

# 伦敦银行同业拆息（LIBOR）过渡：最终章

## 2022年11月

作者：林永耀（DAVID LAM）及马绍基（RICHARD MAZZOCHI）

### 前言

本文以香港<sup>1</sup>及中国内地贷款市场的角度探讨伦敦银行同业拆息（LIBOR）过渡最终阶段，银行及企业所需关注的重点事项。如有任何疑问或意见，请随时与我们联系（联系方式见文章末）。

### LIBOR 终结时间表

以成员银行报价而得出的 LIBOR 五种货币的其中四种（英镑、欧元、瑞士法郎及日元）及美元一周及两个月利率已经于 2021 年 12 月 31 日后停止发布。美元 LIBOR 的隔夜、1 个月、3 个月、6 个月及 12 个月利率则持续发布至 2023 年 6 月 30 日<sup>2</sup>。因此，银行及企业需抓紧时间于 LIBOR 过渡的最后阶段，即所有剩余期限的美元 LIBOR 利率停止发布前余下少于 8 个月的时间做好准备。

### 现阶段过渡工作重点

尽管美元隔夜、一个月、三个月、六个月及十二个月期限的 LIBOR 利率在明年（2023 年）6 月底前仍然可以获取，但包括美国、英国、香港等地的监管机构均严格要求受其监管的银行在本年（2022 年）1 月 1 日起，除了极少数例外情况外，不能再签署采用 LIBOR 的新合同。这些银行在进行新贷款交易中

已经需要使用无风险利率代替 LIBOR，因此对于无风险利率在新贷款的运用已经较为熟悉。我们理解大部分银行无论在合同范本的起草，以及内部系统的计算，均已经较好地配合无风险利率的运用（虽然银行对所选择的无风险利率选项有不同的喜好（例如是否选择后顾型利率、期限利率或其他前瞻性利率；后顾型利率的计算中是否使用观察转移；信用风险调整值是否适用及计算方法等））。

与上述监管要求相比，虽然中国人民银行也敦促境内的商业银行积极推进从 LIBOR 过渡，但似乎并未严格禁止境内银行在新的贷款项目中使用 LIBOR。但在美元 LIBOR 完全退场剩下少于 8 个月，新贷款项目的贷款期超过 2023 年 6 月 30 的几率越来越高的情况下，相信新 LIBOR 合同将大幅减少。

而现阶段更值得关注的是以美元 LIBOR 计算利率的存量贷款。如果银行及企业的存量美元贷款以 LIBOR 定价，并且贷款期超过明年（2023 年）6 月底，除非有关贷款协议已经存在适当的“硬链接”（hardwired）LIBOR 替代条款<sup>3</sup>，否则在明年（2023 年）6 月底后，贷款利率定价或将产生不理

<sup>1</sup>在本文中，“香港”指中华人民共和国香港特别行政区。

<sup>2</sup>英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority）正在考虑市场意见并进行评估，或会于 2023 年 6 月 30 日后按“合成”机制提供美元 LIBOR 1 个月、3 个月及 6 个月利率，但该可能出现的“合成”利率并不恢复美元 LIBOR 的代表性。

<sup>3</sup>“硬链接”（hardwired）LIBOR 替代条款即在原有 LIBOR 贷款协议含有条款，详列特定触发事件发生后，在无需进一步协商下，以无风险利率替代 LIBOR 的选项。拥有该机制的贷款协议一般不需要就 LIBOR 过渡而进行文件修订（在银团情况，贷款代理行或被授权对贷款协议进行配套修改而不需要重新获得银团的同意）。

想的替代利率<sup>4</sup>、不确定的后果，甚或发生无法厘定需付利息的情况<sup>5</sup>。

在离美元 LIBOR 正式停止发布剩下少于 8 个月，是对贷款合同做出适当修改的好时机：

- 对银行而言，及时与借款人商讨并进行对贷款协议的修改能避免在明年（2023 年）中旬美元 LIBOR 终止前在短时间内接获大量查询及需要紧急同时处理大量修改谈判等工作，亦可减少在来不及完成修改而导致美元 LIBOR 终止后或无法厘定贷款利息的情况。银行亦可趁此机会与借款人商讨其他与 LIBOR 过渡无关但拟需对合同条款做出的修改，或甚与借款人进行存量贷款的再融资（并在新的融资中使用无风险利率）。
- 对企业而言，除以上提及的因素外，在美元 LIBOR 利率持续上升及金融市场转趋动荡的背景下，可能造成 LIBOR 与有担保隔夜融资利率（SOFR）的有关息差持续扩阔，合同各方在合意的情况下，尽早把基础利率转换成 SOFR 利率并利用 5 年历史中位数的信用调整差额（请见下文），对借款人亦属于一个稳健且符合经济效益的选择。

## HIBOR 的情况

至于港元浮息贷款一般采用的 HIBOR 基础利率，香港金融管理局表示目前没有停用发布 HIBOR 的计划，因此利率过渡的迫切性现时只是针对 LIBOR 贷款而言。

## 其他关注热点

根据本所就 LIBOR 过渡协助多家中外资银行及企业的经验，银行及借款企业的需求包括深入浅出解释 LIBOR 转换至无风险利率的各种选项及其影响，协

助起草或审阅就融资文件需要进行的必要修改，参与谈判等，以确保 LIBOR 顺利过渡至无风险利率。

以下，我们挑选了贷款市场持份者特别关注的 LIBOR 过渡几个热点与读者分享我们的观察及看法：

### 1. 存量贷款文件修改模式

市场上主要运用的修改模式分为两种：

- 第一种为“修订及重述”（amendment and statement），即把就 LIBOR 转换至无风险利率对贷款协议所有有关条款的修订逐条直接在贷款协议内容作修改，经修改后的贷款协议以附件的形式附在一份简单的“封面”修改函（cover amendment letter）上，列明附件的修订及重述贷款协议的生效条件及时间。此种方法的好处是能对贷款协议每一相关条款作细致及准确的直接修改，也便于阅读。但修改工作需要为每一贷款协议度身订做，花费更多时间及费用成本。
- 另一种为“覆盖修改”（overriding amendment），即在修改协议中笼统的提及贷款协议中有关 LIBOR 条款将被选定的无风险利率模式代替，而不对原贷款协议的条款进行逐一修改。此种方法只需要有关方签订一份修改协议，且不需要对原贷款协议作详细的逐条详细审阅，因而可以节省时间及费用成本。修改协议的范本更可以在修改不同模板的贷款协议时使用。

无论选择何种修改模式，对贷款协议的修改必须获得原贷款协议有关方的同意，并且亦可能需要其他融资文件的义务人的同意<sup>6</sup>。

<sup>4</sup>例如，一些贷款协议或会加入银行资金成本作为 LIBOR 终止后的备用基础利率制定机制。一些借款人或会认为银行资金成本缺乏客观性。另外，如贷款协议存在以最近可获得的 LIBOR 作为备用基础利率，其引致的实际效果可能是把原来的浮动利率贷款变成固定利率贷款

<sup>5</sup>美国今年（2022 年）3 月通过联邦法例以使没有适当替代美元 LIBOR 备用利率条款的美国法管辖合同于 2023 年 6 月 30 日后自动过渡至无风险利

率。在亚太区贷款项目经常使用的英国法及香港法等管辖法律中，英国在 2021 年底通过了法例针对没有有效替代利率机制的合同的过渡事宜，但范围相对狭窄，而香港则没有类似立法，因此合同方就 LIBOR 过渡主动作出准备是十分重要。

<sup>6</sup>是否需要获得其他义务人的同意需要个案分析。需考虑的因素包括合同条款要求、信用支持的性质、以及任何适用的当地法律要求。





## 2. 双边及银团贷款的修改情况差异

银团贷款协议如按照亚太区贷款市场公会 (APLMA) 或英国贷款市场公会 (LMA) 的有关模板起草, 可能含有相关 LIBOR 屏幕利率替代条款。据我们所见, 利率“硬链接” (hardwired) 转换条款在亚太市场较少被运用, 但大多数银团贷款协议会包含条款降低因 LIBOR 过渡对利率条款修改的银行同意门槛 (例如仅需要大多数银行 (而非全部贷款行) 做出因 LIBOR 过渡对修改利率条款的决定)。对于需进行修改的银团贷款协议, 一般采取上述“修订及重述”模式。

双边贷款, 尤其是非承诺性及可随时要求还款的类型, 贷款协议可能给予银行单方面做出修改 (包括对利率的修改) 的权利。对于需进行修改的双边贷款协议, 一般 (尤其是采用贷款函模式的双边贷款) 采取上述“覆盖修改”模式。

## 3. 期限 SOFR 的运用

期限 SOFR 是基于衍生品市场所隐含对隔夜 SOFR 利率的市场预期得出的前瞻性期限利率, 由芝商所基准管理有限公司 (CME Group Benchmark Administration Limited) 管理。与美元 LIBOR 一样, 期限 SOFR 公布不同期限<sup>7</sup>并能在每个利息期前获取。其获得美国替代基准利率委员会 (ARRC) 推荐于美元商业贷款运用<sup>8</sup>。鉴于期限 SOFR 与 LIBOR 的近似性, 运用期限 SOFR 的贷款协议的利率条款一般要比运用回顾型隔夜 SOFR 的贷款协议较为简单以及在起草条款上更接近 LIBOR 贷款。

可是无论是双边贷款还是银团贷款, 参与银行均需要与 CME 签订适当的使用牌照协议。贷款协议相对方的“终端用户” (end user) 如借款人及保证人则不需要就贷款协议运用 Term SOFR 获得 CME 使用牌照。

<sup>7</sup>期限 SOFR 共有一个月、三个月、六个月及十二个月四种期限。

<sup>8</sup>这里需注意英镑 Term SONIA 虽然存在, 但英国英镑无风险参考利率工作组 (Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates) 仅推荐

## 4. 信用调整差额 (CAS)

LIBOR 作为伦敦银行间同业拆借的无担保借款利率, 其数值反映了银行间借贷的信用风险。SOFR 则是美国国债担保的隔夜借款利率, 其几乎没有信用风险, 因此可理解为不包含信用风险溢价。

有鉴于此, 为达到价值对等, SOFR 作为 LIBOR 的替代时可考虑加上信用调整差额 (CAS), 如下:

$$\text{LIBOR} = \text{SOFR} + \text{CAS}$$

市场参与者在考虑是否应用 CAS 及如何计算 CAS 数值时可考虑以下因素:

- CAS 原被认为主要适用于存量 LIBOR 贷款过渡至 SOFR 时确保银行与借款人之间没有价值转移。但就我们观察, 有很多新的美元浮息贷款也会在利率计算中加入 CAS, 这不但可以增加利率制定的透明度 (对 LIBOR 贷款比较熟悉的借款人能够较为容易作出比较), 也可以比较准确地反映不同期限的利息期的 LIBOR 与 SOFR 的不同溢价。



Term SONIA 在特定交易中有限运用 (例如需计算未来现金流折现的贸易融资交易)。



- 至于在 CAS 获得应用时，就厘定 CAS 的数额而言，ARRC 推荐的是获得 ISDA 采纳在其 2006 ISDA Definitions Supplement 中运用“五年中位数”的方法，即观察 2021 年 3 月 5 日（即英国金融行为监管局正式宣布 LIBOR 即将停止发布当天）前 5 年 LIBOR 与复息后顾型 SOFR 之间的差异的中位数<sup>9</sup>。这个选项被认为相对客观，以观察较长的时期所获得，与有关贷款相关的衍生工具交易较为匹配，亦较容易获取<sup>10</sup>。但其弱点是其为历史数据，并不紧贴市场利率而变化，或被借款企业或银行视为与现时实际市场数据有较大差别。

## 5. 资金中断成本

就运用 LIBOR 计算利率的贷款，当在利息期完结前出现还款（“**利息期中还款**”），借款人一般需要向银行偿付资金中断成本（break costs），以赔偿银行为了给借款人贷款而在银行间贷款市场借款在当个利息期余下时期所承担的资金成本，计算方法如下：

### 资金中断成本 =

从利息期中还款当日直至当个利息期末借款人原来需要承担的利息数额（若利息期中还款没有发生）<sup>11</sup>

### 减去：

银行若把利息期中还款数额存放于主要银行从利息期中还款当日直至当个利息期末能获得的利息

上述的“补足”（make-whole）公式建基于银行承做贷款所产生的银行间市场配对资金成本，而此假设在利用无风险利率如隔夜 SOFR 计算的贷款时借款人或会认为不再适用。市场参与者对此进行谈判时可考虑以下因素：

- 如贷款采用期限无风险利率（term rate），因该期限利率在利息期前已经确定并适用于整个利息期，银行把在利息期中还款中获得的款额马上应用并能获取相同期限利率收入的机率较低。这可以作为支持在计算期限无风险利率的资金中断成本时同样采用上述类似 LIBOR 资金中断成本的公式。
- 在实际操作中，银行在处理其现金流时会产生成本。利息期中还款的发生会引致银行需要处理非按原有还本付息时间表的还款而产生额外成本。在无风险利率的贷款中或可考虑以银行实际合理产生成本与损失（如有）代替上述 LIBOR 资金中断成本的公式。
- 借款人亦宜考虑自身情况后与银行相讨其预期可能发生利息期中还款的情况的数额及频率，在合理范围内，加入利息期中还款而不会导致资金中断费用产生的数额和/或次数上限。

如对本文章有任何疑问或意见，请随时与您的金杜联系人联系。

<sup>9</sup>就 SOFR 来说具体数额为一个月 0.11448% (11.448 基点)，三个月 0.26161% (26.161 基点)以及六个月 0.42826% (42.826 基点)。

<sup>10</sup>各种有关货币的 CAS 已由彭博（Bloomberg）公布。

<sup>11</sup>借款人或会要求把利差（margin）从此数额中扣除。



# 金杜联系人

## 香港特区



马绍基 RICHARD MAZZOCHI  
合伙人, 香港特区  
电话 +852 3443 1046  
richard.mazzochi@hk.kwm.com



林永耀 DAVID LAM  
合伙人 | 跨境融资  
电话 +852 3443 1075/ +612 9296 2062  
david.lam@au.kwm.com



费思 ANDREW FEI  
注册外地律师, 香港特区  
电话 +852 3443 1157  
andrew.feihk.kwm.com

## 新加坡



JOHN SHUM  
合伙人, 新加坡  
电话 +65 6653 6505  
john.shum@sg.kwm.com

## 中国内地



周昕 STANLEY ZHOU  
合伙人, 上海  
电话 +86 21 2412 6000  
stanley.zhou@cn.kwm.com



吕膺昊 LV YINGHAO  
合伙人, 北京  
电话 +86 10 5878 5588  
lvyinghao@cn.kwm.com



孙述琳 SUN SHULIN  
合伙人, 深圳  
电话 +86 755 22167171  
sunshulin@cn.kwm.com

## 澳大利亚



DALE RAYNER  
合伙人, 悉尼  
电话 +61 2 9296 2139  
dale.rayner@au.kwm.com







## 关于金杜

金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有 2000 多名律师，分布于全球 30 个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终坚持以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

任何提及“香港”或“香港特别行政区”的表述应解释为“中华人民共和国香港特别行政区”。

亚太区 | 欧洲 | 北美 | 中东

金杜指金杜律师事务所的全球办公室。

欲了解更多信息请参阅 [kwm.com](http://kwm.com)

[kwm.com](http://kwm.com)

© 2022 King & Wood Mallesons

