

第二章 回顾过去一年

过去一年内，主要发达经济体增长步履维艰。对主权债务风险、银行稳健性以及商业前景的担忧再次浮出水面，使欧元区陷入衰退。日本和英国的投资不振，美国短期财政政策的不确定性也拖累了经济活动。受外部环境恶化的影响，新兴市场经济体的产出增长下降，但一些国家强劲的国内需求抵消了出口下降的影响。

从全球层面看，一些中央银行在还存在利率调整空间的情况下，调低了政策利率，而那些没有下调空间的中央银行则进一步通过业务创新来松动银根：修正政策目标、调整沟通策略、扩大资产购买或改变其结构，或以货币传导机制的特定渠道为目标。结果，人们感到经济下行风险下降，并预期低政策利率将维持较长的时间，从而促进了金融市场的交易活动，并推动资本流入具有高收益资产的新兴市场国家，给这些国家的货币带来了升值压力。

在撰写本报告的过程中，有迹象显示全球经济复苏的步伐是不一致的。新兴市场的信贷增长强劲，美国、日本和英国的信贷状况也出现松动。但是，欧元区的贷款标准依然严格，私人投资和消费信贷需求大幅下降。高频率的商业活动指标也证明了全球经济复苏的不平衡性。2013年的现有数据显示，全球经济复苏可能是缓慢和崎岖的，金融市场有时表现较为平静，有时则表现得过于动荡，因为市场通常会评估相互矛盾的消息。

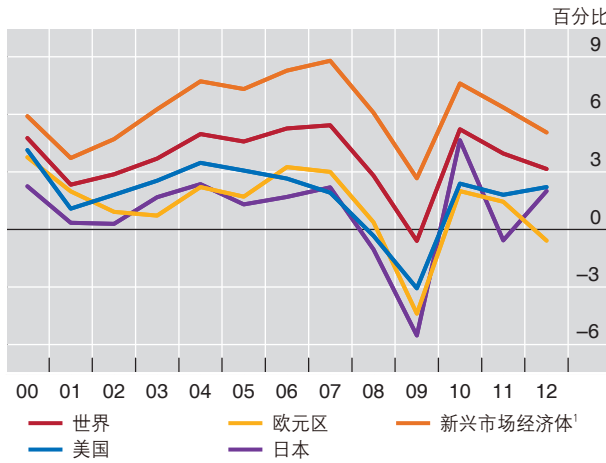
由于危机前金融急剧扩张遗留下来的问题，以及为应对危机实行的宽松货币政策，全球非金融私人部门的债务保持高位。虽然在减少负债方面取得了一定进展，尤其是那些在繁荣时期杠杆率显著上升的发达经济体，但是，这些国家资产负债表的修复工作尚未完成，拖累了其经济增长。同时，其他一些发达经济体和新兴市场经济体的杠杆率上升，表明这些地区的脆弱性可能还在增加。

2012–2013年，全球经济增长乏力的态势持续

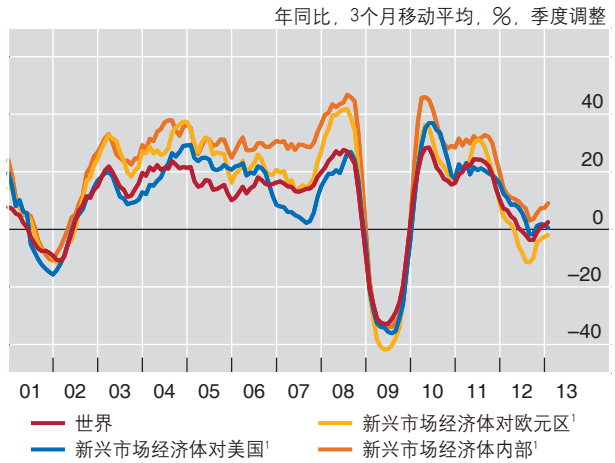
过去一年内，经济增长失去动力。全球经济增长率下降至3.2%，比2010年最高值低了2个多百分点。如图2.1左上图所示，全球增长放缓大体反映了三种态势：新兴市场经济体产出增长率整体下降，但仍然比较稳固；美国经济持续扩张；欧元区经济处于衰退。日本经济增长较为动荡，在2011年大地震后日本推动了重建措施，近期则是由于调整了经济政策，使经济增长受到短暂的刺激。

全球经济面临的主要风险是欧元区危机和发达经济体财政政策的不确定性增加。由于对主权债务风险和银行业风险关联性的担忧再次浮出水面，欧元区危机在2012年上半年有所加剧，表现为西班牙和意大利政府债券收益率显著上升。在西班牙政府提出银行业增资要求后，2012年7月西班牙10年期政府债券的收益

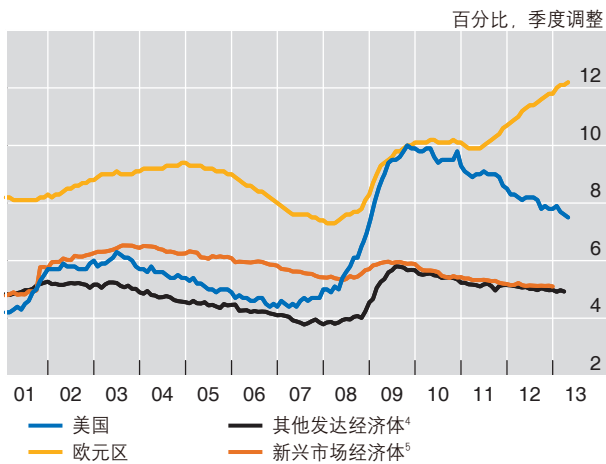
实际GDP增长率



世界贸易增长率²



失业率³



通货膨胀率⁶



1. 根据国际货币基金组织汇总数据。 2. 按总出口计。 3. 各国定义可能不同。4. 根据澳大利亚、加拿大、丹麦、日本、新西兰、挪威、瑞典和英国劳动力的加权平均数。5. 根据巴西（从2001年10月起）、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁（从2001年3月起）、菲律宾、波兰、俄罗斯、新加坡、南非、泰国和土耳其劳动力的加权平均值。6. 基于所列经济体2005年GDP值和PPP汇率的加权平均值。除印度（按批发价格）外，其他国家消费品价格按CPI计算，大宗商品价格按标准普尔GSCI大宗商品现货价格计算。7. 欧元区、日本、英国和美国。8. 脚注5所列经济体以及印度。
资料来源：IMF《贸易统计指南》、《国际金融统计》和《世界经济展望》；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

率上升至7.6%，同时意大利政府债券的收益率也升至6.6%。2012年，欧元区危机加剧还促进了全球金融市场风险溢价的上涨。与此同时，安全天堂地区的债券收益率下降，如德国和美国的10年期国债收益率下降了大约50个基点。

2012年，欧元区危机恶化还通过贸易途径影响了全球经济活动。图2.1的右上图表明，相比对美国的出口，新兴市场经济体对欧元区的出口收缩更为明显。同时，由于新兴市场的经济表现相对强劲，其内部的出口增长了约10%。以上各种因素的净效应是世界贸易的停滞不前。

受财政政策不确定性的影响，发达经济体的国内需求仍然表现不佳。在欧洲，经济衰退使实现预算赤字目标的工作复杂化。在美国，虽然避免了减税到期和政府全面削减开支（财政悬崖）的情况，但是到本文撰稿时为止，其他自动预算削

减不确定性的影响继续发酵。尽管消费和投资增长相对强劲，但不足以对失业率下降带来显著的影响，后者只缓慢下降至大约 7.5%。欧元区失业率继续上升，达到 12% 的新高，其他地区的失业率基本不变（图 2.1，左下图）。

鉴于全球经济状况欠佳，大宗商品价格从去年 11 月后开始下降，这有助于降低全球通胀压力（图 2.1，右下图）。发达经济体和新兴经济体的平均通胀率分别下降 2% 以下和 4%。通胀压力下降为中央银行扩大货币刺激提供了部分空间。

2012 年，新兴市场经济体 GDP 增长率下降至 5%（图 2.1，左上图）。然而，各国的经济表现有所不同。印度尼西亚、秘鲁和菲律宾等一些国家受强劲固定资产投资和消费的推动，GDP 增长保持强劲；其他一些国家则受到 2011 年为降低通胀压力和冷却房地产市场而采取的货币紧缩政策的滞后影响，国内需求受到抑制。中国由于制造业投资增长放慢，GDP 增长率从 2011 年的 9.3% 下降至 2012 年的 7.8%。巴西 2012 年总体固定资本形成过于羸弱，产出增长率低于 1%。印度经济增长也受到消费和固定投资显著放缓的影响。

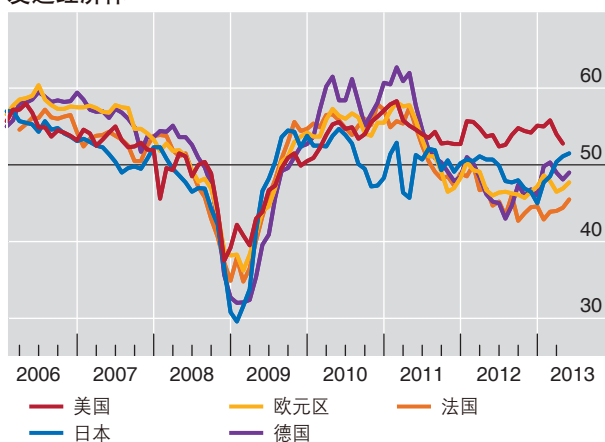
有关商业活动的高频率指标显示，2013 年早期全球经济复苏具有不平衡性。从 2012 年中期至 2013 年 2 月，美国采购经理人指数（PMI）出现好转（图 2.2，左图）。2013 年早期，日本 PMI 有所上升。新兴市场经济体也显示了有限的商业活动改善迹象（图 2.2，左图）。中国的 PMI 从 2012 年中期后略有上升。在欧元区，政策措施似乎减轻了商业活动恶化的状况，并出现了一些积极迹象，尤其是在德国（图 2.2，左图）。然而，整个欧元区的 PMI 还没有升回至 50 以上。

2013 年 3 月，欧元区银行业的问题在塞浦路斯重新浮出水面。银行业危机导致塞浦路斯对最大银行重组，对第二大银行进行了处置（给未保险存款人带来了巨大的损失），实行了临时性资本管制措施，并提供了 100 亿欧元的官方金融援助。然而，塞浦路斯银行业自救行为带来的波及影响相对有限，各个市场的流动性状况保持稳定。造成市场相对平静的原因可能有几项因素。首先，市场参与者认为塞浦路斯危机以及银行自救是独特情况，规模也较小。同时，欧央行采取的持续

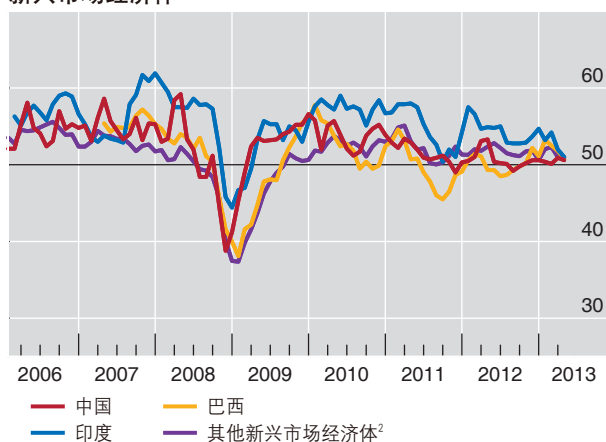
商业活动¹

图 2.2

发达经济体



新兴市场经济体



1. 制造业采购经理人指数 (PMIs)：在美国和欧元区是指综合 PMIs。2. 根据匈牙利、墨西哥、俄罗斯、新加坡、南非和土耳其（从 2006 年 8 月起）的 2005 年 GDP 值和 PPP 汇率的加权平均。

资源来源：彭博资讯。

宽松货币政策和支持措施控制了尾部风险。¹

中央银行措施刺激了金融市场

在 2012 年增长放慢和通胀压力消退的背景下，无论是发达经济体还是新兴市场经济体的中央银行，都开展了新的刺激措施。为应对总需求下降，一些中央银行下调了政策利率（图 2.3）。欧央行将主要再融资利率下降至 0.50%，并将存款便利利率下降至零（图 2.3，左图）。其他发达经济体（包括澳大利亚和瑞典）也调低了政策利率。

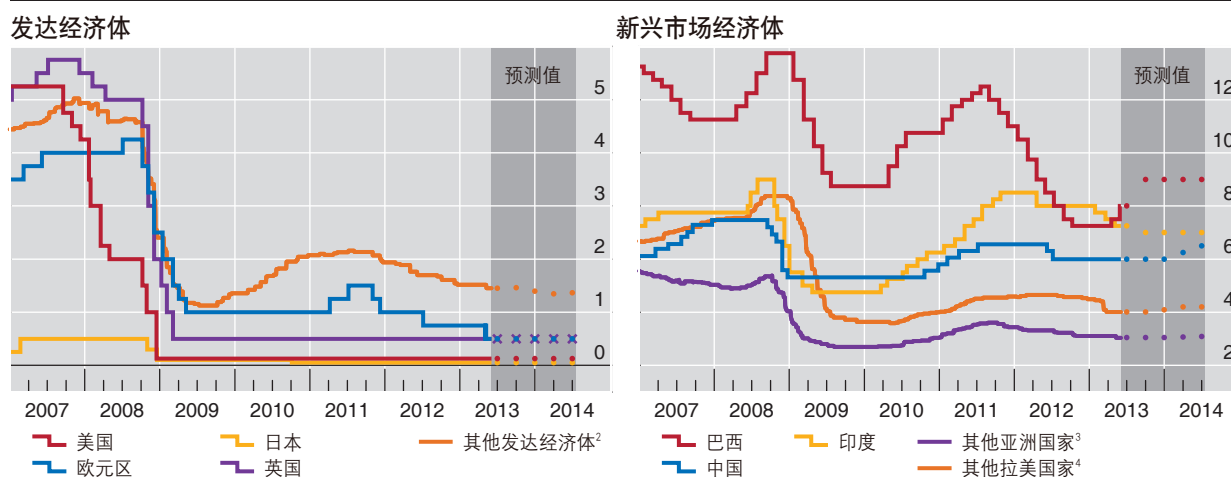
新兴经济体结束了从 2010 年全球复苏以来实行的货币紧缩政策。印度储备银行放松了货币政策态势，从 2012 年初以来将回购利率和现金储备率分别下调 125 个和 200 个基点。中国人民银行将基准存款利率与贷款利率下调了 50 个基点，并对房地产行业实行差别信贷政策。巴西中央银行自 2011 年 8 月以来，将政策利率累计下调了 500 个基点，但是由于国内通胀压力上升，近期政策出现部分回调。此外，捷克共和国、匈牙利、墨西哥和波兰等国也下调了政策利率。

那些已经将政策利率有效运用到零下限的中央银行，通过各种政策创新来进一步放松货币政策。美联储在 2012 年 12 月改变了前瞻指导的对外沟通政策，并承诺只要失业率高于 6.5%，以及通胀预期得到有限控制，将把联邦基金利率保持

政策利率¹

百分比

图 2.3



1. 政策利率或最相近的指标，目标区间指区间的中位值。点和叉号表示摩根大通在 2013 年 5 月 31 日对 2013 年 6 月、2013 年 9 月、2013 年 12 月、2014 年 3 月和 2014 年 6 月的预测值。中位值预测来自彭博资讯在 2013 年 5 月 31 日对挪威、瑞典和瑞士的预测值。总数是根据 2005 年 GDP 数值和 PPP 汇率的加权平均值。2. 澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士。3. 中国台湾、中国香港、印度尼西亚、韩国、菲律宾和泰国。4. 智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。

资料来源：彭博资讯；Datastream；摩根大通；各国数据。

1. 详见《市场对塞浦路斯银行业危机的反应》一文分析，载《国际清算银行季报》，2013 年 6 月，第 9 页。

在 0.25% 以下水平。2013 年 1 月，日本银行引入了 2% 的通胀目标。

在过去一年内，对大规模购买政府债券的政策也进行了一些调整。有别于前几轮的资产购买，美联储推出了无限期的资产购买计划，开始时每月购买 450 亿美元的美国国库券，并表示将继续购买直到就业市场前景出现明显改善为止。日本银行的数量和质量宽松政策旨在将基础货币扩大一倍，每年新增 50 亿日元的日本国债购买规模，并将持有的国债平均期限扩大至大约 7 年。

欧央行推出了直接货币交易计划 (OMTs)，即当成员国提交宏观经济调整计划后，就可以无限量地购买该国主权债券。直接货币交易计划旨在解决部分欧元区国家主权债券定价的严重扭曲。在本报告撰写过程中，这项措施尚未被使用。

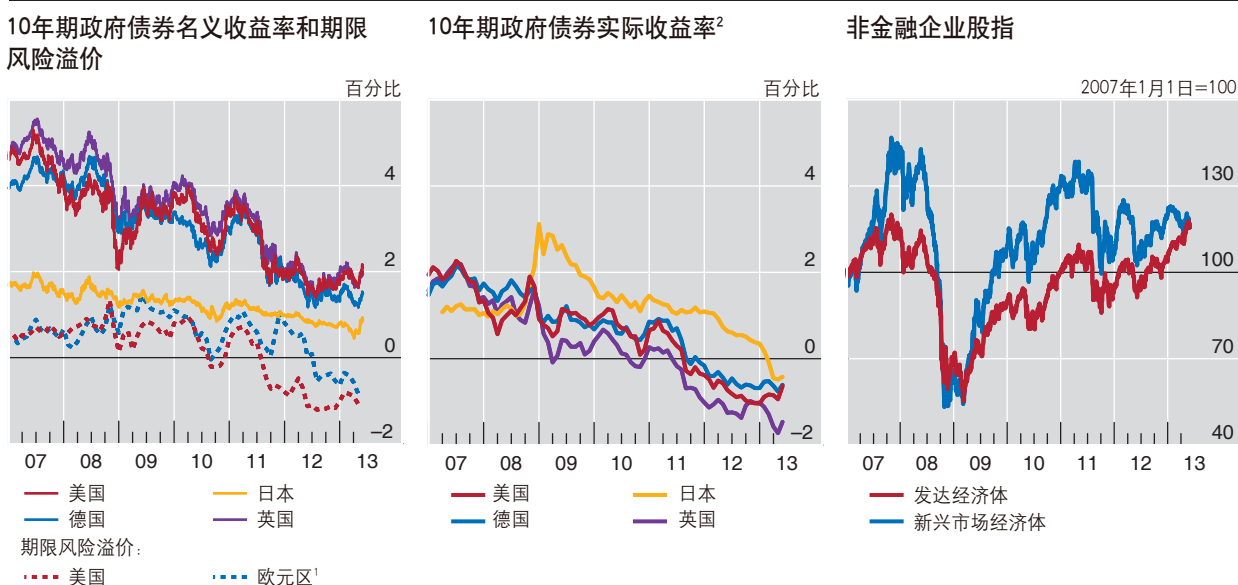
美联储、日本银行和英格兰银行还针对货币传导机制的特定部分采用了政策工具。美联储恢复购买抵押贷款支持证券，日本银行公布了对交易所交易基金和日本房地产投资信托产品的购买计划。英格兰银行和日本银行分别引进了贷款融资计划和贷款支持计划。上述措施通过将较低的银行融资成本与贷款活动相联系，为增加贷款发放提供了激励。

政策支持了金融市场

由于对近期低政策利率的预期 (图 2.3, 左图)，加上新一轮大规模资产购买计划带来的效应，美国、德国和英国的 10 年期政府债券名义收益率被初步控制在 2% 以下 (图 2.4, 左图)，近期收益率则开始上升。在美国，这可能与就业市场状况改善以及对未来资产购买的顾虑有关。在日本，名义国债收益率开始时下降到 1% 以下，但后来波动性扩大。美国、德国和英国的实际长期收益率保持在负的水平 (图 2.4, 中图)。在日本宣布通胀目标后，实际长期收益率在 2013 年初

政府债券收益率和股价

图 2.4



1. 根据法国和德国部分政府债券计算后得出。2. 政府债券收益率减去通货膨胀掉期 (在德国，是指欧元通货膨胀掉期)。资料来源：彭博资讯；Datastream；国际清算银行的计算。

变成负值。债券收益率下降的一个重要因素是期限风险溢价出现显著下降，后者指投资人应获得的通货膨胀和实际利率变动的风险补偿。例如，美国国债的期限风险溢价在 2011 年变为负值，并在 2012 年持续下降，达到至少过去 25 年以来的最低值（图 2.4，左图）；在欧元区，风险溢价在 2012 年中期变为负值。

2012 年下半年推出的大规模政策支持措施降低了下行风险，并重新提振了金融市场参与者的乐观情绪。企业发行 BBB 债券和 AAA 债券的价差（类似于有风险借款人和较低风险借款人的价差），在美国和欧元区分别比 2012 年高峰值下降了约 100 个基点和 200 个基点，目前处于雷曼兄弟公司倒闭前的水平（图 2.5，左图）。

作为对中央银行措施的反应，美国、欧元区和英国的股权风险逆转（以期权为基础的反映下行风险的指标）大幅下降。图 2.5 的中图比较了央行宣布重大政策（正常化到零）前后几天的变动水平²。尽管市场对欧央行宣布 3 年期长期再融资操作（LTRO）和直接货币交易计划（OMT）的反应较为滞后，但后者仍然对防止股市出现大的下降风险具有相当大的影响。2012 年下半年，推出的直接货币交易计划不但导致了欧元区银行信用违约掉期风险溢价下降，并且带来了全球层面的影响（图 2.5，右图）。与欧央行发布信息产生的效果相同，日本银行宣布新

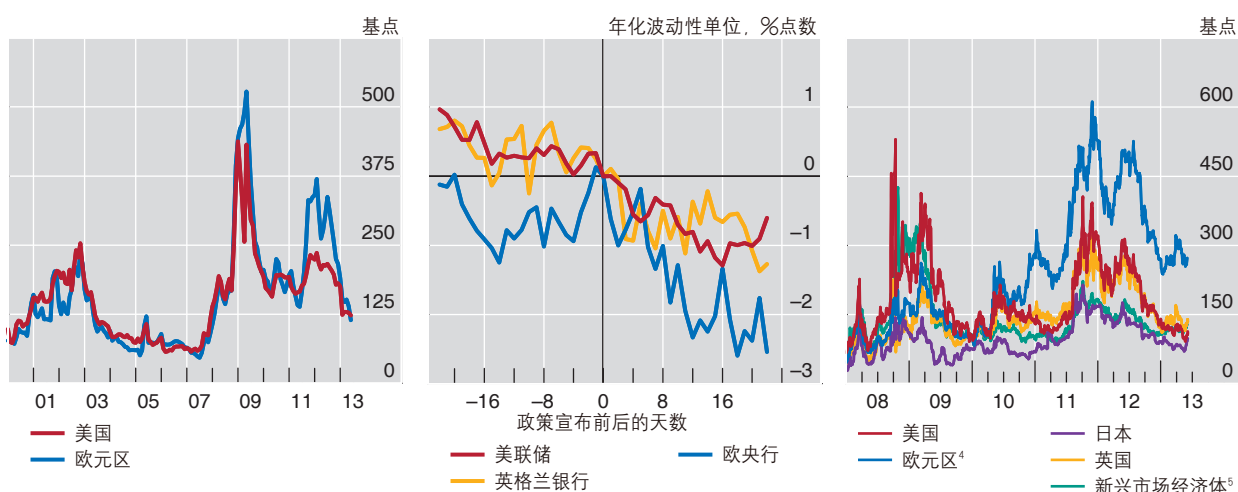
部分风险溢价指标

图2.5

公司债券价差：BBB-AAA¹

股权风险逆转对中央银行政策宣布的平均反应情况²

银行信用违约掉期溢价³



1. 评级为BBB企业和评级为AAA企业发行的公司债券收益率价差。2. 将政策宣布日的25delta风险逆转正常化至零，即取政策宣布日前后几天的差异值。对美联储而言，是指S&P500指数风险逆转；对英格兰银行而言，是指FTSE100指数风险逆转；对欧央行而言，是指DJ RURO STOXX 50指数风险逆转。政策宣布和相关讲话：美联储指2008年11月25日，2008年12月1日，2008年12月16日，2009年1月28日，2009年3月18日，2010年8月10日，2010年8月27日，2010年9月21日，2010年10月15日，2010年11月3日，2011年8月9日，2011年9月21日，2012年1月25日，2012年6月20日，2012年8月1日，2012年8月31日，2012年9月13日，2012年12月12日；英格兰银行是指2009年1月19日，2009年2月11日，2009年3月5日，2009年5月7日，2009年8月6日，2009年11月5日，2010年2月4日，2011年10月6日，2012年2月9日，2012年7月5日；欧央行是指2011年12月8日，2011年12月21日，2012年2月29日，2012年7月26日，2012年9月6日。3. 5年期正在进行的美元信用违约掉期差价：部分银行的简单平均值。4. 比利时、法国、德国、意大利、荷兰、葡萄牙、西班牙。5. 巴西、中国、新加坡。
资料来源：美国银行美林公司；彭博资讯；Markit；国际清算银行的计算。

2. 详见《非传统货币政策宣布前后对尾部风险的认知》，载《国际清算银行季报》，2013年3月，第4-5页。

的价格稳定目标以及数量和质量宽松计划，也对股权风险逆转指标具有很大影响。受益于货币政策进一步宽松以及风险评估下降，发达经济体与新兴市场经济体的股市从2012年的最低点分别上涨了约25%和10%（图2.4，右图）。但是，近期股市的波动性表明了市场情绪的脆弱性，同时人们还在怀疑实体经济是否真正在复苏。

各国信贷状况仍然不同

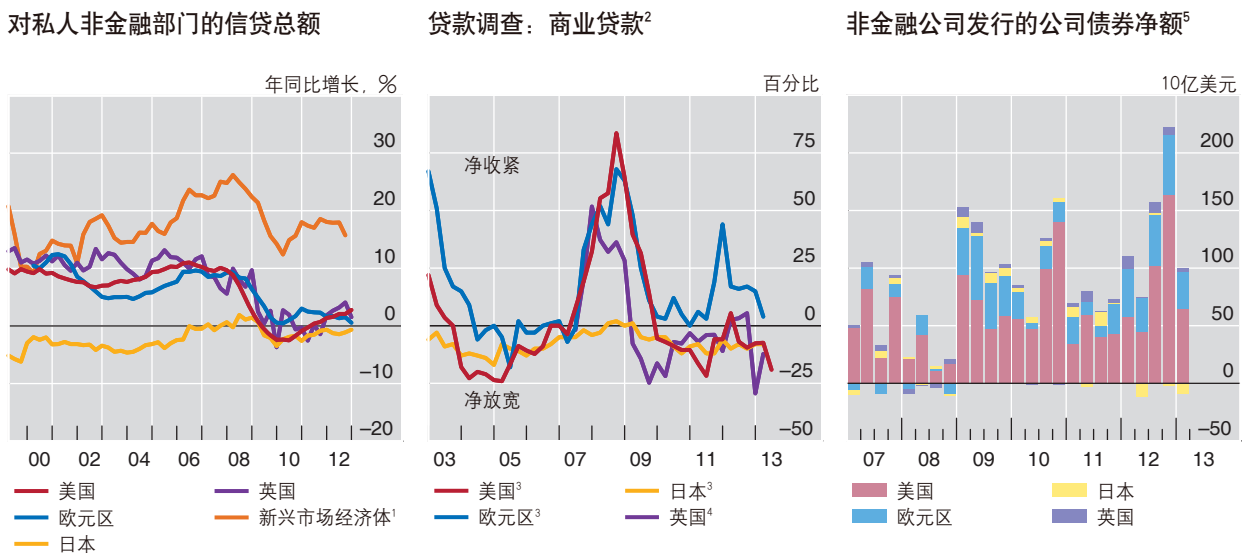
各国信贷条件仍然有较大差异。图2.6（左图）表明，在较低利率和较高国内需求的背景下，2012年新兴市场经济体对私人非金融部门的信贷总额（银行贷款加上债券发行）增长了15%以上。在主要发达经济体中，美国和英国的信贷总额出现适度增长，欧元区进一步收缩，日本则出现轻微下降。

在美国，根据对资深放款人员有关银行贷款做法的调查显示，银行整体上放宽了对企业的工商业贷款标准（图2.6，中图），贷款利率与银行融资成本的差异缩小。在英国，在银行在收紧放贷标准一段时间后，2012年下半年英格兰银行推出了贷款融资计划，各商业银行开始放松对企业的贷款标准。但是，英国公司部门增加的信贷主要来自非银行融资。与前5年的平均水平相比，非金融公司净债券发行量几乎翻了一番（图2.6，右图）。

欧元区信贷增长的放慢不但反映了贷款需求不足，也反映了相对较紧的银行贷款条件。对欧元区银行贷款调查显示，对企业的贷款标准出现收紧（图2.6，中图）。2012年下半年，贷款收紧主要与对经济前景的悲观情绪有关，其中欧元

信贷条件

图2.6



1. 根据阿根廷、巴西、中国、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其的2005年GDP值和PPP汇率。2. 美国是指对大中型企业贷款；英国是指对各种企业贷款；欧元区和日本是指对大型企业贷款。3. 报告收紧贷款标准（“大幅收紧”或“适度收紧”）的银行和报告放宽贷款标准（“大幅放宽”或“适度放宽”）的银行的比例差额。正值表明贷款标准出现净收紧。4. 报告收紧贷款标准银行的加权百分比减去报告放宽贷款标准银行的加权百分比（权重依据银行的相对市场份额）。正值表明贷款标准出现净收紧。5. 净发行额是指已完成的发行额减去还款额。
资料来源：欧央行；美联储；Datastream；Dealogic；国际清算银行的估计。

区边缘国家银行所受的影响最大。与银行贷款条件持续收紧不同的是，主权债券市场紧张状况缓解和风险评估下降对公司债券的净发行量具有正面效应（图 2.6，右图）。

在日本，尽管信贷供给状况保持宽松，但 2012 年对私人非金融部门的信贷总额略有下降（按实际值，表现为停滞状态）。但是，2013 年第一季度数据表明银行信贷增加，主要是因为企业对流动资金和合并 / 兼并融资需求上升。

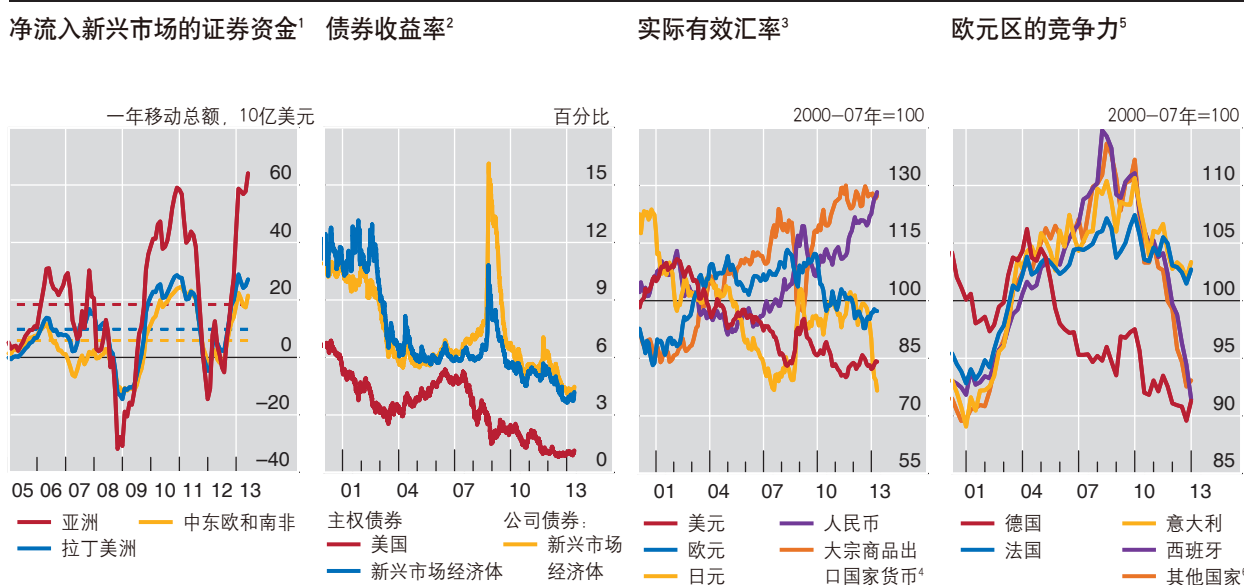
全球金融波及效应

货币政策放松不但有助于维持发达经济体的经济活动，而且可能对其他国家产生了显著的金融影响。很多发达经济体国债收益率的大幅下降，可能会鼓励资本流向高速增长的新兴市场经济体和规模较小的发达经济体，造成这些国家货币的升值压力。2013 年初以来，一些地区、尤其是亚洲新兴市场国家资本净流入显著增长（图 2.7，第一幅图），在总量上相当于 2010 年晚期的峰值。由于对新兴市场债券的需求上升，过去一年来这些债券与美国国库券的收益率下降了 1 个多百分点（图 2.7，第二幅图）。

鉴于发达经济体高度宽松的货币政策，外部需求不足，以及资本的显著回流，过去几个月来人们对汇率变动的关注度上升。2012 年 9 月至 2013 年 5 月，日本实际有效汇率贬值了 20% 以上，回到了 2007 年的水平。根据过去十年来的情况评估，日本实际有效汇率的贬值类似于美国（图 2.7，第三幅图）。相比之下，中

全球溢出效应：传导渠道

图 2.7



1. 各地区主要经济体股票和债券市场的总额。数据将净证券投资流量（根据汇率变动调整后）归因于流向单个新兴市场经济体的专门基金，以及单个国家或至少有地区分解数据的新兴市场经济体基金。短划线表示所在期限的平均值。2. 美国银行美林指数：对于新兴市场经济体政府债券，是指新兴市场对外债务主权指数；对于美国政府债券，是指美国国债主要指数；对于新兴市场经济体公司债券，是指新兴市场公司指数。3. 是指相对消费者价格；增加表示对一篮子货币升值。4. 澳大利亚元和加拿大元的简单平均值。5. 欧央行实际调和竞争力指标，根据对主要贸易伙伴和其他欧元区成员的有效汇率变化，再按照单位劳动成本平减。下降表明成本竞争力下降。6. 希腊、爱尔兰和葡萄牙的简单平均值。
资料来源：欧央行；美国银行美林公司；EPFR；国际清算银行。

外汇储备的年度变化

10亿美元

表2.1

	按当前汇率						备忘项：余额 (2012年12月)
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
世界	1,451	642	819	1,100	940	746	10,950
发达经济体 ¹	99	61	83	194	269	195	2,232
美国	5	4	1	2	-0	-2	50
欧元区	19	-1	-8	13	1	12	220
日本	73	55	-7	39	185	-28	1,194
瑞士	7	0	47	126	54	197	468
亚洲	695	410	715	651	424	239	5,351
中国	462	418	453	448	334	130	3,312
中国台湾	4	21	56	34	4	18	403
中国香港	19	30	73	13	17	32	317
印度	96	-20	12	9	-5	-1	262
印度尼西亚	14	-5	11	29	14	2	106
韩国	23	-61	65	22	11	19	317
马来西亚	19	-10	2	9	27	6	135
菲律宾	10	3	4	16	12	6	72
新加坡	27	11	12	38	12	21	257
泰国	20	23	25	32	-0	6	171
拉丁美洲 ²	127	42	25	81	97	51	694
阿根廷	14	0	-1	4	-7	-3	37
巴西	94	13	39	49	63	19	362
智利	-3	6	1	2	14	-0	40
墨西哥	11	8	0	21	23	16	153
委内瑞拉	-5	9	-15	-8	-3	-0	6
中东欧 ³	42	6	13	14	3	15	275
中东 ⁴	108	150	-29	50	88	151	817
俄罗斯	171	-56	-5	27	8	32	473
备忘项：净石油出口国 ⁵	331	144	-62	107	141	222	1,785

1.所示国家加上澳大利亚、加拿大、丹麦、冰岛、新西兰、瑞典和英国。2.所示国家加上哥伦比亚和秘鲁。3.中东欧：保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚。4.科威特、利比亚、卡塔尔、沙特阿拉伯。5.阿尔及利亚、安哥拉、哈萨克斯坦、墨西哥、尼日利亚、挪威、俄罗斯、委内瑞拉、中东。
资料来源：IMF《国际金融统计》；Datastream；各国数据。

国以及澳大利亚和加拿大等大宗商品出口国的实际有效汇率比危机前的平均水平（2000–2007年）升值了大约25%。鉴于汇率的大幅波动，G20财长和央行行长重申不以竞争性目的改变汇率水平。

欧元区实际有效汇率接近危机前水平。在单一货币区内部，基于单位劳动成本的实际汇率表明德国与危机前平均水平比较，竞争力仍然有较大的提高，但2008年以来希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙已经大幅缩小了与德国的差距（图2.7，

第4幅图)。与此形成对照的是，自金融危机爆发以来，法国和意大利的竞争力相比德国并未出现任何改善。

对一些国家来说，官方干预汇率市场可能是对抗汇率升值压力和减少货币流动影响的一项重要工具。2012年，全球外汇储备超过10万亿美元，达历史新高（表2.1）。采取固定汇率的经济体（例如中国香港和中东石油出口国）继续快速积累外汇储备。包括韩国、墨西哥，尤其是瑞士等其他国家的外汇储备也显著增长。

有关国家除直接干预外汇市场外，还使用间接手段来管理发达经济体极低利率的溢出效应。尤其是在过去几年里，一些新兴市场经济体采取的措施可以同时视为宏观审慎政策（即缓释金融部门的系统性风险）和管理资本流动措施（即影响资本流入，并因此影响汇率）。

私人非金融部门债务依旧高企

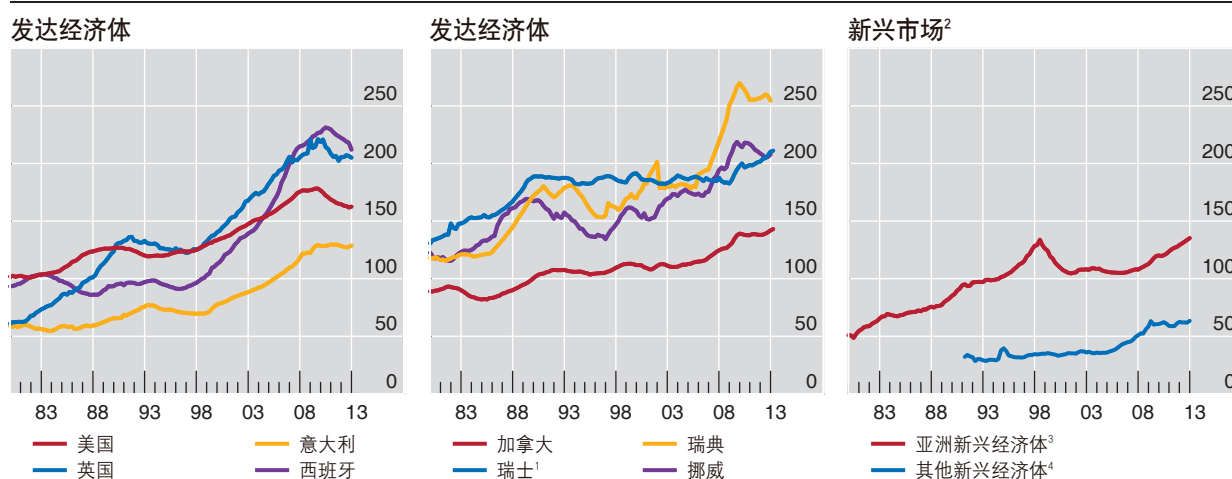
作为危机前金融高涨遗留下来的问题和随后全球低利率的结果，私人非金融部门（住户和非金融企业）的债务仍然处于高位。一些发达经济体在金融高涨时经历了债务的大幅积累和资源错配。这些国家的私人非金融部门债务占GDP的比率仍然接近历史高位（图2.8，左图），并由于经济增长乏力阻碍了对私人部门资产负债表的修复。在其他受危机影响较轻的发达经济体，危机后较低的全球利率促进了私人债务占GDP比率的显著上升（图2.8，中图）。在亚洲新兴经济体，总体而言，私人部门债务占GDP的比率仍然低于发达经济体的水平，但是正在向着20世纪90年代后期亚洲金融危机前的高位增长（图2.8，右图）。

图2.9左图显示了33个发达经济体和新兴市场经济体在2007–2012年实际

私人非金融部门债务

占GDP的百分比

图2.8



1. 从2011年第一季度起，私人非金融部门债务总额都用近似的私人非金融部门对银行的债务来代替。2. 简单平均。3. 中国（从1987年第四季度起）、中国香港、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚（从1991年第四季度起）、新加坡（从1991年第一季度起）和泰国。4. 阿根廷、巴西（从1994年第四季度起）、捷克共和国（从1994年第三季度起）、匈牙利、墨西哥、波兰（从1992年第一季度起）、俄罗斯（从1995年第二季度起）、南非和土耳其。

资料来源：IMF《国际金融统计》；经合组织；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

GDP 与债务增长的情况，从中可以观察到各国的不同情况。45 度线将这些国家分为两组：大多数国家（27 个）处于 45 度线上方，经历了全球金融危机以来私人部门债务占 GDP 比率的增长。在这些国家中，有相当多的一部分国家（主要在欧元区）位于纵轴的左边，其私人部门债务占 GDP 的比率上升，至少部分原因是由于经济活动的下降。处在另一端的部分国家——大多数是新兴市场经济体，但也包括一些较小的发达经济体——受危机的影响较轻，其债务增长的情况快于 GDP 的增长。

研究表明，债务占 GDP 比率偏离趋势值可能会产生脆弱性，尤其是当资产价格出现大幅上涨时。图 2.9 中的右图显示各国在 2007–2012 年住宅房地产实际价格变动与住户部门实际债务变动情况。大多数国家位于 45 度线以上：住户部门债务增长快于房地产价格上涨，一些国家，如印度尼西亚、波兰、土耳其房地产价格下降，而住户部门债务增长强劲。

尽管当债务占 GDP 比率出现大的变化时，可能表明债台高筑，或可能表明积聚了金融风险，但这种评估债务可持续的做法没有将货币政策状况考虑进来。因此，有必要分析偿债率，即还款利息和分期还款额之和占 GDP 的比率。偿债比率偏离趋势值的情况被证明是预测衰退严重程度和银行危机预警信号的一项良好指标。

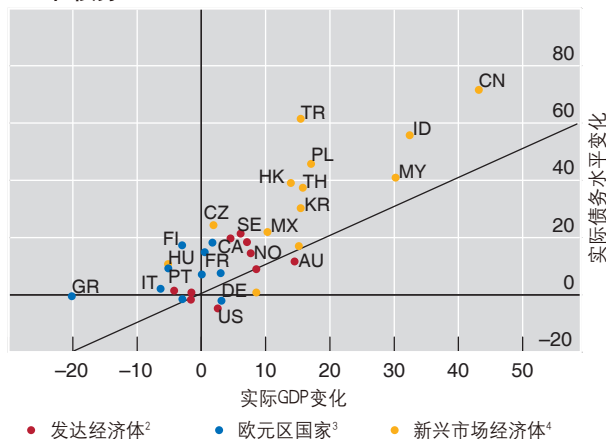
图 2.10 中的灰色柱状图显示 2012 年末的私人部门偿债率。大多数经济体（20 个国家中的 17 个国家）的偿债率高于 1995–2007 年的平均水平（棕色柱状图）。瑞典在发达经济体中的偿债比率最高，比其长期平均值高出 6 个百分点。欧元区边缘国家的偿债率也出现了较大增长。如依据估计数据，在当前利率下，希腊和

私人非金融部门债务，GDP 和房地产价格¹

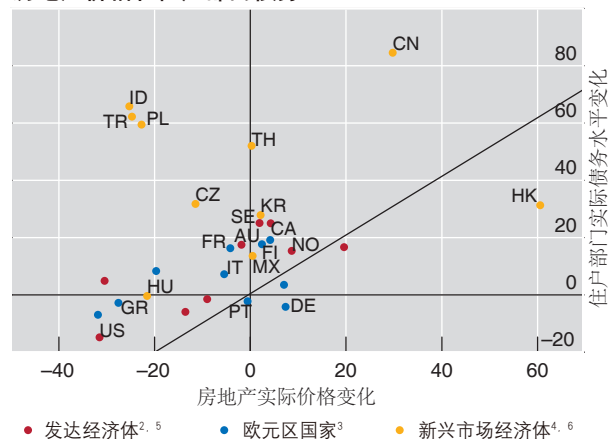
百分比变化，2007–2012 年

图 2.9

GDP 和债务



房地产价格和住户部门债务



AU=澳大利亚；CA=加拿大；CN=中国；CZ=捷克共和国；DE=德国；FI=芬兰；FR=法国；GR=希腊；HK=中国香港；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IT=意大利；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；NO=挪威；PL=波兰；PT=葡萄牙；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；US=美国。

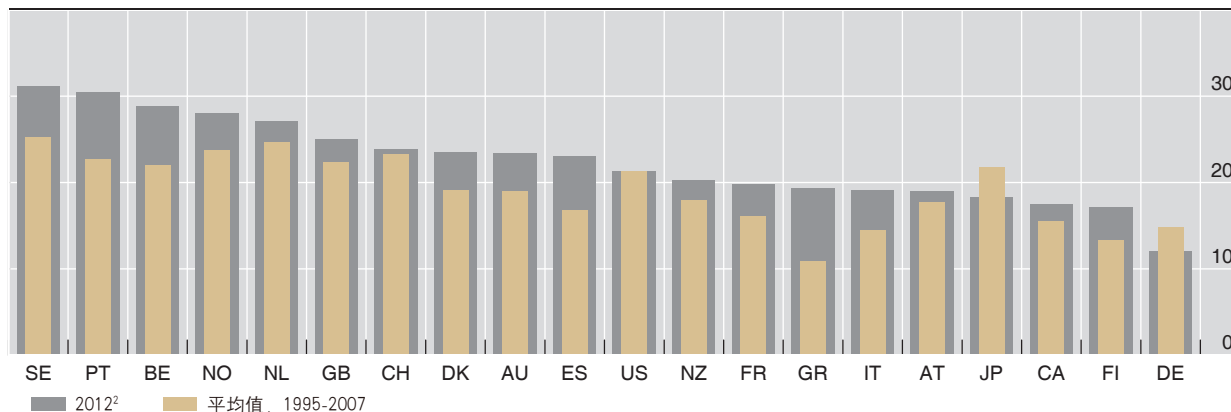
1. 实线代表 45 度线。数据经 GDP 平减指数进行了缩减。瑞士从 2011 年第一季度开始，总体私人非金融部门和住户部门债务采用私人非金融部门的银行债务估算。2. 澳大利亚、加拿大、丹麦、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。3. 奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、意大利、荷兰、葡萄牙和西班牙。4. 中国、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、波兰、俄罗斯、南非、泰国和土耳其。5. 不包括新西兰。6. 不包括马来西亚、俄罗斯和南非。

资料来源：欧央行；IMF《国际金融统计》；经合组织；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

私人非金融部门债务偿债率¹

占GDP的百分比

图2.10



AT=奥地利；AU=澳大利亚；BE=比利时；CA=加拿大；CH=瑞士；DE=德国；DK=丹麦；ES=西班牙；FI=芬兰；FR=法国；GB=英国；GR=希腊；IT=意大利；JP=日本；NL=荷兰；NO=挪威；NZ=新西兰；PT=葡萄牙；SE=瑞典；US=美国。

1. 定义为还款利息与分期付款之和，再除以GDP。2. 年末数据或最近数据。

资料来源：澳大利亚储备银行；欧央行；IMF《国际金融统计》；经合组织；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

葡萄牙的偿债率大约比其历史平均值高出8个百分点。从另一个极端看，日本的偿债率比其长期平均水平低大约3个百分点。在美国，部分是由于家庭部门债务显著下降（图2.9，右图），偿债率接近其历史平均值。

2012年偿债率偏离其1995–2007年平均值的状况，即灰色柱状图和棕色柱状图的差异，是以当前利率水平为条件的。然而，大多数国家的当前利率明显低于其历史水平。这可能表明需要加大减债力度，并表明很多国家在完成去杆杠化的道路上还有很长的路要走。

小结

尽管在过去一年内进一步放松了货币政策，金融市场也有所改善，但在撰写本报告时，经济复苏之路仍然是不平坦的。在经济增长乏力和结构性改革尚未完成的情况下，市场情绪仍然存在突然恶化的风险。更广泛来说，资产负债表的修复工作继续拖累了经济增长，并使得很多发达经济体处于脆弱状态。由于发达经济体持续实行低利率，还存在新兴市场经济体中期内积累不平衡的风险。在这种环境中，货币政策进一步刺激需求的能力可能有限。第三章分析了结构性改革在重启经济增长中的作用。

5. 流动性风险

流动性风险是指当银行可能无法在不影响其日常操作或财务状况的情况下满足预期或突发的当前或未来现金流及抵押品需求的风险。

中央银行、国际机构和其他公共机构的货币及黄金存款的余额是决定国际清算银行资产负债表规模的主要因素。国际清算银行按公允价值购回一些提前 1—2 个工作日通知的货币存款工具。基于使用现金流及流动性负债的谨慎假设的统计模型，国际清算银行开发出了流动性管理框架。在此框架内，董事会为国际清算银行流动比率设置规定，要求流动资产不得小于潜在的流动需求。另外，还进行流动性压力测试，其假设极端的流动性提取情况超过了可估计的潜在流动需求。这些压力测试定义了附加流动性要求（必须要由持有的流动性资产来满足）。国际清算银行的流动性一向远超过其最低流动比率和压力测试的流动性要求。

国际清算银行的货币存款与黄金存款，主要来自中央银行和国际机构，占其总负债的 95%（2012 年为 91%）。截至 2013 年 3 月 31 日，货币存款与黄金存款来自 168 个存款人（2012 年为 172 个）。在这些存款中，有相当一部分为个人客户，其中 5 个客户的存款基于结算日超过存款总额的 5%（2012 年为 5 个客户）。

下表列出了资产和负债的到期现金流状况。披露的现金流数量是国际清算银行贷款额度的未贴现现金流。

截至2013年3月31日

单位：百万

特别提款权	1个月以下	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1~2年	2~5年	5~10年	10年以上	总计
资产									
现金与同业									
活期存款	6,884.1	-	-	-	-	-	-	-	6,884.1
黄金与黄金贷款	35,086.8	-	-	-	282.1	-	-	-	35,368.9
国库券	11,036.4	23,042.0	9,643.5	2,994.5	-	-	-	-	46,716.4
重售协议下									
的证券购买	21,795.6	4,664.6	-	-	-	-	-	-	26,460.2
贷款和预付款	10,034.4	8,640.8	318.9	-	-	-	-	-	18,994.1
政府证券和									
其他证券	1,576.3	5,590.8	8,649.6	10,677.1	11,246.0	23,018.8	1,951.0	1,062.8	63,772.4
总资产	86,413.6	41,938.2	18,612.0	13,671.6	11,528.1	23,018.8	1,951.0	1,062.8	198,196.1
负债									
货币存款									
1-2天									
通知存款	(7,383.7)	(10,649.5)	(17,483.0)	(19,696.1)	(14,744.0)	(23,859.4)	(67.9)	-	(93,883.6)
其他货币存款	(40,783.3)	(19,228.9)	(7,980.9)	(2,603.5)	-	-	-	-	(70,596.6)
黄金存款	(17,301.9)	-	-	-	(280.5)	-	-	-	(17,582.4)
卖空证券	82.8	13.2	(0.9)	(1.7)	(3.4)	(10.3)	(17.2)	(149.6)	(87.1)
总负债	(65,386.1)	(29,865.2)	(25,464.8)	(22,301.3)	(15,027.9)	(23,869.7)	(85.1)	(149.6)	(182,149.7)
衍生工具									
结算净值									
利率合约	(1.2)	107.8	133.1	199.8	238.0	94.6	(17.0)	-	755.1
结算总值									
汇率与黄金									
价格合约									
流入	32,788.8	46,454.6	17,827.6	5,835.2	-	-	-	-	102,906.2
流出	(31,785.2)	(46,067.1)	(17,536.6)	(5,623.4)	-	-	-	-	(101,012.3)
小计	1,003.6	387.5	291.0	211.8	-	-	-	-	1,893.9
利率合约									
流入	114.2	133.6	115.4	84.3	475.8	365.3	-	-	1,288.6
流出	(114.5)	(156.1)	(128.0)	(107.9)	(518.1)	(402.6)	-	-	(1,427.2)
小计	(0.3)	(22.5)	(12.6)	(23.6)	(42.3)	(37.3)	-	-	(138.6)
衍生工具总计	1,002.1	472.8	411.5	388.0	195.7	57.3	(17.0)	-	2,510.4
未来未贴现									
现金流总计	22,029.6	12,545.8	(6,441.3)	(8,241.7)	(3,304.1)	(793.6)	1,848.9	913.2	18,556.8

截至2012年3月31日

单位：百万

特别提款权	1个月以下	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1~2年	2~5年	5~10年	10年以上	总计
资产									
现金与同业									
活期存款	4,077.8	—	—	—	—	—	—	—	4,077.8
黄金与黄金贷款	35,353.6	137.9	139.5	—	—	284.4	—	—	35,915.4
国库券	10,035.9	30,652.9	8,256.7	3,576.1	—	—	—	—	52,521.6
重售协议下									
的证券购买	27,593.1	4,686.9	—	—	—	—	—	—	32,280.0
贷款和预付款	12,204.2	8,127.7	1,142.4	—	—	—	—	—	21,474.3
政府证券和									
其他证券	3,475.1	8,892.3	9,786.2	20,647.0	10,137.1	22,703.1	3,470.0	983.5	80,094.3
总资产	92,739.7	52,497.7	19,324.8	24,223.1	10,137.1	22,987.5	3,470.0	983.5	226,363.4
负债									
货币存款									
1-2天									
通知存款	(3,531.3)	(24,460.6)	(17,340.6)	(15,139.2)	(14,964.6)	(23,677.2)	(202.9)	—	(99,316.4)
其他货币存款	(56,016.8)	(21,657.6)	(9,272.2)	(2,984.0)	—	—	—	—	(89,930.6)
黄金存款	(19,204.8)	—	(138.5)	—	—	(282.9)	—	—	(19,626.2)
卖空证券	61.2	8.0	(0.8)	(1.6)	(3.1)	(9.3)	(15.5)	(124.3)	(85.4)
总负债	(78,691.7)	(46,110.2)	(26,752.1)	(18,124.8)	(14,967.7)	(23,969.4)	(218.4)	(124.3)	(208,958.6)
衍生工具									
结算净值									
利率合约									
	20.1	179.9	313.3	333.4	391.9	240.9	(31.8)	—	1,447.7
结算总值									
汇率与黄金									
价格合约									
流入	41,207.3	52,261.0	19,830.5	10,073.7	—	—	—	—	123,372.5
流出	(40,756.6)	(51,444.4)	(19,642.6)	(10,008.9)	—	—	—	—	(121,852.5)
小计	450.7	816.6	187.9	64.8	—	—	—	—	1,520.0
利率合约									
流入	1.1	13.5	2.0	270.7	245.7	788.6	—	—	1,321.6
流出	(0.3)	(23.4)	(8.5)	(361.3)	(310.3)	(896.0)	—	—	(1,599.8)
小计	0.8	(9.9)	(6.5)	(90.6)	(64.6)	(107.4)	—	—	(278.2)
衍生工具总计	471.6	986.6	494.7	307.6	327.3	133.5	(31.8)	—	2,689.5
未来未贴现									
现金流总计	14,519.6	7,374.1	(6,932.6)	6,405.9	(4,503.3)	(848.4)	3,219.8	859.2	20,094.3

国际清算银行在其正常银行业务中出售期权。下表显示了在到期日分析的卖出期权的公允价值：

卖出期权

单位：百万

特别提款权	1个月以下	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1~2年	2~5年	5~10年	10年以上	总计
截至2013年3月31日	(0.1)	(0.2)	-	-	-	(1.1)	-	-	(1.4)
截至2012年3月31日	(0.2)	-	-	-	(0.2)	(2.8)	-	-	(3.2)

下表显示了在资产负债表日信用工具的合同到期日价值：

合同到期日

单位：百万

特别提款权	1个月以下	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1~2年	2~5年	5~10年	10年以上	总计
截至2013年3月31日	-	-	256.6	200.1	-	-	-	2,597.1	3,053.8
截至2012年3月31日	-	-	-	193.8	-	-	-	2,376.8	2,570.6

6. 操作风险

国际清算银行定义操作风险包括财务损失风险或名誉损失或两者兼有，由于一种或多种因素的影响而产生，如下所示：

- 人为原因：人手不足、缺乏技能经验、训练不足、监管不充分、关键人员的流失，人员接替安排不利、缺乏诚实或道德标准；
- 程序缺陷或失误：内部政策或程序不正确、设计缺陷、归档不正确，或没有被正确理解、执行或采取强制措施；
- 系统缺陷或失误：硬件、软件应用、操作系统或基础设施的设计存在不足、不便于、不能正确地或难以按照意图操作；
- 外部事件：其发生对国际清算银行有负面影响，但国际清算银行又无法控制。

操作风险包括法律风险但不包括战略风险。

国际清算银行的操作风险管理框架、政策和程序包括操作风险的管理和衡量，如相关的主要参数的确定，业务连续性规划和对关键风险指标的监控。

国际清算银行建立了操作风险相关事件的即时报告程序。合规与操作风险处负责制定各处的行动计划，并定期跟踪其实施效果。

国际清算银行基于在险价值（VaR）方法使用蒙特卡罗模拟法衡量操作风险经济资本和操作风险加权资产，该方法与巴塞尔协议 II 提出的高级衡量法相一致。根据巴塞尔协议 II 的假设，操作风险的量化不考虑信誉风险。计算中使用的主要参数有：内部和外部损失数据、情景预测、自评估控制（以反映国际清算银行业务和内控环境的变化）。在量化其操作风险时，国际清算银行未考虑其可从保险中获得的潜在保护。

A. 操作风险的经济资本

与金融风险的经济资本计算使用的参数一致，国际清算银行在衡量操作风险的经济资本时假设 99.995% 的置信水平以及一年持有期。下表列出了过去两个财政年度国际清算银行以经济资本占用表示的主要操作风险敞口。

财政年度	2013				2012			
	平均	最高值	最低值	3月31日值	平均	最高值	最低值	3月31日值
单位: 百万特别提款权								
操作风险的经济资本占用	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0

B. 操作风险的最低资本要求

根据巴塞尔协议 II 框架的关键参数, 计算操作风险的最低资本要求时假设 99.9% 的置信区间和一年期限。下表列出了过去两个财政年度操作风险的最低资本要求及相关风险加权资产。

截至3月31日	2013			2012		
	在险价值 (VaR)	风险加权资产 (A)	最低资本要求 (B)	在险价值 (VaR)	风险加权资产 (A)	最低资本要求 (B)
单位: 百万 特别提款权						
操作风险 (A)=(B)/8%	369.0	4,612.5	369.0	341.6	4,270.3	341.6

独立审计报告

向国际清算银行董事会和股东大会提交的审计报告，巴塞尔

我们已经对国际清算银行的财务报表进行了审计。这些财务报表包括章程规定的截至2013年3月31日的资产负债表，以及该财年的相关损益表、综合收益表、现金流量表和股权变动情况，以及重要会计政策的总结以及其他说明信息。

管理层责任

管理层负责财务报表的准备和公正反映，财务报表应与财务报表中描述的会计原则和国际清算银行的章程相一致。相关职责包括设计、实施并维护相关内控体系，防止财务报告不因欺诈或失误出现实质性错误。管理层还进一步负责选取和使用合适的会计政策，并在当前环境下进行合理的会计估算。

审计者的责任

我们的责任是基于我们的审计对这些财务报表表达观点。我们按照国际审计标准进行审计。这些标准要求我们遵守道德准则，制订计划并开展审计以确认财务报表没有严重误报。

审计过程包括获得支持财务报表相关的数据和信息披露的证据。选用的程序取决于审计人员的判断，包括评估财务报表因欺诈或失误出现严重失实的风险。在进行风险评估时，审计人员考虑了与准备报表的相关内控程序，以便设计出与现实相符的审计程序，但是并不对机构内控体系的有效性发表意见。审计也包括评估所使用的会计原则是否恰当、作出的估算是否合理，以及评价总体财务报告的情况。

我们认为，我们已获得的审计证据是充分的，能够为我们得出的结论提供合理的支持。

观点

我们认为，截至2013年3月31日结束财年的财务报告真实而公正地反映了国际清算银行在该财年的财务状况、财务业绩及现金流，符合财务报告中所述的会计原则及国际清算银行的章程规定。

安永会计师事务所

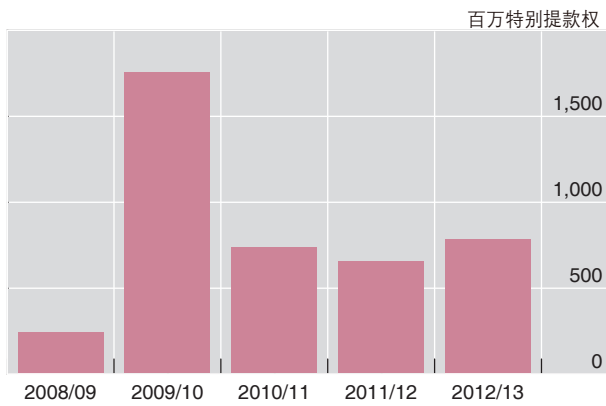
维克多·维吉尔

约翰·埃尔顿

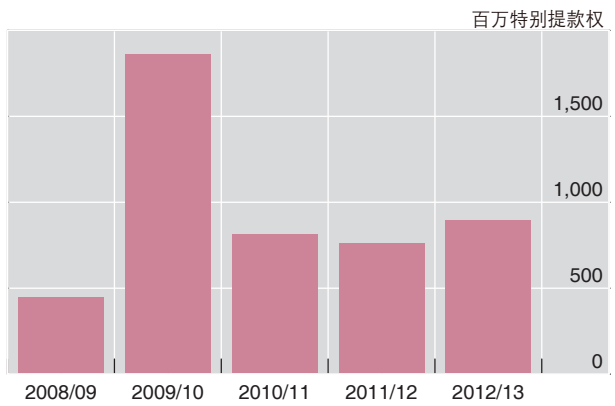
2013年5月13日，苏黎世

五年总结图

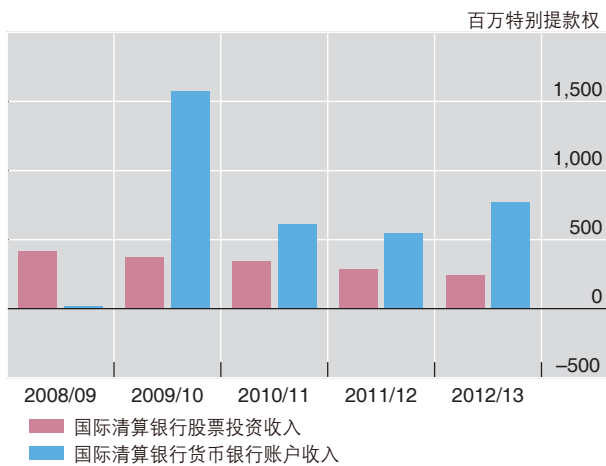
营业利润



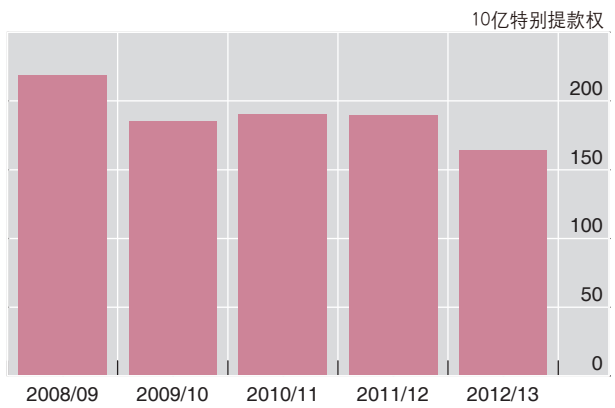
净利润



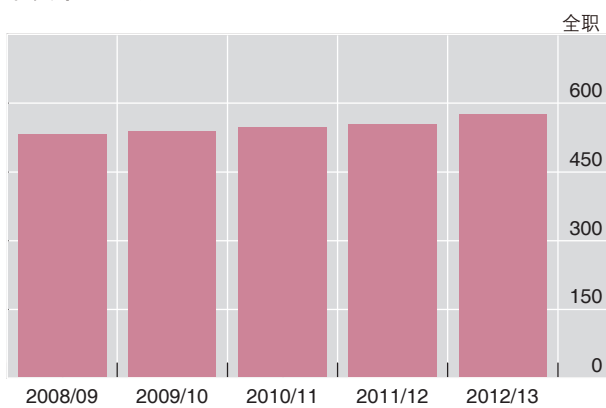
净利息和估值收入



平均货币存款 (按结算日计算)



雇员平均人数



营业支出

