

店頭金利デリバティブ市場の変遷

～BIS 統計に基づく考察～

吉川 真裕

要 旨

BIS スタッフによれば店頭デリバティブ市場の変遷に関して3つのイベントが重要であった。1つ目のイベントは1980年代に米国短期国債 (T-Bill) 先物の変わってユーロドル金利 (LIBOR : London Interbank Offered Rate) 先物が短期金利の取引対象として定着したことであり、この結果、信用リスクがドル建て短期金利に含まれることになった。2つ目のイベントは1990年代に米国長期国債 (T-Bond, T-Note) 先物・オプションの取引シェアが低下し、LIBOR を対象とした店頭金利デリバティブ取引が拡大した。そして、3つ目のイベントは2021年から始まったLIBOR 等の信用リスクを含んだ指標を SOFR (Secured Overnight Financing Rate) 等の信用リスクを含まない指標への移行がはじまった。

この3つのイベントは確かに店頭金利デリバティブ取引に影響した大きなイベントであったことに間違いはないが、2001年調査から2013年調査まで、そして2025年調査でユーロ建て取引がドル建て取引を上回っていたことを説明できない。

これまでに3年おきの調査結果に合わせて公表されてきた BIS スタッフによる論文でも通貨別シェアや国別シェアは個々の対象商品の取引の結果であってそれほど重要ではないという指摘がみられた。同時期に実施されている外国為替取引調査では取引通貨や取引国 (報告国) が比較的安定しているのに対して、店頭金利デリバティブ取引では2016年調査以降に大きく変動しており、こうした現象に対する解釈はこれまでのところ十分に納得できるものではなかった。こうした現象を現時点ではうまく説明をすることはできないが、今後も店頭デリバティブ市場を観察し、通貨別や国別の変動をも説明できるように分析を進めていきたい。

キーワード : BIS, LIBOR, SOFR, オーバーナイト・インデックス・スワップ (OIS)

目 次

- | | |
|------------------|-------------------|
| 1. はじめに | 2.3 取引通貨・取引形態 |
| 2. 世界の店頭デリバティブ市場 | 2.4 国別取引高 |
| 2.1 取引対象別取引高 | 2.5 BIS スタッフによる解釈 |
| 2.2 取引相手取引高 | |

1. はじめに

店頭（OTC）デリバティブ取引は取引所外でおこわれる相対のデリバティブ取引を指し、店頭デリバティブ取引には取引所取引（XRD）における先物取引に対応するフォワード取引、オプション取引、一定期間にわたるキャッシュフローの交換をおこなうスワップ取引等がある。このうち、金利スワップ取引が店頭デリバティブ取引の中心と見られており、1990年代に入って金利関連商品を中心とした店頭デリバティブ取引の拡大が著しい。これにはオフバランス取引を自己資本比率の計算に含めないバーゼル銀行自己資本規制（バーゼル I）の影響もあったと見られるが、顧客のニーズにより適合した商品の開発が店頭デリバティブ市場で進んだことや、銀行が取引所市場の利用を忌避していることなどもその一因と報じられている。

店頭市場でのデリバティブ取引は統計を作成する機関もなく、状況を把握するのが困難であったが、国際決済銀行（BIS）が3年ごとにおこなってきた外国為替市場調査の際に店頭デリバティブ市場の調査を1995年からおこなっている。この調査は1100以上の銀行およびその他のディーラーから各国中央銀行がデータを収集し、BISに報告してグローバル集計されたものである。取引高データは取引がどこで執行され

たかに関わらず、報告ディーラーのセールステスクによって非連結ベース（同一グループに属する関連会社間の取引を含む）で報告されている（グロス・グロス）。売り手と買い手の双方から報告がおこなわれるため、重複分を差し引いた値（ネット・グロス）が各国からBISに報告され、国境を越えた重複分を差し引いた値（ネット・ネット）がBISによって調整され、公表されている。

本稿ではBIS統計とBISスタッフが公表した論文に基づき、店頭金利デリバティブ市場（IRD）の変遷について考察する¹。

2. 世界の店頭デリバティブ市場

2.1 取引対象別取引高

まず、店頭デリバティブ市場の推移を3年おきのBIS統計に基づいて確認しておくと、図表1から店頭金利デリバティブ取引合計は継続して拡大していることが分かる。2010年調査から282%、2022年調査から59%増加しており、同期間の取引所金利デリバティブ取引がそれぞれ126%増、131%増であったのとは大きく異なっていたこともわかる。

次に、取引対象別にみると、スワップ取引が全体の89%（オーバーナイト・インデックス・スワップ65%、その他スワップ24%）、フォー

1 2025年調査結果についてはBIS（2025a）参照。

図表1 取引対象別の店頭金利デリバティブ取引の推移

OTC interest rate derivatives turnover by instrument¹

"Net-net" basis,² daily averages in April in billions of US dollars Table 1

Instrument	2010	2013	2016	2019*	2022*	2025
Interest rate instruments	2,054	2,311	2,677	6,439	4,951	7,851
FRAs	600	749	653	1,902	470	617
Swaps	1,272	1,388	1,859	4,080	4,320	6,980
Overnight index swaps	...	...	...	2,036	2,079	5,109
Other swaps	...	...	...	2,044	2,241	1,871
Options and other products ³	182	174	166	456	162	254
<i>Memo:</i>						
Turnover at April 2025 exchange rates ⁴	1,793	2,014	2,581	6,317	4,933	7,851
Exchange-traded derivatives ⁵	7,693	4,698	5,066	7,752	8,529	17,416

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 2025 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

(出所) BIS (2025b) p.11

ワード取引が8%、オプション取引他が3%を占め、変化率ではスワップ取引が2010年比で449%増、2022年比で62%増（オーバーナイト・インデックス・スワップが2022年比で146%増、その他スワップは2022年比で17%減）、フォワード取引が2010年比で3%増、2022年比で31%増、オプション取引他が2010年比で40%増、2022年比で57%増であったことがわかる。2022年調査からの変化をみるとオーバーナイト・インデックス・スワップの146%増と取引所金利デリバティブの131%増が突出しており、逆にその他スワップだけが減少していたことが対照的であった。

2.2 取引相手取引高

BIS調査では各国中央銀行に店頭デリバティブ取引の統計を求める際、各国中央銀行に報告をおこなう金融機関に対して、取引相手が①報

告義務のある金融機関（reporting dealers）、②報告義務のない金融機関（other financial institutions）、その他の投資家（other non-financial customers）のいずれにあたるか、そして①居住者との取引であるのか（Local）、②非居住者との取引であるのか（Cross-boarder）に分類して報告することを求めており、これに取引形態（フォワード、スワップ、オプション、その他）と取引対象通貨を加えて分類した金額が集計され、発表されている。

図表2は取引相手別の店頭金利デリバティブ取引の推移を表わしている。2025年の取引では対報告ディーラーが21.1%、対その他金融機関が76.4%、対非金融機関が2.3%を占め、国内取引が47.2%、国際取引が52.7%であった。この比率を2010年・2022年と比べると、それぞれ対報告ディーラーが22.5%ポイント減と0.7%ポイント増、対その他金融機関が30.8%ポイン

図表2 取引相手別の店頭金利デリバティブ取引の推移

OTC interest rate derivatives turnover by instrument and counterparty¹

*Net-net² basis, ² daily averages in April in billions of US dollars Table 3

Instrument/counterparty	2010		2013		2016		2019*		2022*		2025	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Total	2,054	100.0	2,311	100.0	2,677	100.0	6,439	100.0	4,951	100.0	7,851	100.0
with reporting dealers	896	43.6	786	34.0	693	25.9	1,531	23.8	1,011	20.4	1,660	21.1
with other financial institutions	937	45.6	1,352	58.5	1,772	66.2	4,487	69.7	3,830	77.4	5,999	76.4
with non-financial customers	221	10.7	169	7.3	210	7.8	416	6.5	106	2.1	183	2.3
Local	756	36.8	1,059	45.8	890	33.3	3,138	48.7	2,002	40.4	3,705	47.2
Cross-border	1,298	63.2	1,248	54.0	1,785	66.7	3,296	51.2	2,946	59.5	4,137	52.7
FRAs	600	29.2	749	32.4	653	24.4	1,902	29.5	470	9.5	617	7.9
with reporting dealers	296	49.4	241	32.2	171	26.2	365	19.2	92	19.6	135	22.0
with other financial institutions	266	44.4	492	65.7	475	72.7	1,323	69.5	362	77.2	469	75.9
with non-financial customers	37	6.2	16	2.1	7	1.1	215	11.3	15	3.3	13	2.1
Swaps	1,272	61.9	1,388	60.0	1,859	69.4	4,080	63.4	4,320	87.2	6,980	88.9
with reporting dealers	535	42.1	473	34.1	461	24.8	884	21.7	870	20.1	1,445	20.7
with other financial institutions	585	46.0	775	55.8	1,204	64.8	3,001	73.5	3,363	77.9	5,369	76.9
with non-financial customers	153	12.1	139	10.0	194	10.4	195	4.8	86	2.0	165	2.4
Options and other products ³	182	8.9	174	7.5	166	6.2	456	7.1	162	3.3	254	3.2
with reporting dealers	65	35.6	71	41.1	61	37.1	282	61.7	49	30.4	79	31.2
with other financial institutions	86	47.5	85	48.9	93	56.2	163	35.8	105	64.4	161	63.4
with non-financial customers	30	16.4	13	7.5	9	5.2	5	1.2	5	2.8	5	1.9

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. * Revised data.

(出所) BIS (2025b) p.13

ト増と1.0%ポイント減、対非金融機関が8.4%ポイント減と0.2%ポイント増、国内取引が10.4%ポイント増と6.8%ポイント増、国際取引が10.5%ポイント減と6.8%ポイント減であり、2010年と比べると対その他金融機関が大きく増加し、対報告ディーラーと対非金融機関が減少していたが、2022年とはさほど違いはなかったことがわかる。

取引対象別にみると、フォーワード取引とスワップ取引の値は全体の値に近いのに対して、オプション取引他では対報告ディーラーが31.2%、対その他金融機関が63.4%、対非金融機関が1.9%であり、対報告ディーラーの比率が高く、対その他金融機関の比率が小さかったことがわかる。

2.3 取引通貨・取引形態

図表3は通貨別の店頭金利デリバティブ取引の推移を表わしている。ユーロ建てが38.5% (2022年比6.6%ポイント増)、ドル建てが31.0% (14.9%ポイント減)、ポンド建てが12.0% (5.2%ポイント増)、円建てが5.2% (4.1%ポイント増)、豪ドル建てが4.7% (1.0%ポイント減)を占め、ユーロ建てが2013年以來の首位に返り咲き、ポンド建てや円建ての増加も大きかったことがわかる。ドル建てのシェア低下が著しいが、BISでは取引所金利デリバティブ取引(XTD)の値を併記して店頭市場から取引所市場にドル建て取引が移行した可能性が高いと説明を付け加えている。なお、2025年の構成比を2010年の構成比と比べてみると、豪

図表3 通貨別の店頭金利デリバティブ取引の推移

OTC interest rate derivatives turnover by currency or counterparty¹

¹"Net-net" basis, ²daily averages in April in billions of US dollars and percentage share

Table 2

Currency	OTC turnover										Memo: XTD turnover ³	
	2013		2016		2019*		2022*		2025		2025	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Total	2,311	100.0	2,677	100.0	6,439	100.0	4,951	100.0	7,851	100.0	17,416	100.0
EUR	1,133	49.0	641	23.9	1,588	24.7	1,577	31.9	3,021	38.5	4,030	23.1
USD	639	27.7	1,357	50.7	3,265	50.7	2,271	45.9	2,433	31.0	11,386	65.4
GBP	187	8.1	237	8.9	537	8.3	337	6.8	939	12.0	1,469	8.4
JPY	69	3.0	83	3.1	160	2.5	52	1.1	411	5.2	30	0.2
AUD	76	3.3	108	4.0	400	6.2	281	5.7	365	4.7	223	1.3
CAD	30	1.3	39	1.4	90	1.4	61	1.2	96	1.2	159	0.9
ZAR	16	0.7	16	0.6	25	0.4	31	0.6	86	1.1	1	0.0
SEK	36	1.6	19	0.7	61	0.9	22	0.4	63	0.8	0	0.0
CNY	14	0.6	10	0.4	33	0.5	30	0.6	59	0.8	46	0.3
CHF	14	0.6	14	0.5	26	0.4	15	0.3	47	0.6	0	0.0
CZK	1	0.0	1	0.1	12	0.2	33	0.7	44	0.6	---	---
PLN	7	0.3	5	0.2	8	0.1	17	0.3	34	0.4	---	---
NZD	5	0.2	26	1.0	56	0.9	48	1.0	31	0.4	4	0.0
MXN	10	0.4	26	1.0	23	0.4	22	0.5	29	0.4	0	0.0
NOK	9	0.4	15	0.5	31	0.5	21	0.4	28	0.4	---	---
KRW	12	0.5	13	0.5	27	0.4	46	0.9	27	0.3	20	0.1
INR	6	0.3	6	0.2	17	0.3	23	0.5	21	0.3	0	0.0
SGD	4	0.2	12	0.4	15	0.2	15	0.3	18	0.2	---	---
ILS	2	0.1	1	0.0	2	0.0	5	0.1	12	0.2	---	---
CLP	1	0.1	4	0.2	1	0.0	4	0.1	12	0.2	---	---
HUF	2	0.1	8	0.3	8	0.1	4	0.1	12	0.2	---	---
THB	3	0.1	2	0.1	6	0.1	5	0.1	11	0.1	---	---
BRL	16	0.7	7	0.2	8	0.1	2	0.0	9	0.1	48	0.3
HKD	2	0.1	5	0.2	18	0.3	11	0.2	9	0.1	0	0.0
OTH	17	0.7	23	0.9	24	0.4	16	0.3	32	0.4	0	0.0
By counterparty²												
with reporting dealers	786	34.0	693	25.9	1,531	23.8	1,011	20.4	1,660	21.1	---	---
local	396	50.3	332	47.9	719	47.0	462	45.6	807	48.6	---	---
cross-border	390	49.7	361	52.1	811	53.0	550	54.4	853	51.4	---	---
with other financial institutions	1,352	58.5	1,772	66.2	4,487	69.7	3,830	77.4	5,999	76.4	---	---
local	626	46.3	525	29.6	2,316	51.6	1,517	39.6	2,848	47.5	---	---
cross-border	727	53.7	1,247	70.4	2,170	48.4	2,313	60.4	3,151	52.5	---	---
with non-financial customers	169	7.3	210	7.8	416	6.5	106	2.1	183	2.3	---	---
local	38	22.4	33	15.9	102	24.5	23	21.9	50	27.1	---	---
cross-border	131	77.6	176	84.1	314	75.5	83	78.1	133	72.9	---	---
Of which items												
Related party trades	186	---	392	---	1,479	---	1,126	---	1,887	---	---	---
Back-to-back trades	---	---	---	---	---	---	347	---	878	---	---	---
Compression trades	---	---	---	---	---	---	337	---	979	---	---	---

¹ Single currency interest rate contracts only. ² Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ³ Exchange traded derivatives. See separate BIS statistics, https://data.bis.org/topics/OTC_DER. * Revised data.

(出所) BIS (2025b) p.12

ドル建てが2.9%ポイント増、ポンド建てが1.6%ポイント増、ドル建てが0.8%ポイント減、円建てが1.3%ポイント減、ユーロ建てが2.15%ポイント減であってさほど大きな変化はなく、近年の変化が大きいことがうかがえる。

図表4は通貨別の取引対象別店頭金利デリバティブ取引の推移を表わしている。2022年から

の増加額が大きかったのはユーロ建てスワップ取引の1.288兆ドル増(115%増)、ポンド建てスワップ取引の5880億ドル増(180%増)、円建てスワップ取引の3560億ドル増(727%増)、ドル建てスワップ取引の1570億ドル増(7%増)、ユーロ建てフォワード取引の1000億ドル増(25%増)、豪ドル建てスワップ取引の820億ド

図表4 通貨別の取引対象別店頭金利デリバティブ取引の推移

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*	2025
Total	2,054	2,311	2,677	6,439	4,951	7,851
EUR	834	1,133	641	1,588	1,577	3,021
USD	654	639	1,357	3,265	2,271	2,433
GBP	213	187	237	537	337	939
JPY	124	69	83	160	52	411
AUD	37	76	108	400	281	365
CAD	48	30	39	90	61	96
ZAR	5	16	16	25	31	86
SEK	20	36	19	61	22	63
CNY	2	14	10	33	30	59
CHF	20	14	14	26	15	47
OTH	96	97	153	256	274	330
FRAs	600	749	653	1,902	470	617
EUR	202	395	170	387	399	499
SEK	10	19	10	29	11	35
CZK	0	0	0	6	10	31
PLN	1	5	2	2	5	18
NOK	7	7	4	8	9	11
HUF	0	2	4	5	2	6
USD	282	193	341	1,263	26	4
AUD	8	11	2	0	2	2
ZAR	4	11	12	8	3	2
BRL	0	0	0	0	0	2
OTH	87	106	108	193	3	6
Swaps	1,272	1,388	1,859	4,080	4,320	6,980
EUR	561	684	445	917	1,118	2,406
USD	302	356	898	1,862	2,178	2,335
GBP	141	92	138	357	327	915
JPY	114	59	76	148	49	405
AUD	28	63	105	397	278	360
CAD	38	27	38	89	61	95
ZAR	1	4	3	16	28	83
CNY	1	14	10	31	30	55
CHF	8	5	9	17	14	47
NZD	3	3	26	56	48	30
OTH	74	79	111	190	189	247
Options and other products⁴	182	174	166	456	162	254
EUR	70	54	26	283	60	115
USD	70	89	117	140	67	94
GBP	19	7	8	7	10	24
JPY	8	10	7	10	4	6
AUD	1	2	2	2	1	3
CAD	1	1	0	1	0	1
CHF	0	0	0	0	0	0
KRW	1	1	1	1	14	0
ZAR	1	0	1	0	0	0
BRL	1	0	0	...	0	0
OTH	10	9	4	12	6	10

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 and other currencies. ⁴ The category "other 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. * Revised data.

(出所) BIS (2025b) p.14

ル増 (57%増) であった。

ドル建てフォーワード取引は40億ドルまで85%減少し、非常に小さな値であった。2019年には1.263兆ドルを記録したドル建てフォーワード取引はロンドン銀行間貸出金利 (LIBOR) の算出停止に伴う影響を受けたものと考えられる。

なお、2010年からの増加額が大きかったのはドル建てスワップ取引の2.033兆ドル増 (673%増)、ユーロ建てスワップ取引の1.845兆ドル増 (329%増)、ポンド建てスワップ取引の7740億ドル増 (549%増)、豪ドル建てスワップ取引の3320億ドル増 (1186%増)、ユーロ建てフォーワード取引の2970億ドル増 (147%増)、円建てスワップ取引の2910億ドル増 (255%増)、減少額が大きかったのはドル建てフォーワード取引の2780億ドル減 (99%減) であり、ドル建てスワップ取引の増加が最も大きく、ドル建てフォーワード取引の減少が最も大きいという特異な動きを示していたことがわかる。

2.4 国別取引高

図表5は国別の店頭金利デリバティブ取引の推移を表わしている。イギリスでの取引高が49.6% (2010年比3.0%ポイント増, 2022年比6.7%ポイント増)、アメリカでの取引高が23.8% (2010年比0.4%ポイント減, 2022年比6.9%ポイント減) であり、この2カ国で世界全体の4分の3近くを占めていることがわかる。そして、ユーロ建て取引が2022年からシェアを6.6%ポイント増やし、ドル建て取引がシェアを14.9%ポイント減らしていたことにイギリスのシェア上昇とアメリカのシェア低下は関係しているものと考えられる。また、ユーロ導入国をまとめてみると取引高は13.9% (2010年比

1.0%ポイント減, 2022年比3.2%ポイント増) であり、ドイツでの取引高が7.5% (2010年比5.7%ポイント増, 2022年比2.5%ポイント増)、フランスでの取引高が3.7% (2010年比3.4%ポイント減, 2022年比シェア変わらず) と大きかった。

次いで5番目に取引高が大きかったのはオーストラリアの2.9% (2010年比1.4%ポイント増, 2022年比0.9%ポイント増)、6番目に取引高が大きかったのはシンガポールの2.4% (2010年比1.1%ポイント増, 2022年比0.4%ポイント減)、7番目に取引高が大きかったのは日本の2.0% (2010年比1.4%ポイント減, 2022年比1.1%ポイント増)、8番目に取引高が大きかったのはカナダの1.5% (2010年比0.1%ポイント減, 2022年比0.2%ポイント増)、9番目に取引高が大きかったのは香港の1.0% (2010年比0.3%ポイント増, 2022年比4.8%ポイント減)、10番目に取引高が大きかったのはスペインの2.9% (2010年比1.7%ポイント増, 2022年比0.6%ポイント増)、11番目に取引高が大きかったのはアラブ首長国連邦 (UAE) の0.8% (2010年報告なし, 2022年比0.7%ポイント増)、12番目に取引高が大きかったのはニュージーランドの0.8% (2010年比0.7%ポイント増, 2022年比0.1%ポイント増) であった。

2022年から取引シェアの増減が大きかった順にみると、アメリカの6.9%ポイント減、イギリスの6.7%ポイント増、香港の4.8%ポイント減、ドイツの2.5%ポイント増、日本の1.1%ポイント増、オーストラリアの0.9%ポイント増、UAEの0.7%ポイント増、スペインの0.6%増であり、日本・オーストラリア・UAEではユーロ建て取引のシェア上昇やドル建て取引のシェア低下とは異なる要因が影響しているものと考

図表5 国別の店頭金利デリバティブ取引の推移

Geographical distribution of OTC interest rate derivatives turnover¹

¹Net-gross* basis, ² daily averages in April in billions of US dollars and percentages

Table 5

Country	2010		2013		2016		2019*		2022*		2025	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Argentina	---	---	0	0.0	0	0.0	0	0.0	---	---	---	---
Australia	41	1.5	66	2.4	56	1.9	97	1.3	113	2.0	252	2.9
Austria	5	0.2	1	0.0	1	0.0	1	0.0	2	0.0	1	0.0
Bahrain	0	0.0	0	0.0	1	0.0	0	0.0	6	0.1	0	0.0
Belgium	10	0.4	9	0.3	17	0.5	12	0.2	7	0.1	10	0.1
Brazil	7	0.3	4	0.1	1	0.0	2	0.0	2	0.0	6	0.1
Bulgaria	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Canada	42	1.6	34	1.3	33	1.1	123	1.7	72	1.3	133	1.5
Chile	0	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0	1	0.0	7	0.1
China	2	0.1	13	0.5	4	0.1	16	0.2	13	0.2	23	0.3
Chinese Taipei	2	0.1	1	0.0	1	0.0	1	0.0	2	0.0	3	0.0
Colombia	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0	5	0.1
Czechia	0	0.0	0	0.0	0	0.0	2	0.0	0	0.0	1	0.0
Denmark	16	0.6	59	2.2	10	0.3	10	0.1	20	0.4	27	0.3
Estonia	0	0.0	0	0.0	---	---	---	---	---	---	---	---
Finland	1	0.1	2	0.1	2	0.1	4	0.1	8	0.1	3	0.0
France	193	7.3	146	5.4	141	4.6	120	1.7	204	3.7	324	3.7
Germany	48	1.8	101	3.8	31	1.0	56	0.8	273	5.0	655	7.5
Greece	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0	0	0.0
Hong Kong SAR	18	0.7	28	1.0	110	3.6	436	6.0	321	5.8	84	1.0
Hungary	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
India	3	0.1	3	0.1	2	0.1	5	0.1	8	0.2	11	0.1
Indonesia	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Ireland	7	0.3	3	0.1	1	0.0	7	0.1	---	---	---	---
Israel	---	---	0	0.0	0	0.0	1	0.0	0	0.0	1	0.0
Italy	27	1.0	24	0.9	14	0.5	13	0.2	21	0.4	21	0.2
Japan	90	3.4	67	2.5	56	1.8	75	1.0	51	0.9	170	2.0
Korea	11	0.4	8	0.3	7	0.2	9	0.1	11	0.2	15	0.2
Latvia	---	---	---	---	---	---	0	0.0	0	0.0	---	---
Lithuania	0	0.0	---	---	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Luxembourg	2	0.1	0	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0	1	0.0
Malaysia	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	3	0.0
Malta	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Mexico	1	0.1	2	0.1	1	0.0	2	0.0	6	0.1	4	0.0
Netherlands	61	2.3	29	1.1	22	0.7	28	0.4	38	0.7	67	0.8
New Zealand	2	0.1	3	0.1	5	0.2	16	0.2	9	0.2	4	0.1
Norway	12	0.5	6	0.2	4	0.1	6	0.1	6	0.1	12	0.1
Peru	0	0.0	0	0.0	---	---	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Philippines	1	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Poland	2	0.1	3	0.1	1	0.0	2	0.0	2	0.0	6	0.1
Portugal	1	0.0	1	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Romania	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	---	---	0	0.0
Russia	---	---	0	0.0	0	0.0	1	0.0	---	---	---	---
Saudi Arabia	0	0.0	0	0.0	1	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0
Singapore	35	1.3	37	1.4	58	1.9	116	1.6	156	2.8	208	2.4
Slovakia	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Slovenia	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
South Africa	6	0.2	11	0.4	9	0.3	14	0.2	12	0.2	17	0.2
Spain	31	1.2	14	0.5	6	0.2	15	0.2	17	0.3	78	0.9
Sweden	18	0.7	17	0.6	14	0.5	9	0.1	6	0.1	9	0.1
Switzerland	75	2.8	33	1.2	8	0.3	19	0.3	18	0.3	51	0.6
Thailand	1	0.0	1	0.0	0	0.0	1	0.0	1	0.0	3	0.0
Turkey	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
United Arab Emirates ³	---	---	---	---	---	---	3	0.0	4	0.1	68	0.8
United Kingdom	1,235	46.6	1,348	49.9	1,180	38.8	3,670	50.6	2,359	42.9	4,320	49.6
United States	642	24.2	628	23.2	1,241	40.8	2,356	32.5	1,689	30.7	2,071	23.8
Total	2,649	100.0	2,702	100.0	3,039	100.0	7,251	100.0	5,502	100.0	8,704	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 U.A.E. aggregates since 2022 incorporate data from the Dubai Financial Services Authority. * Revised data

えられる。

日本での取引シェアは2.0% (1.1%ポイント増)であるにもかかわらず、円建て取引のシェアは5.2% (4.1%ポイント増)であったのであるから日本国外での円建て取引が増加していることが推測される。そこで補論別表 (BIS (2025c)) を調べてみると、円建て取引はイギリスで2653億ドル、日本で1412億ドル、シンガポールで400億ドル、カナダで82億ドル、UAEで80億ドル、アメリカで67億ドル、香港で59億ドル取引されており、イギリスでの取引が日本での取引を上回り、UAEでの取引がアメリカや香港での取引を上回っていたことが確認できた。

また、オーストラリアでの取引シェアは2.9% (0.9%ポイント増)であるにもかかわらず、豪ドル建ての取引シェアは4.7% (1.0%ポイント減)であったのであるからオーストラリアでの取引増加と国外での豪ドル建て取引の低迷が推測される。そこで補論別表 (BIS (2025c)) を調べてみると、オーストラリアでの取引は豪ドル建て取引が2160億ドル、ニュージーランド・ドル建て取引が111億ドル、ドル建て取引が89億ドル、メキシコ・ペソ建て取引が61億ドル、ユーロ建て取引が59億ドル、円建て取引が25億ドル、ポンド建て取引が11億ドルである一方、豪ドル建て取引はオーストラリアで2160億ドル、イギリスで1127億ドル、シンガポールで344億ドル、UAEで117億ドル、香港で86億ドル、アメリカで75億ドル、スイスで50億ドル、フランスで28億ドル、カナダで11億ドル取引されており、国内でのメキシコ・ペソ建て取引とUAEやスイス、フランスでの豪ドル建て取引の多さが意外であった。

さらに、UAEでの取引シェアは0.8%とそれほど大きくはないものの、2022年から0.7%ポイント増加させていることは注目に値する。UAEでの取引通貨を補論別表 (BIS (2025c)) で調べてみると、ドル建て取引が129億ドル、豪ドル建て取引が117億ドル、ポンド建て取引が114億ドル、ユーロ建て取引が107億ドル、カナダ・ドル建て取引が75億ドルと多くの通貨で幅広く取引されており、シンガポールや香港に続く国際金融市場として成長している可能性をうかがわせる。

他方、取引シェアが0.9%で2022年から0.6%ポイント増加させていたスペインでの取引通貨を補論別表 (BIS (2025c)) で調べてみると、ユーロ建て取引が546億ドル、ポンド建て取引が69億ドル、ドル建て取引が56億ドル、メキシコ・ペソ建て取引が34億ドル、ポーランド・ズロチ建て取引が31億ドル、ブラジル・レアル建て取引が17億ドル、チリ・ペソ建て取引が16億ドルとより多くの通貨で幅広く取引されており、ユーロ建て取引の比率が高いものの、中南米諸国を中心とした新たな国際金融市場として成長してきているのではないかと考えられる。

2.5 BIS スタッフによる解釈

2025年12月、BISクォーターリー・レビューに2025年調査結果の報告がおこなわれた際、BISスタッフによる解説論文が合わせて公表された。その中に「BIS統計のレンズを通して見た国際金融：デリバティブ市場」²というBISスタッフによる論文があり、店頭デリバティブ市場の変遷について俯瞰しており、興味深い。

BISによる3年ごとの店頭デリバティブ調査は1986年に外国為替を対象とした店頭デリバ

2 Stefan Avdjiev, Patrick McGuire and Goetz von Peter (2025)

タイプ取引についてイギリス・アメリカ・日本・カナダを対象として始まり、1995年に金利や株式・商品等の店頭デリバティブ取引に調査対象が拡充された。そして、2019年からは金利スワップの内訳をオーバーナイト・インデックス・スワップとその他スワップに分けて調査がおこなわれている。

BIS スタッフによる論文では店頭デリバティブ市場の変遷に関連して3つのイベントを取り上げて解説している。1つ目のイベントは1980年代に米国短期国債（T-Bill）先物が変わってユーロドル金利（LIBOR：London Interbank Offered Rate）先物が短期金利の取引対象として定着したことであり、この結果、信用リスクがドル建て短期金利に含まれることになったと論じている。2つ目のイベントは1990年代に米国長期国債（T-Bond, T-Note）先物・オプションの取引シェアが低下し、LIBOR を対象とした店頭金利デリバティブ取引が拡大したことが取り上げられている。そして、3つ目のイベントは2021年から始まった LIBOR 等の信用リスクを含んだ指標を SOFR（Secured Overnight Financing Rate）等の信用リスクを含まない指標への移行が取り上げられている³。

この3つのイベントは確かに店頭金利デリバティブ取引に影響した大きなイベントであったことは間違いないが、2001年調査から2013年調査まで、そして2025年調査でユーロ建て取引がドル建て取引を上回っていたことを説明できない。2001年調査から2013年調査までがユーロ導入に伴うパブ的な増加であり、2025年調査ではドル建て金利フォワード取引が急減したことによってユーロ建て取引がドル建て取引を上回るようになったと強弁できないこともないだ

ろうが、ユーロ建て取引の特性が十分に考慮されていないのではないかと考えられる。もちろん、同論文でも2025年調査結果については信用リスクを含まない指標への移行を強制したドル建て・ポンド建て・円建て・カナダドル建て取引では金利スワップ取引に占めるオーバーナイト・インデックス・スワップが大半であるのに対して、信用リスクを含まない指標への移行を強制しなかったユーロ建て取引では金利スワップ取引に占めるオーバーナイト・インデックス・スワップが半分程度であることがグラフ（図表6）を掲載して紹介されている。また、2025年6月末の報告ディーラーによる想定元本残高を国・地域別にグラフ（図表7）で掲載し、ユーロ圏では他の国・地域に比べて比率が高く、外国為替取引の想定元本残高に比べても高いことが紹介されているが、その原因や推移は十分に考察されてはいない。

これまでに3年おきの調査結果に合わせて公表されてきた BIS スタッフによる論文でも通貨別シェアや国別シェアは個々の対象商品の取引の結果であってそれほど重要ではないという指摘がみられた。同時期に実施されている外国為替取引調査では取引通貨や取引国（報告国）が比較的安定しているのに対して、店頭金利デリバティブ取引では2016年調査以降に大きく変動しており、こうした現象に対する解釈はこれまでのところ十分に納得できるものではなかったと考えられる。BIS スタッフによる解説に頼るだけでなく、自ら分析を進めたいと考えているが、現時点では残念ながら十分な説明をすることはできない。今後も店頭デリバティブ市場を観察し、通貨別や国別の変動を説明できるように分析を進めていきたい。

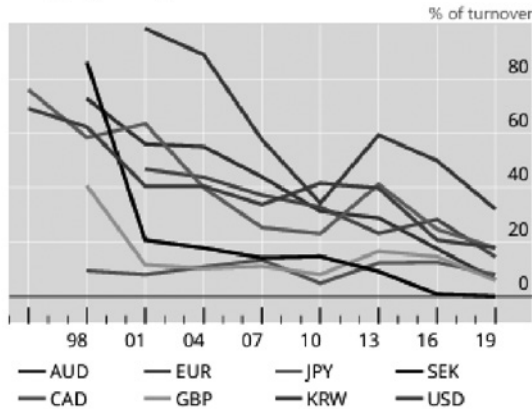
3 この移行については Torsten Ehlers and Karamfil Todorov（2025）に詳しい。

図表6 金利スワップ取引の構成比の推移

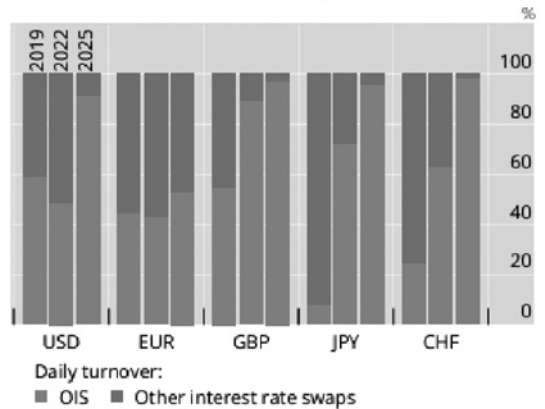
Benchmark tipping in interest rate derivatives markets

Graph 5

A. Tipping from government bond futures¹



B. Share of overnight index swaps (OIS) in total swaps



¹ Turnover in government bond futures and options as a share of turnover in bond derivatives (over-the-counter plus long-term exchange-traded derivatives); calculated for currencies with active bond futures markets.

Sources: Futures & Options World; Futures Industry Association; Options Clearing Corporation; BIS Central Bank Triennial Survey; authors' calculations.

(出所) BIS (2025d) p.73

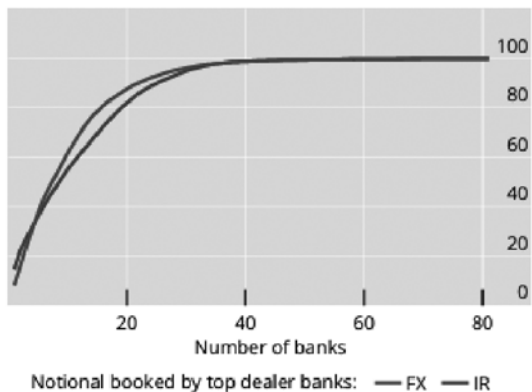
図表7 国・地域別の報告ディーラーの想定元本残高比率

Dealer concentration in OTC derivatives markets

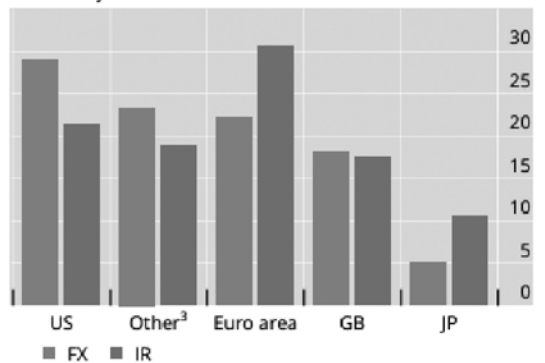
In per cent

Graph 4

A. Positions are concentrated in a few dealer banks¹



B. Shares of notional amounts outstanding, by bank nationality²



FX = foreign exchange; IR = interest rate; OTC = over-the-counter.

¹ Lines show the cumulative shares of notional amounts outstanding at end-2024 (all instruments including options). See endnotes for details. ² Share of OTC derivatives outstanding at end-H1 2025 with dealers of the nationality indicated on one side, not adjusted for inter-dealer double-counting. ³ Residual reporting countries.

Sources: Bank of Japan; US Office of the Comptroller of the Currency; Fitch Connect; S&P Global Market Intelligence; BIS OTC derivatives statistics; authors' calculations.

(出所) BIS (2025d) p.71

参 考 文 献

- BIS (2025a), “Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2025” (<https://www.bis.org/statistics/rpfx25.htm>).
- BIS (2025b), “Triennial Central Bank Survey: OTC interest rate derivatives turnover in April 2025,” September, 2025 (https://www.bis.org/statistics/rpfx25_ir.pdf).
- BIS (2025c) “2025 Triennial Central Bank Survey: OTC interest rate derivatives market turnover in April 2025,” December 2025 (https://www.bis.org/statistics/rpfx25_ir_annex.pdf).
- BIS (2025d) “BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments,” December 2025 (https://www.bis.org/statistics/rpfx25_ir_annex.pdf).
- Patrick McGuire, Andreas Schrimpf and Goetz von Peter (2025) “Foreword: Shifting currents in FX and interest rate derivatives: highlights from the 2025 Triennial Survey,” December 2025 (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2512_foreword.htm) in BIS (2025d) pp.19–22.
- Stefan Avdjiev, Patrick McGuire and Goetz von Peter (2025) “International finance through the lens of BIS statistics: derivatives markets,” December 2025 (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2512d.htm) in BIS (2025d) pp.63–79.
- Torsten Ehlers and Karamfil Todorov (2025) “Goodbye Libor, hello basis traders: unpacking the surge in global interest rate derivatives turnover,” December 2025 (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2512c.htm) in BIS (2025d) pp.45–62.
- 吉川真裕 (2015) 「店頭デリバティブ市場の国際比較—BIS 統計に基づく考察—」『証券経済研究』第92号 pp.51–74 (https://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/92/92_04.pdf).
- 吉川真裕 (2017) 「店頭デリバティブ市場の変貌—BIS 統計に基づく考察—」『証券経済研究』第98号 pp.95–115 (https://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/98/98_06.pdf).

(当研究所客員研究員)