

証 研

レポート

No.1735

2022年12月

ラップ・アカウントの現状について

二上季代司（1）

資金余剰下の金利引き上げ

～FRBとMMF～

伊豆 久（12）

OTCデリバティブ市場の現況

～二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ～

吉川 真裕（24）

ラップ・アカウントの現状について

二上季代司

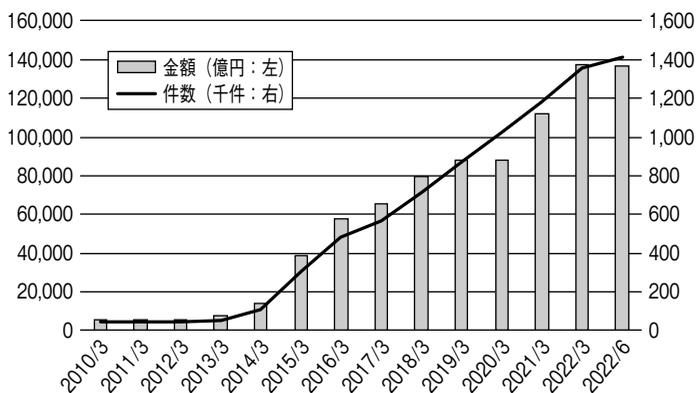
ラップ・アカウントが、わが国にビジネスとして導入されてから二〇年近くになる。当初は大した規模ではなかったが、二〇一四年から増え始め、二〇二二年六月末現在、その残高は一四一万件、一三兆六千億円の規模に成長した（図表1）。

この間、ラップ・ビジネスは、規模の拡大とともにいくつか重要な変化を伴っている。このビジネスを進めている主体や運用対象、仕組みなどが、当初のころと比べて変化しているように思われるからである。

第一に、顧客と投資一任契約を締結している業者（残高を有する業者のみ）は現在、二四社を数えるが、その内訳は、証券会社一四社、信託銀行三行、投資運用会社七社となっている。ちなみに、その件数および金額シェアは図表2のようである。

ラップ・アカウントは、そもその成り立ちから、証券会社が投資運用業（投資顧問業）を兼営することではじまったのだが、近年では投

図表1 ラップ業務契約資産（投資一任）残高



(出所) 日本投資顧問業協会「統計資料」より作成

① 資運用会社が主導する割合が増えているのである。しかも、投資運用会社の件数シェアが金額シェアよりも大きいことは、ロットの小さな顧客の獲得に成功していることを意味している。また、図表2で「証券会社」に分類した業者の中には、主たる業務が投資運用業といつてよい業者も複数、含まれている。彼らが要件の厳しい第一種金融商品取引業（以下、第一種業と略）の登録を行っているのは、勧誘などの営業行為や口座管理も行うためで、ブローカー・ディーラー業務や引受業務を積極的に行うためではないだろう。これを勘案すると、近年ラッ

図表2 ラップ業務の一任運用契約主体（業態別内訳）

(2022年6月末)

件数		金額 (百万円)	信託銀行 (3行)		
証券会社 (14社)			三井住友信託	69,879	1,049,168
野村	160,348	3,084,243	りそな銀行	96,027	751,071
大和	147,472	2,926,687	三菱UFJ信託	48,102	456,293
SMBC日興	177,604	2,644,286	小計	214,008	2,256,532
ウェルスナビ	343,254	675,407	シェア	15.2%	16.5%
みずほ	26,803	431,191	投資運用会社 (7社)		
UBS SuMi TRUSTウェ ルス・マネジメント	1,463	389,345	ウェルス・スクウェア	20,850	165,096
三菱UFJモルガンスタ ンレー	14,620	268,374	お金のデザイン	118,832	138,253
いちよし	18,571	191,012	東海東京アセットマネ ジメント	9,014	67,061
水戸	9,922	122,796	マネックス・アセット マネジメント	15,688	42,087
楽天	65,545	112,178	sustenキャピタル・マ ネジメント	2,977	2,461
アイザワ	8,398	80,566	フィデリティ投信	683	2,290
FOLIO	54,653	21,101	ニッセイアセットマネ ジメント	116	15
クレディ・スイス	21	13,188	小計	168,160	417,263
スマートプラス	1,101	1,950	シェア	11.9%	3.1%
小計	1,029,775	10,962,324	合計	1,411,943	13,636,119
シェア	72.9%	80.4%	シェア	100%	100%

- (注) 1. 契約残高のある業者のみ。
 2. 「証券会社」は有価証券関連業者で投資一任業を兼ねるもの。
 3. 「信託銀行」は投資一任業を兼ねるもの。

(出所) 図表1に同じ

プ・ビジネスは投資運用業者のほうが積極的といえるのである。

第二の変化は、運用対象が「ファンド」であることである。「ラップ」といえば、いまや「ファンド・ラップ」が通り相場のようになっている。さらにまた、「ファンド・オブ・ファンド」の形式をとる事例が増えており、ファンドの信託報酬が重なりあつて、決して低い運用コストとは言えないという批判も現れている。

第三の変化は、ロボ・アドバイザーを利用する業者が増えていることである。ウェルスナビ、お金のデザイナー、楽天、マネックス・アセットマネジメント、FOLIO、SUSTAINキャピタル・マネジメント、スマートプラスの七社はロボ・アドバイザーを利用する業者であるが、これら七社合計の件数シェアは四二・六%、金額シェアでは七・三%となる。平均ロットは一六五万円程度であるが、比較的若い客が多く、安定的に残高が積みあがる可能性がある。ラップ・ビジネスを構成している業務フローのいくつかの局面で、デジタル化が進みコスト低下が可能になったことが、小口の資産形成層を顧客として受容する余地を生んでいるように思われる。そうだとすれば、これも大きな変化だろう。

こうした変化の背景や意味を理解するためには、迂遠のようだが、ラップ・アカウントの成り立ちにいったん戻つてみて、そこから現在に至る過程をたどつてみることも肝要である。

1 ラップ・アカウントの業務フロー

「ラップ・アカウント」という商品が生まれたのはアメリカである。一九七〇年代後半に老舗のブローカーであったE・F・ハットン社が始めたとされる。このサービスがアメリカで拡大し、注目され始めたのは一九八七年のブラックマンデー後であった。手数料自由化以後、売買手数料への依存から脱却したいブローカー業者と、相場

下落時にも資産を防衛しつつ安定的に運用するには確かなアドバイザーが必要だと感じた顧客のニーズとが合致して、ビジネスは急速に拡大していった。

このビジネスを始めたE・F・ハットン社の業務フローをみると、ラップ・ビジネスは、大きく次の三つの工程から構成されていることが理解できる。

第一は、ブローカー（営業員）による金融コンサルタントである。顧客属性の把握とそれにもとづく投資プランの作成が主たる役割で、業務内容はアドバイザー（助言）である。⁽²⁾

第二は、マネージャー・アナリストによるマネー・マネージャー（運用業者）の探索・評価・選別である。アセット・クラス別、投資スタイル別に運用業者を定性的・定量的に評価、ランク付けして運用業者のリストを作成する。営業員は、そのリストの中から顧客の投資プランを実行するうえで最も適切と思われる運用業者を選定し、運用をゆだねる。アメリカには得意分野の異なる運用業者が多数存在しており、その中から顧客の投資プランに最適の運用業者を選定して運用をゆだねていく。⁽³⁾

第三は、運用業者からの売買取引を執行し、顧客口座を管理する工程である。前出のマネージャー・アナリストは一定の期間、運用成果をモニターし査定する。その査定結果を受けて、顧客担当の営業員は、当初の投資プランから乖離する場合、あるいは顧客のニーズが変化した場合には、マネージャーを交代させる。

この一連の工程に含まれるサービスの代価は、その内容からみて投資顧問報酬と取引執行・口座管理手数料からなるが、これを包括して（Wrap）、残高連動の手数料として徴収したので、このサービスは「ラップ・アカウンツ」と呼ばれることになった。

この中で、ラップ・ビジネスの核心的業務にあたるのが第二の工程である。すなわち、顧客の投資プランに最

適な運用業者を探し出して、その運用業者に一任運用をゆだねる工程こそ、業者と運用業者が一体となって、顧客に投資顧問（投資助言・一任運用）のサービスを提供しているのである。

E・F・ハットン社は、包括した手数料のうち、四割は営業員に、残りの六割を実際に運用にあたる投資運用業者と分け合った。運用業者としては顧客の獲得の手間が省けるので、通常よりは安い運用報酬で請け負うことになり、E・F・ハットン社はその残余を享受することになる。

2 わが国への導入

この「ラップ・アカウント」が日本に紹介されたのはアメリカで成長が顕著となった一九九〇年ごろであった。⁽⁵⁾ところが、直後に起こった「証券不祥事」のために、証券会社の投資一任業務は法改正によって禁止となった。ラップ・ビジネスはしばらくお蔵入りとなったのである。これが、再び表舞台に出てくるのは、一九九〇年代末であった。一九九八年金融システム改革法（証取法改正など）により証券会社の専念義務が撤廃されて、投資顧問業の兼業が可能になったのである。ただし、利益相反（投資顧問業とディーラー業務）防止措置として、証券会社が「投資顧問業法上の投資一任業務を行う場合、自己売買記録の開示義務」が課せられたため、事務の煩雑さから、これを取り扱う業者は現れなかった。

その後、改正証取法の施行（二〇〇四年四月）により、「自己売買記録の開示義務は内閣総理大臣の承認を条件に免除」となって障害がなくなった。ラップ・ビジネスはようやく、現実化することになった。

こうして日本のラップ・ビジネスは、アメリカで始まってから約三〇年遅れでスタートしたのだが、この間、不動産、コモディティ、インフラといった証券以外の資産（オルタナティブ）を運用対象とするファンドやデリ

バティブを多用するヘッジファンド、上場投資信託（ETF）など、ファンド業界に現れた革新とともに、スタート開始直後から「ファンド・ラップ」が主流となった。投資一任契約のサービスは、最初は運用業者の探索・選定・評価だったのだが、これに代わって運用業者が組成したファンド（投信）の選定に変わったのである。その結果、運用業者を選定する旧来のラップは「コンサルタント・ラップ」と呼称して区別するようになった。

3 「ファンド・ラップ」

ファンド・ラップが主流となった理由は、ファンド・ビジネス業界の拡大発展によって、アセット・クラス別、対象国別、投資スタイル・運用手法別に多様なファンドが数多く出回り、複数ファンドの組み合わせにより分散効果をより一層、高めることができるようになったこと、また得意分野の異なる運用業者の運用力を活用する選択肢が広がり、市場環境に機敏に対応することができるようである。

同様のことをコンサルタント・ラップで行おうとすれば、おそらく富裕層にしか利用できないほどの高額になる恐れがあるが、これが集合投資であるファンドであれば最低ロットはもつと低く抑えることができる。

さらにまたファンドの入れ替えによって容易に投下資産の再配分やリバランスができることもファンド・ラップのメリットである。これがETFであれば、ポートフォリオの構築も、そのリバランスも、なお一層、機動的に行うことができるだろう。これに対し運用業者の交代は、そう頻繁に行えるものではないのである。

しかし他方では、ファンドを利用すると、その信託報酬も加算されることになり、しかも契約の際に明示される投資顧問報酬（運用受託報酬および投資助言報酬）には、ファンド信託報酬が明示されないため不透明であるとの批判があった。ファンド信託報酬を固定した率として明示しにくいのは、ファンドごとに信託報酬が区々で、

期中にファンドの入れ替えを伴うためであると考えられる。結局は、それらのコストを差し引いても十分なリターンが得られるかどうかで顧客の支持が決まることになる。そこで、投資顧問報酬をすべて「成功報酬」にして、リターンが得られない場合には報酬を取らないファンド・ラップを提供する業者も出ている。⁽⁶⁾

【ファンド・オブ・ファンド】

さらに、顧客ニーズに即したポートフォリオを簡便に作れるように「ファンド・オブ・ファンド」以下、FOFと略し」を利用するケースが増えてきた。各社によって細部は異なるが、代表的な事例は次のようである。

例えば、内外の株式、内外の債券、オルタナティブ（不動産、コモディティ等）に投資対象を大括りし、ファンド・ラップ専用のFOFをアセット・クラス別に用意する。例えば株式のFOFでは、大型株、中小型株、グロース株、バリュー株、先進国株、新興国株などファクターの異なるファンドに分散投資するFOFを組成する。こうしたFOFを株式のほかに債券やオルタナティブなどアセット・クラス別に組成しておく。

「指定投資信託」⁽⁷⁾の選定、配分比率の決定、その随時見直しはFOFのリターンを決する重要な作業であり、ラップ・アカウントの元祖であるE・F・ハットン社の例でいえば「マネージャー・アナリスト」の業務に該当する。投資運用業を主業とする業者には、FOFの組成まで行う場合があるが、証券業を主業とする業者には、外部の投資委託業者にFOFを組成させるケースが多い。しかし、その場合でも「投資助言」として当該委託業者に指定投資信託の選定や配分比率を指示する。ファンド・ラップでは銘柄選定と配分比率にこそ、ベンチマークを上回る「超過収益」（アルファ）の源泉があると考えられるからである。

こうして株式・債券・オルタナティブなどアセット・クラス別に組成された複数のFOFを運用対象に、異なった比率で資産配分されたモデル・ポートフォリオが用意される。「モジュール化」された少数のFOFの組み合わせ

わせによってハイリスク・ハイリターンからローリスク・ローリターンまでポートフォリオを作成できるわけである。

他方、顧客属性のヒアリングに基づいて顧客のプロファイルが作成され、そのリスク許容度に基づいて、「保守的」から「積極的」まで複数、用意されているモデル・ポートフォリオが選定され、運用が実行に移される。

【ロボ・アドバイザー】

FOFは、アセット・クラス別にファンドの選定・配分を「モジュール化」しているため、あとはアセット別にFOFの配分比率を加減するだけでリスク許容度に応じたポートフォリオを作成できる。このため比較的簡便であり、多くの業者が利用するようになった。ただ、FOFの組成を外部委託すれば、それにも信託報酬がかかるためコスト高になる恐れがある。

他方、FOFを組成するのではなく多数のファンドに直接、分散投資するやり方もある。とりわけ、ETFは取引所に上場しているために透明性もあり、流動的で組み入れや入れ替えも機動的に行えるのである。しかし、ETFの発展度合いは各国により、あるいはアセット別に区々であつて、作成できるポートフォリオの網羅性という点では、いまひとつ限界がある。にもかかわらず、近年ETFを利用するファンド・ラップが増えた理由の一つは、ETF市場がもつとも発展しているアメリカのマーケット環境が極めてよかつたからであろう。

いま一つの理由は、AI（人工知能）の発展により、多数の銘柄の探索・選定・評価に要するコストと時間を大幅に縮減できるようになったことである。投資の分散効果はできるだけ多種多様な資産を組み入れることができれば、それだけ向上するし、その配分比率を加減することで、多様なリスク・リターン特性のポートフォリオを作成することができる。しかし、それを直接行うことは大変な手間とコストがかかる。前述のように、アセッ

ト・クラス別にF O Fを組成して「モジュール化」する工夫が用いられたのも、そこに一因があったのだろう。A Iの発展は、多数の銘柄へ直接、資産を配分・再配分するための「アルゴリズム」を案出し、人手を介さずシステムの行うことを可能にした。これが「ロボ・アドバイザー（ロボ・アド）」である。

さらに、ロボ・アドで銘柄探索・選定などの時間とコストが縮減できるなら、組み入れ対象をファンドに限ることはなく、直接、個別銘柄を組み入れることもできるはずである。つまり「ファンド・ラップ」以外のラップ商品を提供する「ロボ・アド」の業者も出始めている⁽⁸⁾。

4 直販型ファンド・ラップ

ファンド・ラップの販売は、通常は証券会社である。地域金融機関が金融商品仲介業者として「媒介」の形で投資一任契約を取り次ぐこともあるが、口座管理は証券会社しかできないので、証券会社が一任契約を受任し、F O Fの組成にあたる運用会社には証券会社が指定投資信託証券の選定などの「助言」を行う、というやり方が一般的だったのである。つまり運用業者は、いわば「黒子」であって前面に出ることはあまりなかったのである。ところが、近年、運用業者による直販型のファンド・ラップが現れるようになった。運用業者は、第二種業の登録を行えば、今でも自社組成の投信を直販することができるし、実際、一部の独立系投信委託業者は直販を行っている。それはファンド・ラップでも同様である。しかし、実際にはほとんど、証券会社や金融商品仲介業者（地域金融機関や独立ファイナンシャルアドバイザーなど）が販売にあたっていた。それは、顧客を抱えていたからであるし、契約の際の手続きが煩雑でもあったからである。

ところが、顧客接点（User Interface、UI）という点では、スマホ端末の普及にともない若年層にまで「リー

チ」がとどくようになる。むしろ、潜在顧客ともいべき若年層に対しては、ロットが小さいということもあり、これまで証券会社は顧客として取り込む努力をしてこなかった。若年層に関しては証券会社の優位性はほとんどないに等しい。また契約手続きの煩雑さという点でもスマホ端末から行えるほど手続きの「デジタル化」が進んでいる。営業員が行う顧客プロフィールの作成も、リスク許容度の判定はアルゴリズムで行えるようになり、人手を介する必要性は徐々に低下しているのである。

以上が、運用業者によるラップ・ビジネス「直販」の理由ではないかと思われる。もともと、本文で指摘した諸変化が、傾向として定着するかどうかは、不明確であり、今後も注視する必要があるだろう。

注

(1) 第一種業の登録をしなくても第二種業の登録があれば、自社設定のファンド(投信)を販売することはできし、他の証券会社と仲介業契約を結んでおけば、投資一任契約締結の媒介を通してラップ・ビジネスを展開することは可能である。

(2) アメリカでも、営業員の行う助言(アドバイザー)は投資顧問業に該当するのではないかと議論があるが、証券業の「付随業務」の範囲内というのが一般的な理解である。

(3) 顧客のために運用業者の評価・選定・モニタリングを行うコンサルタント業務は、一九六九年にフランク・ラッセル社が年金基金向けに始めたサービスである。E・F・ハットン社はこれを個人顧客向けに改良したのである。詳しくは拙稿「二極化する米国中小証券の経営戦略」『資本市場』六五号一九九一年一月、同「ラップ・アカウントについて」

『証研レポート』一四七五号一九九一年六月を参照。

- (4) アメリカの営業員（ブローカー）は歩合制で、当時は収入の約四割が戻されていた。
- (5) 前掲（注2）論文を参照のこと
- (6) sustain キヤピタル・マネジメントは完全成功報酬型のものである（同社、開示資料より）。
- (7) ファンド・オブ・ファンドに組み入れるファンドは「指定投資信託証券」と呼ばれる。
- (8) スマートプラス社の「Wealth Wing」はビッグ・データ解析を通じて一八銘柄程度に組み入れ銘柄を絞ったインデクス連動型アクティブポートフォリオで、顧客の景況感に合わせて八モデルを用意している（同社、開示資料より）。

（にかみ きよし・特任研究員）

資金余剰下の金利引き上げ

（FRBとMMF）

伊豆 久

はじめに

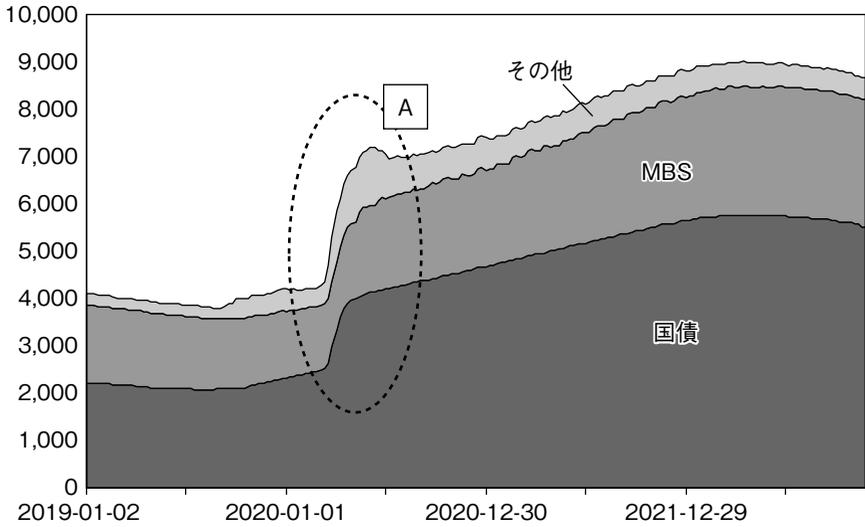
四〇年ぶりとも言われる物価高騰に対して、米国FRBは急速な利上げを進めている。今年初めに〇・〇〇〇・二五％だった政策金利は、現在三・七五〜四・〇〇％まで引き上げられ、この年末から年初にかけてさらに一％以上の上昇が見込まれている。

小稿では、こうした急速な金利引き上げが、FRBのバランスシートや短期金融市場にどのような影響を与えているのか検討してみたい。

リーマン・ショック後の量的緩和政策によってFRBのバランスシートは約四兆ドルに拡大していたが、コロナ危機への対応でそこからさらに倍増し現在は約九兆ドルという、リーマン前のほぼ一〇倍の規模に達している（図表1）。このことは負債側では、まずは準備預金の増加として現れたが、図表2が示すように最近の変化はそれにとどまらない。

第一にFRBが連邦政府から預かっている国庫金である「政府預金」が二〇年春のコロナ危機時に急増し、その後急減している。第二に昨年初めからRRP（リバースレポ）が増加し、準備預金に近い規模に達している。

図表1 FRBの資産

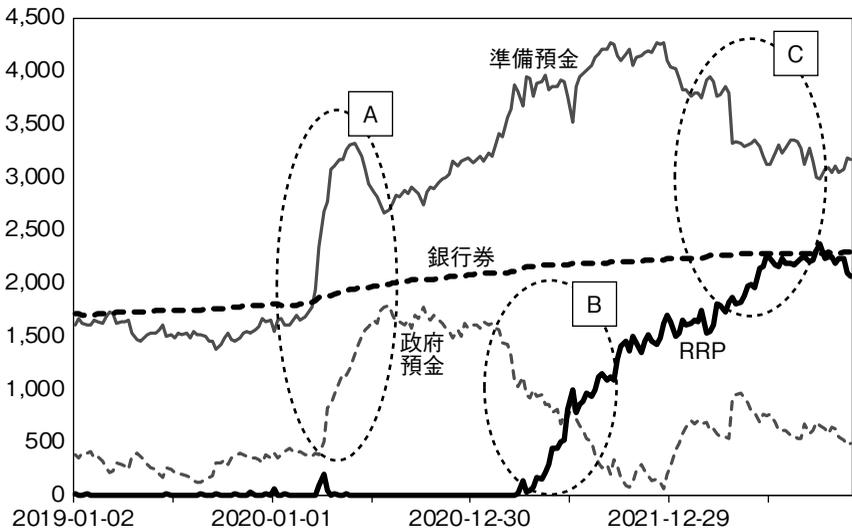


(注) 10億ドル。2019年1月2日～22年11月23日(週次)。

その他=総資産-国債-MBS

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表2 FRBの主な負債勘定



(注) 10億ドル。2019年1月2日～22年11月23日(週次)。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

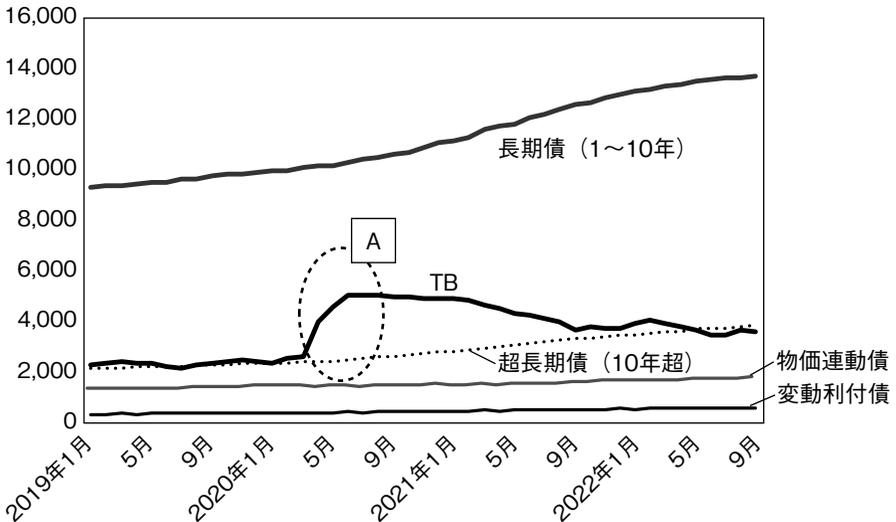
R R Pとは、後述するように（事実上）M M Fから預金を預かるものであるから、F R Bは、銀行から準備預金を預かる「銀行の銀行」であるだけでなく、投資信託の一種であるM M Fから預金を預かる「M M Fの銀行」にもなったと言えるであろう。そして第三に、コロナ期に増加した準備預金は、R R Pの増加に合わせるように今年大幅に減少している。

こうした変化はどのような要因で生じたのか、変化の意味するものは何か、整理してみたい。

1 コロナ危機時の資金フロー（二〇二〇年春～二一年春）

コロナ危機時の、△政府・F R B・民間▽間の資金フローについて確認しておこう。^①二〇二〇年春、政府は、コロナ対策として約二兆ドルを給付しているが（C A R E S法）、同時に短期国債を約三兆ドル純発行しており（図表3のA）、結果的に一兆ドル余りの揚げ超となっている（図表2のA…政府預金の増加）。そしてF R Bは、

図表3 国債発行残高



(注) 10億ドル。2019年1月～22年9月（月次）。

(出所) Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, various issues, Table FD-2より作成。

国債の買い入れや中小企業向け融資の支援等で合計約三兆ドルの資金を供給している（図表1のA）。つまり、民間（銀行）から見ると、財政が差し引き約一兆ドルの資金を吸収したものの、FRBが約三兆ドルを供給したため、準備預金が約二兆ドル増加した勘定となる（図表2のA）。

その後、二一年春から、政府は再び二兆ドル規模の財政資金を供給しているが（米国救済計画法）、この時の資金は国債発行ではなく政府預金の取り崩しで賄われている。そしてこの資金供給を受けた民間資金の増加は、準備預金とRRPの増加という形であらわれている（図表2のB）。本稿の一つ目の課題は、このRRPとは何か、そしてその増加はなぜ生じたのか、という点である。

そして今年（二二年）に入り金利が上昇するなかで、今度は準備預金が減少する一方で、RRPが増加するという対照的な動きが見られる（図表2のC）。二つ目の課題は、この対照的な変動は何を意味しているのか、である。

2 RRPの役割と残高の増加

RRPとは、Overnight Reverse Repo Facilityによる資金吸収オペのことである⁽²⁾。FRBの通常のオペ（国債等の買い切りやレポ）が、特別な認可を得た二〇社ほどの証券会社等（Primary Dealer）だけを取引相手として行われるのに対して、RRPは、MMFを主な取引相手とする資金吸収型のオペ（リバース・レポ）である。類似のものに準備預金がある。これは、銀行にとって大口決済用の、文字通りの準備資金であるが、FRBから見るとその付利水準を変動させることで短期金利を誘導できる（資金吸収型の）政策ツールの一つでもある⁽³⁾。ただし銀行のみが利用可能である点でRRPと異なる。銀行に対しては、公定歩合での窓口貸出という資金供給方法

もあるが、通常時にはほとんど用いられない⁽⁴⁾。

リーマン・ショック後の量的緩和によって、準備預金は所要準備を大幅に超過しているため、準備預金（非マネタリーベース）の供給額の調節という従来の手法では短期金利をコントロールできない。直接的に、準備預金の金利を操作するほかないのである。

しかしそこに一つ問題がある。FRBに預金できるのは銀行のみで、証券会社やMMFは対象外であるため、準備預金金利の操作によってコントロールできるのは銀行間市場（FF市場、その金利が銀行間無担保金利であるFFレート）に限定される。しかし、实体经济により大きな影響を与えるのは、MMFの運用利回りやCPの発行利回りに直結する、非銀行間の短期市場（オープン市場、その代表的金利が担保付金利であるレポレート）である。両者の間で十分な裁定が働くことが期待されるが、実際には、FFレートとレポレートには一定の乖離が生じることが多い。

そこで、FRBは、量的緩和後の金利正常化の開始にあたって、事実上MMFを対象とするFRB預金であるRRPを導入し（二〇一三年）、FFレートの誘導目標や準備預金金利にあわせて、RRPの金利も調整してきたのである（図表4、5）。

ところが、コロナ危機が発生すると（二〇年三月）、FRBは、FFレートの誘導目標を再びゼロ近傍に引き下げ、RRP金利もゼロ%まで下げた。

図表4 政策金利の推移

決定日	RRP金利	FF金利誘導目標	準備預金金利	公定歩合
2020.01.29	1.50%	1.50%～1.75%	1.60%	2.25%
2020.03.03	1.00%	1.00%～1.25%	1.10%	1.75%
2020.03.15	0.00%	0.00%～0.25%	0.10%	0.25%
2021.06.16	0.05%	0.00%～0.25%	0.15%	0.25%
2022.03.16	0.30%	0.25%～0.50%	0.40%	0.50%
2022.05.04	0.80%	0.75%～1.00%	0.90%	1.00%
2022.06.15	1.55%	1.50%～1.75%	1.65%	1.75%
2022.07.27	2.30%	2.25%～2.50%	2.40%	2.50%
2022.09.21	3.05%	3.00%～3.25%	3.15%	3.25%
2022.11.02	3.80%	3.75%～4.00%	3.90%	4.00%

（出所）FOMC, Statement, Implementation Noteより作成。

そして、金利を引き上げ始めたのは、物価の上昇が顕著となった今年（二二年）三月なのであるが、RRPの残高は、一年早く、事実上のゼロ金利であった二一年初め頃から急増している（図表2のB）。前述の財政資金の給付が実施された時であるが（政府預金急減）、民間に流入した資金は、銀行（準備預金）ではなく（図表2のBでほとんど変化していない）、MMFに流れ、それがRRPによってFRBに還流したのである。

同じことをMMFの側から見てみよう。図表6は、ガバメントMMF⁽⁵⁾の資産構成の推移を見たものであるが、FRBとのレポ（つまりFRBのRRP）での運用額が、二一年三月以降増加していることがわかる。そして現在では運用資産の四〇%を超えているのである。

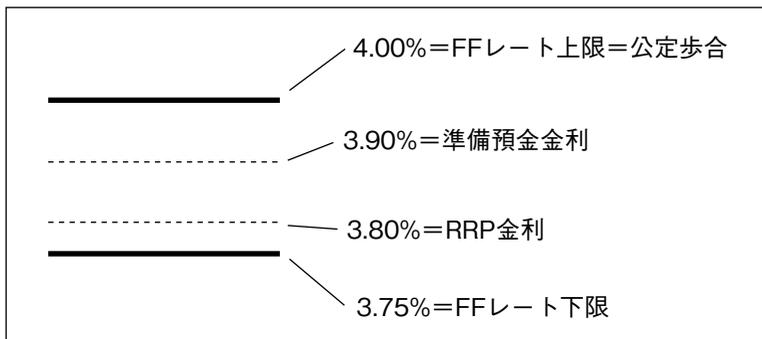
RRPは、なぜ急に増加したのだろうか。その原因の一つは、SLRという銀行規制にある。

3 SLR規制の一時停止と再開

リーマン・ショック後の金融規制改革の一環として、銀行にはバーゼルⅢが課せられているが、その一つにSLR (Supplementary Leverage Ratio) :

補完的レバレッジ比率) 規制がある。通常の自己資本比率規制では、(単純な資産合計額ではなく) 信用リスク等を加味した資産額に対して所要自己資本額が決定されるが、SLRは、リスクの大きさに関係なく総資産額に

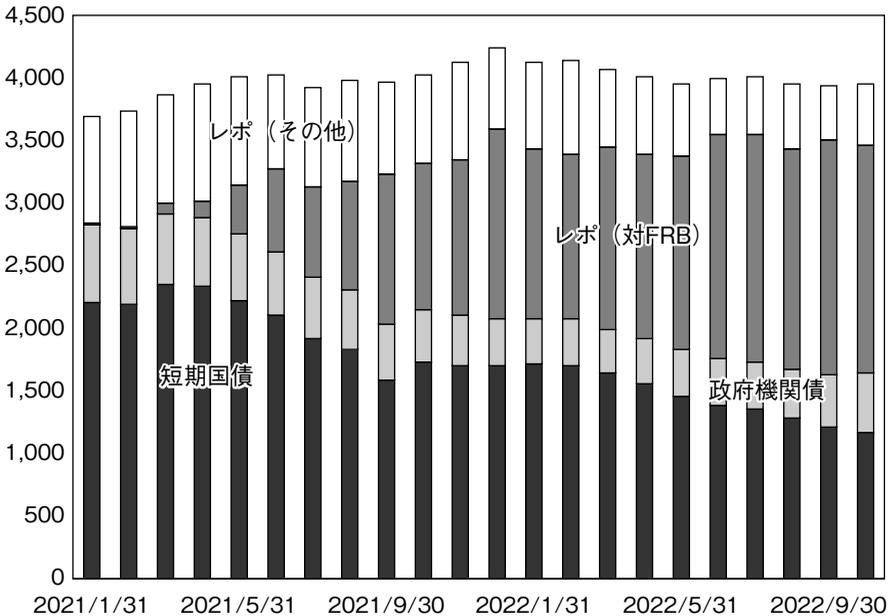
図表5 政策金利の構造 (決定日: 2022年11月2日~)



対して一定の自己資本を求めたものであり、したがってそこには、リスクフリーの国債や準備預金も含まれる。

しかし、コロナ危機の発生に際して、前述のように、米政府は必要な資金を短期国債の異例の増発で調達し、FRBは大量の国債買入れを実施した。それらは、必然的に銀行の国債保有額、準備預金保有額を急増させることになる。そのため、FRBは、そうしたコロナ危機対応策を円滑に進めるべく、二〇年三月に、一年間限定でこのSLR規制の対象から国債と準備預金を除外すると決定したのである。そして二一年三月、予定通り、この除外措置は解除され、準備預金等も規制対象となった。^⑥ 同じころ、前述の米国救済計画法による財政資金供給が実施されたが、銀行としては、預金の拡大は、準備預金の増加したがって所要資本の増加をもたらすため、歓迎するわけにいかず、その結果、

図表6 ガバメントMMFの資産構成



(注) 10億ドル。2021年1月～22年10月(月次)。

(出所) Investment Company Institute, "Monthly Taxable Money Market Fund Portfolio Summary," various issues, table 1より作成。

財政からの散超資金は銀行ではなくMMFに流れ込んだのである。

とは言え、それを放置すると巨額資金が流入したMMFの資金放出によってオープン市場の金利がどこまでも低下する恐れがあり、それはMMF業界にとつて大きな脅威であると同時に、FRBにとつても望むことではなかった。そこでFRBは、二一年六月に主要な政策金利であるFFレートの誘導目標は変えないまま、RRP金利（と準備預金金利）だけを〇・〇五%引き上げる措置をとっている（図表4）。そして、RRPが急増したのである。

4 短期国債の一時的増発と長期国債での借り換え

二一年からRRPが急増したもう一つの理由は、短期国債の品不足である。

図表6でMMFの資産構成の推移を見ると、RRPの増加分のほとんどは短期国債の減少分と対応していることがわかる。MMFはなぜ短期国債投資を減らしたのだろうか。

図表3で国債の発行残高を見てみよう。短期国債は、前述のように二〇年春のコロナ危機時に増発されたが、その後残高は減少し、それらは主に長期国債で借り換えられたことがわかる。コロナ下で一時的に生じた、政府債務に占める短期国債比率の上昇は、財務省の長期的な債務コスト管理政策の中で解消されたのである。他方、投資家側を見ると、二〇年三月の長期国債市場や株式市場の乱高下により、リスクを回避したい投資家は、MMFに資金を集中させた。

つまり、需給両面で生じた短期国債の品不足、利回りの低下により、MMFは運用難に陥り、レポレートの過度の低下を避けたいFRBの思惑と重なって、RRPでの運用が急増することになったのである。

5 金利の上昇と準備預金・RRP

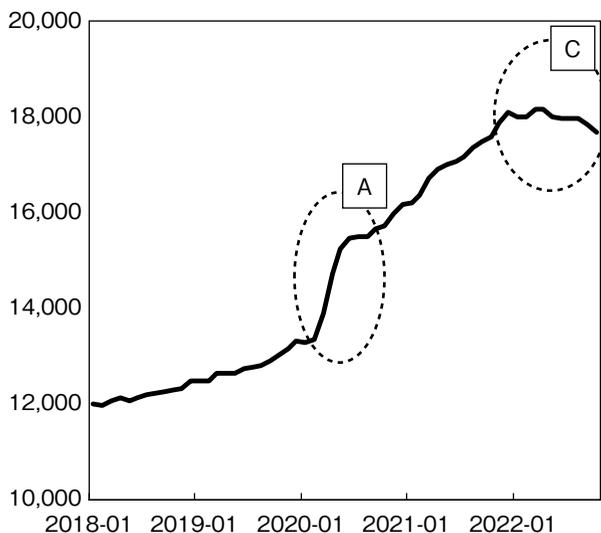
そして、今年に入ってから金利上昇局面で、準備預金が減少しRRPが増加している(図表2のC)。
 その背景の一つは、公的部門(政府・FRB)が揚げ超で、民間部門の資金総額が減少していることである。
 図表2で政府預金の動きを見ると、コロナ関連の支出が収まったこともあり残高が増加している。またFRBは今年六月から保有債券の削減を進めており、図表1でも緩やかながら資産総額の減少を確認することができる。

また、元来、金利上昇局面では銀行の預金金利の改定は市場金利に遅れるが、金利上昇のスピードの速さに前述のSLRの影響も加わって、銀行の預金額は増加しないどころかむしろ漸減状態にある。米銀の預金総額の推移を見ると、コロナ危機時には財政からの支援策によって急増したものの、足元ではわずかながら減少している(図表7のC)。その受け皿がMMFであり、その結果、FRBの負債勘定において対銀行勘定である準備預金が減少し、対MMF勘定であるRRPが増加しているのである。

おわりに

FRBの負債勘定において、MMFからの「預金」

図表7 米銀の受入れ預金



(注) 10億ドル。米国商業銀行の預金残高。2018年1月～22年10月(月次)。

(出所) FRB, H. 8, Table 3より作成。

が多くを占めるに至った経緯を見てきた。すなわち、①リーマン・ショック後、そしてコロナ危機時にも実施された大量の国債買入れによって余剰資金体制が生まれ、②他方で、銀行がSLR等の規制強化で資金仲介機能を低下させるなか、③短期金融市場におけるMMFの重要性がさらに増大する一方で短期国債の品不足が重なり、④中央銀行自らが、MMFへの直接的な関与を強めざるをえなくなった、ということであろう。

振り返ってみれば、リーマン・ショックも、それが短期金融市場を機能停止に追い込んだのは、(リーマンの倒産そのものではなく)リーマン債を組み込んだMMFの元本割れを契機とする(機関投資家向け)MMFへの解約の殺到であった。だからこそFRBは当時、MMFやCP市場等への異例の、直接的な介入に踏み切ったのである。

市中の資金循環の中心が、銀行の事業会社(設備投資)向け信用創造から、MMF等の非銀行部門による資金仲介を含むものへと変化してからすでに長い時間が経過しているが、それへの中央銀行の対応は、金融・金利の自由化によって、分断された金融市場の均一化を進め、一つの市場金利の誘導によって金融市場全体をコントロールするというものであった。とはいえ、銀行の機能上の特殊性がなくなったわけではなく、制度上も規制上も非銀行部門との違いは明確である。だからこそ、FRBのMMFへの直接的な関与はあくまで例外的なものだったのであるが、それが例外ではなくなりつつあるのかもしれない。

そして現在、FRBは、銀行とMMFからの巨額の預かり金を抱えたまま金利の引き上げを進めている。銀行とMMFという性格の異なる二つの金融機関が巨額の中銀「預金」を保有する中で急速な金利の上昇という異例の状況下で、様々な市場における資金過不足や流動性のありようをFRBは判断することになる。三年前に起きた短期金利の急騰は、その難しさを象徴する出来事であった。⁽⁷⁾

FRBは、景気後退を避けつつインフレを抑制するという難問と同時に、資金余剰体制下での流動性管理という、これまで例のない課題に直面しているのである。

注

(1) FRBのコロナ危機対応、その間の資金フローについては、拙稿「FRBのコロナ危機対応策」リーマン危機との比較」本誌二〇二〇年四月号、同「FRBのコロナ危機対応策と財政資金」本誌二〇二一年四月号参照。

(2) RRPについては、拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」本誌二〇一九年一二月号参照。

(3) FRBの準備預金金利は、日銀と異なり、(所要準備を超えた部分だけではなく)準備預金の全額に付されてきた。なお、FRBは、二〇二〇年三月に所要準備率を〇%とすることを決定している。準備預金が所要準備を大幅に上回る状況が今後も続く予想され準備率に意味がなくなったためである。したがってそれ以降、所要準備額はゼロであり準備預金全額が超過準備となっている。

(4) FRBの資金調節方法の大きな特徴は、このように、取引相手や取引方法が極めて限定的な点である。そのため、危機が発生すると、こうした通常時の方法では対応できなくなり、様々な臨時手法の導入に迫られることになる。コロナ危機時の対応については、前掲拙稿「FRBのコロナ危機対応策」参照。対照的に日銀は、国債の買い切りオペ等のほかに、通常時より、多くの取引相手、広範な適格担保に対して入札形式をとりながらも貸出によって資金を供給する方法(共通担保オペ)も用いており、その点、非常に柔軟性が高い。

(5) ガバメントMMFは、資産の九九・五%以上を現金、国債・政府機関債、またはそれらを担保とするレポで運用する義務を負うMMFで、現時点の残高は四兆ドルとMMF全体の九割を占めている(他は、CP等民間債務を多く組み

入れるプライムMMFが約〇・五兆ドル、免税型MMFが約〇・一兆ドル)。かつてはガバメントよりプライムの残高が大きかったが、リーマン後の規制強化を受け、二〇一六年に逆転した。また、コロナ危機時(二〇年三月)には、国債市場・株式市場の混乱を受けた長期投信の巨額の解約もあり、ガバメントMMFに一兆ドルを超える資金が流入している。

- (6) なお、日本では、①二〇年六月に、二一年三月までの時限措置としてレバレッジ比率規制(SLR)から日銀当座預金を除くことを決定していたが、②その後二二年三月まで一年延長し、③さらに二四年三月まで二年延長したのち、④今年、期限を定めず、日銀当座預金を除外することを決定している(金融庁「レバレッジ比率規制に関する府省令及び告示の一部改正(案)」等に対するパブリック・コメントの結果等の公表について)二〇二二年一月一日)。
- (7) 前掲拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」参照。

(い) ず ひさし・客員研究員

OTCデリバティブ市場の現況

～二〇二三年外為・デリバティブ・サーベイ～

吉川 真裕

二〇二二年一〇月二七日、国際決済銀行（BIS）は外国為替および店頭（OTC）デリバティブ市場に関する中央銀行サーベイ（二〇二二年四月中取引高）の速報値を公表した。¹⁾この調査は外国為替取引およびOTCデリバティブ取引に関して三年に一度、BISおよび各国・地域の中央銀行が多くの金融機関の協力を得て取りまとめられており、包括的で国際的に整合性のある統計となっている。この調査の前身である外国為替取引に関する世界的な調査は一九八六年から行われており、一九九五年からOTCデリバティブ取引が調査項目に加えられている。この調査の目的は外国為替市場およびデリバティブ市場の実態を明らかにすることによって、その透明性を高め、中央銀行や金融監督当局、市場参加者による金融取引の動向の調査に貢献し、金融機関のリスク管理や金融市場の安定性向上に資することとされている。そして、この目的はより少数の金融機関を対象として半年に一度行われているOTCデリバティブ市場に関する残高調査（OTCデリバティブ取引に関する定例市場報告）と共有されており、両者はこの目的を達成するうえで補完的な関係にある。

本稿では速報値が公表されたばかりの外国為替およびOTCデリバティブ市場に関する中央銀行サーベイに基づき、OTCデリバティブ市場の現況について考察する。

1 OTCデリバティブ取引の規模

二〇二二年四月におけるOTC金利デリバティブ市場の取引高は一日平均五・二兆ドルで、二〇一九年四月の調査の六・四兆ドルよりも一九％少なかったが、主要通貨の将来の金利に関する期待の変化、長引くコロナ・ウィルス関連の混乱、ロシアのウクライナ侵攻後の地政学的緊張の高まりの影響によるものとBISは説明している（図表1・図表2）。

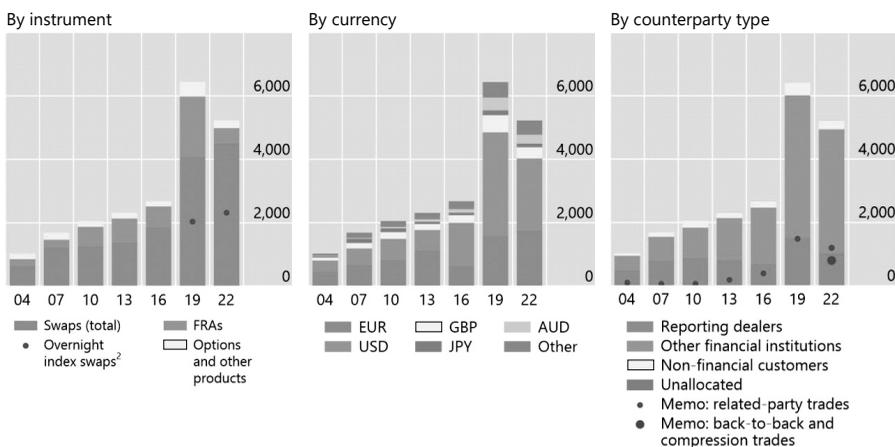
そして、取引高の減少に影響した最も重要な要因は主要通貨のロンドン銀行間貸出金利（LIBOR）からのシフトが続いていることであり、二〇二二年一月に主要通貨のLIBORの多くの公表が終了し、これがLIBORなどのフォワード・ルッキング・レートを参照する先渡契約（FRA）の取引高を低下させ、取引対象の構成や特定の通貨および特定の場所での取引の分布にも影響を及ぼしたとBISは説明している⁽²⁾。

図表1 OTC金利デリバティブ市場の取引高

Turnover of OTC interest rate derivatives

Net-net basis,¹ daily averages in April, in billions of US dollars

Graph 1



¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting. ² Overnight index swaps are included in total swap turnover. Data available only from 2019.

Source: BIS Triennial Central Bank Survey. For additional data by instrument, counterparty and currency, see Tables 1-4 on pages 10-14.

© Bank for International Settlements

2 対象別取引高

市場参加者が基準金利をLIBORからオーバーナイト物のリスク・フリー・レート（RFR）に移行する中、金利リスクをヘッジする必要性が高まっている。この移行前にはスワップは通常、満期が一日を超えるLIBOR（通常は三か月または六か月のLIBOR）を参照し、翌日物RFRを参照する同様の翌日物インデックス・スワップ（OIS）よりも長期にわたって固定された変動レック支払いを行っていた。その結果、LIBORスワップの変動金利リスク（フィクシング・リスク）はOISよりも大きくなる。そのリスクをヘッジするために市場参加者はFRAなどの商品を使用することがよくあったが、LIBORからRFRへの移行はLIBORスワップに関連するヘッジ・ニーズを大幅に減少させた。

LIBORからの移行の影響は二〇二二年四月の調査結果にはつきりと表われている。二〇一九年四月調査以来の最も顕著な変化はLIBORを参照するFRAの急減であり、FRAの一日あたりの取引高は二〇一九年四

図表2 OTC金利デリバティブ市場の対象別取引高

OTC interest rate derivatives turnover by instrument ¹					
"Net-net" basis, ² daily averages in April in billions of US dollars					
Instrument	2010	2013	2016	2019*	2022
Interest rate instruments	2,054	2,311	2,677	6,439	5,226
FRAs	600	749	653	1,902	496
Swaps	1,272	1,388	1,859	4,080	4,491
Overnight index swaps	...	...	...	2,036	2,317
Other swaps	...	...	...	2,044	2,174
Options and other products ³	182	174	166	456	238
<i>Memo:</i>					
Turnover at April 2022 exchange rates ⁴	1,789	2,001	2,596	6,367	5,226
Exchange-traded derivatives ⁵	7,693	4,698	5,066	7,752	8,523

¹ Single currency interest rate contracts only. ² Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ³ The category "other interest rate products" covers highly leveraged transactions and/or trades whose notional amount is variable and where a decomposition into individual plain vanilla components was impractical or impossible. ⁴ Non-US dollar legs of foreign currency transactions were converted into original currency amounts at average exchange rates for April of each survey year and then reconverted into US dollar amounts at average April 2022 exchange rates. ⁵ Sources: Euromoney Tradedata; Futures Industry Association; The Options Clearing Corporation; BIS derivatives statistics Foreign exchange futures and options traded worldwide * Revised data

月調査で一・九兆ドル(三〇%) 貢献したが、二〇二二年四月調査では〇・五兆ドル(一〇%) にすぎなかった(図表1・図表2)。そして、米ドル建てのFRAがこの下落を主導したとBISは説明している。

OISの変動金利リスクが他のスワップと比較して低いことを考えると、二〇二二年四月調査におけるFRAの取引高の減少は他のOTC商品の取引高の増加によって補われてはいない。OISを含むスワップの取引高は二〇一九年四月の一日あたり四・一兆ドルから二〇二二年四月には四・五兆ドルに〇・四兆ドル増加したにすぎず、オプション等も減少していたからである(図表1・図表2)。ユーロ建てスワップの取引高は二〇一九年四月の〇・九兆ドルから二〇二二年四月の一・三兆ドルに三八%増加し、米ドル建てのスワップも二〇一九年四月の一・九兆ドルから二〇二二年四月の二・二兆ドルに一七%増加しているから、デイトレーダーが米ドル建てのFRAの一部をこれらの契約に置き換えたことを反映している可能性はあるが、FRAの減少額には遠く及ばない(図表4)。また、この間、円建て、スウェーデン・クローナ建て、カナダ・ドル建て、イギリス・ポンド建て等の他の通貨建てスワップの取引高も減少していた(図表4)。その結果、スワップ取引高全体に占めるユーロ建てスワップの割合は二〇一九年四月の二二%から二〇二二年四月の二八%に上昇し、米ドル建てスワップのシェアも二〇一九年四月の四六%から二〇二二年四月の四九%に増加していた。

他方、オプションやその他の金利商品の取引高もFRAほどではないが、二〇二二年四月の調査では大きく減少していた。二〇二二年四月の一日あたりの取引高は二三八〇億ドル(総取引高の五%) であり、二〇一九年四月の一日あたり取引高四五六〇億ドル(総取引高の七%) の約半分に過ぎなかったが、二〇一〇年(一八二〇億ドル)、二〇一三年(一七四〇億ドル)、二〇一六年(一六六〇億ドル) の調査の値よりは増えていた(図表1・図表2)。

二〇二二年の調査では市場向けの取引、つまり市場での価格形成に寄与する顧客やその他の無関係なエンティティとの取引をより明確に分離するための新しい項目が導入された。これは二〇一九年の調査で非市場向け取引が取引高に大きく貢献したといくつかの報告管轄区域のディーラーが指摘したためである。これには圧縮取引が含まれ、ディーラーは既存の契約を新しい契約に置き換えることでポートフォリオを最適化し、ネット・エクスポージャーを変更せずに想定元本を削減する。バック・ツー・バック取引は顧客との取引に続いて自動的にセールス・デスク間でリスクをシフトする取引を指す。二〇二二年の調査ではこれらの取引は初めてカウンターパーティ・セクターまたは通貨ごとの内訳なしで個別に報告された。

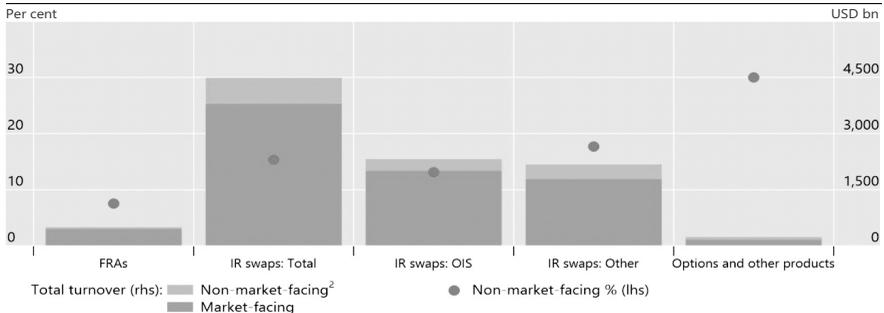
これらの取引を分離すると、特定の商品の市場の深さを測定するための関連指標である価格形成につながる取引高のより正確な測定値が得られる。非市場向け取引、すなわち連続取引や圧縮取引は二〇二二年四月の総取引高に七九八〇億ドル（二五％）貢献したが、商品によって度合いは異なる（図表3）。このような取引はスワップの取引高の約一五％、FRAの八％を占めたが、オプション等の総取引高の三〇％以上を占めていた（図表1・図表2・図表3）。

図表3 OTC金利デリバティブ市場の対象別タイプ別取引高

Total interest rate derivatives turnover, by instrument and type of trade

Net-net basis,¹ daily average in April, in billions of US dollars

Graph 2



¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting. ² Back-to-back and compression trades.

Source: BIS Triennial Central Bank Survey.

© Bank for International Settlements

3 通貨別取引高

LIBORからの移行とそれに伴うFRAの取引高の減少はOTC金利デリバティブの総取引高における通貨シェアに大きな変動をもたらした。二〇一九年四月の調査では米ドル建てのFRAの取引高は通常はLIBORレートを参照しており、一日あたり一・三兆ドルに達していた（FRAの総取引高の六六％）。しかし、二〇二二年四月の調査では取引高は平均わずか二六〇億ドル（FRAの総取引高の五％）に過ぎなかった。対照的に、ユーロ建てFRAの取引高はほとんどが引き続き公表されるEURIBORレートを参照しており、この期間に一日あたり四二一〇億ドル、つまりFRAの総取引高の八五％に拡大していた（図表4）。

LIBOR改革が米ドル建てFRAに及ぼした非対称的な影響は総取引高に占める米ドル建て取引のシェアの急激な低下につながった。米ドル建ての取引高は二〇一九年四月と二〇一六年四月には世界全体の約半分を占めていたが、二〇二二年四月には四四％に低下した（図表1・図表4）。同時に、ユーロ建ての取引高は二〇二二年四月には一日あたり一・八兆ドルに達し、二〇一九年四月の総取引高の二五％から二〇二二年四月の総取引高の三四％にまで増加した。

しかし、FRA以外の取引、すなわち金利スワップ（OISを含む）、オプション、その他の商品の取引高では米ドル建て取引とユーロ建て取引の両方で増加していた。米ドル建ての取引は二〇一九年四月の非FRA総取引高の四四％から二〇二二年四月の非FRA総取引高の四八％に上昇し、ユーロ建て取引のシェアも二〇一九年四月の非FRA総取引高の二六％から二〇二二年四月の非FRA総取引高の二八％に上昇していた。逆に、他の通貨の非FRA総取引高のシェアは減少していた。英ポンド建ての取引は非FRA総取引高の八％から七％に、オーストラリア・ドル建て取引も九％から六％に。円建て取引も二・五％まで低下していた。

図表4 OTC金利デリバティブ市場の通貨別取引高

OTC interest rate derivatives turnover by instrument and currency¹

"Net-net" basis,² daily averages in April in billions of US dollars

Table 4

Instrument/currency	2010	2013	2016	2019*	2022
Total	2,054	2,311	2,677	6,439	5,226
USD	654	639	1,357	3,265	2,276
EUR	834	1,133	641	1,588	1,753
GBP	213	187	237	537	350
AUD	37	76	108	400	279
JPY	124	69	83	160	117
CAD	48	30	39	90	60
FRA	600	749	653	1,902	496
EUR	202	395	170	387	421
USD	282	193	341	1,263	26
SEK	10	19	10	29	12
NOK	7	7	4	8	9
CZK	0	0	0	6	9
PLN	1	5	2	2	5
Swaps	1,272	1,388	1,859	4,080	4,491
USD	302	356	898	1,862	2,183
EUR	561	684	445	917	1,267
GBP	141	92	138	357	341
AUD	28	63	105	397	277
CAD	38	27	38	89	60
JPY	114	59	76	148	49
Options and other products ⁴	182	174	166	456	238
JPY	8	10	7	10	68
USD	70	89	117	140	67
EUR	70	54	26	283	65
KRW	1	1	1	1	15
GBP	19	7	8	7	10
SEK	4	2	1	1	2

¹ Single currency interest rate contracts by instrument, top 10 currencies. ² Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ³ Turnover for years prior to 2013 may be underestimated owing to incomplete reporting in previous surveys for CNY, NOK, NZD. Methodological changes in the 2013 survey ensured more complete coverage of activity in emerging market economy and other currencies. ⁴ The category "other products" covers highly leveraged transactions and/or trades of which notional amounts are variable and where a decomposition into individual plain vanilla components was impractical or impossible. * Revised data.

4 取引相手別取引高

過去四回の調査ではレポーター・テイニング・ディーラーの取引シェアは低下し、他の金融機関との取引は増加傾向にあったが、この傾向は二〇二二年も続き、他のレポーター・テイニング・ディーラーとの取引高は他のカウンターパーティーとの取引よりも急速に減少した（図表1）。その結果、総取引高に占める報告ディーラーとの取引高の割合は二〇一〇年の四四％から二〇一九年の二四％、二〇二二年の一九％に低下した（図表5）。他方、他の金融機関との取引高の割合は二〇一〇年の四六％、二〇一九年の七〇％から二〇二二年には七五％に上昇した。非金融顧客との取引の割合はここ数十年で比較的安定しており、二〇一〇年の一一％、二〇一九年の六％から二〇二二年の五％にわずかに低下していた（図表1・図表5）。

図表5 OTC金利デリバティブ市場の取引相手別取引高

OTC interest rate derivatives turnover by instrument and counterparty¹

"Net-net" basis,² daily averages in April in billions of US dollars

Table 2

Instrument/counterparty	2010		2013		2016		2019*		2022	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Total	2,054	100.0	2,311	100.0	2,677	100.0	6,439	100.0	5,226	100.0
with reporting dealers	896	43.6	786	34.0	693	25.9	1,531	23.8	1,003	19.2
with other financial institutions	937	45.6	1,352	58.5	1,772	66.2	4,487	69.7	3,943	75.4
with non-financial customers	221	10.7	169	7.3	210	7.8	416	6.5	276	5.3
Local	756	36.8	1,059	45.8	890	33.3	3,138	48.7	2,250	43.1
Cross-border	1,298	63.2	1,248	54.0	1,785	66.7	3,296	51.2	2,972	56.9
FRAs	600	29.2	749	32.4	653	24.4	1,902	29.5	496	9.5
with reporting dealers	296	49.4	241	32.2	171	26.2	365	19.2	87	17.5
with other financial institutions	266	44.4	492	65.7	475	72.7	1,323	69.5	302	60.7
with non-financial customers	37	6.2	16	2.1	7	1.1	215	11.3	108	21.8
Swaps	1,272	61.9	1,388	60.0	1,859	69.4	4,080	63.4	4,491	85.9
with reporting dealers	535	42.1	473	34.1	461	24.8	884	21.7	861	19.2
with other financial institutions	585	46.0	775	55.8	1,204	64.8	3,001	73.5	3,467	77.2
with non-financial customers	153	12.1	139	10.0	194	10.4	195	4.8	163	3.6
Options and other products ³	182	8.9	174	7.5	166	6.2	456	7.1	238	4.6
with reporting dealers	65	35.6	71	41.1	61	37.1	282	61.7	55	23.1
with other financial institutions	86	47.5	85	48.9	93	56.2	163	35.8	174	73.1
with non-financial customers	30	16.4	13	7.5	9	5.2	5	1.2	5	2.2

¹ Single currency interest rate contracts only. ² Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ³ The category "other interest rate products" covers highly leveraged transactions and/or trades of which notional amounts are variable and where a decomposition into individual plain vanilla components was impractical or impossible. * Revised data.

5 報告地別取引高

LIBORの廃止への動きは金利デリバティブが報告される国または地域のシェアの変化にも影響した。二〇一九年四月にアメリカとイギリスにセールス・デスクのあるディーラーはFRAの取引高の九〇%以上を占めていたので、二〇二二年四月の米ドル建てFRA取引高の大幅な縮小はこれら二つの国の全体的な取引高の減少につながった。イギリスのセールス・デスクは二〇二二年四月にネット・グロス・ベイスですべての金利デリバティブで国別では最も高い取引高を記録していたが、二〇二二年四月の二・六兆ドルの取引高は世界のネット・グロス取引高に占めるシェアで四六%であり、二〇一九年四月の五一%から減少していた(図表6)。同様にアメリカは二〇二二年四月でも二番目に大きな取引場所であり、一日あたり一・七兆ドルの取引高であったが、世界のネット・グロス取引高に占めるシェアは二〇一九年四月の三二%から二九%に低下していた(図表6)。

しかし、LIBOR改革はこれらの相対的なシェアの低下を完全には説明できない。実際、FRAを除くイギリスでの

図表6 OTC金利デリバティブ市場の報告地別取引高

Geographical distribution of OTC interest rate derivatives turnover ¹							Table 5			
"Net-gross" basis, ² daily averages in April in billions of US dollars and percentages										
Country	2010		2013		2016		2019*		2022	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
United Kingdom	1,235	46.6	1,348	49.9	1,180	38.8	3,670	50.6	2,626	45.5
United States	642	24.2	628	23.2	1,241	40.8	2,356	32.5	1,689	29.3
Hong Kong SAR	18	0.7	28	1.0	110	3.6	436	6.0	321	5.6
Germany	48	1.8	101	3.8	31	1.0	56	0.8	273	4.7
France	193	7.3	146	5.4	141	4.6	120	1.7	204	3.5
Singapore	35	1.3	37	1.4	58	1.9	116	1.6	156	2.7
Australia	41	1.5	66	2.4	56	1.9	97	1.3	113	2.0
Canada	42	1.6	34	1.3	33	1.1	123	1.7	72	1.3
Japan	90	3.4	67	2.5	56	1.8	75	1.0	51	0.9
Netherlands	61	2.3	29	1.1	22	0.7	28	0.4	38	0.7
Total	2,649	100.0	2,702	100.0	3,039	100.0	7,251	100.0	5,769	100.0

¹ Single currency interest rate contracts only. Data may differ from national survey data owing to differences in aggregation procedures and rounding. Data for the Netherlands are not fully comparable over time due to reporting improvements in 2013. The 2019 data for Switzerland are not fully comparable with past periods due to reporting improvements in 2019. ² Adjusted for local inter-dealer double-counting (ie "net-gross" basis). ³ The UAE aggregates in 2022 incorporate data from the Dubai International Financial Centre.

* Revised data

一日あたりの取引高も減少していた。二〇二二年四月のFRAを除く取引額は二・三兆ドルで、世界のネット・グロス取引高の四三%を占め、二〇一九年四月の五二%よりは低いものの、以前の調査のシェア（二〇〇七年から二〇一六年の間に三五%から四八%の範囲）に匹敵する。イギリスのFRAを除く米ドル建て取引高は二〇一九年四月から一八%減少し、二〇二二年四月には一日あたり五八一〇億ドルであった。FRAを除く米ドル建て取引高全体はアメリカでのFRAを除く米ドル建て取引高の増加によって相殺され、二〇一九年四月から二一%増加して一日あたり一・六兆ドルに達していた。その結果、FRAを除く米ドル建て取引高のネット・グロス取引高に占めるイギリスのシェアは二〇一九年四月の三三%から二〇二二年四月には二四%に低下していたものの、このシェアは以前の調査（九%から一九%の範囲）よりも高い値であった。

同様の、より顕著な傾向はユーロ建ての取引でも見られた。イギリスが報告したFRAを除く取引高は二〇二二年四月に一兆ドルに達し、二〇一九年四月から一八%減少していたが、ユーロ圏諸国、特にドイツとフランスのデイトラーが報告した取引高は二〇一九年四月の一二四〇億ドルから二〇二二年四月の三八五〇億ドルへと三倍以上になっていた（ネット・グロス・ベース）。ユーロ圏諸国で取引されるFRAを除くユーロ建て取引は世界全体の四分の一以上を占め、二〇一〇年四月以来最高のシェアとなっていた。

BISによる説明ではイギリスのEU離脱に伴ってEUがイギリスでのユーロ建てOTCデリバティブ取引を削減する方向で動いていることへの言及がなく、イギリスでのユーロ建てOTCデリバティブ取引の減少とドイツやフランスでのユーロ建てOTCデリバティブ取引の増加、ひいてはOTCデリバティブ取引全体の変化は比較的容易に説明がつくものと考えられる。BISのスタッフがこのことに気づいていないとは考えにくいので、何らかの政治的配慮が働いているのかもしれない。

注

- (1) Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022 (<https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm?n=2617>). なお、確定値は一二月に公表される予定となっている。
- (2) イギリス・ポンド建て、ユーロ建て、スイス・フラン建て、円建てのLIBORパネルや一週間および二か月の米ドルLIBOR設定を含む二四のLIBOR設定の公表は二〇二二年末に終了した。レガシー契約のランダウンをサポートする特定の主要な米ドルレートは二〇二三年六月末に終了する（LIBOR停止の準備を支援するFSB声明を参照）。現在、欧州の銀行から得られるフォワード・ルッキングな銀行間貸出のベンチマーク金利であるEURIBOR金利を廃止する予定はない。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1721 (2020.8)	執筆者	No.1728 (2021.10)	執筆者
総合取引所に期待される役割について	二上	発足が間近に迫る金融サービス仲介業	二上
日本銀行のコロナ危機対応策	伊豆	東京における店頭売買承認銘柄	松尾
英国HFTの実情2	吉川	ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー	
ー注文データに基づくFCAの分析2ー		ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況	清水
リングフェンス銀行の形成と経営	斉藤	米国オプション取引所の現状と歴史	志馬
No.1722 (2020.10)		No.1729 (2021.12)	
クラウドファンディングの世界的拡大	松尾	「その他手数料」再論	二上
ー株式投資型クラウドファンディングを中心にー		S R F 導入の背景	伊豆
ロビンフッド証券のビジネスと注文回送レポートについて	清水	ーFRBと国債市場ー	
株価変動の抑制規制	志馬	ゲームストップ株式をめぐる問題	吉川
ー米国の様々なサーキット・ブレーカー制度ー		ーSECの報告書に見る実態ー	
バルト三国のベンチャー・キャピタルと新興株式市場の現状と課題	築田	なぜギリシアでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか	梅本
No.1723 (2020.12)		No.1730 (2022.2)	
地銀系証券会社について	二上	米国SPAC市場の実情	吉川
ECBのコロナ危機対応策	伊豆	ーナスダックによる分析ー	
ヨーロッパの株式市場	吉川	FRB・国債市場・PTF	伊豆
ーESMAの報告書に見る実態ー		ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について	清水
経済危機と金融	中野	米国株式オプション市場におけるPFOFを巡る議論	志馬
		ーその始まりから現在までー	
No.1724 (2021.2)		No.1731 (2022.4)	
非上場株式市場と取引所第二部開設	松尾	デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性	二上
アメリカの市場情報配信と最良執行	清水	名古屋における店頭売買承認銘柄	松尾
SECは市場とアルゴリズム取引をどのように見ているのか	志馬	ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー	
ー米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(前半の抄訳)ー		LMEのミューゲル取引をめぐる問題	吉川
年金財政方式と年金積立金	玉井	ー価格急騰への対応と取引所運営ー	
ー本当に賦課方式なのかー		進化する米大手投資銀行のトレーディング業務	神野
No.1725 (2021.4)		No.1732 (2022.6)	
証券リテールビジネスのDX	二上	アルケゴス破綻	吉川
FRBのコロナ危機対応策と財政資金	伊豆	ー起訴文書等から見た実態ー	
イギリスのEU離脱に伴う市場動向	吉川	アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント	清水
ー取引・人員の減少とクリアリングの滞留ー		米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況	志馬
ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か?	梅本	グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義	中野
No.1726 (2021.6)		No.1733 (2022.8)	
証券業界の近年の動向について	二上	証券リテールビジネスのDX (再論)	二上
コロナ対応策と資金フロー	伊豆	ジェンダーレンズ投資とジェンダーレンズ投資ファンド	松尾
ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか	清水	2%目標と異次元緩和と政策	伊豆
SECにおけるアルゴリズム取引の状況認識と評価	志馬	ESGファンドのパフォーマンス	吉川
ー米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(後半の抄訳)ー		ーESMAによる分析結果の考察ー	
No.1727 (2021.8)		No.1734 (2022.10)	
金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き	二上	わが国OTCデリバティブ市場の現況	吉川
大阪における店頭売買承認銘柄	松尾	ー二〇二二年六月末BIS定例市場報告ー	
ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー		ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択	清水
欧州株式市場の流動性	吉川	SECゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」	志馬
ーESMA統計の批判から見えてきたものー		EDF (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	中川
メガバンクFGの業務変容と収益低迷のジレンマ	中野		

公益財団法人 日本証券経済研究所

ホームページのご案内

<https://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

- | | |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。 |
| 出版物案内 | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講演会録 | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。 |
| 研究会 | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。 |
| 株式投資収益率 | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。 |
| トピックス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

- | | |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 研究所出版物 | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。 |
| 証券図書館の蔵書 | 証券図書館所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。 |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。 |
| 証券年表 | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

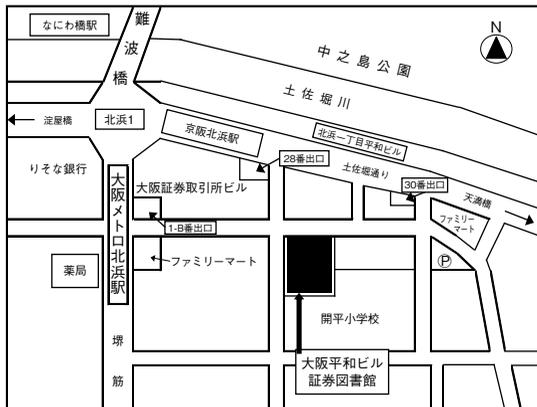
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後5:00
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
大阪メトロ堺筋線・京阪本線 北浜駅1-B番出口又は28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七三五号
二〇二二年十二月十二日発行
(偶数月第二日曜日発行)

2022年12月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)