

# 米国の金融先物・オプション取引所を巡る最近の動き

小橋 亜由美

## 要 約

これまで米国の金融先物・オプション取引は、人気商品とそれを取引する場が固定化していた観があった。しかし、近年、①個別株先物市場の登場、②個別株オプション市場における完全電子取引所の台頭、③欧州の金融先物・オプション取引所であるユーレックスの米国進出、といった注目される動きがある。電子化、国際化という流れのなかで、伝統的な取引所もこれまでのように安穩とはしてられない。米国の金融先物・オプション市場においても現物市場と同様、市場間競争の時代に突入しているのである。

## I. 拡大する金融先物・オプション市場

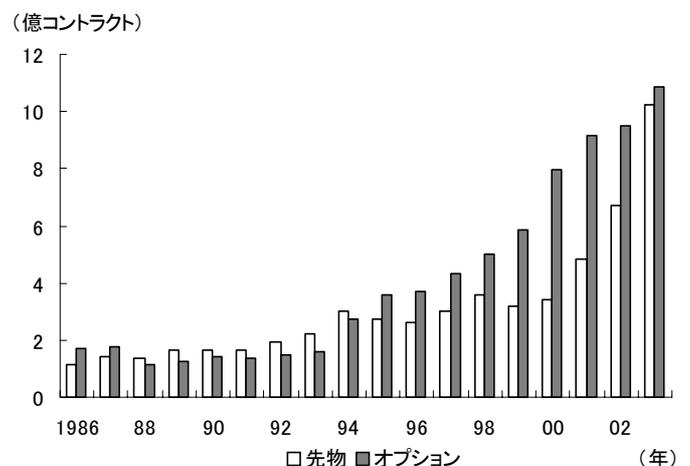
米国を中心とする北米地域の金融先物・オプション取引は、1990年代半ば以降、成長が加速している（図表1）。先物・オプション取引を活発に行うヘッジファンドが台頭してきたこと、店頭デリバティブを利用する大手投資銀行等がヘッジ手段として金融先物・オプション取引所の上場商品を利用しはじめたことなどが、こうした拡大の背景として指摘されている<sup>1</sup>。

ただ商品別の内訳をみると、特定の取引所で取引される特定の商品に取引が集中していることがわかる（図表2、3）。例えば、米国の先物取引では、先物取引全体の67.5%が金利先物取引であり、そのなかでも10年物米国債（CBOT）とユーロダラー金利（CME）で先物取引全体の34.8%を占める。

取引の集中している金融先物・オプション商品にみられる特徴としては、対象となる現物市場の規模が大きいこと、当該現物商品の価格変動が重要な指標になっていることなどが挙げられる。

こうしたなか、近年、いくつかの注目される動きがみられる。それは、①個別株先物市場の登場、②個別株オプション市場における完全電子取引所の台頭、③欧州の金融先物・オプション取引所であるユーレックスの米国進出などであり、以下では、こうした動きについて順に紹介する。

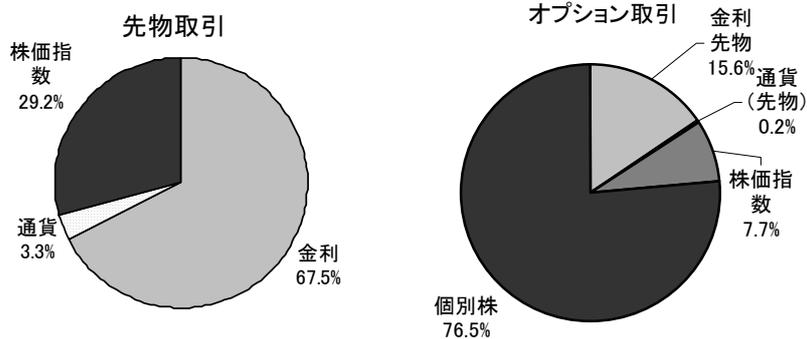
図表1 北米地域の金融先物・オプション市場規模（取引所の取引高ベース）



（注）「北米地域」の統計であるため、カナダ等米国以外の取引所も含まれる。個別株先物の取引高は含まれない。

（出所）BIS. "International Financial Statistics"

図表 2 金融先物・オプション取引の商品別シェア（2003年）



(注) 「北米地域」の統計であるため、カナダ等米国以外の取引所も含まれる。  
先物取引は、個別株先物を除くシェア。

(出所) BIS, "International Financial Statistics"

図表 3 各取引所主要商品の取引高

(単位：100万コントラクト)

取引所及び主要商品	2003年	取引所及び主要商品	2003年
CME	631.2	ISE (個別株オプション)	245.0
ユーロダラー金利先物	208.8	AMEX	180.1
E-mini S&P先物	161.2	個別株オプション	150.9
CBOT	381.4	Philadelphia	112.7
10年物米国債先物	146.7	個別株オプション	109.2
5年物米国債先物	73.7	Pacific (個別株オプション)	86.2
CBOE	283.9	OneChicago (個別株先物)	1.6
個別株オプション	214.2	NQLX (個別株先物)	1.0

(注) 金融先物・オプション商品のみ。

(出所) FIA, OCC, 各取引所統計より野村資本市場研究所作成

## II. 個別株先物取引の登場

米国における個別株先物取引は、2002年11月から開始された。2000年12月末に商品先物近代化法 (CFMA; Commodity Futures Modernization Act) が成立し、商品先物法並びに証券取引法が改正されたことによって取引が可能となったためである<sup>2</sup>。

個別株先物市場の取引規模をみると、取引開始から1年以上経過した現在においても、取引高は低迷している (図表 4)。1コントラクト当たりの取引金額が異なるため、単純に比較することは出来ないが、英国の個別株

先物取引所である LIFFE は、142 銘柄の上場で約 630 万コントラクト (2003 年) の取引高となっており、米国市場における取引高は、英国と比べて 3 分の 1 程度の取引規模である。

個別株先物取引は、OneChicago と NQLX の 2 取引所で行われている。前者は、CBOT、CME 及び CBOE の 3 取引所が共同設立した取引所で、現在 92 銘柄<sup>3</sup>が取引されている。後者は、ナスダックと LIFFE (現 Euronext Liffe) が提携して設立した取引所で、63 銘柄<sup>4</sup>が取引されている。

先述のように、個別株先物の取引は低迷しているが、両取引所は活発な競争を展開して

いる。2003年の時点では、NQLXが約97万コントラクトの取引高であったのに対し、OneChicago約162万コントラクトと、2倍近くの取引高となっている。

### Ⅲ. 個別株オプション取引における完全電子市場の台頭

2000年5月、完全電子取引所であるISEが取引を開始して以来、ISEの取引シェアは、上場銘柄数の増加とともに急拡大している。2003年にはついにCBOEを凌駕し、米国最大の個別株オプション取引所となったのである(図表5)。

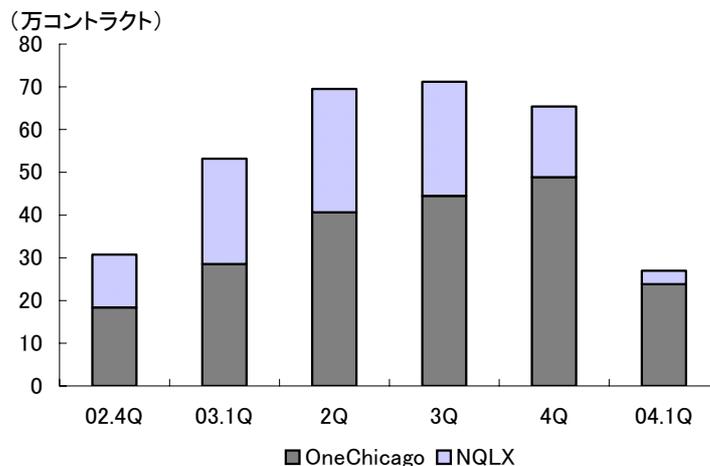
ISEの創設者は、Eトレードの創始者であるウィリアム・A・ポーター氏である。Eトレードが取扱商品としてオプション取引を加えようと検討した際に、米国のオプション取引所を使った場合の取引コストが、株式取引の取引コストに比べて非常に高いということに気付いたことからであった。完全電子取引を実現し、取引コストを抑えれば成功すると考えたポーター氏は、アメリートレード、ナイト・フィナンシャル・トレードなどの証券会社とコンソーシアムを組み、SECから完全電子オプション取引所として認可を受け、取

引を開始したのである。

ISEが驚異的な成功を遂げる中、2004年2月から、新たな完全電子取引の個別株オプション取引所であるボストン・オプション取引所(BOX)が取引を開始した。同取引所は、ボストン証券取引所、カナダのモントリオール取引所、オプション取引業者のインタラクティブ・ブローカーズが共同で設立した。

ISEの出現により取引シェア奪われた既存のオプション取引所も、変革を急いでいる。例えば、CBOEが2003年6月から取引高に応じてキックバックを行うプログラムを設けるなどしてISEへ取引がシフトするのをくい止めようとしている。また、CBOEは2003年6月からCBOE HyTD Systemと呼ばれる電子取引システムを稼働させ<sup>5</sup>、PCX及びPHLXでも2003年10月から相次いで電子取引システムを導入している。

図表4 米国個別株先物市場規模(取引高ベース)

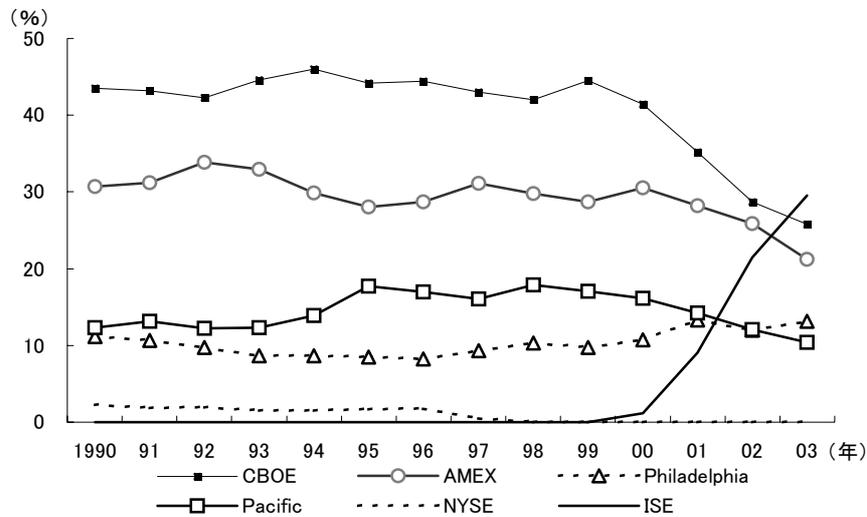


(注) 02.4Qは、02年11～12月の数字。04.1Qは04年1～2月の数字。

ETF先物、ナロー・ベースド指数先物を含む。

(出所) OCC, "THE OCC MONTHLY STATISTICAL REPORT FOR STOCK FUTURES" より野村資本市場研究所作成

図表5 株式オプション取引の取引所別シェアの推移（取引高ベース）



(出所) OCC, "Yearly Contract Volume Statistics",  
 "THE OCC MONTHLY STATISTICAL REPORT FOR EQUITY OPTIONS"  
 より野村資本市場研究所作成

#### IV. ユーレックスの米国進出

債券先物・先物オプション取引のなかでも、特に米国債関連の先物・先物オプション取引は、これまで CBOT の独占状態であった<sup>6</sup>。この分野に食い込もうとしているのが、商品先物取引委員会（CFTC）から公認取引所（Designated Contract Market）としての認可を受け、2004年2月8日から取引を開始したユーレックス US である。

ユーレックス US は、①取引手数料が1コントラクト当たり最大25セントと、CBOT よりも大幅に低い、②他の取引所のように会員権<sup>7</sup>（Seat）を購入する必要はなく、会員としての費用負担は、取引システムへの接続料金のみ（専用線でも1ヶ月あたり1,000ドル程度<sup>8</sup>）とする、③欧州ユーレックスの清算機関である Eurex Clearing とユーレックス US の清算機関である The Clearing Corporation との間で、証拠金の相殺を可能にする（2004年3月28日から）、といった特徴を打ち出し、CBOT の牙城を崩そうとしている。2月の米国債先物取引高では、ユーレック

スは約25万コントラクト、対する CBOT は約508万コントラクトであり、ユーレックス US の取引シェアは4.7%と高くはない。ただ、3月以降、欧州ユーレックスの取引参加者の大部分を占める英国・ドイツ等欧州8カ国のトレーダーが、ユーレックス US に直接接続することができるようになったこと、またまもなくユーレックスとユーレックス US 間で証拠金の相殺が可能となることなどから、これまで欧州ユーレックスで取引を行っていた米国の投資家や、CBOT で米国債関連の取引を行っていた欧州の投資家が、ユーレックス US へ移ってくる可能性が指摘されている<sup>9</sup>。

一方、ユーレックスの進出という事態に対し、CBOT はいくつかの対抗策を打ち出している。まず、2004年初めに期間限定ではあるが、取引手数料の大幅な引き下げを行った。すなわち2月1日から米国債先物を電子取引（e-CBOT）経由で取引する場合、取引手数料を無料とした<sup>10</sup>。また、その他の取引手数料についても軒並み引き下げられており、これらは以前の手数料と比べて65~75%程度の引き下げとなっているという。

また CBOT は、これまで清算を委託していた清算機関との契約を解消し、代わりに長年のライバルであった CME と Common Clearing Link と呼ばれる清算リンクを 2004 年 1 月 2 日から完全稼働させ、CME と CBOT 間での証拠金相殺が可能とした。

以上見てきたように、規制緩和、電子化、国際化という流れのなかで、米国の金融先物・オプション市場のダイナミックな変化が本格化している。伝統的な取引所も、ますます安穩とはしてられない時代になっているわけである。

<sup>1</sup> Merton Miller, “Merton Miller on Derivatives”, John Wiley & Sons, 1997 (邦題: 『デリバティブとは何か』(斎藤治彦訳、東洋経済新報社)), Phelim Boyle and Feidhlim Boyle, “Derivatives – The Tools that Change Finance”, Risk Books, 2001

<sup>2</sup> 落合大輔「注目集まる個別株先物」『資本市場クォーターリー』2001 年秋号を参照。

<sup>3</sup> 2004 年 2 月末時点。また、同取引所には、ナロー・ベースド指数を対象とした先物商品として、バイオ、半導体等の 15 セクターのラインナップを持つ Dow Jones MicroSector 指数先物、ダウ工業株指数 ETF (DIAMONDS) 先物が上場されている。

<sup>4</sup> ナスダック 100 指数 ETF (QQQ) 先物、Russell iShares 先物シリーズを除く。2004 年 2 月末時点。建玉が少ないという理由で、そのうち 29 銘柄について、2003 年 12 月から順次取引停止されている。2004 年 3 月限の取引が終了する時点の上場商品数は 58 銘柄になる予定である。

<sup>5</sup> 2004 年 1 月の統計によれば、CBOE における個別株オプション取引の約 74% (取引高ベース) が電子上で取引されている。

<sup>6</sup> NYFE や COMEX など米債先物を上場していたが、取引高が極めて少なく上場廃止となっている。

<sup>7</sup> 例えば、CBOT の会員権は、1 シート当たり 60 万ドル (約 6,300 万円、Full Seat の場合、2004 年 2 月末時点) で取引されている。

<sup>8</sup> なお、取引開始後の最初の 6 ヶ月間は接続費用等無料というキャンペーンを行っている。

<sup>9</sup> 両取引所の取引参加者は、より少額の証拠金を準備すれば良く、その相殺規模は 25 億ドル以上になると言われている。(Securities Industry News, “Will Users Benefit From Clearing Changes?”, December 12, 2003)

<sup>10</sup> 会員の自己勘定の場合。当初の 6 ヶ月間を経過したのちの手数料体系については言及していない。