

リスク要因としてのLIBOR停止

LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)は、短期金利の指標として使われるだけでなく、シンジケートローンの利率やデリバティブ取引の指標金利などにも利用される現在の金融市場の重要なインフラです。しかし、このLIBORは2021年末以降、提示されなくなる可能性が高まっています。LIBORの恒久的停止は、影響する範囲が広く、金融市場の今後のリスク要因の一つと考えられます。

LIBORの恒久的停止の背景

LIBORは、以下の手順に従って、算出される短期金利の参照指標です。

- ① レファレンスバンク(あるいはパネルバンク)と呼ばれる銀行間取引市場に参加する金融機関が通貨ごと、期間ごとに無担保で資金調達する際の市場実勢と考えられるレートを提示する。
- ② LIBOR運営管理機関(現在はIBA)がレファレンスバンクの提示レートを集計し、上位25%、下位25%を除外した平均を算出。LIBOR金利としてロンドン時間の午前11:55に公表。

LIBORは、多くの金融取引で参照され、当然ながら年金資産運用においても重要な指標金利です。

このLIBORを監督する英国金融行為規制機構(FCA)のベイリー長官は、2017年7月に“The future of LIBOR”と題されたスピーチの中で次のように述べました。

「4~5年の間、2021年末までLIBORを維持するための合意をするよう、パネルバンクへ話をし

ました。(中略)私たちの意図は、この期間の終わりにFCAがパネルバンクにLIBORを提出するよう(法的権限を用いて)強制する必要がなくなる、ということです。」¹

つまり、猶予期間を経た2021年末以降、LIBORが恒久的に停止される可能性を示唆したのです。

この背景には、2012年以降に明らかになったLIBORのレート提示に関する不正問題があります。バークレイズやUBSなどの複数の金融機関が不正に提示するレートを上下させ、それによって巨額の利益を得ていたことが明らかになったのです。その結果、不正に関与した金融機関には巨額の制裁金が課され、LIBORの抜本的な改革が図られることになりました。

2013年よりFCAがLIBORの監督を行い、改革は行われましたが、そもそも3ヵ月や6ヵ月などのターム物の銀行間取引は活発ではありません。実際の取引に基づかないレート提示をある意味では、「性善説」に基づいて継続することには無

¹ <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-lib> or より。筆者による抄訳

理があると判断されたのではないかと考えられます。また、金融機関にとってもパネルバンクとして実際の取引に基づかないレート提示を行うことは法的リスク(場合によっては制裁を科されるなど)があるため、可能であればパネルバンクにはなりたくない、というのが本音のようです。このような経緯・背景から2021年末以降、LIBORは消滅する可能性が高まっています。

LIBORが利用される範囲

このLIBORですが、大きく分けると以下のよう
に利用されています(図表1参照)。

- (1) スワップ取引などのデリバティブ取引
- (2) 変動金利の参照指標
- (3) 住宅ローン、シンジケートローンなどの貸出金利

2014年の報告では、米ドルLIBORが150兆ドル、英ポンド、円LIBORがそれぞれ30兆ドルとなっており、世界の金融取引において重要な役割を担っていることがわかります。

年金運用に身近なところでは、バンクローンやダイレクトレンディングなどのローン取引の貸し出し金利はLIBOR+ α (スプレッド)でほぼすべて決められています。

どういった対応が検討されているか

LIBORに代わる代替参照金利は検討・整備が進められており、その一覧は以下の通りです(図表2参照)。

図表2 LIBORに代わる代替参照金利

通貨	代替金利	検討主体
米ドル	SOFR (Secured Overnight Financing Rate)	ARRC (Alternative Reference Rates Committee)
英ポンド	SONIA (Sterling Overnight Index Average)	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates
ユーロ	€STR (Euro Short-Term Rate)	EMMI and Euro RFR Working Group
円	TONA (Tokyo Overnight Average Rate)	日本円金利指標に関する検討委員会
スイスフラン	SARON (Swiss Average Rate Overnight)	The National Working Group on Swiss Franc Reference Rates

(出所) 一般社団法人全国銀行協会

現在のLIBORを利用したデリバティブ契約やローン契約は、LIBORが停止される可能性が高い2021年末までに以下のいずれかの対応が必要となります。

- ① 移行・・・新規で代替参照金利を利用した契約を締結する。
- ② フォールバック条項の追加・・・LIBORが公

図表1 LIBORを利用した取引とそれぞれの契約金額のイメージ

資産/通貨	米ドル	英ポンド	ユーロ	円	スイスフラン
シンジケートローン	高	中	低	中	低
ビジネスローン	高	中	低	中	中
リテールローン	低	低	低	低	中
変動利付債	高	中	低	中	低
証券化	高	中	低	低	低
OTCデリバティブ	高	高	低	高	高
上場デリバティブ	高	高	低	中	中
預金	低	低	低	低	低

高	1兆ドル以上
中	1000億ドル以上1兆ドル未満
低	1000億ドル未満

(出所) "Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks" (2014年3月)より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

表されなくなった場合に、代替参照金利を利用する旨の条項を契約に追加する

いずれの方法でも当事者間の合意が必要で、十分な準備が求められます。

課題、リスク

LIBORから代替参照金利への移行に関しては次のような課題、リスク要因があります。

① LIBORと代替参照金利の差異

LIBORは、厳密には無リスク金利ではなく、金融機関が無担保で調達する場合の調達金利です。そのため、金融機関の信用リスク分のスプレッドが上乘せされていると考えられます。

実際、図表3は、米ドルLIBOR1カ月とその代替参照金利とされているSOFR1カ月の推移を比較したのですが、ややLIBORの方が高いことがわかります。

これは、ローンであれば、代替参照金利への単純な移行が貸し手にとっては不利、借り手には有利に働くことを意味します。この差異の調整方法は現在、まだすべて決定しておらず、議論が続いています。

② 対象の膨大さ、テクニカルデフォルトの可能性

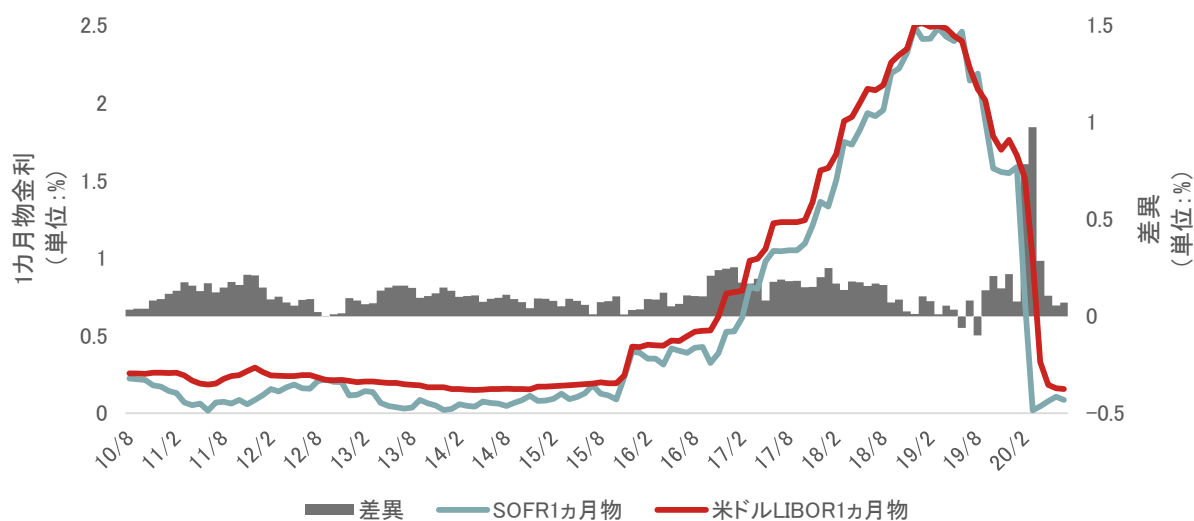
前述の通り、LIBORを利用した契約は膨大にあります。それらを当事者間で協議し、移行あるいはフォールバック条項の追加という形で対応を行う必要があります。LIBORと代替参照金利には差異があるため、当事者間の協議がすべてスムーズにいくとは限りません。

もし、LIBORが停止されるまでに対応ができない契約があったら、どうなるのでしょうか。ローンやデリバティブであれば、支払い額などの債権・債務額が確定せず、テクニカルデフォルトとなる可能性があります。デリバティブをヘッジのため、利用していたとするとヘッジが機能しなくなるといったリスクがあります。

アセットオーナーとして何を行うべきか

年金基金などのアセットオーナーは迫りくるLIBOR停止期限までに何をすべきなのでしょうか。

図表3 LIBORと代替参照金利の差異



(出所) Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表4 バイサイド・アセットオーナー向けチェックリストの概要(抄訳)

項目	詳細
1 プログラムガバナンスの確立	LIBOR移行の実施と調整を監督するガバナンスフレームワークを構築する。
2 移行マネジメントプログラムの開発	LIBOR移行に伴うリスクの評価と軽減のための全社的プログラムを確立する
3 コミュニケーション戦略	組織内外の利害関係者と調整を行う明確な目標を持ったコミュニケーション戦略を実施する
4 リスクの特定・検証	LIBORに関係する資産の特定、代替参照金利ベースの金融商品进行评估する能力を獲得する
5 契約修正の影響の評価、および計画の策定	フォールバックによってLIBORから移行する場合の財務上のリスク、法的リスクの評価など
6 商品、ポートフォリオ戦略の開発	既存のLIBORベースの商品やポートフォリオの見直しや修正を行う
7 リスクマネジメント	移行に伴う財務および非財務的リスクの監督プロセス、測定方法などを特定する。
8 オペレーション、テクノロジー面での対応・開発	LIBOR移行後に必要となるデータやモデルの準備を行うための改革の策定
9 会計、レポートニング	会計、純資産の計算方法などの決定
10 税、規制対応	税、規制対応を決定する

(注)筆者による抄訳

(出所) ARRC"Buy-Side/Asset Owner Checklist"より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

米ドルLIBORの移行を検討しているARRC (Alternative Reference Rate Committee)は、2020年1月にバイサイド・アセットオーナー向けのLIBOR移行に関するチェックリストを公表しました。チェックリストの概要は図表4の通りです。

外部委託中心の年金において、必ずしもこのリスト通りの内容を確認する必要はないと思います。しかし、委託先の運用機関に対して少なくとも次の点は確認することが望ましいでしょう。

1. LIBOR移行に伴うリスクがどの程度あるか
2. LIBOR移行に備えた準備、たとえばフォールバック条項の整備などを行っているか
3. LIBOR移行のリスクや準備を誰がモニタリング、監督しているのか

また、2021年末に向けてLIBOR移行が金融市場のリスク要因の一つとなる可能性があるため、留意が必要だと思われます。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月28日(月)

発行予定です。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運用および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運用および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。