■論 文――■

飛躍を始めた OTCデリバティブ清算サービス

日本証券クリアリング機構
OTCデリバティブ清算部 兼 清算企画部 課長
井上　大輔

2024年３月19日に日本銀行はマイナス金利政策の解除を決定した。本邦において2016年より導入されたマイナス金利政策の解除により約10年ぶりに金利のある世界になったことで、国内外の投資家の円金利プロダクトへ対する関心も高まりをみせている。その中で、日本証券クリアリング機構（JSCC）が清算サービスを提供する円建て金利スワップについても取引が活発化し、清算金額も飛躍的に拡大している。

本稿では、金融政策変更後、拡大を続ける円建て金利スワップを中心に、JSCCが清算サービスを提供する店頭（OTC）デリバティブについて、清算サービスを開始するに至った経緯からサービス開始以降これまで取り組んできた施策や今後清算拡大に向け取り組むべき課題等について紹介する。

なお、本文中の意見は執筆者の個人的な見解であり、所属する組織の見解を示すものではない。

〈目　次〉

1．OTCデリバティブに係る清算集中義務
2．金利スワップ清算サービスのはじまり
3．金利スワップの清算拡大に向けたこれまでの取組み
4．金利スワップに係る足元の清算状況
5．CDS清算サービスのはじまりと足元の概況
6．清算拡大に向けた今後の取組みや課題

1．OTCデリバティブに係る清算集中義務

金利スワップやクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）はOTCデリバティブ取引の一種であり、金融機関同士が相対で取引を

行いオーダーメイドの商品の組成（想定元本や契約期間等）が可能になるなどのメリットがある一方、相手方が倒産し債務の履行ができなくなるリスク（カウンターパーティーリスク）を内在した取引である。このカウンターパーティーリスクについては、2008年のリーマン・ブラザーズのデフォルトに端を発した世界的な金融危機により広く認識されるようになり、2009年９月に開催されたG20 ピッツバーグ・サミットにおいて、G20各国では、国内法により一定の店頭デリバティブ取引等については中央清算機関の利用を義務づける（清算集中義務）こととされ、本邦においても、2010年５月に「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立し、金融商品取引法において、店頭デリバティブ取引（一定の円建て金利スワップ及びiTraxx Japanに基づくインデックスCDS）に係る清算集中義務が規定され、欧米に先駆けて、2012年11月より一定の金融商品取引業者等（注１）に対し適用されることとなった。特に円建て金利スワップは、G4通貨の一角として、この後各国で清算集中義務の対象と指定されることとなる（注２）。

２．金利スワップ清算サービスのはじまり

JSCCの金利スワップ清算サービスは、本邦円建て金利スワップへの清算集中義務に先立ち2012年10月９日より開始した。

もっとも、清算サービス開始当初の清算参加者は21社（注３）、清算参加者が取次ぎ可能な顧客はアフィリエイト（注４）に限定され、その社数も13社であった。

当初は限定的なサービスであり、業務開始２か月後の2012年12月の清算金額は60兆円程度であったが、サービス開始から12年経過した2024年12月の清算金額は1,060兆円と実に17倍超の規模にまで達している。この背景には、利用者のニーズ拡大に加えてJSCCにおける様々な取組みがあった。以降、その一部を紹介したい。

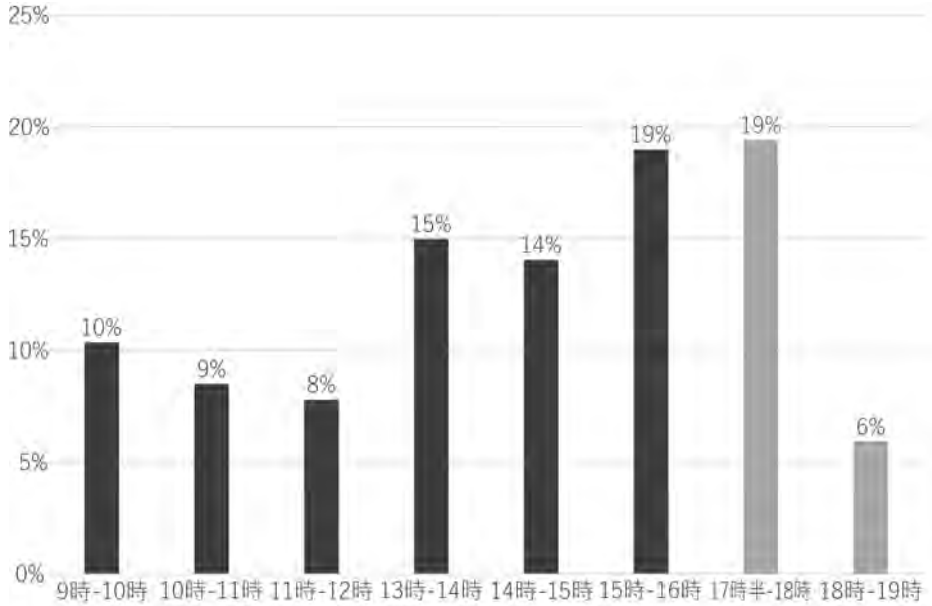
３．金利スワップの清算拡大に向けたこれまでの取組み

①　債務負担処理の改善、債務負担時間の拡大

OTCで執行された金利スワップは、JSCCで債務負担されるまでの間は契約当事者間で相対のカウンターパーティーリスクが生じている状況であり、利用者にとっては、取引執行後可及的速やかに清算できる環境が理想である。

一方、JSCCの金利スワップ清算サービス開始当初の債務負担（清算）処理については１日２回のみ実施しており、処理頻度の向上について早期の対応が求められていた。このため海外清算機関の状況、海外規制（注５）への対応などを踏まえ取引の執行から債務負担までのリードタイム削減を目的とした取引毎

（図表１）時間帯別債務負担金額シェア（2024年）



債務負担制度（リアルタイムでの債務負担処理）を2014年に導入し、カウンターパーティーリスクを速やかに解消できることとした。

また、その債務負担時間についても段階的に拡大しており、2016年４月にはそれまでの９時～12時、13時～16時に加え、ロンドン時間についてもカバーできるよう17時半～19時まで債務負担時間の延長を行っている。

図１は2024年の時間帯別債務負担金額シェアであるが、13時以降の時間帯のシェアが比較的高い傾向がみてとれる。また、時間延長した17時30分以降に債務負担された金利スワップは約25％超と日本市場終了後の時間帯にも多くの債務負担が行われている。

②　清算対象取引の拡大

JSCCで清算可能な清算対象については参加者等のニーズを踏まえながら継続的に拡大に取り組んでおり、これまで、オフショア市場における東京銀行間取引金利（ユーロ円TIBOR）を参照する取引や、日本円無担保コールレートと日本円固定金利を交換する金利スワップOIS（Overnight Index Swap（OIS））の他、取引契約期間中の想定元本金額が逓減／逓増する金利スワップ（Amortizing / Accreting IRS）等について清算対象へ追加してきた（注６）。

図２はJSCCで債務負担された金利スワップの清算対象について清算金額のシェアを示したものであるが、2024年は大半がOISの金利スワップであることが確認できる。一方、清算サービス開始当初シェアが高かった日本円LIBORやユーロ円TIBOR参照取引につい

（図表２）清算対象別債務負担金額シェア

ては、日本円LIBORやユーロ円TIBORの恒久的公表停止に伴い適格金利スワップ要件（注７）から除外したことから現在新規の債務負担は行われていない（注８）。

③　コンプレッション（残存取引の削減・圧縮）機能の拡充

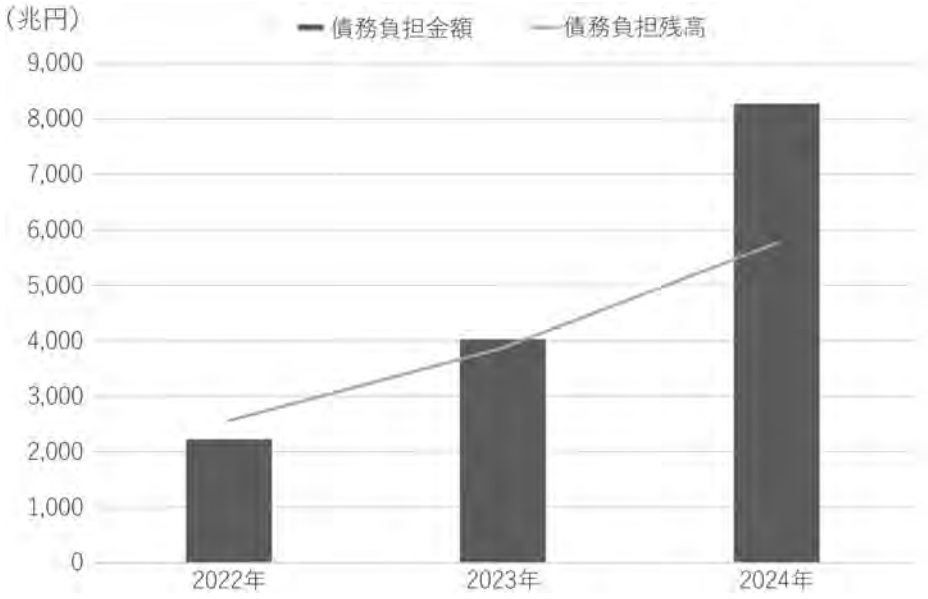
店頭デリバティブの想定元本が拡大していくことは銀行等にとってはレバレッジ比率規制や自己資本規制の面で不利に働くことがあるため、経済的効果は維持しつつ元本額を圧縮するニーズがある。そこでJSCCは2014年、外部ベンダーも活用した一括コンプレッション制度を導入した。一括コンプレッションは複数の清算参加者間でまとめて元本を圧縮する最適な組合わせを計算することで、相対取引では実現できない効率の高い元本圧縮が実現可能であり、その高い効果から利用者数及び元本圧縮額は増加を続け、2024年の債務残高圧縮額は2,600兆円超と利用者の資本効率の向上に寄与している。

④　クライアント・クリアリングの導入

清算参加者が清算を受託できる顧客については、前述のとおり清算サービス開始当初は清算参加者と同一の企業集団に属するアフィリエイトのみに限定されていた。一方、銀行やファンドなどのバイサイドがJSCCで金利スワップの清算を行うため、アフィリエイト以外の顧客（クライアント）に対するクリアリングサービス（クライアント・クリアリング）の早期導入を求める声がブローカーを中心に寄せられていた。このため、JSCCでは2014年２月にクライアント・クリアリングを導入し、国内外の多様なクライアントが清算できる環境について整備した。

クライアント・クリアリングを導入した

（図表３）債務負担金額（往復）と債務負担残高の推移



2014年末に14社であったクライアント数は2024年末時点では123社まで拡大しており、クライアントの種別についても、地銀や生保などを中心とする国内金融機関から外国籍のヘッジファンド等、様々な取引主体がJSCCで清算を行っている。また、クライアント・クリアリング導入後も、カスタマーバッファー制度（注９）やJSCC Direct（注10）等の導入を通じクライアント清算の利便性の向上に継続的に取り組んでいる。

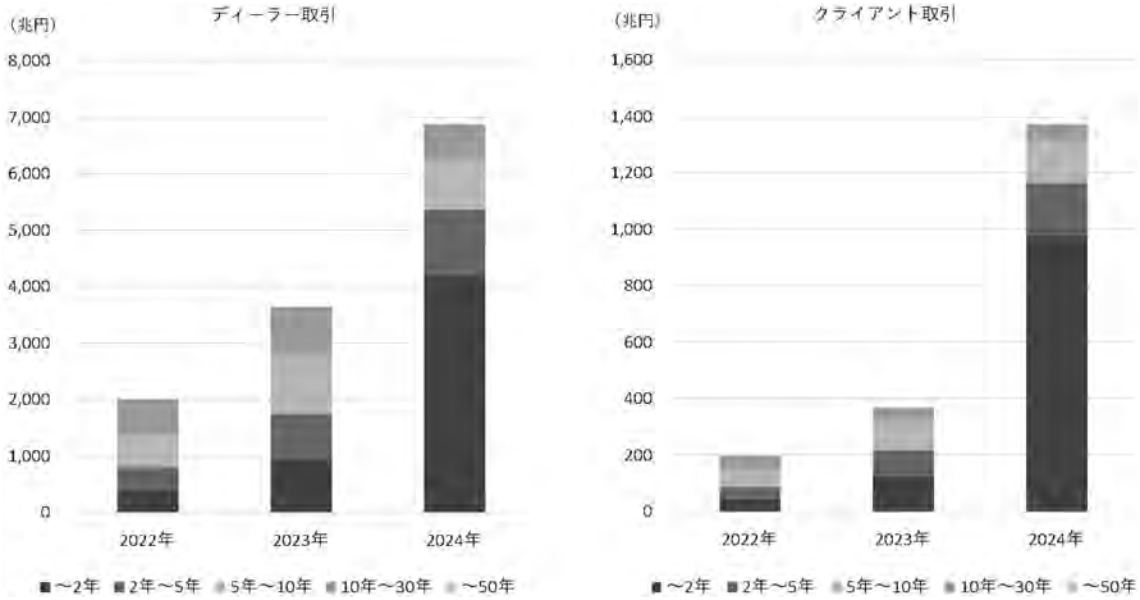
このように、クライアントの清算参加が増加する一方、現在、米国籍のクライアントについては、米国規制との関係でJSCCでの円建て金利スワップ清算が行えない状況となっている。米国籍のクライアントの中にはグローバルでの取引規模の大きい運用会社も多く、JSCCに対しては、彼らが高い流動性を持つ本邦の円建て金利スワップ市場にアクセスできるよう、管轄当局である米国商品先物取引委員会（CFTC）との対話など米国籍クライアントの清算開始に向けた取組みを継続していくことが求められている。

４．金利スワップに係る足元の清算状況

これまで、金利スワップの清算サービス開始以降にJSCCが実施してきた取組みの一部について紹介してきたが、足元の金利スワップの清算状況についても確認しておきたい。

冒頭でも述べたように、2024年の金利スワップの清算金額は日銀の金融政策変更の影響

（図表４）満期毎債務負担金額（往復）の推移



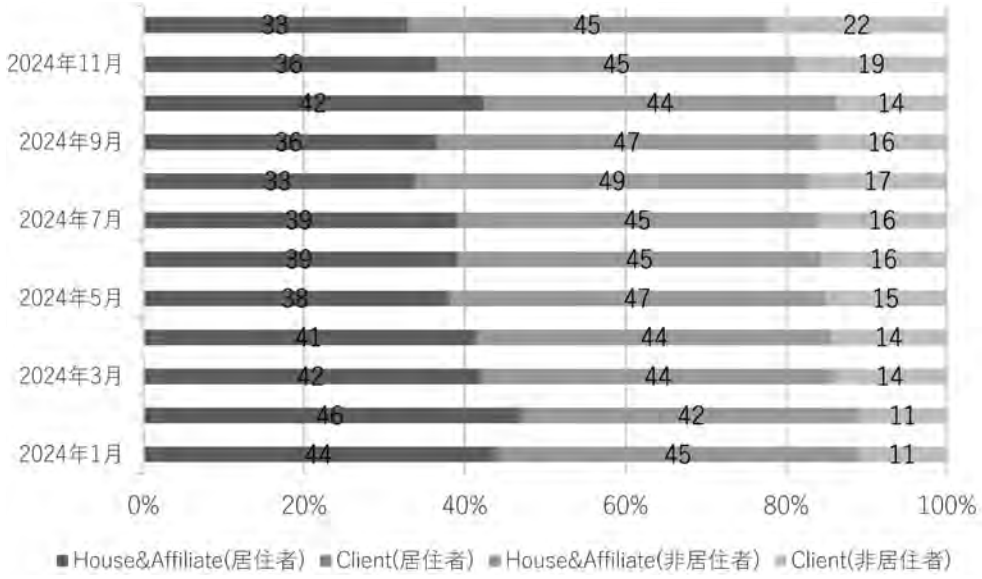
による投資家思惑の交錯等の影響もあり、8,272兆円と過去最高を記録することとなった。これは、これまでの最高記録であった2023年の4,025兆円の２倍以上の規模であり、債務負担残高についても、2024年12月末時点では5,762兆円と2023年の3,869兆円と比較し約1.5倍の水準に達している（図３参照）。

一方、図４をみると足元の清算金額の増加については満期までの期間が２年未満の金利スワップの債務負担増による部分が大きいことが分かる。主にディーラーや海外クライアントを中心に日銀の金融政策の動向に着目したスペキュレーション等の取引が活発化した結果、短期テナーの債務負担が大きく増加したものと考えられる。なお、満期まで10年超の長期の金利スワップの債務負担については短期の金利スワップに比べ債務負担金額が増加していない。長期の金利スワップは主に国内の金融機関等の利用が多い傾向にあるが、今後の利上げのタイミングを見計らう中で積極的にポジションを取るまでには至っていないものと考えられる。

また、図５は2024年に債務負担された金利スワップの清算金額に占める国内居住者・非居住者のシェアの内訳を表しているが、24年３月以降、非居住者のシェアが徐々に増加している。2024年１月には56％であった非居住者シェアは12月には67％と１年で10パーセント以上も拡大しており円建て金利スワップはよりクロスボーダー主体のマーケットへと変化してきている。

このように、金利のある世界となったこと

（図表５）債務負担金額に占める居住者・非居住者シェアの推移（2024年）



で、円建て金利スワップの取引・清算ボリュームは飛躍的に拡大しており、本邦円建て金利スワップ市場は新しいステージに入った様相もみせている。この背景には、前述したとおり、既存の清算サービス利用者が取引を拡大させたことに加え、これまで円建て金利スワップを取引していなかった国内外投資家やそのフローが新たな収益機会を求め本邦金利スワップ市場への流入を加速させていることなどの要因があるものと考えられる。

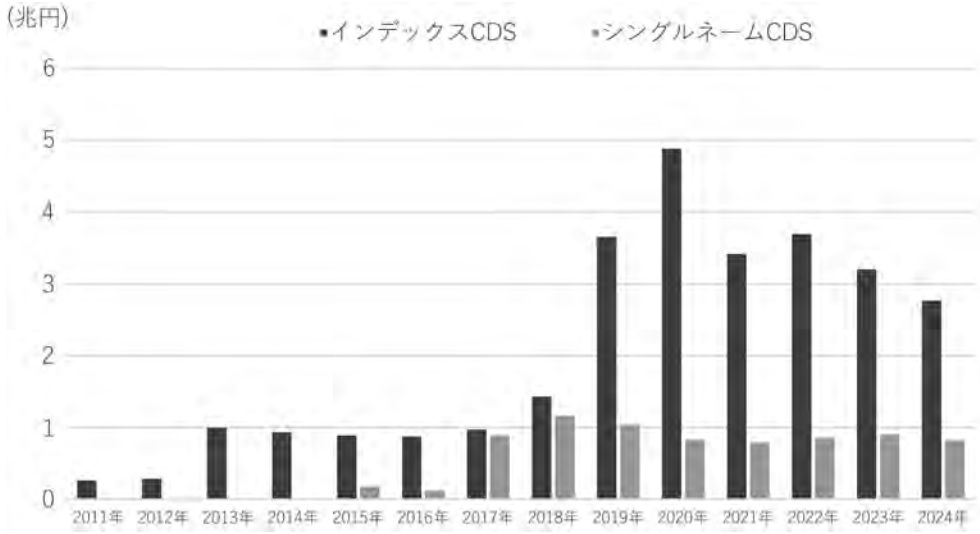
５．CDS清算サービスのはじまりと足元の概況

ここまで、金利スワップについての取組みや清算状況について解説を進めてきたが、CDSの清算サービスについても触れておきたい。

CDSの清算サービスについては金利スワップの清算サービス開始の約１年前の2011年７月より開始した。当初は、清算集中義務の対象となったインデックスCDSであるiTraxx Japanのみを清算対象としており、清算参加者数についても５社（注11）であった。

また、個別企業を参照したシングルネームCDSについても2014年12月より清算対象としている。当初は12銘柄を対象にスタートしたが、市場流動性や清算参加者からの清算ニーズを踏まえ順次拡大しており、足元では59社のシングルネームCDSが清算可能となっている。

（図表６）CDS債務負担金額（往復）の推移



CDSの清算状況については図６のとおり、インデックスCDSの清算が主体であり2019年より清算金額が増加していることが分かる。この期間は2017年に最終化されたバーゼルⅢの中でCVA（注12）リスクの取扱いが見直され、本邦金融機関においてCVAの導入が本格化した時期と重なっており、各金融機関がCVAの増減に対してCDSでヘッジを行う動きを活発化させた結果、清算金額が増加したものと考えられる。その後、2020年はコロナショックにより金融機関がヘッジ取引を拡大したため清算金額が一段と増加したものの、足元の清算金額は落ち着いた推移となっている（注13）。

またシングルネームCDSについては、サービス開始当初は低調であったものの、2016年９月に開始されたOTCデリバティブに係る証拠金規制（注14）等の影響を受け清算金額が増加している。JSCCにおいても2017年１月に清算対象銘柄の大幅な拡充（23銘柄）を行うなどシングルネームのCDSの清算ニーズの高まりを受けた対応を行っており、その後も継続的に銘柄の拡充等について取り組んでいる。

６．清算拡大に向けた今後の取組みや課題

最後に、金利スワップやCDS清算拡大に向けた今後の取組みについても整理しておきたい。

１つ目は清算サービス利用者の利便性を向上のためのSTP（注15）強化に向けた取組みである。例えば、金利スワップにおいて本年３

月に実施したJSCCの清算システムとTradeweb社の提供する取引執行施設であるSEF/MTF（注16）との直接接続もこの一例である。この直接接続の確立によりクライアントがTradeweb SEF/MTFでの金利スワップを電子的に執行した後、アファメーション（注17）プロセスなしでJSCCの清算サービスにシームレスにアクセス可能となった。STPを強化することで、取引執行から債務負担までの時間を大幅に短縮でき決済リスクを削減できるほか、サービス利用者のオペレーション効率化等の効果も期待できることから、今後とも継続して取り組んでいきたい。

２つ目は清算サービス利用者拡大に向けた取組みである。例えば、足元の金利スワップの清算増加を背景に、これまで清算集中義務が課せられていない国内金融機関からもJSCC清算についての問合せを受ける頻度が増加してきている。JSCCでは、TONA3か月金利先物や長期国債先物等を取り扱う大阪取引所と共同で、JPXグループ全体の円金利プロダクトについて横断的なサポートを行っている。また、CDSについても、例えば社債を多く発行している企業の負債計上額が増大して理論上の倒産確率が高まり、当該企業を参照するCDSの信用リスクプレミアム（スプレッド）が広がることで取引量が増えることが見込まれたり、相対的に低リスクとされる円ベースのアセットへの需要が増えると、その一つとして日本物CDSが選好されるなど、今後クレジットリスクがより意識され、取引ニーズが増大してくる可能性があると考えられる。JSCCとしてはこのようなニーズを把握しながら利用者の求める情報の発信体制を整備するとともに、利用者との更なるリレーション強化を図っていきたいと考えている。

OTCデリバティブ清算サービスは、事業開始に係る検討段階から足元の事業運営に至るまで、サービス利用者や市場関係者の声を施策や制度に反映させることでサービスレベルの向上に努めてきた。今後も引き続き市場との対話を通じ、利用者目線で利便性の高い清算サービスを提供し、OTCデリバティブ市場の更なる発展に貢献できるよう取り組んで参りたい。

（注１）その後清算集中義務の対象は徐々に拡大されており、現在では本邦に於いて過年度の各月末日における店頭デリバティブ取引に係る想定元本額の合計額の平均額が3,000億円以上である金融商品取引業者等に対し清算集中義務が課せられている。

（注２）執筆時点において、米国・EU・英国・スイス・豪州・香港において一定の円建て金利スワップが清算集中対象となっている。

（注３）2024年12月時点では清算参加者26社、アフィリエイト24社が金利スワップ清算を行っている。

（注４）現在JSCCの清算参加者が清算を受託できる顧客の種別にはアフィリエイト（受託者清算参加者を含む同一の企業集団に含まれる会社）とそれ以外の顧客（クライアント）がある。

（注５）例えば、米国の中央清算機関に適用されるCFTC Regulation Part 39.12(b)(7)では、CCP及び清算参加者は技術的に可能な限り速やかに清算処理をすることが求められている。

（注６）追加された清算対象取引は次の通り。ユーロ円

TIBOR（2013年）、OIS、アモチ等IRS、日本円TIBOR（2014年）、前後スタブ付き取引（2018年）

（注７）JSCCでは債務負担可能な適格金利スワップの要件について定めている。https://www.jpx.co.jp/jscc/seisan/irs/product.html

（注８）日本円LIBOR参照取引については2021年12月、ユーロ円TIBOR参照取引については2024年11月より新規債務負担は行われていない。

（注９）清算参加者があらかじめ預託した担保（日本円）を上限として、アフィリエイト及びクライアントの債務負担時に担保不足が発生した場合、不足額を充当し債務負担を成立させる制度。

（注10）クライアントがインターネットを経由してJSCC Directに接続することで、債務負担やマージンコール、担保残高の確認を行えるほか、JSCCが提供する各種レポート等についても閲覧が可能。

（注11）2024年12月時点では清算参加者11社、アフィリエイト４社がCDS清算を行っている。

（注12）Credit Valuation Adjustmentの略。取引相手方の信用力をデリバティブ取引の評価額に反映させる価格調整。

（注13）2025年４月のシングルネームCDSの清算金額は2,682億円と、これまで最高であった2021年３月の1,826億円を大きく更新している。

（注14）非清算のデリバティブ取引に関して、取引当事者間で当初証拠金や変動証拠金を授受することを義務付ける制度。取引相手の債務不履行が他の金融機関に伝播するリスクを低減することや清算機関の利用を促進することを目的として導入された。

（注15）Straight Through Processingの略（取引の執行から債務負担までを人手を介さず電子的に執行すること）

（注16）SEF（Swap Execution Facility under U.S. regulation）、MTF（Multilateral Trading Facility under EU and UK regulations）

（注17）従前は、クライアントが取引執行後、JSCCに対し清算を行う場合、申請前に取引相手との間で、MarkitWireなどのベンダーを通じ、取引内容の承認（アファメーション）が必要な仕組みとなっていた。