

# 基礎研 レポート

## 米ドル LIBOR 公表停止の延期案 と金利市場への影響

金融研究部 主任研究員 福本 勇樹  
(03)3512-1848 fukumoto@nli-research.co.jp

### 1—米ドル LIBOR 公表停止の延期案

2017年7月に英国の金融監督当局であるFCA（Financial Conduct Authority：金融行為規制機構）は、グローバルな金融取引において非常に重要な役割を担っている金利指標であるLIBOR（London InterBank Offered Rate）を2021年12月末に廃止することについて言及した。LIBORは変動金利ローンや変動利付債、並びに、金利スワップなどのデリバティブの金利指標として用いられることが多く、LIBORの世界的な市場規模は2014年時点で約220兆ドル程度とも言われている<sup>1</sup>。

2012年頃からLIBORの不正操作問題に端を発して、LIBORの金利指標としての信頼性に疑義が生じたことから、世界的に改革が進められている状況にある。具体的には、LIBORは指定された銀行によって報告された金利データに基づいて決定される仕組みだが、可能な限り実取引のデータに基づいて決定される新金利指標に変更する方向で議論が進められている。例えば、LIBOR（ユーロの場合はEURIBOR）<sup>2</sup>に変わる新金利指標として、日本円ではTORF（Tokyo Term Risk Free Rate）、TONA（Tokyo Overnight Average Rate）やTIBOR（Tokyo InterBank Offered Rate）、米ドルではSOFR（Secured Overnight Financing Rate）、ユーロではESTER（Euro Short Term Rate）、英ポンドではSONIA（Reformed Sterling Overnight Index Average）、スイスフランではSARON（Swiss Average Rate Overnight）などが候補して挙げられている。

LIBORを参照している既存取引についてフォールバック<sup>3</sup>にサインした場合、LIBORの公表主体や規制当局が公表停止（公表停止トリガー）や公表停止の予定（公表停止前トリガー）を発表するなど<sup>4</sup>す

<sup>1</sup> 「LIBOR 公表停止に金融機関はどう対応するべきか」（金融庁、2020年1月24日）

<sup>2</sup> EURIBOR等のLIBOR以外の金利指標も廃止の対象となるため、一般にIBORと呼ぶこともある。

<sup>3</sup> LIBORを利用している契約について、LIBORの恒久的な公表停止などの取り扱いについて取引者間であらかじめ合意しておくこと。フォールバック以外に、契約変更（LIBORの恒久的な公表停止前に別の金利指標に変更する）で対応する方法もあろう。

<sup>4</sup> 公表停止トリガーや公表停止前トリガー以外のやり方で、契約の当事者間の合意に基づいてトリガーの発動条件を設定することも可能である。

れば、LIBOR から新金利指標に移行することになる。ISDA (International Swaps and Derivatives Association : 国際スワップデリバティブズ協会) は、LIBOR 公表停止に伴う新金利指標への移行の際にリスクフリーレート複利 (オーバーナイト物、後決め) を選択する場合、過去 5 年間の中央値の値を移行後の金利指標にスプレッド調整として足すことを支持している<sup>5</sup>。

2020 年 11 月 18 日に LIBOR の運営を行う IBA (ICE ベンチマーク・アドミニストレーション) を傘下に持つ ICE (インターコンチネンタル取引所) は、英ポンド、ユーロ、スイスフラン、日本円の LIBOR に関して、2021 年 12 月末の公表停止の意向について協議を始めるとしていた<sup>6</sup>。この文書において米ドル LIBOR について言及がなかったことから廃止を延期するのではないかとする観測があった。

2020 年 11 月 30 日に、ICE が米ドル LIBOR の運営に関して、1 週間物と 2 カ月物については 2021 年 12 月末、オーバーナイト物、1 カ月物、3 カ月物、6 カ月物と 12 カ月物については 2023 年 6 月末に公表停止する案を提示した<sup>7</sup>。主要な米ドル LIBOR の公表停止を後ろ倒しにする案になっている。

同日、LIBOR の規制当局である FCA は ICE による延期案を支持する声明を発表している<sup>8</sup>。米金融当局は ICE による公表停止案の提示と同時に、2021 年 12 月末までに締結される新規取引については (1) LIBOR 以外の金利指標を使用する、または、(2) LIBOR 廃止後の取り扱いを明確に定義した契約文言 (フォールバック) を含むべきとする声明を出している<sup>9</sup>。廃止時期が延期されるにしても、米ドル LIBOR に関連した取引を新規で取り組むことは推奨されていない。

また、ISDA によると、これらの ICE や規制当局による協議開始等の発表自体は、公表停止トリガーや公表停止前トリガーには該当しない<sup>10</sup>。

## 2——米ドル LIBOR 公表停止の延期案を受けた市場の反応

先述したように、公表停止トリガーや公表停止前トリガーが発動されると、新金利指標への移行の際にリスクフリーレート複利 (オーバーナイト物、後決め) を選択する場合、LIBOR はリスクフリーレート複利 (オーバーナイト物、後決め) に過去 5 年間の中央値となるスプレッドで調整したものに移行することを ISDA が支持しており、この方法論は市場参加者の間でコンセンサスになっている。それゆえ、この方法論に従うと、異なるタームの LIBOR ごとにスプレッドが固定されることになる。トリガーが発動が予想される時期が近づくにつれて、これらの金利指標において中央値を探る動きが

<sup>5</sup> 詳細は Bloomberg による [IBOR Fallback Rate Adjustment Rule Book](#) を参照されたい。

<sup>6</sup> “ICE Benchmark Administration to Consult On Its Intention to Cease the Publication of GBP, EUR, CHF and JPY LIBOR,” ICE, 18 November 2020

<sup>7</sup> “ICE Benchmark Administration to Consult on Its Intention to Cease the Publication of One Week and Two Month USD LIBOR Settings at End-December 2021, and the Remaining USD LIBOR Settings at End-June 2023,” ICE, 30 November 2020

<sup>8</sup> “FCA response to IBA’s proposed consultation on intention to cease US\$ LIBOR,” FCA, 30 November 2020

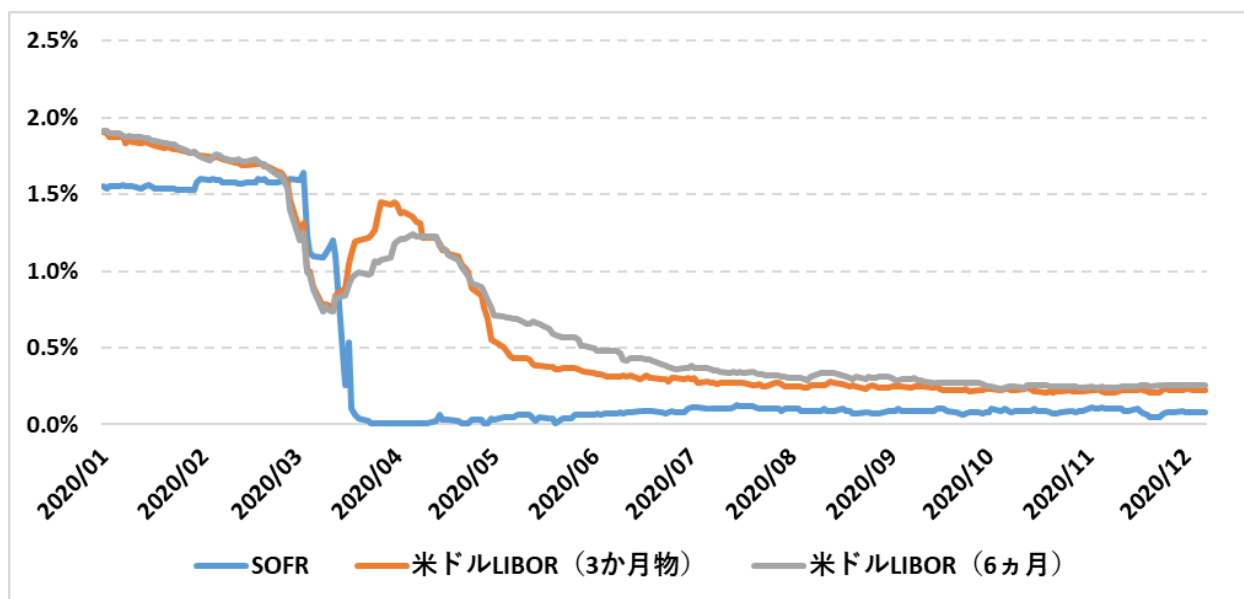
<sup>9</sup> “Federal Reserve Board welcomes and supports release of proposal and supervisory statements that would enable clear end date for U.S. Dollar (USD) LIBOR and would promote the safety and soundness of the financial system,” Board of Governors of the Federal Reserve System, “Statement on LIBOR Transition,” Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation and Office of the Comptroller of the Currency

<sup>10</sup> “ISDA Statement on IBA and UK FCA Announcements on LIBOR Consultations,” ISDA Press Releases, 18 November 2020, “ISDA Statement on IBA, UK FCA and Federal Reserve Board Announcements on US Dollar LIBOR Consultation,” ISDA Pres Releases, 30 November 2020

徐々に中心になっていくことが想定されるため、LIBOR 間や代替する金利指標とのスプレッドに大きな変動は徐々に生じにくくなるものと考えられる。

図表 1 は、2020 年の米ドル LIBOR（3 カ月）、米ドル LIBOR（6 カ月）、SOFR の推移を示したものである。実際に、今回の米ドル LIBOR の公表停止の延期案を受けても、米ドル LIBOR と SOFR 間のスプレッドの変動幅は、2020 年 3 月末の新型コロナウイルス感染症が世界的に拡大した時期と比較してかなり限定的なものであった。

図表 1 : SOFR と米ドル LIBOR（3 か月と 6 カ月）の推移  
(2020 年 1 月 1 日～2020 年 12 月 4 日)



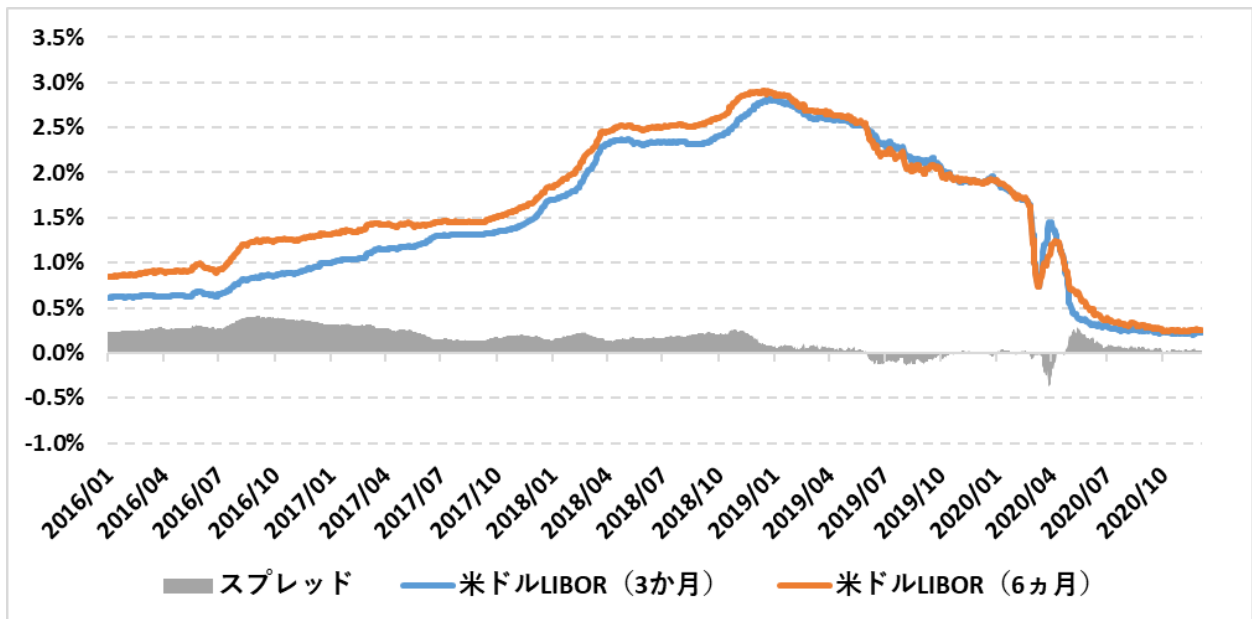
(Bloomberg データから作成)

米ドル LIBOR のトリガー発動時期が他の通貨よりも後ろ倒しになることが確定したわけではない。だが、トリガー発動の時期が後ろ倒しになる可能性が出てくると、今後、米ドル LIBOR 間や SOFR とのスプレッドはさらに縮小していく可能性が高いと考えられる。一つ目の理由として、米ドル LIBOR の公表停止が 2022 年以降に延期された場合、2016 年 10 月に施行された米国 MMF 規制による影響が中央値の計算対象から外れることが挙げられる。図表 2 は中央値の水準の決定に影響を与えられられる 2016 年以降の米ドル LIBOR（3 か月）と米ドル LIBOR（6 カ月）の推移を示したものである。2016 年 10 月頃の米ドル LIBOR（3 か月）と米ドル LIBOR（6 カ月）のスプレッドは相対的に拡大している様子が分かる。これまでは、2021 年 12 月よりも前に公表停止トリガーや公表停止前トリガーが発動されると考えられていた。トリガー発動の時期が後ろ倒しになると、2016 年のデータが計算対象から徐々に外れていくと期待できるため、スプレッドの中央値の値も徐々に小さくなっていくものと期待できる。

二つ目の理由は、米ドル LIBOR と SOFR のスプレッドが拡大するような取引が減るためである。今回の ICE の延期案は新規契約には影響せず、既存契約における取り扱いが中心になる。公表停止までの期間が伸びると、LIBOR を参照する既存の金融商品の多くが満期を迎えると期待できる。よって、既

に保有している LIBOR を参照する金融商品を解約して、LIBOR とは別の金利指標を参照する金融商品を購入するような取引の必要性が減ることになる。また、契約満了後に継続して金利指標を参照する金融商品を取り組む場合でも、LIBOR とは別の金利指標を参照する金融商品を選択できるようになる。そのため、米ドル LIBOR に対する上昇圧力と SOFR などの移行の候補となる金利指標への低下圧力はいくらか緩和されることになる。

**図表 2 : 米ドル LIBOR (3 か月と 6 ヶ月) とスプレッドの推移**  
(2016 年 1 月 1 日~2020 年 12 月 4 日)



(Bloomberg データから作成)

デリバティブ市場では 2023 年まで米ドル LIBOR のトリガーの発動時期が後ろ倒しになる、または、市場参加者のフォールバックへのサインが遅くなることを織り込む動きがみられる。「米ドル LIBOR (3 か月) を支払う側が米ドル LIBOR (6 ヶ月) と交換する際に追加的に支払う固定金利 (テナー・ベース・スワップ)」<sup>11</sup>には、米ドル LIBOR (6 ヶ月) と米ドル LIBOR (3 か月) のスプレッドの変動に関する市場予想が含まれている。そのため、米ドル LIBOR の公表停止トリガー等の発動時期に関する市場予想などを含むと考えられる。例えば、ICE による公表停止の延長案を受けて、テナー・ベース・スワップ (2 年) は 6.3bp から 4.2bp に縮小し、テナー・ベース・スワップ (3 年) は 8.6bp から 5.0bp に低下した (図表 3)。一方で、満期が 2024 年を越える 4 年超のテナー・ベース・スワップは延長案を受けて低下したものの、再び延長案提示前の水準に向けて拡大基調にあることが分かる。

ところで、米ドル LIBOR の公表停止観測に伴って、米ドル以外の主要通貨のテナー・ベース・スワップの水準に変化はみられない。例えば、円 LIBOR (3 か月) と円 LIBOR (6 ヶ月) のテナー・ベー

<sup>11</sup> 一般的に変動金利と変動金利を交換する際に追加的に支払う必要のある固定金利のことを指す。テナー・ベース・スワップは、キャッシュフローやデュレーションの管理、スプレッドの変動リスクのヘッジだけではなく、投機目的でも利用される。

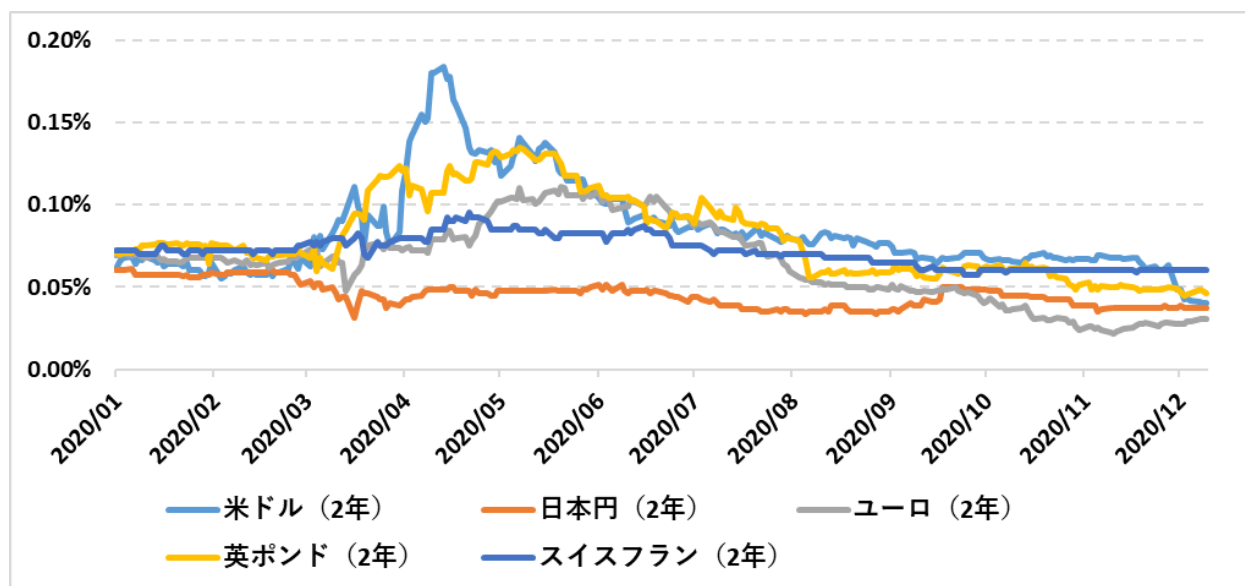
シス・スワップ（2年）は、米ドルLIBORとは異なり、特に変動は生じていない（図表4）。米国MMF規制の影響が米ドルLIBORと比較して大きくない点を考慮する必要があるが、デリバティブ市場は、米ドルLIBOR以外の通貨では公表停止が延期される状況になく、2021年12月末までの公表停止に向けて粛々と対応していく必要があることをすでに織り込んでいると思われる。

**図表3：テナー・ベースス・スワップの推移：米ドルLIBOR（3ヵ月）と米ドルLIBOR（6ヵ月）**  
（2020年1月1日～2020年12月4日）



（Bloomberg データから作成）

**図表4：主要通貨のテナー・ベースス・スワップの推移：IBOR（3ヵ月）とIBOR（6ヵ月）**  
（2020年1月1日～2020年12月4日）



（Bloomberg データから作成）

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。