

わが国における金利指標改革の経験

——金利指標改革に関する会議体の変遷を通じた振り返り——

2023年12月

金利指標フォーラム

目 次

| | |
|-------------------|---|
| 1. はじめに | 2 |
| 2. 金利指標改革の振り返り | 2 |
| (1) 各会議体の目的と形態 | 2 |
| (2) 各会議体の具体的な取り組み | 4 |
| 3. おわりに | 7 |

1. はじめに

LIBOR移行対応は、10年以上に亘って国際的に取り組まれてきた金利指標改革の中心的作業でした。わが国においては、2021年末に公表が停止された円LIBORの移行対応に続き、残された最大の課題であった米ドルLIBORの移行対応についても、本年6月末の米ドルLIBOR公表停止という節目を大きな混乱なく通過しました。こうした状況を踏まえ、金利指標フォーラムは、その目的を達成したと判断し、本年12月5日の第6回会合をもって活動を終了しました。

LIBOR移行対応を振り返ると、当初、LIBORを参照する取引が膨大であるもとの、その移行が円滑に進まない場合、金融市場全体、ひいては経済活動が阻害される懸念が指摘されていました。こうした懸念を顕在化させないよう、移行対応を円滑に進めていくためには、リスク・フリー・レートの特定制や代替金利指標の選択肢の検討、具体的な移行方法の検討、移行計画の策定、実際の移行作業といった様々な取り組みが着実に遂行される必要がありました。わが国においては、金利指標改革に関する会議体はその時々々の目的に応じて柔軟に設置され、こうした取り組みの中心を担ってきました。

本報告書では、金利指標フォーラムの活動終了に際し、その前身の会議体も含めて、わが国での金利指標改革における各会議体の役割を、それぞれの目的・形態と取り組みの観点から振り返り、その意義を整理したいと思います。

2. 金利指標改革の振り返り

(1) 各会議体の目的と形態

a. リスク・フリー・レートに関する勉強会（2015年4月～2018年3月）

i. 目的

リスク・フリー・レートに関する勉強会は、円金利のリスク・フリー・レートを特定することを目的として設立されました。

2014年7月、金融安定理事会（FSB）が「主要な金利指標の改革」と題する報告書（FSB報告書）を公表しました。同報告書において、既存の主要な金利指標（IBOR）の信頼性・頑健性の強化とともに、銀行のクレジット・リスク等を含まないリスク・フリー・レートの構築が提言され、わが国における議論の受け皿が必要となったことが、同勉強会の設立の背景です。

ii. 形態

リスク・フリー・レートの主要な利用者となりうる大手行・大手証券会社などの金融機関を中心に、リスク・フリー・レートの特定に関する有識者によって構成された、比較的小規模の勉強会という形をとりました。

b. 日本円金利指標に関する検討委員会（2018年8月～2022年2月）

i. 目的

検討委員会は、市場参加者や金利指標ユーザーが、金融商品や取引の性質を踏まえて、円金利指標を適切に選択し利用するために必要な検討を行うことを目的に設立されました。

FSB報告書では、リスク・フリー・レートの特定とともに、金融商品や取引の性質を踏まえて、金利指標を利用していくことが望ましい旨が提言されていました。そのもとで、2017年7月には英国金融行為規制機構（FCA）から、2021年12月末以降は、LIBORのパネル行に対してレート呈示の強制権を行使しない旨が表明されました。これにより、円LIBOR公表停止の可能性が高まったことで、時限性を意識しつつ代替金利指標の選定やLIBORからの移行実務を進めていくことが求められる情勢となりました。このようにLIBOR移行対応のわが国における検討の受け皿が必要となったことが、同検討委員会の設立の背景です。

ii. 形態

円金利指標の適切な選択と利用に向けた取り組みは、市場横断的な作業であったため、検討委員会では、リスク・フリー・レートに関する勉強会を構成していた金融機関だけでなく、機関投資家や地域銀行、事業法人等の幅広い市場関係者も新たに加わるなど、参加者が拡大しました。同時に、複数のサブグループ（貸出、債券、ターム物金利構築）やワーキンググループ（通貨スワップ等）、タスクフォース（東京ターム物リスク・フリー・レート＜TORF＞構築に関する支援）を設置することで、専門的かつ多種多様な作業に効率的に対処できる態勢を備えました。

c. 金利指標フォーラム（2022年3月～2023年12月）

i. 目的

金利指標フォーラムは、日本円金利指標の選択や利用に関する意見交換、海外法域や外国通貨の金利指標改革の動向に関するフォローアップを目的に設立されました。

わが国における円LIBORの移行対応が概ね完了し、検討委員会の設立目的に基づく活動は区切りを迎えたあとも、円LIBORの移行対応において残された課題への対処や代替金利指標の円滑な利用促進に向けた意見交換のほか、米ドルLIBORの移行対応を支える取り組みが求められていました。このような状況を踏まえて、会議体を存続させる必要性が認識されたことが、同フォーラムの設立の背景です。

ii. 形態

検討委員会を、意見交換を目的とするフォーラム形式に改組し、引き続き幅広い市場参加者がメンバーとなりました。また、参加者の負担を考慮し、サブグループ等は廃止となったほか、会合の実施頻度は低減して四半期に1度を目安としました。

(2) 各会議体の具体的な取り組み

a. リスク・フリー・レートに関する勉強会（2015年4月～2018年3月）

リスク・フリー・レートに関する勉強会では、19回に亘り会合が開催されました。この間、市中協議を実施して市場参加者の意見を集約することで、リスク・フリー・レートの特定を行いました。その後は、同指標の利用促進の一環として、日本円OIS取引に関する概要や活用事例集を公表し、幅広い市場参加者に向けた情報提供を行うことでOIS市場の活性化を図りました。

i. 円金利のリスク・フリー・レートの特定

日本円のリスク・フリー・レートの候補となる指標について、勉強会での検討内容を整理したうえで、2016年3月に市中協議文書を公表する形で市場参加者の意見を募りました。この結果を踏まえ、無担保コール0/N物レート（TONA）を日本円のリスク・フリー・レートとして特定し、同年12月には、勉強会における検討結果を整理した「日本円のリスク・フリー・レートの特定に関する報告書」を公表しました。

ii. OIS市場の活性化に向けた情報提供

日本円のリスク・フリー・レートの特定後は、OIS市場の活性化に向けた具体的な検討を行いました。その成果として、これまで日本円OISを利用した経験のない金融機関等の関係者が、日本円OISの概要や活用イメージを把握するためのものとして2018年4月に「日本円OIS（Overnight Index Swap＜オーバーナイト・インデックス・スワップ＞）—取引の概要と活用事例—」と題した報告書を公表しました。

b. 日本円金利指標に関する検討委員会（2018年8月～2022年2月）

検討委員会では、32回に亘り本会合が開催されました。この間、3度に亘る市中協議を実施して検討委員会以外の市場参加者の意見も募るとともに、金融庁や日本銀行などの公的部門とも連携することで、市場全体に共通して適用できる対応策の検討を進めていきました。また、市場参加者が参照できるロードマップとして策定した「円LIBORの恒久的な公表停止に備えた本邦移行計画」においては、既存のLIBOR参照契約の「顕著な削減」時期の目安を示すなど、円滑な移行対応の実現に向けた工夫がなされました。加えて、アンケート調査の実施およびその結果の公表を通じて、市場参加者に対して移行対応の進捗状況を共有するとともに、着実な移行対応を促しました。

i. 市中協議（2019年7～11月、2020年8～11月、2021年9～11月）

第1回市中協議（2019年7～11月）では、TONAやターム物リスク・フリー・レート、東京銀行間取引金利（TIBOR）といった円LIBORの代替金利指標について市場参加者の意見を募りました。また、本市中協議では、事前移行やフォールバック条項の導入に関する基本的な整理も行われました。

第2回市中協議（2020年8～11月）では、第1回市中協議で選好された代替金利指標の選択肢を踏まえつつ、フォールバックを移行方法とする場合の取り扱いについて市場参加者の意見を集約しました。また、本協議では、フォールバック時のスプレッド調整手法といった実務的な対応なども検討され、第1回市中協議とあわせて、移行作業に必要な枠組みが整備されました。

また、各市場参加者による移行作業の実施が焦点となった「最終局面」においては、第3回市中協議（2021年9～11月）を実施し、セーフティーネットの整備として、真に移行が困難な契約（タフレガシー）への対応やシンセティック円LIBORの利用を検討するに際しての留意点を整理しました。この間、金融庁と日本銀行が発出した「日本円金利指標に関する検討委員会による「本邦におけるタフレガシーへの対応に関する市中協議」取りまとめ報告書」を踏まえた今後の対応について」（2021年11月）において、シンセティック円LIBORの利用に際しては、「市場規範」としての性格を持つ市中協議結果に則るべきとの見解が示されました。

ii. 円LIBORの恒久的な公表停止に備えた本邦移行計画（2020年8月）

2020年8月には、わが国の市場参加者が移行計画を策定する際のベースとなるロードマップとして、国際的な議論も参考にしながら円LIBOR参照商品の新規取引停止や既存商品の顕著な削減等といった、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。

iii. 円 LIBOR 移行対応の進捗状況に関するアンケート調査

円 LIBOR の公表停止が迫った局面では、「円 LIBOR 移行対応の進捗状況に関するアンケート調査」を3回に亘り実施しました（2021年9月末基準、11月末基準、12月末基準）。本アンケート調査を通じて、幅広い市場参加者に対して円滑な移行対応を促しました。

c. 金利指標フォーラム（2022年3月～2023年12月）

金利指標フォーラムでは、6回に亘り会合が開催されました。フォーラムでは、日本円金利指標の選択や利用に関する意見交換や、海外法域や外国通貨の金利指標改革の動向に関する情報共有などが行われました。また、国際的な議論を踏まえつつ、公的部門との連携も図りながら、米ドルLIBORの円滑な移行対応を支える取り組みも行われました。米ドルLIBORの公表停止が迫った局面では、移行対応に関するアンケート調査の実施およびその結果の公表を通じて、市場参加者に対して移行対応の進捗状況を共有しつつ、着実な対応を後押ししました。

i. 意見交換の促進・情報共有

日本円金利指標の選択や利用に関する意見交換として、指標運営機関（全銀協TIBOR運営機関、QUICKベンチマークス）から、TIBORやTORFの信頼性・頑健性向上に向けた取り組みが紹介されました。このほか、東京金融取引所や大阪取引所からのTONA金利先物取引上場に係る情報共有もなされました。

加えて、海外法域や外国通貨の金利指標改革の動向に関する情報共有の場としては、市場参加者間で、米ドルLIBORの移行対応の状況や課題が報告されたほか、金融庁からは、わが国における移行対応の状況や海外当局の動向を踏まえた監督上の期待が示されました。

ii. 移行対応の進捗状況に関するアンケート調査

米ドル LIBOR の公表停止が迫った局面では、「米ドル LIBOR の移行対応と円 LIBOR の代替金利指標の利用に関するアンケート調査」を2回に亘り実施（2023年3月末基準、5月末基準）し、その結果を公表することで、米ドル LIBOR の移行対応の進捗状況を共有し、着実な移行対応を後押ししました。同時に、日本円 LIBOR の代替金利指標の利用については、その利用状況および課題に関して、意見交換や情報共有を通じたフォローアップを行いました。

3. おわりに

以上のとおり、わが国における金利指標改革の取り組みは、具体的な移行方法を検討し、これをもとに膨大な対象契約を移行させていくというLIBOR移行対応を中心に、息が長く、対応が多岐に亘るプロジェクトでした。フェーズごとに性質が異なるプロジェクトを円滑に推進するために、参加者の構成やサブグループの設置の有無などを含め、機動的に会議体の改組を行ってきたことは、対応力の確保と対応負担のバランスをとるうえで、きわめて有効であったと考えられます。

また、各会議体を通じた取り組みの特徴として、以下の4点を挙げるができます。

- ✓ 意見集約や意見交換の場の提供：市中協議の実施に代表されるように、市場参加者の意見集約が行われたほか、活発な意見交換が行われ、課題や知見の共有を図ることができました。
- ✓ 移行対応に向けた目安の提供：移行計画や海外当局の動向等が共有されたことに加え、LIBOR移行対応の進捗状況に関するアンケート調査が実施されたことで、市場参加者が各々の移行対応を進めるうえでの目安が提供され、着実な対応を後押しする原動力となりました。
- ✓ 公的部門との緊密な連携：各会議体ならびに金融庁および日本銀行などの公的部門との緊密な連携も、秩序ある移行対応に貢献しました。
- ✓ 海外との連携：国際機関や海外当局の問題意識や想定しているタイムラインが市場参加者に共有されることで、わが国での移行対応を、グローバルにみて調和がとれたものにしました。

以上のように、わが国の金利指標改革が円滑に行われたのは、目的に応じて機動的に会議体を改組するもとで、上記の取り組みを通じて、わが国における関係者が「ワンチーム」となって取り組んだ結果だと考えられます。この経験は、今後、再び、市場横断的な大きな課題に直面した際に、重要な意味を持つことになると思われま

以 上