

LIBOR 公表停止の確定とタフ・レガシー契約への対応策の検討¹

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 英国金融行為規制機構（FCA）は、2021 年 3 月 5 日、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の公表停止日を発表した。LIBOR の 5 通貨・7 テナーのうち、翌日及び 1・3・6・12 ヶ月物のドル LIBOR については 2023 年 6 月末、残りの通貨・テナーの LIBOR については 2021 年末から公表を停止する予定である。
2. もっとも、LIBOR からの移行が困難な既存契約（タフ・レガシー契約）も多いことから、FCA は一時的な代替レート（シンセティック LIBOR）の算出を検討している。ただし、FCA はシンセティック LIBOR の利用可能範囲を一部の既存取引に限定する方針である。
3. シンセティック LIBOR の利用を巡っては、金融庁・日本銀行もその趣旨に沿って限定的な利用に留めるべき旨の見解を示している。このほか、米国と欧州連合（EU）では、LIBOR の公表停止に備えて、移行が困難な既存契約の参照金利を法令に基づいて一律に変更する措置が検討されている。
4. LIBOR は利便性の高い金利指標として今も利用され続けているが、公表停止日が確定した以上は、残りの期間でいかに円滑な着地を図るかが問われることになるだろう。次善策となる金利指標に移行するまでの時間的な猶予は少ない。リスクフリー・レートをはじめとした金利指標の下、LIBOR に代わる新たな市場形成が急務であろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・磯部昌吾「米国におけるドル金利指標の改革ードル LIBOR からの移行の進捗と課題ー」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号。
- ・磯部昌吾「LIBOR 停止時の既存契約の扱いー法令による一律措置を検討する英国・EU 規制当局ー」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号。
- ・磯部昌吾「LIBOR 改革の進捗と課題ー米・英の新たなリスクフリー・レートの公表ー」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）。

¹ 本稿の内容は、2021 年 3 月 17 日時点の情報に基づいている。

I 公表停止日が確定した LIBOR

英国金融行為規制機構（FCA）は、2021 年 3 月 5 日、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の公表停止日を発表した²。LIBOR を巡っては、2017 年 7 月に FCA のアンドリュー・ベイリー前長官（現イングランド銀行総裁）が 2021 年末までに LIBOR から移行すべき旨を発言したことを契機に、これまで移行に向けた様々な取り組みが行われてきた中で、ついに公表停止が確定するに至った³。LIBOR の 5 通貨・7 テナーのうち、翌日及び 1・3・6・12 ヶ月物のドル LIBOR については 2023 年 6 月末から、残りの通貨・テナーの LIBOR については 2021 年末から公表を停止する予定である（図表 1）⁴。

既に一部の契約には、LIBOR の公表停止に備えて、あらかじめ代替レートを定めるフォールバック条項が備わっている。例えば、非清算の店頭デリバティブ契約については、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）がフォールバック条項の雛形を作成してきた。また、債券や貸出のような現物商品についても、米国ではドル金利指標の民間検討体である代替参照金利委員会（ARRC）がドル LIBOR を対象に同様の雛形を作成してきた。ISDA と ARRC は、今般の FCA の発表が全通貨・テナーの LIBOR におけるフォールバック条項のトリガー抵触事由に該当するとの見解を示している⁵。したがって、既にこれらのフォールバック条項を組み入れている契約では、LIBOR の公表停止後は当該条項が定める代替レートに参照金利が切り替わる。ISDA のフォールバック条項では、代替レートは「リスクフリー・レート（RFR）複利＋固定スプレッド（過去 5 年の LIBOR－RFR 複利

図表 1 LIBOR の公表停止日

	公表停止日	シンセティック LIBOR の算出
ポンド LIBOR（1・3・6 ヶ月物）	2021 年末	一定期間
ポンド LIBOR（上記以外）		予定なし
円 LIBOR（1・3・6 ヶ月物）		2022 年末まで
円 LIBOR（上記以外）		予定なし
ドル LIBOR（1・3・6 ヶ月物）	2023 年 6 月末	検討を継続
ドル LIBOR（翌日・12 ヶ月物）		予定なし
ドル LIBOR（上記以外）		
ユーロ LIBOR		
スイスフラン LIBOR		

（出所）FCA より野村資本市場研究所作成

² FCA, “Announcements on the end of LIBOR”, 5 March 2021.

³ 2021 年末までの LIBOR からの移行が求められるようになった経緯については、磯部昌吾「LIBOR 改革の進捗と課題－米・英の新たなリスクフリー・レートの公表－」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

⁴ 正確には、①公表を停止する通貨・テナーと、②指標性を喪失する通貨・テナーがあるが、本稿では便宜上、両者をまとめて「公表停止」と記述する。後者については、後述のように FCA が代替レート（シンセティック LIBOR）を検討している。

⁵ ISDA, “ISDA Guidance: UK FCA Announcement on the LIBOR Benchmarks”, 5 March 2021 及び ARRC, “ARRC Confirms a “Benchmark Transition Event” has occurred under ARRC Fallback Language”, 8 March 2021.

図表 2 ISDA のフォールバック条項における固定スプレッドの水準

	ポンド	ドル	円	ユーロ	スイスフラン
翌日物	−0.0024%	0.00644%	−0.01839%	0.0017%	−0.0551%
1 週間物	0.0168%	0.03839%	−0.01981%	0.0243%	−0.0705%
1 ヶ月物	0.0326%	0.11448%	−0.02923%	0.0456%	−0.0571%
2 ヶ月物	0.0633%	0.18456%	−0.00449%	0.0753%	−0.0231%
3 ヶ月物	0.1193%	0.26161%	0.00835%	0.0962%	0.0031%
6 ヶ月物	0.2766%	0.42826%	0.05809%	0.1537%	0.0741%
12 ヶ月物	0.4644%	0.71513%	0.16600%	0.2993%	0.2048%

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

スプレッドの中央値（メディアン）」で計算する。ISDA から代替レートの算出・配信を担う情報ベンダーに指定されているブルームバーグからは、FCA の発表を踏まえて図表 2 のとおり固定スプレッドの確定値が早速公表された。

もっとも、契約当事者間では、参照金利の変更やフォールバック条項の組み入れを行うことが難しい既存契約（タフ・レガシー契約）も多い。このため、LIBOR の一部の通貨・テナーに限り、FCA は、LIBOR の運営機関である ICE ベンチマーク・アドミニストレーション（IBA）に対して、既存契約が一時的に参照可能な代替レート（シンセティック LIBOR）の算出を求めることを検討している。

Ⅱ タフ・レガシー契約におけるシンセティック LIBOR の利用

1. FCA が検討するシンセティック LIBOR

1) シンセティック LIBOR の概要

現在、英国議会は、LIBOR の公表停止に備えた FCA の権限強化を盛り込んだ金融サービス法案⁶を審議している。金融サービス法案では、LIBOR が指標性を回復できないと判断される場合には、消費者保護や市場の健全性の確保の観点から、運営機関である IBA に LIBOR の算出方法の変更を求める権限を FCA に与えている。

FCA は、この権限を使ってシンセティック LIBOR を IBA に算出させることを検討している。FCA が新たな金利指標ではなく、LIBOR の算出方法の変更という形でシンセティック LIBOR の算出を求める背景には、多くの既存契約では、例えばロイター・スクリーンの LIBOR01 ページに表示されるようなスクリーン表示レートを支払金利として指定するという市場慣行がある。この市場慣行の下では、IBA が LIBOR の名称をそのままにして中身をシンセティック LIBOR に変えたものを算出・公表すれば、契約当事者間で既存契約の変更を行うことなく実質的に参照金利をシンセティック LIBOR に置き換えることができるというわけである。

前述の図表 1 のように、FCA は、シンセティック LIBOR の算出を一部の通貨・テ

⁶ UK Parliament, “Financial Services Bill, Bill 200”, 20 October 2020.

ナーに限定する方針である。まず、ポンド LIBOR では主要なテナーである 1・3・6 ヶ月物については、具体的な期間を示していないものの、一定期間のシンセティック LIBOR の算出・公表を IBA に求める方針である。FCA は毎年その必要性を評価した上で最大 10 年間の算出を IBA に求めることができるが、円滑な停止にとって適切な短期間に留めたい意向を示している。また、円 LIBOR においても 1・3・6 ヶ月物については、2022 年末までの 1 年間に限定して求める方針である。他方で、1・3・6 ヶ月物のドル LIBOR については、2023 年 6 月末が公表停止日であることから、ドルのシンセティック LIBOR が必要であるかの検討を継続するとしており、明確な方針を示していない。

シンセティック LIBOR の算出方法については、①フォワード・ルッキングなターム物 RFR と、②LIBOR と関連する RFR とのスプレッドの過去 5 年のメディアン合計値とすることを検討している。シンセティック LIBOR の算出に、先物やオーバーナイト・インデックス・スワップ (OIS) の取引データから算出するフォワード・ルッキングなターム物 RFR を利用する背景には、LIBOR と同様に将来の金利の期待を表すという性質を持たせる狙いがある。FCA は、算出の詳細について 2021 年第 2 四半期に市中協議を行う予定である。

2) シンセティック LIBOR の利用可能範囲

金融サービス法案では、新規契約における金融機関等の監督対象エンティティによるシンセティック LIBOR の利用を禁じている⁷。また、既存契約での利用についても、FCA が今後公表する通知において認める範囲に限定する方針である。シンセティック LIBOR の導入目的が、適切な代替手段がなく、かつ契約の再協議や修正が不可能なタフ・レガシー契約への対応支援にあるからである。FCA は、これに当てはまらない既存契約については、契約当事者が、参照金利の変更やフォールバック条項の組み入れなどによる自主的な移行の取り組みを続けるべきであるとの見解を示している。FCA は、既存契約における利用範囲の詳細について、2021 年第 2 四半期に市中協議を行う予定である。

このほか、英国財務省が、既存契約の参照金利をシンセティック LIBOR に切り替えることが訴訟の根拠にはならないという法的な免責措置（セーフハーバー）を、金融サービス法案に追加する必要があるか検討している⁸。背景には、LIBOR に近い性質をシンセティック LIBOR に持たせるとは言え、LIBOR とは異なる金利指標である以上は、金利水準が変化することがある。そうなれば契約当事者の間で有利不利が生じるため、いずれかが契約当初の意図に反すると主張する懸念があるためである。

なお、英国の法域外においてシンセティック LIBOR を利用する場合には、金融

⁷ 金融サービス法案には、最大 4 か月間は利用の禁止を一時的に免除できる権限を FCA に与える規定もあるが、FCA はパネル行の離脱のような事態によって指標性を喪失する場合には、その時点から利用を禁止する意向を示している。

⁸ HM Treasury, “Supporting the wind-down of critical benchmarks: consultation”, 15 February 2021.

サービス法案や、それに基づく FCA の利用範囲の制限は及ばないと考えられる。例えば、シンセティック LIBOR を英国法域外にある金融機関同士の金融契約において利用するケースはあり得る。こうしたケースでは、海外法域でのシンセティック LIBOR の扱いや規制当局の方針を確認する必要性が出てくる可能性がある。

2. 日本におけるシンセティック円 LIBOR の利用

日本では、金融庁・日本銀行が、シンセティック円 LIBOR の利用について、その趣旨に沿って限定的な範囲に留めるべき旨の見解を示している⁹。新規契約での利用は行うべきではないとした上で、既存契約での利用についても、公表期間が1年間だけであることに留意しつつ、移行が困難なタフ・レガシー契約に限定したセーフティネットとして利用するべきとしている。また、金融機関によるシンセティック円 LIBOR の利用状況を確認し、金融庁が必要に応じて監督上の対応を講じる可能性も示唆している。

3. 米国・EUにおけるLIBORからの一律移行措置の検討

米国と欧州連合（EU）では、LIBOR の公表停止に備えて、移行が困難な既存契約の参照金利を法令に基づいて一律に変更する措置をそれぞれ検討している（図表 3）。米国では、多くの既存契約がニューヨーク（NY）州法準拠であることを踏まえて、NY州議会が一律移行措置を導入する法案の審議を行っている¹⁰。また、米国議会においても、別途連邦法の改正を模索する動きがある¹¹。他方、EU では、一律移行の枠組みを整備する EU ベンチマーク規則の改正が 2021 年 2 月に成立した¹²。

米国（NY 州）と EU のいずれの措置も、LIBOR の公表停止日に移行が困難な既存契約の参照金利を代替レートに一律で切り替えようとする点では、英国と同じである。他方で、英国の金融サービス法案はそれを LIBOR の算出方法の変更を通じて行おうとする一方、

図表 3 米国・EU が検討する LIBOR からの一律移行措置

	米国 (NY 州法の改正法案)	EU (EU ベンチマーク規則の改正)
対象とする LIBOR の種類	ドル LIBOR のみ	欧州委員会が指定
対象契約	適切なフォールバック条項を組み入れていない既存契約	適切なフォールバック条項を組み入れていない既存契約
代替レート	FRB・NY 連銀・ARRC 等が推奨するレート	欧州委員会が指定
検討状況	NY 州議会が審議中	2021 年 2 月に成立

（出所）野村資本市場研究所作成

⁹ 金融庁・日本銀行「LIBOR の公表停止時期の公表及びシンセティック円 LIBOR 構築に関連する意図表明を受けての今後の対応について」2021 年 3 月 8 日。

¹⁰ New York State Senate, “Senate Bill S9070”.

¹¹ ARRC, “Minutes for the February 17, 2021 Meeting”.

¹² “REGULATION (EU) 2021/168 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 10 February 2021”.

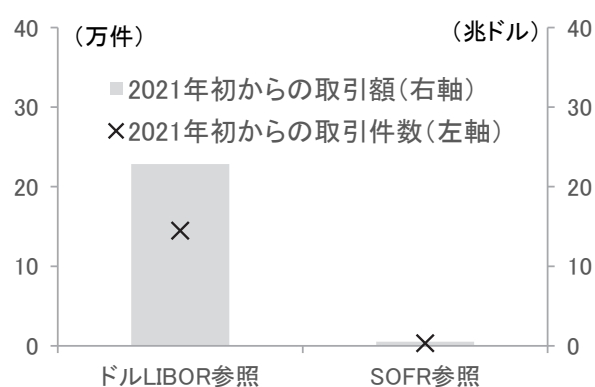
米国とEUのアプローチでは既存契約の参照金利を直接的に LIBOR から代替レートに置き換えようとしている点で異なる。そして、米国では連邦準備制度理事会（FRB）・NY 連銀・ARRC 等が推奨するレートを代替レートとして利用し、EU では欧州委員会が代替レートを別途指定する。このため、FCA がシンセティック LIBOR の詳細を今後検討していく中で、これらの代替レートとの整合性が1つの論点になっていくであろう。

III 今後の留意点

LIBOR の公表停止日が確定した以上、今後は残りの期間でいかに円滑な着地を図るかが問われることになるだろう。既にポンド・ドル・円の民間検討体は、若干の違いはあるものの2021年第1四半期から第3四半期にかけて LIBOR 参照の新規契約を停止する目標期限を示している。各国の規制当局は更に厳しい姿勢で金融機関に移行を求めることが想定される。実際に米国では、FRBが準備が遅れている大手銀行に追加的なレビューを行う方針を示した¹³。主要なテナーのドル LIBOR については公表停止が2023年6月末からとなっており、他の通貨・テナーの LIBOR よりも1年半遅いが、FRBはそれでもなお2021年末までに新規契約を停止する計画を持っているか評価するとしている。

他方で、シンセティック LIBOR の算出方法や利用可能範囲は定まっていないことから、移行が困難な既存契約への影響は未だ見通しづらい。また、移行先となる RFR 参照商品の市場流動性も十分とは言い難い。デリバティブ市場では、LIBOR を参照する新規契約が直近も続いている（図表4、5）。

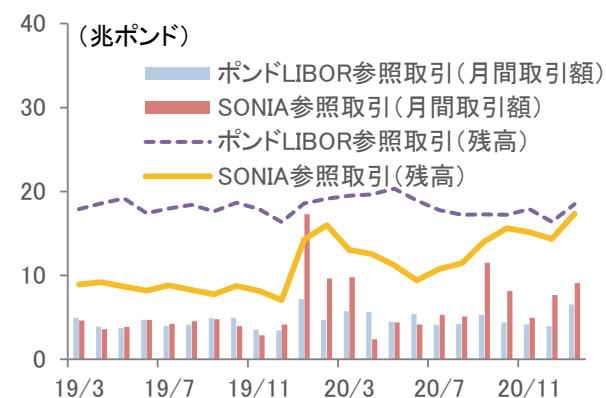
図表4 店頭ドル金利デリバティブの取引状況



(注) 対象は DTCC と Bloomberg SDRs への報告取引。取引額は想定元本ベース。SOFR 参照取引にはベシス・スワップも含む。2021年3月5日までの累積値。

(出所) ISDA SwapsInfo より野村資本市場研究所作成

図表5 店頭ポンド金利デリバティブの取引状況



(注) LCH での想定元本ベースでの清算額。ポンド LIBOR 参照取引には、金利先渡取引（FRA）を含む。2021年1月までの数値。

(出所) ポンドの RFR WG より野村資本市場研究所作成

¹³ FRB, “SR 21-7, Assessing Supervised Institutions’ Plans to Transition Away from the Use of the LIBOR”, 9 March 2021.

既に市場関係者が様々な取り組みを行ってきたものの、LIBOR からの移行が十分に進んでいないことは、LIBOR の利便性に勝る金利指標が未だ存在しないことを示しているともいえる。しかしながら、その LIBOR の事実上の強制終了を間近に控えており、次善策となる金利指標に移行するまでの時間的な猶予は少ない。RFRをはじめとした金利指標の下、LIBOR に代わる新たな市場形成が急務であろう。