

## 金融先物市場の

# グローバル化と業際問題

杉 江 雅 彦

### 目 次

- I 金融先物市場の出現とその背景
- II 金融先物市場のグローバル化
- III わが国における金融先物市場の整備と業際問題

## I 金融先物市場の出現とその背景

### 1 金融の分野における不確実性の発生とリスクヘッジの必要性

穀物や香辛料、油などの商品についての先物市場が発生したのは、16世紀末から17世紀初頭にかけての時代であったと考えられている<sup>1</sup>。大量かつ価格変動の激しい商品を取り扱う商人にとっては、取引過程において発生する価格変動リスクをヘッジしうる手段が必要であった。この時期に、ヨーロッパと植民地の間の貿易を中継していたアムステルダム商人達が、現物取引に習熟していく間に、自然にリスクヘッジ手段としての先物取引の技法を発見したにちがいない。

これと同様の事情は、米国でもまたわが国においても存在したのであって、わが国では、ヨーロッパとほぼ同時代の17世紀半ば頃から、米の先物市場が主として大阪に発生し、1730年(享保15年)には徳川幕府によって、

1 B. A. Goss and B. S. Yamay, *The Economics of Future Trading*, 1976, p. 1.

堂島米市場が公認されている。<sup>2</sup> また米国においても、1848年にシカゴ・ボード・オブ・トレード（Chicago Board of Trade=CBT、以下この略称で統一）が、農産物の中央先物取引所として創設された。

このように、将来における供給量（生産量）の予測が困難な農産物などの一次産品については、価格変動に対するヘッジが、生産者や卸売業者などにとっては、それぞれ死活問題であった。世界の主要地域に商品先物市場が設けられている現状をみても、価格の不確実性が先物市場の存在を必然的ならしめることが理解されるのである。

ところで、金融の分野においては、株式市場のように価格変動が常態であるような市場を別にすれば、近年まで激しい価格変動は起こらなかったし、したがってリスクヘッジの必要性もすくなかった。たとえば通貨に関していうならば、第二次世界大戦後ずっと、固定相場であることが国際通貨基金（IMF）によって保障されてきたし、また債券金利についても、とくに米国においては長い間低水準安定型であったため、債券保有者にリスクが発生することがすくなかった。

ところが、1970年代に入って、にわか金融の分野においても価格変動が激しくなり、関係者にとってリスクヘッジ・ニーズが発生するようになった。まず通貨・外国為替に価格変動リスクが発生した。その端緒となったのが、1971年8月のニクソン米大統領による金とドルの交換停止措置（いわゆるニクソン・ショック）であった。この一方的措置によって、IMFの固定相場維持機能、すなわち、加盟各国の中央銀行がドルと金との交換を通じて固定相場制を守るというメカニズムが機能しなくなり、1973年には最終的に固定相場制が崩壊し、変動相場制へと移行したのである。

2 堂島米市場の成立過程に関しては、拙著『投機と先物取引の理論——わが国先物取引制度の成立に関する研究（増補版）』、千倉書房、1985年、3-30ページを参照されたい。

3 株式市場では、商品先物市場の発生とほぼ同じ時期に、先物取引が発生している。

固定相場制のもとでは、為替変動リスクについてなんら心配することがなかった貿易商社や輸出メーカー、あるいは金融機関にとって、変動相場制移行にともない、契約→シッピング→代金決済の期間中に発生する為替変動リスクを回避する手段が必要とされるようになった。

債券についても、同様のリスクが発生するようになった。1973年秋の第四次中東戦争を機に、原油価格の急騰という新たなインフレーション（コスト・インフレ）に対処するために、石油多消費国である先進工業国では、金融引き締め策＝高金利政策を多用した。この高金利政策は、一次的にせよ不景気状態を作り出すことによって総需要を抑制し、物価上昇を鎮圧することを目的としているが、これは、従来のデマンド・プル型インフレには有効であっても、アラブ産油国の民族意識に支えられた原油価格高騰現象には通用せず、かといって、高金利状態の下では不況が発生し、失業率が上昇するために、各国の中央銀行は金利を上げたり下げたりする忙しい金利政策を強いられたのである。

米国もその例外たりえず、伝統的に債券金利は低水準で安定していたものが、金利変動により高水準変動型に変わってしまった。しかも1979年以降、連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策のキーメディアを、従来の公定歩合操作からマネーサプライ重視へと変更したために、いわゆる政策金利が存在しなくなり、その結果、いよいよ市中金利のコントロールが効かなくなって、あたかも糸が切れた凧のような状態が現出したのである。このような金利変動の影響を真向から蒙ったのが、商業銀行などの機関投資家であったことはいうまでもない。とくに、短期財務省証券（TB）を中心に資産運用を行ってきた商業銀行では、TB金利の変動による保有資産の減価リスクをヘッジする手段が必要とされるにいたった。

## 2 シカゴの商品取引所による金融先物市場の創設

前述した通り、1970年代において金融の分野に新たに発生した価格変動リスクの回避を、先物市場の創設によって解決しようとしたのが、シカゴの二大商品取引所であるシカゴ・マーカンタイル取引所（Chicago Mercantile Exchange=CME、以下略称で呼ぶ）と、前述の CBT であった。このうち CME は、外国為替の先物市場を実現させたし、また CBT は、債券（金利）先物市場の誕生に先鞭をつけた。CME も CBT もともに、金融先物市場の発展にとって欠くことのできない重要な存在であるということができる。

まず CME は、IMF がまだ全面的に変動相場制に移行していない段階で、1972年 5月に、同取引所内の別部門として IMM（International Monetary Market）を誕生させた。先物商品として上場された通貨は、現在では当初のものから若干変更があり、英ポンド・カナダドル・ドイツマルク・日本円・スイスフランおよびオーストラリアドルとなっている。CME では、外国通貨にとどまらず、その後、財務省証券、譲渡性定期預金（CD）、ユーロドルなどの金利、あるいはスタンダード・アンド・プーア株価指数などを、つぎつぎと先物商品化して、金融先物取引の先駆者となった。

一方、CME よりも伝統を持つ CBT では、金融先物の商品開発化では CME に遅れをとったものの、債券の先物商品化に意欲を燃やし続け、1975年にはじめて政府抵当金庫（GNMA）債を上場することに成功した。GNMA 債というのは、個々の抵当銀行や貯蓄貸付組合などが所有する住宅担保貸付債権のうち、政府機関が保証したものだけを集めて一定の単位にまとめ、これを裏付けに GNMA が発行しに政府保証債である。抵当銀行や貯蓄貸付組合にとっては、住宅貸付から貸付け債権の流動化までの期間中に発生する金利変動リスクを、なんらかの手段を用いてヘッジする

必要がある。CNMA 債の先物商品化は、このような金融機関のヘッジニーズを満たす有力な手段として機能するはずである。

CNMA 債の上場によって、金利の先物市場拡大に自信を得た CBT では、さらに財務省が発行する諸証券の先物商品化に着手し、20年物財務省債券 (1977年)、4～6年物財務省手形、コマーシャルペーパー (1979年)、さらに CD (1981年) というように、矢次ぎばやにこれらの証券を上場するにいたったのである。これらの債券が先物商品化されたことによって、保有債券の金利変動によるリスク発生に苦しんでいた諸種の金融機関・機関投資家が、リスクヘッジの機会を大きく拡げることができた意義は大きいといわなければならない。

### 3・SEC と CFTC 間のアコード

CME と CBT とは、互いに競合しつつも、1970年代における金融分野の不確実性発生から、関係機関のリスクヘッジ・ニーズをいち早く看取し、リスク回避手段としての先物市場の創設を実現した。そのアイデアの卓抜さと強力な実行力とは、高く評価されるべきであろう。

しかし、ここで想起すべきは、CME も CBT もともに商品取引所であるという事実である。最初に CME が先物商品化した通貨については、同種の現物取引を行っている取引所が他には存在しなかったのであるから、どこからも横槍が入る余地がなかったのは当然であろうが、CBT がまず先鞭をつけた GNMA 債や財務省証券は、まさに「証券」であって、証券の専門取引所である証券取引所、あるいは証券取引や証券取引所の監督機関である証券取引委員会 (SEC) が、商品取引所による GNMA 債および一連の財務省証券 (T ボンド、T ノート、TB など) の先物商品化の過程において、いかなる関心を示し、いかに対応を行ったかを知ることが、金融先物市場における業際問題という観点からも興味のあるところである。

ところが、1933年証券法および1934年証券取引所法には、「適用除外証券」の規定があって、証券法では第3条(a)項(2)により、また証券取引所法においても第3条(a)項(2)によって、連邦債・地方債・政府保証債などのいわゆる公共債は、法の適用から除外されている。CME や CBT などの商品取引は、これを根拠に GNMA 債や財務省証券を上場したのである。

その一方で、1974年に従来の商品取引所法 (CEA) を大幅に改正した商品先物取引委員会法 (CFTC 法) が制度化され、同時に商品取引法の施行を担当する独立の連邦規制機関として、CFTC が設立された。このとき、従来からの商品の定義が、「将来の受渡しに係る契約の下で現在または将来取引されるすべてのその他の財貨……サービス、権利および収益」を含むものに改正された。<sup>4</sup>これによって、財務省証券や政府保証債などの「金利」、あるいは「通貨」、さらには「株価指数」、「オプション権利」など、伝統的な商品取引所にはなじめなかった金融分野における権利・権益、あるいはサービスなどの先物市場を商品取引所に開設することが、法的にも根拠づけられることになった。

ところで、この改正 CEA 法で注目すべき点のひとつは、オプション取引を含む先物取引の専属管轄権 (exclusive jurisdiction) を CFTC に支えたことであろうと思われる。先物取引の専属管轄権が CFTC にあるとする点については、SEC もこれを認めざるをえないであろうが、CBT が前記 GNMA 債の先物取引を CFTC に申請した際、SEC は GNMA 債の先物取引は SEC の管轄下にあることを主張した。たとえ、証券法や証券取引所法では適用除外となっている証券でも、その先物取引の管轄権は SEC に存在すると SEC は主張したのである。もちろん、CFTC はこ

4 CFTC 法第101条 (a 項)。邦訳は日本証券経済研究所訳『先物取引とオプション取引の経済調査——アメリカ議会提出報告書』1984年、によった。なお、同報告書の原題は、A Study of the Effects on the Economy of Trading in Futures and Options by FRB, SEC and CFTC, 1984, である。

これらの商品の管轄権は CFTC にあると反論した。これらの討論は、1975～7年に SEC と CFTC との間の往復書簡によって行われたが、結局は決着がつかず、議会がこれをとりあげるまでにいたったのである。

しかし、「証券」ということで SEC に管轄権を与えるか、それとも「先物契約」を重視して CFTC に管轄権があるとするか、この間の結論は議会においても明らかにすることができず、証券と商品の法律の双方とも、監督機関の管轄権について、明確な境界線を定めることができなかった。<sup>5</sup>

管轄権の所在をめぐる、とくに問題になったのがオプション取引であったと思われる。なぜならば、商品取引所側の金融先物商品化が一巡した段階で、つぎに CME, CBT が新商品として開発を考えたのが先物契約のオプション取引であったが、オプション取引については、夙に証券取引所および SEC 管轄下のオプション取引所において制度化されていたからである。<sup>7</sup>

SEC にしてみれば、商品取引所よりも以前から主要証券取引所にオプション市場の開設を認め、取引を監督してきた経緯があるため、CFTC に対して譲歩することには抵抗があったであろうが、1981年12月にいって、SEC のシャド委員長と CFTC のジョンソン委員長との間に合意（アコード）が成立し、監督機関による管轄責任分野の境界線を明確にすることに成功したのである。

5 前掲、『先物取引とオプション取引の経済調査』46-7ページ参照。

6 1977年に、CFTC は商品オプション取引に関する規制の枠組みについて検討を開始し、1981年から3年間のパイロット・プログラムを行うことを商品取引所に指示した。実際に商品取引所においてオプション取引が開始されたのは1982年である。（前掲、『先物取引とオプション取引の経済調査』32-3ページ）。

7 1973年、SEC がシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）の設立を認可して以降、アメリカン証券取引所（AMEX）、フィラデルフィア証券取引所（PHLX）、ペンフィック証券取引所（PSE）、およびミッドウエスト証券取引所（MSE）において、株式オプション市場が創設された。現在では MSE を除く（CBOE に吸収）上記証券取引所において、株式以外に、TB, T ボンドなどの債券、株価指数ならびに外国通貨などのオプション取引が行われている。

その結果、SEC は証券 (適用除外証券を含む)、CD、外国通貨 (証券取引所において取引されているもの)、各種指数のオプション取引を規制することが決り、他方 CFTC は、証券取引所で取引されていない外国通貨のオプション取引、適用除外証券 (地方債を除く)、CD、および各種の指数の先物取引と先物契約のオプション取引を監督することになった。

## II 金融先物市場のグローバリゼーション

### 1 CME, CBT の世界戦略と金融先物市場の拡散

通貨、債券金利、預金金利、株価指数、そして先物オプションというように、主として1970年代のはじめから80年代半ばまでの間に、CME と CBT を中心としたシカゴ勢は金融先物商品を着実に拡大し、売買高においても、従来の農産物中心の伝統的商品をはるかに凌駕するにいたっている (第1表)。これでは、もはや商品取引所 (Commodity Exchange) というよりも、先物取引所 (Futures Exchange) と呼んだ方が適当なくらい

第1表 CME と CBT の上場商品別売買比率 (1989.1~6月)

CME		CBT	
上場商品	比率 (%)	上場商品	比率 (%)
ユーロダラー	47.5	財務省債券 (61/2~10年)	62.7
S & P 500株価指数	11.6	大 豆	9.4
日 本 円	9.1	とうもろこし	8.0
ドイツマルク	8.8	財務省債券 (5年)	5.3
フランスフラン	7.1	大 豆 粕	3.9
生 牛	5.2	大 豆 油	3.8
イギリスポンド	2.8	小 麦	2.9
生 豚	2.0	地方債指数	1.3
カナダドル	1.6	財務省手形 (30日)	0.9
冷凍ポークベリー	1.5	MMI 株価指数	0.9

資料：(社)全国商品取引所連合会「全商連会報」より作成



に、上場商品が拡大し、しかも金融先物に大きく傾斜しているのである。

金融手段の先物商品開発を、シカゴ勢が立てた世界戦略の第1段階とすれば、その第2段階は金融先物市場の地球規模的拡大ないしは24時間取引所構想といえることができる。CMEにせよCBTにしても、市場が開き取引が行われている時間帯は、せいぜい早朝から午後までの数時間であろう。ところが、現在は、地球上のどこで起こった現象であれ事件であれ、テレコミュニケーション手段を利用して、まさにリアルタイムに伝達することが可能な時代である。

つまり情報革命が起こっているのに、その情報を分析して先物取引を敏速に利用したいと思っても、市場が閉鎖している夜間には取引を行うことができない。そこで、シカゴの取引所が取引を行っていない時間帯でも、地球上のどこかで先物市場が開いていれば、時差を利用して取引を行うことができるはずである。CME、CBTがそれぞれ考えた世界戦略は、シカゴと同タイプの取引制度を持ち、同種の先物商品が上場されている先物取引所を、米国との間に大きな時差のある地域に創設することであった。

もちろん、いかにシカゴ勢がこのような世界戦略を立てて行動したとしても、それぞれ相手国があることでもあり、事はそれほど簡単に運ぶとは思われない。しかし、シカゴと6時間の時差を持つロンドンでは、1982年にロンドン国際金融取引所(LIFFE)が誕生した。LIFFE創設の背景には、米国側からの強い働きかけがあったことはいままでもないが、ロンドンの国際金融センターとしての地位と機能の向上を願う英国内の希求があったことも、否定できない事実であろう。

同様の背景はシンガポールの場合にも当てはまる。シカゴとシンガポールとの時差は14時間であるから、シカゴでは真夜中でも、シンガポールで取引することが可能である。CMEはアジア地域ではまず同地域に着目し、1984年にCMEの姉妹機関としてシンガポール国際金融取引所(SIMEX)

を発足させた。同取引所において、CME と同種の金融先物を上場させ、アメリカ人の取引注文を SIMEX においても執行させようとしたのである。しかも、シンガポールに金融先物市場を開設することが、金融立国を積極的に推進してきた同国政府の政策目的とも合致したために、スムーズに金融先物取引所の創設が実現したものと考えられる。

LIFFE や SIMEX と同様に、欧州においてはフランス先物取引所 (MATIF) が、また太平洋地域ではシドニー先物取引所 (SFE) が、というように、シカゴを軸とした金融先物のサテライト市場が、地球上の各地に拡散している。いずれも、CME あるいは CBT による強い接近と、それに触発された各国でのニーズ覚醒とが、短期間に続々と金融先物取引所の誕生につながった最大の理由であるといつてよいであろう。もちろん、シカゴ勢のアジアにおける最大の攻撃目標が日本であることは間違いない。現に1985年以降、矢次ぎばやに債券、株価指数、通貨、預金などの金融先物市場がわが国に出現しているのも、米国側の強い働きかけがひとつの端緒になっていることは否定しえない事実である。この点に関しては次節でさらにくわしく論じるので、ここではこれ以上はふれないでおこう。

さて、シカゴ勢による金融先物取引拡大の世界戦略は、いまや第3段階に入ったと考えられる。それは、エレクトロニック・トレーディング・システムを使って、世界各地からの金融先物の取引注文をシカゴの取引所で執行させようとする戦略である。CME が最近開発した GLOBEX が、それを可能にする強力な新兵器であるように思われる。CME によれば、「GLOBEX 自体は取引所ではない。これは加盟取引所の通常の立会時間外でも市場活動を営む能力を大幅に強化せしめる新しい取引技術である<sup>8</sup>」と説明されているが、明らかに GLOBEX が、CME を軸にして、世界各

8 CME が発行した宣伝用小冊子「GLOBEX」による。

地域の加盟取引所を通じて市場の拡大をはかり、しかも CME の支配権・影響力を金融先物市場において発揮しようとする、CME の世界戦略の先兵としての役割を担っていることは明白である<sup>9</sup>。それだけに大蔵省が、非公式にはあるが、わが国の金融機関に対して、GLOBEX への参加を自粛するよう要請していると伝えられている情報にも、真実性があるように思われる<sup>10</sup>。

## 2 金融先物市場の性格とグローバリゼーションの必然性

たとえば、シカゴ勢による強力なアプローチがなされたとはいえ、これほど急速に地球上の主要地域に金融先物市場が創設されたのは、金融先物市場がグローバル化を可能にする特別の性格を持っているからではないだろうか。その証拠には、世界の主要地域には数多くの商品取引所が存在するが、これらの各取引所間で業務提携がなされたり、同種の商品を相互に、あるいは多角的に上場しようという動きがあったりする話を、ほとんど聞いたことがない。先物市場のグローバリゼーションは、もっぱら金融先物についてのみ起っているのである。

その最大の理由として考えられるのは、商品先物市場において農産物や畜産物を現物によって決済しようとするれば、たとえば小麦やとうもろこしや牛豚などを、現実に受渡ししなければならないという点である。これが国内であれば、移動や運送にそれほど大きな支障は生じないであろうが、国際間の移動となればそれこそ大変なことである。もちろん現実には、先物取引の大部分は差金決済によっており、現物受渡しの比率はそれこそ微

9 CME のゲルダーマン理事会議長が1989年夏、筆者に「CME は、金融先物商品開発の段階を一応終え、いまはその普及の段階に入った」と語ったことが想起される。

10 『日本経済新聞』1989年9月30日付記事によれば、三井信託銀行が7月に、現在の CME 会員から GLOBEX の会員に変更申請をしたが、それに対して大蔵省が自粛を要請し、同行も申請を取り下げた。また大蔵省は、三井信託銀行以外の金融機関に対しても、同様の要請を行ったと伝えている。

々たるものにすぎない。しかし、伝統的な先物取引理論は、たとえ現実には、受渡し比率は低いとしても、現物による受渡しを前提としてこそ先物市場が成立するという点を、立論の基礎に置いているのであるから、もし国際間で商品先物市場のグローバル化を行おうとすれば、何を受渡し標準品にするのか、どこを受渡し場所とするのかなど、きわめてやっかいな問題に突き当たらざるをえない。

その点金融先物は、たとえば通貨先物であれば、決済は通貨自身で行われるし、それはなにも、海を越え陸地を走りつないで通貨を運搬しなくても、各国の清算機関で十分調達できる性格のものである。また債券についても、世界中それぞれ簡単に運搬できる。さらに株価指数にいたっては、商品そのものが「指数」という抽象的概念であるため、受渡しは現金をもってしなければならない。

このように、金融先物は現物の移動・輸送、あるいは標準品の設定・格付けといった、商品先物に随伴する困難な問題には一切わずらわされることがない。ただひたすら、価格の変動から資産の減価リスクを回避するための防衛的行動（ヘッジ）、あるいは価格の変動から利益をあげようとする攻撃的行動（スペキュレーション）が出合い、価格をバロメーターとして取引が行われる「<sup>11</sup>純粋化された市場」という性格を帯びている。それだけに、商品先物市場にくらべて、金融先物市場の方がはるかにグローバル化が容易であるといえることができる。

### Ⅲ わが国における金融先物市場の整備と業際問題

#### 1 金融先物市場整備の背景と意義

さて、前述のようにシカゴ勢の世界戦略の究極の目標がわが国に向けられたことは、わが国が世界第一の債権国であり、国内に強力な経済基礎を

持つ国であることからみても、当然である。日本とシカゴとの間で国債や株価指数、あるいは通貨などの先物商品を相互に上場すれば、取引機会が拡大するのみでなく、取引量も飛躍的に増大するにちがいないからである。

もちろん、わが国に金融先物市場がつぎつぎに創設されたのは、たんに米国側の「圧力」によるものでないことはいうまでもない。わが国内でも、都市銀行や生命保険会社を中心に、機関投資家の保有国債は巨額にのぼり、リスクヘッジ・ニーズが増大しているし、また貿易関係者の間からは、外国為替の先物市場を国内に設けることに強い関心が寄せられてきた。

ところが、信じ難いことではあるが、政府の関係官庁においては、基本的に金融先物取引の導入について、消極的な姿勢を持ち続けてきたのである。それというも、わが国においては米の先物取引が徳川時代の初期以降に発生し、また明治以降は株式についても先物市場が開設され、太平洋戦争末期まで継続したという長い実績を持っている。米や株式の先物取引が、ヘッジ機能のある程度まで果たしたことはたしかであるにしても、むしろ取引の相当部分はスペキュレーターによって動かされ、それを批判・攻撃する識者の主張も強かったために、いつしか「先物市場は投機の間」、<sup>12</sup>「投機は悪」という社会通念が定着してしまっていたからである。金融取引や証券取引の監督官庁である大蔵省が、このような社会通念の体现者であったことはいうまでもない。

しかしながら、第一に機関投資家の側に保有資産のヘッジニーズが強く意識されはじめたこと、第二に東京の国際金融センターとしての機能を高めるためには、米国をはじめとする主要国・地域にすでに開設されている諸種の金融先物市場と連繫しうる金融先物市場を、わが国にも整備するこ

11 嶺山昌一、「金融先物について」③『日本経済新聞』、1988年1月17日。

12 この点に関する議論は、前掲、拙著『投機と先物取引の理論（増補版）』、203-258ページにおいて論じられているので参照されたい。

とが必要であることなど、わが国にも金融先物市場を早急に創設すべき必然性が現れてきた。もちろん、米国内との時差を利用しうる金融先物市場の創設を強くのぞむ米国側の姿勢もさらに加わって、金融先物市場の導入に消極的であった行政当局の厚い壁を突き崩したということができよう。

たとえば、金融制度調査会と外国為替等審議会が、それぞれ金融先物専門委員会・金融先物専門部会を設置し、両委員会・部会の合同報告書として答申されたものの内容の一部を、ここで紹介するとつぎのようである。<sup>13</sup>

「各国の金融自由化、国際化の進展や通貨技術の発達に基づく24時間金融取引の拡大を通じて、各国市場間の相互関連性が急速に高まり、世界的規模で金融機能が一体化していく中で、今後わが国が国際的な金融資本市場としての役割を果たしていくためには、金融先物市場の整備と海外金融先物取引の一層の自由化をすすめることが不可欠である」

この文章をみても、金融先物市場のグローバリゼーションの進展から、ひとりわが国が取り残されることへの不安と、この際、国際金融センターとしての機能を果たすべきだとする自負とを、大蔵省や金融関係者が強く意識していることが読みとれるのである。

このような背景のもとに、まず1985年（昭和60）に国債の先物市場が東京証券取引所（東証）に開設され、ついで87年には、大阪証券取引所（大証）に現物決済に基礎を置く株価指数先物（「株先50」）が上場された。<sup>14</sup>また88年からは、東証と大証が、それぞれ現金決済タイプの株価指数先物を

13 金融制度調査会金融先物専門委員会と外国為替等審議会金融先物専門部会の合同報告書『金融先物取引の整備について』（昭和62年11月26日）。

14 米国で開発された株価指数先物は、すべて決済日において現金決済されるタイプであるが（このことは株価指数が、株式を現物で決済することが不可能な抽象概念であることから当然である）、1987年当時は、まだわが国の証券取引法は現金決済方式を認めていなかったため、大証が現行法下において株価指数先物取引を先行させるための便法として、現物決済方式を採用せざるをえなかった。したがって、物理的に受渡し可能な範囲に、採用銘柄数を限定したのである。「株先50」という愛称は、採用銘柄数を表わしている。

第2表 わが国における金融先物・オプション

上場取引所	規制法規	上場商品	取引開始期	摘 要
東京証券取引所	証券取引法	国債	1985年10月	受渡し標準物は10年6%国債
		東証株価指数	1988年 9月	東証一部上場全銘柄の株価指数
		同オプション	1989年10月	東証株価指数のオプション
大阪証券取引所	"	株先50	1987年 6月	主要50銘柄, 現物決済
		日経平均株価	1988年 9月	日経ダウ225種の平均株価
		同オプション	1989年 6月	日経225のオプション
名古屋証券取引所	"	オプション25	1989年10月	独自に選出した25銘柄のオプション
東京金融先物取引所	金融先物取引法	円・ドル通貨	1989年 6月	最低単位1,250万円
		ユーロ円金利	1989年 6月	3カ月短期預金金利
		ユーロドル金利	1989年 6月	"

上場した。さらに89年には、通貨とユーロダラー、ユーロ円を専門に取引するための金融先物取引所（金先）が創設されたし、東証・大証、それに名古屋証券取引所（名証）は、株価指数のオプション取引もはじめて導入するなど、わずか4年足らずの間に矢つぎばやに金融先物市場が整備されていった。（第2表参照）。

## 2 先物取引に関する法制と業際問題

ところで、わが国における金融先物取引導入の順序は、米国の場合が通貨（CME）→債券（CBT・CME）→株価指数（CBT・CME）→各種オプション（CBT・CME）であったのに対し、逆に債券（東証）→株価指数（大証・東証）→通貨・金利（金先）→株価指数オプション（大証・東証・名証）の順となっていることに注意する必要がある。

これは、金融先物市場の創設に関して、金融業界よりも証券業界の方が熱心であったこと、なかでも大証はすでに1970年代の半ば頃から国債先物やオプション取引導入のための研究を開始していた事実もあって、証券先

物取引<sup>15</sup>がまず導入されたといえる。さらにいうならば、わが国の関係法制が、証券取引法を一部改正すれば、債券や株価指数の先物市場を開設することができるのに対し、通貨や預金に関しては現行の先物関係法規（商品取引所法）では困難であるために、新たな法律の制定を必要とするため、狭義の金融先物取引の導入が遅れたという面も否定できない。

1985年に東証に開設された国債の先物市場は、もともと証券取引所の会員のみが直接参加できるという制度を銀行にも拡大して、いわゆる「みなし会員」として参加を認めたという経緯があり、金融業界にしてみれば、一刻もはやく円・ドル通貨やユーロ円、ユーロダラー金利を金融業界主導のもとで先物商品化したいとの願望から、金融先物取引所の創設に向けてその法的整備を急いだのである。その結果、わが国の先物取引関係法制は、従来の農産物・工業原料の先物取引を規制する商品取引所法、債券・株価指数の先物取引およびオプション取引を規制する証券取引法、そして通貨や預金金利の先物取引を規制する金融先物取引法の3法にまたがることになってしまった。

しかし、ヘッジャーやスペキュレーターなど、金融先物取引利用者の便宜という観点から考えるならば、法制面でもまた先物市場開設取引所の面からも、相互に関連性のある市場のあり方、さらにいえば金融先物市場の統合が、今後の課題であろう。そのためには、証券取引法の一部、金融先物取引法、それに商品取引所法を合体して、「統一先物取引法」を制定することがのぞましい。商品—証券—金融を先物取引に関して一体化するためには、現在のようなバラバラの法律とヨコ割りの行政監督機構では、到底、対応できそうにもないからである。証券は大蔵省証券局、金融は大蔵省銀行局と国際金融局、さらに商品は通産省と農林水産省という行政機関

15 金融先物を広義の概念とすれば、その中に①狭義の金融先物（通貨、預金金利など）、②証券先物（債券）、③指数先物（株価指数など）を含ませることができる。



の配置は、一種の歴史的産物であり、統一先物取引法を制定すると同時に、たとえば米国のCFTCのごとき、先物取引に関する一元的行政監督機関を設けることを考えるべきではなからうか。

もつとも、金融先物取引法の立法化過程において、証券業界から「現物取引と先物取引とは同一の取引所内に市場を設置すべきである」という強い主張がなされたことがあった。<sup>16</sup>この主張は、金融先物市場に関する主導権を証券界が握るための業界エゴの表われとみることもできようが、もともと先物市場の存在意義が、現物市場における価格変動リスクを先物市場において回避し、他に転嫁する点にあることを考えれば、証券業界のこの主張には首肯できる点がある。

しかしながら、こんにちのように通信伝達手段が高度に発達している状況下においては、たとえ地理的には遠隔地であっても、情報の伝達は瞬時に行うことができるから、かならずしも現物市場と先物市場とが物理的に近接している必要は無いように思われる。また、最終決済日における受渡しが必要上からも、先物市場は現物市場に近い方がのぞましいという主張については、金融先物の性格からいって、説得力を持ち得ないことは明らかであろう。

つぎに、金融先物取引の直接参加者には、証券取引所においても、また金融先物取引所にも、商品取引員業者<sup>17</sup>は認められていない。これは、金融先物市場の上場物件が証券および金融の分野に属するものであり、そこで主役は当然、銀行と証券会社であるという認識に基づくものと思われる。しかし、海外においては、商品業と証券業の兼業が認められているケ

16 金融制度調査会〔金融先物専門委員会〕、外国為替等審議会〔金融先物専門部会〕「金融先物取引の整備について」、『金融』1988年1月号、35ページ参照。

17 商品取引所法は、商品先物取引に従事する取引所会員の中で、一般顧客からの委託業務をも行える会員に、商品取引員の資格を与えている。つまり、商品取引員になるためには、会員とは別個の資格要件が求められる。一般に商品取引員という場合は、受託専業取引員のことを指す。

ースが多く、今後、金融先物市場が一層の国際化・統合化に向うことを想定すれば、<sup>18</sup>商品取引員の金融先物市場への参加をも実現すべきであると考ええる。

---

18 東京金融先物取引所は外国の金融先物業者の参加を認めている。