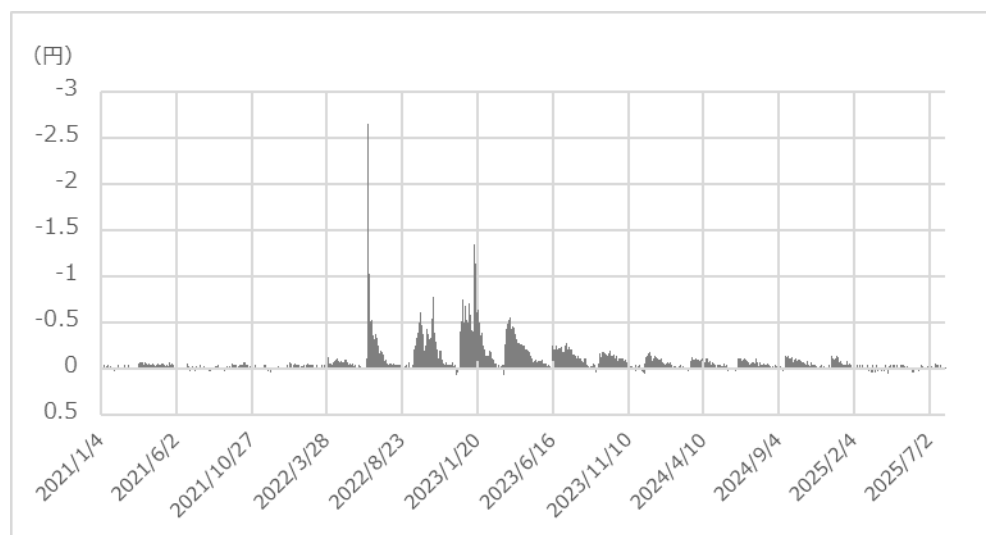


(注) 全限月の取引高合計。立会外取引を含む。

図表Ⅲ - 9 は長期国債先物取引の受渡適格銘柄のうち、最割安銘柄（チーベスト、以下「CTD」という。）から計算する先物理論価格と清算値段の乖離を示したものである。両者の乖離は 2021 年においては 10 銭以内程度であったところ、2022 年 6 月に日本銀行が「指し値オペ（公開市場操作）」の対象を当時の CTD 銘柄である 356 回債に拡大して以降、乖離が大きく拡大し一時 2 円を超える状況も見られた。現物市場における 356 回債の品薄状況が深刻になるなど、現物と先物の裁定が働かないといった理由から現物国債と先物の価格連動性が大きく低下し、理論価格に比して長期国債先物の清算値段が割安となる状況が 2024 年までみられることとなった。

日本銀行は CTD に対する連続指値オペを実施後、レポ市場における国債需給が過度に引き締まることを抑制し、また市場の安定性を確保する観点から、チーベスト銘柄等に係る国債補完供給の要件緩和措置（連続利用日数の延長及び減額措置に係る要件の緩和）を実施（2022 年 6 月 17 日）。CTD であった長期国債 356 回債も対象となり、緩和措置によりレポ市場における需給が緩和されることで裁定取引の利便性が一定程度回復した。減額措置はその後も需給ひっ迫感の改善に利用されることとなる。2024 年以降は日本銀行による長期国債の買い入れ額も減額され CTD の品薄感も徐々に解消されたことから、足元の先物価格の割安状況は改善に向かっている。

図表Ⅲ - 9 長期国債先物清算値段と理論価格の差分の推移



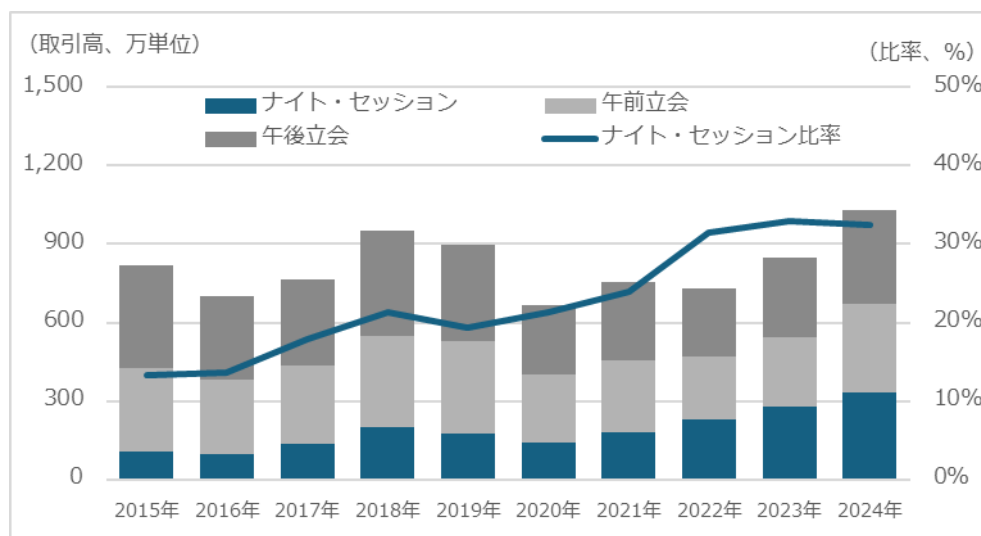
(注) 長期国債先物取引第 1 限月の清算値段から理論価格を減じた値の推移。取引最終日のデータを含まない。

(2) 取引の状況

● 夜間立会の取引時間の延長

図表Ⅲ - 10 は長期国債先物取引の場区分別の取引状況を示したものである。夜間立会時間の延長に伴い、夜間取引高比率の上昇傾向が継続している。2022年以降は夜間取引高比率が3割を超えるなど、夜間取引時間帯においても価格発見機能が高まっていることが推察される。

図表Ⅲ - 10 長期国債先物取引 場区分別年間取引高



(注) 全限月の取引高合計。立会外取引及び長期国債先物オプション取引の権利行使分を含まない。

● クロージング・オークションにおけるザラバ引け（引け DCB 値幅拡大）

長期国債先物取引のクロージング・オークションにおける値幅は、J-GATE 導入後はザラバの DCB 値幅に合わせる形で 10 銭に設定されていた。2020 年以降には特に長期国債先物取引の取引最終日におけるザラバ引けが複数回発生したことから、2022 年 11 月に当該値幅を 15 銭に見直すこととした。この結果、長期国債先物取引におけるザラバ引けは足元まで観測されていない。制度変更に係る詳細は「2. その他商品制度見直し（1）長期国債先物取引」を参照のこと。

図表Ⅲ - 11 国債先物取引のザラバ引け状況

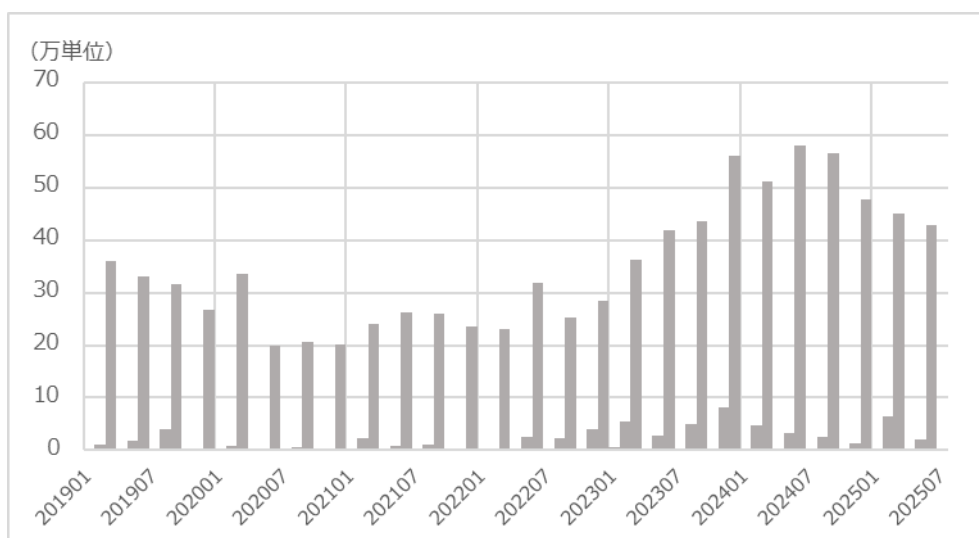
取引日	限月	中心 限月	取引 最終日	DCB 基 準値段	対当 値段	乖離 幅
2015/1/22	2015 年 3 月限	○	×	147.65	147.54	0.11
2016/3/14	2016 年 3 月限	×	○	151.83	151.71	0.12
2020/3/13	2020 年 3 月限	×	○	152.98	152.66	0.32
2020/3/16	2020 年 6 月限	○	×	152.88	152.76	0.12
2022/6/13	2022 年 6 月限	×	○	149.00	149.15	0.15
2022/9/9	2022 年 9 月限	×	×	149.44	149.26	0.18
2022/9/12	2022 年 9 月限	×	○	149.46	149.33	0.13

（注）デリバティブ市場統合（2014 年 3 月 24 日）以降の長期国債先物取引におけるザラバ引け履歴。

- ストラテジー（カレンダー・スプレッド）取引高

長期国債先物取引においては、カレンダー・スプレッド取引は主に 3 月、6 月、9 月、12 月の限月交代月に利用されることが多い。図表Ⅲ - 12 は月間のカレンダー・スプレッド取引高の推移である。非限月交代月についてもカレンダー・スプレッド取引が行われることがあるものの、その取引高は限定的である。2022 年 12 月及び 2023 年 3 月のロール期におけるカレンダー・スプレッド板は、先述した理論価格との乖離など不安定な市場状況が継続したことなどを背景に板の流動性が薄い状況となった。2023 年 6 月以降はカレンダー・スプレッド板の流動性が回復することとなった。

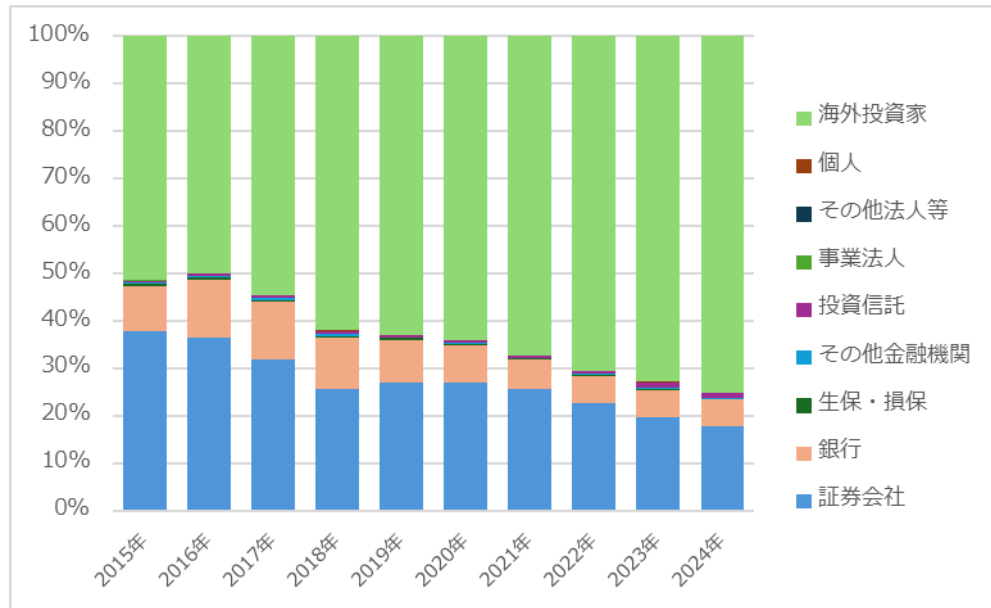
図表Ⅲ - 12 長期国債先物取引 限月間スプレッド取引高



- 投資部門別取引高の状況

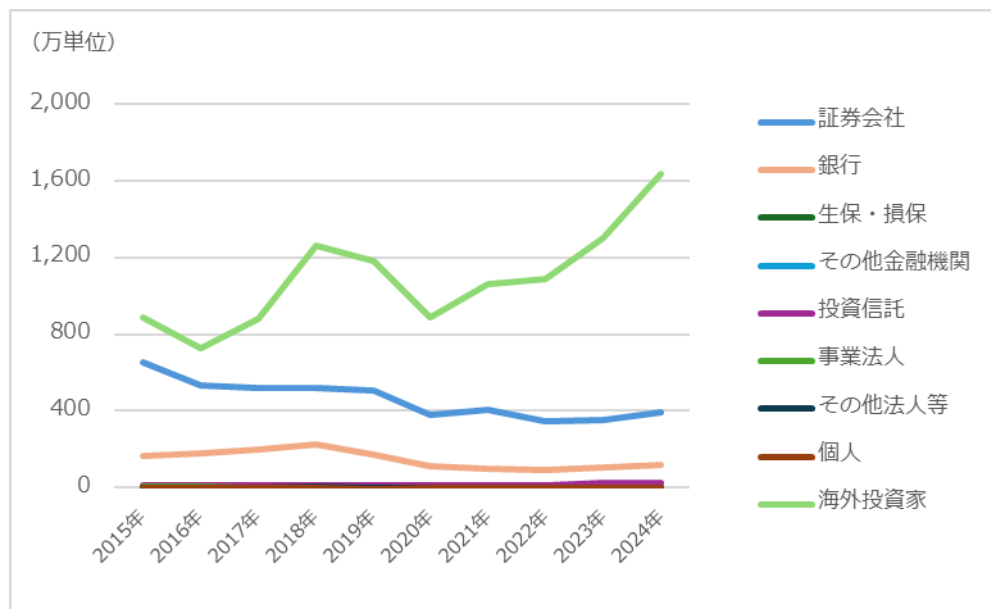
図表Ⅲ - 13 及び図表Ⅲ - 14 は国債先物取引の投資部門別取引状況の推移である。QQE 導入以降、銀行及び証券会社の取引高比率が徐々に減少した。2024 年には銀行の取引シェアは約 5 %、証券会社の取引シェアは約 18%にまで低下した。これに代わり、海外投資家の取引シェアが 70%を超えるなど存在感を増している。2023 年以降、投資信託の取引が増加している。これは、金融政策の変更（金利上昇）に備えてベアファンドの利用が一部金融機関の間で広まったことを背景に、ファンド経由での長期国債先物の利用が拡大したことに起因するものと推察される。

図表Ⅲ - 13 国債先物 投資部門別取引高比率（自己委託なし）



（注）集計対象は取引参加者の自己取引並びに資本の額 30 億円以上の取引参加者の委託取引。長期国債先物、超長期国債先物（ミニ）及び長期国債先物（現金決済型ミニ）の取引高を合計したもの。

図表Ⅲ - 14 国債先物 投資部門別取引高（自己委託なし）



（注）集計対象は取引参加者の自己取引並びに資本の額 30 億円以上の取引参加者の委託取引。長期国債先物、超長期国債先物（ミニ）及び長期国債先物（現金決済型ミニ）の取引高を合計したもの。

● 受渡決済の状況

図表Ⅲ - 15 長期国債先物取引の受渡決済状況

限月	取引状況			社数				受渡上位銘柄			
	総売買高	最終建玉 残高	受渡決済 比率	両建て	売建のみ	買建のみ	合計	銘柄名	(クーポ ン)	受渡決済 数量	残存期間
	単位	単位	%	社	社	社	社	回	%	単位	年ヶ月
201509	2,238,947	2,961	0.13%	1	8	2	11	*長国325	0.8	2,961	7.0
201512	1,984,583	1,791	0.09%	2	4	4	10	*長国327	0.8	1,791	7.0
201603	2,222,397	4,116	0.19%	3	6	1	10	*長国328	0.6	4,116	7.0
201606	1,649,156	3,472	0.21%	2	7	5	14	*長国329	0.8	3,472	7.0
201609	1,824,374	1,627	0.09%	2	6	5	13	*長国330	0.8	1,627	7.0
201612	1,716,530	3,601	0.21%	4	2	8	14	*長国332	0.6	3,601	7.0
201703	1,740,766	3,771	0.22%	2	6	3	11	*長国333	0.6	3,771	7.0
201706	1,817,798	3,640	0.20%	5	6	4	15	*長国334	0.6	3,640	7.0
201709	1,998,851	3,419	0.17%	2	7	5	14	*長国335	0.5	3,419	7.0
201712	2,455,663	3,175	0.13%	4	5	6	15	*長国336	0.5	3,175	7.0
201803	2,493,474	3,042	0.12%	3	3	9	15	*長国338	0.4	3,042	7.0
201806	2,309,551	3,867	0.17%	1	9	4	14	*長国339	0.4	3,867	7.0
201809	2,559,977	3,234	0.13%	3	5	3	11	*長国340	0.4	3,234	7.0
201812	2,809,512	2,152	0.08%	3	7	4	14	*長国341	0.3	2,152	7.0
201903	2,485,117	3,706	0.15%	3	6	3	12	*長国342	0.1	3,706	7.0
201906	2,461,324	1,806	0.07%	4	5	4	13	*長国343	0.1	1,806	7.0
201909	2,488,055	2,935	0.12%	1	11	0	12	*長国344	0.1	2,935	7.0
201912	2,434,438	1,229	0.05%	4	4	2	10	*長国345	0.1	1,229	7.0
202003	2,238,437	1,821	0.08%	4	3	9	16	*長国346	0.1	1,821	7.0
202006	1,430,656	1,360	0.10%	0	5	7	12	*長国347	0.1	1,360	7.0
202009	1,710,455	992	0.06%	2	5	3	10	*長国348	0.1	992	7.0
202012	1,844,744	1,643	0.09%	1	7	2	10	*長国349	0.1	1,643	7.0
202103	2,236,983	3,568	0.16%	2	10	2	14	*長国350	0.1	3,568	7.0
202106	1,745,576	1,798	0.10%	2	4	7	13	*長国351	0.1	1,798	7.0
202109	1,879,368	3,219	0.17%	2	2	5	9	*長国352	0.1	3,219	7.0
202112	2,257,324	3,260	0.14%	3	5	1	9	*長国353	0.1	3,260	7.0
202203	2,170,344	1,271	0.06%	1	5	4	10	*長国354	0.1	1,271	7.0
202206	2,024,273	7,000	0.35%	1	12	3	16	*長国355	0.1	7,000	7.0
202209	1,926,137	3,848	0.20%	2	8	4	14	*長国356	0.1	3,848	7.0
202212	1,912,668	3,588	0.19%	4	4	3	11	*長国357	0.1	3,588	7.0
202303	1,850,512	3,754	0.20%	5	2	6	13	*長国358	0.1	3,754	7.0
202306	2,060,797	2,585	0.13%	3	5	1	9	*長国359	0.1	2,585	7.0
202309	2,311,776	2,942	0.13%	3	4	1	8	*長国360	0.1	2,942	7.0
202312	3,011,618	5,060	0.17%	3	4	4	11	*長国361	0.1	5,060	7.0
202403	2,667,734	3,945	0.15%	2	6	2	10	*長国362	0.1	3,945	7.0
202406	3,164,477	2,232	0.07%	3	4	1	8	*長国363	0.1	2,232	7.0
202409	3,080,766	5,578	0.18%	4	4	2	10	*長国364	0.1	5,578	7.0
202412	2,770,016	4,058	0.15%	4	4	1	9	*長国365	0.1	4,058	7.0
202503	2,850,310	7,024	0.25%	1	7	5	13	*長国366	0.2	7,024	7.0
202506	2,768,806	6,782	0.24%	3	5	4	12	*長国367	0.2	6,782	7.0

(注) 1. 比率は小数点以下第3位を四捨五入。

2. *印は最割安銘柄。

3. 超長期国債先物取引(ミニ)の受渡決済状況については「図表Ⅲ - 25 超長期国債先物取引(ミニ)の受渡決済状況」を参照のこと。

2 その他商品の動向

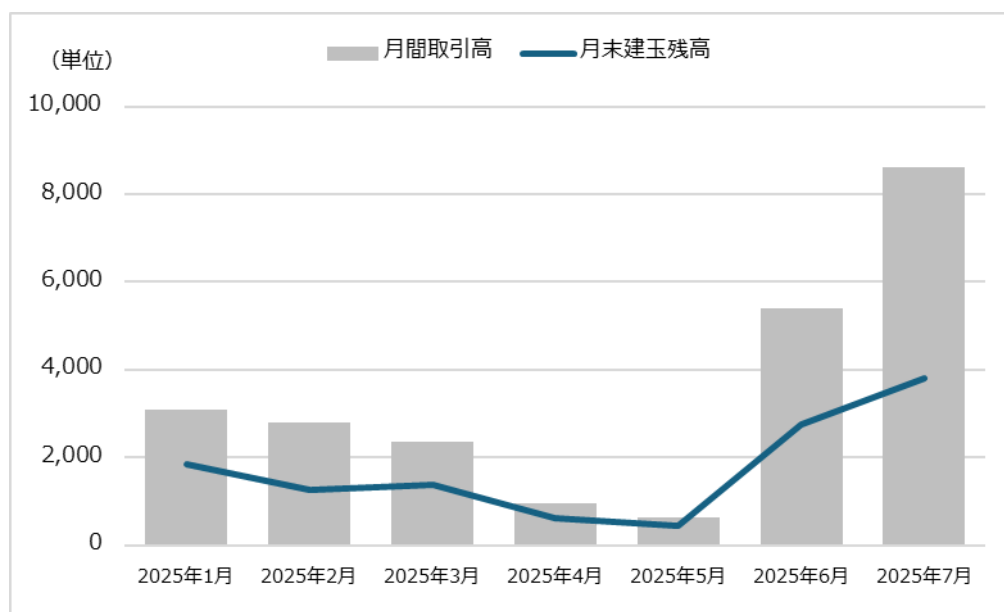
● 長期国債先物オプション取引の動向

a 取引高及び建玉残高の推移

2015 年の 1 日平均取引高・年末建玉残高はそれぞれ約 4.6 千単位、約 3 万単位であった長期国債先物オプション取引は、低金利・低ボラティリティ環境下においてはヘッジツールとしての需要が減退したことから取引実績のある参加者数も減少し、2024 年には 1 日平均取引高約 2 千単位、年末建玉残高 250 単位に減少した。

しかし 2025 年 6 月からはマーケットメイカー制度の見直しを実施したことに伴い板に提示される気配がタイト化し、またマーケットメイカー数が増加し気配提示数量も増加したことを背景に取引高及び建玉残高が回復した。2025 年 5 月には月次取引高 641 単位（1 日平均取引高は約 32 単位）、月末建玉残高は 446 単位にまで落ち込んだものの、2025 年 6 月の取引高は 5,390 単位（1 日平均取引高は約 257 単位）、6 月末の建玉残高は 2,752 単位に回復し、7 月末の建玉残高は 3,818 単位となった。

図表Ⅲ - 16 長期国債先物オプション取引 月間取引高及び月末建玉残高推移

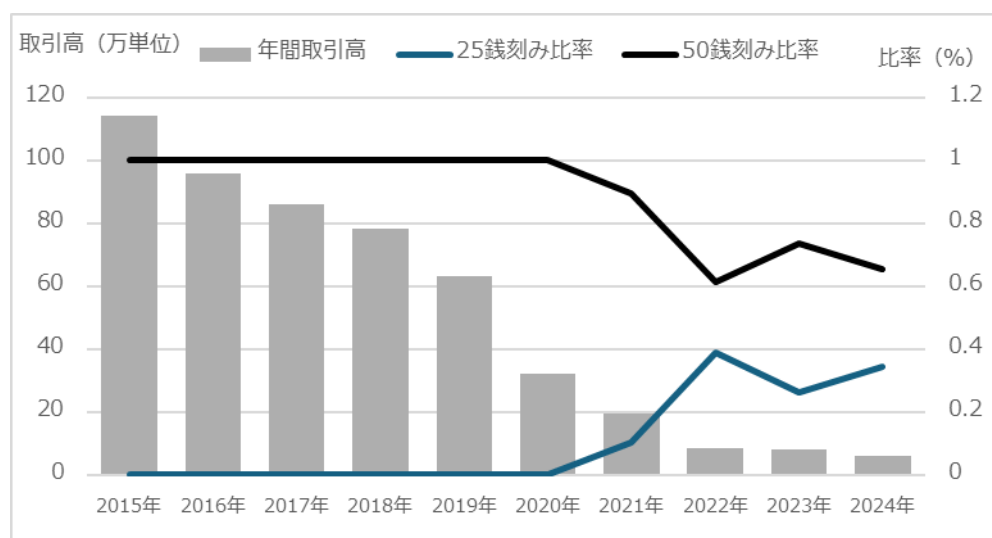


b 取引の状況

● 権利行使価格別取引高

2021 年 9 月、長期国債先物オプションの権利行使価格の刻みを 50 銭から 25 銭に見直した（「Ⅲ - 2. その他商品制度見直し・新たな商品の導入 （3） 長期国債先物オプション取引」を参照のこと。）。本見直し後、25 銭刻みの取引比率は継続的に上昇し、その比率は 3～4 割程度となった。区切りの良い値として引き続き 50 銭刻みの権利行使価格の取引比率が優勢であるものの、取引参加者からはオプションを使った戦略においては 25 銭刻みの銘柄を使うケースが多く、利便性が高いとの声も寄せられている。

図表Ⅲ - 17 長期国債先物オプション取引 権利行使価格別年間取引高推移

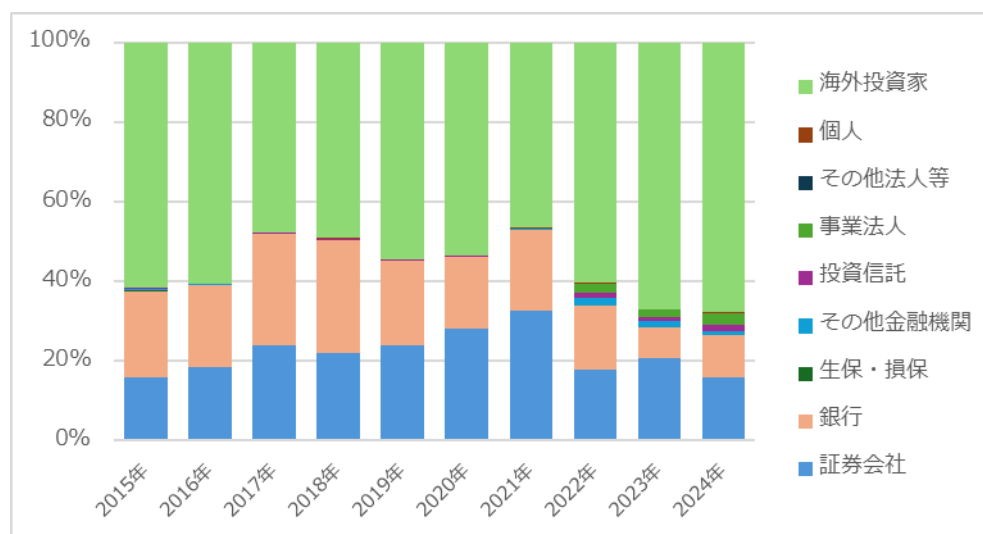


（注）立会外取引を含む。

● 投資部門別取引高の状況

図表Ⅲ - 18 及び図表Ⅲ - 19 は 2015 年以降の国債先物オプション取引の投資部門別取引状況の推移を示したものである。国債先物と同様に海外投資家の比率が高い状況が継続している。2015 年には証券会社及び銀行の比率は合わせて 4 割程度であったが、取引高の減少に伴い、2024 年における証券会社と銀行の取引高比率は約 27% にまで減少した。

図表Ⅲ - 18 国債先物オプション 投資部門別取引高比率（自己委託なし）



（注）集計対象は取引参加者の自己取引並びに資本の額 30 億円以上の取引参加者の委託取引。長期国債先物オプション取引の全限月取引を合計したもの。

図表Ⅲ - 19 国債先物オプション 投資部門別取引高（自己委託なし）



（注）集計対象は取引参加者の自己取引並びに資本の額 30 億円以上の取引参加者の委託取引。長期国債先物オプション取引の全限月取引を合計したもの。

- 権利行使数量・権利行使比率

国債先物オプション取引の取引高全体に対する権利行使数量の割合は、2010 年～2021 年において概ね 5%で推移していたが、2022 年以降はボラティリティが上昇したことに伴い比率が 10%程度まで上昇。権利行使数量自体は減少傾向にある。

国債先物オプション取引の権利行使の方法は、オプションの買手の意志によりいつでも権利行使が可能となるアメリカン・タイプである。権利行使時期を確認すると、取引最終日に権利行使を行う割合が 100%近い。

図表Ⅲ - 20 国債先物オプション取引における取引高に対する権利行使数量の割合

取引高（単位）						
年	取引高 (A)	権利行使数 量 (B)	B/A	取引最終日 権利行使数 量 (C)	C/B	取引最終日 以外権利行 使数量
2009	2,433,217	222,155	9.1%	222,155	100.0%	0
2010	1,999,282	107,010	5.4%	107,005	100.0%	5
2011	1,853,672	81,178	4.4%	81,178	100.0%	0
2012	2,283,839	95,567	4.2%	95,567	100.0%	0
2013	1,692,752	87,397	5.2%	87,395	100.0%	2
2014	1,133,723	54,099	4.8%	54,099	100.0%	0
2015	1,142,738	34,748	3.0%	34,748	100.0%	0
2016	958,472	37,854	3.9%	37,854	100.0%	0
2017	861,714	37,431	4.3%	37,421	100.0%	10
2018	783,545	41,570	5.3%	41,569	100.0%	1
2019	631,807	32,390	5.1%	32,390	100.0%	0
2020	323,210	21,006	6.5%	21,006	100.0%	0
2021	193,708	11,921	6.2%	11,921	100.0%	0
2022	85,960	8,946	10.4%	8,866	99.1%	80
2023	81,350	9,537	11.7%	9,366	98.2%	171
2024	61,871	7,472	12.1%	7,472	100.0%	0

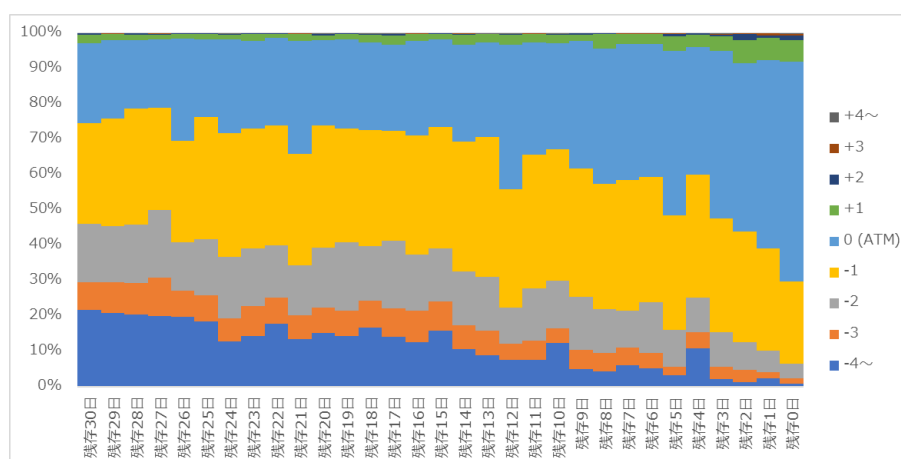
(注) 全限月取引高を合算したもの。割合は小数点第 2 位を四捨五入したもの。

- 権利行使価格別取引状況の推移

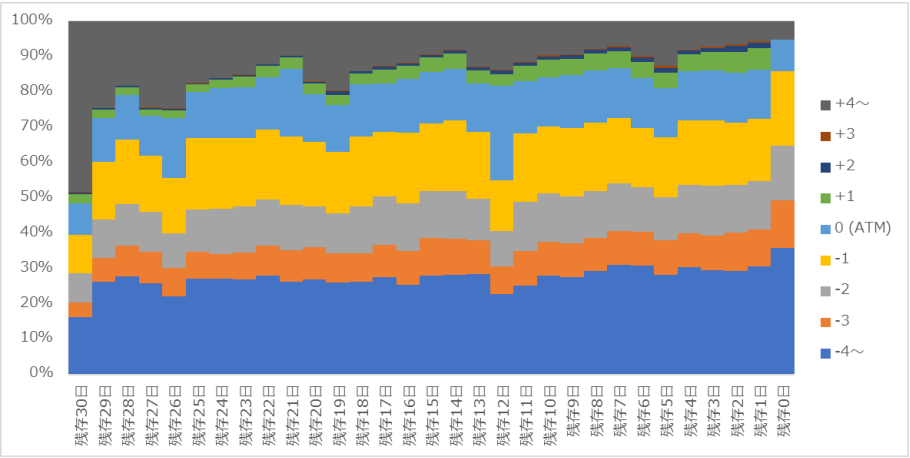
図表 - 21 及び図表 - 22 は、2015 年 1 月以降 2025 年 5 月末日までの期間における、残存日数が 30 日以内の国債先物オプション取引について、残存日数ごとにみた取引高・建玉残高の推移を相対権利行使価格別にまとめたものである。相対権利行使価格とは、ここではアット・ザ・マネー（以下「ATM」という。）の銘柄を 0 とし、1 つイン・ザ・マネー（以下「ITM」という。）の銘柄を +1、1 つアウト・オブ・ザ・マネー（以下「OTM」という。）の銘柄を -1 とし、それぞれディープになるほど +2、+3、-2、-3、-4、-5、とその値を大きくすることと定義している。また、本データでは残存日数は営業日数ではなく、カレンダーベースの残存日数としている。

相対権利行使価格別の取引高をみると、全体的には OTM 銘柄の取引シェアが高く、取引最終日前の数日間を除いて、同取引シェアは国債先物オプション取引全取引高の約 60～70% を占める。一方、相対権利行使価格別の建玉残高をみると、銘柄ごとの建玉残高シェアは取引シェアと概ね同様の傾向がみられるものの、ディープ・アウト・オブ・ザ・マネー銘柄の建玉残高については、取引最終日近辺になっても建玉残高全体に占めるシェアの大きな減少はみられない。

図表Ⅲ - 21 国債先物オプション取引 相対権利行使価格別取引高の推移



図表Ⅲ - 22 国債先物オプション取引 相対権利行使価格別建玉残高の推移



- 超長期国債先物（ミニ）取引の動向

- a 取引高及び建玉残高の推移

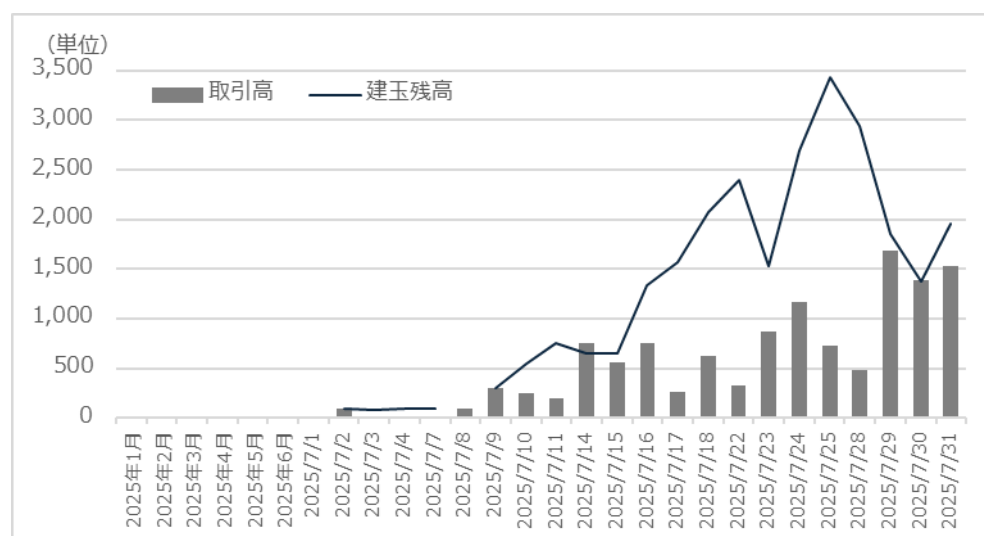
2022 年 4 月より取引単位が額面 1 億円であった超長期国債先物取引は、取引単位及び受渡単位が額面 1 千万円に見直され、「超長期国債先物（ミニ）」と名称が改められた。2022 年 4 月には 2019 年 6 月以来の取引が成立し、2022 年の取引高は 72 単位となった。

図表Ⅲ - 23 超長期国債先物取引（ミニ） 年間取引高及び年末建玉残高

年	取引高（単位）	年末建玉残高（単位）
2015 年	2,978	127
2016 年	843	19
2017 年	303	1
2018 年	152	3
2019 年	39	0
2020 年	0	0
2021 年	0	0
2022 年	72	0
2023 年	0	0
2024 年	0	0

2025 年入り後、特に 4 月から 5 月にかけて店頭の現物国債取引及び金利スワップ取引における超長期ゾーンで相場が急変動したことを受け、市場参加者の間で超長期国債先物の重要性が再認識された。2025 年 7 月 2 日には、2022 年 6 月 10 日以来約 3 年ぶりとなる取引が成立し、その後も継続的に取引が成立する状況がみられる。

図表Ⅲ - 24 超長期国債先物取引（ミニ） 2025 年 7 月における取引状況



b 受渡決済の状況

図表Ⅲ - 25 超長期国債先物取引の受渡決済状況

限月	取引状況			社数				受渡上位銘柄			
	総売買高	最終建玉残高	受渡決済比率	両建て	売建のみ	買建のみ	合計	銘柄名	(クーポン)	受渡決済数量	残存期間
	単位	単位	%	社	社	社	社	銘柄名	%	単位	年ヶ月
201512	2,100	117	5.57%	0	3	4	7	*超長期153	1.3	117	19.6
201603	675	124	18.37%	0	4	2	6	*超長期153	1.3	124	19.3
201606	239	17	7.11%	0	1	2	3	*超長期154	1.2	17	19.3
201609	93	49	52.69%	0	2	2	4	*超長期155	1	49	19.3
201612	74	13	17.57%	0	2	1	3	*超長期156	0.4	13	19.3
201703	60	5	8.33%	0	0	1	1	*超長期158	0.5	5	19.5
201712	45	1	2.22%	0	1	1	2	*超長期160	0.7	1	19.3
201812	20	1	5.00%	0	1	1	2	*超長期164	0.5	1	19.3
202206	72	3	4.17%	0	2	1	3	*超長期178	0.5	3	19.3

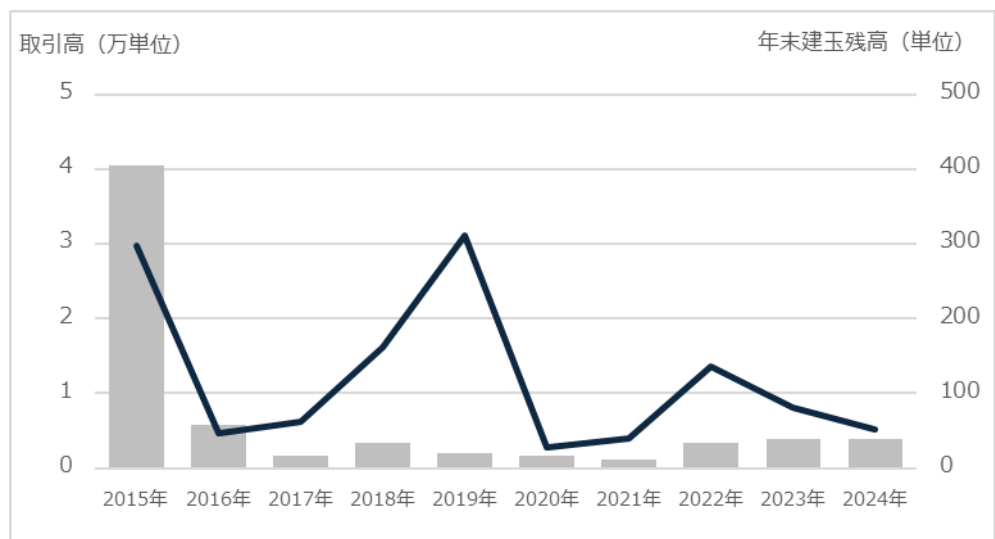
- (注) 1. 比率は小数点以下第3位を四捨五入。
2. *印は最割安銘柄。
3. 長期国債先物取引の受渡決済状況については「図表Ⅲ - 15 長期国債先物取引の受渡決済状況」を参照のこと。

- 長期国債先物（現金決済型ミニ）取引の動向

- a 取引高及び建玉残高の推移

2016 年以降大きく取引高が減少した長期国債先物（現金決済型ミニ）取引は、2021 年には年間取引高は約 1 千単位まで落ち込んだものの、2024 年には円金利市場への注目の高まり等を背景に約 3.8 千単位にまで回復した。

図表Ⅲ - 26 長期国債先物（現金決済型ミニ）取引 年間取引高及び年末建玉残高

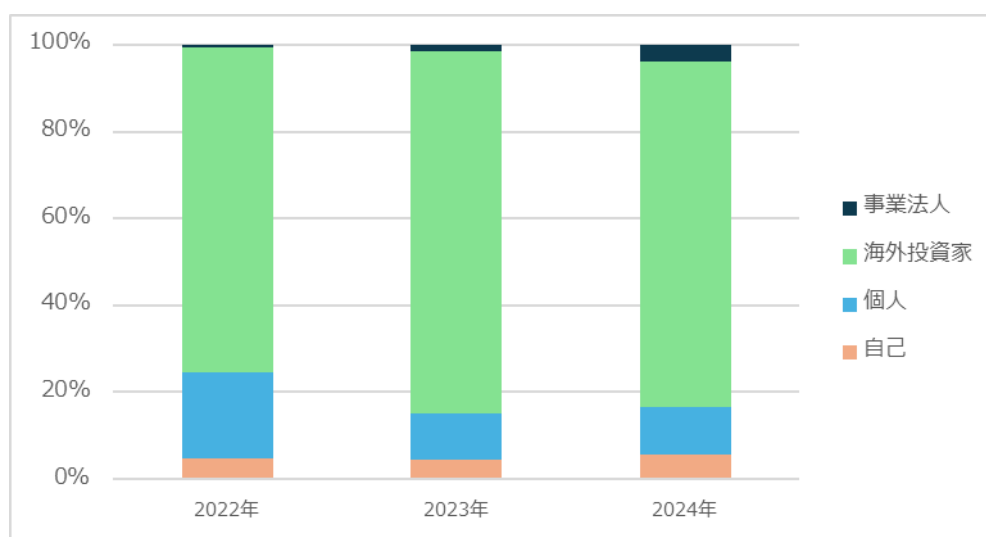


b 取引の状況

● 投資部門別取引高の状況

図表Ⅲ - 27 は長期国債先物（現金決済型ミニ）の投資部門別取引比率（自己委託あり）である。2022 年以降の取引高比率では、引き続き海外投資家の取引が中心であるものの、個人投資家及び事業法人の取引も確認できる。2024 年における取引高シェアにおいては、個人投資家が 11%、事業法人が 4%を占める。

図表Ⅲ - 27 長期国債先物（現金決済型ミニ）取引 投資部門別取引高比率（自己委託あり）



（注）資本の額 30 億円未満の証券会社の委託分を除いて集計したもの。長期国債先物パートで掲載したグラフと異なり、「自己取引」が集計される。

- TONA3 か月金利先物取引の動向

- a 取引高及び建玉残高の推移

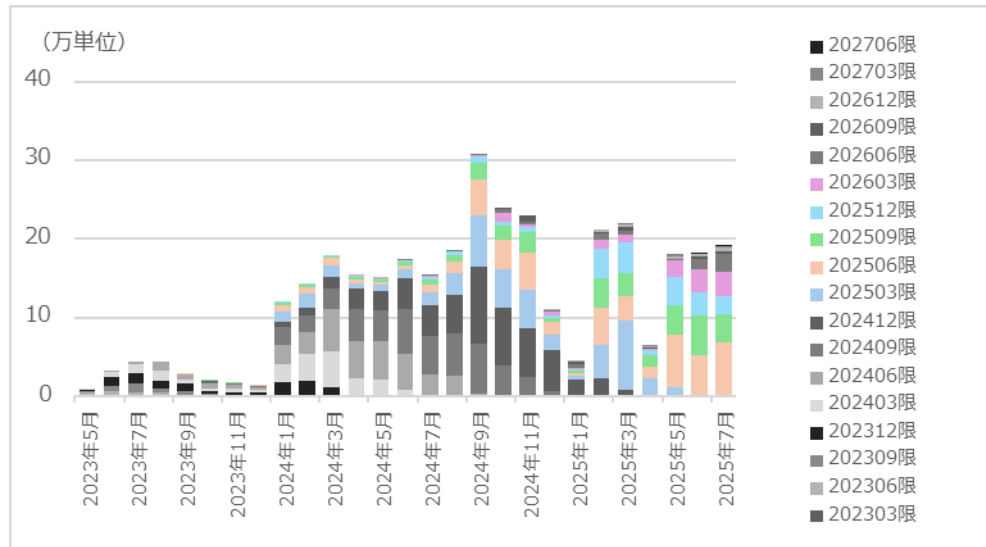
2023 年 5 月に取引開始した TONA3 か月金利先物取引は、マイナス金利政策解除・YCC 撤廃など「金利ある世界」へ向かいつつある状況下で大きく取引高・建玉残高を伸ばしている。金融政策の転換がみられた 2024 年 3 月以降、顕著に建玉残高が積み上がり、2025 年 3 月 13 日には建玉残高が初めて 10 万単位を超過した。

図表Ⅲ - 28 TONA3 か月金利先物取引 日次取引高及び建玉残高

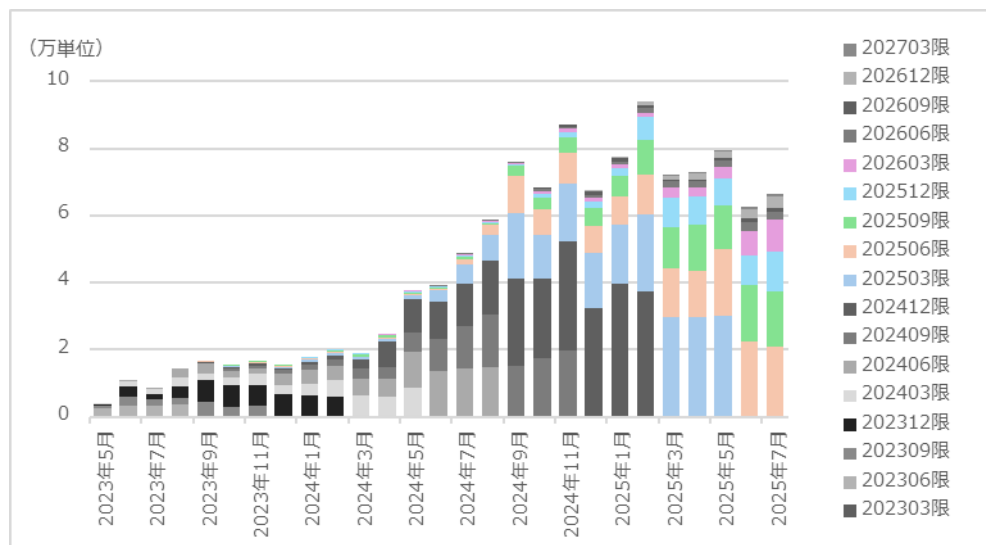


直近限月に取引高が集中する傾向の強い国債先物と異なり、TONA3 か月金利先物取引においては複数の限月で取引が行われ、また建玉残高が積み上がる傾向にある。これは限月ごとの金利参照期間が異なるため、将来の特定の期間の TONA3 か月金利先物の価格を用いてヘッジを行う参加者や、複数の限月を繋いで取引するカーブ取引などに利用されることがあるためと推察される。

図表Ⅲ - 29 TONA3 か月金利先物取引 限月別月次取引高



図表Ⅲ - 30 TONA3 か月金利先物取引 限月別月末建玉残高



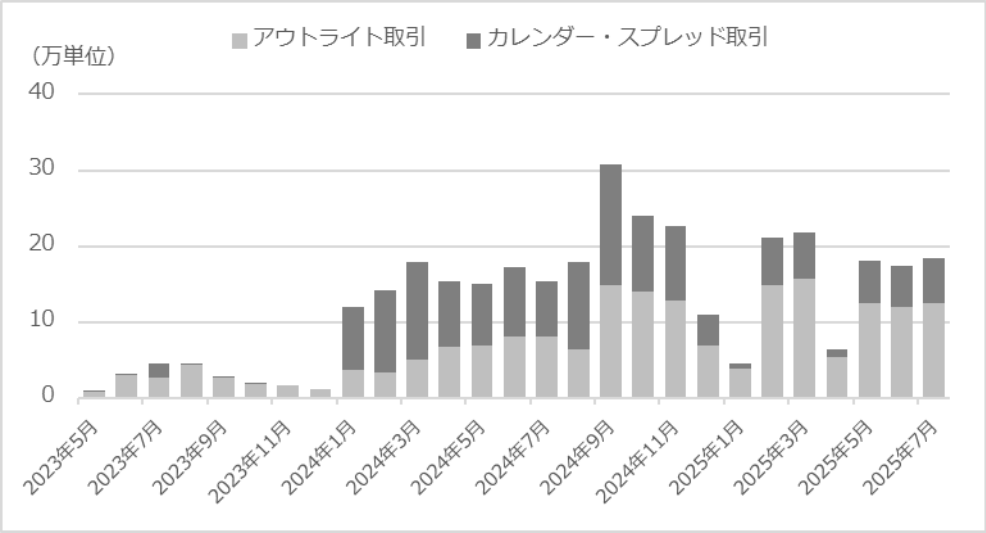
b 取引の状況

● ストラテジー（カレンダー・スプレッド）取引高の状況

限月交代月に限月間スプレッド取引が集中する長期国債先物取引と異なり、TONA3 か月金利先物取引では毎月一定の限月間スプレッド取引が行われている。TONA3 か月金利先物取引には、限月取引に加え限月間スプレッド取引にもマーケットメイカー制度が導入されている。このため、気配提示の対象となっている4組み合わせ（第1限月-第2限月、第2限月-第3限月、第

3 限月-第 4 限月、第 4 限月-第 5 限月) には継続的な気配提示がみられ、海外投資家を中心に取引が活発に行われている。

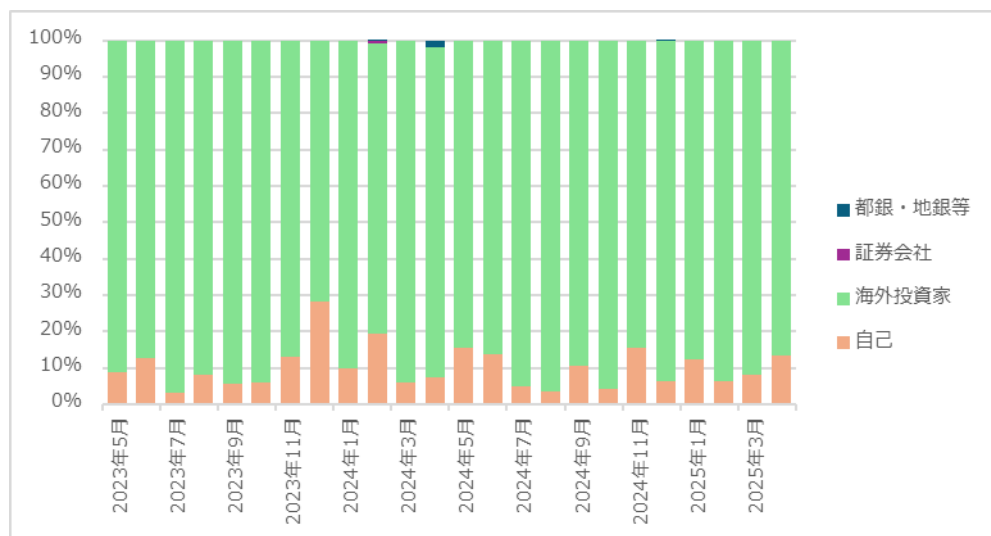
図表Ⅲ - 31 TONA3 か月金利先物取引 月次限月間スプレッド取引



- 投資部門別取引高の状況

図表Ⅲ - 32 のとおり、TONA3 か月金利先物取引の投資部門別取引高比率を見ると海外投資家の取引高シェアが概ね 9 割程度と高水準の状況が続く。今後、金融政策の正常化進行とともに円金利が大きく動く状況が到来すれば、ヘッジ手段としての利用ニーズも拡大し、国内投資家をはじめとして更なる取引拡大が見込まれる。

図表Ⅲ - 32 TONA3 か月金利先物取引 月次投資部門別取引高比率（自己委託あり）



(注) 資本金の額 30 億円未満の証券会社の委託分を除いて集計したもの。長期国債先物パートで掲載したグラフと異なり、「自己取引」が集計される。

IV. おわりに

本稿では 2015 年以降の 10 年間ににおける制度変遷や流通市場の動向に焦点を当てたが、この 10 年間で本邦市場における金融政策にも大きな変化が生じた結果、長く続いた低金利環境からいよいよ「金利ある世界」に向けて円金利市場が再起動する局面を迎えている。

円金利が動意付いていく環境下においては、市場参加者の円金利リスク調整ニーズの受け皿として取引所市場が果たす役割は大きく、金利指標として高い指標性を有する大阪取引所市場に対する期待やニーズも高まっていくものと考えている。大阪取引所としては、引き続き市場関係者の皆様との対話を重視しつつ、市場環境の変化を的確に捉え、安定性・信頼性・利便性の高い国債先物・オプション取引における市場機能の強化に努めてまいりたい。

また、日本取引所グループにおける、債券・金利デリバティブ取引のラインナップはとりわけ長期国債先物取引に極端に依存する状況が継続してきたが、本格的に有金利時代を迎えるにあたっては市場参加者のニーズの多様化・複雑化はより一層進むものと考えられるため、これを好機として超長期国債先物取引をはじめ様々なプロダクトの振興にも取り組んで行きたい。

市場関係者の皆様におかれては、今後も大阪取引所の国債先物・オプション取引市場に対する御意見・御要望等を忌憚なくいただき、市場の構築・発展に御協力いただければ幸いである。

・本稿の著作権は株式会社大阪取引所に帰属します。ただし、本稿に記載されている各指数、統計資料等の著作権は各算出先、公表元に帰属します。

・本稿の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

・本稿は、株式会社大阪取引所の国債先物取引市場、国債先物オプション取引市場及び金利先物取引市場に関する情報提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としているものではありません。

・本稿に掲載されている情報については万全を期していますが、株式会社大阪取引所は、利用者が本稿の情報をを用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。