

2018年8月13日

米国商品先物取引委員会による
「スワップ・ディーラーの登録閾値」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、米国商品先物取引委員会（CFTC）が本年6月12日に公表した「スワップ・ディーラーの登録閾値」に対して、コメントの機会を与えられたことに感謝の意を表したい。本件検討に当たり、我々のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

【総論】

1. 80億米ドルの閾値の維持および閾値の計算について

我々はこれまで、閾値の引下げには「現状の80億ドルの閾値を少なくとも維持、あるいは増額すべきで、引下げを検討すべきではない」と意見表明¹しており、多方面からの分析を踏まえた今回のCFTCの決定を歓迎する。

また、閾値の計算に当たり、各種取引がSDの登録閾値計算から除外されることを支持する。しかしながら、当該除外される取引の範囲および定義が明確でない等の理由により、必要以上に慎重な対応を取らざるを得ない可能性があるのではないかと懸念しており詳細は「各論」においてコメントする。

2. 母国規制による代替的コンプライアンスによる柔軟な対応について

邦銀など、母国の店頭デリバティブ規制に服している米国外の金融機関については、国際礼譲および過度な規制負担回避の観点から、母国規制による代替的コンプライアンスを柔軟に認め、SD登録にもとづく規制要件を遵守しているとみなすべきである。

（理由）

母国の厳格な規制に服している金融機関、例えば、日本の金融機関は金融商品取引法における店頭デリバティブ規制にもとづく厳格な監督に服しており、このような金融機関に対してSD登録にもとづく規制要件を課すことは、非効率な二重規制対応を強いることとなり、当該機関にとって過度な負担となる。

また、現在、非SDである金融機関でも、SD登録による規制コストを嫌気し、米国人との取引を回避または制限するために、実務上、モニタリング態勢を整備している場合もあ

¹ <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion280119.pdf>

り、間接的に米国規制対応のための負荷が発生している。

以上のような過度な規制負担を回避するためには、より効率的で実効性・柔軟性のある同等性評価を行うべきである。具体的には、規制要件毎に個別的な同等性を認定するのではなく、各法域の法令全体に対して包括的な同等性評価を行い、当該法域の金融機関が厳格な店頭デリバティブ取引規制に従っていると認められる場合には、米国の SD 登録にもとづく規制要件の遵守は不要とするべきであると考ええる。

3. クロスボーダー取引の適用について

平成 28 年 10 月 11 日に公表された「スワップ・ディーラーおよび主要スワップ取引参加者に適用される登録閾値および外部業務行為基準のクロスボーダーでの適用について」(原題: **Cross-Border Application of the Registration Thresholds and External Business Conduct Standards Applicable to Swap Dealers and Major Swap Participants**) のプロポーザルの本市中協議文書上の位置付けを明確にしていきたい。

(理由)

同プロポーザルは、non-U.S.entity に対し、閾値の計算上、米国とはほぼ関連性を有さない極めて拡張された範囲でのスワップ取引の算入を要請しているとして、我々は、平成 28 年 12 月の当協会からのコメント²で同プロポーザルに対して強い懸念を示した。今回の市中協議では、特段このプロポーザルについて言及されていない。しかし、今回、閾値が 80 億米ドルに据え置かれ、この水準にもとづいて業務を運営していたとしても、プロポーザルにおいて言及されている閾値計算対象範囲の変更が今後なされた場合、自動的に同閾値を超過する可能性があるため。

【各論】

A.80 億米ドルの SD 登録閾値

(1) Based on the data and related policy considerations, is an \$8 billion de minimis threshold appropriate? Why or why not?

データまたは関連する方針を考慮したうえで、SD登録の閾値は80億米ドルで適切か。

(コメント)

適切である。

(理由)

市中協議文書における CFTC による分析では、SD 登録の閾値を現在の 80 億米ドルとすることで、米国市場における取引件数の約 98%および想定元本の 99%超をカバーできるとのことであり、残りの 1~2%を捕捉するために閾値を引き下げ、金融機関の負荷を

² <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion281219.pdf>

増加させることは、費用対効果の観点から合理性がない。また、80 億米ドルの閾値が設定されてから数年が経過し、金融機関の実務の変更は少ないと考えられることから、当該水準を維持すべきである。

(2) Should the de minimis threshold be reduced to \$3 billion? Why or why not?

SD登録の閾値を30億米ドルに引き下げるべきか。

(コメント)

引き下げるべきではない。

(理由)

市中協議文書における CFTC による分析では、SD 登録の閾値が 30 億米ドルに下がった場合でも、米国市場における取引件数等の捕捉率にはほとんど変化は生じないとのことであるから、閾値の引き下げは、法の趣旨である市場透明性の向上やシステミックリスクの低減をより実現しうる措置であるとは言えない。加えて、現在の SD 登録の閾値である 80 億米ドルを基準にして取引状況を管理している金融機関は、閾値の引き下げが行われることで、さらに抑制的な運営をしなければならず、それにより、追加的に管理変更コストが発生するとともに、抑制的な運営の結果、ひいては、米国市場における流動性の低下を招く可能性がある。

(3) Should the de minimis threshold be increased? If so, to what threshold? Why or why not?

SD登録の閾値を引き上げるべきか。その場合、閾値をいくりにするのが適切であるか。

(コメント)

1,000 億米ドルまで引き上げた方がより望ましい。

(理由)

市中協議文書における CFTC による分析では、SD 登録の閾値を 1,000 億米ドルまで引き上げたとしても、CFTC が捕捉できる取引件数等の捕捉率にほとんど変化が生じておらず、閾値を引き上げないとした理由が明確ではない。

なお、将来的な閾値引下げの可能性は、金融機関に追加的な管理変更コストを生じさせ、不安定または保守的な運営を強いることになるため、仮に閾値が引き上げられた場合には、恒久的な取扱いとすべきである。

(5) As an alternative or in addition to maintaining an \$8 billion threshold, should the Commission consider a tiered SD registration structure that would establish various exemptions from SD compliance requirements for SDs whose AGNA of swap dealing activity is between the \$3 billion and \$8 billion?

SD登録の閾値を80億米ドルに据え置くことに代替ないし追加して、CFTCはグループベースの想定元本の合計額が30億米ドルから80億米ドルの企業に対して様々な免除要件を設定するような、段階的なSD登録体制を検討すべきか。

(コメント)

検討すべきではない。

(理由)

段階的な規制要件は、金融機関における想定元本の合計額の変移に応じて、遵守すべき規制や整備すべき態勢が異なりうるため、恒久的な閾値の設定に比し極めて不安定な運営を強いられる。

また、最も重い規制要件を保守的に遵守する態勢整備を行う金融機関もあると考えられ、段階的な規制要件は、効率性に欠ける枠組みとなりかねない。

(6) What is the impact of the de minimis threshold level on market liquidity? Are there entities that would increase their swap dealing activities if the Commission raised the de minimis exception, or decrease their swap dealing activities if the Commission lowered the threshold? How might these changes affect the swap market?

SD登録の閾値が市場流動性に与える影響はどの程度であるか。CFTCが閾値を引き上げた場合、スワップディーリング活動を増加させる企業はあるか、またCFTCが閾値を引き下げた場合、スワップディーリング活動を減少させる企業はあるか。これらの増減はスワップ市場にどのような影響を与えるか。

(コメント)

SD登録の閾値が引き上げられた場合、現行よりも米国人からのスワップ取引ニーズに対して柔軟な対応を行う金融機関が増え、市場流動性の改善につながる可能性がある。

(理由)

従来、SD登録の閾値が30億米ドルへ引き下げられることが予定されていたため、米国人とのスワップ取引は原則禁止とする保守的な運営を行っている金融機関が存在している。しかし、今後、閾値が80億米ドルから恒久的に引き下げられない場合や引き上げられる場合は、80億米ドルの閾値の範囲で柔軟な取引を行う方針とする可能性は十分にある。

(7) Are there additional policy or statutory considerations underlying SD regulation or the de minimis exception that the Commission should consider?

SD規制およびSD登録の閾値に関して、CFTCが追加的に考慮する方針・事項はあるか。

(コメント)

CFTCは既存取引の解約・条件変更をSD登録の閾値計算対象取引から除外することを明確化するべきである。

(理由)

現在、既存取引の解約・条件変更をSD登録の閾値計算対象取引から除外するとの明示はされていないため、米国人との取引については、新規取引だけでなく、既存取引の解約・条件変更についても原則禁止とする運営を行っている金融機関が存在している。

解約取引は、カウンターパーティの信用リスクの削減や取引残高の想定元本の引下げを

実現するものであること、また、条件変更取引は、期間短縮等の既存取引条件の範囲内の変更やカウンターパーティの変更等の場合、新たなリスクを生じさせるものではないことから、そのような取引については SD 登録の閾値計算の対象とするべきではない。

(8) Have there been any structural changes to the swap market such that the policy considerations have evolved since the adoption of the SD Definition?

SD登録が採択されて以来、スワップ市場に構造的な変化はあったか。

(コメント)

米国外の非 SD は米国人との取引を避ける傾向にあるため、現在、米国人と取引を行える SD グループ（米国外を含む）と、米国人と取引を行うことを避ける非 SD グループに市場が分断されている。

(理由)

米系の金融機関は、本社が SD 登録を行ったうえで米国外支店・現地法人において米国外の非 SD と取引を行う仕組みを整備しているが、米系の事業法人は、そのような仕組みを整備することができず、結果として、米系事業法人と米国外の非 SD との取引が遮断されるケースが存在し、このような市場の分断による米国市場の多様性の低下が市場活動の低迷を生じさせていると考えられる。

(9) Are entities curtailing their swap dealing activity to avoid SD registration at \$8 billion or \$3 billion thresholds, and if so, what impact is that having on the swap market? Are certain asset classes or product types more affected by such curtailed dealing activity than others?

SD登録を避けるために、80億または30億米ドルの閾値以下にスワップディーリング活動を制限している企業はあるか。このような対応はスワップ市場にどのような影響を及ぼしているか。また、そのような制限的な活動によって、他に比べて当該影響を特に強く受けている特定の資産クラスや商品種別はあるか。

(コメント)

SD 登録を回避するために、米国人とのスワップ取引を原則禁止としている企業が存在する。

(理由)

すでに母国規制に服しており、追加的に重い規制要件を課せられる SD 登録を行うことは現実的ではないと考える金融機関は、国際的に活動する大手邦銀であっても、閾値計算の対象となる米国人とのスワップ取引を行っていない状況である。加えて、閾値到達から2ヶ月以内という極短期間での態勢整備を迫られることも、極めて保守的な運営を行う要因となっている。

B. IDI による顧客のローン組成に関連したスワップ

(1) Based on the data and related policy considerations, is the proposed IDI De Minimis Provision appropriate? Why or why not?

データまたは関連する方針を考慮したうえで、提案されたIDIの閾値に関する規定は適切か。

(コメント)

預金保険対象金融機関 (IDI) の閾値に関する除外については、米国外の IDI においても、顧客のニーズに対応することには変わりないため認められるべきである。

また、除外の対象については、①金融機関が自らアレンジしたローンだけではなく、他行が顧客に対して実行したローンに対して行うスワップや、②第三者が代表して締結したもののアロケーション (allocation) を受けるスワップについても、対象外とするべきである。

(理由)

米国内の IDI に限らず、米国外で預金保険の対象となっている金融機関においても米系顧客へのローン組成に関連して締結されるスワップ取引は抑制されている状況である。クロスボーダーでこのようなスワップ取引が行われうることにより鑑みれば、米国外の IDI においても同様の除外が認められるべきである。この点、米国内の IDI が FDIC の監督下で十分なリスク管理がなされているのと同様、邦銀についても、預金保険機構の監督下で同様のリスク管理がなされていることから、少なくとも邦銀に対しては上記の除外を認めても差し支えはないと考えられる。

また、他行が米系顧客に対して実行したローンに対してスワップ取引を締結するケースや、シンジケートローンにおいて、シンジケートリーダー (syndicate leader) がマンデータードリードアレンジャー (mandated lead arranger) へアロケーション (allocation) を行うケースは、顧客へのヘッジの提供 (ヘッジ対象が存在し、顧客のヘッジニーズがある取引) であるため、スワップ活動から除外されることが適切と考えられる。なお、当該スワップには金利スワップだけでなく、通貨スワップも含まれることを確認したい。

(3) If the underlying loan is called, put, accelerated, or if it goes into default before the scheduled termination date, should the related swap be required to be terminated to remain eligible for the IDI De Minimis Provision?

ローンがコール、プット、繰上償還または終了予定日前に債務不履行に陥った場合、このローンに紐づくスワップはIDIの閾値の対象とするために終了することが要求されるべきか。

(コメント)

要求されるべきではない。

(理由)

IDI の閾値計算の対象外とするためにスワップ取引の終了事由を契約上定めておくことは、顧客の理解を得ることが難しい。特に、債務不履行時は金融機関において柔軟な対応

が求められるため、ローンとスワップの取扱いをまったく同一にすることは現実的でない。

C: 財務または現物ポジションをヘッジする目的で取引されるスワップ

(1) Based on the policy considerations, is the proposed Hedging De Minimis Provision appropriate? Why or why not?

財務または現物ポジションをヘッジする目的で取引するスワップを閾値計算から除外することは適切か。

(コメント)

適切である。

(理由)

財務および現物ポジションのヘッジは、ディーラーとして行う取引ではなく、企業自身のためにのみ行う取引であるため、SDとして規制すべき取引ではない。

加えて、バランスシート規模の大きい企業では、ポジションのヘッジ必要額も相応に変動しやすいため、限られた枠内でしか取引を行えないという閾値管理は馴染まない。

(2) Is the proposed Hedging De Minimis Provision too narrowly or broadly tailored?

財務または現物ポジションをヘッジする目的で取引するスワップを閾値計算から除外することについて、その範囲は適切か。

(コメント)

除外されるスワップの範囲を明確化すべきである。

(理由)

ヘッジ目的での除外が適用できるスワップに関する記載があるものの、例えばヘッジスワップのプライスメーカー ("price maker of the hedging swap") の定義が明らかではないなど、除外される範囲が不明確で、実際の運用上で障害になると思われる。なお、当該スワップには金利スワップだけでなく、通貨スワップも含まれることを確認したい。

(3) How will the proposed Hedging De Minimis Provision impact entities that enter into swaps to hedge financial or physical positions?

財務または現物ポジションをヘッジする目的で取引するスワップを閾値計算から除外することが、当該目的でスワップを取引する取引主体にどのような影響を与えるか。

(コメント)

市場流動性の向上が期待される。

(理由)

非SDにおいては、米国金融機関との銀行勘定の財務または現物ポジションのリスクヘッジを目的とした取引を再開することが可能となるため、市場流動性の向上が期待される。

D. 多数者間ポートフォリオ・コンプレッションの結果として生じたスワップ

(1) Is the proposed MPCE De Minimis Provision appropriate? Why or why not?

多数者間ポートフォリオ・コンプレッションの結果として生じるスワップをSD登録の閾値計算から除外することは適切か。

(コメント)

適切である。さらに、多数者間に限定せず、バイラテラルのコンプレッションの結果生じるスワップにおいても同様に除外すべきである。

(理由)

従来 No-Action Letter の形式で認められていた除外を恒久化することは、金融機関における安定的な運営態勢に資するため、歓迎する。

多数者間ポートフォリオ・コンプレッションの場合、米国人が参加した方がより効率的なバランスシートの圧縮が実現できる。また、コンプレッションはカウンターパーティの信用リスクの削減や取引残高の想定元本の引下げに資するものであるのに、その活動の結果生じたスワップを閾値対象とすれば、効率的なコンプレッションは行えず、場合によってはコンプレッション自体を回避せざるを得なくなる。この観点から、バイラテラルのコンプレッションの結果生じるスワップについても同様に除外すべきである。この考え方は以下の (2) においても同様である。

(2) Is the proposed MPCE De Minimis Provision too narrowly or broadly tailored? Are there additional restrictions or conditions that should apply in order for swaps resulting from multilateral portfolio compression exercises to not count towards a person's de minimis threshold?

多数者間ポートフォリオ・コンプレッションの結果として生じるスワップをSD登録の閾値計算から除外することについて、その範囲は適切か。当該スワップを閾値計算から除外する上での追加的な制限や条件は必要か。

(コメント)

多数者間ポートフォリオ・コンプレッションにて生じたスワップという観点からは、範囲は適切であり、追加的な制限や条件は不要と考える。また、バイラテラルのコンプレッションの結果生じたスワップについても同様に制限・条件なく除外すべきであると考えられる。

(理由)

コンプレッションによる各種リスクの削減の推進につながる。

E. 想定元本の計算方法

(1) Is the proposed process to determine the methodology to be used to calculate the notional amount for any group, category, type, or class of swaps appropriate? Why or why not?

いずれのグループ、カテゴリー、タイプまたはクラスに関してもスワップの想定元本の計算方法を決定するために提起した当該プロセスは適切か。

(コメント)

SD 登録の要否判定に係る想定元本の計算方法の決定権限を Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight (DSIO)へ与えることはせず、CFTC 自身が決定・公表すべきである。

(理由)

決定権限を DSIO へ与える場合、計算方法の決定について裁量の余地（不確実性）が残り不透明なプロセスにつながりかねない。したがって、CFTC が考える SD 登録に係る想定元本の計算方法は CFTC 自身が決定・公表等を実施すべきである。

「III. Other Considerations」について

A.取引相手数および取引件数の閾値

(1) Taking into account the Commission's policy objectives, should minimum dealing counterparty counts and minimum dealing transaction counts be considered in determining an entity's eligibility for the de minimis exception?

SD登録の閾値による除外のための取引主体の適格性を検討する際に、取引相手数および取引件数を考慮すべきであるか。

(コメント)

閾値管理の煩雑化が防止されるのであれば、考慮されるべきである

(理由)

システミックリスクを検討する際には、取引相手数や取引件数も要素のひとつとなり得ると考えられる。ただし、SD 登録の要否を判断する際に、想定元本だけでなく、取引相手数および取引件数も考慮する場合、より保守的な運営を行う必要が生じることや、実務上の管理が煩雑化し管理コストが増大しうることを懸念する。

(2) Would a dealing counterparty count threshold of 10 dealing counterparties be appropriate? Why or why not? Is another dealing counterparty count threshold more appropriate?

取引相手数の閾値は10が適切であるか。または適切な閾値はどの程度であるか。

(コメント)

取引相手数の閾値は最低でも 100 社以上となることが望ましい。

(理由)

市中協議文書における CFTC による調査では、108 の想定 SD の取引相手数の中央値が 132 社であり、78 の登録 SD の取引相手数の中央値が 186 であることに鑑みると、最低取引相手数の閾値が 10 社というのは極めて保守的であり、実効性がないと考えられる。

(3) Would a dealing transaction count threshold of 500 dealing transactions be appropriate? Why or why not? Is another dealing transaction count threshold more appropriate?

取引件数の閾値は500が適切であるか。または適切な閾値はどの程度であるか。

(コメント)

取引件数の閾値は最低でも 10,000 件以上となることが望ましい。

(理由)

市中協議文書における CFTC による調査では、108 の想定 SD の取引件数の中央値が 5,233 件であり、78 の登録 SD の取引相手数の中央値が 12,004 件であることに鑑みると、最低取引件数の閾値が 500 件というのはあまりにも保守的であり、実効性がないと考えられる。さらに、2015 年 11 月 18 日付「SWAP DEALER DE MINIMIS EXCEPTION PRELIMINARY REPORT」によれば、潜在的なディーリング活動を行っている金融機関の最も低い数値は 10,001 件から 100,000 件であり、少なくとも、10,000 件以上にすることが合理的である。

(8) Should registered SDs or MSPs be counted towards the dealing counterparty count threshold?

登録SDまたはMSPも取引相手数に含めるべきか。

(コメント)

含めるべきではない。

(理由)

米国人 SD および MSP と非米国人との取引は、米国人側から SDR 報告やリアルタイム報告がなされる仕組みとなっており、それによって CFTC は取引情報を捕捉することが可能で、規制の目的を達成可能である。また、SD および MSP は米国当局の監督下で資本要件等を厳格に管理されていることから、リスクは限定的である。加えて、SD および MSP はプロの市場参加者として External Business Conduct 規制の対象外となっており、顧客保護的な配慮も求められていない。

(11) Should a facts and circumstances analysis apply to determine if an amendment or novation to an existing swap is swap dealing activity that counts towards a person's dealing transaction count? Why or why not?

既存のスワップのアmendメントやノベーションをスワップディーリング活動の取引件数として数えるべきかを決定する際に、事実および状況の分析を行うべきか。

(コメント)

SD 登録の要否判定における想定元本の閾値計算対象取引として既存取引のアmendメントやノベーションを含めるかは、アmendメントやノベーションの内容を踏まえ、実態にもとづき判断すべきである（終了についても同様）。

(理由)

例えば、アmendメントも計算対象にしてしまうと、休日が変わって取引の最終期日が 1 日伸びてしまうようなケースや既存スワップを部分解約して元本が大きく減額されてリスクが大幅に減少するようなケースも計算対象となることが想定される。しかしそのような取引までカウント対象にした場合、ルールが複雑化することで管理負担が増える一方、リスク削減、透明性向上、市場のインテグリティ向上といった (27445-27446 頁参照) 観点

からは、効果は期待できない。

B.取引所取引スワップ/清算スワップ

(4) Should all exchange-traded swaps be excepted from the de minimis calculation, or only certain transactions? If so, which transactions? Should only those trades that are anonymously executed be excepted? How would the Commission judiciously differentiate, monitor, and track such transactions apart from other exchange-traded swaps? すべてのSEF/DCMで執行した取引を閾値計算から除外すべきか。特定の取引のみを閾値計算から除外すべきか。どの取引を除外すべきか。匿名で執行した取引のみを除外すべきか。CFTCは当該取引をどのように区別・監視・追跡すべきか。

(コメント)

SEF/DCM で執行した取引はすべて閾値計算の対象から除外すべきである。

(理由)

SEF/DCM で執行した取引は価格透明性が担保されており、また、CFTC は取引報告を通じて取引の状況を把握できる立場にある。すなわち、CFTC は既に SEF/DCM において執行される取引を規制監督下に置いており、リスクは限定的であることから、当該取引を SD 規制の対象とすべきではない。

(5) Should all cleared swaps be excepted from the de minimis calculation, or only certain transactions? If so, which transactions? Should the Commission differentiate between trades that are intended to be cleared and trades that are actually cleared? How would the Commission judiciously differentiate, monitor, and track such transactions apart from other cleared swaps?

すべてのDCOで清算集中した取引を閾値計算から除外すべきか。特定の取引のみを閾値計算から除外すべきか。どの取引を除外すべきか。清算集中を意図する取引と実際に清算集中された取引を区別すべきか。CFTCは当該取引をどのように区別・監視・追跡すべきか。

(コメント)

DCO で清算集中した取引はすべて閾値計算の対象から除外すべきである。また、既存取引をDCOでバックロードした場合でも閾値計算の対象から除外されることを確認したい。

(理由)

DCO で清算集中された取引は、すでにカウンターパーティリスクが削減され、重大なシステミックリスクは低減されていることから、閾値計算の対象とすべきではない。また、当然ながら、SEF/DCM での取引要件を追加する必要はないと考える。

(10) If exchange-traded swaps are excepted from the de minimis calculation, should the Commission establish a notional backstop above which an entity must register? If so, what is the appropriate level for the backstop?

SEF/DCMで執行した取引を閾値計算から除外する場合、バックストップを設定すべきか。どのようなバックストップが適切か。

(11) If cleared swaps are excepted from the de minimis calculation, should the Commission establish a notional backstop above which an entity must register? If so, what is the appropriate level for the backstop?

DCOで清算集中した取引を閾値計算から除外する場合、バックストップを設定すべきか。どのようなバックストップが適切か。

(コメント)

バックストップの設定を行うべきではない。

(理由)

SEF/DCM で執行した取引は、価格透明性が担保されており、取引報告を通じて CFTC の監督下にあることに鑑みれば、バックストップの設定は必要なく、また、DCO で清算集中された取引は、既にカウンターパーティリスクが削減されており、重大なシステミックリスクは低減されていることから、バックストップの設定は必要ない。

加えて、バックストップを設定することで実務上の管理が煩雑となり、規制対応コストや規制違反のリスクが増大する可能性がある。最終的には、閾値管理が不可能と判断し、当該規定を活用した取引を差し控えることにつながり、市場流動性を阻害するおそれがある。

(13) Should persons be able to haircut the notional amounts of their exchange-traded swaps for purposes of the de minimis calculation? If so, would a 50 percent haircut be appropriate? Why or why not?

SEF/DCMで執行した取引を閾値計算から除外する場合、想定元本にヘアカットを設定すべきか。ヘアカットは50%が適切か。

(14) Should persons be able to haircut the notional amounts of their cleared swaps for purposes of the de minimis calculation? If so, would a 50 percent haircut be appropriate? Why or why not?

DCOで清算集中した取引を閾値計算から除外する場合、想定元本にヘアカットを設定すべきか。ヘアカットは50%が適切か。

(コメント)

ヘアカットを設定すべきではない。

(理由)

SEF/DCM で執行した取引は、価格透明性が担保されており、また、取引報告を通じて CFTC の監督下にあることに鑑みれば、ヘアカットの設定は必要なく、また、DCO で清算集中された取引は、既にカウンターパーティリスクが削減されており、重大なシステミックリスクは低減されていることから、ヘアカットの設定は必要ない。

加えて、ヘアカットを設定することで実務上の管理が煩雑となり、規制対応コストや規制違反のリスクが増大する可能性がある。最終的には、閾値管理が不可能と判断し、当該規定を活用した取引を差し控えることにつながり、市場流動性を阻害するおそれがある。

(16) Would an exception for exchange-traded swaps increase the volume of swaps executed on SEFs or DCMs?

SEF/DCMで執行した取引の閾値計算からの除外は、SEF/DCMでの取引執行を促進させるか。

(コメント)

促進させる。

(理由)

市場参加者は、MTF等の同等性を持つファシリティと比較のうえ、自身の運用手法に合うファシリティを使用すると考えられるが、一般的には非SDによる米国金融機関との取引量が増加することが想定される。

(17) Would an exception for cleared swaps increase the volume of swaps that are cleared?

DCOで清算集中した取引の閾値計算からの除外は、DCOでの清算集中を促進させるか。

(コメント)

促進させる。

(理由)

DCOで清算集中した取引が閾値計算から明確に除外されることにより、現在SD登録の閾値である80億米ドルを基準にして取引状況を抑制的に管理している金融機関において、清算集中する取引について抑制的な運営をする必要はなくなるため清算集中取引は増加すると考えられる。

(25) How should transactions executed on exempt multilateral trading facilities, exempt organized trading facilities, and/or exempt DCOs be treated?

免除MTFまたは免除OTFで執行した取引、免除DCOで清算集中した取引はどのように扱うべきか。

(コメント)

閾値対象から除外すべきである。

(理由)

SEFとの同等性が認められているMTFおよびOTFについて、SEF/DCMが閾値対象から除外されるのであれば、規制の複雑化を避けるために同様に除外すべきと考えられる。また、免除DCOはFMI原則等の国際基準に沿って運営されていることに加え、CFTCからの免除承認において、CFTCへの取引報告要件等、必要な監督的措置が取られていることから、免除DCOと正式なDCOを区別して取り扱う理由はない。

C.ノン・デリバラブル・フォワード

(1) Should the Commission except NDFs from consideration when calculating the AGNA of swap dealing activity for purposes of the de minimis exception? Why or why not?

SD登録の閾値計算からNDFを除外すべきか。

(コメント)

除外すべきである。

(理由)

NDFは、為替スワップや為替フォワードと同様、比較的透明性・流動性の高い市場で取引されており、決済リスクを緩和する仕組みも整備されていることに加え、すでに各国の外国為替市場において自律的な規律統制がなされていることから、為替スワップ・為替フォワードと同じく閾値計算の対象から除外されるべきである。

なお、NDFは新興国通貨等に関連するヘッジ手段として広く普及していることから、通常の為替予約と整合的な取扱いが望ましい。

(3) Do NDFs pose any particular systemic risk in a manner distinct from foreign exchange swaps and foreign exchange forwards?

NDFは為替スワップ・為替フォワードとは異なるシステミックリスクを負うか。

(コメント)

システミックリスクはより少ないと考えられる。

(理由)

NDFは、プロダクトの性質上、通貨の交換を伴わないため、むしろ為替スワップ・為替フォワードよりもシステミックリスクは少ないと考えられる。

以 上