

「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

2019年11月

日本円金利指標に関する検討委員会

## 目 次

1. 概要	2
(1) はじめに	2
(2) 背景	2
(3) 意見募集結果の概要	3
2. 市中協議の結果	5
(1) 移行	5
(2) フォールバック	9
(3) 代替金利指標の具体的な要件	14
3. まとめと今後の対応	16

# 1. 概要

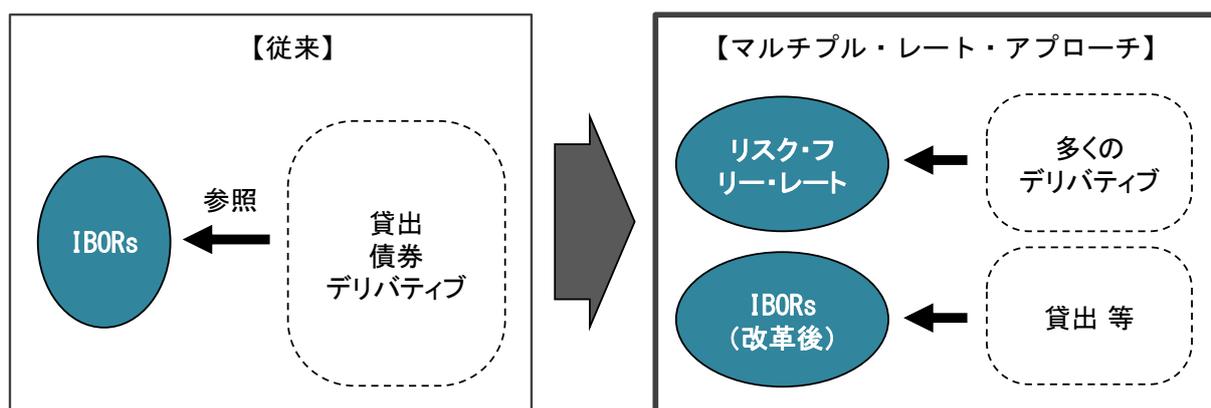
## (1) はじめに

「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、これまでの議論の結果を整理したうえで、円金利指標の今後のあり方に関する意見を幅広い関係者から募集するため、「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」<sup>1</sup>（以下「市中協議文書」）を公表し、2019年7月2日から9月30日まで意見を募集しました。本報告書は、市中協議文書に対して寄せられた意見をもとに、市中協議の結果を取りまとめたものです。

## (2) 背景<sup>2</sup> ——金利指標改革を巡る動向——

金融安定理事会（以下「FSB」）は、2014年7月に、「主要な金利指標の改革<sup>3</sup>」と題する報告書を公表しました。この報告書では、(i) LIBOR・EURIBOR・TIBORといった既存の金利指標である銀行間金利（IBORs）の信頼性と頑健性の向上と、銀行のクレジット・リスク等を反映しない「リスク・フリー・レート」（RFR）の特定を提言するとともに、(ii) 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（マルチプル・レート・アプローチ、図表1-1）が望ましい旨を提言しています。

(図表1-1) マルチプル・レート・アプローチ



<sup>1</sup> 市中協議文書および意見募集事項については、下記リンク先を参照ください。

(本文) [http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy\\_cmte/data/cmt190702b.pdf](http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/data/cmt190702b.pdf)

(別紙) [http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy\\_cmte/data/cmt190702c.pdf](http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/data/cmt190702c.pdf)

(意見募集事項) [http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy\\_cmte/data/cmt190702d.pdf](http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/data/cmt190702d.pdf)

<sup>2</sup> 市中協議文書1.(1)(p.3~)を参照ください。

<sup>3</sup> [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_140722.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf)

この報告書を受け、本邦では、(i)の提言に関して2017年7月に、全銀協TIBOR運営機関がTIBOR改革を実施<sup>4</sup>したほか、それに先立つ2016年12月に、「リスク・フリー・レートに関する勉強会」が、無担保コール・オーバーナイト物レート（TONA、以下「無担保コール0/N物レート」）を、日本円の「リスク・フリー・レート」として特定しました。現在は、(ii)の提言の実現に向け、金融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ふまえて、それぞれの円金利指標を適切に選択し利用していくための態勢整備を図ることが課題となっています。

もっとも、足もとにかけては、2021年末以降のLIBOR存続に対する懸念が急速に高まっています<sup>5</sup>。グローバルにみたLIBORの取引残高はきわめて大きく、また、LIBORの利用を前提として様々な制度・慣行等が相互依存関係にあることから、LIBORの公表が恒久的に停止となった場合、大きな影響が生じます<sup>6</sup>。こうしたもとで、日本円以外の主要通貨において、「リスク・フリー・レート」の特定<sup>7</sup>等のほか、LIBORの恒久的な公表停止に備えた対応の検討が進められています。これら諸外国の状況も睨みつつ、本邦においても、LIBORの恒久的な公表停止に向けた備えを進めていく必要があります<sup>8</sup>。

### (3) 意見募集結果の概要

市中協議文書では、国内外の幅広い関係者から、同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、その結果をふまえ、検討委員会としての最終的な取り

---

<sup>4</sup> 2017年7月には全銀協TIBOR運営機関により、TIBOR改革が実施されました。これは、TIBORをより実際の取引に依拠する指標とするために参照する実取引の範囲を拡大するとともに、TIBORの算出根拠であるリファレンス・バンクの呈示レートの算出・決定プロセスを統一・明確化することで透明性・公正性を高めることを基本的なコンセプトとするものです。呈示レートの算出・決定プロセスにおいては、評価対象市場（無担保コール市場等）やこれに準ずる市場の実取引データや気配値データが得られない場合に、関連市場であるホールセール市場の実取引（事業法人とのNCD取引や大口定期預金取引等）を利用する仕組みとなっています。詳細は下記リンク先を参照ください。

[http://www.jbatibor.or.jp/public/Explanatory\\_material\\_about\\_TIBOR\\_revolution\\_for\\_user.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/Explanatory_material_about_TIBOR_revolution_for_user.pdf)

<sup>5</sup> LIBORの監督当局である英国金融行為規制機構（FCA）のベイリー長官は2017年7月の講演において、2021年末以降は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ことを表明しました。これにより、2021年末以降にLIBORの公表が恒久的に停止する可能性が急速に高まりました。なお、ベイリー長官は同講演で、改革努力にもかかわらずLIBORの公表継続が困難となる理由として、(i) LIBOR算出の基礎となるホールセール無担保資金市場での取引が十分に活発でないこと、(ii) パネル行が、十分な実取引の裏付けがないレート呈示継続に不安を覚えていること、を挙げています。

<sup>6</sup> 市中協議文書の別紙1-aを参照ください。

<sup>7</sup> 市中協議文書の別紙1-bを参照ください。

<sup>8</sup> 2018年7月12日付公表のFSBによる「リスク・フリー・レートとリスク・フリー・レートベースのターム物金利構築の重要性に関するステートメント」において、特に、デリバティブについては、LIBORに代表されるIBORsへのエクスポージャーが大きく、金融安定性を確保する観点から、多くのデリバティブを対象に、より頑健なオーバーナイト・リスク・フリー・レートへの移行が望ましいとしています。

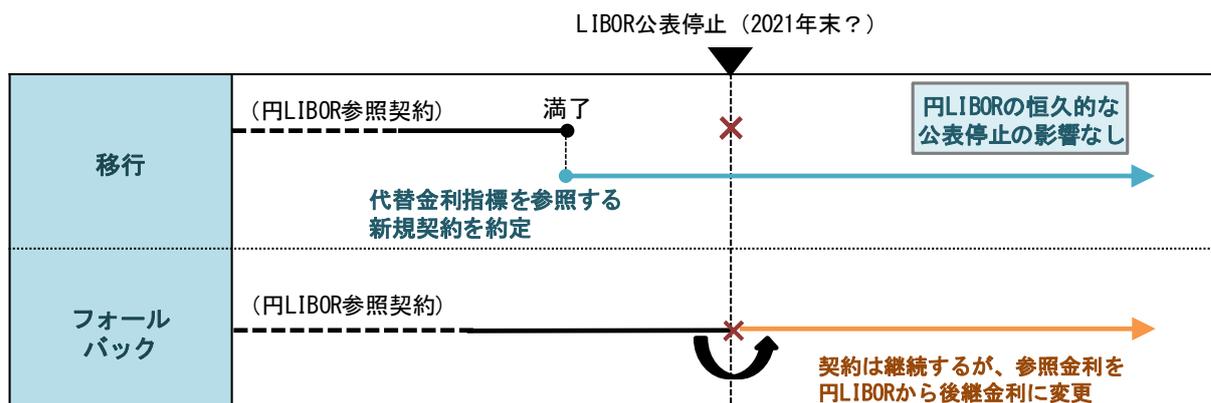
まとめを行う考えを示していました。

具体的には、市中協議文書で整理した内容をもとに、18の意見募集事項<sup>9</sup>について、特に、足もとの喫緊の課題である円LIBORの恒久的な公表停止に備えた対応、すなわち、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広く意見を募集しました（図表1-2）。

市中協議の結果、金融機関・機関投資家・事業法人等、幅広い業種の計40先から意見が寄せられ（図表1-3）、いずれの意見募集事項についても、検討委員会における議論の整理が概ね支持されるとともに、金融商品や取引の性質に応じた代替金利指標の選択肢等に対する選好が示されました。

以下では、寄せられた意見について、円LIBORの恒久的な公表停止に備えた対応を中心に整理し、最後に、まとめと今後の対応について記述します。

（図表1-2）市中協議の中心的な課題<sup>10</sup>



（図表1-3）回答状況<sup>11</sup>

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

<sup>9</sup> 意見募集事項については、前掲脚注1のリンクを参照ください。

<sup>10</sup> 市中協議文書2. (1) (i) (p. 7~) を参照ください。

<sup>11</sup> 業界団体は、当該団体を構成する企業の業種に応じて区分し、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」に区分しています。また、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ください。

## 2. 市中協議の結果

### (1) 移行

#### (i) 貸出

##### (a) 代替金利指標の選択肢<sup>12, 13</sup>

市中協議文書では、これまでの検討委員会の議論をふまえ、貸出にかかる恒久的な代替金利指標の選択肢について、以下の整理を示していました。

グローバルな標準となりうること、金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されること、現行の事務・システムや会計・取引慣行との親和性が高いことなどから、将来的には、選択肢(3)・(4)の利用が望ましいとの見方が多数であること

同じく金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、銀行のクレジット・リスク等を含むなど基本的な性質が円 LIBOR と類似していることから、既存の事務・システムが利用可能との観点もふまえ、選択肢(5)の恒久的な利用についても一定程度支持されたこと<sup>14</sup>

今般の市中協議の結果、以上の整理と同様に、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くみられました(図表2-1)。

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ました。

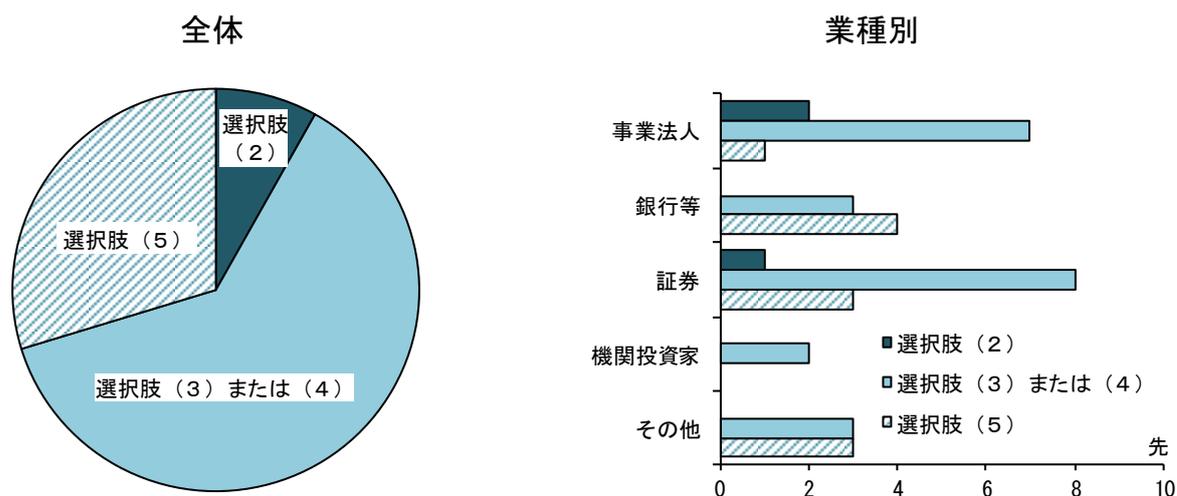
<sup>12</sup> 代替金利指標およびフォールバック・レートの選択肢については、別紙1を参照ください。また、詳細については、市中協議文書2.(2)(i)(p.10~)を参照ください。

<sup>13</sup> 市中協議文書2.(2)(ii)(p.11~)および3.(1)(i)(p.37~)を参照ください。

<sup>14</sup> FSBが2014年7月に公表した「主要な金利指標の改革」では、多様な金利指標とそれに合わせた市場慣行が存在することで、市場参加者が、その経済的なニーズに最も適合した金利指標を柔軟に選択する余地が広がることが示唆されており、そうした選択の一例として、クレジット・リスクを含む指標を銀行貸出に利用することが挙げられています。なお、本邦では、従来から間接金融と直接金融とがバランスのとれた形で機能する複線的な金融システムの重要性が指摘されています(「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告」2009年12月など)。例えば、貸出と債券で異なる金利指標を参照することとなれば、銀行部門にショックが加わった場合であっても、社債等の調達レートが上昇する事態を回避することにもつながる可能性があると考えられます。他方、何らかの理由で銀行部門以外の金融市場にショックが加わり、社債等の市場性資金調達が困難になった場合には、間接金融においてその機能を補完する役割が期待されますが、社債等と異なる金利体系が利用されることで、そうしたショックの影響を受けにくくなることも考えられます。市中協議文書BOX3、脚注68および脚注69も併せて参照ください。

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ました。

(図表 2-1) 代替金利指標の選択肢（貸出）



(注) 複数回答可。

### (b) ターム物 RFR 金利構築までの暫定的な代替金利指標の選択肢

(a) のとおり、恒久的な代替金利指標としては、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<sup>15</sup>の構築までの暫定的な対応についても確認しました。

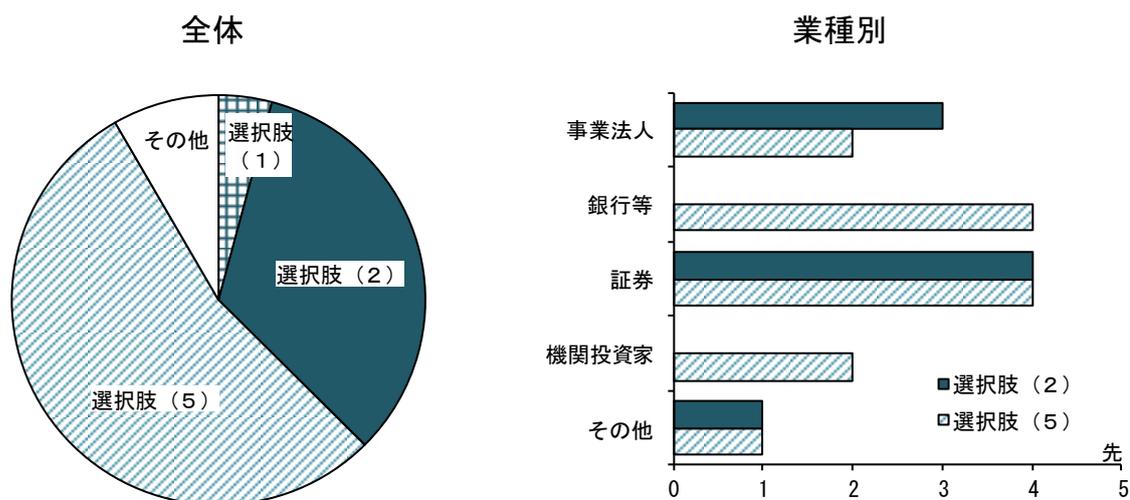
この点、事業法人および証券会社は選択肢（２）と選択肢（５）を選好する意見に分かれました。他方、銀行等および機関投資家は全ての回答先が選択肢（５）を選好しました（図表 2-2）。

<sup>15</sup> 選択肢（３）および選択肢（４）をさします。選択肢（３）は 2021 年半ばまでを目途に構築される計画であるほか、選択肢（４）の構築の前提となる東京金融取引所に上場されている無担保コール 0/N 金利先物は 2020 年の取引再開に向けて検討中となっています。

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ました<sup>16</sup>。他方、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ました。

なお、暫定的対応を回避するために、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ました。

（図表 2－2）暫定的な代替金利指標の選択肢（貸出）



（注）複数回答可。

## （ii）債券

### （a）代替金利指標の選択肢<sup>17</sup>

市中協議文書では、これまでの検討委員会の議論をふまえ、債券にかかる恒久的な代替金利指標の選択肢について、以下の整理を示していました。

金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されること、銀行のクレジット・リスク等を含まないことおよび現行の事務・システムや会計・取引慣行との親和性が高いことなどから、貸出と同様、将来的には、選択肢（３）・（４）の利用が望ましいとの見方が多数であること

<sup>16</sup> 選択肢（２）に対応するために、数十億円単位のシステム改修費が発生するとの意見もみられました。

<sup>17</sup> 市中協議文書 2.（２）（iii）（p. 13～）および 3.（１）（ii）（p. 38～）を参照ください。

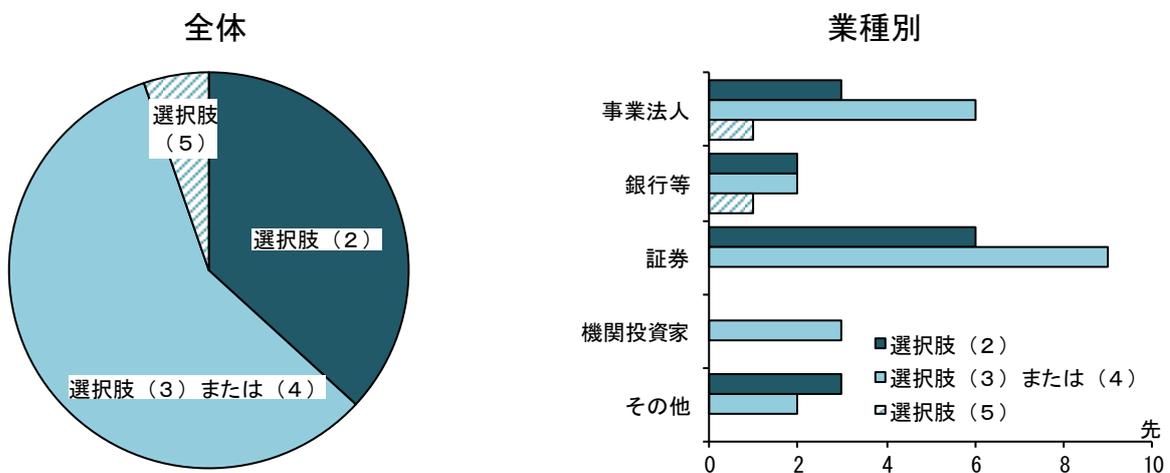
選択肢（２）については、多くの先においてその利用にあたってシステム改修が必要となることが見込まれる一方、海外での発行実績やデリバティブとの整合性等のメリットも存在することから、当該選択肢を恒久的に利用することを望む意見も相応にみられたこと

今般の市中協議の結果、以上の整理と同様に、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ました（図表２－３）。

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ました。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ませんでした。

なお、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<sup>18</sup>や海外債券市場との平仄<sup>19</sup>を理由として挙げました<sup>20</sup>。

（図表２－３）代替金利指標の選択肢（債券）



（注）複数回答可。

<sup>18</sup> 具体的には、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」）における円 LIBOR のフォールバック・レートと整合的であるとの利点から、デリバティブについては、従来から、選択肢（２）の利用が一般的に想定されています。ただし、ヘッジ対象となるキャッシュ商品で選択肢（３）・（４）や選択肢（５）が参照される場合には、それに応じたデリバティブ取引が行われることが想定されます。

<sup>19</sup> 英国や米国等においては、選択肢（２）を利用した債券の発行実績に広がりが見られ始めています。

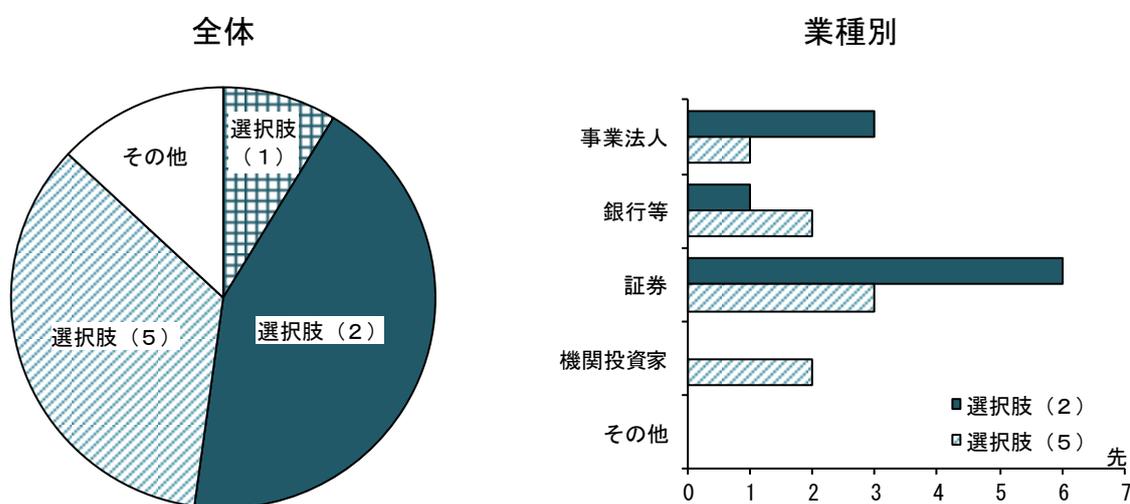
<sup>20</sup> このため、デリバティブ取引や海外債券市場の取引の動向、さらにはヘッジ会計上の取り扱いによっては、他の選択肢への選好を指向する可能性があることには留意する必要があります。

## (b) ターム物 RFR 金利構築までの暫定的な代替金利指標の選択肢

(a) のとおり、恒久的な代替金利指標としては、選択肢 (3)・(4) を選択する先が過半数を占めましたが、貸出と同様に、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ました (図表 2-4)。

他方、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ませんでした。

(図表 2-4) 暫定的な代替金利指標の選択肢 (債券)



(注) 複数回答可。

## (2) フォールバック<sup>21</sup>

### (i) 貸出<sup>22</sup>

#### (a) 後継金利<sup>23</sup>

フォールバック・レートとして、選択肢 (3)・(4) を選好する意見が最も多く、次いで選択肢 (5) を選好する意見が多くみられました (図表 2-5)。

<sup>21</sup> 市中協議文書 2. (3) (p. 21~) を参照ください。

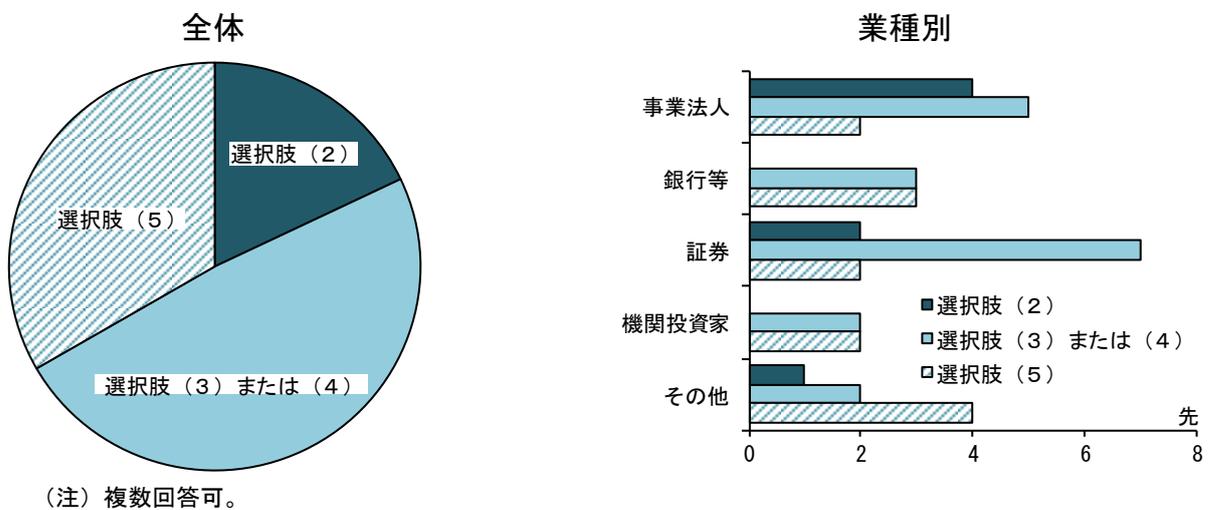
<sup>22</sup> 市中協議文書 2. (3) (ii) (p. 27~) を参照ください。

<sup>23</sup> 以下、フォールバックに関して、「後継金利」とは、フォールバック・レートとそれに応じたスプレッド調整を行った後の金利をさします。具体的なイメージは、図表 2-6 を参照ください。

業種別にみると、事業法人は選択肢（3）・（4）を選好する意見が最も多く、次いで選択肢（2）を選好する意見が多くみられました。証券会社は選択肢（3）・（4）を選好する意見が多くみられました。銀行等は、選択肢（3）・（4）と選択肢（5）に分かれる結果となりました。

なお、スプレッド調整（図表2-6）に関する意見募集事項に対しては、回答数が全体で12先と少なかったものの、「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りました。

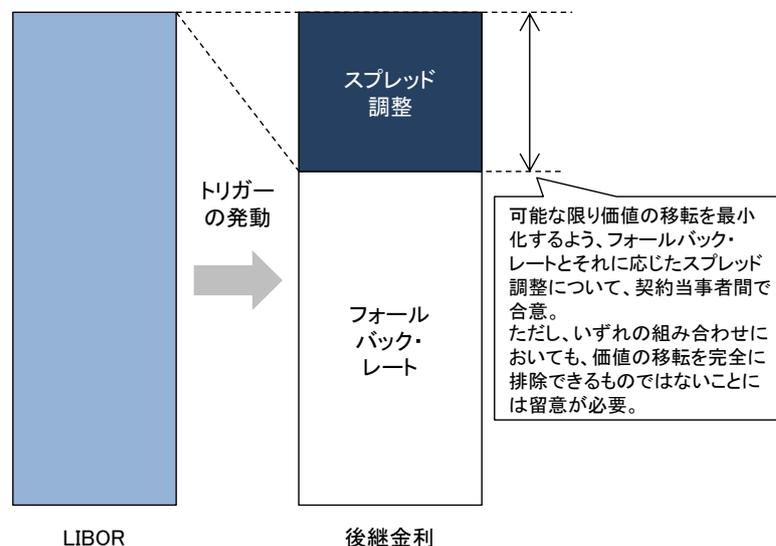
（図表2-5）フォールバック・レートの選択肢（貸出）



（図表2-6）スプレッド調整

$$\text{後継金利} = \text{フォールバック・レート} + \text{スプレッド}$$

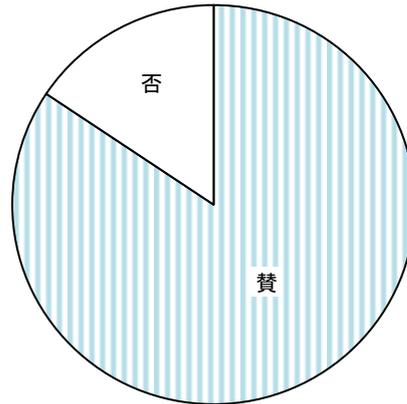
LIBORからのフォールバックのイメージ  
 （※フォールバック・レートが0/N RFR複利の場合）



## (b) トリガー設定

フォールバックの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<sup>24</sup>」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ました（図表 2-7）。

(図表 2-7) トリガーの設定方法（貸出）



## (c) 導入手続

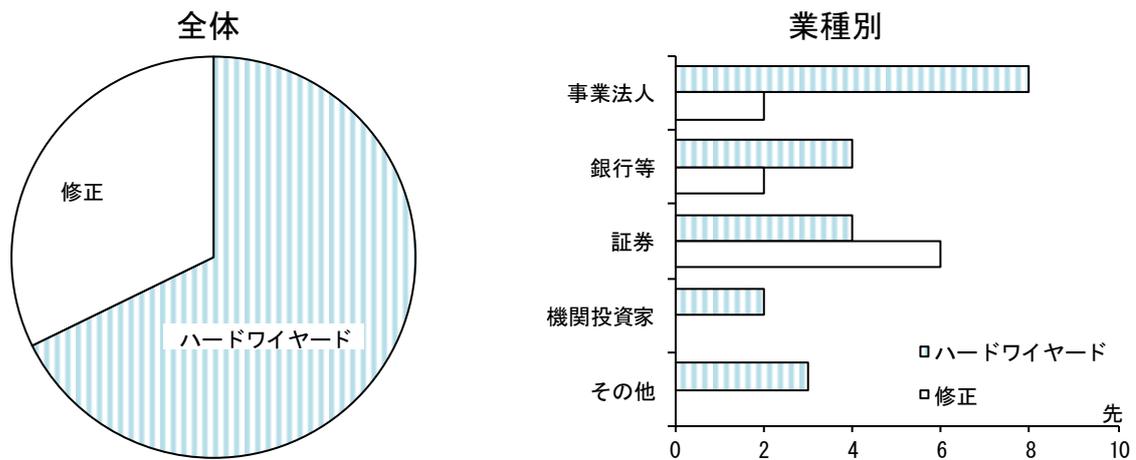
フォールバック条項の導入手続については、多くの先が、フォールバック条項の導入・適用に際して必要になる交渉や意思決定等の対応負担の観点から、フォールバック条項の導入時に後継金利を決定するハードワイヤードアプローチを選好しました（図表 2-8）。他方、市場動向等をふまえて金利を選択するニーズ等から、トリガー発動時に後継金利を決定する修正アプローチを支持する先も一定数みられました。

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ました。

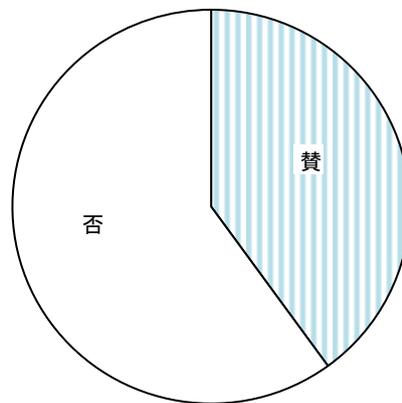
修正アプローチを採用する場合に、「貸手による後継金利の提案に対し、借手から異論がなければ承諾されたものとみなす」といった条項を契約変更時に規定する、いわゆるネガティブ・コンセント方式については、反対が賛成を幾分上回りました（図表 2-9）。なお、賛成した先からも、借手への事前の十分な説明を前提とする意見が多くみられました。

<sup>24</sup> 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検討が継続されています。後掲脚注 28 も参照ください。

(図表 2-8) フォールバック条項の導入手続 (貸出)



(図表 2-9) ネガティブ・コンセント方式 (貸出)



(ii) 債券<sup>25</sup>

(a) 後継金利とトリガー設定

フォールバックの後継金利<sup>26</sup>・トリガーともに、ヘッジ会計の適用を継続する観点<sup>27</sup>から、ISDA デリバティブのフォールバックの内容<sup>28</sup>と揃えとの考え方に賛同する先が大多数を占めました (図表 2-10)。

<sup>25</sup> 市中協議文書 2. (3) (iii) (p. 32~) を参照ください。

<sup>26</sup> 定義については、前掲脚注 23 を参照ください。

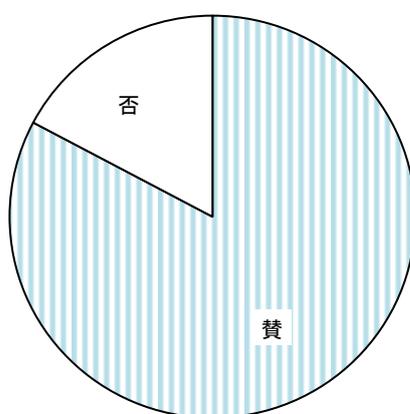
<sup>27</sup> 市中協議文書 2. (4) (p. 34~) を参照ください。なお、市中協議文書の公表後の動向として、国際会計基準審議会では、2019 年 9 月に一部の論点に関する改定基準の最終化が行われました。また、本邦においても、企業会計基準委員会では、金利指標改革に起因する会計上の問題について既に検討が開始されています。

<sup>28</sup> ISDA デリバティブのうち円 LIBOR 等を参照する契約のフォールバック時における後継金利に関して ISDA が実施した市中協議で支持が集まった選択肢をもとに整理すると、①後継金利に関しては、フォールバック・レートとして選択肢 (2) を、スプレッド調整の方法として「過去の平均値・中央値アプローチ」を採用すること、②トリガーに関しては、公表停止トリガーを設定することが想定されています (公表停止前トリガーについて、検討が継続されています)。市中協議文書 3. (1) (iii) (p. 40~) も併せて参照ください。

なお、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ました<sup>29</sup>。

また、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ました。

（図表 2－10）後継金利とトリガー設定（債券）  
ISDA デリバティブの内容と揃えることへの賛否



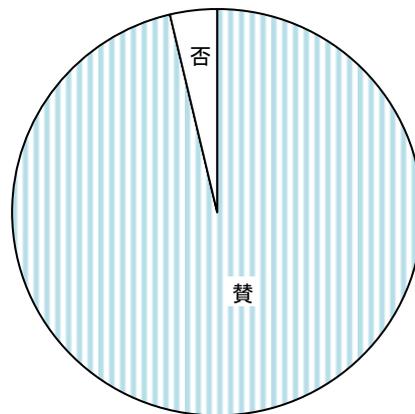
#### (b) 導入手続

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に賛同すると回答しました（図表 2－11）。

なお、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ましたが、社債権者集会以外の対応については、「困難」といった意見や「現時点では検討していない」との意見が多くみられました。なお、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ました。

<sup>29</sup> この点、前掲脚注 20 も参照ください。

(図表 2-11) フォールバック条項の導入手続(債券)  
ハードワイヤードアプローチへの賛否



### (3) 代替金利指標の具体的な要件

#### (i) 選択肢(1)<sup>30</sup>

選択肢(1)については、金利の参照期間と計算期間が一致しないことから、市場実勢との乖離が生じうるとして、「代替金利指標の選択肢から除くことが望ましい」との意見が多数寄せられました。

そうしたもとで、具体的要件の設定方法<sup>31</sup>については、円 LIBOR のもとの現行実務との平仄の観点から、「金利の計算期間の開始日を参照期間終了日の2営業日前とし、金利計算期間の最終日を金利支払日と一致させるべき」との意見が一定数寄せられました。

#### (ii) 選択肢(2)<sup>32</sup>

市中協議文書で示した、「計算日」から「金利支払日」まで2営業日および5営業日とする等の公示を前提とした要件案については、概ね賛同が得られました。

もともと、選択肢(2)の金利の計算方法<sup>33</sup>(「Lock out 方式」、「Delay 方式」、「Reset days prior 方式」)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りました。

<sup>30</sup> 市中協議文書2.(2)(iv) a.(p.15~)を参照ください。

<sup>31</sup> 別紙2を参照ください。

<sup>32</sup> 市中協議文書2.(2)(iv) a.(p.15~)を参照ください。

<sup>33</sup> 別紙2を参照ください。

また、計算日から金利支払日までの期間の設定方法についても、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ました<sup>34</sup>。

### （iii） 選択肢（3）<sup>35</sup>

選択肢（3）の2つのフェーズ分け、すなわち、「フェーズ1」で参考値を算出・公表し、「フェーズ2」で確定値を算出・公表するとの段階的な対応をとることについて、データ精度を高める観点や、ユーザー側の事務・システム面での体制整備等の観点から、ほとんどの先が賛同しました。他方、確定値については、2021年半ばを待たずに可能な限り早期の公表を望むとの意見が多く寄せられ、中には、2.（1）（i）（b）で記述したとおり、ターム物 RFR 金利が構築されるまでの間に他の選択肢を利用する暫定的対応は可能な限り回避したいとの意見も一部にみられました。

他方、「フェーズ1」の開始を待たずして、速やかに確定値の公表をするべきとして、段階的な対応に反対する意見も一部にみられました。

なお、段階的対応に賛成した先からも、代替金利指標やフォールバック・レートの選択に際して、選択肢（3）の算出のもととなる日本円 OIS の流動性向上が鍵となるとして、日本円 OIS 市場の活性化に向けた取り組みが必要であるとの意見も相応にみられました<sup>36</sup>。

---

<sup>34</sup> 現行の OIS 取引との平仄や、通貨スワップ取引を念頭に他通貨建ての代替金利指標との平仄を重視する意見もみられました。また、証券保管振替機構のシステムを通じた債券の利払いについて、利払日の7営業日前までに利率を登録することとされている現行の取り扱いをふまえると、より長い期間設定（8～10営業日程度）が必要との意見もみられました。市中協議文書の脚注23も参照ください。

<sup>35</sup> 市中協議文書2.（2）（iv）b.（p.17～）を参照ください。なお、選択肢（3）が指標として国際的に広く利用されるためには、「証券監督者国際機構（IOSCO）金融指標に関する原則」との整合性を意識する必要があります。また、欧州では、欧州域内の金融機関が欧州域内にない指標（第三国指標）を利用するためには、欧州ベンチマーク規則の要件を満たすことが求められるようになると考えられます。なお、国内では、当該指標が、その信頼性が低下することにより、本邦の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがあるものとされた場合には、金融商品取引法上の「特定金融指標」として定められ、当該指標の運営機関が同法上の「特定金融指標算出者」として指定されることが考えられます。市中協議文書の脚注30から脚注34も併せて参照ください。

<sup>36</sup> 選択肢（3）の具体的な要件については、算出方法やデータの取得方法等について、明確化を求める意見もみられました。

### 3. 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ます。

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、金融商品や取引の性質に応じた具体的な評価が得られました<sup>37</sup>。

#### (全体的な評価)

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りました。

ターム物 RFR 金利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、頑健性と信頼性を確保するための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ました。また、構築までの間、他の選択肢を暫定的に利用する必要性についても共有されました。

#### (金融商品・取引に応じた留意点)

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ました。

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ました。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ました。

<sup>37</sup> 今後、円 LIBOR からの移行やフォールバックについて、契約上の対応等を進めるには、当事者間の合意が必要となります。この点、市中協議文書BOX3での整理も参考にしつつ、選択肢（1）から選択肢（5）までの選択肢から代替金利指標を選択し、また、円 LIBOR とフォールバック・レート間のスプレッド調整値を算出するうえで、各社において、各選択肢の金利の特徴と推移を十分に理解したうえで、金融商品や取引の性質に応じて選択していく必要があります（別紙3も参照ください）。なお、本報告書における取りまとめの結果は、それと異なる合意を妨げるものではない点に留意ください。

(今後の進め方に関する意見)

また、各金融商品や取引に共通する論点として、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等を求める意見もみられました。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ました。

今後は、今般の市中協議を通じて寄せられた意見を取りまとめた本報告書の内容も参考にしつつ、市中協議文書4. で整理した移行計画に沿って、LIBOR エクスポートの洗い出し等の各社の取り組みや、ターム物 RFR 金利の構築に向けた市場全体としてのアクションプラン<sup>38</sup> (別紙4) をもとに、以下の契約上の対応<sup>39</sup>が実行に移されていくフェーズとなります。

#### ①新規契約への対応

各契約当事者間での対応方針が固まり次第、新規取引のタイミングで順次、代替金利指標の参照に移行していくことが考えられます。移行で対応する場合、契約期間中に価値の移転が生じないため、可能な限り、フォールバックではなく、本対応を進めることが推奨されます。

#### ②既存契約への対応

各契約当事者間での対応方針が固まり次第、既存契約（今後契約する円 LIBOR 参照の取引を含む）に関して、期日が 2021 年末以前のものとは 2021 年末をまたぐものについて、それぞれ以下の対応が必要と考えられます。

##### a. 期日が 2021 年末以前の契約

期日到来時に、代替金利指標へ移行すること。

##### b. 期日が 2021 年末をまたぐ契約

個別の契約でどのような移行方法をとるかは、契約当事者間で選択されることとなります。2021 年末以前に既存契約を一旦解約のうえ、代替金利指標を参照する新規契約を締結することや、フォールバック条項導入を早期に合意することが考えら

<sup>38</sup> 海外では、金利スワップ取引のディスカウントレートや PAI (Price Alignment Interest) について、LIBOR からリスク・フリー・レートへの移行対応を図ることが、市場全体の取り組みを促すためのマイルストーンとなっていた議論がなされています。もっとも、本邦においては、既に日本証券クリアリング機構がディスカウントレートや PAI について無担保コール 0/N 物レート (TONA) を利用しているほか、円 LIBOR から OIS への移行対応についての取り組みも進められています。

<sup>39</sup> 市中協議文書 3. (2) (p. 41～) を参照ください。

れます。

いずれの対応においても、契約の締結ないし変更の手続が必要となりますので、可能な限り、価値の移転を伴わない移行による対応をとるほか、価値の移転を伴いうるフォールバック条項の導入による対応に関しても、その移転を可能な限り最小化するよう当事者間で調整することも考えられます<sup>40</sup>。

検討委員会としても、引き続き、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、日本円 OIS の流動性向上策等の取り組みを含め、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ます。この点、検討委員会は、2019 年 10 月 29 日に、将来的に選択肢（3）の運営機関となることを想定している先で、差し当たりフェーズ 1 の参考値の算出・公表を行う先の公募を開始しました<sup>41</sup>。今後、参考値の公表に向けて、ターム物 RFR 金利タスクフォース<sup>42</sup>および検討委員会において、応募先の評価を実施する予定です（図表 3）。

（図表 3）ターム物 RFR 金利の参考値の公表に向けたスケジュール（イメージ）

19 年 11 月 ～ 20 年 1 月 目途	<タスクフォース> ・応募先によるプレゼンテーションの実施等 ・参考値の算出・公表主体の評価  <検討委員会> ・タスクフォースにおける評価の根拠等について説明 を受けたうえで、議論・評価を実施 ・参考値公表に向けた準備
～20 年第 1 四半期 目途	・参考値の公表開始

以 上

<sup>40</sup> フォールバックにおける価値の移転については、市中協議文書 2.（3）（p. 21～）を参照ください。

<sup>41</sup> 市中協議文書 4.（1）（ii）（p. 44）を参照ください。また、詳細については下記リンク先を参照ください。

「ターム物 RFR 金利（スワップ）の参考値の算出・公表主体の募集について」（2019 年 10 月 29 日公表）

[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2019/rel191029b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/rel191029b.pdf)

<sup>42</sup> ターム物 RFR 金利タスクフォースは、ターム物 RFR 金利の算出・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、検討委員会の協力のもと、2019 年 8 月 28 日に設立されました。詳細については、下記リンク先を参照ください。

「「ターム物 RFR 金利タスクフォース」の設立等について」（2019 年 7 月 30 日公表）

[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2019/rel190730b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/rel190730b.pdf)

「「ターム物 RFR 金利タスクフォース」の設立および第 1 回会合の開催について」（2019 年 8 月 28 日公表）

[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2019/rel190828a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/rel190828a.pdf)

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 オーバーナイト 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  
無担保コール O/N物レート → 適用金利決定 → 金利の参照期間 → 金利の計算期間 → ターム物金利  
3か月前      リセット日      3か月後

図②  
無担保コールO/N物レート → 適用金利決定 → 金利の参照期間 (← 数営業日短縮) → 金利の計算期間 → ターム物金利  
3か月前      リセット日      3か月後

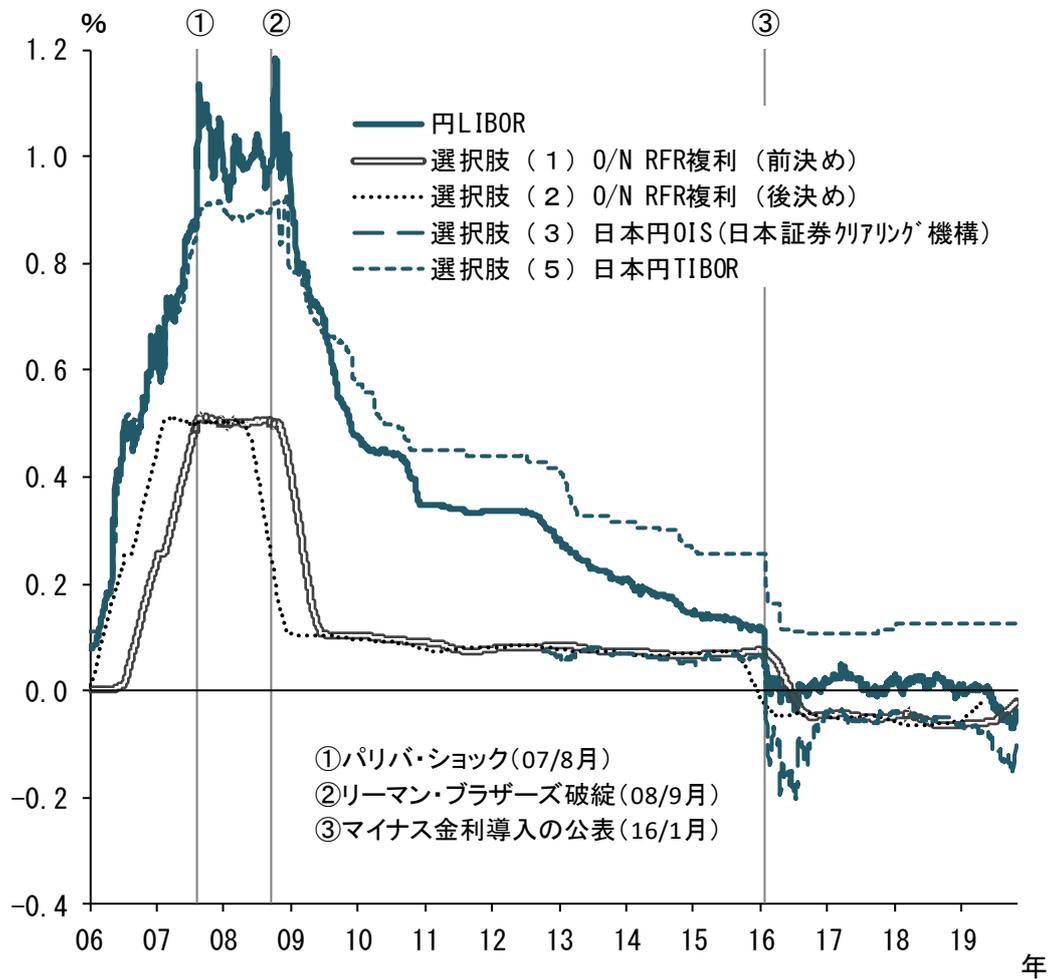
図③  
適用金利決定 → 金利の参照期間 → ターム物金利  
金利の計算期間 → ターム物金利  
リセット日      3か月後

選択肢(1) および選択肢(2)の具体的要件

項目	選択肢(1)	選択肢(2)			
		Lock out方式	Delay方式	Reset days prior方式	
「計算日」から「リセット日」または「金利支払日」までの営業日数	「計算日」=「リセット日」	2営業日および5営業日の2パターンで公示	(営業日数は金利の計算に影響を及ぼさない)		
金利の計算方法および日数計算と年日数	複利計算(複利計算時にスプレッドは上乗せしない) Act/365				
金利の計算期間	—	リセット日とタームを基準に設定			
イメージ図	<p>選択肢(1)</p>		<p>選択肢(2) Lock out方式</p>		
	<p>選択肢(2) Delay方式</p>		<p>選択肢(2) Reset days prior方式</p>		

(注) 海外では、金利の計算方法について、複利計算のほか、単純平均の事例もみられています。また、金利支払日を金利の計算期間最終日の何営業日後に設定するかについて、複数の事例が見られるため、最終的な要件確定の際にはこれらの点も念頭に置く必要があります。

### 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

## LIBORの恒久的な公表停止に備えた移行計画

実施事項		2019年		2020年				2021年				2022年			
		3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
ターム物金利の構築(注)	選択肢(1)・選択肢(2)の公示		市中協議取りまとめの公表	情報ベンダー等による公示											
	選択肢(3)の参考値の公表【フェーズ1】		参考値の公表に向けた準備	参考値の公表／データ検証・要件の変更要否の検討											
	選択肢(3)の確定値の公表【フェーズ2】			運営機関の体制準備等およびそれに向けた取り組み(規制対応含)						確定値の公表 ※可能な限り前倒しを目指す					
代替金利指標の利用	選択肢(1)・選択肢(2)・ 選択肢(5)を暫定的に利用する	選択肢(1)、選択肢(2)または選択肢(5)の暫定的利用						選択肢(3)または選択肢(4)の恒久的利用							
	当初より選択肢(1)・選択肢(2)・ 選択肢(5)を恒久的に利用する	選択肢(1)、選択肢(2)または選択肢(5)の恒久的利用													
新規契約への対応	参照金利をLIBORではなく他の代替金利指標とする	代替金利指標に早期に移行													
既存契約への対応	ハードワイヤードアプローチ	フォールバック条項の導入													
	修正アプローチ	フォールバック条項の導入 ※早期選択トリガーを定めた場合、将来の情勢に応じて当事者間で柔軟な対応が可能。 (早期選択トリガー発動により、参照金利をLIBORから代替金利指標に変更。)													
	参照金利の変更	参照金利をLIBORから代替金利指標に変更													

(注) 公示主体や運営機関等の準備状況によって、公表時期が前後する可能性があります。また、選択肢(4)については、引き続き東京金融取引所における検討状況を注視する必要があります。