

機関投資家CDS取引の清算

米国で、機関投資家とディーラーが行うクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引の清算サービスが開始された。システミック・リスクの抑制に加えて、ディーラー破綻の波及抑制や価格透明性の向上が期待されている。

機関投資家CDS取引の清算が 米国で始まる

2009年12月、米国で2つの大手先物取引所グループが、機関投資家とディーラーが行うクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引の清算サービスを相次いで開始した¹⁾。本稿では、機関投資家から見た清算サービス利用の意義について説明する。

CDSとは、企業など参照組織が債務不履行となるリスクを移転する金融派生商品である。リスクを移転したい取引参加者（プロテクションの買い手）は、リスクを引き受ける取引参加者（売り手）とCDS契約を結び、定期的に保証料を支払う。売り手は、参照組織に債務不履行など信用事由が発生した際に、買い手が持つ社債を額面で買い取るなどして、損失を補填する。そのため、プロテクションの売り手には巨額の補填に応じる能力が必須である。これを買い手から見ると、CDS契約により参照組織の債務不履行リスクを移転したつもりでも、売り手が破綻してしまうと移転の効果が消滅してしまうという大きなリスクを負っているのである。

米国では、2008年春に大手CDS取引ディーラーのベアー・スターンズが経営危機に陥ったことで、CDS取引に係るカウンターパーティ・リスクへの懸念が高まった。同年9月にはリーマン・ブラザーズが破綻、さらに、プロテクションの売り手として大手であったAIGが破綻の危機に瀕し、市場が大きく動揺した。万が一、AIGが破綻すれば、AIGと多額の取引を持つ大手ディーラーが破綻し、次々と他のディーラーが連鎖破綻するという、システミック・リスクが顕在化し兼ねない危機が生じた。

そこで規制当局がまず行ったのは、CDS取引のう

ち、件数の多いディーラー間取引への清算サービスの導入促進であった。清算サービスを提供する清算機関は、売り手に対し買い手として、買い手に対し売り手として間に入り、リスクを集中管理することで、連鎖破綻を防ぐ防波堤の役割を担う。2000年代におけるCDS取引残高の急拡大を受けて大手ディーラーは金融危機前から清算機関導入を検討し始めていたが、危機で清算機関の役割を認識した当局の意向²⁾により、導入が一気に実現した。具体的には、インターコンチネンタル取引所グループ（ICE）が2009年3月にディーラー間取引の清算業務を開始した。2009年にISDA³⁾を中心にディーラー間取引内容の標準化が進められたこととあいまって、ICEは開始後12月までの9ヶ月間に想定元本で4.3兆ドルの実績を積んだ。

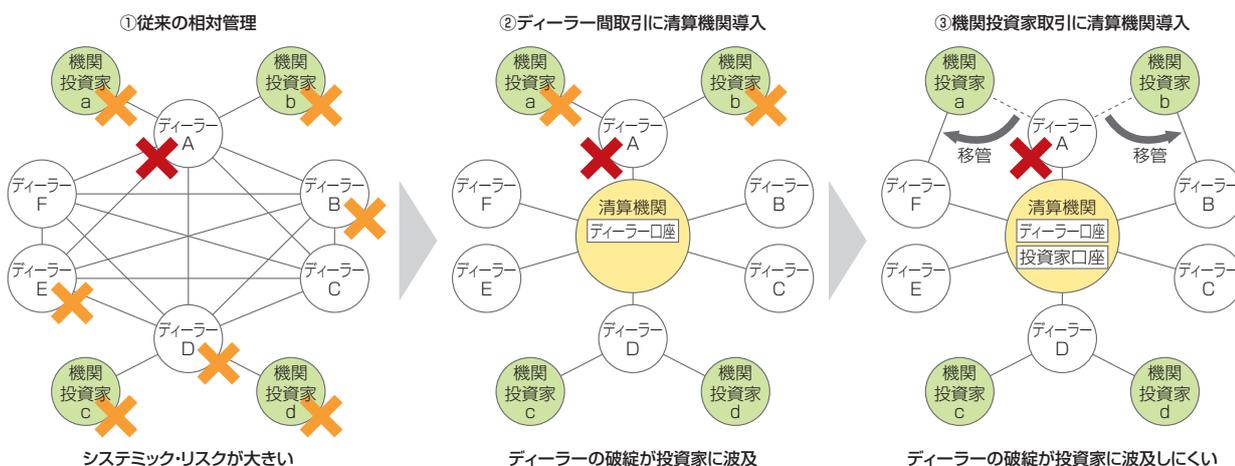
しかし、ディーラー間取引の清算だけでは、システミック・リスク対策として不十分である。AIGの例のとおり、機関投資家がプロテクションの売り手として取引を行う場合、機関投資家の破綻リスクにも備える必要がある。

そこで、当局（NY連銀）は、大手ディーラーによるCDS清算機関のインフラ整備宣言の一環として、機関投資家が利用できるCDS清算機能を2009年12月15日までに整備することを約束させた。冒頭で触れた2つの大手先物取引所グループによる機関投資家向けCDS清算業務開始は、この約束を実現するものである。また、12月に米下院で可決された金融規制改革法案では、ディーラーに加えて「大手スワップ取引参加者」に清算機関の利用を義務付ける内容となっている。大手スワップ取引参加者かどうかの判定基準策定は当局（SECおよびCFTC）に委ねられているが、大手の機関投資家もその中に入り、清算機関の利用が義務づけら

NOTE

- 1) 一つは、既にディーラー間CDS清算機能を実現していた、インターコンチネンタル取引所グループ (ICE) である。もう一つは、ディーラー間とディーラー間CDS取引の清算業務とバイサイドによるCDS取引の清算業務を同時に開始したCMEグループ。CMEは、世界の大手機関投資家6社 (AllianceBernstein, BlackRock, BlueMountain Capital Management, Citadel, the D. E. Shaw Group, PIMCO) を「創業メンバー」として迎え、支持を得ていることを強調している。CMEは他に、セルサイドの創業メンバーとして7社 (Barclays Capital, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan, Morgan Stanley, UBS)、他の清算メンバーとして3社 (Bank of America Merrill Lynch, Nomura Group, Royal Bank of Scotland) の参加を得たと発表している。
- 2) 清算機関がある上場株式取引などにおいては、リーマンの破綻後2週間程度でポジションの整理が完了した。そのことで、危機伝播の防止策を検討していた規制当局に注目されるようになった。
- 3) 国際スワップ・デリバティブ協会。国際金融市場において、OTC (店頭) デリバティブ市場の主要参加者により構成される業界団体。
- 4) ただし、各ディーラーの顧客分をまとめたオムニバス (混蔵) 口座となる。

図表 CDS清算機関に期待される破綻の波及抑制効果



れる可能性がある。

機関投資家の利用メリット

機関投資家がプロテクションの買い手となる場合、清算機関の利用には大きく2つの効果が期待されている。第1にディーラー破綻の波及抑制である。欧米ではディーラー間取引に清算機関が導入され、上図の②の状態となり、システミック・リスクは低減されたが、ディーラーの破綻が顧客 (機関投資家) に波及するリスクは残る。そこで機関投資家取引への清算機関導入 (③) において、清算機関に機関投資家口座を設けてディーラー口座と分別し⁴⁾、あるディーラーが破綻あるいは破綻の恐れが高まった際に他のディーラーに移管することで、破綻の波及を防ぐ。

第二に、ポジション評価に必要な価格透明性の向上である。清算機関が清算のために中立性の高い「価格」を毎日算出するので、これを採用できれば、ファンドの投

資家などへより説明しやすい評価ができるようになる。

このように、米国ではCDS取引をより安定的に決済し、透明性の高い管理を行うインフラを整備しつつあり、欧州も米国のすぐ後を追っている。CDSは参照組織の破綻リスクをヘッジする手段として有用であり、また、多くの参照組織のリスクをポートフォリオとして取る手段として効率性が高い。日本でもCDS清算サービスの整備が進められており、まずはディーラー間取引の清算から導入される見込みである。国内銘柄のCDS取引についてインフラが整備されつつある中で、これまで取引実績がほとんどなかった国内の機関投資家においても、CDSの積極活用を考えて良い時期に来ているのではないだろうか。

Writer's Profile



片山 謙 Ken Katayama
 金融市場研究部
 上級研究員
 専門は証券決済システム及び証券・資産運用の業務改革
 focus@nri.co.jp