

2019年5月31日

**ICE Benchmark Administration による
「U.S. Dollar ICE Bank Yield Index Update」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4月10日に公表した「U.S. Dollar ICE Bank Yield Index Update」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、3月に我々が提出したコメント¹（以下「第1次コメント」という。）および今回のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

我々は、第1次コメントで言及したとおり、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た指標であり、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構築されることに賛同する。

今回のアップデートは、我々を含めた市場参加者が寄せたフィードバックを踏まえ、適格要件・ウェイト付け・計算手法・コンティンジェンシー等多岐に及ぶ論点について提案がなされている。当協会は一層の頑健性の確保の観点から、以下のとおり各質問にコメントする。

(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? Is a shorter tenor required for stub calculations, or could a different overnight rate be used for this purpose?

(コメント)

1週間物のテナーも公表いただきたい。

(理由)

LIBOR 同様、1週間物のテナーも公表されることにより、第1次コメントにおいても指摘したとおり、強いニーズがみられる1ヶ月未満のオッド物金利を線形補間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。

なお、データ算出根拠となる CP 発行額等も多く、十分な実取引に裏付けられた1週間物のテナーを公表することは可能と考える。

(3-c) Should IBA seek to construct a separate credit curve from the input data points and add this back to a notional

¹ <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion310328.pdf>

“risk free” rate curve to generate a composite curve for the Index?

(コメント)

再考を検討いただきたい。

(理由)

提示された手法に依拠すると、仮に、credit curve の構築に必要なデータが市場環境によって観測不能となっている場合、市場実勢と関係なく据え置かれる一方で、notional “risk free” rate curve の変化のみが反映される可能性がある。

具体的には、市場ストレス下において金融政策が行われた場合、市場環境の悪化で上昇する credit curve が据え置きとなる一方で、notional “risk free” rate curve のみが金融政策を受けて低下することになり、出来上がり金利は実勢よりも低い値の指標が算出される懸念がある。

このことは、市場実勢の適切な反映を阻害することのみならず、貸手・借手双方の混乱を招きかねないため、かかるリスクの抑制を図る工夫につき、再考を要望する。

(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. Note also that if the requirement for multiple funding transactions with multiple counterparties is removed from the methodology, then the total number of eligible transactions for each calculation day might be expected to increase.

(コメント)

同意する。ただし、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)

レート of 安定的な算出のためにも、実取引数を考慮して達成可能で限定的な目標取引数を設定することに同意する。今回提案されているように、適格要件の緩和等により、対象取引は相応に増加することが予想されるものの、取引量が低下し、10 件に満たないケースに連続性を保ちつつ対応を行う点については継続的な検討が必要である。

(5-a) 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? Note that the preliminary methodology may utilise transactions in respect of up to five previous calculation days in order to achieve at least the target. If this process results in ten or more eligible transactions for a given maturity range, then no additional previous days’ transactions will be utilised but all such eligible transactions will be utilised.

(コメント)

同意する。

(理由)

目標取引数を満たすように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と考えられる。

(5-c) 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)

同意しない。

(理由)

当日の実勢を適切に捉えることが優先されるべきであるため、当日取引のみで基準を満たすのであれば、過去のデータを参照する必要性は乏しい。

(6) Do you agree that primary market funding transactions should be assigned an initial weighting of 100 percent and that secondary market bond transactions should be assigned an initial weighting of 50 percent because funding transactions tend to be of a larger size than secondary market transactions in bank bonds? Would an alternative weighting (e.g. a greater range of weightings of the types of input data used in the construction of the Index to better reflect variations in volumes seen in respect of the different types of input data) or no weighting be more appropriate?

(コメント)

市場実勢が反映されていた LIBOR の水準も十分考慮のうえ、データの種別に応じて weighting を設定することに同意する。ただし、過去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)

第1次コメントでも指摘しているとおり、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、(3-c)におけるコメントと同様の問題が生じ得るため、リスクフリーベースの市場変化のみを反映することとならないように検討いただきたい。

(10) Should IBA include transactions for bank holding companies in any circumstances (e.g. one which has consistent pricing levels with the operating company level issuance)? 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? What criteria might distinguish the eligibility of bank holding company obligations from operating company obligations (e.g. different business/credit profile or different pricing)?

(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だが、適切なレベルを設定すべき。

(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は一案である。しかしながら、銀行持株会社の信用格付実勢は銀行本体とは異なる場合が多く、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かねないことから、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。

(11-a) 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). Should the requirement for multiple funding transactions with multiple counterparties be removed from the criteria and, if so, should the minimum transaction size for individual transactions be varied?

(コメント)

金利算出に当たり、参照可能な取引数を増やすため、Transaction size の緩和を行うことに加え、銀行間市場取引と同様に条件決定される大口事業法人預金や CD を対象とすることを検討すべきである。CD 等の変動金利取引は、変動期間に関わらず最終期日の固定金利に変換後、当該期日の調達コストとして評価することができるため、ICE BYI が表現しようとする内容に即しているほか、仲介業者 1 社との取引であっても、実際にはその背景に多数の投資家が存在するケースが多いことを踏まえ、参照データに含めることは適切と考える。

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

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). Should floating rate bonds be considered for inclusion in the Index?

(コメント)

適切な調整がなされる限り、変動利付債も含めることは頑健性の向上に資する。ただし、ICE BYI ベースの変動利付債は自己参照を起こすため、除外すべき。

(11) Please also provide feedback on the process for varying any eligibility criteria in the future to reflect developments in the market. This would be subject to an appropriate consultation process.

(コメント)

将来的に市場構造の変化を反映するよう、例えば定期的に、IBA が適格要件を市中協議の

プロセス等を踏まえて調整することについては同意する。ただし、調整に当たっては連続性が確保されることが必要である。

(12) Please provide any comments on IBA's contingency proposals regarding how the Index would be published in the event that insufficient transaction data points are available to produce the yield curve and generate the one-month, three-month and six-month settings on a given day.

(コメント)

指標の連続性の観点から、各日において、通常のレートもしくはコンティンジェンシー・ポリシーにもとづくレートのいずれかの公表が確保されることが望ましいため、具体的な手法が提案されたことを歓迎する。ただし、提案されている手法では、(3-c) の回答と同様に、ストレス下において市場実勢を下回る値が計算される懸念がある。

(理由)

今回、Figure 8 で提案されている手法に則ると、仮に十分なデータが得られない場合、コンティンジェンシー・レートは 3M RFR の低下のみが反映されてしまい、実際の市場実勢にもとづくクレジット・スプレッドを反映しない可能性がある。現実的には、第 1 次コメントで言及したとおり、前日の金利 (3.00%) をそのまま利用すべきではないか。

(14) Should any other sources of/types of data be considered for inclusion in the Index?

(コメント)

(11-a) に記載のとおり、(a) 大口事業法人預金および (b) CD 等の変動金利取引を含めることを検討すべきである。また、参照すべきデータソース等については、将来行われる見直し時においても適宜検討されることが望ましい。

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

(コメント①)

プライマリー市場のデータを提供する銀行が少数となった場合の取扱い、およびデータを提供する銀行の信用リスクが悪化した場合の取扱いについてはデータの不十分性のケースとあわせて検討されるべきである。これらのリスクに対して、運営機関・利用者双方のコンティンジェンシー・プランの確立が求められると考える。

(理由)

IOSCO 原則の観点からも、運営機関において指標としての安定性を保つ枠組構築が求められる。その上で、利用者側においても、ICE BYI を指標として参照する場合に、フォールバック条項を整備することも必要になると考えられる。

(コメント②)

事業法人等 (借手) へのアウトリーチについても検討されるべきである。

(理由)

IBAは金融機関(貸手)と調整を行っているとの記載があるが、エンドユーザー(事業法人等(借手))のICE BYIに関する深い理解が参照取引を拡大していくためには必要である。IBAはRFRやそれにもとづくターム物金利とICE BYIの差異について、積極的に発信していくことが求められる。

(18) 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)

金利指標としての利用可否に関する方向性については可能な限り早期に公表すべきである。また、今回のアップデートでは前回と比して直接的に記載されていないが、前回市中協議の提案と同様のタイムラインで検討が進められることが望ましい。

(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、まず金利指標としての利用可否に関する方向性が示されることが望ましいため。

以 上