



国际清算银行

第77期年报

2006年4月1日-2007年3月31日

2007年6月24日，巴塞尔



国际清算银行

第77期年报

2006年4月1日-2007年3月31日

2007年6月24日，巴塞尔

责任编辑：赵天朗
责任校对：孙蕊
责任印制：裴刚

图书在版编目(CIP)数据

国际清算银行第77期年报/国际清算银行编. —北京：中国金融出版社，
2007. 12

书名原文：BIS 77th Annual Report
ISBN 978-7-5049-4586-0

I. 国… II. 国… III. 国际清算银行—2006~2007—年报 IV. F831.2-54

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第196370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 北京松源印刷有限公司

开本 889毫米×1194毫米 1/16

印张 12.75

字数 315千

版次 2008年1月第1版

印次 2008年1月第1次印刷

ISBN 978-7-5049-4586-0/F.4146

如出现印装错误本社负责调换

目录

发文函 1

第一章 引言 待解的谜团 3

 需求与供给面的因素 4

 货币与金融环境 6

 汇率、全球失衡和储备管理 8

第二章 全球经济 9

 概要 9

 全球经济回顾 10

 概况 10

 全球经济活动发生显著变化 11

 世界其他国家的经济增长是否不再依赖于美国? 13

 结构性财政收支得到改善 14

 经常账户余额保持稳定，但潜在失衡持续存在 15

 先进工业国家的居民消费 16

 居民财富和借贷的变化 17

 居民金融深化和消费 18

 家庭负债表应对风险冲击的能力如何? 20

 隐性财政负债的作用 21

 居民消费和储蓄变化前景 22

 通货膨胀变化情况 23

 综合通货膨胀随能源价格压力减弱而下降 23

 基本通货膨胀压力持续的不确定性 24

 通货膨胀预期的作用 26

 展望：受欢迎的平稳经济增长和温和的通货膨胀? 27

第三章 新兴市场经济体 28

 概要 28

 经济发展 28

 前景与政策挑战 30

 货币政策 33

中期财政调整和债务管理	35
债务水平稳定并有所下降	35
债务管理	37
新兴市场经济体的外币流动和资产价格	38
典型事实	39
对新兴市场经济体资产市场的影响	41
中国的国际贸易：典型事实及影响	43
贸易模式的转变	43
中期影响：中国如何影响了贸易机会？	45
新兴亚洲（中国除外）面对冲击的风险及应对能力	47
对汇率政策的影响	47
第四章 先进工业国家的货币政策	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
货币政策执行中的货币与信贷总量	58
20世纪80年代以前货币和信贷作用的变化	58
20世纪80年代以来货币总量重要性的下降	60
通货膨胀目标制取得优势	61
近期复活？	61
信贷的回归	62
在决策过程中考虑货币和信贷发展的因素	64
第五章 外汇市场	65
概要	65
外汇市场的发展	65
从长期角度看汇率水平	66
外汇市场的状况	67
汇率变化的决定因素	68
利率差异和利差交易的作用	69
汇率政策	72
全球失衡	74
商品价格	74
储备增加和储备管理方式	75
外汇储备管理的主要趋势	75
影响各种趋势的主要因素	76
面临的挑战	77

第六章 金融市场	80
概要	80
经济前景不明影响收益率	80
日本和欧元区的债券收益率曲线平稳	81
经济前景分化和通货膨胀预期缓解	81
短期风险溢价造成债券收益率下跌	82
隐含利率波动继续减弱	83
股票市场在波动中不断走强	85
强劲的盈利增长推高股市	85
并购活动支撑市场	87
估值	88
信贷利差在历史低位徘徊	89
高收益率债券表现不佳	89
投资者风险偏好扩大	91
结构性信贷产品大量发行	91
信贷周期的转折点?	93
对新兴市场资产的强劲需求	94
新兴市场资产是否正成为主流?	96
第七章 先进工业国家的金融业	98
概要	98
金融公司的业绩	98
商业银行	98
投资银行	100
对冲基金	101
保险公司	102
脆弱性	103
房地产风险敞口	103
居住类地产	104
商业地产	105
杠杆融资	105
信用周期	107
银行业的国际化	108
趋势和格局	109
政策挑战	111
微观	112
宏观	113
第八章 结论：预防而不是治疗?	114
当前政策制定者们关注的议题	115
制定政策时面临的挑战	119
未来政策应该如何制定?	121

组织结构、机构治理和业务活动	127
董事会	150
高级管理人员	152
国际清算银行成员中央银行	153
财务报表	154
审计报告	191
五年总结图	192

图表目录

图

2.1 全球宏观经济形势	9
2.2 商品价格和贸易条件	10
2.3 美国住房市场下滑情况的解析	12
2.4 需求、产出和资产市场的关联程度	13
2.5 消费变化趋势	17
2.6 居民的资产和负债	18
2.7 资产价格下降情况	21
2.8 综合通货膨胀与食物和能源价格	23
2.9 闲置产能和劳动生产率指标	24
2.10 通货膨胀预期	26
3.1 商品价格和消费者物价增长率	31
3.2 消费者物价增长情况	32
3.3 货币状况	33
3.4 私人信贷	34
3.5 外汇储备增长和货币政策效果	35
3.6 债务状况	36
3.7 公共融资增长情况	37
3.8 新兴市场资本流动	39
3.9 资产价格	40
3.10 跨资产种类的波动状况	41
3.11 资产市场的关联度	42
3.12 贸易	43
3.13 按贸易伙伴和商品类型划分的中国贸易	45
3.14 按商品复杂程度划分的中国贸易	46
3.15 贸易关联程度	47
4.1 美国的经济指标	50
4.2 美国的政策前景	51
4.3 欧元区经济指标	52
4.4 欧洲中央银行政策沟通与市场不确定性	53
4.5 日本经济指标	54
4.6 日本的通货紧缩和复苏	55

4.7 通货膨胀与政策利率目标	56
4.8 货币政策、全球流动性与通货膨胀	58
4.9 产出缺口、货币增长与通货膨胀	59
4.10 货币总量目标	60
4.11 周转率变化	61
4.12 先进工业国家货币与价格趋势	62
4.13 日本兴衰经历, 1982—1993年	63
5.1 汇率和利率差	66
5.2 名义有效汇率	67
5.3 新兴亚洲经济体的名义有效汇率	67
5.4 从长期看当前实际有效汇率	68
5.5 潜在波动性	68
5.6 Uridashi债券发行和外汇期货头寸	69
5.7 汇率、利差/风险比和外汇交易量	71
5.8 商品出口国名义有效汇率和商品价格	75
6.1 利率	81
6.2 远期利率曲线	82
6.3 2007年预测及通货膨胀补偿衡量	83
6.4 预期利率和期限溢价	84
6.5 长期美元利率波动率	85
6.6 股票价格	86
6.7 股票市场的波动率和风险偏好	86
6.8 并购及首次公开募股	87
6.9 股票市场估值	88
6.10 公司债券利差	89
6.11 美国房地产抵押贷款市场	90
6.12 信贷市场中的风险偏好	91
6.13 担保债务证券发行	92
6.14 违约率、利差和盈利	93
6.15 公司资产负债表状况	94
6.16 新兴市场	95
6.17 新兴市场资产投资	96
7.1 信贷增长	99
7.2 投资银行活动和风险指标	101
7.3 对冲基金规模、业绩和杠杆率	102
7.4 保险公司: 所持有的股票和业绩	103
7.5 银行的房地产风险敞口	103
7.6 美国按揭贷款市场	104
7.7 私募: 现金流和业绩	106
7.8 杠杆收购规模和风险	106
7.9 银行体系健康状况指数	107

7.10 银团贷款和债券市场的风险定价 108

7.11 外资银行在东道国贷款市场中的参与率 109

7.12 东道国当地债权 110

7.13 当地债权的资金来源 111

7.14 国际银行业市场 112

表

2.1 当前全球经济增长情况 11

2.2 对美国的出口额 14

2.3 近期财政状况和中期财政预测 15

2.4 全球经常项目余额 16

2.5 住宅房地产价格和抵押债务 19

2.6 收入和消费变化的测算 20

2.7 老龄化对公共支出影响的预测 22

2.8 通货膨胀和其促进因素的变化 25

2.9 增长和通货膨胀 27

3.1 产出增长、通货膨胀和经常项目余额 29

3.2 国际收支状况 38

3.3 亚洲贸易占比 44

4.1 货币增长作为核心通货膨胀的前导指标 62

5.1 利率差异、外部失衡和汇率波动性 70

5.2 官方外汇储备年变化情况 73

5.3 外汇储备和储备充足率指标 77

7.1 主要银行的盈利性 99

7.2 商业资产价格 105

本报告使用的术语

- lhs, rhs 左坐标, 右坐标
- billion 10亿
- … 没有提供
- 不适用
- \$ 美元, 除非特别说明
- 总数经四舍五入

第77期年报

提交给2007年6月24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2007年3月31日）的国际清算银行第77期年报提交给诸位。

本年度净利润达6.394亿特别提款权，去年净利润为5.992亿特别提款权。2006/2007财政年度的详细情况请见本年报第147—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，董事会提议本届股东大会将总额为1.393亿特别提款权的资金用于支付每股255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245特别提款权。

董事会进一步建议将5,000万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4.441亿特别提款权的资金转入自由储备基金。

上述提议如获股东大会批准，本行为2006/2007财政年度提取的红利将在2007年7月2日支付给股东。

总经理

麦考姆·D.奈特

2007年6月8日于巴塞尔

第一章 引言 待解的谜团

全球经济在过去几年里的表现可谓相当出色，期间就包括了本年度报告期内2006年4月至2007年5月这段时间。首先，也是最重要的一点，全球实际增长率基本保持在第二次世界大战后以来的历史最高水平。事实上，全球很多贫穷国家也分享到了经济的繁荣，为这种经济表现更添一分亮色。其次，虽然出现了经济快速增长以及大多数大宗商品价格大幅上涨，基础性的通货膨胀水平却基本上得到了抑制。再次，实际利率和各种风险溢价水平仍然维持在不同寻常的低位。最后，到目前为止，史无前例的全球贸易失衡状况仍然可以轻易地获得资金面的支持，且汇率水平总体上较为稳定。如果不仔细分析，从单个的角度看，上述每一种情况都可能是令人可喜的。但综合起来看，经济发展表现得如此出色，人们不禁要对其产生的根源以及是否可持续产生疑问。

有很多种假设都被用来解释上述现象中的各种情况，但却没有一种假设可以完整地解释所有的问题。例如，全球性“投资萎缩”的观点在试图解释世界范围内出现的低通货膨胀和低利率情况时有一定说服力，但是试图用这种假设来说明近期实际增长率创出新高就相当困难了。“全球化”是一种正向的供给面的冲击并引发通货膨胀水平走低的观点也有一定吸引力，但又是什么力量推动总需求和全球经济增长同时走高呢？简单地认为供给本身能够创造出需求（当然这种观点可以用来解释短期现象）同样忽略了一个重要因素。虽然新兴市场经济体是发生供给面冲击的主要地区，但先进工业国家（其中最主要的是美国）才是全球需求上升的主要来源地。是什么样的影响力有可能导致这种供需不对称以及与此相关的全球贸易失衡局面呢？最后，很多中央银行一直以来密切关注着经济金融情况，其“公信力”的增强也对解释低通货膨胀和高实际增长率长期并存的状况有一定帮助。但这也肯定无法作为答案的全部，原因是21世纪以来实际利率几乎始终维持在相当低的水平，而同期信贷规模又几乎始终保持着相当高的扩张速度。

然而，即使上述每一个单独的假设都有其局限性，但所有的假设结合起来则有可能为过去几年内良好的全球经济表现提供一种连贯的解释。我们首先来考虑全球投资萎缩的假设，换句话说，就是在通货膨胀预期下储蓄率较高而固定资产投资率较低，因此出现了投资不足的现象。我们有理由认为近年来投资下降的主要原因是许多国家在经历了经济繁荣与萧条的周期后投资率受到抑制。过去一年里仅有日本和德国的企业投资开始出现回升，而东南亚国家则仍然未出现转强的迹象。不仅如此，从GDP的占比的角度看，美国的企业投资在20世纪末网络经济新时代泡沫破灭后一直显得很疲弱。在投资需求普遍不振的背景下，全球经济同时又受到供给显著上升带来的影响。全球化的进展以及原先属于中央计划的经济体重新进入全球自由贸易体系是提升供给的重要因素。但同时，科技进步带来的劳动生产率的提高也发挥着重要的作用，特别是在IT和物流领域。上述因素与中

央银行自20世纪80年代以来在防范通货膨胀方面获得的公信力交互作用，进一步推动全球通货膨胀水平的下降。

鉴于上述情况共同导致通货膨胀处于非常低的水平且许多国家仍然对通货紧缩心存担忧，先进工业国家的货币政策多年来维持在异常宽松的环境中。这种货币政策宽松化的走势又因为应对1997年、1998年金融动荡（分别是东亚金融危机和长期资本管理公司危机）及2001年全球股票市场大幅下跌的需要而进一步加强。工业国家宽松的货币政策可能会导致其货币汇率走低，而相对应的是新兴市场经济体货币汇率水平的上升。然而，由于新兴市场经济体同样身处低通货膨胀环境中，且许多国家都希望能够积累储备资产以提高自身抵御未来金融危机的能力，因此它们普遍都不愿意本国货币升值。在很多国家，尤其是亚洲，对冲干预被大量使用，本国的货币环境也保持在一种相当宽松的状况。而且，积累起来的储备资产被用做再投资，对美元形成支持并为本已流动性充沛的工业国家金融市场再添新的动力。

这些也不是刺激全球货币与信贷在过去几年内不断扩张的全部因素。与对实体经济产生深刻影响的结构性变化相类似的是，金融行业也正在经历着规模宏大的转型。用于风险管理的新技术、新的金融产品以及新的市场参与者与日俱增，由此产生的竞争要求市场充分挖掘每一个金融交易的机会以获取最大回报率。

货币与金融形势的发展刺激了总需求的上升，从而与全球总供给的增长相匹配。本引言部分将探讨在过去的一年里金融业经历的各种压力以及各种令人难以捉摸的现象是如何成功促进了总需求实现增长的。但这种成功还至少需要用以下两种观点加以评判，我们在本年报的结论部分还将再次谈到这两个观点。

首先，利用大量流动性来大规模地刺激消费不可避免地将至少会导致一种局面，即全球经济或相当数量的国家面临的通货膨胀压力会重新抬头。其次，作为货币与金融刺激作用的一种副产品，越来越多的经济与金融变量出现了与传统意义上的“标准值”明显背离的现象。尤其值得关注的是，宽松的金融环境已经导致美国的家庭储蓄率出现前所未有的下跌，而中国的投资率则是出现了同样前所未有的上升。这些变量是否最终能被证明是可持续的并导致与经济结构性变化相适应的新的“标准值”的产生，还是将与以往一样仍然回归到传统的均值状态，目前仍有待观察。

需求与供给面的因素

在过去的12个月左右的时间内，全球经济持续快速扩张，且几乎所有的地区都从中得益。中国与印度继续保持令人惊叹的增长速度，并因此带动了亚洲许多地区的发展，而石油生产国则普遍在国民财富增长率方面创出了新高。除去少数例外情况，拉丁美洲、中欧和东欧大部分国家的经济同样实现了走强。得益于宏观经济管理的改善以及商品价格的走高，非洲许多地区的经济增长率也维持在了历史上较高的水平。

主要工业国家的经济表现也非常好，并有效促进了地区间发展的平衡，其中日本和欧元区经济实现进一步的加速增长，而美国的国内需求增长则开始有所缓和。德国经济特别值得一提，它从长期以来的低迷状态中走出，并焕发出人意料的勃勃生机。但随着本报告期内时间的推移，对于美国经济增长可能过度减缓并将对全球其他地区产生潜在影响的担忧开始增多。虽然增速出现一定程度下

降是预料之中的，但一些情况也可能对经济增长放缓起到促进作用，包括未能维持工资与就业机会的增加及大部分消费是建立在信贷增多和储蓄率下降的基础上等。美国房地产业景气自2006年初以来大幅回落的情况尤其令人感到不安。

在过去一年里，美国的住房市场开工率开始大幅下挫，未售房屋存货与房屋销售量之比上升到20世纪70年代以来的最高水平。虽然建筑行业就业形势所受的影响还未完全显现，同期房价涨幅的快速下跌的效应已经开始有所体现。消费者以不断上涨的房屋价值作为担保物来支持更多的借贷和支出的能力在明显消退。与此密切相关的是，一些信用等级为次优级的借款人只能利用类似的再融资方式来偿还按揭贷款。当再融资的渠道被堵住后，许多借款人就将被迫失去他们的房屋而未售房屋存货的数量则可能会进一步上升。值得庆幸的是，即使是一些针对消费信贷的限制性措施已开始陆续实施，目前仍然没有确凿的证据表明住房市场的走势已经损害了美国广大消费者的信心。

虽然人们希望美国的企业投资或许能够抵销住房市场下滑对经济的拖累，但实际投资在2006年末也出现了下跌。对很多分析人士而言，这一现象是出乎意料的，因为同期美国企业产能利用率在上升，企业利润非常高且融资环境也相当有利。此外，其他先进工业国家（如德国和日本）的消费信心和消费支出虽然徘徊不前，但投资信心与企业信心已经再次回暖。不过投资行为终究是建立在预期回报率的基础上的，而这一方面的前景可能并非同样光明。2006年，美国的劳动生产率增幅有所下滑，工资增幅上升而非金融行业的利润增长率则出现了快速回落。展望未来，美国国内消费需求的增长可能会有所减弱。与此同时，中国近期大规模的项目投资也将陆续投产，可能会对美国（甚至不仅仅局限于美国）企业的盈利预期产生负面影响。

当然，中国与印度全球影响力的上升已经越来越不容忽视。中国2006年的投资支出（其中大部分用于出口导向型产业）基本上占到了GDP的45%。不仅如此，中国企业在价值链上的位置也不断快速上移，并已经进入到过去被认为属于不可贸易领域的服务业。印度2006年也继续扩张其出口行业。事实上，有证据显示印度正在大力发展其制造业，以作为其传统优势产业IT业的补充。中国和印度的公司都已经开始大规模地进行海外直接投资，据称中国是特别希望能够借此来确保其未来大宗商品供应的可持续性。

中国劳动生产力的快速增长使得企业工资总额和利润总额双双劲升，且竞争能力仍然可以得到维持。但另一方面，工资收入不能有效地转化为国内的消费支出仍然让人担忧。企业利润日益集中化而投资又广泛增加，这种现象使人们更加担心出现产能过剩及一旦国内投资减弱则对出口依赖度进一步加大的情况。中国政府在过去的一年里采取了行政的和货币的手段来试图降低经济增速，但经济增长预期仍然不断地被上调。印度也同样实施了货币紧缩政策，但经济继续保持高速增长。

在这一背景下，全球综合通货膨胀率在2006年进一步减弱，一部分原因也是一直上升的能源价格在2006年初有所回落。虽然中国、日本和一些欧洲大陆国家的核心通货膨胀率处于较为稳定的低位，但亚洲和拉丁美洲的不少新兴市场经济体的通货膨胀水平则处于高位或不断走高。美国也同样出现了不尽如人意的通货膨胀上升的趋势，尽管程度轻微。但是，许多国家（包括美国）抽样调查或金融市场信息反映出来的长期通货膨胀预期依然十分稳定。本报告期内也未出现任何确凿证据表明近年来通货膨胀的波动性以及成本上升冲击对通货膨胀的传导性将重新走强。

不过，工业国家2006年在全球潜在产能缺口看上去不断缩小的情况下依然令人惊奇地维持了通货膨胀的稳定。截至2006年年底，许多日本官员认为日本经济运行已超出其最大产能水平，美国官方估计美国经济运行已达到了其最大产能，而欧元区则总体上被认为得益于之前失业率的下降，其经济运行已接近其最大产能。虽然美国和许多欧洲国家的单位劳动力成本有所上升或保持稳定，分别表现出了与其经济走势的一致性，但德国和日本的工资水平仍然表现出明显的弱势。最后，在过去的一年里，新兴市场经济体曾经出现的推动全球通货膨胀走低的动力是否依然存在越来越令人感到怀疑。在这一年里，中国和印度官方都曾经表示本国经济发展过热，并已经采取了如前文所述的一些具体措施来应对经济过热。

大宗商品价格在过去一年里既促进又阻碍了通货膨胀压力的缓和。起到促进作用的因素是能源价格在2006年上半年骤升之后出现了回落，但许多其他大宗商品的价格受勘探、采掘和加工成本等因素的影响持续处在高位。对抑制通货膨胀没有任何帮助的是多种主要食品价格的上涨，其原因既有全球气候干旱，也有农产品被分流用于替代生产能源的影响。

货币与金融环境

在经济强势增长但通货膨胀仍然处于低位且通货膨胀预期比较稳定的背景下，工业国家的货币政策有所紧缩。美国的官方利率自2004年初起稳步攀升，但2006年6月以来却维持不变。欧洲中央银行官方利率在本报告期内上调较大，但其期初水平较低。日本结束了零利率政策时代，但官方利率2006年2月仅提升到0.5%。实际利率（剔除通货膨胀因素后的利率）也有所上升，在美国和欧元区与潜在经济增长率基本相当，但在日本则仍然低于潜在经济增长率。

但从另一些指标来看，工业国家货币与金融总体环境继续保持高度宽松。G3的信贷增幅在2006年中期达到了10%左右的最高点，但之后出现了小幅回落。实际长期利率同样走高，但增幅小于官方利率。事实上，本报告期末的实际长期利率并没有高出2004年中货币政策紧缩周期开始时的水平。一些分析人士指出倒置的收益率曲线在以往一直是经济面临衰退的一个可靠的指标。然而，其他一些分析人士则偏向于另一种观点：最近这一次长期利率的降低看上去更多地是因为期限（风险）溢价水平异常下降，而不是因为未来短期利率预期值下降。

这一与长期债券收益率风险溢价水平相关的异常表现可能在一定程度上反映了全球范围内的货币当局刺激经济增长的政策效果，以及公共和私人部门承担汇率风险的显著意愿。工业化世界的许多地区（尤其是在瑞士和日本）的官方利率相对较低，一定程度上导致资本源源不断地流入到新兴市场经济体以及官方利率相对较高的工业国家。直接的套利交易涉及融入低利率货币并投资于高利率货币的操作，但也同样涉及投资于存在升值预期的他国资产或他国货币的做法。起到类似作用的资金流动还有很多种，尤其值得关注的包括日本大规模的个人资本外流以及中欧和东欧居民家庭拆入外汇资金用于投资住房按揭款所引起的资金流动。虽然很多资金流入国的宏观经济面改观（尤其是贸易盈余增加）也被看做是一个重要原因，但另一些资金流入国的经常账户却出现了恶化，有时还伴随着其他经济指标的走弱。

相对宽松的国内货币环境原本就已推动了股票与资产的升值，当资本以多种形式流入时，其价格面临的上涨压力就更大了。对于那些曾经经历过与资本流入

相关的金融危机的国家（尤其是一些亚洲国家）而言，尽管其储备额较高且经常账户通常表现为盈余，资本的大量流入仍然开始引起它们的担忧。或许是吸取了以往的经验教训，一些国家更加愿意让本币随市场压力的变化而升值。采用这一策略的国家有韩国、泰国和巴西。然而，2006年全球储备的增加额是2005年增加额的两倍，许多国家仍然进行对冲的市场干预。不仅如此，一些国家出于进一步吸引资本流入的担心，或是放宽了货币政策，或是不愿意采取紧缩政策。另有一些国家采取了比较极端的做法，采用行政手段以达到降低资本流入、缓解对冲操作负面影响以及鼓励资本流出的目的。

宽松的货币政策加上来自证券投资方面的巨大需求，包括私人部门大量购买新兴市场经济体的证券以及官方储备管理机构更大规模地购买主要工业国家债券，看上去都对全球期限溢价水平起到了抑制作用。来自工业国家的另一股力量也起到了类似的作用。持有更长期负债的养老基金和保险公司购买了更多的长期债券以确保未来偿付性支出不受利率走势或价值波动的影响。虽然不可能分别评估上述因素对长期风险溢价的影响程度，但无疑它们都促进了风险溢价水平的走低。

过去一年内较低的无风险利率水平显然促成了目前大多数人所持有的一种观点，即出现了全球流动性过剩的状况。换句话说，相比以往，现在可以更便宜、更便利、条件更宽松地获取到信贷资金。但是，金融机构的发展也同样促进了流动性过剩的观点和信贷资金宽裕的现状的形成。监管措施与科技手段的发展改变了市场参与者的经营模式，而观念的变化则改变了市场参与者的经营方向。

新的业务经营模式可谓层出不穷，尤其是针对居民家庭的信贷业务。住房抵押贷款在全球各地似乎都可以更加容易地获得，这主要得益于许多国家监管的放松以及由美国首创的住房抵押贷款评级技术在全球的推广。事实上，美国 and 许多其他国家一些原先根本不符合信用评级标准的申请者都可以获得住房抵押贷款和消费信贷。直至本报告期的尾声，上述状况都一直被普遍认为是健康的并有利于居民拥有属于自己的居所。只是到了最近几个月，如我们之前所提及的，这些新业务发展的负面效应才表现得越来越明显。

为了应对过去一年里金融行业出现的新情况，监管当局不断地要求投资银行收紧对其客户（尤其是对冲基金和私募股权公司）的信贷标准，并更加有效地监控其交易对手的风险暴露情况。对冲基金本身也越来越多地通过购买债权抵押型债务、杠杆贷款及高风险衍生产品的方式参与到对高风险企业的融资业务中。2006年在私募股权基金史无前例地大规模推动下，收购与兼并的金额也创出了历史新高，确保了市场所需求的这类资产能够不断增加。推动上述高风险业务发展的一个因素可能是鉴于全球宏观经济的改善，一些人认为风险已经消失了。第二个因素则是看上去几乎所有的投资者，包括养老基金和对冲基金，都越来越愿意承受更多的风险以获取更高的回报。

为什么会存在这样的风险偏好呢？第一个也是显而易见的原因是无风险利率相对较低，促进了投资，尤其是代表机构投资的投资者通常面临着实现高回报率的承诺。第二个原因是资金供应者之间的竞争加剧。例如，对冲基金的回报率2006年有所下降，一些基金还被迫关闭，导致得以存续的基金不得已采取更加激进的策略。事实上，这个因素还影响着一部分盈利水平较高的银行的运营。由于担心其他银行的业绩可能会超过自己，这些银行必须提高自身的竞争力。第三个可能也是最重要的一个原因是提供信贷资金的机构越来越多地采用了一种新的业务经营模式，即在创造了这样的信贷业务之后，再通过资产证券化或衍生工具将