

## 第六章 金融领域的新旧风险

全球金融危机后，风险偏好改变、新监管框架和先进经济体的长期低利率塑造了金融机构的行为和经营模式。银行仍在对新监管要求作出调整并尽力重获市场信心；机构投资者仍面临传统的风险敞口。同时，资产管理机构的影响持续增加，改变了系统性风险的面貌。

先进经济体银行在表现上仍差于新兴市场经济体。银行将利润的相当一部分用于监管资本，这对其未来表现有利。然而，尽管有以上进展，市场仍怀疑银行能否在困难的环境下维持良好的运作，妥善应对低利率和经济活动疲软的挑战。如果上述挑战持续，将侵蚀银行利润并进一步增加银行的利率风险敞口，使其稳健性成为问题。相比而言，新兴市场经济体的银行仍享有市场信心，这些经济体国内经济形势较好，掩盖了持续增加的金融失衡问题（见第三章）。

低利率环境持续较长时间，尤其对机构投资者带来挑战。面对负债膨胀和资产收益下降，保险公司制定了新的投资策略，并将自身风险转移至客户。尽管目前来看这些措施起了作用，但并不足以在未来应对权益价值停滞不前、固定收益收入下降所带来的挑战。面对同样的困难，养老基金的赤字也不断增大，可能对实体经济产生不利影响。

基于金融市场的融资中介机构填补了银行留下的空白。资产管理部增长尤为迅速，但在支持经济活动的同时也带来了新的风险。即使资产管理公司杠杆较低，其投资协议可能产生类似杠杆的行为，放大并扩散金融压力。近年来，为迎合投资者对高收益的渴求，资产管理公司将资产投向新兴市场经济体，进一步推高了后者的金融繁荣程度，也可能加重了其脆弱性。普遍来看，资产管理者对金融稳定的潜在影响已吸引了监管当局的注意。

本章结构如下：第一节在评估银行近期表现以及在增强稳健性上取得进展的基础上，讨论了其中期面临的挑战。随后的两节采用类似的分析方式，分别研究了保险公司和养老金。最后一节讨论了资产管理部带来的新型风险以及可能的政策应对。

### 银行：市场观念驱动还是掩盖了挑战

在先进经济体和新兴市场经济体，不同的环境导致银行表现存在差别。在先进经济体，银行利润被经济增长减弱、低利率和大额诉讼费用侵蚀，但也通过强化了资产负债表来应对监管改革。不过，由于市场仍存疑虑，银行的融资优势受损，

而这正是其开展中介功能的基础。对比而言，新兴市场经济体银行仍享有市场信心且受益于国内的金融繁荣，但其中部分繁荣已接近尾声。

### 近期表现及重建实力的努力

过去六年，银行部门的表现良莠不齐。美国银行业的利润较高且稳健；与全球金融危机结束时相比，许多欧洲银行的利润在2014年利润都大幅降低（表6.1）。在此背景下，作为银行主要收入来源，净利息收入在美国和欧洲都小幅下降（图6.1，左图和中图）。由于这些银行没有采取削减经营开支来应对收入下降，成本与收入比在2009–2014年持续上升（蓝线）。相比而言，除俄罗斯以外的新兴市场经济体银行的成本与收入比则持续下降，利润也维持较高水平。

不论在先进经济体还是新兴市场经济体，利润都是银行监管资本持续增加的主要来源。2011年中期至2014年中期，留存收益占大型银行核心一级资本(CET1)增量的45%。同期，考虑到风险加权资产轻微下降，相应的CET1监管比率从约7%上升至11%。虽然这对银行稳健性的提升方面有些模棱两可，但平均风险权重的下降（蓝线和黄线的差距加大）显示出银行变得更保守，倾向于对风险较小的

#### 主要银行的利润情况

占银行总资产的百分比

表6.1

	税前利润				净利息收入				贷款损失拨备			
	2009-2010年	2011-2012年	2013年	2014年	2009-2010年	2011-2012年	2013年	2014年	2009-2010年	2011-2012年	2013年	2014年
澳大利亚 (4)	1.04	1.18	1.27	1.28	1.89	1.82	1.78	1.75	0.43	0.20	0.17	0.11
加拿大 (6)	0.84	1.05	1.05	1.06	1.63	1.63	1.65	1.60	0.34	0.20	0.17	0.16
法国 (4)	0.31	0.23	0.32	0.22	1.02	0.98	0.89	0.82	0.30	0.21	0.20	0.15
德国 (4)	0.11	0.14	0.10	0.18	0.85	0.87	0.99	0.91	0.22	0.13	0.17	0.10
意大利 (3)	0.36	-0.61	-1.32	-0.06	1.84	1.71	1.59	1.57	0.70	0.79	1.48	1.06
日本 (5)	0.14	0.55	0.59	0.70	1.01	0.89	0.83	0.81	0.37	0.10	0.08	0.02
西班牙 (3)	1.00	0.35	0.47	0.73	2.44	2.36	2.32	2.29	0.92	1.15	0.96	0.80
瑞典 (4)	0.48	0.64	0.74	0.75	0.96	0.87	0.95	0.88	0.29	0.06	0.07	0.06
瑞士 (3)	0.41	0.18	0.38	0.29	0.55	0.57	0.73	0.78	0.05	0.01	0.01	0.01
英国 (6)	0.27	0.26	0.22	0.39	1.15	1.10	1.08	1.14	0.74	0.38	0.35	0.11
美国 (9)	0.58	0.95	1.24	1.11	2.69	2.41	2.32	2.23	1.52	0.47	0.21	0.20
巴西 (3)	2.29	1.66	1.38	1.66	5.37	4.51	3.84	3.76	1.54	1.29	1.20	0.98
中国 (4)	1.51	1.78	1.86	1.83	2.12	2.37	2.38	2.45	0.26	0.27	0.25	0.33
印度 (3)	1.37	1.41	1.41	1.15	2.28	2.78	2.82	2.81	0.46	0.60	0.57	0.68
俄罗斯 (3)	1.22	2.60	2.04	0.96	5.12	4.16	4.15	3.49	2.98	0.28	0.79	1.58

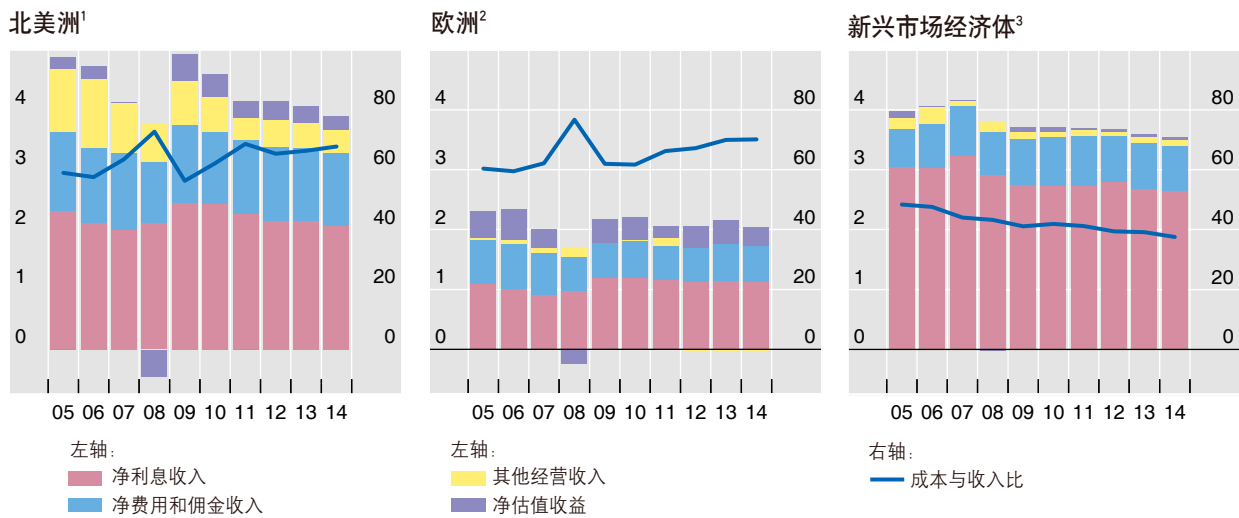
涵盖多个年份的列使用了简单平均数。括号中是银行数目。

资料来源: Bankscope; BIS计算。

## 银行部门收入下降

百分比

图6.1



关于每组中银行的数量，参见表6.1。报告与总资产相关的收入。

1. 加拿大和美国。2. 法国、德国、意大利、西班牙、瑞典、瑞士和英国。3. 巴西、中国、印度和俄罗斯。

资料来源：Bankscope；BIS计算。

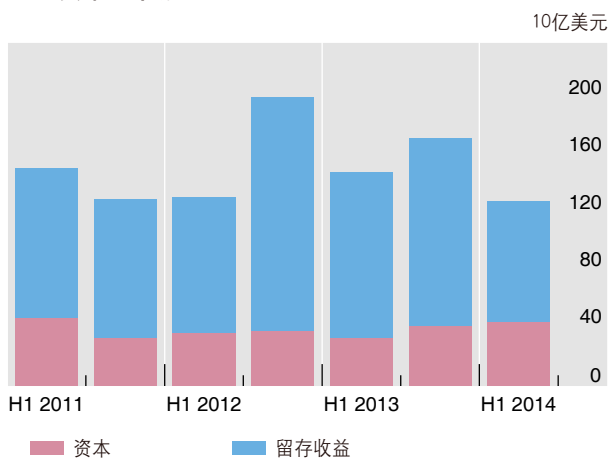
## 客户授信。

银行的一些战略决策确实体现出其已变得更加保守。例如，全球金融危机后对成本和利润二者平衡的再评估，使许多银行减少或宣布减少投资银行部门。这

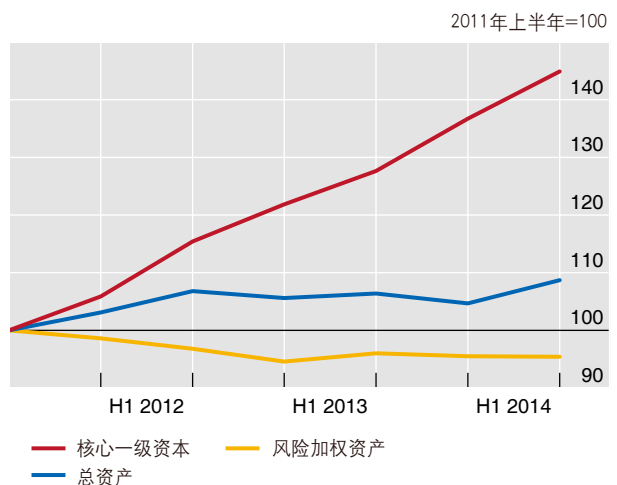
## 银行提高风险缓冲<sup>1</sup>

图6.2

### CET1资本的来源

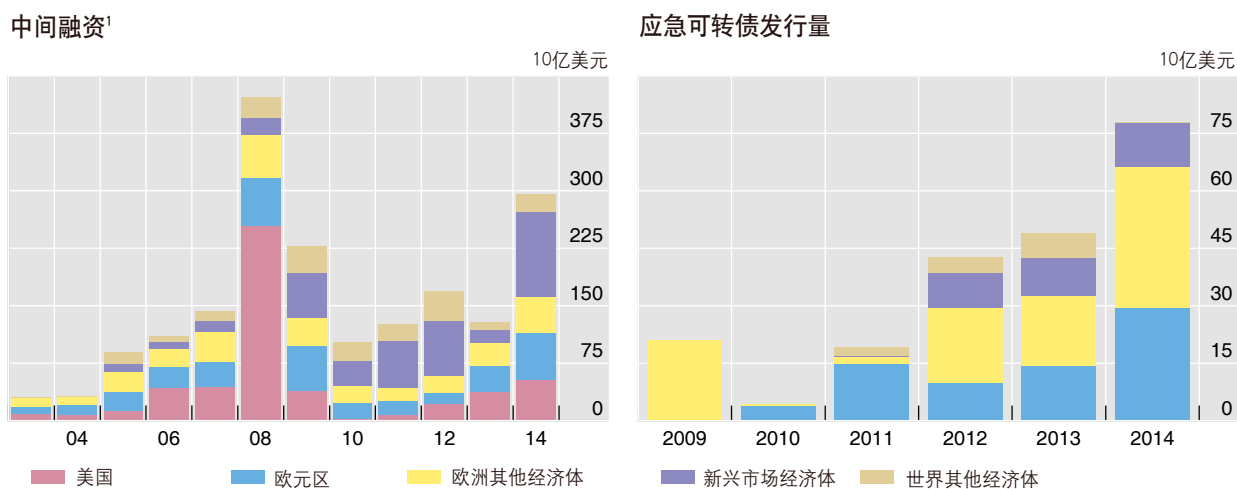


### 银行履行监管要求的情况的变化<sup>3</sup>



1. 包含一级核心资本 (CET1) 超过30亿欧元的国际活跃银行。2. 指税后利润减普通股分红。3. 使用《巴塞尔协议III》定义。

资料来源：巴塞尔银行监管委员会2015年3月《巴塞尔协议III落实情况监测报告》；BIS计算。



种经营模式的转变也进一步减少了做市活动（专栏 6.A）。同样，危机的教训和监管改革也让银行在证券化市场中更加小心翼翼（专栏 6.B）。

尽管如此，也有人担忧风险权重的总体下降部分源于银行采取了投机取巧的报告策略。为节省权益资本，银行有动机来低估风险。为使投资者和外界观察者相信银行不会这么做，监管当局需要定期、透明和可信地对银行的风险评估进行确认。

在负债端，银行利用低利率环境来发行证券，这些债券在资本结构中处于中间位置，可用来吸收损失（图 6.3，左图）。2008 年次级债和优先股（即“中间融资工具”）的净发行量大幅增长，很大程度上源于美国政府支持的银行再注资。此后，净发行量中的很大一部分来自欧洲和新兴市场经济体银行，仅在 2013 年中国实施新的监管标准后暂时下降。全球范围内中间融资的一部分是应急可转债（CoCos），其可满足监管资本要求（图 6.3，右图）。截至目前，只有特定经济体的为数不多的银行被允许发行应急可转债。

尽管银行的大部分中间融资不会被计入监管资本，但近期银行发行的许多此类工具都与促进破产银行有序处置的新政策动议相一致。根据金融稳定理事会的一份咨询文件，全球系统重要性银行（G-SIBs）应建立应对处置的吸损能力，并为此提出了若干建议。这些建议旨在使银行处置的影响仅限于自身，而非对整个体系造成冲击或让纳税人承担负担（专栏 6.C）。

### 未来的挑战与风险

先进经济体持续的低利率环境使银行前景堪忧。在此环境下，存款及其他融资手段的成本很快降至零利率下限，新购买证券的收益率降低、较低的期限溢价

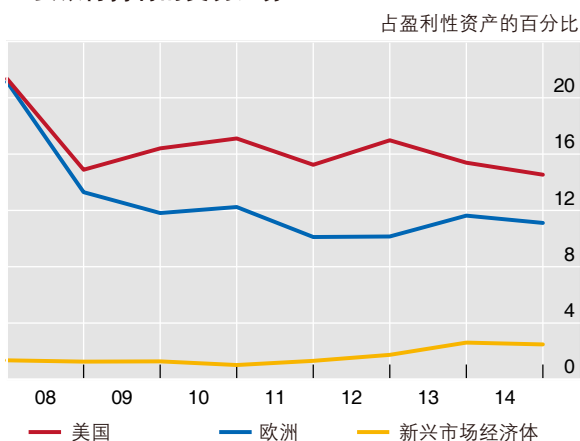
近期，市场流动性降低（见第三章），政策制定者和分析人士开始关注流动性的重要提供者：专业化的交易商，即做市商。做市商做市活动减少有多重原因。一些原因是交易商在危机后重新评估了其自身风险承担行为和经营模式的可行性。另一些原因则与新的监管要求有关，其旨在将做市活动以及与交易相关活动的成本提高到与其潜在风险和对金融体系风险相一致的程度。要达到这一监管目标，可能需要向一个较低但更稳健的流动性环境过渡。

做市商是流动性服务的重要提供者。它们作出承诺，在临时性的供需失衡中为客户发起的交易提供买卖服务。人们普遍认为，做市活动定价过低加重了危机前的“流动性假象”，即给人造成了总能获得充裕流动性的错误印象。危机爆发后，银行库存的公司债和其他交易证券减少，使市场流动性下降（图 6.A，左图；同时参见图 2.11，左图）。充分理解近期的情况对未来评估市场流动性状况是必不可少的。

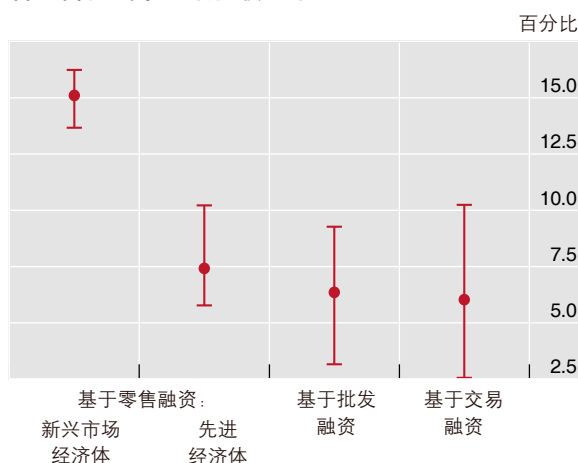
交易模式改变，交易商库存的变化

图6.A

主要银行持有的交易证券<sup>1</sup>



各经营模式下的股权收益率<sup>2</sup>



1. 样本包括18家欧洲银行、7家美国银行以及8家新兴市场经济体银行。2. 2008年至2013年每年股权收益率的幅度（线段）及相应的平均数（点）。参见R Roengpitya、N Tarashev和K Tsatsaronis的《银行经营模式》，2014年12月BIS《季度评论》，55-65页。资料来源：Bankscope，BIS计算。

其一，危机后做市活动的损失大幅增加，部分源于交易商对库存资产估值和融资风险的容忍度降低。<sup>①</sup> 在很多国家，交易商开出了更高的风险溢价并对其风险管理进行改革，以更好地平衡不同经营线条的成本和利润。这提高了做市服务的价格，在公司债市场等流动性较差的市场中尤为如此，尽管在不同国家、不同客户类型中的程度不同。

此外，危机后银行开始重新评估自身经营模式，评估结果并不鼓励做市商的角色。近年来，那些主要从事商业银行活动的机构比开展交易和基于投资银行策略的机构更为有效、产生了更高且更稳定的利润，而后一种经营模式与做市服务紧密相关（图 6.A，右图）。<sup>②</sup> 作为回应，一些银行放弃或

大幅减少了交易活动；德国、英国的银行宣布对其投资银行部门进行重大重组。

根据近期一项调查，主要交易商将监管改革视为做市活动减少的另一原因。<sup>①</sup>特别是，它们认为杠杆率和资本要求对低保证金、资产负债表密集型经营模式（如回购融资交易等）起到了限制效果。它们还指出，固定收益库存进行储存的成本上升。

然而，对市场流动性的总体影响还取决于一些其他因素。一是做市商利用新的交易技术来降低成本的能力。二是其他市场参与者填补传统做市商空白的能力，这也决定了做市成本在多大程度上被转移至客户，以及最终转移至广大投资者的程度。

从政策角度看，一个关键的问题是做市行为正经历的变化是否有助于防范流动性危机。为达到这一目的，正常状况下做市服务的价格应与危机时迅速减少的流动性的高价格相关联。诚然，这种价格调整很难防止极端冲击下金融市场停止运作，但这应能提示市场：即便是建立了额外储备，市场流动性也不总是可得，不能排除价格会出现崩溃的可能。通过降低市场参与者在遭受普通流动性冲击时的脆弱性，这类冲击自我扩大并损害整个市场流动性的可能也会降低。

①参见全球金融体系委员会（CGFS）《做市活动和自营交易：行业趋势、动机及政策影响》，CGFS 报告，2014 年 11 月，第 52 号。②参见 R Roengpitya、N Tarashev 和 K Tsatsaronis 的《银行经营模式》，2014 年 12 月 BIS《季度评论》，55–65 页。③参见注释①的附录四。

以及竞争性市场中下降的贷款利率持续侵蚀着银行的净利息收入（专栏 6.D）。盈利能力的降低会损害作为资本重要来源的留存收益，并最终影响银行的稳健性。

持续低利率环境下，银行面对利率上涨的风险敞口也在增加。正如近年来收益率下跌增加了资产估值收益，货币政策环境最终转向正常也将产生损失。银行的权益资本将缩水，因为其短期负债在很大程度上对利率变动不敏感。这与利率上升时对寿险公司和养老金所获得的收益不同，这些机构资产的期限通常显著短于负债端的期限。这同时凸显出制定政策激励、要求银行更妥善应对利率风险的监管动议的重要性。

近期银行贷款出现的损失，显示出一些先进经济体银行在利润率和利率风险之外还面临其他挑战。特别是，意大利和西班牙的大型银行反复报告了远高于其他同行的贷款损失（表 6.1）。行业分析显示，2014 年出现的贷款损失仅仅部分归结于欧央行资产质量评估引发的银行对资产负债表的清理，并强调损失可能在下降前还会进一步上升。

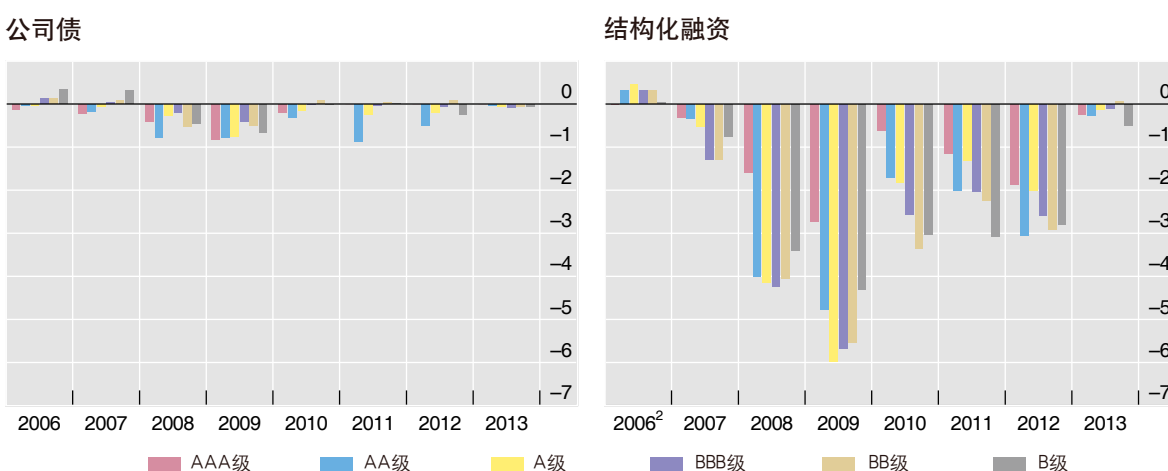
基于价格的指标显示，市场更倾向于新兴市场经济体银行而非先进经济体银行。非金融部门的较高市净率显示出市场情绪总体乐观，在这种背景下，权益投资者对美国、瑞士和北欧银行略显冷淡（图 6.4，左图），且对英国、欧元区银行较为悲观（图 6.4，右图）。评级机构的观点类似，在美国次贷危机和欧洲主权债务危机中，美欧银行的独立评级（衡量了缺乏外部支持下银行的稳健性）都大幅下挫，至今没有恢复（图 6.5，左图）。相比之下，新兴市场经济体银行的平均市净率较高，独立评级也有所上调。尽管如此，当本地环境变差时这种信心能否持续仍有待观察（见第三章）。

金融危机凸显出证券化市场存在的缺陷。2008—2009年，固定收益证券被突然降级，迫使银行需迅速筹集资本来覆盖风险暴露。尽管平均来看公司债仅仅被下调了一个级别，但与其相关的证券化产品却被调低了3~6个级别（图6.B）。此外，尽管在2009年后下调公司债的情况就有所减慢，相关证券化产品的评级下调却延伸至2012年。这种不对称显示出违约风险模型提高了特定高层级产品的评级，因而虚假地降低了监管风险权重。此外，风险能得到精确估计的不可靠的假设，也使处于证券化结构中层级产品的资本严重不足。

信用风险评估的变动<sup>1</sup>

平均一年评级变动

图6.B



1. 基于惠誉的全部评级。柱状图中每个柱的颜色代表了年初的评级，高度则代表了一年中评级的平均变动情况。正数（负数）代表评级上调（下调）。2. 仅指美国的工具。  
资料来源：惠誉评级；BIS计算。

近期对证券化框架的调整考虑了上述教训。<sup>①</sup> 新的框架包含了“遵守或解释”的规定，以激励银行降低对外部评级的依赖。框架也减少了可用于计算银行监管资本和简化其层级的方法的数量。重要的是，调整后的框架引入了避免资本不足的监管措施，同时维持了对风险的敏感性，即要求对风险更高的证券化风险暴露设定更高的资本要求。

与风险敏感的监管要求相一致，较简单的、更透明的证券化产品对应较低的资本要求。据此，巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织共同提出了一系列标准，旨在帮助建立简单和透明的资产池。<sup>②</sup>

但是，对这些资产池的风险评估也存在显著的不确定性。忽略这一点，将使某些产品会出现严重的资本不足。

证券化层级十分特殊的地方是其能改变不确定性。Antoniades 和 Tarashev 研究了简单和透明的证券化业务，指出标的资产池真实违约概率的很难降低的不确定性，会在高一级别的层级中显露出来，



就是所谓的“夹层档”。<sup>③</sup>《巴塞尔协议II》框架忽略了这点，造成了“悬崖效应”，较小的估算错误会导致这些层级资本要求的不成比例的大幅变动。这可能导致严重的资本不足和风险定价失误。调整后的框架确保了夹层档的资本计算不会出现这些问题，是解决金融体系中的一个重要脆弱性的受欢迎的一步。

① 巴塞尔银行监管委员会，《巴塞尔协议III：对证券化框架的调整》，2014年12月。② 巴塞尔银行监管委员会和国际证监会组织理事会，《识别简单、透明和可比的证券化的标准》，咨询文件，2014年12月。③ A Antoniadou 和 N Tarashev，《证券化：分级造成不确定性集中》，2014年12月 BIS《季度评论》，37-53页。

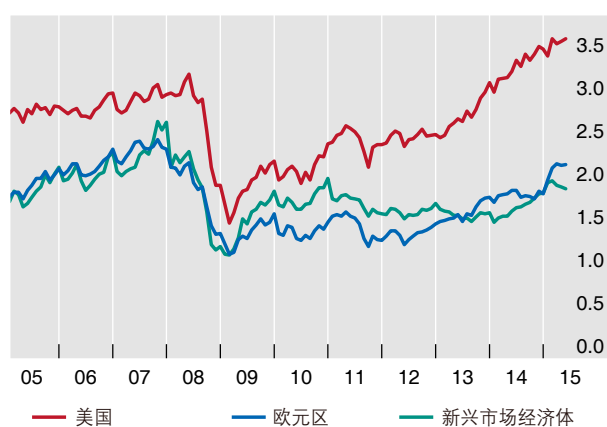
先进经济体的银行近年来无法恢复市场对其的信心，因此在一定程度上丧失了融资优势。这一优势对其成功十分重要。两个自我强化的原因包括：一是危机中和危机后先进经济体银行的不确定性都很大，使资本市场参与者在2012年之前对其提出了远高于拥有相似评级的非金融企业(NFCs)的融资成本(图6.5, 中图)。尽管这种趋势随后有所缓解，但欧元区以及英国银行仍受到较大影响。二是危机后非金融企业的评级基本维持稳定，但银行的“全部评级”(all-in rating, 评估了银行的自身实力和可获得的外部支持)都持续恶化(图6.5, 左图)。以上因素导致银行融资优势丧失，部分解释了银行降低传统中介活动以及与此同时市场化融资增加的原因(见下文)。

## 股市显示出对银行的怀疑

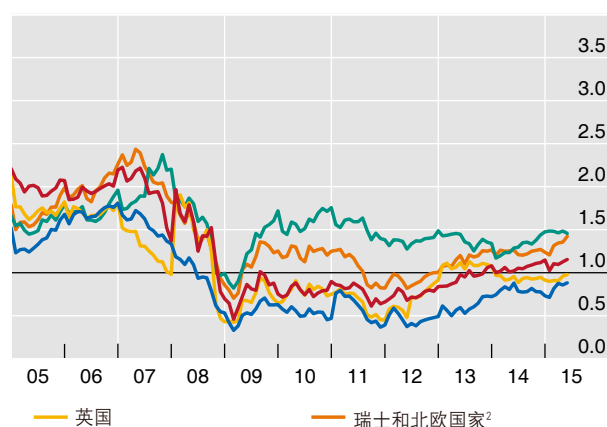
市净率

图6.4

### 非金融企业



### 银行<sup>1</sup>



1. 通过对某一区域内所有机构的总市值进行加总，除以相应的负债总值计算得出。2. 丹麦、挪威、瑞典。  
资料来源：美国银行美林证券；Datastream；BIS计算。



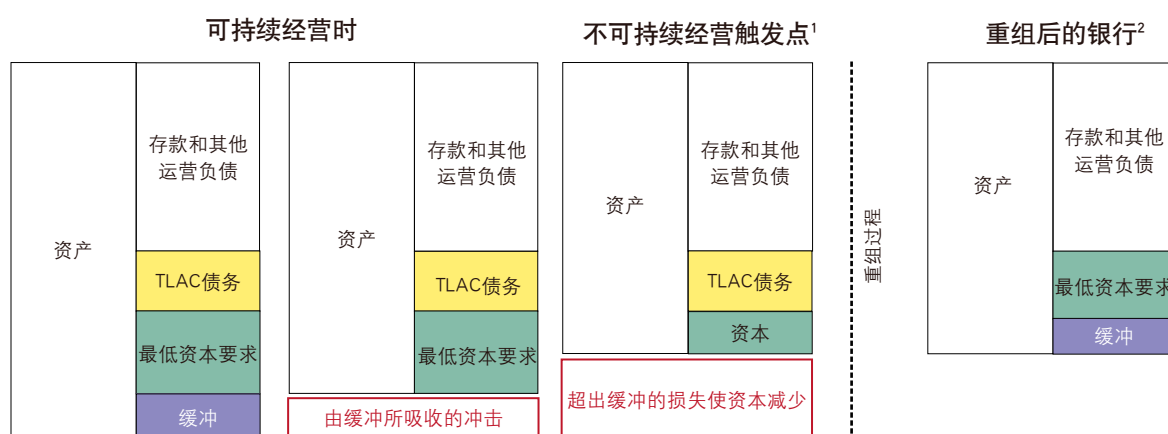
国际金融危机后的监管改革旨在降低经济体对金融体系压力的风险敞口。为此有两个互相补充的目标：确保机构稳健运行的最低标准，以降低其倒闭的可能；以及降低机构倒闭时对金融体系和经济的冲击。前者已写入更为严格的《巴塞尔协议III》资本和流动性标准中，确保机构可持续运行；后者则是在银行不可持续经营时，增加处置的效率。对于第二个目标，金融稳定理事会已列出了有效处置的一系列关键性原则，同时提出了关于全球系统重要性银行的吸收损失能力新标准，即“总吸损能力”（TLAC）<sup>①</sup>。

TLAC可以补充《巴塞尔协议III》监管资本的吸损能力要求。一般来看，一家正常运营的银行需要拥有足够的资本来达到监管最低要求和缓冲要求以及足够的TLAC负债（图6.C，左一）。资本缓冲是银行的第一道防线，可吸收最初的损失并确保银行的中介活动不受影响（左二）。一家可持续经营的银行能够达到最低资本要求，并被认为能够通过补充资本缓冲来应对冲击，例如通过留存收益。尽管如此，如果遭受大额且持续的损失，则会使银行资本下降至最低资本要求，这时银行很可能被认定为无法恢复，即不可持续（左三）。一旦被认定为不可持续，银行将进入处置程序，此时TLAC债务将被用于“自救”，即TLAC被转化为股权或进行核销。这使得当局可为陷入困境的机构（或承接其功能的重组后机构）再注资，期间市场信心得以维持，同时机构能继续提供关键性的服务（左四）。最终，TLAC成为了预先提供的资本来源，能够在处置过程中被使用，防止处置过程产生破坏性的影响。

TLAC建议详细说明了银行应如何建立额外吸损能力。可称为一级资本或二级资本的资源可用于满足处置的TLAC要求，但也明确至少三分之一的TLAC要求需由债务工具满足。为能随时用于自救，这些负债必须满足一系列标准。其中关键的是，法律安排中必须清晰注明TLAC债务工具的求偿次序要次于其他经营类负债（如存款和衍生品，以及其他对手方的交易敞口）。这将降低法律风险或求偿

处置中TLAC的功能：示意图

图6.C



每部分的大小是为阅读方便而设定的。其不对应任何现实中的银行，也不体现《巴塞尔协议III》与TLAC动议中不同负债的相对大小。

1. 非TLAC负债也在处置中面临损失，这与相适应的处置机制下债权人受偿权的先后次序相一致。2. 处置中的银行或其继任实体应在1~2年内能达到最低TLAC要求（如果其仍是G-SIB）。

声明。其他标准则要求 TLAC 负债是非担保的且剩余期限长于 1 年，以确保在银行接近不可持续经营时点时拥有足够多的余量。TLAC 建议的目的是银行倒闭和处置不会动用纳税人资金，且确保处置过程是顺畅的，不论是以再注资和重组的形式还是对其实施有序清算。

TLAC 要求的具体设定，参考了现有监管做法。TLAC 证券应至少达到以下两者中较大一者的量：(i) 银行风险加权资产的 16% ~ 20%，<sup>①</sup> (ii) 达到银行《巴塞尔协议 III》杠杆率要求对应资本要求的两倍。此外，TLAC 要求将是一个最低要求，各国当局可在辖区内进一步提高该要求。TLAC 的实施日期尚未确定，不会早于 2019 年 1 月。

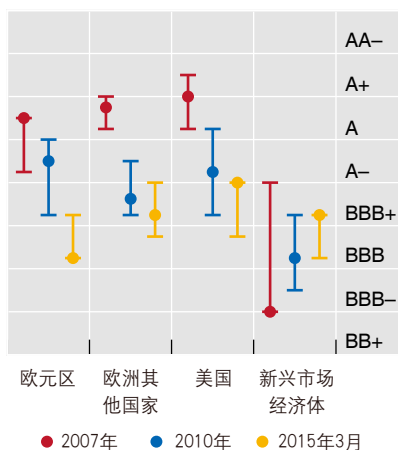
重要的是，TLAC 的有序性依赖于其他审慎框架和处置机制，TLAC 对其形成补充。TLAC 建议与《巴塞尔协议 III》规则相兼容。其维持了资本和流动性标准的完整性，且有助于提高可持续经营银行的稳健程度。当机构触及不可持续经营的红线后，TLAC 资源将被动用，作为处置当局在建立新机构中的《巴塞尔协议 III》缓冲。此外，TLAC 还需要与现有和正在讨论的处置框架以及不同的机构组织结构相一致。目前相关规则正在制定中，具体要求也在校准。在框架中维持足够的灵活性，对不同国家和不同机构的处置框架及处置策略予以充分考虑将非常重要。

① 金融稳定理事会，《全球系统重要性银行在处置中的足够吸损能力》，咨询文件，2014 年 11 月。  
② 最终规则将在这一区间指定一个具体的数目。

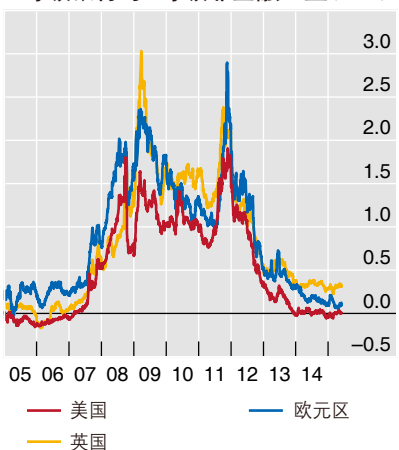
## 银行评级下降损害其融资能力

图 6.5

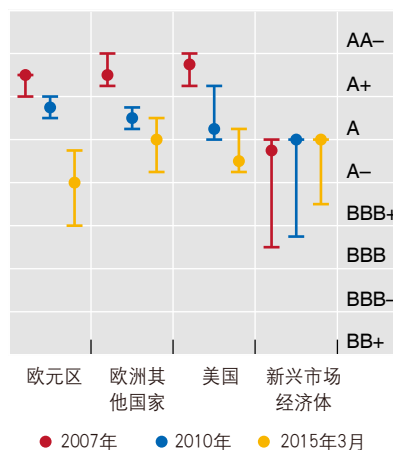
银行的独立评级(stand-alone rating)<sup>1</sup>



融资成本对比：  
A 等级银行与 A 等级非金融企业(NFC)<sup>2</sup>



银行的全部评级(all-in ratings)<sup>3</sup>



1. 线段两端分别表示第 20 个和第 80 个资产加权的百分位数。点代表资产加权中位数。基于穆迪评级的银行融资能力评级（左图）和长期发行者评级（右图）。2. 经期权调整的由银行分指标利差减去非金融企业分指标利差，再除以非金融企业分指标利差。分指标包括本币各种资产。

资料来源：美国银行美林证券；惠誉评级；穆迪评级；BIS 计算。

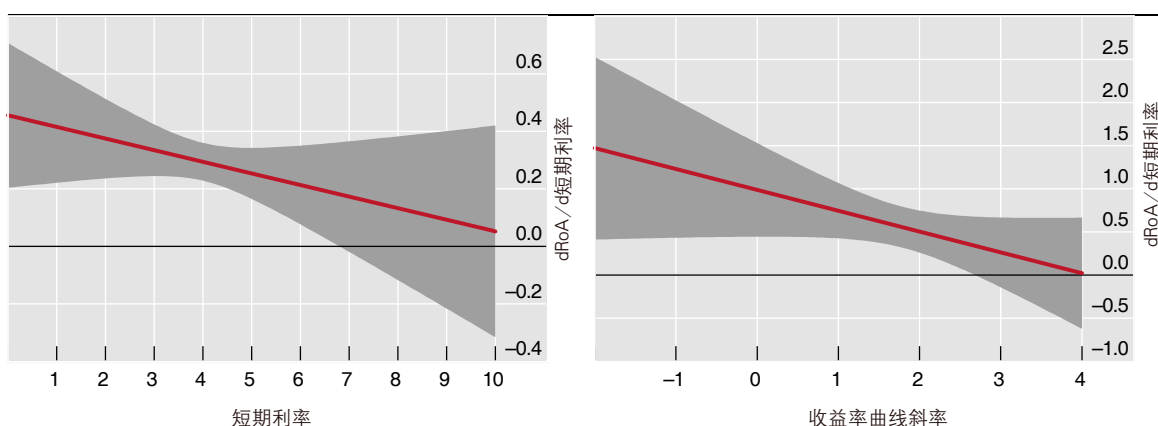
货币政策长期维持宽松将损害银行的盈利能力。这是因为，较低的短期利率和平坦的收益率曲线会降低银行的净利息收入，二者分别减少了银行的利息收入和期限转换收入。同时，贷款损失拨备的较低利率虽能降低偿债成本，违约率也降低，但这都没能抵消上述负面影响。低利率提高了证券的估值，这种非利息收入也没能抵消以上负面影响。事实上，Demirgüç-Kunt 和 Huizinga<sup>①</sup>使用 80 个工业国和发展中国家的银行业数据得出，利率下降总体上降低了银行的盈利能力。Alessandri 和 Nelson 在研究英国银行时得出了类似的结论。<sup>②</sup>

近期 BIS 的一项研究通过使用总部位于 14 个主要先进经济体的 109 家大型国际银行的数据，证实了上述结论。<sup>③</sup> 但 BIS 的研究发现，利率结构变化（短期利率和收益率曲线斜率）对银行盈利能力的影响，会随着利率下降以及收益率曲线变平缓而变得更为显著。对于短期利率，这种非线性的效果反映出低利率下对银行盈利能力的“存款赋予效应”（deposit endowment effect）会减弱，即随着存款利率无法（至少不可能显著）降至零以下，存贷款利差会在政策利率走低时缩小。对收益率曲线斜率而言，这种非线性关系可能来自于对长期贷款和银行服务以及拨备的需求。图 6.D 显示，短期利率和收益率曲线斜率越短，其对资产收益率（RoA）的影响约大。例如，短期利率从 1% 降至零，估计将在一年内造成资产收益率（RoA）下降 0.4 个百分点，这一幅度是短期利率从 7% 降至 6% 时 RoA 变动的两倍（左图）。与此类似，收益率曲线低斜率从 -1 个降至 -2 个百分点时，将使 RoA 在一年中降低 1.2 个百分点，这一效果只是斜率从 2 个降至 1 个百分点时 RoA 变动幅度的一半（右图）。

根据上述估算，在金融危机爆发后的两年中（2009-2010 年），短期利率下降给银行盈利能力 RoA 带来的负面影响，得到了收益率曲线增加给 RoA 所带来正面影响的充分弥补。总体来看，在其他条件不变的情况下，上述变化在 109 个银行的样本中使 RoA 平均上升了 0.3 个百分点。在随后的四

利率结构变动对银行资产收益率（RoA）的影响

图 6.D



RoA=税前利润除以总资产。短期利率=3个月期银行间利率，以百分比计。收益率曲线的斜率=10年期政府债券和3个月期银行间利率的利差，以百分点计。竖轴为RoA对短期利率（左图）及收益率曲线斜率（右图）的导数，以百分点计。灰色区域为95%的置信区间。

资料来源：BIS计算。

年中（2011–2014年），短期利率继续下降，收益率曲线更加平缓，总共造成 RoA 下降 0.6 个百分点。当对不同的商业周期和银行个体特征（如规模、流动性、市值和市场融资事件）进行控制后，上述结论仍然成立。

①参见 A Demirgüç-Kunt 和 H Huizinga, 《商业银行利息收益和盈利性：一些国际证据》，《世界银行经济评论》，13(2), 1999 年, 379–408 页。②参见 P Alessandri 和 B Nelson 《简单银行业务：盈利能力和收益率曲线》，《货币信贷和银行杂志》，47(1), 2015 年, 143–75 页。③参见 C BorioL、Gambacorta 和 B Hofmann 的《货币政策对银行盈利能力的影响》，BIS 《工作论文》，2015 年（即将发布）。

最近的欧洲主权债务危机以及各国当局对主权敞口的应对，导致欧洲银行对企业的授信下降。<sup>1</sup> 与全球监管标准的基本思路相反，较之于拥有相似风险特征的公司敞口，母国当局允许银行对主权风险采取了不那么严格的处理方式（专栏 6.E）。因而，当政府债券的风险溢价在主权债务危机中陡升时，相应的资本和流动性要求基本未变。特别是欧元区银行利用了由此得到的盈利机会，以政府债券替代了企业授信。对于诸如中小企业的缺乏市场融资途径的机构而言，其遭受了这种信贷错位的打击。

## 保险公司：应对低利率难题

低利率对银行业的影响尚未完全显露，但已给保险公司带来了较大困难。其一，持续低利率使保险公司开展新投资的收益率降低，因而降低了其盈利能力。同时，新的会计规则要求将未来的债务义务折现至现在，先前在签订保险协议时利率曾较高，而今利率已经降低，使负债的价值上升。在这一背景下，尽管保险公司股价显示投资者对其仍持有较乐观态度，其信用评级已出现一些信号，值得保险机构警惕。

财险和意外险公司在 2014 年表现较差，是不同力量较量的结果。例如，一些国家保费收入较高，使盈利能力得以维持（表 6.2）。在 2013 年中期至 2014 年中期，这使得欧洲非寿险保险机构的综合成本率（即承保亏损、支出和投保人分红之和除以保费收入）轻微下降至 94%。尽管如此，美国保险公司则面临支出上升和灾难损失，并由此抹去了保费收入增长的相当部分，导致综合成本率达到 99%。同时，投资回报的持续、普遍下降，也使全球几乎所有主要金融中心的非寿险保险机构的盈利能力下降。

尽管面临大量依赖投资收益的挑战，寿险公司的表现还是有所改善。成本削减，以及资产管理产品等新型业务使收入增加，都起到了重要的作用。根据行业估计，寿险部门的股权回报率有所上升，从 2012 年的低于 10% 上升至 2014 年的

1. 参见 B Becker 和 V Ivashina 的《欧洲主权债务危机的金融压抑》，瑞典金融出版社，研究论文，第 14–13 号，2014 年。

## 保险业的利润率

百分比

表6.2

	非寿险						寿险					
	保费收入			投资收入			保费收入			投资收入		
	2010-2011年	2012-2013年	2014年	2010-2011年	2012-2013年	2014年	2010-2011年	2012-2013年	2014年	2010-2011年	2012-2013年	2014年
澳大利亚	3.4	8.0	1.6	7.2	6.2	6.0	5.8	4.9	29.7	...	...	...
法国	3.9	0.9	1.7	2.4	2.1	1.7	-5.4	-1.0	...	3.2	4.9	...
德国	-0.4	3.8	4.0	3.4	3.3	3.0	1.3	2.5	...	4.0	5.0	...
日本	1.0	4.7	3.7	1.5	1.8	1.2	5.3	0.2	6.3	...	...	...
荷兰	3.4	0.2	...	2.0	2.0	...	1.1	-8.4	-12.1	5.4	4.8	...
英国	2.3	3.5	3.9	3.6	3.6	2.7	-0.8	-0.2	2.0	...	...	...
美国	1.5	3.1	5.9	3.7	3.4	2.9	10.3	-3.1	11.0	4.8	4.6	4.6

多年的值为各年的简单平均数。

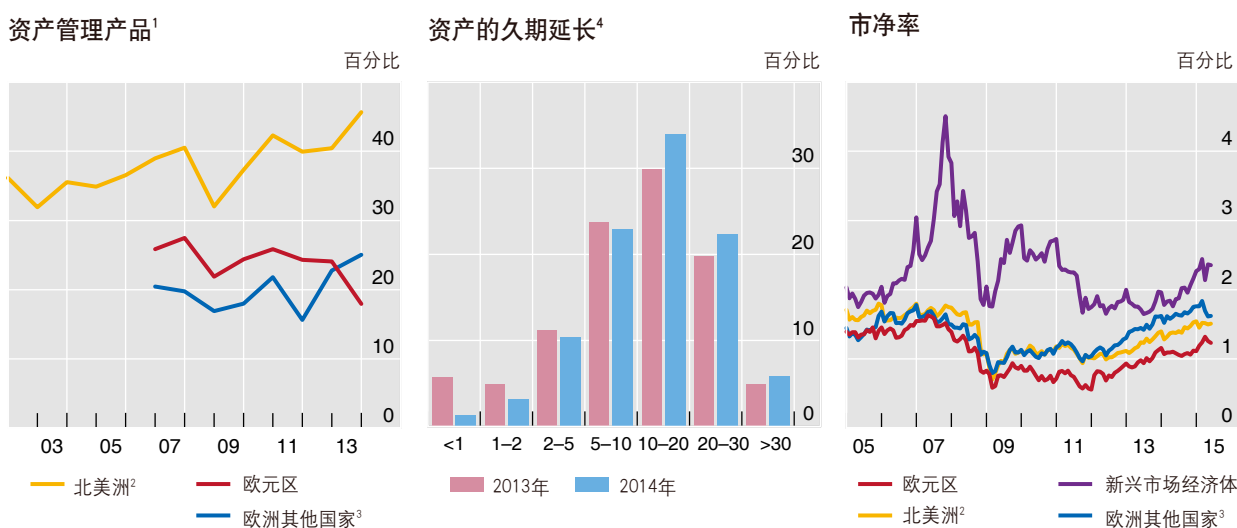
资料来源：瑞士再保险；sigma database；各国监管当局。

约12%。

寿险部门的一些趋势与更保守的风险管理相一致。例如，北美、瑞士和英国寿险公司在负债端的资产管理产品比重上升（图6.6，左图）显示其将财务风险转嫁至消费者。在资产端，欧洲的保险公

## 保险公司：市场观点的变化和经营模式

图6.6



1. 占寿险和健康险负债的比例。资产管理产品指独立账户资产（美国机构）或单位关联负债（欧洲机构）。2. 加拿大和美国。3. 瑞士和英国。4. 德国保险公司持有的经合组织政府债券账面价值占总量的比重，按期限分类。

资料来源：德国央行；Datastream；SNL；BIS计算。

## 主权债务敞口的监管处理: 更加注重风险敏感性

巴塞尔框架要求最低监管要求与对应风险相一致,<sup>①</sup>这是该框架的基本理念。尽管如此,一些国家在实践中使用了优惠主权债敞口的处理措施,这与非金融企业的风险敞口对应。这降低了监管要求对风险的敏感性。<sup>②</sup>由于这种扭曲有损于金融稳定,目前已有一些政策动议来重新评估银行监管中对主权风险敞口的处理方法。

具有优惠的敞口处理方式中,最明显的例子是某国以及某银行以相同的本国币种举债时风险敞口处理方式不同。各国当局可以选择(但无此种义务)要求对此类风险敞口实施很低的风险权重,远远低于私人公司部门拥有相似风险特征的敞口的权重。通常情况下,该权重都是零,无论具体主权评级如何。目前,银行账户中使用标准法衡量信用风险,以及在交易账簿中使用所建议的方式来衡量具体风险,都存在上述问题。<sup>③</sup>

在处理流动性风险中,主权债目前是且很可能继续是有吸引力的投资。对零风险权重主权敞口的监管措施的一个例子是:其不受限制地成为满足银行流动性标准的高质量流动性资产。或者,采取所建议的交易账户规则,要求银行在特定期限内评估其敞口的风险。虽然风险评估的结果随评估期限而机械变动,但该期限要求对流动性更高的证券而言较短,其更容易在压力环境下出售。考虑到主权债在历史上具有较高的流动性,相关的评估期限也一般是相应级别公司债评估期限的三分之一至二分之一。

此外,主权敞口在对大额敞口的监管规则中免受集中度的限制。因此,看到主权债在银行资产负债表占据重要地位并不奇怪。在全球30家大银行组成的样本中,主权风险敞口占银行账户的比重从2004年的约12%上升至2013年底的20%。<sup>④</sup>在欧元区周边地区,银行持有本国主权债占总资产的比重稳定上升,从2008年的3%上升至2014年底的8%以上。<sup>⑤</sup>

以上情况加重了银行和国家之间的相互依存程度。在过去几十年间,银行依赖国家的显性或隐性支持,来提高其评级或降低其融资成本。近期,对主权风险敞口采取的偏向性的处理方式,也允许本身处于压力状况下的银行为陷入困境的政府提供融资。在2010-2011年的主权债务危机中,这种不稳定的双向关联变得明显,将金融压力推向新高。

以上问题促使人们重新审视主权敞口的监管处理方式。第一步是在衡量信用风险的标准法中对银行得到主权支持的处理方式。目前,推荐的修改建议是不再允许借出银行通过参考借入银行的主权评级来降低其跨银行风险敞口的风险权重。一旦实施,这些修改将把借出银行的资本要求(以及最终的贷款利率)与借入银行的风险程度更紧密地关联在一起。<sup>⑥</sup>此外,即将实施的杠杆率要求也可对给定银行资本水平下可承担主权风险敞口的量作出限制。尽管如此,还需采取更多工作来妥善处理主权风险敞口本身的监管处理方式。

很重要的一点是需要意识到,国家获得优惠处理的这种地位源于一个误导性的论点,即央行会为本币主权债进行货币化融资,防止其对自身违约。尽管如此,近期欧元区的例子显示这种解决方式在单一货币区内并不适用,在这种货币区内,宏观经济条件并不与某个特定主权所承担的压力相一致。此外,历史上也有一些本币主权债违约的案例(大多是新兴市场经济体),也使该论点的可靠性下降。即使债务货币化能够避免主权违约,这种做法也损害了央行的独立性和市场对该国货币的信心。反过来,这将导致更高的通胀和货币危机,从而对银行体系带来负面影响。所有这些思考都凸显出了将主权风险的监管要求与主权压力可能性相联系这种做法的优势。



① 巴塞尔银行监管委员会,《巴塞尔协议 II:资本衡量和资本标准的国际趋同:一个修改的框架——综合版》,2006年6月。  
 ② 参见国际清算银行,《巴塞尔资本框架对主权风险处理方式》,BIS《季度评论》,2013年12月,10页。③ 巴塞尔银行监管委员会,《对交易账户的根本性审核:现有问题》,咨询文件,2014年12月。④ 基于巴塞尔银行监管委员会的数据。⑤ 参见欧洲系统风险委员会,《对主权风险敞口的监管处理方式报告》,2015年。⑥ 巴塞尔银行监管委员会,《信用风险的标准法处理方式的修订》,咨询文件,2014年12月。

司增加了债券组合的期限(中图),因此收窄了久期缺口。<sup>2</sup> 这种情况体现出资产负债表形势改善,但解读也应小心,因为其依赖折现率和投保者行为方面的前提假设。

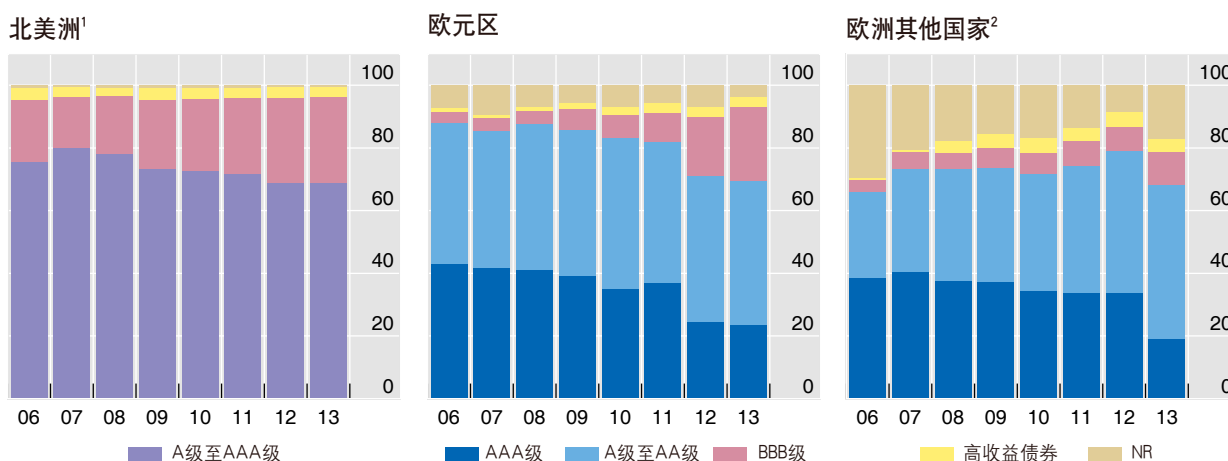
同时,保险公司资产的风险特征也在近年来不断恶化,尽管在开始时其曾经采取保守的措施。监管要求和机构职能的双重压力,使保险公司主要持有投资级证券,在该范围内,其资产分布已从最优质资产转变为最劣质资产(图6.7)。这种转变部分源于现有证券的质量下滑,但这也与追寻高收益的行为相一致。美国的保险机构主要在公司债和房地产抵押债市场上投资,而欧洲的保险机构则在主权债市场上追寻高收益。相关国家当局事实上鼓励这么做,允许保险机构对其主权债实施零的风险权重(正如其允许银行这么做一样),哪怕这些国家的主权评级很低且还在下降。

股市和评级机构对保险部门的看法不同。2011年以来,主要先进经济体保险

## 保险公司转向更低级别的投资

占承担信贷风险的证券的百分比

图6.7



1. 加拿大和美国。2. 丹麦、挪威、瑞士和英国。  
 资料来源: SNL; BIS计算。

2. 参见欧洲保险与职业年金管理局(EIOPA)的2014年12月的《金融稳定报告》,37页。



公司的市净率不断上升，新兴市场经济体保险公司的市净率自 2014 年中期以来，从原本较高的水平进一步上升（图 6.6，右图）。这可能反映出其财力的上升，但也可能是市场整体表现向好的结果（见第二章）。相比而言，保险机构的评级自金融危机以来显著恶化，且基本没有恢复。一个可能的原因是费用和保费增长会最终停止，而其对维持保险公司的近期利润十分重要。

## 养老金：赤字增加

金融市场环境和人口变动给养老金带来沉重负担。养老金的最大问题是利率持续维持低位，这同时减少了投资回报和折现率。折现率下降，会使养老金负债价值较资产价值更快增长，因为资产通常期限较短。以上因素导致养老金赤字扩大，并可能对经济带来更广泛的影响。

不同国家的折现率显著不同。关于先进经济体公司支持养老金的行业报告，2013 年的折现率从北美洲的 4% 到日本的 1.5% 不等。这同时反映出本地金融市场和会计标准的不同。大多数会计方法将折现率与养老金资产的长期预期收益率或低风险债券（如高等级债券）的市场收益率相挂钩。不论采取哪种方式，若债券收益率下降，折现率也会下降，只是在不同国家、不同部门间下降的程度不同。

美国的养老金为会计标准不同的影响提供了一个好例子。例如，根据美国数据来源，美国公共养老金的基于回报的平均收益率比其私人部门同行高出 300 个基点。为说明情况，若折现率下降 400 个基点，一家典型的美国养老金的负债将增加 80%。尽管如此，美国会计标准近期已经或有待进行的改变预计可以缩小这一差距。

在超低利率环境下，政策措施可暂时缓解养老金的压力。例如，监管当局在 2012 年上调折现率，部分是用于回应行业内出现的担忧，即现有的普遍低利率已经与养老金计划内在融资条件的融资比率相脱节。这种措施可能是直接的，如瑞典设置了折现率下限，丹麦设定了更高的长期折现率；也可能是间接地，如美国使用较长的、25 年期限来计算利率走廊。同样地，美国在 2012 年对监管进行修订，使养老金便于将合同出售给保险公司，以及向养老金参与者一次整笔付款。

这种协议义务的转移是养老金部门长期使用的一种风险管理策略。最主要市场上出现的一个趋势，即“固定缴费计划”（DC，成员承担投资风险），增速高于“固定收益计划”（DB，其向成员承诺固定收益）。实际上，固定缴费计划在养老及负债中的比重从 2004 年的 39% 上升至 2014 年的 47%。这一趋势很可能延续，因为养老金需要应对不断增长的预期寿命，其增加了养老金未来债务责任的现值。

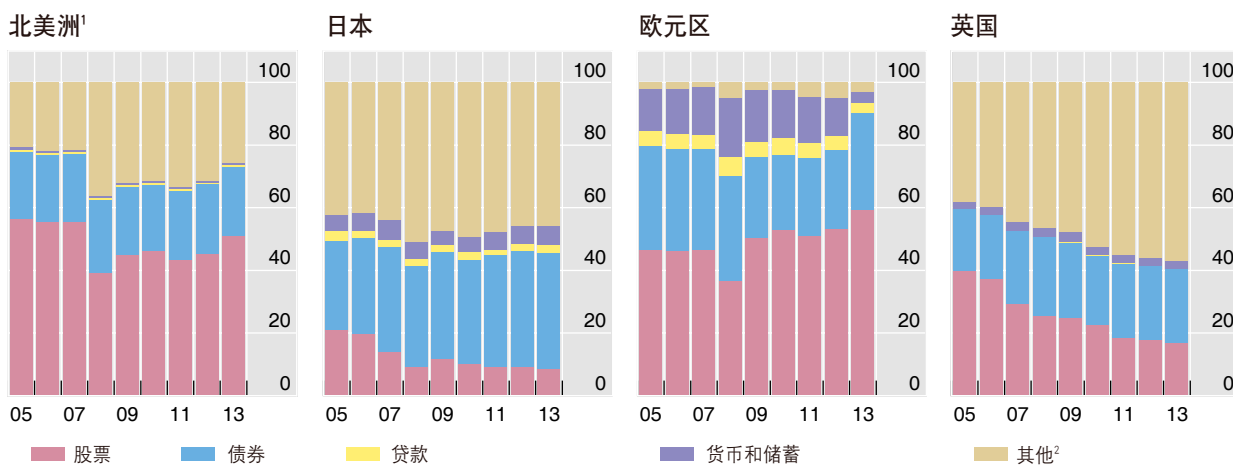
同时，养老金为应对资产收益率下降，还减少了传统风险的敞口，增加了所谓的另类投资。这包括房地产、对冲基金、私募股权和大宗商品。行业估算显示，上述投资占养老金的比重有所增加，2001 年为 5%，2007 年为 15%，2014 年达到 25%。而此期间股权投资的比重下降了 20 个百分点。英国的养老金是这一变化的主要来源（图 6.8，左图）。在美国，养老金虽减持了股票，但估值上升掩盖了这一趋势。

尽管得到官方部门支持且自身采取了措施，养老金的问题还是越发严重。例如，2014 年底美国和欧洲养老金的融资比率仍低于危机前水平。如果低利率持续

## 有迹象显示养老金开始远离股票投资

占总金融资产的百分比

图6.8



1. 加拿大和美国。2. 包括对共同基金的投资。

资料来源：经合组织；BIS计算。

下去，问题肯定会变得更糟，进一步压低资产回报和负债估值的折现率。在美国，行业研究显示，若折现率在两年中分别下降 35 个基点和 60 个基点，以及资产收益率降低类似幅度，会使平均融资比率下降约 10 个百分点，降至 70% 的水平。

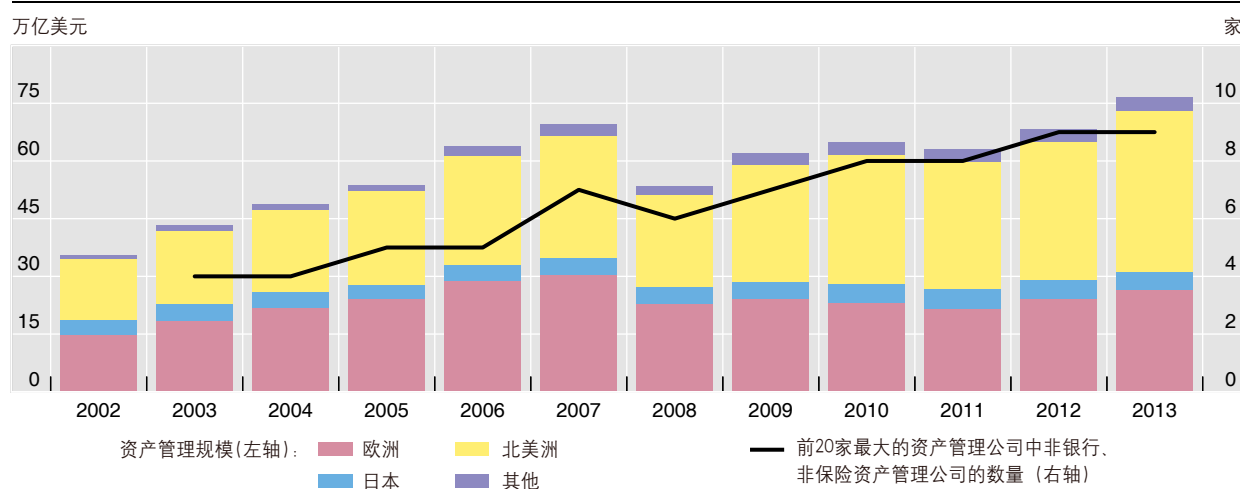
养老金的融资压力可能造成更广泛的冲击。在“固定收益计划”中，养老金的负债是基金发起者的协议职责，发起者可能是某家制造公司或服务公司。因此，由于不可持续的赤字早晚都会给发起者造成损失，其也会造成公司利润受损，且可能损害其偿付能力。“固定缴费计划”具有类似的功效，但作用渠道不同。“固定缴费计划”资产价值的下降，意味着参与者未来收入流减小。如果这种结果普遍存在，将导致储蓄率上升并因此降低总需求。

## 后金融危机时代金融风险的变化

国际金融危机后，金融图景发生了深刻变化。银行的金融中介地位下降，而管理共同基金、私募基金及对冲基金等的资产管理机构，越来越多地迎合了追求高收益的投资者需求。结果是新型风险随之而来。

资产管理部门过去十年显著增长。该部门在危机中经历了估值损失，发展出现停滞，但尽管如此，全球范围内的资产管理规模（AUM）从 2002 年的约 35 万亿美元增加至 2013 年的 75 万亿美元（图 6.9）。这一部门也是高度集中的，前 20 家资产管理公司的资产之和就占整个行业总资产的 40%。

资产管理行业的组成也持续变化。分区域来看，北美资产管理机构的全球市场份额在过去十年增长了 11 个百分点。从资产管理规模看，已占到全球总量的一半和超过前 20 家资产管理公司的三分之二。从类型上看，独立的管理机构迅速取



资料来源：Towers Watson《2014年世界五百强资产管理公司》；BIS计算。

代了银行、保险公司下属资产管理公司的领先地位（图6.9，黑线）。

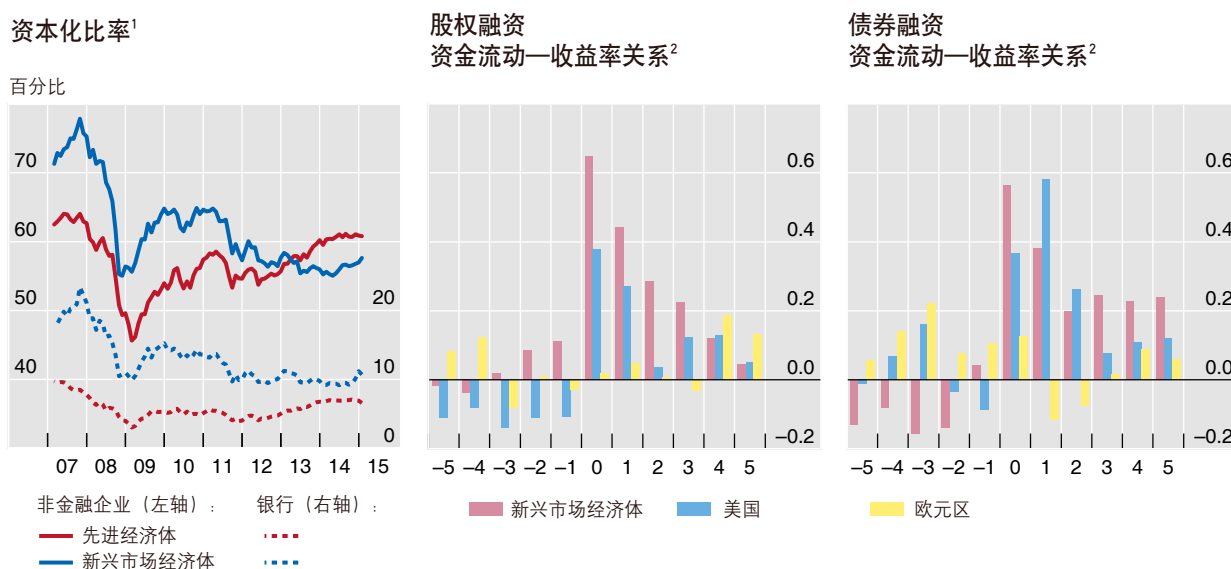
银行部门逐步减少了高风险的业务，而资产管理公司则与客户及其投资顾问一起起到了更重要的作用，其中投资顾问的建议在资产最近的表现中作用很大。因而，鉴于国际金融危机后新兴市场经济体资产的收益率高于先进经济体，投资顾问的建议很可能导致了近年来大量资金流入新兴市场经济体基金（见第二章）。

充裕的债券融资显著降低了新兴市场经济体公司的资本化比率（即市场总市值除以总市值与负债的账面价值）。尽管股市较为活跃，新兴市场经济体银行和非金融企业在2010年和2014年仍大量举债。与2008年底相比，在国际金融动荡最严重的时期（图6.10，左图），这种举债行为显著降低了它们的资本化比率。尽管这一趋势在2015年初有所减弱，还是降低了公司的吸损能力，一旦融资环境恶化，新兴市场经济体将更加脆弱。

新兴市场经济体更多地依赖由国际活跃资产管理机构参与的金融市场融资活动，这增加了其脆弱性（见第三章）。总的来看，资产管理机构的业务模式（即以市场指数为基准，强调相对表现）以及其提供的投资结构（即集体投资工具）鼓励了短视的行为，在遭受负面冲击时，会对稳定产生破坏性的影响。对于投资于新兴市场经济体资产的管理机构而言，这一问题更为突出。<sup>3</sup> 与先进经济体同行相比，新兴市场经济体基金使用的指数数量更少，相互关联程度更大。因此，若出现冲击，很可能同时使得大量投资于新兴市场经济体基金的投资者受损，并导致资本集中流入流出。

放大价格波动的资金流动对稳定具有破坏性。这种机制的潜在影响可从指数收益率与资金流动的关系中得出（图6.10，中图和右图）。从美国和新兴市场经济

3. 参见 K Miyajima 和 I Shim 的《新兴市场经济体资产管理机构》，2014年9月，BIS《季度评论》，19-34页。



1. 由整个地区市场的总市值除以该地区市场总市值与负债账面价值的和计算；使用过去三个月的平均值；使用穆迪KMV列出的上市机构样本。2. 资金流动与相关广义指数收益率之间的相关系数。时间跨度：1998年1月至2015年1月（欧元区股权基金）、2000年中期至2015年1月（美国和新兴市场经济体股权基金）、2003年中期至2015年1月（美国和新兴市场经济体债券基金），以及2009年1月至2015年1月（欧元区债券基金）。横轴标注的是在计算相关系数中资金流动领先（负数）或滞后（正数）收益的月数。资料来源：美国银行美林证券；彭博；EPFR；穆迪评级；BIS计算。

济体的基金来看，高收益率导致资本流入（柱状图中零右边的柱）且很可能进一步推高收益率本身（柱状图中零的柱）。在这种情况下，基金流入维持了股市债市的持续繁荣。然而，这一机制也能反向运作。在经济下行期间，资本流出会使收益率进一步降低且对市场产生持续影响。

未来的一个根本问题是资产管理公司能否接替银行，开展后者不愿从事的中介活动。这种接替能否实现，取决于其临时承担风险的能力。但资产管理公司的这种能力近期已有所下降，因为零售投资者取代机构投资者成为了风险的最终承担者。零售投资者的资产负债表较小，投资期限较短，风险承受能力差，损失吸收能力也弱。这在金融危机时英国家庭的投资行为中可以看出。<sup>4</sup>

随着单个资产管理公司管理资产规模的增加，以上问题也变得更为重要。某一大机构的决定，会导致资金流动并对全系统产生重大影响。对此，金融稳定理事会和国际证监会组织已发布了一份文件，给出了非银行、非保险全球系统重要性金融机构的识别方法。<sup>5</sup>

最近，政策讨论中认为，资产管理公司（AMC）是一个独特的群体，导致了新的金融风险。资产管理公司的激励机制被特别关注，因为其能产生相似行为并放大市场波动。限制投资组合的变动，可有效放宽资产管理者的投资期限，降低

4. 参见 A. Haldane, 《资产管理时代》，2014年4月在伦敦商学院的演讲。

5. 金融稳定理事会和国际证监会组织, 《非银行非保险全球系统重要性金融机构的识别评估方法》, 2015年3月。

由激励机制导致的波动，并使其在面对临时性冲击时维持稳定的投资行为。与此类似，限制杠杆率也有助于减少冲击被放大。此外，建立流动性缓冲（这与美国货币市场基金相关规则修订的理念一致）以及限制短期赎回可解决赎回风险。以上措施可保护基金经理免受零售投资者情绪波动的影响，因而增加资产管理行业的吸损能力。

一个辅助性的政策措施是让先前成功从事金融中介活动的机构重新发挥作用。银行是最重要的例子。目前正开展的一些监管动议有助于增加银行的稳健性和透明程度，因而增加其开展金融中介活动的能力，特别是有助于其重获市场信心。由于稳健性在很大程度上依赖持续盈利的能力，先进经济体开展支持增长改革并及时实现货币政策正常化，以及新兴市场经济体采取进一步措施应对金融失衡，将对以上目标起到支持作用。

## 统计附录

产出、通胀和经济账户余额<sup>1</sup>

表A1

	实际GDP				消费者物价指数				经常账户余额 <sup>2</sup>		
	年增长率				年增长率				占GDP的百分比		
	2013年	2014年	2015年	1996–2006年	2013年	2014年	2015年	1996–2006年	2013年	2014年	2015年
全球	3.4	3.4	3.3	3.8	3.1	3.1	2.3	4.5	0.0	0.6	0.7
先进经济体	1.2	1.7	1.9	2.7	1.3	1.4	0.3	1.9	-0.3	0.4	0.2
美国	2.2	2.4	2.5	3.4	1.5	1.6	0.2	2.6	-2.4	-2.4	-2.4
欧元区 <sup>3</sup>	-0.4	0.9	1.5	2.2	1.4	0.4	0.1	1.9	2.2	2.3	2.1
法国	0.7	0.2	1.1	2.3	0.9	0.5	0.2	1.6	-1.4	-1.0	-0.7
德国	0.2	1.6	2.0	1.5	1.5	0.9	0.4	1.4	6.7	7.6	7.4
意大利	-1.7	-0.4	0.6	1.5	1.2	0.2	0.1	2.4	1.0	1.8	2.3
西班牙	-1.2	1.4	2.8	3.8	1.4	-0.1	-0.4	3.0	1.4	0.8	0.6
日本	1.6	-0.1	0.9	1.1	0.4	2.7	0.6	0.0	0.7	0.5	2.6
英国	1.7	2.8	2.5	3.0	2.6	1.5	0.3	1.6	-4.5	5.5	4.3
其他西欧经济体 <sup>4</sup>	1.1	2.0	1.6	2.6	0.5	0.5	0.3	1.4	9.1	7.0	6.4
加拿大	2.0	2.4	1.9	3.2	0.9	1.9	1.1	2.0	-3.0	-2.2	-3.1
澳大利亚	2.1	2.7	2.5	3.7	2.4	2.5	1.8	2.6	-3.3	-2.8	-3.0
新兴市场经济体	5.2	4.9	4.5	5.5	4.7	4.6	4.1	5.6	0.5	1.0	1.5
亚洲	6.5	6.5	6.4	6.8	4.4	3.2	2.5	3.1	2.2	2.5	3.0
中国	7.7	7.4	6.9	9.2	2.6	2.0	1.4	1.4	1.9	2.1	2.7
印度 <sup>5</sup>	6.7	7.2	7.8	6.7	9.9	6.0	5.3	4.5	-1.7	-1.4	-1.0
韩国	2.9	3.3	3.1	5.2	1.3	1.3	0.9	3.2	6.2	6.3	7.3
其他亚洲经济体 <sup>6</sup>	4.5	4.2	4.4	4.0	3.7	3.9	3.0	4.6	3.6	4.6	4.8
拉丁美洲 <sup>7</sup>	2.9	1.3	0.9	3.1	5.4	7.4	7.1	6.5	-2.9	-3.3	-3.3
巴西	2.7	0.2	-1.2	2.7	5.9	6.4	8.0	7.7	-3.4	-4.4	-4.4
墨西哥	1.7	2.1	2.8	3.5	4.0	4.1	3.0	4.4	-2.4	-2.1	-2.3
中欧 <sup>8</sup>	1.1	3.1	3.2	4.0	1.3	0.1	-0.2	3.1	-0.3	-0.1	0.1
波兰	1.6	3.3	3.5	4.4	1.2	0.2	-0.5	2.5	-1.3	-1.4	-1.1
俄罗斯	1.3	0.6	-3.6	4.3	6.5	11.4	12.3	12.9	1.6	3.2	4.5
土耳其	4.2	2.9	3.1	4.7	7.5	8.9	7.1	24.6	-7.9	-5.7	-4.8
沙特阿拉伯	2.7	3.5	1.3	3.9	3.5	2.7	2.5	0.5	17.8	12.9	-3.1
南非	2.2	1.5	2.1	3.5	5.8	6.1	4.7	4.2	-5.8	-5.4	-5.2

1. 基于2015年的舆论预测。总量上看，加权平均基于GDP和购买力平价的汇率。新兴市场经济体包括其他中东经济体（未在下表列出）。1996–2006年的数值涉及产出和通胀年度平均增速（对于新兴市场经济体，通胀的计算样本来自2001–2006年）。

2. 总量上看，国家和地区的总和和被列出和引用；由于没有覆盖所有国家以及统计误差的存在，全球的汇总数据不会为零。3. 经常账户是基于欧元区以外的交易。4. 丹麦，挪威，瑞典和瑞士。5. 财政年度（从4月开始）。6. 中国台湾，中国香港，印度尼西亚，马来西亚，菲律宾，新加坡和泰国。7. 阿根廷，巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥，秘鲁和委内瑞拉。对于阿根廷，消费者物价指数是基于官方部门的估计（2013年12月后估计方法有变动）。8. 捷克，匈牙利和波兰。

资料来源：IMF《世界经济展望》；市场预测；各国数据；BIS计算。

# 住房价格

年均，同比变化；百分比

表A2

	名义				实际			
	2012年	2013年	2014年	2007–2011年 平均	2012年	2013年	2014年	2007–2011年 平均
美国	4.8	11.3	6.8	-6.8	2.7	9.7	5.1	-8.8
欧元区	-1.7	-2.0	0.2	1.0	-4.1	-3.3	-0.3	-1.0
奥地利	12.4	4.7	3.4	4.0	9.6	2.7	1.7	1.8
比利时	2.2	1.2	-0.5	3.8	-0.6	0.1	-0.8	1.4
法国	-0.5	-1.9	-1.5	2.4	-2.4	-2.7	-2.0	0.7
德国	3.0	3.2	3.1	1.1	1.0	1.7	2.2	-0.6
希腊	-11.7	-10.8	-7.5	-1.2	-13.0	-10.0	-6.2	-4.3
爱尔兰	-11.4	2.1	13.0	-8.9	-12.9	1.6	12.8	-10.2
意大利	-2.8	-5.7	-4.2	1.3	-5.7	-6.9	-4.4	-0.8
荷兰	-6.7	-6.0	0.8	-0.2	-8.9	-8.3	-0.2	-2.0
葡萄牙	-7.1	-1.9	4.3	-1.7	-9.6	-2.2	4.5	-3.0
西班牙	-13.7	-10.6	0.3	-4.4	-15.8	-11.8	0.4	-6.4
日本	-0.9	1.6	1.6	-1.0	-0.8	1.3	-1.1	-0.8
英国	1.7	3.5	10.0	1.7	-1.5	0.5	7.4	-1.8
加拿大	0.2	5.6	6.7	5.6	-1.3	4.6	4.7	3.6
瑞典	1.2	5.5	9.4	5.4	0.3	5.5	9.6	3.5
澳大利亚	-0.3	6.6	9.1	5.6	-2.0	4.1	6.5	2.6
亚洲								
中国	-0.7	5.9	2.6	5.4	-3.2	3.2	0.6	1.7
中国香港	13.3	17.5	6.0	14.8	8.9	12.6	1.5	11.5
印度	24.2	14.6	12.8	20.6	13.3	4.1	5.2	9.2
印度尼西亚	4.6	12.0	7.0	2.8	0.6	5.3	0.6	-3.1
韩国	2.9	-0.4	1.5	4.2	0.7	-1.7	0.2	0.8
马来西亚	11.8	10.9	8.2	5.5	10.0	8.6	4.9	2.9
菲律宾	9.4	11.3	8.9	1.8	6.0	8.2	4.5	-2.3
新加坡	2.3	3.2	-2.9	11.3	-2.1	0.8	-3.9	7.5
泰国	1.2	5.5	4.9	2.8	-1.8	3.2	2.9	0.8
拉丁美洲								
巴西	11.8	9.3	7.9	21.6	6.0	2.9	1.4	15.7
智利	7.4	9.8		4.6	4.3	7.5		1.0
哥伦比亚	11.2	10.1	9.6	12.1	7.8	7.9	6.5	7.2
墨西哥	4.8	3.8	4.4	5.1	0.7	0.0	0.4	0.7
秘鲁	21.8	16.9	12.7	15.4	17.5	13.7	9.2	11.9
中欧								
捷克	-1.4	0.0	2.6	-1.9	-4.6	-1.4	2.2	-3.3
匈牙利	-3.8	-2.6	4.0	-2.2	-8.9	-4.2	4.2	-6.6
波兰	-4.4	-5.5	2.0	-0.7	-7.8	-6.6	1.8	-4.3
俄罗斯	15.0	3.8	1.4	11.2	9.5	-2.8	-6.0	1.0
南非	0.6	10.0	9.4	5.5	-4.8	4.0	3.1	-0.9
土耳其	11.8	12.7	14.4	10.1	2.7	4.9	5.1	3.5

资料来源：BIS住房价格统计；CEIC；各国数据；BIS计算。



政府财政状况<sup>1</sup>

表A3

	财政余额 <sup>2</sup>			财政余额占潜在GDP的比重 <sup>3</sup>			政府总负债规模 <sup>2</sup>		
	2012–2014 年平均	2015年	变化	2012–2014 年平均	2015年	变化	2007年	2015年	变化
先进经济体									
奥地利	-2.3	-2.2	0.0	0.8	1.1	0.2	78	102	24.8
比利时	-3.3	-2.1	1.1	0.6	1.3	0.7	94	119	25.9
加拿大	-2.6	-1.8	0.8	-2.0	-1.9	0.1	70	94	24.0
法国	-4.5	-4.3	0.1	-1.6	-1.1	0.5	76	117	41.8
德国	0.2	0.0	-0.2	1.6	1.1	-0.5	64	76	11.9
希腊	-7.3	-0.5	6.8	5.7	7.7	2.0	114	180	65.6
爱尔兰	-5.8	-2.9	2.9	-0.3	1.0	1.2	28	115	87.4
意大利	-2.9	-2.8	0.1	4.1	4.4	0.3	112	149	37.5
日本	-8.7	-7.3	1.4	-7.0	-5.7	1.3	162	234	71.4
荷兰	-2.9	-2.3	0.6	-0.9	0.1	1.0	49	78	29.7
葡萄牙	-5.1	-2.9	2.2	1.5	3.3	1.8	78	143	65.3
西班牙	-7.6	-4.4	3.1	-1.0	0.6	1.6	47	134	86.7
瑞典	-1.3	-1.3	0.0	-0.3	-0.5	-0.2	46	47	1.1
英国	-5.7	-4.4	1.3	-4.0	-2.3	1.7	45	98	52.3
美国	-6.6	-4.3	2.3	-2.7	-1.0	1.6	64	110	45.8
新兴市场经济体									
巴西	-4.0	-5.3	-1.3	1.0	1.6	0.7	64	66	2.4
中国	-0.7	-1.9	-1.2	0.1	-1.1	-1.2	35	43	8.6
印度	-7.3	-7.2	0.1	-2.7	-2.1	0.5	74	64	-9.6
印度尼西亚	-1.9	-2.3	-0.3	-0.7	-1.0	-0.2	32	26	-6.4
韩国	0.0	-1.0	-1.0	-0.3	-1.3	-1.0	27	38	11.3
马来西亚	-4.0	-3.5	0.5	-2.2	-1.9	0.2	41	57	15.4
墨西哥	-4.0	-4.1	-0.1	-1.4	-1.3	0.2	38	51	13.9
南非	-4.1	-4.2	-0.1	-0.9	-0.5	0.3	27	48	20.4
泰国	-1.3	-1.9	-0.7	0.0	-0.6	-0.6	38	48	9.2

1. 一般性政府。2. 占GDP的百分比。经合组织的估计主要是先进经济体和韩国，其他由IMF估计。3. 占潜在GDP的比重；剔除净利息支出。经合组织估计先进经济体和韩国，其他由IMF估计。经合组织的估计经周期性和一次性交易的调整，IMF的估计经周期性调整。

资料来源：IMF；经合组织。

国内银行业危机早期预警指数<sup>1</sup>

表A4

		信贷与GDP偏离率 <sup>2</sup>	房地产价格偏离率 <sup>3</sup>	偿债备付率 <sup>4</sup>	利率上涨250个基点后的 偿债备付率 <sup>4,5</sup>
向上区间	亚洲 <sup>6</sup>	17.8	9.8	4.1	6.3
	澳大利亚	-2.3	0.9	0.5	3.9
	巴西	14.3	-1.9	4.6	6.0
	加拿大	3.8	4.6	2.6	6.1
	韩国	3.8	4.2	2.6	5.9
	印度	-3.0		2.7	3.7
	北欧国家 <sup>7</sup>	0.3	5.7	2.8	6.8
	南非	-3.4	-6.3	-0.7	0.4
	瑞士	9.5	11.6	1.4	4.4
	土耳其	14.2		5.4	6.7
	美国	-13.4	-1.6	-1.9	0.4
混合指标	中东欧 <sup>8</sup>	-11.0	4.6	1.5	2.9
	中国	25.1	0.5	9.7	12.6
	法国	4.0	-11.4	0.9	3.9
	德国	-6.4	9.7	-2.2	-0.4
	日本	6.1	10.1	-2.6	0.1
	墨西哥	5.2	-4.0	0.8	1.3
	荷兰	-19.4	-19.2	1.8	6.5
	葡萄牙	-26.8	6.7	-3.3	0.0
	西班牙	-37.9	-28.4	-3.4	-0.4
	英国	-29.6	-3.1	-1.4	1.5
向下区间	希腊	-6.3	4.8		
	意大利	-9.5	-16.8	-0.1	1.9
背景色注释		信贷/GDP偏离率 >10	房地产价格偏离率 >10	偿债备付率>6	偿债备付率>6
		2≤信贷/GDP偏离率 ≤10		4≤偿债备付率≤6	4≤偿债备付率≤6

1. 红色方格意味着三年内有三分之二的可能性发生危机。若未来三年内任一时期发生危机，则预警正确。关于信贷/GDP偏离率和房地产价格偏离率的关键阈值的计算方法，见M Drehmann, C Borio and K Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", International Journal of Central Banking, vol, 7, No.4, 2011年12月, pp.189-240。关于偿债备付率计算方法，见 M Drehmann and M Juselius, "Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?", BIS《季度评论》，2012年9月, pp.21-35。国家总量为简单平均值。2. 使用平滑因子为400,000个百分点的单面HP滤波计算信贷与GDP比率与其长期变动趋势的差额。3. 使用平滑因子为400,000个百分点的单面HP滤波计算实际住房价格与其长期变动趋势的偏离值。4. 各国偿债备付率与自1999年以来长期平均值的差额取决于5年平均通胀率低于10%时的可用数据；以百分比显示。5. 假设偿债备付率其他条件不变。6. 中国香港，印度尼西亚，马来西亚，菲律宾，新加坡和泰国，在偿债备付率项及其预测项中除去菲律宾和新加坡。7. 芬兰，挪威和瑞典。8. 保加利亚，捷克，爱沙尼亚，匈牙利，拉脱维亚，立陶宛，波兰，罗马尼亚和俄罗斯；在房地产价格偏离率项中除去捷克和罗马尼亚；在偿债备付率项及其预测项中除去保加利亚、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛和罗马尼亚。

资料来源：各国数据；BIS；BIS计算。

## 外汇储备年度变化

10亿美元

表A5

	按当期汇率					按2013年不变汇率 <sup>1</sup> (远期头寸 <sup>2</sup> )		备注: 外汇储备总持 有量 (远期头寸 <sup>2</sup> )	
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2014年		截至2014年12月	
全球	1,100	941	747	730	-92	394	.	11,591	.
先进经济体 <sup>3</sup>	194	269	195	55	7	105	.	2,294	.
美国	2	0	-2	-2	-6	0	.	42	.
欧元区	13	1	12	1	7	...	.	228	.
日本	39	185	-28	9	-3	...	.	1,200	.
瑞士	126	54	197	21	10	51	.	499	.
新兴市场经济体 <sup>4</sup>	824	624	484	601	-84	241	...	8,114	...
亚洲	651	424	239	529	52	237	...	5,932	...
中国	448	334	130	510	22	...	...	3,843	...
中国台湾	34	4	18	14	2	...	...	419	...
中国香港	13	17	32	-6	17	17	(0)	328	(0)
印度	9	-5	-1	6	28	...	(39)	296	(33)
印度尼西亚	29	14	2	-12	13	...	(1)	106	(-8)
韩国	22	11	19	19	18	33	(13)	354	(63)
马来西亚	9	27	6	-4	-19	...	(-3)	112	(1)
菲律宾	16	12	6	2	-4	-2	(1)	70	(1)
新加坡	38	12	21	14	-16	...	(-27)	255	(42)
泰国	32	0	6	-12	-10	...	(0)	149	(23)
拉丁美洲 <sup>5</sup>	81	97	51	-6	24	50	...	710	...
阿根廷	4	-7	-3	-12	1	...	(0)	26	(0)
巴西	49	63	19	-13	6	13	(-32)	355	(-107)
智利	2	14	0	0	0	1	(0)	39	(0)
墨西哥	21	23	16	15	17	...	(0)	185	(0)
委内瑞拉	-8	-3	0	-4	...	...	...	...	...
中东欧 <sup>6</sup>	15	7	14	19	-18	1	...	268	...
中东 <sup>7</sup>	50	88	148	76	-13	...	...	877	...
俄罗斯	27	8	32	-17	-129	-107	(8)	328	(-1)
备注: 净石油出口国 <sup>8</sup>	117	141	209	77	-136	...	...	1,676	...

1. 货币来自IMF全球官方外储货币构成报告 (COFER)。2. 针对选定新兴市场经济体, 为兑本国货币的远期和期货总头寸; IMF SDDS数据中不包括巴西。3. 表中经济体和澳大利亚、加拿大、丹麦、冰岛、新西兰、瑞典和英国。4. 表中经济体和地区总和。5. 表中经济体加上哥伦比亚和秘鲁。6. 中东欧: 保加利亚、克罗地亚、捷克、匈牙利、立陶宛、波兰和罗马尼亚。7. 科威特、利比亚、卡塔尔和沙特阿拉伯。8. 阿根廷、安哥拉、哈萨克斯坦、墨西哥、尼日利亚、挪威、俄罗斯、委内瑞拉和中东。  
资料来源: IMF, COFER和国际金融统计; Datastream; 各国数据; BIS计算。