

CDS清算機関設立競争で先行するICE

金融危機を契機に、欧米の監督当局がCDS取引に関して市場参加者に清算機関の利用を義務付ける方針を示した事から、既存の取引所や清算機関が相次いでCDS清算機関を設立した。その中で、ICEの清算実績が群を抜いているが、その背景には、取引シェアを握る大手ディーラーからの支持がある。

競争の中で際立つICEの存在感

米国・欧州の規制当局は金融危機の教訓から、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引について、市場参加者に対して、清算機関の利用を義務付ける方針を示した。清算機関とは、参加者の間に立ち、売り手に対しては買い手として、買い手に対しては売り手として、契約に伴う債権債務を引き受ける。取引状況に応じた証拠金を参加者から預かり、参加者が破綻した場合に備えることで、他の参加者へ影響ができるだけ及ばないようにする、いわば防波堤の役割を果たす。

規制当局の後押しを受けて、2009年8月現在、米欧で5つのグループがCDS清算機関を設立した。しかし、その後の動向をみると、清算実績で明暗を分けている。

米国市場では、デリバティブ取引所であるICE（Intercontinental Exchange）子会社のICE Trust（ICE Trust U.S. LLC）の清算実績が群を抜いている。業務開始後約4ヶ月の8月19日時点で、清算金額

が想定元本1.8兆ドル（21,029件）に達しているという。欧州市場でも、同じくICE子会社のICE Clear Europeが、CDS清算業務を7月29日に開始し、その後2週間で840件、想定元本378億ユーロの取引を清算した。

このほか欧州市場では、ドイツ証券取引所とスイス証券取引所の合併会社で大手金融先物取引所のEurexも、傘下の清算機関Eurex Clearingを通じて、Eurex Credit Clearと名付けたCDS清算サービスを開始した。こちらは、ICE Clear Europeに清算金額では及ばないが、他の清算機関に先駆けてシングル・ネーム（個別会社を参照組織とする）CDSの清算業務を開始している。

ICEやEurexが清算実績を伸ばす一方で、米国市場において、バイサイド（ヘッジファンド）と提携して清算サービスを検討していたCMEグループは、監督当局から必要な認可を得た後も、依然として本格稼働していない。また、欧州市場では、NYSE Euronext子会社のLiffeが、2008年12月に他社に先行してCDS清算業務を立ち上げたにも関わらず、清算実績がない中で7月

図表 欧米におけるCDS清算機関の設立動向

	米国		欧州			
	CMEグループ	ICEグループ	ドイツ証取グループ	LCH.Clearnet	NYSE Euronext	
提供主体	CME Clearing	ICE Trust U.S.	ICE Clear Europe	Eurex Clearing (Eurex Credit Clear)	LCH.Clearnet SA (仏)	NYSE Liffe/ LCH.Clearnet Ltd (Bclear)
業務開始時期	(不詳)	2009年3月	2009年7月	2009年7月	2009年12月	2008年12月 (2009年7月に CDS清算業務停止)
清算対象	—	北米CDS指数	欧州CDS指数	欧州CDS指数 欧州個別銘柄	欧州CDS指数	—

(注) ICE Clear EuropeとEurex Clearingは、2009年7月、米国当局の認可も取得している。
(出所) 各社資料より野村総合研究所作成

29日に業務停止に追い込まれた。

市場参加者を取り込むICEのスキーム

ICEが競争優位にある背景には、CDS取引のシェアの大部分を握る大手ディーラーから支持を得ている点がある。具体的には、ICE Trustの当初清算会員である大手ディーラー10社が、ICE Trustの持ち株会社へのパートナーシップ持分を通じて、間接的にICE Trustの所有権を保持しており¹⁾、特別な清算料金体系を享受している。また、この10社は、今年は清算手数料収入の15%、来年は清算手数料の50%を受け取る権利を持つと報道されている（ロイター社2009年7月29日）。

ICE Trustの当初清算会員10社は、バンク・オブ・アメリカ、バークレイズ・バンク、シティバンク、クレディ・スイス、ドイチェ・バンク、ゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェース、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、UBSであり、その後、RBSやHSBCが加わった。ICE Clear Europeの当初清算会員も同じ10社である。

また、ICE Trustが提供するバイサイド向け清算サービスは、欧米大手ディーラーの収益源であるプライム・ブローカレッジ事業の競争力保持に配慮したサービス設計となっている。例えば、ICE Trustの中に、清算会員（大手ディーラー）自身の口座とは別に顧客（バイサイド）用口座²⁾を開設するようにしている。これにより、分別管理を徹底し、バイサイド（ヘッジファンド）が、ファンド資産を、大手ディーラーからカストディ銀行に移さなくても資産の保全が図られる、としている。

さらに、ICE TrustとICE Clear Europeは同一のイ

ンターフェイスや証拠金計算を採用している。これにより、欧州CDS銘柄の清算は欧州の清算機関で行うという欧州委員会の要請に応えつつ、米欧両地域のCDS清算機関への対応を余儀なくされる大手ディーラーのオペレーション負担やシステム接続負担を軽減している。

日本市場において同様の対応が必要か

日本市場でも、金融庁は欧米当局と同様に、同庁が認定する清算機関の利用を義務付ける方向で検討に入ったと報道されている（日本経済新聞2009年8月28日）。また、2008年より、東京証券取引所グループと東京金融取引所がそれぞれ、CDS取引の清算業務に関する検討を進めている。

日本市場のCDS取引参加者へのヒアリングによれば、Markit iTraxx Japan等のCDSインデックス取引においては、欧米系大手ディーラーの日本拠点の取引シェアが高い。欧米系大手ディーラーの多くは、ICE TrustやICE Clear Europeの当初清算会員でもある。日本市場でのCDS清算機関設立に際しても、清算実績を伸ばすためには、大手ディーラーの支持が求められる。欧米市場と日本市場では、バイサイドとしてのヘッジファンドの存在感が異なることに留意が必要であるが、先行する欧米の事例は参考となるだろう。

NOTE

- 1) ICE Trustは、ケイマン籍の有限パートナーシップであるICE US Holding Company L.P.の100%子会社。ICE US Holding Companyは、米デラウェア州の有限責任会社であるICE US Holding Company GP LLCをゼネラル・パートナーに、当初清算会員10社をリミテッド・パートナーに迎えた。
- 2) 口座が分別されていると、清算会員が万一破綻した際に、顧客の資産を保全しやすい。なお、顧客がある清算会員から別の生産会員に切り替えることを容易とするよう、顧客との契約書類の標準化作業も進められているという。

Writer's Profile



石井 英行 Hideyuki Ishii

金融戦略コンサルティング二部
主任コンサルタント
専門は証券会社や銀行の事業戦略、営業戦略、事業管理
focus@nri.co.jp