

本稿は、「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」取りまとめ報告書の本文における内容の要点をまとめたものです。詳細な内容につきましては、取りまとめ報告書(本文)をご覧ください。

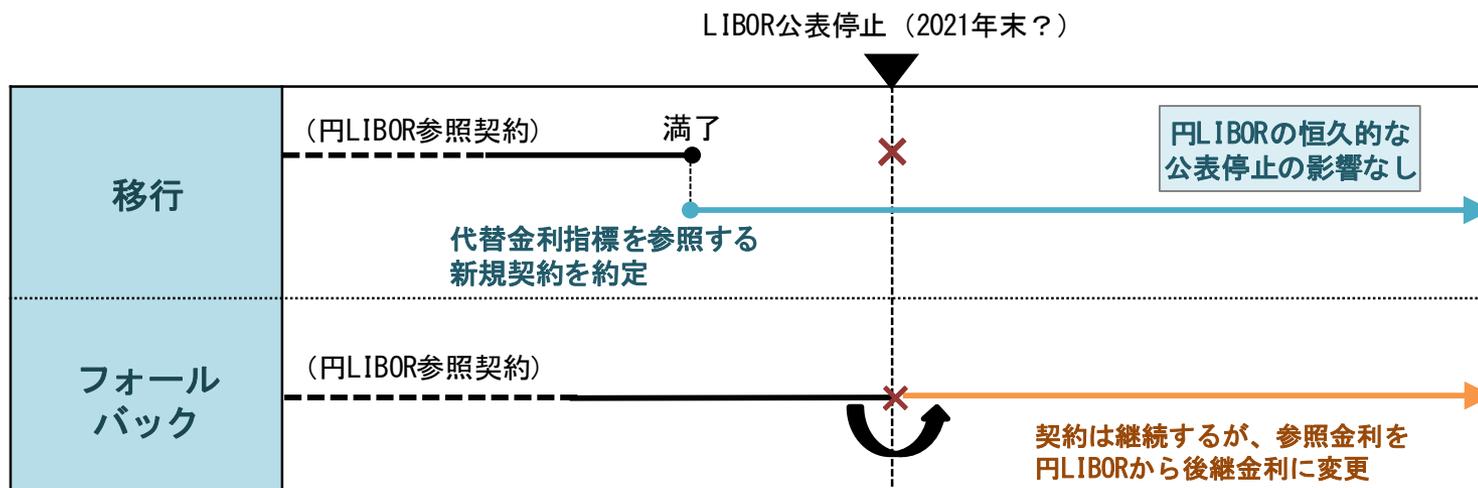
「日本円金利指標の適切な選択と利用等 に関する市中協議」 取りまとめ報告書のポイント

日本円金利指標に関する検討委員会
2019年11月

1. 概要

- 円LIBORを参照する金融商品・取引における、円LIBORの公表が恒久的に停止した場合に備えた対応として、移行とフォールバックについて、代替金利指標の選択を中心に市中協議を実施。
- 幅広い業種の計40先から回答が得られた。以下では、回答結果について整理する。

市中協議の中心的な課題



回答状況

合計					
	銀行等	証券	機関投資家	事業法人	その他
40先	9先	12先	3先	10先	6先

(注) 業界団体は、構成企業の業種に応じて区分（構成企業の業種が複数にまたがる団体については、「その他」に区分）。また、その回答の取りまとめにあたっては、傘下の会員数にかかわらず、それぞれ1先として集計している点に留意。

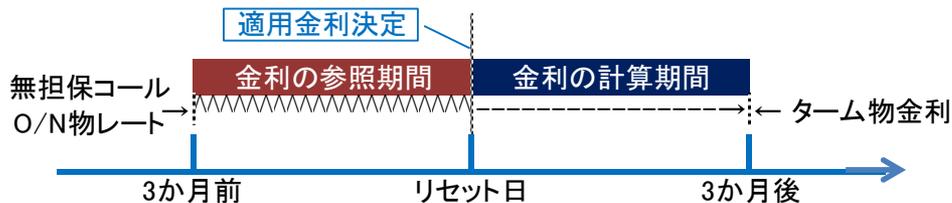
(参考) 代替金利指標およびフォールバック・レートの選択肢

- 市中協議文書では、代替金利指標やフォールバック・レートとして、リスク・フリー・レート(RFR)である無担保コールO/N物レート(TONA)にもとづくターム物の金利に加え、既存の金利指標であるTIBORの5つの選択肢について意見募集が実施された。

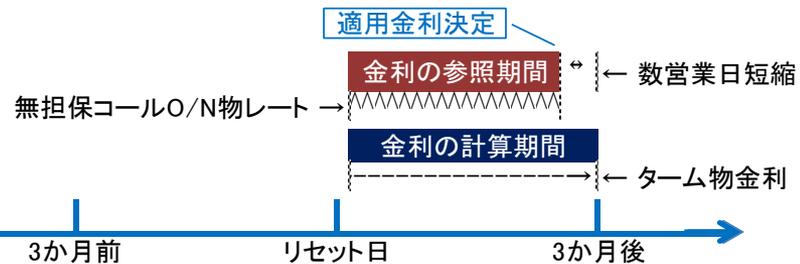
項目	選択肢(1) O/N RFR複利 (前決め)	選択肢(2) O/N RFR複利 (後決め)	選択肢(3) ターム物RFR金利 (スワップ)	選択肢(4) ターム物RFR金利 (先物)	選択肢(5) TIBOR
金利指標が依拠するレート	無担保コールO/N物レート(TONA)		日本円OIS	無担保コールO/N 金利先物	TIBOR
金利指標の参照期間	下図①	下図②	下図③		

イメージ図(例: 3か月物金利)

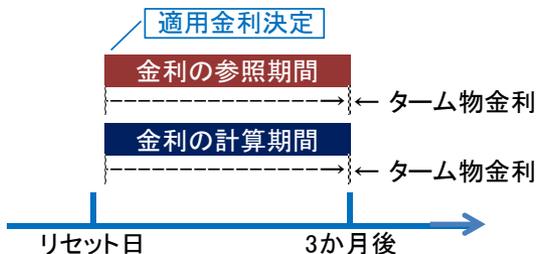
図①



図②



図③

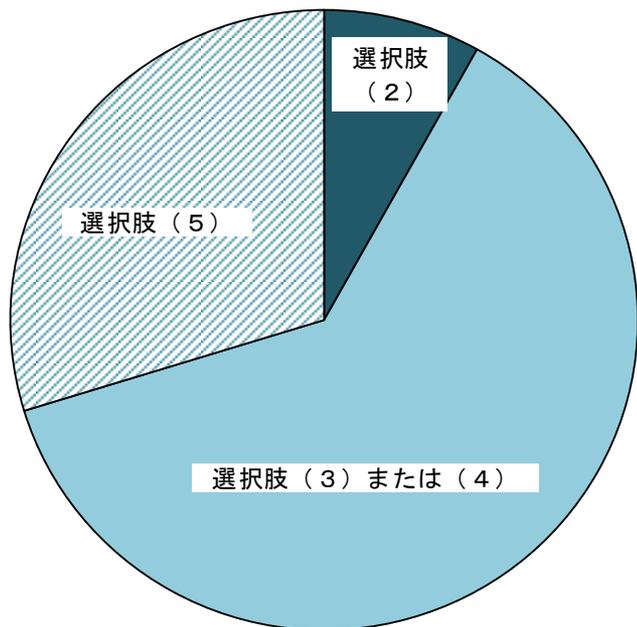


(注) 選択肢(3)は、2021年半ばまでを目途に構築される計画。選択肢(4)は、東京金融取引所が無担保コールO/N金利先物の2020年の取引再開に向けて検討中。

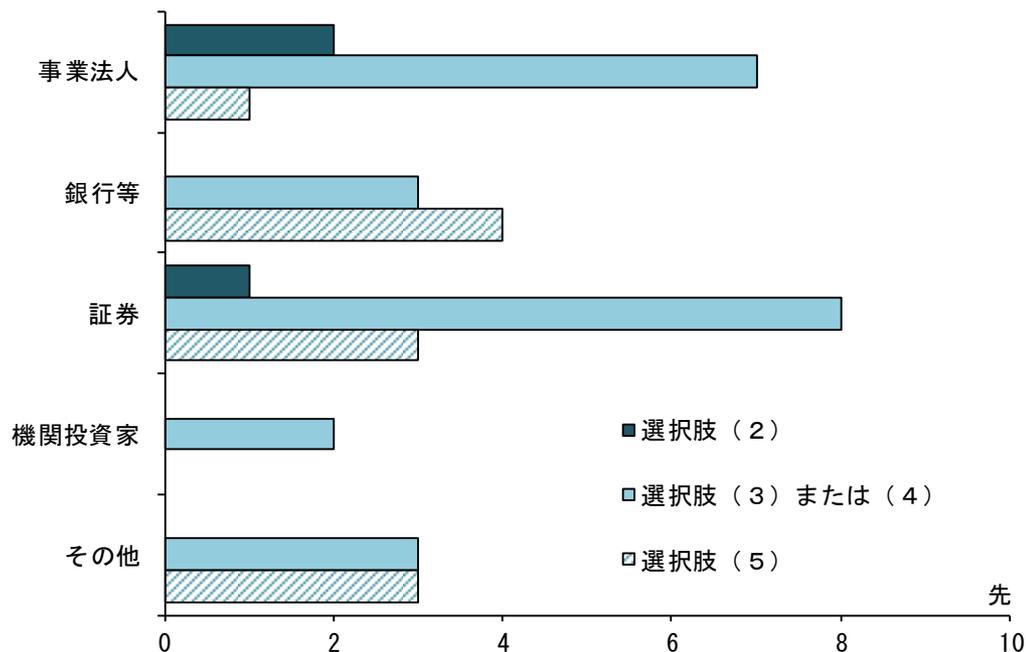
2. 移行：代替金利指標の選択肢 **貸出**

- 選択肢(3)・(4)を選好する意見が多く、次いで選択肢(5)を選好する意見が多かった。
 - 業種別にみると、事業法人や証券会社、機関投資家は選択肢(3)・(4)を、銀行等は選択肢(5)を選好する意見が多くみられた。
 - なお、選択肢(5)の利用については、銀行等の当該選択肢を支持する先からは、国内の貸出金利として定着しており現行の事務・システムとの親和性が高いとの意見がみられた一方、事業法人を中心に、円LIBORとの金利水準の違いやデリバティブ取引によるヘッジが難しいこと等を理由に、慎重なスタンスを示す意見が多くみられた。

全体



業種別

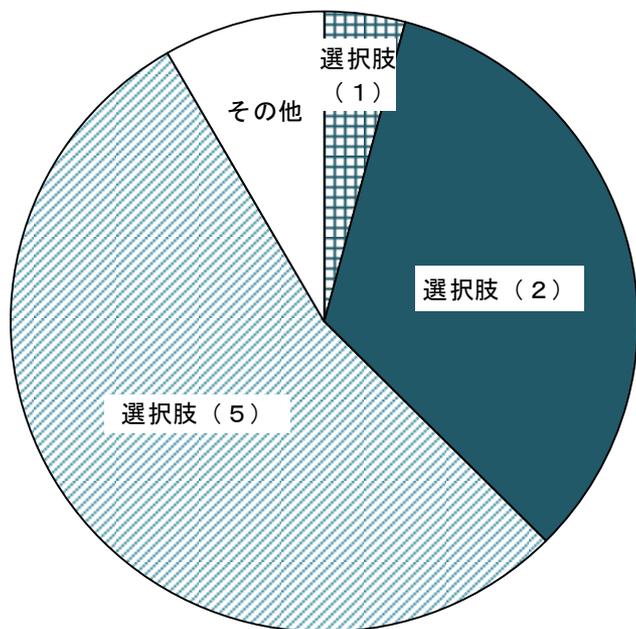


(注) 複数回答可。

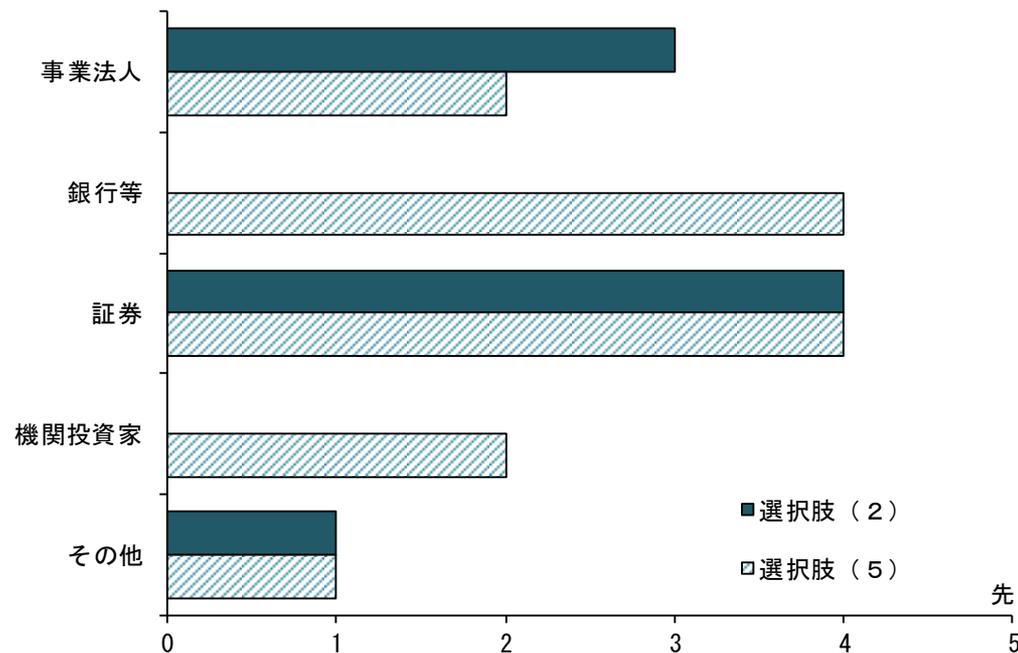
3. 移行：ターム物RFR金利構築までの暫定的な代替金利指標 **貸出**

- 2. のとおり、選択肢(3)・(4)を支持する意見が多かったものの、これらは現時点では存在せず、直ちに利用することはできないため、意見募集では2021年半ばまでを目途としているターム物RFR金利の構築までの暫定的な対応を確認した。この点、事業法人および証券会社は選択肢(2)と選択肢(5)を選好する意見に分かれた。他方、銀行等および機関投資家は全ての回答先が選択肢(5)を選好した。
 - 選択肢(2)については、事務・システム面での対応負担の重さを指摘する意見がみられた。
 - 選択肢(5)を暫定的に利用することを支持した事業法人からは、適切なスプレッド調整を求める意見がみられた。
 - なお、暫定的対応を回避するため、ターム物RFR金利の早期構築を求める意見も一部にみられた。

全体



業種別

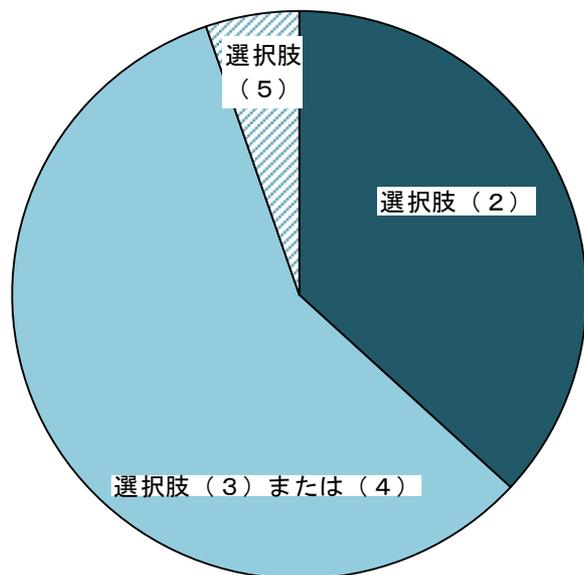


(注) 複数回答可。

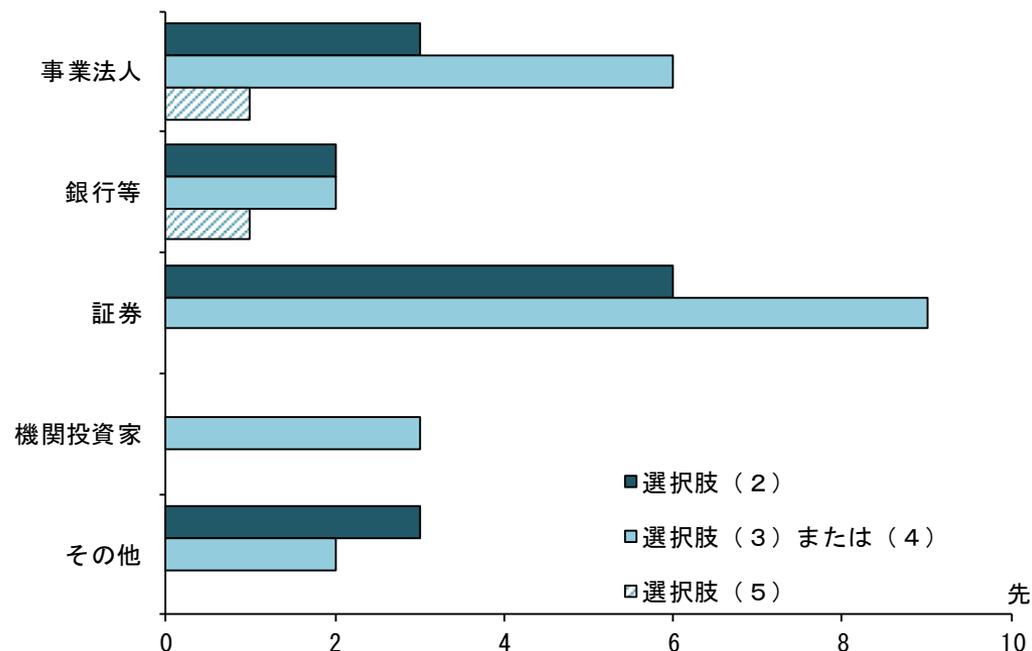
4. 移行：代替金利指標の選択肢 **債券**

- 選択肢(3)・(4)を選好する意見が過半数を占めたほか、選択肢(2)を挙げる意見も相応にみられた。
 - 業種別にみると、事業法人および証券会社は、選択肢(3)・(4)を選好する意見が多くみられたほか、選択肢(2)を選好する意見も相応にみられた。機関投資家は、選択肢(3)・(4)を選好し、選択肢(2)や選択肢(5)を選好する意見はみられなかった。
 - 選択肢(2)を選好する意見のほとんどが、デリバティブ取引とのヘッジ関係や海外債券市場との平仄を理由として挙げた。

全体



業種別

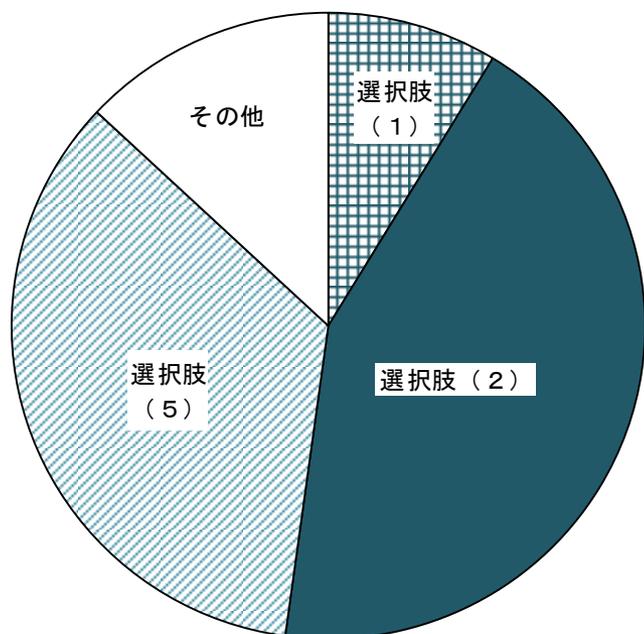


(注) 複数回答可。

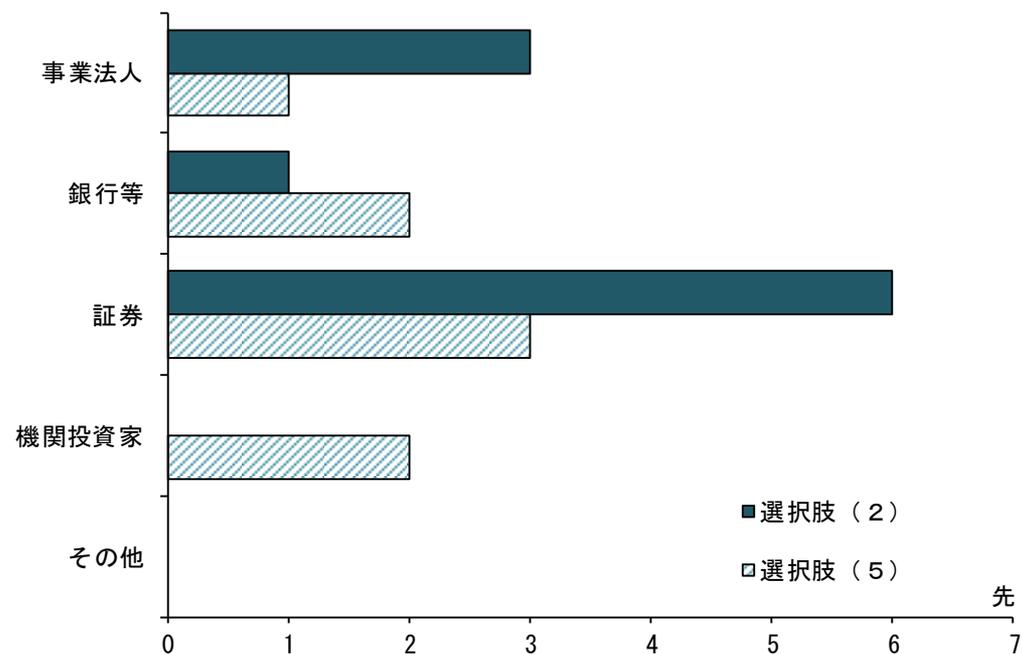
5. 移行：ターム物RFR金利構築までの暫定的な代替金利指標 **債券**

- 4. のとおり、選択肢(3)・(4)を選択する意見が過半数を占めた。貸出と同様、2021年半ばまでを目途としているターム物RFR金利の構築までの暫定的な対応を確認したところ、事業法人および証券会社を中心に、ISDAデリバティブとの関連性等を理由に選択肢(2)を選好する意見が多くみられた。
- 機関投資家は、現行の事務・システムとの親和性が高いとの理由から選択肢(5)を選好し、選択肢(2)を選好する意見はみられなかった。

全体



業種別



(注) 複数回答可。

6. フォールバック：後継金利とトリガー設定 **貸出**

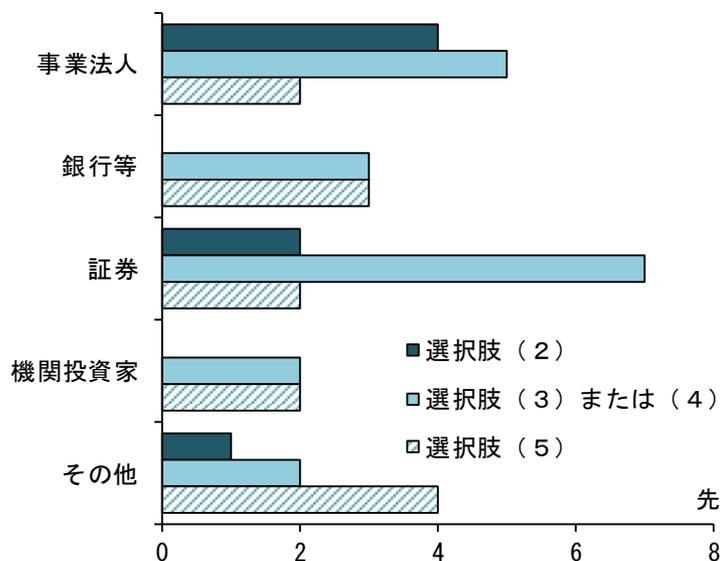
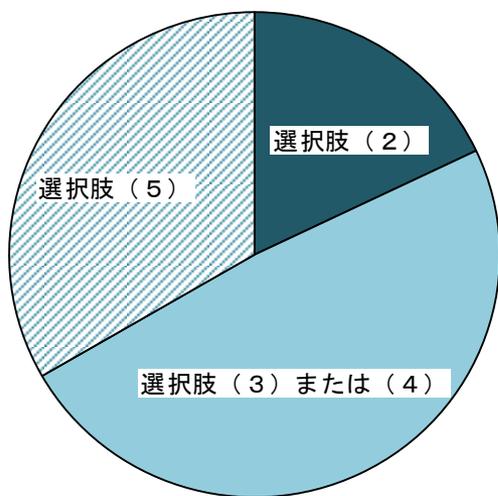
- フォールバック・レートについては、選択肢(3)・(4)を 선호する意見が最も多く、次いで選択肢(5)を
 선호する意見が多かった。なお、スプレッド調整については、全体の回答数が12先にとどまったものの、
 「過去の平均値・中央値アプローチ」に反対する意見は一部にとどまった。
 - 業種別にみると、事業法人は選択肢(3)・(4)を 선호する意見が最も多く、次いで選択肢(2)を
 証券会社は選択肢(3)・(4)を 銀行等は、選択肢(3)・(4)と に分かれた。
- トリガーの設定方法については、「少なくとも公表停止トリガーを設定し、必要に応じてその他のトリ
 ガーを設定する」(※)との整理に対して、ISDAデリバティブとの平仄を重視する観点等から、ほとんどの
 先が賛同した。

(※)ISDAデリバティブについては、公表停止トリガーの設定を前提に、公表停止前トリガーについてISDAが検討を継続中。

フォールバック・レート

全体

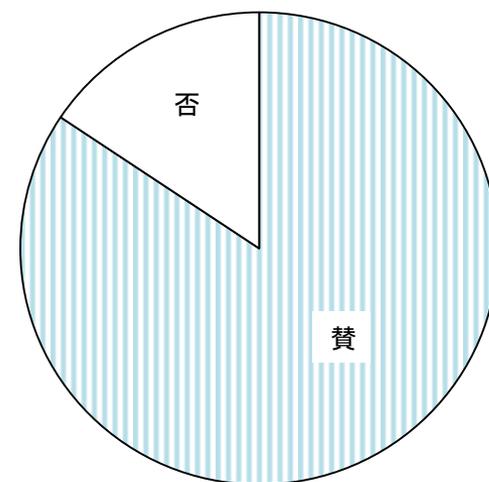
業種別



(注) 複数回答可。

トリガーの設定方法

「少なくとも公表停止トリガーを設定し、必要に応じてその他のトリガーを設定する」
との整理に対する賛否

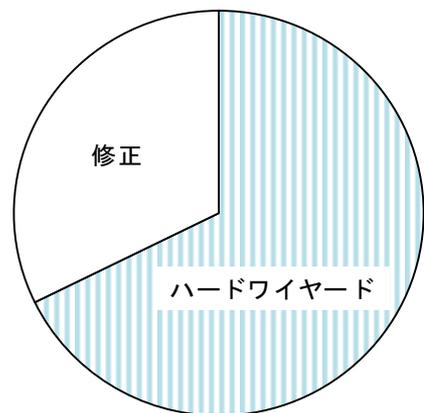


7. フォールバック: 導入手続 **貸出**

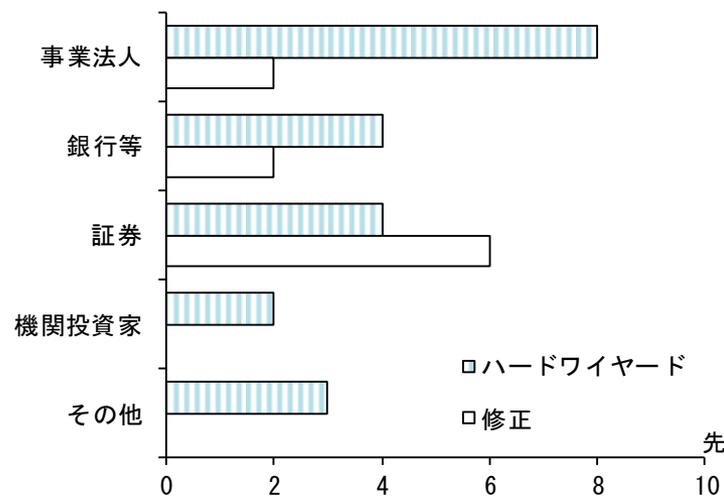
- 多くの先が、フォールバック条項の導入・適用に際して必要になる交渉や意思決定等の対応負担の観点から、フォールバック条項の導入時に後継金利を決定するハードワイヤードアプローチを選好。他方、市場動向等をふまえて金利を選択するニーズ等から、トリガー発動時に後継金利を決定する修正アプローチを支持する先も一定数みられた。
 - 業種別にみると、事業法人、銀行等および機関投資家においては、ハードワイヤードアプローチを選好する意見が多く、証券会社においては、修正アプローチを選好する意見が多くみられた。
- 修正アプローチを採用する場合に、「貸手による後継金利の提案に対し、借手から異論がなければ承諾されたものとみなす」といった条項を契約変更時に規定する、いわゆるネガティブ・コンセント方式については、反対が賛成を幾分上回った。なお、賛成した先からも、借手への事前の十分な説明を前提とする意見が多くみられた。

ハードワイヤードアプローチ／修正アプローチ

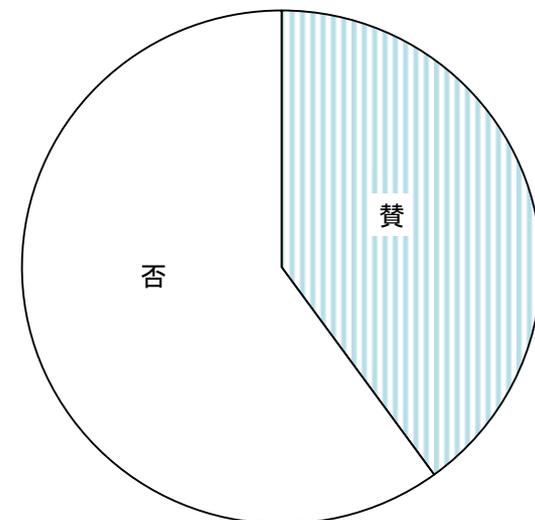
全体



業種別



ネガティブ・コンセント方式



8. フォールバック:後継金利とトリガー設定、導入手続 **債券**

- 後継金利・トリガーともに、ヘッジ会計の適用を継続する観点から、ISDAデリバティブのフォールバックの内容(※)と揃えるとの考え方に賛同する先が大多数を占めた。

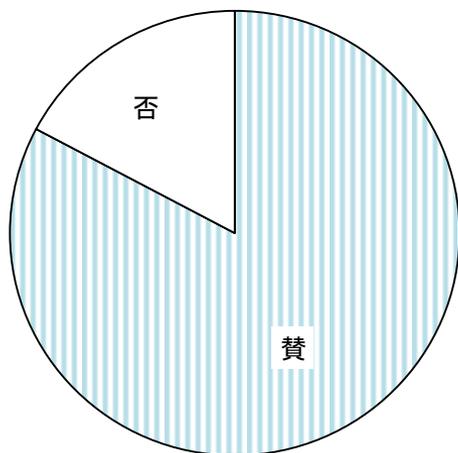
(※)①後継金利・・・フォールバック・レート:選択肢(2)、スプレッド調整:過去の平均値・中央値アプローチ

②トリガー・・・公表停止トリガーを設定(公表停止前トリガーについては、ISDAが検討を継続中)

- ヘッジ会計の適用を重視する観点から賛成した先からも、選択肢(3)を第一順位とするウォーターフォール構造の設定が望ましいとする意見が寄せられた。
- 反対した先からは、ISDAデリバティブのフォールバック・レートである選択肢(2)は、金利後決め方式である点で事務・システム面の対応負担が大きいとの意見が挙げられた。
- 導入手続については、ほとんどの先が、ハードワイヤードアプローチを選好。
- 契約変更に際して、社債権者集会の開催に伴う事務負担や混乱を懸念する意見も相応にみられた。社債権者集会以外の対応については、「困難」「現時点では検討していない」との意見が多かった。
 - 私募債については、全社債権者から直接同意を取得する方法を検討中とする先も一部にみられた。

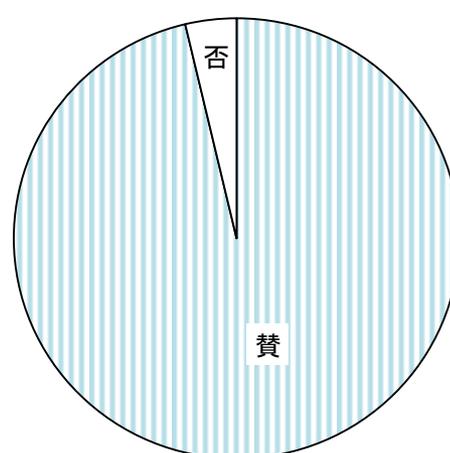
＜後継金利・トリガー＞

ISDAデリバティブの内容と揃えることへの賛否



＜導入手続＞

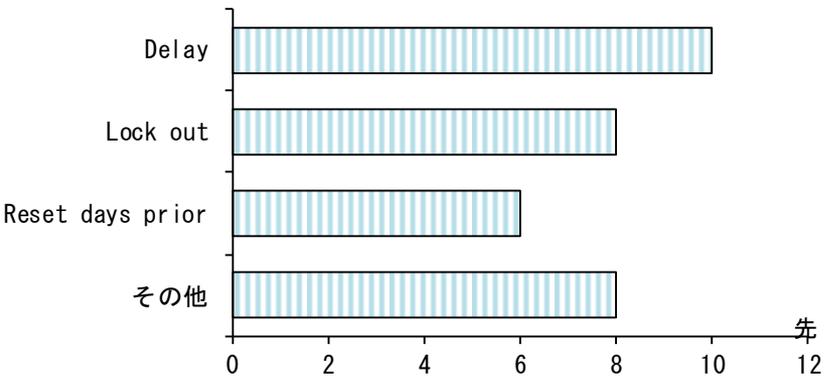
ハードワイヤードアプローチへの賛否



9. 代替金利指標の具体的な要件(選択肢(2))

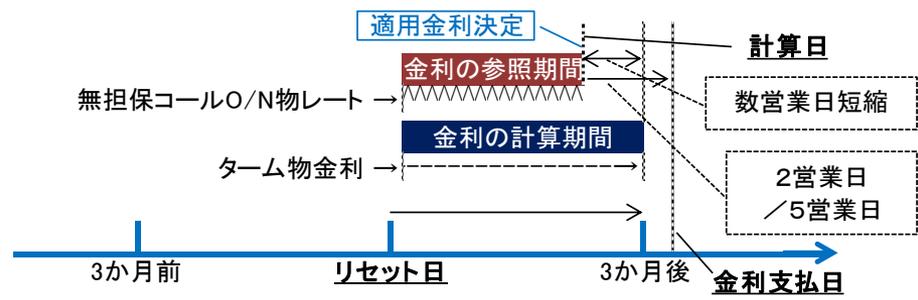
- 市中協議文書で示した公示を前提とした要件案については、概ね賛同がみられた。
- もっとも、具体的な金利の計算方法については、各方式ともにメリット・デメリットが指摘され、意見が分かれる結果となった。
- また、計算日から金利支払日までの期間の設定についても、①日数(2営業日、5営業日、その他)、②設定の柔軟性(単一設定、選択制、より柔軟な設定等)の観点からの見解が複数寄せられた。

選択肢(2)の具体的な要件

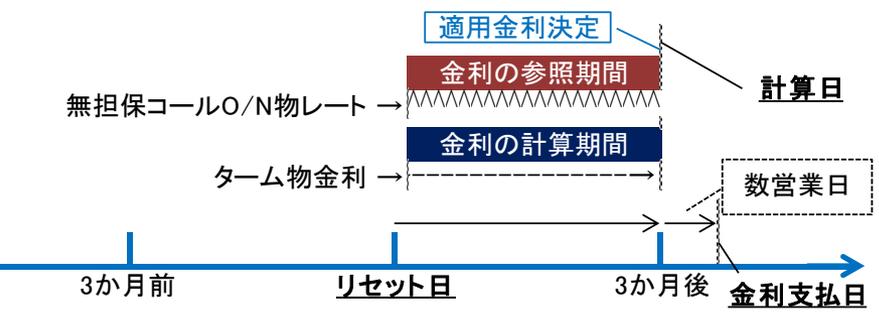


(注) 複数回答可。

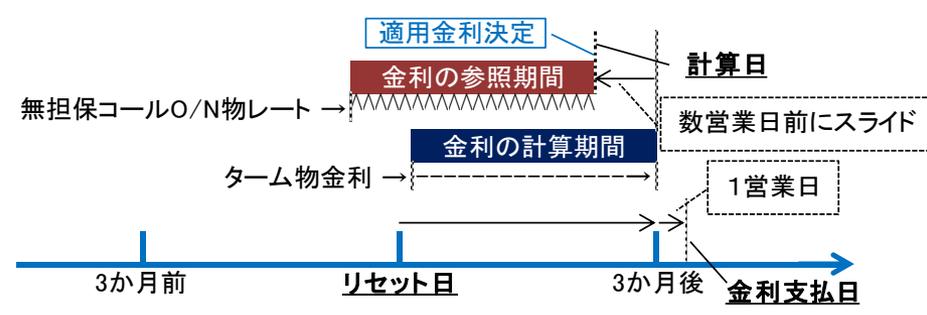
(参考)Lock out方式



(参考)Delay方式



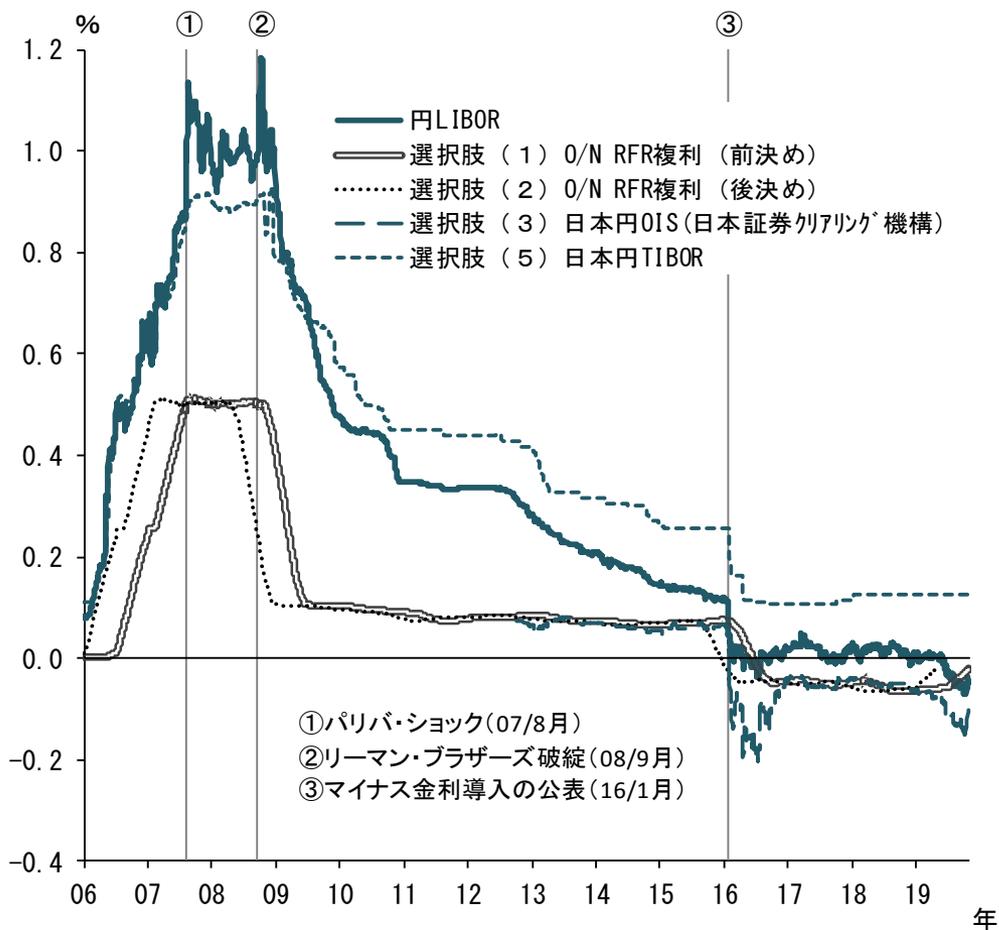
(参考)Reset days prior方式



10. まとめと今後の対応

- 意見募集に対する回答内容は、市中協議文書の記載事項を十分ふまえたものとなっているほか、事業法人をはじめとした幅広い業種から回答が得られたことをふまえると、全体として、幅広い関係者からの意見を募集するという市中協議の所期の目的は達成されたと評価できる。
- 検討委員会の中心的な課題であった円LIBORの代替金利指標について、検討委員会が提示した5つの選択肢に対し、幅広い業種から、金融商品・取引の特性に応じた具体的な評価が得られた。
 - 全体として、ターム物RFR金利(選択肢(3)・(4))が、現行の事務・システムや取引慣行との親和性が高いことを理由に最大の支持を得る結果となった。
 - ターム物RFRの構築には相応の時間を要するなか、構築に向けた検討が進められている選択肢(3)について、2つのフェーズ分けにより、流動性向上策等の取り組みが必要であるとの課題も共有された。また、構築までの間、他の選択肢の暫定利用の必要性についても共有された。
 - 貸出では、貸手と借手の立場で意見の相違もみられたことから、両者間で十分なコミュニケーションを図りつつ、恒久的な対応までの道筋について合意していく必要があることも確認された。
 - 債券では、暫定利用を含め、選択肢(2)が比較的多数の支持を集めたが、従前の事務・システムや取引慣行と異なることをふまえ、システム対応を含め十分な準備期間を確保する必要があることも確認された。
 - 市場慣行の整備や適切な顧客対応に向けて、業界団体等による透明性の高いガイドラインの策定を求める意見もみられた。また、こうした対応を進めていくにあたっては、当局による適切な関与が必要との意見も一部にみられた。
- 検討委員会としても、こうした金利指標改革の進捗状況について点検するとともに、ターム物RFR金利の構築等の市場全体の取り組みについてサポートしていくことが重要と考えられる。

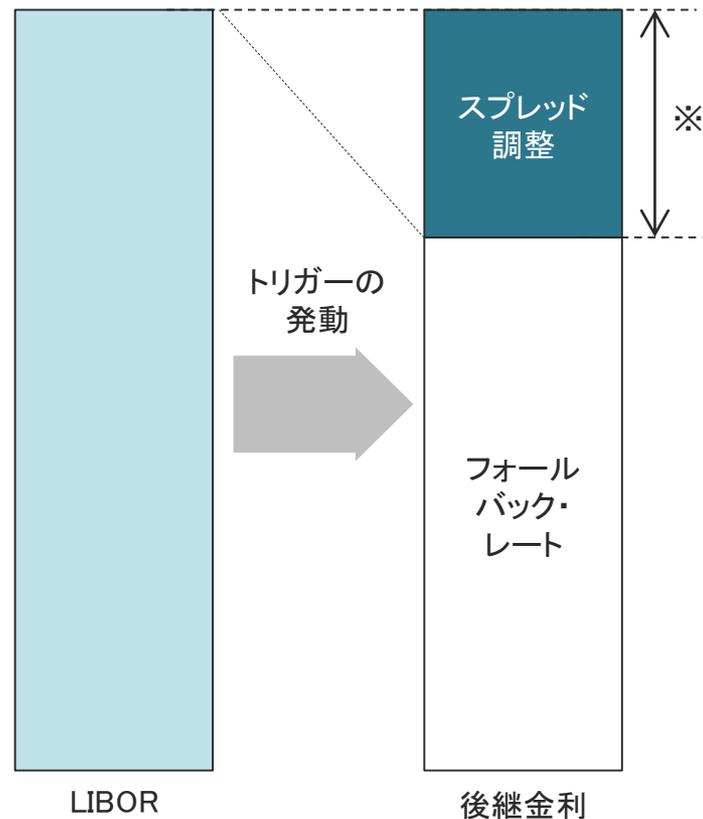
各選択肢の6か月物金利の推移



(注1) 直近は、選択肢(2)のみ2019年4月26日。それ以外は2019年10月31日。
(注2) 選択肢(3)は未構築であるため、当該選択肢に近似される計数として、日本証券クリアリング機構が毎営業日公表している日本円OISデータを用いている(データは12年10月以降)。

(出所) Refinitiv

フォールバック・レートとスプレッド調整(例)



※ 可能な限り価値の移転を最小化すよう、フォールバック・レートとそれに応じたスプレッド調整について、契約当事者間で合意。
ただし、いずれの組み合わせにおいても、価値の移転を完全に排除できるものではないことには留意が必要。