

# 国債先物取引市場創設15周年を迎えて

派生商品総務室、派生商品業務室

---

## 目 次

### I. はじめに

### II. 最近の制度改正について

1. 中期国債先物取引の導入と市場活性化
2. 長期国債先物取引に係る利便性向上策
3. 証拠金制度の改善
4. 決済制度の整備・改善
5. その他の利便性向上策等

### III. 流通市場の動向

1. 国債先物取引市場の動き
2. 市場参加者の動向
3. 受渡決済の状況

### IV. 今後導入が予定されている諸制度

1. イブニング・セッションの導入
2. SPANの導入
3. 中期国債先物オプション取引の導入

### V. おわりに

## I. はじめに

昭和60年10月19日に東京証券取引所（以下「東証」という。）において国債先物取引市場が創設され、長期国債先物取引が開始されてから、本年で15周年を迎えることとなった。この間、東証では、国債先物オプション取引を導入したほか、昭和63年7月8日に超長期国債先物取引、平成元年12月1日にT-Bond先物取引、8年2月16日に中期国債先物取引を開始するなど、取引の多様化を図ってきた。

本稿では、金融の自由化及び国際化に伴い急速に発達をみせるデリバティブ商品の一つとして、日本国内にとどまらず、海外においてもますます重要な役割を担っている東証国債先物取引市場について、近年実施した制度改正等及び流通市場の動向を概観するとともに、今後の展望・課題についても述べることとする（なお、平成6年以前の制度改正及び市場動向については、本誌7年10月号「債券先物取引市場10年間の歩み」をご参照ください。）。

## II. 最近の制度改正について

近年、我が国のデリバティブ市場は、金融技術の進歩や日本版金融ビッグバンを背景として急速に発展しつつある。このような流れのなか、東証は国債先物取引市場において、市場参加者のニーズに迅速かつ的確に対応すべく、数多くの施策を講じてきた。

ここでは、最近の施策を大きく次の5つ、①中期国債先物取引の導入と市場活性化、②長期国債先物取引の利便性向上策、③証拠金制度の改善、④決済制度の整備・改善、⑤その他の利便性向上策等、に分け、それぞれについて概説することとする。

国債先物取引市場創設15周年を迎えて

表II-1 東証国債先物取引市場の歩み（平成7年～12年）

年	月 日	項 目
平成7年	2月 26日	ヘアリングズ社の経営破綻
	4月 20日	受渡決済に係る国債DVPの導入
8年	2月 16日	中期国債先物取引開始
9年	10月 29日	取引証拠金の自己・委託間の分別管理等の導入
	12月 3日	建玉報告制度の導入 売買代金等の即日資金化に伴う口座振替決済の導入
10年	3月 23日	取引最終日の繰下げ
	11月 2日	証拠金差入れ時限の短縮化 (T+1) 自己・委託注文の区分発注制度の導入 新先物・オプション売買システムへのリブレース
	12月 1日	限月取引数及び取引期間の見直し
11年	4月 1日	取引所税の廃止
	5月 1日	清算機関方式への移行
	6月 11日	受渡適格銘柄からの超長期国債の除外
	25日	媒介処理方法の変更（注意気配の採用）
	7月 14日	西暦2000年問題に係るコンディンジェンシー・プランの策定
12年	5月 8日	新中期国債先物取引開始
	8月 14日	限月間スプレッド取引開始
	9月 18日	イブニング・セッション開始（予定）
	10月 30日	SPAN導入（予定）
	11月 20日	中期国債先物オプション取引開始（予定）
13年	1月	日銀ネットRTGS化への対応（予定）

## 1. 中期国債先物取引の導入と市場活性化

### (1) 中期国債先物取引の導入（平成8年2月）

国債の償還期限の多様化に伴い、残存期間が4年又は6年といったいわゆる中期ゾーンの利付国債の発行量が増加するなか、中期ゾーンの金利変動に対するヘッジ手段を提供するとともに、指標的金利を形成する場として、中期国債先物取引の導入が求められるようになった。

東証は、こうした状況を踏まえ、平成7年7月、中期国債標準物（償還期限5年）を対象とする中期国債先物取引の導入を決定し、8年2月16日から取引を開始した。

当初の中期国債先物取引の取引制度は、基本的には長期国債先物取引と

同様であるが、中期国債先物取引に特有の項目は概ね次のとおりとした。

a. 標準物の条件

市場参加者の利便性を考慮し、長期国債標準物の償還期限が10年であることを踏まえて、償還期限を5年とするとともに、額面、利率については、長期国債標準物と同一の100円、年6%とした。

b. 受渡適格銘柄の範囲

受渡適格銘柄の範囲については、長期国債先物取引との差別化を図るなどの観点から、受渡決済期日において残存期間が3年以上5年以下の利付国債とした。また、受渡適格銘柄の数量を確保するため、上場国債に加え、非上場の4年及び6年利付国債を対象に含めることとした。

c. 委託証拠金の計算

中期国債先物取引の委託証拠金は、長期国債先物取引、超長期国債先物取引及び長期国債先物オプション取引と合算して処理することとした。

(2) 中期国債先物取引の商品性見直し（平成12年5月）

中期国債先物取引は、平成8年2月の取引開始当初はある程度活発に取引されたものの、その取引量は徐々に縮小する傾向にあった。

一方、近年、時価会計の導入を控えるなど、取り巻く環境の変化を受け、5年利付国債の早期導入を要望する声が高まりつつあった。このような状況を背景とし、自民党金融問題調査会の下に設置された債券市場問題小委員会などにおいて、5年利付国債の導入に関する議論が行われた結果、11年10月29日、大蔵省から国債入札参加資格者に対し、12年2月を目途に5年利付国債を発行する旨の通知が行われ、同年2月1日、5年利付国債（第1回）の入札が実施された。

このような状況を踏まえ、東証は、中期国債先物取引の再生を図るため、その商品性（標準物利率並びに受渡適格銘柄の種類及び年限の範囲）について見直しを行うこととし、市場参加者との議論の結果、標準物利率を年3%とし、受渡適格銘柄を受渡決済期日における残存期間が4年以上5年3か月未満の5年利付国債に限定するなどの商品性を見直しを行った。この新たな商品性による中期国債先物取引は5月8日から開始されている（詳細は、本誌4月号「中期国債先物取引の商品性見直しについて」をご参照ください。）。

## 2. 長期国債先物取引に係る利便性向上策

### (1) 長期国債先物取引の商品性見直し

#### a. 超長期国債の受渡適格銘柄からの除外等について（平成11年6月）

長期国債先物取引において超長期国債が最割安受渡適格銘柄となった場合の影響等に係る問題提起を契機として、平成10年秋以降、超長期国債の受渡適格銘柄からの除外及び長期国債先物取引の標準物利率の見直しについて議論を行った結果、東証は、11年3月、超長期国債の受渡適格銘柄からの除外等について決定した。具体的な内容は次のとおり。

#### (a) 受渡適格銘柄の範囲の見直し

長期国債先物取引の受渡適格銘柄に含まれている超長期国債は、発行量が10年国債に比べて少ないうえ、同一残存期間の10年国債と表面利率が乖離している。そのため、超長期国債が最割安受渡適格銘柄となった場合には、先物市場における相場攪乱要因が増幅したり、いわゆるスクイズの危険性が增大することなどが見込まれ、先物市場の流動性が低下することが懸念された。

このような状況を回避するため、平成11年6月11日に取引が開始される12年3月限月以降の限月取引について20年国債を長期国債先物取引及

び中期国債先物取引の受渡適格銘柄から除外することとした。

(b) 標準物利率の据置き

標準物利率を実勢金利に近付けることとした場合には、最割安受渡適格銘柄の範囲が広がり、その結果、より多くの銘柄が受渡しに供されることとなることが想定される。しかしながら、標準物利率を変更した場合には、価格の継続性が失われることに加え、最割安受渡適格銘柄ごとに設定するヘッジ比率等を頻繁に調整する必要があることなどから、かえって国債先物取引の使い勝手が悪くなる可能性があると考えられた。

そこで、先物市場の流動性の維持又は拡大の見込みが不透明な中では、標準物利率を積極的に変更する理由は乏しいと考え、長期国債先物取引、中期国債先物取引及び超長期国債先物取引の標準物利率は年6%に据え置くこととした（中期国債先物取引の標準物利率については、その後の商品性見直しに関する検討において、年3%とされた。（1. (2) 参照））。

b. 長期国債先物取引の商品性見直しに関する検討着手の当面の見送りについて（平成12年4月）

中期国債先物取引の標準物利率の引下げを背景に、長期国債先物取引における標準物利率（年6%）についても、実勢金利水準と大きく乖離している状況を踏まえ、一部の市場参加者から見直しを行うべきとの指摘がなされていた。

東証としては、現行の標準物利率は実勢金利水準との乖離が大きいため、受渡適格銘柄間の変換係数（コンバージョン・ファクター）による価格形成が十分に行われず、事実上特定の銘柄のみが最割安銘柄として取り扱われることとなり、いわゆるスクイーズ等の対象とされやすくなるなどの理由により、国債先物取引の流動性への影響を懸念し、標準物利率を含めその商品性見直しについては検討を行う必要があると考え、市場参加者に対し、議論の必要性の有無及びそのタイミング等につ

いてアンケートを行った。

その結果、現行の長期国債先物取引の商品性について特に問題点は見当たらない、標準物利率の引下げにより表面利率が他の銘柄に比べ極めて低い銘柄が複数限月にわたり最割安銘柄となった場合における長期国債先物取引の流動性への影響について懸念がある等の理由により、見直しの必要性がない又は現段階で見直しを行うことは適当ではないとする意見が、社数でも、過去一定期間の売買シェアでも、過半数を大きく上回っている状況となった。

そこで、東証は、12年4月、長期国債先物取引の商品性について、直ちに見直しの検討に着手することは適当でない判断し、当面これを見送ることとした。

## (2) 限月間スプレッド取引の導入（平成12年8月14日）

限月間スプレッド取引とは、先物取引における異なる二つの限月取引の価格差（スプレッド）により呼値を行い、取引が成立した場合には、当該2つの限月取引について、一方の限月取引の売付け及び他方の限月取引の買付けが同時に成立する取引をいう。この限月間スプレッド取引は、既に国内外において広く行われており、国債先物取引についても、円滑なロールオーバーを可能とする限月間スプレッド取引を導入することが求められていた。

東証はこうした状況を踏まえ、平成11年9月、「長期国債先物取引に係る限月間スプレッド取引の制度概要」を決定し、また、12年1月には、中期国債先物取引についても限月間スプレッド取引を導入することとし、8月14日から限月間スプレッド取引を開始することとした。

この限月間スプレッド取引の導入により、①円滑なロールオーバーの執行、②マーケット・インパクトの軽減、③先物価格の安定化、④取引制度のグローバル・スタンダード化、⑤国債先物取引市場の利用の促進が図られ、一層の国債先物取引の利便性の向上が期待される（詳細は、

国債先物取引市場創設15周年を迎えて

表II-2 国債先物取引に係る限月間スプレッド取引の制度概要

限月間スプレッド取引	
取引の対象	中期国債先物取引及び長期国債先物取引
限月間スプレッド取引の組合せ及び数	組合せは以下の3種類とし、それぞれ期先限月取引の取引開始日を限月間スプレッド取引の取引開始日とし、期近限月取引の取引最終日を限月間スプレッド取引の取引最終日とする ① 最初に取引最終日が到来する限月取引（以下「直近の限月取引」という。）とその次に取引最終日が到来する限月取引（以下「第2限月取引」という。） ② 直近の限月取引と第2限月取引の次に取引最終日が到来する限月取引（以下「第3限月取引」という。） ③ 第2限月取引と第3限月取引
売買単位	額面1億円（期近限月取引の額面1億円の売付け又は買付けと期先限月取引の額面1億円の買付け又は売付け）
呼値	スプレッド売呼値は「期近限月取引の売付け及び期先限月取引の買付け」に係る呼値とし、スプレッド買呼値は「期近限月取引の買付け及び期先限月取引の売付け」に係る呼値とする
呼値の種類	指値に限定
呼値の単位	額面100円につき1銭
制限幅	前日の最終約定スプレッド値段（最終特別気配値段を含む。）から上下4円（臨時拡大時は上下6円）
約定値段（建値）	限月間スプレッド取引が成立したときの各限月取引の約定値段は、原則、次のとおりとする ① 期近限月取引 限月間スプレッド取引の呼値について売買が成立した時の期近限月取引の直前の約定値段（特別気配値段を含む。以下同じ。）とし、当日中に約定値段がない場合には直前の清算値段とする ② 期先限月取引 ①により期近限月取引の約定値段とする値段から約定スプレッド値段を減じた値段とする なお、受渡決済期日の属する月の第1営業日の午前立会からは、期近限月取引の建値は期先限月取引の建値に約定スプレッド値段を加えた値段とし、期先限月取引の建値は限月間スプレッド取引が成立したときの期先限月取引の直前の約定値段とする
清算値段	個々の限月取引における清算値段と同一とする
建玉	限月間スプレッドにより成立した各限月取引の新規の売付け又は買付けは、国債先物取引における当該限月取引の建玉として算定する
取引時間	午前9:00～午前11:00 午後0:30～午後3:00 午後3:30～午後6:00（平成12年9月18日から開始）
取引開始	平成12年8月14日

本誌7月号「国債先物取引に係る限月間スプレッド取引の導入について」をご参照ください。)

(3) イブニング・セッションの導入（平成12年9月18日予定）

海外の先物・オプション取引所においては、取引機会をできるだけ多くの市場参加者に提供するため、順次取引時間を拡大する流れにある。また、東証の午後立会終了後における現物国債の売買に係るヘッジや裁定・ベシス取引等のニーズも少なからず存在する。

そこで、東証は、国債流通市場における指標の提供、海外の先物・オ



プション取引所との競争力の強化のほか、東京金融先物取引所におけるユーロ円金利先物取引との裁定機会の提供等のニーズ等に対応するため、平成12年9月18日から、午後3時30分から午後6時まで新しい立会区分としてイブニング・セッションを導入することとした（詳細は、本誌8月号「国債先物・オプション取引に係るイブニング・セッションの導入について」をご参照ください。）

#### (4) その他

##### a. 建玉報告制度の導入

国債先物取引においては、現物国債により受渡決済を行っているが、当該受渡しに用いられる現物国債の量が実際に市場で流通している現物国債の量を大きく超える場合には、受渡決済の不履行を招くおそれがある。また、こうした現物国債による受渡決済を行うという制度面での特徴から不公正取引を企てる投資者が現れる可能性がある。そこで、このような事態の発生を未然にチェックする一つ的手段として、平成9年11月、建玉報告制度の導入を決定し、12月3日から実施することとした。建玉報告制度の概要は以下のとおりである。

正会員及び国債証券先物取引等特別参加者（以下「正会員等」という。）は国債先物取引及び国債先物オプション取引に係る自己又は顧客の建玉残高が次のいずれかに該当することとなった場合に東証に報告するものとした。

① 国債先物取引について、直近の限月取引について、売建玉と買建玉の差引数量が次の数量以上となった場合

- イ 中期国債先物取引500億円以上
- ロ 長期国債先物取引1,000億円以上
- ハ 超長期国債先物取引500億円以上

② 国債先物取引の直近の限月取引を権利行使対象先物限月取引とする

国債先物オプションについて、次に掲げる建玉の数量以上となった場合

イ 中期国債先物オプション取引500単位以上（12年11月20日から）

ロ 長期国債先物オプション取引1,000単位以上

(イ) 国債先物プットオプションに係る売建玉と買建玉の差引数量

(ロ) 国債先物コールオプションに係る売建玉と買建玉の差引数量

(ハ) (イ) の売超数量に (ロ) の買超数量を加えた数量

(ニ) (イ) の買超数量に (ロ) の売超数量を加えた数量

なお、報告対象となる顧客の下に原始顧客がいる場合には、当該原始顧客について調査のうえ報告を行うものとした。ただし、顧客が守秘義務を理由として原始顧客に係る情報提供を行わない場合等、正当な理由がある場合には報告を行わないこととした。

#### b. 取引最終日の繰下げ

平成9年4月から国債の現物取引に係る決済期間が4日目決済に短縮され、また、債券貸借市場の拡充もあり、国債の決済に係る環境整備が進んでいる状況を踏まえ、決済リスク削減の観点から取引最終日から受渡決済期日までの期間を短縮することとした。具体的には、それまで、受渡決済期日の9日前の日を取引最終日としていたものを、10年6月限月以降の限月取引から取引最終日を受渡決済期日の7日前の日とした。

#### c. 始値・終値売買の合致要件の緩和

国債先物・オプション取引における価格形成の促進を図るため、始値・終値売買の合致要件を緩和し、平成10年11月2日から実施することとした。

具体的には、始値又は終値を定める取引において、①成行呼値を売り買い全量執行、②対当価格に満たない売呼値及び対当価格を超える買呼値を全量執行、③対当価格における売呼値又は買呼値のいずれかが全量執行、④対当価格における売り又は買いのいずれか一方の残りの呼値に

ついて全発注会員等が最小取引単位以上の数量を執行、の4条件を満たす必要があるが、これについて、始値又は終値を定める取引について、価格形成の促進を図るため、この4条件のうち④について「対当価格における売り又は買いのいずれか一方の残りの呼値について最小取引単位以上の数量を執行」と条件を緩和することとした。

**d. 自己注文と委託注文との区分発注の制度化**

平成9年12月、証券取引等監視委員会から大蔵大臣に対し、自己の計算による取引と顧客の委託に係る注文との峻別を自主規制機関の規則により義務付ける等の建議が行われたことを踏まえ、東証は、正会員等が自己の計算で行った取引について、事後的に顧客の取引勘定に帰属される方法による損失補てん等を防止する観点から、東証の全上場商品に係る取引について、東証への注文発注時に自己注文と委託注文とを区分して発注することを義務付けることとし、10年11月2日の新先物・オプション売買システムの導入に合わせ、自己注文と委託注文の区分発注及び転売・買戻し及び権利行使の自己・委託別による申告を行うこととした。

**e. 限月取引数及び取引期間の見直し**

国債先物取引は、各限月の取引期間を1年3か月とする5限月制であったが、取引開始後6か月間の売買高、建玉残高はともに総じて極めて少ない状況であった。このような状況を踏まえ、今後の制度改正を機動的に行うことを可能とし、かつ、システム資源の有効利用を図るなどの観点から、5限月取引制から3限月取引制に限月数を削減するとともに、各限月の取引期間を1年3か月から9か月に短縮することとし、平成10年12月1日から実施した。

**f. 媒介処理方法の変更**

国債先物・オプション取引について、より迅速な価格形成を行うこと

を目的とし、平成10年11月2日、新先物・オプション売買システムの導入に合わせ、いわゆるザラバにおける売買に関し、直前の約定値段等より低い（高い）値段による売（買）呼値が行われている場合について表示されるいわゆる注意気配表示を行わないこととした。

しかし、その後、新しい媒介処理方法においては、急激な価格変動を生じることがあり、使い勝手が悪いとの声を受けたため、いわゆる注意気配表示を伴う価格変動を抑えた媒介処理方法を構築し、11年6月25日から変更することとした。

#### g. 営業譲渡時における建玉の取扱い

正会員等が他の正会員等に営業の譲渡を行う場合において、当該営業譲渡を行う正会員等の顧客について取引の利便性を確保するため、平成11年1月1日から、建玉を当該他の正会員等に移管できることとした。

### 3. 証拠金制度の改善

先物・オプション取引については、平成7年のベアリングズ社の経営破綻を契機として、リスク管理の在り方が議論されることとなったが、8年6月4日、証券取引審議会報告書「証券取引所における先物・オプション取引のリスク管理の改善について」が出され、我が国の証券取引所についても、国際的にみて遜色のないリスク管理の仕組みを整えることが喫緊の課題であり、仮に証券取引所の正会員等が経営破綻をきたしたような場合においても、当該正会員等の顧客の資産の保護及び他の正会員等の経営破綻への波及のおそれの回避について、十分な対応がとられるような制度を確立する必要があるとの方針が示された。具体的には、取引証拠金の計算方法の改善、証拠金及び値洗い資金の差入期限の短縮、追い証制度の見直し、委託証拠金の計算方法の合理化等が改善項目として示された。

東証においては、リスク管理の充実及び顧客資産の保護等の観点から、

国債先物取引市場創設15周年を迎えて

表II-3 国債先物取引の制度概要

	中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引
対象銘柄	中期国債標準物 (3%、5年)	長期国債標準物 (6%、10年)	超長期国債標準物 (6%、20年)
限月取引	3月、6月、9月、12月の3限月取引 (最長9か月)	同左	同左
売買単位	額面1億円	同左	同左
受渡決済期日	各限月の20日 (休業日に当たるときは、順次繰り下げる。)	同左	同左
受渡資格銘柄	発行日 (リオープン方式により発行された利付国債証券の発行日は、同一の名称及び記号を有するもののうち、最初に発行された日。以下同じ。) 及び受渡決済期日に4年以上5年3か月未満の残存期間を有する利付国債証券 (国債証券として発行されたものであって、かつ、国債募集引受団による募集引受けの方法、入札の方法その他発行に際して不特定多数の者による取得を前提とする方法によりその発行総額の全部又は一部が発行されたものに限る。以下同じ。) のうち、発行日の属する月が受渡決済期日の属する月の3か月前の月以前のもの	発行日及び受渡決済期日に7年以上11年未満の残存期間を有する利付国債証券のうち、発行日の属する月が受渡決済期日の属する月の3か月前の月以前のもの <sup>※</sup>	発行日及び受渡決済期日に15年以上21年未満の残存期間を有する利付国債証券のうち、発行日の属する月が受渡決済期日の属する月の3か月前の月以前のもの <sup>※</sup>
呼値の単位	額面100円につき1銭	同左	同左
制限幅	前日の清算値段から上下2円 (臨時拡大時は上下3円)	同左	前日の清算値段から上下3円 (臨時拡大時は上下4.5円)
取引期間	取引最終日 受渡決済期日の7日前 (休業日を除外する。) の日 取引開始日 各限月取引の取引最終日の翌日 (休業日に当たるときは、順次繰り下げる)	同左	同左
転売・買戻し	各限月取引の売付け又は買付けが転売又は買戻しである場合は、会員等がその旨を東京証券取引所に申告し、東京証券取引所は当該申告に係る数量を決済に係るものとして、当該会員等の当該限月取引の建玉から減じる。	同左	同左
清算値段	同一取引日の最終約定値段 (最終特別気配値段を含む。以下同じ。) とし、最終約定値段がない場合には、前取引日の清算値段とする。	同左	同左
差金の授受	反対売買を行った日の翌日 (休業日に当たるときは、順次繰り下げる。)	同左	同左
決済物件の受渡し	受渡しに供する国債の銘柄は渡方 (売方) の任意	同左	同左
取引時間	午前9:00～午前11:00 午後0:30～午後3:00 午後3:30～午後6:00 (平成12年9月18日から開始)	同左	午前9:00～午前11:00 午後0:30～午後3:00
取引開始	平成8年2月16日	昭和60年10月19日	昭和63年7月8日

※ 平成13年3月限までは、発行日の属する月が受渡決済期日の属する月の前々月以前のもの

先物・オプション取引に係る証拠金及び値洗い制度の改正について取りまとめ、大幅なシステム改造を必要とする決済時限等の短縮を除き、9年10月29日から実施することとした。

その後、「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」が成立し、顧客資産の保護を法律上において明確に図る観点から、証券取引法における証拠金関連規定が改正されたことに伴い、決済時限等の短縮と併せ、その実施を円滑に行うための実務対応を中心に更なる検討を行い、10年11月30日から実施することとした。

以下に具体的な改正内容について概説する。

(1) 先物・オプション取引のリスク管理の充実（平成9年10月29日）

a. 取引証拠金の自己・委託間の分別管理

取引証拠金について、通常時から自己・委託別に所要額の計算を行うとともに、実際の預託についても、自己・委託に区分して行うこととし、正会員等破綻時において、取引証拠金の速やかな移管又は返還を可能とするようにした。

さらに、委託分の取引証拠金については、正会員等は、原則として、顧客が委託証拠金として差し入れた金銭又は有価証券を、そのまま取引証拠金として預託する（再預託）こととするほか、あらかじめ顧客が同意した場合には、顧客が委託証拠金として差し入れた金銭又は有価証券に代えて、正会員等が保有する金銭又は有価証券により預託する（差換預託）こともできることとした。正会員等は、取引証拠金について、自己・委託に区分し、かつ委託分については再預託分と差換預託分に区分して証券取引所に預託することとし、証券取引所においてもこれら3つの区分で取引証拠金を管理することとした。

b. 顧客の計算上の利益の払出し

顧客に対して計算上の利益に相当する金銭の払出しを行うことができ

ることとし、顧客資産の保護の充実を図ることとした。

また、委託証拠金の現金預託義務をなくし、計算上の損失が発生する都度、追加差入れすることとした。

**c. 委託証拠金の計算方法の合理化**

売り買い差引建玉について委託証拠金を課す方法（いわゆるネット方式）に改正することとした。

また、最低委託証拠金（600万円）は設けないこととした。

**d. 1単位当たりの証拠金額等**

委託証拠金及び取引証拠金の所要額については、1単位当たりの証拠金額を直近の一定期間における価格変動に基づいて計算し、定期的に見直しを行うこととした。

**e. 取引口座の設定方法**

取引所ごとに口座を一本化し、一つの口座で当該取引所のすべての先物・オプション取引（東証口座では、国債証券先物取引、国債証券先物オプション取引、株価指数先物取引、株価指数オプション取引、株券オプション取引）を行えることとした。

**(2) 証券取引法証拠金関連規定改正への対応（平成10年11月30日）**

**a. 委託取引に係る取引証拠金の預託方法**

改正証券取引法において、顧客が、直接、取引所に取引証拠金を預託することとなったことに伴い、再預託については、直接預託と名称を変更することとした。

また、差換預託の場合には、改正証券取引法においても従前どおり、顧客の書面による同意を条件として、顧客は正会員等に委託証拠金を差し入れ、正会員等は取引所に取引証拠金を預託することができることとした。

**b. 取次者が差し入れる取引証拠金の取扱い**

改正証券取引法において、非会員証券会社等の取次者及びその顧客である申込者について新たに証拠金の預託方法が規定されたことに伴い、正会員等が、取次者が差し入れた委託の取次ぎに係る取引証拠金を直接預託分として取引所に預託する場合、当該取引証拠金のうち、申込者から差し入れられた証拠金に代えて取次者の保有する金銭又は有価証券により差し入れられた取引証拠金については、他の直接預託分の取引証拠金と区分して取引所に預託することとした。また、取引所においても同様の区分で管理することとした。

**c. 決済時限等の短縮**

正会員等破綻時における不履行債務の増大を抑え、かつ、グローバル・スタンダードへの調和を図る観点から、顧客の先物決済損失額及びオプション取引代金の正会員等への差入れ時限、証拠金の差入れ時限を、取引日の翌日（T+1）に短縮することとした。また、正会員等の先物値洗い差金及びオプション取引代金の決済時限、証拠金の取引所への預託時限についても、T+1に短縮することとした。

なお、顧客が非居住者である場合の先物決済損失額及びオプション取引代金の正会員等への差入れ時限、証拠金の差入れ時限については、時差を考慮し、T+2までの正会員等が指定する時刻とした。

**d. 受入証拠金の計算**

T+1実施後においては、取引翌日に金銭の授受等の実務を円滑に行う必要があることから、顧客と正会員等との間における先物・オプション取引に係る証拠金、先物決済損益額及びオプション取引代金について、計算及び金銭の授受をすべて一括して行うこととした。

さらに、先物取引における決済損失額及びオプション取引における買付け代金については、金銭の額、先物取引における計算上の利益の払出



し可能額若しくは未決済の決済利益額又はオプション取引における未決済の売付け代金と、受入証拠金の計算上、決済日に相殺することとし、これにより決済したものとすることとした。

### (3) 正会員等破綻時の建玉及び証拠金の取扱い

平成9年10月の制度改正と併せ、正会員等が破綻した場合における建玉及び顧客の証拠金の取扱いについても明確化を図った。その後10年11月の制度改正を経て、概要は次のとおりとなっている。

#### a. 建玉の取扱い

正会員等に会員権又は取引資格の停止（以下「会員権停止等」という。）が行われた場合には、当該正会員等の建玉（取引最終日を過ぎたものを除く。）につき、次の取扱いを行うこととした。

##### (a) 自己計算による建玉

会員権停止等の処置を受けた正会員等（以下「会員権停止正会員等」という。）の自己計算による建玉及び東証が建玉の移管を行うことが適当でないと認める顧客の建玉については、東証が指定する他の正会員等をして転売若しくは買戻し又は権利行使を行わせることとした。

##### (b) 顧客の建玉（上記（a）に掲げる顧客の建玉を除く。）

イ. 顧客が取引所の指定する他の正会員等への建玉の移管を希望し、これにつき当該正会員等の承諾を得た場合

当該顧客の建玉の移管に同意を得た正会員等に移管させる。

ロ. 顧客が建玉を直ちに転売若しくは買戻し又は権利行使を行うことを希望する場合

東証が指定する他の正会員等をして、転売若しくは買戻し又は権利行使を行わせる。

ハ、一定期間内に上記イ又はロの処理が行われなかった場合

一定期間後に、東証が指定する他の正会員等をして、転売若しくは買戻し又は権利行使を行わせる。

**b. 顧客の証拠金の取扱い**

上記 a (b) イにより建玉の移管を行った場合は、各顧客の取引証拠金は、当該顧客が移管先正会員等に取引証拠金として差し入れ、移管先正会員等が東証に預託したものとし、以後、移管先の正会員等が顧客の代理人として東証に対する返還請求を行うこととした。

また、上記 a (b) ロ又はハにより、会員権停止正会員等の顧客の建玉を手仕舞った場合には、当該顧客は、取引所に対して、委託分の取引証拠金の返還請求を行うことにより、証拠金の返還を受けることができることとした。

**4. 決済制度の整備・改善**

東証では、グローバル・スタンダードの視点に立った決済リスクの削減等を目指し、決済制度の整備・改善について鋭意対応を図っている。

以下に、近年実施した決済制度に関する主な施策について述べることにする。

**(1) 受渡決済に係る国債DVPの導入**

日本銀行金融ネットワークシステム（以下「日銀ネット」という。）を利用した国債資金同時受渡に係るシステム（「国債DVP（Delivery Versus Payment：資金・証券の同時受渡し）システム」が平成6年4月に稼働したことから、その利用の広範化を踏まえ、東証における国債先物取引の受渡決済についても、決済リスクの削減及び決済事務の合理化等に資することを目的として、同システムを利用した決済を行うこととし、7年6月20日受渡決済分から、同システムによる決済を行うことと

した。

#### (2) 決済代金等の即日資金化に伴う口座振替決済の導入

値洗い差金等の資金決済について、決済リスクの削減、決済事務の効率化及び決済分野におけるグローバル・スタンダードとの調和を図る観点から、平成9年10月、翌日資金の小切手の授受による方法を改め、口座振替の方法により決済日当日に利用可能な資金（即日資金）での決済とすることとした。

#### (3) 東証決済の清算機関方式への移行

東証における決済について、正会員等の中で決済を行う方式に代え、東証自身が決済の当事者となる清算機関方式に移行することとし、平成11年2月、関係諸規則の整備を行い、5月1日から施行した。

これにより、ネットィング決済に係る法的根拠が明確化されるとともに、欧米の先物・オプション取引所において一般的である方式の採用により、グローバル・スタンダードとの調和が図られることとなった。

#### (4) 非居住者の国債利子課税制度の改正に係る対応

平成11年度の税制改正により、円の国際化の推進策の一環として、非居住者の受け取る一括登録国債の利子に係る源泉徴収免除措置が導入された。このため、国債先物取引の受渡決済においても、経過利子について非課税扱いと定められた場合の受渡物件に、非居住者の源泉徴収免除措置の適用を受ける国債を追加することとし、11年10月1日から施行した。

#### (5) 日銀ネットRTGS化への対応

決済リスク削減の観点から、日銀では、平成13年1月を目途に日銀ネットによる国債決済及び当座預金決済のRTGS（Real Time Gross

Settlement：即時グロス決済）化を実施する予定であり、日銀ネットを利用して行っている東証の国債先物取引の受渡決済に関しても、これに合わせ、所要の対応を行うこととした。

## 5. その他の利便性向上策等

このほか、東証は、市場参加者の利便性向上に資するため、市場情報の拡充や、西暦2000年問題への対応など、以下のとおり、様々な施策を講じている。

### (1) 注文入力に係るシステム間接続の導入

近年の情報技術の発達を背景として、平成9年4月、東証は、新先物・オプション売買システム（10年11月2日稼働）をはじめ、今後順次実施するシステムリプレースにおいて、正会員等の利便性・効率性向上の観点から、正会員等の自社システムと東証の売買システムとの間で注文入力に係るシステム間接続を実施することとした。

### (2) 市場情報の拡充

東証市場の機能強化及び活性化に資するため、投資情報の充実により市場参加者の利便性を高める観点から、市場情報の配信方法についても次のような利便性向上策が図られている。

#### a. 一般気配の投資者への直接配信

一般気配については、従前は、正会員等の管理のもとで投資者へ提供することとしていたが、平成7年11月13日から、約定値段、売買高と同様に情報端末等を通じて投資者に直接配信することとした。

**b. 複数気配及び寄前気配の配信**

市場情報の配信についてさらに充実を図るため、平成11年12月、一般気配を含む上下3本の気配値段及び当該気配値段に係る注文数量並びに寄前気配値段及び当該気配値段における累計注文数量について、相場報道システムにより提供し、投資者及び正会員等が直接利用できるよう対応することを決定した。株券については、12年12月を目途に提供を開始することとし、国債先物・オプション取引についても、12月以降速やかに提供を開始することとした。

**c. 板情報のデジタル提供**

板情報については、正会員端末装置（参加者端末装置を含む。）の画面を通じてのみ入手することができるが、正会員等において、板情報を自社システムに取り込むことによる効率的な注文発注等へのニーズが高まってきている状況を踏まえ、東証は、平成10年6月、東証市場への注文発注の効率化等を目的とする場合に限り板情報のデジタル提供を行っていくこととした。なお、現在のところ、株式売買システムにおいて、その対応が図られている。

**(3) コンピュータ2000年問題への対応**

コンピュータ2000年問題とは、システムの処理において、本来は4桁で扱うべき西暦の表記を、ハードウェアの記憶領域の制約等から、西暦の下2桁で行っている場合、西暦2000年を表す「00」をプログラムが有効に認識できなくなる（例えば、「00」を1900年と誤認する）ことによるシステム誤作動の問題をいい、世界的な問題となった。この問題に対し、東証は、その公共性及び経済に与える影響の大きさを鑑み、東証市場の信頼を維持すべく、以下のとおり対応策を講じた。

**a. システム対策**

平成9年7月、東証は、コンピュータ2000年問題に対し早期の対策を講じることを決定し、各売買システム、相場報道システム、清算システムにおいて、順次正会員等の参加のもと繰り返しテストを実施した。

**b. 西暦2000年問題対応に係るコンティンジェンシー・プランの策定**

西暦2000年問題によってもたらされるおそれのある障害は、広範囲かつ同時多発的に発生する可能性があり、また、東証各システムが正常に作動している場合においても関連する他のシステムにおいて障害が発生するおそれもあるため、東証は、その対策をより広範かつ網羅的に講じることを目的とし、西暦2000年問題によって障害が発生した場合の対応策をコンティンジェンシー・プランとして取りまとめた。また、当該コンティンジェンシー・プランは西暦2000年問題のみならず、基本的にすべてのシステム障害において適用するものとした。

具体的には、先物・オプション取引において、売買に参加できない正会員等（端末等）の過去の売買シェアが概ね2割超となった場合には、当該売買システムにおける売買を停止するなど、その他相場報道システム、清算システム等における障害時の対策についても取りまとめを行った。

**c. 取引代行の取扱い**

コンティンジェンシー・プランにおける売買停止基準に満たない状況において、注文入力等が行えない状況にある正会員等の取引継続を可能とするため、平成11年10月1日から、システム障害時における他の正会員等による取引代行の取扱いを認めることとした。

具体的な手続きについては、取引が困難となった正会員等は、あらかじめ他の正会員等及び東証の承諾を受けて、当該他の正会員等を通じて呼値を行うことができることとし、また、この場合において、取引を代行する正会員等により行われた個々の約定について、システム障害が生

じている正会員等への当日の付替え処理は行わず、転売・買戻し・権利行使申告時限以降における建玉残高及び転売・買戻し申告の訂正等により対応することとした。

#### (4) 取引所税の廃止

「有価証券取引税法及び取引所税法を廃止する法律」が可決・成立したことに伴い、有価証券取引税法及び取引所税法が平成11年3月31日をもって廃止され、同年4月1日以降に行われる取引から取引所税が課されないこととした。

#### (5) T-Bond先物取引の休止

米国財務省証券（T-Bond）先物取引は、米国のシカゴ商品取引所（CBOT）等において取引が行われており、東証においても、証券市場の国際化を図るため、平成元年12月1日からT-Bond先物取引を行ってきた。しかし、その後、東証における売買が極めて低調な状況となったため、11年9月限月以降新たな限月取引を開始しないこととした。

### Ⅲ. 流通市場の動向

東証が近年行った取引制度の改善等は以上のとおりであるが、以下では、東証国債先物取引市場の最近の動向について概観するとともに、国債先物取引が与える様々な影響について考察することとする。

#### 1. 国債先物取引市場の動き

##### (1) 長期国債先物取引について

###### a. 長期国債先物取引市況の推移（図Ⅲ-1）

ここでは、東証国債先物取引市場において最も活発に取引が行われている長期国債先物取引の実際の相場動向について、大きく三つの期間に区分して、過去の相場動向についてみることにする。

###### (a) 第1期（平成7年1月～9年5月：大幅続伸商状の後強弱見通しの交錯による一進一退）

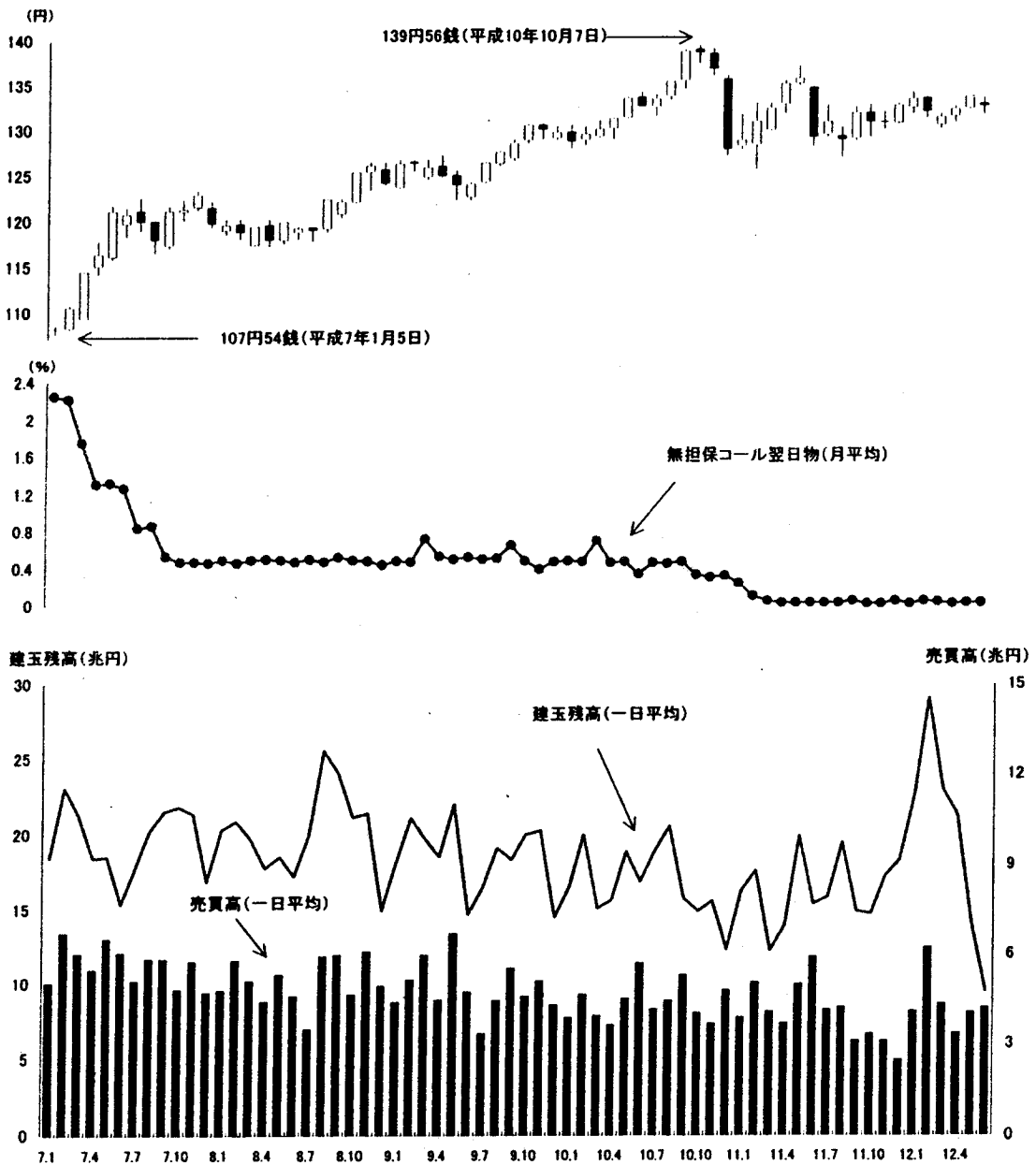
平成7年、長期国債先物取引は108円25銭を付けて始まった。阪神大震災やベアリングズ社の経営破綻（注）を受けて、為替相場の円高が進行し、株式相場が下落する中、続伸商状となり、その後も、為替相場が円安基調に転じたことを背景に一時値を崩す場面も見られたものの、二度にわたる公定歩合の引下げや日銀による短期金利の低め誘導に加え、債券買切りオペ等の金融緩和を受けて大幅に値を上げる展開となった。

しかし、12月には、高値警戒感や需給悪化懸念が広まる中、株式相場の大幅続伸を背景に下落に転じ、その後は、大蔵大臣が利上げを示唆する発言をする一方で、日銀が当面の金融政策の継続を明らかにするなど、低金利政策変更の時期に対する不透明感が高まり、一進一退に推移した。

8年8月になると、日銀短観（8月）や実質国内総生産（4～6月期）



図Ⅲ-1 長期国債先物取引の価格等推移(月足)



(注)1. 月足の対象限月は、12～2月は3月限、3～5月は6月限、6～8月は9月限、9～11月は12月限。但し、1999年8～11月は12年3月限。  
 2. 売買高及び建玉残高は、長期国債先物全限月取引合計。売買高については、権利行使を含む。  
 3. 無担保コール翌日物については、短資協会。

等各種経済指標が景気回復の遅れを示したことから低金利政策維持の見方が一層強まり、上値を追う展開となった。11月に入ると、政府高官による利上げを示唆する発言を契機に下落し、その後は景気の先行き不透明感が高まる中、弱もみ合い商状に推移する展開となった。

(注) 平成7年2月26日、英マーチャント・バンクのベアリングズ社が、傘下のシンガポール子会社において、シンガポールや日本での日経平均株価指数先物取引等で約6億ポンド(約960億円)を超える巨額の損失を計上したと報じられ、その後、グループ全体が経営破綻に陥ったと伝えられた。

ベアリングズ社は、最終的にはオランダの金融グループINGによって買収されたが、一時は東証の正会員であるベアリング証券会社についても特別清算の手続が開始されるまでに至った。経営破綻当時、同証券会社は先物取引等の未決済残高を大量に保有していたため、その処理等についての懸念が市場関係者の間に広がり、相場にも影響を及ぼした。

なお、ベアリング証券は、2月27日から東証においても支払不能状態となったため、国債先物・オプション取引に係る未決済建玉については、反対売買又は他の正会員への移管による整理が行われた。

(b) 第2期(平成9年6月～10年10月：長期にわたり上値を追う展開)

平成9年6月に入ると、政府の歳出削減策決定を受けて上昇に転じ、その後も鉱工業生産指数(6月)や実質国内総生産(4～6月期)等が景況感の悪化を示す中、金利先高観測が後退し、10月まで上値を追う展開となった。

11月には、相次ぐ金融機関の破綻を背景に、不良債権処理に公的資金を投入するとの観測から需給悪化懸念が高まり、一時上値が抑えられる場面も見られた。しかしその後は、景気が悪化するとの観測が根強い中、日銀による短期金利の低め誘導強化を受け10年10月まで大幅続伸商状に

推移し、10年10月7日には、10年12月限月取引が市場開設以来の最高値である139円56銭を記録した。

(c) 第3期（平成10年11月～12年6月：二度にわたる急落の後小動き）

平成10年11月になると、大幅減税検討に対する警戒感や、補正予算決定後の国債増発による需給悪化懸念の高まりから下落商状に転じ、12月には大蔵省資金運用部による国債買入れ停止の発表を受け、12月22日には長期国債先物取引11年3月限月においてストップ安となるなど、大幅統落する展開となった。

その後は、日銀のいわゆるゼロ金利政策や資金運用部による国債買入れ再開や、日銀による債券買切りオペ対象銘柄の拡大に関する発表等を好感して戻り歩調に転じたものの、11年6月になると、大蔵大臣の追加的経済対策に関する発言等を背景に再び下落に転じ、その後も実質国内総生産（1～3月期）の予想を上回る改善等を受け、6月11日には、長期国債先物取引11年9月限月においてストップ安となるなど、再び急落する展開となった。

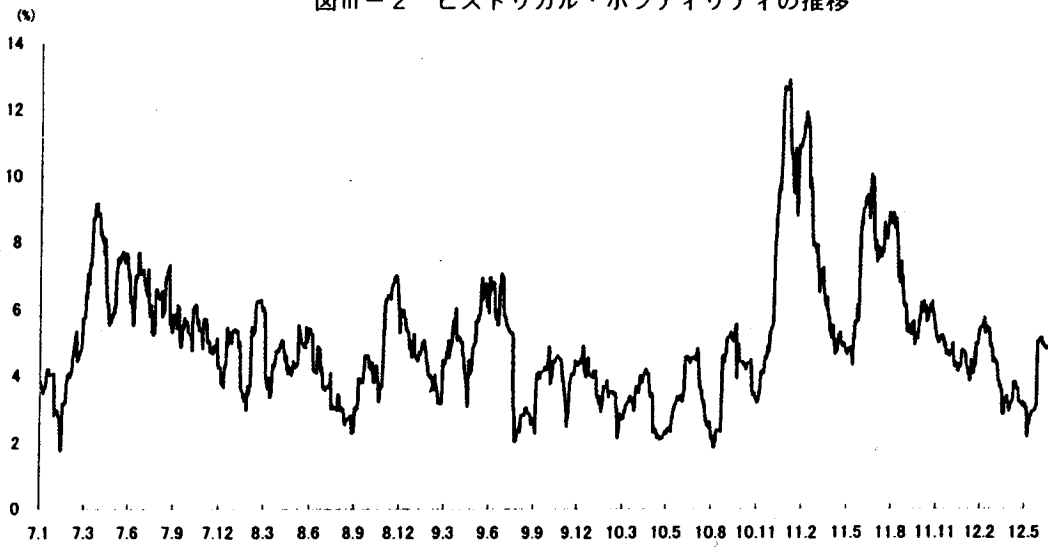
11年9月になると、一段の金融緩和観測の高まりを受けて小幅反発し、その後12年6月にかけては、ゼロ金利政策の長期化を背景に、余剰投資資金が債券市場に流入する一方で、需給悪化懸念やゼロ金利政策の解除観測も根強く残り、景気回復に対する強弱見通しも交錯する中、方向感に乏しい相場展開となった。

b. 価格変動の状況（図Ⅲ-2、図Ⅲ-3、表Ⅲ-1）

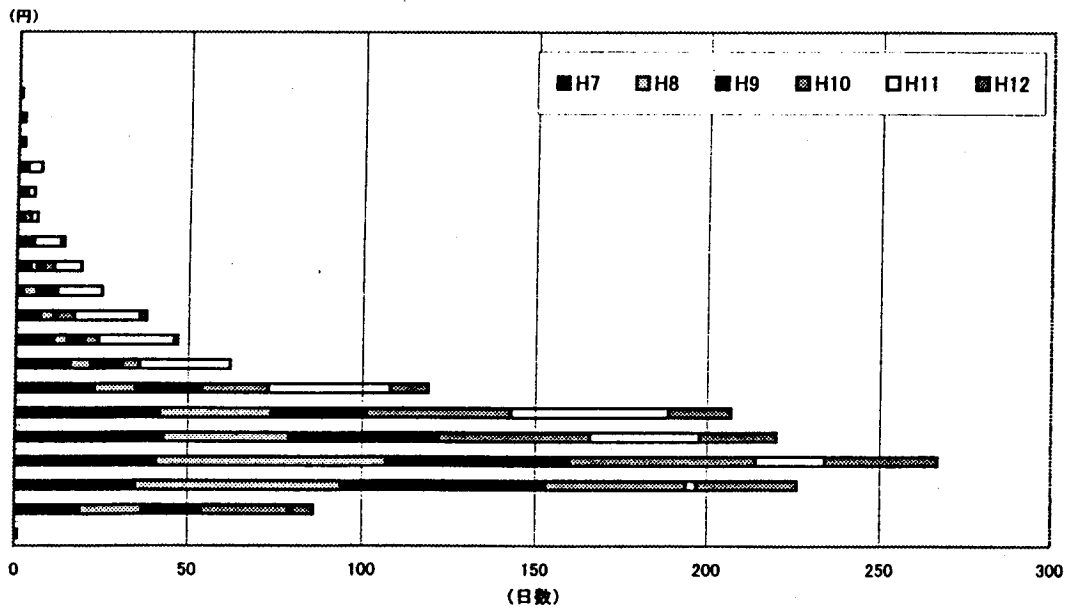
長期国債先物取引の相場動向についてヒストリカル・ボラティリティの推移をみると、当該取引に係る市場のダイナミズムをうかがい知ることができる。

平成7年1月から12年6月までの国債先物取引市場のヒストリカル・

図III-2 ヒストリカル・ボラティリティの推移



図III-3 価格変動状況（1日の高値-安値）



国債先物取引市場創設15周年を迎えて

ボラティリティについてみると、当該取引のヒストリカル・ボラティリティは平均5%程度の水準で推移しており、1日平均の価格変動幅は40銭前半の水準となっている。相場動向が比較的安定している状態では、国債先物取引市場の大きな特徴である豊富な流動性により、注文の一時的な多寡に関係なく、概ねこのような水準で安定した価格形成が行われている。

一方、10年12月から11年3月までの間、大蔵省資金運用部による国債買入れ停止の発表等に伴い、国債先物取引の相場が大幅に下落したことなどから、ヒストリカル・ボラティリティは13%程度にまで急上昇するなど、国債先物取引市場は、豊富な流動性を背景に、市場参加者に安定した価格形成の場を提供する一方で、相場環境の変化に迅速に対応し、より実勢を反映した価格形成を行うことができる特徴を有し

表III-1 価格変動状況(1日の高値-安値)

区分	(単位:日数)					
	年	H7	H8	H9	H10	H11
10銭未満	0	1	0	0	0	0
10銭以上20銭未満	19	18	17	25	1	6
20銭以上30銭未満	35	59	59	41	3	29
30銭以上40銭未満	41	66	53	54	20	33
40銭以上50銭未満	43	36	43	44	32	22
50銭以上60銭未満	42	32	27	42	46	18
60銭以上70銭未満	23	12	19	19	35	11
70銭以上80銭未満	16	6	9	5	26	0
80銭以上90銭未満	11	4	5	4	22	1
90銭以上1円未満	7	4	1	5	19	2
1円以上1円10銭未満	2	4	6	0	13	0
1円10銭以上1円20銭未満	4	2	2	3	8	0
1円20銭以上1円30銭未満	1	1	2	1	8	1
1円30銭以上1円40銭未満	1	1	0	2	2	0
1円40銭以上1円50銭未満	2	1	0	0	2	0
1円50銭以上1円60銭未満	2	0	1	0	4	0
1円60銭以上1円70銭未満	0	0	1	1	0	0
1円70銭以上1円80銭未満	0	0	0	1	1	0
1円80銭以上1円90銭未満	0	0	0	0	1	0
1円90銭以上2円未満	0	0	0	0	0	0
2円	0	0	0	0	0	0
年平均変動幅(銭)	51	42	44	45	72	41

(注)平成12年のデータは、6月末日までのものである。

表III-2 年間売買高合計の推移

	中期国債 先物取引	長期国債 先物取引	超長期国債 先物取引
昭和 60 年	-	452,553	-
61	-	9,395,829	-
62	-	18,261,634	-
63	-	18,719,772	39,459
64	-	18,941,890	28,734
平成 2 年	-	16,306,571	12,924
3	-	12,822,430	6,575
4	-	11,868,127	3,972
5	-	15,162,159	3,106
6	-	12,999,698	3,194
7	-	14,010,374	2,734
8	261,172	12,450,925	2,242
9	118,447	11,873,549	2,167
10	195,207	10,784,966	123
11	111,975	9,727,855	0
12	52,738	5,346,901	0

(注) 1. 長期国債先物取引については、権利行使を含む。  
 2. 全限月取引合計である。  
 3. 長期国債先物取引は昭和60年10月19日、超長期国債先物取引は63年7月18日、中期国債先物取引は平成8年2月16日から取引開始。  
 4. 平成12年のデータは、6月末までの数値である。

ているといえる。

**c. 売買高の推移 (表Ⅲ-2)**

長期国債先物取引の平成7年の年間売買高は1,401兆374億円(1日平均5兆6,267億円)であったが、その後、11年には、西暦2000年問題等の影響から市場参加者が売買を手控えたこともあり、972兆7,855億円(1日平均3兆9,705億円)となった。なお、12年については6月時点で534兆円6,901億円(1日平均4兆3,471億円)となっている。

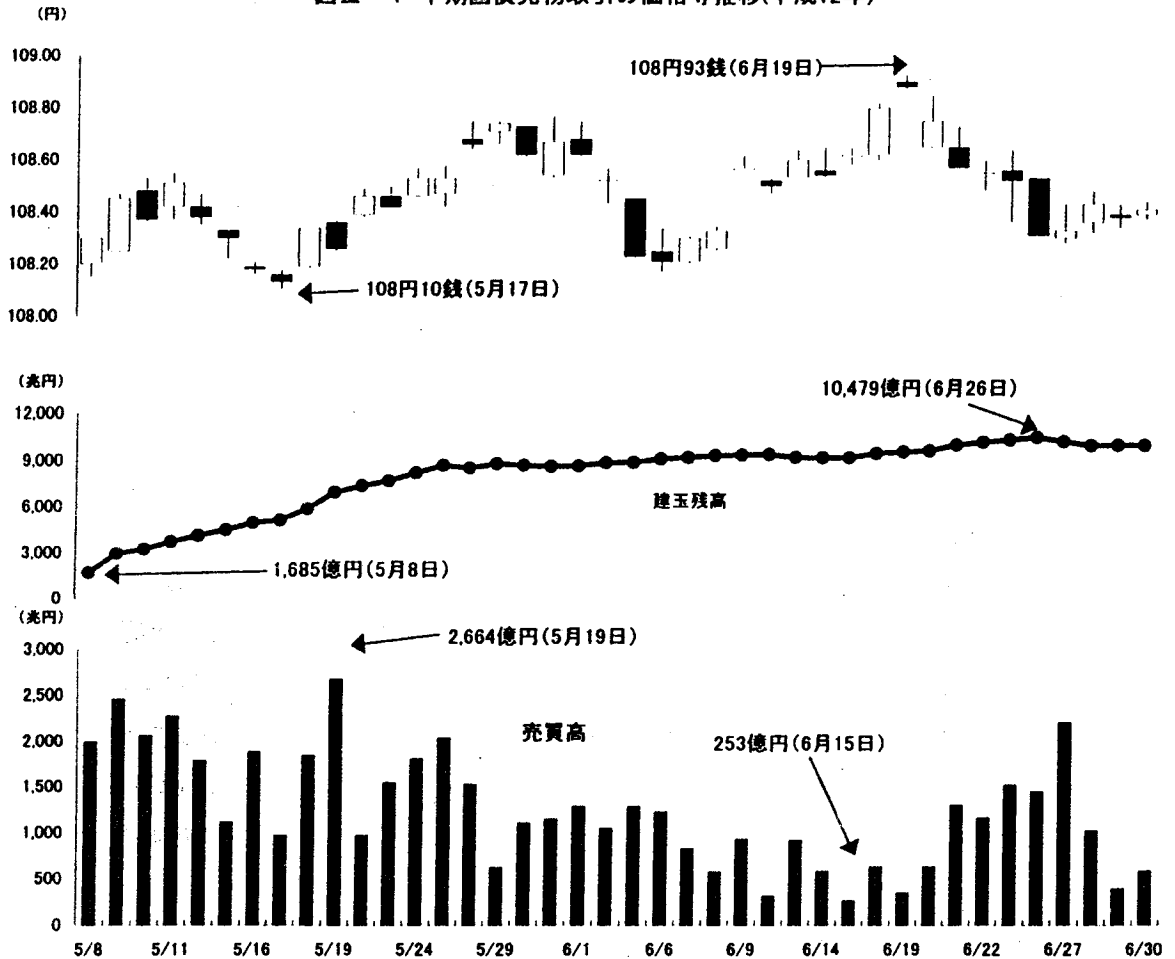
**(2) 中期国債先物取引について (図Ⅲ-4)**

中期国債先物取引は、平成8年2月16日から取引が開始されたが、取引の状況は低調な状態が続いていた。しかし、今般の5年利付国債の発行に合わせ、東証は、これまでの中期国債先物取引の商品性を見直し、12年5月8日から、新たな中期国債先物取引を開始した。ここでは、新たな商品性による中期国債先物取引の状況について概観することとする。

新たな商品性による中期国債先物取引の取引状況についてみると、当該取引は12年5月8日に108円20銭を付けて始まり、取引開始日の売買高は1,987億円となった。その後は、市場参加者の期待に比べ5年利付国債の発行量が少ないうえ、市場参加者の間で取引に対する模様眺め気分が広まっていたこともあり、6月末時点での1日平均売買高は1,159億円にとどまっているものの、建玉残高は順調に増加を続け、9,982億円となっている。

なお、新たな商品性による中期国債先物取引の特徴としては、ザラバ中での成行きやクロスといった形態での注文は少なく、指値注文が多くを占めていることがあげられる。

図Ⅲ-4 中期国債先物取引の価格等推移(平成12年)



(注) 1. 日足は、12年9月限月である。  
2. 売買高及び建玉残高は、中期国債先物全限月取引合計(12年6月限月は除く)である。

### (3) 超長期国債先物取引について

超長期国債先物取引は、超長期国債の公募発行が昭和61年10月から行われたことを受け、高い価格変動リスクに対するヘッジ・ニーズに対応するため、63年7月8日から開始されたが、超長期国債の発行量が少ないことなどを背景に、取引は低迷し、平成10年3月以降取引は成立して

いない状況である。

(4) 海外における日本国債先物取引 (表Ⅲ-3)

a. LIFFE、SGXにおける日本国債先物取引の状況

日本国債先物取引は海外の取引所においても取引が行われている。具体的には、昭和62年7月13日からロンドン国際金融先物オプション取引所 (LIFFE) で日本国債先物取引が開始されたほか、シンガポール取引所 (SGX) (旧シンガポール国際金融取引所 (SIMEX)) では、平成5年10月1日から日本国債先物取引、6年5月11日から日本国債先物オプション取引について取引が開始された。また、シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME) でも11年1月21日から取引が開始されたが、現在、実際の売買はほとんどない。

東証、LIFFE、SGXにおける日本国債先物取引の取引状況をみると、マザーマーケットである東証が全体に占めるシェアで94%程度と安定的に高い割合を保ち、LIFFEが5%程度、SGXは0.7%程度と続いている。なお、各取引所の取引時間 (日本時間) は、LIFFEが午後4時から午前1時 (夏時間の場合午後3時から午前0時)、SGXは午前8時45分から午後3時15分及び午後3時45分から午前2時までとなっており、東証の

表Ⅲ-3 東証、LIFFE、SGXにおける日本国債先物取引の売買高

取引開始	東証		LIFFE		SGX	
	長期国債先物取引 昭和 60.10.19	シェア	昭和 62.7.13	シェア	平成 5.10.1	シェア
平成 4	11,868,127	98.17%	221,370	1.83%	—	—
5	15,162,159	97.20%	421,454	2.70%	14,627	0.09%
6	12,999,698	93.98%	610,925	4.42%	221,782	1.60%
7	14,010,374	93.38%	845,329	5.63%	148,713	0.99%
8	12,450,925	93.36%	816,059	6.12%	69,236	0.52%
9	11,873,549	93.11%	813,241	6.38%	66,052	0.52%
10	10,784,966	93.18%	692,404	5.98%	97,187	0.84%
11	9,727,855	94.64%	465,727	4.53%	84,414	0.82%
12(1~5)	4,428,305	94.53%	224,895	4.80%	31,508	0.63%

(出所) FIA Monthly Report



午後立会終了後における日本国債先物取引については、これら海外の取引所で取引を行うことが可能となっている。

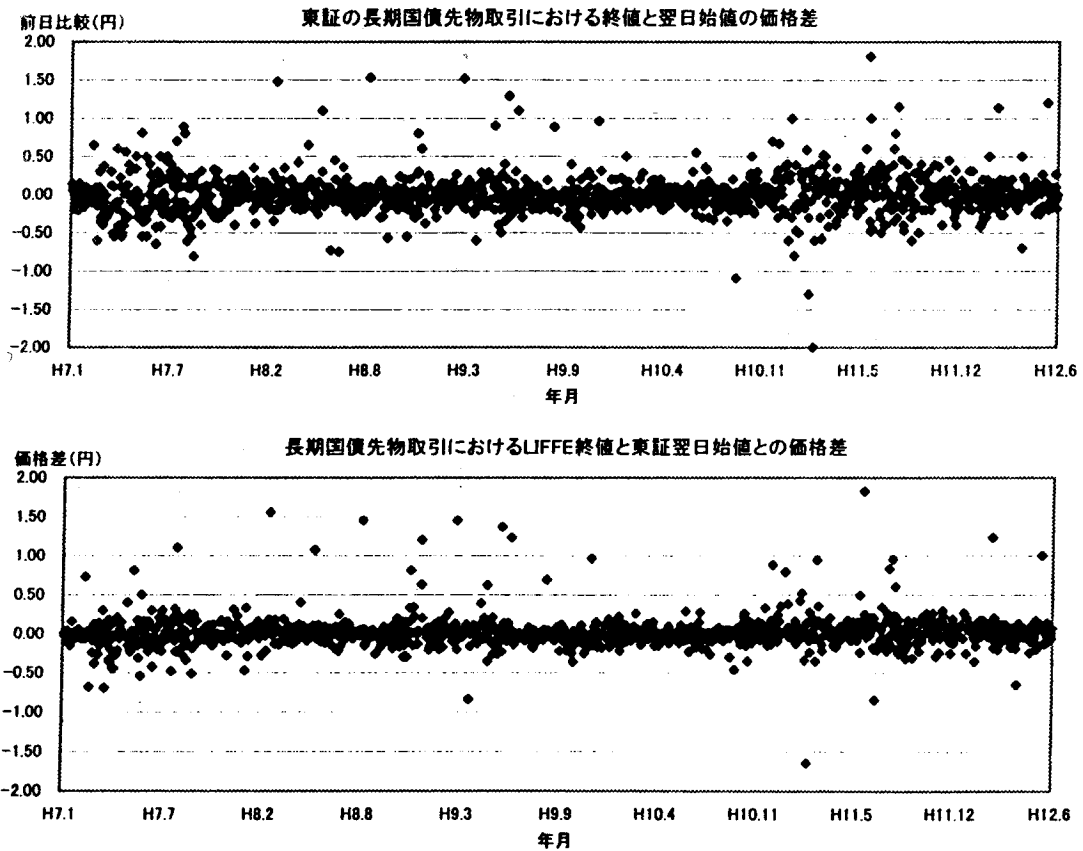
**b. LIFFEとの市場間リンクの状況（図Ⅲ－5）**

東証の午後立会終了後において国債先物取引を行おうとする市場参加者は、売買状況が示すとおり、その多くをLIFFEで取引している。

ここで、LIFFEと東証との関係について、その価格形成機能に着目し、これら二つの市場間リンクの状況についてみることにする。

東証の前日終値と翌日始値との比較は平成7年1月から12年6月まで、ほぼ一定程度の価格差の中で形成されており、その水準は絶対値平均で約15.4銭となっている。一方、LIFFEの終値と翌朝の東証の始値との差

図Ⅲ－5 東証とLIFFEの価格形成面からみた市場間リンクの状況



における絶対値平均は約10.5銭を示し、東証の前日比較の数値と比べ小さくなっている。これは、東証の取引時間外における実勢相場の変動の多くはLIFFEの取引時間中に吸収され、翌日の東証市場へ引き継がれていることを意味しているものと考えられる。

このように、国債先物取引においては、東証の立会時間終了後においても、LIFFE等の海外市場を用いることで市場参加者にとって様々な経済情勢の変化に対応が可能な仕組みとなっている。

#### (5) 国債先物オプション取引への影響 (図Ⅲ-6、図Ⅲ-7)

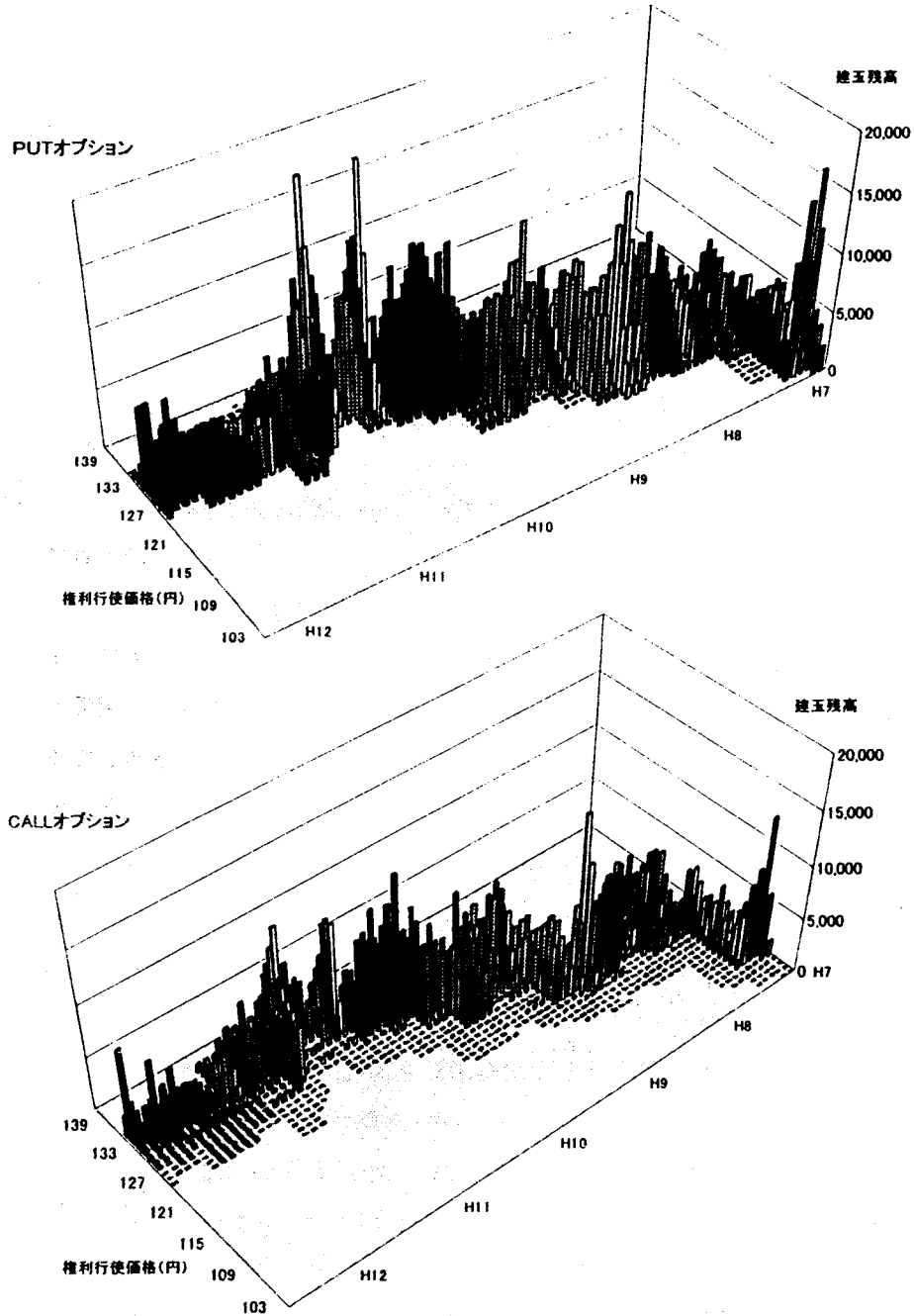
国債先物取引は現物国債のヘッジに用いられるほか、TIFFEの円短期金利先物取引をはじめ、様々な金融商品との裁定に用いられている。ここでは、国債先物取引を原資産とする国債先物オプション取引について、その価格や相場形成に与える影響についてみることにする。

国債先物オプション取引は、原資産である国債先物取引の価格変動により損益が決定されるため、国債先物オプション取引の取引状況は、国債先物取引の相場動向に大きく左右される。

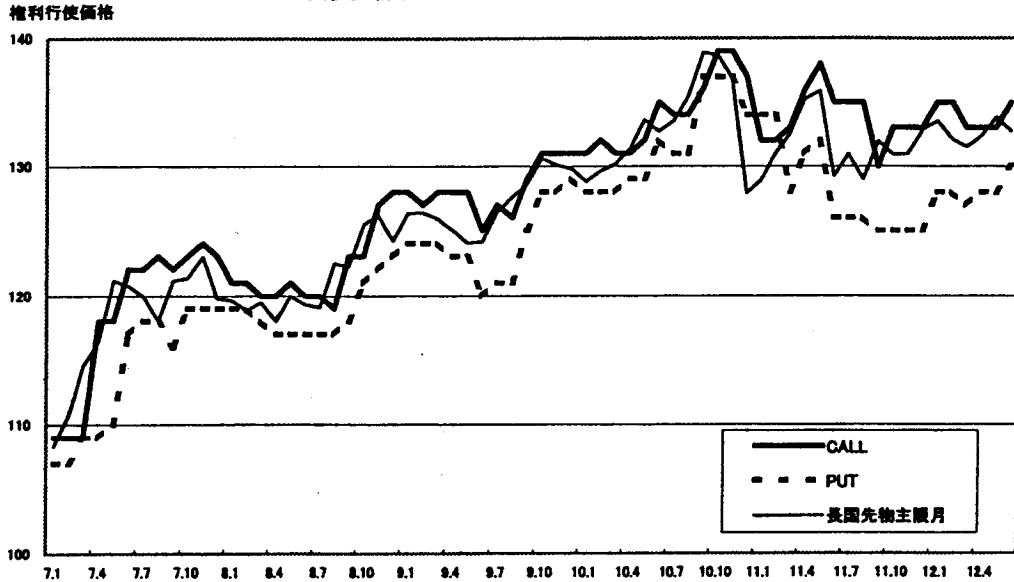
国債先物オプション取引の月末における権利行使価格別にみた建玉残高の状況は、プット・コールともに一定の価格帯を中心に建玉残高が積み上がっており、その価格帯の推移は、プット・コールともに、ほぼ同じ形状を描き推移している。(図Ⅲ-6) また、それぞれの建玉残高の最高点を線で結びグラフ化したもの(図Ⅲ-7)についてみると、プットとコールの建玉残高が最も多い権利行使価格は、権利行使対象先物取引の価格を挟み、ある程度の乖離をもった状態で推移する傾向があることがわかる。

具体的にみると、建玉残高の最も多い権利行使価格の推移は、権利行使対象先物取引の価格、すなわちアット・ザ・マネーを中心に、プットとコールが上下を挟むような形で推移しているが、価格の乖離幅にはその時々によってトレンドが見られる。つまり、このトレンドが市場参加

図III-6 国債先物オプション取引の月末建玉残高の推移



図Ⅲ-7 国債先物オプション取引の月末建玉残高最高点の推移



者がその時々で原資産の相場動向に対して抱いている市場心理の現れであると考えられる。

また、このような市場心理の現れを顕著に表している例としては、平成7年11月から8年7月までのように、比較的国債先物取引の相場が変動しない状況では、国債先物オプション取引の建玉残高が最高となる権利行使価格は、より権利行使対象先物取引の価格との乖離を小さくする傾向があるが、11年4月以降には、低金利政策の解除観測が強まり、権利行使対象先物取引の相場下落に対する警戒感が高まったため、プットの建玉残高が最高となる権利行使価格は、権利行使対象先物取引と比べ大きく下に乖離しており、市場参加者が国債先物取引において下値不安を強くしている傾向を表しているものと考えられる。

このように、国債先物オプション取引市場では、原資産である国債先物取引の相場動向によって、その市場の状況が大きく左右されることがわかる。また、国債先物オプション取引と国債先物取引との密接な関連により、互いの市場状況や、様々な市場心理についても伺い知ることができるなど、国債先物取引が他の商品に対して大きな影響を与えること

が確認できる。

## 2. 市場参加者の動向

### (1) 市場参加者数の推移（表Ⅲ－４）

東証国債先物取引市場は、証券会社、銀行、外国人など、様々な主体が取引に参加することによって支えられている。ここでは、市場参加者の増減や国債先物取引市場への参加可能会員の拡大についてみることにする。

国債先物取引の市場参加者の増減の状況についてみると、平成7年1月（月初）時点での市場参加者数は、正会員124社、国債証券先物取引等特別参加者151社の合計275社であった。その後、11年10月1日から、これまで124と定められていた正会員の定数が撤廃される一方、国際的な金融業界の再編、金融・証券市場の改革及び経営破綻等を背景として正会員等の脱退・加入が相次いだことから12年8月1日時点では、正会員124社、国債証券先物取引等特別参加者100社の合計224社となっている。

なお、8年4月1日、金融の自由化・国際化等の環境変化への対応及び保険業の健全性の確保を目的として改正保険業法が施行されたことに

表Ⅲ－４ 正会員数及び国債先物取引等特別参加者数の推移

	正 会 員			国債証券先物取引等特別参加者		
	内国	外国	合計	内国	外国	合計
平成7年	101	23	124	142	13	155
8	103	21	124	142	15	157
9	101	23	124	139	15	154
10	100	22	122	126	14	140
11	100	23	123	99	8	107
12 (8月1日現在)	100	24	124	94	6	100

に伴い、生命保険会社の公社債及び先物取引に係る取次ぎ及びディーリング業務が解禁され、12月2日、日本生命保険、第一生命保険の2社に国債証券先物取引等特別参加者資格が付与された。

## (2) 投資部門別売買状況（表Ⅲ-5、図Ⅲ-8、図Ⅲ-9、図Ⅲ-10）

次に、東証国債先物取引市場における各主体の取引状況についてみることにする。

投資部門別売買状況は、それまで、銀行がヘッジ取引をはじめとして積極的に売買を行ったことから、市場全体に占めるシェアが半分程度を占めていたが、平成7年には、銀行系証券子会社の参入もあり、証券会社が46.44%と最もシェアの大きい主体となった。また、銀行についても39.12%と依然高いシェアを有しており、この二つの主体の市場全体に占めるシェアは9割近くにのぼっていた。その後、本年に入り、国債先物取引の相場状況が全般的に模様眺めとなったことから、証券会社のシェアは35.93%とシェアを低下させている。一方、銀行は9年に若干シェアを低下させたものの、その後、本年6月時点では50.33%と市場全体の5割を超えるシェアを有している。

また、近年、我が国の金融業界において、その存在感を拡大させつつある外国証券・金融機関の市場全体に占めるシェアをみると、12年6月時点で30.74%となっており、最近は3割程度の水準で推移している。

なお、投資部門別売買状況について、各主体における売り・買いの超過数量の推移をみると、7年には、為替相場の円高を背景にレバレッジ効果の期待できる先物取引を増加させたことから海外投資家の売買が増加し、国内の各主体が売越しとなる一方で大幅に買越しとなった。7年から12年の期間において、海外投資家は証券会社・銀行等の国内の主な主体と反対のポジションとなる傾向がみられている。その後、10年になると、金融システム不安の高まりにより金融機関が保有する国債に対してヘッジニーズが高まるなか、証券会社が大幅に買越しとなった。銀行

国債先物取引市場創設15周年を迎えて

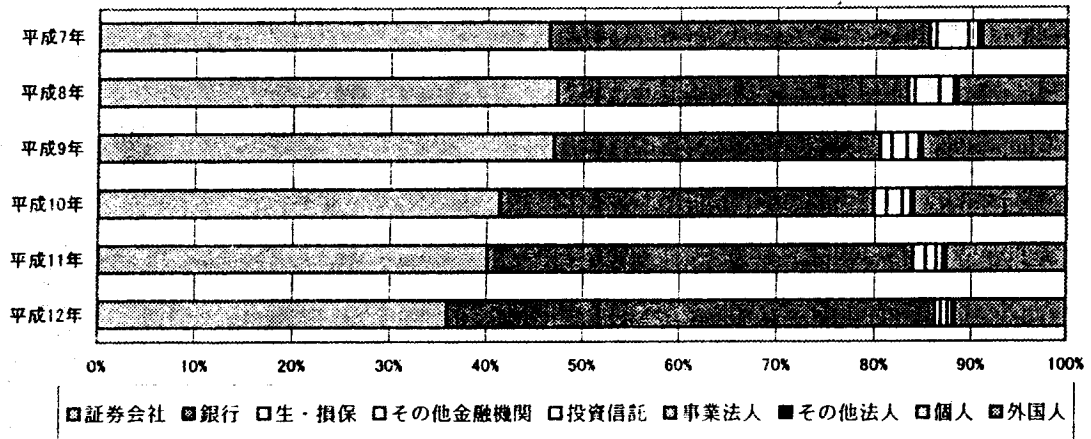
表III-5 投資家別売買内容の推移（全限月取引合計）

(単位：億円)

平成 年	合計	証券会社	銀行	生・損保	その他 金融機関	投資信託	事業法人	その他法人	個人	外国人
7	27,605,306 (100.00%)	12,821,062 (46.44%)	10,799,548 (39.12%)	193,784 (0.70%)	910,953 (3.30%)	289,826 (1.05%)	75,795 (0.27%)	29,883 (0.11%)	11,841 (0.04%)	2,472,614 (8.96%)
8	25,020,076 (100.00%)	11,829,002 (47.28%)	9,031,829 (36.10%)	168,075 (0.67%)	645,320 (2.58%)	373,726 (1.49%)	49,693 (0.20%)	36,204 (0.14%)	8,359 (0.03%)	2,877,868 (11.50%)
9	23,398,006 (100.00%)	10,983,789 (46.94%)	7,857,765 (33.58%)	280,862 (1.20%)	367,054 (1.57%)	284,902 (1.22%)	56,791 (0.24%)	11,056 (0.05%)	9,263 (0.04%)	3,546,524 (15.16%)
10	20,785,666 (100.00%)	8,591,287 (41.33%)	8,025,454 (38.61%)	262,210 (1.26%)	338,663 (1.63%)	177,961 (0.86%)	52,929 (0.25%)	4,972 (0.02%)	6,547 (0.03%)	3,325,643 (16.00%)
11	18,637,350 (100.00%)	7,469,893 (40.08%)	8,180,680 (43.89%)	238,176 (1.28%)	208,622 (1.12%)	128,442 (0.69%)	50,841 (0.27%)	4,697 (0.03%)	5,524 (0.03%)	2,350,475 (12.61%)
12 (1~6月)	10,189,913 (100.00%)	3,660,956 (35.93%)	5,128,958 (50.33%)	61,593 (0.60%)	71,566 (0.70%)	53,187 (0.52%)	20,342 (0.20%)	1,348 (0.01%)	553 (0.01%)	1,191,410 (11.69%)

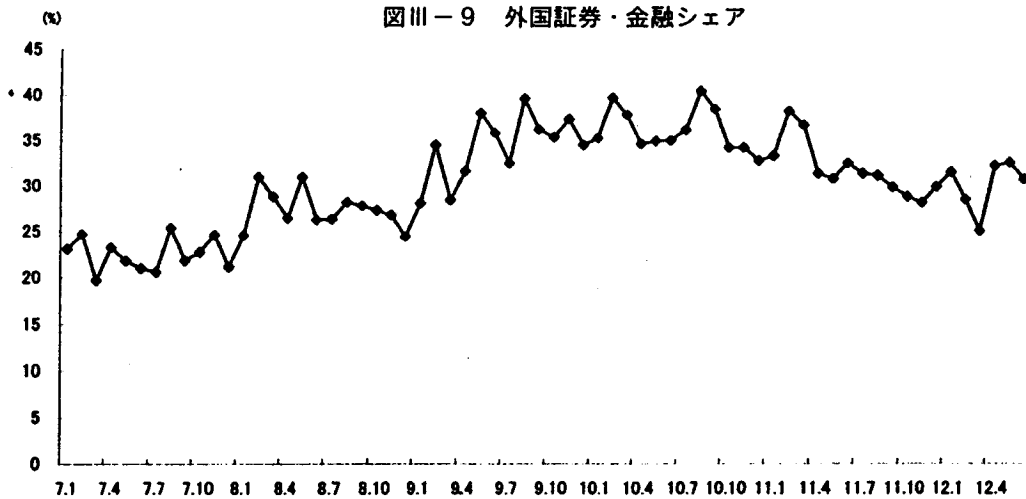
(注) 1. 投資家別及び合計欄の売買額面金額の数は、会員及び特別参加者の自己売買並びに総合証券及び主要金融機関（地銀を除く）の委託売買の売付・買付額を集計したものである。  
 2. 売買額面金額の数は、長期国債先物取引、超長期国債先物取引及び中期国債先物取引の売買額面金額を合計したものである。ただし、中期国債先物取引については平成8年2月より取引開始。  
 3. 売買額面金額は、見なし月間で集計したものである。  
 4. 構成比率は、小数点第3位を四捨五入したものである。ただし、合計を100%にするために微修正を行っている。

図III-8 投資家別売買シェア推移

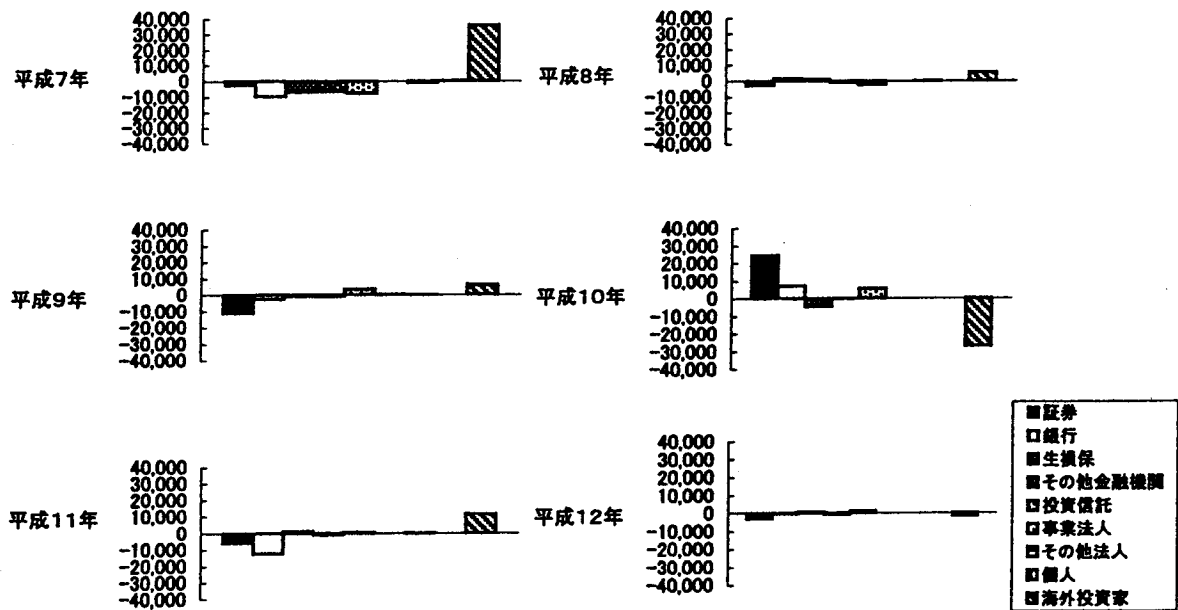


(注) 1. 投資家別の売買額面金額の数は、会員及び特別参加者の自己売買並びに総合証券及び主要金融機関（地銀を除く）の委託売買の売付・買付額を集計したものである。  
 2. 売買額面金額の数は、長期国債先物取引、超長期国債先物取引及び中期国債先物取引の売買額面金額を合計したものである。ただし、中期国債先物取引については平成8年2月より取引開始。  
 3. 売買額面金額は、見なし月間で集計したものである。

国債先物取引市場創設15周年を迎えて



図III-10 投資家別年間売買状況(差引数量)



(注) 1. グラフは、投資家別売買状況における各投資家区分について、買い売買高から売り売買高を減じた数量(単位:億円)を年別に集計したものである。  
 2. 投資家別の売買額面金額の数値は、会員及び特別参加者の自己売買並びに総合証券及び主要金融機関(地銀を除く)の委託売買の売付・買付額を集計したものを使用している。  
 3. 売買額面金額の数値は、長期国債先物取引、超長期国債先物取引及び中期国債先物取引の売買額面金額を合算したものを使用している。ただし、中期国債先物取引については平成8年2月より取引開始。  
 4. 売買額面金額は、見なし月間で集計したものである。



については、金利低下による現物債売買からの収益低下を補う等の手段として先物取引等のニーズが高まる中、一時買い越す場面もみられるものの、総じて売越しの状況となっている。

### 3. 受渡決済の状況

#### (1) 最近の受渡決済の概要について (表Ⅲ-6)

市場開設当初は、現在と比べて受渡適格銘柄間のクーポンや残存期間に差が少なく、どの銘柄が最割安銘柄になっても不自然でない状況であったことなどから、受渡しに供された銘柄は多岐にわたっていた。

しかし、その後は、多少の例外はあるものの、ほとんどの場合において、受渡しに供される銘柄は最割安銘柄に集中しており、11年9月限月及び12月限月の受渡決済を除いて、すべての限月において残存7年の最割安銘柄が受渡しに供されており、総売買高に占める受渡決済比率も0.2%から0.3%程度と低い状況となっている。

#### (2) 最終建玉残高について (表Ⅲ-6)

最終建玉残高は、各限月取引の取引状況によって多寡はみられるものの、平成7年には約1兆円程度みられた最終建玉残高が、12年には約5千億円程度にまで減少するなど、概ね減少傾向を示している。

一方、8年9月限月においては、最終建玉残高が2兆3,404億円と市場開設以来最高となった。これは、最割安銘柄となる現物国債の流動性が低い状況にあったこと、取引最終日近くに日銀短観等の経済指標の発表などにより先物価格が上昇し、ポジションを手仕舞うタイミングが遅れたことなどが巷間理由として挙げられていた。

(3) 受渡銘柄について (表Ⅲ-6)

受渡しに供される現物国債の銘柄は、主に最割安銘柄が用いられることが多い。近年のような金利情勢では、残存7年の銘柄が最割安銘柄となる場合が多く、受渡上位3銘柄の残存期間をみても、最も多く受渡しに供された銘柄は、ほとんどの場合、残存7年の最割安銘柄となっている。

ただし、11年6月限月、9月限月及び12月限月においては、残存期間が7年超の超長期国債が受渡しに供されているが、これは、超長期国債は残存期間が同じ10年利付国債と比べクーポンが高く最割安銘柄となったためである。しかし、その流動性は同年限の10年利付国債の流動性と比べ非常に低いと言われており、一部の市場参加者のなかには、超長期国債が最割安銘柄となる11年6月限月、9月限月及び12月限月の取引を手控える面がみられ、当該限月取引の売買が減少することとなった。

このような状況を踏まえ、東証は、市場参加者からの意見をもとに、12年3月限月から、10年利付国債と比べ流動性の低い超長期国債を長期国債先物取引の受渡適格銘柄から除外した。

国債先物取引市場創設15周年を迎えて

表III-6 長期国債先物取引の受渡決済状況

取 引 月	最終価格 (利回り)	総取引量 (億円)	受渡決済比率 (%)	最終建立残高 (億円)	課税 (億円)	非課税 (億円)	受渡上位3銘柄		残存期間 (年 月)
							銘柄名(クーポン) 同%	受渡決済数量 (億円)	
793	112.10 (4.272%)	3,667,716	0.22	6,917	0 (0.00%)	6,917 (100.00%)	長国145 (5.5)	6,842	7.0
							長国147 (5.7)	59	7.3
							長国148 (5.6)	15	7.3
							合計	6,907	
706	120.82 (3.242%)	3,770,147	0.35	13,227	1 (0.01%)	13,226 (99.99%)	長国147 (5.7)	6,859	7.0
							長国148 (5.6)	6,073	7.0
							長国151 (5.0)	180	7.3
							合計	13,112	
709	119.34 (3.407%)	3,773,629	0.31	11,530	2 (0.02%)	11,528 (99.98%)	長国149 (5.5)	6,018	7.0
							長国151 (5.0)	3,492	7.0
							長国150 (5.4)	2,020	7.0
							合計	11,530	
712	123.29 (2.977%)	3,448,447	0.30	10,260	6 (0.06%)	10,254 (99.94%)	長国153 (4.8)	6,260	7.0
							長国152 (5.0)	3,978	7.0
							長国155 (4.6)	20	7.3
							合計	10,258	
803	120.24 (3.306%)	2,948,983	0.10	2,891	0 (0.00%)	2,891 (100.00%)	長国155 (4.6)	2,871	7.0
							長国156 (4.2)	11	7.0
							長国159 (4.9)	9	7.3
							合計	2,891	
806	119.59 (3.379%)	3,115,047	0.23	7,301	0 (0.00%)	7,301 (100.00%)	長国159 (4.9)	4,256	7.0
							長国157 (4.5)	3,044	7.0
							長国161 (4.7)	1	7.3
							合計	7,301	
809	122.50 (3.061%)	3,069,276	0.76	23,404	314 (1.30%)	23,090 (98.70%)	長国161 (4.7)	9,470	7.0
							長国163 (4.4)	8,058	7.0
							長国164 (4.1)	4,895	7.3
							合計	22,423	
812	126.50 (2.648%)	3,657,299	0.20	7,192	0 (0.00%)	7,192 (100.00%)	長国164 (4.1)	5,790	7.0
							長国167 (3.6)	493	7.0
							長国166 (3.9)	427	7.0
							合計	6,710	
903	126.80 (2.618%)	2,804,678	0.29	8,273	0 (0.00%)	8,273 (100.00%)	長国169 (3.7)	7,350	7.0
							長国170 (4.1)	572	7.3
							長国168 (3.4)	351	7.0
							合計	8,273	
906	124.67 (2.833%)	3,555,115	0.16	5,622	0 (0.00%)	5,622 (100.00%)	長国170 (4.1)	5,422	7.0
							長国175 (4.5)	200	7.6
							-	-	-
							合計	5,622	
909	127.80 (2.519%)	2,641,682	0.63	16,709	86 (0.53%)	16,621 (99.47%)	長国174 (4.6)	16,667	7.0
							長国172 (4.2)	22	7.0
							長国173 (4.4)	20	7.0
							合計	16,709	
912	129.70 (2.336%)	3,049,282	0.23	6,932	103 (1.49%)	6,829 (98.51%)	長国176 (4.7)	6,639	7.0
							長国175 (4.5)	293	7.0
							-	-	-
							合計	6,932	
1003	130.48 (2.262%)	2,430,868	0.18	4,419	1 (0.02%)	4,418 (99.98%)	長国177 (4.6)	4,411	7.0
							長国178 (4.4)	8	7.0
							-	-	-
							合計	4,419	
1006	133.29 (2.003%)	2,669,242	0.22	5,845	0 (0.00%)	5,845 (100.00%)	長国179 (4.0)	5,822	7.0
							長国181 (3.4)	13	7.0
							長国180 (3.6)	10	7.0
							合計	5,845	
1009	135.82 (1.780%)	2,925,558	0.20	5,949	2 (0.03%)	5,947 (99.97%)	長国183 (3.3)	4,954	7.0
							長国182 (3.0)	995	7.0
							-	-	-
							合計	5,949	
1012	136.18 (1.749%)	2,769,826	0.24	6,689	0 (0.00%)	6,689 (100.00%)	長国184 (2.9)	6,689	7.0
							-	-	-
							-	-	-
							合計	6,689	
1103	132.39 (2.085%)	2,718,820	0.21	5,670	0 (0.00%)	5,670 (100.00%)	長国186 (3.2)	5,640	7.0
							長国185 (3.1)	30	7.0
							-	-	-
							合計	5,670	
1106	134.75 (1.873%)	2,674,332	0.08	2,065	550 (26.63%)	1,515 (73.37%)	超長2 (5.7)	2,012	7.9
							長国187 (3.3)	52	7.0
							長国211 (1.8)	1	10.0
							合計	2,065	
1109	130.44 (2.266%)	2,029,331	0.14	2,910	1,245 (42.78%)	1,665 (57.22%)	超長2 (5.7)	2,910	7.6
							-	-	-
							-	-	-
							合計	2,910	
1112	131.20 (2.195%)	947	2.53	24	0 (0.00%)	24 (100.00%)	超長2 (5.7)	24	7.3
							-	-	-
							-	-	-
							合計	24	
1203	132.72 (2.055%)	4,029,100	0.02	984	0 (0.00%)	984 (100.00%)	長国192 (2.7)	592	7.0
							長国193 (2.6)	392	7.0
							-	-	-
							合計	984	
1206	133.70 (1.967%)	3,076,465	0.13	4,021	100 (2.49%)	3,921 (97.51%)	長国196 (2.7)	4,021	7.0
							-	-	-
							-	-	-
							合計	4,021	

(注) 1. 受渡決済比率は、小数点以下第3位、また課税・非課税の割合は、小数点以下第3位を四捨五入したものである。  
2. 受渡数量は、取引所分と社内受渡分の合計である。

#### Ⅳ. 今後導入が予定されている諸制度

東証は、市場参加者の利便性向上を図り、かつ、日々変化する東証市場を取り巻く環境の変化に対応するため、以下のような様々な制度の導入を予定している。

##### 1. イブニング・セッションの導入（平成12年9月18日）

東証は、午後立会終了後における国債現物流通市場へのヘッジ手段の提供、ユーロ円金利先物取引等の金融商品とのリンク及び国際金融センターとしてのグローバル・スタンダードへの対応を図るため、平成12年9月18日から、国債先物・オプション取引について、イブニング・セッションを導入することとしている（詳細は本誌8月号「イブニング・セッションの導入について」をご参照ください。）。

##### 2. SPANの導入（平成12年10月30日）

東証は、市場参加者の利便性、資産効率向上の観点から、実質的なリスクに応じたより合理的な証拠金額を算出するため、また、東証市場の国際的競争力向上という観点から世界の主要先物・オプション取引所で実績のある制度との整合性を図るため、先物・オプション取引の証拠金計算方法及びシステムとして、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）が開発したSPAN（Standard Portfolio Analysis of risk）を、平成12年10月30日から導入することとしている。

##### 3. 中期国債先物オプション取引の導入（平成12年11月20日）

東証は、中期金利ゾーンの投資手段の多様化を図るため、現在、既に取り引が行われている長期国債先物オプション取引に準じた制度により、平成12年11月20日から中期国債先物オプション取引を導入することとしている。

## V. おわりに

東証国債先物取引市場は、昭和60年に創設されて以来、我が国の国債流通市場の一端を担いながら、現物国債流通市場に対するヘッジ手段、資金運用・調達手段などの手段を提供し、国民経済の発展に寄与してきた。

近年、我が国のデリバティブ市場は急速に拡大しており、東証の国債先物・オプション取引市場が担う役割についても、多くの金融機関にとって、もはや必要不可欠なものとなっている。東証は、このような状況を踏まえ、日々刻々と移り変わる市場環境の変化に対応し、市場参加者の利便性向上に資するため、今後も、取引制度の改善や新たな制度の導入に加え、利便性の高い取引・決済システムの構築を行い、東証国債先物取引市場の機能強化に努める所存である。