

# 「取引所外取引」についての理解

## CLOBの流動性と機関投資家のニーズとのバランスをとる

EFPR取引(Exchange for Physical)は、穀物その他の現物商品の市場において1世紀以上も前に開始されました。その取引手法は、年を経て金融先物取引の面において採用され、またEFRP取引(Exchange of Futures for Related Positions)として一般化されました。

取引所はまた、EFRP取引に加え、それに関連した取引手法を導入しました。それは、「ブロック取引」として知られます。EFRP取引及びブロック取引はともに、「取引所外(Ex-Pit)取引」として知られる一般的な範疇に分類されます。

この文書では、CME Groupの市場において、現在行われているEFRP取引及びブロック取引を含む取引所外取引について、この議論の焦点として、CME Groupの金利先物取引を使って説明したいと思います。

CMEが業者と機関投資家のそれぞれのニーズのバランスをとる努力をしていることを認識することは重

要です。業者はCME Globex®

の電子取引市場に見られるように、CLOB(Central Limit Order Book; 集中指値注文台帳)に、機関投資家とともに流動性を提供しており、様々な市場状況において流動性のある、規律正しい、かつ透明性のある市場を維持しています。

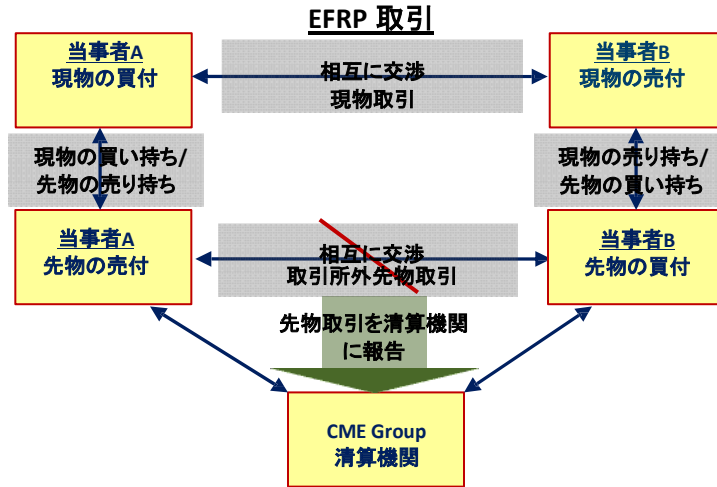
**取引所外取引** — 「取引所外取引」という用語は、伝統的方法、すなわちオープン・アウトクライによる立会場取引又はCME Globex®による電子取引によらない方法で、非競争的に執行されるすべての取引に用いられます。

「EFP取引」、「EFR取引」(Exchange for Risk)、「EOO取引」(Exchange of Options for Options)は様々なタイプのEFRP取引を表しています。また一方で、EFRP取引は、ブロック取引(CME及びCBOT規則526参照)及び事務的な種々の譲渡・移管(CME及びCBOT規則853参照)を含む取引所外取引という大きなグループの中の小集団として属しています。

規則上の区別もありますが、全てのこれらの取引は、全体として「取引所外取引」として言及される、非競争的に交渉される取引を表しています。

**EFP取引とは何か?** — EFP取引は、二者の間において非公開で交渉される取引で、現物、スポット又はOTC取引のポジションを経済的に相殺するために、同時に行う先物取引です。

EFP取引に加え、CMEとCBOTはともに、その規則(CME及びCBOT規則538参照)でEFR取引を許可しています。EFR取引は、先物取引を相殺するポジションがスワップのようなOTC取引であることにおいて、EFP取引とは異なります。



EOO取引は、同様にEFR取引に似ており、取引所の上場オプションのポジションを類似のOTCオプションのポジションに対して行う取引です。これらの違いを別にすれば、EFP取引、EFR取引及びEOO取引は、ほとんど同じで、様々な形態のEFR取引を表します。

EFRP取引は、基本的に、非公開で交渉する「ベース取引」であるとも考えられます。

その先物取引は、CME Globexによる電子取引又は取引所の立会場取引などの競争的取引の環境から離れて、相互に交渉し、その後CME Group 清算機関に取引が移され、そこでは他の先物ポジションと全く同様に処理されます。

CME Groupには、現物ポジションの処理や、その後の記帳処理のための機能を提供したりする役割はありません。むしろ、それはEFP取引に係る当事者次第ということになります。

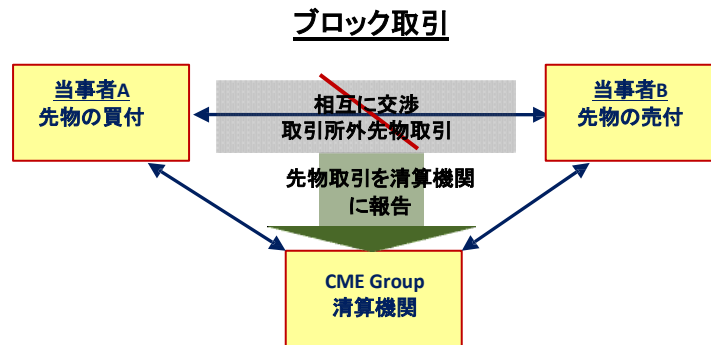
**相殺の対象となる現物ポジション** — EFRP取引に関し、先物商品と表裏で取引される現物、スポット又はOTCポジションは、合法で経済的な相殺を示すようなものでなければなりません。取引所は、CME Group市場規制部が公表したFAQにおいて、受け入れ可能な相殺取引を特定の上場市場について認定しています。

金利先物との関連で、認知された相殺するポジションとは、以下を含めます。「リスク性と満期のある固定金利商品と対応する取引所取引の原商品に対応する、リスクの特徴と満期を有する固定金利商品は.....このような商品は、限定されることがなく、短期金融市場商品、財務省証券、政府機関証券、投資適格企業債、金利先

渡取引(FRAs)、不動産抵当証券担保証券(CMOs)等の抵当商品、及び金利スワップやスワップションズを..... [さらに、]関連したポジション取引は、量、価値または取引所取引に対するリスク度と同等でなければなりません。<sup>1</sup>

取引をすることが許可されます。ECPは、一般的に、取引所会員及び会員業者、ブローカー/ディーラー、政府機関、年金基金、商品ファンド、企業、投資会社、保険会社、預貯金取扱金融機関並びに個人富裕層と考えることができます。その資格については、正式に商品取引所法(CEA)、Section 1a(12)で定義されています。

**ブロック取引** — ブロック取引は、簡潔に言うと、非公開で交渉する先物取引です。これらは、適格な当事者間で非公開で交渉され、続いて CME 清算機関に記帳のために報告されます。



ブロック取引は、価格報告のため、執行時から5～15分の所定時間枠内に取引所へ報告しなければなりません。下の表は、2011年10月18日(火)の金利先物・オプション市場で記録された全てのブロック取引の概要を示しています。

ブロック取引は、機関投資家トレーダーにとって、厳選した適格な取引相手と先物取引を非公開で交渉するという利便性を提供します。特に、機関投資家は、しばしば単一の価格で大口取引を執行しようとし、また同時に CME の CCP(Centralized Counterparty)中央清算システムに伴う財務上の保証があることによる恩恵を享受します。

このデータは、CME Group のウェブサイトから収集され、ブロック取引活動のおおよその規模を示唆しています。<sup>2</sup>

### 金利ブロック取引 (2011年10月18日)

コード	商品	価格	数量	時間(米国中部時間)
TYFZ1	10年物国債先物	128-275	5,000	13:27
EDZ3	ユーロドル先物	98.97	7,950	11:50
EDU3	ユーロドル先物	99.15	8,000	06:48
TYFZ1	10年物国債先物	129-025	2,700	02:12
TYFZ1	10年物国債先物	129-010	2,700	02:01
TYFZ1	10年物国債先物	129-020	10,850	01:58

清算機関に記帳されてしまえば、その結果としての先物取引は、その特定の取引に記録された他の先物取引とは区別できません。こうして、これらの取引は、その後、CME Globex による電子取引又はオープン・アウトクライによる立会場取引等の通常の方法により執行された相殺取引により清算することができます。

金利市場のブロック取引は、取引所公認営業日における月曜日から金曜日までの午前7時00分から午後4時00分(米国中部時間)の間に執行された場合、執行から5分以内に取引所に報告されなければなりません。ブロック取引は、他の時間に執行された場合は、15分以内に報告されなければなりません。その後、取引の詳細は、記帳のためにCME清算機関に報告されなければなりません(顧客の清算会員は、そのような報告書が取引所に適切に提出されることを確実にする責任があります)。<sup>3</sup>

ブロック取引は、EFRP 取引とは異なり、相殺の対象となる現物又は OTC 取引を付随しないという意味で EFRP 取引とは区別できます。これはブロック取引が頻繁に、CLOB に注文を発することにより、ブロック取引のマーケット・メーカーによりヘッジされる場合があること示します。それとは対照的に、EFRP 取引は別の市場のポジションにより相殺される先物ポジションから構成されるので、「市場中立」的取引を意味します。

取引所は、ブロック取引に関して一定の制限を設けます。「Eligible Contract Participants: 適格取引参加者」、即ち ECP だけがブロック

<sup>1</sup> 詳細は、CME Group アドバイザリー通知 RA1006-5、「関連するポジションに対する取引(Exchange for Related Positions)」(2010年6月11日)を参照してください。

<sup>2</sup> 金利商品のブロック取引の詳細は、次のリンクで、CME Groupのウェブサイト参照してください。[http://www.cmegroup.com/clearing/trading-practices/block-data.html?id=6#contractTypes=FUT,OPT,SPD&exchange\\_s=XCBT,XCME,XCEC,XNYM&assetclass=1,6](http://www.cmegroup.com/clearing/trading-practices/block-data.html?id=6#contractTypes=FUT,OPT,SPD&exchange_s=XCBT,XCME,XCEC,XNYM&assetclass=1,6)

<sup>3</sup> ブロック取引に関する過去の情報は、次のリンクで、CME Groupのウェブサイト参照してください。[www.cmegroup.com/market-data/datamine-historical-data/block-trades.html](http://www.cmegroup.com/market-data/datamine-historical-data/block-trades.html)

ブロック取引は、取引の規模、先物その他関連市場におけるそのときの支配的な市場価格、その他の関係状況に照らして、「公正かつ合理的である」価格で取引されなければなりません。

終わりに、ブロック取引には、最少注文数量制限があります。例えば、定例の取引時間(RTH; Regular Trading Hours)の間又は米国中部時間午前 7:00 から午後 4:00 の間、ユーロドル先物に関連する最少注文数量は 4,000 枚、又は想定元本 40 億ドル (4,000×100 万ドル想定元本取引単位)です。

### ブロック取引最少数量 (RTH の間)

	取引単位	ブロック 最少枚数	想定元本 最少額
ユーロドル先物	\$1,000,000	4,000	\$ 40 億
2 年物国債先物	\$200,000	5,000	\$ 10 億
5 年物国債先物	\$100,000	5,000	\$ 5 億
10 年物国債先物	\$100,000	5,000	\$ 5 億
30 年物国債先物	\$100,000	3,000	\$ 3 億
超長期国債先物	\$100,000	2,000	\$ 2 億

上記の表は、RTH についての最少量を強調しています。ある程度大きなブロック取引注文最少数量は、機関投資家のニーズをバランスさせることに配慮して設定され、CLOB が提供する大きな流動性及び狭いビッドとアスクの спреッドを維持していることに留意してください。これらの最少数量制限は、ブロック取引が執行される日の時間により様々です。軽減されたブロック注文最少値は、通常 RTH 以外又は米国日中取引時間に実施されています。<sup>4</sup>

**どのようにして取引するか？** — EFRP 取引又はブロック取引は、当事者により合意された時間及び価格で取引できます。当事者の顧客は、当事者間でブロック取引又は EFRP 取引を取引できます。但し、その結果生じる先物ポジションは、その後清算会員を通して CME Group 清算機関に報告されます。

但し、より一般的には、顧客は、マーケット・メーカー、即ち、当該特定の市場においてビッドとオファーを提示したいと思うディーラーとの関係を築きます。これらのディーラーは、通常、当該顧客がその結果生じる先物と現物のポジションが帰属する先物口座と有価証券口座を保有することを求めます。EFRP 取引及びブロック取引のマーケット・メーカーを行う様々の業者が存在しますが、取引所は中立の立場であり、この件に関して推奨することはありません。

取引に対する当事者がブロック取引又は EFRP 取引のいずれかを成立させた後、先物ポジションは取引所フロント・エンド清算(FEC)システムにより、清算会員を経由して清算機関に報告されます。ブロック取引は、CME ClearPort を通して CME 清算機関に電子的に報告されます。取引を行うブローカーとして、又は取引に対する指定当事者である場合、トレーダーとして、CME ClearPort に登録しなければなりません。CME ClearPort のデモは、場外取引の登録及び報告について説明しています。<sup>5</sup>

EFRP 取引から生じる現物ポジションは、引き続き EFP 取引相手により開設された適切な口座で保有され、執行後に取引所に報告されることはありません。しかし、定期的な監査の間に必要となる場合、清算会員は、相殺ポジションが取引され、有効な相殺ポジションとして取引所基準に適合することを証明する取引明細書を作成することを求められる可能性があります。

ディーラーは、よく EFRP 取引又はブロック取引に関するビッド及びオファーを直接顧客に提示しますが、取引所はそのような価格提示を掲示せず、またはこれらの取引を執行するための機能を提供しません。しかし、CME Group は、オプションズ及び先物のブロック取引を行うために、マーケット・メーカーへの連絡先情報を業者に提供するため、登録手続きを制定しました。<sup>6</sup>

**誰が、何故「取引所外」取引を行うのか？** — 取引所外取引は、一般的に、特定の目的を有する機関投資家トレーダーがよく行います。

EFRP 取引は、機関投資家が既存の現物オプション及び先物ポジションを有しており、それらを相殺したい場合利用されます。例えば、米国債の買い持ち、先物の売り持ちとなっている米国債の

<sup>4</sup> 詳細は、CME Group 市場規制アドバイザー通知 RA1008-3、「ブロック取引(Block Trade)」(2011 年 8 月 23 日)を参照してください。

<sup>5</sup> 次の URL をご参照ください。  
<http://progressive.powerstream.net/008/00102/edu/interactive/clearport/demo/start.htm>

<sup>6</sup> 次の URL をご参照ください。  
<http://www.cmegroup.com/education/events/forms/rfq-followup-registration.html>



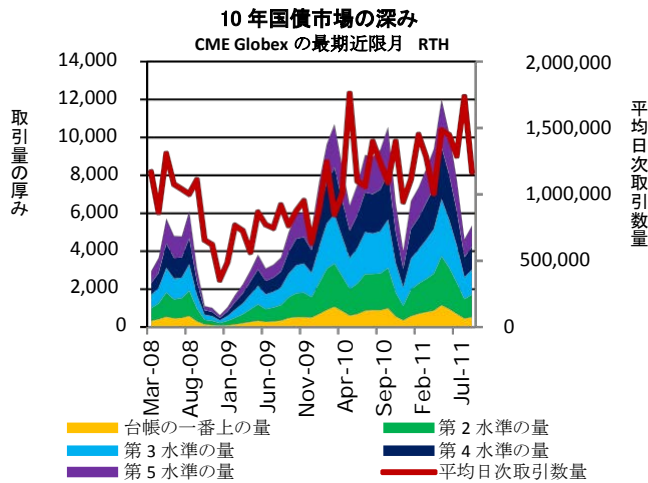
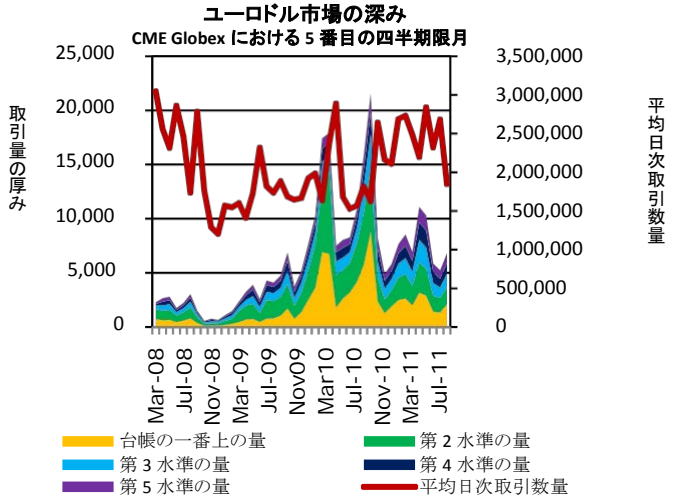
ディーラーがおり、先物の買い持ち、望ましい国債現物ポジションが売り持ちである顧客がいるとします。EFRP取引を利用することにより、これらの当事者は直ぐにそれらのポジションを交換でき、それにより、CME Groupでの取引に伴う流動性及び財務的保証を享受します。

ブロック取引は、しばしば、取引すべき大規模の枚数を保有する機関投資家により行われます。頻繁に、これらの機関投資家

トレーダーは、立会場で又はCME Globex電子取引システムを通しての執行よりも、取引が単一の、一つにまとまった価格で執行されることを確実にするために、ブロック取引を好むことがあります。言い換えれば、ブロック取引を行うトレーダーは、例えば、CME Globex電子取引システムに入力された大口の注文が、それらによりこま切れに執行されるかもしれないことについて懸念を示すことがあります。

このようにして、取引所外ベースで取引を行う決定は、より頻繁に、注文の規模に比した市場流動性の検証により、引き起こされます。

があることが分かります。例えば、2011年1月から9月までに取引されたユーロドル先物数量の0.7%だけが、EFRP取引又はブロック取引を通して行われました。同期間に、ユーロドル先物では、合計84,119,325件の取引に対して、EFRP取引は1,335件及びブロック取引は512件だけ(切り捨てて0.0%)が記録されています。



さらに、EFRP取引又はブロック取引の平均取引数量は、全体の平均取引数量に比して極めて大きいことを指摘します。2011年1月から9月までの期間の平均ユーロドル取引数量は僅か5枚でした。<sup>7</sup> 平均EFRP取引数量は、1,204枚で、平均ブロック取引数量は、3,218枚でした。<sup>8</sup>

**透明な価格決定の価値** — CME Groupは、EFRP取引を含む取引所外取引を、これを業務遂行上の便利かつ迅速な方法と考え

流動性を測定するには、とりわけ「台帳の深み」を含め、多くの方法があります。これは、最良のビッド及びオファー（「台帳の一番上」）、第2番の最良ビッド及びオファー（「第2水準」）、第3番の最良ビッド及びオファーなどで待機している指値注文の数への参照です。流動性は、台帳の深みで測定され、典型的には、市場の変動性の働きで大きくなったり小さくなったりします。しかし、CME Groupの市場は、通常とてつもない深みを提供します。その結果、伝統的な執行方法は、一般的に通常の流動性の要求に対応するには、十分過ぎるほどです。

このように、取引所外の方法を通して執行された取引の数量及び件数は、取引数量及び取引件数の総合計に比して少ない傾向

<sup>7</sup> この説明において、平均取引数量を、取引数量÷取引件数で算出したことに留意してください。しかし、弊所のデータシステムは、複数の価格水準で執行された注文を「スプリット・フィル(分割注文成立)」、分かれた取引として記録すると考えてください。これらのスプリット・フィルを合計するとすれば、より少ない取引件数で、より大きな取引量となると思われます。

<sup>8</sup> 時には、ブロック取引の平均取引量は、定例の取引時間帯(RTH)又は米国日中取引時間中、ブロック取引の所定最小量を下回る場合があります。RTH以外の期間の最少ブロック取引注文量は、一般的に減少します。多くの市場のルールでは、さらにブロック取引最少必要枚数に適合するためにスプレッド注文を合計することを認め、弊所のデータが収集されるシステムがスプレッドの一方ごとにスプレッド取引を記録し、それらが個別の取引のように見え、計算される取引量を減少させます。

えるトレーダーへの便宜として、認めています。それらは、先物を取引する方法としては、主流となることを意図されていません。むしろ、取引所は、取引の多数がオープン・アウトクライ又は CME Globex のような公開の、競争的取引経路で行われることを期待しています。

価格発見は、先物市場の主要な機能を表しています。このように、主要な取引経路として透明性のある取引経路は、価値が容易に参照可能であり、このことを推進することは重要です。流動性は、均衡価格の効率的な発見にとって必要な前提条件です。

このように、私どもは、主たる競争的な市場から大きな数量の取引を流出させる意図はありません。実際、金利先物の取引数量の小さな部分だけが下記の表に示すように、EFRP 取引として取引されます。

それでも、EFRP 取引及びブロック取引の形態での取引所外取引は、しばしば、トレーダーにとって使い勝手がよく、便利な受け皿です。従って、ヘッジ機能だけでなく価格発見の効率的な源を顧

客に提供するという取引所の使命と一致し続けています。

詳細は、下記までお問い合わせください。

John W. Labuszewski、常務取締役  
調査・商品開発  
+1 312-466-7469, [jlab@cmegroup.com](mailto:jlab@cmegroup.com)

Lori Aldinger、アソシエート・ディレクター  
調査・商品開発  
+1 312-930-2337, [lori.aldinger@cmegroup.com](mailto:lori.aldinger@cmegroup.com)

Michael Kamradt、ディレクター  
金利商品  
+1 312-466-7473, [mike.kamradt@cmegroup.com](mailto:mike.kamradt@cmegroup.com)

Michael Hohman、アソシエート・ディレクター  
顧客開発・営業  
+1 312-930-1773, [michael.hohman@cmegroup.com](mailto:michael.hohman@cmegroup.com)

**Copyright 2011 CME Group All Rights Reserved.** CME Group™、地球儀ロゴ、Globex®、CME® は Chicago Mercantile Exchange Inc の商標です。CBOT® は Board of Trade of the City of Chicago の商標です。NYMEX は New York Mercantile Exchange, Inc の商標です。この情報は、信頼できるとされる情報源から得たものです。本資料に記載されている情報は、情報提供と教育のみを目的としたものであり、正確性、完全性、市場取引の結果は、CME Group Inc.または子会社により保証されるものではありません。また、本資料に記載されている例は、投資アドバイスをしたり、先物やオプションズ売買の勧誘を行うものではありません。

特に言及のない限り、CME Group の商品とは、規制されている CME、CBOT、NYMEX、COMEX 取引所のいずれかで取引される商品を指しています。これらの取引所で売買される商品は特定の取引所の規則・規定の対象となりますので、これらの内容については該当の規則集を参照してください。

## 取引所外取引概要

	2010年				2011年1月-9月			
	合計	EFRP	ブロック	取引所外 %	合計	EFRP	ブロック	取引所外 %
<b>ユーロドル先物</b>								
出来高	510,955,113	818,131	1,427,894	0.4%	461,738,265	1,607,409	1,647,857	0.7%
取引件数	82,946,896	849	623	0.0%	84,119,325	1,335	512	0.0%
平均数量	6	964	2,294		5	1,204	3,218	
<b>ユーロドルオプションズ</b>								
出来高	106,893,369	0	439,650	0.4%	77,018,896	0	327,500	0.4%
取引件数	314,172	0	41	0.0%	201,361	0	28	0.0%
平均数量	340	-	10,723		382	-	11,696	
<b>ミッドカーブ・オプションズ</b>								
出来高	76,490,147	0	566,500	0.7%	76,059,850	0	1,205,825	1.6%
取引件数	210,285	0	54	0.0%	183,274	0	102	0.1%
平均数量	364	-	10,491		415	-	11,822	
<b>2年物国債先物</b>								
出来高	66,977,168	3,149,416	481,668	5.4%	59,665,120	3,617,693	487,485	6.9%
取引件数	17,452,687	2,455	67	0.0%	15,823,639	2,295	63	0.0%
平均数量	4	1,283	7,189		4	1,576	7,738	
<b>2年物国債オプションズ</b>								
出来高	2,400,459	0	6,000	0.2%	2,393,458	11,346	0	0.5%
取引件数	21,407	0	5	0.0%	16,124	10	0	0.1%
平均数量	112	-	1,200		148	1,135	-	
<b>5年物国債先物</b>								
出来高	132,149,948	4,927,935	676,324	4.2%	135,905,642	5,267,095	1,003,587	4.6%
取引件数	23,287,711	5,376	92	0.0%	23,916,152	5,100	153	0.0%
平均数量	6	917	7,351		6	1,033	6,559	
<b>5年物国債オプションズ</b>								
出来高	6,064,380	16,887	55,280	1.2%	8,250,343	37,882	207,500	3.0%
取引件数	66,363	13	8	0.0%	92,180	34	18	0.1%
平均数量	91	1,299	6,910		90	1,114	11,528	
<b>10年物国債先物</b>								
出来高	293,718,907	8,140,751	821,808	3.1%	252,877,182	6,167,697	1,211,553	2.9%
取引件数	45,918,082	12,663	157	0.0%	42,835,121	9,061	214	0.0%
平均数量	6	643	5,234		6	681	5,661	
<b>10年物国債オプションズ</b>								
出来高	55,298,906	181,085	20,000	0.4%	40,196,354	12,400	108,000	0.3%
取引件数	748,056	119	1	0.0%	719,221	15	9	0.0%
平均数量	74	1,522	20,000		56	827	12,000	
<b>30年物国債先物</b>								
出来高	83,509,754	2,499,607	176,990	3.2%	71,616,639	1,542,753	152,750	2.4%
取引件数	21,080,487	6,576	45	0.0%	19,786,045	4,373	37	0.0%
平均数量	4	380	3,933		4	353	4,128	
<b>30年物国債オプションズ</b>								
出来高	14,544,944	200	37,922	0.3%	9,322,167	0	11,374	0.1%
取引件数	702,815	1	3	0.0%	529,325	0	3	0.0%
平均数量	21	200	12,641		18	-	3,791	
<b>超長期国債先物</b>								
出来高	7,713,395	805,098	42,314	11.0%	11,458,303	780,297	71,378	7.4%
取引件数	2,412,193	2,980	21	0.1%	4,013,465	2,488	28	0.1%
平均数量	3	270	2,015		3	314	2,549	
<b>超長期国債オプションズ</b>								
出来高	51,022	0	0	0.0%	159,598	0	0	0.0%
取引件数	960	0	0	0.0%	5,386	0	0	0.0%
平均数量	53	-	-		30	-	-	