

## グローバル金融システム委員会報告書

### 「証券担保金融取引における担保掛目や証拠金<sup>1</sup>の役割」

#### 要旨（日本銀行仮訳）

証券担保金融取引の融資契約条件は、レバレッジを使った市場参加者にとって、信用へのアクセスやリスクテイク姿勢に多大な影響を与える。金融危機が2007年に勃発する以前には、証券担保金融のアベイラビリティの高さ、活発なOTCデリバティブ取引が、融資契約条件の緩和（担保掛目の引下げを含む）と相俟って、レバレッジを高めていた。証券化等を通じた非銀行部門による信用仲介活動の活発化は、証券担保金融取引における担保範囲の拡大（ストラクチャード・プロダクトを含む）に繋がった。高い格付、潤沢な流動性、金融市場の低いボラティリティは、借手・貸手の双方に安心感をもたらし、証券担保金融取引への安易な依存や、担保要件の緩和（多くの場合、担保掛目の引下げ）に繋がった。

そうした状況は、市場環境の悪化により突然巻き戻された。2007年にストラクチャード・プロダクトの時価評価が困難となる中で、そうした取引に関して担保掛目が引上げられ、高いレバレッジを利用していた市場参加者の一部は、資産の処分に追い込まれた。2008年には、証券担保金融取引の融資契約条件が広範かつ急速に厳格化し、融資の減少・デレバレッジ圧力の高まりに繋がった。

証券担保金融取引に関するこうした融資契約条件の変化については、特に担保掛目の設定慣行が、金融市場における景気循環増幅効果（プロシクリカリティ）を強めたのではないかという問題がある。OTCデリバティブ取引に関しても、担保資産に関する毎日の値洗いとそれに伴う追証に関する条件設定が、同様の問題を生んだものと考えられる。

本報告書では、証券担保金融取引における担保掛目や証拠金の設定を巡る慣行（OTCデリバティブ取引における担保の値洗いその他の条件を含む）と金融システムのプロシクリカリティとの関係を分析している。

（本書を執筆した）研究部会は、市場参加者との意見交換を実施し、証券担保金融取引における融資契約条件を検証した。その結果は、以下の通りである。

---

<sup>1</sup>（日本銀行注）担保掛目（ヘアカット）とは、担保価額の算定上、時価から一定比率を割り引いておくことをいう。証拠金（マージン）とは、予め定めた基準担保金額と担保価額の差額であり、それが一定水準を越えた場合、資金を貸し出す側（借り入れる側）が追加担保の差入れ（返戻）を要求できる仕組みが追証（マージン・コール）と呼ばれる。

- ・ 証券担保金融取引は、様々な経路により引締め、あるいは緩和される。それには、貸出条件の変更による経路（担保掛目、貸出期間の調整）と、資金のアベイラビリティの調整という経路（取引相手の適格性、貸出枠、適格担保範囲の調整）が存在する。
- ・ 信用拡張時には、担保掛目の設定や適格担保範囲の調整に際して、競争圧力が強く働く傾向がある。一方信用縮小時には、担保掛目の引下げよりも先に、与信先別の貸出枠が削減されやすい。
- ・ 今次金融危機では、証券担保金融取引の条件が、幅広い担保につき厳格化されており、数回に亘って証拠金や担保掛目が引上げられた。そうした背景には、担保資産の市場流動性の再評価、取引相手の適格性の見直しおよびボラティリティの高さが指摘出来る。
- ・ 証券担保金融取引の市場慣行は、多くの国で共通点が存在するが、特に国債に対する担保掛目の適用や追証の頻度等に関し、国毎に差異がある。
- ・ リアルマネー投資家が、債券貸出およびレポ取引を減少させたことが、特にリーマンブラザーズ社の破綻以降、証券担保金融の縮小に繋がった。
- ・ OTC デリバティブ市場では、多くの地域において、カウンターパーティリスクを削減するため、担保契約の標準化が、双方向の担保契約の利用や担保徴求免責額の廃止（zero threshold）といった点で進みつつある。

サイクルを通じてより安定的であり、ストレス期のデータを十分に織り込んで算出された担保掛目や最低所要証拠金の設定は、金融システムのプロシクリシティを抑制する好ましい効果を有している。例えば、信用拡張期において、金融機関がこれまで以上に高水準の担保掛目や最低証拠金を設定しておけば、担保処分による資金回収の可能性が高まり、損失への備えとなる。そうなれば、信用収縮期において融資削減のペースは、より緩やかなものとなるであろう。より保守的な担保掛目の適用は、金融機関における資本コストの増加を通じて、間接的にレバレッジを抑制する効果も有している。とはいえ、サイクルを通じて担保掛目を一定に保ったとしても、サイクルを増幅する効果を有する融資契約条件は他にも存在する点に留意すべきである。

本報告書は、レバレッジの振幅を抑制するための政策上の選択肢として、証拠金慣行を対象に以下の勧告を行っている（更なる検討の推奨を含む）。これらは、概ね相互に補完的なものである。

#### (勧告)

- ・ 担保やデリバティブ取引の時価評価額の減少に関して、市場の認識が遅れないよう、証券担保金融取引や OTC デリバティブ取引の契約条件を、①当事者が担保資産、当該取引の時価評価する能力、②時価評価の頻度、に応じたものとするよう義務付ける。
- ・ OTC デリバティブ取引における格付トリガーの影響を減ずるため、①取引主体の格付の如何にかかわらず、巨額の追証につながるような契約条件の設定を回避させ、頻繁な(できれば日次の)証拠金受払いを求める(require)、②規制対象主体に、取引相手がデフォルトした際の損失額を、格付トリガーの存在により(追加担保を徴求することができることを理由に)低く見積もることを禁ずる、③規制対象主体に、格付トリガーに関連する様々な流動性ショックの可能性を踏まえた流動性管理を求める。
- ・ 証券担保金融取引の安定性を高めるため、債券貸出取引の契約条件について、ベスト・プラクティスを定める。同時に、同取引を実行するカスタディアン銀行に対し、投資家から預かった現金を再投資する場合のリスク情報の開示強化を求める。
- ・ マクロプルーデンス当局が、証券担保金融取引やデリバティブ市場の状況を評価するために、それらの市場における担保掛目、証拠金、担保適格性、満期などの取引条件について、定性的に調査を行うことを検討する。

#### (更なる検討の推奨)

- ・ 証券担保金融取引が、担保掛目の設定によってプロシクリカリティを増幅しないよう、証券担保金融取引に対する資本賦課について、サイクルを通じて安定したものとなるようにする。また必要に応じてマクロプルーデンス当局が、裁量によりカウンターシクリカルな追加措置(add-on)を講ずるようにする。
- ・ 証拠金慣行によるプロシクリカリティを減ずるために、①標準的なデリバティブ取引につき適切なリスク管理を行った CCP の利用を推奨し、また、担保金融取引についても CCP の利用を検討する、②関連当局に対し、担保掛目や証拠金のプロシクリカリティと関連して CCP のリスク管理のあり方の検討を促す、③CCP に対して、サイクルを通じて安定的な最低証拠金や担保掛目の適用を求める。