

店頭デリバティブ清算機関の整備動向

野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部 上級研究員

片山 謙



金融危機の教訓を踏まえた金融市場インフラ改革の1つとして、店頭（OTC）デリバティブ取引に係る清算機関の整備や利用義務づけ（清算集中）の制度化が進められつつある。クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）において顕在化が懸念されたシステムミック・リスクの防止が主たる目的であるが、監督当局が店頭デリバティブ市場全体のリスク分布や集中を監視する手段の整備^{（注1）}や、取引条件の標準化を促すことで流動性を高めることも意識されている。

清算機関の利用義務づけ対象としては大手金融機関に加えて、大手ファンドなど「顧客（バイサイド）」が入る可能性が高い。金融危機において過大なポジションを抱えていたバイサイド大手のAIGの破綻防止に公的資金を

投入せざるを得なかった事態が背景にある。

清算集中の対象商品は、標準化された全ての店頭デリバティブであり、CDSに加えて、市場参加者の裾野が広い金利スワップ（IRS）が含まれる。他に市場規模の大きなものとしては為替スワップやフォワード取引があるが、清算集中の例外とするかどうかは米国でも結論が出ていない。清算集中が実施されるまでには、対象範囲の確定など流動的な要素が残る。

そこで本稿では店頭デリバティブ取引の清算機関に係る制度の整備や、清算機関の整備の動きと、利用者における課題について概観する。

■ I. 清算機関に係る制度の整備

金融危機の再発防止策を議論した2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットは声明で、遅くとも2012年末までに、標準化された全て

〈目次〉

- I. 清算機関に係る制度の整備
- II. 清算機関の整備の動き
- III. 清算機関の利用における課題

の店頭デリバティブ取引を清算機関（CCP）で清算する（清算集中）、全ての店頭デリバティブ取引は取引情報蓄積機関（TR）へ報告する、清算機関で清算されない店頭デリバティブ取引にはより高い資本規制を課すという方針を示した。

各国は声明を反映した法制化やルール作りを進めた。日本は2010年5月に金融商品取引法等の一部を改正し、IRSとCDSを想定した清算集中、取引情報保存・報告制度を創設した。米国は、同年7月に成立させたドッド・フランク法に店頭デリバティブ規制改革を盛り込み、SECとCFTCが共同して施行ルールを策定することを求めた^(注2)。欧州は、同年9月の欧州議会に提出した「店頭デリバティブ規制改革案」において、清算集中と取引情報蓄積機関の整備を謳っている^(注3)。

一方、国際的な立場からは、各国の財務省や中央銀行、監督当局が組織する金融安定理事会（FSB）がG20声明を受けて、「店頭デリバティブ市場改革の実施」と題した報告書^(注4)を2010年10月に公表した。同報告書は、店頭デリバティブ取引が持つ柔軟性を大きく損なうことなく改革を実施するため、店頭デリバティブ取引条件の標準化や清算機関による清算、取引所および電子的取引プラットフォーム活用、TRへのレポートの具体化に向けた方針について勧告を出している。

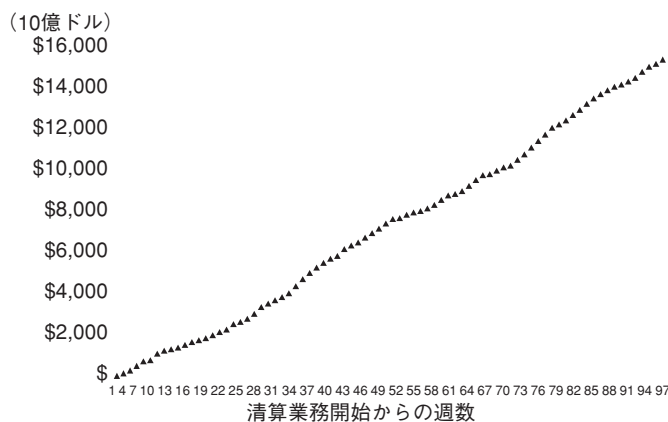
■ II. 清算機関の整備の動き

店頭デリバティブ取引の清算機関の整備においては、金融危機を契機に新たな整備が進むCDS清算機関と、危機以前より大手清算機関が存在するが、危機後に改めて新規参入が相次ぐIRS清算機関では様相が異なる。

(1) クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）清算機関の整備

金融危機で特に注目されたCDSについては、当初、4つの取引所グループと1つの専業清算機関が参入を表明した。具体的には、欧米を跨ぐNYSEユーロネクスト・グループ、米系のインターコンチネンタル取引所グループ（ICE）、世界最大のデリバティブ取引所シカゴ・マーカンタイル取引所を擁するCMEグループ、ドイツ証券取引所グループと、専業清算機関のLCHクリアネット社である。このうち、NYSEユーロネクスト傘下のロンドン国際金融先物取引所（Liffe）は清算実績をほとんど出せないまま撤退し、現在は3つの取引所グループと1つの専業清算機関が残る。これらの中で累計清算実績は2009年にサービスを開始したICEグループが米国で10.5兆ドル（業者間）および5.8兆ドル（対顧客）、欧州で5.2兆ユーロ（業者間）と、2010年に欧州で開始したLCHクリアネット社の0.4兆ユーロを大きく引き離している。また、米CMEは目立った実績を公表しておらず、

(図表) ICEグループの米国CDS清算実績 (累計清算高)



(出所) ICE CDS FACT SHEETより仮訳

ドイツ証券取引所グループ傘下のEurex ClearingはCDS清算サービスの積極的な営業活動を休止したと2010年9月に報道されている(注5)。事実上、ICEグループが欧米市場でドミナントなシェアを得た状態にある。

(2) 金利スワップ (IRS) 清算機関の整備

IRSの清算については様相が異なる。欧米の大手金融機関同士(インターバンク)のIRS取引については、今回の金融危機以前の1999年からLCHクリアネット社がSwapClearと呼ぶ清算サービスを提供してきた。清算規模は2011年4月に単月で6.4万件、取引残高で187万件、想定元本残高で295.1兆ドルに達する。そのため、他社が同じ土俵で新たにIRS清算サービスに参入することは厳しいように見えるが、米国や欧州、アジアで新たなサービス整備の動きがある。

米 国

米国では、IDCG社(International Derivatives Clearing Group)が金融危機前の2007年に設立され、ベア・スターンズ危機が表面化した直後の2008年5月にNasdaq OMXの資本を受け入れ、リーマン・ブラザーズ破綻後の2008年12月に中堅証券会社向けのIRS清算サービスを開始した。IDCG社が参入したマーケットは、SwapClearがサービス提供していない中堅証券会社の取引である。

SwapClearの清算会員となるには、例えば、取引残高が1兆ドル以上といった極めて高い参加基準があり、中堅証券会社には達成困難である。そこで、IDCG社は米国の商品取引所法に基づき米商品先物取引委員会(CFTC)に登録した先物取次業者(FCM:Futures Commission Merchants)資格を持つ業者を対象に、保障金として最低500万ドルという水準で清算会員となれる店頭デリバティブ清

算サービスを開発し参入した。また、冒頭に述べたように、金融危機後はバイサイドが清算集中の対象となる可能性が高まったため、同社のサービスにはバイサイドの資産を預かるカストディ銀行系のサービス事業者や資産運用会社が加わるようになっていく。

CMEグループも2010年10月にIRS清算サービスを開始した。サービス開発当初より大手バイサイド(資産運用会社)の支持を取りつけ、2011年2月までの累計で想定元本10億ドル弱の実績を出した。2月には大手金融機関10社が清算会員になったと発表している。米国のバイサイドの一部には、リーマン・ブラザーズの破綻時に、リーマンの英国子会社において顧客(ファンド)資産の返還が滞った事態から、英国法下の清算機関に不安を持つところもあるとされ、米国法によるIRS清算サービスが求められる一因と見られている。バイサイド取引の清算規模が増大すれば、CMEがIRS清算で存在感を高めるきっかけとなる。

もっとも、バイサイド取引はインターバンク取引と比べ標準的ではない条件の取引の率も高いとされ、バイサイド取引だけでLCHクリアネット社並みの規模に到達するとは想定しづらい。また、LCHクリアネット社がバイサイド取引の清算について、米国法に基づくIRS清算サービスを2011年3月に立ち上げたという。米国市場において、LCHクリアネット社が、インターバンク取引およびバイサイド取引の両方でドミナントな存在となるのか、あるいは、バイサイド取引については

IDCGやCMEといった後発組が大きなシェアを確保するのか注目される。

欧州・アジア

欧州では、ドイツ証券取引所グループのEurex ClearingがIRS清算サービスへの参入を2011年3月に表明した。併せて、エクイティ・デリバティブの清算機能も整備するという(注6)。

アジアでは、シンガポールや香港などにおいて、IRS清算機関を整備する動きが具体化しており、当初はローカル通貨建てIRSが対象となるものの、将来的には米ドルなど主要通貨で複数の清算機関が競い合う状況が生まれる可能性がある。

シンガポールでは、シンガポール証券取引所(SGX)が2010年11月に、シンガポール・ドル建てIRSの清算サービスを開始した。特に清算集中の規制は導入されていないものの、2011年2月時点で同国の大手銀行3行とグローバル大手8社が参加しており、累計400億シンガポール・ドル(314億米ドル)の清算実績を積んだ(注7)。市場規模が小さなシンガポール・ドルだからこそ迅速に清算サービスを立ち上げることができたと見ることもできる。もっとも、将来的には、米ドル建てをはじめとして、ユーロ建て、英ポンド建ての金利スワップ取引を視野に入れ、機能的には外為先渡取引の清算も可能にする見込みであり、サービス整備当初からLCHクリアネット社のSwapClearと同じリスク管理モデルを導入した。将来、SwapClearとリンクし

てシンガポールの金融機関と欧米の大手金融機関が行うIRS取引に関わっていくためである。リンク実現には、2つの清算機関で清算会員の参加基準が異なる場合への対応などが前提となる。

香港では、香港証券取引所（HKEx）の取締役会が2010年10月に店頭デリバティブの清算機関整備を承認し、2012年末までに開始する予定で準備を始めた。清算対象は当初IRSとNDF（Non Deliverable Forward^{（注8）}）である。香港での市場規模は小さいものの、将来への機能拡張としては外為やエキイティ・デリバティブも視野に入っており、決済通貨としては香港ドルに加えて将来は米ドルやユーロ、そして成長期待の高い人民元建ての扱いが想定されている。

シンガポールや香港では、従前より民間銀行資金により現地時間での米ドルやユーロの資金決済機能が提供されており、外貨建ての証券決済も実現されている。そのため、店頭デリバティブ取引の清算機関整備においても、ローカル通貨の市場規模のみに限定されず、世界の主要通貨や周辺国通貨への展開を展望しやすいポジションにある。これは、アジアの金融センターとしての存在感を競う東京や上海、ソウルといった市場との競争の上で大きな差別化要素となりうる。

韓国では、規制当局がタスク・フォースを立ち上げ、2012年末までに韓国国内の店頭デリバティブ取引についての清算機関を整備する方針という。

(3) 日本における清算機関の整備

日本では、金融商品取引法等の一部改正を受け、まずはCDS取引の清算が、日本証券クリアリング機構（JSCC）により2011年7月19日開始される予定である。同社の中期経営計画によれば、サービス開始当初はインデックスCDS取引を対象とし、個別銘柄（シングルネーム）についても制度、システム面の具体的な検討を進めるという。

IRS取引の清算については、日本円建てIRS取引の存在感がグローバルに大きいため、LCHクリアネット社が大手金融機関同士の清算サービスを既に提供している。そのため、制度改正ではIRS清算機関の実現形態として、国内清算機関への集中のほか、国内清算機関と外国清算機関の連携（リンク）による方式や、外国清算機関の参入が選択肢として盛り込まれた。

米国やアジアの動きからも、国内におけるIRS清算機関の整備は大きな意義を持つと見られるが、当初より外国清算機関とのリンクが前提となるとハードルが高い。複数清算機関のリンク、いわゆる相互運用性の確保は、清算対象商品が「標準化」されている上場株式であっても実現事例が限られており、店頭取引であるIRSにおける実現課題は少なくないと見られる。

■ Ⅲ. 清算機関の利用における課題

これまで見てきたように、店頭デリバティブ取引に係る清算機関の整備は、CDSについて欧米市場ではICEグループへの収斂が見られる。一方、IRSについては従来ドミナントであったLCHクリアネット社に対して米国や欧州・アジアにおいて新規参入の動きが出ており、同一通貨建てで複数の清算機関が競う可能性もある。このため、店頭デリバティブの市場参加者からは、インターバンク取引とバイサイド取引で、あるいは取引相手の地域により異なる清算機関を使い分けなければならない可能性について憂慮する声がある。クレディ・スイス副会長のローナー氏は、2011年4月に開催されたISDAコンファレンスにて、「清算機関や取引所が分散する事業環境が発生する事態は防ぐ必要がある。分散アプローチは金融機関の弱体化やリスク増大に繋がる。」と懸念を表明した(注9)。従来、グローバルに集中的な取引管理を行ってきた大手市場参加者から見ると、複数の清算機関を使うための資本効率の低下や利用コスト増、ポジション管理の複雑化は避けたいところであろう。

一方で、ローカル清算機関が整備されれば、IDCGの例に見られるように、中規模の金融機関が清算機関を直接利用する機会が増える可能性がある。システムミック・リスクの防止策として清算機関の利用義務づけをどの規模の金融機関まで適用するかは各国の検討課題

として残っているが、金融機関の自主的な利用を含め多様な選択肢が用意されることは考慮に値するのではないだろうか。

(注1) 監視する手段そのものは、取引情報蓄積機関(TR: Trade Repository)と呼ばれる。

(注2) ドッド・フランク法については、松尾直彦著『アメリカ金融改革法』(2010)金融財政事情研究会が詳しい。

(注3) 店頭デリバティブ規制改革案については、井上武、小立敬、磯部昌吾「欧州委員会が公表した店頭(OTC)デリバティブ規制法案」野村資本市場クォーターリー2010 Autumnが詳しい。

(注4) 店頭デリバティブ市場改革の実施報告書については、小立敬「OTCデリバティブ市場改革に関する金融安定理事会の報告書」野村資本市場クォーターリー2011 Winterが詳しい。

(注5) “Eurex freezes marketing of CDS clearing”, Risk.net, 2010年9月10日より。

(注6) “D. Boerse moves into interest rate swaps clearing”, Reuters, 2011年3月16日より。

(注7) “Dealers resigned to CCP competition in Asia”, Risk Magazine, 2011年3月31日より。

(注8) 外為NDFの場合、規制がかかる通貨について取引レートと決済日における直物価格との差額を米ドルなどで決済する取り決め。

(注9) “Banks warn against spread of clearing houses”, Financial Times, 2011年4月13日より。 ▨

片山 謙 (かたやま けん)

1989年 野村総合研究所入社

1996年 NRIパシフィック (米国西海岸)

2001年 資本市場研究部

2003年 NRIアメリカ (ニューヨーク)

2004年 NRIヨーロッパ (ロンドン)

欧州における金融サービス動向を研究。

2007年 金融ITイノベーション研究部。証券決済制度や資産運用・管理とIT活用を研究。