

東京スワップレート

(TIBOR®参照)

コンサルテーション



Document Classification: 公表



Contents

1. コンサルテーションへのご意見募集	3
2. 概要	3
3. 現行のスワップレート（TIBOR®参照）	4
4. 今後の東京スワップレート（TIBOR®参照）	5
5. ご意見をいただきたいポイント	7
Appendix A	8
Appendix B	10
Appendix C	12

【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。

Copyright © 2022 Refinitiv. This document is for information purposes only, is not to be construed as advice or counsel and is subject to change. Refinitiv Limited and its affiliates ("Refinitiv") has made reasonable efforts to ensure that the information contained in this document is correct at the time of printing, but shall not be liable for any decisions made in reliance on it. Refinitiv makes no warranties or representations of any kind regarding the accuracy, timeliness, or completeness of any information contained within this document. This document does not constitute investment advice, nor is it intended to constitute an invitation or inducement to engage in any investment activity. This document does not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to purchase any security, investment product or service in any jurisdiction. This document contains information proprietary to Refinitiv and may not be reproduced, transmitted, distributed in whole or part, or be used to create any derivative works, without the express written permission of Refinitiv, which permission may be withheld in Refinitiv's sole discretion. Refinitiv and the Refinitiv logo are registered trademarks of Refinitiv.

TIBOR is a registered trademark of the Federation of Bankers Associations of Japan, registration number 4115624.

1. コンサルテーションへのご意見募集

概要

Refinitivは、透明性を保ちながらベンチマーク計算手法の見直しやベンチマークに対する重要な変更の検討をしております。現在、これまで実績のある東京スワップレート(TIBOR®参照)の計算方法の変更を検討しておりますので、関係者からのフィードバックをいただきたいと思います。Refinitivは、この資料に記載されているすべての提案、特にセクション5のRefinitivからの提案に関するコメントを募集いたします。

以下の手順でご意見ください：

- Refinitivからの質問にご回答ください
- ご意見に関する実際の事例や、ご意見に関する根拠となるものがあれば加えてください
- Refinitivが検討すべき代替選択肢があればご教授ください

提出期限

標題に「東京スワップレート」と記載のうえ、メールにてindex_queries@refinitiv.comまでコメントをお送りください。提出期限は2022年1月28日(金)12:00(英国時間)です。この期限以降に提出されたコメントや他の手段で提出されたコメントは処理されない場合がありますのでご注意ください。

ご意見の取り扱い

この協議に関連したすべての回答は機密扱いされ公表されません。
要点は匿名化され、必要に応じてRefinitivが利用することがあります。

2. 概要

Refinitiv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。Refinitivのベンチマークには、外為ベンチマークであるWM/Refinitiv、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Refinitiv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Refinitiv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。Refinitiv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Refinitiv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。

Refinitivは、1年から40年までのテナーをサポートする日本円(JPY)金利スワップ(IRS)ベンチマークファミリーである東京スワップレート(TSR)を算出・公表しております。現在、東京スワップレートの3つのバージョンを公表しております：

- 東京スワップレート(TIBOR®参照)
- 東京スワップレート(TONA®参照)
- 東京スワップレート・フォールバック

東京スワップレート(TIBOR®参照)は、変動金利にユーロ円TIBORを参照しています。1年から10年の11テナーで公表されており、パネル行からの入力データを使用して計算されます。レートは日本の各営業日に東京時間の15:30に掲載されます。

2021年12月16日、Refinitivはコンサルテーションペーパーを公表し、算出・公表に必要なパネル行数を減らしフォールバックプロセスを簡素化することを提案しました。2021年12月23日には、市場関係者からのフィードバックを基にした協議の結果を発表し、提案された変更は2022年1月4日より実施されました。

現在、東京スワップレート(TIBOR®参照)はパネル行3社の提供レートを利用しています。そのうちの1行は2022年1月31日をもってレートの提供を終了するため、既存の算出方法を用いた東京スワップレート(TIBOR®参照)の公表は2月1日以降、実現できません。**このコンサルテーションペーパーは、東京スワップレート(TIBOR®参照)の公表停止のお知らせではありません。**但し、本コンサルテーションペーパーへのフィードバックにより、東京スワップレート(TIBOR®参照)の使用が極めて限られているという結果が出た場合は、2022年2月1日の移行の公表を停止することを提案します。

一方で、金融契約での利用など直ちに公表停止を行えば重要な影響を及ぼす可能性があるという結果が出た場合、Refinitivはパネルバンク方式以外の算出方法によって公表を継続し、利用者が代替ベンチマークを適用するために必要な期間後に公表を停止します。

このコンサルテーションペーパーは、東京スワップレート(TIBOR®参照)の利用状況を確認し、影響を最小限にしたうえで公表を停止するためのアプローチについてのフィードバックを収集することを目的としています。

3. 現行のスワップレート (TIBOR®参照)

算出方法の概要

東京スワップレート(TIBOR®参照)は、15:00~15:30(東京時間)の間にパネル行から呈示されるレートを基に算出しています。7行以上のレート呈示がある場合、最も高いレートと最も低いレートそれぞれ2つずつを除いた平均値を公表します。呈示レートが4~6の場合は最も高いレートと最も低いレートを除いた平均値を公表します。また、呈示レートが3の場合は、トリミングなく平均値を公表します。

呈示レートが3未満の場合、呈示時間および公表時間が17:00(東京時間)まで延長され、呈示レートが3に達した時点で平均値(トリミングなし)が公表されます。呈示レートが17:00(東京時間)までに3に達しない場合は、前営業日のレートが公表され、3営業日連続で呈示レートが3に達しない場合は、4営業日目および翌営業日には「NO FIX」と公表されます。現在、東京スワップレート(TIBOR®参照)は3行です。算出方法の詳細は以下のサイトをご参照ください。

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/ja_jp/documents/methodology/refinitiv-tsr-tibor-methodology.pdf

データへのアクセス状況

東京スワップレート(TIBOR®参照)は、多くのユーザーによってアクセスされており、2021年には1,100社以上がEikonやWorkspaceなどのRefinitivのデスクトップ製品を通じてアクセスしています。しかし、これらの企業のうち年間6ヶ月以上継続してアクセスした企業は100社未満でした。このことから、データを(継続的にではなく)一時的にアクセスするユーザーが多く、またRefinitivが東京スワップレート(TONA参照)を立ち上げた第4四半期にアクセス数が大幅に増加した、という要因があると考えます。この同様のアクセス状況はフィード製品でも見受けられました。フィード(ElektronやDataScopeなど)を介してレートを使用している企業のごく一部だけが継続的に毎月アクセスをしています。

Refinitiv側で把握できる金融契約等での東京スワップレート(TIBOR®参照)の利用状況に関する情報は限定的です。PFIやローン契約で東京スワップレート(TIBOR®参照)が使用されているケースは認識していますが、債券で使用されているといった情報

は特定できていません。利用の実態が完全に把握できていない理由は、東京スワップレート(TIBOR®参照)が契約で利用されていないからというのではなく、Refinitiv側で利用の実態を把握するための情報が限られているためです。

4. 今後の東京スワップレート (TIBOR®参照)

現在、東京スワップレート(TIBOR®参照)の公表のために利用している計算方法を用いて2月以降もレートの公表を継続することが困難になっております。現時点での東京スワップレート(TIBOR®参照)のパネルは3金融機関ですが、そのうちの1社は2022年1月31日以降にパネルから撤退する予定となりました。加えて、2024年12月末に全銀協のユーロ円TIBORが公表停止となる可能性があることを考えると、Refinitivは、一旦レートの提供が止まった場合、同じパネルからのレートの提供が再開される可能性は低いと考えています。このため、Refinitivはレートの公表を停止せざるを得ない可能性が高く、現在、影響を最小限にとどめるための最善の方法についてご意見をいただきたいと考えています。

東京スワップレート(TIBOR®参照)が利用されている用途が極めて限られている場合、Refinitivは、コンサルテーションが完了後、2022年1月31日の公表を最後にその後は公表を停止することを提案します。一方、適切なフォールバックの選択肢や代替手段を持たない金融契約に東京スワップレート(TIBOR®参照)が使われている等の確認できた場合、Refinitivは2段階のプロセスを提案します。第1段階は、計算方法のフォールバック手順を強化し、パネルからのレート提供なしに数日間以上公表を継続できるようにすることです。第2段階は、公表停止の影響による混乱を避け、代替ベンチマークが適切に運用されるまで十分な期間を設けて市場参加者に公表停止のお知らせをすることです。改めて提案する新たなフォールバックの目的は、市場参加者が代替となるリファレンス・レートを決め、実際に運用するまでの一定期間、レガシー契約(またはその他の重要な利用状況)をサポートすることです。レートの運用を開始するまでの時間が非常に短い場合、Refinitivはあまり複雑な要件を盛り込んだ計算方法を開発することはできない可能性があります。

Refinitivは、日本円TIBORとユーロ円TIBORの乖離が大きく、ボラティリティも高いため、東京スワップレート(TIBOR®参照)の新たなフォールバックの基となるデータとして日本円TIBORを利用することは適切ではないと考えています。例えば、2015年から2019年半ばの間に、1年物の平均ベイスは0.4bps、標準偏差は0.8bpsでしたが、2019年半ば以降は平均ベイスが10bpsに増加し、標準偏差はほぼ8倍の6.4bpsに増加しました。同様の傾向は、他のテナーでも観測されています。Appendix Aは、2015年から2021年の東京スワップレートの11テナーで6ヶ月物日本円TIBORと6ヶ月物ユーロ円TIBOR IRSレートの比較を示しています。

Refinitivは、東京スワップレート(TIBOR®参照)の新たなフォールバックの基となるレートとして東京スワップレート(TONA参照)を使用することを提案しています。このアプローチは、東京スワップレート(ロンドン銀行間市場の日本円インターバンクオファードレート(6ヶ月)を参照するスワップ)とユーロ円TIBORの停止のためのISDAプロトコルと同じ考え方となります。2021年12月30日、Refinitivは東京スワップレート(ロンドン銀行間市場の日本円インターバンクオファードレート(6ヶ月)を参照するスワップ)の公表を停止し、その後、既存のレガシー契約をサポートするために新しいベンチマークである東京スワップレート・フォールバックの公表を開始しました。東京スワップレート・フォールバックは、東京スワップレート(TONA参照)とISDAスプレッド調整値に基づき、2021年3月5日までの5年間の6ヶ月物日本円LIBORと6ヶ月物の期間構

造を持たせた TONA の差の中央値を利用しています。ISDA プロトコルは、インデックスの公表停止というイベントが発生した場合ユーロ円 TIBOR を参照する契約は TONA を参照しているものとして扱われるものと定義していますが、フォールバック・レートとなる TONA は、期間構造を持たせた TONA に Z-TIBOR と関連づけるためのスプレッドを加えたレートに補正されたレートとしています。

東京スワップレート(TONA 参照)と東京スワップレート(TIBOR®参照)の差を補正するために、Refinitiv はスプレッド調整を追加することを提案します。スプレッド調整は、テナー毎に 2022 年 1 月 31 日の直近の 10 営業日の東京スワップレート(TONA 参照)と東京スワップレート(TIBOR®参照)の差とします。このアプローチは、次の目的で設計されています。

1. パネルから提供されたレートに基づく計算からスプレッド調整を行った東京スワップレート(TONA 参照)への移行に伴い、レートが大きく変わることを避ける
2. スプレッド調整に影響を及ぼすスパイクが発生リスクを軽減するために、最も高い差異と最も低い差異それぞれ 2 つを除外する
3. 2022 年 1 月 31 日現在の両レートの間によく使われたスプレッドを反映させる

2022 年 1 月 13 日までの 10 営業日（実際のスプレッドは 2022 年 1 月 31 日より 10 営業日前）に基づいて東京スワップレート(TONA 参照)にスプレッド調整値を加えて計算する新たなフォールバックの導入を検討するにあたり、2021 年 8 月 11 日から 2022 年 1 月 13 日の間にバックテストをおこないました。影響を平均すると、新たなフォールバックがテナーに応じて東京スワップレート(TIBOR®参照)よりも 0.7~1.1bps 高くなっていました。実際のスプレッド調整は、異なる影響につながります。このフォールバック手順は、現在の計算方法で求められた信用と流動性のリスクの動きの計測よりは、2022 年 1 月 31 日の直近の 10 営業日の東京スワップレート(TIBOR®参照)が捉えている信用と流動性のリスクを反映します。東京スワップレート(TIBOR®参照)とスプレッド調整を行った東京スワップレート(TONA 参照)の間の相関は、0.31 から 0.94 の間の係数を有し、ほとんどのテナーは 0.9 を超えています。Appendix B は、東京スワップレート(TIBOR®参照)と、提案された東京スワップレート(TONA 参照)のスプレッド調整法の比較を示しています。

Refinitiv は、既存のフォールバックからスプレッド調整を行った東京スワップレート(TIBOR®参照)へ置き換えて導入の予定です。つまり、新たな計算方法は既存のコードである、例えば<JPYTSRT=>上に公表されることとなります。例外として、ページ<27143>への更新は停止検討しています。Refinitiv はページ<27143>上に、ユーザーに<JPYTSRT=>を参照するよう告知のためのメッセージを掲示する予定です。更新が継続される RIC のリストについては Appendix C をご参照下さい。多くの場合、ユーザーは、フォールバックを利用するために追加のアクションは必要ありません。2 月の初めにパネルの数が更に減るリスクを考えると、Refinitiv は、新しいベンチマークとしてフォールバックを導入するために市場参加者がドキュメンテーションなどに費やすことのできる時間はあまりないと考えた結果です。

現在公表中の東京スワップレート(TIBOR®参照)の後継として、Refinitiv は 6 ヶ月物日本円 TIBOR を参照する金利スワップの固定金利側を表す新しい東京スワップレートの導入を検討しており、今後、関連した市中協議を行う可能性があります。

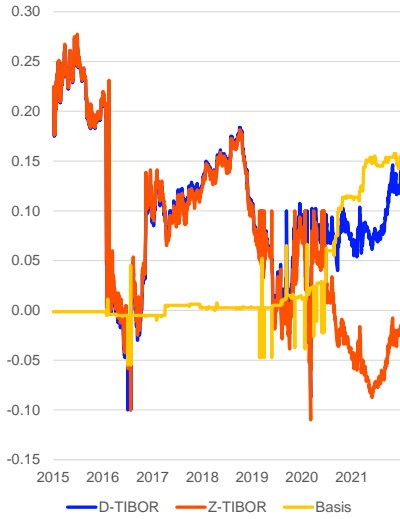
5. ご意見をいただきたいポイント

1. 東京スワップレート(TIBOR®参照)のご利用状況
 - a. 金融契約、金融商品、投資信託の参照レートとしてのご利用
 - i. どのような金融契約、金融商品、投資信託に利用されていますか？
 - ii. それぞれの金融契約においてどれ位使用されていますか？（履行中の契約数など）
 - iii. 執行中の契約については残存期間はどれ位になりますか？
 - iv. それらの金融契約については適切なフォールバック対応が可能ですか？
 - v. それらの契約が締結されているロケーションはどこですか？（英国、ヨーロッパ、その他）
 - b. ベンチマークとしてのご利用
 - i. 対象となるベンチマークをあげて下さい。
 - ii. 代替となるレートへの置き換えは可能ですか？
 - iii. 代替となるレートへの置き換えが可能な場合、どれ位の時間が必要ですか？
 - c. 上記以外でのご利用がある場合は、その内容をお知らせ下さい。
2. 東京スワップレート(TIBOR®参照)の公表停止または算出方法変更によるビジネスへの影響を教えてください。
3. 2022年2月1日以降、Refinitiv が提案する新たな算出方法を用いた東京スワップレート(TIBOR®参照)の公表が必要ですか？ 必要な場合、その理由をお聞かせ下さい。
4. Refinitiv が提案するフォールバック算出方法を採用した場合、現行公表を行っている RIC へのフォールバック・レートを公表することに問題はありませんか？ 懸念されることがあればお聞かせ下さい。
5. Refinitiv が拡張フォールバック手順を適用する場合、ページコード<27143>の更新停止は重大な問題をもたらしますか？更新を継続する該当 RIC では代用できない理由をお聞かせ下さい。
6. Refinitiv がフォールバックを公表すると判断した場合、東京スワップレート(TIBOR®参照)の公表を停止するまでのフォールバックはどれ位の期間の公表を継続するべきでしょうか？ 必要な期間とお聞かせ下さい。

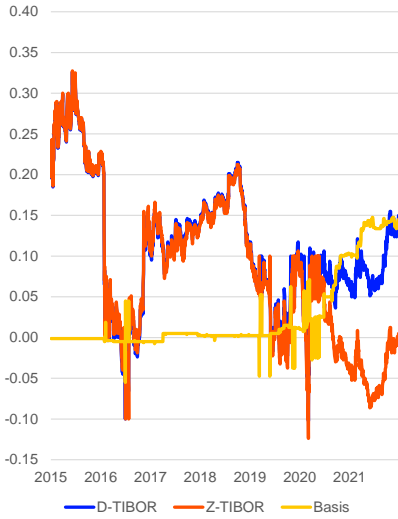
Appendix A

Figure 1: Spread between 6M D-TIBOR and 6M Z-TIBOR IRS rates for tenors 1-10 years

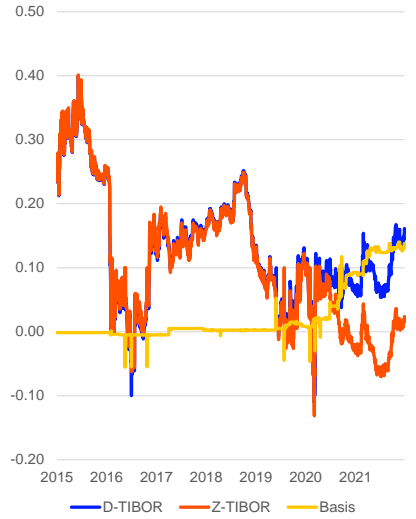
3YR IRS
2015-2021, (%)



4YR IRS
2015-2021, (%)

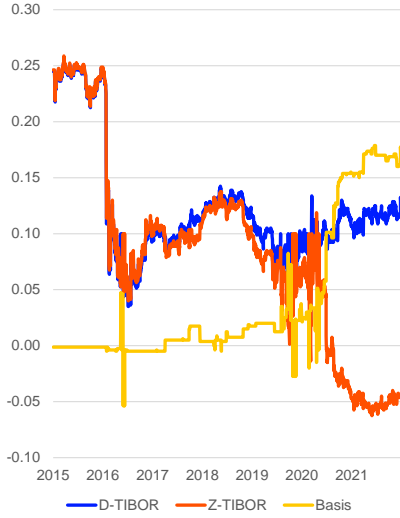


5YR IRS
2015-2021, (%)

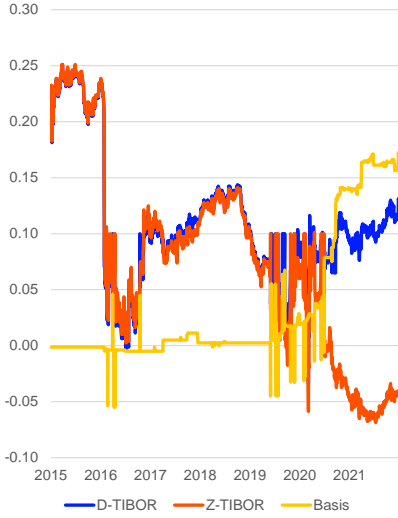


Note: Close mid price for 6M contract
Source: Ueda Tradition Securities, Refinitiv analysis

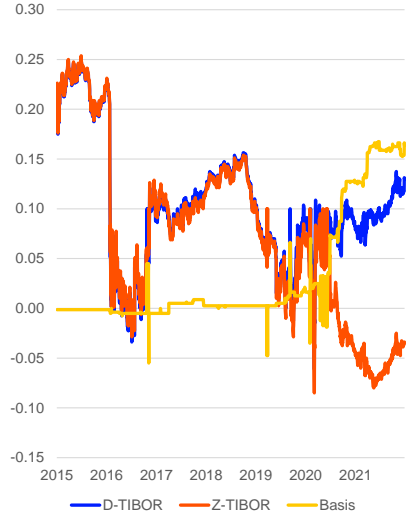
1YR IRS
2015-2021, (%)



18M IRS
2015-2021, (%)

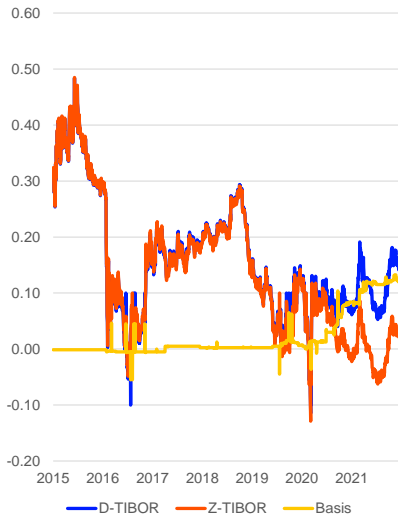


2YR IRS
2015-2021, (%)



Note: Close mid price for 6M contract
Source: Ueda Tradition Securities, Refinitiv analysis

6YR IRS
2015-2021, (%)

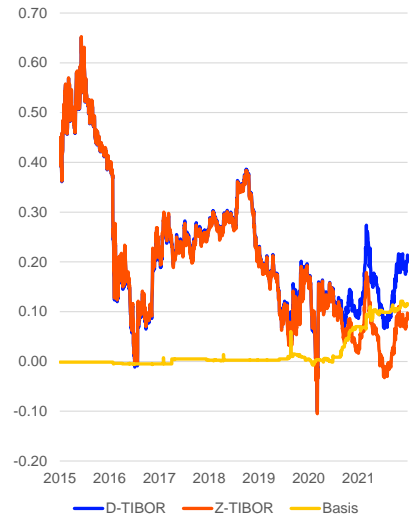


Note: Close mid price for 6M contract
Source: Ueda Tradition Securities, Refinitiv analysis

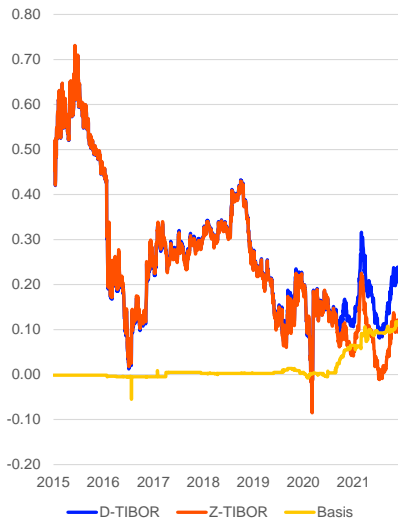
7YR IRS
2015-2021, (%)



8YR IRS
2015-2021, (%)

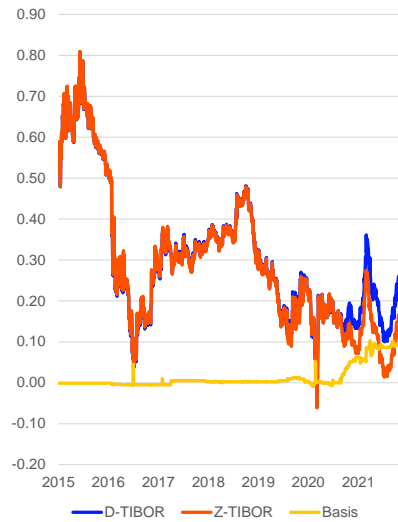


9YR IRS
2015-2021, (%)



Note: Close mid price for 6M contract
Source: Ueda Tradition Securities, Refinitiv analysis

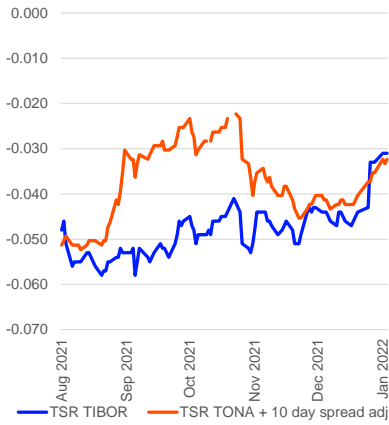
10YR IRS
2015-2021, (%)



Appendix B

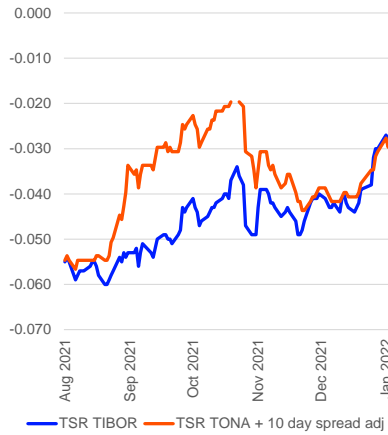
Figure 2: Comparison of Tokyo Swap Rate (for swaps referencing TIBOR®) with spread adjusted Tokyo Swap Rate (for swaps referencing TONA)

1YR
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



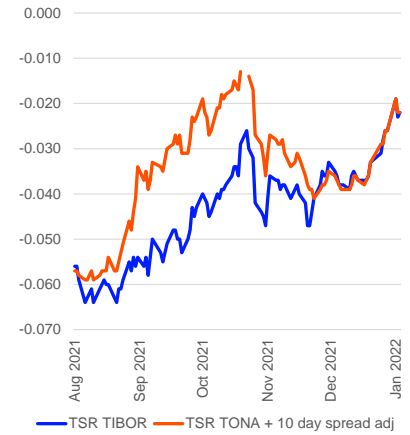
Correlation coefficient: 0.31
Average difference: 0.012

18M
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



Correlation coefficient: 0.65
Average difference: 0.010

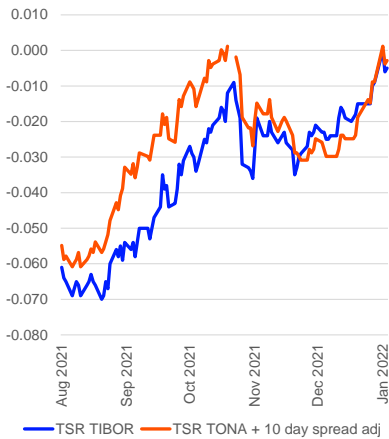
2YR
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



Correlation coefficient: 0.75
Average difference: 0.010

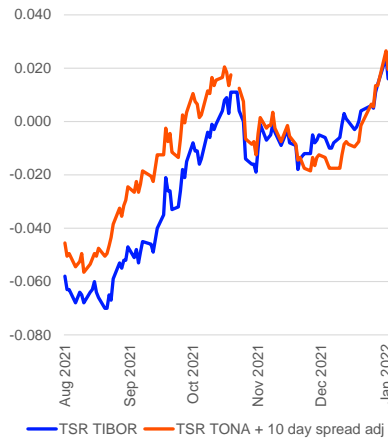
Source: Refinitiv

3YR
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



Correlation coefficient: 0.87
Average difference: 0.009

4YR
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



Correlation coefficient: 0.91
Average difference: 0.009

5YR
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)

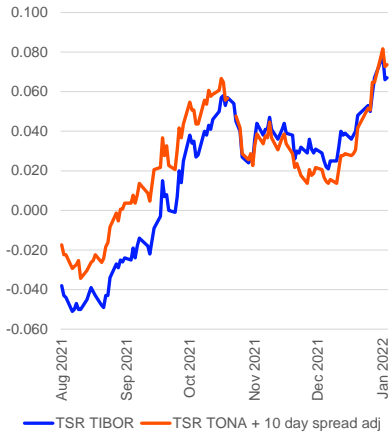


Correlation coefficient: 0.93
Average difference: 0.007

Source: Refinitiv

6YR

11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)

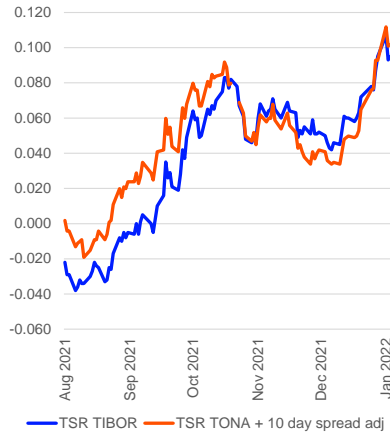


Correlation coefficient: 0.93
Average difference: 0.008

Source: Refinitiv

7YR

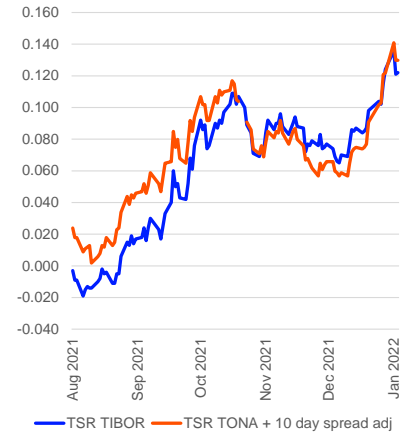
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



Correlation coefficient: 0.93
Average difference: 0.008

8YR

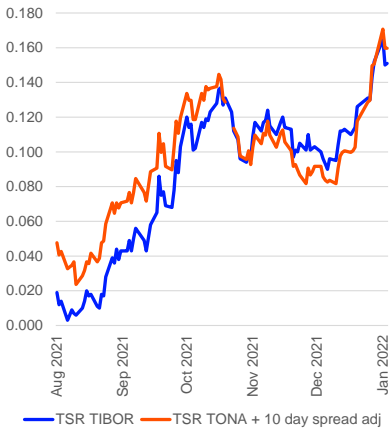
11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



Correlation coefficient: 0.93
Average difference: 0.008

9YR

11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)

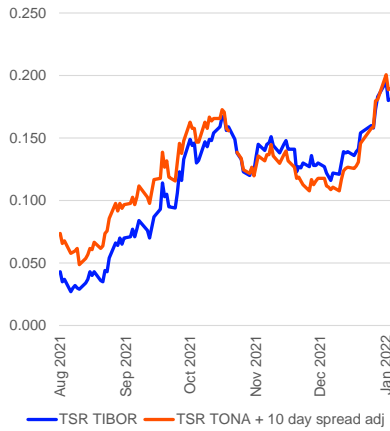


Correlation coefficient: 0.93
Average difference: 0.008

Source: Refinitiv

10YR

11-Aug 2021 to 13-Jan 2022, (%)



Correlation coefficient: 0.94
Average difference: 0.007

Appendix C

RICs supported after 31 January 2022 if Refinitiv implement an enhanced fallback procedure.

Tenor	Tokyo Swap Rate (for swaps referencing TIBOR®)
	JPYTSRT=
1-Year	JPYTSRT1Y=
18-Months	JPYTSRT18M=
2-Years	JPYTSRT2Y=
3-Years	JPYTSRT3Y=
4-Years	JPYTSRT4Y=
5-Years	JPYTSRT5Y=
6-Years	JPYTSRT6Y=
7-Years	JPYTSRT7Y=
8-Years	JPYTSRT8Y=
9-Years	JPYTSRT9Y=
10-Years	JPYTSRT10Y=

Visit refinitiv.com

Refinitiv, an LSEG (London Stock Exchange Group) business, is one of the world's largest providers of financial markets data and infrastructure. With \$6.25 billion in revenue, over 40,000 customers and 400,000 end users across 190 countries, Refinitiv is powering participants across the global financial marketplace. We provide information, insights, and technology that enable customers to execute critical investing, trading and risk decisions with confidence. By combining a unique open platform with best-in-class data and expertise, we connect people to choice and opportunity –driving performance, innovation and growth for our customers and partners.

An LSEG Business

