



# 第84期年报

2013年4月1日-2014年3月31日

2014年6月29日，巴塞尔

责任编辑：王慧荣  
责任校对：刘 明  
责任印制：裴 刚

#### 图书在版编目(CIP)数据

国际清算银行第84期年报/国际清算银行编；中国人民银行国际司译．—北京：中国金融出版社，2014.9

书名原文：BIS 84th Annual Report  
ISBN 978-7-5049-7327-6

I. ①国… II. ①国…②中… III. ①国际清算银行—2013~2014—年报  
IV. ①F831.2-54

中国版本图书馆CIP数据核字（2014）第213895号

出版 **中国金融出版社**  
发行  
社址 北京市丰台区益泽路2号  
市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)  
网上书店 <http://www.chinafph.com>  
(010) 63286832, 63365686 (传真)  
读者服务部 (010) 66070833, 62568380  
邮编 100071  
经销 新华书店  
印刷 北京松源印刷有限公司  
尺寸 210毫米×297毫米  
印张 15.25  
字数 364千  
版次 2014年9月第1版  
印次 2014年9月第1次印刷  
ISBN 978-7-5049-7327-6/F.6887  
如出现印装错误本社负责调换 联系电话：(010) 63263947

# 目录

发文函 .....	1
经济章节梗概 .....	3
<b>第一章 寻找新的方向 .....</b>	<b>7</b>
全球经济：我们身处何方? .....	8
从金融周期的角度看全球经济 .....	10
资产负债表导致的衰退及其影响 .....	10
当前的宏观经济与金融风险 .....	12
政策挑战 .....	13
近期挑战：现在要做什么? .....	13
长期挑战：调整政策框架 .....	16
结论 .....	18
<b>第二章 货币政策魔咒下的全球金融市场 .....</b>	<b>21</b>
观察期的一年：在跌宕起伏中追求高收益 .....	21
新兴市场经济体境况突然逆转 .....	25
专栏2.A：近期新兴市场经济体货币贬值的决定因素 .....	27
央行对金融市场造成影响 .....	28
金融市场聚焦货币政策 .....	29
专栏2.B：从历史角度看2013年美国国债抛售事件 .....	30
低融资成本和低波动性鼓励寻求高收益率行为 .....	32
<b>第三章 增长与通胀：动力与前景 .....</b>	<b>37</b>
增长：当前发展和中期趋势 .....	38
全球经济增长强劲但不平衡 .....	38
金融危机的不利影响 .....	40
专栏3.A：从资产负债表衰退中复苏 .....	41
通胀：国内和全球因素 .....	43
专栏3.B：资产负债表衰退中产出损失的测度 .....	44
专栏3.C：潜在产出和经济疲软的测度 .....	47

更好地锚定通胀预期 .....	48
全球因素起到更大的作用? .....	48
投资与生产能力: 长期观点 .....	51
生产能力下滑的趋势 .....	53
<b>第四章 债务和金融周期: 国内和国际视角 .....</b>	<b>59</b>
金融周期: 简要介绍 .....	59
不同国家处在金融周期的什么位置? .....	61
专栏4.A: 衡量金融周期 .....	62
当前条件下哪些因素在驱动金融周期的变化? .....	64
全球流动性和国内政策引发信贷扩张 .....	65
风险和调整的必要性 .....	66
提示金融抑制风险的指标 .....	67
回到可持续的债务水平 .....	71
专栏4.B: 衡量偿债比例 .....	73
<b>第五章 货币政策努力实现常态化 .....</b>	<b>77</b>
近期货币政策发展 .....	77
专栏5.A: 零利率边界下前瞻性指引 .....	81
重要的货币政策挑战 .....	82
货币政策的低效 .....	83
货币政策溢出效果 .....	84
专栏5.B: 资产负债表收缩之后货币政策的效果 .....	85
专栏5.C: 美国货币政策对新兴市场经济体政策利率的影响: 泰勒规则的 证据 .....	87
意料之外的去通胀和通缩风险 .....	88
专栏5.D: 通缩的成本: 历史记载如何说? .....	89
政策常态化 .....	91
<b>第六章 金融体系何去何从 .....</b>	<b>95</b>
趋势概览 .....	95
银行 .....	95
专栏6.A: 监管改革——新要素及实施 .....	97
专栏6.B: 关于银行主权敞口的监管要求 .....	100
保险部门 .....	100
银行与市场信贷 .....	102
金融部门的结构化调整 .....	102
商业模式的变化 .....	103
国际银行业的转化时期 .....	104
资产管理部的崛起 .....	105
银行到底有多强? .....	107
危机后的银行恢复 .....	107

专栏6.C: 融资基础设施投资 .....	108
金融繁荣后期的银行 .....	110
专栏6.D: 逆周期政策工具的有效性 .....	112
国际清算银行组织结构图 (2014年3月31日) .....	118
<b>国际清算银行: 职责、业务活动、治理和财务结果</b> .....	<b>119</b>
国际清算银行成员中央银行 .....	150
国际清算银行董事会 .....	152
<b>财务报表</b> .....	<b>157</b>
<b>独立审计报告</b> .....	<b>233</b>
<b>五年总结图</b> .....	<b>234</b>

# 图表目录

## 图

图1.1 债务水平继续上升 .....	9
图2.1 发达经济体宽松政策压低债券收益率 .....	22
图2.2 货币宽松刺激了承担风险的行为 .....	23
图2.3 债券市场抛售造成暂时性的金融紧缩 .....	24
图2.4 金融市场收紧波及新兴市场经济体 .....	25
图2.5 新兴市场经济体对市场压力的反应 .....	26
图2.6 美国利率第一次出现正常化迹象 .....	29
图2.7 美国货币政策的相关消息导致价格调整 .....	32
图2.8 低评级信用市场部门的发行活跃 .....	33
图2.9 尽管增长疲软，信贷利差仍在降低 .....	34
图2.10 股票估值走高，波动性和风险溢价下降 .....	35
图2.11 主要资产类别的波动性下降至历史较低水平 .....	36
图3.1 发达经济体是全球经济复苏的重要动力 .....	38
图3.2 新兴市场经济体信贷增长依然强劲 .....	39
图3.3 产出和生产率的复苏缓慢而且不平衡 .....	40
图3.4 发达经济体的财政整顿仍未完成 .....	43
图3.5 全球通胀水平低位运行 .....	46
图3.6 发达经济体的价格和工资的菲利普斯曲线越来越平坦 .....	49
图3.7 通胀是一种全球现象 .....	50
图3.8 受全球经济疲软影响的国内通胀水平 .....	51
图3.9 投资分化的趋势 .....	52
图3.10 生产率和适龄劳动人口正在下降 .....	54
图4.1 金融周期顶峰常与危机相伴随 .....	61
图4.2 不同国家处在金融周期的什么位置? .....	63
图4.3 危机后去杠杆过程不均衡 .....	65
图4.4 发达经济体低收益率驱使资金流向新兴市场经济体 .....	66
图4.5 低利率与信贷繁荣相伴随 .....	67
图4.6 新兴市场经济体面临新的风险特征 .....	70
图4.7 人口因素对房价由正面贡献转为负面影响 .....	71

图4.8	债务可持续需全球范围内去杠杆 .....	72
图4.9	偿债负担可能上升 .....	75
图5.1	全球货币政策依然非常宽松 .....	78
图5.2	发达经济体的政策利率水平依然较低，中央银行资产规模居高不下 .....	79
图5.3	小型发达经济体正面临低于目标值的通胀水平和高债务 .....	80
图5.4	随着关于金融稳定担忧的加剧，新兴市场经济体对市场波动的应对 .....	83
图5.5	短期利率协同波动，全球外币借款上升 .....	86
图5.6	通胀预期非常稳固 .....	88
图5.7	泰勒规则隐含的利率表明困境悬而未决 .....	92
图6.1	资本积累拉升了银行的监管比率 .....	98
图6.2	银行信贷的不同趋势 .....	102
图6.3	银行信贷障碍 .....	103
图6.4	效率与收益稳定性紧密相关 .....	104
图6.5	国际银行业：中介业务的地理分布 .....	106
图6.6	资产管理部门发展并进一步集中 .....	107
图6.7	银行评级仍然低迷 .....	109
图6.8	市场的怀疑在不同银行体系间存在差异 .....	110
图6.9	不良贷款的不同表现 .....	111
<b>表</b>		
表3.1	产出、通胀和经常账户余额 .....	56
表3.2	危机后产出、就业和生产率的复苏 .....	57
表3.3	政府财政状况 .....	58
表4.1	国内银行危机的早期预警指标表明风险即将到来 .....	68
表5.1	外汇储备的年度变化 .....	94
表6.1	银行普通股（CET1）相较于风险加权资产有所上升 .....	96
表6.2	主要银行盈利情况 .....	99
表6.3	保险部门的盈利能力 .....	101
表6.4	商业模式：传统银行模式再度盛行 .....	105

## 本报告使用的术语

lhs, rhs 左坐标, 右坐标

billion 10亿

…… 没有提供

· 不适用

— 无或忽略不计

\$ 美元, 除非特别说明

总数经四舍五入

本期报告中的“国家”一词涵盖了国际法和国际惯例中所理解的非国家领土实体, 其数据单独列示。

# 第84期年报

## 提交给2014年6月29日在巴塞尔举行的 国际清算银行年度股东大会

女士们、先生们：

我很荣幸将本财年（截至2014年3月31日）的国际清算银行第84期年报提交给诸位。

本年度净利润达4.193亿特别提款权，上一年度净利润为8.954亿特别提款权。为反映应支付退休福利会计政策的变化，已对上一年度的数值进行了重新表述。修订后的政策披露在第171页（中文版——编者注）的“财务报表说明”（第26项），变动所产生的财务影响被披露在第172～174页（中文版——编者注）财务报表说明第3项。2013/2014财年的详细情况请见本年报第154～155页（中文版——编者注）“净利润及其分配”。

根据国际清算银行章程第51条，董事会向本届股东大会提议按每股215特别提款权、总额1.2亿特别提款权支付红利，以特别提款权的构成币种或瑞士法郎支付。

董事会进一步建议1500万特别提款权转入一般储备基金，600万特别提款权转入特别红利储备基金，剩余的2.843亿特别提款权转入自由储备基金。

上述提议如获股东大会批准，国际清算银行2013/2014财年分配的红利将于2014年7月3日支付给股东。

总经理

海密·卡罗阿纳

2014年6月20日于巴塞尔



# 经济章节梗概

## I. 寻找新的方向

过去一年全球经济已经显露令人鼓舞的迹象。但由于金融大危机的遗留问题以及引发危机的多种动因依然未能得以解决，全球经济仍然持续低迷。要克服危机的遗留问题，需要政策超越对商业周期的传统关注点，还需要解决金融周期所特有的宏观经济风险在较长时期内积累和升级的问题，并转变以增加负债作为增长主要引擎的做法。重塑可持续增长要求所有主要经济体都采取有针对性的政策，无论其是否受到危机的冲击。受影响最严重的国家需要完成修复资产负债表的程序并实施结构性改革。当前全球经济的好转提供了一扇不可错失的宝贵机遇之窗。在许多避开了此次金融危机最严重影响的经济体，强劲的金融繁荣刺激了经济增长。这些经济体的政策需要更多强调抑制过热和建设用来应对可能萧条的能力，而且也无法承受将结构性改革置于次要位置的代价。放眼未来，消除金融周期的极端情况需要改善财政、货币和审慎政策框架，从而确保在繁荣和萧条之间的政策应对更为平衡，否则就会导致全球经济中产生不稳定因素而将政策空间耗尽的风险。

## II. 货币政策魔咒下的全球金融市场

金融市场一直对当前和预期的货币政策极其敏感。全年以来，宽松的货币环境使波动性维持在低位，并鼓励追逐高收益的行为。股票估值高、信用利差狭小、波动性低以及大量公司债的发行均显示出投资者方面强烈的风险偏好。过去的一年，新兴市场经济体在面对变化的全球环境时表现出了脆弱性，那些基本面较为强健的经济体虽表现较好，但还是无法完全与市场动荡隔绝。到2014年中期，投资者在追逐收益率方面再次显示出强烈的风险承担意愿：大多数新兴市场经济体稳定下来，全球股市创出新高且信用利差持续收窄。总体来看，活跃的市场与其背后的全球经济形势之间相互脱节，令人不解。

## III. 增长与通胀：驱动力与前景

虽然全球通胀依然疲弱，但世界经济增长已经加速，其中多数上升动力源自发达经济体。尽管目前经济回升，但发达经济体的增长率依然低于危机前的平均

水平。发达经济体缓慢的增长并不令人惊讶：长期金融繁荣后的萧条通常与资产负债表衰退同时发生，其复苏相比通常的商业周期要脆弱得多。这种脆弱反映出诸多因素：供给方扭曲和资源错配，大量债务和资本存量的积压，对金融业的损害和有限的政策空间。发达经济体投资占产出的比率下降，主要受对此前金融过剩的修正和长期结构性因素的影响。与此同时，危机以来通常一直表现强劲的新兴市场经济体的增长率正面临不利形势。当前发达经济体通胀中存在的问题不仅反映出其国内经济增长缓慢和国内资源利用率低下，还体现了全球因素的影响。从长期来看，提高生产率是实现更加稳健和可持续增长的关键。

## IV. 国内和国际债务与金融周期

金融周期包含着对价值和风险的认知、风险承担和融资约束之间自我强化的相互作用，金融繁荣和萧条正是因这种相互作用产生的。金融周期往往较传统商业周期持续时间更长。各国目前正处于完全不同的金融周期阶段。在那些受2007—2009年金融危机影响最大的经济体中，家庭和企业已经开始降低其债务占收入的比率，但许多情况下该比率依然维持高位。相反地，一些受危机影响较小的经济体正处于强劲金融繁荣的晚期，从而使得它们容易受资产负债表衰退，以及在某些情况下严重的金融危机的影响。同时，新融资来源的增长已改变了风险的特征。在全球流动性的第二阶段，新兴市场经济体的企业正从国际市场上获得大量融资，因此也面临一旦出现问题，这些融资就可能消失的风险。更广泛地说，各国会在某些时点发现自己身处债务陷阱：通过低利率刺激经济的做法鼓励了债务的增加，最终使需要解决的问题增多。

## V. 货币政策努力正常化

虽然面临诸多严峻挑战，但货币政策依然极其宽松。首先，主要发达经济体央行与异常迟缓的复苏和货币政策有效性减弱的迹象进行斗争。其次，新兴市场经济体和小型开放发达经济体对抗频发的市场动荡和主要发达经济体的货币政策溢出效应。后者的各国当局有进一步的空间考虑其行动的外部影响和对本国的相应反馈。再次，许多央行就如何最好地解决预料之外的通货紧缩进行抗争。政策反应需要仔细地考虑起作用的力量的性质和持续性、政策有效性的减弱以及副作用等问题。最后，展望未来，如何最好地调校政策正常化的时机和节奏问题日益凸显。无论在沟通上投入多少努力，完成这种转变很可能都将是复杂而崎岖的。而且，正常化太晚或太慢的风险不应被低估。

## VI. 站在十字路口的金融体系

危机以来，金融业已有所增强。银行已重建资本（主要通过留存利润），而且许多银行已将其商业模式向传统银行业模式转变。然而，尽管总体盈利能力得以

提升，许多银行面临持续的资产负债表问题，主要源自对过度负债的借款人的直接敞口、沉重的债务负担对经济复苏的拖累以及那些处于金融繁荣晚期国家经济增长放缓的风险。在当前的金融格局中，基于市场的金融中介得以扩张，主要是因为银行比它们的一些企业客户所面对的融资成本更高。特别是资产管理公司在过去数年间迅速发展，目前已成为一个主要的信贷来源。其作用的扩大以及该领域的高集中度，可能会影响市场动态，并因此影响企业和家庭的融资成本和可用资金。



# 第一章 寻找新的方向

全球经济仍在面临严峻挑战。增长虽有复苏，但仍未摆脱对货币刺激的依赖。货币政策在多年的非常规宽松后，回归常态之路依然艰巨。尽管金融市场表现活跃，投资却仍然疲软。大型企业并未增加生产能力，而是回购股份或热衷于并购。长期增长前景并不乐观，债务却还在增加。甚至已出现了长期经济停滞的说法。

为什么会这样？要理解这些新的动向，我们需要从这次大规模金融危机讲起。危机是2007年8月爆发的，差不多一年后达到顶峰，标志着经济史上的一个历史性时刻。无论从经济角度还是从认知角度看，这都是个分水岭：我们现在已经很自然地将发展进程分为危机前和危机后两个阶段了。它给过去蒙上了极大阴影：危机并非空穴来风，而是源自于运行多年的深层动力，几乎不可避免。它同样给未来蒙上了极大阴影：其后果仍与我们相伴，并将决定未来的方向。

要理解当前全球经济面临的挑战需要有长远眼光，应远远超出产出波动（即经济周期）的时间范畴，尽管这是当前经济研究的主流。根据当前的分析和测算，经济周期最多不超过八年。这是大多数宏观经济政策所采用的时间框架，往往导致决策者对经济复苏缓慢失去耐心，也有助于回答产出能多快回归常态或会偏离趋势水平多久这类的问题。这也是最近在分析工业生产、消费和信心调查，或通胀数据以了解经济运行时所采用的时间框架。

但这个时间框架仍然太短。金融波动（金融周期）往往以银行危机收场，就像最近这次危机一样，历时往往会远远长于经济周期。虽然并不规律，但平均看来它们一般都会持续15~20年。毕竟它需要更多的火种才能燃成大火，而且金融周期的运行可能根本难以被察觉。对于决策者和观测者而言，他们主要关注的是短期产出波动，这么长的周期对于他们而言实在太漫长了。

金融周期的后果常常是灾难性的。一旦金融繁荣破灭，可能造成产出和就业的巨大损失，持续时期也会非常长。换句话说，资产负债表的衰退成本可能比一般的衰退要高昂得多。衰退使资源错配和结构缺陷暴露出来，而此前这些都被一时的繁荣所掩盖。因此，若制定应对政策时不具备长远眼光，就可能出现解决了眼前的问题，却给未来带来更大问题的情况。债务积累成为相继发生的经济与金融周期中的决定性因素。

今年的国际清算银行年报从长远角度着眼，<sup>1</sup>对全球经济进行了总体回顾，围绕着危机、危机应对政策及其后果提出了一个框架。这一长期观点是对传统的产出、就业与通胀关注的一个补充，传统观点可能考虑到了金融因素的作用，但其并非

---

1. 详见卡鲁阿纳在哈佛大学肯尼迪学院的演讲，“全球经济与金融挑战：两种观点”，马萨诸塞州坎布里奇，2014年4月9日，以及波里奥“金融周期及宏观经济学：我们学到了什么？”，国际清算银行工作论文第395期，2012年12月（即将刊登在“银行与金融期刊”上）。

主要作用。

归根到底其实很简单。去年以来全球经济已出现了许多积极迹象。但谨慎起见，还是要考虑一下当前是否已摆脱了危机后的停滞局面。向可持续和平衡的增长的回归仍未见分晓。

恢复可持续的增长需要采取广泛的政策。在危机国家，需要更重视资产负债表的修复和结构性改革，减少对货币与财政刺激的依赖；关键在于供给。好的政策不是不惜代价推高增长，而是消除抑制增长的障碍。全球经济上行是一个宝贵的机会窗口，不能浪费。在那些避开了金融危机最坏影响、在金融繁荣的支撑下一直在增长的经济体，需要更重视抑制这些繁荣，并积聚力量以应付可能的衰退。特别需要注意那些产生金融风险的新来源，它们多与资本市场的快速增长相关。在这些经济体中，结构性改革对于消除隐患至关重要。

所有这些情况都有一个共性。导致危机后经济不振的原因多半就是导致危机本身的原因，都在于没有能把握好金融周期。解决这一失误需要对政策框架进行调整，包括财政、货币和宏观审慎政策等，以使政策应对在繁荣与衰退间更为平衡。这也要求放弃将债务作为增长主要动力的做法。否则就会使不稳定因素扎根在全球经济中，而耗尽政策调整的空间。

第一节将为全球经济把脉，第二节将从金融周期的角度解释当前形势并评估未来的风险，第三节将探讨政策意义。

## 全球经济：我们身处何方？

好消息是去年以来增长已有所回升，各方公认将进一步改善（见第三章）。实际上，全球 GDP 增长预计将接近危机之前十年间的普遍水平。发达经济体已重拾增长势头，尽管新兴市场体增长有所下降。

但综合来看，危机之后的情况仍令人失望。按一般经济周期的标准来看，危机国家的复苏迟缓乏力。失业仍远高于危机前的水平，尽管近来有所改善。新兴市场经济体表现突出，成为危机后增长的主要动力，新兴市场经济体在危机后强劲反弹，直到近期才走弱。总的来说，全球 GDP 增长与 2000 年以来的水平相距不远，但与 GDP 趋势水平间的缺口却一直持续。我们还没有能完全弥补产出损失。

此外，增长的长期前景并不光明（见第三章）。在发达国家特别是危机国家，复苏期间劳动生产率的增长令人失望。而且这是在长期趋势走低的情况下出现的。到目前为止，劳动生产率在受危机影响较小的经济体，特别是新兴市场经济体保持得很好，这些经济体的长期趋势一般也没有下滑。尽管如此，人口变化的影响日益严重，不只是对成熟经济体。

那么通胀形势如何呢？这在一些新兴市场经济体仍然是个问题，但总的来说仍稳定在较低水平，这是个好消息。与此同时，在一些危机国家或别的地方，通胀持续低于目标水平。在某些情况下引发了对通货紧缩的担心，特别是在欧元区。由此产生了我们下面将要讨论的问题，我们是否过虑了？

在金融领域，情况形成了鲜明对比。

去年以来金融市场非常活跃，至少发达经济体是如此，主要受中央银行决策的影响（见第二章）。股本、固定收益产品和外汇市场的波动已降到了历史最低点。市场参与者的定价明显不怎么考虑风险。在发达经济体，强烈而普遍的逐利冲动

发展迅速，信贷利差随之收窄。欧元区边缘国家也不例外。股市场愈加高涨。毫无疑问，新兴市场经济体的情况要严峻得多。当去年5月美联储首次暗示其货币政策可能回归常态时，新兴市场受到剧烈震动，特别是汇率和资产价格。同样的紧张局势在1月重新出现，这一次更多是由对新兴市场自身状况的情绪逆转而引发的。但此后因坚决的政策措施和逐利行为的恢复，市场情绪持续改善。总体看来，总是有种活跃的市场与其背后的全球经济形势脱钩的感觉，令人不解。

金融部门更为健康，但并未痊愈（见第六章）。在危机国家，银行受市场和监管的压力，主要通过收益留存和增资扩股筹集资本，进展明显。尽管如此，部分地区仍对资产质量及资产负债表何时可修复存在担心。毋庸置疑，银行的相对疲弱推动了公司债市场的大幅扩张，使其成为替代融资渠道。在其他地区，特别是许多受危机影响较小且信贷迅速增长的国家，资产负债表看似强健，但在一些情况下已开始恶化。

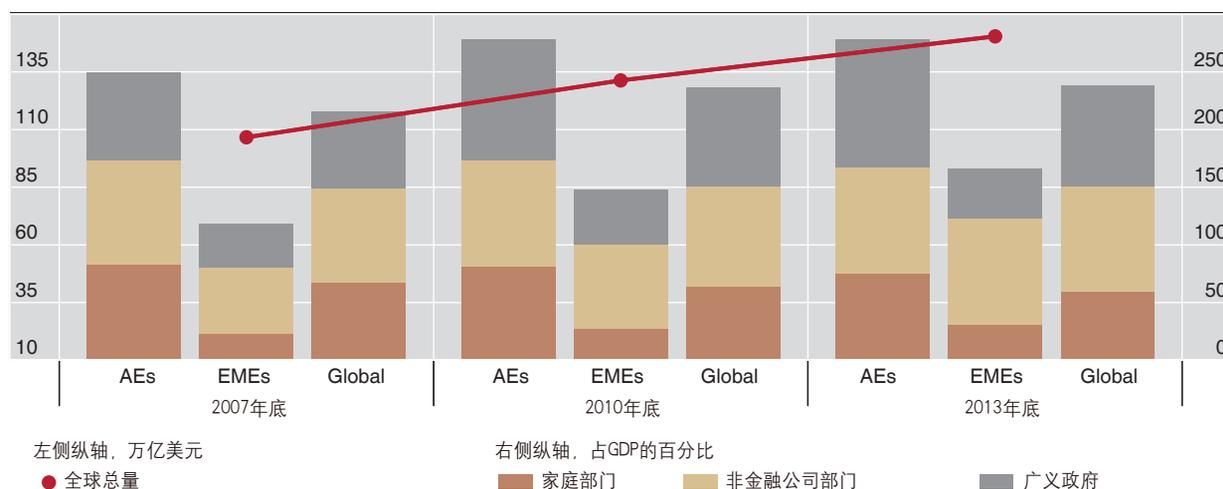
非金融私人部门的资产负债表受危机和危机前趋势的影响较深（见第四章）。一方面，在危机国家，私人部门信贷扩张缓慢，但债务占GDP比例总体保持在较高水平，即使在部分国家有所下降。另一方面，许多躲过了危机的经济体，特别是新兴市场经济体，出现了信贷和资产价格的暴涨，近来才开始放缓。全球来看，非金融私人部门债务危机以来增长了约30%，推高了占GDP的比率（图1.1）。

宏观经济政策的空间受限特别令人担忧。

财政政策上总体仍紧张（见第三章）。在危机国家，随着收入下滑、紧急刺激政策的使用以及当局对银行的救助，导致财政赤字剧增。最近一些国家已着手整顿。但尽管如此，政府债务与GDP之比仍在进一步攀升，在某些情况下已出现不可持续的迹象。在未受危机打击的国家，局面更为复杂，债务与GDP之比在某些国家实际已在下降，在其他国家虽仍在上升但绝对水平已大幅降低。七国集团总体公共债务与GDP之比增长了近40个百分点，达到120%，这是全球总债务与GDP之比（含公私部门）上升20个百分点的主要原因（图1.1）。

债务水平继续上升

图1.1



全球国家样本包括：阿根廷，澳大利亚，巴西，加拿大，中国，捷克，欧元区，中国香港，匈牙利，印度，印度尼西亚，日本，韩国，马来西亚，墨西哥，波兰，俄罗斯，沙特阿拉伯，新加坡，南非，土耳其，英国和美国。AEs=发达经济体；EMEs=新兴市场经济体。  
资料来源：国际货币基金组织；各国数据；国际清算银行估算。

货币政策上仍在考验其最大极限（见第五章）。在危机国家及日本，货币政策已超乎寻常的宽松。所有主要国际货币政策利率已达到或接近零，各中央银行通过实施前瞻性指引和大规模资产购买、长期贷款等激进的资产负债表政策，进一步放松货币。各中央银行从未如此竭尽全力地刺激经济。政策立场回归常态几乎尚未开始。在其他国家，危机后的利率也很低，中央银行也在极力扩张其资产负债表，主要体现为外汇干预。主要受市场波动的影响，一些新兴市场经济体的中央银行去年提高了利率。

总体来说，全球经济虽在恢复，但仍不平衡。增长有所回升，但长期前景并不被看好。金融市场虽较活跃，但加强银行资产负债表的进展不一，私人债务仍在增长。宏观经济政策已几无空间来应对可能出现的幸情形，如正常的经济衰退。

## 从金融周期的角度看全球经济

我们怎么就走到了这一步呢？前面还有哪些宏观经济政策风险呢？要理解这一历程，我们需要研究以往各次经济衰退及随后的政策反应的性质。

### 资产负债表导致的衰退及其影响

“大萧条”的序幕尽人皆知。稳定的低通胀的环境推动了金融的极度繁荣，并因金融创新而加速膨胀，这在历次危机中已见得太多。信贷和资产价格飞涨，劲头十足，克服了21世纪初的那一次小规模衰退并推动经济再次增长（见第四章）。当时提出了一个“大减速”的说法，总体上让人感觉决策者们已经最终驯服了经济周期并将经济中最深的秘密挖了出来。

但随后的衰退将这个幻觉击得粉碎。随着金融繁荣破灭，金融危机以空前的规模爆发了。产出和全球贸易崩溃了。“大萧条”的幽灵已隐约可见，越长越大。

政策应对饱受这一幽灵的困扰。毋庸置疑，最开始的灾难迹象被误读了。2007年银行间市场被冻结时，各方还普遍认为压力已得到遏制。但约一年后雷曼兄弟的倒闭改变了一切，全球经济一落千丈。货币与财政政策都被积极使用，以避免重蹈20世纪30年代的覆辙。这在受危机直接冲击的国家之外也获得了响应，中国启动了信贷支持下的大规模经济扩张。

最初这些药方看起来起到了作用。不切实际的声明总是很难作出的。但毫无疑问，迅速及时的政策反应确实对危机的冲击起到了缓冲作用，避免了最坏情况的发生。特别是危机国家积极放松货币，恢复了市场信心，防止金融体系和整个经济陷入混乱。这就是危机管理的意义所在。

尽管如此，随着各种事件的爆发，放松的心情又让位于失望的情绪。全球经济并未如所希望的那样复苏。至少对于危机国家而言，增长预期一再下调。财政政策扩张未能成功启动经济增长。事实上，财政账户出现了令人吃惊的窟窿。在欧元区，部分由于体制的问题，主权债务危机全方位地爆发，疲弱的银行与主权债务之间形成了“恶性循环”。从全球来看，对于财政不可持续的担心造成了财政政策走向的部分变化。当前，为刺激经济复苏，货币政策继续尝试一些更富想象力的措施。监管当局也在尽力使金融体系恢复活力。但全球经济并未痊愈。

至少从事后来看，这些事件相继发生并不奇怪。这场衰退不是那种典型的战后为平息通胀的衰退。这是资产负债表式的衰退，伴随着一个超长金融周期的破灭。相应的债务和资本存量的积压规模也大得多，对于金融部门的损害要严重得多，而政策空间也小得多。

资产负债表式的衰退有两个特点。

第一，它们成本高昂（见第三章）。它们层次更深，导致复苏乏力和永久性的产出损失：产出可能会回归到其以往的长期增长率上，但难以回到以往的长期趋势路径上。造成这种局面的原因肯定是多方面的。在繁荣期，很容易高估潜在产出和增长，错误配置资本和劳力。而在衰退期，尽管受损的金融体系竭力给经济引擎加大油门，但债务与资本存量的积压也可能严重影响需求，破坏生产率并进一步削弱长期增长前景。

第二，越来越多的证据表明，在资产负债表式的衰退下，传统的需求调控措施更难起作用（见第五章）。原因之一是银行需要修复其资产负债表。只要资产质量差、资本不足，银行就会限制总体信贷供给，更严重的是，会错误地配置信贷供给。它们在“舔伤口”的时候自然会收缩信贷。但它们会继续向已被抛弃的借款者贷出资金，以避免损失被确认，同时对情况较好的借款者切断信贷或提高价格。第二个原因，可能也是更重要的一个原因是，过度负债的机构更希望减少债务、增加储蓄。如果向它们提供任何额外收入，如财政政策所做的那样，它们就会把这些收入存起来，而不是花掉。若降低利率以鼓励它们更多地借款，如货币政策所做的那样，它们会拒绝听命。在一个资产负债表式的衰退中，对信贷的需求必然很弱。第三个原因与实际部门在以往金融繁荣中累积的大规模部门及总量失衡有关，如建筑业。不加区分地刺激总需求无益于解决这一问题，实际上可能会使其进一步恶化，如极低的利率反而会对资本已经过剩的部门更为有利。

毋庸置疑，全世界只有一部分经济体经历了全面的资产负债表式的衰退（见第三章），那些国家都经历了超大规模的国内金融周期，特别是美国、英国、西班牙和爱尔兰，以及诸多中东欧和波罗的海国家。在那里，家庭和非金融公司部门的债务积压与系统性银行问题相伴而生。在其他国家如法国、德国和瑞士，银行业也因对金融泡沫破灭的其他地区的风险敞口而遭受了沉重的压力。其非金融私人部门的资产负债表所受的影响则要小得多。更外围一些的国家如加拿大和许多新兴市场经济体，主要因贸易联系而受危机冲击，而非通过其银行体系；它们的衰退并不是资产负债表式的。这也适用于日本，该国一直在与其人口结构导致的需求收缩作斗争，其自身资产负债表式的衰退发生于20世纪90年代，难以用于解释该国最近所经历的阵痛。只是在欧元区出现了银行与主权债务间的“恶性循环”。

这种差异也可以说明为什么各国在其国内金融周期中处于不同的位置（见第四章）。那些经历了全面资产负债表式衰退的国家在房地产价格下降的同时尽力降低其私人债务积压。尽管如此，其中部分国家房地产价格又重新上升，而其债务水平依然高企，某些情况下甚至还在增加。其他国家的情况各不相同，但信贷和房地产价格危机后总体仍在上升，至少到最近还是如此。在一些国家中，金融扩张的速度尚在历史范围内，但在其他国家则大大超出了历史水平，带来了空前的金融繁荣。

相应地，在后一类国家中，金融繁荣与货币政策反应的相互作用非常明显（见第二章、第四章、第五章）。发达国家极度宽松的货币环境蔓延到世界其他地区，

推动当地的金融繁荣。这种蔓延的直接渠道在于，各主要货币的使用已远在其发行国边界之外。特别是在美国之外有着约7万亿美元的美元记值信贷，且危机后还在强劲增长。这种蔓延的间接渠道在于，各主要货币和资产的跨境套利。比如，货币政策对风险偏好和风险认知有着重要影响（“风险偏好渠道”）。它还影响对风险偏好的测度指标，如VIX，以及期限和风险溢价，使这些指标在全球范围内同时产生剧烈变动。这个因素因新兴市场经济体深化了其固定收益市场而变得尤为重要。而非危机国家的货币政策反应也有一定作用，在那些国家，当局发现很难在利率显著高于危机国家的情况下进行操作，担心汇率超调或引来资本大幅流入。

结果就是，全球范围内货币政策都极度宽松，并历时极长（见第五章）。即使不考虑中央银行资产负债表政策和前瞻性指引的影响，政策利率也在相当时间内远低于传统的基准水平。

### 当前的宏观经济与金融风险

从金融周期角度看，当前的宏观经济格局和金融形势导致了一系列风险。

在经历超常金融繁荣的国家，风险在于繁荣终将破灭并可能导致金融困境（见第四章）。根据历史证明行之有效的先行指标，如信贷行为和房地产价格，情况令人担忧。偿债率看上去还不那么让人担心，但以往经验表明它们会在金融困境发生后迅速上升，特别是在利率急剧上升的情况下；而这一情况在面临大规模未对冲的外汇风险头寸及发达国家货币政策常态化，有必要保卫其汇率免受压力时，就可能出现。

此外，与过去相比，脆弱性的具体形式可能以不为人知的方式发生了变化（见第四章）。在过去几年中，一些新兴市场经济体的非金融公司通过其国外分支机构从资本市场大规模借款，其债务多以外币计值。这被称之为“第二阶段的全球流动性”以区别于危机前的阶段，其核心主要在于银行扩张其跨境业务。相关债务可能不会显示在外债统计中，若发生了资金回流，或会显示为国外直接投资。这可能意味着一个潜在脆弱性，若这是以过度扩张的房地产等部门的国内本币现金流为担保，或者用于套利交易或持有其他形式的投资性头寸，就更是如此。

同样，新兴市场经济中资产管理行业的蓬勃发展会将资产价格受压抑后的波动放大（见第四章、第六章）。在固定收益市场就更是如此，这个市场在过去十年间强劲增长，进一步使相关国家暴露在全球资本市场的影响下。就好比是在水池里的大象，全球投资者投资组合与资金接收国市场在规模上的巨大差距会使错配进一步加剧。这些资本流动在激进的逐利冲动下进一步膨胀，并随着经济形势与市场心理的变化忽升忽降，从而极度顺周期，这绝不是一个令人放心的因素。

毫无疑问，许多新兴市场经济体多年来采取了很多重要措施来改善其经济的抗冲击能力。与过去相比，这些国家经常账户盈余、外汇储备上升、汇率灵活性增加、金融体系增强，并采取了极多的宏观审慎措施。而在2013年5月和2014年1月的两次市场冲击中，宏观经济和金融环境更为强健的国家也确实表现得更好（见第二章）。

即便如此，过去的教训表明还是谨慎为好。这些市场冲击迄今尚未同时导致金融繁荣的破灭，而与传统的国际收支压力更为相近。经常账户盈余有助于缓冲金融繁荣破灭的压力，但也有限。事实上，历史上一些最具破坏性的金融繁荣是在外部状况强劲的国家发生的。“大萧条”之前的20世纪20年代的美国，以及

20 世纪 80 年代的日本就是两个例子。宏观审慎措施尽管能强化银行体系，但其自身并不能有效防止金融失衡的累积，特别是在货币条件持续宽松的情况下（见第五章、第六章）。貌似强健的银行资产负债表实则掩盖了不为人知的脆弱性，只是在金融繁荣走向破灭时才会浮出水面，这种情况在发达经济体和新兴市场经济体再一次出现了（见第六章）。

而这一次发生在新兴市场经济体的严重的金融冲击不太可能让发达经济体独善其身了。自 1997 年亚洲危机时的资本大幅逆转以来，新兴市场经济体的体量已大幅增加。以购买力平价汇率计算，自那时以来，新兴市场经济体 GDP 其在全球 GDP 中的占比已从约 1/3 上升到一半，其国际金融体系中的权重也同样在上升。如果中国这个超极金融繁荣的所在国跌倒了，后果将会极为严重，大宗商品出口国将首当其冲，这些国家信贷和资产价格的强劲增长和危机后贸易条件的改善，已将债务量和房地产价格双双推高。对于世界其他那些资产负债表尚未修复的地区也是如此。

在危机国家，风险在于，公私部门资产负债表的调整均还未完成，只要任何地区出现任何新的经济放缓，不管来自何方，它们都更容易受到冲击。这也将妨碍其政策向常态的回归。在处于经济周期最前端的大国，特别是英国和美国，其债务和资产价格还未充分调整，如英国的房地产价格异常活跃，而美国的部分公司借贷市场如杠杆类交易甚至较危机前的泡沫更大（见第二章），却出现了与金融周期末期类似的增长模式，这难免有些令人不安（见第四章）。由于调整不充分，在上述两种情况下，私人部门的偿债率都对利率上升高度敏感（见第四章）。当前，特别是在欧元区，对于银行资产负债表一直存在疑虑（见第六章）。所有这些，几乎在所有地区，都发生在这一个财政状况长期来看仍较脆弱的时期。

## 政策挑战

按照这种分析，现在应该做些什么呢？设计近期政策应对需要将经济周期和通胀的情况考虑在内，但往往会导致顾此失彼的两难。长期内政策框架又该如何调整呢？

### 近期挑战：现在要做什么？

近期的政策应对如往常一样都要因地制宜、考虑各国情况才对。总地看来可以将各国分为两类，金融繁荣已经破灭的和一直处于金融繁荣中的，尽管这可能过分简化了。然后就要分析一下两类国家都在面临的挑战：在通胀持续低于目标水平的情况下应如何应对？

#### 金融繁荣已经破灭的国家

在金融繁荣已经破灭的国家，当务之急是资产负债表的修复和结构性改革。这是资产负债式衰退的三个主要特点所直接导致的：供给面扭曲造成的损失，对总需求政策缺乏反应，以及财政、货币和宏观审慎等政策的空间大幅收窄。政策的目标是为自身可持续和强劲的增长奠定基础，消除增长的障碍以及提高增长潜

力。这体现了避免经济长期疲软的良好愿望。决策者不应白白浪费经济回升提供的这样一个机会窗口。

当务之急是完成银行资产负债表的修复，推动那些受危机打击最重的非金融部门的回升。令人失望的是，尽管付出了很多努力，在扣除外部支持后，银行自身评级在危机后实际上是恶化了（见第四章）。但在那些决策者更重视加强损失确认和注资的国家，如美国，复苏的势头更为强劲。这并不新鲜：早在最近这次危机之前，20世纪90年代早期的北欧国家与日本应对其各自银行危机的方式截然不同，这被公认为是导致它们随后在经济表现上出现分化的主要原因。欧盟及时对资产质量进行了审查，压力测试是实现这一目标的关键。更重要的是，应鼓励银行进一步增强其资本实力，这是进一步扩大信贷最坚实的基础（见第六章）。完成危机后以《巴塞尔协议Ⅲ》为核心的金融改革至关重要。

这意味着，资产负债表修复不力会削弱一个经济体的长期产出和增长潜力（见第三章）。换言之，经济学家所称的“迟滞”——临时性的状况持续下去对生产潜力的影响——可能以不同的形态和规模显示出来。通常情况下，迟滞效应主要表现为总需求的长期短缺，如失业者丧失了劳动技能，从而生产能力和就业能力均下降。但还有其他重要的、可能是更为主要的因素在发挥效应，如信贷和其他资源的错误配置以及产品、劳力和资本市场的僵化等。这些在文献中很少提及，但值得关注。其必然结果就是，资产负债表式的衰退爆发后，信贷的投向要比其总体金额重要得多。在债务积压的情况下，危机后的复苏往往是“无信贷”的，这毫不奇怪，并已被实际情况证明。即使总体信贷净增长并不强劲，让好的而不是坏的借款者获得信贷至关重要。

在资产负债表修复之外，有针对性地推进结构性改革也很重要。结构性改革的作用有三（见第三章）。其一，它们可以促进资源在部门间进行必要的转移，这在发生资产负债表式的衰退之后十分关键，有利于消除经济中的缺陷、加快复苏步伐（详见去年年报）。例如，美国比欧洲大陆经济回升更为强劲并非偶然，其劳力和产品市场要灵活得多。其二，改革将有助于提高经济体在长期内可持续的增长率。鉴于人口的负增长趋势，除提高劳动参与率之外，提高生产率的增长是促进长期经济增长的唯一办法。其三，通过上述两种机制，改革可以增强企业对于未来需求的信心，并刺激当前需求。尽管从全球来看固定资产投资并不算弱，但在那些偏弱的地方其主要制约因素并非是融资紧张。结构性政策的组合各国应有不同，但大多包括将服务业等受保护的部门逐步放开、改善劳动力市场灵活性、提高劳动参与率以及精简臃肿的公共部门。

更多强调资产负债表修复和改革意味着更少依赖需求扩张型的调控政策。

这个原则也适用于财政政策。最初的财政刺激之后，保证长期可持续性的必要性又慢慢显现。这值得欢迎：整顿财政是首要任务，要抵制任何偏离这个方向的冲动。如果还有任何的政策空间，首先要用于帮助修复资产负债表。公共资金应被用做最后的后盾，如果有必要的话，还可以进一步用于吸引私人部门投资于精选出来的基础设施项目（见第六章）。这需要在其他预算项目上节约资金，来为这些重点支出腾出空间。

这个原则同样也适用于货币政策。加大修复和改革的力度将有利于缓解货币政策承受的巨大压力。货币宽松一点当然是必要的，但危机后这也助长了过度的需求。这一政策的局限性在政策利率接近零时变得尤为突出（见第五章）。在这种情形下，要再提供政策刺激，就只能通过调控对未来政策利率走势的预期，并运

用中央银行资产负债表，在短期利率之外影响金融环境。这些政策对资产价格和市场确实造成了影响，但有明确的局限性，反响也在逐步消退。期限和风险溢价只能压缩到一定限度，近年来它们已达到或接近历史最低水平了。汇率贬值当然会有所帮助。但正如下文所述，它也会造成令人尴尬的国际纠纷，特别是在被视为“以邻为壑”的情况下。

现在风险在于，货币政策会逐渐丧失作用，而其副作用则日益突出。这些副作用广为人知（详见上期年报）。政策手段可以用于推迟资产负债表的调整，如鼓励坏账的不断展期。但这会对金融机构的盈利能力和资金实力造成损害，压缩利差。这可能会助长错误的风险承担方式，还会产生对其他经济体不利的溢出效应，特别是在金融周期并不同步的情况下。显然，尽管金融市场大幅上涨，经济增长仍然令人失望：货币传导机制看来已被严重破坏。在极度宽松的金融条件下仍难以推进投资正说明了这一点（见第三章）。

由此也就产生了货币政策在何时、以多快的速度回归常态的问题（见第五章）。与时常争论的问题相反，中央银行需要格外关注的是退出太迟或太慢的风险。这反映出刚才论及的对政策经济性的考虑：若极度宽松的货币环境持续，其利弊对比就会趋于恶化。政治经济学上的担心也有一定作用。过去的经验表明，巨大的金融和政治经济压力会迫使非常规货币政策退出推迟或拖延。非常规宽松货币政策的好处可能会非常明显，特别是根据金融市场的反应来判断的话。但其成本，很不幸，只会逐步显现、事后发觉。这在以往已经发生过太多次了。

就算中央银行努力沟通，退出也不可能一帆风顺。试图让市场明白政策意图可能反而会使市场参与者所理解的确定性比中央银行想传达的更大。这会鼓励市场承担更多的风险，为更激烈的反应埋下隐患。此外，即使中央银行已经了解到有些因素正在起作用，也可能会秘而不宣，担心引发其想尽力避免的那种剧烈调整，这会形成一个恶性循环。最后，如果市场参与者开始觉得中央银行反应迟缓，市场可能会抢先作出反应。这也表明，推迟退出的风险更值得关注。市场动荡不应成为放慢这一进程的理由。

#### 尚处于金融繁荣或正在逆转的国家

对于受危机影响较小、一直经历着金融繁荣的国家，重点在于解决失衡的累积，否则可能会危及金融和宏观经济稳定。这项工作非常紧迫，去年5月的情况已表明，若美国的货币政策最终回归正常，将会引发新的市场紧张局势（见第二章）。现在这个机会窗口不能错过。

这些国家面临的挑战在于如何找到遏制繁荣的办法，加强抵御金融繁荣最终破灭的能力。首先，要收紧审慎政策，特别是运用好宏观审慎工具。货币政策应保持方向不变，而财政措施应为应对金融周期的逆转留出政策空间。此外，像其他国家一样，当局还要利用好目前相对有利的环境来推行必要的结构性改革。

货币政策的两难异常突出。迄今为止，决策者主要依赖宏观审慎措施来遏制金融繁荣。这些措施无疑加强了金融体系的抗冲击能力，但抑制金融繁荣的效果却不明显（见第四章）。债务负担的上升导致经济体对于政策利率的上升更为脆弱。政策利率在如此低的水平上持续了如此长的时间，政策空间已大为缩小（见第四章）。对于金融繁荣末期的国家更是如此，现在面临的两难选择是启动金融周期的下滑进程，还是推迟到以后再承受更剧烈的泡沫破灭。早先，各方更倾向于更缓

慢的调整。

### 对当前通胀下降的解读

近年来，一些国家出现了不常见的持续低通胀，甚至是价格直接下滑。在一些情况中，与此相伴的是持续的产出增长，甚至是一些令人担心的现象，如金融失衡的积累。一个典型的例子是瑞士，其价格水平在房产抵押市场高涨的同时一直在逐步下降。另一个例子是一些北欧国家，其通胀低至目标水平以下，产出更弱。最知名的价格长期下跌的例子就是日本，自20世纪90年代的危机以后开始下跌，其价格一直到最近仍在下探，尽管总共才降了仅4个百分点。最近，也出现了欧元区低通胀的一些担忧。

在决策如何应对时，最重要的是认真测算导致价格变动的各个因素及其持续时间，并慎重考虑可用工具的有效性和可能的副作用（见第三章、第五章）。例如，有理由认为全球化的力量仍在对通胀产生下行压力。危机前，这使中央银行得以在金融繁荣不断升温时遏制通胀。而当政策利率实际降到零、而资产负债表式的衰退持续发酵时，货币政策并非刺激需求及通胀最佳的政策工具。此外，由于在经济体全面衰退的情况下提高产出和价格最有效的办法是汇率贬值，会引发竞争性贬值的想法，这将极具破坏性。

更主要的是，需要更为平静地探讨价格下降的风险与成本。“通缩”一词极富刺激性，立刻就会引发对“大萧条”的恐惧。事实上，“大萧条”中价格下降及相应的产出损失的幅度只是一个特例而非普遍规律（见第五章）。历史上价格下跌的时期往往伴随着产出的持续增长。近几十年来的情况也不例外。此外，20世纪30年代以来形势已发生了根本变化，特别是工资灵活性的下降。但也没有理由毫不在意价格下降的风险和成本，需要对其进行监测和认真测算，特别是在债务水平较高的地方。但有理由避免感情用事、过度反应。

### 长期挑战：调整政策框架

长期来看，挑战主要在于如何调整政策框架以促使经济健康、可持续地增长。这意味着两个相互关联的问题。

一是认识到实现可持续的强劲增长只能依靠结构性改革来提高劳动生产率，使经济富有韧性。这个问题历时已久，大家已非常熟悉（见第三章）。如前所述，发达经济体劳动生产率的增长下滑很早以前就定型了，部分原因是随着经济体日趋成熟，需求模式转向那些生产率测算值较低的部门，如服务业，自然会形成这样的结果。推迟调整的诱惑可能会难以抵挡，特别是在总体情况不错、金融繁荣正在装点着虚幻的财富的时候。其后果就是造就了一个不管是公共部门还是私人部门都极度依赖债务的增长模式，慢慢给自己撒下死亡的种子。

二是调整政策框架以更加系统性地解决金融周期的挑战，这是个新问题。不能有效监测金融周期的政策框架会对短期产出和通胀形势轻易作出过度反应，给未来造成更大的问题。更主要的是，对相继发生的经济周期和金融周期采取不平衡的政策，长期下去会导致严重的倾向性，可能会在经济体中造成不稳定因素。政策本身并未去遏制金融繁荣，而是在繁荣破灭时积极地持续地放松货币。这导致了利率的下行倾向和债务的上升倾向，相应使提高利率很难不伤及经济，从而

形成一个债务陷阱。系统性的金融危机发生频率和严重程度并未减少，而私人 and 公共债务仍在持续增加，经济体未能提升到一个更加强劲的持续增长道路，而货币政策和财政政策均已弹尽粮绝。长此以往，这些政策的效果就会逐渐消退，而最终可能会反而助长那些其一直力图避免的情况。在这种情况下，经济学家们提出了“时间不一致”的概念，即由于政策措施互不关联、各自为战，看上去虽然很有力，但实则使决策者走上歧途。

如前所述，有迹象表明这就是现在发生的情况。政策空间日益缩小，债务还在继续上升。回顾历史，并不难找到一些政策过于关注短期局势的例子。想想1987年和2000年股市崩盘、经济增长随之放慢时，政策是如何应对的（见第四章）。两种情况下政策都大幅放松以缓解冲击，特别是货币政策，而在此后才逐步收紧。但金融繁荣，往往表现为信贷和房地产价格上涨，在经济走低的时候还能保持增长势头，这部分源自政策的放松。金融繁荣在几年后破灭，导致了更为严重的金融萧条和经济损害。理论上讲，实体经济的全球化增加了金融繁荣的力度和广度，它能提升增长预期，极大地促进繁荣并把价格控制在合理范围内，这样就减少了收紧货币政策的必要性。

这也影响到如何解释20世纪90年代以来的利率下行趋势。一些观察家们将这种下降看做引起长期需求不足的更深层因素。根据这一解释，政策措施只是被动地应对这些因素的作用，以防止更大的经济损害。但这种分析表明，政策的系统性宽松倾向可能自身就是导致这一政策的重要原因，这种倾向性政策会与金融周期的破坏性因素形成相互作用。利率向更正常水平的回归被债务的积累所阻，同时还出现生产上的扭曲，以及与极低利率相伴的投资模式。低利率实际上是在自我实现。资产价格的下行迹象与人口的负增长趋势会进一步削弱资产负债表，使这一进程更为恶化。

政策框架调整有何成本？所需进行的调整涉及国别的政策框架及其在全球范围内相互作用的方式。

国别政策框架的总体战略应该是确保在金融繁荣期建立危机缓冲机制，供繁荣破灭时提取。这类缓冲机制将使经济体在下行时抗冲击的能力更强。同时，也可以发挥类似“锚”的作用，抑制繁荣的程度。其作用在于降低政策的顺周期性，使政策在金融周期的繁荣和破灭阶段更为平衡。这也可以避免政策空间随着时间推移而逐渐丧失。

对于审慎政策而言，意味着加强政策的系统性或宏观审慎取向。资本要求或贷款与抵押物价值比率等可用的工具，都需要进行调整以降低顺周期性。对于货币政策而言，这意味着要准备在金融失衡迹象出现时或开始积累时就进行紧缩，即使通胀近期看似已被控制。对于财政政策而言，这意味着在评估金融繁荣时期的财政状况时要格外谨慎，并采取补救措施。此外，这还意味着要设计一项有利于债务融资而不利于股本融资的税收法案。

危机之后，各国政策也确实在向这个方向发展，但程度各不相同。还有很多工作要做。

宏观审慎政策是最先变化的。具体而言，《巴塞尔协议III》为银行提供了一个逆周期的资本缓冲，作为各国建设宏观审慎框架总体趋势的一部分。

货币政策有所转变。价格稳定并不能保证金融稳定，现在已广为人知。此外，一些中央银行也调整了其政策框架，把在繁荣时期实行紧缩政策的选项包括进来。把政策眼光拉长是一项关键内容。尽管如此，对于这种调整是否合适仍未形成共

识，对于危机后过度和过长的宽松政策有何副作用也仍在争论之中。

财政政策是最为滞后的。鲜为人知的是，金融繁荣对于财政账户有着非常有利的影响，它会使潜在产出和增长被高估，对财政国库更是慷慨，掩盖了为应对繁荣破灭所需积累的或有债务（见第三章）。例如爱尔兰和西班牙，在繁荣时期，可以指向其政府债务与 GDP 之比的下降和财政盈余，但最终发现这些都没有按金融周期进行应有的调整。同样也很少有人认识到扩张性财政政策在资产负债表式的衰退中的局限性，当前流行的观点是财政政策在这种情况下更有效。

对于货币政策，这种挑战尤为严峻。基本思路是拉长政策眼光，超出中央银行通常所关注的两年左右。当然，这个思路不是说把时点预测机械地拉长，而是允许以一种更系统、更有组织的方式，对进度缓慢的金融周期、宏观经济稳定和通胀的风险，以及政策工具的有效性进行评估。这也更易于消除对于金融周期和通胀的担心，关键在于将对价格持续稳定的强调与对短期内偏离通胀目标及汇率升值的容忍相结合。即使如此，在政策沟通上仍面临严重挑战。

再看国别政策框架的相互作用，其挑战在于解决高度一体化的全球经济造成的复杂局面。在当今这个世界，不可避免地需要采取集体行动即合作。各国各自实行政策，效果会打折扣；还会出现激励机制的问题，各国决策者可能会有“搭便车”的念头，或者可能会受到政治压力而无视其政策对于他国的不良影响。

合作一直备受考验，时进时退。危机之后，合作在金融监管和财政事务领域取得了可喜进展，金融监管体系发生了极大变革，主要表现在《巴塞尔协议 III》和金融稳定理事会的协调努力，以及最近 G20 框架下提出的税收相关倡议。各方对在这些领域合作的必要性有充分认识。

相比之下，在货币领域仍流行“各人自扫门前雪”的信条，明显还有改善空间，这在其他场合曾被更详细地论述过。<sup>2</sup> 以前的讨论表明，各国货币政策的相互作用会给全球经济造成风险。全球总体上极度宽松的货币与金融条件，以及部分地区的金融失衡，就是最为生动的例子。至少各国当局都有必要考虑其各自行为对其他经济体的影响，以及相应对其自身的反馈和影响。毫无疑问，大型经济体已开始着手这样做了。但如果其分析框架并未将金融繁荣与破灭作为评估核心，或未能考虑到将全球经济连为一体的各类金融联系，可能会严重低估这些反馈效应。

## 结论

全球经济正在尽力走出金融大危机的阴影。危机遗留的问题无处不在，这明显反映在危机国家较高水平的失业率、极为活跃的金融市场与极弱的投资之间的脱节、公私债务的上升以及政策空间的急剧减少上。

本章提出，要回归到健康和可持续的全球增长，需要对现有的政策组合和政策框架进行调整。在这些调整中应承认，危机后资产负债表式的衰退是难以用传统的总需求政策来调控的，而要更强调资产负债表的修复和结构改革，金融繁荣与破灭已成为宏观经济稳定的主要威胁，长期繁荣的唯一途径是加强供给，特别是提高劳动生产率的增长。而这些调整都应有一个前提，在一个高度一体化的全

2. 见卡鲁阿纳 2012 年 11 月 16 日在拉美货币研究中心与东南亚中央银行组织举办的“中央银行在宏观经济与金融稳定中的作用：在一个不确定和波动的世界中面临的挑战”研讨会上的演讲“国际货币政策的相互作用：挑战与前景”（乌拉圭埃斯特角城）。

球经济中，做好自己的事固然重要，但远不足以实现繁荣，在这个问题上，国际合作至关重要。

近期的主要任务是利用好当前世界经济增长回升的机会窗口。需要减少对传统的总需求刺激的依赖，而更多依靠修复资产负债表和结构性改革，尤其是那些危机国家。货币政策负担过重，历时也太久。在这么多年的极度货币扩张后，需要特别关注退出太慢或太迟的风险。此外，要在相关地区有效应对出乎意料的通胀下行压力，需要认真考虑其中各种因素的性质和持续性、政策效果的递减及其副作用。对于尚处于强劲的金融繁荣中的国家，当务之急是加强防守以面对可能的繁荣破灭。从这一角度看，结构性改革也不能再拖延了。

长远来看，主要任务在于调整政策框架以减少增长对债务的依赖，并控制金融周期的破坏性。在周期进程中采取更为平衡的宏观经济和审慎政策，可以避免持续的宽松倾向，这一倾向若持续下去将会增加经济中的不稳定因素，并消耗政策空间。

无所作为也是一种风险，不可低估。全球经济可能走在一条不可持续的道路，从某种意义上看，当前开放的全球贸易和金融秩序可能会受到严重威胁。迄今为止，这些制度安排在金融危机的巨大冲击下表现出了不同寻常的活力。但我们不能认为这理所当然，特别是严重的金融压力尚未释放。关于“货币战争”的鼓噪时时发生，尤为令人担忧，如果国内的扩张性政策不能如期奏效，汇率贬值可能会被视做唯一的选择。但竞争性的宽松政策可能是一个负和博弈，如果所有人都企图使用这个武器且这一政策的国内成本已大于其收益的话。声称退出劳而无功的国际一体化进程对于各国的吸引力日益上升，这同样令人担忧。

当前，推崇价格稳定的共识已摇摇欲坠。此外，随着对通胀的成本和持续性的记忆慢慢消退，通过通胀、金融抑制和自给自足来将巨额债务一笔勾销的念头就会越来越强烈。

要做的工作还很多，缺乏新的政策方向是突出问题。这一介绍性的章节主要是为未来方向列出广泛的选择。如果要使政策足以应对金融繁荣及其破灭，在分析和操作上仍面临严峻挑战。下文中论述了一些可能的工具，但还有更多的工作要做。政治经济学上面临的挑战就更加令人生畏。历史不断提醒我们，长远眼光总是不受欢迎的。金融繁荣会使每个人都产生更加富裕的幻觉，很少有人敢于去打击这种繁荣，或者在经济放慢时敢于不采取立竿见影的权宜之计，即使这些措施可能会助长不可持续的金融繁荣；或者在繁荣破灭后敢于不考虑那些看似容易的政策而去正面解决资产负债表问题。抄近路的诱惑实在过于强烈了，即使这些近路最后不知所终。

前面的路会很漫长。那么，动身出发就更是宜早不宜迟。



## 第二章 货币政策魔咒下的全球金融市场

观察期内的一个显著特点，是金融市场对货币政策高度敏感。资产价格随主要经济体政策前景预期变化而调整，幅度甚至超过前几年。对美国货币政策的预期处于核心位置：2013年5月、6月间，美联储在货币政策回归常态方面迈出第一步后，导致债券市场抛售债券，影响波及全球。但这种扰动并未改变投资者在低波动、低融资成本环境下追寻高收益的长期趋势。

2013年全年及2014年上半年，发达经济体高度宽松的货币政策在提高风险资产的估值中发挥了关键作用。在低利率和低波动下，市场参与者增加了高风险资产的头寸。发达经济体的公司和主权溢价趋于危机后的较低水平，即使在经受衰退的国家亦是如此。低评级债券的发行活跃且需求旺盛，股票市场表现创下新高。一些资产估值显示，其价格已与基本面脱节，且很多类别资产的波动情况也达到了历史较低水平。

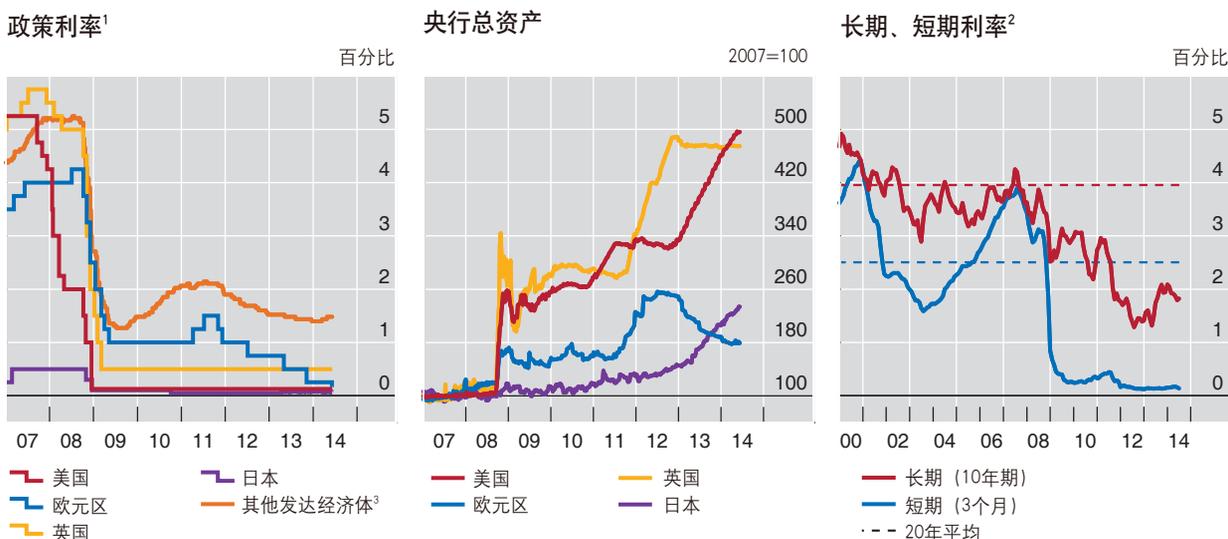
尽管如此，新兴市场经济体（EMEs）被证实在全球形势变动中变得更加脆弱。在2013年的债券抛售中，新兴市场经济体资产遭受的损失高于发达经济体，且其债权、股票和外汇市场持续下滑。以上情况恰逢许多新兴市场经济体遭遇国内的严峻形势。那些基本面表现较好的新兴市场经济体表现较好，但也未能完全幸免。当发达经济体看到经济复苏的一丝希望时，新兴市场经济体的整体增长前景却低于之前资产价格所反映出的预期：之前的预期认为，新兴市场经济体会在2014年上半年实现一定程度的复苏。

下一节描述了2013年4月以来全球金融市场的主要情况。之后，本章将重点关注新兴市场经济体，并集中讨论在两次市场压力下市场投资者在多大程度上对不同新兴市场经济体予以区分。最后一节讨论了央行政策如何影响金融市场活动和资产价格，并检验了低利率环境下投资者追寻高收益的途径。

### 观察期的一年：在跌宕起伏中追求高收益

2013年初的几个月中，主要发达经济体央行仍将货币政策维持在宽松的状态（图2.1）。政策利率实际上维持在最低水平（图2.1，左图），而央行资产负债表持续扩张（图2.1，中图，以及第五章）。在经历数年宽松货币政策后，2013年初的名义基准收益率仍处在2012年的历史较低水平（图2.1，右图）。尽管长期债券收益率在2013年中有所上升，对核心债券市场（主要是主权债券市场）低利率环境的预期也促使投资者更多追求高收益。

追求高收益的行为向较高风险的欧洲主权债、较低级公司债和新兴市场票据



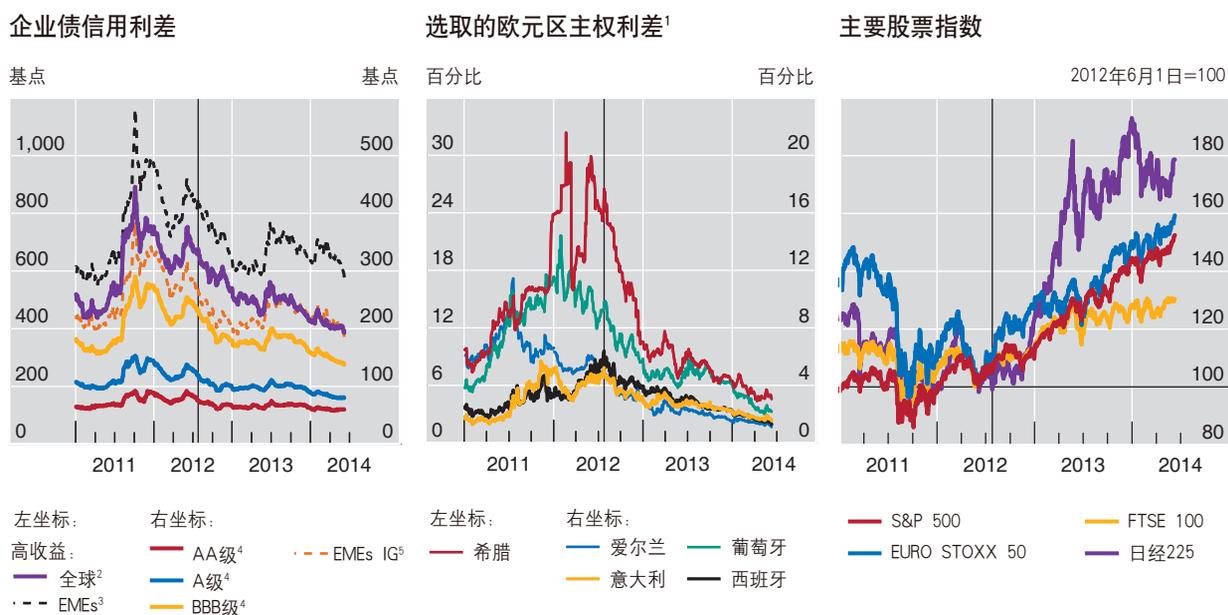
1. 政策利率或最相近的替代指标。取目标区间的中间值。2. 基于每日名义利率的月平均值。为欧元区、日本、英国和美国的简单平均数。  
3. 为澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士的简单平均数。  
资料来源：Bloomberg；Datastream；各国数据；BIS计算。

转移（图 2.2）。较低等级的欧洲主权国家债券利差持续收窄，使其融资环境改善，并延续了欧央行 2012 年宣布开展直接货币交易(OMT)计划后的市场繁荣(图 2.2，中图)。低利率环境也提振了发达经济体的股票市场，随着相关经济体经济前景持续改善且投资者预计宽松的货币环境还将延续并支持资产价格，这些经济体的股票市场繁荣也延续至 2013 年（图 2.2，右图）。

2013 年 5 月初，市场波动性上升。在良好的劳动力市场数据公布后，投资者将美联储官员的评论解读为央行很快将放缓资产购买、结束量化宽松政策的信号。在超常规宽松货币政策持续较长时间后，美联储对退出量化宽松的讨论让许多市场参与者吃了一惊。市场预计政策将有重大变化，导致债券市场出现抛售。在现有政策利率和前瞻性指引影响下，美国收益率曲线短端（期限两年以内）仍较稳定，但由于政策回归常态的内容和时机存在新的不确定性，长期债券收益率在 7 月初上升了 100 个基点，相应的交易量和波动也显著增加（图 2.3，左图）。

抛售美国国债的影响波及全球，对发达国家和新兴市场经济体的各种资产类别造成广泛冲击。尽管近期不大可能出现通胀或欧央行提升利率的情况，欧洲核心国家主权债收益率显著上升；而新兴市场债券收益率上升幅度甚至高于美国（图 2.3，中图）。房地产支持证券价格下跌，股票价格也在数周后下跌。公司债券和银行贷款的利差均有所上升（图 2.3，右图）。在发达经济体收益率上升与其他因素同时作用下，引发了第一波抛售新兴市场资产的压力。发达经济体投资基金将投资从债市转向股市，同时也从新兴市场所有资产类别的基金中撤出了投资（见下文）。

远为主要央行实际放缓资产购买计划或提高利率前，市场的融资环境已提前收紧，而这仅仅是出于对未来货币政策将发生变化的预判。为减轻市场造成的紧



垂直黑线显示2012年7月26日欧央行行长马里奥·德拉吉在伦敦全球投资会议上发表演讲的时间。

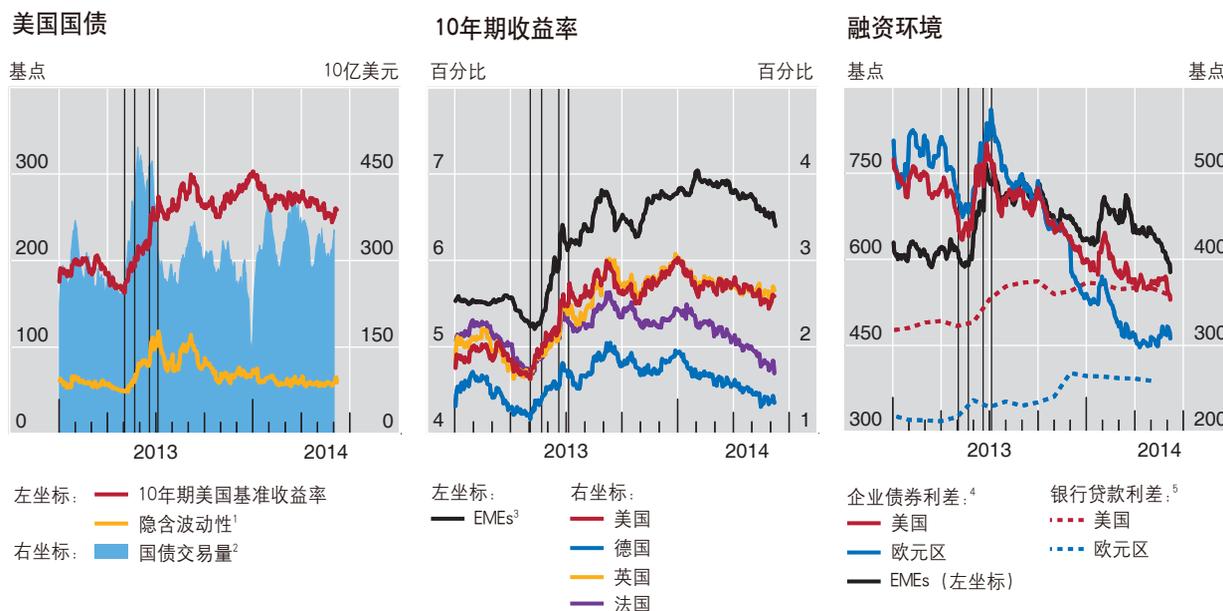
1. 10年期政府债收益率与可比较的德国债券收益率之间的利差。2. 根据期权调整的美银美林全球非金融高收益指数。该指标跟踪在全球主要国内、国际市场上公开发行的美元、加元、英镑和欧元的非金融部门次级投资级债券的表现情况。3. 根据期权调整的美银美林高收益新兴市场公司附加指数。该指数跟踪主要国内、国际市场上公开发行的美元和欧元计价的、评级等于或低于BB1级的新兴市场非主权债券的表现情况。4. 根据期权调整的美银美林全球市场工业指标。该指标跟踪主要国内、国际市场上公开发行的工业部门投资级企业债券表现情况。5. IG为投资级别。根据期权调整的美银美林高等级新兴市场公司附加指数。该指标跟踪主要国内、国际市场上公开发行的美元和欧元计价的、评级在AAA级至BBB3级的新兴市场非主权债券的表现情况。

资料来源：美国银行美林证券；Bloomberg；BIS计算。

缩情况，大西洋两岸的各央行认为必须对市场进行安抚。7月初，美联储、欧央行、英格兰银行对货币政策的未来走向发表或重申了其前瞻性指引政策，这使市场动荡有所减弱（见第五章）。

发达经济体市场迅速摆脱了退出政策带来的恐慌，投资者开始重新追求高收益（图2.2）。由于基准收益率依然维持在历史较低水平，波动上升并未使市场减少对较高收益率资产类别的偏好（图2.1，右图）。美国增长前景趋好，美联储2013年9月决定延迟收紧货币环境，二者共同作用使债市和股市在2013年最后一个季度内上涨。市场甚至无视了美国政府技术性违约的可能性——该问题在10月中旬得以解决，期间美国联邦政府关门歇业共16天。当美联储在12月宣布将从2014年1月起稳步削减资产购买规模后，市场未出现较大反应。2013年全年来看，所有主要股票交易所股价均有所上涨，涨幅从14%~57%不等（图2.2，右图）。

2014年上半年，尽管宏观经济和地缘政治存在不确定性，投资者的乐观情绪仍推高了资产估值（图2.2）。2014年1月末，由于担忧美国经济活动放缓可能不仅源于天气因素的影响，市场出现了第二波抛售新兴经济体资产的压力，使投资者信心下降并持续至2月中旬。但当发达经济体当局再次确认采取政策支持



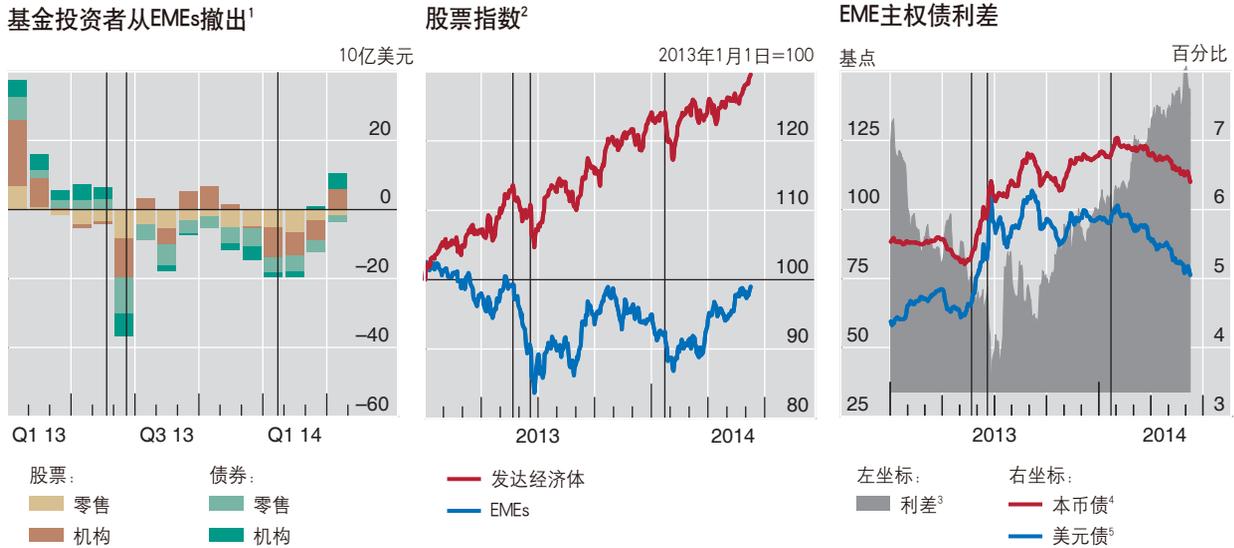
垂直黑线显示2013年5月3日、7月5日关于美国就业信息造成的积极意外冲击，以及2013年5月22日和6月19日美联储就退出资产购买计划释放信息的时间。

1. 美林期权波动估值 (MOVE) 是在一个月內美国财政部债券的隐含波动性，以2年、5年、10年和30年国债期权的加权平均计算。2. 美国长期、中期、短期国债每日交易量，ICAP数据，以10天移动平均计算。3. 摩根大通GBI-EM广泛分散指数，到期收益率。摩根大通GBI-EM指数给出了新兴市场经济体以本币发行的固定利率政府债券的全面计算方法。4. 期权调整的高收益公司债利差。5. 银行超过政策利率的贷款利率。以对家庭和非金融公司发行贷款复率的非加权平均。

资料来源：欧央行；美国银行美林证券；Bloomberg；Datastream；各国数据；BIS计算。

经济复苏后，市场紧张情绪迅速平息（见第五章）。随着发达经济体宏观经济前景改善，市场融资环境也有所好转（见第三章）。市场保持了相当的稳健性，包括在乌克兰紧张局势期间。当时，俄罗斯股市和卢布币值于1月至3月中旬下跌，跌幅分别达到15%和10%，随后又基本恢复。美联储和欧央行释放的信息及较好的经济数据，又一次支持了信贷市场与股市，主要股票交易所股价于2014年5月、6月间上涨到了历史高位。

欧元区边缘国家的主权借款人在上述环境下受益良多，又得到了2014年6月初欧央行新发布的宽松措施的支持。其与德国10年期国债的利差已达到危机后的最低水平，而德国10年期国债收益率也已降至1.5%以下(图2.2, 中图)。西班牙、意大利的10年期国债收益率因而在5月和6月初分别都下降至3%。希腊利用这种有利的环境，于4月成功发行5年期国债，以低于5%的收益率筹集30亿欧元资金，市场认购积极。这是希腊自2010年失去债券市场融资渠道后的首次发行。与此相似，2014年4月，葡萄牙以3.57%的收益率成功出售10年期国债，这是其2011年5月以来的首次常规性债务拍卖；爱尔兰已于2012年中期成功发行5年期国债并受到市场好评，且于2013年底成功退出了官方融资支持。

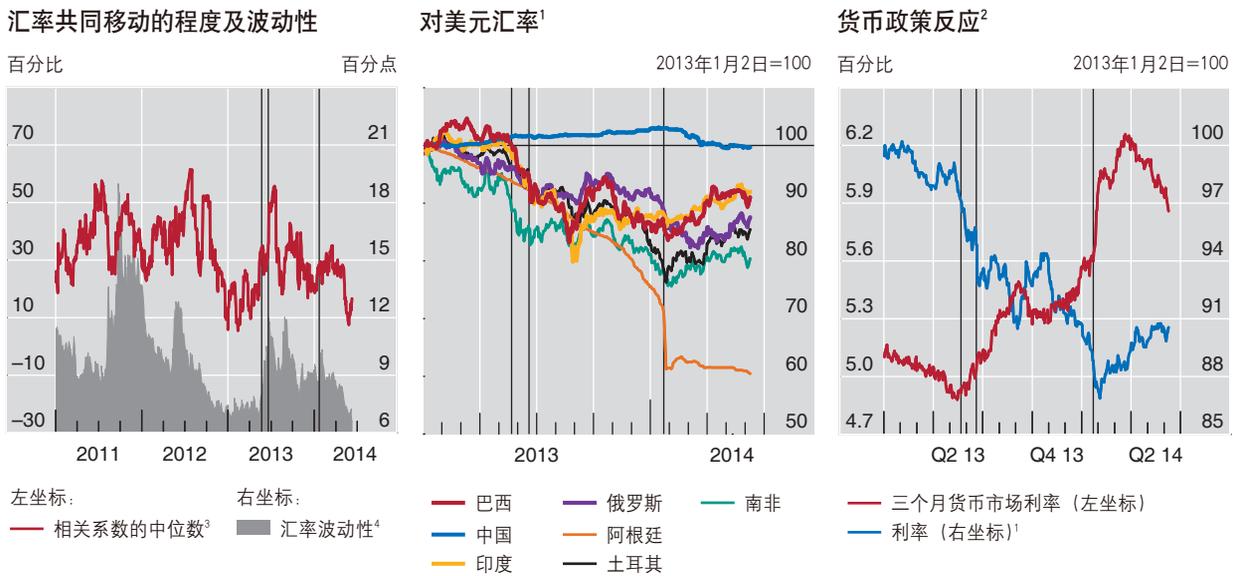


垂直黑线显示2013年5月22日及6月19日美联储就退出资产购买计划释放信息的时间，以及2014年1月23日阿根廷比索大幅贬值的时间。1. 净证券组合投资（经汇率调整）向特定单一国家基金或存在国家、区域细分的基金的流动情况。该数值加总了以下国家和地区的数据：阿根廷、巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国、土耳其、委内瑞拉。2. 根据MSCI计算的加总数据。3. 本币计价的债券收益率减去美元计价债券的收益率。4. 摩根大通GBI-EMJ广泛分散指数，到期收益率。5. 摩根大通EMBI分散指数，剥离式到期收益率。  
资料来源：Datastream；EPFR；BIS计算。

### 新兴市场经济体境况突然逆转

受2013年债市抛售的影响，新兴市场经济体表现差于发达经济体，且在较长时间内遭受了更大损失。全球融资环境趋紧导致新兴市场经济体遭受了两轮大范围冲击。两次冲击存在一些重要不同。首先是其触发事件，首次冲击由全球性冲击导致，也即美联储发表关于退出政策的评论造成的债券市场抛售，从2013年5月延续至9月初；第二次冲击则源于新兴市场经济体本身的问题，2013年11月产生并于2014年1月达到高峰。

第一次冲击从本质上看具有突然和普遍的特点。利率和汇率不再维持平稳，资产价格开始大幅波动。随着债券抛售行为扩散到发达经济体以外，新兴市场经济体遭受了证券投资流动的大幅逆转，以2013年6月最甚（图2.4，左图）。新兴市场经济体股价下跌了16%，直到7月才趋于平稳。由于对主权风险的担忧加剧，主权债收益率也大幅上升超过100个基点（图2.4，中、右图）。起先，由于各新兴市场经济体遭受了无差别的冲击，导致许多货币币值同时受到影响，在剧烈波动中同步大幅贬值（图2.5，左图）。7月以后，市场开始更多根据基本面情况对不同新兴市场经济体予以区分。在第一次冲击中，巴西、印度、印度尼西亚、南非、土耳其的货币对美元贬值超过10%（图2.5，中图），巴西、印度、印度尼西亚和俄罗斯各自失去超过100亿美元的储备。信贷增长较快、通胀较高或存在较大经常账户赤字的国家显得尤为脆弱，经历了更严重的贬值（专栏2.A）。



垂直黑线显示2013年5月22日及6月19日美联储就退出资产购买计划释放信息的时间，以及2014年1月23日阿根廷比索大幅贬值的时间。  
 1. 每单位本币对等的美元。该数值下降意味着本币贬值。2. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非、泰国和土耳其的简单平均。3. 基于注释2中国家、外加中国、中国香港和新加坡的美元汇率进行计算得出。在前一个月所有双边汇率变动情况的中位数。4. 摩根大通3个月EM-VXY指数，显示了13个新兴市场经济体隐含波动性情况。  
 资料来源：Bloomberg；Datastream；BIS计算。

与第一次冲击相比，第二次冲击的特点是更加持久且具有区分性。在相对平静的9月、10月间，新兴市场经济体复苏弱于发达经济体，且投资者对新兴市场经济体的关切在2013年底持续升温。在第二次冲击以前，市场价格愈发显示出许多新兴市场经济体宏观经济形式在不断恶化，且其中一些国家的金融失衡正在逐步释放（见第三章、第四章）。政府债券收益率和信贷利差维持在高位，随着资本不断外流，市场遭受了持续损失（图2.4）。2014年1月市场趋紧时，股票和债券市场出现更多损失，但损失小于第一次冲击；市场关注的重点转向增长前景差或政治形势紧张的新兴市场经济体。新兴市场经济体货币的压力于2014年1月23日达到顶峰，当时阿根廷央行让比索对美元贬值了超过10%。尽管贬值幅度与首次冲击类似，但第二次冲击在更大程度上体现了国别因素。

一些新兴市场经济体央行通过提高利率和干预外汇市场的方式来减少其货币的压力，其中土耳其率先开展了政策应对。第二次冲击中的政策应对力度大于首次冲击（图2.5的右图和第五章）。这些措施帮助新兴市场经济体稳定了汇率，使部分国家汇率升值，这为通过发行外币债券来涉足国际市场的本地企业带来了一丝喘息。2月开始，新兴市场经济体货币汇率和股价开始恢复并弥补了1月的大部分损失，且债券利差有所缩减（图2.4、图2.5）。由于低波动性环境的重现，追求高收益的投资者们再次青睐特定的新兴市场经济体资产和货币套利交易。

## 近期新兴市场经济体货币贬值的决定因素

专栏2.A

在观察期内，新兴市场经济体经历了两轮货币贬值。在这两个时期中，投资者对新兴市场经济体予以区别对待，但在第二轮贬值中投资者的偏好更甚，且所关注的因素又多少有些不同。本专题通过研究样本中54个新兴市场经济体汇率对美元变动的若干决定因素，来探讨投资者在两个不同时期的相关考虑。

在第一轮贬值中（2013年5月初至9月初），作为对美联储发布未来政策回归常态信号的反应，投资者起初开始不加区分地减少其对新兴市场经济体的敞口。但随后，投资者愈发开始关注各国的具体情况，这使新兴市场经济体货币贬值的模式出现变化。投资者开始进一步区分那些较大金融失衡的国家，包括信贷快速增长和较大经常账户赤字的国家，其更倾向于依赖国外资本流入。用简单的散点图即可看出在以上例子中国内信贷的实际增长对私人非金融部门的影响。更快的信贷增长伴随着更大幅度的贬值（图2.A，左图）。在第二轮贬值中（2014年1月至2月初），投资者仍区分对待了不同的经济体，但这次更关注预期GDP增长。再次借用散点图可以看出，在这段时期，2014年增长前景较好的国家汇率压力也较少（图2.A，右图）。

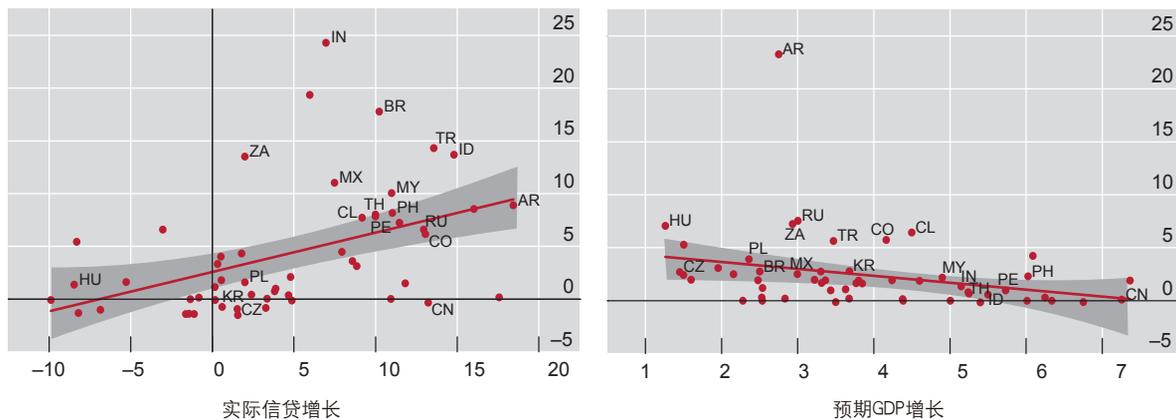
### 近期货币贬值的几个驱动因素<sup>1</sup>

百分比<sup>2</sup>

图2.A

第一次贬值：2013年5月至9月

第二次贬值：2014年1月至2月



AR=阿根廷；BR=巴西；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；RU=俄罗斯；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 相关变量的描述参见表2.A。红线是仅使用横轴上变量作为回归因子的简单线性回归。阴影部分是95%的置信区间。2. 汇率以单位美元的本币货币计算。第一阶段从2013年5月10日至9月3日；第二阶段从2014年1月1日到2月3日。该值为正时说明本币贬值。

资料来源：IMF；Bloomberg；CEIC；Datastream；各国数据；BIS计算。

多元回归分析支持了以上观察的结论（表2.A）。结果显示，较大的经常账户赤字、快速的信贷增长和高通胀都是第一轮贬值期间货币贬值的主要原因（如表中显著为正的相关系数所示）。对于政府债务占GDP比率较高或拥有巨大“市场规模”（这一变量集合了GDP和2010年以来的证券投资流入两个因素）的国家而言，其贬值幅度也更大。若将新兴市场经济体提高政策利率也考虑在内，则以上结果仍然有效。第二轮贬值中，在造成更多贬值的若干因素中，通胀和市场规模仍具有相当的重要性。而用信用违约互换（CDS）利差衡量

的主权风险也变得更为重要。若将第二轮贬值的起始时间向前延伸至 2013 年 10 月 31 日,也即涵盖其初始期,则以上决定因素更为显著。

总体而言,回归分析揭示了第二次贬值中不同国家贬值不同的大部分原因(拟合优度  $R^2$  显示可解释的变化超过 80%),并显示第二次贬值中国别因素更为显著。

外汇储备的年度变化<sup>1</sup>

表2.A

	第一次贬值期	第二次贬值期	第二次贬值期'
经常账户赤字 <sup>2</sup>	0.152*	0.031	0.063
实际信贷增长 <sup>3</sup>	0.607***	-0.027	0.145*
通胀率 <sup>4</sup>	0.889***	0.281***	0.481***
预期GDP增长 <sup>5</sup>	-0.560	-0.692***	-1.006***
政府债务占GDP的比重 <sup>6</sup>	0.075*	-0.021	-0.024
主权CDS利差 <sup>7</sup>	-0.014*	0.015***	0.025***
市场规模 <sup>8</sup>	0.038*	0.015*	0.021*
观察值个数	53	54	53
$R^2$ (%)	61.6	83.0	87.0

\*\*\*/\*\*/\* 分别代表1%、5%和10%的显著水平。具有显著正相关系数的回归量(驱动因素)造成了本币对美元的贬值;具有显著负相关系数的回归两则与较低的贬值水平相关。回归使用了异方差稳健标准差的最小二乘法,并加入了一个常数(未报告)。

1. 样本包括54个主要新兴市场经济体。因变量:2013年5月10日至9月3日(第一次贬值期)、2014年1月1日至2月3日(第二次贬值期)以及2013年10月31日至2014年2月3日(第二次贬值期')的汇率变化的百分比(一美元对应的本币单位)。2. 按占GDP的百分比计算,GDP按季度计算,即2013年第一季度(第一次贬值期)、2013年第四季度(第二次贬值期)、2013年第三季度(第二次贬值期')。3. 国内银行向私人部门提供的信贷的同比百分比变化,分别经2013年第一季度(第一次贬值期)、2013年第四季度(第二次贬值期)、2013年3季度(第二次贬值期')的CPI计算实际值。4. CPI同比百分比变化,数值分别取2013年4月(第一次贬值期)、2013年12月(第二次贬值期)、2013年9月(第二次贬值期')。5. IMF《世界经济展望》对2014年的经济增长预测:取2013年4月预测值(第一次贬值期)和2013年9月预测值(第二次贬值期和第二次贬值期'),以百分比计。6. 一般性政府总债务占GDP百分比,取2012年底值(第一次贬值期)和2013年底值(第二次贬值期和第二次贬值期')。7. 5年期主权CDS利差的增量,取2013年4月至8月(第一次贬值期)、2013年12月至2014年1月(第二次贬值期)和2013年10月至2014年1月(第二次贬值期'),以基点计。8. 以购买力平价计算的2013年的GDP与累积证券投资流入(正值)的乘积,证券投资流入的累计时段为2010年第一季度至2013年第一季度(第一次贬值期)、2010年第一季度至2013年第四季度(第二次贬值期)和2010年第一季度至2013年第三季度(第二次贬值期');二者均以美元计值,再用以10为底的对数表示。

资料来源:IMF;CEIC;Datastream;Markit;各国数据;BIS计算。

## 央行对金融市场造成影响

资产价格对货币政策的敏感性是去年的一个关键性话题。受政策利率和量化宽松影响,主要债券市场的长期收益率下降至2012年以来的最低水平。此后,市场对任何可能预示极度宽松环境将最终反转的信号都保持高度敏感。对美国货币政策走势的担忧起到关键作用,正如2013年中期债券市场波动和观察期内其他关键事件所示。货币政策也对资产价格和更广泛的投资者行为造成了影响。

观察年中的事件显示,货币政策通过影响市场参与者的判断和对风险的态度,可以对金融环境造成有力影响,这可以通过风险溢价和融资期限看出。换言之,

货币政策的风险承担传导渠道的效果在观察期内非常明显。<sup>1</sup>

### 金融市场聚焦货币政策

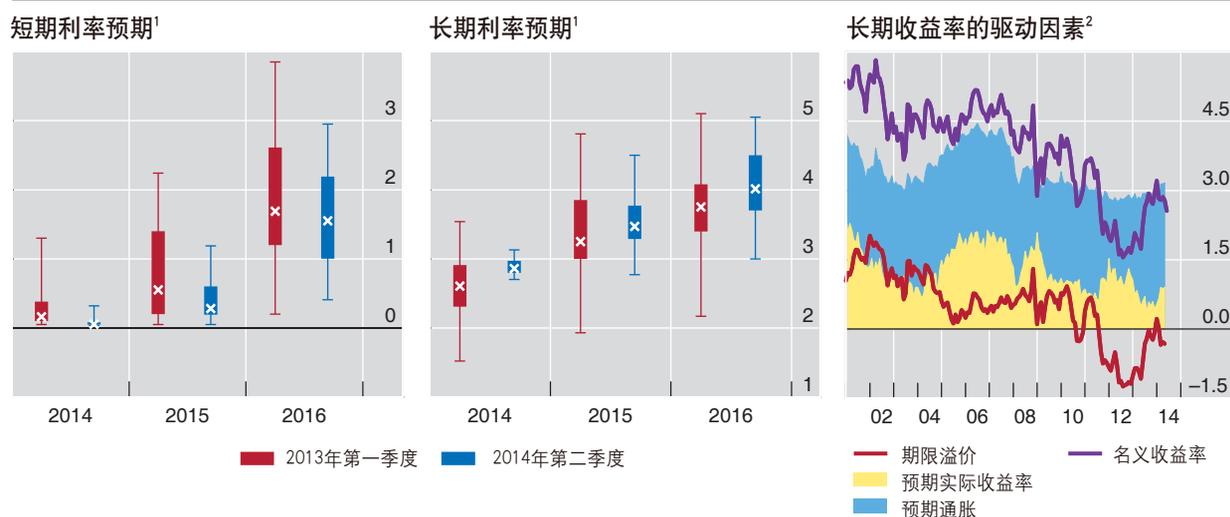
央行对全球金融市场的超常规影响最直接地体现在核心固定收益市场上。在这些市场中，收益率曲线对政策有关的任何消息和预期变化都特别敏感。由于低政策利率，收益率曲线的短端仍被固定；中期收益率与前瞻性指引呼应，长端则受资产购买、长期预期和央行信誉度影响（见第五章）。美联储作为第一家主要央行于2013年年中暗示将减慢资产购买的速度，长期债券遭受严重损失。尽管债券价格下降幅度小于1994年和2003年债券抛售时的程度，但本次的市值损失更大，原因是美国国债的存量规模已大出许多（专栏2.B）。

非常规货币政策和前瞻性指引在央行政策沟通中起到了重要作用（专栏5.A）。当美联储表示有意在结束资产购买后将联邦基金利率维持在低水平后，投资者下调了对短期利率的中期预期，且预期分歧有所收窄（图2.6，左图）。同时，市场参与者更多地认为长期利率最终将在中期上升（图2.6，中图）。

#### 美国利率第一次出现正常化迹象

以百分比计

图2.6



1. 短期利率为3个月期美国国债利率；长期利率为十年期美国国债收益率。以上基于“职业预测调查”（Survey of Professional Forecasters）中个体反馈进行计算。盒形图显示了各个体反馈中与中心预期的偏离程度。盒形图显示了第25个和第75个百分位数。细线上下端分别显示了反馈的最大、最小值。X代表着所有反馈的中值。2. 根据联合宏观经济和期限结构模型所分解的美国十年期国债名义收益率。见P. Hördahl和O. Tristani的《欧元区美国的通胀风险溢价》，国际央行杂志，待发表。  
资料来源：费城联储；Bloomberg；BIS计算。

1. 见 R. Rajan, 金融形势发展是否让世界变得更加危险? 《欧洲金融管理》, 第二册, 第4期, 2006年, 499-533页; T. Adrian 和 H. S. Shin, 金融中介与货币经济学, B. Friedman 和 M. Woodford (eds), 《货币经济学手册》, 第3册, 2010年, 601-650页; 以及 C. Borio 和 H. Zhu, 资本管制, 风险承担和货币政策: 传导机制中的缺失一环? 《金融稳定杂志》, 第八册, 第4期, 2012年, 236-251页。关于货币政策风险承担传导渠道的更广泛的经验例证, 参见 F. Smets, “金融稳定和货币政策: 二者在多大程度上紧密相连?” 瑞士央行经济报告, 2013:3, 特刊。

## 从历史角度看2013年美国国债抛售事件

2013年5~6月市场对美国国债进行抛售，其影响有多大？这取决于如何界定损失。从单独证券的估值损失来看，其比1994年和2003年抛售时的损失略低，而从证券存量带来的损失总量来看，不仅是从绝对量还是占GDP的比重来看，2013年的损失均更大。

若以盯市 (mark to market) 损失来比较2013年中期和1994年及2003年的损失，首先采用证券层面的视角并对不同期限可交易国债的百分比损失进行量化（三种期限国债的选取结果以及一些私人部门债券的损失，参见图2.B，左图）。之后，计算全部可交易国债的加总盯市损失，其中考虑其各自的期限和资金流向特点（图2.B，右图）。

1994年的抛售与2003年和2013年的不同，原因是1994年不仅长期利率飙升，短期利率也显著上升。1994年2月初，在经历长期的货币宽松后，美联储出人意料地小幅提高政策利率，造成了未来预期通胀和短期利率的向上调整。在之后的3个月内，政策利率上升75个基点，10年期收益率上升超过140个基点。与此不同的是，2003年和2013年，债券市场的压力大多出现在较长期收益率部分，尽管2003年和2013年的驱动因素并不相同：2003年长期收益率的大幅上升在很大程度上源于期限溢价从前所未有的超低水平上升（见图2.6，右图，在正文部分有所讨论）。

正如图2.B左图所示，2013年动荡中单个证券盯市损失并不如1994年和2003年间的大。但2013年的情况因金融危机后债务存量大幅度攀升而凸显（图2.B，中图）。2007年初至2014年，可交易美国国债余额存量翻了3倍，从4.4万亿美元增加至12.1万亿美元，美联储系统公开市场账户 (SOMA) 内的国债量也大幅增加。

根据公开可得的可交易国债的余额量、剩余期限和息票支付等信息，可以计算美联储和公众在2003年和2013年持有国债的现金流特征和期限情况。<sup>①</sup> 所有债券余额的期限（以及相应的其对利率突然变化的敏感程度）从2007年的3.8年上升至4.8年，原因包括当年的债务管理政策及降到历史低点的收益率（其产生了估值收益）。美联储通过2011年底引入的展期计划 (MEP) 持有国债的期限也有所增加。该项目反过来也让公众持有国债的期限大致稳定。

由于金融危机后国债存量大幅增加，2013年债券抛售造成的加总损失在美元量和占GDP比重两方面均超过1994年和2003年。<sup>②</sup> 2013年5月至7月底，所有可交易美国国债的持有者遭受加总累积盯市损失约4250亿美元，占GDP的2.5%（图2.B，右图）。2003年抛售的加总损失约为1550亿美元，占GDP的1.3%；而1994年的损失为1500亿美元，占GDP的2%。

尽管如此，2013年公众持有者遭受的损失约占加总损失的三分之二，即约2800亿美元或占GDP的约1.7%，损失占GDP的比重很可能不高于1994年的水平。<sup>③</sup> 因此，考虑到美联储在其资产负债表上持有债券的期限风险，2013年公众持有者因持有美国国债的估值损失相对而言得以控制，尽管美国国债余额的规模要大出很多。

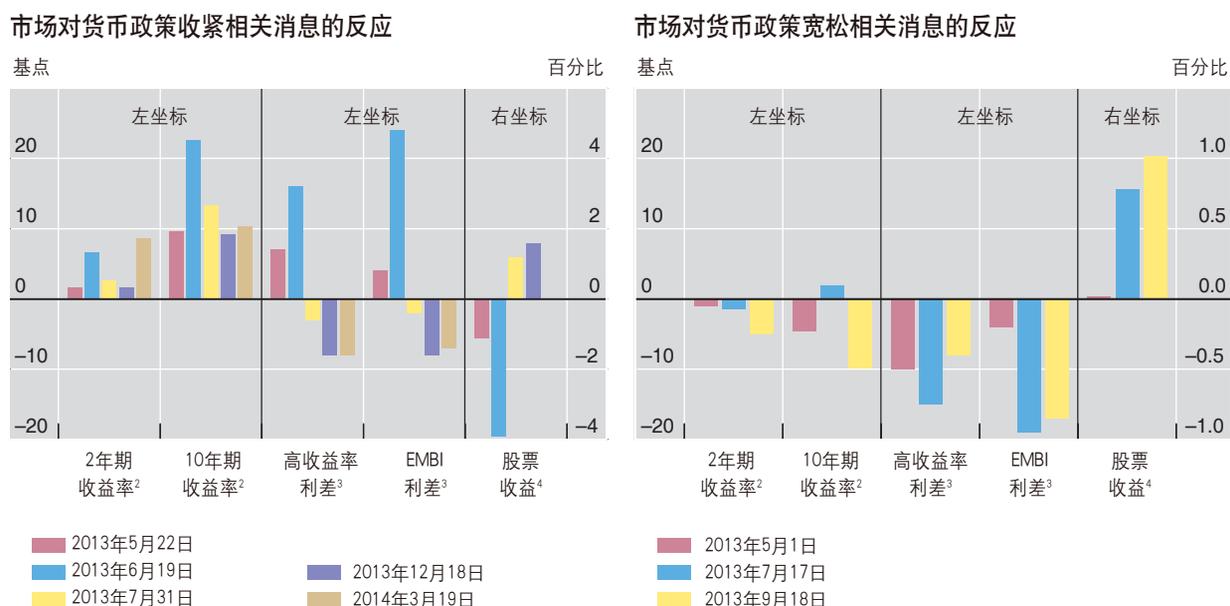
①许多美国政府账户（包括信托基金）所持有的美国国债都是不可交易的。本专栏使用可交易国债的“公众持有者”一词，指除美联储之外的所有国内、国外投资者。SOMA的持有情况由纽约联储银行在每月最后一个周三予以公布；美财政部每月公布月末的可交易国债余额。本文对余额量和期限的区别进行处理，防止出现的时间差别。国债余额的电子版信息仅在1997年4月以后可得。②为计算2013年的盯市损失并与前两个时期的损失作比较，我们使用所有可交易美国国债余额的证券层面数据以及其期限和资金流特征，之后量化计算国债余额总市场价值的每月波动情况，以上波动则是由美国收益率曲线的形状变化造成的。对于折现率，本文使用美联储理事会H.15表的线性插值常量期限收益率。对市场价值月度损失的估值是通过对比某一特定月月底时现金流的现值和在下一个月月底相同组合证券的现金流现值得到的。当该月内收益率曲线整体上升或收益率曲线变得更加陡峭，国债余额的价值下降，原因是未来现金流的折现值更小。为计算现值的差别，我们提取了给定月份和下个月月底的所有现金流。对1997年4月前加总盯市收益和损失的估算则取决于颗粒度较小的信息，其中假设国债余额的期限结构与普通美国政府债券市场指数相一致。③美联储1994年的持有量很可能不超过3500亿美元，其期限估计不长于国债余额全部存量的期限。1994年的结论可由J Hamilton和C Wu在《其他货币政策工具在利率零下限时有效性》（《货币、信用和银行》，44册，2012年2月，3至46页）一文中提供的数据得出。

图2.B



美联储也对收益率曲线的长端造成影响。将收益率进行分解，预期通胀和实际利率对收益率长端产生的影响很小（图 2.6，右图）。2013 年中期，10 年期收益率飙升与期限溢价（即为持有长期债券而受实际利率和通胀波动风险提供的补偿）的上升在很大程度上相符。受非常规政策和资本数次向安全港逃逸的影响，估计美国 10 年期国债的期限溢价在 2011 年中期将为负值，且在 2012 年 7 月达到前所未有的低水平。2013 年，该溢价部分回归正常，这与美联储缩减资产购买的前景一致，而美联储是国债市场上需求的主要来源。尽管如此，2014 年初期限溢价估计在零左右，即比 1995–2010 年的平均水平低了超过 100 个基点。

2013–2014 年，关于美联储最终退出资产购买前景的消息令许多类别资产的价格出现大幅变化(图 2.7)。2013 年 6 月 19 日，美联储发布了与退出相关的声明，由此引发强烈反应：长期美国国债收益率在消息宣布当时即上涨超过 20 个基点。而高收益率债券和美元计价的新兴市场经济体票据的利差分别跳升 16 个和 24 个基点（图 2.7，左图）标普 500 股票指数损失约 4%，股票市场4 场



图例中的日期代表了美联储关于量化宽松政策的相关声明的发布时间（2013年5月1日）、关于退出资产购买声明的发布时间（2013年5月22日至9月18日）和实际宣布退出的时间（2013年12月18日和2014年3月19日）。

1. 相关数据是作为事件前一日和后一日的收益率和溢价变动或股权汇报率的百分比变动来计算的。美国货币政策相关时间依照2年期美国国债收益率的表现被分为收紧和宽松两个类别。相似的处理方式，参见S. Hanson和 J. Stein的《货币政策和长期实际利率》，金融和经济讨论序列，2012-46，联储理事会。2. 2年期和10年期美国国债收益率的反应。3. 高收益率和新兴市场经济体债券利差的反应，分别根据美银美林美国高收益公司债指标（HY）和摩根大通EMBI全球分散指标（EMBI）计算。4. 标普500总收益指标的反应。

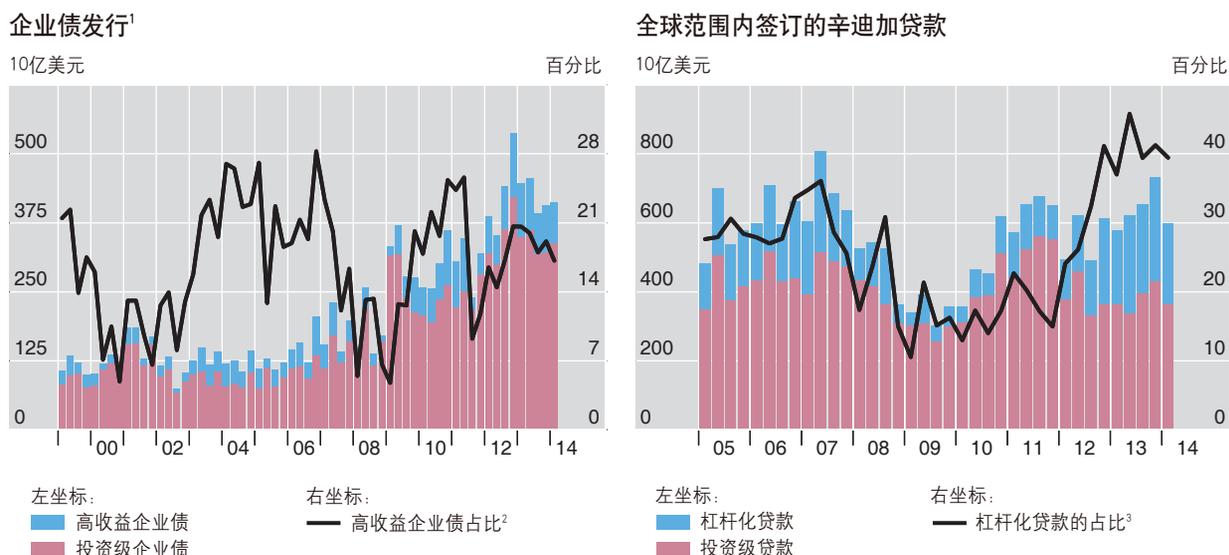
资料来源：美国银行美林证券；Bloomberg；Datastream；BIS计算。

紧政策的时间比市场参与者的预期的要远。受这个较为宽松的消息的影响，2年期收益率下降，而高收益率债券和新兴市场经济体债券的利差缩窄（图2.7，右图）。当真正的退出计划于2013年12月宣布时，市场已做好了准备。尽管长期收益上升了约10基点，信用利差还是下降了，而美国股票价格事实上上升了1.6%（图2.7，左图）。

### 低融资成本和低波动性鼓励寻求高收益率行为

货币宽松可通过对风险承担行为的影响对资产价格和数量产生影响，这种影响对主要主权债市场要更深刻。即使是那些饱尝衰退的经济体或违约风险不可忽略的借款者，信用利差也有所收窄。全球投资者吸收了超大规模的新发行企业债，特别是低等级借款者发行的债务。此外，在波动性和风险溢价处于历史低位的情况下，随着追寻高收益的行为扩展到股票市场，基本面和股价之间的关联性也降低了。

在一个风险偏好上升的环境中，大量低评级债务的发行迎来了强劲的投资者需求。过去几年中，大量投资级和高收益部分的债务被发行（图2.8，左图）。在银行限制信贷的情况下，公司越来越多地进入资本市场来满足其融资需求（见第



1. 非金融公司发行的公司债总量。2. 公司债发行总量中高收益债的比例。3. 辛迪加贷款总量中杠杆化贷款的比例。  
资料来源: Dealogic; BIS计算。

六章)。高收益债券市场的发行总量快速上升至2013年的每季度900亿美元，而危机前平均每季度的发行量仅为300亿美元。投资者以超低的利差吸收了新发行的公司债（图2.2，左图）。在全球宽松环境下，机构投资者的反应——承担更多的风险来实现收益目标和养老金职责——与货币政策风险承担渠道的情况相一致。<sup>2</sup>

在其他信贷市场部门也出现了承担风险的行为。例如，在辛迪加贷款市场，2013年向低等级借款者提供的信用（杠杆化贷款）超过了新贷款的40%（图2.8，右图）。该比例高于危机前2005年至2007年中的平均水平。越来越少的新增贷款通过协议形式来保护贷款者。投资者对高风险信贷的兴趣也激发了诸如实物支付票据和房地产抵押贷款投资基金（mREITs）等产品的发行。

目前仍在持续的追寻高收益的行为也可能影响了信贷利差和基本面之间的关系。低增长通常与高违约率和更大的信贷利差相伴，但这只是2011年以前的情况（图2.9）。在2009年至2010年违约率随危机上升后，其随后下降并在低位维持了3年，这说明较小的利差是合理的，该利差持续追踪了美国违约率不断下降的情况。然而，2011年欧元区进入了为期两年的衰退期，相应的违约率也缓慢上升，但利差却持续走低。低企业债收益率不仅反映了较低的违约可能和低风险溢价，而且还压低了实际的违约率，因为困难中的借款者可以获得便宜的信贷来进行再融资。但该过程能否持续，最终要经受利率正常化的考验。

<sup>2</sup> 具体而言，具有固定负债的中介（如保险公司和养老公司），或向客户承诺固定收益的资产管理机构，可能在低收益环境下延长久期或承担更多的信贷风险（在监管框架或投资职责的限制范围内）。资产管理行业将薪酬与表现的绝对情况挂钩，这也可能在迫使基金经理追寻更高收益中发挥了重要作用。关于相关机制化因素和追寻高收益现象的激励的讨论，参见R Greenwood和S Hanson的《发行者质量和企业债收入》，《金融研究评论》第26册，2013年6月第六期，第1483-1525页。

## 尽管增长疲软，信贷利差仍在降低

以百分比计

图2.9



阴影部分代表了分别按照OECD和NBER定义的欧元区和美国的衰退期。

1. 金融和非金融公司发行本币债指标的高收益、期权调整利差。2. 投资级以下借款者12个月期限发行者加权违约概率。3. 每季度的实际同比GDP增长率。

资料来源：美国银行美林证券；Moody's；各国数据。

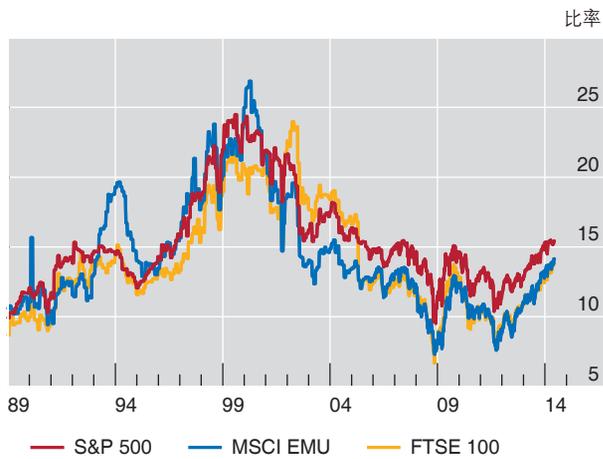
受低收益率环境和经济前景转好的影响，主要交易所股价在2013年间大幅上涨（图2.2，右图）。在许多股票市场中，预期股息支付本身就超过了长期高质量债券的实际收益率，这促使市场参与者在固定收益市场外进一步追求高收益。特别是支付较高稳定股息的股票具有较大吸引力，带来了大量收益。

发达经济体的主要股票指数达到了历史新高，其价格增长超出了相应基本面的情况。包括市盈率和托宾的Q等传统估值结果已上升至长期平均值以上（图2.10，上图）。以标普500指数为例，其在2014年5月前的12个月中上涨了近20%，但同期的预期未来利润只增长了不到8%。标普500经周期调整后的市盈率在2014年5月达到25，这比其过去50年的平均水平高出6个单位。欧洲股票价格也在去年有所上涨，涨幅超过15%，而在欧债危机后欧洲增长放缓且预期利润下降了3%。2007年6月至2011年9月，与危机相关的股价暴跌和随后而来的反弹均与投资者对未来企业利润增长的预期变动相关（图2.10，下左图，数据以蓝色标出）。自那以后，盈利预期对股价上涨的影响有所减小（这可从图2.10下左图中红线相对蓝线更平缓的斜率可以看出）。

近期股价的上涨与增长的风险偏好和处于历史低位的波动性同时出现（图2.10，下右图，以及图2.11，左图）。截至2014年6月初，期权隐含波动性指数（VIX）下降至11%，这低于2004年至2007年中期的平均水平13.6%，也比2012年中期低10个百分点。股票市场实际回报的波动降至2004–2007年以及20世纪90年代股市火爆时的水平（图2.11，左图）。

通过对比两种风险测量结果，即隐含波动性和实际（经验）波动性，可以清

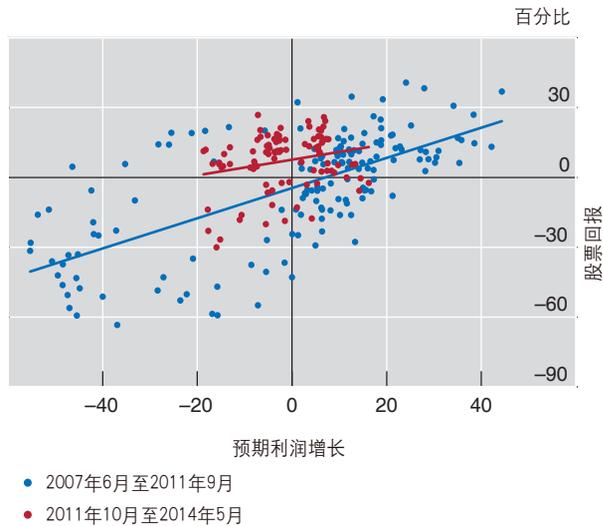
预期市盈率<sup>1</sup>



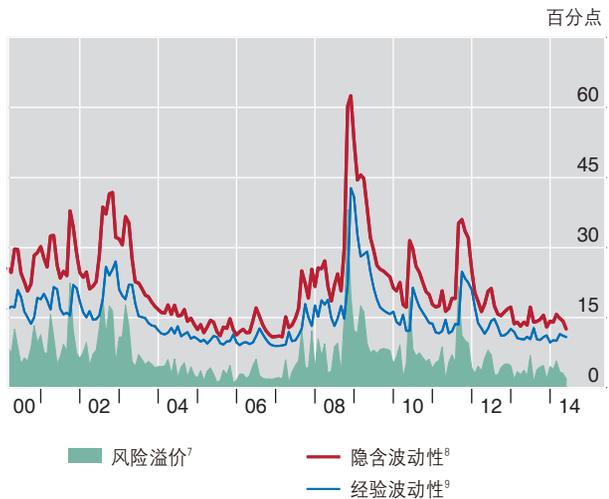
美国经周期性调整的市盈率和托宾的Q



股权回报和利润预期<sup>5</sup>

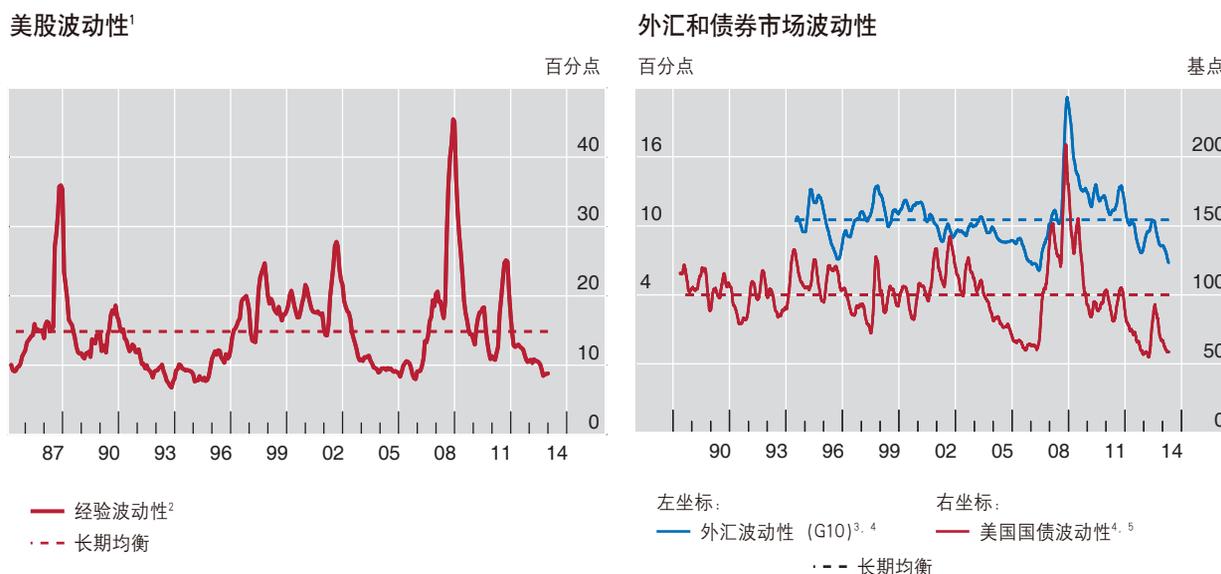


美国波动性和风险溢<sup>6</sup>



1. 市盈率按照I/B/E/S计算的12月未来收益得出。2. 标普500实际价格指标和过去十年平均的实际盈利的比（数据来自R Shiller）。3. 美国企业资产和负债的市场价值与重置成本的比，基于美国金融账户数据得出（美联储Z.1统计，表B.102）。4. 为该时间段的简单平均。5. 虚线代表了标普500、EURO STOXX 50和FTSE100股票指数每月的股市年化收益（纵轴）与分析者预期前12个月年度收益增长（横轴）的情况。6. 为每日数据的月平均数。7. 隐含波动性（即根据期权价格计算的股票回报风险中性分布波动性的预期）和经验波动性（经验股票回报分布波动性的预期）二者的差。两种风险计算方式的差取决于投资者的风险厌恶水平。见G Bekaert、M Hoerova和M Lo Duca的《风险、不确定性和货币政策》，《货币经纪杂志》，60册，2013年，第771至788页。8. VIX，芝加哥广义期权交易标普500隐含波动性指标；标准差，以每年百分数计。9. 领先一个月的经验波动性对滞后经验波动性及隐含波动性做预期回归得出的对经验波动性的估计。经验波动性也称实际或实现的波动性，由标普500指数五分钟间隔回报率计算得出。标准差，以每年百分数计。见T Anderson、F Diebold、T Bollerslev和P Labys的《建模和预测实际波动性》，《计量经济学》，71册，2003年3月，579—625页。

资料来源：R Shiller ([www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm))；Bloomberg，Datastream；I/B/E/S；Oxford-Man Institute (<http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>)；各国数据；BIS计算。



1. 对经验波动性（或实际波动性、已实现波动性）的估计，是基于标普500指数的真实回报率计算的（标准差，以每年百分数计）。2000年以前的股票市场波动性是通过在指定月份对股票收益率持续平方复利并加总的方式计算的。以上数据的处理方式，参见C. Christiansen、M. Schmeiding和A. Schrimpf的《通过经济变量预测金融波动性的总览》，《应用计量经济学杂志》，27册，2012年，956—977页。2000年1月以后，经验波动性是通过当月股票回报率高频（5分钟）平方持续复利计算得出的。2. 以6个月移动平均值为中心。3. 摩根大通9种货币的三个月隐含波动性VXY-G10指标。4. 以三个月移动平均为中心。5. 美林期权波动性估计（MOVE）是在一个月内在美国国债收益率隐含波动性的一个指标，基于2年期、5年期、10年期和30年期国债期货加权平均计算得到。  
资料来源：Bloomberg；JPMorgan Chase；Oxford-Man Institute (<http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>)；BIS计算。

楚看出投资者风险偏好的情况。<sup>3</sup> 隐含波动性是从期权价格出发的前瞻性测算方式，使用这种方式计算出的波动性下降程度大于投资者使用过去收益得出的实际波动性的下降程度。以隐含波动性和实际波动性差值计算的风险溢价近期在危机后的最低值处徘徊。这是投资者风险偏好上升的又一个迹象，因为这说明投资者较少倾向于使用衍生品规避较大的价格波动。

事实上，低水平的隐含波动性和实际波动性不仅出现在股票市场（图 2.11）。与目前的复苏相伴的是宏观经济和公司基本面的低波动性，而央行也在维持低波动性方面发挥了重要作用。资产购买和前瞻性指引消除了关于未来债券收益走势的不确定性，因此也降低了债券价格波动的幅度。在2013年中期债券抛售中上扬后，美国债券市场的波动性也下降至2007年以来的最低水平（图 2.11，右图）。同时，外汇市场的隐含波动性也下降至2006—2007年间的水平，而信贷市场的波动性（通过关于欧洲和美国企业的主要CDS指数的期权计算）也降低至危机后的最低水平。

观察年内的情况显示，货币政策通过改变市场对价值和风险的判断，对全部种类的投资均产生了巨大影响。宽松货币政策环境、低基准收益率加之较低的波动性，鼓励投资者在追求高收益中承担更多的风险和杠杆。

3. 这一风险容忍指标通常被称为方差风险溢价（variance risk premium）。参见 T. Bollerslev、G. Tauchen 和 H. Zhou 的《股票预期收益和方差风险溢价》，《金融研究评论》，第 22 册，2009 年 11 月第 11 期，第 4463—4492 页；以及 G. Bekaert、M. Hoerova 和 M. Lo Duca 的《风险、不确定性和货币政策》，《货币经济学期刊》，第 60 册，2013 年 10 月第 7 期，第 771—788 页。

### 第三章 增长与通胀：动力与前景

过去一年，全球经济平稳发展。发达国家经济由于融资条件的好转而复苏强劲，成为全球经济增长的主要动力。2013年下半年以来，随着对发达国家出口的强劲复苏，新兴市场经济体经济逐步进入平稳运行区间。

目前，全球经济增速仍然低于危机前的平均水平。大部分的发达国家仍处于资产负债表衰退走向复苏的过程。住户、银行以及非金融企业正在修复自身的资产负债表和降低自身过高的债务水平。美国的私人部门去杠杆化的进程最快，欧洲大部分国家的进程比较慢。资源应该被配置到更加有效的地方。同时，许多新兴市场经济体仍处于金融刺激计划的后期，经济增长前景较好。

实现持续性的增长可能会面临诸多挑战。对于受金融危机影响的国家来说，实现危机前的增长平均水平可能需要若干年，回归到危机前增长轨道也并不现实。历史经验证明，在经历过资产负债表衰退后，重回衰退前的增长水平是非常少见的。而且，即使要回到正常增长的轨道也并不是那么容易。金融危机开始前，由于人口年龄结构的原因，劳动力数量已经开始减少，导致发达经济体的生产能力处于下降的通道。政府公共债务也出于历史高位，也可能是阻碍增长的重要因素。在许多新兴市场经济体，近期紧张的金融环境以及后期金融周期风险可能给经济增长前景带来不确定性。

许多发达经济体中，投资仍低于危机前的水平，但这可能并不会成为阻碍经济增长的主要因素。主要问题在于房地产和建筑行业在经历了过度投资后正处于回归正常轨道的阶段。也就是说，相对于缺乏资金支持来说，投资需求下降和资产负债表缓慢修复的过程可能是导致投资持续低于危机前水平的重要原因。从全球看，新兴市场经济体投资水平的上升抵消了发达经济体的投资处于下降趋势带来的不利影响。

在许多经济体，通胀水平在当前和今后一段时间仍将在低位运行。低资源配置效率可能并非导致低通胀的重要原因。随着贸易、金融和生产日益全球化，通胀受全球市场的影响日益显著。长期以来，全球因素在降低国内通胀水平和减弱通胀对国内因素敏感程度发挥了重要作用，而这些因素现在仍可能还在起作用。

本章接下来的部分主要讨论近年来全球宏观经济的发展，并对遭遇2008—2009年经济衰退国家的复苏进程进行总结。对近期通胀水平的发展情况进行分析，强调了全球性因素的重要作用。最后讨论了导致投资水平低下和生产能力下降的可能因素。

## 增长：当前发展和中期趋势

### 全球经济增长强劲但不平衡

近一年来，全球经济增长显著。2014年第一季度GDP增长3%，同比提高了1个百分点。(图3.1,左图),1996–2006年,全球经济平均增长3.9%(见附录表3.1)。发达经济体的经济增长贡献较大,新兴市场经济体的增长仍处于相对低位平稳运行区间(尽管比发达经济体的增长率高)。从调查指标看,增长动力的相对变动是比较明显的。2013年,发达经济体采购经理人指数(PMI)稳步回升,而新兴市场经济体的指数表现较为平稳(图3.1,中图)。作为发达经济体需求指标,近年来全球贸易规模呈现不断增长态势,虽然增速仍低于危机前水平。

美国和英国的经济稳步增长。失业率下降,房地产市场的稳定以及私人部门去杠杆化过程支持了美国私人消费和投资的增长。2014年初,美国经济增长了2%,比同期提高了1.25个百分点。虽然资产负债表的修复进程较为缓慢,失业率下降以及房地产市场的繁荣带动英国经济强劲增长。2014年初,英国经济同比增长超过3%。

在主权债务风险和欧元前景等不利因素影响下,欧元区经济重新回归到增长的路径。2013年,德国和法国经济持续增长,意大利和西班牙在后期实现了增长。在部分国家,经济增长得益于财政整顿力度的下降以及金融环境的显著改善(见第二章)。相比欧元区其他国家,意大利和西班牙的企业和消费者的借贷利率仍然处于高位运行的状态。

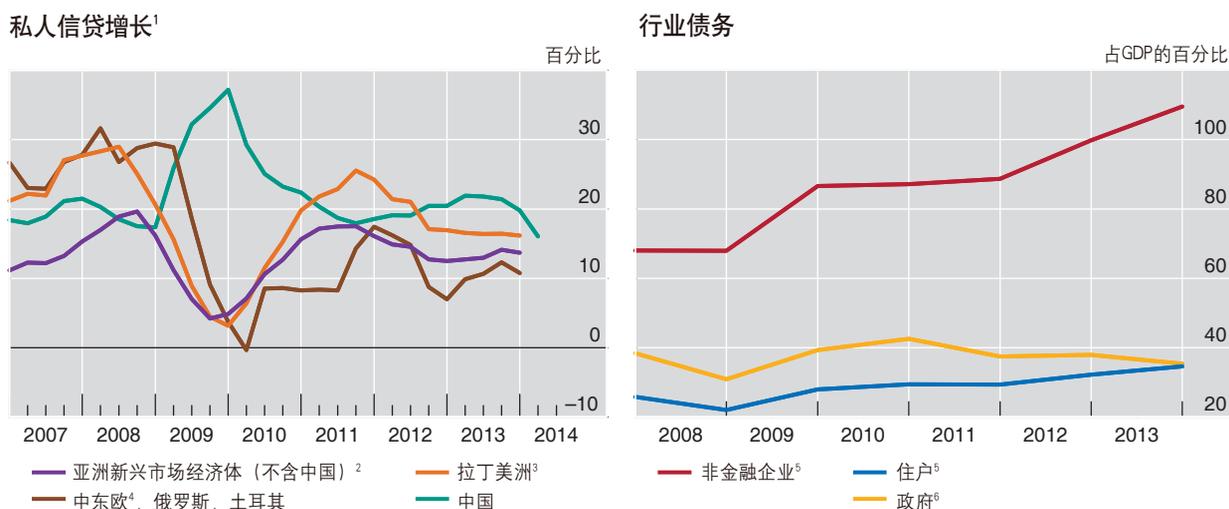
发达经济体是全球经济复苏的重要动力

图3.1



1. 实际GDP增速及预测值, 预测值以点的形式标记; 虚线表示1996–2006年年度经济增速的平均值。样本范围由附录表3.1定义。平均权重基于2005年GDP和购买力平价汇率。2. 采购经理人指数, 50以上表示经济处于扩张阶段。发达经济体: 加拿大, 法国, 德国, 意大利, 日本, 瑞典, 瑞士, 英国和美国; 新兴市场经济体: 巴西, 中国, 匈牙利, 印度, 墨西哥, 俄罗斯, 新加坡, 南非和土耳其; 平均权重基于2005年GDP和购买力平价汇率。3. 同比变化, 百分比。

资料来源: IMF《世界经济展望》; Bloomberg; 市场预测; 荷兰经济政策分析局; Datastream; HSBC–Markit; 各国数据; BIS计算。



1. 非金融私人部门的信贷占比的年平均变化率。2. 中国香港, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 马来西亚, 新加坡和泰国; 3. 阿根廷, 巴西, 智利和墨西哥。4. 捷克, 匈牙利和波兰。5. 中国, 捷克, 中国香港, 匈牙利, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 波兰, 新加坡, 泰国和土耳其。6. 附注2-4中列出的经济体, 中国、俄罗斯和土耳其。  
资料来源: IMF《世界经济展望》; 各国数据; BIS计算。

日本也在努力实现经济复苏。随着日本经济振兴计划的宣布, 2013年上半年经济出现了显著增长。振兴计划的主要措施包括, 日本银行的开放性资产购买计划(直到通胀率达到2%), 通过分阶段提高税收来实施短期财政刺激, 实施促进增长的结构化改革。然而, 2013年下半年经济增长速度显著放缓。由于日元不断升值, 经常账户也不断恶化。出于2014年4月消费税提高的预期, 日本2014年第一季度经济有望实现强劲复苏, 但增长幅度并不如预期。

在许多新兴市场经济体, 金融的上升周期仍然推动总需求的上升。<sup>1</sup> 虽然低于上年, 信贷增长仍在不断增长, 继续推高住户和企业非金融债务(图3.2)。同时, 新兴市场经济体的增长存在两大不利影响因素, 一是中国经济增长速度的下滑, 二是2013年5月以来全球金融环境的趋紧(见第二章)。

2014年第一季度, 中国经济实现了同比7.5%的增长, 比2010年高峰期低了3个百分点。过去一年, 中国政府越来越对强劲的信贷增长表示担忧, 采取了一系列严格的监管措施, 尤其是对影子银行体系的借贷行为。经济增速下滑拖累了出口的增长, 俄罗斯和拉丁美洲等国的中间投入品和资本品增长下滑, 韩国、日本和德国的高技术产品的出口也受到影响。然而, 2013年下半年以来, 新兴市场经济体对发达经济体的出口出现增长, 对新兴市场经济体的经济起到了稳定的作用。

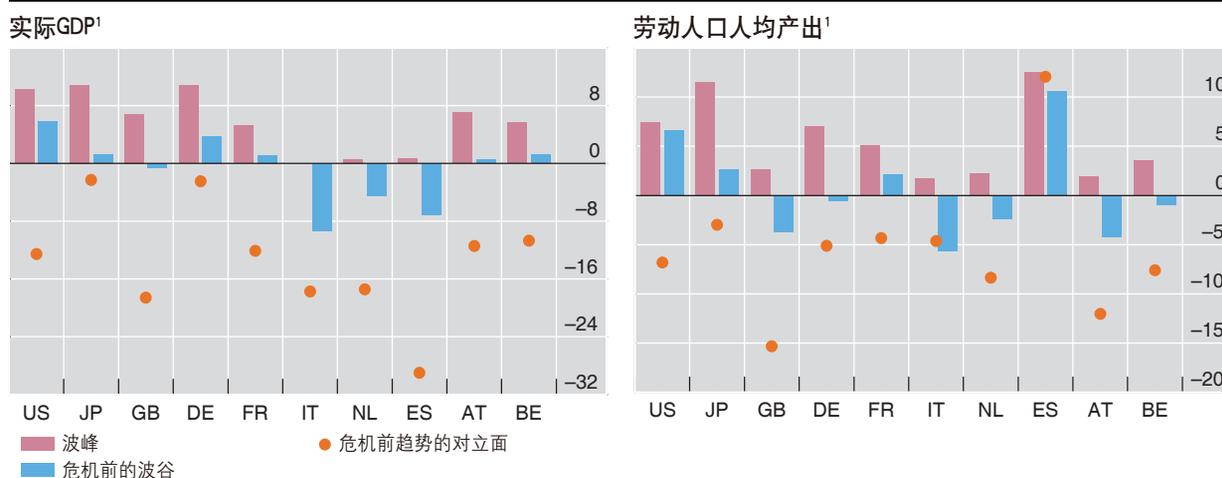
2013年5-6月, 全球金融环境趋紧导致经常账户赤字严重、私人信贷增长过快和公共债务过高的国家出现了大幅的货币贬值和资本外流。从2014年1月市场大规模抛售的情况看, 通胀水平高企和增长前景糟糕的国家受到的冲击较大(见

1. 金融周期不同于经济周期, 它是信贷总需求和房地产价格的综合反映, 而且周期较长, 在15~20年, 详见第四章。

## 产出和生产率的复苏缓慢而且不平衡

2014年第一季度相对于图中特定的数值，百分比

图3.3



AT=奥地利；BE=比利时；DE=德国；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；IT=意大利；JP=日本；US=美国；NL=荷兰。  
1. 危机前的波峰由1996-2008年的数据计算，波谷的数据为2008年最新的数据。线性趋势由实际GDP的对数和劳动人口人均产出计算得出。  
资料来源：OECD《经济展望》；Datastream；BIS计算。

第二章)。当市场抛售出现时，印度、印度尼西亚和土耳其等国采取了一系列限制性措施，例如，提高政策利率、加大资本管制力度、实施宏观审慎和财政政策。相反，大多数经常项目盈余和低通胀水平的亚洲和中东欧新兴市场经济体继续维持了温和稳健的货币和财政政策，甚至采取了宽松政策来应对恶化的经济增长前景（见第五章）。

### 金融危机的不利影响

全球经济仍然处于摆脱金融危机影响的阶段。虽然近期经济复苏有所增强，但按照历史的标准看，复苏程度仍然较弱。在一些发达经济体中，产出和生产能力等指标仍然没有恢复到危机前的水平（见图3.3），就业率也比危机前最高水平要低（见附表3.2）。通常来说，金融危机会导致深度、长期的衰退和缓慢的复苏（见专栏3.A）。

金融危机对不同国家造成的影响存在较大差异。第一类国家如美国、英国、西班牙和爱尔兰以及部分中东欧国家遭遇的影响较为直接。在经历了信贷和房地产市场崩溃和银行危机后，这些国家进入了全面的资产负债表的衰退阶段。第二类国家受到的影响较为间接，主要是通过第一类国家的风险敞口。奥地利、法国、德国和瑞士的银行由于跨境风险敞口而面临着较大的流动性压力。第三类国家如新兴市场国家，澳大利亚、加拿大和北欧等以商品出口为主国家，主要通过贸易渠道间接受到金融危机的影响，后来在商品价格大幅上升的过程中受益。日本和意大利虽未受到国内冲击或过度的跨境风险敞口的影响，但需要面临来自国内高

## 从资产负债表衰退中复苏

与正常经济衰退周期相比，在经历了严重的金融或者银行危机后，经济都会伴随出现程度较深和时间较长的衰退。这些危机一般都发生在长时间的金融繁荣和接近金融周期波峰之后（见第四章）。导致衰退的重要因素主要集中在跨期和行业间的失衡，而这可能会引起支出模式较大幅度和在较长时期内发生变化。为了与一般性的周期性衰退进行区分，一般将这种衰退定义为资产负债表衰退。本专栏讨论从资产负债表衰退<sup>①</sup>中复苏的影响因素。

在金融繁荣期间，跨期和行业间的失衡开始出现。基于未来收入、资产价格以及宽松的信贷环境的乐观预期，住户、企业和政府开始不断提升自身的负债规模。银行也开始高估资产的质量、借款人的偿还能力以及通过短期债务进行融资的能力。产出的结构，也就是不同行业间资本和劳动的配置水平，可能并不能与持续性的需求匹配。一个明显的例子就是，一些国家因过度扩张房地产行业而出现了大量未售出的房地产存货。公共部门的债务规模增长过快，导致其公共财政变得不可持续。

随着错位的信心和乐观的预期走向破灭，最终出现了资产价格急剧下跌和产出剧烈收缩的现象。一些经济主体将失去偿还债务的能力，从而对其借款人尤其是金融机构产生重大影响。另外一些经济主体可能会通过增加储蓄和出售资产的方式来削减负债规模，保持偿还能力以及应付未来之需。借款人将会面临急剧上升的不良贷款和资产规模。因此，危机爆发可能会预示着资产负债表调整阶段的来临，而在此期间，经济主体可能会优先考虑自身资产负债表的修复而不是支出。由于一方的支出是另外一方的收入，当一方进行资产负债表修复时，另外一方的收入和资产价值就会下降。这必定会导致总支出以及收入增长低于危机前的正常水平，除非债务比例再次回到更加可持续发展的水平以及过剩的资本存量被再次吸收和运用。同时，很大一部分的资本和劳动闲置下来。在这种情况下，通常需要进行新资本的融资，新企业的创建以及失业工人再培训、再定位以及寻找新的工作。而这一切是需要时间和精力。

资产负债表衰退的持续时间和程度取决于一些因素。首先是最初经济失衡的程度。过度繁荣程度越深，后期调整的幅度也就会越大。金融泡沫的破裂一般都会伴随这深度的衰退，而复苏的进程一般会与前期信贷和房地产的繁荣程度负相关。<sup>②</sup>拥有较高负债水平的住户和企业可能会比平时削减更多的支出。<sup>③</sup>其次是信贷供给的破坏程度。经过金融危机最严重的阶段后，借款人通常会开始确认损失并重建资本比率。由于资产负债表不透明，融资可能会变得比较困难，缓慢的经济增长可能会提高不良贷款的规模。重要的并不是银行释放的信贷总量，而是信贷资源的配置。毕竟，过高的债务规模需要被重新吸收，而信贷需求可能会比较弱。事实上，实证分析发现在经济复苏的过程中，产出增长和信贷增长的相关性比较弱，也就是说，信贷在经济复苏中发挥的作用比预期要小很多。<sup>④</sup>从另一个角度看，银行在加快经济复苏中起到的作用就是要增强和提高信贷资源配置的能力和水平。另外，私人部门在经济下行周期中去杠杆化可能会促进经济的强劲复苏。<sup>⑤</sup>再次是结构性僵化和低效的程度。在存在较大部门失衡且其他条件相同的情况下，拥有富有弹性的劳动力市场的经济和就业复苏更为强劲。<sup>⑥</sup>最后是危机时期政府应对危机采取的政策措施（见第一章和第五章）。

实证经验表明，从金融危机中复苏的进程是相当漫长的。<sup>⑦</sup>平均来看，产出恢复到危机前的最高水平需要耗费四年半的时间。而经历了大萧条时期后，经济复苏的进程耗费了十年左右。就业市场的复苏更加缓慢（Reinhardt和Rogoff，2009）。相比较而言，从正常的经济衰退周期复苏，需要耗费的时间只有一年半的时间。有证据表明，复苏的时间样本在均值附近广泛分布，这说明除了上述因素外，仍然还存在诸多因素影响经济复苏的进程。在资产负债表衰退过程中的产出损失也会变得更大（专栏3.B）。

①资产负债表衰退的概念首先由 R Koo (Balance Sheet Recession, John Wiley & Sons, 2003) 引入, 主要是为了描述日本在 20 世纪 90 年代房地产和股票市场泡沫破裂后经济增长停滞的情况。本专栏使用相同的术语表示金融繁荣后的危机导致的产出收缩。这在其他一些没有得出相同政策结论的分析中也可以看见。例如: C Borio, “The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?”, 国际清算银行工作论文, 第 395 号, 2012 年 12 月, 银行和金融杂志; J Caruana, “Global economic and financial challenges: a tale of two views”, 哈佛大学肯尼迪学院讲义, 马塞诸塞州, 2014 年 4 月 9 日。也可见第一章。②见 ÒJordà, M Schularick 和 A Taylor, “When credit bites back”, 货币、信用和银行杂志, 第 45 卷, 2013 年。③见 IMF, “Dealing with household debt”, 世界经济展望, 2012 年 4 月, 第三章; K Dynan, “Is a household debt overhang holding back consumption?”, 布鲁金斯经济分析论文, 2012 年春; A Mian 和 A Sufi, “Household leverage and the recession of 2007–2009”, 国际货币基金组织评论, 第 58 卷, 2010 年; A Mian, K Rao 和 A Sufi, “Household balance sheets, consumption and the economic slump”, 经济学季刊, 第 128 卷, 2013 年; C Hennessy, A Levy 和 T Whited, “Testing Q theory with financing frictions”, 金融经济学杂志, 第 83 卷, 2007 年。④见 E Takáts 和 C Upper, “Credit growth after financial crises”, 国际清算银行工作论文, 第 416 号, 2013 年 7 月; S Claessens, A Kose 和 M Terrones, “What happens during recessions, crunches and busts?”, 经济政策, 第 24 卷, 2009 年; G Calvo, A Izquierdo 和 E Talvi, “Phoenix miracles in emerging markets: recovery without credit from systematic financial crises”, 美国经济评论, 第 96 卷, 2006 年。⑤ M Bech, L Gambacorta 和 E Kharroubi, “Monetary policy in a downturn: are financial crises special?” 国际金融第 17 卷春季。⑥见国际清算银行第 83 期年报, 2013 年 6 月, 第三章。⑦ C Reinhart 和 K Rogoff, This time is different, 普林斯顿大学出版社, 2009 年; D Papell 和 R Prodan, “The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions”, 波士顿联邦储备银行主办的主题为“大萧条的长期效应”的研讨会论文, 2011 年 10 月; G Howard, R Martin 和 B Wilson, “Are recoveries from banking and financial crises really so different?”, 国际金融讨论论文, 第 1037 号, 联邦储备理事会, 2011 年。

企的公共债务、人口老龄化和长期的结构性低效率等方面的挑战。

虽然扩张性的宏观经济政策是稳定全球经济的重要工具, 但单个国家的复苏路径仍然取决于对造成资产负债表衰退深层次因素的处理。在遭遇资产负债表全面衰退的国家里面, 美国的复苏进程相对迅速。2008 年以来, 产出已经增长了将近 10%, 产出规模超出危机前最高位 6%。这在一定程度上反映了美国经济的弹性, 住户去杠杆化的进程以及强化银行资产负债表措施的有效性和可靠性(见第六章)。而英国在危机期间产出下降了 7.5%, 六年后, 其产出增长了 6.75%, 比危机前的最高位仍低 0.5%。由于劳动力市场弹性相对较高, 英国的失业率下降较为迅速。

金融危机引发的欧元区主权债务危机在 2010–2012 年有所恶化。因高负债的住户和脆弱的银行系统而陷入主权债务危机的国家可能会面临房地产价格和实际信贷的进一步下滑。银行体系和公共部门可能会由于融资成本升高和资产质量下滑而强化相互之间的不利影响。爱尔兰和西班牙的信贷和房地产价格下滑特别厉害, 但近期有触底反弹的迹象。危机以来, 意大利的房地产价格和信贷并没有出现大幅的上涨, 其房地产价格和信贷近期也出现了一定幅度的下滑(见第六章)。欧元区国家的贸易关联也成为部分国家复苏艰难的重要影响因素。德国是其中一个例外, 其对外贸易在 2009 年危机期间遭遇重创, 但因作为避险地吸收了来自欧元区问题国家资金的流入而出现了迅速的反弹。

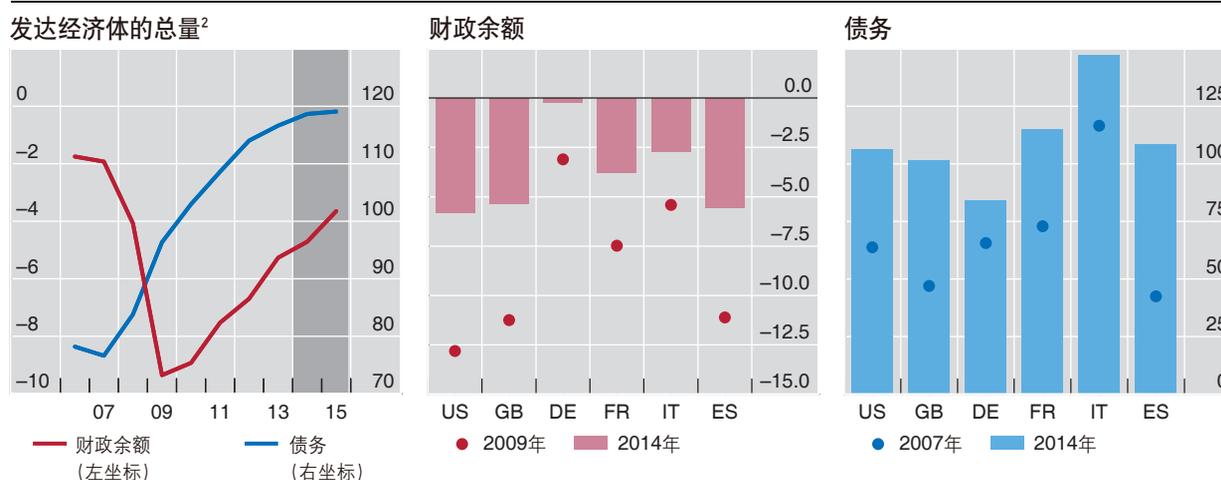
金融危机仍继续产生不利影响。如图 3.3 (左图) 所示, 当前发达经济体的经济增度远低于危机前的增长轨道。事实上, 美国比危机前增长轨道要低 12.5%, 英国要低 18.5%, 而西班牙的缺口达到 29%。

导致这种缺口的原因可能有两个。第一, 在金融上升周期内, 危机前的持续性生产能力和增长水平可能被高估。第二, 金融危机可能永久性地降低了潜在产出水平。在这两种情况下, 用危机前的平均增长水平来估计当前经济下滑的程度

## 发达经济体的财政整顿仍未完成<sup>1</sup>

占GDP的比重

图3.4



可能会存在问题。同时, 图 3.3 (左图) 中的产出缺口是基于线性趋势法, 而这种方法在估计危机前的增长趋势时可能会存在较大误差。然而, 通过更为复杂的统计分析表明, 一国危机前与当前增长路径差异的平均水平在 7.5% ~ 10% 左右(详见专栏 3.B)。

另外一个不利影响来自高额的公共债务。尽管发达经济体在削减高额的公共债务和财政赤字方面做了大量卓有成效的工作, 债务水平仍然处于高位攀升的态势。(图 3.4, 左图)。总体来看, 相比 2009 年接近 GDP 9% 的水平, 近年来财政赤字规模已有所下降, 未来可能进一步缩小。然而, 危机后, 美国、英国和西班牙等国的公共财政突然恶化, 财政赤字占 GDP 的比重仍然接近 6%。(图 3.4, 右图)。主要经济体的债务占 GDP 的比重都超过 100%。(图 3.4, 右图)(见附录表 3.3)。

## 通胀: 国内和全球因素

全球经济复苏的过程中并没有出现通胀水平持续上升(图 3.5, 左图)。从 2013 年下半年开始, 在一些国家, 整体通胀水平一直低于或者接近目标水平。2014 年 4 月, 欧元区的通胀率仍处于 0.7% 的水平, 而美国通胀水平在低于目标值几个月后回升至 2%。日本的情况比较特别, 2013 年初宣布 2% 的通胀目标后, 核心通胀率和整体通胀率出现了大幅上升。新兴市场经济体的整体通胀水平也低于平均水平, 尽管巴西、印度尼西亚、俄罗斯和土耳其的通胀水平持续高位运行。

近期全球通胀水平的稳定主要归因于商品价格(图 3.5, 左图)和核心通胀

资产负债表衰退不仅复苏进程较慢（专栏3.A），而且还可能导致较大规模的产出损失。在很多情况下，这些损失可能是永久性的，也就是说，产出恢复到危机前路径的可能性很低。

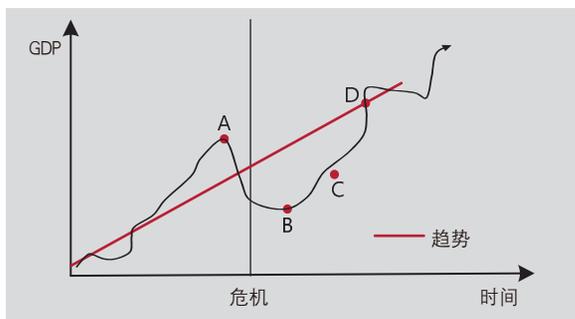
图3.B采取了两个例子说明了金融危机导致衰退后，经济的增长路径如何发生变化。在两个例子中，A点表示经济运行的波峰，就是危机的开始；B点表示波谷；C点表示经济重新恢复到危机前的增长速度。两个例子的差异，在第一个例子中，产出逐渐回归到产出前的路径（在D点）。这就意味着危机后出现比危机前的增速更快的时期（在C点和D点之间）。在第二个例子中，产出并没有完全恢复到危机前的水平。产出沿着新的路径增长（如虚线所示），而产出的增长速度与危机前保持一致，但是产出水平永久性的低于危机前（如连续的红线所示）。两条产出路径的差异（ $\delta$ ）表示永久性产出损失。在这种情况下，如果按照危机前的产出路径推算潜在产出，那么产出可能会被高估 $\delta$ 。

研究发现，无论是波峰到波谷（A到B），还是从波峰到危机前的产出增速（A到C），资产负债

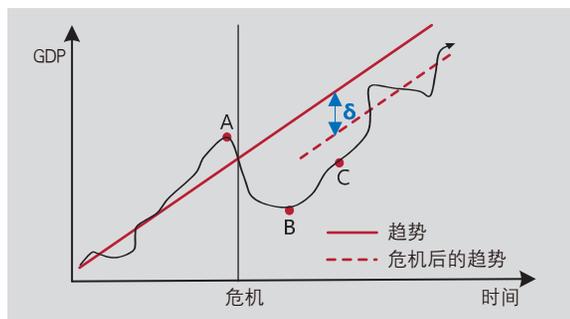
危机成本的测度：图例概览

图3.B

例1



例2



点A：危机前的波峰；点B：危机后的波谷；点C：危机后首次与潜在产出的增速相同；D点：产出水平恢复到危机前。

表导致的产出损失都是持久性的，各国的损失比重平均在6%~14%的范围。相反，发达经济体的正常经济衰退周期中，产出的回落基本上在2%左右。更重要的是，一些研究发现，这些产出损失仅是部分地在资产负债表衰退复苏的过程中消除。也就是说，大部分的产出损失是永久性的，这与第二个例子的描述的情景相一致。不同于图3.B，这些研究并不是依靠简单的趋势回归，而通常采用Cerra和Saxena（2008）的方法，使用产出（或者产出增速）的面板回归来分析银行危机对产出的平均影响。永久性产出损失的估计值比较大，大约在7.5%~10%。对样本、危机爆发的时间以及估计方法等进行稳健性检验后，估计结果都表现出良好的稳健性，尤其是因产出下降导致危机的反向因果关系的可能性。<sup>①</sup>

不同于永久性的产出水平损失，金融危机直接导致产出增速永久性下降的证据并不明显。<sup>②</sup>然而，也存在一些间接的证据表明至少存在两个渠道影响产出增速。第一个渠道是通过高额债务的逆向效应。危机以来，公共债务的规模持续攀升，根据Reinhardt和Rogoff（2009）<sup>③</sup>的估计，名义债务的规模平均可能增长了85%。高额的公共债务至少在三个方面拖累长期平均产出的增长。第一，当债务规模上升时，利息支出也会上升，高额债务也意味着高额的税收和政府制造业上的较低支出。第二，

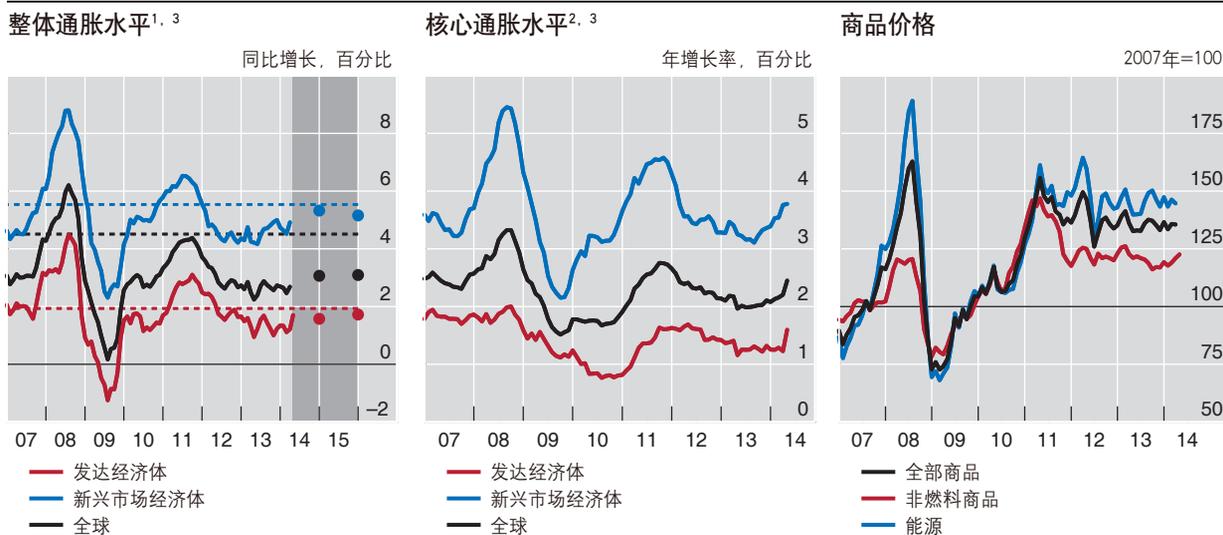
当债务上升时，主权债务的风险溢价也在上升。经济学家和政治家都认为税率不能无限制地上升。因此，当税率超过极限，国家将可能明显或者以通胀的方式出现违约。债务规模越高，这种可能性就越大。由于更高的主权债务风险溢价将会产生更高的发债成本、更低的私人投资以及更低的长期增长。第三，当债务水平上升时，当局可能会丧失采取反周期政策的灵活性。这也会导致更大的波动性、不确定性和更低的增长。Cecchetti(2011)等通过对发达经济体第二次世界大战后的研究表明，在控制了经济增长的其他变量后，公共债务水平与产出增长存在负相关的关系。<sup>④</sup>

第二个渠道是资源配置的效率提高。正常情况下，市场力量将会促使低效的企业进行经营重组或者退出市场，让资源更多地流向高效的企业。但是，由于存在劳动力和产品市场的管制、破产法、税收以及公共补贴和低效的信贷配置等，各国的市场力量不仅存在巨大差异，而且作用是有限的。因此，大量的低效企业仍然留在市场当中，从而导致总产出比预期要低。<sup>⑤</sup>

通常来说，金融危机使得资源错配的情况变得严重（见专栏3.A）。这也是无法处理银行部门失灵和去除资源配置的壁垒的结果。金融危机后，陷入困境的银行更倾向于向问题企业放贷。它们可能会削减向高效率且生存能力强的企业放贷的规模。为避免进行大量救助和因企业重组而出现的大量失业，政策制定者可能会容忍这些行为。近期一些研究表明，至少在一些国家，<sup>⑥</sup> 债务容忍已经在危机后的经验中发挥了作用。这样的证据在20世纪90年代金融泡沫破裂的日本更为常见。比起危机前，资本和劳动的流动性逐渐变小。明显地，低效企业不仅仅生存下来了，其市场份额也开始不断增大。<sup>⑦</sup> 20世纪90年代初，日本的增长趋势下滑可能就是因为这个原因。

① V Cerra 和 S Saxena, “Growth dynamics: the myth of economic recovery”, 美国经济评论, 第98卷, 2008年。产出损失的文献, 可见 Basel Committee on Banking Supervision, An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements, 2010。并不是所有的研究都发现了产出的永久性下降, 事实上, D Papell 和 R Prodan (“The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions”, 波士顿联邦储备银行主办的主题为“大萧条的长期效应”的研讨会论文, 2011年10月)发现了更多的证据, 尤其是在严重的金融危机后。美国(1929)和瑞典(1991)经历十年后可以恢复到危机前水平, 增长趋势的恢复可能更多受危机以外的因素的影响(例如设备更新和结构化改革)。②例外的是 C Ram í rez, “Bank fragility, ‘money under the mattress’, and long-run growth: US evidence from the ‘perfect’ panic of 1893”, 银行业和财政杂志, 第33卷, 2009年。③ C Reinhart 和 K Rogoff, This time is different, 普林斯顿大学出版社, 2009年。④ S Cecchetti, M Mohanty 和 F Zampolli, “The real effects of debt”, in Achieving Maximum Long-Run Growth, 在杰克逊霍尔召开的由堪萨斯联邦储备银行赞助的研讨会综述, 2011年8月。实证分析的文献有“Is high public debt a drag on growth?”, 国际清算银行第83期年报, 2013年6月, 45-46页。⑤ D Restuccia 和 R Rogerson, “Misallocation and productivity”, 经济动态评论, 第16卷, 2013年。⑥ U Albertazzi 和 D Marchetti, “Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships in Italy after Lehman”, 意大利银行, 第756卷, 2010年; 英格兰银行和金融稳定报告, 第30号, 2011年12月; A Enria, “Supervisory policies and bank deleveraging: a European perspective”, 在美国和世界经济第21届 Hyman P Minsky 研讨会上的演讲, 2012年4月11-12日。⑦如 R Caballero, T Hoshi 和 A Kashyap, “Zombie lending and depressed restructuring in Japan”, 美国经济评论, 第98卷, 2008年; J Peek 和 E Rosengren, “Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan”, 美国经济评论, 第95卷, 2005年。关于资本和劳动流动性下降的文献, 见 T Iwaisako, “Corporate investment and restructuring”, in Reviving Japan’s Economy, 麻省理工大学出版社, 2005年, 275-310页。关于低效企业生存和高效企业退出市场的文献, 见 A Ahearne 和 N Shinada, “Zombie firms and economic stagnation in Japan”, 国际经济与政策 第2卷, 2005年。

水平(见图3.5, 中图)的平稳运行。近期美国和欧元区的通胀率开始上升, 而此前一直处于下降通道。2014年4月, 美国和欧元区的通胀率分别可望达到1.8%和1%。一年以来, 欧元区的通胀率下降超出预期。由于实施结构性改革和竞争力恢复措施, 边缘国家的通胀率下降可能更加明显。



1. 预测值以点的形式表示；虚线表示2001—2006年新兴市场经济体的年度平均通胀水平，其他数据来自1996—2006年。经济体样本范围由附录表3.1定义。平均权重基于2005年GDP和PPP的汇率。2. 在一些经济体，消费价格不包括食品和能源的价格。经济体样本范围由附录表3.1定义，剔除沙特阿拉伯，委内瑞拉和其他中东经济体。平均权重基于2005年GDP和PPP的汇率。3. 对于阿根廷，消费价格数据是基于官方的估计（2013年12月后统计方法有重大改变）；而在印度，消费价格数据则采用批发物价。  
资料来源：IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》；OECD，主要经济指标,CEIC;市场预测; Datastream; 各国数据; BIS计算。

相对产出变动来说，发达经济体的通胀水平相对更为稳定。通胀水平并没有因为经济强劲复苏而大幅上升，也没有因金融危机余波导致的经济深度衰退而出现通胀水平迅速下滑。

保持通胀水平稳定的主要因素有哪些？通常来说，菲利普斯曲线是分析通胀水平的主要理论框架。该框架将通胀水平、通胀预期和产出缺口有机结合起来，产出缺口表示真是产出与潜在产出的差异。与此类似，“工资菲利普斯曲线”将工资涨幅、通胀水平和劳动力市场缺口紧密联系在一起。

不巧的是，经济产出缺口并非可以直接观测或被精确度量的变量。正常时期，产出缺口度量的波动性就比较大，在资产负债表衰退时期，产出缺口度量的波动性会变得更大。从大萧条的经验看，其中一些经济指标表明产出缺口在缩小，而另外一些指标却表明大量产能并没有得到充分利用。然而，过去一年的所有持续的估计结果都表明经济缺口在逐步缩小。但近期通胀水平的平稳运行与此并不协调（见专栏3.C）。此外，2008—2009年的经济衰退期间，产出的巨大缺口也与强烈反通胀压力的缺失形成鲜明的对比。

以上分析表明，产出缺口的规模对通胀水平的影响比较小。从历史经验来看，19世纪80年代以来，菲利普斯曲线开始逐渐变得平缓。图3.6左图描述了部分发达经济体的通胀水平和产出缺口（潜在产出采用HP滤波得出）之间的关系。从图中可以看出在不同时期，回归线的斜率在不断变小。在图3.6的右图中，也可以看到工资上涨幅度和周期性失业率回归线的斜率也在不断变小（图3.6，右图）。

潜在产出对政策制定者而言是非常重要的。它包含了产出增长的持续性以及经济疲软的程度。但是，潜在产出不具有可观测性，甚至不能从历史经验的分析得出。过去，由于需求会给固定的资源带来压力，政策制定者就根据过热的经济会带来通胀的上升的事实进行判断。然而，在过去的几十年，产出缺口和通胀之间的关系还是比较微弱的。因此，即使通胀没有之前上涨的幅度大，政策制定者仍然会相信产出的增长会无限持续下去。事实上，不可持续的扩张通常以信贷和资产价格上涨不可持续的形式出现。本专栏主要回顾用来估计潜在产出的传统方法，并与考虑了金融变量的新估计法进行了比较。

传统的估计方法既有纯粹的统计方法，又有基于经济理论的方法。从统计方法看，单变量统计方法，尤其是HP滤波法，是当前最为流行的方法。该方法将产出分解成为周期性成分和被看做是潜在产出的趋势性成分。这种方法的优点是简单和清晰，但由于是数据驱动，该方法也通常会遇到所谓的端点问题，也就是说，当样本数据发生变化时，潜在产出会发生永久性的变动。这个问题在经济周期的转折点时期变得更加严重，因此也需要有更加准确的估计方法。

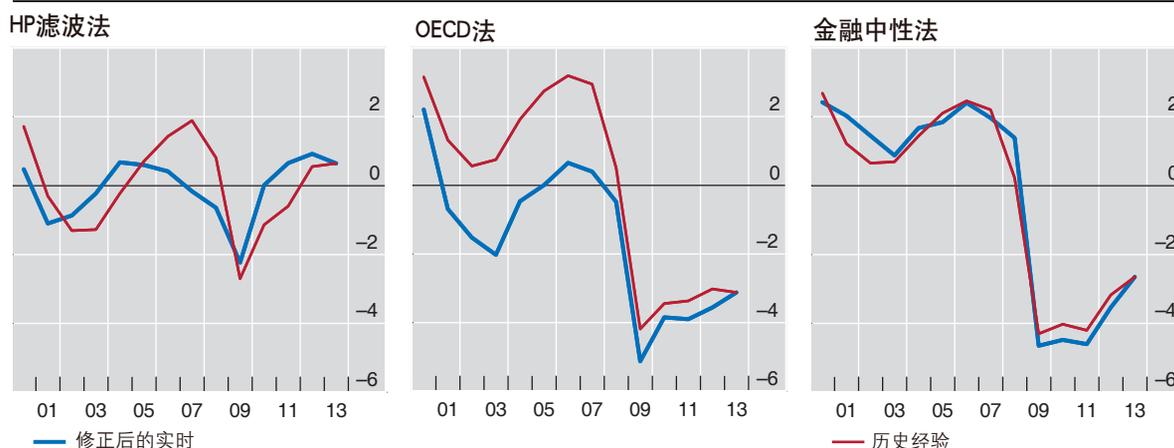
另外的估计方法就是将统计和经济理论相结合。一种较为流行的选择就是采用生产函数模型，其中潜在产出是由资本和劳动投入的函数生成的。结构化方法的优点在于潜在产出的变动可以归因于经济因素。然而，这种方法也有其缺点，模型的设定可能会出错，参数估计和变量的测度存在不确定性。此外，这些方法也会产生持久性的端点问题，因为其过度地依赖统计方法来过滤要素投入中的周期性因素。Orphanides 和 Van Norden (2005)<sup>①</sup>发现，与历史数据相比，实时估计的产出缺口对于通胀水平的发展并没有太大的解释力度。

近期，Borio 等 (2013)<sup>②</sup>引入了卡尔曼滤波方法，该方法在估计产出缺口时考虑了信贷和房地产价格的信息（见第四章）。这种方法的理论基础在于，信贷和资产价格的飙升可能会将产出推高至不可持续的水平，但并不一定会伴随着通胀水平的上升。原因之一是，金融繁荣通常会与产能扩张同步，

美国产出缺口的全样本和实时估计

占潜在产出的比重

图3.C



资料来源: C Borio, P Disyatat 和 M Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", 国际清算银行工作论文, 第404号, 2013年2月; OECD《经济展望》。

而这可能会对价格产生压力。因此，考虑金融变量通常会导致趋势成分较少受到不可持续的金融繁荣的影响。相应的“金融中性”产出缺口主要衡量产出与其可持续水平的差距。

图 3.C 说明了各种方法的差异。左图表示了用 HP 滤波的方法估计美国的产出缺口；中图表示了用 OECD 生产函数的方法估计了产出缺口；右图表示了“金融中性”的估计结果。前两个估计结果没有实时显示出经济运行正从过热走向大萧条：在观察到衰退后，用同一种方法估计的产出缺口可能会有很大差异。相反，无论是基于实时数据还是历史经验数据的“金融中性”产出缺口估计都比较接近。更重要的是，实时估计结果很清晰地表示，在衰退发生前，产出都高于可持续水平。<sup>⑤</sup>

比起正常的经济衰退周期，资产负债表衰退发生后的产出缺口估计的不确定性可能要高得多。虽然产出损失的规模存在不确定性，但产出损失缺失永久性的（专栏 3.B）。在这方面，对于产出缺口的不同估计可能会导致不同的结果。HP 滤波估计的结果表明美国的产出缺口已经缩小了。相反，OECD 生产函数法的估计结果表明经济疲软的程度在扩大，2013 年扩大到超过潜在产出的 3%。基于最近几个季度信贷的强劲增长，“金融中性”法的估计结果也与之类似。“金融中性”产出缺口估计法易高估经济真实的疲软程度，这可能在一定程度上导致产出永久性损失的缓慢调整。<sup>④</sup>

① A Orphanides 和 S Van Norden, “The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time”, 货币、信用和银行杂志, 第 37 卷, 2005 年 6 月。② C Borio, P Disyatat 和 M Juselius, “Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle”, 国际清算银行工作论文, 第 404 卷, 2013 年 2 月。③ D Arseneau 和 M Kiley, “The role of financial imbalances in assessing the state of the economy”, 联邦储备银行的会议记录, 2014 年 4 月。④虽然增加了金融变量，但“金融中性”滤波并不能完全解释金融泡沫的破裂与潜在产出的非线性效应，除了随着时间变化以外。例如，20 世纪 90 年代初，金融泡沫破裂后，瑞典产出缺口的实时估计要显著低于历史估计水平。

### 更好地锚定通胀预期

对中央银行承诺维持低位稳定运行的通胀水平的信任是导致菲利普斯曲线趋于平缓的主要原因。如果对中央银行的承诺深信不疑，企业和居民将会容忍短期的价格变动，将不会对物价和工资水平进行频繁调整。在日本，尽管经历多年的通缩，长期通胀预期仍然保持在 1% 的水平。尽管历史上欧元区的通胀水平比较稳定，但自 2013 年初以来，用金融市场指标（例如互换隐含通胀率）衡量的通胀预期水平一直稳步下滑，这表明市场参与者预期通胀水平将长期低于欧央行“低于但接近 2%”的通胀调控目标（见第五章，低通胀对货币政策的影响）。

### 全球因素起到更大的作用？

除了中央银行的可信度以外，全球经济日益紧密的往来可能是导致通胀水平与国内发展因素相关性下降的重要原因。过去的三十年，中国和印度（人口占全球的 40%）等许多新兴市场经济体已经融入并逐步与全球经济形成整体。信息和物流技术的发展推动了全球产业体系的形成和发展。由于拥有充足的劳动力，许多跨国企业将生产总部设立在新兴市场经济体。

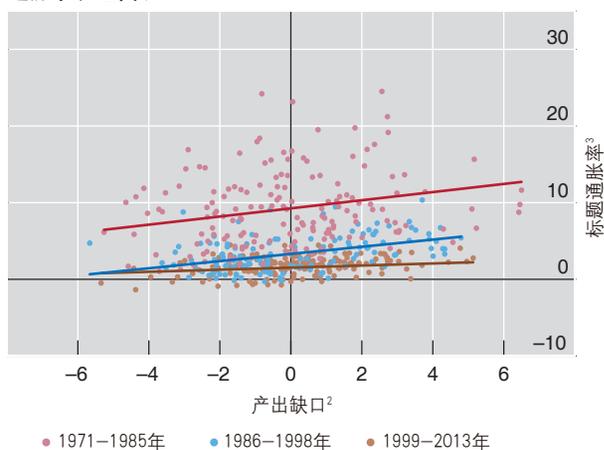
日益频繁的贸易往来和更加激烈的产品及要素市场竞争导致国内的通胀水平越来越依赖国际市场的状况。由于国际市场的状况并不能完全由进口品价格反映，

## 发达经济体的价格和工资的菲利普斯曲线越来越平坦<sup>1</sup>

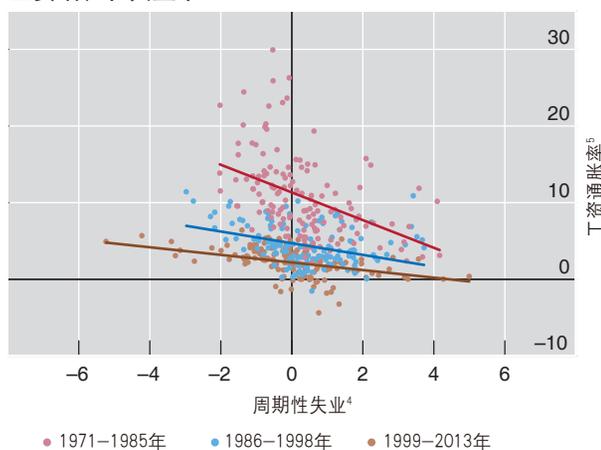
百分比

图3.6

通胀和产出缺口



工资增长和失业率



1. 年度数据；在控制了商品价格的年度变化后，采用非平衡面板数据的横截面固定效应模型进行回归。数据来源于澳大利亚，加拿大，法国，德国，意大利，日本，西班牙，瑞典，瑞士，英国和美国。2. 采用HP滤波进行估计。3. 消费者物价指数年度变化。4. 失业率减去非加速通胀的失业率。5. 工资的年度增长率。

资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD《经济展望》和主要经济指标；Datastream；各国数据；BIS计算。

简单地把国际市场变量加入到标准的菲利普斯曲线中可能并不全面。尤其是，全球经济的缺口的度量也至关重要。<sup>2</sup> 贸易壁垒的减少和运输成本的下降使得贸易品的生产具有较强的可替代性。此外，技术革新也相应扩大了贸易品和服务的范围。因此，国内生产的贸易品的价格与国外其他地方生产的价格并不会相差太远。这表明，贸易品的价格变动可能会取决于要素来源的松紧程度，而不仅仅是国内。同样，生产相同贸易品的工资水平也不会相差很大。<sup>3</sup>

在全球性因素的作用下，单个国家的通胀水平已经高度趋于同步。发达经济体面板数据分析表明，共同因素在解释通胀水平变动中占据了超过一半的解释力（图3.7，左图）。<sup>4</sup>

商品价格的上涨是提升全球通胀水平的重要推动力。而这与全球的需求状况越来越相关，而不仅仅与供给的增长有关。新兴市场经济体的强劲增长和生活条件的改善不仅推动了工业品价格上涨，而且推动了食品价格的攀升。这样一来，高涨的商品价格就成为其他国家通胀上升的主要因素。

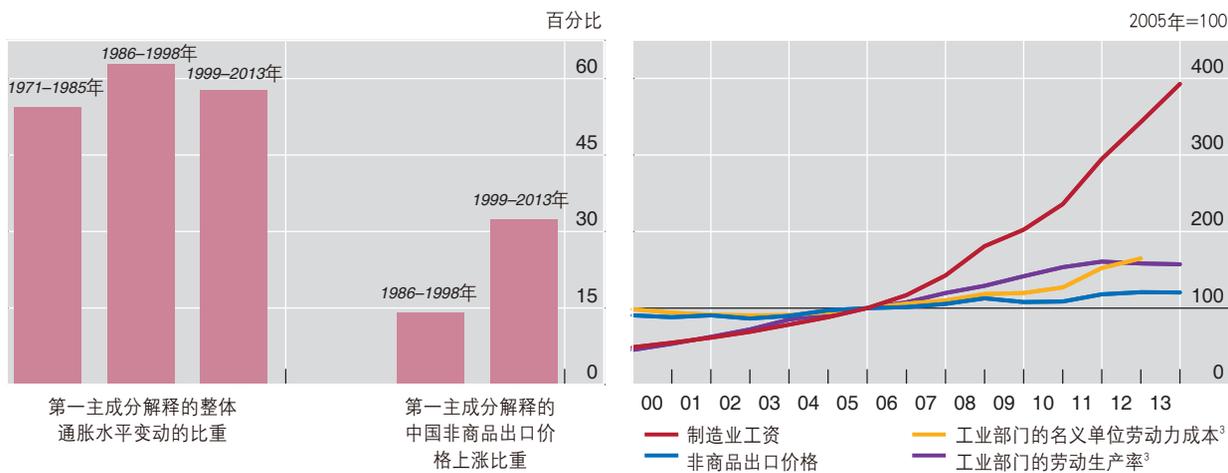
2. 详见 C Borio 和 A Filardo, “Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation”, 国际清算银行工作论文, 第 227 号, 2007 年 5 月。

3. 较大的劳动力流动对于目标国的工资水平影响不大, 如 G Ottaviano 和 G Peri, “Rethinking the effect of immigration on wages”, 欧洲经济联合杂志, 2012 年 2 月; S Lemos 和 J Portes, “New Labour? The effects of migration from central and eastern Europe on unemployment and wages in the U.K.”, 经济分析与政策杂志, 2014 年 1 月; 分别对美国 and 英国进行了实证分析。

4. 全球化可能会降低汇率对国内价格的影响。大型的制造企业可以在很多国家布局生产, 产品供给来源可以迅速转换, 从而减少单一产品供给带来的不利影响。相关文献有 J Bailliu, W Dong 和 J Murray, “Has exchange rate pass-through really declined? Some recent insights from the literature”, 加拿大银行评论, 2010 年秋季。

通胀的主成分分析法<sup>1</sup>

中国：出口价格、工资、名义单位劳动成本和劳动生产率<sup>2</sup>

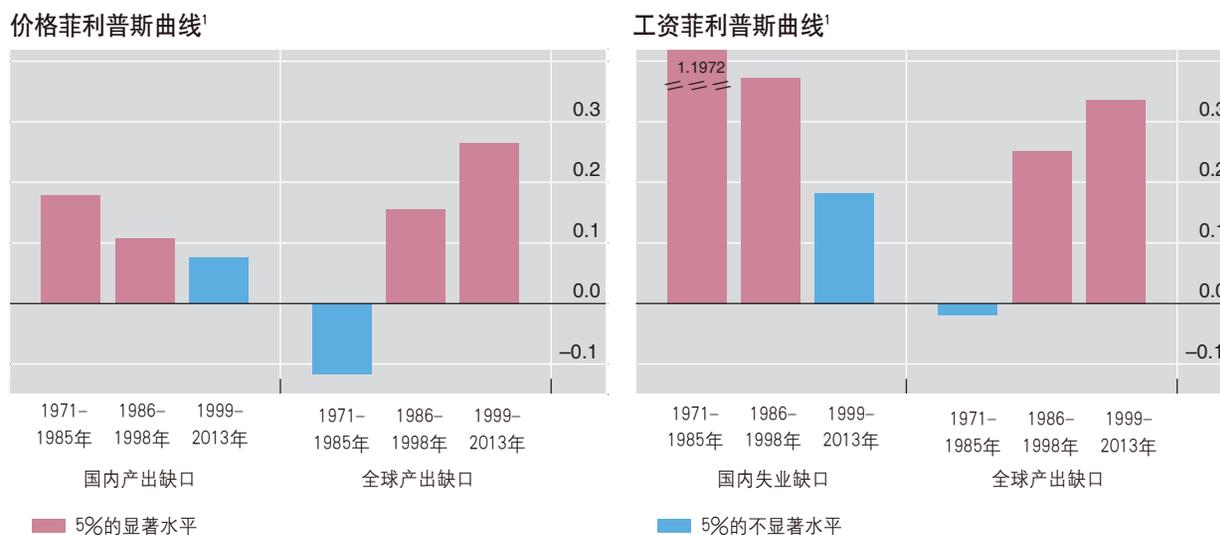


1. 跨国面板的国家主要有澳大利亚，加拿大，法国，德国，意大利，日本，西班牙，瑞典，瑞士，英国和美国。2. 出口价格和工资水平以美元表示；劳动生产率=人均产出；3. 限于数据可获得性，制造业指标由工业部门的名义单位劳动成本和劳动生产率代替。制造业占工业的比重约为80%；其他主要是采矿、电力、天然气和水处理。  
资料来源：CEIC；Datastream；各国数据；BIS计算。

尽管新兴市场经济体的需求给全球商品价格上涨带来巨大压力，但目前全球化对于发达经济体的影响已经在很大程度上抑制了通货膨胀。拥有丰富劳动力资源的大型新兴市场经济体通过快速的工业化实现了产能的提升，从而推动商品价格的下滑。过去十五年来，中国因素在降低发达经济体通胀中起到越来越重要的作用（图 3.7，左图），相比 1986-1998 年，1999-2013 年中国出口商品价格在解释发达经济体通胀水平的比重上上了一倍达到 30%。同时，在劳动力成本上升的过程中，中国出口商品的价格仍被显著抑制。目前，中国出口商品价格还处于与 2005 年接近的水平（图 3.7，右图）。

为进一步说明全球因素在通胀水平中发挥的重要作用，本章采用了扩展的菲利普斯曲线框架，将产出缺口的范围推广到全球。图 3.8 左图列出了由发达经济体不同时期样本得出的国内和全球菲利普斯曲线斜率的估计值。从图上看，国内产出缺口的估计系数呈现下降趋势，并且 1990 年以后统计上变得不显著，与全球产出缺口的相关性变强。扩展的工资菲利普斯曲线的分析结果也类似。

全球因素对国内通胀水平的影响程度仍不明确。反通胀的力度可能更多取决于各国劳动力成本和工资水平的差异。这些差异正在逐步缩小。例如，近年来中国制造业的工资正在逐步提高，而劳动生产率的增长却正在放缓。如果不通过生产率的提高进行抵补，工资的上涨最终会反映在出口商品的价格上。反通胀也尚未如期全面实施。未来，拥有丰富劳动力资源的低收入国家还将有更大的空间进入全球化体系。



1. 根据Borio和Filardo (2007) 以及Gali (2011)的模型, 采用横截面固定效应 (Newey—west标准误差和方差) 的非平衡面板回归数据 (11个主要发达经济体)。柱状图显示了如下方程的系数:  $\pi_{i,t}^h - \pi_{i,t}^c = c_i + \beta_d y_{i,t-1}^d + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^c + \delta \rho_{i,t-1}$  (左图), 其中 $\pi_{i,t}^h$ 表示整体通胀水平,  $\pi_{i,t}^c$ 表示经过HP滤波调整的核心通胀水平,  $y_{i,t-1}^d$ 表示滞后的产出缺口,  $y_{i,t-1}^g$ 表示滞后的全球产出缺口,  $\pi_{i,t-1}^c$ 表示滞后的进口价格增幅,  $\rho_{i,t-1}$ 表示名义单位劳动成本的滞后同比变化;  $\omega_{i,t} = c_i - \beta_{u1} \mu_{i,t} + \beta_{u2} \Delta \mu_{i,t} + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^h$  (右图), 其中 $\omega_{i,t}$ 表示工资上涨幅度,  $\mu_{i,t}$ 表示失业缺口,  $\Delta \mu_{i,t}$ 表示失业缺口的变化,  $y_{i,t-1}^g$ 表示全球产出缺口,  $\pi_{i,t-1}^h$ 表示滞后的核心通胀。失业缺口, 国内和全球产出缺口均经过HP滤波调整。  
资料来源: C Borio 和 A Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", 国际清算银行工作论文, 第227号, 2007年5月; J Gali, "The return of the wage Phillips curve", 欧洲经济联合杂志, 第9号, 2011年6月; IMF《国际金融统计》; OECD《经济展望》和主要经济指标; Datastream; 摩根大通; 各国数据; BIS计算。

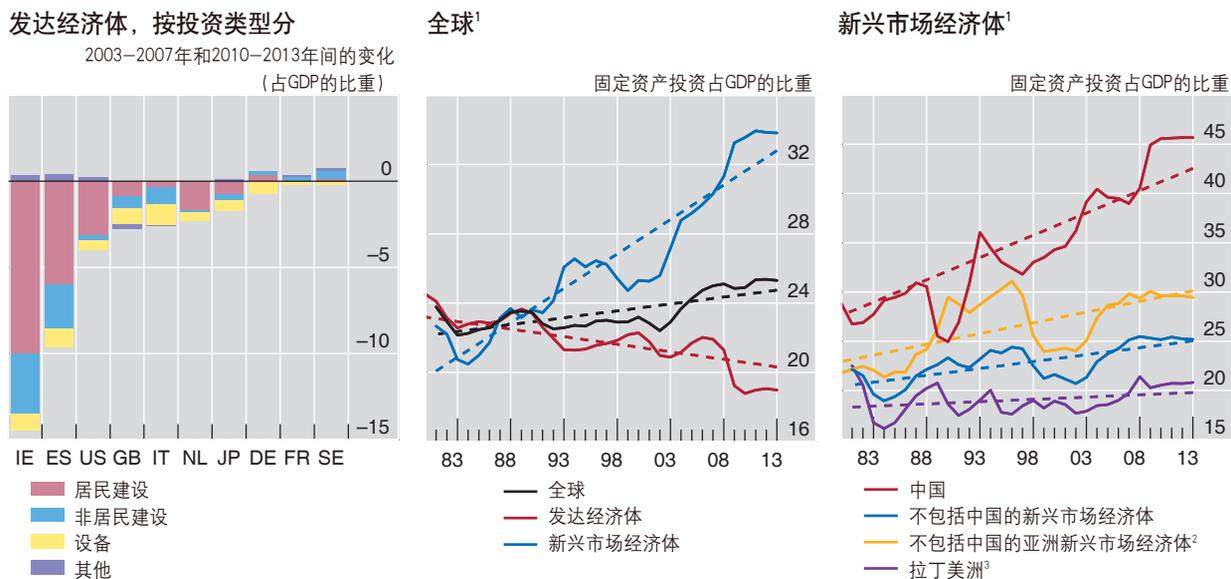
## 投资与生产能力：长期观点

2009年以来, 投资和劳动生产率均低于危机前。发达经济体的固定资产总投资要低于危机前 (图 3.9, 左图)。在经历过房地产市场繁荣后, 美国、英国、爱尔兰和西班牙的投资大幅下滑, 最大降幅分别为 4%、3%、14% 和 9%, 其中建筑行业是主要推动力量。在许多国家, 设备支出也低于危机前的平均水平, 表明这些国家的需求很微弱以及资产负债表的修复过程很缓慢。

对于发达经济体, 投资占 GDP 的比重恢复到危机前的水平并不是很现实。近期, 建筑行业投资的回落是对前期过度投资的修正。此外, 危机前投资占 GDP 的份额就处于下降的趋势, 也就是说即使产出恢复到正常水平, 投资的份额仍然可能低于危机前的平均水平。

导致发达经济体投资份额下降的因素主要有, 一是过去几十年长期增长趋势的下滑。在多数国家, 资本产出比维持在稳定并稍微有所上升的水平, 为保持资本产出比例不变, 投资的份额可能需要下调。二是产出结构由资本密集型制造业向资本密集度不高的服务业转变。三是产出的下滑可能受人口红利下降、技术进步放缓以及向消费拉动的增长模式转变等外部因素影响。这些因素并不会成为投资份额上升的源泉, 而可能会导致投资份额的下降。

此外, 投资的下滑程度可能被高估。在过去的几十年, 投资品的相对价格一



DE=德国；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；IE=爱尔兰；IT=意大利；JP=日本；NL=荷兰；SE=瑞典；US=美国。  
 1. 对于中国和发达经济体而言，线性趋势的计算数据要早一些（从1960年开始）。总量经过加权平均，基于2011年购买力平价的GDP。发达经济体包括17个主要经济体，新兴市场经济体包括14个主要经济体。2013年中国的数据是估计值。2. 印度，印度尼西亚，韩国，马来西亚以及泰国。3. 巴西，智利，墨西哥和秘鲁。  
 资料来源：欧盟委员会；AMECO数据库；IMF；CEIC；各国数据；BIS计算。

直处于下降通道，企业通过削减名义投资额度来将资本存量保持一定水平上。事实上，发达经济体的实际投资支出在增长趋势附近剧烈波动。同时，官方统计可能低估了无形资产的投资（在研发和培训等方面的支出），尤其是对服务业为主导的经济体。

最后，全球层面的投资水平并没有减弱。发达经济体的投资份额的下降被新兴市场经济体的份额上升所抵消（图 3.9，中图）。新兴市场经济体中，中国所占的投资份额高达 45%，这个比例可能并非可持续的（图 3.9，右图）。但即使剔除中国，新兴市场经济体的投资仍然保持在温和增长的水平，尤其是亚洲。

然而，这并非意味着投资水平应该低位运行。逐步老化的基础设施投资已经成为英美等发达经济体增长的重要障碍。在欧元区的一部分国家，产品市场以及僵化的体制成为商业投资的重要制约因素。南非、巴西和拉丁美洲国家等新兴市场经济体也同样遭遇了来自供给方面的瓶颈。

融资短缺和疲软的需求是制约投资进入上升周期的重要因素。事实上，金融环境在其中起到了非常关键的作用。由于极低的利率和股权市场的回暖，主要经济体的资本成本普遍低于危机前的水平。大企业并不存在融资难的问题。全球范围内的债券融资环境也相对宽松，即使对于没有投资级评级的企业也如此（见第二章和第六章）。

由于融资环境宽松和盈利能力的恢复，非金融企业的财务状况持续改善。部分发达经济体的企业盈利水平已经恢复到危机前的状况。从美国的情况看，自

2009年以来，企业的内部收益率（税收、股利和折旧的净利）已经持续超过资本支出。美国的企业充分利用低利率的优势不断发行长期债券。同时，由于企业支付高额股利，回购股权，集中开展并购活动，股权的回购速度要快于发行速度。

对于银行部门仍处于恢复阶段的国家来说，中小企业融资难的问题仍然存在，例如东欧的部分国家。提高对中小企业的融资供给则要求银行确认其损失并对其资本进行重组。货币政策刺激措施本身并不会在这些方面起很大的作用（第一章和第五章）。

当没有融资约束时，疲软的需求可能是制约投资进入上升周期的重要因素。当经济主体在修复自身资产负债表时，其支出仍然低于危机前的正常水平，这将对其他经济主体的收入产生负面影响，从而延长了调整过程（见专栏3.A）。短期看，财政整顿措施可能会放缓经济增长的速度。随着经济复苏进程的推进，投资应该会提速。事实上，近几个季度以来，德国、美国和英国等国家的投资已经开始出现温和增长。

当前疲软的总需求可能需要进一步宽松的货币政策以及放缓财政整顿计划的步伐。然而，这些政策可能在当前的环境下无效（见第五章），也可能在长期看来是不可持续的。因为这种做法仅仅是将未来的支出提前，而不是增加长期的总供给，从而导致公共和私人债务的攀升。因此，在长期内刺激需求的有效方式是通过减少产业投资的进入壁垒和资源配置的制约因素，提高经济的生产能力。这在生产能力下滑的时候尤其重要。

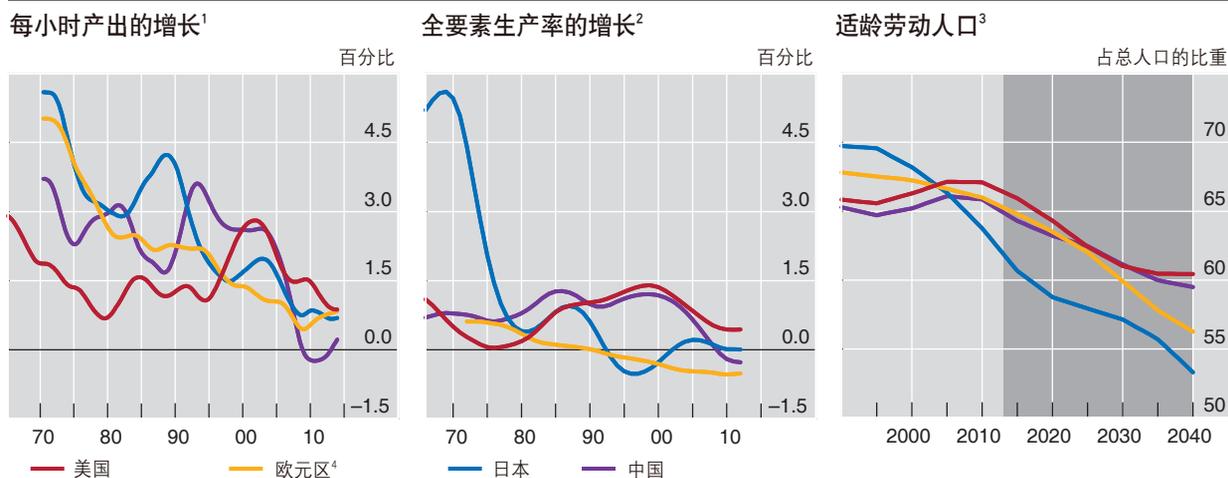
### 生产能力下滑的趋势

2010年以来，大多数发达经济体的劳动生产率低于危机前平均水平，目前的增长速度也比上一个经济复苏周期要低很多。事实上，美国和德国的劳动生产率的增长率都约为1%，而上一个经济复苏周期的增长率分别为2.3%和1.8%。英国的增长率几乎为零，而危机前的平均水平为2.5%。西班牙的情况有所不同，由于就业率大幅下降，其劳动生产率已经超过了危机前的水平。

经济复苏以来的缓慢增长反映了资产负债表衰退后的缓慢修复，同时也在一定程度上反映了金融危机前生产能力就开始持续下降的趋势（图3.10，左图）。这个趋势从全要素生产率的估计也可以看出，而全要素生产率是用来衡量生产中资产和劳动的使用效率（图3.10，中图）。美国和英国的数据显示，生产率经历了从20世纪80年代中期到21世纪早期的复苏阶段，至今已经开始逐渐下降。欧元区的全要素生产率自20世纪70年代开始逐渐下降，至今已经转为负值。日本的全要素生产率明显落后于美国：在20世纪90年代初金融危机爆发时，日本的全要素生产率迅速下降并转为负值，在21世纪初有所恢复。

危机前，生产能力的下降被金融市场繁荣所掩盖，其可能反映了更深层次的问题。其一是技术进步的步伐。悲观的看法认为，危机前，信息技术进步只能导致短暂的生产能力提高。<sup>5</sup> 其二是需求模式的改变，也就是说经济结构朝着低生产能力的行业转变，如服务业（医疗、教育和休闲等），这将可能会降低经济的

5. 悲观的看法如R Gordon, "U.S. productivity growth: the slowdown has returned after a temporary revival", 国际生产率监测, 2013年。乐观的看法有M Baily, J Manyika和S Gupta, "U.S. productivity growth: an optimistic perspective", 国际生产率监测, 2013年。



1. 从1970年第一季度（美国：1960年第一季度）到2015年第四季度，经过HP滤波调整后的每小时实际产出对数的季度环比年化增长率。2. 从1950年到2011年（欧元区从1970年开始），经HP滤波调整后的全要素生产率对数的年增长率。3. 阴影部分为预测值。4. 加权平均基于法国、德国、荷兰和西班牙的购买力平价GDP(右图：总和)。数据来源：OECD《经济展望》；United Nations, 世界人口前景（2012年修订版）；Penn World Tables 8.0；BIS计算。

生产能力。<sup>6</sup> 其三，各种阻碍资源配置的结构性因素正在恶化。这可能会影响经济体采用最先进的科学技术。高额的公共债务可能会产生负面的作用（详见专栏3.B）。

金融危机爆发以来，资源错配的现象越来越严重。有证据表明，经历金融危机的国家所实施的低利率政策让大量的资源进入了低效的企业中。例如，根据企业间劳动力流动以及企业的市场进入和退出数据，自2007年以来，英国有将近1/3的生产能力下降归因于企业间的资源配置减速。<sup>7</sup> 对于降低自身资产负债表修复速度的国家来说，在某种程度上可能会步20世纪90年代初日本金融泡沫破裂的后尘（专栏3.B）。

除非生产能力有所提升，否则产出前景可能不容乐观。发达经济体的人口老龄化问题可能是经济增长的重要制约因素。欧元区的劳动人口比例正在下降，而日本下降得更快。美国和英国的产出在危机前处于最高峰期（图3.10，右图）。

提高生产能力是至关重要的。对于经济生产能力显著低于美国的欧元区国家和日本等国，需要从消除创新和投资的结构性壁垒着手，打造一个资本和劳动配置更富有弹性的经济体。例如，需要矫正扭曲的税务体系，改革官僚体系以及消除对生产和劳动力市场过度的管制。<sup>8</sup> 此外，进一步的财政体系巩固可以避免高额公共债务成为持续拖累经济增长的障碍。从这个角度看，尽管效果还不显著，

6. 见 C Echevarría, “Changes in sectoral composition associated with economic growth”, 国际经济评论, 第38卷, 1997年; M Duarte 和 D Restuccia, “The role of structural transformation in aggregate productivity”, 经济学季刊, 第125卷, 2010年。

7. 见 A Barnett, A Chiu, J Franklin 和 M Sebastia-Barriel, “The productivity puzzle: a firm-level investigation into employment behaviour and resource allocation over the crisis”, 英格兰银行工作论文, 第495号, 2014年4月。

8. 见 OECD, 2014年经济政策改革：迈向增长的初步报告, 2014年4月。

但大多数发达经济体已经将其公共财政纳入促进经济长期增长的框架中考虑（图 3.4 和附录表 3.3）。<sup>9</sup>

近期，一些新兴市场经济体的生产能力较为平稳，甚至出现了上升的迹象。但一些国家的生产能力可能会出现变化。近期的金融繁荣可能部分掩盖了效率难以提升的事实。当经济体达到中等收入水平，制造业部门的规模可能达到顶峰，服务业可能更加重要。这可能会导致与大多数发达经济体的产出差距难以消除：不仅因为服务业的生产能力提高较为缓慢，而且比起制造业，制度性和结构性的因素可能对服务的影响更大。在多数新兴市场经济体中，日益重要的人口因素可能会成为增长的重要决定因素。

以上分析表明，长期持续增长需要实施消除导致低增长的结构性措施，而不是针对总需求的政策措施。由于经济主体在预期到收入增长后会扩大支出，解除供给方的限制可能对当前的需求具有溢出效应。相反，债务融资刺激可能比预期的效果要差，而且会带来长期可持续性的问题（见第五章）。

---

9. 日本、美国、英国、法国和西班牙的财政性调整的需求较大。美国 and 英国的大部分调整都是针对社会年龄结构的支出，如果不进行改革，这部分支出在近十年内可能会迅速上升。详见国际清算银行第 83 期年报，2013 年 6 月，第四章。

产出、通胀和经常账户余额<sup>1</sup>

表3.1

	实际GDP				消费者物价指数 <sup>2</sup>				经常账户余额 <sup>3</sup>		
	年增长率				同比增长				占GDP的比重		
	2012年	2013年	2014年	1996–2006年	2012年	2013年	2014年	1996–2006年	2012年	2013年	2014年
<b>全球</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>4.3</b>			
<b>发达经济体</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
美国	2.8	1.9	2.5	3.4	2.1	1.5	1.8	2.6	-2.7	-2.3	-2.0
欧元区 <sup>4</sup>	-0.6	-0.4	1.1	2.4	2.5	1.4	0.8	1.9	1.3	2.4	2.2
法国	0.4	0.4	0.8	2.3	2.0	0.9	1.0	1.6	-2.2	-1.3	-1.4
德国	0.9	0.5	1.9	1.5	2.0	1.5	1.3	1.4	7.4	7.5	7.2
意大利	-2.4	-1.8	0.6	1.5	3.0	1.2	0.8	2.4	-0.4	1.0	1.3
西班牙	-1.6	-1.2	1.0	3.7	2.4	1.4	0.3	3.0	-1.1	0.8	1.3
日本	1.5	1.5	1.3	1.1	0.0	0.4	2.6	0.0	1.0	0.7	0.4
英国	0.3	1.7	2.9	3.3	2.8	2.6	1.9	1.6	-3.7	-4.4	-3.6
其他西欧国家 <sup>5</sup>	1.3	1.3	2.1	2.6	0.7	0.6	0.7	1.4	9.3	9.6	9.1
加拿大	1.7	2.0	2.3	3.2	1.5	0.9	1.7	2.0	-3.4	-3.2	-2.8
澳大利亚	3.6	2.4	2.9	3.6	1.8	2.4	2.7	2.6	-4.1	-2.9	-2.6
<b>新兴市场经济体</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.7</b>	<b>5.3</b>	<b>5.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>
亚洲	5.8	5.8	5.8	7.0	3.7	3.4	3.4	2.9	1.9	2.2	2.1
中国	7.8	7.7	7.3	9.2	2.7	2.6	2.5	1.4	2.3	2.1	2.1
印度 <sup>6</sup>	4.5	4.7	5.4	6.7	7.4	6.0	5.5	4.8	-4.7	-2.0	-2.4
韩国	2.3	3.0	3.6	5.1	2.2	1.3	1.9	3.2	4.3	6.5	5.1
其他亚洲国家 <sup>7</sup>	4.6	4.1	4.2	4.0	3.1	3.2	3.5	3.8	3.8	3.6	4.0
拉丁美洲 <sup>8</sup>	2.9	2.5	2.1	3.1	5.9	8.1	10.9	7.2	-1.7	-2.5	-2.5
巴西	1.0	2.5	1.7	2.6	5.8	5.9	6.3	7.7	-2.4	-3.6	-3.5
墨西哥	3.7	1.3	2.9	3.5	3.6	4.0	3.9	4.4	-1.2	-1.8	-1.9
中欧国家 <sup>9</sup>	0.7	0.8	2.8	4.0	4.0	1.3	0.9	3.0	-2.5	-0.6	-1.1
波兰	2.1	1.5	3.1	4.5	3.7	1.2	1.1	2.5	-3.5	-1.3	-2.0
俄罗斯	3.5	1.3	0.3	4.3	6.5	6.5	6.4	12.9	3.6	1.5	1.7
土耳其	2.2	4.0	2.4	4.7	8.9	7.5	8.3	24.8	-6.2	-7.9	-6.2
沙特阿拉伯	5.8	3.8	4.2	3.6	2.9	3.5	3.4	0.5	22.4	18.0	14.1
南非	2.5	1.9	2.5	3.5	5.7	5.8	6.2	4.2	-5.2	-5.8	-5.2

1. 基于2014年5月的舆论预测。总量上看，加权平均基于2005年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. 对印度来说，批发价格。3. 总量上看，国家和地区的总和被列出和引用；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。4. 经常账户是基于欧元区以外的交易。5. 丹麦，挪威，瑞典和瑞士。6. 财政年度（从4月开始）。7. 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。8. 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）。9. 捷克，匈牙利和波兰。

数据来源：IMF; Consensus Economics; 各国数据库; BIS计算。

## 危机后产出、就业和生产率的复苏

百分比

表3.2

	2014 <sup>1</sup> 年第一季度与危机前最高峰 (失业率的波谷)				2014 <sup>1</sup> 年第一季度与 危机前趋势		波峰到波谷 下降 <sup>2</sup>		备注: 平均 产出年增长率	
	实际 GDP	就业	人均 产出	失业率 (%)	实际 GDP	人均 产出	实际 GDP	就业	危机前 <sup>3</sup>	危机后 <sup>4</sup>
美国	5.9	-0.8	6.6	2.8	-12.6	-6.8	-4.4	-5.9	3.4	2.2
日本	1.2	-3.7	2.6	0.4	-2.3	-3.0	-9.7	-4.6	1.1	1.8
英国	-0.6	2.5	-3.8	2.3	-18.6	-15.3	-7.5	-2.5	3.3	1.3
欧元区										
德国	3.8	4.0	-0.6	-2.2	-2.5	-5.1	-7.0	-0.5	1.5	2.1
法国	1.1	-1.0	2.1	3.0	-12.1	-4.3	-4.1	-1.7	2.3	1.1
意大利	-9.4	-5.2	-5.7	6.8	-17.7	-4.6	-9.4	-5.2	1.5	-0.5
荷兰	-4.5	-2.5	-2.4	5.0	-17.4	-8.4	-5.1	-2.5	2.7	0.1
西班牙	-7.1	-17.8	10.6	17.9	-29.0	12.1	-7.7	-18.3	3.7	-0.7
奥地利	0.5	4.2	-4.2	1.7	-11.4	-12.0	-6.5	-1.1	2.5	1.4
比利时	1.2	1.8	-1.0	2.1	-10.7	-7.6	-4.4	-0.7	2.2	1.0
希腊	-28.3	-20.4	-6.9	20.6	-50.5	-18.8	-28.3	-20.4	3.6	-5.6
爱尔兰	-10.1	-11.4	1.3	7.9	-47.6	-12.5	-12.2	-15.1	7.1	0.2
葡萄牙	-7.5	-11.6	4.3	11.5	-20.0	-1.7	-8.8	-13.4	2.4	-0.9
波兰	15.0	1.4	12.7	3.1	-3.9	-15.2	-1.3	-1.4	4.5	3.0
韩国	16.8	7.6	9.3	1.1	-11.0	-10.9	-3.4	-0.8	5.1	3.8

1. 2013年第四季度的实际GDP和爱尔兰的人均GDP; 2013年第四季度希腊的失业率。2. 波谷的计算基础是2008年至今可获得的数据。3. 1996-2006年。4. 2010年至今可获得的数据。

数据来源: OECD《经济展望》; Datastream; BIS计算。

政府财政状况<sup>1</sup>

表3.3

	总余额 <sup>2</sup>			基本财政主要余额 <sup>3</sup>			政府总负债规模 <sup>2</sup>		
	2009年	2014年	变化	2009年	2014年	变化	2007年	2014年	变化
发达经济体									
奥地利	-4.1	-2.8	1.3	-1.4	1.7	3.2	63	90	26.6
比利时	-5.6	-2.1	3.5	-0.9	1.4	2.3	88	107	19.0
加拿大	-4.5	-2.1	2.4	-2.6	-1.6	1.0	70	94	23.8
法国	-7.5	-3.8	3.7	-4.6	0.1	4.7	73	115	42.1
德国	-3.1	-0.2	2.9	0.9	0.8	-0.1	66	84	18.3
希腊	-15.6	-2.5	13.2	-10.2	7.5	17.7	119	189	69.4
爱尔兰	-13.7	-4.7	9.0	-7.7	1.8	9.5	29	133	104.0
意大利	-5.4	-2.7	2.7	0.4	4.7	4.3	117	147	30.6
日本	-8.8	-8.4	0.5	-7.0	-7.1	-0.1	162	230	67.2
荷兰	-5.6	-2.7	2.9	-3.6	1.2	4.8	51	88	36.1
葡萄牙	-10.2	-4.0	6.2	-4.9	3.5	8.4	76	141	65.7
西班牙	-11.1	-5.5	5.6	-9.4	-0.7	8.6	43	108	66.0
瑞典	-1.0	-1.5	-0.6	1.8	-0.6	-2.4	48	49	0.4
英国	-11.2	-5.3	5.9	-7.5	-2.6	4.9	47	102	54.7
美国	-12.8	-5.8	7.0	-7.5	-2.4	5.1	64	106	42.4
新兴市场经济体									
巴西	-3.3	-3.3	-0.1	2.7	2.0	-0.7	65	67	1.5
中国	-3.1	-2.0	1.1	-2.2	-0.5	1.7	20	20	0.6
印度	-9.8	-7.2	2.5	-5.0	-2.4	2.6	74	65	-8.7
印度尼西亚	-1.8	-2.5	-0.8	0.0	-1.2	-1.2	35	26	-9.0
韩国	-1.0	0.1	1.1	-0.7	0.7	1.4	27	38	11.0
马来西亚	-6.7	-3.5	3.3	-4.3	-1.7	2.7	41	56	15.1
墨西哥	-5.1	-4.1	1.0	-1.9	-1.4	0.5	38	48	10.6
南非	-4.9	-4.4	0.5	-0.9	-0.8	0.0	28	47	19.0
泰国	-3.2	-1.6	1.6	-1.4	0.2	1.6	38	47	8.2

1.一般性政府。2.占GDP的比重。OECD的估计主要是发达经济体和韩国，其他由IMF估计。3.占潜在GDP的比重；剔除净利息支出。OECD估计发达经济体和韩国，其他由IMF估计。OECD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。

数据来源：IMF；OECD。

## 第四章 债务和金融周期：国内和国际视角

完全从商业周期角度很难充分理解 2007—2009 年金融危机后的全球经济演变（见第一章和第三章）。该视角不能充分说明债务、资产价格和产出的关系，而这些因素解释了近年来很多发达经济体疲弱的增长。本章研究了债务、杠杆率和风险承担在驱动经济和金融发展中的作用，并重点评估了不同经济体所处金融周期的位置。

金融周期与商业周期差异显著，金融周期包含了对价值和风险的认知与风险承担和融资限制之间的自我强化动态过程，这形成了金融繁荣和衰落。金融周期也显著长于商业周期，信贷扩张程度与房地产价格是用于衡量金融周期的最佳指标。产出和金融变量可在长期内呈反向变化，但当周期从繁荣转向衰落时两者关系将发生变化，该过程常伴随银行危机，使衰退的程度比在商业周期中经历的更严重，导致资产负债表的衰退。

私人部门高企的债务水平将削弱经济增长的持续性。在部分近期经历了金融繁荣的经济体，居民部门和企业处于脆弱的状态，这将带来金融抑制和宏观经济困境的风险。在一些受危机冲击严重的国家，私人部门债务水平相对产出而言仍处于很高的水平，导致居民部门和企业对利率上升非常敏感。这些国家会发现自己处于债务陷阱中：为刺激经济而采取的低利率政策鼓励了信贷增长，反而使本该解决的问题更加严重。

新型渠道融资的兴起改变了风险特征。在所谓的全球流动性第二阶段中，新兴市场经济体公司从国际证券市场获得了大量资金。有一部分是通过公司的海外关联企业进行的，这些关联企业不会受到监管当局的监管。市场融资通常比银行贷款融资期限更长，因此降低了展期风险，但其有顺周期的不良声誉。当经济环境好时，市场资金既充裕又便宜，但一旦出现问题苗头时流动性可能不复存在。这对国内金融机构存在叠加效应，因其依赖国内公司部门作为其资金来源。最后，大部分新兴市场经济体私人部门的外债以外币形式存在，带来了汇率风险。

本章先介绍了金融周期的主要特征，之后一节分析了特定国家在周期中所处的位置，第三节分析了近年来金融周期的驱动因素，最后一节讨论了相关风险及潜在调整的必要性。

### 金融周期：简要介绍

虽然对金融周期没有统一的定义，但广义概念包括了数量型和价格型金融变量的联合波动。BIS 研究表明信贷总量（作为杠杆的替代变量）、房地产价格（作

为可用抵押品的衡量标准)扮演了重要的角色。快速增长的信贷,特别是抵押贷款,推高房地产价格,进而增加抵押品的价值,可增加私营部门可获得信贷。金融限制和对价值和风险的认知之间互相强化的关系在历史上多次导致严重的宏观经济错配。其他变量,如信贷息差、风险溢价和违约率,提供了对压力、风险认知和风险偏好的补充信息。

从实证角度而言,四个特征可描述金融周期(专栏 4.1 描述了如何测量金融周期)。第一,它们比商业周期更长。传统的商业周期长度通常为 1 ~ 8 年,而金融周期的长度为 15 ~ 20 年。周期长度的差异意味着金融周期可以跨越多个商业周期。

第二,金融周期的顶峰往往伴随着银行业危机或显著的金融抑制。长期宽松的货币政策和金融环境,加上金融创新,将导致金融繁荣,这一时期飙升的资产价格和信贷快速增长互相强化。宽松的融资环境会使资金流入实体经济,导致某些领域过度杠杆化以及一些行业投资过剩,如房地产。如果经济受到冲击,前期过分扩张资产负债表的家庭或企业会发现自己无法偿还债务。在繁荣时期提升的部门错配程度又进一步加剧这种恶性循环(见第三章)。

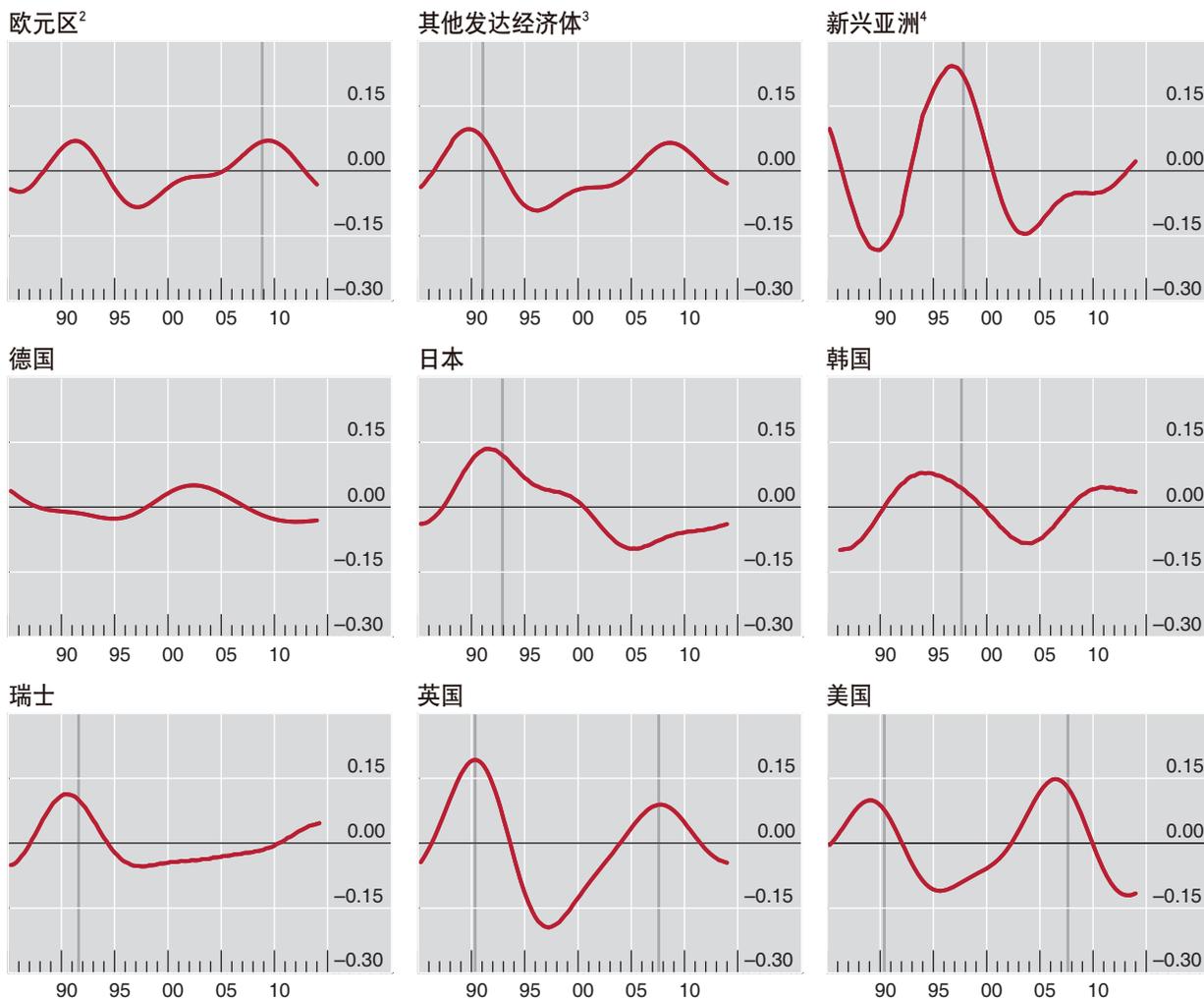
第三,不同经济体的金融周期往往是同步的。虽然它们在全球范围内不一定同步,但很多金融周期的驱动因素都具有重要的全球因素。例如,流动性状况在不同市场间往往是高度相关的。金融资本的流动将使风险溢价以及不同币种和市场的金融环境均等化,充当(定价)融资的边际来源。因此,在不可持续的信贷繁荣中,外国资本常常发挥巨大的作用,如放大总信贷的波动,也可以引起汇率的过度波动。当一种货币在本国之外广泛使用时,上述作用非常直接,就像美元的国际地位导致的放大效应。当汇率升值遭遇阻力,如政策制定者将政策利率设定得比国内环境所需的更低,或对外汇市场进行干预并积累外汇储备时,货币条件也会间接传导。

第四,金融周期随宏观经济环境和政策框架而变化。例如,自 20 世纪 80 年代初以来金融周期的持续长度和波动幅度都有所增加,反映出更自由化的金融系统,以及看似更稳定的宏观经济形势和货币政策框架下对信贷的扩张的放任。金融危机后监管和宏观经济政策框架的重大变化也改变了未来的发展动态。

图 4.1 明显地反映了上述四个特点,它描述了不同国家的金融周期情况。在很多发达经济体,以实际信贷,债务占 GDP 的比率和实际房价加总的中期波动衡量的金融周期在 20 世纪 90 年代初与 2008 年左右分别达到顶峰,这两个转折点与大规模银行业危机一致。而很多亚洲经济体的金融周期的时点不同,大多在 20 世纪 90 年代末的亚洲金融危机时到达峰值。这些经济体的另一次繁荣始于世纪之交,一直延续至今,几乎未被金融危机中断。在某些情况下,例如 2007—2009 年的德国和瑞士银行危机,其各自独立起源于国内金融周期,并通过银行的风险敞口蔓延至其他地区的金融周期。

商业周期和金融周期在长期内的联系并不密切,可能会使决策者关注前者而忽略后者。但制定政策时不考虑金融周期是危险的。它可能会导致金融失衡,如负债累累的企业、家庭部门、庞大的金融系统,使某些行业在宏观经济或金融状况轻微恶化时不堪一击。正如 20 世纪 80 年代和 20 世纪 90 年代的日本和北欧国家,金融危机爆发前的几年里爱尔兰、西班牙、英国和美国所经历的一样。

金融和商业周期的分化有助于解释“未完成的衰退”现象。例如在 1987 年和 2000 年股市崩溃后,美国的货币政策大幅放松,尽管当时金融周期处于上升阶段



1. 通过基于频率的过滤衡量的金融周期能较好地体现实际信贷，信贷占GDP比率和实际房价(专栏4.A)，竖线表明金融危机源于国内脆弱性。2. 比利时、芬兰、法国、爱尔兰、意大利、荷兰、葡萄牙和西班牙。3. 澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威和瑞典。4. 印度尼西亚、中国香港和新加坡。  
资料来源：各国数据；BIS；BIS计算。

(图 4.A)，但受益于较低的利率，房地产价格和信贷不仅没有收缩反而保持扩张，不料几年后崩溃。

### 不同国家处在金融周期的什么位置？

近年来，在多数发达经济体处于金融周期衰退之际，大型新兴市场和其他国家却处于金融周期的上升阶段。不幸的是，缺乏一系列信贷和房地产价格数据使无法构建图 4.1 中几个重要的经济体的相关金融周期指标。但是最近的信贷和房地产价格的变化提供了一些有用的信息，尽管不够全面。这些数据表明不同国家处在金融周期的不同阶段(图 4.2)。

政策制定者和研究人员可以基于丰富的知识来衡量商业周期，但衡量金融周期则很难。本专栏讨论了一些研究如何衡量金融周期的近期文献。<sup>①</sup>

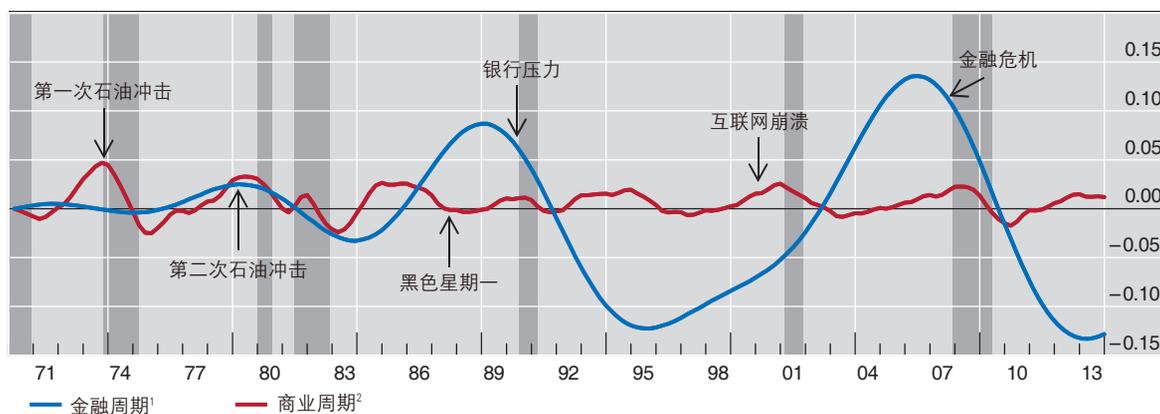
可以用两种方法来确定商业和金融周期。首先是转折点法，它可以追溯到20世纪40年代对商业周期的初始研究中，美国国家经济研究局商业周期测定委员会至今仍在使用该方法。这种方法根据一系列数据的增长率来确定周期的高峰和低谷。例如，一个商业周期在以下若干序列的增长率由正转负时达到顶峰，包括产出、就业、工业生产和消费。国际清算银行的研究表明就金融周期而言，实际信贷、信贷占GDP的比率和实际房价增长是用于描述融资约束与对价值和风险认知之间自我强化的影响关系的最小变量集，而上述影响关系可导致严重的宏观经济混乱和银行危机。其他变量，如信贷息差、股票价格、风险溢价和违约率，也可衡量风险或风险认知以及金融周期。第二种方法是基于统计筛选，根据特定周期长度从特定数据系列中提取周期性波动，比如产出数据。

本章按照第二种方法估计金融周期，同时基于实际信贷增长，信贷占GDP的比率和房地产价格增长的组合动态。单组数据的周期是通过周期设定为8~30年的带通滤波器来提取，并采取简单平均的方式组合成单一序列。带通滤波器对于识别历史上的金融周期很有效，但观察近些年的情况时要多加小心，因为当未来数据可用后趋势和周期性波动可能发生变化。

传统的商业周期频率为1~8。相比之下对银行危机和宏观经济混乱影响最大的金融周期持续10~20年。图4.A说明了这一点。关注中期频率的原因有两个：首先，相比更高频率的数据，该频率下信贷和房价变动联系更紧密；第二，这些中期周期对于两个序列的所有波动都是重要驱动因素，比对实际GDP的驱动力强得多。通过该种方式识别的金融周期与系统性银行危机和严重的经济损失紧密相关。不管它们是否能由拐点法或者是过滤法识别都不影响该结论。<sup>②</sup>

美国的金融和商业周期

图4.A



1. 金融周期由基于频率的指标来衡量，包括实际信贷的中期周期、信贷与GDP之比以及实际房价。2. 商业周期由基于频率的指标来衡量，包括1~8年周期内实际GDP的波动。  
资料来源：M Drehmann, C Borio和K Tsatsaronis的“金融周期的特征：不要忽略中期因素”，BIS工作报告，2012年6月，第380号。

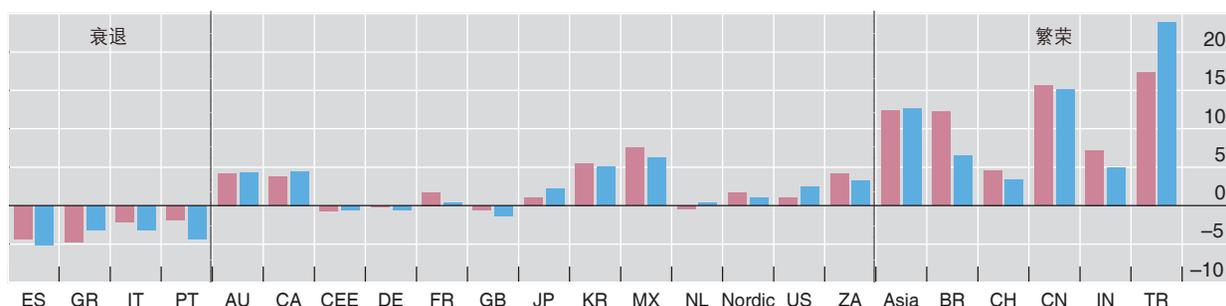
①本专栏基于 M Drehmann, C Borio 和 K Tsatsaronis 的“金融周期的特征：不要忽略中期因素”，同时参考了 D Aikman, A Haldane 和 B Nelson “抑制信贷周期”，以及 S Claessens, M Kose 和 M Terrones “商业周期和金融周期如何相互影响”。②参见 Drehmann 等前述引用。

## 不同国家处在金融周期的什么位置? <sup>1</sup>

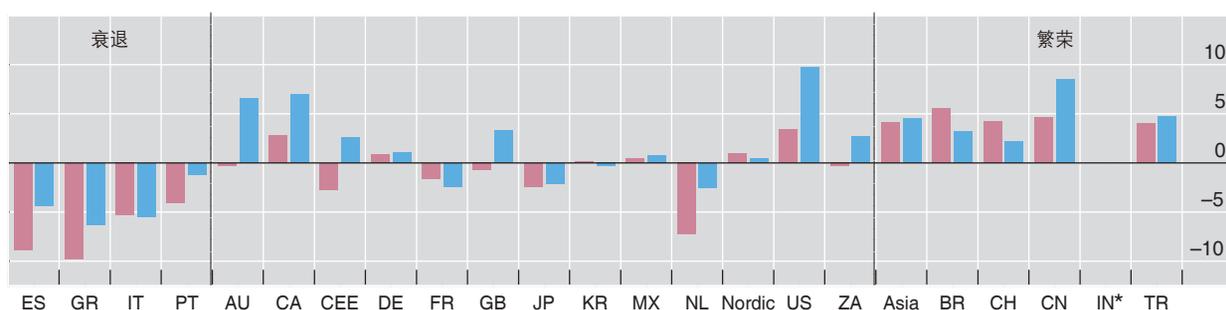
一系列周期指标的变动

图4.2

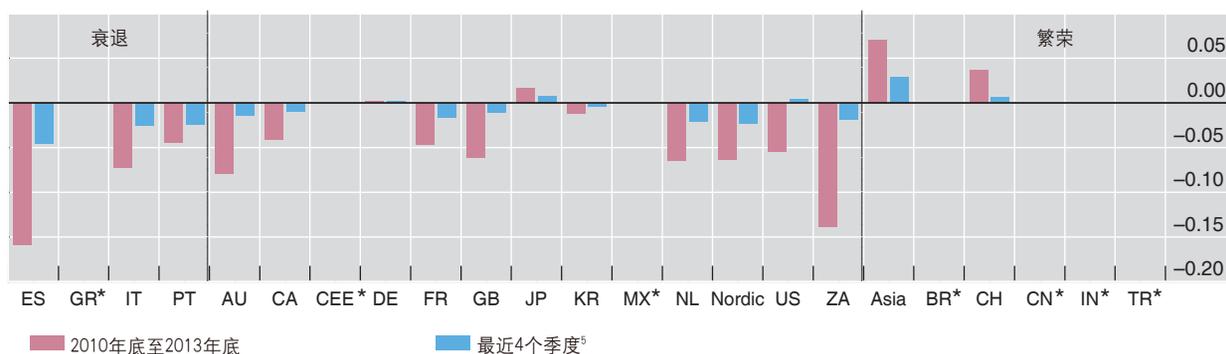
### 实际信贷增长<sup>2</sup>



### 实际房价增长率<sup>3</sup>



### 中期金融指标<sup>4</sup>



AU=澳大利亚; BR=巴西; CA=加拿大; CH=瑞士; CN=中国; DE=德国; ES=西班牙; FR=法国; GB=英国; GR=希腊; IN=印度; IT=意大利; JP=日本; KR=韩国; MX=墨西哥; NL=荷兰; PT=葡萄牙; TR=土耳其; US=美国; ZA=南非。  
 Asia=中国香港, 印度尼西亚, 马来西亚, 菲律宾, 新加坡和泰国; CEE=中东欧: 比利时, 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; Nordic=芬兰, 挪威和瑞典。

\* 无法获得数据

1. 如果一个国家的所有三个指标在两个不同时间段都为正值 (或负值), 则可定义繁荣 (或萧条)。2. 私人非金融部门信贷总量经GDP平减指数处理 (除了瑞典, 剔除消费者价格)。2010-2013年增长率年化。3. 用消费者价格指数平减。2010-2013年增长率年化。4. 通过基于频率的过滤器衡量的金融周期能较好地体现实际信贷, 信贷占GDP比率和实际房价 (专栏4.A); 亚洲不包括马来西亚、菲律宾和泰国。5. 根据数据可获得性, 最后观察期为2013年第四季度或2014年第一季度。

资料来源: OECD; Datastream; 各国数据; BIS; BIS计算。

许多欧元区国家处于金融周期的下降阶段。长期的繁荣后，部分受金融危机及随后欧洲债务危机影响最严重的国家，如希腊和西班牙等，近年来实际信贷和房价水平平均每年下降 5% ~ 10%。但下行压力似乎有所消退，信贷和房价的下降速度在近几个季度有所放缓。

经历过危机的其他经济体在金融周期中似乎已经触底。美国曾出现了信贷和资产价格的大幅上涨，直至金融危机爆发才宣告终结。随后资产价格和非金融企业贷款的下降趋势在 2011 年结束，居民贷款在 2013 年重新开始回升。对英国和许多中东欧经济体而言则不太明确，这些国家在过去十年里也经历了兴衰周期。其去杠杆进程仍在继续，但速度正在放缓，房价重新开始回升，这表明金融周期的下行趋势开始逆转。

近年来未彻底出现危机的部分发达经济体则信号较为复杂。2000 年中后期，澳大利亚、加拿大和北欧国家经历了大规模金融繁荣。但全球危机和欧洲债务危机削弱这些动力，资产价格大幅波动，同时企业贷款随全球经济活动恶化而下降。这导致金融周期中期指标呈下降趋势，虽然这些经济体的居民仍在借贷（尽管速度缓慢）。但近年来大宗商品价格强劲增长延缓了金融周期的拐点，过去四个季度，澳大利亚和加拿大的房地产价格和信贷总额增长速度已攀升或接近大型新兴市场的增速。

在其他一些国家，特别是新兴市场，繁荣是明显的。在许多国家，2008 年和 2009 年信贷和资产价格放缓在 2010 年又恢复飙升。从那时起，私营部门信贷平均每年增加约 10%。在中国，这种增长主要是由非银行机构主导的，而在土耳其则由银行融资导致。目前有迹象表明繁荣在停滞。例如巴西的房地产价格增速放缓，这是典型的金融周期晚期情形，中国房地产行业违约上升也表明这一点。

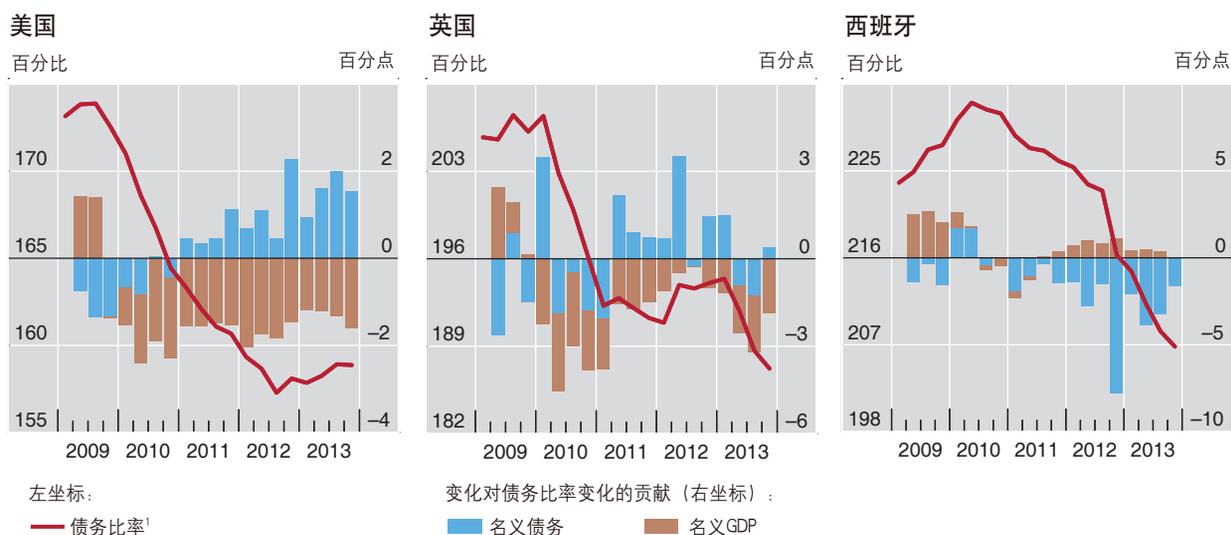
## 当前条件下哪些因素在驱动金融周期的变化？

某种程度上当前金融周期的状态反映了金融危机后自我强化的调整。在美国、英国和西班牙，私人部门债务与 GDP 的比率已经从近期高点下跌约 20 个百分点。虽然降幅显著，但仍不及危机前的上升幅度以及这些国家历史上危机后平均下降 38% 的水平。<sup>1</sup>

这可能意味着至少在某些国家，债务与收入比仍有一定下降空间。对西班牙尤其如此，其债务比率下降主要是通过降低名义未偿债务的数量来实现的（图 4.3）。这是典型的去杠杆化的初期阶段模式。在美国，名义债务在 2009 年和 2010 年下降，但此后重新增长，而名义 GDP 增长成为去杠杆的主要驱动力。英国的情况则更为复杂：债务削减和名义 GDP 增长都起到了一定作用。

宽松的货币政策对债务比率影响不明确（见第五章），它可以刺激产出、增加收入从而为经济主体偿还债务提供资金来源，并支持这一调整。但创纪录的低利率也允许借款人持有在正常的利率条件下难以持续的债务，且贷款人也会续贷。这往往会拖延必要的债务调整，导致较高的未偿债务，最终使经济增长放缓。

<sup>1</sup> I.G. Tang and C. Upper, “金融危机后的债务削减”，BIS 季度报告，2010 年 9 月，25-38 页，20 个样本中 17 个表明信贷占 GDP 的比率下降。平均下降了 38 个百分点，相当于繁荣时期增加的幅度（44 个百分点）。



1. 非金融私人部门的总信贷与名义GDP的比例。

资料来源：各国数据；BIS；BIS计算。

## 全球流动性和国内政策引发信贷扩张

金融危机后主要发达经济体的宽松货币政策使全球流动性激增。美国联邦储备理事会接近于零的利率和大规模资产购买以及其他主要中央银行的政策提高了全球资产价格，加剧了投资者的风险偏好（“风险承担渠道”）。

大量资本流入新兴市场，刺激国内金融扩张。自2008年初以来，新兴市场的居民从海外借款超过2万亿美元（图4.4，左图）<sup>2</sup>，占年度国内生产总值（GDP）2.2%，虽然看起来与经常账户相比规模不大，但这代表在此期间累积了大量额外的外部债务。

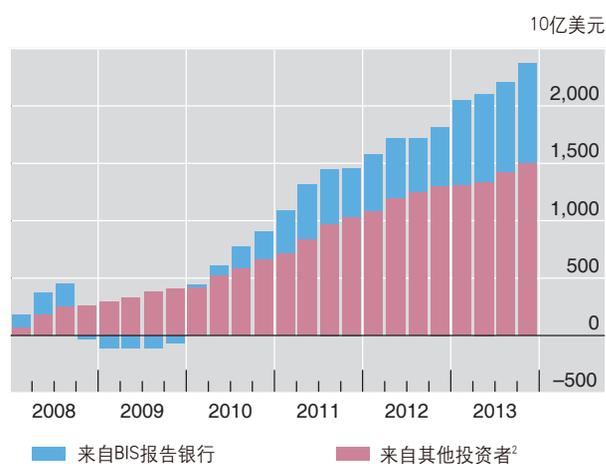
以所在地为基准的数据实际上低估了外部债务，因为其忽略了海外子公司发行的债券。根据按借款人的国籍（即母公司总部所在地）而非所在地（国际收支表的分类方法）方法进行分类，新兴市场公司海外发债激增1/3（图4.4，右图）。

大部分的债务融资由来自债券市场投资者而非银行提供（图4.4红柱）。全球流动性第二阶段的特点与金融危机前差异明显，此前银行贷款发挥了重要作用。<sup>3</sup> 有两个原因可以解释这种转变。第一，许多全球活跃银行在修复资产负债表，危机后一直不愿意向核心市场之外的地区放贷（第六章）；第二，大型发达经济体的低利率和债券收益率将投资者推向高收益资产，如新兴市场债券（第二章）。因此新兴市场债券收益率从2005年初的约8%下降到2013年5月的约5%（基于存在真正长期债券市场及浮动利率的国家样本）。考虑这些国家的消费者价格指数的

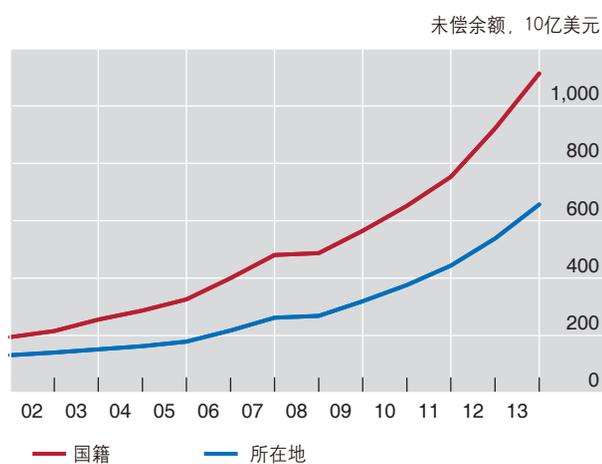
2. 为了避免重复计算通过离岸中心的资金流，不包括流向中国香港和新加坡的数据，但从这些金融中心流向其他新兴市场的资金计算在内。

3. 参见 H S Shin, “全球流动性的第二阶段及其对新兴市场经济体的影响”，2013年11月，三藩联储亚洲经济政策会议主旨演讲。

流向新兴市场经济体债券的外部资金<sup>1</sup>



新兴市场经济体非金融企业发行的国际债券<sup>3</sup>



1. 在2008年第一季度开始的累积流入，不包括中国香港和新加坡。2. 组合债务证券(负债)加上其他债务工具(负债)减去相应的BIS报告银行的资金流入。对于印度，国际收支数据始于2009年第二季度，于2013年第一季度结束。3. 不包括官方部门和银行。  
资料来源：IMF《国际收支统计》和《国际金融统计》；BIS国际银行统计；BIS计算。

同比变化后，仅相当于2013年的实际长期利率的1%。<sup>4</sup>

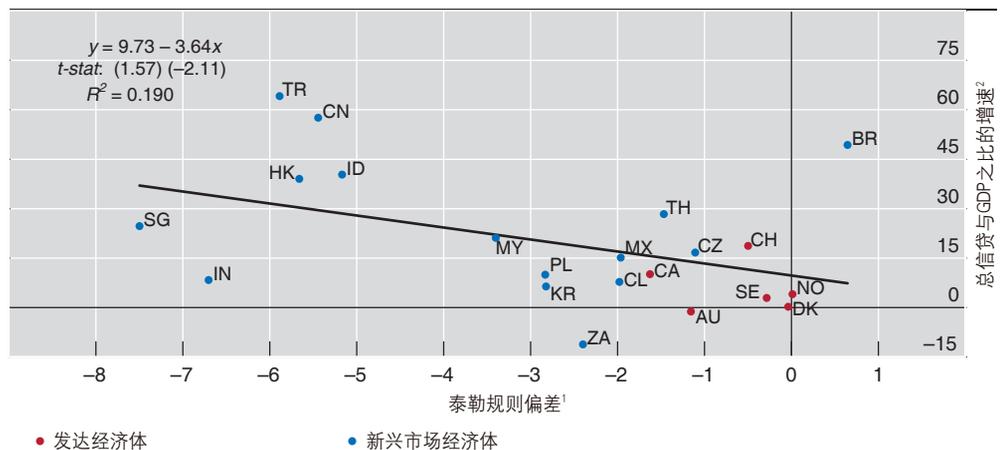
通过国内紧缩政策对冲国外刺激并不容易。第一，大部分外国资本流入以外币计价，因此不会直接受到国内货币政策的影响。第二，若提高国内利率，当世界其他国家保持非常低利率时会引发更大的升值压力和资本流入。较低的国内政策利率可能会限制债务从国外流入，但也刺激国内放贷。事实上，在既定国内经济条件下采用更宽松货币政策的国家更可能导致信贷快速增长(图4.5)。

## 风险和调整的必要性

上述各国在金融周期所处的阶段以及高水平的私营部门债务对未来若干年提出了挑战。正如之前一样，许多近期繁荣的经济体存在繁荣落幕的风险，尤其是在危机或严重的金融抑制情况下。但即使一些目前处于金融周期下降阶段或刚触底回升的国家也仍旧非常脆弱。尽管自金融危机以来去杠杆化进程显著，但债务收入比和资产价格仍然很高，可能需要进一步调整，直至恢复到更可持续的水平。

本节首先使用一系列早期预警指标评估金融危机的风险，然后深入研究新兴市场经济体从银行融资转向债券融资的意义。最后，分析家庭和企业需要将其债务GDP比下降至何种更可持续的水平，并识别潜在的债务陷阱。

4. 参见 P Turner, “全球长期利率, 金融风险和新市场经济体的政策选择”, BIS 工作报告, 第 441 期, 2014 年 2 月。



AU=澳大利亚; BR=巴西; CA=加拿大; CH=瑞士; CL=智利; CN=中国; CZ=捷克; DK=丹麦; HK=中国香港; ID=印度尼西亚; IN=印度; KR=韩国; MX=墨西哥; MY=马来西亚; NO=挪威; PL=波兰; SE=瑞典; SG=新加坡; TH=泰国; TR=土耳其; ZA=南非。

1. 政策利率减去泰勒规则利率, 2008年底至2013年底的平均值。2. 2008年底至2013年底, 非金融私人部门总信贷与GDP之比的增速。

资料来源: 各国数据; BIS; BIS计算。

### 提示金融抑制风险的指标

许多国家的早期预警指标都发出了令人担忧的信号。与前面章节对金融周期的分析一致, 一些早期的预警指标表明在一些国家金融体系脆弱性在累积。在多年的强劲的信贷之后, 房地产价格增长让借款人受到利率上升及房价和经济急剧放缓的风险。早期预警指标不能预测金融困境的具体时间, 但过去的事实证明它能识别不可持续的信贷和房地产价格变化。

在许多新兴市场国家及瑞士, 信贷比GDP缺口都远高于指示存在潜在问题的临界值(表4.1)。历史记录表明信贷比GDP缺口(信贷占GDP的比率和长期趋势之间区别)超过10%以上, 3年内银行体系将面临严重压力。<sup>5</sup> 住宅地产价格缺口(住宅价格与长期趋势的偏差)指出以下风险: 该指标在信贷繁荣时期增长并在危机前2~3年下降。瑞士当局已对金融脆弱性作出反应, 将由国内住宅地产抵押的风险加权头寸的逆周期资本缓冲要求从1%提高到2%。

偿债比率传递出相对较好的信号。该比率衡量收入中用于偿债的比率(图4.B), 在许多国家该比率仍然很低。就数值本身而言, 中国借款人目前尤其危险。但利率上升将使其他几个经济体的偿债比率进入危险区域(表4.1, 最后一列)。为了说明这一点, 假设货币市场利率上升250个基点<sup>6</sup>(与2004年的紧缩一

5. 巴塞尔银行监管委员会选择信贷占GDP缺口为起点讨论逆周期资本缓冲水平, 因其作为一种早期预警指标较可靠。信贷占GDP缺口超过2(表格4.1中米色格)表明监管机构应考虑设立缓冲, 从而最大读数可高于10(红色格)。

6. 在2004年紧缩中, 发达经济体的货币市场利率在三年内增加了约250个基点。这里假设从货币市场利率到非金融私人行业平均贷款利率可以实现一比一的传导, 与当前信贷占GDP比率和平均剩余期限一起, 共同确定偿债负担(专栏4.B)。

国内银行危机的早期预警指标表明风险即将到来<sup>1</sup>

表4.1

		信贷比 GDP缺口 <sup>2</sup>	地产 价格缺口 <sup>3</sup>	偿债比率 <sup>4</sup>	如果利率上升 250个基点偿债 比率变化 <sup>4, 5</sup>	
繁荣	亚洲 <sup>6</sup>	19.9	16.7	2.4	4.4	
	巴西	13.7	3.7	4.0	6.3	
	中国	23.6	-2.2	9.4	12.2	
	印度	-2.7		3.4	4.4	
	瑞士	13.1	13.0	0.6	3.6	
	土耳其	17.4		4.5	6.2	
	复杂信号	澳大利亚	-6.9	-2.0	1.5	4.5
加拿大		5.6	5.1	2.0	4.9	
中东欧 <sup>7</sup>		-10.5	-0.1	1.6	2.9	
法国		-0.9	-9.3	2.6	4.9	
德国		-8.8	5.4	-2.7	-0.9	
日本		5.3	2.8	-4.4	-2.0	
韩国		4.1	4.1	0.8	3.5	
墨西哥		3.7	-1.6	0.5	0.9	
北欧国家 <sup>8</sup>		-0.5	-2.2	1.5	4.7	
荷兰		-13.2	-24.2	1.8	5.2	
南非		-3.1	-7.5	-1.0	0.2	
英国		-19.6	-11.1	0.9	3.6	
美国		-12.3	-5.7	0.3	2.6	
衰退		希腊	-11.3	-2.8		
		意大利	-6.4	-16.6	-1.0	0.9
	葡萄牙	-13.9	-7.4	0.3	4.0	
	西班牙	-27.8	-28.7	2.3	5.4	
说明		缺口 >10	缺口 >10	DSR>6	DSR>6	
		2 缺口 10		4 DSR 6	4 DSR 6	

1. 红色单元格的门槛选择基于累计3年时期中至少能预测出三分之二的危机的最小错误预测率。如果3年间发生危机则信号有效。噪音由期限外的误判来衡量。米色单元格中信贷占GDP缺口是基于《巴塞尔协议III》逆周期资本缓冲得到。米色单元格偿债比率临界阈值基于两年的预测期。对于信贷比GDP缺口和房价缺口关键阈值的其他内容, 参见M Drehmann, C Borio和K Tsatsaronis, “锚定逆周期资本缓冲: 总信贷的角色”, 中央银行国际杂志, 第7卷, 2011年第4期, 189–240页。关于偿债比例, 参见M Drehmann和M Juselius, “偿债成本会影响宏观经济和金融稳定吗”, BIS季度报告, 2012年9月, 21–34页。2. 与长期信贷与GDP比的差值。实际趋势由使用400,000平滑因子的单边HP滤波法测算。3. 实际住宅价格与长期趋势水平差值, 长期趋势由使用400,000平滑因子的单边HP滤波法测算。4. 各国偿债比例与自1985年(或更晚, 取决于数据可获得性以及五年平均通胀低于10%, 对俄罗斯和土耳其则取十年平均)起的长期均值差异。5. 假设贷款利率的增加2.50%, 偿债比率其他组成部分不变。6. 中国香港、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国; 不包括菲律宾和新加坡的偿债比率及其预测。7. 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; 不包括捷克和罗马尼亚的房地产价格缺口; 不包括保加利亚、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛和罗马尼亚的偿债比率及其预测。8. 芬兰、挪威和瑞典。

资料来源: 各国数据; BIS; BIS计算。

致)。当保持信贷占 GDP 比率不变时，这将使大多繁荣经济体的偿债比率高于临界值。经验表明，偿债比率可长时间保持低位，而在危机前一两年伴随着加息迅速暴涨。<sup>7</sup> 因此数值低并不一定意味着金融体系是安全的。

如果认为“这次与众不同”，则很容易误读这些指标的读数。的确，没有哪个早期预警指标是完全可靠的，金融体系在不断发展，风险也随时间而变化。但是信贷缺口和偿债比率已被证明是相对有效的指标。它们基于总信贷，即考虑了所有来源的信贷，<sup>8</sup> 因此通常不受信贷从银行转移到非银行体系的影响（全球流动性第二阶段）。即使在由于金融深化而导致债务均衡水平发生变化时，这些指标的质量也保持稳健。当家庭和企业获得金融服务，获得相应的好处时，信贷占 GDP 比率和偿债比率趋于上升。但银行筛选潜在借款人和管理风险的能力将限制这一过程的发展速度。信贷快速增长可能掩盖问题贷款，当繁荣转向萧条时导致金融不稳定。<sup>9</sup>

较弱的产出增长也可能引发金融困境，特别是在债务增加长期高于趋势水平的国家。许多信贷缺口较大的国家经历了长期的快速增长，直到被发达经济体的金融危机余波所中断。但最近这些国家的增长已经放缓，未来增速可能低于先前的趋势（见第三章）。

大宗商品出口国对中国的急剧减速特别敏感。这将更进一步加剧目前处于繁荣期经济体的脆弱性，如巴西。但这也可能反向影响一些受金融危机影响较小的发达经济体。如上所述，澳大利亚、加拿大和挪威在金融危机爆发前处于金融周期的上升阶段。自那时起，这些经济体的周期出现转向，但受到大宗商品价格高企的支撑。由于未偿债务居高不下，经济放缓伴随着相关大宗商品出口减少可能导致还款困难。

透过总信贷，新兴市场经济体非金融企业从银行贷款融资转向以市场为基础的债务融资已经改变了风险的本质。借款人使用有利条件来锁定长期融资，从而减少展期风险。例如，总部位于新兴市场的借款人发行的国际债券存量大约为 1.1 万亿美元，其中约 1000 亿美元——不到总数的 1/10——在未来几年到期。此外，大约 10% 在 2020 年或之后到期的债务可以提前偿还，还有未知比例的债券允许投资者在借款人的状况恶化时加快还款。相对主要借款国的外汇储备而言，年度还款额相对温和。

但变化无常的市场流动性可能抵消期限较长的有益效果。市场融资是出了名的顺周期。当情况好的时候资金价格便宜、数量巨大，但当一旦出现问题苗头时一切都会改变。当发达经济体的利率最终上升或主要经济体的国内环境恶化时资本流动可能会迅速扭转。在 2013 年 5 月和 6 月，市场推测美联储可能将开始逐渐缩减其资产购买计划，导致资金快速流出新兴市场有价证券，尽管总体组合投资波动较小。

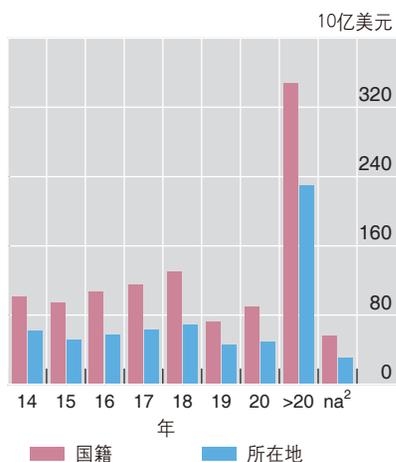
当全球经济形势恶化的时候，越来越多的新兴市场债券投资者更关注短期情况，这会放大冲击。高度不稳定的资金流入新兴市场，表明一些投资者认为他们

7. 参见 M Drehmann 和 M Juselius，“评估银行危机的早期预警指标：满足政策要求”，国际预测杂志，2014。

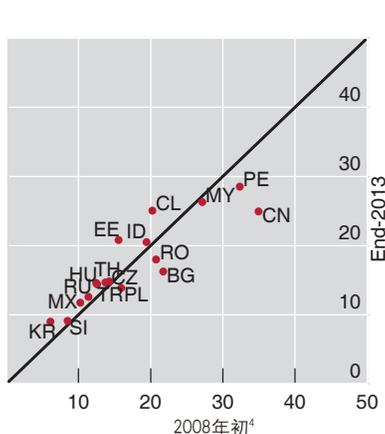
8. 关于总信贷覆盖问题的讨论，参见 C Dembiermont, M Drehmann 和 S Muksakunratana，“私营部门究竟借了多少？关于私人非金融部门总信贷的新辩论”，BIS 季度报告，2013 年 3 月，65–81 页。

9. BIS 研究表明信贷比 GDP 缺口对于新兴市场经济体来说是一个有效的指标，因为大多发达经济体金融深化的范围更广。参见 M Drehmann 和 K Tsatsaronis，“信贷比 GDP 缺口与逆周期资本缓冲：问题和解答”，BIS 季度报告，2014 年 3 月，55–73 页。

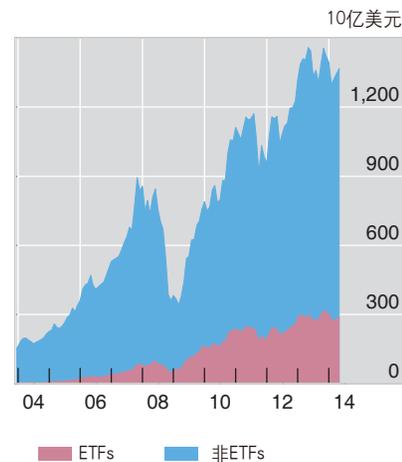
国际债券融资的还款安排<sup>1</sup>



非金融企业的银行存款<sup>3</sup>



投资于新兴市场的基金净资产



BG=比利时；CL=智利；CN=中国；CZ=捷克；EE=爱沙尼亚；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；PE=秘鲁；PL=波兰；RO=罗马尼亚；RU=俄罗斯；SI=斯洛文尼亚；TH=泰国；TR=土耳其。ETF=交易所交易基金。

1. 由下列国家和地区的非银行企业发行的国际债券：巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、冰岛、印度、印度尼西亚、韩国、立陶宛、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、南非、泰国、土耳其和委内瑞拉。2. 无法获得到期日信息。3. 占银行资产的百分比。斜线为45度线。4. 除了秘鲁（自2012年起）。

资料来源：IMF《国际金融统计》；Datastream；EPFR；各国数据；BIS国际债券统计；BIS计算。

在这些市场持有短期头寸而非长期投资。这与传统的开放式或封闭式交易所交易基金(ETF)占新兴市场债券和股票投资基金的比重从10年前的2%左右到现在约20%的变化相吻合(图4.6,右图)。ETF在正常时期可以以低成本在交易所买卖,已经被投资者用作将流动性较差的证券转换或流动性较好产品的工具。

新兴市场非金融企业的融资问题也会影响银行系统。在许多新兴市场国家,企业存款占银行体系总资产的比重远高于20%,如智利、中国、印度尼西亚、马来西亚和秘鲁(图4.6,中图),并且还处于上升趋势。当公司无法从外部债务市场融资时可能会取出存款,导致银行出现重大资金问题。一些从事套利交易——以低利率从国外借款并投资于国内高利率的项目——的公司可能对市场环境更加敏感。

最后,众多管理庞大资产的大型资产管理公司的资产配置决策也可能对新兴市场金融市场产生重大的系统性影响。例如,大型资产管理公司将70万亿美元,这占其资产比重相对较小(5%),从发达国家重新配置到新兴市场,将导致额外的3.5万亿美元的投资组合流动。这相当于27万亿新兴市场债券和股票市值的13%。对于小型开放经济体来说该比例则更大。当不同基金间存在关联时资产管理者采取调整的影响会尤其强烈。这可能因为不同的组合都采取自上而下管理方式,比如对一些主要的债券基金都采取类似的基准或风险管理系统(见第六章)。

从银行融资转向向有价证券融资几乎没有对汇率风险。新兴市场非银行企业贷款中超过90%的国际债券融资和超过80%的跨境贷款实际以外币计价。国际债券市场一些借贷最多的借款人是房地产和公用事业公司,这些公司不太可能有大量

外币资产或现金流能够用来偿还债务。有些使用金融工具对冲汇率风险，但实际上许多对冲是不充分的，因为它们只覆盖部分风险头寸或者是基于不断展期的短期合同。汇率大幅波动大大降低了这些对冲策略的价值，尤其是当市场缺乏流动性时。

### 回到可持续的债务水平

不考虑发生严重金融危机的风险，当未来几年未偿债务调整到更可持续的长期水平时，许多经济体也将面临阻力。虽然难以确定什么样的债务水平是可持续的，但一些指标显示，当前私人部门的负债水平仍然过高。

首先，可持续的债务与财富相匹配。很多国家在金融危机后房地产和其他资产价格大跌，蒸发了财富。尽管目前有所恢复，但财富效应可能会持续很长时间。例如日本的不动产价格自1991年以来每年平均下降3%以上，从而减少了可用于新贷款的抵押品。

长期的人口趋势可能会进一步加剧这个问题，压低资产价格（见第三章）。老龄化社会意味着资产需求走弱，尤其是住房需求。通过对房价和人口变量之间关系进行研究，未来几十年人口因素可能抑制房价，甚至大幅降低房地产价格（图4.7蓝色柱形）。<sup>10</sup> 若果真如此，这也能部分逆转之前几十年来人口趋势所推高的房价（红色柱形）。

人口因素对房价由正面贡献转为负面影响

每年基点

图4.7



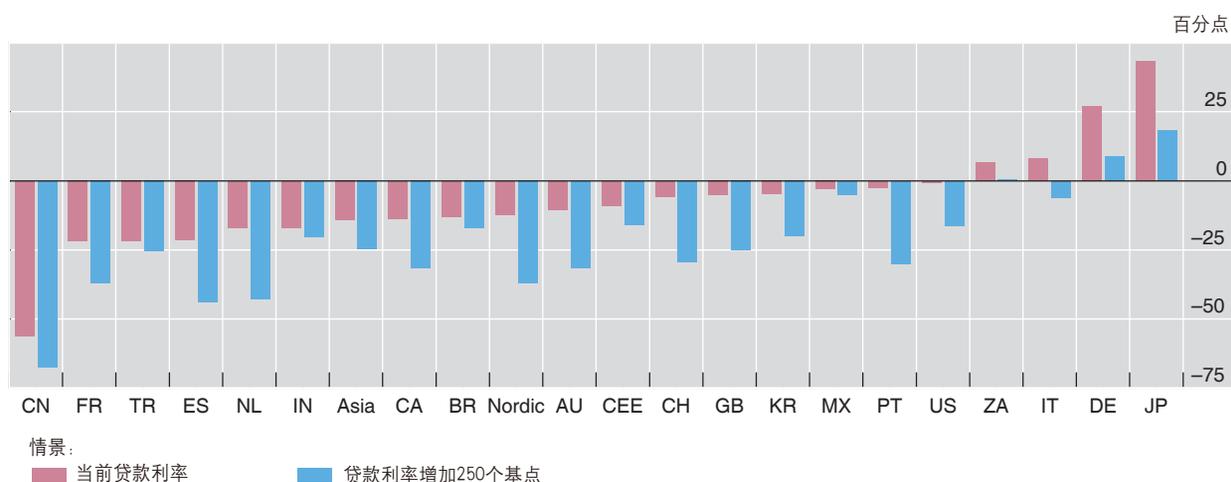
AU=澳大利亚；BG=比利时；CA=加拿大；CH=瑞士；DE=德国；DK=丹麦；ES=西班牙；FI=芬兰；FR=法国；GB=英国；GR=希腊；IT=意大利；JP=日本；KR=韩国；NL=荷兰；NO=挪威；PT=葡萄牙；SE=瑞典；US=美国。  
资料来源：E Takáts, “老龄化和房价”，房地产经济学杂志，21期，2012年第2期，131-141页。

10. 参见 E Takáts, “老龄化和房价”，房地产经济学杂志，21期，2012年第2期，131-141页。

## 债务可持续需全球范围内去杠杆

为使偿债比例回到可持续水平，债务与GDP之比应调整的幅度<sup>1</sup>

图4.8



情景：  
 ■ 当前贷款利率      ■ 贷款利率增加250个基点

IN=印度；IT=意大利；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；NL=荷兰；PT=葡萄牙；TR=土耳其；US=美国；ZA=南非。  
 Asia=中国香港、印度尼西亚、马来西亚；CEE=中东欧（捷克、匈牙利、波兰和俄罗斯）；Nordic=芬兰、挪威和瑞典。

1. 假定当偿债比例回归各国长期平均水平时，债务可持续。长期平均水平为自1985年（或更晚，取决于数据可获得性以及五年平均通胀低于10%，对俄罗斯和土耳其则取10年平均）起的均值。债务与GDP之比应调整的幅度在保证持有期不变时根据专栏4.B中等式（1）计算得出。  
 资料来源：各国数据；BIS；BIS计算。

偿债比率还指出目前的债务水平偏高。相对收入较高的偿债成本（利息加上摊销）可有效地限制借款人的借款量。对于个体来说也是如此。当未来利息和贷款摊销超过某个临界值，通常占到收入的30%~40%时，贷款人将拒绝向居民提供新的贷款。总量上该关系也成立。

经验上来说，总偿债比率围绕稳定的历史均值波动（图4.B），这可视为长期可持续债务水平。相对收入而言较高的偿债成本将导致信贷扩张减速，最终使总偿债成本下降。相反，相对较低的偿债比例给借款人充足的空间来承担更多的债务。因此，随着时间的推移，整体经济的偿债比率将回到稳定的水准。<sup>11</sup>

在大部分国家，偿债比率回到历史标准需要大量减少债务占GDP比率（图4.8）。即使在当前异常低利率情况下，债务占GDP比率仍需降低约15个百分点才能使偿债比率回到历史水平。如果与2004年一样贷款利率上升250个基点，则债务占GDP比率平均需降低超过25个百分点。而在中国，债务占GDP下降需超过60个百分点。甚至英国和美国都需要将债务占GDP比率减少约20个百分点，尽管当前利率水平下偿债比例与历史均值相匹配。

如何将经济体债务降至可持续水平？

较低的财富和高偿债负担所带来的下行压力表明许多经济体在未来几年将不

11. 专栏4.B讨论了选择长期均值作为基准的情况。

## 衡量偿债比例

本专栏描述了如何构建债务偿付比例 (DSR) 以及图 4.8 和图 4.9 包含的一些技术问题。

计算经济体层面的债务偿付比例需要估计和测定，因为具体贷款水平的数据普遍无法获得。我们采用了 Drehmann 和 Juselius 在 2012 年文献中使用的方法，他们遵循了美联储理事会发明的衡量居民部门债务偿付比例的方法 (Dynam 等, 2003)。<sup>①</sup> 本专栏遵从以下假设：在给定贷款利率下，总存量债务的债务偿付成本——利息和本金——在债务存续期内等量偿还(分期付款)。<sup>②</sup> 用标准公式来计算某分期付款的固定债务偿付成本，并除以 t 时刻的 GDP，可得 t 时刻的债务偿付比例。

$$DSR_t = \frac{DSC_t}{Y_t} = \frac{i_t}{(1-(1+i_t)^{-s_t})} * \frac{D_t}{Y_t} \quad (1)$$

其中， $D_t$  表示非金融私人部门的债务总存量，<sup>③</sup>  $Y_t$  表示季度 GDP， $i_t$  表示每季度平均利率水平， $s_t$  表示债务平均剩余期限 (单位：季度，若平均剩余期限还有 5 年，则  $s_t=20$ )。

虽然信贷和 GDP 数据容易获得，但获得平均利率和平均剩余期限则很难。由于数据可获得性问题，我们将债务总存量的平均利率用金融部门向非金融私营部门贷款的平均利率来替代。<sup>④</sup> 这假定了银行和非银行渠道贷款利率是类似的，较为合理。对于少数国家来说，主要是中东欧和亚洲新兴国家，贷款利率无法获得。我们用短期货币市场利率加上各国贷款利率与货币市场利率的平均溢价来替代。由于数据源有限，我们估计了剩余期限，但其可能不太准确。尤其在样本的早期数据中，因为高通胀和较低的债务期限预计，可能存在期限较短，债务偿付比例因此较高的问题。<sup>⑤</sup>

历史平均水平可能被低估了，因此图 4.8 中所示的去杠杆需求被高估。但总体偏差应较小，因为期限参数的变动对估计债务偿付比例趋势影响有限。对美国居民部门的预测得到了与美联储公布相类似的债务偿付比例数据，而美联储的预测基于更离散的数据。不同国家间的水平基本可比，生成的债务偿付比例围绕各国历史均值呈长期波动趋势，表明这是现实的基准。

与贷款利率和信贷与 GDP 比例相比，债务偿付比例的演变表明利率下降可使私人部门保持更高的债务比例 (相对于 GDP 而言，如图 4.8 所示)。自 1985 年以后，英国和美国的债务与 GDP 之比大幅上涨，即使考虑了金融危机期间的下降也是如此。与此同时，贷款利率从 10% 下降至如今的 3%。组合效应表明债务偿付比例围绕长期历史均值大幅波动。

当根据不同利率假设预计未来债务偿付比例时，我们采用标准向量自回归模型来估计贷款利率和信贷与 GDP 比例联合变化。除了这两个变量，我们还加入了住宅地产价格作为内生变量来控制抵押品价格的变化，因为抵押品价格变化可增加杠杆。<sup>⑥</sup> 短期货币市场利率作为外生变量。根据向量自回归模型，可在不同的货币市场利率假设下预测信贷与 GDP 比例、平均贷款利率和实际房地产价格。在假定债务期限不变的情况下，得出的信贷与 GDP 比例和贷款利率可计算出图 4.9 中所示的债务偿付比例。

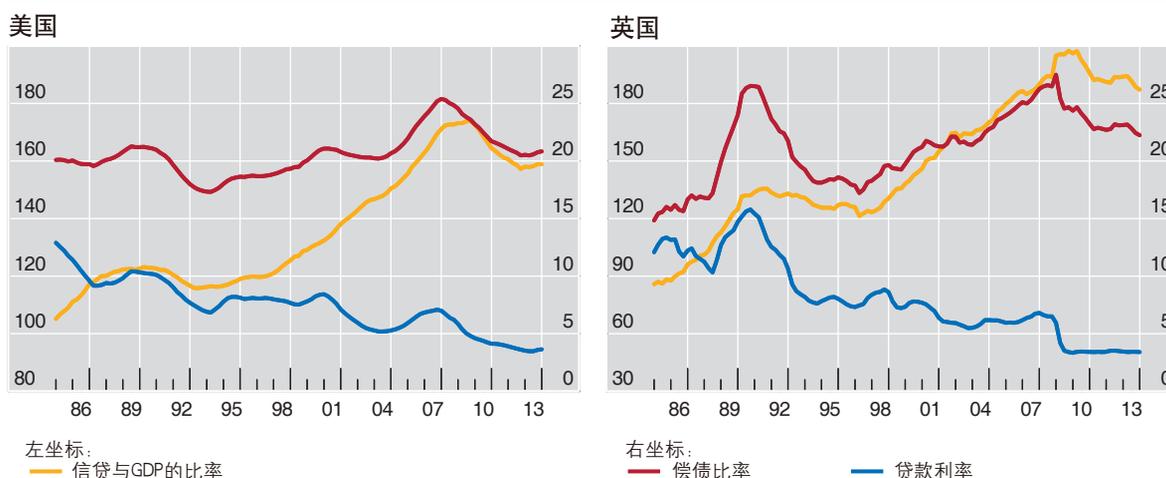
本文假定了四种不同的利率情景，四种情景都是从 2014 年第二季度到 2017 年第四季度。第一个情景中，货币市场利率与市场隐含的短期利率变化一致。第二个情景中，货币市场利率出现彻底变化，如同这些国家在 2004 年 6 月起的紧缩期所经历的那样，并在达到峰值时固定在该水平。第三个情景中，在 8 个季度内利率提高至各国长期平均水平，此后保持该利率。最后一个情景中，利率从 2014 年第二季度起保持不变。

结果表明债务偿付压力可能有所增加，至少不会下降，即使考虑一些说明情况仍是如此。例如，预测值的置信区间随着期限增加并在 2017 年变得很大，但即使它也未显示出任何显著下降。另外，向量自回归模型使用的样本是从 1985 年第一季度到 2013 年第四季度的数据，因此预测的基础是绝大多数时期都为正常的相关性，而在金融抑制或资产负债表衰退时可能并非如此，在那些情况下过度杠杆可能表明信贷与 GDP 比例对利率不敏感。同时，模型也假设货币市场利率的上升和下降会同步传导至贷款利率。如果借款人能锁定当前

## 债务偿付比例及其主要组成部分<sup>1</sup>

百分比

图4.B



1. 对总体的私人非金融部门而言。

资料来源：各国数据；BIS；BIS计算。

低利率成本，此后若利率上升，则债务偿付比例的上升也许没有看起来那么严重，但仍比稳定利率情景假设下的负担要大，因为新的借款人要接受更高的贷款利率。

① M Drehmann 和 M Juselius, “偿债成本会影响宏观经济和金融稳定吗”, BIS 季度报告, 2012 年 9 月, 21–34 页。K Dynan, K Johnson 和 K Pence, 衡量美国居民债务偿付的近期变化, 美联储期刊, 89 卷, 2003 年 10 月, 第 10 期, 417–426 页。② 因为个人还款结构的差异在总量层面可以忽略。例如：假定有 10 笔同样的贷款，全部本金在到期日偿还，每笔贷款都分十年偿还，并且这 10 笔贷款在十年内每年开始一笔。十年后当第一笔贷款到期时，这 10 笔贷款的合计还款资金流与单一一笔同样规模的分期贷款是无法分辨的。典型情况下，大多数国家的私人部门贷款中很大比例是分期贷款，如居民按揭贷款。③ 参见 BIS 数据库，私人非金融部门总贷款部分，(www.bis.org/statistics/credtopriv.htm)。④ 这些数据一般只有十年左右的记录，但是可以根据居民和商业贷款利率（包括抵押贷款、消费贷款和投资贷款的利率）的加权平均回溯估计。⑤ 在图 4.8 中，我们仅用长期平均值作为债务偿付比例长期可持续水平的替代变量，当通胀永久的回落至 10% 以下。⑥ 当通胀作为模型的内生变量后，预测的债务偿付比例将更大。图 4.9 所示的结果中未考虑通胀因素，以使预测基于最审慎的体系。

得不降低债务水平。这可以通过几个途径发生。痛苦最低的方式是通过产出增长，可以达到减少债务占 GDP 比率和支持更高资产价格的双重效果。从这个角度来看，许多经济体的温和增长前景（见第三章）不是特别让人放心。

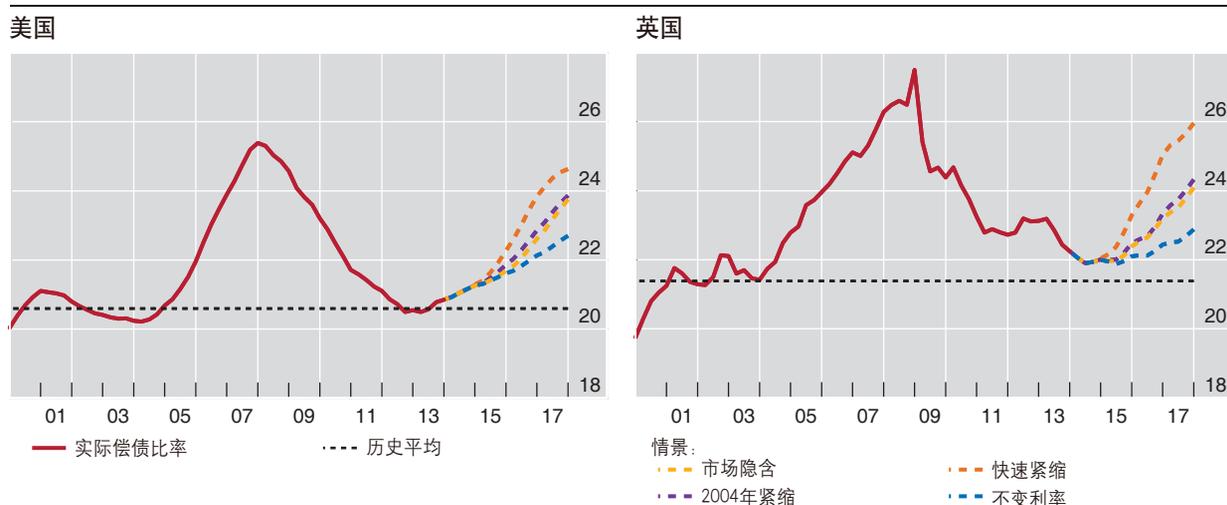
通货膨胀也可以起到作用。但实际降低债务负担的程度取决于存量和新增债务的利率随加速价格增长调整的幅度。不过，更重要的是，即使从这个有限的角度来看它是成功的，它也有显著的副作用。通货膨胀在借款者和储蓄者之间重新分配财富，且可能难以锚定通胀预期，将导致不利的长期结果。

另一个替代方案是减少未偿债务。当摊销率超过了的新贷款增长率时应该如

## 偿债负担可能上升

在不同利率情景下根据内生的债务水平预计的偿债负担百分比<sup>1</sup>

图4.9



1. 情景分别为：1) 市场隐含情景：利率变化与市场隐含利率一致；2) 2004年紧缩：如发达经济体2004年的紧缩周期，利率的彻底调整；3) 快速紧缩：在8个季度内利率调整至各国长期平均水平；4) 不变利率：利率保持不变。偿债负担由偿债比例衡量。自1985年以来的历史平均。预测是基于单因子向量自回归模型，该模型可体现债务与GDP的比率、借贷率、货币市场利率以及实际居民住宅价格的联合变动情况（专栏4.B）。

资料来源：各国数据；BIS；BIS计算。

此。这是一个自然而且重要的调整途径，但可能还不够。在某些情况下不可持续的债务负担必须直接处理，比如通过资产减记。诚然这意味着必须有人承担随之而来的损失，但经验表明，这种方法可能是痛苦最轻的选择。例如北欧国家在20世纪90年代早期银行业危机中，为了降低高且不可持续的债务水平，迫使银行承担损失并果断处理不良资产，包括直接出售。此外，在严格的生存能力测试下，监管机构减少金融体系产能过剩并重组银行资本。这为经济复苏提供了坚实的基础，<sup>12</sup> 使其更快到来。

在许多国家通过减记减少债务水平可能要求监管框架出现重大改变。如BIS第82期年报中（第三章的专栏）所述，减少家庭债务需要两个主要步骤。第一是监管机构需要促使银行承认损失。第二是向银行重组贷款提供激励，以使借款人有可能偿还债务。<sup>13</sup>

利率的影响则不明确。原则上低利率可以减少偿债负担。更低的利率也可以支持资产价格。事实上央行通常会在金融危机期间降息，从而减少家庭和企业的偿债负担。然而不幸的是低利率也有不利影响，如鼓励借款人承担更多的债务，当债务持续增长后加息的成本更加昂贵。根据初始条件的不同，低利率可能因此导致国家陷入债务陷阱：已不可持续的债务负担似乎会进一步增长。

12. 参见 C Borio, B Vale 和 G von Peter, “解决金融危机：我们从北欧国家吸取教训了吗？”，BIS 工作报告，第 311 期，2010 年 6 月。

13. 关于该问题的最新研究，参见 Y Liu 和 C Rosenberg, “随着欧洲金融危机处理私人债务困境”，国际货币基金组织工作报告，2013 年 WP/13/44；另见 J Garrido, 庭外债务重组，世界银行，2012。

情景分析表明在一些国家债务陷阱不仅仅是遥远的可能。该分析是基于体现信贷 GDP 比、利率和房价的联合动态的模型（专栏 4.B）。图 4.9 显示了在四种利率情景下英国和美国债务偿付比率和房地产价格的预估未来轨迹。其他经济体，比如韩国和巴西，估计的轨迹也类似。

不管政策利率上升或保持在低位，一些国家的情景分析表明偿债负担将增加。一个极端情景是，当货币市场利率回归历史平均水平将使债务负担水平接近危机前夕的历史最大值。但如果利率保持在目前的低水平，偿债负担也会出现另一个极端情况。在该情景中当前存量债务成本保持不变，家庭和公司的进一步借款会推高总体债务负担成本。

可以肯定的是，该情景分析只是假定的。它基于以下假设：利率上升与宏观经济条件的独立。即除非产出的前景有利，央行不会提高利率。然而这些情景确实反映了一些当前情况下的紧张情况。

结论很简单：低利率无法解决高债务问题。低利率可以使偿债成本在一段时间维持低位，但是其鼓励而非抑制债务的累积使其放大了最终利率正常化的影响。避免债务困境需要鼓励修复资产负债表、逐步削减债务的政策，最重要的是提升长期经济增长前景（见第一章和第三章）。

## 第五章 货币政策努力实现常态化

过去一年，由于政策利率维持低位、央行资产负债表进一步扩张，全球货币政策仍保持非常宽松的态势。尽管实行长期非同寻常的宽松货币政策，主要发达经济体的中央银行仍面临经济复苏的疲软问题。这意味着货币政策在推动从资产负债表衰退走向经济复苏方面相对无效。

新兴市场经济体和小型开放发达经济体努力应对由于主要发达经济体宽松货币政策所产生的溢出效应。这些国家也将其政策利率保持在低位，这将导致金融脆弱性的积累。这一动态机制表明在应对金融失衡问题方面，货币政策作为宏观审慎政策的补充应发挥更大的作用。同时这也暴露出国家货币体系的弊端，因为全球货币政策的溢出效应并未充分内部化。

过去一年许多中央银行面临意料之外的去通胀压力，这对于债务国而言是个负面冲击，并提高了通货紧缩的预兆。然而，大范围通货紧缩的风险很低：中央银行认为通胀会随着时间推移回归目标，长期通胀预期依然稳固。并且，去通胀压力的供给方本质已和全球经济活动复苏大体一致。货币政策态势需要认真考虑去通胀力量的持久性、供给方本质，以及政策宽松的负面效应。

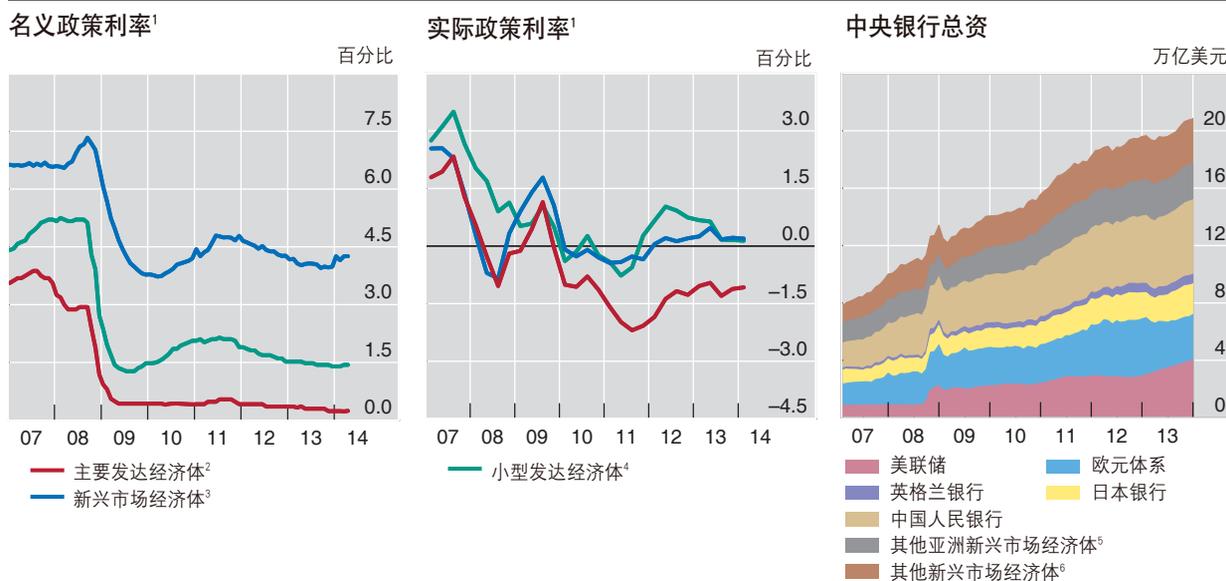
现在，前景已更加明朗，主要发达经济体的中央银行距离货币政策常态化的距离不一，因而将会在不同时点从其极度宽松的货币政策中退出。无论做任何沟通的努力，导航这一过渡过程可能非常复杂而崎岖。并且，部分由于上述原因，过迟常态化或常态化过慢的风险也不能被低估。

本章回顾了过去一年货币政策的发展，随后探讨了货币政策面临的四大挑战：低效率、溢出、意料之外的去通胀和退出滞后的风险。

### 近期货币政策发展

过去一年，全球层面名义和实际利率水平均保持低位，中央银行的资产负债表截至 2013 年底仍在持续扩展（图 5.1）。平均而言，主要发达经济体的实际利率水平平均低于 -1.0%。在全球其他地区，实际利率水平也高不了太多：我们调查的小型开放发达经济体（以下简称小型发达经济体）——澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士，以及新兴市场经济体（EME）的实际利率水平仅仅略超过零利率。中央银行资产的扩展在 2012 年至 2013 年年中之间略有放缓，在 2013 年下半年开始加快。

这一不同寻常的宽松政策已经持续六年了。在 2009 年年初利率水平大幅下降。2007 年中央银行资产快速增长，从那以后规模至少翻了一番，达到史无前例的超



1. 对每个组别而言，是所列经济体的简单平均值。实际利率是名义利率扣除消费者价格通胀。2. 欧元区、日本、英国和美国。3. 阿根廷、巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。阿根廷的消费价格缩减指数是基于官方的测算值，2013年12月测算方法发生突变。4. 澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士。5. 中国台湾、中国香港、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国之和。6. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、捷克、匈牙利、墨西哥、秘鲁、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其之和。  
资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计数据》、彭博、数据流和国别数据。

过 20 万亿美元的总规模（超过全球 GDP 的 30%）。规模的上涨反映了大规模的资产购买和外汇储备的积累。

即便过去一年内经济增长状况出现改善，主要发达经济体的中央银行将名义利率维持在零边界，实际利率为负值。<sup>1</sup> 在经济疲软的欧元区，欧央行在去年 11 月将其主要融资利率减半，降至 25 个基点，并考虑到低通胀和欧元升值，今年 6 月继续降息至 15 个基点。欧央行的最新举措是将其存款利率下调至 -10 个基点。

欧元区、英国和美国的中央银行非常倚重各种形式的前瞻性指引来传达其未来将维持低利率政策的意图（见专栏 5.A）。欧央行于 2013 年采取了定性指引的措施，表明将在一段时间内维持低利率政策。2013 年 8 月，英格兰银行引入基于门槛值的前瞻性指引，将低政策利率的环境与失业率、通胀预期和金融稳定风险等指标挂钩。这一新型指引在许多方面与 2012 年 12 月美联储采取的方式类似，美联储也强调失业与通胀的门槛值。2014 年初，由于英国和美国的失业率前瞻性指引门槛值正以超过预期的速度被接近，两国中央银行更加定性化地描述了其前瞻性指引，采用经济疲软这一广泛的概念。

过去一年，主要发达经济体的中央银行资产负债表的发展轨迹出现分化（图 5.2，右图）。英格兰银行和美联储不再将资产负债表扩展作为提供额外刺激的主要手段。2013 年 8 月，英格兰银行宣布其购买资产的存量将维持在 3750 英镑的

1. 2013 年 4 月，日本银行将其货币政策操作目标从隔夜货币市场利率改为基础货币。



1. 名义政策利率扣减消费者价格通胀。  
资料来源：彭博，数据流和国别数据。

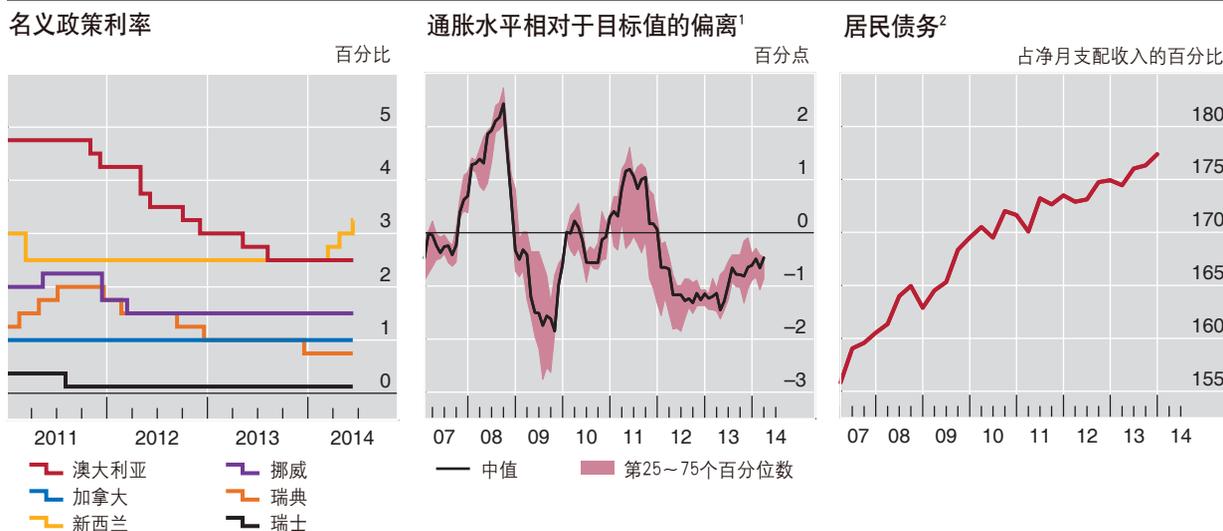
水平，这适用于前瞻性指引关于政策利率的条件。2013年12月，美联储宣布其将从2014年1月开始逐步减少大规模资产购买。减少资产购买的步伐从2014年1月起开始平稳，但去年12月的声明证实为沟通的挑战（见第二章）。在撰写报告的时候，市场预计资产购买规划将在2014年年底之前结束。

与之相反，日本银行宣布实施定量和定性宽松政策（QQE）作为克服日本长期通货紧缩的主要手段。其资产负债表随后快速扩张，从不到GDP30%的规模上涨至2014年初超过GDP50%的规模。

由于欧元区金融状况得到改善，商业银行减少对央行融资（包括通过欧央行的长期再融资操作）的使用，欧央行的资产负债表相对于GDP的占比开始收缩。截至目前，欧央行还未启动其二级市场直接购债计划（根据严格的条件在二级市场上大规模购买主权国家债券）。然而，欧央行在6月初宣布将于今年晚些时候启动定向长期再融资操作，以支持银行对居民和非金融企业放贷。此外，欧央行决定加强与资产抵押证券市场直接购买的相关的准备工作。

小型发达经济体的政策利率也保持在极低水平（图5.3，左图）。加拿大银行将政策利率维持在1%的水平，并调整了前瞻性指引，向后推了从宽松货币政策小幅回调的预计日期。由于瑞士的标题通胀水平仍接近于零，甚至有时处于负值，瑞士国民银行维持其3个月Libor的政策利率区间为0~25个基点，并保持了瑞郎兑欧元的汇率上限。由于去年去通胀压力的消退，挪威中央银行决定维持1.5%的政策利率。此类别的一些中央银行调整了它们的政策利率。为支持经济复苏，澳大利亚储备银行两次降息，将利率水平降至2.5%。考虑到通胀长期低于目标，瑞典中央银行将政策利率下调25个基点至75个基点。相反，鉴于经济复苏的态势和通胀预期的上涨，新西兰储备银行三次上调利率，总共上调了75个基点至3.25%的水平。

总体而言，许多小型发达经济体的中央银行政策深受通胀率变化的影响：平均而言，通胀率自2012年初开始已经低于目标值1个百分点（图5.3，中图），



1. 左图所有经济体通胀偏离中央银行通胀目标或是中央银行目标区间中值的程度。2. 左图中所有经济体债务和收入指标的加总。  
资料来源：经济合作与发展组织《经济展望》、彭博、数据流和国别数据。

而挥之不去的去通货紧缩导致许多中央银行下调通胀预期。

并且，许多中央银行不得不在低通胀和复苏疲软的短期宏观经济效果与金融失衡积累的中长期风险之间权衡（第四章）。2013年底之前，居高不下且不断增长的居民债务占净可支配收入的百分比平均约为175%（图5.3，右图）。不断上扬的债务水平，以及由于宽松货币政策所导致的债务规模的进一步扩大使得这些经济体对于经济和金融状况的突然恶化较为脆弱。在那些房价水平较高的辖区，房地产部门的无序调整的风险也不能完全排除。

而新兴市场经济体国家在危机之后经过强劲复苏，近期经济增长出现疲软，其中央银行不得不对各种货币政策的挑战。挑战之一来自于年内货币贬值压力带来的几轮金融市场波动（见第二章）。一般而言，新兴市场经济体过去宏观经济表现强劲，有助于许多新兴市场经济体隔离与外部冲击的影响，并提供许多斡旋的空间，但这仅限于一定程度。多数受冲击的国家经济和金融状况较为疲软。其中许多国家的中央银行使用政策利率来维护币值稳定（图5.4，左图）。在2003年4月至2014年6月初，一些中央银行大幅紧缩，土耳其加息400个基点，包括在1月的某一天加息550个基点。俄罗斯和印度尼西亚则分别加息200个和175个基点。印度和南非加息50个基点。巴西在货币贬值和其他因素造成通胀压力上涨的时期缓慢将利率提高了375个基点。新兴市场经济体应对货币贬值的政策似乎部分体现了各国近期通胀的形势（图5.4，中图）。在通胀超过目标值的国家，贬值压力较大，而相应加息的幅度也大。而通胀水平处于或低于目标值的国家，则上述关系不明显。

受资本流出和汇率压力影响较小的新兴市场经济体的货币当局有更多的政策空间应对其他形势变化。随着智利和墨西哥经济增长出现放缓迹象，两国中央银行分别下调利率。由于捷克的通胀率跌破目标值，政策利率保持低位，捷克央行

中央银行在零利率边界下的实施前瞻性执行的目的在于澄清其关于政策利率的预期路径。如果实际情况表明政策利率保持低位的时间可能比市场原先预期的长，则此类指引本身能提供正向激励。前瞻性指引也会减少不确定性，从而减少利率波动性，并通过此途径降低风险溢价。

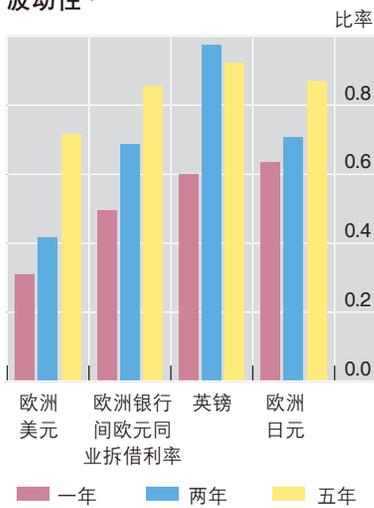
前瞻性指引的有效性取决于三个前提条件。首先，前瞻性指引必须清晰明确。原则上可通过对外阐述指引的条件来提高清晰度。但是，如果规定的条件太复杂，具体的细节可能令人困惑。其次，前瞻性指引必须被视为可信的承诺，例如，公众必须相信央行的言论。公众的信任度越高，指引对市场预期和经济决策的影响力度越大，但与此同时，央行灵活度被限制的风险也越大。最后，即便指引为公众所理解和信任，公众对指引的解读也必须和央行的意图一致。例如，对外表明在零利率边界下维持政策利率超过市场预期的时间可能会被误读为对经济前景更为悲观的信号，在此情况下负的信心效应会与预期的刺激意图背道而驰。

前瞻性指引的经验表明它会在特定时间段内成功地影响市场。短期内前瞻性指引能够降低预计利率的市场波动性，但长期来看对预计利率的影响就不那么明显（图 5.A，左图）。这与市场视前瞻性指引为有条件的承诺、只在短期政策利率的未来路径方面有效的概念一致。也有证据表明，前瞻性指引影响了利率对经济消息的敏感度。自从欧央行和英格兰银行于 2013 年夏季实施前瞻性指引之后，欧元区 and 英国的利率波动性对美国利率波动性的反应度大幅下跌（图 5.A，中图）。还有证据显示，

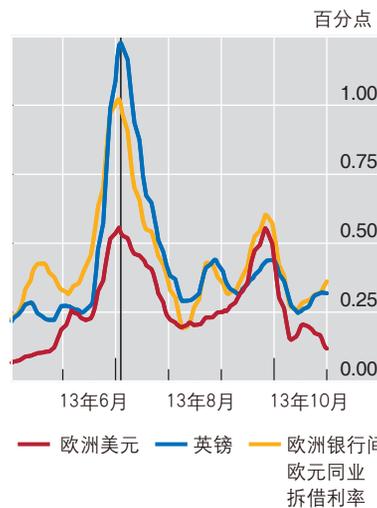
零利率边界下前瞻性指引的效果似乎有限

图 5.A

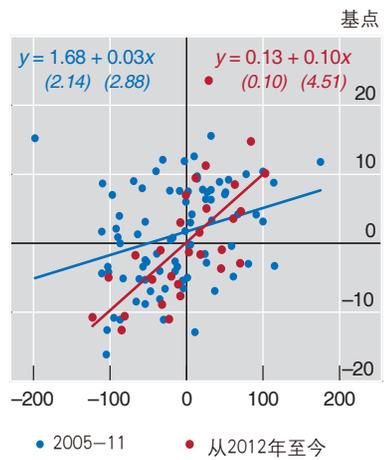
前瞻性指引期间的期货利率相对于没有前瞻性指引时期的期货利率的波动性<sup>1, 2</sup>



一年期货利率波动性的溢出效应<sup>1, 3</sup>



十年期收益率相对于美国非农就业数据突然变化的反应<sup>4</sup>



1. 三个月银行间利率期货合约的波动性，每日价格变化的10日标准差。2. 值小于1，意味着有强化的前瞻性指引的时期降低了波动性指标，即10日平均实现的波动率；比率越低，下降幅度越大。强化前瞻性指引的时期：美联储=2011年8月9日-当前；欧央行=2013年7月4日-当前；英格兰银行（BOE）=2013年8月7日-当前；日本银行（BOJ）=2010年10月5日-2013年4月3日。没有明确性前瞻性指引的时期：美联储=2008年12月16日-2011年8月8日（定性前瞻性指引）；欧央行=2009年5月8日-2013年7月3日；英格兰银行=2009年3月6日-2013年7月3日；日本银行=2008年12月22日-2010年10月4日。3. 集中的10天移动平均值。垂直线表明2013年7月4日，欧央行实施了量化前瞻性指引，英格兰银行评论政策利率的市场预测路径。4. 横轴表示非农就业数据的突然变化，计算为实际价值与调查价值的差异，单位为千个基点。纵轴为10年期政府债券收益率一日的变化，计算为发布日当日收盘价减去前一日的收盘价。括号处为t统计值。

资料来源：彭博，国际清算银行计算。

前瞻性指引使得市场对于指引中强调的指标更为敏感。例如，从2012年以来，美国十年期债券收益率对于非农就业数据的异常变动变得更加敏感（图5.A，右图）。一种解读是体现经济复苏增强的消息会使失业门槛被突破和政策利率提升的预期时间点提前。

政策性利率前瞻性指引也会带来若干风险。如果公众不能充分理解指引的条件，则一旦利率路径被经常大幅修订，即便有关修订符合最初宣布的条件，央行的声誉和可信度也可能受损。前瞻性指引也可能造成两方面的金融风险。首先，如果金融市场狭隘地关注此问题，指引的重新校准可能会造成破坏性的市场反应。其次，更为重要的是，前瞻性指引可能导致货币政策常态化速度的推迟。这会鼓励过度风险行为和助长金融脆弱性的积累。

①注：更详细的分析，请见 A Filardo 和 B Hofmann，“零利率边界下前瞻性指引”，国际清算银行季度评论，2014年3月，第37-53页。

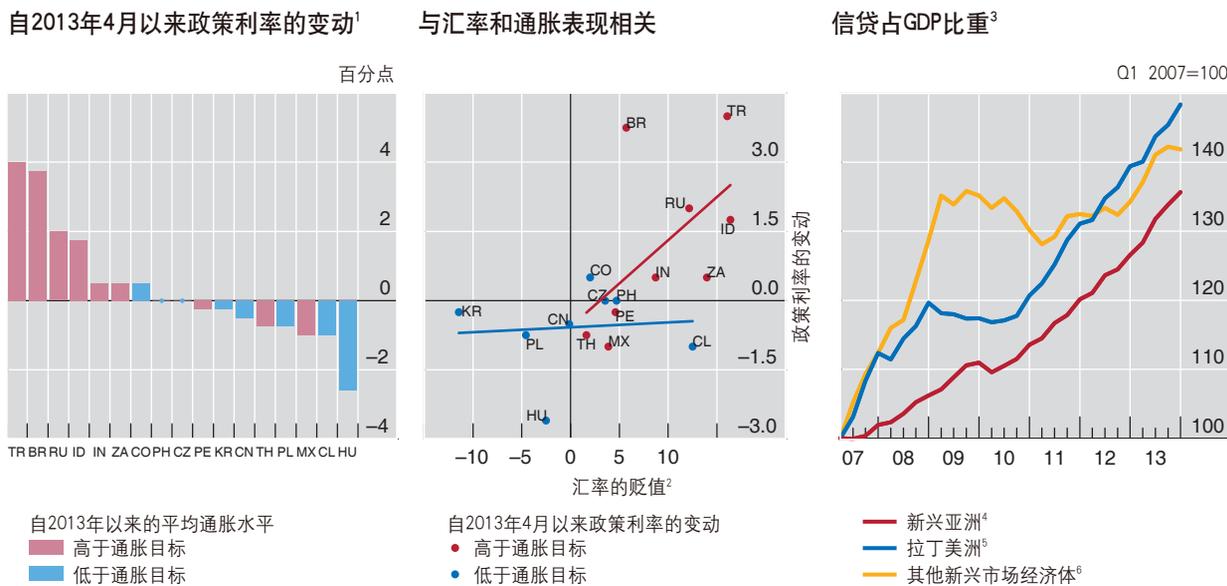
决定运用汇率作为放宽银根的额外工具，设制了克朗兑欧元的汇兑上限。波兰由于通货紧缩压力显现，多次下调了利率。随着金融稳定的关切（特别是非银行金融部门扩张问题）上升，中国的货币和信贷增速下降，中国人民银行维持其货币政策立场。

一些新兴市场经济体去年也进行了外汇操作，以吸收一些不利的贬值压力。即便如此，新兴市场经济体整体的外汇储备规模仍继续上涨，特别是中国（附件表格5.1）。但是，在巴西、印度尼西亚、俄罗斯和泰国等一些新兴市场经济体国家，外汇储备规模已经减少。对一些此类经济体而言，是多年来首次出现外汇储备减少的情况。

许多新兴市场经济体的信贷扩张已引发日益上升的金融稳定关注，特别是在金融市场出现动荡的背景下。对于被调查的新兴市场经济体而言，2007年至2013年其信贷占GDP比重已平均上升了40%（图5.4，右图）。对于这些新兴市场经济体国家的中央银行而言，何为货币政策、宏观审慎和资本流动管理工具的最佳组合仍存有疑问。

## 重要的货币政策挑战

中央银行正面临一些重大的挑战。对于从资产负债表衰退（即由于金融危机和债务不可持续积累导致的衰退）中复苏的主要发达经济体而言，关键的调整在于当政策似乎已经丧失刺激经济的能力的时候校准其货币政策立场。对于许多新兴市场经济体和小型发达经济体而言，主要挑战在于金融脆弱性的积累、资本流动波动性加大的风险和由于全球货币政策溢出效应导致的问题复杂化。从全球角度看，许多中央银行正在与去年显现的、令人困惑的去通胀压力作斗争。展望未来，实现政策常态化的时机和步伐仍存在疑问。



BR=巴西；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；RU=俄罗斯；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 名义政策利率或最为接近的指标；中国采用7天的回购利率，2013年4月1日至2014年6月6日的变化，单位为百分比。2. 2013年4月1日至2014年6月6日名义有效汇率的百分比变化。正（负）值表示贬值（升值）。3. 每一组所列经济体的简单平均值。4. 中国、中国香港，印度、印度尼西亚，韩国，马来西亚，菲律宾，新加坡和泰国。5. 阿根廷，巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥和秘鲁。6. 捷克、匈牙利、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其。

资料来源：彭博、数据流、国别数据；国际清算银行。

### 货币政策的低效

中央银行在抑制金融危机的影响方面发挥着关键性作用。但是，尽管在过去六年里主要发达经济体采取了放宽银根的措施，复苏依然异乎寻常地缓慢（见第三章）。这就提出了危机之后宽松货币政策的有效性问题的。

由于零利率边界对名义政策利率的影响，以及资产负债表衰退的遗留问题这两大原因，政策效果总体有限。首先，零利率边界限制了中央银行降息和刺激需求的能力。这能够解释为何中央银行尝试通过管理未来政策利率预期和通过大规模资产购买计划手段而提供额外刺激。但这些政策也有其局限性。例如，许多国家的期限溢价和信用风险利差已经非常低（图 2.2）：他们不可能进一步下跌。此外，被压缩、甚至有时呈现负值的期限溢价减少了期限转换带来的利润，因此可能会影响银行放贷的积极性。并且，名义负利率的空间有限，且其效果存在不确定性。其对贷款的影响效果值得怀疑，而下调空间有限也削弱了对汇率的影响，这反过来也取决于其他国家的应对措施。总体而言，在零利率边界，提供额外的刺激变得日益困难。

其次，资产负债表衰退的遗留问题会麻木政策效果。这部分与金融因素相关。当金融部门受损，信贷供给对降息就不那么敏感。非金融部门对贷款的需求也很疲软——基于过度乐观的收入预期，他们正试图偿还和减少债务。这就是为什么在此种形势下“贷款少的复苏”是常见的模式（见第三章）。但部分资产负债表衰

退的遗留问题与非金融因素相关。与不可持续的金融繁荣相生相伴的资本与劳动力的配置不当会削弱需求管理政策的效果，因为这些措施治标不治本。例如，居民住房部门比许多其他机构对低利率更敏感，但居民住房部门在经济繁荣期间过度扩张。事实上，历史记载表明，当经济衰退是由于金融危机引发的时候，衰退期间货币宽松的程度与随后复苏的强劲程度之间的正相关关系已经消失（见专栏 5.B）。此外，衰退期间的去杠杆化，不论其如何测算，最终迎来了强劲的经济复苏。

但这些并不意味着货币宽松在资产负债衰退走向复苏过程中不能发挥任何作用。为抑制危机的影响，一定程度的宽松在金融危机的早期阶段是必要的。但货币政策的相对无效性的确表明它无法取代那些解决深层次问题的措施，有必要进行资产负债表修复和结构性改革。

除非得到认可，否则效果有限意味着长期运用相同政策以及增强政策强度都是徒劳无功的。这不仅会造成进展缓慢，也会放大一些意料不到的负面效果，而危机的余波也强调了若干此类负面效果。<sup>2</sup> 特别是，长期积极的宽松政策降低了修复资产负债表和实施必要结构性改革的积极性，从而阻碍了必要的资源的重新配置。这也可能助长金融市场过多的风险行为（见第二章）。这可能会对处于金融和经济周期不同阶段的其他经济体带来不利的溢出效果（见下文）。换句话说，在政策效果有限的情况下，货币政策长期宽松的收益成本均衡已随着时间的推移而恶化。

### 货币政策溢出效果

新兴市场经济体和小型发达经济体已经在努力处理主要发达经济体宽松货币政策的溢出效应。溢出效应主要通过跨境资金流动和资产价格（包括汇率），以及政策应对传导。<sup>3</sup>

主要发达经济体非常宽松的货币政策会影响风险行为，从而影响以不同货币计值的资产的收益率。因此，货币政策极度宽松会导致资产价格的大幅调整和其他地区资金的流动。随着新兴市场经济体的金融市场发展，以及和世界其他地方市场的融合，上述联系的强度已经增强。例如，本币债券收益率在最近几年已经更为紧密地联动。本币债券收益率之间的波动更为密切。<sup>4</sup>

美元和其他国际货币在这里也发挥着作用。自从这些货币在货币发行国之外被广泛使用，他们会直接影响国际金融状况。例如，2013 年底美国之外的美元信贷余额约为 7 万亿美元（图 5.5，左图）。当这些货币的利率很低时，新兴市场经济体的借款人就觉得借此类资金价格低廉，那些已经在不同利率水平借款的国家非常享受融资成本降低的过程。在危机之前，美元信贷的流动主要是由于跨境银行贷款驱动，在 2008 年以来，全球资本市场的活动已经上升（图 5.5，中图）。<sup>5</sup>

2. 参见卡鲁阿纳 2013 年 5 月 16 日在伦敦召开的货币金融机构官方论坛黄金系列讲座上发表的题为《触及另类思考的极限？危机期间和危机之后的货币政策》的演讲。

3. 参见卡鲁阿纳 2012 年 11 月 16 日在乌拉圭拉丁美洲货币研究中心——东南亚中央银行组织会议上发表的题为《国际货币政策互动：挑战与前景》的演讲。

4. 参见 P Turner 2014 年 2 月在国际清算银行第 441 期报告发表的题为《全球长期利率，金融风险和新市场经济体的政策选择》的文章。

5. 参见 R McCauley, P McGuire 和 V Sushko 在《经济政策》杂志上即将出版的题为《全球美元信贷：与美国货币政策和杠杆的关系》的文章。

## 资产负债表收缩之后货币政策的效果

专栏5.B

历史记录支持以下观点，即正常经济周期下行阶段实施的宽松货币政策有助于增强随后的复苏。但对于金融危机引发的经济下行，这一关系并不具备统计的显著性，即对于危机之后的经济周期而言，经济下行期的平均短期实际利率与随后复苏阶段的平均增长率之间的关系并没有非危机经济周期所预计的迹象（图 5.B，左图）。

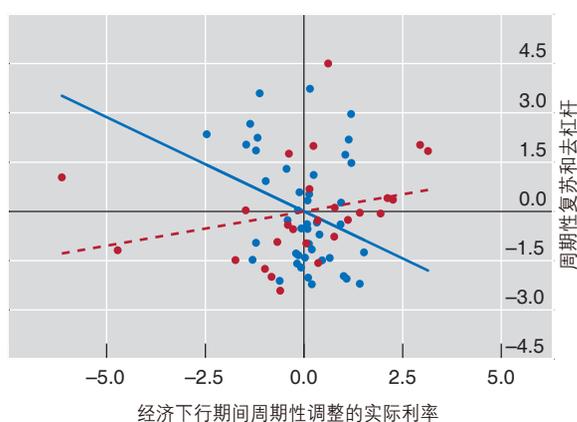
一个可能的原因是危机之后的去杠杆压力降低了经济体的利率敏感性。事实上，有证据表明，与正常的经济衰退相反的是，资产负债表收缩最终导致经济复苏增强的因素是私人部门的去杠杆（图 5.B，右图）。

### 货币政策是无效的，而去杠杆对于资产负债表收缩产生的复苏至关重要<sup>1</sup>

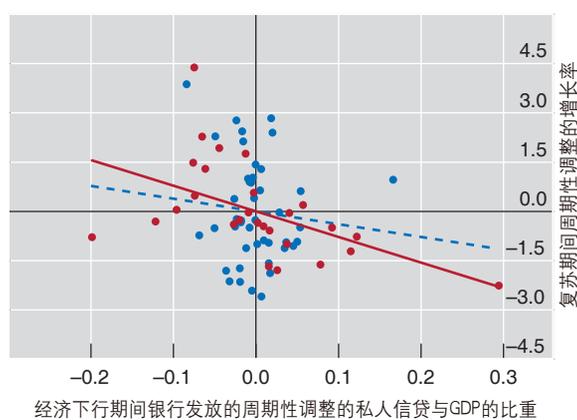
百分比

图 5.B

周期性复苏和货币政策态势



周期性复苏和货币政策态势



● 有金融危机的经济周期

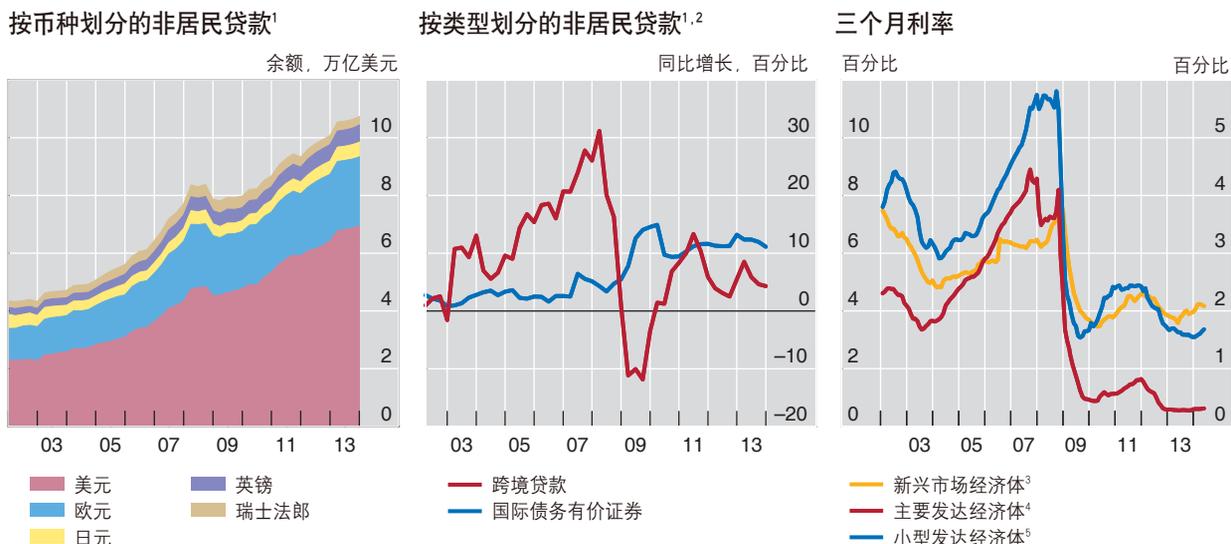
● 无金融危机的经济周期

1. 回归实线（虚线）表明，关系具有统计上的显著性（非显著性）。对于20世纪60年代以来的24个经济体样本而言，经济下行被定义为使GDP不断下滑的时期，而复苏被定义为实际GDP超越上一个峰值的时期的开始。有关数据涵盖65个经济周期，包括在峰值之前爆发金融危机的26个周期。周期的数据点根据前一个衰退的深度和周期性峰值的利率水平进行调整。具体详见Bech等（2014）。

资料来源：M Bech, L Gambacorta和E Kharroubi《经济下行时期的货币政策：金融危机是否特别？》，《国际金融》第17期，2014年春季，第99–199页（也可见于国际清算银行工作报告，第388期，[www.bis.org/publ/work388.pdf](http://www.bis.org/publ/work388.pdf)），经合组织，数据流，国别数据和国际清算银行的测算。

政策应对也非常重要。中央银行发现如果本国政策利率水平与主要国家（特别是美元）的利率存在重大差距时，政策利率难以操作。汇率超调和资本流动的担忧使得这些国家不愿接受大幅和可能波动的利差水平，这会导致短期利率波动的高度相关（图 5.5，右图）。事实上，关于美国政策利率显著影响其他国家政策利率的证据越来越多（专栏 5.C）。

主要发达经济体极低的利率水平会给其他国家的中央银行带来两难选择。一



1. 2013年年底的汇率。对每一种货币而言，是指在各自货币发行国（或地区）之外向非金融借款人提供的贷款，包括向非银行提供的贷款和非金融企业发行的债务有价证券。此外，未向国际清算银行报告的国家中，本地银行向本地居民提供的每种货币贷款是银行收到的相应跨境贷款，假设前提是这些资本随后放贷给非银行机构。2. 基于左图中货币贷款的总和。3. 巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其的简单平均值。4. 欧元区、日本、英国和美国的简单平均值。5. 澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士的简单平均值。  
 资料来源：彭博、数据流、国际清算银行国际债务统计数据和按照居住地划分的本地银行统计数据。

方面，将国内政策利率与国外低利率捆绑有助于缓解货币升值和资本流入的压力。另一方面，这也会助长国内金融繁荣，因此造成脆弱性的积累。事实上，有证据表明那些政策利率低于传统考虑产出和通胀水平的基准利率的国家，信贷增长最为强劲（见第四章）。

为解决这两难境地，中央银行广泛地依靠宏观审慎工具。这些工具在增强金融体系抗风险能力方面非常有用，但在抑制金融脆弱性积累方面的作用只是部分有效（见第四章和专栏 6.D）。主要原因在于，和资本流动管理措施一样，宏观审慎工具易受监管套利的冲击。这意味着单单依靠宏观审慎工具是不够的，货币政策必须发挥补充性作用。与宏观审慎工具相反，政策利率是决定经济体层面既定货币杠杆价格的重要因素。更多使用货币政策作为宏观审慎工具补充的国家需要提高汇率波动的灵活性程度。

如果未能依靠货币政策，在未来前进的道路上甚至可能会面临更为严峻的挑战。允许金融失衡不断积累将会增强一国应对形势逆转的脆弱性，从而产生更为严重的破坏性，最可能的是会加剧外部危机的恶化。但如果形势没有发生逆转，并且一国受到外部冲击，中央银行将会发现很难在提高政策利率的同时，又不产生它首要避免的金融压力问题。全面的金融泡沫破裂尚未在新兴市场经济体和小型发达经济体中发生，但是信贷增速相对快的国家已证实易受 2013 年 5-6 月金融市场紧张状况的冲击（见第二章）。这表明尽早逐步实施紧缩措施优于拖延或突然采取紧缩措施——应对措施的后滞会导致调整更为痛苦。

破坏性的货币政策溢出效应暴露出国家货币体系的缺陷。表面上看，这证明

评估美国货币政策对新兴市场经济体政策利率影响的一种方式是通过测算单个新兴市场经济体的扩展泰勒规则。每个样本国家政策利率的模型为国内通胀率、国内产出缺口和美国“影子”政策利率的函数。<sup>①</sup> 影子利率的设计是用于捕捉美联储大规模资产购买计划等非传统货币政策措施的影响。样本涵盖2000年第一季度至2013年第三季度的20个新兴市场经济体的数据。

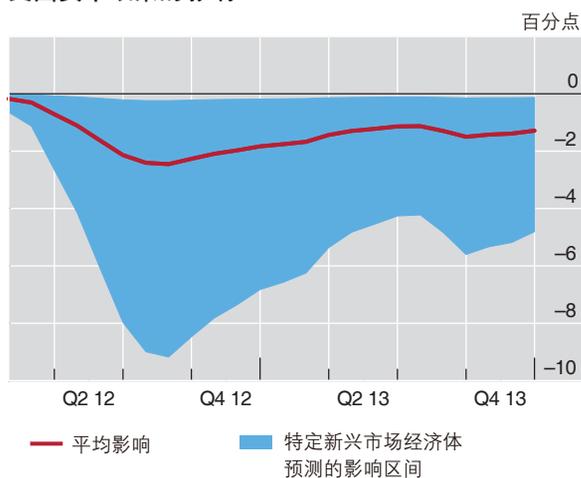
在20个新兴市场经济体中有16个国家，美国货币政策的影响具有统计上的显著性。自2012年以来，更为宽松的美国货币政策通常伴随着新兴市场经济体政策利率平均下降150个基点（图5.C，左图），尽管不同经济体和视点其影响差异显著。新兴市场经济体政策对通胀水平的反应通常弱于传统泰勒规则的描述。这些结果与新兴市场经济体政策利率在过去十年期间低于标准泰勒规则中国内宏观经济条件所蕴含的水平这一结论是完全一致的（图5.C，右图）。

尽管上述结论统计上稳健，和其他研究的结论也一致，<sup>②</sup> 但解读时也需谨慎。测算产出缺口等不可观测的变量是充满困难的。政策利率甚至也可能不是衡量银根的准确指标，因为新兴市场经济体中央银行越来越多地使用非利率措施来影响银根。即便能够代表新兴市场经济体中央银行整体，相关结果也不一定适用于任何一家既定的中央银行。

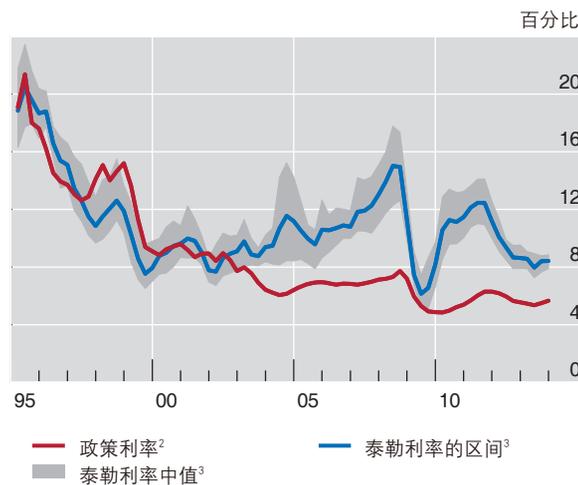
美国货币政策对新兴市场经济体的政策利率设定有很强的溢出效应

图5.C

美国货币政策的影响<sup>1</sup>



新兴市场经济体的泰勒利率



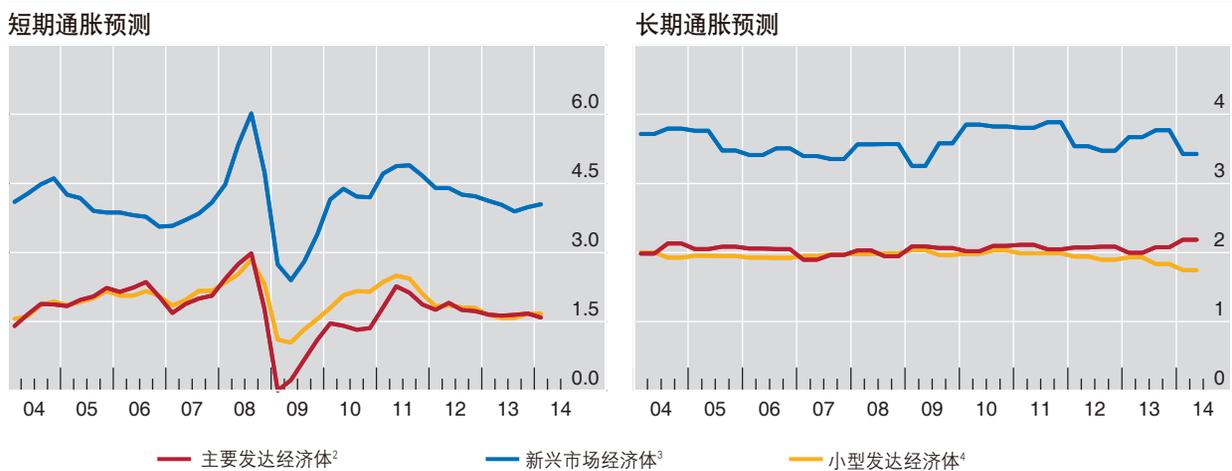
1. 当美国影子政策利率显著值达到5%时扩展的泰勒方程式的构成。数据包括巴西、中国、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、新加坡（隔夜利率）、南非和土耳其。2. 基于2005年GDP和阿根廷、巴西、中国、中国台湾、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、波兰、新加坡、南非和泰国的PPP汇率计算出的加权平均数。3. 所有通胀-产出缺口组合的泰勒利率的区间和中值，参见B. Hofmann和B. Bogdanova, 《泰勒规则和货币政策，全球的巨大偏离？》国际清算银行季报，2012年9月刊，第37-49页。  
资料来源：国际货币基金组织，国际金融统计和世界经济发展；彭博，CEIC，市场预测，数据流，国别数据，国际清算银行测算。

①关于测算的更多细节，可参见E. Takáts和A. Vela《国际货币政策传导》，国际清算银行即将出版的工作报告。影子政策利率的表述见M. Lombardi和F. Zhu关于《用于校准零利率边界下美国货币政策的影子政策利率》，2014年国际清算银行第452号工作报告。②例如，C. Gray, 《应对货币超级主权：调查美国货币政策的行为溢出效应》大西洋经济期刊，2013年第2号的41期第173-184页；M. Spencer, 《更新亚洲的泰勒规则》，德意志银行，《全球经济视角》2013年3月28日，以及J. Taylor, 《国际货币政策协调：过去，现在和未来》，国际清算银行2013年第437号工作报告。

## 通胀预期非常稳固<sup>1</sup>

同比率 百分比

图5.6



1. 基于所列经济体2005年GDP和PPP汇率计算的加权平均值。短期预测是消费者价格通胀水平未来一年预测值中值，是通过本年度和下一年度预测值中推算。印度采用批发价格通胀水平。长期通胀预测是消费者价格通胀水平未来6~10年预测值中值。印度采用2011年第四季度以后的批发价格通胀。运用逐步插值法将半年的数据（3月/4月和9月/10月）转化为季度数据。2. 欧元区、日本、英国和美国。3. 巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、新加坡、泰国和土耳其。4. 澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士；关于长期通胀预测，总量指标不包括澳大利亚和新西兰。  
资料来源：市场预测。

了主要发达经济体难以全面考虑这些溢出效应。假如金融泡沫破裂，全球经济付出的代价将相当大，尤其是由于受影响的国家的经济权重已大幅上升。捕捉这些溢出效应依然是个重大挑战：这需要一个分析框架，在这个框架中金融因素发挥着比目前政策制度中更大的作用，而且能更好地理解全球连接。

### 意料之外的去通胀和通缩风险

过去一年，许多中央银行面临意想不到的去通胀压力；因此，通胀水平下跌，保持在低于其目标值的水平。发达经济体的压力是尤其令人吃惊的，因为盼望已久的复苏似乎已经启动（见第三章）。货币政策的重要挑战是如何最好地应对这类压力。

总体而言，在其他条件相同的情况下，通胀意料之外的低于目标值，需要放宽货币政策态势。但是，合理的政策应对取决于一些额外因素。尤其重要的是去通胀的成本和收益问题。另一个因素，如前所述，是有证据表明扩张性货币政策的效果在零利率边界下效果有限，特别是从资产负债表衰退走向复苏的情况下。

近期形势表明，去通胀压力持久的可能性很小。长期通胀预期（未来6~10年）截至撰稿时间还是非常稳固的（图5.6），这表明通胀低于目标值可能是暂时现象。在这种情况下，工资通胀和价格通胀不可能相互增强——所谓的第二轮效应不会出现。例如，近期大宗商品价格从历史高点回落对过去几年的去通胀压力产生了影响。即便这些价格稳定在当前水平而不是像写报告时期出现反弹，去通胀压力也会消失。这也是中央银行过去几年愿意接受通胀持续高于政策目标的原因。当然，

## 通缩的成本：历史记载如何说？

通缩并不完全相似。由于19世纪、20世纪早期以及20世纪90年代以来价格下跌很普遍，历史记载能够揭露通缩动态的重要特征。四点特征最为突出。

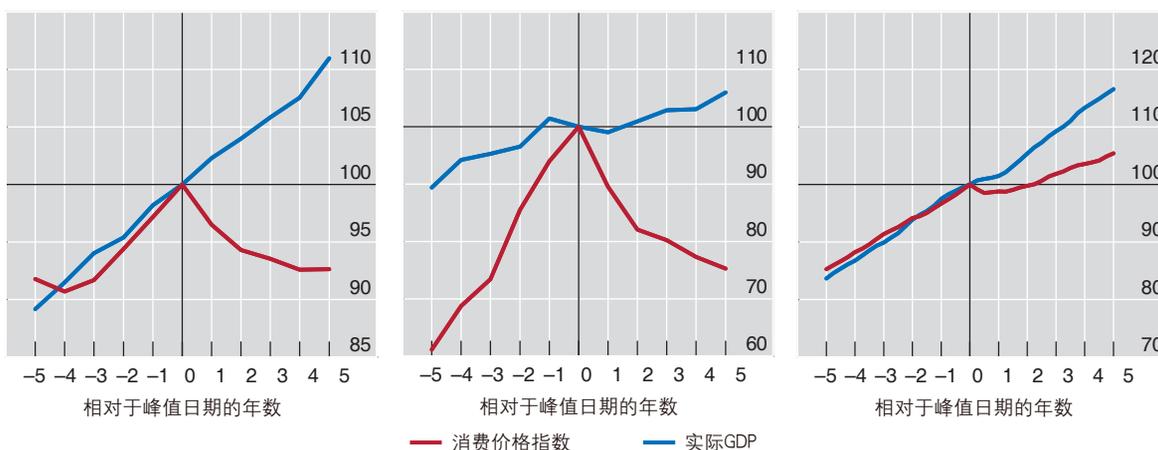
首先，历史记录充满了“良好的”或者“温和”的通缩例子，因为这些通缩伴随着产出顺趋势上升，或暂时的小幅下跌。在第一次世界大战之前，通缩往往是温和的，在价格下跌时实际GDP不断扩展（图5.D，左图）。在价格达到峰值之前的五年时间内平均的实际增长与峰值之后五年的增长率水平基本类似（2.3%比2.1%）。在两次世界大战间隔的早期（主要是20世纪20年代），代价更高的“坏”通胀发生的次数增加了（图5.D，中图）：产出仍然提高，但更为缓慢——峰值之前和之后时期的平均增长率分别为2.3%和1.2%。（在两次世界大战之间对严重通缩的理解主要来自于大萧条的经历，但是十国集团经济体的价格水平累计下跌大约20%，产出缩水大约10%。这一经历并未在图5.D中图中充分反映）。

由于近期的通缩通常稍纵即逝，在此期间甄别价格水平峰值的难度高于之前的时期。尽管如此，平均而言，过去25年期间的通缩时期更像是第一次世界大战之前的良性通缩，而不是两次世界大战之间早期的类型。对最近的时期而言，在峰值前后的GDP平均增长率分别为3.6%和3.1%，差距在

### 通缩时期：良性与恶性

CPI峰值=100

图5.D

第一次世界大战之前<sup>1, 2</sup>两次世界大战之间的早期<sup>1, 2</sup>1990—2013<sup>1, 3</sup>

1. 每个经济体在价格峰值前后5年的一系列消费价格指数，根据峰值等于100（表示为0年）重新定义。每个经济体重新定义的指数的简单平均值都计算。2. 第一次世界大战之前的峰值区间为1860—1901年，两次世界大战之间的早期阶段的峰值区间为1920—1930年，为十国集团经济的简单平均值。参见Borio和Filardo(2004)关于根据年度价格指数识别本地CPI的峰值的详细描述。在第一次世界大战之前和两次世界大战之间的早期阶段，十国集团经济体中每个国家的CPI峰值年份如下：比利时，1862，1867，1873，1891，1901，1929；加拿大，1882，1889，1920，1929；法国，1871，1877，1884，1902，1930；德国，1928；意大利，1874，1891，1926；日本，1920；荷兰，1892，1920；瑞典，1862，1874，1891，1920；瑞士，1892，1898；英国，1860，1873，1891，1920；美国，1866，1881，1891，1920，1926。3. 13个经济体的简单平均数，CPI季度数据。当CPI水平高于所有前期的水平和未来至少四个季度的水平时，就出现了CPI的峰值。CPI的季度峰值如下：澳大利亚，1997年第一季度，加拿大，1993年第四季度，2008年第三季度；中国1998年第一季度，2008年第二季度；欧元区，2008年第三季度；中国香港，1998年第二季度；日本，1994年第四季度，1998年第四季度；新西兰，1998年第三季度；挪威，2003年第一季度；新加坡，1997年第四季度，2001年第一季度，2008年第四季度；南非，2003年第二季度；瑞典，1997年第四季度，2008年第三季度；瑞士，2008年第二季度；美国，2008年第三季度。

资料来源：C Borio和A Filardo在2004年12月《北美经济和金融期刊》第15期、第3号发表的题为《回顾国际通缩历史》的文章第287至311页，国别数据和国际清算银行测算。

统计上并不显著。

历史记载揭露的通缩的第二个重要特性是通常不存在固有的通缩螺旋下降的风险——只有在大萧条时期才出现了通缩螺旋下降，其形式为物价水平的持久、大幅下滑；其他时期并未发生此现象。在第一次世界大战之前的时期，价格下跌是持久的，但幅度不大，消费价格指数累计下跌7%。近期的通缩往往稍纵即逝，价格下跌水平很温和。但日本是个例外，从20世纪90年代末期至今，价格下跌幅度已累计4%。最近几十年的证据表明，通缩造成恶性通缩螺旋下降的概念是不对的。此外，工资的灵活度低于过去的事实降低了工资和价格之间发生自我增强的螺旋式下滑的可能性。

第三，严重损害宏观经济运行的是资产价格通缩，而不是一般意义的通缩。<sup>①</sup>事实上，美国大萧条和日本20世纪90年代的通缩都发生在股票价格和房地产价格崩溃之前。这些现象表明，实体经济下滑主要是由于资产价格通缩导致，继而造成通缩，而不是通缩造成经济活动下滑。这一概念也被两次世界大战期间价格和实际产出的运行轨迹所证实（图5.D，中图），实际GDP往往在通缩形成之前就已经收缩。

第四，近期通缩通常伴随着资产价格的上涨、信贷扩张和产出强劲。例子包括20世纪90年代和21世纪初两个不同的国家，中国和挪威。针对良性通缩所采取的宽松货币政策（旨在让通胀水平接近目标）可能不经意之间会造成金融失衡的积累。随着时间的推移，对良性通缩的抵制可能会造成恶性通缩，如果失衡以破坏性的方式最终发生调整。

<sup>①</sup>关于此点的证据，可参见C. Goodhart和B. Hofmann在2006年牛津大学出版社出版的《商品和资产价格通缩》一书第五章《住房价格和宏观经济》。

如果通胀预期变得不那么稳固，去通胀压力会成为一个更显著的担忧。

即便意料之外的去通胀压力持续时间较长，其成本应该比大家想得低。压力来源于何处非常重要。当他们来源于正的供给变化而不是需求不足时，相关的成本较低。近期去通胀压力部分反映了供给方力量的正向变化，特别是由于实体经济全球化造成的更为激烈的跨境竞争（见第三章）。

关于通胀水平不足的分析也适用于价格水平直接和长久的下滑问题。由于类似的原因，截至目前，中央银行判断通货紧缩的风险可忽略不计。事实上，历史记载表明，通缩螺旋是很罕见的，通缩时期，特别是温和通缩时期通常和经济持续增长保持一致（见专栏5.D）。最近几十年，一些国家的确经历了经济增长和去通胀，毫无疑问这是受正供给要素的影响。

然而，鉴于当前债务水平居高不下，物价下跌是否更令人担忧呢？毫无疑问，巨额债务会使价格下跌更昂贵。在其他条件相同的情况下，除非现有合约的利率水平同幅调整，否则价格下跌会提高债务相对于收入的负担。但从历史角度看，资产价格的下滑造成的损害比商品和服务成本的总体下滑更为严重：鉴于波动的区间，资产价格下滑对于净财富和实体经济的影响更大（见专栏5.D）。例如，日本问题产生最先源于资产价格随着金融泡沫破灭（特别是房地产价格）而大幅下滑，而不是源于全面、广泛的通货紧缩。

更广泛地说，对金融稳定问题的担忧引发试图在两年的时间内将通胀水平提高至目标值的理念的质疑。事实上，允许通胀低调也许是合理的，特别是在那些金融失衡问题已经积累起来的辖区（见第四章）。在其他条件相同的情况下，无法

这么做可能会随着经济泡沫破灭而产生一些不利的通货紧缩的压力。加之政策效果的减弱，意味着尽管需要密切监测近期去通胀压力，更需要认真评估制约政策效果的因素和进一步放宽银根的代价。

## 政策常态化

展望未来，从超宽松货币政策过渡到更为正常的政策制定会带来若干史无前例的挑战。这需要合适的时机，娴熟地摆布经济、金融和政策因素，因此很难确保政策常态化的平稳实施。崎岖退出的前景和其他一些因素表明，最主要的风险在于中央银行将会发现他们行动滞后，退出太迟或过于缓慢。

主要发达经济体国家的中央银行与政策常态化的距离存在差异，英格兰银行自 2012 年年中就维持其购买资产的规模，2014 年美联储开始稳步减少其资产购买规模作为加息的前奏。相反，日本银行仍处于激进的资产负债表扩张计划过程中，欧央行刚刚宣布实施定向长期再融资操作，并将核心政策利率降至史无前例的水平。

中央银行也表明，他们会根据经济复苏的强度和与危机相关的各种形势的演变情况来调整政策常态化的步伐。美联储预计劳动力市场和资产负债表问题在未来几年将消退；但是，它预计实际利率和宏观经济一样会实现常态化，达到 2% 的水平，只是需要耗费更长的时间，这部分是由于全球长期存在储蓄水平过度问题。英格兰银行货币政策委员会表示，由于金融体系继续存在压力，私人和公共部门的资产负债表仍在修复，压低了自然利率。欧央行认为其面临的问题不同，它预计银行去杠杆化、金融分割，以及其他一些因素会阻碍未来若干年经济的复苏。总体而言，当前市场关于政策利率的预期和根据泰勒规则（图 5.7）计算的利率轨迹存在差距，这可能会影响对困境及其持续程度的看法。

当前共同的观点是认为中央银行对于避免损害脆弱的经济复苏问题格外谨慎。根据此观点，通货紧缩会带来巨大的成本，甚至推迟退出不是主要问题：通胀水平可能会上升，但中央银行能够快速采取行动应对。并且，根据此观点，对外认真沟通、提前宣布退出，以及清楚表明将逐步退出，都有助于减少市场混乱的风险。

一些历史观察能够支持上述观点。1994 年美联储的退出决定造成全球金融市场极度紧张，但 2004 年众所预期的更为渐进式的退出影响就没有那么大。并且，2004 年逐步退出的步伐并未导致通胀上涨超过中央银行的控制。事实上，此次退出的设计在很大程度上要避免 1994 年退出过程的弊端。

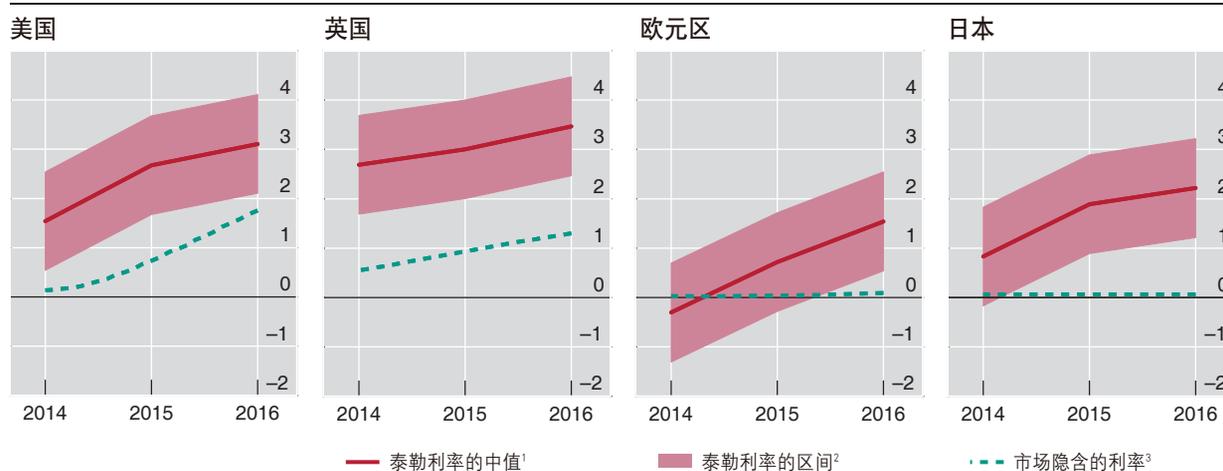
然而，敦促中央银行只关注通胀和经济周期，且以金融周期为代价的观点忽略了主权国家财政状况，而且可能会过度相信对外沟通的力量。每个问题都值得进一步阐述。

一旦关注点转移至对金融周期的担忧，上述论点就失去了一些吸引力。可以认为，2003 年之后政策常态化的缓慢步伐导致了金融危机爆发前夕的信贷和房地产价格的繁荣。例如，21 世纪初，美国经济周期发生逆转，股票价格下跌，但金融周期的上升阶段继续（见第四章）。如今，一些形式发展值得密切关注：全球出现追逐收益的迹象（见第二章）；世界一些地区出现金融失衡的积累（见第四章）；私人部门债务负担的高利率敏感度，以及债务水平相对产出无法进行调整（见第

## 泰勒规则隐含的利率表明困境悬而未决

百分比

图5.7



1. 隐含的泰勒规则利率 $i$ 可根据  $\pi^* + r^* + 1.5(\pi - \pi^*) + 0.5y$  进行计算。其中，对美国而言， $\pi$  指个人消费支出价格指数(不包括食品和能源)预测的通胀率；对英国而言是预测的消费者价格通胀水平；对欧元区而言是指消费者价格指数中的预测通胀水平；对日本而言，是指预测的消费者价格通胀水平(所有项减去新鲜食品)扣除消费税上调的影响。 $y$  是国际货币基金组织测算的所有经济体的产出缺口。 $\pi^*$  是通胀目标。 $r^*$  是指计算潜在增长率的实际利率的长期水平(基金组织测算值)。2. 假设潜在产出  $\pm 1\%$ 。3. 截至2014年6月13日，对于美国是指一个月的联邦基金期货合同；对欧元区、日本和英国而言，分别是指欧元、日元和英镑的隔夜指数掉期曲线。  
资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，彭博、数据流、国别数据和国际清算银行的测算。

四章)。

政策常态化的极度缓慢也会对财政可持续性产生影响。有的影响是间接的，长期保持利率水平异乎寻常低会为财政整合提供机会，但通常也会给政府带来错误的安全感，从而延迟了必要的财政整顿的步伐。

另一个影响更为直接，但却不是非常明显。无论中央银行大规模购买政府债务还是准政府债务(自然由短期债权提供融资)时，中央银行会缩短整合公共部门(包括中央银行和政府)资产负债表的债务期限，这会增加偿债负担对于短期利率的敏感性。这也可能产生政治经济压力，限制中央银行在合适的时点按照合适的步伐实施政策常态化。政府毫无疑问不希望看到自己预算头寸恶化，在此背景下，由于中央银行可能引发的损失会危及其政策回旋的空间，甚至其自治权。此外，与中央银行资产负债表膨胀相关的负债成本也会带来其他政治经济挑战。例如，对流动性提取工具提供收益会使金融部门获益，但是公众可能认为这不合适。降低相关成本的一个选择是依靠无收益的存款准备金。

最后，对外沟通也有其局限性。为避免令市场吃惊、造成大幅的价格反应，中央银行希望对外沟通明晰。但相关努力可能会意味着担保程度超过中央银行的期望，从而鼓励高风险行为。随着风险利差收窄，需要更加高杠杆的头寸来挤出收益。即便没有任何杠杆，投资者也可能被引诱购买高风险和无流动性的资产。因此，这一过程提出了大幅“位移回弹”的可能性。<sup>6</sup> 并且，即便中央银行开始

6. 参见 S Morris 和 H S Shin 2014 年在普林斯顿尚未发表的题为《货币政策的风险承担渠道：全球博弈方法》的文章。

意识到这些风险，可能也不愿采取会加速不稳定调整的措施。这会产生恶性循环。最终，如果认为中央银行行动滞后，可能市场会最先作出反应。

所有这些表明，我们不能低估中央银行太迟或太缓慢实施政策常态化的风险。存在很强的、自然的动机促使事态朝此方向发展。此偏见的另一关切是中央银行的量化宽松计划，该计划中，中央银行购买了史无前例的大规模的长期资产以减少期现溢价。但现在，随着政策常态化的时机的临近，中央银行似乎因担心扰动市场而不愿积极出售这些资产。

## 外汇储备的年度变化

单位：10亿美元

表5.1

	按照当前汇率						备注： 2013年12月 的余额
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	
世界	641	819	1,100	941	747	733	11,686
发达经济体 <sup>1</sup>	61	83	194	269	195	55	2,287
美国	4	1	2	0	-2	-2	48
欧元区	-1	-8	13	1	12	1	221
日本	55	-7	39	185	-28	9	1,203
瑞士	0	47	126	54	197	21	489
亚洲	410	715	651	424	239	529	5,880
中国	418	453	448	334	130	510	3,821
中国台湾	21	56	34	4	18	14	417
中国香港	30	73	13	17	32	-6	311
印度	-20	12	9	-5	-1	6	268
印度尼西亚	-5	11	29	14	2	-12	93
韩国	-61	65	22	11	19	19	336
马来西亚	-10	2	9	27	6	-4	130
菲律宾	3	4	16	12	6	2	74
新加坡	11	12	38	12	21	14	270
泰国	23	25	32	0	6	-12	159
拉丁美洲 <sup>2</sup>	42	25	81	97	51	-6	688
阿根廷	0	-1	4	-7	-3	-12	25
巴西	13	39	49	63	19	-13	349
智利	6	1	2	14	0	0	39
墨西哥	8	0	21	23	16	15	169
委内瑞拉	9	-15	-8	-3	0	-4	2
中东欧 <sup>3</sup>	6	13	14	3	15	20	294
中东 <sup>4</sup>	150	-29	50	88	148	79	893
俄罗斯	-56	-5	27	8	32	-17	456
备注：净石油出口国 <sup>5</sup>	142	-52	117	141	209	79	1,818

1.所列国家加上澳大利亚、加拿大、丹麦、冰岛、新西兰、瑞典和英国。2.所列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、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚。4.科威特、利比亚、卡塔尔和沙特阿拉伯。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、委内瑞拉和中东。

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计数据》，数据流和国别数据。

## 第六章 金融体系何去何从

金融危机最高峰过去六年后，金融部门仍未完全摆脱危机的影响。金融机构处于十字路口，对商业模式选择风险的态度转变将影响金融部门的未来走势。调整的速度将是金融部门成为经济增长引擎的关键要素。

银行部门恢复已取得重大进展，但资产负债表修复仍未完成。尽管银行部门已用留存收益强化了资本总头寸，但进展并不均衡。因此，可持续的现金流至关重要。相应地，许多银行已经采取了更为保守的商业模式以增强收入稳定性并收缩了部分资本市场业务。

未来，高额负债将成为银行脆弱性的主要来源。由于对过度负债的借款人持有大额敞口以及经济复苏过程中的债务拖累，未来得及调整的银行在危机后将面临持续的资产负债表漏洞（见第三章和第四章）。欧洲的情况更为严重，但欧洲银行在去年付出了艰苦努力。受危机影响较小的经济体中的银行尽管目前处于金融繁荣阶段，但仍须准备好应对经济放缓以及高额的不良资产。

随着银行业收缩，非银行金融机构作为市场基础性中介的作用日益上升。低政策利率以及对收益的追逐促进了私募债券的发行，而银行与其公司客户相比处于成本劣势。在过去数年间，资产管理公司（AMCs）的投资额激增，同时AMCs目前已成为主要信用渠道。上述情况以及该行业的高度集中率可能将影响债券市场以及商业和居民的融资成本和可供量。

本章分为三节。第一节讨论了去年以来金融部门的情况。第二节重点关注商业模式的结构性变化。第三节探讨了机构近期面临的挑战，如遗留损失以及应对金融周期转向等。

### 趋势概览

总体来说，金融部门在应对危机以及适应经济和监管新环境方面取得了重大进展。银行以比计划更快的速度在增强资本，同时其投资组合也在改善。但一些国家仍存在资产质量和收益持续的问题。保险部门的情况与之类似，保费总体呈稳定增长态势，但经济体间的权益回报率十分不均衡。

### 银行

银行的主要趋势包括增强资本头寸以及降低风险加权资产（RWA）。银行部门在通过留存收益来重建资本基础方面取得重大进展，同时盈利情况也在进一步

## 银行普通股 (CET1) 相较于风险加权资产有所上升

《巴塞尔协议 III》逐步实施要求, 百分比

表6.1

	2009年	2011年		2012年		2013年
	12月31日	6月30日	12月31日	6月30日	12月31日	6月30日
大型国际活跃银行	5.7	7.1	7.7	8.5	9.2	9.5
其他银行	7.8	8.8	8.7	8.8	9.4	9.5

资料来源: 巴塞尔银行监管委员会。

恢复。但这一进展并不均衡, 部分 (尤其是欧洲) 银行仍面临压力。减少 RWA 有时直接反映为资产负债表收缩, 但有时也反映为资产的平均风险权重下降。考虑到银行过去对风险报告过度乐观的记录, 后一种情况将带来对隐性脆弱性的担忧。

### 资本充足率

全世界的银行都在不断强化资本充足率要求。因此, 整个银行部门的资本充足情况已经超过了《巴塞尔协议 III》分阶段的要求 (见专栏 6.A)。2013 年中期, 大型国际活跃银行将其平均普通股一级资本 (CET1) 占风险加权资产的比重从 8.5% 提高至 9.5% (表 6.1)。这一百分比轻松地超过了 2019 年达到 7% (CET1 加上留存缓冲) 的标准, 从而比规定时间提前了 6 年。从更小的层面上来看, 虽然处于 8.8% 的更高的基础水平上, 更多的区域性银行也达到了同样的平均资本充足率。重要地, 这一比率反映出对合格资本进行重新定义十分紧迫, 合格资本将分阶段引入并于 2022 年全面实施。

进展相对较慢的银行在补充资本金方面也取得了较大成效。2013 年中期, 资本金短缺 852 亿元, 较 2013 年初下降了 596 亿元。这主要源于大型国际活跃银行几乎缩减了一半的资本金短缺。相反地, 较小型银行的资本金短缺额还略有上升, 但仍不足以抵销大型银行的缩减额。2013 年, 两类银行的年度利润额总计 4820 亿元 (税后及分配前), 是资本金短缺额的四倍。

银行增加资本金成为落实监管指标的主要动力。图 6.1 (左图) 使用公开金融数据, 显示了普通股占风险加权资产的比率。合格资本金的增长 (左图黄色部分) 贡献度最大, 尤其是对新兴市场经济体 (EMEs) 以及系统重要性机构 (图中未显示) 而言。

留存收益在提供资本金方面发挥了重要作用 (图 6.1, 右图)。总体来说, 银行资本金占 RWA 的比率从 2009 年至 2013 年增加了 4.1%, 其中留存收益上涨了 2.8%。相应地, 作为红利分配的收益下降了 13 个百分点至 33%, 其中发达经济体的银行下降了大约 12 个百分点。美国银行红利支出率的下降与国有企业的行为形成对比, 而这些国企是抵押贷款的主要承销商。在政府的控制下, 这些机构向美国财政部上缴利润以保持较小的所有者权益。

考虑到稳定的利润收入对银行补充资本金作出的巨大贡献, 它们在不久的将来也将成为银行部门增强稳健性的核心资源。平均来看, 盈利情况至危机低点以

## 监管改革——新要素及实施

专栏6.A

为降低交易成本，新资本标准的实施将分阶段完成（表6.A）。总资本占风险加权资产（RWA）8%的最低要求已经正式生效，但普通股一级资本（CET1）和一级资本等更高质量的资本将于2015年达到新的更高标准。针对全球系统性重要银行（G-SIBs）的新资本留存缓冲和额外资本要求，即CET1占RWA的比率，将于2019年全面实施。

《巴塞尔协议III》分阶段实施要求<sup>1</sup>

表6.A

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
CET1/RWA						
最低要求	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
附加缓冲:						
资本留存			0.625	1.25	1.875	2.5
G-SIBs <sup>2</sup>			0.625	1.25	1.875	2.5
一级资本						
最低要求						
(占RWA的比率)	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
杠杆率						
(敞口测量)	观察	披露			转为第一支柱	

1. 机构全力落实《巴塞尔协议III》关于资本充足率等标准。关于合格资本金的定义将于2022年全面生效。 2. 指最高缓冲要求。

去年，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）取得了两项后危机监管改革进程的进展。一项进展是最低流动性标准。流动性覆盖率（LCR）已于2013年1月发布，同时高质量流动资产（HQLA）的定义也于一年后完成。新定义为中央银行实施承诺流动性便利（CLFs）提供更大空间。各经济体可根据一定条件和限制来使用这些工具。这些限制是为了防止在正常时期使用CLFs并鼓励银行依靠自身力量来应对流动性冲击，但在HQLA短缺的时期则可以使用。

另一项重要进展，即关于《巴塞尔协议III》杠杆率分母项的定义已于2014年1月完成。杠杆率是指资本占银行总敞口的比率，是对基于风险的资本金要求的补充。敞口测量法取得了两项进步。一是普遍。它消除了不同会计方法核算包括衍生品在内的表外敞口的差异。它的定义采用了可在各经济体之间进行比较的监管实践。二是全面。它确保可全面掌握表内、表外的杠杆情况。它比一些经济体已经实施的杠杆率要求更为严格。有早期数据表明，敞口测量法比总资产度量法严格15%~20%。银行将于2015年开始披露杠杆率，并于2018年进行最后一次校准后将其纳入第一支柱要求。

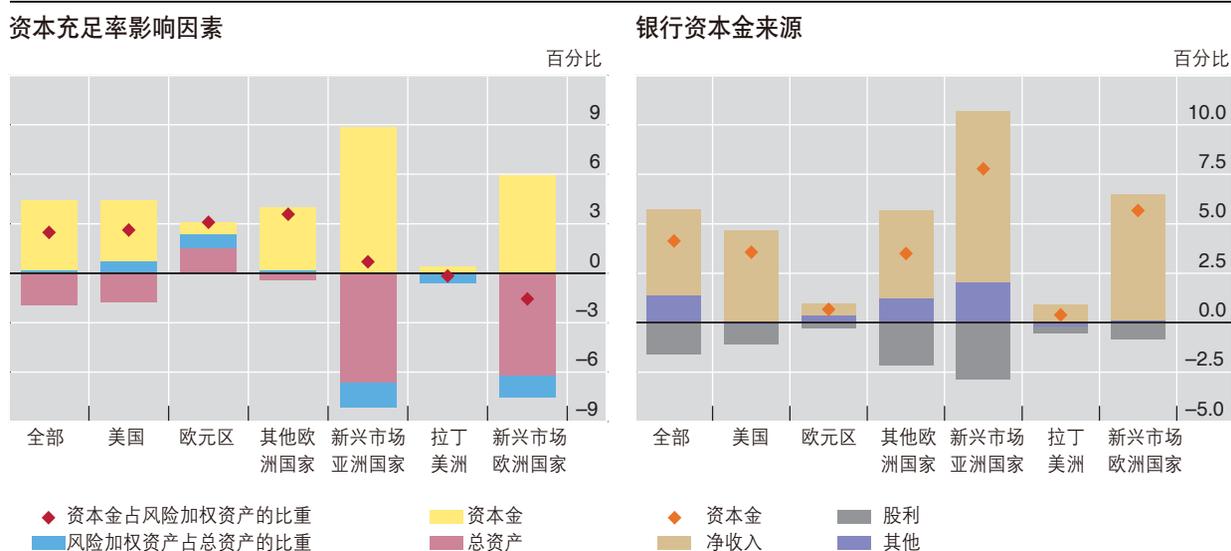
来有所反弹，但各国之间的恢复情况并不均衡（表6.2）。

在欧元区外，去年银行税前利润有所提高但仍低于危机前的平均水平。利差不如往年的贡献力度大。全球利差仍较平缓，甚至在美国等国家出现了下降。相反地，较低的信用成本成为主要推动因素。大多数国家的贷款损失拨备有所降低，

## 资本积累拉升了银行的监管比率<sup>1</sup>

2009年底至2013年底期间的变动情况

图6.1



1. 左图显示了普通股资本金占风险加权资产比率的变动情况。右图显示了普通股资本的百分比变动情况。总体变动情况由菱形图标显示。特定组成部分的贡献度由其图形高度显示。负贡献表明该组成部分具有扣减效应。所有数据均使用2013年底的总资产作为权重进行加权平均。

资料来源：B Cohen和M Scatigna《银行与资本要求：调整渠道》，国际清算银行工作报告，443页，2014年3月；Bankscope；Bloomberg。

反映出经济复苏以及对损失有了进一步认识。

但欧元区的情况则大相径庭。收益状况依然堪忧，主权债继续影响资产质量，停滞的经济又反过来挤压税收。银行正致力于赶在下半年欧央行实施资产质量评估之前，通过提高冲销比率来修复破损的资产负债表。

近来，中国的银行业开始显现出利用留存收益作为缓冲来应对损失的优势。随着中国经济增速放缓，借款人开始面临财务压力同时不良贷款激增。但中国前五大银行得益于其储备，能够在2013年实施信用损失吸收额翻番并保持较高的收益和资本充足率。

投资银行业务带来了混合性的结果。并购、兼并咨询业务以及证券承销收入有所增加，同时公司债发行量也有所上升。相反地，固定收益产品和大宗商品的二级市场交易量下滑，从而导致相关收益减少。同时，随着监管当局加大力度，导致许多大型资本市场参与机构收缩了其交易业务。法律风险也是因素之一。近年来，当局加强了对市场基准的操纵检查并处以大额罚款。

### 风险加权资产

银行提升资本充足率的第二个原因是分母项，即风险加权资产的减少（图6.1，左图）。这可能反映为总资产（图6.1红色部分）的收缩或RWA占总资产的比率（图6.1中蓝色部分）下降。大部分银行增加规模的同时会降低其资产组合的平均风险权重。在发达经济体中，银行资本充足率上涨了3%，其中0.7%源自RWA

## 主要银行盈利情况

占总资产的百分比<sup>1</sup>

表6.2

国家 <sup>2</sup>	税前利润			净息差			贷款损失拨备			运营成本 <sup>3</sup>		
	2000- 2007年	2008- 2012年	2013年	2000- 2007年	2008- 2012年	2013年	2000- 2007年	2008- 2012年	2013年	2000- 2007年	2008- 2012年	2013年
澳大利亚 (4)	1.58	1.09	1.28	1.96	1.81	1.79	0.19	0.30	0.17	1.99	1.20	1.11
加拿大 (6)	1.03	0.85	1.06	1.74	1.58	1.65	0.24	0.25	0.17	2.73	1.85	1.78
法国 (4)	0.66	0.27	0.32	0.81	0.95	0.92	0.13	0.24	0.21	1.60	1.09	1.16
德国 (4)	0.26	0.06	0.10	0.68	0.81	0.99	0.18	0.16	0.18	1.38	1.15	1.55
意大利 (3)	0.83	-0.04	-1.22	1.69	1.82	1.58	0.40	0.67	1.43	2.27	1.79	1.84
日本 (5)	0.21	0.40	0.68	1.03	0.89	0.77	0.56	0.19	0.02	0.994	0.73 <sup>4</sup>	0.60 <sup>4</sup>
西班牙 (3)	1.29	0.77	0.50	2.04	2.32	2.32	0.37	0.94	0.96	2.29	1.61	1.75
瑞典 (4)	0.92	0.58	0.77	1.25	0.93	0.98	0.05	0.16	0.08	1.34	0.87	0.84
瑞士 (3)	0.52	-0.03	0.36	0.64	0.54	0.61	0.05	0.05	0.01	2.39	1.86	1.90
英国 (6)	1.09	0.19	0.23	1.75	1.12	1.12	0.31	0.54	0.36	2.02	1.27	1.55
美国 (9)	1.74	0.53	1.24	2.71	2.49	2.32	0.45	1.06	0.21	3.58	3.01	3.03
巴西 (3)	2.23	1.58	1.62	6.56	4.71	3.55	1.24	1.43	1.07	6.21	3.69	3.28
中国 (4) <sup>5</sup>	1.62	1.61	1.86	2.74	2.34	2.38	0.31	0.29	0.25	1.12	1.02	1.01
印度 (3) <sup>6</sup>	1.26	1.37	1.41	2.67	2.46	2.82	0.88	0.50	0.57	2.48	2.47	2.36
俄罗斯 (3)	3.03	1.64	2.04	4.86	4.56	4.15	0.87	1.59	0.80	4.95	2.73	2.68

1. 多年期价值采用简单平均法。2. 括号内的数字包括2013年的银行数。3. 人员及其他运营成本。4. 不包括人员成本。5. 2007年开始的数据。6. 2002年开始的数据。

资料来源: 银行概览; BIS计算。

占总资产的比率下降。欧元区银行情况不太相同, 其收缩的资产负债表仍然有助于提高资本充足率。

事实上, 银行投资组合的平均风险权重自 2007 年以来开始下降。尽管存在大萧条和经济复苏缓慢等情况, 2013 年 RWA 占总资产的比率比六年前低了 20%。市场评论表明不仅是资产风险真正下降了, 同时重新设计了风险模型, 通过低估风险并高估资产价值的方法来降低风险要求。这也许是银行一直根据权益的账面价值来折价交易股份的原因之一。各个银行对相似资产的风险权重差异较大的情况更加重了担忧。

市场观察家与监管研究部门指出, 考虑到潜在风险敞口难以证实公布的 RWA 的离散情况。更复杂头寸的分散情况更严重。银行贷款和交易的投资组合都受到监管实践与银行决策的影响。<sup>1</sup> 这种情况反映出巴塞尔框架允许的自主判断权的结合, 但有时也会背离监管框架, 例如在实施资本金要求以及使用标准化 (非模型基础) 方法计算主权债信用敞口 (专栏 6.B) 时。由于 RWA 的分散情况, 内部风险估计模型以短期数据为基础并在交易头寸估值时差异较大。上述操作实

1. 参见巴塞尔银行监管委员会《监管一致性评估规划——关于交易账户市场风险的风险加权资产的第二次报告》, 2013 年 12 月。巴塞尔银行监管委员会《监管一致性评估规划——关于银行账户信用风险的风险加权资产的分析》, 2013 年 7 月。

## 关于银行主权敞口的监管要求

风险敏感性是资本框架的核心。《巴塞尔协议II》和《巴塞尔协议III》规定了与所有敞口的信用风险相对应的最低资本要求。这一风险敏感性同样适用于主权敞口。

与国际活跃银行最相关的标准是内部评级法 (IRB)。<sup>①</sup> 它要求对风险进行区别对待并要求银行使用单点评级法来评估每个主权债的信用风险。巴塞尔框架的前提是银行在整个集团内部及所有资产类别中使用 IRB。但它同意各国监管当局促使银行在整个银行业集团内逐步引入 IRB 以保证有一定的敞口在以外部评级为基础的标准化方法 (SA) 中是未定义的, 但前提是敞口的规模和风险可控。

作为一项规则, SA 规定了除最高质量信用 (从 AAA 级至 AA 级) 以外的其他所有风险的权重。例如, 它为 A 级和 B 级借款人分别规定了 20% 和 100% 的权重。但各国监管机构可行使自由裁量权并对以本国货币进行融资的主权敞口设置较低的风险权重。因此, 包括全球系统性重要银行在内的大型国际银行对这类敞口的风险权重差异巨大。事实上, 银行间对主权风险权重的差异正是整体风险加权资产差异的重要驱动力。

一般情况下, 个别银行风险评估的数据仅监管机构可得。一个值得注意的例外是欧洲银行管理局欢迎大型欧洲银行主动披露不同资产类别的风险权重和总敞口。该资料显示了广泛的实践信息以及为母国主权分配较低权重的总体趋势。

总体而言, 银行对其持有的一半以上的主权债务设置零风险权重。尤其是对涵盖大部分银行主权风险的 SA 项下的投资组合以及部分 IRB 项下的投资组合。有趣的是, 使用更宽容的 SA 的趋势并银行资本化关联不大, 但却与借款人的风险感知程度增大相关。特别地, 欧元区外围主权敞口往往使用 SA, 从而获得零风险权重。这尤其适用于主权敞口超过其资本 10% 的银行。

较之其他国家的银行, 本国的银行给自己的主权敞口设置低的风险权重。葡萄牙、西班牙和爱尔兰银行的“本土偏好”尤为突出, 法国、英国和奥地利银行也存在。

<sup>①</sup>如需进一步讨论, 请参阅《巴塞尔资本框架对主权风险的规定》, 国际清算银行季度报告, 2013 年 12 月, 10-11 页。

践的差异表明风险评估以及监管标准等均存在不一致性。

应采取哪些政策措施来改进 RWA 的可信度与可比较性呢 (见去年年报第五章)? 内部评级法 (IRB) 应仍是监管框架的支柱之一。它为银行内部决策提供了重要的联系并为银行间风险评估多样化提供了可能。我们应强化潜在风险的客观测量并改进监管防护。一方面, 引入杠杆率可避免对风险评估过于乐观并对银行的偿付能力提供了一个有用的考量指标。另一方面, 关于 RWA 的研究表明了利用严格监管来提高跨境一致性的重要性。此外, 限制模型假设和加强假设披露等措施也有助于增强 RWA 的可比较性。这些措施应优先于推进单一风险权重等单一监管模型, 因单一监管模型会导致羊群效应和风险集中。

### 保险部门

保险公司与银行一样正从危机中恢复。危机重创了保险公司的核心业务, 造成其投资贬值以及保费增长放缓。信贷衍生工具的承销商也遭受了损失。寿险和

## 保险部门的盈利能力

占总资产的百分比

表6.3

	非寿险						寿险					
	保费增长			投资回报			保费增长			投资回报		
	2008年	2010年	2013年	2008年	2010年	2013年	2008年	2010年	2013年	2008年	2010年	2013年
澳大利亚	4.5	5.1	7.1	7.4	6.7	5.0	-11.1	2.4	12.1	...	...	...
法国	2.0	4.4	2.3	2.7	2.8	2.1	-8.5	5.0	-5.5 <sup>1</sup>	-1.1	7.4	5.1
德国	1.0	-3.4	3.9	4.0	3.3	2.9	1.0	7.1	1.0 <sup>1</sup>	1.3	4.6	5.4
日本	-4.1	-0.1	2.8	1.3	1.0	1.0	2.8	3.8	2.2	...	...	...
荷兰	8.4	4.5	1.3 <sup>1</sup>	4.0	3.4	2.9 <sup>1</sup>	-0.1	-11.5	-13.4 <sup>1</sup>	-2.0	0.7	6.5
英国	8.7	0.9	-2.0	6.2	3.7	3.1	-29.2	-4.7	5.2	...	...	...
美国	-0.6	-0.5	4.4	4.3	3.6	3.2	2.4	13.6	4.3	11.9	13.8	7.6

1. 2012年的数据。

资料来源：瑞士再保险、西格玛数据库和各国监管当局。

非寿险部门的保费增长与资本恢复有所不同，这也反映了公司的原始资产构成。

财产保险公司利用其充足的资本缓冲来应对危机对其资产价值的冲击。目前，保险公司使用近几年在大部分市场快速反弹的保费收入来补充缓冲资金（表6.3）。尽管受到自然灾害影响，承保盈利能力也在提高；承保盈利能力是用承保损失、支出和保单红利之和除以保费收入来计算。再保险部门也强化了其资本化与本金的替代来源。危机后出现的巨灾债券市场在2010年后开始恢复且其发行呈上升趋势。受到经济扩张的支持，新兴市场经济体的保费继续强劲增长，在保险产品渗透方面与成熟市场的巨大差距也在缩小。

寿险业务的复苏没有财险那么强劲。由于受到嵌入式产品担保损失以及利率下降带来的负债估值上升的影响，寿险公司在危机期间遭受了额外的打击。虽然保费收入正从危机期间的大幅下滑中复苏，但其增长仍低于给付及退保。

投资组合的低回报抵消了保费的增长。作为保险公司的核心资产，高质量债券的低回报仍拖累了投资收益。净资产收益率已从危机的低谷回升，但仍低于历史平均水平。放缓的经济增长前景以及其他资产的低回报使得保险公司开始寻求收益并刺激了对风险较高证券的需求（见第二章）。

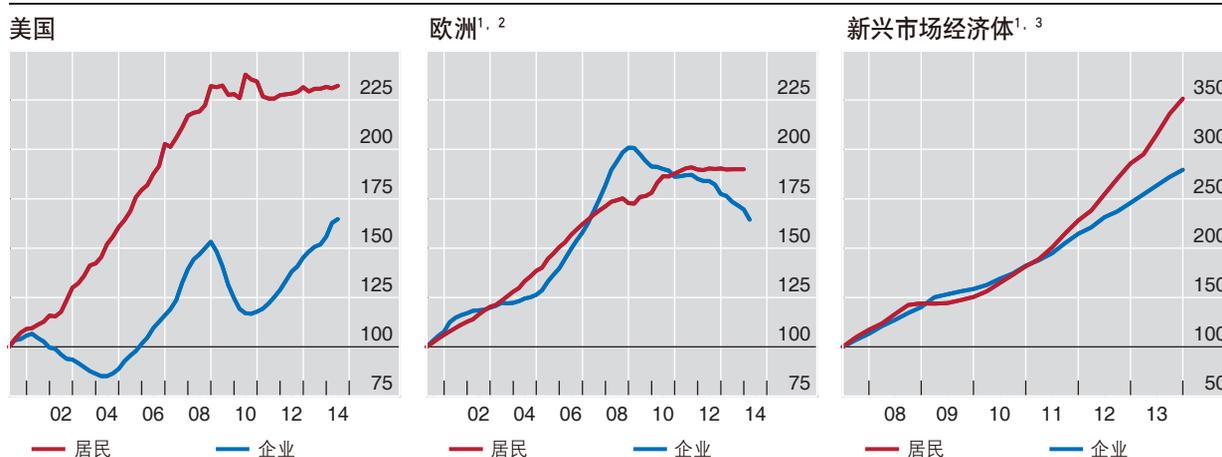
监管框架收紧了保险公司的资本金要求，并对长期资产和负债的估值设置了更严格的限制。这应该增加部门的稳健性。这也可能激发保险公司对企业债等固定收益证券的需求以获得稳定现金流。

展望未来，保险公司尤其是寿险公司将遇到利率风险。通过加剧资产和负债的期限错配，长期投资资产的有限供应量将放大这一风险。在这种情况下，衍生品可以提供一个很好的对冲并且保险公司将从旨在降低交易对手方风险的场外市场基础设施改革中获益。但是，利率风险也来自于担保及具有投资功能的寿险产品的其他方面。这种风险是复杂的，更难以预料和难以对冲。在此情况下，资本缓冲是一个更好的防线。

## 银行信贷的不同趋势

初始时期=100，名义价值

图6.2



1. 基于2005年GDP和购买力平价汇率的加权平均。2. 欧元区和英国。3. 阿根廷、中国、中国香港、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、波兰和俄罗斯。

资料来源：Datastream; 各国数据；BIS计算。

## 银行与市场信贷

金融危机及其余波阻碍了银行中介金融的增长势头。在大多数受危机影响的发达经济体，银行向企业提供的信贷已经让位于以市场为基础的融资。随着市场化融资的注册速度加快，这两个来源在新兴市场经济体中都在增长。

危机之后，受影响最大的经济体的银行纷纷停止了信贷扩张以恢复其资产负债表（表6.2，左图和中图）。随后，这些银行尤其是欧洲的银行，减少了对企业的贷款，但维持对居民的贷款不变。过度负债居民的需求疲软以及经济复苏乏力部分解释了信贷增长停滞的原因。但供给方面的因素也发挥了作用。资产负债表疲弱的银行更不愿扩张其业务（图6.3，左图）。

相比之下，新兴市场的银行信贷一直在蓬勃发展（图6.2，右图）。居民信贷发展尤其强劲，反映出低利率以及资金从危机国家流出。

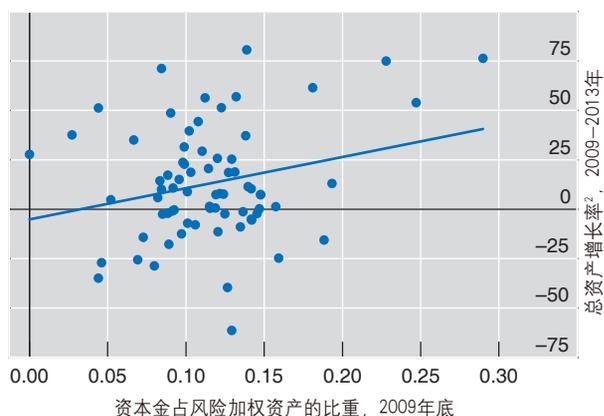
在发达和新兴市场经济体，越来越多的企业借款人开始进入债券市场。他们发现投资者跃跃欲试去寻求提供高回报的资产管理公司，而银行却无法提供这么高的回报。事实上，银行面临着比企业借款人更高的资金成本（图6.3，右图）。只要对银行健康状况的担忧持续，那么这种成本劣势可能会一直存在（见下面的讨论）。

投资者对高收益的追求也削弱了信贷标准。低信用质量工具的发行已经飙升（见第二章）。欧元区边缘国家的主权债和混合银行债务工具都属此类情况。

## 金融部门的结构化调整

这场危机已对全球金融中介产生了持久的影响。受到监管环境（专栏6.A）

资本金不足<sup>1</sup>



高昂融资成本



1. 样本选自16个发达经济体的71家银行。正向坐标关系与Cohen和Scatigna 2014年的回归分析相一致。2. 使用本国货币。

资料来源：B Cohen和M Scatigna 《银行与资本金要求：调整渠道》，国际清算银行工作报告，443期，2014年3月；美国美林银行；Bankscope数据库；国别数据；BIS计算。

改变和市场信号的影响，许多银行已精简其业务组合以确保盈利能力。与此同时，资产管理已经发展成为投资资金行业的一员。所有这一切重塑了国内和国际金融环境。

### 商业模式的变化

银行资产负债表的分析表明三种商业模式提供了大型银行全球样本的有用特征。<sup>2</sup> 两种银行的区别主要体现在银行的资金来源方面。使用“零售”模型的银行获得大量零售存款资金并主要从事普通中介业务，即发放贷款。“批发融资”银行也持有很大份额的贷款作为资产，但主要依赖于批发融资市场。最后，“交易”银行主要活跃于资本市场。贷款仅占其资产的一小部分，它们从事大量的交易和投资银行业务，资金主要来源于债务证券和同业拆借。

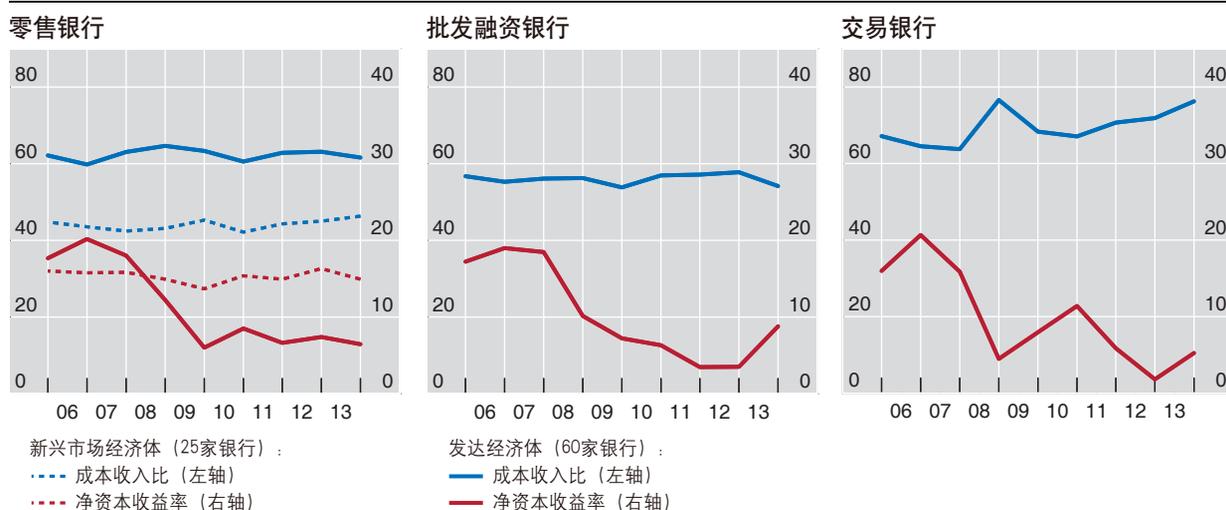
过去七年间，各商业模式的表明现效率差异显著（图6.4）。危机爆发后，净资产收益率（ROE）成为发达经济体银行商业模式的压力（红线）。尽管零售银行的净资产收益率自2009年后开始稳定，但交易和批发融资银行经历了剧烈波动。这一情况与资产回报率类似，这一替代指标对杠杆并不敏感。相较于行业其他机构而言，尽管交易银行的表现欠佳，但其高额的员工薪酬持续拉高了成本收入比率（蓝线）。对他们来说，注册在新兴市场经济体的银行主要采用零售模式并受危机影响较小，从而在更高成本效益的支持下获得了比发达经济银行更稳定的表现。

2. 参见 R Ayadi、E Arbak 和 W de Groen 《欧洲银行监管与商业模式能否成为一种范例？》，欧洲政策研究中心，2012年。书中对识别商业模式数量并将样本中的每家银行进行模式归类的方法进行了描述。

## 效率与收益稳定性紧密相关

百分比

图6.4



资料来源：Bankscope；国际清算银行估算。

危机后，许多银行根据商业模式的表现纷纷调整其战略（表 6.4）。样本研究发现，约 1/3 的机构（54 家机构中有 19 家）在 2007 年危机开始时采取的是批发融资或交易银行模式，但在 2012 年转为了零售模式。同时，较少银行（38 家银行中有 3 家）在危机后从零售模式转为了其他模式，从而证实了稳定收入和资金来源的相对吸引力。这与危机前的银行业趋势形成了鲜明对比。2005–2007 年，45 家银行中仅有 4 家转换到零售模式。与此同时，受到融资便利与高额交易利润趋动，在 2005 年采取零售模式的银行中有约 1/4 的银行（47 家中有 13 家）在 2007 年采取了另一种模式。

### 国际银行业的转化时期

与国际活跃银行的商业模式相关的另一个问题是其资金与融资的相对地理位置（图 6.5，左图）。图形的一端是德国和日本的银行，其国际头寸大多是跨境的且资金主要来源于母国。图形的另一端是西班牙、加拿大和澳大利亚的银行，其利用国外代表处获得资金，并在同一东道国内发放贷款。在这两个极端之间的是比利时和瑞士的银行，其资金来源地域分布多样且在伦敦、纽约、巴黎或加勒比海等国际金融中心拥有大额跨境头寸。

过去五年时间证明，在国外设立代表处的国际银行比开展跨境银行业务的银行更具稳健性。本地进行的中介业务占银行系统国外债权的份额与国外债权的增长之间呈显著正相关关系（图 6.5，右图）。作为一个例子，澳大利亚银行的国外债权由于受到其新西兰和亚洲新兴市场代表处的业务增加而增长显著。同样，由于其拉丁美洲业务运行良好，西班牙银行在欧洲银行普遍减少对外贷款以维持本国市场资本金的情况下却开始增加其国外债权。

相比较之下，由于流动性在危机期间十分紧缺，全球金融市场和跨境业务都

商业模式：传统银行模式再度盛行  
银行数<sup>1</sup>

表6.4

		2007年商业模式			总计
		零售	批发融资	交易	
2005年商业模式	零售	34	10	3	47
	批发融资	1	23	0	24
	交易	3	1	17	21
	总计	38	34	20	92
		2013年商业模式			总计
		零售	批发融资	交易	
2007年商业模式	零售	35	3	0	38
	批发融资	14	18	2	34
	交易	5	2	13	20
	总计	54	23	15	92

1. 斜体数字表明该数量的银行在起始阶段采取行标所示的商业模式，后来转向列标所示的商业模式。基于发达经济体和新兴经济体的92家银行。

资料来源：Bank scope; BIS计算。

面临巨大压力。从那时起，跨境银行贷款开始收缩并带动了瑞士和德国银行的对外债权在过去五年不断下滑。在此背景下，一个例外的情况是，日本银行针对美国和亚洲新兴经济体居民的跨境债权却大幅增加。

### 资产管理部门的崛起

随着银行重组其业务线并从部分资本市场业务中退出，以市场为基础的金融中介机构开始崛起。资产管理行业的发展是一个很好的例子。因为资产管理公司负责大型证券投资组合的投资活动，它们可以对市场运作、资产价格，最终对政府、企业和居民的融资成本产生重大影响。

资产管理公司代表最终投资者来管理证券投资组合。它们同时拥有零售和批发客户。它们管理居民储蓄、小企业的现金盈余以及机构投资者的大额资金，如企业和公共养老基金、保险公司、企业国债和主权财富基金。

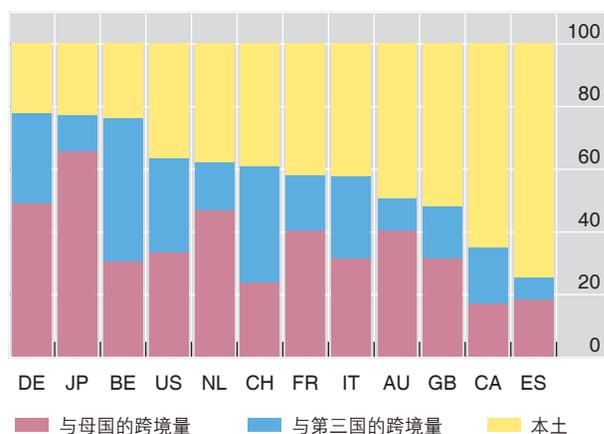
对产品设计和特性等方面的安排将与客户资金的投资目标相一致。例如，开放式和封闭式共同基金将单个投资者的资金汇集起来进行集中管理。相比较之下，企业和公共部门养老基金可以委托资产管理公司利用独立账户并根据客户需求来管理资金。在大多数情况下，资产管理公司在管理这些资金时不会让自己的资产负债表受到损失。相反，它们通过提供证券选择、交易执行和时机以及投资组合管理等方面的规模经济和范围经济来收取一定的费用。但也有例外。如对冲基金在进行投资组合管理时具有高风险偏好并涉及大量杠杆。对冲基金经理自己也进行投资并根据业绩来获取回报。同样地，隐藏的杠杆与货币市场基金资本留存的

## 国际银行业：中介业务的地理分布

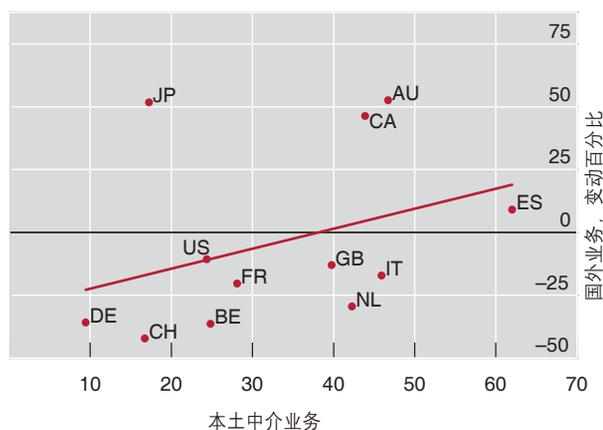
百分比

图6.5

根据登记地统计的国外资产<sup>1</sup>



本土中介业务提升了稳健性<sup>2</sup>



AU=澳大利亚；BG=比利时；CA=加拿大；CH=瑞士；DE=德国；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；IT=意大利；JP=日本；NL=荷兰；US=美国。

1. 在2013年第四季度末，与母国的跨境量等于贷款银行母国代表处的跨境头寸加上与母国居民相对应的估算跨境融资正向净头寸。2. 本土中介业务量等于银行当地部门所登记的所有当地债权（负债）。国外业务量的定义是所有国外债权和债务的总和。右图点状国外业务量分布图的时期是第0季度（指2008年第二季度至2009年第二季度之间国外业务量最大的季度）与2013年第四季度之间。

资料来源：国际清算银行合并银行统计；国际清算银行国别银行统计。

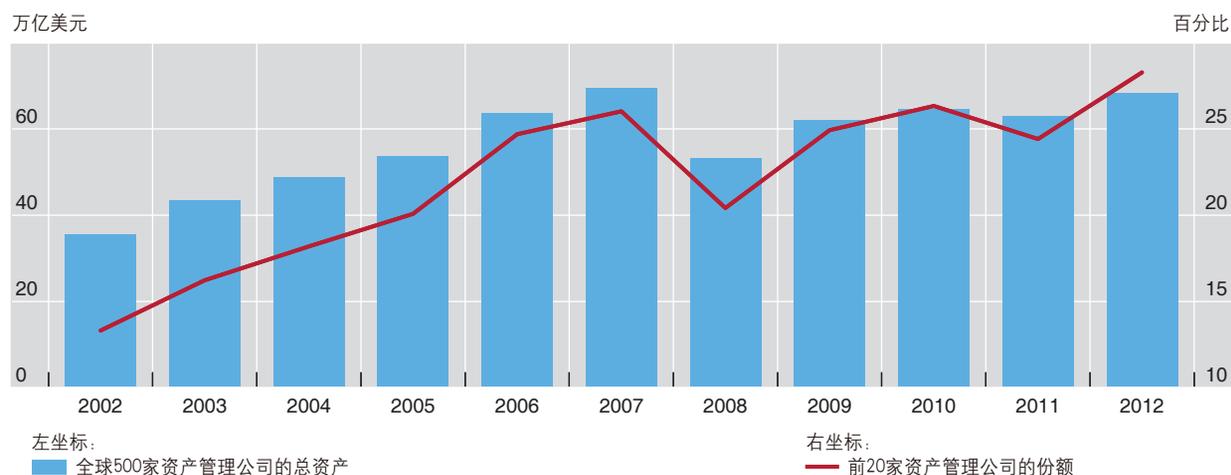
隐性担保相关。负责这些资金的资产管理公司可能会觉得有必要弥补恶劣投资组合表现的不足。通过伞式组织管理的独立基金的显性或隐性支持也可能使资产管理公司的资产负债表面临风险。

资产管理部門在过去几年时间里获得长足发展。资产管理公司投资组合与产品的多样性使得统计测量日益复杂，估计它们管理的总资产高达几十万亿美元（图6.6）。尽管总投资组合的规模在危机期间有所下降，但其主要是源于估值下跌而不是客户流失，资产管理公司在2012年管理的资金大约是十年前的两倍多。

该部门的增长伴随着最大玩家市场份额的增加。顶级资产管理公司管理着1/4以上的总资产(图6.6,红线)。顶层的集中情况更为明显,少数公司主导着排名。许多顶级资产管理公司隶属于并(或)在大型系统性重要金融机构的保护伞下运作。

资产管理行业的发展对金融稳定带来了机遇和挑战。一方面，加强以市场为基础的金融中介可以为企业和居民使用银行融资提供一个补充渠道（见专栏6.C的例子）。事实上，资产管理公司投资组合的增长反映出实体经济融资远离银行走向市场的再平衡。另一方面，融资渠道多样化可在一定程度上弥补供给困难。这就是说，影响资产管理公司决策的激励和目标的关系也可对市场和实体经济融资成本造成不利影响。短期业绩用于考评投资组合经理，并且其收入与客户资金流量的波动挂钩。这些安排会加剧资产价格的顺周期性，在繁荣时期会助长发展势头，在困难时期会导致突然撤回资产。

该部门进一步集中化将强化这一效应。负责大型资产组合的单个企业可能会



资料来源: Towers Watson; 国际清算银行计算。

对市场形成不成比例的影响力。这一现象经常表现在同一个组织内的不同经理之间分享研究与投资思路的时候，并受到自上而下的风险评估。市场多样性的减少削弱了系统的压力处理能力。集中产生的另一个问题是，大型资产管理公司的经营或法律问题可能会产生不成比例的系统性影响。

### 银行到底有多强？

银行仍需要采取措施来增强其稳健性并确保其业务模式长期可持续。为了恢复市场信心，许多受危机影响国家的机构必须通过清理损失和调整资本结构来修复其资产负债表。这将降低它们的融资成本并加强其中介传导能力。与此同时，在近期金融繁荣的国家经营业务或拥有敞口的银行应避免过度扩张并确保它们有足够的损失吸收能力来应对财务周期逆转（见第四章）。

### 危机后的银行恢复

直接受到危机影响的银行还未完全恢复。尽管它们的资本状况有所改善（见上文），但分析师和市场仍持怀疑态度。悲观看法影响银行的独立评级和整体评级。其中，独立评级主要依赖于内部财务实力与母公司或主权国家的显性和隐性担保。对某些银行的权益估值和银行债务的市场利差方面也存在怀疑。

2014年4月，大西洋两岸的银行中有几家银行的评级低于其危机前的水平（图6.7，左图和中图，绿色部分）。危机暴露了这些银行2007年的评级过于乐观，从而引发了一波大幅度下调。主要评级机构对银行内部状况评估甚至在2010年之后仍在恶化，只在近期显示出微小的改善迹象。

低水平并不断恶化的评级可能会破坏银行业信心。首先，它们对银行经济实

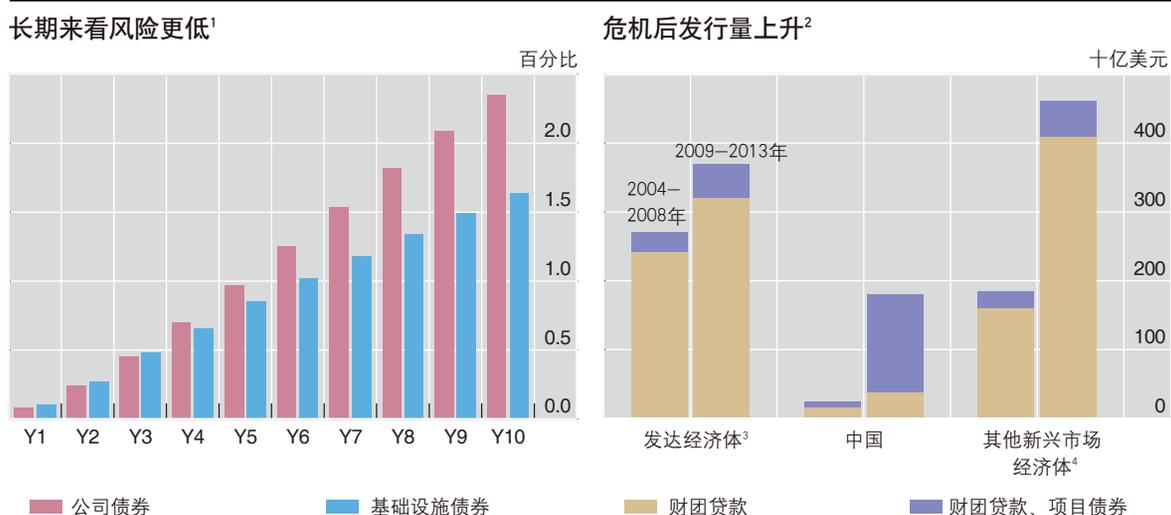
基础设施投资如果得到适当的定位与设计，可以提高经济潜在增长率。新兴市场和发达经济体需要创建或升级重要的交通和能源基础设施。在许多国家，捉襟见肘的财政状况为公共部门资金设定了明确限制，并鼓励私人部门投资这些项目。释放这一潜力需要增强项目的设计和操作能力以及融资工具多样性。

私营部门融资的一个主要障碍是项目渠道的不确定性。项目对于私人投资者的适宜性往往取决于控制风险和现金流的法律合约的设计。结构不良的合同可能会导致成本超支，甚至失败。政治风险也赫然耸现。举例来说，政治动机相对于基础设施运营商收取费用的变化也极大地增加了这种风险。如果可能投资于精心策划的项目并不受注销或重大修改，私人金融家将在长时间的筹备和建设时期内承担建设的固定成本。否则，不太复杂的资产类别将被优先考虑。

吸引长期投资组合的投资者的另一个因素是融资工具更加多样化。例如，基础设施债券对养老基金和保险公司具有潜在吸引力。在基础设施项目的较长周期内，这些债券的信用风险比可比较的公司债券降低速度更快（图 6.C，左图）。<sup>①</sup> 在违约的情况下，债券也往往表现出更高的评级稳定性和较高的回报率。基础设施基金等专门的投资工具能通过提供不同行业和国家的项目来吸引投资者。然而，银行贷款仍然是基础设施债务融资的主要形式（图 6.C，右图）。尽管贷款在项目建设和运营初期有一些优势，但债券的使用范围更广，可用于成熟项目或现有基础设施的私有化。在新兴市场经济体中，它们的发行与在岸本地货币市场的发展密切相关。<sup>②</sup>

基础设施金融：违约、发行量与构成

图6.C



1. 投资级债券的累计违约率。2. 2004-2008年、2009-2013年总发行量。本币发行额根据发行当日汇率转换为美元。3. 澳大利亚、加拿大、西欧、日本和美国。4. 其他新兴市场经济体：非洲、不包括中国在内的亚洲国家、中东欧、中东和拉丁美洲。

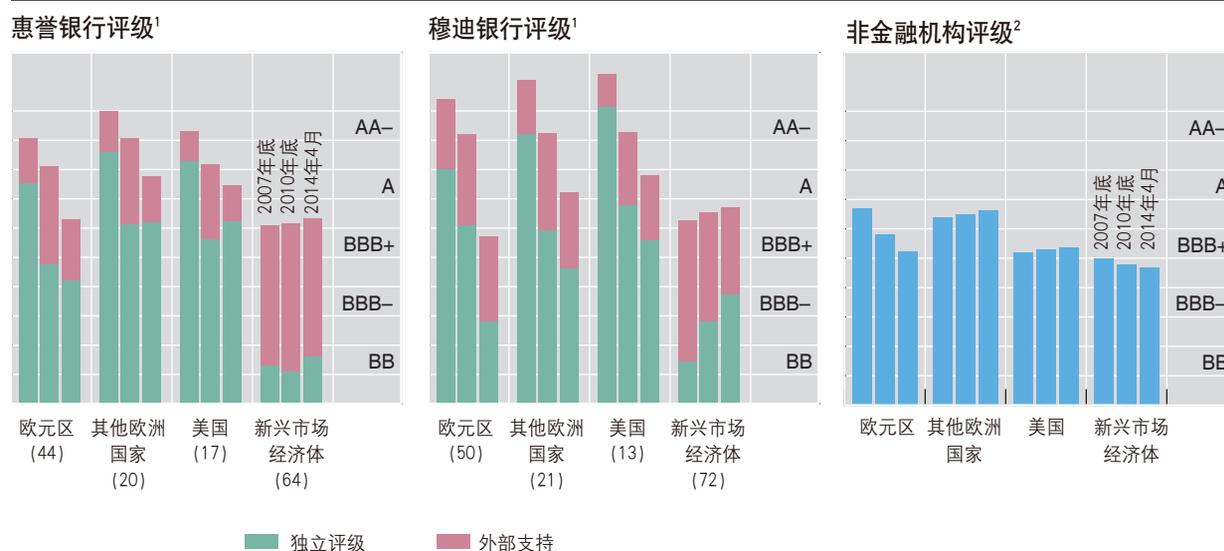
资料来源：穆迪投资者服务《基础设施违约和恢复率：1983年至2012年上半年》，特别评论，2012年12月18日；Bloomberg；Dealogic；BIS计算。

①因此，长期基础设施债务不一定比其短期对手方的风险更高。参考 M Sorge 《项目融资信用风险的本质》，国际清算银行季度报告，2004年12月，91-101页。如需详细资料，②见 T Ehlers、F Packer 和 E Remolona 《亚洲基础设施和公司债券市场》，资金流动和基础设施融资，澳大利亚储备银行年会报告，2014年3月。

## 银行评级仍然低迷

资产加权平均

图6.7



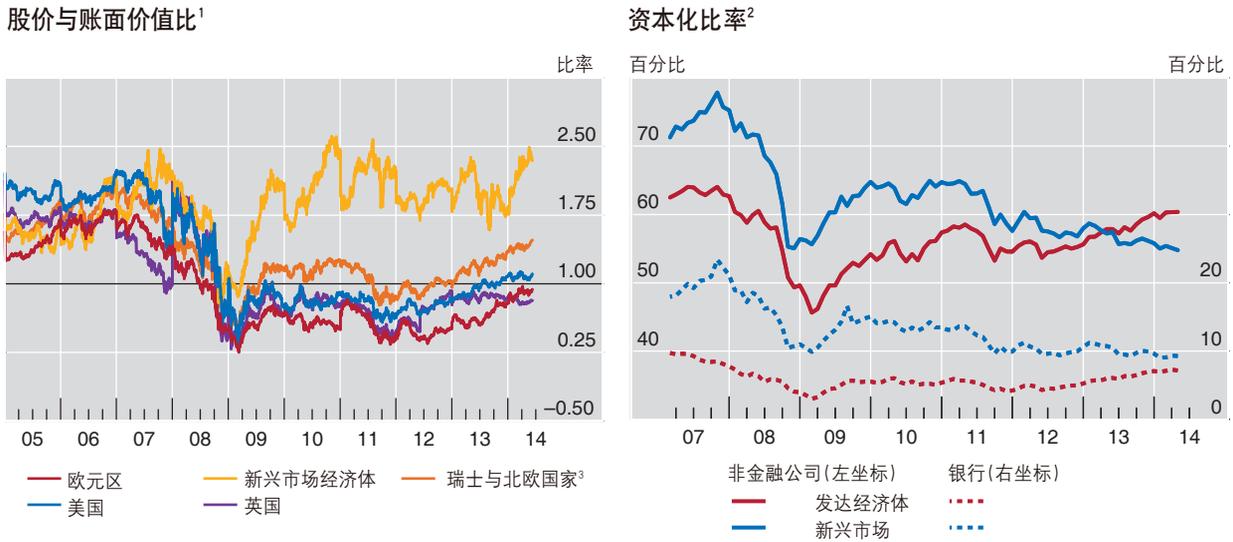
1. 括号内的银行数量。2. 来自穆迪。  
资料来源: 惠誉; 穆迪; 国际清算银行计算。

力已经得以提升的自评结果形成了质疑。它们还表明银行应更多地依赖外部支持来提升自身信誉。但面对本国的经济问题或试图降低纳税人承担的金融部门风险, 主权国家更没能力或更不愿意提供这样的支持。因此, 银行的综合评级与独立评级逐步恶化 (图 6.7, 左图和中图, 绿色和红色部分)。

信贷和权益市场以价格为基础的指标也显示出怀疑态度, 尤其是对欧元区和英国的银行。考虑到非金融部门的信用评级 (图 6.7, 右图), 这种怀疑导致银行的融资成本与其潜在客户的市场融资成本产生正向分离 (图 6.3, 右图)。再加上银行间市场与回购市场的缓慢复苏, 这也削弱了银行的成本优势, 从而使它们失去以市场为基础的中介地位。同样地, 欧元区和英国银行的股价与账面价值比率都持续低于 1, 而相比之下, 那些美国银行似乎已经恢复了市场信心 (图 6.8, 左图)。

尽管银行在危机后努力补充资本金, 但市场对某些银行的资产负债表质量仍存疑虑。更多新鲜资本金有助于从绝对值和相对负值的账面价值上提升银行市值 (图 6.8, 右图, 红线)。然而, 遗留资产未确认的亏损严重影响了资本吸收未来损失的能力。未确认亏损将资源引向维持陷入困境的借款人运转并使其远离新项目, 从而扭曲了银行的激励机制。随着这些损失逐渐浮出水面, 它们还将提高银行的不良贷款率 (NPL)。欧元区边缘国家的不良贷款率在危机高峰过去的六年后继续上升 (图 6.9, 左图), 同时新增贷款依然疲软。同时, 欧洲主要银行的不良贷款率仍居高不下且 2008 年后仍在不断增加 (图 6.9, 右图)。

美国不良贷款率的情况不尽相同。2009 年以后, 该国银行业的不良贷款比率不断下降, 至 2013 年底跌至 4% 以下。再加上强劲资产增长, 这表现该部门在危机后有了长足进步。来自抵押借款人的持续压力使得 2013 年两家最大的政府资助企业的不良贷款率高于 7% 的水平。



1. 基于200家大型银行。总量的计算方法是该地区内机构的市场资本化问题除以相应的权益账面价值总额。 2. 区域内市场资本化额除以区域内市场资本化与区域内负债账面价值之和。过去三个月的平均。基于穆迪KMV样本企业。3. 北欧国家包括丹麦、挪威和瑞典。  
资料来源：Datastream；穆迪；BIS计算。

修复资产负债表是欧元区的一项重要政策挑战。长时间的超低利率使得问题更加复杂。低利率支持的大范围息差使得表现欠佳的银行获得了喘息机会。然而，低利率也降低了成本并鼓励继续保留资不抵债的借款人以推迟确认损失。日本 20 世纪 90 年代的经验表明，长期容忍这种现象存在不仅会直接损害银行业，同时也会拖累信贷供给并导致其分配不公（见第三章）。这强调了欧央行资产质量审查的重要性，其目的是加快修复资产负债表并形成可信的压力测试。

压力测试的目标是恢复和巩固银行业的市场信心。但是说到底，它是银行评估自身风险以及用于持续支撑这种信心的能力。因此，应采取政策措施来促进透明度、稳健性、国际风险评估系统一致性并加强披露。

### 金融繁荣后期的银行

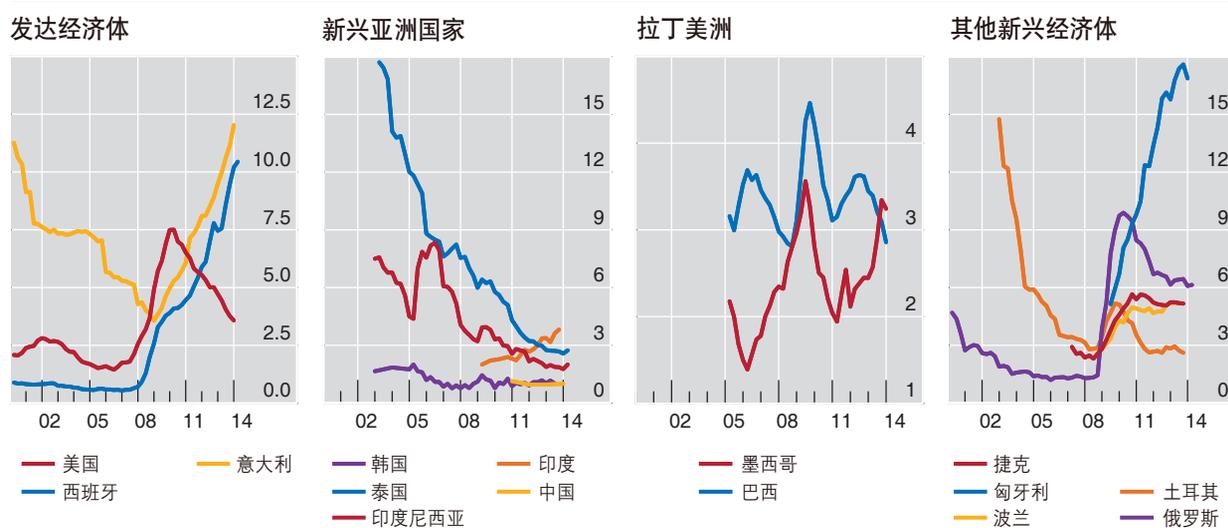
在近期金融繁荣的国家中，银行可能会比表象更脆弱。这种担忧主要集中在良性信用前景和较强盈利能力已受到不稳定杠杆扩张影响的新兴市场经济体中拥有敞口的银行。类似的担忧还表现在瑞士和北欧国家等某些发达经济体的银行业务上，它们的估值优势（图 6.8，左图）反映出快速的信贷增长和楼市泡沫（见第四章）。

几个指标传递出关于新兴市场经济体银行的乐观消息。首先，新兴亚洲和拉丁美洲银行的不良贷款率保持在低位且在不断下降，在 2013 年底处于 3% 左右或更低（图 6.9，第二个图和第三个图）。在此背景下，印度银行的不良贷款率上升是一个例外。此外，惠誉和穆迪给予大型新兴市场经济体银行的评级仍然稳定，甚至总体上有所改善（图 6.7）。相应的价格与账面价值比一直很高，过去五年中

## 不良贷款的不同表现

占总资产的百分比

图6.9



一直保持在 2% 左右的水平（图 6.8，左图）。

这就是说，这些指标未能在过去起到提示漏洞的作用。由于它们的事后性质，发达经济体的不良贷款比率在 2008 年前并未上升，但危机已经展开（图 6.9，左图）。同样，危机前的信用评级和市场估值并没有对即将到来的财务危机发出警告。

相比之下，信贷扩张和资产价格通胀速度等可靠的早期预警指标都已对很多新兴市场经济体亮起了红灯（见第四章）。这些警告也呼应了资本比率，它等于权益市场价值除以负债的账面价值（图 6.8，右图，蓝线）。在以杠杆为基础的资产负债表增长的背后，新兴市场经济体的银行和非金融企业的这些比率总体上稳步下降。因此，任何一件将引发投资者怀疑的事情都将从低起点上抑制资本化率，并可能危及金融稳定。新兴市场经济体非金融企业部门是一个重要组成部分，不仅是由于信用风险的主要来源，而且也因为它最近已进入中介链（见第四章）。

随着越来越多的投资者开始怀疑，中国银行的市净率已经从那些新兴市场经济体中分离出来，并在过去五年时间里不断下降。受监管银行与影子银行之间的显性和隐性的联系促进了这种怀疑。国家数据显示，向私人非金融企业提供的非银行信贷在 2008 年中期至 2013 年底期间增长了七倍，从而使其占全球总信贷的份额从 10% 增加至 25%。随着信贷快速增长，中国影子银行的脆弱性开始显现，违约率上升并导致 2014 年第一季度的信贷供给大幅下跌。行业分析师预计这将对银行构成影响，尤其是影子银行产品的发行者与分销商。

新兴市场经济体当局需要提醒银行应对当前风险规模，实施稳健的风险管理并加强宏观审慎措施。首先，这些国家不断恶化的增长前景使得盈利预测下调。此外，新兴市场经济体当局需要应对发达经济体退出宽松货币政策的影响。由此产生的市场紧张情绪（见第二章和第四章）凸显了适当管理利率和汇率风险的重要性。更一般地，金融脆弱性的积累也凸显了重新评估以前使用的宏观审慎工具，

## 逆周期政策工具的有效性

解决宏观金融脆弱性问题的政策要求有效性工具具有全系统的视野。近年来，一些经济体已通过重新设计现有的并引入新的宏观审慎政策工具来强化审慎监管框架的系统性导向并消除金融周期带来的风险。国际标准已纳入了类似的工具。即使现在还不是对逆周期资本缓冲等新引入工具的有效性下定论的时候，但一些经济体使用类似工具的经验也为我们提供了有益的借鉴。

工具有效性的评估标准与其政策目标相关。逆周期工具有两个互补的目标。第一个较微观的目标是避免金融机构受到周期的影响。第二个较宏观的目标是熨平金融周期的影响。第一个目标的成功并不能保证第二个目标的成功，目前政策制定者的逆周期工具的经验已证实了这一现象。

### 资本缓冲与动态拨备

许多经济体引入了逆周期资本要求来增强银行的稳健性以应对在信贷繁荣时期累积的风险。瑞士于2013年使用这一工具并将其应用于国内抵押贷款市场。早期情况表明，工具在强化银行资产负债表方面的表现更优于放慢抵押信贷增长速度或影响其成本。这也反映出西班牙的动态拨备经验。更充裕的拨备有助于西班牙银行部分缓冲房地产市场萧条带来的影响，但未能在第一时间阻止泡沫的产生。

### 贷款成数 (LTV) 和债务对收入的比率 (DSTI)

许多经济体对这些工具的使用时间更长。有证据表明，它们有助于通过提高借款人的稳健性，从而提高银行的稳健性。多项研究发现，严格的按揭成数上限将减少收入和房地产价格变动对家庭的影响。对信贷周期影响的研究较少，但经验表明，在经济繁荣时期收紧按揭成数和 DSTI 将在一定程度上降低信贷增速和房价。特别是，收紧 DSTI 比率上限 4 ~ 7 个百分点将使明年的信贷增长减速。但放宽限制的结果则较为模糊。<sup>①</sup>

### 随时间变化的流动性要求/准备金要求

与资本金类似，更高流动性缓冲对银行稳健性的影响是不言而喻的。也有证据表明，以流动性为基础的宏观审慎工具能有效提升系统的稳健性。<sup>②</sup> 以流动性为基础的工具对信贷周期的影响则不那么明显。对更高准备金要求的影响进行评估研究发现，贷款息差增加与贷款收缩的影响都不会持续。

<sup>①</sup>请参阅 S Claessens、S Ghosh 和 R Mihet 《消除金融体系脆弱性的宏观审慎政策》，国际货币与金融学报，第 39 卷，2013 年 12 月，153-185 页。K Kuttner 和 I Shim 《非利率政策能否稳定房地产市场？来自 57 个经济体的情况》，国际清算银行工作论文，433 期，2013 年 11 月。<sup>②</sup>净稳定融资率的研究参见巴塞尔银行监管委员会《长期经济影响对较强资本和流动性要求的影响评估》，2010 年 8 月。

避免盲目乐观的重要性（专栏 6.D）。新兴市场经济体已成为这类工具的早期使用者，并在工具运作和成效方面拥有了丰富经验。这方面的经验可成为进一步改善宏观审慎政策框架的基础。

# 目 录

国际清算银行组织结构图（2014年3月31日） .....	118
<b>国际清算银行：职责、业务活动、治理和财务结果 .....</b>	<b>119</b>
会议安排和巴塞尔进程 .....	119
每两个月一次的例会与其他定期磋商 .....	119
全球经济会议 .....	120
全体行长会议 .....	120
其他定期顾问会议 .....	120
巴塞尔进程 .....	121
同一地点的协同效应 .....	121
信息交换的灵活性和开放性 .....	122
国际清算银行提供的专业技能和经验支持 .....	122
2013/14财政年度设在国际清算银行的委员会以及金融稳定学院的业务	
活动 .....	122
巴塞尔银行监管委员会 .....	122
主要动议 .....	122
政策改革 .....	122
政策实施 .....	125
简易性、可比性及风险敏感性 .....	127
提高监管有效性 .....	128
全球金融体系委员会 .....	129
支付与结算体系委员会 .....	130
监测金融市场基础设施实施标准 .....	130
金融市场基础设施的恢复 .....	131
当局获取交易信息库数据 .....	131
零售支付中的非银行 .....	131
金融包容的支付方面 .....	131
金融市场基础设施中的网络安全 .....	131
统计红皮书 .....	132
市场委员会 .....	132
中央银行治理小组 .....	132

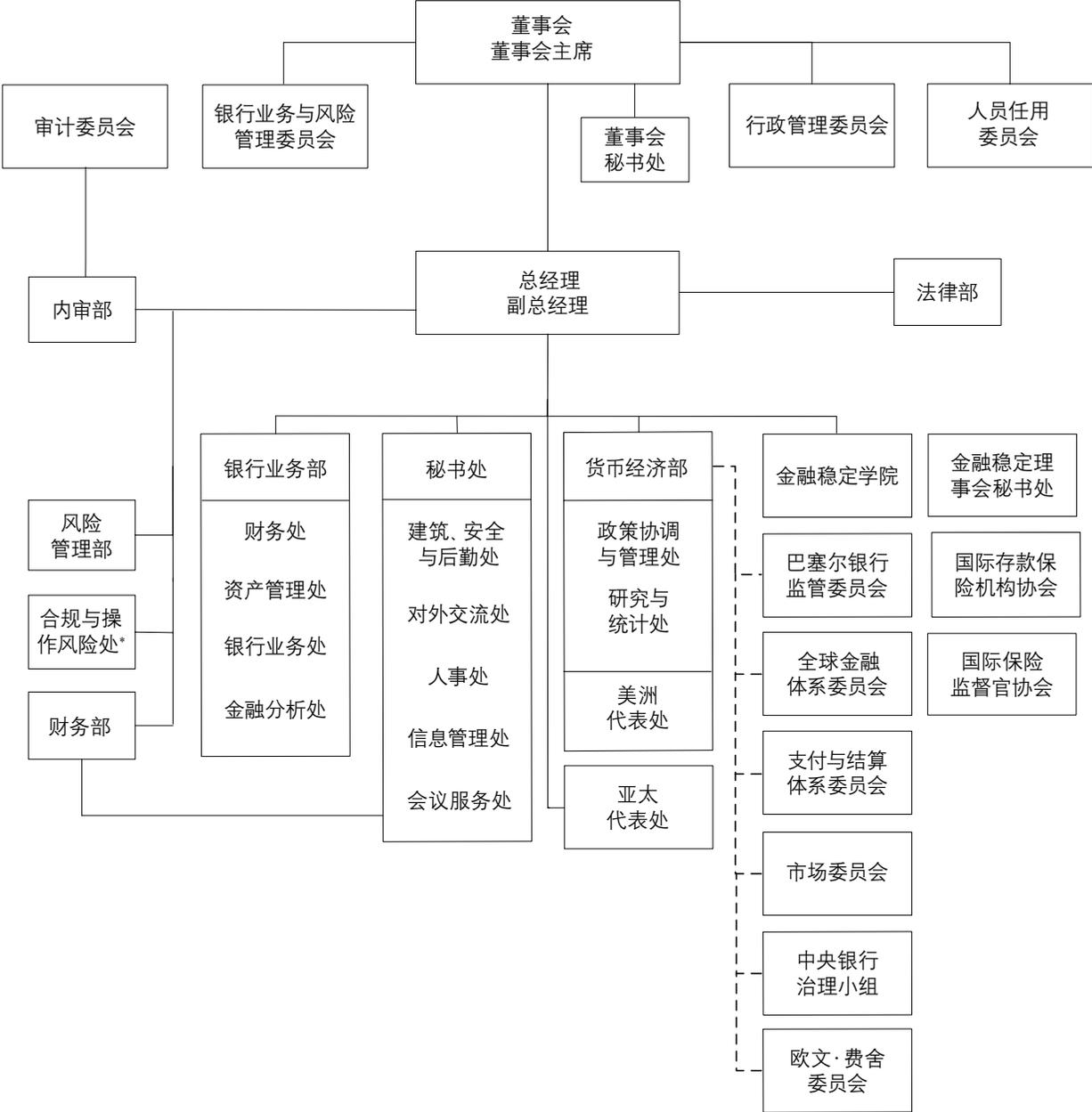
欧文·费舍中央银行统计委员会 .....	133
金融稳定学院 .....	133
会议及研讨会 .....	133
金融稳定学院网上课程 (FSI链接) .....	134
2013/14财政年度设在国际清算银行的机构的业务活动 .....	134
金融稳定理事会 .....	134
降低系统重要性金融机构的道德风险 .....	135
加强对影子银行的监管 .....	137
信用评级 .....	137
金融基准 .....	137
处理数据缺口 .....	138
通过法人机构识别码 (LEI) 提高透明度 .....	138
巩固会计准则 .....	138
加强信息披露工作组 .....	138
监测遵守国际标准的执行和强化 .....	139
新兴市场和发展中经济体 (EMDEs)的监管改革的影响 .....	139
金融监管改革对长期融资的获得性的影响 .....	139
国际存款保险协会 .....	139
改进IADI的标准和评价体系 .....	140
开展关于保险和处置的研究和编制指引 .....	140
巩固存款保险体系 .....	140
扩员和加强对成员的支持力度 .....	141
国际保险监督官协会 .....	141
金融稳定 .....	141
保险核心原则 .....	141
国际活跃保险集团共同监管框架 .....	141
全球保险资本标准 .....	141
多边谅解备忘录 .....	142
协调执行框架 .....	142
自评和同业评审 .....	142
联合论坛的出版物 .....	142
经济分析、研究和统计 .....	142
巴塞尔进程的分析 and 研究 .....	143
研究主题 .....	143
国际统计倡议 .....	144
国际清算银行支持的其他中央银行活动 .....	144
代表处 .....	144
亚太代表处 .....	145
亚洲顾问委员会 .....	145
研究 .....	145
特别行长会议及其他高层会议 .....	145

美洲代表处 .....	146
国际清算银行的金融服务 .....	146
金融服务范围 .....	147
2013/14年的财务运作 .....	147
负债 .....	147
资产 .....	148
国际清算银行的治理和管理 .....	148
国际清算银行成员中央银行年度股东大会 .....	149
<b>国际清算银行成员中央银行 .....</b>	<b>150</b>
<b>国际清算银行董事会 .....</b>	<b>152</b>
替代成员 .....	152
悼念 .....	152
国际清算银行管理层 .....	153
国际清算银行的预算政策 .....	153
国际清算银行的薪酬政策 .....	154
净利润及其分配 .....	154
财务结果 .....	154
红利政策建议 .....	155
2013/14财年净利润分配建议 .....	155
独立审计师 .....	155
挑选审计机构 .....	155
审计报告 .....	156
<b>财务报表 .....</b>	<b>157</b>
资产负债表 .....	159
损益账户 .....	160
综合收益表 .....	161
现金流量表 .....	162
国际清算银行权益变动 .....	164
会计原则 .....	165
1. 财务报表的范围 .....	165
2. 职能和计值货币 .....	165
3. 货币转换 .....	165
4. 对金融工具的指定 .....	165
5. 资产与负债结构 .....	165
6. 在其他银行的现金与活期存款 .....	166
7. 通知账户 .....	166

8. 活期和通知存款账户负债 .....	166
9. 在货币银行组合中使用公允价值 .....	166
10. 再出售协议下购买的证券 .....	166
11. 以损益反映的公允价值计算的货币资产 .....	167
12. 以损益反映的公允价值计算的货币存款负债 .....	167
13. 可出售的货币投资资产 .....	167
14. 货币资产空头头寸 .....	167
15. 黄金 .....	167
16. 黄金贷款 .....	167
17. 黄金存款 .....	167
18. 黄金业务实现和未实现的损益 .....	168
19. 再回购协议下出售的证券 .....	168
20. 衍生工具 .....	168
21. 估值政策 .....	168
22. 金融资产的减值 .....	169
23. 应收账款与应付账款 .....	169
24. 土地、建筑与设备 .....	169
25. 拨备 .....	169
26. 退休福利责任 .....	169
27. 现金流表 .....	170
<b>财务报表说明 .....</b>	<b>171</b>
1. 简介 .....	171
2. 估算的使用 .....	171
3. 对退休福利负债会计原则的调整 .....	172
4. 现金与银行活期账户 .....	175
5. 黄金与黄金贷款 .....	175
6. 货币资产 .....	176
7. 贷款与预付款 .....	178
8. 金融衍生工具 .....	178
9. 应收账款 .....	179
10. 土地、建筑与设备 .....	180
11. 货币存款 .....	181
12. 黄金存款 .....	182
13. 回购协议下出售的证券 .....	182
14. 应付账款 .....	183
15. 其他负债 .....	183
16. 股本 .....	183
17. 法定准备金 .....	184
18. 金库持有的股份 .....	185
19. 其他权益账户 .....	185
20. 应支付的退休福利 .....	187

21. 利息收入 .....	192
22. 利息支出 .....	192
23. 净值变化 .....	193
24. 收费与佣金收入净值 .....	193
25. 外汇交易收益（损失）净值 .....	193
26. 经营支出 .....	194
27. 可供出售证券的出售净收益 .....	195
28. 出售黄金投资资产净收益 .....	195
29. 每股盈余及股息 .....	195
30. 现金及现金等价物 .....	196
31. 税收 .....	196
32. 汇率 .....	196
33. 表外业务 .....	197
34. 承诺 .....	197
35. 公允价值层级 .....	198
36. 有效利率 .....	200
37. 地区分析 .....	201
38. 关联方 .....	202
39. 或有负债 .....	204
<b>资本充足状况</b> .....	<b>205</b>
1. 资本充足状况的框架 .....	205
2. 经济资本 .....	205
3. 财务杠杆 .....	207
4. 风险加权资产及《巴塞尔协议 II》框架下的最低资本要求 .....	208
5. 一级资本比率 .....	209
<b>风险管理</b> .....	<b>210</b>
1. 国际清算银行面临的风险 .....	210
2. 风险管理方法和组织 .....	210
3. 信用风险 .....	212
4. 市场风险 .....	221
5. 操作风险 .....	226
6. 流动性风险 .....	227
<b>独立审计报告</b> .....	<b>233</b>
<b>五年总结图</b> .....	<b>234</b>

国际清算银行组织结构图 (2014年3月31日)



\*合规与操作风险处就合规事宜直接向审计委员会汇报。

# 国际清算银行：职责、业务活动、治理和财务结果

国际清算银行（BIS）的职责是为中央银行维护货币与金融稳定提供服务，促进在上述领域的国际合作并为中央银行提供银行服务。

本章介绍了 2013/2014 财政年度国际清算银行及其提供支持的组织的业务活动，阐述了其组织结构，并报告了其财务结果。

概要而言，国际清算银行通过以下活动实现其宗旨：

- 推动并促进各中央银行的交流与合作；
- 支持与其他负责金融稳定的机构进行对话；
- 就中央银行和金融监管当局面临的政策问题开展研究；
- 作为中央银行金融交易的主要交易对手；
- 在国际金融合作中发挥代理人的作用。

国际清算银行通过召开会议以及巴塞尔进程来促进货币当局和金融监管机构之间合作。（巴塞尔银行监管委员会及金融稳定理事会等）负责全球金融稳定事务的国际组织总部设在国际清算银行，由其负责这些组织高效、经济地运行（见下文）。

国际清算银行的经济分析、研究和统计部满足了货币和监管当局对数据和政策建议的需要。

国际清算银行的银行部根据其职责提供主要交易对手、代理人和托管服务。

国际清算银行总部设在瑞士巴塞尔，并在中国香港和墨西哥城设有代表处。

## 会议安排和巴塞尔进程

国际清算银行主要通过以下两种方式促进国际金融和货币合作：

- 主办中央银行官员会议并准备会议材料；
- 巴塞尔进程，促进设在巴塞尔国际清算银行总部的国际组织的合作。

## 每两个月一次的例会与其他定期磋商

每两个月一次的例会通常在巴塞尔召开。中央银行行长和高级官员等国际清算银行成员在会上讨论当前经济金融形势、世界经济及金融市场前景。他们还就与中央银行相关的专题和热点问题交流意见和经验。此外，国际清算银行还定期召开会议，邀请公共和私人部门代表及学术界参加。

两个最重要的例会为全球经济会议和全体行长会议。

## 全球经济会议

全球经济会议（GEM）由来自 30 个主要发达经济体和新兴市场经济体的国际清算银行成员中央银行行长参加，上述经济体的 GDP 占全球 GDP 总量的五分之四。来自另外 19 家央行的行长作为观察员参加全球经济会议。<sup>1</sup> 全球经济会议有两个主要作用：一是监督和评估世界经济和全球金融体系的发展、风险与机遇；二是向设立在巴塞尔的三家中央银行委员会提供指导，即全球金融体系委员会、支付清算体系委员会和市场委员会。全球经济会议还会收到这些委员会主席的报告并决定是否发布。

由于全球经济会议规模较大，经济顾问委员会（ECC）这一非正式小组为其提供支持。经济顾问委员会控制在 18 人参会，人员包括所有董事会成员央行行长及国际清算银行总经理。经济顾问委员会汇总提议供全球经济会议考虑。此外，经济顾问委员会主席还就上述三个中央银行委员会主席的提名以及这些委员会的组成和结构向全球经济会议提出建议。

## 全体行长会议

全体行长会议由 60 家成员央行行长参加，清算银行主席主持。全体行长会议主要讨论成员中央银行普遍关心的议题。2013/2014 财政年度，讨论的议题如下：

- 中央银行制度设计面临的新挑战；
- 前瞻性指引对中央银行的挑战；
- 金融结构的决定因素和影响；
- 满足更高的资本要求：进展与挑战；
- 国内与全球通胀驱动：平衡已改变了吗。

董事会和全球经济会议都同意全体行长会议指导中央银行治理小组（两月一次的例会期间召开）和欧文·费舍中央银行统计委员会的工作。

## 其他定期顾问会议

两月一次的例会期间，主要新兴市场经济体和小型开放经济体的中央银行行长将召开会议讨论各自经济体相关的议题。

此外，国际清算银行定期举办央行行长与监管机构负责人联席会议（GHOS），指导巴塞尔银行监管委员会的工作。在 2014 年 1 月的会上，联席会议批准了巴塞尔银行监管委员会提出的几项建议（见下文更详细的委员会介绍）：《巴塞尔协议 III》杠杆率和相关披露规定的共同定义；对《巴塞尔协议 III》净稳定融资率的更改；与流动性相关的披露最低要求；根据《巴塞尔协议 III》流动性覆盖比率对质量流动性资产定义的修改。最后，GHOS 还审议并通过委员会未来两年的战略重点，并优先完成与危机相关的政策改革议程。

清算银行定期安排公共与私人部门代表讨论共同关心的问题，促进国际金融

---

1. 全球经济会议的成员包括阿根廷、澳大利亚、比利时、巴西、加拿大、中国、法国、德国、中国香港、印度、印度尼西亚、意大利、日本、韩国、马来西亚、墨西哥、荷兰、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、西班牙、瑞典、瑞士、泰国、土耳其、英国和美国中央银行行长，以及欧央行和纽约联储行长。作为观察员参会的行长包括阿尔及利亚、奥地利、智利、哥伦比亚、捷克、丹麦、芬兰、希腊、匈牙利、爱尔兰、以色列、卢森堡、新西兰、挪威、秘鲁、菲律宾、葡萄牙、罗马尼亚和阿联酋。

体系稳健、良好地运行。此外，国际清算银行还为央行高级官员举办多场会议，并邀请私人金融部门和学术界参加。这些会议包括：

- 货币政策工作组年会。此会议不仅在巴塞尔举行，亚洲、中东欧和拉丁美洲的部分中央银行也主办地区性会议；
- 新兴市场经济体副行长会议；
- 金融稳定学院在全球为行长、副行长以及其他高级监管者召开的高层会议。过去一年召开的其他会议包括：
  - 2013年5月非洲央行行长圆桌会；
  - 2013年6月拉丁美洲和加勒比地区中央银行行长会；
  - 2013年7月俄罗斯央行与国际清算银行联合举办研讨会“货币与金融政策挑战”；
  - 2013年11月瑞士国家银行与国际清算银行联合举办中亚央行行长圆桌会。

## 巴塞尔进程

巴塞尔进程指国际清算银行为实现金融稳定通过设立和支持国际性秘书处的方式为六个委员会和三个协会提供便利服务。

中央银行与监管当局指导以下委员会的工作：

- 巴塞尔银行监管委员会（BCBS）：为银行制定全球监管标准，并应对涉及宏观审慎监管单个机构监管问题；
- 全球金融体系委员会（CGFS）：监测并分析与金融市场与体系相关的广泛议题；
- 支付清算系统委员会（CPSS）：分析并制定支付、清算与结算基础设施的标准；
- 市场委员会：监测金融市场进展及其对中央银行操作的影响；
- 中央银行治理小组：审查与中央银行的设计与操作相关的问题；
- 中央银行统计欧文·费舍委员会（IFC）：关注央行的统计问题，包括经济、货币与金融稳定等。

协会的工作包括：

- 金融稳定理事会（FSB）：包括24个国家的财政部、中央银行和其他金融当局在内的协会；在国际层面协调各国当局和国际标准制定机构的工作并制定相关政策以强化金融稳定；
- 国际存款保险协会（IADI）：制定存款保险制度的全球标准，促进存款保险和银行处置安排的合作；
- 国际保险监督官协会（IAIS）：设置保险业标准以促进全球一致和监管。

国际清算银行的金融稳定学院（FSI）通过会议、研讨会和在线教程等多种形式促进标准制定机构与中央银行和金融部门监管机构之间的工作。

巴塞尔进程基于三项主要特征：1) 设立地点一致带来的协同；2) 信息交换的灵活性和开放性；3) 国际清算银行在经济研究和银行业务经验方面提供支持。

### 同一地点的协同效应

秘书处设立在国际清算银行的九个委员会和协会带来了协同效应，便于广泛而富有成效的交流。此外，规模经济降低了每个机构的运作成本，从而使巴塞尔

进程更有效地使用公共资金。

信息交换的灵活性和开放性

这些机构的规模有限从而导致信息交流具有灵活性和开放性。并在此基础上强化了它们金融稳定事务的协调以防止工作方案的重叠和空白。与此同时，通过利用中央银行、金融监管机构以及其他国际和国家公共机构的专业知识，它们的产出相对其有限的规模大得多。

国际清算银行提供的专业技能和经验支持

九个机构的工作得到国际清算银行经济研究以及它们在实施监管标准和银行业务财务控制过程中获得的实际经验的支持。

## 2013/14财政年度设在国际清算银行的委员会以及金融稳定学院的业务活动

本章讨论了设立在国际清算银行的六个委员会以及金融稳定学院今年的主要业务活动。

### 巴塞尔银行监管委员会

巴塞尔银行监管委员会（BCBS）（以下简称巴塞尔委员会）旨在加强监管合作并改进全球银行监管的质量。它为监管机构提供了国家监管安排的信息交流平台，改进了监管国际银行技术有效性并制定了最低监管标准。

委员会通常每年召开四次会议，由成员国家负责银行监管与金融稳定事务的银行监管当局和中央银行的高级代表参加。央行行长与监管机构负责人联席会议（GHOS）是巴塞尔委员会的治理机构并由成员国家中央银行行长与非央行的监管部门首脑组成。

主要动议

委员会目前的工作规划有四项目标：

- 政策改革，首要任务是完成危机引发的改革；
- 实施巴塞尔监管框架；
- 进一步研究监管框架的简单性、可比性和风险敏感度之间的平衡；
- 提高监管的有效性。

政策改革

《巴塞尔协议Ⅲ》框架是一套关于银行资本充足率和流动性的全球监管标准，旨在促进银行部门稳健性并于2013年开始在许多国家施行。所有巴塞尔委员会成

员国已经引入资本充足率要求。委员会继续制定全球监管标准，并监督其成员实施巴塞尔框架。

《巴塞尔协议Ⅲ》杠杆率。2014年1月12日，在获得GHOS通过之后，委员会发布了《巴塞尔协议Ⅲ》杠杆率框架及披露要求的全文。该文件包括对委员会于2013年6月发布的咨询建议的修订内容。杠杆率成为以风险为基础的资本框架的补充并更好地限制了银行业积聚过多杠杆。

杠杆率的分子是权益（“资本”项），分母是资产（“敞口”项）。目前对资本项的定义是一级资本，并初步设置了3%的最低杠杆比率。委员会每年对这一比率进行两次检查，以在一个完整信贷周期及不同商业模式下评估其适宜情况。它还收集数据来评估使用普通股一级资本（CET1）或总监管资本作为资本措施的影响。

银行开始向本国监管机构报告杠杆率，并将于2015年1月1日公开披露。委员会将于2017年以前对杠杆率定义进行最终修订和校准，以便于2018年1月1日开始转为第一支柱措施（最低资本要求）。

《巴塞尔协议Ⅲ》净稳定融资率。委员会于2009年首次公布了关于净稳定融资比率（NSFR）的建议并包含了2010年12月《巴塞尔协议Ⅲ》的措施。自那时以来，委员会一直在审议这些标准及其对金融市场运作和经济的影响。

NSFR限制了对短期批发融资的过度依赖，鼓励了对所有表内、表外项目进行更好的融资风险评估并促进了融资稳定性。如果银行的常规融资渠道被破坏，那么强大的融资结构将有助于银行拥有足够的流动资金来维持其运作。

2014年1月12日，在获得GHOS通过之后，委员会发布了NSFR建议修改稿。这些修订包括降低融资稳定性评估的悬崖效应，提高NSFR与流动性覆盖率之间的对应关系并改变NSFR的校准以更加关注短期、潜在的不稳定资金来源。

对流动性覆盖比率的改进。在2014年1月，GHOS通过了委员会关于在流动性覆盖比率（LCR）框架内修订高质量流动性资产（HQLA）定义以更好地使用由中央银行提供的流动性承诺便利（CLFs）的提议。已经限制HQLA不足的经济体在LCR框架内使用CLFs来满足银行体系的需要。在一些条件下，处于困难时期的经济体可以使用受限制的CLF（RCLF），以保持银行应自行应对流动性冲击以及中央银行仍然是最后贷款人的原则。经济体是否选择使用RCLFs属于各国的自由裁量权，中央银行没有义务为其提供便利。

非集中清算衍生品的保证金要求。2013年9月，国际证监会组织（IOSCO）发布了非集中清算衍生品的保证金要求。根据这些全球公认的标准，所有进行非集中清算衍生品交易的金融机构及系统重要性非金融企业需交纳与交易对手方风险相匹配的初始与变动保证金。设计这一框架的目的是为了减少场外衍生品市场的系统性风险并促进集中清算，同时管理这一要求对整体流动性的影响。

该要求将分阶段在四年的时间内落实，2015年12月，从最大型、最活跃以及最具系统重要性的参与者开始实施。

交易对手方信用风险敞口标准化方法。继2013年6月提出“非内部模型法”

之后，委员会于2014年3月发布了最终标准以改进评估与衍生交易相关的交易对手方信用风险的方法。将于2017年1月1日正式生效的标准化方法将取代现有的资本框架方法，即当前敞口法和标准化法。通过区分有保证金和没有保证金的交易，它提高了当前敞口法的敏感度。标准化法更新的监管因素以反映在最近的压力时期观察到的波动性水平并加深了对净利润的认识。与此同时，该方法适用于各种衍生品交易，由于不依赖于内部模型，它还降低了银行的自主决定权并避免了不必要的复杂性。

对全球系统重要性银行的更新评估方法和额外损失吸收要求。2013年7月，委员会发布了识别全球系统重要性银行（G-SIBs）评估方法的更新框架。框架还提出了适用于G-SIBs的额外损失吸收要求、分阶段实施安排并要求一定规模以上的银行进行披露以确保框架在公众可获悉信息的基础上运作。

这些措施将增强G-SIBs的可持续经营吸损能力并降低其倒闭的可能性。措施的原理在于当前监管措施没有完全解决G-SIBs产生的跨境负外部性。

评估方法采取包括五大类指标在内的指标基础法：规模、关联性、现有替代品或金融机构基础设施的缺乏程度、全球（跨辖区）业务和复杂性。

额外损失吸收额由分组的一级资本构成，根据银行的系统重要性，这些组的规模从1%至3.5%。最初，没有G-SIBs被分配到3.5%的最高一组（即所谓的空组），以激励银行降低其系统重要性。

2013年12月，委员会根据其于7月设定的时间表，发布了：(i) 计算银行分数的分母，(ii) 用于识别G-SIBs更新列表并对其进行分组的截至分数和每组数据范围。这些信息将使银行计算自己的分数及其更高的损失吸收要求。该规定将于2016年1月1日至2018年底期间与《巴塞尔协议III》资本留存和逆周期缓冲一同引入，并于2019年1月1日正式生效。

对大型敞口的测量与控制。对单个交易对手方的敞口集中成为银行倒闭的主要原因并在全球金融危机期间格外显著。2014年4月，经过公众咨询与定量影响研究，委员会最终确定了大型敞口测量与控制的监管框架以控制交易对手方突然倒闭时银行将面临的损失。框架可以减轻G-SIBs之间的传染风险，从而支撑金融稳定。它还还为监管机构提供了测量影子银行大型敞口的政策措施。

基金投资的资本要求。继2013年年中进行公共咨询后，委员会修订了关于审慎处理银行账户持有的所有类型的股权基金投资（如对冲基金、管理基金和投资基金）的政策框架。修订后的框架将于2017年1月1日生效并将适用于所有的银行，无论它们使用何种方法分配信用风险的风险权重。

一般情况下，基金投资需要进行资产识别，但这种深入分析的方法并不一定可行。因此，修订后的框架有助于改进风险管理。它还有助于应对银行与影子银行相互作用的风险并有助于金融稳定理事会强化对影子银行的监管。

交易账户的基础审议。2013年10月，委员会发布了关于2012年5月交易账户资本要求基础审议的咨询文件的后续文件。10月的文件包含对市场风险框架全面修订后的详细建议。主要内容包括：

- 交易账户与银行账户之间的界限经修订后更加严格和客观；它降低了监管套

利并与银行的风险管理做法相一致；

- 风险测量的改变，从风险价值预期不足转为更好地监测尾部风险；校准将基于一段显著压力时期；
- 将市场流动性不足的风险以及面临流动性不足和复杂产品问题的交易部门的额外风险评估工具相结合；
- 修订后的标准方法对风险足够敏感以充当可信的后备内部模型，并且对不要求进行复杂市场风险测量的银行亦适用；
- 经修订的内部模型基础法包含更严格的模型审批流程以及更一致的重大风险因素识别和资本化；
- 强化了标准化和以模型为基础的方法之间的联系，要求所有银行进行标准化计算并公开披露由此产生的标准化资本要求；
- 通过区分证券化和非证券化敞口，更密切地协调对交易账户与银行账户的信贷风险的监管处理。

委员会也在考虑将标准化法作为模型法的基础或额外要求。委员会预计经过全面的量化影响研究之后，最终在 2015 年确定交易账户框架。

修订的证券化框架。经过评论期与量化影响研究后，委员会于 2013 年 12 月发布了修订的证券化框架第二次咨询文件。在修订框架的过程中，委员会力求在风险敏感度、简单性和可比较性之间取得适当的平衡。12 月文件的重大变化同样适用于方法划分和资本要求校准。

委员会提出了一个与信用风险类似的简单框架：如果银行有能力并经监管当局批准，那么银行可以使用 (i) 内部评级法来确定资本要求；但若这对一个既定的敞口不适用，则其可使用 (ii) 外部评级法（如果本国允许），如果仍不行，则使用 (iii) 标准化法。

资本要求仍比现有的框架更为严格。委员会建议对所有的方法设定的风险权重基准由原先的 20% 改为 15%。委员会计划在 2014 年底前后完成资产证券化框架。

## 政策实施

《巴塞尔协议 III》框架的实施是全球监管改革的重中之重。为了便于实施，巴塞尔委员会采用了监管一致性评估规划 (RCAP)。RCAP 一是监测实施进展；二是评估所采用标准的一致性和完整性。RCAP 也有利于委员会成员间开展对话并有助于委员会制定标准。

该项评估是按国别分主题进行。目前，专题重点关注基于风险的资本并将于 2015 年开始涵盖《巴塞尔协议 III》关于流动性、杠杆率和系统重要性银行的标准。

2013 年 10 月，巴塞尔委员会发布了实施国别评估的更新流程。更新该文件是因为“监管一致性评估规划” (RCAP) 的范围扩大为将《巴塞尔协议 III》框架所有方面都纳入。

国别评估的一个重要部分是确保国内银行体系的国际业务部分符合相关巴塞尔标准的字面含义和实质精神，该项评估主要强调银行体系的这一部分对整体监管环境当前及潜在的影响。这种做法有助于揭示各经济体内部及之间的差异性，并允许成员经济体在适当情况下提出矫正措施，从而强化和改善其监管体制的运行。

本年度“监管一致性评估规划”(RCAP)对瑞士(2013年6月发布)、中国(2013年9月)、巴西(2013年12月)以及澳大利亚(2014年3月)进行了国别评估。至2014年底,“监管一致性评估规划”(RCAP)将完成对所有全球系统重要性银行(G-SIBs)母国的评估。到2015年底,它将完成或启动对巴塞尔委员会所有27个成员经济体资本监管规则的详细同行评估,总计占到全球银行业资产的90%以上。

进展报告。2013年4月和10月,巴塞尔委员会发布报告,从高层角度介绍了委员会成员在采纳《巴塞尔协议II》,《巴塞尔协议2.5》和《巴塞尔协议III》进展。报告聚焦国内规则制定程序的状况,从而确保巴塞尔委员会的资本金标准依照国际上达成的时间框架转化到国家法律或规章中。巴塞尔委员会相信,披露相关情况将额外激励各成员经济体完全遵守国际协议。

向20国集团提交的报告。2013年4月,巴塞尔委员会向20国集团财长和央行行长提交了关于落实《巴塞尔协议III》监管改革进展方面的情况更新报告。报告包括了资本金和其他监管标准以及银行在充实自身资本金方面进展的内容。报告还强调了在实施方面需要从政策及操作上予以持续关注的具体不足之处。

2013年8月,巴塞尔委员会向20国集团领导人报告了《巴塞尔协议III》的落实情况、成员经济体之间进一步统一资本监管规则以及在巴塞尔框架下危机后未尽改革的完成情况。该报告还包含了委员会在银行计算风险加权资产方面的发现。

《巴塞尔协议III》的监测。巴塞尔委员会一年发布两次《巴塞尔协议III》监测报告,涵盖了《巴塞尔协议III》对金融市场的影响。监测活动的结果假设最终的《巴塞尔协议III》一揽子条款已经得以完全落实。因此,结果并未考虑《巴塞尔协议III》框架中所列出的过渡性安排,例如监管资本扣减的逐步引入。最新的报告于2014年3月发布。报告显示,到2013年6月30日,《巴塞尔协议III》框架下第一类(代表一级资本超过30亿欧元的国际性银行)样本银行平均的普通股一级资本(CET1)比率为9.5%,第二类(代表所有其他银行)为9.1%。完全实施后的CET1最低资本金要求为4.5%,目标水平为7.0%。报告指出,大型国际业务活跃银行的风险资本缺口普遍继续缩小。

流动性覆盖比率。在2013年中进行公众咨询后,2014年1月巴塞尔委员会发布了对银行流动性覆盖比率(LCR)相关披露的最终要求。所有巴塞尔委员会成员经济体的国际业务活跃银行将依照通用模板公布其流动性覆盖比率,从而帮助市场参与者持续评估银行的流动性风险头寸。各国当局将实施这些披露标准,并要求从2015年1月1日后的第一个报告周期开始合规。

风险数据汇总和风险报告。2013年12月,巴塞尔委员会发布报告,对全球系统重要性银行(G-SIBs)在落实巴塞尔委员会《有效风险数据汇总和风险报告原则》方面的总体进展进行了评估。上述原则于2013年1月发布,目的是帮助改善风险管理、决策和可处置性。

评估发现,许多银行在实施的初始阶段存在困难,包括强大的数据汇总的治

理、结构和程序等方面。2011年和2012年，30家被认定为全球系统重要性银行中的10家银行报告其无法在2016年1月1日完全实施的最终期限前符合上述原则，主要原因在于对大型电脑和数据相关项目的投入巨大，需多年才可完成。

巴塞尔委员会将继续监测全球系统重要性银行在遵守最终期限方面的状况。此外，巴塞尔委员会鼓励各国监管机构同样将上述原则适用于被认定为国内系统重要性银行三年之后的机构。巴塞尔委员会相信，上述原则可通过适合其自身规模、性质和复杂性的方式适用于更广泛的银行。

#### 简易性、可比性及风险敏感性

在大幅强化银行体系监管框架后，巴塞尔委员会现在已转向关注银行体系的复杂性问题及银行之间及各国之间资本充足率可比性问题。巴塞尔委员会认为，尽可能简化标准，并改善其结果的可比性（例如监管资本、风险加权资产和资本比率），对巴塞尔资本标准的持续有效性至关重要。

2012年，巴塞尔委员会委托一部分成员评估巴塞尔资本框架，并意识到巴塞尔资本框架经过一段时间已经稳步扩大，并引入了更成熟的风险度量方法。该工作组的目标是指出框架内过度复杂的领域以及改善其结果可比性的时机。

2013年7月，巴塞尔委员会发布了一份对巴塞尔资本标准的风​​险敏感性、简易性和可比性进行权衡的讨论文件。该文件的目的是寻求各方意见，以帮助巴塞尔委员会找到解决这个问题的思路。

可比性分析方面的相关进展是巴塞尔委员会对资产的风险权重发布了两项研究，第一项是关于银行账户中的信用风险，第二项是关于交易账户中的市场风险。

**银行账户——确定资产的信用风险权重。**2013年7月，巴塞尔委员会就银行账户内的信用风险权重一致性发布了第一份报告。作为“监管一致性评估规划”（RCAP）的一部分，这项研究利用了来自100多家主要银行的监管数据以及从32家主要国际性银行收集的有关主权、银行和公司敞口的数据，这也是为投资组合设定基准的一项重要内容。

各银行间银行账户内信用风险对应的风险加权资产（RWA）差异较大，主要是因为各银行间资产风险确有差别。然而研究发现，差别主要源于银行和监管在确定权重上的差异。这些差异会导致一些银行同样投资组合的报告资本比率与10%的资本比率基准之间上下差异达2个百分点——潜在差异4个百分点——尽管多数银行的资本比率与基准之间偏离较小。

该报告讨论了减少不同做法导致过度偏离的政策选择。巴塞尔委员会认为维持良好风险敏感度的同时，改善银行监管资本计算的可比性至关重要。

**交易账户——市场风险下资产的风险权重。**巴塞尔委员会2013年12月关于交易账户中市场风险的报告延续了2013年1月的一项研究，这项研究发现内部模型造成了市场风险权重中的严重偏离，且对模型的选择是偏离的重要原因。12月的研究将分析扩展至更具代表性和更复杂的交易头寸，它确认了早前的发现，另外还显示，对于更为复杂的交易头寸，市场风险权重的差异性通常会上升。

12月研究中的政策建议支持早前报告中确定的改革，并正通过巴塞尔委员会正在进行的关于交易账户框架和第三支柱（市场纪律）信息披露要求的评估推进。

这些改革领域是：

- 改善公共信息披露和监管数据的收集以帮助理解市场风险权重；
- 缩小银行模型选择的范围；
- 进一步统一模型审批方面的监管做法。

提高监管有效性

全球金融危机凸显出对金融稳定以及政策框架有效运作进行监管至关重要。

健全的资本规划。2014年1月，巴塞尔委员会发布了《一个健全的资金规划机制：基本元素》，针对资金规划上的不足，总结了近期监管方面对金融危机中重要教训的反思。

危机期间及危机后，一些国家进行了特别压力测试来评估银行资本充足率。由于迫切需要判定银行资本是否充足，第一轮官方压力测试通常未对银行计划潜在资金需求和管理资金来源及使用的机制进行评估。最近，监管机构已经开始着手将其对于健全的资金规划机制的观念形成为法律。这些机制帮助银行正确判断在各类的可能情景和后果中，支撑其经营战略所需的资本数量和构成。

监管者联席会议。巴塞尔委员会2014年1月发布了一份咨询文件《监管者联席会议修订后的良好实践原则》，对2010年10月发布的原有文件进行更新，原文件中承诺对实践原则在使用中获得的关键教训进行梳理评估。1月发布的咨询报告继续对实施中遇到的挑战以及额外最佳做法的可能领域进行评估。评估兼顾了母国和东道国监管机构以及国际性活跃银行的视角。

洗钱和恐怖融资。在2013年中的咨询期之后，2014年1月巴塞尔委员会发布了《与洗钱及恐怖融资相关的稳健风险管理》，这是一整套描述银行应如何将此类风险纳入其整体风险框架的指导方针。这些指导方针符合金融行动特别工作组（FATF）2012年发布的《打击洗钱、恐怖融资和扩散融资的国际标准》中的指导方针，并对其目标和目的进行了补充。巴塞尔委员会的指导方针包括了对FATF标准的交叉参照，以帮助银行遵守基于这些标准的国内要求。

市场化的流动性指标。2014年1月，巴塞尔委员会公布相关信息，协助监管机构评估银行持有资产的流动性状况。《市场化流动性指标的监管机构指引》也有助于促进《巴塞尔协议III》的流动性覆盖比率（LCR）下各国在所谓高质量流动性资产（HQLA）的分类中增强一致性。该指引并未改变高质量流动性资产在流动性覆盖比率中的定义，而是帮助监管机构评估资产是否具有合适的流动性用于流动性覆盖比率的目的。

日间流动性管理。2013年4月，巴塞尔委员会发布《日间流动性管理监测工具》最终版。经过与支付与结算体系委员会（CPSS）的磋商，开发出7项量化工具来帮助银行业监管机构更好地监测银行的日间流动性风险管理以及其履行自身支付和结算义务的能力。它们补充了巴塞尔委员会2008年《稳健的流动性风险管理和监管原则》中的定性指引。

引入这些工具仅出于监测目的，但也帮助监管机构更好地理解银行的支付和

结算行为。国际性活跃的银行将被要求使用这类工具；各国监管机构将决定这些工具适用于本国非国际性活跃银行的范围。为与流动性覆盖比率报告要求的实施保持一致，监测工具的月度报告将从 2015 年 1 月 1 日开始。

外部审计。金融危机表明需要提高银行外部审计的质量。在 2013 年开展公开咨询后，巴塞尔委员会于 2014 年 3 月发布了《银行的外部审计》，其 16 项原则和附带的解释性指引详述了对审计质量的监管预期以及它们与银行外部审计人员工作的关系。

联合论坛出版物。过去一年中，联合论坛<sup>2</sup>就抵押贷款保险、人寿风险和销售终端信息披露等发布了若干出版物。

- 《抵押贷款保险：市场结构、承保周期和政策含义》

在经过评议期后于 2013 年 8 月发布，该报告分析了抵押贷款承保人与抵押贷款发放人和承销人之间的相互作用。它为希望减少危机时期抵押贷款保险出现压力和失效可能性的政策制定者和监管者提出了一系列建议。

- 《人寿风险转移市场：市场结构、增长驱动因素和障碍、潜在风险》

人寿风险是由于寿命增长而使得养老金和年金支付长于预期的可能性。该指引在经过评议期后于 2013 年 12 月发布，顾及了风险转移市场并向监管者和政策制定者提出建议。

- 《保险业、银行业和证券业中的销售终端信息披露》

该报告于 2013 年 8 月咨询意见，评估了对保险业、银行业和证券业中投资和储蓄产品销售点（POS）信息披露监管方法中的不同和差距。该报告考虑销售终端信息披露是否需进一步协调一致，同时还包含了帮助政策制定者和监管者解决此问题的建议。

BCBS: [www.bis.org/bcbs](http://www.bis.org/bcbs)

## 全球金融体系委员会

全球金融体系委员会（CGFS）为国际清算银行全球经济形势会议的央行行长监测金融市场的发展并分析其对金融稳定和央行政策的影响。委员会主席由纽联储主席威廉·达德利担任。委员会成员包括来自 23 个主要发达经济体和新兴市场经济体的央行副行长和其他高级官员以及国际清算银行的经济顾问。

报告期内，委员会重点讨论了主要央行最终退出当前宽松政策所带来的挑战以及导致的对金融市场的影响。退出所带来的跨市场溢出，包括资本流动的逆转，是这一主题的关键点。委员会成员还分析了近来货币宽松期内可能已积聚起来的金融失衡所引发的风险以及通过宏观审慎政策加以解决的可能性。委员会还讨论了欧元区的主权风险和银行业风险、美国预算僵局、中国及其他新兴市场经济体宏观经济及金融形势带来的风险。

委员会委托中央银行专家组成的小组开展了许多深入分析和长期项目。报告

---

2. 联合论坛在巴塞尔委员会、国际证监会组织（IOSCO）和国际保险监督官协会（IAIS）的支持下成立于 1996 年，以处理银行业、证券业和保险业共同面临的问题，包括对金融集团的监管。其成员由来自三个行业的高级监管人员组成（[www.bis.org/bcbs/jointforum.htm](http://www.bis.org/bcbs/jointforum.htm)）。

期内上述小组中的三个小组发布了公开报告：

《对抵押资产不断增加的需求》。第一份报告于 2013 年 5 月发布，探讨了由监管改革和其他进展所产生的对抵押资产不断增长的需求。报告发现，内生性市场调整很可能防止任何持久的全系统范围的抵押资产短缺。报告认为，政策应对因此需主要侧重于这些市场调整及其影响，而不要将重点放在对此类资产的供给—需求状况上。报告期的晚些时候，关键性的市场回应，包括抵押品转换和优化活动都在一个有行业参与者参加的非正式研讨会上被进一步研究。

《贸易融资》。1 月发布的第二份报告考察了贸易融资变化和国际贸易之间的相互影响。报告发现，贸易融资从历史上来看不构成金融稳定风险。然而报告指出，当银行为应对压力而缩减其贸易融资资产时，贸易融资市场能将压力从金融体系传导至实体经济。

因此，总体上解决银行资本和流动性的不足并鼓励竞争（当前监管机构正在努力推行这些措施）的政策提供了一种避免或阻止贸易融资流动中断的有效手段。

《新兴市场经济体（EMEs）的银行体系》。3 月发布的报告指出，总部设在新兴市场经济体的银行集团开始在区域金融体系中发挥更重要的作用。然而这一过程还未达到会显著改变新兴市场经济体银行体系风险状况的节点。但随着时间的推移，影响范围可能会更广，因此有必要强化监管环境和市场基础设施，并提供危机防范和解决措施。

CGFS: [www.bis.org/cgfs](http://www.bis.org/cgfs)

## 支付与结算体系委员会

支付与结算委员会（CPSS）促进安全和有效的支付、清算、结算、报告体系和安排，从而支持金融稳定和更广泛的经济。支付与结算委员会由来自 25 家中央银行的高级官员组成，是一家在该领域受认可的全球标准制定机构。委员会还为中央银行监测和分析有关本国和跨国支付、清算及结算发展状况，并在相关政策和监管问题上开展合作提供了一个论坛。委员会主席由欧洲中央银行执行委员会委员伯努瓦·科尔担任。

### 监测金融市场基础设施实施标准

支付与结算体系委员会和国际证监会组织于 2012 年 4 月发布了《金融市场基础设施原则》（PFMIs 报告），它为包括支付系统、中央证券存管、证券结算系统、中央对手方（CCPs）和交易信息库在内的系统重要性金融市场基础设施（FMIIs）设立了国际标准。《金融市场基础设施原则》报告还详细说明了监督或管理金融市场基础设施当局的五项职责，包括在涉及多方时当局间开展有效合作。

监测金融市场基础设施原则是否得到一致、充分和及时的实施是支付与结算体系委员会的重点，并涉及三个阶段：(i) 是否已经通过允许实施的法律和相关规定？(ii) 法律和相关规定是否完备并符合金融市场基础设施原则？(iii) 新标准的

实施是否已经产生了一致的结果？

2013年8月，支付与结算体系委员会和国际证监会组织公布了第一阶段监测结果。报告显示，多数国家已经开始制定必要的法律和规定。尽管很少有国家完成了对所有类型金融市场基础设施的立法进程，但结果仍体现了自金融市场基础设施原则报告发布以来相对短暂的时期内所取得的实质性进展。

在所有国家都已完成法律和监管框架之前，计划对第一阶段进行继续监测和定期情况更新。2014年2月，支付与结算体系委员会和国际证监会组织也启动了监测程序的第二阶段。

#### 金融市场基础设施的恢复

2013年8月，支付与结算体系委员会和国际证监会组织发布《金融市场基础设施的恢复》咨询报告。该报告为中央对手方（CCPs）等金融市场基础设施制定规划提供指导，使其能在面临对自身生存能力和财务实力的威胁、阻碍其继续提供关键服务时得以有效恢复。这份报告的发布是对支付与结算体系委员会和国际证监会组织早前发布的《金融市场基础设施的恢复与处置》所引发的评论意见的回复，这份早前的报告要求对适合金融市场基础设施的恢复工具作出更多指导。

#### 当局获取交易信息库数据

支付与结算体系委员会和国际证监会组织于2013年8月发布的一份报告概述了指导当局定期和临时获取交易信息库数据的框架。该指引是对支付与结算体系委员会和国际证监会组织于2012年1月发布的关于场外衍生品数据汇总与报告刊物中有关数据权限问题的进一步扩充。

#### 零售支付中的非银行

支付与结算体系委员会正在研究零售支付中非银行的作用。委员会正在分析能解释这一领域非银行重要性不断增长的因素、可能的风险和支付与结算体系委员会各成员国不同的监管做法。

#### 金融包容的支付方面

支付与结算体系委员会与世界银行合作于近期开始研究支付系统与金融包容之间的联系。

#### 金融市场基础设施中的网络安全

鉴于金融市场基础设施原则报告中所制定的操作风险原则，支付与结算体系委员会已经开始分析网络安全问题和它们对金融市场基础设施的影响。

2013年12月，支付与结算体系委员会（CPSS）发布了其更新后的年度统计《CPSS 国家支付、清算和结算系统统计》。

CPSS: [www.bis.org/cpss](http://www.bis.org/cpss)

## 市场委员会

市场委员会是一个央行高级官员的论坛，由他们共同监测金融市场发展并评估其对中央银行合作的影响。市场委员会的成员包含来自 21 家中央银行的代表。

2013年6月，国际清算银行全球经济会议任命澳大利亚联邦储备银行行长助理德贝莱为委员会主席。他的前任是日本央行副行长中曾宏，他于2006年6月起接任市场委员会主席。

市场委员会今年讨论的主题是美联储决定放缓资产购买计划的时机以及日本央行的新货币政策框架（质化宽松和量化宽松）。市场委员会尤其密切关注这些变化对新兴市场经济体的影响。

除此之外，一些发达经济体重点关注的前瞻性政策指引、中国货币市场的发展、欧洲央行对信用机构全面评估的不断升级，也是市场委员会的讨论对象。委员会也热烈讨论了2013年底美国的债务上限和政府关门的风险可能产生的市场影响。

除了监测市场短期发展之外，委员会也关注正在酝酿和新近推出的金融监管政策对市场的长期潜在影响。委员会讨论了掉期合约执行系统以及欧洲委员会对于金融交易税和金融监管基准的提议。委员会还讨论了外汇基准的设计。

在市场委员会的帮助下，BIS和53家参与的中央银行在2013年进行了三年一次的中央银行对外汇市场活动的调查。2013年4月，外汇市场日均交易量为5.3万亿美元，与2010年4月的4万亿美元相比有所提升。这次调查扩大了货币组合范围，并对交易对手和执行方法这一调查项目进行改进。委员会讨论了这些变化所起的作用。为了更好地设计以后每三年一次的调查，委员会在2014年1月组织了研讨会，与来自私人部门的参会人一起讨论了外汇交易的实施方法。

市场委员会的网址：[www.bis.org/markets](http://www.bis.org/markets)

## 中央银行治理小组

中央银行治理小组由来自9家中央银行的代表组成，主席为马来西亚央行行长柴缇。该小组是就中央银行作为公共政策机构的设计和运作问题交换看法和研究观点的平台。此外，小组还通过组成中央银行治理联络组的50多家中央银行对国际清算银行的工作重点提出建议。中央银行官员可以获得联络组内中央银行之间进行的关于中央银行治理议题调查的结果并获取其他与治理相关的研究成果。若干材料也对外发布。

中央银行治理小组在BIS两月一次例会期间相聚，研究中央银行面临的环境

如何发生变化。小组评估了后危机时代对银行监管承担主要责任的央行组织架构相关议题，调查了央行内部金融风险管理的架构，讨论了不确定时期下央行交流的政策和行动所面临的挑战。小组讨论提供的信息和见解使得央行可以评估它们的现有安排和其他可选择安排的有效性。

中央银行治理小组的网址：[www.bis.org/cbgov](http://www.bis.org/cbgov)

## 欧文·费舍中央银行统计委员会

欧文·费舍中央银行统计委员会（IFC）旨在解决有关货币和金融稳定的数据问题。IFC 由全世界 80 多家的央行构成，包括几乎所有的 BIS 成员国。目前，来自马来西亚央行的副行长穆罕默德·易卜拉欣担任委员会主席。

IFC 和其他一些中央银行联合赞助了与下列议题相关的研讨会：经常账户余额相关议题（法国中央银行）、微观数据库的整合管理（葡萄牙中央银行）、对金融系统结构性转变的衡量，尤其关注与影子银行相关的部分（中国人民银行）。国际统计学会两年举办一次国际统计大会。在中国香港举办的第 59 届国家统计大会上，IFC 组织了六场分会。这些分会涵盖了与五类金融和经济变量（银行利率、实际有效汇率、通货膨胀衡量指标、外债以及资本流动）相关的数据处理方法和数据编纂练习。在此次国际统计大会上，IFC 正式成为国际统计学会的会员。

IFC 还成立了特别工作组，分析中央银行统计部门和银行监管者之间的数据共享，以支持金融稳定相关的研究和政策分析。工作组列出了不同国家采取措施的清单，并从中挑出优秀范例，作为各国中央银行和监管者实施安排的基准。

IFC 的 2013 年年报在 2014 年 1 月得到了 BIS 央行行长会议的认可，并于 2014 年 2 月发布。

欧文·费舍中央银行统计委员会网址：[www.bis.org/ifc](http://www.bis.org/ifc)

## 金融稳定学院

金融稳定学院（FSI）通过推广对审慎标准和良好监管做法的理解帮助全球监管当局监督其金融体系。

FSI 通过向监管机构解释改革的概念和细节以落实国际标准制定机构倡导的改革。学院通过召开高级别会议、研讨会和网络等多种渠道来履行其职责。FSI 链接作为学院在线信息资源和学习工具，正在被经验和专业技能处于不同水平的金融部门监管人员在全球广泛使用。

FSI 每年挑选一些国家，调查巴塞尔框架在该国的执行情况，并在 BIS 的网站上公布结果。结合巴塞尔委员会的工作，2013 年的调查结果显示，100 个国家已经落实或正在落实《巴塞尔协议 II》，72 个国家正在落实《巴塞尔协议 III》。

### 会议及研讨会

FSI 针对银行和保险部门监管机构和中央银行金融稳定专家举办大量研讨会、

讨论会和高层会议。过去一年，来自中央银行、银行与保险监管当局大约 1700 名代表参加了金融稳定学院举办的 41 次银行业研讨会，9 次保险业研讨会。

FSI 联合 BCBS 每年举办面向中央银行副行长和监管当局主席的高端区域会议，分别在非洲、亚洲、中东欧、拉丁美洲和中东地区召开。议题包括金融稳定性、宏观审慎监管的工具和政策、监管重点以及其他重要监管议题。

FSI 与银行相关的研讨会在巴塞尔举办。FSI 通常与以下监管集团合作举办其他地区的研讨会：

- 非洲——中西非银行监管机构委员会 (BSWCA), 南非开发性社区 (SADC)；
- 美洲——美洲银行监管机构协会 (ASBA), 拉丁美洲货币研究中心 (CEMLA) 和加勒比集团银行监管机构 (CGBS)；
- 亚太地区——东亚—太平洋中央银行行长会议 (EMEAP) 关于银行监管的工作组；东南亚中央银行组织 (SEACEN), 东南亚中央银行, 新西兰和澳大利亚的银行监管机构论坛 (SEANZA)；
- 欧洲——欧洲银行管理局, 中东欧银行监管机构小组 (BSCEE)；
- 中东——阿拉伯货币基金 (AMF), 海湾合作委员会 (GCC) 下设的银行监管机构委员会；
- 其他——法语区银行监管机构小组 (GSBF), 国际金融中心监管机构小组 (GIFCS)。

FSI 和 IAIS 以及 IAIS 区域网络联合举办的保险相关的研讨会分别在瑞士、非洲、亚洲、中东欧、拉丁美洲和中东举行。

去年举办的研讨会关注的议题有：BCBS 和 IAIS 核心原则的修订、基于风险的监管、宏观审慎监管政策、系统性风险的评价以及《巴塞尔协议 III》资本金和基于风险偿付能力的相关问题。

金融稳定学院网上课程 (FSI链接)

FSI 链接拥有来自 250 家中央银行和银行与保险监管机构的 9800 多名用户。该链接提供涵盖大量监管政策和监管议题的 230 份辅助教材。近期公布的教材包括监管强度和有效性、存款保险体系的公众意识、宏观审慎监管、集团监管、保险监管机构的现场监管流程以及人寿保险产品的定价。

FSI的网址：[www.bis.org/fsi](http://www.bis.org/fsi)

## 2013/14财政年度设在国际清算银行的机构的业务活动

本章讨论了设立在国际清算银行的 3 家机构今年的主要业务活动。

### 金融稳定理事会

金融稳定理事会通过在全球范围内协调各国金融当局与国际标准制定机构以

制定政策，从而推动国际金融稳定。<sup>3</sup>

金融稳定理事会成员由 24 个国家或地区<sup>4</sup>的中央银行、<sup>5</sup> 监管当局和财政部门及欧洲中央银行、欧盟委员会的高层代表组成。理事会还包括国际金融机构、国际标准制定组织<sup>6</sup>和中央银行组织的代表。

金融稳定理事会主席为麦卡尼。<sup>7</sup> 金融稳定理事会通过成员全会进行运作，全会任命金融稳定理事会主席和指导委员会。金融稳定理事会下设四个常设委员会：

- 脆弱性评估委员会。由墨西哥银行行长阿古斯丁·卡斯滕担任委员会主席。
- 监管合作委员会。由美联储理事丹尼尔·塔鲁洛担任委员会主席。
- 标准执行委员会。由新加坡金管局局长孟文能担任委员会主席。
- 预算与资源委员会。由德意志联邦银行总裁魏德曼担任委员会主席。

为了更好地与各国广泛接触，全会还建立了六个地区工作组（分别为美洲、亚洲、独立国家联合体、欧洲、中东、北非和撒哈拉以南的非洲）。这些工作组使得 FSB 成员与来自 65 个非成员地区的机构进行接触，讨论影响地区和全球金融体系的潜在因素，并提出为促进当前和未来金融稳定的倡议。

FSB 还成立了涵盖很多技术领域的不同工作组。

金融稳定理事会全会分别于 2013 年 6 月、11 月和 2014 年 3 月召开。理事会全年活跃在下文将会详细提及的领域内。20 国集团 2013 年 9 月圣彼得堡领导人峰会也对理事会全会通过的某些政策倡议给予了支持。

#### 降低系统重要性金融机构的道德风险

2013 年，各国当局和国际机构进一步推动 G20 领导人 2010 年首尔峰会通过的 FSB 政策框架的实施，以应对系统重要性金融机构（SIFIs）的系统性风险和道德风险。这一政策框架主要包括以下三项要素：

- 确保所有金融机构得以快速处置的处置框架，从而避免危及整个金融体系并造成纳税人损失；
- 更高的损失吸收能力，以反映系统重要性金融机构对全球金融体系造成的更高风险；
- 对可能造成系统性风险的机构实施更严格的监管要求。

SIFI 处置。2013 年 7 月，FSB 发布了《触发恢复和压力情形的指引》（以下简称《指引》），涵盖了恢复与处置计划中所涉及的下列三个主要问题：一是全球 SIFI（G-SIFIs）恢复计划中所采取措施的压力情景及融资指标；二是根据不同的集团架构，制定处置策略以及相关的操作性处置计划；三是识别在处置期间应继续运行的重要功能以维持系统稳定。

2013 年 8 月，FSB 发布了三篇关于 2011 年 10 月文件《金融机构有效处置机

3. FSB 是一个遵循瑞士法律的非营利性组织，并通过签订五年期可续服务合约将总部设在国际清算银行。FSB 秘书处目前有 29 位工作人员，由国际清算银行为 FSB 秘书处提供金融和其他资源。

4. 成员国包括 G20 国家，加上中国香港、荷兰、新加坡、西班牙和瑞士。

5. 包含中央银行集团，全球金融体系委员会（CGFS）。

6. 国际金融机构包括 BIS、IMF、OECD 和世界银行，国际标准制定机构包括 BCBS、国际会计标准理事会（IASB）、IAIS 以及 IOSCO。

7. 麦卡尼于 2013 年 6 月 1 日结束了加拿大银行行长的任期，从 2013 年 7 月 1 日开始担任英格兰银行行长一职。

制的核心要素》(以下简称《核心要素》)的讨论文章。

2013年8月12日,FSB发布文件《核心要素在非银行金融机构的应用》。当《指引》定稿时,它希望在《核心要素》基础上就下述内容新加入一些附件。

- 对金融市场基础设施(FMI)及系统性FMI重要参与者的处置;
- 对投保人的处置;
- 处置过程中对客户资产的保护。

同样在8月12日,FSB发布报告《出于处置目的的信息共享》,涵盖了跨境危机管理小组之间以及针对机构跨境合作协定的信息共享的保密标准和法规保护。

8月28日,FSB出版了《对核心要素的评价方法》,提出了衡量各地区是否遵守核心要素的评价标准,并对相关法例改革提供指引。FSB还协同国际货币基金组织、世界银行以及其他标准设定机构共同推进了起草方法。

更高吸损能力。2013年11月,FSB根据2012年底的数据,发布了全球系统重要性银行(G-SIBs)名单的年度更新结果。这一结果是根据BCBS2013年7月公布的更新评估方法得出的。与上一年度公布的28家银行的名单相比,本次新增了一家银行,从而将总数增加至29家。

根据名单,这些系统性重要银行分别位于五档不同的额外损失吸收(额外的普通股)中的后四档。根据银行系统性风险状况,对银行的额外吸损要求(即普通股占风险加权资产的比重)从1%至3.5%不等。最高档(也即3.5%的档)目前仍没有银行列入,这也反映出监管者不鼓励银行提升系统重要性。从2016年开始,2014年11月名单上的银行将分三年逐步实施额外吸损要求。<sup>8</sup>

2013年7月,FSB运用IAIS的评价方法,利用2011年底的数据,首次发布了9家全球系统重要性保险公司(G-SIIs)名单。2014年7月,通过与IAIS和各国监管机构商议,FSB将出台主要再保险公司的系统性特征和合适的风险缓解指标。在FSB的支持下,IAIS也发布了G-SIIs的政策措施以及对保险业宏观审慎政策和监督的全面框架。

加强监管力度。2013年11月,FSB发布了《有效性风险容忍框架原则》和咨询报告《金融机构风险文化相关的监管接触》。这些报告组成了FSB提升监管强度和有效性的倡议的重要部分,也是对“太大而不能倒”金融机构的政策应对的核心组成部分。监管机构正在提升对于企业风险管理功能和全局风险治理框架的期望,这些领域曾经在全球金融危机中暴露出显著脆弱性。

2014年4月,FSB将发布其关于风险文化指引的最终版本。这一版本将会包括公众的反馈意见以及《关于努力加强监管有效性》的报告。

框架的延伸。FSB和标准制定机构继续将SIFI框架延伸至其他系统重要性金融机构。2014年1月,FSB和IOSCO发布了《识别非银行非保险业全球系统重要性金融机构(NBNIG-SIFIs)的评估方法(征求意见稿)》。这份文件提出了NBNIG-SIFIs的评估方法,但并没有具体列出特定的金融机构,也没有提出任何政策措施。一旦评估方法正式确立下来,相应政策将会出台。

完善场外和大宗商品衍生市场。20国集团承诺将通过加强标准化、中央清算、

8. 当前名单参见 [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_121031ac.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121031ac.pdf)。

有组织的平台交易以及所有交易向交易库报告等方式，加强场外衍生品市场的职能、透明度和监管。FSB 发布了 2013 年 4 月和 2013 年 9 月改革的进展报告，并继续敦促成员地区完成改革、处理跨境遗留问题、以保证各地区实施情况的一致性。

FSB 成立了研究小组，研究向交易库报告的数据如何被监管机构更好地利用，尤其是如何进行数据整合。2014 年 2 月，FSB 出版了研究报告，分析了几种用来汇总交易库关于场外衍生品市场数据的方法。

### 加强对影子银行的监管

“影子银行体系”，指涉及监管银行体系以外的信贷中介活动和机构，可能直接或间接地通过与正规银行系统的联系成为系统性风险的根源。影子银行还将提供套利机会，并削弱严格的银行监管，导致整个金融系统杠杆和风险的不断累积。

2013 年 8 月，在征求意见过后，FSB 发表了更新版的政策建议，以加强对影子银行的监管，减少潜在系统性风险。政策建议关注以下五个领域：

- 正规银行体系与影子银行之间的溢出效应；
- 货币市场基金对挤兑的敏感性；
- 资产证券化的动因；
- 证券融资交易的风险及顺周期性，它在市场紧张时可能会加剧融资困境；
- 其他影子银行实体和行为的系统性风险。

除了关于证券融资交易的提议仍需进一步完善外，其他提议现在基本进入定稿阶段。

2013 年 11 月，FSB 发布了全球影子银行体系的第三份年度监测报告。该报告评估了影子银行体系的风险和全球发展趋势，包括将加大系统性风险和监管套利的创新与变革。这一报告包括 25 个地区以及欧元区（作为一个整体）的数据，这些地区拥有 80% 的全球 GDP 和 90% 的全球金融系统资产。报告也首次加入了 IOSCO 关于对冲基金调查的估计结果。

### 信用评级

为推动 2010 年 10 月金融稳定理事会（FSB）制定的关于降低对信用评级机构的依赖的指引的执行情况，2013 年 8 月，金融稳定理事会（FSB）发布了标准执行机构和各国监管当局在信用评级改革的进度报告以及同业评审报告。指引具有两个方面的作用，一是消除市场机械地依赖评级，而这可能会因产生聚集和悬崖效应而导致金融市场爆发系统性风险；二是为市场参与者提高独立的信用风险评估以及尽职调查提供激励。

同业评审的第二阶段将会分析降低评级依赖的行动计划，并对信用风险的备用度量方法以及强化银行内部信用风险评估程序的进展情况进行报告。金融稳定历史计划于 2014 年发布最终同业评审报告。

### 金融基准

二十国集团会议（G20）要求金融稳定理事会努力提高银行间基准利率的可靠性和稳健性。金融稳定理事会已经成立了由中央银行和监管机构共同组成的高

级别的官方行动小组（OSSG）来协调对现有基准利率的审查。同时，OSSG 对市场参与小组（MPG）的工作进行指导，该小组主要负责备选基准利率的可行性以及现有基准利率体系到备选基准利率体系的转换的研究和分析。OSSG 将于 2014 年 6 月向 FSB 汇报工作。

#### 处理数据缺口

全球危机充分暴露了全球性金融机构主要信息缺口的问题。FSB 正在开发一套普遍适用的数据模板，通过这种方式全球系统重要性银行可以分析自身的来自对手方的风险敞口和资金来源的独立性，以及按国家、市场、比重、行业以及金融工具分类的分布情况。负责收集各国数据的国际数据中心设在国际清算银行，2013 年第二季度开始，该中心开始正式运营，并着手收集全球系统重要性银行的信用风险敞口的数据。2013 年 10 月，金融稳定理事和国际货币基金组织发布了“G20 数据缺口工作第四阶段执行情况”。报告认为数据缺口工作已经取得重大进展。

#### 通过法人机构识别码（LEI）提高透明度

全球法人机构识别码系统的目的是为全球金融交易的双方提供唯一的身份识别。G20 已经通过了 2012 年 6 月金融稳定理事会提交的“金融市场的全球法人机构识别码”。同时，一套过渡性的系统已经开始启用。作为旨在提高金融数据质量的重要基础设施，LEI 将承担起许多金融稳定、风险管理以及降低企业间的操作风险等任务。

监管委员会（ROC）成立于 2013 年 1 月，作为一个独立的机构，承担着 LEI 系统的治理结构以及确保 LEI 出于公共利益的服务目标。FSB 正在推动成立全球法人机构识别码基金（GLEIF），并对成立基金的可行性进行尽职调查。在瑞士的法律框架下，作为 LEI 系统的重要抓手，GLEIF 将被定位为非营利性基金。LEI 系统将支持全球范围内统一的由 ROC 设定的操作标准和协议，支持识别码的中央数据库和相应的备用数据。

#### 巩固会计准则

G20 和 FSB 支持形成一套高质量、全球通用的会计准则。FSB 将会继续鼓励国际会计准则委员会（IASB）和美国财务会计准则委员会继续完成会计准则趋同的项目，并监测 G20 和 FSB 特比的会计建议的执行进度。2013 年，两个委员会的工作均取得了重大进展。会计准则趋同的关键领域，如贷款损失和保险合同的，将在 2014 年内完成。

#### 加强信息披露工作组

加强信息披露工作组是一个旨在提高主要银行风险披露实践的私人行业。2012 年 10 月，该工作组发布了风险披露的原则和建议。2013 年 8 月，工作组发布了一个执行层次和质量的调查，就像出现在主要银行 2012 年年报的一样。2014

年，FSB 要求工作组开展了另外一项调查。

#### 监测遵守国际标准的执行和强化

FSB 执行监测的协调框架 (CFIM) 主要目的在于促进重点领域改革的执行的情况 (被 FSB 视为对全球金融稳定特别重要) 应该更深度的监测和详细的报告。当前的重点领域主要有《巴塞尔协议 II》,《巴塞尔协议 2.5》以及《巴塞尔协议 III》框架、场外衍生品市场改革、薪酬实践、全球系统重要性机构的政策措施、救助框架和影子银行等。在几个领域内改革的执行进展的详细报告以及与相关国际标准设定机构的合作正在进行当中, 2014 年, FSB 将会进一步扩大和深化监测范围。

8 月份, FSB 发布了成员国采用 FSB 原则进行薪酬实践改革的第二阶段的报告, 该薪酬实践改革是于 2009 年 9 月开始启动的。

FSB 实施的最为深度监测机制是同业评审计划。该计划主要是通过金融标准执行委员会 (SCSI) 对成员国采用国际金融标准和 FSB 的政策进行评估来实施的。2013 年, FSB 完成了对南非、英国和美国的同业评审。降低对评级机构的依赖程度、对印度尼西亚和德国的同业评审已经于 2013 年启动, 并将于 2014 年完成。

2013 年 12 月, FSB 发布了推动成员国在遵守国际金融监管合作和信心交流的进展情况的报告。年度报告包括了不合作地区在内的所有国家和地区的评估信息。

#### 新兴市场和发展中经济体 (EMDEs) 的监管改革的影响

应 G20 的要求, 经与标准设定机构和国际金融机构磋商, FSB 对国际金融监管改革的未预期后果以及相关防范措施进行了总结和报告。2013 年 9 月, FSB 发布了监测进度的更新, 其中部分内容来自 2013 年 5 月组织召开的研讨会的成果、FSB 地区工作组的讨论以及 FSB 成员。作为整体执行监测框架的一部分, FSB 将继续报告 EMDEs 的改革效应。

#### 金融监管改革对长期融资的获得性的影响

2013 年 8 月, FSB 更新了 G20 财长和中央银行行长会关于金融监管改革对长期投资融资的供给。作为由国际金融组织执行的长期融资的更大范围的研究, FSB 将会为 G20 继续对此议题的进行监测。

FSB: [www.financialstabilityborad.org](http://www.financialstabilityborad.org)

### 国际存款保险协会

国际存款保险协会 (IADI) 是一个全球性的存款保险标准制定机构。IADI 通过提高存款保险的效率以及推动国际存款报销和银行处置安排的方式加强与其他国际金融组织的合作来维护金融稳定。同时, IADI 也提供建立和维护存款保险体系的指引。

波兰银行担保基金的董事会主席, Jerzy Pruski 担任 IADI 的主席和执行委

员会的主席。

IADI 第十三届年会在布宜诺斯艾利斯举办，年会的主题是“金融改革概览”，议题主要包括全球金融形势的变化、存款保险和银行部门应对金融危机、金融安全网的设计、存款保险基金安排以及银行处置制度的改革，以及银行破产的应急处置方案。

IADI 主要推动实施于 2013 年采用的四个战略：

#### 改进 IADI 的标准和评价体系

为提高标准和估价，IADI 于 2013 年 2 月成立了指导委员会来修订“有效存款保险系统的核心原则”。<sup>9</sup> 2014 年 1 月，IADI 向修改委员会提供了由巴塞尔银行监管委员会、金融稳定理事会、国际货币基金组织、世界银行、欧盟委员会以及存款保险欧洲论坛组成的联合工作组的讨论成果。6 月，IADI 的执行委员会将会考虑进行最终的修改，而这些修改将会作为 FSB 重要标准的更新向 FSB 报告。

#### 开展关于保险和处置的研究和编制指引

作为 FSB 的处置指导小组的成员，IADI 正在参与倒闭的金融机构的处置国际标准的设计。存款保险人和处置制度的核心就在于对处置银行的救助。IADI 启动了一项存款保险体系的救助方案的战略和指引。

IADI 继续加大对事前存款保险基金筹集和国别范围内的多元存款保险体系的研究。同时，IADI 发布通过早期预警和及时干预的方式减轻道德风险的指引，并发布包容性金融的研究论文。

IADI 通过包括存款保险人的年度调查等方式提高全球存款保险系统的数据库。IADI 有选择地在其公共网站上发布了第三年度的调查结果；完全版本只对 IADI 成员和 FSB 以及国际清算银行开放。

大约 200 多人参加了第二届 IADI 两年召开一次的研究讨论会，并在大会上发布了与会议相关的近期研究成果，例如“存款保险框架的发展：设计特征和处置制度”。

#### 巩固存款保险体系

IADI 引入了自评技术协助计划 (SATAP)。IADI 专家在 SATAP 的框架内对成员存款保险体系进行评估，在必要情况下，也可以制定改革计划。

2013 年 8 月，IADI 和金融稳定学院 (FSI) 共同举办了第三届银行处置和存款保险的联合研讨会。2008 年以来，IADI 已经联合 FSI 制作了八期关于存款保险系统的网络课程。

IADI 举办全球和地方性的研讨会，相关的主题包括存款保险的偿还，伊斯兰存款保险问题，整体防护计划以及有效处置的应急预案。

---

9. IADI 的核心原则是 FSB 稳健金融系统关键标准的一部分，用于 IMF 和世界银行的金融部门评估项目 (FSAP)。IADI 专家参与 FSAP 评估，以及 IMF 和世界银行的技术支持项目。

扩员和加强对成员的支持力度

今年，九名新成员加入了 IADI，存款保险的覆盖面已经达到了 65%，IADI 的机构总数达到了 96 家。为促进 IADI 的发展，增强对成员的支持力度，执行委员会同意在秘书处设置研究部门，提高 IADI 对当前政策研究的参与程度。

IADI: [www.iadi.org](http://www.iadi.org)

## 国际保险监督官协会

国际保险监督官协会 (IAIS) 是保险行业全球标准制定机构。其目的是推动实现全球一致和有效的监管和维护金融稳定，让投保人从公平、安全和稳定的保险市场中获益。奥地利金融市场监管局的主管 Peter Braumuller 担任 IAIS 的执行委员主席。

金融稳定

2013 年 7 月，IAIS 发布了经 FSB 认可的全球系统重要性机构的评估方法和政策措施。同时，IAIS 还发布了保险行业执行宏观审慎政策和监测 (MPS) 的框架。MPS 框架在重点在于对识别、评估和减轻可能导致严重和大范围的金融风险的宏观金融脆弱性。MPS 框架通过发展与 IAIS 相关的保险核心原则指引，丰富工具箱以及压力测试的早期预警风险措施的数据模板等方式得到改善。

保险核心原则

在 10 月全会上，IAIS 修订了《保险核心原则 (ICP) 22》，该原则涵盖反洗钱、反恐怖融资，并对这个问题采用“申请文件”。本次修订是在 2011 年 10 月“保险核心原则、标准、指引以及评估方法”的基础上进行的。10 月，IAIS 将采用“意见簿”投保人保护计划和通过分支机构进行跨境运营的监管。

国际活跃保险集团共同监管框架

10 月，IAIS 发布了基于 IAIS 保险核心原则的国际活跃保险集团共同监管框架 (ComFrame) 的最终征求意见稿。经过吸收反馈意见修改后，前该框架将于 2014 年进行试点，并在试点的过程中进行适当修改，确保在 2018 年正式实施。成员国将于 2019 年正式执行该监管框架。

全球保险资本标准

10 月，IAIS 宣布开发第一个以风险为本全球保险资本标准 (ICS)，该标准是共同监管框架的一部分。经过监管部门和国际活跃保险集团约两年的试用和简化，全球保险资本标准将在 2019 年全面实施。

IAIS 也开始开发基本资本要求 (BCRs)，计划于 2014 年完成并运用到全球

系统重要性机构的监管上。基本资本要求将加强全球系统性重要机构的资本吸收损失的能力，其发展和试用被认为对基本资本要求的发展是有益的。

### 多边谅解备忘录

作为 IAIS 多边谅解备忘录 (MMoU) 缔约机构的保险监管机构参与了全球合作与信息交换框架。此备忘录规定了缔约机构必须遵守的最低标准，而所有的申请机构均必须接受由 IAIS 成员组成的独立团队的审查和批准。MMoU 参与机构更有能力为消费者利益维护跨境保险运作的金融稳定。目前，MMoU 共有 39 个缔约机构，占全球保费的比例高达 54%。

### 协调执行框架

2013 年 10 月，协调执行框架 (CIF) 针对 IAIS 在监测成员在执行 IAIS 监管政策的问题上设定了四个主要原则和战略指引。CIF 成立了一个与地区执行监管部门合作的工作计划。

CIF 的中心任务是推动合作伙伴的工作。其中保险计划 (A2ii) 提高了保险市场的容量。上述市场是标准制定机构 G20 集团全球包容性金融合作伙伴特别关注的领域。

### 自评和同业评审

10 月，IAIS 发布了整体评审报告，其中包括两个自评报告和包括三个部分的内业评审报告 (SAPRs)。内业评审报告第一部分 (ICP1) 包括目的、权力和监管职责，第二部分 (ICP2) 包括监管部门，第三部分 (ICP23) 包括泛集团监管。IAIS 在 2016 年以前采用 SAPR 过程对全部的 ICP 进行审阅。评估结果将有助于对需要修订的 ICP 部分的识别，用 SAPR 过程对 ICP23 进行审阅就是这么一个例子；最终结果也会进入 IAIS 的培训课程里面。

### 联合论坛的出版物

联合论坛于 1996 年由 IAIS 成员共同成立。去年，联合论坛发布了抵押保险，长寿风险以及卖点信息披露等出版物（详情请见巴塞尔银行监管委员会章节的末尾）。

IAIS: [www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org)

## 经济分析、研究和统计

国际清算银行致力于提供宏观经济、货币政策以及金融稳定等方面政策的深度经济分析和研究。该项职能主要由国际清算银行总部的货币经济部门 (MED)、亚太以及墨西哥代表处承担。国际清算银行还收集和发布国际金融机构和市场的

统计数据。

## 巴塞尔进程的分析和研究

国际清算银行的经济学家致力于对全球央行和监管部门较为重要的问题进行分析和研究。这部分工作内容还包括为央行行长及其他高级央行官员日常会议作准备。MED 还将为国际清算银行承诺提供支持的委员会和协会提供分析和统计方面的服务。

国际清算银行的研究人员与央行和研究机构的经济学家合作，共同参加学术研讨会和研究网络，增强了政策研究和研究的国际合作，提高了国际清算银行的质量，促进了工作思想的交流。

国际清算银行业召开研讨会邀请来自全球的政策研究和商业运营人员参会。在所有的会议中，央行行长参加的国际清算银行的年会处于核心地位。2013年6月，第十二届国际清算银行年会的主题是“大萧条时期货币政策发挥的作用”，重点关注大萧条的特点及其影响。会议的议题主要关注混合货币政策可能性，负担过重的货币政策风险，全球溢出效应的相关性以及当前货币政策合作水平的提升。

BIS 的大部分分析和研究都在其官方网站上发布 ([www.bis.org](http://www.bis.org))，其中包括国际清算银行的年报、季报和工作论文等。国际清算银行的经济学家也会在专业期刊和其他外部杂志上发表文章。

国际清算银行研究：[www.bis.org/forum/research.htm](http://www.bis.org/forum/research.htm)

## 研究主题

BIS 在其职责的基础上将研究重点集中在货币政策和金融稳定。近年来，主要的工作已经受到全球金融危机和长期政策影响的挑战。去年，BIS 的研究领域主要集中在三个方面，金融中介，货币政策和金融稳定的新框架，以及全球经济的溢出效应。

对于金融中介的研究主要集中在新兴市场经济体的条件，银行系统重要性和更高资本要求调整的测度。研究包括了特殊金融市场分割（长期融资、长寿风险转移市场和担保资产市场），金融工具（不可交割远期、或有转换债券）以及实践（流动性压力测试，资产配置）。此外，还有金融系统和增长的关系，国家金融安全和银行部门的关系等一系列的研究。

对于货币政策和金融稳定新框架的研究主要分为两条主线。第一条是货币政策和宏观经济，包括担保框架和实践、前瞻性指引政策、流动性便利承诺等特殊货币政策工具。同时，也关注外汇干预、利率传导机制，超低利率政策的可持续性和影响以及宏观经济和金融周期的关系（例如将信贷作为危机的早期预警指标）。第二条是审慎政策，包括系统重要性机构的识别以及对用于区分银行行为的结构监管的影响。研究还分析了场外衍生品市场的监管改革对宏观经济的影响。

全球经济及其溢出效应的研究主要集中在国际货币政策、金融系统和全球经济运行。主要研究议题有全球失衡、全球流动性的测度和政策影响以及货币政策溢出。

## 国际统计倡议

BIS 较为特殊的国际金融统计主要致力于银行行为的变化研究。2013 年，每三年召开的 BIS 中央银行外汇和衍生品市场行为调查透露了统计研究的新方向。

一直以来，BIS 都努力提高国际银行业统计的质量。与部分中央银行一起，BIS 不断提高经 CGFS 多阶段认可的国际银行的跨境债权和债务数据的收集和发布的质量。当前，BIS 已经开始发布更为详细的按行业分类的地区和合并的银行统计；合并数据还包括了债务头寸和资本。

BIS 国际数据交换中心已经运行了一年，并完成了第一阶段的整合全球系统重要性银行的微观数据的目标。这项工作通过向监管当局提供衍生品市场联系更为全面的信息来加强监管对话和交流。数据中心已经协调了 FSB 的数据缺口执行小组着手准备第二阶段的数据收集工作。

在官网上，BIS 开始发布与全球流动性有关的银行统计指标。<sup>10</sup> 这项工作对 G20 也有益处，更早扩大了 BIS 和 CGFS 的工作范围。

BIS 也加入了跨机构集团经济金融统计 (IAG)，该集团按照 FSB 和 IMF 的建议密切关注金融危机以来的数据缺口的问题。<sup>11</sup>

BIS statistics: [www.bis.org/statistics](http://www.bis.org/statistics)

## 国际清算银行支持的其他中央银行活动

国际清算银行为中央银行业务和区域性央行组织的工作作出了贡献。过去一年，它支持了下列组织就若干议题举办研讨会：

- 拉丁美洲货币研究中心 (CEMLA) —— 外汇干预、支付与结算体系；
- 拉美储备基金 (FLAR) —— 储备管理；
- 东南非宏观经济与金融管理学院 (MEFMI) —— 支付与结算体系、储备管理；
- 东南亚中央银行 (SEACEN) 研究和培训中心—— 央行治理、金融稳定、宏观经济与货币政策挑战，支付与结算体系；
- 世界银行—— 央行储备管理的治理和监督。

国际清算银行专家也参与了由法兰西银行的国际银行与金融研究所组织的活动。

## 代表处

国际清算银行在中国香港和墨西哥城分别设立了亚太代表处（亚洲办公室）和美洲代表处（美洲办公室）。代表处在上述两个地区内通过组织会议、支持地区

10. 包括大多数 BIS 成员中央银行报告的主要经济指标，主要发达经济体和新兴市场经济体的详细宏观经济数据。BIS 为便利这些数据的使用，在计算和发布这些较长时间序列的重要经济数据（如信贷）方面作出了重大努力。

11. IAG 包括 BIS、欧央行、欧盟统计局、IMF、OECD、联合国和世界银行 ([www.principalglobalindicators.org](http://www.principalglobalindicators.org))。这些组织也发起了统计数据 and 元数据交换 (SDMX)，标准为 BIS 收集、处理和发布统计数据的标准 ([www.sdmx.org](http://www.sdmx.org))。

性合作机制以及设在巴塞尔的各委员会的工作、开展政策研究、增进信息与数据交流来促进合作及本行各项工作的开展。亚洲办公室还为本地区的货币当局提供银行服务。<sup>12</sup>

## 亚太代表处

亚太代表处从事经济研究，组织地区性高层会议，并通过其地区金库提供专业化的银行服务。在香港的经济研究人员主要关注该地区的政策性问题。代表处的活动受亚洲顾问委员会（ACC）的指导，该委员会由12个亚太地区的参股央行行长组成。<sup>13</sup> 菲律宾央行行长 Amando Tetangco 于2014年4月接任韩国央行行长金仲秀成为亚洲顾问委员会主席。

### 亚洲顾问委员会

在2013年6月于巴塞尔举行的半年会上，亚洲顾问委员会决定在中国香港设立一个增进区域内央行研究合作的机制，开展派员项目。在2014年2月悉尼会上，委员会决定开展为期两年的“扩大货币政策边界”研究项目。

### 研究

亚太代表处的经济学家对此前亚洲顾问委员会支持的两个议题进行研究。关于金融稳定方面，议题是亚太地区的跨境金融联系，相关论文的大纲和特别的政策问题在7月香港举行的研究讨论会上进行了探讨。货币政策方面，议题是通胀动态和全球化；9月，中国人民银行与BIS联合举行的会议上展现了该研究的成果。

在开展研究时，亚太代表处的经济学家与全球若干学术机构及地区内参股央行的经济学家们积极合作。相应提交的论文对各类央行间会议的政策讨论提供了参考，并被收入相关专业期刊及国际清算银行的季度报告中。

### 特别行长会议及其他高层会议

亚太代表处共组织了10次国际清算银行高层政策会议。每次会议都与本地区一家中央银行或一个地区性中央银行组织合办，如东亚及太平洋地区中央银行行长会议（EMEAP）或东南亚中央银行组织（SEACEN）的研究与培训中心。

亚洲顾问委员会的央行行长与其他地区的央行行长在年度特别行长会议上齐聚一堂，特别行长会议通常在2月于亚洲举行，今年2月澳大利亚储备银行主办了本次特别行长会议，该会与BIS双月例会合并举办，并连续第四年举办了由区域内活跃的大型金融机构CEO参加的圆桌会，讨论议题包括亚洲地区当前脆弱性、资产管理人的角色以及基础设施项目的融资。

其他高层会议还包括5月在首尔与韩国央行联合举办的第十六次亚洲货币政

12. 关于BIS银行活动的更多信息，参见146页“国际清算银行的金融服务”。

13. 澳大利亚、中国、中国香港、印度、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、新西兰、菲律宾、新加坡和泰国共12个货币当局。

策工作组会议、9月在乌兰巴托与蒙古央行联合举办的 SEACEN – BIS 执行理事研讨会、11月在中国香港举行的第九届货币政策操作程序大会；以及1月在中国香港举行的关于基础设施投资融资的专题研讨会。

## 美洲代表处

美洲代表处在研究和合作交流上受美洲顾问委员会（CCA）的指导，该委员会由该地区8个参股央行<sup>14</sup>的行长组成，现任主席是哥伦比亚央行行长 José Darío Uribe。

过去一年中美洲代表处实施了诸多倡议来支持区内央行的顾问和研究。新建立的操作董事顾问小组由负责公开市场和外汇市场操作以及储备管理的央行官员组成，该小组定期开电话会议，代表处与墨西哥央行在2014年3月共同举行了该小组的首次会议。会议议题包括全球货币状况改变的影响、政策应对以及金融市场结构。

2013年12月，巴西央行主办了美洲顾问委员会成员央行负责金融稳定的董事首次会议，讨论议题包括职能、工具、治理和风险评估（包括压力测试）。美洲代表处致力于支持该小组的进一步工作。

2013年4月智利央行在圣地亚哥举办了第四届美洲顾问委员会研究会议。会议主题为金融稳定、宏观审慎政策以及汇率，每个主题下都精选了若干论文。

美洲顾问委员会成员央行研究网络在一个项目中将金融稳定因素引入央行政策模型。2013年10月，该项目在美洲代表处新设施中举行了首次会议。一项政策实践关注该项目中信贷繁荣的影响模型。部分研究网络中的美洲顾问委员会成员央行也开展了一项联合研究项目，对不同国家货币政策和宏观审慎政策效果进行比较。

美洲代表处对以下会议和活动也有贡献：(i) 2013年9月智利央行在圣地亚哥主办的第十七届 BIS 拉丁美洲货币政策工作组会议，(ii) 2013年7月在圣琼斯由国际清算银行与美洲货币研究中心（CEMLA）联合举办的外汇市场干预圆桌会议，(iii) FSB 地区工作组会议以及央行研究会议，(iv) 墨西哥城举办的拉丁美洲和加勒比海经济协会年度会议中组织高级别央行讨论会。

## 国际清算银行的金融服务

通过其银行部门，国际清算银行向中央银行和其他官方货币当局提供了外汇储备管理和增强相关国际合作等范围广泛的金融服务。目前大约有140家中央银行及国际金融机构积极使用这些服务。

安全性、流动性是国际清算银行信用中介服务的最大特点，服务得到了强大的内部风险管理框架的支持。独立的风险控制部门直接向副总经理汇报，监控相关风险。风险控制部门控制国际清算银行的金融风险，例如信贷、流动性和市场风险，同时合规与操作风险部门监督银行的操作风险。风险控制部门也负责协调活动来为风险管理提供统一入口。

国际清算银行的金融服务由两个相互联系的交易室提供，一个在巴塞尔总部，

14. 这8家央行分别是阿根廷、巴西、加拿大、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁的央行和美联储。

另一个在中国香港亚太代表处内。

## 金融服务范围

作为中央银行所有和治理的机构，BIS 能够准确了解储备管理者的需求——主要满足安全性和流动性需求，同时满足由于外汇储备规模增长造成的风险敞口多样化需求。为此，BIS 向各国央行提供了币种计值、流动性和期限不同的投资选择。BIS 提供期限 1 个星期至 5 年的多种可交易工具——国际清算银行固定利率投资 (FIXBIS)、中期工具 (MTIs)，以及隐含期权的结构性产品。可交易工具在国际清算银行交易时间内的任何时候均能进行买卖。

BIS 也可提供大多数可兑换货币的活期 / 通知账户和定期存款等货币市场工具；此外，国际清算银行也提供短期流动性工具，向中央银行提供贷款，通常是抵押贷款。同时，国际清算银行还充当国际金融运作方面的受托人和抵押代理人的角色。

国际清算银行代客户买卖外汇和黄金，并在客户定期重新调整储备投资组合或储备货币分配发生重大改变时，提供大量流动性。清算银行的外汇服务包括主要货币和特别提款权 (SDR) 的现货交易、掉期、远期、期权及双币存款 (DCDs)。此外，清算银行还提供黄金服务，如现金账户、定期存款、特种账户、浓缩和精炼以及运输。

BIS 提供主权债和高等级信贷固定收益工具方面的资产管理服务。形式可以是专门与客户商定的投资组合或是开放式基金，即清算银行投资池 (BISIP)，其允许客户投资于共同的资产池。

此外，为促进本币债券市场的发展，东亚及太平洋中央银行行长会议组织 (EMEAP) 项下的亚洲债券基金 (ABF) 倡议也使用 BISIP 结构。BIS 与央行顾问小组的合作也基于该结构，包括投资美国通胀保护债券基金以及投资中国国内债券市场基金。

国际清算银行的银行业务部也就储备管理问题举办国际和地区性会议和研讨会。这些会议促进了储备经理间知识和经验的交流，并推动了中央银行和国际机构投资与风险管理能力的发展。银行业务部也支持央行回顾其当前储备管理实践。

## 2013/14年的财务运作

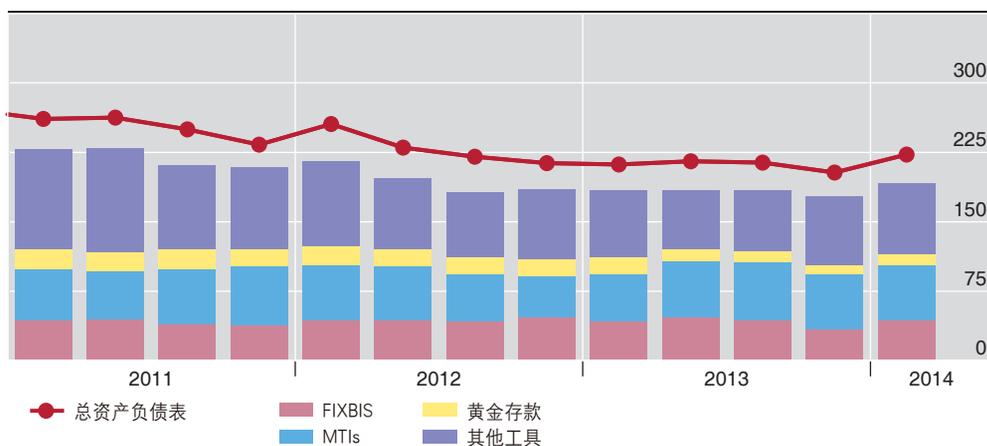
国际清算银行的资产负债表规模上升了 106 亿特别提款权 (SDR)，上年同期下降可 437 亿特别提款权。截至 2014 年 3 月 31 日，资产负债表总额为 2,225 亿特别提款权。

### 负债

负债中占比最大的是客户存款，其中 94% 是货币计值，剩余部分为黄金。客户存款在总负债中占最大份额 (见下图)，其中 90% 是货币计值，剩余部分为黄金。2013 年 3 月 31 日，客户存款总额 (回购协议除外) 为 1,918 亿特别提款权，上一财政年度末为 1,837 亿特别提款权。

## 总体资产负债表和客户购买的产品情况

季末数据，10亿特别提款权



柱状体的总和显示客户购买的总体情况。

截至 2014 年 3 月底，客户货币存款从上一财政年度的 1,662 亿特别提款权增加到 1,805 亿特别提款权，相当于世界外汇储备总规模的 2.1%<sup>15</sup>（2014 年 3 月底，外汇储备规模从 2013 年 3 月底的 77 万亿特别提款权上升至 79 万亿特别提款权）。73% 的货币存款是以美元计值的，而欧元和英镑计值部分占比分别为 13% 和 6%。

2014 年 3 月底，黄金存款为 113 亿特别提款权，比上一财政年度减少了 63 亿特别提款权。

### 资产

同上一财年一样，国际清算银行持有的大部分资产为政府及准政府证券及对评级较高的国际商业银行的投资（包括逆回购协议）。此外，2014 年 3 月 31 日，国际清算银行持有 111 吨纯金。国际清算银行信贷头寸管理非常稳健，几乎全部信贷资产均为 A- 级或以上。

2014 年 3 月 31 日，清算银行货币资产总额为 1,844 亿特别提款权，上一财政年度末为 1,571 亿特别提款权。为有效管理其资产和负债，国际清算银行使用各种衍生工具。<sup>16</sup>

## 国际清算银行的治理和管理

国际清算银行的治理和管理有三个主要决策层：

- 国际清算银行成员央行年度股东大会；
- 国际清算银行董事会；
- 国际清算银行管理层。

15. 因无法获得外汇储备数据，计算中未包括机构存款。

16. 更多信息参见财务报表和风险管理部分。

## 国际清算银行成员中央银行年度股东大会

目前有 60 家中央银行或货币当局是国际清算银行的成员，它们有权派代表出席股东大会并享有投票权。国际清算银行年度股东大会于每年 3 月 31 日财年结束后 4 个月内举行。年度股东大会决定国际清算银行的红利和利润分配，批准年报和国际清算银行的报表，决定董事会成员津贴的调整并挑选国际清算银行的外部审计机构。

## 国际清算银行成员中央银行

阿尔及利亚银行	韩国银行
卢森堡中央银行	拉脱维亚银行
阿根廷中央银行	立陶宛银行
澳大利亚储备银行	马其顿共和国国家银行
奥地利国民银行	马来西亚中央银行
比利时国民银行	墨西哥银行
波斯尼亚和黑塞哥维纳中央银行	荷兰银行
巴西中央银行	新西兰储备银行
秘鲁中央储备银行	挪威中央银行
保加利亚国民银行	菲律宾中央银行
加拿大银行	波兰国家银行
智利中央银行	葡萄牙银行
中国人民银行	罗马尼亚国家银行
哥伦比亚共和国银行	俄罗斯联邦中央银行
克罗地亚国民银行	沙特阿拉伯货币局
捷克国民银行	塞尔维亚国民银行
丹麦国民银行	新加坡金融管理局
爱沙尼亚银行	斯洛伐克国民银行
欧洲中央银行	斯洛文尼亚银行
芬兰银行	南非储备银行
法兰西银行	西班牙银行
德意志联邦银行	瑞典中央银行
希腊银行	瑞士国民银行
香港金融管理局	泰国银行
匈牙利国民银行	土耳其共和国中央银行
冰岛中央银行	英格兰银行
阿联酋中央银行	美国联邦储备理事会
印度储备银行	
印度尼西亚银行	
爱尔兰中央银行	
以色列银行	
意大利银行	
日本银行	

## 国际清算银行董事会

董事会负责决定国际清算银行的战略和政策方向，对管理层进行监管，履行国际清算银行章程赋予的具体任务。董事会一年至少召开六次会议。

董事会最多可拥有 21 名成员，其中 6 名为当然执董，包括比利时、法国、德国、意大利、英国和美国中央银行行长。当然执董可指定该国另一成员出任执董。其余 9 名执董则从其他央行行长中选举产生。

此外，经济顾问委员会将轮流指派一名成员出任国际清算银行执董会的观察员。观察员参与执董会的相关讨论，其可以是执董会四个顾问委员会中一个或多个顾问委员会的成员。四个顾问委员会情况如下：

执董会的主席从成员中选举，任期三年，且可选举一位副主席。

执董会的四个顾问委员会根据国际清算银行章程第 43 条设立，帮助执董会开展相关工作：

- 管理委员会负责对国际清算银行管理中的若干关键领域进行审查，包括预算和支出、人力资源政策和信息科技等方面。该委员会每年会晤 4 次。延斯·魏德曼 (Jens Weidmann) 任主席。
- 审计委员会与内、外部审计人员及合规部门会晤。其职能涉及检验国际清算银行内控系统和财务报告的相关问题。该委员会一年会晤 4 次。吕克·科恩 (Luc Coene) 任主席。
- 银行和风险管理委员会审查评估国际清算银行的财务目标、国际清算银行运营的经营模式和国际清算银行的风险管理框架。委员会至少每年会晤一次。史蒂芬·英格维斯 (Stefan Ingves) 任主席。
- 提名委员会负责国际清算银行执行委员会及临时会议成员的提名工作。克里斯蒂安·诺瓦耶 (Christian Noyer) 任主席。

## 国际清算银行董事会<sup>17</sup>

董事会主席：克里斯蒂安·诺瓦耶 (Christian Noyer)，巴黎  
马克·卡尼 (Mark Carney)，伦敦  
奥古斯丁·卡斯滕斯 (Agustín Carstens)，墨西哥城  
吕克·科恩 (Luc Coene)，布鲁塞尔  
乔恩·康立夫 (Jon Cunliffe)，伦敦  
安德烈亚斯·多姆布雷特 (Andreas Dombret)，法兰克福  
马里奥·德拉吉 (Mario Draghi)，法兰克福  
威廉·达德利 (William C Dudley)，纽约  
史蒂芬·英格维斯 (Stefan Ingves)，斯德哥尔摩  
托马斯·乔丹 (Thomas Jordan)，苏黎世  
克拉斯·克诺特 (Klaas Knot)，阿姆斯特丹  
墨田东彦 (Haruhiko Kuroda)，东京  
安娜·勒罗伊 (Anne Le Lorier)，巴黎  
斯蒂芬·波罗斯 (Stephen S Poloz)，渥太华  
拉古拉迈·拉詹 (Raghuram G Rajan)，孟买  
简·斯迈茨 (Jan Smets)，布鲁塞尔  
亚历山大·托比尼 (Alexandre A Tombini)，巴西利亚  
伊格纳齐奥·维斯科 (Ignazio Visco)，罗马  
延斯·魏德曼 (Jens Weidmann)，法兰克福  
詹尼特·耶伦 (Janet L Yellen)，华盛顿  
周小川，北京

### 替代成员

斯坦利·费舍 (Stanley Fischer)，华盛顿  
保罗·费舍 (Paul Fisher)，伦敦  
让·希尔格 (Jean Hilgers)，布鲁塞尔  
乔琴·纳格尔 (Joachim Nagel)，法兰克福  
法比奥·帕内塔 (Fabio Panetta)，罗马  
马克-奥利弗·斯特劳斯-凯恩 (Marc-Olivier Strauss-Kahn)，巴黎

### 悼念

金士顿勋爵 (Lord Kingsdown) 于 2013 年 11 月 24 日逝世，享年 86 岁，国际清算银行对此深表痛心。金士顿勋爵曾任英格兰银行前行长，于 1983-2003 年出任国际清算银行董事会董事，1996-2003 年担任董事会副主席。他为国际清

17. 截至 2014 年 6 月 1 日。名单包括以下提及的观察员。

算银行事业作出了重大贡献，特别是成立了董事会的审计委员会并出任其首任主席。

## 国际清算银行管理层

总经理全面负责指导国际清算银行管理层，并就清算银行的业务经营向董事会负责。清算银行执行委员会为总经理提供咨询，委员会由7名成员组成：总经理担任主席，副总经理，秘书处、银行部和货币经济部三个部门的主任，经济顾问兼研究主管，以及法律总顾问。其他高级管理人员包括部门的副主任和金融稳定学院院长。

总经理	海密·卡鲁阿纳 (Jaime Caruana)
副总经理	赫威·哈农 (Hervé Hannoun)
秘书长，秘书处主任	彼特·蒂图斯 (Peter Dittus)
银行部主任	彼特·佐勒 (Peter Zöllner)
货币经济部副主任	克劳迪欧·波里欧 (Claudio Borio)
经济顾问兼研究主管	玄宋申 (Hyun Song Shin)
法律总顾问	迭戈·迪沃斯 (Diego Devos)
货币经济部副主任	菲利普·特纳 (Philip Turner)
副秘书长	莫妮卡·爱丽丝 (Monica Ellis)
银行业务部副主任	让·弗朗索瓦·李高迪 (Jean-François Rigaudy)
金融稳定学院院长	约瑟夫·托索夫斯基 (Josef Tošovský)

## 国际清算银行的预算政策

国际清算银行通过制定宏观经营计划和财务框架来形成下一财年的预算。根据这一框架，各业务部门制定具体的工作计划并核计相应的资金需求，协调具体业务计划、目标和整体可用资源后形成预算草案，该草案必须在财年开始前获得董事会批准。

预算支出分为行政和资本支出。2013/14财年，以上支出共计3.065亿瑞郎。国际清算银行的管理费用总计2.774亿瑞郎。<sup>18</sup> 与其他同类机构一样，管理层和工作人员相关支出，包括薪酬、养老金、医疗和意外险，占行政支出的70%左右。

18. 财务报表报告共计支出管理费用3.609亿瑞郎。该数字包括此处报告的2.774亿瑞郎实际支出，以及8350万瑞郎的与离任员工福利相关的财务账户调整。这一额外费用并未包含在下一财年的预算中，因为其取决于3月31日的精算值，该值在4月后才能最终确定，而届时预算已由执董会批准。

该财年，国际清算银行还按照经营计划增加了员工职位，对巴塞尔监管、国际清算银行金融统计、国际清算银行业务活动和内部控制等部门予以加强。

其他主要支出类型分别是信息技术、基建和设备以及一般性运营成本支出，各占行政支出的 10% 左右。

资本支出主要是指基建和信息技术投资，因每年在建项目不同而波动较大。2013/2014 财年资本支出共计 2910 万瑞郎，其中包括一项 1360 万瑞郎的特别支出，用以购买国际清算银行总部附近的 Centralbahnstrasse 21 号写字楼。

## 国际清算银行的薪酬政策

在 2013/2014 财年末，国际清算银行共雇用来自 57 个国家的 656 名员工，国际清算银行按一定的客观标准对工作人员的工作绩效进行评估，包括任职资格、工作经历和岗位责任，并分作不同的职务级别。职务级别与工资等级挂钩。单个工作人员的工资以绩效为基础在工资结构范围内浮动。

清算银行每 3 年进行一次全面的工资普查，参照同类机构和市场的薪资水平调整工资基准，并于次年 7 月 1 日进行调整。在确定工资基准时，为吸引高质量工作人员，清算银行重点关注市场中等偏上的薪资水平，并在分析中考虑了被调查机构工作人员薪资在征税上的差异。

在全面调查之间的年份，会对 7 月 1 日的工资标准按瑞士的通胀率及工业化国家加权平均的实际工资变化来调整。2013 年 7 月 1 日，高级官员不包括海外津贴在内的年薪，是以总经理薪酬 76.622 万瑞郎、副总经理 64.834 万瑞郎、部门主任 58.94 万瑞郎的薪酬结构为基础来计算的。<sup>19</sup>

国际清算银行员工可参加清算银行支持的个人缴费式的医疗保险计划和养老金固定收益计划。受聘于清算银行总部的非瑞士或非本地雇用的人员（包括高级管理人员）享有海外津贴。目前，海外津贴约合年薪的 14%（未婚工作人员）或 18%（已婚工作人员），但不得超过一定上限。此外，清算银行还为驻外工作人员符合条件的子女提供教育津贴。

年度股东大会审批董事会成员的薪酬并进行定期调整。截至 2014 年 4 月 1 日，向董事会成员支付的年薪总计为 1,114,344 瑞士法郎。此外，董事会成员每次出席董事会会议可领取出席费。如果董事会全体成员出席所有的董事会会议，年度出席费的总额为 1,061,280 瑞士法郎。

## 净利润及其分配

国际清算银行在 2013/14 财年实现净利润 4.193 亿特别提款权（2012/13 年为 8.954 亿特别提款权），即 2.4% 的平均股权收益（2012/13 年为 4.9%）。

## 财务结果

2013/14 财年国际清算银行的财务结果，与大多数金融市场较近几年来更加稳定及持续的低利率环境有关。以上环境造成国际清算银行的投资资产收益降低，

19. 除基本工资外，总经理每年还享有接待津贴以及提高的养老金权利。

中介利润减少，这导致其利润降低。

国际清算银行的全部综合收入包括“可出售”资产未实现的价格变动（国际清算银行自身持有的黄金和投资证券）和与离职员工安排相关负债的重新计值。由于市场金价下跌（同比跌 22%），国际清算银行自持黄金的估值下降。同时，也出现自有资金投资证券的估值损失。以上损失部分被确定福利义务的重新估值盈余所抵消。相应的 2013/14 财年全部综合收入为 -5.704 亿特别提款权（2012/13 财年为 +7.182 亿特别提款权）。总股权回报为 -3.2%（2012/13 财年为 +3.9%），主要源于黄金价格的下跌。

考虑到 2012/13 财年股息为 1.758 亿特别提款权并于 2013/14 财年支付，在截至 2014 年 3 月 31 日的一年中，国际清算银行的股本减少 7.462 亿特别提款权。

## 红利政策建议

建议董事会宣布 2013/14 财年每股发放股息 215 特别提款权，这与国际清算银行股息政策和在当前全球金融环境下利润减少的情况相一致。

2014 年 3 月 31 日，已发行股份为 559,125 股，包括发行给阿尔巴尼亚但暂时冻结的不需支付股息的库存股 1,000 股。将向 558,125 股支付正常红利。按上述红利建议，总支出为 1.20 亿特别提款权，将有 2.993 亿特别提款权可缴入准备金。按照 2014 年 3 月 31 日国际清算银行在册的股东各自的指令，全部红利将于 2014 年 7 月 3 日以特别提款权的组成货币（美元、欧元、日元或英镑）或瑞士法郎发放。

## 2013/14 财年净利润分配建议

根据国际清算银行章程第 51 条，董事会建议年度股东大会按下列方式分配 2013/14 财年 4.193 亿特别提款权的净利润：

- 1.200 亿特别提款权用于支付每股 215 特别提款权的正常股息；
- 1500 万特别提款权转入一般储备基金；<sup>20</sup>
- 剩余利润 2.843 亿特别提款权转入自由储备基金。

## 独立审计师

### 挑选审计机构

按照国际清算银行章程第 46 条，年度股东大会需要为来年挑选出一个独立审计机构并确定其报酬。这一挑选根据董事会的正式建议进行，而董事会的建议则是由其审计委员会作出的。这一年度机制保证了对审计机构的专业知识、能力和独立性的定期评估。2013 年年度股东大会选出安永会计师事务所作为截至 2014 年 3 月 31 日的财年的审计机构。董事会的规定是定期轮换审计机构，由银行管理层和审计委员会来参与挑选机制选出新的审计机构。截至 2014 年 3 月 31 日的财年是安永会计师事务所第二次应聘为审计机构。

<sup>20</sup> 2013 年 3 月 31 日，一般储备基金超出国际清算银行实缴资本的 5 倍。就此，根据国际清算银行章程第 51 条，在对建议的红利作出说明后，净利润的 5% 应划入一般储备基金。

## 审计报告

按照国际清算银行章程第 50 条，独立审计机构有权检查清算银行的所有账目并获取银行所有的交易信息。清算银行的财务报表已经安永会计师事务所审计。德勤会计师事务所证实清算银行的财务报表真实而公正地反映了清算银行在 2014 年 3 月 31 日的财务状况和该财年的经营结果。安永会计师事务所的审计报告附在财务报表之后。

# 财务报表

截至 2014 年 3 月 31 日

2014 年 3 月 31 日结束的财政年度的财务报表 (159–232 页), 于 2014 年 5 月 12 日批准提交 2014 年 6 月 29 日年度股东大会审查。有关财务报表将按照董事会依照国际清算银行章程第 49 条审议通过的形式提交, 需要年度股东大会审议通过。

海密·卡罗阿纳  
总经理

赫威·哈农  
副总经理



## 资产负债表

截至 2014 年 3 月 31 日

单位：百万特别提款权	说明	2014	2013	2012
<b>资产</b>				
现金与银行活期存款	4	11,211.5	6,884.1	4,077.8
黄金与黄金存款	5	20,596.4	35,367.1	35,912.7
国库券	6	44,530.8	46,694.1	53,492.3
再出售协议下购买的证券	6	50,554.4	28,469.5	46,210.8
贷款与预付款	7	19,600.3	19,676.8	22,757.1
政府证券与其他证券	6	70,041.1	62,643.3	77,877.7
衍生金融工具	8	3,002.2	5,855.7	7,303.9
应收账款	9	2,777.4	6,171.2	7,845.5
土地、建筑和设备	10	196.2	190.6	193.0
<b>总资产</b>		<b>222,510.3</b>	<b>211,952.4</b>	<b>255,670.8</b>
<b>负债</b>				
货币存款	11	180,472.2	166,160.3	195,778.5
黄金存款	12	11,297.5	17,580.9	19,624.0
再出售协议下出售的证券	13	1,169.3	—	—
衍生金融工具	8	2,632.9	3,402.3	4,727.0
应付账款	14	8,411.5	5,335.3	16,745.5
其他负债	15	799.0	999.5	871.5
<b>总负债</b>		<b>204,782.4</b>	<b>193,478.3</b>	<b>237,746.5</b>
<b>股东权益</b>				
股本	16	698.9	698.9	698.9
法定准备	17	14,280.4	13,560.8	12,989.4
损益账户		419.3	895.4	739.8
减：司库持有股份	18	(1.7)	(1.7)	(1.7)
其他权益账户	19	2,331.0	3,320.7	3,497.9
<b>总权益</b>		<b>17,727.9</b>	<b>18,474.1</b>	<b>17,924.3</b>
<b>负债和所有者权益</b>		<b>222,510.3</b>	<b>211,952.4</b>	<b>255,670.8</b>

由于会计政策的调整，以前年份的数据进行了重新叙述，参见说明3。

## 损益账户

截至3月31日的财政年度

单位：百万特别提款权	说明	2014	2013
利息收入	21	1,599.8	2,154.0
利息支出	22	(830.3)	(1,122.5)
<b>净利息收入</b>		<b>769.5</b>	1,031.5
净值变动	23	(179.6)	(17.1)
<b>净利息与估值收入</b>		<b>589.9</b>	1,014.4
费用与佣金净收入	24	5.0	3.1
外汇交易净损失	25	(33.3)	26.7
<b>营业收入总额</b>		<b>561.6</b>	1,044.2
营业支出	26	(273.9)	(260.8)
<b>营业利润</b>		<b>287.7</b>	783.4
出售投资证券的净收益/（损失）	27	40.5	82.7
出售黄金资产的净收益	28	91.1	29.3
<b>财务年度净利润</b>		<b>419.3</b>	895.4
<b>每股基本和冲淡的收益</b> (以特别提款权为单位)	29	<b>751.3</b>	1,604.3

由于会计政策的调整，以前年份的数据进行了重新叙述，参见说明3。

## 综合收益表

截至 3 月 31 日的财政年度

单位：百万特别提款权	说明	2014	2013
财政年度净利润		419.3	895.4
其他综合收益			
其他本年度重新归为损益类的项目，或是当满足特定条件的情况下此后将被重新分类的项目			
可出售证券的净估值变动	19A	(229.9)	(55.5)
黄金投资资产的净估值变动	19B	(942.9)	(67.8)
此后不会被重新分类为“损益类”的项目			
固定福利债务的重新测算	19C	183.1	(53.9)
财年年度总收益		(570.4)	718.2

由于会计政策的调整，以前年份的数据进行了重新叙述，参见说明3。

## 现金流量表

截至 3 月 31 日的财政年度

单位：百万特别提款权	说明	2014	2013
<b>营业活动现金流</b>			
利息类收入		2,183.3	2,923.9
利息类支出		(668.0)	(911.9)
费用与佣金净收入	24	5.0	3.1
外汇交易收入	25	1.6	14.3
营业支出	26	(258.6)	(243.9)
<b>营业利润中的非现金流项目</b>			
营业资产和负债估值变动	23	(179.6)	(17.1)
外汇交易净收益（损失）	25	(34.9)	12.4
应计利息和摊销的变动		(745.8)	(980.5)
<b>营业资产和负债变化净值</b>			
以损益反映的公允价值计算的货币存款		10,617.5	(14,079.8)
货币银行资产		(21,947.9)	30,314.5
活期和通知存款负债		6,014.4	(12,021.8)
黄金存款		(6,283.4)	(2,043.1)
黄金和黄金贷款银行资产		13,807.7	472.2
应收账款		1.2	0.3
其他负债/应付账款		216.9	89.6
衍生工具净值		2,084.1	123.5
<b>营业活动净现金流使用</b>		<b>4,813.5</b>	<b>3,655.7</b>
<b>投资活动现金流来源/（使用）</b>			
可出售货币投资资产变化净值	6B	(1,682.4)	(489.6)
以损益反映的公允价值计算的货币投资资产变化净值		677.5	(56.8)
回购协议下出售的证券变化净值		595.9	—
黄金投资资产变化净值	5B	111.3	34.8
购买土地、建筑和设备净值	10	(21.1)	(14.5)
<b>投资活动净现金流使用</b>		<b>(318.8)</b>	<b>(526.1)</b>

续表

单位：百万特别提款权	说明	2014	2013
融资活动现金流使用			
红利支出		(175.8)	(168.4)
融资活动净现金流使用		(175.8)	(168.4)
净现金流		4,318.9	2,961.2
汇率对现金及现金资产的净额影响		282.3	(66.5)
现金及现金资产变化净值		4,036.6	3,027.7
现金及现金资产净变动		4,318.9	2,961.2
现金和现金资产，年初	30	7,225.6	4,264.4
现金和现金资产，年末	30	11,544.5	7,225.6

由于会计政策的调整，以前年份的数据进行了重新叙述，参见说明3。

## 国际清算银行权益变动

截至 3 月 31 日的财政年度

说明	股本	法定 储备	损益	司库持 有股份	其他权益账户		总权益	
					固定福利 的债务	黄金和 有价证券 的估值		
单位：百万特别提款权								
2012 年 3 月 31 日的权益	698.9	13,057.2	758.9	(1.7)	—	3,866.0	18,379.3	
退休福利债务相关的回击政策的变动	3	—	(67.8)	(19.1)	—	(368.1)	—	(455.0)
2012 年 3 月 31 日的权益——重新叙述	698.9	12,989.4	739.8	(1.7)	(368.1)	3,866.0	17,924.3	
2011/12 红利的支付	—	—	(168.4)	—	—	—	—	(168.4)
2011/12 红利的分配——重新叙述	—	571.4	(571.4)	—	—	—	—	—
2012/13 总收入——重新叙述	19	—	895.4	—	(53.9)	(123.3)	—	718.2
2013 年 3 月 31 日的权益——重新叙述	698.9	13,560.8	895.4	(1.7)	(422.0)	3,742.7	—	18,474.1
2012/13 红利的支付	—	—	(175.8)	—	—	—	—	(175.8)
2012/13 利润的分配——重新叙述	—	719.6	(719.6)	—	—	—	—	—
总收入	19	—	419.3	—	183.1	(1,172.8)	—	(570.4)
2014 年 3 月 31 日的权益	698.9	14,280.4	419.3	(1.7)	(238.9)	2,569.9	—	17,727.9

由于会计政策的调整，以前年份的数据进行了重新叙述，参见说明3。

## 会计原则

除特别说明外，以下的会计原则适用于两个财政年度。

### 1. 财务报表的范围

这些财务报表包含了国际清算银行管理控制的所有资产和负债，以及与国际清算银行相关的经济利润及权利与义务。

为向中央银行客户提供服务，国际清算银行的投资实体并不具备独立于国际清算银行的法人地位。交易是以国际清算银行的名义由这些投资实体进行操作，但有关经济利益是属于中央银行客户，而非国际清算银行。这些实体的资产和负债在这些财务报表中并不体现。国际清算银行并不提供整合的财务报表。表外资产和负债列于说明 33。

国际清算银行的员工养老基金也不具备独立于国际清算银行的法人地位。有关交易是以国际清算银行的名义进行操作，但经济利益属于基金。基金的资产和负债根据员工退休福利债务的相关会计政策按照净值体现在财务报表中。国际清算银行的员工养老基金的信息列于说明 20。

### 2. 职能和计值货币

国际清算银行的职能和计值货币为国际货币基金组织（IMF）定义的特别提款权（SDR）。

特别提款权是依据国际货币基金组织执董会于 2010 年 12 月 30 日通过、2011 年 1 月 1 日生效的 O-1 规则，根据一篮子主要可兑换货币计算得出。目前，1 单位特别提款权等值于 0.660 美元、0.423 欧元、12.1 日元及 0.111 英镑之和。2011 年 1 月 1 日之前，1 单位特别提款权等于 0.632 美元、0.410 欧元、18.4 日元及 0.903 英镑之和。特别提款权一篮子主要兑换货币的构成于 2010 年 12 月 31 日进行调整，但新旧货币构成等值，没

有因货币权重的改变而造成显著的损失或收益。国际货币基金组织每 5 年对一篮子货币的构成进行评估。下一次评估将于 2015 年 12 月进行。

除特别声明外，本财务报表的所有数字均以百万特别提款权为单位。

### 3. 货币转换

货币资产与负债的价值是按照资产负债表编订日的汇价来转换为特别提款权计值。其他资产与负债则是按照交易日的汇率用特别提款权来计值。损益按平均汇率转换为特别提款权计值。货币资产与负债的再转换及清算交易造成的汇兑差异则记录在损益账户汇兑损益项下。

### 4. 对金融工具的指定

初步确认之后，国际清算银行将每个金融工具分别归于以下类别：

- 贷款和应收账款；
- 损益中反映的金融资产和负债的公允价值；
- 可出售的金融资产；
- 以摊余成本计的金融负债。

如第 5 部分所描述的，金融工具的分类取决于其性质及其用途。

正如下文会计政策所描述的，每项金融工具的分类指定决定了所运用的会计方法。当金融工具是以损益反映的公允价值计算时，国际清算银行不改变其制定的类别。

### 5. 资产与负债结构

资产与负债可分为两大组合：

## A. 银行资产组合

这些包括货币和黄金存款负债和相关的银行资产和衍生工具。

国际清算银行为中央银行客户运作货币和黄金业务。在此业务中，国际清算银行只承担有限的金价、利率和外汇风险。国际清算银行用以损益反映的公允价值计算银行业务组合中的所有金融工具（不包括在其他银行的现金、活期与通知账户，以及活期与通知存款账户负债）。在货币银行组合中公允价值的使用详见第9部分。

这些资产组合中的所有黄金金融资产被指定为贷款和应收贷款，所有的黄金金融负债被指定为以摊余成本计算的金融负债。

## B. 投资业务组合

这部分主要包括与国际清算银行股权投资相关的资产、负债和衍生工具。

国际清算银行持有的大部分股权是以特别提款权组成货币计值的金融工具，并以数种债券的固定久期为标准进行管理。

除下段中货币资产外，货币资产（除在其他银行的现金、活期和通知账户以外）归为可出售资产类。相关的再回购协议下出售的证券被归为以摊余成本计的金融负债类。

此外，国际清算银行还将一些股权放入交易更为活跃的资产组合。这类资产组合中的货币投资资产是交易资产，因此按照损益反映的公允价值计算。

国际清算银行其余的股权为黄金。自有黄金归为可出售资产类。

## 6. 在其他银行的现金与活期存款

在其他银行的现金与活期存款是按照本金和累计的利息计入资产负债表。

## 7. 通知账户

通知账户是极短期的货币资产。这些金融工具通常只有三天或更短的通知期，在资产负债表中计入“贷款与预付款”项下。在现金流表中被归为等同于现金。

由于期限短，这些金融工具被归为贷款和应收账款类。这些贷款按照本金和累计利息计入资

产负债表。利息按权责发生制计入“利息收入”。

## 8. 活期和通知存款账户负债

活期存款和通知存款账户是短期的货币负债。这些金融工具通常只有三天或更短的通知期，在资产负债表中计入“货币存款”项下。由于期限短，这些金融工具被归为以摊余成本计的金融负债类。这些存款以本金和累计的利息被计入资产负债表。利息按权责发生制计入“利息支出”。

## 9. 在货币银行组合中使用公允价值

在运行货币银行组合时，国际清算银行在某些货币存款负债的交易中担当做市商。这些交易会给国际清算银行带来实现的损益。

根据国际清算银行的风险管理政策，这一活动蕴含的市场风险是以公允价值为基础进行管理，涵盖货币银行组合中所有相关的资产、负债和衍生工具。因此货币存款负债所有实现和未实现的损益主要由货币银行资产、衍生工具或其他货币存款负债实现和未实现的损益相抵。

为了降低认定各种来源实现和未实现损益的不一致性，国际清算银行将所有货币银行组合中的资产和负债都以损益反映的公允价值计算。

## 10. 再出售协议下购买的证券

再出售协议（逆回购协议）下购买的证券视为抵押贷款交易，国际清算银行出借现金，并从交易对手方获得未来特定日子可归还现金加利息的不可撤销的承诺。作为这些协议的内容，国际清算银行获得有价证券形式的抵押品，并对此拥有完全的法律权利，但在交易对手归还现金的情况下，必须在合约结束时归还等价的有价证券。由于国际清算银行并不从持有这些抵押有价证券中获得风险或回报，这些有价证券并不在国际清算银行的资产负债表中视为资产。

与再出售协议下购买的证券相关的抵押贷款属于货币资产。相关的会计处理取决于交易是否涉及通过损益反映的公允价值计算的货币资产（见第11部分）或可出售的货币投资资产（见第13部分）。

## 11. 以损益反映的公允价值计算的货币资产

货币资产包括国债、再出售协议下购入的证券、贷款和预付款以及政府和其他证券。

如第9部分所述，国际清算银行将所有货币银行组合都以损益反映的公允价值计算。此外，国际清算银行还对其中一部分进行积极管理。这部分货币资产为交易类资产，因此也以损益反映的公允价值计算。

这些货币资产最初是以交易日成本计入资产负债表。随后累积的利息和支付的摊余溢价以及收到的折扣均按有效利率制计入损益账户“利息收入”。在最初计算之后，货币资产按照公允价值重新计价。所有实现和未实现公允价值变动计入“净值变动”项下。

## 12. 以损益反映的公允价值计算的货币存款负债

如第11部分所述，除活期和通知存款账户的负债之外，所有货币存款负债都以损益反映的公允价值计算。

货币存款负债最初按交易日成本计入资产负债表。随后将支付的累积利息和收到的摊余溢价以及已支付的折扣按有效利率计入“利息支出”项下。

在初始测算之后，货币存款负债将根据市场价格重新估值，所有实现和未实现的损益计入“净值变动”项下。

## 13. 可出售的货币投资资产

货币资产包括国债、再出售协议下购入的证券、贷款和预付款以及政府和其他证券。

如第12部分所述，国际清算银行将所有货币投资组合中的相关资产均纳入可出售投资资产，除了其积极管理的投资组合中的资产。

这些货币投资资产最初是按交易日成本计入资产负债表。随后累积的利息和支付的摊余溢价以及收到的折扣均按有效利率制计入损益账户的“利息收入”。

交易日之后，货币资产按照公允价值重新估值。未实现的损益计入证券重估账户，并反映在资产负债表中“其他权益账户”项下。公允价值

变动计入综合收益表的“可出售证券未实现的收益（亏损）”项下。已实现的收益计入损益账户的“可出售投资证券净收益”项下。

## 14. 货币资产空头头寸

货币资产空头头寸按交易日以公允价值计入资产负债表的“其他负债”项下。

## 15. 黄金

黄金包括央行托管的金条和黄金计值的活期账户。国际清算银行认为黄金是一种金融工具。

黄金以其重量计入资产负债表（以黄金市场价格和美元汇率折算成特别提款权）。黄金的买卖以结算日为基础计入。远期买卖在结算日之前计为衍生工具。

对于黄金实现和未实现的损益的处理请见第18部分。

## 16. 黄金贷款

黄金贷款包括定期的黄金贷款。黄金贷款以交易日的价格按重量（以黄金市场价格和美元汇率折算成特别提款权）加上应计利息计入资产负债表。

黄金贷款的利息按有效利率计入损益账户中“利息收入”项下。

## 17. 黄金存款

黄金存款包括来自中央银行的未分配活期和定期黄金存款。

未分配活期黄金存款客户持有其存入银行同等重量和质量的黄金债权，但无权指定特定金条。未分配活期黄金存款以交易日的价格按重量（以黄金市场价格和美元汇率折算成特别提款权）加上应计利息计入资产负债表。黄金存款的利息按有效利率计入损益账户中“利息收入”项下。

已分配黄金存款客户可以指定在托管基础上存入银行的特定金条。客户自己持有收益权，同时也要承担风险。因此，已分配黄金存款负债及相关金条资产不计入国际清算银行的资产负债表，作为资产负债表外项目对外披露（见说明33）。

## 18. 黄金业务实现和未实现的损益

黄金业务实现和未实现的收益或损失的处理取决于以下分类：

### A. 银行业务组合，包括黄金存款及相关的黄金银行资产

国际清算银行将其银行业务组合中的黄金贷款归为贷款和应收账款类，将黄金存款归为以摊余成本计的金融负债类。黄金衍生工具包含在以损益反映的公允价值计算的的业务组合中。

这类黄金交易产生的损益作为交易损益净值计入损益账户中的“汇兑损（益）净值”。

银行业务组合中的黄金净头寸再次转换的损益作为转换损益净值计入损益账户中的“汇兑损（益）净值”。

### B. 投资组合，包括黄金投资资产

国际清算银行自有的黄金被归为可出售资产。

国际清算银行黄金投资资产超过成本部分未实现的损益被列入权益项下的黄金重估账户，并被计入资产负债表中的“其他权益账户”。公允价值变动计入综合收益表“黄金投资资产未实现收益”。

截至2003年3月31日的黄金资产（当国际清算银行将记账货币由金法郎改为特别提款权时），根据董事会决议，按照1979—2003年一盎司黄金等于208美元计算，并按2003年3月31日的汇率折算，一盎司黄金的成本约为151特别提款权。

黄金投资资产处置中实现的损益计入损益账户的“黄金投资资产的净收益”项下。

## 19. 再回购协议下出售的证券

再回购协议下出售的证券被视为抵押的存款交易。在此过程中，国际清算银行收到现金，并作出在未来特定的日子归还现金和利息的不可撤销的承诺。作为这些协议的一部分，国际清算银行将抵押证券的法定权利转交给交易对手。在合约到期时，如果国际清算银行归还现金，交易对手必须将等值的有价证券归还国际清算银行。由于相关证券的风险和回报还属于国际清算银行所

有，这些证券继续被视为国际清算银行资产负债表中的资产。

当这些再回购协议与可出售的货币资产相关时，抵押的存款交易归在以摊余成本计的金融负债类。

当这些再回购协议与以损益反映的公允价值计算的货币资产管理相关时，抵押的存款交易归在以损益反映的公允价值计算的金融工具类。

这些与再回购协议下出售的证券相关的抵押存款最初按交易日成本被计入资产负债表。随后累积的利息按有效利率计入“利息支出”。在最初记账之后，这些被归入按损益反映的公允价值计价的负债根据公允价值重新估值，未实现的损益计入损益账户“净值变动”项下。

## 20. 衍生工具

衍生工具被用来管理国际清算银行的市场风险或进行交易，归在以损益反映的公允价值计算的金融工具类。

这些证券最初按交易日成本计入资产负债表。随后累积的利息和摊余的溢价以及收到的折扣计入按有效利率计入损益账户项下的“利息收入”。

交易日之后，衍生工具根据市场价格重新估值，未实现的损益计入损益账户“净值变动”项下。

衍生工具被计为资产或负债，取决于衍生工具合同的公允价值对清算银行来说是正还是负。

当衍生工具合同包含在不以损益反映的公允价值计账的主合同中，该衍生工具合同在记账时与主合同分离，按上述独立的衍生工具处理。

## 21. 估值政策

国际清算银行的估值政策由董事会批准。该政策明确了金融工具如何被归类，以此确定金融工具的估值基础和会计处理。详细的估值程序为此政策的补充。

资产负债表中大部分金融工具以公允价值计价。国际清算银行将金融工具的公允价值定义为公平交易中信息充分的交易双方自愿交易的工具数量。

使用公允价值可确保提交董事会和股东的财务报告反映银行业务的管理方式，并与报告给管

理层的风险管理绩效数据一致。

国际清算银行认为在交易活跃的市场上发布的报价是公允价值的最佳依据。当报价不公开发布时，国际清算银行使用适用于特定金融工具的估值方法来确定公允价值。这些估值方法包括可使用近期公平交易的市场价格定价类似的工具，或使用金融模型。当使用金融模型时，国际清算银行旨在最大限度地利用可观察到的合适市场参数（如利率和波动性），尽可能不依赖自己的估计。这些估值模型包括贴现现金流分析和期权定价模型。

当使用估值方法确定公允价值时，将根据国际清算银行模型生效政策的要求批准使用并定期审查估值模型。

国际清算银行有独立的价格核准处定期审查工具估值情况，同时考虑估价准确性及所运用的估价方法。其他估值管理手段包括每日损益的审查与分析。

国际清算银行以买方报价定价资产并以卖方报价定价负债。衍生品金融工具在竞标基础上计价，包含估价储备，必要时，计入衍生品金融负债。未按公允价值计价的金融资产和负债以摊余成本计入资产负债表。

## 22. 金融资产的减值

金融资产（不包括以损益反映的公允价值计算的金融资产）在每一资产负债表日被评估，以判断是否需要减值。当有明显证据显示资产初次估值后发生的事件导致资产的预计未来现金流减少，则对金融资产进行减值。证据包括重大财务困境、违约或可能破产 / 交易对手或发行商的财务重组。

如果公允价值长期低于摊余成本，减值损失通过损益账户反映。货币资产减值计入损益账户“净估价变动”项下，而黄金贷款损失计入“利息收入”项下。如果接下来减值损失减少，则通过损益纠正之前反映的减值损失，从而使投资的账面金额不超过减值未被反映时的账面金额。

## 23. 应收账款与应付账款

应收账款与应付账款一般是与金融交易结算有关的极短期科目。它们最初以公允价值计价，

随后按照摊余成本计入资产负债表。

## 24. 土地、建筑与设备

国际清算银行的建筑与设备成本被资本化并按照有关资产的估计使用年限进行直线法折旧。估计使用年限如下所示：

- 建筑——50年；
- 建筑设施与机械——15年；
- 信息技术设备——4年；
- 其他设备——4 ~ 10年。

国际清算银行的土地没有折旧。国际清算银行每年对土地、建筑与设备的减值进行例行审查。当资产的账面价值大于其可恢复价值，则减记至可恢复价值。

## 25. 拨备

在对有关义务进行合理估算的前提下，由于资产负债表制定前发生的可能导致国际清算银行承担法律或建设性责任，并有可能需要动用资金时，即作出相应拨备。在决定拨备数额时国际清算银行将使用最佳的估计和假设。

## 26. 退休福利责任

财务报表中的说明3指出适用于退休福利责任的会计政策出现了调整。

国际清算银行为现任及退休员工提供员工养老金、董事养老金和医疗与意外险三种退休福利计划。每年对每种计划进行独立精算估值。

### A. 职工养老金

国际清算银行为员工提供根据最后工资计算的定额养老金计划。该计划下的基金无独立的法人资格，向员工支付养老金。基金资产由国际清算银行为参加此计划的在职及退休员工进行管理并最终承担该计划下所有退休福利的责任。

与养老基金相关的负债总量按资产负债表日的福利负债的现值计算，减去这些计划资产的市场价值，同时根据没有被确认的保险损益以及过去的服务成本进行调整。所确定的福利责任根据单位信贷方法计算。通过使用期限相当的瑞郎高等级企业债券的市场收益率，估算未来现金流来

确定福利责任的现值。

损益账户的扣除额为福利计划机制下当年发生的福利支付成本及按贴现率计算的利息的总和。此外，调整中出现的精算损益（实现结果不同于前期精算假设的结果）、精算假设的变化会计入调整所发生的年份的“其他总收入”项。它们并不会随后纳入未来年度的损益。

#### B. 董事养老金

国际清算银行为董事提供未融资的定额养老金计划。相关的负债、福利定额和从损益账户中支付的费用与职工养老金的计算方法相类似。

#### C. 退休医疗和意外险福利

国际清算银行为员工提供未融资的退休医疗和意外险福利。相关的负债、福利定额和从损益账户中支付的费用与职工养老金的计算方法相类似。

### 27. 现金流表

国际清算银行使用间接方法，以资产负债表的变化情况为基础，根据待结算的金融交易进行调整得出现金流表。

现金及现金等价物包括现金、银行活期存款、通知账户等期限极短的金融资产，通常只有三天或更短的通知期。

# 财务报表说明

## 1. 简介

国际清算银行（BIS）是根据1930年1月20日签订的《海牙协议》、《国际清算银行成员宪章》及其章程成立的一家国际金融机构。其总部设在瑞士巴塞尔的中央银行广场2号，邮编4002。国际清算银行在中华人民共和国香港特别行政区及墨西哥的墨西哥城设有代表处，分别负责亚太与美洲事务。

国际清算银行章程第3条规定了其宗旨是促进各国中央银行之间的合作，为国际金融运行提供更多便利，并受托或代理国际金融清算业务。目前国际清算银行共有60家成员中央银行。它们有权出席股东大会并根据其股份大小享有相应的代表权与投票权。国际清算银行的董事会由创始国比利时、法国、德国、意大利、英国和美国的中央银行行长及巴西、加拿大、中国、印度、日本、墨西哥、荷兰、瑞典、瑞士中央银行行长以及欧洲中央银行行长组成。

## 2. 估算的使用

为编制财务报表，国际清算银行管理层需要对财务报表公布日所需报告的资产与负债、所需披露的或有资产与负债，以及本财务年度的收支额进行一些估算。为做出这些估算，管理层利用可获取的信息，做出假设并进行判断。

假设包括一些预测性的估算，如对资产和负债的估值，对应支付的退休职工福利的测算，以及对拨备和或有负债的测算。

在选择和运用计账原则时，国际清算银行需要作出判断。选定金融工具并对其估值作出判断是准备财务报表的另一项重要内容。

后来得出的实际值与估算值可能会有较大差异。

### A. 金融资产和负债的估值

国际清算银行的某些金融资产和负债不存在活跃的二级市场。对这类资产和负债使用的估值方法中需要以主观判断来确定适当的估值参数。与这些参数相关的一些假设的变化会对所报告的公允价值产生重大影响。下表显示了所假设的利差变动1个基点对估值的影响：

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
国债	1.1	1.0
再出售协议下购买的证券	0.3	0.1
贷款与预付款	0.2	0.2
政府证券与其他证券	11.0	10.2
货币存款	13.3	12.4
衍生金融工具	4.1	4.3

## B. 金融资产的减值拨备

国际清算银行每年在资产负债表公布日对资产减值进行年度评估。截至 2014 年 3 月 31 日，国际清算银行没有金融资产需被减值（2013 年 3 月 31 日：无）。

## C. 精算假设

对国际清算银行养老基金和医疗安排的估算取决于精算假设，包括通胀预期、利率、医疗成本上涨和退休年龄、参与者的预期寿命等。假设的调整将对国际清算银行养老基金负债的估值和体现在财务报表中的金额产生影响。

## 3. 对退休福利负债会计原则的调整

自 2013 年 4 月 1 日起，国际清算银行调整了其退休福利负债项的会计原则，以符合全球金融报告标准的变化。调整后国际清算银行对精算损益将不再采取“通道法”原则，所有净福利负债或资产的变化一旦发生都将直接入账。服务成本和净利息计入损益账户，而精算损益的重估等计入其他综合性收入。

为保证数据可比性，上一财年的报表数据已相应重新调整。这一重调导致“其他负债”增加 5.117 亿特别提款权，反映出至 2013 年 3 月 31 日先前被报告为“未实现的精算损失”数额已确认为损失。股东权益相应减少，其中从“法定准备金”内的自由储备基金中扣除 8970 万特别提款权，以体现由于采取修改后的会计原则历年已实现利润的累计变化。剩余的 4.22 亿特别提款权从“其他权益账户”的一个新账户中扣除，以体现由于重估而产生的精算损失的累计变化。

以下表格显示了会计原则变化的影响。

### A. 对净利润和总的综合性收入的影响

截至2013年3月31日的财政年度 单位：百万特别提款权	对净利润的影响			其他综合 性收入	总的综合 性收入
	外汇收益	运营费用	净利润		
2012/13财年先前报告的数额	25.0	(256.3)	898.2	(123.3)	774.9
<b>会计原则变化的影响</b>					
员工养老金	1.7	(12.5)	(10.8)	(25.7)	(36.5)
董事养老金	—	0.3	0.3	(0.3)	—
退休医疗和意外险	—	7.7	7.7	(27.9)	(20.2)
	<b>1.7</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(53.9)</b>	<b>(56.7)</b>
2012/13财年重新调整后的 数额	26.7	(260.8)	895.4	(177.2)	718.2

截至2012年3月31日的财政年度 单位：百万特别提款权	对净利润的影响			其他综合 性收入	总的综合 性收入
	外汇收益	运营费用	净利润		
2011/12财年先前报告的数额	9.7	(226.7)	758.9	848.3	1,607.2
<b>会计原则变化的影响</b>					
员工养老金	(2.9)	(18.0)	(20.9)	(150.4)	(171.3)
董事养老金	—	0.1	0.1	(1.1)	(1.0)
退休医疗和意外险	0.1	1.6	1.7	(90.3)	(88.6)
	(2.8)	(16.3)	(19.1)	(241.8)	(260.9)
2011/12财年重新调整后的数额	6.9	(243.0)	739.8	606.5	1,346.3

#### B. 对其他负债的影响

截至2013年3月31日 单位：百万特别提款权	其他负债
截至2013年3月31日之前报告的数额	(487.8)
<b>会计原则变化对2012/13财年及之前财年的累计影响</b>	
员工养老金	(341.9)
董事养老金	(2.2)
退休医疗和意外险	(167.6)
	(511.7)
截至2013年3月31日重新调整后的余额	(999.5)

截至2012年3月31日 单位：百万特别提款权	其他负债
截至2012年3月31日之前报告的数额	(416.5)
<b>会计原则变化对2011/12财年及之前财年的累计影响</b>	
员工养老金	(305.4)
董事养老金	(2.2)
退休医疗和意外险	(147.4)
	(455.0)
截至2012年3月31日重新调整后的余额	(871.5)

### C. 对股东权益的影响

截至2013年3月31日的财政年度 单位：百万特别提款权	股本	法定 准备金	损益 账户	金库 持有股份	其他权益账户		总权益
					确定的 福利负债	黄金和 证券重估	
截至2013年3月31日之前报告的数额	698.9	13,647.7	898.2	(1.7)	—	3,742.7	18,985.8
<b>会计原则变化对 2012/13 财年及之前财年的累计影响</b>							
员工养老金	—	(89.1)	(10.8)	—	(242.0)	—	(341.9)
董事养老金	—	0.2	0.3	—	(2.7)	—	(2.2)
退休医疗和意外险	—	2.0	7.7	—	(177.3)	—	(167.6)
	—	(86.9)	(2.8)	—	(422.0)	—	(511.7)
<b>截至 2013 年 3 月 31 日重新调整后的 余额</b>	<b>698.9</b>	<b>13,560.8</b>	<b>895.4</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(422.0)</b>	<b>3,742.7</b>	<b>18,474.1</b>

截至2012年3月31日的财政年度 单位：百万特别提款权	股本	法定 准备金	损益 账户	金库 持有股份	其他权益账户		总权益
					确定的 福利负债	黄金和 证券重估	
截至2012年3月31日之前报告的数额	698.9	13,057.2	758.9	(1.7)	—	3,866.0	18,379.3
<b>会计原则变化对 2011/12 财年及之前财年的累计影响</b>							
员工养老金	—	(68.2)	(20.9)	—	(216.3)	—	(305.4)
董事养老金	—	0.1	0.1	—	(2.4)	—	(2.2)
退休医疗和意外险	—	0.3	1.7	—	(149.4)	—	(147.4)
	—	(67.8)	(19.1)	—	(368.1)	—	(455.0)
<b>截至 2012 年 3 月 31 日重新调整后的 余额</b>	<b>698.9</b>	<b>12,989.4</b>	<b>739.8</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(368.1)</b>	<b>3,866.0</b>	<b>17,924.3</b>

退休福利负债会计原则的变化导致了国际清算银行股东权益的重新调整。正如本报告“风险管理”部分所讨论，这一重调导致了一级资本数据的以下变化。

### D. 一级资本的变化

截至2013年3月31日 单位：百万特别提款权	一级资本
截至2013年3月31日之前报告的一级资本	14,344.9
会计原则变化对2012/13财年及之前财年的累计影响 在确定的福利负债上的重估损失	(422.0)
2012/13财年前的历年法定准备金累计变动	(86.9)
<b>截至2013年3月31日重新调整后的一级资本</b>	<b>13,836.0</b>

#### 4. 现金与银行活期账户

现金与银行活期账户由存放在中央银行和商业银行的现金余额组成，国际清算银行可按需要随时使用。

#### 5. 黄金与黄金贷款

##### A. 黄金总持有量

国际清算银行的黄金总持有量构成如下：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
黄金	20,374.5	35,086.8
黄金贷款	221.9	280.3
黄金与黄金贷款资产总额	20,596.4	35,367.1
包括：		
黄金投资资产	2,981.8	3,944.9
黄金和黄金贷款银行资产	17,614.6	31,422.2

国际清算银行在“黄金”项下持有的黄金掉期合约相关的黄金数额为 63.112 亿特别提款权 (236 吨) (2013 年：138.316 亿特别提款权；404 吨)。在这些合约下，国际清算银行用货币交换实物黄金，有义务在合同结束时卖出黄金。关于黄金掉期交易的详细内容见说明 8。

##### B. 黄金投资资产

国际清算银行的黄金投资资产按黄金重量（按照黄金市价及美元汇率转换为特别提款权）及应计利息之和计入资产负债表中。超过认定成本价值的部分包含在黄金重估账户中，计入资产负债表中的“其他权益账户”；此价值的变动计入综合收益表中的“黄金投资资产未实现收益”项下。而出售黄金投资资产已实现的损益则记录在损益账户中“出售黄金投资资产净收益”项下。

说明 19B 对黄金重估账户作了进一步分析。说明 28 进一步分析了出售黄金投资资产净收益的情况。

下表显示了国际清算银行黄金投资资产的变动情况。

2014 年 3 月 31 日国际清算银行的黄金投资资产为 111 吨纯金 (2013 年：115 吨)。

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
期初余额	3,944.9	4,018.2
黄金投资资产的净额变化		
出售黄金	(110.5)	(34.1)
到期资产、活期账户和其他净值变动	(0.8)	(0.7)
	(111.3)	(34.8)
黄金价格变动	(851.8)	(38.5)
财年未余额	2981.8	3944.9

## 6. 货币资产

### A. 总持有额

货币资产包括国库、再销售协议下购买的证券、定期贷款和预付款、政府证券与其他证券等。

货币资产以损益形成的公允价值计算，其中包括了货币存款负债的再投资所形成的货币银行资产，以及作为活跃交易的资产组合的一部分所形成的货币投资资产。其余的国际清算银行货币投资资产均属可出售的资产项，和黄金投资资产一样，主要是由国际清算银行的股权投资形成的。

国库券是政府折价发行的短期债券。

再出售协议下购买的证券（“逆回购协议”）被视为抵押贷款交易。交易的应收利率在协议之初就固定下来。在协议期内，国际清算银行对贷款和相关抵押证券的公允价值进行监测，根据市场价值的变动，可要求追加抵押品（或可能被要求归还抵押品）。

定期贷款主要是对商业银行进行的投资，也包括向中央银行、国际机构和其他公共部门组织的投资。这其中包括在承诺和未承诺的备用信贷下的预付款。这些贷款反映在资产负债表总的“贷款与预付款”项下，该项下也包括通知账户（见说明7）。

政府证券与其他证券是中央银行、国际机构以及其他公共机构、商业银行和公司发行的债券，包括商业票据、存款证、固定与浮动利率债券及担保债券、资产担保证券。

下表分析了国际清算银行持有的货币资产情况。

截至2014年3月31日	银行资产		投资资产		货币资产总计
	以损益反映的 公允价值计算	可出售	以损益反映的 公允价值计算	总计	
单位：百万特别提款权					
国债	44,530.8	—	—	—	44,530.8
再出售协议下购买的证券	49,708.6	845.8	—	845.8	50,554.4
贷款与预付款	19,267.3	—	—	—	19,267.3
政府证券与其他证券					
政府	29,176.5	14,658.7	—	14,658.7	43,835.2
金融机构	13,281.2	142.2	—	142.2	13,423.4
其他	12,779.3	3.2	—	3.2	12,782.5
	55,237.0	14,804.1	—	14,804.1	70,041.1
货币资产总计	168,743.7	15,649.9	—	15,649.9	184,393.6

截至2013年3月31日	银行资产		投资资产		货币资产总计
	以损益反映的 公允价值计算	可出售	以损益反映的 公允价值计算	总计	
单位：百万特别提款权					
国债	46,552.7	—	141.4	141.4	46,694.1
再出售协议下购买的证券	28,469.5	—	—	—	28,469.5
贷款与预付款	19,335.3	—	—	—	19,335.3
政府证券与其他证券					
政府	24,172.2	13,801.8	—	13,801.8	37,974.0
金融机构	10,957.8	105.4	718.7	824.1	11,781.9
其他	12,881.4	6.0	—	6.0	12,887.4
	48,011.4	13,913.2	718.7	14,631.9	62,643.3
货币资产总计	142,368.9	13,913.2	860.1	14,773.3	157,142.2

#### B. 可出售货币投资资产

国际清算银行的货币投资资产主要与其股权投资有关，一般被归为可出售资产，除非其是交易活跃的资产组合的一部分。

下表分析了国际清算银行可出售货币投资资产的变动情况。

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
期初余额	13,913.2	13,478.6
可出售货币投资资产净值变化		
增加	9,981.6	6,268.2
出售	(5,679.3)	(5,247.4)
其他净变化	(2,619.9)	(531.2)
	1,682.4	489.6
待结算交易的净值变化	243.7	(82.2)
公允价值和其他变化	(189.4)	27.2
期末余额	15,649.9	13,913.2

## 7. 贷款与预付款

贷款与预付款包括对商业银行的定期贷款、预付款和通知账户。预付款涉及国际清算银行向其客户提供的承诺及未承诺备用贷款。通知账户为期限非常短的金融资产，通知期通常仅有3天或更短。

定期贷款和预付款以损益形成的公允价值计算。通知账户被归为贷款和应收款类，以摊余成本计入资产负债表。至2014年3月31日，远期结算账户余额为3310万特别提款权（2013年：3410万特别提款权）。

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
贷款与预付款	19,267.3	19,335.3
通知账户	333.0	341.5
贷款与预付款总计	19,600.3	19,676.8

计入损益账户的定期贷款和预付款的公允价值变动为-120万特别提款权（2013年为-210万特别提款权）。

## 8. 金融衍生工具

国际清算银行使用下列类型的衍生工具进行对冲与交易。

利率与债券期货是基于利率及债券价格在未来某一日期变化以净值接受或支付的合约。期货合约每日与交易所结算。相关保证金支付以现金或可交易证券结算。

货币与黄金期权是卖方赋予买方在特定日或之前以约定价格买（看涨期权）或卖（看跌期权）特定数量的货币或黄金的权利（而不是义务）的合约。作为回报，卖方从买方收取期权费。

货币与黄金掉期、交叉货币利率掉期与利率掉期都是（例如固定利率与浮动利率的交换）交换与货币、黄金或利率货币相关的现金流的双边合约。交叉货币利率掉期涉及一系列与利率和汇率相关的现金流交换。除了某些特定的货币、黄金掉期以及交叉货币利率掉期外，一般不在交易中交换本金。

货币与黄金远期是涉及外汇或黄金在未来某一日期进行交换的双边合约。这包括非交割的现货交易。

远期利率协议是双边利率远期合约，是在未来某日对合约利率与当前市场利率之间的差额进行现金结算。

互换期权是双边期权，指期权出售者赋予购买者在特定日或之前以约定价格行使货币或利率互换的权利（而不是义务）。作为回报，卖方从买方收取期权费。

此外，国际清算银行向客户出售包含嵌入式衍生工具的产品（见说明 10）。这类产品中其主合约不以公允价值计值，出于记账要求，其中嵌入式衍生工具与主合约相分离，并被当做常规的衍生工具处理。同样地，黄金双币种存款中嵌入的黄金货币期权，也被作为货币和黄金期权计入衍生工具。

下表分析了金融衍生工具的公允价值。

截至3月31日	2014			2013		
	名义额	公允价值		名义额	公允价值	
单位：百万特别提款权		资产	负债		资产	负债
债券期货	1,404.9	0.7	(0.2)	731.6	0.4	(0.1)
交叉币种利率掉期	1,025.1	-	(145.0)	1,284.7	0.2	(145.8)
货币、黄金远期	627.1	3.0	(0.6)	573.6	6.3	(5.9)
货币、黄金期权	2,643.1	7.3	(7.7)	1,674.6	0.2	(0.3)
货币、黄金掉期	96,534.1	803.6	(640.1)	102,193.8	2,278.8	(416.9)
远期利率协议	10,574.2	0.7	(1.7)	4,628.2	0.9	(0.7)
利率期货	3,508.7	-	(0.1)	5,773.7	0.1	-
利率掉期	282,991.9	2,186.9	(1,828.2)	215,102.1	3,568.8	(2,831.4)
互换期权	1,488.4	-	(9.3)	1,497.7	-	(1.2)
<b>金融衍生工具期末总计</b>	<b>400,797.5</b>	<b>3,002.2</b>	<b>(2,632.9)</b>	<b>333,460.0</b>	<b>5,855.7</b>	<b>(3,402.3)</b>
<b>金融衍生工具期末净值</b>			<b>369.3</b>			<b>2,453.4</b>

## 9. 应收账款

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
待结算金融交易	2,766.7	6,159.2
其他资产	10.7	12.0
<b>应收账款总计</b>	<b>2,777.4</b>	<b>6,171.2</b>

“待结算金融交易”指短期应收账款（一般少于3天），其交易已经发生，但资金还没有实现收付。这包括已出售资产和已发行的债务。

## 10. 土地、建筑与设备

截至3月31日的财政年度				2014	2013
单位：百万特别提款权	土地	建筑	信息技术及其他设备	总计	总计
历史成本					
期初余额	41.2	263.4	104.1	408.7	401.6
资本支出	5.3	7.0	8.8	21.1	14.5
处置与报废	(0.1)	-	(17.1)	(17.2)	(7.4)
期末余额	46.4	270.4	95.8	412.6	408.7
折旧					
期初余额	-	138.7	79.4	218.1	208.6
折旧	-	8.5	6.8	15.3	16.9
处置与报废	-	-	(17.0)	(17.0)	(7.4)
期末余额	-	147.2	69.2	216.4	218.1
期末账面净值	46.4	123.2	26.6	196.2	190.6

在2014年3月31日结束的财年中，折旧费用包括减值评估后信息技术和其他设备10万特别提款权的额外折旧（2013年为130万特别提款权）。

## 11. 货币存款

货币存款是对国际清算银行的记账债权。下表对货币存款工具进行了分析：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
<b>提前1~2天通知的应偿付存款工具</b>		
中期工具 (MTIs)	57,196.1	50,047.8
可提前收回的中期工具	2,832.7	1,755.5
国际清算银行的定息投资 (FIXBIS)	43,327.0	41,760.5
	<b>103,355.8</b>	93,563.8
<b>其他货币存款</b>		
国际清算银行的浮息投资 (FRIBIS)	58.3	307.3
定期存款	57,832.9	59,144.7
双币种存款 (DCDs)	257.3	190.9
活期存款账户、通知存款账户	18,967.9	12,953.6
	<b>77,116.4</b>	72,596.5
<b>货币存款总计</b>	<b>180,472.2</b>	166,160.3
包括：		
定义为以损益形成的公允价值计算	161,504.3	153,206.7
定义为以摊余成本计的金融负债	18,967.9	12,953.6

中期工具 (MTIs) 是在国际清算银行的固定利率投资，按季度计息，期限最长可达 10 年。

可提前收回的中期工具为国际清算银行可提前收回的按票面价格行权的中期工具，可收回期为 2014 年 6 月至 2014 年 12 月 (2013 年：2013 年 6 月至 2014 年 3 月)。可提前收回的中期工具在资产负债表中的总额包括嵌入式利率期权的公允价值。

国际清算银行的定息投资 (FIXBIS) 是在国际清算银行的固定利率投资，期限从一星期至一年不等。

国际清算银行的浮息投资 (FRIBIS) 为在国际清算银行的浮动利率投资，期限至少为一年，利率根据市场利率情况进行调整。

定期存款为在国际清算银行的固定利率投资，通常期限不超过一年。

双币种存款 (DCDs) 为定期存款，在到期日或者以原币种偿付，或者以国际清算银行选定的约定数量的另一种货币支付。资产负债表中双币种存款总额包括嵌入式外汇期权的公允价值。这些存款均于 2014 年 4 月至 2014 年 5 月到期 (2013 年：2013 年 4 月至 2013 年 5 月)。

活期和通知存款账户为期限极短的金融负债，通常通知期限不超过三天，被归为以摊余成本计的金融负债类。

国际清算银行在其某些货币存款负债业务中担任唯一的做市商，根据提前一到两个工作日的通知，以公允价值偿还全部或部分金融工具。

### A. 货币存款的估值

货币存款 (不包括活期与通知存款账户) 按公允价值计入资产负债表中。此价值不同于国际清算银行按合约要求在到期时向存款持有人支付的数额。国际清算银行按其货币存款总额计，合约到期支付额 (加上到

2014年3月31日的应付利息)为1803.73亿特别提款权(2013年为1651.822亿特别提款权)。

国际清算银行使用估值方法估算货币存款的公允价值。这些估值方法包括贴现现金流模型和期权定价模型。贴现现金流模型使用部分源于利率报价(例如伦敦同业拆借市场利率和掉期利率)和部分基于向客户提供和自客户回购的产品利差假设的折现率估算金融工具的预期现金流。

利差假设是根据每样产品近期的市场交易情况来确定的。如果某一产品系列已对新的投资者关闭(则近期无市场交易),国际清算银行使用该系列的最后报出的利差来为模型确定适当的输入值。

期权定价模型涉及对偏离市场报价的波动做出假设。

#### B. 国际清算银行信用度变化的影响

国际清算银行负债的公允价值将因其信用度的任何变化而受到影响。如果国际清算银行的信用度恶化,其负债的价值将下降,且价值的变动将反映为损益账户的估值变动。作为风险管理程序的一部分,国际清算银行定期评估其信用度。在本评估期内,国际清算银行对其信用度的评估并未出现会影响其负债的公允价值的变化。

### 12. 黄金存款

存放在国际清算银行的黄金存款,完全来自各中央银行,均归入以摊余成本计的金融负债类。

### 13. 回购协议下出售的证券

回购协议下出售的证券(“回购协议”)被视为抵押存款交易,是指国际清算银行收到现金并提供一项在未来特定日期返还现金和利息的不可撤销承诺。交易的应付利息在协议之处就固定下来。作为协议的一部分,国际清算银行将抵押证券的法定所有权转移给交易对手方,而对手方则承诺在合约到期时归还。由于国际清算银行保有与这些证券的所有权相关的风险和回报,因此这些证券继续被归为国际清算银行资产负债表上的资产。

下表分析了回购协议下出售的证券(和国际清算银行提供的相关抵押品):

截至3月31日	2014	2013
单位:百万特别提款权		
以摊余成本计算	845.8	-
以损益形成的公允价值计算	323.5	-
回购协议下出售的证券总计	1,169.3	-
待结算交易	(249.9)	-
结算日基础上的回购协议	919.4	-
回购协议下提供的抵押品包括:		
国库券	323.5	-
政府债券	596.3	-
提供的抵押品总计	919.8	-

在 2013 年 3 月 31 日国际清算银行未进入任何回购协议。

本报告“风险管理”部分的“降低信用风险”提供了有关抵押品的进一步信息。

#### 14. 应付账款

应付账款由待结算金融交易构成，涉及交易已生效但还未进行资金收付的短期应付账款（通常为三天以内的应付账款）。其中包括已经购得的资产和已经回购的债务。

#### 15. 其他负债

国际清算银行的其他负债包括：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
应支付的退休福利支出（见说明20）		
员工养老金	336.5	392.5
董事养老金	8.8	8.9
医疗与意外险	431.4	478.9
货币资产的空头头寸	-	96.7
对前股东应付款	0.6	0.6
其他	21.7	21.9
其他债务总计	799.0	999.5

#### 16. 股本

国际清算银行的股本包括：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
核定资本：600,000股，每股面值5,000特别提款权， 其中实缴1,250特别提款权	3,000.0	3,000.0
发行资本：559,125股	2,795.6	2,795.6
实缴资本（25%）	698.9	698.9

下表为可参与分红的股份数量：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
已发行股份	559,125	559,125
减：金库持有股份	(1,000)	(1,000)
可参与分红的股份	558,125	558,125

## 17. 法定准备金

国际清算银行章程规定提请股东大会批准董事会关于将每年净利润划入三项特定储备基金的建议：法定储备基金、一般储备基金、特别红利储备基金；支付分红后剩余的净利润通常划入自由储备基金。

法定储备基金。目前该基金已全额足交，达到国际清算银行实缴资本的 10%。

一般储备基金。在支付红利后，国际清算银行年净利润的 5% 必须划入一般储备基金。

特别红利储备基金。每年剩余净利润的一部分可划入特别红利储备基金，以在必要时用于支付全部或部分已宣布发放的红利。红利通常从国际清算银行的净利润中支付。

自由储备基金。在完成上述划拨后，剩余的未分配净利润通常划入此基金。

认购国际清算银行股份的资金划入法定储备基金，保证其资金足额，剩余部分计入一般储备基金。

国际清算银行发生损失后，可逐次提取自由储备基金、一般储备基金和法定储备基金来弥补。如果发生最终清算的情况，储备基金的余额将在支付国际清算银行的负债和清算费用后分给股东。

下表对国际清算银行法定准备金前两个财年的变化情况进行了分析。

单位：百万特别提款权	法定 储备基金	一般 储备基金	特别红利 储备基金	自由 储备基金	法定准备 金总额
2012年3月31日余额	69.8	3,540.4	172.0	9,275.0	13,057.2
退休福利负债会计原则的变化					
—2011/2012财年前的历年	—	—	—	(67.8)	(67.8)
2011/12财年利润分配——经重新调整	—	29.5	6.0	535.9	571.4
2013年3月31日余额——经重新调整	69.8	3,569.9	178.0	9,743.1	13,560.8
2012/13财年利润分配——经重新调整	—	36.1	6.0	677.5	719.6
2014年3月31日余额	69.8	3,606.0	184.0	10,420.6	14,280.4

至 2014 年 3 月 31 日，法定准备金包括 10.596 亿特别提款权的股本溢价（2013 年为 10.596 亿特别提款权）。

按照国际清算银行章程第 51 条，将向国际清算银行年度股东大会提交如下利润分配建议：

单位：百万特别提款权	2014
本财年净利润	419.3
转入法定储备基金	—
<b>建议发放的红利：</b>	
对558,125股每股发放215特别提款权	(120.0)
可分配利润	299.3
<b>建议转入准备金的金额：</b>	
一般储备基金	(15.0)
自由储备基金	(284.3)
扣除准备金分配后的余额	—

## 18. 金库持有的股份

截至3月31日的财政年度	2014	2013
期初股份数	1,000	1,000
期末股份数	1,000	1,000

金库持有的股份包括于 1977 年暂时冻结的 1,000 股阿尔巴尼亚的股份。

## 19. 其他权益账户

其他权益账户包括黄金投资资产、可出售的货币资产重新估值账户（分别详见说明 5 和说明 6）以及应支付的重估收益或亏损（详见说明 20）。

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
证券重估账户	132.4	362.3
黄金重估账户	2,437.5	3,380.4
应支付的重新估值	(238.9)	(422.0)
其他权益账户总计	2,331.0	3,320.7

#### A. 证券重估账户

这一账户包含了国际清算银行可出售的货币资产公允价值与摊余成本之间的差异。证券重估账户的变化情况如下：

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
期初余额	362.3	417.8
出售净收益	(40.5)	(82.7)
公允价值和其他变化	(189.4)	27.2
可出售证券的估值变化	(229.9)	(55.5)
期末余额	132.4	362.3

下表分析了涉及政府证券和其他证券的证券重估账户的余额情况：

单位：百万特别提款权	资产公允价值	历史成本	证券重估账户	总收益	总损失
截至2014年3月31日	15,649.9	15,517.5	132.4	173.1	(40.7)
截至2013年3月31日	13,913.1	13,550.8	362.3	362.3	—

#### B. 黄金重估账户

这一账户包含了国际清算银行黄金投资资产的账面价值与认定成本之间的差额。对于2003年3月31日（国际清算银行将其记账单位由金法郎改为特别提款权）持有的黄金投资资产。认定成本约为每盎司黄金151特别提款权，这是根据经董事会批准于1979–2003年间使用的每盎司黄金208美元的价格，按2003年3月31日的汇率折算得出的。

黄金重估账户的变动情况如下：

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
期初余额	3,380.4	3,448.2
出售净收益	(91.1)	(29.3)
黄金价格变动	(851.8)	(38.5)
黄金投资资产的净估值变化	(942.9)	(67.8)
期末余额	2,437.5	3,380.4

### C. 应支付的重新估值

这一账户包含了对国际清算银行应支付的退休福利进行重新估值后产生的收益与亏损。

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
期初余额	(422.0)	(368.1)
员工养老金	98.5	(25.7)
董事养老金	0.5	(0.3)
退休后医疗和意外保险	84.1	(27.9)
应支付福利的重新估值	183.1	(53.9)
期末余额	(238.9)	(422.0)

注释 20D 对国际清算银行应支付退休福利的重新估值作了进一步分析。

## 20. 应支付的退休福利

从 2013 年 4 月 1 日开始，国际清算银行调整了应支付的退休福利的会计政策以满足全球财务报告标准的新要求。26 小节对修订后的会计政策有详细描述，同时注释 3 进一步阐释了这一修订所带来的影响。

国际清算银行实行三项退休安排：

1. 在退休、残疾或死亡等情况下的员工养老金安排。此安排产生的福利根据参与年限与可领退休金的薪酬确定。该安排主要通过一个无独立法人地位的基金向员工支付福利。该基金资产由国际清算银行管理，并仅服务于参加此计划的在职及退休员工的利益。基金的资金主要来源于国际清算银行及其员工，同时也包括所持资产的收益。国际清算银行对该安排下所有福利的支付负全责。

2. 向董事提供的无基金的养老金，董事任期满 4 年才有资格参加这一安排。

3. 向员工提供的无基金的退休后医疗和意外福利。获得提前退休资格后离开国际清算银行的员工可以参与养老金安排以及退休后医疗和意外福利。

所有安排均以瑞士法郎运作并由独立精算师每年进行评估。在 2014/15 年，国际清算银行预计将为退休安排支付 3230 万特别提款权。

2014 年 1 月，董事会通过了多项对员工退休金安排的修订决议。主要包括：购买额外退休金福利，提高法定退休年龄，减少提前退休福利以及将养老金薪酬基础从最终收入改为过去三年的平均收入。部分修订立即生效，其余留待 2014 年 10 月 1 日新养老金规定生效时。这些新的养老金条例已经列入 2014 年 3 月 31 日员工养老金安排未来预期现金流改变程度的精算中。

A. 计入资产负债表的数额

截至3月31日	职工养老金			董事养老金			退休后医疗和意外险福利		
单位：百万特别提款权	2014	2013	2012	2014	2013	2012	2014	2013	2012
负债现值	(1,398.6)	(1,370.7)	(1,264.5)	(8.8)	(8.9)	(8.6)	(431.4)	(478.9)	(434.3)
基金资产的公允价值	1,062.1	978.2	929.2	-	-	-	-	-	-
年末负债	(336.5)	(392.5)	(335.3)	(8.8)	(8.9)	(8.6)	(431.4)	(478.9)	(434.3)

B. 固定福利负债的现值

福利负债现值的期初及期末对账单如下：

截至3月31日	职工养老金			董事养老金			退休后医疗和意外险福利		
单位：百万特别提款权	2014	2013	2012	2014	2013	2012	2014	2013	2012
期初负债现值	1,370.7	1,264.5	1,039.1	8.9	8.6	7.2	478.9	434.3	316.7
雇员缴款	6.5	6.2	6.0	-	-	-	-	-	-
福利支出	(35.8)	(28.5)	(40.0)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(2.9)	(2.7)	(2.6)
当前服务成本净值	63.6	53.5	45.6	0.5	0.4	0.4	18.2	15.6	11.3
按期初折现率计算的利息成本	24.1	24.3	29.5	0.1	0.2	0.2	8.5	8.4	9.0
经验调整产生的精算盈利或损失	(21.3)	5.0	5.3	(0.4)	-	-	(41.0)	-	(0.1)
人员假设调整产生的精算盈利或损失	5.6	5.1	(15.0)	-	-	-	(26.1)	3.1	22.8
精算损失/盈利	(65.1)	60.8	156.5	(0.3)	0.3	1.0	(24.3)	27.0	66.2
过去服务成本扣减	(7.0)	-	-	-	-	-	-	-	-
汇兑差异	57.3	(20.2)	37.5	0.5	(0.1)	0.2	20.1	(6.8)	11.0
期末负债现值	1,398.6	1,370.7	1,264.5	8.8	8.9	8.6	431.4	478.9	434.3

由于董事会于2014年1月通过对员工养老金安排进行调整的决议，过去服务成本项在2014年3月31日之前的财年里减少了700万特别提款权。

下表显示了国际清算银行三项退休福利安排的加权平均期限：

截至3月31日	职工养老金			董事养老金			退休后医疗和意外险福利		
单位：百万特别提款权	2014	2013	2012	2014	2013	2012	2014	2013	2012
加权平均久期	18.4	18.9	18.5	12.3	12.4	12.2	22.1	24.1	23.7

### C. 收益与亏损账户金额

截至3月31日的财政年度	职工养老金			董事养老金			退休后医疗和意外险福利		
单位：百万特别提款权	2014	2013	2012	2014	2013	2012	2014	2013	2012
当前服务净成本	63.6	53.5	45.6	0.5	0.4	0.4	18.2	15.6	11.3
过去服务成本扣减	(7.0)	-	-	-	-	-	-	-	-
净负债利息成本	6.7	6.2	4.1	0.1	0.2	0.2	8.5	8.4	9.1
计入营运费用的总额	63.3	59.7	49.7	0.6	0.6	0.6	26.7	24.0	20.4

### D. 对其他综合性收入中规定的福利支出的再次测算

截至3月31日的财政年度	职工养老金			董事养老金			退休后医疗和意外险福利		
单位：百万特别提款权	2014	2013	2012	2014	2013	2012	2014	2013	2012
按期初折现率计算的计划资产回报	26.9	42.1	(3.1)	-	-	-	-	-	-
经验调整产生的精算损失/盈利	21.3	(5.0)	(5.3)	0.4	-	-	41.0	-	0.1
人员假设调整产生的精算盈利或损失	(5.6)	(5.1)	15.0	-	-	-	26.1	(3.1)	(22.8)
财务假设调整产生的精算盈利或损失	65.1	(60.8)	(156.5)	0.3	(0.3)	(1.0)	24.3	(27.0)	(66.2)
其他综合性收入的汇兑收益或损失	(9.2)	3.1	(0.5)	(0.2)	-	(0.1)	(7.3)	2.2	(1.4)
其他综合性收入金额	98.5	(25.7)	(150.4)	0.5	(0.3)	(1.1)	84.1	(27.9)	(90.3)

### E. 员工养老金基金资产的公允价值的变动分析

员工养老金安排基金资产的公允价值期初及期末对账单如下：

截至3月31日的财政年度	2014	2013	2011
单位：百万特别提款权			
期初基金资产的公允价值	978.2	929.2	881.9
雇主缴款	27.8	26.5	25.7
员工缴款	6.5	6.2	6.0
福利支出	(35.8)	(28.5)	(40.0)
按期初折现率计算的计划资产利息收入	17.4	18.0	25.4
按期初折现率计算的计划资产回报	26.9	42.1	(3.1)
汇兑差异	41.1	(15.3)	33.3
期末基金资产的公允价值	1,062.1	978.2	929.2

F. 员工养老金基金资产的构成与公允价值

下表分析了员工养老金基金资产及其公允价值用活跃市场报价加以计算的程度。要求价格可以从交易所、交易商等类似渠道获取并可用来执行交易。活跃市场是指可以正常获取有意向的买家和卖家。员工养老金基金不投资于国际清算银行发行的金融工具。

截至3月31日

单位：百万特别提款权

	2014			2013		
	活跃市场 报价	其他	总计	活跃市场 报价	其他	总计
现金（包括保证金账户）	19.5	-	19.5	35.8	-	35.8
债务证券	361.2	-	361.2	304.7	-	304.7
固定收入基金	124.6	-	124.6	142.3	-	142.3
权益基金	436.4	29.3	465.7	394.8	27.7	422.5
房地产基金	25.8	8.0	33.8	25.5	-	25.5
与大宗商品相关的票据	-	52.9	52.9	-	47.7	47.7
衍生品	0.1	4.3	4.4	0.1	(0.4)	(0.3)
总计	967.6	94.5	1,062.1	903.2	75.0	978.2

G. 财务报表中使用的主要精算假设

截至3月31日	2014	2013
适用于所有三项退休后福利安排 贴现率——高评级瑞士公司债券市场利率	2.00%	1.75%
适用于员工和董事的养老金安排 假定的养老金应付额增长率	1.50%	1.50%
只适用于职工的养老金安排 假定工资增长率	4.10%	4.10%
只适用于董事的养老金安排 假定的可计养老金的董事津贴增长率	1.50%	1.50%
只适用于退休后健康和意外福利 长期医疗成本通胀假设	5.00%	5.00%

2014年3月31日职工工资、可计养老金的董事津贴及养老金应付额的假定增幅包括了1.5%的通胀假设（2013年：1.5%）。

## H. 预期寿命

员工养老金安排的精算将预期寿命基数定为 65 岁：

截至3月31日 年份	2014	2013
<b>当前65岁员工的预期寿命</b>		
男性	19.9	19.7
女性	22.2	22.1
<b>10年后65岁员工的预期寿命</b>		
男性	20.3	20.2
女性	22.6	22.5

## I. 主要精算假设的敏感性分析

国际清算银行面临着投资风险、利率风险、外汇风险、寿命风险及工资风险。

投资风险是指计划资产没有收到预期的投资回报。

利率风险是指退休福利义务受到包括信用利差在内的利率不利变动的的影响。利率下调将增加这些支出义务的现值。但是，通过提高基金持有的计息证券价值，员工养老金安排可能会全部或部分抵销这种影响。

外汇风险是指退休福利义务受到瑞士法郎和特别提款权之间汇率不利变动的的影响。其中，瑞士法郎是退休福利安排的操作货币；特别提款权是国际清算银行的操作货币。

寿命风险是指实际结果与预期寿命精算预测之间的差异风险。

工资风险是指超过工资增长预期提高了与工资相关养老金成本的风险。

下表显示了由于主要精算假设变动导致的规定福利义务的估计增长情况。

截至3月31日	职工养老金	
单位：百万特别提款权	2014	2013
折现率——提高0.5%	(117.5)	(119.3)
收入增长率——提高0.5%	42.0	41.1
可支付养老金增长率——提高0.5%	86.7	87.7
预期寿命——提高1年	51.7	53.5

截至3月31日	董事养老金	
单位：百万特别提款权	2014	2013
折现率——提高0.5%	(0.5)	(0.5)
可支付养老金增长率——提高0.5%	0.5	0.5
预期寿命——提高1年	0.4	0.4

截至3月31日	退休后医疗和意外险福利	
单位：百万特别提款权	2014	2013
折现率——提高0.5%	(43.1)	(52.7)
医疗成本通胀率——提高0.5%	100.7	124.1
预期寿命——提高1年	27.2	33.0

上述测量结果是在改变一个变量并保持其他变量不变的情况下得出。它们不包括变量间可能存在的相互关系。

## 21. 利息收入

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
<b>可供出售的货币资产</b>		
再销售协议下购买的证券	0.2	
政府债券及其他证券	181.7	218.6
	<b>181.9</b>	218.6
<b>以公允价值计价、变动计入损益的货币资产</b>		
国库券	97.4	91.4
再销售协议下购买的证券	64.0	50.7
贷款与预付款	125.8	106.0
政府债券及其他证券	627.6	738.0
	<b>914.8</b>	986.1
<b>定义为贷款和应收账款的资产</b>		
活期和通知存款	0.5	0.7
黄金银行资产	1.0	1.1
	<b>1.5</b>	1.8
<b>以公允价值计价、变动计入损益的衍生金融产品</b>	<b>501.6</b>	<b>947.5</b>
<b>总利息收入</b>	<b>1,599.8</b>	<b>2,154.0</b>

## 22. 利息支出

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
<b>以公允价值计价、变动计入损益的负债</b>		
货币存款	798.5	1,079.3
<b>以摊余成本计价的负债</b>		
活期和通知存款账户	31.0	42.4
黄金存款	0.8	0.8
	<b>31.8</b>	43.2
<b>总利息支出</b>	<b>830.3</b>	<b>1,122.5</b>

## 23. 净值变化

净值变化全部产生于以损益反映的金融工具公允价值的变动。2014年和2013年财政年度尚没有因重组及违约导致的信贷损失。

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
以公允价值计价、变动计入损益的货币资产		
货币资产未实现的价值变动	(384.6)	192.5
货币资产已实现的收益	67.3	7.9
	(317.3)	200.4
以公允价值计价、变动计入损益的货币负债		
金融负债未实现的价值变动	820.8	335.6
金融负债已实现的损失	(369.7)	(126.2)
	451.1	209.4
衍生金融工具的价值变动	(313.4)	(426.9)
净值变动	(179.6)	(17.1)

## 24. 收费与佣金收入净值

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
收费与佣金收入	14.4	12.8
收费与佣金支出	(9.4)	(9.7)
收费与佣金收入净值	5.0	3.1

## 25. 外汇交易收益（损失）净值

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
交易收益净值	1.6	14.3
货币转换净值	(34.9)	12.4
外汇交易收益（损失）净值	(33.3)	26.7

## 26. 经营支出

下表反映了国际清算银行的经营支出，多数以瑞士法郎（CHF）计价。

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万瑞士法郎		
<b>董事会</b>		
董事酬金	2.1	2.0
前董事的养老金	0.9	0.9
差旅、在外董事会议及其他支出	1.6	1.5
	<b>4.6</b>	4.4
<b>管理层及员工</b>		
工资	129.9	132.5
养老金	89.0	87.9
其他相关人事费用	54.9	52.9
	<b>273.8</b>	273.3
<b>办公及其他支出</b>	<b>82.5</b>	72.5
<b>管理费用（百万瑞士法郎）</b>	<b>360.9</b>	350.2
管理费用（百万特别提款权）	258.6	243.9
折旧（百万特别提款权）	15.3	16.9
<b>经营支出（百万特别提款权）</b>	<b>273.9</b>	260.8

在2014年3月31日结束的财务年度中，全职雇员平均为566人（2013年为576人）。此外，截至2014年3月31日，国际清算银行还以金融稳定理事会、国际存款保险机构协会和国际保险监督官协会的名义雇用了60人（2013年为57人）。

国际清算银行承担了上述三个机构的部分运营成本，包括工资、退休成本和其他相关费用等，这些费用被列入“办公及其他支出”项下。国际清算银行还承担这三个机构的后勤、行政管理及人力资源管理费用，这些费用被列入国际清算银行的日常运营支出项。

## 27. 可供出售证券的出售净收益

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
出售收入	5,679.4	5,351.0
摊余成本	(5,638.9)	(5,268.3)
<b>净收益</b>	<b>40.5</b>	<b>82.7</b>
包括：		
已实现总收益	55.2	89.3
已发生总损失	(14.7)	(6.6)

## 28. 出售黄金投资资产净收益

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
出售收入	110.5	34.1
已认定损失（见说明19B）	(19.4)	(4.8)
<b>净收益</b>	<b>91.1</b>	<b>29.3</b>

## 29. 每股盈余及股息

截至3月31日的财政年度	2014	2013
财务年度净利润（百万特别提款权）	419.3	895.4
可分红的加权平均股份	558,125.0	558,125.0
每股基本和摊薄的收益（特别提款权）	751.3	1,604.3
<b>每股股息（特别提款权）</b>	<b>215.0</b>	<b>315.0</b>

国际清算银行的股息政策要求在可预期的情况下以可持续的形式发放股息。政策还要求股息反映国际清算银行的资本金需求及其主要财务状况，大多数年份的股息发放率介于 20% 和 30% 之间。

2014 年的股息发放率为 29%（2013 年为 20%）。

### 30. 现金及现金等价物

在现金流量表中，现金及现金等价物包括：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
现金及银行活期账户	11,211.5	6,884.1
通知账户	333.0	341.5
现金及现金等价物总额	11,544.5	7,225.6

### 31. 税收

国际清算银行在瑞士的特殊法律地位由其与瑞士联邦理事会签订的《总部协议》所确立。根据协议条款，国际清算银行对瑞士联邦及地方的所有直接与间接税收均享有豁免权。

国际清算银行与中华人民共和国香港特别行政区政府（亚洲办公室）及墨西哥城政府（美洲办公室）也签有类似协议。

### 32. 汇率

下表反映了将外币及黄金转换为特别提款权的主要汇率和价格：

	3月31日即期汇率		财政年度结束时平均汇率	
	2014	2013	2014	2013
美元	0.647	0.667	0.656	0.655
欧元	0.892	0.855	0.879	0.844
日元	0.00629	0.00709	0.00655	0.00792
英镑	1.079	1.012	1.043	1.035
瑞郎	0.732	0.703	0.715	0.697
黄金（盎司）	833.3	1,064.3	871.0	1,083.2

### 33. 表外业务

以下项目并未包含在国际清算银行的资产负债表中：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
按指定用途持有的金条	10,417.4	11,081.2
证券名义值：		
托管协议下的证券	5,295.9	6,590.8
抵押协议下的证券	34.8	35.8
投资组合管理的净资产价值：		
国际清算银行投资池	9,162.4	8,569.8
特定资金管理计划	2,969.3	3,765.9
<b>总计</b>	<b>27,879.8</b>	<b>30,043.5</b>

按指定用途持有的金条包括按照托管基础存放在国际清算银行的专用金条。按照黄金重量，并使用市场黄金价格和美元与特别提款权的汇率进行换算。2014年3月31日，按指定用途持有的金条共计389吨纯黄金（2013年为324吨）。

投资组合管理职能包括国际清算银行投资池（国际清算银行IPs），即为央行设立的集合投资安排，以及特定资金管理计划，即为单独央行客户设立的资产管理计划。

国际清算银行IPs是一组由国际清算银行设立的开放式基金，由与不持有独立于国际清算银行法人身份的机构实体进行管理。在国际清算银行IPs下被管理的资产在名义上属于国际清算银行，但相关经济收益归其央行客户所有。国际清算银行与国际清算银行IPs具有代理关系，相关资产并不计入国际清算银行的财务报表。国际清算银行也不在国际清算银行IPs中投入自有资金。

特定资金管理计划是国际清算银行根据其客户设定的投资指引进行管理的投资组合。国际清算银行在其中并不拥有风险或收益敞口，其只为央行客户所持有。相关资产并不计入国际清算银行的财务报表。

国际清算银行通过管理国际清算银行IPs和特定资金管理计划收取管理费用，其包含在利润和损失账户下的净费用收入中。

除上述表外项以外，国际清算银行还代客户管理国际清算银行货币存款的投资组合。2014年3月31日，其总计85.609亿特别提款权（2013年为65.326亿特别提款权）。以上投资组合中的投资是国际清算银行的负债，被计入国际清算银行资产负债表中的“货币存款”项。

### 34. 承诺

国际清算银行提供一系列担保和无担保的备用贷款承诺。截至2014年3月31日，备用贷款承诺下的未兑现承诺为29.229亿特别提款权（2013年为30.538亿特别提款权），其中1.941亿特别提款权为无担保承诺（2013年为2.001亿特别提款权）。

国际清算银行为金融稳定理事会（FSB）、国际存款保险机构协会（IADI）及国际保险监督官协会（IAIS）提供支持，并分别与其签订了支持和承诺协议。国际清算银行是IADI和IAIS员工的法律上的雇主，但日常员工费用由各自协会承担。国际清算银行提供的支持遵循每年国际清算银行董事会的预算决议。

2013年1月28日，国际清算银行与FSB签订关于国际清算银行支持FSB的协议。协议初步定为5年。

根据条款，国际清算银行是 FSB 员工的法律上的雇主。国际清算银行为 FSB 员工费用提供资金，并为其提供办公场所、基础设施和设备。

### 35. 公允价值层级

国际清算银行用层级来对其金融工具的公允价值计量进行分类，层级反映了用来计量公允价值的估值信息的重要性。总体上看，分类基于对公允价值计量具有最显著影响的一部分信息。BIS 使用的公允价值层级包括以下几级：

第一级——使用在活跃市场上相同金融工具的未调整报价计价的工具。

第二级——通过估值技术进行计算，使用可直接（例如通过价格）或间接（例如从相似金融工具的价格得出）观测的估值信息进行估值的工具。包括使用可观测的利率、价差和波动性。

第三级——使用在金融市场上不可观测的信息进行估值的工具。

#### A. 不同公允价值层级的资产和负债

2014 年 3 月 31 日，国际清算银行并未持有分为第三级的金融工具。

国际清算银行把活跃市场上的公开报价作为计量公允价值的最好参考。使用活跃市场上的报价进行定价的金融工具被分为第一级。

当金融工具不能利用可靠的公开报价来定价时，国际清算银行使用市场标准估价手段来确定公允价值。

截至2014年3月31日

单位：百万特别提款权

	第一级	第二级	总计
<b>以公允价值计价、变动计入损益的金融资产</b>			
国库券	40,162.5	4,368.3	44,530.8
重售协议下购买的证券	—	49,708.6	49,708.6
定期贷款	—	19,267.3	19,267.3
政府债券及其他证券	38,207.1	17,029.9	55,237.0
金融衍生工具	1.0	3,001.2	3,002.2
<b>可供出售的金融资产</b>			
政府债券及其他证券	14,730.2	73.9	14,804.1
重售协议下购买的证券	—	845.8	845.8
<b>金融资产公允价值总额</b>	<b>93,100.8</b>	<b>94,295.0</b>	<b>187,395.8</b>
<b>以公允价值计价、变动计入损益的金融负债</b>			
货币存款	—	(161,504.3)	(161,504.3)
回购协议下出售的证券	—	(323.5)	(323.5)
衍生金融工具	(0.7)	(2,632.2)	(2,632.9)
<b>金融负债的公允价值总额</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(164,460.0)</b>	<b>(164,460.7)</b>

截至2013年3月31日

单位：百万特别提款权

	第一级	第二级	总计
<b>以公允价值计价、变动计入损益的金融资产</b>			
国库券	44,256.4	2,437.7	46,694.1
重售协议下购买的证券	—	28,469.5	28,469.5
定期贷款	—	19,335.3	19,335.3
政府债券及其他证券	32,387.5	16,342.6	48,730.1
金融衍生工具	0.7	5,855.0	5,855.7
<b>可供出售的金融资产</b>			
政府债券及其他证券	13,907.2	6.0	13,913.2
<b>金融资产公允价值总额</b>	<b>90,551.8</b>	<b>72,446.1</b>	<b>162,997.9</b>
<b>以公允价值计价、变动计入损益的金融负债</b>			
货币存款	—	(153,206.7)	(153,206.7)
衍生金融工具	(0.2)	(3,402.1)	(3,402.3)
其他负债（货币资产中的空头头寸）	—	(96.7)	(96.7)
<b>金融负债的公允价值总额</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(156,705.5)</b>	<b>(156,705.7)</b>

这些估价手段包括使用折现现金流模型及其他标准的估计模型。使用模型时，国际清算银行致力于最大化利用可观测的市场估值信息。按这种方法进行定价的金融工具被分为第二级。

#### B. 不同公允价值层级之间的转移

在2014年3月31日被定为第一级的金融资产中，23.593亿特别提款权与2013年3月31日持有的被定为第二级的资产相关。在2014年3月31日被定为第二级的金融资产中，30.683亿特别提款权与2013年3月31日持有的被定为第一级的资产相关。该财年，没有资产转入或转出第三级资产。第一级、第二级资产间的转移反映出汇报日期的特殊市场环境，在该环境下无法观察到上文提及的市场价格。不同层级之间未发生负债的转移。

#### C. 以第三级公允价值来衡量的资产与负债

在2013/14财年，国际清算银行未持有按第三级公允价值衡量的资产。在上一财年，国际清算银行在2012年3月31日持有830万特别提款权的非流动性债券。这些债券根据信用利差进行估值。信用利差上升导致2012年3月31日该资产的公允价值降低。

#### D. 未以公允价值衡量的金融工具

国际清算银行以摊销成本计算特定金融工具的价值。这包括“现金和活期账户”、“黄金和黄金贷款”、“通知账户”等金融资产。以摊销成本计算的金融负债包括“黄金存款”、“活期和通知存款账户”和与可出售货币资产相关的“回购协议下出售的证券”。若以公允价值划分这些工具，则“黄金贷款”、“回购协议下出售的证券”属于第二级。其他所有以摊销成本计算的金融工具都属于第一级。

若使用评估金融工具公允价值的相同估值技术来计算金融工具的摊销成本，国际清算银行估算出其价值不会与2014年3月31日和2013年3月31日财务报表中的价值存在实质性的差别。

### 36. 有效利率

有效利率指将金融工具未来预期现金流折现至当前账面的利率。下表反映了金融工具适用的主要货币的有效利率。

#### 截至2014年3月31日

百分比	美元	欧元	英镑	日元	其他货币
<b>资产</b>					
黄金贷款	—	—	—	—	0.89
国库券	0.11	0.23	—	0.04	1.90
重售协议下购买的证券	0.04	0.14	0.37	0.01	—
活期账户、贷款和预付款	0.19	0.39	0.47	0.02	0.92
政府和其他证券	0.94	1.47	1.50	0.13	3.33
<b>负债</b>					
现金存款	0.30	0.53	0.69	0.01	1.58
回购协议下出售的证券	(0.04)	0.01	—	—	—
黄金存款	—	—	—	—	0.75

#### 截至2013年3月31日

百分比	美元	欧元	英镑	日元	其他货币
<b>资产</b>					
黄金贷款	—	—	—	—	0.86
国库券	0.15	0.03	—	0.07	1.48
重售协议下购买的证券	0.14	0.01	0.36	0.01	—
活期账户、贷款和预付款	0.23	0.07	0.45	0.10	0.78
政府和其他证券	1.08	1.79	1.66	0.22	3.58
<b>负债</b>					
现金存款	0.51	0.72	0.60	0.02	1.31
黄金存款	—	—	—	—	0.72
现金资产的空头头寸	3.44	—	—	—	—

## 37. 地区分析

### A. 总负债

截至3月31日		
单位：百万特别提款权	2014	2013
非洲和欧洲	63,200.4	59,108.9
亚太地区	95,746.5	86,965.2
美洲	31,602.1	33,208.0
国际组织	14,233.4	14,196.2
<b>总计</b>	<b>204,782.4</b>	<b>193,478.3</b>

### B. 表外项目

截至3月31日		
单位：百万特别提款权	2014	2013
非洲和欧洲	7,727.1	8,076.3
亚太地区	15,221.9	16,158.0
美洲	4,930.8	5,809.2
<b>总计</b>	<b>27,879.8</b>	<b>30,043.5</b>

有关表外项目的详细分析参见说明 33。有关国际清算银行资产的地区分布分析详见“风险管理”一节（见说明 3B）。

### C. 贷款承诺

截至3月31日		
单位：百万特别提款权	2014	2013
非洲和欧洲	267.5	256.6
亚太地区	2,655.4	2,797.2
<b>总计</b>	<b>2,922.9</b>	<b>3,053.8</b>

有关国际清算银行贷款承诺的详细分析参见说明 34。

## 38. 关联方

国际清算银行对“关联方”的定义是：

- 董事会成员；
- 国际清算银行的高级管理人员；
- 上述人员的近亲；
- 国际清算银行的退休福利安排；
- 行长担任国际清算银行董事的中央银行及其相关机构。

董事会成员和高级管理人员名单列在年报“董事会成员”及“高层管理人员”等相关章节。说明 20 详述了国际清算银行退休福利计划。

### A. 关联个人

损益账户中反映的董事会成员和高级管理人员总收入为：

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万瑞士法郎		
工资、津贴和工资、津贴和医疗	7.7	7.8
退休福利	2.0	2.1
<b>薪酬总计</b>	<b>9.7</b>	9.9
特别提款权等价物	6.9	6.9

董事会成员的薪金总额详见说明 26。

国际清算银行为所有员工和董事会成员提供个人存款账户。账户的利率参照国际清算银行根据瑞士国民银行为员工存款账户提供的利率。董事会成员及高级官员个人存款账户余额及变动情况如下：

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万瑞士法郎		
年初余额	27.2	24.1
存款及利息收入（减税收）	5.5	4.2
取款	(14.4)	(1.1)
<b>年末余额</b>	<b>18.3</b>	27.2
特别提款权等价物	13.4	19.1
<b>存款的利息支出，以百万瑞士法郎计</b>	<b>0.3</b>	0.4
特别提款权等价物	0.2	0.3

余额包括财务年度内被任命为董事或高管人员的存款。卸任董事和高管的账户余额包括在取款项下。

此外国际清算银行还为曾任国际清算银行储蓄基金会员的员工提供锁定的个人存款账户，该账户于 2003 年 4 月 1 日关闭。员工不得在这些锁定账户中继续存款，但在离职时可提取余额。该账户的利率由国际清算

银行根据瑞士国民银行为员工存款账户提供的利率加上 1%。截至 2014 年 3 月 31 日，锁定账户总额为 1700 万特别提款权（2013 年为 1860 万特别提款权），在资产负债表中计入“货币存款”项下。

#### B. 关联中央银行和机构

国际清算银行主要向中央银行、货币当局和国际金融机构等客户提供银行服务，即与相关的中央银行和关联机构进行交易。这些交易包括提供预付款、吸收现金和黄金存款。国际清算银行在与关联中央银行和机构进行交易时应基于与其他无关联客户交易时相同的条件。

#### 关联中央银行和机构的货币存款

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
年初余额	36,727.9	49,428.8
吸收的存款	146,205.7	118,064.6
到期、支付及公允价值变动	(123,938.5)	(126,159.1)
通知存款变动净额	6,421.9	(4,606.4)
<b>年末余额</b>	<b>65,417.0</b>	36,727.9
通知存款变动净额	36.2%	22.1%

#### 关联中央银行和机构的黄金存款

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
年初余额	10,849.7	13,767.1
黄金活期账户变动净额	(3,662.7)	(2,917.4)
<b>年末余额</b>	<b>7,187.0</b>	10,849.7
年末占黄金存款总额百分点	63.6%	61.7%

## 与关联中央银行及机构重售交易中购买的证券

截至3月31日的财政年度	2014	2013
单位：百万特别提款权		
年初余额	3,994.3	5,760.6
存放的抵押存款	1,038,178.0	1,378,767.4
期限和公允价值变动	(1,040,814.6)	(1,380,533.7)
年末余额	1,357.7	3,994.3
年末占重售协议下证券购买总额百分比	2.7%	14.0%

## 与关联中央银行及相关机构的衍生产品交易

国际清算银行与关联中央银行及机构的衍生产品交易包括外汇交易和利率掉期。截至2014年3月31日，这些交易的名义价值为184.301亿特别提款权（2013年为188.434亿特别提款权）。

## 与关联中央银行及相关机构的其他余额和交易

国际清算银行在关联中央银行和机构持有现金账户（货币形式）。截至2014年3月31日，国际清算银行存放关联中央银行及机构的活期账户（货币形式）余额为112.021亿特别提款权（2013年为68.581亿特别提款权）。截至2014年3月31日，存放关联中央银行及机构的黄金为202.929亿特别提款权（2013年为350.745亿特别提款权）。

在2014年3月31日结束的一年中，国际清算银行持有关联中央银行及机构发行的证券总额为3.612亿特别提款权（2013年为0.224亿特别提款权）。其中，1.712亿特别提款权的证券在本财务年度到期或出售（2013年为11.090亿特别提款权）。截至2014年3月31日，国际清算银行持有关联方发行的证券总额为2.712亿特别提款权（2013年为0.812亿特别提款权）。

在本财政年度，国际清算银行从关联中央银行及机构处购得第三方发行的证券总额为16.886亿特别提款权，至财政年度结束均已处置完毕（2013年为70.610亿特别提款权）。

国际清算银行向客户提供备用贷款承诺，截至2014年3月31日，向关联方的未兑现贷款承诺为2.711亿特别提款权（2013年为2.857亿特别提款权）。

## 39. 或有负债

2013年3月末，国际清算银行管理层认定不存在显著的或有负债。

## 资本充足状况

### 1. 资本充足状况的框架

国际清算银行由一个主要央行行长组成的董事会进行监管，从本质上没有受到被任何国家监管当局监管。国际清算银行致力于维持非常稳健的信用质量和财务状况，在金融压力环境下尤为如此。为此，国际清算银行根据其年度资本计划持续评估其资本充足率，该计划主要关注两大要素：经济资本框架及财务杠杆框架。

国际清算银行基于其对自身资本充足状况的评估，披露关于信用、市场、操作、流动性等方面的敞口。

为便于比较，国际清算银行使用了与巴塞尔委员会 2006 年 6 月发布的修订版《关于统一国际银行资本计量与资本标准的协议》（《巴塞尔协议 II》）框架一致的框架。根据该框架，国际清算银行披露其一级资本比率（第一支柱）、加权风险资产和更详细的相关信息。国际清算银行维持了远高于最低资本监管要求的资本头寸，以确保其非常稳健的信用质量。

### 2. 经济资本

国际清算银行计算经济资本的方法，是将其承担风险能力与吸收各种敞口带来的潜在损失所需要的经济资本量相关联。风险承担能力被定义为国际清算银行权益中经过审慎评估的可分配经济资源，下表介绍了相关情况：

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
股本	698.9	698.9
资产负债表的法定准备	14,280.4	13,560.8
减去：库存股	(1.7)	(1.7)
<b>股本和资本公积</b>	<b>14,977.6</b>	14,258.0
证券重新估值账户	132.4	362.3
黄金重新估值账户	2,437.5	3,380.4
设定受益计划的重新估值	(238.9)	(422.0)
<b>其他权益账户</b>	<b>2,331.0</b>	3,320.7
<b>损益账户</b>	<b>419.3</b>	895.4
<b>总权益</b>	<b>17,727.9</b>	18,474.1

可分配经济资本是通过对国际清算银行权益成分进行审慎评估、确定其吸收损失能力和可持续性来确定的。具有长期风险承担能力的资本成分包括国际清算银行的一级资本和证券和黄金重估值准备中可持续的部分（即“可持续的补充资本”）。只有以上“可分配资本”可用于应对不同种类的风险。再估值准备中那些较为临时的部分则与应计利润一同被列为本财年的“资本过滤项”（capital filter）。

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		restated
股本和资本公积	14,977.6	14,258.0
设定受益计划的重新估值	(238.9)	(422.0)
<b>一级资本</b>	<b>14,738.7</b>	13,836.0
可持续的补充资本	1,661.3	2,164.0
<b>可分配资本</b>	<b>16,400.0</b>	16,000.0
资本过滤项	1,327.9	2,474.1
<b>总权益</b>	<b>17,727.9</b>	18,474.1

作为年度资本计划的一部分，国际清算银行管理层在可分配资本范围内对各类风险分配经济资本。第一步，资本被分配入“经济资本缓冲”，其提供额外的安全保证且足以维持潜在的实质性损失，而不必减少为单个种类风险所分配的资本，或出售任何所持有的资产。根据使用极端但可能发生的违约事件开展压力测试得出经济资本缓冲的水平。之后，向不同类型的金融风险（即信用风险、市场风险和“其他风险”）和操作风险进行分配。“其他风险”是被识别但不在经济资本使用情况计算中考虑的风险，包括模型风险和残差风险。除结算风险（包括在信用风险项下）和其他风险外，国际清算银行的经济资本框架基于99.995%的置信水平以及一年持有期的假设来衡量经济资本。为结算风险和其他风险（即没有或没有完全反映在BIS经济资本计算中的风险）留存的经济资本数量基于管理层的风险评估。

下表总结了国际清算银行在信用风险、市场风险、操作风险和其他风险方面分配和使用的经济资本：

截至3月31日	2014		2013	
单位：百万特别提款权	分配	使用	分配	使用
破产和转移风险	8,200.0	7,474.1	7,800.0	5,983.6
外汇结算风险	300.0	300.0	300.0	300.0
信用风险	8,500.0	7,774.1	8,100.0	6,283.6
市场风险	4,100.0	2,178.4	4,600.0	2,308.6
操作风险	1,200.0	1,200.0	700.0	700.0
其他风险	300.0	300.0	300.0	300.0
经济资本缓冲	2,300.0	2,300.0	2,300.0	2,300.0
<b>总经济资本</b>	<b>16,400.0</b>	<b>13,752.5</b>	16,000.0	11,892.2

国际清算银行的经济资本框架定期进行更新和调整。对 2013 年 3 月 31 日以来信用风险和操作风险对应经济资本使用的增加，部分源于报告期内相应的计算方式和参数设定的修正。市场风险对应的经济资本使用较少，主要因为观察期内主要市场风险因素的波动异常低下。

### 3. 财务杠杆

除资本充足状况的评估外，国际清算银行还通过审慎管理财务杠杆进行补充。国际清算银行使用杠杆率指标来监测其财务杠杆，该指标使用其一级资本和资产负债表中的总资产的比值。在计算杠杆率时，衍生品交易、回购协议和逆回购协议使用与国际清算银行会计政策相一致的总量法进行计算。

下表说明了国际清算银行财务杠杆率的计算情况：

截至3月31日			
单位：百万特别提款权			
	2014		2013
一级资本 (A)	14,738.7		13,836.0
资产负债表的总资产(B)	222,510.3		211,952.4
财务杠杆 (A) / (B)	6.6%		6.5%

下表总结了过去两个财年内财务杠杆率的变化情况。

财政年度	2014				2013			
	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								
财务杠杆	6.8%	7.5%	6.0%	6.6%	6.3%	6.9%	5.3%	6.5%

#### 4. 风险加权资产及《巴塞尔协议II》框架下的最低资本要求

《巴塞尔协议 II》列出了几种计算风险加权资产和相应的最低资本要求的方法。原则上，最低资本要求为风险加权资产的 8%。

下表总结了相关风险敞口的类型和计算方法以及信用风险、市场风险、操作风险的风险加权资产和最低资本要求。

截至3月31日		2014			2013		
单位: 百万特别提款权	使用方法	风险敞口数量	风险加权资产(A)	最低资本要求(B)	风险敞口数量	风险加权资产(A)	最低资本要求(B)
<b>信用风险</b>							
对主权、银行和企业的风险敞口	高级内部评级法						
风险敞口	其中(B)=(A) × 8%	144,885.9	10,152.5	812.2	131,684.4	8,934.3	714.7
证券化风险敞口, 外部管理的投资组合和其他资产	标准方法						
	其中(B)=(A) × 8%	1,078.6	386.2	30.9	1,823.5	1,142.6	91.4
<b>市场风险</b>							
外汇风险和黄金	内部模型法						
价格风险敞口	其中(A)=(B) / 8%	—	11,244.9	899.6	—	11,748.1	939.8
<b>操作风险</b>							
	高级衡量法						
	其中(A)=(B) / 8%	—	10,154.1	812.3	—	4,612.5	369.0
<b>总计</b>			<b>31,937.7</b>	<b>2,555.0</b>		<b>26,437.5</b>	<b>2,114.9</b>

国际清算银行采用高级内部评级法计算主要的信用风险敞口。根据这一方法，国际清算银行将主要参数估值代入《巴塞尔协议 II》的风险权重方程来确定某一交易的风险权重。对于某些风险敞口，国际清算银行则采用标准法计算权重，这一方法下，风险权重与敞口类型一一对应。

市场风险的风险加权资产根据内部模型法计算。操作风险则采用高级计量法计算。这两种方法均依赖于在险价值 (VaR) 方法。

计算基于的假设详见信用风险、市场风险和操作风险一节。

## 5. 一级资本比率

国际清算银行通过比较一级资本与风险加权资产得出一级资本充足率。下表列出了国际清算银行根据《巴塞尔协议 II》计算的一级资本比率。

截至3月31日	2014	2013
单位：百万特别提款权		
股本和公积	14,977.6	14,258.0
设定受益计划的重新估值损失	(238.9)	(422.0)
<b>一级资本</b>	<b>14,738.7</b>	13,836.0
预期损失	(19.9)	(20.8)
<b>一级资本减去预计损失 (A)</b>	<b>14,718.8</b>	13,815.2
总加权资产 (B)	31,937.7	26,437.5
<b>一级资本比率(A) / (B)</b>	<b>46.1%</b>	52.3%

以上使用高级内部评级法计算信用风险敞口的预期损失。预期损失基于资产负债表日，考虑了在国际清算银行财务报表中反映的减值准备。2014年3月31日，国际清算银行均没有受损资产(2013年为零)。依据《巴塞尔协议 II》，预期损失需与减值准备进行比较，缺口应从一级资本中扣除。

国际清算银行致力于维持高度的信用质量和财务稳健性，压力状况下更是如此。以上在其进行资本充足状况的自我评估中得以体现。国际清算银行也保持着远高于《巴塞尔协议 II》框架下最低资本要求的资本充足水平。

# 风险管理

## 1. 国际清算银行面临的风险

国际清算银行主要向中央银行、货币当局和国际金融机构等客户在储备管理和相关金融活动方面提供支持。

银行业务活动是国际清算银行实现目标的基本手段，并保证了其财力和独立性。国际清算银行从事的对客户的银行业务活动以及与股权投资有关的活动均可能导致金融风险，包括信用风险、市场风险和流动性风险。国际清算银行还面临操作风险。

根据董事会定义的风险框架范围，国际清算银行管理层制定了风险管理政策，以确保能够识别、正确衡量和限制风险并监控和报告这些风险。

## 2. 风险管理方法和组织

国际清算银行保持较高的信用质量，并采取审慎方法应对承担的金融风险，包括：

- 保持非常充足的资本水平；
- 将资产主要投资于信用质量较高的金融工具；
- 努力使资产多元化，投资于多个行业；
- 对战略性承担市场风险采取谨慎态度，认真管理与国际清算银行战略（包括黄金的持有）相关的市场风险；
- 保持较高的流动性。

### A. 组织

根据国际清算银行章程第 39 条规定，总经理在副总经理协助下管理国际清算银行，对董事会负责。副总经理负责国际清算银行的独立风险控制与合规检查。总经理和副总理由高管层咨询委员会协助工作。

主要的咨询委员会包括执行委员会、财务委员会以及合规与操作风险委员会。前两个委员会由总经理担任主席，第三个委员会由副总经理担任主席，都包括了国际清算银行管理层的其他高管人员。执行委员会主要就国际清算银行的战略规划和资源配置，以及银行业务活动的主要财务目标制定和操作风险管理向总经理提出建议。财务委员会就财务管理和银行业务相关的政策问题（包括根据风险类别配置经济资本）向总经理提出建议。合规与操作风险委员会为副总经理的咨询性委员会，以确保协调合规问题和管理操作风险。

风险控制处履行对金融风险的独立风险控制职能。独立操作风险控制职能由风险控制处（量化操作风险）与合规与操作风险处共同承担，都向副总经理直接报告。

合规与操作风险处负责国际清算银行的合规检查工作，目标是确保国际清算银行及其员工的活动遵守相关法律法规、国际清算银行的章程、员工行为准则及其他内部法规、政策和相关稳健操作标准。

合规与操作风险处发现和评估合规风险，并就合规问题为员工提供指导和教育。合规与操作风险处负责人也向审计委员会（董事会的咨询性委员会）直接报告。

财务处和法律部为国际清算银行的风险管理提供补充。财务处执行独立的估值控制功能，制定国际清算

银行的财务报表，并通过制定及监督年度预算来控制开支。独立估值控制旨在确保国际清算银行的估值符合其估值政策和程序，且影响估值的程序符合最佳操作准则。财务处向副总经理和秘书长直接报告。

法律部为国际清算银行涉及的各种活动提供法律建议及支持，并向总经理直接报告。

内审部检查内控程序并就各部门遵守内部标准及行业最佳做法的情况作出汇报。内部审计的工作范围包括检查风险管理程序、内部控制系统、信息系统及治理程序等。内审部向总经理、副总经理，以及审计委员会报告。

## B. 风险监控和报告

国际清算银行的相关部门持续监控其财务和操作风险状况、头寸和表现。定期提供针对各个管理层级的财务风险与合规报告，使管理层能充分评估国际清算银行的风险和财务状况。

管理层每月及每季度向董事会报告财务和风险信息。此外，内审部、合规与操作风险处和财务处定期向审计委员会提交报告。风险控制处向董事会的另一咨询性委员会——银行业务与风险管理委员会提交年报。报告的准备基于全面的政策和程序，因此确保了对风险的严格控制。

## C. 风险计量方法

国际清算银行每天重估其几乎所有金融资产为公允价值，每月对其估价进行回顾，同时也为减值考虑必要调整。国际清算银行使用多种数量方法来衡量金融工具的价值并测定银行净利润及权益的风险。国际清算银行依据风险环境的改变及不断演变的最佳做法来重新评估使用的数量方法。

国际清算银行的模型确认政策明确了实施新的或有实质变化的风险模型的作用、职责和程序。

国际清算银行使用的一个关键的风险衡量和管理方法是根据在险价值（VaR）法计算经济资本。在险价值表述的是在特定的时间及置信区间内，根据统计估算当前风险头寸可能出现的最大损失。VaR 模型依赖于统计假设和可获得市场数据的质量。VaR 模型是前瞻性的，但也是基于过去事件进行推断。如果风险因素与原先的分布假设并不一致，则 VaR 模型可能低估潜在损失。VaR 模型不能在假设的置信区间外提供损失发生的信息。

国际清算银行的经济资本框架涵盖了信用风险、市场风险、操作风险和其他风险，作为年度资本计划的一部分，国际清算银行根据董事会设定的原则以及商业策略应对上述风险来分配经济资本。国际清算银行的经济资本框架基于 99.995% 的置信水平以及一年持有期的假设。根据管理层对风险的评估，留出一部分额外经济资本，这些经济资本没有反映或没有全部反映在经济资本计算中。此外，为应对极端情况，基于压力测试也分配了一部分资本作为“经济资本缓冲”，这部分保障了银行在面对重大损失时能无需减少配置于其他风险类别的资本或变现持有资产的情况，仍留有安全边际。

全面的压力测试框架以及审慎的财务杠杆作为国际清算银行资本充足管理的补充，压力测试框架完善了银行的财务风险评估流程（包括在险价值法和经济资本计算）。国际清算银行对其主要的市场风险因素和信用敞口进行压力测试。压力测试包括对不利的历史和假设宏观经济情景的分析，以及对所发现的主要风险因素的极端但仍看似合理的变动进行敏感度测试。国际清算银行也对流动性风险进行压力测试。财务杠杆框架关注银行一级资本与资产负债表总额的比率。

### 3. 信用风险

信用风险是因交易对手未能按照合同协议履行义务而导致的风险。当对手方未能在合同到期日进行支付时金融资产被认为逾期。

国际清算银行根据董事会和管理层规定的框架和政策管理信用风险，同时在独立风险控制层面采用更为详细的指引和程序。

#### A. 信用风险评估

国际清算银行持续地控制交易对手和投资组合层面的信用风险。作为独立风险控制职能的一部分，单个交易对手的信用评估根据设计完善的内部评级程序进行，涉及 18 个评级等级。评估过程中分析交易对手的财务报表和市场信息，并根据交易对手的性质选择评级方法。在内部评级的基础上，国际清算银行根据特定交易对手的特点设置了一系列对个体交易对手和国家的信用限制。对所有交易对手都进行内部评级。原则上，每年至少审查一次评级和相关限制。这些审查主要的评估标准是交易对手及时履行还本付息义务的能力。

交易对手层面的信用风险限制由国际清算银行的管理层批准并符合董事会设立的框架。

信用风险总量层面（包括违约和国别转移风险）的衡量、监控和限制基于国际清算银行信用风险经济资本的计算。国际清算银行使用在险价值模型组合来计算信用风险的经济资本。管理层通过对信用风险分配一定数量的经济资本来限制国际清算银行的整体信用风险敞口。

#### B. 违约风险

下表列出了国际清算银行违约风险敞口，该表未考虑持有抵押物或其他国际清算银行可用的信用增强安排。信用风险通过抵押品的使用及法律上强制性的净额结算或冲销协议进一步减少。相应的资产及负债未在资产负债表上冲销。

表中所列的风险敞口是基于资产负债表内根据部门、地理区域和信用质量分类的资产的账面价值。账面价值是金融工具（包括衍生工具，但不包括期限非常短的活期和通知存款等金融工具，以及以减值变动后摊余成本净值计的黄金）的公允价值。贷款承诺以名义数量显示。黄金与黄金存款不包括托管黄金，同时应收账款不包括未结算负债，因为这些项目不代表国际清算银行的信用风险敞口。

国际清算银行的绝大多数资产投资于政府债券及至少一家外部信用评级机构对其评级在 A- 级及以上的金融机构债券。这些行业中对高质量对手方数量的限制意味着国际清算银行存在单一对手的集中度风险。

清算银行在每次资产负债表日期都会进行年度减值审查。2014 年 3 月 31 日，银行无任何可视为减值的资产（2013 年 3 月 31 日：零）。2014 年 3 月 31 日，没有金融资产逾期（2013 年 3 月 31 日：零）。当期没有信用损失被确认。

#### 按资产类别和发行人类型划分的违约风险

下表显示的是按资产类别和发行人类型划分的国际清算银行的违约风险敞口。其中未考虑国际清算银行持有的抵押品和可用的信用增强工具。“公共部门”包括国际和其他公共部门机构。

## 截至2014年3月31日

单位：百万特别提款权	主权和					总计
	中央银行	公共部门	银行	公司	证券化	
<b>表内敞口</b>						
现金与银行活期存款	11,206.0	—	5.5	—	—	11,211.5
黄金与黄金存款	—	—	236.8	—	—	236.8
国债	43,982.9	547.9	—	—	—	44,530.8
再出售协议下购买的证券	1,357.7	—	47,347.0	1,849.7	—	50,554.4
贷款与预付款	647.1	493.9	18,459.3	—	—	19,600.3
政府证券和其他证券	43,835.2	12,606.5	5,608.8	7,053.1	937.5	70,041.1
衍生品	13.7	43.3	2,944.5	0.7	—	3,002.2
应收账款	2.8	—	0.2	7.8	—	10.8
<b>表内风险敞口总计</b>	<b>101,045.4</b>	<b>13,691.6</b>	<b>74,602.1</b>	<b>8,911.3</b>	<b>937.5</b>	<b>199,187.9</b>
<b>贷款承诺</b>						
未贷出未担保贷款	194.1	—	—	—	—	194.1
未贷出已担保贷款	2,728.8	—	—	—	—	2,728.8
<b>总贷款承诺</b>	<b>2,922.9</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>2,922.9</b>
<b>风险敞口总计</b>	<b>103,968.3</b>	<b>13,691.6</b>	<b>74,602.1</b>	<b>8,911.3</b>	<b>937.5</b>	<b>202,110.8</b>

## 截至2013年3月31日

单位：百万特别提款权	主权和					总计
	中央银行	公共部门	银行	公司	证券化	
<b>表内敞口</b>						
现金与银行活期存款	6,861.0	—	22.2	0.9	—	6,884.1
黄金与黄金存款	—	—	292.6	—	—	292.6
国债	46,694.1	—	—	—	—	46,694.1
再出售协议下购买的证券	3,994.3	—	24,475.2	—	—	28,469.5
贷款与预付款	3,134.8	507.3	16,034.7	—	—	19,676.8
政府证券和其他证券	39,559.3	11,847.7	4,897.7	5,395.0	943.6	62,643.3
衍生品	166.6	148.9	5,539.7	0.5	—	5,855.7
应收账款	145.9	147.7	103.7	8.7	—	406.0
<b>表内风险敞口总计</b>	<b>100,556.0</b>	<b>12,651.6</b>	<b>51,365.8</b>	<b>5,405.1</b>	<b>943.6</b>	<b>170,922.1</b>
<b>贷款承诺</b>						
未贷出未担保贷款	200.1	—	—	—	—	200.1
未贷出已担保贷款	2,853.7	—	—	—	—	2,853.7
<b>总贷款承诺</b>	<b>3,053.8</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>3,053.8</b>
<b>风险敞口总计</b>	<b>103,609.8</b>	<b>12,651.6</b>	<b>51,365.8</b>	<b>5,405.1</b>	<b>943.6</b>	<b>173,975.9</b>

按地理划分的违约风险

下表显示的是按财产类别和地理区域划分的国际清算银行的违约风险敞口。其中未考虑国际清算银行持有的抵押品和可用的信用增强工具。清算银行根据其对各国每家法人机构合并的敞口分配对各地区的敞口。

截至2014年3月31日					
单位：百万特别提款权	非洲与欧洲	亚太地区	美洲	国际机构	总计
<b>表内敞口</b>					
现金与银行活期存款	6,199.6	5,001.6	10.3	—	11,211.5
黄金与黄金存款	98.2	—	138.6	—	236.8
国债	7,806.6	32,030.6	4,145.7	547.9	44,530.8
再出售协议下购买的证券	42,240.1	—	8,314.3	—	50,554.4
贷款与预付款	11,792.1	6,411.2	1,097.3	299.7	19,600.3
政府证券和其他证券	31,805.7	5,081.3	25,339.4	7,814.7	70,041.1
衍生品	2,318.2	86.6	597.4	—	3,002.2
应收账款	9.7	0.9	0.2	—	10.8
<b>表内风险敞口总计</b>	<b>102,270.2</b>	<b>48,612.2</b>	<b>39,643.2</b>	<b>8,662.3</b>	<b>199,187.9</b>
<b>贷款承诺</b>					
未贷出未担保贷款	—	194.1	—	—	194.1
未贷出已担保贷款	267.5	2,461.3	—	—	2,728.8
<b>总贷款承诺</b>	<b>267.5</b>	<b>2,655.4</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>2,922.9</b>
<b>风险敞口总计</b>	<b>102,537.7</b>	<b>51,267.6</b>	<b>39,643.2</b>	<b>8,662.3</b>	<b>202,110.8</b>

截至2013年3月31日

单位：百万特别提款权

	非洲与欧洲	亚太地区	美洲	国际机构	总计
<b>表内敞口</b>					
现金与银行活期存款	6,874.4	2.2	7.5	—	6,884.1
黄金与黄金存款	117.5	—	175.1	—	292.6
国债	7,213.3	32,940.0	6,540.8	—	46,694.1
再出售协议下购买的证券	21,807.8	3,560.7	3,101.0	—	28,469.5
贷款与预付款	11,604.8	6,764.2	1,000.5	307.3	19,676.8
政府证券和其他证券	29,977.4	3,790.8	22,709.4	6,165.7	62,643.3
衍生品	4,620.6	199.2	1,035.9	—	5,855.7
应收账款	46.4	0.9	358.7	—	406.0
<b>表内风险敞口总计</b>	<b>82,262.2</b>	<b>47,258.0</b>	<b>34,928.9</b>	<b>6,473.0</b>	<b>170,922.1</b>
<b>贷款承诺</b>					
未贷出未担保贷款	—	200.1	—	—	200.1
未贷出已担保贷款	256.6	2,597.1	—	—	2,853.7
<b>总贷款承诺</b>	<b>256.6</b>	<b>2,797.2</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>3,053.8</b>
<b>风险敞口总计</b>	<b>82,518.8</b>	<b>50,055.2</b>	<b>34,928.9</b>	<b>6,473.0</b>	<b>173,975.9</b>

按对手方/发行者评级划分的违约风险

下表显示的是按金融资产评级和对手方/发行机构评级划分的国际清算银行的违约风险敞口。其中未考虑国际清算银行持有的抵押品和可用的信用增强工具。所示评级反映了等同于外部评级等级的国际清算银行内部评级。

截至2014年3月31日

单位：百万特别提款权	AAA	AA	A	BBB	BB级及以下	未评级	总计
<b>表内敞口</b>							
现金与银行活期存款	6,120.1	88.2	5,001.9	1.0	0.3	—	11,211.5
黄金与黄金存款	—	—	236.8	—	—	—	236.8
国债	2,144.9	7,725.7	31,042.6	3,617.6	—	—	44,530.8
再出售协议下购买的证券	—	3,207.4	35,215.4	12,131.6	—	—	50,554.4
贷款与预付款	1,141.1	1,188.9	16,213.4	1,056.9	—	—	19,600.3
政府证券和其他证券	13,159.1	44,218.0	11,118.9	1,532.5	12.6	—	70,041.1
衍生品	16.2	71.5	2,845.8	67.7	0.4	0.6	3,002.2
应收账款	0.1	0.2	0.2	0.7	0.7	8.9	10.8
<b>表内风险敞口总计</b>	<b>22,581.5</b>	<b>56,499.9</b>	<b>101,675.0</b>	<b>18,408.0</b>	<b>14.0</b>	<b>9.5</b>	<b>199,187.9</b>
<b>贷款承诺</b>							
未贷出未担保贷款	—	—	—	194.1	—	—	194.1
未贷出已担保贷款	—	797.2	813.2	1,118.4	—	—	2,728.8
<b>总贷款承诺</b>	<b>—</b>	<b>797.2</b>	<b>813.2</b>	<b>1,312.5</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>2,922.9</b>
<b>风险敞口总计</b>	<b>22,581.5</b>	<b>57,297.1</b>	<b>102,488.2</b>	<b>19,720.5</b>	<b>14.0</b>	<b>9.5</b>	<b>202,110.8</b>

截至2013年3月31日

单位：百万特别提款权	AAA	AA	A	BBB	BB级及以下	未评级	总计
<b>表内敞口</b>							
现金与银行活期存款	6,804.5	73.9	3.8	0.9	0.3	0.7	6,884.1
黄金与黄金存款	—	—	292.6	—	—	—	292.6
国债	7,818.8	6,067.3	32,183.1	624.9	—	—	46,694.1
再出售协议下购买的证券	—	433.6	22,625.6	5,410.3	—	—	28,469.5
贷款与预付款	1,508.0	1,281.8	16,151.8	535.1	200.1	—	19,676.8
政府证券和其他证券	11,688.0	40,153.8	8,756.5	1,530.7	514.3	—	62,643.3
衍生品	132.2	527.3	5,107.2	88.2	0.3	0.5	5,855.7
应收账款	—	290.7	71.8	0.9	1.0	41.6	406.0
<b>表内风险敞口总计</b>	<b>27,951.5</b>	<b>48,828.4</b>	<b>85,192.4</b>	<b>8,191.0</b>	<b>716.0</b>	<b>42.8</b>	<b>170,922.1</b>
<b>贷款承诺</b>							
未贷出未担保贷款	—	—	—	200.1	—	—	200.1
未贷出已担保贷款	—	842.7	857.1	825.5	328.4	—	2,853.7
<b>总贷款承诺</b>	<b>—</b>	<b>842.7</b>	<b>857.1</b>	<b>1,025.6</b>	<b>328.4</b>	<b>—</b>	<b>3,053.8</b>
<b>风险敞口总计</b>	<b>27,951.5</b>	<b>49,671.1</b>	<b>86,049.5</b>	<b>9,216.6</b>	<b>1,044.4</b>	<b>42.8</b>	<b>173,975.9</b>

### C. 降低违约风险

#### 净额结算

净额结算协议赋予国际清算银行在未来不利情况下（尤其是违约）与交易对手就交易轧差的法律权力。该类净额主净额结算协议适用于银行的主要衍生品交易对手以及回购和逆回购交易对手。当需要时轧差也适用于计算抵押品金额，但国际清算银行在正常商业过程中不会对资产和负债进行净额结算，因此，国际清算银行资产负债表中显示的数值都是总额。

#### 抵押品

国际清算银行也要求交易对手提供抵押品以降低信用风险。在大部分衍生品合约、再出售协议下购买的证券（逆回购协议）以及在抵押贷款协议中支付的预付款中都要求收到抵押品。在上述协议期内，根据基础工具和抵押品价值的波动，可能会要求追加抵押品或返还部分抵押品。国际清算银行在回购交易中需要提供抵押品。

对于衍生品合约以及逆回购合约，国际清算银行接受高质量主权债券、美国机构证券及超国家证券，以及现金（很少情况如此）作为抵押品。对于抵押贷款协议中支付的预付款，合格抵押品为在国际清算银行的货币存款以及国际清算银行投资工具单元。

在抵押品协议条款下,国际清算银行允许将衍生品合同和逆回购协议下收到的抵押品再抵押出去(出售),但当交易到期时必须向交易对手交割等价金融工具。截至2014年3月31日,国际清算银行未将持有的抵押品卖出。国际清算银行持有的有权出售的抵押品的公允价值如下:

截至3月31日	2014	2013
单位:百万特别提款权		
持有抵押品:		
衍生金融工具	515.9	2,566.3
再出售协议下购买的证券	42,378.7	26,253.0
<b>总计</b>	<b>42,894.6</b>	<b>28,819.3</b>

#### 金融资产及负债下抵押品和轧差情况

下表显示了不同资产和负债下抵押品以及适用净额结算协议的情况,净额结算协议在交易对手违约时适用。

所需抵押品的数量基于前一工作日的价值,而银行的资产负债表反映的是报告日的价值。考虑到上述时间差异,抵押品的价值可能比银行资产负债表下合约的价值要高。获得的抵押品的数量也受以下因素影响:门槛、最小转移数量以及合同中规定的价值调整(减记)。在表格中,抵押品的缓释效应限于净资产的资产负债表价值。

截至2014年3月31日	风险缓释效果				分析:		
单位:百万特别提款权	资产负债表总账面价值	交易日与结算日余额差值	可执行的净额结算协议	抵押品(收到)/限于资产负债表价值	风险缓释后的敞口	不适用净额结算协议或不含抵押品的价值	可适用风险缓释协议的剩余风险敞口
<b>金融资产</b>							
再出售协议下购买的证券	50,554.4	(7,107.9)	—	(43,422.2)	24.3	—	24.3
衍生品金融资产	3,002.2	—	(2,325.7)	(509.9)	166.6	7.0	159.6
<b>金融负债</b>							
再出售协议下购买的证券	(1,169.3)	249.9	—	919.4	—	—	—
衍生品金融资产	(2,632.9)	—	2,325.7	—	(307.2)	(43.3)	(263.9)
<b>总计</b>	<b>49,754.4</b>	<b>(6,858.0)</b>	<b>—</b>	<b>43,012.7</b>	<b>(116.3)</b>	<b>(36.3)</b>	<b>(80.0)</b>

截至2013年3月31日

风险缓释效果

分析：

单位：百万特别 提款权	资产负债表 总账面价值	交易日与 结算日 余额差值	可执行的净 额结算协议	抵押品 (收到)/ 限于资产负 债表价值	风险缓释 后的敞口	不适用净额 结算协议或 不含抵押品 的价值	可适用风 险缓释协 议的剩余 风险敞口
<b>金融资产</b>							
再出售协议下购买的证券	28,469.5	(2,012.1)	—	(26,455.9)	1.5	—	1.5
贷款和预付款	19,335.3	—	—	(2,134.1)	17,201.2	17,201.2	—
衍生品金融资产	5,855.7	—	(3,354.8)	(2,286.4)	214.5	36.8	177.7
<b>金融负债</b>							
衍生品金融负债	(3,402.3)	—	3,354.8	—	(47.5)	(34.6)	(12.9)
<b>总计</b>	<b>50,258.2</b>	<b>(2,012.1)</b>	<b>—</b>	<b>(30,876.4)</b>	<b>17,369.7</b>	<b>17,203.4</b>	<b>166.3</b>

#### D. 信用风险的经济资本

国际清算银行基于在险价值 (VaR) 模型组合使用在险价值法确定信用风险的经济资本，并假设 99.995% 的置信水平以及一年持有期，结算风险 (包括为信用风险产生的结算风险) 除外。在清算银行经济资本计算中体现出的为结算风险准备的经济资本基于管理层的估算。

财政年度	2014				2013			
	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								
为信用风险使用的 经济资本	7,421.5	7,990.1	6,175.7	<b>7,774.1</b>	6,527.8	7,499.0	5,903.7	6,283.6

#### E. 信用风险的最低资本要求

来自主权国家、银行和公司的信用风险

为计算来自银行、主权和公司的信用风险的风险加权资产，国际清算银行采取与高级内部评级法相一致的方法。

作为一般规则，采用这一方法时，风险加权资产等于信用风险敞口乘以风险权重 (国际清算银行将主要参数估值代入相关巴塞尔新资本协议风险权重方程来计算风险权重)。主要参数估值还与国际清算银行信用风险的经济资本计算有关。

交易或头寸的信用风险敞口被称为违约风险敞口 (EAD)。国际清算银行将 EAD 定为所有表内和表外信用风险敞口的名义数量 (不包括衍生合约和某些抵押敞口)。衍生工具 EAD 的计算采用与巴塞尔新资本协议建议的内部模型法一致的方法。根据这一方法，国际清算银行计算有效预期的正风险敞口，并乘以《巴塞尔协议 II》设定的  $\alpha$  因子。

风险权重方程的关键参数是交易对手的预计一年的违约概率 (PD)、预计违约损失率 (LGD) 和每一交易的期限。

由于国际清算银行投资的高信用质量和谨慎的信用风险管理程序，国际清算银行不能够根据自身的违约经验预测 PD 和 LGD。国际清算银行通过对照内部评级等级和外部信用评估 (考虑外部违约数据) 来确定交易对手 PD 估计值。同样地，LGD 估值也源自外部数据。同时，适时调整这些估计值以反映抵押品降低风险

的效果（考虑市场价格波动性，增加抵押品和重新估值的频率）。在计算 EAD 时，衍生品合约、逆回购协议中的抵押以及抵押预付款等的减少风险的效应都考虑在内。

下表详细列出了风险加权资产的计算结果。在考虑净额结算和抵押品好处的情况下衡量风险敞口。表中报告截至 2014 年 3 月 31 日的风险敞口总量包含了 2.085 亿特别提款权的利率合同（2013 年：3.036 亿特别提款权）和 2.294 亿特别提款权的外汇与黄金合同（2013 年 3 月 31 日：7.613 亿特别提款权）。与《巴塞尔协议 II》框架一致，对于风险加权资产的最低资本要求设定为 8%。

截至2014年3月31日

以等同于外部评级等级 表示的内部评级等级 单位：百万特别提款权/百分比	风险敞口 数量 百万特别提款权	风险敞口 - 加权违约概率 %	风险敞口 - 加权 平均预期违约 损失率%	风险敞口 - 加权 平均风险权重 %	风险加权 资产 百万特别提款权
AAA	20,887.6	0.010	35.6	3.5	727.3
AA	52,972.0	0.02	37.6	6.5	3,447.8
A	64,401.2	0.04	42.3	7.1	4,541.3
BBB	6,612.5	0.17	40.6	21.6	1,429.9
BB级及以下	12.6	0.70	35.6	48.8	6.2
<b>总计</b>	<b>144,885.9</b>				<b>10,152.5</b>

截至 2014 年 3 月 31 日，与主权债务、银行和公司相关信用风险敞口的最低资本要求为 8.122 亿特别提款权。

截至2013年3月31日

以等同于外部评级等级 表示的内部评级等级 单位：百万特别提款权/百分比	风险敞口 数量 百万特别提款权	风险敞口 - 加权违约概率 %	风险敞口 - 加权 平均预期违约 损失率%	风险敞口 - 加权 平均风险权重 %	风险加权 资产 百万特别提款权
AAA	26,163.8	0.002	35.6	1.0	270.9
AA	45,560.3	0.01	37.4	5.3	2,437.3
A	56,429.9	0.05	42.3	8.6	4,850.0
BBB	3,031.1	0.19	42.4	30.3	919.7
BB级及以下	499.3	1.24	48.4	91.4	456.4
<b>总计</b>	<b>131,684.4</b>				<b>8,934.3</b>

截至 2013 年 3 月 31 日，与主权债务、银行和公司相关信用风险敞口的最低资本要求为 7.147 亿特别提款权。

下表总结了在考虑净额结算后抵押安排对信用风险敞口数量的影响。

单位：百万特别提款权	考虑净额结算 后的风险敞口 数量	来自于抵押安排 的收益	考虑净额结算和 抵押安排后的风险 敞口数量
<b>截至2014年3月31日</b>	197,550.2	52,664.3	<b>144,885.9</b>
截至2013年3月31日	163,153.7	31,469.3	131,684.4

## 证券化风险敞口

国际清算银行仅投资于评级高的基于传统的（即非混合的）证券化结构的证券化风险敞口。鉴于国际清算银行业务的范围，《巴塞尔协议 II》下的证券化风险加权资产由标准化方法确定。根据这一方法，使用证券的外部信用评估来确定相关风险权重，这些外部信用评估机构包括穆迪投资者服务公司、标准普尔和惠誉国际信用评级公司。风险加权资产由风险敞口的名义数量及相关风险权重得出。与《巴塞尔协议 II》框架一致，对于风险加权资产的最低资本要求设定为 8%。

下表显示了根据证券化资产类型分析的国际清算银行证券化投资。

### 截至2014年3月31日

单位：百万特别提款权	外部评级	风险敞口数量	风险权重	风险加权资产
居民抵押贷款支持证券	AAA	19.4	20%	3.9
居民抵押贷款支持证券	A	24.5	50%	12.2
其他应收款支持证券 (政府支持)	AAA	830.8	20%	166.2
<b>总计</b>		<b>874.7</b>		<b>182.3</b>

截至 2014 年 3 月 31 日，证券化敞口的最低资本要求为 1460 万特别提款权。

### 截至2013年3月31日

单位：百万特别提款权	外部评级	风险敞口数量	风险权重	风险加权资产
居民抵押贷款支持证券	AAA	33.9	20%	6.8
居民抵押贷款支持证券	A	32.4	50%	16.2
其他应收款支持证券 (政府支持)	AAA	797.0	20%	159.4
<b>总计</b>		<b>863.3</b>		<b>182.4</b>

截至 2013 年 3 月 31 日，证券化敞口的最低资本要求为 1460 万特别提款权。

## 4. 市场风险

国际清算银行面临着由市场价格的不利变化导致的市场风险。国际清算银行的市场风险主要包括：黄金价格风险、利率风险及外汇风险。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市场风险和计算经济资本。风险因子的波动性和相关性根据 4 年期观察数据，按照指数加权法进行估计。此外，国际清算银行计算对某些市场风险因素的敏感性。

根据维持高信贷质量的目标，国际清算银行基于 99.995% 的置信水平以及一年持有期的假设来衡量经济资本。管理层根据董事会制定的框架管理市场风险经济资本的使用。在险价值的风险限制与操作风险限制互为补充。在险价值模型依赖于统计假设以及可获取的市场数据的质量。为确保模型正确衡量一年期的潜在损失，国际清算银行制定了全面定期事后检验框架，将每日表现与相应的在险价值估计值相比较，分析结果并报告管理层。

国际清算银行根据在险价值模型和相关经济资本计算衡量市场风险的同时，还进行了一系列的压力测试，包括重大历史情景，不利的宏观经济情景以及对黄金价格、利率和汇率变动的敏感性测试。

### A. 黄金价格风险

黄金价格风险是指黄金价格的不利变动给国际清算银行的财务状况带来的风险。国际清算银行因为持有110吨黄金而面临着黄金价格风险（2013年为115吨）。这些黄金投资资产存在商业银行或被托管。2014年3月31日，黄金头寸为29.818亿特别提款权（2012年为39.449亿特别提款权），约为总权益的17%（2012年为21%）。国际清算银行有时也会因为与中央银行及商业银行的交易活动而面临小规模黄金价格风险。此风险根据国际清算银行的在险价值方法（包括经济资本框架和压力测试）进行测算。

### B. 利率风险

利率风险是指利率（包括信贷利差）的不利变动给国际清算银行的财务状况带来的风险。国际清算银行面临的利率风险来自与管理其投资组合或银行业务组合投资中持有的权益相关的生息资产。投资组合通过使用基准债券的固定久期目标进行管理。

国际清算银行使用在险价值方法和对相关货币市场利率变动、政府债券、掉期利率和信贷利差的敏感性分析来衡量和监控利率风险。

下表显示每个时段相关收益率曲线上升1%对国际清算银行权益的影响。

截至2014年3月31日							
单位：百万特别提款权	0~6个月	6~12个月	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	5年以上
欧元	0.5	(7.9)	(28.6)	(41.1)	(42.7)	(35.0)	(9.9)
日元	(1.4)	(2.1)	0.1	(0.1)	-	-	-
英镑	(0.2)	(1.8)	(7.7)	(15.0)	(23.8)	(4.8)	3.8
瑞士法郎	10.3	(0.2)	(1.8)	(2.1)	(1.5)	(0.4)	5.6
美元	8.7	(10.2)	(34.8)	(40.6)	(58.5)	(40.1)	12.2
其他货币	0.4	(0.3)	(1.4)	1.1	(2.3)	0.3	(0.3)
总计	18.3	(22.5)	(74.2)	(97.8)	(128.8)	(80.0)	11.4

截至2013年3月31日							
单位：百万特别提款权	0~6个月	6~12个月	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	5年以上
欧元	(4.5)	(5.0)	(23.8)	(41.2)	(45.5)	(20.7)	(26.0)
日元	0.7	(0.8)	(5.5)	(19.3)	(9.9)	(1.4)	-
英镑	(0.6)	(1.1)	(8.0)	(14.5)	(19.8)	(5.4)	13.4
瑞士法郎	9.8	(0.2)	(0.4)	(2.5)	(2.7)	(2.1)	7.5
美元	12.0	(28.7)	(30.9)	(39.4)	(45.6)	(25.8)	(18.1)
其他货币	-	(0.3)	(0.6)	(0.4)	1.0	(0.5)	-
总计	17.4	(36.1)	(69.2)	(117.3)	(122.5)	(55.9)	(23.2)

### C. 外汇风险

国际清算银行职能货币（特别提款权）包括固定数量的欧元、美元、日元和英镑。币种风险是指汇率的不利变动给国际清算银行的财务状况带来的风险。国际清算银行主要是因为与权益管理相关的资产而面临外汇风险，也会因为管理客户存款及作为中央银行与商业银行之间外汇交易的中介而遭受风险。国际清算银行通过两条措施降低外汇风险：定期将与权益管理相关的资产币种与特别提款权成分币种进行匹配；限制因客户存款和外汇交易中中介活动而持有的货币头寸。

下表显示了国际清算银行资产和负债中货币与黄金头寸的情况。因此下表中外汇和黄金净头寸包括了国际清算银行黄金投资资产。为确定净货币头寸，需将黄金部分扣除。从不包括黄金的净货币头寸中减去特别提款权不变时的头寸就得出特别提款权不变时的净货币头寸。

截至2014年3月31日

单位：百万

特别提款权	特别提款权	美元	欧元	英镑	日元	瑞士法郎	黄金	其他货币	总计
<b>资产</b>									
现金与同业									
活期存款	—	5.3	430.1	(8.8)	4,996.7	5,774.5	—	13.7	11,211.5
黄金与黄金贷款	—	8.6	—	—	—	—	20,587.8	—	20,596.4
国库券	—	2,910.6	8,085.7	—	29,445.4	—	—	4,089.1	44,530.8
重售协议下的									
证券购买	—	13,588.4	15,725.9	20,171.7	1,068.5	—	—	(0.1)	50,554.4
贷款与预付款	299.7	10,994.0	456.0	2,408.1	5.5	3.2	—	5,433.8	19,600.3
政府证券与									
其他证券	—	37,816.3	18,613.1	7,562.9	1,858.8	—	—	4,190.0	70,041.1
衍生金融工具	1,178.2	37,183.3	(185.4)	(1,653.8)	(24,096.4)	(1,190.9)	(5,176.2)	(3,056.6)	3,002.2
应收账款	—	1,793.7	429.0	511.8	—	7.8	—	35.1	2,777.4
土地、建筑									
和设备	188.1	—	—	—	—	8.1	—	—	196.2
<b>总计</b>	<b>1,666.0</b>	<b>104,300.2</b>	<b>43,554.4</b>	<b>28,991.9</b>	<b>13,278.5</b>	<b>4,602.7</b>	<b>15,411.6</b>	<b>10,705.0</b>	<b>222,510.3</b>
<b>负债</b>									
货币存款	(4,856.2)	(131,291.6)	(23,073.6)	(9,848.8)	(2,404.8)	(475.5)	—	(8,521.7)	(180,472.2)
黄金存款	—	(7.2)	—	—	—	—	(11,290.3)	—	(11,297.5)
重售协议下的									
证券出售	—	(323.5)	(845.8)	—	—	—	—	—	(1,169.3)
衍生金融									
工具	3,207.0	35,397.7	(11,149.1)	(13,462.1)	(9,514.9)	(4,072.6)	(1,135.8)	(1,903.1)	(2,632.9)
应付账款	—	(1,637.9)	(2,661.6)	(3,812.9)	(188.6)	—	—	(110.5)	(8,411.5)
其他负债	—	(0.6)	—	—	—	(798.1)	—	(0.3)	(799.0)
<b>总计</b>	<b>(1,649.2)</b>	<b>(97,863.1)</b>	<b>(37,730.1)</b>	<b>(27,123.8)</b>	<b>(12,108.3)</b>	<b>(5,346.2)</b>	<b>(12,426.1)</b>	<b>(10,535.6)</b>	<b>(204,782.4)</b>
<b>货币与黄金净头寸</b>	<b>16.8</b>	<b>6,437.1</b>	<b>5,824.3</b>	<b>1,868.1</b>	<b>1,170.2</b>	<b>(743.5)</b>	<b>2,985.5</b>	<b>169.4</b>	<b>17,727.9</b>
对黄金投资									
资产的调整	—	—	—	—	—	—	(2,985.5)	—	(2,985.5)
<b>货币净头寸</b>	<b>16.8</b>	<b>6,437.1</b>	<b>5,824.3</b>	<b>1,868.1</b>	<b>1,170.2</b>	<b>(743.5)</b>	<b>—</b>	<b>169.4</b>	<b>14,742.4</b>
特别提款权									
不变时头寸	(16.8)	(6,289.2)	(5,553.6)	(1,762.9)	(1,119.9)	—	—	—	(14,742.4)
特别提款权不变时									
货币资产净头寸	—	147.9	270.7	105.2	50.3	(743.5)	—	169.4	—

截至2013年3月31日

单位：百万

特别提款权	特别提款权	美元	欧元	英镑	日元	瑞士法郎	黄金	其他货币	总计
<b>资产</b>									
现金与同业									
活期存款	—	11.4	1,550.5	14.7	—	5,300.6	—	6.9	6,884.1
黄金与黄金贷款	—	7.9	—	—	—	—	35,359.2	—	35,367.1
国库券	—	5,139.3	7,213.3	—	31,903.8	—	—	2,437.7	46,694.1
重售协议下的									
证券购买	—	4,701.4	11,906.2	8,301.2	3,560.7	—	—	—	28,469.5
贷款与预付款	307.3	11,861.2	366.8	3,816.4	835.8	3.1	—	2,486.2	19,676.8
政府证券与									
其他证券	—	33,379.1	18,879.8	5,890.2	2,115.6	9.9	—	2,368.7	62,643.3
衍生金融工具	4,017.8	65,592.1	(21,826.0)	(1,358.1)	(24,267.1)	(4,840.5)	(11,478.1)	15.6	5,855.7
应收账款	—	3,653.1	9.4	2,323.8	35.8	8.6	—	140.5	6,171.2
土地、建筑									
和设备	184.6	—	—	—	—	6.0	—	—	190.6
<b>总计</b>	<b>4,509.7</b>	<b>124,345.5</b>	<b>18,100.0</b>	<b>18,988.2</b>	<b>14,184.6</b>	<b>487.7</b>	<b>23,881.1</b>	<b>7,455.6</b>	<b>211,952.4</b>
<b>负债</b>									
货币存款									
黄金存款	(7,311.0)	(125,764.6)	(12,743.4)	(11,912.0)	(2,540.1)	(453.3)	—	(5,435.9)	(166,160.3)
重售协议下的	—	(6.6)	—	—	—	—	(17,574.3)	—	(17,580.9)
证券出售	951.9	11,033.1	865.4	(2,212.0)	(10,125.9)	(27.7)	(2,359.9)	(1,527.2)	(3,402.3)
衍生金融									
工具	—	(1,920.7)	(5.5)	(2,901.4)	(42.5)	—	—	(465.2)	(5,335.3)
应付账款	—	(97.8)	—	—	—	(901.4)	—	(0.3)	(999.5)
<b>总计</b>	<b>(6,359.1)</b>	<b>(116,756.6)</b>	<b>(11,883.5)</b>	<b>(17,025.4)</b>	<b>(12,708.5)</b>	<b>(1,382.4)</b>	<b>(19,934.2)</b>	<b>(7,428.6)</b>	<b>(193,478.3)</b>
<b>货币与黄金净头寸</b>	<b>(1,849.4)</b>	<b>7,588.9</b>	<b>6,216.5</b>	<b>1,962.8</b>	<b>1,476.1</b>	<b>(894.7)</b>	<b>3,946.9</b>	<b>27.0</b>	<b>18,474.1</b>
对黄金投资									
资产的调整	—	—	—	—	—	—	(3,946.9)	—	(3,946.9)
<b>货币净头寸</b>	<b>(1,849.4)</b>	<b>7,588.9</b>	<b>6,216.5</b>	<b>1,962.8</b>	<b>1,476.1</b>	<b>(894.7)</b>	<b>—</b>	<b>27.0</b>	<b>14,527.2</b>
特别提款权									
不变时头寸	1,849.4	(7,207.6)	(5,924.6)	(1,839.3)	(1,405.2)	—	—	—	(14,527.2)
特别提款权不变时									
货币资产净头寸	—	381.3	291.9	123.5	70.9	(894.7)	—	27.0	—

#### D. 市场风险的经济资本

国际清算银行基于在险价值 (VaR) 法使用蒙特卡罗模拟法并兼顾风险因子之间的相关性来衡量市场风险。市场风险的经济资本也采用该方法衡量，并假设 99.995% 的置信水平以及一年持有期。国际清算银行也衡量黄金美元价值的变动带来的黄金价格风险，以及美元对特别提款权汇率变动导致的外汇风险。

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市场风险敞口。

财政年度	2014				2013			
	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								
市场风险的经济资本占用	2,363.2	2,589.5	2,140.1	2,178.4	2,787.8	3,341.9	2,274.8	2,308.6

下表进一步分析了国际清算银行按风险种类划分的市场风险敞口。

财政年度	2014				2013			
	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								
黄金价格风险	1,964.0	2,190.9	1,755.2	1,768.1	2,263.8	2,540.9	1,913.6	1,913.6
利率风险	929.8	1,005.3	843.7	863.0	1,193.0	1,607.0	893.4	893.4
外汇风险	603.8	707.1	493.1	500.0	763.2	911.3	628.1	632.3
多样化效果	(1,134.4)	(1,275.1)	(952.7)	(952.7)	(1,432.1)	(1,687.5)	(1,130.7)	(1,130.7)
总计				2,178.4				2,308.6

#### E. 市场风险的最低资本要求

根据自身业务范围和性质，国际清算银行采用银行账册法计算《巴塞尔协议 II》下市场风险的最低资本要求。由此确定黄金价格风险和外汇风险的市场风险加权资产，但利率风险的市场风险加权资产未被确定。相关最低资本要求根据在险价值内部模型法得出。根据这一方法，国际清算银行使用在险价值法并假设 99% 的置信区间，10 天的持有期和一年的历史观察期来计算在险价值。

比较计算当日 VaR 和前 60 个工作日（包括计算当日）的每日 VaR 均值并取两者中的较高值来计算实际最低资本要求，其中乘数因子等于 3 加上潜在附加值（取决于回溯测试的结果）。在观察期内，如回溯测试的异常值数目保持在一定范围内，则不要求附加值。下表总结了报告期内与计算最低资本要求有关的市场风险的发展，并显示了报告期内相关风险加权资产：

截至3月31日	2014			2013		
	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						
市场风险, (A)=(B)/8%	299.9	11,244.9	899.6	313.3	11,748.1	939.8

## 5. 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，人员接替安排不力、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	2014				2013			
	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								
市场风险的经济资本占用	1,075.0	1,200.0	700.0	1,200.0	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	2014			2013		
	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						
市场风险， (A)=(B)/8%	812.3	10,154.1	812.3	369.0	4,612.5	369.0

## 6. 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。

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 94%（2013 年为 95%）。截至 2014 年 3 月 31 日，货币存款与黄金存款来自 175 个存款人（2013 年为 168 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）。

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。国际清算银行的流动性风险敞口主要来自其存款的短期性以及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。出于维持较高流动性的目标，国际清算银行开发出了流动性管理框架，包括基于流动性需求和供给的传统假设的比率。

### A. 现金流的期限概况

下表描述的是资产和负债端现金流的期限概况。表中的数据未经折现。

截至2014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
<b>资产</b>									
现金与同业									
活期存款	11,211.5	—	—	—	—	—	—	—	11,211.5
黄金与黄金贷款	20,374.5	—	—	222.6	—	—	—	—	20,597.1
国库券	10,075.7	22,334.5	7,135.5	4,400.3	323.6	—	—	—	44,269.6
重售协议下									
的证券购买	33,792.9	8,497.3	—	—	—	—	—	—	42,290.2
贷款和预付款	9,645.7	9,955.7	—	—	—	—	—	—	19,601.4
政府证券和									
其他证券	3,990.7	7,821.5	8,208.5	11,422.5	12,341.6	26,177.5	1,458.7	—	71,421.0
<b>总资产</b>	<b>89,091.0</b>	<b>48,609.0</b>	<b>15,344.0</b>	<b>16,045.4</b>	<b>12,665.2</b>	<b>26,177.5</b>	<b>1,458.7</b>	<b>—</b>	<b>209,390.8</b>
<b>负债</b>									
货币存款									
1~2天通知存款	(9,115.8)	(19,975.2)	(16,886.1)	(17,351.8)	(16,795.8)	(23,879.9)	(16.1)	—	(104,020.7)
其他货币存款	(47,374.8)	(17,579.2)	(7,913.1)	(3,210.3)	—	—	—	—	(76,077.4)
黄金存款	(11,077.0)	—	—	(221.1)	—	—	—	—	(11,298.1)
<b>总负债</b>	<b>(67,567.6)</b>	<b>(37,554.4)</b>	<b>(24,799.2)</b>	<b>(20,783.2)</b>	<b>(16,795.8)</b>	<b>(23,879.9)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>—</b>	<b>(191,396.2)</b>
<b>衍生工具</b>									
结算净值									
利率合约	11.2	71.0	102.8	117.3	105.6	(37.7)	(3.9)	—	366.3
结算总值									
汇率与黄金									
价格合约									
流入	44,188.7	40,218.5	8,699.9	7,240.7	—	—	—	—	100,347.8
流出	(44,213.3)	(39,986.0)	(8,752.1)	(7,211.6)	—	—	—	—	(100,163.0)
小计	(24.6)	232.5	(52.2)	29.1	—	—	—	—	184.8
利率合约									
流入	32.6	0.2	186.1	282.9	400.1	25.5	—	—	927.4
流出	(36.8)	(1.8)	(214.0)	(331.5)	(458.9)	(28.6)	—	—	(1,071.6)
小计	(4.2)	(1.6)	(27.9)	(48.6)	(58.8)	(3.1)	—	—	(144.2)
<b>衍生工具总计</b>	<b>(17.6)</b>	<b>301.9</b>	<b>22.7</b>	<b>97.8</b>	<b>46.8</b>	<b>(40.8)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>—</b>	<b>406.9</b>
<b>未来未贴现</b>									
<b>现金流总计</b>	<b>21,505.8</b>	<b>11,356.5</b>	<b>(9,432.5)</b>	<b>(4,640.0)</b>	<b>(4,083.8)</b>	<b>2,256.8</b>	<b>1,438.7</b>	<b>—</b>	<b>18,401.5</b>

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
<b>资产</b>									
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
<b>总资产</b>	<b>86,413.6</b>	<b>41,938.2</b>	<b>18,612.0</b>	<b>13,671.6</b>	<b>11,528.1</b>	<b>23,018.8</b>	<b>1,951.0</b>	<b>1,062.8</b>	<b>198,196.1</b>
<b>负债</b>									
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)
<b>总负债</b>	<b>(65,386.1)</b>	<b>(29,865.2)</b>	<b>(25,464.8)</b>	<b>(22,301.3)</b>	<b>(15,027.9)</b>	<b>(23,869.7)</b>	<b>(85.1)</b>	<b>(149.6)</b>	<b>(182,149.7)</b>
<b>衍生工具</b>									
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)
<b>衍生工具总计</b>	<b>1,002.1</b>	<b>472.8</b>	<b>411.5</b>	<b>388.0</b>	<b>195.7</b>	<b>57.3</b>	<b>(17.0)</b>	<b>-</b>	<b>2,510.4</b>
<b>未来未贴现</b>									
<b>现金流总计</b>	<b>22,029.6</b>	<b>12,545.8</b>	<b>(6,441.3)</b>	<b>(8,241.7)</b>	<b>(3,304.1)</b>	<b>(793.6)</b>	<b>1,848.9</b>	<b>913.2</b>	<b>18,556.8</b>

在正常运营的过程中，国际清算银行会卖出期权。下表反映了行权期限的变化下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2014年3月31日	(0.3)	(0.1)	(3.3)	(3.8)	—	(9.3)	—	—	(16.8)
截至2013年3月31日	(0.1)	(0.2)	—	—	—	(1.1)	—	—	(1.4)

下表反映了从资产负债表周期后的信贷承诺的合同到期日。

#### 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2014年3月31日	—	—	267.5	194.1	—	—	—	2,461.3	2,922.9
截至2013年3月31日	—	—	256.6	200.1	—	—	—	2,597.1	3,053.8

## B. 流动性比率

国际清算银行已经采用了流动性风险框架，这个框架充分考虑了巴塞尔银行监管委员会发布的流动风险覆盖比率（LCR）。框架也是基于流动性比率，主要是假设一个压力情景下，比较一个月内银行的流动性需求和流动性供给。根据《巴塞尔协议III》的流动性框架，所假设的压力情景是包含一种特殊和一次市场危机。然而，由于银行资产负债表的短期性，在反映国际清算银行的业务属性和范围时，流动性框架可能会与流动性覆盖比率有所不同。在银行流动性框架范围内，董事会对流动性比率设置了一系列的限制条件，要求流动性供给至少要100%覆盖潜在的流动性需求。

### 流动性供给

流动性供给是在一个月內从金融工具中获得的现金流入，以及来自高流动性证券处置或银行自由买卖的高流动性证券的回购后产生的潜在额外流动性。对于潜在的额外流动性的评估包括两个步骤，第一是对证券的信用质量和市场流动性进行评估。第二，评估证券转变现金的能力。

### 流动性需求

与压力测试情景一致，国际清算银行认为流动性需求是，在一个月內从金融工具中流出的现金流总和。关于现金存款的流动性需求的计算，假设所有的存款都在一个月內到期且不再续存，以及一定比例的未到期的现金存款被提前支取，2014年3月31日，在压力情景下，预计有42.9%的现金存款将会以现金的方式流出。此外，还假设了客户会支取全部的存款，而不是其中的一部分。

下表反映了国际清算银行的流动性供给、需求以及流动性比率：

截至3月31日	2014
单位：百万特别提款权	
<b>流动性供应</b>	
预计现金流入	70.5
预计来自出售高流动性资产的流动性	56.9
预计销售和回购协议	6.1
<b>总流动性供应 (A)</b>	<b>133.5</b>
<b>流动性需求</b>	
预计现金存款的提取	76.1
预计流动性便利的支付	4.3
预计其他流出	1.1
<b>总流动性需求 (B)</b>	<b>81.5</b>
<b>流动性比率 (A) / (B)</b>	<b>163.8%</b>



# 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 2014 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 2014 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

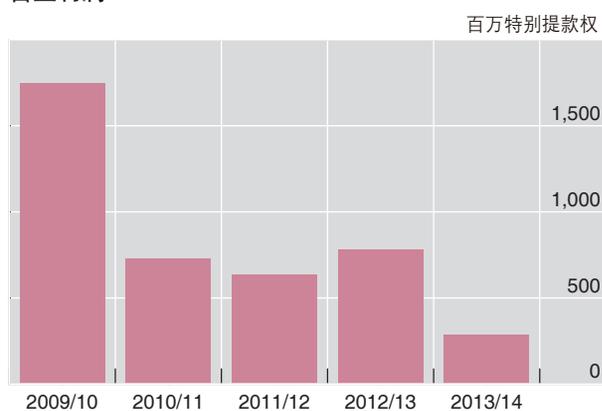
维克多·维吉尔

2014 年 5 月 12 日，苏黎世

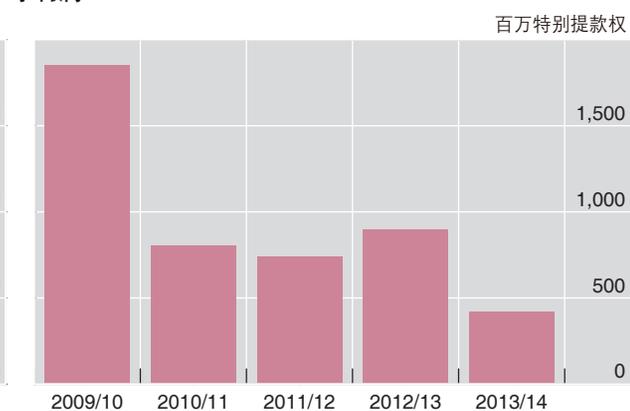
约翰·埃尔顿

## 五年总结图

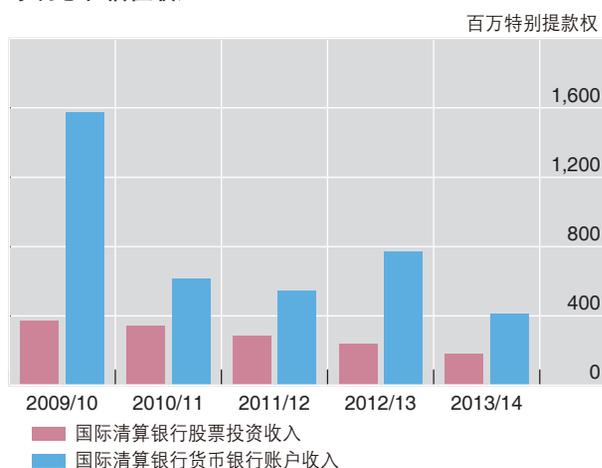
### 营业利润



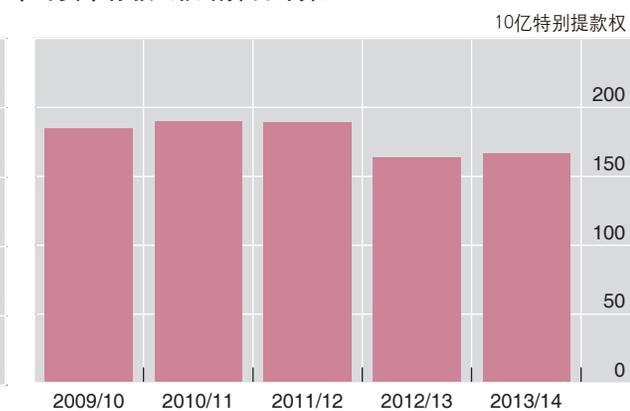
### 净利润



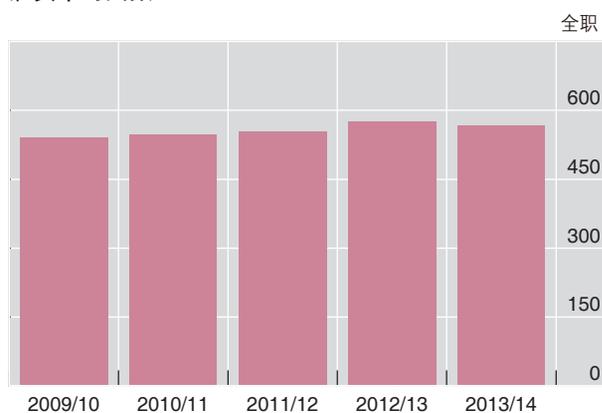
### 净利息和估值收入



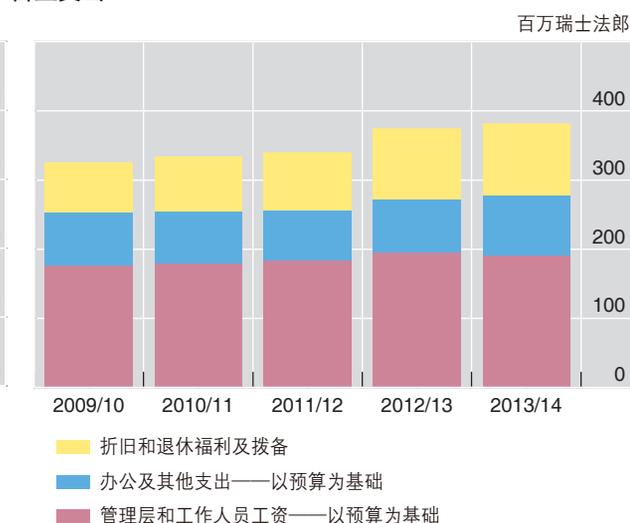
### 平均货币存款 (按结算日计算)



### 雇员平均人数



### 营业支出



为反映会计政策的变化，对营业利润、净利润和营业支出的财务信息进行了重新表述。