

円 LIBOR 移行対応の振り返りと今後の取り組み

日本銀行金融市場局・金融機構局
金融庁総合政策局・監督局

Bank of Japan Review

2022年5月

2021年12月末に円 LIBOR の公表が停止された。わが国では、円 LIBOR からの移行について、2018年8月に設立された「日本円金利指標に関する検討委員会」を中心に実務的な検討がなされ、これをベースとして、幅広い市場関係者による対応が進められてきた。この間、金融庁および日本銀行は、金融機関における円 LIBOR の利用状況や移行対応状況等に関する調査、モニタリング等を通じ、市場関係者の取り組みを後押ししてきた。こうした本邦の金融市場における横断的な連携が機能することで、円 LIBOR からの移行対応は円滑に実現したと評価される。今後の課題としては、2023年6月末に公表が停止される米ドル LIBOR の移行対応や、LIBOR に代わる円金利指標が円滑に利用されるためのインフラ整備などが挙げられる。金融庁および日本銀行は、引き続き、海外当局とも連携しつつ、市場関係者の取り組みを支援していく方針にある。

はじめに

ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）は、世界的に最も広く利用されてきた金利指標であり、金融機関や事業法人など様々な主体により、貸出や債券、デリバティブといった多岐に亘る金融取引で利用されてきた¹。しかし、2021年3月には、全通貨の LIBOR の恒久的な公表停止が確定し、円、英ポンド、ユーロ、スイスフランの LIBOR は2021年12月末に、国際的に最も広く利用される米ドル LIBOR については、主要テナーは2023年6月末、それ以外のテナーは2021年12月末に、それぞれ公表停止となることが発表された²。

【図表1】LIBORの公表停止時期

通貨	テナー	公表停止時期
円	全て (翌日物、1週間物、 1・2・3・6・ 12か月物)	2021年12月末
英ポンド		
ユーロ		
スイスフラン		
米ドル	1週間物、2か月物	2023年6月末 (一部例外を除き、 2022年1月以降、 新規利用停止)
	翌日物、 1・3・6・12か月物	

LIBOR の公表停止は、当初、グローバルな金融市場の混乱を招き、ひいては経済活動を阻害しか

ねないとの懸念も指摘された。しかし、公表停止までの間の各国・地域での取り組みによって、LIBOR から代替金利指標への移行対応は円滑に進捗し、2022年入り後、グローバルな金融市場における大きな混乱は生じていない³。本邦市場における円 LIBOR からの移行対応についても、2021年12月末までに概ね完了しており、円滑な移行対応が実現したと評価される。

本稿では、まず LIBOR 公表停止までの経緯を簡単に振り返ったうえで、本邦の金融市場における円 LIBOR の移行対応に焦点を当てて、円滑な移行対応の実現に向けた取り組みを整理するとともに、当面の留意点や中長期的な取り組みについて説明する。

LIBOR 公表停止の経緯

LIBOR は、パネル銀行として選定された複数の銀行が、ロンドンのインターバンク市場において無担保で資金調達する際の市場実勢レートを LIBOR 運営機関に呈示し、これを LIBOR 運営機関が、一定の算出方法に基づき集計のうえ公表してきた。しかし、2012年夏、海外の一部パネル銀行が、2000年代後半のグローバル金融危機の時期に、市場実勢と異なるレートを呈示していた不正操作問題が明らかとなり、LIBOR の信頼性を大き

く揺るがず事態が生じた⁴。

その後、金利指標は可能な限り実際の取引に基づくべきとの考え方のもとで、LIBOR の信頼性を回復するための取り組みが進められたものの、LIBOR を監督する英国金融行為規制機構（FCA）は、2017年、LIBOR 算出の基礎となるインターバンク市場の取引が十分には活発化せず、パネル銀行の多くがレート呈示に不安を覚えているとして、LIBOR の枠組みは持続可能ではないとの見解を示した。ただし、LIBOR の公表が停止されると、LIBOR を参照する新規取引ができず、既存取引は利息の計算や受払が困難となる。このため、FCA は、パネル銀行に対して、一定期間のレート呈示の継続を求めつつ、一方で、市場参加者に対して、レート呈示が停止されるまでに、各取引の参照金利を LIBOR から代替金利指標に移行するよう促す方針を明らかにした⁵。これを契機に、LIBOR の恒久的な公表停止に備えた対応（以下、LIBOR 移行対応）が始まった⁶。

LIBOR 移行対応を進めるためには、契約上、当事者間で代替金利指標の選択や利用に合意する必要があり、また、オペレーション面では、取引で用いるシステムの開発・変更や事務フローの見直しといった対応が不可欠となる。しかしながら、LIBOR を参照する取引が膨大なだけに、こうした合意や対応は容易でなく、仮に対応が円滑に進まない場合には、個々の主体はもとより、金融市場全体が混乱し、ひいては経済活動が阻害されかねないとの懸念も指摘された。

このため、各国・地域において、秩序立った移行を実現するため、移行対応を実務面から支援するための検討体が組織された。わが国でも、2018年8月に、日本銀行を事務局として、金融機関や機関投資家、事業法人等の多様な市場関係者が参加する「日本円金利指標に関する検討委員会」（以下、検討委員会）が設立され、2021年12月末の円 LIBOR の公表停止に備え、本邦市場における移行対応を支援していくことになった⁷。また、金融庁および日本銀行は、金融当局としての立場からも、海外当局と緊密に連携しつつ、市場参加者の取り組みを後押ししてきた。

円滑な移行対応の実現に向けた取り組み

（市場全体の取り組み）

LIBOR は、市場参加者のニーズをもとに誕生し、その後、貸出・債券など様々な取引で使いやすいように設計され、利用が拡大してきた金利指標であり、市場共通のインフラストラクチャーであった。従って、LIBOR から代替金利指標への移行を円滑に進めるためには、様々な取引での整合的な対応が必要となり、これを多くの市場関係者が同時並行的に進めていく必要がある。

同時に、こうした対応は、大きなコストがかかり、かつ後戻りができない分だけ、判断は慎重になりやすく、「他者の動向や市場のスタンダードを見極めてから、自分の行動を決定する」とのインセンティブも働きやすい。しかし、仮に多くの市場関係者が上記のような行動を取ると、作業は遅れがちとなり、このことは、マクロの観点から望ましくないだけでなく、最終的には個々人の利益も損ねるおそれもある。

こうした問題意識のもと、検討委員会は、市場全体に共通する視点で、移行対応の進捗に必要な取り組みを主導する役割を担った。検討委員会では、設立以後、計32回の会合が開催され、具体的な課題や対応策が検討されてきた⁸。この過程では、3度に亘る市中協議を実施し、検討委員会の参加者以外からも意見を募ることで、市場全体に共通して適用できる対応策の検討や、その成果の市場規範としての浸透を可能とした。

特に、LIBOR を中心に構築された市場の制度・慣行を見直す複雑なプロセスにおいては、公的部門の役割も重要となる。日本銀行は検討委員会の事務局として、その取り組みをサポートし、また、金融庁および日本銀行が緊密に連携することで、多様な市場関係者の意見を調整しつつ、市場全体の環境整備の進捗を支援してきた。

また、移行対応を円滑に進めるうえでのもう1つの重要な視点は、グローバルな調和である。LIBOR 移行対応では、代替金利指標を通貨ごとに選択していくアプローチが採られ、具体的な検討は、各国・地域での作業に委ねられた。このため、代替金利指標の選択や利用方法は、各国・地域の金融市場の実情に応じて異なる。他方で、国境を跨ぐグローバルな取引の円滑を確保するためには、各国・地域の検討について一定の調和を図ることも重要となる。

このため、例えば、検討委員会では、「通貨スワ

ップ等ワーキンググループ」が、米国での移行対応等を検討する検討体（ARRC）での議論に参画し、通貨スワップ市場における通貨横断的な検討に貢献してきた。また、金融庁および日本銀行は、金融安定理事会（FSB）での検討に参加し、海外当局との連携のもとで、グローバルな移行に関するロードマップの策定や、各国の進捗状況のレビュー、各国共通の課題への対応や移行をサポートするための提言等を公表し、LIBOR 公表停止に向けたグローバルな対応を支援した⁹。

（必要な道具立ての整備）

このような市場全体の取り組みが機能することで、移行対応を進めるために必要な道具立てが整備されていった。具体的には、円 LIBOR の代替金利指標の選択肢や、実際の移行方法（代替金利指標への事前移行やフォールバック条項¹⁰の導入、フォールバック時のスプレッド調整手法）などである。

このうち、代替金利指標については、検討委員会が 2019 年 7 月に実施した、第 1 回市中協議によって、東京ターム物リスク・フリー・レート（TORF）、無担保コールオーバーナイト物レート（TONA）後決め複利、東京銀行間取引金利（TIBOR）、の 3 つの指標が候補として選好された¹¹。また、事前移行やフォールバック条項の導入については、第 1 回市中協議で基本的な整理が行われ、続く 2020 年 8 月の第 2 回市中協議でスプレッド調整手法など実務的な対応が整理された。

【図表 2】代替金利指標の 3 つの選択肢

	TORF (Tokyo Term Risk Free Rate)	TONA後決め複利 (Tokyo Over Night Average Rate)	TIBOR (Tokyo Interbank Offered Rate)
金利指標が依拠するレート	日本円OIS (無担保コール0/N物レート)	無担保コール0/N物レート	主要金融機関が呈示する銀行間取引レート
金利決定のタイミング	前決め	後決め (金利支払日の直前)	前決め
公表主体	QUICKベンチマークス	日本銀行*	全銀協TIBOR運営機関
銀行の信用リスク	含まない	含まない	含む

*日本銀行はTONAの公表主体

このほか、検討委員会では、TORF の構築の検討、TONA 後決め複利の利息計算にかかるコンベンション・ツールの公表、金利スワップ市場にお

ける気配値呈示の移行方針の策定（TONA First）¹²などを行った。

【図表 3】検討委員会の主な取り組み

貸出・債券の移行対応支援	<ul style="list-style-type: none"> 第1回市中協議の実施(2019年7月～11月) <ul style="list-style-type: none"> 円LIBORの代替金利指標の選択肢や、事前移行・フォールバック条項の導入に関する基本的な整理について意見集約 ターム物リスク・フリー・レートの算出・公表主体の選定(2020年2月) 確定値公表に向けたサポート 第2回市中協議の実施(2020年8月～11月) <ul style="list-style-type: none"> フォールバック時の取り扱い(スプレッド調整手法など)について意見集約 貸出におけるTONA後決め複利のコンベンション(利息計算方式)の公表(2020年12月) TONA後決め複利の利息計算に係るコンベンションのツールの公表(2021年9月)
デリバティブの移行対応支援	<ul style="list-style-type: none"> ISDA IBORフォールバック・プロトコルの批准推奨(2020年11月) 円金利スワップ市場における気配値提示の移行方針(TONA First)に関するステートメントの公表(2021年3月、7月、9月) 通貨スワップ市場におけるディーラー間の取引慣行に関する勧告の公表(2020年1月) 通貨スワップ市場における気配値提示の移行方針(RFR First)に関するステートメントの公表(2021年8月)
本邦移行計画の策定	<ul style="list-style-type: none"> 円LIBORの恒久的な公表停止に備えた本邦での移行計画(マイルストーン)の公表(2020年8月)
セーフティネットの整備	<ul style="list-style-type: none"> FCAの市中協議に対するコメントレター発出(2021年2月、8月) 第3回市中協議の実施(2021年9月～11月) <ul style="list-style-type: none"> 真に移行が困難な契約(タフレガシー)への対応やセーフティネット(シンセティック円LIBOR)の利用について意見集約

検討委員会の取り組みと並行して、業界団体や振替機関、会計基準設定主体等による対応も進められた。

例えば、各業界団体が、商品類型に応じて、フォールバック対応に関する実務的な取り扱いを整理した¹³ほか、証券保管振替機構が、LIBOR 移行対応が必要となる債券の洗い出しや発行体への働きかけ等を行った¹⁴。また、企業会計基準委員会が LIBOR 移行対応後のヘッジ会計の取扱いを明確化した¹⁵ほか、金融法委員会が LIBOR 移行対応の法的論点を整理した¹⁶。

（市場参加者の対応と公的部門による働きかけ）

このような環境整備が進むもとで、金融機関や機関投資家、事業法人といった個々の市場参加者は、従来の LIBOR をベースとした取引実務や組織体制を、代替金利指標をベースとした枠組みに

転換していくことが求められた。具体的な取り組みやその負担は、LIBOR の利用状況に応じて程度が異なるものの、例えば、代替金利指標への移行に関する専担部署の設置を含めた体制の整備、対応要員や予算等の社内資源の確保、社内の LIBOR の利用状況に応じたシステム対応や業務の見直し、契約の改定に際して合意を得るための当事者間の交渉といった、コストと時間を要する様々な対応が必要であった。

こうした対応の進捗を促すことも、公的部門に求められる役割の1つである。前述のとおり、LIBOR 移行対応には、他者の動向等を様子見るインセンティブが潜在しており、これを解消していくことが重要である。このため、取引の中心となる金融機関が保有する LIBOR 参照取引の規模や体制整備の状況等を正確に把握したうえで、金融機関の着実な移行対応を促す観点から、金融庁および日本銀行は、合同で「LIBOR 利用状況調査」¹⁷を3回に亘って実施し、公表した¹⁸。また、移行対応の本格化を控えた2020年6月には、金融庁と日本銀行の連名で、主要金融機関の代表者宛て通知（いわゆる Dear CEO レター）を発出し、金融機関に求める対応を経営トップに示したうえで、移行計画をはじめとする関連資料の提出を求め、移行対応の一層の進捗を促した¹⁹。

市場参加者の移行対応でマイルストーンとなったのが、検討委員会が2020年8月に策定した「円 LIBOR の恒久的な公表停止に備えた本邦での移行計画」（以下、本邦移行計画）である。本邦移行計画では、個々の市場参加者が自社の移行計画を策定する際のベースとなる「ロードマップ」として、国際的な議論も参考に、代替金利指標への移行対応の目安となる時期等が示された²⁰。

【図表4】本邦移行計画

	2020年	2021年				2022年
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
貸出・債券			■ 後決め複利に対応した体制整備			LIBORの恒久的な公表停止
			■ 新規取引・発行停止			
				■ 顕著な削減		
金利スワップ				■ TONAベースの気配値呈示への移行		
				■ 新規取引停止		
ターム物 RFR	■ 参考値の日次公表開始		■ 確定値の公表開始			

（出所）検討委員会

移行対応の必要性や移行時期に関するマイルストーンが公になることで、個々の市場参加者は、自社の取引状況等を精査し、着実に移行対応を進めることが可能となる。例えば、LIBOR 参照取引の多い大手金融機関等は、経営陣の強いコミットメントのもと、部門横断的なプロジェクトチームを設置したうえで、本邦移行計画に則して自社の移行計画を策定し、定期的に経営陣に対して進捗状況や課題等を報告するなどして、移行対応に計画的に取り組んできた。

こうしたもとで、金融庁および日本銀行は、本邦移行計画に沿って、早期に移行対応を進めるよう、金融機関との対話を深めてきた。また、LIBOR 移行対応に関する社会的な認知度を高め、事業法人など金融機関以外の幅広い主体の理解と協力を求めていくため、各種の講演や業界団体を通じて、LIBOR 移行対応の進捗のための情宣活動に、検討委員会とも連携しながら、積極的に取り組んだ。

【図表5】金融庁・日本銀行の主な取り組み

金融庁・日本銀行
<ul style="list-style-type: none"> 金融機関のLIBOR移行対応のモニタリング・働きかけ、海外当局との連携（随時） LIBOR利用状況調査の実施（2020年3月、2021年5月、2021年11月〈簡易調査〉、2022年3月） LIBOR公表停止に向けた対応状況の確認等を目的とした代表者宛通知（いわゆる「Dear CEOレター」）の発出（2020年6月） 金融庁・日本銀行の考え方の公表（2021年3月、11月） <ul style="list-style-type: none"> LIBORの公表停止時期の公表及びシンセティック円LIBOR構築に関連する意図表明を受けての今後の対応について 日本円金利指標に関する検討委員会による「本邦におけるタフレガシーへの対応に関する市中協議」取りまとめ報告書を踏まえた今後の対応について 情報発信（随時） <ul style="list-style-type: none"> 講演、業界団体との意見交換会、事業法人向け情宣活動、寄稿、LIBOR特設ページの設置、各種レポート（FSR等）の公表等
金融庁
<ul style="list-style-type: none"> 各種規制に関するQ&Aの公表（2021年2月、3月） <ul style="list-style-type: none"> LIBORの公表停止を踏まえた自己資本比率規制及びTLAC規制に関するQ&A 金利指標改革（LIBORの恒久的な公表停止）に伴い参照金利の変更等を行ったレガシー契約に係る店頭デリバティブ取引規制の経過措置の適用等に関するQ&A ノーアクションレターの公表（2021年3月） <ul style="list-style-type: none"> LIBOR参照ローンの金利変動のヘッジ目的で締結している金利スワップのフォールバック等に伴い参照金利の変更を行うケースについて 外貨建てLIBORを参照した取引の対応についての公表（2021年6月）

（セーフティネットの整備）

ただし、こうした市場全体の取り組みや、個々の市場参加者の積極的な対応のもとにあっても、真に移行が困難な契約（タフレガシー）が生じる可能性がある。このため、LIBORの監督当局であるFCAは、国際的な連携のもと、タフレガシーへの対応として、英ポンドと円の一部のテナーに限り、市場データを用いて算出する擬似的なLIBOR（シンセティックLIBOR）を構築することについて検討を進めた²¹。

この検討の過程では、検討委員会は、FCAの市中協議に際して、その検討を支持し、本邦市場における考え方等を説明するコメントレターを发出した。また、本邦市場におけるタフレガシーへの対応やセーフティネットとしてのシンセティック円LIBORの利用に関する検討を進め、2021年9月の第3回市中協議において、①タフレガシーに該当し、シンセティック円LIBORの利用を検討し得る契約についての考え方や、②実際にシンセティック円LIBORの利用を検討するに際して、契約当事者が留意すべき事項等について整理し、幅広い支持を得た。

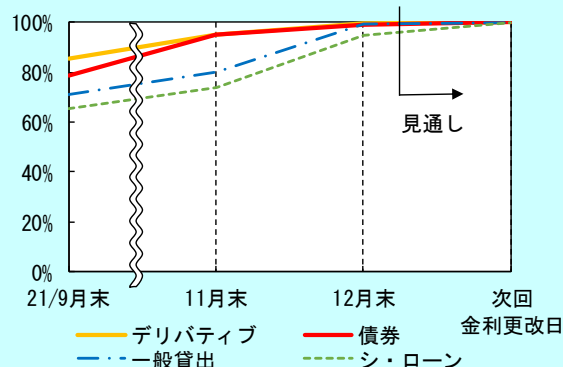
この間、2021年3月および11月に、金融庁および日本銀行は連名で、金融機関への通知を发出し、移行対応をしっかりと進めるべきこと、そのもとで、タフレガシーが生じた場合のセーフティネットであるシンセティック円LIBORの利用は限定的であるべきであり、利用に際しては市場規範としての性格を持つ検討委員会の市中協議結果に則るべきことなど、金融当局としての考え方を、検討委員会の議論を踏まえながら提示し、必要な対応の徹底を求めた²²。

円LIBOR移行対応の着実な進捗

以上のような取り組みが奏功し、本邦市場における円LIBORからの移行対応は、着実に進捗した²³。これをデータ面で確認すると、検討委員会が、2022年1月に参加者42社を対象に実施したアンケート調査²⁴では、2021年12月末までに移行対応を完了した契約の割合が9.7割～9.9割に達し、大宗の契約について移行対応が完了したことが確認された。また、移行対応が未了の契約もごく僅かに残るが、こうした契約については、次回の金利更改日——実際に金利指標を用いる日

——までには対応を完了する見通しであることが確認された。

【図表6】円LIBORの移行対応の完了時期



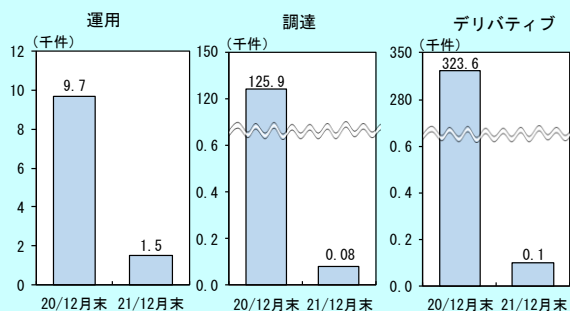
(注) 1.調査対象は、円LIBORを参照し日本法に準拠する契約。
2.2020年12月末時点の契約のうち、各時点で移行対応（事前移行・フォールバック条項導入、CCP一括変換、期限前解約・償還方針決定等）が完了した契約の割合（回答先の単純平均）。
3.次回金利更改日の割合は、回答先の対応方針をもとに算出した見通し（調査基準日は、2021年12月末）。2021年9月末の割合は、移行対応に合意済で更新手続き中の契約を含むなど一部定義が異なる。
(出所) 検討委員会

移行対応の進捗は、金融庁および日本銀行が合同で実施した調査でも裏付けられる。2022年3月末に公表した、本邦金融機関278先を対象とする「第3回LIBOR利用状況調査」²⁵では、円LIBOR参照契約のうち、2021年12月末時点でフォールバック条項が未導入の契約が大幅に減少し、残る未導入の契約も既に対応方針が決定しているなど、移行対応が概ね完了したことが確認された。セーフティネットとして構築されたシンセティック円LIBORの利用も、ごく一部の契約に限定される見込みとなっている。

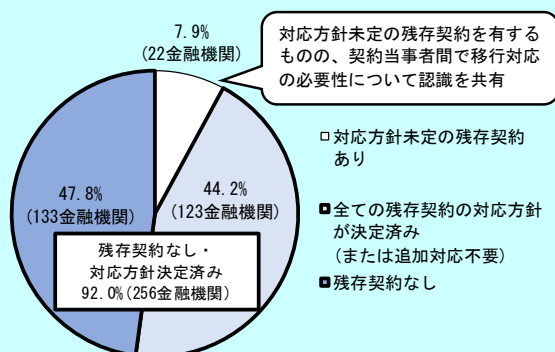
また、2022年入り後の代替金利指標による取引についても、検討委員会での議論や金融機関へのヒアリング情報等によれば、特段の支障なく行われており、システム対応を含めたオペレーション面でも円滑に対応が進んでいる。

このように、本邦市場全体として、円LIBORからの円滑な移行対応が実現できたのは、多くの市場参加者が、業界横断的に足並みを揃えて取り組み、これを公的部門が後押ししたこと、こうした、いわば「ワン・チーム」の取り組みが機能したことによるものと評価される²⁶。

【図表 7】円 LIBOR 参照契約の移行対応状況



(注) 1. フォールバック条項が未導入の契約件数。
2. 2020年12月末は、2021年12月末を越えて満期を迎える契約の件数。



(注) 1. 対象は、円、英ポンド、ユーロ、スイスフランおよび米ドル（1週間、2か月のテナーのみ）。
2. 残存契約には、フォールバック条項未導入契約のほか、修正アプローチによるフォールバック条項導入契約を含む。なお、シンセティック円 LIBOR の利用は限定的であり、2022年中の利用に留まる見込み。
(出所) 金融庁・日本銀行「第3回 LIBOR 利用状況調査」

当面の留意点と中長期的な取り組み

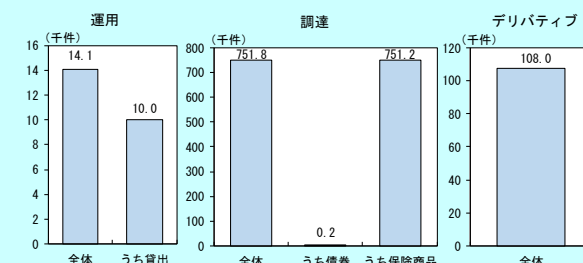
(当面の留意点)

円 LIBOR を用いていた契約のうち、一部に残る移行対応が未了の契約については、今後、次回金利更改日までのできるだけ早期に、移行対応を完了させることが求められる。また、仮にシンセティック円 LIBOR を用いる場合は、シンセティック円 LIBOR の公表は 2022 年 12 月末までの 1 年間に限られることに留意しつつ、計画的に代替金利指標への移行対応を進めることが求められる。

2023 年 6 月末に公表停止となる米ドル LIBOR については、現時点でも、本邦の金融機関や事業法人に多く利用されている。今後の利用や移行対応は、グローバルにバランスのとれた取り組みが求められる中、本邦の利用者においても、米当局や検討体が示したガイドライン等に基づく対応

が求められる。このため、金融庁および日本銀行は、米当局等の動向を踏まえつつ、2023 年 6 月末までの時間軸を意識した移行対応を進めるように求めており²⁷、引き続き連携して、金融機関等と対話していく考えである。

【図表 8】米ドル LIBOR 参照契約の件数



(注) 1. フォールバック条項が未導入の契約件数。
2. 2023 年 6 月末に公表停止が予定されている米ドル LIBOR のテナー（翌日、1 か月、3 か月、6 か月、12 か月）のうち、2023 年 6 月末を越えて満期が到来する契約が対象。
(出所) 金融庁・日本銀行「第3回 LIBOR 利用状況調査」

(中長期的な取り組み)

LIBOR 公表停止後の金融市場では、複数の金利指標が、それぞれの特性や市場参加者のニーズに応じて選択され、利用される。

こうした観点から、各指標の信頼性や頑健性を一段と高めるための取り組みが重要となる。TIBOR については、2014 年から 2017 年にかけて、ガバナンス体制の強化や算出方法の明確化など、「TIBOR 改革」と呼ばれる一連の取り組みがなされた²⁸。現在は、全銀協 TIBOR 運営機関において、日本円 TIBOR を維持し、ユーロ円 TIBOR を廃止することについての検討や、TIBOR の公表が恒久的に停止する事態となった場合に備えたフォールバックレートの候補例に関する検討などを進めている。

TORF については、2021 年 4 月の確定値公表後、金融商品取引法上の特定金融指標²⁹に指定され、ガバナンス体制の強化や算出方法の精緻化・透明性向上に向けた取り組みが進んでいる。2021 年 10 月には、運営機関である QUICK ベンチマークスが、一連の業務規程³⁰について、金融庁から同法上の認可を取得し、今後は、この業務規程に基づいて、運営態勢の検証や見直しが行われていく。

また、TORF については、OIS 取引³¹に基づく金

利指標であるため、TONA 後決め複利の貸出や債券が活発に取引されると、OIS ヘッジニーズによって、OIS 市場の取引も活発化し、TORF の頑健性も高まる関係にある。同時に、従来、本邦市場では馴染みの薄かった後決め複利取引の環境整備や、市場参加者におけるシステム対応・事務フロー整備、人員の拡充といった体制面の整備も継続していくことになる。

このように、円 LIBOR に代わる金利指標の信頼性や頑健性を高めるための様々な取り組みが継続しており、今後、こうした取り組みの進展により、TORF や TIBOR の信頼性や頑健性の更なる向上が期待される。

同時に、金融市場の取引慣行の変化が、個々の市場参加者のリスク管理や取引行動、ひいては市場構造にいかなる影響を及ぼすかについても目配りしていく必要がある³²。円 LIBOR から代替金利指標への移行という点では概ね完了したが、今後、代替金利指標を用いた市場取引が定着し、それを支える取引慣行や制度、リスク管理など、広い意味での市場インフラの整備が更に進展していくことが期待される。

こうした取り組みの結果、金融市場における価格発見機能の向上や取引の裾野の拡大、取引目的に合わない金利指標の利用に伴う金利差の変動リスクの削減などを通じて、市場の頑健性が向上していくものと考えられる³³。

【図表 9】 当面の留意点と中長期的な取り組み

当面の留意点
<ul style="list-style-type: none"> ■ 移行未了の円LIBOR(シンセティック円LIBORを含む)参照契約の移行対応 ■ 米ドルLIBOR参照契約の移行対応
中長期的な取り組み
<ul style="list-style-type: none"> ■ 金利指標の信頼性・頑健性の更なる向上 ■ 市場構造の変化の把握、広い意味での市場インフラの整備

こうした中、検討委員会は、2022年3月、本邦市場における円 LIBOR からの移行が順調に達成し、その活動は区切りを迎えたことから、新たに設立した「金利指標フォーラム」に活動を移行することを発表した³⁴。今後、同フォーラムでは、上記の課題などについて、幅広い市場関係者が意見交換を行う場として、活動していく計画とされている。

本稿でみてきたとおり、本邦市場における円 LIBOR からの移行は、多くの市場関係者の尽力によって、極めて順調に達成できた。今後の課題は、一部に残存する移行未了契約や米ドル LIBOR からの移行対応、TORF や TIBOR といった円金利指標の信頼性や頑健性の更なる向上などに軸足が移っていく。金融庁および日本銀行としても、引き続き連携して、市場関係者の取り組みをサポートしていく考えである。

¹ FSB が 2014 年に行った調査では、米ドル LIBOR を参照した契約は 150 兆ドル、円 LIBOR を参照した契約は 30 兆ドルに達していた。

² FCA, "FCA announcement on future cessation and loss of representativeness of the LIBOR benchmarks," March 5, 2021

³ FSB は、2022 年 4 月 5 日、「LIBOR からの円滑な移行対応を歓迎するステートメント」を公表し、2021 年末の LIBOR 公表停止（米ドル建ての一部テナーを除く）を踏まえ、グローバルな市場における LIBOR から頑健な代替金利指標への円滑な移行対応を歓迎し、移行対応は市場参加者の多大な努力などもあって市場での大きな混乱なく達成された、としている。

⁴ パネル銀行の呈示レートは、当初は「プライム銀行」の調達金利とされていたが、1998 年からは「自行」の調達金利を呈示することに変更されていた。こうした中、2000 年代後半のグローバル金融危機の時期に、銀行の信用リスクが顕在化したもとの、自行の信用力を高く見せるなど自行に有利になるようなレートの呈示が行われた。

⁵ Andrew Bailey, "The future of LIBOR," speech at Bloomberg London, July 27, 2017

⁶ その後、FSB は、2020 年 7 月のステートメントにおいて、金融政策の波及経路にかかる論点も指摘した。すなわち、新型コロナウイルス感染症拡大への対応として中央銀行が政策金利を引き下げたものの、LIBOR 算出の裏付けとなる市場が十分に活発でな

い中で、むしろ LIBOR の上昇が生じ、結果として利下げ効果を減殺したことを指摘した。

⁷ 日本銀行「「日本円金利指標に関する検討委員会」の設立について」（2018 年 7 月）

⁸ 検討委員会には、テーマごとに複数のサブグループ等が設けられた。サブグループ等では、実務的・専門的な観点から検討が実施され、その結果は検討委員会での検討に活用された。詳細については、検討委員会 HP を参照。

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/index.htm/

⁹ この他、金融庁および日本銀行では、海外当局との意見交換を随時実施してきた。

¹⁰ LIBOR の公表停止日に、参照金利が LIBOR から代替金利指標に切り替わることを予め合意する契約条項をいう。

¹¹ 当事者のニーズや金融商品・取引の性質に応じて、複数の選択肢（メニュー）の中から、金利指標を選択、利用していくことを「マルチプル・レート・アプローチ」という。わが国では、同アプローチのもとで、検討委員会による市中協議を経て、複数のメニューが用意された。こうしたことも、円滑な LIBOR 移行に寄与したものと考えられる。

¹² これは、クロスボーダーで取引が行われる通貨スワップ市場での気配値呈示の移行方針の策定（RFR First）を踏まえた対応であり、TONA First 方針の策定には、国際的な連携という側面もある。

¹³ 全国銀行協会「LIBOR の恒久的な公表停止の可能性に係る相対貸出のフォールバック条項の参考例（サンプル）の公表について」（2021年1月）

日本ローン債権市場協会「シンジケートローンのフォールバック条項の参考例（サンプル）および解説」（2020年10月）

日本証券業協会「債券のフォールバック等について」（2020年5月）

ISDA, "ISDA Launches IBOR Fallbacks Supplement and Protocol," October 23, 2020

¹⁴ 証券保管振替機構「LIBOR 参照銘柄における LIBOR 公表停止に係る対応方針の調査結果」（検討委員会第 22 回会合資料）

¹⁵ 企業会計基準委員会「実務対応報告第 40 号「LIBOR を参照する金融商品に関するヘッジ会計の取扱い」の公表」（2020年9月）

企業会計基準委員会「改正実務対応報告第 40 号「LIBOR を参照する金融商品に関するヘッジ会計の取扱い」の公表」（2022年3月）

¹⁶ 金融法委員会「LIBOR の恒久的な公表停止への対応に関する論点整理」（2020年10月）

¹⁷ 「LIBOR 利用状況調査」は、300 先弱の幅広い本邦金融機関（銀行・証券会社・保険会社等）を対象に、金融当局（金融庁・日本銀行）が、移行対応の方針といった定性情報だけでなく、LIBOR 参照取引の金額・件数等の定量情報を、定期的かつ悉皆的に調査したものである。これは、金融当局としての正確な状況把握という点に加え、集計・公表を通じた各金融機関の対応促進といった点も期待したものであり、グローバルにみてもユニークな取り組みであるといえる。

¹⁸ 2019年10～12月に実施した第1回 LIBOR 利用状況調査の調査結果については、日本銀行・金融庁「LIBOR 公表停止に備えた金融機関の対応と今後の取り組み—金融庁・日本銀行の合同調査結果を中心に—」（日銀レビュー 2020-J-7）を参照。このほか、2021年9月末時点の円 LIBOR 参照取引の移行状況等を迅速に把握するため、調査対象・項目を絞りこんだ「円 LIBOR 利用状況簡易調査」を実施し、11月1日に公表した。

¹⁹ 金融庁・日本銀行「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」（2020年6月）

²⁰ 検討委員会「円 LIBOR の恒久的な公表停止に備えた本邦での移行計画」（2020年8月）

²¹ 2021年9月、FCA は、シンセティック円 LIBOR を構築するための権限を行使することを決定。FCA は、シンセティック円 LIBOR は、期間が1年間の時限的なものであり、これに依存することなく移行対応に取り組むべきであるとしている。詳細は、FCA「Further arrangements for the orderly wind-down of LIBOR at end-2021」（2021年9月）を参照。

²² 金融庁・日本銀行「LIBOR の公表停止時期の公表及びシンセティック円 LIBOR 構築に関連する意図表明を受けての今後の対応について」（2021年3月）

金融庁・日本銀行「日本円金利指標に関する検討委員会による「本邦におけるタフレガシーへの対応に関する市中協議」取りまとめ報告書」を踏まえた今後の対応について」（2021年11月）

²³ このほか、デリバティブに関しては、日本証券クリアリング機構が、2021年12月に、同機構の清算対象の円 LIBOR 参照取引について、TONA (OIS) 参照取引への一括変換を実施したことが大きく寄与している。この点については、日本証券クリアリング機構「金利指標改革 (LIBOR の恒久的な公表停止) に向けた当社金

利スワップ清算約定の取扱いについて (OIS への一括変換について)」（2021年10月）や「金利スワップ取引において LIBOR 参照取引の TONA (OIS) 参照取引への一括変換を実施いたしました」（2021年12月）を参照。

²⁴ 検討委員会「円 LIBOR 移行対応の進捗状況に関するアンケート調査結果（概要）」（検討委員会第 31 回会合資料）

²⁵ 金融庁・日本銀行「第 3 回 LIBOR 利用状況調査の結果概要について」（2022年3月）

²⁶ わが国では、LIBOR 移行にかかる特別の立法措置をとることなく円滑に対応できた。こうした点からも、「ワン・チーム」の取り組みが奏功したものと評価できる。

²⁷ 「第 3 回 LIBOR 利用状況調査の結果概要について」（前掲脚注 25）

金融庁「外貨建て LIBOR を参照した取引の対応について」（2021年6月）

²⁸ TIBOR は全国銀行協会によって公表されていたが、TIBOR のより中立的な運営体制を構築するために、2014年4月に「全銀協 TIBOR 運営機関」が設立され、TIBOR の算出・公表業務が移管された。また、2015年5月には、金融商品取引法上の「特定金融指標」として、金融庁の規制対象となることが明確となった。その後、2017年7月には、統一・明確化された呈示レートの算出・決定プロセスに沿って呈示レートが算出されることとなった。

²⁹ 信頼性が低下することにより、わが国の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれのある金融指標をいう。

³⁰ TORF 業務規程は、金融商品取引法の規定に基づき、QUICK ベンチマークスが TORF を算出・公表するにあたって則る指標運営にかかる基本事項を定めている。詳細は、QUICK ベンチマークス「TORF 業務規程」（2021年10月）を参照。

³¹ 変動金利として一定期間の翌日物金利（日本円の場合は TONA）の加重平均値（複利計算）と約定時に決めた固定金利を交換する金利スワップ取引の一種。詳細は、リスク・フリー・レートに関する勉強会「日本円 OIS (Overnight Index Swap) —取引の概要と活用事例—」（2018年4月）を参照。

³² 例えば、短期金融市場の資金調達環境のモニタリングのあり方について、飯島・細川・小田・田尾「LIBOR 公表停止後のドル調達プレミアムのモニタリングにおける留意点について」（日銀レビュー 2022-J-3）を参照。

³³ FSB の報告書では、「マルチプル・レート・アプローチ」により、金利指標の選択の幅が広がることで、金融システムの頑健性も高まる、との指摘がなされている。詳細は、FSB「Reforming Major Interest Rate Benchmarks」（2014年7月）を参照。

³⁴ 日本銀行「金利指標フォーラム」の設立について」（2022年3月）

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局（代表 03-3279-1111 内線 2854）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。