

2010年3月20日

1/6 ページ

最悪な状況はほぼ脱したものの、サブプライムローンに端を発した金融危機は世界経済に大きなダメージを与え、しばらくはその後遺症が続くと思われまます。今回の金融危機により、金融セクターが正常に機能しなくなると経済全体がその痛みを共有するという実態が浮き彫りになりました。どのような企業のバランスシートにおいても資金調達が基本的な構成要素であるにもかかわらず、世界的な経営環境悪化という危機の後遺症により貸し出し意欲および投資意欲が急激に減退しました。

店頭デリバティブ市場は特に大きなダメージを受けました。本来、責任ある効率的な店頭デリバティブ市場の運営は、リスクヘッジおよびリスク管理機能がもたらし、その結果金融機関が安心して資金の貸し出しや投資をすることができます。しかし、市場参加者は相手先信用リスクを受け入れることに完全に消極的になり、こうした市場が機能しなくなってしまうました。

それゆえ、店頭デリバティブ市場が機能するような環境を整備する必要があります。当社は中央清算機関クリアリングがその解決において重要な役割を果たすと考えています。CME グループは、信頼できる信用管理と資金効率を融合し、当グループの CME ClearPort クリアリングシステムを効果的に活用するという独自の姿勢を打ち出しています。同システムは主にエネルギー市場において本日まで活用されてきましたが、その有用性を金利、FX、クレジットおよび農産物市場などその他の資産クラスへも広げることができるのではないかと考えています。

本資料では、今回の金融危機を引き起こした原因の背景、規制上の対応を確認し、また、市場参加者が価格リスクならびに相手先信用リスクに効率的に対処するために CME の CCP クリアリングモデルがどのように役立つかを、経済的に活発な店頭デリバティブ市場と関連させて説明します。

**金融危機:** 米国は 2002 年からいわゆるサブプライムローン金融危機が発生する 2007 年まで、力強い成長を成し遂げました。今回の金融危機のきっかけは米国の実体経済にありました。2000 年代初期から中頃にかけて多くのサブプライムローンの利用者が変動金利の住宅ローン (ARM) を利用して住宅を購入したのです。

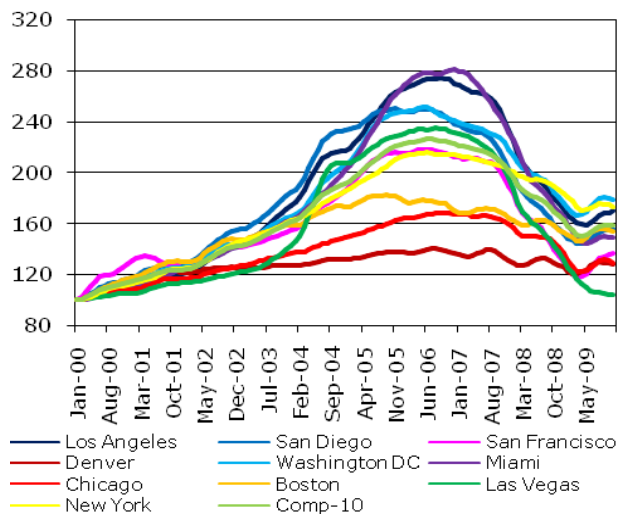
住宅価格が過去何十年も安定して上昇し続けていたため、こうした住宅購入は「安全」と考えられていました。積極的な住宅ローンの貸し出しと米国政府が社会的理想として掲げた「全国民による住宅所有」の推進を目的とした政策により、通常であれば借入基準を満たしていない住宅ローン利用希望者がローンを組むことができるようになり、その結果住宅価格を押し上げ「住宅バブル」が発生しました。

しかし、ARM 金利は政策金利の対象である FF 金利などの短期金利と連動して動きます。2003 年～2004 年の FF 金利

は、「ドットコム」バブル (IT バブル) の崩壊を受けて、異常に低い水準である 1% に抑えられていました。ところが、2004 年に連邦準備制度理事会 (FRB) が金融引き締め動きだし、ARM の利用者が苦境に立たされ始めたのです。

住宅ローンの利用者の支払い遅延または債務不履行が相次いで起こるようになりました。住宅の差し押さえ率が上昇し、なかでも ARM のサブプライムローン利用者の差し押さえ率は、現在では 25% の水準にまで近づいています。住宅価格は暴落し、10 大都市圏の S&P ケース・シラー住宅価格指数がピーク時より約 30% 下落したのが示すように、2006 年中頃には米国の住宅バブルは崩壊しました。

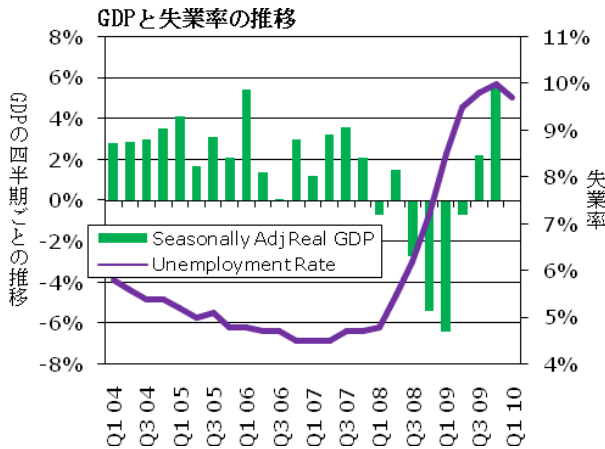
S&P ケース・シラー住宅価格指数



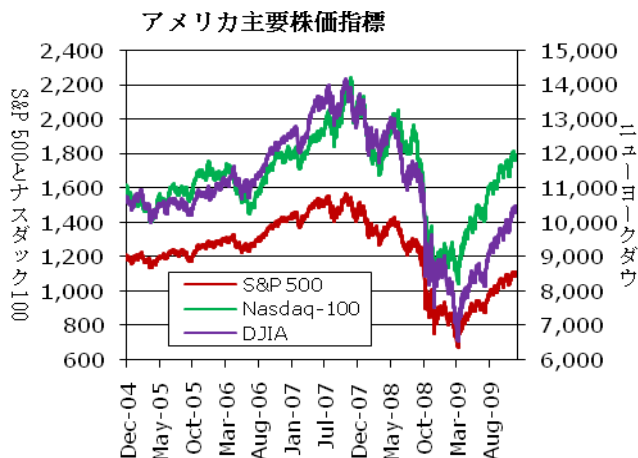
その影響はすぐに実体経済、そしてウォール街へ広がりました。住宅ローンに投資をしていた投資家らは、ストラクチャード・インベストメント・ビークル (SIV) や債務担保証券 (CDO) など、複雑なレバレッジを利用した、一般的に流動性がない仕組み証券を広く利用していたのですが、そうした投資証券の価格が暴落してしまいました。

レバレッジを使う資産運用会社など、資金を調達する必要性に迫られたそうした投資家の多くが、株式市場からの資金引き揚げで対応しようとしていました。その結果、2008 年 S&P 500 の株価指数は 37% の下落となりました。

2009 年第 1 四半期、米国の GDP は 6.4% 下落し、経済全体が金融危機の犠牲となりました。そして 2009 年 10 月には米国の失業率は 10.2% まで上昇しました。しかし、こうした景気低迷以降、経済環境は改善し 2009 年第 4 四半期の GDP は 5.7% を記録しました。失業率は依然高止まりしていますが、9.7% まで回復しています。



株式市場は一般的に景気の先行指標と考えられていますが、2009年春の底値から力強い上昇を続けています。しかし、金融危機の後遺症で、多くの店頭デリバティブの市場参加者にとっては、クレジット市場の環境は依然厳しいままです。



**規制上の対応** - こうした状況を受け、米国では多くの規制強化政策が発表されました。とりわけて特筆すべきなのは、2009年店頭デリバティブ市場法案（Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009、以下、「規制改革案」）が、2009年12月米国下院を通過したことです。同法案は現在、修正の可能性と共に上院で審議されています。

規制改革案が成立すれば、店頭デリバティブ市場に影響を及ぼす抜本的な改革となり、また主に店頭デリバティブを主要規制の対象外としていた2000年商品先物現代化法（Commodity Futures Modernization Act of 2000、以下、「CFMA」）を一部無効にすることになります。

規制改革案が通過すれば、米国商品先物取引委員会（以下、「CFTC」）および証券取引委員会（以下、「SEC」）の2大政府機関によって、より具体的かつ詳細な規制が制定され整備されることとなります。店頭デリバティブを規制対象とする枠組みが、最終的にどのような形になるかは現段階では分かっていません。

規制改革案には、店頭取引に係る清算、取引および報告についての規制が含まれており、以下に概要を示す店頭の市場参加者に対する規制も含まれています：

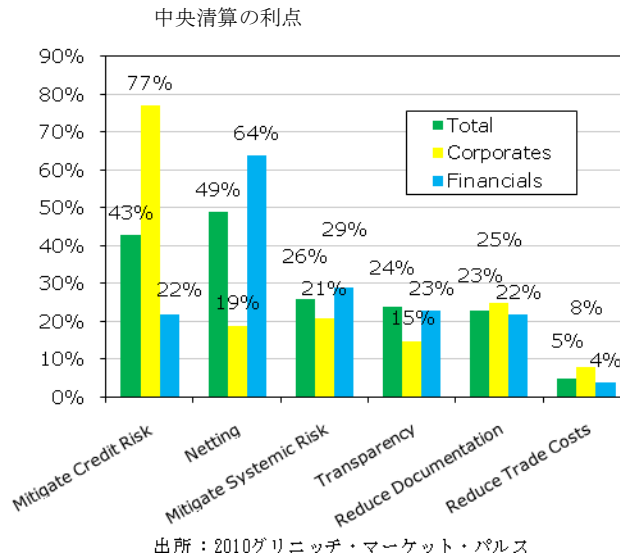
- ✓ **標準化したスワップ契約の清算義務**：一定の例外を除いて、証券以外を原資産とする標準化したスワップ契約は、CFTCに登録するデリバティブ清算機関により、また証券を原資産とする標準化したスワップ契約は、SECに登録する清算機関によって、集中清算されなければならないとするものです。規制改革案が通れば、清算機関または清算代理機関が清算を受け入れたものであれば、スワップ契約または証券を原資産とするスワップ契約は標準化されているという、法律上の推定が成り立ちます。
- ✓ **規制当局が設定した証拠金額**：規制当局は、すべてのデリバティブ・ディーラーおよびデリバティブの主要市場参加者に対し、店頭デリバティブ取引を行うための資本や委託証拠金義務を課することが求められ、集中清算されないデリバティブについては、資本要件が厳しくなります。
- ✓ **持ち高規制**：規制改革案では、店頭デリバティブ市場の悪用を防ぐために、CFTCとSECに規制制定の権限を与えています。それらには、持ち高規制の設定、重大な価格発見機能を果たすまたは同機能に影響を与えるような店頭デリバティブ取引に対する報告義務の制定などが含まれます。
- ✓ **清算されるスワップの取引義務**：すべての標準化したスワップ契約は、次のケースを除いて規制市場またはスワップ執行代替機関にて取引されなければならないとするものです：1) いずれの清算機関もしくは清算代理機関もその金融商品の清算を受け入れてくれない、または、2) 取引当事者の一方がデリバティブ・ディーラーもしくはデリバティブの主要市場参加者でなく、その金融商品を清算する清算機関もしくは清算代理機関が規定する適格要件を満たさない場合。

2010年3月20日

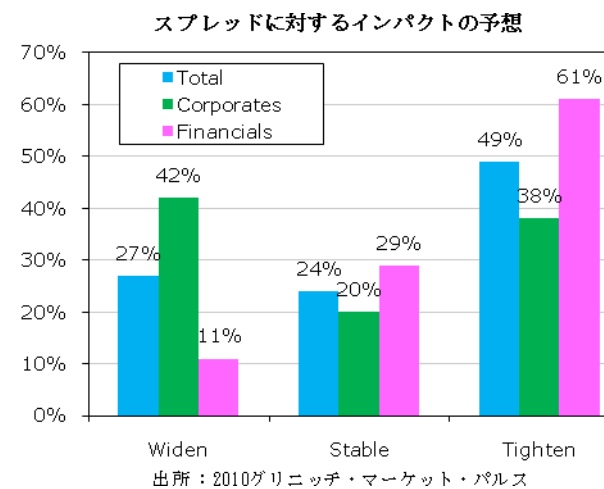
3/6 ページ

- ✓ **スワップトレーダーの登録および監督**：規制改革案が通過すると、連邦登録が強制的になり、すべてのデリバティブ・ディーラー、デリバティブの主要市場参加者および設立されるスワップ清算機関は政府の監督および規制の対象になります。さらに、「スワップ・ディーラー」ならびに「証券を原資産とするスワップのディーラー」（総称して「デリバティブ・ディーラー」という場合があります）また「スワップの主要市場参加者」ならびに「証券を原資産とするスワップの主要市場参加者」（総称して「デリバティブの主要市場参加者」という場合があります）などの市場参加者の新しいカテゴリーを規制監督の対象とすることになります。なお、デリバティブの主要市場参加者は、取引または保有するデリバティブ・ポジションの規模によってのみ定義されるとされています。
  - ✓ **データ報告**：規制改革案では、主要なスワップおよび証券を原資産とするスワップを取引する者に、重大な価格発見機能を有するスワップ取引に関する情報を SEC または CFTC に報告することを義務付けるとしています。さらに規制改革案では、登録スワップ清算機関に受け入れられなかった店頭デリバティブ、またはその取引を受け入れる清算機関がなく直接 CFTC もしくは SEC またはそれらが指定する委任先に依頼したが受け入れられなかった店頭デリバティブに関しても、報告を義務付けるとしています。また、海外の金融監督当局を含むその他の規制当局から要請があった場合は、個々の取引および取引当事者のデータを提出しなければならないとしています。CFTC ならびに SEC、またはそれらに指定された委任機関は、スワップおよび証券を原資産とするスワップ取引の各取引高および持ち高を公的な統計値として公開しなければならないとなります。また規制改革案では、その施行前 180 日以内のすべての店頭デリバティブ残高を報告することを義務付けるとしています。
- 「悪魔は細部に宿る」 (devil is in the details) ということわざがありますが、同法案についても現段階で不明な部分が多くあります。しかしながら、同法案が標準化した店頭デリバティブについては CCP クリアリングモデルを適用しなければならないとしていることは特筆すべきことです。したがって、議員らも CCP クリアリング機関がもたらす多くの利点を認識していることが分かります。
- CCP クリアリングの利点**：現在審議中の法案の多岐にわたる趣旨にしたがって、CME グループは CME ClearPort ブランドのもと当社機能と資産を最大限に活かし、店頭市場で予想される要求に対応するための清算に特化したサービスの提供計画に、店頭市場の参加者と共に取り組んでいます。そうした中央清算の利点を、次に説明します。
- ✓ **財務保証**：CME クリアリング機関はすべての売り手に対して買い手として、一方で、すべての買い手に対しては、売り手としての役割を果たします。こうして、相手先信用リスクを取引当事者から分離します。さらに CME クリアリング機関は、投資家の資金やポジションを銀行やブローカーのものから分けて管理することにより、世界でも最高の投資家保護システムを提供します。最後に、おそらく最も重要なのが、この中央清算機関クリアリングによって支えられ、取引所取引であれ、店頭取引であれすべての取引を保証するものであることです。
  - ✓ **値洗い (マーク・トゥ・マーケット)**：CME グループによる清算の特徴は、1日2回の値洗いを行うことにより、ボラティリティと市場の材料に応じて必要となる証拠金所要額を調整する機能です。この特徴が効果的に機能することにより、気付かないうちに含み損が累積することを防ぎ、投資家が市場に安心して参加できることを保証しています。
  - ✓ **透明性**：価格決定の透明性および高い価格競争力は、取引所や CCP クリアリングモデルの大きな利点です。こうした要素はさらに、ビッドオフアースプレッドを縮小させ競争力のある市場を促進します。しかし、より柔軟なモデルを開発して新規のカスタマイズ性の高い商品も機能するために、この利点を抑えなければならないということも認識しています。ディーラーが得る手数料はビッドオフアースプレッドになるのですが、そのプレッドが過度に縮小してしまうと、マーケティングや革新的な商品の仕組みを開発することによって市場を発展させるディーラーのインセンティブが抑圧されてしまい、市場の存在自体が危機にさらされてしまう可能性があるからです。
  - ✓ **ポジションの相殺による資金の効率性**：CME グループは金利、株式、通貨、エネルギー、農産物、金属およびオルタナティブ投資まであらゆる資産クラスを網羅する非常に幅広い商品ラインアップを提供しています。関連性のある店頭市場商品と取引所取引商品をひとつの屋根の下で運営することにより、所要証拠金額を低く抑えるという形での大きな資金の効率性を可能にしています。
  - ✓ **自動記帳プロセス**：自動記帳プロセスにより、マニュアルプロセスよりも、タイムリーかつ正確な各取引の確認が可能になります。これはまた、全般的に取引処理コストの削減に寄与します。
- グリニッチ・アソシエイツ (Greenwich Associates) はこのほど、330 人の投資家と企業役員を対象とした CCP クリアリングの店頭デリバティブ適用への意識調査を発表しました。

調査対象者は 2010 年 1 月に北米、ヨーロッパおよびアジアから抽出されました。

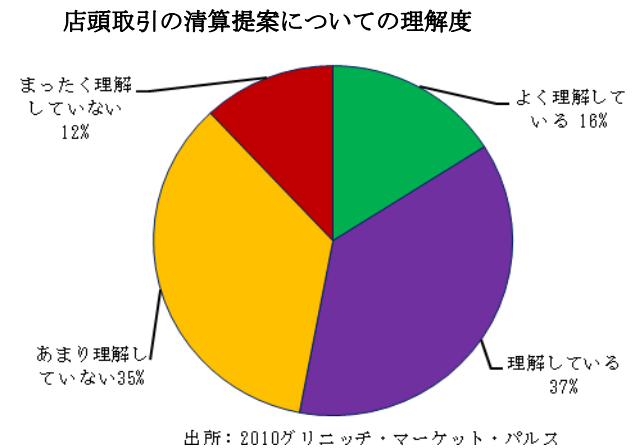


調査対象者が指摘した最も重要な CCP クリアリングの利点は次のとおりです： (i) クレジットリスクの軽減、(ii) ポジションのネットイング、(iii) システミックリスクの軽減、(iv) 透明性、(v) ISDA や CSA などの書類の簡素化、(vi) ビッドオフアースプレッドならびに取引処理コストを含む取引費用の軽減。

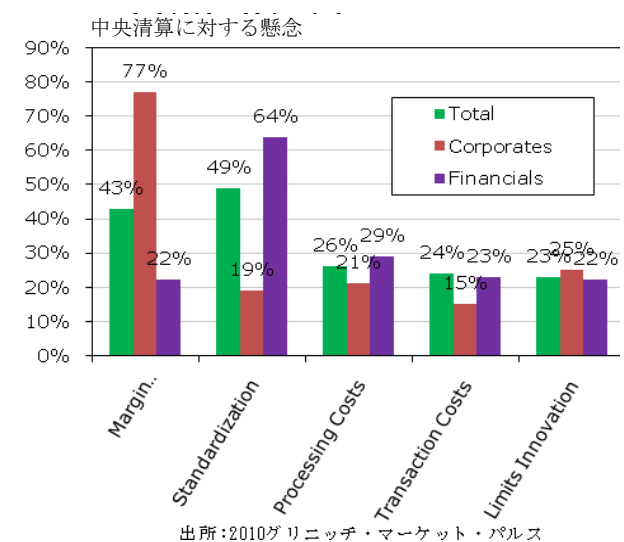


CCP クリアリングによってもたらされるだろう最も重要な利点として取引費用の軽減を挙げたのは、全回答者の 5%にとどまりました。しかし、ビッドオフアースプレッドに対する考えられるインパクトを問うと、49%の回答者がスプレッドは縮小すると答えており、変わらないとしたのは 24%、そして拡大するとしたのは 27%でした。

**乗り越えなければならない障害**：店頭デリバティブの CCP クリアリングにとって最も大きな障害は、おそらく理解度の低さと言えるでしょう。前述の調査の回答者のうち、店頭クリアリング案について「よく理解している」または「理解している」と答えたのはそれぞれ 16%と 37%だったのに対し、「あまり理解していない」としたのが約 35%、そして「まったく理解していない」と答えた回答者が 12%いました。



CCP クリアリング案に関する懸念として多く挙げられたのは、証拠金の要件、標準化、取引費用および商品開発への影響でした。



標準化と商品開発抑制の可能性に関する懸念は、店頭デリバティブ市場が永年にわたって投資家の要求に十分に合致したカスタマイズ商品を開発してきたという点において、密接に関連しています。審議中の当法案は、標準化した店頭デリバティブ商品の清算義務化をうたっています。「標

準化」という用語は、清算機関の業務処理の観点から清算機関による清算が可能である金融商品と解釈されています。

**CME ClearPort** : 店頭デリバティブの清算は特に新しい概念というわけではありません。CME ClearPort システムは2002年5月以来順調に機能してきました。この比較的短い期間で取引高は安定的に成長し、2009年の日次ベースの平均取引高は55万8千件と報告されました。

CME ClearPortは取引プラットフォームや清算サービスとは異なります。店頭市場における双方向取引を、CCP クリアリングモデルに付随する様々な利点を享受しながら、それにしたがった清算処理登録をCME クリアリング機構に提出(または取引による債権・債務関係を更改)することができるインターネットベースのゲートウェイと理解するといでしょう。

CME ClearPortは永年利用されてきており、エネルギー市場では広く知られています。

CME ClearPortは現在、文字通り何百ものエネルギーや金属などの場外取引をかかえるトレーダーたちの取引執行において他に類のない柔軟性を提供し、トレーダーたちはCME ClearPortを利用して価格交渉を行い、そしてCME クリアリングハウスに取引を提出しています。そして今後さらに、CME ClearPortはエネルギーの取引関係者のみが利用できるサービスにとどまらず、金利、為替、農産物商品、金属など幅広い資産クラスに利用することができるようになります。

こうした各市場のニーズや要求には、それぞれに特徴があります。CME ClearPortは、異なる資産クラスにおけるトレ

ーダーの様々な要求に対応できる十分な柔軟性を兼ね備えています。例えば規制に対応するため、または記帳目的などで、先物取引としてのポジションを作るために双方向取引を利用する場合があります。または、規制に対応するために店頭デリバティブとして双方向取引を保有しつつも、同時に中央清算機関によるクリアリングがもたらす財務保証や事務効率を享受することもできます。

場合によっては、CME ClearPortを利用して双方向取引ベースまたは「清算のみ」のベースでしか執行できない取引をクリアリングハウスに通すこともできます。市場が成熟してより標準化されれば、CME ClearPortは双方向の相対取引と取引所取引が最終的には同一の清算システムに存在できるような契約をさらに活発化させるためにも利用することができるかもしれません。

しかし、CME ClearPortの共通の特徴は、店頭スタイルの双方向取引を先物スタイルの多方向取引清算サービスと融合することです。CME ClearPort

は、付加価値のあるディーラーのサービスをCCP クリアリングモデルが提供する財務上の安全性および資金の効率性に結びつけるパイプのメカニズムの機能を果たします。

より詳細な情報については下記までご連絡ください

商品開発部担当責任者  
ジョン・W・ラブゼウスキ (John W. Labuszewski)  
312-466-7469、[jlab@cmegroup.com](mailto:jlab@cmegroup.com)

## CME ClearPort の歩み

- |      |  |
|------|--|
| 1998 | エンロンが大手エネルギー会社になる  |
| 2000 | 商品先物現代化法 (CFMA) により、清算機関による店頭デリバティブの清算が可能に                               |
| 2001 | エンロンが破産を申請し、店頭エネルギーデリバティブにおける相手方信用リスクの懸念が浮き彫りに                           |
| 2002 | NYMEX が場外取引のために ClearPort を導入  |
| 2003 | 日次ベースの平均取引高 (ADV) が 24,137 に   |
| 2004 | 34 の店頭取引を ClearPort に登録  |
| 2006 | ADV が 313,128 に達し、ClearPort による収入が 1 億ドルを突破                              |
| 2008 | CME グループは NYMEX と ClearPort を買収。CME ClearPort と名称を変更しエネルギー以外の市場にもサービスを拡充 |
| 2009 | ADV 558,000 を達成  |

2010年3月20日

6/6 ページ

---

©2010 グラフ、表を含む掲載記事の著作権は CME グループに帰属します。CME Group™、地球形のロゴ、Globex®および CME®はシカゴ・マーカントイル取引所の商標です。CBOT®はシカゴ商品取引所の商標です。NYMEX はニューヨーク・マーカントイル取引所の商標です。本資料に掲載した情報は信頼できると判断した情報源をもとにしたものです。しかし、これらは情報提供および教育のみを目的としており、CME グループまたはそのすべての子会社が、正確性、完全性、または取引の結果を保証するものではなく、そして取引の助言または先物やオプションの購入または売却を勧誘するものではありません。

別段の記載がない限り、CME グループの商品とは規制取引所 (CME、CBOT、NYMEX、COMEX) のいずれかで取引されている商品を含みます。これらの取引所に上場している商品は、それぞれの取引所が定める規則が適用されますので、適用される規則書を参照してください。

当資料には、1995年私募証券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) において定義されている「将来の見通しに関する情報」が含まれています。これらの情報は、マネジメントの現在の予想をもとに記載されたものであり、同情報に記載された結果と大きく異なる結果の要因となるようなリスクや不確実性を伴います。将来の見通しに関する情報は保証されるものではなく、実際の結果はそれら予想したものと大きく異なる場合があります。当社は、新しい情報、将来の事象などに起因する、将来の見通しに関する情報の更新を公開する義務を負いません。当資料における将来の見通しに関する情報は、特に CME グループの直近のアンニュアルレポート・フォーム 10-K および直近の四半期報告書のフォーム 10-Q に記載されているリスク要因および注意事項で述べられている、CME グループの経営に影響を及ぼす多くの不確実性と共に評価すべきものです。

---

Some callouts in the graphs were not overwritten. These callouts were translated as follows:

<Graph on the right-hand side of page 1. In vertical order from the leftmost words, i.e., "Los Angeles.">

ロサンジェルス

デンバー

シカゴ

ニューヨーク

サンディエゴ

ワシントン DC

ボストン

10 都市総合

サンフランシスコ

マイアミ

ラスベガス

---

2010年3月20日

7/6 ページ

---

Note: The names of the months can be left as they are, or otherwise they can be translated as follows:

1月/00

8月/00

3月/01

10月/01

5月/02

12月/02

7月/03

2月/04

9月/04

4月/05

11月/05

6月/06

1月/07

8月/07

3月/08

10月/08

5月/09

< First graph on the left-hand side of page 2. >

(In the square)

実質 GDP (季節調整済み)

失業率

Q1 : 第1四半期

Q3 : 第3四半期

< Second graph on the left-hand side of page 2 >

(In the square)

S&P500

ナスダック 100

ニューヨークダウ

< First graph on the left-hand side of page 4 >

(In the square)

---

2010年3月20日

8/6 ページ

---

合計  
企業  
金融機関

信用リスクの軽減  
ネットィング  
システミックリスクの軽減  
透明性  
書類の簡素化  
取引費用の軽減

< Graph in the bottom part on the left-hand side of page 4 >

(In the square)

合計  
企業  
金融機関

拡大  
変化なし  
縮小

< Graph in the bottom part on the right-hand side of page 4 >

(In the square)

合計  
企業  
金融機関

証拠金  
標準化  
執行費用  
取引費用  
商品開発の抑制

---