

リーマン・ショック後のデリバティブ取引規制Ⅱ —OTCデリバティブの規制の在り方—

東京国際大学 教授
渡辺 信一

1 問題意識

OTCデリバティブに関する証拠金規制は、2015年12月の導入予定が延期された。

バーゼル銀行監督委員会(BCBS: Basel Committee of Banking Supervision)とIOSCO(International Organization of Securities Commissions)は、2015年3月18日公表の文書で以下のことを決めた。(1)当初証拠金及び変動証拠金に関する義務の施行を9ヶ月遅らせ、2016年9月1日からとする。(2)変動証拠金に関する義務の導入を段階的に行い、想定元本合計(平均)3兆ユーロ以下の対象者の導入については、6ヶ月後の2017年3月1日からとする。結果的に、証拠金規制の導入は、各国で検討されることとなった。

そもそも、証拠金規制とは、リーマン・ショック後に導入が決まった、OTCデリバティブに関する規制である。具体的には、中央清算機関(CCP)を通じた清算がなされないOTCデリバティブに関して、対象者間で・当初証拠金の受領・分別管理、・変動証拠金の受領を要求するものである。

また、当初証拠金は、取引相手が破たんした時のポジション再構築コストを手当てするものであり、変動証拠金は、市況の変動による時価の変動相当額を手当てするものである。

筆者は、2年前に、「リーマン・ショック後のデリバティブ取引規制—OTCデリバティブの規制の在り方—」と題する論考を「先物・オプションレポート」に提示した。その後、約2年が経過したが、金融資本市場、とりわけデリバティブを巡る環境は、筆者が危惧した方向に進みつつあるように思われる。

本稿では、「金融資本市場の規制に当たっては、単に規制を強化するだけではなく、規制のコストや、規制による弊害を十分に認識するべきである」という視点から、最近のOTCデリバティブの動向を探り、いくつかの提言を行いたい。

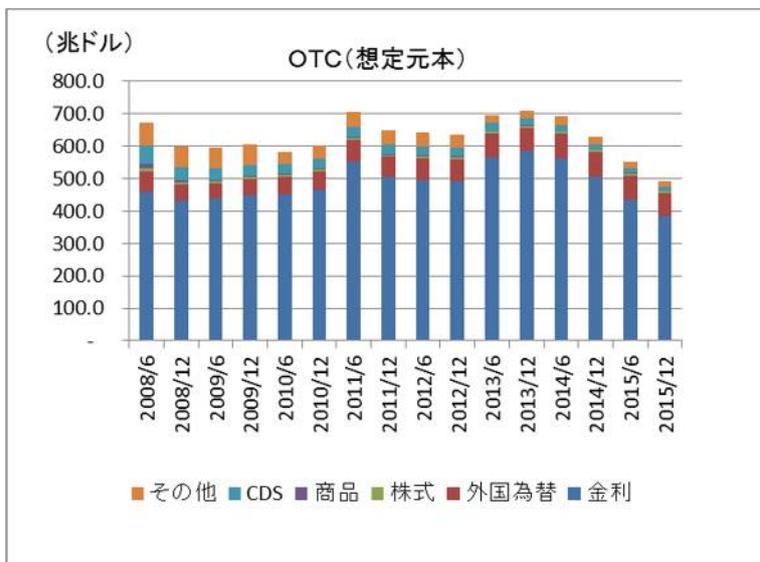
2 最近のOTCデリバティブ

最近のOTCデリバティブの動向に関して、Statistical release OTC derivatives statistics at end-December 2015(May 2015 Bank for International Settlements)によれば、以下が判明した。

2015年下半期(2015年7月~2015年12月)において、世界のOTCデリバティブは、想定元本ベースで11%減少した(図表1)。具体的には、552(兆ドル)から493(兆ドル)になった。国際決済銀行(BIS)では、「不要な取引削減への圧力」がその原因であるとし

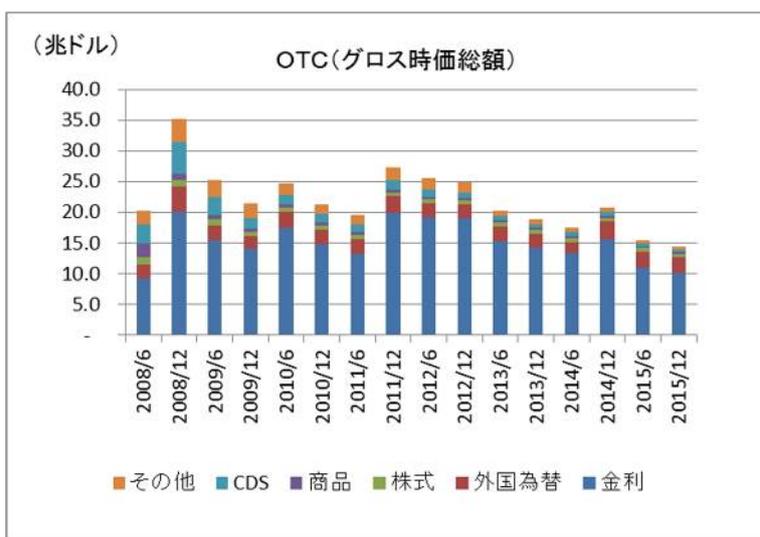
ている。

図表1 OTCデリバティブの想定元本



想定元本の減少は、グロスの時価総額 (the gross market value of outstanding derivatives contracts) の減少を招いた (図表2)。グロスの時価総額は、リスク相当額の意味ではより重要な指標である。2015年下半期 (2015年6月～2015年12月) において、上記金額は、6%下落した。具体的には、15.5 (兆ドル) から 14.5 (兆ドル) になった。

図表2 OTCデリバティブのグロス時価総額

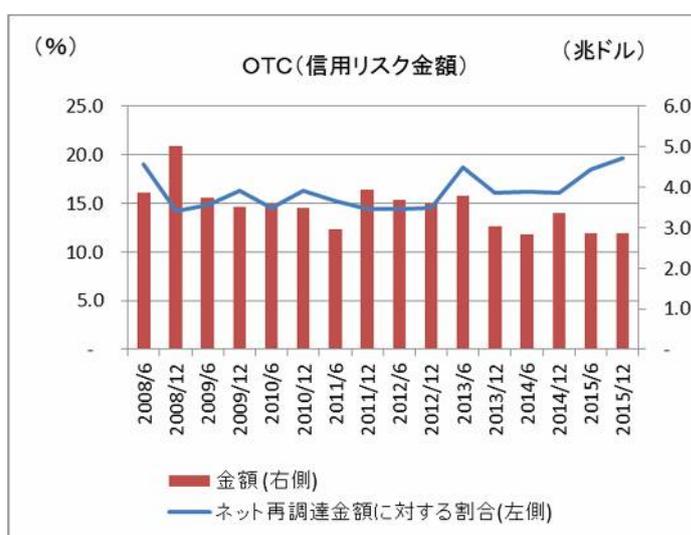


OTC デリバティブ改革を目指す世界中の規制当局の課題の中でも、特に中心的な役割を持つ中央清算制度が、継続的に拡大しつつある。中央清算制度を経由した CDS の割合は、

2015年12月末には34%となった。これは、2015年6月の31%、2010年6月の10%を超えるものである。

OTCデリバティブの市場参加者は、カウンターパーティリスクをネットティングと担保の受け入れで減少させることができる。グロス信用エクスポージャーは、グロス時価総額を法的に可能なネットティングで調整したものである。ただし、これは、担保を考慮していない。グロス信用エクスポージャーは、2015年12月末で2.9（兆ドル）である。この水準は、グロス時価総額の20%であり、2018年からの平均の16%を若干上回る水準である（図表3）。

図表3 グロス信用エクスポージャー



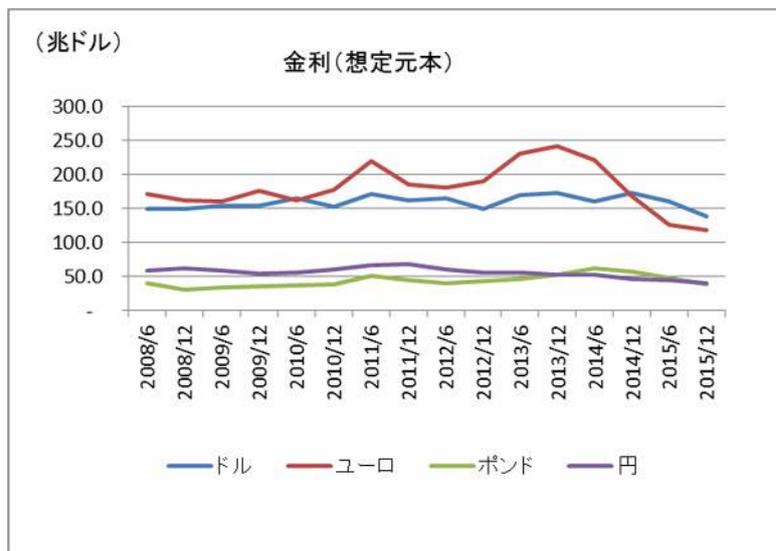
3 金利デリバティブ市場の状況

金利デリバティブは、OTCデリバティブ市場の中で最もウェイトが大きいセグメントである。2015年12月末の額面金額は384（兆ドル）で、世界のOTCデリバティブの78%を占める。この中で、スワップが、289（兆ドル）で最大のシェアを占める。

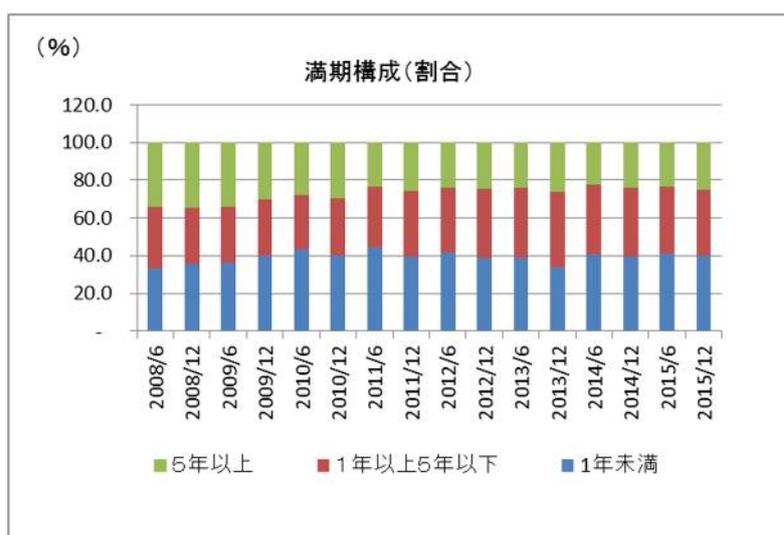
金利デリバティブの想定元本は、2015年6月末の434（兆ドル）から急減した（図表4）。デリバティブの想定元本の減少は、2015年7月～12月の間のドル取引の減少（160（兆ドル）～130（兆ドル））によるものである。ユーロ取引は、126（兆ドル）から118（兆ドル）に減少した。円、ポンド、その他の通貨取引も減少した。

想定元本の減少は、金利デリバティブの満期構成の変化によるものではない。満期構成のシェア別に考える。満期1年未満の金利デリバティブのシェアは、2015年7月から12月の間に42%から40%になった。残存5年超の金利デリバティブのシェアは、24%から25%になった。残存1年以上5年以下のシェアは35%と変わらなかった（図表5）。

図表4 金利デリバティブの想定元本



図表5 満期構成



金利デリバティブのグロスの時価総額は、2015年6月末の10.14(兆ドル)から11.1(兆ドル)に減少した。これは、同時期の額面金額の減少を反映したものである。

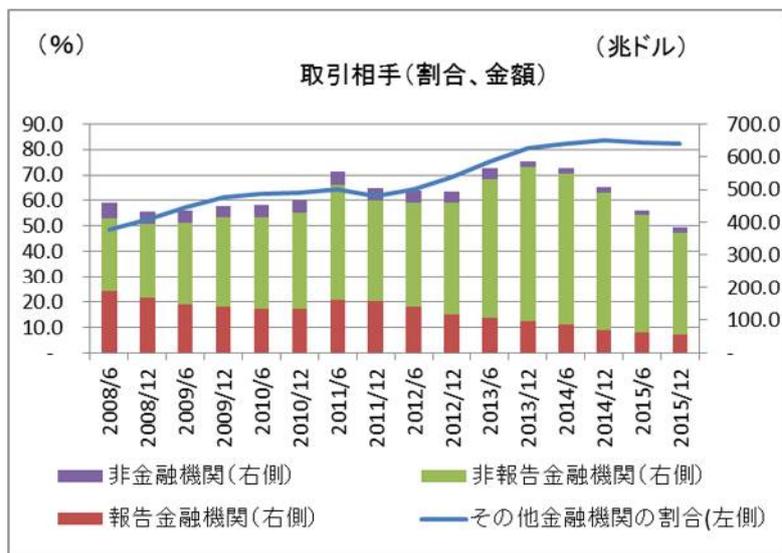
長期金利の上昇は、金利デリバティブの取引開始時点と報告時点の間の金利ギャップを埋める取引を通じて、金利デリバティブの残存額の減少に寄与した可能性がある。通貨別に見ると、円とポンド以外のすべての主要国通貨で減少した。

2015年12月末の報告金融機関を含む金利デリバティブの取引相手別の動向を見ると、すべてのセグメントで、2008年と同一、あるいは、それ以下の金額であった。

ドル、ユーロ、円の金利スワップ市場のハーフィンダール指数は、2008年のレベル以下

であった。ただし、スイスフランとスウェーデンクローネの金利スワップ市場の指数は、2008年と同一かそれ以上であった（図表6）。

図表6 取引相手



4 規制のコスト

2007年から2008年の金融危機は、OTCデリバティブに関して、2つの側面を明確化した。第一に、OTCデリバティブに注目し、再構築する必要があるということである。

金融革新、すなわち、顧客のニーズに合わせた新商品の開発は、多くが、OTC市場で行われるが、この市場では銀行がリスクやレバレッジをオーダーメイドできる市場であった。その理由は、これらの取引が、規制の面でも、ディスクロージャーの面でもバランスシートに反映されなかったからである。

自己資本比率規制は、流動性やカウンターパーティリスクやシステミックリスクなどのOTCデリバティブの保有に関するリスクを反映させていなかったのである。

このことは、銀行にとって、バランスシートに載る取引、すなわち、上場商品を利用するよりもOTC市場でリスクテイクした方が魅力的であったことを意味する。

第二の点は、OTC取引に関して、上場デリバティブのような取引市場と中央清算制度がなかったために、その取引規模に関して、取引参加者も規制当局も、正確な数字を知らなかったのである。上場デリバティブに関しては、清算機関が取引を監視し、証拠金の引き上げ等によって、リスクをコントロールすることができる。

このように、金融危機に際しては、OTCデリバティブがその責任の一端を担っていたことは明らかであり、その意味において、現在の規制強化の方向は正しい。

一方で、規制に関するコストにも注目するべきである。国際通貨基金（IMF）の報告書

によれば、仮に、標準化されている OTC デリバティブの 3分の2 が清算機関取引に移行すれば、銀行は、約 200 (10 億ドル) の当初証拠金、並びに、変動証拠金を負担することになる。

その内訳は、CDS 市場で 80 (10 億ドル)、金利スワップ市場で 40~50 (10 億ドル)、外国為替市場、並びに、商品市場で 90 (10 億ドル) である。

さらに、標準化されない残りの 3分の1 に対して規制当局がディーラーに 10%~20% の証拠金を課せば、70~140 (10 億ドル) の資本が必要となる。

また、この場合、非標準化取引は、標準化取引との間でネットティングができなくなるため、合計で 150 (10 億ドル) ~250 (10 億ドル) の資本が必要となる。

5 おわりに

前稿でも述べたが、筆者は、あらゆる規制にコストが伴うことを認識するべきであると考える。その理由は、以下の通りである。

第一に、BASEL II に見られるように、規制には必ず、アービトラージが伴う。第二に、規制の導入によって、中央清算機関そのものにリスクが集約されるが、中央清算機関そのものは、リスクヘッジを行う手段を持っていない。第三に、情報開示規制の充実等、他の代替手段の利用を検討するべきである。

第一の点に関しては、BASEL 規制そのものが、証券化商品への依存を促し、一方で、シャドーバンキングの増加を招いた点を忘れるべきではない。

第二の点に関しては、これまでも、中央清算機関が危機に瀕した例を思い出すべきである。1987 年の株式市場の暴落では、CME (Chicago Mercantile Exchange) の処理が遅れ、400 (百万ドル) の資金が不足した。この時は、レオ・メラメッドがコンチネンタル・イリノイ銀行との間で通常の与信額を超える緊急融資を実行し、危機を脱した。

第三の点に関しては、金融機関に対して、商品種別、取引高、担保に供されない信用リスク額、等を報告することで、リスク額を把握することが可能である。

筆者は、中央清算機関によるリスク管理の重要性を認めるものの、規制強化が、逆に、市場を委縮させ、市場の流動性を減少させるとともに、金融イノベーションの進展を阻害することを危惧するものである。

参考文献

1. Acharya, Viral V., ... [et.al], "Regulating Wall Street", 2011, John Wiley & Sons, Inc.
2. BIS, 2016, "Derivatives statistics updated 4 May 2016",
(<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>)
3. 池田雅史、2015、「店頭デリバティブ証拠金規制の導入延期と米欧日の差異」、
金融ITフォーカス 2015年5月号
(http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2015/05/201505_5.html)
4. 金融庁、2016、「国際金融規制改革の最近の動向について（平成28年2月8日
金融庁総務企画局総務課国際室）」
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryoku/20160208/06.pdf)
5. 日本銀行HP、「デリバティブ取引に関する定例市場報告」の解説
(<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exyosi.html/>)
6. 国際決済銀行、「OTCデリバティブ取引の決済およびカウンターパーティのリスク管理」
(日本銀行仮訳) (https://www.boj.or.jp/announcements/release_1998/bis9809b.html/)
7. 渡辺信一、2014、「リーマン・ショック後のデリバティブ取引規制—OTCデリバティブの規制の在り方—」、大阪取引所先物・オプションレポート、10月号

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。
本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。
本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。