

グローバル外国為替市場委員会：原則11及び外国為替市場の現況 下におけるプリヘッジの役割の解説¹

2021年7月

¹本稿で使用される用語は、外国為替市場における市場慣行の用語として一般に認められている意味に従って解釈すべきであり、これらの用語に法律上又は規制上の特定の意味を付与すべきでない。

原則11及び外国為替市場の現況下におけるプリヘッジの役割の解説

1. 序文

プリヘッジは、外国為替（FX）を含むOTC市場においてプリンシパルとして取引を行う際の有効なリスクマネージ手段の一つである。プリヘッジは、マーケット価格に大きな影響を及ぼすことが予想される取引のリスク及びマーケットへの影響の低減を促すことにより、特定の価格での価格継続や流動性が保証されていない非清算OTC市場において、流動性提供者が流動性消費者にある時点での取引価格を提供しやすくするためのものである。プリヘッジを活用するにあたり、流動性提供者は、顧客のアクティビティ及び外国為替市場の機能の支援の両面で、誠実さを持って行動することを期待される。プリヘッジを行う全ての流動性提供者の目的は、オーダーが見込まれる流動性消費者の利益であるべきだが、これが必ずしも取引執行、又は流動性消費者に有利な価格での取引に終わるという保証はない。流動性消費者又は市場機能の利益に資するという目的を持たないプリヘッジは、グローバル外為行動規範に合致しない。また、当該法域の法律によっては、違法なフロントランニングに該当する可能性がある。

プリンシパルとして行う取引におけるオーダーの取扱いは、潜在的に利益相反を伴っているため、流動性提供者は、この利益相反に慎重に対処しなければならない²。このような可能性は折に触れ、透明性の欠如、及び一部の流動性提供者による過去の不適切な使用事例（誤解を招くコミュニケーションに起因するものを含む）とともに、プリヘッジが流動性消費者及び外国為替市場全体に対して持つ利点に懸念を抱かせる原因となる。グローバル外国為替市場委員会の2019年度調査結果³は、原則11及びプリヘッジに関するさらに詳しいガイダンスの必要性を示していた。本稿は、具体的にこうした必要性への対応としてグローバル外国為替市場委員会が作成したものである。その目的は、(i) プリヘッジの定義、(ii) どのような時にプリヘッジを使用できるか、及び(iii) 流動性消費者に提示される価格にプリヘッジが与える影響を含め、外国為替市場の現況下におけるプリヘッジの適切な使用方法をさらに明確にすることである。

本レポートはグローバル外為行動規範の一部ではない。本レポートでは、原則11についてのガイダンスを示し、プリヘッジ活動をグローバル外為行動規範に合致させるために役立つ管理体制及び開示について論じる。このテーマが性質上複雑であること、また、この慣行の特定の側面に関してさまざまな意見が存在することがわかっている。よって、本稿は原則に重点を置く。本稿は、グローバル外為行動規範と併せて読むことを念頭に置いて執筆された。

主な用語

「プリヘッジは、執行が見込まれる単一、又は複数の顧客のオーダーについてのリスク管理で、こうしたオーダー及び取引において顧客の利益となるように企図されている。」

一般に、本稿及び原則11の適用範囲は、オーダー時点の市場流動性に対して取引規模が大きく、マーケットに多大な影響を与え得る執行見込み顧客⁴オーダーである。よって、プリヘッジは標準的慣行というよりむしろ例外として扱うべきである。原則11は、流動性提供者が、合理的に予測される短期的需要（特定の法域では一般にRENTDと呼ばれる）のリスク管理を含め、全般的なオーダー

² グローバル外為行動規範の原則3を参照のこと。

³ https://www.globalfxc.org/docs/gfxc_survey_results_Jan20.pdf

⁴ 本稿では、クォートをリクエストする市場参加者を指すときに「流動性消費者」、クォートを提供する市場参加者を指すときに「流動性提供者」という用語を使用する。

フローを予測することによって継続的な持高リスクを管理するような状況に適用されることを意図していない。

執行見込みオーダーは、流動性消費者が単一の、又は2社以上の流動性提供者に対し、特定の取引金額でのファームクォート⁵の提供を要求する1 wayでのクォートリクエスト（RFQ（Request for Quote））を考えると一番説明しやすい。クォートをリクエストする行為は、流動性消費者がそのクォートを受諾すること、又はそのクォートで取引することを意味しない。そのクォートで取引するか、そのクォートを受諾するか否かの決定は流動性消費者に委ねられるが、流動性提供者は、誠意をもって（すなわち、合理的な期待のもとに）流動性消費者がそのクォートを受諾すると予測する。その後、流動性消費者がそのクォートを受諾することで確定取引になる。この時点で取引のマーケットリスクは、流動性消費者から流動性提供者に移転する。

1 way RFQという状況でのプリヘッジは、流動性消費者がファームクォートをリクエストした時から、流動性消費者がそのクォートを受諾する（確定取引が生じる）前、又はそのクォートを拒否する前までに生じる全ての関連取引活動で構成される。グローバル外為行動規範が定める通り、プリヘッジは、流動性消費者の利益に資すること、及び取引を促進することを目的として行われるべきである。

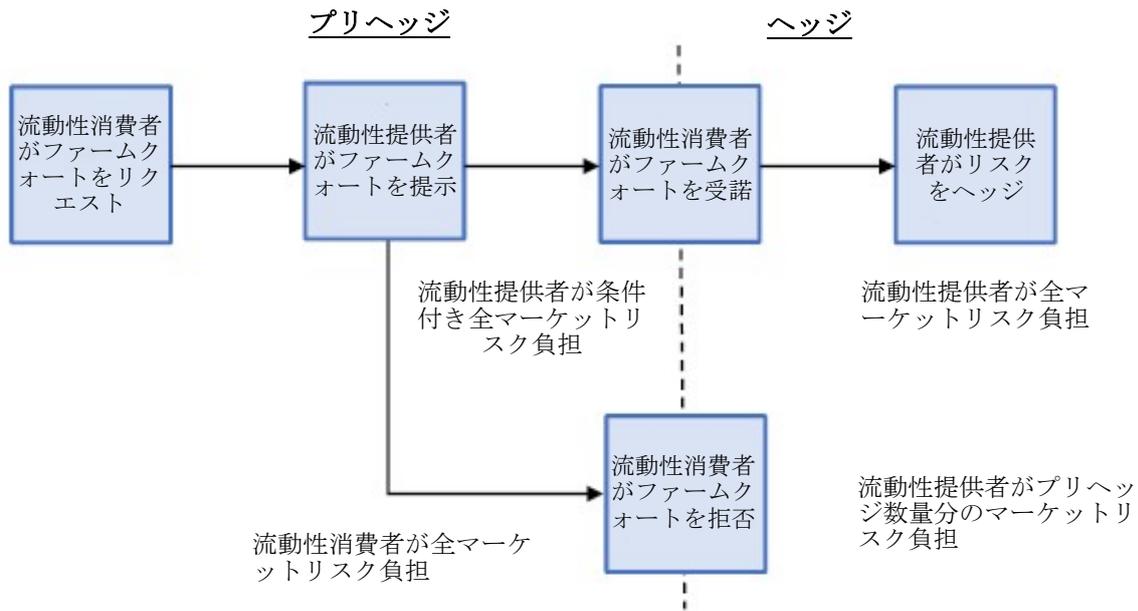
流動性消費者によるファームクォート受諾後の流動性提供者のあらゆる取引活動はヘッジと見なされる。この時点で、流動性提供者はその取引に関わるマーケットリスク、並びに付随する利益及び損失を「保有する」。RFQワークフローの概要を図1に示す。

ストップロスオーダーや指値オーダー等、その他の頻繁に使用されるオーダータイプは、流動性提供者に対して既にオーダーされているため、上記の意味での執行見込みオーダーではないが、これらのオーダーの執行は、いくつかの具体的な価格トリガーの到達を条件としている。よって、執行は予測されているが、トリガーに到達しない限り保証はされない。この種のオーダーについてはセクション7で詳しく取り上げる。

上記以外の種類の価格リクエストも、今後の取引又はオーダーの予測的要素を持つ場合がある。これらのケースにおけるプリヘッジ又は原則11の適用可能性についての詳細な議論は本稿の検討範囲外である。ただし、このようなリクエストに原則11が適用されるか否かについて疑問を抱いた場合は、ベストプラクティスから、期待事項を調整するために、流動性消費者と提供者が開かれた話し合いを行うことが望まれる。

⁵ファームクォートは、取引の決定が受け手（流動性消費者）に委ねられるクォートを指す。クォートは条件付きの場合があるが、受け手はこれらの条件を知っており、これらの条件を個別に評価できる。

図1：ボイスRFQワークフロー



2. プリヘッジが適用できる場面

「上記の原則に従ってプリヘッジが行われているかについて評価するにあたり、市場参加者は、その時点のマーケットの状況（流動性等）及び執行が見込まれる取引の規模及び性質を考慮すべきである。」

プリヘッジは、マーケットに多大な影響を与える可能性がある顧客の取引の執行を促進するためのリスク管理手段であるため、流動性提供者は、自己のリスク選好及び基本的な流動性条件に基づき、プリヘッジに適したタイミングに関するガイドライン及び管理体制を慎重に構築すべきである。プリヘッジの管理体制及び開示についてはセクション9を、プリンシパルベースの取引に付随するマーケットリスクの管理に関する詳しい説明については付属書1を参照のこと。

市場参加者は、特に大きな外国為替取引オーダーの執行について、プリヘッジが適用可能か否かに関わらず、明確に統一された期待事項を定めるよう努力すべきである。同時に、執行又はプリヘッジ慣行に関して透明性を高めることにより、流動性消費者は、自己のオーダーや執行方法を調整すべきか否か、場合によっては別の流動性提供者で取引を行うべきかを判断できる。

また、大口の外国為替取引オーダーは、高いコンダクトリスク及びマーケットリスクを伴う。従って、マーケットへの影響を最小化し、顧客にとって望ましい結果を実現させるために、これらのオーダーには特に配慮と注意を払い、グローバル外為行動規範のガイドラインに沿って取り扱うべきである。これには、プリヘッジが適用される場合に、プリヘッジに係るガイドラインを含めた執行に対する明確な期待事項を定めることも含む⁶。

RFQを介してファームクォートをリクエストする慣行では、流動性消費者が取引に対して基本的に関心を抱いているという情報がどうしても明らかになってしまう。流動性提供者は、原則1～3（倫

⁶ FICC市場基準委員会（FICC Markets Standards Board）は、債券・為替・コモディティ（FICC）市場における大口取引執行に関する基準を発表している。

理)、原則7(適切なポリシー及び手続き)、並びに原則19(機密情報の取扱い)を含め、この情報の取扱いに適用されるグローバル外為行動規範の関連する全原則を検討すべきである。また、市場参加者は、自身が取引を行うマーケット環境における当該情報の機微性を認識することも重要である。例えば、100million USD/JPYのファームビッド依頼の情報価値と100million USD/ZARのビッド依頼の情報価値は大きく異なる。

プリヘッジは、執行見込みオーダー、並びに特定の通貨ペアの現在の流動性及び市況に照らして流動性提供者が想定する潜在的リスクに見合う数量であるべきである。執行見込みオーダーのリスクを管理するためにプリヘッジを用いることができるか否かを判断する際に検討される要因には、当該取引が次の条件に該当する可能性があるか否かが含まれる。

1. 流動性提供者のリスク限度に照らして規模が大きい
2. 特定の通貨ペアに関して通常のマーケット流動性に照らして規模が大きい
3. 1日の中で比較的流動性が低い時間帯のリクエスト、又はその他の理由で流動性が乏しいタイミングでのリクエスト

一般に、状況からプリヘッジが正当化される可能性がある場合、流動性提供者は、当該オーダーがマーケットの流動性及び価格に与える可能性があることを顧客に伝達するよう努めるべきである。同時に、かつ、顧客との関係及び認識される取引の緊急性に応じて、流動性提供者は、マーケットへの影響を抑えるために、当該取引の執行に代わる選択肢を説明する努力も払うべきである。かかるコミュニケーションの頻度及び範囲は、流動性消費者の知識及び取引がマーケットに与えると思われる影響の大きさによっても異なる。

グローバル外為行動規範によれば、流動性提供者は、「プリンシパルとして取引を行う場合に限り」執行見込みオーダーのプリヘッジを行うべきであり、「公正かつ透明性をもってこれを行うべきである」。流動性提供者がマーケットリスクを取らずにプリンシパルを務める場合を含め、流動性提供者がエージェントを務める場合は、取引が執行されるまで流動性消費者がマーケットリスクを負うため、プリヘッジを行う必要がない。また、流動性消費者がRFQをプリヘッジしないよう明確に要請した場合も、流動性提供者はプリヘッジを行うべきでない。

3. マーケットリスクの管理においてプリヘッジが果たす役割

「プリヘッジは、執行が見込まれる単一、又は複数の顧客のオーダーについてのリスク管理で、こうしたオーダー及び取引において顧客の利益となるように企図されている。

市場参加者は、顧客に対する不利益を生じさせたりマーケットを混乱させたりするような目的・手法でない場合に限り、プリヘッジを行うことができる。」

プリヘッジは、予測されたフローに起因する潜在的マーケットリスクを低減することでマーケットのプライシングに大きな影響を与える可能性のある取引を促進することを目的とする、流動性提供者が行うアクションである。このリスク低減に資する執行見込みオーダーのプリヘッジの重要な3要素は次の通りである。

1. 流動性提供者が、流動性消費者から提供された情報をもとに、トレーディング勘定の相殺可能な持高を蓄積できるようにすることにより、フローの時点でマーケットリスクエクスポージャーを低減させる(すなわちリスク移転)。
2. リスク移転の発生前後に取引を許可して、新たなエクスポージャーのヘッジが行える時間帯を長くすることにより、流動性提供者のヘッジコストを抑えられる可能性がある。

3. 流動性提供者は、システムや履歴データを含む他のソースを通じて検証できない場合、マーケットの流動性をテストすることにより、基本的な流動性状況を確認することができる⁷。

これら3つの要因が、流動性提供者のマーケットリスクエクスポージャー及び付随するヘッジコストの低減に役立つ可能性がある。しかしながら、執行見込みオーダーがすでにプリヘッジされているにもかかわらず、確定取引になっていない場合には、流動性提供者にとってプリヘッジ自体がリスクを生む可能性がある。この場合、流動性提供者は、プリヘッジされたポジションで最終的な損益を持つことになる。

4. プリヘッジがもたらす潜在的利益の評価

「市場参加者は、プリヘッジを行っている間も、リスク管理、マーケットメイク、及び他の顧客のオーダー執行等の業務を継続して行うことができる。上記の原則に従ってプリヘッジが行われているかについて検討する際には、単一の取引に対するプリヘッジは、市場参加者の全体的なエクスポージャーを考慮に入れた取引ポートフォリオの一部としてみなされるべきである。」

流動性提供者による全てのプリヘッジの意図は、流動性消費者の利益に資すること、及び取引の促進を助けることであるべきである。あらゆるプリヘッジは、流動性消費者の不利益及びマーケットの混乱を招かないような方法で行われるべきである。

意図は、明示が難しい概念であり、流動性提供者の心の中に存在するものである。同様に、活発にマーケットメイクを行っている中では、大口オーダーでさえも、その管理が複雑であることを考えると、プリヘッジによって生じる便益を、事前事後を問わず示すことは非常に難しい。また、プリヘッジが流動性消費者にとって必ずしもより良い結果繋がらないかもしれないことも明白である。

多くの市場参加者は、総じてプリヘッジを通じたマーケットリスクの低減は、より効率的な市場機能の提供を促進し、流動性消費者に提示される価格に良い効果をもたらすと主張する。特定の取引では、大口オーダーがマーケット価格に与えるおそれのある悪影響をプリヘッジが低減させることもあり得る。同時に、プリヘッジは、さもなければ不可能な、流動性提供者による大口オーダーの値付け又は執行を可能にするものである。また、一般論として流動性提供者は、プリヘッジを通じて取引リスクを管理することができなければ、大口取引で流動性提供者が流動性消費者に提示するクォートのスプレッドが広がることも主張する。一方で、一部の流動性消費者は、プリヘッジによって自己の執行が受ける便益や、プリヘッジがなければスプレッドが広がるのか否かに疑問を持つ。

プリヘッジがもたらす潜在的効果を評価するには、市場参加者が受ける定期的評価に関する原則9及び36のガイダンスを参照。

5. プリヘッジの潜在的影響

取引がマーケットに与える影響の低減や流動性消費者に恩恵を与えたいという流動性提供者の意図にかかわらず、状況によってはプリヘッジが流動性消費者にとって芳しくない結果に終わることもあり得る。例えば、流動性消費者が、1日の中で流動性が低い時間帯に大口取引のRFQを要求しているケースを考えてみる。プリヘッジは、たとえそれが少量の執行見込みオーダーのためであったとしても、価格を現在の市場水準から外れた水準へと動かす可能性がある。なぜなら、必ずしも実

⁷ 観測されるビッドアスクスプレッドは通常タイトであっても、取引規模が大きい場合は流動性の状態が必ずしも反映されない場合がある。

際の流動性がマーケット価格に反映されているわけではないからである。

流動性消費者が複数の流動性提供者に対して大口RFQを同時に依頼した場合には、芳しくない結果を招くこともあり得る。個々の流動性提供者が取引の一部をプリヘッジしたとすると、複数のプリヘッジ取引の累積効果が流動性消費者にとって望ましくない方向にマーケット価格を動かすことがあり得る。また、多数のクォートを依頼する行為は情報漏洩のリスクを高め、流動性消費者にとって最善の結果をもたらさない可能性がある。

流動性消費者は、どの流動性提供者を選択し、取引を行うかに関し、確かな情報に基づいた選択を下すために、セクション5で詳述するガイダンスに沿って、自己のオーダーがどのように取り扱われるのかを理解すべきである。これを踏まえ、プリヘッジによるマーケットへの影響を懸念する流動性消費者は、以下に列挙する執行方法のいずれかを検討することができるだろう。特定の流動性消費者が利用できる選択肢の範囲は、電子的に執行しているかボイスで執行しているか、執行に関して課される内部又は外部の制約、及び流動性消費者が価格をリクエストする流動性提供者のビジネスモデル等、いくつかの要因に左右される⁸⁹。また、流動性提供者によっては、下記の執行方法の一部を提供しない場合がある。

1. 大口オーダーを執行可能な小口オーダーに分割する執行アルゴリズムを使用して取引執行する。
2. 実際に執行されたマーケット価格に合意された手数料を加えた金額が最終価格になるようなエージェントモデルを通じてオーダーを執行する。
3. 2 way RFQをリクエストする。これは、起こり得る取引の方向が直接明らかにならないためだが、流動性提供者が、過去のマーケットフロー、又は流動性消費者の具体的なフロー履歴に基づいて、この方向を察知しようとすることも可能である。この種のRFQリクエストは、1 way RFQと比べて、流動性消費者にとって若干ワイドなビッドアスクスプレッドを生じる可能性がある。
4. 流動性提供者に対し、プリヘッジに関する一般的開示に関わらず、プリヘッジを行わない価格を依頼する。
5. RFQが競争的ではなく独占的であることを明確に示す。（他の条件が全て等しければ）流動性提供者の側でプリヘッジを行う必要性が（必ずしもなくなるわけではないが）小さくなる可能性が高い。

6. これらの問題は他のオーダータイプにどう当てはまるか

確定オーダーの伝達は、一般に執行リスクとマーケットリスクが流動性消費者から流動性提供者に移転することを意味する。流動性提供者は、その取引を成立させるべきか、いつ成立させるべきかの判断をしばしば迫られる。これは紛争の原因になる可能性がある。よって、執行に関する期待事項を一致させるために、取引のリスク移転及び約定の条件を全当事者が明確にしておかなければならない。

流動性消費者が流動性提供者に委託する特定タイプのオーダー（例えば、フィッキング、ストップロス、指値オーダー等）は確定オーダーと見なされ、執行見込みオーダーではなくなると考えてよい。これらの場合、流動性提供者は付随する執行リスクを負ったまま、明確な確定オーダーの執行

⁸ 場合によっては、内部の制約及び当該通貨ペアによって、流動性消費者がこれらの選択肢を一つも選択できない場合がある。

⁹ 最初の2つの選択肢では、流動性消費者が執行リスクを引き受ける。

を指示されることから、プリヘッジ及び原則11は適用すべきでない可能性がある¹⁰。

しかしながら、この種のオーダーの中には（例えば、指値オーダーやストップロスオーダー等）、事前に決定された何らかのトリガーを条件とするものがある。これは、取引に何らかの「予測」の要素が含まれることを意味する。例えば、ファームクォートでは、取引を行うか否かを流動性消費者が判断するが、この種のオーダーの中には、流動性消費者ではなく流動性提供者による決定を条件とするものもある。このような違いはあるものの、ストップロスオーダー及び指値オーダーのトリガーに到達する前に流動性提供者が実行するヘッジと見なされるかプリヘッジと見なされるかを問わず、取引に起因する紛争の可能性を認識し、これに対処することが重要である¹¹。

6.1 ストップロスオーダー

ストップロス・トリガーに到達する前の各種トレーディングアクティビティが妥当か否かの判断は、オーダー執行のパラメータによって左右される。執行に対する期待事項を一致させるため、これらのパラメータは明確に流動性消費者と流動性提供者の間で合意されるべきである。(i) ストップを有効とする期間、(ii) 取引サイズ、(iii) ストップロスオーダーのトリガーとなる価格、(iv) トリガー価格をどのように決定するか（例：ビッド価格、アスク価格、ミッド価格、取引価格）、(v) トリガーに到達した時点での執行方法を含め、ストップロスオーダーを出す前に検討の上、合意すべき重要なパラメータがいくつか存在する¹²。

流動性消費者は、結果として約定価格がどうなるのか、ストップロスに付随して発生する可能性のある取引にどう影響するかを含め、ストップロスオーダーの執行にあたって選ぶことができる選択肢を理解しておくべきである。流動性消費者が、トリガー価格、又はトリガー価格に近い水準でのストップの執行（フィル）を望んでいる場合、流動性提供者は、期待された価格でオーダーを成立させるよう努力するために、予め定められたトリガーレベルに到達する前に取引を開始する必要があるかもしれない。これは、1日のうち比較的流動性が低く、流動性提供者の執行リスクが高い時間帯にストップが有効である場合に特に言えることである。しかし、予め定められたトリガーの前に執行される取引は、ストップロスオーダーを発動することを企図していなくても発動してしまう可能性があるという点を市場参加者が認識することが重要である。

予め定められたトリガーに到達した時点で初めてストップロスオーダーの執行が開始され、その時点における流動性によってストップロス約定価格が決定される場合には、執行リスクが流動性消費者にあるため、トリガーに到達する前に関連する取引を執行する必要はないはずである。これは、トリガーに到達した時点で、ストップロスオーダーが「成り行き」オーダーになったのと同じことである。この種のストップロスオーダーは、流動性提供者が直面する利益相反を大きく低減させる。

流動性提供者は、ストップロスオーダーのトリガー価格又はその付近での取引に起因して生じる恐れのある利益相反をモニタリングすることを目的として、ストップロスオーダーの執行に関し、乱用を自主的にモニタリングするための明確なガイドラインを定め、監督体制を敷くべきである。流動性消費者は同時に、自己のストップロスオーダーが流動性提供者に与える可能性のある影響を認識する必要がある。

¹⁰ オーダーが確定と見なされても、執行前に流動性消費者が取り消す可能性がある。この正確なタイムラインは、オーダーの種類及び流動性提供者との間で合意された条件によって異なる。

¹¹ 確定と見なされるオーダーに付随する取引は、トリガーの到達が条件であったとしてもヘッジと見なされると主張する市場参加者もいる。執行リスクは流動性提供者が負っているというのが彼らの主張である。これらの取引をヘッジと見なせるか、それともプリヘッジと見なせるかは、オーダーの具体的なパラメータによって異なる。これらのパラメータはリスク移転のタイミングを判断するのに役立つ。

¹² グローバル外為行動規範の原則10を参照のこと。

6.2 指値オーダー

指値オーダーもまた、特定の価格水準トリガーへの到達を条件とする。ストップロスオーダーと同じく、双方が執行の条件について合意することが重要である。予め定められたトリガーに到達する前の関連取引活動が価格に圧力をかける可能性があるストップロスオーダーとは逆に、指値オーダーでは、トリガー到達前の取引が価格トレンドに逆行する。

従って、指値トリガーに到達しないうちに流動性提供者が執行する指値オーダーに関連する取引は、流動性提供者に有利になる可能性がある（すなわち、高値に近いところで売る、又は安値に近いところで買う）。流動性提供者の裁量による執行を認めない指値オーダーの場合、トリガーより前に執行された取引は、より深刻な利益相反の懸念を生む。法域によっては、こうした利益相反が違法なフロントランニングへの懸念につながるおそれもある。このように指値オーダーでは利益相反の懸念が高まることから、流動性消費者及び提供者は、裁量が行使されるのか、望ましいのか、あるいは期待されるのか否かについて明確に意見を一致させるべきである。また、指値オーダーへの監督も強化すべきである。

6.3 フィキシングオーダー

執行に予測の要素が含まれるストップロスオーダー及び指値オーダーに対し、フィキシングオーダーは、執行タイミングが合意されている確定オーダーである。未知の要素は価格のみである。価格は合意された計算方法（一般に特定のタイムウィンドウ（例：WMRロンドン））で決定される。この種のオーダーでは、流動性提供者が明らかに執行リスクを負うため、（実際の計算ウィンドウの前か、中か、後かを問わず）流動性提供者が行う取引は、プリヘッジではなく、ヘッジと見なされる。従って、原則11はタイミングが確定しているフィキシングオーダーには直接適用されない。ただし、フィキシングオーダーに関係する全ての取引は、フィキシングオーダーの取引執行に関して認められる慣行について概説した原則10を含め、グローバル外為行動規範に準ずるべきである。

「直接的に、又はフィキシングにかかる顧客関連フローを通じて、自身が利益を得るためにフィキシングレートに故意に影響を及ぼさないこと」、又は「マーケット価格及び顧客の取引結果に対して故意に悪影響を与えない限りにおいては、フィキシングウィンドウの前、フィキシングウィンドウ内、及びその後にならばオーダーの取引を行うこと」がこれに含まれる。また、フィキシングオーダーの執行は、金融安定理事会の「Foreign Exchange Benchmark Report Recommendations」にも準ずるべきである¹³。

OTC外国為替市場は、多様な取引スタイルとオーダータイプの恩恵を受けている。市場参加者は各々に合わせてこれらを利用できる。上述の3つの標準タイプ以外の幅広いオーダータイプを検討することは本稿の目的外だが、市場参加者が、(i) 流動性提供者に生じる可能性のある利益相反、(ii) 執行に適用される原則1～3（倫理）等のグローバル外為行動規範の原則、及び(iii) 関連するプリヘッジ又はヘッジ活動が価格に与える可能性のある影響を含め、自己の使用する全てのオーダータイプの複雑さを十分に理解することが重要である。さらに、流動性提供者は、顧客に提供するさまざまなオーダータイプに起因して生じる可能性のある利益相反をモニタリングするための適切な管理手段を設けるべきである。

7. 原則11及び17の一貫性

多くの電子執行ワークフローでは、最終的にボイストレーダーが関与し、価格の配信、価格リクエストへの対応、及びマーケットリスクの管理を行うため、グローバル外為行動規範の執行原則を、

¹³ 金融安定理事会の「外国為替ベンチマークに関する最終報告書（Final Report on Foreign Exchange Benchmarks）」（2014年9月30日）を参照。

ボイス取引と電子取引の両方で一貫して適用することが重要である。原則11は、予測されるオーダーフローのプリヘッジに焦点を当てており、執行方法については触れていない。この原則は、（1 way RFQを含め）ボイス取引と電子取引の両方に適用される。原則17（ラストルック）は明確に電子取引に関係しており、ラストルックウィンドウの取引に焦点を当てている。

原則11と原則17の主な違いは、流動性消費者が流動性提供者に価格（ファームクォート）を明確にリクエストしているか、それとも取引のよりどころとなる価格をすでに受け取っているかである。原則17の場合、流動性消費者は、流動性提供者からすでに提示（ストリーミング）されたインディケーションクォート¹⁴での取引をリクエストする明確なオーダーを送っており、結果として取引に関する機密情報を流動性提供者に与えている。

これに対し、原則11が取り扱うのは、確定オーダーの前（取引のリクエストが出される前）に流動性消費者がファームクォートをリクエストしたことに起因するリスク管理活動である。よって、原則11はファーム前のインディケーションに関連するトレーディングには適用されない。

8. プリヘッジに関わる管理体制及び開示事項

流動性提供者がプリヘッジを行うためには、顧客のオーダーを公正にかつ適用される全ての原則を含めたグローバル外為行動規範に従って取り扱うための手順を定めるべきである。これらの手順は適切な管理体制及びコンプライアンスの枠組みの一部である。この枠組みには、流動性提供者のプリヘッジ活動がグローバル外為行動規範に即していることを確認するための正確なモニタリングを目的とした監督体制も含まれる。こうした枠組みには次のことを含めるべきである。

- プリヘッジ活動をモニターし、結果として生じ得る利益相反に対処するための管理体制の整備（原則3及び4のガイドラインを参照）
- 予測されるオーダーフローに関わる機密情報へのアクセスを制限するための管理体制の整備（原則19のガイドラインを参照）
- プリヘッジのワークフロー及び適用される規則、並びにプリヘッジを使用できるタイミングに関する意識向上及びトレーニング（原則3、24及び25のガイドラインを参照）
- 関連する行動基準の遵守のモニタリング（原則25及び27のガイドラインを参照）
- プリヘッジに関連する開示事項及び顧客とのコミュニケーション（グローバル外国為替市場委員会ディスクロージャー・カバーシートの記入を含む）（原則9及び11のガイドラインを参照）
- 特定の執行結果に関する期待事項の不整合の疑いを見直せるようにするための顧客苦情処理プロセス（原則7及び36のガイドラインを参照）

同時に、プリヘッジの実行直前の市況を基準に、プリヘッジによるマーケットへの重大な影響を明確化し、影響を最小化する（及びモニタリングする）ために注意を払うべきである。

流動性提供者は、プリヘッジが与える潜在的影響に関して、流動性消費者が十分に理解し、これを認識できるような方法で、流動性提供者のプリヘッジ慣行を流動性消費者に伝達すべきである。

流動性消費者は、自身がオーダーした取引に付随するリスクを認識し、定期的に評価すべきである。流動性消費者はまた、自身のオーダー提示方法によって流動性提供者に意図せぬ影響が生じないかどうかを検討すべきである。例えば、多数の流動性提供者に大口RFQを同時にリクエストすれば、価格に悪影響が生じる可能性が高まるかもしれない。

¹⁴ インディケーションクォートとは、流動性提供者がストリーミングする非ファームプライスを指す。取引の決定を下すのは流動性提供者である。

付属書1：プリンシパルベースの外国為替取引に付随するマーケットリスク

外国為替市場は、基本的にプリンシパルベースのOTC取引市場として機能し続けている。ここでは、流動性提供者が流動性消費者のための外国為替取引を促進するために、マーケットリスク¹⁵を負う。

マーケットリスクとは、マーケット価格の変動に起因して、流動性提供者のトレーディング勘定（ポジション）の市場価値に起こり得る変動を指す。マーケットリスクは性質上、資本がアウトライトトレーディングポジションに配分される全ての外国為替取引に内在するリスクの一つである。流動性提供者はこのマーケットリスクを引き受けることにより、特定の価格で流動性消費者から外国為替執行リスクを引き受ける。この価格は、オーダーのタイプによって、オーダーが出された時点で予め決定されている場合と決定されていない場合がある。このリスク移転は執行の方法に依存せず、電子的手段かボイスかを問わず適用される。

プリンシパルベースの流動性提供者が引き受けられるマーケットリスクの性質及び金額は、規模及び外国為替市場における役割を含めた当該機関のビジネスモデルによって異なる。流動性提供者が引き受ける実際の1日のマーケットリスク量は、原通貨の流動性及びボラティリティを含む市況によって決定される¹⁶。この1日のリスクは、明確な取引限度を含む受入可能なリスクに関する管理体制を設け、リスクの計算方法を定めた当該機関のリスク管理枠組みを通じて綿密にモニタリングされる。一般に、これはバリュー・アット・リスク（VaR）方式で行われる。流動性提供者のリスク選好（リスク限度を含む）は、市況、外国為替に割り振られる自己資本、地域的な検討事項等、多数の要因によって動く。

VaRリスク限度総額は一般にビジネスラインレベルで設定される（例：G10スポット外国為替取引）。例えば、特定の通貨ペア、個々のトレーダー、あるいは執行のタイプ（例：電子的執行かボイス執行か）ごとに、さらに細かなリスク限度を設定することもできる。リスク枠組みの構造及び枠組みの管理方法は機関ごとに異なる。VaRリスク限度総額は一般に、例えばトレーダー又はデスクがオーバーナイトで保持できる、又は抱えることができるリスクに適用される（すなわち、日々の取引終了時のポジションに関する）。日中のリスク限度は取引終了時のリスク限度の枠組みを補完するものであり、日中のマーケットメイクを促進するために日中の限度額は高めになることがある。取引とリスクモニタリングの両方をサポートするため、VaR限度総額は、一般的に各通貨ペアの潜在的ボラティリティに基づき、持高限度額に変換して管理する。従って、流動性が高く、ボラティリティが低い通貨ペアの限度額は高くなる可能性がある。持高限度額は、特定通貨ペアの潜在的ボラティリティの変化に応じて変更する必要がある。例えば、ボラティリティが高まる場合には日次のVaRの上昇に応じて限度額が下がるように反映される。ポジション限度総額に加え、流動性提供者は1日の損失限度額を設定することができる。トリガーが発動した場合、この限度額によって流動性提供者のさらなるリスク引受能力が制限される可能性がある。

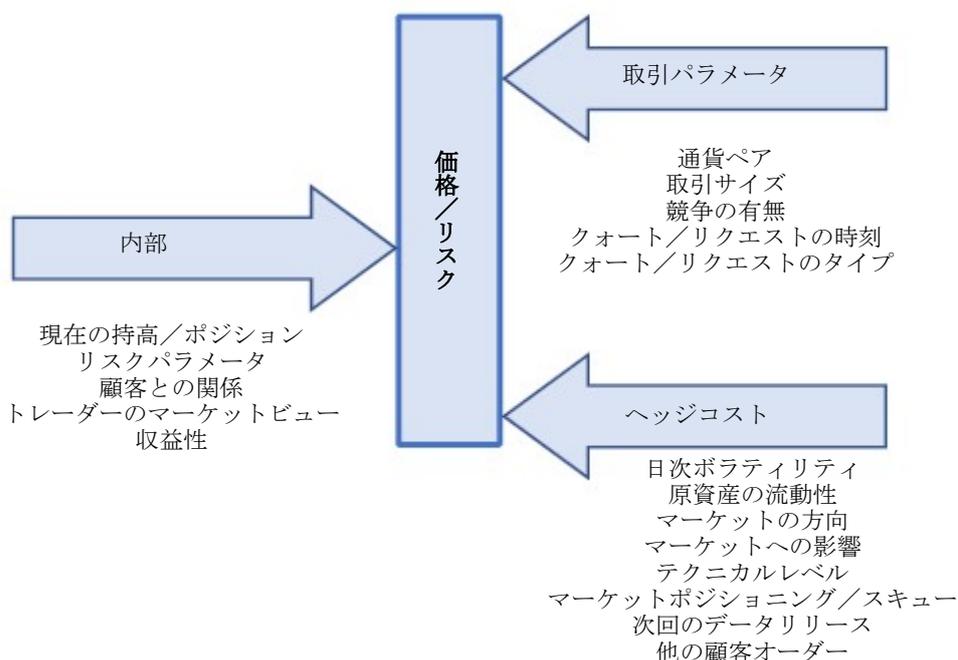
新たな取引がトレーディング勘定に加えられる都度、個々のトレーダーとそのマネージャーは各種のリスク限度額の使用状況を細かくモニタリングする。また、リスク管理部門やコンプライアンス部門が、独立した組織として、為替トレーディングの状況を評価すべくこれらの限度額のモニタリングを行う。さらに、VaR限度額及びその使用状況（限度額超過含む）も、金融機関のスーパーバイザーやレギュレーターによってモニタリングされる。

¹⁵ 市場流動性の提供に内在するその他の種類のリスク（例えば信用リスクや決済リスク）は本セクションでは取り扱わない。

¹⁶ 必ずしも全ての流動性提供者が全通貨のマーケットメイクに参加するわけではないが、流動性提供者は自身のクライアントサービスの一環として、取引を円滑に進めるために流動性消費者にファームクォートを提供する。

プリンシパルベースのトレーダーの役割は、現在の市況及びその他の公開情報、並びに起こり得る将来の事象及び予測される将来の事象を考慮することにより、リスク限度額の範囲内で、利益を出しながらトレーディング勘定のマーケットリスクを管理することである。取引日には、トレーディング勘定にさまざまなポジションを生じさせる多数の双方向のフローがしばしば発生する。これらには、多種の通貨ペアで流動性消費者が発注する新規取引が含まれる。これらの取引は、トレーディング勘定のリスクを低減又は増大させる可能性がある¹⁷。流動性提供者は、これらの新規外部フローを呼び込むために、流動性消費者に提示するプライシングを調整することができる。トレーディング勘定のリスク、さらには流動性提供者のプライシングに影響を及ぼす可能性のある要因のいくつかを図2に示した。これらの要因（及び結果として提示される価格）の相対的重要性は常に調整を要する。

図2：流動性提供者のトレーディング勘定のリスクに影響を与え得る潜在的要因



プライシングにあたっての重要な要因は、新規オーダーの取引規模と、それが既存トレーディング勘定にどのような影響を与えるか（すなわち、リスクを高めるのか、それとも低くするのか）である。一般に、新たに加わるマーケットリスクが大きいほど、引き受けるリスクの増加を埋め合わせるために流動性提供者が流動性消費者に課すスプレッドは大きくなる。流動性提供者がプライシングを決定する際に検討することができるもう一つの重要な要因は、オーダーに関連する予想ヘッジコスト（すなわち、付加されたリスクを埋め合わせるためのコスト）である。このコストは、プライシング時点における取引規模に対する、特定の通貨ペアにおける流動性の関数である。流動性は通貨ペアによって異なり、1日を通して変化する。一般にヘッジコストは流動性の低い状態のとき、あるいは入手できる流動性に比して取引規模が大きいときほど高くなる。流動性は、通常、北米の取引終了時刻に近づくほど、あるいは主要な国際的休日（例えば大晦日（12月31日）の直前、経済分野の重要な発表や重大なニュースイベントの前に悪くなる。

流動性提供者が、手持ちの持高や顧客フローによってマーケットリスクを削減できれば、起こり得るマーケットへの影響を小さくし、プリヘッジ活動による情報漏洩の可能性を回避することにより、単位当たりのヘッジコストを抑えることができる。

¹⁷ フローは、通貨オプションを含むその他の内部トレーディング勘定から生じる場合もある。

流動性提供者が提示する価格に影響を与える要因の多くは、当該機関又はその時点の状況に応じたものである。従って、特に、利用可能な流動性に対してその取引が比較的大きい場合や流動性の状態が悪い場合、あるいは原資産の流動性の状態が不明の場合には、当該取引について簡単に定義又は計算できる「適正価格」は存在しない。

付属書2：取引シナリオ事例

下表には、記載された活動をプリヘッジと見なすことができるか否か、その活動が原則11のガイダンスに即しているか否かの事例を示した。原則11に関係する問題のみにコメントを付したが、市場参加者は、倫理、執行及び情報共有に関する原則を含め、適用される可能性のあるその他の原則も検討すべきである。これらのシナリオはかなり定型化されており、厳格なルール、あるいは規範的ガイダンスや包括的ガイダンスとして示されたものではない。また、これらのシナリオをそのように理解したり解釈したりすべきでない。さらに、これらのシナリオは、ルールに抵触しないことを示すものでも、生じうる状況の包括的リストを示すものでもない。記載されている考え方については将来的に変化するものであるということを示し添えておく。

シナリオ	区分			コメント
	執行見込み オーダー	確定 オーダー	プリヘッジ	
流動性提供者のマーケット予測モデルにて次回月末フィックスでドル需要が強まる可能性が示された。そこで流動性提供者は、この起こり得る将来の顧客フローに備えてポジションを持つため、事前にドル買いをした。	いいえ	いいえ	いいえ	このシナリオにおいて、流動性提供者は一般の大きな月末フィキシングフローを予想したが、 オーダーはリクエストされず、機密情報を入手することはなかった 。従って、流動性提供者には、この起こり得るフローに対して自己のリスク負担でポジションを建てる権利がある。こうした活動は流動性提供者による日常的なトレーディング、持高管理及びマーケットメイキング行動の一環である。これは原則11に定義されるプリヘッジではない。
GBP/USDは先月、幾度となく重要なサポートレベルで反発した。イングランド銀行（BOE）のコミュニケーションが最近変更されたことを考え、流動性提供者は、次回テクニカルレベルに到達したときにGBP/USDがサポートレベルを突破すると予想した。そこで、将来起こり得るクライアントフローを満たしつつ利益を得るために、流動性提供者は、重要なテクニカルレベルが近づいた時点でGBP/USDのショートポジションを構築し始めた。	いいえ	いいえ	いいえ	このシナリオで、流動性提供者はGBP/USDが重要な主要テクニカルレベルを突破し、結果として顧客の売りが起きる可能性があるとして予想したが、 オーダーはリクエストされず、機密情報を得ることはなかった 。従って、流動性提供者には、この起こり得るテクニカル分析による売りに対して自己のリスク負担でポジションを構築する権利がある。こうした活動は日常的なトレーディング、持高管理及びマーケットメイキング行動の一環である。これは原則11に定義されるプリヘッジではない。
流動性消費者が大口のEUR/MXNのファームビッド価格をリクエストした。流動性提供者は、さらなる値上がりを期待してUSD/MXNのロングポジションを保有しているが、EUR/MXNのクォートを提示する前に、この価格リクエストの情報のみに基づいてこのポジションの売りを決	はい	いいえ	いいえ。このシナリオに記載された活動は原則11に即していないため。	このシナリオにおいて、流動性提供者の意図は、明らかに流動性消費者ではなく自己のポジションが有利になるようにすることである。よって、ここに記載された活動は、原則11を含めてグローバル外為行動規範の原則に即しておらず、当該法域の法律によっては違法なフロントランニングに該当する可能性もある。

シナリオ	区分			コメント
	執行見込み オーダー	確定 オーダー	プリヘッジ	
断した。流動性消費者の取引がUSD/MXNのマーケット価格に悪影響を及ぼす前に、手持ちのUSD/MXNポジションの損益を確定させることが目的であった。				
流動性消費者が流動性提供者に対し、ロンドンWMR 4pmフィックスで EUR/USD 4billionの買いの確定オーダーを午後2時に依頼した。	いいえ	はい	いいえ	流動性消費者と流動性提供者は、午後2時をもってこのオーダーが 約定になる という点について合意した。この時点で執行リスクは流動性提供者に移る。結果として、流動性提供者は適用されるグローバル外為行動規範の原則に従って、リスクをヘッジできるようになる。オーダーが価格に与え得る影響及びオーダーに加えられる変更の締切り時間を含めた執行及び関連する義務に対する期待事項が当事者双方で一致し、かつ理解されていることが重要である。このオーダーは執行見込みではないため、原則11のガイダンスは適用されない。また、執行リスクが流動性提供者に移転しているため、このオーダーに関わる関連取引活動はヘッジと見なされる。
流動性消費者が流動性提供者に対し、105.00でUSD/JPY 500millionのストップロス売りオーダーを依頼した。オーダーは、取引が成立もしくはキャンセルされるまで無期限で有効な（GTC）オーダーである。流動性消費者は、トリガーレベルで取引が成立する場合、トリガーレベルに近い水準での取引執行を期待する意向を示した。流動性提供者は、流動性消費者から与えられた指示に従って執行しようとするためには、ストップロスレベルより前に市場に入る必要があるかもしれないと伝えた。	いいえ。ただし、トリガー発動が執行の条件である。	はい	いいえ。執行リスクは流動性提供者側にあるため、トリガー発動が執行の条件である。	オーダーは 確定され 、執行リスクの管理は流動性提供者に移っている。流動性提供者は、グローバル外為行動規範の中の適切な慣行の適用原則に従い、自己のリスクでオーダーの ヘッジ を開始できる。執行及び関連する義務に対する期待事項が当事者双方で一致し、かつ理解されていることが重要である。例えば、ストップロス・トリガー及び決定の条件、スリッページの可能性、相場の急変動によって執行がどのような影響を受けるかについて理解することである。このオーダーは執行見込みではないため、原則11のガイダンスは適用されない。また、執行リスクが流動性提供者に移転しているため、このオーダーに関わる関連取引活動はヘッジと見なされる。
流動性消費者が流動性提供者に対し、105.00でUSD/JPY 500millionのオーバーナイトストップロス売りオーダーを依頼した。オーダーは、取引が成立もしくはキャンセルされるまで無期限で有効な（GTC）オーダーである。流動性消費者は、決定が自由裁量ではない「エージェント	いいえ。ただし、トリガー発動が執行の条件である。	はい	いいえ	オーダーは確定され、マーケットリスクはそのまま流動性消費者の側にある。従って、流動性提供者は、合意されたトリガーに到達するまで一切の取引活動を行うべきでない。流動性提供者は、裁量なしで、マーケットリスクを取ることなく、流動性消費者のストップロスの指示を実行している。よって、この種のオーダーにプリヘッジは不適切である。

シナリオ	区分			コメント
	執行見込み オーダー	確定 オーダー	プリヘッジ	
型」執行を要請した。				
流動性消費者が流動性提供者にEUR/USD 5billionのファームビッド (1 way RFQ) を要請した。	はい	いいえ	はい	<p>ファームビッドを要請する際に、流動性消費者は取引を確定していない。流動性提供者は、考えられる取引の規模と起こり得る影響を考え、グローバル外為行動規範の適用原則に従い、取引獲得の予測のもとに、将来の取引の一部をプリヘッジすることを選択してもよい。ただし、取引の期待事項が両者間で一致し、了解されていることが重要である。</p> <p>流動性提供者は、取引が与え得る影響についての見解に基づき、これに代わる執行の選択肢を提案することを検討してもよい。このシナリオは、原則11及び執行見込みオーダーのプリヘッジに合致している。</p>
流動性消費者がUSD/ZAR 2billionの買いオーダーの可能性を示唆し、流動性提供者にアプローチしてきた。これは流動性提供者の手持ちポジション及びリスク許容度を超える金額である。このリクエストはまだ確定オーダー又はRFQには当たらない。流動性提供者は、必要な数量を確保するためには、時間をかけて市場でUSD/ZARを購入する必要がある、執行価格を決定するための明確な方法を話し合う用意があることをはっきりと表明した。	ありうる	いいえ	プリヘッジが適用されるか否かは、取引参加者間で合意された執行方法によって異なる。	<p>このシナリオでは、参加者間における取引の明確な了解及び期待事項が必要となる。この種のオーダーを取り扱う方法は多数ある。流動性提供者にエージェントを務めることを要請する方法もその一つである。このようなオーダーの場合、参加者は協議内容の機密保持を徹底すべきである。その上で、参加者の期待事項及び戦略に従って、最終的な確定オーダーを執行することができる。</p>