

2019年10月23日

国際スワップ・デリバティブズ協会（ISDA）による「主要な IBOR のデリバティブの
フォールバックに係るスプレッドおよびターム調整の最終パラメータに関する市中協議」
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・デリバティブズ協会（ISDA）が9月18日に公表した「主要な IBOR のデリバティブのフォールバックに係るスプレッドおよびターム調整の最終パラメータに関する市中協議」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>

1. 通貨間の一貫性

これまで、ISDA では複数回のフォールバックに関する市中協議が行われてきたが、いずれの通貨でも圧倒的多数が調整 RFR については「RFR 複利後決め」、スプレッド調整については、「過去の中央値・平均値アプローチ」の組み合わせを支持している。今回はその結果を踏まえて、RFR 調整の詳細やスプレッド調整のパラメータが示されているが、今回の最終的な取りまとめに当たっても、引き続き、実務上の負荷が生じることを避けるため、通貨間の取扱いが整合的となるよう市場関係者の合意をはかっていただきたい。

通貨間で一貫した取扱いがなされることで、幅広い市場参加者からの信頼性が担保され、よりスムーズなフォールバックが可能となり、混乱が生じにくくなるものと考えられる。

2. 金融機関以外の顧客（エンドユーザー）を対象とする取引等への配慮

ISDA デリバティブは独立した金融取引である一方、金融機関以外の顧客（エンドユーザー）は、ヘッジ効果等を得るために、原資産と一体となって活用しているケースも多い。特に、これまでキャッシュ商品については後決め複利の適用の難しさが多くの市場関係者から指摘されているところである。したがって、デリバティブ市場の健全な発展を促すためにも、金融機関以外の顧客を対象とする取引やヘッジ対象となるキャッシュ商品のオペレーションも考慮し、後決め複利の日数設定について柔軟性が確保されるべきである。

3. 早期の最終化

デリバティブ取引のフォールバックに係るパラメータの詳細が決定することで、ISDA Definition の最終化等を通じ、市場参加者において、システム対応を含めた態勢整備が促進され、ひいては、ISDA の議論を参考として進められてきたキャッシュ商品におけるフォールバック条項の導入が市場関係者の間で加速していくことになると考えられることから、今回の意見募集後、早期の最終化が望ましい。

<各論>

1. Which option do you support? Please differentiate between different IBORs if views differ. We strongly encourage you to limit your response to the options listed in I and II above. However, if you strongly prefer a different option, please explain that and explain why you prefer it over the options above.

オプション1を支持する。

5年間の中央値であれば、直近の経済環境を反映することができ、連続性の観点から望ましいほか、市場操作の可能性を低減するにも十分な期間である。10年間の場合は、例えばヒストリカルデータが不足しているSOFRであれば、ISDAの提案に則れば、Indicative/Proxy dataの期間が相対的に多く含まれることとなるほか、刈り込み条件設定時の恣意性排除の課題も考えられ、望ましくないと考えられる。

3. Is consistency across IBORs important? Is it critical, very important, somewhat important or not important at all? Please explain.

IBORsの各通貨間の一貫性は極めて重要である。各通貨ごとに異なるメソドロジーを採用すると、市場参加者の混乱を招くほか、市場の信頼性を損なう可能性があり、デリバティブ市場の健全性の観点から望ましくない。

4. Which is more important to you – your top preference or consistency across IBORs (assuming you could not have both)? Please explain.

IBORsの各通貨間の一貫性が極めて重要である。

5. Should the transitional period described above be included in the spread adjustment?

transitional periodを導入しないことを支持する。

市中協議でも指摘されているとおりオペレーション上の負荷が生じるほか、transitional periodを導入した場合でも、経済的価値の連続性は完全には維持されないため。

6. Should outliers be excluded? Please explain the rationale for your answer.

特になし（オプション1を支持するため）。

7. If outliers were to be excluded, to what extent should the data be trimmed?

特になし（オプション1を支持するため）。

8. If negative spreads have been historically observed for an IBOR/RFR pair, are there compelling reasons to exclude such observations from the calculation of the spread adjustment? If so, what are they?

特になし（オプション1を支持するため）。

9. Negative spreads can be prevalent for some IBORs. If negative spreads have occurred frequently enough that the spread adjustment is itself negative, are there compelling reasons to not implement a negative spread adjustment?

特段、問題は認識していない。

10. Is it necessary to apply a backward-shift, lockout or similar adjustment to avoid making payments on the same date as the date on which the fallback rate is known? Please note in particular if you would not be able to transact without an adjustment.

フォールバック・レートの利率決定日に利払事務を行う必要がある場合、グローバルな各種通貨（USD、EUR、GBP等）は海外時間に公表されることから、時差の早い地域に所在するユーザーは対応困難であり実現可能性が低い。

したがって、backward-shift や lockout 等の調整措置により、利率決定日と利払日に差を設けることが不可欠である。

11. If an adjustment is necessary, do you support using a two-Banking Day backward-shift, a two-Banking Day lockout or a different adjustment? Please explain your answer.

インターバンク間のデリバティブでは a two-Banking Day backward-shift、もしくは a two-Banking Day lockout で問題ないものの、金融機関以外の顧客を対象とする取引やヘッジ対象となるキャッシュ商品における顧客通知や顧客側の支払準備といったオペレーションを踏まえると、2営業日では対応が困難であり、それ以上の期間（5営業日や8営業日）が必要となる。

12. Which cities should apply for the purposes of the two-Banking Day backward-shift or lockout?

注釈27にあるとおり、Universal Banking Day の考え方が採用されれば地域で大きな差異などが生じないことから検討を行うべき。

仮にこの考え方を採用しない場合でも、市場関係者を混乱させないように、LIBOR と同様の参照都市を適用すべきであり、相対取引の場合は、双方の取引当事者（バックオフィスを含む）が属する都市を参照都市とする必要がある。

13. Would either option be problematic or would you be able to transact if either option were implemented for derivatives fallbacks? Please explain.

いずれのオプションについても、市中協議記載のとおり、利点と欠点があり、明確な選好はない。金融機関以外の顧客への対応やヘッジ対象となるキャッシュ商品のオペレーションを考慮する必要があるほか、休日や時差について調整が必要である。

14. For what products would a two-Banking Day backward shift or lockout not work? Is there any way to address the problems using the “compounded in arrears rate”?

いずれのオプションについても、金融機関以外の顧客への対応やヘッジ対象となるキャッシュ商品のオペレーションを考慮する必要があるほか、休日や時差について調整が必要である。例えば、日本では時差の関係により、決済日の1営業日前に適用利率と利息額が算出されることとなり、オペレーション上、極めてタイトとなりかねない。

15. Is it problematic to use the Calculation Period instead of the IBOR period?

特になし。

16. Is two Banking Days the correct length of time for a backward shift or lockout? If not, what is the correct length of time?

Lockout では利息計算期間を適切に反映するため、2銀行営業日という短い期間が選好されることは理解しているが、問11で記載したとおり、一部の非金融機関向けの顧客との取引では5銀行営業日や8銀行営業日必要となるケースが確認されている。

以 上