

欧州における決済ビジネスの新潮流

: Brexit を背景に英国から EU へ清算ポジションの移行が進む

(公益財団法人) 国際金融情報センター ブラッセル事務所長 **金子 寿太郎**

かねこ じゅたろう 1997年に日本銀行入行。金融機構局、国際局等で勤務。この間、金融庁にて国際証券市場決済調整官、海外展開推進調整官等を歴任。金融機構局国際課企画役を経て、2016年7月より現職（日本銀行からの出向）。独ケルン大法学修士（LL.M.）、早稲田大学学術博士（国際関係学専攻）。

Brexit 後の EU と英国の経済関係が見通せない中、欧米金融機関は、英国が EU 共通市場へのアクセスを失う事態も視野に入れつつ、金融取引をロンドンからフランクフルト、パリなどに移し始めている。このうち金利スワップについては、EU 側 CCP による引き抜きが熱を帯びている。無秩序なポジション移行が生じた場合、市場のボラティリティ上昇といった金融システムへのリスクが顕現化する惧れもある。加えて、CCP 同士の綱引きが更に過熱した場合、大口の参加先が優遇される反面、中小規模のポジションの先が相対的に不利に扱われ、そうした先にとって清算サービスへのアクセスが実質的に困難になる一種の金融排除が生じる展開も想起し得る。ポジションの移行が進むに伴い、CCP 間の利用コストが一気に逆転する可能性もあるため、今後の Brexit 交渉のほか、欧州の CCP および先行する欧米金融機関の動向、ならびに各種マーケット指標を注視していく必要がある。

I 背景

2016年6月の英国による EU 離脱（Brexit）決定を受け、ロンドンの国際金融センター（シティ）の地位が脅かされている。2017年12月の EU 首脳会議において、離脱交渉を第二段階¹⁾に進めることが決定したとはいえ、英国は EU 共通市場から離脱する方針²⁾を堅持している。在英金融機関の多くは、所謂シングルパスポート制度³⁾を活用して、英国で取得した免許に基づき EU 全域で活動している。したがって、こうした金融機関は、原則として EU 内の現地法人で新たに免許を取得しなければ、

Brexit 後に EU との取引を行えなくなる蓋然性が高い。

IMF は、2017年12月に公表した対英年次4条協議報告書において、GDP の約7%、税収の10%、輸出の14%をそれぞれ占める英国の金融セクターは Brexit によって特に大きな影響を被る可能性がある、と指摘している。英国は EU との新たな経済協定に向けた議論の中で金融サービスを含む特別な関係構築を目指しているものの、EU は英国の「いいとこ取り⁴⁾」は認めない姿勢である。Brexit 発効日の2019年3月が迫っているにもかかわらず、シティの将来像が見えてこない状況を踏まえ、在英金融機関は EU への拠点、人員等の移転準備を本格

表1 銀行等の主な移転計画

Brexit 後の EU 本店所在地	銀行等名
フランクフルト	シティグループ、ドイチェバンク、ゴールドマンサックス、JP モルガン、野村、UBS
パリ	BNP パリバ、HSBC、ソシエテジェネラル
ダブリン	バンクオブアメリカ、パークレイズ
アムステルダム	MUFG、ロイヤルバンクオブスコットランド

(注) JP モルガンはルクセンブルグも併せて検討中。

(出所) 17年12月13日付英FT紙。

化させている（主な移転予定先は表1）。コンサルティング会社 EY は、Brexit 発効日には1万500人分の職がシティから失われているだろう、との見通しを示している⁵⁾。

欧州中央銀行（ECB）、欧州証券市場機構（ESMA）等のEU規制・監督機関は、免許付与の要件として、申請機関の域内拠点がリスク管理、コンプライアンスなどにかかる人的資源やITシステムなどの物的資源を十分具備することを求めている⁶⁾。こうした態勢を整えるには、長期に亘る準備が必要となるため、金融機関が移転を急ぐ要因の一つになっている。英国が単一市場から離脱する場合、在英金融機関はEU規制の適用を受けない域外国（第三国⁷⁾）の金融機関となる。この結果、デリバティブや現物証券のユーロ建て取引については、英国がEUからEMIR⁸⁾という域内規制の同等性評価を受けられない限り、英国の中央清算機関（CCP）が決済サービスを提供することはできなくなる。

CCPは、取引当事者の間に入り、債務が契約どおりに履行されないリスクを肩代わりする金融市場インフラである。CCPが介在することで、たとえ取引当事者の一方が破綻しても、その影響が連鎖的に市場全体へ広がるリスク（システミックリスク）を抑制できる。加えて、売買の反対ポジションを相殺（ネットィング）

しエクスポージャーを圧縮することにより、マージン⁹⁾や規制資本といったコストを削減することも可能になる。世界的金融危機の反省から、2009年のG20ピッツバーグサミットで店頭デリバティブ取引の清算をCCPに集中させていくことが合意されて以来、金融市場に占めるCCPの存在感は大きく高まっている。

英中銀（BoE）は、Brexitにより最もリスクに晒される金融サービスとして、保険契約と並んで店頭デリバティブ取引を挙げている。一方、EUでは、Brexit決定直後から、ユーロ建てデリバティブ取引の大半が英国で清算されている状況を改めねばならない、との主張が首脳レベルで度々なされてきた。欧州委員会は、2017年6月にユーロ建て取引を扱う第三国CCP¹⁰⁾のうち特にシステミックに重要なもの（Tier2 CCP）に対する監督強化（具体的には、EU機関による直接監督¹¹⁾もしくは認証を取り消した上でのユーロ圏への強制移転）、2017年9月にESMAなどの監督権限強化¹²⁾および同等性評価枠組みの厳格化に関する立法提案¹³⁾を相次いで公表した。両提案は、欧州議会および閣僚理事会で審議中である。

とはいえ、英国CCPの規制上の扱いがBrexit交渉におけるEU側の切り札の一つとなっていることに鑑み、当面は最終化されないとの見方も多い。いずれにせよ、英国CCPに

対する監督が大幅に強化されることは既定路線となりつつある¹⁴⁾。こうした中、欧米の当局や金融機関の間では、英国決済システムがEU市場から締め出されることに伴って、欧州市場での取引コスト¹⁵⁾やグローバルな金融システムへのリスクが増加することへの懸念が高まっている。

II ユーロ建てデリバティブなどの決済

シティは、英語、英米法、開放性等の強みを背景として、世界で最も評価の高い金融センター¹⁶⁾であり、デリバティブ、外国為替、海上保険等、多種多様な取引が活発に行われている。以下では、その中でも特にシティにおける取引ウエイトの高い金利デリバティブと、金融政策の観点からEUが重視しているレポについて、欧州における決済の概要を整理する。

1. 金利スワップ

金利スワップは、金利変動リスクのヘッジを

目的として、取引当事者間で一定の想定元本、期間、利息交換日等を決定した上、変動利率と固定利率の支払義務を交換（スワップ）する代表的なデリバティブ商品である。G20の合意を背景に標準化が進んでいるものの、未だ顧客の多様なニーズに応じてカスタマイズされた店頭取引が多くを占めている。金利スワップにかかるユーロ建て店頭取引全体の約75%は英国で処理されている。

店頭デリバティブ取引にかかるG20の清算集中義務を受けて、世界的に相対での金利スワップ取引が減少する一方、CCPを通じた取引が増加している。早くからCCPの育成・強化に努めてきた英国では、金利スワップなどの清算サービスがシティの中核ビジネスとなっている。英国CCPは、ポンド建てならびにドルおよびユーロなど外貨建て取引の清算を通じて、法律家や会計士等周辺分野従事者を含め約8万3000人の雇用を支えていると言われている。

金利スワップの清算については、世界全体

表2 EUの認可CCP

No.	名称	設立国	清算商品例	監督当局
1	LCH Ltd	英国	金利デリバティブ、レポ	イングランド銀行 (BoE)
2	ICE Clear Europe Limited	英国	各種デリバティブ	BoE
3	LME Clear Ltd	英国	商品デリバティブ	BoE
4	Eurex Clearing AG	ドイツ	金利デリバティブ、レポ	連邦金融監督機構 (BaFin)
5	European Commodity Clearing	ドイツ	商品デリバティブ	BaFin
6	LCH SA	フランス	レポ、現物株・債券	ブルーデンス監督・破綻処理庁 (ACPR)
7	ICE Clear Netherlands B.V.	オランダ	店頭株デリバティブ	オランダ銀行 (DNB)
8	European Central Counterparty N.V.	オランダ	現物株	DNB
9	Nasdaq OMX Clearing AB	スウェーデン	各種デリバティブ	金融監督庁 (Finansinspektionen)
10	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.	イタリア	現物株・債券、株デリバティブ	イタリア銀行
11	KDPW_CCP	ポーランド	現物株・債券、各種デリバティブ	金融監督庁 (KNF)
12	CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH	オーストリア	上場現物株・債券	オーストリア金融市場機構 (FMA)
13	BME Clearing	スペイン	現物株・債券	国家証券市場委員会 (CNMV)
14	OMIClear - C.C., S.A.	ポルトガル	商品デリバティブ	証券市場委員会 (CMVM)
15	Athens Exchange Clearing House	ギリシャ	上場現物株・債券	ギリシャ資本市場委員会
16	Keler CCP	ハンガリー	現物株・債券、各種デリバティブ	ハンガリー中央銀行 (MNB)

(注) 本稿で言及している CCP にはマーカーを付している。

(出所) 欧州証券市場機構。

の9割以上をLCH Ltdというロンドン証券取引所(LSE)傘下¹⁷⁾の英国CCPが担っている(EUで認可を受けているCCPは表2)。ユーロ建てに限っても、LCH Ltdはほぼ全ての清算を担っているとされる(想定元本ベースで一日に1.3兆ユーロ)。圧倒的な市場シェアに裏付けられた流動性の厚みを背景に、ビッドとオファーのスプレッドは他のCCPよりも小さい。日本の金融機関等も、直接的もしくは間接的なかたちで、当該CCPに多数参加している。

一方、EU側は、金融システムの安定確保の観点から、ユーロ建て金利スワップ取引の大部分¹⁸⁾を清算する英国CCPがBrexitに伴いEU法の管轄から外れることを強く警戒している。緊急時にユーロの流動性供給を担うECBは、Brexit決定以前から、システミックに重要なCCPはユーロ圏に所在すべき、との立場を取ってきた¹⁹⁾。加えて、金利スワップの清算ビジネスは、ユーロ圏の金融市場を振興させる起爆剤になり得るとの考えから、政治的な関心も高まっている²⁰⁾。更に有力な取引所同士の縄張り争い²¹⁾も絡まって、同ビジネスはBrexit金融戦争の主戦場となっている。

2. レポ

レポ取引とは、将来のある時点において一定の価格で売り戻すか買い戻す条件を付した有担保の債券等売買取引である。市場参加者にとっては、短期資金や担保の主要な調達手段となっている。中央銀行にとっても、国債等のレポは、柔軟性の高い流動性管理手段であるほか、信用リスクの低い商品であることから、欧米や日本の先進国を中心に金融政策における公開市場オペレーションの中核的ツールとして使われている。金融政策のシグナリング手段を果たし

てもいるため、中央銀行は通常これが安全かつ効率的に決済されることを特に重視する。

シティはレポでも欧州の中心地となっており、ユーロ建て取引の約半分を清算している。レポ取引で特に主要なCCPは、LCHグループの英国法人であるLCH Ltdと同フランス法人であるLCH SA²²⁾である。これまでは、LCH Ltdが英国、ドイツ、オランダなど北欧諸国の国債を中心に扱う一方、LCH SAはフランス、イタリア、スペインという南欧諸国の国債を中心に扱ってきた。金融専門誌のRisk.netの推計によれば、LCH Ltdは欧州のレポ清算市場の約4割(2015年時点)を占める域内最大手となっている。

レポ取引は、通常、証券集中振替機関(CSD)という金融市場インフラにおける帳簿上の振替によって決済が完了する。LCH SAは欧州を代表する国際的CSDであるEuroclearやClearstream、LCH LtdはEuroclearの英国法人(旧CREST)と提携しており、両CCPの清算参加先はそれぞれの提携CSDにおける自己の口座で証券を振り替えている。

III 新たな潮流

欧州では、金利スワップとレポについて、Brexitの決定やECBによる汎EU証券決済システムの稼働を背景に清算ポジションの移行が進みつつある。CCPには規模の経済が働くことから、流動性を集める程利用コストは逓減する傾向がある。逆に、ポジションを複数のCCPで分散させると、ネットティングを通じた所要マージンの削減効果が減殺されるなど、資金効率は低下する。また、取引の少ないCCPでは、取引の多いCCPに比べて流動性が乏し

い結果、清算費用（CCPに払う手数料等）が高くなる。したがって、効率性の観点からは、取引量の多いCCPに一度にポジションを構築することが望ましいと言える。

しかし、既に構築したポジションを他のCCPに移行する際には、取引毎に相手をマッチングし直す必要が生じ、他の参加先の動向にも影響を受けることとなる。このため、コストを最小化することが実務上難しい²³⁾。また、ポジションが複数CCPに分散している場合、それらを通じて取引している相手が破綻した際の混乱も大きくなる。

CCPの活動状況にかかる公表データは限られており、具体的な数字が明らかではない部分も多いが、両取引にかかる最近の注目すべき動きをそれぞれ以下で敷衍する。

1. 金利スワップ

Brexit決定以降も、英国のLCH Ltdは清算金額と取引件数を増やしてきた。しかし、Brexit後のシティの姿がなかなか展望できない中で、金利スワップの清算ビジネスを巡るEUと英国の綱引きが熱を増してきている。現状、ユーロ建て金利スワップの清算が認可されており、かつ、ECBの流動性供給の条件である銀行免許を有しているのは、ドイツ取引所(DB)傘下のEurex(本部はフランクフルト)のみである。EurexはBrexit後を見据えて、英国からの清算取引の引き抜き工作を本格化させている。

2017年10月、Eurexは、英国CCPからの移行に弾みをつけるべく、Partnership Programという収入の一部を貢献度の高い参加先に還元する特典の募集を開始した²⁴⁾。この適用を受けるには、安定的に一定以上の取引を行うこ

と、ビッドやオファーを積極的に提示することなどを通じて、Eurexの運営に寄与する必要がある。Eurexで早期に大きなポジションを構築した先にとっては、実質的に清算費用を低く抑えられるようになることから、欧米の巨大金融機関を中心に多数の応募があったと報じられている²⁵⁾。市場がBrexit交渉の先行き不透明感を嫌気している一つの証左と言えよう。他方、英国のLCH Ltdも参加先に収入を還元する特典をかねてより設けてはいるものの、必ずしも大口参加のインセンティブ付けにはなっていない。

もっとも、金利スワップの場合、ポジションの移行は容易ではない。金利スワップには、実効日までの期間が複数年にも及ぶ契約が多い²⁶⁾。これらのポジションを満期前に他のCCPに移行しようとする、個別契約毎に取引相手を組み直す必要が生じ、対応コストが高くなる。それでも、無秩序なポジション移行が生じた場合、市場のボラティリティ上昇といった金融システムへのリスクが顕現化する恐れもある²⁷⁾。とりわけ懸念されるのは、不確実性の長期化に業を煮やした一部の大口参加先が先行的に大量のポジションを移行した結果、CCP間の流動性スプレッドが急激に変動し、残りの参加先が駆け込み的な追随を強いられるような事態である²⁸⁾。

こうした状況の下、今後のBrexit交渉を通じて、EU・英国間の新しい経済関係への移行に伴う経過措置(grandfathering)の内容(満期前の清算契約の扱い²⁹⁾など)および適用期間(既存契約の残存期間を十分カバーできるか否か)は特にデリケートな問題となっている。欧州議会と閣僚理事会には、将来的な英国との関係やグローバルな金融取引への影響に鑑み

て、英国 CCP に対する規制強化は可能な限り慎重に行うべき、との向きもある。また、LCH Ltd は、上述の欧州委員会による立法提案に対して、ユーロ圏への移転より、ECB や ESMA による直接監督の方が受け入れ可能、との立場を明らかにしている³⁰⁾。

2. レポ

レポについては、英国の LCH Ltd からフランスの LCH SA への契約の移行が進んでいる³¹⁾。両社は競合関係にあるとはいえ、同じグループに属していることもあって、顧客の円滑な移行を実現するべく、情報共有等を通じて協力している。LCH SA は、2017 年にドイツとベルギーの国債を相次いで清算対象に加えた。今後も取扱対象国債の範囲を順次拡大し、LCH Ltd の代替性を高める方針である。金利スワップに比べて、CCP 間の契約移行が円滑かつ迅速に進行している背景には、更に次の 2 つの要因がある。

第一に、取引にかかる契約期間の違いである。欧州におけるレポ取引の大半は、満期が 3 か月以内と金利スワップより短い。このため、ある CCP における既存契約の満了を待って、新規契約から別の CCP に順次設定していく方法によっても、清算ポジションの移行ペースは相対的に早くなる。

第二に、Target2 Securities (T2S) という汎 EU 証券決済インフラの影響である。T2S は、ECB が 2015 年に稼働を開始した。各加盟国の CSD を ECB のプラットフォーム上で相互に接続しつつ、ECB の預金口座と連動させることにより、安価で効率的なクロスボーダーでの即時決済を可能にしている³²⁾。T2S は、ユーロ建て取引を対象としているほか、銀行免許を接

続要件にしているため、英国の Euroclear は接続していない。この結果、LCH Ltd は、ユーロ建てレポ契約で T2S の恩恵を受けることができず、LCH SA と比べ、参加先への訴求力を弱めることとなっている。

IV 日本にとってのインプリケーション

国内の低金利等を受けて、日系金融機関は欧州への投資等金融取引を増加させてきた。こうした中、欧州の金融市場、とりわけ決済取引フローは、Brexit や T2S を背景に、抜本的に潮流が変わり得る局面にあり、日系金融機関もその影響を免れることはできない。

英国 CCP の将来的な扱いは、Brexit 交渉における主要な争点となっているほか、欧州金融センター間競争の中核となっていることから、政治的な性格が極めて強い³³⁾。しかし、法兰克福ト、パリなどの EU 市場はまだシティの利便性を完全に代替できるだけの機能を獲得するには至っていない。このため、在欧州の金融機関は、少なくとも短期的には、英国に現行拠点等を維持しつつ、EU の経営資源強化を強いられる蓋然性が高い。日本は、これまで長きに亘り重ねられてきた国際的な合意や議論に則り、中立的かつ客観的な立場から、市場の分断が流動性の低下を通じてグローバルな取引コストや金融システムへのリスクを高めることへの懸念を訴えていくべきである。

金利スワップは、Brexit にかかる経過措置がある程度見通せるようになるまで、CCP 間のポジション移行を本格的に進め難い状況にある。一方、レポは今後も比較的早いペースで移行が進むと考えられる。CCP は決済の安全を確保するためのインフラである。したがって、

金融機関は、この選定に際し、利用コストのみならず、障害対応力といった側面も勘案することが望ましい。とはいえ、ポジションの移行が進むに伴い、規模の経済を反映して、取引の増えた CCP と減った CCP の間で清算費用が一気に逆転する可能性もある。移行の準備が整わない中でこうした流れから取り残された場合、そうした金融機関に思わぬ損失が生じることもないとは限らない。

CCP 同士の綱引きが更に過熱した場合、大口の参加先が優遇される反面、中小規模のポジションの先が相対的に不利に扱われ、そうした先にとって清算サービスへのアクセスが実質的に困難になる一種の金融排除 (financial exclusion) が生じる展開も想起し得る³⁴⁾。こうした点を踏まえつつ、今後の Brexit 交渉のほか、欧州の CCP および先行する欧米金融機関の動向、ならびに CCP 間のベーススワッププレートといった各種マーケット指標を注視していく必要がある。

[注]

- 1) Brexit 交渉では、① 離脱清算金、② 両法域に居住する互いの市民の権利、および ③ 英領北アイルランドと北アイルランド共和国の国境、にかかる議論 (第一段階) で十分な進展があったと確認された後に、Brexit 後の経済関係、激変緩和のための経過措置等にかかる議論 (第二段階) に進む、という 2 段階アプローチが取られている。
- 2) EU、EEA (欧州経済領域) いずれにも加盟しないことを意味する。
- 3) いずれかの EU 加盟国で取得した営業免許を域内全体で有効とするもの。
- 4) 英国が国民投票で Brexit を決めた大きな理由の一つは、東欧をはじめとする EU 加盟国からの移民労働者の流入を制限するためと考えられている。一方、EU は、共通市場における人、財、サービス、資本という 4 要素の自由移動は不可分の立場であり、英国に対しても特別扱いをしない、と繰り返し主張している。
- 5) 2017 年 12 月時点推計。一方で、英 FT 紙は、同日までにシティが失う労働者は 4,600 人未満と予測している。
- 6) ECB や ESMA の高官は、業務の実態を英国に残しつつ、EU に形式的な現地法人等 (ポストボックスカンパニー) を設立しても、当該拠点に営業免許を付与すべきではない、と

- の見解を繰り返し表明している。
- 7) EU および EEA 以外の法域を指す。
 - 8) 正式名称は European Market Infrastructure Regulation (欧州市場インフラ規則)。
 - 9) 信用リスクや市場リスクに対応したある種の担保。証拠金とも呼ばれる。
 - 10) 当該国が規制の同等性評価を受けている場合を含む。なお、日本については、日本証券クリアリング機構 (JSCC)、東京金融取引所 (TFX) および日本商品清算機構 (JCHC) の 3 社が EU から第三国 CCP として認証 (recognition) を受けている。もっとも、現状、それぞれが扱うユーロ建て取引量は限定的。
 - 11) 立ち入り調査権限が含まれると想定されている。なお、現状でも、EU 当局は重要な第三国 CCP に対し、監督当局間のカレッジを通じて間接的な監督は及ぼしている。
 - 12) ESMA に対して CCP、格付機関、金利指標への監督権限付与等を盛り込んでいる。現状、EU の CCP は、資金決済システムや取引情報保管機関 (TR) のような他の金融市場インフラと異なり、EU レベルの監督には服しておらず、各加盟国当局の監督下にある。
 - 13) いずれも EMIR など既存の EU ルールの改正として提案されている。これらのほか、CCP に対する ECB の監督権限を定款 (ESCB 定款第 22 条) に明記する案も検討されている。
 - 14) ECB のクレーン専任理事は、2017 年 6 月の講演において、現行の第三国向け EU ルールではシステミックな重要性の高い CCP が域外に存在することを想定していなかった結果、第三国による監督にかなりの程度依拠したかたちになっている、との見方を示した。
 - 15) ロンドン証券取引所は、市場の分断により、所要マージン額が現状の 770 億米ドルから倍増すると試算している。国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) は、15 ~ 20% のマージン (当初証拠金のみ) 増加を推計している。このほか、異なる CCP 間で清算ポジションを移行させる過程で生じるであろう一時的な重複コスト (例えば、両 CCP で寄託するデフォルトファンドへの拠出金) も考慮すべきである。更に、英国 CCP が Brexit 後に規制の同等性に基づく認証を受けられなかった場合、パーゼル規制上の適格 CCP (QCCP) から外れる結果、当該 CCP へのユーロ建てエクスポージャーには従来より高いリスクウェイトが適用され得ることに留意が必要である。
 - 16) Z/Yen グループの Global Financial Centres Index の最新版 (2017 年 9 月公表の第 22 版) では、シティがニューヨークなどを抑え世界第一位の評価を維持している。
 - 17) 2016 年に LCH.Clearnet から社名変更。同社株の 57% は LSE が所有。残りは清算参加先の銀行等が所有。
 - 18) 米ドル、英ポンド、日本円と比べても、ユーロ建て取引の外国清算比率は際立って高い。
 - 19) 2011 年、ECB はユーロ建て取引を多く清算する英国 CCP にユーロ圏への移行を義務付ける監督枠組み (ロケーションポリシー) を公表した。これを受けて、英国は、EU 単一市場の原則に反する、と欧州司法裁判所 (ECJ) に提訴した。2015 年、ECJ が「ECB は証券決済システムの活動を規制する法的な権限を欠いている」との判断を示したため、ECB はロケーションポリシーの撤回を一旦余儀なくされた。もっとも、この後暫くして、ECB と英中銀 (BoE) は、英国 CCP にかかる情報共有向上等についての取極めを交わして

- いる。
- 20) EU では、資本市場同盟計画の推進やシティからの金融取引誘致を通じて、シティが抜けた後も域内金融市場の国際的プレゼンス向上を企図している。もっとも、Brexitに伴う欧州全体での取引コスト上昇等を嫌気して、在欧州金融機関の業務や拠点が北米やアジアといった他地域に流出することも考えられる。
 - 21) LSE と DB は、これまで3度にわたって合併を計画してきたものの、当局の介入等を受けて、全て頓挫している（直近では2017年3月に破談）。
 - 22) LCH SA は、20種近い通貨を扱うLCH Ltdと異なり、ユーロ建て取引の清算に特化している。
 - 23) CCP 間のポジション移行の仲介を目的とした「CCP ベーストレード」と呼ばれるサービスが存在する。
 - 24) 適用対象は総合的に貢献度の高い上位10先。なお、同様の特典は米国 CCP の CME が既に導入している。
 - 25) 英 FT 紙は、バンクオブアメリカ、メリルリンチ、シティグループ、コメルツバンク、ドイチェバンク、JP モルガンおよびモルガンスタンレーを含む20先以上がこれに応募したと報じている。
 - 26) BIS の統計によれば、2017年上半期において、5年を超える年限の金利スワップおよびフォワード取引は全体の2割強を占めた。
 - 27) BOE のカーニー総裁は、金利スワップのコストが増加すると、リスクヘッジに対するインセンティブが阻害されると、2017年6月の講演で述べている。
 - 28) ドイチェバンクのマセラット執行役員は、2017年10月にバリで行われたセミナーにおいて、何らの保証もない中では早期の移行を決定することが最適であり、そのタイミングは2018年初めになろう、という趣旨の発言を行ったと報じられている。
 - 29) 本件について、Risk.net 誌は、審議中の EMIR 改正案の最終化後に策定される細則で規定されるであろう、との見方を示している。
 - 30) BoE も、2017年11月に公表した金融安定レポート (FSR) において、マルチおよびバイでの国際的な監督当局間協力の重要性を指摘している。なお、LCH Ltd は、現状でも米ドル建て取引の清算に関して、米国商品先物取引委員会 (CFTC) の直接監督を受けている。
 - 31) LCH Ltd の契約の一部は Eurex にも流れている模様である。
 - 32) 2017年9月までに20加盟国の CSD と接続を完了させた。
 - 33) LSE は市場の分断を回避する方向で米国の政治家や規制当局から協力を得るべくロビー活動を行っている、と報じられている。
 - 34) 決済に関する国際基準である「金融市場インフラに関する

原則」は、CCP が特定のクラスの参加先を不必要に差別したり、競争上の歪みをもたらしたりする事態を避けるべく、効率性のみに基づいたアクセス要件は慎重に精査される必要があるとしている（原則18）。

【参考文献】

- Bank of England. 2017. “Financial Stability Report” No. 42, November 2017.
- Carney, Mark. 2017. “A Fine Balance” Speech at The Mansion House, London, 20 June 2017.
- Clancy, Luke. 2017. “London likely to lose all euro repo clearing business” Risk.net, October 2017.
- 2017. “Deutsche Bank expects early 2018 decision on LCH exit” Risk.net, October 2017.
- Clancy, Luke and Duncan Wood. 2017. “The Great Swaps Migration” Risk.net, August 2017.
- Cœuré, Benoît. 2017. “European CCPs after Brexit” Speech at the Global Financial Market Association, Frankfurt am Main, 20 June 2017.
- Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. 2012. “Principles for financial market infrastructures”.
- International Monetary Fund. 2017. “United Kingdom: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission” 20 December 2017.
- International Swaps and Derivatives Association. 2017. Letter to Vice-President Valdis Dombrovskis of European Commission. 8 June 2017.
- Maxwell, Fiona. 2017. “Do EU27 really want euro clearing?” *POLITICO*, 4 December 2017.
- 2017. “Brussels makes euro clearing a Brexit battleground” *POLITICO*, 13 June 2017.
- Noonan, Laura. 2017. “Banks set to move fewer than 4,600 City jobs over Brexit” *Financial Times*, 13 December 2017.
- Stafford, Philip. 2017. “Deutsche Börse eyes City of London’s euro clearing crown” *Financial Times*, 20 November 2017.
- 2017. “Deutsche Börse intensifies efforts to pull euro clearing from UK” *Financial Times*, 9 October 2017.
- 金子寿太郎 (2017) 「欧州委、英国 CCP に対する EU の監督強化へ——Brexit を巡る “金融戦争” で火ぶた」『金融ジャーナル』No.734, 2017年7月号。
- (2017) 「域外国への金融規制強化を進める EU— “巻き添え” を避けるべく、日本は積極的な働きかけが求められる—」『金融財政事情』第68巻第43号。