

光环褪去

许多中东欧国家现在感到难以适应新的经济形势

Martin Čihák 和 Srobona Mitra

新加入欧盟的中东欧国家曾经有过短暂的大好时光。当时，欧盟成员国加速推进经济和金融一体化，经济快速增长，资本大规模流入。这也创造出了一种“光环效应”（halo effect），尽管一些国家的问题在不断积累，但光环效应还是掩盖了这些国家借入外部资金时付出更多代价的问题。

但好景不长，欧盟新成员国经济的初步恢复受到了全球金融危机的影响，其中一些国家深陷危机。2007年全球金融危机爆发时，开始新兴欧洲国家看上去没有受到什么影响，因为这些国家没有直接持有美国次贷资产。但是，随着2008年危机的深化，中东欧一些国家出现了出口下降和资本停止流入问题，经济开始疲软。经济金融一体化曾经在经济繁荣时期帮助新兴欧洲国家追赶欧洲发达国家，然而不幸的是，在全球经济趋于恶化时，这却使这些国家的经济更加脆弱、更加容易受到冲击。

如今，欧盟的新成员国不仅必须克服当前的危机，而且还要巩固最近几年的收益。这些国家需要推行更加审慎的政策和更强有力的政策框架，尤其是在财政政策和金融监管方面，而且还必须在相当困难的全球经济环境中实施这些政策。有利之处是这些国家的经济具有灵活性，这可能有助于使它们比欧洲其他发达国家更快地进行调整。

加快追赶速度

捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚是在2004年加入欧盟的八个新成员国。这表明欧盟在人口（19%）和地域（22%）上的扩大，达到了其自成立以来的最大规模。但是，其相应的经济产值增加并不多（9%）。罗马尼亚和保加利亚是另外两个前苏联阵营国家，于2007年加入了欧盟。对所有这些国家来说，获得欧盟成员资格，是它们向市场经济转型过程中的重要里程碑。

经济一体化程度的提高和改革的成功，使这些欧



盟新成员国的经济快速增长，增幅比根据经济基本面所作的预期平均高出1%（见图1）。经济快速增长提高了欧盟新成员国经济总量占全球经济总量的比重。大规模地进入西方市场导致欧盟新成员国的出口快速增长，也改善了进入其国外市场进行融资的条件，有助于刺激其国内消费。

欧盟成员资格特别有利于斯洛文尼亚和斯洛伐克共和国。这两国经过努力，满足了《马斯特里赫特条约》的所有条款，从而加入欧元区。2007年1月，斯洛文尼亚成为第一个使用欧元的新成员国。在人均收入方面，该国是新成员国中最高的，达到了2006年欧盟人均收入的80%，与希腊持平，并超过了葡萄牙。斯洛伐克共和国于2009年1月加入欧元区，是最新的加入者，该国是新成员国中经济状况最上乘的国家，劳动生产率高，出口强劲，经济增长的后劲很足。现在斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚和捷克共和国将被认为是发达国家，而不是新兴经济体。

笼中之虎

欧盟新成员国在经济稳定与改革方面取得的一定成绩以及被接纳加入欧盟，看起来都有助于加快利率的趋同，虽然其他有利的国际条件（低利率、流动性充裕、对新兴市场国家的投资者队伍不断扩大）也起到了作用。这刺激了外部资本以直接投资、银行贷款和投资组合的方式大规模流入新成员国。

如今在新兴欧洲银行体系中，外国所有者所持股份比例高于欧洲发达国家和世界其他地区的新兴市场国家。一些总部在欧洲发达国家的外国银行进入了新兴欧洲的金融市场，其主要方式是在那些新近私有化的银行中获得股份。目前，这些外国银行控制了新兴欧洲的大部分银行资产（见图2）。外资银行可以利用母公司提供的资本潜在地进入更大规模的资产池，这让欧洲地区的其他投资者们感到放心无虑。这种状况是否会延续下去，还有待于观察。

在资本流入银行的同时，信贷也快速增长，但增

长速度在新成员国之间有所不同。三个波罗的海国家的贷款增长率大大高于其他新成员国，后者中大多数的贷款增长率与其金融发展状况基本上是吻合的。贷款的快速增长也导致了新成员国实质性的金融深化。

引擎过热

但是，一体化程度的提高和大量资本流入也导致了新的脆弱性。在几个欧盟新成员国，资本流入带来了外债的高企和经常项目的过度赤字（见图3）。通货膨胀的加剧、经常项目赤字的扩大、房地产泡沫的膨胀以及贷款的快速增长，加大了人们对经济过热问题的担忧。在那些以欧元和其他外国货币（主要是瑞士法郎和日元）进行贸易和收回贷款的国家，因为经济过热将逐步形成货币错配问题，所以人们对资产负债表风险的担忧尤其显著。的确，在大多数欧盟新成员国，外币贷款的比重超过了西欧、拉丁美洲和东亚新兴市场国家的水平。货币错配加大了私人部门在汇率贬值方面的脆弱性，积聚了银行信贷风险。

金融一体化程度的提高还使新兴欧洲国家受到源自于其他地区风险的影响。这些国家已经大大加强了与其他地区的金融关系，与其他地区的金融关联度越紧密，经济减速的可能性也就越大。国际性银行的跨境敞口大部分来自欧洲发达国家，虽然这有助于增强金融机构的媒介作用，但这也催生了传播风险的新渠道。

不再特别

尽管不断增长的经常项目赤字和高水平的公共债务已经发出了预警信号，但市场还是低估了风险，而且继续持有中东欧国家的风险头寸。这集中反映在市场认为一个国家由于加入欧盟所以可能在危机中获得

援助。根据这种看法，反映国家风险程度的债券利差低于应有的利差——这就是著名的光环效应。的确，市场对欧盟新成员国主权资产的定价要比根据宏观经济面标准预计的水平低大约50—100个基点。

全球金融危机爆发后，一切都发生了变化，不仅消除了光环效应，而且还充分暴露了新欧盟成员国之间的差异（见图4）。2008年晚些时候，由于向发达国家出口的萎缩、资本流入的急剧下降，危机在整个新兴欧洲国家间迅速蔓延。所有主权借款人的融资成本都在飙升，融资渠道迅速减少。虽然那些更严格地遵守《马斯特里赫特条约》的国家的债券利差扩大得并不多，但它们也没有完全幸免于难。

这场危机使得人们进一步审视每个欧盟国家的外部不平衡和国内经济过热等问题。IMF在2009年5月发布的《地区经济展望：欧洲》中指出，那些高通胀、经常项目赤字和依靠银行资本流入的国家受到危机的打击最为严重。换句话说，对每个国家所受危机的初始影响而言，资本流入嘎然而止的风险至少与固守《马斯特里赫特条约》所面临的风险一样大。

骤然减速

金融危机已经导致所有新兴市场国家经济的骤然减速，欧洲新兴国家同样未能幸免。根据IMF 2009年春季发布的《世界经济展望》预测，2009年这些国家经济将萎缩近3%。由于宏观金融之间的关联性，欧盟新成员国的脆弱性变得更加严重：收入增长减速、利率和汇率不稳定、资产价格的修正对金融部门产生了反作用。为了应对危机，欧盟新成员国在货币政策、汇率政策、金融部门政策和财政政策等领域都转变了调控方向。

这些国家的货币正变得越来越脆弱，那些为了弥

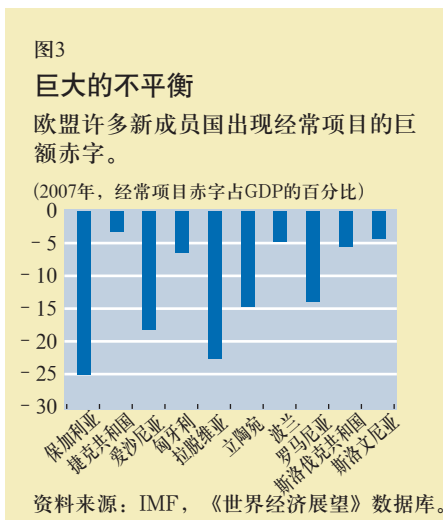
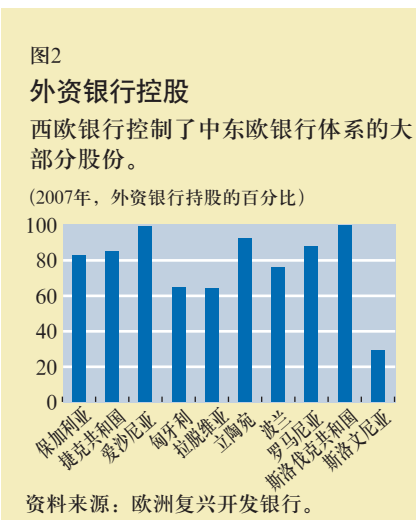
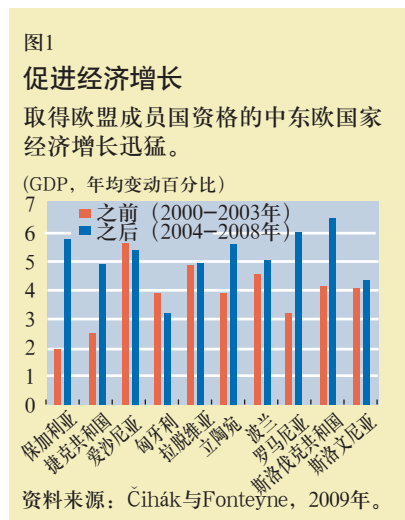
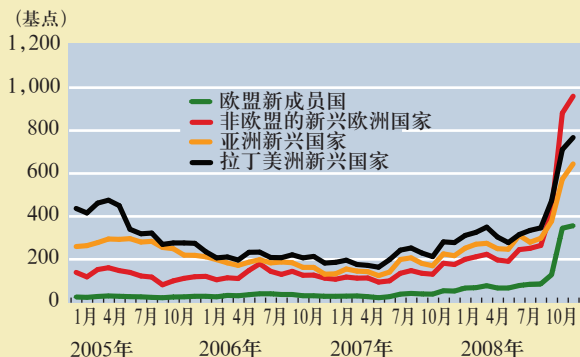


图4

光环褪去

与其他地区的新兴市场国家相比，中东欧国家的主权债的利差已经开始上升。



资料来源：彭博资讯；IMF工作人员的计算。

注：新欧盟成员国和非欧盟新兴国家的利差以欧元计；其他国家的利差以美元计。

补预算赤字而借贷的政府发现，要么无法从金融市场借款，要么融资成本相当高。然而，欧盟成员资格使新兴欧洲国家具有一些便利，其在危机期间被证明大有裨益。其中一个为欧盟的国际收支平衡便利，它提供了一种安全的缓冲器；另一个是欧洲中央银行与少数新成员国家建立的回购协议制度安排。匈牙利、拉脱维亚和罗马尼亚已经向欧盟和IMF申请资金支持，波兰已被允许使用IMF的灵活信贷额度，这个新便利是为具有良好记录经济体设计的。

更强健、利差更分化

欧盟新成员国将通过危机变得更强健吗？在某些方面，这些国家的经济比欧洲发达国家的经济更加灵活，这可能使其更易进行调整。

危机导致各国逐渐重视稳健政策的实施，而对欧盟水准的政策框架的采纳似乎已经对稳健的宏观经济和结构性政策的实施起到了推动作用。在宏观经济政策方面，这种证据更强有力，因为《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》已经起到了锚定货币和财政政策的作用。

里斯本议程（欧盟关于促进增长和扩大就业的战略）看来也对新成员国产生了一些作用。欧盟中较小的成员国和财政状况较好的国家，在结构改革方面取得了更大的进展。与欧洲发达国家相比，新兴欧洲国家限制性就业保护政策较少、最低工资标准较低、集中的劳资集体谈判较少，而且失业津贴标准不高。

但是，欧盟新成员国家之间的收入差异突出表明，国内政策是经济表现最主要的驱动器。这场危机

已经放大了市场对各个国家之间差异的认知，而且导致其对每个国家的风险进行重新定价，这反映为各主权债券利差越来越分化。

关于新成员国金融健康状况的记录是复杂的。在全球危机的冲击下，迄今为止这些国家银行体系的表现还是不错的——没有出现系统性的破产倒闭，存款者也没有普遍丧失信心。但是，银行系统的前景正在受到挑战。由于本国货币贬值和经济合同违约率上升，贷款违约率必定上升。由于无法建立起应对危机的缓冲机制，银行将不得不削减信贷。当房价下跌和经济环境趋紧导致收入不足时，家庭无法从银行那里获得借款。平均占GDP 60%的家庭消费无疑必将因此受损。

新欧盟成员国应该采用什么政策来摆脱危机呢？银行部门是发生危机的中心，所以，银行是经济复苏的关键。

- 新政策应该包括支持信贷的措施，比如政府通过先收购尚有活力的银行股权进行资本结构调整。在外国投资者持有银行部门绝大部分股权的情况下，若缺少与外国母银行的监管机构的密切合作，进行资本结构调整的企图将一事无成。

- 在现行金融监管框架下，每个国家要在重大范围实施更有效的监管。例如，根据《巴塞尔协议II》的框架，政府对经营不佳的银行实行更严格的资本充足率的规定，并且对贷款损失采取更有远见的拨备政策。

- 欧盟新成员国必须维护各国在金融政策框架方面已经取得的进展，并通过与外资银行所在国的中央银行、监管机构和财政部进行更紧密的跨境合作，以巩固这些进展。

- 应该强化结构改革，以避免长期的劳动生产率和经济增长的下降。更强有力的政策制度最终会减少与加快金融一体化相关的脆弱性。

总的来看，新兴欧洲国家与发达欧洲国家之间必须进行紧密合作。这场危机为欧洲地区巩固政治、经济和金融方面的关系提供了一次机遇。尽管欧盟有力的政策框架可以为中东欧国家提供宝贵的支持，但是新兴欧洲国家能否从“大萧条”以来最严重的这场经济危机中尽快复苏，最终还要取决于这些国家所采用的政策。■

Martin Čihák为IMF欧洲部的高级经济学家，Srobona Mitra为该部门经济学家。

参考文献：

Čihák, Martin, and Wim Fonteyne, 2009, "Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States," IMF Working Paper 09/68 (Washington: International Monetary Fund).