

## TORFの運営態勢の定期的な見直し結果について

株式会社QUICKベンチマークス

株式会社QUICKベンチマークス（代表取締役社長：佐々木政洋、以下「QBS」）は、TORF業務規程第47条第1項に基づき、QBSの運営態勢の定期的な見直しを実施いたしました。結果は下記のとおりです。

QBSは、引き続き、IOSCO原則の遵守及びTORFの透明性・頑健性・信頼性の維持・向上に向けて、適切に対応して参ります。

### 記

## 1. 検証結果

- TORF（東京ターム物リスク・フリー・レート）の評価対象市場を日本円OIS市場とすることは適正であり、同市場においてレポーティング・ブローカー3社経由の取引が占める割合の充分性も満たしている。TORFは必要とされる金利指標性<sup>1</sup>を維持しており、現時点でTORFの算出方法を含む運営態勢の見直しは必要ないと判断した。ただし、TORFの信頼性と頑健性のさらなる向上のための施策の検討は継続するのが望ましい。
- レポーティング・ブローカーによる報告レートの生成プロセスの適切性は保たれている。また、2024年10月～12月の定期モニタリングで判明したQBSと一部レポーティング・ブローカーとの間における意思疎通の齟齬を原因とした誤算出の発生とその改善策を踏まえ、今後もQBSによる算出・承認業務の正確性の確保に努めると共に、レポーティング・ブローカーによる報告レートの生成プロセスの適切性に関しては、今後も厳格に監視していく。

## 2. 運営態勢の検証

### (1) 背景

TORFは、日本円のターム物のリスク・フリー・レートを金利計算期間の開始時点で示す（前決め式）ことを目的としている。TORFは、無担保コール翌日物金利（TONA）を用いた金利デリバティブ市場である日本円OIS市場を評価対象市場とし、その取引レートをTORF算出要綱で定めた方法により算出している。

TORFは、①金融指標としての透明性・頑健性を保つため、取引レート（約定レート及び取引を前提とした気配レート）のみに基づき算出する、②リスク・フリー・レートの計測を目

<sup>1</sup> 「金利指標性」とは、「金利の決定に際して参照されるべき指標としての有用性」を指す。（参考：TORF業務規程 第48条）

的として日本円OIS取引における取引相手先の信用リスク等を排除するため、採用する報告データを日本証券クリアリング機構（JSCC）またはLCHによる清算集中取引に限定する、③レート決定における恣意性や信用リスク等を極力、排除するため、算出に用いるレートからは相対取引におけるレートを除外し、レポーティング・ブローカー経由のレートのみを採用する、という特徴を有する。TORF算出のための報告レートを提供するレポーティング・ブローカーは、現時点ではインターディーラー・ブローカーであるボイス・ブローカーのみである。

こうしたTORFの上記特徴・算出方法を前提に、以下、TORFの日本円のターム物のリスク・フリー・レートとしての金利指標性を検証する。具体的には、(2)においてTONAを用いた金利デリバティブ市場のうち日本円OIS市場をTORFの評価対象市場とすることの適正性を、(3)においてレポーティング・ブローカー3社が日本円OIS市場に占める取引割合の十分性を、(4)においてレート推移及びウォーターフォール構造に基づく算出順位の実態に関する分析を通じたTORFの信頼性・頑健性を、それぞれ検証する。そして、これらの検証を(5)において総括し、TORFの定義及び算出方法の見直しの要否を検討する。さらに、(6)において、これまでQBSが実施した定期モニタリング等の結果等を踏まえ、各レポーティング・ブローカーによる報告レート生成プロセス等の適切性も検証する。

なお、本検証の対象期間は、2024年1月4日～12月30日（全245営業日）である。

## **(2) 日本円OIS市場およびその他TONAを用いた金利デリバティブ市場等関連市場の状況に基づく、TORFの評価対象市場の設定に係る適正性の検証**

日本円OIS市場の2024年の状況は以下のとおりである（カッコ内は2023年）。

- 日本円OIS市場における取引額<sup>2</sup>            4094.9兆円（1970.3兆円）
  - うち2年以下                                    2570.7兆円（525.3兆円）

2024年の日本円OIS取引額は4094兆円で、前年の2倍超に増えた。

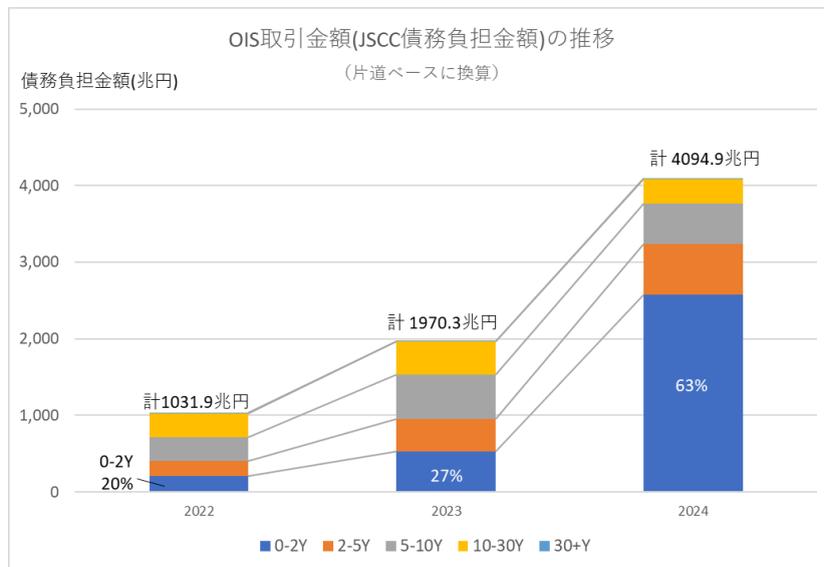
これは、2024年3月に日本銀行（以下、「日銀」）が17年ぶりとなる利上げに踏み切り、その後も追加利上げ観測が常に意識される状況において、金利上昇へのヘッジなどを目的とした取引が増えたものと考えられる。

近い将来の更なる利上げの可能性に金融市場参加者の関心が集まる中で、より短期での取引が広がり、2年以下の期間では前年の5倍近くに増えた。

---

<sup>2</sup> JSCC「債務負担金額」に基づく([https://www.jpx.co.jp/jsc/toukei\\_jrs.html](https://www.jpx.co.jp/jsc/toukei_jrs.html))。なお、JSCCは2024年11月29日掲載分より、月次情報における債務負担件数・金額等のカウント方法を、片道（原取引）ベースから清算約定ベースに変更した([https://www.jpx.co.jp/jsc/information/news/20240930\\_1.html](https://www.jpx.co.jp/jsc/information/news/20240930_1.html))。本報告書では、実質的な取引金額を把握する観点から、JSCC「債務負担金額」のデータをQBSが片道ベース（原取引）に換算したものを掲載している。

図 1 日本円OIS取引金額の推移



※JSCC「債務負担金額」に基づきQBSが作成

日本円OIS以外のTONAを用いた金利デリバティブ市場を評価対象とする点に関しては、TORF業務規程第48条第1項で、TORFの定義や算出方法の変更の条件の一つとして「(1) 本邦日本円OIS市場やその他日本円金利デリバティブ市場において、TORFの定義や算出方法等の変更を要するような構造的な変化があった場合」と定めている。

この点に関連し、2023年に上場したTONA先物市場<sup>3</sup>は、本検証の対象期間中に取引が急速に伸びた。金利リスク量の指標であり、金利が1ベーシスポイント(0.01%)変化した際の価格変化量を示す「DV01」で比較すると、前年(2023年6~12月)においてはTONA先物がTORFの観測対象である短期OIS取引の3分の1程度だったのに対し、2024年(1~12月)は、ほぼ同程度にまで増加している<sup>4</sup>。

もっとも、TONA先物をTORFの評価対象とするかどうかに関しては、単純な取引量やリスク量の比較だけで決められるわけではない。TORFが評価対象とする日本円OIS取引とTONA先物取引とでは、その商品性に大きな違いがある<sup>5</sup>ためである。

金利参照期間や取引単位的设计等の商品性において、日本円OIS取引は取引当事者の利便性に、TONA先物は取引の流動性向上を目的とする標準化に、それぞれ主眼を置いているという明確な違いがある。このような商品性の違いに加え、TORFの評価対象である日本円OIS取引自体も前年の2倍超に増えている状況を踏まえると、現時点で直ちにTORFの定義や算出方法等の変更を要するような構造的な変化があったとは言えないと考えている。QBSでは、こうした構造

<sup>3</sup> 東京金融取引所(TFX)は2023年3月20日に「無担保コールオーバーナイト3ヵ月金利先物」を上場し、大阪取引所は2023年5月29日に「TONA3ヵ月金利先物」を上場した。

<sup>4</sup> TFXと大阪取引所に上場するTONA先物の取引データ(期近2限月分)と、TORFの算出に用いた1・3・6ヵ月物の日本円OIS取引の約定データを用い、QBSが試算した。

<sup>5</sup> TONA先物の商品性の特徴や、日本円OIS取引との比較については、2024年公表の「TORFの運営態勢の定期的な見直し結果について」(検証の対象期間:2023年1月4日~12月29日)を参照。(

[https://www.torf.co.jp/wp-content/uploads/Result-of-a-Periodic-Review-of-TORF-Operational-Framework\\_2023.pdf](https://www.torf.co.jp/wp-content/uploads/Result-of-a-Periodic-Review-of-TORF-Operational-Framework_2023.pdf))

変化の観察という観点から、金利先物取引の取引状況や日本円OIS取引に与える影響の有無・程度等を含め、引き続き注視していく。

次節以降、日本円OIS市場をTORFの評価対象市場とすることを前提に、TORFの金利指標性の確認に関わる他のいくつかの要素を検証する。

### **(3) 日本円OIS市場においてレポーティング・ブローカー3社が占める取引割合の十分性など、TORFの金利指標性の観点から必要なその他要素の検証**

TORFの金利指標性の確認にあたり重要な要素として、まず、日本円OIS市場におけるレポーティング・ブローカー3社経由の取引が占める取引割合の十分性が挙げられる。ただし、TORFは約定レートのみに基づき算出されるわけではなく、仮に約定がない場合でも、算出順位のウォーターフォール構造に基づき、市場における気配レート（取引を前提とした注文レート）により算出できる。つまり、取引の多寡にかかわらず算出可能であるため、取引額に基づく検証だけでは十分ではない。

そこで、本節では取引額に基づく検証に加え、ウォーターフォール構造に基づき算出されたTORFのレート推移の適切性を検証した。さらに、次節では同構造に基づき算出に用いたデータの種類と対応する算出順位といった側面からの検証も加えた。これらの追加的な検証を通じ、評価対象市場である日本円OIS市場との関係からTORFの金利指標性を確認し、TORFの算出方法見直しの要否を検討する材料とする。

#### **i. 取引額による検証**

日本円OIS市場に占めるレポーティング・ブローカー3社の取引割合を推計した。

日本円OIS市場の取引額を把握するうえで利用可能なデータとしては、(2)で示したとおり、JSCCが公表する月次データである債務負担金額がある。ただし、TORFのテナーが1・3・6カ月物の3種類であるのに対し、JSCCの月次データは「0～2年」という分類である。そこで、QBS独自の市場調査等も実施し、TORFの評価対象市場である1・3・6カ月物の日本円OIS市場全体に占めるレポーティング・ブローカー3社の取引割合を推計したのが表 1である。当該取引割合の推計値は下記のとおり約1割強であり、2023年の3割前後から低下した。

一方、表 2では、同様にQBS独自の市場調査等も実施の上、1・3・6カ月物の日本円OIS市場におけるブローカー経由の取引額と、当該ブローカー経由の取引に占めるレポーティング・ブローカー3社の取引額の割合<sup>6</sup>を推計している。当該取引割合は、下記のとおり約4割弱であり、2023年の6割前後から低下したと推計している。金融市場参加者の関心が近い将来の更なる利上げの可能性に集まる中で、ブローカー経由取引において、TORFが観測対象とする1・3・6カ月という期間の取引だけでなく、例えば期間を金融政策決定会合の間として政策金利の変更を取引に反映しやすくした金融政策決定会合間取引など、取引の多様化の進展が影響したと考えられる。

<sup>6</sup> レポーティング・ブローカー3社が報告した報告データに基づき推計したものであり、ブローカー経由取引（TORF算出要件を満たさない取引も含むJSCC清算取引）のうち、レポーティング・ブローカー3社の報告データにおけるTORF算出要件を満たす取引の割合を示している。例えば、TORF算出要件に含まれない金融政策決定会合間取引やスプレッド取引等を加えた場合には、レポーティング・ブローカー3社の取引の割合はさらに高まると推測される。

表 1 日本円OIS市場の取引額とレポーティング・ブローカー取引割合等の実績値及び推計値<sup>7</sup>

	対象テナー	実績値/推計値
① 日本円OIS取引額(中央清算を前提とした取引のうちJSCC清算分) <sup>8</sup>	0～2年	2570.7兆円(実績値)
② ①に占める1・3・6カ月物の割合及び推計額	1・3・6カ月物 <sup>9</sup>	3割強/790兆～900兆円程度(推計値)
③ レポーティング・ブローカー3社の報告データにおける日本円OIS取引額(LCH清算を含むTORF報告対象) <sup>10</sup>	1・3・6カ月物	113.7兆円(実績値)
④ ③のうちJSCC清算分	1・3・6カ月物	108.3兆円(実績値)
⑤ 1・3・6カ月物の日本円OIS市場におけるレポーティング・ブローカーの取引額の割合(④/②)	1・3・6カ月物	1割強(推計値)

表 2 ブローカー経由取引に占めるレポーティング・ブローカー3社の割合推計値<sup>7</sup>

	対象テナー	実績値/推計値
① 日本円OIS取引額(中央清算を前提とした取引のうちJSCC清算分)のうち1・3・6カ月物の推計額(表 1②より)	1・3・6カ月物 <sup>9</sup>	790兆～900兆円程度(推計値)
② ①に占めるブローカー経由の割合及び推計額	1・3・6カ月物 <sup>9</sup>	4割弱 / 290兆～320兆円程度(推計値)
③ レポーティング・ブローカー3社の報告データにおける日本円OIS取引額(JSCC清算分のみ。表 1④より)	1・3・6カ月物	108.3兆円(実績値)
④ ブローカー経由取引に占めるレポーティング・ブローカー3社の割合 <sup>6</sup> (③/②)	1・3・6カ月物	4割弱(推計値)

日本円OIS取引にはボイス・ブローキングのほかに電子取引基盤(ETP)を用いた取引もあるが、ETP上で1～6カ月物の日本円OIS取引が著しく活発となったという情報は得られておらず、制度面でも、ETP利用義務の対象は日本円OISのうちテナーが5・7・10年に限られている。CLOB(集中指値注文台帳)を用いたETP取引が活発化すれば、現在TORF算出要綱においてウォーターフォール構造の第2順位として予定している「CLOB上の想定元本情報を伴った注文ペア」の採用を本格的に検討する必要があるため、QBSとしては引き続きETP取引の状況を注視していく。

## ii. レート推移による検証

<sup>7</sup> 推計値はQBSにおけるTORF運営態勢等の検証・検討のみを目的として報告データ実績値や公表統計データ、QBSによる市場調査等を利用して推計したものであり、正確性は保証しない。当該推計値を利用したことによる間接的または直接的な損害に関し、QBSは一切の責任を負わない。

<sup>8</sup> JSCC「債務負担金額」に基づきQBSが片道ベースに換算のうえ算出 ([https://www.jpx.co.jp/jscc/toukei\\_irs.html](https://www.jpx.co.jp/jscc/toukei_irs.html))

<sup>9</sup> TORF算出要件を満たさない取引も含む、テナーが1・3・6カ月程度の取引。

<sup>10</sup> レポーティング・ブローカー3社が報告した報告データに基づく、TORF算出要件を満たす取引の約定額(想定元本ベース)。

TORFの金利指標性を確認するにあたり、TORF算出に用いる約定レートや取引を前提とした気配レートが日本円OIS市場の価値を適正に反映しているものであるかどうか、レート推移の側面からも適切性を確認する必要がある。そこで、日本円OIS市場を参照する他のレートとの整合性を調査したのが、図 2に示すグラフである。本グラフに記載されているJSCC公表の清算値段（赤点線）はJSCCが金利スワップ取引に係る証拠金を計算するために用いるレートであり、15:02時点の気配値を情報ベンダー及びブローカー・ディーラーから取得し算出している。<sup>11</sup>

TORFとJSCC清算値段とは算出方法だけでなく、算出に用いるデータが異なる。具体的に言えば、TORFは日本円OIS取引における約定レート及び取引を前提とした気配レートのみを用いている<sup>12</sup>のに対し、JSCC清算値段においては「情報ベンダー及びブローカー・ディーラーから取得」した気配値（取引を前提としたものか否かを問わない）を用いているという違いがある。算出方法と算出に用いるデータの違いから双方のレートに差があるが、その2024年の推移は図 2のとおり、1カ月物を含む全テナーにおいておおむね整合的である。

ただし、TORFとJSCC清算値段との乖離幅の最大値は、全テナーとも前年を上回った（表 3）。日銀による利上げを事前に織り込む過程で、TORFの上昇がJSCC清算値段の動きに遅行する日があった。その影響で平均値も全テナーにおいて前年をわずかながら上回ったが、中央値で見ると引き続き極めて小さい水準を維持している。

---

<sup>11</sup> JSCC「計算に使用するマーケットデータ」 (<https://www.jpix.co.jp/iscc/seisan/irs/margin.html>)

<sup>12</sup> 金融指標であるTORFは、IOSCO（証券監督者国際機構）による金融指標に関する原則を遵守するよう設計されている。同原則の原則6（指標の設計）や原則7（データの十分性）などとの整合性を保ち、日本円OIS市場における取引の実態を正確に反映させられるよう、約定レートを補完する目的で用いるデータは、取引を前提とした気配レートに限定している。（参考：IOSCO金融指標に関する原則の最終報告書<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>）

図 2 TORFのレートとJSCC清算値段との比較

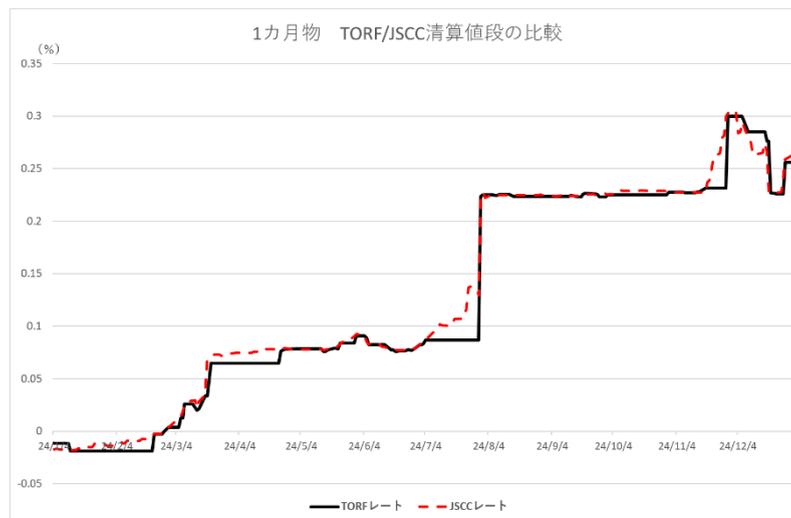


表 3 TORFとJSCC清算値段との乖離幅<sup>13</sup>

テナー	最大値	平均値	中央値
1カ月物	0.0689% (0.0267%)	0.0067% (0.0051%)	0.0033% (0.0032%)
3カ月物	0.0295% (0.0177%)	0.0024% (0.0017%)	0.0012% (0.0009%)
6カ月物	0.0491% (0.0263%)	0.0030% (0.0026%)	0.0013% (0.0012%)

#### (4) TORFの算出に用いたデータの種類及び対応する算出順位の実態に基づく、TORFの信頼性・頑健性の検証

TORFは日本円OIS取引の多寡にかかわらず客観的・機械的な方法に基づき算出できるよう、算出に際しウォーターフォール構造を採用している（ウォーターフォール構造については別紙参照）。約定レートや気配レートが期間中にそれぞれどの程度の割合で算出に用いられたのかを確認するため、ウォーターフォール構造に基づく算出順位の割合を表 4に示した。この確認により、TORFの金利指標性を指標の信頼性・頑健性という側面から検証する。

表 4 TORF算出順位の割合<sup>14</sup>

	1カ月物	3カ月物	6カ月物
第1順位 実取引（約定）データ	11.4% (4.5%)	47.0% (33.7%)	75.4% (41.5%)
第2順位 CLOB上の想定元本情報を 伴った注文ペア	—— <sup>15</sup>		
第3順位 ボイス・ブローカー上の想 定元本情報を伴った注文ペ ア	0.4% (0.0%)	0.0% (0.0%)	0.0% (0.0%)
第4順位 ボイス・ブローカー上の想 定元本情報を伴った注文 (片気配)	0.0% (0.0%)	0.4% (0.0%)	0.0% (0.0%)
第5順位 ボイス・ブローカー上の注 文ペア	15.5% (8.9%)	26.5% (31.3%)	12.3% (22.3%)
前日値採用 第1～第5 順位に相当する データがない場合	72.7% (86.6%)	26.1% (35.0%)	12.3% (36.2%)

<sup>13</sup> TORFとJSCC清算値段との乖離幅の絶対値の最大・平均値。カッコ内は2023年。

<sup>14</sup> パーセントの小数第2位を四捨五入。カッコ内は2023年。なお、各算出順位の説明は表 6に記載している。

<sup>15</sup> 第2順位は電子取引におけるCLOB上の注文データに基づき算出するものであるが、現状はCLOBデータを用いていないため算出に採用していない。

TORFの算出においては、取引を前提としない気配レート（Indicative quote）は採用しておらず、実取引に基づく約定レートまたは取引を前提とした気配レートのみを用いるよう限定している。

第1順位（約定データに基づく算出）の割合は全テナーにおいて前年を上回り、中でも6カ月物は7割を超えた。1カ月物については依然として7割を超える日で前日値採用となっているとはいえ、第1順位だけでなく第5順位（注文ペアに基づく算出）等の割合も前年を上回った。この結果、当日のレートに基づき算出がなされた日数の割合（「前日値採用」以外の日数の割合の合計）は、全テナーで前年よりも高まった。このように、実取引に基づく約定レートでの算出が増えたという点で、TORFの信頼性・頑健性は一段と高まったと評価できる。

## **(5) 日本円OIS市場の状況を踏まえたTORFの金利指標性に関する総括**

(2)から(4)で実施した個別の検証結果を踏まえ、本節ではTORFの金利指標性について総括する。

表 1に示したとおり、1・3・6カ月物の日本円OIS市場全体に占めるレポーティング・ブローカーの取引割合（1割強）は、2023年の推計値（3割前後）を下回った。また、ブローカー経由に占めるレポーティング・ブローカー3社の割合（表2④、4割弱）は、前年の6割前後から低下した。しかしながら、それでもレポーティング・ブローカー3社の取引額自体は前年の2倍超に増えている。

こうした状況が示すのは、日本円OIS市場全体の取引拡大と多様化である。日銀が2024年3月に17年ぶりとなる利上げを実施し、金融政策の正常化に向けた取組みに踏み出してから、日本円OIS市場をめぐる環境は大きく変化した。イールドカーブ（利回り曲線）の変化を見込んだスプレッド取引や、取引期間を金融政策決定会合の取引の間として政策金利の変更を取引に反映しやすくした金融政策決定会合間取引など、取引の多様化を伴いながら日本円OIS市場全体が前年の5倍近くに急拡大している。

一方、TORFが観測対象としているのはスポットスタートで期間が1・3・6カ月であるOIS取引であり、こうした取引は短期資金取引の金利変動リスクをヘッジするのに便利である。そして、日本円OIS市場の取引形態が多様化する中で、こうしたTORFが観測対象とする取引も順調に伸び、前年の2倍超に増えた。そして、取引額の増加とともに約定が観測された日数自体も増え、その結果として日々の金利水準の変化幅が拡大する状況下においても日本円OIS市場を参照する他のレートとも整合的なレート推移を保っている。

他方、上述のとおり、TONAを用いた3カ月物金利先物取引も急速に拡大し、リスク量で比較するとTORFが観測対象とした取引と同程度にまで増えた。金利先物取引は、取引制度や商品設計を標準化しているという点で、日本円OIS取引と商品性が大きく異なるため、仮にTORFの評価対象市場に加える場合には、TORFの定義自体を見直す必要が生じる。

金利先物取引の急速な伸びは、日本円金利デリバティブ市場全体が活性化し取引規模が拡大していることの証左とも言える。金利デリバティブ市場全体が拡大する状況下においてTORFが観測対象とする取引自体も伸びていることを考慮すれば、現段階においてはTORFの定義や算出方法等の変更を要するような構造的な変化があったとは言えないと考えている。

こうした状況に鑑みて、TORFの評価対象市場を日本円OIS市場とすることは適正であると考えられる。また、日本円OIS市場における取引の多様化が進む中でTORF観測対象も順調に拡大していること、レート推移の面でも市場の価値を適正に反映していると考えられること、実取引に基づく約定レートによる算出が増えていること等を総合的に勘案すると、「レポーティング・ブローカーが占める取引割合の十分性」及び「TORFの算出に用いたデータの種類及び対応する算出順位の実態」という観点でも、現行のTORFの定義や算出方法はTORFの金利指標性維持に必要な水準を満たしているといえる。

しかしながら、「(4)TORFの算出に用いたデータの種類及び対応する算出順位の実態に基づく、TORFの信頼性・頑健性の検証」で示したように、当日のレートに基づきTORFの算出がなされた日数の割合は全テナーにおいて前年を上回ったとはいえ、1カ月物では依然として2割台にとどまっている。その動向に関しては引き続き注視していくとともに、TORFの信頼性と頑健性のさらなる向上のための施策の検討を継続するのが望ましいと考える。

## **(6) レポーティング・ブローカーによる報告レートの生成プロセスの適切性**

QBSでは、日々の算出業務においてレポーティング・ブローカーによる報告データを確認している。また、定期モニタリングにおいて、レポーティング・ブローカーによる報告レートの生成プロセスが適切であり、何らかのミスや不正操作等が生じていないことを、各約定レートや気配レートの推移、レポーティング・ブローカー間のレート比較、算出順位間のレート比較等を通じて確認し、必要に応じヒアリングしている。

この結果、2024年10月～12月の定期モニタリング<sup>16</sup>において、一部レポーティング・ブローカーによる報告データをQBSで修正する過程における両者間の意思疎通の齟齬を原因とした誤算出が判明した。

本事象に関しては、QBSにおいて算出・承認業務を行うにあたり同様の齟齬が生じないよう、業務規程に則り、本検証の対象期間後である2025年1月に修正内容の正確性を確保するための方策を講じた。また、当該レポーティング・ブローカーに対しても、行動規範に則った適切なレート報告のための態勢整備について改めて注意喚起した。

QBSとしては、今後も一連の算出・承認業務の正確性の確保に努めると共に、レポーティング・ブローカーにおける報告レートの生成プロセスの適切性を引き続き注視していく。

## **3. 結論**

以上のとおり、TORFの評価対象市場を日本円OIS市場とすることは適正であると考えられる。また、現行のレポーティング・ブローカー3社が同市場に占める取引割合の十分性は、要求される水準を満たしていると認められる。さらに、レート推移や、ウォーターフォール構造に基づき算出に用いられたデータの種類及び対応する算出順位の状況を勘案しても、TORFの金利指標性という観点において、TORF業務規程第48条第1項に定めるような、TORFの定義や算

<sup>16</sup> QBS「TORF公表レート等の定期モニタリングの結果」([https://www.torf.co.jp/news2502\\_01/](https://www.torf.co.jp/news2502_01/))

出方法の見直しの検討が必要となる条件<sup>17</sup>にも該当していないと考えられる。よって、現時点でTORFの算出方法を含む運営態勢の見直しが必要な状況ではない。

しかしながら、各テナーの算出状況及び日本円金利デリバティブ市場における取引の多様化といった状況を踏まえると、TORFの信頼性と頑健性のさらなる向上のための施策の検討は継続するのが望ましい。

また、QBSによる算出・承認業務の正確性の確保に努めると共に、レポーティング・ブローカーによる報告レートの生成プロセスの適切性に関しては、日常の算出業務における確認と定期モニタリングを通じ、今後も厳格に監視していく方針である。

以上

---

<sup>17</sup> (1) 本邦日本円OIS市場やその他日本円金利デリバティブ市場において、TORFの定義や算出方法等の変更を要するような構造的な変化があった場合、(2) TORFによって計測される価値が一般に使用されなくなったか、機能していないために、信頼性のある指標としての基礎としての役割を果たさなくなったと考えられる場合

<別紙>

TORFの算出について<sup>18</sup>

TORFの最大の特徴は、パネルバンクの呈示レートに依拠する金利指標ではなく、日本円OIS市場の取引レートを用いる点にある。さらに、TORFは、日本円OIS市場の価値をより正確に反映し、かつ専門家判断を用いることなく客観的・機械的にレートを計算できるよう、以下の2つの特徴を備えている。

① 約定レートと気配レート（取引を前提としたものに限る。以下同様。）の使用

取引が成立した場合はその約定レートを最優先で使い、取引が成立しない場合または成立しても閾値未満の場合は気配レートを用いる。気配レートにはボイス・ブローカーにおける最良Bidと最良Offerを用いるほか、将来的にはCLOBの気配レートも用いることを想定している。取引が活発な場合はその約定レートで算出し、取引が少ない場合や約定がない場合は気配レートからでもレートを算出できることで、客観的なレートの算出を確保している。

② ウォーターフォール手法の採用

約定レートを最優先で使い、約定が基準に満たない場合は気配レートを用いる設計としている。気配レートについても「CLOB上の気配レート（CLOBデータを採用する場合）」「ボイス・ブローカー上の想定元本を伴った注文ペア」「ボイス・ブローカー上の想定元本を伴った注文（片気配の状態）」「ボイス・ブローカー上の少なくとも最低執行元本額であれば取引が可能な注文ペア」という形で、「ウォーターフォール手法」を用いて優先順位を設定している。この結果、取引が活発な状態から取引が薄い状態まで、専門家判断を用いずに算出が可能となっている。

表 5 TORF算出過程の概要

①分離	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 報告データをテナー毎に分離</li><li>・ 約定データと気配データに分離</li></ul>
②抽出	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 各約定レートと想定元本の抽出(約定データ)</li><li>・ 最良Bid・Offer抽出(気配データ)</li><li>・ 各注文の順位付け(気配データ)</li></ul>
③判定	<ul style="list-style-type: none"><li>・ テナー毎に順位を判定</li></ul>
④算出	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 各順位の算出法に従いレートを算出</li></ul>
⑤公表	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 算出した3つのテナーの公表レートを午後5時に公表</li></ul>

<sup>18</sup> QBS「TORF算出要綱」に基づき記載 (<https://www.torf.co.jp/wp-content/uploads/TORF算出要綱.pdf>)

表 6 TORF算出におけるウォーターフォール構造

第1順位 実取引（約定）データ	・ボイス・ブローカーまたはCLOB上で成立した約定データ
第2順位 CLOB上の想定元本情報を伴った注文ペア	・CLOB上で提示された想定元本情報の付いた気配データ ・現状は不採用
第3順位 ボイス・ブローカー上の想定元本情報を伴った注文ペア	・BidとOfferが同時に示されていて、双方に想定元本情報が付いているもの
第4順位 ボイス・ブローカー上の想定元本情報を伴った注文（片気配）	・第3順位と同様に想定元本情報が付いているが、片気配の状態であるもの
第5順位 ボイス・ブローカー上の注文ペア	・BidとOfferが同時に示されており、少なくとも最低執行元本であれば取引が可能だが、想定元本情報が提示されていない

※第1～第5 順位に相当するデータがない場合、当該テナーは前日の公表レートをもって当日の公表レートとする。

以上