

報告題目：「金融取引におけるターム物リスク・フリー・レートの使用に関する検討 — LIBOR 公表停止後の望ましい金利指標のあり方—」

氏名（所属・地位）：中村篤志氏（新潟大学・講師）

所属学会：国際商取引学会

要旨：

2021 年末、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の公表が原則として停止された。従前、わが国では、金融取引における指標金利として LIBOR を最も広範に使用しており、この点は他国と同様であった。しかしながら、ポスト LIBOR 時代における代替金利指標として、グローバルにはオーバーナイト物リスク・フリー・レート（O/N RFR）後決め複利が主として想定される一方、わが国では、ターム物リスク・フリー・レート（ターム物 RFR）の広範な利用が見込まれており、この点で他国とは異なる独自の路線を進み始めている。本稿では、主として英国および米国との比較を通じて、ターム物 RFR の使用にかかる諸論点を検討するとともに、望ましい金利指標のあり方を考察する。

まず前提として、世界でターム物 RFR が構築されているのは、英国、米国、日本のみである。もっとも、英国および米国では、ターム物 RFR の利用に一定の制限をかけており、また、金融安定理事会（FSB）もこうした制限の妥当性を示唆している。この背景として、①ターム物 RFR の裏付け市場であるデリバティブ市場（OIS 市場）の流動性向上が必要であること、②ターム物 RFR 参照キャッシュ商品の増加が O/N RFR 後決め複利参照キャッシュ商品の増加を妨げ、結果的に、OIS 市場の流動性を低下させる可能性があること、③金融機関が OIS 取引およびターム物 RFR 参照貸出を同時に実行するケースなどで、利益相反が発生する可能性があること、の 3 つのリスクが挙げられている。

英米でのこうした議論もふまえ、わが国のターム物 RFR である「東京ターム物リスク・フリー・レート（TORF）」の利用に向けた対応を考察する。まず、①日本円金利指標に関する検討委員会（事務局：日本銀行）や金融当局のイニシアチブにより、円金利スワップ市場において取引の中心となるべき代替金利指標が無担保コールオーバーナイト物レート（TONA）であることが明確化されたため、OIS 市場の流動性は明確に向上している。次に、②O/N RFR 後決め複利参照キャッシュ商品の増加を企図して、O/N RFR 複利の計算結果である TONA Index や TONA Averages の公表が開始されている。更に、③金融機関の利益相反のおそれに対しては、金融商品取引法上の規定のほか、TORF 運営機関による業務規程や、TORF 監視委員会によるモニタリング、レポーティング・ブローカーに対する行動規範の制定等によって、頑健なガバナンス体制の構築が図られている。こうした対応により、TORF の利用にかかるリスクは低減されるものの、課題は残されている。第 1 に、①金融機関がベースリスクおよびカウンターパーティーリスクを負うこととなる点である。すなわち、金融機関が、TORF を参照して資金調達した顧客に対して、当該資金調達にかかるヘッジのために TORF スワップを提供した場合、インターバンク市場でのカバー取引を OIS 取引で実施することになるため、金融機関はベースリスク

を保有する。また、インターバンク市場における TORF スワップの流動性向上は見込まれないため、中央清算機関（CCP）の清算集中取引の対象となることは見通し難く、結果として、金融機関がカウンターパーティーリスクを保有することとなる。第2に、②英国および米国では、O/N RFR 複利の計算結果が中央銀行から公表されている一方、わが国では、日本銀行ではなく、民間企業によって算出・公表されている。この点、公表レートへのアクセシビリティやクレディビリティの観点では、わが国でも中央銀行による公表が期待される。第3に、③利益相反の観点では、例えば英国における対応と比べると、金融機関へのガバナンス体制の強化などの点で更なる検討の余地がある。