

投資インサイト

廃止が迫るLIBOR – 何が変わるのか、新しいものとは何か、そしてそれらの問題点

2019年7月

デービット・コービー フィナンシャル・クレジット・リサーチ 責任者

- LIBORは2021年末までには使用されなくなります。
- LIBORの代替となる指標金利はほぼ確定しましたが、それらの特性は必ずしも同じではありません。
- LIBORを指標金利としている既存の債券や契約の取扱いも今後の議論の中心になります。

投資対象の価値は変動するため、投資価値は減少することも、上昇することもあり、投資元本を下回る可能性もあります。過去のパフォーマンスが表示されている場合、将来の成果を示唆するものではありません。

変化する状況のなかでのLIBORの廃止

米ドルや他の通貨のLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）の公表は、2021年末までに終了する予定であり、関連するほとんどの指標金利は新たな金利に移行する予定ですが、Euribor（欧州銀行間取引金利）に関しては同じタイミングで修正を加えた上で使用を継続する予定です。

なぜこれが大きな問題なのでしょう。各通貨のLIBORは、30年以上にわたって世界の金融市場のほとんどの分野で広く使用されている指標金利です。現在に至るまで、米ドル、ユーロ、英ポンドなど多くの通貨建ての数百万もの契約の数百兆ドル規模の金融商品がLIBORを指標金利にしています。2018年半ばに、国際決済銀行（BIS）は、400億米ドル相当の金融契約が指標金利として主要通貨のLIBORを使用していると推定しました。つまり、世界の流動性の高い金融市場の多くは、LIBORに大きく依存しています。

LIBORは、変動金利債（FRN）、金利スワップ、企業ローンなど、幅広い金融商品の指標金利として使用されていますが、使用されるのは専門家の市場に限りません。多くの住宅ローンや個人ローンの金利は、直接的、間接的にLIBORにリンクしています。信頼性の高い短期金利が存在しない場合、市場に不確実性が生じ、金融の安定にリスクが生じる可能性があります。今回はそこまでの事態に陥ることはないと考えます。

それでは、なぜLIBORの使用を廃止するのでしょうか。LIBORの問題は、過去に、特に金融市場にとって重要な時期に、一部の市場参加者が自らの利益のために操作したと

いうスキャンダルに起因します¹。LIBORは誕生以来、市場の奥深さと競争に基づいた公正さに支えられ、市場金利を正確に反映していることが前提となっていました。不正操作のスキャンダルは、その信頼を損ない、主要な規制当局と市場参加者は、指標金利としての適合性に疑問を投げかけるようになりました。

不正操作の問題に加えて、規制面の変化と銀行業界の改革も相まって、近年、銀行がLIBORを銀行間貸出に利用することが減少しています。期間によっては、金利を正確に推定・計算するための取引額が小さすぎる状況になっています。

代替金利の合意

LIBORを廃止することは、代替指標を何にするか以外にも多くの問題を引き起こします。LIBORがいろいろな市場でいろいろな使われ方がされているため、LIBORと直接的に競合する強力な指標金利が直近まで存在していなかったことは当然のことです。

各通貨のLIBORの代替として、適当なリスクフリーレート（RFR）を指標金利にすることを、市場は広く受け入れています。影響を受ける各国・地域の市場参加者は、規制当局の支援を得て、LIBORの代替となる金利の多くの候補を検討しました。

英国や米国などでは、既に新しいRFRを選択しました。ただし、これらのRFRは、LIBORといくつかの点で大きな違いがあります。

¹ LIBORは、実際の取引に基づくのではなく、報告対象銀行のインディケーション金利に基づいて計算されたため（現在もそうである）、ガバナンス意識の乏しい時代では悪用される余地がありました。

- 一般的に使用されるLIBORは将来の金利です。公表日から一定の期間(翌日物から12か月物まで)に適用されます。これとは対照的に、選択されたRFRは、実績ベースのオーバーナイト金利です。前日の実取引の金利に基づいて算定され公表されます。
- LIBORは当初から銀行間の貸出金利であるため、一般的な銀行の信用リスクのプレミアムを反映しており、リスクフリーの金利ではありません。
- LIBORは無担保ベースの金利です。RFRの一部は無担保ベースですが(例えば、英国の新RFR)、米国の新RFRなど、多くは有担保ベースです。有担保のローンは、借り手がデフォルトを起こした場合に、貸し手が価値のある担保に対する遡及権を有します。
- LIBORには通常、期間のプレミアムがあります。より長期の資金は通常、より高い金利が適用され、LIBOR曲線は右肩上がりとなります。オーバーナイトの金利であるRFRには期間プレミアムはありませんが、LIBORの使用が終了する時点を目標に、英ポンドの新RFRには、長期金利に期間によるプレミアムを加算する仕組みの開発作業が進行中です。

代替となるRFR

一部の国・地域のワーキンググループは、LIBORの代替となるRFRの有力候補を既に特定しています。

- **英ポンド：英ポンド翌日物平均金利 (Sterling Overnight Index Average (SONIA))**。SONIAは、無担保のオーバーナイト金利として20年以上存在しており、英ポンドのオーバーナイトインデックススワップ(OIS)市場で使用されています。しかし、イングランド銀行は、LIBORからの移行を考慮して、より堅牢で透明性を高めるために2018年にSONIAを改定しました。LIBORとは異なり、実際の取引に基づいており、イングランド銀行によって計算されます。
- **米ドル：担保付翌日物調達金利 (Secured Overnight Financing Rate (SOFR))**。米ドルRFRワーキンググループは、SOFRを米ドルLIBORとしばらく併用し、最終的には代替とすることを決定しました。SOFRは2014年から存在していますが、公表開始は2018年4月です。米国財務省証券のレポ取引に基づいているため、有担保ベースであり、代表的な取引は財務省証券を担保とするレポ取引です。
- **ユーロ：ユーロ短期金利 (Euro short-term rate (€STR又はESTR))及びEuribor**。欧州中央銀行は最

近、LIBORと同様の方法で計算される短期金利であるEuro OverNight Index Average (EONIA)の後継としてESTRを採用することを発表しました。ESTRは、実取引に基づく新たな無担保ベースの金利で、2019年後半に公表が開始される予定です。この金利は、ユーロ圏の銀行間のオーバーナイトの調達金利を反映しています。本レポート執筆時点では、欧州当局はEuriborをESTRに置き換えるのではなく、Euriborの改定版を引き続き使用する計画ですが、これは将来的に変更される可能性があります。

- **日本円：東京オーバーナイト平均レート (Tokyo Overnight Average Rate (TONAR))**。日本銀行は、円LIBORの代わりに、TONARをオーバーナイトインデックススワップの指標金利として採用することを決定しました。TONARは無担保ベース取引に基づいています。
- **スイスフラン：スイス平均レートオーバーナイト (Swiss Average Rate Overnight (SARON))**。スイス国立銀行はSARONをLIBORの後継として決定し、2017年12月に実施に移しました。SARONは20年以上にわたってオーバーナイトレポ取引に利用されており、データは入手可能です。

代替金利がもたらす複雑性

代替となる金利が各通貨で大きな相違があるため、グローバルな一貫性は保証されません。RFRを使用する取引を比較し、実行する際は、これらの違いを慎重に比較検討する必要があります。

代替となるRFR

国・地域	RFR	種類
英国	SONIA	無担保
米国	SOFR	有担保
ユーロ圏	ESTR/Euribor	無担保
日本	TONAR	無担保
スイス	SARON	有担保

出所：M&G (2019年7月現在)

有担保ベース・無担保ベース：上記のとおり、代替となる各金利間の最大の違いは有担保ベースか無担保ベースかということです。有担保金利の取引は担保があることにより、一般的に無担保金利より低くなります。

金利の決定のタイミングと複利効果：LIBORは将来授受される金利です。つまり、LIBORベースの商品の利息額は前

もって判明していることを意味します。3か月の変動金利債(FRN)・ローンのLIBORは、3か月ごとの金利期間の期首に設定されます。現在のRFR参照金利とするFRNは通常、過去における日々の平均レートを使用して、対象期間の利払い額を決定します。単純平均を使用するもの(米国では一般的)もあれば、日々のレートを複利で計算するもの(英国では一般的)もあります。ローンの場合、今後どうなるかはあまり明確ではありませんが、LIBORの場合との違いはほとんどないでしょう。これは、ローンの場合、マルチカレンシースキームの案件が多いことが一因だと思われる。

ラグとロックアウト: 実務上、投資家と発行体の双方は、利払い日より以前に金利額の情報を受領する必要があります。これは、発行体、デットに適用される金利をできるだけ正確に知る必要のあるレバレッジドファイナンスの借り手にとって特に重要です。このことは、ターム物金利の導入が必要な理由の一つです。現在、各国・地域はさまざまな方法で対応しています。英国では、5日間の「ラグ」をもたせる方法であり、金利期間を参照金利の観察期間から5日間後ろへずらせる方法が一般的になりつつあります。当該金利期間で使用される最後のSONIAレートは利払い日の5日前のものになります。米国市場では、多くのSOFRを指標とする証券が「ロックアウト」アプローチを適用しています。金利期間の最後の2日間は、実際の金利の代わりに2日間の直前の金利を適用します。したがって、この2つの調整では、理論的には、金利上昇時に適用される金利は低くなり、その上昇幅は次の金利期間で取り戻すことができるかもしれません。

フォールバックの設定と新指標金利への移行

最近発行されたほとんどのFRNでは、LIBORから新指標金利への移行が比較的スムーズにできるような条文が織り込まれています。このように最近の案件の場合は移行が比較的簡単ですが、古い(特に非常に古い)案件の場合ははるかに複雑になります。古い案件の一部には、LIBORが入手できない場合のフォールバック条項が規定されています。ただし、このような条項のほとんどは、LIBORが一時的に利用できない場合を想定したものです。多くの場合、フォールバックの金利は最後に入手可能なLIBORと規定されており、LIBORが永久に入手できない場合は、変動金利債といいつつも、実際には固定利付債になってしまい、LIBORが長期金利に比べて低い場合、投資家にとっての価値は消滅します。ローンにおけるフォールバック条項は債券の条項との差異がわずかですが、フォールバック条項が存在しない場合は大きな問題となり、市場に不安定さを与え混乱を引き起こすリスクさえあります。

未償還の多くの案件うち、多くが移行のタイミングまでに償還されるか、別の方法に変更されることになると思われますが、それでも多くのレガシー案件は手つかずで残るでしょう。新金利への単純な移行は、契約の経済性を変えてしまう可能性があるため、適切とは言いきれません。移行条件のなかに、移行の影響を現在価値でゼロにするための調整を加えることは重要です。これまでに、アソシエーテッド・ブリティッシュ・ポーツ(Associated British Ports)が発行したFRNに関し、3か月LIBOR+2.5%からSONIA+2.65%へ金利を変更することで合意が得られました。これは市場にとって有意義なテストケースであり、変更することが達成可能であることを示していますが、すべてのレガシー債券で同様な結果が得られるとは限りません。

新しい参照金利を使用する債券の発行は増加しています。2019年6月末の時点におけるSONIAを参照金利とする債券の残高は額面で271億英ポンドに上り、そのうちの200億英ポンドは2019年の起債分です。米国市場では、SOFRを参照金利とした債券残高は額面で1,248億米ドルに上り、そのうちの1,000億米ドル以上が今年の発行分です。

世界中のワーキンググループ、及びスワップ分野では国際スワップデリバティブ協会(ISDA)が、新しいRFRへのスムーズで公正な移行を確実にするための最善のプロセスとプロトコルの作成に全力を挙げて取り組んでいます。紛れもなく、これらの分野での進展にフォーカスが当たり続けるでしょう。

将来を見据えて

LIBORは金融市場の構造に完全に組み込まれているため、金融界はまた、指標金利の変更が及ぼす範囲が証券や契約の金利にとどまらず、それ以外でどのような影響が生じるかについての可能性を把握するのに懸命に取り組んでいます。投資ファンド・戦略のパフォーマンスのベンチマークや、ヘッジ戦略におけるミスマッチの発生などはその一部にすぎません。業界としての目標は、顧客の投資資金を守り、不利益を絶対に生じさせないことを念頭に、すべてのIBORから代替となる指標金利への移行をできるだけシームレスに行うことです。

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかなる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係会社ではありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁) により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁) の認可・規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。JUL19/WIM2896

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語)に差異がある場合は、原文を優先します。

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第2942号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.(以下あわせて「海外関連会社」といいます。)の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、②当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、③お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、③お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。