

# 主要金利指標に関する

# 改革の進捗状況と今後の展望

## 21年末も意識した適切な円金利指標の選択を

英FCA長官が2022年以降のLIBOR廃止の可能性を示唆するなど、金利指標の存続可能性に関心が高まっている。世界の主要金利指標運営機関では、金融安定理事会（FSB）が主要金利指標に求める可能な限り実取引データに依拠した算出方式の検討・移行が本格化している。また、従来からの主要金利指標のみに依存することのないよう、新たな金利指標構築についても検討が進められている。本稿では、金利指標改革に至る経緯を振り返ったうえで、各国における改革の進捗状況をFSBの報告書に沿って紹介のうえ、今後のわが国における検討の方向性についても触れることとしたい。

日本銀行 金融市場局 市場企画課

市場整備グループ長 **大竹 弘樹**

金融庁 総務企画局総務課 国際室

課長補佐 **林 朋晃**

### 22年以降にLIBOR廃止の可能性

2017年7月末、英FCA（金融行為規制機構）のベイリ1長官が講演で、LIBOR維持のため銀行にレート呈示を強制する権限の行使は行わない旨を表明し、22年以降のLIBOR廃止の可能性を示唆した。同講演を受けて、LIBORやT

IBORは将来にわたって利用可能なのか、また、これらの代替となりうる金利指標は何かについて関心が高まっている。こうしたなか、金融安定理事

会（FSB）は17年10月に「『主要な金利指標の改革』（14年7月FSB提言）の実施に関する進捗報告書」（注1）と題する報告書（第3次進捗報告書）を公表した。この報告書は、F

SBが14年7月に公表した報告書「主要な金利指標の改革」（FSB提言。注2）で求めた

改善策について、第2次進捗報告書公表（16年7月）以降の検討状況を取りまとめ、金利指標改革を巡る国際的な動向を把握するうえでも重要な報告書となっている。

本稿では、金利指標改革に至る経緯を振り返ったうえで、主

要通貨（米ドル、ユーロ、英ポンド、円）を中心に第3次進捗報告書の概要を紹介する。また、今後のわが国における検討の方向性についても触れることとしたい。

**不正操作問題の顕在化で信頼性や頑健性が揺らぐ**

FSBでは、金融市場で広範に利用されているIBOR系の

# 主要金利指標に関する改革の現状と展望

主要な金利指標（EURIBOR、LIBOR、TIOR）について、12年夏以降に顕在化したLIBOR不正操作問題から、その信頼性や頑健性が揺らいだことをふまえ、13年6月のFSB本会合において、金利指標の問題を取り扱う作業部会として、OSSG (Official Sector Steering Group) を設立し、金利指標の改革に関する議論を進めた。その過程では、OSSGの要請を受けた市場参加者による民間部門グループが、リスク・フリー・レート候補の特定および主要な金利指標からの移行について検討し、OSSGに報告を行った。

OSSGでの議論をふまえ、FSB提言では、①主要な金利指標（LIBOR）の改革、②銀行の信用リスクを含まないリスク・フリーに近い金利指標（リスク・フリー・レート）の構築を提言した。この二つの改革を実現するとともに、それぞれの金利指標を、その性質をふまえて金融商品に適用していくことが望ましいとし、そうしたアプローチを「マルチプル・レート

・アプローチ」と称している。その後、各通貨圏ではFSB提言に沿って、金利指標改革の取組みが進められてきている。

## FSBの提言実現に向け各運営機関の取組みが進展

(1) 主要なLIBOR改革の進捗状況

第2次進捗報告書の公表以降、LIBORの運営機関がFSBの提言の実現に向けた重要なステップを踏んできた。具体的には、主要なLIBORの運営機関が、指標算出の新たな方式について、可能な限り実取引データに依拠した指標を目指す、完全に実取引データに依拠した算出がむずかしい場合には、市中協議等も経たうえて、実取引データ以外の情報や専門家判断も使用する方式を導入または検討している。以下にその概略を紹介する。

### ① EURIBOR

EURIBORの運営機関であるEMMI (European Money Markets Institute) は、16年9月から17年2月の6カ月間の実取引データを使い、完全に実取引データに依拠した指標算出

方式を検証した。その結果、現在の市場環境のもとでは、完全に実取引データに依拠した算出方式に移行することはむずかしいとの結論に至った。このため、EMMIは、新たな指標算出方式であるハイブリッド方式（実取引データがない場合は、関連市場の価格情報や専門家判断を使用する方式）の検討を進め、18年後半までに市中協議を行うとしている（この間、現行EURIBORの公表は続ける予定）。具体的には、17年後半にハイブリッド方式の詳細を決定し、18年前半に影響度調査を実施したうえて市中協議を行う予定である。

### ② LIBOR

LIBORの運営機関であるIBA (ICE Benchmark Administration Ltd.) は、16年7月以降に2回の市中協議を実施した。17年3月にこれらの市中協議の結果を公表し行動規範を改定したほか、LIBORのさらなる改革について公表した。17年3月からは、(i) 呈示レート決定方法の一部見直し（パラレルシフト（注3）利用の抑制）

と、(ii) 公表時刻の後倒し（従来の公表時刻であるロンドン時間午前11時45分を同午前11時55分）を行っている。

英FCAベイリー長官は17年7月27日、「LIBORの将来」と題する講演のなかで、IBAによる改革に大きな進捗が見られる一方で、LIBOR算出のベースとなる市場が十分に活発でないことを指摘し、呈示行も専門家判断に基づくレート呈示に不安を覚えていると述べている。また、英FCAは、LIBORの予期せぬ廃止を回避するため、呈示行との対話等をふまえ、21年末までは任意のレート呈示継続に合意したうえて（注4）、それ以降は呈示行にレート呈示継続に向けた説得・強制を行わないこととし、22年以降のLIBOR廃止の可能性を示唆、代替金利指標への移行を促した。

### ③ TIBOR

14年4月の設立以来、TIBORの運営機関である全銀協TIBOR運営機関 (JBATIBOR Administration: JBATA) はTIBORの信頼性・透明性

の維持・向上に向けた改革を推進してきた。17年7月24日、JBATAは新たな指標算出方式に基づくTI BORへの移行を完了した。新たな指標算出方式は、リファレンス・バンクによる呈示レートの決定方式として、いわゆる「ウォーターフォール構造」(注5)を導入し、インターバンクの無担保コール市場に加えて、NCD市場や大口定期預金等のホールセール市場のデータも参照対象としている。また、TI BORの正確な算出を確保するため、TI BORの公表時間を1時間後倒し(正午12時から午後1時)している。その他、テナーのうち、2カ月物は19年4月から廃止される予定である。

このほか、JBATAでは、中長期的な課題として日本円TI BORとユーロ円TI BORの統廃合について検討している。(2)リスク・フリー・レートに関する各国の検討状況

第2次進捗報告書の公表以降も、各国当局の協力のもと、リスク・フリー・レートを特定する作業に進捗が見られる。具体

的には、日本円・米ドル・英ポンドのリスク・フリー・レートが特定され、ユーロについては、無担保レートの指標と有担保レートの指標が引き続き候補として検討されている。しかし、デリバティブや他の金融商品も含めて、リスク・フリー・レートの利用が適切な場合におけるIBORからリスク・フリー・レートへの移行に関しては、なお検討作業を要する。

以下では、LIBORの対象である5通貨(米ドル、ユーロ、日本円、英ポンド、スイスフラン)に係るリスク・フリー・レートの検討状況の概略を紹介する。

#### ①米ドル

17年6月、米ドルのリスク・フリー・レート検討体であるARRC (Alternative Reference Rates Committee) は、翌日物国債レポレート(SOFR: Secured Overnight Funding Rate)を、ドルLIBORに代わるリスク・フリー・レートに特定した(注6)。なお、翌日物国債レポレートは、ニューヨーク連銀により、18年前半から

公表される予定である。

リスク・フリー・レート(SOFR)への移行計画については、まず新規契約においてSOFRを参照する取引を増やすPaced Transitionを志向している。もともと、17年7月末の英FCAベイリー長官による講演(既述)を受けて、今後は検討範囲を拡大し、既存契約におけるSOFRへの移行や、デリバティブだけでなくローン・債券も含む、米ドルLIBORを参照する幅広い金融商品におけるSOFRへの移行についても検討していく予定となっている。

#### ②ユーロ

ユーロについては、従来からリスク・フリー・レートの候補とされてきた①無担保翌日物金利のEONIA (Euro Overnight Index Average)の改革に加え、追加的な候補として、②ECB (欧州中央銀行)が今後作成する新しい無担保翌日物金利、および③レポ金利指標も検討されている。

このうち、EONIAについては、EMMIが欧州ベンチマーク規制(18年1月から施行)

との適合性を確保するため、改革を実施している。もともと、この間にレート呈示の数や市場での取引量が減少しており、市場参加者の間では、EONIAの頑健性に対する懸念が高まっている(注7)。

17年9月には、ECBがマネーマーケット統計報告に従って行われる銀行からのユーロ取引報告に基づき、実取引データから算出される新しい無担保翌日物金利を公表する方針を発表した。18年中に、同指標の概要を市場参加者に対して示し、20年までに公表を開始する計画とされている。

また、レポ金利指標の構築に向けては、17年6月にEMMIが市中協議を実施したところである。17年後半には、同指標の構築に係るスケジュールを協議する予定としている。

17年9月、FSMA (金融サービス市場局)、ESMA (欧州証券市場監督局)、ECB (欧州中央銀行) およびEC (欧州委員会) は、共同で「ユーロ圏の翌日物リスク・フリー・レートの特定・利用に係るワ

# 主要金利指標に関する改革の現状と展望

ーキング・グループ」の設立を発表した。今後、ユーロ圏におけるリスク・フリー・レートの特定期およびリスク・フリー・レートの利用に関する議論は、ECBを事務局とする民間部門主体の同ワーキング・グループが、市場参加者やエンドユーザーとの協議を経て、行われる見通しである。

## ③日本円

16年12月、日本円のリスク・フリー・レート検討体である「リスク・フリー・レートに関する勉強会」は、日本銀行が算出・公表している無担保コールレート・翌日物を日本円のリスク・フリー・レートに特定した。さらに、17年1月、同勉強会の利用拡大に向けたワーキング・グループを立ち上げた。同グループは、①16年3月に公表した市中協議文書で示したOIS (Overnight Index Swap) の利便性を高めるための取引慣行の見直し案の具体化に向けた検討、および②取引慣行の見直し以外のOIS市場活性化策の検討等に取り組んでいる。

## ④英ポンド

17年4月、英ポンドのリスク・フリー・レート・ワーキング・グループは、無担保翌日物金利であるSONIA (Sterling Overnight Index Average) の改革を実施したうえで、リスク・フリー・レートに特定することを決定した。

SONIAの運営機関であるBOE (イングランド銀行) は、SONIA改革を18年4月までに完了する予定としている(注8)。具体的には、①指標算出の対象となる取引をブローカー経由取引からダイレクト・デイトリングを含む取引へ拡大すること、②計算方式を加重平均値から刈込加重平均値へ変更すること、③公表時間を翌営業日9時に変更すること——を予定している。

## ⑤スイスフラン

16年10月、スイスフランのリスク・フリー・レート・ワーキング・グループは、従来示していた無担保レート指標であるTOIS (Tomorrow/next Indexed Swap) fixingから、翌日物レポ取引を原資産とする有

担保レートの指標であるSARON (Swiss Average Rate Overnight) への移行について、17年12月29日までに完了すべきであるとの提言を发出した。同ワーキング・グループは、OISの参照金利をTOIS fixingからSARONへ移行するための取組みを進めている。

(3)主要IBORの公表停止に備えた契約の頑健性の確保

16年7月、OSSGは、ISDA (International Swaps and Derivatives Association) に対してレターを发出し、前述の二つの改革とは別に、主要なIBORが恒久的に停止される場合に備え、当該IBORの代替として参照される金利指標(フォールバック・レート)を選定するよう要請し、ISDAはこれに応じて検討を行っている(注9)。

もともと、ISDAが作成する基本契約書の対象はデリバティブのみであり、ローン(含むシ・ローン)や変動利付債、証券化商品、モーゲージ・ローン等のIBORを参照する他の金融商品は対象となっていない。

## 適切な円金利指標の選択に向けて

22年以降のLIBORの存続可能性について不透明感が生じるなか、こうした海外の動向をふまえ、本邦においてマルチプル・レート・アプローチを今後どのように実行していくかが課題となる。TIBORについては、できる限り実取引に準拠したレートの算出を行う改革を17年7月から実施したところであり、今後、その内容が定着し、TIBORの信頼性・透明性が維持・向上するよう、JBATAによる指標算出業務の適切な実施を確保していくことが重要である。

他方、リスク・フリー・レートについては、日本銀行が事務局を務める「リスク・フリー・レートに関する勉強会」が、16年12月にリスク・フリー・レートとして「無担保コールレート



・翌日物」を特定した後、傘下の「リスク・フリー・レートの利用拡大に向けたワーキング・グループ」が、日本円OIS取引の概要を取りまとめた資料の作成に取り組んでいる。日本円OIS取引の利用拡大を促し流動性を向上させることにより、金利計算期間に見合った期間のリスク・フリー・レートの形成を実現し、リスク・フリー・レートへの移行を後押しするためである(注10)。

これらの取組みに加えて、前述のとおり、ISDAにおいて主要なIBORが恒久的に停止される場合に備え、IBORのフォールバック・レートの検討がなされており、日本円のIBOR(円LIBOR、日本円TIBORおよびユーロ円TIBOR)については、ISDAの円ベンチマーク・ワーキング・グループにおいて議論がなされている。

このような内外の動きをふまえ、取引慣行・目的に照らした適切な円金利指標の選択が重要との認識のもと、17年11月に金融庁が公表した「平成29事務年

度金融行政方針」では、「本邦市場における取引慣行・目的に照らした適切な円金利指標の選択が可能となるよう、環境整備に努めていく」としたところである。21年末も意識しつつ、業界団体等において適切な円金利指標の選択およびそれに向けた課題について検討が進められることを期待するとともに、公的部門としても環境整備に努めていきたい。

(注) 1 “Reforming major interest rate benchmarks - Progress report on implementation of July 2014 FSB recommendations”  
2 “Reforming Major Interest Rate Benchmarks”  
3 あるテナー(期間物)について実取引がないが隣接するテナーには実取引がある場合、隣接するテナーのレートの前日からの変化幅を用いて、そのテナーのレートを算出すること。  
4 その後、17年11月24日に、英FCAは、LIBORのパネル行である20行との間で、21年末までのレート呈示の継続について合意した旨を公表した。

5 対象市場や取引の特性等に注目して優先順位を設け、当該優先順位に従ってレート呈示の根拠とする方法。呈示の決定方法が、「水が上から下へ流れる」様子と類似することから、ウォーターフォール構造と呼ばれる。

6 16年5月、ARRCは、中間報告・市中協議文書を公表し、無担保レートとしてOBFRR(Overnight Bank Funding Rate)有担保レートとして国債GCレポレート・翌日物をリスク・フリー・レートの候補として提示していた。

7 なお、17年6月に、EC(欧州委員会)が、EONIAを“critical benchmark”として指定したことを受け、EONIAは、18年からただちに欧州ベンチマーク規制が適用されることとなった。

8 その後、BOEは、SONIA改革を18年4月23日に実施する旨を公表した。

9 ISDAは、主要5通貨(米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円、スイスフラン)のIBORに関するワーキング・グループを立ち上げ、検討を開始。

その後、オーストラリア当局の要請を受け、アジア(除く日本)ワーキング・グループも立ち上げた。OSSGでは、ISDAの検討をフォローし、検討をサポートするため、17年5月にサブグループを設立した。

10 日本銀行では、08年から「東京短期金融市場サーベイ」を実施し、そのなかで日本円OIS取引の取引残高を調査している。現状では、日本円OIS取引の取引残高を有する先は20先前後にとどまっており、多くの金融機関による日本円OIS取引への参加が期待される。

おたけ ひろき

97年東京大学法学部卒、同年日本銀行入行。ニューヨーク大学・法学修士。15年業務局総務課企画役、17年から現職。

はやし ともあき

07年東京大学法学部卒。09年東京大学大学院卒、同年金融庁入庁。ミシガン大学・法学修士、コロンビア大学・公共政策学修士。15年監督局銀行一課・課長補佐、17年から現職。