

ポスト LIBOR_2021.09.07

東短リサーチ 研究員 高田栄人

前回のレポートでは、既存の取引(貸出・債券・デリバティブ)の中で利用されている円 LIBOR の代替金利指標の候補として、「TORF」と「TONA 複利」を取り上げ、用語解説を中心に行いました。今回は、主にデリバティブの側面から、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」をお伝えします。

マルチプル・レート・アプローチ

現在、日本をはじめとした複数の国においては、IBOR・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」について検討が行われています。

日本では、2017年7月に、一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関 (JBATA) が、リファレンス・バンクの呈示レート算出・決定プロセスを統一・明確化すること等を主な内容とする「全銀協 TIBOR 改革」を実施しました。その後も市中協議を複数回重ねており、RFR と TIBOR を併用するマルチプル・レート・アプローチが検討されています。

TIBOR

TIBOR (: Tokyo Interbank Offered Rate) とは、短期金融市場の一つであるインターバンク市場の取引の実勢を反映する円の金利指標のことです。

本邦オフショア市場の実勢を反映する「ユーロ円 TIBOR (通称 : ZTIBOR)」と本邦無担保コール市場の実勢を反映する「日本円 TIBOR (通称 : DTIBOR)」の 2 種類があります。両者の大きな違いはデイカウントです。ユーロ円 TIBOR はマネーベースの Act/360、日本円 TIBOR はボンドベースの Act/365 での金利表示となっています。日本時間午前 11 時時点における市場実勢を反映した 5 種類のレート (1 週間物、1 カ月物、3 カ月物、6 カ月物および 12 カ月物) を JBATA が算出し、毎営業日午後 12 時 50 分頃に公表しています。

TIBOR は金利スワップの変動金利としても利用されています。現在、ユーロ円 TIBOR スワップと日本円 TIBOR スワップの 2 種類が取引されており、それぞれの参照金利の期間には 1・3・6 カ月物があります。

JBATA は現在、「日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合等」の検討を進めています。その背景にはユーロ円 TIBOR の根拠となるユーロ円市場の縮小があり、日本円 TIBOR を維持し、

ユーロ円 TIBOR を廃止する「日本円 TIBOR への一本化」を現時点における最も有力な選択肢としているようです¹。

そして、2021年3月29日、JBATA は非公式ながらも、「日本円 TIBOR への一本化」の実施時期として2024年12月末を想定している旨の発表²を行いました。現在、東京円金利スワップ市場では、2024年12月末にユーロ円 TIBOR が廃止されることをほぼ織り込んでいます。

商品別	「代替金利指標」 (選好順)
貸出	TORF
	TIBOR
	TONA複利

TIBOR は、特に「貸出」において、円 LIBOR に代わりうる代替金利指標として一定の支持を集めています³。マルチプル・レート・アプローチを目指す日本では、TIBOR は、TORF、TONA 複利と共に、ポスト LIBOR における有力な「代替金利指標」の一つと言えます。

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 First⁴」に関するステートメントを発表しました。その中で、円金利スワップ市場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⁵。今年6月まで、円 LIBOR スワップから TONA スワップへの移行はほとんど進んでいませんでしたが、7月以降に一気に進んだ様子が見てとれます。

8月になっても円 LIBOR スワップは2割程度取引されています。その理由の一つとして、対

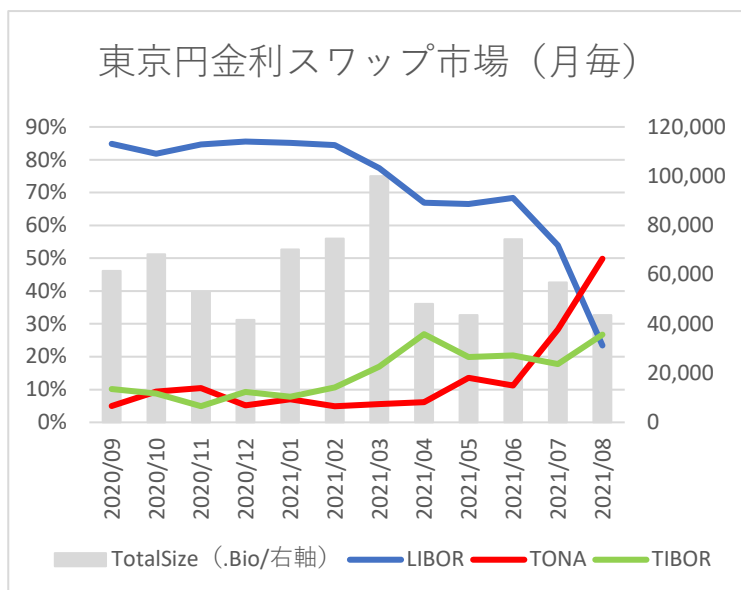
¹ 【第1回市中協議】「日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合等に係る方向性について」の意見募集結果等について。令和元年5月30日) <https://www.jbatibor.or.jp/news/consultative%20document.html>

² 参考資料: https://www.jbatibor.or.jp/news/Compliance_with_IOSCO_19principles_2021.html

³ 参考資料:「金利指標改革を踏まえた全銀協 TIBOR の現状および今後の展開(2021年3月)」(9ページ)
<https://www.jbatibor.or.jp/%E8%A9%B3%E7%B4%B0%E8%AA%AC%E6%98%8E%E8%B3%87%E6%96%99.pdf>

⁴ 「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_cmte/data/cmt210726b.pdf

⁵ 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。



TONA スワップとのスプレッド取引等、一部の円 LIBOR スワップは容認されていることがあります。また、対顧客取引に限り、円 LIBOR スワップは現在でも取引可能⁶となっており、ダイレクト取引でのアンワインド（：既存取引の解消）も取引されているようです。

もう一つの注目点は、TIBOR を参照金利とするスワップの割合が、安定的に、東京円金利

スワップ市場全体の 1～2 割程度を占めていることです。

これは、東京円金利スワップ市場が、TIBOR を参照金利とする「貸出」等のポジションを安定的にヘッジできる市場として機能していることを示唆しているのかもしれませんが。市場活性化を目指すデリバティブ関係者にとっても、貸出等で TIBOR 参照金利を利用する関係者にとっても、安心材料です。検討委員会が提唱するマルチプル・レート・アプローチは、このような市場環境を安定的に継続していくことなのでしょう。

TORF がマーケットの信認を得るために必要なこと

「貸出」や「債券」における円 LIBOR の代替金利指標として第 1 順位に推奨された「TORF」の確報値は 2021 年 4 月 26 日から公表されており、実際の取引に利用可能です。一方、「デリバティブ」の世界では、2021 年 8 月 25 日付で TORF が ISDA2006 に追加され、ISDA マ

商品別	「代替金利指標」
デリバティブ	TONA複利
	TIBOR
	(TORF)

スター契約に基づく取引が可能となりました。しかし、執筆時点において TORF を参照金利とする TORF スワップ⁷は、日本証券クリアリング機構 (JSCC) の清算対象とはなっておらず、インターバンク市場では取引されていません。

⁶ 検討委員会傘下の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の中で、金利スワップ商品の新規取引停止時期の目安について「遅くとも 2021 年 9 月末まで」と公表しています。

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

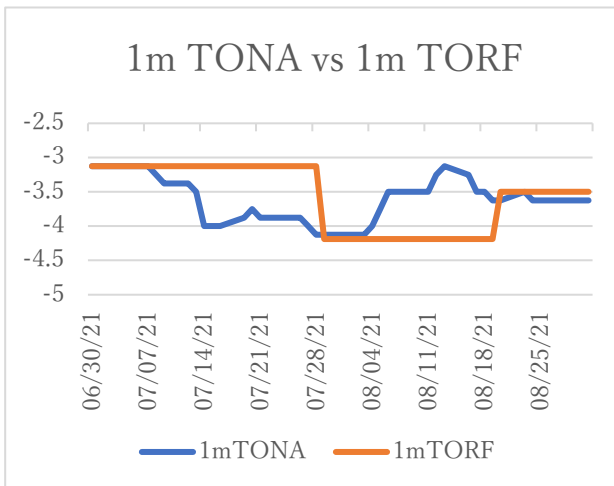
⁷ 「TORF スワップ」とは、一定期間の固定金利と TORF（前決め）金利の利息を交換するオフバランス商品です。

TORF 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、

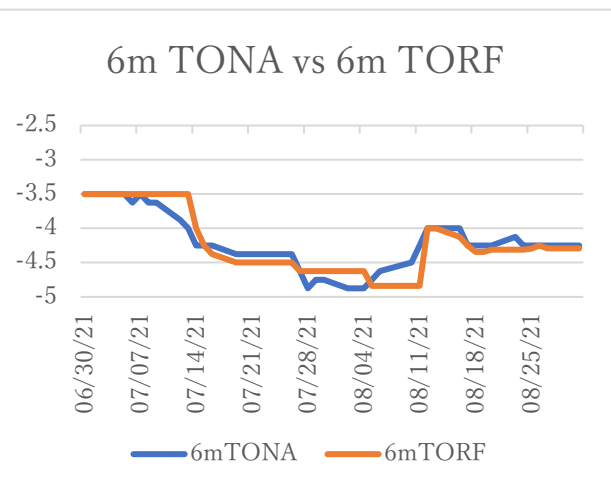
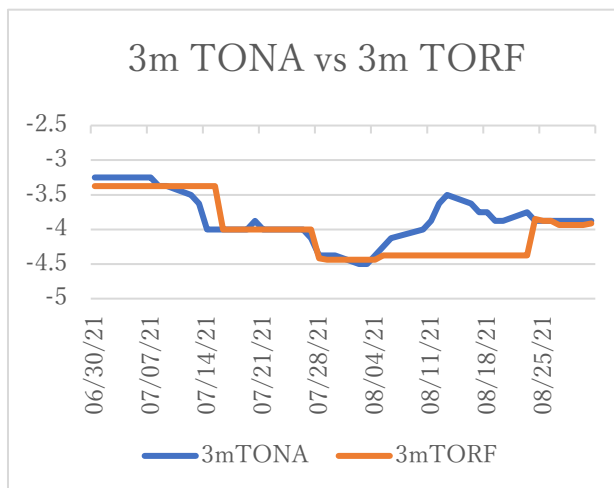
TORFスワップ市場 (デリバティブ)	TORF参照市場 (貸出・債券)
1・3・6カ月物 TONAスワップ市場	
無担保コールO/N市場	

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。

ここからは少し専門的な話になりますが、TORF 確報値を算出・公表している QBS (QUICK ベンチマークス) は、実取引データを第一順位とし、該当データがない場合には次の優先順位のデータを採用するウォーターフォール手法を採用しています。



ところが、現在の手法では、「TONA スワップ市場にオファー/ビッドのプライスがない、またはあったとしてもオファー/ビッドの片方だった場合、当日の TORF として前日の価格が採用される」ことになっているため、両者の乖離が大きくなる可能性があります。残念ながら、現在短期 TONA スワップ市場の流動性が低いため、正しく TORF の水準を算出することが難しくなっています。



上の 3 つのグラフは、2021 年 6 月 30 日から 8 月 31 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 確報値が公表され始めて約 4 か月が経過しましたが、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、1 カ月物や 3 カ月物では TORF と TONA スワップ気配値の乖離が大きいことがよく見られます。

い離が1ベーシスポイント近くにまで広がることが何度かありました。

以上のように、LIBORの代替金利指標としてのTORFが、デリバティブ・貸出・債券の各分野で安心して利用されるためには、短期TONAスワップ市場の流動性が高まる必要があります。

【付録】用語解説

マルチプル・レート・アプローチとは、IBOR・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。日本では、RFRとTIBORを併用するマルチプル・レート・アプローチが検討されています。

TIBOR（：Tokyo Interbank Offered Rate）とは、短期金融市場の一つであるインターバンク市場の取引の実勢を反映する円の金利指標のことです。本邦オフショア市場の実勢を反映する「ユーロ円TIBOR（通称：ZTIBOR）」と本邦無担保コール市場の実勢を反映する「日本円TIBOR（通称：DTIBOR）」の2種類があります。両者の大きな違いはデイカウントで、ユーロ円TIBORはAct/360、日本円TIBORはAct/365の金利表示となっています。日本時間午前11時時点における市場実勢を反映した5種類のレート（1週間物、1カ月物、3カ月物、6カ月物および12カ月物）を一般社団法人全銀協TIBOR運営機関（JBATA）が算出し、毎営業日午後12時50分頃に公表しています。

JBATAは現在、「日本円TIBORとユーロ円TIBORの統合等」の検討を進めています。その背景にはユーロ円TIBORの根拠となるユーロ円市場の縮小があり、日本円TIBORを維持し、ユーロ円TIBORを廃止する「日本円TIBORへの一本化」を現時点における最も有力な選択肢としているようです。そして、2021年3月29日には、非公式ながらも、JBATAから「日本円TIBORへの一本化」の実施時期として2024年12月末を想定している旨の発表がありました。現在、東京円金利スワップ市場では、2024年12月末にユーロ円TIBORが廃止されることをほぼ織り込んでいます。

TIBORスワップとは、一定期間の固定金利とTIBOR（前決め）金利の利息を交換するオフバランス商品で、ユーロ円TIBORスワップと日本円TIBORスワップの2種類があります。それぞれの参照金利の期間には1・3・6カ月物があります。

TORFスワップとは、一定期間の固定金利とTORF（前決め）金利の利息を交換するオフバランス商品です。TORF参照金利には1・3・6カ月物があります。執筆時現在、TORFスワップは日本証券クリアリング機構（JSCC）の清算対象とはなっておらず、インターバンク市場では取引されていません。

以上

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い致します。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。