

短期金利先物上場

～長短一体の円金利デリバティブ市場の形成～



大阪取引所 市場企画部

高橋 正記

1. はじめに

大阪取引所（OSE）は無担保コール翌日物金利（TONA, Tokyo OverNight Average Rate）を対象とした短期金利先物を5月29日に上場する。これまで大阪取引所は国債先物を通じて長期金利の取引機会を提供してきたが、新たに短期金利先物を商品ラインナップに加えることで、長短金利一体の円金利デリバティブ市場を整備し、今後の円金利の変動に対応できる手段を提供したい。

〈目次〉

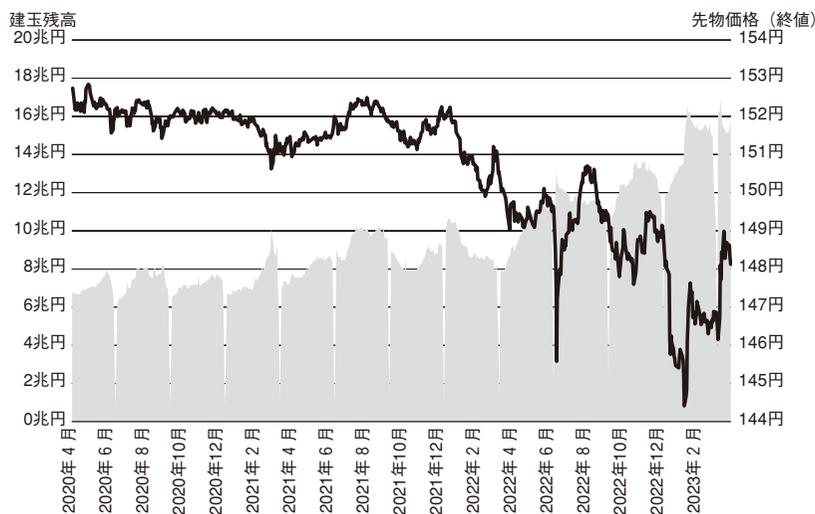
1. はじめに
2. 上場の背景
3. 注目を集める円金利デリバティブ
4. 制度概要
5. 国債先物、金利スワップとのシナジー
6. 短期金利先物の流動性向上に向けて

2. 上場の背景

2008年に表面化したLIBOR不正問題以降、世界では金利指標改革が進められ、LIBORの代替となるリスク・フリー・レートの特定が行われてきた。代替指標として、米国ではSOFR（担保付翌日物調達金利）が、英国ではSONIA（ポンド翌日物平均金利）が採用された。日本では、LIBORに代わるリスク・フリー・レートとしてTONAが特定されている。

諸外国では、こうしたリスク・フリー・レートを対象とした金利先物が上場され、LIBORからの移行や利上げと相まって、取引が急速に拡大している。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）などの海外取引所では、長短金利先物を一つのプラットフォームで提供し、金利商品間でのスプレッド取引や証拠金相殺などの利便性向上を実現してき

(図表1) 長期国債先物(中心限月)の建玉残高と終値



(出所) 大阪取引所

た。

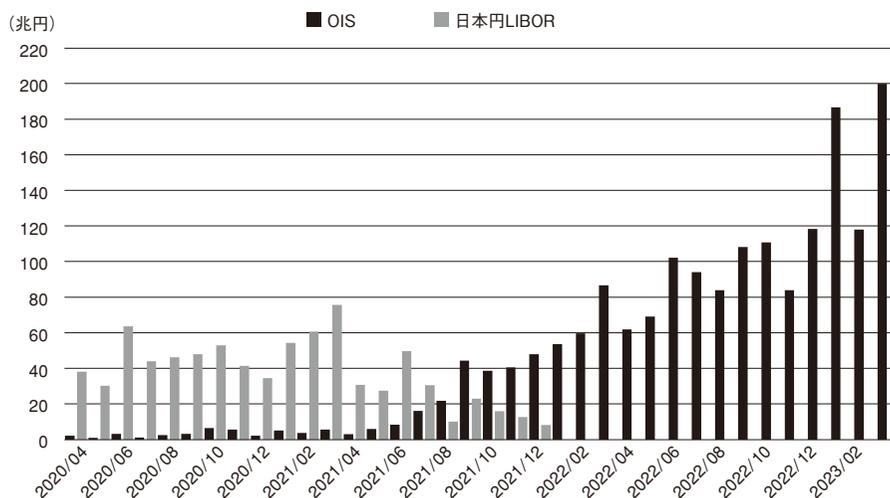
こうした海外の金利先物市場の動向や2021年末の円LIBOR公表停止を背景に、日本においても今後の円金利変動局面に備えて、リスク・フリー・レートであるTONAを原資産とする短期金利先物を上場し、かつ、諸外国のような長短一体となったデリバティブ市場を実現することによって、円金利デリバティブ市場の利便性向上を期待する声が市場参加者より寄せられていた。こうした背景もあり、大阪取引所では2023年5月29日にTONA3か月金利先物を上場することとしており、これにより日本においても単一のプラットフォームで長短金利先物にアクセスできる円金利デリバティブ市場が誕生する。

3. 注目を集める円金利デリバティブ

日本では長らく円金利が低位安定し、国内外の市場関係者からの円金利への注目度は必ずしも高くなかった。しかし、2022年以降、日銀の金融政策変更期待や海外での相次ぐ利上げなどを背景として、円金利への注目度は格段に増している。

大阪取引所の長期国債先物も活発に取引が行われ、2021年まで10兆円前後で推移していた建玉は、2023年初には15兆円を超えて推移している。長期国債先物の日々のボラティリティも上昇しており、2020・21年度(2020.4~2022.3)の1日の平均値動き(1日の高値と安値の差分)は約20銭であった一方で、

(図表 2) 金利スワップ債務負担金額の推移 (JSCC)



(出所) JSCCウェブサイト

2022年度(2022.4~2023.3)は約46銭の値動きがあるなど、長らく低位安定していた円金利が動き始めている。加えて、長期国債先物市場におけるもう1つの大きな変化として、夜間取引の更なる活発化が挙げられる。2020・21年度の夜間取引の割合は23%であったが、2022年度には34%と取引全体の3分の1を占めるまで上昇している。この背景として、夜間の時間帯に取引するプレイヤーがこれまで以上に増えているとも考えられ、長期国債先物市場は今や円金利の動向が昼夜問わず反映される市場となっている。

さらに、日本取引所グループ(JPX)の清算機関である日本証券クリアリング機構(JSCC)では、相対取引(OTC)で取引された金利スワップの清算を担っており、このJSCCによる金利スワップの債務負担件数・

金額ともに大きく増加している。JSCCでは2012年から金利スワップの清算業務を担っているが、2023年3月にはTONAを参照する金利スワップ取引(OIS)の債務負担金額で約200兆円(件数は約17,500件)となり、金額・件数ともに過去最高を記録した。

以上の事実は、円金利動向に関する国内外投資家の関心の高まりを示すものと捉えている。今後、金融政策が実際に変更される局面においては、円金利へ一層注目が集まることが予想され、円金利の変動に対応する手段として活用される円金利デリバティブ市場となるべく、短期金利先物も含めて利便性の高いプラットフォームを作りたい。

4. 制度概要

TONA 3 か月金利先物の制度概要について、以下で要点を解説する。詳細な仕様については、JPXのウェブサイト参照いただきたい。JPXのウェブサイトでは、東京大学公共政策大学院特任講師の服部孝洋氏のレポートである『TONA 3 か月金利先物入門』やオンデマンド動画も掲載しているのので、あわせてご覧いただきたい（ウェブサイトへのQRコードは本稿末尾に掲載）。

(1) 取引対象

金利先物ではIMM指数と呼ばれる「100-金利」を取引対象とすることが多く、米国のSOFR先物などもこの形式を採用している。例えば金利が1.5%のとき、98.5ポイント（＝100-1.5）となる。TONA 3 か月金利先物においても同様の形式を導入し、取引対象を「100からTONA 3 か月金利を差し引いて得られる金融指標」とする。TONA 3 か月金利として、3 か月間の金利参照期間における日次累積複利レートの年利換算値を採用する。

(2) 限月、金利参照期間、取引最終日

TONA 3 か月金利先物の限月は3月、6月、9月、12月の20限月取引であり、最長5年の取引が可能である。金利参照期間は「各限月の第3水曜日から3か月後の第3水曜日

の前日」であり、この期間中の日々のTONAの値を用いる。取引最終日は「各限月の3か月後の第3水曜日の前営業日」である。

例として、5月29日の上場日における直近限月は、2023年3月限であり、金利参照期間は2023年3月15日（水）から2023年6月20日（火）の98日間であり、取引最終日は2023年6月20日（火）となる。限月（3月限）と取引最終日の月（6月）にズレがある点は、国債先物とは異なる点であるので、ご留意いただきたい。

(3) 立会時間

TONA 3 か月金利先物も、国債先物と同様の立会時間を採用する。そのため、午前（8時45分～11時2分）、午後（11時30分～15時2分）に加えて、夜間（15時30分～翌6時）も取引が可能である。前章で述べたように、円金利の注目度が高まり、国債先物の夜間取引の割合が大きく増加している。TONA 3 か月金利先物においても、午前6時まで取引ができるため、海外市場におけるイベントの大半をカバーしたうえで金利変動に対応した取引が可能となる。主に夜間に取引するような海外投資家などが参入することで、多様な投資家が参加する市場が形成され、金利ビューの異なる投資家間で取引が生まれ、流動性の高い市場が実現することを期待している。また、こうした市場を形成するために、大阪取引所では夜間の時間帯もカバーしたマーケットメイカー制度を導入予定である。

(図表3) TONA 3 か月金利先物の商品概要

取引対象	100からTONA 3 か月金利（金利参照期間における日次累積複利レートの年利換算値）を差し引いた金融指標
限月	3月、6月、9月、12月の20限月取引（最長5年）
金利参照期間	各限月の第3水曜日から3か月後の第3水曜日の前日
取引最終日	各限月の3か月後の第3水曜日の前営業日
呼値の単位	0.0025ポイント（＝625円）※1／4ベース
立会時間	夜間 15時30分～翌6時 午前 8時45分～11時2分 午後 12時30分～15時2分
立会外取引	可能（最低取引単位：1単位、呼値の単位：0.0001ポイント）
最終決済	差金決済
清算関連	国債先物との証拠金相殺を導入（上場日より） JSCCで清算するOTC金利スワップとのクロスマージンを導入予定（2024年第1四半期を目途に検討）

5. 国債先物、金利スワップとのシナジー

大阪取引所では、これまで国債先物市場を通じて、長期ゾーンの金利系商品の取引機会を提供してきた。これに加えて短期金利先物としてTONA 3 か月金利先物を上場することにより、長期金利と短期金利の両方を取引できる長短一体のデリバティブ市場が誕生する。ワンストップで複数の金利系デリバティブ商品が取引可能になることで利便性を向上させたい。

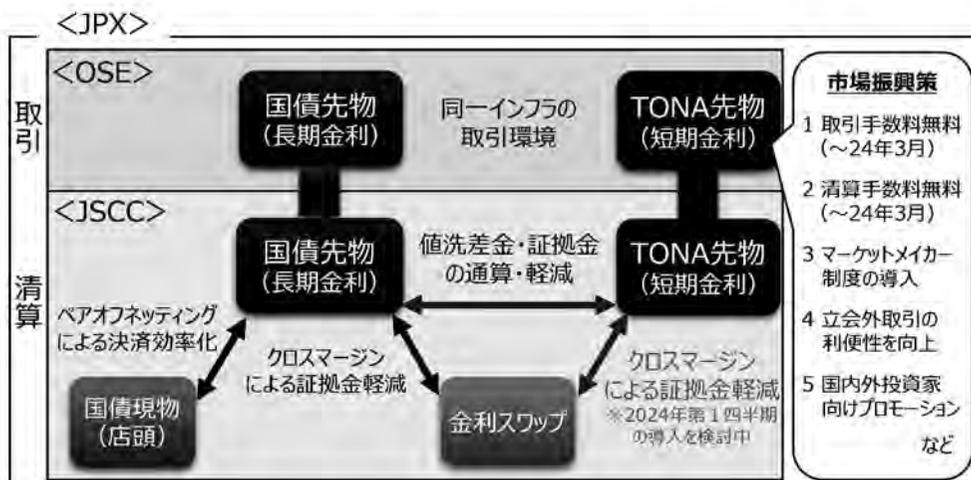
リスク管理や資金効率の面でも利点がある。国債先物と同様に、短期金利先物もJSCCで清算が行われる。JSCCのグローバル水準のリスク管理が短期金利先物にも適用されるため、リスク管理面を特に重視する海外投資家の期待は大きい。また、長期国債先物と短期金利先物の間で証拠金が相殺される仕

組みが上場当初より提供されるほか、清算参加者とJSCCの間で日々授受される値洗差金が長期国債先物と短期金利先物の間で通算されることになるため、長短金利を一体で取引する市場参加者にとってはファンディング・コストの低減にも寄与しうる。

資金効率面で、もう1つの大きな利点として、相対で取引されている金利スワップとの「クロスマージン」の実現が挙げられる。クロスマージンの仕組みは、金利スワップと長期国債先物の間では既に導入されており、担保負担の軽減を通じて資金効率の向上に寄与している。これに加えて、JSCCでは新たに、金利スワップと短期金利先物の間のクロスマージン導入を目指している。2024年第1四半期の導入に向けて進めており、これが実現すれば、長期金利・短期金利・金利スワップの各市場で取引する市場参加者に対して証拠金削減効果を提供できる。

実際に、国債先物では、証券会社が対顧客

(図表4) 長短一体となった円金利デリバティブ市場の運営



で金利スワップ取引をすると同時に長期国債先物を取引することでヘッジを行うこともあり、こうした場合、長期国債先物と金利スワップの間でクロスマージンを通じて、資金効率の向上が可能となっている。短期金利先物でも同様に、金利スワップの代替取引としてだけでなく、金利スワップのヘッジや裁定のために取引されることも想定される。3章で紹介したとおり、金利スワップの債務引受金額は過去最高を記録しているほか、長期国債先物の建玉も大きく積みあがっている。JPXの短期金利先物が、国債先物との間で証拠金が相殺され、金利スワップとの間でクロスマージンを実現し、資金効率の向上に寄与することを期待している。

6. 短期金利先物の流動性向上に向けて

JPXでは短期金利先物の流動性向上に向けて、様々な施策を実施する。大阪取引所の他商品と同様にマーケットメイカー制度を導入し、日中に加え夜間時間帯においても、幅広い年限の限月に対して、安定的にタイトで十分な厚みのクオートが提示されるマーケットを作る。既に複数の会社がマーケットメイカーとして参入の意思表示を行っており、投資家が常時取引可能な環境が実現する。

加えて、初期流動性獲得の一助とすべく、取引コストの低減化を図る。上場日の5月29日から2024年の3月31日までの約1年間、取引手数料・清算手数料（最終決済手数料も含む）を無料にし、幅広い参加者の参入と取引

活性化による市場振興を図る。

市場の流動性を向上させるためには、多様な投資家層からなる市場を形成することが重要と認識しており、金利ビューの異なる投資家間での取引を活性化すべく、JPXグループ全体でこれまで培ってきた国内外の市場関係者へのアクセスを活用し、様々なタイプの投資家に対して参入の働きかけを行っていく。JPXグループとして市場振興に向けて継続的に施策を実施していきたいと考えており、ぜひ市場関係者の皆様には大阪取引所短期金利市場にご注目いただきたい。

[参考]

- ・ TONA 3 か月金利先物の制度概要詳細及び服部孝洋氏のレポート・動画



- ・ JPXウェブサイト > 先物・オプション > 商品 > 金利 > TONA 3 か月金利先物

<https://www.jpx.co.jp/derivatives/products/interest-rate/3m-tona-futures/index.html>

