



国际清算银行

第74期年报

2003年4月1日 – 2004年3月31日

2004年6月28日，巴塞尔



国际清算银行

第 74 期年报

2003 年 4 月 1 日—2004 年 3 月 31 日

2004 年 6 月 28 日，巴塞尔

责任编辑：仲 垣

责任校对：潘 洁

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

国际清算银行第 74 期年报/国际清算银行编. —北京：中国金融出版社，
2005. 4

书名原文：Bank for International Settlement 74th Annual Report

ISBN 7 - 5049 - 3672 - 3

I. 国…

II. 国…

III. 国际清算银行—2003 ~ 2004—年报

IV. F831. 2 - 54

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 027116 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

邮编 100055

尺寸 889 毫米 × 1194 毫米 1/16

版次 2005 年 5 月第 1 版

印次 2005 年 5 月第 1 次印刷

目录

发文函	1
第一章 前言：该是恢复均衡的时候了吗？	3
较快增长终于实现	4
其他预期或未预期到的发展变化	6
第二章 发达工业经济体的发展	9
概要	9
2003 年全球复苏	10
增长上升	10
增长的结构性变化	11
近期发展前景	12
劳动生产率前景	14
劳动生产率水平	14
劳动生产率增长	15
商业部门劳动生产率计量	16
展望前景	18
通货膨胀	18
通货膨胀前景	19
私人部门的资产负债表	20
公司资产负债表	20
住户资产负债表	21
财政前景	22
关注疲软的财政状况	22
老龄化问题	24
经常账户状况	24
全球经常账户失衡不断扩大	24
严重的中期不确定性	26
调整的进展	28
第三章 新兴市场经济体形势发展	30
概要	30
资本流入的回归	32
近来资本流入的决定因素	33
资本流入能持续多久？	35
汇率和储备积累	35
政策反应	35

未来的挑战	37
信贷引发的需求和住户消费	39
借款人过度负债	41
房地产市场过热?	41
政策反应和突出问题	42
中国和印度的经济繁荣	42
中国近来经济增长的源泉	42
地区和全球影响	43
当前经济扩张的可持续性	44
印度经济增长加快	46
初级产品市场和价格	47
近期形势和长期趋势	47
可能的政策影响	49
第四章 先进工业经济体的货币政策	52
概要	52
发展回顾	52
美国	52
欧元区	55
日本	56
通货膨胀目标制国家	58
全球资金流动性: 货币政策在三大经济体中的作用	60
在货币政策方面的沟通	62
好的沟通的重要性	62
向更开放的趋势发展	63
对政策会议记录的评估	63
对信息交流策略有不同的理解	65
沟通挑战	66
第五章 外汇市场	68
概要	68
汇率变动情况: 一些事实	68
汇率变动: 决定因素	72
美国经常账户赤字	72
利差	73
亚洲的汇率政策	75
为外部不均衡提供融资以及外汇储备的作用	77
1973 年以来工业国家经常账户赤字的融资情况	77
外汇储备的作用	80
第六章 金融市场	84
概要	84
收益曲线和货币政策	84
收益率曲线与预期	85
夏季的抛售	86
各债券市场变动的相关性	87
官方储备的积累	89
美国非农业部门就业人数与债券收益率	89

低利率下的市场运转	89
股票市场与风险偏好	91
经济基本面的影响	91
投资者风险偏好度的作用	93
公司债市场与信贷风险	94
经济基本面的改善	94
风险偏好度的反弹	96
新兴市场的外部债务融资	97
对融资条件变化的脆弱性	97
债务重组	100
追求高收益率的原因与影响	100
名义回报率的目标	100
抵押担保债务套利的影响	102
追求高收益的影响	102
第七章 金融部门	103
概要	103
金融部门的业绩	103
商业银行	103
日本的银行部门	104
投资银行业	107
保险业	107
业绩改善的因素	109
周期性因素	109
结构性因素	110
银行部门重组	110
零售战略	112
风险转移	112
风险偏好加强	113
风险偏好的具体表现	113
导致风险偏好增加的因素	115
潜在危险	116
住户债务和金融稳定	116
第八章 结论：变化、不确定性与政策制定	120
经济会持续扩张吗？	121
促进货币与金融稳定的政策	124

组织结构、机构治理和业务活动	131
董事会及高层官员	151
国际清算银行成员中央银行	155
财务报表	157
审计报告	183
五年总结图	184

图表目录

图

2.1 实际利率, 结构性预算平衡和产出差额	11
2.2 利润份额和储蓄比率	13
2.3 美国经济不景气的指标	13
2.4 美国现在和以前的复苏	14
2.5 全要素生产率趋势 (TFP)	17
2.6 通货膨胀变化和产出缺口, 1979 ~ 2004 年	20
2.7 部门性债务	21
2.8 部门财务净余额	26
2.9 经常账户、需求缺口和实际有效汇率	28
3.1 工业生产	30
3.2 新兴市场经济体资本流入的决定因素	34
3.3 名义有效汇率	36
3.4 亚洲的短期利率	38
3.5 住户信贷和资产价格	40
3.6 中国的进口需求	44
3.7 中国的投资、货币、信贷和价格	45
3.8 印度的信息产业	46
3.9 初级产品价格和美国名义有效汇率	48
3.10 从历史角度看非石油初级产品实际价格	49
3.11 初级产品出口国和国内生产总值增长率的波动	50
4.1 美国经济指标	53
4.2 美国的退出战略	54
4.3 欧元区经济指标	55
4.4 受通货膨胀调节的居民房地产价格	56
4.5 日本的经济指标	57
4.6 日本银行的资产负债表	58
4.7 有明确通货膨胀目标国家的通货膨胀及官方利率	59
4.8 有明确通货膨胀目标国家的汇率	60
4.9 三大经济体的货币政策及全球流动性	61
4.10 市场对货币政策的错误预期	65
4.11 市场利率对政策决定的反应	65
5.1 美元、欧元和日元汇率、潜在波动性及风险逆转	69
5.2 其他工业国家的汇率	69

5.3	新兴市场的汇率	70
5.4	美元相对欧元和日元的概率分布	71
5.5	美元、欧元和日元的名义有效汇率	71
5.6	美国经常账户赤字及其融资	72
5.7	三个主要经济体投资组合流动	74
5.8	对日元/美元市场进行干预的影响	76
5.9	12 月期远期汇率	76
5.10	经常账户调整和资本流动	78
5.11	美国经常账户调整和资本流动	79
6.1	短期与长期利率	85
6.2	波动性与固定收益市场上的期限溢价	86
6.3	远期利率曲线	87
6.4	美国国库券与按揭支持证券（简称 MBS）	88
6.5	经济增长预测，出人意料的经济指标，以及各债券市场之间的相关性	88
6.6	意料之外的非农业部门就业人数对美国国库券收益率的影响	90
6.7	低利率下的市场运转	90
6.8	股票市场	91
6.9	收益增长与利润预警	92
6.10	股票市场的波动性与风险承受度	93
6.11	信贷利差	94
6.12	资本市场的融资状况	95
6.13	公司信用质量	96
6.14	信用市场上的甄别	97
6.15	新兴市场状况	98
6.16	新兴市场的外债	99
6.17	对高收益的追求	101
7.1	银行股票相对价格	104
7.2	信贷增长	106
7.3	日本的银行业	106
7.4	投资银行业指标	107
7.5	保险公司：持有股票和业绩	108
7.6	商业房地产市场	110
7.7	信贷风险转移市场	112
7.8	二级贷款市场交易量	113
7.9	银团贷款和债券市场的风险定价	114
7.10	主要投资银行的流动性和风险	114
7.11	银行资本比例	115
7.12	还本付息比例敏感度分析	118
表		
2.1	增长与通货膨胀	9
2.2	对世界增长的贡献	10
2.3	生产率水平	15
2.4	生产率增长	17
2.5	世界贸易和价格	19
2.6	2003 年财务指标	23
2.7	主要地区的经常账户余额	25

2.8 储蓄/投资余额 26

3.1 产出增长, 通货膨胀和经常账户余额 31

3.2 新兴市场经济体的私人资本净流入 32

3.3 外汇储备 37

3.4 货币总量: 增长率超出名义国内生产总值增长率的部分 38

3.5 中国的贸易 43

3.6 部分初级产品价格, 2004 年 3 月 47

4.1 各国中央银行的信息交流的相关规定 64

5.1 汇率和利差 73

5.2 官方外汇储备年度变化情况 75

5.3 资金流动与经常账户调整 77

5.4 汇率波动与储备变化 81

5.5 外汇储备与充足率测算 82

7.1 主要银行的盈利 105

7.2 商业房地产价格 109

7.3 银行部门的重组 111

7.4 住房价格与住户债务 117

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 74 期年报

提交给 2004 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：

我很荣幸地将本财政年度（截至 2004 年 3 月 31 日）的国际清算银行第 74 期年报提交给诸位。

这是国际清算银行第一次以特别提款权（SDR）代替金法郎为单位准备一个财年的财务报表。长期来看更具重要意义的是，国际清算银行通过使会计政策和信息披露更接近于财务报告的国际标准，加强了本机构的会计框架。在此基础上计算的本年度净利润达到 5.361 亿特别提款权，去年净利润为 5.928 亿特别提款权，去年的数字反映了会计政策的调整。2003/2004 财年的详细情况请见本年报 148 ~ 150 页的“净利润及分配”。修正后的会计政策在本年报 163 ~ 165 页财务报表的注释 2 中予以阐述，新政策的财务影响请见年报 179 ~ 182 页注释 31。

董事会建议第一次以特别提款权宣布分红额。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 1.04 亿特别提款权的资金用于支付每股 225 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。

董事会还提议将 8,640 万特别提款权的资金转入一般储备基金，将 2,050 万特别提款权的资金转入特别红利储备基金，将剩余的 3.252 亿特别提款权的资金转入自由储备基金。

上述建议如获得股东大会批准，本行为 2003/2004 财政年度提取的红利将在 2004 年 7 月 2 日支付给股东。

总经理

麦考姆·D. 奈特

2004 年 6 月 10 日于巴塞尔

第一章 前言：该是恢复均衡的时候了吗？

随着 2001 年初开始的经济增速减缓，人们在相当长一段时期内陷入失望和困惑之中，尽管货币、财政刺激政策被运用得淋漓尽致，却并未能促使全球增长出现复苏势头。中央银行家们尤为担心的是，金融市场和金融机构风险意识的增强，已经阻塞了刺激性货币政策的主要传导途径。持续受极其宽松的宏观政策的鼓舞，金融市场的乐观情绪有所回升，笼罩在人们心头的乌云最终消失。事实上，日本、美国及欧元区的利率分别为 0%、1% 和 2%，绝大多数工业国家的官方利率都达到或接近第二次世界大战后的最低水平。此外，全球扩张的动力也受到其他一些前所未有的力量的驱动，其中主要是一些政府为避免其货币相对美元升值，在本年报回顾期内对外汇市场进行了大规模的干预。此外，在许多新兴市场国家，金融环境普遍都很宽松。

本年报前言部分将主要对过去一年左右的情况进行回顾，似乎显而易见的是，上述有关政策在推动全球产出强劲恢复方面发挥了重要作用。除欧元区外，几乎所有地区的增长都明显超过一年前的共识预测结果。而且，迄今为止，经济的强劲增长并没有导致核心消费通货膨胀的显著上升。本年报的结论部分指出，在一些工业国家相对强劲的生产力增长支持下，展望未来，这种和谐的发展氛围将持续下去。那么，除了通常出现的测算误差，以及预测既有可能正确也有可能错误的事实外，还有哪些令人担心的问题呢？

一个潜在的忧虑是，通货膨胀率有可能出人意料地加速上升，中国似乎已经出现了这种征兆，体现为近来出现的商品价格的急剧上升以及与其相关的通货膨胀。此外，资产价格泡沫和无效投资也可能重新显现，这在以往信贷过度增长的时期经常出现。事实上，2004 年 4 月以来，主权债以及高收益率公司债券发行利差的扩大，可以说是过度宽松出现转变的一种先兆。不过，人们选择评估短期内金融趋紧的可能性，目前刺激经济的政策显然在长期内不可能持续。当经济周期向上发展时，政策制定者面临的重要挑战是如何更好地实施紧缩政策，而不至于导致已呈现金融和经济失衡的全球经济变得不稳定。

目前全球政策体系中出现了以下三个相互影响的结构性变化，这些变化的深远意义是在较长时期内必须加以关注的问题。第一，商品和服务市场的自由化和全球化进一步增强了世界的生产力，由此推断通货膨胀发生的可能性相对减少。第二，金融自由化增加了信贷和资产价格波动的可能性。第三，政策制定者对控制通货膨胀的关注程度增强，其可信度提高。在前两个变化出现的情况下，第三个变化意味着政策制定者在应对金融体系中不寻常的快速增长或可能的过剩时，紧缩政策的使用明显减少。相比较而言，无论面对经济疲软，还是与前期过热相关的金融困难，政策制定者要控制通货膨胀，都会作出比过去更为主动和强有力的反应。

近年来，货币政策和财政政策的不对称应用有助于减少近些年来的周期波动。不过，如果经常使用这种手段，也可能会带来经济滑坡的风险。事实上，鉴于政府债务仍然维持在目前的较高水平，名义利率接近零，政策制定者应对未来的不利冲击进行调整的空间已经变得非常有限。

幸运的是，目前全球经济正在复苏，冲击仅仅是一种可能性，并没有真正发生。然而，经济强劲增长一旦得到证实，就需要重建政策的灵活性，这将要求财政政策和货币政策在未来进行不同寻常的大幅调整。此外，目前政策框架依据的分析假定还有待进行严格的重新验证。既然世界经济、金融结构已经发生了如此显著的变化，而且很有可能发生进一步的变化，因此政策制定者如果简单地认为过去合理的答案将来仍然正确，那将是非常危险的。

较快增长终于实现

为应对近十多年以来的全球经济增长减速，主要工业国家都采取了比以往更为强劲的财政、货币刺激政策，其中美国尤为突出。全球普遍存在的低通货膨胀水平使强劲的刺激政策成为可能，在本年报回顾期内，各国通货膨胀率总体上一直处于较低水平。

在美国，政府增加支出和削减税收使财政政策具有明显的扩张性。货币政策也变得非常宽松，并且一直保持宽松的态势。美联储不仅将联邦基金目标利率保持在1%，而且竭尽全力使债券市场确信这一利率水平有可能保持相当一段时期。日本的情况有所不同，尽管日本政府也实行了一系列扩张性政策，但巨额的政府赤字和很高的债务水平制约了刺激性财政政策的进一步运用。在这种情况下，政府频繁采用“数量放松”的货币政策，并努力向公众表明政府的所有部门都在通力合作，从而使日本走出通货紧缩。在欧元区，三个国家（其中包括两个最大的经济体）的财政赤字超过了《稳定与增长公约》规定的上限。尽管它们受到那些遵守公约国家的严厉批评，但较高的财政赤字支出影响是积极的，欧洲中央银行（ECB）宽松的货币政策也为支出扩张提供了支持。

与美国相对宽松的货币政策及外部赤字、债务的增加一致，去年美元币值呈下降走势。美国有效地输出通货紧缩的压力，但受到一些国家的强烈抵制，那些实行钉住美元的固定汇率体制的国家反应尤为强烈。日本当局为了避免日元相对美元和人民币的快速升值，对外汇市场进行了史无前例的干预。其他一些国家，特别是亚洲各国政府也对汇市进行了大量干预。为了缓解本国货币对美元的升值压力，许多新兴市场经济体都放松银根。最后，一些拉丁美洲国家以及中、东欧国家暂缓推进财政约束和结构改革计划，这些措施对缓解其本币贬值的压力似乎是必要的。不论这些措施在长期会产生什么样的影响，在当前有助于经济扩张。

几乎所有金融市场对普遍宽松的货币政策都作出积极反应，尽管在时滞上存在较大差异。美国长期债券收益率在过去几年内呈下降走势，特别是在本年报回顾期内，基本上稳定在超乎寻常的低水平。尽管收益率走势总体上是稳定的，掩盖了轮番出现的市场对要求提高或降低利率的压力作出的反应时期。提高利率的要求通常基于对经济增长和政府赤字的上升预期；限制利率走高的因素一是亚洲中央银行大量购买美国政府债券，二是美联储为执行货币政策向市场发出的政策信号。在本年报回顾期的大部分时间，欧元区收益率与美国收益率走势非常接近，不过当美国收益率最终急剧上升时，欧元区收益率并没有相应走高，这与该

地区更为缓和的增长前景相互一致。

其他多数金融市场的价格走势也非常清晰。在回顾期大部分时间里，资产价格的强劲上升进一步巩固了市场信心，促进了经济扩张。全球股票市场非常坚挺，高科技和新兴市场股票一路上扬。高风险企业债券和信用违约掉期交易的利差急剧下降。主权债券的利差相应缩小，资本将随时伺机涌入新兴市场经济体，包括许多存在信用记录问题的国家。或许更为重要的是，在很多国家，居民财产价格和相关的负债水平持续上升。仅仅在回顾期的最近几个月，这种上升走势在个别市场开始出现逆转，其他市场则没有以前那么显著。

部分原因是，资产价格上涨可能与低债券收益率相互关联。较低的名义抵押贷款利率改变了贷款人的支付状况，缓解了前期资金紧张问题。最终房价上升，债务水平提高，这种后果是不足为奇的，并不会令人不安。令人担忧的是，较低的债券收益率可能正在推动冒险欲望的增加。以保险公司为例，根据合同，保险公司有义务对其负债支付很高的回报率，因而冒险行为很大程度上关系到公司的生存。养老基金以追求高于政府债券收益率的回报率为目标，因而也有可能进行类似的冒险尝试。加之人们对以往资金损失的记忆逐渐淡忘，自然会对恢复增长充满信心。最后，随着价格的上升，外推预期开始出现并有可能持续下去，这在过去也经常发生。

但是，如果与资产价格上升相关的这些利率方面的解释有一定道理，那么认为市场基本面在同时改善的观点也非常值得重视。例如，在工业国家，违约公司的比例呈不断下降的走势，当违约行为真正发生时遭受损失的比例也趋于下降。在一些新兴市场国家，特别是在亚洲，政府的政策较10年前更为科学合理，从而也更有利于促进经济增长。就房价而言，许多国家房价的上涨受到不同因素相互作用的影响，这些因素包括住宅用地政策、移民和购买者对特殊地区的关注等。上述各种因素的影响力短期内不可能消失，当然其他因素也有可能会有更大的影响力。

更为肯定地说，全球经济的加速增长是宽松的宏观经济政策以及更具活力的金融市场共同作用的结果。在工业国家中，美国尤为令人瞩目，澳大利亚和英国紧随其后。受利润快速增长的影响，人们预期的支出向投资的转化开始实现，而消费仍然保持强劲。住户或者将由于房价上升增加的财富提取用于支出，或者进行抵押贷款的再融资，以降低每月的利息支付。在包括欧元区一些小国在内的其他工业国家，经济的强劲增长也成为一种普遍存在的现象。由于出口的快速增长，特别是对中国的出口大幅上升，日本也出现了复苏的迹象。更为令人鼓舞的是，日本大型企业的投资支出也出现反弹，而在过去的10年中，企业的现金流主要用来偿还20世纪80年代经济繁荣时期所欠的债务，因而投资支出长期处于停滞不前的状态。

几个欧洲大国经济复苏的迹象相对脆弱。尽管欧元实际汇率升值，这些国家经济仍然受到出口增长的刺激，商业信心也似乎随之恢复。真正的问题是消费者支出仍非常谨慎，尽管根据国际标准这些国家住户的资产负债状况相当不错。旨在尽快解决劳动力市场、养老、医疗、税收管理等方面面临的结构性问题的改革方案具有不确定性，已成为影响消费复苏的重要因素。引入欧元后公众对更高通货膨胀率的预期也有可能影响消费支出。事实上，这些国家房屋价值的变现能力相对美国、英国较差，这也意味着这些国家的消费更多地受到现金流的限制，从而也极易受到劳动力市场不利发展的制约，这些将在以后的章节中进行进一步讨论。

在回顾期内，多数新兴市场经济体也出现增长的改善。较高的商品价格和更令人满意的金融市场等国际环境的积极影响，与强劲的国内需求相互作用，共同推动了经济增长。中国的表现令人印象深刻，其对亚洲地区乃至更为广泛的区域也带来连锁性影响。随着资本大量流入以及国内信贷的快速增长，商业投资上升到 GDP 的 40% 以上。在亚洲其他新兴市场国家，投资水平尚未达到历史最高水平，可能反映出在有些国家仍存在过剩的生产力和国际竞争压力。不过，受政府刺激国内需求政策的影响，不少国家的消费出现加速增长。印度的表现也非常突出，有利的天气保证了农业生产增收，结构性改革虽然缓慢，但运行平稳，进一步改善了生产能力，并增强了印度的国际竞争力。

其他新兴市场地区的经济增长大都不如亚洲那么强劲，尽管有时受特殊因素的支持。中东、非洲及俄罗斯的复苏明显受到石油和其他商品价格上涨的驱动，拉丁美洲的增长则主要归因于阿根廷和委内瑞拉均已摆脱了先前的危机，墨西哥刚刚出现的复苏迹象还存在不确定性，但其复苏的基础比较牢靠，主要是由于美国经济好转对其经济增长具有极为重要的影响，尽管这种影响存在一定的时滞；全球的低利率环境也推动巴西经济于近期开始复苏，但还没有确凿的证据表明这种复苏是具有普遍性的。

受欧元区复苏势头缓慢的影响，中东欧的经济增长速度尚未提高。新的欧盟成员一方面会持续受到加入欧盟后到处洋溢的乐观情绪影响，资本也将伺机流入；另一方面，长期困扰这些国家的结构性问题也亟待解决。

其他预期或未预期到的发展变化

随着全球复苏势头的增强，其他经济走势也变得更为清晰，其中绝大多数受到人们的欢迎，但也有一些是出人意料的。这些出人意料的后果是否会对未来的全球经济带来不利影响，如果答案是肯定的，政策制定者将如何去应对？上述问题将在本年报结论部分进行探讨。

快速增长带来的一个可预期的、众所周知的后果是全球贸易的急剧反弹，亚洲各国之间的贸易尤为如此。中国目前已成为初级产品和中间产品的进口大国，对进口产品进行组装加工后，再将制成品出口，目前中国正在迅速成为世界制造中心。在这种贸易扩张的背景下，日本和印度对中国的态度也出现了里程碑式的变化，他们最初认为中国的崛起是一种威胁，现在则认为是一种机遇。

伴随经济复苏的另一个变化是美国对外贸易状况的进一步恶化。尽管这与美国经济取得的相对较快的增长相一致，但它驳斥了那种认为美国经济受现存的内外失衡的影响将举步维艰的观点。而且，尽管美元的有效贬值抑制了贸易余额的进一步恶化，但是许多国家出于种种原因对外汇市场进行的干预也限制了有效汇率波动的幅度。事实上，如果外国储备对美元债券的投资一定程度上帮助降低了美国债券收益率，可以说未来对贸易进行调整的“弹性”和“吸收”两条渠道均被弱化了。人们或许会问，商品和资本无休止地从亚洲涌入美国，姑且称之为卖方融资，到底能持续多长时间。

尽管全球复苏势头强劲，物价上涨的通货膨胀压力只有在本年报回顾期末才变得相当明显。即使在快速增长的美国，在美元币值较低的情况下，受产出缺口的影响，通货膨胀率在大部分时间里都保持在较低水平，不过，产出缺口正在快速下降。在欧元区，尽管欧元升值，通货膨胀率在 2004 年初曾跌破 2% 的水平，

之后受石油价格上涨的影响有所反弹。日本在调整计量偏差受各种管制价格急剧上升的影响后，通货紧缩的压力进一步缓解。

在较大的经济体中，中国提供了最为明显的通货膨胀上升的证据。最初中国曾面临通货紧缩的压力，价格向上波动是受欢迎的，事实上价格上涨主要受到政府扩大信贷和增加投资的推动。前几个季度，中国当局出于对经济过热的高度关注，综合采取了市场化和行政性手段来降低信贷和支出增长。在其他几个工业国家，尽管其物价水平仍处于可控范围，面对需求高速增长以及金融过剩的迹象，官方利率被相应调高。

到目前为止，全球物价水平相对稳定，事实上出现了不同的价格走势。由于全球制造业生产力提高以及新近崛起的经济体的出口增加，最终产品的价格一段时间以来总体上变化不大。比较而言，服务价格上升相对较快。在本报回顾期内，物价在维持上述走势的同时，也出现了一些新的更为显著的变化，即石油和其他原材料价格的快速上涨，这不仅体现了全球经济扩张，而且表明中国商品密集型投资影响力的提高。值得庆幸的是，至少到目前为止，价格上升相对容易地被利润消化，在那些为应对早期的经济、金融困难而提前压缩成本的国家，情况尤为如此。

为了在激烈的国际竞争中控制成本，许多工业国家在最近经济出现好转的同时，工资增长却比较缓慢，雇佣工人也非常谨慎。在美国，企业似乎主要通过高新技术投资来提高劳动生产率。而且，资本成本的急剧下降与医疗费用及其他雇工福利的上升形成鲜明对比，进一步增强了人们对资本深化的偏好，而很少创造就业机会。在欧洲和日本类似的因素也在起作用，但更多的是传统的结构性制约，阻碍了企业雇佣年少或年老的员工。总的来说，在工业国家，劳动力需求疲软通常会给那些受教育少的劳动力带来最大的打击，当高新技术使他们的工作成为多余时，很难对他们进行再教育。而且，从事商品和服务贸易的员工越来越发现，在与新兴市场经济体较低收入者的竞争中，他们自己将失去竞争优势。迄今为止，劳动力市场不景气还未在欧洲大陆之外引起消费支出下降，不过这种情况也令人喜忧参半，因为这些国家居民债务水平持续增加。

高速增长和较乐观的金融市场带来的另一个效果是促进了金融机构的健康发展。这非常有助于欧洲大陆国家和日本处置不良贷款能力的提高。在工业国家，收益率曲线的直线上升、资产价格上涨、成本降低以及盈利的增加大大缓解了人们对银行、保险公司、再保险公司和养老基金的担忧。中国的情况有所不同，由于官方鼓励扩大信贷规模，中国经济增长迅猛，但是人们对贷款有可能转为不良的担心开始增加，这对已经存在很多问题的贷款机构可谓雪上加霜；由于地方政府和国有企业往往不以盈利为第一目标，它们的贷款风险最大。

在回顾期内，许多金融机构注重开发住房抵押贷款等消费者产品，取得了良好的效果，这促使不少工业国家重新定位其金融机构的业务重点。甚至在日本，银行开始乐于向消费者和小型企业发放贷款，因为这种贷款的边际利润较高。在很多新兴市场经济体，特别是亚洲和中东欧，也出现了向住户增加贷款的倾向。在许多亚洲国家，国内储蓄保持很高水平，居民贷款增加也备受青睐，韩国过去一两年的经历表明，这种趋势有可能会变得无法控制。经历了前几年由银行和信用卡公司的信贷迅速扩张引发的消费繁荣，去年以来，由于个人破产事件激增，消费者支出变得疲软。尽管韩国政府试图改善单个债权人和债务人的破产清偿手续，但其对国内需求增长的抑制作用仍将持续一段时期。

金融机构不仅得益于高速增长对稳健运行的支持作用，而且得益于风险管理

的改善。随着新的资本充足率框架（巴塞尔新资本协议）进程的推进和完成，金融产业文化的转型也将紧锣密鼓地进行。然而，去年出现的一些新情况表明，公司和金融机构的内部治理、监督和市场约束存在令人担心的问题。以“帕尔玛特事件”为例，从高层管理、内部审计、银行贷款人、债券承销商、评级机构、投资银行分析，到以上各方面的监管部门，几乎所有层面都存在漏洞。然而，即便这个有史以来最昂贵的公司倒闭，也没有对银行向公司贷款的定价产生任何影响。这到底是对上诉性质独特的大规模欺诈作出的适当反应，还是最近金融市场上风险偏好加强带来的不幸的副产品，目前仍难作出判断。不过，随着市场对最终提高官方利率作出反应，答案也会变得越来越清晰。