

平成 26 年 8 月 12 日

金融安定理事会市中協議文書「外為指標」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、金融安定理事会（FSB）が本年 7 月 15 日に公表した市中協議文書「外為指標」に対してコメントする機会を与えられたことに感謝の意を表したい。

今後、本件が検討される当たり、我々の以下のコメントが十分に斟酌され、ルールが最終化されることを期待する。

<総論>

○本提言の位置づけについて

我々は、WMR 等の外為指標に関するマニピュレーション等の不正操作の主因は、市中協議文書にもあるように主に金融機関に所属するディーラー間における不適切な情報交換や共謀によるものであったと認識している。

したがって、本質的な問題対処方法としては、市中協議文書の提言に盛り込まれている金融機関における顧客取引等にかかる情報の適切な管理体制の構築や行動規範の高度化が最も重要と考える。しかしながら、指標の算出方法に関しても、マニピュレーションの誘引を減ずるためにいくつかの措置を講ずることは可能と考えられる。例えば、WMR について現状の Median（中央値）が参照されるよりも、適切に bid-offer が確保された Time Mean（時間平均）が採用されるように運営を見直すことや、指標の算出時間を適切な範囲で延長すること等は不正抑止の観点で一定の効果は見込まれると考える。

一方、市場インフラの整備として掲げられている「グローバルな中央事業体」の創設については、単一の事業体に取引フローが集約されるがゆえに、意図せずに、特定の時点（中央事業体の決済尻の決済時間等）に市場において需給の偏在が顕在化する懸念がある。かかる事態は市場の流動性に悪影響を及ぼし、結果的に顧客の不利益に繋がる可能性が高いため、単一の事業体の創設は慎重に考えるべき。

我々は FXBG が市場インフラの整備について民間主導の取組みを支持していることに強く賛同しており、現時点で民間の複数のブローカー等がネットィング業務を提供する枠組みもすでにあることから、これを各市場参加者が任意で活用していく方向性が適切であると考えている。

仮に、FXBG による提言を受け、将来的に何らかの外為指標ならびに中央事業体が創出されるとしても、当該指標ならびに事業体を利用するかどうかは、あくまで市場参加者の任意であり、規制等によりその利用を義務付けられることにはならないことを要望する。

為替市場は貿易やクロスボーダーの資本取引等の決済手段として広く活用されており、為替市場に健全な流動性を確保し、顧客のための最良執行機能を維持することは、世界経済の適正な発展に寄与するものと考えられる。各提言に対するコメントはこの観点から踏まえて行っているものである。

<各論>

1. データ収集期間の適切な長さについて（提言1）

一般的にデータの収集期間を長くすればするほど、悪意を持った者が指標の生成に影響を及ぼすことは難しくなり、結果としてマニピュレーションが減少するものと考えられるが、一方で、収集期間を延ばせば突発的なニュース等による相場変動リスクが高くなり、特定の時間の指標レートとして意味合いが薄れるというデメリットがある。現行の1分間のデータ収集期間が明らかに問題であるとまでは考えないものの、これを5分程度迄延長することは、指標のマニピュレーションの余地を狭める観点から有効に機能する可能性がある。

2. 代替指標・計算方法について（提言2）

上記1で記載したデータ収集期間5分を前提とする場合、指標の算出方法については、当該5分間における毎秒時点のbid-offerそれぞれのTime Mean（時間平均）を使用することを提案したい。収集期間が5分程度であれば、指標算出におけるサンプル抽出の方法としては毎秒抽出が妥当と考えられる。

指標利用者である、投資家等にとってはトラッキングエラーを避ける必要があるため、指標レートにできるだけ近いレートで取引を行うニーズがある。したがって、当該取引のオーダーを受ける金融機関としては、指標レートを「再現」⁽¹⁾できることが重要である。

しかしながら、現状のMedian（中央値）はデータ収集期間が終わった時点でないと確定しないために、データ収集期間中に未確定のMedian（中央値）に対してヘッジを行うことは実際には難しい。Time Mean（時間平均）であればデータ収集期間中のサンプリングサイクル毎に一定金額のヘッジを行なうことで指標を模倣したヘッジの執行が可能となる。トラッキングエラーによる損失リスクが減ることで、自己に有利なレートへの誘導によって損失を回避しようとするディーラーの行動を抑止することに資すると考えられる。

また、顧客に対してmidレートでの取引を提供すること自体、金融機関にとって多く

(1) ここでの再現性とは、市場の値動きから第三者が指標を検証できること。また、市場参加者が公表されているレート決定手法に従ってヘッジすることで、指標を模倣した執行が可能となることを意味している。

の場合ロスメイキングビジネスとなっていることから、適切な bid-offer を設定し、顧客取引時の仕切り値として利用することを FXBG が推奨することは、ロスメイキングをカバーするために指標を不正に操作しようとするインセンティブを低減することに寄与するものと考えられる。

なお、現時点では長時間（～24 時間）のデータ収集期間に基づいた指標の需要はないものと理解している。

3. データ収集期間の設定タイミングについて（提言3）

データ収集期間の設定の方法は、引き続き正時を跨いで設定することで問題ないと考ええる。

提言において示されている3つの収集期間の設定方法については、いずれも大きなメリット、デメリットの差はないと考える。また、正時を最初・最後とするよりも、正時が中心であった方が、その正時の指標レートとしては、定義上ふさわしい。

正時の前後・跨ぎに関する収集期間の設定方法を問題視する市場参加者の意見は少ないと認識しており、市場慣行として定着している現行方法を変更する必要はないと考える。

なお、時間帯を一日のうちの何時に設定するかは、指標決定に対するイベントリスクを回避する観点から主要な経済指標の発表時間帯とは重ならないようにする等の考慮が必要である。例えば、ロンドン時間午後4時に関しては、主要な経済指標等の発表はなく、またその他の時間については取引に参照されているケースが少ないために影響は軽微である。

4. データソースについて（提言4）

価格情報のカバレッジを拡大するために複数のデータソースを活用することは指標の信頼性向上に資すると考えるが、データソースは利用者から見て信頼できるものである必要がある。

5. 中銀の外為指標について（提言5）

中銀指標も広く利用されている指標であり、中銀が率先して IOSCO 原則の関連部分を遵守することで、市場参加者の意識が高まることに繋がると考える。

6. 市場インフラの整備について（提言6）

- (1) WMR オーダーに関わる市場インフラに関しては、既に複数のブローカー（電子ブローカーを含む）や ECN 等が、それぞれ自主的な取組みを進めている。FXBG がこうした業界の取組みを支持していることに我々は全面的に賛同する。もっとも、こうした民間の複数のブローカーが運営する市場インフラについては以下の点が

考慮されるべきである。

① オーダーの収集

オーダーの収集については、現状、金融機関が行っているが、エンドユーザーが直接、オーダーを預ける方法も一部で検討されている。オーダーの収集に関して顧客に選択肢を与えることは特定のディーラー間における共謀の余地を減ずる効果が期待できることから、このような取組みを阻害すべきではない。また、ブローカー等に対しては、適切なオーダーの執行手数料(執行レートに含むことも可)を徴収すること、その体系を明示することが求められるべきである。

② ネットティング

ブローカー等がネットティングできなかったオーダーの扱いについて明確にされるべきである(アンネットティングとして戻すのか、別途特定の執行者を立てるのか)。

③ 執行

特定の執行者(当該事業者自身を含む)が執行に当たる場合、執行者のオペレーションはタイムスタンプとともに適切に記録されるべきである。

(2) こうした機能を一つの事業体に集約し、「グローバルな中央事業体」を創設する案については、以下の理由から慎重に考えるべきである。

① 流動性の低下

指標を使用する顧客のオーダーを一つの事業体に集中させると、その時間帯においてマーケットメイカーは積極的な売買を控える可能性が高く、結果として市場の流動性が大きく低下し、ボラティリティが高まる懸念がある。⁽²⁾

② 執行レートの振れ

このように流動性が低下し相場変動リスクが本来よりも高まった中で決済尻を執行することは、決済尻の執行レートが本来あるべき市場実勢と大きく乖離する可能性

⁽²⁾ 「グローバルな中央事業体」の出現により流動性の低下がもたらされる理由は、WMR等の時間帯の取引が一極集中され、金融機関がこの時間帯にあえて積極的な売買を行なうことを手控え、顧客等もこの時間帯の実勢取引を手控える可能性が高まることによるものである。流動性の低下はこの時間帯の相場変動リスクを不必要に高める恐れがある。従来は、マーケットメイカーがダイナミックヘッジやリスクテイクを行なうことにより、顧客にとって納得感のある取引価格での最良執行を行っていた。しかし、WMR等の時間帯の流動性の低下は、この時間帯の取引価格の決定が、相場の変動リスクが高い中で行なわれることを意味する。

がある。

また、決済戻の決済を単一の銀行または市場参加者に委ねた場合、当該銀行や市場参加者での取引内容から他の市場参加者は中央事業体を通じた取引のポジションの傾きを予測することが可能になる。その結果、決済戻の決済は不利な価格での取引を強いられる可能性が高い。

上記2点から市場参加者およびその顧客に対し大きな不利益を生じさせる蓋然性が高まる。

③ 実効性の問題

仮に中央事業体を創設しても、上述したように市場参加者や顧客が経済的な不利益を被るなどして結果的に中央事業体に取引が集中しなかった場合は、事業体の運営コストの負担は高止まりする可能性がある。またオペレーショナルリスクや訴訟リスクも小さくなく、単一の事業体にかかるリスクが集中することによるシステミック・リスクが生じることを懸念する。

7. 取引におけるリスクを反映したプライシングについて（提言7）

上記2. で述べたとおり、ロスメイキングをカバーすることを目的とするマニピュレーションを抑止する観点から、WMR等指標についてもmidレートを顧客プライシングに採用するのではなく、bid-offerプライスを使用すべきである。

bid-offerプライスを課すことは、価格提示者が引き受けるリスクの対価であり、為替市場の健全性、流動性を維持するのに非常に重要である。

8. 市場参加者の行動規範について（提言8—10）

賛同する。

9. 銀行の内部管理体制の強化について（提言11）

為替市場をはじめとするOTCマーケットでは、マーケットメイカーが在庫ポジションを抱える（リスクをとる）ことで、顧客のリスクを柔軟に吸収し、円滑で流動性の高い市場が成立している。したがって、在庫ポジションを保有することを禁ずる目的で、組織を分化させるという案には明確に反対したい。

マーケットメイカーが抱える在庫ポジションと自己勘定ポジションとを画一的かつ厳密に切り分けることは不可能である。一方で、各金融機関がマーケットメイカー各人（ポートフォリオ等）へ取扱商品を制限し、ポジションリミット、損失限度を適切に設定することで、在庫ポジションを鑑みない過度なリスクテイクを抑制することが可能であり、結果的に顧客のオーダー情報を自己勘定ポジション運営に活用し顧客にとって不利なオーダー執行を行うような操作は困難となる。

また提言8に関して賛同したオーダー執行やコミュニケーション等についての内部管理体制を強化することで、上述した利益相反の管理はさらに強化されると考える。

10. 市場参加者の行動規範について（提言12、13）

賛同する。

11. Indexの採用レートについて（提言14）

Index算出においては、上記2. で述べたとおり、ロスメイキングをカバーしようとするマニピュレーションを抑止する観点から、インデックス算出時にも為替指標のbidまたはofferを使用し算出されることが望ましい。

12. 資産運用者への提言について（提言15）

デューデリジェンスおよび顧客への還元を通じて、為替市場への一層の理解向上へと繋がることを期待する。

以 上