

2019年3月28日

ICE Benchmark Administration による「U.S. Dollar ICE Bank Yield Index」 に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、ICE Benchmark Administration (IBA) が本年1月24日に公表した「U.S. Dollar ICE Bank Yield Index」に対して、コメントの機会を与えられたことに感謝の意を表したい。本件検討に当たり、我々のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

【総論】

- 2021年末のLIBORの恒久的な停止に係る可能性を踏まえ、ドルについては、米ARRCにおける精力的な検討のもと、全面的なRFR(SOFR)への移行が指向されていると認識している。
- しかしながら、2014年7月に公表されたFSBの報告書でも示されている通り、貸出については、銀行の信用リスクを含むIBORが指向されるなど、商品ごとに選好される金利は異なりうる。特に貸出等においては、フォワードルッキングなターム物金利のニーズが強く、このため、現在、米国では、LIBORの恒久的な停止の可能性を見据え、SOFRベースのターム物金利の構築が検討されており、早期に利用が開始となることが期待されていると理解している。特に、全銀協のようにARRCに参加していない立場の者にとっては、フォワードルッキングなターム物SOFRの構築が2021年末というPaced Transition Planで示されている期限よりどの程度早く実現されるかは、LIBOR廃止に併せた円滑な移行を実現する上で特に重大な関心事である。
- 今回ICEから提案されたICE BYIは、キャッシュ商品で選好される金利の特性を踏まえていると考えられる。金利指標という社会インフラ整備の観点からも、リテールや一般事業法人を含む様々な指標利用者が目的や商品、自身の選好等に応じて選ぶ選択肢は複数あることが望ましく、参加者(借手・貸手)のニーズを満たす金利の選択肢が整備されることは重要である。
- したがって、フォワードルッキングなターム物SOFRを含むRFRへの健全な移行を妨げないという前提で、キャッシュ市場において利用しうる指標の一つとしてのICE BYIの構築について賛同する。理由の詳細は以下のとおりである。

①フォワードルッキングなターム物金利に対するニーズ

間接金融では、顧客に利息等を事前に通知し、顧客が利息等の支払準備を行う実務となっており、フォワードルッキングなターム物金利に根強いニーズがある。現時点で、SOFR ベースのターム物金利の構築時期が未だ完全には明確となっていない中で、LIBOR の公表停止リスクを早期に回避するため、間接金融の顧客にフォワードルッキングなターム物金利を提供できる ICE BYI のような金利の構築可能性を排除する必要はないと考える。

②顧客における理解のしやすさ

金融機関と非金融機関が相対することが多い間接金融において、エンドユーザーとの契約における取引当事者間の円滑な合意のためには、特に借手にとって、理解しやすい金利であることが重要である。この観点からは、LIBOR と同様に「(銀行界全体の資金調達に付随するリスクプレミアムを含む) 金利指標 + (借手の信用プレミアムと個別行の資金調達に付随するリスクプレミアムを反映する) スプレッド」の構造、であることが便宜である。

今回提案されている ICE BYI は、貸手である銀行の平均的な調達金利を表現しようとした指標と考えられる点で、LIBOR と共通しているといえる。そのため、借手は適用金利について理解が容易であり、間接金融の借手にとっての馴染みやすさもあるため、金利指標の移行に伴う混乱を回避し易いと考えられ、LIBOR の恒久停止前の早期に LIBOR エクスポージャーの削減を希望するユーザーのニーズに沿うことができるものとする。

③銀行における利便性

ICE BYI の利便性の高さは顧客にとってばかりでなく、貸手である銀行にとっても同様であると考えられる。例えば、ICE BYI は LIBOR と金利の構成要素が類似していることから、これまで LIBOR を基準に構築されたスプレッドに対する考え方やリスク管理手法を踏襲することができ、この点現行実務の変更に伴う負担が相対的に小さいと考えられる。これは、LIBOR から代替金利指標への移行に伴う不確実性を適切に管理し対応する上で、特に中小規模の金融機関に対する負担を軽減すると考えられる。

④指標の頑健性

LIBOR については「専門家判断」に過度に依存していたことが大きな課題の一つであった。一方で、今回提案された ICE BYI は複数の市場にわたり、国際的に活動する大手銀行の実取引のデータのみが利用されており、レート呈示行の「専門家判断」の余地の観点から、LIBOR に比して頑健性が高まっている。

以上のとおり、借手・貸手双方のニーズに合致していること、相対的にみて指標の頑健性が高まっていることから、ICE BYI の構築は有用と考える。ただし、LIBOR と同様に大手金融機関が継続してデータを提出するため、パネルバンクと同種の負荷が生じる点、および金融指標に関する IOSCO の 19 原則における「原則 7 : データの十分性」の観点等を踏まえると、さらなる改善が必要な点も存在すると考えられる。

以下、各質問に対しては、総論をもとに回答する。

【各論】

(1) Do you agree that the U.S. Dollar ICE Bank Yield Index will be representative of the average yields at which investors are willing to invest U.S. dollar funds on a senior, unsecured basis in large internationally active banks operating in the wholesale U.S. dollar markets?

(コメント)

同意する。ただし、金融機関から取引データが安定的に提供されることと、算出結果が LIBOR が本来表現しようとする銀行の平均的な調達金利を表すものとなることが前提となる。

(理由)

ICE BYI は、その金利算出に国際的に活動する大手銀行の実取引データのみが利用されるなど、LIBOR 対比で信頼性・頑健性が向上していると考えられ、銀行の信用リスクを含む米ドル建ての代表的な指標になりうる。一方で、そのためには、算出の根拠となる取引データが十分かつ継続的に提供されることが必要である。このため、IBA は各金融機関と取引データ提出に係る Agreement を締結する必要があると考えられる。

加えて、キャッシュ市場における利用者は、指標変更に伴う経済価値の移転の最小化を求めるため、LIBOR が本来表現しようとする銀行の平均的な調達金利が表されることを通じて、過去からの連続性が一定程度保たれることが必要である。

(2) Do you agree that the U.S. Dollar ICE Bank Yield Index should be published for one-month, three-month and six-month tenors, or should other tenors be included?

(コメント)

3つのテナーの公表については同意するが、加えて1週間物のテナーも公表いただきたい。

(理由)

3つのテナーに加え、1週間物のテナーも公表されれば、1か月未満の貸出金利を線形補完法により算出する際、より市場実勢に近い金利を算出することが可能となる。

(3-b) Should IBA seek to address or exclude outlier transaction yields when constructing the yield curve, either through the use of a robust regression model or by imposing a +/- 100bps sensitivity test relative to the calculated curve?

(コメント)

金利指標の水準を安定させるため、必要な範囲において、外れ値に対する何らかの調整が行われることが望ましい。

(理由)

外れ値が取り除かれることで、一部の金融機関の個別事情や市場操作の可能性が低減され、指標が安定することが期待される。なお、調整における具体的な手法としては、金利差の絶対値ではなく、上下とも一定の比率のデータを排除する方法や、中心値から一定倍数以上・以下のデータ（例えば 1.5 倍以上および 0.5 倍以下）を排除する等の方法が考えられる。ただし、外れ値を排除することで市場実勢の反映度が逆に落ちる可能性があるため、テストを十分に実施する必要がある。

(4) Do you agree with a target of ten (10) transactions per maturity range, or should this target be increased for some/all maturity ranges? When responding to this question please consider the curve-fitting methodology, which incorporates all eligible data points across the curve on any given day to construct a “best fit” yield curve.

(コメント)

同意する。ただし、取引量が低下し、目標に達しない時の対応についてもさらなる検討が必要である。

(理由)

目標取引数は、レートの安定的な算出のためにも、実取引数を考慮して達成可能な件数を設定すべきである。

一方で、指標の信頼性・頑健性の確保および取引データが少数であることによって日々の金利変動幅が大きくなることを防ぐ観点から、指標算出に必要な取引量に至らなかった場合に、取引データを確保するための検討が必要と考える。

(5) Do you agree with using eligible transactions from input windows for up to five (5) previous calculation days where the target number of transactions for a particular maturity range is not achieved using only the input window for the current calculation day? Would it be more appropriate to use transactions from a greater/smaller number of previous days' input windows for any or all of the maturity ranges where the target is not achieved using the current day's window? Would it be more appropriate to use transactions from previous days' input windows irrespective of whether the target is reached using the current day's window?

(コメント)

提示されている方法に同意する。

(理由)

過去のデータを参照することで頑健性が高まるとともに、レート水準の安定化を期待することができ、連続性が確保される。なお、何日が適切かについては、参照期間の変更が金利水準へ与える影響に関するデータがなければ、コメントすることはできない。

(7) Do you agree that transactions from input windows for previous calculation days should be given a lower weighting than transactions from the current day's input window? Do you have any comments on the weightings suggested?

(コメント)

市場実勢を反映する観点から同意する。ただし、過去の指標の実績との継続性の観点から、weighting を安易に変更することは望ましくない。

(8) Where transactions from input windows for previous calculation days are allocated to a maturity range, is an OIS-based adjustment sufficient or should other factors be taken into consideration?

(コメント)

OIS 市場の流動性が十分であることを前提とすれば、OIS ベースの調整は適切と考えられる。ただし、リスクフリーベースの市場変化を反映させる一方で、リスクプレミアム相当部分は前日比不変とすることを趣旨としているのであれば、問題が生じ得る。ストレス下、低下する RFR と上昇するリスクプレミアムが相反する方向性となる中、RFR ベースの一方のみで調整を行うことになる。この場合、前日の金利を単純に横置きする方が現実的ではないかと考える。

(9) Do you agree that no single bond issuer should be able to represent more than ten (10) percent of the number of bond transactions used to construct the U.S. Dollar ICE Bank Yield Index for any given calculation day?

(コメント)

一部の市場参加者の取引事情が金利算出に当たって必要以上に反映されるのは望ましくないため、同意する。

(10) Should IBA include transactions for bank holding companies in any circumstances? For example, should the methodology include the holding company debt of Goldman Sachs Group Inc. and Morgan Stanley or The Bank of New York Mellon Corporation given their business profiles and the minimal amount of bond issuance at the bank operating company level for each of these institutions?

(コメント)

頑健性の観点から持株会社が発行する社債を活用することも検討すべきである。ただし、一部の市場参加者の個別事情が過大に反映されることは望ましくないため、10%上限ルール (Q9 参照) 等、銀行の平均的な調達金利が適切に算出されるための方策は必要である。

加えて、昨今の銀行規制の動向にも留意すべきである。

(理由)

参照する債券の量が増えれば金利の頑健性が向上することが想定されるため、持株会社発行社債も算定対象とすることが望ましい。ただし、銀行以外の子会社をもつ持株会社の場合、当該子会社のリスクが含まれることから、こうした債券のデータが過剰に取り込まれた場合、ICE BYI が表現しようとする銀行の平均的な調達金利実勢が表されなくなる可能性がある。こうした点を踏まえ、対象候補となる債券データの適度な採用が求められる。

加えて、TLAC 規制により、G-SIBs のうちの多くが、持株会社発行のシニア負債を持つことが規制上の要件となっている可能性を踏まえると、今後、子銀行ではなく持株会社発行シニア債が増えていくことがある点にも留意する必要がある。

(11) Please provide feedback on any of the eligibility criteria for:

- a. Primary market funding transactions (i.e. transaction type, counterparty type, funding location, transaction size, minimum number of transactions, minimum number of counterparties) ; and
- b. Secondary market bond transactions (i.e. bond type (coupon type and call eligibility), coupon range, bond issuance size, transaction size, days to maturity of bond).

(コメント)

プライマリーマーケット (「a.」) については、参照可能な取引数を増やすため、Transaction size の緩和を検討してもよいと考える。

(12) Should IBA use evaluated prices and associated yields for bonds that otherwise satisfy the input data eligibility criteria for the Index but in respect of which there are no secondary market transactions that are eligible for the purposes of constructing the yield curve for a particular calculation day? The purpose of incorporating evaluated prices would be to expand the input data set that is used to calculate the Index on any given day (note that evaluated prices are widely used in the calculation of fixed income benchmarks incorporating corporate bonds given the liquidity characteristics of the corporate bond market).

(コメント)

本来望ましくはないものの、現実的な選択肢と考える。

(理由)

短期間であっても、市場流動性の極端な低下等による金利指標の公表停止の事態は避けるべきであり、日々のレートの安定的な算出・公表を優先すべきである。

(13) Do you agree with publishing the U.S. Dollar ICE Bank Yield Index daily in the morning New York time on the day following the day in respect of which the yield curve is calculated?

(コメント)

市場慣行にもよるが、現在と同じく、金利期間が計算日の 2 営業日後に開始されるのであれば、遅くとも現状の LIBOR と同様、NY 時間で計算日の翌営業日午前 6 時 45 分までの公表に早めるべきである。

(理由)

現状の LIBOR 関連実務を踏襲することで、オペレーション上の問題は基本的に発生しないことに加え、指標利用者の利便性が高まることにより、参照取引の活性化に資すると考えられる。

(14) Should the administration and calculation of the U.S. Dollar ICE Bank Yield Index be undertaken in the United Kingdom, in the United States or in another jurisdiction?

(コメント)

どの地域で行われるにせよ、金利スワップ・通貨スワップ等の各種デリバティブとの連動が行われ、またロンドンとニューヨークの休日および時差の調整が何らかの標準的な方法により調整されるのであれば問題ない。

(15) Please provide any other feedback you have on the U.S. Dollar ICE Bank Yield Index or its methodology.

(コメント 1)

Appendix D に掲載されている表は、休日調整を勘案すべきである。

(理由)

Appendix D において想定している日数が休日を勘案していない場合、休日調整後であれば当該テナーに入っていると思われるデータが算入されないため、算定結果の金利の不安定性が増加する可能性がある。

(コメント 2)

指標の頑健性を向上させるため、指標の算出に当たり依拠する市場・取引の拡大について検討することが望ましい。例えば、(i) ウォーターフォール構造の導入、(ii) 持株会社発行シニア債等の参照プロダクトの下位レベルへの追加やコンティンジェンシー発動時の対象への追加等が考えられる。

(16) Please provide any feedback you have on IBA's proposed timeline and next steps for the launch of the U.S. Dollar ICE Bank Yield Index.

(コメント)

今回の市中協議における ICE BYI の金利指標としての利用に関する市場参加者からのフィードバックをできるだけ早期に公表すべきである。一方で、指標算出方法に関する検討は、寄せられる意見を踏まえ、慎重に検討・テストを行い 9 月末までに最終化していく必

要があるため、提案された時間軸に賛同する。

また、その他、金利指標としての利用に向けてユーザーが認識すべき事項についても、ユーザーにおける実務準備期間も勘案し、可能な範囲で早期に明らかにしていただきたい。

(理由)

金利指標ユーザーの実務準備は少なくとも半年程度はかかることが想定されるため、ICE BYI を 2020 年 1Q から利用することを想定する場合、現時点で示されている算出手法の最終化時期より前に、まず金利指標としての利用可否に向けての方向性が示されることが望ましい。

以 上