

# 參考利率改革常見問題

2021年5月

## 關於參考利率改革的常見問題

### 變更參考利率的原因是甚麼？

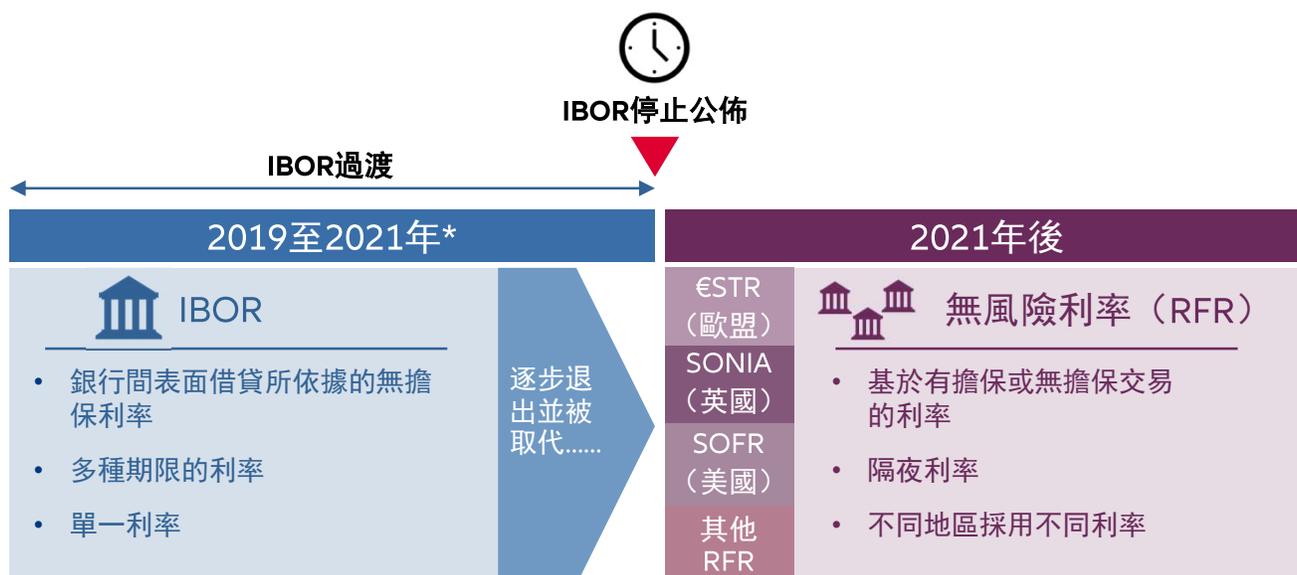
在逾40年的時間內，銀行間同業拆借利率（IBOR），尤其是倫敦銀行間同業拆借利率（LIBOR）一直是全球金融服務業日常營運中不可或缺的一部分。這些指數為無擔保貸款設定基準利率，支撐全世界金融產品的交易——從債券和貸款到衍生品及按揭抵押證券，不一而足。然而，曾經佔據主導地位的IBOR基準被一系列醜聞所籠罩。2012年，部分銀行被指控在金融危機期間操縱其所提交的IBOR利率。醜聞揭露之後，英國金融行為監管局（FCA）將該指數的監管權轉交 Intercontinental Exchange Benchmark Administration（IBA）。

### 結果如何？

監管部門及行業組織已經提議並就新的替代參考利率（ARR）達成一致，以取代IBOR利率，及2021年底之後將不再發佈或為IBOR利率提供支持。因此，包括倫敦銀行間同業拆借利率（LIBOR）、歐元銀行間同業拆借利率（EURIBOR）、歐元隔夜指數平均利率（EONIA）及若干其他銀行間同業拆借利率（IBOR）在內的利率基準正面臨改革。

### 為何此過渡對安聯投資非常重要？

IBOR內嵌於本公司的經營模式中。向替代利率過渡將影響價值鏈的多個方面，或令整個行業和安聯投資（Allianz Global Investors）面臨諸多挑戰（經濟、法律、營運、監管等）。新的無風險利率將廣泛覆蓋使用或投資利率關聯產品的所有行業，並影響範圍廣泛的金融工具，包括固定收益證券、貸款和衍生工具。向這些新利率的過渡需要所有受影響職能部門付出大量努力，以完成必需的變更。



\* LIBOR美元隔夜、1個月、3個月、6個月和12個月利率的停止日期推遲至2023年6月。

## 安聯投資在採取哪些行動？

安聯投資在2019年初即已經開始全公司範圍的預先研究，以評估IBOR停止使用的影響，並確保從IBOR到新ARR的平穩過渡。之後更制定了全球實施的項目。安聯投資內部負責相關客戶的投資專業人士，決定根據市場發展、工具流動性及供應商的準備情況，逐個從IBOR向ARR過渡。然後在項目中啟動和引導以及通過成熟的業務流程執行所有必需的變更。

### 現有IBOR可能被哪些替代基準所取代？

貨幣	IBOR參考利率	替代參考利率	行政機關
美元	美元LIBOR	SOFR（擔保隔夜融資利率）	紐約聯邦儲備銀行
歐元	EURIBOR	EURIBOR（改革後）	歐洲貨幣市場機構
歐元	EONIA	€STR（歐元短期利率）	歐洲央行
英鎊	英鎊LIBOR	SONIA（英鎊隔夜指數平均利率）	英倫銀行
瑞士法郎	瑞士法郎LIBOR	SARON（瑞士隔夜平均利率）	瑞士央行
日圓	日圓LIBOR和TIBOR（日圓）	TONAR（東京隔夜平均利率）	日本央行
港元	HIBOR	HIBOR（改革後）/HONIA（港元隔夜指數平均利率）	香港銀行公會/ 財資市場公會

### 變更何時生效？

過渡的時間安排將因貨幣而異，具體取決於替代參考利率的可用性及其相關市場的流動性。例如，英國SONIA原本就已經廣泛用作英鎊隔夜指數掉期（OIS）以及英鎊利率投資組合折現的參考利率。相比之下，新的美國利率SOFR直至2018年第二季度才發佈，並且預計需待2021年過渡期結束之後才會發佈SOFR的定期利率。

## 甚麼是€STR？

€STR指歐元短期利率（€STR），反映一組歐元區銀行向歐洲央行報告的批發歐元無擔保隔夜存款存款交易。歐洲央行自2019年10月2日開始在每個Target2營業日歐洲中部時間8:00公佈€STR。歐洲央行將自2021年4月15日開始公佈複合€STR平均利率以及基於€STR的一個複合指數。

### 有擔保市場可能提供的基礎範圍更廣泛，為何€STR是以無擔保市場交易為基礎？

歐洲央行決定設立無擔保利率，而並非有擔保利率的決定是基於多個原因。€STR旨在為歐元隔夜指數平均利率（EONIA）等現有主要基準利率提供補充及作為後備，而該等指數反映的是無擔保貨幣市場。因此，€STR應具有能夠與該等利率進行比較的特徵。

### 為何只在次日公佈€STR？ 哪些制約因素導致無法提前公佈該利率？

根據《貨幣市場統計報告（MMSR）條例》報告的逐筆交易數據為歐洲央行利率的唯一基礎。《MMSR條例》規定，數據應每天傳輸一次，於交易日歐洲中部時間18:00與交易日後首個TARGET2結算日歐洲中部時間07:00之間發送至歐洲央行。因此，只有在TARGET2結算日歐洲中部時間07:00之後才能獲得用於計算€STR的完整數據集。

## 哪些人將受到影響？



如果其中任何問題的答案為「是」，您很可能會受到影響。  
如需更多資訊，請聯絡您的客戶經理/安聯投資聯絡人。

### 就EONIA而言，轉換至新的替代參考利率是否為自願選擇？

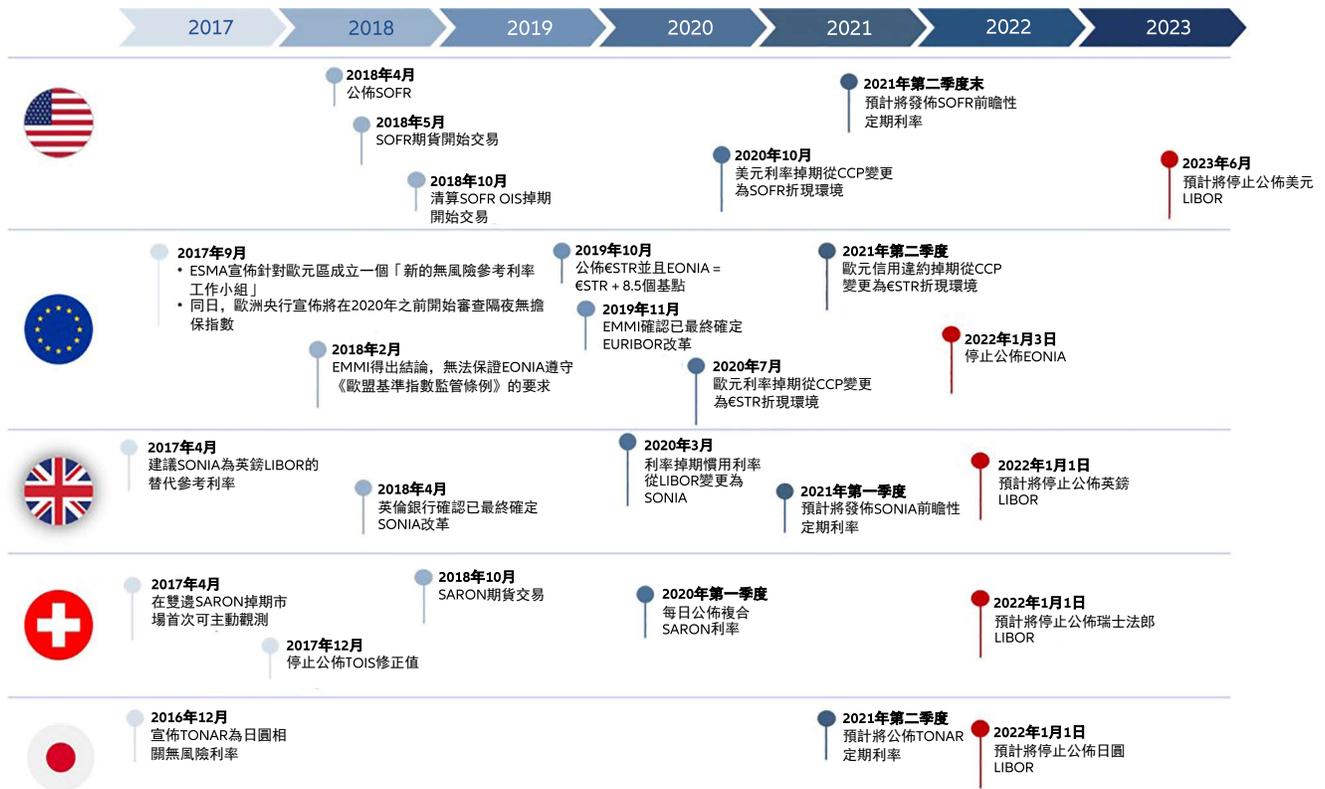
不是。歐元隔夜指數平均利率（EONIA）對歐元區而言是非常重要的利率基準。EONIA將於2022年1月3日停止公佈並由€STR替代，因為EONIA不符合最近發佈的《歐盟基準指數監管條例》（EU Benchmarks Regulation）要求。

### €STR和EONIA之間有何不同？

從2019年10月1日開始，EONIA的計算方法已經進行改革：EONIA是按照€STR加8.5個基點的息差進行計算。該息差是由歐洲央行於2019年5月31日計算，反映兩條曲線之間的歷史息差。在該日期之前，EONIA按照自願提交的歐元隔夜無擔保借貸交易數據的加權平均利率計算。

### EURIBOR如何？

歐元銀行間同業拆借利率（EURIBOR）為銀行在無擔保貨幣市場中借貸成本的衡量指標。該利率的管理機構歐洲貨幣市場機構（EMMI）從2018年開始進行EURIBOR計算方法的改革，以遵守《歐盟基準指數監管條例》。2019年，EMMI逐漸從基於報價的EURIBOR計算方法過渡為混合方法。新方法的實施於2019年11月28日完成。EURIBOR繼續在每個TARGET營業日，就每種界定期限（1週、1個月、3個月、6個月和12個月）於歐洲中部時間上午11:00或之後不久公佈。在2020年1月1日之後，EURIBOR可用於現有或新的合約/工具，並且不會像其他IBOR那樣在2021年年底之後停止公佈。



### 甚麼是SONIA?

SONIA指英鎊隔夜指數平均利率，為英鎊LIBOR的首選替代參考利率。SONIA反映各銀行在英國英鎊無擔保市場中支付的隔夜利率。它以公佈之前當日已經發生的實際交易為基礎，並按照截尾均值計算。SONIA於1997年推出，從2016年開始負責管理該利率的英倫銀行於2018年對其進行改革。此外英倫銀行從2020年8月開始公佈SONIA複合指數，以推動從LIBOR的過渡。

### SONIA和英鎊LIBOR之間有何不同?

SONIA和LIBOR有著眾多不同的特徵。SONIA是基於交易的隔夜利率，而LIBOR是基於一組銀行每日提交的估計借貸利率。此外，LIBOR提供不同期限（1個月、3個月等）的借貸成本。最後，LIBOR為前瞻性利率，而SONIA為追溯性利率。這意味著只有當約定的計息週期結束後才能確定SONIA。

### 甚麼是SOFR?

SOFR指擔保隔夜融資利率，為美國有擔保市場的銀行間隔夜利率。替代參考利率委員會（ARRC）已經將SOFR確定為美元LIBOR的替代參考利率。SOFR是以交易為基礎並按成交量加權平均值進行計算。SOFR是由紐約聯邦儲備銀行管理，從2018年4月開始每個營業日於東部時間上午8:00左右在紐約聯儲網站公佈。

### SOFR和美元LIBOR之間有何不同?

LIBOR為銀行間拆借利率的估計值，而SOFR以可觀測交易為基礎，因此被認為更加健全。此外，LIBOR為前瞻性定期利率，而SOFR為追溯性指數。因此，只有在計息週期結束後方可明確適用利息。最後，SOFR為無風險利率，而LIBOR包含從銀行借貸的信貸風險。

## 甚麼是SARON?

瑞士隔夜平均利率 (SARON) 為衡量有擔保瑞士法郎貨幣市場中隔夜交易條件的一個利率。SARON於2009年8月首次公佈，瑞士國家工作小組將其確定為瑞士法郎LIBOR的替代利率。SARON由瑞士證券交易所 (SIX Swiss Exchange) 管理，並按成交量及具約束力報價的加權平均值進行計算。其採用實時連續計算方式，每10分鐘進行公佈。瑞士證券交易所每日進行三次修正 (中午12:00、下午4:00和下午6:00)。下午6:00公佈的利率用作衍生產品和金融資產估值的參考利率。

## HIBOR如何? 甚麼是HONIA?

香港銀行間同業拆借利率 (HIBOR) 乃就特定期限港元計值工具的銀行間借貸所收取的年化利率。HIBOR於當地時間每日上午11:00公佈，基於香港銀行公會 (HKAB) 確定的20家銀行所提供報價的截尾均值。2013年，香港銀行公會與財資市場公會 (TMA) 共同開始實施一些修正措施，以增強該利率的透明度及健全性。考慮到已使用新方法，主管當局宣佈並無停止公佈HIBOR的計劃。

根據金融穩定委員會 (FSB) 的建議，財資市場公會將港元隔夜指數平均利率 (HONIA) 確定為HIBOR的替代參考利率。HONIA是基於交易、代表隔夜銀行間融資利率的一個指數，由財資市場公會負責管理。HONIA的波動性明顯高於HIBOR，這使得長期貸款中的應用更加困難。

HONIA和HIBOR將在市場中同時存在，市場參與者可自由選擇。

## TIBOR將發生甚麼?

東京銀行間同業拆借利率 (TIBOR) 是以日本銀行間市場中各銀行向其他銀行報價的無擔保資金放貸利率為基礎，為前瞻性利率基準。

TIBOR是由日本銀行協會 (JBA) 於1995年首次公佈。2014年，日本銀行協會TIBOR管理部接管該指數的計算及公佈職責，並於2017年對其進行改革，使其符合新的基準要求。TIBOR為一個基於報價的指數，按照截尾均值進行計算，並於當地時間每個營業日上午11:00公佈。

由於在國內市場使用廣泛，日本主管當局決定將繼續公佈日圓TIBOR，不過可能停止公佈歐洲日圓TIBOR。

## 甚麼是TONAR?

東京隔夜平均利率 (TONAR)，亦稱為TONA，為日圓無擔保銀行間隔夜利率和參考利率。日本無風險參考利率工作小組於2016年將TONAR確定為日圓LIBOR的替代參考利率。TONAR是一個基於交易的指數，按成交量加權平均值計算，由日本央行於當地時間每日上午10:00左右公佈。

日本將採用多種利率法：國內TIBOR和TONAR將作為基準參考利率同時存在於市場中。

## 主要替代參考利率的現有市場是甚麼?

每種替代參考利率的市場流動性不同。浮動利率票據 (FRN) 和衍生工具的SONIA市場均為最具流動性及最活躍的市場。這主要是由於該市場在宣佈停止公佈IBOR之前即已經存在。

SOFR的債券市場呈上升趨勢：截至2020年12月底已經發行超過8,900億美元浮動利率票據。而對於衍生工具市場，SOFR期貨和SOFR OIS的採用亦呈現積極的趨勢，但基數較低。

€STR債券市場穩健性較低並且略微落後於曲線，其中截至2020年只有7筆發行，共計50億歐元浮動利率票據。利率掉期領域的情況相似，其中與€STR關聯的固定-浮動掉期的流動性非常有限。然而自2021年年初以來，逐漸引入參考€STR的可變利率工具。市場參與者尤其是資產管理人，在短期OIS掉期方面正逐漸向€STR基準轉換。

### 替代參考利率的定期利率何時可用？

2018年12月，英鎊無風險利率工作小組邀請意向基準管理機構免費提供貝塔SONIA定期利率供市場使用。三家獨立管理機構——FTSE Russell、ICE Benchmark Administration和Refinitiv，從2020年中段開始公佈期限為1、3、6和12個月的SONIA前瞻性定期利率。從2021年1月開始，該工作小組向各管理機構提議從定期利率中去除「貝塔」標記。

2020年9月，ARRC公佈徵求建議書（RFP），以選擇公佈前瞻性SOFR定期利率的潛在管理機構。預計將在2021年第二季度末公佈。

歐元區工作小組調查了€STR前瞻性定期利率的不同計算方法，幾家潛在管理機構在形成定期利率方面已表達意向。然而，形成健全€STR定期利率的必要條件，是擁有具充分流動性的衍生工具市場。

目前，並無將就SARON確定及公佈的前瞻性定期利率，因為根據SARON衍生工具市場形成穩健的利率並不可行。

日本方面，QUICK Corp已經被委任為計算及公佈東京定期無風險利率（TORF）的管理機構。預計將在2021年第二季度末首次公佈。

### 到期日超過2021年的工具會如何？

對於衍生工具，ISDA已經發佈ISDA 2020 IBOR後備方案議定書及補充文件，為參考LIBOR的工具提供新的後備方案條文。安聯投資決定遵守議定書，遵循ISDA的最佳實踐。但是，安聯計劃在2021年年底之前與各交易對手方重新磋商所有抵押服務協議。折現曲線及價格調整已經在2020年從EONIA轉換為€STR（對於清算歐元計值的利率掉期（IRS）），以及從有效聯邦基金利率轉換為SOFR（對於清算美元計值的IRS）。清算信貸工具預計將在2021年第二季度完成相同的過渡。最後，採用LIBOR作為參考利率的清算衍生工具將由中央清算對手方（CCP）以激進方式轉移至新的曲線。此變更的實施時間將盡可能與LIBOR停止公佈的各個日期接近。

對浮動利率票據（FRN）的影響程度取決於各協議中包含的後備條款。安聯投資的投資專業人士已經審查IBOR停止日期之後到期的所有FRN後備方案條文。對於所有新發行，安聯投資將仔細審查後備方案條文，並將不時與發行人/發行銀行互動，獲取其意見。



## 免責聲明:

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

發行人:

香港 - 安聯環球投資亞太有限公司