

巻頭言

政井 貴子 | SBI 金融経済研究所 理事長



政井 貴子

SBI 金融経済研究所 理事長
1965 年生まれ。トロント・ドミニオン銀行、クレディ・アグリコル銀行、新生銀行などにて金融市場関連業務を推進し、2013 年新生銀行初の女性執行役員に就任、2016 年日本銀行審議委員に任命される。2021 年より現職。

新しいデジタル金融市場を創る取り組みが世界中で展開されている。その制度設計に関する議論を深める際には、外国為替市場の変遷を振り返り整理することも有益かと思う。外国為替市場は他の金融市場よりも規制が比較的緩やかな中で、インターネットの普及や金融工学の発展といった技術の進歩によってほぼ内生的に変化してきたからだ。これまでの変遷を俯瞰し、取引形態や市場参加者の変化を理解することで、将来のデジタル金融市場の展望についてなんらかの洞察を得ることができるのではないかと考えている。

筆者は、長年にわたり外国為替のインターバンク市場に携わってきた。振り返ってみると、1990 年ごろまでの市場構造は現在と比べると非常にシンプルで、江戸時代の堂島米市場とあまり変わらない構図だった。当時の市場構造は、インターバンク市場に流動性を供給する銀行同士の直接取引か、ブローカーが銀行との取引を仲立ちするものであった。顧客はその市場の外側に位置し、取引はインターバンク市場に繋がっている銀行との間で行われていた。また、少なくとも当時の東京市場では、銀行間の取引に「紳士協定」のようなものが残っており、価格操作や出し抜き行為を防ぐための自主的な申し合わせもあったように記憶している。またニューヨーク市場では、シカゴマーカンタイルエクステンジ（CME グループ）の通貨先物市場と現物のスポット市場との結びつきもあり、先物市場との裁定取引も行われていたが、東京市場には通貨先物市場が無かったため、江戸時代の堂島米市場よりも素朴なものであったかもしれない。

そうした素朴な市場も、電子ブローキングなどのデジタル技術の出現により、徐々に変化していく。1990 年代後半から 21 世紀初頭にかけて、銀行が単独または複数の銀行によるコンソーシアム形式で取引システムを顧客に提供し始め、顧客はこれらのシステムを通じて取引にアクセスできるようになった。さらに、プライムブローカーと呼ばれる資金管理手法が確立されると、高頻度取引のニーズがあったヘッジファンドなどに取引システムへのアクセスが提供され、彼らのインターバンク市場への匿名での直接参加が可能になっていった。その後、いったんは特定の銀行による取引の集中も生じたが、近年では銀行以外の金融機関、例えば運用会社が流動性の供給側と需要側両方の性格を持つなど、以前のようなインターバンク市場と場外との境界が更に不明瞭になりつつあり、市場構造が大きく変化し複雑化している。この結果、上位行への取引集中傾向から、再び分散化に転じている。

こうした市場構造の変化が進むにつれ、自主的な申し合わせのような「紳士協定」的な慣習は薄れ、明示化されたルールや契約に基づくより透明性の高い市場慣行が確立されていったと記憶している。

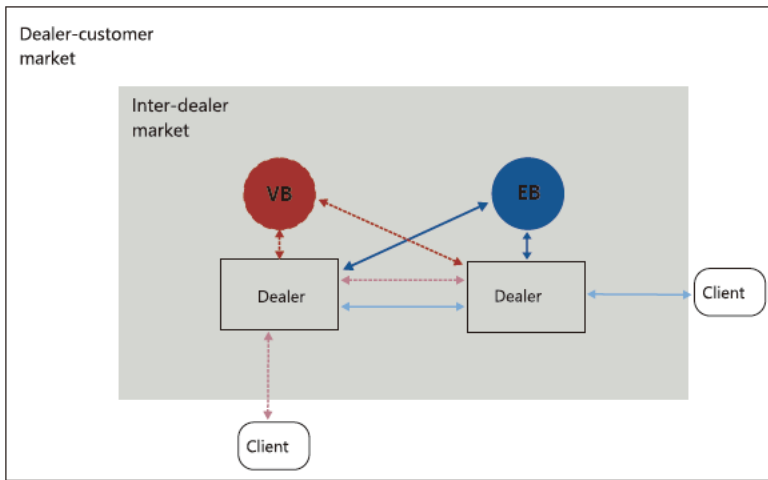
一方で、この間全く変化していない要素もある。2 営業日の決済が基準であるという点だ。例えば、決済期間が短縮されると決済リスクやカウンターパーティリス

ク削減には有効だが、決済対象となる資金の確保時間も短縮されるため市場取引への制約になりかねない。もし、CBDCやブロックチェーン技術などが決済慣行を変える影響を与えるとすれば、外国為替市場の構造はどのように変わっていくだろうか。

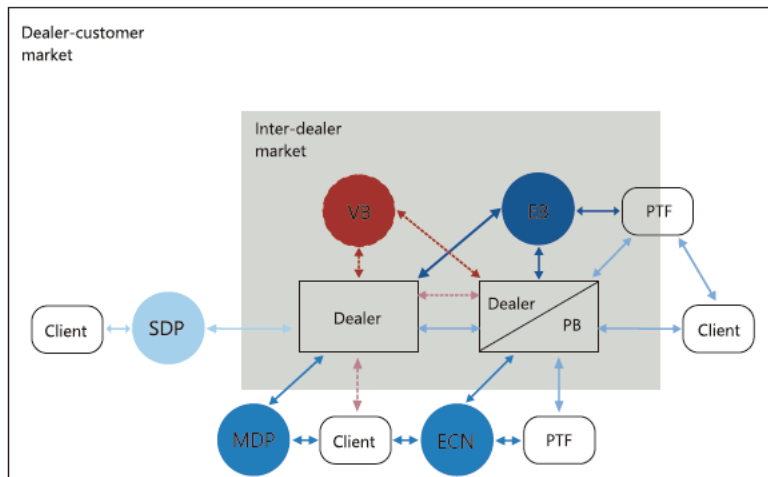
ここでは、筆者にとって関わりが深かった外国為替市場の変遷を事例に取り上げたが、市場発展の歴史的展開を振り返り、環境変化に伴う新たな問いに対する考察を行うことで、デジタル金融市場の育成に対する示唆を得ることができるのではないかと考えている。

図表 外国為替市場の変遷

1) 1990年代前半から半ば



2) 最近 10 年間



EB = electronic broker; MDP = multi-dealer platform; ECN = electronic communication network; PB = prime broker; PTF = principal trading firm; SDP = single-dealer platform; VB = voice broker.

出所) Chaboud, A., Rime, D., & Sushko, V. (2023). The Foreign Exchange Market. Bank of International settlements. <https://www.bis.org/publ/work1094.htm>