

【Ⅲ】  
海外だより



# 米国デリバティブ動向

## 米国にみるデリバティブの新しい動き

ニッセイ基礎研究所 ニューヨーク事務所 研究員 大久保 亮

### はじめに

デリバティブという言葉も、時代のキーワードとしての地位をインターネットに譲り、今やすっかり市民権を獲得したようだ。

デリバティブが急成長した背景には、店頭デリバティブ（OTC）の急拡大と、これを迎え撃つ上場デリバティブ（取引所デリバティブ）の熾烈な競争をあげることができよう。

この2年ほどの間、デリバティブ取引による損失事例が相次いで表面化し、デリバティブを危険な取引と見る雰囲気生まれた時期もあったが、それにもかかわらずデリバティブ取引の拡大には衰えが見られない。

しかし、損失事件を機にデリバティブ市場には新しい変化が生まれている。

そこで、以下ではデリバティブの最先端を行く米国市場の変化をレポートすることとした。

### I. 店頭デリバティブの発展と市場環境の変化

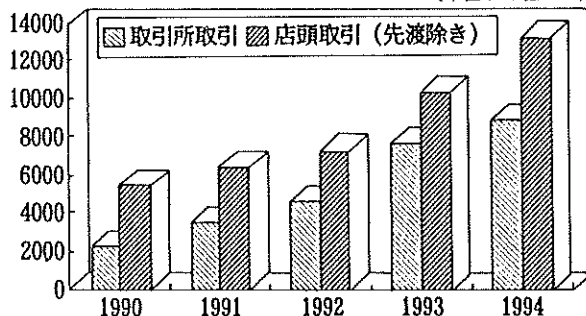
#### 1. デリバティブ市場の牽引車としての店頭デリバティブ

デリバティブの取引規模は年々増加の一途をたどってきた。ことに店頭デリバティブの伸びは著しく、デリバティブの牽引車としての役割を果たしてきた。

店頭デリバティブとしてはスワップの他、先渡し取引、オプション取引等がある。取引所で売買される標準化された上場デリバティブに対し、店頭デリバティブには、取引対象・契約量・行使価格・期間等を当事者間のニーズに合わせて自由に設定できるというメリットがある。ファッション界に例えると、上場オプションは標準化されたプレタポルテ、店頭オプションは特定の嗜好に対応したオートクチュールといえるだろう。

図-1 デリバティブ取引残高の推移

(単位：10億ドル)



(資料) ISDA、BIS 統計よりニッセイ基礎研究所作成

## 2. 価格理論の発展と店頭デリバティブの複雑化

デリバティブ市場が成熟し、参加者のニーズが多様化するにつれて、細かなニーズ対応が可能な店頭デリバティブに流れていくのも自然ななりゆきといえるが、これを推し進めたのが価格モデル理論の進歩である。

市場原理に基づき取引価格が定まる取引所取引と異なり、店頭取引は、投資家の売買注文に対してディーラーが自己の計算・勘定で投資家と相対で交渉し、取引を成立させるのが特徴である。したがって同種の商品であってもディーラーによって価格が異なるのは当然であり、またこの価格設定こそがプロの腕のみせどころでもある。リスクに見合った価格見積を手早く正確に行うことが有利な取引を成功させる鍵となる。このため売り方・買い方双方が躍起になって価格モデルの開発にしのぎを削ってきた。

価格モデルに関する理論の進歩に伴って、投資家のニーズに合致した自在な設計ができるようになり、伝統的なオプションとは異なる、より複雑な仕掛けで投資家にリスクヘッジの機会を提供するエキゾチックオプションと総称される新しいオプション群が生み出された。また、レバレッジスワップ等、現資産の価格変動の何倍もの価格変動性を有するハイリスクハイリターンレバレッジデリバティブが流行した。

表-1 エキゾチックオプションの具体例

種類	概要
アジア オプション	・期間中の原資産価格の平均値と行使価格を比較して現金決済されるオプション
ルックバック オプション	・期間中の原資産価格の最大値で売り、あるいは最小値で買う権利を売買するオプション
バリアー オプション	・原資産価格がある値に達すると、行使権利が消滅するノックアウトオプションと、権利が生まれるノックインオプションがある

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

## 3. 損失事件の発生に伴う市場環境の変化

### (1) デリバティブ見直しの機運

94年以降、P&G(1億5700万ドル)、エアプロダクツ・アンド・ケミカルズ(1億1300万ドル)、ギブソン・グリーティングス(5000万ドル)等の大手企業が立て続けにデリバティブ取引で大きな損失を被ったことが明らかになった。このうちいくつかは、取引当事者の間での責任の帰趨を巡る訴訟に発展した。また、企業だけでなく、オレンジ郡(20億ドル)やウィスコンシン州年金基金のような公的機関においても損失が生じ、社会的に大きな関心を呼んだ。

こうした一連の損失事件は、一時デリバティブ自体が危険なもの、悪玉だとする雰囲気を生み出した。議会を中心にデリバティブ自体を規制しようとする動きも出たが、徐々にデリバティブに対する理解が深まるとともに落ちつきを取り戻してきた。最近ではデリバティブを巡るトラブルはデリバティブ自体に問題があるのではなく、販売者・使用者双方におけるリスク管理に問題がある、必要なのはきちんとしたリスク管理の条件の整備である、という共通の認識が生まれつつある。

### (2) デリバティブを巡るリスク管理環境の整備

#### ① デリバティブ法案の検討

デリバティブの監督を強化しようとする法案は、94年に相次いで提出された。これらは、94年5月のGAO(米国会計検査院)報告書『金融デリバティブ-金融システムを守るために必要な行動』で指摘された包括的・統一的規制の必要性をその理論的支柱とし、一部の例外はあるものの、デリバティブそのものを規制するのではなく、むしろリスク管理に重点を置いたり、監督当局が有効な監督を行えるようにする内容の法案となっている。また、95年には、リーチ下院銀行委員長が連邦デリバティブ委員会を設立することを内容とする『リスク管理改善・デリバティブ監視法案』を提

表-2 デリバティブ関係の主な法案

主な法案	概要
『デリバティブの安全と健全性を監督する法案』	明文化した取引ルール・取締役によるリスク・エクスポージャーの理解などを義務づける
『デリバティブ・ディーラー法案』	証券会社・保険会社関連会社を含めた全てのデリバティブ・ディーラーのSEC登録を義務づける
『リスク管理改善・デリバティブ監視法案』	95年にリーチ下院銀行委員長が提出 連邦デリバティブ委員会を設立し、業界・商品等を越えた統一リスク管理基準を設ける
『デリバティブ制限法案』	ヘッジ・連邦規制当局によって認められた取引等を除き、デリバティブ取引そのものを禁止する

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

出している。

これらの法案に対しては、証券・銀行業界のみならず、FRB（連邦準備制度理事会）・SEC（証券取引委員会）・財務次官等の監督当局も法的規制に反対の立場をとった。現在のところ、審議中ということであるが、いずれも立法には至っていない。

## ② リスク管理手法の進展

一方、金融証券監督の面では、FRBが自己資本規制の整備を行う等、主にディーラーのリスク負担力を強化する方策が採られた。

また、デリバティブ取引のリスク管理を法的規制によってではなく、自主的に管理していく方向でのルールづくりが、官民双方によって進められた。

銀行業界に対してはFRBやOCC（通貨監督庁）がデリバティブのリスク管理に関するガイドラインマニュアルを作成した。また、証券大手6社が店頭デリバティブのリスク管理に関するルールを、SEC及びCFTC（米国商品先物取引委員

会）と協力してまとめた。

一方、FASB（米国財務会計基準審議会）を推進役に、デリバティブ情報の開示の充実が実行に移され、包括的なデリバティブ会計が検討される等、会計面の整備が著しく進んだ。

## ③ 倫理規定の策定

販売時の説明義務のあり方等、デリバティブ営業に関する倫理規範づくりが進められた。FRB、ISDA（国際スワップデリバティブ協会）等により95年8月に発行されたデリバティブ取引行動規範がそれである。この規範は、レバレッジデリバティブ取引の行動規範に関するバンカーズトラストと規制当局の合意書から発展したものである。また、証券大手6社が取りまとめた先述のリスク管理ルールは営業規範に関するルールを含んでいた。

## II. 店頭デリバティブの新しい動き

### 1. プレーンバナラへの回帰

#### (1) 基本に回帰し好調を持続

損失事件以降デリバティブが敬遠されるようになったかといえば、決してそうではない。ISDAによれば、店頭デリバティブ残高は95年前半だけで23%増加し、13兆9千億ドルとなった。新規契約は9%増の4兆3千億ドルと依然好調である。

しかし、店頭デリバティブ市場では損失事件を機に商品の見直し気運が高まり、投資目的、商品スキームの両面から基本への回帰が進んでいる。

市場関係者によれば、92年～94年にかけてブームとなった高い収益をねらうレバレッジデリバティブはすっかり鳴りをひそめたという（因みに、先に例に挙げた損失事例のうち、オレンジ郡以外は金利または為替のレバレッジスワップによるもの

であった)。最近はデリバティブ本来の目的である金利や為替のリスクヘッジを目的とするデリバティブが主流となっており、収益をねらうタイプの取引においても元本保証があるものが好まれるという。

一方、商品構造に関しても、リスク管理や会計処理を困難にするほど複雑な形態のものは敬遠される傾向にあり、プレーン・バニラと呼ばれる最も基本的なデリバティブの比重が高くなってきている。

こうした変化の背景には、どうやらディーラー側の事情もあるようだ。以前ならば新しいエキゾチック商品を開発すると当分はそれで差別化できた。しかし、価格理論とコンピューターの発達により、最近ではライバル社により一瞬にして同種の商品の価格が算出され、従来であれば相当期間独占的に享有できた高利潤がたちまちのうちに縮小してしまう。ファイナンシャルタイムズ紙によれば、コンプレックススワップ契約からディーラーが得るマージンは過去2年で25BPから2BPにまで低下したという。もともと限られた市場でこのマージンではとてもやっていられないというわけである。

## (2) 新たなリスクのヘッジ

店頭デリバティブ市場はプレーンバニラ化の道歩んでいる。だがプレーンバニラ化がイノベーションの終了を意味するわけではない。ISDAの担当者は『構造は単純化しても、ヘッジする対象を拡大する方向でたえず革新的商品の開発が進んでいる』と強調する。

デリバティブの商品開発の矛先は、より複雑でリスクの高いスキームの提供から、構造は単純だが、従来のデリバティブではヘッジしきれなかった新たなリスクのヘッジを提供する商品開発へと変化し、パラダイムの変換が起こっている。

## 2. クレジットデリバティブの台頭

### (1) 台頭しつつあるクレジットデリバティブ

店頭デリバティブ市場において最近注目を集めているのがクレジットデリバティブである。クレジットデリバティブは、1991年に開発されたもので、デフォルト等の信用リスクを債券や貸付等から切り離し、第三者に移転する商品である。それは債券や貸付の金利リスクについて各種のヘッジ策を提供してきたデリバティブが、信用リスクのヘッジ策をも提供できるようになったことを意味する。

クレジットデリバティブは、信用リスク管理に新たに自由度の高いツールが加わったものと、市場関係者から熱い視線を浴びている。というのは、近年、金融機関を中心に信用リスクを計量的に数値化して、リスク管理を行おうという風潮が強くなり、投資家の目が信用リスクに向いてきたことが、クレジットデリバティブの追い風となっているからである。

JPモルガン、ケミカルバンク、CIBCなど、米国デリバティブ市場の主要プレイヤーたちは口を揃えて95年～96年にかけてのクレジットデリバティブの急成長と将来性を指摘している。

### (2) クレジットスワップの仕組み

クレジットデリバティブの中心を占めるクレジットスワップは、貸付や債券の信用リスクを逃れた投資家がディーラーに定期的にプレミアムを支払い、クレジットイベントと呼ばれる事象が発生した場合にディーラーからデフォルトペイメントを受け取る契約である。クレジットイベントは当事者の相対交渉により定まるが、倒産・支払不能・債務不履行だけでなく、格付低下、基準証券との格差拡大等、信用リスクにかかわる全事象とされるのが通常である。デフォルトペイメントは、ディーラーが予め定めた債券デフォルト価格、取引想定元本の一定割合、デフォルト債券と債券額面金額

の交換、の3種類のうちいずれかの形態で給付される。

例えば、A社はLIBOR+100BPの変動金利30年満期債券Xに投資し、その信用リスクの一部をヘッジしたい。一方B社は当初10年の信用リスクを引き受けるかわりに50BPの金利スプレッドを受け取りたいと考えている場合に成立するのがクレジットスワップの契約である。B社としては30年の信用リスクを引き受けるのであれば、自ら債券Xに投資すればよいことになるから、通常スワップの満期は債券の満期より短く設定される。このスワップにより、A社は当初の10年間、LIBOR+50BPの金利をデフォルト・フリーで受け取り、残りの20年は信用リスクを負いつつ、LIBOR+100BPの金利を受け取ることになる。

従来、貸付・債券投資等を行う金融機関は、与信審査、担保の徴求、損失引当金の確保、資産分散等の方法で信用リスクを管理し、デフォルトリスクの第三者移転策として債務保証、金融保証というスキームもとられてきた。

クレジットデリバティブはこれらの伝統的方法と異なり、信用リスクを貸付・債券と不可分なものとはみなさない。信用リスクを金融資産本体から切り放し自由に移転することを可能にする。これにより、投資家は様々な制約から解放され、より柔軟で最適な貸付・債券ポートフォリオの構築が可能になる。つまり、信用リスク自体の売買をビジネス戦略のひとつと見ることができるようになる。この点で証券化による信用リスクの移転と機能が類似している。

### (3) クレジットデリバティブのメリット

クレジットデリバティブ活用の利点はどこにあるのだろうか。

#### ① 買い手にとってのメリット

買い手（米国では対価を支払って信用リスクを転嫁しているA社を買い手と呼ぶ）であるA社のメリットは以下の通りである。

##### ・投資対象範囲の拡大

従来、投資適格以上の社債しか投資対象としていなかった場合でも、信用リスクをB社に移転しつつ、投資非適格の社債を投資対象とすることができるようになる。

また信用リスクが懸念される相手への貸付も可能となり、取引相手を広げるメリットもある。

##### ・顧客との良好な関係の維持

C社から条件のいい借り入れの申し出があったが、社内規定で1社への信用リスクの上限枠が定められ、その貸付を行うと上限を越えてしまう。この場合でも、信用リスクを移転した貸付は上限枠に含めないとの規定があれば、クレジットデリバティブを使うことによって信用リスクを移転しC社に信用限度を知られることなく申し出に対応することができ、C社との良好な関係を維持できる。

##### ・ポートフォリオの最適化

信用リスクの一部を自由に売買することが可能になれば、一定の信用リスクの範囲内で債券・貸付のポートフォリオを弾力的に組むことができる。

また、信用保証や債券保険を利用する場合には、契約締結・終了に労力と時間がかかるが、クレジットデリバティブが標準化してくれば、あまり負担をかけずにリスクとリターンを見ながら、最も有利な組み合わせを常に変更していくという柔軟な戦略をとることができる。

#### ② 売り手にとってのメリット

売り手（対価を受け取って信用リスクを引き受ける者）であるB社にとってのメリットは以下の通りである。

・顧客との直接交渉を行うことなく貸付と同等の投資を行いうる

A社がC社に対して行った貸付の信用リスクを引き受けることで、B社はクレジットスワップを通じて直接の取引関係のないC社に対する貸付を間接的に行っていることになる。

顧客との交渉コストがかからないため、B社にとっては収益効率がよくなる上、取引関係の有無に関係なく幅広い相手と実質的な貸付取引を行うことができる。

・貸付に比べ流動性が高い

直接貸付を行った場合の資金固定のリスクを、相当するクレジットスワップを転売することで回避することができる。

現に、クレジットスワップ市場では信用リスクの移転は当事者間にとどまらず、第三者、第四者へと鎖状につながっていくのが通常である。この点は、証券化の手法を用いて信用リスクを移転するのと同様である。

・期間、金利、リスク設定の自在性

10年物メキシコ債に相当するリスクを有する債券を投資対象としたいが、30年物しか市場にないような場合、30年債にかかわる期間10年のクレジットスワップをA社に売ることによって目的を達することができる。

(4) クレジットデリバティブの発展に必要な環境整備

このように、クレジットデリバティブは脚光を浴びつつあるが、登場して日も浅く、解決しなければならない課題も少なくない。

① 流動性の向上

クレジットデリバティブ市場は年率100~200%増の驚異的な成長を示している模様であるが、まだまだ取扱いディーラーに限られており、市場規模も小さい。十分な流動性を有するためには市場規模を拡大することが不可欠である。

② スキームの標準化

それには、スキームの標準化が必要となるが、現在、クレジットイベントやデフォルト等、クレジットデリバティブの根底にかかわる概念の定義がディーラーによってまちまちで明確な基準がない。そこで、ISDAはクレジットデリバティブに関する用語の定義の明確化を行うタスクフォースを結成することとした。現在65の主要ディーラーが出席し、クレジットデフォルトスワップに関する用語の検討を行っているところである。まずクレジットデフォルトスワップに関するドラフトの作成とコメントの受付を先行させ、その後で他のクレジットデリバティブの検討にも入る予定とのことである。

③ その他規制の手直し等

金融監督機関の中には、クレジットデリバティブの将来の発展を見込んで、現行規制の調整の研究に着手する動きも出始めている。例えば、OCCはクレジットデリバティブをも視野に入れた銀行自己資本規制の見直し、クレジットデリバティブのエクスポージャー見積り等のあり方等、クレジットデリバティブの研究を内部的に行っているようだ。

(5) クレジットデリバティブの将来性

現在、クレジットデリバティブの主要なユーザーとして想定されているのは商業銀行、投資銀行、保険会社等であるが、潜在的なエンドユーザーの層は広い。今後の成長性が見込める分野であることは、多くの銀行が当該デリバティブのプロの引き抜き等、クレジットデリバティブの成長に備えた多額の投資を行っている事実からも見てとれる。某銀行の担当者はクレジットスワップの現状は草創期の金利スワップによく似ているという。彼はクレジット・デリバティブが現在のペースで拡大していけば、5年後には間違いなくデリバティブ市場の主演になっているだろうと断言する。また、某生命保険会社のポートフォリオマネージャーも、

毎年倍増の勢いで増加するクレジットデリバティブは将来巨大市場となるだろうと予測している。ただ、クレジットデリバティブの出現が信用リスクの本質を変えるものではないとも言う。クレジットデリバティブは包括的なリスク管理と切り放しで考えられるものではなく、もともと引き受けるべき信用リスクの大きさは決まっており、その範囲内で場合によって信用リスクの買い手にも、売り手にもなるという。

クレジットデリバティブには、先に挙げたクレジットスワップ以外にも、契約時にオプションプレミアムを支払うことで、デフォルトの際にデフォルトペイメントを受け取れるデフォルトプットオプション、格付が低下した際にデフォルトペイメントを受け取る格付低下プットオプション等がある。

#### (6) 総合利回りスワップ

なお、店頭市場では信用リスクだけでなく、ある資産の総合利回りを基準としたインデックスとLIBOR+スプレッドをスワップする総合利回りスワップというものも登場してきている。某投資銀行のクレジットデリバティブのマーケットヘッドは、今後最も成長が予測される商品としてクレジットスワップと並んで総合利回りスワップも挙げている。

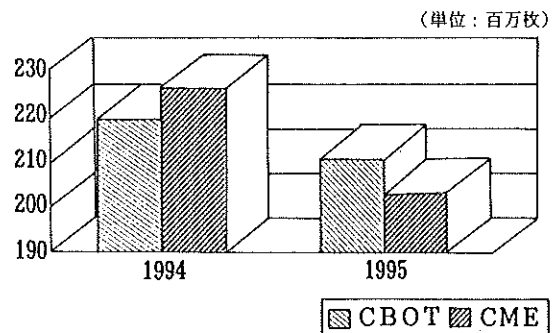
### Ⅲ. 取引所の巻き返し — 店頭デリバティブと上場デリバティブの共生へ

#### 1. 店頭市場へ流れるデリバティブ取引

こうした店頭デリバティブの成長は、一方で取引所でのデリバティブ取引に影を落としている。

シカゴ二大先物取引所であるCME（シカゴ商業取引所）、CBOT（シカゴ商品取引所）の95年先物・オプション売買高は前年に比べ共に減少し

図-2 上場デリバティブの伸び悩み



(資料) 両取引所発表資料よりニッセイ基礎研究所作成

た。これは店頭市場への顧客流出が主な原因として考えられており、CME、CBOTはいずれも早急に打開策を打ち出す意向を表明している。

#### 2. 顧客ニーズに合わせた商品メニューの拡がり

こうした動向をうけて取引所サイドからの巻き返しの動きも出始めている。従来、上場デリバティブと言えば、顧客ニーズに合わせて自在に設計される店頭デリバティブとは対照的な、単純で標準化された先物・オプションが連想されたが、最近では、顧客のニーズにあわせ、期間やサイズの自由度を高める等、柔軟な商品仕組みを採用するようになってきた。

CMEは、TボンドやSP500系商品等において、期間やサイズ等をニーズに応じ幅広く選択できるように工夫をしている。

また、最近メキシコやアルゼンチンなどの『エマージング・マーケット』ものを上場させるなど商品のラインナップも多彩となった。

このように取引所に上場される商品のメニューが豊富になる一方で、店頭市場がプレーンバナライズしているところから、二つの市場は次第に接近しつつあるように見受けられる。

#### 災害保険先物・オプション

上場商品のニューウェーブの例として災害保険先物・オプションを紹介する。

92年～94年にかけて、CBOT は災害保険先物・オプションを世に送り出した。これは10数社の選ばれた損保会社がISO（損保情報サービス機構）に報告する損失額を集計した『損失率』やPCS（財産クレームサービス）に報告する損失額を集計した『損失額指数』を原資産とする全く新しいタイプのデリバティブ商品である。主に保険会社が災害による給付金急増リスクをヘッジするために活用することを想定している。災害が起こればISO損失率やPCS損失額指数は上昇し、買い手である保険会社は利益を得る。これで保険金給付額増加をヘッジすることを想定している。昨年の米国の災害による被保険損失額は史上空前のレベルに達し、損保会社はその対策に追われている。従来、損保会社の災害リスクのヘッジは再保険により行われてきたが、再保険会社の資産規模は災害による潜在損失に比べてあまりにも小さい。ハリケーン・アンドリューによる被害の際には8社もの再保険会社が支払不能となった。このリスクを投機家を中心とした金融市場参加者たちに分散しようと考えられたのが災害保険先物・オプションなのである。取引の相手方は災害が予測を下回った場合の利益を狙う投機家を中心となる。現在、イリノイ州、ニューヨーク州、カリフォルニア州の3州が管轄の保険会社に保険デリバティブを活用することを認可している。

現時点では災害保険デリバティブの取引量は非常に小規模であるが、取引所がこのような隙間的な分野にも積極的に対応を行い始めた恰好の事例といえよう。

### 3. 取引所による店頭デリバティブサポートサービスの提供

興味深いことに、取引所は単に店頭市場と競争するのみならず、店頭市場と共生する道も模索している。店頭デリバティブ取引に関するサービス提供を計画しているCME、CBOTの取組がそれである。

#### (1) スワップと担保管理

店頭市場でディーラーが取引するスワップ契約

にはしばしば担保が付されている。担保の管理は、スワップの時価評価とこれに応じた適宜の担保の追徴等、煩雑な事務を必要とする。現在は当事者が相手方毎に個別に担保管理を行っているのが一般的であるが、スワップ市場の巨大化に伴って、またスワップに係わる手数料率が下がってきている状況の中で、極めて負荷の高い作業となっている。また、デリバティブのリスク管理の観点からも、スワップの時価評価が推奨されているが、実際には負荷が大きく実施できないという参加者が多い。そこで取引所が、長年蓄積した取引清算所の値洗いのノウハウを活かし、スワップの時価評価と効率的な担保管理に一役買おうというわけである。スワップに担保を付す動きは今後ますます強まるとの想定のもとに、取引所は、担保管理を通じて、店頭市場の参加者との間に新たなパイプを築こうとしている。

この話題に関し、ISDAがCME、CBOTらを招き、ニューヨークとロンドンでフォーラムを開催したが、スワップディーラーの反響は大きかったという。

#### (2) CME スワップ・コラテラル・デポジットリー

CMEは国際的銀行間データ通信ネットワークであるスイフト、リスク管理・オペレーションソフトの最大手プロバイダであるサンガードと共に96年第2四半期より、CMEスワップ・コラテラル・デポジットリーをスタートさせる予定である。

このサービスは新たにCMEDTC（CMEデポジットリー信託会社、以下デポジットリー）を設立し、登録したメンバーに対し、主にスワップ取引の決済・担保管理サービスを提供するものである。

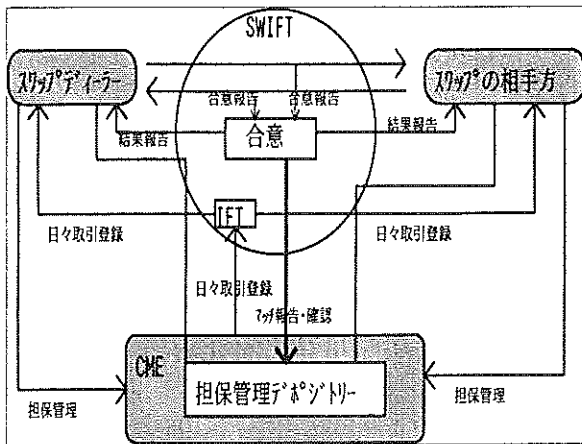
メンバーは、店頭市場でスワップ取引が成立すると、ただちにデポジットリーに報告し、デポジットリーを通じて決済を行う。担保があれば自動的にデポジットリーによって管理される。

スワップ当事者は従来のように個別契約ごとに担保や資金の流れを管理するかわりに、デポジット



リーのフレームを通じてトータルの担保必要額・資金の流れを管理することになる。スワップの評価替えと、これに伴い新たに必要となる担保額と資金の計算が行われる。スワップの評価はCMEに任せてもよいが、独自の評価手法をもつ大手スワップディーラーのため、自己の計算による評価を報告するオプションも用意されている。

図-3 CME スワップコラテラルデポジトリー



(資料) CME SWAPS COLLATERAL DEPOSITORY : CME 1995  
をもとにニッセイ基礎研究所作成

但し、このサービスはあくまでも当事者間の相対による店頭取引を基本とするもので、デポジトリーとしては、担保の管理・決済は行うが、スワップ取引自体の保証はしない、つまり店頭スワップの清算機関としての機能は持たないことに注意がある。

デポジトリーのサービスの意義は参加者のバックオフィス負担を軽減することにある。

CMEが主要スワップディーラーを対象に行ったヒアリングによっても、取引所に取引の保証をしてほしいというニーズは感じられなかったとのことである。また、主要スワップディーラーのほとんどが今後担保付スワップ取引の割合を増やしたいとの意向が強いので、担保管理の業務効率化に対するニーズは高いと見ている。

デポジトリーは既にイリノイ州の認可を受けており、現在、営業開始に向け会員を募っている。

当サービスを利用するためにはスワップ取引の当事者双方がデポジトリーの会員である必要があ

るが、CMEの担当者によれば大手銀行・証券会社を中心にまずまずの滑り出しとのことである。

### (3) CBOTのHITS

一方、CBOTは、HITS(ハイブリッド・インフォメーション・トランザクション・サービス)と呼ぶサービスを96年第4四半期から順次開始する予定である。

HITSは、取引評価管理、担保管理、スワップ上場の3つのサービスからなる。

取引評価管理は、新たな個別取引やポジション全体を評価するサービスである。ストレステストや感応度分析モデルにより、ユーザーが指定した市場シナリオごとにリスク分析を行い、個々の取引やポートフォリオ全体のバリュー・アット・リスク情報を提供する。価格モデルとしては、CBOTが用意した価格モデルによるが、独自で開発した価格モデルを用いることもできる。

担保管理は、CBOTの清算業務を担当しているBOTCC(商品取引所清算会社)が、担保管理同意書を交わした店頭市場参加者に対し、サードパーティのカストディアンとして、スワップの担保管理業務を代行する。スワップ時価の再評価に基づき、必要な担保額を再計算し、必要があればサブカストディアン勘定からの担保移転を指示する。また定期的な監査も行う予定のようだ。担保管理を全面的に委託するかわりに、一部のみを任せることもできる。

CMEのデポジトリーとの違いは、HITSは信託会社を持たないため、資金のプールや決済機能はないということである。将来的にはネットィングも検討課題の一つであるが、現時点では情報提供がサービスの中心に据えられている。

また、HITSの場合、登録すれば誰でも手数料を支払うことで情報サービスが受けられる。ブルームバーグ、ロイター等の市場情報提供DBとのリンクや、インターネットの活用も検討されている。一方、スワップの上場は、店頭デリバティブの

サポートという領域を超え、参加者が CBOT を直接の相手方としてスワップ契約を結ぶ形態を提供するものである。上記2つのサービスと同時のスタートを目指しているが、97年にずれ込む可能性もある。上場が予定されているスワップはプレーンバニラの固定金利と変動金利の交換である。現在、店頭市場で取引されているスワップの大半がプレーンバニラ方式であることから複雑な形態のものを導入する予定はない。上場スワップが普及すれば、スワップの相手方の信用リスク問題に解決の道が開かれることになる。しかし、取引所取引に関する規制は店頭取引に対するより厳しく、店頭取引ほどの自在性を持ち得ない。このため、現時点では店頭取引を代替するほどの成功をおさめ得るかどうかは不明である。

## おわりに

アメリカのデリバティブを巡る最近の動きを紹介してきたが、要約すれば、今後も、デリバティブ市場は店頭取引と取引所取引の競合と共生の中で、力強く成長と革新を続けていくものと予想される。

クレジット・デリバティブの出現は、デリバティブが単なるリスク管理ツールという枠内に止まらず、金融機能の分化を促し、長期的には業態の垣根を越える可能性をすら秘めていると感じさせる。

今回私がニューヨークでデリバティブを巡るナマナましい動きを追跡して、最も興味深く感じたのは、アメリカのデリバティブ市場が激しい革新の渦中にあり、それが米国の金融業界が持つダイナミズムの一端を現す、そしてそれだけに今後の動向がますます目の離せないものになっているという点である。

## (参考文献・資料)

- Aspen Law & Business, "US REGULATION OF INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVE INSTRUMENTS," 1995
- CBOT, "CATASTROPHE INSURANCE FUTURES & OPTIONS," 1995
- CBOT, "PCS CATASTROPHE INSURANCE OPTIONS," 1995
- CBOT, "HITS HYBRID INSTRUMENT TRANSACTION SERVICE," 1995
- CBOT, "THE BOARD OF TRADE CLEARING CORPORATION'S RESPONSE TO ISDA'S QUESTIONS," 1995
- CME, "CME SWAPS COLLATERAL DEPOSITORY," 1995
- Das, Sanjiv Ranjan, "CREDIT RISK DERIVATIVES," *The Journal of Derivatives*, Spring 1995
- Filler, Richard, "CREDIT RISK AND COST IN INTEREST RATE SWAPS," TMA Derivative Risk management Compendium 1993
- GAO, "FINANCIAL DERIVATIVES ACTIONS NEEDED TO PROTECT THE FINANCIAL SYSTEM," 1994
- Hiatt, John C. "THE POTENTIAL FOR CLEARINGHOUSE ARRANGEMENT IN THE OTC DERIVATIVES MARKET," CBOT 1994
- Hoyt, Robert E, "THE EFFECTIVENESS OF CATASTROPHE FUTURES AS A HEDGING MECHANISM FOR INSURERS: AN EMPIRICAL AND REGULATORY ANALYSIS," *Journal of Insurance Regulation*, Fall 1995
- Jarrow, Robert, "OVER THE RAINBOW

DEVELOPMENTS IN EXOTIC OPTIONS  
AND COMPLEX SWAPS," 1995

- JP MORGAN, "CREDIT SWAPS AN  
INNOVATION IN NEGOTIABLE EXPOSURE "
- 1995
- NAIC, "NAIC INSURERS DISTRIBUTION  
OF ASSETS," 1995
- Pare, Terence, "LEARNING TO LIVE WITH  
DERIVATIVES," *Fortune* 1994.7
- Peltz Michael, "NOT-FOR-PROFIT  
DERIVATIVES," *Institutional Investor*,  
August 1994
- Smithson, Charles, "CREDIT DERIVATIVES,"  
*RISK*, 1995
- 柳田宗彦「米国におけるデリバティブ規制及び  
リスク管理について」、『保険学雑誌』第 550 号  
(平成 7 年 9 月)
- 柳田宗彦「デリバティブの会計処理・ディスク  
ロージャーはどうあるべきか」、『ニッセイ基礎  
研究所調査月報』、1995 年 9 月号
- 大和証券業務開発部編著『デリバティブ・リス  
ク管理』、1995