

---

## 証券取引審議会の「債券先物市場の創設 について」の報告書について

---

証取審・昭 59.12.11

証券取引審議会は、59年12月11日、総会を開き、我が国における債券先物市場の創設の問題について、「債券先物市場の創設について」の報告書を取りまとめ、竹下大蔵大臣に提出した。

同審議会では、58年12月20日の総会で、「今後の公社債市場のあり方」について、「公社債特別部会」を設けて検討することを決定した。

同特別部会では、59年2月27日の第1回目の審議で、公社債市場の中でもまず流通市場の問題から検討を始めることとし、以後5回にわたって流通市場の現状と課題について審議を行ったあと、第6回目の7月27日からは、流通市場の中でも当面の課題である債券先物市場の問題に絞って、6回にわたって審議を行った。この程、その審議の結果が「債券先物市場の創設について」の報告書としてとりまとめられ、総会において報告、了承され、同審議会の意見として提出されたものである。

同報告書は、「Ⅰ. 債券先物市場を創設する必要性、経済的意義」、「Ⅱ. 債券先物取引導入の及ぼす影響、効果」、「Ⅲ. 具体的仕組み」の3部からなり、第1部において、債券先物市場を創設する必要性、債券先物市場の経済的意義について述べ、第2部において、債券先物取引を導入した場合の現物価格への影響、短期金融市場等との関連について触れ、第3部において、債券先物取引の具体的仕組みとして、①債券先物取引の対象、②取引の場所、③直接参加者、④市場の利用者、⑤投資家保護について述べ、取引の対象を長期国債とし、証券取引所に機関投資

家中心の債券先物市場を創設すべきことを提言している。

同報告書の全文は、次のとおりである。

昭和59年12月11日

## 債券先物市場の創設について

証券取引審議会会長 谷村 裕 殿

昭和59年2月27日付をもって調査審議の委任を受けました「今後の公社債市場のあり方」に関し、当面の課題である債券先物市場の創設の問題について、別紙の「債券先物市場の創設について」の報告書の通り、当特別部会の意見をとりまとめましたので報告いたします。

当特別部会は、本年2月27日の第1回の審議で公社債市場の中でもまず流通市場の問題から審議を開始することを決定し、以後5回にわたって流通市場の現状と問題点について審議を行いました。その検討の中で、債券先物市場の問題は流通市場の中でも、当面の課題であることから、以後6回はこの問題に絞って集中審議を行いました。その結果、別紙報告書の通り、取引の対象債券を当面長期国債とし、証券取引所に機関投資家中心の債券先物市場を創設すべきであるとの結論を得ましたので、ここに報告するものであります。

### 証券取引審議会公社債特別部会

座 長 東京大学 名誉教授 館 龍一郎  
委 員 神戸大学 教授 河 本 一郎  
東京大学 教授 小 宮 隆太郎  
東京大学 教授 竹 内 昭 夫

|      |              |        |
|------|--------------|--------|
| 委員   | 東京証券取引所理事長   | 竹内道雄   |
|      | 資本市場振興財団理事長  | 谷村裕    |
|      | 日本銀行理事       | 玉置孝    |
|      | 日本経済新聞社常務取締役 | 鶴田卓彦   |
|      | 日本女子大学助教授    | 時子山ひろみ |
|      | 一橋大学教授       | 藤野正三郎  |
|      | 大阪大学教授       | 蠟山昌一   |
| 専門委員 | 第一勧業銀行常務取締役  | 卯之木昭   |
|      | 日本興業銀行常務取締役  | 岡部進    |
|      | 経済団体連合会常務理事  | 小山敬次郎  |
|      | 住友生命保険副社長    | 澤本啓一   |
|      | 住友信託銀行専務取締役  | 西山廣一   |
|      | 野村証券専務取締役    | 水口弘一   |
|      | 日立製作所専務取締役   | 宮内康夫   |
|      | 日興証券専務取締役    | 柚木正彦   |

(別紙)

## I. 債券先物市場を創設する必要性、経済的意義

### 1. 債券先物市場を創設する必要性

#### (1) 債券のリスク・ヘッジの視点

我が国の公社債流通市場は近年急速に拡大し、昭和58年度の年間売買高は460兆円に達している。その背景をなすのは国債の大量発行である。国債の年間売買高は58年度において330兆円になっており、その残高は58年度末で110兆円に達した。今後も当分の間、借換債を含め国債の大量発行は避けがたく、国債残高の累増が予想される。

公社債の残高が累増するに従い、公社債の価格変動リスクが債券の

保有者等に及ぼす影響は増大する。こうした状況の下で、債券の価格変動がもたらすリスクを何らかの方法でヘッジ（回避）したいとする必要性が引受証券会社、金融機関、機関投資家、更には最近有価証券運用を増やしている事業会社等の間で高まっている。

我が国の場合、物価は先進国中最も安定しており、金利変動幅が米等国等と比較して小さいことを考慮すれば、我が国に債券先物市場を早急に創設しなければならないという緊急性は米国などに比べれば小さいかもしれない。しかし、今後、金融の国際化、金利の自由化の進展に伴って金利の変動幅が拡大する可能性も否定できない。また、60年度からの国債の大量償還、借換債発行額の増加が、国債流通価格・金利全体に影響を及ぼすことも考えられることから、債券の価格変動に対するリスク・ヘッジの必要性は高まるものと考えられる。

債券価格の変動リスクをヘッジする手段としては、相場観による現物の売り買いや、入替売買、着地取引の活用等がある。しかし、それらについては、取引コストが高くなるとか、相対取引であるために相手が見つけにくいという不便さがあることが指摘されている。これに対して、先物取引は、リスク・ヘッジを広範に、機動的に、しかも低コストで行うことができ、既存の手段に比べ優れていると考えられる。

## (2) 国際金融資本市場としての視点

金融先物市場は、1970年代に米国シカゴに始まり、以後、シドニー、トロント、ニューヨーク、ロンドンの各地で開設され、今年9月にはシンガポールでも開設された。このように世界の主要な金融資本市場において先物取引が行われており、国際的にみて、先物市場は今や金融資本市場の重要な一分野として定着しつつあると思われる。このような中で、仮に我が国に金融先物市場の一環として債券先物市場

が創設されないとすれば、国内でのニーズが海外での先物市場に吸収されると同時に、海外の投資家の我が国債券市場への投資の減退要因になるおそれがある。したがって、我が国金融資本市場を他の国際金融市場に比べ遜色のないものにするためにも他の諸外国の市場並にヘッジ手段を備えることが望ましい。

## 2. 債券先物市場の経済的意義

我が国に債券先物市場を創設する場合には、次のような経済的意義が考えられる。

### (イ) 金利変動等に伴うリスクの一般的ヘッジ手段の提供

債券の保有者、運用者、資金調達予定者、資金運用予定者に対し、低コストで金利変動リスクを回避する有効な手段を提供する。特に、先物市場を利用することにより、機関投資家や事業法人等は所要資金の調達金利や運用金利をあらかじめ確定することが可能となり資金計画の策定が容易となる。このように、機関投資家や事業法人等が金利変動リスクを回避する手段を広く活用できることとなれば金利の自由化が進む中で金利変動に対する国民経済の円滑な対応が可能になる。

### (ロ) 流通市場の安定と拡大

債券ディーラーは債券先物市場で在庫の金利変動リスクをヘッジすることにより、十分な保有在庫をもって流通市場の必要性に応える取引が可能になり、流通市場の安定と拡大に役立つ。また、先物と現物との間の裁定取引を通じて流通市場の効率化をもたらす。

### (ハ) 発行市場の安定と拡大

債券先物市場の導入により引受リスク回避の途が開かれることとなるので、引受機関はより積極的に発行市場に対応することが可能になり、発行市場の安定と拡大につながる。

### (ニ) 将来価格に関する情報の提供

先物市場が創設されれば、先物価格は将来の現物価格に影響を与えることとなる。先物取引は現物取引と異なり市場集中が原則であることから、現物価格の予想形成の際に必要な情報の質の改善が期待される。

#### (b) 新たな投資手段の提供

先物市場では、投機的動機の取引も行われることとなる。このような取引機会が提供されることは、直接、間接に資産運用手段を多様化し、取引の活発化に寄与するものと考えられる。

## II. 債券先物取引導入の及ぼす影響、効果

### 1. 現物価格への影響

先物取引は現物取引に比べ投機性が強い面がある。投機的取引は、価格の安い時に買って高い時に売り、あるいは高い価格で売って安い価格で買い戻すことによって利益を上げるという動機で行われるのであるから、通常、価格は安定化し、その変動幅を狭める効果があると考えられる。しかしながら、先物取引における過度の投機が市場を攪乱するおそれがないとはいえない。特に、市場自体に厚みがない場合には、短期的には先物価格が現物価格の攪乱要因となる懸念があるので、そのような場合には、金融政策や国債管理政策の円滑な運営に支障を来すおそれもある。また、先物市場の導入が常に債券現物価格の安定化要因として働くかどうかについては、理論的にも、実証的にも必ずしも明確ではないとの見方もある。

このように、現物価格への影響については懸念が全くないわけではないが、米国の財務省及び連邦準備制度理事会の検討では、先物市場は、現物市場の価格形成にとって中立的ないし安定的であるとされている。その場合、米国においては、①現物市場が相応の厚みを持ち、商品の供

給量が多いこと、②先物市場の効率的、競争的運営が確保されており、現物市場との裁定が参加者などの重複等により十分に機能していることの2つの要件が満たされているためであると考えられる。そこで我が国においても、上記の2つの要件を満たす市場を創設するようにすれば、以上のような懸念は相当程度払拭されると考えられる。

なお、先物市場の仕組みを考えるに当たっては、現物市場の適正な価格形成に寄与するよう、また、その商品設計を行う際には、過度な投機や市場における価格操作が行われないよう十分留意すべきである。

## 2. 短期金融市場等との関連

先物市場に資金が流入することにより、国債等の現物市場やコール、手形、現先等の各市場から先物市場への資金シフトが起きないかという点については、先物市場への流入額は売買代金ではなく、低率の証拠金であるため、他市場に対して量的な面で影響を及ぼすことは少ないと考えられる。

また、債券先物市場と短期金融市場間の裁定取引等を通じて両市場間の有機的関連性が強くなるとともに、短期金融市場間の裁定も促進され、短期金融市場は拡充される方向で影響を受けることになる。更に、債券先物市場を創設することは、裁定取引を通じて、いわば金利の自由化を促進する効果があるので、金融、資本両市場における自由化の進展を促すことが期待される。なお、この点に関し、短期金利商品等の自由化が進んでいない現段階においては攪乱要因となるおそれもあるので、債券先物市場の創設後の展開については他市場との関連をみながら進めていくべきであるとの意見があった。

### Ⅲ. 具体的仕組み

#### 1. 債券先物取引の対象

##### (1) 対象とする債券

以上述べてきた観点を踏まえれば、我が国において先物取引の対象とする債券は、次の条件を備えたものであることが望まれる。

(イ) 債券発行主体の支払能力が高く、支払不能等のリスクがないこと。

また、利息の支払、元本の償還等の条件の規格が統一されていること。

(ロ) 発行量や発行残高が多く、現物市場における取引高が大きいこと。

そのような債券を先物取引の対象とすることによって、大量の債券について直接ヘッジが可能となり、幅広いニーズに応えることができるばかりでなく、対象債券が市場に潤沢に存在すれば、先物市場における受渡決済に当たって、現物の不足、受渡不能という事態が避けられるほか、實際上相場操縦の対象になりにくい。

(ハ) 現物市場における価格情報が広く継続的に提供され、しかも、その情報に対する人々の信頼が大きいこと。

以上の適格条件を当てはめてみると、現在の段階では我が国でこれらの条件を満たすものは、国債を置いてほかにない。また、国債の中でも、発行量、発行残高が圧倒的に多い長期国債がこれらの条件を最もよく満たしている。先物取引の対象が残存期間の長い長期国債であれば、現物市場での価格変動も比較的大きく、投機取引、裁定取引等の介在する余地が大きいと見込まれるので、先物市場において比較的活発な相場形成が期待できる。



なお、今後の展望としては、長期国債のほかに、中期債、短期債と  
いった期間の異なる国債を取引対象とすることや、債券以外の金融商  
品にも先物取引の対象を拡大することが望ましいとの意見があった  
が、まず長期国債に限定した市場を開設し、その他については、その  
後の状況をみながら更に検討していくのが望ましい。

## (2) 代表銘柄方式と標準物方式

ところで、長期国債を対象とした場合、その導入の方法としては、  
次のような代表銘柄方式と標準物方式の2つが考えられる。

### (i) 代表銘柄方式

代表銘柄方式は、現存する個別銘柄の中からいくつかの代表銘柄  
を選定し取引の対象とするが、現物受渡しが必要な場合には一定の  
換算により代替銘柄によることを認める方式である。この方式に  
は、①個別銘柄の属性や銘柄間格差が持ち込まれやすい、②残存日  
数が日々動く、③銘柄の入替えにより価格の継続性が失われやす  
い、④買占め・価格操作の懸念があるといった問題があるものの、  
投資家側から見れば個別銘柄の方が投資採算予測が容易であり、ま  
た実際に現物の受渡しが行われる場合を想定すれば事前に銘柄があ  
る程度確定しているので好ましいという面がある。なお、この方式  
をとる場合でも、上場物件の数が限定されるとともに、現物受渡し  
に用いられる代替銘柄が多くなれば、實際上標準物方式に近い機能  
を有することとなる。

### (ii) 標準物方式

標準物方式は、取扱商品の均質性、不変性を最大限追求するた  
め、通常、実在する商品を対象とせず、実在しない架空の商品を創  
造し、これを取引対象とする方法である。例えば、米国の長期国債  
先物取引の場合、残存期間20年、利率年8%という抽象的、観念的

なものを対象としており、残存期間は固定されている。したがって、実際の受渡しは一定の換算により広範な代替物件（国債）で行う仕組みとなっている。外国の国債先物取引は総じて標準物を設定することにより行われている。この方式については、我が国では債券保有者の間で直利指向が強く、クーポン・レートの格差に応じて国債の各銘柄の価格の動きに多少とも違いがあることから、果たして標準物として一本化されたものが円滑に機能するかどうかについて懸念が全くないわけではない。しかし反面、標準物方式には受渡銘柄の範囲が広く設定されており、市場における買占め等の相場操縦を回避できる点や売買の対象物が変化しないことなど取引が簡明な点などの長所があり、優れた考え方であると評価できる。また、各国の先物取引が相互に連携している今日、国際的な取引における利便性という観点からも各国市場においては広く使われている標準物方式の方が優っている。

以上の点にかんがみ、当部会としては、標準物方式の方が望ましいと考えるが、標準物方式と代表銘柄方式には、それぞれ長所、短所があるので、そのいずれの方式をとるかは、今後、法制面の手当てや実務面の検討等を十分に勘案しつつ行政当局において選択すべきものとする。

## 2. 取引の場所

我が国では明治、大正、昭和にわたり証券取引所で債券の清算取引（先物取引）を行ってきたという歴史があり、また、債券先物市場の運営のためには日々の値洗いなどかなり大規模なコンピューター・システムの設置が必要となるが、証券取引所であればその有する既存の有価証券市場に関する諸設備、ノウハウ、人員等を活用することによって事務処理コストを低くすることができるなどの利点があるので、その取引市

場は証券取引所とすることが適当であると考える。

なお、債券等有価証券以外の金融商品を将来先物取引の対象として考える段階においては、別途の検討を要するとの意見があった。

### 3. 直接参加者

現行の証券取引法の規定では、証券取引所の先物取引に直接参加できる者は、証券会社及び政令で定める外国証券会社に限られている。

しかし、多様な取引を可能にし先物市場の厚みを増すためにも、また、諸外国の先物取引所の事例にもかんがみ、直接参加者の範囲は広げることが望ましい。ただし、その場合、社会的信用度、現物市場における経験等に十分配慮する必要がある。

そこで、先物市場で直接先物取引を行う者としては、投機家（スペキュレーター）としての役割が期待できる者にまで広げるべきであるという意見や国債引受団メンバーのうち一定の資格要件を満たしているものをすべて含むべきであるとの意見もあるが、現物市場との円滑な裁定を確保する観点から証券業務のうち公共債のディーリング業務の認可を受け、業務遂行能力があると認められる金融機関にまで広げるのが適当であると思われる。

### 4. 市場の利用者

各国の金融先物市場を概観すると2つの類型に分けることができる。

1つは、シカゴのように膨大な個人投資家ないし個人の投機家に支えられた市場である。シカゴではそもそも会員資格は法人でなく個人単位となっており、個人参加者が多い。個人の会員には、顧客からの委託注文を執行するフローア・ブローカーと自らがポジションを持ちかなり頻繁に売買を行い鞘取りを繰り返すフローア・トレーダー（いわゆるローカルズ）とがある。また、顧客として個人が投機家の立場でヘッジャーに充当しており、こうした厚みのある個人層の存在がシカゴ金融先物市

場の発展の基盤をなしている。

これに対し、ロンドンの金融先物市場は証券会社、金融機関、事業法人、生命保険会社、年金基金といった機関投資家中心の市場になっており、個人の参加はあまりみられない。

我が国の場合シカゴほどには個人投資家ないし投機家の層が厚くないという事実は否定し難い。そこで、このような実情に即し市場設計を行うとすれば、我が国では必然的にロンドン型、即ち、機関投資家中心の市場にならざるを得ない。その場合、ヘッジャーに立ち向かう投機家が十分に育っていなければ需給がうまく折り合わず市場が機能しないのではないかとの懸念も否定できない。しかし、①価格が安ければ買いが入り、高ければ売りが入るとというのが市場であり、②また、機関投資家は常にヘッジャーとしてのみ市場に登場するわけではなく、投機家として行動することもあり、③更に、それぞれの機関投資家の投資態様が必ずしも同一でないことから、ヘッジャー同士の対当も十分にあり得ると考えられる。

また、我が国では個人の投資家はこの種の取引に慣れていないため、当面おのずから信用力等の面で一定の限度を設けざるをえない。

以上の観点から、我が国の場合は、当面は機関投資家を中心とした先物市場創設を図るべきであると考えられる。

## 5. 投資家保護

先物取引は差金決済が可能であり、また、少ない証拠金で大きな取引ができるため、投機的な性格がある。言い換えれば、大きな利得を生ずる可能性が高い反面、大きな損失を被る可能性も高い。それだけに、個人投資家の保護に欠けることのないよう十分配慮しなければならない。そこで、我が国においても、海外での実例を参考としつつ、①取引の安全性を確保するための証拠金の徴収、②日々の損益をその都度確認する

ための毎日の値洗い，③取引の過熱を防ぐための値幅制限などの仕組みを是非とも設ける必要がある。

また，万一取引所の直接参加者の間で支払不能が生じた場合に一般投資家に不利益を及ぼさないように処理する体制を整えておくことも検討に値する。更には，先物契約の取引量，値動き等毎日の取引実態が迅速・正確に開示される必要がある。

これらの措置と同時に，先物市場の創設に当ってはその有効な利用方法や先物取引のもつリスクについて周知徹底するなど先物取引制度に関する知識の十分な普及が図られなければならない。

\*

\* 本報告は，「先物取引の普及とリスク管理」をテーマとして，先物取引の普及とリスク管理の重要性を説き及ぼすものである。