

フランス国際先物市場（MATIF）

1. はじめに

日本では、今秋より東証TOPIX、大証日経平均の株式指数先物取引がスタートし、さらには通貨・金利の金融先物市場の創設準備も進められる等、本格的な金融先物取引の時代を迎えようとしている。ここパリでも同様の変革が進みつつある。今夏より、既存の長・短期国債の先物及び長期国債の先物オプション取引に加え、株価指数の先物・オプションの取引が開始され、また9月からはフラン建3ヶ月インターバンク金利（PIBOR）の先物取引も上場された。

パリにおけるこのような変革は、'86年2月に長期国債の先物市場として開設された、フランス国際先物市場（略称、MATIF）の予想以上の成功が、総合金融市場への発展を促した結果といえる。今やフランス人曰く「欧州一の金融先物市場」となったMATIFを、来たるべき'92年欧州統合市場において、パリが欧州金融市場の中心となる理由として挙げる関係者もいる。

以下、小稿ではこの発展するMATIFについて紹介したい。

2. MATIF設立の背景と沿革

旧来、フランスでは、制度化された政府系特殊金融機関により企業の中長期資金需要が賄われていたこと、寡占化された5大銀行が兼業する証券業務に熱意を持たなかったこと（よりマージンの高い貸付業務に重点を置いていた）等の理由により、資本市場は英米に比し、全く未発達であった、

しかし、'80年代に入り、世界的な金融自由化・セキュリタイゼーションの波はパリにも押し寄せた。特にユーロボンドを中心とするロンドン市場の発展は、パリ金融市場の形骸化の危惧を生み、'84年以降、政府が矢継早に金融市場の自由化・近代化の措置を講じる契機となった（表－1）。また同時期、'81年のミッテラン社会党政権の誕生が、それ迄の財政均衡主義から財政赤字体質への転機となり、国債大量発行時代を迎えるに至ったことも、資本市場の改革を急務とさせる原因となった（図－1）。政府は現物国債市場の整備を行なうと共に、そのリスク管理を容易にするヘッジ手段の提供として、'86年2月、標準物長期国債先物を対象とする先物市場MATIFを設立した。

設立前、市場関係者はMATIFの成功に懐疑的であった。先物市場の必要性は認

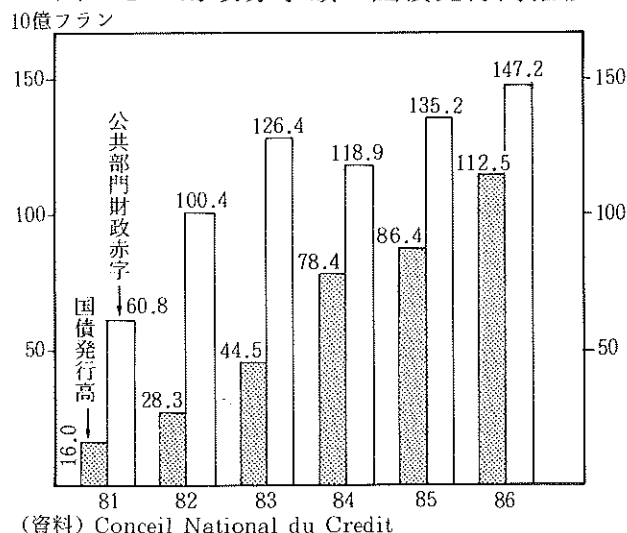
表－１ フランスにおける最近の金融・資本市場改革

短期金融市場関連	証券市場関連	為替管理等	金融政策等
'84～ 銀行間の条件付債 '85 券売買活発化	'84. 11 企業等の債券発行 規制緩和 12 単一利付債券導入	'84. 8 居住者の国外観光 旅行時のクレジット カード利用認可 等 11 非居住者の債券利 子所得に対する源 泉課税廃止等	'84. 1 新銀行法成立
'85. 3 CD導入 4 契約型投信への登 録TB組入れ認可 12 CP市場創設	'85. 4 証券市場改革 —主幹事行・シ団 組成に関する起 債者側の決定権 拡大等 5 抵当証券市場改革 6 追加発行可能国債 導入 7 国債入札発行方式 導入	'85. 4 ユーロフラン債の 発行再開 12 取引可能な外国債 の範囲拡大、企業 の為替リスクカバ ーに関する手段の 拡充等	'85. 1 新貸出規制方式導 入 11 マネタリーアグリ ゲート改訂
'86. 1 TB市場オープン 化 5 TBの発行スケジ ュールの公表開始 6 格付機関発足	'86. 1 国債発行制度改革 2 先物市場創設 5 国債の入札方式に よる発行定期化 7 国営企業の民営化 法案成立 12 プライマリーデ イラー制導入	'86. 5 証券外貨制度廃止、 先物カバーの条件 緩和等 11 ユーロフラン取入 れを原資とする非 居住者向けフラン 建貸付の自由化等	'86. 5 3カ月超の定期預 金金利自由化 12 新金融調節方式導 入
'87. 3 CD、CP、TB、 の最小ロット（5 百万フラン）、期 間（10日～7年） を統一	'87. 3 証券取引所改革案 発表 6 オプション取引導 入発表 9 外国金融機関に対 しフラン建債主幹 事への参入容認	'87. 5 対外借入の自由化、 為替リスクカバー 取引の自由化等	'87. 1 貸出準備率廃止 銀行店舗規制撤廃
'88. 7 CD、CP、TB の最小ロットを 100万フランに引 下げ	'88. 1 証券取引所改革案 施行		

（資料）日本銀行パリ事務所
'87年10月作成分に一部追加。

めつつも、パリの商品先物市場が小規模であったこと、先行するロンドン先物市場

図－1 財政赤字額と国債発行高推移

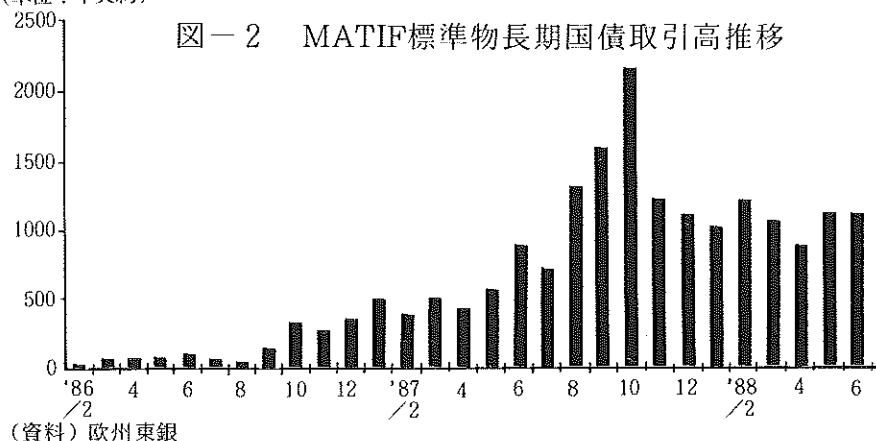


(LIFFE) の存在等の懸念があったからである。「1日の出来高はせいぜい200～300契約(1～1.5億フラン＝22～23億円)」が当初の予想であった。しかし、それは初日より、2770契約(13.85億フラン＝300億円)を記録したことにより払拭された。その後も、順調に出来高は伸展し、今日では1日平均5万契約に上っている(図－2)。設立後約一年半経過後の昨年9月12日には、MATIFの標準物国債の出来高が、初めてLIFFEの長期国債先物を追い抜くという記念すべき日を迎えるに至った。

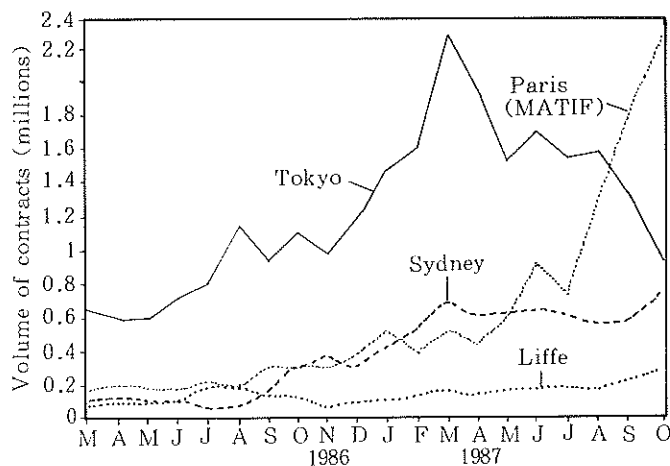
以後、MATIFが上回る状態が概ね続いており、この事実がMATIFをして、欧州No.1の金融先物市場と呼ぶ所以となっている(図－3)。

(単位：千契約)

図－2 MATIF標準物長期国債取引高推移



図－3 MATIF取引高推移と他国市場比較



'87年金利先物・オプション商品別取引高ランキング

単位：千契約

順位	取引所	商品名 (O=オプション F=先物)	契 約 数	
			'87年	'86年
1	CBT	F T-bond	66,841	53,599
2	CBT	O T-bond	21,720	17,314
3	CME	F Eurodollar	20,416	10,825
4	東京	F 国 債	18,284	9,396
5	MATIF	F 長期国債	11,910	1,663
6	LIFFE	F 20年国債	6,996	2,613
7	CBT	F T-Note	5,254	4,426
8	CME	O Eurodollar	2,570	1,757
9	SFE	F 90日 Bank Bills	2,095	n.a.
10	SFE	F 10年 T-bond	2,064	1,514

(資料) Future and Option World

尚、MATIFは今年6月に、パリ商品先物市場と組織を併合した。それによって、名称が従来の“Marche a Terme d'Instruments Financiers(金融先物市場)”から“Marche a Terme d'International de France (フランス国内先物市場)”に変更された。(略称MATIFは変更せず)現時点では、両市場は物理的に分離しているが、将来同一取引所内に取り込み、両会員権も同一化することが検討されている。

3. MATIFの概要

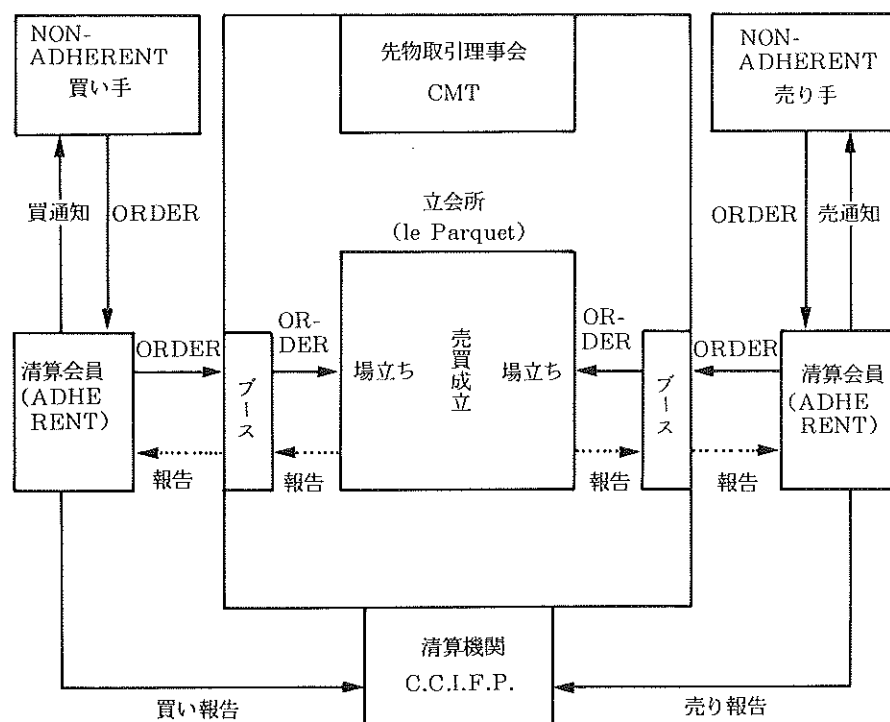
MATIFの取引方式は、ほぼシカゴ取引所(CBT)を模範としている。例えば、取引はすべて商品別に分れた立会所(Le Parquet=Trading Pit)にて行われ、“場立ち(Commis de Parquet=Floor trader)”が直接他の場立ちに売置を呼びかける公開競売方式(Out-Cry方式)をとっている。立会所内の個々の売買は公的清算機関(CCIFP)の監視員によって逐一記録される。これは、事後のトラブルを避ける意味と共に、ロイター等の通信網を通じて、取引価格のリアルタイムな情報を取引所外にいる市場参加者に知らせる役割も果している(図-4)。

現在上場されている商品は

- 標準物国債先物(期間7～10年、クーポン10%)-'86年2月より上場
- 90日物大蔵省証券先物-'86年6月より
- 標準物国債先物オプション-'88年1月より
- フラン建3ヶ月物インターバンク金利-'88年9月より

である(表-2)。株価指標(CAC40-パリ証取所上場代表40銘柄を対象)の先物も、8月より店頭市場にて売買が開始されている。正式な取引開始時期については今のところ(9月初時点)明らかではないが、10月頃と予想されている(注1)。

図－4 MATIF取引の流れ



(資料) 欧州東銀

表－2 MATIF上場商品概要

取引対象商品	クーポン10% 残存期間10年の 標準物フランス国債	90日物大蔵省証券	3ヶ月物パリ・ インターバンク・ オファーレート (PIBOR) (注1)
限 月	3、6、9、12月		
取 引 単 位	50万フラン	500万フラン	
値 き ざ み	1/20 (=250フラン)	1/100 (=125フラン)	
値 巾 制 限	40ticks (=200bp)	60ticks (=60bp)	
委託証拠金	4% (2万フラン)	0.3% (1.5万フラン)	
決 済 方 法	反対取引による精算もしくは現物受渡		反対取引もしくは 現金による精算
受渡適格債	残存7～10年の フランス国債	大蔵省証券	—
受 渡 日	限月の最終営業日	当該四半期の11回目の入札日の3日後 (原則木曜日)	
取 引 時 間 (注2)	10～16時 11月より17時迄 延長化予定	10～15時	

(注…1) PIBOR……フランス銀行協会 (AFB) によって午前11時にクォートされる。

(注…2) 上記時間外 (8:30頃～10:00迄及び時間後) にも店頭市場 (テレフォン・マーケット) にて取引は行なわれている。

(注1) 株式指数の先物・オプション取引はMATIF以外にも、魅力的商品として関心を集めている。CAC40をクォートしているパリ証券取引所(Bourse)は、株式現物オプション(主要11銘柄)を既に上場している経緯もあり、CAC40の先物・オプションについても、自身の市場に上場させることを希望していた。MATIFとの協議により、先物はMATIFで、オプションは証券取引所(正確には取引所内にあるオプション市場“MONEP”)で上場するという折衷案で結着がつく模様である。また、先発者の優位を享受することを狙った第三勢力の台頭もある。一部大手銀行(CCF、パリバ等)が中心となって今年7月より取引を開始した“OMF (Option Marche de France)”と呼ばれる店頭市場である。これは独自の株価指数“EFX50(上場50銘柄を対象)の先物・オプションを取引対象としている。しかし、現在の市場規模でCAC40との並存は困難と見る向きが多く、CAC40の正式上場後には両者の併合が予想されている。

その他の新規商品として、ECU/US\$の通貨先物・オプションの導入、また金取引の上場も検討されている。(いずれも時期は未定)

MATIFの会員は、現在100席に限定され、主に地元金融機関、証券仲買人によって構成されている。外国金融機関は10数社参加しているが、日系は未参加である。会員会社(Adherent)はMATIFにおいて、自己勘定による取引、顧客からの注文取次を行なう他、清算機関CCIFPと唯一決済が行える。MATIFでは、先頃、一般投資家の取引の安全性の向上と取引の一層の活性化を企図し、次の様な会員制度の改革を決定した。

- (i) 清算会員会社の最低資本金の引上げ。(1億フラン→2億フラン=約44億円、…'92年迄に達成要)。同時に、資本金額によって2種に分類。
- (ii) 小規模会社(主に証券仲買人)に参加の門戸を開く、清算機能を持たない、非清算会員(2種)の新設。

上記新制度により、会員は以下の4種類となる。

①清算会員

- ACG* ー最低資本金7.5億フラン。Adherentの従来の機能に加え、非清算会員NC、NIP、を任命できる。
- ACI** ー最低資本金2億フラン。ACGとほぼ同様の機能を有すが、非清算会員はNIPのみ任命できる。

*Adherent Compensateur General

**Adherent Compensateur Individuel

②非清算会員

- NC*** —最低資本金750万フラン。顧客からの注文取欠業務を専門に行なう。
(シカゴのフロアブローカーに相当)
- NIP**
** —最低資本金は必要とされない。自己勘定の取引のみ行なう。
(シカゴのローカルズに相当)

MATIFの市場参加者は、昨年10月のCCIFPの調査によれば、取引量の55.0%が会員の自己取引、34.5%が非会員金融機関、8.6%がMutual fund、一般企業、保険会社等の機関投資家、残り1.5%が個人投資家、外人は0.9%と報告されている。一方、同一調査時の建玉（Open interest）の内訳は、会員金融機関27.4%、非会員金融機関14.0%、機関投資家56.1%（Mutual fund43.3%、一般事業会社12.8%）であった。上記調査は、ある特定日の取引をサンプリング調査したもので、必ずしも正確に実態を反映していない面もあるが（注－2）、一般的に、取引の中心は会員及び会員を含む金融機関の短期トレーディングと機関投資家による中期的なヘッジとスペキュレーションと言える。概して個人投資家の参加は少ないプロフェッショナル中心の市場である。

（注2） 上記調査では、外人の参加がかなり低率となっているが、一般には、先物市場を持たない西独の投資家等のヘッジを目的とした利用は多いと言われている。

4. MATIF成功の理由

MATIFが、設立当初の予想を超える発展を遂げてきた理由として、以下の様な点が挙げられる。

- ①現物市場の拡大。既に述べた通り、フランスの国債市場は'81年以降、急速な拡大を示してきた。例えば、'86年度の国債発行高は1.125億フラン（約2.5兆円）と、'81年度比の約7倍に膨らみ、公共債・社債を加えた債券市場全体の残高は、英国市場を上回る水準となってきた。また、取引量の増加は一段と顕著である。債券の取引量は'81年比で約30倍（'87年末）、MATIF設立後の'86年、'87年だけでも、前年比でそれぞれ133%、45%増となっている（表－3）。

このような債券市場の急拡大が、現物市場を補完する立場にある先物市場の発展を促した。

***Negociateur Courtier

**Negociateur Individuel de Parquet

表-3 フランス債券市場拡大の推移（'81～'87）

単位：10億フラン

	'81年	'82年	'83年	'84年	'85年	'86年	'87年
債券発行高*	106.9	157.7	193.7	242.1	307.0	347.2	294.6
内 国 債	16.0	28.3	44.5	78.4	86.4	112.5	—
債券残高	580.5	778.9	978.0	1,212.8	1,491.5	1,844.4	1,928.2
債券取引高	83.7	151.3	221.5	409.6	717.6	1,672.9	2,425.4
対前年伸率（%）	32.9	80.8	46.4	84.9	75.2	133.1	45.0

* 転換社債を含む

（資料）Conseil National du Credit

②様々な投資家の存在。パリは砂糖取引を除けば、シカゴやロンドン等の大市場に比べ、商品先物取引の市場規模は圧倒的に小さく、一般の関心も低い。そのため、MATIF設立時には、市場参加者の数や、ヘッジャーに向かうスペキュレーターの存在等、市場参加者の厚みが心配された。しかし、実際には金融自由化による伝統的銀行業務の収益低下に対応して、証券業務の積極化に転じた銀行を中心に、証券仲買人、Mutual fund、一般事業会社等々多数の参加が見られた。また先物市場では現物市場に比べ、少額の資金（証拠金は4%）、低額の手数料（1契約=50万フランにつき約60フラン）で投資が可能であることから、ヘッジのみならず、現物市場の代替としての投資（スペキュレーション）、また現物市場との裁定取引等も活発に行なわれている。例えば、このようなスペキュレーターの存在を裏付ける事実として、MATIFの取引高が特に増加した昨年来、MATIFでの投機の失敗による巨額の損失を報じる事件が数多く見られるようになってきた（注3）。

（注3） 最近の例では、証券仲買人の中心組織である証券業協会によって、総額5.5億フラン（約120億円）に上る損失が計上された事件があった。これは、証券仲買人が証券業協会に拠出する保証金積立金（仲買人の顧客への支払不能時に填補する準備金）の運用について、同積立金の運用担当者が権限を超えた金額をMATIFに投資した結果、積立金の40%に及ぶ金額の損失を被ったと報じられている。証券仲買人を監督する立場にある協会の起こした不祥事は、証券市場全体に波紋を投じ、その後、保証金積立額の引き上げ、証券仲買人の経営体質の強化等が検討されることとなった。

③多様な投資手法への対応力。

フランスはハイテク技術では欧州の先進国である。金融市場でも業務のコンピュータ化、金融商品のイノベーションは進んでおり、先物市場の利用に必須とされる多様な投資手法導入・開発にも積極的であった。

5. 今後の課題

MATIFは設立2年半余りの若い市場ではあるが、その成功により、今やパリ資本市場の中心的存在にまで成長している。しかし今後、国際的な金融先物市場へと一層の飛躍を行うためには、いくつかの課題が指摘される。

①商品の多様化

過去、MATIFの取引は、ほぼ標準物長期国債の先物・オプションに集中した単品のマーケットであった。もう1つの上場商品である短期国債は、現物市場の流動性が低く、先物取引も不活発であった。今秋より新たに上場された3ヶ月PIBOR、及び上場予定の株式指数は現物市場が十分な規模と流動性を有しているので、かなり活況を呈することが予想されている。それによって、MATIFも総合金融先物市場としての一応の体裁を整えることができる。しかしながら、隣のロンドンLIFFEでは、債券・株式・金利のみならず、既に各種通貨の先物、オプションも取引し、加えて米国国債、日本国債先物といった国際的な金融商品を揃える等、文字通り、総合金融先物市場となっている。また、来春にはフランクフルトにおいても、金融先物市場の創設が予定されており、欧州内の先物市場間の競争激化が予想される。同一商品の競合は必ずしも得策ではないが、MATIFが量的のみならず質的にも欧州一の金融先物市場となるためには、海外投資家を魅きつける商品の多様化が必要となろう（注4）。

（注4） 通貨先物として、ECU/US\$の導入が政府主導により具体化しつつあるが、現物市場が未発達なため、市場関係者はその成功を疑問視している。また、フランスでは現在、為替管理が完全に自由化されていないため、パリ市場の為替取引は不活発である。'89年中に規制の撤廃が予定されているが、通貨先物の本格的導入の検討は、それ以降となると見られている。

②海外投資家の誘致

従来、海外投資家、特に米・日の金融機関の参加は僅少であった。それは、パリ市場がまだ国際化の途上にあること、MATIFの商品の多様化の遅れ、ロンドン市場の存在等が理由として挙げられる。海外投資家の存在は、市場の国際化の最も重要な要素であり、上述の商品の多様化に合わせ、積極的な海外投資家の誘致が求められる。

③取引の機械化

世界の主要先物市場では依然、Out-Cry方式が主流であるが、将来的にはコンピュータ取引への移行が世界の趨勢である（欧州では、チューリッヒ先物取引所〔SOFEX〕が一早く、今年5月よりコンピュータ取引へ移行している）。機械化は取引時間の延長化も可能とするものであり、市場の国際化の欠かせない要素として早

期の導入が期待される。

6. おわりに

今、欧州は'92年の市場統合が最も重大なテーマとなっている。金融市場においても例外ではなく、本年2月にEC委員会より議会に諮問された「第2次銀行指令」では、銀行業務のユニバーサルバンキング化、単一市場化が提案されている。これが実現すれば、欧州金融市場の競争は一段の激化が予想される。とりわけ英国、西独、フランス3国間の主導権争いが注目されているが、国際金融市場として既に確固たる地位を築いているロンドン、資本輸出国として豊富な資金を背景に持つフランクフルトに比べ、パリの独自性は乏しいと言えよう。その中で、MATIFの発展はパリ金融市場全体を活性化し、より魅力的なものとする重要なファクターである。MATIFの国際化がそのままパリ金融市場の国際化につながるとの期待も大きい。MATIFは、今漸く国際的な金融先物市場への途に着いたばかりであるが、今後の動向が注目されるところである。

(ロンドン事務所 パリ駐在：仲村 俊也)