

# 基礎研 レター

## 米ドル LIBOR の公表停止をめぐる市場予想の変化

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

2021年1月25日に、LIBOR<sup>1</sup>にリンクするデリバティブ取引のための ISDA (International Swaps and Derivatives Association : 国際スワップデリバティブズ協会) のプロトコルが発効した。発効時点で80の国と地域で12,000以上の企業がプロトコルを遵守することになる。発効後もプロトコルに批准することができるため、今後も遵守する企業数は順次増えていくことになるだろう。

プロトコルの発効により、新規で ISDA Definitions (定義集) を参照して LIBOR にリンクするデリバティブ取引を行う場合、ISDA の公表するフォールバック<sup>2</sup>が契約に組み込まれることになる。また、取引当事者の双方がプロトコルを遵守していれば、既存取引についてもフォールバックが適用される。

既存取引に関するフォールバック<sup>3</sup>が発効されたことで、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>すれば、LIBOR から新金利指標に移行することになる。ISDA 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>。

次の注目点は、公表停止トリガーや公表停止前トリガーがいつ発動されるのかに移るであろう。特に重要なのが、米ドルとそれ以外の通貨の LIBOR でトリガーが発動される時期が同じになるのか、別々になるのかという議論である。

これまで、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)

<sup>1</sup> EURIBOR 等の LIBOR 以外の金利指標も対象になるため、一般に IBOR と呼ぶこともある。

<sup>2</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りうる。

<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りうる。

<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。

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

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>。

さらに、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、相対的に取引額の大きいオーバーナイト物、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>。

これらの状況から、主要な米ドル LIBOR の公表停止時期が他の通貨よりも後ろ倒しになると、それに伴って、米ドル LIBOR のトリガー発動時期が米ドル以外の通貨と異なる可能性がでてくる。

米ドル LIBOR に関するトリガー発動時期に関する市場の予想は、この 1 か月間で「延期する」「延期しない」の両サイドに振れたようである。「米ドル LIBOR (3 か月) を支払う側が米ドル LIBOR (6 か月) 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>8</sup> には、米ドル LIBOR (6 か月) 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。先述したように、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。そのため、テナー・ベース・スワップは、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。

米ドル LIBOR のトリガー発動の時期が他の通貨よりも遅くなると市場が予測すると、テナー・ベース・スワップは縮小するものと考えられる。その主な理由として、2016 年の米国 MMF 規制に伴う短期金融市場のタイト化の影響が、フォールバック時に中央値を計測する際の計算対象から徐々に外れることが挙げられる<sup>9</sup>。

2020 年 11 月 30 日に ICE が公表停止延期案を提示した際には、テナー・ベース・スワップ (2 年) が 8.6bp から 2.7bp (2021 年 12 月 21 日) にまで縮小した。ICE による延期案発表の直後は、市場は米ドル LIBOR の公表停止が延期されるのに伴い、トリガーの発動も延期されることを織り込んだとみられる (図表)。しかしながら、それ以降は徐々に拡大傾向にある。米ドル LIBOR の公表停止が延期されたとしても、トリガーの発動時期までは延期されないと考える市場参加者が増えているものとみられる。

米ドル LIBOR のみトリガー発動時期が後ろ倒しになる場合、通貨スワップのような異なる通貨間でキャッシュフローを交換するようなデリバティブ取引において、片方の通貨のみにトリガーが発動さ

<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

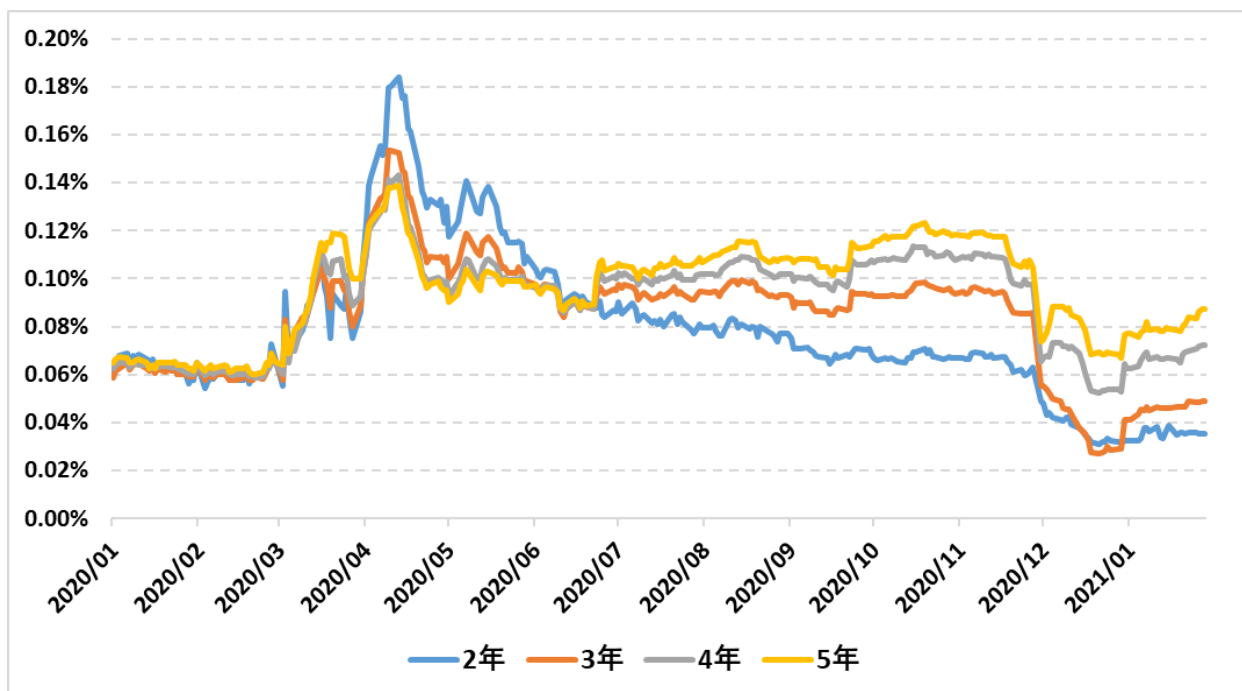
<sup>7</sup> “ICE Benchmark Administration to Consult on Its Intention to Cease the Publication of One Week and Two Month USD LIBOR Settings at End-December 2021, and the Remaining USD LIBOR Settings at End-June 2023,” ICE, 30 November 2020

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 詳しくは、「[米ドル LIBOR 公表停止の延期案と金利市場への影響](#)」(ニッセイ基礎研究所、2020 年 12 月 14 日)などを参照されたい。

れる場合、片方のキャッシュフローのみにフォールバックが適用されることになるものと予想される。その場合、決済等のオペレーションに混乱が生じることが懸念される。そうした事情もあってか、2020年12月4日のISDAのウェビナーでは、LIBOR間で公表停止時期が異なっても、すべての通貨において同時にトリガーを適用することがあり得ることにFCAが言及した<sup>10</sup>。

**図表：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～2021年1月28日)



(Bloomberg のデータから作成)

先述したように、米ドルLIBORのみトリガー発動を延期させる判断は、通貨スワップ市場を中心に金融市場に大きな影響をもたらすものと考えられる。特に、日本の金融機関では外貨資金の調達手段の一つとして通貨スワップ取引が多く用いられている。米ドルLIBORの公表時期をずらしても、トリガー発動時期を遅らせない判断が、金融市場の安定を考える上で、より良い選択になるものと思われる。

<sup>10</sup> “The Path Forward for LIBOR,” ISDA Webinar, 4 December 2020

(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。