



国际清算银行

第76期年报

2005年4月1日 – 2006年3月31日

2006年6月27日，巴塞尔

责任编辑：仲 垣
责任校对：张京文
责任印制：尹小平

图书在版编目(CIP)数据

国际清算银行第 76 期年报 / 国际清算银行编. —北京：中国金融出版社，
2007. 1

书名原文：BIS 76th Annual Report
ISBN 978-7-5049-4261-6

I. 国… II. 国… III. 国际清算银行—2005~2006 年年报 IV. F831.2-54
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 003301 号

出版
发行 **中国金融出版社**
社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号
市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)
网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)
读者服务部 (010) 66070833, 82672183
邮编 100055
经销 新华书店
印刷 北京汇元统一印刷有限公司
开本 889 毫米 × 1194 毫米 1/16
印张 12.75
字数 318 千
版次 2007 年 1 月第 1 版
印次 2007 年 1 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-5049-4261-6/F.3821
如出现印装错误本社负责调换

目录

发文函	1
第一章 前言：面对不断上升的压力，全球经济保持良好态势	3
迎接近期成功带来的挑战	4
结构变化和政策体制变迁	7
第二章 全球经济	9
概要	9
世界经济概况	10
增长持续高涨，通货膨胀保持低位	10
更加均衡的经济扩张的迹象	11
前景和风险	12
全球经济中的通货膨胀和工资确定方式	13
全球通货膨胀趋势	13
工资确定方式和全球化	15
前景	17
私人部门储蓄和投资	18
趋势	18
公司利润和投资	18
住宅投资和住宅市场	21
财政政策	23
对财政可持续性的挑战	24
经常项目的情况	25
外部失衡加剧	25
重寻全球平衡和石油收入的循环使用	26
第三章 新兴市场经济体的问题	28
概要	28
宏观经济概况	28
需求的类型	28
通货膨胀压力上升	32
前景与风险	33
两个主要的外部挑战	33

贸易条件的转变	33
对新兴市场的资产需求上升	35
财政政策	38
财政调整的力度应该多大?	39
税收和支出调整中的问题	39
商品价格上涨产生的问题	41
减少债务增强可持续性	41
货币与汇率政策	42
相对价格冲击的影响	42
对汇率升值压力的影响	44
政策反应及政策体制	45
政策反应的结果	46
第四章 先进工业经济体的货币政策	49
概要	49
发展回顾	49
美国	49
欧元区	51
日本	53
通货膨胀目标制国家	55
全球化与货币政策	57
全球化、中央银行动力及价格稳定	58
全球化和传统的货币政策指引	60
全球化、传导机制及政策操作空间	62
挑战、风险及可能的政策反应	63
第五章 外汇市场	66
概要	66
外汇市场的发展	66
外汇市场的环境	69
官方储备的发展趋势	69
汇率的波动：决定因素	70
经济增长与利率差异	71
美国的外部失衡	72
亚洲的汇率政策	73
净收益和美国对外状况的可持续性	74
净收益的发展趋势和决定因素	75
美国外部平衡的可持续性	80
第六章 金融市场	83
概要	83
长期收益率徘徊在较低的水平	83
美国和欧元区收益率曲线的扁平化	83

通货膨胀预期走弱	85
较低的波动性和期限溢价	85
机构需求因素：养老基金和保险公司	87
外国需求因素：亚洲储备和石油美元	88
股票市场无视利率的上升	89
宏观经济前景为股票收益提供支撑	89
融资比例调整与兼并加速	90
影响价值水平的信号存在分歧	92
信贷市场具备弹性	94
对不同风险的偏好程度存在差异	95
公司资产负债表维持良好的稳健性	96
信贷市场在价格重估时的脆弱性	97
新兴市场利差在历史低位	99
第七章 金融部门	102
概要	102
金融部门的表现	102
商业银行	102
投资银行	104
对冲基金	105
私人股本	106
保险公司	108
养老基金	109
脆弱性	110
对银行盈利可能产生压力	110
对房地产市场的敞口风险	111
财务报表和金融风险管理	114
财务报告及审慎监管政策	116
第八章 结论：应对风险，今天与明天	118
我们当前正面临何种风险？	118
如何降低当前风险？	121
如果风险成为现实，又当如何？	123
今后我们能否避免类似风险？	125
组织结构、机构治理和业务活动	129
董事会	150
国际清算银行成员中央银行	154

财务报表	155
审计报告	191
五年总结图	192

图表目录

图

2.1 对世界经济增长的贡献	10
2.2 石油和商品价格及贸易条件	11
2.3 融资条件和信贷增长	12
2.4 全球通货膨胀状况	13
2.5 相对价格变化趋势	15
2.6 通货膨胀、工资和工资占比	16
2.7 全球化与工资	16
2.8 进口渗透与行业工资	17
2.9 企业投资周期	20
2.10 私人部门的资产和负债	21
2.11 住宅价格和私人消费	23
2.12 不同增长期内财政状况的变化	25
2.13 石油输出国的国际收支指标	27
3.1 对实际 GDP 增长率的贡献	30
3.2 居民信贷	30
3.3 对外状况	34
3.4 出口	34
3.5 对新兴市场资产需求的因素	37
3.6 公共财政状况的变化	39
3.7 政府收入、初级支出和公共债务	40
3.8 变化的相对价格和通货膨胀	43
3.9 实际政策利率	44
3.10 实际有效汇率	45
3.11 金融市场状况	47
4.1 美国经济指标	50
4.2 美国收益利差、通货膨胀和商业周期	51
4.3 欧元区经济指标	52
4.4 欧元区货币分析和货币政策	52
4.5 日本经济指标	53
4.6 日本利率	54
4.7 通货膨胀目标和政策利率	55

4.8	进口价格和通货膨胀	57
4.9	全球通货膨胀	58
4.10	全球化主要指标	59
4.11	发达工业国家增长和通货膨胀的波动	59
4.12	发达工业国家的菲利普斯曲线变平	60
4.13	决定国内通货膨胀的全球因素	61
4.14	非加速通货膨胀失业率	62
4.15	发达工业国家货币政策和全球流动性	63
4.16	新兴市场经济体的货币政策和全球流动性	64
5.1	美元、欧元和日元的汇率、汇率波动性及汇率风险的反转	67
5.2	其他工业国家的汇率	68
5.3	新兴市场汇率	68
5.4	从长期视角观察的当前实际有效汇率	69
5.5	汇率与利率差异	71
5.6	汇率与 Sharpe 比率	72
5.7	美国经常项目余额和净对外资产	73
5.8	中国人民银行的即期汇率和远期汇率	74
5.9	净股权和净债务	75
5.10	美国直接投资项下资产与负债的收益率	76
5.11	美国对外直接投资	78
5.12	美国对外状况的若干情景	80
5.13	美国证券投资组合项下净负债类资产与收入	81
6.1	利率	84
6.2	对 2006 年的预测和通货膨胀补偿措施	84
6.3	远期利率曲线	85
6.4	隐含波动性和期限溢价估算值	86
6.5	养老基金和债券利差	87
6.6	对美国长期证券的投资	88
6.7	股价	89
6.8	对股东有利的行动	91
6.9	兼并与收购	92
6.10	股票市场的估价和波动性	93
6.11	美国价值评估与收益	94
6.12	公司债券利差	95
6.13	信贷市场的风险偏好度	96
6.14	公司部门财务杠杆比例	97
6.15	公司部门信用质量前景	98
6.16	新兴市场债券利差和信用评级	99
6.17	预测主权债评级和信用利差	100
7.1	信贷增长	104
7.2	投资银行业务指标	105

7.3	对冲基金规模、业绩和杠杆情况	106
7.4	私人股票基金	107
7.5	私人股本：现金流和业绩	107
7.6	杠杆收购贷款规模和风险	108
7.7	保险公司：产权持有和业绩	109
7.8	辛迪加贷款和债券市场风险定价	111

表

2.1	增长与通货膨胀年均变化率 (%)	9
2.2	2005 年：不同寻常的一年	13
2.3	共性因素对先进经济体通货膨胀的影响	14
2.4	全球储蓄和投资趋势	19
2.5	部分全球性行业利润指标	20
2.6	部分国家的建筑业	22
2.7	近期财政状况和中期财政预测	24
2.8	全球经常项目余额	26
3.1	产出增长和经常项目余额	29
3.2	固定资产投资	31
3.3	消费物价	32
3.4	向新兴市场经济体的私人资本净流动	36
3.5	外汇储备	45
3.6	不同的政策体制下的政策指标	46
5.1	官方外汇储备的年度变化	70
5.2	美国对外资产与负债，2004 年	76
5.3	外国直接投资，2000-04 年	77
5.4	美国对外状况	79
7.1	主要银行的收益率	103
7.2	收入对周期状况的敏感性	110
7.3	商业地产价格	112
7.4	住宅地产价格和住房抵押债务	113

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

\$ 美元，除非特别说明

总数经四舍五入

第 76 期年报

提交给 2006 年 6 月 26 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：

我很荣幸地将本财政年度（截至 2006 年 3 月 31 日）的国际清算银行第 76 期年报提交给诸位。

本年度净利润达 5.992 亿特别提款权，去年净利润为 3.709 亿特别提款权。2005/2006 财政年度的详细情况请见本年报第 148-149 页（中文版——编者注）“净利润及其分配”。

根据国际清算银行章程第 51 条，董事会建议本届股东大会将总额为 1.324 亿特别提款权的资金用于支付每股 245 特别提款权的红利，以特别提款权的构成币种或瑞士法郎支付。与今年相比，去年的红利为每股 235 特别提款权。

董事会进一步提议将 4,670 万特别提款权的资金转入一般储备基金，将 600 万特别提款权的资金转入特别红利储备基金，将剩余的 4.141 亿特别提款权的资金转入自由储备基金。

上述建议如获股东大会批准，本行为 2005/2006 财政年度提取的红利将在 2006 年 7 月 3 日支付给股东。

总经理

麦考姆·D.奈特

2006 年 6 月 9 日于巴塞尔

第一章 前言：面对不断上升的压力， 全球经济保持良好态势

2005年的此时人们对全球经济出色的表现既满意又惊讶。满意的是经济增长充满活力，通货膨胀持续保持在较低水平，尤其是在许多发展中经济体表现更加突出。这意味着这些经济体的生活水平总体上升，贫困水平也显著降低。惊讶的是全球经济中存在的各种失衡本来明明有可能威胁到经济的良好走势，但最终没有成为现实。许多关键的宏观经济变量，很长时间以来持续严重地偏离历史正常水平，令人吃惊的是，它们一点也没有显露出回归中间值的迹象。不断增长的居民负债已经上升到历史最高水平，而且石油价格又进一步上涨，但是二者都没有削弱美国的支出水平。同时也没有哪个地方的房地产市场出现价格崩溃。中国的投资热潮没有减退。各种类型的借款人都能顺利地借到资金。而且史无前例的外部失衡进一步加剧，但是也没有导致外汇市场出现无秩序调整。

一年以后，事态的发展使人有同样的感受，只是在程度上更加深了一层。一些情况仍然令人满意。不仅全球增长仍然保持良好势头（第二章和第三章），而且一些迹象表明某些失衡正在慢慢消除。日本的经济复苏看起来已经牢固地确立起来，德国和欧洲大陆的其他国家的经济也越来越显示出可能走上了持续增长的道路。这些变化使得全球经济不必像以前一样依赖中国和美国两个支柱。随着经济增长的范围不断扩大，贸易失衡也可能会有所缓解。而令人惊讶的情况则甚于去年。过去一年，前期的失衡令人担忧地愈演愈烈，尤其是借款规模进一步扩大，增大了债务总量及潜在的偿债负担，但同时全球经济仍保持强劲增长。

但是经济持续强劲增长使人们开始担心全球性的通货膨胀压力。为此，各国开始对前一段造成世界范围内极为宽松货币状况的政策做出调整（第四章）。过去大约一年里，一些重大的政策调整包括美国和欧洲进一步加强了货币紧缩，日本结束了“数量型放松”和对外汇市场的干预，中国宣布调整汇率体制（第五章）。既令人高兴又令人惊讶的好消息是，这些政策变化到目前为止（5月末）并未引发金融市场的任何紧张形势。以前人们担心较高的利率与严重的失衡相互作用将影响金融市场和消费倾向，并对全球增长和就业产生不利的影响，但幸运的是这种担心并没有成为现实。

不利的情况没有发生并不意味着紧缩政策没有产生效果。一些迹象表明经济可能已经达到了某种转折点。长期债券收益率终于开始上升，而且比年初时增幅加大，同时越来越多的证据显示其他的金融市场已经受到影响（第六章）。此外美国及其他几个国家的房价涨幅（第七章）和建房的活动减缓。很显然，政策制定者肯定希望经济活动的有序减缓可以持续下去，并最终实现经济平稳调整到可持续增长水平。这的确是大多数经济学者预测的结果也是国际货币基金组织和经合组织预测的结果。

但是即使这是大家都预计要发生的结果，到底有多少把握呢？可能最需要说

明的一点是，全球性的紧缩政策周期并没有像美国走得那么远。而且，直到2006年年初，影响着许多金融市场的长期债券收益率才开始明显地上升。更具有破坏性的影响还有可能出现。日本、德国、南亚等国的历史经验表明，即使在经济出现长期的优异表现之后，成本极高的衰退仍有发生的可能。同样的事例也说明长期的价格稳定未必能保证未来经济的健康增长。

谨慎的政策制定者现在仍应思考依然存在的各种风险及相关对策。在问题出现之前，要考虑一旦出现困难应采取何种措施将困难及其损失降到最低。在问题出现之时以及之后，考虑如何减少连带损失。本期年报的结论部分谈到了这些前瞻性价值判断问题。

全球经济正在发生结构性的变化，这一持续不断的过程限制了我们对于刚刚出现的问题及潜在的解决办法进行评估的能力。新技术的出现及对从前封闭的经济体实行对外开放都对实体经济产生了深刻的影响。通货膨胀的机制也发生了变化，而且可能是巨大的变化。金融部门也感受到了全球化、整合和不断加强的市场力量的综合影响。令人鼓舞的是，中央银行人士深知这些变化及其带来的不确定性。去年人们对当前的政策框架提出了很多质疑，种种迹象表明各中央银行的政策根据事态发展进行了重大调整。变化导致变化，这不是件坏事。

迎接近期成功带来的挑战

本年报回顾期内，各主要地理区域的经济都呈现强劲增长。这一增长的力量源泉主要来自美国和亚洲，使得对这两个地区出口的国家最先获益。需求的加强导致能源及其他商品价格大幅上升。这通过贸易量和价格效应使新兴市场经济整体受益，包括连续第三年使非洲受益。尽管商品价格上升使日本和欧洲受到不利影响，但经济复苏的迹象在这两个地区也越来越明显。

尽管总需求显示出令人鼓舞的活力，但是一些增长最快的国家在消费模式上仍然非常与众不同。在美国及其他几国，信贷条件宽松、房价不断上涨及金融市场发达便于提取住宅抵押权益等因素使私人消费和个人住宅投资非常之高。这造成居民储蓄持续处于极低的水平（在一些国家甚至为负数），而且负债进一步增加。相反，在中国，固定资产投资高得惊人。中国宽松的信贷条件起了主要作用，通过施加政治影响向不符合风险标准的项目贷款也起了一定作用。外国直接投资也是一个重要因素，产出的大部分都是面向外国市场。用一种极简单的说法来解释，这些不同寻常的模式后果就是，英语国家已成为世界的一极，它们消费着不断增长的可贸易品，而以中国为首的亚洲成为不断扩大的贸易品生产的另一极。

在世界其他地区，更不寻常的支出模式是，在居民储蓄继续处于高位的情况下，公司投资继续保持在低水平。在总体利润较高而且融资条件似乎也非常宽松的情况下，这么多国家公司投资不振实在令人难以理解。对此现象的一个令人信服的解释是，前一段出现的生产过剩使各公司犹豫不定，而且低利率环境下的回报率也不足以鼓励更高的投资。这两个因素的影响将随时间而消失。一个更基本的解释是人们怀疑未来投资的盈利性。一个原因是，担心导致前一阶段的利润增长的因素，如利率下降、税收减免和成本降低等不会重复。另一原因可能是认为美国等国的居民消费虽有所提高，但不可持续。可能还有人担心未来出现的竞争，尤其是来自中国和印度的竞争。

美国等国的储蓄相对国内投资来说很低，而其他国家的储蓄很高，由此形成的国际影响是外部失衡达到前所未有的程度。尽管直到前不久美国的国际投资净收益仍为正数，但是 2005 年底它的经常项目逆差相当于 GDP 的 6.5%。全球几乎每个地区对美国都是顺差，但中国、日本和石油出口国对美国顺差最大。

如果说去年全球经济强劲增长还是一个令人满意的因素，那么通货膨胀的表现也很不错。尽管较高的石油价格提高了综合通货膨胀指数，但对主要通货膨胀的传导影响非常有限。在大多数辖区，工资和福利的涨幅仍然控制得很好。此外，在工资提高较快的国家，如美国，生产力上升幅度更大，部分抵消了单位劳动成本的上升。2005 年，在全球大宗商品价格走高的背景下，全球利润占要素收入的比例达到新高也是有利的。新的成本压力暂时可以通过压缩利润空间来控制。

但是，就像总需求数据一样，更深层次的探究可以发现一些需要关注的问题。首先，测算主要通货膨胀走势的数据可能并不可靠，而且近年来相对价格的巨大变化已经增加了测算通货膨胀走势的难度。例如，大多数国家住房服务的成本大幅上升，但在计算消费价格指数过程中要么反映不充分，要么就完全被忽略了。其次，“核心”通货膨胀的概念是建立在剔除波动性强的价格因素的基础上的，但是被剔除在外的能源价格已经连续 3 年走高。现实情况是消费者面对的较高的能源价格和住房服务价格仍有可能反映到工资上。再次，在许多国家，较高的能源价格由于行政控制和财政补贴而上涨不多，但是这些调控手段以后可能会取消。最后，在全球经济增长越来越接近于潜在水平时，预计通货膨胀压力将上升。

由于多年来货币和信贷条件一直相当宽松，人们已经意识到需要对潜在的通货膨胀压力保持警惕。美国和欧元区的实际政策利率在几年的时间里一直为负数，在本世纪初一直远低于潜在的增长水平。货币和信贷总量的状况也反映了同一现实。这两个指标近年来同时大幅上升，并在年报回顾期内经历了最大升幅。同样的情形出现在新兴市场经济体，反映出其国内信贷迅速扩张的趋势以及巨额资本流入对国内流动性的影响。而这些资金随后又以外汇储备的形式流回到工业国家，从而完成在全球范围内增加流动性的过程。

过去的一个财年中，其他金融指标的变化也反映了持续宽松的货币状况的影响。从对许多市场的重要性看，其中最重要的现象就是，在联邦基金利率大幅上调、经济保持强劲增长的情况下，美国长期债券收益率在很长时间内不向上抬升。事实上，美国长期国债收益率长期走低，2004 年 6 月美联储开始紧缩货币政策，但直到 2006 年 3 月美国长期国债收益率才上升到相应的水平。其他工业国家的国债收益率也呈现相似的走势，只是由于其经济增长速度低于美国，所以收益率水平也更低。一方面，一些研究表明外国中央银行大量购买长期债券，尤其是美元债券，而且养老基金和保险公司也为了对冲长期负债大量购买长期债券。另一方面，受当前过剩的影响，未来出现长期经济衰退的可能性增加，不完全排除市场单纯依此定价的可能。

其他金融市场的发展似乎并不支持这些过于悲观的解释。实际上，几乎所有的长期金融资产的价格都持续走高。高收益公司债券的风险溢价又缩小到周期性的低点，而主权债的风险溢价甚至降低到了前所未有的低点，并且基本保持到了现在。2005 年除美国以外的全球股票市场价格都普遍稳固上涨，其中日本和许多新兴市场经济体股票市场涨幅可圈可点。而且正如以上指出的，大多数国家的房地产市场持续走高。最后，与乐观的预测相吻合，对预期波动性的保险成本（从

期权价格中推算)在最近几个季度非常之低。

各个市场上都不难找出证据支持对未来的乐观看法。例如,近几年公司债违约率格外低。此外,许多主权债发行国得益于国内政策的改善、外部环境的好转以及工业国家宏观经济波动的减小。但是所有长期资产价格同时上升的事实也使人们自然而然地考虑到这背后的共同的原因。它们可能都在不同程度上反映了上文提到的信贷条件长期保持宽松的结果。事实上,以上对于金融市场发展的解释从最近大宗商品价格的总体形势,特别是石油及黄金价格走势中得到进一步证实。从2003年年中开始,这些价格就进入了一个几乎不中断的上升过程。当时各主要工业国家的政策利率都降到了周期的最低点。

尽管各中央银行的政策出发点不同,但在本年报的回顾期内,几乎所有大型工业经济体的中央银行都提高了利率。这一过程在美国走得最远,公开市场委员会每次会议都将联邦基金利率提高25个基点,直到2006年5月联邦基金利率达到了5%。尽管2005年美联储更为关注的核心通货膨胀一直被有效地控制,但综合通货膨胀在能源价格高涨的影响下高达4.5%。此外,国内剩余产能指标的下降以及房地产价格持续快速走高都显示了潜在的通货膨胀压力。欧洲中央银行在剩余产能较高的情况下也两次加息,原因是该行对支持其政策战略的两大支柱的变化都感到担心:高企的石油价格推高了综合通货膨胀,从而需要进一步加强对下一步的工资上涨保持警惕,另一方面,信贷尤其是房地产抵押贷款增长,出现急剧上升。

即使在日本,在当局多年重点消除通货紧缩倾向之后,一些迹象显示当局的政策已经取得了成效,日本银行由此决定可以谨慎地改变“数量型放松”的政策。但是日本也明确表示,这与提高短期利率的政策截然不同。这一政策与美国采取的“有度量地”提高政策利率如出一辙,旨在避免长期利率很低情况下积累起来的金融敞口出现突然的调整。在其他工业国家,当局由于同样的原因也非常谨慎地提高了利率。

这一紧缩过程出现的副作用令人不快。美国政策利率的上调幅度高于其他国家,导致2005年大部分时间里美元实际汇率有相当幅度的升值,随后又稍有下跌。这使得关注美国不可持续的巨额经常项目逆差的人们大为不解。此外,美元升值可能导致美国的逆差继续扩大。美国进口占国内生产总值的比例大幅提高,其中只有一部分原因是石油价格上涨。在其他工业经济体,货币贬值有助于减轻大宗商品价格上升和贸易条件恶化对经常项目余额的影响。

人们原本预计美元升值及美国利率提高可能减少资本流向新兴市场经济体,并因此使它们的货币贬值。但是在本回顾期内,与预期的相反,大多数新兴市场经济体货币升值,其中一些升幅可观。部分原因是这些经济体从大宗商品贸易中获益,贸易盈余得到改善,而同时国内政策转好,各种形式的资本流入大幅增加也是一个原因。很显然,由于美国利率上升,用以购买“利差交易”的资金就从美国转而流向其他利率较低的工业国家。

新兴市场经济体通过汇率升值、汇市干预或放宽国内货币政策等不同做法来应对这些压力。与现在相比,当时各经济体普遍更愿意本国货币升值。但是在本年报回顾期内,除了拉丁美洲之外,许多新兴市场经济体的实际利率基本保持在零,与大多数发达国家高度相似。过去一年新兴市场国家对外汇市场进行了干预,外汇储备达到前所未有的水平,但增速有所下降。几乎所有经济体的外汇储备都有所上升,而中国外汇储备上升的幅度堪称巨大。

2006年2月到5月中旬,当工业国家普遍经历了经济强劲增长,并紧缩货币

政策以后，金融状况发生变化的苗头也开始显现。其中最重要的变化是美国、欧洲和日本的长期债券利率大幅上升。此外，美元从4月份以来再一次快速贬值，而日元和欧元升值。新西兰元、匈牙利福林和冰岛克朗等颇受投机者追捧的高收益币种，在市场重新关注内部失衡（如房价迅速上涨和储蓄率很低）和相关的外部逆差后出现大幅贬值。中东地区从高企的石油价格中获益不匪，在区域投资者恢复理性之后，股票市场出现巨幅下调。许多新兴市场经济体的股票市场也在5月份外国投资者撤出之后经历了回调。这些事件是否预示着广大投资者将在较长时间内回归谨慎还是一个有待回答的问题。不久以前人们对此做了多次错误的预测，只是当时全球性货币政策紧缩还没有出现。

结构变化和政策体制变迁

随着时间的推移，全球经济生产过程的一体化程度越来越高，特别是自上世纪90年代以来。这意味着全球生产力不断提高，以及全球劳动力有效供给大规模增加。这些因素共同作用使可贸易商品和服务的价格出现下降的压力。与前几年相比，2005年这种作用的力度略有减轻。但是，一些间接的影响还在发挥作用，影响到制定工资和价格的行为。不仅外国劳动力可以越来越多地用来解决瓶颈问题，将整个工厂搬迁到低成本国家的威胁也越来越现实。去年，并购活动对这些较长期的变化进一步起到推波助澜的作用，特别是在欧洲。此外，去年一个让人不容忽视的现象是一些新兴市场的企业努力要控制其他新兴市场经济体以及发达国家的公司。这标志着全球化进程进入了一个既重要同时又具有政治敏感性的阶段。

随着时间流逝，抗拒这些力量的势力越来越明显。在美国，与中国的双边贸易逆差的扩大导致要求人民币升值的政治压力增强。2005年7月人民币汇率小幅调整，当局同时宣布实行以一个汇率篮子为基础的新汇率体制框架，这在美国看来还远远不够。结果，美国国会提出一些议案威胁对中国的进口施以惩罚性关税。美国的政治势力还强烈反对先是中国后是中东国家的公司购入美国公司的控股权。在欧洲，反对开放的势力在欧盟内阻碍服务业开放并阻挠跨境收购，尤其是在金融和能源领域。法国出现了广泛的示威抗议活动，反对开放劳动力市场，这进一步证实了全球化进程产生的不确定性和给人们带来的恐惧。

在本年报回顾期内，结构性变化是全球金融市场的一个主要特点。一个令人鼓舞的发展是新兴市场经济体发行债券的能力有所提高，它们有时可以发行期限较长、以本币计值的债券。在这一年里，新兴市场经济体的债券发展成为令养老基金和其他机构投资者感兴趣的新资产类别。从表面上看，这种现象似乎驳斥了“原罪”的教条，即宏观经济曾表现不佳的国家难以再有从国际市场获得融资的机会。当然，有人可能会问，这些国家重新获得融资机会是否是宽松的货币环境和投资者风险偏好上升情况下的短期副产品。

另一个令人关注的现象是信用风险转移市场的迅猛发展，尤其是以包括商业地产在内的各种风险资产为担保的结构性债务产品发展迅速。同样，这是使市场更为完善和有效的一个重要进步，虽然其中也伴随着风险。去年一个专门研究该市场的私人部门工作组在报告中指出，市场上支持性法律文件存在的漏洞以及各种操作风险值得注意。在交易最为集中的纽约和伦敦，监管当局已及时采取行动鼓励实行各种改进措施。

中央银行的工作或多或少地受到了结构性变化的影响。特别的，正向的供给冲击，包括全球化对劳动力市场的影响，有利于将通货膨胀保持在低水平。不那么有利的是，这些变化可能引起自满情绪，使人认为有关通货膨胀的战斗已经一劳永逸地解决了。此外，在更为完善和有效的金融市场，有时也会发生风险被低估以及信用增长过度的情况。宽松的货币及较低的风险升水可能最终导致未来出现通货膨胀或者金融失衡，或者二者兼有。

过去几年中，中央银行表现得比以前更愿意将对通货膨胀等的警觉包含在政策框架中。中央银行人士已经越来越多地提出应使政策利率回到“正常”或“中性”水平。日本银行则正式宣布未来的政策变化将依据两种前景做出：即近期通货膨胀前景及避免出现上世纪80年代那些长期问题的需要。欧洲中央银行的两个支柱方法似乎也在朝同一方向演变。这些变化都得到了不断加强的实证研究的支持，这些研究表明，为了保证长期宏观经济稳定，货币、信贷和融资条件最终是要发挥作用的。