

2019年9月25日
No.2019-020

わが国の総合取引所が 目指すべき方向性を考える

調査部 マクロ経済研究センター 所長 石川 智久

《要 点》

- ◆ 10月1日に東京証券取引所(TSE)と大阪取引所(OSE)を傘下におさめる日本取引所グループ(JPX)が商品デリバティブ市場を運営する東京商品取引所(TOCOM)を完全子会社化する。その後、2020年7月にTOCOMの商品デリバティブの多くをOSEに移管する予定であり、10年以上の議論を経て総合取引所構想がようやく実現する。具体的にはTSEが現物株、OSEが金融・商品デリバティブ、TOCOMが総合エネルギー市場を目指し、持株会社方式でJPXは日本初の総合取引所となる。
- ◆ 近年、海外では取引所の統合等が進み、金融と商品の両面を取り扱う総合取引所が一般的になっている。わが国においても、2010年6月に制定された「新成長戦略」で総合取引所創設は金融分野の国家戦略プロジェクトと位置付けられ、そこでは「投資家・利用者の利便性」を第一とし、「アジアの一大金融センターとして新金融立国を目指す」としていた。
- ◆ わが国の現在のプレゼンスをみると、デリバティブ関係では世界のトップ10の範囲外、TSEは現物株で世界第三位の地位にあるものの、アジア諸国の総合取引所からの激しい追い上げを受けている状況。こうしたなか、挽回の起爆剤となる総合取引所の創設になったことはプラスに評価できる。
- ◆ 一方で、今回の統合を単なる取引所の統合で終わらせてはならない。わが国の総合取引所が目指すべきは、政府の成長戦略で示された、顧客利便性と金融立国に資する「真の総合取引所」となること。具体的には、顧客利便性の観点からは証券・金融・商品・エネルギー取引をワンストップサービスで行うことによるプラットフォームとなり、多様な取引を低コストで行える環境の整備が重要。金融立国の観点からは、国内の市場活性化が重要であり、世界から大きく遅れたわが国の商品デリバティブ市場の活性化と新設が検討されている総合エネルギー市場の早期立ち上げ等が考えられる。
- ◆ 今回の統合はわが国の総合取引所構想の第一歩。わが国の経済成長に貢献する総合取引所となるためにも、更なる議論と実践を積み重ねていくことが期待される。

**本件に関するご照会は、調査部・マクロ経済センター所長・石川智久宛
をお願いいたします。**

Tel:03-6833-6491 Mail:ishikawa.tomohisa@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください



1. はじめに

今般、東京証券取引所(TSE)と大阪取引所(OSE)を傘下に置く日本取引所グループ(JPX)と商品デリバティブ市場を運営する東京商品取引所(TOCOM)とが経営統合する。2019年10月1日にTOCOMがJPXグループ傘下に入り、2020年7月にTOCOMの商品デリバティブの多くがOSEに移管される。

欧米では、証券・通貨・金利などの金融デリバティブを取り扱う金融商品取引所と、商品デリバティブを取り扱う商品取引所が分かれておらず、両者をともに取り扱う総合取引所が一般的である(図表1)。一方で、わが国では金融商品取引所と商品取引所が並存していた(図表2)。

今回の統合により、2007年に提唱されて以降、政府の成長戦略やそれに基づく法改正、再三にわたる閣議決定を重ねながら、なかなか進展しなかった総合取引所構想がようやく実現する。

そこで本稿では、新たに誕生する総合取引所がわが国の成長に資するために、目指すべき方向性について考えたい。

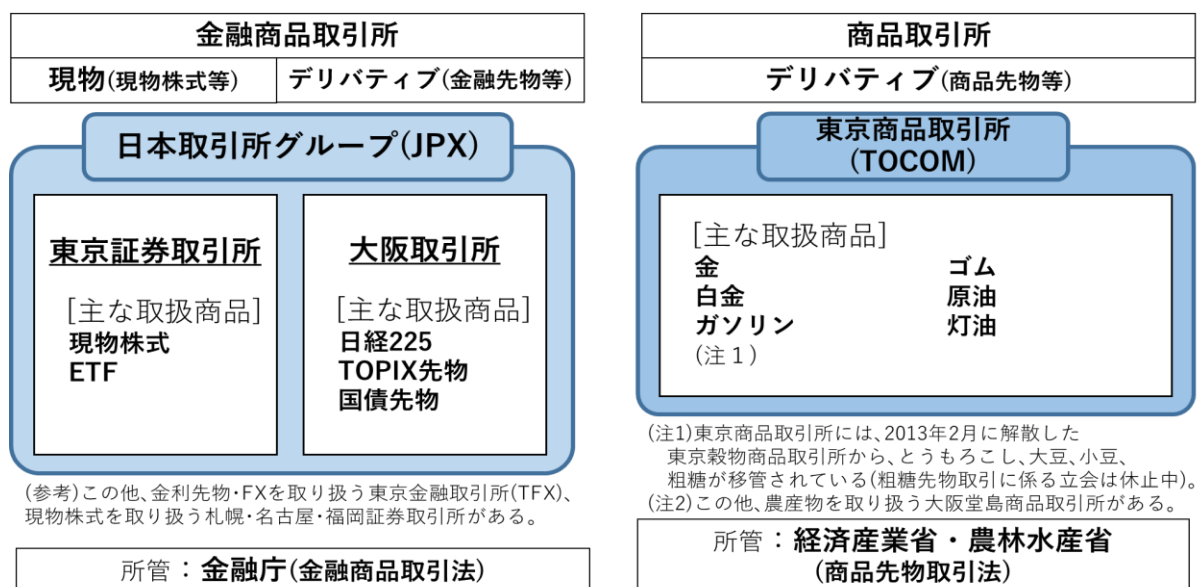
(図表1) 海外デリバティブ取引所の取扱商品

取引所	株式	債券	コモディティ
CMEグループ(米)	○	○	○
ICE(米)	○	○	○
ドイツ取引所	○	○	○
シンガポール取引所	○	○	○
香港取引所	○	—	○
韓国取引所	○	○	○
JPX(OSE)	○	○	—
TOCOM	—	—	○



(資料) 第38回規制改革推進会議(2018年10月29日開催) JPX提出資料から日本総研作成

(図表2) わが国の金融商品取引所・商品取引所の現状



(資料) 第38回規制改革推進会議(2018年10月29日開催) JPX提出資料から日本総研作成

2. なぜ総合取引所をめざすのか

海外では前述のとおり、総合取引所が一般的である。一方、わが国では、かねて金融と商品を取り扱う取引所が分断されていたため、投資家の利便性が阻害されているとの意見があった。また、アジア諸国が成長するなか、わが国の金融センターとしての地位が相対的に低下し、取引所のあり方もその一因とする考えもみられた。

こうしたなか、2010年6月に政府が作成した「新成長戦略」では「総合的な取引所（証券・金融・商品）の創設の推進」という項目が初めて盛り込まれることとなった。ここでは「投資家・利用者の利便性」を第一とし、「アジアの一大金融センターとして新金融立国を目指す」としている。

このようなビジョンが示された総合取引所構想であるが、関係者間の利害調整に手間取り、現在まで実現に至っていなかった。2013年にはTSEとOSEの統合等の動きがあったものの、金融の枠にとどまっており、金融と商品の間大きな溝が存在していた。

一方で、総合取引所化した海外取引所グループは順調に取扱高を増やし、わが国は大きく水をあけられている。例えば、世界のデリバティブ市場のランキングをみると、OSEが16位、TOCOMは32位であり世界トップレベルとは大きな差がある（図表3）。現物株については、TSEは時価総額でニューヨーク証券取引所（ICEグループ）やナスダックに次ぐ規模で、一定の存在感を示している。しかし、香港、上海など成長著しい地域の総合取引所の追い上げがあるほか、香港取引所がロンドン証券取引所に買収提案するなど国境を越えた再編も加速しており、このままではTSEも地位を低下させる可能性がある。

こうした状況下、わが国の取引所を取り巻く状況に危機感が高まった結果、今般、総合取引所構想が進展することとなった。

（図表3）2018年の世界のデリバティブ市場

	取引所名	取引枚数（億枚）	対前年増減率（%）
1	CMEグループ	48.4	18.5
2	ナショナル証券取引所（印）	37.9	53.5
3	B3（ブラジル）	25.7	42.3
4	ICEグループ	24.7	16.4
5	CBOEホールディングス	20.5	13.3
6	Eurex	19.5	16.5
7	Nasdaqグループ	18.9	13.0
8	モスクワ証券取引所	15.0	▲5.3
9	韓国取引所	14.8	38.7
10	上海先物取引所	12.1	▲11.9
11	BSEグループ	10.3	69.5
12	大連商品取引所	9.8	▲10.8
13	鄭州商品取引所	8.2	39.6
14	香港取引所グループ	4.8	29.2
15	マイアミ国際証券取引所グループ	4.2	81.4
16	大阪取引所	3.9	20.4
22	シンガポール取引所	2.2	21.9
30	東京金融取引所	-	0.9
32	東京商品取引所	-	▲2.3
51	大阪堂島商品取引所	-	▲32.2

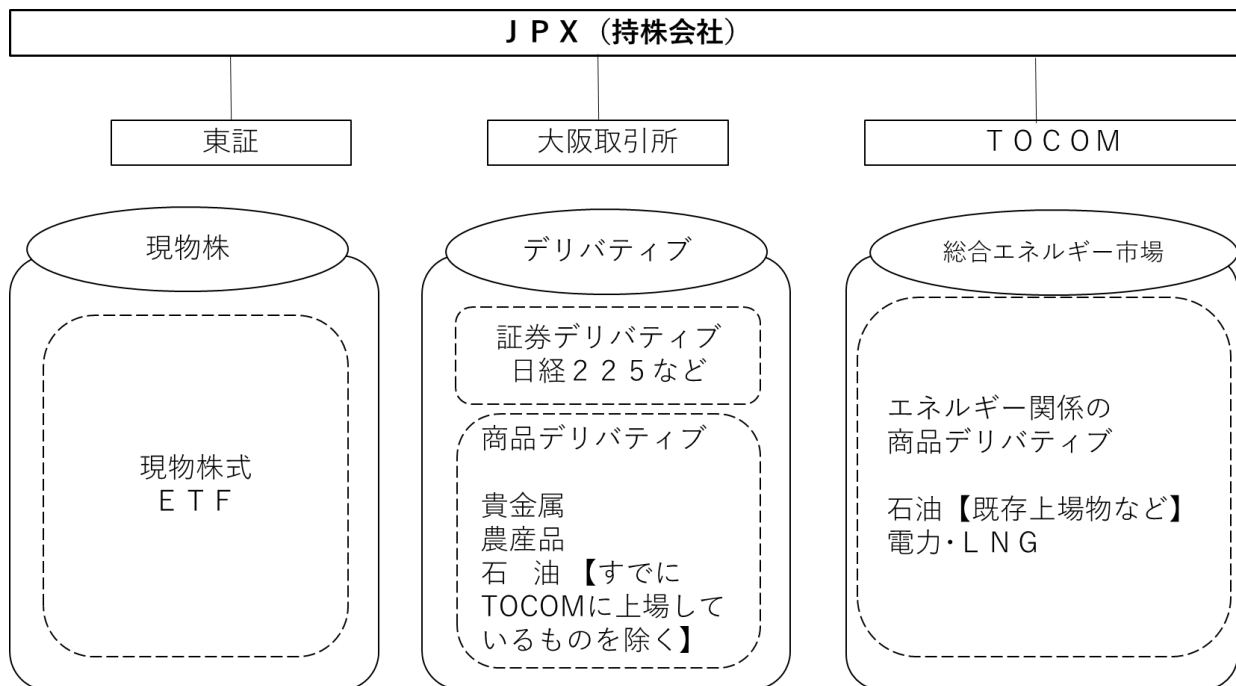
（注）色付部分が日本の取引所。

（資料）FIAより日本総合研究所作成

3. わが国初の総合取引所の概要

今回の統合のポイントは、TOCOM から OSE に対して、①貴金属、ゴム、砂糖市場の全ての上場商品をすべて移管、②石油市場は当面移管しない（新たな石油関連は両者間で協議）、③電力・LNG は TOCOM において上場を目指す、④JPX と TOCOM の清算機関を統合といった内容になっている。これにより、現物株は TSE、金融・商品デリバティブは OSE、既存の石油や新たに検討されている電力・LNG は TOCOM という形に再編される。わが国初の総合取引所は、ひとつの取引所で全ての取引を行うというのではなく、複数の取引所が一つの持株会社の下に集結するという形になる（図表 4）。

（図表 4）想定される総合取引所のイメージ



（資料）新聞報道、金融庁資料等より日本総合研究所作成

4. 目指すべき総合取引所の姿

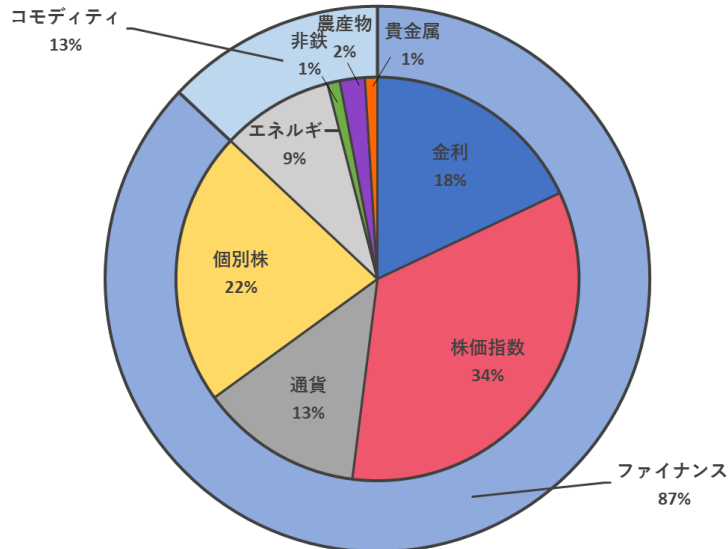
政府の成長戦略で揚げられた理念に基づけば、わが国の総合取引所は顧客利便性と金融立国に資する「真の総合取引所」となることが求められる。

そのためには、まず、顧客利便性の観点からは、総合取引所が様々な取引を対象にしている以上、傘下の取引所が管轄している証券・金融・商品・エネルギー取引をワンストップサービスで行い、総合金融プラットフォームとなる必要がある。特に今回発足する総合取引所は、持株会社方式であり、それぞれの取引所が独立して存在することとなるため、これらの取引所間で上手く連携が図られなければ、持株会社に複数の取引所をぶら下げただけに終わる恐れがある。近年、内外の機関投資家等では、株式取引のリスクヘッジや運用効果の最適化から金融・商品デリバティブなどを活用することが増えている。わが国の総合取引所が一元化された規制とインフラに基づくプラットフォームになれば、そうした活動に大きなプラスとなり、取引を誘引することが可能になる。

今回の統合では、2016年9月に OSE の売買システム (J-GATE) を TOCOM が共同利用しているため、比較的に円滑にシステム変更ができると見られることに加え、2019年7月30日に商品移管に伴う関連諸制度の整備について方針を公表しており、制度や運営の具体策が一定程度決まっていることなどから、取引所間の連携に向けてある程度対応が進められている。しかしながら、海外の取引所でも常にプラットフォーム

の高度化に尽力しているため、海外のベストプラクティス等を踏まえながら、利便性の向上に努めることが重要である。また、今般発足する総合取引所では、デリバティブ市場で一定の地位を占めている通貨が漏れている（図表5）。中長期的にみれば、これらの取引の追加に向けた検討が期待される。

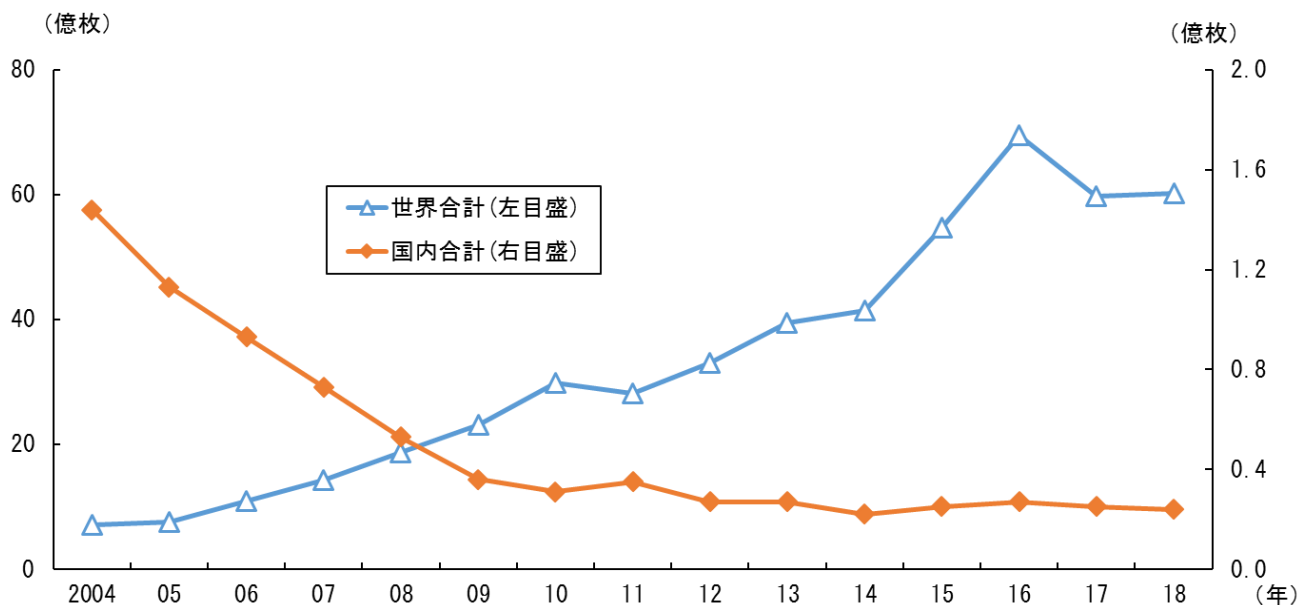
（図表5）世界のデリバティブ取引におけるカテゴリー別取引高（2017年）



（資料）東京商品取引所「東京商品取引所の現状（2018年10月）」

次に金融立国という観点からは市場の活性化が重要である。前述のとおり、わが国では現物株市場は世界で一定の存在感を発揮しているが、デリバティブ市場でのプレゼンスは大きくない。特に商品デリバティブでは順位が低い。しかしながら、海外をみると、商品デリバティブは成長市場であり、ここ14年で約8倍まで成長している。この間、日本は逆に6分の1へと縮小している（図表6）。

（図表6）商品デリバティブ取引高推移

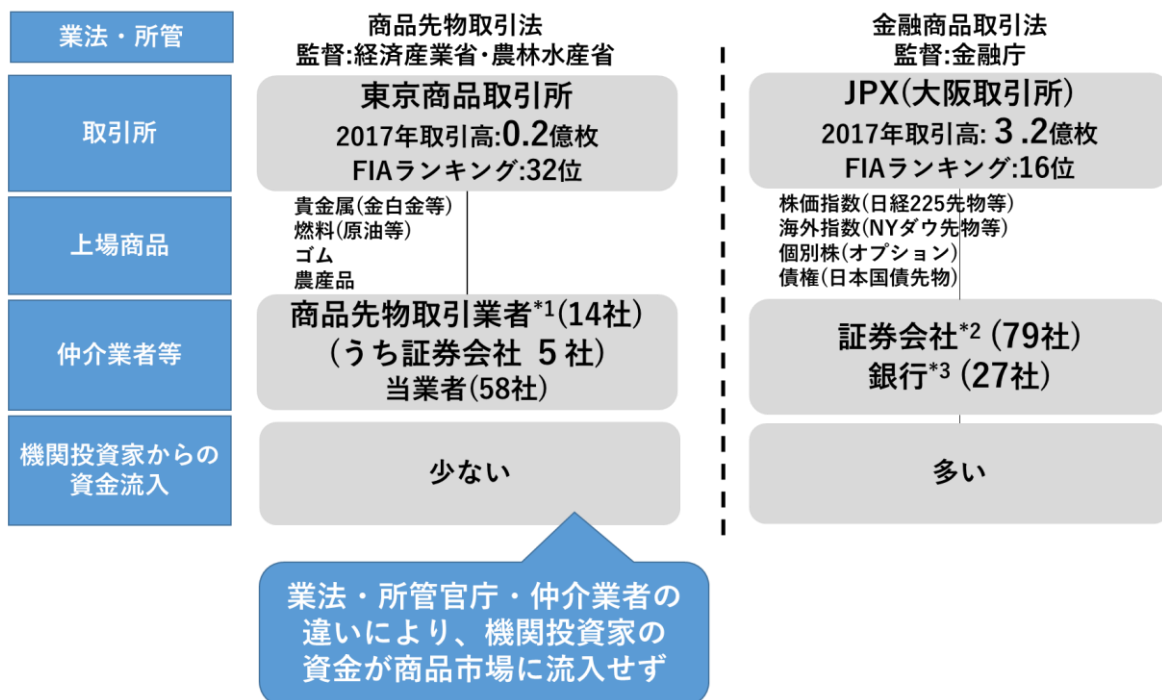


（資料）FIA、日本商品清算機構、日本商品先物振興協会から日本総研作成

海外で商品デリバティブ取引が拡大した理由の一つは、総合取引所化が進んだことにより、機関投資家の資金が流入したことが挙げられる。商品取引所のみであれば、参加者が商品先物取引事業者に限定されるため、機関投資家等の資金が回りにくい。実際、米国の取引所における商品デリバティブの建玉残高をみると、50~60%程度は金融系の参加者であり、商品先物業者や実需家は半分以下となることが多い。わが国では、TOCOMにおいても証券会社の会員が少ない。TOCOMの参加者の多くは証券会社等に比べて資金力に乏しく、機関投資家との関係も薄い商品先物業者である（図表7）。

今回の統合で商品デリバティブは一部を除き OSE に統合され、OSE に参加している国際的な機関投資家等が積極的に参加する可能性が高まりつつある。さらに、統合前の TOCOM は取引量が少なく、経営の先行きを不安視する投資家・先物業者が TOCOM を敬遠する動きもあったが、より経営体力がある OSE に商品デリバティブが移管されたため、こうした投資家等が戻ってくる効果も期待できる。

（図表7）わが国のデリバティブ市場の構造



（資料）第38回規制改革推進会議（2018年10月29日開催） JPX、金融庁提出資料等から日本総研作成

（注）*1 受託取引参加者、*2 先物取引等取引参加者、*3 国際先物等取引参加者

なお、わが国の機関投資家等は商品デリバティブについて既に海外市場を活用しており、わが国に取引所が無くても特段支障はないという意見も一部にある。しかしながら、消費者の生活や企業活動に直結する一次産品について、国内での価格形成の場を持つことを放棄し、価格発見機能を海外市場に依存することは、わが国の消費者・企業が最適な価格での一次産品取引ができなくなるリスクを抱えることとなる。また、海外の市場が何らかの事情で機能停止した時に国内の取引需要を満たせなくなるリスクも無視できない。わが国の商業活動が円滑に行われるという観点からも、国内に相応な規模の商品デリバティブ市場があることは国益と言えよう。デリバティブ取引は大量保有報告等の取引所宛ての事務手続や現地の商法等に制約される現物株と異なり、コンピュータを介して非居住の海外投資家も当該取引所を簡便に利用できる。逆に言えば、商品ラインナップやシステムを充実させれば、世界中の投資マネーを集めることも十分に可能である。デリバティブ市場の強化は金融立国の観点からも重要な取り組みであると考えられる。

また、市場の活性化という観点からは新たに設置が検討されている総合エネルギー市場を早期に立ち上げることも重要である。現在、TOCOM では既存の原油関係取引は残るものの、それ以外は9月17日に電力

先物が試験的に上場された状況であり、まだラインナップは少ない。そのため今後は、他のエネルギー関係のデリバティブや排出権取引等を追加していく必要がある。また、機関投資家の資金が総合エネルギー市場に回るようになれば、エネルギー関係の取引のリスクヘッジが進むようになり、投資家だけでなく実需家にもメリットがもたらされると考えられる。エネルギーに強い総合取引所は海外にも少ないため、総合エネルギー市場の強化は、わが国取引所としての地位向上に寄与することが期待される。

5. 終わりに

米国ではニューヨークが総合的な金融都市で、シカゴが先物に強い。日本も東京が総合的な金融都市、大阪がデリバティブ都市を目指すことは検討に値しよう。特に大阪については、東京のマネをしても東京と同じような金融都市になることは困難であるし、その意義も乏しい。だからこそ、東京とは違った形の金融都市を目指すべきである。ちなみに大阪はシカゴと姉妹都市であり、デリバティブを機に交流をさらに深めることも考えられる。

そして最も重要な点は総合取引所を単なる取引所同士の統合に終わらせてはならないということである。今回の統合は総合取引所構想の第一歩である。証券・金融・商品・エネルギー取引が安価で円滑に行われるようになり、政府の成長戦略で示された顧客利便性と金融立国を実現するためにも、統合「後」の取引所のあり方について議論を深め、着実に実践していくことが重要であろう。

<参考文献>

- ・第38回規制改革推進会議（2018年10月29日開催）における日本取引所グループ、東京商品取引所、金融庁、経済産業省、農林水産省提出資料
- ・多賀谷彰「JPX・TOCOMの統合と総合取引所化」月刊資本市場（2019.5<No.405>）
- ・大阪取引所、東京商品取引所「東京商品取引所から大阪取引所への商品移管等に伴う関連諸制度の整備について」<https://www.jpx.co.jp/news/2040/20190730-01.html>
- ・大崎貞和「真の『総合取引所』実現へ、求められる一体化の姿」金融財政事情 2019.4.1
- ・CMEグループ「日経225先物：成功の物語」<https://www.cmegroup.com/ja/education/files/ja-sgx-nikkei-225-index-a-success-story.pdf>
- ・中尾茂夫「総合取引所は日本経済蘇生の起爆剤になるか／『外圧』が突き動かしてきた日本の大転換」ダイヤモンドオンライン <https://toyokeizai.net/articles/-/282744>

以上