

【資料2】ISDAにおけるフォールバックの検討状況

- 対象通貨と金利指標（4つのWGで検討）
 - USD: USD LIBOR
 - GBP/EUR/CHF: GBP LIBOR、Euro LIBOR、CHF LIBOR、EURIBOR
 - JPY: JPY LIBOR、円TIBOR、ユーロ円TIBOR
 - AUD/HKD: BBSW
- 参加者
 - ディーラー、エンドユーザー、清算機関、IBOR運営機関
- 作業の目的
 - IBORが恒久的に停止した場合に適用されるフォールバックや、フォールバックの仕組みの検討を行い、提案する。
 - IBORのフォールバックを定めているISDA 2006年定義集を修正し、決定したフォールバックがIBORが恒久的に停止した際に適用されるよう、契約書に明記する。
 - IBORを参照する既存取引に、新たなフォールバックを適用するための方法、例えばすべての取引を一括で修正するためのプロトコル、を策定する。
- フォールバックのベースとなるレート⇒ 代替リスク・フリー・レート

国・地域	特定されたRFR	担保有無	WG名	管理者
日本	TONA	無担保	リスク・フリー・レートに関する勉強会	日本銀行
アメリカ	SOFR	有担保	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	ニューヨーク連銀
イギリス	SONIA	無担保	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	イングランド銀行
スイス	SARON	有担保	Swiss National Bank National Working Group on Swiss Franc Reference Rates	SIX Swiss Exchange
オーストラリア	RBA Cash Rate	無担保	N/A	オーストラリア準備銀行
欧州	ESTER	無担保	European Central Bank Risk-Free Rate Working Group	欧州中央銀行
香港	HONIA	無担保	N/A	Treasury Markets Association (TMA)

ISDAにおけるフォールバックの検討状況

フォールバックのトリガー — 2006年ISDA Definitionsに以下の事象をトリガーとして導入することを検討中

- (当該IBORの)運営機関または代理人によりIBORの公表を恒久的または無期限に停止することが公表され、その時点で当該運営機関の後継者が存在しない場合
- (当該IBORの)運営機関の監督当局、(当該IBORの)通貨を管轄する中央銀行、運営機関の法域の破産担当官、同破綻処理当局、または運営機関の破産担当官や破綻処理担当当局に類似する裁判所または機関により、当該IBORの運営機関がIBORの公表を恒久的または無期限に停止することが公表され、その時点で当該運営機関の後継者が存在しない場合

注) 当該IBORの停止の公表が、実際の停止より前に行われる場合、フォールバックの適用は実際に停止するまでは適用されない。

なお、IBORが実際に停止する前に代替レートへの移行を進めるために必要なドキュメンテーションの策定についてISDAメンバーおよび関連当局と検討を行っている

定義の修正 — IBORの恒久的な停止に対応するため、2006年版ISDA定義集のSection 7.1で規定されるfloating rate optionsの定義を修正する

選定されたフォールバックが発動されるための客観的な事象に関するステートメント

- トリガーが発生した際に適用されるフォールバックの説明。具体的には、IBORがターム物であるのに対し、リスク・フリー・レートは翌日物であるために必要となるタームの調整、及び、IBORに含まれているプレミアム部分の調整後のRFRがフォールバックとなる。

また、既存の取引に当該修正(フォールバックに関する修正)を行うためのプロトコルの策定も行われる予定。

- 2006年版ISDA定義集への修正は、当該修正が適用された日以降に締結された取引にのみ適用されるため、それ以前に締結された取引については別途手当てが必要となるため。

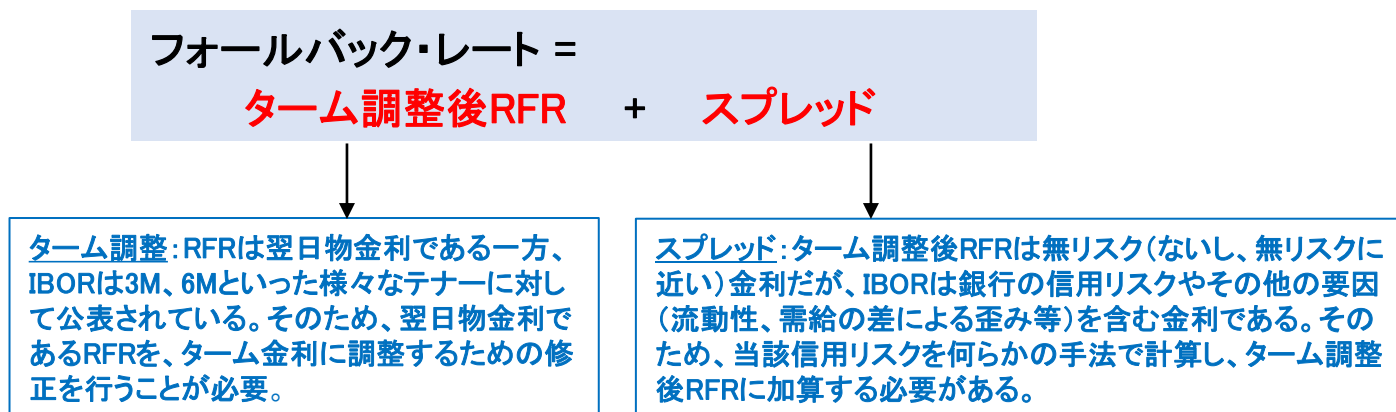
IBORフォールバック: ターム調整とスプレッド調整に関する市中協議

7月12日～10月22日にISDAはデリバティブ取引のフォールバックに関する市中協議を実施。

- IBORのターム構造を、ターム構造のない翌日物金利のRFRに対してどのような調整を行うか (⇒論点1)
- 信用プレミアムやその他の要因(流動性、需要と供給の差による歪み等)部分の調整をどのように行うか (⇒論点2)
- 対象となる金利指標は、GBP LIBOR、CHF LIBOR、JPY LIBOR、TIBOR、Euroyen TIBOR、及びBBSW。USD LIBOR、EURO LIBOR及びEURIBORについては追加の市中協議を行う
- 市中協議はISDAのウェブサイト上に掲載されている
 - ✓ <https://www.isda.org/2018/07/12/interbank-offered-rate-ibor-fallbacks-for-2006-isda-definitions>
- ISDAは、市中協議への回答を分析し、タームとスプレッドの調整方法(または次のステップ)について決定する
- ISDAは、市中協議の回答を元にどのように最終決定を行ったかについて、その理由を公表する

新たなフォールバックの導入はあくまでも自主的に行われるもの。したがって、出来る限り多くの市場参加者が導入しやすくなるようなフォールバックを決定する必要があり、多くの市場参加者からの市中協議への積極的な参加が必要

市中協議と平行して、RFRに適用されるスプレッドの計算を行う第三者ベンダーへの働きかけも行われる予定



論点1: RFRのターム構築に関する検討

公表されるRFRは翌日物金利だが、IBORのフォールバックとするためには、12ヶ月までのターム構造が必要。そのため、クレジットスプレッドを加えるベースとなる「ターム調整後RFR」を選定する必要がある。当該タームの調整方法について、市中協議では4つの方法が提案されている。

1. **Spot Overnight Rate:** IBORの計算期間開始日の2営業日前に公表されるRFR
2. **Convexity-adjusted Overnight Rate:** スポットの翌日物金利にコンベクシティを打ち消す一次的補正を行ったもの
3. **Compounded Setting in Arrears Rate:** IBORの計算期間を日次の複利計算を行って得たRFR
4. **Compounded Setting in Advance Rate:** 3と似た計算方法だが、実際の金利計算期間が開始する時点から遡ったIBORの計算期間に基づいて算出される。

論点2: スプレッドの計算方法の検討

ターム調整後RFRは無リスク(ないし、無リスクに近い)金利だが、IBORは銀行の信用リスクやその他の要因(流動性や需給の差による歪み等)を含む金利である。当該信用リスクを計算するための方法について、3つの方法が提案されている。

1. **Forward Rate Approach (FRA):** スプレッドは、IBORの恒久的停止が公表される前日の市場で観測されるIBORとRFRの、各将来時点でのフォワード・レートのスプレッド(差)に基づいて計算される。
2. **Historical Mean/Median Approach:** 長期間(例えば、5年、または10年前に遡った時点から現在)における過去のスポットIBORレートとスポットRFRのスプレッド(差)の平均値・中央値に基づいて計算される。
3. **Spot-Spread Approach:** フォールバックのトリガーが公表される前日のスポットスプレッドをベースにCSが計算される。市場ストレスによる影響を軽減するため、比較的短期間(例えば、5営業日、10営業日、または1ヶ月)の日次のスポットスプレッドの平均値を使用することも検討されている。

ターム調整方法とスプレッドの計算方法の組み合わせ

Spread adjustment

Adjusted RFR		Forward Approach	Historical Mean / Median Approach	Spot-Spread Approach
	Spot Overnight Rate (SOR)	Not compatible	(3)	(7)
	Convexity-adjusted Overnight Rate (COR)	Not compatible	(4)	(8)
	Compounded Setting in Arrears Rate (ARR)	(1)	(5)	Not compatible
	Compounded Setting in Advance Rate (ADR)	(2)	(6)	(9)

出所: <https://www.isda.org/2018/07/12/interbank-offered-rate-ibor-fallbacks-for-2006-isda-definitions>

市中協議の結果

- ISDAは11月27日に市中協議の速報結果に関するステートメントを公表
- 12月20日、最終結果を説明した市中協議に対する具体的なフィードバックの概要を公表
- 152件の回答(社数は164社)、各国の多様な業態(銀行、アセマネ、年金、事業法人、取引所、清算機関、金融サービス会社、業界団体、政府系機関)

回答の内容

- RFRのターム調整
 - 圧倒的多数の回答は「compounding setting in arrears rate」を希望
- スプレッド調整
 - 大多数の回答は「historical mean/median approach」を希望
 - 「forward approach」を第一希望とした回答の過半数は「historical mean/median approach」を第二希望としている。
 - 「historical mean/median approach」に反対とした回答はほとんどなかった一方で、「forward approach」が問題であるとの回答はより多かった。
 - 「forward approach」の欠点を指摘する回答が「historical mean/median approach」の欠点を指摘する回答を上回った。
- 過半数の回答は4通貨(AUD、CHF、GBP、JPY)共通の調整方法を希望。USDやEURについても同じ調整方法がよいと考える回答が多数あったが、これらの通貨は追加の市中協議で直接的にカバーされる。

市中協議の結果

- 市中協議の最終結果を受けて、ISDAは「compounding setting in arrears rate」および「historical mean/median approach」をベースとしてフォールバック条項策定の作業を進める。
- 今後数ヶ月間で、historical mean/median approachに基づくスプレッド調整方法の詳細（ルックバック期間の長さ、meanかmedianか等）の決定に向けた作業を行う。
- historical mean/median approachに関する市場参加者の理解を深めるため、感応度分析の結果を公表する。また、スプレッド調整およびcompounding setting in arrears rateの精緻な計算式の最終化に向け、解決が必要な技術的問題についてもISDAのアドバイザーとともに検討を行っていく。
- ISDA定義集への導入を行う前に、再度市中協議を行い、最終コメントの募集を行う。
- USD LIBORの市中協議については今年の早いタイミングで追加の市中協議を行う予定。
- ISDAは、引続きコンサルタントや監督当局等と相談しながら作業を進める。