

倫敦銀行同業拆借利率的問題現況與改革方向

江庭瑀 編譯

摘要

倫敦銀行同業拆借利率 (London Interbank Offered Rate) 為國際間重要的基準利率，然自金融風暴發生以來，由於同業拆借交易市場之萎縮，其地位已不若往昔，再加上背離監管趨勢的報價模式，引發政府部門的改革意識。英國央行與英國金融行為監理局 (Financial Conduct Authority) 目前欲以英鎊隔夜銀行同業平均利率 (Sterling Overnight Interbank Average Rate) 作為 LIBOR 之替代利率，許多國家之監管機關與國際組織亦設法尋找適用於其他幣別之替代利率，然因他種利率與 LIBOR 在報價模式及風險計算上的差異，可能導致若干交易問題，加上許多未到期契約仍使用 LIBOR 作為基準，貿然改用替代利率將增加談判成本與難以預估的風險，目前國際市場上對於使用何種替代利率作為最終方案仍未達成共識。此外，雖 FCA 主席 Andrew Bailey 於其 7 月 27 日之演講中，宣布在 2021 年後，FCA 將停止要求成員銀行提交用以計算 LIBOR 之利率，亦不排除成員銀行在此項義務解除後，仍自發性提供報價，使 LIBOR 得以繼續報價之可能。

(本篇取材自：Michael Foundethakis, *LIBOR – Where Things Now Stand*, BACKER MCKENZIE, Nov. 27, 2017, <http://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2017/11/libor-where-things-now-stand/>)

去 (2017) 年 7 月 27 日，英國金融行為監理局 (Financial Conduct Authority, FCA) 主席 Andrew Bailey 發表演講，宣布在 2021 年後，FCA 將停止強迫成員銀行 (panel bank) 提交用以計算倫敦銀行同業拆借利率 (London Interbank Offered Rate, LIBOR) 之報價¹。FCA 已於 11 月 29 日與英國央行共同宣布作為替代參考利率的英鎊隔夜銀行同業平均利率 (Sterling Overnight Interbank Average Rate, SONIA) 將從 2018 年 1 月正式進入工作小組商議階段，並預計於 2018 上半年徵詢公眾意見²。針對本次 LIBOR 之改革，本文首先整理議題背景，以彰顯現有問題，再介紹各國機關與國際組織研擬中之替代利率，最後分析可能之發展。

¹ Andrew Bailey, *The future of LIBOR*, FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, July 27, 2017, <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>.

² BANK OF ENGLAND, *Bank and FCA launch next phase of sterling Libor transition work*, BANK OF ENGLAND, Nov. 29, 2017, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/news/2017/november/bank-and-fca-launch-next-phase-of-sterling-libor-transition-work.pdf?la=en&hash=C703BAB8FC50916478CFE78EBB45DF6814BF4F33>.

壹、LIBOR 之簡介與應用

LIBOR 之全稱為「洲際交易所倫敦銀行同業拆借利率 (Intercontinental Exchange London Interbank Offered Rate, ICE LIBOR)³」，為部分全球主要銀行對彼此間之短期拆借貸款所收取之基準利率，亦為各式各樣之貸款計算利率之基礎。LIBOR 目前由洲際交易所定價管理機構 (Ice Benchmark Administration, IBA) 負責管理，使用五種貨幣作為計價單位：美元、歐元、英鎊、日圓及瑞士法郎，並搭配七種不同的到期日：隔夜、一週、一月期、二月期、三月期、六月期及十二月期，每個營業日將產生 35 種不同的 LIBOR 報價，最常使用的類別為美元三月期 LIBOR⁴。

LIBOR 之報價利率並非完全基於實際交易⁵。在每個交易日的早上 11 點左右 (格林威治標準時間)，成員銀行將會通知合格的 LIBOR 報價發布者，如湯森路透公司 (Thomson Reuters)，在目前情況下，其願意以何種利率搭配各個到期日，在同業貨幣市場上進行放貸之利率。一旦完成所有銀行之報價蒐集，前 25% 與後 25% 的報價將被剔除，並從剩餘 50% 的報價 (又稱「中間報價」) 中計算平均值，得出當日 LIBOR⁶。LIBOR 代表在相應的貨幣種類與指定的到期日下，一筆假設的、預期的 (或在未來的) 融資交易之估計成本，其刻意被設計為估價模式，使成員銀行縱使不存在相對應於貨幣種類與指定到期日的實際交易，仍被允許提交一貨幣與到期日的組合 (currency-tenor combination) 報價。

根據估計，目前約有 350 兆美元之未到期金融契約使用 LIBOR 作為參考利率。最先將 LIBOR 作為參考利率之聯貸交易，僅佔其中約 15 兆美元的數額，顯見其市場並不活躍，交易量十分少。由此可知，交易規模大的衍生性商品契約所使用之利率竟然是以交易規模小的市場中所推算之利率作為基準，此現象受監管機關之關切。

³ ICE LIBOR 之前身為 BBA LIBOR，即由英國銀行協會 (British Banker's Association) 自行管理之 LIBOR。BBA LIBOR 自 1986 年以來行之有年，一直到 2012 年巴克萊銀行 (Barclays Bank) 之操縱醜聞案爆發，英國政府才決心介入 LIBOR 之監管。2014 年 2 月 1 日，洲際交易所定價管理機構 (Ice Benchmark Administration) 成為 LIBOR 之新監管單位，並持續至今。參考：Prableen Bajpai, *Why BBA LIBOR Was Replaced by ICE LIBOR*, INVESTOPEDIA, Mar. 31, 2015, <https://www.investopedia.com/articles/investing/033115/why-bba-libor-was-replaced-ice-libor.asp>.

⁴ Investopedia, *LIBOR*, INVESTOPEDIA, <https://www.investopedia.com/terms/l/libor.asp> (last visited Jan. 24, 2018).

⁵ 成員銀行之利率報價方式分為兩類：存在實際交易時，即以該交易作為報價之依據；若在指定的幣別與到期日下不存在相應交易，則以銀行之預估利率 (又稱「專業判斷 (expert judgment) 」) 報價。參考：Tortoise Investments, *Replacing LIBOR: The Countdown Begins*, FORBES, Aug. 16, 2017.

⁶ ICE, *Calculating ICE LIBOR*, ICE, <https://www.theice.com/iba/libor#calculating> (last visited Jan. 24, 2018).

貳、LIBOR 之現行問題

不同於以往，銀行已不再以短期、無擔保的同業市場為獲取資金之重要管道，依照 IBA 發布的公報，2017 年第二季美元三月期 LIBOR 報價中，僅有超過三分之一的數據立基於實際交易。IBA 說明銀行同業市場規模的縮小可歸咎於下列幾項因素：

- 一、銀行作為交易相對人時發生違約之認知風險（信用風險）的劇增；
- 二、法定監管資本之要求；
- 三、流動性覆蓋比率（liquidity coverage ratios）⁷之引入，改變批發性融資之供需型態，使得銀行業者須尋求更長到期日與更多元化的資金來源；
- 四、針對金融海嘯之發生，全球主要中央銀行採行了數種因應緊急狀況的非常性措施，導致銀行所持有資金的增加，毋需再向同業借款。

同業拆借交易市場之萎縮引發監管機關關注，主要原因可歸納為兩點：首先，同業拆借市場之業務量短少，使 LIBOR 易受潛在之操縱行為影響；再者，如相關業務衰退至休止狀態，將引發 LIBOR 停止報價之風險，此舉可能導致大規模的市場崩盤。自金融海嘯以來，許多監管機關致力於對金融基準進行改革，此等基準包含 LIBOR 在內。由於此次改革方向係以成員銀行之實際交易資訊為主，而不採成員銀行提交的預估值計算，LIBOR 的報價程序顯得與改革趨勢格格不入。再者，銀行同業間拆借市場之萎縮，更進一步增加採行以實際交易資訊之改革的困難。

理論上，實際交易資訊較不易受人為操縱影響，故基準利率的許多改革將使用實際交易資訊作為參考利率的來源視為重點。僅管「專業判斷（expert judgment）」仍得作為考量依據之一，在監管機關的認定中，其順位遠落後於實際察知的交易資訊。在金融海嘯後，成員銀行須就提交不精確或錯誤的交易資訊負責，並因 LIBOR 治理框架而負擔大量成本。因此，成員銀行寧可提供實際交易資訊，也不願為了提供專業判斷資料而負擔相關法律風險。

使用基於活躍市場的替代參考利率取代 LIBOR 之地位，恰好能實現使用穩健且不易操縱之參考利率之監管目標。然而，這些替代利率（及使用該等利率之交易市場）目前仍處於早期發展階段。

⁷ 此為 2013 年 1 月 1 日起實施的「巴塞爾資本協定三」中的新規定，流動性覆蓋比率（The Liquidity Coverage Ratio）要求銀行在景氣低迷的時期，必須持有充足、得承受未來 30 日資金流量的流動性資產。參考：BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, FINALISING BASEL III IN BRIEF, https://www.bis.org/bcbs/publ/d424_inbrief.pdf (last visited Jan. 24, 2018).

參、對現有 LIBOR 問題之改革方案

有鑑於銀行同業拆借交易之式微以及監管趨勢的變革，LIBOR 之退場似早已為市場所預料，各國金融機構與國際交換暨衍生性商品協會 (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) 紛紛研擬替代利率之方案，欲將 LIBOR 改革對市場造成之影響降到最低。本段將簡略介紹 LIBOR 報價所使用的五種幣別及 ISDA 倡議之替代利率。

一、各國金融機構研擬之替代利率方案

相較於 LIBOR，1997 年 3 月引入市場的 SONIA 被使用於更加活躍的市場中，因此被建議為 LIBOR 的替代方案之一。英國央行於 2016 年 4 月成為 SONIA 的管理者，目前正從事改革，預計於 2018 年春天發表新計算基準之相關細節。不同於 LIBOR，SONIA 之運作方式並非倚賴成員銀行提交之報價，而係基於英鎊無擔保市場中的隔夜貸款利率，所有交易數據皆由英國央行自相關市場參與者蒐集而來。SONIA 為一回溯性利率 (backwards looking rate)，於每天早上 9 點發布前一天的數值，而 LIBOR 則為前瞻性利率 (forward looking rate)，約在每天早上的 11 點 45 分發布自隔夜至一年到期日不等之利率數值。LIBOR 係以不同種類貨幣作為報價基礎，然 SONIA 僅針對英鎊，因此其他專責機關仍在尋找他種替代利率⁸。

2014 年 11 月，美國聯邦儲備銀行召集替代參考利率委員會 (Alternative Reference Rates Committee, ARRC)，希望設計出一套以穩健市場中之實際交易數據為基礎之替代參考利率。2017 年 6 月 22 日，ARRC 挑選出附擔保隔夜借款利率 (Secured Overnight Funding Rate, SOFR) 作為 LIBOR 之替代方案。

不同於 LIBOR，SOFR 與 SONIA 皆被設計為無風險利率 (risk-free rates)，無法反映出銀行之信用風險，在上述兩者被用於取代 LIBOR 的情況下，部分交易可能會產生在缺乏銀行信用風險的要素下，如何界定適當利差之問題。同樣的，不同於傳統 LIBOR 所計算之利率期間，SOFR 與 SONIA 皆為隔夜利率，無法表現任何「期限溢酬 (term premium)⁹」。然而，ARRC 說明其選擇 SOFR 的其中一個目的便是「透過新參考利率，促進期貨與交換 (swaps) 市場的充足流動性，如此一來，上述市場中的交易將可取代目前使用各種期別之美元 LIBOR 利率之衍生性商品交易的重大部份」。

⁸ Emily Fuller, Emma Russell & Zoe Connor, *The End of LIBOR*, HAYNES AND BOONE, LLP, Nov. 22, 2017, <http://www.haynesboone.com/publications/the-end-of-libor>.

⁹ 期限溢酬為投資者選擇持有長期債券而非短期債券時，所得到的額外報酬。參考：Ben Bernanke, *Why are Interest Rates So Low, Part 4: Term Premiums*, Apr. 13, 2015, BROOKINGS, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/13/why-are-interest-rates-so-low-part-4-term-premiums/>.

除了上述兩種替代利率外，東京隔夜平均利率 (Tokyo Overnight Average Rate) 係以日圓為基礎貨幣之無風險利率，而在 2017 年 10 月 5 日，由瑞士央行監督之瑞士法郎參考利率工作小組 (National Working Group on Swiss Franc Reference Rates)¹⁰ 推薦瑞士隔夜平均利率 (Swiss Average Rate Overnight) 作為瑞士法郎 LIBOR 之替代無風險利率，上述兩者皆為隔夜無擔保利率。

就歐元而言，目前並無任何私部門工作小組指定無風險利率為替代方案，不過自 1999 年存在至今的歐元隔夜指數平均利率 (Euro Overnight Index Average, EONIA) 為市場上經常使用之隔夜利率，其亦為無擔保利率。市場參與者與監管機關正一方面檢視 EONIA 改革之可行性，一方面考慮他種替代利率。

SONIA 目前已於市場上報價，而紐約聯邦儲備銀行宣布其將於 2018 開始進行 SOFR 之報價。SONIA 與 SOFR 在未來是否能被廣為接受，並促進流動性，仍值得持續關注。

二、國際交換暨衍生性商品協會研擬之替代方案

LIBOR 之改革亦會對衍生性金融商品交易造成直接影響，國際交換暨衍生性商品協會 (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) 於 2016 年成立工作小組，以發展替代無風險利率與其備案¹¹。ISDA 正考慮對 2006 年版本之利率及貨幣衍生性金融商品契約名詞定義 (2006 ISDA Definitions, 以下簡稱 2006 年 ISDA 定義)¹² 進行修正，假如 LIBOR 永久停止報價，其將可提供備案。ISDA 已聲明，無風險利率將成為相同貨幣之同業拆借利率 (Inter-bank Offer Rates, IBOR) 之最適備案，但必須以有能創造市場活絡之適當過渡計劃為前提。

儘管在採用何種利率方面未取得任何共識，ISDA 已證實在目前的進展中，其係將無風險替代利率視為美元 LIBOR 之繼任或備用利率¹³。然而，考量到此種利率的「無風險」特性，加上其亦為隔夜利率，在對現存交易進行美元 LIBOR

¹⁰ Schweizerische Nationalbank, *Reform of Reference Interest Rates*, SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK, https://www.snb.ch/en/ifor/finmkt/finmkt_benchm/id/finmkt_reformrates (last visited Jan. 24, 2018).

¹¹ Abbe L. Dienstag & Matthis Quin, *Replacing LIBOR in Indentures*, KRAMER LEVIN NAFTALIS & FRANKEL LLP, Oct. 31, 2017, <https://www.kramerlevin.com/en/perspectives-search/replacing-libor-in-indentures.html>.

¹² 2006 年 ISDA 定義旨在提供以 1992 年及 2002 年 ISDA 發布之主契約 (Master Agreement) 作為架構的交易確認書 (Confirmation) 內之個別商品定義。參考：INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, 2006 ISDA FUND DERIVATIVES DEFINITIONS 1, <https://www.db.com/company/de/media/2006-ISDA-Funds-Derivatives-Defintions.pdf> (last visited Jan. 23, 2018).

¹³ *Id.*

與無風險替代利率的轉換時，存有發生重大價值變動的疑慮，ISDA 工作小組目前正在討論此問題的解決方案¹⁴。

ISDA 目前打算僅將該備用利率適用在 2006 年 ISDA 定義修正案生效時或生效後始進行之交易。此外，ISDA 亦考慮發布一多邊協議，使簽署該協議之當事人得同意在與其他簽署協議之人進行相關 IBOR 之交易時，無論交易日期，逕適用新備案。

肆、未來展望

由於 2021 年迫在眉睫，市場參與者可能無法獲得充足時間處理手上的大量工作，而其與監管機關共同改革中的替代參考利率，將會成為市場參與者能否開創平穩過渡期的關鍵。目前存在許多使用 LIBOR 作為參考利率之契約，這些契約在 2021 年後仍會繼續有效，而不再使用 LIBOR 作為基準利率將會使數以千計的未到期契約需要重新談判，此將引發漫長且複雜的程序。

許多典型的債務契約設有在 LIBOR 停止報價或無法使用時之替代機制，在多數情況中，這些信貸契約備案係為解決 LIBOR 市場中的臨時崩盤，然而在 LIBOR 可能永久停止報價的情況下，這些備案對監管單位而言將會是累贅、不充分甚至難以使用的。本文亦注意到目前正進行對債務契約制式變更之談判中，允許在未能獲得貸方的完全支持下，仍得使用替代參考利率（一旦被確認使用何種替代利率時）。然市場尚未對此等變更內容形成共識，貸方亦對此種方案之採用亦有所疑慮。

在現有交易中停止使用 LIBOR 亦可能引發意料之外的法律後果。舉例來說，若替代利率之修正被賦予重要地位，除可能導致額外的「產品生命週期報告義務」，亦可能使目前的豁免制度歸於無效，並使現行交易重新置入衍生性商品監管規範下。

在 Bailey 的演講中，其對 2021 年後 LIBOR 繼續報價之可能抱持開放態度，事實上 IBA 已宣布在 2021 年後持續提供 LIBOR 報價之計畫，不過該項計畫的成敗將取決於同業銀行是否願意在 FCA 未強制課予其義務之情況下，繼續提交報價。無庸置疑的，2021 年後 LIBOR 如欲繼續報價，其利率之決定過程必須遵守新的基準規定。

Bailey 之演講旨在加速 LIBOR 替代方案之改革進程，然改革方向仍未十分清晰。本文期盼監管機關能制定出避免引發市場崩盤之方案，而目前參與作業的業界團體亦能持續集思廣益，找出此番改革中諸多問題之解決方案。

¹⁴ *Id.*