

2020年9月7日 全7頁

# LIBOR 公表停止に備えた第2回市中協議

2021年6月末に、円LIBORを参照する新規の貸出・債券発行の停止を目指す

金融調査部 主任研究員 金本悠希

## [要約]

- 2020年8月7日、日本銀行を事務局とする「日本円金利指標に関する検討委員会」が「日本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議（第2回）」を公表した。2021年末以降のLIBOR公表停止の可能性に備え、幅広い市場関係者から意見を募集している。
- 本市中協議では、円LIBORを参照する貸出・債券について、円LIBORの公表停止時等に円LIBORを別の金利に変更する「フォールバック」の具体的取扱いの案が示された。
- 加えて、円LIBORを参照する貸出・債券に関して対応の目安となる時期等を定めた移行計画が公表された。移行計画では、円LIBORを参照する貸出・債券に関して、2021年6月末に新規取引の停止、2021年9月末に既存取引の顕著な削減が目指されている。

## 1. はじめに

2020年8月7日、日本銀行を事務局とする「日本円金利指標に関する検討委員会」（検討委員会）が「日本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議（第2回）」（第2回市中協議）を公表した<sup>1</sup>。

検討委員会は、2021年末以降にLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）が恒久的に公表停止される可能性が高まっていることに備えて対応を検討しており、昨年7月に第1回市中協議を実施した。検討委員会は第2回市中協議において、第1回の市中協議の結果を踏まえ、円LIBORを参照する貸出・債券における「フォールバック」（後述）時の具体的な取扱い等の案を公表し、市場関係者から意見を募集している（2020年9月30日まで）。

<sup>1</sup> 日本銀行ウェブサイト（[https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy\\_cmte/cmt200807b.pdf](https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/cmt200807b.pdf)）参照。

## 2. 円 LIBOR の公表停止に備えて求められる対応

### (1) 移行とフォールバック

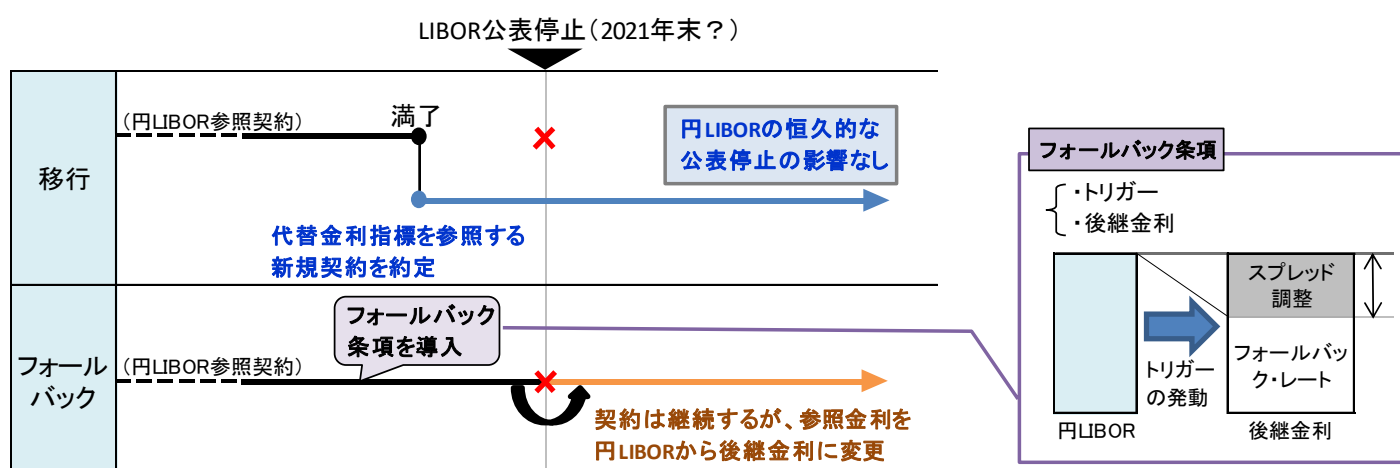
円 LIBOR が 2021 年末以降に恒久的に公表停止される可能性があることに対応する方法として、「移行」と「フォールバック」がある。

「移行」とは、新規に契約する金融商品・取引の契約期間が円 LIBOR の公表停止時点をまたぐ場合、参照金利として円 LIBOR 以外の金利指標（代替金利指標）を用いる方法である。また、円 LIBOR の公表の恒久的停止時点をまたぐ契約について、契約を変更して参照金利を円 LIBOR 以外の金利指標に変更する方法も可能である<sup>2</sup>。

「フォールバック」とは、円 LIBOR を参照金利とし、契約期間が LIBOR の恒久的な公表停止時点をまたぐ契約について、円 LIBOR の恒久的な公表停止などのタイミングで、円 LIBOR に代えて参照する後継金利を、契約当事者間で予め合意しておく対応方法である。

フォールバックを実現するには、円 LIBOR の恒久的な公表停止時などに、参照金利を別途定める後継金利に変更するという条項（フォールバック条項）を契約に導入する必要がある。フォールバック条項は、どのような場合に参照金利を変更するか（トリガー）と、後継金利として採用する参照金利について定める必要がある。後継金利のベースとなるフォールバック・レートは後述のように定められるが、円 LIBOR とフォールバック・レートとの間には、通常、差異がある。そのため、可能な限り円 LIBOR と後継金利が等しくなるように、差異の調整（スプレッド調整）を行う必要がある。その結果、「後継金利＝フォールバック・レート＋スプレッド」となる。

図表 1 移行とフォールバックのイメージ



(出所) 日本円金利指標に関する検討委員会「日本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議」(2019年7月)を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

<sup>2</sup> 既存契約を一旦解約し、新規契約を締結する方法も考えられる。

## (2) 代替金利指標とフォールバック・レート

第1回市中協議では、貸出・債券に関して、移行における円 LIBOR の代替金利指標の選択肢として、次の金利が挙げられていた。

- ①0/N RFR 複利（前決め）
- ②0/N RFR 複利（後決め）
- ③ターム物リスク・フリー・レート（スワップ）
- ④ターム物リスク・フリー・レート（先物）
- ⑤TIBOR（東京銀行間取引金利）

第2回市中協議では、移行における代替金利指標については特段触れられていない。一方、貸出・債券のフォールバック・レートは、後述のように、上記の選択肢のうち②、③、⑤が候補として挙げられている<sup>3</sup> 4。以下、②と③について若干説明する（以下では、第2回市中協議にならない、③を単に「ターム物リスク・フリー・レート」と表記する）。

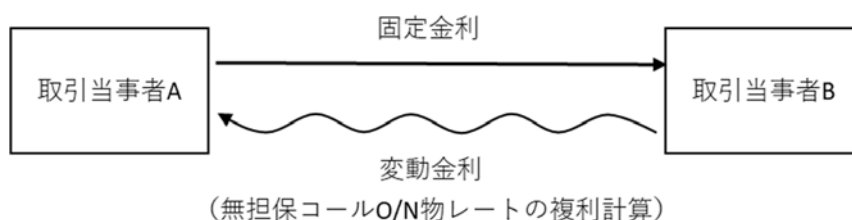
### ◆0/N RFR 複利（後決め）

0/N RFR 複利（後決め）は、金利の適用開始時点から適用終了時点までに対応する期間（参照期間）の無担保コール0/N（オーバーナイト）物レートを日次複利で積み上げて（累積して）計算される。0/N RFR 複利（後決め）の具体的な算出方式はまだ検討中の模様である<sup>5</sup>。

### ◆ターム物リスク・フリー・レート

ターム物リスク・フリー・レートは、日本円 OIS（Overnight Index Swap）取引（図表2参照）の市場のデータに基づいて算出される。

図表2 日本円 OIS 取引のイメージ



（出所）日本円金利指標に関する検討委員会「日本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議（第2回）」（2020年8月）

日本円 OIS 取引とは、金利スワップの一種で、変動金利を一定期間の無担保コール0/N物レートの加重平均値（複利計算）として、当該加重平均値と固定金利を交換する取引である。ター

<sup>3</sup> ①の無担保コール0/N物レートRFR複利（前決め）については、第1回市中協議の取りまとめ結果で、関係者の支持が得られなかった。④のターム物リスク・フリー・レート（先物）は、東京金融取引所に上場される無担保コール0/N物金利先物に基づいて構築されるが、2020年8月末時点で同取引が取引停止中である。

<sup>4</sup> 円 LIBOR を参照するデリバティブ取引（そのうち、国際スワップ・デリバティブズ協会（ISDA）が提供する基本契約書（ISDA マスター契約）に準拠しているもの）のフォールバック・レートは、②の0/N RFR 複利（後決め）が採用される方向である。

<sup>5</sup> 日本円金利指標に関する検討委員会 第15回会合資料3「債券サブグループからの報告内容」参照。

ム物リスク・フリー・レートは、日本円 OIS 取引市場において実取引がある場合はそのデータに基づいて、実取引がない場合は気配値データに基づいて算出される。

ターム物リスク・フリー・レートについて、2020年5月から株式会社 QUICK が、実際の取引での利用を想定していない「参考値」を公表しているが、実際の取引で利用される「確定値」はまだ公表されていない。これは、ターム物リスク・フリー・レートが実際の取引で利用された場合、金融商品取引法における金融指標の算出者に対する規制が適用される「特定金融指標」に指定される可能性が高いためと考えられる<sup>6</sup>。

特定金融指標に指定された場合、ターム物リスク・フリー・レートを算出する株式会社 QUICK は、金融商品取引法に則したガバナンス体制を整備する必要がある。遅くとも 2021 年半ば頃までを目途に、同社において金融商品取引法（及び証券監督者国際機構（IOSCO）が定めた金融指標に関する原則）に則した体制を整備し、実際の取引で利用される「確定値」の公表が開始される予定である<sup>7</sup>。

### 3. 第 2 回市中協議の概要

第 2 回市中協議では、検討委員会における貸出・債券のフォールバック・レートとスプレッド調整手法等に関する検討結果が示され、意見募集が行われている。加えて、ターム物リスク・フリー・レートの頑健性向上に向けて、裏付取引である日本円 OIS 取引を活性化するための検討が紹介されている。さらに、円 LIBOR の公表停止に備え、貸出・債券について対応の目安となる時期等を定めた移行計画が公表されている。

#### (1) フォールバック時の具体的な取扱い

##### (ア) 貸出のフォールバック

第 2 回市中協議では、国際的な動向や第 1 回市中協議の取りまとめ結果を踏まえ、貸出のフォールバック・レートとして、以下の複数の金利のうち優先順位の高いものを採用する（第 1 順位の金利がなければ第 2 順位の金利を採用する）「ウォーターフォール構造」が推奨されている。

図表 3 貸出のフォールバック・レート

第 1 順位	ターム物リスク・フリー・レート
第 2 順位	0/N RFR 複利（後決め）（※）
第 3 順位	貸付人が、〔関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮したうえで〕 適当と認め、借入人に通知するレート

（※）第 2 順位を TIBOR とすることについても、（スプレッド調整手法について整理されることを前提に）一定の支持を獲得したとされている。また、第 2 順位を 0/N RFR 単純平均（後決め）とすることも考えられるとされている。

（出所）日本円金利指標に関する検討委員会「日本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議（第 2 回）」（2020 年 8 月）を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

<sup>6</sup> 金融庁総合政策局リスク分析総括課長 石村幸三・日本銀行金融市場局市場企画課長 大竹弘樹「わが国の金利指標改革」（季刊 会計基準（2020 年 3 月））参照。

<sup>7</sup> 第 2 回市中協議 p. 21 参照。

次に、スプレッド調整手法については、フォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートまたは0/N RFR 複利（後決め）を参照する場合について検討されている。

まず、フォールバック・レートとして、0/N RFR 複利（後決め）を参照する場合のスプレッド調整手法は、第1回市中協議の取りまとめ結果や他国やISDAの検討内容を踏まえ、円LIBORと0/N RFR 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去5年中央値アプローチ」で算出する手法<sup>8</sup>が適当とされている。

一方、フォールバック・レートとして、ターム物リスク・フリー・レートを参照する場合のスプレッド調整手法も、上記と同様、円LIBORと0/N RFR 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去5年中央値アプローチ」で算出する手法が適当とされている。これは、ターム物リスク・フリー・レートの過去5年分のデータがないことと、（ターム物リスク・フリー・レートに近似すると考えられる）日本円OISレートと0/N RFR 複利（後決め）の過去5年中央値が近似していることによる。

最後に、フォールバックのトリガーについては、LIBORの公表停止時に発動される「公表停止トリガー」に加えて、LIBORの規制当局（英国の金融行為規制機構（FCA））が、LIBORが指標性を有していない旨を発表した時点で発動される「公表停止前トリガー」を導入することが推奨されている。

#### （イ）債券のフォールバック

第2回市中協議では、国際的な動向や第1回市中協議の取りまとめ結果を踏まえ、貸出のフォールバック・レートとして、以下のウォーターフォール構造が推奨されている。

図表4 債券のフォールバック・レート

第1順位	ターム物リスク・フリー・レート
第2順位	0/N RFR 複利（後決め）
第3順位	当局関連委員会（※）により推奨された指標
第4順位	代替されるべき指標のフォールバック・レートとしてISDA定義集が定めるもの
第5順位	発行体等が選定する指標

（※）「中央銀行ないし関連監督当局が推奨ないし事務局を務める委員会」を指す。

（出所）日本円金利指標に関する検討委員会「日本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議（第2回）」（2020年8月）を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

スプレッド調整手法は貸出と同じ手法が適切とされている。トリガーについても、標準的な変動利付債について、貸出と同様、公表停止トリガーに加え公表停止前トリガーを導入することが適当とされている。

<sup>8</sup> この算出手法では、フォールバックにより、円LIBORから後継金利（＝フォールバック・レート＋スプレッド）に変わる際に「段差」が生じる（金利の水準が不連続に変動する）可能性がある。なお、実際の契約で利用する値は、Bloombergが公表する値を利用することが適当とされている。

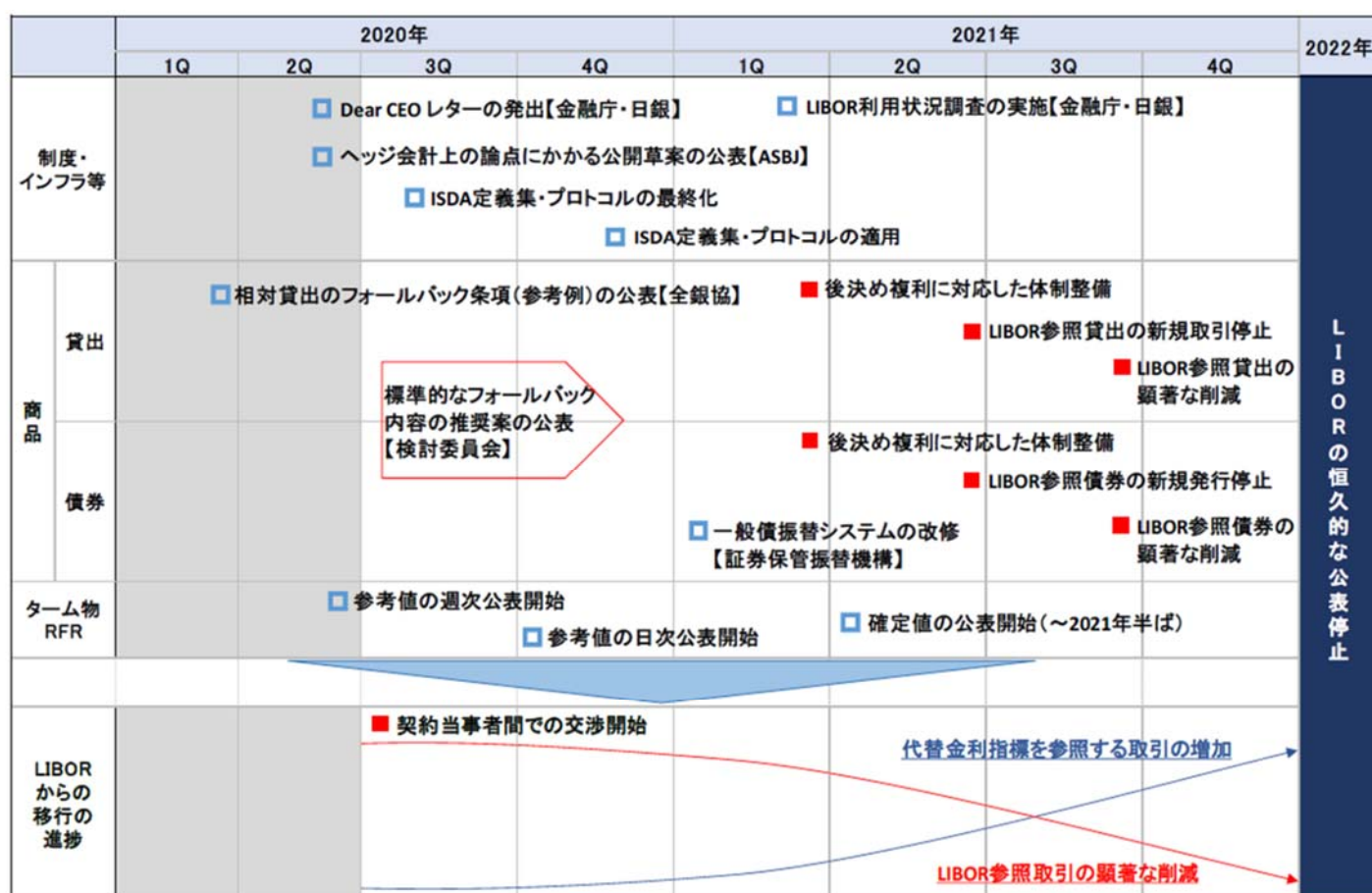
## (2) 移行計画

第2回市中協議では、移行計画が公表されている（図表5参照）。移行計画は、海外の動向等を踏まえ、2021年末以降に満期を迎える円LIBORを参照する商品（貸出・債券）について、対応の目安となる時期等を定めた計画である。

移行計画には、当局や公的機関が対応する事項に加え、各社が対応する事項として次の事項が対応時期を含めて記載されている<sup>9</sup>。

- ◇2021年3月末：貸出・債券について、0/N RFR複利（後決め）に対応した体制の整備
- ◇2021年6月末：円LIBORを参照する新規の貸出・債券発行の停止
- ◇2021年9月末：円LIBORを参照する既存の貸出・債券の顕著な削減

図表5 LIBORの恒久的な公表停止に備えた本邦での移行計画



(注) ■で記載された内容は個社の対応事項を指します。

(出所) 日本円金利指標に関する検討委員会「日本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議(第2回)」(2020年8月)

<sup>9</sup> ただし、「LIBORの恒久的な公表停止に備えて対応すべき事項は、各社のLIBORの利用状況によって異なるほか、本移行計画で示した対応期限も、ひとつの目安であることに留意する必要があります」とされている。

#### 4. 実務的な対応を進めるに当たっての課題

今回、移行計画が公表されたことにより、関係者が取り組むべき事項のスケジュール感が明確になるとともに、課題も改めて浮き彫りになった。

移行計画では、2021年6月末を目安に、円LIBORを参照する新規の貸出・債券発行の停止が目指されている。そのため、今からでも、新規の変動金利の貸出・債券発行を行う場合、円LIBORに代わる金利指標を参照することが望ましい。

代替金利指標として有力なのは、フォールバック・レートで第1順位に指定されたターム物リスク・フリー・レートである。しかし、ターム物リスク・フリー・レートを実際の取引で利用できる時期は「遅くとも2021年半ば頃」とされている。

そのため、今後、ターム物リスク・フリー・レートの確定値が公表される前までに、新規の変動金利の貸出・債券発行を行う際、0/N RFR 複利（後決め）を参照することが考えられる。これに関して、移行計画では、市場関係者が2021年3月末を目安に、貸出・債券について、0/N RFR 複利（後決め）に対応した体制を整備することも目指されている<sup>10</sup>。しかし、前述の通り、0/N RFR 複利（後決め）の具体的な算出方法はまだ確定していない。

円LIBORが公表停止される可能性のある2021年末まで1年半を切った。金融機関含む市場関係者が、移行計画等のスケジュールに沿って対応を進められるように、0/N RFR 複利（後決め）の具体的な算出方法を含め、前提となる制度や市場慣行を早期に確定することが求められる。

(以上)

<sup>10</sup> 金融庁・日本銀行が2020年6月1日に、主要な金融機関の経営トップに対して発出した「Dear CEO レター：ロンドン銀行間取引金利の恒久的な公表停止に向けた対応について」では、リスク・フリー・レートを参照した商品について、2021年初めにはシステムにて取扱いが可能となることが求められている。