

躲避风暴

中欧、东欧和东南欧的大部分国家总体上幸免于持续性的欧元区危机，但这种局面可能很快就会发生变化

巴斯·B.贝克尔、克里斯多夫·科林根

中欧、东欧和东南欧的大部分国家总体上幸免于持续性的欧元区危机。金融市场的焦点一度集中于希腊、爱尔兰、葡萄牙，最近还有意大利和西班牙，但却没有波及 22 个位于中、东欧和东南欧的国家（见专栏），虽然它们与欧元区联系密切。

和过去截然不同，投资者们经常要求这些国土面积较小、影响力相对小的欧洲国家提供低于那些西欧大国的债务风险溢价：爱沙尼亚的风险溢价有时就低于荷兰的债务风险溢价、保加利亚和罗马尼亚的风险溢价也低于意大利和西班牙。

几年前的情形则不同。当时，2008 年爆发的全球金融危机来袭造成的西欧动荡，迅速波及中欧和东欧的经济体。该地区曾经拥有过多年的繁荣，这在很大程度上依赖于西欧提供的宽松信贷。但随着 2008 年 9 月华尔街投资银行雷曼兄弟宣告破产，欧元区国家银行突然停止了新的放贷业务，绝大多数中欧和东欧经济体的国内需求急剧萎缩。全球贸易的大幅滑落使危机进一步加剧，该地区的出口遭受猛烈冲击。最终，该地区国家在 2008—2009 年间出现了空前的经济萎缩。直到 2010 年经济开始复苏时，一些国家的 GDP 下降幅度甚至达到了 25%（尽管这些国家中的一小部分，例如阿尔巴尼亚和波兰，躲过了这场劫难，相对来说毫发无伤）。

除了 2011 年后期遭受的恐慌，该地区的国家基本上未再受到开始于两年前的欧元区危机的影响，这主要是因为它们如今不再像以前那样过分依赖西欧银行提供的宽松信贷来支撑国内消费需求，同时也是因为

它们采取了控制政府赤字的措施。

联系依然紧密

看似能够避开欧元区动荡的情况确实正在发生，尽管西欧与东欧国家一直联系紧密。自从 20 年前苏联解体后，西欧和东欧之间通过贸易和金融渠道交往日益频繁。

西欧是中东欧地区最大的出口市场。有些出口商品正是西欧出口产品的原材料。该地区的许多国家已经是向西欧的最终产品生产商提供原材料的供应链上的一部分。例如，德国的汽车制造商就在中国设厂，并将其部分生产转移至此。

贸易联系对中欧地区尤其重要，尽管它们中大宗商品的出口国，如俄罗斯和乌克兰，与非欧洲国家的贸易量非常大，但它们的出口商品在西欧经济体畅销与否影响着其在国际市场的价格。相比之下，东南欧与西欧的整合程度较低。

在欧元边境

中欧、东欧和东南欧包括爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛等波罗的海国家，中欧的捷克共和国、匈牙利、波兰以及斯洛伐克共和国，东南欧的阿尔巴尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、保加利亚、克罗地亚、科索沃、前南斯拉夫马其顿共和国、黑山共和国、罗马尼亚、塞尔维亚和斯洛文尼亚，以及东边的白俄罗斯、摩尔多瓦、俄罗斯和乌克兰，位于欧洲和亚洲交界处的土耳其也属于这一区域。



位于波兰华沙市中心的购物休闲中心。

但是，贸易在相互关系中的地位越重要，金融联系——主要是经由银行——就依然越重要。不管是在所有权关系和还是融资关系上，该地区的银行体系与西欧银行之间的结合非常紧密。

在白俄罗斯、俄罗斯、斯洛文尼亚和土耳其境内，外资银行（这里指境外实体所占股份超过 25%，并且为最大股东的银行）占据了大约 35% 的市场份额；而在波斯尼亚和黑塞哥维那、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、罗马尼亚以及斯洛伐克共和国境内，外资银行所占市场份额高达 80%。相比之下，外资银行在欧元区的平均市场份额不到 20%。

然而，外资银行并不一定是依靠国外的资金。例如，外国银行在捷克共和国占优势地位，但是他们却都是本地投资运营，大部分是通过存款的形式，这样他们就不易受到外国——此处系指其总行——资金链突然断裂的影响。

但是，外资银行的跨国投资对于该地区许多经济体的经济运行还是很重要的。截止到 2011 年年底，这些资金在保加利亚、克罗地亚、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、黑山共和国和斯洛文尼亚等国的 GDP 总量中所占比例达 30% 以上（见图 1）。这些投资以西欧总行集团为其当地分支机构的运营提供资金，以及直接向大公司提供跨境借贷的形式进行。在俄罗斯和土耳其，尽管外资银行的市场渗透率相对较低，但本地银行还是经常从国际同业银行和债券市场借款

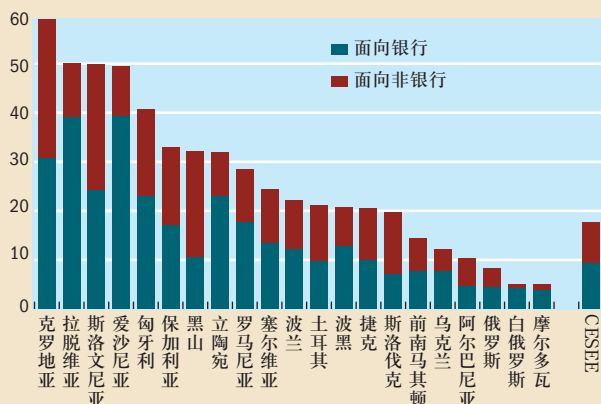
用以补充存款，从而给国内贷款提供资助。

这些唇齿相依的金融联系意味着源于西欧的动

图1
紧密联系

主要外资银行向中欧、东欧和东南欧的银行以及非银行类借款人提供数目巨大的跨境投资。

（发达经济体银行贷款在投资接收国GDP中的占比，2011年第4季度，%）



资料来源：国际清算银行（BIS）、《地区银行统计》、IMF的《世界经济展望》数据库以及IMF工作人员的计算。

注：这些贷款系由拥有国际运营业务的发达经济体银行提供，其中央银行将信息报告给国际清算银行，再由国际清算银行对数据进行汇总整理；国际清算银行是各国中央银行的央行组织，科索沃的相关数据没有提供；CESEE指中欧、东欧和东南欧。

荡严重影响着中欧、东欧和东南欧国家，而这正是2008—2009年间所发生的事实。雷曼兄弟破产之前，西欧总行忙着为迅速扩张的国内借贷筹资，这刺激了资产价格的飙升和国内需求的增长。但是当全球危机重创西欧时，这些资金流动戛然而止，使得该地区陷入了深度衰退，直到2010年面向西欧的出口复苏，这种状况才开始得到缓解（见图2）。

虽然东西欧之间存在着这些紧密的联系，但这场已持续两年的欧元区危机带来的影响还是与2008—2009年的金融危机不同。随着借贷成本在欧元区的外围国家——首先是希腊，接着是爱尔兰，然后是葡萄牙——无情地疯长（这反映出投资者的担忧也在上升），尽管中欧和东欧已经从深度衰退的困境中脱身，针对这些国家的相对借贷成本继续保持平缓或者还在持续下降。

该地区在最近的欧元区危机中只受到很小的影响主要是归功于不存在很大的不平衡。2007—2008年间，该地区在面临资金流入突然中断的时候显得非常脆弱，因为这些国家从国外（主要是西欧的银行）借了数目可观的外债来为经常账户赤字筹措资金。但是到2011年，这种失衡状况的很大一部分已经消失了（见图3）。今天，经济没有过热，经济的增长得益于出口而不是得益于国外资金流入形成的国内需求繁荣。

这些国家也开始着手一些能够减少财政赤字的项目。在2008—2009年金融危机的前期阶段，尽管一向是繁荣风向标的税收收入出现了上升，给人们制造了一种财政状况强劲有力的错觉，但公共财政是脆弱的。繁荣的终结清楚地表明，税收收入大部分都是暂时的：

2009年，该地区的财政收支平衡由占GDP 2%的顺差下滑到了6%的赤字。但到2011年，大多数国家实施了大规模的财政巩固措施，该地区的财政赤字减少到了GDP的0.5%。

当然，很多国家仍面临着巨大的风险。巨额的外债再融资需求使得借贷需求高企不下，而大量的外币贷款则对外汇价格和货币政策造成了束缚。俄罗斯和乌克兰就仍然备受商品价格下滑的影响。虽然很多国家极力进行了财政整顿，但它们的财政赤字依然非常庞大。并且银行体系背着大批不良贷款的沉重包袱——这在2008年之前不曾存在过。

缓慢地蔓延

该地区经济重振的极限在2011年下半年受到了考验，那时正值欧元区问题升级之时。欧元区银行承受着巨大的资金压力，作为应对措施，它们收紧了在国外的资金运营。从6月到12月期间，他们削减了对中欧、东欧和东南欧地区投资的6.5%——相比之下，其同期针对非洲、中东和亚太地区的削减幅度为3%；而对拉美和加勒比地区则增加了2%。

尽管由于地方存款和当地银行贷款的增长，使得投资紧缩得到了部分抵消，但波罗的海国家、匈牙利、黑山共和国和斯洛文尼亚的信贷依然属于负增长。

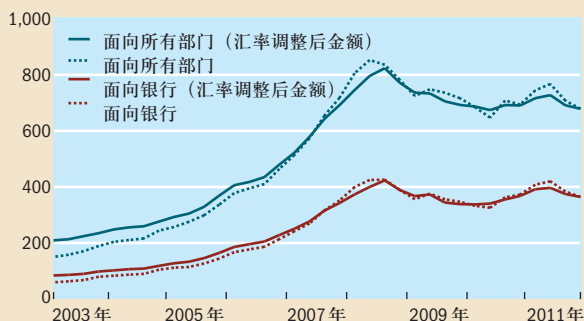
在2011年后期和2012年早期欧洲中央银行(ECB)向各银行提供为期三年的低息无限流动资金后，面向该地区的投资紧缩状况得到了缓解。2012年7月，欧

图2

资金收回

在2008年9月以雷曼兄弟宣告破产为开端的金融危机发生之前，发达经济体的银行大幅提高了向中欧、东欧和东南欧国家提供的贷款。

（发达经济体银行给该地区提供的贷款，10亿美元）



资料来源：国际清算银行（BIS）。

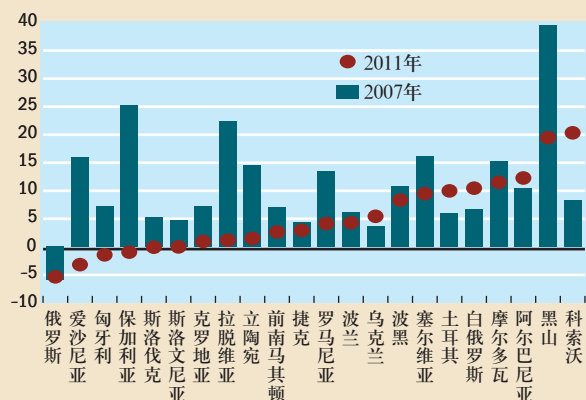
注：图中所包括的银行都是国际清算银行（一个国内中央银行的国际央行组织）成员国中拥有国际运营业务的银行。汇率调整的目的是在于尽量消除报告数据使用汇率换算为同一种货币（此处为美元）时发生的价值变化。

图3

正在消失的赤字

2007年，中欧、东欧和东南欧国家持有巨大的经常账户赤字；到2011年，该赤字出现了大幅萎缩。

（经常账户赤字，占GDP的百分比）



资料来源：IMF的《世界经济展望》数据库。

注：经常账户衡量一个国家在出口、境外投资以及来自境外的现金等项目上的收入减去在进口、转移到国外所有人的境内投资收入以及转移到境外的现金等项目上的支出情况。

洲央行行长马里奥·德拉吉“会尽一切努力保护欧元”的承诺进一步缓解了市场焦虑和资金压力。

尽管金融市场近期取得了一些进步，但在今年这个从欧元区大衰退中脱身的时刻，该地区的经济增长速度却出现了急剧下跌。IMF 在其 2012 年 10 月发布

现在，这里的情况比只能听天由命的 2008 年好很多了。那时受严重失衡的影响，该地区在面临资金流入突然停止时不堪一击，而现在早已今非昔比——来源于本国的经济危机发生的可能性已然大大减低。

但这并不意味着该地区已经完全躲过危机了，它们


尽管金融市场近期取得了一些进步，但在今年这个从欧元区大衰退中脱身的时刻，……经济增长速度却出现了急剧下跌。

的《世界经济展望》报告中预测，中欧、东欧和东南欧地区的经济增长率将仅有 2.8%，与 2011 年相比将会下跌 4.9%。

另外，紧密的贸易和金融联系使得这一地区承受着欧元区危机再次恶化的风险。如果欧元区危机加剧，中欧、东欧和东南欧地区将在贸易和金融两方面到严重的影响。如果欧元区经济大幅下滑，该地区的出口将会受损，金融市场环境将会加快收紧，总行投资将会成比例缩小，资本流入停止——这样又会进一步影响国内需求。

仍然受着西欧发生的一切的影响。尽管其重新恢复了应对能力，但是很快，它们又可能被淹没在持续恶化的欧元区危机中，这强烈意味着，重建缓冲区是一个持续的要求，并且需要做好在危机中磨练的准备。■

巴斯·B. 贝克尔 (Bas B. Bakker) 是 IMF 欧洲部顾问，克里斯多夫·科林根 (Christoph Klingen) 是该部门副主任。



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu