

## ターム物金利構築に関するサブグループからの報告内容

- ターム物金利構築に関するサブグループ（以下、SG）では、SG メンバーのうち主としてインターバンク取引参加者を対象に、円金利スワップ市場の方向性や日本円 OIS 取引の活性化等にかかる意見照会を実施した。意見照会結果の概要は以下のとおり。
- 意見照会結果を踏まえ、検討委員会に対して、別紙による対外的な情報発信を要望したい。

### （１）円 LIBOR 参照スワップの新規取引停止時期

- ・ 2021 年末以降に満期を迎える円 LIBOR 参照スワップの新規取引停止時期を示すことについて<sup>1</sup>、大多数の先が、早期の移行を促進する観点から、必要と回答した。
  - 一部の先は、「フォールバック対応で足りる」、「円 LIBOR 参照スワップへのニーズは最後まで残存」等から、停止時期の明示は不要と回答。
- ・ 停止時期については、キャッシュ商品の新規取引停止時期<sup>2</sup>との整合性などから、2021 年 6 月末を妥当とする意見が相応にみられつつも、準備期間を確保する観点などから、2021 年 9 月末を妥当とする意見もみられた。
- ・ このため、具体的な停止時期については、「遅くとも 2021 年 9 月末まで」としつつ、前倒しでの移行が可能な先については、9 月末を待つことなく積極的な事前移行を進めるべき、との考え方を示すこととする。

### （２）円金利スワップ市場における代替金利指標

- ・ 円金利スワップ市場において取引の中心となることが望ましい代替金利指標を示すことについて、大多数の先が、早期移行の促進や、代替金利指標を参照する市場の流動性向上の観点などから、必要と回答した。
  - 一部の先は、「代替金利指標の選択は市場に委ねるべき」、「特定の代替金利指標を示すには時期尚早」等から、望ましい代替金利指標の明示は不要と回答。

<sup>1</sup> ただし、LIBOR を参照する既存ポジションのリスク管理目的等でのデリバティブ取引は除く。また、顧客のために執行した取引が、結果として LIBOR リスクの積み増しとなることを妨げるものではなく、取引の勧誘・交渉・執行前後に、顧客の取引目的の確認までを求めるものではない。

<sup>2</sup> 「LIBOR の恒久的な公表停止に備えた本邦での移行計画」上、円 LIBOR を参照するキャッシュ商品の新規取引停止時期は、2021 年 6 月末に設定されている。

- ・ 具体的な代替金利指標について、大多数の先が、グローバルな議論<sup>3</sup>との平仄や、東京ターム物リスク・フリー・レート（TORF）の頑健性向上の観点などから、無担保コール 0/N 物レート（TONA）を支持した<sup>4</sup>。  
—— 一部の先は、TORF を参照するキャッシュ商品のヘッジニーズなどを想定し、TORF を強く支持。

### （3）円金利スワップ市場における気配値呈示のベースとなる代替金利指標

- ・ 円金利スワップ市場における流動性供給者による（ブローカー経由の場合を含む）気配値呈示を、LIBOR ベースから代替金利指標ベースに移行する時期を示すことについて、大多数の先が必要と回答した。
- ・ 移行時期について、大多数の先が、円 LIBOR 参照スワップの新規取引停止時期より前が妥当であるとした。具体的には、TONA を支持した先のうち、多くは「2021 年 5～6 月末」とした一方、準備期間を確保する観点などから、「2021 年 7 月以降」とすべきとの意見もみられた。  
—— なお、TORF を支持した先は、遅くとも 2021 年半ばまでの TORF の確定値公表開始を念頭に、「2021 年上期中」と回答。
- ・ これらの意見を踏まえ、かつ、「円 LIBOR 参照スワップの新規取引停止時期を遅くとも 2021 年 9 月末とすること」を前提にすると、円金利スワップ市場における気配値呈示を TONA ベースに移行する時期を「遅くとも 2021 年 7 月末まで」としつつ、前倒しでの移行が可能な先は、7 月末を待つことなく積極的な対応を行うべき、との考え方を示すこととする。

以 上

<sup>3</sup> 例えば、FSB の報告書（2014 年 7 月）では、それぞれの金利指標を、金融商品や取引の性質をふまえて利用していくことが望ましい旨を提言している（第 1 回市中協議文書の図表 1-1（P3）参照）。この点、同報告書では、多くのデリバティブ取引について、取引当事者が晒される理論上の経済的エクスポージャーという観点からは、銀行のクレジット・リスクを含む金利指標は不要であると指摘している。また、デリバティブ契約の大部分をリスク・フリー・レートに移行することは、銀行のクレジット・リスクを含む指標を不正操作するインセンティブを減らすほか、銀行の安全性・健全性や全体としての金融安定性に対するリスクの削減につながるとしている（第 1 回市中協議文書脚注 57 でも言及）。

<sup>4</sup> なお、TONA を支持した先においても、その他の代替金利指標（TORF、TIBOR 等）を利用するニーズも存在するため、取引の目的に応じて、それらを利用することは妨げられるべきではないとした。

## 円金利スワップ市場における LIBOR 公表停止への対応

ターム物金利構築に関するサブグループにおいて、円金利スワップ市場における LIBOR 公表停止への対応に関して、以下のコンセンサスを得た。同サブグループとしては、市場参加者が、以下の事項を踏まえたうえで所要の対応を進めていくことを期待する。

1. 2021 年末以降に満期を迎える円 LIBOR 参照の金利スワップについて、遅くとも 2021 年 9 月末までに新規取引を停止すること（ただし、円 LIBOR を参照する既存ポジションのリスク管理目的等でのデリバティブ取引は除く）。前倒しでの事前移行が可能な先は、9 月末を待つことなく積極的な対応を進めること。
2. 円金利スワップ市場において取引の中心となるべき代替金利指標は、無担保コール 0/N 物レート (TONA) であること。ただし、その他の代替金利指標（東京ターム物リスク・フリー・レート (TORF)、TIBOR 等）を利用するニーズも存在するため、取引の目的に応じて、それらを利用することを必ずしも妨げるものではないこと。
3. 円金利スワップ市場における気配値呈示を円 LIBOR ベースから TONA ベースに移行する時期は、遅くとも 2021 年 7 月末とすること。前倒しでの移行が可能な先については、7 月末を待つことなく積極的な対応を進めること。

以 上

## 日本円 OIS 取引の活性化に向けた取組み・提案

■ 以下では、意見照会結果のうち、本文で取り上げなかった日本円 OIS 取引の活性化に向けた取組み・提案を紹介する。

### (1) 日本円 OIS 取引の気配値呈示の現在の状況<sup>5</sup>

- ・ 前回意見照会時（2020 年 5 月）に比べて、元本情報のある気配値を毎営業日呈示している先（前回 1 先→今回 5 先）が増加していることが確認された。
  - 一方で、呈示を「検討中」とした先からは、社内態勢を整備しているとの声や、QUICK 社のガバナンス体制に関する状況が明らかになった段階で検討するとの声が聞かれた。
- ・ こうした動きは、日本円 OIS の実取引増加に向けたモメンタムの現れと評価し得るほか、TORF 算出の第 3～5 階層データの増加に伴う頑健性の向上にもつながるものと評価し得る。

### (2) 日本円 OIS 取引の気配値呈示に関する市場慣行の形成

- ・ SG 参加者より、日本円 OIS 取引の気配値呈示に関して、以下の提案があった。

#### ① 想定元本額に幅をもった気配値の呈示にかかる提案

- ・ TORF 算出の第 3、4 階層のデータの増加に向けて、ディーラーからブローカーに対する日本円 OIS 取引にかかる気配値の呈示において、想定元本額に幅をもって呈示できる市場慣行（下表参照）の形成を促すべき<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> TORF 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方式に基づいて実施される。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。詳細は、第 1 回市中協議文書の別紙 2-c<補足>を参照。

<sup>6</sup> 提案の背景として、円金利スワップ市場における日本円 OIS 取引では、気配値呈示の時点では想定元本額が提示されず、取引レートの合意後に想定元本額を確定する市場慣行が一般的となっている。このため、ウォーターフォールの第 3、4 階層のデータが増加しづらいとの指摘がある。

(想定元本額に基づく分類の一案)

分類	ディーラーからブローカーへの呈示	最低執行元本額
分類 1	Tiny (100 億円 ≤ 想定元本額 < 500 億円)	100 億円
分類 2	Small (500 億円 ≤ 想定元本額 < 1,000 億円)	500 億円
分類 3	Normal (1,000 億円 ≤ 想定元本額 < 1 兆円)	1,000 億円
分類 4	Over (1 兆円 ≤ 想定元本額)	1 兆円

## ② 電子取引基盤での気配値の配信開始にかかる提案

- ・ TORF 算出の第 2 階層の CLOB<sup>7</sup>データ増加に向けて、ディーラーによる、電子取引基盤 (ETP)<sup>8</sup>のオーダーブックへの気配値の配信開始を促すべき。
- ・ 両提案ともに、支持した先は約半数に止まり、SG でコンセンサスを得るには至らなかった。
- ・ もっとも、反対した先の中には、方向性に賛同するもとで代案を提示した先や、他に対応すべき事項との優先度合いを考慮して現時点では反対とした先もみられた。
- ・ こうしたことも踏まえれば、将来的な追加検討の可能性は否定されるべきものではないほか、市場参加者の自発的な取組みも妨げられるべきではないと考えられる。

## (3) 日本円 OIS 取引活性化に向けたその他の提案

- ・ TONA Index、TONA Averages、および、TONA 複利の計算ツールの公表。
- ・ 日本円 OIS の取引慣行について、債券との親和性の観点から、年 1 回から年 2 回の利払いへの変更。
- ・ TONA と TORF が、相互補完的に流動性を向上させていく観点から、TORF スワップを CCP 清算の対象に追加。

以 上

<sup>7</sup> Central Limit Order Book。電子取引基盤。店頭における指値注文 (ビッドおよびオファー) を 1 つの板に集中して価格および時間優先の原則に従って付け合わせる仕組み。

<sup>8</sup> 電子取引基盤 (ETP) に類似する電子取引プラットフォームを含む。