

# 不確実性が高まる ユーロ金利指標改革の行方 ：中長期的な EURIBOR 廃止リスクにも備える必要

(公益財団法人) 国際金融情報センター ブラッセル事務所長 金子寿太郎

かねこ・じゅたろう 1997年に日本銀行入行。金融機構局、国際局、フランクフルト事務所等で勤務。この間、金融庁にて国際証券市場決済調整官、海外展開推進調整官等を歴任。金融機構局国際課企画役を経て、2016年7月より現職（日本銀行からの出向）。独ケルン大法学修士（LL.M.）、早稲田大学学術博士（国際関係学専攻）。

12年に露見したLIBOR操作問題を契機に金利指標改革が世界的に進行する中、ユーロ圏の対応の遅れが顕著になっている。足許、EURIBORは、データの頑健性に不安が残る中で未だ見直し方針も固まっていない。一方、EONIAについては、ECBが見直しを担うこととなり当局認可にかかる懸念が払拭されたとはいえ、新指標のデータ公表は改革期間間近まで開始されない見通しである。こうした情勢を踏まえ、市場では改革期限の延期を求める声が強まっているものの、当局はこれに応じる素振りを見せていない。EURIBORが中・長期的に廃止される可能性も含め、予断を許さない状況が続いている。

## I 問題の背景

12年に発覚したロンドン銀行間取引金利（LIBOR）<sup>1)</sup> 操作問題<sup>2)</sup>を契機として、世界的な金利指標改革が開始した。金利指標は、金融商品の取引のみならず、ポジションの評価、会計、貿易金融、税務等多様な金融・経済取引で参照される基幹データである。このため、金利指標に対する信頼性は金融システムの安定を確保する上で欠かせない。

13年7月、証券監督者国際機構（IOSCO）は金利指標等<sup>3)</sup>に関する原則を公表した。IOSCOの原則は、①指標運営主体（アドミニストレーター）のガバナンス強化、および、②インプットデータの頑健性向上、を柱としている。具体的には、アドミニストレーターの

中立性や算出方法の透明性を高めるとともに、インプットデータが備えるべき属性について、恣意性を排除する観点から、可能な限り実際の取引データに依拠すること、特定のデータ提示行（リファレンス行）に集中させないこと、などを求めている<sup>4)</sup>。

14年7月には、金融安定理事会（FSB）が、金利指標改革に関する報告書を公表した。ここでは、主要な金利指標（LIBOR、EURIBOR<sup>5)</sup> および TIBOR<sup>6)</sup>（IBORと総称）をIOSCOの原則に則って抜本的に見直すとともに、それらが廃止された場合の代替指標（フォールバック）として、主要な通貨（米ドル、ユーロ、円、英ポンドおよびスイスフラン）を対象に取引主体の信用リスクプレミアムがゼロに近いリスクフリー・レート（RFR）を導入する、という複数金利アプローチが打ち出された。

これを受け、問題の震源地である英国は、21年末までにLIBORを操作できないよう改革する方針を掲げた。アドミニストレーターのガバナンスについては、14年に旧英国銀行協会（BBA）から米インターコンチネンタル取引所（ICE）の子会社<sup>7)</sup>に算出・公表機能を引き継いだ。また、インプットデータについても、一義的には原市場における実取引データに依拠しつつ、それが十分ではない場合は気配値を活用し、それすらも不十分な場合にはアドミニストレーターの推計（experts' judgement）により算出することを許容する、という3段階のウォーターフォールに基づく算出方法の見直しを決定した。RFRについては、中央銀行のイングランド銀行がインプットデータの追加によって無担保翌日物レート（SONIA）<sup>8)</sup>の頑健性を高めた<sup>9)</sup>上、18年4月に新データの公表を開始した。

日本は、17年7月に東京銀行間取引金利（TIBOR）にかかるアドミニストレーターのガバナンス強化<sup>10)</sup>やインプットデータの頑健性向上<sup>11)</sup>を実施したほか、16年末に無担保翌日物レート（TONA）を円のRFRとして特定し

た<sup>12)</sup>。米国やスイスも、迅速に対応を進めている。

実務的な観点からは、新指標への円滑な移行は極めて困難な作業である<sup>13)</sup>。それでも、LIBOR問題発覚から6年が経過する中、グローバルにみて基本的な改革方針は定まりつつある。そうした情勢にあって、ユーロ圏については、相対的に進捗の遅れが目立っており、市場の大きな懸念材料となっている（グローバルな改革状況を予め整理すると、図表1のとおり）。

本稿では、ユーロ圏における金利指標改革の経緯と現状を説明するとともに、残された課題を明らかにした上で、今後想定される展開や留意点を述べる。

## II ユーロ圏の対応状況

13年、EUの中核的立法機関である欧州委員会は、IOSCO原則を取り込むかたちで、金利指標規則（BMR）という域内規制を提案した。BMRは、16年の成立を経て、18年1月に発効した。BMRは、利用状況等に応じて、金利指標を①最も重要な指標、②重要な指標、お

図表1 グローバルな改革状況

IBORの見直し	
LIBOR	21年末に廃止される見通し。
EURIBOR	存続を展望して第二次市中協議を実施中。
TIBOR	見直し作業が概ね完了。
RFRの導入	
米ドル	新たな担保付翌日物金利（SOFR）のデータ公表を開始済み。
ユーロ	新たにESTERを開発中。
ポンド	改定版SONIAのデータ公表を開始済み。
円	既存指標のTONAを特定済み。
スイスフラン	既存の翌日物レポレート指標（SARON）を特定済み。

（出所）各種公表資料等を基に筆者作成。

よび③重要ではない指標、という3つに分類した上、それぞれに求められる規制・監督の要件を定めている。なお、BMRは激変緩和のための移行期間を19年末まで設けているものの、これは英国におけるLIBOR改革の実施期限より2年早い。

BMRは、アドミニストレーターのガバナンスについて、独立した監視機能を義務付けている。インプットデータの頑健性については、原則として実取引データを活用するよう求めつつ、それだけでは不十分な場合にのみ、気配値やアドミニストレーターの推計に依拠することを限定的に認めている。加えて、①の最も重要な指標に対しては、アドミニストレーターの母国当局を中心とした監督カレッジに服させることも規定している。

ユーロ圏については、一週間物以上の有担保取引の指標であるEURIBORと翌日物無担保取引の指標であるEONIA<sup>14)</sup>がBMR上の「最も重要な指標」に指定された<sup>15)</sup>。両者のアドミニストレーターは、ベルギー金融サービス市場局(FSMA)の主たる監督に服している。足許、両指標を参照するデリバティブは131兆ユーロ程度、融資は5兆ユーロ程度と推定されている。FSMAは、現状のEURIBORとEONIAはBMRに適合していない、との立場である。以下、両指標について、それぞれの見直しに向けた対応状況を解説する。

## 1. EURIBOR

EURIBORは、欧州の主要行が公示する銀行間貸出スポットレートを基に算出されており、1週間物、2週間物、1か月物、2か月物、3か月物、6か月物、9か月物、12か月物、という8種類のテナーが存在する。ホールセール

貸付、リテール貸付、社債、証券化商品、デリバティブなど多様な取引の契約で参照されている。ユーロ圏でもインターバンク市場は近年縮小傾向を辿っている。それでも、例えばスペインやイタリアの不動産市場では殆どの融資契約が1年物や6か月物のEURIBORを参照しているなど、現在でも欧州経済に深く浸透している。

EURIBORは、もともと欧州銀行連盟(EBF)が算出・公表を担っていた。しかし、金利指標改革を受けて、14年に担当部門をEBFから分離し、欧州マネーマーケット協会(EMMI)という新たな機関をブラッセルで発足させることにより、EURIBORのアドミニストレーターとして独立したガバナンスの強化を図った。

一方、データの頑健性については、実取引データの減少に悩まされている。かつて欧州の銀行等は、EURIBORの設定委員会(パネル)に参加することを名誉として重んじていた。しかし、LIBORなどと同様、EURIBORのリファレンス行<sup>16)</sup>の一部は、不正操作に伴い多額の制裁金を課されるなど、厳しい処分を受けた。その後も、BMRに則った提示データの保存管理、定期的な監査、システム変更等に伴う費用(コンプライアンスコスト)が高まった結果、LIBOR問題発覚前に40行以上いたパネルの構成行は半減している。

EMMIは、当初、実取引データのみを用いてEURIBORの算出方法を見直す方針を掲げていた。しかし、調査の結果、流動性の薄さと特定行への集中という問題に鑑み、実取引データのみに基づいて集計することを17年5月に断念した。英国のLIBOR改革に倣って、3段階のウォーターフォール型ハイブリッドアプローチを検討している。

EMMI は、当該アプローチに基づいて 18 年 5 月から 8 月まで EURIBOR の改定版（以下、改定版 EURIBOR）のテストを実施した上で、18 年 10 月 17 日に市中協議文書を公表した<sup>17)</sup>。ここでは、19 年第 2 四半期までに、改定版 EURIBOR にかかる FSMA の認可を申請するスケジュールが掲げられている。とはいえ、算出方法は、パラメータなど技術的な点が固まっていない。EMMI は、18 年 11 月 30 日までに寄せられた市中コメントも踏まえつつ、可能な限り早期にこれを最終化させる方針である。

FSMA が改定版 EURIBOR を認可するの可否か、また、認可するとしてもいつのタイミングになるのかに注目が集まっている。そもそも新たな指標が従来から存在する契約（レガシー契約）の変更等を通じて市場で浸透していくまでには相応の時間がかかる<sup>18)</sup>ため、現行スケジュールでも円滑な移行が担保されるとは言い難い。仮に、改定版 EURIBOR への移行が円滑にできなかった場合、金融経済のみならず実体経済にも直接的な混乱が生じる蓋然性が高い<sup>19)</sup>。こうした懸念もあって、市場参加者、ユーザーなどからは移行期間の延長を求める声が強まっている。

## 2. EONIA

EONIA は、ユーロ圏の大手行により提示される無担保翌日物貸出金利の加重平均である。デリバティブやレポの取引を中心に参照されているほか、公開市場操作、常設ファシリティおよび最低準備預金制度といった欧州中央銀行（ECB）の金融政策における誘導目標にもなっている。翌日物レートのためタームプレミアムを含まないほか、取引主体の信用スプレッドも殆ど含まれないため、実質的に RFR として見

做されてきた。

アドミニストレーターのカバンス強化に関しては、EONIA も、EURIBOR と同様に EBF が算出・公表を行っていた。しかし、14 年以降は、EMMI がリファレンス行から中立の立場でそれらを担っている。

データの頑健性について、EMMI は EONIA の見直しに向けた検討を本格化した。しかし、EMMI による市場データ分析の結果、EONIA は、リファレンス行の減少に伴い、流動性が乏しくなっているほか、特定行への集中も認められた。18 年 2 月、EMMI は BMR に準拠するような見直しは困難であると判断した。

EMMI が EONIA の見直しを断念したことに伴い、20 年以降に締結される新たな契約については、BMR に基づいて、EONIA を使用することができなくなった。なお、同日以前から存在する契約では、引き続き EONIA を参照することが可能であり、EMMI は EONIA の公表を継続することになっている。

この間、ECB は、翌日物金利が金融政策の主要なツールであることにも配慮して、独自に検討を進めてきた。18 年 2 月には、市場参加者等により構成される作業部会（RFR WG）を発足させた<sup>20)</sup>。RFR WG は、EONIA が廃止される事態に備え、後継候補となり得る新たな翌日物金利指標「ESTER」<sup>21)</sup>の開発に着手した。ESTER は、借入にかかる実取引データのみ準拠している点、報告日の翌朝に公表される点等で、EONIA と異なる。RFR WG では、ESTER のほか、2 種類のレポレート<sup>22)</sup>を RFR の候補として比較検討を行った。

18 年 9 月、RFR WG は、EONIA の廃止が決まったことを受け、ESTER を RFR に推奨すると決定した。EONIA と比べ、ESTER に

は、① ECB が BMR の適用を除外されているため当局の認可を要さない、② 短期金融市場統計報告 (MMSR)<sup>23)</sup> に関する ECB 規則により、十分な数のリファレンス行を確保できる、といった優位性がある。

ECB は、可能な限り早期に、かつ遅くとも 19 年 10 月までに ESTER の公表を開始している<sup>24)</sup>。とはいえ、急遽 EMMI の役割を引き継いだため、スケジュールにはひっ迫感がある。市場の適用準備に要する時間に鑑み、円滑な移行が実現するか否か際どい状況と言える。既に幾つかの業界団体が移行期間の延長を求めるレターを欧州委員会に送付しているところ、RFR WG も、2 年程度の期間延長の必要性を 18 年 9 月に表明した。

### Ⅲ 今後の展望と留意点

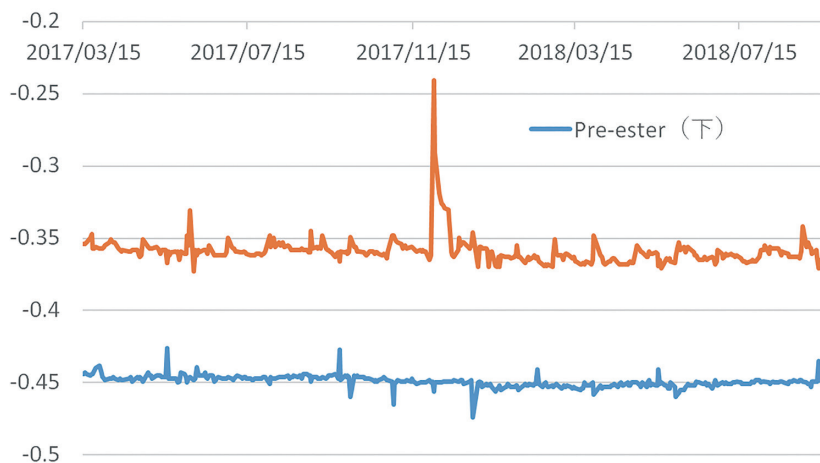
ユーロ圏は、野心的なロードマップを掲げているものの、予想を超える市場環境の変化により、IBOR、RFR とともに新たな算出方法の開発が遅れている結果、所定の実施期限までに改革が

完了するのか不透明感が強くなっている。移行期間の延長は BMR の修正を要する。市場等では、改定版 EURIBOR と ESTER のいずれについても、データ公表の開始が移行期間間近まで差し迫る可能性があるため、欧州委員会は BMR の簡易な条文修正 (quick fix) を早急に提案すべき、との見方が強まっている。

しかしながら、欧州委員会は、今のところ、移行期間の見直しを表明していない。理由は必ずしも明らかにされていないものの、移行期間を設けた結果、金融機関の準備作業が停滞することを懸念していると推測される。加えて、19 年 5 月の欧州議会選挙を控え、同年 4 月には欧州議会が休会することを踏まえると、quick fix であっても、立法手続きに必要な時間は既に乏しい<sup>25)</sup>。

仮に改定版 EURIBOR や ESTER の公表が遅れ、かつ移行期間が延長されなかった場合、一時的な緊急避難措置 (バックストップ) が必要になるであろう。図表 2 のとおり、ESTER のテスト指標である Pre-ESTER は、EONIA を 10 ベーシスポイント程度下回る水準で安定的

図表 2 Pre-ESTER の推移



(出所) Bloomberg および ECB データベースを基に筆者作成。

に推移している。したがって、ESTER の開発が遅れた場合のバックストップとして、Pre-ESTER に  $\alpha$  ベースポイント上乘せした値で当座を凌ぐことが考え得る。Pre-ESTER の基本的な算出方法は ESTER と同様である。とはいえ、Pre-ESTER は、データの安定性を高める観点から、取引の解約、修正等の事後的な変更が加味されている点で ESTER と異なっている。このため、ESTER の数値は Pre-ESTER から若干乖離することが予想され、EONIA から ESTER への最終的な移行はより複雑なものになる。

一方、EURIBOR については、EONIA と異なり、EMMI が算出方法の見直しを継続しており、存続することが既定路線と考えられている。もっとも、新旧データの水準に大きな乖離が生じた場合、指標としての一貫性が損なわれ、円滑な移行を実現することは難しくなる。この点について、EMMI は、改定版 EURIBOR にかかる算出方法の見直しは大きなものではないため、データの断絶 (disruption) には繋がらない、との考えを示している。しかし、それも今後の市場環境次第であろう。仮に廃止となった場合、ESTER に期間構造を持たせた上で、EURIBOR のフォールバックにすることが基本路線である。とはいえ、いかにして RFR の ESTER に信用リスクを加味するかという問題もあり、説得力のあるかたちで IBOR に転換するには、大きな技術的困難が予想される。

EURIBOR の場合、改定版が FSMA の認可を得られたとしても、提示負担の重さなどから、中・長期的にリファレンス行が更に減少する可能性を考慮する必要もある。EMMI の見直し案は、気配値や推計にも依拠しているため、実取引データの割合が一定以上低下すれ

ば、いずれ BMR に適合しなくなるとも限らない。概してテナーが長くなるに伴い、取引データの不足は顕著になる。したがって、特に 1 年物のように長い指標については、推計等の介在する余地が大きくなるであろう。翌日物と異なり、こうしたデータに対しては、ECB も特権的なアクセスを有しておらず、EMMI に代わって開発を引き受けることは難しい。

EURIBOR について、EMMI は、インプットデータの不足を理由として、2 週間物、2 か月物および 9 か月物を廃止し、5 タームに絞る方針を 16 年に決定した。BMR の下でアドミニストレーターとしての運営負担が増加することもあって、EMMI が今後更にテナーを削減する可能性にも留意する必要がある。

BMR は、「最も重要な指標」に限って、監督当局がパネルからの脱退を希望する銀行に対し、一定期間データの提示を続けるよう義務付けることを認めている (第 23 条)<sup>26)</sup>。頑健で信頼性の高い指標を算出するのに必要なインプットデータを確保するためのセーフティネットである。とはいえ、こうした強制的な措置は、規制の潜脱に対する誤ったインセンティブを生じさせることにもなりかねず、副作用が懸念される (ユーロ圏の金利指標改革にかかる課題や留意点は図表 3 のとおり)。

なお、EU では、英国の EU 離脱 (Brexit) などを契機として、共同体レベルの監督機関 (ESA) の機能を強化する必要性が認識されるようになり、EU 規制の改正議論が進んでいる。金利指標については、域内で広く利用されている実情にも鑑み、欧州証券市場機構 (ESMA) に主たる監督権限が移される見通しである。もっとも、ESMA はパリに所在しているため、地理的な距離から、FSMA のよう

図表3 ユーロ圏指標の課題等

IBOR	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スケジュールの遅れ</li> <li>—改定版 EURIBOR の作成方法が未確定。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・データの一貫性</li> <li>—実取引データが更に減少していく可能性もあって不透明。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中長期的な存続可能性</li> <li>—見直し後もアドミニストレーターの裁量に依存する見込み。</li> <li>—パネル不参加行にデータ呈示が義務付けられる可能性。</li> <li>—運営負担増からアドミニストレーターがテナーを絞る可能性。</li> </ul>
RFR	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スケジュールの遅れ</li> <li>—EONIA は廃止予定。</li> <li>—ESTER のデータは改革期限間近まで公表されない可能性。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ECB がアドミニストレーターとなることで当局認可の懸念が払拭。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・データの一貫性</li> <li>—EONIA に一定のスプレッドを乗せるバックストップが必要か。</li> </ul>

(出所) ECB、EMMI などの公表情報を基に筆者作成。

に EMMI と密にコミュニケーションをとることが難しくなり、監督の実効性が低下するのではないかと、との指摘もある。

更に、日本を含む域外の観点からは、TIBOR などの自国指標を EU で引き続き利用するために、欧州委員会から自国規制が BMR と同等であるとの評価を受けられるか、という問題もある。日本は、15 年に施行した金融商品取引法の改正<sup>27)</sup>により、IOSCO 原則に準拠した金利指標規制を導入している。このため、BMR と金融商品取引法の同等性認定について特段の心配は要らない、との見方が大勢であるものの、同等性が認定されるまで予断は許されない<sup>28)</sup>。

同等性の観点でより懸念されるのは、Brexit との関連である。ハード Brexit により英国が EU 法の管轄から抜ける場合、英国は BMR の適用を受けなくなる。このとき、ユーロ建ての LIBOR は、EU にとって第三国指標となるため、BMR との同等性が認められない限り、原則として EU 域内で使えなくなる<sup>29)</sup>。

ユーロ圏の金利指標改革が円滑に実施されな

かった際の影響は、広範囲かつ甚大である。仮に新旧指標の間で金利水準の一貫性が確保されなければ、レガシー契約の条件変更時に金利スプレッド（ベースリスク）により損をする当事者が出ることに伴って、大きな混乱が生じるであろう。アドミニストレーターやリファレンス行が顧客等から訴えられるリスク（リーガルリスク）も相応に発生すると考えられる。移行期間の延長が不確実な中、アドミニストレーターのみならず、市場参加者や指標ユーザーも、あらゆるバックストップを検討するなど、不測の事態に備えることが望まれる。

19 年末の改革期限まで残り時間が短くなるに伴い、ユーロ圏の市場は緊張の度を増していくと予想される。ユーロ圏が事実上改革の手本としている英国についても、18 年 7 月、金融行為規制機構（FCA）のベイリー長官は、LIBOR を 21 年末に廃止する意向を明らかにした<sup>30)</sup>。見直し後の LIBOR が実取引データ以外のインプットデータに依拠し過ぎていることなどを問題視したものと考えられる。EURIBOR についても、同様の事情から、中・長期的には

存続しなくなる可能性はある。このように流動的な状況の下、欧州の改革動向を注視していく必要性が高まっている。

[注]

- 1) London Interbank Offered Rate の略。
- 2) LIBOR のデータ提示行が、自らのデリバティブポジションを有利にする、もしくは自らの信用力を高く見せるべく、アドミニストレーターに実勢から乖離した水準を提示していたという問題。これらのリファレンス行は、関係国の当局により多額の制裁金を課された。
- 3) 金利指標で操作問題が発覚した後、外国為替指標でも不正が発覚したことを受け、IOSCO は金融指標を包括的に規定する原則を公表した。
- 4) 13年9月のサンクトペテルブルク・サミットでは、IOSCO 原則に則りつつ、必要に応じて、金融指標を改革することへの期待が表明された。
- 5) 欧州銀行間取引市場における指標金利。Euro Interbank Offered Rate の略。
- 6) 東京銀行間取引市場における指標金利。Tokyo Interbank Offered Rate の略。
- 7) 名称はICEベンチマーク・アドミニストレーション (IBA)。
- 8) 従来は英ホールセール市場ブローカー協会 (WMBA) が算出・公表していたが、信頼性を高めるべく、18年4月からイングランド銀行がアドミニストレーターを務めている。
- 9) 従来から用いていたブローカー経由の取引に加えて、バイラテラル取引も勘案。
- 10) 日本では、14年に全銀協からの分離によって新設された全銀協 TIBOR 運営機関が集計・公表を担うこととなった。
- 11) 翌日物金利のほか、譲渡性預金、大口定期預金等の取引金利も活用することで、実取引データに極力依拠させる見直しを実施。
- 12) その後も、金融市場参加者や金利指標ユーザーが円金利指標を適切に選択し利用していく上で必要な検討を行うべく、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18年8月に設立された。
- 13) 特に、英、米の RFR について、翌日物しか存在しないことが移行にかかる課題と捉えられている。
- 14) Euro Overnight Index Average の略。
- 15) BMR の細則 (Implementing Regulation) において、欧州委員会が指定。
- 16) 厳密には、EURIBOR のリファレンス行はプライム・バンクと呼ばれる。
- 17) 本件は、18年3月の第一次市中協議に続く第二次市中協議という位置付け。
- 18) 顧客と個別に契約変更交渉を行うにあたり、住宅ローンの場合は顧客の数が極めて多いほか、債券の場合は流通市場もあり関係者を把握し切れない、といった難しさがある。一方、デリバティブについては、プロトコルによって、契約内容を一斉に変更することも可能。
- 19) ECB は、EURIBOR 改革が不調に終わった場合にシステミックリスクが生じる可能性を指摘している。
- 20) 議長は ING 銀行の van Rijswijk 氏。ECB は、ESMA などとともにオブザーバーとして参加するほか、事務局を担っている。もっとも、RFR WG は ECB から独立した立場にある。
- 21) Euro Short-Term Rate の略。17年以降、算出方法等に関する市中協議を2度実施。
- 22) Stoxx 社が提供する General Collateral Pooling Deferred Rate および Nex Data 社が提供する Repo Funds Rate。
- 23) 15年施行。これに基づき、ECB は16年にデータ収集を開始。
- 24) ECB は18年11月に市場参加者等との意見交換の場 (ラウンドテーブル) を設けた。
- 25) 18年10月1日付 Politico 誌報道によれば、欧州委員会の Lueder 課長は、駆け込みでの立法提案は行われまいだろうとの見方を示している。
- 26) 当局は最大4週間データ提示の継続を義務付けることが可能。更に、当該リファレンス行がパネルから脱退した後も、必要に応じて、他の銀行等に最長24か月間データ提示を義務付けることができる。
- 27) 平成26年法律第44号。
- 28) 日本以外の第三国の金利指標については、個別加盟国当局による認可 (recognition) もしくは承認 (endorsement) を得られるか否かが焦点となっている。
- 29) BMR は、規制の同等性認定に加えて、指標のアドミニストレーターが個別に認証を得る方策等も規定している。
- 30) “Interest rate benchmark reform : transition to a world without LIBOR” と題したロンドンでの講演を参照。17年にも同様の発言を行っている。なお、LIBOR を廃止するための立法対応はまだ取られていない。