

REFINITIV LIMITED

Methodology Consultation: Summary

Tokyo Swap Rate (TSR)

Issue Date: 19 July 2021

免責事項

本書は、あくまでも一般的な情報提供を目的としたもので、随時変更されることがあります。Refinitiv Limited 及びその関連会社（「Refinitiv」）は本書作成時点において本書に含まれる情報の正確性を確保する様合理的な努力を行いますが、当該情報に依拠して行われた決定について一切の責任を負いません。本書は投資助言を提供するものではなく、また投資活動又は投資活動を行うよう勧誘又は誘導するものではありません。本書は、如何なる法域又は領域においても、証券、投資・金融商品又はサービスの売買の申し込み又はその勧誘とみなされるべきではありません。本書には Refinitiv の占有情報が含まれており、Refinitiv の明示的な書面による許可がない限り、（全部又は一部を問わず）複製、転送、送信又は配布することはできません。Refinitiv 及び Refinitiv ロゴは Refinitiv の登録の登録商標です。

【参考和訳】 本和訳は参考のために便宜上作成されたものです。読者は、自らの責任でその正確性を確認してください。万一、本和訳に誤訳（欠落、加筆も含みます）があった場合においても当社は一切の責任を負いません。英語版の原文の解釈に疑義が生じた場合においても、本書は参照されず、原文のみに従って解釈されるものとします。



Contents

1.	はじめに	3
2.	重要なポイントのまとめと決定	4
3.	次のステップ	8

1. はじめに

- 1.1 ロンドン証券取引所グループ事業であるリフィニティブは、金融ベンチマークとインデックスの主要な算出・公表主体です。リフィニティブのベンチマークには、外為ベンチマークである WM/リフィニティブ、転換社債指数、商品指数が含まれます。リフィニティブは、カナダ銀行間取引金利(CDOR)やサウジアラビア銀行間取引金利(SAIBOR)など金利ベンチマークの算出・公表主体を務めております。2021年1月、OISに基づくリフィニティブの英ポンド建てターム物 SONIA が規制対象となる金利ベンチマークとしてリリースされました。また、2021年3月、米国の代替参照金利委員会(ARRC)は、米ドル建てキャッシュ・プロダクトで推奨されるレートとしてリフィニティブのスプレッド調整とスプレッド調整レートが選ばれたと公表しました。リフィニティブは、金融ベンチマークの IOSCO 原則を遵守します。また、英国の金融指標規制の下で認可を受けた会社であるリフィニティブ・ベンチマーク・サービス(英国)リミテッド(RBSL)を介して金融ベンチマークを管理しています。
- 1.2 リフィニティブは、1Y から 40Y までのテナーから成る日本円 LIBOR(6M)スワップのベンチマーク（以下「LIBOR TSR」）と 1Y から 10Y のテナーとの TIBOR(6M)スワップ（以下、「TIBOR TSR」）から成る日本円金利スワップのベンチマークである東京スワップレート(TSR)を算出・公表しております。金利ベンチマークである LIBOR TSR は、パネル 7 行からの入力データを使用して決定され、TIBOR TSR ベンチマークはパネル 5 行からの入力データを使用して決定されています。データは日本証券クリアリング機構(JSCC)で清算されるスワップにも影響します。LIBOR TSR は日本の営業日の東京時間 10 時 30 分と 15 時 30 分に公表され、TIBOR TSR は東京時間 15 時 30 分に公表されます。
- 1.3 2021年4月19日、リフィニティブは、LIBOR の公表停止を念頭に、東京スワップレートの今後に関するご意見をもとめるコンサルテーション・ペーパーを発表しました。コンサルテーション・ペーパーに対していただいたご意見とリフィニティブの方針は、“2. Summary of Key Points and Decisions” をご確認ください。ご意見を募集した質問の詳細はコンサルテーション・ペーパーをご覧ください。
- 1.4 コンサルテーション・ペーパーに対して貴重なご意見をいただきありがとうございました。

2. 重要なポイントのまとめと決定

TONA Tokyo Swap Rate

1. D2C 電子取引プラットフォーム（以下、D2C）の執行可能なクオートと、インター・ディーラー・ブローカー（以下、IDB）のインディカティブなクオートのどちらがウォーターフォールのプライマリー、セカンダリーのデータ・ソースとして好ましいものでしょうか？
 - フィードバックでは、入力データの主要なソースとして D2C の執行可能なデータとインディカティブな IDB に分かれました。
 - D2C データは、電子取引であること、執行可能であること、多くのディーラーから得られた結果であることが支持されました。プライスは継続的にストリーミングされます。
 - 業者間市場のデータは、より多くの取引データを参照できるため、適正なプライスが得られることが期待できます。この点でインディカティブな IDB のデータは支持されました。
 - 入力データは、最終決定の前に検討すべき点があります（例えば、ソースの数、プライスの更新の頻度、クリアリングハウス）。
 - セントラル・リミット・オーダーブックによる D2D の電子取引プラットフォームが将来選択肢とすることができるようになれば、入力データのソースとして高い優先となるでしょう。

入力データのさらなる分析が必要ですが、リフィニティブは、主要な入力データとして D2C の執行可能なクオートを利用し、ウォーターフォールの第 2 レベルとして IDB のインディカティブなクオートを使用することを考えています。執行可能なクオートは、IOSCO 原則では金融ベンチマーク作成の上ではインディカティブなレートよりも優先されます。リフィニティブは、第 2 レベルへの追加入力としてウォーターフォールの第 1 レベルとしての条件を満たしていない D2C の執行可能なクオートを利用することを評価する可能性があります。

2. あるテナーの入力データが最低条件を満たしていない場合は、「NO FIX」と表示すべきでしょうか？あるいは関連のあるテナーのベンチマークとして計算されたレートを呈示するか、前営業日の該当するテナーのレートを再呈示すべきでしょうか？
 - 「NO FIX」とした場合、T-1 レートが相場を外れてしまうか、異なるテナーで一貫して適用されない可能性があるため、T-1 レートを再公開することが好ましいとする意見がございました。
 - 特定のテナーのレートを確定されるだけの十分なデータを持っていない場合、前後のテナーの情報によって補完する「日次デルタ（daily delta）」の使用を検討いたします。

リフィニティブでは一般的に「NO FIX」とする考えですが、あるテナーの入力データが条件を満たしていないものの、当該テナーの前後のテナーのプライスは公表可能であれば、「Daily Delta」を導入する可能性を検討します。



3. データは、各 30 秒間隔内のカスタマイズされたスナップでサンプリングされます。サンプリングの頻度は適切でしょうか? 適切、又は不適切とお考えの根拠があればご教授ください。
- 30 分間にわたり 30 秒間隔での入力データの収集は一般的に許容されるものと思われました。
 - 30 分間は、長い期間の金利のため設定された広いウィンドウであるため、短縮する検討も行います。ただし、データの処理の速度が追い付かないリスクを管理する堅牢な方法とのバランスも必要です。15 分または 20 分を検討いたします。

リフィニティブはサンプルデータを集めるウィンドウを 30 秒間隔で 20 分間と設定します。

4. 金利指標の TONA TSR を開発する際に、リフィニティブ は他にどのような要因を考慮する必要がありますか (他に検討すべき入力データなど)?
- 日本の債券先物の取引は 15:00 に終了します。現在、TSR の午後のレートは 15:00 時点のデータで、パネルバンクには 15:00 から 15:25 までの間に提供をお願いしております。新しいデータ・ソース (D2C、D2D) に移動する場合は、15:00 までに終了する入力データを集めるウィンドウを考慮する必要性が指摘されました。
 - 午前中の公表時間は見直す必要があります。現在のサブミッション方式では、TSR は午前 10:00～10:25 の間にソースとなるデータを受け取りますが、ベンチマークは午前 10:00 の時点のレートとなります。TONA TSR の場合、新しいソース(D2C、D2D)からのサンプリング・ウィンドウは、午前 10:00 を中心(午前 9:50 ~ 10:10)にするか、または午後の TONA TSR は 15:00 でサンプリング・ウィンドウが終了するので、これに合わせた考え方で、午前 10:00 (午前 09:40～10:00) に終了すべきか? は更に検討を行います。

更に検討しますがリフィニティブは午後に公表される TONA TSR には 14:40 から 15:00 まで 20 分間の入力データを集めるウィンドウを設定します。

A Fallback Rate for JPY LIBOR TSR

Option 1
$$F_{6M}^{TSR} = TSR_{12M}^{TONA} + S_{6M} \cdot \frac{365}{360}$$

Option 2
$$F_{6M}^{TSR} = 2 \cdot \left[\sqrt{1 + TSR_{12M}^{TONA}} - 1 \right] + S_{6M} \cdot \frac{365}{360}$$

5. Option 1 を優先すべき理由や、Option 1 を Option 2 を優先すべき理由はありますか？

- Option 2 が多くの支持を集めました。低金利の状況下ではほとんど違いはありませんが、今後、金利が上昇した場合は違いが生じることが考えられるため、より正確な Option 2 が好まれたと考えております。
- Option 2 は、他の通貨での同等のスワップレートのベンチマークで採用されているアプローチと同じ方法となります。

リフィニティブはオプション 2 を採用する方針です。

6. Option を選ぶ前に リフィニティブで考慮すべき要因はその他にありますか？

- リフィニティブは、Annual および Semi Annual の両方 Payment で TONA TSR の算出を検討する可能性はあります。今日の TONA OIS の市場コンベンションは Annual ですが、今後、この市場は変わることも考慮します。
- 市場慣行の変更で混乱が生じる懸念もありましたが、TONA TSR は将来の市場慣習のを予想して検討をするのではなく、現在の市場慣習に従うべきとの指摘がありました。

リフィニティブは、現在の市場慣行 (つまり Annual Payment) に従って TONA TSR を算出・公表します。同時に、この算出方法に見直しが必要となる市場慣行の変更がないか市場の動向を引き続きモニターします。

Publication of Rates and Cessation of JPY LIBOR TSR

7. LIBOR TSR が有効である期間と LIBOR TSR フォールバックが有効になる日までの間のキャップを埋めるため（フォールバックは 2021 年 12 月 31 日以降のすぐ利用できるようにする）、リフィニティブは 2021 年 12 月 31 日まで LIBOR TSR の公表を継続すべきでしょうか？（パネル行からの入力データが継続されることを前提となります）

- LIBOR TSR は 2021 年 12 月 31 日まで公表すべきとのことが確認できました。
- 2021 年 12 月 31 日まで LIBOR TSR をサポートする現在のパネルバンクの方々にご協力いただくことが必要です。

リフィニティブは、2021 年 12 月 31 日まで LIBOR TSR の公表継続をするという目標に向けて取り組み、このことが確認でき次第ご案内いたします。

8. LIBOR TSR フォールバックはページ、RIC 上に表示されます。フォールバックレートは LIBOR TSR の停止後速やかに現在 LIBOR TSR を表示しているリフィニティブの EIKON 上のページ<17143>、RIC に表示されるべきでしょうか？ またはフォールバックの表示は特定のページおよび RIC にのみにすべきでしょうか？

- 継続性を重視するか？ 法的リスクを重視するか？ で意見が異なりましたが、どちらもほぼ同じ数のご意見をいただきました。
- 現在 LIBOR TSR を表示しているページを参照する既存の契約への対応の事務負担を軽減するため、引き続き LIBOR TSR を公表して<17143> 等と同じページにフォールバックを公表すべきのご意見があります。
- 一方で、フォールバックは LIBOR TSR と経済的に異なっており、フォールバックに切り替える際に同意を得るためには、別のページにのみに表示すべきのご意見があります。現在の LIBOR TSR ページ等に表示された場合、フォールバックが意図せず使用される可能性があり、その結果、契約上の問題や法的リスクにつながる可能性があります。
- 他の通貨における同様のベンチマークのフォールバックは、別のページでのみ公開されるようです。

ご意見等を検討した結果、リフィニティブは LIBOR TSR の公表停止後、既存の LIBOR TSR のページ、タイトルおよび RIC ではなく、別の(すなわち専用の)ページ、タイトルおよび RIC で LIBOR TSR フォールバックを表示します。フォールバックは LIBOR TSR とは異なるレートであり、LIBOR TSR のシンセティック版（広い意味で同等）ではありません。また、リフィニティブはフォールバックを導入しますが、LIBOR TSR のユーザーは代替レートまたは他の方法で解決することを選択することも可能です。リフィ



ニティブのフォールバックが唯一の解決策ではないことにもご注意ください。 リフィニティブのフォールバックは、ユーザーによる検討の結果、選択していただくものとなります。

9. LIBOR TSR が公表停止となる何か他の要因や、これに関連したフォールバックの公表についてリフィニティブが考慮すべきことは他にありますか？
- この質問に対する回答はほとんどありませんでした。

3. 次のステップ

- 3.1 リフィニティブは、TONA TSR の入力データの評価を行っております。2021 年 8 月にプロトタイプ of TONA TSR の公表を開始する予定です。プロトタイプにウォーターフォールの第 1 レベルのみで算出されます。第 2 レベルを追加した上で、英国のベンチマーク規制 (UK BMR) に準拠するベンチマークは 9 月に公表を開始する予定です。
- 3.2 LIBOR TSR フォールバックは、TONA TSR プロトタイプと同時に導入される予定です。但し、LIBOR TSR フォールバックは、LIBOR の公表停止後から実際の利用ができるものとしてとしております (2021 年 12 月 31 日の直後)。
- 3.3 リフィニティブは、2021 年 12 月 31 日まで LIBOR TSR の公表継続をするという目標に向けて取り組み、このことが確認でき次第ご案内いたします。
- 3.4 TSR に関連するご質問は、index_queries@refinitiv.com にて受付いたします。送信の際には電子メールの件名に 'TSR Consultation' と記載してください。