

CDS清算機関整備の動き — 清算機関の分立状態は収斂するのか —

片山 謙

(日本証券アナリスト協会検定会員(CMA))

中垣内 正宏

(日本証券アナリスト協会検定会員(CMA))

石井 英行

目 次

- | | |
|---|--|
| <p>はじめに</p> <p>1. CDS清算機関の設立検討に至る経緯</p> <p>2. 期待される役割</p> <p>3. 監督当局による利用促進</p> | <p>4. 分立するCDS清算機関</p> <p>5. 今後の課題
終わりに</p> <p>【参考】CDSの処理プロセス</p> |
|---|--|



片山 謙 (かたやま けん)

野村総合研究所 金融市場研究室 上級研究員。1989年早稲田大学理工学部電気工学科卒業。同年4月、野村総合研究所入社。技術産業研究部、NRIアメリカ、資本市場研究部、NRIヨーロッパ等を経て、2008年4月より現職。証券決済制度や資産運用・管理とIT活用などを研究。



中垣内 正宏 (なかがいと まさひろ)

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。1993年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。同年4月、野村総合研究所入社。投資情報サービス部等を経て、2005年4月より現職。金融、資本市場制度の研究や、証券会社、金融機関等の証券業務の設計などを担当。



石井 英行 (いしい ひでゆき)

野村総合研究所 金融戦略コンサルティング二部 主任コンサルタント。2002年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。同年4月、野村総合研究所入社。経営コンサルティング三部、アジア・中国事業コンサルティング部、金融コンサルティング部等を経て、09年4月より現職。主に、証券会社や銀行等金融機関の戦略立案や事業管理の仕組み導入、資本市場や金融法制度などを調査研究。

本稿では、欧米や日本におけるCDS清算機関整備の動きや今後の課題について展望する。金融危機を契機に、欧米の監督当局は、OTCデリバティブ取引規制を強化する施策の一環として、CDS清算機関の整備と利用を強く促進する姿勢を打ち出した。この姿勢に後押しされてCDS清算機関が相次いで稼働したが、複数のCDS清算機関が分立することで、市場参加者における業務負荷の増大や担保効率の低下が懸念されている。その中で、日本でもCDS清算機関の設立準備が進んでいるが、足元の市場規模は小さく限定されているため、先行する欧米の動向を踏まえた上で、将来的な取引拡大への備えとして整備されてゆくことが期待される。

はじめに

欧米では、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の清算機関が本格稼働期に入った。米国では2009年3月にサービス開始したCDS清算機関が、8月までの累積で想定元本1.8兆ドルの清算実績を積むに至っている。

CDSという、OTC(店頭)デリバティブ商品の一種を、取引所取引のように清算機関の対象とすることは容易ではない。その困難をおして清算機関の実現が進んだ背景には、金融危機により、監督当局がCDS清算機関の設立と利用を市場参加者に強く促したことが挙げられる。一方で、当局主導の設立推進は、地域ごとに複数のCDS清算機関が分立する状態を生んでおり、清算効率の低下を懸念する声が上がっている。そこで、本稿ではCDS清算機関に期待される役割をおさえた上で、複数の清算機関が分立する状態が生まれた経緯と各清算機関の動向を概観し、今後の課題を展望したい。

1. CDS清算機関の設立検討に至る経緯

欧米のCDS市場は08年までの数年間で急拡大してきていた。国際決済銀行によれば、CDS契約

(想定元本)の残高は、05年6月の10兆ドルから、リーマン破綻前の08年6月の57兆ドルへと、わずか3年で5.7倍に膨らんでいた。その背景には、債券やローンなどの原債権を保有することなく、CDSによりクレジットリスクを売買してリターンを得ようとする取引が拡大したことがある。同じ参照組織に対するCDS契約が幾重にも行われたことで、CDS残高は原債権の残高をはるかに超えて巨額となり、大規模な参照組織の破綻や、一部の大手市場参加者の破綻により、決済に支障が出て、連鎖破綻を招くのではないかという懸念が広がった。

市場参加者が手をこまねいていたわけではない。同じ参照組織に対し残存するCDS契約を削減してプレミアム支払いの手間や必要資本を低減するため、ポートフォリオ圧縮と呼ばれる手法を金融危機以前から活用していた。ポートフォリオ圧縮は、数多くの市場参加者が持つCDS契約情報を集め、全体のリスク特性やポートフォリオ価値を維持したまま、相殺できる多数の既存契約を解消したり、少数の新しい契約に置き換えたりする(注1)。同一参照組織のCDSを市場参加者Aが参加者Bから買い、BはCから、CはAからというように、全体で一周するつながりがある場合に特に有効とされる。

(注1) 多数の既存契約を解消するためのアドバイスを、情報サービス・ベンダのTriOptimaが提供、少数の新しい契約に置き換えることを支援するサービスをインターディーラー・ブローカーのCreditexが提供している。