

2015年1月23日 全17頁

“アジアナンバーワン”の取引所が果たす役割

日本・香港・シンガポールの取引所は競合関係なのか

金融調査部 兼 パブリック・ポリシー・チーム
研究員 太田珠美

[要約]

- アジアの中で国際金融センターとして名前が挙がるのは、東京（日本）・香港・シンガポールである。その3都市にある取引所の中では、規模からいえば日本取引所グループが最も大きく、次いで香港取引所、シンガポール取引所（SGX）となる。
- 日本の場合、取引所は日本経済の成長を支える形で発展してきた。一方の香港・シンガポールは、取引所自体が経済成長の一翼を担う立場である。香港取引所もSGXも中国企業の取り込みやデリバティブ商品等の拡充に力を入れているが、これは国や地域の戦略の一環とも言えるだろう。
- アジア域内では欧米のように国や地域をまたいだ取引所の再編は起きていないが、香港取引所・上海証券取引所・深セン証券取引所の“中国連合”や、SGXを中心とした“ASEAN連合”のように、緩い枠組みはでき始めている。日本の取引所とこれらの関係は“競合”に見られることも多いが、各国・地域における取引所の役割・戦略は三者三様である。アジア金融・資本市場の発展のためには、三者が相互に協力し、ともに発展することが望ましい。

はじめに

東京（日本）・香港・シンガポールはいずれもニューヨーク・ロンドンに次ぐ「国際金融センター」のポジションを目指しており、実際に様々な機関が公表している金融センターランキングにおいても、上位に来るのは東京（日本）、香港、シンガポールである（図表1）。アジア域内には国・地域ごとに数多くの取引所が存在するが、やはりその中でも①アジア域内で最も市場規模が大きい日本取引所グループ、②中国のゲートウェイを謳う香港取引所、③アジアのゲートウェイを謳うシンガポール取引所、の3取引所が存在感を放っている。

本稿では、この3取引所の特徴を整理し、それぞれの国・地域が国際金融センターとしての地位を向上するにあたり、どのような役割を果たしているのかを整理する。また今後アジアの中でどのような役割が期待されているのか考察したい。

図表 1 国際金融センターランキング

名称	International Financial Center Development Index	Global Financial Center Index	Financial Development Index
発表元	新華社 Standard & Poor's Dow Jones Index社	Z/Yen グループ (英シンクタンク)	世界経済フォーラム
発表年月日	2014年11月	2014年9月	2012年10月
1	ニューヨーク	ニューヨーク	香港
2	ロンドン	ロンドン	アメリカ
3	東京	香港	イギリス
4	シンガポール	シンガポール	シンガポール
5	香港	サンフランシスコ	オーストラリア
6	上海	東京	カナダ
7	パリ	チューリッヒ	日本
8	フランクフルト	ソウル	スイス
9	北京	ボストン	オランダ
10	シカゴ	ワシントンDC	スウェーデン

(出所) National Financial Information Center Index Research Institute、Z/Yen グループ、世界経済フォーラムより大和総研作成

1. 取引所の構成 ～独立型の日本と総合型の香港・シンガポール～

最初にそれぞれの国・地域における取引所の構成を確認する。香港とシンガポールは1つの取引所が現物からデリバティブ市場（商品を含む）まで運営している総合取引所を採用しているが、日本は日本取引所グループ以外に地方取引所が存在し、商品取引所や金融取引所も独立して存在する。

① 日本

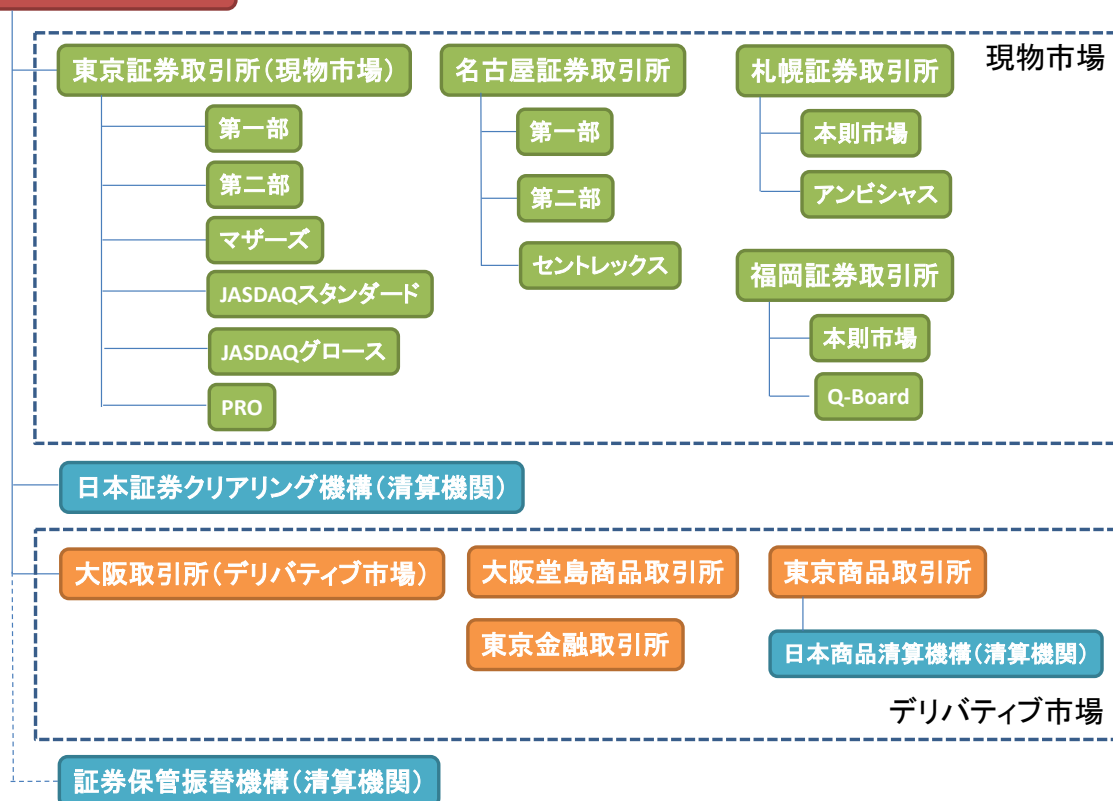
日本では2013年1月に東京証券取引所グループと大阪証券取引所が合併して誕生した日本取引所グループが最大の取引所である。日本取引所グループは現物市場（東京証券取引所、以下東証）とデリバティブ市場（大阪取引所）、清算機関（日本クリアリング機構）を運営している。日本にはこの他、現物市場を取扱う取引所として名古屋・札幌・福岡の3取引所が存在し、金利デリバティブや為替デリバティブを取扱う東京金融取引所、商品デリバティブを取扱う東京商品取引所と大阪堂島商品取引所が存在する（図表2）。

証券関係の決済業務は日本証券クリアリング機構が、振替業務は証券保管振替機構が行っており、名古屋・札幌・福岡証券取引所も両機関を使っている。東京商品取引所・大阪堂島商品

取引所で取引された商品先物の決済は日本商品清算機構が行っている。東京金融取引所は自らが清算機関としての役割も担っている（インハウス型）。

図表2 日本の取引所の概要

日本取引所グループ



(注) 証券保管振替機構は日本取引所グループの子会社ではなく関連会社に該当するため、点線にしている。
(出所) 各取引所公表資料より大和総研作成

② 香港

香港の取引所は香港取引所¹ (HKEx : Hong Kong Exchanges and Clearing Limited) に集約されており、HKEx 傘下で現物取引を取扱う香港証券取引所 (SEHK : The Stock Exchange of Hong Kong Limited)、デリバティブ取引を取扱う香港先物取引所 (HKFE : Hong Kong Futures Exchange Limited)、商品デリバティブ取引を取扱うロンドン金属取引所 (LME : London Metal Exchange) が運営されている (図表3)。従来、HKFE で取り扱うデリバティブ取引の原資産は証券や金利、為替が中心であり、商品に関しては金のみの取り扱いであったが、2014年12月からはLMEで取扱っているアルミニウム・亜鉛・銅先物のミニ先物²の取扱いを開始している。

清算機関は現物、先物、個別株式オプション、OTC、それぞれの取引ごとに設けられており、

¹ 香港取引所の正式名称は香港交易及結算所、香港証券取引所は香港聯合交易所、香港先物取引所は香港期貨交易所である。

² LMEで取引されているものは1単位25tだが、香港で取り扱うものは1単位5t。

また LME の清算機関も独立して存在する。なお、日本と異なり、香港では株券が電子化されておらず³、実務上、香港証券クリアリング(HKSCC:Hong Kong Securities Clearing Company Limited)に全て預託され、決済システム (CCASS : Central Clearing and Settlement System) で電子的に振替が行われている。

図表 3 香港の取引所の概要



(出所) 香港取引所より大和総研作成

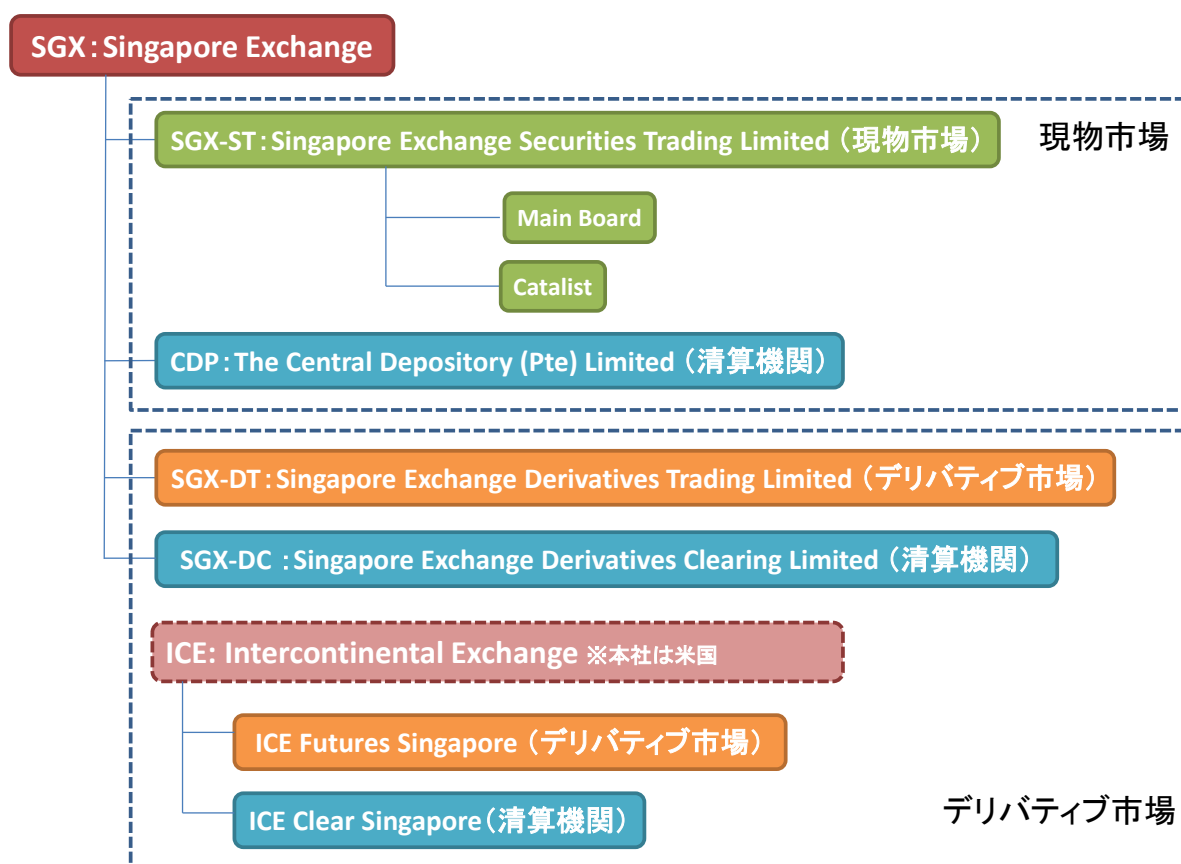
③ シンガポール

シンガポールも持株会社であるシンガポール取引所 (SGX : Singapore Exchange) の傘下で現物取引を取扱うシンガポール証券取引所 (SGX-ST : Singapore Exchange Securities Trading Limited) と、デリバティブ取引を取扱うシンガポールデリバティブ取引所 (SGX-DT : Singapore Exchange Derivatives Trading Limited) が運営されている (図表 4)。SGX-DT が取扱うデリバティブ取引の原資産は証券や金利、為替、商品と幅広い。清算機関に関しては、現物市場は CDP (The Central Depository (Pte) Limited) が、デリバティブ市場では SGX-DC (Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited) が担っている。シンガポールも香港同様、株券は電子化されておらず、CDP が株券の預託を受け、保管・振替を行うことになっている。

³ 報道によれば 2016 年を目途に電子化される見込みである。

シンガポールには SGX が運営する市場のほかに、原油や通貨などの先物を扱うシンガポールマーカンタイル取引所 (SMX : Singapore Mercantile Exchange) 及びその清算機関が存在したが、2013年に米国に本社を置くインターコンチネンタル取引所 (ICE: Intercontinental Exchange) に買収された⁴。本稿執筆時点で SMX の取引は停止されているが、2015年3月から ICE Futures Singapore (清算機関は ICE Clear Singapore) に名称変更した上で、取扱商品を「ICE ブレント原油ミニ先物 (Mini ICE Brent Crude futures)」、「金先物 (One-kilo Gold futures)」、「中国綿花先物 (Chinese Cotton No. 1 futures)」、「中国砂糖先物 (Chinese White Sugar futures)」、「中国人民元先物 (Chinese Renminbi futures)」の5種類とし、再開する予定となっている。

図表4 シンガポールの取引所の概要



(出所) シンガポール取引所、インターコンチネンタル取引所より大和総研作成

2. 取引所の市場規模や取扱商品

次に、日本・香港・シンガポールそれぞれの取引所の市場規模や取扱商品などを概観する。なお、前項の通り、香港は香港取引所、シンガポールは SGX に市場がほぼ集約されているため、この2取引所についてみていく。日本は複数の取引所が存在するが、現物市場・デリバティブ市場ともに日本取引所グループの市場規模・取引量が他の取引所を圧倒しているため、日本取引所グループについてみていく。

⁴ シンガポール当局の認可が下り、買収手続きが完全に終了したのは2014年2月である。

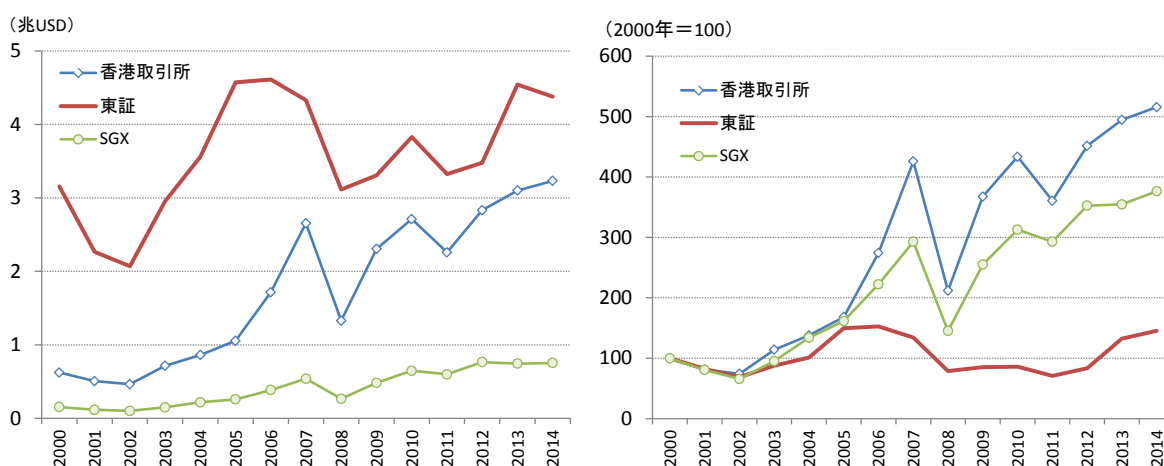
(1) 現物株式市場

① 上場企業数・時価総額

上場企業数および時価総額は東証が香港取引所・SGXを上回っており、時価総額は東証が4.4兆USD、香港取引所が3.2兆USD、SGXが0.8兆USDとなっている（2014年末時点、図表5）。市場規模としては東証が最も大きいということになるが、2000年代を通じて香港取引所とSGXの時価総額は急増しており、現地通貨建ての時価総額の推移をみると、2000年末と比べ香港取引所は約5倍、SGXは約4倍に成長している。それに対して東証は約1.5倍であり、成長性という点では劣っている。

図表5 各取引所の上場企業時価総額

（左図はUSD建て、右図は現地通貨建てで2000年=100として指数化したもの）

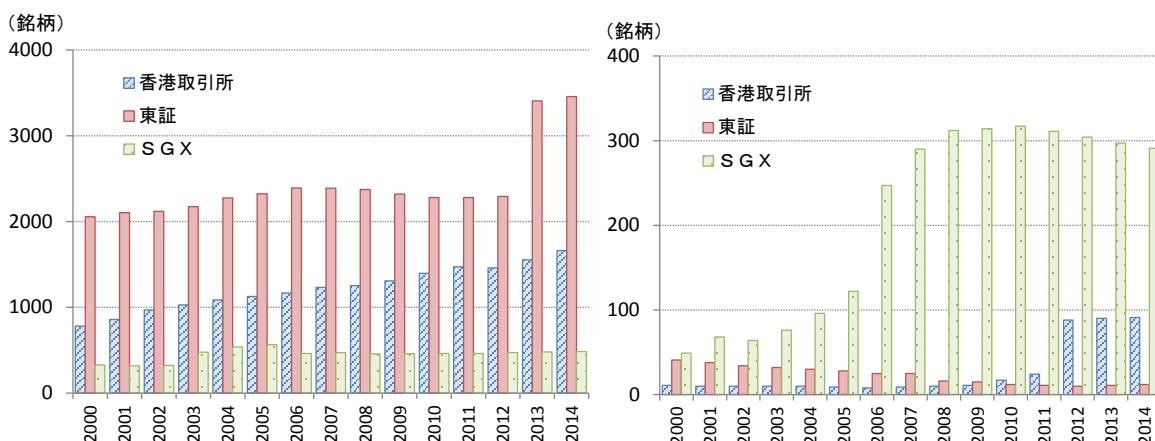


(注) 年末時点。

(出所) 国際取引所連合、IMF、Bloomberg より大和総研作成

上場企業数も東証が約3,500社と最も数が多く、香港取引所やSGXを圧倒的に上回っている（図表6）。ただし、香港取引所はIPO件数が多い。近年は東証を上回る水準が続いており、上場企業数を着実に増やしている（図表7）。東証およびSGXの上場企業数は近年横ばいもしくは減少傾向である。東証の新規上場企業数は、株式相場の上昇や企業の資金調達意欲の向上により、この数年増加傾向にある。しかし、2000年代後半の金融危機以前は年間で100社以上が新規上場していたことに鑑みれば、依然低い水準である。SGXは海外企業の誘致に力を入れ、2000年代半ばから後半にかけて、大幅に上場企業数を増やした。しかし、2010年以降は頭打ち状態になっている。

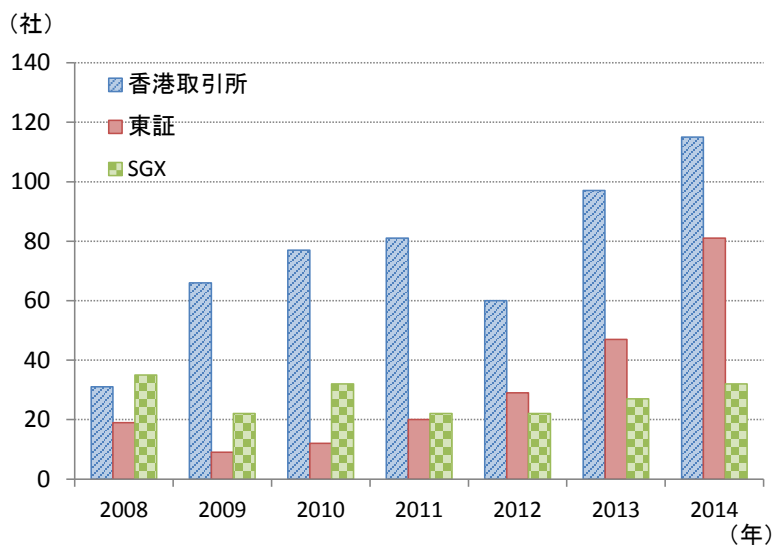
図表6 各取引所の上場企業数（国内企業：左図、海外企業：右図）



（注）年末時点。香港取引所の海外企業が2012年に急増しているが、これは統計上の処理を変更（国内企業にカウントしていたものを一部海外企業に変更）したことが原因とみられる。東証は2013年に旧大阪証券取引所の現物市場を引き継いだため、上場企業数・時価総額ともに大幅に増加している。

（出所）国際取引所連合より大和総研作成

図表7 各取引所の新規上場企業数



（注）IPOで上場した企業のみ。他市場経由での上場などは含まない。

（出所）国際取引所連合、東証、香港取引所、SGXより大和総研作成

SGXの上場企業数が頭打ちになっている理由の1つとして、中国企業の多くが香港取引所への上場を選択するようになった可能性が考えられる。

香港取引所の上場企業数増加は、中国企業に依るところが大きい。香港取引所に上場する中国企業は主にH株（中国本土に登録されている企業で中国証券監督管理委員会が香港取引所への上場を認めたもの）とレッドチップ（登記場所が中国本土以外にある企業で中国本土の政府機関傘下の企業）に分けられるが、この他に民営の中国本土企業の支配下にある企業（登記は中国本土以外）が香港取引所に上場しているケースがある（Main Private Enterprises）（図表8）。

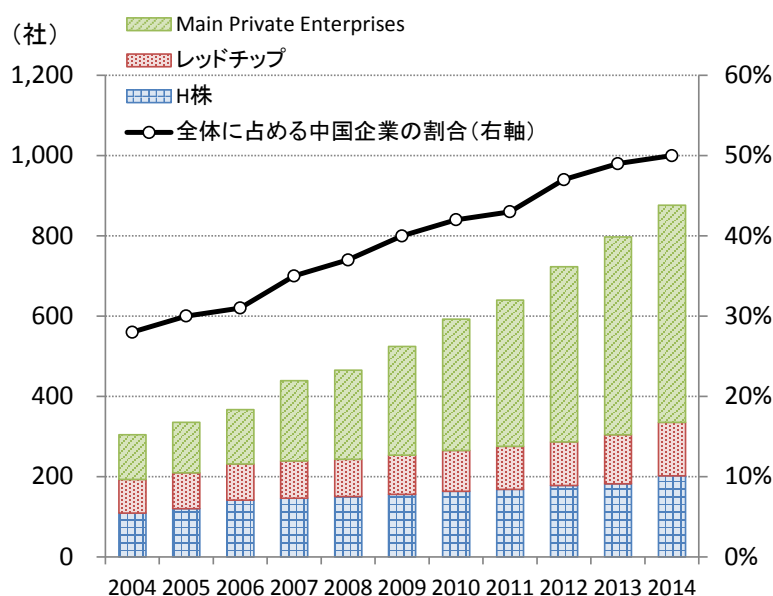
図表 8 香港取引所に上場する中国企業の区分

	登記地	所有区分
H株	中国本土	公営・民営
レッドチップ	中国本土以外	公営
Main Private Enterprises	中国本土以外	民営

(出所) 大和総研作成

近年の中国企業の IPO はこの“Main Private Enterprises”が圧倒的に多い。香港取引所が2015年1月に公表した資料によれば、上場企業のうち中国企業が876社（うちH株202社、レッドチップ133社、Main Private Enterprises541社）を占め、これはちょうど香港取引所全上場企業数の半数を占める（図表9）。時価総額でも、中国企業が全体の60%を占めている。また、2014年中のIPOのうち約7割の77社（うちH株21社、レッドチップ3社、Main Private Enterprises53社）が中国企業によるものである。なお、香港は海外企業の上場誘致も行っているが、中国企業を除くと30社ほどにとどまる⁵。

図表 9 香港取引所に上場する中国企業数の推移



(注) 年末時点。

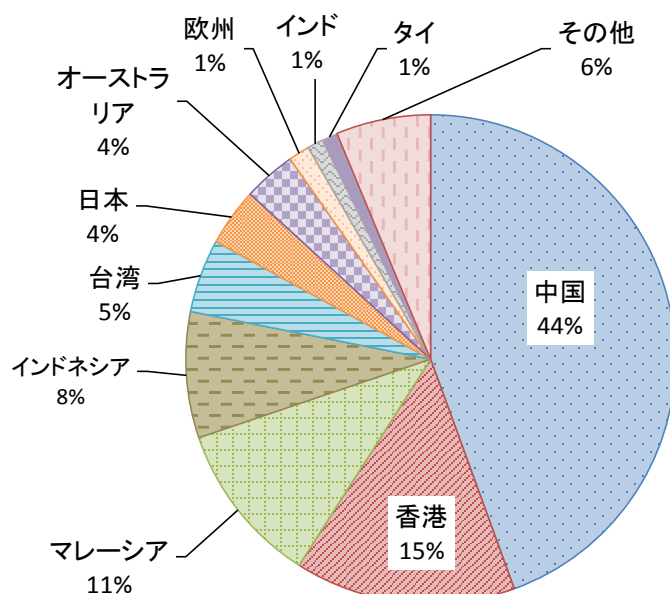
(出所) 香港取引所より大和総研作成

SGX は、上場企業の約4割を占める300社弱が海外企業である。アジアのゲートウェイを謳うだけあり、マレーシアやインドネシア、台湾、インド、タイといったように、アジアの様々な

⁵ 香港取引所ウェブサイト“List of Acceptable Overseas Jurisdictions”に掲載されている企業の数 (URL : http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/list_of_aoj.htm)。

国の企業が上場しているが、華僑圏であることから中国企業の上場が圧倒的に多く、海外企業のうち約4割が中国本土の企業である（香港企業まで含めると6割近くを占める）（図表10）⁶。なお、SGXは2013年11月までは香港取引所のように中国本土の企業がそのまま上場することができなかつたため（詳細は後述）、実務上、中国本土以外の地で設立した企業を上場させる形態をとっていた（香港でいうレッドチップやMain Private Enterprisesの形態であり、SGXではSチップと呼ばれている）。

図表10 SGXに上場している海外企業の国別内訳



（注）2014年9月末時点。
（出所）SGXより大和総研作成

SGXでは2007年以降、Sチップ企業による債務不履行や不正会計疑惑が相次ぎ、中には上場廃止や取引停止に至った企業もあった。投資家の信頼回復のため、SGXは2011年11月に上場規則を改正し、コーポレートガバナンスの強化を図ったが、この一連の動きの中で、中国企業の新規上場は激減している。しかし、2013年11月にSGXは中国証券監督管理委員会と「Direct Listing Framework」を新たに設けることを公表した。これは、中国本土企業がSGXへの上場を希望する場合、中国証券監督管理委員会が事前に審査・承認を行う仕組みである。この制度の主なメリットは、①中国本土の企業が直接SGXに上場できる（中国本土以外に設立する必要がなくなる）、②中国証券監督管理委員会が中国企業を監視することになるため、SGXに上場する中国企業の信頼性向上が期待できる、の2点である。これを受け、2015年には複数の中国企業の新規上場が見込まれているという⁷。

⁶ SGXにはメインボードと、成長企業向けの市場であるカタリストが存在する。上場企業数は両市場の合計値。SGXに上場している中国企業は1社あたりの規模が小さいとみられ、時価総額では中国系企業の占める割合は全体の3%にとどまる（2014年9月末時点）。残り97%の内訳は、シンガポール企業が54%、中国を除く海外企業が43%である（SGX “Quarterly Trading Summary Jul-Sep 2014”より）。

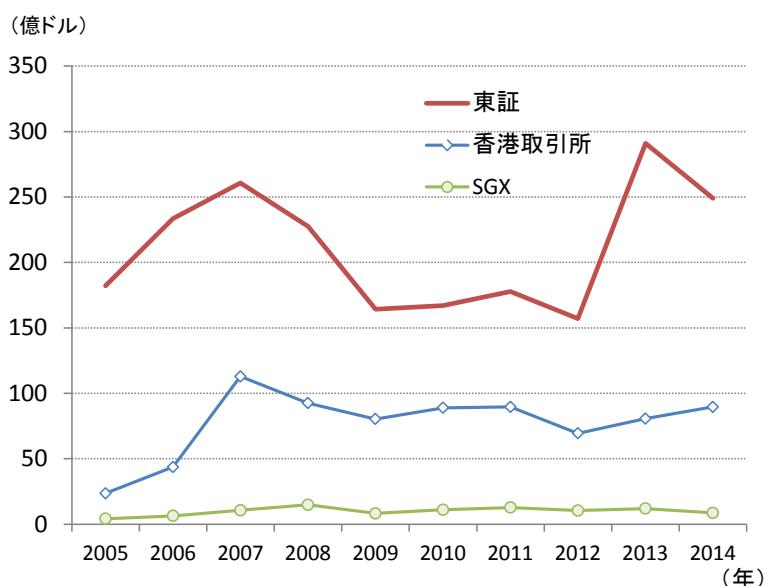
⁷ Bloomberg「シンガポール取引所、中国本土企業の上場再開見込む（原文：Singapore Exchange Sees End to Two-Year Hiatus for China IPOs）」（2014年9月）より。（URL：

中国企業の IPO は現在では香港取引所が中心となり、新規上場企業数は SGX を圧倒する状況が続いている。「Direct Listing Framework」が実際にどの程度効果があるのか、現時点ではまだ不透明であるが、香港取引所も SGX も、中国企業の動向が IPO 件数や時価総額の増減に大きな影響を与えるという状況は続きそうだ。

② 流動性（売買代金等）

1日あたりの売買代金は東証が最も多い（図表 11）。前述のとおり、香港取引所は時価総額・上場企業数ともに増えているものの、売買代金の増加にまではつながっていないようだ。2014年11月から上海証券取引所との相互接続を開始しており、中国本土の投資家から上海証券取引所を経由して注文を受けられるようになった。現時点では全体の売買代金に占める割合は1.3%（取引開始から2014年末までの実績）であり、大きな影響はみられない。

図表 11 1日あたりの売買金額（平均）の推移



(注) SGX のみ会計年度（前年7月から当年6月まで）、東証と香港取引所は暦年。東証が2013年に急増しているのは旧大証（ジャスダック含む）の現物市場と合併したため。

(出所) 東証、香港取引所、SGX、HAVER ANALYTICS より大和総研作成

SGX の売買代金は東証や香港取引所と比べるとだいぶ少ない。SGX はペニーストックと呼ばれる低位株の取引が多いが、2013年10月にペニーストック3銘柄が急落し、3日間で7,100億円（3社合計）の時価総額が失われるという出来事起きた（報道では“ペニーストックバブルの崩壊”や“ペニーストッククラッシュ”などと言われている）。これを受け、証券会社がペニーストックに取引制限を設けるなどしたため、これ以降、取引量が大きく減少した。また、2014

<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-NCA55NGK50XW01.html>、

<http://www.bloomberg.com/news/2014-09-21/singapore-exchange-sees-end-to-two-year-hiatus-for-china-ipo.html>

年 11 月以降、システムトラブルが複数回発生したことで市場の信頼性が低下しているため、売買代金の回復に至るまでは時間がかかりそうである。

東証の売買代金が最も大きいのは、そもそも時価総額が大きいことに加え、HFT (High Frequency Trade: 高速・高頻度取引) 業者による取引が他の取引所より多いためと推測される。東証では HFT 業者による取引が全体の 5 割超を占めているが⁸ (2013 年 5 月時点)、香港取引所は全体の 2 割程度にとどまり、SGX はほとんどない状況である⁹。

一般的に、HFT 業者が取引しやすい (利益を出しやすい) のは、米国のように市場が分散している場合かつ、流動性が確保されている市場と言われている。取引所外取引に関しては、東証 (日本)、香港、シンガポールのいずれの国もあまり活発ではなく、全取引のうち日本は約 10%、香港は約 2%、シンガポールは 10-15% 程度である¹⁰。香港取引所や SGX は市場が 1 つに集中しており裁定取引の機会がないことや、取引に伴うコストの面¹¹から、HFT 業者が参入するインセンティブが小さいようだ。特に SGX は流動性が少ないことも、HFT 業者が参入しない要因になっているものとみられる。SGX はデリバティブ市場の規模は大きく (詳細は後述)、デリバティブ市場では取引全体の 3 割程度が HFT 業者によるものと言われている。

(2) デリバティブ市場

① 取引高

デリバティブ市場の取引高は、大阪取引所 (以下、大阪取)、香港取引所、SGX のいずれも、世界の中で目立つ存在とは言えない。Futures Industry Association が公表している「FIA ANNUAL VOLUME SURVEY」によれば、2013 年のデリバティブの取引高 (取引枚数) の世界ランキングでは日本取引所グループが 14 位¹²、香港取引所が 15 位、SGX が 23 位であった (図表 12)。このランキングは原資産の種類を問わず、証券や商品など取引所で取引される全てのデリバティブ商品を対象に順位付けされている。

なお、その他の日本のデリバティブ取引所の順位は、東京金融取引所が 24 位、商品取引所はいずれもランキング外 (31 位以下) となっている。

⁸ 保坂豪「東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析」(2014 年 5 月) JPX ワーキング・ペーパー Vol.4 より。

⁹ Bloomberg 「HFT: Perspectives from Asia-Part I」(2013 年 6 月) より (URL: <http://www.bloombergtradebook.com/blog/hft-perspectives-from-asia-part-i/>)

¹⁰ 日本は日本証券業協会統計、香港は SFC 「Consultation Paper Concerning the Regulation of Alternative Liquidity Pools」(2014 年 2 月)、シンガポールは Financial Times 「Singapore exchange to let in big market-makers」(2014 年 4 月) より。(ただし、シンガポールは公式な数値は公表されていない。SGX の社長である Muthukrishnan Ramaswami 氏がインタビューに対して回答した予想の数値である。)

¹¹ 香港取引所については印紙税 (取引金額に対して 0.1%) があるため、HFT 業者は利益を上げづらく、参入の障壁になっているとの指摘がある。SGX についても清算・保管手数料がネックになっているという指摘がある (この指摘を受け 2014 年 2 月に手数料の引き下げが実施されたが、その結果 HFT 業者の参入があったかどうかは明らかになっていない)。

¹² 2013 年時点ではデリバティブ市場が東証と大証に分かれていたため、合計数値での順位である。東証のデリバティブ市場は 2014 年 3 月に大証に移管され、それとともに大証は大阪取引所に名称変更した。

図表 12 デリバティブ取引高のランキング (2013 年)

順位	取引所名	所在国
1	CME グループ	アメリカ
2	インターコンチネンタル取引所	アメリカ
3	ユーレックス	ドイツ
4	ナショナル証券取引所	インド
5	BM&F Bovespa	ブラジル
6	CBOE ホールディングス	アメリカ
7	ナスダック OMX	アメリカ
8	モスクワ取引所	ロシア
9	韓国取引所	韓国
10	マルチ商品取引所	インド
14	日本取引所グループ	日本
15	香港取引所	香港
23	SGX グループ	シンガポール
24	東京金融取引所	日本

(注) 取引枚数の多い順。原資産は株式・金利・為替・商品など全て含む。

(出所) Futures Industry Association より大和総研作成

② 取扱商品

大阪取と香港取引所と SGX の違いは、その取扱商品にある。大阪取のデリバティブ市場で取引高が多いのは日経平均株価と TOPIX、そして長期国債を原資産とした商品である（日経 225 先物、日経 225mini、日経 225 オプション、TOPIX 先物、ミニ TOPIX 先物、TOPIX オプション、長期国債先物、ミニ長期国債先物）。海外の株価指数の先物として NY ダウ先物、CNX Nifty 先物（インドのナショナル証券取引所に上場する主要 50 銘柄の株価指数）を取扱っているが、取引高は少ない。

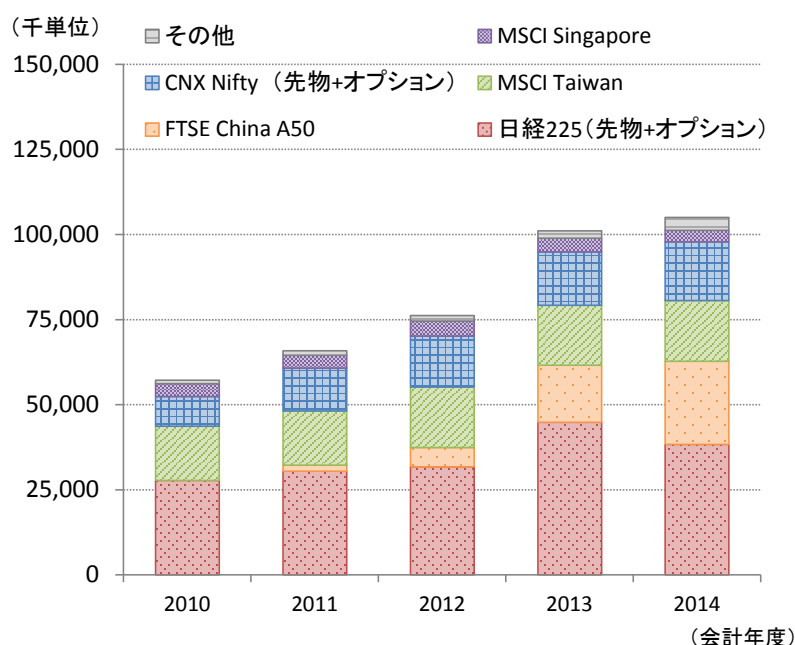
香港取引所のデリバティブ市場で取引高が最も多いのは H 株指数を原資産とした商品（先物・オプション）で、それに次いで多いのがハンセン指数を原資産とした商品（同）となっている。香港取引所はボベスパ指数（ブラジル株式の株価指数）、MICEX（ロシアの株価指数）、BSE Sensex（インドの株価指数）、FTSE/JSE Top40（南アフリカ株式の株価指数）といった海外の株価指数の先物や、人民元先物（USD/CNH）なども取扱っているが、これらの取引高は限られる。

香港取引所が近年力を入れているのが、商品デリバティブ市場である。2012 年に LME を買収した結果、先ほどの FIA のランキングで 2012 年：23 位→2013 年 15 位まで浮上した（2012 年のランキングでは LME は 19 位）。香港取引所は中国本土の商品デリバティブ取引所（大連・上海・鄭州）との連携も深めており、これまで手薄だった商品デリバティブ市場の強化を図っていく方針である。

SGX は大阪取や香港取引所と比べ、品ぞろえが豊富である。デリバティブ商品の原資産をみると、株価指数だけでもインド (CNX Nifty、MSCI India Index)、中国 (FTSE China A50)、香港 (MSCI Hong Kong+)、インドネシア (MSCI Indonesia)、シンガポール (MSCI Singapore、Straits Times)、台湾 (MSCI Taiwan)、タイ (MSCI Thailand)、日本 (日経平均株価)、フィリピン (MSCI Philippines) と、アジア各国の株価指数に投資できる体制を整えている。その他、金利・債券の先物・オプション取引が 9 種類 (原資産は日本 10 年国債、ユーロ円 Libor、ユーロ円 Tibor、ユーロドル)、商品デリバティブが 22 種類 (重油、灯油、ガソリン、石炭、鉄、ゴム、金、他) 取引されている。2013 年には為替先物取引の取扱いを開始し、11 種類 (AUD/JPY、AUD/USD、CNY/USD、INR/USD、KRW/JPY、KRW/USD、THB/USD、USD/CNH、USD/JPY、USD/SGD)¹³の通貨ペアが取引されている。ただし、SGX で取引高が一定量あるデリバティブ取引は、日経平均株価と MSCI Taiwan、CNX Nifty、FTSE China A50 に限られる (図表 13)。FTSE China A50 は近年取引高が急増しており、デリバティブ市場でも中国の存在感が増していることが見て取れる。金利や債券、コモディティ関連のデリバティブ取引はあまり活況とは言えない。

デリバティブ取引は原資産がその国・地域になくとも取り扱うことができるため、SGX は積極的に品ぞろえを増やしている。グローバル投資家からすれば、それぞれの国・地域に注文を出すより、1 か所にまとめて発注した方が、時差を考慮する必要もなく決済も容易である。SGX は一か所で多種多様な国・地域、商品に投資できる体制を構築することで、海外投資家に利便性の高い市場を提供しているのである。

図表 13 SGX のデリバティブ取引高



¹³ USD/JPY のみ Standard と Titan の 2 種類存在するため、11 種類である。CNH はオフショア人民元を意味する (オンショア人民元は CNY)。

(3) 市場運営

① 取引時間

<日本取引所グループ>

日本取引所グループは、現物市場（東証）の取引時間が9:00-11:30、12:30-15:00、デリバティブ市場（大阪取）は指数先物・オプションが9:00-15:15、有価証券（個別株式）オプションが9:00-11:35、12:30-15:15、国債先物・オプションが8:45-11:02、12:30-15:02となっている。現物市場は日中立会いのみで夜間取引（ナイト・セッション）は行われていないが、デリバティブ市場では有価証券オプションを除き、夜間取引が行われている（指数先物・オプション取引が16:30-3:00、国債先物・オプションが15:30-3:00）。

<香港取引所>

香港取引所は、現物市場の取引時間が9:30-12:00、13:00-16:00で、デリバティブ市場の取引時間が9:15-12:00、13:00-16:15である。ただし、デリバティブ市場は商品によって若干取引時間が異なる¹⁴。現物市場は日中立会いのみで夜間取引は行われていないが、デリバティブ市場ではハンセン指数およびH株指数関連の先物取引、人民元先物取引、LMEミニ先物取引（アルミニウム、亜鉛、銅）に限って、夜間取引が行われている。取引時間帯はLMEミニ先物取引のみ17:00-1:00、他は17:00-23:45となっている。

<SGX>

SGXの現物市場の取引時間は9:00-17:00のみであるが、デリバティブ市場は商品ごとに取引時間帯が異なる。例えば、日経225先物取引は7:45-14:25だが、CNX Nifty先物取引は9:00-18:10である。SGXも現物市場は日中立会いのみで夜間取引を行っていないが、デリバティブ市場は夜間取引を行っている（一部の商品については取扱いなし）。通常取引と同様、商品によって取引時間帯がそれぞれ異なるが、概ね日中の取引が終了してから1時間程度経過した後から開始され、午前2時まで取引が行われる（終了時間は全商品共通）。

現物市場の取引時間はSGXが最も長く（8時間）、次いで香港（5.5時間）、日本取引所グループ（5時間）の順となっている。デリバティブ市場はいずれの取引所も商品ごとに異なる設定をしているため一概に比較できないが、取引高が多い商品を参考にとすると、SGXが最も長く（日経225先物：日中6時間40分+夜間10時間45分）、次いで日本取引所グループ（同：日中6時間15分+夜間10時間30分）、香港取引所（ハンセン指数先物・H株指数先物：日中6時間+夜間6時間45分）の順となっている。前述のとおり、現物市場もデリバティブ市場も、取引高は多い順に日本取引所グループ、香港、SGXであり、取引時間の長さや取引高に相関関係があるわけではない。

¹⁴ 例えば人民元先物取引やLMEミニ先物取引（アルミニウム、亜鉛、銅）の取引時間は9:00-16:15（昼休みなし）である。詳細は香港取引所ウェブサイトを参照（URL：http://www.hkex.com.hk/eng/prod/drprod/hkifo/tradcalend_3.htm）。

ただ、SGX のデリバティブ取引の時間設定は興味深い。例えば先ほどの日経 225 先物・CNX Nifty 先物取引の時間をそれぞれ日本時間とインド時間に直すと、前者は日本時間の 8:45-15:25 に行われ、後者はインド時間の 6:30-15:40 に行われていることになる。つまり、それぞれの商品の原資産が取引されている主市場に合わせ、取引時間を設定しているのである（ムンバイ証券取引所の取引時間はインド時間 9:15-15:30）。原資産の取引はそれぞれの市場で執行し、裁定取引・ヘッジ取引は SGX で行うことが可能になる等、投資家にとって利便性が高い市場と言えるだろう。

② 決済通貨

日本取引所グループでは全てが円単位で表示され、円で決済が行われる。転換社債型新株予約権付社債や TOKYO PRO-BOND Market に関しては外貨建てで発行することも可能だが、決済そのものは円貨換算された金額でやり取りが行われる。

香港取引所では株式は基本的に香港ドル建てで取引されるが、デリバティブを含め、株式以外の商品では米ドル建てや人民元建てで取引されているものも少なくない。資金決済は香港取引所が指定する銀行を介して行われるが、銀行ごとに取り扱い通貨が異なる。本稿執筆時点で 8 行が指定されているが、そのうち 7 行は米ドル・人民元・香港ドルの決済が可能である¹⁵。

SGX は株式や ETF について、シンガポールドルではなく、米ドルで取引されるものが複数ある。また、デリバティブ市場は米ドルで取引される商品が大半だが、日経平均株価と日本国債を原資産とするものは円で取引される（日経 225 先物のみ米ドルで取引される商品が別途設定されている）。また、SGX では Dual Currency Trading 制度を設けており、1 つの証券に対して 2 つの通貨で取引を行うことが認められている。ただし、現状この制度を利用できる通貨はシンガポールドル、米ドル、香港ドル、オーストラリアドル、人民元に限られており、ユーロや円などは利用できない。本稿執筆時点でこの制度を利用しているのは、ETF が 8 銘柄（いずれもシンガポールドルと米ドル）、ビジネストラストが 1 銘柄（シンガポールドルと米ドル）、株式が 1 銘柄（シンガポールドルと人民元）である。

グローバル投資家からすれば、利用する通貨が増えるほどコストもリスクも増える。同じような商品であれば、米ドルが使える取引所で取引すればコストとリスクが抑えられることになる。そもそも、香港ドルはカレンシーボード制、シンガポールドルは通貨バスケット制を採用している通貨であり、投資家が負う為替変動リスクは円に比べると小さいと見て良いだろう。通貨自体の特性に加え、米ドル等で決済できる香港取引所・SGX を利用するメリットは小さくないはずである。

¹⁵ 残りの 1 行の取扱いは香港ドルのみ。デリバティブ市場の決済の一部を担う SE0CH においては香港ドルと人民元決済のみ可能であり、米ドル決済が可能な指定銀行はない。

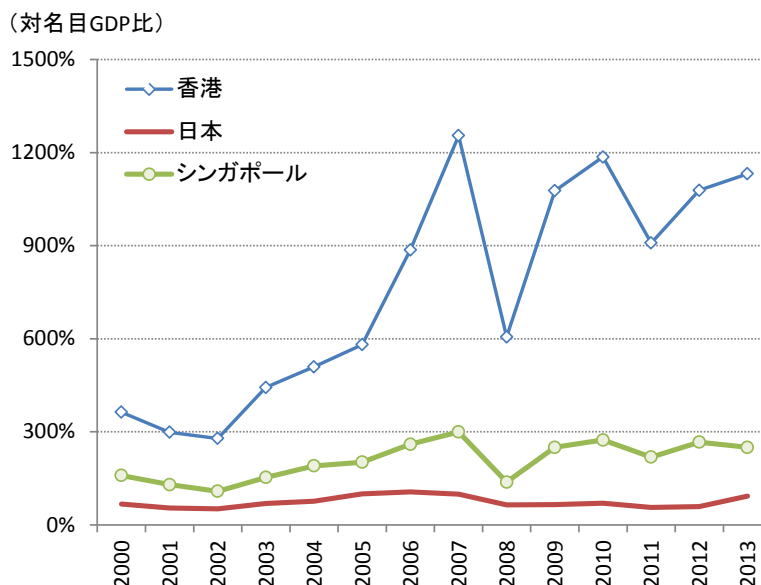
3. アジアの成長に資する取引所の在り方とは

(1) それぞれの国・地域における金融産業の位置づけ

日本・香港・シンガポールの取引所の構成や市場規模、取扱商品やその運営の違いについてみていくと、それぞれ、取り巻く環境に応じて発展してきたことが窺える。日本の場合、取引所は日本経済の発展のために資金過不足を調整する場として位置付けられ、産業の発展とともに成長を遂げてきた。現時点においても、投資家側はグローバル化が進んでいるものの、資金調達側（発行体）に関しては大半が日本企業であり、外国企業の上場社数は12社にとどまる。そもそも、日本では金融業は他の産業の経済活動を資金面から支える立場として認識され、それ自体が成長産業として捉えられることはあまりなかった。

一方、香港取引所・SGXはいずれも国・地域において金融業が成長産業として位置付けられており、取引所はその一翼を担うものとして機能している。香港もシンガポールも都市国家であり¹⁶、経済発展の基幹となる産業が限られている。また他国に輸出できるような資源もほとんど持っていない。例えば、日本は名目GDPのうち、金融・保険業が占める割合は4.5%、就業者の産業別構成比は3.1%に過ぎない¹⁷。しかし、香港・シンガポールでは金融・保険業が名目GDPの16.3%・11.2%を占め、就業者の産業別構成比も6.0%・7.4%と、日本より高い数値となっている¹⁸。香港取引所もSGXも、時価総額が地域・国の経済規模を上回る水準であるが、これは経済発展のため、香港取引所とSGXが海外から発行体や投資家を積極的に呼び込み、市場規模の拡大を図った結果と言えるだろう（図表14）。

図表14 時価総額の対名目GDP比



(出所) 国際取引所連合、IMFより大和総研作成

¹⁶ 香港は中国の1都市であるが、独立行政区として大幅な自治が認められており、都市国家に近い存在である。

¹⁷ いずれも内閣府「国民経済計算」より、2013暦年の数値。

¹⁸ 名目GDPに占める割合については2013年、就業者の産業別構成比については2012年の値。労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較2014」より。

(2) アジア域内の取引所の今後

日本取引所グループは日本経済の厚みに支えられ、市場規模に関してはアジアのみならず世界でもトップクラスの取引所の地位を維持してきた。しかし、中国をはじめとするアジアの著しい経済成長を受け、その地位は盤石なものとは言い難い。2014年6月に安倍政権が公表した『日本再興戦略』改訂2014―未来への挑戦―の中では、日本が国際金融センターとしての地位を確立すること、そしてアジアナンバーワンの金融・資本市場の構築を目指すことを謳っている。これを実現するには、海外投資家・発行体の利便性向上に向けた取組みや、アジア域内の取引所との連携を一層強化することなどが必要だろう。

例えば、日本において企業と取引所が連携して取り組んできた情報開示や、コーポレートガバナンス体制の強化などは、アジア域内で一日の長がある。銀行借入れ中心のアジア域内の企業が直接金融にシフトする過程で、日本企業の経験は非常に参考になるだろう。今後上場を目指す企業に育成段階からかかわったり、「日本の取引所に上場することが高いコーポレートガバナンス体制を持っていることの証しになる」といったようなブランド化を図ることなどで、アジア域内の優良企業を日本の取引所に誘致することも考えられる。また、海外の取引所との連携に関しては、日本の取引所に上場する企業（およびその現地法人）が、海外の取引所を通じて株式や債券を発行しやすくなるような仕組みを作ることも考えられる。日本企業の海外展開が進む中、現地通貨の調達手段が増えることは、日本企業の成長を後押しすることにもなる。

香港取引所は成長著しい中国本土と連携を深めることで市場規模を拡大しており、当面は中国本土のゲートウェイとして成長を続けることが予想される。華僑圏にあるSGXも、中国との関係を深めることでその経済成長の恩恵を受けてきたが、中国本土との関係に鑑みれば、香港取引所以上に中国経済成長の恩恵を受けることは難しいだろう。SGXは従来、ASX（オーストラリアの証券取引所）との相互接続を実現するなど、他証券取引所との連携に意欲的である。近年はASEAN Trading Linkによりタイやマレーシアの証券取引所との相互接続を実現したり、台湾証券取引所との連携を進めている¹⁹。ASEANを中心としたアジア諸国との連携深化と、海外投資家を意識した市場運営により、“海外投資家はSGXを利用すればアジアのどこにでも投資できる体制”の構築を着々と進めていこう。

アジア域内は通貨や言語が多種多様であるため、欧米のように国や地域をまたいだ取引所の再編が起ることは想定しがたいが、香港取引所・上海証券取引所・深セン証券取引所の“中国連合”や、SGXを中心とした“ASEAN連合”のように、緩い枠組みはでき始めている。この2連合と日本の取引所との関係は“競合”とみられがちだが、各国・地域における取引所の役割は異なり、当然とり得る戦略も異なる。むしろ相互に協力し、それぞれが発展することが、アジア金融・資本市場の厚みを増し、経済全体を発展させることにつながるはずである。

¹⁹ SGXを始め、ASEAN域内の証券取引所の連携については神尾篤史「ASEAN経済統合がもたらす域内証券取引所への影響（上）（下）」（2014年10月・12月）を参照。（URL：http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20141023_009060.html、http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20141210_009244.html）