

ポスト LIBOR_2021.12.03

東短リサーチ 研究員 高田栄人

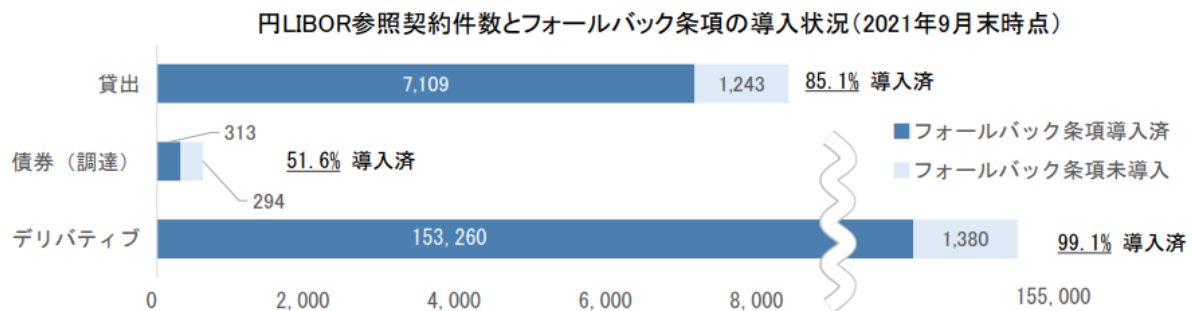
東京円金利スワップ市場で取引される金利スワップは、通常、JSCC（日本証券クリアリング機構）で清算されます。これまで JSCC で清算対象とされてきた円 LIBOR ポジションですが、2021 年 12 月 3 日（金）の業務終了時点を持って、TONA ポジションに変換されます。ポスト LIBOR も佳境に入ってきたと言えます。2021 年 12 月 6 日（月）以降には、円 LIBOR を参照金利とする金利スワップが JSCC の清算非対象となるのと引き換えに、幾つかの変更が JSCC より発表されています。この変更点についてご紹介します。

また、2021 年 11 月 1 日、金融庁と日銀が共同で実施した「円 LIBOR 利用状況簡易調査」の結果概要が、日銀の HP 上に発表されました。これによると、2021 年 9 月末時点における移行対応は、貸出、債券、デリバティブの各分野で大きく進捗していました。この内容を確認するとともに、これまで通り、11 月の 1 カ月間にどのような進展があったのか、東京円金利スワップ市場での「ポスト LIBOR に向けての進捗状況」と、ターム物日本円 RFR である「TORF の動向」を通してお伝えします。

1. 「円 LIBOR 利用状況簡易調査」の結果概要（基準日 2021 年 9 月末）
2. タフレガシーとシンセティック円 LIBOR
3. ポスト LIBOR に向けての進捗状況
4. JSCC より発表された 3 つの変更（2021 年 12 月 6 日～実施）
5. ターム物日本円 RFR である「TORF の動向」

1. 「円 LIBOR 利用状況簡易調査」の結果概要

2021 年 11 月 1 日、金融庁と日銀が共同で実施した「円 LIBOR 利用状況簡易調査」の結果概要が、日銀の HP 上に発表されました。調査基準日は 2021 年 9 月末。本邦主要金融機関におけ



る円 LIBOR からの移行状況の現状を迅速に把握するため、円 LIBOR 参照契約件数・フォールバック条項導入状況について、単体・国内拠点ベースでの概算値を集計したものです¹。これによると、2021年9月末時点における移行対応は、貸出、債券（調達）、デリバティブの各分野で大きく進捗していることが分かります。

円 LIBOR の公表停止日（2021年12月末）を超えて満期が到来する円 LIBOR 参照契約の件数のうち、契約上、フォールバック状況が未導入のものは、貸出が1243件（全体の14.9%）、債券（調達）が294件（48.4%）、デリバティブが1380件（0.9%）でした。契約書の変更が未了の契約の多くについては、既に契約当事者と代替金利指標・スプレッド調整方法等について「合意済み」との回答先が多数を占めています。

2. タフレガシーとシンセティック円 LIBOR

先ほどの調査において、9月末時点で移行対応未了の契約については、概ね、2021年12月までに移行対応が完了する見込みです。また、同調査時点では、「タフレガシー」に該当し、「シンセティック円 LIBOR²」の利用が見込まれる契約は報告されていません³。

「タフレガシー」とは、真に円 LIBOR からの移行が困難な既存契約のことです。

このシンセティック円 LIBOR は、「デイカウント調整後 TORF + ISDA スプレッド⁴（過去5年中央値）」により算出され、2022年1月から1年間に限って公表される予定です。

シンセティック円 LIBOR = 1・3・6 カ月物 TORFx360/365 + ISDA スプレッド調整値

もっとも、今後、タフレガシーが生じる可能性はあり、こうした契約については、セーフティネットとしてのシンセティック円 LIBOR の利用が検討されうると考えられます。

3. ポスト LIBOR に向けての進捗状況

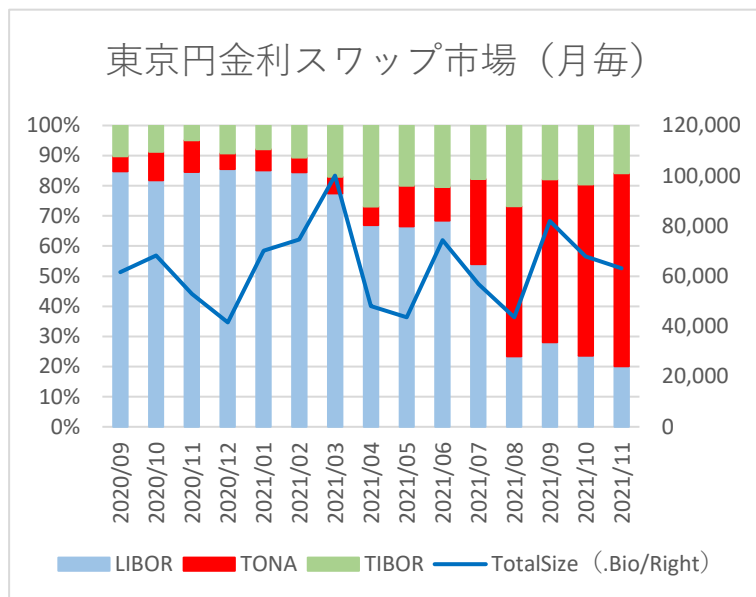
下のグラフは、2020年9月～2021年11月までの過去14カ月の間における東京円金利スワップ市場における円 LIBOR スワップ（水色）、TONA スワップ（赤）、TIBOR スワップ（緑）の割

¹ 参考資料：https://www.fsa.go.jp/news/r3/ginkou/20211101/libor_survey_20211101.pdf

² FCA（英国金融行為規制機構）は、2021年9月29日に、シンセティック LIBOR の構築等に関する一連の文書を公表し、その中で、英ポンドおよび日本円の一部テナーについて、シンセティック LIBOR の算出・公表を LIBOR 運営機関である ICE Benchmark Administration に対して求めることを決定しました。

³ 参考資料：「本邦におけるタフレガシーへの対応に関する市中協議」取りまとめ報告書（2021年11月、日本円金利指標に関する検討委員会）https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/cmt211119a.pdf

⁴ 6カ月物円 LIBOR スプレッド調整値：+0.05809%、3カ月物円 LIBOR：+0.00835%、1カ月物円 LIBOR：-0.02923%。



合、および取引額面金額(青線、単位：10 億円)を示したものです⁵。

JSCC 全体に占める TONA スワップ取引高は、11 月統計分で約 65%まで増加してきました。2020 年 9 月以降の JSCC 全体の取引規模は月間 60 兆円を中心に推移しており、上下の振れは大きいものの明確な方向性はまだ見られません。

TONA スワップも市場に定着し

てきており、今後、取引高が増えることが期待されます。

4. JSCC より発表された 3 つの変更 (2021 年 12 月 6 日～実施)

円 LIBOR を参照金利とする金利スワップは、これまで JSCC で清算対象とされてきましたが、2021 年 12 月 3 日 (金) の業務終了時点を持って、TONA を参照金利とする金利スワップに変換されることが決まっています⁶。これに伴い、週明けの 12 月 6 日 (月) 以降、次のような変更が JSCC より発表されています。

- (a) 円 LIBOR を参照金利とする金利スワップは JSCC の清算非適格となる。
- (b) DTIBOR vs TONA ベーシス、ZTIBOR vs TONA ベーシスを JSCC の清算対象とする。
- (c) DTIBOR⁷を参照金利とする金利スワップの残存期間を 20 年から 30 年に延長する。

(a) 円 LIBOR を参照金利とする金利スワップが JSCC の清算非適格となるため、円 LIBOR を参照金利とする金利スワップをインターバンク市場で取引することはなくなると考えられます。

(b) 同時に、これまで TL および DTL スプレッドの名称で取引されていた ZTIBOR vs 円 LIBOR ベーシスと DTIBOR vs 円 LIBOR ベーシスのポジションは、ZTIBOR vs TONA $\pm\alpha$ と DTIBOR vs TONA $\pm\alpha$ の形に変換されます。これに伴い、ZTIBOR vs TONA ベーシスと DTIBOR vs TONA

⁵ JSCC (日本証券クリアリング機構) からのデータを基に作成。円 LIBOR スワップ、TONA スワップ、TIBOR スワップ (ユーロ円 TIBOR、日本円 TIBOR の合算) の合計を「1」とし、それぞれの割合 (%) をグラフ化しています。

⁶ 参考資料：https://www.jpjx.co.jp/jscj/information/news/u89at3000000fpqa-att/conversion_of_libor_irs_20211008.pdf

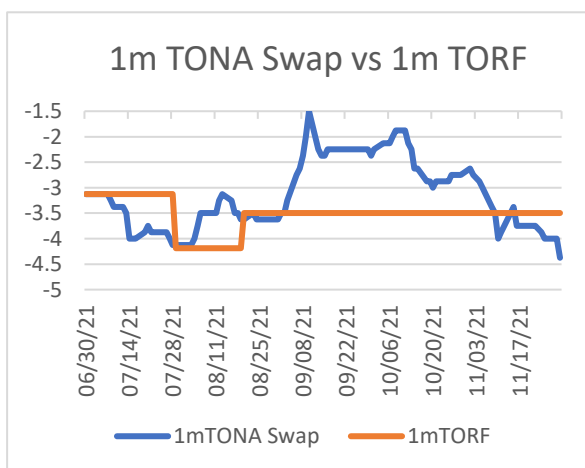
⁷ DTIBOR：日本円 TIBOR (デйкаウント：Act/365)、ZTIBOR：ユーロ円 TIBOR (デйкаウント：Act/360)

ベーススが清算対象として認められることになったと考えられます。

TL および DTL スプレッドの後継として、ZTIBOR vs TONA ベーススと DTIBOR vs TONA ベーススは今夏以降取引高を増やしてきました。しかし、これまでは、JSCC の清算対象として認定されていなかったため、この取引を行うためには2つの取引（ZTIBOR スワップと TONA スワップ、または DTIBOR スワップと TONA スワップ）を行う必要がありました。しかし、2021年12月6日以降は、ZTIBOR vs TONA $\pm\alpha$ または DTIBOR vs TONA $\pm\alpha$ という1つのベーススワップの形で取引することが可能となります。

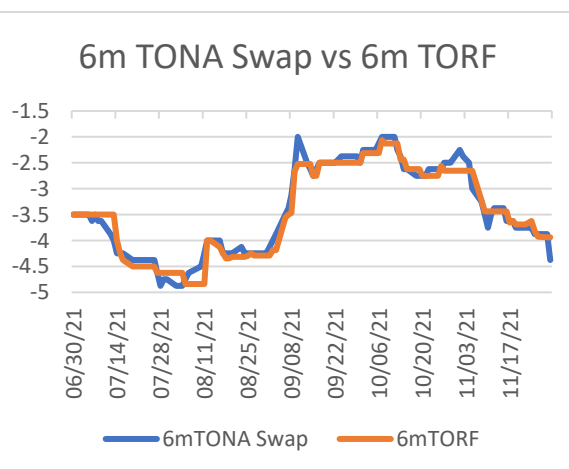
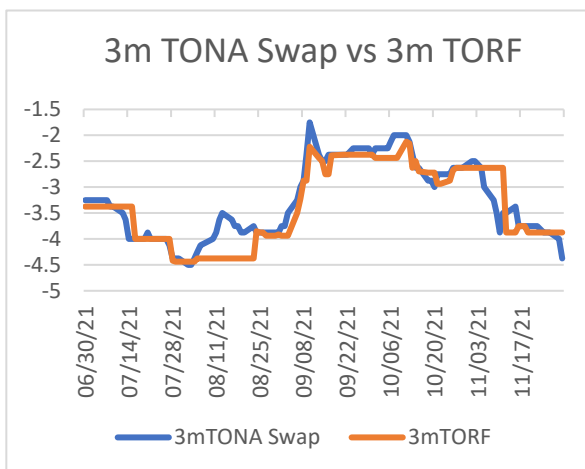
(c) これまで期間20年までしか取引出来なかったDTIBORを参照金利とする金利スワップについて、最長30年まで取引可能となります。これに伴い、DTIBORとZTIBORのDZベーススワップ（6カ月物、3カ月物、1カ月物）、および6v3DTIBOR、6v1DTIBOR、3v1DTIBORのそれぞれのベーススワップについても、最長30年まで取引可能となります。

5. ターム物日本円RFRである「TORFの動向」



TORFには1カ月物・3カ月物・6カ月物の3タイプがあり、それぞれのTORF参照金利は、TONAスワップ市場における1カ月物・3カ月物・6カ月物の実取引データおよび気配値データ等に基づいて算出されます。

次の3つのグラフは、2021年6月30日から11月30日までの1カ月物・3カ月物・6カ月物TORF（赤線）と同期間のTONAスワップ気配値（青線）の推移です。



3 カ月物・6 カ月物 TORF (赤線) は、同期間の TONA スワップ気配値 (青線) と同水準で推移することが増えてきました。しかし、参加者が限定的な 1 カ月物 TORF (赤線) は、過去 3 カ月以上も動きがなく、TONA スワップ気配値 (青線) と乖離した状態が続いています。

TORF 確報値を算出・公表している QBS (QUICK ベンチマークス) は、実取引データを第一順位とし、該当データがない場合には次の優先順位のデータを採用するウォーターフォール手法を採用しています。ところが、現在のウォーターフォール手法では、オファーまたはビッドの片方しかプライスが入らない場合、当日の TORF として前日の価格が採用されることになっています。結果として、1 カ月物 TORF が過去 3 カ月以上も動きがない状態が続いています。

短期 TONA スワップ市場の流動性が高まることも大切ですが、TORF 算出・公表側にも更なる対策が必要かもしれません。

以上

東京短資株式会社のお客様へ

本書面の情報に基づき、お取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

◇ お取引に当たっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した手数料*をいただきます。また、非上場債券 (国債、CP 等) 等のように購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もあります。

* 手数料の額は、その時々市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

◇ 金利等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた証拠金の額を上回るおそれがあります。

◇ 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。

なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面、取引説明書等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等：東京短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長 (登金) 第524号 加入協会：日本証券業協会

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますよう御願致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。