

いよいよ LIBOR は最終局面に

ゲイリー・ホーバックス, CFA, プリンシパル, ストラクチャード・プロダクト・チーム

ジェイソン・パン, CFA, FSA, ヴァイスプレジデント, ストラクチャード・プロダクト・チーム

少なくとも 2017 年 7 月以降、[米ドル LIBOR から代替金利への移行](#)は、世界中の規制当局や市場参加者の関心を集めてきた。多くの契約が影響を受けることを考慮すれば、市場の混乱を避けるためにもスムーズな移行が不可欠となる。米国では、代替参照金利委員会（ARRC）によって、担保付翌日物調達金利（SOFR）が適切な代替金利であると認定されている。代替金利への円滑な移行が重要視される中、本稿ではその進捗状況、残された課題、および移行に対する我々のアプローチについて解説する。

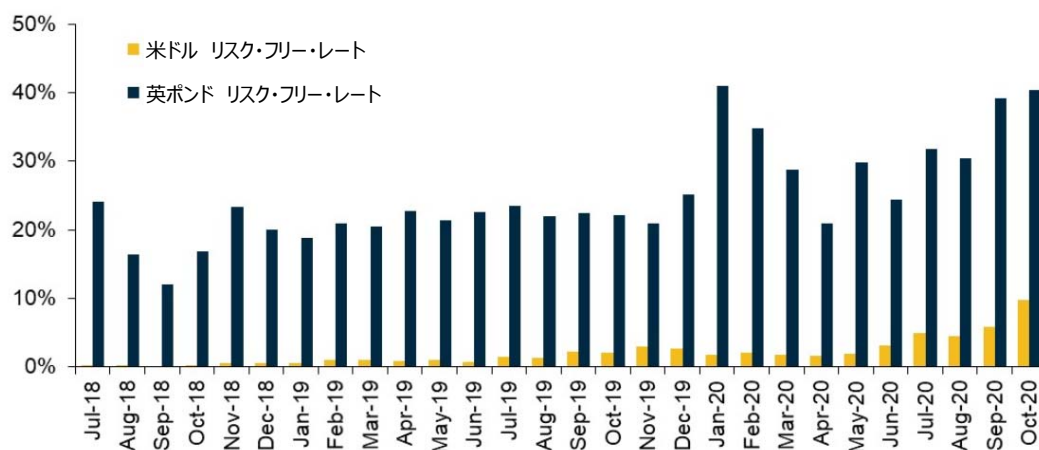
代替金利への移行に関する我々の見方

市場参加者の間でいくらかの混乱が見受けられる中、米ドル LIBOR は 2021 年末までは公表されるものの、その後は公表停止となる公算が高いと我々は引き続き考えている。英国の LIBOR 規制当局（英国金融行動監視機構：FCA）は、米ドル LIBOR が将来の借入れコストの参照指標として用いられるべきでないとの決定を、2020 年末までに下す可能性が高いことを示唆している。こうした発表は、LIBOR から代替金利への移行スケジュールに関する我々の見通しに影響を与えるものではないが、これによって同指標が最終的に公表停止となることに関する確実性が市場において高まったと言えるだろう。

米国における SOFR の導入作業は、英国における代替金利（SONIA）の導入作業に出遅れているものの、新規取引に関しては LIBOR から SOFR への移行が計画通りに進んでおり、2021 年 12 月 31 日までに完全移行できると我々は引き続き確信している。ただし、LIBOR を参照する旧来からの一部の契約の移行については、依然として不確実性が伴っている。

旧来からのスワップ取引の現在価値計算に用いられる金利が足元で FF 金利から SOFR に変更されたことを踏まえると、短期的には SOFR を用いたデリバティブ取引（スワップおよび先物）が急増すると予想される。ISDA によると、10 月の米国におけるデリバティブ取引の約 10% が SOFR を参照したものだったのに対し、英国では 40% 以上のデリバティブ取引が SONIA を参照したものだった（図 1）。

図 1：米国では SOFR を用いたデリバティブ取引が増加している



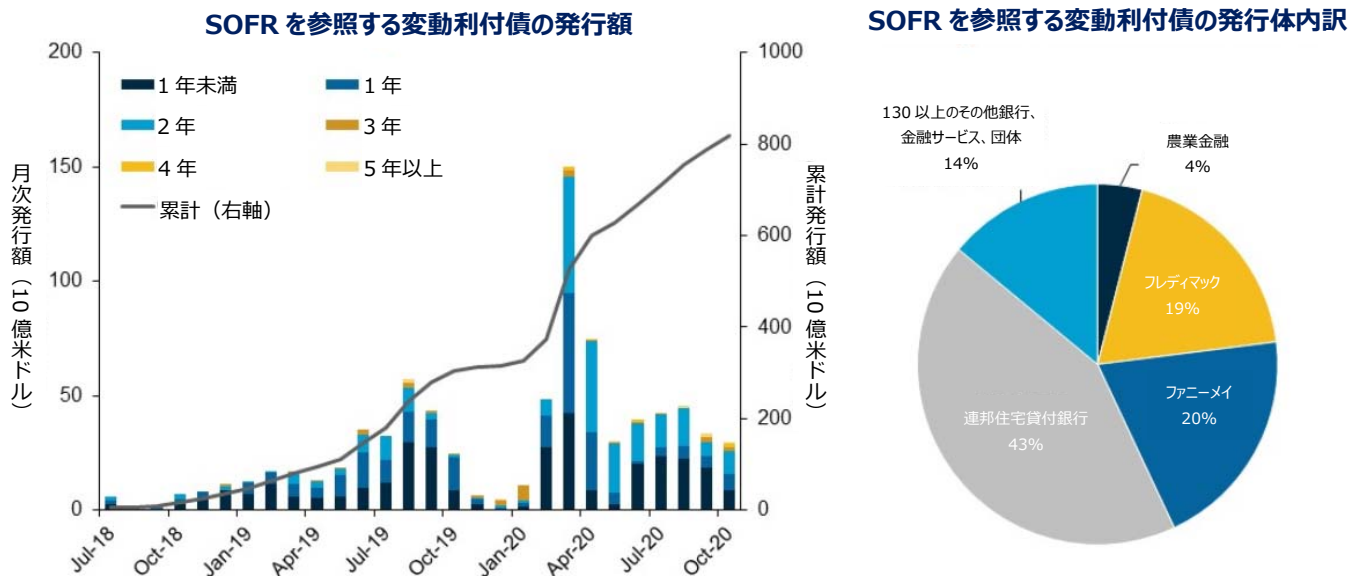
出所：ISDA、2020 年 10 月時点。

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

現物市場における SOFR の採用状況

13 カ月にも満たない後に LIBOR の公表が停止される公算が高いにもかかわらず、依然として LIBOR を参照する金融商品が新たに提供されている。これまでのところ、社債市場が他の市場に率先して SOFR を採用しており、2018 年以降で 8,000 億米ドル近くの債券が発行されている。これに対し、同時期における SOFR を参照する証券化商品の発行額は 90 億米ドルに満たない。ビジネス・ローンはさらに出遅れており、これまでのところ SOFR を参照する取引はごくわずかである（図 2）。

図 2：社債市場が牽引しているものの、概して市場における SOFR の採用は緩慢なペースで推移



出所：ブルームバーグ、2020 年 10 月時点。

いくつかの集合住宅および戸建て住宅向けローンの証券化商品で政府援助法人（GSE）が SOFR を採用していることを除けば、これまでのところ米国の証券化商品市場においては SOFR を参照する債券発行への抵抗感が見られ、その代わりに明確に定義された LIBOR のフォールバック条項が付された米ドル LIBOR 参照の取引に依存し続けてきた。多くの場合、こうした抵抗感は、長期物（例えば 1 ヶ月、3 ヶ月など）のクーポンを計算するために、翌日物調達金利である SOFR を標準使用することに同意できなかったことに由来すると思われる。我々は、SOFR の期間曲線が ARRC によって承認されるまで、市場は単純な「金利の先決め方式」に引き寄せられると考えている。

問題を抱えた旧来からの LIBOR 取引の、不十分なフォールバック条項への対処

残念ながら、LIBOR を参照指標とする 2019 年以前に発行された現物債券においては、LIBOR 公表停止後の変動金利クーポンの設定について投資家に指示するために必要なフォールバック条項が欠けている場合が多い。2019 年、ARRC は現物市場の各セクターについて、将来を考慮して推奨されるフォールバック条項を公表することで、同問題に対処したが、2019 年以前に発行された債券は依然として問題を抱えている。旧来からの取引の「一括修正」に成功したデリバティブ市場とは異なり、現物債券（レバレッジド・ローンを除く）は債券保有者全員からの承認が必要であり、容易に取引条件を修正することはできない。解決策が見出せなければ、5 兆米ドル近い「問題を抱えた旧来からの」債券と消費者ローンに係る変動金利クーポンは、2021 年以降に不確実性が増すことになるだろう。その結果として流動性にまで影響が及び、法的措置が取られる可能性が高い。

ARRC は、取引の当事者が問題のある条項を棄却し、その代わりに ARRC が推奨するフォールバック条項（SOFR にスプレッド調整を加えたもの）を適用することを認めるような法律の制定を提言している。債券に係る大部分の契約がニューヨーク法の適用を受けていることを踏まえ、これまで ARRC はニューヨーク州法の改定に軸足を置いてきたが、連邦法の改正による解決の可能性についても議論を始めている。¹

法改正は、問題を抱えた旧来の契約に対する単純明快な解決策であるが、その進展には時間がかかる上、コロナ禍も若干の阻害要因となっている。ニューヨーク州法の改定によって、問題を抱えた旧来の契約を取り巻く問題の大半が解決されると考えられる一方で、連邦法の改正によって、ニューヨーク以外の州法に基づいて発行される債券および消費者ローンの双方に更なる確実性をもたらすと我々は考えている。

LIBOR から SOFR への移行に関する、PGIM フィクスト・インカムのアプローチ

PGIM フィクスト・インカムは、プルデンシャル・ファイナンシャルを代表して ARRC のメンバーに加わっており、新たな取引のための標準化されたフォールバック条項の策定、LIBOR と SOFR の信用スプレッド調整を定める際の適切なパラメータに関する提言、法律改正に向けた立法上の取り組みを含む LIBOR の公表停止に対応するための解決策の考査などに積極的に関与している。

LIBOR の移行は歴史的にも節目となる出来事であり、幅広い債券市場に影響を及ぼす。LIBOR の公表停止に向けた最終局面を迎える中、我々は以下に挙げる対策を講じつつ、円滑な移行に向けて状況が進展しているかどうか引き続き注視していく。

- LIBOR から代替参照金利への移行において市場をリードする立場を維持し、今後も引き続き有望な解決策の提言を行う。
- LIBOR を参照する新たな取引について、該当する債券の発行体に改良された最新のフォールバック条項を組み入れるよう要請する。
- 契約ごとの目論見書を点検し、問題を抱えた旧来からの LIBOR を参照する契約を保有することによる潜在的な影響について引き続き検証し、フォールバックが及ぼす潜在的な影響を把握・分類する。
- 主要な関係者に対し、LIBOR 移行に伴う潜在的リスクについて引き続き情報発信する。

¹ 米下院金融サービス委員会のメンバーでもある、米下院議員のブラッド・シャーマン氏（民主党：カリフォルニア州）によって提出が予定されている法案に基づく。ブラッド・シャーマン氏は、米下院金融サービス委員会において、投資家保護、起業家育成、資本市場に関する小委員会の委員長を務めている。

本資料は 2020 年 11 月 13 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIM フィクスト・インカム。

*本レポート発行後の 2020 年 11 月 30 日に、LIBOR の運営機関を傘下に持つ米インターコンチネンタル取引所（ICE）によって米ドル LIBOR の一部の公表を 2023 年 6 月末まで続ける案が示されましたが、この内容はレポートに含まれておりません。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した“LIBOR'S FINAL COUNTDOWN”をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ77237