

#### IV 海外だより

### カナダ国債先物市場について

日 本 生 命  
トロント事務所 篠崎 浩一郎

#### (はじめに)

1989年9月15日、カナダ国内取引高第2位の規模を持つモントリオール証券取引所 (Montreal Exchange : 以下ME) にカナダ国債先物が上場された。

1970年代以降、金融市場の変動性が増大する中、主要金融市場国ではシカゴ (1975年) を始め、ロンドン (1982年)、東京 (1985年)、パリ (1988年) と次々と債券先物市場が創設され、いずれも盛況を呈しており、今回のMEにおける国債先物上場もその世界的な潮流の中で将来の発展が期待されている。

しかしながらカナダ国内の動きのみに焦点を当てれば、1980年、トロント証券取引所 (Toronto Stock Exchange : 以下TSE) に国債先物が上場され、不成功に終わった経緯があり、『主要国債市場すなわち国債先物の成功』という図式では単に捉えきれない側面もあると思われる。

本稿では当時のトロント国債先物における問題を探るとともに、それを踏まえてMEがどのような対処を図り、カナダ国債先物を再出発させたか、その背景及び近況を含め紹介したい。

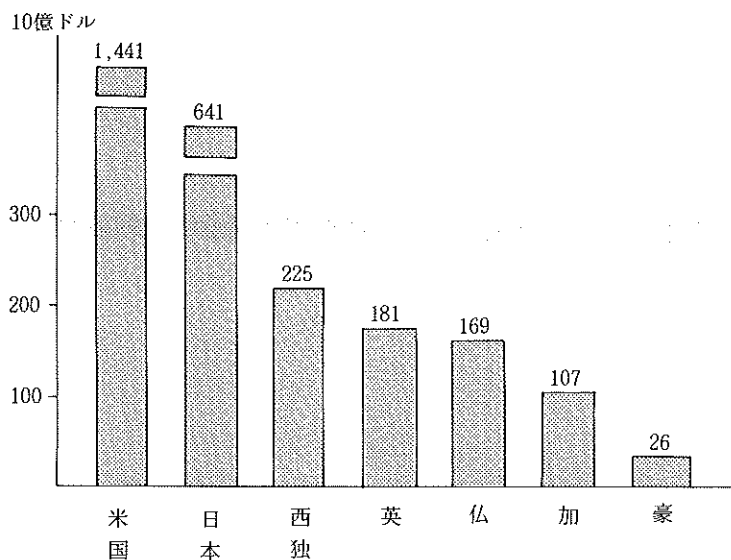
#### I. モントリオール・カナダ国債先物市場創設の背景

##### (1) カナダ国債市場

###### ①市場規模

カナダ国債市場は発行残高ベースで世界第6位の規模を持つ市場である (図-1)。加えてカナダ政府の財政赤字は極めて高水準にあり (図-2)、今後とも大量の国債発行による赤字補填が不可欠であることにより、その相対的な市場規模は将来的にも維持されると考えられる。

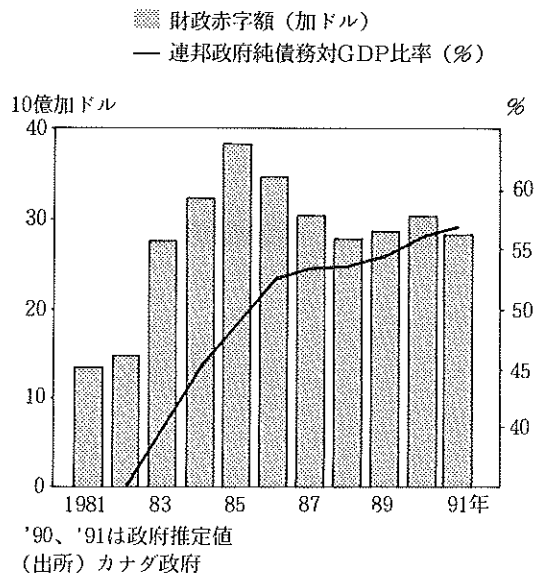
図-1 主要国債発行残高比較（1989年）



(出所) ●JPモルガン

●豪国債残高は“Reserve Bank of Australia ; Bulletin”より概算。  
Treasury Indexed Bondsを含む。

図-2 カナダ財政赤字額推移



'90、'91は政府推定値  
(出所) カナダ政府

規模の点において、他の上位5ヶ国債及び比較的小さいオーストラリア国債等については、既にそれぞれの国債先物市場が創設されていることを考慮すれば、カナダ国債先物市場の誕生は必然的なものであったと言える。

## ②国際化

この数年、外国投資家のカナダ国債への関心は高まっており、その保有比率も上昇してきている（表-1）。

表-1 カナダ国債保有状況 (%)

年	カナダ中銀	民間銀行	一般投資家	
			居住者	非居住者*
1982	25	3	63	9
1983	24	5	56	15
1984	20	3	62	15
1985	14	3	67	16
1986	10	1	66	23
1987	7	2	66	25
1988	9	3	63	25

\* “非居住者”はカナダ中銀の推定値  
(出所) Bank of Canada Review

これは米国債等に比較して高クーポン債であった点が好まれたこと、及び近年のカナダドル高を背景に大量のユーロ・カナダドル債が起債され、それに伴うスワップ

取引のヘッジ手段としての需要が急増したこと等に起因する。

この様な国外での保有額増加に伴ない、外国投資家からの国債先物市場創設に対する潜在的ニーズは大きなものがあった。

## (2) MEの活性化

又、今回の国債先物は、MEの証券取引所としてのプレゼンスを高める重要な戦略商品でもある。

MEはカナダ国内で最も古い伝統を誇るが、現在、株式取引高で第2位、しかも第1位のTSEには大きく差を開けられている（表-2）。殊に1970年代末、ケベック州（モントリオール市は当州最大都市）に独立運動の気運が浮上した時期、その政治的不安定より、大きく市場シェアがTSEに移ったことが一因となっている。

表-2 カナダ株式市場：年間売買高比率推移（%）

年	トロント	モントリオール	バンクーバー	アルバータ	ウィニペグ
1965	67.1	26.2	6.4	0.2	0.1
1970	68.5	22.6	8.5	0.3	0.1
1975	70.4	23.8	5.4	0.3	0.1
1980	77.1	10.1	11.5	1.2	0.1
1985	76.5	18.3	4.7	0.5	*
1988	78.4	17.3	3.7	0.6	*

\*0.1%未満

(出所) Canadian Securities Course

MEは活性化を図るため、その戦略として2本の柱を打ち立てた。一方は株式取引の維持・発展であり、他方はオプション及び先物商品の拡充である。但し、株式取引<sup>(注1)</sup>においては、地理的にTSEと同時間帯の取引であり、しかも多くの銘柄が双方の取引所に上場されていること等により、MEの追い上げは限界的にならざるを得ない。

一方、オプション及び先物取引については、MEは1975年に株式オプション上場を始め、その後徐々に拡大を続けてはいるが、TSEと共に歴史が浅くかつ取扱商品も少ないため、未だ個々の取引所における取引高の占率は小さい。そこで、新金融商品として発展の可能性が大きい同分野の拡充に、より重点を置く戦略をとるに至った。

## II. 国債先物の現況

上場前、MEは取引開始後数カ月は1日平均出来高2,000枚、1年後に4,000枚、3年後に50,000枚との青写真を描いていたが、上場後8カ月たった現在、1日平均出

(注1) 現在、MEでは国債先物以外に株式オプション、債券オプション、バンカーズ・アクセプタンス先物が上場されている。

来高は2,000枚に達していない（表-3）。

表-3 モントリオール・カナダ国債先物出来高推移

(単位:枚)

	1989年 9月*	10月	11月	12月	1990年 1月	2月	3月	4月
総契約数 (1日平均)	17,650 (1,605)	29,499 (1,405)	25,013 (1,137)	14,368 (756)	38,589 (1,754)	39,656 (1,983)	26,498 (1,204)	35,014 (1,750)

\* 1989年9月15日から取引開始  
(出所) Montreal Exchange

これは、現時点、上場後間もないこともあって取引の中心が証券会社等のディーラーであり、本格的な投資家の市場参入を未だ見ないことに起因している。

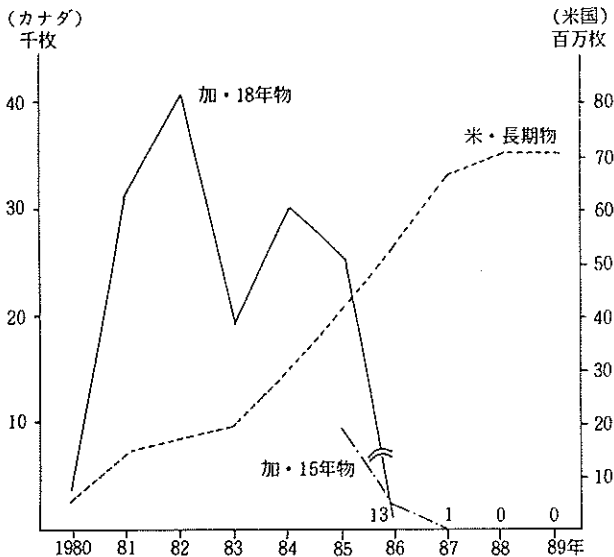
MEは、これを投資家のバックオフィス準備による市場への出遅れ等であるとし、単に一時的な現象と捉えているが、一方、一部の新聞記事は、この期待以下の取引の動きをかつてのトロント市場における国債先物の不成功に重複させ、ME国債先物の将来に懸念を示している。

### III. トロント国債先物の不成功

#### (1) 直接的要因

1980年9月、TSEに18年長期国債（後、15年物へ変更）及び91日T-ビル<sup>(注2)</sup>の2つ

図-3 トロント・カナダ国債先物出来高推移  
(参考:米・長期国債先物)



(注) 加・18年物は'80年9月上場、'86年2月廃止  
加・15年物は'85年8月上場

(出所) Toronto Stock Exchange "Fact Book"  
Chicago Board of Trade "Annual Report" より作成

の金利先物商品が上場されたが、結果的にいずれも失敗に終わっている。

特に長期国債先物は、受渡適格銘柄の多くがストリップス化<sup>(注2)</sup>され市場流通量が大幅に減少した結果、受渡債券の手当てに支障をきたしていた。その後、'85年に18年物から15年物へ変更された際、受渡適格銘柄が以前の13銘柄から4銘柄に減少し、かつそのほとんどがストリップス債に使用されていたため、取引が激減する結果となった（図-3）。

現在もトロント先物取引所に15年国債先物が上場されてはいるものの全く取引がないという状況に至っている。

(注2) 利付債券を元本（プリンシパル）部分と利札（クーポン）部分に切り離し、それぞれ別個の証券として売買されるものを称してストリップス債 (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities: STRIPS) という。

## (2) 流動性の欠乏

トロントにおける国債先物不成功の原因は、直接的には受渡適格銘柄のストリップス化による受渡しの障害であったが、より根本的な問題として、売り買いが交錯する市場の厚み、すなわち“流動性”を欠いていたことが指摘される。

市場においては売りに立つ側と買いに立つ側の双方にそれぞれボリュームが多い程、取引は効率的に成立するが、この流動性の源泉たる市場参加者が少なかったことが、トロント国債先物市場の最大の問題であった。換言すれば、流動性がなかったことが、投資家等の市場参加を逡巡させたとも言えよう。

### ① ローカルズの不足

第一にローカルズの存在数が少なかったことが挙げられる。

ローカルズとは、一般に少額の個人資産を元手に自己勘定で売買を行なう一匹狼的存在の個人トレーダーの総称である。世界最大の先物市場であるシカゴが成功を取めている最大の要因の1つは『多数のローカルズの存在』であると言われている。彼らが行なう投機的な売買が結果的に市場に必要十分な流動性を与え、円滑な取引成立に貢献している。

一方、トロント国債先物市場の場合、TSEがローカルズの育成に熱心ではなく、特別な支援プログラムがなかったこと、及び既にローカルズの市場としてその土壌を整えていたシカゴが近接していたこと等により、ローカルズの関心を集めることができなかった。このローカルズの不足が流動性欠乏を生み、引いては取引成立の障害となっていた。

### ② 保険・年金ファンド会社に対する運用規制

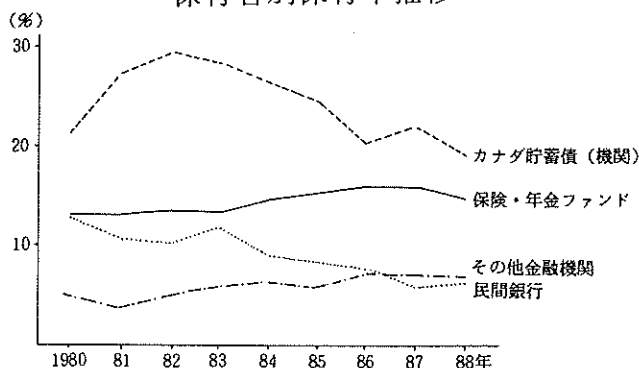
当時、法規制により保険会社及び年金ファンド会社は、先物の取扱いを許可されていなかったことも一因である。

この運用規制により、現物国債の大量保有者であり（図-4）、それ故に大口の先物市場参加者であり得た両機関投資家は市場参入の機会を失うこととなった。

### ③ カナダ投資家の保守性

加えて、一般に言われるカナダ投資家の保守性が、不慣れた金融手段の利用を敬遠したことも挙げられる。

図-4 政府保証有価証券・ローン；保有者別保有率推移



(注) '88年において、全政府保証有価証券・ローンの内  
約40%が市場性債券、約35%がT-Bill  
約20%が非市場性債券

(出所) Bank of Canada Reviewより作成

表-4 カナダ金融機関へのアンケート  
「次の金融商品を使ったことがありますか？」

金融商品	"No"の回答率
為替先渡契約(フォワード)	40%
金利先物オプション	95
通貨オプション	85
通貨先物	81

表-4はカナダ投資家気質を示すEconomic Council of Canadaのアンケート結果であるが、カナダ投資家が先物あるいはオプションという比較的新しい商品よりも、より確実に理解しやすい為替先渡契約(フォワード)を選好するという一面を表わしている。

為替先渡契約を有用と考える理由	オプションや先物をあまり使用しない理由
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 確実 (回答者中: 74%)</li> <li>● 理解・モニターが容易 (71%)</li> <li>● 他の金融手法より割安 (59%)</li> <li>● 容易に利用可 (60%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ニーズに不適 (47%)</li> <li>● コスト高 (オプション33%、先物19%)</li> <li>● 投機的 (オプション21%、先物25%)</li> <li>● 担当者が未習熟 (30%)</li> </ul>

(出所) Economic Council of Canada 1990 "Globalization and Canada's Financial Markets" より抜萃・作成

一説にはこの保守性がトロント先物市場に厚みを欠かせた最大の理由とも言われている。

#### IV. ME国債先物の再出発

MEは今回の国債先物上場の準備に際し、1つのプロジェクトとしては最大の2年と2百万加ドル(=約2億5千万円)を費し、外国市場をも含めたリサーチ、マーケティングを実施した。

そこで練り上げられた施策並びに商品内容を見る限り、MEの主眼はあくまでも流動性の創出に置かれているものと考えられる。

以下、前述したトロントの失敗を踏まえたMEによる数々の諸対策並びにほぼ時期を同じくして打ち出された保検・年金ファンド会社の先物取引に関する規制緩和について述べてたい。

表-5 カナダ国債：残存期間別発行残高  
(1989年末)

(単位: 10億加ドル)

残存期間	発行残高
0-3年	36.1
3-5	23.5
5-10	31.8
10-15	15.9
15年超	20.5
合計	127.8

(出所) Bank of Canada Review

#### (1) 10年債の選択

今回、標準物の償還期限として10年が選択されたが、その主たる理由として、

- ① 残存期間5~10年債は、発行残高及び取引量とも多大であること(表-5)
- ② 世界の主要金融市場(シカゴ、ロンドン、東京、パリ等)で10年債先物が成功を収めていること

が挙げられる。

この選定の結果、先物取引決済時における『受渡適格銘柄の流通量不足から生じる受渡しの障害』から免れるとともに、取引高の底上げ効果が期待できる外国10年債先物とのスプレッド取引も可能となっている。

更にこのME国債先物はシカゴ取引所（Chicago Board of Trade）に上場されている10年米国債先物をモデルとしているため相似点が多く、米国債先物に精通した米国投資家、ディーラー等の市場参加者の増大が期待できる点も注目されている。

## (2) 規制緩和による市場参加者の拡大

1988年、オンタリオ州法“Pension Reform Act”により同州年金ファンド会社に対し先物の取扱が認められた。

これを皮切りとして、現在、カナダ全州の保険会社及び年金ファンド会社に対し、リスクヘッジを目的としての先物取引が認可されている。

国債先物が上場間もない現段階では、まだ慎重なスタンスを堅持してはいるものの、いずれにしろカナダ最大の民間国債保有機関への先物取引規制緩和は、今後の流動性創出に大きく寄与していくものと思われる。

## (3) ローカルズの育成

先物市場におけるローカルズの役割は、既述の通り、市場に流動性を創出するとともに先物取引の円滑化を促進する意味で重要な要素を持っている。

このためMEは、ローカルズの早期育成を最重要課題の1つとして捉え、以下の肌理細かなプログラムを提供している。

- 3日間集中コース：先物の概念から取引方法、実務面に至るまでの幅広い教育・指導の実施。
- 6か月無料トレーディング：ローカルズとして取引所に登録後、当初6か月間の取引に限り手数料免除。

今年4月末現在、ローカルズの数20数人、取引量全体に占める割合は平均約16%（年初～5月上旬）と必ずしも多くはないが、今後、当該プログラムの効果が徐々に浸透してくるものと期待されている。

## (4) EFP (Exchange for Physical) の導入

MEでは先物取引方法の1つとしてEFPを導入した。<sup>(注3)</sup>

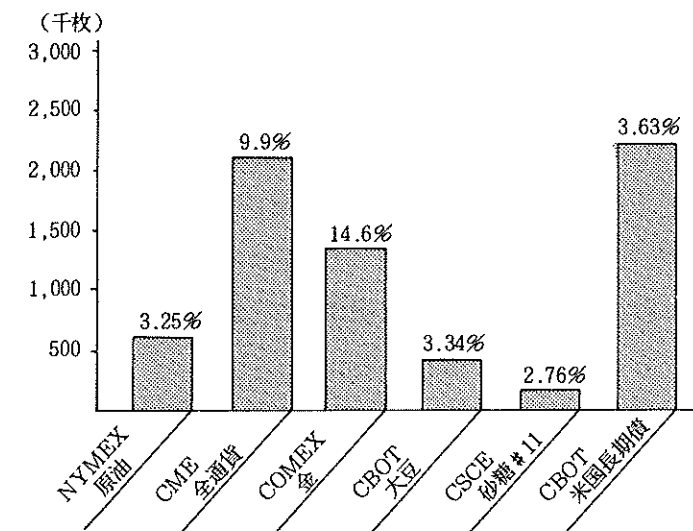
---

(注3) 最近、米国市場でEFPが悪用されるケースが多発し、規制が厳しくなっているが、MEのEFP規制はCommodity Futures Trading Commission (CFTC) の助言に基づき、米国の規制よりも厳格なものである。

EFPとは、現物の買い（売り）と先物の売り（買い）の同時注文をトレーダーの自己ポジションを以て約定させる取引所外での売買であるが、特記すべきことはEFPの導入によって、先物の24時間取引が可能になったことである。

このEFP導入により、取引がグローバル化するとともに必然的にその取引量が増加することが予想され（図－5）、MEではこれら付随的效果に大きな期待を託している。

図－5 参考：EFP取引による市場商品別出来高（1988年）  
（%：全出来高に占める比率）



(注) NYMEX : New York Mercantile Exchange  
 CME : Chicago Mercantile Exchange  
 COMEX : Commodities Exchange  
 CBOT : Chicago Board of Trade  
 CSCE : Coffee, Sugar & Cocoa Exchange

(出所) “Futures”誌'89年5月号

#### (5) 国債先物オプションの導入計画

今年の5月11日、東京市場に国債先物オプションが上場されたことは、まだ記憶に新しいが、MEでも近い将来の国債先物オプション上場に備え、この6月より本格的な企画策定が開始された。

この先物オプション上場が実現した場合、当オプション取引との相乗効果により国債先物取引量の増加が見込め、加えて債券に関しては米国同様全ての取引形態が出揃うことにもなり、ME国債先物市場の相対的位置づけも更に高まるものと予想される。



(あわりに)

ME国債先物市場はまだ緒に就いたばかりであり、今後十分に活用し得る市場に発展し得るか否か、注目されるところである。

一部市場関係者の中には、ME国債先物市場は、ローカルズ及び個人投資家の参加に頼らず、機関投資家主導により成功を収めたLIFFE（ロンドン）並びにMATIF（パリ）型の市場形成を推し進めるべきだとの声も聞かれるが、いずれにせよ更に投資家の参加を促すためにも十分な流動性を創出させ、一刻も早くカナダ国債先物市場としての地位を確立することが至上命題となっている。

このことは、しばしば新聞記事並びに市場関係者の間で取り上げられる懸念、すなわち1時間の時差帯にある世界最大の先物市場シカゴが、将来、カナダ国債先物を上場し、同時に取引の主役をも奪い取るかも知れぬという不安に関連する。

これは、'80年代初め、カナダドル・オプションがMEに上場されたものの、その後、フィラデルフィア及びシカゴが追随し、結局、取引の中心を両市場に奪われたことの繰り返しを示唆しているが、MEのカナダ国債先物市場としての地位確立は、この懸念に対する回答にもなろう。