



2005

国际金融市场报告

INTERNATIONAL FINANCIAL
MARKET REPORT

中国人民银行上海总部
国际金融市场分析小组

负责人：项俊波

总 纂：盛松成 刘明志

审 稿：高材林 李振江 罗 扬 王振营 郑 杨

(以上按姓名汉语拼音字母顺序排列)

统 稿：白当伟 王 晟 刘 斌

第一部分执笔：白当伟

第二部分执笔：王旭祥 王 晟 储幼阳 章向东 肖立伟

余江岩

第三部分执笔：刘 斌 褚 伟

致 谢：傅 浩(上海证券交易所) 胡汝银(上海证券交易所)

刘少华(郑州商品交易所) 祁国中(上海期货交易所)

石岩峰(上海黄金交易所) 宋钰勤(上海黄金交易所)

王勤淮(中国外汇交易中心) 张 敏(上海期货交易所)

朱海鹏(深圳证券交易所) 庄 严(大连商品交易所)

(以上按姓名汉语拼音字母顺序排列)

内容提要

- 2005 年全球经济增长强劲，通胀温和，主要经济体宏观经济政策普遍收紧。
- 美欧日主导国际金融市场格局；新兴市场经济体金融市场发展较快，交易活跃，对国际投资者的吸引力日渐增强；金融市场全球一体化程度进一步加深。
- 2005 年美元对其它主要国际货币升值；全球利率总体呈上行趋势，英镑利率下降；主要经济体中长期债券收益率曲线趋于平坦化；美国股市表现平淡，其他主要股市比较活跃；世界黄金价格大幅上涨；石油、铜、铝等商品期货价格大幅度上升。
- 2005 年，中国对国际金融市场的参与程度有所加深；中国金融市场初步融入全球金融市场体系，但所占份额仍然有限；中国商品期货市场价格与国际市场具有一定程度的联动。
- 中国应采取措施拓宽境外参与者在国内金融市场的投资范围和融资渠道；鼓励中资金融机构在联结国内和国际金融市场方面发挥更加积极的作用。

第一部分 2005 年世界经济形势及国际金融市场格局	1
一、2005 年世界经济形势	1
(一) 2005 年全球经济增长强劲, 通货膨胀较为温和	1
(二) 2005 年主要经济体宏观经济政策普遍收紧	4
(三) 2005 年国际贸易增速减缓, 国际直接投资大幅度增长	7
(四) 世界经济运行的潜在风险构成了国际金融市场的不确定因素	9
二、国际金融市场格局	12
(一) 美欧日主导国际金融市场格局	12
(二) 新兴市场经济体金融市场发展较快, 交易活跃, 对国际投资者的吸引力日渐增强	13
(三) 金融市场全球一体化程度进一步加深	14
(四) 国际融资交易量持续增大, 巨额资本向美国回流, 石油美元的流向与投资结构有所调整	14
第二部分 2005 年国际金融市场运行	16
一、国际外汇市场	16
(一) 以伦敦等市场为中心的国际外汇市场交易规模持续扩大, 外汇衍生品交易占绝对地位	16
(二) 2005 年汇率走势: 美元对其他主要国际货币显著升值	19
二、国际货币市场	22
(一) 伦敦、东京和香港为三大国际性同业拆借市场, 芝加哥和伦敦为全球两大短期利率期货市场	22
(二) 除英镑外, 2005 年国际同业拆借利率普遍上升, 主要同业拆借市场交易量升降互现	23
三、国际债券市场	27
(一) 国际债券市场以场外市场为主, 美欧日占据绝大部分市场份额, 资产证券化发展迅速	27
(二) 国际债券现货市场普遍出现中长期债券收益率差额收窄趋势	30
(三) 国际各主要品种长期利率期货价格走势与其对应品种的中长期国债收益率走势基本类似	32
四、国际股票市场	33
(一) 美欧日占据国际股票市场的绝大部分份额, 美国在国际股票市场中的地位最为重要	33
(二) 2005 年全球股票市场总体向好	35
五、国际黄金市场	38
(一) 国际黄金市场交易活跃, 各主要黄金市场地位巩固	38
(二) 2005 年国际黄金价格大幅上涨	40
六、国际商品期货市场	41
(一) 国际商品期货市场交易规模继续扩大, 芝加哥、法兰克福、伦敦、纽约和东京交易量位居前列	41
(二) 2005 年主要商品期货价格均有较大幅度上涨	43
(三) 2005 年国际期货市场推出的新品种较多, 瑞富公司破产等事件给人们带来许多反思	45
第三部分 中国金融市场与国际金融市场的联系	49
一、中国对国际金融市场的参与程度有所加深	49

(一) 中资银行稳步开展跨国经营	50
(二) 中国积极参与国际借贷市场, 贸易信贷比重上升较快	51
(三) 中资企业海外直接上市规模刷新历史记录	52
(四) 中国对外金融投资快速增长, 对美国的金融投资以国债为主	53
(五) 中资公司根据套期保值需要积极参与国际期货交易	54
二、中国金融市场正在融入全球金融市场体系	55
(一) 中国金融市场正在融入全球金融市场体系, 但所占份额仍然有限	55
(二) 外资对中国金融市场的参与程度进一步加深	57
(三) 中国金融市场与国际金融市场已存在一定程度的价格联动	60
三、增强中国金融市场对外提供服务的能力和吸引力	63
(一) 条件成熟后逐步扩大国内金融市场的境外参与者范围	64
(二) 发挥中资金融机构联结国内外市场的作用, 实现金融市场的动态平衡	64
 专栏 1: 新兴市场经济体的金融市场发展政策	13
专栏 2: 美日德英债券市场品种结构	31
专栏 3: 瑞富事件	46
专栏 4: 中资公司参与境外期货交易的规范	54
 表 1: 各经济体经常账户差额占 GDP 的百分比	10
表 2: 2004-2005 年主要经济体同业贷款余额表	26
 附图:	65

第一部分

2005 年世界经济形势及国际金融市场格局

2005 年, 尽管面临石油价格大幅上涨所带来的供给冲击, 世界经济增长仍然比较强劲, 全球 GDP 增速达 4.3%; 全球通货膨胀较为温和; 各主要经济体纷纷采取紧缩性宏观经济政策, 以应对石油价格上涨可能导致的通货膨胀, 主要经济体利率上升; 国际贸易增幅有所回落, 国际直接投资保持了较高增速。同时, 世界经济运行中的一些潜在风险也影响着经济增长的稳定性和金融市场运行的平稳性。

美欧日依然主导国际金融市场格局; 在经济增长和市场发展政策推动下, 新兴市场经济体金融市场发展较快, 对国际投资者的吸引力日益增强; 金融市场全球化程度进一步加深; 2005 年, 国际融资交易量持续增大, 巨额资本向美国回流, 石油美元的流向与投资结构有所调整。

一、2005 年世界经济形势

(一) 2005 年全球经济增长强劲, 通货膨胀较为温和

2005 年美国和新兴市场经济体经济持续增长, 日本经济进入复苏轨道, 欧元区经济增长放缓, 英国经济增长乏力。全球通货膨胀略有上升。

1、北美经济增长稳健

2005 年美国经济运行良好，全年 GDP 增速达到 3.5%。美国经济的强劲增长主要得益于个人消费需求，尤其是旺盛的房地产需求的拉动。受能源和大多数非能源类初级产品价格较大幅度上涨的影响，美国通货膨胀率有所上升，全年平均为 3.4%，较 2004 年高 0.7 个百分点。2005 年，美国的失业率在 4.9%-5.4% 之间徘徊，全年平均水平为 5.06%。

作为北美自由贸易区的成员，加拿大 2005 年的经济增长成绩同样不俗，全年 GDP 增长 2.9%；核心通胀率（同比）控制在令人满意的范围内，第一个季度为 1.8%，后三个季度均为 1.6%；就业状况持续改善，四个季度的失业率分别为 7.0%、6.8%、6.8% 和 6.5%¹。

2、欧元区经济增长放缓，英国经济增长乏力

欧元区经济增长放缓。2005 年全年，欧元区 GDP 增速为 1.3%，较 2004 年低 0.8 个百分点；通货膨胀压力有所增强，全年通胀率高于欧洲央行目标。欧元区劳动者可支配收入减少、失业率居高不下（长期接近 9%），加之劳动力市场改革以及包括医疗和养老金在内的福利制度改革所带来的不确定性影响，导致欧元区私人消费增长乏力。欧元区外需对经济的拉动作用有限。欧元区一系列政治和社会事件也影响了经济活力。

¹ 资料来源：www.bankofcanada.ca。

英国经济增幅大为减缓。2005 年,英国的经济增长率仅为 1.8%,远低于 2004 年的 3.2%,是过去 13 年来的最低增幅;个人消费增长大幅放缓,在一定程度上反映了高利率、高油价以及房地产市场降温产生的影响;但核心通货膨胀依然温和。

3、日本经济步入复苏轨道

2005 年日本经济步入复苏轨道,全年经济增长 2.8%;四个季度日本实际 GDP 同比(未经季节调整)分别增长了 1.9%、3.1%、3.4%和 4.5%²;日本核心消费物价指数(剔除新鲜食物)同比变化从年初的-0.25%以下升至年底的 0.25%之上³;2005 年,日本的失业率在 4.2%-4.6%之间波动,平均为 4.4%。

较之日本以往的经济复苏,内需在此次上涨中的贡献率提高,其主要原因为企业设备投资和职工可支配收入的增长。另外,净出口继续充当了日本经济增长的发动机。长期拖累日本经济的银行呆坏账问题基本得到解决,金融机构的不良贷款率已从最高点的 9%下降到 2005 年下半年的 4%,这也有助于日本经济的扩张。

4、亚洲太平洋经济体增长较快,但步伐有所放慢

2005 年,对于亚洲经济而言,既有有利因素,如信息技术行业状况开始改善;也有不利因素,最重要的是油价持续攀高,高油价对印度、印度尼西亚、马来西亚和泰国的负面影响最为显著。该地区大部分经济体内需增加不够强劲。预计该地区 2005 年全年平均经济增长率超过 7%,低于 2004 年的 7.9%,但亚洲仍

² 数据来源:日本内閣府。

³ Yuka Hayashi, "Case builds for Japan policy shift", Wall Street Journal, 6 Mar 2006.

是世界经济增长最快的地区。⁴

2005 年,澳大利亚和新西兰经过了几年稳定而强劲的增长之后,受住宅市场不断降温以及本币升值的影响,经济活动步伐开始放慢。其资本利用率仍然处于较高水平,由于中央银行及时收紧了货币政策,通货膨胀处于可控水平。

5、拉美各国经济连续第三年增长,但面临着较多挑战

据联合国拉丁美洲和加勒比经济委员会 2005 年 12 月发表的一份研究报告披露,2005 年拉美地区国内生产总值增长 4.3%。这是拉美经济连续第三年实现增长⁵。2005 年,拉美地区经济增幅较高的国家多属南方共同市场和安第斯共同体成员国,如委内瑞拉 GDP 增幅为 9%;阿根廷 GDP 增幅为 8.6%;乌拉圭、智利、秘鲁和巴拿马的 GDP 增幅均为 6%。拉美地区大国巴西和墨西哥 GDP 增幅分别为 2.3%和 3%⁶。强劲的商品和原材料出口、贸易条件的改善拉动了经济增长⁷。该地区通货膨胀总体稳定。2005 年拉美地区失业率由上年的 10.3%降至 9.3%。制造业出口减弱、全球非燃料商品价格回落、油价进一步上升,这些因素都将导致拉丁美洲短期经济风险增加。

(二) 2005 年主要经济体宏观经济政策普遍收紧

2005 年,随着国际油价连创新高,通货膨胀迹象也在世界

⁴ International Monetary Fund, World Economic Outlook, September, 2005.

⁵ 转引自新华网 (www.xinhuanet.com), 2005 年 12 月 16 日。

⁶ 资料来源同上。

⁷ International Monetary Fund, World Economic Outlook, September, 2005.

范围内显现。美国、欧元区、加拿大,以及许多新兴市场经济体等先后提高了基准利率。日本央行虽仍然将利率固定在 0.1%的水平上,但加息倾向已日趋明显。在主要经济体中,只有英国采取了降息行动。

各主要经济体的财政政策总体保持稳健。2005 财年美国财政赤字有所下降;加拿大继续保持稳定的财政政策;欧元区主要成员国财政赤字占 GDP 比重偏高;日本财政政策刺激经济的力度有所减弱。

受全球宏观经济政策收紧,特别是美联储多次提高目标利率的影响,全球利率进入上升轨道。

1、北美货币政策明显收紧,财政政策保持稳定

2005 年,美国继续坚持了 2006 年 6 月开始采取的偏紧货币政策立场,全年共加息 8 次,将联邦基金利率由年初的 2.25%提高到 2005 年底的 4.25%。

2005 年,美国政府支出出现了稳步回升趋势,但由于该财政年度美国政府税收持续增长,2005 年财年预算赤字占 GDP 的比重为 2.7% (估计数),较 2004 财年下降 0.9 个百分点⁸。

2005 年,随着劳动力市场吃紧,为防范可能出现的经济过热及通胀风险,加拿大银行连续三次提高隔夜拆借目标利率。加拿大的财政政策保持稳定,政府部门盈余约占 GDP 的 0.5%⁹。

2、欧元区利率上调,英国宏观经济政策相对宽松

⁸ 资料来源:中国人民银行国际司,《国际金融调研》(内部报告)2006 年第 1 期专题二。

⁹ International Monetary Fund, World Economic Outlook, September, 2005.

2005 年 12 月 1 日，欧洲中央银行将再融资利率由 2% 提高到 2.25%；隔夜紧急贷款利率和隔夜存款利率也各上调 25 个基点，分别调至 3.25% 和 1.25%。这是欧洲中央银行 2005 度年的唯一一次升息行动。

据欧盟估算，2005 年欧元区财政赤字达 GDP 的 2.9%，债务余额将达 GDP 的 71.7%。德国、法国、希腊、葡萄牙、意大利的财政赤字将超过 GDP 的 3%。¹⁰

英国两年来首次下调基准利率。2005 年 8 月 4 日，英格兰银行宣布将基准利率下调 25 个基点，由 4.75% 降至 4.5%。

3、日本维持低利率政策不变，但财政政策刺激经济的力度有所减弱

为了维持经济增长，彻底克服历时超过七年之久的通货紧缩，日本央行 2005 年决定维持 0.1% 的超低利率不变。

赤字财政是日本政府刺激国内经济的一个强有力措施。最近十年来，日本政府一直存在财政赤字。财政赤字占 GDP 的比率在 2002 年甚至达到最高的 6.5%，之后随着经济的逐渐恢复，积极财政政策的力度有所削弱，但 2005 年财政赤字占 GDP 的比率仍达 4.8%。

4、亚洲太平洋地区普遍采取宏观紧缩措施

2005 年新兴市场经济体保持了良好增长态势。新兴市场经济体利率普遍处于非常低的水平，通货膨胀压力在不断上升，有

¹⁰ 资料来源：中国人民银行国际司《国际金融调研》（内部报告）2006 年第 1 期专题三。

鉴于此，多数东亚新兴市场经济体（如中国香港、中国台湾、韩国、马来西亚、泰国、菲律宾、马来西亚）都采取了紧缩性货币政策；新加坡维持利率基本不变。澳大利亚和新西兰上调了基准利率。

5、拉丁美洲各国货币政策宽松，公共债务问题有所缓解

巴西央行为缓解利率高企、本币升值、出口受抑的局面，连续两次降息以刺激经济增长。阿根廷继续保持强劲的经济复苏态势，但同时消费者价格也以 10% 左右的速度上升。尽管如此，阿根廷央行并未采取有力的措施来控制通货膨胀。

巴西公共部门财政盈余累计额已完成了预定目标；阿根廷 2005 年财政盈余也超过了国际货币基金组织规定的指标；但仍有许多国家，特别是加勒比地区的公共债务问题仍很严峻。

（三）2005 年国际贸易增速减缓，国际直接投资大幅度增长

2005 年世界贸易增长幅度趋缓，货物贸易增长 6.5%，服务贸易有所回落。国际直接投资出现了 29% 的增幅。

1、国际贸易增幅减缓，在贸易构成中石油和初级产品份额保持上升态势

2005 年世界贸易增速放慢。世界贸易组织(WTO)预计 2005 年货物贸易增长 6.5%，明显低于 2004 年创纪录的 9%¹¹，服务贸

¹¹ WTO, "Trade growth in 2005 to slow from record 2004 pace", www.wto.org, 27 October 2005.

易出现一定幅度回落。

2005 年各个地区的表现有所不同。主要发达经济体的进出口增长率较 2004 年均有所回落；发展中经济体对外贸易增长较快；拉美、独联体等石油及原材料出口国的贸易增长迅速；东亚整体出口增长明显放缓，据 WTO 预计全年增长 13.8%，低于 2004 年的 25.6%。

2005 年国际贸易产品格局与 2004 年基本相同。受高油价影响，石油和一些需求较旺盛的初级产品增长较快，比重上升；制成品贸易总体平稳。

2005 年，初级产品价格沿续了自 2002 年以来的上升态势，受金属和矿业部门产品价格上升等因素影响，以当期美元表示的商品价格指数比 2004 年上涨了 12% 左右¹²。

2、国际直接投资增长较快，其中发达经济体 FDI 流入的增速高于发展中经济体

受跨国并购等因素影响，2005 年全球外国直接投资（FDI）增长较快，当年规模达 8970 亿美元，较 2004 年增长 29%。发达国家 FDI 流入继四年下降之后发生了逆转，当年增长 38%；发展中国家 FDI 流入也实现了可观增长。¹³

发达国家中，英国吸引外国直接投资增长最快，英国自 1977 年以来第一次成为 FDI 最大目的地。2005 年流向英国的外国直接投资多达 2190 亿美元，这是欧洲国家的最高纪录。流入美国

¹² UNCTAD, "2005. A pivotal year for commodity prices?" www.unctad.org, 8 Mar 06.

¹³ 参见联合国贸发会议投资概要（UNCTAD Investment Brief）2006 年 1 期，“Sharp rise in FDI driven by M&As in 2005” www.unctad.org.

的 FDI 持续升高，达到 1060 亿美元，几乎是 2003 年的两倍。日本的 FDI 净流入达到了 94 亿美元。

2005 年，流入到发展中国家的 FDI 达到 2740 亿美元，增幅为 13%。流入亚洲和大洋洲的 FDI 为 1730 亿美元，增长约 11%，其中西亚是 FDI 流入增长最快的地区（激增 50%）。中国的 FDI 流入保持稳定。中国香港、印尼和泰国的 FDI 流入增长较快，韩国和马来西亚的 FDI 流入有所下降。流入拉丁美洲和加勒比海地区的 FDI 持续上升，幅度为 5%，达 720 亿美元。东南欧和独联体国家的 FDI 流入估计为 500 亿美元。

（四）世界经济运行的潜在风险构成了国际金融市场的确定因素

全球性经常账户失衡、不断上涨的石油价格、发达国家房地产市场的持续繁荣、国际贸易摩擦等因素的存在影响着消费者和投资者的信心，给世界经济造成了威胁，同样也给国际金融市场运行带来了不确定性。

1、全球性经常账户失衡是影响国际金融市场运行的重要因素

从上世纪 90 年代中期以来，美国经常账户赤字不断扩大，欧元区经常账户差额保持了波动的态势，其他经济体的经常账户盈余不断增加。美国经常账户逆差不断扩大，使人们对美国经济增长的可持续性产生了担忧。

全球性经常账户失衡问题在 2005 年更加突出。美国商务部公布的报告显示, 2005 年, 美国的商品和服务贸易逆差比上年增加了 17.5%, 又创下历史新高¹⁴。由于石油价格上涨, 中东石油出口国的经常账户盈余已经超过了亚洲新兴市场经济体。

表 1: 各经济体经常账户差额占 GDP 的百分比

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
美国	-1.7	-2.4	-3.2	-4.2	-3.8	-4.5	-4.7	-5.7	-6.1
欧元区	1.4	0.8	0.5	-0.6	0.1	0.7	0.3	0.5	0.2
日本	2.2	3.0	2.6	2.5	2.1	2.8	3.2	3.7	3.3
新兴工业化 亚洲经济体	0.5	7.5	5.9	3.7	5.0	5.5	7.4	7.2	5.5
中东	2.0	-4.9	2.1	11.0	6.1	4.6	8.0	12.4	21.1

注: 2005 年为估计数。

资料来源: International Monetary Fund, World Economic Outlook, September, 2005.

国际收支长期不平衡会动摇市场对赤字国货币的信心, 继而导致国际资本流动和利率调整。无论是对国际经济, 还是对国际金融市场, 都会产生重大影响。各主要经济体的经常账户差额状况见表 1.1。

2、石油价格上涨给全球金融市场运行带来不确定性

石油价格始终是影响国际经济金融的重大因素。石油价格上涨可能会导致经济衰退, 还会影响经济政策的制定。石油价格上涨在全球加大了通胀压力, 致使美联储持续加息, 欧洲央行 5 年来首次加息, 许多新兴市场经济体也采取了紧缩性货币政策。利率调整不但会引起国际货币市场、资本市场收益率的变动, 而且还会引起外汇市场上大规模资本流动及汇率调整。因此, 国际油

¹⁴ 参见《中国证券报》2006 年 2 月 13 日国际版。

价在高位徘徊，给全球金融市场运行带来不确定性。

3、发达国家的房地产泡沫一旦破灭，将影响到金融市场的运行

从上世纪90年代后期，美国的住宅价格就开始上涨，国际货币基金组织工作人员估计至少有18个州目前正在经历着地产繁荣。不断上升的房地产价格支持了家庭抵押贷款的增加。家庭抵押贷款从2000年占GDP的约3%升至2005年年初的近8%。英国、澳大利亚、新西兰、爱尔兰、西班牙和南非等国家，也存在着房地产市场繁荣的现象。

随着联储不断提高利率水平，住房市场降温迹象已很明显。其对经济和金融市场的潜在影响在于：第一，房地产市场降温将抑制消费开支增长；第二，如果房地产价格繁荣以泡沫破裂形式结束，将会对经济和金融机构、金融市场造成很大冲击。

4、多哈回合谈判中的保护主义倾向对世界经济和国际金融市场来说是一个不利信号

2005年12月举行的世界贸易组织第六次部长会议通过了《部长宣言》。根据该宣言，发达成员和部分发展中成员2008年前向最不发达国家所有产品提供免关税、免配额市场准入；发达成员2006年取消棉花出口补贴，2013年底前取消所有形式农产品出口补贴。这对于世界经济特别是最不发达国家经济发展具有一定的积极意义。但是，在事关多哈回合谈判成败的削减农业补贴、降低非农业产品关税和开放服务业等关键领域，谈判仍未取得突破

性进展。香港会议虽然使4年前启动的多哈回合谈判重新回到了正确的轨道,但相对于整个自由贸易的谈判而言,这是远远不够的。

国际贸易是世界经济增长的引擎。鉴于国际贸易对于世界经济的重要性,多哈回合谈判中的贸易保护主义倾向对国际经济和金融市场而言,是一个不利信号。

二、国际金融市场格局

(一) 美欧日主导国际金融市场格局

美国是世界最重要的债券市场和最大的股票市场,也是最重要的期货市场。目前芝加哥商业交易所在外汇、短期利率、股指期货方面,芝加哥期货交易所在农产品等方面,都占有举足轻重的地位。纽约商品交易所是世界最大的原油期货交易中心和黄金期货交易中心。

伦敦是世界最大的外汇交易中心和最重要的货币市场,是世界重要的短期利率期货和原油期货交易中心;伦敦金属交易所是世界最重要的基本金属交易中心;伦敦证券交易所也是全球重要的股票交易所之一。

欧洲期货交易所和泛欧期货交易所在长期利率期货、欧洲(英国、法国)股指期货方面占有重要地位;法兰克福、苏黎世和巴黎在外汇交易方面位居世界前列。

东京商品交易所是世界重要的黄金期货交易中心,东京的外