

【資料 4】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

- 検討委員会第 12 回会合（2 月 25 日）では、ターム物金利構築に関するサブグループ（ターム物 SG）において、「ターム物 RFR の頑健性向上に向けて、OIS 取引の流動性向上の観点から、市場慣行の整備に向けた検討」を行うこととされた。
- これを受けて、ターム物 SG では、ターム物 RFR が頑健かつ信頼性のあるレートとなることを企図して SG メンバーのうちインターバンク取引参加者を対象に意見照会を行った。
- 意見照会の対象先から出された意見と、それを踏まえた今後の対応の方向性は、以下 1. ～ 4. のとおり。
—— 機関投資家や事業法人においても、事務フロー・システム面を中心に体制整備を進めることが期待される。

1. OIS 取引のニーズについて

- ✓ 顧客（貸出の借手や債券の発行体等）がターム物 RFR を参照して資金調達を行うことを想定した場合に、当該資金調達にかかるヘッジのために金融機関が提供するスワップ取引（金利スワップ・通貨スワップ）において参照するレートとしては、①ターム物 RFR、次いで、②RFR 後決め複利を想定する先が多かった。
- ✓ 金融機関が①のターム物 RFR スワップを顧客に提供する際に想定されるインターバンク市場でのカバー取引において参照するレートとして、ベースリスク削減等の観点から、多くの先が①と同じターム物 RFR を想定。
- ✓ もっとも、海外の議論¹や JSCC の清算集中の対象ではない点を踏まえると、顧客取引にターム物 RFR を利用するにあたっては、その頑健性の確保が重要であるため、ターム物 RFR の裏付け取引である OIS 取引の活性化が不可欠と整理。



今後、インターバンク取引を行う金融機関各社には、OIS 取引の実取引を活発化させていくことに加え、（１）積極的な気配値の呈示や、（２）OIS 取引を行うための事務フロー・システムの整備に取り組むことが期待される。

¹ 例えば、FSB では、ターム物 RFR の頑健性は OIS 市場の流動性に左右されるが、その流動性は現状では薄く、翌日物 RFR と同等の頑健性はないため、ターム物 RFR の利用は必要最小限とするべきではないかとの議論があった。この点、英国や米国でも同様の議論がなされている。こうした観点からも OIS 市場の流動性向上が求められる。

2. OIS 取引の活性化に向けた取り組み

(1) 積極的な気配値の呈示

- OIS 取引の気配値²については、元本情報のある気配値を含めて、相応の先が既に呈示していることが確認された。
- 一方で、約半数の先が「検討中」と回答。QUICK 社およびブローカー各社のガバナンス体制の構築や、ブローカーに気配値を呈示する各金融機関のディーラーの責任に関する指針等の策定を要望する意見がみられた。

呈示状況	元本情報のない気配値	元本情報のある気配値
① 既に毎営業日呈示している	2 社	1 社
② (毎営業日ではないものの) 既に呈示している	6 社	5 社
③ ターム物 RFR (日次) 公表に合わせて開始予定	1 社	1 社
④ 本年中に開始予定	1 社	1 社
⑤ 検討中	9 社	1 1 社

- ✓ 「検討中」とした先が気配値の呈示を積極的に行うためには、各金融機関のディーラーが呈示し易い環境を整備していくことが重要。
- ✓ QUICK 社を中心にガバナンス体制を整備し、指標算出の透明性を確保していくほか、金融機関各社においても社内態勢を整備することが期待される。



透明性を確保するためのガバナンス体制の整備にあたっては、金融監督当局が適切にサポートしていくことが重要。

² ターム物 RFR の算出は、OIS の取引データを用いた 5 階層のウォーターフォール構造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、参考 1 (市中協議文書の別紙 2-c<補足>) を参照。

(2) OIS 取引のための事務フロー・システム面の整備

- 金利スワップの事務フローは、大きく、①フロントにおける約定、②バックにおける約定照合、③JSCC による債務負担・清算・決済金額の通知等、④決済、に分けられる。LIBOR スワップ³と OIS の事務フローの異同を整理すると以下の通り。

		LIBOR スワップ	OIS
①	約定	取引スタート日の 2 営業日前	同左
②	約定照合	原則取引スタート日の 2 営業日前	同左
③	債務負担	取引スタート日まで	同左
	証拠金授受	日次で値洗いし、翌営業日に証拠金授受	同左
	決済金額の通知	計算期間エンド日の前営業日	計算期間エンド日の翌営業日
④	決済	計算期間エンド日	計算期間エンド日の 2 営業日後

- ✓ 既に相応の先が、事務フロー・システム面について対応済みであり、それ以外の先も検討に着手していることが確認された。
- ✓ なお、決済金額の確定から決済までの期間が、現行の LIBOR スワップ対比で短いため、システム改修等の追加対応が必要とした先が一部あったものの、全体としては、事務・システム面が OIS 取引活性化の制約になる可能性は低いことが確認された。

3. 金融監督当局への要望事項

- ✓ QUICK 社による算出プロセスの透明性確保を通じて、気配値を呈示するディーラーの責任を低減させることが必要。

4. QUICK 社への要望事項

- ✓ 情報ベンダー（Bloomberg、Refinitiv 等）への即時配信。
- ✓ 具体的なデータ・リソース、算出方法の公開。
- ✓ TONA Average、TONA Index の算出・公表。

³ LIBOR スワップにかかる事務フローの概要は参考 2 を参照。

(別紙2－c＜補足＞) 選択肢（3）のウォーターフォールの詳細

優先 順位	使用データ	データ詳細	算出手法	下位に移る 閾値の基準
1	実取引	ボイス・ブローカーないし CLOB 経由の（想定元本が閾値以上の）取引	刈込元本加重平均（Notional weighted trimmed average）	想定元本合計
2	CLOB 上の取引可能な（tradeable）気配値	SMS (Standard Market Size) ¹ にビッドとオファー双方が到達するデータのみを利用（データ抽出時刻を定める必要がある。ICE Swap Rate ² の手法を参考に、ある細分化されたウィンドウごとにランダム化された時刻の利用を検討することも一案）	ICE Swap Rate や EUR の議論を参考に、各 CLOB のデータを統合したうえで、（例えば、ランダムに選定された各抽出時刻におけるデータについて）SMS に到達するまでの気配値データを基に、元本加重平均ビッドおよび元本加重平均オファーを計算し、その単純平均を元本加重平均 Mid とする。 次に、SMS に到達し算出された各抽出時刻の元本加重平均 Mid のデータを対象に、外れ値を除外した品質加重平均（元本加重ビッド/オファースプレッドの逆数による加重平均）をとる。	ビッド、オファー双方が SMS に到達する抽出時刻の数について閾値を設ける。
3	ボイス・ブローカーの取引可能な	各ボイス・ブローカーで（閾値以上の）想定元本情報付の取引可能な気配値であって、ビッドとオファーが同時に（同一あるいは異な	最良ビッドと最良オファーの単純平均を Mid として定義する。 全データについて Mid の品質加重平均（ビッ	データ数

¹ 市場規模に照らして、想定元本額をベースに指標の算出に利用するデータ（ビッドとオファー）の範囲を決める基準です。

² https://www.theice.com/publicdocs/ICE_Swap_Rate_Full_Calculation_Methodology.pdf

優先 順位	使用データ	データ詳細	算出手法	下位に移る 閾値の基準
	(tradeable) ビッド/オ ファー気配 値ペア	る市場参加者に) 提示されているとき、その ビッド/オファーのペア（いわゆる、見合っ ているビッド/オファー）。 最良ビッドと最良オファーのレートのだ れかが変わった場合に新しいデータとして取 り扱う。	ド/オファースプレッドの逆数による加重平 均) をとる。 (想定元本は気配値に提示されているもの の、ボイス・ブローカーでは最良ビッド/オ ファーの想定元本しか市場参加者に開示され ない想定。そのため、各時刻データに対する SMS の適用は不可能なため想定元本は計算 時考慮しない)	
4	ボイス・ブ ローカーの 取引可能な (tradeable) 気配値	ボイス・ブローカーで元本情報付の取引可 能な気配値（見合っているとは限らない）。 気配値のレートが変わった場合または想定 元本が変わった場合に新しいデータとして取 り扱う。	(全日などの) データ抽出時間帯全体で最 良ビッドと最良オファーの単純平均をとる ³ 。	想定元本合計
5	ボイス・ブ ローカーの ビッド/オ ファー気配 値ペア ⁴	各ボイス・ブローカーにおいて一定の条件 下で少なくとも最低執行元本額で取引可能 な気配値であって、ビッドとオファーが同 時に(同一または異なる市場参加者に) 提 示されているとき、そのビッド/オファー のペア（いわゆる、見合っているビッド/オ ファー）。	最良ビッドと最良オファーの単純平均を Mid として定義する。 全データについて Mid の品質加重平均 (ビッド/オファースプレッドの逆数による 加重平均) をとる。	データ数

³ 対象となるデータが相応に多くなった時点で、データ抽出時間帯全体で一定の閾値に到達するまでの気配値をもとに、ビッドの加重平均およびオファーの加重平均を計算し、その単純平均をミッドとすることも考えられます。

⁴ 元本情報がなく、「少なくとも最低執行元本額で一定の条件下で取引可能」とは限らない気配値 (Indicative quote) については、フェーズ 1 においてはデータの

優先 順位	使用データ	データ詳細	算出手法	下位に移る 閾値の基準
		<p>る、見合っているビッド/オファー)。 最良ビッドと最良オファーのレート of のいずれ かが変わった場合に新しいデータとして取り 扱う。</p> <p>なお、閾値（データ数）未達のため利用され なかった第3順位のデータも、第5順位のデ ータに追加して利用する。</p>		

十分性を確保するため利用することが考えられますが、フェーズ2については改めて検討します。

金利スワップ取引の事務フロー概要

(参考2)

約定日

取引
スタート日
の
2営業日前

取引スタート日まで

計算期間中

計算期間
エンド日
の前営業
日

決済日
＝計算期間
エンド日

取引当事者A

取引当事者B

ブローカー

ビッド呈示

ボイス等により取り次ぎ
⇒約定

オファー呈示

取引データ

メール等通知

社内システムに
取引データを登録
⇒(バックで)照合作業

メール等通知

取引データ

Markitwire上

照合

取引当事者により約定照合

照合

約定の確定

申込

取引当事者がJSCCへ
債務負担を申込

申込

日本証券クリアリング機構(JSCC)

結果通知

取引の適格性や担保等の充足状況を確認

結果通知

(担保不足の場合)
証拠金差入れ

債務負担を実行

債務負担ステータ
スの通知

(担保不足の場合)
証拠金差入れ

通知

(毎日)・証拠金の値洗い
・証拠金等の通知

通知

必要に応じて
証拠金授受

必要に応じて
証拠金授受

通知

決済金額の通知

通知

日本銀行当座預金

当事者A
口座

資金※

JSCC
口座

資金※

当事者B
口座

※ ネット支払側は11:00迄に、ネット受取側は13:30以降、JSCCとの間で遅滞なく決済を行う必要

→ : 電子化され自動で実施される作業

-----> : 手動等が必要な作業