

2018年10月22日

国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) による  
「2006年 ISDA 定義集における IBOR のフォールバック」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、国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) が7月12日に公表した「2006年 ISDA 定義集における IBOR のフォールバック」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。

全国銀行協会は、日本国内外で活動する銀行約200行を会員とする組織である。

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。

1. 総論

①フォワードルッキングなターム物金利策定の影響

現在、英国など、各通貨の検討体でターム物金利について検討が開始されている。ひとたび堅固なフォワードルッキングなターム物金利が構築されれば、様々な商品に応用される可能性があり、それらのヘッジニーズも生じることが想定される。

我々は、ターム物金利の構築を前提としない OSSG の趣旨は認識しているが、フォワードルッキングなターム物金利の構築がデリバティブにおけるフォールバックに与える影響については慎重に検討がなされるべきと考える。

②経済価値の再現

フォールバックの前後では現行取引の経済価値の再現がなされることが望ましい。今回提案されているスプレッド調整の方法については、フォワード・アプローチ以外の方法ではフォールバック適用時に現在価値にギャップが生じ、PLに影響が生じることに加え、その後の市場実勢が反映されなくなるという課題がある。

③ヘッジ対象資産たるキャッシュ商品への配慮

デリバティブは独立した金融取引である一方、原資産と一体となってヘッジ効果等を得ることを目的としているものが多数ある。そうした原資産と一体となった取引のユーザーには対処手段が相対的に限られている非金融機関 (エンドユーザー) も多く含まれる。デリバティブ市場の健全性の観点からも、実需にもとづくヘッジャーの存在は欠かせない。

したがって、本市中協議では、非デリバティブ商品におけるフォールバックは対象外とされているが、キャッシュ商品との親和性は考慮されるべきである。すなわち、インター

バンクのデリバティブ取引向けの文言のみではなく、キャッシュ商品との親和性を踏まえた文言についても検討がなされるべきである。9月24日付で公表された米代替参照金利委員会(ARRC)によるシンジケートローンのフォールバックに係る市中協議文書においても、キャッシュ商品とデリバティブ商品の間で適切なフォールバックは異なりうる可能性が指摘されている<sup>1</sup>。

今回提案されているアプローチのうち、調整RFRについては、後決め複利以外ではヘッジの有効性が保たれない可能性がある。特に既存契約の取引において、ヘッジの有効性などがフォールバック後にも保たれない限り、顧客等から納得を得ることは難しいものと考えられる。

#### ④最終化の時期

ISDAから公表されているFAQによれば、2019年後半に2006年定義集を変更する予定とされており、これは、LIBORの存続可能性への懸念が生じている環境を踏まえIBORが恒久的に停止された場合に市場参加者に明確性と確実性をもたらすことを目的に、設定されたものと考えられる。

ただし、以下の点は実務の観点から重要であり、最終化においては、LIBOR存続に係る時間軸とのバランスに配慮した検討がなされることを期待する。

##### a. ターム物金利構築の観点

仮にデリバティブについてフォールバックの内容が先行して確定し、フォワードロック的なターム物金利を適用するキャッシュ商品との間で、フォールバックが発動された場合におけるヘッジの有効性が担保されない事態が生じた場合、デリバティブ市場の流動性に悪影響が生じる。

##### b. フォールバック制定時におけるインフラの整備状況

仮に契約更改によりフォールバックの制定を行う場合、以下のような条件が満たされていることが望ましく、そのためには、相応の準備期間が必要である。

- ・ OISなど、フォールバック・レートに類するデリバティブの市場流動性が、現状のIBOR系の金利スワップと同程度、確保できている
- ・ 顧客に十分に認知されている
- ・ 金融機関側において収益管理・リスク管理態勢が十分に整っている

---

<sup>1</sup> ARRCによる市中協議文書“Regarding More Robust LIBOR Fallback Contract Language for New Originations of LIBOR Syndicated Business Loans”のうち、“C. Differences between Proposed Fallback Provisions for Cash Products and Derivatives”を参照。  
(<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2018/ARRC-Syndicated-Business-Loans-Consultation.pdf>)

## 2. 各論

### (1)望ましいアプローチについて

Q.望ましいアプローチには1を、2番目に望ましいアプローチには2を、というように、組み合わせに順位付けを行って下さい。

Q.順位付けの根拠を説明してください。

(回答)

結論として、多くの懸念点があることから、我々は調整 RFR とスプレッド調整の組み合わせについて、このコメント案において回答を行わない。

(理由)

フォールバックを考えるに当たり、重要な考え方は以下の3点である。

- ① デリバティブがキャッシュ商品のヘッジ手段として多く利用されている観点から、現状の実務と親和的であること
- ② 市場実勢を反映した調整がなされること
- ③ 現在の取引の経済価値を再現すること

日本の銀行界において議論した中で、今回の市中協議文書で提示されたいずれの選択肢についても、上記の観点から多くの懸念が示された。仮に調整 RFR とスプレッド調整の各手法を選択するとしても、消去法的な選択をせざるを得ず、組み合わせについて順位づけることはできないとの結論に至った。

Q.順位付けが通貨のキャッシュレートに一律に適用されますか。順位付けが一律に適用される場合、それが米ドル・ユーロにも適用されることを期待しますか。

(回答)

[多通貨間取引]

特に多通貨間取引におけるフォールバックに関する取扱いは、ドルやユーロも含め、通貨間で統一したものにするべきである（ドルやユーロについて検討時点の差異によって取扱いに変更が生じるべきではない）。

通貨ごとに調整方法が異なると、フォールバックに備える負荷が倍数的に増加することになり、現実的ではない。

また、通貨スワップで、二通貨の IBOR を参照している場合、フォールバックに関するアプローチが異なると、評価やプライシングに影響が生じる。

通貨間の価格の比較に関しては、現状の IBOR に依拠する部分のイールドカーブについては共通の概念のもとに形成されており、これにもとづき、オン・オフバランス取引の価格形成が行われる結果、通貨間の価格の比較が容易になっている。仮に通貨間の概念が異

なる場合、価格比較が困難となり、市場の価格形成機能を損なうもしくは歪める可能性がある。

〔単一通貨取引〕

単一通貨取引に当たっては、TIBOR については、市中協議文書の脚注において「市場参加者が日本円 LIBOR のフォールバックとして TIBOR を選択する可能性を排除するものではない」とされている。これを踏まえれば、取引当事者間の交渉等を行うことにより、TIBOR は円 LIBOR のフォールバック・レートとして選択されうると考えられる。

ただし、実務上は、IBOR 間の差異の調整についても課題があると認識されるため、かかる調整方法等の技術的な対応について、ISDA でも検討がなされることを期待する。この点、今回の検討対象外であるユーロにおいても、同様の問題が生じると考えられる。

〔通貨に関するその他の要望〕

市場慣行上、AUD 建ての取引では BBSW (the Bank Bill Swap Rate) が多く利用されている一方、シドニーにおいてはローンの参照金利として、BBSY (the Bank Bill Swap Bid Rate) の利用が多い。現行では、BBSY はスクリーン参照の定義しかされていないので、BBSW のフォールバックを定めるのであれば、BBSY についても併せて手当されることを要望する。

Q.調整 RFR またはスプレッド調整に対するアプローチのいずれかについて、フォールバックを織り込んだ定義を用いて取引することができないか否かを示してください。取引できない場合は、フォールバックが問題となるデリバティブの種類を具体的に示し、その理由を説明してください。

(回答)

〔後決め複利における取引の主な懸念〕

現在、金利先決めの概念のもと多くの取引が行われていることに鑑み、後決め複利は、複利期間の金利蓄積が必要で、金利受け払いのオペレーションを大きく変更するため、事務・システム面の負荷が高いと予想される。

〔具体的な取引〕

- ・ 現行の LIBOR in arrears swap の変動金利決済にフィキシングが間に合わないケースがあると考えられる。
- ・ 投信ファンドであれば、現在は金利スワップの初日の未収利息計算時点で投信委託会社と日々積み上げる未収金額について照合のうえ、約定管理システムから仕訳をアウトプットし、経理システムへアップロードしているが、金利後決めの場合、それらのフローの抜本的修正もしくは運用の変更などを検討する必要性が生じる。

Q.各手法における全般的な妥当性・有効性に関してコメントしてください。予想される運用上の課題、経済的影響、ヘッジの可能性、実行可能性、およびその他の複雑性について具体的にコメントしてください。当該コメントがすべての契約に適用されるか、または新規契約のみ、もしくは既存の契約のみに適用されるかを示してください。運用上の課題について、そのような課題に対応するためにどのくらい時間がかかるかを説明してください。

(回答)

前述したように、フォールバックにおいては、①デリバティブがキャッシュ商品のヘッジ手段として多く利用されている観点から、現状の実務と親和的であること、②市場実勢を反映した調整がなされること、③現在の取引の経済価値を再現することが望ましい。この観点から、RFR 調整およびスプレッド調整について検討すると以下の表のとおりとなる。

その結果、RFR 調整については、市場実勢を反映する観点から「後決め複利」が望ましく、スプレッド調整についてはデータが入手可能であれば、「フォワード・アプローチ」が望ましいものの、現実的な観点からは、「過去の平均値・中央値アプローチ」も候補となる。ただし、いずれも下記に記載したとおり、課題があり、消去法的選択に留まる。

[RFR 調整]

	①現状実務との親和性	②市場実勢を反映した調整	③現在の取引の経済価値を再現	④その他
スポット・オーバーナイト・レート	金利期間開始時点で金利が確定する前決め方式であり、現状実務との親和性はある。	期間構造を有さない翌日物レートをあらゆるテナーに適用することになり、市場実勢が正しく反映されない。	期間構造を有さない翌日物レートをタームに適用するため、フォールバック時に取引の現在価値にギャップが生じうる。	特定の一日の金利にのみ依存するため、フィクシングリスクが増大し、マーケットへの悪影響が想定される。 ヘッジ対象資産とヘッジ手段の間で金利の参照期間が異なる場合、ヘッジの有効

	①現状実務との親和性	②市場実勢を反映した調整	③現在の取引の経済価値を再現	④その他
				性が認められなくなる可能性がある。
コンベクシティ調整後 オーバーナイト物複利	金利期間開始時点で金利が確定する前決め方式であり、現状実務との親和性はある。ただし、公式の複雑さに鑑みると、フォールバックにおける適用のみに限られ、新規案件のベースレートとしては広く受け入れられないと想定される。結果として、市場の分断をもたらす。	期間構造を有さない翌日物レートをあらゆるテナーに適用することになり、たとえコンベクシティ補正を行ったとしても市場実勢が正しく反映されない。 また、金利ボラティリティに依存しない計算式のため、コンベクシティが適切に計測されるわけではなく、計算方法の複雑さの割にメリットが得られない。	期間構造を持たない翌日物レートをタームに適用するため、フォールバック時に取引の現在価値にギャップが生じうる。	複雑であり、顧客から理解を得ることが難しい。 ヘッジ対象資産とヘッジ手段の間で金利の参照期間が異なる場合、ヘッジの有効性が認められなくなる可能性がある。
後決め複利	利率決定が前決めから後決めになることで、広範なユーザーにおいて事務・システム面の負荷が高いと予想され、加えて顧客契約書上の記載を統一的に変更する必要があるなど、実務に多大な影響を及ぼす。	市場実勢を反映する観点からは、4つの選択肢の中では最も望ましい。	フィキシングのタイミングがIBORと相違するため、現在の取引の価値は完全には再現できない。	-

	①現状実務との親和性	②市場実勢を反映した調整	③現在の取引の経済価値を再現	④その他
前決め複利	金利期間開始時点で金利が確定する前決め方式であり、現状実務との親和性はある。	利上げが行われるなど、金利が激しく変動する市況である場合、過去の金利が市場実勢と乖離する可能性がある。	過去の金利を参照するため、フォールバック時に取引の現在価値に大きなギャップが生じうる。	過去の金利を参照することから、ヘッジの有効性が認められなくなる可能性がある。

[スプレッド調整]

	①現状実務との親和性	②市場実勢を反映した調整	③現在の取引の経済価値を再現	④その他
フォワード・アプローチ	-	市場操作や歪みへの脆弱性があり、適切なデータがそろつかどうか不透明。 また、市場で直接観測できるデータではないため、モデルの選択等に依存する。	予想市場価格を反映するため、フォールバック適用時点においては価値移転の最小化が期待できる。ただし、その後の市場変動は反映されないため、フォールバック・トリガー前の取引が本来有している経済価値を再現することにはならない。	それぞれのテナーの過去データを収集し平均値等を採用すれば市場操作や歪みへの脆弱性は一定程度抑制されると考えられる。ただし、さらに膨大な市場データが必要であるため、現実性に乏しい。
過去の平均値・中央値アプローチ	-	適切な期間設定ができるかに依存するが、足許の市場操作の影響は相対的に受けにくい。	過去の市場実勢を平均して補正に用いるため、フォールバック発動時の市場実勢を必ずしも適切に反映するわけではなく、価値移転が生じる。また、その後の市場	クリフ効果を回避でき、安定的なスプレッドが期待できる。

	①現状実務との親和性	②市場実勢を反映した調整	③現在の取引の経済価値を再現	④その他
			変動は反映されないので、フォールバック・トリガー前の取引が本来有している経済価値を再現することにはならない。	
スポット・スプレッドアプローチ	-	フォールバック発動時までの市場操作等への脆弱性が高い。	足元の市場価格のみを反映するため、フォールバック適用時の市況変動に価値移転が大きく左右される。 また、その後の市場変動は反映されないので、フォールバック・トリガー前の取引が本来有している経済価値を再現することにはならない。	データ利用の観点以外、過去の平均値・中央値アプローチ以上の利点を見いだせない。



(2) 全般

Q.トリガー時点において、フォールバックが現在価値の観点でほぼ中立的であることは、どの程度重要ですか、または重要ではないですか。理由を説明してください。

(回答)

現在価値の観点で中立であることは、契約の再現性の観点から重要である。

(理由)

フォールバック時においては、フォールバック前とフォールバック後で経済価値が再現されることが重要である。しかしながら、本市中協議では、これまで述べてきたように、どのアプローチをとったとしても経済価値の再現ができない。この点については最終文書において明示化すべきである。

Q.フォールバック・レートが利息発生期間よりも前に入手可能になることは、どの程度重要ですか、または重要ではないですか。代わりに後決めは許容されますか。そのように考える理由を説明してください。

(回答)

現状の実務との親和性に鑑みると、利息発生期間よりも前にフォールバック・レートが入手できることは重要である。後決めについても許容されるが、以下の理由により、エンドユーザーへ特に配慮することが必要である。

(理由)

前述したとおり、フォールバックに関して、原資産と一体となった取引のユーザーには対処手段が相対的に限られている非金融機関（エンドユーザー）も多数含まれる。こうしたユーザーについては、ヘッジ対象資産におけるフォールバック・レートとして後決めの選択が困難である場合、ヘッジ対象とヘッジ手段の参照レートの相関を維持する観点から、デリバティブにおいて後決めのフォールバック・レートを許容しない可能性がある。

Q.フォールバック・レートが完全に（または概ね）コンベクシティ・フリーになることは、どの程度重要ですか、または重要でないですか。そのように考える理由を説明してください。

(回答)

市場実勢の適切な捕捉の観点から重要である。

以 上