

東京外国為替市場の概要

(目 次)

- | | |
|--------------------|-----------------------------|
| 1. 市場の全体像 | 4. 外国為替市場と当局 |
| (1) 市場の構造と参加者 | (1) これまでの外国為替相場動向（変動相場制移行後） |
| (2) 市場取引慣行 | (2) 為替市場と当局 |
| 2. 市場参加者の行動と相場形成 | 5. 新しい動き |
| (1) 為銀 | (1) 通貨オプション市場の拡大 |
| (2) 顧客 | (2) 電子ブローキングへの動き |
| (3) 外為ブローカー | 補論：外国為替の基礎知識 |
| 3. 東京外国為替市場の特徴的な動き | |

1. 市場の全体像

(1) 市場の構造と参加者

イ. 概説

我が国では、外貨売買にあたり外国為替公認銀行（以下「為銀」）が少なくとも取引の一方の当事者となることとされており、東京外国為替市場（以下「東京外為市場」）とは、通常、為銀同士の外国為替取引が行われる銀行間（インターバンク）市場^(注1)を指すことが多い。また、その取引は主として電話等通信機器を通じて行われる「テレホン・マーケット」である。このいわば狭義の東京外為市場の参加者は、為銀（外国銀行在日支店を含む）、外為ブローカー、および日本銀行である。これに

対して、広義の東京外為市場は、前記銀行間市場参加者に加えて、為銀との間で外貨売買取引を行う一般事業法人（輸出入企業、商社等）、機関投資家（生損保、投信、信託等）、個人、非居住者などの顧客とで構成されている。

ロ. 対顧市場と銀行間市場

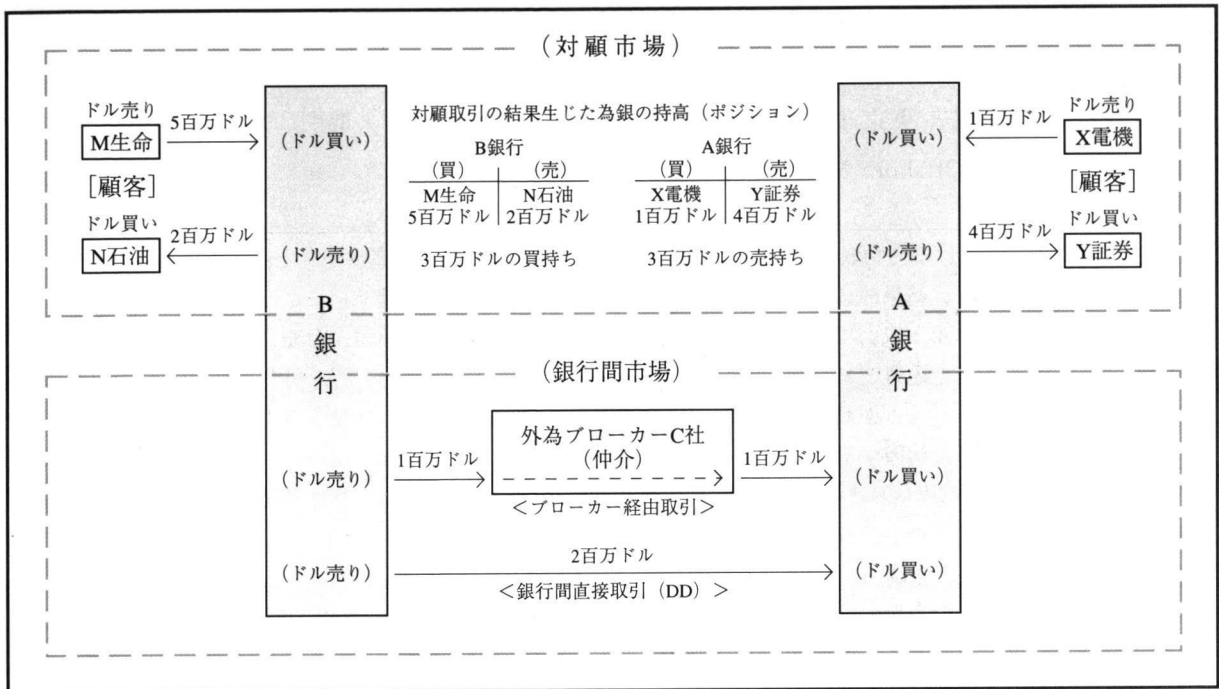
東京外為市場では、為銀が顧客との取引を行う対顧市場と、為銀同士が対顧取引等によって生じた外国為替持高（外貨ポジション）を調整したり、相場観に応じて自行自身の外貨ポジションを操作したりする銀行間市場とが表裏一体となって存在している（図表1）。

(注1) 場合によっては国内円以外の資金取引（ユーロ、ドルコール等）やオプション取引（通貨、金利）、その他のオフバランス取引（futures、Interest Rate Swap<IRS>等）を含んだ総称としても使われる。

なお、本稿における外国為替取引に関する基礎的な仕組み、用語解説等は「補論：外国為替の基礎知識」を参照。

(図表1)

対顧客市場と銀行間市場



(注) 輸出企業X電機は、2か月後に輸出代金の支払い(ドル)を受けることになっているが、この間、ドル安進行のリスク回避のために、A銀行に対し2か月先物のドル売り(輸出予約)を実行する。他方、輸入企業N石油は、2か月後に輸入代金の支払い(ドル)を行うことになっているが、この間、ドル高進行のリスク回避のために、B銀行から先物のドル買い(輸入予約)を実行する。このほか、機関投資家などによる対外証券投資に伴う外貨手当て(Y証券)、外債保有に伴う為替変動リスクのヘッジ目的の外貨売却(M生命)、さらには海外への直接投資に絡む外貨売買、純粋な投機目的の取引など多種多様な対顧客取引がある。

こうした対顧客取引の結果、A、B両行には外貨ポジション(外貨の買入超ないしは売却超)が発生し、為銀自身も為替変動リスクにさらされることになる。このため、こうしたリスクを回避する目的でA、B両行は銀行間市場で外貨売買を行い、対顧客取引によって生じた外貨ポジションの振れをカバーする(ポジションをスクエアにする)。一方で為銀は相場観に基づき、意図的に外貨ポジションを維持しないし造成して為替差益獲得を図る(為替持高操作)こともある。

銀行間市場では、外為ブローカーに指値で注文を入れたり、ブローカーが唱えるベスト・プライスをヒットして取引を成立させる外為ブローカー経由取引(海外のブローカーへの注文を取次ぐIB<International Broking>を含む、取引単位は通常10~50百万ドル)のほか、為銀間あるいは海外銀行との間での直接取引(DD<Direct Dealing>、取引単位は通常10百万ドル<大手為銀間では通常50百万ドル>)が行われている(なお、東京外為市場では、IB、DD共に、ドル/円を除く通貨間の取引は84年7月から、

ドル/円取引は85年2月から開始された)。

ハ. 外国為替取引の諸形態

外国為替取引を形態別に分類すれば、外貨売買取引とそれ以外の取引とに大別される。このうち外貨売買取引には売り切りあるいは買い切りの取引(アウトライト)として取引成約日から換算して資金受渡し日が2営業日目に当る直物(spot)取引と取引成約日から換算して資金受渡し日が任意に設定できる先物(forward)取引とがあるほか、直物売りと先物買い(あるいはその逆)

を同時に交差的に締結するスワップ取引が存在する(注2)。一方、外貨売買以外の広義の東京外為市場での取引としては、東京ドル・コール市場や東京オフショア市場(JOM<Japan Offshore Market:特別国

際金融取引勘定を用いた取引)のほか、外国為替・外貨資金取引の派生的商品である通貨・金利先物(futures)、オプション等オフバランス取引(注3)がある。

(注2) 銀行間市場における先物取引は直物と直先スワップの組合わせ取引(直物売りと直買い先売りのスワップの組合わせにより、結果的に先物売り取引が締結される<またはその逆>)によって行われている。これは、先物アウトライト取引では自行が望む取引に対応する条件(通貨種類、金額、受渡日)の相手先を見つけることが事実上困難であるのに対し、直物市場およびスワップ市場(円と外貨の短期金利差にスワップ市場の直先スプレッドが取れんする方向で裁定短資の移動が生じる)は厚みがあり、出会いをつけるのが容易であることに起因する。

なお、東京外為市場における取引シェアは、概ね直物取引が4割、先物・スワップ取引が6割となっている。

(注3) 外貨売買市場以外の主な取引市場の概要は次のとおり。

①東京ドル・コール市場

為銀相互間の外貨建て短期資金の無担保貸借市場で、本来はごく短期の外貨資金の過不足調整の場として利用されていたが、最近では市場の厚みも増し、手近な外貨資金の運用・調達の間としても機能している。

②東京オフショア市場

市場が存在する国の金融制度や税制の制約を受けずに非居住者からの資金調達および非居住者に対する資金運用(いわゆる「外-外取引」)が自由に行われる市場の総称である。

東京の場合はロンドンに代表される自然発生的市場ではなく、外-外取引と国内取引を制度的に遮断した内外分離型市場であり、特別国際金融取引勘定(JOM勘定)に為銀が記帳する非居住者取引については金利規制・準備預金の適用を免除するとともに源泉利子所得税を非課税とする扱いがなされている。

③金融先物取引所

将来の一定の日(futuresには限月概念がある点forwardと異なる)に一定の金融商品を、特定数量、特定価格で取引する契約で、反対取引により清算可能なもの。東京金融先物取引所(TIFFE; Tokyo International Financial Futures Exchange、89年6月創設)において、現在futuresとしては円短期金利先物、ドル短期金利先物、ドル/円通貨先物の3商品が取引されているほか、円短期金利先物オプションも取扱われている。

④通貨先物オプション

将来の特定期日または特定期間内にあらかじめ設定したレートで為替売買を行う権利を取引するもの。

⑤金利先物オプション

将来の特定期日または特定期間内にあらかじめ設定した金利とその時点での市場金利との差額を受払う権利を取引するもの。

⑥金利・通貨スワップ

異種の支払い金利債務(固定-変動、変動-変動)の交換(金利スワップ)または異種通貨間の元本、金利債務の交換(金利・通貨スワップ)を行う取引のことで、IRS(Interest Rate Swap)と総称する。

⑦FRA(Forward Rate Agreement)

将来の特定期日(自由設定)にあらかじめ設定した期間、金額、および金利とその時点での市場金利との差に基づき、利息の差額を受払う差額決済取引契約をいう(東京市場では外-外取引のブローキングのみ)。

二. 市場取引高の推移

東京外為市場の1日平均総取引高（89年4月に日本銀行が実施した取引高調査〈Turnover Survey〉による直物、先物・スワップ、外為ブローカー経由、DD等の合計）は、1,152億ドルと過去6年間では年率57%増、過去3年間では年率34%増と近年急速な拡大を遂げてきた。これは、①貿易取引の増勢（輸出入合計額の89年4月までの年平均増加率：過去6年間+13%、過去3年間+34%）のほか、②80年代にかなりの進展をみた金融自由化や金融緩和傾向を背景とする資本取引の急拡大（例えば対外証券投資の89年4月までの年平均増加率：過去6年間+47%、過去3年間+37%）、および③84年4月に実施された実需原則の撤廃に伴う資本筋や一般事業法人の為替ヘッ

ジ率操作およびリスク・テイキングの活発化、等を反映したものとみられる。

もっとも、このように急拡大が続けてきた東京外為市場の取引高も、ごく最近ではやや鈍化していることも事実である（図表2）。これは、①本邦機関投資家の動きが運用可能資産の増加のスローダウンを反映して鈍ったこと、②各種政策協調の進展に伴い各国の物価、金利、対外収支等のファンダメンタルズが改善され、その差異が収れんしてきたため、為替レートが安定化してきたこと、等が背景にあるものとみられる。

東京外為市場での取引高を通貨別にみると（図表2）、ドル/円取引が引続き大きなウエイトを占めているものの、そのウエイトは低下傾向にある一方、24時間

(図表2)

東京外国為替市場における直物1営業日当り
出来高（ブローカー経由取引ベース）

(単位 億ドル、()内は構成比 %)

	1986年	87年	88年	89年	90年	91年 (1~9月)	91年						
							1~3月	4~6月	7~9月	7月	8月	9月	10月*
ドル/円	35 (60.3)	53 (59.6)	55 (55.3)	75 (58.1)	101 (60.5)	69 (52.3)	91 (58.7)	68 (51.9)	50 (44.3)	56 (42.3)	41 (44.1)	53 (47.3)	88 (57.4)
マルク関連	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	43 (25.7)	45 (34.1)	44 (28.4)	45 (34.4)	45 (39.8)	56 (41.8)	38 (40.9)	42 (37.5)	n.a. (n.a.)
ドル/マルク	15 (25.9)	21 (23.6)	28 (28.4)	41 (31.3)	35 (20.9)	37 (28.0)	36 (23.2)	37 (28.3)	38 (33.6)	46 (34.5)	32 (34.4)	35 (31.3)	35 (22.9)
マルク/円	8 (13.8)	15 (16.8)	17 (16.3)	14 (10.6)	8 (4.8)	8 (6.1)	8 (5.2)	8 (6.1)	7 (6.2)	10 (7.3)	6 (6.5)	7 (6.2)	31 (19.7)
その他通貨					23 (13.8)	18 (13.6)	20 (12.9)	18 (13.7)	18 (15.9)	21 (15.9)	14 (15.0)	17 (15.2)	
計	58 (100.0)	89 (100.0)	100 (100.0)	130 (100.0)	167 (100.0)	132 (100.0)	155 (100.0)	131 (100.0)	113 (100.0)	133 (100.0)	93 (100.0)	112 (100.0)	154 (100.0)

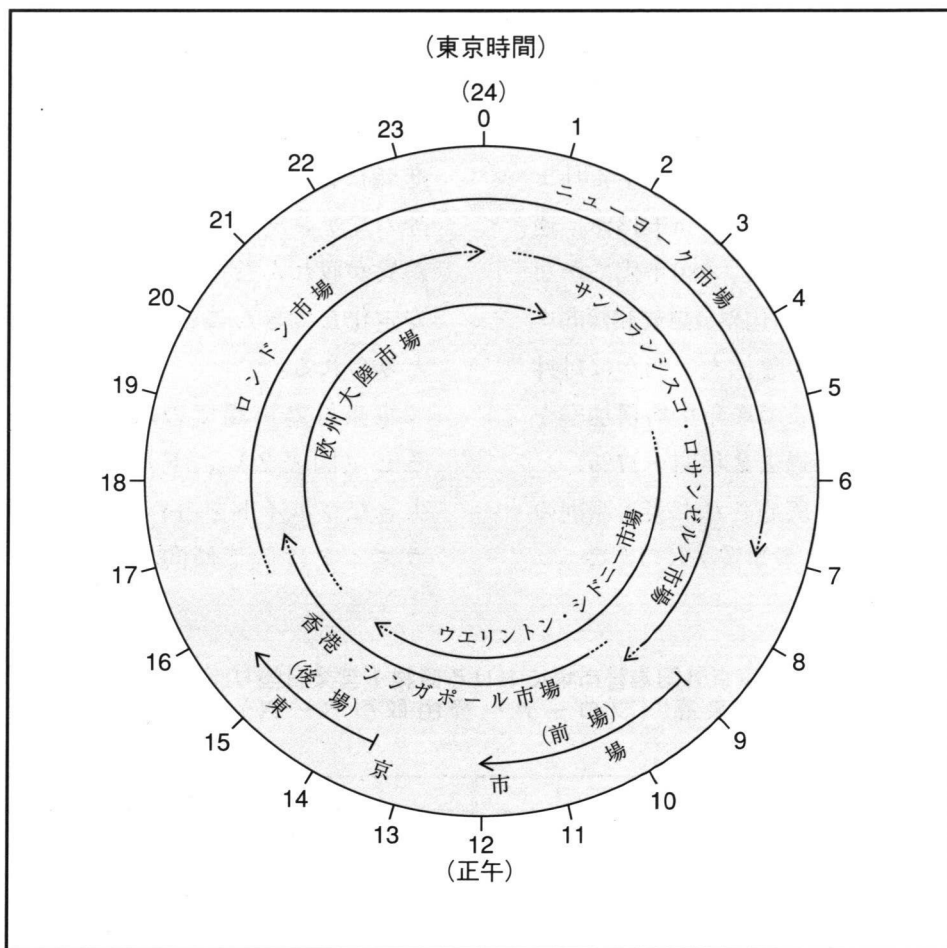
*速報ベース

- (注) 1. 銀行間取引のうちブローカー経由分のみの計数であるため、89年4月実施のTurnover Surveyに比べカバレッジは低い。
2. 日本銀行および仲立人協会調べ。

ディーリング体制の定着（図表3）に加え、ドル／マルク相場がドル／円相場とは対照的にこのところ大きな変動を示していること等

を映じ、マルク関連取引のウエイトが緩やかな上昇を示している。

（図表3） 世界の外為市場の時間の連鎖



（注）東京外為市場では前場は9:00から12:00まで、昼休みをはさんで後場は13:30から15:30までの取引時間が市場慣行として存在するが、他の市場では取引時間に関する特段の定めがない。このため、図中では、東京外為市場以外の市場については矢印の両端を点線で示した。なお、図中では各市場の標準時間帯を示しているが、米国、欧州およびオセアニア地区では夏季に夏時間（標準時間プラス1時間）が適用される。

（2）市場取引慣行

東京外為市場の市場取引慣行（銀行間市場での取引に関する諸ルール）は、市場参加者によって互選された代表で構成される東京外国為替市場慣行委員会によって協議、採択されている。同委員会は、東京外為市場における

取引慣行の国際化や市場整備に関する諸問題の協議を目的に71年10月に発足、メンバーは91年4月現在常任委員3名と委員16名から構成されている（常任委員は東京銀行、外国為替外貨資金仲立人協会、日本銀行から各1名、委員は現在都市銀行から6名、長期信用銀行、

信託銀行、地方銀行、第2地方銀行協会加盟行から各1名、在日外銀から4名、ブローカーから2名の構成)。

最近取決められた東京外為市場の取引慣行としては、①ファーム・オーダー (firm order) 方式^(注4) およびスタッフィング^(注5) 防止のための行動規範 (code of conduct) に従った取引ルールの確認 (89年6月)、②個別行による自主的な仲値^(注6) 決定の再確認 (90年9月)、③通貨オプション取引の用語等の統一 (現在審議中)、等がある。

2. 市場参加者の行動と相場形成

(1) 為銀

外貨の売買は、原則として「外国為替及び外国貿易管理法」(以下「外為法」)により大蔵大臣から認可を受けた銀行、すなわち為銀のみが業として行うこととされている。このため為銀は、対顧市場では必ず一方の取引相手方になるとともに、対顧市場での動向をにらんで銀行間市場で自らのポジションを調整しつつ相場形成を行っており、この意味で外国為替市場において最も重要な役割を果たしていると言える。

(注4) 為銀が外為ブローカーに売買オーダーを提示(クオート)した場合、当該オーダーは、当該為銀がこれを取下げ(オフ)旨の意思がブローカーに伝わるまでの間は有効であるとみなすこと。

(注5) 外為ブローカーが為銀間の外貨売買を取次ぐ際、例えばA行が提示した為替レートでの売りオーダーに応じるかたちでB行およびC行の2行から同レートでの買い注文が同時に入り(同時hit)、A行の売りとB行およびC行の買いの取引を同時に成立させた("done")場合、同時に買い注文を出したB行あるいはC行のどちらかに対して取引不成立("nothing done")を告げることになるが、取引不成立を告げられた為銀がこれを認めず、あくまで当該為替レートでの買い取引の成立を要求するため、外為ブローカーが当該為銀の買い注文に応じ、結果として当該為替レートでの取引を成立させることをいう。外為ブローカーは、実際は別のD行の売りオーダー(為替レートは同一でない場合が多い)につなぐこととなり、外為ブローカーと当該為銀の間で当該為替レートとD行の為替レートとの差(difference<差益ないしは差損>)の決済を行うこととなっている。為替相場が乱高下し、売買注文が錯綜する際にこのスタッフィングが発生しやすい。

(注6) 為銀が一般顧客に対して適用する対円のドル相場として対顧電信売買相場(TTS、TTB、いわゆる「店頭公示レート」)を当日受渡しのいわば小口取引の為替レートとして決定する際の基準となるもの。

東京外為市場では、小口のドル為替の対顧電信売買相場は建前上各為銀が自由に決定することとなっているにもかかわらず、従来、①一部都銀が輪番により、当日午前10時直前の銀行間市場で取引されている直物相場をもとに当日受渡ベースに引直した直先スプレッドを勘案のうえ「仲値」を算出、②各行がそろってこれを基準にマージンを上乘せしかたちで対顧取引相場を決定、基準となる直物相場が1円以上動かない限り、これを終日固定レートとしてきた。

こうした慣行は変動相場制の下であっても、少額の対顧為替取引における事務上の煩雑さを回避しうるほか、為替相場の動きを常時モニタリングしてはいない一般顧客の利便性確保といった利点があったものの、①仲値決定プロセスの不透明性、②仲値決定にいたる恣意性介入の可能性(例えば午前10時までにドルを買い上げることによって高値を形成し、それが仲値となるように誘導するケース等が考えられる)、等の問題点が存在していた。

このため、東京外為市場慣行委員会において協議を重ねたうえ、90年9月から各行独自に対顧取引相場を決定していく方式を再確認した。

為銀は、対顧市場および銀行間市場の双方で外貨売買を行うたびに外国為替持高（外貨買持ち＝ロング・ポジション、外貨売持ち＝ショート・ポジション）が発生し、外貨の価格（相場）変動に伴う為替リスクを負うことになる。

（為替リスクの回避）

すなわち為銀は、顧客との取引に伴い外国為替持高（外貨ポジション）が一方に傾くと、為替変動リスクを回避する（外貨ポジションをスクエアにする）ため、顧客から外貨を買った場合は銀行間市場で外貨を売り、逆に顧客へ外貨を売った場合は銀行間市場で外貨を買う。通常このリスク回避の行動を「カバーをとる」と呼ぶが、こうしたカバー取引によって対顧市場での外貨需給が銀行間市場にも反映されることとなる。

（ポジション・メイク）

また為銀は、顧客との取引に伴い発生した外貨ポジションを意図的にそのまま維持する、もしくは顧客市場での動向をにらみつつ銀行間市場で能動的に為替売買を行って外貨ポジションを造成することもある。このように為銀が独自の相場観に基づいて為替売買益を狙って行うポジション・メイクによっても銀行間市場の為替需給に変化をもたらすことがある。

もっとも、大蔵大臣が外為法に基づき、各為銀（本邦店）に対して外貨対円で外国為替持高の限度を指示しているため、為銀によるポジション・メイクの額は東京外為市場全体の規模との比較ではさほど大きなものではない。

（２）顧客

顧客の動きを単純化すれば、①貿易取引・対内外投資等に伴う取引（以下「実需」）と、②短期の為替差益狙いの取引（以下「投機」）とに大別できる。投機については通常短期間に利食いを目的とした反対取引を行うため、目先の為替需給の変動要因であっても、やや長い目でみると為替需給へのインパクトはニュートラルである。しかも市場参加者がいったん投機的取引であると認識した場合は反対取引を予見するので、相場のトレンドを決定付ける力にはなりにくい。反面、実需についてはごく短期の為替差益を狙っての取引ではなく、売り切り・買い切りであるため、市場参加者がこれを当面の相場を方向付ける要因と認識した場合には、相場の形成力が大きく、したがって、やや長い目でみれば相場を決定しているのは実需筋の動きであると言えよう。

イ．輸出入企業

国際間の経常取引（財・サービスの輸出入等）に際して、自動車、電機、機械、鉄鋼等の輸出企業は輸出代金として受取る外貨を売却して円を取得することが必要となる一方、石油会社等輸入企業は輸入代金を手当てするために円を売却して外貨を取得することが必要となる。

通常、輸出入企業はこうした海外取引を行った場合、決済日の到来が間近になってから為替取引を行うわけではなく、あらかじめ必要となる外貨売買にかかわる先物為替予約取引（外貨先物売り＝輸出予約、外貨先物買い＝輸入予約）を行うことにより円建での取引採算を確定する一方、決済日までの間の為替相場の変動リスクをヘッジしている。

こうした輸出入予約の締結は為替リスクの回避を企図したものであるため、先行き円高（安）進行が予想される場合には輸出企業のカバー率が上昇（下落）する一方、輸入企業のカバー率が下落（上昇）し、為替需給の引緩み（引締め）を増幅することがある（先行きの為替相場変動を見越して輸出入予約を早めたり遅らせたりすることを「リーズ・アンド・ラグズ」と呼ぶ）。

ロ. 資本筋

資本筋とは生保、投信、信託等の機関投資家を指す。資本筋は保険・投信の販売、あるいは信託財産の設定を受けることによって得られた資金について、収益性あるいはリスク分散の観点から資産運用に努めているが、運用の一環として外債等外貨資産の取得・処分のほか、保有外貨資産にかかわる為替リスクのヘッジ目的でも為替取引を行っている。

こうした機関投資家を主体とした本邦資本筋の外貨売買は、近年の我が国の国際収支構造の変化を反映して經常取引を上回っており、資本筋が為替相場に及ぼす影響の重要性が高まってきた。すなわち、資本筋による外国為替取引は、①上述のとおり外貨資産の取得・処分といったフローとしての資本取引にもとづくものと、②保有外貨総資産の為替リスクをヘッジする目的でのストック調整的な為替取引（ヘッジ率操作）にもとづくものとに大別される。②の取引は総資産全体がかなりの規模に達しているだけに、為替相場が大きく変動する場合には急速にヘッジ（あるいはヘッジ外し）にかかわる取引が

増加して相場変動を加速することがある。

もっとも、89年以降本年央までの金融引締め効果の浸透等を背景に、生保資産の伸び鈍化やファントラ、特金や投信の設定減少等から、資本筋の外貨資産への投資自体が大幅に縮小しているため、ごく最近では資本筋が為替相場に与える影響はひところに比べてかなり低下している。

ハ. 投機筋

投機筋とは為替売買益を狙い自らの經常取引を超えた為替取引を行っている先をいう（ただし「実需筋」であっても相場見通しに応じて大なり小なりリーズ・アンド・ラグズ等による為替差益狙いの取引を行っており、この意味では「投機」と「実需」を区別する基準はあいまいとも言える）。もっとも、前述のとおり、やや長い目でみると投機筋が相場に与える影響は小さいとみられる。

二. 海外筋

東京市場でのドル／円取引に限定すると、海外筋による本邦証券への投資あるいはその処分や海外からの貿易等經常取引のための円手当等が外貨・円の需給にインパクトを与えているものの、海外筋による円資産保有のウエイトは比較的小さくかつ貿易等円建て取引のウエイトもなお低いため、海外筋が為替相場へ与える影響は上述の本邦勢に比べ一般的に小さい。もっとも、最近の東京外為市場では、とりわけシンガポール等市場時間帯の重複する海外市場からの影響が従来に比べて大きくなりつつある。

(3) 外為ブローカー

外為ブローカーとは、銀行間の外国為替取引（各種オフバランス取引を含む）においてブローカレッジ（仲介手数料）の稼得を目的に仲介業務を営む事業会社（現在8社）である。このため、外為ブローカーは直接に外貨売買の取引当事者とはならず、為替相場形成に影響を与えない。

3. 東京外国為替市場の特徴的な動き

国際決済銀行（B I S）が90年2月に発表した取引高調査（Turnover Survey）結果（注7）によると、東京外為市場の構造・規模・通貨別の特徴は次のとおり。

- ①銀行間取引と対顧客取引の割合は概ね7対3で銀行間取引が大宗を占めている（図表4）。

(図表4) 東京外為市場の銀行間・対顧客取引比率の推移
(単位 %)

	銀行間取引	対顧客取引
1983年4月	74	26
86年3月	67	33
89年4月	70	30

もっとも、東京外為市場における対顧客取引のウエイトはロンドン、ニューヨーク外為市場に比べ大きい。その理由としては、(イ)日本の機関投資家等が保有する外貨資産規模が英米両国の機関投資家等に比べ極めて大きいこと、(ロ)銀行間市場の参加者が、東京外為

市場では為銀、外為ブローカー、日本銀行に限られているのに対し、ロンドン・ニューヨーク外為市場ではこれらの市場参加者に加え、証券会社等ノンバンク金融機関も含まれていること、等が指摘できる（図表5）。

(図表5) 世界3大外為市場の銀行間・対顧客取引比率
(単位 %、()内は前回調査<1986年3月>比増減 %ポイント)

	東 京	ロンドン	ニューヨーク
銀行間取引	70 (3)	85 (△6)	86 (△2)
対顧客取引	30 (△3)	15 (6)	14 (2)

- ②銀行間取引の構成をみると、対国内取引と対海外取引では24時間ディーリング体制の拡充もあって、対海外取引の増加が顕著である。また、為銀間DDとブローカー経由取引ではブローカー経由取引がウエイト減少にもかかわらずなお過半を占めている（図表6）。

(図表6) 東京外為市場の銀行間のDD・ブローカー経由取引比率

(シェア %、()内は前回調査<1986年3月>比増減 %ポイント)

	対国内	対海外	合計
DD	9.4 (-)	39.1 (3.4)	48.5 (3.4)
ブローカー経由	29.7 (△9.1)	21.8 (5.7)	51.5 (△3.4)
合計	39.1 (△9.1)	60.9 (9.1)	100.0 (-)

この間、東京外為市場における銀行間のブローカー経由取引のウエイトはロンドン、ニューヨーク外為市場に比べ大きい。

(注7) B I S加盟国中17か国の中央銀行・通貨当局（日本、米国、カナダ、EC加盟国中10か国、北欧3か国およびスイス）に豪州、香港、バーレーン、シンガポールの中央銀行・通貨当局も加わって89年4月に実施した取引高調査結果をB I Sがとりまとめたもの。

その理由としては、(イ) 東京外為市場での為銀間DDの開始(ドル/円以外84年、ドル/円85年)が他2市場比遅れたこと(例えばロンドン外為市場での為銀間DD開始は80年)、(ロ) ブローカレッジの支払いが、外銀では主として各ディーラーの自己勘定で負担されるのに対し、邦銀では銀行勘定で負担されるため、DD利用インセンティブが相対的に低いこと、さらには(ハ) 本邦ブローカーが海外ブローカーとの業務提携や取扱い通貨の多様化など不断の経営努力を行ってきたこと、等が挙げられる(図表7)。

(図表7) 世界3大外為市場の銀行間のブローカー経由取引比率

(単位 %、()内は前回調査<1986年3月>比増減 %ポイント)

東 京	ロンドン	ニューヨーク
52 (△3)	39 (△8)	44 (0)

③東京外為市場の取引高をロンドン、ニューヨーク外為市場と比較すると、伸び率では東京がトップながら、取引規模では依然としてロンドン、ニューヨークに次ぎ3番目である(図表8)。

(図表8) 世界3大外為市場の総取引高(1日平均)比較

(単位 億ドル、倍)

	東 京		ロンドン		ニューヨーク	
	取引高	伸び率	取引高	伸び率	取引高	伸び率
1983年4月	125	—	n.a.	—	260	—
86〃3〃	480	3.8	900	—	585	1.9
89〃4〃	1,152	2.4	1,870	2.1	1,289	2.2

④取引高を通貨別比率でみると、東京外為市場ではドル/円取引のウエイトが幾分減少し、その他の通貨取引のウエイトが増加している一方、ロンドン、ニューヨーク外為市場ではドル/円取引のウエイトが増加しており、世界3大外為市場の取引通貨構成が大きな目で見れば均等化の方向に向かっている(図表9)。

(図表9) 世界3大外為市場の通貨別取引比率

(単位 %、()内は前回調査<1986年3月>比増減 %ポイント)

	ドル/円	ドル/マルク	ドル/ポンド	ドル/SFr	クロス取引
東 京	72 (△10)	10 (2)	4 (2)	4 (0)	6 (5)
ロンドン	15 (1)	22 (△6)	27 (△3)	10 (1)	9 (6)
ニューヨーク	25 (3)	33 (△1)	15 (△4)	12 (2)	4 (n.a.)

(注) ニューヨーク外為市場については銀行取扱い分のみ。

なお、東京外為市場での値動き等についての特徴点として、市場関係者により次のような点が指摘されている。

①「東京でのドル/円相場の動きはニューヨーク市場に比べて小幅となりがち」

世界経済に与える影響の大きい米国経済への関心の高さを反映し、同国経済指標の公表されるニューヨーク外為市場で為替相場が大きく動く反面、東京外為市場においては、マーケットが反応するニュースに乏しいため、相場の動きは相対的に小幅となりがちである。また、東京外為市場では、主として輸出入企業および資本筋による実需取引が他の外為市場に比べて厚い(ニューヨーク外為市場では投機的取引のウエイトが高いといわれている)ため、投機筋の思惑的取引による為替相場への影響は限られたものとなっている。

さらに、東京外為市場の外為ディーラーの多くは終身雇用制度の下での本邦銀行員（いわゆる「サラリーマン・ディーラー」）であるため、リスク回避的な取引を志向する傾向にあると言われていることも一因と考えられる。

② 「『Early Asia の相場はフレる』一方、『東京では安定的なドル需要が存在』」

Early Asia（シドニー外為市場等）ではニューヨーク外為市場終了後東京外為市場開始までの間、市場取引の薄い局面を狙った思惑的な取引が多く、一方向に大きく動く相場展開となることがある。一方、貿易・サービスなど経常的な対外取引についてみると、米国ではほぼすべてドル建であり、欧州でも域内通貨建のウエイトが大きいことから、欧米市場では一般顧客のドル直物需要（中小企業の輸入決済および海外旅行用等が主体）が小さいが、我が国では対外取引の大宗が外貨建（とりわけドル建）であることから、東京市場では一般顧客からのドル需要（月間50億ドル前後）が安定的に存在する。

③ 「東京で相場が動くとEarly Europeでは動きが加速しやすい」

ヨーロッパの早朝取引では極東市場での相場変動の背景等についての的確な情報収集を行えないまま、とりあえず東京外為市場と同様の相場展開を念頭に置いた取引が多くなるほか、損切りがしばしば誘発されるため、相場変動が加速しやすい。

4. 外国為替市場と当局

(1) これまでの外国為替相場動向（変動相場制移行後）

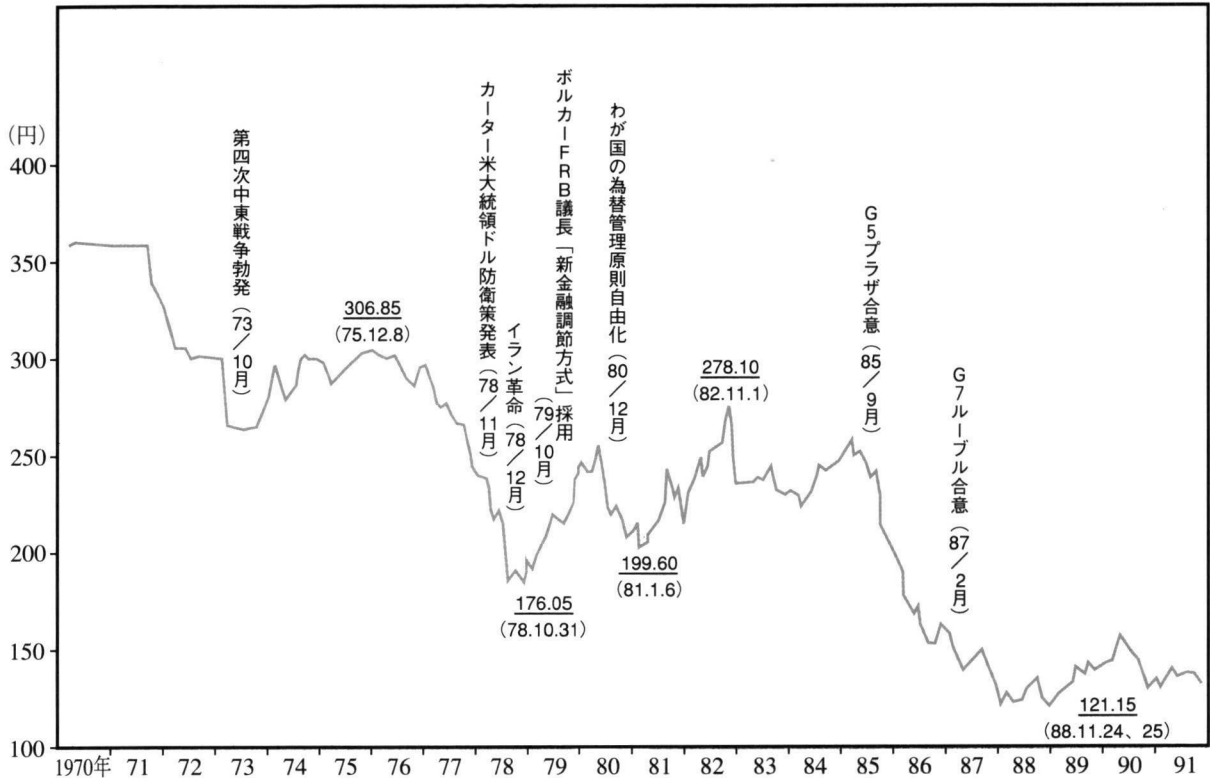
我が国は73年に固定相場制から変動相場制へと移行したが、その後約20年間の外国為替相場（以下ドル/円直物相場、東京外為市場終値ベース）の推移を、①73年10月に勃発した中東戦争から始まるオイルショック期、②79年の米国の新金融調節方式導入およびその後のレーガノミックス期（前半）、③85年のプラザ合意以降今日までの3期に区分し、概観してみる（図表10）。

我が国では、73年2月14日に271.20円で変動相場制に移行したが、同年10月の第四次中東戦争の勃発に伴う原油価格の急騰から経常収支が悪化したため、75年12月8日にはドルは306.85円まで上昇した。もっともその後の我が国経済は、オイルショックへの対応のための政策措置が奏効し、回復過程をたどりつつあったのに対し、米国経済は立直りが遅れたことから、78年10月31日にはドルは176.05円まで急落した（急激なドル安に対処すべくカーター大統領は同年11月1日、各国協調介入によるドル防衛策を打出した）。しかし、同年12月17日のイラン革命を契機に第二次オイルショックが発生すると、ドルは反発に転じ、240円台まで持直した。

79年10月に至り、米国では70年代の2度にわたるオイルショックの後遺症からスタグフレーションがなお続いていたが、ボルカーFRB議長（当時）は金利の弾力化によるインフレ抑制を企図して「新金融調節方式」を採用した。一方、財政面では、80年代前半にわたり「レーガノミックス」下での軍事費拡大を

(図表10)

ドル/円 相場の長期推移
(東京外国為替市場終値ベース)



主因に財政赤字が増大したため、高金利が持続した。この間、我が国では、新外為法の実施に伴い為替管理が原則自由化される（80年12月）中で、金融緩和の進行がみられたことから、本邦資本の米国への大幅流出が続いた。こうした状況下、79年から85年の6年間にわたりドルは高値278.10円（82年11月1日）から安値199.60円（81年1月6日）のレンジの中で概ねドル高傾向で推移した。

85年9月22日ニューヨークで開催された先進5か国蔵相・中央銀行総裁会議（G5）において主要先進国間の対外収支の不均衡是正を企図したドル高是正のための協調体制が合意される（プラザ合意）と、ドルは約10か月

間で240円台から150円台まで急速に下落した。このため87年2月22日には「各国は現行水準程度で為替相場を安定させるため緊密に協力する」ことがG7において合意された（ルーブル合意）が、それにもかかわらず、ドルは88年11月24日には121.15円（東京市場終値ベース既往最安値）までさらに下落した。しかしながらその後、東欧・ソ連での劇的な民主化の動きに象徴される「冷戦の解消」を背景に米国の国際政治・軍事的地位が向上したこと等から、昨年春にかけドルは160円台まで戻した。もっとも、昨年秋頃に米国の景気後退が明らかになるにつれ、ドルは再び124円台まで軟化した。年明け後は、

湾岸戦争の終結とともに米国景気の回復見通しを背景に、ドルは概ね130～140円レンジで堅調に推移したが、秋口以降は我が国対外収支の黒字拡大、米国金利の低下傾向等を背景にドルは軟調に転じている。

(2) 為替市場と当局

変動相場制の下での為替政策は、経済のファンダメンタルズを反映した安定的な相場の形成を確保することを基本としており、こうした観点から日本銀行では為替相場の動向を常時モニタリングしている。

為替相場が思惑的取引等から乱高下する場合や経済のファンダメンタルズに照らして相場展開が明らかに行過ぎと判断される場合には、日本銀行では大蔵大臣の代理人として、政府の外国為替資金特別会計の保有資金を用いて市場介入を行っている。

さらにプラザ合意以降、G7をはじめとする先進各国は、為替政策の運営にあたり各国経済のファンダメンタルズを反映した為替相場が形成されるよう緊密な連絡をとることにより、協調体制の維持に努めている。これは、近年外為取引の拡大や24時間ディーリング体制の定着に伴い、1国単独の市場介入等の政策手段では市場に対して量的・心理的に十分なインパクトを与えることが困難になってきたため、為替相場の安定を確保するには各国が協調して市場介入等を行い、各国間に同一の目標を実現する強い意思が存在することを市場参加者に示す必要が生じてきたためである。

5. 新しい動き

(1) 通貨オプション市場の拡大

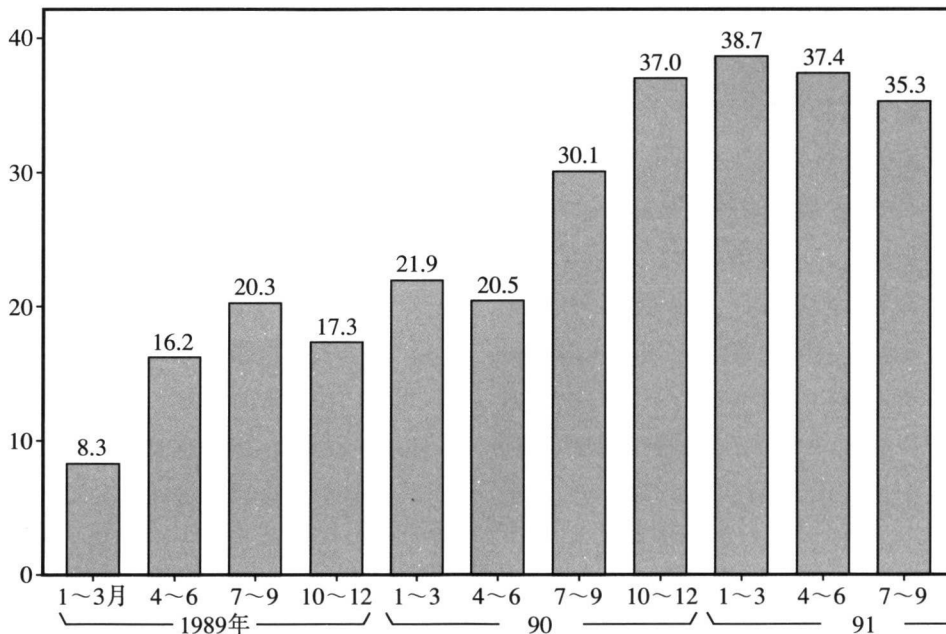
通貨オプション取引とは、取引の相手方と特定の為替相場（ストライク・プライス）および権利行使期限を約定、権利行使期限到来日（ヨーロッパ・タイプ）ないし権利行使期限までの任意日（アメリカン・タイプ）に外貨を売り付ける権利（プット・オプション）ないしは買い付ける権利（コール・オプション）をオプション・プレミアム（オプションの引受け料）を対価に取引するものである。通貨オプションの買手は実際の為替相場が約定したストライク・プライスを超えて下落あるいは上昇した場合に、相手方に対しプット・オプションないしはコール・オプションを行使することにより、為替相場変動のリスクを回避することが可能となる（逆の相場変動が生じた場合には当該権利を放棄する）。銀行間では一部のマーケット・メーカーが、DDや外為ブローカーを通じて通貨オプションの価格を提示し、他の銀行がこのマーケット・メーカーに対して通貨オプションを売買しており、ここでは通貨オプション相場自体の鞘抜きを狙ったボラティリティー・トレーディングが活発に行われている。また、顧客筋も通貨オプションを保有外貨資産（負債）や輸出入取引の為替リスクヘッジに利用するほか、東京外為市場ではオプション・プレミアムを稼得する目的での通貨オプションの引受けもしばしばみられる。

東京外為市場での通貨オプション取引の導入は欧米市場に比べ遅れ、84年の実需原則撤廃の後、少数の外銀主導で始まった。87年頃から都銀を中心に通貨オプションを組込んだ預金等の商品を開発するなど急速に関心が高まり、現在では、少なくともドル/円通貨オプションに限れば、ニューヨーク、ロンドン両外為市場を凌駕する取引が行われているもの(図表11)と見られる(注8)(もっとも、東京外為市場全体に占める通貨オプション取引のシェアはなお1割にとどまっている

＜直物および先物・スワップ取引のシェアは各々4割強＞)。

なお東京外為市場では、通貨オプション取引の7割近くがドル/円取引である(図表12)が、このほかにもドル/マルク、ドル/スイス、ポンド/ドル、マルク/円、スイス/円、ポンド/円、ポンド/マルク、マルク/スイス等各種通貨の組み合わせが取引されている。また取引単位は通常20~50百万ドルで、期間は1~3か月ものが中心である。

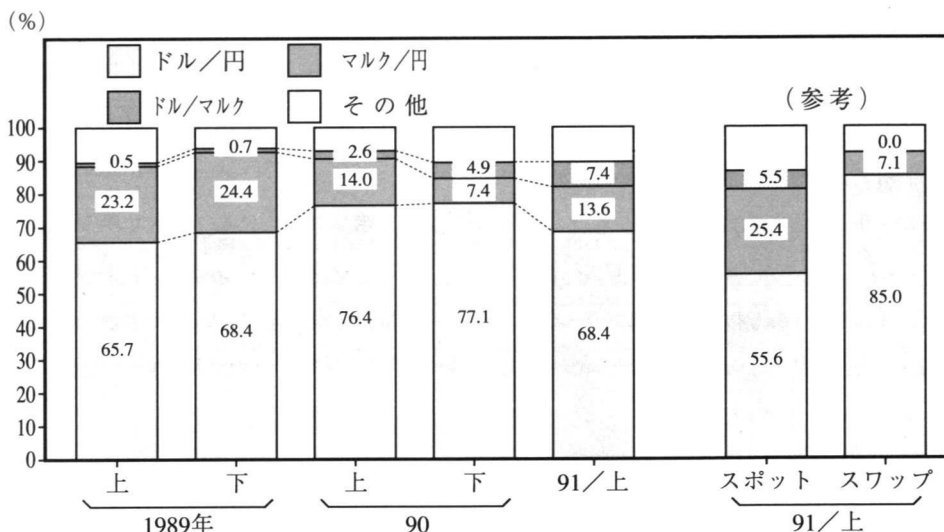
(図表11) 通貨オプション1営業日当り出来高推移(四半期ベース)
(億ドル)



(注) 1. ブローカー経由取引(含む時間外取引)。
2. 仲立人協会調べ。

(注8) こうしたオプション市場の拡大を眺め、日本銀行では、91年1月からドル/円通貨オプションボラティリティー(1、3か月、ブローカー経由分)を公表している。

(図表12) 通貨オプション1営業日当り出来高の通貨別シェアの動向



(注) 1. ブローカー経由取引 (含む時間外取引)。
2. 仲立人協会調べ。

(2) 電子ブローキングへの動き

電子ブローキングとは、外国為替取引において、伝統的な電話ブローキングが人手（ブローカー）により外貨売買を仲介するのに対し、コンピュータが機械的に外貨売買をマッチさせるものをいう。具体的には、電子ブローキング・システム利用者（為銀等）が外貨売買のための為替レートを端末を通して直接提示し、システム運用主体がコンピュータで処理することにより、当該為替レートが他の利用者の端末上に表示される。この時、他の利用者が当該為替レートで取引を望む場合、コンピュータが、取引当事者双方によってあらかじめ入力されているクレジット・ラインを自動的に確認したうえで、取引を成立させる。こうした構想を事業化するため、現在

数社がシステムを開発中である。

電子ブローキングを従来の人手によるブローキングと比べると、理論的には、①ブローカーの人為的ミスによる同時ヒット、同時オフが排除され、迅速確実な取引が行えることのほか、②DDのような相対型取引ではなく、多角的な取引が実現されるため、DDに比べ広範な市場参加者のベスト・レートを即座にヒットし得ることが特徴である。

もっとも、電子ブローキングが構想どおりの機能を完全に発揮するには、障害発生時のシステム対応のほか、市場慣行との平仄や取引に関する法律関係の明確化、さらには当局によるモニタリング等解決すべき点も少なくなく（注9）、現在こうした課題の解決に向けて市場関係者の間で検討が行われている。

(注9) 電子ブローキング導入のために解決すべき課題

- ①仮にシステム制御、回線、端末等に障害が発生し、取引が成立したにもかかわらず当事者双方にその結果が到達しなかった場合の対処方法。
- ②各為銀があらかじめ、電子ブローキング運営主体に個別相手先のクレジット・ラインを開示することとなる点の可否。
- ③電子ブローキング運営主体と利用者の法律関係の整備、システム運営主体の健全性・安全性の確保、内外の市場慣行との平仄のほか、国際間データ通信における異機種コンピュータ接続のための高度なインターフェイス技術も必要。

補論：外国為替の基礎知識

(1) 直物相場と先物相場

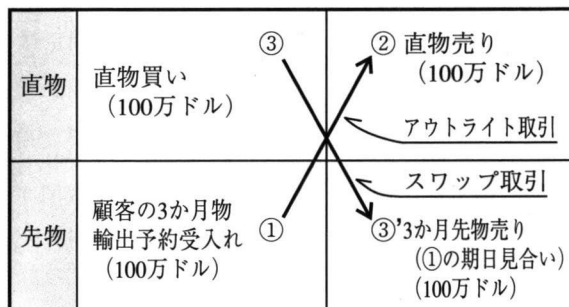
(直物と先物の関係)

外国為替相場には、直物相場（取引成約日から換算して資金受渡日が2営業日目に当る取引に適用される相場）と先物相場（取引成約日から換算して資金受渡日が任意に設定できる取引に適用される相場）とがある。直物相場と先物相場の乖離幅を直先スプレッドというが、例えばドル/円相場（以下事例はすべてドル/円相場）ではドルが直物比先物高となっている場合をドル・プレミアム、逆の場合をドル・ディスカウントと呼ぶ。

直先スプレッドは内外金融市場での資金調達・運用に制限がなければ2国間の短期金利差に等しい水準に決定される。例えば、ドル/円直物相手を1ドル=160円、3か月物の円金利（年率）5%、ドル金利（同）7%とすると、160万円の円資金を3か月間円で運用した場合の元利合計は162万円となる。一方、同額の円資金を現時点でドルに替えて1万ドルで運用した場合の元利合計は10,175ドルとなる。現時点で3か月の先物相手が1ドル=160円で直物相場と同一であれば、直物でドルを買って7%で運用すると同時に3か月先物のドル売り予約を行う（スワップ取引）と、リスクを伴わずに円とドルの金利差2%を稼げることになる。仮にこうした状態が成立しているとすると、市場メカニズムを通じてスワップ取引が増加し、金利差益が消滅する水準まで直先スプレッドが拡大する（金利裁定が働く）ことにより均衡が保たれることとなる。

（為銀の先物取引によるカバー）

為銀が輸出予約を受入れた場合、銀行間市場において同額を流動性の高い直物で売ることにより（下図①→②）、いったん為替相場の変動リスクを回避する。その後機をみて直物の買い・先物の売りを同時、同額で行うスワップ取引を入れることにより（下図③→③'）、直物および先物双方の為替持高を完全にスクエアにする。



（先物取引における実需原則の撤廃）

従来、居住者（為銀を除く）は輸出入や資本取引等の実需取引が伴う場合に限り為銀との間で先物為替予約取引を行うことができたが、84年4月以降こうした実需原則が撤廃され、自由に先物為替予約取引を行うことができるようになった。これに伴って、本邦の機関投資家等による保有外貨資産等のヘッジ率操作が活発化したほか、一般事業法人も外為ディーリングを行うことが可能となった。

(2) 取引仕法

イ. 取引基本用語

東京外為市場では外為取引用語として英語表現が多く用いられているが、この背景には、①海外との取引が不可欠であること、

②取引上の誤りを防ぐためには簡潔な言葉で取引意図を確実に相手に伝えなければならないこと、等が考えられる。

(取引基本用語)	(意 味)
offer, sell, give	: 売りのオーダーを出す
bid, buy, pay	: 買いのオーダーを出す
yours	: 売った
mine	: 買った
done	: 取引成立を告げる
nothing (done), (no interest)	: 取引不成立を告げる
given	: 買いプライスに対し売りが出会った
taken	: 売りプライスに対し買いが出会った
off	: 存在していたプライスが消滅した、ないしは既に出していたオーダーを取消す

□. 基本取引例

A行・B行間での直物（スポット）取引（DD）における典型的なやりとりは以下のとおり。

A行: [円] スポットのプライスをお願いします。 What is your spot [yen] ?

B行: ニマルーサンマル*です。 Twenty - thirty.*

A行: (サンマルで) 10本マイン。 (At thirty) I buy ten (million) dollars.**

B行: ダンです。 138.30で 10本売りました。 Done, we sell ten (million) dollars*** at 138.30.

A行: ありがとうございます。 Thank you.

外為市場では通常為替レートを通貨の最小単位（points, pips）の2桁の数字で表わすが、これは、ディーラーにとってその時点での為替レートの大台（big figure）は周知との前提に立っているためである。なお、前記例（*）のニマルーサンマル（20-30、twenty-

thirty）とは、B行が138円20銭でドル買いに応じる一方、138円30銭でドル売りに応じる意思を表わす。この様なプライス提示方法をtwo-way quoteと呼ぶ。また、前記例（**）にみられるように通常取引単位は100万ドルで、これを1本（one dollar）と数える。

この買い値（ビッド=bid）と売り値（オファー=offer）との開きは取引の大きさや、市場の値動き等をにらみつつ、取引相手の行動を先読みしながら適宜調節される（一応の目安は10~30本の場合5 pips）。一般に両者の開きが小さい程より安く買え、より高く売れることを意味するため、良いプライスとされる（一方、取引が大きくなったり、市場の値動きが大きくなるとプライスの出し手のカバーを取るリスクが大きくなるため両者の開きも大きくなる）。

銀行間でDDを行う場合は、互いに出すプライスは通常10本単位であるが、10本以上でも相手がプライス提示に応じ、売買が成立した時は、後日同一の取引相手からプライスを求められた場合にはそれと同額の取引に応じなければならないといった不文律が存在する。

ハ. 取引上のリスク管理について

為替取引には為替の相場変動リスクおよび取引相手方のクレジット・リスクの2つのリスクがあるが、各々のリスクの管理方法は次のとおり。

（相場変動リスク）

相場変動リスクについては、基本的にディーラーごとのポジション管理のみならず行内の全ポジションを一括管理する（総合ポジション管理）。

個々のディーラーは各自割当てられたポジションの中で取引を行うこととなるが、各自のポジション限度額を超えた分についてはカバーする必要がある。

(クレジット・リスク)

クレジット・リスクについては、各取引相手先ごとに信用状態の分析を行い、信用限度額(クレジット・ライン)を設定する。ブローカー経由で出会った取引相手方のクレジット・ライン状況を確認したい時には「チェック」という用語を使用し、クレジット・ライン上これ以上の取引が不可能な時には「フル・アップ(クレジット・ラインが一杯の意味)」と伝えて、当該取引を途中でキャンセルすることができる。

なお、為替取引に係る債権・債務は双務的であることからその決済リスクはA/B両通貨間の為替変動リスクに他ならないとも考えられる。しかし、銀行間取引については、決済が取引通貨の各々の発行地で行われる(ドルであれば米国<ニューヨーク>、円であれば日本<東京>)ため、円の決済がドルの決済に先行し、円(売り)債務を負う取引者はドル(買い)債権全体についてリスクを負うことになる(いわゆる「ヘルシュタット・リスク」(注))。こうしたリスクが意識され、債権・債務の更改(オブリゲーション・ネットティング)など為替取引に内在するリスクの削減・管理を図る手だての実現に向けての動きがみられる。

(注) 東京での決済最終時刻(日本時間午後3時)からニューヨークでの決済開始時刻(日本時間午後9時半<ニューヨーク夏時間の場合>ないしは10時半)まで6時間半ないし

7時間半の時間差が存在。

ヘルシュタットとは74年6月26日に倒産したドイツの銀行の名称。同行は欧州時間午後倒産したため、同日の米ドル売り・DM買い取引の決済にあたり、欧州時間中にDMを受取った反面、米国時間に米ドル対価の支払いが不能となり、取引先銀行に大きな損害を与えた。

二. ドル/円取引の資金決済方法

(円貨資金の場合)

通常手形決済ないしは外為円決済制度が利用されている。前者は東京市場での取引の決済、後者は海外市場での取引および東京市場での当日決済の取引に主として利用されており、その利用比率は大手為銀の場合で約7対3となっている。

(ドル資金の場合)

米銀東京支店ないしはニューヨークのコレス銀行を利用した口座振替が普通であるが、その利用比率は大体半々となっている。

ホ. ドル/円直物・スワップ取引の受渡し慣行 (ドル/円直物取引の受渡し慣行)

直物取引の資金受渡しの応答日は国際的慣行で取引成立日後2営業日目とされている。ただし、ドル/円直物取引のうち、円資金受渡しを行う東京外為市場の応答日がドルの資金受渡しを行うニューヨーク外為市場の休日(に当たる場合には、両市場共通の次営業日まで)に当たる場合には、両市場共通の次営業日まで応答日が繰下がる。

(ドル/円スワップ取引の受渡し慣行)

ドル/円スワップ取引の資金受渡し応答日もドル/円直物取引同様の慣行が適用されている。

(3) 取引技術面

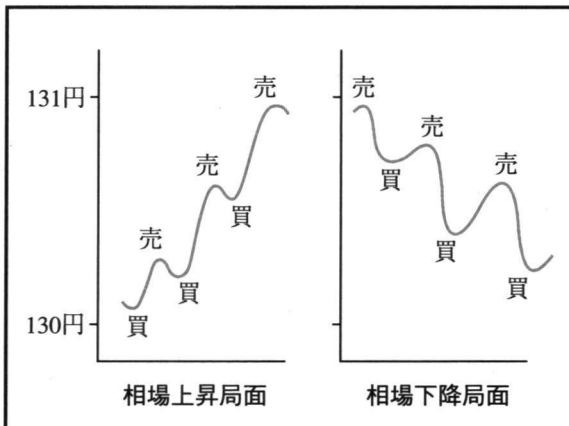
(利食い、損切り)

為替取引においては他の相場取引と同様、当初造成したポジションが相場変動により含み益を生じた場合に反対売買を行って益出しを狙う「利食い（プロフィット・テイク）」、および含み損を生じた場合に反対売買を行って損失を最小限に抑える「損切り（ロス・カットないしストップ・ロス）」が行われる。

ポジションが造成されると利食いの指値オーダーが置かれる一方で、損切りの指値オーダーも置かれるため、相場が変動する過程で損切りオーダーが次々と成立すると、これが相場変動を加速する要因となることもある。

(ジョビング<jobbing>)

相場の上下動の強弱のリズムをつかみながら、小刻みに売買を繰り返すことにより利食っていく手法を指す。例えば、ドル/円直物相場が130円から131円の間で変動したとすると、1ドル=130円時にドル買いを行い、1ドル=131円でドル売りを行えば、1円の益出しが可能であるが、実際には相場は一直線に動くことは少ないため、相場変動時の各々の山で売り、谷で買えば、利益は最大になる。



(ポジション・トーク)

相場が膠着状態にあったり、市場全体のポジションが一方に偏っていると判断される場合に、外為ディーラーが意図的な情報を流すことにより、為替相場を自分のポジションに有利な方向へ誘導することを「ポジション・トーク」という。例えば外為市場では、「〇〇大統領が暗殺された」といった怪情報が伝えられることがあり、そうした情報により為替相場が一時的に動く場合がある。

(BUY ON THE RUMOR, SELL ON THE FACT)

BUY ON THE RUMORとは「見通しを買え」、SELL ON THE FACTとは、「見通しが事実となった時にはポジションを閉めろ」との意である。確定的な情報が伝えられた時点ではむしろ材料出尽しから、そこを高値、安値として相場が反転することが少なくないとの経験に基づき、ある見通しの下に常に他の市場参加者より早めに売買を行うことが利益につながるとの教訓を表わした格言である。

(順張り、逆張り)

「順張り」とは、相場が動く方向に沿ったポジションを持つことを基本にしながら（例えば、ドル相場が下落傾向にある時にはポジションをドル売持ちにする）売買益獲得を狙う仕法である。一方、「逆張り」とは、相場は市場参加者の大勢の思惑とは逆方向に動くことも少なくないため、「相場が動く方向に逆らったポジションを造成する（例えば、相場が下落傾向にある時にポジションを買持ちにする）ことにより、売買益獲得を狙う仕法である。

(プログラム売買)

チャート分析上のサポートライン、レジスタンス・ライン等の重要な変曲点をコンピュータに判断させ、売買を自動的（通常は「順張

り」）に行うことをいう。このため、プログラム売買が盛行すると一定水準で多額の取引注文が出ることとなり、相場が一方向に振れることもある。

(国 際 局)