A Bloomberg Professional Services Offering

Bloomberg Terminal

Overview

Bloomberg market insight blogs:
LIBOR Transition

LIBOR移行特集Vol. 3
迫るデッドライン

(Oct 2019 - Dec 2019)

Bloomberg

Table of Contents

1. 今すぐ始めるべき LIBOR 廃止への備え 4

2. 変動利付債、LIBOR に代わる参照金利は SOFR が先行 6

3. SOFR が LIBOR の有力代替ベンチマークであり続ける理由 8

4. ECB、ベンチマーク短期金利の移行を開始 11

5. レポ市場の混乱も LIBOR 移行には明るい材料 13

6. LIBOR は危険な魅力をもつゾンビ？ 15

7. LIBOR 移行に関する Q&A 17

8. LIBOR 廃止: 迫るデッドラインにどう対処 19

9. ブルームバーグ、ASEAN ベンチマーク規制・移行フォーラムを開催 21

For Additional Reading : Vol. 1 LIBOR の終焉と新金利指標への移行 23

For Additional Reading : Vol. 2 LIBOR ベンチマーク移行の現状 23

LIBOR 廃止: 迫るデッドライン

ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の段階的廃止まで 2 年を切りました。2022 年 1 月 1 日になると、LIBOR は国・地域によってそれぞれ異なるベンチマーク金利に代替されます。移行への対応には細部にわたる周到な準備が必要で、発生する可能性があるあらゆるシナリオを考慮し、綿密に検討を進める必要があります。

ブルームバーグでは、昨年お届けした Vol. 1＆Vol. 2 に続いて、各国の当局や金融機関の動きについて解説したブログ記事を日本語に翻訳し、LIBOR ブログ特集 Vol.3 として一冊にまとめました。ぜひご一読いただき、移行に伴う課題や市場参加者の動向等を俯瞰し、新指標に関するソリューションや、市場の変化と実務への影響について考察を深めるためにお役立てください。

また、LIBOR を代替するさまざまな新リスクフリー・レートへの移行プロセス把握のためにブルームバーグが提供するソリューションについて、詳細をご希望の方は営業担当までお問い合わせください。

1. 今すぐ始めるべき LIBOR 廃止への備え

Planning for the LIBOR switch should start now

Bloomberg Professional Services October 31, 2019

Corporate Treasury

Read the English version published on October 31, 2019.

LIBOR 廃止に対する
Associated British Ports 社の対応

時計の針が午前 0 時を回り 2022 年 1 月 1 日になると、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の段階的廃止が始まり、国・地域によってそれぞれ異なるベンチマーク金利に代替されます。この日以降 LIBOR を参照する契約にどのようなリスクが生じるのか、前例がないために確実なことは何も分かりません。事業会社もこの重要なベンチマーク移行に対応するため周到に準備を進めなければ、多くの混乱が生じるでしょう。LIBOR を参照する契約については修正が必要ですが、その難易度は個々の契約が関わる市場によって異なります。

LIBOR 切り替え計画を決して先延ばしせず、先手、先手を打って実行していくことが最も堅実な対応方針です。英金融行為規制機構（FCA）のアンドリュー・ベイリー長官が LIBOR からの移行に言及したスピーチを行った時から、契約の参照金利をその他のベンチマークに切り替える作業の残り時間を示す時計の針が回り始めました。LIBOR を参照する金融契約を多く有する企業は、今後の展開を慎重に見極めていく必要があります。

LIBOR 移行への対応には周到な準備が必要です。そのためにはまず時間をかけて移行計画を検討し、発生する可能性があるあらゆるシナリオを十分に検討する必要があります。次に、LIBOR から Sonia（ポンド翌日物平均金利）など新ベンチマークへの移行について具体的に検討する必要があります。2019 年 7 月、Associated British Ports 社は、LIBOR にリンクした 6500 万ポンドの変動利付債の参照金利を、社債権者の合意を得て Sonia に切り替えました。社債の参照金利を切り替えたのはこれが初のケースです。同社は、LIBOR からの移行を可及的速やかに行うことが大変重要であることをよく理解していて、十分な時間をかけて計画を立て準備を進めてきました。

Associated British Ports 社のグループトレジャラーである Shaun Kennedy 氏は次のように述べています。「何も準備ができていないまま 2022 年を迎えるこ

とは避けたいと考えていました。これは多くの金融商品にあてはまることですが、特に残存期間が長い LIBOR リンク契約については何もしないことが大きなリスクと考えました。そこで、2017 年の夏から 1 年かけて移行計画を立てるとともに、発生しうるあらゆるシナリオを慎重に検討しました。その後、LIBOR から新ベンチマークである Sonia への移行実施について取締役会に申請し、承認を得ました。これは決して簡単なプロセスではなく、さまざまな課題に対処するため懸命に取り組みました。そして最後に、社債要項を変更する交渉に入りました。中でも、前決めの LIBOR と後決めの Sonia の間で生じるプライシングの差を社債の残存期間にわたって補償するための調整が大変でした。公正かつ透明性が高い形で切り替えを行えば発行体も投資家も満足がいく結果を出すことができることの証しとして、当社の事例を参考にしていただければ幸いです」

「数十億ドルに上る契約を一度に切り替えることは明らかにできません。そこで、時間をかけて慎重にリスクを管理する必要があります。例えば、2018 年に当社が初めて切り替えを行ったデリバティブ契約は、LIBOR・Sonia のベーシスリスクをヘッジするカウンターパーティが銀行 1 行であったために 1 日で完了しました。しかしそれ以外の金融商品の中には、複雑で数多くの変更が必要となるためより多くの作業を必要とするものもあります」

もう 1 つの鍵は、関連するすべてのシステムが契約変更に対応できるよう準備を整えることです。「LIBOR をベースとしていた当社の財務管理システムを新ベンチマークに対応させるためには、システムの全面的な見直しが必要でした」と、Kennedy 氏は付け加えました。実際、システムの管理・更新は大変重要です。多くの財務管理システムは LIBOR をベースとしているため、新ベンチマークへの切り替えが必要となります。これは膨大な作業となりますので、システムベンダーと緊密に連携して移行作業を可能な限り円滑なものとする必要があります。

また、新ベンチマークへの切り替えを準備するにあたって、財務担当者は既存の契約を精査する必要があります。LIBOR への参照はすぐには見つけにくい場所に隠れていることがあります。特に財務部門が関与していない契約に注意が必要です。例えば、財務システムに登録さえされていない商業契約が社内に存在しているかもしれません。
また、新ベンチマーク、特に導入を計画しているベンチマークについてはよく理解しておく方がよいでしょう。各国・地域の市場で導入が検討されている新ベンチマークについて時間をかけて調べましょう。基礎的な知識を身につけておくことは必要不可欠です。

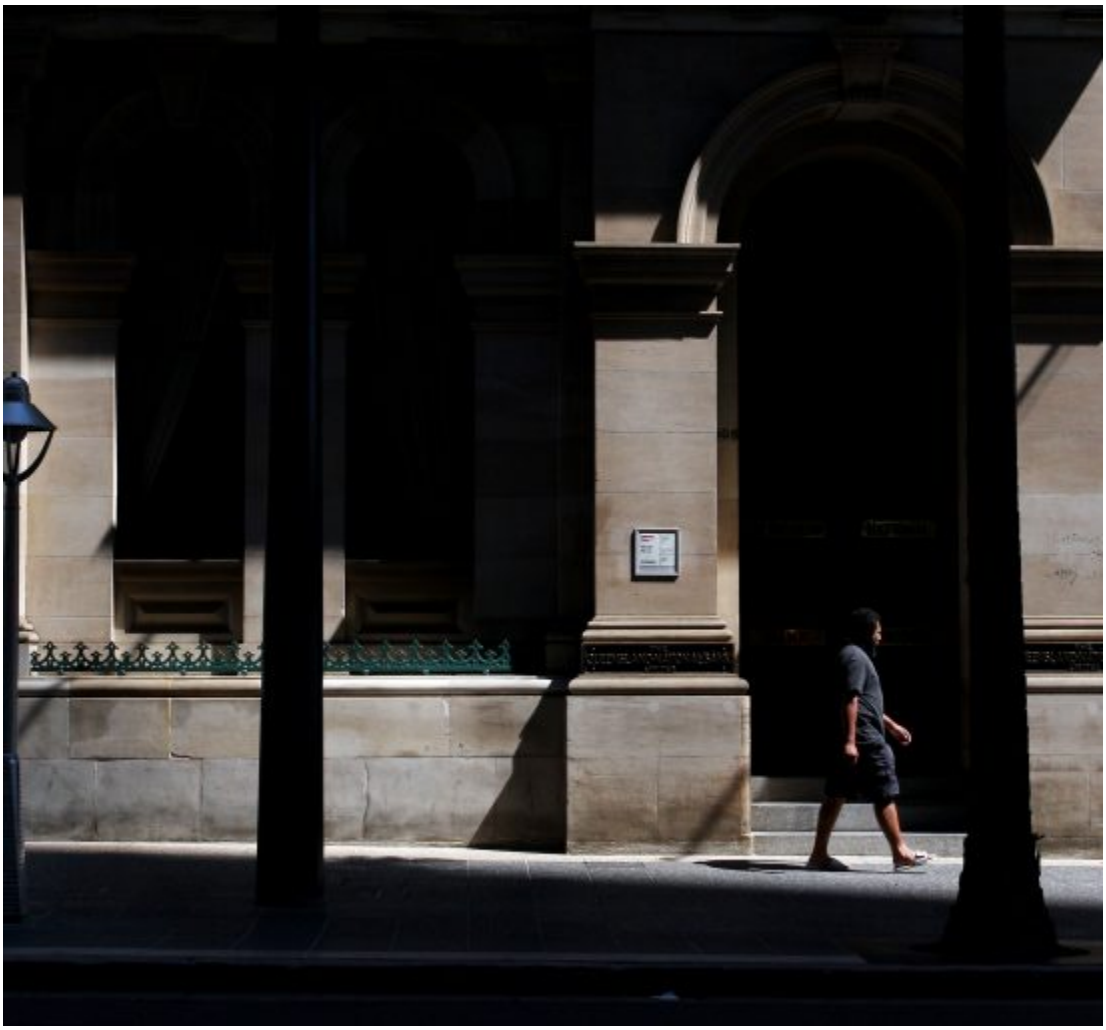
そして最も重要なことは、この移行プロセス全体をどのように管理するかについて今から検討を開始することです。LIBOR は数年後には廃止されます。LIBOR を参照するすべての契約をそれぞれの新ベンチマークに移行させるには時間がかかります。極めて困難な作業になるとは思われますが、手をこまねいて何もせずにいれば後々のリスクは高くなる一方です。もしまだ何もしていないのであれば、今すぐ LIBOR 移行計画に着手しましょう。

2. 変動利付債、LIBOR に代わる参照金利は SOFR が先行

SOFR bonds surge ahead of Sonia in race to replace LIBOR

Functions for the Market November 05, 2019

LIBOR transition



Read the English version published on November 05, 2019.

本稿はブルームバーグのマーケットスペシャリストである Pietro Stimamiglio が執筆し、ブルームバーグターミナルに最初に掲載されました。

LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）の不正操作に関するリポートが 2008 年に公表され、それをきっかけとして大規模な不祥事が発生してから 10 年がたち、長くベンチマークとして使用されてきた LIBOR への信認を取り戻すため算出方法が一新されてから 5 年がたちました。しかし英金融行為規制機構の長官が 2021 年末までに LIBOR を他の指標に代替する必要があると発言し、金融業界に波紋が広がりました。LIBOR はいずれ廃止されると考えられていますが、その代替が何になるかはまだはっきりしていません。

3 つの指標が候補に挙がっています。米国の担保付翌日物調達金利（SOFR）、英国の中央銀行であるイングランド銀行が提唱するポンド翌日物平均金利（Sonia）、欧州中央銀行が提唱するユーロ短期金利（ESTR）です。

問題点

3 つの選択肢の中では SOFR が最も有力とみられており、市場でも注目を集めています。ブルームバーグの調査によれば、2019 年 1 月～10 月に発行された SOFR リンク債の総額は 730 億ドルに上り、2018 年の 77 億ドルから急増しました。これに対し、2019 年 1 月～10 月に発行された Sonia リンク債の総額は 285 億ドルで、同期間の SOFR リンク債発行総額の半分以下にとどまっています。なお、2018 年の発行額は SOFR リンク債とほぼ同額でした。

一方 2019 年 1 月～10 月の ESTR リンク債の発行総額は 14 億ドルで、SOFR、Sonia を大きく下回っています。しかしこれは、レートの公表開始が 2019 年 10 月であることが主な理由と思われます。

発行体別に見ると、SOFR リンク債は政府が中心で、次いで金融機関が全体の 4 分の 1 弱を占めています。これに対し、SONIA リンク債の場合には政府と金融機関の比率が同程度となっています。

トラッキング

ブルームバーグが提供するツールを利用して、SOFR、Sonia、ESTR にリンクした債券の発行動向を調べることができます。

ブルームバーグ プロフェッショナル サービスが提供する機能の詳細につきましては、以下をクリックして営業担当にデモをご依頼ください。またブルームバーグターミナルをお持ちの方は<HELP>キーを 2 度押してお問い合わせください。

3. SOFR が LIBOR の有力代替ベンチマークであり続ける理由

Why SOFR remains a capable LIBOR replacement

Bloomberg Intelligence September 24, 2019

LIBOR transition

Read the English version published on September 24, 2019.

本稿はブルームバーグ インテリジェンスのアナリストである Angelo Manolatos および Ira F Jersey が執筆し、ブルームバーグターミナルに最初に掲載されました。

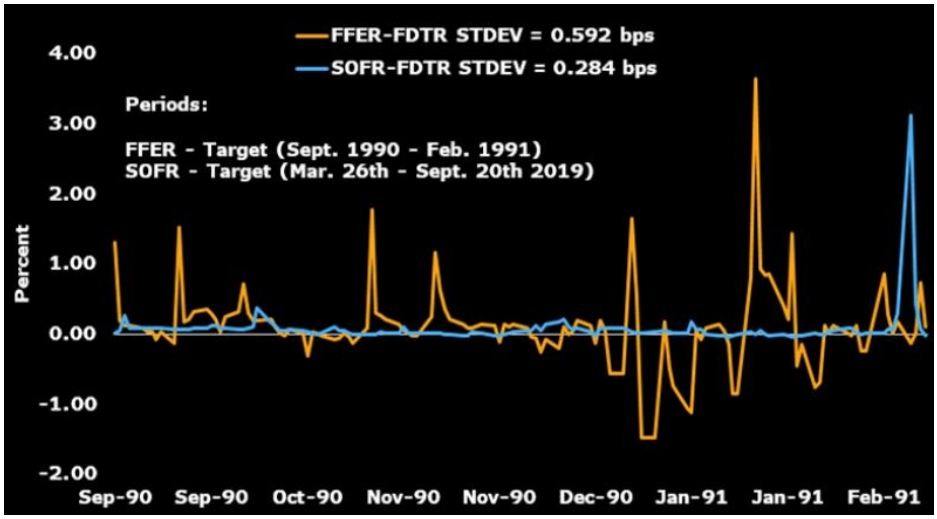
LIBOR の代替として使用が広がっている米担保付翌日物調達金利（SOFR）は 2019 年 9 月に大きく変動しましたが、それでもなお最も現実的な代替金利ベンチマークと見られています。また米 10 年国債利回りについては、当社予想シナリオの中心値は約 1.55%ですが、これは大きく異なる 2 つの金利シナリオの中間値となっています。

LIBOR 代替ベンチマークとして最も有力な SOFR

SOFR は変動が激しすぎるので現実的なベンチマークとはなり得ないという批判は的を射ていないと思われます。市場金利をベースとするベンチマークは一時的に大きく変動することがあるからです。LIBOR は、パネル行が提示した金利から上位値と下位値を除外したトリム平均であるため変動が小さいですが、FF 金利など LIBOR 以外のベンチマークは 2007 年以前には大きく変動したことがありました。一例をあげると、1990 年 9 月から 1991 年 2 月までの 6 カ月間に、FF 金利と FRB 目標値との乖離幅の標準偏差は 60bp 近くに達しました。これに比べると、2019 年 9 月までの 6 カ月間の SOFR と目標値との乖離幅の標準偏差はその半分以下となっています。

FF 金利・SOFR と目標値との乖離幅の標準偏差

出所：ブルームバーグ インテリジェンス

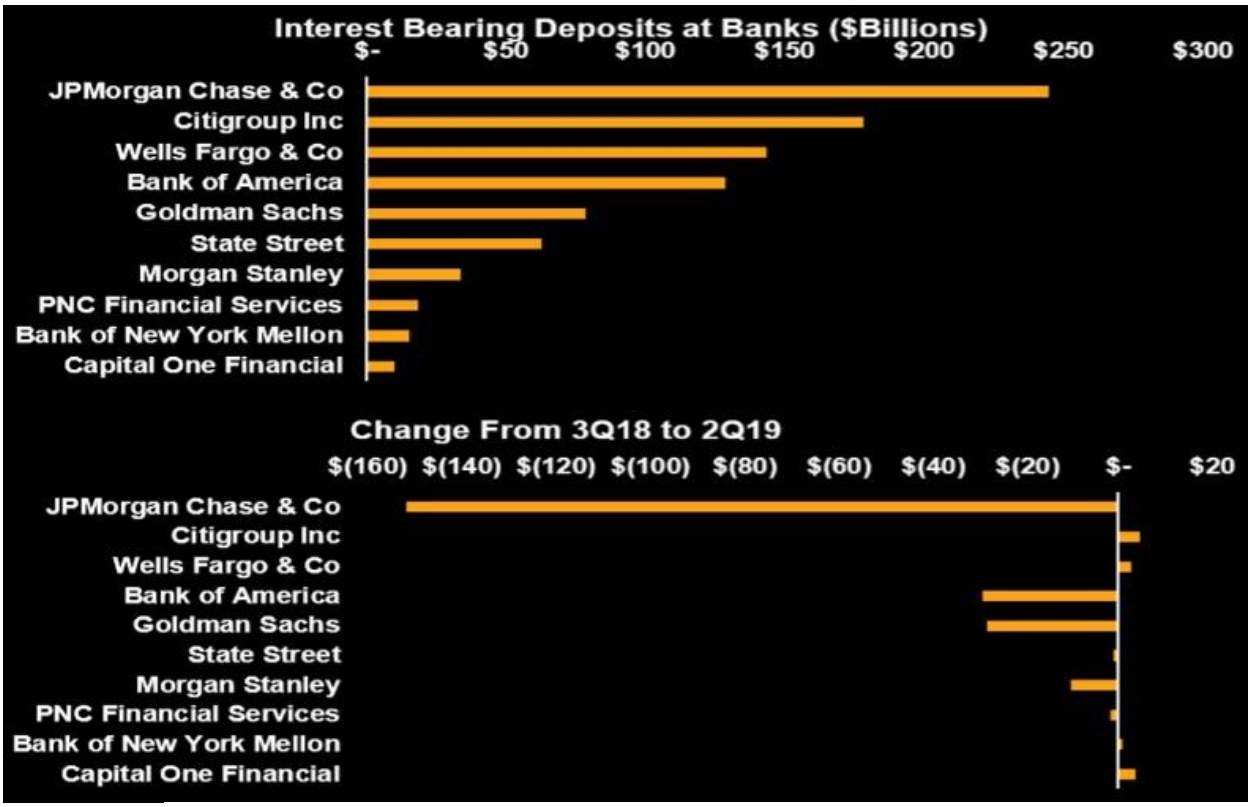


1990 年代初めの金利水準は現在と比較するとかなり高かったのは事実ですが、それでもなお目標水準から 100bp 以上の乖離（上下方向とも）は通常のことでした。SOFR はまだそこまでの変動は見せていません。

銀行が保有する準備金

今後 SOFR が過去の FF 金利と同じ変動を見せるようになるかどうかはまだ分かりませんが、準備金の水準が銀行に求められる最低水準近くまでへの低下したことを考えると、可能性はあります。準備金は、多くの銀行がバーゼル自己資本規制を遵守するために使用していることから「超過準備金」と呼ばれていますが、実際には多くの点で銀行の重荷となっています。さらに各行の準備金保有額は一律ではなく、大手の「システム上重要な」銀行が多くを保有しています。

実際、JP モルガン、シティグループ、ウェルズ・ファーゴ、バンク・オブ・アメリカの 4 行が全準備金の約半分を保有しています。準備金は自己資本規制を遵守する最も資本効率が高い資産であるため、JP モルガンの場合、自己資本規制遵守のために保有する高品質流動資産の半分近くを準備金が占めています。このため準備金に支払われる金利を引き下げると準備金に対する需要は減るかもしれませんが、調達市場が不安定になるリスクがあります。

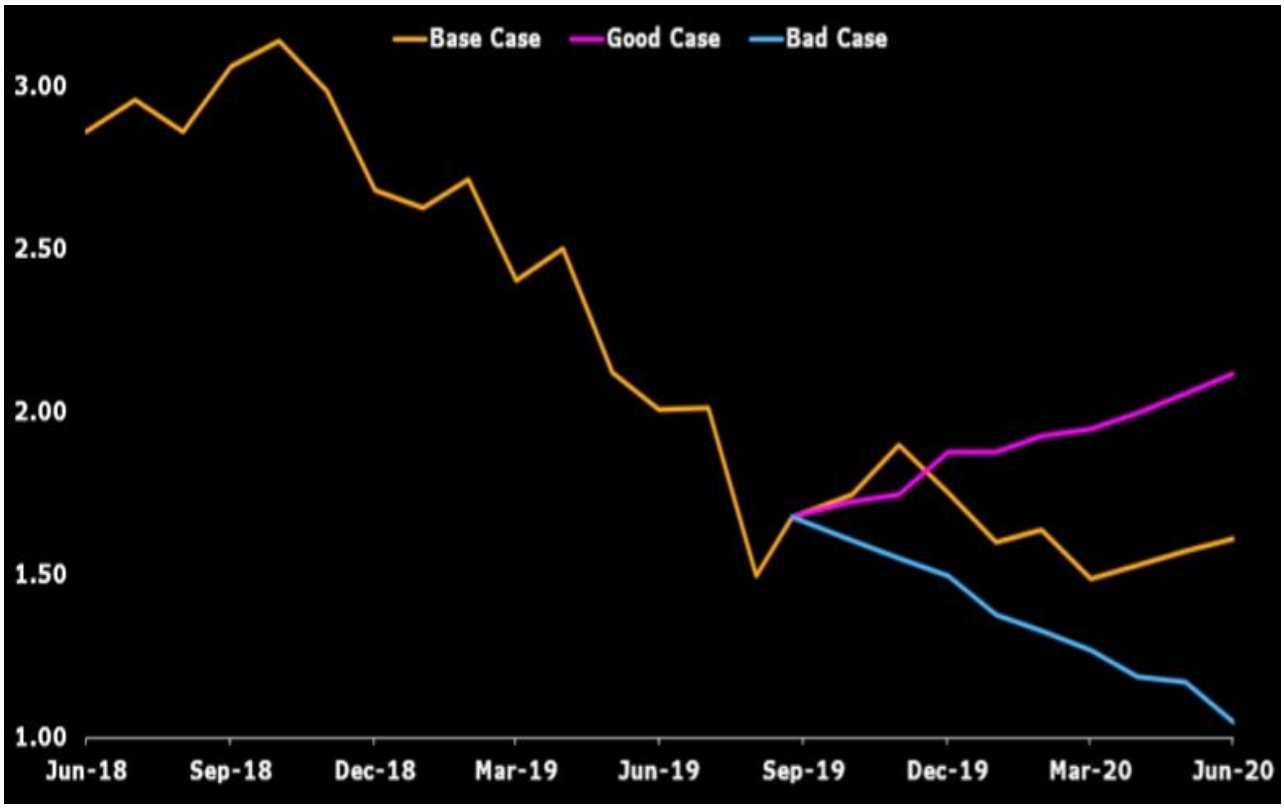


銀行の準備金保有額　　出所：ブルームバーグ インテリジェンス

米 10 年国債の金利シナリオ

世界経済の先行き不透明感と貿易摩擦による地政学リスクを考慮すると、この先の米 10 年国債利回りについては 2 つのシナリオが考えられ、当社のベースケースシナリオはそのほぼ中間値となっています。FRB による金融緩和が安定した経済成長をもたらし、かつ通商摩擦が急転直下解消した場合には、10 年国債利回りが再度 2%を超える可能性があります。しかしより現実的なシナリオは経済成長率の鈍化が継続するというもので、この場合 10 年国債利回りは過去最低を更新し、2020 年 6 月までに 1%近くまで低下するでしょう。

当社モデルでは、堅調な米経済ファンダメンタルズを反映して 2019 年 9 月以降利回りが 2%近くまで上昇しますが、実際にはさまざまなリスク要因から米国債には堅調な買いが継続して入っています。米家計部門は引き続き堅調なものの、世界的な製造業のモメンタムが懸念材料です。



ベースケースシナリオを挟んで上下に大きく乖離

出所：ブルームバーグ インテリジェンス

4. ECB、ベンチマーク短期金利の移行を開始

ECB begins transition of benchmark short-term interest rate

Bloomberg News October 02, 2019

LIBOR transition

Read the English version published on October 2, 2019.

本稿は Liz Capo McCormick および James Hirai が執筆し、ブルームバーグターミナルに最初に掲載されました。

不正操作問題に揺れた LIBOR からの切り替え作業を各国規制当局が進める中、欧州中央銀行（ECB）は 2019 年 10 月 2 日、新しい短期金利ベンチマークへの移行プロセスを正式にスタートさせました。

新しい指標金利は ESTR と呼ばれ、ユーロ圏銀行の翌日物借入コストをベースとするもので、10 月 1 日はマイナス 0.549%に設定されたと ECB がウェブサイトで発表しました。

世界中で約 370 兆ドルの金融資産にベンチマークとして使用されている LIBOR に対する信頼が不正操作問題によって損なわれた後、英国および米国においてはベンチマーク移行が進む中で、ユーロ圏でもようやく移行プロセスがスタートしました。従来の Euribor および EONIA の使用を中止するよう、規制当局が市場参加者に働きかけています。

不正問題で信頼を失った LIBOR からの移行について、ユーロ圏はいろいろな面で他の地域に後れを取っています。既に米国では新たな参照金利にリンクした社債が約 1 年前から発行されています。また、英国ではポンド翌日物指標金利への移行が金融市場で本格的に始まっています。

しかし幸いなことに、LIBOR 切り替えにあたって ECB が立てた移行戦略が功を奏して、ESTR への移行が円滑なものとなる可能性があります。

Societe Generale SA のストラテジストである Adam Kurpiel 氏は次のように述べています。「従来の EONIA が ESTR に連動した形で引き続き算出されることから、ESTR への移行はかなり容易なものとなるでしょう。また、EONIA に使われた全てのインフラをユーロ・マネーマーケット・デリバティブ商品にそのまま使うことができます。従って、担保付翌日物調達金利（SOFR）という全く新しいベンチマーク市場をゼロから立ち上げなければならなかった米国と比べれば、ESTR への移行はかなり円滑に進むと考えられます」

ECB は新指標金利の公表開始までに長年にわたって準備作業を行ってきました。その一環として、2017 年 3 月から 2019 年 9 月までの過去データ（pre-ESTR）も参考値として公表されています。

両指標の公表は以下の通り行われます。

- ESTR は、毎日中央ヨーロッパ時間午前8時（ロンドン時間午前 7 時）に前日のレートが公表されます。
- EONIA は、欧州マネーマーケット協会（EMMI）が新たな算出方法に基づいてロンドン時間午前 8 時 15 分頃に公表します。
- EONIA は ESTR に 8.5bp を加えた水準に設定されます。
- EONIA は 2022 年 1 月 3 日に廃止されます。

ESTR に対する市場の関心は高まりつつあります。例えばドイツの L-Bank は初の ESTR リンク債の条件決定を今月に予定しています。また、UniCredit SpA によれば、pre-ESTR の 1 日の平均取引高は約 370 億ユーロ（400 億ドル）で、そのレートはおおむね ECB の中銀預金金利を約 5bp 下回っていました。

関係者が匿名を条件に述べたところによると、欧州投資銀行（EIB）は 3 年の ESTR リンク変動利付債を ESTR 公表開始日の 10 月 2 日に条件決定するもようです。

ECB は先月、中銀預金金利を 10bp 引き下げてマイナス 0.50%としましたが、公表された ESTR のレートはこの利下げをフルに反映したもので、Commerzbank AG 金利戦略グループのヘッドである Christoph Rieger 氏が予想したマイナス 0.55%とほぼ一致していました。

ティアリングの影響は不透明

EONIA は銀行が提示した金利を基に EMMI が算出した貸出金利であるのに対し、ESTR は毎日の実取引に基づく銀行の借入金利で、翌日物取引のレートを取引高で加重したトリム平均として算出されます。カウンターパーティーはユーロ圏の大手銀行約 50 行で 10 カ国にまたがっています。

ECB によると、10 月 1 日のフィキシングは、32 行の間で行われた 432 の取引、総額約 360 億ユーロをベースに行われました。その内最大手 5 行による取引が 54%を占めました。

ECB は 2019 年 9 月、銀行間で異なるマイナス金利を適用するティアリング（階層化）と呼ばれる措置の導入を決定しましたが、これが ESTR にどう影響するかはまだわかりません。ティアリングは 2019 年 10 月 30 日から実施されます。

LIBOR 移行への準備は万全ですか？ブルームバーグでは

お客さまに合わせたソリューションをご用意しています

5. レポ市場の混乱も LIBOR 移行には明るい材料

LIBOR transition gets unforeseen gift from repo-market turmoil

Bloomberg News October 18, 2019

LIBOR transition

Read the English version published on October 18, 2019.

本稿は Alexandra Harris および Allan Lopez が執筆し、ブルームバーグターミナルに最初に掲載されました。

2019 年 9 月の米レポ市場の混乱は、連邦準備理事会（FRB）がドル LIBOR の代替として選択した担保付翌日物調達金利（SOFR）の有効性に多くの疑問を投げかける形となりましたが、一方で明るい材料も提供しました。

9 月 17 日の SOFR は前日の倍以上の 5.25%まで上昇し、過去最高を記録しました。原因は SOFR 算出のベースとなるレポ取引に使われる超過準備の額とディーラーが保有する証券の量のバランスが崩れたことにあります。この混乱により SOFR 固有のリスクに対する不安が市場参加者の間に広がり、SOFR へのエクスポージャーをヘッジするために SOFR にリンクしたスワップや先物の取引が急増しました。

米国における LIBOR 移行を主導するために FRB が設置した代替参照金利委員会にとって、この取引量の増加は明るい材料でした。SOFR 普及の最大の障害の 1 つとして挙げられるのが SOFR の期間構造の欠如です。2018 年に創設された 1 カ月および 3 カ月の SOFR 先物の出来高が増えればより長期の先物取引導入の気運が高まり、いずれは市場の期待レート水準を示すイールドカーブの構築へとつながります。「市場参加者が SOFR に慣れ SOFR ベースで物事を考えるようになれば、その金利変動から身を守る方法も考えるようになるでしょう」と、Barclays Plc ニューヨークのマネーマーケット・ストラテジストである Joseph Abate 氏は述べています。

SOFR 先物の建玉は、2019 年 9 月の 1 カ月間で 25 万 5000 枚から 42 万 9000 枚まで増加し、想定元本総額は 1 兆 5000 億ドルを超えました。

SOFR の利用を促す別の動きもありました。米連邦住宅貸付銀行を管轄する連邦住宅金融局（FHFA）は 2019 年 9 月末、LIBOR にリンクした金融商品で満期が 2021 年 12 月末を超えるものを傘下の銀行が新規に発行することを 2020 年第 2 四半期以降は認めないと発表しました。英当局がパネル行に対して LIBOR 算出に用いるレートの提出義務を免除するのが 2021 年 12 月末です。

連邦住宅貸付銀行が発行した LIBOR リンク債の残高は 2,210 億ドル以上ありますが、上記の結果としてその多くが SOFR リンクに移行すると見られています。

TD Securities ストラテジストの Gennadiy Goldberg と Priya Misra は 10 月 4 日に顧客に送ったメモの中で、

「FHFA が傘下の銀行に送った書簡は、一連の規制当局の動きの中で SOFR 導入加速を目的とした最初の動きと思われます」と書いています。

それでもなお 2019 年 9 月に SOFR が 1 日で 282bp 急上昇したことを受けて、多くの市場関係者は、規制当局が SOFR への移行加速化を求めていることを知りつつもためらいを見せています。

「SOFR がこれだけ乱高下すれば、新参照レートへの信頼が揺らいでもおかしくはありません。市場参加者が憂慮するのは当然です」と、Association for Financial Professionals のトレジャリーサービス担当ディレクターである Tom Hunt 氏は述べています。

ARRC の委員長を務める Tom Wipf 氏は、SOFR が急上昇した翌日に委員へ送った書簡の中で、SOFR の平均値は安定していること、日々のレートが変動することは ARRC には常に分かっていること、SOFR の 3 カ月複利平均値の上昇幅は LIBOR と比較して最小限にとどまっていることを伝えました。

SOFR にリンクしたデリバティブ取引を促進するその他の動きとしては、2019 年 1 月の先物オプション取引開始やニューヨーク連銀による後決めターム物レート導入の可能性などが挙げられます。

また、国際スワップ・デリバティブ協会が LIBOR 移行作業の一環として既存契約を変更するプロトコルを公表したことや CME Group Inc.および LCH Ltd.による SOFR 価格調整（price alignment）および複利 SOFR 参照スワップの清算開始などのいわゆるビッグバンと呼ばれる移行措置も取引高の増加につながる可能性があります。

「SOFR の利用は徐々に広がっています。私たちはそれを注意深く見守ってきましたし、過去データも持っています。今はその使用に習熟しようとしている時期なのです」と、Abate 氏は述べています。

6. LIBOR は危険な魅力をもつゾンビ？

LIBOR is a hot zombie that bankers can't resist

Bloomberg Opinion October 23, 2019

LIBOR transition

Read the English version published on October 23, 2019.

本稿は Mark Gilbert がブルームバーグ オピニオンのために執筆し、ブルームバーグターミナルに最初に掲載されました。

住宅ローン、自動車ローンから企業の社債にまで幅広く使われていることから、LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）が予定されている廃止日を過ぎても生き残る可能性が強くなっています。最近英国の映画館で流れている CM で、少年がゾンビの女の子にキスするシーンがあります。少年がためらっていると、「私イケてるわよ」と彼女は言い、ガムを口に放り込みます。そして二人はキスするのですが、同時に彼女の片腕は抜け落ちます。今、金融業界はこの CM の少年のように、相反する感情を LIBOR に対して抱いています。

現在の計画では、LIBOR は 2021 年末に廃止される予定です。銀行間市場での取引が激減したため、LIBOR はもはや実取引に基づいたベンチマークではなくなっています。このため英金融行為規制機構（FCA）は、金融業界に対してポンド翌日物平均金利（SONIA）への移行を強く求めています。米国やユーロ圏など英国以外でも、規制当局が代替金利の導入を進めています。

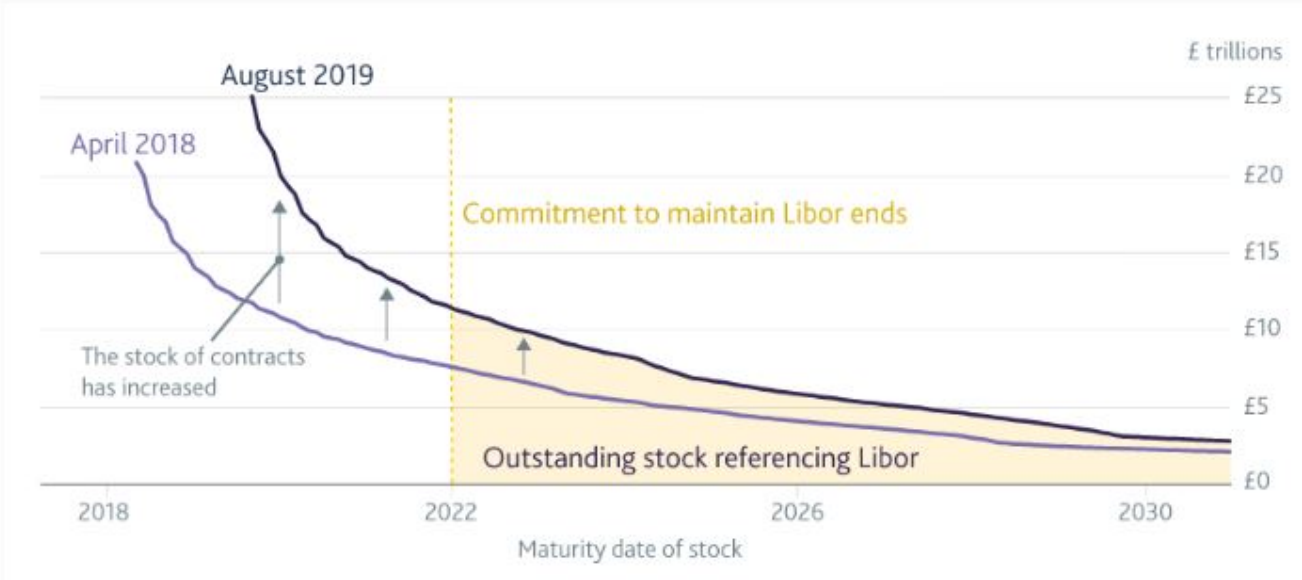
しかし廃止まであと 2 年余りとなった 2019 年 10 月の時点でも、使い勝手の良さ、移行作業の複雑さ、長年の慣習などの理由から LIBOR は幅広く使用されています。

英国の中央銀行であるイングランド銀行が運営するブログ「Bank Overground」は 2019 年 9 月末、LIBOR を参照するポンド建スワップ契約の額は減少するどころかむしろ増加していると、デリバティブ清算会社 LCH Ltd.のデータを基に指摘しました。

次ページのグラフにある通り、満期が LIBOR 廃止予定日を超える LIBOR スワップ契約の総額は 2018 年 4 月の時点から増加し、2019 年 8 月現在では 10 兆ポンド（12 兆ドル）を超えています。2026 年になってもなお 5 兆ポンドを超える LIBOR スワップ契約が残存することになります。「LIBOR はいまだに幅広く使用されており、市場の安定性に対するリスクとなっている」と、イングランド銀行のブログは指摘しています。

規制当局が推奨する代替レートに金融商品の参照レートを切り替える動きも見られています。Royal Bank of Scotland Group Plc 傘下の NatWest 銀行は 2019 年 10 月初めに、South West Water 向け既存融資の参照金利を SONIA に切り替えました。また、

Total value of contracts referencing GBP Libor cleared through LCH(a)



同年 7 月には SONIA を参照する初の新規融資を National Express Group Plc に対して実行しました。

もちろん、LIBOR 移行の加速化を声高に叫ぶ人々の中には、自身のもうけのためにそうしている人々もいます。コンサルタントや弁護士は移行に関する助言を提供して高額の手数料を取ります。そういう人々にとっては、危険をあおることが利益につながります。

しかし、国際資本市場協会が 2019 年初めに公表した資料によると、LIBOR を参照する債券で満期が 2021 年末以降に到来するものの総額は全世界で 8,640 億ドルに上ると推計されています。この数字を見ると、規制当局が本当に予定通り LIBOR を廃止できるのか疑問の念を抱かざるを得ません。

また、コンサルティング会社の Accenture Plc は、グローバルに展開する銀行、運用会社、事業会社計 177 社を対象とした調査の結果を 2019 年 9 月に公表しました。それによると、現在予定されている廃止日以降も LIBOR は存続するとした回答企業は 23%に上りました。また、完全な移行計画が「完成している」と回答した企業はわずか 18%、「実務的に対応する準備ができている」とした企業もわずか 20%でした。

規制当局は厳しい選択を迫られています。LIBOR 廃止を保留すれば、LIBOR 切り替えに対する市場のインセンティブは一層弱まります。しかし、予定通り LIBOR を廃止すれば、ドル、ユーロ、ポンドなどの巨額の金融契約が利息の支払に使用している参照金利がなくなってしまうのです。

そのリスクは大きすぎて無視できないものです。確かに LIBOR には欠陥があり、時代遅れで、改善の余地はないかもしれません。しかし、廃止まであと 27 カ月では、金融業界は対応準備を完了させることはできないでしょう。LIBOR は存続せざるを得ません。たとえゾンビであっても、その危険な魅力にあらがうことができない場合もあるのです。

7. LIBOR 移行に関する Q&A

Covering all bases - LIBOR: Q & A

Risk.net October 08, 2019

LIBOR transition

Read the English Version published on October 08, 2019

専門家のパネルが、リスクフリーレート（RFR）とそれが市場で取引されるすべての商品に適しているのかどうかについて議論を行い、RFR が適している分野と適していない分野を整理しました。ブルームバーグで OTC デリバティブのグローバル・デリバティブ・プロダクトマネジャーを務める Harry Lipman が、LIBOR から RFR への移行過程で市場参加者が直面する課題と、フォールバックレート導入に影響を及ぼすと思われる要因についてご説明します。

Q：代替リスクフリーレート（RFR）は市場参加者のニーズにどれほど適合しているのでしょうか？

A：RFR は多くの市場参加者に適したものとなっていますが、取引の信用リスクをスワップでヘッジする場合や利息支払日よりかなり以前に正確な利息額を特定する必要がある場合には大きな問題となります。

RFR は、銀行や大手運用会社によって、店頭市場の OIS（オーバーナイトインデックススワップ）などの商品に広く使用されています。しかし RFR は翌日物レートであり、ターム物レートが存在しません。このため金利計算期間開始前にターム物レートが前決めされる LIBOR とは異なり、金利計算期間終了後に実績値の複利計算によりターム物金利を後決めすることしかできず、これが実務上の大きな課題となります。小規模なバイサイド金融機関の中には、この後決めクーポンの不確実性に対応可能なインフラが整っていないところもあり、特にリテール向けキャッシュ商品を扱う場合などには問題となります。

重要な問題がもう 1 つあります。RFR には LIBOR に備わっていた信用リスクおよび流動性リスクの要素がないことです。これまで通りスワップを使って信用リスクおよび流動性リスクのヘッジを望む金融機関にとって、これは大きな問題となります。金融が不安定な時期には投資家がリスクフリー証券を選好することから RFR が低下する一方で、クレジットスプレッドと借入コストが上昇します。この結果、クレジット商品とそのヘッジとして使われる RFR との間にミスマッチが生じる恐れがあります。

Q：前決め方式のターム物レートは必要ですか？その開発にはどのような課題がありますか？

A：米連邦準備理事会が設置した代替参照金利委員会（ARRC）、英金融行為規制機構（FCA）が設置した公的セクター運営グループ（OSSG）ほかの規制当局は、前決め方式のターム物金利が開発されるまで LIBOR 移行を待つのではなく、後決め複利方式を採用すべきであるとしています。これは、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）が OTC デリバティブ商品の LIBOR フォールバックとして選択した RFR 決定方式にも反映されています。また、ARRC が行ったキャッシュ、ローンその他の商品に関する市中協議文書の中でも、これら商品のフォールバックに関して同様のガイダンスが提示されています。

ローンその他の商品への RFR 導入を円滑に行うため、多くの市場関係者が前決め方式のターム物レートを望んでいますが、そのためには RFR 算出のベースとなる短期金融市場の成長を待つ必要があります。証券監督者国際機構（IOSCO）の基準を遵守する必要がある中で、米ドル担保付翌日物調達金利（SOFR）あるいはその他の通貨の RFR 算出のベースとなる短期金融取引の出来高や流動性が乏しい現状では、信頼性が高く市場に受け入れられる前決め方式のターム物レートを算出するのは困難であり、市場が十分に成長するまでにはあと数年はかかると思われます。

Q：フォールバックレートの選択と導入に影響を及ぼす可能性がある要因は何ですか？

A：店頭デリバティブの LIBOR フォールバック算出方法については、ISDA が市場参加者、規制当局、ブルームバーグをはじめとするベンダーと協議の上でコンセンサスをまとめました。後決め方式の複利 RFR と LIBOR・RFR 間のスプレッド調整を組み合わせた方式です。使用されるパラメータの微調整のため年内に再度の市中協議が予定されていますが、結果はおおむね好意的に受け止められると予想されています。さらに ISDA はフォールバック調整ベンダーとしてブルームバーグを選出しました。フォールバック調整ベンダーは、市中協議を経て決定された算出方法およびパラメータを正確に使用して、LIBOR フォールバックに関連する調整値を算出・公表します。

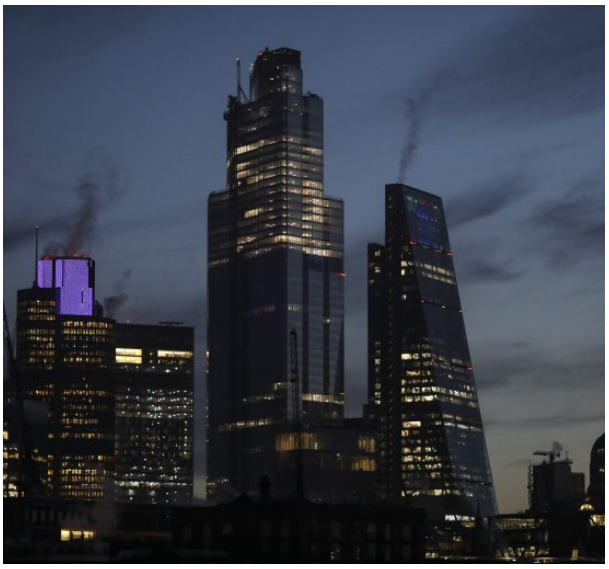
キャッシュ商品についてはリテール向けに多数の商品や証券が存在し、関連当事者の数も金利スワップのような相対商品とは異なり多数となることから、コンセンサスの形成はより一層困難になります。例えば典型的な住宅ローン証券化商品には、抵当権者、抵当権設定者、カストディアン、発行体、投資家が関係します。各銘柄はそれぞれ固有の法的文書から成り立っていることから、ポートフォリオ内の全銘柄のフォールバック条項をすべて確認することは大変な作業になります。ブルームバーグは現在キャッシュ債券のフォールバック条項を提供して、運用会社その他の機関投資家によるフォールバック条項影響評価を支援しています。

8. LIBOR 廃止: 迫るデッドラインにどう対処

The clock is ticking on LIBOR. Here's some help to get ready

Bloomberg News December 11, 2019

LIBOR transition



Read the English Version published on December 11, 2019

本稿は Kevin Sinclair がブルームバーグ ニュースのために執筆し、ブルームバーグターミナルに最初に掲載されました。

背景

2020 年に入れば不正操作問題に揺れた LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）廃止まで 2 年を切ることになり、2021 年末以降、銀行は英金融行為規制機構における LIBOR パネルへの参加義務を免除されます。

これにより、LIBOR 算出のベースとなるレートを提示していたパネル行が存在しなくなり、市場は新たなベンチマーク指標を探す必要に迫られています。しかし、これまでのところ新指標に関するコンセンサスは得られていません。米国は代替指標として担保付翌日物調達金利（SOFR）を創設し、英国の中央銀行であるイングランド銀行はポンド翌日物平均金利（Sonia）を提唱しました。EU は時間がかかっていましたが、2019 年 10 月 1 日から公表を開始したユーロ短期金利（ESTR）が新たなベンチマーク候補となります。

もちろん、デリバティブについても悪魔は細部に宿っています。LIBOR を参照する従来の金利スワップの場合には、利率の改定が利払期間の開始時に行われます。このため利払期間の終了時に支払われる利息の額が利払期間開始時に確定します。ところが、上記の新指標候補はいずれも翌日物金利であるため、それらを参照するスワップの利率は利払期間中の日々のレートを複利計算して得られます。この結果、最終的な利率は利払期間の終了時に確定することになります。

債券市場では、この問題に対して異なるアプローチが試されています。ゴールドマン・サックスは 2019 年 5 月に SOFR リンク債を発行しました。この変動利付債の利率は、2 日前の SOFR を参照して利払期間中複利計算されます。また、同年 6 月にはモルガン・スタンレーが同様の SOFR リンク債を発行しました。

問題点

ブルームバーグのソリューションは、LIBOR から新ベンチマークへ移行する金融商品に対応した数多くのオプションを提供します。例えば、インデックス・コンパウンディング・カリキュレーターを使えば、新ベンチマークをベースとするスワップの最終支払額を算出できます。またスワップマネジャー機能を使えば、新ベンチマークをベースとしたスワップをプライシングすることができます。さらに、新ベンチマークの取引が増加し市場の流動性が高まるにつれて、プライシングに用いるカーブの精度が上がります。

取引所が創設した新しい先物契約に関する情報はコントラクト・テーブル・メニュー機能から入手できます。また MARS API を使えばクレジット・サポート・アネックスの変更による現在価値の変化をプログラムで評価する

ことができます。さらに、アラートを設定して、ポートフォリオ内の債券の参照金利変更プロセスが開始された場合に通知を受け取ることができます。

ブルームバーグが提供するソリューションを使えば、LIBOR を代替するさまざまな新リスク・フリー・レートへの移行プロセスを把握できます。

インデックス・コンパウンディング・カリキュレーターを起動するには EONC<GO>と入力してください。

ブルームバーグ プロフェッショナル サービスが提供する機能の詳細につきましては、営業担当にデモをご依頼ください。またブルームバーグターミナルをお持ちの方は<HELP>キーを 2 度押してお問い合わせください。

トラッキング

LIBOR 移行への準備は万全ですか？ブルームバーグでは

お客さまに合わせたソリューションをご用意しています

9. 初の ASEAN ベンチマーク規制・移行フォーラムを開催

Bloomberg hosts ASEAN Benchmark Regulation and Migration Forum

December 4th, 2019

LIBOR transition

シンガポールで開催されたブルームバーグ ASEAN ベンチマーク規制・移行フォーラムで話すパネリスト

Read the English version published on Dec. 4, 2019.

2019 年 11 月、ブルームバーグは初の ASEAN ベンチマーク規制・移行フォーラムをシンガポールで開催しました。フォーラムでは、ASEAN 各国の金融市場が LIBOR に代わるベンチマークへの移行にどう備えているかについて議論されました。2021 年末以降、パネル行は LIBOR 算出に使われるレートを提示する義務を免除されます。このため各国・地域の中央銀行や規制当局は、市場参加者に対して代替ベンチマークへの移行に備えるよう強く求めています。

シンガポール金融管理局（MAS）、インドネシア銀行（中央銀行）、アジア開発銀行、シンガポールの DBS 銀行および OCBC 銀行、インドの HDFC 銀行、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）、英国コーポレートトレジャラー協会（ACT）、シンガポール外国為替市場委員会（SFEMC）など、規制当局、セルサイド・バイサイド金融機関、事業会社から 150 名を超える専門家がフォーラムに参加し、この地域特有の課題について主に 2 つの側面から議論を交わしました。

1 つ目は、米ドル LIBOR が 2021 年末までに担保付翌日物調達金利（SOFR）に代替されることに鑑み、ASEAN 各国の規制当局は自国の代替金利について

再検討する必要があるという点です。これは、ASEAN 各国の中に、自国の参照金利算出に米ドル LIBOR を使用している国があるためです。さらに、ASEAN 地域のドル建て現物債券、証券化商品、デリバティブ契約などには米ドル LIBOR が幅広く使用されています。

シンガポールにおいては、指標金利が銀行間貸付スワップ金利（SOR）からシンガポール翌日物平均金利（SORA）へと移行されます。この点について、OCBC 銀行のグローバルトレジャラー兼投資銀行部門責任者で SFEMC の共同委員長を務める Lam Kun Kin 氏は基調講演で次のように述べました。「ベンチマーク移行に伴う問題点は非常に多くかつ複雑であることを考えると 2021 年末までの 2 年間というのは非常に厳しいタイムリミットです。社内で移行作業に重点的に対応していただくよう、すべての関係者のコミットメントに期待しています。これは、アジアタイムゾーンの主要な金融センターであるシンガポールの全関係者が、シームレスな移行を実現するために一致団結して協力できることを示す絶好のチャンスです」

フォーラムで行われたアンケートでは、通貨スワップ市場の混乱を最小限に抑えるために ASEAN 各国が協力してそれぞれの代替ベンチマークを同時に開発する必要があるとの回答が 8 割を超えました。

「新ベンチマークは金利が利払期間終了時に確定する後決めであるため、根本的な発想の転換が必要です。また、LIBOR はビジネスのあらゆる側面で使用されているため影響が大変大きく、銀行セクターを超えた幅広い関係者の協力が求められます。そうした中、ブルームバーグは 2017 年からベンチマーク改革の議論に参加してきました。今後も引き続き新たなソリューションの開発に注力し、市場参加者のリスク管理および流動性管理を支援してまいります」と、ブルームバーグの ASEAN ヘッドである Maggie Ng は開会の辞で述べています。

第二の課題は LIBOR を参照する契約のフォールバック条項に関するもので、特に現物債市場および証券化商品市場で問題となります。デリバティブ市場については ISDA がフォールバック条項を検討中で、これが採用される可能性が高いと考えられます。ISDA は業界からのフィードバックも踏まえ、デリバティブ契約の LIBOR フォールバックの定義の中でリスクフリーレート（RFR）として後決めのレートを採用しました。一方、現物債市場についてはまだ作業があまり進んでいません。現物債のフォールバック条項にまだ手を付けていないと回答したフォーラム参加者は 29%に上りました。

また、参加者の 30%は、LIBOR を参照したデリバティブについて売却したり RFR でヘッジし直したりするのではなく、フォールバック条項に従って移行すると回答しています。

ベンチマーク移行に伴いテクノロジーとインフラストラクチャーに大幅な変更が必要となるため、規制当局と業界団体は関係者間の密接な協力を強く求めています。MAS の通貨市場・国内市場管理部門のエグゼクティブディレクターである Cindy Mok 氏は、フォーラムにおいて次のように述べました。「ベンチマーク移行に関する議論は 2021 年まで継続するでしょう。プルデンシャルルール、市場機能、金融市場安定性のシステミック面からの評価など中央銀行はいろいろな課題を抱えていて、市場参加者との議論も今後さらに熱を帯びていくと思われます。また、堅牢な IT インフラストラクチャーの構築が重要な課題の 1 つです。2020 年予算を策定中の金融機関は、間近に迫るベンチマーク移行にシステムおよび業務プロセスが着実に対応できるようにするため、IT・システムへの投資を予算に織り込む必要があります」

LIBOR 移行によりポートフォリオにどのような影響が出るかをお客さまが把握し対応できるようにするため、ブルームバーグはデータ、分析機能、ポートフォリオソリューションを包括的にご用意しています。詳細については以下のサイトをご覧ください。

https://about.bloomberg.co.jp/solution/libortransition/

既刊のご案内：Vol. 1 LIBOR の終焉と新金利指標への移行

ブルームバーグの LIBOR ブログ特集 Vol. 1

LIBOR の終焉と新金利指標への移行

既刊の **<LIBOR ブログ特集 Vol. 1 LIBOR の終焉と新金利指標への移行>** をご希望の場合は以下からお申込みいただけます。

LIBOR ブログ Vol. 1 を読む

ご質問は bbg_japan@bloomberg.net までお問い合わせください。

既刊のご案内：Vol. 2 LIBOR ベンチマーク移行の現状

ブルームバーグの LIBOR ブログ特集 Vol. 2

LIBOR ベンチマーク移行の現状

既刊の **<LIBOR ブログ特集 Vol. 2 LIBOR ベンチマーク移行の現状>** をご希望の場合は以下からお申込みいただけます。

LIBOR ブログ Vol. 2 を読む

ご質問は bbg_japan@bloomberg.net までお問い合わせください。

Take the next step.

詳細につきましては、ブルームバーグターミナルで <HELP> キーを 2 度押してお問い合わせください。

bloomberg.com/professional

北京
+86 10 6649 7500

ドバイ
+971 4 364 1000

フランクフルト
+49 69 9204 1210

香港
+852 2977 6000

ロンドン
+44 20 7330 7500

ムンバイ
+91 22 6120 3600

ニューヨーク
+1 212 318 2000

サンフランシスコ
+1 415 912 2960

サンパウロ
+55 11 2395 9000

シンガポール
+65 6212 1000

シドニー
+61 2 9777 8600

東京
+81 3 4565 8900

本資料内のデータは情報の例示のみを目的としています。ブルームバーグターミナルサービスおよびブルームバーグデータ（総称して「サービス」）は、アルゼンチン、バミューダ、中国、インド、日本、および韓国（「BLP 諸国」）を除くすべての法域において、ブルームバーグファイナンス・エル・ピー（「BFLP」）が所有し、現地にて配信しています。BFLP は、ブルームバーグ・エル・ピー（「BLP」）の全子会社です。BLP は、本件サービスに関するすべてのグローバルマーケティングおよび運用支援・サービス業務をBFLP に提供し、BLP 諸国内において本件サービスを直接、または BFLP 以外の子会社を経由して配信しています。本件サービスが提供する機能の一部は、豊富な経験を有する機関投資家のみを対象としており、必要とされる法的な認可が得られている場合のみに限定されています。BFLP、BLP およびそれらの関連会社は、本件サービスに含まれる価格データその他の情報の正確性を保証しません。本件サービスのいかなる要素も、BFLP、BLP またはそれらの関連会社による金融商品の勧誘に相当する（またはそのように解釈される）ものではなく、BFLP、BLP またはそれらの関連会社による投資助言や何らかの投資戦略（すなわち、投資商品の「買い」または「売り」または「ホールド」）の推奨に相当する（またはそのように解釈される）ものでもありません。本件サービスを通じて利用可能な情報は、投資判断の基準として充分な内容であるとみなされるものではありません。ブルームバーグ、ブルームバーグ プロフェッショナル、ブルームバーグマーケッツ、ブルームバーグ ニュース、ブルームバーグ エニウェア、ブルームバーグトレードブック、ブルームバーグ テレビジョン、ブルームバーグ ラジオ、および BLOOMBERG.COM は、デラウェア州有限責任会社である BFLP またはその子会社の登録商標およびサービスマークです。このリストに記載されていない登録商標またはサービスマークについて、ブルームバーグはそれらの名称、登録商標またはサービスマークの知的財産権を放棄する ものではありません。無断複写・複製・転載を禁じます。
©2020 Bloomberg 690055 JP