



国际清算银行

第85期年报

2014年4月1日-2015年3月31日

2015年6月28日，巴塞尔

责任编辑：王慧荣
责任校对：潘洁
责任印制：裴刚

© Bank for International Settlements 2015. All rights reserved. Limited extracts may be reproduced or translated provided the source is stated.

图书在版编目(CIP)数据

国际清算银行第85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，2015. 11

书名原文：BIS 85th Annual Report
ISBN 978-7-5049-8216-2

I. ①国… II. ①国…②中… III. ①国际清算银行—2014~2015—年报
IV. ①F831.2-54

中国版本图书馆CIP数据核字（2015）第274032号

出版
发行 **中国金融出版社**

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 360千

版次 2015年11月第1版

印次 2015年11月第1次印刷

ISBN 978-7-5049-8216-2/F.7776

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
第一章 不可思议的风险是否已成为常态？	7
全球经济：身处何处？去向何方？	9
回顾：最近的进展	9
展望：风险与不安	10
更深一层原因	13
理念与观点	13
过度的金融弹性	15
为什么利率如此之低？	16
政策含义	17
调整框架	18
现在做什么？	20
结论	21
第二章 全球金融市场仍然依赖央行	23
进一步的货币宽松，但是前景分化	23
专栏2.A：石油价格：金融还是现货？	28
债券收益率坠入负区间	29
波动性上升使市场流动性备受关注	34
大宗商品和金融市场的联系加深	37
专栏2.B：是什么导致了石油价格和美元的关联趋势？	39
第三章 当金融变成实体	43
转移中的经济增长模式	43
先进经济体经济增长和金融周期	46
专栏3.A：金融周期和实体经济	47
信贷繁荣造成的资源错配扼杀生产率提高	48
高公共债务拖累经济增长，老龄化使情况变得更糟	48

新兴市场经济体有多稳健?	50
令人失望的风险	51
金融脆弱性	52
专栏3.B: 金融繁荣和劳动力错配	55
防范措施	57
金融传染和实体传染	59
第四章 又一年的宽松货币政策	61
最近货币政策的发展	61
什么推动了通货膨胀?	65
短期驱动因素	65
周期性驱动因素	66
长期驱动因素	68
将金融稳定问题纳入货币政策框架	70
专栏4.A: 货币政策和宏观审慎政策: 相互补充还是替代?	71
专栏4.B: 货币传导到产出, 信贷和资产价格	73
专栏4.C: 使用金融周期信息测量潜在产出	76
第五章 国际货币与金融体系	79
国际货币与金融体系: 主要元素及弱点	79
主要元素	79
国内货币体制的相互作用	80
专栏5.A: 绘制美元区和欧元区	83
专栏5.B: 全球流动性随着全球信贷聚集	86
金融体制的相互作用	87
专栏5.C: 国际货币溢出	88
当前关切	91
专栏5.D: 美元升值的估值效应	92
国际政策合作的局限性和前景	93
专栏5.E: 合并美国外部资产负债表	94
第六章 金融领域的新旧风险	97
银行: 市场观念驱动还是掩盖了挑战	97
近期表现及重建实力的努力	98
未来的挑战与风险	100
专栏6.A: 银行减少做市活动: 原因及影响	101
专栏6.B: 结构化融资的风险: 监管动议	103
专栏6.C: 处置中的银行的损失吸收能力	105
专栏6.D: 货币政策与银行盈利能力	107
保险公司: 应对低利率难题	108
专栏6.E: 主权债务敞口的监管处理: 更加注重风险敏感性	110

养老金：赤字增加	112
后金融危机时代金融风险的变化	113
统计附录	117
国际清算银行组织结构图（2015年3月31日）	128
国际清算银行：职责、业务活动、治理和财务结果	129
国际清算银行成员中央银行	155
国际清算银行董事会	156
五年总结图	163
财务报表	165
独立审计报告	238

图表目录

图

图1.1	利率已持续、异常地处于低位	7
图1.2	随着债务上升，利率下降	8
图1.3	新兴市场经济体金融危机前后的美国货币政策和美元升值	11
图1.4	美国的金融与商业周期	16
图2.1	不断宽松的政策支撑资产价格	24
图2.2	金融风险承担加大的信号	25
图2.3	新兴市场经济体企业债投资者的久期和信用风险上升	26
图2.4	美元升值，欧元贬值	27
图2.5	石油价格下跌使能源行业承受巨大压力	27
图2.6	收益率下降，收益率曲线平坦	30
图2.7	期限溢价下降拉低收益率	31
图2.8	欧央行资产购买计划对收益率产生较大影响	32
图2.9	官方持有的政府债券增长	33
图2.10	波动性下降并维持在罕见低水平一段时间后市场显示出脆弱迹象	34
图2.11	做市活动和市场流动性集中度上升	36
图2.12	危机后债券类基金快速增长	37
图2.13	石油市场投资者的重要性上升	38
图2.14	石油部门债务上升、利差扩大	40
图3.1	转移中的增长模式	44
图3.2	各国处在金融周期什么位置？	45
图3.3	信用繁荣导致的资源错配拖累生产率增长	49
图3.4	老龄化将给公共债务和经济增长带来沉重压力	50
图3.5	新兴市场经济体GDP、信贷和资本流入	51
图3.6	商品价格和资本流入虚增了潜在产出，并抬高实际汇率	53
图3.7	新兴市场债务	54
图3.8	外币债务	57
图3.9	新兴市场经济体私人部门债务	58
图3.10	防范措施	59

图4.1	货币政策在非通货膨胀时期保持非常宽松	62
图4.2	先进经济体中政策利率处于低位，央行资产处于高位	63
图4.3	多数政策利率从低位再被降低	63
图4.4	通胀表现和汇率影响政策立场	64
图4.5	商品价格和汇率对通胀的传导正在改变	66
图4.6	本国通胀的周期性因素驱动不如全球性因素影响强	67
图4.7	长期通胀预期仍被锚定	69
图4.8	令人担心的家庭负债和住房价格趋势持续不变	70
图4.9	产出放缓与资产价格下降具有更一致的同步性，而非与通缩同步	75
图5.1	货币的国际地位：美元仍占支配地位	82
图5.2	美联储鼓励非美国借款人发行美元债券	84
图5.3	与泰勒规则相比政策利率更低	85
图5.4	资本流动有助于繁荣时期国内信贷的增长	89
图5.5	跨大西洋的波浪：从政策利率到债券收益率	91
图6.1	银行部门收入下降	99
图6.2	银行提高风险缓冲	99
图6.3	银行建立损失吸收能力	100
图6.4	股市显示出对银行的怀疑	104
图6.5	银行评级下降损害其融资能力	106
图6.6	保险公司：市场观点的变化和经营模式	109
图6.7	保险公司转向更低级别的投资	111
图6.8	有迹象显示养老金开始远离股票投资	113
图6.9	不同类型的资产管理机构推动了行业的发展	114
图6.10	新兴市场经济体对资金流动的波动更为脆弱	115
表		
表5.1	国际货币与金融体系，过去和现在	80
表5.2	关键货币国际使用的部分指标	81
表5.3	美国国债收益率对成熟债券市场的溢出效应估计	90
表6.1	主要银行的利润情况	98
表6.2	保险业的利润率	109
表A1	产出、通胀和经济账户余额	117
表A2	住房价格	118
表A3	政府财政状况	119
表A4	国内银行业危机早期预警指数	120
表A5	外汇储备年度变化	121

本报告（英文版）的经济章节于2015年6月17~19日付印，使用的是截至2015年5月29日的数据。

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85期年报

提交给2015年6月28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 2015 年 3 月 31 日）的国际清算银行第 85 期年报提交给诸位。

本年度净利润达 5.429 亿特别提款权，上一年度净利润为 4.193 亿特别提款权。2014/2015 财年的详细情况请见本年报第 160–162 页(中文版——编者注)“财务活动与结果”。

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 225 特别提款权、总额 1.256 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 2,090 万特别提款权转入一般储备基金，剩余的 3.964 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 2014/2015 财年分配的红利将于 2015 年 7 月 2 日支付给股东

总经理

海密·卡罗阿纳

2015 年 6 月 19 日于巴塞尔

经济章节梗概

第一章 不可思议的风险是否已成为常态？

很长一段时间以来，无论以何种标准来衡量，全球范围内的名义利率和实际利率水平都非常的低。如此低的利率是全球经济萎靡不振的一个最明显症状：经济发展不平衡、债务负担和金融风险仍然过高、生产率增长太低、宏观经济政策的回旋余地非常小。这种不可思议的风险成为常规，被视为新常态。

这种经济不振已被证实非常难以理解。本章认为，这在相当大的程度上反映了未能成功应对金融繁荣和萧条给经济造成了深刻而持久的伤害。从长远来看，这加剧了不稳定并造成经济长期疲弱。有国内和国际两方面原因。一方面，国内政策制度过于狭隘，仅关注稳定短期产出和通货膨胀，却忽视了过程虽慢但成本更高的金融繁荣和萧条周期。另一方面，国际货币和金融体系让核心经济体宽松的货币和金融条件通过汇率和资本流动传导至其他经济体，进一步累积了金融脆弱性。短期获益冒着以长期痛苦为代价的风险。

解决这些缺陷需要在国内和国际政策框架中达到三重再平衡：从不切合实际的短期宏观经济微调转向中期战略；从全面关注短期产出和通货膨胀转向更系统地应对过程更慢的金融周期；从狭隘的仅关注处理好国内事务的原则转向意识到国内政策相互作用的高昂代价。再平衡的一个必要元素将是更少地依赖需求管理政策而更多地依赖结构政策，这样才能抛弃已在政治和社会层面替代了生产力改革的通过债务来刺激增长的模式。石油价格下跌提供了一个机会，不应错过。货币政策已经不堪重负太久，它肯定是解决方案的一部分，但不能是全部。不可思议的风险不应被允许成为常态。

第二章 全球金融市场仍然依赖央行

过去一年来宽松货币政策继续抬高全球资产市场的价格，同时美联储和欧央行的货币政策分化让美元和欧元预期走势相反。美元飙升和石油价格大幅下跌反映了对生产和消费的综合预期以及对风险和融资环境的态度。先进经济体的各种期限的债券收益率均持续下降，债券市场进入了一个前所未有的时期，许多市场上名义债券收益率低于零。这反映了期限溢价会继续下降，预期政策利率会更低。日益频繁的波动和市场流动性减少的迹象凸显了活跃市场的脆弱性。这种迹象可能在固定收益市场更明显，做市商已经缩减了它们的活动，做市行为日益集中于最具流动性的债券。取代它们的是资产管理公司等其他类型的参与者，“流动性

错觉”的风险进一步增加：正常时期市场流动性充足，但市场承压时流动性很快消失。

第三章 当金融变成实体

石油价格暴跌和强势美元是过去一年全球宏观经济的背景。关键市场情况的大幅变化深刻影响了处于不同发展阶段的各个经济体。先进经济体继续处于商业周期的上升阶段，欧元区几个遭受危机冲击的经济体经济开始增长。同时，受金融危机冲击最大的几个经济体正触底反弹。但危机前的金融繁荣造成的资源错配继续阻碍生产力增长。受危机影响较小的其他国家，主要是很多新兴市场，正经受不同的挑战。全球经济形势转变，与此同时产出增长放缓，国内金融周期也已达顶峰。新兴市场经济增长放缓可能暴露其金融脆弱性。更好的宏观经济管理和更强健的金融结构，包括延长债务期限和减少汇率风险暴露增加了经济弹性。但债务总量增加以及资金从银行转移到资本市场可能会引发新的风险。

第四章 又一年的宽松货币政策

货币政策在过去的一年是继续非常宽松的。许多国家当局进一步放宽政策或推迟了紧缩政策。对于一些中央银行来说，超低利率环境被大规模资产购买计划加强了。主要先进经济体的中央银行货币政策显著分化，但其他中央银行均担忧通胀率远低于目标的风险。在大多数其他经济体，通货膨胀率偏离目标，一些太低另一些又太高。通胀偏差预期水平和价格变化的来源问题强调了对通货膨胀过程的一个不完整的理解，特别是关于其中长期的驱动力。与此同时，日益增长的全球金融失衡的迹象凸显了宽松货币政策的风险。危机以来，这些政策的持续引发了对当前货币政策框架的质疑，并表明解决物价稳定和金融稳定之间的问题成为关键挑战。这使金融稳定相关的考虑在货币政策框架中更具系统重要性。

第五章 国际货币与金融体系

国际货币和金融安排的恰当设计对全球经济而言是一个长期存在的问题。现有体系的一个关键缺陷是它往往会加剧金融失衡的风险，导致信贷和资产价格的繁荣与萧条并引发严重的宏观经济后果。这些失衡往往通过各种类型的国际溢出效应而同时发生在多个国家。美元和欧元在全球的使用让货币条件对借款人的影响远远超出欧美范围。许多国家在制定货币政策时为了缩小利差及其货币与主要货币的汇差也使自身的货币条件被他国影响。通过让共同要素推动资本流动和共同的风险定价决定债券和股票价格，金融市场的全球一体化倾向于加强这种动态。通过管理金融周期来处理好国内事务的政策将有助于减少这种溢出效应。此外，中央银行需要更好地让溢出效应内在化，尤其是要避免其政策的溢出效应反作用于本国经济。要超越各国的利己主义倾向需要通过国际合作来制定约束各国国内

政策的规则。

第六章 金融领域的新旧风险

在先进经济体持续低利率的背景下金融体系的风险已经演变。尽管先进经济体的银行持续努力加强其资本和流动性头寸，它们仍面临市场怀疑。结果，它们丧失了一些涉及其潜在客户的传统融资优势。逐渐侵蚀的利息收入和银行的利率风险敞口增加了挑战，可能会削弱它们在未来的适应能力。相比之下，新兴市场经济体的银行目前受益于上涨状况下的市场乐观情绪，而这可能掩盖了金融失衡的累积。对它们来说，保险公司和养老基金面临不断膨胀的债务和趋缓的资产回报。资产负债错配正削弱机构投资者并可能会蔓延到实体经济。随着这些投资者将风险传导到其客户同时银行退出传统的中介，资产管理公司正承担越来越重要的角色。监管当局正在谨慎监测日益增长的资产管理部门对金融稳定的影响。

第一章 不可思议的风险是否已成为常态？

低利率从未持续如此之久(图 1.1)。名义利率和实际利率(经通胀因素调整后)都很低,同时也低于任何基准利率。2014 年 12 月至 2015 年 5 月底之间,全球平均约 2 万亿美元的长期主权债务以负利率交易,其中大部分由欧元区主权国家发行。在低谷期,法国、德国和瑞士的 5 年期、9 年期和 15 年期主权债券的收益率为负。这样的收益率是前所未有的。政策利率甚至低于金融危机最严重时期的名义利率和实际利率。实际利率为负的时间甚至已超过了 19 世纪 70 年代的大通胀时期。然而,更超乎寻常的是,很多人预期它还会持续。当这种难以想象的状态可能成为常态时也带来了深深的不安。

如此低的利率只是更大范围经济不振的最明显的症状,虽然危机以来这个问题已有所好转。全球经济增长现在可能与历史平均水平差别不大,但增长仍不平衡。债务负担仍然很高,相对于产出和收入债务往往还在增长。受到资产负债表衰退冲击的经济仍在努力恢复健康增长。在其他方面,尽管缺少通胀压力,金融失衡正以强烈的信贷和资产价格上涨的形式有积累的迹象。货币政策在提高产出方面

利率已持续、异常地处于低位

图 1.1



1. 名义利率减去剔除食品和能源的消费者价格指数。基于滚动的GDP和购买力平价汇率的欧元区(德国)、日本和美国的加权平均。2. 各期限债券的收益率。对每个国家来说,柱条代表了从一年到十年的期限。3. 美国是2015年1月30日;日本是2015年1月19日;德国是2015年4月20日;法国是2015年4月15日;瑞士是2015年1月23日;瑞典是2015年4月17日。
资料来源:彭博;各国数据。

已有太多负担。与此同时，生产率增长持续下降。

经济不振已被证明非常难以理解，争论激烈。在上年的分析基础上，本年度报告提供了一个“透镜”，可通过它来理解到底是怎么回事。当目前流行的观点更关注于实际、短期和国内因素时，这个“透镜”聚焦于金融、中期和全球因素。

我们认为当前的经济不振可能在相当大的程度上反映了在经济全球化情况下处理金融发展与产出和通货膨胀相互作用的失败。无论是在发达国家或新兴市场经济体（EMEs），在防止破坏性巨大的金融失衡的累积和崩溃方面，政策已被证明是无效的，这已有一段时间了。这给经济组织留下了长期的“伤疤”，因为它们已削弱了生产力，在部门间错配了资源同时也花了太多时间。

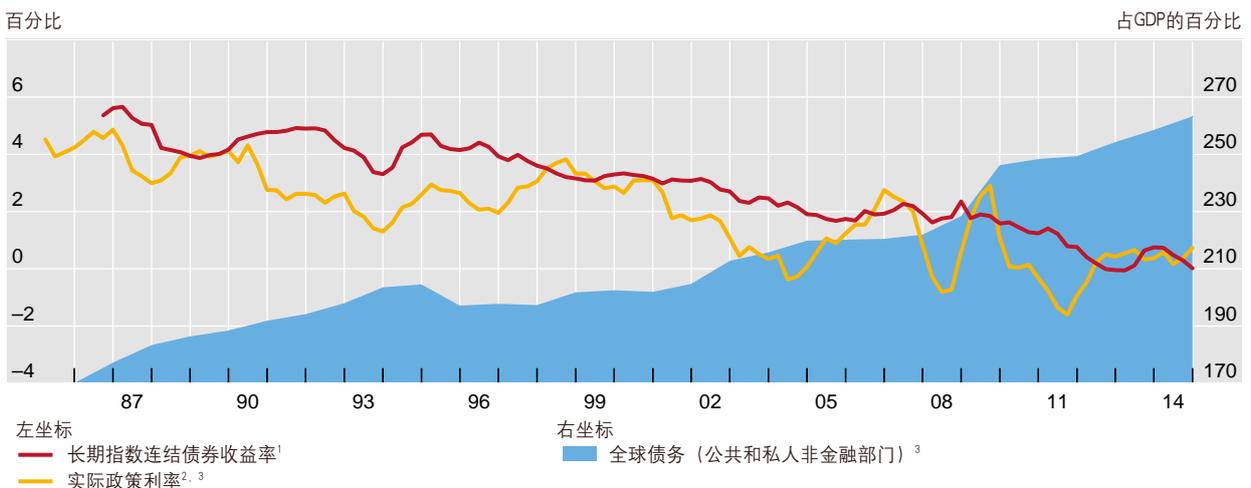
我们的“透镜”表明，非常低的利率持续如此之久可能不是有利于可持续和平衡的全球增长的“均衡”利率。低利率不仅仅是反映了当前的经济疲弱，它也可能在一定程度上通过加剧成本高昂的金融繁荣和萧条造成了经济疲弱。结果是债务太多，增长太少和利率过低（图 1.2）。简而言之，低利率导致了更低的利率。

所有这一切有国内和国际两个维度。国内政策体制已过分狭隘地关注短期产出和通货膨胀稳定，而忽略了速度较慢但成本更高的金融周期。国际货币和金融体系（IMFS）加剧了这些缺陷。这是最明显的后危机时代。随着核心经济体的货币政策“猛踩油门”却牵引力不足，汇率和资本流动的压力已通过宽松的货币和金融条件传导到那些不需要宽松政策的国家，造成了金融脆弱性的累积。关键表现之一是美元信用主要通过资本市场在新兴市场经济体的强劲扩张。随着金融失衡的显露，倾向宽松的系统偏好和短期扩张造成了长期产出收缩的风险。

正确的应对措施很难执行。尽管每个国家的政策组合都不相同，但一般特征并非如此。各国需要的是国内和国际政策框架三重再平衡：从不切实际的短期宏

随着债务上升，利率下降

图 1.2



1. 从 1998 年起为法国、英国和美国的算术平均；其他部分仅英国数值。2. 名义政策利率减去消费者价格指数。3. 基于滚动的 GDP 和购买力平价汇率，七国集团经济体加上中国的加权平均的总和。
资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD《经济展望》；各国数据；BIS 计算。

观经济微调转向中期战略；从全面关注短期产出和通货膨胀转向更系统地应对过程更慢的金融周期；从狭隘的仅关注处理好国内事务的原则转向意识到国内政策相互作用的高昂代价。

再平衡的一个必要元素将是更少地依赖需求管理政策而更多地依赖结构政策。目标是抛弃已在政治和社会层面替代了生产力改革的通过债务来刺激增长的模式。石油价格下跌带来的红利提供了一个机会，不应错过。货币政策已经不堪重负太久，它肯定是解决方案的一部分，但不能是全部。

本章的其他部分进一步挖掘这一问题以找出可能的解决方案。第一节回顾了全球经济过去一年的发展并评估了未来的前景和风险。第二节提供了一个“透视镜”，通过它可以理解正在形成且将继续形成这些发展的力量。第三节介绍了政策影响。

全球经济：身处何处？去向何方？

回顾：最近的进展

去年此时的经济表现是什么样子？产出增长与历史平均水平相差不大，尽管新兴市场经济体增速放缓，先进经济体（AEs）的增长正在恢复动力。除一些新兴市场之外，全球通货膨胀率较低，在某些值得注意的情况下，其低于央行的目标。实体经济风险偏好降低与金融市场风险偏好激进形成对照：投资乏力与活跃的资产价格和异常低的波动性共存。当股票和债券指数因中央银行家们的每句话和每个行动而波动时，市场表现似乎取决于极其宽松的货币政策。随着受危机打击经济体的银行资产负债表慢慢愈合，以市场为基础的融资飙升。非金融私人部门资产负债表的发展明显分化：遭受危机冲击的国家非金融私人部门去杠杆化速度不同但较为缓慢，而其余国家杠杆化程度正在加快，有时快得让人不安。财政政策总体紧张，债务与GDP的比率甚至在一些发达国家进行财政整顿的时候仍持续上升。结果，全球私人部门和公共部门债务与GDP的比率正小幅上升。而此时，货币政策正在测试其外部界限是什么。

已有两方面主要的进展。首先，石油价格大幅下跌，其他大宗商品价格则小幅下降。从2014年7月到2015年3月，石油价格下降约60%，是过去的半个世纪中的第三大跌幅，前两次大跌分别发生在雷曼兄弟公司违约和石油输出国组织1985年崩溃后。此后价格仅部分反弹。其次，美元强劲升值。在同一时期，美元的贸易加权汇率上涨了大约15%——这是相似时间窗口的最高纪录。相对于欧元其汇率变化更大。

我们在石油价格方面已着墨太多。但是，就像任何其他的资产一样，石油价格是由对未来生产和消费的市场预期、风险态度和融资条件共同决定的（见第二章）。这次的一个关键因素是，石油输出国组织已经变得更关心市场份额，而不再像过去那样限制生产，这真正改变了游戏规则。比起担忧全球需求疲软来说，这个因素更好地解释了石油价格下降的时间和幅度。此外，高负债的单个生产者的对冲活动可能也在石油价格下跌中发挥了作用。

无论驱动因素是什么，石油价格下降已经并将继续提振全球经济（见第三章）。

全球产出的一个关键变量的价格下降必然会使产出扩张。它没有反映出全球需求的下降，在一定程度上将会更加明显。即便如此，将会有明显的赢家和输家，石油价格趋势与金融脆弱性之间的相互作用值得关注（见下文）。

美元大幅升值受多个原因和不确定的影响。它始于对不同的宏观经济状况和央行政策会使美元资产相对更具吸引力的坚定预期。在欧央行启动大规模资产购买计划使市场震惊后，美元升势确立。升值在贸易方面的影响主要是再分配性质的，但其广受欢迎，其在某种程度上将增长势头从强势经济体转移到更弱的经济体。但最终的影响将取决于其金融脆弱性和有关政策——尤其是货币政策——对汇率变动作出的反应。此外，大量由非美国居民积欠的美元债务显得更加突出（见下文）。

石油价格下跌和美元升值有助于解释并部分反映了短期和长期利率的进一步暴跌。在某种程度上它们帮助解释了更低的石油价格增加了全球通缩压力。在某种程度上它们反映了某些地区超宽松的货币政策推动了其他地区的宽松。思考一下瑞士国家银行或丹麦央行的决定就能测试汇率承受巨大压力时负利率的限度。

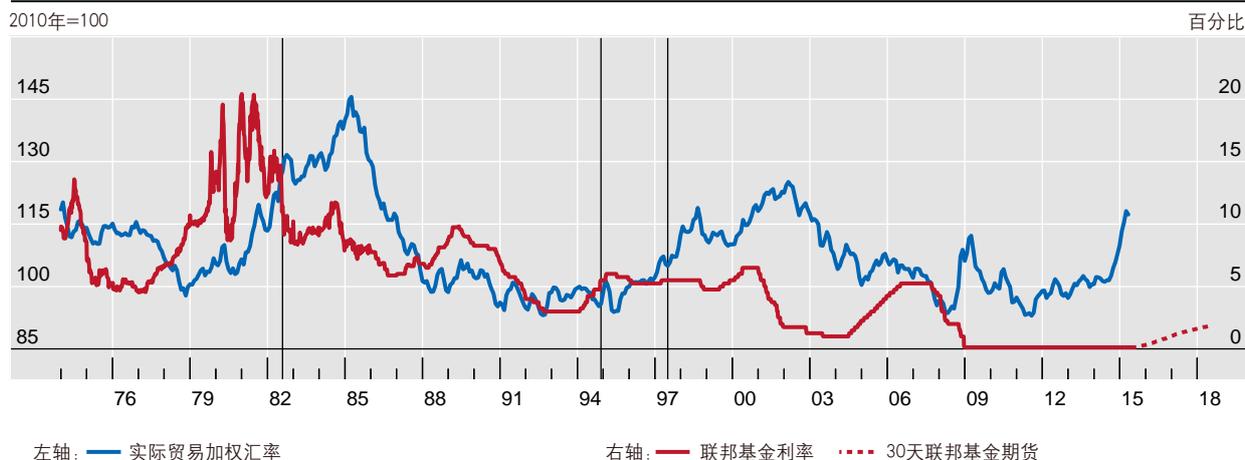
这个世界现在的情况怎么样？从表面上看，也许同去年相比变化不大。全球经济增长几乎没有改变，增长从新兴市场经济体切换到先进经济体的过程仍在继续。通货膨胀有所降低，主要是因为临时和积极的供给方面的因素（见第四章）。金融市场显示出混合信号：波动性有所正常化，企业债券市场上的风险承担已有所缓和，新兴市场尤其如此。但股票价格进一步飙升，市场似乎仍然从央行政策中获得提示（见第二章）。美国货币政策正常化似乎更近了，但时间仍不确定。银行继续复苏，尽管还存在疑虑，这进一步提振了市场基础的融资（见第六章）。私人部门资产负债表向同一方向进一步发展，一些国家去杠杆化而另一些国家在增加杠杆，但总体几乎没有改变（见第三章）。

不过，在表象之下，中期风险和不安增加了，因为这是一个错误的通过债务来刺激全球增长的模式固有问题。这就是我们现在所转向的风险与不安。

展望：风险与不安

为了解主要的中期风险，可将国家分为两组：一组是受金融危机重创的国家，而另一组是未受危机重创的国家。差不多十年了，我们仍处于金融危机的阴影之下（见第三章）。

在受到危机影响最小的国家，主要风险是国内金融周期达到顶峰，通常还与外部脆弱性相结合。这组国家包括一些先进经济体，特别是大宗商品出口国，以及许多新兴市场，特别是一些最大的新兴市场经济体。在这些经济体中，长期的国内信贷繁荣让私人部门债务与GDP的比率创下新高，通常伴随着房地产价格的强劲增长。同时，就像过去一样，其中一些国家信贷扩张的外部来源，特别是外汇，也起到了一定作用。例如，自2009年初以来，新兴市场对非银行金融机构的美元贷款几乎翻了一番，超过3万亿美元。受大宗商品“超级周期”和全球资金条件异常宽松的“涡轮增压”，大宗商品出口国的风险特别突出。拉丁美洲的预期潜在增长率已经减少了一半也就不足为奇了。中国在这一切中起着举足轻重的作用：它是一个巨大的经济体和大宗商品进口国，其经济增速在普遍金融失衡的重压下已明显放缓。



垂直实线表示：拉丁美洲债务危机（1982年）；龙舌兰危机（1994年）以及亚洲金融危机（1997年）。
资料来源：彭博；各国数据：BIS。

新兴市场目前的表现在几个方面要好于 20 世纪 80 年代和 90 年代，当时美国收紧货币政策和美元不断升值引发了危机（图 1.3）。当前宏观经济框架更强，汇率也更灵活。金融体系的基础设施更健康，审慎监管，尤其是宏观审慎的设定更紧。例如，尽管美元指数引人注目，外汇债务占 GDP 的比例并不像过去一样高。事实上，这是发展本币债券市场的目的——结束“原罪”。同时外汇储备现在也大得多了。

尽管如此，仍然需要谨慎。增长方面看似可靠的表现、低通胀以及财政自律并未使 20 世纪 90 年代的亚洲经济体与风险绝缘。外汇风险敞口现在集中在企业部门，这些部门的货币错配风险难以计量。在弥补私人部门资金流动性短缺或保卫货币时，可以动员的官方储备是有限度的。同时从银行转向资产管理公司将如何动态影响资产价格还有待观察：供应方和接受方之间的资金规模不对称并未变小，如果压力“一边倒”，市场反应会很强烈——流动性将肯定“踩踏出逃”而迅速蒸发。2013 年的“削减（量化宽松）恐慌”只是一个不完整的测试：它反映了传统的国际收支平衡和宏观经济关切，但并不与任何更具破坏性的国内金融失衡发展相一致。

有一件事是肯定的：新兴市场经济体过去大多数时候的好日子一去不复返了。亚洲金融危机以来新兴市场经济体的全球经济影响力激增，以购买力计算的 GDP 从占全球 GDP 的约三分之一增加到几乎一半。在某些情况下，从全球的角度来看其外部金融敞口可能很大，尽管相对于其国内经济很小。特别是中国，2014 年底，它是世界上第八大借款国，跨境银行债权余额仅比两年前就翻倍，已达 1 万亿美元。其也是第十一大贷款国，到 2015 年 3 月底，该国国民在国际债券市场借入了超过 4500 亿美元。

而受危机影响最大的国家则面临不同的风险，它们仍然在去杠杆化或开始再杠杆化。有三点值得关注。

第一点与持久超低利率的中期成本有关。这会给金融体系造成严重损害（见第二章和第六章）。低利率损害了银行的息差和期限转换带来的回报，可能削弱资产负债表和信贷供应，同时也是单向利率风险的主要来源之一。超低利率也损害了保险公司和养老基金的盈利能力和偿债能力。超低利率还会导致金融市场普遍的错误定价：如股市和一些公司债券市场似乎捉襟见肘。这样的利率也加剧了实体经济的风险。在短期，养老基金的困境就是最明显的提醒，人们需要为退休存更多的钱，从而削弱了总需求。长远来看，实际或名义的负利率不利于理性投资决策以及今后的持续增长。如果前所未有的负名义利率继续降低，技术、经济、法律甚至政治的界限都很可能受到考验。

第二个风险与用长期对债务的依赖来代替提高生产率的改革有关。尽管高公共债务对增长有拖拽作用，但它总是试图推迟调整。人口老龄化在至少两个方面加剧了这一挑战。经济上，它们使债务负担更加难以忍受。政治上，它们加大了通过需求管理政策来暂时提高产量的诱惑：未经人口统计学调整的标题增长数据的压力导致了这个问题。例如，就劳动年龄人口而言，日本的增长已经超过了许多发达国家，尤其是美国，而这点常常并未被注意。在此基础上，从2000年到2007年，日本累计增长15%，几乎是美国的两倍（8%），这与标题增长率所显示的情况相反（分别为10%和18%）。如果考虑到危机后的年份，差异将甚至更大。

第三个风险与希腊危机及其对欧元区的影响有关。在某些方面，希腊乃至欧元区的情况类似于更广泛的全球性挑战，但其被制度上的特异性放大了，即有毒的私人债务和公共债务的混合，以及相对于急需的结构性调整来说太少的承诺。因此，货币政策被视为一个争取时间的快速解决方案，承担了首要的负担。在严格的经济基础上，欧元区当前似乎能比危机爆发之初更好地应付危机传染。不过不确定性仍然存在，潜在的政治传染更难评估。

持续的低通胀或彻底通货紧缩的风险并未包含在这个列表中。诚然，风险取决于各国特有的因素。但目前的政策辩论往往将其夸大（见第四章）。首先，最近物价下行在很大程度上反映了石油和其他大宗商品价格的下降，这有时并未得到足够的强调。它们对通货膨胀的影响是暂时的，应被更持久的支出和产出扩张的影响所取代，特别在能源进口国更是如此。其次，有一种对“大萧条”作出一般结论的倾向，即它是一个独特的事件，可能更多地与资产价格大幅下降和银行危机有关，而与通货紧缩本身关系较小。一般来说，更长时间的历史记录显示，通货紧缩和经济增长之间的联系较弱。最后，证据也表明，迄今为止，实体经济损失源于债务与房地产价格的相互作用，而不是商品和服务价格的相互作用，最近的衰退确认了这一点。同时，政策应对也应考虑到我们对通货膨胀过程的理解仍然有限。

结论是，当前世界正在回到更强劲的增长，但中期内紧张情况犹存。危机和随后的经济衰退留下的伤口正在愈合，因为资产负债表正在被修复，去杠杆化也有所进展。最近，能源价格对经济出人意料的强劲推动也有所帮助。与此同时，货币政策已经全力支持短期需求。但政策组合过于依赖一些手段，这些手段直接或间接地取决于靠债务来推动经济增长的模式，难以改变，而这种模式是危机的根源。在全球债务负担调整失败、生产率增长持续下降，尤其是财政和货币政策逐渐失去回旋余地时，这些紧张情况表现得最为明显。

更深一层原因

为什么会发生这种情况？一个可能的答案在于政治和理念的混合。政治体系的自然倾向是鼓励那些以冒着长期痛苦风险为代价来获取短期收益的政策。这个原因众所周知，不需赘述。但是，当理念影响政策时，其影响因为这种偏见而变得更有隐患。因此，迫切的问题是流行的经济范式是否能足够好地指导政策。

理念与观点

危机爆发时，主要宏观经济观点备受争议，其被广泛认为未能抵御危机，因为它们排除了危机的可能性。简而言之，其假定价格稳定是宏观经济稳定的充分条件，金融体系会自我稳定，即使它不能自我稳定，也不会造成什么严重后果。

不幸的是，在解决这些缺陷方面的进展一直令人失望。金融因素似乎仍然徘徊在宏观经济思考的外围。诚然，经济学家们已作出了巨大的努力使其更接近核心：他们努力发展可以容纳金融因素的模型。但这些努力还没有足够深地渗透到政策辩论中：宏观经济稳定和金融稳定仍同床异梦。

如果剥去流行分析观点的所有细微差别，并聚焦于其如何塑造政策辩论，基本的逻辑会很简单。国内生产有过量或不足的最终需求（一个“产出缺口”），这决定了国内通胀，尤其支撑了通胀预期。总需求政策然后被用于消除这一缺口，实现充分就业和通胀稳定；财政政策直接影响支出，货币政策则通过（经通胀调整后的）实际利率间接地影响支出。汇率如被允许浮动，也允许当局可自由制定货币政策来迎合国内需求和意愿，并随着时间的推移实现经常账户平衡。如果每个国家逐期调整其货币和财政杠杆以弥合产出缺口，国内和全球的一切情况都会较好。

当然，金融因素会在不同程度上出现。例如，在某些情况下过多债务被视为扩大了需求缺口。在另外一些情况下，金融不稳定的可能性被完全承认。但归根结底，基本的结论并未改变。应通过标准的总需求政策平等对待所有的需求不足。尽管有更强的系统性（宏观审慎）取向，金融不稳定最好还是应通过审慎政策被分开处理。按照整齐分割原则，最好让货币政策和财政政策就像以前那样自由地解决标准的宏观经济问题。从这个角度看，我们回到了熟悉的危机前的世界。就像《土拨鼠日》一样让人感觉怪诞。

上年的年度报告中提供了不同的分析视角，带来了不同的政策结论。我们的“透镜”力图使金融因素回到宏观经济学的核心，同时相对于着眼短期和国内因素，更强调了中期和全球因素。本年的报告进一步分析了三个至关重要的基本要素。

首先，通货膨胀的特性可能不是完全可靠地导向可持续的（或潜在）产出。这是因为当通货膨胀率较低且稳定、不断下降甚至为负时，金融失衡往往积累起来。这些失衡的特点是暴涨的信贷和资产价格，特别是房地产价格，以及金融市场激进冒险的迹象，如低信贷息差和波动下降。当这些金融繁荣最终崩溃时，其可能导致毁灭性的和持久的经济损失。这明显会成为真正的大型金融危机。从美国“大萧条”前的金融繁荣——实际上就兴旺的 20 世纪 20 年代来说价格已经下跌了——到 20 世纪 90 年代初日本的危机和 20 世纪 90 年代中期亚洲的危机，这只是历史的简单重演。

如果金融繁荣有共同特征，那么应该可以提前确定一些危险信号。证据也表明，金融繁荣的变量的确可以在事件展开之前（“实时”）就未来的风险提供有用的信息。这些指标将有助于确认正高于可持续运行的产出水平或近期美国危机前的潜在产出水平；政策制定时往往需要估计潜在产出水平，但其在一定程度上被抑制的通货膨胀所扭曲，只有当基于新的信息重写历史时才能在事后确认（专栏 4. C）。这就是为什么对于美国来说，了解偿债比率和杠杆与其在 21 世纪前十年中期的长期价值的偏差将有助于在随后的经济衰退和复苏期预测产出行为（专栏 3. A）。也解释了为什么繁荣时期的信贷和房地产价格、偿债比率甚至信贷增长均已被证明可独自作为一个用来衡量未来各国银行业危机和代价高昂的经济衰退的有用指标。

为什么说与流行范式相反，通货膨胀对可持续性来说是个不够可靠的信号？至少有两个可能的原因。

一方面与信贷扩张涉及的类型有关。融资可能并非被用来购买能提高支出和产出的新产品或服务，强劲的信贷增长可能只是被用于支付现有资产，要么是实体的（如房屋或公司），要么是金融的（如简单的资产或更复杂的金融工程形式）。这些融资并不会直接带来通胀压力。

另一方面与如何解释通货膨胀（通货紧缩）有关。供给驱动型通货紧缩倾向于提高产量，同时为积累金融失衡提供基础。这方面的例子包括实体经济全球化（如前共产主义国家进入世界贸易体系）、技术创新、更激烈的竞争、关键生产要素（如石油）的价格下跌等。供给驱动型和需求驱动型通货紧缩间的差异可以很好地解释历史上通货紧缩和经济增长之间较弱的实证联系。

其次，金融繁荣后的萧条带来更多的伤害，且传统的总需求政策更不起作用。日益增加的实证证据表明，相应的经济衰退程度更深，随后的经济复苏更加疲软，产出潜能可能永久丧失，衰退后的经济增长率可能更低。尽管进行了前所未有的货币刺激和最初的财政扩张，危机后的确是按相似的模式发展。

其原因与繁荣退去后留下的强烈后遗症有关。金融行业受损，家庭和企业面临巨大的债务负担和资产质量问题。更重要的是，金融繁荣与生产率增长反常地相互作用。它们能在一个虚幻的自我感觉良好的因素之后掩盖其长期的、因结构性缺陷侵蚀而造成的衰落（见《国际清算银行第 84 期年报》）。它们还可以通过资本和劳动力方面长期的资源错配来更直接地造成破坏（专栏 3. B）。按面值进行跨国估计，其影响可能很大，在繁荣时期其破坏力每年接近 1%，危机爆发后还会更大。

在这种情况下，一旦严重金融危机阶段结束，总需求政策就是在“推绳子”。资本不足的金融机构限制和错配了信贷。过度负债的借款人偿还了债务。资源的错配不能应对无差别的刺激。换句话说，并不是所有的产出缺口天生都是一样的且对同样的补救措施反应相同；危机后它们的规模可能也不像看上去的那么大。因此，除非正面解决潜在的问题，可能会以长期的痛苦来获取短期利益：债务没有充分下降，政策回旋余地进一步萎缩，也埋下了未来金融危机的隐患。然而，这并不意味着更高的通货膨胀。矛盾的是，在短期内可能会消除对宽松政策的偏见，而长期内则相反。

最后，当汇率变成薄弱环节时，问题可在全球范围加剧。自金融危机后货币政策只能通过国内渠道有限地拉动支出，通货膨胀和产出对汇率的反应更强。货

币贬值更直接和机械地对价格产生影响。在某种程度上，它把需求从其他国家转移，并能提高产出。但汇率不能让一国充分从外部影响中绝缘，升值将被抵制，最终的结果将是全球竞争性贬值和货币政策更加宽松。因此，总的来说，如果因为当前不平衡的政策组合，对于长久的金融和宏观经济稳定来说政策已经过于宽松，那么结果会更糟。此外，短期利益可能会导致长期的痛苦。

过度的金融弹性

现在可以将这些不同的碎片拼凑起来并诊断全球经济运行可能出了什么问题。按照这种观点，政策已无法约束破坏金融繁荣的累积和崩溃，即全球经济表现出的“过度金融弹性”——想象一个橡皮筋，它可以拉得越来越长，但最后弹回来时也会更疼。这反映了在金融市场和经济之间的相互作用、国内政策制度，以及这些制度通过国际货币金融体系相互作用这三个方面的缺陷。现在逐一来看。

现在，金融体系的自平衡力量薄弱且会放大商业波动，这一点已被深刻理解。对风险的松散锚定观念一方面和价值之间有双向加强的反馈，另一方面和弱融资约束也有类似的反馈。暂时（或长久），资产估值飙升，风险承担增加，融资变得容易，直到某一时刻这一过程发生逆转。因此，金融体系被称为是“顺周期”的。这次猛烈的危机再次显示了这一点。

顺周期性或系统弹性的程度取决于一国国内政策体制，并因其演化而得以加强。一是金融自由化退回 20 世纪 80 年代的水平，这缓解了融资约束，使资金更容易得到也更便宜。与此同时，审慎保障措施相对落后。二是着眼于控制短期通胀的货币政策制度出现意味着，在金融繁荣时期，只有当通胀增加时，政策才会收紧，但在萧条时期，政策将积极和持续地放松。三是财政政策未能认识到金融繁荣对财政账户的巨大美化效应，而在萧条时期其又因没有针对性的措施而效果有限。综上所述，这些进展已经导致了各国对宽松政策的偏爱，让金融繁荣变得更大、持续时间更长，崩溃时也更为剧烈。

重要的是，当前的国际货币与金融体系通过货币和金融制度之间的相互作用进一步增加了这种过度的弹性（见第五章）。

货币体系的相互作用将核心经济体的宽松偏好传导至世界其他国家。这种传导直接发生，因为主要国际货币——最重要的是美元——在发行国以外广泛使用。因此，核心国家的货币政策直接影响到其他地区的金融条件。更重要的是，通过政策制定者对不受欢迎的汇率升值的厌恶，其还产生了间接影响。结果是，政策利率保持低位，如果各国采取外汇干预，一旦收入被投资于储备货币资产，收益率会被进一步压缩。

通过货币和资本的跨境自由流动，金融制度之间的相互作用得以强化并传导了这些效果。自由流动资本在国内繁荣期增加了关键的外部融资来源。它和国内资产价格因同样的原因导致汇率“超调”，即价值的松散锚定观念以及冒险和充足的资金。例如，想一想动量交易和套利交易的流行策略；或汇率升值、降低外汇债务负担和风险承担之间的自我强化的反馈。更一般地，资本自由流动使跨国风险承担激增，而不顾各国特定条件，包括长期收益率、资产价格和资金流动的强共振。再次，这些更强大和更持久的激增让随后的逆转更暴力。全球流动性或国际市场融资的宽松，其流动虽不规则但波涛汹涌。

历史证据与这些观察结果广泛一致。“透镜”有助于解释为什么金融繁荣和萧条的规模和持续时间（经济周期）自 20 世纪 80 年代初以来增加了（图 1.4）——随着贸易壁垒的下降和新国家的加入，在推动了全球经济增长前景的同时也产生了通缩压力，实体经济逐步全球化，也支持了这种进展。这有助于解释全球范围内经通胀调整后的利率为何下行，其显得很低且不顾基准利率如何，也解释了外汇储备为什么飙升。这有助于解释为什么后危机时代美国以外的美元信贷激增，且在很大程度上转向了新兴市场。这还有助于解释为什么我们一直看到新兴市场经济体以及一些受危机影响较小的先进经济体金融失衡累积的迹象，及其对国际影响的高度暴露。

需要注意的是，在这种情况下经常账户失衡并不突出。经常账户赤字与金融失衡的累积并不一致。事实上，历史上最具破坏性的金融失衡往往发生在盈余国家——最引人注目的是“大萧条”前的美国和 20 世纪 80 年代末期的日本。强劲的金融繁荣最近正发生在一些盈余国家，包括中国、荷兰、瑞典和瑞士。经常账户和金融失衡的关系比较微妙：减少盈余或增加赤字往往会反映出这些失衡的累积。这些政策影响我们在后面会继续论述。

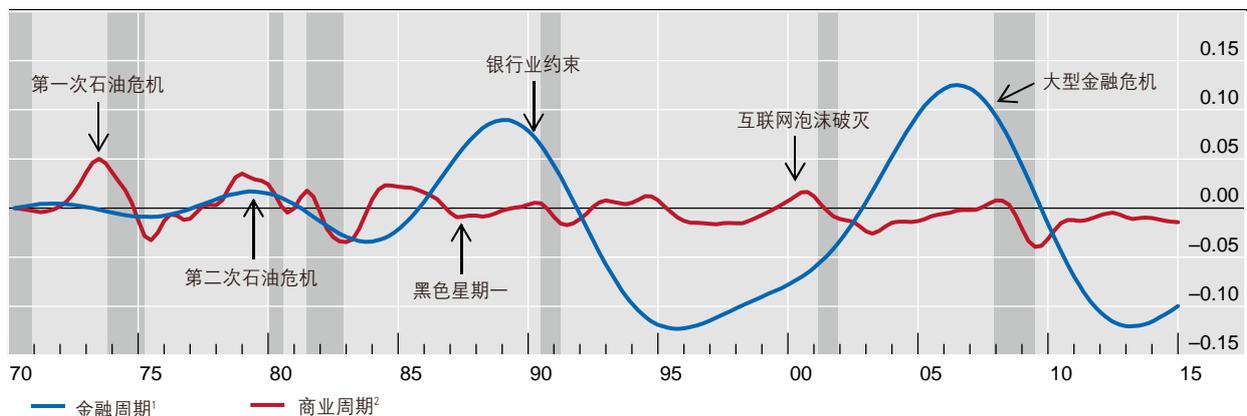
为什么利率如此之低？

所有这些在当前政策辩论的核心提出了最基本的问题：为什么市场利率如此之低？它们是“均衡（或自然）利率”吗，即它们是否处于正确的水平？市场和均衡利率是如何确定的？主流分析观点和本报告提出的观点有不同的答案。

大多数持有这两种观点中一种的人都会同意，市场利率取决于中央银行间的相互作用和市场参与者的决策（见第二章）。中央银行设定短期政策利率并通过发出信号来影响长期利率，这些信号包括它们如何设定短期利率以及进行越来越多的大规模的各种期限的资产购买。市场参与者设定存款和贷款利率，也通过其投

美国的金融与商业周期

图1.4



1. 金融周期是在取得实际信贷、信贷对GDP比率及实际房价的中期周期数据后，通过基于频率的（带通）滤波器测算；1970年第一季度=0。
2. 商业周期是在取得从一年到八年的时期内实际GDP的波动数据后，通过基于频率的（带通）滤波器来测算；1970年第一季度=0。
资料来源：M Drehmann, C Borio和K Tsatsaronis, “金融周期的特征：不要忽略中期！”，BIS《工作论文》第380期，2012年6月，BIS计算。

投资组合选择帮助确定长期市场利率。它们的决定将反映许多因素，包括风险偏好、对可盈利的投资的观点、监管和会计约束等，当然，也还包括对央行行动的预期（见第二章）。反过来，实际通胀水平决定了事后的经通胀调整的利率以及预期的通胀前实际利率。

但市场流行的利率是实际的均衡利率吗？首先就中央银行设定的短期利率来说，当我们理解中央银行只能对经通货膨胀调整的短期利率施加短暂影响时，真正的意思是，在某些时候，除非央行把短期利率设定在“均衡”水平，或者足够接近“均衡”水平，否则一些“糟糕”的事将会发生。什么是“糟糕”的结果将取决于人们关于经济如何运行的观点。

根据包含流行的“储蓄过剩”和“长期停滞”假说的普遍观点，答案是通货膨胀将上升或下降，甚至可能变成通货紧缩。通货膨胀提供了关键信号，其行为取决于经济低迷的程度。相应的平衡率也称为“魏克塞尔”自然率：即产出达到潜在产出，或充分就业时储蓄等于投资时的利率。可以肯定的是，在实践中政策制定者也独立地考虑经济低迷。但是，在最后的分析中，因为低迷非常难以度量，他们倾向于基于通货膨胀情况修改其估计值。例如，如果失业率低于其假定的“均衡”水平，但通货膨胀并不增加，他们将推断经济仍不景气。

根据本报告的观点，通货膨胀不必可靠地发出利率在其“均衡”水平的信号。相反，关键信号可能是金融失衡的累积。毕竟，危机前，通货膨胀较为稳定且得到了传统的对潜在产出的估计证明，现在回想起来当时太过乐观了。如果承认低利率导致的金融繁荣崩溃导致了危机，同时，像证据显示的那样，繁荣和随后的金融危机长期损害产出、就业和生产力的增长，很难认为利率处于均衡水平。这也意味着当前利率很低，至少在某种程度上如此，因为它过去过低。低利率仍然造成更低的利率。从这个意义上说，低利率正在自我验证。鉴于金融失衡在世界部分地区累积的迹象，有一种似曾相识的令人不安的元素。

将关注焦点从短期利率转向长期利率并不会改变这种情况。没有理由假定这些长期利率会比短期利率更处于均衡水平。中央银行和市场参与者在黑暗中摸索，力图推动利率平衡或从利率的变化中获利。毕竟，长期利率只是另一个资产价格。当资产价格成为金融不稳定的根源时，其往往不可持续也不稳定。

政策含义

这一分析的政策含义是什么？第一，货币政策已负担过重太久，后危机时代尤其如此。第二，更一般的是政策再平衡的需求，应从总需求管理转向更加结构化的措施。诚然，这在政治上较困难。但没有其他办法可在持续提高产出和生产力的同时摆脱债务依赖。各国的政策组合自然也各不相同，但通常会涉及增强产品和劳动力市场的灵活性，提供一个有利于创业和创新的环境，并推进劳动力的参与。这也将有助于缓解后危机时代财政上的，尤其是货币政策上的巨大压力。石油红利为实现这种改革提供了一个机遇，不应被浪费。这一分析也是对那些想要避免因收入大幅下降而陷入痛苦调整的大宗商品出口国的一个警钟。

除此之外，还有一些问题是，如何最好地调整国内和国际政策框架，以更系统地考虑金融因素；还有当前时刻应如何行动。

调整框架

如去年年度报告指出的那样，约束单个经济体的过度金融弹性需要广泛地调整国内财政、审慎和货币框架。基本策略是谨慎地控制金融繁荣，同时更有效地应对金融萧条。与当前政策相比，作为结果的政策将减少金融周期的不对称，减少顺周期性以及在连续的繁荣和萧条期减少对宽松政策的偏好。逐一来看每种类型的政策。

财政政策首先要考虑的是确保其行为是逆周期的，同时在萧条期保留了足够的操作空间。这意味着，首要的是确保长期可持续性——在很多地区是一个令人畏惧的挑战（见第三章）。这也意味着在金融繁荣期间要格外谨慎，以便不高估财政状况潜在的稳健：可持续的产出和增长看起来美好，财政收入也在膨胀，需要处理破产的或有债务仍然隐藏。在萧条期，理想情况下，财政空间应被用来加速私人部门资产负债表的修复。这适用于银行——但前提是私人部门的支撑已被证实不足，非银行金融机构也是如此。政策选项的范围包括资本重组、临时国有化，对非银行金融机构来说则是完全减免债务。比起漫无目的的支出或减税，这将通过解决根本问题更高效地运用公共资金。更根本的，在消除债务对股本的补贴方面有足够的理由，在税务编码中很常见。

审慎政策首先要考虑的是加强其系统性或“宏观审慎”取向，以直面顺周期性。《巴塞尔协议Ⅲ》的确在逆周期资本缓冲方面有所进展，在各国（地区）执行全面的宏观审慎框架方面也是如此。其部署了一系列旨在增强金融体系的恢复力的工具，同时在理想的情况下限制金融繁荣（见第四章）。这包括最大化贷款价值比或债务收入比，主动调整资本和拨备需求，限制非核心银行融资，以及进行宏观审慎（银行业）压力测试。

同时，两大缺口仍然存在（见第六章），一是如何最好地解决非银行金融中介机构快速发展带来的风险。可以肯定的是，保险公司一直被监管，虽然从系统性的角度来看监管力度不大。对“影子银行”的监管工作也进行了一段时间，影子银行是活跃在期限转换方面的杠杆参与者。但注意力最近才转向资产管理行业。在这方面，对单个企业倒闭的担心并不是太多，担忧主要在于它们的集体行为通过资产价格、市场流动性和资金条件对系统稳定性产生的影响。即使未杠杆化时，这些投资者也有能力产生喜好杠杆的行为。二是如何最好地解决主权风险，包括对银行的主权风险。一些监管规定和监管实践偏爱主权敞口。但主权国家也可能非常危险，从历史上看其往往是银行破产的根源。此外，偏爱它们常常是以牺牲中小企业为代价，从而抑制了生产活动和就业。需要系统和全面的正确方法以解决各种类型的风险。巴塞尔银行监管委员会最近接受了这项挑战。该项工作应持续推进，不能拖延或犹豫。

货币政策的首要任务是在繁荣和萧条期确保更平衡地考虑金融稳定关切（见第四章）。即使短期通货膨胀率低且稳定，政策框架应允许在金融繁荣时期也有收紧的空间，同时在萧条期间宽松的力度更小且持续时间更短。

虽然对这一提法有很多反对意见，但这些意见中好像并没有真正起到阻碍作用的。事实上，对采用通货膨胀目标制框架的反对意见也是如此，许多人认为其是迈入黑暗的一步。

第一个反对意见是对于金融失衡的积累没有可靠的指标。但在这一领域已经

取得了相当大的进展，且宏观审慎框架已积极依靠这些评估。此外，如上所述，标准货币政策基准是不可见的且测量时有很大的不确定性，如经济萧条、潜在产出和均衡实际利率。即使测量相关的通胀预期都困难重重。

第二个反对意见是，货币政策对金融繁荣的影响很小，因此对信贷扩张、资产价格和风险承担的影响也小。但通过货币刺激影响总需求是关键传导渠道。的确，这就是后危机时代中央银行为了使经济复苏已经明确的战略。如果有什么不同的话，有证据表明，中央银行在影响金融市场和金融风险承担方面非常成功，但在提振实体经济中的风险承担并进而提高产出方面差强人意。

更深层的问题是如何协调这一战略与通胀目标。该战略需要对通胀持续偏离目标有更高的容忍度，尤其是在通货紧缩被积极的供给方面的力量驱动时更是如此。中央银行是否准备好接受这一点？政策框架是否足够灵活？各家中央银行对此的答案一定有所不同。

可以论证，当前框架中的一部分已经为中央银行提供了足够的灵活性。例如，一些安排明确地包含了允许通胀慢慢地随着时间的推移回到长期目标的选择，而这取决于使它偏离轨道的因素。当然，这是很有挑战性的，需要仔细地解释和沟通。在一定程度上有两个因素可以解释为什么中央银行可能没有充分利用这种灵活性。一个因素是它们在进行权衡时的看法。例如，它们可能会把通货紧缩看做“红线”，认为一旦越过“红线”就会触发一个自我强化的不稳定进程。另一个因素是转而使用宏观审慎工具的可能性。

即便如此，在许多情况下，支撑它们的框架和授权可能被认为限制太多。若是这样的话，可以进行调整。如有必要的话甚至可以重新授权，如给金融稳定考虑分配更大的权重。但若选择了这条路线，前行时需要更加小心。修订过程和最终结果可能是不可预知的，可能会带来不受欢迎的政治和经济压力。

总的来说，最重要的应该是充分使用现有的操作空间，并鼓励那些强调失败的成本的分析观点，以将金融稳定方面的考虑纳入货币框架。获得足够的公众支持至关重要。重新授权只能作为最后的手段。

国际货币与金融体系会怎样？处理好本国的内部事务，就像这个原则描述的那样，已经是一个重大的步骤：这将大大减少对全球其他部分的负面溢出效应。但这还需要更进一步（见第五章）。

长久以来这被认为是这个体系的“金融”维度。改进的需求已是越来越紧密合作的基础，这包括制定和执行普遍同意的审慎标准，以及在银行的日常监管方面进行合作。诚然，过程并非一帆风顺，其势头也会因为关于危机的记忆消退而不可避免地减缓。但在巴塞尔银行监管委员会和金融稳定理事会的各项行动的支持下，这一过程仍在继续（见下文）。进步需要坚持不懈的承诺：国内首要事务和偏好占据上风的风险总是隐藏在下一个角落。

相比之下，这个体系的“货币”维度远未得到普遍承认，至少自布雷顿森林体系崩溃以来是这样。这里有必要区分危机管理和危机预防。危机管理方面的合作长期持续，主要是通过外汇互换协议；在危机预防方面，这意味着常规的货币政策设定，相对来说温和得多。

关于危机管理，中央银行已经在金融危机期间建立了成功的合作机制。主要货币区的中央银行间存在货币互换安排或可以根据需要很快建立。可能还有进一步加强这些机制的空间，尽管风险管理和治理问题也显得突出。

但国际紧急流动性支持安排不能也不应该替代预防金融危机的合作努力。它们不能，是因为经济和社会危机的成本太大且不可预测。它们不应该，是由于道德风险以及使中央银行负担过重的趋势。

有两个因素严重阻碍了危机以外的货币政策合作。一是与判断以及因此认识到需要采取行动有关。正如上面介绍的那样，普遍的看法是，灵活的汇率，加上以通胀为目标的国内制度，可以孕育出正确的全球结果。结果是，关于如何促进全球协调的讨论集中于如何处理经常账户失衡，而货币政策措施对其效果不明显。事实上，术语“失衡”和“经常账户失衡”已被视为同义词。第二个因素与授权以及因此采取行动的动机有关。国内授权提高了标准：行动必须明确符合本国利益。换句话说，既没感到必要，也没有动力来进行货币政策合作。

然而，这两个因素都不应阻止货币合作的进程。过度金融弹性的观点强调了合作的必要性：国际溢出效应及其回流太过有害。此外，焦点转移到了金融失衡——目前安排的盲点。事实上，根据这个观点，仅关注经常账户失衡有时适得其反。比如，它已鼓励对经常账户盈余国家施压以扩大其国内需求，即使这些国家金融失衡正在积聚，如 20 世纪 80 年代的日本或金融危机后的中国。至于动机，国内授权并未阻止在审慎领域紧密合作。

合作实际可以走多远？至少，基于全面信息交换的理性的利己主义应该是可行的。这将意味着制定政策时更系统地考虑溢出效应及其回流效应。主要国际货币发行国有特别的责任。合作甚至可以扩大，除了危机时期外，各国偶尔也可就利率和外汇干预作出共同决定。不幸的是，要制定有助于在国内政策中灌输更多的纪律的新的全球游戏规则，需要较强的紧迫感和责任分担。

现在做什么？

宏观经济政策的操作空间一年比一年缩小。在一些地区，货币政策已在测试其外部极限，其边界延伸到了不可想象的地步。在另一些地区，政策利率仍在下降。随着可持续性的担忧不断增加，财政政策在经历了危机后的扩张之后也在减速。在经济增长正在放缓的新兴市场经济体，其财政状况正在恶化。那么除了加倍努力改革以加强生产力增长外，现在还应该做什么？

对财政政策来说，压倒一切的首要任务是确保主权债务可持续，然而很多情况下并非如此（见第三章）。这是货币、金融和宏观经济持久稳定的先决条件。它也决定了近期的政策操作空间。当长期增长前景不明朗时，推动更多的扩张性财政政策将非常鲁莽，这个错误过去犯得够多了。对确有财政空间并需要使用它的国家来说，挑战是如何最有效率地使用财政空间。这意味着，首要的是，促进私人部门资产负债表修复，支持推动长期生产率增长和更大程度但明智地强调以经常转移为代价的投资的改革。公共支出的质量比数量更重要。

对货币政策来说，有必要充分领会金融风险及其与当前政策有关的宏观经济稳定。诚然，关于经济运行仍存在极大的不确定性。但恰恰因为这个原因把应对金融稳定风险的负担完全压在审慎政策肩上似乎有点轻率。通常来说，对每个国家来说正确标准都不一样。但是，作为一般规则，更平衡的手段意味着要比当前更注重货币政策正常化太迟太慢的风险。同样，在那些需要宽松的地区，也同样要注重积极和持续地进行宽松的风险。

鉴于目前的情况，正常化注定是坎坷的。金融市场的风险承担已经持续了太长时间。而且，压力下市场将继续富有流动性的幻想已经太普遍（见第二章）。但是，如果当前异常的市场条件继续发展，动荡的可能性将进一步增加。橡皮筋被拉伸得越长，其回弹也将更加猛烈。重塑更加正常的市场条件对应对下一次衰退也将至关重要，这些条件无疑将在未来的某一时刻实现。如果一支枪没有子弹，会有什么用呢？因此，考虑到各国的具体情况，货币政策正常化应该坚定、稳定地进行。

这一切自然使加强审慎措施受到重视（见第六章）。应积极运用宏观审慎工具，但对它们自身能做什么不要有不切实际的期望。在适当的地方，应该通过损失确认和资本重组大力推进资产负债表的修复。正在进行的监管动议应立即全面实施。特别是，银行杠杆比率的调整作为对加权最低资本要求提供可靠的担保的一个手段至关重要。同样，在名义利率长时间如此之低时，为银行账目上的利率风险设定严格的标准将是必需的。

结论

全球经济再次以与历史平均水平差别不大的速度增长。低石油价格尽管暂时带来了物价下行的压力，但应会在短期内进一步推动增长。但并不是所有情况都向好。债务负担和金融风险仍然过高，生产率增长过低，宏观经济政策的回旋余地有限。全球经济扩张是不平衡的。利率已长时间异常低是这种经济不振的外在表象。

没有什么是不可能的。我们面临的问题是人为的，可以通过人的智慧来解决。本章提供了一个可能的判断：我们的观点是，当前的困境在相当大的程度上反映了，政策框架未能面对全球经济的“过度金融弹性”——而其倾向于产生有巨大破坏力的金融繁荣和萧条。这会给经济机体留下持久的深深创伤，除非得到妥善治疗，否则会阻碍经济恢复到健康并可持续增长的状态——在接下来的破坏性周期中也无法达到。从长远来看，这种风险加强了不稳定性 and 长期的弱点。

有人可能不同意这种判断。但是当判断不确定时需要审慎这一普遍原则更难。审慎意味着要允许误差的可能性。从这个角度看，当前的宏观经济政策框架显得过于片面。归根结底，它们仍然基于这样的假设，即通货膨胀作为判断可持续性的可靠标尺来说足够了，要不就是，金融稳定风险单单通过审慎政策就可以有效地解决。这是一个熟悉的观点：其将警告置于一边，又回到了危机前做事的方式。

一个更加平衡的方法有许多特点。其将试图通过一揽子政策来应对金融繁荣和萧条——包括货币、财政和审慎政策，而不仅仅是审慎政策。其将使这一揽子政策重新平衡，特别是货币政策，要从需求管理政策转向结构性措施。即使如此也不会假定，只要某国解决了自己的问题，全球的问题就也能得到解决。

将关注的重点从短期转向长期比以往任何时候都更重要。在过去的几十年中，缓慢发展的金融繁荣和萧条似乎让经济时间变慢了：真正重要的经济发展现在需要更长的时间。与此同时，政策制定者和市场参与者决策时更为短视。金融市场

已压缩了反应时间，政策制定者们以一种比以往任何时候都更紧密和自我参照的关系越来越密切地跟踪金融市场。最终，放慢的经济时间和更窄的决策视野有助于在我们了解我们现在的状态以及如何变成这个样子之前对其作出解释，不可思议的风险正在成为常态。而这不应被允许。

第二章 全球金融市场仍然依赖央行

回顾 2014 年中期至 2015 年 5 月底，宽松的货币政策仍然在抬高全球资产市场的价格。随着投资者预期加息进一步推迟，以及进一步购买资产，投资者的风险承受能力仍然很高。而这也导致债券价格攀升，股指不断创下新高，其他风险资产价格也在上涨。更关键的是，全球投资者的风险敞口在不断扩大。

由于央行仍然采取宽松政策，因此发达国家的债券收益率在回顾期大部分时间内都在下滑。债券名义收益率低于零的现象出现了许多次，即使到期期限超过 5 年。这主要是由长期债券的长期溢价下降引起的，但这也同时反映了投资者对未来政策利率的向下修正。截至报告期末，由于投资者越来越对未来资产的估值感到不安，因此可以看到债券市场尤其是欧洲债券市场中出现明显的收益率倒挂。

同时，市场脆弱性的信号相比过去也明显更多。综观所有市场，市场剧烈波动发生的频率越来越高，固定收益市场也开始出现流动性缺乏现象。由于金融危机之后做市商减少了大量业务，资产管理机构成为了提供流动性的更重要来源。这样的转变，以及监督管理机构的更多要求，可能导致了某些债券市场流动性的下降和增加了流动性错觉。

对美国 and 欧元区越来越分化的货币政策的预期导致利差扩大，并进而导致美元升值，欧元贬值。除了这些巨大的汇率变动，外汇市场见证了更多的汇率剧烈变动。例如瑞士法郎在瑞士央行宣布取消其欧元的汇率上限之后的暴涨，还有多个能源生产大国货币的急速贬值。

在美元升值的同时，石油价格在 2014 年下半年急剧下滑，然后在 2015 年第二季度稳定并有所反弹。尽管石油价格已经算是跌得比较多了，但是商品价格整体跌得更多。商品市场价格的大幅下滑反映了市场上的需求不足，尤其是来自新兴市场的需求不足，同时供应旺盛，比如石油。但这也同时反映了在商品市场当中，金融投资者活动越来越活跃，而商品市场已经越来越融入全球金融市场整体当中。这也同时反映了能源行业不断攀升的负债。

本章的第一部分首先描述了 2014 年中期至 2015 年 5 月底全球金融市场的主要发展；第二部分主要聚焦于国债市场出奇低的收益率问题；第三部分探讨金融市场不断上升的脆弱性，尤其是固定收益市场的流动性风险；最后一部分讨论商品（尤其是石油）与金融市场的关系。

进一步的货币宽松，但是前景分化

过去一年宏观和货币政策分化加剧，这也决定了全球金融市场状况。尤其

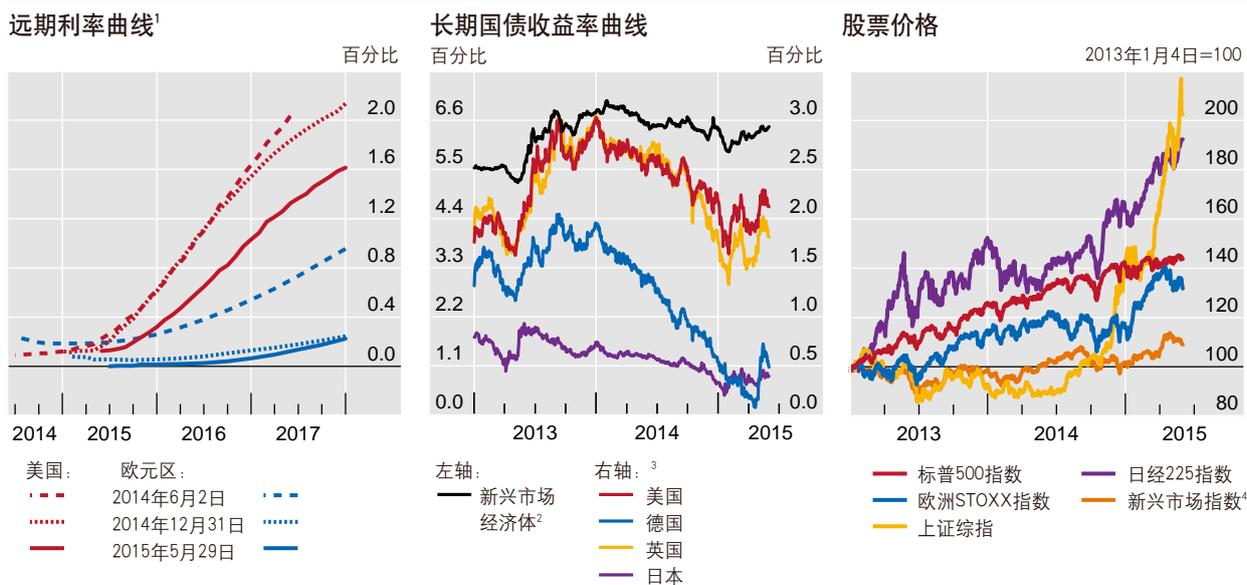
是美国仍然在复苏，而在报告期内的大部分时间内，欧元区、日本及众多新兴市场经济体面对暗淡的经济增长前景（见第三章）。在这样的背景下，实际及预期货币政策继续分化。美联储结束了其大规模的资产购买计划，并且继续逐步采取措施使市场对最终的加息做好准备。而由于全球通货紧缩的压力加大（很大部分是由于石油价格下跌），绝大部分央行采取宽松政策（见第四章）。因此，美国的远期利率走势与其他地区的远期利率走势分化，尤其是与欧元区（图 2.1，左图）。

新一轮的货币宽松政策支撑了各类资产的价格。由于对长期零利率预期以及实施的资产购买计划，许多发达国家的国债收益率创下历史新低（图 2.12，中图）。更进一步，越来越多的主权债以负收益率水平成交（接下来将要讨论）。欧元区债券收益率下跌始于 2014 年，由于欧央行扩大资产购买计划，在 2015 年早期加速下滑。这也导致了德国 10 年期国债在 2015 年 4 月跌到了 0.075% 的水平。包括法国、意大利、西班牙在内的众多其他欧元区国家的 10 年期国债收益率也创下历史新低。即使是债券收益率已多年维持在极低水平的日本，10 年期国债收益率也在 2015 年 1 月达到 0.20% 的新低。但是，2015 年 4 月和 5 月出现了显著的全球债券收益率倒挂，这表明投资者认为之前的债券收益率下滑有点过度。

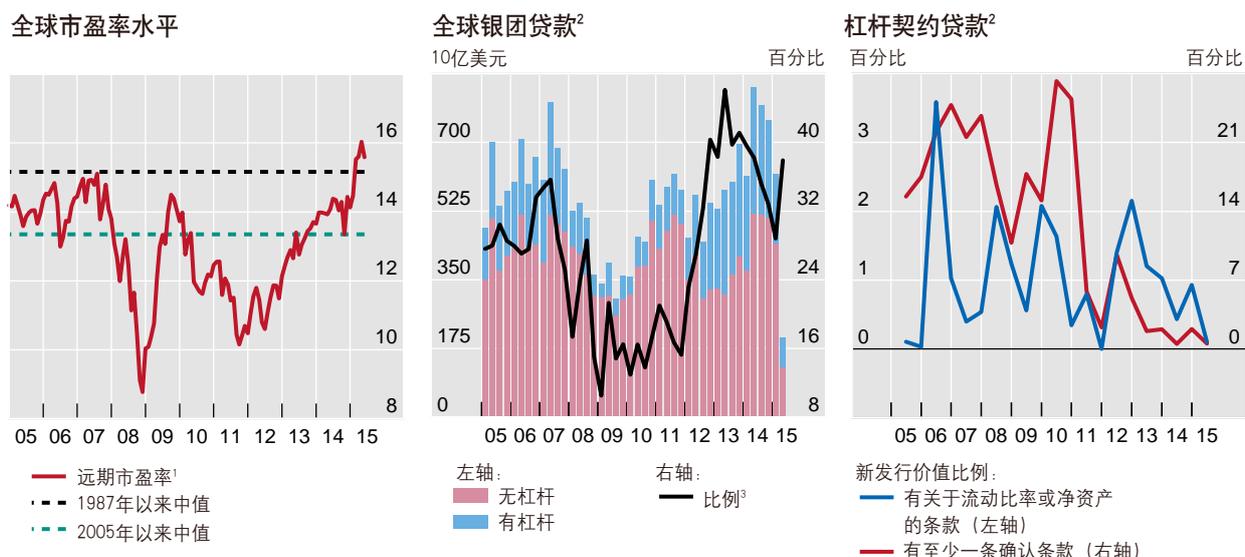
截至 2015 年 4 月，债券收益率的下滑主要是由长期债券期限溢价下降引起的（见下面的分析）。此外，投资者预期零利率政策将会比之前预料的持续更久，这也导致债券收益率下滑，尤其是对短久期债券。央行的国债购买行为和部分央行的负利率行为进一步推动期限溢价和收益率的下滑。对美联储即将加息的预期使

不断宽松的政策支撑资产价格

图 2.1



1. 对于美国，用的是30天联邦基金利率期货；对于欧元区，用的是3个月欧洲银行间同业拆借利率期货。2. JP摩根全球新兴市场多元化债券指数，以本币计算到期收益率。3. 10年期国债收益率。4. MSCI新兴市场指数。
资料来源：彭博；Datastream。



1. Datastream编制的世界股票12个月远期市盈率指数。2. 根据截至2015年5月21日的数据：“杠杆”当中包括“高杠杆”。3. 杠杆贷款在所有银团贷款中的比重。
 资料来源：Datastream；Dealogic；BIS计算。

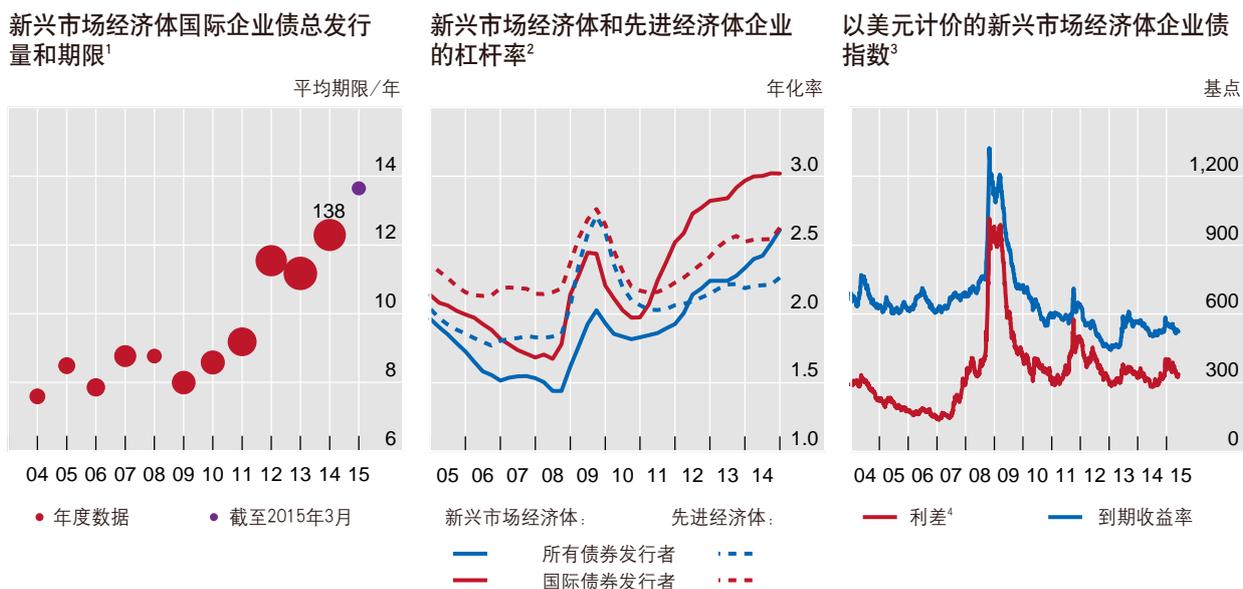
美国国债收益率高于其他几个发达国家。然而 2014 年下半年及 2015 年初，美债收益率仍然以适中的速度下降，之后这种下跌趋势中止（图 2.1，中图）。

在债券收益率下滑的同时，投资者仍然在寻求如何获得高收益。结果就是在多个市场股票价格达到历史最高（图 2.1，右图），即使宏观前景仍然相对较弱（附表 A1）。虽然新兴市场经济体股票市场通常表现较弱，但是仍然有例外。中国上证综指在报告期内上涨了 125%，尽管不断有中国经济放缓的报告。随着估值越来越高，2015 年 4 月末和 5 月，中国股票价格出现了一个大幅却快速的纠正。

投资者越来越强的风险承担不仅明显体现在市场价格上，也体现在定性指标上。从 2012 年起，全球市场的市盈率一直上升，使之不仅超过过去 10 年的中值水平，也超过 1987 年以来的中值水平（图 2.2，左图）。在银团贷款市场，给低资质和高杠杆的借款者的杠杆贷款在 2015 年 4 月和 5 月的新增贷款中份额上升到 40%（图 2.2，中图）。而以条款形式保护债权人的贷款份额仍然很低（图 2.2，右图）。

在新兴市场经济体企业债市场，全球投资者的风险敞口也在不断增加。新兴市场经济体企业从 2010 年开始，在国际市场上形成了大笔的债务，且金额随到期日变长而增加（图 2.3，左图）。与此同时，新兴市场经济体中企业债发行方的偿债能力在恶化。新兴市场经济体中，无论是在国内发债还是海外发债的企业，杠杆率都迅速地攀升，逼近十年来的最高水平，超过发达国家的水平（图 2.3，中图）。尽管新兴市场经济体企业债发行量巨大，风险也不断上升，但是投资者并没有推动风险溢价的上升（图 2.3，右图）。

剧烈的汇率波动是过去多年来货币政策对金融市场的实质影响的一个重要体



1. 新兴市场经济体境内非金融及非银行金融企业发行总和。原点的大小反映各年的总发行量的相对大小。2014年对应的原点旁边的数据是2014年以美元为单位总的发行量。新兴市场经济体包括巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、捷克、爱沙尼亚、中国香港、匈牙利、冰岛、印度、印度尼西亚、韩国、拉脱维亚、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、斯洛文尼亚、南非、泰国、土耳其和委内瑞拉。2. 杠杆率=总负债/EBITDA，EBITDA是税息折旧摊销前利润；根据连续四个月移动平均计算；新兴市场经济体是上面所列国家及地区，先进经济体包括欧元区、日本、英国和美国。3. P摩根新兴市场企业多元债券指数。4. 对美国国债的利差。资料来源：摩根大通；S&P Capital IQ, BIS国际债券数据库；BIS计算。

现。美元汇率经历了史上幅度最大、速度最快之一的一次升值。在美元汇率稳定之前，以贸易加权汇率计算，其在2014年年中至2015年第一季度升值了约15%（图2.4，左图）。与此同时，欧元贬值约10%。在这其中，相比以往，利差因素起到了更大的作用（图2.4，中图）。欧元和美元债券的利差不断加大，这反映了两个地区货币政策的分化，也进一步鼓励了投资者涌向美元资产。这进一步凸显了政策利率预期在汇率发展当中越来越重要。

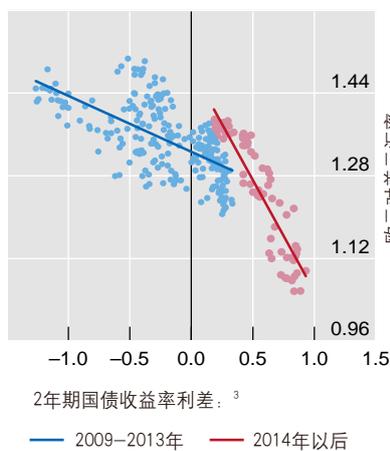
在汇率对货币政策预期越来越敏感的同时，汇率波动对股票价格的影响也越来越大。尤其是在欧元区，一项统计表明，从2014年起，欧洲STOXX指数和欧元兑美元汇率之间有明显的相关性。欧元贬值1%，那么股价平均上涨0.8%（图2.4，右图）。而从欧元诞生以来，之前并没有这样的关系。

和外汇市场一样，商品市场也经历了剧烈的价格波动，尤其是石油价格大幅下跌。WTI原油期货价格在2014年中期还在105美元/桶之上，而到了2015年1月，价格下跌到45美元/桶，尽管之后其价格稳定下来并有所反弹（图2.5，左图）。这也是自从雷曼危机以来石油价格最大也是最快的一次下跌。同样，非能源商品价格也下跌，尽管下跌程度远不如石油，这也表面石油价格的下跌部分反映了宏观经济状况，包括新兴市场经济体疲软的经济增长前景。然而，石油价格的大幅下跌也和市场因素有很大关系（见图2.A和本章的最后一节）。2014年11月

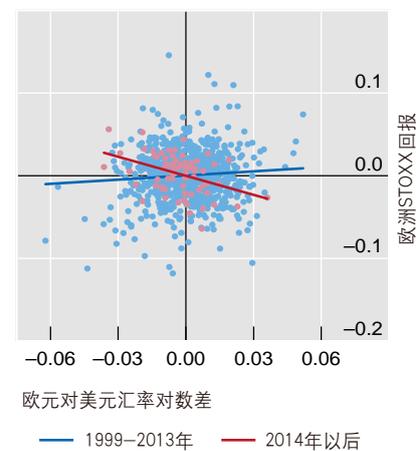
美元和欧元走势分化



欧元对美元汇率及收益率利差²



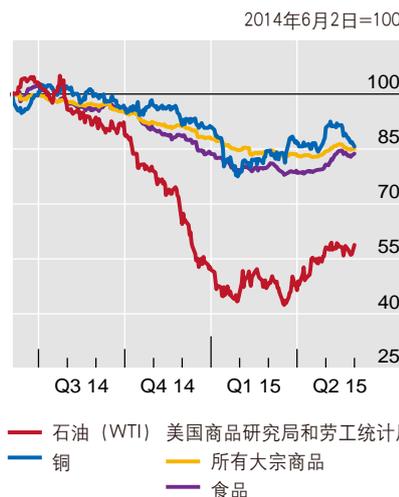
股票对欧元汇率的敏感程度^{2,4}



1. 国际清算银行名义有效汇率广义指数。下降（上升）表示从贸易加权的角度，该货币贬值（升值）。2. 以每周末为观测值。3. 美国和德国2年期国债收益率之差（以百分比表示）。4. 正的（负的）欧元对美元汇率对数差对应了欧元相对于美元的升值（贬值）。资料来源：BIS；BIS计算。

石油价格下跌使能源行业承受巨大压力

商品价格下跌



能源行业表现不佳



企业信用利差⁴



1. CRB：美国商品研究局，BLS：劳工统计局。2. 能源行业投资级企业债的期权调整利差与新兴经济体、欧元区和美国整体企业债（经过简单平均计算而得）期权调整利差之间的差距。新兴市场经济体能源板块由投资级和高收益级组成。3. 只是简单地计算能源股票价格的平均值；对美国用的是标普500指数；对于欧元区和新兴市场经济体，使用MSCI指数。4. 在美国国债基础上进行期权利差调整。资料来源：美国银行美林证券，彭博，Datastream。

石油价格：金融还是现货？

石油，或者更通常地说，能源是重要的生产要素。因此，石油价格是生产决策当中重要的考虑因素，同时也对通货膨胀有显著的影响。本专栏将讨论实物价格与金融价格间的相互影响，重点关注两个方面。一方面是石油在多大程度上类似于传统的金融资产，它们价格的波动都受预期变化影响，而不仅仅受现货市场影响。另一方面是石油期货价格的曲线和现货市场的关系。由于石油期货价格曲线形状由当前现货市场状况决定，因此将其解读为对未来价格变化路径是有误导性的。

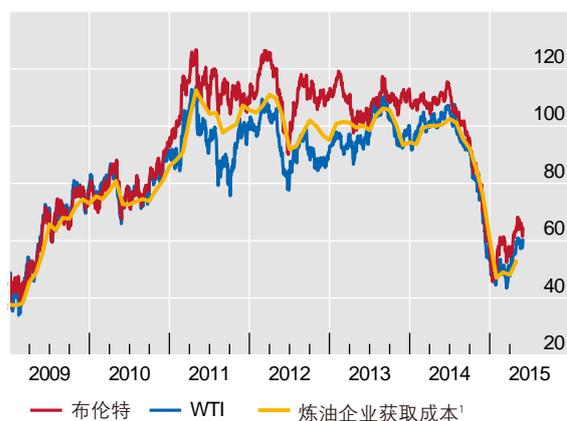
过去10年，由于石油和其他市场当中的金融活动涌现，许多人开始认为商品是一种金融资产。在某种程度上，这种类比是可以的。像布伦特原油和西得克萨斯轻质原油（WTI）等流行的石油基准实际上是期货，它们的价格依赖于期货市场参与者之间的交互作用。然而，石油是实物资产，期货合约由现货作为支持。因此，期货和现货价格必须得联系在一起。如果现货价格和期货交割价之间有偏差，投资者可以储存石油，然后在未来抛售（反之亦然），最终会使两者价格一致^①。因此，尽管通常现货价格波动性比期货价格低，它们的价格走势却非常一致（图2.A，左图）。

石油现货和期货价格走势紧密

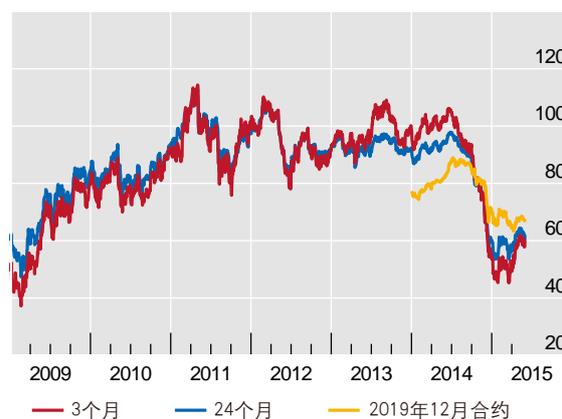
美元/桶

图2.A

石油价格和炼油企业的获取成本



WTI原油期货价格



1. 炼油企业从国内及海外获取原油的成本。

资料来源：彭博；Datastream。

传统金融资产和原油之间的差别也体现在期货价格曲线中。对于一项传统的金融资产，即期和期货价格之差（即所谓的基差）由持有成本（主要影响因素是利率）和该资产的分红、派息决定。石油并不产生任何现金流，但是经纪人愿意给持有的石油现货溢价，因为石油可以用来生产和消费，而不仅仅停留在纸面上，这就是所谓的便利收益。便利收益无法观察，并随潜在的现货市场的紧俏程度而变化。如果现货市场紧张，那么便利收益会变高，因为经纪人会对稀缺资源定价更高。而如果供给充足，库存很高，那么便利收益甚至会变负。在这种情况下，持有现货石油并不有利，因为现货市场的供需关系宽松，可以保证需要时可以轻易获得。因此，尽管通常石油期货价格期限曲线由于正的便利收益向下倾斜（即有现货溢价），但是在库存过剩的情况下，其斜率也会是正的（即期货溢价）。因此，目前的期货价格期限曲线向上倾斜也并不奇怪（图2.A，右图）。

便利收益的一个重要影响就是会使人们会误认为向上（向下）的期货价格曲线是牛市（熊市）的预期。任何期货合约的价格确实包含预期的因素，但是这很有可能被便利收益的变化遮盖。如上分析，当市场紧张时，高额的便利收益会导致期货价格曲线向下倾斜，尽管存在持续的紧张预期，即高价格。相反，现货市场的宽松状态会使期货价格曲线向上倾斜，而这并不是牛市预期的信号，仅仅表明现货市场供应的充足。

由于期货和现货价格是共同决定的，价格的变动同时由现货市场现状和未来预期推动。由于期货市场流动性很高，这样的变化会很快反映到价格当中。因此，和其他金融资产一样，预期的变化是影响价格的关键要素。近日，石油价格的下跌也不例外。尽管石油价格自2014年6月开始下跌，而其从2014年11月中期开始加速下跌，当时石油输出国组织宣布其并不会减产。这和石油输出国组织之前稳定石油价格的策略相比是个显著的偏离，并很可能实质性地改变经纪人对未来供应状况的预期。

整体的宏观经济状况对石油供需的预期有很大影响，因此其也是引起价格波动的重要因素^①。此外，价格也反映了风险看法及偏好，而这也取决于融资条件。结果，货币政策是影响石油价格的重要因素。宽松的货币政策可以通过更高的经济增速和通胀的预期来推动石油价格上涨。宽松的融资环境可以降低石油库存和投机性头寸的持有成本^②。

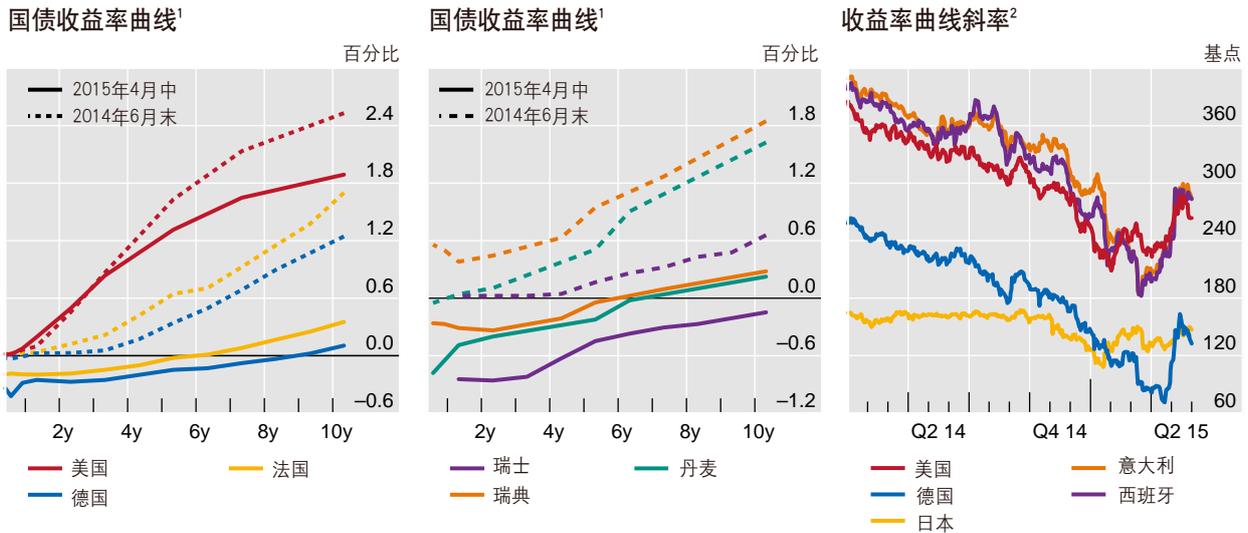
^①实践中，有许多因素阻止即时套利，既有实体中的因素（如存储问题），也有金融因素（如市场流动性，经纪商的负债）。具体讨论可以参见 Lombardi 和 Robays 于 2011 年 6 月发表的欧央行工作论文《金融投资者使石油价格不稳定吗？》。
^② Kilian 在其 2009 年 6 月发表于《美国经济评论》中的文章《不是所有的石油价格冲击一样：理清原油价格市场中的需求和供给冲击》中发展了该观点。
^③ 货币政策对商品价格的传导及其他渠道的具体讨论，可以参考 Anzuini、Lombardi 和 Pagano 于 2013 年 9 月发表在《国际中央银行》的《货币政策冲击对商品价格的影响》。

OPEC 宣布，尽管石油价格下滑，其成员国不会减产，这也是导致石油价格大幅下滑的重要原因。

由于石油和其他能源商品遭受了严重的冲击，盈利前景大幅下滑，能源生产行业面临巨大的压力。结果在 2015 年初石油价格企稳并反弹之前，能源企业的股价大幅下跌，同时和其他行业债券相比，能源企业债券收益率大幅上升（图 2.5，中图）。考虑到近年来企业债市场能源行业占比快速增长（见下面讨论），能源行业债券收益率的飙涨及之后的下跌大大影响了企业信用利差的变动，且影响范围更广（图 2.5，右图）。

债券收益率坠入负区间

过去几年中，一项惊人的发展就是迅速出现越来越多的名义收益率为负的债券，即使债券期限较长。产生这种现象的原因是包括欧央行在内的多家中央银行实行负利率政策（见第四章）。在 2015 年 4 月中最低时德国和法国期限为 9 年和 5 年的国债收益率跌至零以下（图 2.6，左图）。在瑞士央行取消瑞士法郎对欧元汇率的上限后，瑞士央行将政策利率下调到 -0.75%。之后，期限超过 10 年的瑞



1. 虚线表示2014年6月30日的观测，实线表示2015年4月15日的观测。2. 各国30年期国债与1年期国债收益率之差。
资料来源：彭博。

士国债收益率跌破零（图 2.6，中图）。在丹麦和瑞典，政策利率设定在零以下，5 年期以上的国债收益率都为负，这样的收益率意味着从 2015 年初开始，收益率曲线将进一步平坦化（图 2.6，右图）。

随着 2014 年末和 2015 年初债券收益率集中下滑，投资者对未来的估值越发感到不安。这也使债券市场出现突然的反转，这种情况也在 2015 年 4 月底和 5 月出现了（图 2.1，中图）。欧元区债券收益率上涨尤其多。比如，德国 10 年期国债从 2015 年 4 月下半月最低的不足 0.10% 上涨到 5 月中的 0.70%。其他欧元区国家国债收益率也经历了这样的上涨。欧元区外国家的债券收益率也上涨，尽管上涨幅度相对较小。

显著的期限溢价下降是导致 2015 年 4 月底之前收益率下降的关键原因。将美国 10 年期国债和欧元区债券的收益率分解为对未来的利率预期和溢价部分，经与 2014 年中比较，2015 年 4 月美国国债的期限溢价下跌了 60 个基点，欧元区下跌了 100 个基点（图 2.7，左图）。在美国，期限溢价的效应得到了预期上升的部分补偿，大概有 15 个基点。预期的上升完全是因为对未来的实际利率有更高的预期（增加 40 个基点），包括对于美国即将加息的预期，而低通胀的预期却产生了相反的效果（减少 25 个基点，图 2.7，右上方图）。由于欧元区债券收益率中预期部分的变化统计并不显著，因此期限溢价的下降几乎全部解释了债券收益率的下降（图 2.7，下图）。

毫无疑问，央行的资产购买行为在期限溢价和收益率下降当中起到了关键的作用，加强了更低的政策利率预期的效果。这对于欧元区尤其明显（见后面的讨论）。此外，收益率变化的时点也显示出欧央行的资产购买计划对美国债券市场有溢出效应，因为投资者追逐高收益债券，涌向了美国国债市场（见第五章）。

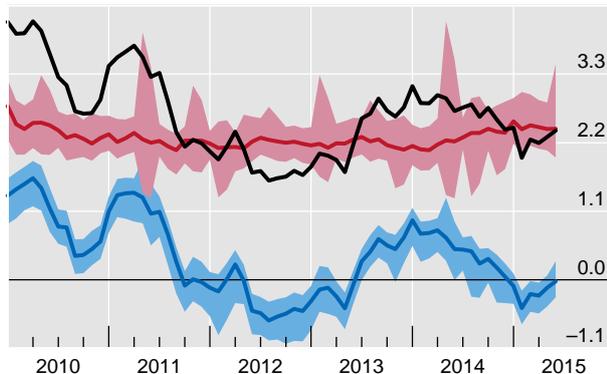
期限溢价下降拉低收益率¹

百分比

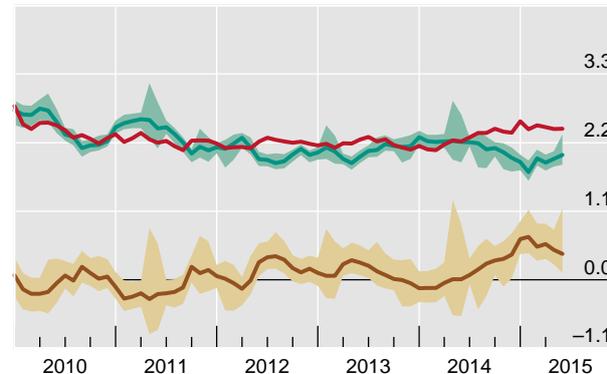
图2.7

10年期国债

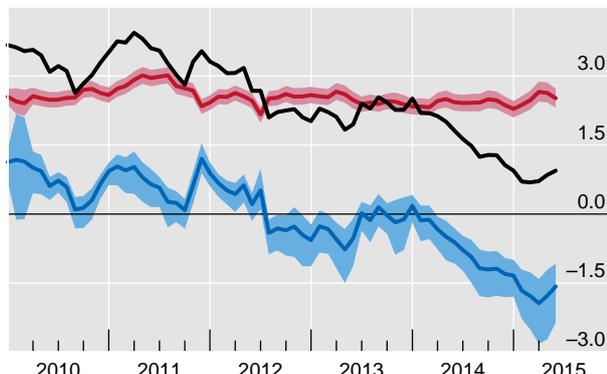
美国



预期成分



欧元区



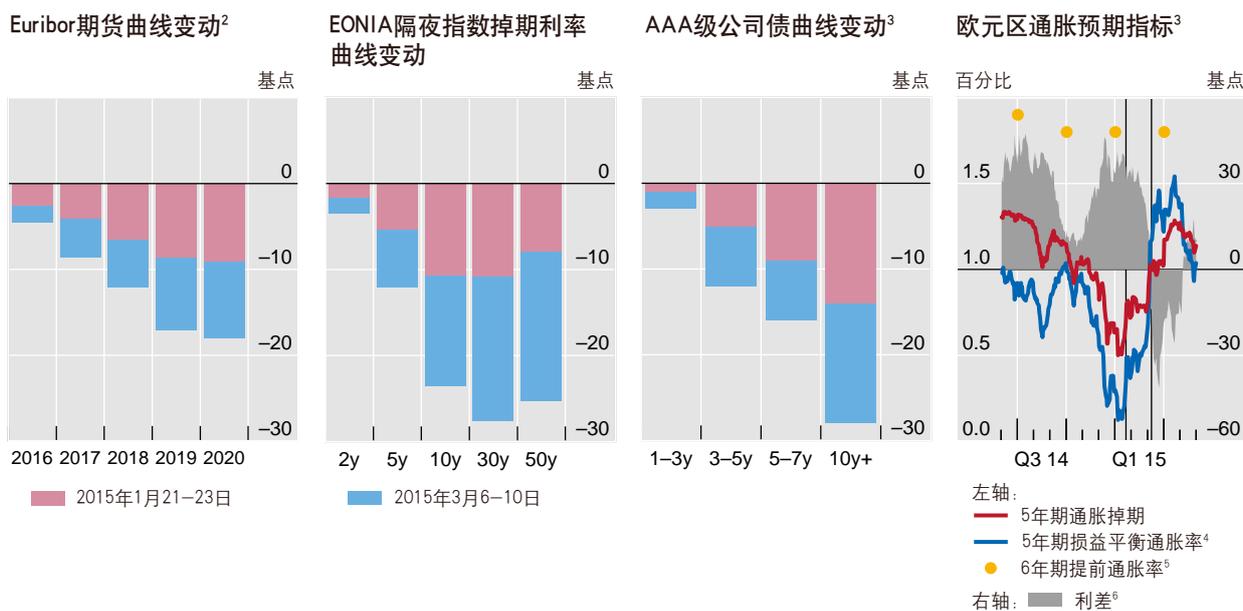
— 10年期国债收益率 — 期限溢价
— 预期成分

— 预期成分 — 预期通胀
— 预期实际利率

1. 根据宏观和期限结构联合估计模型，将10年期国债名义收益率拆解。模型可参见Hördahl和Tristani2014年9月发表在《国际中央银行》的文章《欧元区和美国的通胀风险溢价》。收益率根据零息债券计算。对于欧元区，使用的是法国国债数据。阴影区域是使用最大似然法和联立协方差矩阵，从模型参数向量的分布中选取100,000个结果的基础上获得，表示估计的各成分的90%置信区间。
资料来源：彭博；BIS计算。

欧央行扩大资产购买计划，其对欧元区利率的影响十分明显。该计划2015年1月22日宣布，2015年3月9日正式开始实施，这两件事加大了价格的波动。这两件事还将欧洲银行间同业拆借利率期限结构最多下移了18个基点，基本是对预期的加息的9个月延期的回应。此外，这还使德国和法国的10年期国债收益率下跌了超过30个基点。

除了资产购买计划的直接目标债券外，期限溢价的降低也影响了久期较长的资产。10年期和30年期的EONIA隔夜指数掉期(OIS)利率分别下降了23个和28个基点(图2.8,左二图)。此外，尽管欧央行仅仅扩大了官方部门债券的购买，全部期限的欧元区AAA级公司债收益率均有所下降，久期越长下降越多，



1. 指资产购买计划政策宣布（2015年1月22日）前一天至后一天的变动，以及从宣布日至购买开始日期（2015年3月9日）的变动。2. 指2016年3月、2017年3月、2018年3月、2019年3月和2020年3月的期货。3. 垂直线分别表示欧央行2015年1月22日宣布资产购买计划和2015年3月9日开始实施资产购买计划。4. 基于法国政府债券。5. 基于欧央行的职业预测机构调查。6. 5年期通胀掉期和5年期损益平衡利率的利差。
资料来源：美国银行美林证券；彭博；Datastream；BIS计算。

因为投资者更多地寻求高收益（图 2.8，左三图）。

受央行资产购买影响最明显的是欧元区通胀关联债券的价格变动。随着欧央行资产购买计划的实施日期临近，欧元区损益平衡通胀率显著上升。其主要直接原因是资产购买计划，而非通胀预期上升：通胀掉期利率上涨幅度很小，而调查显示预期通胀仍然稳定。事实上，通胀掉期利率和与之对应的损益平衡通胀率之间的利差可作为两个市场相对于正常债券的流动性溢价指标。该利差通常为正值，但 5 年期利差却大幅下挫 40 个基点至零以下（图 2.8，右一图）。这意味着在欧央行明确宣布资产购买计划将包括指数关联债券后，投资者大幅调低了这些债券的流动性溢价，因而也使实际收益率下降程度大于名义收益率下降幅度。美联储购买财政部通胀保护证券（TIPS）时的情况与此一致。

央行资产购买行为进一步增加了官方部门在政府债市场中的持有量。危机后，主要经济体政府债市场持有量增加的情况显著增多，以储备货币计价的债券尤为如此（见第五章）。国内央行的购买占到了增量中的相当大比重。基于美国、欧元区、英国和日本的数据，2008—2014 年，央行持有的债券余额比重从约 6% 上升至超过 18%，即从 1 万亿美元上升至 5.7 万亿美元（图 2.9，左图）。¹ 外国官方部门所持有的比重则相对稳定，从略超 20% 上升至 22%。但从绝对值看，增幅还是相当显著的，即从 3.7 万亿美元上升至 6.7 万亿美元。除持有政府债券外，官方机

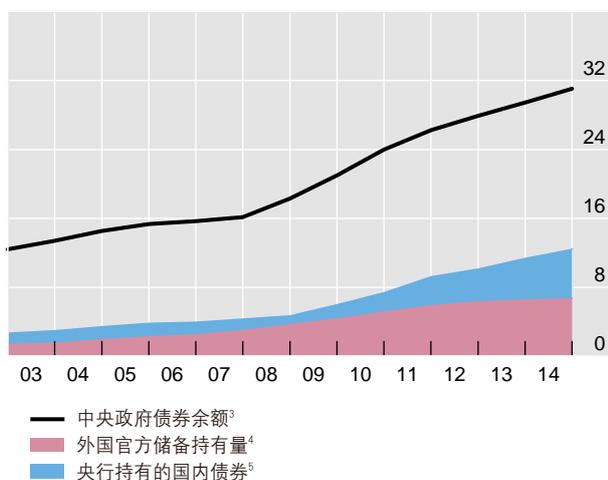
1. 增长的部分原因是估值变动，一些机构报告了市场价值，另一些则报告了票面价值。

官方持有的政府债券增长¹

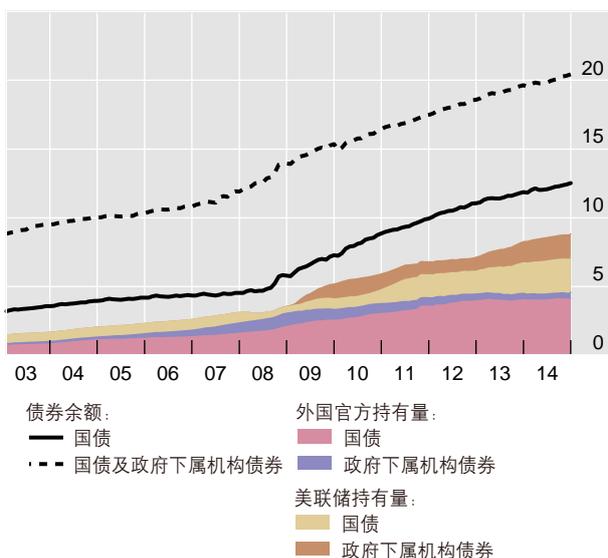
以万亿美元计

图2.9

官方持有的政府债券²



官方持有的美国国债和美国政府下属机构债券⁶



1. 根据数据来源的可得情况，采取不同的估值方式。2. 包括欧元区、日本、英国和美国。欧元区、日本和英国均按2014年底汇率转为美元。3. 对美国，指可交易的美国国债总量，不包括政府下属机构债券。4. 对欧元和日元计价的储备，80%被假设为政府债券；对美元计价的储备，使用美国国债国际资本系统（US Treasury International Capital System）数据；对英镑计价的储备，为外国央行持有量。5. 对欧元区，指各国央行持有的广义政府债，以及欧央行通过证券市场计划持有的债券。6. 政府下属机构债券包括由此类机构及政府支持企业（GSE）支持的房地产贷款池，以及由GSE发行的债券；国债余额总量指可交易的国债总量。
资料来源：欧央行；日本银行资金账户流量；美联储资金账户流量；IMF，COFER；英国债务管理办公室；美国财政部；Datastream；各国数据；BIS计算。

构还购买了大量其他债券。例如，美联储持有的美国政府下属机构债券从2008年至2014年增长了超过1.7万亿美元，而外国官方持有量则有所下降(图2.9,左图)。

央行和其他官方机构给债券收益率带来下行压力，投资者行为又进一步予以强化。投资者行为在一定程度上反映出追求高收益的做法。一些经济体较长期限的债券收益率已跌至零以下，投资者尽可能寻找那些期限较长但收益率依然为正的债券，同时承担了更大的久期风险。在某些情况下，投资者追求安全资产的行为也起到一些作用，每当希腊形势变得严峻时，欧元区基准收益率都有降低的倾向。在这一背景下，金融监管改革和金融交易中对抵押品需求的上升，都使主权债更受青睐。

此外，投资者的对冲行为也起了作用。养老金和保险公司等机构均面临在收益率下降时对冲负债久期增加的压力。它们试图通过购买长期互换来匹配负债端更长的久期，它们也给债券收益率带来更多的下行压力，对长期固定利率债券的需求也增加。这类行为凸显出：在央行行为和投资者反映二者共同作用使收益率持续走低时，机构的职能可产生自我强化的收益率下行趋势。

收益率降至零以下后进一步走低，人们开始担忧负利率可能影响金融市场的

正常运行。迄今为止,负利率在向货币市场传导过程中,市场并未出现较大的波动。从期限结构看,更多期限债券的收益率转负,部分反映出市场预期负利率还将维持一段时间。负利率环境维持时间越长,投资者越可能改变行为模式,并对金融市场造成破坏性的影响。

在零利率附近,如果相关制度安排存在不一致,则会导致潜在脆弱性上升。一些例子如下:大多数欧洲的不变净资产值基金收益率在2015年第一季度转负,这一现象对新协议条款中防止基金“跌破一美元”条款的效力进行了考验。此外,在一些市场部门,负利率会使风险对冲变得复杂。特定浮动利率票据等工具通过显性或隐性的形式设定了利息支付的零利率下限。对于这些工具,或依赖这些工具资金流的证券,要对冲其风险十分困难,因为标准的利率互换效果可通过支付负利率进行传导,从而产生资金流错配。一种类似的不一致是:若银行不愿向储户转嫁负收益率,则当利率进入负区间时银行会面临额外的利率风险。第六章将更细致地分析负利率对金融机构的影响。

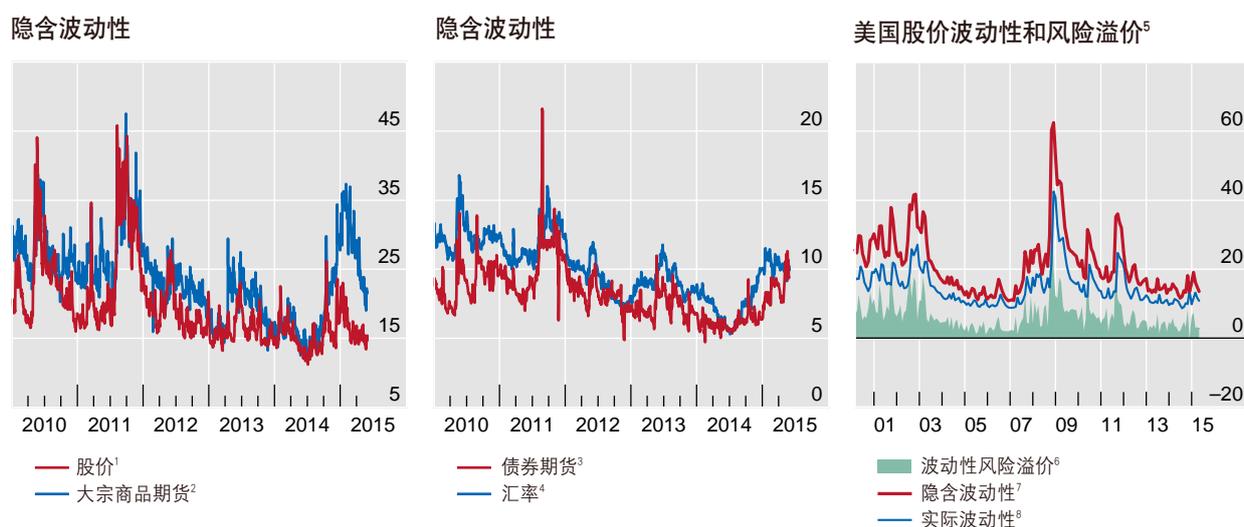
波动性上升使市场流动性备受关注

从2014年中期开始,全球金融市场的波动性维持在不寻常低位;但去年开始波动性有所上升(见《国际清算银行第84期年报》),并数次达到较高水平(图2.10,

波动性下降并维持在罕见低水平一段时间后市场显示出脆弱迹象

百分点

图2.10



1. 标普500、欧元STOXX50、FTSE100和日经225指数指隐含波动性;根据市值进行加权平均计算。2. 指石油、黄金、铜的大宗商品期货合约的平价期权隐含波动性;根据简单平均数计算。3. 德国、日本、英国和美国的长期债券期货的平价期权的隐含波动性;根据GDP和购买力平价汇率进行加权平均计算。4. 摩根大通VXY全球指数。5. 每日数据的月度平均数。6. 根据隐含波动性和实际波动性之差进行估算。7. VIX。8. 通过将领先一个月的实际波动性对滞后的实际波动性与隐含波动性进行预测回归得出的实际波动性(或实现波动性)的前瞻式估计。
资料来源:彭博;BIS计算。

左图和中图)。在波动性持续几年降低后，这些较高波动性的出现通常反映出全球经济前景的分化、货币政策的不确定性以及石油价格的波动。投资者开始要求更高的波动风险补偿。美国股市隐含波动性和实际波动性预期的差别（即“波动性风险溢价”）持续收紧，但在2014年中期却开始扩大（图2.10，右图）。

股权和高收益债券等风险资产在波动性大幅增加时会受损，这时投资者会集体转向较安全的政府债券，使后者的收益率创下新低。央行采取的宽松政策也有助于防止波动性走高。然而，金融市场的焦虑情绪似乎再度出现且更为频繁，凸显出市场的脆弱性。

总体来看，波动性从极低水平恢复正常是受欢迎的。在一定程度上，这说明投资者的风险观念及偏好正趋于平衡。经济形势变化不大的同时波动性却在上升，体现出金融市场特性和市场流动性变化带来的影响。

市场流动性有两个方面：其一是结构性的，由投资者持有双向头寸的意愿、下单撮合机制的有效性等因素决定。这类流动性对迅速、有效地应对临时性的下单失衡具有重要意义。其二则反映出单项的、更持久的下单失衡问题，即所有的投资者都突然在同一方向下单。如果投资者持续对第二种流动性进行低估并定价过低，市场会在正常情况下看似具有充裕的流动性且运行良好；若投资者转而单方向下单，市场将变得极为缺乏流动性，且这与结构性因素无关。

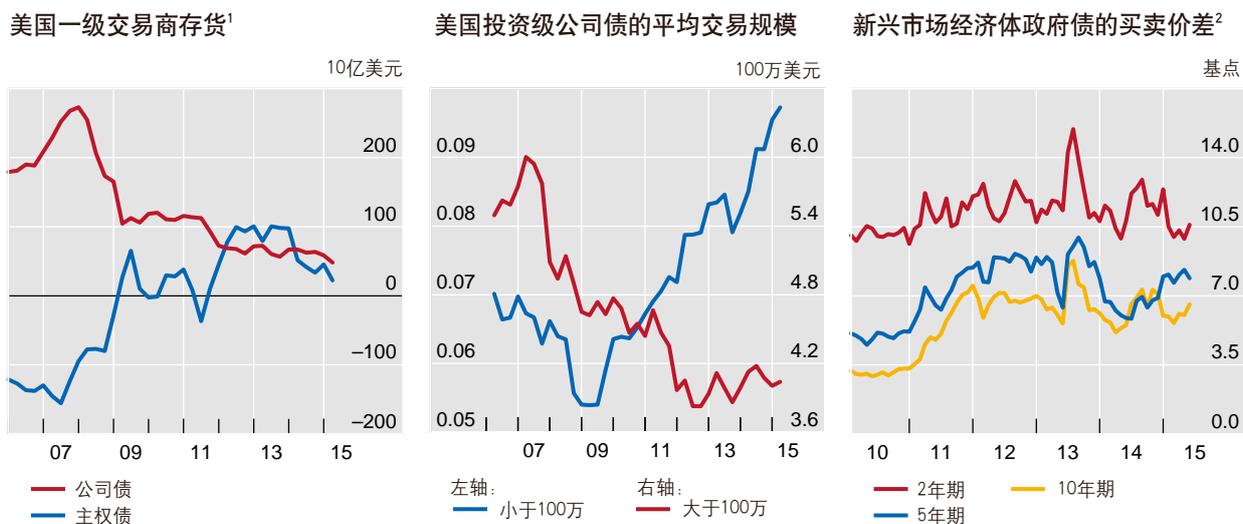
金融危机之后，专业性的交易商（即做市商）已经减少了其做市活动，这导致固定收益市场的流动性整体下降。例如，美国国债和投资级公司债的周转率（以一级交易商的交易量与相应证券的余额之比计算）自2011年以来呈下降趋势。导致这一结果的部分原因包括交易商风险承受能力下降以及经营模式调整（专栏6.A）。其他因素则涉及新的监管规则，旨在将做市活动和其他与交易相关活动的成本提高，使其与给金融体系带来的潜在风险相一致。此外，公共部门持有更多政府债券，可能也导致市场流动性下降。

做市商行为的变化对不同种类债券市场的流动性影响不同。做市活动集中于流动性最好的债券。例如，美国的做市商减少了公司债等风险较高资产净头寸，但增加了美国国债净头寸（图2.11，左图）。同时，它们还减少了美国投资级公司债大额交易的平均交易量（图2.11，中图）。更普遍的是，许多做市商在提供服务时都更具有选择性并集中于核心客户与市场。

以上导致债券市场的流动性情况出现分化。市场流动性更多集中于传统上交易最多的债券，如先进经济体政府债；公司债和新兴市场经济体债券等流动性较差的债券则流动性有所减少。例如，新兴市场经济体政府债的买卖价差自2012年以来都维持在较高水平，在美联储退出量化宽松预期造成的冲击下更是一度大幅增加（图2.11，右图）。

即使是美国国债等看似流动性非常充裕的市场，也不能免受价格极端变动的冲击。2014年10月15日，10年期美国国债收益率下跌近37个基点，高于2008年9月15日雷曼兄弟公司申请破产时的跌幅，且在短期内仅恢复了20个基点。与当时任何经济政策产生的冲击相比，这种波动都更显得十分极端。当相当一部分市场参与者认为长期利率将上升并依此分配头寸后，若其又试图迅速缩减该头寸，初始的冲击会因为流动性形势恶化而被放大。自动化交易策略（特别是高频交易）会进一步造成价格的波动。

债券市场的另一个主要变化是：投资者更多依赖固定收益共同基金和交易所



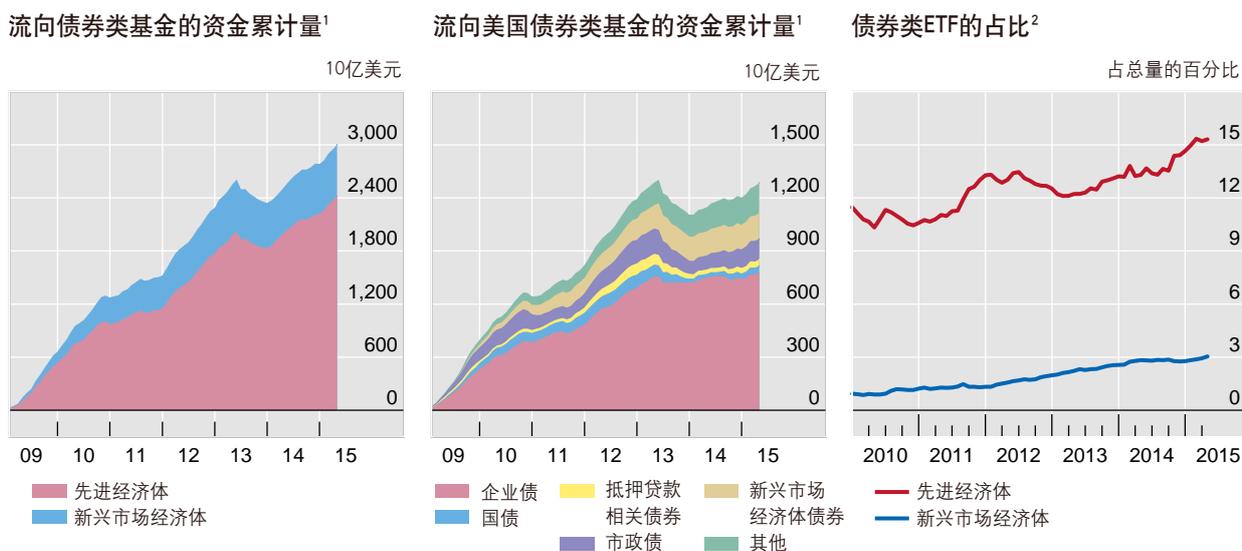
1. 交易商净头寸。对公司债，2013年4月全部公司债，加上此后商业票据、投资级和低于投资级债券、票据等的净头寸，以及私人房地产抵押证券（住房及商用房）的总和得出。对主权债，以国库券、付息债券、财政部通胀指数化证券或通胀保护证券进行加总计算。2. 通过保加利亚、中国、中国台北、哥伦比亚、捷克、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、墨西哥、波兰、罗马尼亚、南非、泰国和土耳其进行简单平均计算。其中，对于每个国家（或地区），使用基于每日数据的月度简单平均进行计算。
资料来源：美联储、彭博、FINRA TRACE、BIS计算。

交易基金（ETF）作为市场流动性的来源。自2009年以来，债券类基金吸收了全球投资者3万亿美元资金，其净资产总量则在2015年4月底达到7.4万亿美元（图2.12，左图）。在美国的债券类基金中，超过60%的新增资金进入了公司债，而投向美国国债的资金则始终较少（图2.12，中图）。此外，ETF在先进经济体和新兴市场经济体债券类基金中的重要性都有所上升（图2.12，右图）。ETF向投资者和资产组合经历承诺可在当日赎回，后者可在不买入或卖出债券的前提下应对资金流入和赎回。

资产管理行业规模不断扩大，可能增加了流动性假象的风险，即市场流动性在正常情况下看似充裕，但在市场压力上升时迅速干涸。特别是，当出现大量单向订单时，资产管理公司和机构投资者不会积极扮演做市商角色。它们在市场环境较好时缺乏动力增加流动性缓冲，以体现其持有债券的流动性风险。同时，在单向订单增多时，资产管理者会面临投资者的赎回要求。对投资于流动性较差的公司或新兴市场债券的基金而言尤为严重。² 因此，当市场情绪变动时，投资者削减债券头寸会变得比先前更加困难。

央行的资产购买项目也会降低市场流动性，增加特定债券市场的流动性假象。特别是，这些项目会使投资者调整其资产组合，减持较安全的政府债券，增持风险较高的债券。新产生的需求将导致利差收窄，企业债和新兴市场经济体债券市

2. 参见 K Miyajima 和 I Shim 的《新兴市场经济体的资产管理机构》，BIS《季度评论》，2014年9月，19-34页。以及 IMF《全球金融稳定报告》2015年4月，参见其中的实证例子。



1. 包括共同基金和ETF。2. 指流向先进经济体（或新兴市场经济体）发行的债券类ETF的资金总量与流向先进经济体（或新兴市场经济体）发行的债券类共同基金和ETF的资金总量之比。
资料来源：Lipper；BIS计算。

场的交易量也会增加，使其看似出现了更多的流动性。但是，这种流动性可能只是一种假象，在市场出现波动时很容易消失。

政策制定者面临的一个关键问题是：如何打破流动性假象并支持更稳健的市场流动性。做市商、资产管理公司及其他投资者可采取措施强化其流动性风险管理能力并增加市场的透明度。政策制定者也应建立激励机制，鼓励其在正常情况下维持稳健的流动性，以应对压力状况下的流动性紧张局面。例如，可鼓励定期开展流动性压力测试。在设计压力测试时，重要的一点是应考虑到：看似审慎的个体行为，如果大量市场参与者变动头寸的行为类似，可能实际上加重单向市场的程度，并因此进一步降低流动性。最后，非常关键的是政策制定者应更多理解流动性放大机制和投资者行为，特别是对流动性相对较差的市场加强研究。

大宗商品和金融市场的联系加深

近期石油价格快速下降凸显了大宗商品和金融市场的紧密联系。其中一些关联渠道已被了解，如金融投资者增加了其在实体大宗商品市场的活动，以及与大宗商品相关联的衍生品市场的增长。另一些渠道则是近期出现的，如大宗商品生产商，特别是石油生产商的债务水平上升，以及其反馈效应，会对大宗商品价格甚至美元造成影响（见专栏 2.B）。

大宗商品的生产过程本身就使其成为了衍生品合约的天然标的资产。石油及

许多大宗商品的开采都需在前期投入大量资金，大宗商品生产者则面对很大的风险，如农产品面临气象风险、大宗商品总体上面临地缘政治风险。因此，大宗商品生产者在今天通过以固定价格出售其未来产品（通过期货或远期）或为该价格设定底线（通过期权）来对冲风险对其有利。在上述合约的另一端，一般都是最终产品或中间产品的生产者（其以大宗商品作为原材料），或者是通过承担大宗商品敞口来获取收益或分散风险的投资者。

过去十年中，大宗商品衍生品市场的活跃性大幅提升，这与大宗商品价格普遍上涨相一致。在石油方面，得到对冲的 WTI 石油量已较 2003 年增加了 2 倍以上（图 2.13，左图），而实物产量仅仅增长了约 15%。

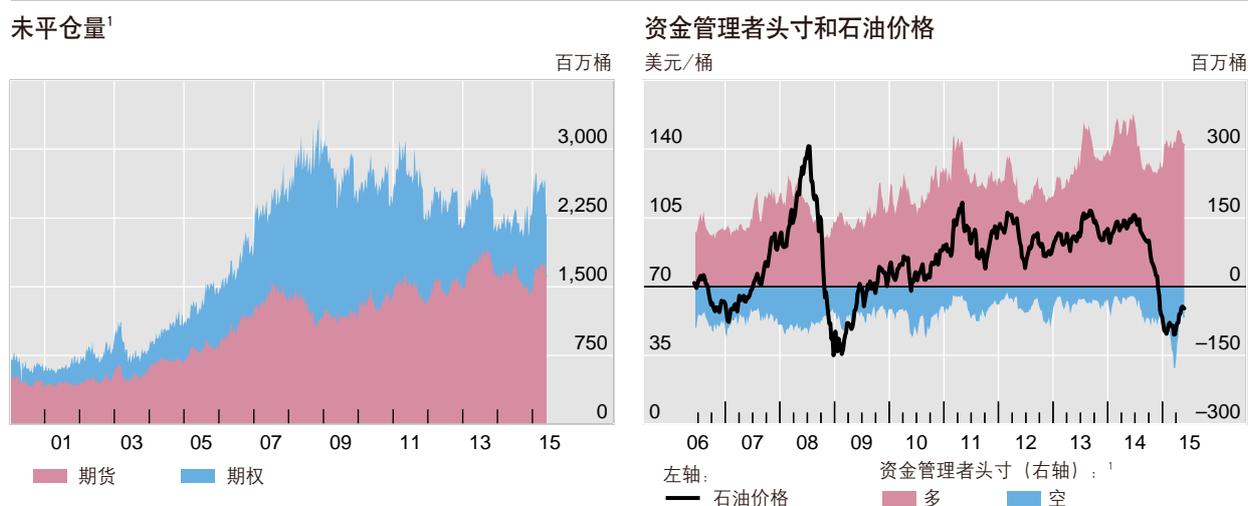
大宗商品衍生品相关活动的增加是把“双刃剑”。一方面，这增加了对冲的机会，提高了市场的流动性，降低了价格的波动，至少在正常状况下总体改善了价格发现机制。但另一方面，投资者的决策受到快速变化的价格走势预期和风险偏好及融资限制等因素变动的的影响。这可能致使其在遭受损失或波动性增加时退出市场（图 2.13，右图）。

大宗商品期货市场变得更大、更具流动性，意味着大宗商品价格更易根据宏观经济新闻作出迅速、强烈的反应。大宗商品投资者情绪的变动，常常被认为决定于总体宏观经济前景，而非取决于某种大宗商品自身的因素。这能够解释近期大宗商品和股票价格之间较强的联动性。在实体市场和期货市场间，能够在多大程度上、以多快的速度进行套利，对价格的形成十分重要。其影响了期货价格变动向大宗商品价格变动的传导；相反，大宗商品消耗和生产的变动，也会体现在期货价格中（专栏 2.A）。

石油生产者轻易即可获得融资，这导致该部门负债水平大幅增加。近年来石油价格持续上升，让寻找替代品变得有利可图，例如页岩油和深海资源。为获取

石油市场投资者的重要性上升

图2.13



1. NYMEX低硫轻质原油。2. 每周的价格，由每周三至下周二每日价格进行平均得到。
资料来源：彭博，Datastream。

是什么导致了石油价格和美元的关联趋势？

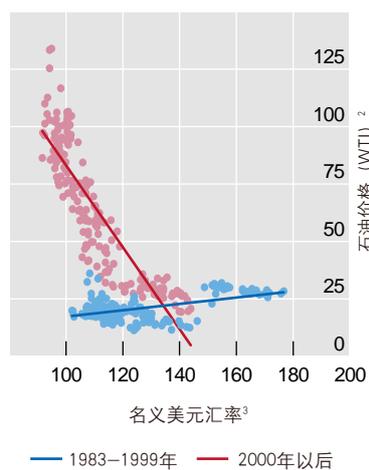
上年最值得关注的市场变化，是美元的大幅升值以及石油价格的迅速下跌。如本章所言，货币政策分化在美元走强中扮演了关键作用；而供给增加、需求减少以及特定市场因素，是石油价格下跌的重要解释。然而，尚不清楚以上两种现象在多大程度上是相互联系的。本专题讨论了一些可能的关联途径。

贸易加权计算的美元汇率与原石油价格之间的关系随时间而变化(图2.B,左图)。1990年以前的例证表明，二者存在正相关性，但原因不明。一种观点是：石油出口国将出口石油的大部分收入用于购买美国商品，有助于改善美国的贸易均衡，也因此当石油价格上涨时，美元汇率升值^①。相应地，相对于美国在其石油出口比重而言，这些出口国从美国进口商品的数量下降，也使这一渠道的效应减弱。另一种可能的解释是：美国经济前景恶化将导致美元走弱，对石油的需求也降低。随着美国在全球产出的比重降低，这一渠道的效应也有所减弱。

石油价格、美元以及金融市场之间的联系紧密

图2.B

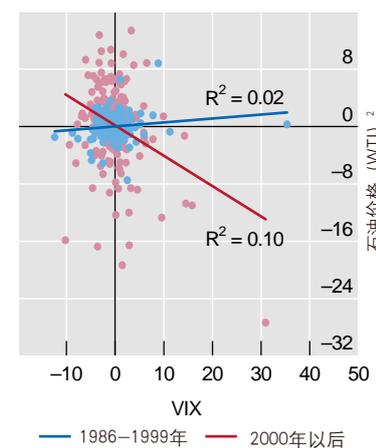
石油价格与美元¹



石油投资者活动及油价—美元相关系数⁴



石油价格与波动性指标⁶



1. 当月价格的平均值。2. 每桶美元价格。3. BIS狭义名义有效汇率指数；下降（上升）意味着美元贸易加权的美元汇率贬值（升值）。4. 通过使用Engle (2002) 的动态条件相关GARCH模型计算出的相关系数。5. NYMEX低硫轻质原油。6. 一个月差。
资料来源：彭博；BIS计算。

自21世纪初以来，美元汇率随石油价格下跌走强，反之则相反(图2.B,左图、中图)。美元作为大宗商品计价货币的重要角色是潜在的重要解释：美元之外的石油生产者为了稳定其购买力而调整石油价格。同时，石油期货和期权方面的投资活动增加，可能也起到了作用^②。美联储货币政策和逃往安全资产等本质上影响美元的事件，也可能影响了金融投资者的风险偏好，其可能撤出石油投资、转向美元这种安全资产，也可能在风险偏好上升时购买更多石油相关产品。与这一观点一致的是，图2.B的右图显示，石油价格和金融投资者风险厌恶情绪(以VIX指标衡量)的负相关性持续增加。

另一个金融渠道则反映出石油作为石油生产者主要收入来源和用于支持其负债的作用。例如，当石油价格维持高位时，新兴市场经济体会举债（有时是大量举债）投资石油开采项目，其中石油股份被用于在合同中直接或间接地充当抵押品。由于授信和抵押品价格紧密相关，当石油价格下跌时石油生产者利润下降，同时其融资环境也会恶化。这会使其进行对冲或削减其美元负债，因而增加对美元的需求。石油价格和石油生产者的高收益率债券利差之间的显著负相关性也与这种观点一致^③。

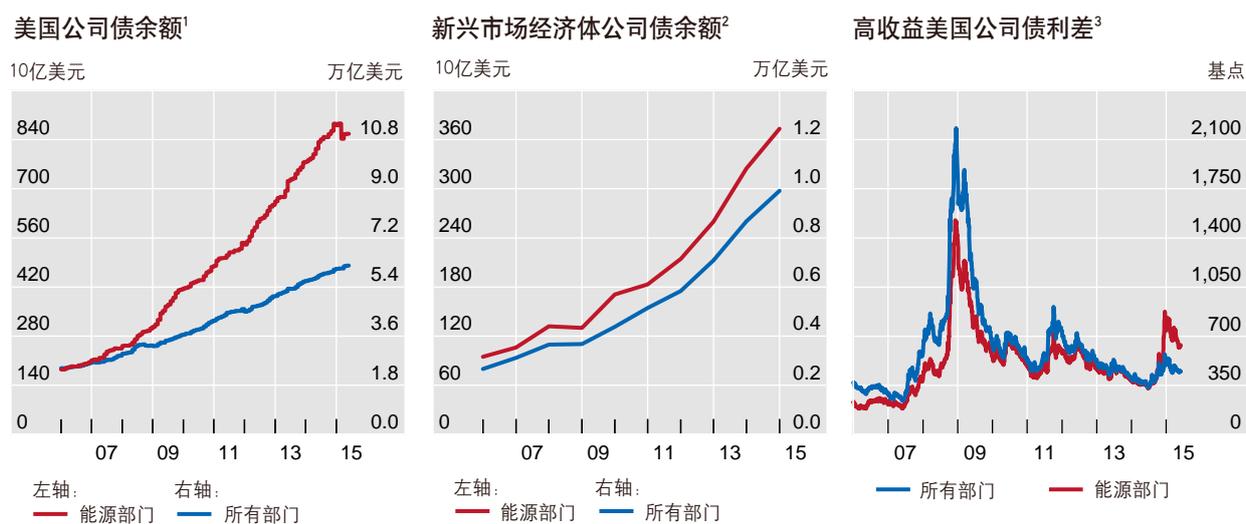
①参见 R Amano 和 S van Norden 的《石油价格和美元实际汇率涨跌》。《国际货币与金融杂志》1998 年 4 月，第 17(2) 期。②参见 M Fratzscher、D Schneider 和 I van Robays 的《石油价格、汇率和资产价格》。欧央行工作报告，2014 年 7 月，1689 号。③参见 D Domanski、J Kearns、M Lombardi 和 S Shin 的《石油与债务》，BIS《季度评论》，2015 年 3 月，55-65 页。

极大的预期利益，石油公司大幅增加投资，且很多情况下举借债务。美国和新兴市场经济体能源公司（包括石油和天然气公司）发行债券的余额自 2005 年以来增加了近 3 倍，增速显著高于其他部门（图 2.14，左图、中图）。

近期石油价格大幅下跌后，石油部门的高负债水平大幅增加了其融资成本。实际上，当石油价格暴跌时，能源公司债券收益率大幅攀升（图 2.5，左图和中图）。高收益债券中美国能源公司的债券收益率在正常时期低于其他部门，这时也显著高于后者。

石油部门债务上升、利差扩大

图 2.14



1. 美林高收益和投资级公司债指数的面值。2. 面值。能源部门包括石油和天然气、公用事业和能源公司；以美元发行的债券及外国公司发行的外币债券（包括巴西、保加利亚、智利、中国、柬埔寨、捷克、爱沙尼亚、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、拉脱维亚、立陶宛、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、斯洛文尼亚、南非、泰国、土耳其和委内瑞拉）。3. 以美国国债进行期权调整的利差。
资料来源：美国银行美林证券；彭博；Dealogic。

此外，高债务水平也可能放大了石油价格下跌程度。随着石油价格下跌，能源公司的再融资成本上升，资产负债表变得脆弱。一些公司没有选择减产，而是试图增加产量或出售期货、锁定未来价格来维持现金收入。与此一致的是，当石油价格下跌时，美国包括页岩油在内的石油产出依然强劲，使美国原油储备量在2015年第一季度快速上涨。³

3. 参见 D Domanski、J Kearns、M Lombardi 和 H S Shin 的《石油与债务》，BIS《季度评论》，2015年3月，55–65页，以获得更多细节和例证。

第三章 当金融变成实体

石油价格暴跌和强势美元是过去一年宏观经济的背景。关键市场情况的大幅变化深刻影响了处于不同发展阶段的各经济体。

在能源成本降低的推动下，先进经济体步入经济周期的上行轨道。而汇率变动在抑制美国经济增长的同时，拉升了欧元区经济复苏的势头。对于在金融危机中遭受重创的国家，尽管其融资环境得到进一步宽松，但危机前金融泡沫的阴影仍笼罩这些国家。过去激进的信贷扩张造成的资源错配依旧在拖累生产力的增长。高公共债务水平的后遗症限制了政府财政调控的施展空间，而日益老龄化的社会使得实施必要的财政调整变得更为复杂。

在许多受危机影响较小的新兴市场经济体（EMEs）中，情况则有所不同，大宗商品出口收入出现下滑，美元债务偿还成本增加，同时经济增速下滑，金融周期已达波峰。从过去经验来看，新兴市场经济体经济增长放缓和债务到期潮特别是在全球银根收紧的大环境下，会最终导致严重资金紧张问题。包括债务期限延长和汇率风险敞口缩减在内的更好宏观经济管理和更强健金融结构已显著增强经济稳健性，但更高的私人部门债务总额，包括来自本国银行系统和境外资本市场的贷款，可能会抵消稳固债务结构带来的好处。

本章将回顾过去一年经济增长模式的转移，同时评估先前金融繁荣对先进经济体增长的影响，就近期金融繁荣和增长放缓现象对新兴市场经济体金融脆弱性进行测试，并得出结论。

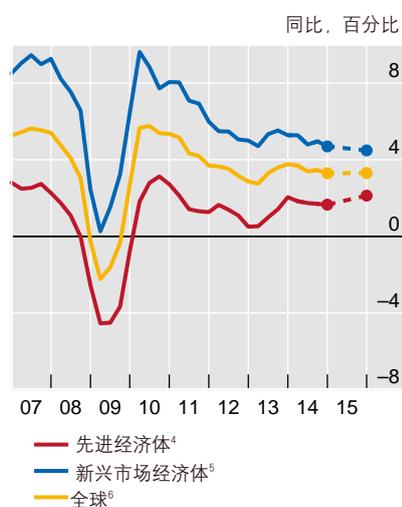
转移中的经济增长模式

在过去的一年里，全球经济增长率达到 3.4%（附表 A1），与 1980 年以来全球长期平均增长率基本持平。但这掩盖了一个现实，即国家间经济增长极发生了重大转移。

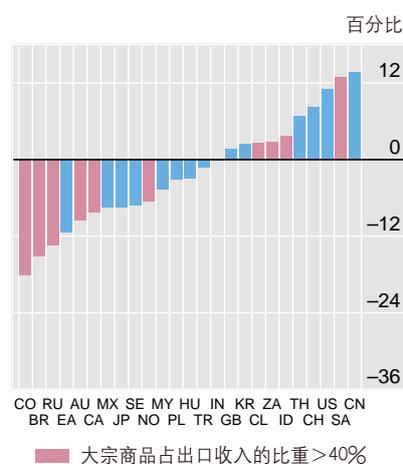
经济体经济持续复苏（图 3.1，左图）。美国和英国经济扩张加速，欧元区回归温和增长，日本经济缓步复苏。2014 年，美国经济同比增长 2.4%，失业率大幅降低。2015 年第一季度产出出现收缩，主要是由于出口疲软。2014 年，欧元区产出增长 0.9%，经济学家预计，2015 年欧元区将加快复苏步伐，西班牙、葡萄牙等国回归增长轨道，意大利经济也将迎头赶上。日本 2014 年 4 月提高消费税率后，国内消费显著下降。其他先进经济体平均增长 2.4%，但国家间增长差异加大。

新兴市场经济体内经济活动进一步下降。2014 年经济增长率下降 0.3%，达到 4.9%，并将在 2015 年延续放缓趋势。各新兴市场经济体间也存在巨大差异。

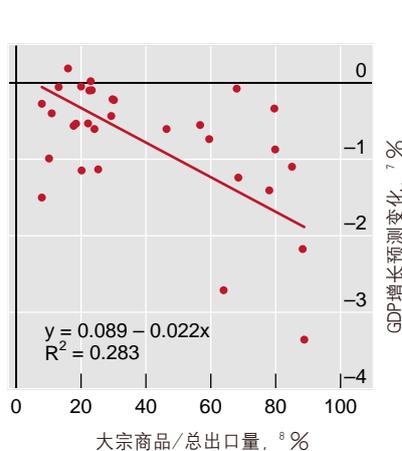
全球产出增长¹



实际有效汇率变化²



大宗商品与GDP增长预测修正间的关系³



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；EA=欧元区；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；NO=挪威；PL=波兰；RU=俄罗斯；SA=沙特阿拉伯；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；US=美国；ZA=南非。

1. 使用购买力平价汇率算出的GDP加权平均值；预测以点状标示。2. 自2014年7月至2015年4月；正值表示升值。3. 脚注4、脚注5中包含除匈牙利、印度、意大利和俄罗斯的所有国家。4. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。5. 阿根廷、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、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。6. 脚注4、脚注5中所有国家。7. 2014年7月至2015年5月关于2015年GDP增长预期的变化。8. 2004年至2013年大宗商品占出口收入比重的平均值。

资料来源：联合国商品贸易统计数据库；市场预测；各国数据；BIS计算。

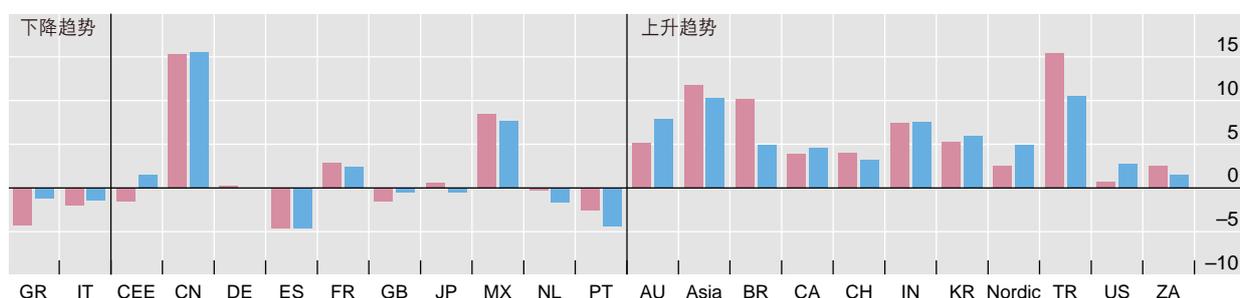
受困于疲软的房地产市场，中国私人消费增长率趋缓。与此相对，印度和韩国出现了经济的加速增长。其他亚洲新兴市场经济体在2014年都出现减速，但预计在2015年将有所恢复。巴西经济在2014年下半年出现萎缩，而其他拉丁美洲经济体表现较为优异。中东欧经济体增长率上浮2%至3.1%。

石油价格暴跌和美元升值自2014年中期以来对全球经济增长产生重要影响。2015年5月下旬，原油按美元计价价格同比下降40%（见第二章）。2014年7月至2015年4月，美元实际贸易加权汇率升值约10%。与此同时，欧元及日元分别相应贬值10%和7.5%（图3.1，中图）。

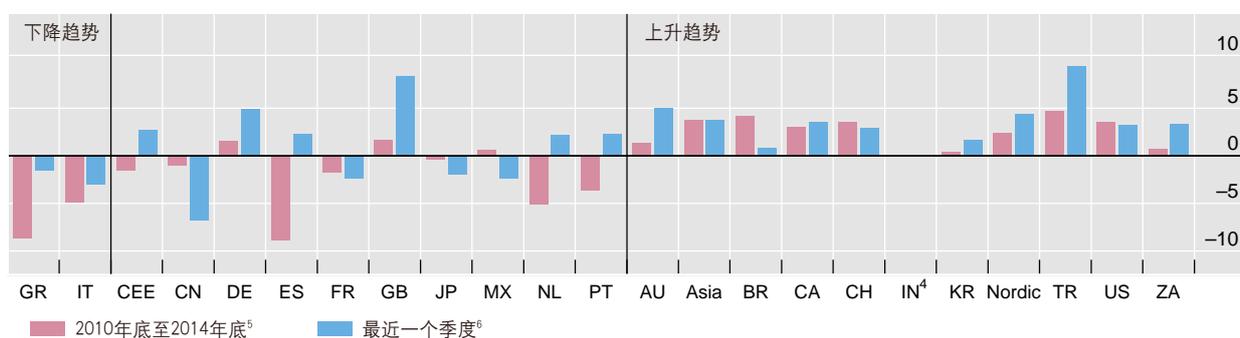
石油价格和美元的大幅价格波动对于宏观经济的影响仍未完全消弭。供给增加导致的低石油价格会通过更低的投入资源成本和更高的实际收入来刺激经济行为。石油价格下降确实提升了发达国家的消费者信心，有助于欧元区近期的消费增加。与之相对的是，汇率变化仅重新分配了增长。受强势美元影响，美国出口增长率自2014年第二季度至2015年第一季度同比下降1%，达到3%。

许多新兴市场经济体已遭受了更猛烈的冲击。大宗商品生产国的经济活动已经走弱。2014年7月至2015年5月，更依靠大宗商品出口的国家，其2015年经济增长率向下调整的幅度也更大（图3.1，右图）。大宗商品低价引发了投资削减，特别是在石油和天然气部门。而且，大宗商品出口国也损失了大笔财政收入。

实际信贷增长²



实际住房价格增长³



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。亚洲=中国香港、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国的简单平均数；中东欧(CEE)=保加利亚、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚和俄罗斯的简单平均数；北欧=芬兰、挪威和瑞典的简单平均数。

1. 如果一个国家的两个指标（实际信贷增长和实际住房价格增长）读数都在零界限之上（之下），则这个国家呈上升（下降）趋势。2. 私人非金融部门信贷总额使用GDP平减指数（瑞典使用消费价格平减）。3. 使用居民消费价格指数平减。4. 无数据。5. 年化平均增长率。6. 同比变化，%。

资料来源：经合组织；Datastream；各国数据；BIS；BIS计算。

此外，大宗商品出口国遭受了实际汇率严重贬值，而货币贬值可促进出口，最终刺激投资出口产业，再平衡经济活动。多数大宗商品进口国货币兑美元也出现贬值。事实上，一些经济体特别是亚洲新兴市场经济体都出现了实际汇率升值，压低了净出口值。

美元的显著升值也增加了偿还美元债务的负担。美国以外的美元信贷近年来大量增加，截至2014年底达到9.5万亿美元（见第五章）。虽然超过半数的美元信贷来自先进经济体的借款人，新兴市场经济体借款人仍借了超过3万亿美元的债务。新兴市场经济体货币错配的重要性将在本章最后一节详细讨论。

经济增长模式的转移影响了处于不同金融周期阶段的各个经济体。¹ 在许多

1. 尽管关于“金融周期”没有形成统一概念，但通常是通过测量一组宽泛的金融变量间的协同运动进行判断。最简单的方法是测量信贷和房地产价格，但也有其他测量方法可提供更多信息。这些金融变量间的相互作用可对宏观经济产生重要影响。例如，正如许多国家在金融危机后面临的一样，银行业危机或一段时间的金融困顿通常都会在金融周期触顶后发生。获取更多信息，详见《国际清算银行第84期年报》第四章。

遭受了国内泡沫破裂的经济体，金融周期重新进入上行轨道。美国的信贷和房地产价格都出现了回暖（图 3.2）。在英国，私人部门信贷持续下滑，但房地产价格出现猛增。希腊、意大利、西班牙等国信贷也在持续下滑，但房地产价格下降步伐放缓，特别是在西班牙，房地产价格止跌反升。

异常宽松的全球货币和金融环境激发了许多受金融危机影响相对较小的小型先进经济体和新兴市场经济体的金融繁荣（见第五章），而其中部分经济体的金融繁荣已有见顶迹象。实际信贷增长在新兴市场经济体，包括许多亚洲新兴市场经济体以及巴西和土耳其其中有所放缓。此外，房地产价格变动预示着在个别经济体中，金融周期将出现反转。这一情况在中国尤其明显，过去一年中，中国的住房价格在扣除物价因素后下降幅度接近 7%（图 3.2，下图）。墨西哥的住房价格也出现下降，巴西的住房价格增长率则显著放缓，而这是金融繁荣接近尾声的征兆。相反，下跌的大宗商品价格并未削弱过去一年信贷和房地产价格增长强劲的澳大利亚、加拿大和挪威等国的金融繁荣。

商业和金融周期的当前格局给先进经济体和新兴市场经济体带来了许多不同的挑战。对于前者，特别是在危机中心的经济体，问题是如何在没有新的信贷繁荣—萧条周期的情况下保证经济的健康长期增长。对于后者而言，关键是如何在经济增长疲弱、金融繁荣的环境中确保金融和经济稳定。

先进经济体经济增长和金融周期

将金融周期与总需求和产量相结合，在一定程度上可以解释近年来许多先进经济体复苏乏力的现象（见《国际清算银行第 84 期年报》）。

金融周期通过偿债负担和资金杠杆直接影响消费。在金融繁荣阶段，资产价格增长可以推高抵押品价值，降低贷款难度（见专栏 3.A）。同时，更多的负债意味着更高的债务偿付负担，尤其是在利率升高的情况下，限制了消费。只要资产价格持续上升，使用杠杆融资的支出便可以抵消该影响，但一旦金融繁荣失去原动力，下跌的资产价格会提高杠杆，使家庭和公司借贷难度加大，拉低了债务偿付负担。而在金融繁荣泡沫破裂后，需要一段时间使支出回归正常。即使利率如 2008–2009 年那样快速下跌，高债务水平仍将使偿债负担维持高位。资产价格被压低导致的信贷约束只能逐步得到释放。事实上，杠杆与偿债负担间的交互作用能很好地解释美国国内支出在金融危机后的演变过程。

总的来看，在金融周期的现阶段，融资约束对企业投资来说居次要地位。反而，近期 BIS 研究表明，多国的模式显示出经济体未来发展方向的高不确定性。² 高债务性融资的并购和收购行为，以及在美国存在的高水平股份回购都体现出企业部门宽松的融资环境。³ 尽管在过去一年内融资约束逐渐放松，一些国家的企业，特别是欧元区内的中小企业，仍较危机前更难获取银行信贷。⁴

2. 见 R Banerjee, J Kearns and M Lombardi, “(Why) Is investment weak?”, BIS《季度评论》, 2015 年 3 月, 67–82 页。

3. 见 A van Rixtel and A Villegas, “Equity issuance and share buybacks”, BIS《季度评论》, 2015 年 5 月, 28–29 页。

4. 见 ECB, “Survey on the access to finance of enterprises in the euro area, October 2014 to March 2015”, 2015 年 6 月。

金融周期在金融危机前后影响了许多经济体的演变。近期的研究进一步阐明了部分深层次动因，强调了两个变量：总杠杆（股票信用与资产价格之比）和偿债负担（利息支出与摊销费用之和与收入之比）。^① 杠杆的影响得到广泛研究，尽管偿债负担对私人部门支出增长有着相当大的负面影响，但其作用并没有受到重视。

信贷、GDP、资产价格和利率间的两组长期关系限定了总杠杆和偿债负担。第一，信贷与GDP之比和实际资产价格间的关系通过间接约束固定总杠杆：长期来看，更高实际资产价格可支撑更高的信贷与GDP之比。第二，信贷与GDP之比和利率间也存在长期关联。假设收入相同，更低利率可维持更高债务水平，从而界定了偿债负担的可持续水平。

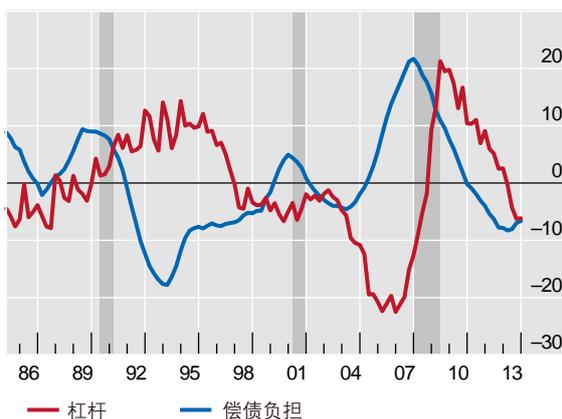
杠杆和偿债负担长期固定值的偏离深刻影响了产出。美国在金融危机前后的情况可作为例证。21世纪初，美国资产价格较高，而利率对比未偿还债务水平则偏低，从而鼓励家庭和企业借更多钱。资产价格增幅高于信贷增幅，使总杠杆低于长期价值（图3.A，左图），为更多贷款提供充足空间，刺激了支出增长。但偿债负担加重减少了可支配收入，逐步抵消了信贷扩张带来的积极作用。这也就解释了为什么21世纪前十年中期产出增长率仍处于平均水平，而无视信贷规模的大幅扩张。当金融繁荣后劲不足，资产价格开始回落时，总杠杆强劲增长，限制了私人部门的借款能力，进一步限制了消费，从而导致严重经济衰退。美国对此采取了降低利率的货币政策，降低了偿债支出，缓解了其对需求的束缚。

关于杠杆和偿债负担与长期价值偏离的简单模型与美国在大衰退后的经济行为演化相契合。^②

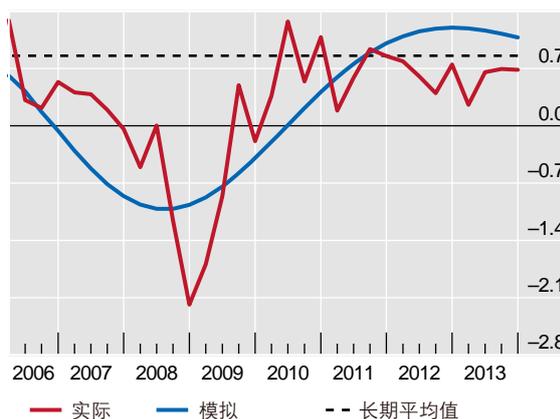
杠杆和偿债负担是促进支出的重要驱动力

图3.A

杠杆和偿债负担与长期平均值的偏离¹



美国实际支出增长率和模拟支出增长率²



据美国国家经济研究局解释，阴影区域代表衰退阶段。

1. 杠杆：信贷与资产价格比率与长期价值的偏离值，使用信贷与GDP比重与实际资产价格长期关系的偏离值进行测算。偿债负担：债务支出与收入比率与长期价值的偏离值，使用信贷与GDP比重与名义贷款利率长期关系的偏离值进行测算。2. 模拟过程使用1985年第一季度至2004年第四季度数据，通过协整向量自回归模型进行模拟。模拟样本同时为长期平均支出增长率提供基准点。模拟过程从2005年第四季度的杠杆条件和偿债负担条件开始测算，并假设其他变量初始为平均值，并在不添加额外条件的前提下绘制出回归均衡点的调整轨迹。

资料来源：M Juselius and M Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", BIS《工作论文》, No.501, May 2015。

尽管该模型仅更新至2005年数据，“样本外预测”结果显示支出增长率将在2009年底降至每季度-1%，与大衰退时期实际情况相近。模型同时还预测了经济的衰退和回复，私人部门支出增长率将在2012年初回归历史正常水平，同样与实际情况相差无几（图3.A，右图）。

① M Juselius and M Drehmann, “Leverage dynamics and the real burden of debt”, BIS *Working Papers*, No. 501, May 2015. 长期关系使用协整向量自回归模型进行估算，采用了美国1985–2013年数据，包括信贷与GDP之比、平均股票信用贷款利率、实际住房价格、实际商品房价格和实际证券价格等数据。杠杆和偿债负担对经济的影响使用扩展向量自回归系统进行估算，涵盖了信贷增长率、私人部门支出、其他支出、资产价格和平均股票信用贷款利率等指标。②值得一提的是，模型考虑到了当时美国执行的货币政策造成的影响，并通过数据支持。

信贷繁荣造成的资源错配扼杀生产率提高

从根本来讲，早前的金融繁荣对生产率提高的破坏性打击依旧影响着经济的长期发展。金融繁荣通常伴随有显著的资源错配，特别是劳动力会转移到低生产率增长预期的泡沫部门。初步估算显示，美国2004–2007年的信贷泡沫中，与1994–2004年信贷总额占GDP比的增长率情况相比，资源错配造成其年劳动生产率少增长约0.2%，意大利约0.4%，西班牙约0.7%，而爱尔兰则高达1%（图3.3，左图）。

在信贷泡沫破裂后，资源错配造成的不利影响在接下来的几年更为突出。据估算，若使危机前信贷额占GDP的比重增长率为1994–2004年平均水平，2008–2013年爱尔兰劳动生产率可多增长约1.8%，西班牙多增长约1.2%，法国多增长约0.5%，美国多增长约0.4%。因此，信贷繁荣加重了先进经济体生产率增长的下降趋势（图3.3，右图）。因此，信贷繁荣的崩溃带来的辐射加剧了生产率的下降趋势（见《国际清算银行第84期年报》）。同样地，近几年的生产率低增长也不一定是永久性的。⁵

高公共债务拖累经济增长，老龄化使情况变得更糟

在多数先进经济体中，拖累经济长期增长的另一原因是其公共债务水平。⁶ 在危机前已较高的情况下，先进经济体债务水平在2007年后急速膨胀，预计2015年底前，公共债务占GDP比重将达到120%，远高于危机前75%的水平（附表A3）。在一些国家如日本（234%）、希腊（180%）和意大利（149%）则更高。多数国家已针对改善财政状况采取措施，预计2015年财政余额占GDP比重将较2012–2014年水平提升约1.6%，但这仍不足以使公共债务维持在长期可持续的水

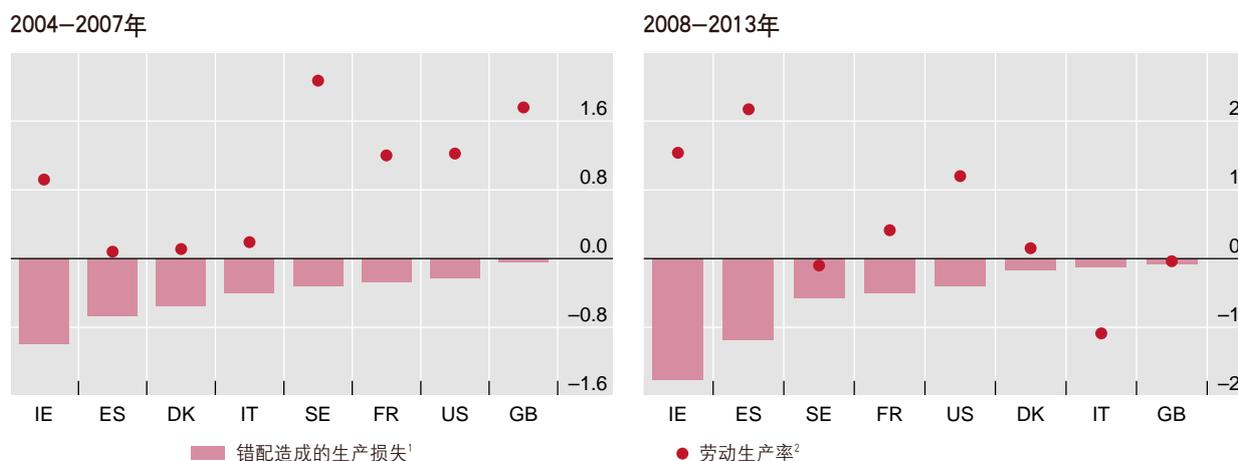
5. 关于近年来先进经济体低增长可能解释的讨论，见 C Teulings and R Baldwin (eds), *Secular stagnation: facts, causes, and cures*, a VoxEU.org eBook, CEPR Press, 2014, 以及文中的引用。

6. S Cecchetti, M Mohanty and F Zampolli, “The real effects of debt”, in Federal Reserve Board of Kansas City, *Economic Symposium 2011: achieving maximum long-run growth*, 2011, pp. 45–96.

信用繁荣导致的资源错配拖累生产率增长

年化平均增长率

图3.3



DK=丹麦；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；IE=爱尔兰；IT=意大利；SE=瑞典；US=美国。

1. 对比1994-2004年各国平均劳动生产率水平，2004-2007年信贷繁荣对年劳动生产率增长造成的损失；以百分比计算。2. 以百分比计算。

资料来源：EU, KLEMS；经合组织，STAN；GGDC10-sector数据库；BIS计算。

平上。

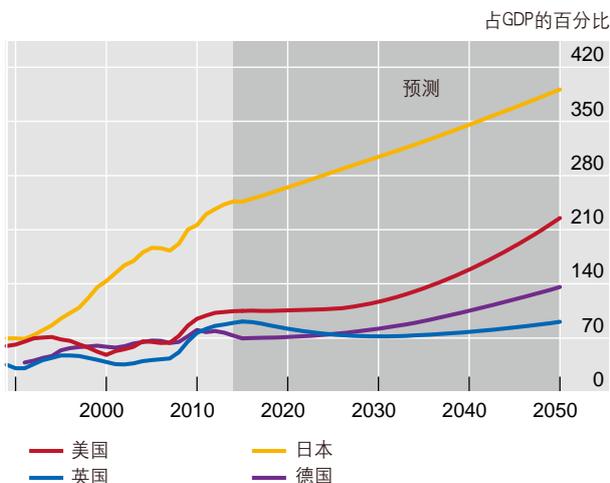
而高公共债务压力与人口压力相叠加，限制了政府财政调控的能力。图3.4(左图)通过使用人口预测数据，推出未来养老保障支出负担，并模拟了债务与GDP之比的发展趋势。⁷ 养老保障支出最终将推动债务水平向上发展，模拟显示，德国和英国的债务水平一开始会有所下降，美国维持不变，但最终养老保障支出会改变该趋势，即使在现有的极低的实际利率下，这些国家的债务水平长期来看仍会不断上涨。在日本，尽管与老龄化相关支出预期将适度增加，债务与GDP比率将继续上升。而偿债负担将通过收税转嫁至私人投资和劳动力市场，造成更低的投资、经济增长率和税收收入。

老龄化不仅仅是先进经济体面临的问题，在更多的新兴市场经济体中，人口老龄化也将给经济增长和公共债务带来沉重压力。1990-2014年，快速增长的劳动适龄人口贡献了美国和欧盟约三分之一的GDP增长，而在拉丁美洲，这一比例则高得多(图3.4，右图)。相反，2014-2040年，预计人口下降将每年拉低日本GDP增长率约1个百分点，拉低欧盟、欧洲新兴国家和中国GDP增长率各约0.5个百分点。

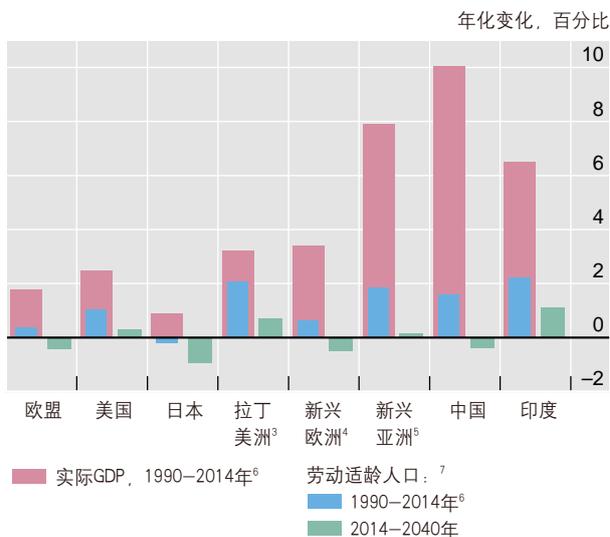
如何在面临人口老龄化问题时维持经济可持续发展是摆在决策者面前的难题。有多种方法可缓解老龄化导致的劳动人口萎缩问题，如提高老年人口和妇女的劳动参与率等。鉴于目前劳动对于体力要求更少，可适当延长工作年限。此外直接针对生产率下降趋势进行结构化改革，放松管制并提供更优质教育，也可以

7. 该模拟基于对2015年债务水平的现有预测，并假设该年度基础财政收支与上年官方预测相一致。关于之后的年份，假设基础财政支出减去养老相关支出后占GDP的比重维持不变。

政府总债务预测¹



劳动适龄人口对GDP增长的贡献²



1. 名义债务估值，加上与老龄化相关的额外支出。2016–2050年借贷成本的有效利率假设维持2015年水平。2. 2014年GDP和PPP加权平均值。
 3. 阿根廷，巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥和秘鲁。4. 新兴欧洲：波黑，保加利亚，克罗地亚，捷克，爱沙尼亚，匈牙利，拉脱维亚，立陶宛，马其顿，波兰，罗马尼亚，俄罗斯，塞尔维亚，斯洛伐克，斯洛文尼亚，土耳其和乌克兰。5. 新兴亚洲：孟加拉国，中国，中国香港，印度，印度尼西亚，韩国，马来西亚，缅甸，巴基斯坦，菲律宾，新加坡，泰国和越南。6. 新兴欧洲为1995–2014年数据(塞尔维亚为1997–2014年数据)。7. 20~64岁。
 资料来源：欧盟委员会；IMF；日本内阁办公室；经合组织；英国预算责任办公室；联合国；美国国会预算办公室；BIS计算。

提高劳动人口素质,最终提升生产率。(见《国际清算银行第83期年报》第三章)。

新兴市场经济体有多稳健?

表面上来看，当前的信贷繁荣、下调的经济增长预期和收紧的美元融资条件与以往发生在新兴市场经济体的严重融资压力情况相似。但是，对于潜在脆弱性的合理评估还需要考虑近些年在新兴市场经济体发生并提升了其稳健程度的重要改变。

尽管过去新兴市场经济体中发生的金融危机起因各不相同，但具有一些共同点。⁸ 第一，它们都遵循了投资者的乐观情绪在外部条件变化后迅速转阴的过程，暴露出这些经济体基本增长模式中的弱点。第二，先进经济体中宽松的融资环境和不足的汇率灵活性造成过度宽松的国内货币和融资环境，以及实际汇率的升值。第三，令人失望的经济增长表现和脆弱的债务结构将原本的周期性经济减速催生一场金融危机，造成严重的经济和社会损失。汇率因此承受巨大波动压力。在

8. C Borio and P Lowe, “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review*, December 2012, pp.43–54; P-O Gourinchas and M Obstfeld, “Stories of the twentieth century for the twenty-first”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, January 2012, pp.226–65.

本国货币价值被低估时，较高的外币债务水平会加大贷款人偿债成本，同时，较短的债务期限迫使新兴市场经济体国家进行大规模且仓促的调整，以满足债务偿付义务。对私营和政府部门偿债能力的质疑使资本市场和经济行为濒临瘫痪。最后，危机引发的严重后果会迅速蔓延至其他新兴市场经济体。

目前情况与前几次危机相比如何？下文将详细探讨新兴市场经济体的实体经济发展成果及其金融脆弱性。

令人失望的风险

新兴市场经济体经历了有史以来最长的高速发展时期，自 2002 年起，总产出以年均超过 6% 的速度增长（图 3.5，左图）。中国则高达 10%，在剔除中国后，亚洲年均增长率约为 6%，拉丁美洲和中东欧为 3.5%。除了少数中东欧国家外，经济危机仅短暂打断了新兴市场经济体快速发展的进程。增长率在 2009 年降至 3%，随后在 2010 年反弹至 10%。在这之后，增长率逐步下滑，而各国间差异巨大。

此前极高的增长率出现调整可能是无法避免的，但是经济增长减速将使外界在至少三个方面对新兴市场经济体长期经济实力产生担忧。一是大宗商品价格高企或强劲资本流入可能会导致对生产可能性边界估计的过度乐观；二是金融繁荣造成的资源错配可能会拖累生产效率；三是信贷泡沫造成的沉重偿付债务负担为中期经济增长带来下行压力。

令人失望的经济增长是 1982 年拉丁美洲债务危机和 1997–1998 年亚洲金融危机爆发的关键。这两次危机都表现在一轮强劲增长势头后，经济增长比预料中更早触及瓶颈。在墨西哥和智利，以及其他多数拉丁美洲国家，经济增长严重依

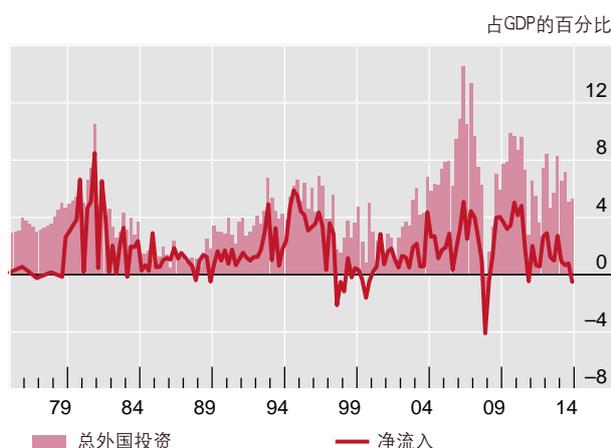
新兴市场经济体GDP、信贷和资本流入¹

图3.5

GDP增长率和信贷总量增长率



境外资本流入



1. 合计数为根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括阿根廷、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、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。2. 私人非金融部门信贷总额使用GDP平减指数。

资料来源：IMF《国际收支统计》，《国际金融统计》和《世界经济展望》；Datastream；国际金融协会；各国数据；BIS计算。

赖大宗商品生产并出口，而在 20 世纪 80 年代贸易量大幅下滑以及利率飙升的情况下，其经济便失去动力，而在亚洲，经济增长依靠工业制成品出口和房地产推动。在某种程度上，在贸易条件恶化暴露出多数投资的低盈利水平时，经济便会停滞不前。

如现在正发生的那样，受到大量资本流入和境内外宽松货币政策的带动，新兴市场经济体同时出现了经济快速发展和金融繁荣（见第五章）。过去 10 年是近百年内外商投资总额与接受国 GDP 之比最高的一段时期，较 1982 年债务危机和亚洲金融危机时期水平以来的更高。而外资涌入推动了本国的信贷繁荣和资产价格泡沫。自 2004 年起，实际信贷总量年均增长约 12%，而房地产价格增长了约 40%。

升高的大宗商品价格和本国金融繁荣无疑刺激了新兴市场经济体的产出，但将这一现象视做永续现象是不明智的。在先进经济体特别是美国出现的高利率会迅速蔓延至新兴市场经济体，并降低投资者获利意愿，造成该国融资环境收紧。而石油价格崩盘已经为我们展现了大宗商品市场环境转变的速度能有多快。

关于实际产出与潜在产出间缺口（即产出缺口）的测算，在对更高大宗商品价格和资金流的周期性影响进行校正后，证实了上述的观点。传统测算方法可能将巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁等国自 2010 年起的潜在产出平均多估了 2% 左右（图 3.6，左图）。

过去 10 ~ 15 年的金融繁荣从中期来看，也将拖累经济增长。历史上，新兴市场经济体出现的信贷繁荣和实际汇率升值在时间线上与资源重心由可贸易部门向不可贸易部门的转移相吻合。例如，20 世纪 70 年代末，墨西哥和智利的非商品可贸易部门增长率仅为 GDP 增长率的一半。在商品繁荣期结束后，非商品可贸易部门由于过于薄弱，并不能吸收萎缩部门剩余的资源。由此造成的资源错配会严重削弱生产力增长，并需通过痛苦的转型加以抵消。

实际贸易加权汇率在近期也有明显增长（图 3.6，右图），但在不同国家间差异显著。自 2009 年初至 2013 年中，新兴市场经济体实际有效汇率中值与历史均值比达到三十年来顶峰。但随后降至接近长期均值水平。目前仍不清楚这究竟表明汇率修正已完成还是汇率进一步调整的征兆。

金融脆弱性

若没有各融资渠道带来的放大作用，20 世纪 80 年代的拉丁美洲新兴经济体或 20 世纪 90 年代的亚洲新兴经济体也不会陷入严重的危机之中。超高的债务和脆弱的金融结构使其在面对内外部冲击时脆弱不堪。当经济放缓、全球金融环境收紧时，这些国家国内银行业将暴露其脆弱性，更难对现有债务进行再融资。

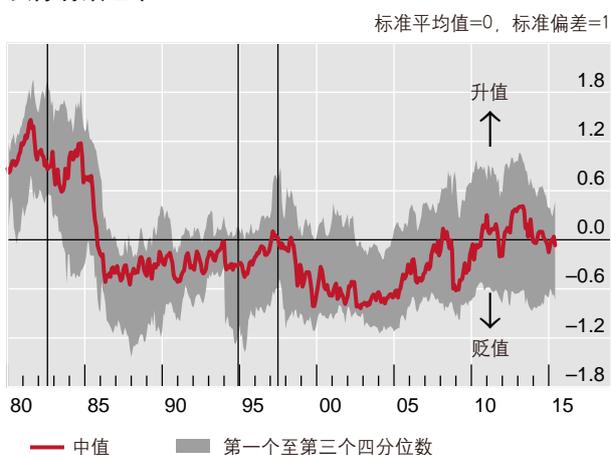
债务的短期化和外币化加剧了问题。当这些经济体货币贬值时，飙升的债务负担对私人 and 政府部门履行债务的能力发出挑战，以外币偿还境外贷款人的迫切需要引发了国际收支危机。此外，外部融资环境收紧和汇率暴跌导致的国内信贷紧缩也影响了不存在任何货币错配的部门。

如今，高债务已加剧了新兴市场经济体的脆弱程度。政府部门和非金融私人部门的债务总量与 GDP 之比较 1997 年亚洲金融风暴时水平高出 50%（图 3.7，左图）。政府债与 GDP 之比自 1990 年中期起持续在 45% 上下波动，而非金融私人

调整商品价格和资本流动后的产出缺口¹



实际有效汇率²



右图中的黑色垂直线表示危机的开始：1982年8月（墨西哥债务危机）、1994年12月（墨西哥比索危机）和1997年7月（泰国泰铢危机）。
 1. 合计数为根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。秘鲁数据更新至2013年第四季度。2. 国家（地区）样本包括阿根廷、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、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。3. 根据C Borio, P Disyatat和M Juselius的方法计算，“A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output”，*BIS Working Papers*, No.442, 2014年2月。产出缺口动态方程式受到净流入和国家特定商品价格影响。
 资料来源：IMF《国际收支统计》，《国际金融统计》和《世界经济展望》；联合国商品贸易统计数据库；Datastream；各国数据；BIS计算。

部门信贷额与GDP之比从1997年的60%增至2014年的约120%。而新兴市场经济体银行跨境融资业务在这场泡沫中作用有限，与GDP之比从亚洲金融危机前的9%降至2014年的约5%。

有关银行业压力的前期预警指标预示了强劲信贷增长带来的风险（附表A4）。在不同类型的经济体如巴西、中国、印度尼西亚、新加坡和泰国，信贷缺口即私人部门信贷与其长期变动趋势偏离值远高于GDP的10%。在过去，在所有高于10%出现后的三年内，三分之二的情况都出现了严重的银行业恶化。⁹ 诚然，除去信贷快速增长因素，低利率在多数经济体仍能保持偿债比率维持在长期均线上。巴西、中国和土耳其的家庭和企业较先前大幅增加债务偿还支出。但是一般而言，加息会推高其他经济体，特别是亚洲经济体的偿债比率。

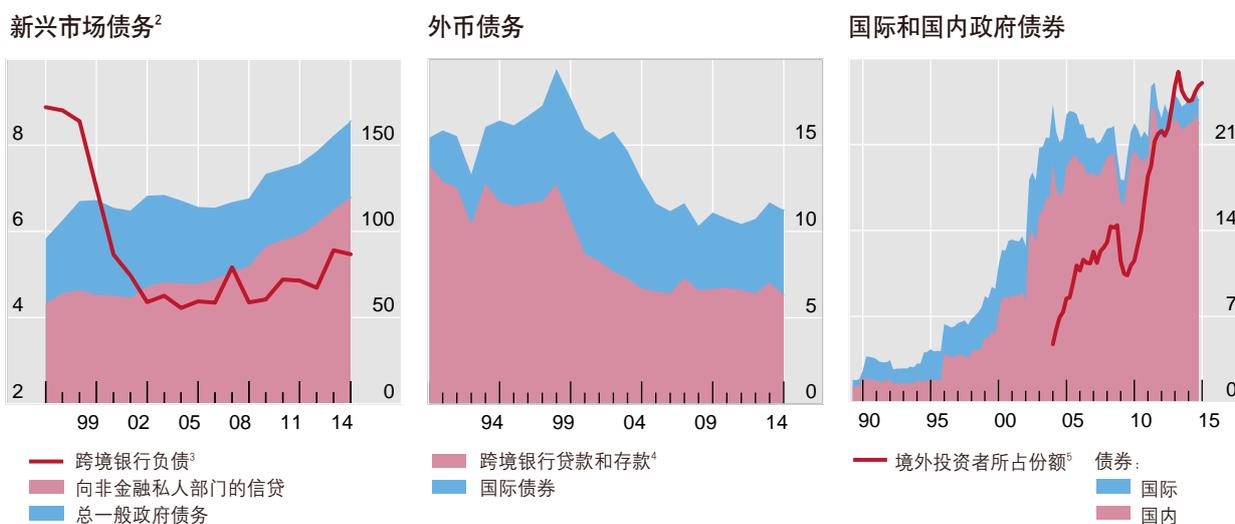
与此相对的是，外币债务带来的风险看上去稍低。平均而言，外币跨境银行借款和国际债券与GDP之比较1997年有所下降（图3.7，中图），这是由于跨境银行贷款与GDP之比从先前的10%以上下降至2014年的约6%。在剔除中国数

9. M Drehmann, C Borio and K Tsatsaronis, “Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates”, *International Journal of Central Banking*, Vol 7, No.4, December 2011, pp.189–240.

新兴市场债务¹

债务存量按所在地分，占GDP的百分比

图3.7



1. 合计数是根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括阿根廷、巴西、智利、中国、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、沙特阿拉伯、南非、泰国和土耳其。2. 脚注1中的国家，但不包括匈牙利、沙特阿拉伯和土耳其。3. 跨境银行存贷款，加上银行发行的国际债务证券。4. 按所在地分，所有银行和非银行部门跨境银行存贷款（以欧元、日元、瑞士法郎、英镑和美元计价），1995年第四季度前使用跨境银行债权数据。5. 脚注1中所列国家（剔除阿根廷、智利、中国、菲律宾和沙特阿拉伯）本地国债市场中境外投资者所占份额的简单平均数。

资料来源：IMF，《国际收支统计》，《国际金融统计》和《世界经济展望》www.carmenreinhardt.com/data；Datastream；国际金融协会；各国数据；BIS区域银行业统计（按所在地分）和债务证券数据（按所在地分）；BIS估算。

据后，外币债务与GDP之比目前约为14%，而1997年则接近20%。

同样，政府债务结构也不再那么脆弱。政府在本地市场增发债券（图3.7，右图），使国际债券份额从1997年的约40%下降至2014年的约8%。

即便如此，这也并不能将各经济体隔绝于外部影响。例如，新兴市场经济体内本币长期利率倾向于与主要储备货币走势相近（第五章，专栏5.C）。事实上，新兴市场经济体中境外投资者持有的本国国债比例从2005年的9%左右飙升至25%左右，在墨西哥、印度尼西亚、波兰和秘鲁则超过35%。而投资组合的大规模重新配置可能会导致资产价格的大幅波动。

此外，在新兴市场经济体外币债务总体下降的背景下，一些经济体仍存在由公司借贷带来的货币错配风险。以债务证券和跨境银行借贷形式存在的外币债务在匈牙利、智利和土耳其达到GDP的30%，其中约1/4~1/3归属于银行（图3.8，左图）。目前仍不清楚这多大程度上影响着货币错配，因为与金融性对冲相关数据并不统一。新兴市场经济体许多发行外币债务证券的公司都从事可贸易商品的生产（图3.8，右图），其以外币计价的营业收入可对外币负债提供自然对冲。

但是自然对冲在出口或大宗商品收入下降、结算货币强势的时候并不十分有效，而金融对冲在汇率出现大幅波动时也可能十分脆弱。例如，许多新兴市场经济体企业在2008年雷曼兄弟公司破产后蒙受重大汇兑损失，部分由于金融对冲的

总生产率的增长本质上可以反映两个宽泛因素：一是也是最明显的科技进步，以及不同行业更多更好的人力物力资源；二是资本和人力资源从表现糟糕的部门转移至表现良好的部门。本专栏提供证据证明信贷繁荣有削弱上述第二个动因的倾向。在信贷增长强劲的时期，劳动力加速流入生产增益在未来较低的部门（特别是信用密集型但长期生产率低的部门）。这阻碍了生产率增长，即使在信贷停止上涨之后，也会降低潜在产出增长。

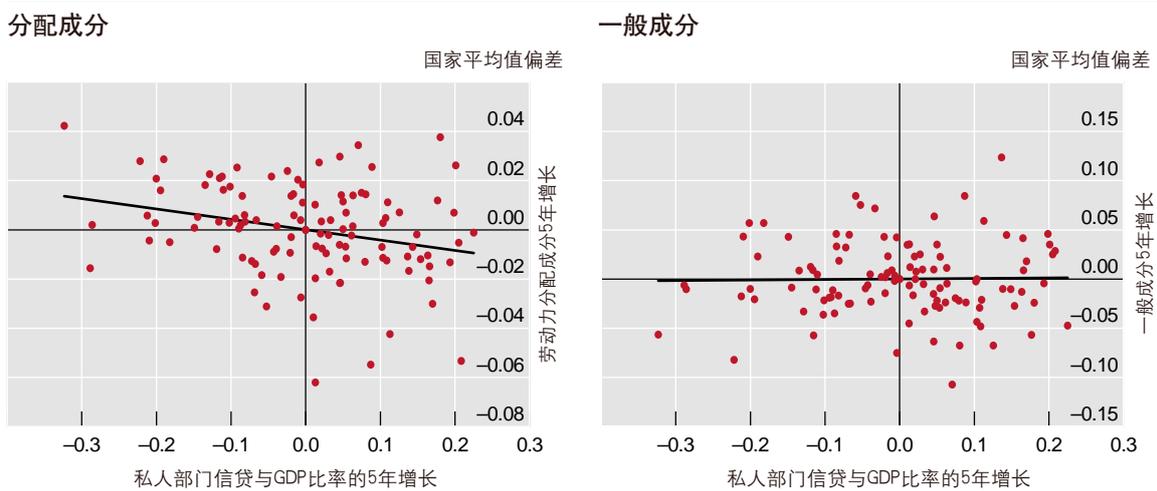
总生产率增长可分解为一般成分和分配成分。一般成分假设部门构成固定即部门间劳动力不流动，用于测量经济的劳动率增长。分配成分测量劳动力在部门间再分配，即劳动力是否流入高生产率增长部门时对生产力增长带来的贡献。在这里，我们考察自1979年以来的六个五年时期，逐个解析共22个经济体。然后分析每个成分是如何关联私人信贷与GDP的比率的。^①

经验表明，由私人信贷大规模扩张引发的金融繁荣，与分配成分下降相契合。这意味着劳动力流入了低生产率增长部门（图3.B.1，左图），与之相反，一般成分看上去与私人信贷规模并无关联（图3.B.1，右图）。信贷扩张可以通过提高需求和投资刺激产出增长，却无法提升生产力。为更好理解其经济重要性，以美国经验为例，2004年至2007年，劳动生产力每年增长1.2%，但劳动力再分配拖累了增长率约0.3个百分点。在同一时期，私人信贷与GDP之比每年增长4.5%。若信贷与GDP之比每年仅增长1.5%，则将不再拖累生产率增长。

劳动力再分配也可以影响到总生产率的后续变化，特别是在金融危机之后。为证明这一观点，我们将目光聚焦在GDP与劳动人口之比的转折点上，探寻到达转折点后总生产力增长路径是否取决于劳动力再分配。我们得出两个结论，一是劳动力再分配至高生产增益部门对总生产率有正面贡献（图

信贷繁荣导致劳动力错配¹

图3.B.1



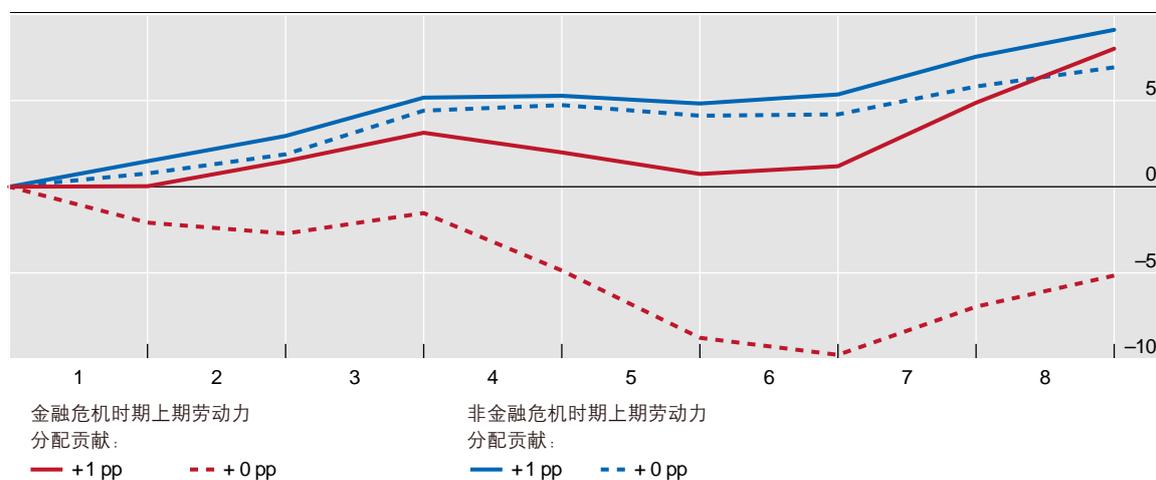
1. 左图绘制了私人信贷与GDP之比增长率和劳动生产力增长率的分配部分，两个变量都采用与国家或阶段平均值的偏离值。右图绘制了私人信贷与GDP之比增长率和劳动生产增长率的一般部分，两个变量都采用与国家或阶段平均值的偏离值。样本涵盖22个经济体（澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、韩国、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国）以及六个五年期（1979—1984年；1984—1989年；1989—1994年；1994—1999年；1999—2004年；2004—2009年）。

资料来源：BIS计算。

金融危机和劳动力再分配对生产率的影响¹

与峰值的偏离，百分比

图3.B.2



1. 模拟基于劳动生产率与峰值偏离率的本地投影回归模型。独立变量包括峰值前三年生产率增长的分配成分和一般成分。峰值与金融危机叠加（红线）和未叠加（蓝线）效果分颜色显示。实线假设峰值前三年分配成分每年贡献劳动生产率1个百分点，虚线假设分配成分对劳动生产率无贡献。

资料来源：BIS计算。

3.B.2 中的实线 vs 虚线)。二是劳动力再分配在金融危机重创经济之后效力更强（图 3.B.2 中的红色实线 vs 红色虚线），这样劳动力错配显著并长期拖累总生产率增长（5 年后差额约为 10%）。在美国的例子中，我们的估计显示，2004 年至 2007 年的劳动力错配在 2008 年至 2013 年间给美国造成每年约 0.45% 的生产率增长损失。因此，金融繁荣可能受到资源错配和由此引发的金融危机的双重影响，导致生产率增长停滞。

^① C Borio, E Kharroubi, C Upper and F Zampolli, “Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences”, mimeo, 2015.

流行使这些企业易受汇率大幅波动影响。¹⁰

最后，私人借贷从银行向市场的转变存有不明确后果。银行仍是国内借贷的主体，但其在跨境借贷中的份额自金融危机之后大幅下降（图 3.9，左图）。相反，尽管不同国家间存在较大差异，新兴市场经济体的私人部门债务证券存量在 2015 年初增长至约 3%（图 3.9，中图）。此外，非金融企业通过离岸子公司发行了约占 GDP2% 的债务证券（图 3.9，右图）。一方面，这一转变降低了展期风险。一

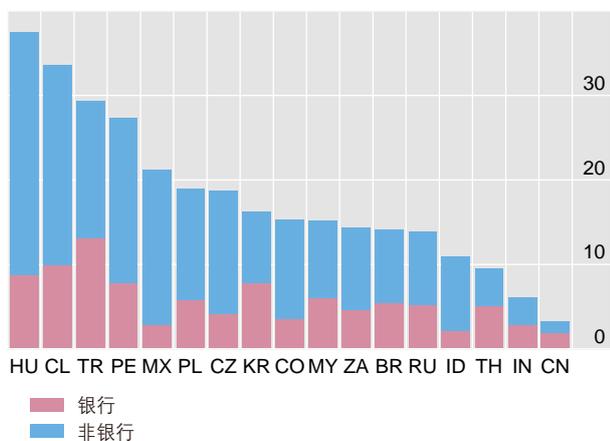
10. M Chui, I Fender and V Sushko, “Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch”, BIS Quarterly Review, September 2014, pp.35–47.

外币债务

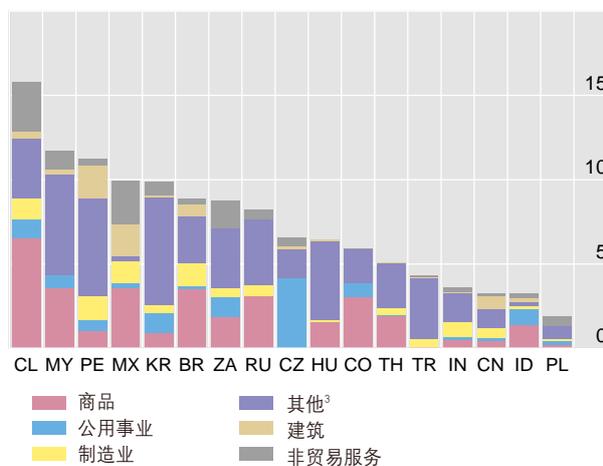
债务存量，占名义GDP的比重

图3.8

银行业 vs 非银行业¹



外币债务证券，按行业划分



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；PL=波兰；RU=俄罗斯；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 截至2014年第四季度，按所在地分跨境银行存贷款（以欧元、日元、瑞士法郎、英镑和美元计价），加上截至2015年3月底的所有外币债务证券。2. 按发行人国籍分，截至2015年3月底。3. 金融、保险、发行和控股公司。

资料来源：IMF，《世界经济展望》；Dealogic；BIS区域银行业统计（按国籍和所在地分）；BIS计算。

年期以内的债务证券占总债务的比例约10%，跨境银行债占60%，短期银行债在中国占比尤高。另一方面，自由投资者行为可能会在受压时放大价格波动。

防范措施

自20世纪90年代后期起，新兴市场经济体努力在巩固多条防御措施，限制金融压力带来的风险，并在风险来临时更有效地进行管理。

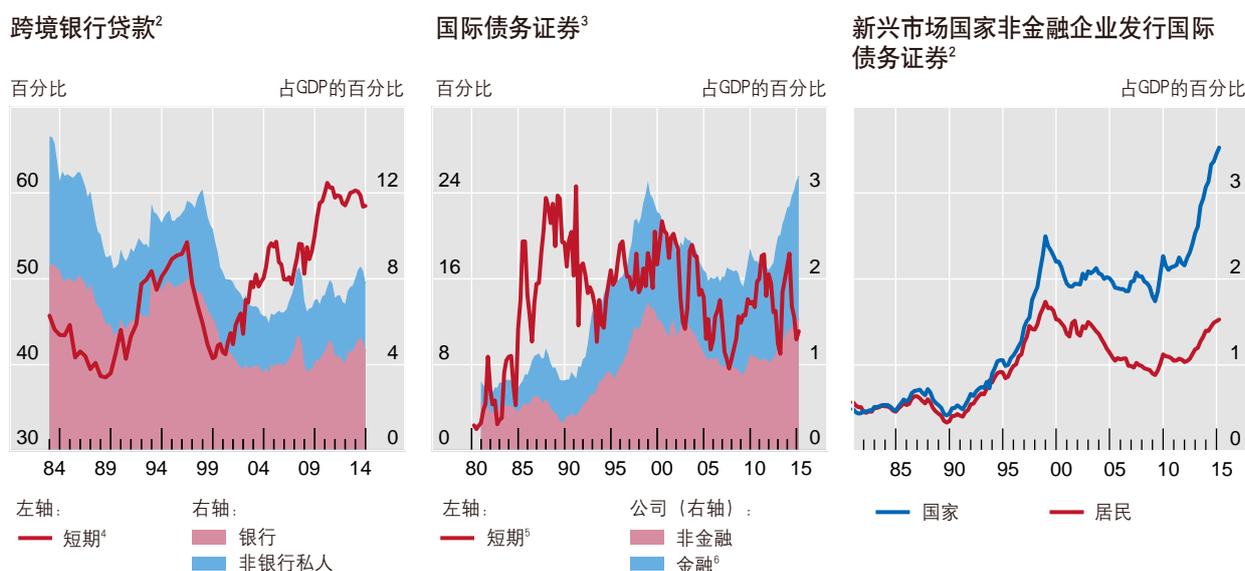
第一条应对外部危机的可行措施是私人部门持有更多海外资产。在新兴市场经济体中，私人部门所持海外资产从20世纪90年代中期的约占GDP30%升至2014年的约45%（图3.10，左图）。但是在遭受压力时，私人部门变现外部资产的可操作性大打折扣。一是资产和负债通常为不同人所持有，二是海外持有资产可能会受到引发压力的相同市场条件的不利影响。

可能最明显的防范措施是已大幅提高的官方外汇储备。尽管近期略有下滑，新兴市场经济体的官方外汇储备与GDP之比从20世纪90年代中期的约10%升至2014年的约30%。确实，各国所持储备水平大相径庭。例如，沙特阿拉伯目前拥有相当于GDP100%的外汇储备；在中国、秘鲁、马来西亚、泰国和匈牙利，这一比例则为30%~45%；智利、墨西哥、印度、土耳其和南非为10%~20%；阿根廷为5%。各国所持储备大致高于短期负债。此外，外汇储备还有央行外汇掉期额度以及其他机构如IMF的灵活信用额度等作为补充。

新兴市场经济体私人部门债务¹

未偿还债务总量

图3.9



1. 合计数是根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括阿根廷、巴西、智利、中国、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、沙特阿拉伯、南非、泰国和土耳其。2. 按所在地分跨境银行存贷款；1995年第四季度前使用跨境银行债权数据。3. 按所在地分。4. 一年期以内短期贷款占全部国际债权份额。5. 一年期以内到期证券占全部金融和非金融企业（剔除中央银行）债务证券的份额。6. 剔除中央银行。

资料来源：IMF《世界经济展望》；BIS合并银行业统计、区域银行业统计和国际债务证券统计；BIS计算。

尽管如此大额的专用资金无疑较先前提提供了更多的保障，如何对这些资金进行更有效的部署仍存疑问。特别是如何将官方储备疏导至合适的方向，为私人部门填补流动性缺口，十分具有挑战性。此外，当局可能会由于不同原因而不愿介入，包括避免过早耗尽储备或是由此设立错误的激励效应。

更为根本的是，通过改善政策框架而提高的宏观经济弹性可提高新兴市场经济体的恢复能力。在货币政策方面，政策框架的重心从固定利率转移至通胀目标可为管理信贷泡沫及其脆弱性提供回旋余地。更灵活的汇率也可提升一个经济体适应经济环境的能力。在过去一年里，一些新兴市场经济体，特别是在拉丁美洲地区，经历了大幅度的汇率贬值，却并未因此引发危机。

即便如此，这些改变仍未使新兴市场经济体完全免疫于外部环境变化。正如在第五章讨论的那样，灵活汇率只部分地防护新兴市场经济体免遭先进经济体货币政策溢出效应的侵扰。近期，巴西和土耳其都在经济活动放缓时期提高了政策利率，证实了由先进经济体货币政策收紧导致的巨量资本外流对于新兴市场经济体国内货币政策的约束效应。

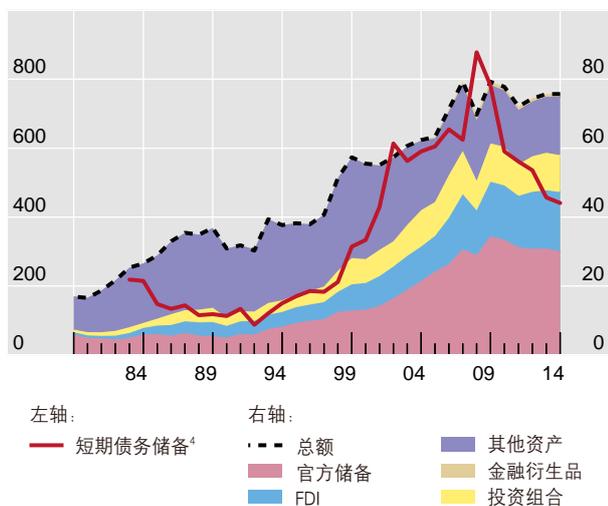
财政政策吸收冲击的能力也很有限。目前各国财政赤字较2007年水平仍有增加（图3.10，右图）。此外，2014年全球平均GDP1.5%水平的财政赤字并不能掩盖各国间的显著差异：巴西和印度的预算赤字超过了GDP的6%。同时，金融

防范措施¹

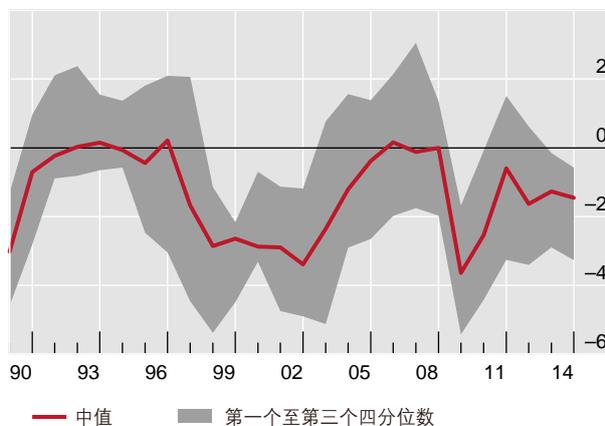
占GDP的百分比

图3.10

国际资产总额²



一般政府收支平衡表³



1. 经济体样本包括阿根廷、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、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。2. 合计数为根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括脚注1中所有国家，2014年数据剔除阿根廷、马来西亚和南非。3. 政府净贷款与GDP之比。4. 官方储备与一年期以上债务之比。债务为所有部门按所在地分国际债务证券总量和与直接对手方交易的国际债权总量之和。

资料来源：IMF，《国际金融统计》和《世界经济展望》；P Lane and G M Milesi-Ferretti 在“The external wealth of nations mark II, revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”中构造的最新版数据集，Journal of International Economics 73, 2007年12月，pp.223–50；BIS合并银行业统计和国际债务证券统计；BIS计算。

繁荣提高了政府账目状况，这反映在对潜在产出和潜在增长率的估计过高上。金融繁荣带来的虚高收入和或有负债将在泡沫破裂时亟待解决。西班牙和爱尔兰等国在金融危机前极具迷惑性的强健财务状况是个很好的例证。

金融传染和实体传染

如今，新兴市场经济体更深地融入了全球经济和金融体系中。因此，任何严重的金融压力都会比从前更大范围上影响着世界。

过去新兴市场发生的金融危机引发了大范围的金融传染。首先，全球投资者从与危机中心国家相类似的国家撤资，例如，1997年的危机阴影首先从泰国传染至印度尼西亚，随后蔓延至马来西亚、菲律宾和韩国。其次，共有贷款方传播金融压力。例如拉丁美洲债务危机是透过对该地区有较大风险敞口的美国银行系统进行传播的。

目前仍不清楚金融结构变化究竟在何种程度上改变了危机传染性。亚洲区域性银行日益增加的作用加重了区域内直接传染的可能性。2007–2014年，亚太地区银行在亚洲新兴国家的国际债权比重从三分之一扩大至约五分之三，而与此同

时在欧洲，这一比例则降至 15%，仅为 2007 年水平的不足一半。

一个关键变化是新兴市场经济体债券基金经理的行为，其重要性日益凸显。从单纯的银行放贷转移至市场融资，到期日更长，加之本国货币债务比重更高，意味着部分借贷风险从债务人转移至债权人。这也证实了资产管理人和资产最终控制人的行为相互联系，都倾向于进行高买低卖操作，从而限制了多样化投资者来源带来的好处（见第六章）。¹¹ 不同投资者行为趋同问题将使决策者更难阻止大规模撤资行为。

更重要的是，金融传染并不一定只局限于新兴市场经济体，正如 1982 年拉丁美洲债务危机严重危害了美国银行系统。如今，来自新兴市场经济体的借款人占到国际清算银行所有报告银行外汇敞口的 20%，占有所有未偿债务债券的 14%。这些敞口上的任何亏损一定会对至少部分债权人造成严重后果。同样，新兴市场经济体占到 MSCI 指数全球市场资本总额的 20%。

此外，传染并不只限于金融渠道。近年来，新兴市场经济体充当了全球经济增长的主要驱动力，以 PPP 计，新兴市场占到全球大约一半的 GDP 总量，而拉丁美洲债务危机和亚洲金融危机前，这一比例仅为四分之一和三分之一，新兴市场经济体对全球经济增长率的贡献从 1980 年的大约一个百分点提升至 2000 年后的约 2 个百分点。而全球贸易在 2008–2009 年暴跌 20% 例证了金融危机是如何影响实体经济活动的。

综合来看，我们有很多理由相信新兴市场经济体比 20 世纪 80 ~ 90 年代更为稳健，金融系统基础设施更为完善，审慎监管更为严格。危机防范，特别是对外汇储备增长风险防范更为严密。本币债券市场发展降低了政府对外币债务的过度依赖。

但仍有值得警惕的方面。信贷规模增长过快，甚至超出严重银行业危机预警线。而稳固的宏观经济表现可能并未使新兴市场经济体免于外部冲击的影响。外币债务水平与 GDP 相比并不高，但集中于企业部门，货币错配变得难以估量。如何调用储备，更有效地支持本国货币或消除个别部门的流动性紧张，具有挑战性。最后，银行融资转向外国资产管理公司以一种没有得到很好理解的方式改变了市场情况。

11. K Miyajima and I Shim, “Asset managers in emerging market economies”, *BIS Quarterly Review*, December 2014, pp.19–34.

第四章 又一年的宽松货币政策

货币政策在过去的一年是继续非常宽松的。许多国家当局进一步放宽政策或推迟了紧缩政策。中央银行的资产负债表规模保持在空前高的水平；有些国家的中央银行资产负债表因超低利率环境与大量购买国内外资产而变得越发庞大。

主要先进经济体的货币政策存在差异，相对于欧元区和日本，美国经济增长力度更大。但石油和其他商品价格的急剧下降，以及工资增长的持续疲软，加剧了人们对通胀率持续低于目标值的关注，甚至担心会带来通货紧缩。

主要先进经济体的不同周期位置和相关的汇率变动使其他先进经济体以及新兴市场经济体的政策选择更为复杂。通货膨胀的结果是相当不同的：许多中央银行正努力抵御低通胀，而一小部分中央银行却面临相反的问题。通胀偏离预期水平和驱动价格变化的问题强化了通胀过程的不确定性。某些经济体的货币对欧元和日元强劲升值，加剧了非通货膨胀的压力。在一些情况下，将政策利率降低至负的水平进一步影响了金融稳定。政策利率的下限及金融稳定的考虑，限制了进一步宽松的范围。

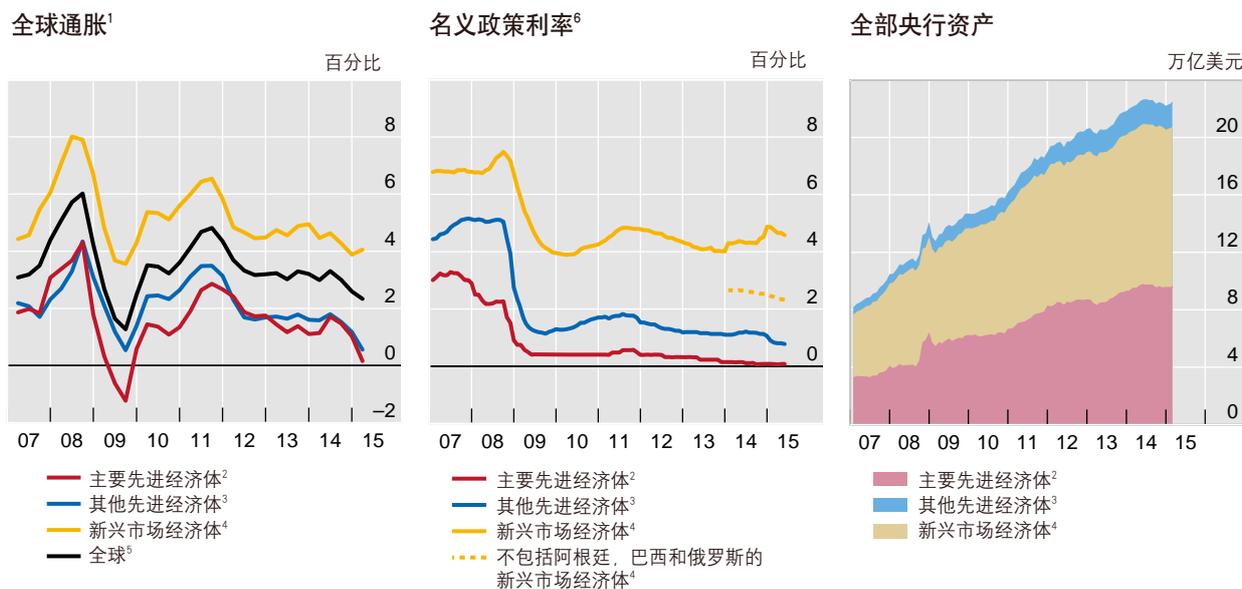
又一年异常扩张性货币政策引发了一个问题：现有的政策框架是否适合其预期目的。处于历史高位的债务水平和金融失衡的迹象凸显了价格稳定和金融稳定之间的紧张关系。在不同的货币政策的背景下，竞争性的宽松风险不可低估（见第五章）。

本章首先回顾了过去一年的货币政策的发展情况。然后评估对于通胀过程的已知和未知事项，并探讨了货币政策框架在何种程度上可以调整为更为系统性的金融稳定因素。

最近货币政策的发展

近一年，大多数经济体的货币政策仍然异常宽松。石油价格的急剧下降，一些商品的价格下跌，推低了通货膨胀（图 4.1，左图）。较低的通货膨胀和经济活动放慢导致多数中央银行降低政策利率（图 4.1，中图）。以本币计的中央银行资产负债总规模继续扩张，如以美元计也创下了历史新高，尽管美元一直在升值中（图 4.1，右图）。一小部分新兴市场经济体提高了利率，一些经济体提高利率是为了抵御货币贬值压力。

2015 年主要先进经济体的政策轨迹的分歧是一个突出主题。美联储保留其政策利率在 0 ~ 0.25%（图 4.2，左图），10 月结束了为期两年的资产购买计划（图 4.2，中图）。美联储决定结束购买约 1.6 万亿美元的政府债券和抵押贷款支持证券，



1. 消费者价格通胀。根据滚动GDP和PPP交换率计算的总计；同比。2. 欧元区，日本和美国。3. 澳大利亚，加拿大，丹麦，新西兰，挪威，瑞典，瑞士和英国。4. 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。5. 列示在脚注2、脚注3和脚注4中的国家和地区。6. 政策利率或其最近替代品；算术平均。
资料来源：国际货币基金组织，《国际金融数据和世界经济展望》；CEIC；Datastream；各国数据；BIS计算。

表明其对劳动力市场和经济前景有更好的预期。美联储还表示，在2015年底之前，它可能开始提高其政策利率。

相比之下，欧央行放宽了政策，进一步回应长期低通胀风险的担忧，包括长期通胀预期的下降。2014年9月，欧央行将存款工具利率进一步降低到零以下(-0.2%)。2015年初，推出了大规模资产购买计划，旨在平均每月购买60亿欧元的公共和私营部门证券。该计划预计至少持续到2016年9月末，直到实现欧央行的通胀目标，即中期通胀率虽低于但接近2%。

日本央行也在大幅扩大其资产购买计划，因为实现其2%通胀目标具有挑战性。定性定量宽松计划下，其基础货币扩张的年度目标(QQE)是增加10万亿~20万亿日元，直至达到80万亿日元。它也将转向购买期限较长的债券来压缩债券收益。其结果是，其资产负债表在2015年初增长至GDP的约65%，而2013年4月该计划开始时这一比例仅为35%。

主要先进经济体的货币宽松程度可以从非常低的短期和长期通货膨胀率调整后的利率中得以体现。以核心通胀率(不包括食品和能源的核心消费者价格通胀率)计算的实际政策利率仍远低于零(图4.2,右图)。许多经济体的长期国债收益率也低于通胀率。政策利率的远期曲线表明，市场预期这种极度不寻常的环境仍将持续相当长一段时间。

非主要先进经济体的中央银行在制定其政策时不得不考虑这些非常宽松且不同的因素。政策间的差异导致汇率急剧变化。与此同时，大宗商品价格的下降，



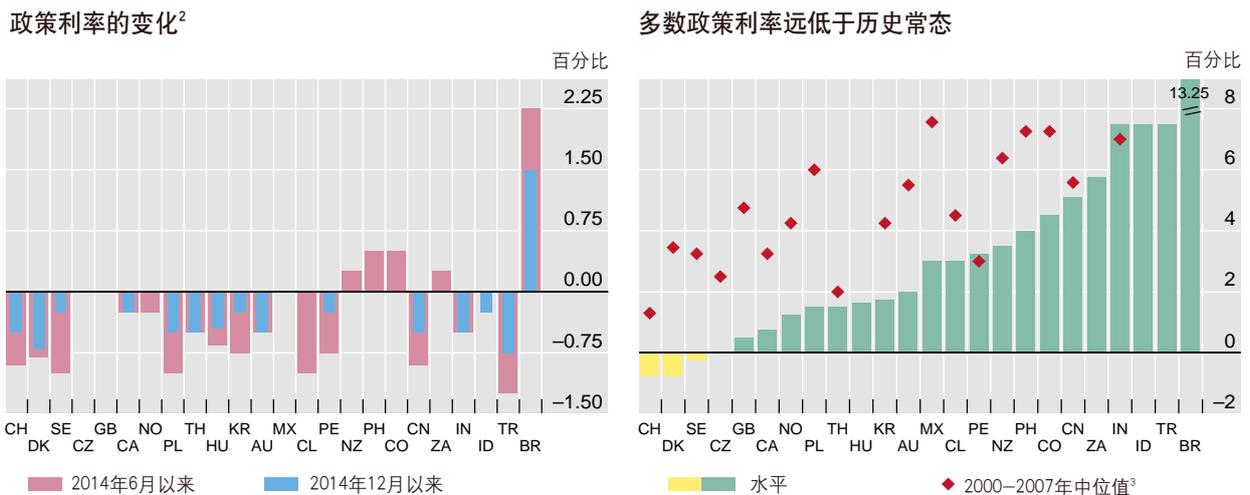
1. 名义政策利率减去不包括食品和能源的消费者价格通胀率。
资料来源：Datastream；各国数据；BIS计算。

降低了全球通胀压力。在这种背景下，大多数央行放宽政策（图 4.3, 左图）。因此，政策利率一般继续低于历史标准，在一些经济体甚至为负（图 4.3, 右图）。

影响政策的原因多种多样。许多中央银行因非常低的通货膨胀率或通货紧缩，或汇率的发展，放松了政策。特别是，丹麦、瑞典和瑞士的中央银行将其政策利

多数政策利率从低位再被降低¹

图4.3



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；DK=丹麦；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；NO=挪威；NZ=新西兰；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 截至2015年5月底的名义政策利率或其最近的替代品。2. 从显示日期到2015年5月底的政策利率变化。3. 未显示中位数：巴西和土耳其，17.5；匈牙利和南非，9.5；印度尼西亚，11.4。

资料来源：各国数据；BIS计算。

率降至负的区域。丹麦的负利率帮助其缓解了与欧元挂钩的外汇压力。瑞士国家银行在其资产负债表接近 GDP 的 90% 时放弃了其与欧元的兑换下限，负政策利率有助于减轻本币升值压力。

随着通货膨胀和政策利率接近零，捷克国家银行重申宽松立场，其承诺将其汇率下限维持到 2016 年下半年。虽然经济活动强劲，但因存在通货紧缩，匈牙利和波兰的中央银行仍放松其政策。当通货膨胀率降为负值后，泰国银行降低了其政策利率，韩国央行将其政策利率下调至历史低点，也因通货膨胀率跌至零。

一些商品出口国的中央银行也削减了政策利率。其中，澳大利亚、加拿大和挪威的中央银行因通胀率和商品价格下降而放松政策，尽管其核心通胀率仍接近目标。它们也面临着经济活动疲软的前景，主要是因为商品生产部门受到不利影响，而货币贬值的抵消作用有限。新西兰和南非的中央银行在 2014 年中期为应对上升的通货膨胀率而收紧了政策；此后，因通胀压力有所缓解，保持利率不变。而在新西兰，则是由于担心本币汇率升值的影响。

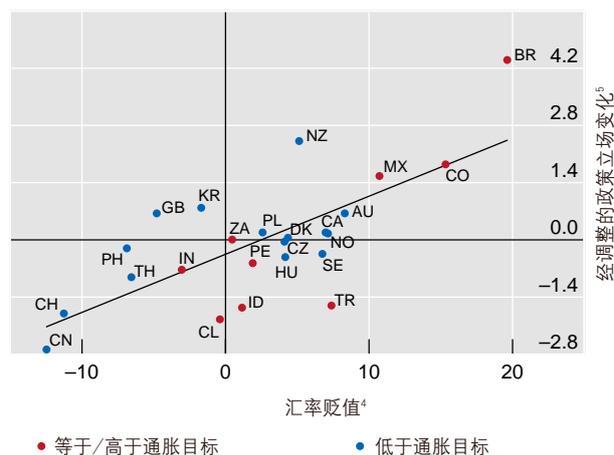
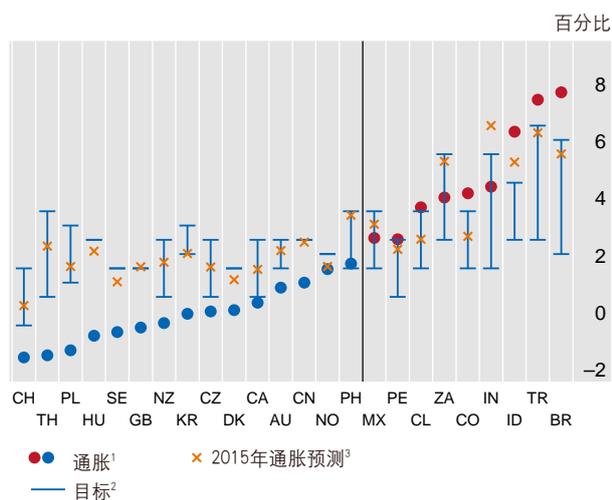
相比之下，拉丁美洲的大宗商品出口国面临通胀压力（图 4.4，左图）。在大部分地区，2014 年通胀率在目标以上，预计将保持高位。即使如此，因金属和石油价格下跌预示着较弱的价格压力和经济增长放缓，智利和秘鲁的中央银行在 2014 年下半年降低了利率。在墨西哥，通胀在其目标范围内，利率保持不变。哥伦比亚央行提高利率应对高通胀率。在巴西，尽管其产出仍疲软，但不断上升的通货膨胀和对资本流动稳定性的担忧，导致央行采取了紧缩政策。

通胀表现和汇率影响政策立场

图 4.4

许多国家通胀低于目标，但有些高于目标

汇率和政策变化有相关性



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；DK=丹麦；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；NO=挪威；NZ=新西兰；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 2015年4月消费者价格通胀；同比。2. 截至2015年4月；对于丹麦，欧央行通胀目标。3. 2014年6月共识经济对2015年的预测。4. 从2014年6月至2015年5月的名义有效汇率变化。正数（负数）表示贬值（升值）；用百分比表示。5. 2014年6月至2015年5月的名义政策利率变化，无法为产出增长变化和通过汇率渠道通胀调整所解释；用百分数表示。

资料来源：共识经济；摩根大通；各国数据；国际清算银行；BIS计算。

在中国和印度，中央银行放松了政策，但政策利率仍然接近最近的历史水平。中国央行降息，并降低了法定存款准备金率，以应对经济活动放缓。货币、信贷总量增长放缓，部分是由于对影子银行的监管更为严格。印度放宽政策是由于其较高的以个位数增长的通货膨胀率、强劲的经济增长正在放缓，而财政状况又有所改善。印度当局还宣布了一项新的货币政策框架协议，从2016年初开始，以消费者价格通胀率达到4%作为目标。

总而言之，主要先进经济体外的经济体去年的货币政策的发展，似乎主要受通货膨胀和汇率的发展影响（图4.4，右图）。通货膨胀上升超过目标的经济体感受到了更大的货币贬值压力，并有一个比仅考虑国内通胀和产出发展更紧的政策环境。对于那些面临货币升值压力的经济体，面临的是相反的情况。

最后，金融失衡的迹象（见第三章）使许多经济体需要考虑金融稳定的问题。自金融危机以来，去杠杆化已经在一些国家取得了进展，但在其他国家，房地产价格和债务仍然很高，在很多情况下还在进一步上升。中央银行大量提及信贷和资产价格在危机后的发展，许多中央银行都强调低政策利率可能会导致金融失衡风险的积累。然而，总体而言，短期宏观经济因素一直是政策决策的主要理由，金融发展因素远不那么突出。

什么推动了通货膨胀？

在许多经济体，过去一年的通货膨胀率从本来较低的水平继续下降。标题通胀率的这些最近变化主要反映了石油、食品价格和汇率的波动，这些因素通常被认为是短期（或大致短期）通胀的驱动力量。核心通胀率，不包括食品和能源价格，已经在相当一段时间处于相对低位，这提出了关于其他通货膨胀驱动因素影响力的问题，即中期（或周期）和长期（或长久）的驱动因素。尽管有几十年的研究和经验，但相对于短期通货膨胀因素，对于周期性和长期驱动因素的作用仍然不甚清楚。

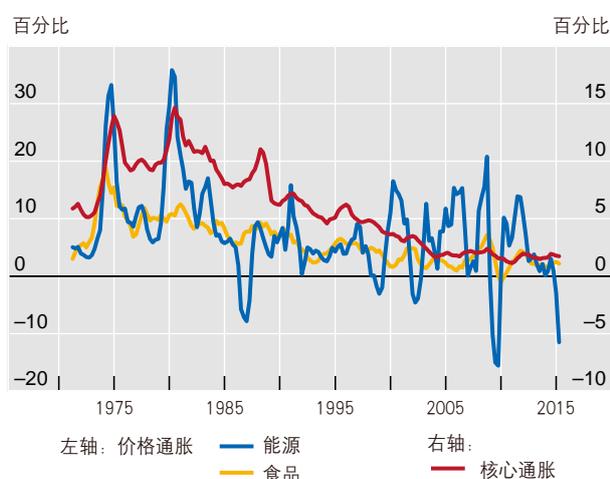
短期驱动因素

商品价格和汇率对通货膨胀的短期效应通常较好理解。能源在不同国家的消费物价指数（消费物价指数）中占很大权重，因此能源价格的变化对标题通胀率有很大的即期影响。能源价格会在短期内发生明显的变化，就如同其在过去的一年里表现一样。食品价格的变化往往波动较小，但仍然可以产生显著的效果，尤其是在新兴市场经济体，其中食品占构成居民消费价格指数（CPI）食物和服务篮中的较大权重。

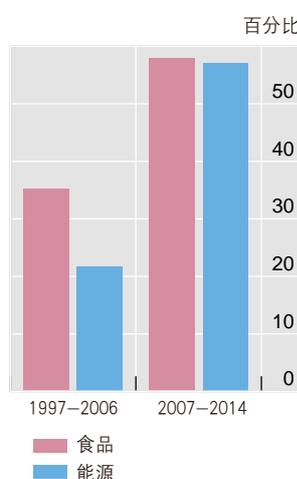
商品价格变化对其他价格的影响程度逐日下降。例如，在20世纪70年代和80年代，石油价格上涨导致其他商品价格上涨，从而引发了核心通胀和通胀预期的上升。在过去的二十年中，然而，这些所谓的“第二轮”价格对核心通货膨胀的影响已变得更加温和（图4.5，左图），但商品价格对总体通胀的影响却是增加的（图4.5，中图）。

汇率变动也是标题通胀和核心通胀的重要、直接驱动力。进口商品或受国际

核心通胀对商品价格的反应下降¹



商品价格和通胀的相关性增加²



汇率和通胀的相关性下降³



1. 核心通胀是扣除食物和能源的消费价格通胀（标题通胀）；经合组织国家的平均数。2. 标题通胀的相关性和经济体当地货币计算的商品价格通胀的一阶滞后；基于同比数据。算术平均：阿根廷，澳大利亚，巴西，加拿大，智利，中国，中国台湾，哥伦比亚，捷克，丹麦，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，新西兰，挪威，秘鲁，菲律宾，波兰，俄罗斯，沙特阿拉伯，新加坡，南非，瑞典，瑞士，泰国，土耳其，英国和美国；季度数据。3. 名义有效汇率（国际清算银行定义）二阶滞后与标题通胀的相关性；基于同比数据。在脚注2中列出的所有经济体的算术平均，不包括下列经济体的核心通胀数据，阿根廷，中国，中国香港，马来西亚，俄罗斯，沙特阿拉伯和南非。因为这些经济体的数据有限；季度数据。
资料来源：经合组织《主要经济指标》；彭博；CEIC；Datastream；各国数据；BIS；BIS计算。

竞争影响的商品，占消费物价指数篮中的较大权重。因为许多这些商品的价格是全球性的，汇率变动直接影响其国内成本。

尽管在过去的几十年里，CPI中可交易项目的份额增加了，但汇率对整体通胀和核心通胀的影响却有所下降（图4.5，右图）。有几个因素导致了这种下降。一是更好地锚定通胀预期。当通货膨胀保持低位和稳定时，企业和家庭都不太可能指望中央银行调整汇率，因为这将导致通货膨胀的持续偏离目标。证据表明有些一些额外的因素可能会降低汇率变动的影响。集成供应链给跨国公司一个更大的能力吸收汇率变化的影响；使其容易获得成本更低的套期保值；进口商品的结构变化，如制造业的商品价格较少受到影响。

周期性驱动因素

通货膨胀和商业周期之间的关系，通过经济萧条期间的措施得到反映，如失业率缺口，并建立在强大的理论基础上。然而，这种经验性的关系总体上比较弱，并随着全球经济和金融体系的变化而发展。例如，危机后的通货膨胀行为有时候显示出通货膨胀和经济萧条之间脆弱的相关性。由于危机的严重性和经济衰退引起的产能过剩，通胀率在2010-2011年强于预期。后来，随着劳动力市场的不断加强和全球经济的持续复苏，许多先进经济体和新兴市场经济体的核心通货膨胀

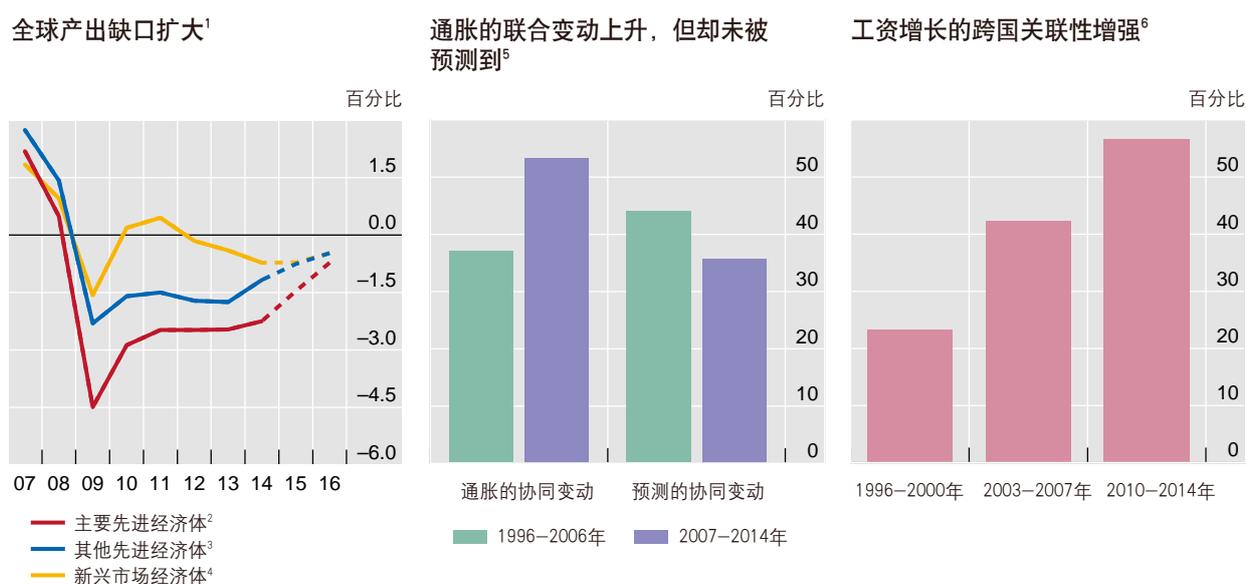
率都在下降或低于央行的目标。

通货膨胀和商业周期之间的薄弱经验联系可以有许多解释。第一，闲置产能可能被不正确地统计，因为它不能被直接观察到，而必须采用估计。例如，在劳动力市场，失业率是可观的，但劳动力参与的周期性或结构性的变化可以改变不可观测的未被充分有效利用的劳动力。第二，不同的方法和假设，估计在劳动力市场或经济整体的萧条程度上也可能得出相当不同的结果。第三，许多对闲置产能的措施受制于实时的错误，所以在一个既定时间内确定的萧条情形可能只有一个更晚的时间内才是可能的。

同时，常被低估效力的证据越来越多地表明，相比过去，通货膨胀对国内周期性活动的反映不如对全球性活动的反映。例如，全球产出缺口（图 4.6，左图）似乎在驱动通胀方面变得更加重要。事实上，全球闲置产能的影响现在估计大于国内闲置产能（见《国际清算银行第 84 期年报》）。¹ 同样，用一个通用因素来解释的危机后跨国通货膨胀的比重有所增加，这是私人部门预测看似不可预见的发展（图 4.6，中图）。换句话说，全球因素对通胀的驱动显然变得越

本国通胀的周期性因素驱动不如全球性因素影响强

图 4.6



1. 根据滚动GDP和PPP交换率计算的总计；虚线是国际货币基金组织对2015年和2016年的预测；产出缺口作为潜在产出的一个百分比。2. 欧元区，日本和美国。3. 澳大利亚，加拿大，丹麦，新西兰，挪威，瑞典，瑞士和英国。4. 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，新加坡，南非，泰国和土耳其。5. 由第一主要构成部分解释的通胀变量；经济体列示在脚注2、脚注3和脚注4中，同时加入了部分欧元区国家：奥地利，比利时，芬兰，法国，德国，希腊，意大利，荷兰，葡萄牙和西班牙。6. 名义单位劳动成本（同比）增长与跨国平均的相关性。这些经济体的算术平均：澳大利亚，加拿大，捷克，丹麦，欧元区，匈牙利，日本，韩国，挪威，波兰，南非，瑞典，瑞士，英国和美国。
资料来源：IMF《世界经济展望》；经合组织《经济展望》；共识经济；各国数据；BIS计算。

1. 见 C Borio 和 A Filardo, “全球化和通胀：国内通胀受全球因素影响的新跨国证据”，国际清算银行工作报告，第 227 号，2007 年 5 月。

来越重要，但它们并不是特别清楚地被理解。

通胀对全球环境的高反应性反映了多种因素，包括产品和要素市场的更大融合。而且，由于这种更大的整合可以影响国内生产商的定价能力和工人的议价能力，全球条件对通货膨胀的影响远远超过进口价格的直接影响。

在劳动力市场中，共同的全球趋势影响也很明显。国内单位劳动成本变得和外国经济体更为相关，即使在经济衰退时期也是如此（图 4.6，右图）。这种发展是有证据的，通货膨胀对国内闲置产能变化不敏感，换句话说，国内的菲利普斯曲线变得更加平坦。

关于通货膨胀和国内的闲置产能之间关系的不确定性意味着更大的货币政策制定风险：如果将太多的权重放在过去相关性的基础上，而低估了现在全球因素的影响力，中央银行可能误调它们的政策。

长期驱动因素

了解通货膨胀的长期驱动因素对评估通货膨胀趋势至关重要。主要的长期驱动因素是通胀预期、工资趋势、全球化和技术。虽有争议，这些因素一般都有反通货膨胀的影响，虽然对这些影响也有相当大的争论。这些驱动因素受到了一系列的政策选择和结构变化的影响。

随着货币政策机制变得更为关注通胀控制，通胀预期的重要性已逐渐下降。事实上，长期通胀预期正在与中央银行的显性目标相一致（图 4.7，左图）。实现低且锚定的通胀预期已被视为一个关键的成就，特别是因为它们影响更长的运行定价决策和合约设置。

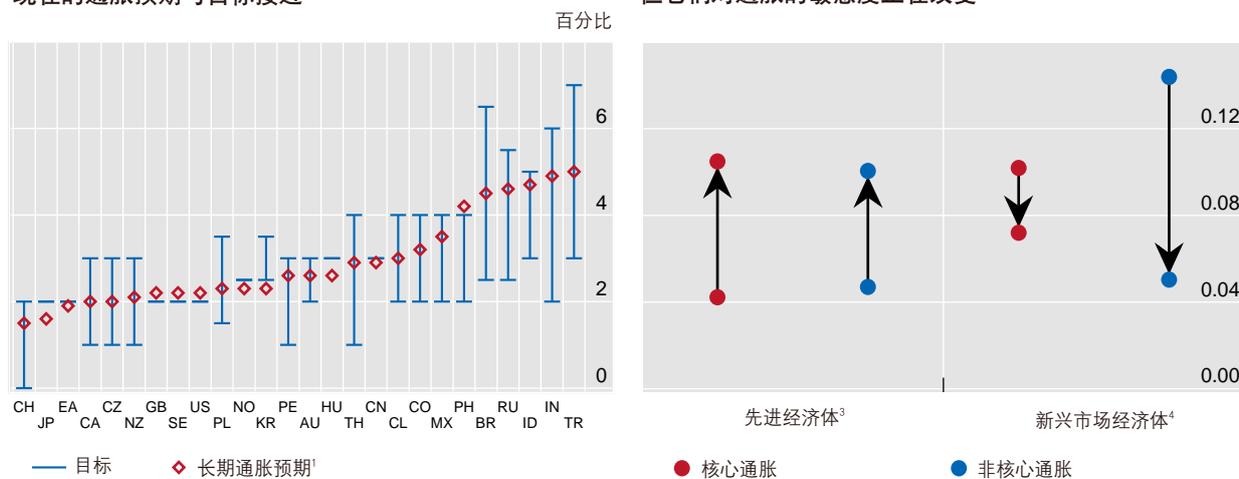
尽管如此，对通胀预期的决定因素理解仍然不完整，并将继续发展下去。例如，当前关注的问题是，通胀预期可能无法被有效锚定，尤其是在政策利率接近有效下限、增长缓慢、通货膨胀率持续低于目标的经济体。在先进经济体，通胀预期似乎变得对短期通胀更为敏感（图 4.7，右图）。这种行为似乎与研究结果是一致的，一般认为，通胀预期既受央行目标的影响，也受到过去通货膨胀的影响。然而，这种对长期通胀预期向后看的因素在历史上往往会对通货膨胀的变化反应相当缓慢。

通胀预期的衡量也有相当大的不确定性。对基于金融市场的措施是否准确地反映不断变化的通胀预期？是否这些措施是虚假市场因素扭曲的体现？这些问题依然存在（见第二章）。此外，企业和工人的通胀预期可能比专业的预测与价格确定更相关。不幸的是，企业和工人的预期并不总能获得，即使获得了，它们往往也存在可疑的质量问题或者显示出显著的波动。

近几十年工资趋势也发生了变化。例如，相比 20 世纪 70 年代，现在将工资指数纳入通胀的做法不是很普遍，而该指数的纳入可以部分减少通货膨胀的持久性。在先进经济体劳动力竞争增加的结果是导致工资机制也发生了动态的变化。最初的竞争是从低成本的新兴市场经济体（包括以前的国家控制经济体）融入全球贸易体系开始的。随着全球一体化的加强，以及在国际范围内的货物和服务贸易范围的不断扩大，这种竞争扩大并加剧，也有部分原因是由于新技术的结果（例如通过外包）。这部分解释了为什么在过去 25 年中，一些先进经济体的劳动力占国民收入的比例一直稳步下降。更概括地说，技术的进步使资本可以直接替代劳

现在的通胀预期与目标接近

但它们对通胀的敏感度正在改变²



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；EA=欧元区；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；NO=挪威；NZ=新西兰；PE=秘鲁；PH=菲律宾；PL=波兰；RU=俄罗斯；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；US=美国。

1. 2015年4月对6~10年前通胀的《共识经济》预测。2. 关于扣除食品和能源的消费者价格通胀（核心通胀）和非核心通胀同比6~10年前的预期回归系数。箭头指从2000—2007年样本到2010—2014年样本系数变化；对先进经济体的核心通胀而言，变化在统计意义上是显著的（在1%的水平），对新兴市场经济体的非核心通胀率而言也是如此（达到5%的水平）。3. 澳大利亚、加拿大、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。4. 巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、波兰、俄罗斯、南非和土耳其。

资料来源：共识经济；Datastream；各国数据；BIS计算。

动力，因而也起到了类似的作用。例如，计算机、软件和机器人可以用自动化替代以前的手工处理工作。

更便宜竞争对手的出现使得劳动力和产品市场更有竞争力。因此，对更昂贵产品的定价能力和劳动力的议价能力已经下降——反通胀力量的影响远远超出了全球贸易和一体化带来增量的影响。因此，全球化和技术变革有助于形成持久的反通货膨胀动力，尽管这可能难以衡量。

总而言之，各种各样的通胀驱动因素共同作用形成了通货膨胀的过程，但有时很难完全理解其影响方式。这种不确定性自然也影响了对通货膨胀的预测。² 通货膨胀直接驱动因素的定量重要性虽较好被理解，但它们也会突发改变。周期性和长期性因素的整体影响有相当大的不确定性，甚至全球因素在此的相关性也较国内因素增加。不确定性不可避免地使政策变得复杂，特别是在对短期通胀目标定义较窄的框架下。

2. 许多中央银行公布它们通胀预测的范围，该范围常根源于其历史预测错误。这些范围通常显示出一年内通胀仅有 75% 的概率会出现在两个百分点以内的区间。期限越长，这种不确定性越大。

将金融稳定问题纳入货币政策框架

金融危机爆发后八年内持续异常宽松的货币政策引发了关于其有效性的质疑，以及当前货币政策框架合适与否的最终问题。可以肯定的是，物价稳定依然是货币政策的基石。然而，价格稳定的风险本质一直在不断发展。对高通货膨胀的担忧已经被最近即使在高企和不断增加的债务和资产价格泡沫背景下仍出现的极低通货膨胀和可能的通货紧缩担忧所取代。在这种环境下，解决价格稳定与金融稳定之间的紧张关系是经济体避免出现金融危机前那些问题的关键。也就是说，中央银行能在保持价格稳定的同时更系统地考虑金融稳定问题吗？

金融危机的一个教训是，忽视金融周期的代价可能非常昂贵。在危机爆发前，信贷和资产价格飙升，但通货膨胀仍保持低位和稳定。自金融危机以来，类似的模式又在一些经济体中出现（图 4.8 和第三章）。危机前的经验表明，即使通货膨胀稳定，金融脆弱性的风险仍可能逐步累积。低通胀可能是整体经济稳定的虚假信号。

尽管有近期的经验，但对金融稳定在货币政策中的角色仍有很大的认识分歧。一个共同的想法是，宏观审慎政策应该是金融失衡的第一防线；货币政策应该仅仅是后盾，只有在宏观审慎政策已经竭尽所能后才可以考虑金融稳定问题。

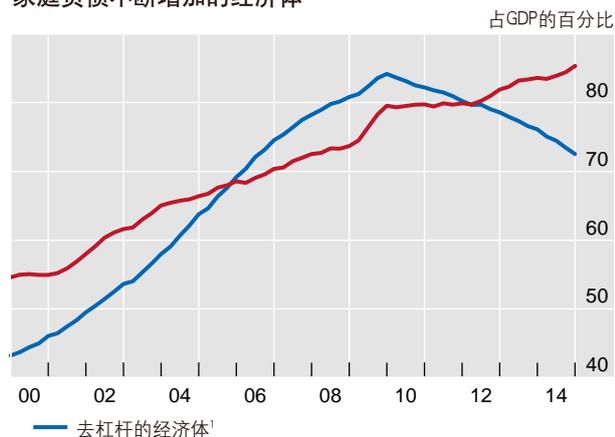
这种观点被各司其职的原则所支持。只有宏观审慎工具（如贷款价值比，逆周期资本缓冲等）都被用来对付逐渐呈现的金融繁荣和萧条，货币政策才可以专注于其传统的逆周期角色，管理通货膨胀和经济波动。

分离原则具有直观和简化政策分工的优点；但如果宏观审慎政策和货币政策可以共同影响金融活动的效果的话，这个原则却变得越来越不具有说服力。专栏

令人担心的家庭负债和住房价格趋势持续不变

图4.8

家庭负债不断增加的经济体



经历过住宅价格的快速上涨



1. 大金融危机后显著降低对家庭信用杠杆经济体的算术平均：希腊，爱尔兰，冰岛，意大利，葡萄牙，西班牙，英国和美国。2. 大金融危机后未显著降低对家庭信用杠杆经济体的算术平均：澳大利亚，加拿大，中国香港，韩国，新西兰，挪威，新加坡和瑞典。
资料来源：经合组织《经济展望》；各国数据；BIS；BIS计算。

货币政策和宏观审慎政策：相互补充还是替代？

专栏4.A

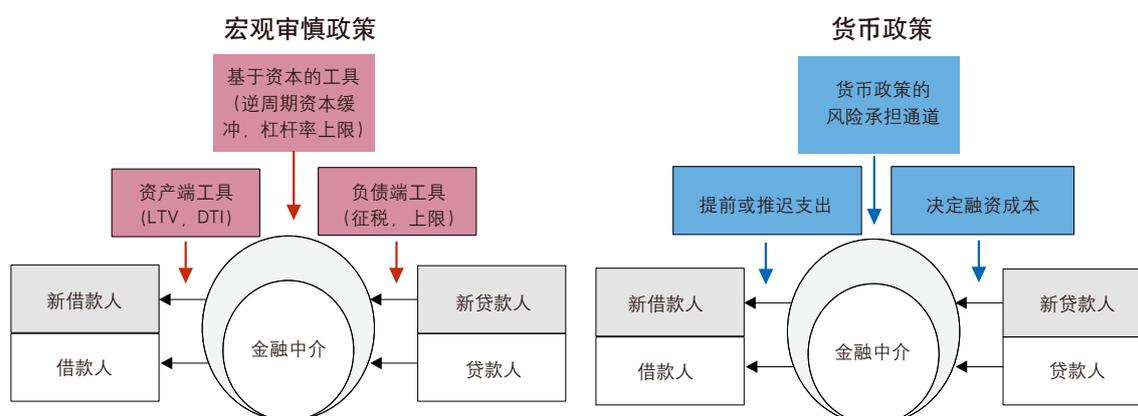
宏观审慎政策的目标是：(1) 加强金融体系的弹性；(2) 缓和金融繁荣和随后的萧条。当解决上述第二个问题时，宏观审慎政策如何与货币政策互动？^①

货币政策和宏观审慎政策两者共同影响金融中介过程，在中介的资产端、负债端和杠杆端上操作(图4.A)。例如，这两类政策通过影响消费者和企业的信贷成本和信贷可得性，诱导支出随着时间推移进行再分配。然而，这些政策的范围和影响不同。宏观审慎政策经常面向特定行业、地区或操作(如通过贷款价值比限值和债务服务比规则)，而利率更广泛地影响私人部门的动机和金融体系。

一个重要的政策问题是货币和宏观审慎政策应该在同一方向操作(如作为相互的补充)还是在相反方向操作(如作为相互的替代)。最近的一些关于宏观审慎政策的讨论将这两套政策的关系确定为替代关系：货币政策在保持宽松的同时，宏观审慎政策用于减轻由此带来的金融稳定性影响，至少在特定部门或对特定类型的借贷方面是如此情况。但是，当这些政策在相反的方向运作时，经济主体同时面临着增加和减少借款的不同刺激，这表明政策间存在对抗性。最初的理论研究指出了货币和宏观审慎政策因作为相互补充的政策，而不是作为相互的替代政策，虽然结果可能因为逆向发展的本质而大不同。

宏观审慎工具和货币政策具有相关性

图4.A



LTV=贷款与价值之比；DTI=债务与收入之比。

资料来源：H. S. Shin, “宏观审慎工具，其局限及与货币政策的联系”，在国际货币基金组织关于“重新思考宏观政策III：进步还是糊涂？”春季会议上的讨论发言，美国华盛顿，2015年4月，www.bis.org/speeches/sp150415.htm。

事实上，经验表明，这些工具往往是用来相互补充。最近一项对亚太经济体的研究表明，在过去的十年中货币政策和宏观审慎政策被用于同一目标，且如表4.A所示，它们之间存在正相关的关系。此外，实证证据表明，较紧的宏观审慎政策和较高的利率对减少信贷的实际增长非常有效。存在的统计问题是：平均而言，相比货币政策，宏观审慎政策是否或者在何时更有效果。

亚太经济体政策变化的相关性¹

表4. A

	政策利率	非利率的货币政策措施	对住房信贷的审慎措施	对银行流入和外汇敞口的审慎措施
政策利率	1.00			
非利率的货币政策措施	0.22	1.00		
对住房信贷的审慎措施	0.16	0.19	1.00	
对银行流入和外汇敞口的审慎措施	0.20	0.30	0.09	1.00

1. 政策利率变化是真实的。对其他政策动作变化, +1表示收紧, 0表示无变化, -1表示放松。2004年至2014年澳大利亚, 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, 新加坡和泰国的季度数据。

资料来源: V Bruno, I Shim 和H S Shin, “对宏观审慎政策的比较性评估”中的表 15, BIS《工作论文》, 第502号, 2015年6月。

① H Hannoun, “迈向全球金融稳定框架”, 在 SEACEN 行长会议上的发言, 暹粒, 柬埔寨, 2010 年 2 月 26 日。

4. A 关注了宏观审慎监管和货币政策之间的联系以及它们在传导机制方面的相似性。可以肯定的是, 它们的内容明显不同。但它们都从根本上影响资金成本和风险, 从而影响信贷、资产价格与宏观经济。

此外, 由于评估的内容不同, 运用宏观审慎工具的经历表明其总体上不支持各司其职的原则。目标明确的宏观审慎工具是否可以如同政策利率一般可以有效防止金融系统各部分过度冒险的行为? 这是不清楚的。政策利率是一个确定货币普遍价格的关键因素, 它影响到经济体内的所有融资, 不容易受到监管套利的影响。从这个意义上说, 政策利率缺乏弹性, 但却有更为广泛的影响力。鉴于此, 仅依赖宏观审慎工具来调整金融繁荣和萧条是危险的——如果货币政策和审慎工具是朝着相反的方向运行, 那么这种危险就更严重。经验表明, 当两套工具可以作为补充、利用彼此的优势时, 它们才是最有效的。

最近的一项实证分析表明了在这样的背景下货币政策的潜在效用(专栏 4.B)。政策利率对信贷和资产价格, 尤其是房地产价格有显著的影响。这种效应似乎自 20 世纪 80 年代中期以来, 随着金融自由化的发展而不断彰显。这并非巧合, 从那时开始金融周期的幅度和长度已大大增加(见《国际清算银行第 84 期年报》)。此外, 同样的分析发现, 在清晰诠释了对信贷和房地产价格的影响后, 货币政策对产出的影响下降了。这些研究结果表明, 主要集中管理短期通货膨胀和产出的货币政策可能会导致信贷和资产价格产生比以往更高的波动性。

一个常见的反对使用货币政策来解决金融稳定问题的观点是因为其缺乏良好

在20世纪70年代发生大规模通货膨胀之后，世界经济和金融体系发生了显著的变化。在许多国家，低通货膨胀率成为常态，金融自由化和全球化迅速发展。特别是，住房金融手段极大发展，通过证券化的扩大，不断上升的贷款价值比和信用与家庭资产的关系日益紧密，其也日益融入资本市场。此外，债券市场发展深化，方便企业通过资本市场获得资金，金融全球化则大大扩大了投资者的范围。因此，相对收入水平、债务水平已显著上升。此外，非银行渠道的贷款成为了更大的信贷来源，更多债务是以抵押的形式存在。

这些发展也可能改变了货币政策的传导机制。虽然对美国的研究表明，传导机制没有随着时间推移而有多大的变化^①，研究的注意力一直在传导机制与实体经济的关系上，在很大程度上忽略了信用和资产价格间的关系。

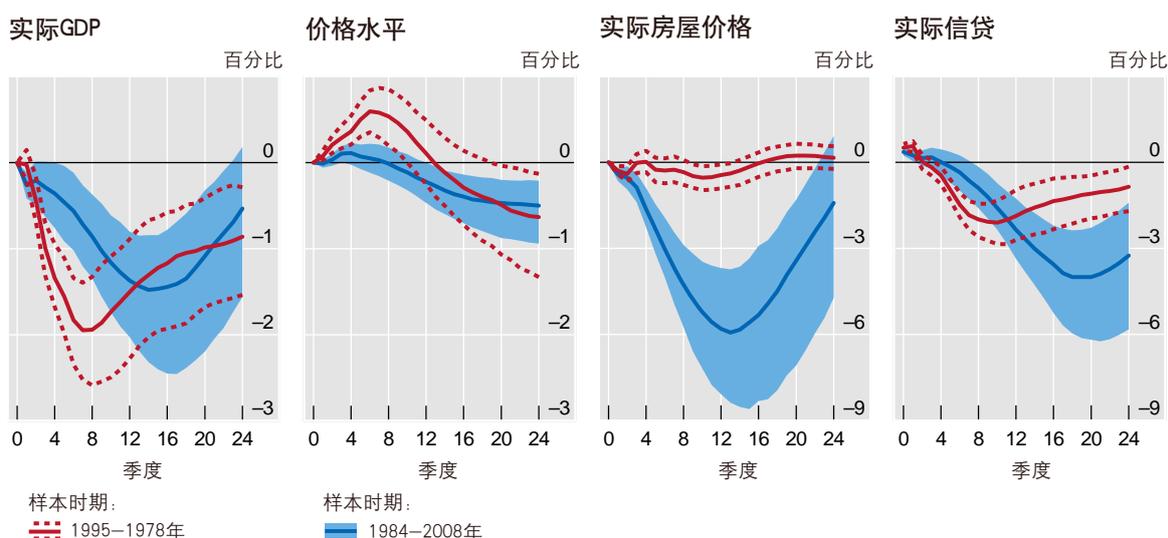
一个扩展后包括房屋价格和对私人非金融部门信贷总量的标准矢量自回归模型 (VAR) 发现了美国经济中传导机制发生显著变化的证据 (图 4.B)^②。近期美国政策利率突然增加 100 个基点，估计对产出的影响较小：一个最大为 -2% 的影响发生到前个样本期内的 8 个季度后，-1.5% 的影响则产生于后样本期内的 14 个季度后。虽然对价格水平的长期影响是非常相似的，反应都比较平静。相比之下，货币政策在两样本期间对房价和信用的影响存在较大差异：对实际房价，估计最大的影响为 12 倍 (从 -0.5% 到 -6%)；对信贷总量，则翻了一倍，从 -2% 到 -4%^③。

这些研究结果表明，信贷和房价的上升对货币政策利率中的抵消变化更为敏感。此外，鉴于货币政策对实际产出的影响更为微弱，与政策收紧有关的产出成本通常会下降。不同的是，结果表明，产出和通货膨胀平滑的短期波动现在比过去更是以信贷和房地产价格更大波动为代价的。

金融周期变得对政策利率越来越敏感

政策利率上升100个基点的短期反应¹

图4.B



1. 指美国；脉冲反应的中位和68%概率的区间。
资料来源：BIS计算。

①参见 G Primiceri, “时间变动结构性的矢量自动回归和货币政策”, 《经济研究回顾》, 72 卷, 2005 年, 821–52 页; J Boivin, M Kiley 和 F Mishkin, “货币传导机制如何发展而来?”, 选自 B Friedman 和 M Woodford (编), 《货币经济学手册》, 3A 卷, 北荷兰, 2011 年, 369–422 页。② VAR 包括 5 个变量: 实际 GDP 对数, GDP 平减指数对数, 实际房屋价格对数, 美国政策利率(美联储基金利率)和实际信贷对数。利用包括所列变量的柯勒斯基识别方案识别货币政策冲击。更多细节见 B Hofmann 和 G Peersman, “重思美国货币传导机制”, 即将出版的国际清算银行工作报告。③ O Jorda, M Schularick 和 A Taylor, “赌房”, 即将出版的《国际经济学期刊》, 也发现宽松货币环境导致不动产放贷高企和房屋价格泡沫, 特别是在战后时期。

的指标在整体上跟踪金融周期和金融稳定风险。这个问题确实很严重, 但过去十年在制定和改进这些指标方面已经取得了相当大的进展。一个切实可行的办法是跟踪信贷和资产价格走势。更一般地说, 挑战不是针对货币政策。中央银行在其中起关键作用的宏观审慎政策框架是建立在可以成功满足指标需求的假设上的。

同时, 不可低估为追求价格稳定而使用更熟悉尺度的困难。经济萧条和通货膨胀预期并没有直接观察到; 它们必须被估计, 估计则会有相当大的不确定性和偏差。事实上, 最近的证据表明, 使用金融周期信息方法, 如信贷和房地产价格的变化, 比传统的使用通胀变化方法对潜在产出和实时不景气的预测更佳(见专栏 4.C)。事实上, 在金融危机之前, 在政策制定中广泛使用的方法通常无法发现产出已经高于其可持续发展的水平。将信贷和房地产价格的上涨纳入预测有助于纠正这种偏见。

同样的道理, 金融周期状态的指标信息也有助于调整货币政策, 即使这不可避免的将是一个不断试错的过程。正如第一章所述, 一般的策略会在金融繁荣时期会要求采取更为谨慎和持续的货币收紧政策, 即使短期通胀率已处于低位或正在下降。在其他条件相同的情况下, 未因金融周期状态而调整的泰勒规则可以设置为某种更低的下限, 因其已调整了通货膨胀、非金融失衡(见专栏 4.C)。金融危机期间, 这一战略将是缓慢但持续的宽松。对宽松的约束会反映出扩张性货币政策较弱的影响力, 条件是: (1) 金融体系受损, (2) 私营部门负担了太多的债务, (3) 繁荣期间积累的资源分配不当对潜在产出造成压力(见第一章、第三章和《国际清算银行第 84 期年报》)。这种方法也反映出宽松可以十分有力, 但效果有限, 并会对国内外金融体系和经济产生意想不到的效果(见第三章、第五章和第六章)。校准问题变得越来越明显, 但因追求价格稳定, 尤其是在积累足够的经验之前, 没有其他渐进式实验的替代方案。

一个更具挑战性的问题是如何最好地平衡金融稳定和宏观经济稳定, 即价格稳定和短期产出稳定之间的平衡。在一定程度上, 这是一个关于政策范围的问题。金融脆弱性需要通过一段时间才能体现出来。此次金融危机之后发现, 金融危机对宏观经济产生了长期的弱化影响, 包括可能引发通货膨胀。因此, 将视野从传统的 2 ~ 3 年的范围扩大有助于调和金融稳定与传统的目标。毕竟, 金融不稳定是一个值得关注的问题, 因为它会对实体经济产生了损害。鉴于长期预测具有内在的不确定性, 延伸视野不应被解释为延伸点预测。相反, 考虑到金融因素需要较长的时间才会引发风险, 它的目的是作为一种手段, 更系统地研究金融因素所

带来的整体风险。

即便如此，当涉及实际通胀与目标之间的偏差容忍度时，问题是多久才算是过久？后危机时期已经显示出持续的非通胀，甚至通缩情形，可以与令人担忧的资产价格和信贷繁荣同时出现。可以肯定的是，这种情况并非前所未有的，在金本位时代还是相当普遍的。最值得一提的是，它在20世纪20年代美国“大萧条”之前十分盛行。但在第二次世界大战后有通胀倾向的时期，这种情况不太常见，而只有对通胀进行更严格控制时才又显现。

两个有根据的担忧，一个是具体的，一个是宏观的，使决策者不愿意忍受通货膨胀持续偏离其他目标。

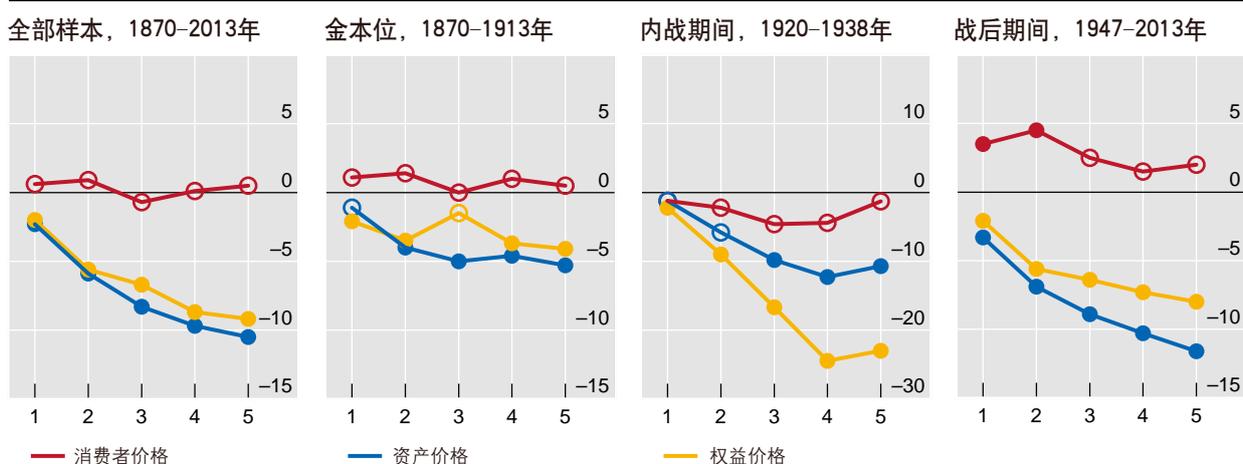
这个具体的担忧就是通缩风险。最近的政策辩论已经如预测般建立在所有通货紧缩都是有害的、会造成经济损失的假设之上。理由是，总体价格的下降可能会引发通缩呈螺旋发展。产出将下降，尤其是如果利率被困在零下限区间，导致价格被认为会继续下降，进而导致为调整通货膨胀率而提高利率，这又进一步抑制了总需求和产出。

然而，通货紧缩的产出成本历史记录与这种普遍看法并不一致。断言通缩和低于标准的经济活动之间存在必然联系的证据很弱，大部分依据都是来源于“大萧条”期间的独特体验。事实上，有证据表明，产出与资产价格，尤其是房地产价格间的关系更为紧密。一旦考虑到资产价格因素，那么产出和商品及服务价格通缩之间的联系就显得更不堪一击。在回顾1870年以来的国际经验中，只有在世界大战期间这种联系才十分明显（图4.9，第三个图）。此外，进一步地分析表明，真正破坏性的互动并影响并不存在于通缩和债务之间——即所谓的债务型通

产出放缓与资产价格下降具有更一致的同步性，而非与通缩同步¹

在价格达到顶点后的人均产出增长变化，百分点²

图4.9



1. 各价格指数（即消费者、资产和权益）达到顶点后的累计的实际人均产出增长率；在指定区间内（以年计）。2. 回归分析办法分离了每类价格下降对产出表现的边际影响；实心圈表示具有统计显著性的系数（10%的置信水平）；空心圈表示不具有显著性的系数。
资料来源：C Borio, M Erdem, A Filardo 和 B Hofmann “通缩代价：一个历史的角度”，BIS《季度评论》，2015年3月，31-54页。

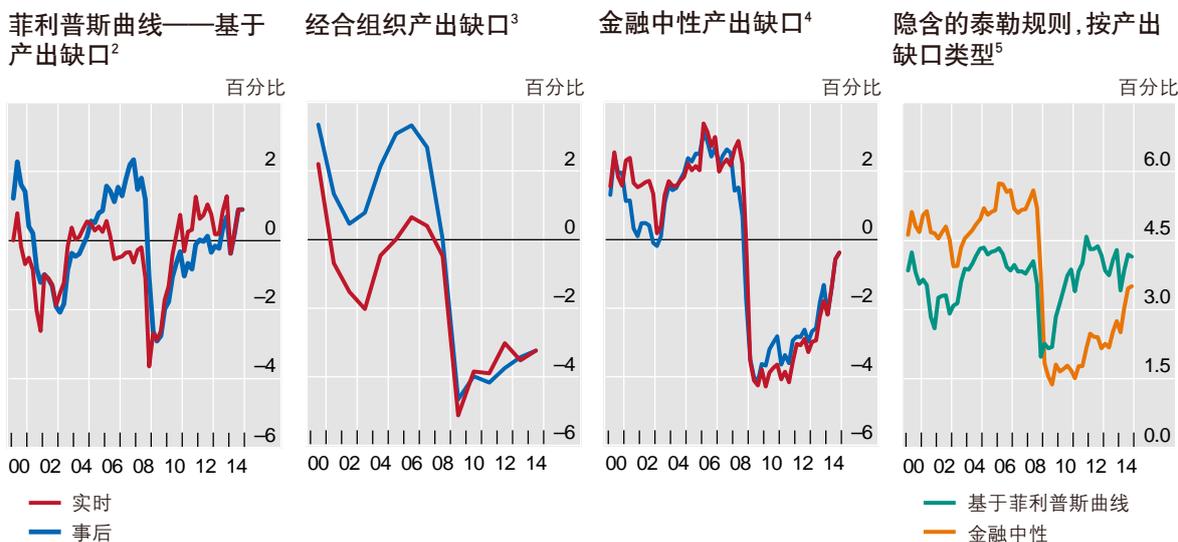
潜在产出指可用资源，包括劳动力和资本均充分和可持续时的产出水平。实际产出与潜在产出间的偏离，即所谓的产出缺口，可以衡量经济的萧条程度。潜在产出因不能被直接观察到，所以通常通过计量经济技术进行估计。

计量经济估计技术传统上都依赖通货膨胀：假设所有其他条件都是一样的，当通货膨胀不具有上升也具有下降趋势时，产出水平被当做与劳动力的充分就业相一致。通货膨胀是可持续发展的一个关键信号。即使是基于生产函数的潜在产出指标，例如由经合组织或国际货币基金组织所计算的那些指标，部分地依赖通货膨胀率来衡量劳动力市场的不平衡情况。

但经济衰退和通货膨胀之间的关系（即所谓的“菲利普斯曲线”）在近几十年来有所减弱（见《国际清算银行第84期年报》第三章），从而影响通货膨胀的作为潜在产出指标的效用。因此，那些依靠菲利普斯曲线对产出缺口进行的估计可能被证明是不可靠的^①。就是说，当数据被允许“自由发言”，通货膨胀所包含的信息内容可能是不高的。此外，在实时使用时，估计潜在产出的传统方法存在很大不确定性，即它们通常随时间及更多数据出现后而会被大副修正。例如，在21世纪初，无论是菲利普斯曲线方法还是经合组织的完整生产函数方法都没有发现美国当时的实际产出高于潜在产出。后来当模型被输入更多数据进行重新估计后，它们才发现了这一点（图4.C，第一个图和第二个图）。

产出缺口估计的实时差异对政策基准的影响¹

图4.C



1. 对美国，事后估计建立在2014年12月前的可得数据；实时估计根据每个时点可得数据的递归估计模型计算。2. 通过扩大与菲利普斯曲线产出缺口的单变量统计模型获得（如HP滤波）。而使用HP滤波的结果几乎是一样的。关于其他细节，见脚注中所举出版物中的模型¹。3. 实时估计建立在下一年6月数据的基础上（如2003年6月作为2002年的估计）。4. 根据脚注2中引用的出版物。5. 在通常术语中，为描述目的，泰勒规则计算如下： $\pi^* + r^* + \frac{1}{2}(y - y_p) + \frac{1}{2}(\pi - \pi^*)$ ，当 $(y - y_p)$ 是实时菲利普斯曲线或者金融中性缺口， π 是观察到的通胀率（不包括食品和能源的个人消费支出）， π^* 是通胀目标（设为2%）， r^* 是均衡的实际利率，与潜在产出一致，通胀在其期望的水平（设为2%，大致为实际联邦基金利率的历史均值）。资料来源：圣路易斯联邦储备银行；经合组织《经济展望》；BIS计算。

危机前的经验表明，金融失衡的指标在确定潜在的产出方面可能是有用的。尽管通胀仍普遍低迷，但信贷和房地产价格以异常强劲的速度增长，这为随后的危机和衰退埋下了种子。事实上，国际清算银行的研究发现，将有关金融周期的信息包含在内可以推导出更为可靠的经济过热指标^①。如此“财政中性的”产出缺口可能早已经显示，如美国在21世纪初的实际产出高于潜在产出的情况，当有新的数据可利用后，这样的估计应可以予以小规模修改（图4.C，第三个图）。

可靠的对产出缺口的实时估计对货币政策制定者十分有用，因为经济景气情况在政策制定中起着关键的作用。基于产出高于潜力的判断，在逐步达到大型金融危机前，金融中立的产出缺口指向更高的泰勒隐含政策利率（图4.C，第四个图）。

^① 该观点在下文中得到进一步发展，见C Borio, P Disyatat和M Juselius, “利用经济信息衡量潜在产出的一个简洁方法”，国际清算银行工作论文，第442号，2014年2月。该分析发现，在各种模型指标下，除非包括前期强大的信息，否则通胀对产品缺口的贡献是低的。^② C Borio, P Disyatat和M Juselius, “重新思考潜在产出：嵌入关于金融周期的信息”，BIS《工作论文》，第404号，2013年2月。

缩——但存在于债务和资产价格下降之间。

这一记录还表明，通货紧缩的成本可能取决于其驱动因素。通货紧缩确实可能是需求急剧和持续下降的表现，在这种情况下，它与经济疲软的表现是一致的。但如果通货紧缩是由供应方改善所导致的，如全球化、更强的竞争或技术力量等，那么产出会随着实际收入增加而扩大，并提高生活水平。如果通货紧缩是一次性价格调整的结果，如商品价格的下降，通货紧缩也可能是暂时性的。

这一分析表明，央行应对通缩风险不仅需要考虑价格压力的来源，而且还要考虑政策的有效性。矛盾的是，为避免一个供应端驱动或暂时的通货紧缩而采取的激进手段从长期来看可能会适得其反。这将诱导金融膨胀，而膨胀的破灭可能会严重损害经济，并导致不受欢迎的非通货膨胀。

关于通胀偏离目标的更宏观问题与信用的丧失有关，最终也与法定要求有关。通胀持续的偏离多个目标可能会破坏央行的公信力。如果是这样的话，那么政策框架应明确规定，为实现长期目标这种偏差是可以容忍的。

然而，更不明确的是，是否同意更大的容忍度将导致要重新考虑职责范围，而职责往往表现得更为概括，并因而可以有不同的解释。鉴于巨大的经济扭曲和产出损失与金融危机相关，特别是可持续的价格稳定，或广言之的宏观经济稳定可以被认为是含蓄地包括了金融稳定要求。但如果在某些情况下有必要重新研究职责，那么这需谨慎行事，因为这个过程可能会带来导致不受欢迎后果的政治经济压力。

这表明，最优先的做法应该是：（1）利用现有空间采取尽可能多的动作，（2）根据前述内容建立一个更系统化的选择框架。在时间上，可以考虑对货币政策框架进行更深入和更基本的调整。

均衡地看，反对将金融稳定更系统化地纳入进货币政策考虑因素具有有效的基础，但还不完全具有说服力。特别是，争论往往高估对于通货膨胀过程的已知

程度，而低估对于金融不稳定的认知。它们可能也对货币政策影响，甚至微调通胀的能力过于自信，而对于货币政策在中期对金融，乃至宏观经济稳定的影响能力不太自信。

如果衡量货币政策成功与否的一个最终标准是其是否促进了可持续的经济增长，并在这个过程中，帮助避免产生重大的宏观经济损失，那么一个经重新平衡的政策优先关注点将是针对金融稳定，这似乎是合理的。再平衡也将使货币政策更接近其历史渊源和功能。³ 其中所涉及挑战不应被低估。它们提出了难题。但仅仅依靠宏观审慎工具来解决金融不稳定可能还不够谨慎。

3. 见 C Borio, “货币政策和金融稳定：在防范和恢复中的作用?”, BIS《工作论文》, 第 440 号, 2014 年 1 月。

第五章 国际货币与金融体系

国际货币和金融安排的恰当设计对全球经济而言是一个长期存在的问题。建立一个可以促进实现持续、非通胀和平衡增长的机制已确实是难以找到。随着全球金融危机爆发，这一问题再次在国际政策议程中凸显。

然而，和过去一样，对于当前国际货币和金融体系的关键缺陷是什么几乎没有一致意见，更不用说如何解决这些缺陷了。一致的看法是，该体系无法防止不可持续的经常账户失衡的累积，这反过来引起了一种紧缩的偏好：盈余国家没有动机来调整，而赤字国家被迫这样做。事实上，经常账户失衡已经成为二十国集团(G20)合作的焦点。

本章提供了一个不同的视角，即认为现行制度安排的主要缺点是其易于加重国内货币和金融框架(“体制”)弱点。特别是国际货币与金融体系往往会加剧金融失衡的风险——即不可持续的信贷和资产价格的膨胀，其造成资产负债表过度扩张并可能导致金融危机和严重的宏观经济损伤。这些失衡通过全球货币宽松和跨境融资在各国同时发生。换句话说，该体系显示了“过度金融弹性”：想象一根橡皮筋，它可以拉得越来越长，但最后弹回来时也会更猛烈。¹

本章结构如下。在列出国际货币与金融体系的关键特性后，第一部分解释国内货币和金融制度的相互作用如何增加金融失衡。它强调了几个因素：(1) 主要国际货币(特别是美元)区域的作用远远超出国界；(2) 汇率绝缘性有限，促使政策应对在设计时旨在避免相对于主要国际货币利差变大；(3) 金融资本和全球流动性跨境跨币种自由流动并将金融条件传导到全球所产生的强大波浪。第二部分考虑了可能的解决方案。强调了调整国内政策框架和超越“处理好国内事务”的原则、加强国际合作的必要性。

国际货币与金融体系：主要元素及弱点

主要元素

国际货币与金融体系包括各国间治理商品、服务和金融工具交易的安排。当前，该体系在一个大量资本自由流动的世界里由一系列国内导向的政策所组成。

1. C Borio, “国际货币与金融体系：其阿喀琉斯之踵及如何应对”，BIS《工作论文》，第456期，2014年8月；以及C Borio, H James和H S Shin, “国际货币与金融体系：资本账户和历史视角”，BIS《工作论文》，第457期，2014年8月。

	布雷顿森林体系	当前
货币锚	外部: 最终是黄金	内部: 国内职责 (如价格稳定)
汇率	固定但可调整	混合 (浮动为主)
关键货币	实际上是美元	美元支配 (独占性更少)
资本流动	受限制	混合 (大多数情况不受限制)

国内货币制度主要关注价格稳定，同时允许货币不同程度地浮动：主要国际货币间的自由浮动与其他货币或多或少的管理浮动共存。金融体制通常允许资金跨币种和跨境自由流动，尽管一些国家仍然施加限制。对金融交易的主要约束采用审慎监管和监督的形式，其中部分基于国际公认的标准。

目前的安排与以前的布雷顿森林体系 (1946–1973 年) 明显不同。当时，美元可兑换成作为一个外部货币锚的黄金，同时各种货币通过固定但可调整的汇率绑在一起 (表 5.1)。国内货币制度一般不重视物价稳定而更关注外部平衡和需求增长。当前安排中，总体的货币政策以国内职责作为唯一整体约束，与当前的货币锚相比，过去的锚最终并未被证明更强。在布雷顿森林体系时代，主要国际货币是美元，目前这一角色在某种程度上与主要是欧元的其他货币分享。同时国际资本流动相当有限，反映了对“受压抑的”国内金融体系的种种限制。

两个体系的表现也明显不同。布雷顿森林体系时期没有发生重大金融不稳定事件，但最终其被证明无法持久确保全球货币稳定。在美国正式废除黄金可兑换性和汇率被允许自由浮动后，布雷顿森林体系崩溃了。相比维护金融稳定来说，目前的安排在促进价格稳定方面更为成功。

可以说，这不是巧合。第 84 期 BIS 年报探讨了为什么目前国内货币和金融体制无法确保持久的金融稳定，本期年报在其他章节进行了进一步阐述。但它们靠妥协而不是限制国内机制的缺陷，通过国际货币与金融体系的相互作用也发挥了一定的作用。接下来依次考虑货币和金融安排的相互作用。

国内货币体制的相互作用

货币制度的相互作用将宽松的货币条件从核心经济体传导到世界其他地方。储备货币的国际使用直接这样做，而货币政策战略传导则间接这样做。下面依次来看。

自布雷顿森林体系崩溃以来，对单一全球货币的依赖慢慢减弱，但美元与欧元继续在国际贸易和金融中发挥主导作用。作为交易手段，美元在外汇市场交易中占比超过 87% (表 5.2)，在远期和互换交易中占比更高。美元在外汇市场的主导地位使美元成为欧洲和日本以外唯一的干预货币，这使美元在外汇储备中占有很高份额。全球贸易中超过一半以美元开发票和结算，表明了美元作为记账单位

关键货币国际使用的部分指标

占世界总量百分比

表5.2

	美元	欧元	英镑	日元	人民币	合计 (10亿美元)
外汇市场交易额, ¹ 2013年4月 日度数据	87.0	33.4	11.8	23.0	2.2	5.3
外汇储备, ² 2014年第四季度	62.9	22.2	3.8	4.0	1 ³	11.6
非银行的国际银行存款, ⁴ 2014年第四季度	57.3	22.7	5.2	2.9	1.9 ⁵	9.8
国际债券未偿余额, ⁴ 2014年第四季度	40.4	40.9	9.6	2.0	0.6	21.9
国际贸易结算, 2010–2012年	50.3	37.3	...	...	1.4	...

1. 因每笔交易涉及两种货币占比之和为200%。2. 占比基于国际货币基金组织全球官方外汇储备货币构成数据。3. 国际清算银行根据中国人民银行于2015年6月发布的《人民币国际化报告》(中文)初步估算。4. 广义值, 包括欧元区内部余额。5. 基于国际清算银行的一部分报告国家报告的人民币国际银行存款的最小份额。

资料来源: H Ito和M Chinn, 《“红钞”的崛起和中华人民共和国资本账户自由化: 对结算货币决定性因素的经验分析》, 亚洲开发银行学院《工作论文》, 2014年4月, 第473期; IMF; BIS国际银行统计及国际债券统计; BIS计算。

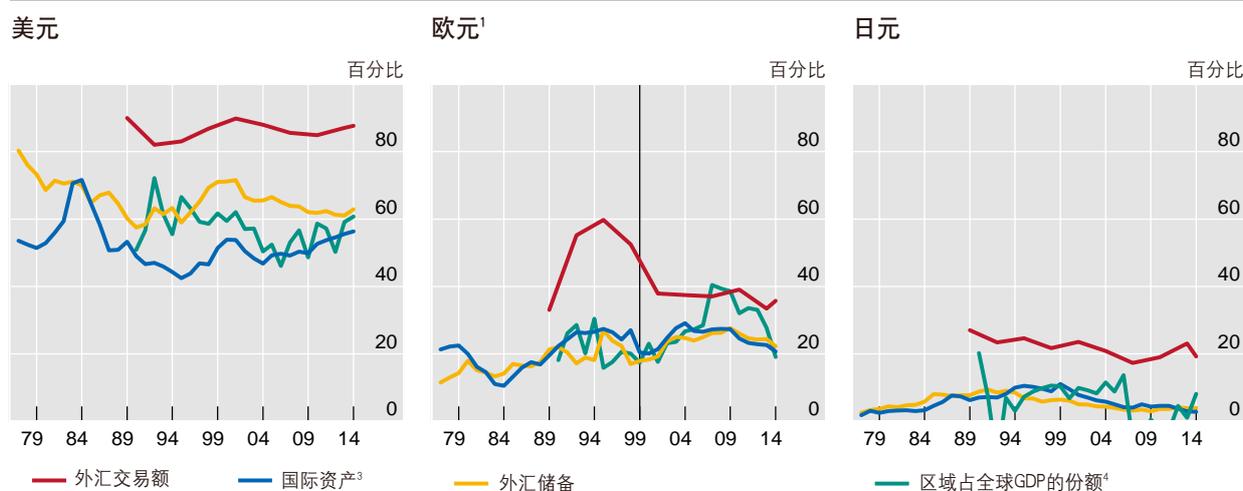
的突出作用。

值得注意的是, 欧元诞生和美元自 20 世纪 70 年代以来出现贬值趋势没有实质性挑战美元作为价值储存手段的地位(图 5.1, 左图)。美元在外汇储备中所占的份额为 63%, 是欧元的 3 倍。其在官方储备和私人投资组合上的份额被可以称为“美元区”的经济体的规模所维持, 这些经济体是指其货币的变动相对于欧元来说与美元的关系更紧密(专栏 5.A)。“美元区”GDP 占世界 GDP 的一半或更多, 远比美国经济规模更大, 美国 GDP 只占世界 GDP 不到四分之一。

关键国际货币的货币政策通过其对利率的影响, 以及对非居民持有或拥有的以这些货币计价的资产或债务的定价的影响, 直接影响了这些货币区外的金融条件。特别是, 2014 年底, 对美国和欧元区以外的非银行借款人的美元和欧元信贷分别达 9.5 万亿美元和 2.3 万亿欧元(2.7 万亿美元)。美元债务相当于除美国以外全球 GDP 的七分之一(专栏 5.B)。

大量美元和欧元被贷给美国和欧元区以外的借款人, 这意味着美国联邦储备理事会和欧央行的政策直接传导到其他经济体。其影响取决于这些政策工具的特点, 特别是其期限和相应利率的灵活性。例如, 在银行贷款根据美元的伦敦银行间同业拆借利率或欧元的欧洲银行间同业拆借利率降价时, 短期政策利率的变化会在数周内传导。超过一半的向美国和欧元区以外的借款人的美元及欧元信贷仍采用银行贷款的形式。

对债券来说政策传导更慢, 因为它们一般利率固定且期限更长, 但其数量也



1. 1999年之前，“欧元”为其前身货币的总和。2. 因每笔交易涉及两种货币故占比之和为200%。2014年数据基于4月CLS交易数据估算。3. 包括非银行金融机构的银行存款和债券。银行存款在1995年之前由所有银行债务代表。欧元区内的银行存款排除了欧元区银行间的存款。1999年之前的债券数据基于国际清算银行国际债券统计，1999年以后采用欧央行的狭义欧元债券数据，其不包括欧元区居民发行的欧元债券。4. 以每个经济体购买力平价GDP的份额估算，加上所有其他经济体购买力平价GDP的弹性加权份额；参见专栏5.A。
资料来源：欧洲中央银行；IMF；CLS；Datastream；各国数据；BIS国际债券统计；BIS计算。

可对政策加以回应。特别是，为应对非常规货币政策（见第四章），一些美元债券的存量已明显改变。美联储大规模购买美国国债和机构债券以及其他因素造成的低收益率导致美国和全球投资者为了追求收益率而购买低质量债券。对非美国借款人的影响尤其明显，2009—2014年其美元债券发行增加了1.8万亿美元（图5.2，左图）。对此类债券的投资需求表明了对压缩的期限溢价的积极应对，其是美国长期国债收益率和预期短期国库券收益率之差：升水越低，非美国借款人发行美元债券越快（因此在2009年第一季度之后，如图5.2的右图所示，呈负相关）。

出于同样的原因，最近欧央行大规模购买债券和压缩以欧元计价的债券的期限溢价引发了欧元区以外的借款人是否会利用这一融资机会的问题。事实上，到2014年底，这类借款人发行的欧元债券的存量已经与其美元对手方增长得一样快。

危机后，离岸美元信贷增长最快的地区是离岸美元融资相对于本地融资最便宜的地区，尤其是新兴市场经济体（新兴市场）。² 各国当局使用资本管制或宏观审慎政策来提高国内美元借款成本，但是它们的政策限制不了跨国公司的活动，跨国公司可以离岸借入美元（或欧元）来回避国内资金紧张的局面。这是各种“全球流动性”量化措施快速增长的一个原因，表明了全球金融市场的融资宽松（专栏5.B）。

货币制度也通过一国中央银行对他国中央银行政策的应对间接相互作用。各家中央银行似乎将政策利率盯住美联储或欧央行的政策利率。这种行为有时会被

2. 参见 R McCauley, P McGuire 和 V Sushko, “全球美元信贷：链接到美国货币政策和杠杆”，经济政策，第33卷，第82期，2015年4月，189—229页。

本专栏使用简单回归方法，根据各种货币相对于主要国际货币共同波动的程度，将它们划分为三个区域。三种参考货币分别是美元、欧元（在1999年之前为德国马克）和日元，根据国际清算银行三年一度的央行调查，这三种货币是全球交易量最大的三种货币。根据这一分类，“美元区”约占世界GDP的60%，远远超过美国GDP在世界经济中占比，美国GDP的全球占比为20%~25%。

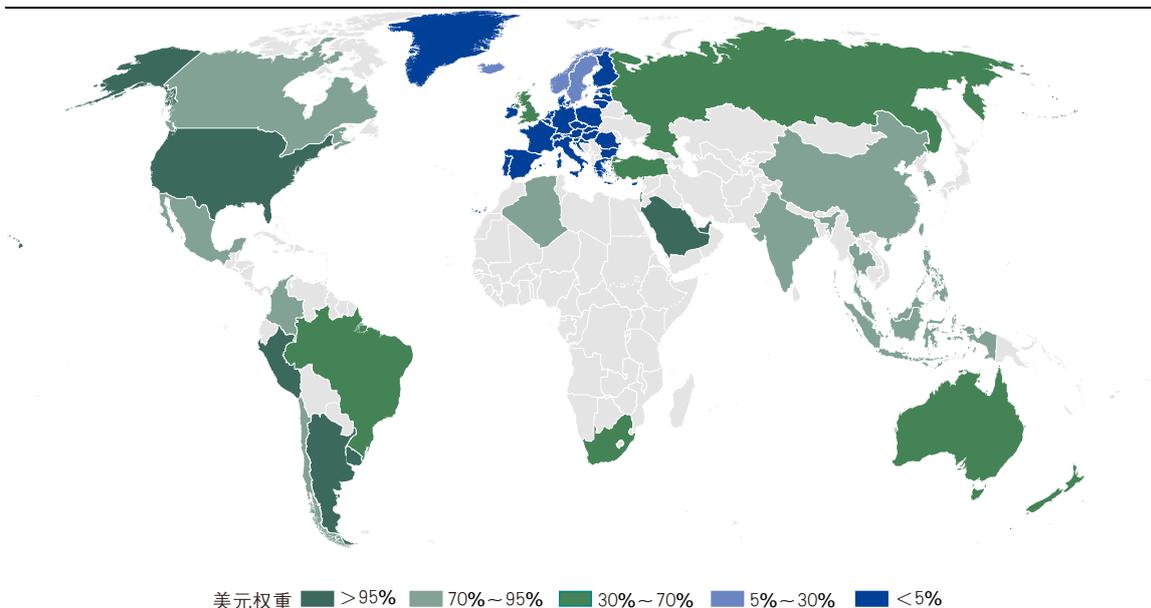
美元份额的计算有两个步骤。首先，每个货币之间放置在区域内或区域之间。每个货币兑美元的每周百分比变化用欧元/美元和日元/美元的每周百分比变化来回归。美元区权重的计算方式是1减去相应的回归系数。例如，港元与美元挂钩，因此，系数为零，美元区权重是1。2013年英镑的欧元/美元估计系数是0.60，日元/美元估计系数是0.09，故其美元权重就为 $1-0.60-0.09=0.31$ 。图5.A中的结果表明美元更全球化，欧元更区域化，日元则缺少外部影响力。美元权重反过来看就是欧元的权重，比如深蓝色区域代表欧元权重超过95%。

其次，通过使用（购买力平价）GDP权重来计算美元份额。40个经济体（在欧元诞生之前是50个）中，每个经济体的美元区权重乘以各自的GDP，其乘积加到美国GDP之中。其和被表示为43个主要经济体总的GDP的份额，包括美国、欧元区和日本。图5.1绘出这些区域占全球GDP份额的曲线图。

有强烈的代表性的证据表明，一种货币与美元的共同波动决定了其外部资产组合的货币构成，既包括官方也包括私人部门。在披露了官方储备货币构成的24个经济体中，美元区权重约占各经济体美元份额变化的三分之二。^①在更大的样本下，美元区权重也与跨境银行存贷款和国际债券的美元权重密切相关。对官方和私人部门来说潜在的动机都是相同的：将资产组合的权重与本国货币相对主要货币的同向波动相匹配，以减少用本国货币来衡量的投资组合的回报的波动性。

用绿色表示的“美元区”比用蓝色表示的“欧元区”更大

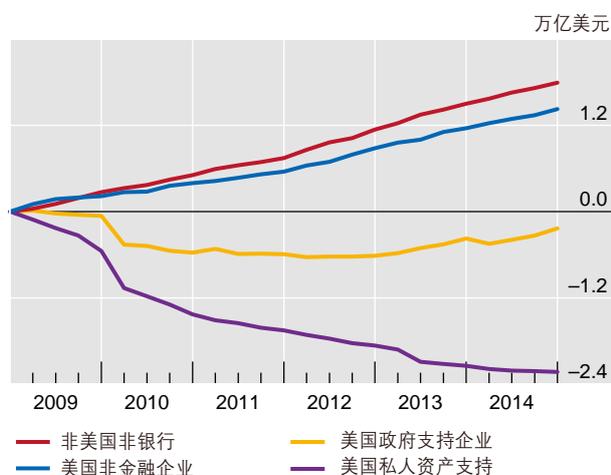
图5.A



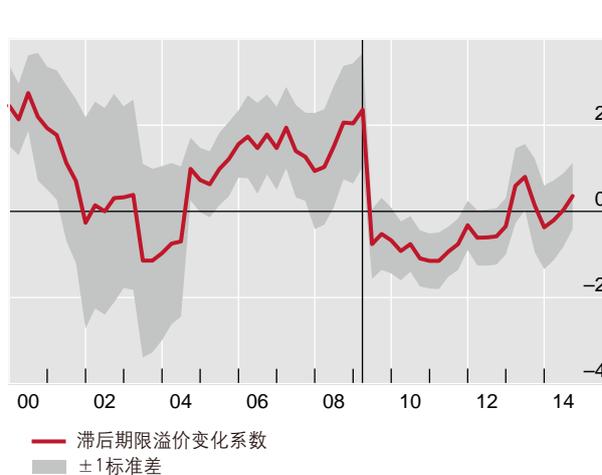
资料来源：国际清算银行根据2011-2014年各经济体货币的美元汇率相对于欧元/美元和日元/美元汇率的平均弹性计算。

①参见 R McCauley 和 T Chan, “货币运动驱动储备构成”, BIS《季度评论》, 2014年12月, 23-36页。

债券余额变化:美国及非美国发行者



为应对美国期限溢价的离岸美元发行¹



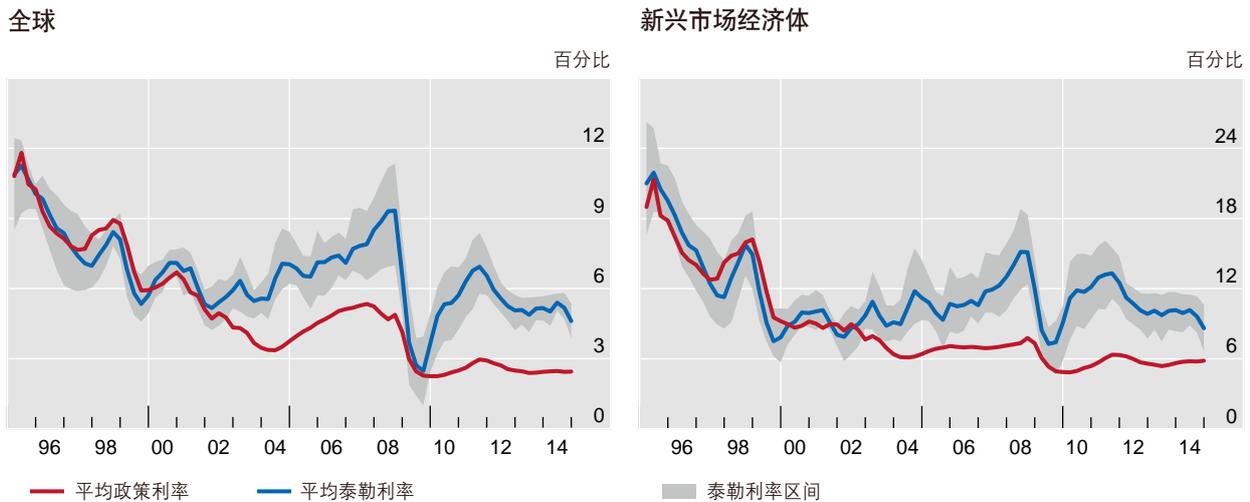
1. 美国以外发行的美元债券存量的季度增长对(延迟的)实际期限溢价的改变的反应,根据16个季度的滚动回归估计,也包括延迟的VIX以控制总体金融市场条件;参见R McCauley, P McGuire和V Sushko,“全球美元信贷:链接到美国货币政策和杠杆”,《经济政策》,第33卷,第82期,2015年4月,189-229页。垂线表示2009年第一季度。10年期实际期限溢价用联合宏观经济和期限结构模型估计;参见P Hördahl和O Tristani,“欧元区美国的通胀风险溢价”。国际中央银行期刊,2014年9月,1-47页。
资料来源:美联储;彭博;BIS国际债券统计;BIS计算。

明确指出,如挪威中央银行和瑞士国家银行参照了欧央行的政策,这种情况似乎变得普遍。

原因之一是限制汇率变动。汇率灵活性经常被描述为让国内经济与外部发展绝缘,但这种绝缘常常被夸大。特别是,升值会导致银行认为有以外币计价的债务的公司资本状况更好,因此信誉也更高,减少了对贷款所感知到的风险并增加了信贷的可获得性。³ 通过这个以及其他机制,如套利交易和动量交易,货币可能超调,使贸易商品部门收缩并让经济在全球融资宽松中变得脆弱。然后,贬值会导致有外币债务的公司出现财务危机。在美元2002-2011年走弱期间(在2008年底一度中断),许多央行通过制定自己的政策利率和干预外汇市场来对抗不受欢迎的相对美元升值。

事实上,许多国家——不仅新兴市场经济体,也包括先进经济体——似乎已将利率维持在低于传统国内标准的水平,这部分是为了应对核心货币的低利率。20世纪90年代,政策利率大致符合泰勒规则,即一个简单的利率规则,描述了产出缺口和通胀目标偏差间的机械反应。然而在21世纪初,实际政策利率持续低于符合泰勒规则的水平,表明货币政策正变得系统性宽松(图5.3)。许多先进经济体对在经济繁荣时期加息显然犹豫了,危机以来一直维持接近零的利率。对它们来说,新兴市场经济体当局出于对资本流动和升值的担忧似乎设定了较低的政策利率(图5.3,右图)。美国利率在影响其他地方政策利率方面的实证意义为跟

3. 参见V Bruno和H S Shin,“跨境银行与全球流动性”,《经济研究评论》,第82卷,第2期,2015年4月,535-64页。



泰勒规则的计算公式是 $i=r^*+\pi^*+1.5(\pi-\pi^*)+0.5y$ ，其中 π 是通胀值， y 是产出缺口值， π^* 是通胀目标而 r^* 是长期实际利率，此处用实际趋势产出增长代替。图表显示了平均值和不同的通货膨胀/产出缺口组合下泰勒利率的范围，通过结合四个通货膨胀的测量值(标题通胀率、核心通胀率、GDP平减指数和一致的标题预测)与产出缺口的四个测量值(包括使用HP滤波、分段线性趋势、未被观察的组件技术获得以及国际货币基金组织估计)。 π^* 被设定为等于官方通胀目标，否则等于样本的平均值或通过标准HP滤波估计的趋势通胀值。参见B Hofmann和B Bogdanova, 泰勒规则和货币政策:一个全球性的“大偏差”，BIS《季度评论》，2012年9月，37-49页。

1. 基于2005年购买力平价权重的加权平均值。“全球”包括下列经济体。先进经济体: 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。新兴市场经济体: 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、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、新加坡、南非和泰国。

资料来源: IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》; 彭博; CEIC; 共识经济; Datastream; 各国数据; BIS计算。

从领导者的行为提供了额外的证据(专栏5.C)。然而这个简单的实践有重要的局限性，它表明竞争性宽松是保持外部需求的一种方式。2014年12月以来，超过20家央行放松货币政策，一些明显是为了应对外部环境(见第四章)。

对抗升值还采取了货币干预的形式，其本身也是对全球货币放松的反馈。许多央行直接干预外汇市场，通常购买美元，然后将其所得投资于主要政府发行的债券。与主要央行大规模国内购买债券不一样，外汇储备管理者不寻求降低它们所投资的债券市场的收益率。然而，长期的外汇储备累积和主要央行的资产负债表政策相结合使它们持有的官方债券资产超过12万亿美元，而美国、欧元区、日本和英国的政府债券总额为31万亿美元(图2.9，左图)。其持仓占比超过美国国债存量的一半，超过美国国债和机构债券存量的40%(图2.9，右图)。

因此，先进经济体和新兴市场经济体的货币政策互相加强。中心位置的宽松货币条件导致了世界其他国家宽松的货币和金融条件：在那些国家，企业和政府增加了美元和欧元借贷，而当局则对抗不受欢迎的货币升值。反过来，它们的外汇干预增加了在主要债券市场的官方投资，进一步压缩了债券收益率。随着中央银行和外汇储备经理与养老基金及人寿保险公司一起投标，债券收益率已下降至历史低位，期限溢价也变成了负值(见第二章)。

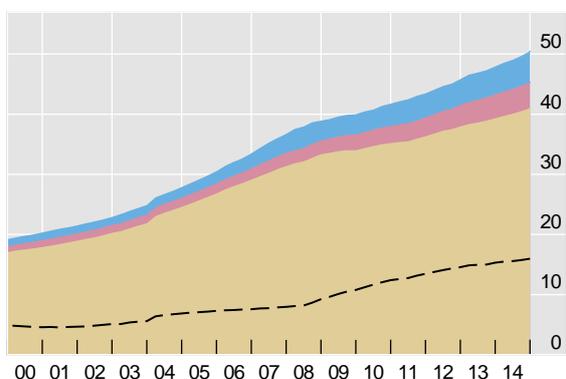
过去的几年中，国际清算银行开发了一些指标来跟踪全球流动性状况。全球流动性这一术语指全球金融市场融资宽松。信贷总额是其主要表现之一，因为它显示了债券市场和银行已在多大程度上导致了风险的累积。^① 本专栏聚焦于美元和欧元信贷，它们是全球信贷的两个最大组成部分，通过各自货币区的货币政策直接影响世界其他国家的金融条件。

全球信贷可通过银行贷款或债券延伸，同时每种方式都有国内和国际的组成部分。图 5.B 显示了美元和欧元计价的债务，按借款人所在的位置进行细分。

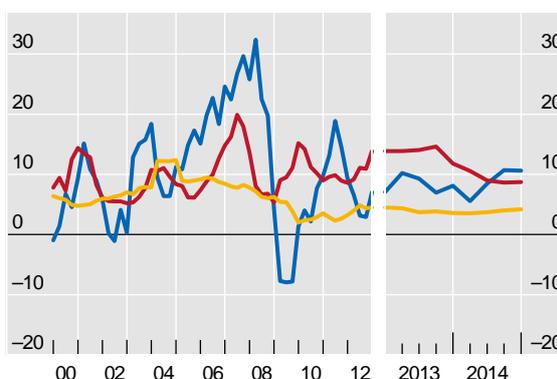
美元和欧元信贷扩展到非银行部门

图5.B

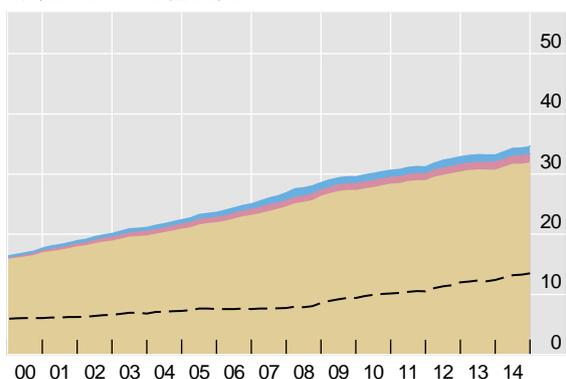
美元信贷，万亿美元



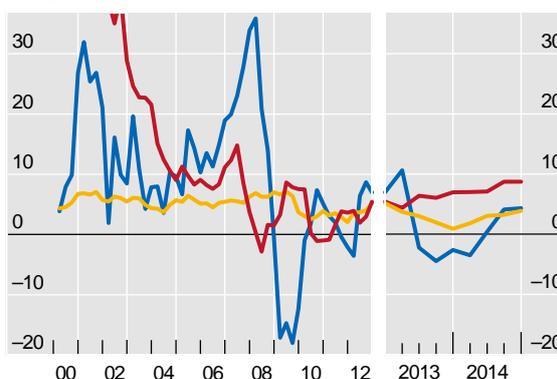
同比增长，百分比



欧元信贷，万亿美元¹



同比增长，百分比



居民信贷²
 非居民信贷：
 其中：政府信贷
 债券³
 银行贷款⁴

居民信贷²
 非居民信贷：
 债券³
 银行贷款⁴

1. 以2014年第四季度末汇率换算。2. 对美国和欧洲地区非金融部门信贷，不包括确定以非本国货币对借款人的信贷（即跨境和本地扩展贷款，以及未偿付的非国内货币的国际债券）。3. 在美国和欧元区外由非银行发行者发行的未偿付债券。4. 对美国和欧元区以外的非银行金融机构的跨境和本地扩展贷款。对中国来说，本地扩展贷款数据是假设80%以美元计价，根据国内外币贷款的国家数据推算。对其他非国际清算银行报告国家来说，对非银行金融机构的美元和欧元贷款数据是由所有国际清算银行报告银行给该国的跨境美元和欧元贷款总额来代替，假设这些资金被传导到非银行金融机构。参见R. McCauley, P. McGuire和V. Sushko, “全球美元信贷：链接到美国货币政策和杠杆”，《经济政策》，第33卷，第82期，2015年4月，189-229页。

资料来源：国家金融账户；Datastream；BIS国际债券统计和本地银行业统计。

2014年底，全球约80%的非金融美元债务是美国居民借的(图5.B, 左上图)。负债包括美国公共债务、美国家庭债以及美国公司债。但9.5万亿美元(19%)的美元信贷扩展到美国以外的非银行借款人，这些实体和美国居民一样暴露在美国货币政策立场下。离岸美元信贷的存量达非美国GDP的13%，超过了2.7万亿美元的欧元信贷(图5.B, 左下图)。与借入美元相比，大部分欧元借款发生在欧元区内(92%)。

国际信贷的组成部分往往是更加顺周期和波动的。美元和欧元的国际银行贷款在金融危机前的繁荣期超过了国内信贷，危机爆发后收缩(图5.B, 右图)。债券市场在金融危机的余波中一定程度上替代了受损的银行贷款，增加了对资金的需求同时利差也更高。自2010年以来，对收益率的追求使以压缩溢价发行的债券发行量激增，帮助推动债券在国际信贷的比例达到了46%。在全球流动性的第二阶段，债券市场和资产管理行业在塑造全球流动性状况方面占据了中心位置。

①参见 BIS, “全球资金流动的亮点”, BIS《季度评论》, 2015年3月, 13-29页; www.bis.org/statistics/gli.htm。

金融体制的相互作用

金融市场一体化使全球因素共同推动资本流动和资产价格。在全球流动性危机前和危机后这两个阶段之间这些共同因素部分进行了转换。

在危机前全球流动性的第一阶段占主导地位的银行流动利用了简单的杠杆、可预测的政策利率和波动率指数所代表的较低波动。⁴ 这些流动使国内信贷繁荣，放开了国内资金基础约束。从2002年初至2008年，在31个新兴市场经济体样本中，跨境银行融资的比例上升，直接或间接通过银行流向国内非银行金融机构，推高了银行信贷占GDP的比重(图5.4, 左图)。银行发现，境外非核心债务为国内信贷爆发提供了资金。⁵

对更广泛62个经济体样本的分析和一个更具包容性的国际资本流动的测量表明类似的动态。这里包括投资组合和银行流动的净债务流入越大，一个经济体中银行信贷占GDP的比重就越大(图5.4, 右图)。爱尔兰、西班牙和英国的情况也表明，国内信贷繁荣对外部融资的依赖并不是金融不发达的一个症状。事实上，如陡峭的拟合线所表明的那样，23个先进经济体的子样本中，对资本流入的依赖要大于新兴市场。

在危机后全球流动性的第二阶段，主权债券的期限溢价已成为融资条件更重要的驱动因素。跨境银行信贷虽然在新兴市场继续强劲增长，但在先进经济体已大幅下降，同时债券融资全面激增。债券流动兴起之时，在一体化金融市场上，期限溢价已作为风险的显著全球定价出现。

4. 参见 H Rey, “两难而非三难选择：全球金融周期和货币政策独立”，堪萨斯联储主题为“全球层面非常规货币政策”的全球央行年会纪要，2013年8月，285-333页。

5. 参见 J-H Hahn, H S Shin 和 K Shin, “非核心银行债务及金融脆弱性”, 《货币、信贷和银行业务》, 第45卷, S1期, 2013年4月, 3-36页。

近年来，新兴市场经济体和先进经济体的利率与大型先进经济体，尤其是美国的利率变化关系密切。这种密切相关可能反映了对常见的宏观经济发展的应对影响着所有国家。但这也可能反映了大型先进经济体对全球利率的溢出效应。利率的溢出效应可能由明确的汇率政策，试图控制汇率和因相对于关键货币的收益率差异而造成的资本流动压力的举动，以及全球投资者的套利行为共同造成。

为了阐明这个问题，选取30个新兴市场经济体和先进经济体在2000—2014年的数据进行回归分析。^① 分析显示了这些经济体利率变化和美元利率变化间的强相关性，甚至在控制了国内的宏观经济状况和全球商业与金融周期之后也是如此。就短期利率来说，美国利率100个基点的变化与新兴市场 and 较小的先进经济体的利率平均34个基点的变化相关(表5.C, 第一列)。就长期利率来说，效果更强：美国国债收益率100个基点的变化与这些经济体利率平均59个基点的变化相关(第二列)。除了美国利率，通过VIX指数衡量的全球投资者厌恶风险的程度，也始终是这些利率的重要驱动力。

此外，自21世纪初以来全球政策利率相对于泰勒规则暗示的水平持续较低(图5.3)至少在某

利率溢出¹

表5.C

解释变量	因变量			
	3月期利率变化 ²	10年期债券收益率变化 ²	政策利率偏差 ³	政策利率水平 ⁴
美国利率	0.34***	0.59***	0.43***	0.70***
VIX	0.51***	0.21**	1.99***	1.54***
F统计美国产出与通胀 ⁵	0.24	2.35*	20.80***	6.80***
F统计国内产出与通胀 ⁵	17.18***	2.09		12.60***
R ²	0.25	0.26	0.45	0.82

1. 结果来自于对30个新兴市场经济体和先进经济体2000年第一季度至2014年第四季度数据的非平衡固定效应面板回归(澳大利亚、巴西、加拿大、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、丹麦、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、新西兰、挪威、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、新加坡、南非、瑞典、瑞士、泰国、土耳其和英国)。***/**/*表示基于聚类稳健的标准误，结果在1%/5%/10%的水平显著。
 2. $\Delta r_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 \Delta r_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ 的面板估计，其中 Δr_t^i 表示经济增长的季度环比 i 是指3月期货币市场利率和10年期债券收益率， Δr_t^{us} 是相应的美国利率的变化； X 包括美国实际GDP增长和通胀的变化，VIX的对数变化以及国内实际GDP增长及通胀的变化。
 3. $i_t^i - Taylor_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ 的面板估计，其中 i_t^i 是政策利率， $Taylor_t^i$ 是标准泰勒规则所暗示的政策利率(计算方法根据B Hofmann和B Bogdanova, 泰勒规则和货币政策:一个全球性的“大偏差”，BIS《季度评论》，2012年9月，37—49页)， i_t^{us} 为联邦基金利率， X 包括美国实际GDP增长，美国通胀以及(log)VIX。
 4. $i_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ 的面板估计，其中 X 包括美国实际GDP增长，美国通胀以及(log)VIX，也包括国内通胀和国内产出缺口(使用标准HP滤波计算)。
 5. 对变量系数等于零的空假设的F检验。

种程度上反映了美国在这一时期低政策利率的影响。具体地说，美国联邦基金利率下调 100 个基点将使新兴市场经济体和其他先进经济体的政策利率相对于标准泰勒规则所暗示的水平降低 43 个基点（表 5.C，第三列）。当估计一个描述性的泰勒规则时，美国政策利率的估计影响更高：约 70 个基点（第四列）。总之，结果表明美国利率与其他新兴市场经济体和先进经济体的利率有经济学上的显著因果关系。

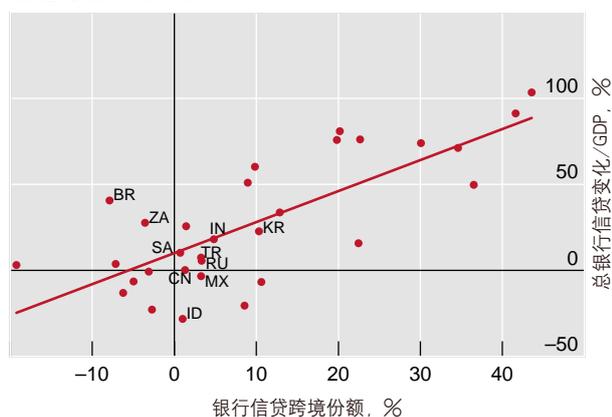
①参见 B Hofmann 和 E Takáts，“国际货币溢出”，BIS《季度评论》，即将发布。

在官方声明大规模债券购买后，对全球债券市场溢出效应的研究已显示债券收益率强烈的同向运动。如果投资者把不同货币计价的债券作为替代品，那么在一个市场购买债券也会压低另一个市场上债券的收益率。表 5.3 说明了这一点，其总结了一些研究，这些研究估计了在美国国债收益率波动 100 个基点时其他几个先进经济体债券收益率的变动。此外，新兴市场经济体债券与美国国债的共同

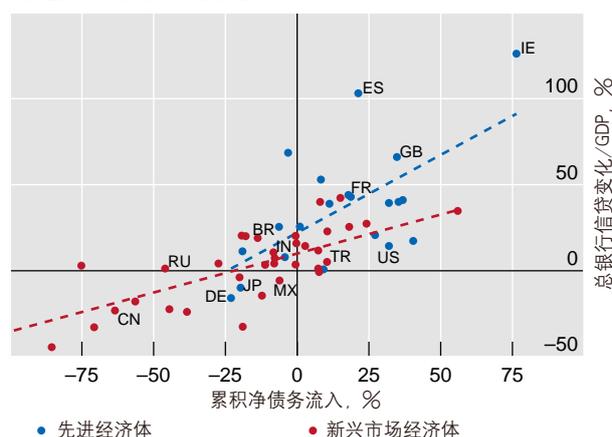
资本流动有助于繁荣时期国内信贷的增长

图5.4

通过跨境银行信贷¹



通过更广泛的净债务流入²



BR=巴西；CN=中国；DE=德国；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；ID=印度尼西亚；IE=爱尔兰；IN=印度；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；RU=俄罗斯；SA=沙特阿拉伯；TR=土耳其；US=美国；ZA=南非。

1. 2002年第一季度至2008年第二季度，“银行信贷总额”是国内信贷（国际金融统计第32行）加上对该国非银行金融机构的跨境银行信贷（使用国际清算银行本地银行统计数据）。“银行信贷跨境份额”是银行信贷总额占非银行机构通过直接贷款给非银行机构和通过给本国银行的净贷款（如果为正）所接收到的跨境交易的份额。基于S Avdjiev, R McCauley和P McGuire“信贷快速增长与国际信贷：亚洲的挑战”，BIS《工作论文》，第377期，2012年4月。2. 国内信贷（国际金融统计第32行），2002年底至2008年底。x轴显示国际收支平衡表上净债务流入作为GDP的一部分，2003年至2008年累积。净债务流动通过加总净债务资产组合、净其他投资和储备资产的变化计算，这些都表示为流入。P Lane和P McQuade，“国内信贷增长与国际资本流动”，《斯堪的纳维亚经济学期刊》，第116卷(1)，2014年1月，218—252页。

资料来源：IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》；BIS国际银行统计；BIS计算。

美国国债收益率对成熟债券市场的溢出效应估计

美国长期国债每100个基点

表5.3

债券市场	Gerlach—Kristen et al (2012): 2003—2004年日本干预		Neely (2015): LSAP1事件	Bauer和 Neely (2014): LSAP1事件	Rogers et al (2014): 日内数据	Obstfeld (2015): 长期水平, 1989— 2014年月度数据
	政府	互换				
澳大利亚	...	...	67	37	...	74
加拿大	...	...	53	54	...	129
瑞士	53	45	...	...	...	88
德国	46	41	41	44	36	115
西班牙	50	41	...	...	...	111
法国	46	41	...	...	...	118
英国	59	45	46	...	48	137
意大利	46	41	...	...	16	158
日本	44	54	19	12	20	69

LSAP1=美联储第一次大规模资产购买计划 (例如债券)。

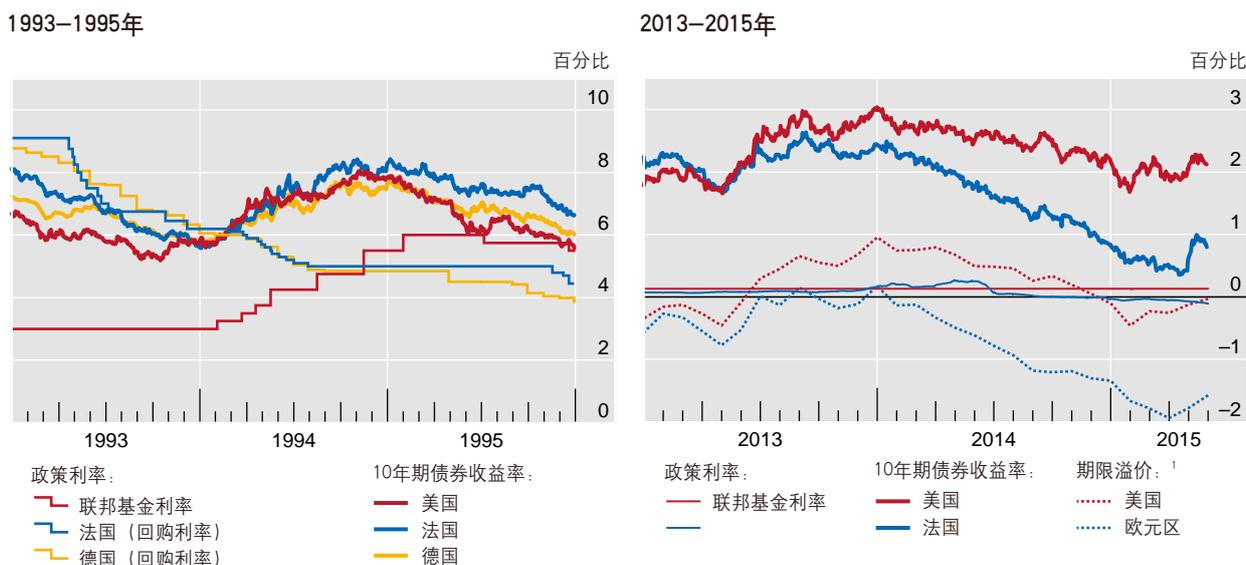
资料来源: P Gerlach—Kristen, RMc Cauley and K Ueda, “货币干预与全球资产组合平衡效应:日本的教训”, BIS《工作论文》, 第389期, 2012年10月; C Neely, “大规模资产购买有较大国际效应”, 《银行业与金融》杂志, 2015年第52期, 101—111页; M Bauer和C Neely, “美联储非常规货币政策的国际渠道”, 《国际货币与金融》杂志, 第44期, 2014年6月, 24—46页; JRogers, C Scotti和J Wright, “评估非常规货币政策的资产市场效应: 一项跨国比较”, 经济政策, 第29卷, 第80期, 2014年10月, 749—99页; M Obstfeld, “三难选择及权衡:生活在金融全球化中”, BIS《工作论文》, 第480期, 2015年1月; BIS计算。

运动也比十年前更紧密。⁶

在此之前, 主要债券市场间的关系都不对称, 美国国债收益率对其他地区的债券收益率有驱动作用, 但在过去的一年里这似乎已发生改变。特别是, 有迹象表明, 欧元区债券市场已对美国债券市场产生影响。欧央行大规模购买债券的预期给法国和德国的债券收益率带来下行压力, 尽管政策利率分歧, 其也通过期限溢价的共同运动给美国债券收益率带来压力 (图 5.5, 右图)。这与 1994 年初的经验 (即以往模式) 相反, 当时美联储提高其政策利率, 法国央行和德国央行都在降息, 但美国国债收益率的上升被传导到欧洲 (图 5.5, 左图)。⁷

6. 比较了 R McCauley 和 G Jiang, “多元化与亚洲本币债券”, BIS《季度评论》, 2004年9月, 51—66页。以及 K Miyajima, M Mohanty 和 J Yetman, “美国非常规货币政策对亚洲的溢出效应: 长期利率的作用”, BIS《工作论文》, 第478期, 2014年12月; Q Chen, A Filardo, D He 和 F Zhu, “金融危机, 美国非常规货币政策和国际溢出效应”, BIS《工作论文》, 第494期, 2015年3月; 以及专栏 5.C。

7. 参见 C Borio 和 R McCauley, “近期债券收益率波动的经济学”, BIS《经济学论文》, 1996年7月, 第45期。



1. 10年期名义收益率根据一个估计的联合宏观经济与期限结构模型分解；参见P. Hordahl和O. Tristani, “在欧元区 and 美国的通胀风险溢价”, 中央银行国际期刊, 2014年9月, 1-47页。收益率以零息债券表示；欧元区使用了法国的政府债券数据。
 资料来源：彭博；各国数据；BIS计算。

当前关切

总之，国际货币与金融体系在后危机时代以将储备货币区宽松的货币和金融条件传导到世界其余地区，就像其在危机前所做的那样。全球金融条件因此放松到了可能与持续的金融和宏观经济稳定不一致的程度。在受危机影响较小的新兴市场经济体和部分先进经济体的信贷繁荣已经造成了金融失衡的迹象。短期内，国际货币与金融体系倾向于扩张金融条件。但从长远来看，突然出现的金融萧条将使其倾向于收缩金融条件。

关键货币间货币政策的分歧和美元再度升值带来了风险。如果企业和世界各国政府可以用欧元融资替代美元融资的话，欧元区的宽松可能会让全球宽松延长。然而，大量的美元未偿债务意味着美元信贷紧缩可能是必然的。因此，美元走强可能再度暴露脆弱性（见第三章），特别是对那些集体借贷数万亿美元的公司更是如此。诚然，众所周知，美国经济有美元空头头寸，并在其他货币上做多。出于同样的原因，世界其他国家必须持有比美元负债更多的美元资产，从而在美元升值过程中总体获得估值收益。但即使是在一个做多美元的国家，跨部门外汇头寸分布也与产出有关。例如，在许多新兴市场政府部门持有美元多头头寸，而公司部门持有空头头寸（专栏 5.D）。政府部门未将其获益转移给受损失的公司部门，这使经济可能会因美元走强而受损。

美元走强、货币政策分歧以及全球债券市场官方大量持有头寸可能导致波动。如果新兴市场大幅减少储备，它们出售关键货币的债券可能造成全球债券市场上

美元升值的估值效应

本专栏使用韩国的例子来说明，美元升值可以让非美国居民整体实现财富增长，同时，对那些进行美元融资的非美国公司来说，美元升值还代表了金融条件收紧。韩国官方可以从美元升值中获益而不需要调整其支出，同时韩国公司部门会损失净财富并面临信贷紧缩。

众所周知，美元升值推升美国净国际债务。^①这是因为美国居民对世界其他国家有以美元计价的债务，超过相应的资产，高达GDP的39%。随着2014年美元升值，美国的净国际投资头寸从负的5.4万亿美元下降到负的6.9万亿美元，尽管本币估值上升，以美元计算的美国资产停止增长。这个1.5万亿美元的差值是经常账户余额4,100亿美元的3倍多。相应地，世界其他国家的财富增加。

作为世界其他地区的典型，韩国的净国际投资头寸整体从美元升值中获益。不过，仍可以看到，借入美元的韩国公司的资产净值下降。总的来说，该国适度的正外部头寸(820亿美元，见表5.D)显示其净外币资产达7,190亿美元，一半以上由官方部门持有(官方储备资产为3,640亿美元)，机构投资者也持有大量正外部头寸(2,040亿美元的投资组合资产)。公司部门拥有投资组合和其他外币负债(3,480亿美元)的很大一部分，以及650亿美元登记在韩国商业银行的外币贷款。此外，国际清算银行的数据显示，韩国非金融公司的离岸子公司发行了额外的70亿美元债券，主要是美元债券，同时也有离岸银行信贷。美元升值使官方获益却没有惠及那些财富净损失的公司。

总的来说，很多关于国际资产负债表的分析，特别是持有外汇储备所承担的保险建立在分割谬误的基础之上，分割谬误会把总体正确推论为每一部分都正确。公共部门在本国货币贬值时进行财富转移会充满道德风险，而不进行转移则使公共部门的收益无法抵消公司部门的损失。企业需要调整其支出和劳动雇用。如果当局最终动用国际储备为银行和企业提供美元流动性，这种干预可能会在已经付出代价后再造成破坏。

2014年底韩国外部资产与债务¹

表5.D

	资产	债务	净资产
本币	13	650	-637
直接投资	.	182	-182
资产组合	2	441	-439
其他 ¹	10	27	-17
外币	1,068	348	719
直接投资	259	.	259
资产组合	204	149	55
其他 ¹	242	199	42
官方外汇储备	364	.	364
合计	1,080	998	82

1.包括金融衍生品。

资料来源：韩国央行。

^①参见 C Tille, “汇率运动对美国外债的影响”, 纽联储, 《当前经济学与金融问题》, 第9卷, 第1期, 2003年1月。

前所未有的交错流动。欧央行和日本央行购买债券，而新兴市场经济体出售债券，最终，美联储不展期到期债券，这可能让剩余的私人投资者面临困难和债券定价转移的问题。

国际政策合作的局限性和前景

要解决本章提出的问题，仅靠每个国家管理其通货膨胀和商业周期是不够的。更广义的“处理好国内事务”的概念建议政策制定者运用货币、审慎和财政政策来管理金融周期以确保持久的货币、财政和宏观经济稳定（见第一章和第四章）。这将使信贷繁荣和萧条的频率及深度减少，并大大减少负面的跨国溢出效应。

此外，在处理好全球事务的理念下，政策制定者可能会更重视国际的相互作用，包括共享的风险敞口、溢出效应和反馈。政策既可以通过采取措施抑制金融失衡累积来阻止危机，也可以通过包括安全网在内的措施来加强危机管理。一分危机预防胜过十分危机管理：降低危机的发生率和严重程度有明显的福利效应，同时在设计有效的安全网方面则存在明显的预测局限性和道德风险。

国际政策协调可以发生在不同深度。明智的自利主义会考虑国际溢出效应在某种程度上会对本国经济有反作用。然而，在今天这个全球流动性的时代，即使各国各自做到最好，如果存在明显的国际溢出效应，仍达不到其政策目的。要达成更有效率的结果，需要加强合作，包括临时的联合行动，甚至就限制国内政策这一游戏规则达成协议。

在分析和合作方面都有障碍。各国仍难以就国际货币体系的症结是什么达成一致。即使对国际溢出效应及其出现原因达成共识，在多个不同规模的参与者间就不同的国内约束设定并维持一个普遍方法仍将具有挑战性。

在讨论危机管理时这种可能性和障碍很明显。全球金融危机期间，中央银行被证明能够迅速联合调整其政策立场并通过外汇掉期来进行密切配合。美元互换规模达到约 6,000 亿美元（欧元互换达到约 60 亿欧元）。美元互换安排通过允许外资银行有限接入联储工具来获得资金支持了金融稳定。反过来，它们也在银行已相对于联邦基金利率抬高了美元 Libor 后重塑了货币传导机制。

今天，修改和扩展安全网的建议面对诸多障碍。一个原因是分析方面的深度分歧。外汇储备积累是汇率管理的副产品，还是对国内外危机的一种自我保护？国际流动性工具，包括中央银行之间的货币互换额度是否应被扩大，最好的设计是什么？增强的安全网是否会导致外汇储备减少？即使达成了协议，国际风险分担的许多方面仍然有问题。尽管有改进的余地，现状很可能仍然持续。

这一切加强了危机预防。央行可能会寻求让自身政策的影响内部化。改进信息交换有助于当局更好地理解国际溢出效应及其反作用。例如，如果主要的中央银行的货币政策确实引起了新兴市场的竞争性宽松，由此产生的金融失衡可能最终伤害先进经济体。更重要的是，这种反作用可能因新兴市场在世界经济中日益增长的体量而比过去更大（见第三章）。同样，政府在主要债券市场上的巨大分量需要政策制定者关注全球影响。然而，尽管全球储备管理者从集体的角度可能因考虑其投资行为对全球债券收益率的影响而受益，但其个体有忽视国际溢出效应的动机。

合并美国外部资产负债表

专栏5.E

大部分国际宏观经济学假设国界界定了货币区域和决策单位。就像国民账户一样，它假设哪些边界定义了相关经济区域：在一个给定的国家，不同的货币不会竞争，公司独自在本国境内经营。在现实中却并非这样。不仅主要货币将其领域扩展至发行国之外（专栏5.A和5.B），金融或非金融的跨国公司也跨国经营。其管理层从集团的角度出发关注利润和风险，资产负债表也跨越国界。从合并的角度出发，可以更好地反映跨国公司和全球一体化的程度。

本专栏使用美国的例子来说明这样一个合并外国资产和负债的观点不同于官方的基于所在地的国际投资头寸（IIP），基于所在地是国民经济核算和收支统计数据定义的标准。这些都表5.E前两列的“本地”表示。通过合并让资产负债表与所有权的国籍一致，而不是与资产和负债的登记地一致。

美国国际投资头寸：从本地到合并

2012年底数据，10亿美元

表5.E

	本地		合并	
	资产	负债	资产	负债
银行报告的				
跨境头寸	3,898	3,633	.	.
合并的美国银行 ¹	.	.	3,330	2,958
外国银行 ²	.	.	2,465	3,150
直接投资				
跨境头寸	5,078	3,057	.	.
美国跨国公司 ³	.	.	20,250	15,173
外国跨国公司 ⁴	.	.	6,863	9,920
资产组合投资	7,531	8,446	7,531	8,446
非银行报告的 ⁵	845	657	1,491	782
美国货币	.	454	.	454
官方资产与负债	666	5,692	666	5,692
合计 ⁶	18,018	21,940	42,596	46,575
备注：资产与负债合计	39,957		89,171	

1. 美国银行的外国债权数据来自于国际清算银行关于最终风险基础的合并银行统计（表9D）；其外债通过以下各项之和来估计：美国银行业在美国以外以的外币当地负债，其对非附属部门的跨境负债，扣除对美国居民的跨境负债，以及扣除在美国登记的官方货币机构的负债（其已经包含在“官方债务”中）。2. 外资银行在美国的本地债务出现在资产侧，债权方是美国居民。相反，它们对美国居民的债权是美国债务。因此，合并的美国资产是外资银行对美国居民的本地本币债务。而合并的美国负债是外国银行对美国居民的本地本币债权。3. 美国海外子公司的总资产，包括除银行业外的所有行业。估算债务等于总资产减去直接投资头寸。4. 外资美国子公司的总资产，包括除银行业外的所有行业。估算债务等于总资产减去直接投资头寸。子公司的资产作为美国外债出现，反之亦然。5. 金融资产和负债由非银行机构报告，包括贸易信贷。“合并”列也包含在美国的银行为当地非银行实体扣押的资产和负债。6. 不包括金融衍生品。

资料来源：美国经济分析局；BIS国际银行统计；BIS计算。

这相当于重新划定美国的边界，将美资公司的外国资产负债表包括在内，并排除了外国公司的美国资产负债表。对银行业和非银行企业（跨国公司）进行了这种合并。

第一步是用合并的国际清算银行数据取代银行的外部头寸（表 5.E 中第三行“银行报告的”）。这剔除了所有跨境债权，如法国巴黎银行纽约分行对世界其他国家的债权（这些被算作法国资产），并增加了摩根大通的合并对外债权，美国报告银行头寸合计共增加 3.33 万亿美元。同样，在负债方面，剔除了法国巴黎银行纽约分行的任何跨境负债，并增加了摩根大通的全球外债，美国银行头寸估计共增加 2.958 万亿美元。此外，外资银行在美国的当地业务，不属于美国外部头寸，在某种程度上进一步分别增加了美国的合并资产和负债，美国居民为外国银行美国分行提供资金（2.465 万亿美元），或从它们那儿获得信贷（3.15 万亿美元）。合并银行报表让美国对外资产和负债总和由 40 万亿美元（IIP）增加至 45 万亿美元。

第二步是用一个类似的、尽管粗略（由于数据限制）的方法来合并外资跨国公司报表（银行除外）。非银行机构的跨境直接投资头寸方面，资产被美国以外的美国跨国公司的（更大的）总资产取代，而负债则被那些在美国的外国跨国公司的总负债取代（表 5.E 中“直接投资”行）。如剔除通用电气法国子公司的股权头寸，同时加上那些子公司的总资产，这导致所有美资跨国公司合计资产达 20.25 万亿美元。这些资产超过相应的所有权债权（包括国际投资头寸表中价值 5.078 万亿美元的股权和股权类子公司间债务），因为美国跨国公司也从国外借款；这些债务（约 15.173 万亿美元）相应被加到美国的外债上。至于外国跨国公司，法国公司在其美国子公司的股份总额被剔除，其美国资产被增加，为外国跨国公司增加了 9.92 万亿美元头寸。外国跨国公司的负债（6.863 万亿美元）被视为美国外国资产。该步骤把直接持有公司资产和负债变为 6 倍，但美国净资产不变。

合并银行和跨国公司报表将美国的外国头寸总值翻了不止一倍。美国外部的资产和负债之和从基于所在地的 40 万亿美元（IIP）增加至基于合并的 89 万亿美元。本例表明，美国经济更加开放，其外国资产负债表规模更大，这比国际收支中外部头寸所表现得更为明显。此外，美国经常账户的计算不应受合并影响，因为无论外汇收入是否流回国内，都被包括在净投资收入中。

超越明智的自利主义并重新考虑更广泛的游戏规则可能很难。⁸ 多数货币政策制定者会拒绝从全球的角度来考虑。相应地，国内授权要求主要储备发行央行为被其货币占据的更小的经济体制定政策。

这种对国内授权的解读与金融监管和监督方面成功的国际合作形成鲜明对比。在这些方面，国内授权不妨碍广泛的国际合作和全球规则的发展。

对当前国际货币与金融体系缺陷的更好地理解将是一个很大的进步。一个普遍的观点是，主要问题是国际货币与金融体系显然无法阻止巨额经常账户失衡。

8. R Rajan 于 2014 年 4 月 10 日在布鲁金斯学会 (Brookings Institution) 的题为“竞争货币宽松政策：是否昨日重现？”的演讲中提出了这一观点。有关更多对政策协调持怀疑态度的观点参见 S Fischer, 2014 年 10 月 11 日在国际货币基金组织和世界银行年会 Per Jacobsson 基金会上的题为“美联储和全球经济”的演讲；B Coeuré, 2015 年 5 月 12 日在瑞士国家银行和国际货币基金组织合办的“变化的世界中的货币政策的挑战”研讨会上题为“非常规货币政策的国内和跨境溢出效应”的演讲。参见 J Caruana 于 2015 年 4 月 16 日在国际货币基金组织“反思宏观政策 III：有进展还是混乱？”大会上的题为“国际货币和金融体系：消除盲点”的发言，以及 W Dudley 于 2014 年 3 月 27 日在纽约联储“三十年的危机：我们学到了什么？”圆桌会议上题为“美国货币政策和新兴市场经济体”的发言。

这种失衡的观点在国际论坛上很流行并暗示了特定的调整政策，如那些与二十国集团互评估程序有关的政策。⁹

然而对经常账户和相应的净资源流动的关注可能掩盖了国际货币与金融体系本质上的缺陷。全球需求再平衡的目标是减少各国之间商品和服务净流动的失衡，而忽略了更大的各国内部和各国之间金融失衡累积的风险。可以肯定的是，巨额经常账户赤字经常表明潜在的问题，但金融繁荣和萧条也可以表明问题，且其确实盈余国家出现。一个总的盈余头寸很可能隐藏这样的漏洞。金融失衡与国内和国际总头寸联系更紧密，而经常账户代表的跨境净流动则并不一定留下痕迹。¹⁰ 事实上，如果跨国公司为其国外用途发行离岸债券，金融失衡可能根本不会出现在一个国家的国际收支平衡表上。反过来，这就提出了国际金融中一个适当的分析单元的问题，以及应如何衡量这些风险（专栏 5.E）。要在设计国际货币与金融体系方面取得进展就要求作出一个新的判断，即把金融失衡作为广泛地调整国内政策制度及其国际间相互作用的基础。

9. 欧盟委员会的宏观经济失衡程序通过在其外部失衡监管上补充内部金融失衡指标的做法已更进一步。

10. 参见 C Borio 和 P Disyatat, “全球失衡与全球危机：有没有联系？” BIS《工作论文》，第 346 期，2011 年 5 月。

第六章 金融领域的新旧风险

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

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

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

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

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

银行：市场观念驱动还是掩盖了挑战

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

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

近期表现及重建实力的努力

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

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

主要银行的利润情况

占银行总资产的百分比

表6.1

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

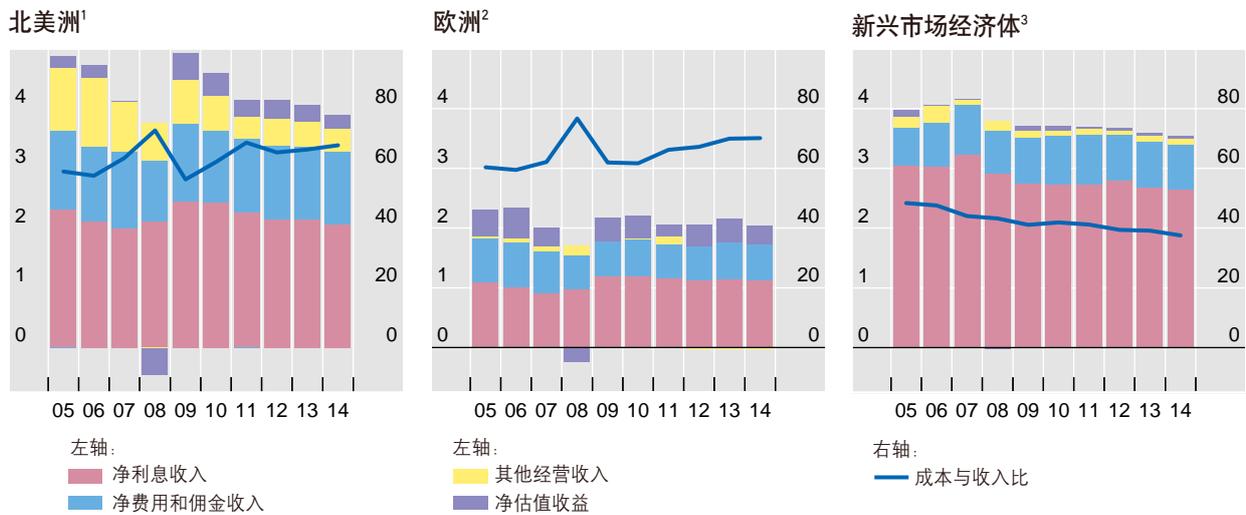
涵盖多个年份的列使用了简单平均数。括号中是银行数目。

资料来源: Bankscope; BIS计算。

银行部门收入下降

百分比

图6.1



关于每组中银行的数量，参见表6.1。报告与总资产相关的收入。

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

资料来源：Bankscope；BIS计算。

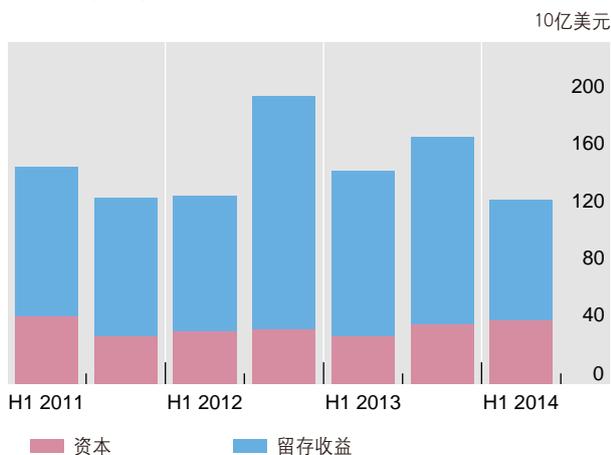
客户授信。

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

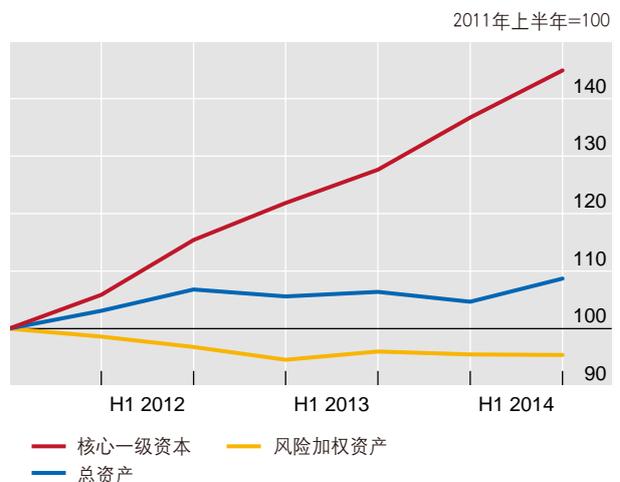
银行提高风险缓冲¹

图6.2

CET1资本的来源

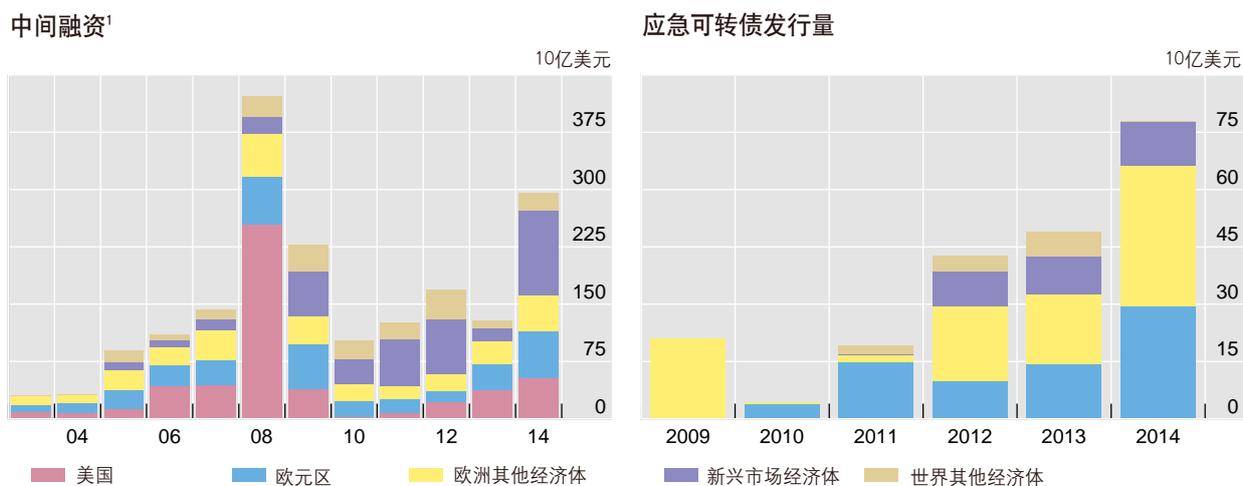


银行履行监管要求的情况的变化³



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

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



1. 包括投资级债券和优先股。
资料来源：彭博；Dealogic；BIS计算。

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

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

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

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

未来的挑战与风险

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

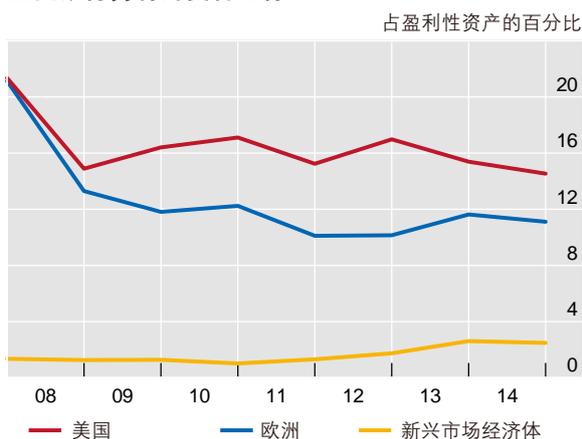
近期，市场流动性降低（见第三章），政策制定者和分析人士开始关注流动性的重要提供者：专业化的交易商，即做市商。做市商做市活动减少有多重原因。一些原因是交易商在危机后重新评估了其自身风险承担行为和经营模式的可行性。另一些原因则与新的监管要求有关，其旨在将做市活动以及与交易相关活动的成本提高到与其潜在风险和对金融体系风险相一致的程度。要达到这一监管目标，可能需要向一个较低但更稳健的流动性环境过渡。

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

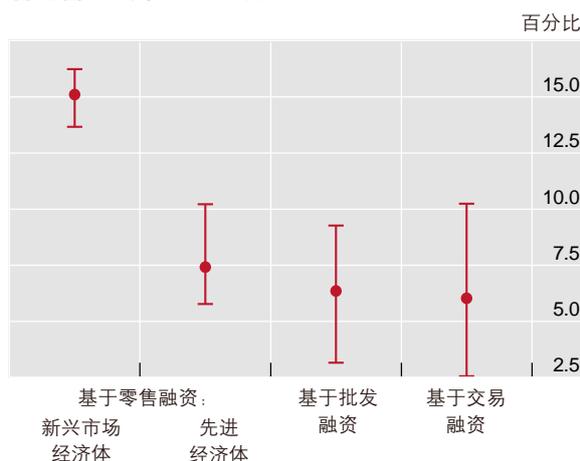
交易模式改变，交易商库存的变化

图6.A

主要银行持有的交易证券¹



各经营模式下的股权收益率²



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

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

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

大幅减少了交易活动；德国、英国的银行宣布对其投资银行部门进行重大重组。

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

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

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

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

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

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

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

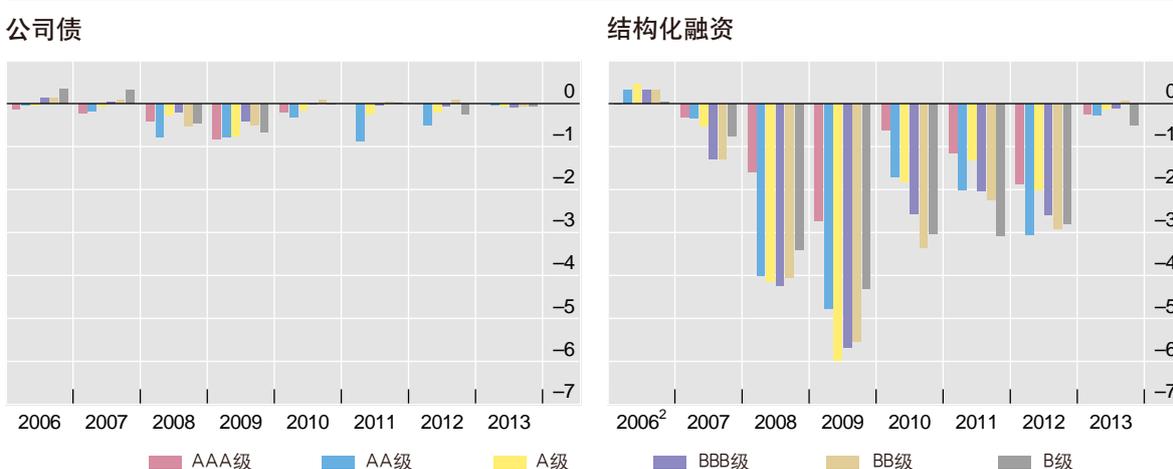
基于价格的指标显示，市场更倾向于新兴市场经济体银行而非先进经济体银行。非金融部门的较高市净率显示出市场情绪总体乐观，在这种背景下，权益投资者对美国、瑞士和北欧银行略显冷淡（图 6.4，左图），且对英国、欧元区银行较为悲观（图 6.4，右图）。评级机构的观点类似，在美国次贷危机和欧洲主权债务危机中，美欧银行的独立评级（衡量了缺乏外部支持下银行的稳健性）都大幅下挫，至今没有恢复（图 6.5，左图）。相比之下，新兴市场经济体银行的平均市净率较高，独立评级也有所上调。尽管如此，当本地环境变差时这种信心能否持续仍有待观察（见第三章）。

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

信用风险评估的变动¹

平均一年评级变动

图6.B



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

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

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

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

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

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

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

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

股市显示出对银行的怀疑

市净率

图6.4

非金融企业



银行¹



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

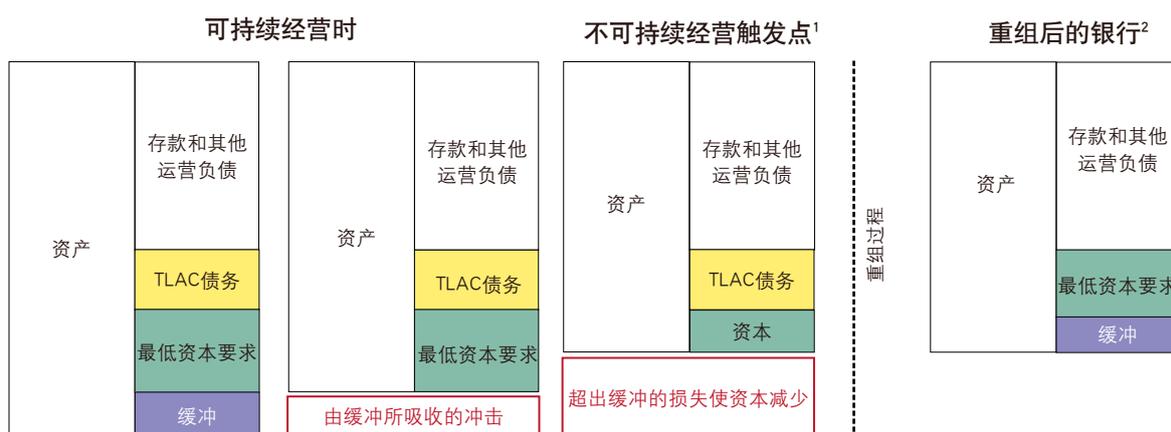
国际金融危机后的监管改革旨在降低经济体对金融体系压力的风险敞口。为此有两个互相补充的目标：确保机构稳健运行的最低标准，以降低其倒闭的可能；以及降低机构倒闭时对金融体系和经济的冲击。前者已写入更为严格的《巴塞尔协议III》资本和流动性标准中，确保机构可持续运行；后者则是在银行不可持续经营时，增加处置的效率。对于第二个目标，金融稳定理事会已列出了有效处置的一系列关键性原则，同时提出了关于全球系统重要性银行的吸收损失能力新标准，即“总吸损能力”（TLAC）^①。

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

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

处置中TLAC的功能：示意图

图6.C



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

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

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

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

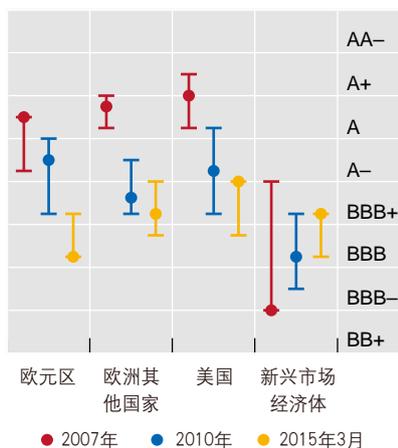
重要的是，TLAC 的有序性依赖于其他审慎框架和处置机制，TLAC 对其形成补充。TLAC 建议与《巴塞尔协议 III》规则相兼容。其维持了资本和流动性标准的完整性，且有助于提高可持续经营银行的稳健程度。当机构触及不可持续经营的红线后，TLAC 资源将被动用，作为处置当局在建立新机构中的《巴塞尔协议 III》缓冲。此外，TLAC 还需要与现有和正在讨论的处置框架以及不同的机构组织结构相一致。目前相关规则正在制定中，具体要求也在校准。在框架中维持足够的灵活性，对不同国家和不同机构的处置框架及处置策略予以充分考虑将非常重要。

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

银行评级下降损害其融资能力

图 6.5

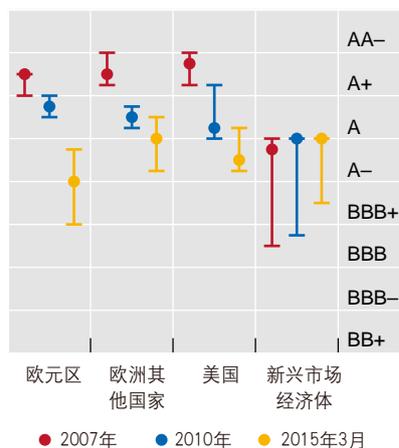
银行的独立评级(stand-alone rating)¹



融资成本对比：
A等级银行与A等级非金融企业(NFC)²



银行的全部评级(all-in ratings)³



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

资料来源：美国银行美林证券；惠誉评级；穆迪评级；BIS计算。

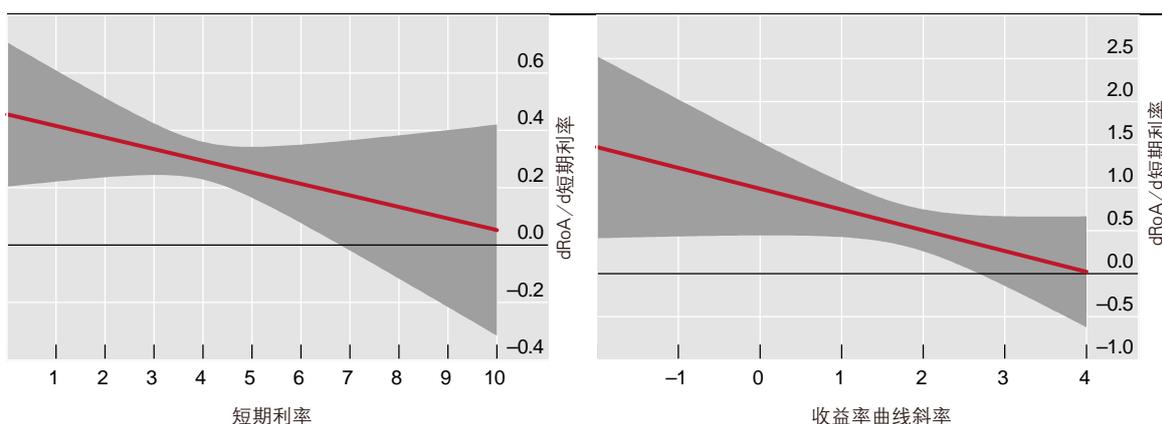
货币政策长期维持宽松将损害银行的盈利能力。这是因为，较低的短期利率和平坦的收益率曲线会降低银行的净利息收入，二者分别减少了银行的利息收入和期限转换收入。同时，贷款损失拨备的较低利率虽能降低偿债成本，违约率也降低，但这都没能抵消上述负面影响。低利率提高了证券的估值，这种非利息收入也没能抵消以上负面影响。事实上，Demirgüç-Kunt 和 Huizinga^①使用 80 个工业国和发展中国家的银行业数据得出，利率下降总体上降低了银行的盈利能力。Alessandri 和 Nelson 在研究英国银行时得出了类似的结论。^②

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

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

利率结构变动对银行资产收益率（RoA）的影响

图 6.D



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

资料来源：BIS计算。

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

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

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

保险公司：应对低利率难题

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

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

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

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

保险业的利润率

百分比

表6.2

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

多年的值为各年的简单平均数。

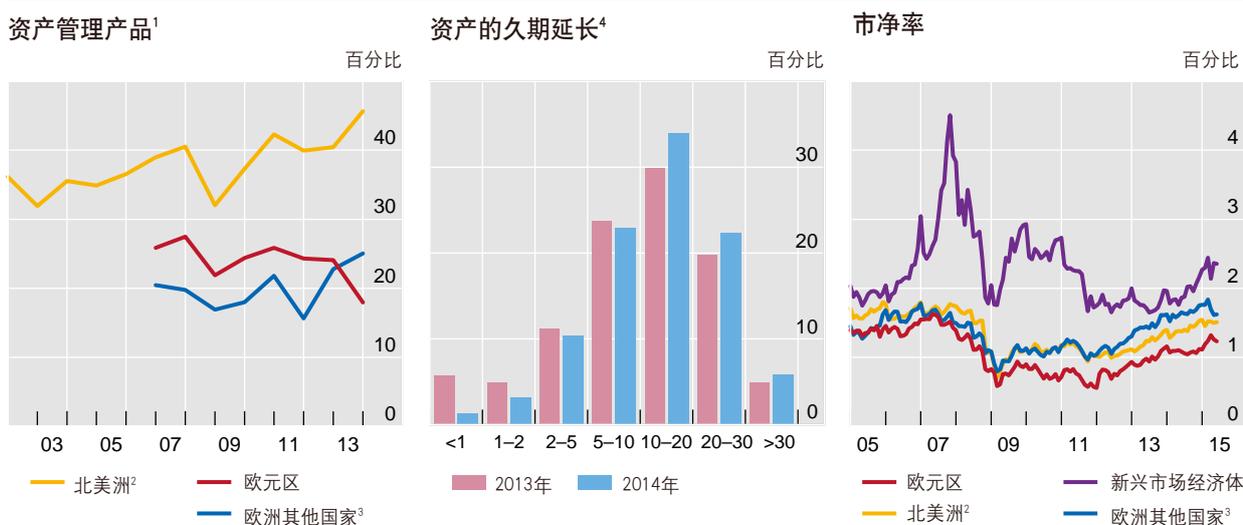
资料来源：瑞士再保险；sigma database；各国监管当局。

约12%。

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

保险公司：市场观点的变化和经营模式

图6.6



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

资料来源：德国央行；Datastream；SNL；BIS计算。

主权债务敞口的监管处理：更加注重风险敏感性

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

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

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

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

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

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

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

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

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

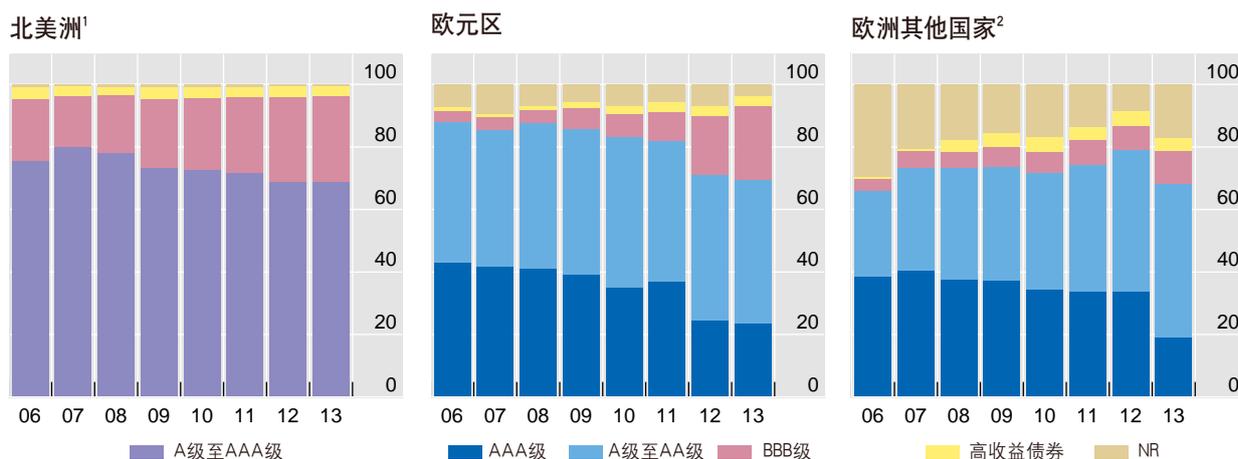
同时,保险公司资产的风险特征也在近年来不断恶化,尽管在开始时其曾经采取保守的措施。监管要求和机构职能的双重压力,使保险公司主要持有投资级证券,在该范围内,其资产分布已从最优质资产转变为最劣质资产(图6.7)。这种转变部分源于现有证券的质量下滑,但这也与追寻高收益的行为相一致。美国的保险机构主要在公司债和房地产抵押债市场上投资,而欧洲的保险机构则在主权债市场上追寻高收益。相关国家当局事实上鼓励这么做,允许保险机构对其主权债实施零的风险权重(正如其允许银行这么做一样),哪怕这些国家的主权评级很低且还在下降。

股市和评级机构对保险部门的看法不同。2011年以来,主要先进经济体保险

保险公司转向更低级别的投资

占承担信贷风险的证券的百分比

图6.7



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

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

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

养老金：赤字增加

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

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

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

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

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

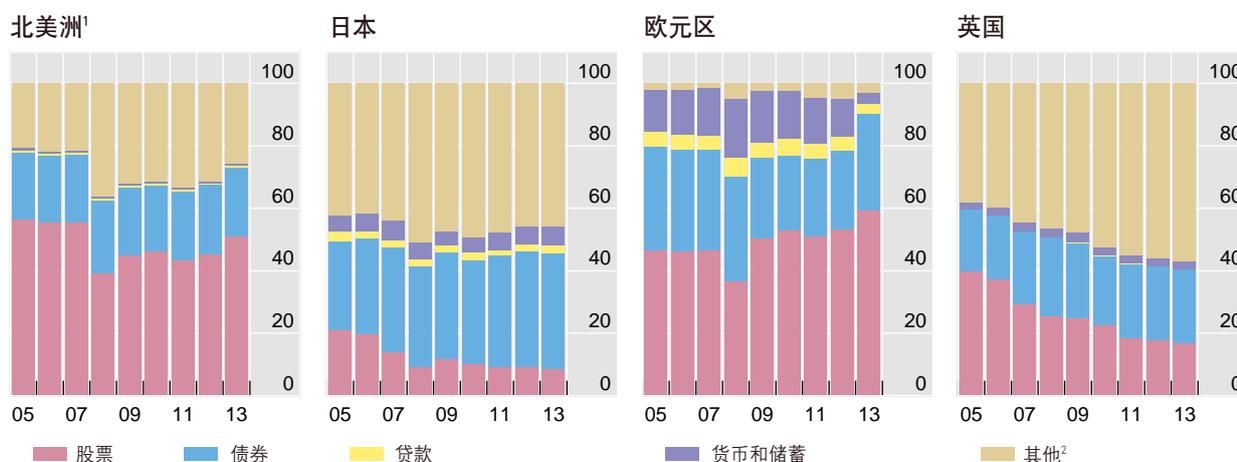
同时，养老金为应对资产收益率下降，还减少了传统风险的敞口，增加了所谓的另类投资。这包括房地产、对冲基金、私募股权和大宗商品。行业估算显示，上述投资占养老金的比重有所增加，2001 年为 5%，2007 年为 15%，2014 年达到 25%。而此期间股权投资的比重下降了 20 个百分点。英国的养老金是这一变化的主要来源（图 6.8，左图）。在美国，养老金虽减持了股票，但估值上升掩盖了这一趋势。

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

有迹象显示养老金开始远离股票投资

占总金融资产的百分比

图6.8



1. 加拿大和美国。2. 包括对共同基金的投资。
资料来源：经合组织；BIS计算。

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

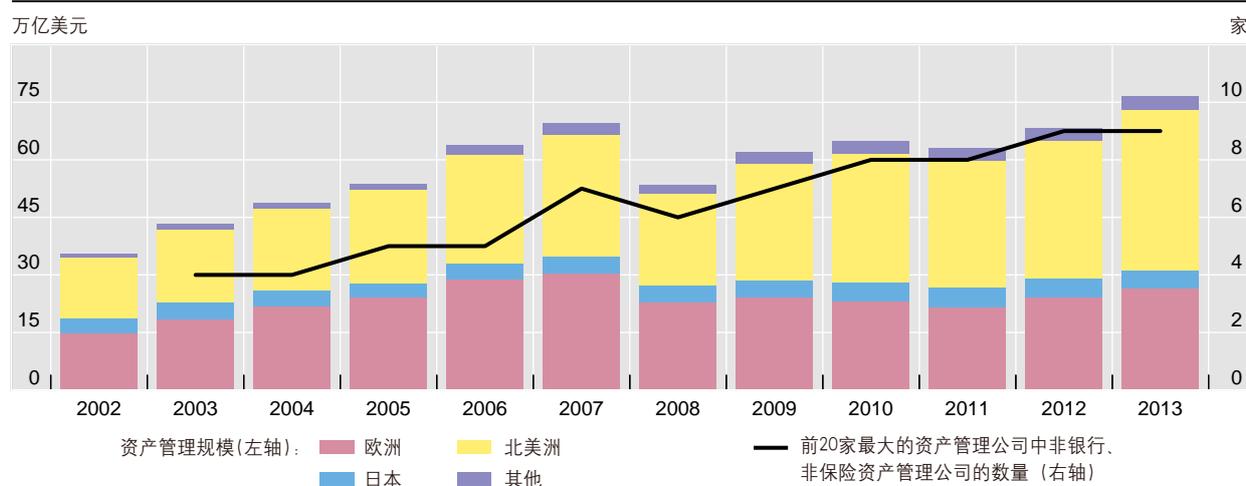
养老金的融资压力可能造成更广泛的冲击。在“固定收益计划”中，养老金的负债是基金发起者的协议职责，发起者可能是某家制造公司或服务公司。因此，由于不可持续的赤字早晚都会给发起者造成损失，其也会造成公司利润受损，且可能损害其偿付能力。“固定缴费计划”具有类似的功效，但作用渠道不同。“固定缴费计划”资产价值的下降，意味着参与者未来收入流减小。如果这种结果普遍存在，将导致储蓄率上升并因此降低总需求。

后金融危机时代金融风险的变化

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

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

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



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

代了银行、保险公司下属资产管理公司的领先地位（图6.9，黑线）。

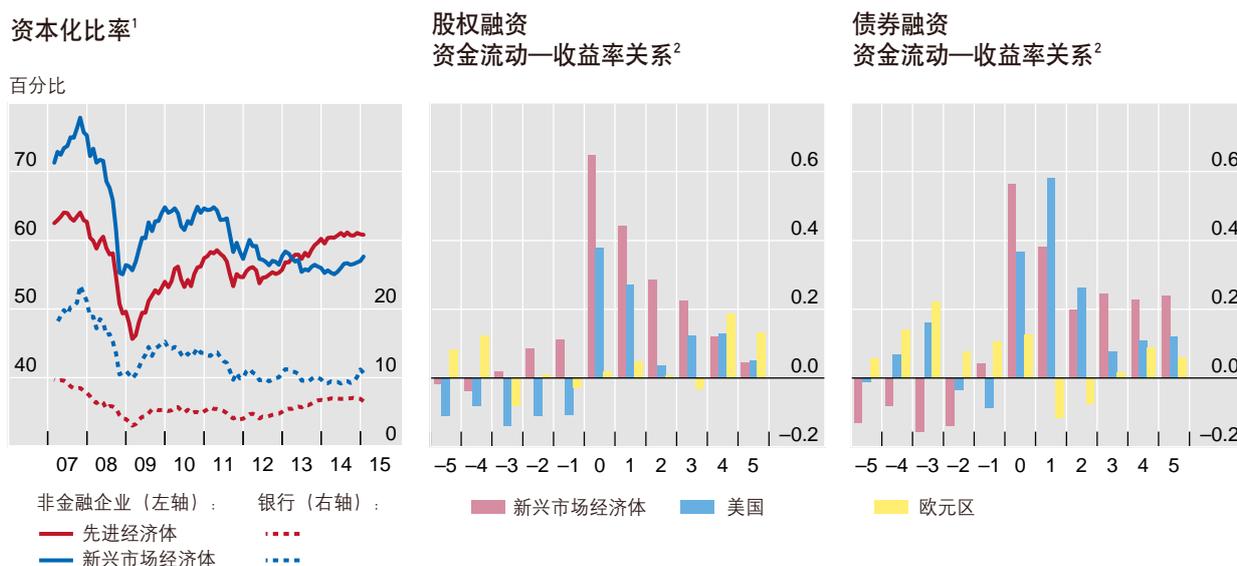
银行部门逐步减少了高风险的业务，而资产管理公司则与客户及其投资顾问一起起到了更重要的作用，其中投资顾问的建议在资产最近的表现中作用很大。因而，鉴于国际金融危机后新兴市场经济体资产的收益率高于先进经济体，投资顾问的建议很可能导致了近年来大量资金流入新兴市场经济体基金（见第二章）。

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

统计附录

产出、通胀和经济账户余额¹

表A1

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

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

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

资料来源：IMF《世界经济展望》；市场预测；各国数据；BIS计算。

住房价格

年均，同比变化；百分比

表A2

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

资料来源：BIS住房价格统计；CEIC；各国数据；BIS计算。

政府财政状况¹

表A3

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

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

资料来源：IMF；经合组织。

国内银行业危机早期预警指数¹

表A4

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

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

资料来源：各国数据；BIS；BIS计算。

外汇储备年度变化

10亿美元

表A5

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

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

目 录

国际清算银行组织结构图（2015年3月31日）	128
国际清算银行：职责、业务活动、治理和财务结果	129
会议安排和巴塞尔进程	129
每两个月一次的例会与其他定期磋商	129
全球经济会议	129
全体行长会议	130
中央银行行长与监管机构负责人联席会议	130
其他的行长会议	130
其他磋商	131
巴塞尔进程	131
协同效应	132
灵活性	132
国际清算银行提供的经济学专业和银行经验支持	132
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	132
巴塞尔银行监管委员会	132
主要动议	132
政策改革	133
政策实施	134
监管	136
全球金融体系委员会	136
支付和市场基础设施委员会	137
监测金融市场基础设施标准的执行	137
抵押管理服务	138
协调场外衍生品数据	138
零售支付	139
金融市场基础设施的网络弹性	139
统计红皮书	139
市场委员会	139
中央银行治理小组	140
欧文·费舍中央银行统计委员会	140

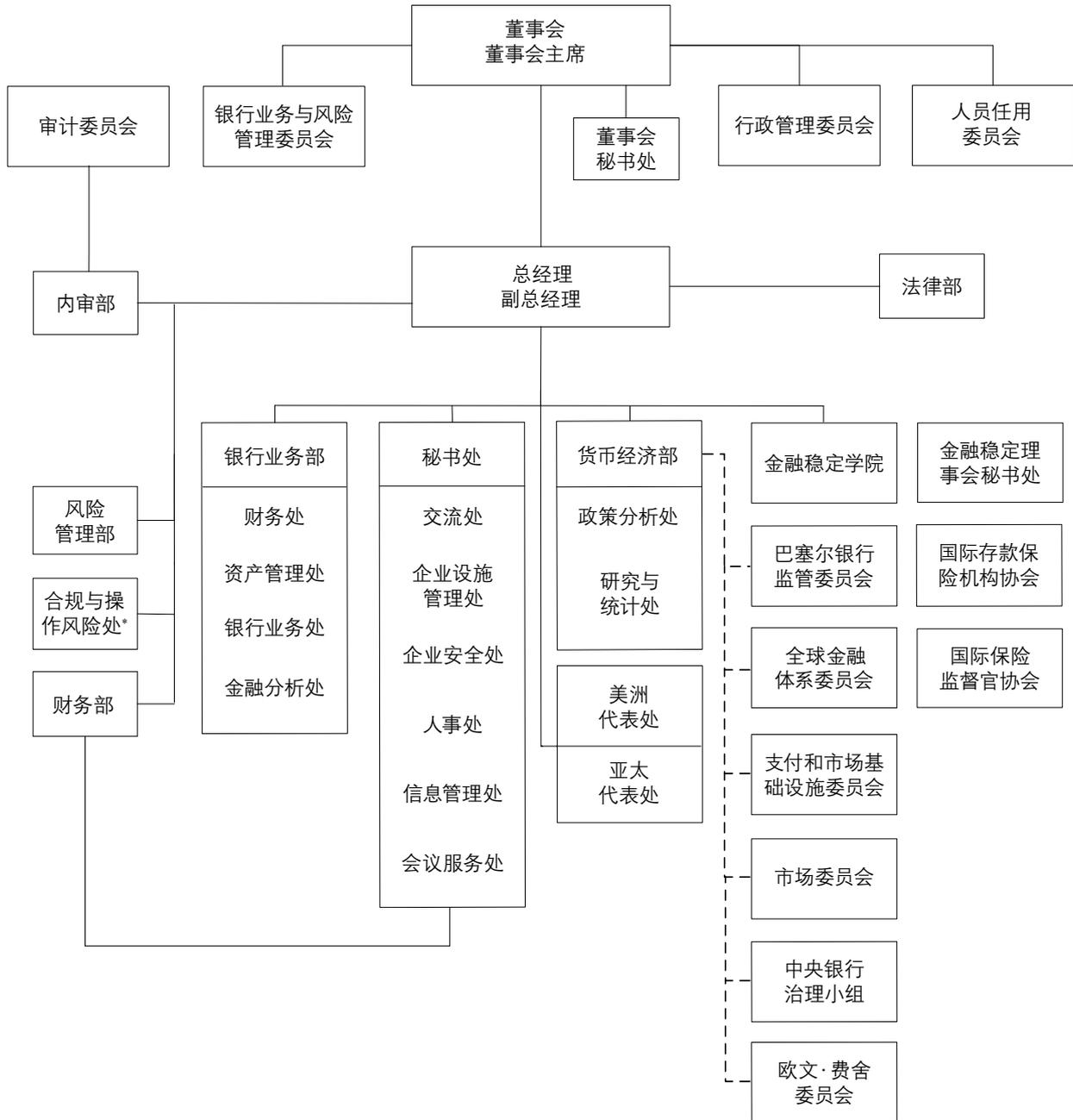
金融稳定学院	140
高级别会议	141
研讨(讲)会	141
FSI链接	141
在巴塞尔银行监管委员会成员外监测巴塞尔标准的执行情况	142
设在国际清算银行的机构的业务活动	142
金融稳定理事会	142
降低系统重要性金融机构的道德风险	142
完善场外和大宗商品衍生市场	143
将影子银行转变为弹性的市场化融资	143
减少对信用评级机构评级的依赖	144
金融标杆	144
应对数据缺口	144
通过法律实体识别编码加强透明度	144
强化会计标准	144
强化披露工作组	144
监测国际标准的实施并加强遵守的一致性	145
监管改革对新兴市场和发展中经济体的影响	145
影响长期融资和其他改革的金融监管因素	145
国际存款保险机构协会	145
有效存款保险体系的核心原则	146
IADI的国际会议和活动	146
强化IADI的研究框架	146
国际保险监督官协会	147
新五年战略规划, 组织改革	147
宏观审慎监察	147
支持材料	147
共同框架	147
全球保险资本标准	148
多边谅解备忘录	148
协调执行框架	148
自我评估和同行评估	148
经济分析、研究和数据	148
巴塞尔进程中的研究和分析	149
研究重点	149
国际统计倡议	150
国际清算银行支持的其他中央银行活动	151
金融服务	151
金融服务范围	151
代表处	152
亚太代表处	153

美洲代表处	153
国际清算银行的治理和管理	154
国际清算银行成员中央银行	155
国际清算银行成员中央银行年度股东大会	156
国际清算银行董事会	156
国际清算银行董事会	156
替代成员	157
悼念	157
国际清算银行管理层	157
悼念	158
国际清算银行的预算政策	159
国际清算银行的薪酬政策	159
财务活动和结果	160
国际清算银行资产负债表	160
财务绩效	161
营业利润	161
净利润和总的综合性收入	161
利润配置与分配	162
红利政策建议	162
2014/2015财年净利润分配建议	162
五年总结图	163
独立审计	164
挑选审计机构	164
审计报告	164
财务报表	165
资产负债表	167
损益账户	168
综合收益表	169
现金流量表	170
国际清算银行权益变动	172
会计原则	173
1. 财务报表的范围	173
2. 职能和计值货币	173
3. 货币转换	173
4. 对金融工具的会计指定	173
5. 资产与负债结构	173
6. 在其他银行的现金与活期存款	174
7. 通知账户	174
8. 活期和通知存款账户负债	174

9. 在货币银行组合中使用公允价值	174
10. 再出售协议下购买的证券	174
11. 以损益反映的公允价值计算的货币资产	174
12. 以损益反映的公允价值计算的货币存款负债	175
13. 可出售的货币投资资产	175
14. 货币资产空头头寸	175
15. 黄金	175
16. 黄金贷款	175
17. 黄金存款	175
18. 黄金业务实现和未实现的损益	175
19. 再回购协议下出售的证券	176
20. 衍生工具	176
21. 估值政策	176
22. 金融资产的减值	177
23. 应收账款与应付账款	177
24. 土地、建筑与设备	177
25. 拨备	177
26. 税务	177
27. 退休福利责任	177
28. 现金流量表	178
财务报表说明	179
1. 简介	179
2. 估算的使用	179
3. 现金与银行活期账户	180
4. 黄金与黄金贷款	180
5. 货币资产	181
6. 金融衍生工具	183
7. 应收账款	184
8. 土地、建筑与设备	185
9. 货币存款	186
10. 黄金存款	187
11. 回购协议下出售的证券	187
12. 应付账款	188
13. 其他负债	188
14. 股本	188
15. 法定准备金	189
16. 库存股	190
17. 其他权益账户	190
18. 应支付的退休福利	192
19. 利息收入	197
20. 利息支出	197

21. 净值变化	198
22. 收费与佣金收入净值	198
23. 外汇交易收益（损失）净值	198
24. 经营支出	199
25. 可供出售证券的出售净收益	200
26. 出售黄金投资资产净收益	200
27. 每股盈余及股息	200
28. 现金及现金等价物	201
29. 汇率	201
30. 表外业务	202
31. 承诺	202
32. 公允价值层级	203
33. 地区分析	205
34. 关联方	206
35. 或有负债	209
资本充足状况	210
1. 资本充足状况的框架	210
2. 经济资本	210
3. 财务杠杆	212
4. 资本比率	213
风险管理	216
1. 国际清算银行面临的风险	216
2. 风险管理方法和组织	216
3. 信用风险	218
4. 市场风险	226
5. 操作风险	232
6. 流动性风险	233
独立审计报告	238

国际清算银行组织结构图（2015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。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及负责金融稳定的机构相互之间的交流与合作；
- 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。

国际清算银行总部设在瑞士巴塞尔，并在中华人民共和国香港特别行政区和墨西哥城设有代表处。

鉴于上述宗旨，本章介绍了 2014/2015 财政年度国际清算银行及其提供支持的组织的业务活动，阐述了其各类组织结构，并报告了其财务结果。

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货币当局和金融监管官员间的国际合作：

- 会议安排；
- 巴塞尔进程，主持以全球金融稳定为目标的国际组织活动（如巴塞尔银行监管委员会、金融稳定理事会）并方便其相互交流。

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、世界经济和金融市场前景。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，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 个主要先进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。¹ 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、支付和市场基础设施委员会和市场委员会。

全球经济会议讨论主要先进经济体和新兴市场经济体当前的宏观经济和金融发展情况。过去曾被讨论过的议题包括：不寻常低的金融市场波动性影响；宏观审慎监管政策的当前角色；不动产和金融业的风险情况；负利率的影响；汇率大幅波动背景下的外部调整等。

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参考。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。2014/2015 财政年度，讨论的议题如下：

- 比特币和其他虚拟货币——对中央银行的影响；
- 中央银行的盈利能力——趋势和政策相关性；
- 全球人口变化——中央银行关注的问题；
- 金融市场和中央银行；
- 亚太地区区域性银行的出现；
- 不平等与货币政策。

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。

中央银行行长与监管机构负责人联席会议

中央银行行长与监管机构负责人联席会议（GHOS）是一个关于银行监管的国际合作高层论坛。它决定全球的银行监管规则并监督巴塞尔银行监管委员会工作。

其他的行长会议

主要新兴市场经济体的中央银行行长一年召开三次会议讨论各自经济体相关的议题，会议时间分别在 1 月、5 月和 9 月的双月一次的例会期间。2014/2015 财政年度，讨论的议题如下：全球资产管理公司和新兴市场资产分类；国际货币

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。

和国际货币体系；新兴市场经济体的汇率和商品价格发展及其影响。

小型开放经济体的央行行长也召开例会。

其他磋商

国际清算银行定期安排中央银行、金融部门代表与私人金融部门、学术界代表讨论共同关心的问题。这些问题包括：

- 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：
- 2014年6月非洲央行行长圆桌会；
 - 2015年2月关于宏观审慎政策的行长会，该会与土耳其央行和国际清算银行联合举办；2014年12月还召开了一个联合工作会。

巴塞尔进程

巴塞尔进程指国际清算银行为实现金融稳定和制定标准，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；
- 支付和市场基础设施委员会（CPMI）：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）：关注中央银行的统计问题，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；
- 国际存款保险机构协会（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。

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，从而使巴塞尔进程可更有效地使用公共资金。

灵活性

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经济学专业和银行经验支持

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。

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

本部分讨论了本财政年度设立在国际清算银行的六个委员会以及金融稳定学院的主要业务活动。

巴塞尔银行监管委员会

巴塞尔银行监管委员会（BCBS）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。主持人是瑞典央行行长斯特芬·英格斯（Stepan Ingyes），中央银行行长与监管机构负责人联席会议（GHOS）是巴塞尔银行监管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

在 2015 年 1 月的会议上，中央银行行长与监管机构负责人联席会议审核并支持了委员会的战略重点：

- 政策发展。委员会继续执行危机后的改革议程，并重点关注提高对资本比例的信心，比如修改对风险加权资产的计算方法（RWA）。本年中，委员会发布了对信用和操作风险的标准化修改建议。委员会提议评估改革政策的影响、连续性以及整体调整程度等。委员会还开始评估对主权风险的监管应对。

- 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。为使得巴塞尔资本标准达到其效果，委员会认为在可能的范围内有必要对其进行简化，提高其标准效果的可比性。为此，它重点关注提高巴塞尔资本框架在可比性和复杂性之间的平衡。委员会也努力将文件上载至互联网，包括将巴塞尔框架整合成一个单独卷。
- 监测和评估执行。委员会常规性地通过监管一致性评估项目 (RCAP) 来评估成员国对标准的采纳情况。RCAP 被扩大至包括巴塞尔流动性标准、全球及本国系统重要性银行的框架。
- 提高监管的有效性。委员会继续努力提高监管有效性，并关注压力测试、估值以及资本框架第二支柱的作用。

本年度，委员会完成或发布与政策改革相关的标准咨询、关于政策执行和监督的报告等。

政策改革

委员会在本年度制定了一些银行的国际标准。

银行对中央对手方敞口的资本要求。2014年4月，委员会公布了修订后的标准对银行对中央对手方风险敞口的资本处理标准。该标准是巴塞尔银行监管委员会 (BCBS)、支付和市场基础设施委员会 (CPMI) 和国际证监会组织 (IOSCO) 协作努力的结果，目的是完善 2012 年 7 月公布的临时资本要求。这三个组织试图简化临时的政策框架，并支持更广泛的政策措施，特别是有关标准化场外衍生品合约的集中清算。修订后的标准将在 2017 年 1 月 1 日生效。

测量与控制大型敞口的监管框架。2014年4月，委员会确定监管框架用于测量和控制的大型信用风险，当突然发生对手方破产风险时银行可以吸收的最大损失。标准包括限制大型敞口。大型敞口上限是银行一级资本的 25%；对全球系统重要性银行 (G-SIBs) 的上限为其一级资本的 15%。标准将从 2019 年 1 月 1 日生效。

操作风险——修改为更简单的方法。2014年10月，委员会发布咨询报告，建议修订测量操作风险资本的标准化方法。针对现有的标准化方法（即基于非模型的方法）的弱点，修订后的标准化方法将取代目前的三个标准化方法。该委员会预计将在 2015 年底完成新方法规则。

支柱 3 的披露要求。在 2015 年 1 月，委员会公布了其修订的支柱 3 披露标准。在 2014 年 6 月委员会就已经公布了一个咨询文件。修订后的标准促进银行风险信息披露、风险度量和管理方面更具有有一致性。修订的目的是使市场参与者比较银行披露的资本比率的分母（即 RWA）和更有效地评估银行总体资本充足性。披露也回应了内部基于模型方法来确定 RWA 具有透明度不高的担忧。修订后的规定将自 2016 年底生效。

净稳定融资比率和披露标准。2014年10月，经过广泛的协商，委员会完成了净稳定融资比率 (NSFR) 标准。作为《巴塞尔协议Ⅲ》流动性框架的一个关键因素，NSFR 将限制对短期机构融资的依赖，鼓励更好地评估表内外项目的资金风险，促进资金的稳定性。此外，在 2014 年 12 月，委员会发布了关于 NSFR 披露要求的咨询文件，目的是在执行 NSFR 标准后，提高监管资本的透明度，重申加强流动性风险管理和监管的原则，强化市场约束，降低市场中的不确定性。

NSFR 标准将于 2018 年 1 月 1 日成为最低标准。

对交易账户的基本回顾。在 2014 年 12 月，委员会对交易项目基本审查中的未解决问题进行了第三轮磋商。审查的目的是提高交易账户的资本要求，促进标准执行的一致性。最新的磋商集中对建议框架的某些实施内容方面，包括采用一个更简单的方法，将流动性因素纳入进内部模型，基于风险因素敏感度将输入变化用于衡量交易头寸价值的修订标准法。

信用风险标准化方法的修订。在 2014 年 12 月，委员会建议修订信用风险的标准化方法。通过减少对外部信用评级的依赖，提高粒度和风险敏感度；提高定义和处理类似敞口时与内部评级（IRB）的类比性，加强现有的资本监管标准并阐明了标准的应用范围。

拟议修订的一个具体方面是以有限数量的风险驱动因子替换对外部评级的引用。鉴于识别既可以适用于全球范围内且也能反映了地方性质的敞口风险驱动因子——如零售信贷和抵押贷款——具有很大的挑战性，委员会认为该提议仍处于发展的早期阶段。

基于标准化方法的最低资本介绍。在 2014 年 12 月，委员会发布了一个基于标准化，非内部模型方法的最低资本建议。拟议最低资本将取代现有的《巴塞尔协议 I》框架中的过渡最低资本，将以信用、市场和操作风险的标准化方法为基础，目前的最低资本正在考虑修改中。该最低资本用于减轻源于内部建模而产生的模型风险和测量误差，以提高不同银行资本情况的可比性，并确保整个银行系统的资本不低于一定水平。委员会将根据标准法的修订同时考虑最低资本的校正。

修订证券化框架。2014 年 12 月，经两轮咨询和定量影响评估后，委员会公布了修订后的证券化框架。在修订后的框架中，委员会目的是要平衡风险敏感性、简单性和可比性，并解决现有框架中的一些不足之处，包括机械地依赖外部评级，缺乏风险敏感性，“悬崖效应”和对某些敞口的资本不足。修订框架将于 2018 年 1 月生效。

识别简单、透明和可比的证券化标准。2014 年 12 月，同时也是为协助金融产业发展，委员会和国际证监会组织发布了识别简单、透明和可比的证券化结构的意见征求标准。标准将帮助参与证券化交易各方作为尽职调查的部分内容评价特定的资产证券化风险。根据特定的需求和应用，如投资者的法定职责，监管要求或中央银行抵押品框架，该标准可以被补充或扩展。

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。

本财政年度，分别对加拿大、欧盟、中国香港、墨西哥和美国进行了评估。委员会现在已完成了全球系统重要性银行所在国的评估。至 2015 年底，它将完成或启动对巴塞尔银行监管委员会所有 27 个成员国的同行评估，这些国家的银行资产合计占全球银行业资产的 90% 以上。

此外，委员会还发布了关于巴塞尔框架执行情况的其他几个报告。

进展报告。2014年4月和10月，委员会都发布了报告，提供了委员会高层成员对巴塞尔框架（包括金融危机之后进行的改革）实施进展方面的看法。报告重点介绍了为确保根据国际上已达成一致的时间框架将委员会的标准纳入国家法律或规定的进展情况。委员会认为，披露这些信息可以激励成员国更努力地遵循国际协定。

向二十国集团（G20）进行报告。2014年11月，委员会向G20领导人报告了BCBS成员在采用《巴塞尔协议Ⅲ》标准和银行加强资本和流动性头寸管理方面的进展。报告还强调了与具体实施相关的挑战。

2014年11月，委员会向G20领导人报告其正在采取步骤，以提高银行资本充足率的一致性和可比性，以及强化对RWA的信心。这些措施包括提议修订标准化方法计算监管资本比率，这也将为最低资本提供基础，并在使用模型来确定资本时限制模型的选择。该报告还讨论了信息披露的作用、实施监测，以及更多分析性和政策性工作的进展。

《巴塞尔协议Ⅲ》监测报告。一年发布两次，该委员会的《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。监测工作的结果认为，最后的《巴塞尔协议Ⅲ》已经完全实施。因此，他们不考虑在《巴塞尔协议Ⅲ》框架中所列的过渡性安排，例如从监管资本中进行逐步的抵扣。

最新的报告在2015年3月发布，总结了截至2014年6月30日的数据。报告显示，目前国际上所有大型活跃银行均符合《巴塞尔协议Ⅲ》以风险为基础的最低要求。对于流动性要求，样本中有80%的银行公布了流动性覆盖率（LCR），达到或超过100%（2019年的标准），而96%的银行报告其LCR达到或超过60%（LCR于2015年1月生效时的初始标准）。一个长期的结构性流动性标准，净稳定融资比率（NSFR），也于2014年10月完成。根据2014年1月的咨询文件，在2014年6月底收集样本是在公布修订标准前获得的，报告显示80%的银行达到或超过100%，而92%银行的NSFR达到或超过90%。

全球系统重要性银行（G-SIB）的评估方法——得分计算。2014年11月，委员会根据金融稳定理事会委员会G-SIB的更新列表，公布了相关的技术信息。这份名单是基于委员会在2013年7月公布的对G-SIB的评估方法，该评估方法使用的指标包括五大类：规模、相关性、缺乏现成的替代机构或金融机构基础设施、全球（跨辖区）活动和复杂程度。委员会发布的信息包括一份技术总结，进一步阐述了用于计算银行的得分及被用来确定G-SIB临界值的方法。还提供了为计算每个机构的具体资本附加以及在2014年指定G-SIB的披露链接而分配的G-SIB范围。

国家（地区）自由裁量权。巴塞尔框架包括多个国家（地区）的自由裁量权，让不同国家（地区）适应国际标准，并如实反映金融体系结构和发展的差异。利用国家（地区）的自由裁量权可能会影响到不同国家（地区）的可比性，并被发现是RWA差异的因素。2014年11月，委员会发布了各国可在巴塞尔资本框架内可允许成员使用的自由裁量权信息。发布此信息可以帮助了解不同地区的可比性，从而使市场具有更高的透明度。国家（地区）自由裁量权被发现是RWA差异的驱动因素，委员会正在审查其用途，并考虑降低自由裁量空间。

管好经营风险的原则。委员会于2014年10月发表了审查银行遵循风险管理2011年原则的结果，审查体现了从金融危机中吸取的教训，并提出了委员会

对经营风险管理的期望。审查包括了 20 个区域内 60 个系统重要性银行 (SIB)，通过问卷调查，银行进行自我评估以评估遵循的范围和程度。原则的遵循进展情况差异很大，整体而言，需要投入更多工作才能实现全面遵循。被确定为执行最不彻底的原则是：(1) 操作风险识别与评估；(2) 变更管理；(3) 操作风险偏好和容忍度；(4) 披露。

监管

严格的监管是政策框架正常运作的关键。过去一年，委员会发布了几份文件，以帮助监管人员对监管银行进行有效监管。

联合监管。2014 年 6 月，委员会发布了有效联合监管的最终原则。该原则更新了 2014 年 10 月发布的最早版本，旨在促进和加强联合监管，这对于国际银行业的有效监管起到了至关重要的作用。修订后原则强调在正式联席会议之外持续合作和信息共享的重要性，并制定出一个共享流程，以关注风险和薄弱环节。他们还把最近的发展成果纳入其中，如成立危机管理小组和加大宏观审慎的考虑。

识别和处理经营情况不佳银行的监管指引。在 2015 年中，委员会将公布帮助识别和处理经营情况不佳银行的最终指引。该指引取代了最初发表于 2002 年的原始版本，将为监管人员和提供监管咨询的国际金融机构提供工具。他们将提供有关问题识别，纠正行动，处置技术和退出战略的信息，并强调早期识别、准备和密切国际合作的重要性。

公司治理原则。2014 年 10 月，委员会发布了关于进一步加强其在银行的公司治理原则的建议。有效的公司治理对银行业和整个经济的正常运作至关重要。委员会修订后的原则为银行的稳健经营和透明化风险管理和决策提供了框架。修订后的原则加强了对风险管理的指引，强调了风险文化的重要性，扩大对董事会作用的指导，为监管机构对银行选择董事会成员和高级管理人员的过程提供了评估指导。委员会预计将在 2015 年中完成最终原则的修订。

对预期信贷损失的会计指引。于 2015 年 2 月发布的本咨询文件概述了监管机构对银行实施和应用预计信贷损失 (ECL) 会计框架的期望。该指引将取代委员会 2006 年 6 月发布的信用风险评估和贷款估值的监管指引，当时的指引基于实际损失的会计模型。建议的指引采用与国际会计准则理事会 (IASB) 和其他标准制定者一致的会计准则。

BCBS: www.bis.org/bcbs

全球金融体系委员会

全球金融体系委员会 (CGFS) 为 BIS 全球经济会议的行长监测金融市场发展情况，并分析这些发展对金融稳定和中央银行政策的影响。CGFS 由纽约联邦储备银行主席威廉·杜德利 (William C. Dudley) 主持，该委员会的成员包括 23 个主要先进经济体和新兴市场经济体的副行长和高级官员，以及国际清算银行货币经济部门的负责人和经济顾问。

在过去的一年中，委员会讨论的内容包括因主要先进经济体间宏观经济条件

日益增长的差异所带来的挑战，这意味着不同国家需要在不同时间并不同程度地调整货币政策。委员会特别关注国与国间不同步的货币政策成为常态化可能对先进经济体和新兴市场经济体金融市场所产生的影响。该委员会还审查了各国当局应对目前宏观金融环境中薄弱环节所采取的宏观审慎措施，并发现这些措施效果仍不确定。另一个重要讨论内容是特定行业里存在的“累计的风险”，包括新兴市场企业如房地产开发商等，它们的杠杆率和外汇风险正不断上升。还讨论了可能出现的市场动荡影响（如2014年10月中旬美国国债的“集体踩踏”），欧央行资产质量审查和压力测试的经验教训，以及商品价格下降对金融稳定造成的影响等。

此外，还委托中央银行专家组作一些深入分析。这些专家组在一年中发布了多个报告。

固定收益市场的做市和自营交易。这份发布于2014年11月的报告，确认固定收益市场中存在脆弱性增加的迹象，以及因做市活动集中在最具流动性的工具上，而削弱了在流动性较差工具中的作用。背后的原因既是巧合的，也是结构性的，为此很难对市场流动性作一个明确和整体性的评估。鉴于有迹象显示在金融危机之前流动性风险被广泛低估，过去做市服务的压缩定价将让位于流动性溢价，这与实际做市的容量和成本更为一致。在此基础上，该报告概述了一些政策选项，如果选择了这些政策，将可能达到这一结果。

中央银行操作的框架和抵押市场。2015年3月发布了与市场委员会共同合作的报告，研究了中央银行的操作框架对私人抵押市场的影响，包括抵押品的可得性、定价、相关的市场行为和压力下的市场表现等。在审查了不同中央银行对抵押市场的选择和其范围，该报告提出了一些指标和工具建议，用于帮助中央银行评估其选择的操作行为可能会这些市场产生的影响。

全球金融体系委员会的网址：www.bis.org/cgfs

支付和市场基础设施委员会

支付和市场基础设施委员会（CPMI）²通过促进安全、有效的支付、清算、结算和报告系统及安排来加强金融稳定和支持更大范围的经济。CPMI由来自25个国家（地区）中央银行的高级官员组成，是一个全球标准制定机构，目的是加强此领域的监管规则、政策和操作。同时，其也是一个中央银行检测和分析本辖区和跨辖区内关于支付、清算、结算和报告事务发展，监管、政策和运作事务合作，包括提供中央银行服务的论坛。委员会主席Benoît Cœuré先生是欧洲央行执行董事会成员。

监测金融市场基础设施标准的执行

支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织于2012年4月发布了《金融市场基础设施准则》（PFMI），确定了对具有系统重要性的金融基础设施（FMI）的国际标准，并列出了其监督和管理当局的责任。

2. 支付和结算系统委员会（CPSS）于2014年9月1日更名为支付和市场基础设施委员会（CPMI）。

监测《金融市场基础设施准则》的执行情况是支付和市场基础设施委员会的工作重点，包括三个级别。级别一为，将《金融市场基础设施准则》的内容纳入国内监管框架；级别二为，这些监管框架应具有完整性和一致性；级别三为，不同辖区执行《金融市场基础设施准则》的结果具有一致性。

2014年5月，支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织发布了对实施监测的级别一进度更新，表明28个参与国家（地区）取得了显著的进步，即使这类进步因FMI类型的不同而有所不同。2014年，支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织启动了对在欧盟、日本和美国的中央对手方（CCP）和交易数据库的级别二评估。相关报告已在2015年2月公布，报告显示出这些地区总体具有很高的一致性，尤其是在中央对手方方面。级别二的进一步评估将在随后逐步进行。此外，在2014年后期支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织开始评估监管当局职责遵守的情况。

以下是与《金融市场基础设施准则》相关的其他指引：

- 金融市场基础设施的恢复。2014年10月，支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织发布了关于《金融市场基础设施的恢复》的最终报告。报告为金融市场基础设施（如中央对手方）如何从可能阻止其提供关键服务的危险中恢复至可持续经营提供了指引。
- 关键服务提供者。支付和市场基础设施委员会2014年12月发布《适用于关键服务提供者的监管期望及其评估方法》。该文件可以帮助合适的监管当局对照附件F和《金融市场基础设施准则》的监管期望来评估金融市场基础设施的关键服务提供者。
- 定量披露。2015年2月，支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织发布了应由中央对手方定期披露的定量数据指南。《金融市场基础设施准则》要求金融市场基础设施应将相关信息公之于众，以便于中央对手方相关的风险可以及时为公众所了解。该指引填补了2012年12月发布的主要规范性数据的《披露框架》的不足。

抵押管理服务

支付和市场基础设施委员会于2014年9月发布的《抵押品管理服务的发展》报告描述了这些服务是如何变化以适应日益增长的抵押品需求的。报告显示，服务提供者正努力为客户提供更好的监测其证券仓位以及如何更有效利用这些证券仓位的服务。报告强调了这些创新带来的优势及其所增加的复杂性和操作风险。

协调场外衍生品数据

2014年11月，支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织设立工作组，制定关于协调主要场外衍生品数据的指引，包括统一且独立的交易和产品代码。2015年将开始进行初步的意见咨询。

零售支付

支付和市场基础设施委员会于 2014 年 9 月发布了《零售支付中的非银行业》报告，分析了零售支付中日益重要的非银行业，以及可能产生的风险、支付和市场基础设施委员会成员间对此不同的监管要求。委员会继续研究不同零售支付发展形势的影响，如快速支付服务和与手机及互联网相连的支付服务等。它还监测了去中央化虚拟货币计划的发展情况。

金融市场基础设施的网络弹性

支付和市场基础设施委员会于 2014 年 11 月发布了《金融市场基础设施的网络弹性》报告，指出对金融市场基础设施的网络弹性采取联合和综合手段的重要性，并且在该领域需要进行国际合作。报告提醒注意对金融市场基础设施实施网络攻击而造成系统性影响。基于此报告，支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织已经开始联合调查金融基础设施是否会从进一步的网络弹性的指引中获益。

统计红皮书

支付和市场基础设施委员会于 2014 年 12 月发布了《CPMI 国家支付、清算和结算系统统计》的年度更新。

CPMI: www.bis.org/cpmi

市场委员会

市场委员会是一个央行高级官员的论坛，共同监测金融市场发展并评估其对市场功能和中央银行操作的影响。其委员来自 21 家中央银行，主席为澳大利亚储备银行的助理行长盖·德贝勒 (Guy Debelle)。

在这一年中，委员会讨论的内容受主要中央银行不同的未来货币政策走向和商品价格下跌因素的影响。讨论的主题有资产价格波动的驱动因素，中央银行购买私人 and 公共部门资产的项目，中国货币政策实施的变化，日本政府债券市场的流动性问题，美国未来政策利率正常化的市场预期，2015 年 1 月中旬欧元兑瑞士法郎最低汇率下限脱钩之后的影响，包括对外汇零售业的影响。委员会密切研究了这些发展对新兴市场经济体的影响。

除了监测市场短期发展外，委员会还考虑了长期的结构性市场问题，如国际社会对外汇市场基准的改革建议、英国市场公平性和有效性审查、负利率环境下货币市场运作情况。2015 年 1 月，委员会举行了一次研讨会，与私营部门的参与者研讨在固定收益市场进行电子化交易。会同 CGFS，委员会发布了《中央银行操作框架和抵押市场报告》(详见以上 CGFS 部分)，回顾了三年一次的中央银行外汇与衍生品市场业务调查设计，为 2016 年报告作准备。

市场委员会 : www.bis.org/markets

中央银行治理小组

中央银行治理小组由来自九家中央银行的代表组成，主席为马来西亚央行行长 Zeti Akhtar Aziz。该小组成为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，小组还通过构成中央银行治理联络组的 50 多家中央银行就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中央银行治理议题的研究和许多基于联络组网络的问卷调查资料，若干材料也对外公布。

中央银行治理小组在国际清算银行两月一次例会期间相聚，以应对中央银行不断变化的环境问题。小组讨论了中央银行的审计和评估措施、报告责任以及中央银行决定给予紧急贷款的治理安排。所提供的信息和意见可帮助各中央银行评估其自身安排及可获得的替代方法的有效性。

中央银行治理小组的网址：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) 是一个为中央银行经济学家和统计专家解决有关货币和金融稳定的数据问题的论坛。受国际中央银行团体管理，IFC 由国际清算银行主持，并与国际统计学院 (ISI) 关联。IFC 有 83 个机构成员，包括国际清算银行几乎所有的股东，目前的主席为土耳其中央银行副行长图拉雷·肯科 (Turalay Kenç)。

在各成员国中央银行和一些国际组织的支持下，2014 年 IFC 组织了一些活动。一个比较瞩目的项目是形成了一个在统计和监督部门之间数据共享的报告，报告概述了促进在这方面的合作的一系列良好做法和指引。此外，委员会成立了一个全球收支平衡 (BoP) 编纂网络，这将有利于对中央银行操作的估量和对国际收支平衡问题进行经验分享。IFC 还支持对部门金融账户发展的国际举措，这可能是金融稳定分析的一个关键组成部分。最后，它密切联系金融标准制定机构，继续完成对普惠金融及其相关挑战的测量工作。

在组织的会议方面，一个重要的事件是 2014 年 9 月举行的两年一次的第七届 IFC 会议，会议审查了现代中央银行不断发展的功能和目标对统计的影响。IFC 还参加了由 ISI 组织的 2014 年亚洲区统计会议，回顾了亚洲家庭债务增加所带来的挑战。最后，它和欧央行共同组织了一个关于大数据的虚拟研讨会，大数据代表了一种中央银行可以用来及时采取政策措施并评估其行为影响力的新的金融和经济信息来源。

IFC：www.bis.org/ifc

金融稳定学院

金融稳定学院 (FSI) 由国际清算银行与巴塞尔银行监管委员会共同设立，FSI 帮助世界范围内监管机构和中央银行加强其金融体系。FSI 通过各种活动培

育对国际金融标准的扎实理解来达到其目的。这些活动包括：高级别会议、研讨（讲）会、FSI 链接、国际清算银行在线信息和学习工具；在巴塞尔银行监管委员会成员区之外监测巴塞尔标准的落实情况等。

高级别会议

高级别会议针对的是中央银行的副行长和监管局的负责人，是 FSI 系列活动的重要组成部分。与巴塞尔银行监管委员会共同举办，高级别会议每年都召开，并已持续了 10 多年，召开的地点主要在非洲、亚洲、拉丁美洲和中东，偶尔也在中欧和东欧举行。会议重点是关于全球银行业标准、新兴金融发展以及区域执行等问题的政策讨论。

2014 年，讨论的主要议题包括《巴塞尔协议 III》对银行商业模式的影响；国际银行业标准在风险敏感性、简单程度以及可比性方面的权衡；银行基于风险的资本标准与杠杆率共存；对全球及本国系统重要性银行的要求及其跨境影响。

研讨（讲）会

2014 年 FSI 项目包括了 50 余场活动，共有约 1,800 位央行银行家和金融业监管者参加。它们包括 38 场银行业活动，其中 10 场在瑞士举办，28 场在其他地区举办。在其他地区的活动是与 15 个地区性监管小组联合举办的。³ 主要议题包括《巴塞尔协议 III》对流动性风险的要求；系统重要性银行的监管；宏观审慎政策以及不同压力测试方法的实施。

2014 年，FSI 还与国际保险监督官协会（IAIS）及其区域性网络单位联合举办了 9 场保险研讨会。其中一场是有来自 36 个辖区的 119 位保险监管者参加的虚拟研讨会，使用了 5 个网络研讨会以及部分 FSI 链接辅助教程。这是 FSI 第一次使用虚拟研讨会。

FSI 其余的 3 场活动是面向金融业监管局的。一场会议由二十国集团全球金融包容性伙伴关系赞助，专注于最近的金融标准及其对为达到金融包容性目标而采取的技术驱动方法的影响。其他两场活动是和国际存款保险机构协会（IADI）和国际证监会组织（IOSCO）共同举办，研讨这些标准制定者的最新工作。

FSI 链接

拥有来自 300 多家中央银行和银行或保险当局超过 10,000 名的用户，FSI 链接提供超过 250 个教程，涵盖广泛的监管政策和监管问题。在 2014 年发布了 16 个教程，覆盖重要的监管议题，包括对“太大而不能倒”问题的国际响应；对场外衍生品市场进行改革；对全球系统重要性保险机构的政策措施；以及按

3. 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（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（EBA）；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）。

IFRS9 对金融工具进行识别、分类和计量会对监管产生何种影响。

在巴塞尔银行监管委员会成员外监测巴塞尔标准的执行情况

FSI 每年在巴塞尔银行监管委员会成员外通过问卷调查监测巴塞尔标准的执行情况。调查结果作为巴塞尔银行监管委员会向二十国集团领导人报告的内容。2014 年全球有 116 个国家，包括巴塞尔银行监管委员会成员已经完成执行或者正在执行《巴塞尔协议 III》的过程中。

FSI: www.bis.org/fsi

设在国际清算银行的机构的业务活动

本部分讨论了设立在国际清算银行的机构的主要业务活动。

金融稳定理事会

金融稳定理事会通过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。理事会的章程、成员资格以及委员会和管理层框架等都列示在理事会的年度报告中。理事会主席是英格兰银行行长马克·卡尼。

本年度，理事会积极参与广泛活动，其部分政策提议在 2014 年二十国集团领导人布里斯班峰会上得到首肯。

降低系统重要性金融机构的道德风险

应对系统重要性金融机构（SIFIs）的系统风险和道德风险的 FSB 政策框架包括以下三项要素：

- 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。2014 年，FSB 重新发布了《金融机构有效处置核心要素》（以下简称《核心要素》），包括了对非银行金融机构和对跨境金融机构有效处置的信息共享提供指导。FSB 还发布了关于以下内容的咨询文件：

- 处置行动的跨境认可（2014 年 9 月）；
- 系统重要性保险机构的恢复和处置计划，核心功能及核心共享服务的认定（2014 年 10 月）；
- 与未在危机管理小组中有代表但全球系统重要性金融机构（G-SIFI）有系统性业务的母国权力机构合作和共享信息（2014 年 10 月）。

2014 年 11 月，FSB 向二十国集团报告了关于 G-SIFIs 的处置机制及处置计

划的内容。这是在实质与范围方面全面执行《核心要素》的进一步行动。报告也描述了解体评估过程的初步结果，即从 G-SIFIs 母国和核心外国高级管理人员层面来评估 G-SIFIs 解体的可能性。FSB 将继续监测《核心要素》的执行情况以支持其可以适用于所有金融部门。

FSB 还对全球系统重要性银行 (G-SIBs) 吸收损失和资本重组提出了公开建议。这些建议都是与 BCBS 协商后制定的，旨在为总损失吸收能力 (TLAC) 确定一个最低标准。这些建议指出 G-SIBs 应有足够能力来吸收损失，这是最大限度减少对金融稳定影响、确保关键经济功能可持续的处置战略的一部分。FSB、BCBS 和 BIS 正在进行全面的影响评估，目的是调整出适合所有 G-SIBs 要求的 TLAC 支柱 1 元素。

更高吸损能力。2014 年 11 月，FSB 根据 2013 年底的数据，发布了 30 家全球系统重要性银行 (G-SIBs) 的年度更新名单，并更新了 BCBS 在 2013 年 7 月公布的评估方法。此外，经与 IAIS 及部分国内当局协商后，FSB 确定在 2014 年继续延续 2013 年确定的 9 家全球系统重要性保险公司 (G-SIIs)，且因 IAIS 尚未制定出相关评估办法，暂缓对再保险公司确定 G-SIIs 地位。

加强监管力度。2014 年 4 月，FSB 发布加强监管力度的进展报告。报告指出，金融危机后监管措施发生了改变，还有些地方需要加强工作，《监管与金融机构关于风险文化的交流指引》列出了帮助监管者评估公司监管文化的框架。

框架的延伸。FSB 和标准制定机构继续将 SIFI 框架延伸至其他类型的金融机构，并继续完善 2014 年 1 月发布征求意见的《确定非银行、非保险机构的全球系统重要性金融机构的评估方法》。

完善场外和大宗商品衍生市场

FSB 于 2014 年 4 月和 11 月发布了实施场外衍生品市场改革的进展报告，10 月发布了一份关于各成员国尊重他国监管体制的情况报告。2014 年 9 月，FSB 发布了一份关于合计场外衍生品交易数据库数据的可行性报告，并启动了对交易数据报告的同行评估，计划于 2015 年中发布最终成果报告。

将影子银行转变为弹性的市场化融资

2014 年 11 月，FSB 发布了其对影子银行体系（不在银行监管体系内的从事信用中介活动的机构和活动）的全球趋势和风险第四次年度监测报告，包括可能导致系统性风险和监管套利不断增加的创新和变化。报告中的数据截至 2013 年底，来自 25 个司法辖区和作为一个整体对待的欧元区，覆盖全球 80% 的 GDP 和 90% 的全球金融系统资产。

2014 年 10 月，FSB 发布对非集中清算证券融资交易的折扣框架，包括对非银行机构与非银行机构间交易的数值折扣底线的建议，这可以确保影子银行活动全面被覆盖，减少监管套利的风险，并维持一个公平的竞争环境。这项工作应在 2015 年 6 月底完成，并在 2017 年底得到实施。

经与市场参与者合作，FSB 也制定了《全球证券融资的数据收集和汇总标准及进程》，以征求社会意见。该文件的目的是加强涉及金融稳定监测和政策回应数

据的报告和透明度。

减少对信用评级机构评级的依赖

FSB 于 2014 年 5 月发布了同行评审最终报告，该报告评估了不同国家实施 FSB 减少对信用评级机构（CRA）评级依赖原则的情况。评估表明，将信用评级机构的评级从有关标准、法律和监管规则中移除的进展在不同国家和金融部门中并不同步。关键的挑战是开发可信的替代标准和流程，可以使信用评级机构的评级不再是信用风险评估的唯一途径。

金融标杆

监管机构和中央银行的官方指导小组（OSSG）2014 年 7 月发布报告，提出对现有主要利率标杆，以及开发和引入替代标杆工作的建议、计划和时间表。OSSG 将持续监测和关注该报告中提出的改革执行内容。

2014 年 9 月，FSB 发布关于外汇汇率标杆的报告，提出对外汇市场、被市场参与者认为最具有重要性的标杆汇率进行改革的建议。

应对数据缺口

金融理事会已经制定了全球系统重要性银行的通用数据模板来分析其风险敞口和对交易对手的资金依赖程度，以及在国家、行业、到期日和工具方面的集中度。从 2013 年开始，国际清算银行主持的国际数据中心已经开始初步收集这些数据，并计划于 2016 年完成。2014 年 9 月，FSB 和 IMF 共同发布了《关于二十国集团数据缺口提议执行情况的第五次进展报告》，报告了用于政策制定、监管、金融稳定和债务分析的各类数据的强化情况。

通过法律实体识别编码加强透明度

建立法律实体识别编码（LEI）体系的目的是为全球金融交易方提供一个唯一的识别号码。2014 年 6 月 FSB 根据瑞士法律正式设立了一个非盈利的全球 LEI 基地，以作为 LEI 体系的运作部门，并受 LEI 监管委员会直接管理。

强化会计标准

二十国集团和金融稳定理事会支持建立一套高质量的全球统一会计标准。国际会计准则理事会和美国金融会计标准委员会正在制定新的准则，对贷款损失引入前瞻性预期损失条件。FSB 鼓励监测这些准则的一致性执行，并继续寻找会计处理趋同的机会。FSB 于 2015 年 4 月召开核心利益相关者的圆桌会，讨论这些问题。

强化披露工作组

强化披露工作组（EDTF）是强化主要银行风险披露措施的非官方提议。其在

2012年10月对前述披露内容定了原则和建议，并分别在2013年和2014年公布了对主要银行年报中披露的执行水平和质量的调查。FSB已要求EDTF在2015年继续做这样的调查。

监测国际标准的实施并加强遵守的一致性

FSB的实施监测协调框架(CFIM)要求在优先领域(指FSB认为对全球金融稳定特别重要的领域)执行的改革必须接受更密集的监测和进行更详细的汇报。目前的优先领域清单包括《巴塞尔协议III》框架、场外衍生品市场改革、薪酬措施、全球系统重要性金融机构政策措施、处置框架以及影子银行。这些领域的执行情况、与相关标准制定机构的合作报告，正在持续进行中。

FSB最有效的监测机制是同行评估项目，其评估成员地区执行国际金融标准和理事会政策的情况。除了主题式同行评估外，FSB在2014年完成对印度尼西亚、德国和荷兰的同行评估。

2014年12月，FSB发布了促进所有地区遵守国际监管合作与信息交流方面的第四次年度情况更新报告。报告提供了所有被评估地区的信息。

监管改革对新兴市场和发展中经济体的影响

应二十国集团要求，FSB对因进行国际上达成共识的改革以及为改革采取措施而对新兴市场和发展中经济体造成意料之外的重大后果进行报告。2014年11月，FSB发布了最新的监测情况，其中借鉴了FSB工作流程和区域协商组的讨论内容，以及标准制定组织和国际金融机构在它们各自的监测和评估过程中的贡献。

影响长期融资和其他改革的金融监管因素

2013年8月，FSB更新了二十国集团财政部长和中央银行行长对金融监管对长期投融资的影响评估报告。FSB对此问题的监测是根据二十国集团的要求所进行的长期融资研究的一部分。

2014年10月，按照二十国集团的要求，通过与IMF和OECD通力合作，FSB发布了一个关于国内结构性银行业改革的潜在跨境金融稳定影响报告。FSB将持续监测这些改革的进展，并承诺在2016年再次向二十国集团进行报告。

FSB: www.financialstabilityboard.org

国际存款保险机构协会

国际存款保险机构协会(IADI)是一个全球性的存款保险系统标准制定机构。通过为有效存款保险体系提供标准和指引，以及增强存款保险机构、银行处置当局和其他安全网机构间合作等方式为金融系统稳定贡献力量。

附属于IADI的机构数目为99家，包括79家成员存款保险机构、7家作为附属机构的中央银行和银行监管者，以及13家合作伙伴。过去两年，因IADI范围

扩大，其成员数量增加了五分之一。成员覆盖了 70% 的具有明确存款保险系统的国家和地区。

波兰银行担保基金管理委员会主席泽西·普鲁斯基 (Jerzy Pruski) 是 IADI 主席和执委会主席。

本年度 IADI 将继续关注 2013 年制定的战略重点。

有效存款保险体系的核心原则

《有效存款保险体系的核心原则》中勾画了 IADI 对建立和加强存款保险制度的指引。2014 年 10 月，IADI 和其国际合作完成对核心原则的更新，从 2007–2009 年金融危机中吸取了教训，危机表明了保持存款人对金融体系信心的重要性，而存款人保护制度则有助于维护这份信心。

修改后的核心原则在以下几个方面加强了现有标准，包括理赔速度、存款保险的覆盖范围、资金来源和治理，增加了对存款保险人在危机准备，危机管理和处置机制中的角色指引。修改后的核心原则努力在提高存款保险体系的效率与保持可适用于全球的灵活性之间达到平衡。

作为 FSB 稳健金融体系的 12 个核心准则纲要的一部分，IADI 的核心原则被 IMF 和世界银行用于金融部门评估项目和单个成员国存款保险体系及措施的有效性评估。

IADI 的国际会议和活动

修改后的核心原则也是 2014 年 10 月在特立尼达和多巴哥共和国的西班牙港召开的第 14 届 IADI 年度全体大会和国际研讨会的讨论主题。会议指出在提高对修改后的核心原则的理解和遵守程度，以及将其适用于不同保险制度、环境和结构方面具有很大的挑战性。

2014 年 9 月，IADI 和 FSI 联合举办第四次银行处置、危机管理和存款保险问题的年度研讨会。自 2008 年起，IADI 联合 FSI 已经制定了 8 套关于存款保险体系的网络教材。

IADI 还主办其他主题的全球或区域性的研讨会，如存款保险资金来源，自救和存款保险，有效恢复处置计划的跨境合作与执行，能力建设的跨境合作，存款保险服务的有效传递，存款保险和银行处置的全球和有效措施。这些议题提供的信息有助于 IADI 作出更好研究，从而体现存款保险对金融稳定的作用和意义。

强化 IADI 的研究框架

IADI 在以下研究项目中取得了进一步进展，如在事前融资、多元化的存款保险体系、自救机制中存款保险人的作用、进化有机结合的保护机制等方面加强了指导；它还发布了两份关于伊斯兰存款保险体系的研究报告。IADI 还开始对设立存款保险基金目标比例，银行资产购买和承接存款责任的处置工具，处置失败信用合作社的战略特点等进行趋势和指引研究。

此外，IADI 秘书处增加了一个小型的研究单位。该单位为 FSB 处置指导小

组中的 IADI 会员提供支持服务，包括 IADI 对在 FSB 跨境危机管理委员会指导下处置资金工作流程的贡献。

IADI 通过研究调查更新并增强了全球存款保险体系的数据库，调查包括其自己的存款保险在线调查；该调查最新参与人数创了新高。

IADI: www.iadi.org

国际保险监督官协会

国际保险监督官协会 (IAIS) 是负责保险行业审慎监管的国际标准准则制定机构。其宗旨是促进监管有效和全球一致性，维护全球金融稳定，使保单持有人从公平、安全和稳定的保险市场中获益。IAIS 执行委员会主席是德国联邦金融监管局 (BaFin) 主席菲利克斯·胡斐尔德。

新五年战略规划，组织改革

2014 年 10 月，全体会议通过了全面多年战略性、结构化和程序改革方案的最后阶段内容。《2015–2019 年战略计划和金融前景》强调 IAIS 作为全球保险业智囊领袖的角色。通过终止其非公共行业观察员的权利，IAIS 改善了其治理结构，为增加其透明度而采用了新的政策和程序，并提高了与利益相关者交往的效率。

宏观审慎监察

2014 年 12 月，IAIS 发布了互联网版的工具箱，以帮助成员设计和从事宏观审慎监察工作。该工具箱包括基本和先进的宏观审慎指标，会员在其辖区输入数据即可获得包含本地区和全球范围数据的标杆指标。IAIS 将继续完善和补充该工具箱。

支持材料

2014 年 10 月，IAIS 采纳了反贿赂和反腐败与集团公司治理的问题文件，关注对控制功能的影响。它还采纳了商业行为监管和联合监管的适用文件。

共同框架

为解决国际活跃保险集团 (IAIGs) 复杂和运作范围问题，自 2011 年起 IAIS 就开始设计共同框架——监管国际活跃保险集团的共同框架。共同框架是一套对国际活跃保险集团在集团范围层面（定量、定性和监管流程）实施有效监管的国际监管要求，其建立在现有高水准 IAIS 保险核心原则 (ICPs) 基础之上并有所扩展。设计共同框架的目标是在集团监管范围内，帮助监管者集体应对集团范围活动的风险，确认并避免出现监管漏洞，协调监管。共同框架的现场测试始于 2014 年，超过 30 家大型国际公司参与其中。测试将持续到 2018 年，届时共同框架将计划正式被采用。成员将于 2019 年开始执行共同框架的要求。

全球保险资本标准

2014年10月，IAIS完成了其第一份全球保险资本标准的制定，确定了对全球系统重要性保险公司(G-SIIs)的基础资本要求(BCR)。BCR代表基于风险的、面向集团范围的全球保险资本标准长期项目启动的第一步。第二步则是为G-SIIs制定更高的损失准备要求，并计划于2015年底完成。最后一步是在共同框架下制定适用于IAIGs的、基于风险的、面向集团范围的全球保险资本标准，并于2016年底完成。在2019年实施IAIGs前，该标准仍将被进一步完善和测试。

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。加入MMoU后，监管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。本年度，有6家新机构签署加入MMoU，使得MMoU目前共有45个缔约机构，占全球保费的比例高达62%。

协调执行框架

协调执行框架(CIF)于2013年10月被采纳，整合了IAIS的监管执行材料。协调执行框架列出四项用于指导工作项目的核心原则，包括各类评估和确定成员是否遵守IAIS保险核心原则的方法。这些信息随后将用于通过地区扩展和地区执行计划发展而得以执行的监管发展项目。

协调执行框架充分借用了合作伙伴的工作成果，如FSB、世界银行和亚洲开发银行等。另一个重要的合作伙伴是“获得保险计划”(A2ii)，该项目支持普惠保险市场的能力建设，这也是二十国集团下金融普惠全球伙伴关系的一个重点内容。

自我评估和同行评估

作为包括所有保险核心原则(ICP)的综合性项目，IAIS于2014年10月公布了其综合报告，内容包括对执照核准(ICP4)，人员合适性(ICP5)，公司治理(ICP7)、风险管理和内部控制(ICP8)进行自我评估和同行评估的结果。IAIS的目标是在2016年底完成所有保险核心原则的评估。评估的结果可以确定ICP中需要修改的内容；也可以作为IAIS的教育内容。

IAIS: www.iaisweb.org

经济分析、研究和数据

国际清算银行对货币政策和金融稳定政策深度经济分析和研究是由其货币经济部(MED)完成的。研究人员集中在巴塞尔总部，以及国际清算银行在中国香港

和墨西哥城的两个代表处。国际清算银行也编纂、发布关于金融机构和市场的国际统计资料。通过这些经济分析、研究和统计，国际清算银行满足货币和监管当局制定政策所需的远见和数据需求。

巴塞尔进程中的研究和分析

分析和研究是各类会议背景材料的基础，也为以巴塞尔为基地的各类委员会、国际清算银行自身的出版物提供分析支持。研究努力达到这样的一种平衡，既有效回应了短期问题，又积极确定了未来可能会成为重要内容的议题。

与中央银行和学术研究人员合作也激发了范围广泛的政策问题交流和更深入的研究。为此目的，国际清算银行在2014年设立了中央银行研究学术奖金(CBRF)项目，补充了已有的面向学术研究员的访问学者项目。此外，还有一个更为广泛连接研究人员与央行的论坛——国际清算银行研究网络(BISRN)也在2014年9月的一个会议上宣告成立。BISRN是在常规会议上常见面的研究人员和央行人员间非正式的团队，主要目的是分享彼此在货币和金融稳定政策方面的成果。

国际清算银行还组织各类研讨会和专题会，聚集了政策、研究和商业界的各类参与者。中央银行行长的最重大活动是年度会议。2014年6月，第13届国际清算银行年会的关注点是金融体系上升的债务，信用膨胀经济学，及其政策挑战。

大多数国际清算银行的分析和研究成果发表在其网站上及《国际清算银行年报》、《国际清算银行季度评论》、《国际清算银行论文》、《工作论文》中。国际清算银行的经济学家也在专业期刊和其他外部出版物中发表成果。

BIS 研究 : www.bis.org/forum/research.htm

研究重点

与国际清算银行职责相一致，国际清算银行的研究重点是货币与金融稳定。特别的关注点是金融中介活动、货币和金融稳定政策新框架、全球经济及溢出效应。在这些题目下，本年度的研究内容包括金融风险承担与实体经济风险承担、货币政策和宏观审慎政策的相互影响、繁荣前后的资源错配情况、油价下跌对宏观经济和金融的影响、跨境资本溢出渠道和主权信用危机。

对金融中介功能的研究目的是理解机构与金融市场相互之间的互动关系。研究不同中介机构和市场运行的方式是其主要作用。研究所获得的视角有助于政策制定者评估国内外金融稳定和货币政策的变化。这些也构成对金融脆弱性以及跨境溢出效应的监测内容，并且为监管制度的设计、危机管理工具、处置技术以及货币政策框架的各个方面，包括战略、战术和日常制度执行等提供了信息。

过去几年，这方面的工作包括对增长的市场化中介风险、新兴市场公司的债务发行、危机后银行业务模式的变化、银行对新资本规则所作的调整等方面的研究。

对危机后货币和金融稳定框架进行研究的目的是加强中央银行政策的分析基础。中央银行政策理论与实际的脱节已经扩大，表现为中央银行采取了大量非常

规措施，而且政策目标所关注的金融、宏观经济以及价格稳定之间的界限也日益模糊。

在这方面，项目研究了过去 140 年的通货紧缩成本；非常规中央银行政策的效果和相关的退出挑战；流动性管理与中央银行作为最后贷款人之间的联系等。

对全球经济及其溢出效应的研究主要关注货币和金融稳定政策如何受收紧的实体经济以及全球经济融合的影响。溢出效应的重要性从学术界和政策界日益流行的“全球流动性”概念中可见一斑。

在这方面，加强了对国际货币和金融体系强弱项；美元的全球作用；驱动全球信用增长的机制；非常规货币政策的溢出效应；国际活跃银行的出借与借入驱动因素等研究。国际清算银行国际银行业统计提供了这些研究所需的核心信息。

国际统计倡议

通过支持全球金融稳定的分析，国际清算银行独特的国际银行业和金融统计成为巴塞尔进程的支柱。这包括与其他国际金融组织的合作，特别是国际清算银行参与了跨部门经济与金融统计小组（IAG）。该小组密切关注金融稳定理事会和国际货币基金组织向二十国集团提出的解决金融危机中暴露出的数据缺口的建议。⁴

为解决该缺口问题，全球金融体系委员会（CGFS）在 2011–2012 年批准了增强对国际清算银行核心数据的支持，即在 CGFS 指导下由各中央银行报告形成的全球银行业数据。2015 年初完成后，增强版的数据扩展到银行不同位置上以及合并后的国际业务和国内风险敞口，并提供更多关于银行交易对手的信息，特别是关于它们的地点和行业信息。

国际清算银行在其网站还公布以下各类统计，包括衍生品、债券、有效汇率、外汇市场、支付体系、财产价格、私人信贷和全球流动性等指标。这些统计工作关注长期金融稳定指标，用于支持国际清算银行自身的研究计划，以及二十国集团和巴塞尔进程的其他倡议。统计广泛地依赖特别是包括国际清算银行成员国中央银行分享的各主要经济指标在内的数据库。国际清算银行统计出版物的进一步修订将于 2015 年 9 月实施，其中数据不断被扩展，新的图表也将被引进。

最后，国际清算银行还组织国际数据总库工作，关于系统重要性的金融机构的信息存储在此，并代表少数参与监管当局进行分析。此类分析用于帮助参与监管当局确定全球系统重要性银行，加强不同地区监管当局间的交流。此倡议的第一阶段包括了公司的信用敞口信息，已于 2013 年完成。目前正在进行的第二阶段将收集关于公司资金依赖度的数据。

BIS 统计 : www.bis.org/statistics

4. 除国际清算银行外，跨部门经济与金融统计小组的成员还包括欧央行、欧盟统计局、国际货币基金组织、经合组织、联合国和世界银行（www.principalglobalindicators.org）。上述组织还赞助了数据资料及元数据的交换（SDMX），国际清算银行将这些标准用于数据的收集、处理和发布（www.sdmx.org）。

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）——外汇汇率干预、支付结算系统、区域性中央银行融合；
- 拉美储备管理基金（FLAR）——储备管理；
- 东南非宏观经济与金融管理学院（MEFMI）——支付结算系统、储备管理；
- 东南亚中央银行（SEACEN）研究和培训中心——中央银行治理、区域性央行融合、宏观审慎和货币政策挑战、支付结算系统；
- 世界银行——治理及中央银行储备管理监管。

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，一个在其巴塞尔总部，另一个在中国香港其亚太代表处内。

金融服务范围

作为中央银行所有和治理的机构，国际清算银行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，国际清算银行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。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。

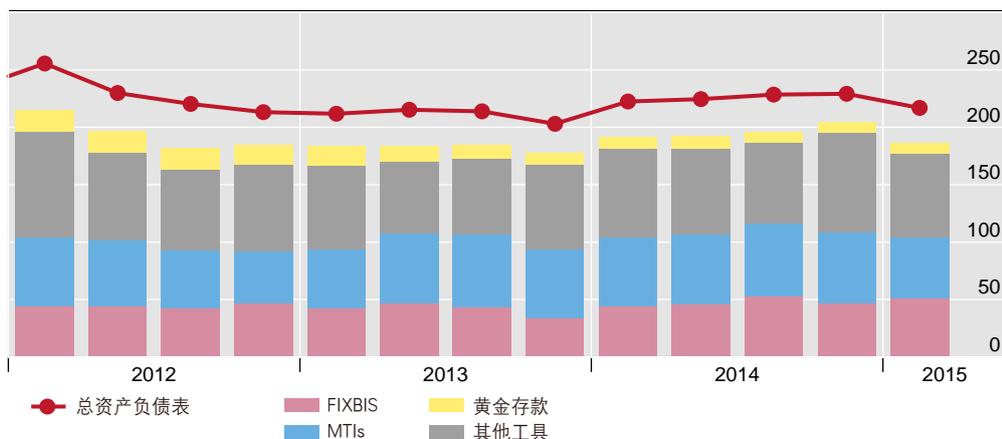
国际清算银行提供期限 1 个星期至 5 年的多种可交易工具——国际清算银行固定利率投资（FIXBIS）、中期工具（MTIs），以及隐含期权的结构性产品（Callable MTIs）。可交易工具在国际清算银行交易时间内的任何时候均能进行买卖。国际清算银行也提供活期 / 通知账户和定期存款等货币市场工具。

2015 年 3 月 31 日，全部存款为 1,860 亿 SDR；其中约 95% 的存款以各类货币计价，剩余的以黄金计价。

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时，提供大量流动性。国际清算银行的外汇服务包括主要货币和特别提款权（SDR）

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。

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、质量提升、精炼以及运输。

国际清算银行提供以主要储备货币计价的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，即国际清算银行投资池 (BISIP)，其允许客户投资于共同的资产池。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。国际清算银行还与央行顾问小组合作了使用 BISIP 结构的其他倡议，包括 BISIP ILF1 (一个美国通胀保护的国债投资池) 和 BISIP CNY (一个中国主权固定收益资金池)。

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。该部还为中央银行审视、评估储备管理措施提供支持。

代表处

国际清算银行在中国香港设立了亚太代表处 (亚洲办公室)、在墨西哥城设立了美洲代表处 (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。通过设立在中国香港的代表处，金融稳定研究院也开展该地区具有当地重要性的会务和研讨会。

作为国际清算银行整体研究计划的一部分，代表处的经济学家与世界各国的学术界协调工作，两个代表处都制定了支持计划，以加强与区域内成员中央银行

的研究合作。根据代表处组织的研究所产生的论文发表在国际清算银行报告或者外部期刊上，并被用于各类中央银行会议的政策讨论。

亚太代表处

亚太代表处的活动受亚太咨询委员会（ACC）的指导，该委员会由12个亚太地区的参股中央银行行长组成。⁵ 2014年4月，菲律宾中央银行行长 Amando Tetangco 接任韩国中央银行行长 Choongsoo Kim，成为委员会主席。

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。在中国香港的经济研究人员主要关注该地区的政策性问题。

亚太代表处的经济学家已就亚太咨询委员会此前批准的两项研究课题提交了研究成果。在货币政策领域的课题是在亚太地区扩张货币政策的边界。该相关政策问题 2014年7月在中国香港举行的研讨会上进行了讨论。在金融稳定领域的课题是跨境金融联结问题，这是 2014年9月新西兰储备银行在惠灵顿主办的会议所讨论的内容之一。

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中央银行的经济学家们积极合作。相应提交的论文对各类中央银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。

2015年2月 ACC 马尼拉会议上，行长们支持一项新课题，即“金融系统和实体经济”，作为未来两年亚洲办公室的政策研究指导内容。

亚洲办公室组织了10次高级别国际清算银行政策报告，大多与一家中央银行或与东亚及太平洋中央银行行长会议（EMEAP）或东南亚中央银行组织（SEACEN）的执行会议合办。

通过特别行长会议，ACC 行长们与世界上其他的领导人会晤，如 2015年2月，菲律宾中央银行就在马尼拉举行了这样的会议。连续五年，这项活动包括与本地区大型金融机构的执行官们进行圆桌会议等。讨论的问题包括金融市场的波动性和流动性。

亚洲办公室组织的其他政策讨论还有：5月马来西亚中央银行在吉隆坡主办的第17次亚洲货币政策的工作组会议；9月尼泊尔中央银行在加德满都主办的 BIS-SEACEN 执行理事研讨会；2月在马尼拉由菲律宾中央银行主办的 EMEAP 银行监管工作组和巴塞尔委员会联合组织的第11届银行监管亚太高层会议等。

美洲代表处

美洲代表处在研究和合作交流上受美洲咨询委员会（CCA）的指导，该委员会由该地区8个参股中央银行的行长组成，现任主席是哥伦比亚中央银行行长武尔贝（José Darío Uribe）。⁶ 美洲代表处的工作主要围绕三个领域：研究、中央银行操作和金融稳定。

研究工作主要在科学委员会的指导下通过网络进行组织。2015年1月在美洲

5. 这12家中央银行分别是澳大利亚、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、新加坡和泰国央行。

6. 8家中央银行包括阿根廷、巴西、加拿大、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和美国的中央银行。

办公室主办的会议上展出了研究网络关于将金融稳定因素加入中央银行政策模型的成果。另一新设立的研究网络则关注商品周期及其宏观经济和金融稳定影响。2014年5月，哥伦比亚中央银行在波哥大主办了第5届年度CCA研究会，主题是国际金融环境的变化所带来的挑战。

关于中央银行操作的工作受操作咨询领导小组(CGDO)指导，该组织是监管公开市场、外汇市场操作和储备管理的中央银行官员间的一个论坛。小组成员经常通过电话会议对金融市场发展和中央银行操作进行交流和监测。研究小组关于拉丁美洲货币套利交易的报告发表于《国际清算银行第81期年报》。

金融稳定咨询领导小组(CGDFS)的第二次年度会议2014年11月在巴拿马召开。小组成员回顾了各自所属机构的金融稳定部门所分析的议题并讨论了其影响。一个工作小组也被设立根据信用评级机构的数据来研究宏观审慎政策的效果。

另一个值得注意的事件是2014年4月在圣保罗举行的第一次CCA行长和本地区大型金融机构首席执行官的圆桌会议。会议所讨论的内容包括全球紧缩货币环境对本地区的影响；本地区金融基础设施；银行监管；地区银行融合等。

2014年8月，美洲办公室与CEMLA在蒙得维的亚联合组织了一个关于货币政策溢出效应的圆桌会。此外，它还还为FSB地区咨询小组会议和地区会议提供服务，支持了墨西哥中央银行2014年9月主办的第18届国际清算银行关于拉美货币政策工作组活动。

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：国际清算银行成员中央银行年度股东大会；国际清算银行董事会；国际清算银行管理层。

国际清算银行成员中央银行

阿尔及利亚银行	韩国银行
阿根廷中央银行	拉脱维亚银行
澳大利亚储备银行	立陶宛银行
奥地利国民银行	卢森堡中央银行
比利时国民银行	马其顿共和国国家银行
波斯尼亚和黑塞哥维那中央银行	马来西亚中央银行
巴西中央银行	墨西哥银行
保加利亚国民银行	荷兰银行
加拿大银行	新西兰储备银行
智利中央银行	挪威中央银行
中国人民银行	秘鲁中央储备银行
哥伦比亚共和国银行	菲律宾中央银行
克罗地亚国民银行	波兰国家银行
捷克国民银行	葡萄牙银行
丹麦国民银行	罗马尼亚国家银行
爱沙尼亚银行	俄罗斯联邦中央银行
欧洲中央银行	沙特阿拉伯货币局
芬兰银行	塞尔维亚国民银行
法兰西银行	新加坡金融管理局
德意志联邦银行	斯洛伐克国民银行
希腊银行	斯洛文尼亚银行
中国香港金融管理局	南非储备银行
匈牙利国民银行	西班牙银行
冰岛中央银行	瑞典中央银行
印度储备银行	瑞士国民银行
印度尼西亚银行	泰国银行
爱尔兰中央银行	土耳其共和国中央银行
以色列银行	阿联酋中央银行
意大利银行	英格兰银行
日本银行	美国联邦储备理事会

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、英国和美国的中央银行行长。当然执董可指定该国另一成员出任执董。其余 9 位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董事会的观察员。观察员参与董事会的相关讨论，其可以是董事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：

董事会的主席从成员中选举，任期三年，且可选举一位副主席。

董事会的四个顾问委员会根据国际清算银行章程第 43 条设立，帮助董事会开展相关工作：

- 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。斯蒂芬·波罗斯 (Stephen S Poloz) 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。斯蒂芬·英格维斯 (Stephan 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⁷

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 (Agustin Carstens)，墨西哥城

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

7. 截至 2015 年 6 月 1 日。名单包括以下提及的观察员。

马里奥·德拉吉 (Mario Draghi), 法兰克福
威廉·达德利 (William C Dudley), 纽约
斯蒂芬·英格维斯 (Stephan Ingvés), 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 (Harubiko Kuroda), 东京
安娜·勒罗伊 (Anne Le Lorier), 巴黎
法比奥·帕内塔 (Fabio Panetta), 罗马
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
马克-奥利弗·斯特劳斯-凯恩 (Marc-Olivier Strauss-Kahn), 巴黎
埃默里克·卓提泽克 (Emérico Zautzik), 罗马

悼念

卡尔·奥托·波尔 (Karl Otto Pöhl) 于 2014 年 10 月 9 日逝世, 享年 85 岁, 国际清算银行对此沉痛哀悼。波尔先生曾任德意志联邦银行行长, 于 1980-1991 年出任国际清算银行董事会董事。

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, 并就国际清算银行的业务经营向董事会负责。总理由副总经理协助, 国际清算银行执行委员会为总经理提供咨询。执行委员会由总经理担任主席, 进一步包括: 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)

悼念

亚历山大·兰姆弗赖斯 (Alexandre Lamfalussy) 于 2015 年 5 月 9 日逝世，享年 86 岁，国际清算银行对此沉痛哀悼。兰姆弗赖斯先生曾在 1985 年 5 月至 1993 年 10 月任国际清算银行总经理。他自 1976 年起在国际清算银行担任经济顾问和货币经济部主任，1981 年任副总经理。在兰姆弗赖斯先生的领导下发生了很多件载入国际清算银行历史的事件，反映了其渴望国际清算银行能为国际货币和金融稳定作出实实在在贡献的愿望。包括签署巴塞尔资本协议、成立支付系统专家组（现名称为支付和市场基础设施委员会）、推广国际清算银行的国际银行业务统计（目前已经成为经济学家和其他研究人员的重要参考来源）。

国际清算银行的预算政策

国际清算银行通过制定总体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和资金需求，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。2014/2015 财年，以上支出共计 2.968 亿瑞士法郎。国际清算银行的管理费用总计 2.779 亿瑞士法郎。⁸ 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。该财年，国际清算银行按照经营计划增加了员工职位，对经济研究、巴塞尔监管、国际清算银行银行业务等部门予以加强。

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。2014/2015 财年资本支出共计 1,890 万瑞士法郎。

国际清算银行的薪酬政策

在 2014/2015 财年末，国际清算银行共雇用来自 57 个国家（地区）的 623 名员工，⁹ 国际清算银行员工根据工作绩效划分职务级别，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。

国际清算银行每 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，国际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。2014 年 7 月 1 日的调整使工资结构降低了 0.3%。

在确定高级官员的工资基准时也参照了同类机构和市场的薪资水平，2014 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 75.473 万瑞士法郎、¹⁰ 副总经理 63.862 万瑞士法郎、部门主任 58.056 万瑞士法郎的薪酬结构为基础来计算的。

8. 财务报表报告共计支出管理费用 3.562 亿瑞士法郎。该数字包括此处报告的 2.779 亿瑞士法郎实际支出，以及 7,830 万瑞士法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。

9. 对应 600.1 个全日制当量职位。在 2013/2014 财年，国际清算银行雇用 617 名员工，对应 595.8 个全日制当量职位。加上未受资助的托管组织职位，员工人数上个财年为 656 人、本财年为 668 人。

10. 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。

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。受聘于国际清算银行总部的非瑞士或非本地雇用的工作人员(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,国际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2015年4月1日,向董事会成员支付的年薪总计为1,111,068 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1,058,160 瑞士法郎。

财务活动和结果

国际清算银行资产负债表

本财年国际清算银行的资产负债表规模下降了57亿特别提款权(SDR),较2013/2014财年上升106亿特别提款权。截至2015年3月31日,资产负债表总额为2,168亿特别提款权。

存款(主要是来自中央银行)构成国际清算银行负债的最大份额。大约95%的存款是以货币计值,剩余部分为黄金。截至2015年3月31日,总存款达到1,867亿特别提款权,2014年3月底为1,918亿特别提款权。

截至2015年3月31日,货币存款为1,760亿特别提款权,较2014年底下降40亿特别提款权。虽然货币存款下降了,但是2014/2015财年的平均存款为140亿特别提款权,高于上一财年。存款的货币构成保持稳定,美元存款占74%、欧元存款占13%、英镑存款占6%。截至2015年3月31日,黄金存款为99亿特别提款权,较上一财年下降14亿特别提款权。

从存款负债中获得的资金投资于以保守方式管理的资产。截至2015年3月31日,总资产的53%由政府和其他证券或国库券组成。

逆回购协议(主要与商业银行签订并以主权债券作为抵押品)占23%,无担保商业银行资产和黄金分别占8%和7%。在国际清算银行自己的投资组合中,黄金余额为108吨。

财务绩效

营业利润

2014/2015 财年国际清算银行的财务结果，与持续的低利率环境及大多数金融市场相对稳定有关。这种环境造成国际清算银行自有的投资资产收益降低。客户银行业务净收入有所提高，反映了较高的中介利润和较高的平均存款水平。因此，整体净利率和估值变动增加了 11%，达 6.553 亿特别提款权。

国际清算银行外汇收益为 3,880 万特别提款权，与之相比，上一财年外汇损失为 3,330 万特别提款权。收益主要来源于投资组合中持有的非特别提款权货币资产的升值。国际清算银行行政费用主要以瑞士法郎计价，数量为 3.562 亿瑞士法郎，较上一财年下降 1.3%。然而，由于瑞士法郎升值，以特别提款权计价的行政费用支出与上一财年持平，为 2.586 亿特别提款权。折旧为 1,620 万特别提款权，使运营费用达到 2.746 亿特别提款权。

因此，营业利润为 4.253 亿特别提款权，较上年增长 48%。

净利润和总的综合性收入

净利润包括营业利润加上销售的黄金和国际清算银行自有资金投资组合中持有证券的已实现收益或损失。在这一年中，国际清算银行销售了 3 吨自有黄金，实现 6,560 万特别提款权的收益。此外，作为对基准的定期再平衡的一部分，在出售证券时国际清算银行自有基金证券组合实现了 5,200 万特别提款权的收益。因此，2014/2015 财年净利润为 5.429 亿特别提款权（2013/2014 年为 4.193 亿特别提款权），即 3.0% 的平均股权收益率（2013/2014 年为 2.4%）。

其他综合性收入包括国际清算银行自身持有的黄金和投资证券资产未实现的价格变动以及退休福利的重新估值。由于以特别提款权计价的黄金价格上涨 3.3%，国际清算银行自持黄金的估值增加 2,990 万特别提款权。此外，国际清算银行实现证券投资重估收益 1.025 亿特别提款权，部分反映了较低的利率水平。以上收益部分被 1,010 万特别提款权退休福利债务的重新估值损失所抵消。因此，本财年其他综合性收入 1.223 亿特别提款权。总的综合性收入包括净利润和其他综合性收入，达到 6.652 亿特别提款权。总股权收益率为 3.6%。

利润分配与分配

红利政策建议

根据国际清算银行股息政策，建议宣布 2014/2015 财年每股发放股息 225 特别提款权。将向 558,125 股支付正常红利，总支出达 1.256 亿特别提款权。支付红利后，将有 4.173 亿特别提款权可转入准备金。

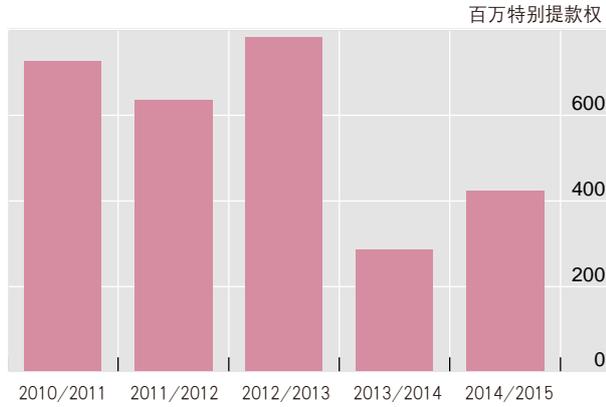
2014/2015 财年净利润分配建议

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 2014/2015 财年 5.429 亿特别提款权的净利润：

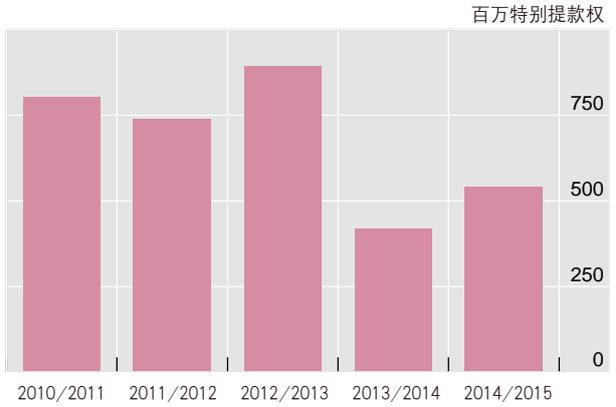
- 1.256 亿特别提款权用于支付每股 225 特别提款权的正常股息；
- 2,090 万特别提款权转入一般储备基金；
- 剩余利润 3.964 亿特别提款权转入自由储备基金。

五年总结图

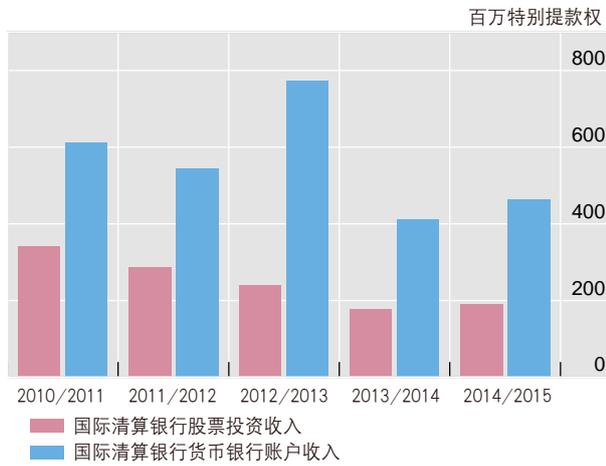
营业利润



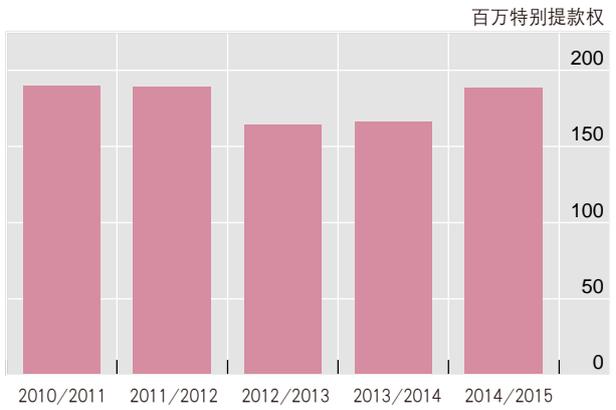
净利润



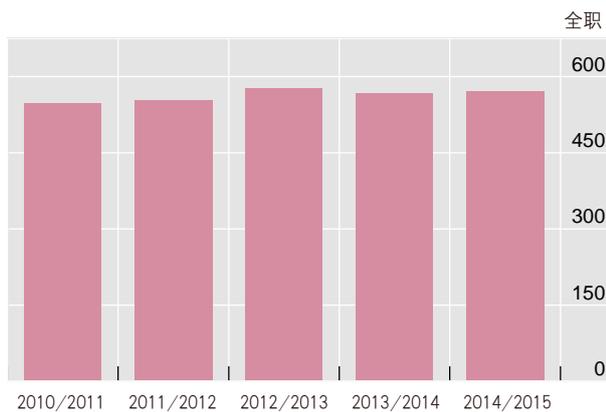
净利息和估值收入



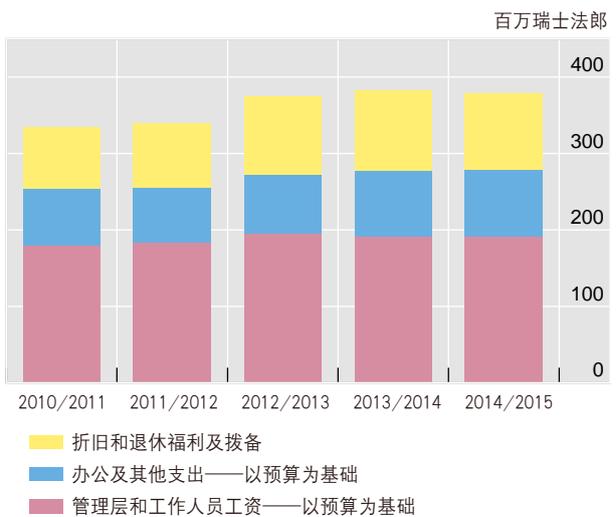
平均货币存款（基于结算日）



平均员工数量



营业支出



独立审计

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一个独立审计机构并确定其报酬。董事会的规定是定期轮换审计机构，本财年截至 2015 年 3 月 31 日，安永会计师事务所连续第三年被聘为审计机构。

审计报告

安永会计师事务所已经对国际清算银行截至 2015 年 3 月 31 日的财务报表进行了审计，并确认其真实而公正地反映了国际清算银行该财年的财务状况和绩效以及现金流动情况。安永会计师事务所的审计报告在第 238 页（中文版——译者注）。

财务报表

截至 2015 年 3 月 31 日

2015 年 3 月 31 日结束的财政年度的财务报表（167–237 页），于 2015 年 5 月 11 日批准提交 2015 年 6 月 28 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 2015 年 3 月 31 日

单位：百万特别提款权	说明	2015	2014
资产			
现金与银行活期存款	3	11,375.3	11,211.5
黄金与黄金存款	4	14,155.5	20,596.4
国库券	5	33,926.0	44,530.8
再出售协议下购买的证券	5	49,003.6	50,554.4
贷款与预付款	5	17,966.2	19,600.3
政府证券与其他证券	5	80,910.2	70,041.1
衍生金融工具	6	6,958.7	3,002.2
应收账款	7	2,345.4	2,777.4
土地、建筑和设备	8	194.1	196.2
总资产		216,835.0	222,510.3
负债			
货币存款	9	176,842.0	180,472.2
黄金存款	10	9,857.3	11,297.5
再出售协议下出售的证券	11	773.3	1,169.3
衍生金融工具	6	2,162.2	2,632.9
应付账款	12	8,049.9	8,411.5
其他负债	13	877.2	799.0
总负债		198,561.9	204,782.4
股东权益			
负债股本	14	698.9	698.9
法定准备	15	14,579.7	14,280.4
损益账户		542.9	419.3
减：司库持有股份	16	(1.7)	(1.7)
其他权益账户	17	2,453.3	2,331.0
总权益		18,273.1	17,727.9
负债和所有者权益		216,835.0	222,510.3

损益账户

截至 2015 年 3 月 31 日

单位：百万特别提款权	说明	2015	2014
利息收入	19	1,526.5	1,599.8
利息支出	20	(773.4)	(830.3)
净利息收入		753.1	769.5
净值变动	21	(97.8)	(179.6)
净利息与估值收入		655.3	589.9
费用与佣金净收入	22	5.8	5.0
外汇交易净损失	23	38.8	(33.3)
营业收入总额		699.9	561.6
营业支出	24	(274.6)	(273.9)
营业利润		425.3	287.7
出售投资证券的净收益/（损失）	25	52.0	40.5
出售黄金资产的净收益	26	65.6	91.1
财务年度净利润		542.9	419.3

综合收益表

截至 2015 年 3 月 31 日的财政年度

单位：百万特别提款权	说明	2015	2014
财年的净利润		542.9	419.3
其他综合收益			
其他本财政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	17A	102.5	(229.9)
黄金投资资产的净估值变动	17B	29.9	(942.9)
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	17C	(10.1)	183.1
		122.3	(989.7)
财政年度总收益		665.2	(570.4)

现金流量表

截至 2015 年 3 月 31 日的财政年度

单位：百万特别提款权	说明	2015	2014
营业活动现金流			
利息类收入		2,178.3	2,183.3
利息类支出		(595.9)	(668.0)
费用与佣金净收入	22	5.8	5.0
外汇交易收入	23	7.1	1.6
营业支出	24	(258.4)	(258.6)
营业利润中的非现金流项目			
营业资产和负债估值变动	21	(97.8)	(179.6)
外汇交易净收益/（损失）	23	31.7	(34.9)
应计利息和摊销的变动		(829.3)	(745.8)
营业资产和负债变化净值			
以损益反映的公允价值计算的货币存款		(7,234.7)	10,617.5
货币银行资产		3,980.9	(21,947.9)
活期和通知存款负债		2,987.1	6,014.4
黄金存款		(1,440.2)	(6,283.4)
黄金和黄金贷款银行资产		6,457.3	13,807.7
应收账款		0.8	1.2
其他负债/应付账款		(162.5)	216.9
衍生工具净值		(4,427.2)	2,084.1
营业活动净现金流使用		603.0	4,813.5
投资活动现金流来源/（使用）			
可出售货币投资资产变化净值	5B	(365.8)	(1,682.4)
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
回购协议下出售的证券变化净值		177.4	595.9
黄金投资资产变化净值	4B	79.0	111.3
购买土地、建筑和设备净值	8	(14.1)	(21.1)
投资活动净现金流使用		(123.5)	(318.8)

续表

单位：百万特别提款权	说明	2015	2014
融资活动现金流使用			
红利支出		(120.0)	(175.8)
融资活动净现金流使用			
		(120.0)	(175.8)
净现金流			
		359.5	4,318.9
汇率对现金及现金资产的净额影响			
		(136.5)	282.3
现金及现金资产变化净值			
		496.0	4,036.6
现金及现金资产净变动			
		359.5	4,318.9
现金和现金资产,年初	28	11,544.5	7,225.6
现金和现金资产,年末	28	11,904.0	11,544.5

国际清算银行权益变动

截至 2015 年 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							
2013 年 3 月 31 日的权益	698.9	13,647.7	898.2	(1.7)	—	3,742.7	18,985.8
退休福利债务相关的会计政 策的变动	—	(86.9)	(2.8)	—	(422.0)	—	(511.7)
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
2012/2013 红利支付	—	—	(175.8)	—	—	—	(175.8)
2012/2013 利润分配	—	719.6	(719.6)	—	—	—	—
总收入	17	—	419.3	—	183.1	(1,172.8)	(570.4)
2014 年 3 月 31 日的权益—— 重新叙述	698.9	14,280.4	419.3	(1.7)	(238.9)	2,569.9	17,727.9
2013/2014 红利支付	—	—	(120.0)	—	—	—	(120.0)
2013/2014 利润分配	—	299.3	(299.3)	—	—	—	—
总收入	17	—	542.9	—	(10.1)	132.4	665.2
2015 年 3 月 31 日的权益	698.9	14,579.7	542.9	(1.7)	(249.0)	2,702.3	18,273.1

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。国际清算银行还管理客户的投资授权。国际清算银行以自己的名义为投资主体和投资授权的经济利益与商业对手方进行交易，这些交易属于衍生品交易，在财务报表中被认定为归属于或来源于投资主体和投资授权的冲销量。以国际清算银行名义拥有，但是经济利益归属于投资主体和投资授权的非衍生资产和负债在财务报表中并不体现。表外资产和负债的详细信息列于说明30。

国际清算银行还管理员工养老基金，基金不具备独立于国际清算银行的法人地位。以国际清算银行名义与商业对手方进行的衍生品交易，收益归属于基金，在财务报表中被认定为归属于或来源于投资主体和投资授权的冲销量。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18。

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董事会于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日元和0.111英镑之和。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. 对金融工具的会计指定

初步确认之后，国际清算银行在以下会计类别下指定每个金融工具：

- 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。

国际清算银行用于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。

投资组合中除了现金和通知账户以外的货币资产（见第6部分和第7部分）和一些较为活跃的资产组合归为可出售资产类。

在较为活跃的交易组合中的货币投资资产是交易资产，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。国际清算银行的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被视为资产。

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。这些货币资产最初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。

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“可出售证券的净值变动”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

黄金包括中央银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30）。

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“外汇交易净损失”。

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“外汇交易净损失”。

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“黄金投资资产的净估值变动”。

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“出售黄金资产的净收益”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国际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记账的主合同中，该衍生工具合同在计时时与主合同分离，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明确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估值。国际清算银行将金融工具的公允价值定义为估值日当天市场参与者有序正常交易的成交价格。

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和经济绩效数据一致。

国际清算银行认为交易活跃的市场上的报价是公允价值的最佳依据。如果不存在公开报价，国际清算银行将使用适用于特定金融工具的估值方法来确定公允价值。这些估值方法包括使用近

期类似的金融工具的市场交易价格或利用金融模型。使用金融模型时，国际清算银行尽可能利用可观察到的合适市场参数，尽可能不依赖自身的估计。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，估值模型需根据国际清算银行模型生效政策的要求批准使用，并定期接受审查。

国际清算银行有独立的价格核准处定期审查金融工具的估值情况，并同时考虑估值的准确性及估值方法。其他估值管理手段包括每日损益的审查和分析。

国际清算银行以退出价格估值，因此以询价给资产估值，以标价给负债估值。衍生品金融工具在竞价基础上计价，并包含估值储备，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第一次估值后发生的事件导致资产预计的未来现金流减少时，则对金融资产进行减值。减值的证据包括重大财务困境、违约或可能的破产 / 交易对手或发行人的财务重组。

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“净估值变动”项下，而黄金贷款损失计入“利息收入”项下。如果之后减值损失减少，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适用年限进行直线法折旧。估计适用年限如下所示：

- 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，即做出相应拨备。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. 税务

国际清算银行在瑞士的特殊法律地位主要依赖于其与瑞士联邦议会签订的总部协议。根据该协议，国际清算银行在瑞士境内免征联邦及地方政府的各种直接及间接税。

国际清算银行也就其位于中国香港的亚太代表处、位于墨西哥城的美洲代表处分别与中国政府和墨西哥政府达成类似的协议。

然而，在一些特定的国家，国际清算银行的收入及所得仍然要征税。在这样的情况下，收入及所得作为一个整体基数，而相应的税收作为支出处理。

27. 退休福利责任

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保险三种退休福利安排。每年对每种计划进行独立的精算估值。

A. 职工养老金

国际清算银行为员工提供根据最终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士法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范围。

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”条目。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。

28. 现金流量表

国际清算银行使用间接法，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量表。

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，分别负责亚太事务与美洲事务。

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。国际清算银行的治理在本期年报中“国际清算银行：职责、业务活动、治理和财务结果”中进行讨论。

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，以及本财政年度的收支额进行一些假设与估算。为作出合理的估算，管理层根据最新的可靠信息进行判断。

采用的估算主要与资产和负债的估值、退休福利责任的评估、拨备和或有负债的评估相关。之后的实际结果可能会和估计结果显著不同。

为国际清算银行选择并应用会计准则是估计的核心，尤其是对金融工具的估值和会计处理。

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需要根据估值技术进行估值，这需要合适的估算参数。估算时，这些参数的一些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：

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 2015 年 3 月 31 日，国际清算银

截至3月31日的财政年度

单位：百万特别提款权

	2015	2014
国债	1.0	1.1
再出售协议下购买的证券	0.3	0.3
贷款与预付款	0.2	0.2
政府证券与其他证券	12.2	11.0
货币存款	12.4	13.3
衍生金融工具	3.0	4.1

行没有金融资产需减值（2014年3月31日：无）。

C. 精算假设

对国际清算银行退休福利责任的估算取决于精算假设，包括通胀预期、利率、医疗成本上升和退休年龄、参与者的预期寿命等。假设的调整将对国际清算银行退休福利责任的估值和体现在财务报表中的金额产生影响。

3. 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。

4. 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：

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12.957亿特别提款权（47吨）（2014年：63.112亿特别提款权；236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6。

截至3月31日	2015	2014
单位：百万特别提款权		
黄金	12,639.9	20,374.5
黄金贷款	1,515.6	221.9
黄金与黄金贷款资产总额	14,155.5	20,596.4
包括：		
黄金投资资产	2,998.3	2,981.8
黄金和黄金贷款银行资产	11,157.2	17,614.6

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“黄金投资资产的净估值变动”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“出售黄金资产的净收益”项下。

说明17B对黄金重估账户作了进一步分析。说明26进一步分析了出售黄金资产净收益的情况。

下表显示了国际清算银行黄金投资资产的变动情况。

截至3月31日的财政年度	2015	2014
单位：百万特别提款权		
期初余额	2981.8	3944.9
黄金投资资产的净额变化		
出售黄金	(80.1)	(110.5)
到期资产、活期账户和其他净值变动	(1.1)	(0.8)
	(79.0)	(111.3)
黄金价格变动	(95.5)	(851.8)
财年未余额	2,998.3	2,981.8

2015年3月31日国际清算银行的黄金投资资产为108吨（2014年：111吨）。

5. 货币资产

A. 总持有额

货币资产包括国库券、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。

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）。

贷款与预付款包括对商业银行的固定期限贷款、预付款和通知存款。预付款和银行为其客户提供的承诺及无承诺备用便利有关。通知存款是非常短期的金融资产，通常通告期为3天及以下。固定期限贷款和预付款在损益表中通过按公允价值估价持有资产体现。通知存款以本金加上应计利息计入资产负债表中，划分为贷款及应收项目。

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2015年3月31日

单位：百万特别提款权	以损益反映的 公允价值计算	可出售	摊余成本	总计
国债	33,926.0	—	—	33,926.0
再出售协议下购买的证券	48,230.3	773.3	—	49,003.6
贷款与预付款	17,437.5	—	528.7	17,966.2
政府证券与其他证券				
政府	39,065.7	14,959.8	—	54,025.5
金融机构	13,641.2	197.3	—	13,838.5
其他	13,009.9	36.3	—	13,046.2
	65,716.8	15,193.4	—	80,910.2
货币资产总计	165,310.6	15,966.7	528.7	181,806.0

截至2014年3月31日

单位：百万特别提款权	以损益反映的 公允价值计算	可出售	摊余成本	总计
国债	44,530.8	—	—	44,530.8
再出售协议下购买的证券	49,708.6	845.8	—	50,554.4
贷款与预付款	19,267.3	—	333.0	19,600.3
政府证券与其他证券				
政府	29,176.5	14,658.7	—	43,835.2
金融机构	13,281.2	142.2	—	13,423.4
其他	12,779.3	3.2	—	12,782.5
	55,237.0	14,804.1	—	70,041.1
货币资产总计	168,743.7	15,649.9	333.0	184,726.6

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，届时将会归为以公允价值持有的资产，并反映在损益表中。说明 25 进一步分析了可供出售证券出售时的净所得。

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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
期初余额	15,649.9	13,913.2
可出售货币投资资产净值变化		
增加	15,905.3	9,981.6
出售	(6,248.5)	(5,679.3)
其他净变化	(9,291.0)	(2,619.9)
	365.8	1,682.4
待结算交易的净值变化	(203.5)	243.7
公允价值和其他变化	154.5	(189.4)
期末余额	15,966.7	15,649.9

6. 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清。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，一般会在交易中交换本金。

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 9）。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	2015			2014		
	名义额	公允价值		名义额	公允价值	
		资产	负债		资产	负债
单位：百万特别提款权						
债券期货	2,910.7	1.5	(1.6)	1,404.9	0.7	(0.2)
交叉币种利率掉期	583.5	56.8	-	1,025.1	-	(145.0)
货币、黄金远期	1,486.5	6.7	(8.6)	627.1	3.0	(0.6)
货币、黄金期权	1,247.1	0.1	(0.7)	2,634.1	7.3	(7.7)
货币、黄金掉期	126,527.1	5,228.8	(802.4)	96,534.1	803.6	(640.1)
远期利率协议	25,078.0	7.1	(4.4)	10,574.2	0.7	(1.7)
利率期货	9,511.6	0.5	(0.2)	3,508.7	-	(0.1)
利率掉期	269,846.2	1,657.2	(1,344.3)	282,991.9	2,186.9	(1,828.2)
互换期权	-	-	-	1,488.4	-	(9.3)
金融衍生工具期末总计	437,190.7	6,958.7	(2,162.2)	400,797.5	3,002.2	(2,632.9)
金融衍生工具期末净值		4,796.5			369.3	

7. 应收账款

截至3月31日	2015	2014
单位：百万特别提款权		
待结算金融交易	2,335.5	2,766.7
其他资产	9.9	10.7
应收账款总计	2,345.4	2,777.4

“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。

8. 土地、建筑与设备

截至3月31日的财政年度				2015	2014
单位：百万特别提款权	土地	建筑	信息技术和其他设备	总计	总计
历史成本					
期初余额	46.4	270.4	95.8	412.6	408.7
资本支出	-	5.5	8.6	14.1	21.1
处置与报废	-	(0.4)	(40.0)	(40.4)	(17.2)
期末余额	46.4	275.5	64.4	386.3	412.6
折旧					
期初余额	-	147.2	69.2	216.4	218.1
折旧	-	8.5	7.7	16.2	15.3
处置与报废	-	(0.4)	(40.0)	(40.4)	(17.0)
期末余额	-	155.3	36.9	192.2	216.4
期末账面净值	46.4	120.2	27.5	194.1	196.2

截至 2015 年 3 月 31 日，信息技术和其他设备的净账面价值包括无形资产，由价值 1,860 万特别提款权的计算机软件构成（2014 年价值为 1,670 万特别提款权）。2015 年 3 月 31 日结束的财年的折旧不包括额外的减值（2014 年为 10 万特别提款权）。在该财年中，当设备使用期限达到预计使用期限的两倍时，国际清算银行采取了报废设备的措施。因此，历史成本和累计折旧两项共减少了 3,960 万特别提款权。

9. 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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
提前1~2天通知的应偿付存款工具		
中期工具 (MTIs)	51,052.9	57,196.1
可回购的中期工具	1,814.2	2,832.7
国际清算银行的定息投资 (FIXBIS)	50,534.3	43,327.0
	103,401.4	103,355.8
其他货币存款		
国际清算银行的浮息投资 (FRIBIS)	181.2	58.3
定期存款	50,913.8	57,832.9
双币种存款 (DCDs)	390.6	257.3
活期存款账户、通知存款账户	21,955.0	18,967.9
	73,440.6	77,116.4
货币存款总计	176,842.0	180,472.2
包括：		
定义为以损益形成的公允价值计算	154,887.0	161,504.3
定义为以摊余成本计量的金融负债	21,955.0	18,967.9

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，期限为 1 ~ 10 年。

可回购的中期工具为国际清算银行可提前回购的按票面价格行权的中期工具。截至 2015 年 3 月 31 日，所有发行在外的可回购中期工具都已过行权期（2014 年行权日期为 2014 年 6 ~ 12 月）。可回购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 2015 年 4 月至 6 月到期（2014 年：2013 年 4 月至 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。

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。按其货币存款总额计，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（加上到 2015 年 3 月 31 日的应付利息）为 1,766.494 亿特别提款权（2014 年为 1,803.730 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。

期权定价模型涉及由市场报价得到的波动率的估算。

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。

10. 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。

11. 回购协议下出售的证券

下表分析了回购协议下出售的证券（以及国际清算银行提供的相关抵押品）：

截至3月31日	2015	2014
单位：百万特别提款权		
以摊余成本计算	773.3	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	773.3	1,169.3
待结算交易	-	(249.9)
结算日基础上的回购协议	773.3	919.4
回购协议下提供的抵押品包括：		
国库券	-	323.5
政府债券	773.1	596.3
提供的抵押品总计	773.1	919.8

本报告“风险管理”部分的说明 3C 提供了有关抵押品的进一步信息。

12. 应付账款

应付账款由与短期支付有关的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3天以内的应付账款）。

13. 其他负债

国际清算银行的其他负债包括：

截至3月31日	2015	2014
单位：百万特别提款权		
应支付的退休福利支出（见说明18）		
员工养老金	347.6	336.5
董事养老金	10.2	8.8
医疗与意外险	498.7	431.4
对前股东应付款	0.4	0.6
其他	20.3	21.7
其他债务总计	877.2	799.0

14. 股本

国际清算银行的股本构成：

截至3月31日	2015	2014
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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
已发行股份	559,125	559,125
减：库存股份	(1,000)	(1,000)
可参与分红的股份	558,125	558,125

15. 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
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
2012/2013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——经重新调整	69.8	3,606.0	184.0	10,420.6	14,280.4
2013/2014财年利润分配——经重新调整	—	15.0	—	284.3	299.3
2015年3月31日余额	69.8	3,621.0	184.0	10,704.9	14,579.7

截至2015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（2014年为10.596亿特别提款权）。由于2014年关于退休员工福利待遇的会计政策有所变化，前一财年的报告数值已被重新调整。

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	2015
本财年净利润	542.9
转入法定储备基金	-
建议发放的红利： 对558,125股每股发放215特别提款权	(125.6)
可分配利润	417.3
建议转入准备金的金额： 一般储备基金	(20.9)
自由储备基金	(396.4)
扣除准备金分配后的余额	-

16. 库存股

库存股包括于 1977 年暂时冻结的 1,000 股阿尔巴尼亚的股份。

17. 其他权益账户

其他权益账户包括可出售的资产的重新估值账户（黄金投资和货币投资资产）以及对固定福利义务进行重新修订后产生的收益或亏损。

截至3月31日	2015	2014
单位：百万特别提款权		
证券重估账户	234.9	132.4
黄金重估账户	2,467.4	2,437.5
重新修订后产生的固定福利义务账户	(249.0)	(238.9)
其他权益账户总计	2,453.3	2,331.0

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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
期初余额	132.4	362.3
出售净收益	(52.0)	(40.5)
公允价值和其他变化	154.5	(189.4)
货币投资资产的净估值变化	102.5	(229.9)
期末余额	234.9	132.4

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2015年3月31日	15,966.7	15,731.8	234.9	237.2	(2.3)
截至2014年3月31日	15,649.9	15,517.5	132.4	173.1	(40.7)

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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
期初余额	2,437.5	3,380.4
出售净收益	(65.6)	(91.1)
黄金价格变动	95.5	(851.8)
黄金投资资产的净估值变化	29.9	(942.9)
期末余额	2,467.4	2,437.5

C. 重新修订后固定福利义务账户的重新估值

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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
期初余额	(238.9)	(422.0)
员工养老金	33.3	98.5
退休后医疗和意外保险	(42.4)	0.5
董事养老金	(1.0)	84.1
修订后固定福利义务账户的重新估值	(10.1)	183.1
期末余额	(249.0)	(238.9)

注释 18D 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。

18. 应支付的退休福利

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、退休员工及其家属的利益。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. 向董事提供的非基金性质的养老金，董事任期满4年才有资格参加这一安排。

3. 向员工提供的非基金性质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2015/2016财年，国际清算银行预计将为退休安排支付3,330万特别提款权。

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，其余则在2014年10月1日新养老金规定时生效。

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		
	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述
单位：百万特别提款权									
负债现值	(1,468.7)	(1,398.6)	(1,370.7)	(10.2)	(8.8)	(8.9)	(498.7)	(431.4)	(478.9)
基金资产的公允价值	1,121.1	1,062.1	978.2	-	-	-	-	-	-
年末负债	(347.6)	(336.5)	(392.5)	(10.2)	(8.8)	(8.9)	(498.7)	(431.4)	(478.9)

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	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述
期初负债现值	(1,398.6)	(1,370.7)	(1,264.5)	(8.8)	(8.9)	(8.6)	(431.4)	(478.9)	(434.3)
雇员缴款	(6.6)	(6.5)	(6.2)	-	-	-	-	-	-
福利支出	49.4	35.8	28.5	0.4	0.5	0.5	2.9	2.9	2.7
当前服务成本净值按期初折现率计算的利息成本	(61.5)	(63.6)	(53.5)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(12.1)	(18.2)	(15.6)
经验调整产生的精算盈利或损失	(27.3)	(24.1)	(24.3)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(8.5)	(8.5)	(8.4)
人员假设调整产生的精算盈利或损失	30.3	21.3	(5.0)	-	0.4	-	(41.2)	41.0	-
精算损失/盈利	19.5	(5.6)	(5.1)	(0.2)	-	-	30.9	26.1	(3.1)
过去服务成本扣减	(45.0)	65.1	(60.8)	(0.8)	0.3	(0.3)	(30.3)	24.3	(27.0)
汇兑差异	-	7.0	-	-	-	-	-	-	-
期末负债现值	(28.9)	(57.3)	20.2	(0.2)	(0.5)	0.1	(9.0)	(20.1)	6.8
期末负债现值	(1,468.7)	(1,398.6)	(1,370.7)	(10.2)	(8.8)	(8.9)	(498.7)	(431.4)	(478.9)

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		
年份	2015	2014	2013	2015	2014	2013	2015	2014	2013
加权平均期限	18.2	18.4	18.9	13.0	12.3	12.4	23.7	22.1	24.1

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	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述
当前服务净成本	(61.5)	(63.6)	(53.5)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(12.1)	(18.2)	(15.6)
过去服务成本扣减	-	7.0	-	-	-	-	-	-	-
净负债利息成本	(6.3)	(6.7)	(6.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(8.5)	(8.5)	(8.4)
计入营运费用的总额	(67.8)	(63.3)	(59.7)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(20.6)	(26.7)	(24.0)

D. 对其他综合性收入中规定的固定福利义务的再次测算

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	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述	2015	2014	2013 重新叙述
按期初折现率计算的计划资产回报	30.5	26.9	42.1	-	-	-	-	-	-
经验调整产生的精算损失/盈利	30.3	21.3	(5.0)	-	0.4	-	(41.2)	41.0	-
人员假设调整产生的精算盈利或损失	19.5	(5.6)	(5.1)	(0.2)	-	-	30.9	26.1	(3.1)
财务假设调整产生的精算盈利或损失	(45.0)	65.1	(60.8)	(0.8)	0.3	(0.3)	(30.3)	24.3	(27.0)
其他综合性收入的汇况收益或损失	(2.0)	(9.2)	3.1	-	(0.2)	-	(1.8)	(7.3)	2.2
其他综合性收入金额	33.3	98.5	(25.7)	(1.0)	0.5	(0.3)	(42.4)	84.1	(27.9)

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	2015	2014	2013
单位：百万特别提款权			
期初基金资产的公允价值	1,062.1	978.2	929.2
雇主缴款	28.2	27.8	26.5
员工缴款	6.6	6.5	6.2
福利支出	(49.4)	(35.8)	(28.5)
按期初折现率计算的计划资产利息收入	21.0	17.4	18.0
按期初折现率计算的计划资产回报	30.5	26.9	42.1
汇兑差异	22.1	41.1	(15.3)
期末基金资产的公允价值	1,121.1	1,062.1	978.2

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

	2015			2014		
	活跃市场 报价	无报价	总计	活跃市场 报价	无报价	总计
现金（包括保证金账户）	14.9	-	14.9	-	14.9	-
债务证券	325.0	-	325.0	-	325.0	-
固定收入基金	212.5	-	212.5	-	212.5	-
权益基金	452.2	36.5	452.2	36.5	452.2	36.5
房地产基金	17.4	8.0	17.4	8.0	17.4	8.0
与大宗商品相关的票据	-	54.2	-	54.2	-	54.2
衍生品	(0.2)	0.6	(0.2)	0.6	(0.2)	0.6
总计	1,021.8	99.3	1,021.8	99.3	1,021.8	99.3

G. 财务报表中使用的主要精算假设

截至3月31日	2015	2014
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	0.80%	2.00%
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	0.80%	1.50%
只适用于职工的养老金安排		
假定工资增长率	2.80%	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	0.80%	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	4.00%	5.00%

2015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0.8%的通胀假设（2014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	2015	2014
当前65岁员工的预期寿命		
男性	20.0	19.9
女性	22.3	22.2
10年后65岁员工的预期寿命		
男性	21.0	20.3
女性	23.2	22.6

I. 主要精算假设的敏感性分析

国际清算银行面临着上述义务与安排带来的相关风险，包括投资风险、利率风险、外汇风险、寿命风险和工资风险。

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消这种影响。

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（见表 18G 和表 18H）：

截至3月31日	职工养老金	
单位：百万特别提款权	2015	2014
折现率——提高0.5%	(123.4)	(117.5)
收入增长率——提高0.5%	39.7	42.0
可支付养老金增长率——提高0.5%	95.5	86.7
预期寿命——提高1年	55.8	51.7

截至3月31日	董事养老金	
单位：百万特别提款权	2015	2014
折现率——提高0.5%	(0.6)	(0.5)
可支付养老金增长率——提高0.5%	0.6	0.5
预期寿命——提高1年	0.6	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	2015	2014
折现率——提高0.5%	(53.9)	(43.1)
医疗成本通胀率——提高0.5%	124.5	100.7
预期寿命——提高1年	30.9	27.2

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。

19. 利息收入

截至3月31日的财政年度	2015	2014
单位：百万特别提款权		
可供出售的货币资产		
再销售协议下购买的证券	1.6	0.2
政府债券及其他证券	177.2	181.7
	178.8	181.9
以公允价值计价、变动计入损益的货币资产		
国库券	91.9	97.4
再销售协议下购买的证券	68.5	64.0
贷款与预付款	111.2	125.8
政府债券及其他证券	660.9	627.6
	932.5	914.8
定义为贷款和应收账款的资产		
活期和通知存款	(10.6)	0.5
黄金投资资产	1.6	—
黄金银行资产	0.7	1.0
	(8.3)	1.5
以公允价值计价、变动计入损益的衍生金融产品	423.5	501.6
总利息收入	1,526.5	1,599.8

总利息收入是 3,260 万特别提款权的“负”利息收入的净值（2014 年：650 万特别提款权）。

20. 利息支出

截至3月31日的财政年度	2015	2014
单位：百万特别提款权		
以公允价值计价、变动计入损益的负债		
货币存款	739.7	798.5
以摊余成本计价的负债		
活期和通知存款账户	32.2	31.0
黄金存款	0.6	0.8
回购协议下出售的证券	0.9	—
	33.7	31.8
总利息支出	773.4	830.3

总利息收入是 800 万特别提款权的“负”利息支出的净值（2014 年：40 万特别提款权）。

21. 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。2014/2015 财年财年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	2015	2014
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	32.5	(384.6)
货币资产已实现的收益	56.2	67.3
	88.7	(317.3)
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	(62.1)	820.8
金融负债已实现的损失	(53.5)	(369.7)
	(115.6)	451.1
衍生金融工具的价值变动	(70.9)	(313.4)
净值变动	(97.8)	(179.6)

22. 收费与佣金收入净值

截至3月31日的财政年度	2015	2014
单位：百万特别提款权		
净第三方资产管理费用收入	9.9	8.2
其他费用收入	3.8	3.8
收费与佣金支出	(7.9)	(7.0)
收费与佣金收入净值	5.8	5.0

资产管理费用，是国际清算银行在信托活动中代客持有资产或进行投资所获得的净费用。

23. 外汇交易收益（损失）净值

截至3月31日的财政年度	2015	2014
单位：百万特别提款权		
交易收益净值	7.1	1.6
货币转换净值	31.7	(34.9)
外汇交易收益（损失）净值	38.8	(33.3)

24. 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	2015	2014
单位：百万瑞士法郎		
董事会		
董事酬金	2.1	2.1
前董事的养老金	0.9	0.9
差旅、在外董事会议及其他支出	1.2	1.6
	4.2	4.6
管理层及员工		
工资	128.7	129.9
养老金	93.8	89.0
其他相关人事费用	46.9	54.9
	269.4	273.8
办公及其他支出	70.8	71.4
国际清算银行管理费用	344.4	349.8
其他机构的直接费用	11.8	11.1
管理费用总计（百万瑞士法郎）	356.2	360.9
管理费用（百万特别提款权）	258.4	258.6
折旧（百万特别提款权）	16.2	15.3
经营支出（百万特别提款权）	274.6	273.9

在 2015 年 3 月 31 日结束的财务年度中，全职雇员平均为 572 人（2014 年为 566 人）。此外，截至 2015 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 61 人（2014 年为 60 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。

25. 可供出售证券的出售净收益

截至3月31日的财政年度

单位：百万特别提款权

	2015	2014
出售收入	6,367.4	5,679.4
摊余成本	(6,315.4)	(5,638.9)
出售净收益	52.0	40.5
包括：		
已实现总收益	55.7	55.2
已发生总损失	(3.7)	(14.7)

26. 出售黄金投资资产净收益

截至3月31日的财政年度

单位：百万特别提款权

	2015	2014
出售收入	80.1	110.5
已认定损失（见说明17B）	(14.5)	(19.4)
净收益	65.6	91.1

27. 每股盈余及股息

截至3月31日的财政年度

	2015	2014
财务年度净利润（百万特别提款权）	542.9	419.3
可分红的加权平均股份	558,125	558,125
每股基本和摊薄的收益（特别提款权）	225.0	215.0
每股股息（特别提款权）	125.6	120.0

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。

2015 年的股息发放率为 23%（2014 年为 29%）。

28. 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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
现金及银行活期账户	11,375.3	11,211.5
通知账户	528.7	333.0
现金及现金等价物总额	11,904.0	11,544.5

29. 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	
	2015	2014	2015	2014
美元	0.725	0.647	0.674	0.656
欧元	0.778	0.892	0.852	0.879
日元	0.00604	0.00629	0.00614	0.00655
英镑	1.076	1.079	1.085	1.043
瑞士法郎	0.747	0.732	0.725	0.715
黄金（盎司）	860.7	833.3	839.8	871.0

30. 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

单位：百万特别提款权

	2015	2014
按指定用途持有的金条	12,256.4	10,417.4
证券名义值：		
托管协议下的证券	4,733.0	5,295.9
抵押协议下的证券	38.9	34.8
投资组合管理的净资产价值：		
国际清算银行投资池	9,618.0	9,162.4
特定资金管理计划	4,019.7	2,969.3

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SDR的汇率进行换算。2015年3月31日，按指定用途持有的金条共计443吨纯黄金（2014年为389吨）。

投资组合管理职能包括国际清算银行投资池（BIS IPs），即为中央银行设立的集合投资安排，以及特定资金管理计划，即为单独中央银行客户设立的资产管理计划。

BIS 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BIS 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BIS 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BIS 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，其只为中央银行客户所持有。相关资产并不计入国际清算银行的财务报表。

对于BIS IPs和特定资产管理计划，国际清算银行收取一定管理费用，并计入损益账户中的佣金收入项中。

31. 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2015年3月31日，备用贷款承诺下的未兑现承诺为30.965亿特别提款权（2014年为29.229亿特别提款权），其中1.941亿特别提款权为无担保承诺。

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）和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。

32. 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。国际清算银行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。

2015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。

截至2015年3月31日

单位：百万特别提款权

	第一级	第二级	总计
以公允价值计价、变动计入损益的金融资产			
国库券	26,869.2	7,056.8	33,926.0
重售协议下购买的证券	—	48,230.3	48,230.3
定期贷款	—	17,437.5	17,437.5
政府债券及其他证券	48,124.3	17,592.5	65,716.8
金融衍生工具	3.2	6,955.5	6,958.7
可供出售的金融资产			
政府债券及其他证券	14,937.4	256.0	15,193.4
重售协议下购买的证券	—	773.3	773.3
金融资产公允价值总额	89,934.1	98,301.9	188,236.0
以公允价值计价、变动计入损益的金融负债			
货币存款	—	(154,887.0)	(154,887.0)
金融衍生工具	(3.0)	(2,159.2)	(2,162.2)
金融负债的公允价值总额	(3.0)	(157,046.2)	(157,049.2)

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
以公允价值计价、变动计入损益的金融资产			
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
可供出售的金融资产			
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
金融资产公允价值总额	93,100.8	94,295.0	187,395.8
以公允价值计价、变动计入损益的金融负债			
货币存款	—	(161,504.3)	(161,504.3)
回购协议下出售的证券	—	(323.5)	(323.5)
金融衍生工具	(0.7)	(2,632.20)	(2,632.9)
金融负债的公允价值总额	(0.7)	(164,460.0)	(164,460.7)

A. 不同公允价值层级之间的转移

在2015年3月31日被定为第一级的金融资产中，17.785亿SDR与2014年3月31日持有的被定为第二级的资产相关。在2015年3月31日被定为第二级的金融资产中，6.874亿SDR与2014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。

B. 以第三级公允价值来衡量的资产与负债

在2014/2015财年，国际清算银行未持有按第三级公允价值衡量的资产。

C. 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2015年3月31日和2014年3月31日财务报表中的价值存在实质性的差别。

33. 地区分析

A. 总负债

截至3月31日

单位：百万特别提款权	2015	2014
非洲和欧洲	73,071.4	63,200.4
亚太地区	89,360.3	95,746.5
美洲	21,801.2	31,602.1
国际组织	14,329.0	14,233.4
总计	198,561.9	204,782.4

B. 表外项目

截至3月31日

单位：百万特别提款权	2015			2014		
	黄金投资资产	证券名义价值	投资组合管理的净资产价值	黄金投资资产	证券名义价值	投资组合管理的净资产价值
非洲和欧洲	4,495.1	—	2,843.1	4,138.6	—	3,588.5
亚太地区	4,637.4	4,733.0	8,981.7	2,866.3	5,295.9	7,059.7
美洲	3,123.9	38.9	1,812.9	3,412.5	34.8	1,483.5
总计	12,256.4	4,771.9	13,637.7	10,417.4	5,330.7	12,131.7

C. 贷款承诺

截至3月31日

单位：百万特别提款权	2015	2014
非洲和欧洲	233.5	267.5
亚太地区	2,863.0	2,655.4
总计	3,096.5	2,922.9

关于国际清算银行资产违约风险的分地区分析在本报告风险管理部分“各地区违约风险”下注释 3B 中有阐述。

34. 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“高级管理人员”等相关章节。说明 18 详述了国际清算银行退休福利计划。

A. 关联个人

说明 24 提供了董事会成员薪酬的详细信息。

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

单位：百万瑞士法郎

	2015	2014
工资、津贴和医疗	7.5	7.7
退休福利	2.2	2.0
薪酬总计	9.7	9.7
相对于特别提款权	7.0	6.9

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

单位：百万瑞士法郎

	2015	2014
年初余额	18.3	27.2
存款及利息收入（减税收）	3.9	5.5
取款	(3.3)	(14.4)
年末余额	18.9	18.3
相对于特别提款权	14.1	13.4
存款的利息支出，以百万瑞士法郎计	0.4	0.3
相对于特别提款权	0.3	0.2

余额包括财政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 2015 年 3 月 31 日，锁定账户总额为 1,440 万特别提款权（2014 年为 1,700 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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
年初余额	65,417.0	36,727.9
吸收的存款	151,060.6	146,205.7
到期、支付及公允价值变动	(145,983.8)	(123,938.5)
通知存款变动净额	6,247.8	6,421.9
年末余额	76,741.6	65,417.0
年末货币存款总额	176,842.0	180,472.2
年末余额占年末货币存款总额的百分比	43.4%	36.2%

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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
年初余额	7,187.0	10,849.7
黄金活期账户变动净额	165.5	(3,662.7)
年末余额	7,352.5	7,187.0
年末黄金存款总额	9,857.3	11,297.5
年末占黄金存款总额百分比	74.6%	63.6%

关联中央银行和机构的黄金贷款

截至3月31日的财政年度	2015	2014
单位：百万特别提款权		
年初余额	20,292.9	35,074.5
新增黄金贷款	1,330.3	—
黄金价格变动及黄金贷款应计利息	47.6	—
黄金即期账户净变动（包括黄金价格变动因素）	(7,696.9)	(14,781.6)
年末余额	13,973.9	20,292.9
年末黄金和黄金贷款总额	14,155.5	20,596.4
持有关联方黄金和黄金贷款占全部黄金和黄金贷款总额百分比	98.7%	98.5%

关联中央银行和机构发行的债务证券

截至3月31日的财政年度	2015	2014
单位：百万特别提款权		
年初余额	271.2	81.2
购买的关联方发行债券	36.1	361.2
到期和卖出的关联方发行债券	(143.6)	(171.2)
年末余额	163.7	271.2
年末全部政府债券、国库券和其他债券总额	114,836.2	114,571.9
持有关联方债券总额占全部国债、国库券和其他债券总额百分比	0.1%	0.2%

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	2015	2014
单位：百万特别提款权		
年初余额	1,357.7	3,994.3
存放的抵押存款	1,076,269.1	1,038,178.0
到期和估值变动	(1,074,113.8)	(1,040,814.6)
年末余额	3,513.0	1,357.7
重售协议下购买证券总额	49,003.6	50,554.4
年末占重售协议下证券购买总额百分比	7.2%	2.7%

与关联中央银行和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 2015 年 3 月 31 日这些交易的名义价值为 234.761 亿特别提款权（2014 年为 184.301 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 2015 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 113.303 亿特别提款权（2014 年为 112.021 亿特别提款权）。截至 2015 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（2014 年为 202.929 亿特别提款权）。

本财年，国际清算银行购买了来自关联中央银行和机构的第三方证券共计 22.911 亿特别提款权（2014 年为 16.886 亿特别提款权）。

国际清算银行向客户承诺提供备用贷款：截至 2015 年 3 月 31 日，国际清算银行向关联方提供备用贷款承诺共计 3.156 亿特别提款权（2014 年为 2.711 亿特别提款权）。

35. 或有负债

2015 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中央银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。

国际清算银行的资本充足情况不采用监管资本比率，因为其商业模式在关键领域无法准确反映国际清算银行的银行业务活动。总体上，这与国际清算银行注重高偿债能力而资本监管指标着重反映银行账簿中投资组合集中程度和利率风险有关。

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。

为确保优异的信用质量，国际清算银行维持了远高于最低监管要求的资本充足水平。

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

单位：百万特别提款权

	2015	2014
股本	698.9	698.9
资产负债表的法定准备	14,579.7	14,280.4
减去：库存股	(1.7)	(1.7)
股本和资本公积	15,276.9	14,977.6
证券重新估值账户	234.9	132.4
黄金重新估值账户	2,467.4	2,437.5
设定收益计划的重新估值	(249.0)	(238.9)
其他权益账户	2,453.3	2,331.0
损益账户	542.9	419.3
总权益	18,273.1	17,727.9

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与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

单位：百万特别提款权

	2015	2014
股本和资本公积	15,276.9	14,977.6
设定受益计划的重新估值	(249.0)	(238.9)
一级资本	15,027.9	14,738.7
可持续的补充资本	1,772.1	1,661.3
可分配资本	16,800.0	16,400.0
资本过滤项	1,473.1	1,327.9
总权益	18,273.1	17,727.9

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国际清算银行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。

自2014年7月1日起，国际清算银行根据压力市场数据组计算针对市场风险的经济资本使用情况。同时，重新制定上一期经济资本使用情况数据以供比较参考。此次重置数据截至2014年3月31日增加经济资本9.319亿特别提款权。

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	2015		2014	
	划拨	使用	划拨	使用
单位：百万特别提款权				
破产和转移风险	8,800.0	8,102.7	8,200.0	7,474.1
外汇结算风险	300.0	300.0	300.0	300.0
信用风险	9,100.0	8,402.7	8,500.0	7,774.1
市场风险	3,900.0	3,434.7	4,100.0	3,110.3
操作风险	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0
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
总经济资本	16,800.0	15,637.4	16,400.0	14,684.4

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。自2014年7月1日起，国际清算银行采用巴塞尔银行监管委员会发布的关于杠杆率的监管指导以监控自身金融杠杆率水平，使用调整后普通股与总敞口的比率作为杠杆率指标。但是，为正确反映自身银行业务的规模和性质，国际清算银行在计算杠杆率时，限定了黄金和证券重估准备金的认定标准。此外，杠杆率分母中还包括已承诺和未承诺贷款以及养老基金资产。

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	
	2015
调整后的普通股	
股本和储备金	15,276.9
可持续的补充资本	1,772.1
审慎调整数	(267.6)
设定受益义务重估损失	(249.0)
无形资产	(18.6)
调整后的普通股总额 (A)	16,781.4
敞口	
资产负债表资产总额	216,835.0
敞口调整额	4,828.1
衍生品	(609.3)
转售协议下所购证券	20.9
已承诺和未承诺贷款	4,295.4
养老基金资产	1,121.1
敞口总额 (B)	221,663.1
财务杠杆 (A) / (B)	7.6%

《巴塞尔协议III》规定的杠杆率与上表计算方法不同，使用普通一级股本以取代调整后普通股作为分母。截至2015年3月31日，《巴塞尔协议III》方法下的杠杆率为8.0%。

在2014年7月1日前，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。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。

下表说明使用原方法下的国际清算银行金融杠杆率。

截至3月31日	
单位：百万特别提款权	
	2014
一级资本(A)	14,738.7
全部表内资产(B)	222,510.3
金融杠杆比率 (A) / (B)	6.6%

4. 资本比率

上述经济资本框架和金融杠杆框架是用于评估国际清算银行资本充足水平的主要工具。为提高可比较性，还需披露风险加权资产、最低资本要求和资本比率等信息。巴塞尔银行监管委员会发布的指引中包括了计算风险加权资产和相应最低资本要求的几种方法。原则上，最低资本要求为风险加权资产的8%。

关于信用风险，国际清算银行采用高级内部评级法计算风险敞口。在该方法下，交易的风险权重由相关风险加权函数决定，并选用国际清算银行自己对关键参数的估计值。对证券化敞口和其他相关敞口，国际清算银行采用标准方法，即风险权重与敞口种类一一对应。

针对市场风险的风险加权资产由内部模型法推导得出，针对操作风险则使用高级计量法。两种方法都依赖风险价值法（VaR）进行推导。

更多关于计算的基本假设可见风险管理部分注释3、注释4、注释5。

A. 一级资本比率

下表概括了相关敞口种类，以及风险加权资产和在《巴塞尔协议II》框架下与信用风险、市场风险和操作风险相关的最低资本要求。

截至3月31日		2015			2014		
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)
信用风险							
对主权、银行和企业的风险敞口	高级内部评级法						
	其中(B)=(A) × 8%	148,838.8	11,531.8	922.5	144,885.9	10,152.5	812.2
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%	1,023.5	371.3	29.7	1,078.6	386.2	30.9
市场风险							
外汇风险和黄金价格风险敞口	内部模型法						
	其中(A)=(B) / 8%	—	9,894.5	791.6	—	11,244.9	899.6
操作风险							
	高级衡量法						
	其中(A)=(B) / 8%	—	10,396.6	831.7	—	10,154.1	812.3
总计			32,194.2	2,575.5		31,937.7	2,555.0

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		
单位：百万特别提款权	2015	2014
股本和公积	15,276.9	14,977.6
设定受益计划的重新估值损失	(249.0)	(238.9)
一级资本	15,027.9	14,738.7
预期损失	(22.2)	(19.9)
一级资本减去预计损失(A)	15,005.7	14,718.8
总加权资产 (B)	32,194.2	31,937.7
一级资本比率(A) / (B)	46.6%	46.1%

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。2015年3月31日，国际清算银行均没有受损资产（2014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。

B. 一级普通股本比率

为提高可比较性，下表根据《巴塞尔协议 III》框架计算了风险加权资产和相关最低资本要求。针对市场风险，《巴塞尔协议 III》风险加权资产等于压力状态下的风险资产价值和《巴塞尔协议 II》风险加权资产之和。

截至3月31日		2015			2014		
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)
信用风险							
对主权、银行和企业的风险敞口	高级内部评级法						
	其中(B)=(A) × 8%	148,838.8	12,831.8	1,026.6	144,885.9	11,782.8	942.6
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%	1,023.5	371.3	29.7	1,078.6	386.2	30.9
市场风险							
外汇风险和黄金价格风险敞口	内部模型法						
	其中(A)=(B) / 8%	—	27,867.9	2,229.4	—	29,065.1	2,325.2
操作风险							
	高级衡量法						
	其中(A)=(B) / 8%	—	10,396.6	831.7	—	10,154.1	812.3
总计			51,467.6	4,117.4		51,388.2	4,111.0

下表使用《巴塞尔协议III》框架计算出一级普通股本比率：

截至3月31日	2015	2014
单位: 百万特别提款权		
股本和公积	15,276.9	14,977.6
重估准备金	2,702.3	2,569.9
审慎调整	(289.8)	(275.5)
设定受益计划的重新估值损失	(249.0)	(238.9)
预期损失	(22.2)	(19.9)
无形资产	(18.6)	(16.7)
一级股权资本 (A)	17,689.4	17,272.0
全部风险加权资本 (B)	51,467.6	51,388.2
一级普通股权资本比率 (A) / (B)	34.4%	33.6%

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。总经理和副总经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、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

国际清算银行每日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无须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。

国际清算银行在每次资产负债表日期都会进行年度减值审查。2015 年 3 月 31 日，银行无任何可视为减值的资产（2014 年 3 月 31 日：零）。2015 年 3 月 31 日，没有金融资产逾期（2014 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2015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	
表内敞口						
现金与银行活期存款	11,333.9	—	41.4	—	—	11,375.3
黄金与黄金存款	—	—	181.6	—	—	181.6
国债	33,439.4	486.6	—	—	—	33,926.0
再出售协议下购买的证券	3,513.0	—	39,012.0	6,478.6	—	49,003.6
贷款与预付款	1,407.8	819.2	15,739.2	—	—	17,966.2
政府证券和其他证券	54,025.6	11,883.6	6,381.3	7,797.8	821.9	80,910.2
金融衍生工具	293.7	124.7	6,539.3	1.0	—	6,958.7
应收账款	2.9	—	0.2	6.8	—	9.9
表内风险敞口总计	104,016.3	13,314.1	67,895.0	14,284.2	821.9	200,331.5
贷款承诺						
未贷出已担保贷款	3,096.5	—	—	—	—	3,096.5
总贷款承诺	3,096.5	—	—	—	—	3,096.5
风险敞口总计	107,112.8	13,314.1	67,895.0	14,284.2	821.9	203,428.0

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	
表内敞口						
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
表内风险敞口总计	101,045.4	13,691.6	74,602.1	8,911.3	937.5	199,187.9
贷款承诺						
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
总贷款承诺	2,922.9	—	—	—	—	2,922.9
风险敞口总计	103,968.3	13,691.6	74,602.1	8,911.3	937.5	202,110.8

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。国际清算银行根据其对各国家机构合并的敞口分配对各地区的敞口。

截至2015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
表内敞口					
现金与银行活期存款	8,313.0	3,057.0	5.3	—	11,375.3
黄金与黄金存款	181.6	—	—	—	181.6
国债	10,061.8	19,776.0	3,601.6	486.6	33,926.0
再出售协议下购买的证券	45,490.6	—	3,513.0	—	49,003.6
贷款与预付款	11,418.7	4,552.4	1,489.6	505.5	17,966.2
政府债券和其他债券	43,798.6	8,814.3	20,840.2	7,457.1	80,910.2
金融衍生工具	5,124.6	655.4	1,178.7	—	6,958.7
应收账款	8.8	0.9	0.2	—	9.9
表内风险敞口总计	124,397.7	36,856.0	30,628.6	8,449.2	200,331.5
贷款承诺					
未贷出已担保贷款	233.5	2,863.0	—	—	3,096.5
总贷款承诺	233.5	2,863.0	—	—	3,096.5
风险敞口总计	124,631.2	39,719.0	30,628.6	8,449.2	203,428.0

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
表内敞口					
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
金融衍生工具	2,318.2	86.6	597.4	—	3,002.2
应收账款	9.7	0.9	0.2	—	10.8
表内风险敞口总计	102,270.2	48,612.2	39,643.2	8,662.3	199,187.9
贷款承诺					
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
总贷款承诺	267.5	2,655.4	—	—	2,922.9
风险敞口总计	102,537.7	51,267.6	39,643.2	8,662.3	202,110.8

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2015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
表内敞口							
现金与银行活期存款	8,268.1	48.1	3,057.8	1.0	0.3	—	11,375.3
黄金与黄金存款	—	—	181.6	—	—	—	181.6
国债	3,746.7	7,001.1	19,314.5	3,863.7	—	—	33,926.0
再出售协议下购买的证券	—	9,991.6	30,334.2	8,677.8	—	—	49,003.6
贷款与预付款	813.9	—	16,363.3	426.6	362.4	—	17,966.2
政府证券和其他证券	22,906.1	40,599.6	15,796.9	1,607.6	—	—	80,910.2
金融衍生工具	111.5	129.6	6,385.9	320.4	1.6	9.7	6,958.7
应收账款	—	0.2	0.2	0.4	0.7	8.4	9.9
表内风险敞口总计	35,846.3	57,770.2	91,434.4	14,897.5	365.0	18.1	200,331.5
贷款承诺							
未贷出已担保贷款	—	925.7	946.9	990.3	233.6	—	3,096.5
总贷款承诺	—	925.7	946.9	990.3	233.6	—	3,096.5
风险敞口总计	35,846.3	58,695.9	92,381.3	15,887.8	598.6	18.1	203,428.0

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
表内敞口							
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
金融衍生工具	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
表内风险敞口总计	22,581.5	56,499.9	101,675.0	18,408.0	14.0	9.5	199,187.9
贷款承诺							
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
总贷款承诺	—	797.2	813.2	1,312.5	—	—	2,922.9
风险敞口总计	22,581.5	57,297.1	102,488.2	19,720.5	14.0	9.5	202,110.8

C. 降低违约风险

净额安排

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全额。

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，国际清算银行接收高质量主权债券、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池中的单元。

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 2015 年 3 月 31 日，国际清算银行未将持有的抵押品卖出（2014 年：零）。

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

单位：百万特别提款权

	2015	2014
持有抵押品：		
衍生金融工具	4,003.7	515.9
再出售协议下购买的证券	38,825.4	42,378.7
总计	42,829.1	42,894.6

适用于净额和抵押的金融资产及负债

下表显示了不同类型资产和负债适用于抵押，或者适用净额结算协议的情况，净额结算协议在交易对手违约等未来情形时适用。

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2015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
金融资产							
再出售协议下购买的证券	49,003.6	(6,813.4)	—	(42,169.2)	21.0	—	21.0
预付款	1,413.1	—	—	(1,413.1)	—	—	—
衍生品金融资产	6,958.7	—	(2,001.8)	(3,961.1)	995.8	81.8	914.0
金融负债							
回购协议下出售的证券	(773.3)	—	—	773.1	—	—	—
衍生品金融负债	(2,162.2)	—	2,001.8	—	—	—	—

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
金融资产							
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
金融负债							
回购协议下出售的证券	(1,169.3)	249.9	—	919.4	—	—	—
衍生品金融负债	(2,632.9)	—	2,325.7	—	—	—	—

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 (不包括结算风险, 其被包括在对信用风险的使用中), 并假设 99.995% 的置信水平以及一年持有期。基于管理层的估算, 作为结算风险准备的经济资本体现在国际清算银行经济资本的计算中。

截至3月31日的财政年度	2015				2014			
	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	8,124.1	8,970.1	7,372.6	8,402.7	7,421.5	7,990.1	6,175.7	7,774.1

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 (国际清算银行根据自己的预测将主要参数估值代入《巴塞尔协议 II》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 确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《巴塞尔协议 II》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 α 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, 增加保证金和重新估值的频率)。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 2015 年 3 月 31 日的风险敞口总量包含了 1.845 亿特别提款权的利率合同 (2014 年: 2.085 亿特别提款权) 和 12.295 亿特别提款权的外汇与黄金合同 (2014 年: 2.294 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2015年3月31日

以等同于外部评级等级 表示的内部评级等级	风险敞口 数量	风险敞口— 加权违约概率	风险敞口—加权 平均预期违约	风险敞口—加权 平均风险权重	风险加权 资产
单位: 百万特别提款权/百分比	百万特别提款权	%	损失率%	%	百万特别提款权
AAAA	34,886.4	0.01	35.6	2.9	1,024.7
AA	52,401.7	0.02	39.6	7.0	3,662.2
A	55,387.4	0.04	48.6	9.4	5,227.3
BBB	6,154.7	0.16	50.8	26.2	1,610.7
BB及以下	8.6	1.32	50.7	80.3	6.9
总计	148,838.8				11,531.8

截至2015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9.225亿特别提款权。

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	风险敞口 数量	风险敞口— 加权违约概率	风险敞口—加权 平均预期违约	风险敞口—加权 平均风险权重	风险加权 资产
单位: 百万特别提款权/百分比	百万特别提款权	%	损失率%	%	百万特别提款权
AAAA	20,887.6	0.01	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及以下	12.6	0.70	35.6	48.8	6.2
总计	144,885.9				10,152.5

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。

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
截至2015年3月31日	204,224.3	55,385.5	148,838.8
截至2014年3月31日	197,550.2	52,664.3	144,885.9

证券化风险敞口

国际清算银行投资于基于传统的（即非混合的）证券化结构的评级高的证券化风险敞口。鉴于国际清算银行业务的范围，《巴塞尔协议 II》框架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级来确定相关风险权重，这些外部信用评级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2015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	A	17.5	50%	8.8
其他应收款支持证券 (政府支持)	AAA	804.4	20%	160.9
总计		821.9		169.7

截至 2015 年 3 月 31 日，证券化敞口的最低资本要求为 1360 万特别提款权。

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
总计		874.7		182.3

截至 2014 年 3 月 31 日，证券化敞口的最低资本要求为 1,460 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。从 2014 年 7 月 1 日开始，国际清算银行以压力市场数据作为基础，对市场风险计算使用的经济资本。银行的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。

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。

国际清算银行主要因为持有 108 吨黄金而面临着黄金价格风险（2014 年为 111 吨）。这些黄金投资资产存在商业银行或被托管。2015 年 3 月 31 日，黄金头寸为 29.983 亿特别提款权（2014 年为 29.818 亿特别提款权），约为总权益的 16%（2014 年为 17%）。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2015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	超过5年	总计
欧元	(6.5)	(13.5)	(11.6)	(28.8)	(40.5)	(36.5)	(12.6)	(150.0)
日元	(1.1)	(1.8)	0.1	(0.1)	-	-	-	(2.9)
英镑	(1.2)	(1.6)	(8.5)	(15.6)	(20.0)	(6.8)	0.3	(53.4)
瑞士法郎	5.7	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(0.3)	-	3.5	5.3
美元	(1.7)	(13.0)	(40.8)	(49.3)	(66.1)	(63.6)	(3.1)	(237.6)
其他货币	-	0.2	(0.7)	(1.4)	(1.8)	(1.3)	(0.4)	(5.4)
总计	(4.8)	(30.8)	(62.8)	(96.4)	(128.7)	(108.2)	(12.3)	(444.0)

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	超过5年	总计
欧元	0.5	(7.9)	(28.6)	(41.1)	(42.7)	(35.0)	(9.9)	(164.7)
日元	(1.4)	(2.1)	0.1	(0.1)	-	-	-	(3.5)
英镑	(0.2)	(1.8)	(7.7)	(15.0)	(23.8)	(4.8)	3.8	(49.5)
瑞士法郎	10.3	(0.2)	(1.8)	(2.1)	(1.5)	(0.4)	5.6	9.9
美元	8.7	(10.2)	(34.8)	(40.6)	(58.5)	(40.1)	12.2	(163.3)
其他货币	0.4	(0.3)	(1.4)	1.1	(2.3)	0.3	(0.3)	(2.5)
总计	18.3	(22.5)	(74.2)	(97.8)	(128.8)	(80.0)	11.4	(373.6)

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和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2015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
资产									
现金与同业活期存款	—	39.2	41.0	0.8	3,047.6	8,233.8	—	12.9	11,375.3
黄金与黄金贷款	—	0.9	—	—	—	—	14,154.6	—	14,155.5
国库券	—	2,135.2	10,307.2	62.4	17,403.6	—	—	4,017.6	33,926.0
重售协议下的证券									
购买	—	5,686.7	27,415.5	14,832.7	1,068.6	—	—	0.1	49,003.6
贷款与预付款	505.6	9,830.0	3,565.1	1,564.7	428.1	(2.1)	—	2,074.8	17,966.2
政府证券与其他证券	—	33,771.5	29,973.7	6,988.2	4,205.8	—	—	5,971.0	80,910.2
衍生金融工具	2,744.9	79,188.3	(38,215.4)	(8,693.4)	(18,067.8)	(3,541.8)	(1,295.7)	(5,160.4)	6,958.7
应收账款	—	1,133.0	1,096.0	43.1	—	6.7	—	66.6	2,345.4
土地、建筑和设备	184.6	—	—	—	—	9.6	—	(0.1)	194.1
总资产	3,435.1	131,784.8	34,183.1	14,798.5	8,085.9	4,706.2	12,858.9	6,982.5	216,835.0
负债									
货币存款	(3,614.6)	(130,280.1)	(22,739.9)	(10,853.9)	(1,590.7)	(377.8)	—	(7,385.0)	(176,842.0)
黄金存款	—	—	—	—	—	—	(9,857.3)	—	(9,857.3)
回购协议下所售									
证券	—	—	(478.0)	(295.3)	—	—	—	—	(773.3)
衍生金融工具	244.7	8,057.1	(564.4)	(1,715.3)	(5,012.6)	(3,823.2)	(0.4)	651.9	(2,162.2)
应付账款	—	(2,135.6)	(5,372.9)	(58.4)	(483.1)	—	—	0.1	(8,049.9)
其他负债	—	(0.6)	—	—	—	(876.3)	—	(0.3)	(877.2)
总负债	(3,369.9)	(124,359.2)	(29,155.2)	(12,922.9)	(7,086.4)	(5,077.3)	(9,857.7)	(6,733.3)	(198,561.9)
货币与黄金净头寸	65.2	7,425.6	5,027.9	1,875.6	999.5	(371.1)	3,001.2	249.2	18,273.1
对黄金投资资产的调整									
调整	—	—	—	—	—	—	(3,001.2)	—	(3,001.2)
货币净头寸	65.2	7,425.6	5,027.9	1,875.6	999.5	(371.1)	—	249.2	15,271.9
特别提款权不变时									
头寸	(65.2)	(7,272.0)	(5,006.8)	(1,816.9)	(1,111.0)	—	—	—	(15,271.9)
特别提款权不变时									
货币资产净头寸	—	153.6	21.1	58.7	(111.5)	(371.1)	—	249.2	—

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
资产									
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
总资产	1,666.0	104,300.2	43,554.4	28,991.9	13,278.5	4,602.7	15,411.6	10,705.0	222,510.3
负债									
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)
回购协议下所售									
证券	—	(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)
总负债	(1,649.2)	(97,863.1)	(37,730.1)	(27,123.8)	(12,108.3)	(5,346.2)	(12,426.1)	(10,535.6)	(204,782.4)
货币与黄金净头寸	16.8	6,437.1	5,824.3	1,868.1	1,170.2	(743.5)	2,985.5	169.4	17,727.9
对黄金投资资产的调整									
对黄金投资资产的调整	—	—	—	—	—	—	(2,985.5)	—	(2,985.5)
货币净头寸	16.8	6,437.1	5,824.3	1,868.1	1,170.2	(743.5)	—	169.4	14,742.4
特别提款权不变时头寸									
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									
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	—

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。从 2014 年 7 月 1 日开始, 国际清算银行以压力市场数据作为基础, 对市场风险计算占用的经济资本。上一报告期内对市场风险占用经济资本的数字被重新计算用于比较目的。压力市场数据会被经常回顾、调整以纳入国际清算银行的核心市场风险敞口和市场风险驱动因素。

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	2015				2014重新叙述			
	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	3,282.6	3,509.8	3,074.3	3,434.7	3,201.6	3,693.5	2,959.7	3,110.3

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经济资本占用。

财政年度	2015				2014重新叙述			
	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	2,111.1	2,278.1	1,960.7	2,125.5	2,250.0	2,766.2	1,967.8	2,115.3
利率风险	2,356.4	2,680.3	2,017.3	2,562.2	2,137.3	2,264.1	1,966.8	2,031.3
外汇风险	895.9	985.5	789.6	912.0	1,082.5	1,226.0	918.3	1,006.4
多样化效果	(2,080.8)	(2,446.2)	(1,878.4)	(2,165.0)	(2,268.2)	(2,441.1)	(2,042.6)	(2,042.7)
总计				3,434.7				3,110.3

E. 市场风险的最低资本要求

国际清算银行采用与自身业务范围和性质一致的银行账册法计算《巴塞尔协议 II》框架下的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	2015			2014		
	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%	263.9	9,894.5	791.6	299.9	11,244.9	899.6

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

操作风险包括法律风险但不包括战略风险。

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

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

国际清算银行基于在险价值（VaR）方法使用蒙特卡罗模拟法衡量操作风险经济资本和操作风险加权资产，该方法与《巴塞尔协议 II》框架提出的高级衡量法相一致。根据《巴塞尔协议 II》框架的假设，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	2015				2014			
	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	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,075.0	1,200.0	700.0	1,200.0

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	2015			2014		
	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%	831.7	10,396.6	831.7	812.3	10,154.1	812.3

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%（2014年为94%）。截至2015年3月31日，货币存款与黄金存款来自166个存款人（2014年为175个）。在这些存款中，有相当一部分为个人客户，其中4个客户的存款基于结算日超过存款总额的5%（2014年为5个客户）。

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

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。国际清算银行暴露于流动性风险的主要原因是其存款的短期性，以及其承诺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。国际清算银行基于其保持高流动性的目标，开发出了流动性管理框架，包括一个基于保守估计的可得流动性和必需流动性的比例。

A. 现金流的到期情况

下表列出了资产和负债的到期现金流状况。披露的现金流数量是国际清算银行贷款额度的未贴现现金流。期权以公允价值包含在表“1个月以下”分类栏中。

截至2015年3月31日

单位：百万

特别提款权	1个月以下	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1~2年	2~5年	5~10年	10年以上	总计
资产									
现金与同业活期									
存款	11,375.3	—	—	—	—	—	—	—	11,375.3
黄金与黄金贷款	12,639.9	827.5	—	691.0	—	—	—	—	14,158.4
国库券	4,752.7	15,038.4	7,598.0	5,583.9	—	—	—	—	32,973.0
重售协议下的									
证券购买	28,140.9	13,535.3	517.0	—	—	—	—	—	42,193.2
贷款和预付款	9,079.8	8,799.4	93.4	—	—	—	—	—	17,972.6
政府证券和其他									
证券	3,312.7	4,593.7	12,261.5	21,397.8	12,860.2	25,582.6	2,020.7	—	82,029.2
总资产	69,301.3	42,794.3	20,469.9	27,672.7	12,860.2	25,582.6	2,020.7	—	200,701.7
负债									
货币存款									
1~2天的通知									
存款工具	(9,814.2)	(17,307.7)	(18,554.9)	(21,340.4)	(18,456.3)	(18,009.0)	(120.6)	—	(103,603.1)
其他货币存款	(40,084.7)	(13,764.9)	(8,002.0)	(9,726.5)	—	—	—	—	(71,578.1)
黄金存款	(9,857.3)	—	—	—	—	—	—	—	(9,857.3)
回购协议下卖出的									
的证券	(773.3)	—	—	—	—	—	—	—	(773.3)
总负债	(60,529.5)	(31,072.6)	(26,556.9)	(31,066.9)	(18,456.3)	(18,009.0)	(120.6)	—	(185,811.8)
衍生工具									
净现金流									
期权和利率合约									
	4.8	63.8	85.4	93.6	87.3	(14.4)	(2.8)	—	317.7
总现金流									
利率合约									
流入	80.1	44.7	0.5	352.8	108.1	—	—	—	586.2
流出	(65.1)	(40.5)	—	(323.1)	(97.7)	—	—	—	(526.4)
小计	15.0	4.2	0.5	29.7	10.4	—	—	—	59.8
货币和黄金合约									
流入	50,590.8	45,399.2	17,316.7	17,662.3	—	—	—	—	130,969.0
流出	(49,588.7)	(44,529.8)	(15,770.1)	(16,561.6)	—	—	—	—	(126,450.2)
小计	1,002.1	869.4	1,546.6	1,100.7	—	—	—	—	4,518.8
衍生品工具总计	1,021.9	937.4	1,632.5	1,224.0	97.7	(14.4)	(2.8)	—	4,896.3
未来未贴现									
现金流总计	9,793.7	12,659.1	(4,454.5)	(2,170.2)	(5,498.4)	7,559.2	1,897.3	—	19,786.2

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	总计
资产								
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	34,956.5	8,497.3	—	—	—	—	—	43,453.8
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
总资产	90,254.6	48,609.0	15,344.0	16,045.4	12,665.2	26,177.5	1,458.7	210,554.4
负债								
货币存款								
1~2天的通知								
存款工具	(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	(47,375.5)	(17,579.2)	(7,913.1)	(3,210.3)	—	—	—	(76,078.1)
黄金存款	(11,077.0)	—	—	(221.1)	—	—	—	(11,298.1)
回购协议下卖出的								
证券	(669.5)	(249.9)	—	—	—	—	—	(919.4)
总负债	(68,237.8)	(37,804.3)	(24,799.2)	(20,783.2)	(16,795.8)	(23,879.9)	(16.1)	(192,316.3)
衍生工具								
净现金流								
期权和利率合约	1.6	71.0	102.8	117.3	105.6	(37.7)	(3.9)	356.7
总现金流								
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)
货币和黄金合约								
流入	44,188.5	40,218.5	8,699.8	7,240.7	—	—	—	100,347.5
流出	(44,213.2)	(39,986.0)	(8,752.0)	(7,211.6)	—	—	—	(100,162.8)
小计	(24.7)	232.5	(52.2)	29.1	—	—	—	184.7
衍生品工具总计	(27.3)	301.9	22.7	97.8	46.8	(40.8)	(3.9)	397.2
未来未贴现								
现金流总计	21,989.5	11,106.6	(9,432.5)	(4,640.0)	(4,083.8)	2,256.8	1,438.7	18,635.3

下表显示了在资产负债表日信用工具的合同到期日价值：

合同到期日

单位：百万

特别提款权	1个月以下	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1~2年	2~5年	5~10年	未明确	总计
								到期日	
截至2015年3月31日	-	-	233.5	-	-	-	-	2,863.0	3,096.5
截至2014年3月31日	-	-	267.5	194.1	-	-	-	2,461.3	2,922.9

B. 流动性比例

国际清算银行使用了一个流动性风险框架，该框架吸取了巴塞尔银行监管委员会对流动性覆盖率（LCR）的监管指引。该框架建立在流动性比率上，该比率比较了银行的可用流动性与在压力情形下超过一个月的流动性需求。与《巴塞尔协议III》流动性框架相一致，底层的压力情景包括了个体和市场危机两方面内容。然而，流动性比率在结构上与LCR不同，反映出国际清算银行的银行相关业务性质和范围，特别是银行资产负债表的短期特性。在银行的流动性框架内，董事会已经设定了银行流动性比率的下限，要求可得流动性至少应相当于潜在流动性需求的100%。

下表提供了过去两年内国际清算银行流动性比例的发展情况。巴塞尔银行监管委员会所定义的LCR也包括在内，可作为参考。

财政年度	2015				2014			
	百分比	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
流动性比率	162%	178%	145%	153%	154%	180%	137%	164%
LCR	386%	540%	263%	263%	251%	410%	178%	318%

关于流动性比率的更多信息请见下节。

可得流动性

可得流动性为可从期限在1个月以上的金融工具处获得的现金，以及潜在的额外流动性，这可以从处置高流动性证券或者通过对未处置的高等级流动证券售出并回购而得到。对潜在的额外流动性评估包括两个步骤。第一，评估该证券的信用质量和市场流动性。第二，通过模型将确定的证券转换成现金，并推导出可合理获得的金额。

所需流动性

与压力情景一致，国际清算银行确定所需的流动性是指从期限超过1个月金融工具流出的现金、预估的对货币存款的提前支取和预估的对未使用融资的使用。对货币存款的流动性需求计算是假定所有的存款到期后不再续存以及一部分非到期货币存款会在合同到期前从银行提前支取。截至2015年3月31日，压力情景下估计货币存款的流出占货币存款总量的比重为41.3%（2014年为42.9%）。此外，情景还假定未使用，但国际清算银行承诺提供的融资会全部被客户取走，以及部分未使用、未承诺融资也会被取走。

下表显示了国际清算银行估计的可得流动性、所需流动性以及对应的流动性比率：

截至3月31日	2015	2014
单位：百万特别提款权		
可得流动性		
估计的现金流入	55.8	70.5
估计的出售高流动性证券所得流动性	56.2	56.9
估计的出售和回购协议	5.4	6.1
合计的可得流动性 (A)	117.4	133.5
所需流动性		
估计的货币存款提取	71.7	76.1
估计的提取融资	4.9	4.3
估计的其他流出		1.1
合计的所需流动性 (B)	76.6	81.5
流动性比率 (A) / (B)	153%	164%

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(167–237页)进行了审计。这些财务报表包括章程规定的截至2015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2015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以及国际清算银行的章程规定。

安永会计师事务所

维克多·维吉尔

约翰·埃尔顿

2015年5月15日，苏黎世