

ポスト LIBOR_2021.10.07

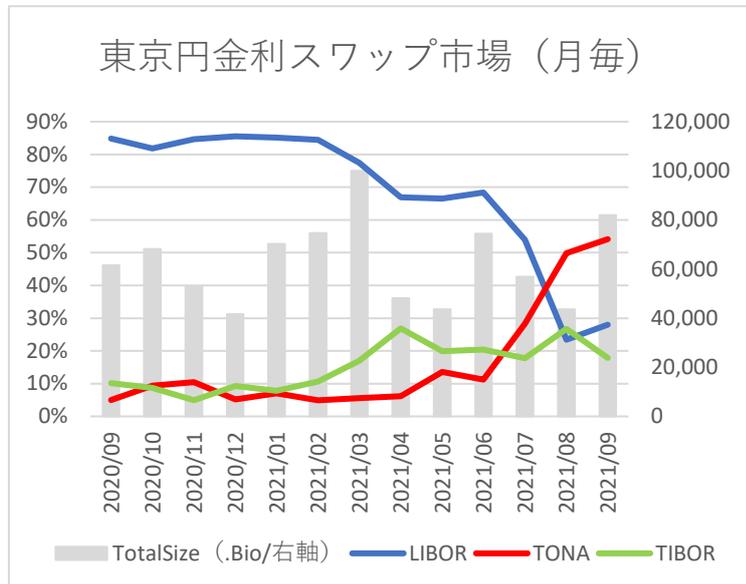
東短リサーチ 研究員 高田栄人

ポスト LIBOR に関してこの1カ月の間にどのような進展があったのか、東京円金利スワップ市場での「ポスト LIBOR に向けての進捗状況」と、ターム物日本円 RFR である「TORF の動向」を通してお伝えします。また、「ターム物 RFR (TORF) の利用が進まない日本円」について考えます。

ポスト LIBOR に向けての進捗状況

2021年7月26日、日本円金利指標に関する検討委員会（以下、検討委員会）は「TONA First¹」に関するステートメントを発表しました。その中で、円金利スワップ（インターバンク）市場（線形商品）における気配値呈示を円 LIBOR から TONA ベースに移行する時期として2021年7月末と明示し、翌8月からのインターバンク市場における円 LIBOR スワップ（線形商品）取引の一斉停止を期待する旨が述べられました。

下のグラフは、東京円金利スワップ市場における円 LIBOR スワップ（青線）、TONA スワップ（赤線）、TIBOR スワップ（緑線）の割合、および取引額面金額（グレー棒、単位：10 億円）を示したものです²。



8月までに、市場全体の5割まで一気に取引高を増やした TONA スワップですが、9月は少し伸び悩みました。おそらく、「金利スワップ商品のインターバンク市場での新規取引停止時期の目安としての2021年9月末³」が注目され、対顧客取引において円 LIBOR スワップの駆け込み的な取引が膨らみ、相対的に TONA スワップの取引比率が

¹ 「円金利スワップ市場における気配値呈示の移行対応 (TONA First) について」(検討委員会)

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmtc/data/cmt210726b.pdf

² JSCC (日本証券クリアリング機構) からのデータを基に作成。円 LIBOR スワップ、TONA スワップ、TIBOR スワップ (ユーロ円 TIBOR、日本円 TIBOR の合算) の合計を「1」とし、それぞれの割合 (%) をグラフ化しています。

³ https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmtc/cmt210326b.pdf

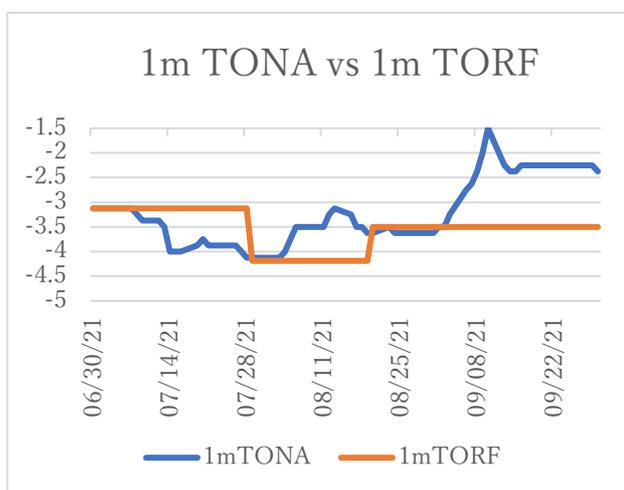
「日本円金利指標に関する検討委員会第21回会合(書面開催)資料」(2021年3月26日)

伸び悩んだと考えられます。

2021年9月28日、検討委員会は、「円 LIBOR 参照金利スワップの新規取引停止等について」を発表しました。2021年3月26日付の発表内容を再確認するもので、「遅くとも9月末までにインターバンク市場での新規取引を停止するよう期待する」旨の内容でした。

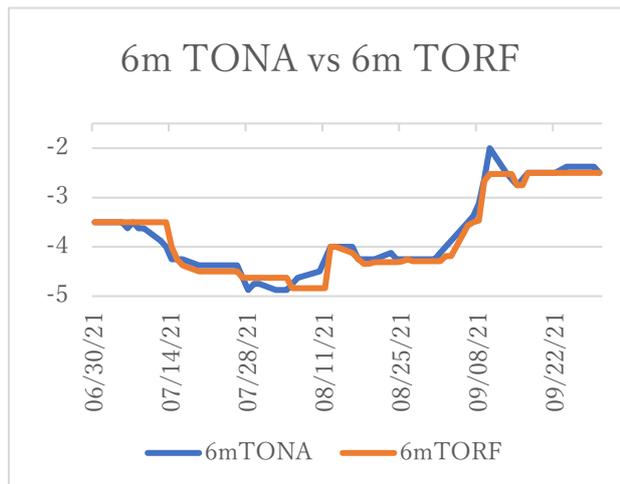
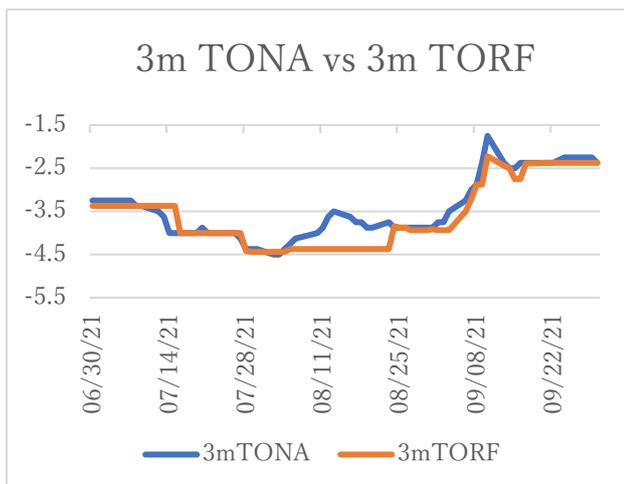
ターム物日本円 RFR である「TORF の動向」

TORF⁴には1カ月物・3カ月物・6カ月物の3タイプがあり、それぞれのTORF参照金利は、TONAスワップ市場における1カ月物・3カ月物・6カ月物の実取引データおよび気配値データ等に基づいて算出されます。つまり、TORFが信頼される金利指標となるためには、実取引に裏付けられた頑強なTONAスワップのデータが必要ということです。



この3つのグラフは、2021年6月30日から9月30日までの1カ月物・3カ月物・6カ月物TORF（赤線）と同期間のTONAスワップ気配値（青線）の推移です。TORF（赤線）はTONAスワップ気配値（青線）に遅れて推移することが多く、特に1カ月物のTORFは、TONAスワップ気配値とかい離れた状態で推移することが多いことが分かります。

2021年4月26日から「確報値」が算出・公表されているTORFですが、デリバティブ・



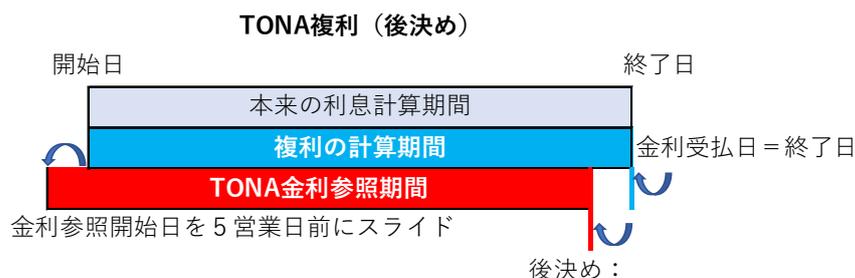
⁴ TORF（：Tokyo Term Risk-Free Rate）はターム物日本円RFRに認定されており、正式名称は「東京ターム物リスク・フリー・レート」です。

貸出・債券の各分野で広く利用されるためには、短期 TONA スワップ市場の流動性がさらに高まる必要があります。

ターム物 RFR (TORF) の利用が進まない日本円

「貸出」及び「債券」における円 LIBOR 代替金利指標の第 1 順位である TORF ですが、参照金利として利用されたとの話はまだ聞こえてきません。今のところ、円 LIBOR 代替金利指標第 2 順位の「TONA 複利」を“Lookback without Observation Shift 方式”（金利参照期間を 5 営業日前倒しするケース）で対応するケースが多いようです。

ポスト LIBOR_2021.09.01 においてご紹介しましたが、もう一度、簡単に説明しておきます。これは、「利息（金利）計算期間に対して、リセットで使用する金利参照期間を前倒しする一方、複利計算期間は金利計算期間の日数と一致させる手法」です。「金利参照期間を 5 営業日前倒しするケース」では、終了日の 5 営業日前にレートが決定するため、利息計算期間終了日に金利の受払が出来ます。



ただし、終了日の 5 営業日前にレート決定する為、利息計算期間終了日に金利の受払が出来る。

【Lookback without Observation Shift方式（例：金利参照期間を 5 営業日前倒しするケース）】
ところで、筆者は、ターム物 RFR の利用が国内で進まない理由は他にもあると考えます。

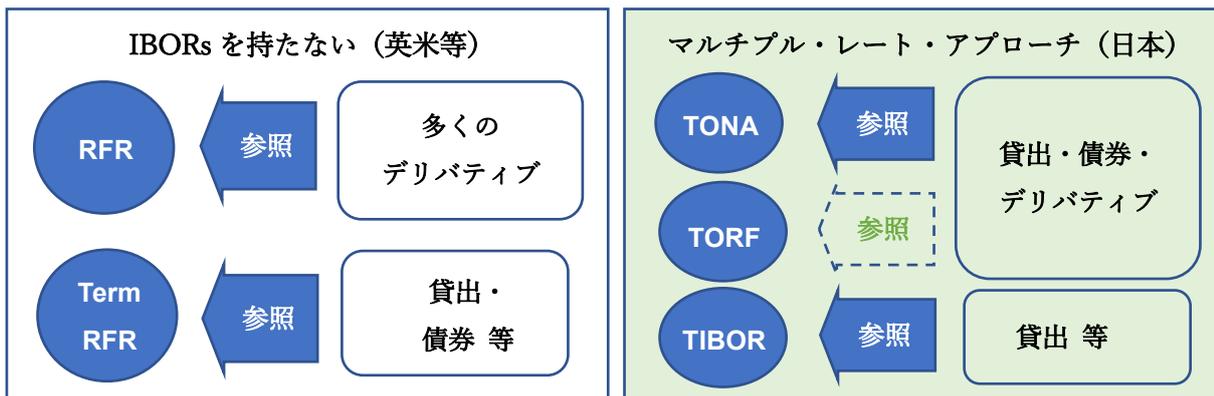
世界の主要通貨には、LIBOR 以外に参照できる IBORs を持たない通貨と、LIBOR 以外に参照できる IBORs を持つ通貨があります。そのため、IBORs を持つ・持たないで、RFR に対するアプローチも変わってきます。

米ドルや英ポンド、スイスフランなどは、LIBOR 以外に参照できる IBORs を持たないため、必然的に RFR に移行せざるを得ませんでした。そして、貸出・債券・デリバティブの各分野で、ターム物 RFR と RFR の使い分けをしたと考えられます。一方、日本円を含め、ユーロ、豪ドル、香港ドルなど限られた通貨は、LIBOR 以外に参照できる IBORs を持っているため、「マルチプル・レート・アプローチ」に基づき検討が進められています。

「マルチプル・レート・アプローチ」とは、IBORs・RFR それぞれの金利指標を、貸出・債券・デリバティブ等金融商品や取引の性質を踏まえて利用することです。

左下の図は、LIBOR 以外に参照できる IBORs を持たない英米等のイメージ図です。

IBORs を持たない英米では、「ターム物 RFR」として Term SONIA、Term SOFR が正式に公表されています。これらはインターバンクで取引されることを意図した参照金利ではなく、貸出や債券のヘッジ取引をエンドユーザーが行うために限定するとされているようです⁵。そして、「RFR」である SONIA、SOFR は主にデリバティブの分野で利用されるという使い分けがなされているようです。



これに対して、右上の図は、LIBOR 以外に参照できる IBORs を持っている日本のイメージ図です。日本では、全銀協 TIBOR・RFR それぞれの金利指標を、貸出・債券・デリバティブ等金融商品や取引の性質を踏まえて利用するマルチプル・レート・アプローチに基づき検討が進められています。

RFR である TONA 複利（後決め）は、主にデリバティブの分野で利用されていますが、先ほどご紹介した“Lookback without Observation Shift 方式”を活用すると、利息計算期間の終了日に利息の受払いが可能のため、貸出や債券にも利用可能です。また、日本では、既に「貸出」等において実績のある全銀協 TIBOR があるため、特に急いでターム物日本円 RFR である TORF を利用する必要もありません。そのため、IBORs を持たない英米に比べると、日本ではターム物 RFR に対する緊急性が低いと考えられます。

以上のような環境が、日本でターム物 RFR の利用が進まない理由の一つだと考えられます。

以上

⁵ Re Term SOFR: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/ARRC-Scope-of-Use-FAQ.pdf>

Re Term SONIA: https://fmsb.com/wp-content/uploads/2021/07/Standard-on-use-of-Term-SONIA-reference-rates_FINAL.pdf

東京短資株式会社のお客様へ

本書面の情報に基づき、お取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

◇ お取引に当たっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した手数料*をいただきます。また、非上場債券（国債、CP等）等のように購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もあります。

* 手数料の額は、その時々市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

◇ 金利等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた証拠金の額を上回るおそれがあります。

◇ 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面、取引説明書等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等：東京短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第524号 加入協会：日本証券業協会

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますよう御願ひ致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。