

LIBOR的过渡 – 香港及中国内地

本文由马绍基律师及林永耀律师撰写

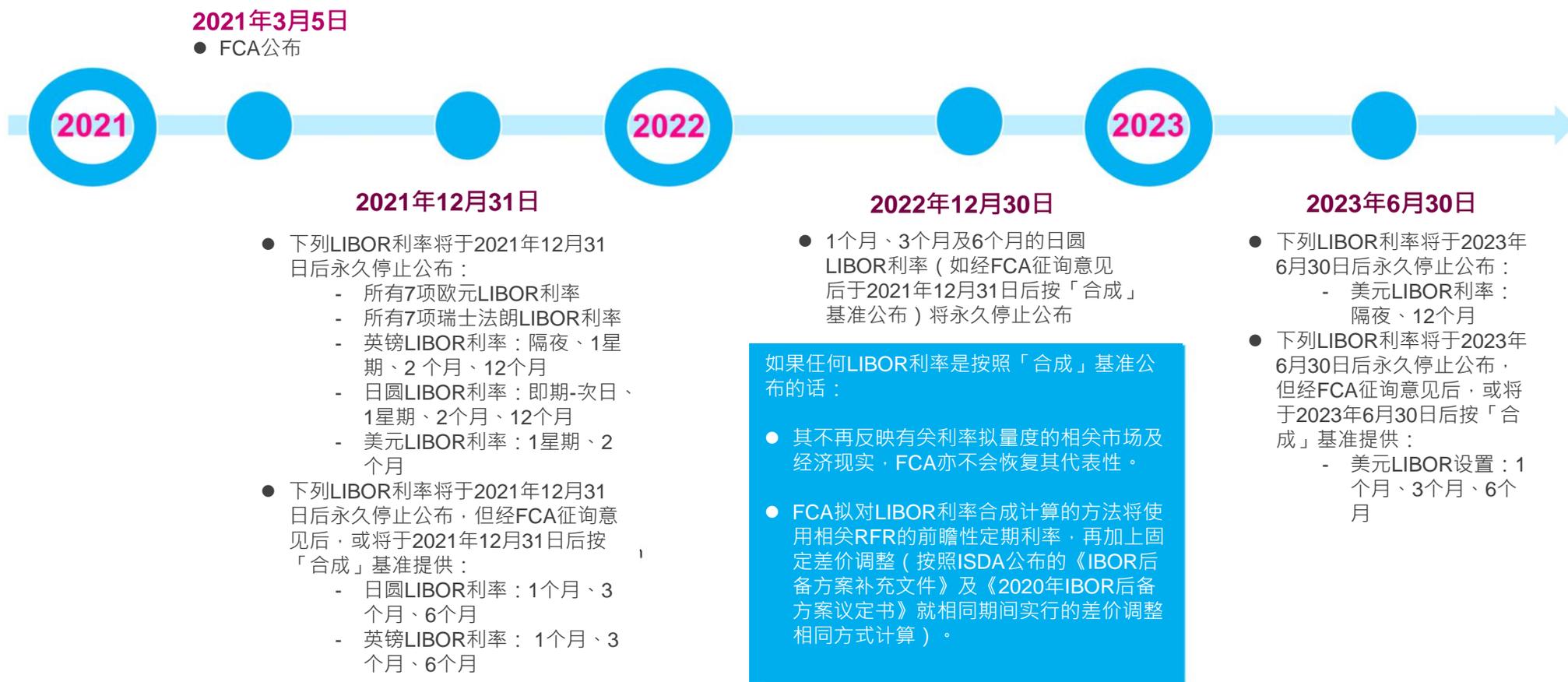
2021年4月

为迎接从LIBOR到无风险利率(RFR)的过渡，银行与其客户现正深入磋商如何修订文件。
有鉴于此，我们在此概述在香港*经常最受关注的几个重点。

1. LIBOR过渡 – 最近FCA的公布



2008年全球金融危机爆发后出现的LIBOR操控案件暴露了该基准利率的弱点。在2017年，Andrew Bailey发表首次讲话，宣布金融行为监管局(FCA)计划不再行使其权力逼使参考银行提交厘定LIBOR的数据。在接近五年后，FCA于2021年3月5日宣布¹，在未来的指定日期，所有LIBOR利率将不再公布或不再具代表性（见下图总结）。FCA这一公布是LIBOR过渡的一个重要的全球里程碑。很明显，LIBOR过渡现正如火如荼地进行，并且刻不容缓。



¹ <https://www.fca.org.uk/publication/documents/future-cessation-loss-representativeness-libor-benchmarks.pdf>

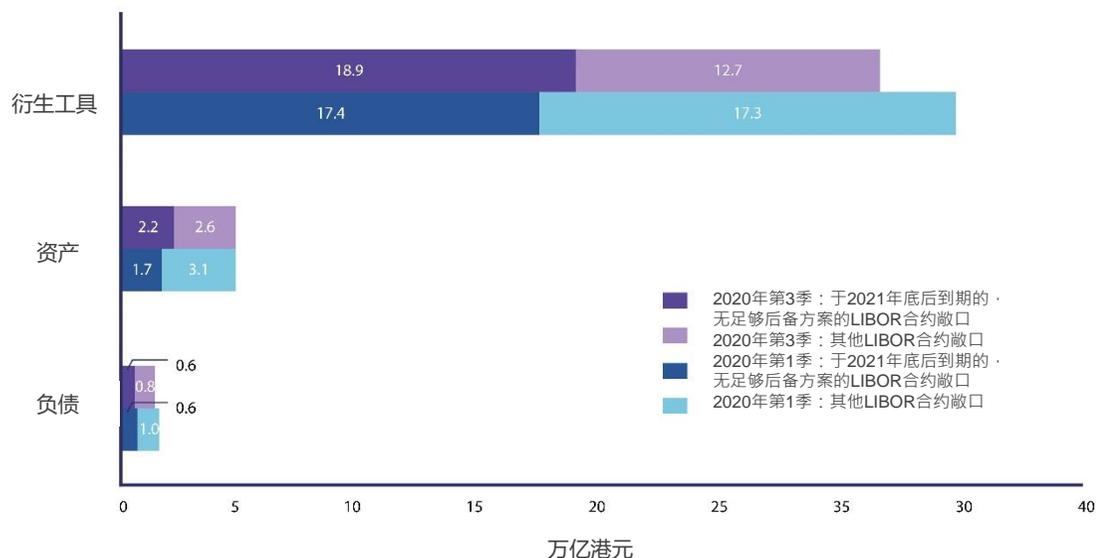
香港与中国内地**的LIBOR过渡

作为国际开放型经济实体及全球第三大美元外汇交易中心，香港的大部分债务及银行风险敞口均以外币（尤其是美元）标价，并大部分基于LIBOR。

截至2020年9月止，香港金融管理局（金管局）估计香港银行体系内利用LIBOR的资产及负债分别为4.8万亿港元及1.4万亿港元，分别占银行体系内以外币标价的总资产及总负债约30%及10%。

利用LIBOR的衍生工具合约面值合共达31.6万亿港元。该等与LIBOR挂钩的资产及负债及该等衍生工具合约分别有超过40%及大约60%在2021年后到期，而并无足够后备方案应付LIBOR中止。

因此，LIBOR过渡在国际上的进程和讨论对于香港关系密切并且极为重要。



资料来源：金管局

中国内地的银行也利用LIBOR经营外汇业务，因此亦须进行LIBOR过渡（见中国人民银行于2020年8月31日发布的《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书）。与香港比较，这项目规模较小。截至2020年第2季止，香港15家主要本地银行于2021年后到期的LIBOR敞口约达9,000亿美元（见《白皮书》）。

于本文内，我们在探讨LIBOR过渡的同时，列举区内市场参与者遇到的主要问题，并提供香港与中国内地市场有关过渡过程的最新市场消息。本文是对本地市场最新状况的实务指引，并且讲述我们协助客户草拟RFR文件、及协助把存量LIBOR文件过渡至RFR的工作。

2. 谈判要点

2.1 复利或单利平均利率

RFR为隔夜利率。根据每日的隔夜利率每日支付利息并不实际可行，因此需要获得RFR的平均值用作计算相关利息期内的利息。RFR平均值亦令市场利率的每日波动趋于平稳。

RFR平均值可按单利或复利计算。

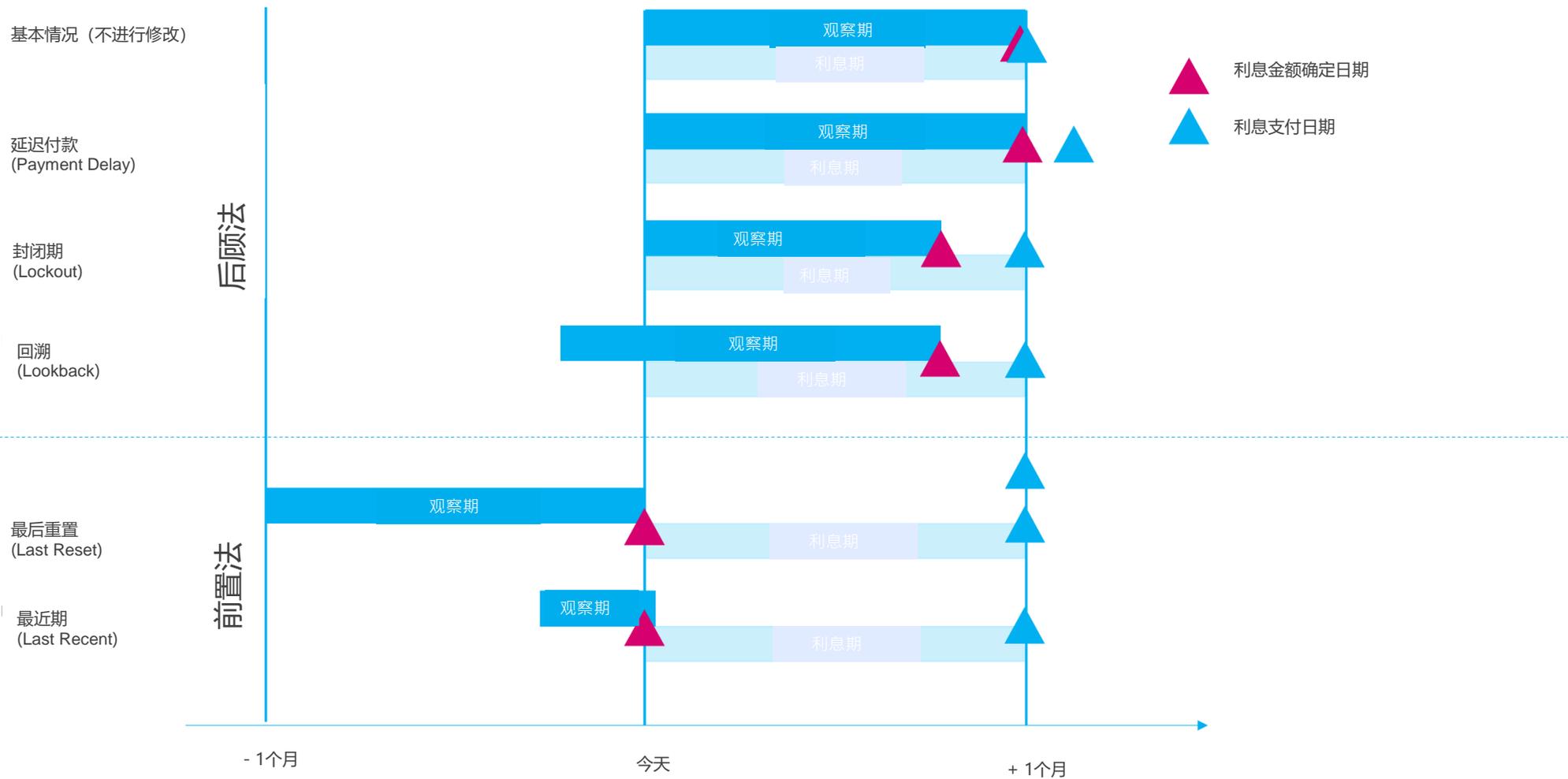
每日RFR单利率： 每日RFR的简单算术平均数

每日RFR复利率： 鉴于借款人并非每日支付结欠利息，因此累计但未支付的利息将继续产生利息。每日产生的利息金额以每日RFR按借入的本金及累计未付利息计算。

两种方法在不同的金融产品中均有使用，而且计算结果通常相差不大。从经济角度而言，复利率计及金钱的时间值因此更为准确；单利率则较容易计算，且银行现有制度已经支持此计算方法。最后使用哪一种方法将视乎倾向于减低基准风险还是进行计算的实际可行性。

2.2 前置与后顾计算法的比较及回溯期

LIBOR是一种前瞻型利率，可在利息期开始时公开取得；与此不同的是，RFR是回顾型利率。大部分RFR在下一日公布（SARON除外，该利率在同一营业日收市后公布最终厘定利率）。这就是说，RFR是在参考交易发生后的一日才公布，而不是参考交易发生之日。若不进行任何修改，在使用回顾型利率RFR时，借款人在付息前仅获得数小时通知适用利率及利息金额。下图概述针对此项目的常见修改：



后顾法的选择（于利息期或观察期内厘定RFR，以得出回顾型利率）：

- **选择 1 – 延迟付款** 延迟支付利息，即在整个利息期结束后并计算该利息期的RFR平均值后才支付。可是就最后一个利息期而言，本金的还款和利息的支付日期会有错配。
- **选择 2 – 封闭期** 在利息期结束前数日（「封闭期」）停止更新平均RFR，并利用封闭期最后一日的RFR适用于利息期余下日数。这是普遍的计算方法（并常见于SOFR浮动利率票据）。然而，此计算方法对客户而言透明度较低，操作上也较为复杂。如要对冲相关风险，也可能稍为困难。
- **选择 3 – 回溯** 把RFR的观察期间（「观察期」）（营业日数与利息期相同）改为从利息期开始前数日开始，并于利息期结束前数日结束。这样，RFR平均值便能在利息期结束前数日计算出来。

前置法的选择（利用有关利息期之前的利息期厘定RFR，以便在有关利息期开始前得出有关利率）：

- **选择 1 – 最后重置** 支付的利息根据上一个利息期间的RFR平均值厘定。利率「过时」，但能够给予借款人绝对的确定性。
- **选择 2 – 最近期** 计算单一RFR或较少日数的RFR平均值，适用于整个利息期。这选择在对冲相关风险时会有困难。

以RFR为基础，已经存在或正在发展的衍生工具市场均使用**后置**结构。以RFR为基础的现金市场至今仍惯常使用**后置**结构，回溯通常设定于目前市场推荐的五个营业日。观察期在相关利息期五个营业日前开始，并于该利息期结束的五个营业日前当日（不包括该日）结束。

虽然回溯后置结构似乎成为受欢迎的方法，但此方法并不适合所有产品类型。例如，贸易融资产品可能需要前置计算。

2.3 观察偏移与无观察偏移

若回溯使用复利计算，期内的非营业日数以非营业日前一个营业日的RFR乘以一个倍数计算。例如，星期五的RFR乘以三（因星期六及星期日并非营业日，假设星期一并非公众假期）。

为计算可能带来困扰的是观察期内的非营业日（非营业日没有RFR公布）日数与相关利息期内的非营业日日数不相同。

• 选择 1 – 观察偏移方法：

- 以非营业日在观察期内出现为准，即每日RFR的加权计算「偏移」至观察期的非营业日；及
- RFR于观察期内的任何营业日（如紧随该营业日后为一个或多个非营业日）乘以一个倍数。

• 选择 2 – 无观察偏移方法：

- 以相关非营业日在利息期内出现为准；及
- （假设于利息期与其观察期之间以一般回溯期为五个营业日计算）于观察期内的任何营业日RFR乘以一个倍数，如紧随该营业日五个营业日后之日为一个或多个非营业日。



两个方法不大可能得出有显著分别的计算结果。然而，在实际操作仍有不同。「有观察偏移」可能较容易计算，因观察偏移方法不受观察期以外的其他变数影响，其可以使用相关复合平均值所公布的指数计算，而「无观察偏移」则可能不适用。

一般而言，贷款交易使用无观察偏移方法，此方法获得美元替代参考利率委员会(ARRC)及英镑RFR工作小组推荐。

2.4 信贷息差调整

由LIBOR过渡至以RFR为基础的替代利率不应引致合同方之间出现利益转移。借款人在利率过度后支付的利息总金额应维持不变。然而，LIBOR与RFR使用不同的方法计算。RFR不会计入银行信贷风险或定期风险，因此就同一货币而言，RFR将无可避免地低于定期LIBOR，这对贷款人而言是一个问题。

为应付此问题，业内工作小组建议使用信贷息差调整以处理上述问题及尽量减低利益转移。目前的信贷息差调整市场方法是根据五年回溯期的历史中位数，计算LIBOR与相关RFR五年期间每日数据点的差异。该数据于合约中关于LIBOR过渡条款被启动时确立。因此，由于FCA于2021年3月5日宣布LIBOR利率将告中止及丧失代表性，国际掉期及衍生工具协会(ISDA)已宣布² 信贷息差调整就所有欧元、英镑、瑞士法郎、美元及日圆LIBOR利率为FCA该公布日期。

尽管事实上信贷息差调整是目的在于避免任何利益转移，实力较强的借款人仍可能抗拒有关调整。

2.5 瀑布式结构应否包括前瞻式利率

前瞻式RFR利率现时仍在开发中。ARRC于2021年3月23日发表声明³，表示其不会于2021年中前推荐前瞻式SOFR利率，并且不能保证可于2021年底前推荐一家可靠的前瞻式利率的管理人。各方可能考虑的另一个问题是若在LIBOR利率转换时，前瞻式利率已经出现的话其应否作为转换的利率。多个行业协会已建议不同方法。由于不同产品类型及司法管辖区的市场各有不同，各方在磋商应变瀑布时应考虑对冲影响及策略。

ARRC (美国)

公布（其中包括）双边及银团美元标价贷款等产品的建议条款。ARRC建议使用「硬性」的应变条款，替代利率一般而言将跟从下列的瀑布式结构：

- i. 定期SOFR + 信贷息差调整
- ii. 每日简单SOFR（或每日复合SOFR） + 信贷息差调整

贷款市场协会 (LMA)

LMA公布的草拟稿并不包括前瞻性定期RFR的应变条款。

ISDA

《ISDA 2020年 IBOR 后备方案议定书》提出每日复合后置RFR + 信贷差额调整的应变条款，并且亦无提述任何前瞻式RFR。

² <https://www.isda.org/2021/03/05/isda-statement-on-uk-fca-libor-announcement/>

³ <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/arrc-press-release-term-rate-for-publication>

3. 香港焦点

3.1 HIBOR与HONIA并存

HIBOR

香港银行同业拆息是一套由香港银行公会拥有的参考利率，在香港作主要本地基准利率使用。



HONIA

作为金融稳定委员会(FSB)的成员，香港财资市场公会(TMA)辖下的替代参考利率工作小组跟从FSB的建议，指定港元隔夜平均指数为HIBOR的替代参考利率。HONIA是单独根据交易数据的隔夜银行同业资金利率。

金管局已表示并没有停止发布HIBOR的计划。市场参与者因此预期于可见将来HIBOR与HONIA将并存。大部分香港市场参与者均认为是好消息，因此举可纾缓发展及转换HIBOR产品的压力，而只需要集中转换以LIBOR为基础的合约。

3.2 香港里程碑

于2020年7月，金管局订下三个里程碑，鼓励企业自LIBOR过渡：

- 认可机构应可提供参考LIBOR替代参考利率(ARRs)的产品。
- 认可机构须确保于2021年底后到期的所有新发行LIBOR挂钩合约将有足够的应变条款。

2021年1月1日

2021年6月30日

2021年底

- 认可机构不再发行于2021年后到期的新LIBOR挂钩产品。

由于以RFR为基础的产品流通性不足，加上缺乏前瞻性定期RFR，市场参与者关注到2021年中前的过渡事宜；该时间早于其他司法管辖区的类似里程碑。举例而言，洲际交易所定价管理机构(ICE Benchmark Association)较早前表示，若干LIBOR票期将继续公布，至2023年6月30日为止，而金管局中止发行LIBOR挂钩产品的里程碑已定为该日期的两年前。认可机构现在应该熟知LIBOR过渡，但不同部门与系统之间有大量内部协调工作(包括资讯科技及系统)，而客户对复杂的文件缺乏学习和认知亦证明难以严格跟从进程。当企业尝试明白到对冲的不符合及潜在利益转移对损益所带来的潜在影响时，过渡亦更形困难。于2021年3月25日，金管局再次发出通函，表示不适宜再跟从较早前的时间表，于2021年6月底前中止新的LIBOR挂钩产品，但认可机构应继续致力于LIBOR过渡，于2021年底前停止再发行新的LIBOR挂钩产品。

3.3 香港市场最新情况

衍生工具

- 香港大部分认可机构为遵守《ISDA 2020年 IBOR 后备方案议定书》的全球金融机构（或大部分交易均参考《IBOR后备方案补充文件》所补充的《2006年 ISDA定义》）。
- 所有于2021年1月25日或之后订立，参考ISDA标准定义（经《IBOR后备方案补充文件》所补充）的新衍生工具均包括与主要IBOR挂钩的利率衍生工具的稳健的后备方案。遵守《ISDA 2020年 IBOR 后备方案议定书》表示遗留下来的参考LIBOR（双方均已遵守）的未结算衍生工具已作修订，以包含类似的稳健后备方案。
- ISDA也公布了双方均有意修订其衍生工具合约的合约模板。

贷款

- 金管局于2020年7月订定香港里程碑后，认可机构已定出稳健的LIBOR过渡计划，包括风险量化及评估、系统提升及与客户的通讯计划。大部分客户看似知悉LIBOR过渡问题，却对根据RFR的借贷较少关注。在文件方面，大部分客户选择载入亚太区贷款市场公会(APLMA)形式的「替代屏幕利率」条款，仅规定一个同意替代基准利率的较低同意门槛，但并无载列于LIBOR终止时计算基准利率的最终详情或各种方法。鉴于FCA的公布，客户现正考虑修订他们的交易文件。
- 于2021年3月5日发表的FCA公布构成替代屏幕利率条款下的「屏幕利率替代事件」，并且规定了若干LIBOR的确实中止日期。因此，我们预期企业借款人现正与其贷款人积极磋商LIBOR过渡（包括在文件内修订利率过渡方法，意思是贷款开始时以LIBOR为基础，并将于触发事件发生后立即转为以RFR为基础的利率）。APLMA已发布征求意见稿，我们留意到贷款人及借款人均开始采用。

票据 / 债券

- 由于大多数在亚洲发行的票据均为定息票据，LIBOR过渡几乎完全无关。至于浮息票据，我们留意到有几种方法，部分新发行的LIBOR浮息票据纳入ARRC条款；另一些票据则由各方议定委任第三方决定有关替代RFR事宜。在香港仍然少有RFR票据发行。

4. 中国内地焦点

国际基准利率改革工作小组

- 于2019年9月后根据中国人民银行（人行）的指引成立。
- 工作流程包括研究各类型参考LIBOR产品的过渡，包括债券、衍生工具存款及贷款产品，追踪国际基准利率改革的最新消息，以及密切监控本地的LIBOR风险承担。
- 包括15家主要国家银行，包括中国银行（中行）、中国工商银行、中国进出口银行及国家开发银行。
- 于2020年8月举行了五次会议，讨论影响到中国内地市场及各成员LIBOR过渡内部进程的LIBOR过渡最新情况。

过渡进程

- 中国内地的主要银行已详细评估LIBOR中止的影响，并与国外分行合作制订内部LIBOR过渡指引和计划。
- 人行并无就内地银行确保停止以LIBOR为基础的金融产品订立任何里程碑，但人行已表示将按照内地基准利率过渡进程订定时间表。
- 开发以RFR为基础的产品的例子包括投资以RFR为基础的债券及票据，以及自2019年开始于美国在岸市场发行以SOFR为基础的债务工具。在2020年初，中国外汇交易中心推出参考新RFR的新衍生工具产品，而内地银行则参与了参考SOFR及其他RFR的跨货币掉期及利率掉期交易。
- 为对LIBOR过渡作好准备，人行亦已要求中国银行间市场交易商协会尽快修改衍生工具协议及定义，尤其是NAFMII协议尚未包括于《ISDA 2020年 IBOR 后备方案议定书》的文件范围内。

选择RFR及DR的未来发展

- 《白皮书》为内地回购及银行同业市场提供了一个现有利率概览，包括预期RFR日后将会发展及采用的存款类金融机构间的债券回购利率(DR)，这是因为DR最能反映银行业的流通性程度及融资利率、市场认受性较高，并且与RFR十分相似。
- 中国内地基准利率体系的下一步发展是推动DR在衍生工具交易及银行同业业务（特别是存款证发行、银行同业借贷及存款）的广泛使用。人行亦已表示将根据短期DR建构定期利率。

您的金杜联络人



马绍基 (Richard Mazzochi)
合伙人
richard.mazzochi@hk.kwm.com



林永耀
合伙人
david.lam@au.kwm.com



柯乐
注册外国律师
katherine.ke@hk.kwm.com



鲁鸣
注册外国律师
michael.lu@hk.kwm.com



Paul McBride
合伙人
paul.mcbride@au.kwm.com



Urszula McCormack
合伙人
urszula.mccormack@au.kwm.com



薛嘉聪
合伙人
angus.sip@hk.kwm.com



萧乃莹
合伙人
minny.siu@hk.kwm.com



黄海思
合伙人
ashley.wong@hk.kwm.com



周浩
合伙人
hao.zhou@hk.kwm.com



周历宇
合伙人
jessica.zhou@hk.kwm.com



岳嵩
合伙人
song.yue@hk.kwm.com

* 对「香港」的任何提述均应解释为对「中华人民共和国香港特别行政区」的提述。

** 对「中国内地」的任何提述均应解释为对「中华人民共和国，仅就本文而言，不包括香港、澳门特别行政区或台湾地区」的提述。

免责声明：本文仅供一般参考，不应被倚赖作为法律意见。阁下如有需要，我们将乐意提供任何法律协助。

© 2021 King & Wood Mallesons

King & Wood Mallesons refers to the firms which are members of the King & Wood Mallesons network. Legal services are provided independently by each of the member firms. King & Wood Mallesons LLP in Singapore is a "Licensed Foreign Law Practice" and is not entitled to practise Singapore law. See www.kwm.com for more information.

Asia Pacific | Europe | North America | Middle East