

(仮 訳)

より良い指標金利実務を目指して—中央銀行の視点から—
国際決済銀行・経済諮問委員会ワーキンググループの報告書

要旨

本報告書は、中央銀行の視点から、指標金利の利用と作成に関する論点について検討したものである。これらの論点は、金融政策の効果波及や金融システムの安定に対する潜在的なリスクを踏まえて抽出されている。潜在的なリスクは、指標金利の設計上の欠陥、市場濫用行為（market abuse）や、市場参加者が、実際に求めている、または必要としている経済的特性を有していない指標金利を利用することにより生じ得るものである。IOSCO¹、EBA²/ESMA³、英 Wheatley レビューなど、他の組織や法域における取組みと並行する形で、本報告書は、中央銀行の視点から、指標金利に関連する実務の改善方法について提言を示している。本ワーキンググループ（以下 **WG**）は、既存の指標金利の信頼性および頑健性を向上させることの緊要性、および、指標金利の選択肢を増やすことの重要性を指摘している。いずれの点についても、民間および公的セクターの迅速な行動が必要である。

最近の指標金利を巡る状況は、現在の指標金利実務の見直しの必要性を強く示唆している。第一に、不正操作の事例は、いくつかの主要な指標金利の信頼性と算出のプロセス・方法論の妥当性についての懸念を惹起した。第二に、2007 年以降の市場取引の急激な収縮は、無担保銀行間市場におけるターム物金利をもとに作成される指標金利（例：Libor、Euribor、Tibor）の、特にストレス時における頑健性と有用性について、疑問を投げかけた。さらに、有担保取引の拡大や標準化された OTC デリバティブ取引における中央清算への移行といったデリバティブ市場の構造変化は、銀行の信用リスクを反映しない指標金利に対する需要を増加させる可能性がある。結果として、**WG** は、異なる目的に応じた指標金利の選択肢が複数存在することに対する需要があるという認識を共有している。

こうした状況や現行の指標金利の作成手続きは、金融政策の効果波及および金融システムの安定に影響を及ぼし得る。金融政策の効果波及という観点からは、

（訳注 1）証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions）。

（訳注 2）欧州銀行監督機構（European Banking Authority）。

（訳注 3）欧州証券市場機構（European Securities and Markets Authority）。

指標金利は、特にストレス下において予期せぬ動きをする可能性がある。その結果、経済全体の資金調達環境に、予期せぬ、または望ましくない形の変化をもたらしかねない。そのようなリスクは、ストレス環境下において変動しやすい要素を含む単一の指標金利に対する市場参加者の依存度が大きい場合に、より悪化し得る。さらに、(金融市場の) クロスボーダー的側面が、金融政策と国内で用いられる主要な指標金利との間の関係を歪める可能性がある。

より高い信頼性と頑健性を兼ね備えた指標金利の枠組みは、金融システムの安定性をさらに高める方向で多くの潜在的な利点を有している。まず、信頼性が低いことが明らかになることにより指標金利に対する信認が失われることは、特に一部の契約については指標金利が入手できない場合の代替手続き (fallback arrangement) が用意されていないことから、市場機能の混乱につながり得る。次に、作成手続きに問題がある指標金利は、様々なリスク、中でも銀行の資金調達コストにかかるリスクを、不適切な形で他の経済主体に移転させてしまう可能性がある。同様に、問題がある指標金利は、価格付けの誤りを金融市場全体に移転させてしまったり、過大でかつ不必要なベースリスクを生じさせかねない。最後に、指標金利の信頼性が損なわれた場合、中央銀行が金融面の脆弱性に対して効果的な対応をとることが難しくなる可能性がある。

WG は、指標金利の作成における健全な枠組みが、市場が適切に機能するうえで必要不可欠と考えている。従って、指標金利が信頼性および頑健性を有し、市場濫用行為または構造的に誤りが発生することを防ぐために適切なガバナンスおよび運営がなされている状態が確保されるよう、公的セクターと民間セクターの双方が速やかに対応する必要がある。実取引データをより多く利用し、これに、透明かつ適切な形で専門家としての判断を組み合わせる健全な金利設定手続きの構築を促進することによって、指標金利の強靱性は向上する。また、主要な指標金利が提供されなくなる事態に備えて、各契約が頑健な危機時の代替手続きを確保するような取組みがなされるべきである。

このことは、指標金利の信頼性と頑健性を向上させる、より強固なガバナンスの枠組みを構築するための幅広く合意された原則を策定するうえで、公的セクターが重要な役割を担うべきであることを示している。仮に、既存の、または修正後の指標金利のガバナンスと運営水準が不十分なものととどまる場合には、中央銀行と公的セクターは、民間セクターと協力して、十分な頑健性と信頼性を兼ね備えた指標金利の創出に取り組む必要が生じ得るほか、移行に際しての潜在的な障害を克服することを手助けする用意も必要であろう。なお、公的セクターは、

幅広く合意された原則の策定やガバナンスの枠組みの強化に際しては一定の役割を担うべきであるが、適切にガバナンスと運営がなされている指標金利の中からいずれを選択するかは、民間市場参加者に委ねるべきである。

これまでに指摘した課題に対して中央銀行が採り得る対策は多面的に存在する。中央銀行は、国内および国際的な規制当局と協力しつつ、現在進められている指標金利のガバナンスと運営を強化するための改革に関与すべきである。中央銀行は、関連する国内の規制主体および当局と共に、十分な信頼性と頑健性を有し、かつ、各主体のニーズに最も適合する指標金利を民間主体が使用することを促す指針の策定に取り組むべきである。また、中央銀行は、既存の規制および監督上の権限を用いて、規制対象金融機関のレート呈示プロセスを評価することについて、必要に応じて、関連当局と協調して取り組むべきである。

市場参加者は、信頼性と頑健性を兼ね備えた複数の指標金利の中から、利用目的に沿ったものを選べるよう選択肢を有するべきである。特に、金利リスクのエクスポージャーを管理するために、広く受け入れられ、流動性があり、銀行部門の信用リスクを含まない指標金利の育成は、有益であるだろう。また、民間セクターにとっても、市場参加者のそれぞれのニーズにより適合する指標金利の選択肢を増やすことは、望ましいはずである。指標金利が実際の市場実勢を反映していることを確保するために、指標金利の設定に貢献することは、市場参加者自身にとって大きな利益になる。しかしながら、ネットワーク外部性、代替指標の開発に向けた取組みの不足、市場参加者の不十分な協調などの市場の失敗が起こり得る。さらに、市場規模を踏まえると、どのような変更であっても、(指標金利の)移行にはかなり大きな課題が生じる。

指標金利の選択肢の幅を広げるために中央銀行が採り得る施策には様々なものがあり、その中には、現在主として利用されている銀行部門の信用リスクを含む指標金利からのシフトを促すことや、移行に対する各種の制約を緩和することも含まれる。比較的控え目な取組みとしては、中央銀行は、指標金利の参照元となる市場の透明性を向上させるよう働きかけることで、変化を促すことが可能であろう。また、中央銀行は、指標金利の選択肢を拡充するために、オーバーナイトレート、OIS レート、GC レポレートなどの (ほぼ) リスクフリーな指標金利⁴の発展と改善を促進することが可能である。公的セクターは、望ましい変化に向けて、市場参加者や業界団体が一体となって取り組んでいくことを促すことや、移

(訳注 4) LIBOR などの指標金利は概念上、(a) リスクフリー金利と (b) 銀行部門共通の信用リスクを含む一方、OIS レートなどは (b) の部分を含まない。

行を円滑なものとすることを支援することが可能である。場合によっては、中央銀行はより積極的な役割を果たすことも可能である。(指標金利の) 頑健性は最終的には流動性のある市場をベースとした健全なレート設定プロセスに依拠するが、例えば、指標金利の設計および作成に中央銀行が直接に関与することが挙げられる。実際の関与の方法は、市場の失敗の度合いと、市場構造、規制の仕組み、各当局の役割といった、それぞれの国や通貨地域における固有の環境によって決まる。(指標金利の) 多様性という論点は重要であり、この分野における民間および公的セクター双方の取組みが、可及的速やかに開始されるべきである。

以 上