

# GIFTコネクト

## インドとシンガポールの取引リンケージ

吉川 真裕

二〇一七年六月五日、ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア（NSE）はグジャラート州の金融特区であるGIFTシティ（Gujarat International Finance Tec-City）にある子会社NSE国際取引所（NSE IFSC Limited）でドル建てのデリバティブ取引等を開始した。そして、二〇一八年二月一二日にはニフティ株価指数等のデリバティブ取引をドル建てでおこなってきたシンガポール取引所（SGX）に対してNSEでの取引価格等の提供を停止することを発表し、SGXは独自のインド株指数の導入計画で対抗した。同年五月二九日には裁判所の仲裁により、交渉期間中は新たな商品を導入せず、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引は認められることで合意が成立した。二〇二〇年九月二二日にSGXとNSEはSGXでおこなってきたニフティ株価指数先物等の取引をGIFTシティのNSE国際取引所でおこなうことで合意し、二〇二二年七月二九日からGIFTシティのNSE国際取引所への注文回送（GIFTコネクト）が開始され、二〇二三年七月三日にはSGXでのニフティ株価指数先物等の取引は停止された。

本稿では金融特区であるGIFTシティの開設経過と、SGXからNSE国際取引所への注文回送をおこなうようになった経過を紹介し、その背景について考察する。

## 1 G I F T シティ<sup>(1)</sup>

G I F T シティ構想は二〇〇七年に当時グジャラート州首相であったナレンドラ・モディ首相が同州投資誘致会議（バイブラント・グジャラート）で提案したもので、インド都市開発省が進めるスマートシティ・ミッションの第一期に選定され、総投資額は約七〇〇〇億ルピー（約一兆二二〇〇億円）が見込まれている。G I F T シティはデリーからムンバイに走る国道八号線沿いにあり、アーメダバード国際空港から約二二キロ、州都ガンディナガルから約八キロとアクセスは良い。総面積九〇〇エーカー（約三六〇万平方メートル）のうち二六〇エーカーは金融オフショア取引の経済特区（S E Z）に充てられており、金融分野や I T 関係企業を呼び込み、ロンドンやニューヨーク、香港、シンガポールといった国際金融ハブ化を目指す計画である。

G I F T シティでは二〇一二年に建設が本格始動し、現在はインドで四カ所目となるティア4データセンターとして二棟の地上二八階建て高層オフィスビルが完成している。<sup>(2)</sup> ビジネス向けの施設だけでなく、小学校も完成しており、居住地区、ホテル群、娯楽施設、病院などの建設も進んでいる。また、電力や飲料水供給、冷暖房、電気通信、ゴミ処理などの共用施設は一元的な集中管理体制が敷かれている。

G I F T シティの経済特区内に入居している企業向けに外貨での資金調達、資産運用、証券取引の仲介が可能で、物品サービス税の免除などの税制優遇措置も設けられている。二〇一七年に経済特区内に設立された N S E 国際取引所ではニフティ五〇といったインドを代表する株式指数のデリバティブ取引の他、金・銀・銅などのコモディティや株式、債券も取り扱うなど、総合的な取引所として機能している。取引所は一日二二時間稼働しており、幅広いタイムゾーンの市場参加者がアクセスでき、取引情報はブルームバーグ等のターミナルからもアクセス可能であり、インドにありながらオフショア市場として取引可能である点も魅力となっている。

## 2 GIFTコネクト

二〇一七年六月五日、インド最大の取引所であるNSEはGIFTシティにある子会社NSE国際取引所でドル建てのデリバティブ取引等を開始した。ところが、シンガポールのSGXがインド物のデリバティブ取引を以前からドル建てでおこなっており、期待に反してNSE国際取引所での取引は閑散としていた。

二〇一八年二月一二日、ニフティ株価指数等のインド物デリバティブ取引をドル建てで活発におこなってきたSGXがインドの個別株先物を導入しようとしたところ、NSE・ボンベイ証券取引所(BSE)・メトロポリタン証券取引所が共同で海外取引所に対して取引価格等の提供を停止することを発表した。これに対して、SGXは最大商品であるFTSE中国A五〇(FTSE中国A株五〇種株価指数)が中国の取引所で取引されている株価指数とは異なっているにもかかわらず、多くの取引を集めていることになって、独自のインド株指数の導入計画を発表して対抗した。そして、この背景にはニフティ株価指数等の使用を許可する特許権を持つNSEの関連会社がSGXに対して、八月の次回契約更新を打ち切るという姿勢を示したからと考えられる。三取引所による共同声明は外国取引所に対する情報提供の停止措置であったが、ニフティ株価指数先物を取引する日本(大阪取引所)やアメリカ(シカゴ・マーカンタイル取引所)では取引量が少ないこともあってか、全く問題視されなかった。これは明らかにSGXでの取引を妨害し、GIFTシティでの取引を増やそうとしたものと考えられる(なお、GIFTシティにはBSEの子会社の取引所も存在する)。

二〇一八年五月二九日にはボンベイ高等裁判所の仲裁により、交渉期間中、SGXは新たな商品を導入せず、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引は認められることで合意が成立した<sup>(3)</sup>。その後二年以上に及ぶ交渉を経た二〇二〇年九月二二日、SGXとNSEはSGXでおこなってきたニフティ株価指数先物等の取引をSGXか

らGIFTシティのNSE国際取引所へ注文回送することで合意に達した。<sup>(4)</sup>そして、二〇二二年七月二九日からGIFTシティのNSE国際取引所への注文回送(GIFTコネクト)が開始され、二〇二三年七月三日にはSGXでのニフティ株価指数先物等の取引は停止された。<sup>(5)</sup>

### 3 GIFTコネクト導入の背景

モディ首相の肝いりで始まったGIFTシティ構想の中でも数字の上で分かりやすいNSE国際取引所の取引所取引は二〇一七年六月五日の取引開始後も取引を集めることはできなかった。他方、インド物の取引所取引を国外で最も盛んに取引していたのはシンガポールのSGXであり、ニフティ株価指数先物がその中心であった。そこで、二〇一八年にSGXがインド株式を対象とした個別株先物を導入しようとした機会を利用して、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引を妨害し、SGXでの取引をGIFTシティでの取引として取り込んだというのが、この間の事態の経過と考えられる。この解釈の状況証拠としては二〇一八年二月一二日に株式の取引情報等の提供停止をSGXに対して発表したのがNSE単独ではなく、ライバルであるBSEやトロポリタン証券取引所と共同であったという事実があげられる。インドの国内取引ではNSEのシェアが大きく、BSEやトロポリタン証券取引所はNSEと係争するSGXと提携してインド国内でのシェアを高めるという選択肢もあつたはずであると考えられる。それにもかかわらず、共同でSGXへの情報提供停止を発表した背後には取引所の監督機関の意向や、GIFTシティ構想を進める政府の圧力が働いていたのではないだろうか。NSEにしてもそれまでSGXとの間で軋轢が高まっていたという報道はなく、この機会を利用して政府に恩を売り、 कोरोケーション・スキヤンダルの失点を挽回することをはかつたのではないだろうか。<sup>(6)</sup>

他方、当初は新たなインド株指数商品の導入計画を発表し、対抗する姿勢を見せたSGXが最終的にはシンガポールでのインド物取引の上場を廃止するという形を受け入れたことには驚きを感じざるを得なかった。これまでも外国物商品を取引の中心とするSGXは日本や中国、タイ、台湾の株価指数先物等を上場し、本国の取引所とはもめることもあったが、上場商品を廃止するようなことは一度もなかった。それにもかかわらず、今回はインド物上場商品を廃止するまでに至ったのには他の理由があるからであろうと考えられる。

二〇一八年五月二九日の裁判所による仲裁の結果、交渉期間中は新たな商品を導入せず、SGXでのニフティ株価指数先物等の取引は認められることで合意した後、二〇二〇年九月二二日にSGXでおこなってきたニフティ株価指数先物等の取引をSGXからGIFTシティのNSE国際取引所へ注文回送することで合意に達するまでに一年以上も要したことがその謎を解くカギとなるものと考えられる。交渉が長引いた理由はSGXでの上場廃止を含めた合意にSGXが反対していたからであろう。それにもかかわらず、SGXが上場廃止を受け入れたのは、二〇二〇年五月二七日に香港取引所&クリアリング(HKEX)がMSCIと提携し、SGXでのMSCI台湾株指数の取引ができなくなることが明らかとなり、更にはMSCI中国A五〇コネクト指数を対象とした商品を上場してSGXの主力商品であるFTSE中国A五〇先物が脅かされることになったことが関係しているものと考えられる。<sup>(7)</sup>SGXとしてはHKEXとNSEの両方と争うという二正面作戦は避けて、実質的な取引の流失の恐れのないNSEに譲歩する形で合意することになったのではないだろうか。HKEXに対する敗北は取引量が大きいだけでなく、失われた取引を取り戻すことが困難であることが予想される。それに対して、インド国内ではドル建て取引需要の少ないNSEに対する敗北は提携の解消という形で将来的に回復の余地がある敗北であり、HKEXとの競争に当面は注力するための方便であると考えられたのではないだろうか。

実際、二〇二〇年九月二二日のGIFTコネクットの導入合意の直後である同年九月二八日にHKEXで上場されたMSCI中国A五〇コネクト指数を対象とした商品は大方の期待に反して鳴かず飛ばずであり、SGXの心配は杞憂に終わった(MSCI台湾株指数の取引をFTSE台湾株指数の取引に切り替えることにも成功していた)。そして、二〇二二年七月二九日からGIFTコネクトを通じておこなわれたGIFTニフティ株価指数先物等のクリアリングはSGXクリアリングを通じておこなわれ、両者の合意に基づいて取引に伴う場口銭の半分は失うことになるとしても、場口銭よりも大きいクリアリング・フィーはSGXにとどまることになっている。また、インドでは人気のある個別株先物のドル建て取引をNSE国際取引所でおこなうことができるというメリットを享受できることにもなっている。

シンガポールのドル建てニフティ株価指数先物取引をインドの金融特区に取り込むというGIFTコネクトは形式的にインドでのドル建て取引を増やし、モディ首相肝いりの金融特区計画に成果をもたらしたことになる。同時に、SGXを通じて取引してきた利用者にはこれまでと実質的には変わらない形でSGXクリアリングを通じた取引を提供し、SGXにもクリアリング・フィーをもたらすという形に落ち着くことになった。物理的な取引所という場所に意味のあったフロア取引の時代から電子取引の時代に代わって、どこで取引されるかという問題はますます複雑化していることをGIFTコネクトという仕組みは明らかにしたと言えるであろう。そして、二正面作戦の心配のなくなったSGXがGIFTコネクトをいつまでも維持し続けるのかという問題も興味深いところである。

注

- (1) 古川毅彦「インド初のスマートシティー「GIFTシティー」の今」『JETRO 地域・分析レポート』二〇一九年五月一〇日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/search.html?searchWord=GIFT&x=0&y=0>)、古川毅彦「GIFTシティーにビジネス集積(前編) 金融機関などが続々参入(インド)」『JETRO 地域・分析レポート』二〇二二年七月一一日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2022/b327c9edd262fcd4.html>)、ブルームバーグ・ピーケッツ「シンガポールとマニラに挑むインドのGIFTシティー」二〇二二年一月二〇日 (<https://www.axion.zone/gift-city/>)。
- (2) アメリカの民間団体 (UPTIME INSTTTUTE) が作成したデータセンターのクオリティを判断するために設けられた基準で、1から4の4つの段階で評価されており、各評価項目の全てが4のデータセンターをティア4相当のセクターと呼ぶ。古川毅彦「インド初のスマートシティー「GIFTシティー」の今」『JETRO 地域・分析レポート』二〇一九年五月一〇日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/search.html?searchWord=GIFT&x=0&y=0>)。
- (3) Abhirup Roy and Devidutta Tripathy, "Singapore Exchange to continue SGX Nifty trade despite India dispute," Reuters, 16 June 2018, 6:21 PM (<https://www.reuters.com/article/us-sgx-derivatives-idUSKBN1JC080>).
- (4) Ishika Mookerjee, "Singapore, India bourses to end dispute, push trading link," *Bloomberg*, 22 September 2020 ([https://sg.finance.yahoo.com/news/singapore-india-bourses-to-end-dispute-push-trading-link-020655476.html?guccounter=1&guce\\_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuYmluZy5jb20v&guce\\_referrer\\_sig=AQAAACSgLIAX2CD7c\\_QqJ795Jbdy-UNLid\\_1W8lqqIDG2O5hps9hw8tQqcopMge6WvZS0hRbFEZmCJz4Nyji9KVSWRqG37syvXA957Xy6MP9MroJfLuJgt-5nwnwne43pQZf-hjyu8h0hriUnQKvb9w06D9WrJ7-u5wXqTcLluWyw1#:~:text=Singapore%2C%20](https://sg.finance.yahoo.com/news/singapore-india-bourses-to-end-dispute-push-trading-link-020655476.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuYmluZy5jb20v&guce_referrer_sig=AQAAACSgLIAX2CD7c_QqJ795Jbdy-UNLid_1W8lqqIDG2O5hps9hw8tQqcopMge6WvZS0hRbFEZmCJz4Nyji9KVSWRqG37syvXA957Xy6MP9MroJfLuJgt-5nwnwne43pQZf-hjyu8h0hriUnQKvb9w06D9WrJ7-u5wXqTcLluWyw1#:~:text=Singapore%2C%20)

India%20bourses%20to%20end%20dispute%2C%20push%20trading%20set%20to%20launch%20a%20cross-border%20trading%20link).

- (5) Ashutosh Joshi and Ishika Mookerjee, "A \$7.5 Billion Futures Trade Moves to India as SGX Feud Ends," *Bloomberg*, 2 July 2023, 10:30 JST (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-07-02/a-7-5-billion-derivative-trade-shifts-to-india-as-sgx-feud-ends#xj4y7vzkgl>).

- (6) コロナショック・スキャンダルについて、抽籤「コロナショック・スキャンダル」イベントにおける取引所運営の汚点」本誌1739号（110113号入頁）を参照 ([https://www.jsrior.jp/publish/report/pdf/1739/1739\\_03.pdf](https://www.jsrior.jp/publish/report/pdf/1739/1739_03.pdf))。

- (7) Hong Kong Exchange and Clearing, "HKEX Signs Agreement with MSCI to License Indexes to Launch Asia and Emerging Markets Futures and Options Contracts," *Press Release*, 27 May 2020 ([https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2020/200527news?sc\\_lang=en](https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2020/200527news?sc_lang=en)).

(よつかわ せやひろ・密着研究員)