



国际清算银行

第75期年报

2004年4月1日 - 2005年3月31日

2005年6月27日，巴塞尔



国际清算银行

第 75 期年报

2004 年 4 月 1 日—2005 年 3 月 31 日

2005 年 6 月 27 日， 巴塞尔

责任编辑：仲 垣

责任校对：孙 蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

国际清算银行第 75 期年报/国际清算银行编. —北京：中国金融出版社，
2006. 2

ISBN 7 - 5049 - 3957 - 9

I. 国… II. 国… III. 国际清算银行—2004 ~ 2005—年报
IV. F831. 2 - 54

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 010555 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

开本 889 毫米×1194 毫米 1/16

版次 2006 年 3 月第 1 版

印次 2006 年 3 月第 1 次印刷

目录

发文函	1
第一章 前言：到目前为止，一切顺利	3
最近几十年经济和金融发展趋势	3
我们如何到达这里，要到哪里去？	5
第二章 全球经济	9
概要	9
经济增长	9
有力的全球增长	9
正在扩大的增长差异	11
展望与风险	12
通货膨胀	13
低而稳定的通货膨胀	13
低而稳定的通货膨胀背后的因素	15
展望	16
经常账户状况	17
扩大的外部失衡	17
实体经济的调整机制	18
私人部门的储蓄和投资	19
趋势	19
公司资产负债状况和投资	21
家庭资产负债状况及支出	22
财政政策	24
近期的财政表现	24
财政紧缩的政策选择	26
第三章 新兴市场经济体的问题	28
概要	28
近期发展情况	29
高昂的商品价格：原因及其影响	33
影响抵御外部冲击能力的因素	36
财政脆弱性降低？	38
更稳定的通货膨胀率？	40
外部脆弱性下降？	41
银行体系是否更稳健了？	42
影响银行部门风险的因素	43

监管环境	46
第四章 先进工业经济体的货币政策	47
概要	47
发展回顾	47
美国	47
欧元区	50
日本	51
通货膨胀目标制国家	53
似曾相识?	56
历史重演的案例	57
可以汲取的教训	61
几十年后: 情况发生了改变	62
风险的转换?	63
第五章 外汇市场	65
概要	65
汇率的波动: 事实篇	65
汇率的波动: 因素篇	69
美国经常账户赤字和潜在的美元资产占比过重现象	69
利率差异	71
亚洲的汇率政策	72
全球经常账户和投资组合失衡的影响	75
是经常账户失衡的问题吗?	77
是	77
否	78
是投资组合失衡的问题吗?	79
是	80
否	81
第六章 金融市场	83
概要	83
收益率曲线和低利率之谜	83
增长前景	84
得到控制的通货膨胀预期	85
波动性和期限溢价下降	86
养老金改革和对于长期产品的要求	87
储备积累和“亚洲买家”	88
股票市场和石油价格	90
尽管信息技术股的表现令人失望, 收益增长依然强劲	91
笼罩在油价上涨阴影中的市场	91
波动性降低和风险偏好增强对股市的支撑	92
信贷市场失去动力	93
信贷质量: 顶峰的迹象?	94
风险厌恶的转移	96
信贷利差、事件风险和政策利率	98
信贷市场的结构变化	98
信贷市场创新的经济效益	99

主要的不确定性	100
第七章 金融部门	102
概要	102
金融部门的表现	102
商业银行	102
公共行业支持的减少	105
保险公司	106
投资银行	107
对冲基金	107
金融系统脆弱性可能的原因	108
银行盈利的压力	109
房地产市场	109
“追逐收益”现象的进一步发展	111
风险向居民转移	112
朝着宏观审慎操作框架迈进	113
机构框架	113
金融脆弱性识别	114
审慎监管工具测评	115
未来挑战	116
第八章 结论：如何调整失衡？	117
是否有必要对当前的风险做出政策反应？	118
实现宏观金融稳定的长期框架	121
选择国内宏观金融稳定的框架？	121
选择利于国际宏观金融稳定的框架？	124
组织结构、机构治理和业务活动	129
董事会	149
国际清算银行高级管理人员	151
国际清算银行成员中央银行	152
财务报表	153
审计报告	182
五年总结图	183

图表目录

图

2.1 对世界经济增长的贡献	10
2.2 世界贸易，工业生产和石油价格	10
2.3 实际利率，结构性预算余额和产出缺口	11
2.4 标题通货膨胀与核心通货膨胀	13
2.5 商品价格上升和通货膨胀的历史	14
2.6 全球化的指标	15
2.7 各阶段的美国经常账户赤字	18
2.8 美国的资产价格与经常账户	19
2.9 私人部门资产和负债	21
2.10 利润份额和投资率	22
2.11 住宅权益提取	23
3.1 实际增长及走势	29
3.2 实际短期利率	31
3.3 金融市场情况	32
3.4 布伦特石油价格	33
3.5 非石油商品价格和贸易条件	34
3.6 石油冲击后亚洲的通货膨胀及增长	36
3.7 对 GDP 增长的贡献	37
3.8 住户信贷和居民投资	38
3.9 通货膨胀	40
3.10 通货膨胀预期及结果	41
3.11 银行指标	42
3.12 货币错配和政府信贷指标	44
3.13 业绩指标	45
4.1 美国的经济指标	48
4.2 美国的有效货币政策紧缩	49
4.3 欧元区经济指标	50
4.4 欧元区政策利率及市场发展	51
4.5 日本经济指标	52
4.6 日本的数量宽松及政策久期的影响	53
4.7 有明确通货膨胀目标国家的通货膨胀和政策利率	54
4.8 通货膨胀预期的散布	55
4.9 从历史角度分析消费物价	56
4.10 G10 的实际政策利率和广义货币增幅	57

4.11	G10 的产出缺口和通货膨胀	58
4.12	产出缺口和失业率, 1965 - 1976 年	59
4.13	G10 劳动力生产率及价格走势	59
4.14	G10 总体政府财政平衡	60
4.15	G10 国家的债务, 信贷和资产价格	63
5.1	美元、欧元和日元的实际有效汇率	66
5.2	美元、欧元和日元汇率、潜在波动性及风险逆转	66
5.3	其他工业国家汇率	67
5.4	新兴市场汇率	68
5.5	从长期的角度看当前实际有效汇率	69
5.6	美国经常账户赤字及其融资	70
5.7	汇率和利率的差异	71
5.8	澳大利亚汇率、利率差异和成交额	72
5.9	12 个月的远期汇率	74
5.10	货币的联动	75
5.11	美国实际有效汇率的度量	78
5.12	世界储备构成和货币集团的规模	81
6.1	短期和长期利率	84
6.2	宏观经济消息	84
6.3	远期曲线	85
6.4	测算通货膨胀补偿和流动性	86
6.5	掉期期权的隐含波动程度和期限溢价	87
6.6	外国持有美国国债情况	88
6.7	外国官方投资对美国国债收益率的影响	89
6.8	股票价格	90
6.9	收益和价值	91
6.10	油价和股指	92
6.11	股市的波动程度和风险偏好	93
6.12	信用利差	94
6.13	公司信贷质量	94
6.14	公司融资	95
6.15	信用违约掉期市场	96
6.16	信贷市场的风险厌恶	97
6.17	CDOs 和违约相关性	99
7.1	违约率市场计量	103
7.2	银行相对股价	104
7.3	日本的银行业	105
7.4	保险公司: 持有股票和表现	106
7.5	投资银行活动指标	107
7.6	对冲基金规模, 表现和杠杆率	108
7.7	公共房地产股票和债券市场	109
7.8	房屋价格与租金占比	111
7.9	辛迪加贷款与债券市场风险定价	111
7.10	主要投资银行承担的风险	112
7.11	银行信贷行业构成	114

表

2.1	增长与通货膨胀	12
2.2	通货膨胀传导	14
2.3	产出缺口和通货膨胀	16
2.4	经常账户余额	17
2.5	全球储蓄和投资的趋势	20
2.6	住宅不动产的价格和抵押贷款	23
2.7	财政状况的历史比较	24
2.8	近期的财政状况	25
2.9	中期财政预测	25
3.1	产出增长及通货膨胀	28
3.2	国际收支情况	30
3.3	石油重要度	35
3.4	财政余额和公共债务及外债	39
4.1	通货膨胀和工资涨幅之间的相关性，当时和现在	62
5.1	根据交易对手报告的外汇市场成交量	68
5.2	消息和美元/欧元汇率	70
5.3	官方外汇储备的年度变化	73
5.4	汇率波动性和储备的变化	74
7.1	主要银行的盈利	103
7.2	商业地产价格与办公室空置率	110

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 75 期年报

提交给 2005 年 6 月 27 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 2005 年 3 月 31 日）的国际清算银行第 75 期年报提交给诸位。

本年度净利润达到 3.709 亿特别提款权，去年净利润为 5.361 亿特别提款权。2004/2005 财年的详细情况请见本报告 145 - 147 页的“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 1.144 亿特别提款权的资金用于支付每股 235 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，去年的红利支付为每股 225 特别提款权。

董事会进一步提议将 2,570 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 2.248 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 2004/2005 财政年度提取的红利将在 2005 年 7 月 1 日支付给股东。

总经理

麦考姆·D. 奈特

2005 年 6 月 10 日于巴塞尔

第一章 前言：到目前为止，一切顺利

在国际清算银行成立 75 周年之际，本年报应回顾比以往更长远的历史时期似乎更为妥当。将主要重点放在上一财年所发生的事件上固然好，即使最漫不经心的读者也会在报纸上对这些情况耳熟能详。但只关注最近发生的事件是不够的。首先这可能导致对经济中根本性结构变化的影响重视不够。侧重短期的分析会轻易错过那些意义重大但缓慢进行的事件。第二个问题是，会导致孤立地考察单个事件，而不是将它们看作以往事件动态发展的结果。第三是，会使政策方案缺乏远见，如同饮鸩止渴。这些问题不仅突出了分析全球经济现状的重要性，而且也指出了打造全球经济形态并将继续下去的力量。

过去二十多年来，全球经济已呈现出多种发展趋势，有些令人欢迎，有些并非如此。而最近的情况与这些趋势也基本保持一致。乐观者和悲观者都常常做出“到目前为止，一切顺利”的评论。乐观者没有确凿理由证明这些长期趋势中的有利方面无法持续。而悲观者不但关注内部和外部失衡之类的根本问题，而且还要预见未来的潜在困难。

前言部分首先描述全球经济发展的突出特征，然后提出各种解释性的假设。年报的后几章将对这些假设进行分析、区别，最后得出结论。有关政策问题将主要围绕下面两个问题。哪些政策对保持全球经济和金融令人满意的特征最有帮助？从更长期来看，是否需要一个新的宏观金融稳定框架，以防止今后国内和国际失衡的积累？

应当首先说明，上述这两个问题都会引发很多难题。无论是对模式的选择还是对既定模式的权衡观点都不尽一致。这意味着要取得国际共识绝非易事。但是，想到在过去同样有争议的情形下也达成了诸多协议的事实。回顾国际清算银行长期以来促进各中央银行以及更多相关机构进行合作的历史，我们会持乐观的态度。

最近几十年经济和金融发展趋势

回顾过去二十多年的发展，有四个突出的特征。一是在全球范围内通货膨胀水平下降令人满意，通货膨胀的波动性也由此下降。二是全球经济总体上增长强劲，并且伴随短期波动性下降，不过日本和德国近来经济增长乏力是比较突出的例外。三是外部失衡扩大。最后还必须注意到，信贷增加、资产价格上涨和投资旺盛的现象日益突出，通常各种金融困境会尾随而来。

总体来看，在国际清算银行 2005 年 3 月底结束的财政年度中，上述趋势也表现得很明显。但随着时间的推移，也有更多的证据表明出现转折的可能性在增

大。即使工业国家产出增长出现了放慢的迹象，通货膨胀的压力似乎仍在上升。此外，价格似乎已日益脱离经济基本面，经济前景的不确定性也在上升，很多金融资产的价格已开始下行。

从更长期的趋势来看，所有工业国家的通货膨胀水平都从 20 世纪 70 年代的顶峰迅速滑落。大多数新兴市场经济体情形也比较相似。即使曾遭受恶性通货膨胀的国家，拉美国家表现明显，通货膨胀现在一般也保持在个位数的水平。特别是阿根廷和巴西，汇率大幅贬值的传导效应并没有像以前经常发生的那样引发新的通货膨胀预期。实际上到目前为止全球通货膨胀压力都减少了，以至在中国、中国香港和日本事实上一度出现过通货紧缩，而在美国、德国和瑞典也曾认真考虑过通货紧缩的可能性。

在上一财年里，高企的初级产品价格，特别是石油价格，已最终传导到全球各地的生产线。在美国，对核心消费物价可能上涨的担忧以及对美元进一步贬值可能加剧通货膨胀压力的担忧都在增加。然而，现在就断言从前的趋势是否结束仍为时尚早。实际上，大量经验证据表明，通货膨胀上升最近变得不那么持久，汇率变动向国内价格的传导作用已明显下降，并且通货膨胀预期较之以往被更好地稳定在低水平上。同时，近来中国和印度的生产能力大幅提高并正开始下线也是一个需要考虑的因素。总之，未来通货膨胀的走势尚无定论。

第二个基本趋势是全球范围内经济增长加快，且在短期内通常伴随产出波动性的下降。就增长率而言，工业国家经济扩张期延长了，而很多新兴市场经济体的经济增长速度急剧加快。例如，中国过去 20 年的年平均增长率约为 10%，而印度经济的发展也似乎比 20 年前更快。现在，这两个国家在全球增长中的比重比过去明显上升。就产出的波动性而言，经济低迷的现象更少也更式弱。过去 20 多年美国的经济增长仅被打断过两次：1990 - 1991 年的轻微衰退和 2001 - 2002 年更微弱的衰退。相反，最近几十年所有曾遭受金融危机的国家在危机最严重的时刻，经济增长确实出现了急剧的减速。此外，日本的例子是 20 世纪 80 年代经济高速增长为泡沫破裂后产出增长趋势异常低迷埋下了伏笔。

在本年报回顾期内，各国经济增长率的表现与上述提到的更长期的趋势基本一致。很多工业国家经济增长强劲，消费和住房仍是增长的重要动力，固定投资也最终对利润大幅上升做出反应。尽管 2005 年早期也出现了一些令人鼓舞的迹象，日本、德国和意大利的经济增长总体上依然缓慢。新兴市场经济体的增长令人印象异常深刻，尽管随着时间推移也出现了一些放缓迹象。中国虽然采取了行政手段和市场措施以减缓经济增长，但总需求的减少还是很小。此外，虽然一些增长强劲的部门起初似乎经历了比较明显的放缓，但随后就有证据表明又出现了快速的反弹。

上述的发展趋势如果总体上还算令人满意的话，那么另外两个不太受欢迎的长期趋势也得强调一下。第一个是全球经常账户的失衡问题。至少过去 15 年来，美国的对外赤字一直处于上升趋势，同时伴随着外债不断增加，尽管外债总水平仍相对较低。与之相对应，其他国家出现了大量的盈余，这种情况不仅是在经济增长缓慢的德国和日本发生。在年报的回顾期内也不例外。美国对外赤字占 GDP 的比例已创新的最高纪录（几乎达到 6%），而且其背景是美元实际有效汇率较 2002 年初的高峰已贬值 20%。经常账户赤字数额如此巨大，对于一个国际储备货币国家来说史无前例。

另外一个长期趋势进一步加重了外部失衡可能带来更长期影响的担忧。全球金融体系似乎易遭受各种形式金融动荡的冲击。过去十年间墨西哥、亚洲和俄罗

斯爆发的金融危机展示了在已实现自由化的金融市场或国家之间传递金融冲击力量。金融市场短期价格的波动性，通常伴随着原本充足的流动性突然枯竭（正如在长期资本管理公司（LTCM）事件中出现的情况），有时是金融动荡的另一个来源。过去已发生了很多规模虽小但影响较大的金融公司破产事件（如兰伯特投资公司（Drexel Burnham Lambert）和霸菱银行（Barings）倒闭事件），使市场对规模更大，机制更复杂的金融机构陷入困境可能带来的影响越发敏感。最后，由操作风险造成的金融损失似乎有上升的势头。这不仅反映在现代金融体系复杂程度不断提高以及对信息技术的依赖上，也反映在公司治理问题（如安然、帕玛拉特和美国国际集团事件）和恐怖主义破坏这一新的现实情况上（如2001年9月11日的恐怖袭击事件）。

但在金融领域中，一个最为突出的特征是信贷、资产价格和投资繁荣与萧条的交替循环。第一轮周期于20世纪70年代始于工业国家，波及股票和房地产市场。第二轮周期始于20世纪80年代中期，以几年后不动产泡沫破灭而告终。北欧国家、德国和日本所受的影响最大，它们因各自国内的问题变得更脆弱，其他许多国家也受到繁荣的影响。此外，我们现在正处于第三轮周期的繁荣时代似乎也越来越明显，这一阶段可追溯至20世纪90年代中期的经济上升时期。股票价格最先受到影响，但经历了2001年初的暴跌之后，需求上涨的动力转移到了住房市场。可以毫不夸张地说，过去一年多来，住房价格上涨的现象席卷全球。大多数工业国家的住房市场都出现了过热迹象。包括中国和韩国在内的很多新兴市场经济体也是如此。

事实上，在每一个例子中，信贷、资产价格和投资周期的萧条阶段总是伴随着某种恶劣影响，以至减缓随后的经济复苏。最严重的影响一般是银行体系的危机，正如20世纪80年代末在北欧国家，1994年在墨西哥和1997-1998年在很多亚洲国家发生的情况一样。在此类问题中，当借入大量以外币计价的外债导致随后又出现了银行和外汇危机时，经济代价最大。值得庆幸的是，大多数工业国家金融体系的整体稳健程度在最近几年似乎已明显改善。在东欧和拉美地区，由于过去10年来更多外资银行涌进本地市场，可能也可得出类似的结论。然而在亚洲的一些地区，金融体系的稳健性仍是个问题。特别是在中国，信贷的持续快速增长可能在今后出现不良贷款数量的反弹。

最近几十年已有很多例子表明，无论什么情况，即使没有发生金融危机，金融机构一旦遭受损失就会限制贷款的发放，从而给实体经济活动带来负面影响。有时公司和家庭部门的资产负债过度膨胀，以及无盈利的资本投资过多也是造成困难的原因。在德国和日本，公司投资减少持续时间已达10年之久，大多数亚洲国家（中国除外）在金融危机后投资都持续疲软，最近韩国和荷兰消费不振，可能都是这种现象的例证。从历史角度看，很多工业国家，特别是那些经济增长相对较快的国家，去年仍继续了家庭负债增加的长期趋势，这种情况值得关注。假定基础统计数据足够可信，对于中国生产部门的资产负债状况也可得出同样的结论。

我们如何到达这里，要到哪里去？

试图以简单的方式解释上述主要的宏观经济发展趋势对分析工作构成巨大的挑战。这些趋势产生的背景很明显是全球经济出现了至少三种令人欢迎的结构性

变化。第一，很多新兴市场经济的自由化释放出竞争力，这也引起工业国家进行重大变革。事实上，中国和其他前社会主义国家融入全球市场经济是前所未有的。第二，金融市场也经历了类似模式的自由化，从而使市场更有效率并且触及全球各个角落。第三，全世界几乎所有的货币当局都更加重视降低通货膨胀以及保持价格稳定的问题。但还不太清楚的是，这些结构性力量的相互作用是否已经，或者可能会产生某些令人不快的副作用。至少，这些巨大的变化肯定会带来有关现代经济发展方向的问题和适当的、前瞻性的政策操作存在不确定性的问题。本年报的结论部分会继续讨论这些政策问题。

解释稳定的低通货膨胀现象也许是最容易的。由于认识到 20 世纪 70 年代高企且波动剧烈的通货膨胀所带来的危害，中央银行家们形成了共识，致力于降低通货膨胀水平及其波动性的努力中。他们也确实取得了巨大的成功。中央银行对价格稳定的承诺为过去 20 年维持低水平的通货膨胀做出了实质性的贡献。尤其是对未来通货膨胀的预期似乎比过去更加稳定，相应地工资制定行为也更加稳定。越来越多的新兴市场经济体采用通货膨胀目标制也证明了反通货膨胀政策取得了效果。

但是，中央银行家们实际上也得益于有利于抑制通货膨胀的，强大的非货币因素的支持，过去 15 年中尤其如此。工业国家一直在推行（即使仍不均衡）商品和服务以及生产要素市场的自由化。技术进步带动了很多国家，特别是美国劳动生产率的增长，技术转移则使其他很多国家受益。全球化和制造品供给大幅增加，尤其是来自中国和其他转轨经济体的制造品，导致近 10 年来贸易品价格不断下降。劳动力跨境流动日益增加，劳动力市场的竞争日益增强，以及工厂向低成本地区转移的威胁都进一步对工资和就业状况带来了紧缩效应。世界各地都强调降低成本。超市、汽车制造商和其他直接向消费者提供服务的商家一直在给全球的供应商施加无情的压力，要求它们增加供给，降低价格。

在此背景下，解释经济增长加快和增长波动性降低的原因也变得更简单。如今趋势增长率提高了，通货膨胀带来的效率低下已经消失，周期性的波动也减弱了。这部分地反映了货币政策再也不必对通货膨胀飙升预期的周期性破灭逆市操作。由于通货膨胀预期现在被坚实地锚定在货币政策框架内，意外触发衰退的风险大大减少。这种不确定性下降也有助于解释为什么即使美国去年提高了政策利率，但长期债券利率对此却未做出反应的原因。

低通货膨胀环境的另一个好处是当增长和就业面临下行风险的威胁时，货币政策能够积极应对。例如，回想一下 1987 年全球股市崩盘后世界范围内是如何大刀阔斧地下调政策利率。再想想 20 世纪 80 年代末不动产泡沫破灭及随后很多银行体系发生危机时的政策应对措施。正因为经历了 1994 年的急剧紧缩和随后几年的缓和，才可能在亚洲危机爆发后进一步实行货币紧缩措施。1998 年经济还处于上升周期，为应对俄罗斯债务危机和长期资本管理公司的危机，政策利率再次被下调。2001 年股票市场再次暴跌，全球经济明显放慢，政策利率又被大幅调低，直到最近才开始上升。

当然这些政策措施累积的影响也值得关注。G3 国家的实际政策利率缺口（定义为实际利率和与估计的潜在增长率一致的利率）自 20 世纪 90 年代以来一直在缩小，大约在 1999 年以后又出现程度更大的下降。20 世纪 90 年代初期以来，信贷增长率和广义货币供应量的增长率也远高于工业国家名义收入的增长率。尽管去年全球经济增长创纪录以及出现供给能力约束趋紧的迹象，今天的实际政策利率仍徘徊在零左右。日本的零名义利率政策已持续了一段时间，其“数

量放松”政策使日本银行资产负债规模达到 GDP 的 28%，这是前所未有的水平。这种宽松政策在很多新兴市场经济体也有表现，其原因与全球日益增长的外部失衡有关。

解释美国经常账户赤字何以长期增长的任务更为艰巨。有些人将美国经常赤字看作是由私人资本流入驱动的强势美元的副产品，这种私人资本流动反映出人们预计最近美国相对较快的经济增长将持续下去。而且，很多国家逐渐放松了对持有外币的限制，从而美元证券的需求稳步上升，特别是在国内储蓄率高的国家更是如此。但另一些人指出，美国家庭储蓄率的下降已持续 10 年之久，最近美国联邦政府又出现巨额赤字。与第一种看法相反，他们认为，美国经常账户赤字越来越多地是由外国政府而非私人部门进行融资造成的。很多国家由于本币相对美元趋于升值，其货币当局进行强势干预以阻止升值倾向，并将获得的大部分储备又重新投资于美元证券。

这种干预政策至少从两个方面阻碍了外部不平衡的减少，不过这两个方面均难以量化。美元的有效价值显然高于其应有价值。而且，美国的长期利率又低于其应有的水平，产生的相应影响是国内支出增长。阻止货币升值，也往往会使干预国的货币和信贷条件更宽松。在某些例子中，如日本和中国，曾一度出现通货紧缩问题，那么出现的这些情况起初还是令人欢迎的。然而，这些干预政策对国内和全球通货膨胀压力，以及对金融失衡的影响目前逐渐为人所关注。

即使通货膨胀大幅降低了，但金融不稳定的事件还在反复出现，这要另当别论，或许还要做出其他的政策回应。有一种可能是，到目前为止我们所遇到的问题最终将被证明是暂时性的。学习适应低通货膨胀、自由化的金融部门和近来的金融技术进步均需时日。在学习的过程中会犯严重的错误，但出错的频率和成本都会下降。过去一年来金融市场上风险溢价显著下降以及同样显著的波动性下降，都支持了这种观点。而且有人还提出补充观点，即变化剧烈的金融状况在某种意义上甚至可能是令人欢迎的。它们可能成为一种机制，将本来会对实体经济带来危害效应的冲击通过现代金融体系毫不费力地分散到有能力吸收冲击的地方。

还有另外一种可能性是，这种不稳定也许是长期的。已实现自由化的金融体系尽管比受抑制的金融体系更具效率，但有时如果因竞争压力而导致过度承担风险，那么可能存在内在的不稳定性。第二点是不稳定似乎也具有内在的顺周期性。即对价值和风险的认识随经济表现的盛衰而起伏，人们承担风险的意愿也是如此。至少在过去几十年里，信用利差、资产价格、外部评级、内部评级以及贷款损失拨备的变化都体现出这一特征。在经济处于上升周期时这可以产生强大的金融力量刺激实体经济增长，但当最初的乐观主义最终被证明过了头时，它又会形成强大的下行力量。

不难想象，宽松的货币状态可能会加强这种繁荣与萧条交替的倾向。核心问题是当名义无风险利率很低时“对收益率的追求”。由于能以很低的利率借款，刺激了信用创造、套利交易和杠杆交易的开展，这在近年来的金融市场上表现得日益明显。基于此观点，所有非货币、非流动资产（长期债券，信贷工具、住房等）的价格在过去几年快速上涨，以及各种衡量隐含波动性的指标急剧下降这些现象不一定归结为上面所假设的经济环境的风险降低。相反，它可能反映了在流动性过多的情况下一种普遍的做法，即“买非流动性”的同时“卖流动性”。尽管这种解释在美国几乎长达一年的紧缩政策背景下可能不太有说服力，但事实上美国和其他地方的政策利率仍维持在很低的水平。

当前，在对能够影响家庭部门的发展情况进行评估时，对金融体系结构性变化持有的观点的不同之处表现得最明显。一些人把家庭部门的借贷能力增强（包括可以用于抵押的住房价值上升），看作是好事。在工业国家工资增长放慢和中国以外公司投资疲软的情况下，家庭部门借贷可以成为平滑不同时期消费的一种形式，从而有助于稳定全球总需求。而另一些人则认为，很多国家家庭储蓄率持续 10 年下降，消费占 GDP 比重上升，因此当利率上升至比较正常的水平时，偿债方面可能会出现严重的风险。不管是哪种情况，如果我们刚看到家庭（和一些政府）经历了平滑不同时期消费的高借贷阶段，那么从定义本身这也意味着在未来某个时间需要偿还。

总之，我们似乎有一套合理的解释来分析全球经济如何走到了今天。毫无疑问，通货膨胀维持在低水平使全球流动性充足，而金融自由化则维持了总支出的水平。但是，展望未来，前途似乎并非一帆风顺。鉴于上文所述的基础性、结构性变化中的积极方面，稳定的、伴随非通货膨胀的增长似乎最可能出现，但这也绝非毫无风险。一方面，到目前为止所采取的重要的货币刺激措施可能因最终出现通货膨胀而结束。另一方面，国内和国际债务水平提高带来的影响仍是一个很大的未知数。当债务水平增加后，债务人或债权人，或二者同时都可能压缩开支。资产价格的下降，以及对私人部门财富评估的下调可能都会强化这种做法。相反，随着市场日趋成熟和更完备，债务水平上升也可能仅仅是金融深化的应有之义。

鉴于我们对上述诸多结构性变化如何相互作用还知之甚少，因而不能排除发生那些不快事件的可能性。在这种新环境下，政策制定者的一个重要任务是判断何种政策最有助于降低出错的成本。另一个同样艰巨的任务是巩固结构性变化已经带来的重要收益。