

日本円金利指標の適切な選択と利用等 に関する市中協議（第2回）

— 前回市中協議取りまとめ結果以降の動きをふまえて —

2020年8月

日本円金利指標に関する検討委員会

目 次

1. はじめに	2
2. 検討委員会での検討内容	4
(1) 貸出のフォールバック	6
(2) 債券のフォールバック	10
(3) ターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向けた取り組み	11
(4) 移行計画	14
3. 意見募集事項	17
(1) 回答方法	17
(2) 意見の提出方法等	17
BOX 1 英国政府が公表したLIBOR公表停止に関する立法措置	19
BOX 2 ターム物リスク・フリー・レートについて	20

1. はじめに

「日本円金利指標に関する検討委員会」（以下「検討委員会」）では、2021 年末以降の LIBOR の恒久的な公表停止に備えた対応を検討するため、円金利指標の適切な選択と利用等に関する基本的な考え方について、2019 年 7 月に第 1 回市中協議を実施し、2019 年 11 月に取りまとめ結果を公表しました¹。その後、検討委員会では、同取りまとめ結果に加え、銀行界や証券界での検討やグローバルな進捗状況もふまえながら、より実務的な論点について検討を行ってきました。

本市中協議文書は、こうした検討委員会の検討結果を示すとともに、円 LIBOR を参照するキャッシュ商品におけるフォールバック時の具体的な取り扱い等について、幅広い市場関係者から意見を募集することを企図しています。

（国際的な動向）

新型コロナウイルス感染症がグローバルに拡大するなか、2020 年 3 月に、英国金融行為規制機構（以下「FCA」）、イングランド銀行（BOE）および英国検討体からは、LIBOR からの移行対応にあたり、2021 年末以降の LIBOR の公表継続を当てにしてはならず、期日を順守すべきである旨の声明が出されました²。また、2020 年 7 月には、金融安定理事会（以下「FSB」）から、LIBOR 問題は 2020 年の G20 の優先課題に位置付けられており、コロナ禍においても、引き続き、「2021 年末までに LIBOR への依存から脱却すべき」との見解を維持する旨を強調する声明が出されました（別紙 1 - a）。

この間、実務面での取り組みにも進展がみられました。すなわち、国際スワップ・デリバティブズ協会（International Swaps and Derivatives Association、以下「ISDA」）は、LIBOR の恒久的な公表停止前のフォールバックを想定したトリガー（公表停止前トリガー）について市中協議を実施しました³。同市中協議では、LIBOR が恒久的な公表停止に至る前の段階で、パネル行の減少等により指標性が喪失し、脆弱性

¹ 検討委員会の活動実績についての詳細は下記リンク先を参照ください。

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/index.htm/

² 他方で、2020 年 4 月には、新型コロナウイルス感染症拡大の影響をふまえ、英ポンド LIBOR を参照する新規貸出の停止時期を 2021 年第 1 四半期末（2021 年 3 月末）まで延期することを容認する声明も公表されました。

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfrwg-further-statement-on-the-impact-of-coronavirus-on-timeline-for-firms-libor-transition-plans.pdf?la=en&hash=68299592AF83B04E3BF60BA3209AA9A73522E9D4>

また、2020 年 6 月には、英国政府は、FCA の権限を強化する英国ベンチマーク規則を改正するための立法措置を行うことを公表しました（BOX 1）。

³ <https://www.isda.org/a/iioTE/2020-Consultation-on-Pre-Cessation-Issues-Final.pdf>

が増す可能性に備えた措置として、2020年5月には公表停止トリガーと公表停止前トリガーを同時に導入することを支持する結果が公表されました⁴。これにより、ISDAマスター契約に準拠するデリバティブ（以下「ISDA デリバティブ」）について、ISDAによる通貨横断的な検討がほぼ完了し、現在、2006年版 ISDA 定義集の改定と、その効力発生前に締結された契約にも定義集改定を導入するためのプロトコルの公表準備が進められています。

また、国際会計基準審議会（IASB）は、金利指標置換前の論点に対応するフェーズ1について2019年9月に基準の最終化を行った後、金利指標置換時の論点に対応するフェーズ2について、2020年4月に公開草案を公表し⁵、2020年第3四半期に最終化する予定です。米国財務会計基準審議会（FASB）では、金利指標改革に対応する主要な会計上の対応について2020年3月に最終基準が公表されました⁶。

（国内の動向）

金融庁と日本銀行が合同で、各金融機関が保有しているLIBOR参照の金融商品・取引等の残高やLIBORの代替金利指標の採用状況、金融機関における検討体制の整備状況等の現状を正確に把握することを目的に調査を実施し、2020年3月に「LIBOR利用状況調査結果の概要及び求められる今後の主な対応」を公表しました⁷。

また、2020年6月、金融庁と日本銀行が合同で、主要な金融機関の経営トップに対し、LIBORの恒久的な公表停止に備えた対応の促進および対応状況の確認を目的とした代表者宛通知（以下「Dear CEO レター」）を発出し、公表しています⁸。

また、企業会計基準委員会（ASBJ）は、金利指標改革に起因する会計上の論点について、2020年6月3日に実務対応報告公開草案第59号「LIBORを参照する金融商品に関するヘッジ会計の取扱い（案）」（以下「公開草案」）を公表しました⁹。

⁴ <https://www.isda.org/a/cuQTE/2020.05.14-Pre-cessation-Re-Consultation-Report-FINAL.pdf>

⁵ <https://cdn.ifrs.org/-/media/project/ibor-phase-2/ibor2-exposure-draft-jp.pdf>

⁶ https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176174318625&acceptedDisclaimer=true

⁷ https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/rel200313b.pdf

⁸ https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/rel200601b.htm/

発出先は、一部の主要金融機関となりますが、受け取っていない金融機関に対しても、同レターの内容をふまえながら対応状況を確認していくこととされています。

⁹ https://www.asbj.or.jp/jp/accounting_standards/exposure_draft/y2020/2020-0603.html

2. 検討委員会での検討内容

前回市中協議以降、検討委員会でも、各国検討体等の検討状況等をふまえながら、円 LIBOR を参照する貸出および債券のフォールバック時の具体的な取り扱いやターム物リスク・フリー・レートの構築等の検討を実施しました。以下では、この間の検討委員会での検討について整理します。

(フォールバック時の取り扱いの具体化に向けた取り組み)

英米の検討体では、LIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック時のスプレッド調整手法について市中協議が行われ、ISDA デリバティブのフォールバックと同様、「過去5年中央値アプローチ」が支持されています¹⁰。また、米国検討体（以下「ARRC¹¹」）では、キャッシュ商品におけるフォールバック・レートについても、ターム物リスク・フリー・レートを第1順位とするウォーターフォール構造を推奨しており、フォールバック条項の参考例を含む具体化が図られています¹²（図表2-1）。

(図表2-1) ARRCにおけるフォールバック・レート¹³

	フォールバック・レート（スプレッド調整手法 ¹⁴ ）
第1順位	Term SOFR ¹⁵ （過去5年中央値アプローチ ¹⁶ ）
第2順位	Compounded SOFR（過去5年中央値アプローチ）
第3順位	Relevant selected rate ¹⁷

¹⁰ 英国検討体の市中協議結果は以下の URL を参照ください。

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/consultation-on-credit-adjustment-spread-methodologies-for-fallbacks-in-cash-products-referencing-gb.pdf?la=en&hash=D893C0D56C992CBB0F4F3B7FAD1F2421F831DD85>

米国検討体の市中協議結果は以下の URL を参照ください。

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Spread_Adjustment_Consultation.pdf

¹¹ Alternative Reference Rates Committee の略です。

¹² <https://www.newyorkfed.org/arrc/fallbacks-contract-language>

¹³ 変動利付債、証券化商品については、第4順位（ISDA Fallback Rate）および第5順位（Issuer or its Designee Selected Rate）も定めています。このほか、シ・ローンについては、第2順位として Daily Simple SOFR が支持されています。

¹⁴ 英国検討体においても、SONIA（Sterling Over Night Index Average） compounded in arrears および Term SONIA Reference Rates (TSRR) へのフォールバックを想定して検討された結果、「過去5年中央値アプローチ」が支持されています。

¹⁵ Secured Overnight Financing Rate の略です。

¹⁶ 過去データは、Compounded SOFR を利用しています。

¹⁷ 相対企業向け貸出については Lender を指します。シ・ローンについては、Borrower and Administrative Agent を指します。変動利付債および証券化商品については Governmental body を指します。

本邦では、全国銀行協会が、円 LIBOR を参照する相対貸出の契約当事者における契約変更手続等の円滑化や効率化に資する観点から、2020 年 3 月に、相対貸出のフォールバック条項の参考例（サンプル）を公表しました¹⁸。今後、同参考例は、検討委員会での検討等をふまえてアップデートされることが予定されています。

また、日本証券業協会は、「金利指標問題に関する意見交換会」（以下「意見交換会」）を 2019 年 12 月に設置し、債券業務に携わる日本証券業協会会員を中心として、円 LIBOR 参照債券にかかるフォールバック条項の標準化案の策定やスプレッド調整の考え方などについて実務的な意見交換を実施してきました。

（代替金利指標の利用に向けた取り組み）

デリバティブのひとつである通貨スワップのディーラー間の取引慣行について、ARRC 傘下の「通貨スワップに関するサブグループ」による作業が進められ、2020 年 1 月、最終勧告が公表されました¹⁹。本勧告では、通貨スワップについて O/N RFR 複利（後決め）を参照するコンベンションが示されており、このコンベンションに従ってディーラー間の通貨スワップが取引されることが期待されています。

検討委員会では、前回市中協議で円 LIBOR の代替金利指標として最大の支持を集めたターム物リスク・フリー・レートの算出・公表主体として株式会社 QUICK を選定し、2020 年 5 月 26 日に、同レートの「参考値」の公表が開始されました²⁰。「参考値」は、フェーズ 1 として市場参加者や金利指標ユーザーが事務体制等を整備するために用いることを想定しており、フェーズ 2 として実際の契約での利用を前提とする「確定値」は、遅くとも 2021 年半ば頃を目途に公表が開始される予定です²¹。

検討委員会では、こうした国内外での取り組みの進捗をふまえ、円 LIBOR を参照するキャッシュ商品（貸出・債券）におけるフォールバック時の取り扱いの具体化やターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向けた検討を行ってきました。

¹⁸ <https://www.zenginkyo.or.jp/news/2020/n033102/>

¹⁹ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Press_Release_Cross-Currency_Conventions.pdf

²⁰ <https://moneyworld.jp/page/qtrf001.html>

²¹ ターム物リスク・フリー・レートの算出方法の仕組み等については、BOX 2 を参照ください。

(1) 貸出のフォールバック

検討委員会では、貸出における円 LIBOR からのフォールバック時の (i) フォールバック・レートおよび (ii) スプレッド調整手法について検討しました。また、2021 年末という時限性のあるなか、契約当事者が、実務上の対応を円滑に進める観点から、以下の検討結果を採用することを検討委員会として推奨します²²。

(i) フォールバック・レート

前回市中協議の取りまとめ結果では、円 LIBOR を参照する貸出のフォールバックについて、ターム物リスク・フリー・レートを選好する意見が最も多く、次いで TIBOR を選好する意見が多くみられました。

この点、前述のとおり、全国銀行協会による相対貸出のフォールバック条項の参考例（サンプル）やターム物リスク・フリー・レートの参考値が公表されるなど、実務面の体制整備が進むなかで、契約交渉を一段と促進させていくために、フォールバック・レートについてさらなる整理を行うニーズが、借手・貸手双方から示されました。

貸出サブグループでは、こうした状況をふまえつつ、国際的な動向や(ii)に記述しているスプレッド調整手法に関する検討状況に鑑みたうえで、意見照会を実施し、検討委員会において議論しました。この結果、貸出のフォールバック・レートについて、グローバルな平仄やリスク・フリー・レートをベースとした金利への選好等の観点から、以下のウォーターフォール構造が最大の支持を獲得しました（図表 2-2）。

(図表 2-2) 貸出のフォールバック・レート

第 1 順位	ターム物リスク・フリー・レート
第 2 順位	0/N RFR 複利（後決め） ^{23, 24}
第 3 順位	貸付人が、〔関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮したうえで〕 適当と認め、借入人に通知するレート

²² ここで推奨する内容は、主として一般的な貸出取引を念頭に、検討委員会で最も支持を得たものであり、当事者間の合意により、これと異なる内容の契約を締結することを妨げるものではありません。実際の取引への適用にあたっては、商品特性や当事者の事務体制等を含むフィージビリティ等をふまえる必要があります。

²³ 第 2 順位を「TIBOR」とするウォーターフォール構造についても、(ii) で後述するスプレッド調整手法について整理されることを前提に、現行の事務・システムとの親和性、当事者の体制整備への配慮の観点等から一定の支持を獲得しました。この点、図表 2-2 のウォーターフォール構造を推奨する場合においても、当事者合意により、TIBOR を含む図表 2-2 以外のウォーターフォール構造や単一のフォールバック・レートを選択することは当然に妨げられるものではありません。なお、ターム物リスク・フリー・レートの確定値の公表を待たずに LIBOR 参照取引の削減を進めるうえでは、既存の金利指標である TIBOR による事前移行を活用することも一案との意見が聞かれています。

²⁴ ARRC におけるシ・ローンのフォールバックの検討をふまえ、第 2 順位を 0/N RFR 単純平均（後決め）とするウォーターフォール構造も考えられます。

(ii) スプレッド調整手法

前回市中協議の取りまとめ結果では、フォールバック時のスプレッド調整手法について、ISDA デリバティブの市中協議で最大の支持を得たものと同じ「過去の平均値・中央値アプローチ」が支持されました。その後、英米の検討体では、貸出や債券について、フォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートまたは0/N RFR 複利（後決め）を参照する場合のスプレッド調整手法について検討が行われました。

こうした英米の検討体での成果や、ターム物リスク・フリー・レートの参考値やヘッジ会計に関する公開草案の公表等の本邦における取り組みの進展もふまえ、本邦においても、フォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートまたは0/N RFR 複利（後決め）を参照する場合のスプレッド調整手法について検討しました²⁵。

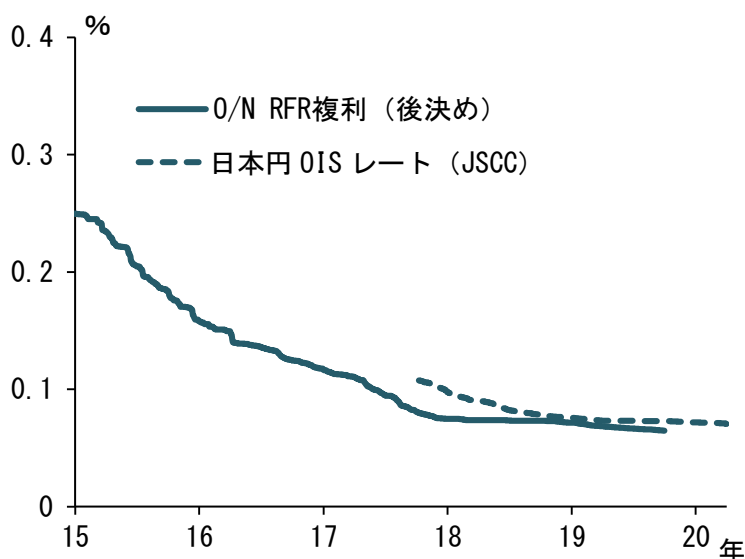
検討の結果、フォールバック・レートとして0/N RFR 複利（後決め）を採用する場合には、通貨間の整合性や ISDA デリバティブでの検討をふまえ、算出手法の複雑化の回避や直近の相場動向の反映等の観点から、円 LIBOR と0/N RFR 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去5年中央値アプローチ」で算出する手法を採用することが適当と整理されました。

一方、フォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートを参照する場合については、同レートは参考値の公表を開始したばかりであり、過去5年分のデータを遡及できないことが論点とされました。この点について、同レートはデリバティブ市場において0/N RFR 複利（後決め）の期待値を示す性質のものであることをふまえ、日本証券クリアリング機構（以下「JSCC」）の日本円 OIS²⁶レートと0/N RFR 複利（後決め）の時系列データを用いて検証を行ったところ、両者の過去5年中央値は近似していることが確認されました（図表2-3）。

²⁵ フォールバック・レートとしてTIBORを選択した際のスプレッド調整手法について、「過去5年中央値アプローチ」を選択した場合、当該手法により計測されるスプレッドと、デリバティブ市場（例えば、LIBORとTIBORを交換するベシススワップ市場）から計測されるスプレッドとの間に差が生じうること等が、重要な論点として指摘されています。この点をふまえ、今後、継続的に検討が行われる予定です。

²⁶ Overnight Index Swapの略です。

(図表 2-3) 日本円 OIS レートおよび 0/N RFR 複利 (後決め) における円 LIBOR (6 か月物) との調整スプレッド (過去 5 年中央値) の推移



(注) 1. 直近の過去 5 年中央値の算出にあたって、利用しているデータは以下のとおりです。
 ・0/N RFR 複利 (後決め) : 2020 年 3 月末まで (円 LIBOR : 2019 年 9 月末まで)
 ・日本円 OIS レート (JSCC) : 2020 年 3 月末まで (円 LIBOR : 2020 年 3 月末まで)
 2. 日本円 OIS レート (JSCC) の過去 5 年中央値は、当該データの公表開始が 2012 年 10 月以降であるため、2017 年 10 月以降の算出結果を示しています。

(出所) Bloomberg

このため、フォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートを参照する場合についても、円 LIBOR と 0/N RFR 複利 (後決め) の調整スプレッドを「過去 5 年中央値アプローチ」で算出する手法を採用することが適当と整理されました。

実際の契約で利用するスプレッド調整値については、通貨間の整合性や ISDA デリバティブとの平仄、公平性・客観性の観点から、ISDA デリバティブのフォールバックで利用される Bloomberg の公示スプレッド²⁷を利用することが適当と整理されました。

また、「過去 5 年中央値アプローチ」については、直近の相場動向のみにもとづいた算出手法と比べた場合に、スプレッド調整値の水準に「段差」が生じる可能性があり、結果として、円 LIBOR から後継金利にフォールバックする際、スプレッド調整後の金利水準に一定の「段差」が生じると考えられます。ただし、海外検討体や ISDA ではこうした段差を前提に「過去 5 年中央値アプローチ」を推奨しており、検討委員会に

²⁷ ISDA デリバティブのフォールバック時に利用されるスプレッド調整値は、2020 年 7 月に Bloomberg により公表が開始されました。Bloomberg の公示スプレッドの利用にあたっては、当事者の種別により、ライセンスやコストの取り扱いが異なります。詳細は Bloomberg から公表されている FAQ 等を参照ください。

https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/Frequently-Asked-Questions-on-IBOR-Fallback-Adjustments_200721.pdf

においてもこの点も含めて同アプローチを推奨することについて賛同が示されました²⁸
 (図表 2-4)。

(図表 2-4) 検討委員会が整理したスプレッド調整手法

対象商品 通貨	ISDA デリバティブ LIBOR 5 通貨	キャッシュ商品 英ポンド	キャッシュ商品 米ドル	キャッシュ商品 日本円
検討体	ISDA	RFR WG	ARRC	検討委員会
トリガー	公表停止トリガーおよび公表停止前トリガー			同左
スプレッド 調整手法	過去 5 年中央値アプローチ			同左
公示スプレッド	Bloomberg が公示するスプレッド			同左
ターム物リスク・フリー・レートの過去データ補完	—— ²⁹	0/N RFR 複利 (後決め) のデータで代替		同左
スプレッド調整の移行期間	設定不要			同左

²⁸ なお、段差を段階的に解消するため、移行期間を設けるべきかについても検討委員会では議論を行いましたが、海外検討体や ISDA において採用されていないことや事務が煩雑であること、影響が軽微であることから、不要と整理されました。

²⁹ フォールバック・レートとして 0/N RFR 複利 (後決め) を採用しているため、過去データは利用可能であり、検討不要となります。

(2) 債券のフォールバック

検討委員会では、債券における円 LIBOR からのフォールバック時の (i) フォールバック・レートおよび (ii) スプレッド調整手法について検討しました。また、2021 年末という時限性のあるなか、契約当事者が、実務上の対応を円滑に進める観点から、以下の検討結果を採用することを検討委員会として推奨します³⁰。

(i) フォールバック・レート

前回市中協議の取りまとめ結果では、円 LIBOR を参照する債券のフォールバックについて、ヘッジ会計の継続適用の観点から、「ISDA デリバティブのフォールバック内容と揃える³¹」という考え方に賛同する先が大多数を占めました。

この点、前述のとおり、前回市中協議以降、会計等の制度面や海外検討体等での検討が進捗しているほか、債券においては、セカンダリー市場での流動性確保の観点から、フォールバックの内容について標準化を進めることが重要となります。このため、フォールバックの標準化案については、前述のとおり、主要な証券会社を中心に構成される意見交換会で検討が行われてきました。

これを受け、本邦における債券のフォールバックの対応の方向性を示す観点から、投資家や発行体もメンバーとなっている債券サブグループにおいて意見照会を実施し、検討委員会において議論しました。この結果、プレーンな債券のフォールバックについて、以下のウォーターフォール構造が支持されました（図表 2-5）。

(図表 2-5) 債券のフォールバック・レート

第 1 順位	ターム物リスク・フリー・レート
第 2 順位	0/N RFR 複利（後決め）
第 3 順位	当局関連委員会 ³² により推奨された指標
第 4 順位	代替されるべき指標のフォールバック・レートとして ISDA 定義集が定めるもの
第 5 順位	発行体等が選定する指標

³⁰ ここで推奨する内容は、主として、プレーンな変動利付債を想定したものであり、証券化商品や仕組債などでは商品特性に応じた内容を定めることが合理的であるケースも想定されます。また、もとよりプレーンな変動利付債を含め、当事者間の合意により、これと異なる内容の契約を締結することを妨げるものではありません。実際の取引への適用にあたっては、商品特性や当事者の事務体制等を含むフィージビリティをふまえる必要があります。

³¹ トリガーについては、2020 年 5 月、ISDA より公表停止前トリガーにかかる市中協議結果が公表され、同トリガーの導入が支持される内容となっています。「ISDA デリバティブの内容と揃える」という趣旨をふまえると、標準的な変動利付債についても、公表停止トリガーに加え、同トリガーを導入することが適当と考えられます。

³² 「中央銀行ないし関連監督当局が推奨ないし事務局を務める委員会」を指します。

(ii) スプレッド調整手法

検討委員会では、円 LIBOR 参照債券において、2. (1) (ii) で記述した貸出のフォールバック時のスプレッド調整と同じ手法を採ることが適切と整理されました。

(3) ターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向けた取り組み

検討委員会では、ターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向けて、裏付け取引である日本円 OIS 取引の活性化について検討を行いました。具体的には、インターバンク取引参加者を対象に、日本円 OIS 取引のニーズ、各社の取り組み状況および事務フロー・システム面の整備状況について確認を行うとともに、今後の課題について整理しました。

(i) 日本円 OIS 取引のニーズ

貸出の借手や債券の発行体等の顧客がターム物リスク・フリー・レートを参照して資金調達を行うことを想定した場合に、当該資金調達にかかるヘッジのために金融機関が提供するスワップ取引（金利スワップ・通貨スワップ）において参照するレートとしては、①ターム物リスク・フリー・レート、次いで、②O/N RFR 複利（後決め）を想定する先が多いことが確認されました。

金融機関が、①のターム物リスク・フリー・レートを参照するスワップ取引（以下「ターム物 RFR スワップ」）を顧客に提供する際に想定されるインターバンク市場でのカバー取引において参照するレートとして、ベースリスク削減等の観点から、多くの先が①と同じターム物リスク・フリー・レートを想定していることが確認されました。

もっとも、海外の議論³³や、現時点ではターム物 RFR スワップが JSCC の清算集中の対象ではない点をふまえると、顧客取引にターム物リスク・フリー・レートを利用するにあたり、その頑健性を確保することが重要であることが改めて共有されました。

これらをふまえ、各金融機関には、日本円 OIS 取引の実取引を活発化させることに加え、後述の「(ii) a. 積極的な気配値の呈示」や、「(ii) b. 日本円 OIS 取引のための事務フロー・システム面の整備」に取り組むことが期待されます³⁴。

³³ 例えば、FSB では、ターム物リスク・フリー・レートの頑健性は OIS 市場の流動性に左右されるが、その流動性は現状では薄く、翌日物リスク・フリー・レートと同等の頑健性はないため、その利用を必要最小限とするべきではないかとの議論がありました。この点、英国や米国でも同様の議論がありました。

³⁴ 機関投資家や事業法人においても、事務フロー・システム面を中心に体制整備を進めることが期待されます。

(ii) 日本円 OIS 取引の活性化に向けた取り組み

a. 積極的な気配値の呈示

日本円 OIS 取引の気配値³⁵の呈示について、相応の先が、元本情報のある気配値を含めて、既に呈示している一方で、約半数の先が「検討中」と回答しました。「検討中」とした先からは、株式会社 QUICK³⁶および日本円 OIS 取引のブローカー各社のガバナンス体制の構築や、ブローカーに気配値を呈示する各金融機関のディーラーの責任に関する指針等の策定を要望する意見がみられました（図表 2-6）。

(図表 2-6) 日本円 OIS 取引の気配値の呈示状況

呈示状況	元本情報のない気配値	元本情報のある気配値
① 既に毎営業日呈示している	2 社	1 社
② (毎営業日ではないものの)既に呈示している	6 社	5 社
③ ターム物リスク・フリー・レート(日次)公表に合わせて開始予定	1 社	1 社
④ 2020 年中に開始予定	1 社	1 社
⑤ 検討中	9 社	11 社

これらの意見をふまえると、現在「検討中」としたインターバンク取引参加者が気配値の呈示を積極的に行うためには、各金融機関のディーラーが呈示し易い環境を整備していくことが重要です。この点、ターム物リスク・フリー・レートの運営機関となることが想定される株式会社 QUICK を中心にガバナンス体制を整備し、指標算出の透明性を確保していくほか、各金融機関においても社内態勢を整備することが期待されます。また、透明性を確保するためのガバナンス体制の整備にあたっては、金融監督当局が適切にサポートしていくことが重要であると考えられます。

b. 日本円 OIS 取引のための事務フロー・システム面の整備

金利スワップの事務フローは、大きく、①フロントにおける約定、②バックにおける約定照合、③JSCC による債務負担・清算・決済金額の通知等、④決済、に分けられ

³⁵ ターム物リスク・フリー・レートの算出は、日本円 OIS の取引データを用いた 5 階層のウォーターフォール構造にもとづいて実施されます。具体的には、第 1 階層に実取引データ、第 2～5 階層に気配値データを設定し、より上位階層のデータを利用して指標を算出する枠組みです。詳細は、前回市中協議文書の別紙 2-c<補足>を参照ください。

³⁶ 今後、ガバナンス体制を構築するとともに、業務規程やガイドライン等を定め、指標算出の透明性等を確保するなど、金融商品取引法所定の要件を充足のうえ、ターム物リスク・フリー・レートの運営機関となることが想定されています。

ます。LIBOR スワップと日本円 OIS の事務フロー³⁷の異同は、以下のとおり整理されます（図表 2－7）。

（図表 2－7） LIBOR スワップと日本円 OIS の事務フロー

		LIBOR スワップ	日本円 OIS
①	約定	取引スタート日の 2 営業日前	同左
②	約定照合	原則取引スタート日の 2 営業日前	同左
③	債務負担	取引スタート日まで	同左
	証拠金授受	日次で値洗いし、翌営業日に証拠金授受	同左
	決済金額の通知	計算期間エンド日の前営業日	計算期間エンド日の翌営業日
④	決済	計算期間エンド日	計算期間エンド日の 2 営業日後

この点、日本円 OIS 取引にかかる事務フローやシステム面について、既に相応の先が対応済みであり、それ以外の先も検討に着手していることが確認されました。なお、決済金額の確定から決済までの期間が、LIBOR スワップ対比で短いため、システム改修等が必要とした先が一部にみられたものの、全体としては、事務フローやシステム面が日本円 OIS 取引活性化の制約になる可能性は低いことが確認されました³⁸。

（iii）市場参加者の要望をふまえた株式会社 QUICK の取り組み

市場参加者からは、日本円 OIS 取引の活性化のためには、算出プロセスの透明性の確保を通じて、気配値を呈示するディーラーの責任を低減させることが必要との意見が金融監督当局への要望として示されました³⁹。

この点、金融監督当局からは、株式会社 QUICK を中心としたガバナンス体制の構築、および、ターム物リスク・フリー・レートの明確な算出方式の構築が重要であるとの考えが示されました。また、こうした市場参加者からの要望をふまえ、「ターム物 RFR 金利タスクフォース」において、指標の品質についての検討を行い、2021 年半ば頃までを目途としている確定値の公表に向けて、指標の裏付けとなるデータの質の向上を企図したロードマップの策定を行いました（別紙 2－b）。また、ロードマップ上に

³⁷ 金利スワップの事務フローの概要は別紙 2－a を参照ください。

³⁸ 前掲脚注 34 を参照ください。

³⁹ この点、指標算出に関して、金融商品取引法上、当局の監督の対象はあくまでも運営機関であり、データ提供者であるブローカー各社や金融機関等のディーラーは、直接の監督対象ではありません。

は、株式会社 QUICK が「特定金融指標算出者」の指定を受けるべく、ガバナンス体制や業務規程等の整備を進めていくスケジュールについても明記されています。

（４）移行計画

英米の検討体では、LIBOR の恒久的な公表停止に備えたマイルストーンやベストプラクティスを作成・公表し、市場全体で共有しています。

英国検討体が 2020 年 1 月に公表した移行計画では、2020 年 9 月末までの英ポンド LIBOR 参照キャッシュ商品の新規取引停止、2020 年 3 月の金利スワップ取引にかかる市場慣行の転換（LIBOR から SONIA 複利（後決め）への移行）等の目標を掲げています⁴⁰。また、2020 年 3 月には、新規の英ポンド LIBOR 参照貸出を 2020 年 9 月末までに停止するための中間目標を公表しました⁴¹。もともと、2020 年 4 月には、新型コロナウイルス感染症拡大の影響をふまえ、新規貸出の取引停止時期を、2020 年 9 月末から 2021 年 3 月末まで延期することを許容する旨を公表しています⁴²。

ARRC が 2020 年 4 月に公表した主要目標では、2021 年前半にターム物 SOFR の構築を目指すこと、キャッシュ商品での SOFR 複利（後決め）のコンベンションの推奨、フォールバック時のスプレッド調整値の算出方法等、フォールバック条項雛形の更新等に関する目標を掲げています⁴³。その後、2020 年 5 月に、新規の米ドル LIBOR 参照商品の停止時期等、市場参加者が達成すべきマイルストーンを設定したベストプラクティスを公表しました⁴⁴。

こうした海外の動向や市場参加者の要望をふまえ、検討委員会では、2021 年末以降に満期を迎える円 LIBOR を参照するキャッシュ商品について、対応の目安となる時期等を定めた移行計画を策定しました（図表 2－8）。移行計画においては、ISDA 定義集・プロトコルやヘッジ会計の公開草案、ターム物リスク・フリー・レートの確定値の公表、一般債振替システムの改修といったインフラ面での対応時期について記述しています。また、各社での対応が必要な事項のうち、（１）O/N RFR 複利（後決め）参

⁴⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfrwgs-2020-priorities-and-milestones.pdf>

⁴¹ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/path-for-discontinuation-of-new-sterling-libor-linked-lending-end-q3-2020.pdf>

⁴² 前掲脚注 2 を参照ください。

⁴³ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_2020_Objectives.pdf

⁴⁴ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Press_Release_Best_Practices.pdf

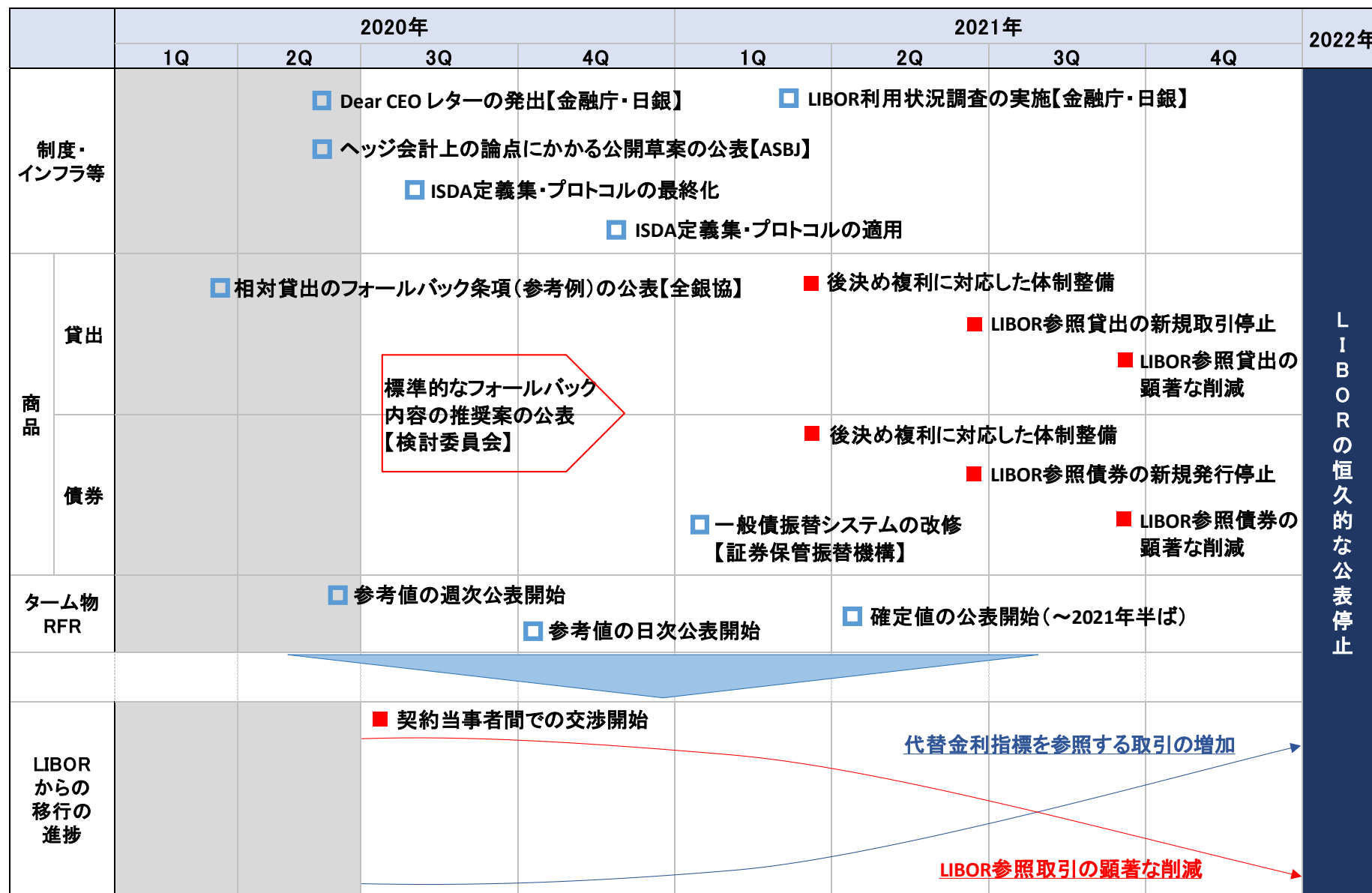
<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/microsites/arrc/files/libor-timeline.pdf>

照商品・取引の体制整備、(2)LIBOR 参照商品の新規取引停止、(3) 既存商品（レガシー）の顕著な削減について、それぞれ対応時期を設定しています⁴⁵。

金融機関には、既に Dear CEO レターにより、経営陣による主体的かつ積極的な関与のもと、移行計画の策定およびその進捗管理が求められていますが、事業法人等のユーザーにおいても、本移行計画に沿った対応を進めていくことが求められます。

⁴⁵ もとより、LIBOR の恒久的な公表停止に備えて対応すべき事項は、各社の LIBOR の利用状況によって異なるほか、本移行計画で示した対応期限も、ひとつの目安であることに留意する必要があります。

(図表2-8) LIBORの恒久的な公表停止に備えた本邦での移行計画



(注) ■ で記載された内容は個社の対応事項を指します。

3. 意見募集事項

冒頭に記述のとおり、本市中協議文書は、前回市中協議以降の検討委員会における議論の結果を整理したうえで、円 LIBOR におけるフォールバック時の取り扱い等について、幅広い市場関係者から意見を募集することを企図したものです。

特に、2021 年末以降の LIBOR 存続に対する懸念が高まるなか、その対象通貨のひとつである円 LIBOR の取引額はきわめて大きく、国内外に幅広く存在する円 LIBOR のユーザーの様々な業務に多大な影響が生じると考えられます。

このため、国内外の幅広い関係者から、本市中協議文書で言及した様々な論点について意見を募集することとし、その募集結果をふまえ、検討委員会としての最終的な取りまとめを行いたいと考えています。

具体的な意見募集事項は別紙 3 - a のとおりです。以下 (1) および (2) に従って、回答ください。

(1) 回答方法

回答フォーマットを別紙 3 - b として掲載していますので、適宜利用のうえ、回答ください。

回答の際は、以下の点に留意ください。

- ・ 通貨については日本円、準拠法については日本法準拠を前提に回答ください。
- ・ 回答時点の外部環境（国際的な議論の状況等）を前提として回答ください。

(2) 意見の提出方法等

(i) 提出期限

2020 年 9 月 30 日

(ii) 提出先

以下の宛先まで電子メールで提出ください。照会先についても同様です。

- ・ 「日本円金利指標に関する検討委員会」事務局（日本銀行金融市場局市場企画課）
- ・ post.fmd33@boj.or.jp

(iii) 要記入事項

- ・ 氏名（または名称）
- ・ 連絡先（電話番号、電子メールアドレス）
- ・ 法人または所属団体名（法人または団体に所属している場合のみ）

(iv) 留意事項

意見をいただいた方の法人または所属団体名は公表する場合があります。また、意見の内容についても、提出者が特定されない形で公表する場合があります。

意見に付記された氏名や連絡先等の個人情報については、意見の内容に不明な点があった場合等に連絡・確認する際に利用します。

以 上

BOX 1 英国政府が公表したLIBOR公表停止に関する立法措置

2020年6月、英国政府は、FCAの権限を強化する英国ベンチマーク規則を改正するための立法措置を行うことを公表しました⁴⁶。

本措置は、LIBORの恒久的な公表停止に至る前に、FCAが、消費者を守り、市場規律を維持できるよう、LIBORの秩序ある廃止（orderly wind-down）を実現するうえで十分な権限を与えるものです。具体的には、LIBORが指標性を喪失し、指標性の回復が困難となった場合、①LIBORの運営機関（IBA）にLIBORの算出方法を変更させること、②LIBORの利用を禁止すること、の権限をFCAに付与するものです。

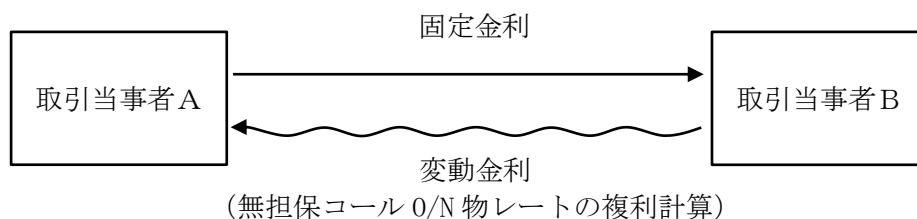
英国政府とFCAは、LIBORの利用当事者には、引き続き、LIBORからの能動的な移行を継続すべきことを強調しています。

⁴⁶ <https://www.parliament.uk/business/publications/written-questions-answers-statements/written-statement/Commons/2020-06-23/HCWS307/>

BOX 2 ターム物リスク・フリー・レートについて

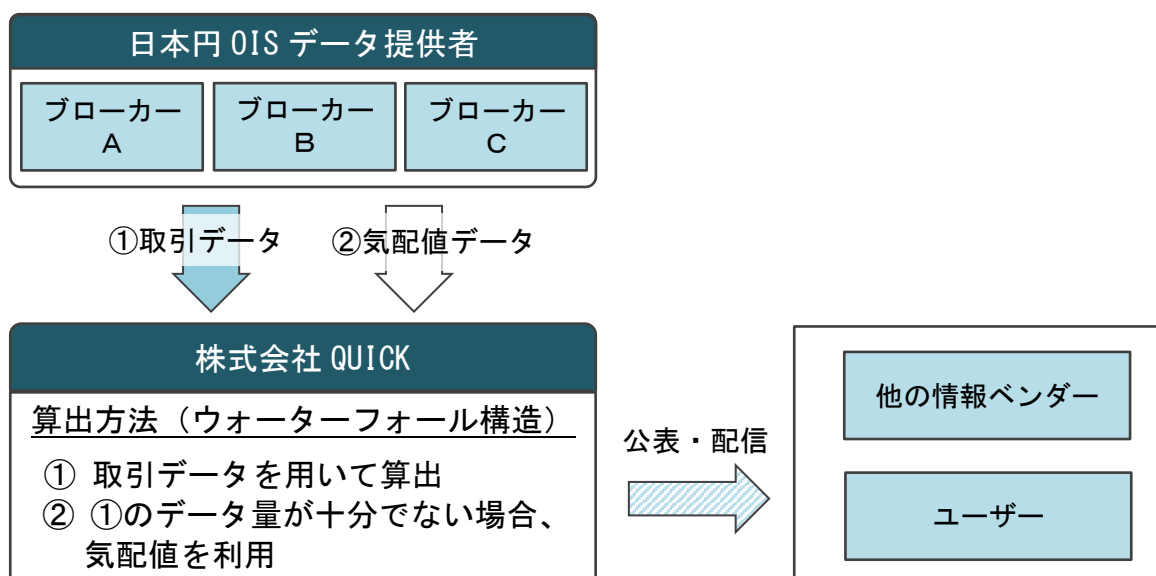
ターム物リスク・フリー・レートは、日本円OIS市場に関するデータにもとづき算出されます。日本円OIS取引とは、金利スワップの一種で、変動金利を一定期間の無担保コール0/N物レートの加重平均値（複利計算）として、当該加重平均値と固定金利を交換する取引です。

（図表B2-1）日本円OIS取引のイメージ



日本円OIS市場に関するデータはブローカーから提供されます。算出にあたっては、実取引がある場合は実取引データの利用を優先し、実取引がない場合は気配値データを利用する仕組み（ウォーターフォール構造）が採用されています⁴⁷。

（図表B2-2）算出・公表プロセスのイメージ

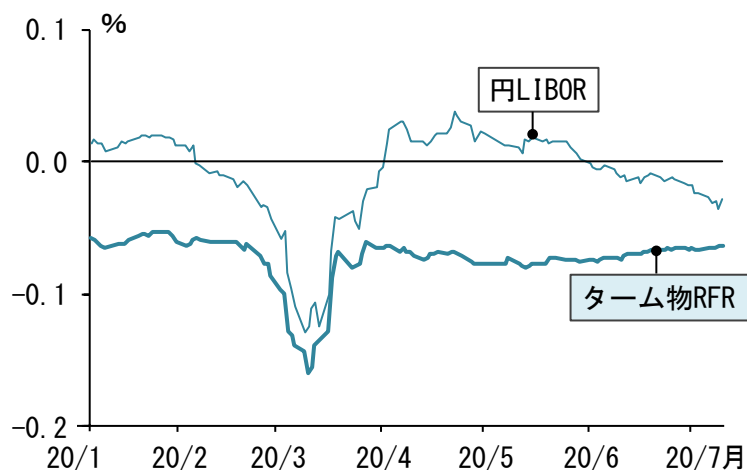


以上の算出方法にもとづき実際に算出されている参考値および円LIBORの推移は以下のとおりです。新型コロナウイルス感染症拡大等の影響により、金融資本市場が不安定化した2020年2月下旬から3月中旬にかけてレートが低下しましたが、その後、

⁴⁷ 算出方法の詳細は前回市中協議文書の別紙2-cを参照ください。

各国の政府・中央銀行の政策対応等もあって市場全体が落ち着きを取り戻すなかで、水準を戻す動きをしていることが確認できます⁴⁸。

(図表B2-3) ターム物リスク・フリー・レート(6か月物)の推移



(出所) 株式会社 QUICK、Refinitiv

ターム物リスク・フリー・レートの参考値は、現在、株式会社QUICKのウェブサイトにおいて、毎週第2営業日に前週分のレートが公表されており、2020年秋頃を目途に、日次公表が開始される予定です。また、遅くとも2021年半ば頃までを目途に、同社において金融商品取引法やIOSCO原則に則したガバナンス体制を整備し、実際の取引で利用されることを前提とする確定値の公表が開始される予定です⁴⁹。

ターム物リスク・フリー・レートの確定値公表に向けて、以上の株式会社QUICKの取り組みに対し、ターム物RFR金利タスクフォース⁵⁰が引き続き実務的なサポートを行うことが期待されます。

⁴⁸ 米ドル LIBOR 等の他通貨の LIBOR の動きについては、例えば、2020 年 5 月に BOE が公表した “Interim Financial Stability Report” (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2020/may-2020.pdf>) の Box 1 を参照ください。

⁴⁹ 英国では、ターム物 SONIA (TSRR: Term SONIA Reference Rates) の構築に向けて、4 社 (ICE, IHS Markit, Refinitiv, FTSE Russell) がそれぞれ取り組みを進めていますが、このうち ICE 社および FTSE Russell 社が、参考値の公表を開始しました。今後の確定値公表に向けたスケジュールについて、FTSE Russell 社は、2020 年末をターゲットに、欧州ベンチマーク規則をクリアした確定値として公表する予定としています。

・ ICE 社の参考値: <https://www.theice.com/marketdata/reports/244>

・ FTSE Russell 社の参考値: <https://research.ftserussell.com/products/indices/tsrr>

⁵⁰ 本タスクフォースは、ターム物リスク・フリー・レートの算出・公表主体に対して実務的なサポートを行う新たな検討組織として、2019 年 8 月に設立され、以下からなる少人数のメンバーで構成されています。

- ・「ターム物金利構築に関するサブグループ」の共同議長: 三菱 UFJ 銀行、シティグループ証券
- ・日本円 OIS 取引のブローカー: 上田トラディション証券、タレットプレボン、東短 ICAP
- ・事業法人 (金利指標ユーザー): 三菱商事
- ・デリバティブに関する知見を有する先: ISDA
- ・法令・コンプライアンスに関する知見を有する先: 金融法委員会
- ・金融庁・日本銀行

2020 年 7 月 1 日

**新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) が
グローバルな金利指標改革にもたらす影響に関するステートメント**

金融安定理事会 (FSB) は、これまで、新型コロナウイルス感染症がグローバルな金利指標移行にもたらす影響について議論してきた。FSB 傘下の公的部門グループ (Official Sector Steering Group) では、その推移を注視しており、企業の移行計画には継続可能なものがある一方、一時的に混乱や遅延が生じうるものがあることを認識している。FSB は、すべての法域における金融セクター・非金融セクターの企業が、適切な場合には IBORs (銀行間取引金利) への依存を低減し、とりわけ 2021 年末までに LIBOR (ロンドン銀行間取引金利) への残された依存を取り除くために、リスク・フリー・レート (RFR) のより広範な利用に向けた取り組みを継続すべきとの考えを維持している。

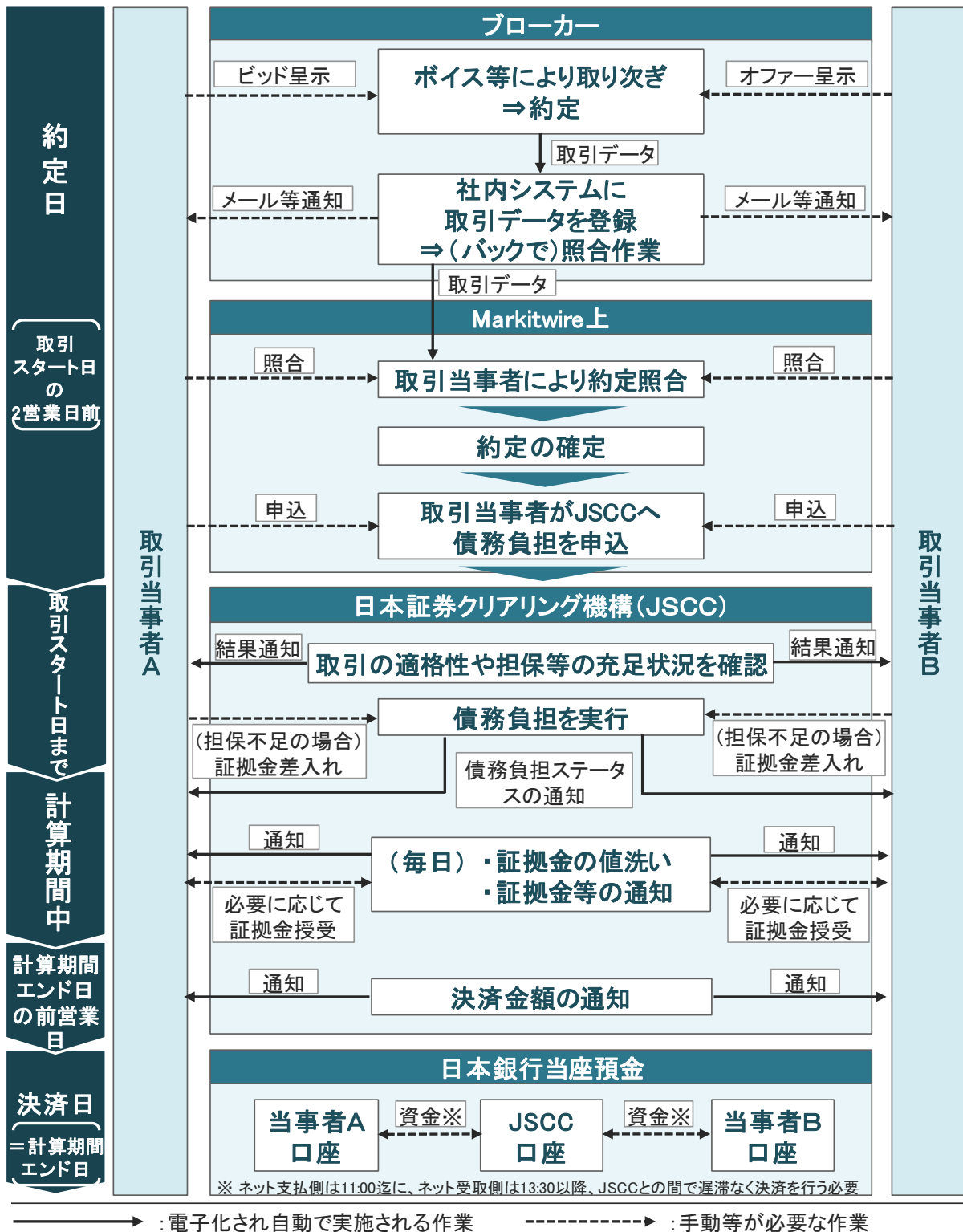
LIBOR からの移行は、引き続き、グローバルな金融システムを強化する不可欠な作業である。新型コロナウイルス感染症は、LIBOR 算出の裏付けとなる市場がもはや十分に活発ではないことを明らかにした。さらに、これらの市場は銀行による資金調達の主たる市場ではない。3月にみられた、最も広範に用いられている LIBOR 金利の上昇は、LIBOR を参照する金利を用いて調達を行っている主体の調達コストに対する上昇圧力となった。これらの借手は、中央銀行が政策金利を引き下げた法域では、これにより、利下げ効果の大部分が相殺された。

各国の検討体は、グローバルな協調を確実にするため、適切な場合には、移行計画における中間目標の見直しについて協調している。金融機関およびその他の企業は、引き続き、移行計画が 2021 年末より前に LIBOR の代替指標に移行できるようにするものであることを確保すべきである。

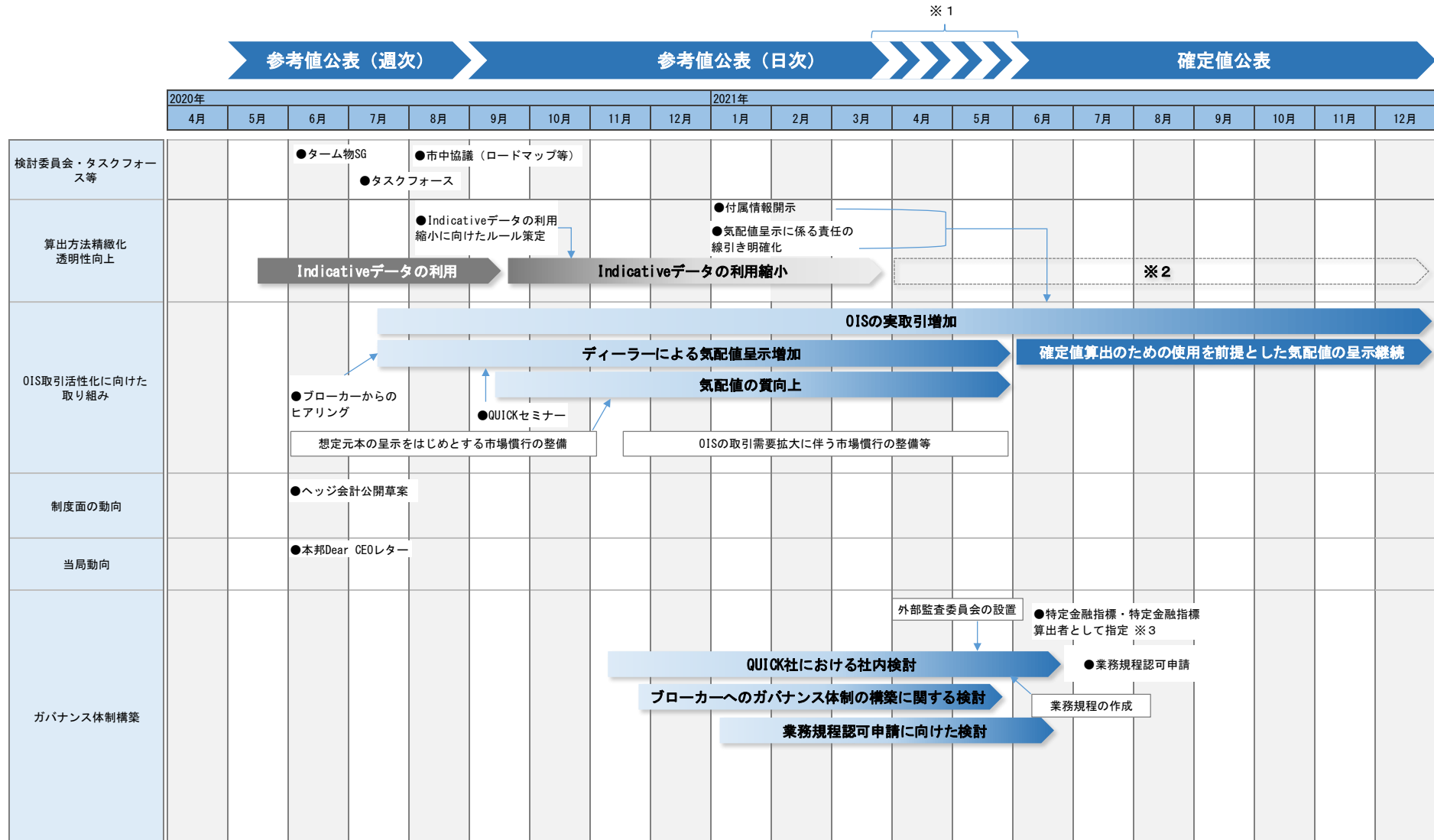
LIBOR からの移行は G20 の優先課題であり、2020 年 2 月の G20 共同声明は、FSB に対し、2020 年 7 月までに指標の移行に関する残された課題を特定するとともに、それらに対処する方法を模索することを求めている。FSB は、これらの課題に関する報告書を今月中に公表する。FSB メンバーは、他の基準設定主体や国際機関と協働し、引き続き進捗状況を注視していく。

⁵¹ <https://www.fsb.org/2020/07/fsb-statement-on-the-impact-of-covid-19-on-global-benchmark-reform/>

(別紙2-a) 金利スワップの事務フロー概要



(別紙2-b) ターム物リスク・フリー・レート(確定値)の公表に向けたロードマップ



※ 1 遅くとも2021年半ばまでの確定値公表を目標としているが、前倒しでの公表も想定される。それに伴い、全体のスケジュールも繰り上がることも想定される。

※ 2 原則として、システム障害や自然災害等の発生時等のバックストップとしての使用に限定することとなるか。

※ 3 欧州域内利用については、特定金融指標規制への対応と並行して進めていく予定。

(別紙3-a) 意見募集事項

番号	関連する章番等	タイトル	頁	質問
1	2. (1) (i)	貸出のフォールバック	P. 6	貸出におけるフォールバック・レートに関する質問です。 検討委員会は、貸出のフォールバック・レートとして、図表2-2 (P. 6) のウォーターフォール構造を推奨します。 <u>これについて賛否とその理由をご教示ください。</u>
2	2. (1) (ii)	貸出のフォールバック	P. 7	貸出におけるフォールバックについて、スプレッド調整手法に関する質問です。 検討委員会では、貸出のスプレッド調整手法について、図表2-4 (P. 9) のとおり整理しました。 <u>これについて賛否とその理由をご教示ください。</u>
3	2. (2) (i)	債券のフォールバック	P. 10	債券におけるフォールバック・レートに関する質問です。 検討委員会は、債券のフォールバック・レートとして、図表2-5 (P. 10) のウォーターフォール構造を推奨します。 <u>これについて賛否とその理由をご教示ください。</u>
4	2. (2) (ii)	債券のフォールバック	P. 11	債券におけるフォールバックについて、スプレッド調整手法に関する質問です。 検討委員会では、債券のスプレッド調整手法について、質問2の貸出と同様の手法を採ることが適切と整理しました。 <u>これについて賛否とその理由をご教示ください。</u>
5	2. (3)	ターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向けた取り組み	P. 11	ターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向けた取り組みに関する質問です。 検討委員会では、ターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向け、その裏付け取引である日本円 OIS 取引の活性化が重要と整理しました。 <u>日本円 OIS 取引を活性化するうえで、市場参加者が取り組むべき課題等がございましたらご教示ください。</u>
6	-	-	-	上記設問以外の論点についても、本市中協議文書全般を通じて、ご意見・ご要望等がございましたら、ご教示ください。