

金利スワップ取引への清算サービス導入 ～CME グループの CME スワップス・オン・スワップストリーム～

2008年2月4日、シカゴ・マーカンタイル取引所¹とシカゴ商品取引所²を傘下に持ち、デリバティブ取引所として世界最大手のCMEグループは、金利スワップ取引への清算サービスを導入すると発表した。金利スワップの電子取引プラットフォームである「スワップストリーム」の参加者に対して、CMEをセントラル・カウンターパーティー（CCP）とする清算サービスを2008年4-6月期より提供する。CMEスワップス・オン・スワップストリームと名づけられた新サービス³には、既に、日系を含め33の運用会社や銀行が初期ユーザとして利用を表明している。本レポートでは、新サービスの特徴や、その位置づけについて概観する。

金利スワップ取引への清算サービス導入

金利スワップ取引とは、二者がある一定期間にわたり、異なる金利を交換するもので、例えば、固定金利と変動金利を交換する契約を結ぶ取引などがある。世界の金利スワップ取引の想定元本残高は2007年12月現在で271兆ドル(2.7京円)と巨大である⁴。日本の主要ディーラーによる金利スワップ取引の想定元本残高も18.75兆ドル(1,875兆円)に上る。

金利スワップ取引のような二者間の相対取引は、取引所取引と比べ、取引の自由度が高いが、契約の管理負荷が重くなりがちである。そこで、契約締結に伴う事務負荷を軽減させるため、取引当事者が、ISDA⁵が策定したデリバティブ取引のマスター・アグリーメント(基本契約書)を、予め結び、その上で、個々の取引について、簡単なコンファメーション(確認書)を交わすことで契約書を機能させることが一般的である。しかし、デリバティブ取引の手間は契約締結だけではない。契約期間中、継続的に、相手の支払い能力を監視して適切な担保を確保することや、資金の受払いを管理することも求められる。二者間取引を、数多くの相手と行うとなると、その負荷は軽い。

このような問題を踏まえ、CMEグループは、CMEスワップス・オン・スワップストリームの導入にあたり、以下のような利用メリットを強調している：

- － ISDA準拠の契約を予め結ぶ必要がない
- － 個々のスワップ取引についてコンファメーションを交わす必要がない
- － 二者間で担保管理を行う必要がない
- － ポジションは自動的にネットされる
- － 匿名性の高い、CCPによる清算サービスである
- － 取引相手に対する信用枠を他に有効活用できる
- － 日々の値洗いにより金融リスクを最小化できる

¹ Chicago Mercantile Exchange (CME)。

² Chicago Board of Trade (CBOT)。2007年にCMEと合併した。

³ CME Clearing360™と呼ぶ、CMEの清算サービスをOTC取引用に拡張したものを基礎としている。

⁴ BIS (Bank for International Settlement) 統計より。

⁵ 国際スワップ・デリバティブ協会 (International Swaps and Derivatives Association)

- CMEのFinancial Safeguards(会員与信管理)システムで保障されている
- 業務処理が円滑に行われる

新サービスの初期利用者

このような利用メリットを高く評価するのは、どのような市場参加者であろうか。CMEが公表した初期ユーザのリストを見ると、伝統的な銀行に加え、資産運用会社やヘッジ・ファンド、証券会社の自己取引部門、モーゲージ・バンクが数多く含まれていることがわかる。その一つである、米系ボイジャー・アセット・マネジメント⁶のCIOは、「顧客のためにISDAドキュメントを揃える費用と手間、それに資本上かつオペレーション上の非効率性から、これまで金利スワップの利用は困難であった。CMEの新サービスには、これらの障害を取り除き、我々が金利スワップ市場に効率的に参加可能とすることが期待される。」と述べている。このようなコメントからは、清算サービスの導入は、既存の市場参加者の業務効率を高めるだけでなく、利用コストの引き下げにより、市場参加者を増やす効果が期待されていると推察される。

図表1 CME スワップス・オン・スワップストリームの初期ユーザ 33 社

Abu Dhabi Commercial Bank	Lancelot EAM AB
Allston Trading, LLC	Landesbank Berlin AG
BMO Capital Markets Corp.	Malbec Partners, Inc.
Bred Bank	NewSmith Asset Management LLP
Capstone Investment Advisors	Nomura
Capula Investment Management	Nylon Capital LLP
Centaurus Capital Ltd.	Pictet Asset Management
Citadel Investment Group	RGM Advisors, LLC
Commerzbank Group Treasury	Rho Trading Securities, LLC
Countrywide Financial Corporation	Rubicon Fund Management LLP
DRW Holdings, LLC	Sanctum FI
Elcano RV Fund	Telluride Asset Management, LLC
Eurohypo AG	The Clifton Group
EWT, LLC	Threadneedle Investments
Henderson Global Investors Ltd.	Twinfields Capital Management
Infinium Capital Management, LLC	Voyageur Asset Management, Inc.
Julius Baer Investment Management, LLC	

出所：CME プレスリリース資料より

⁶ Voyageur Asset Management。

CMEグループと金利スワップ

CMEグループの取扱商品は、金利や株価指数、為替、農畜産物、不動産の先物やオプション、それに天候デリバティブなど、極めて幅広い。日本市場との関係では日本国債先物や日経225先物を上場している。さらに、2008年3月18日には、ニューヨーク・マーカンタイル取引所⁷を買収することを発表した。これにより、原油や天然ガスなどエネルギー、金や銀など金属をも傘下に収めた、巨大なデリバティブ取引所グループとなる。

CMEスワップス・オン・スワップストリームのサービス開始も、これら、一連の拡大戦略の一環と受け止められる⁸。デリバティブの取引所取引で大きなシェアを持つ存在になりつつある中で、更なる拡大余地を求め、これまで相対(OTC)取引が主体であるが、巨大な取引規模を持つ金利スワップ市場に参入したいと考えても不思議ではない⁹。そして、参入にあたり、他の商品で実績ある、清算サービスの強みを積極的に活かそうとする姿勢が感じられる。

CMEグループの主力事業であるデリバティブでは取引所間の競争が激しく、流動性の獲得には清算サービスの良し悪しが大きく影響する。清算会員の証拠金率など、決済の安全性と効率性の両方を満足させる、入念な舵取りを求められる。ここで、CMEグループは、CMEクリアリングによるサービス提供に実績があり、過去の大きな相場変動にも、市場として持ちこたえた実績を持つ。

そして今回、CMEスワップス・オン・スワップストリームの参加者に対しては、他のCME取扱商品も取引している場合に、清算サービスにおいてクロス・マーージニングを適用するという。ここでクロス・マーージニングとは、複数の商品における、取引参加者が差し入れている担保を共有化することである。参加者から見れば、より多くの取引をCMEクリアリングに集中させれば、担保効率が向上することになる。

冒頭で触れたように、金利スワップは、日本でも活発に取引されている金融デリバティブである。CMEグループの試みのように、清算サービスの導入により取引参加者の裾野が広がる可能性があるのであれば、市場が変わる余地が残されているともいえよう。金融デリバティブという、国際的な競争が激しい市場において、参加者の費用と手間、また、資本上やオペレーション上の費用を低減し、市場全体の効率性を高めることができるのか、興味深い。まずは、CMEスワップス・オン・スワップストリームの利用が、どの程度立ち上がってゆくのか注目される。

本レポートは、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターからの委託に基づき、榊野村総合研究所金融ITイノベーション研究部が作成したものである。

⁷ New York Mercantile Exchange(NYMEX)。

⁸ CMEは、金利スワップ取引プラットフォームのスワップストリームを2006年に買収して参入。

⁹ 一方、米国司法省は2008年2月6日、先物取引所が清算サービスを支配している(ポジション管理や、他の取引所取引との担保の共有化についての決定権を握っていること)ことが、他の先物取引所の市場参入と競争を阻害しており、米国財務省が先物の清算についてレビューすることを勧告するレターを公表した。これについては、即日に、全米先物業協会が司法省の勧告に同意する声明を出す一方、CMEが取引所と決済サービスの垂直統合の正当性を主張する詳細な声明を出し、コンファレンス・コールも実施した。米国商品先物取引委員会(CFTC: Commodities Futures Trading Committee)も、米国の先物取引所および清算機関は良好に機能しており、米国で開発された様々な清算モデルは米国商品取引所法の基準に適合していると擁護するコメントを出している。清算サービスをめぐる、先物取引業者側と、先物取引所側の温度差が感じられる。