

# Roundtable

## 东欧受袭：金融危机“骨牌”还剩几张？

形势紧迫！3月14日在英国霍舍姆闭幕的G20财长和央行行长会议，虽然会期仅为一天，却受到全世界媒体的广泛关注。会议联合公报指出，现当务之急是加强各国宏观经济政策协调，加大经济刺激措施的力度，避免发生全球性经济衰退。同时，要旗帜鲜明地反对贸易和投资保护主义，促进国际贸易健康发展。

事实证明，在过去一年里，美英等国的救市政策在很大程度上并未起到很大效果。西方经济体在动用大量财力拯救金融机构与实体经济之时，还给这些国家堆积了如山般的债务；银行业进行的大规模去杠杆化，更推动了西方经济陷入长期及深度的经济衰退。

现在，又一个受金融危机重创的地区出现了，它们在过去的几个月里并未受到人们的关注。

随着发达国家回撤资金，匈牙利、波兰、波罗的海三国等过度依赖外债的东欧各国正逐步陷入本币贬值、经济下滑的深渊……

现在，全球金融危机究竟是位于开始的结束，还是结束的开始？

◎本报记者 石贝贝

### 1 外资银行比重过大引恶果

上海证券报：东欧国家爆发金融危机体系危机的根本原因是什么？东欧国家的外汇、债务、以及实体经济等方面还可能出现怎样糟糕的情况？

孙昊：东欧国家爆发问题主要有三方面原因。

第一，这些国家外资依赖程度过高。就净海外负债占GDP比率而言，波兰达到50%、罗马尼亚为52%、匈牙利为99%。与1997年-1998年亚洲金融危机时的亚洲国家相比，现在东欧国家的问题更突出、更严重。即便当年问题最严重的泰国，其净海外负债占GDP的比率也不到50%，其他受危机严重影响的国家如印尼、韩国、马来西亚等的上述比率都不到30%。

同时，从债务结构上看，东欧国家短期债务比率过高。项目用款是长期的，但融资是短期的，就会存在匹配和再融资风险。据统计，截至今年2月底，东欧国家总债务为1.7万亿美元，其中今年到期需要再融资的债务约4000亿美元。这其中还不包括俄罗斯今年到期的1000亿美元债务。

第二，目前东欧国家的政府缺少应对危机的、必要的政策手段。一方面，东欧国家并不拥有足够的财政实力来实施财政刺激方案，二来出于对其本币大幅贬值情况下出现进一步贬值的担忧，东欧国家不敢采取如美欧国家那样的大幅减息的货币政策。实际上，2月份匈牙利官方利率维持在9.5%，俄罗斯为了维护币值稳定则把官方利率从11%提升至12%。而与其他国家相比，中国政府有相当的财政实力来实施财政刺激，同时，中国人民银行有较大的空间实施宽松的货币政策，也不必担心人民币贬值。

其次，东欧国家没有足够的外汇储备积累。近期，东欧国家外汇储备流失的平均了20%左右。比如，2月底俄罗斯外汇储备流失36%，波兰和匈牙利的数据则分别是28%和18%。

第三，外围的经济环境在进一步恶化，全球经济对东欧的影响都是负面的。这和1997年-1998年亚洲金融危机时的情况不同。当时虽然亚洲经济出现问题，但美国和欧洲的情况尚好，亚洲国家可以通过出口美国和欧洲来减少危机的影响。

未来，东欧国家的企业还将逐步出现还款问题、违约率上升等情况，不排除将来东欧企业的债务出现违约、债务重组等情况。东欧国家的海外投资主要来自于西欧的银行，且西欧各国在东欧不同国家的投资比率均有不同侧重。比如，德国在波兰、俄罗斯、以及匈牙利的投资敞口就比较大，奥地利对捷克的投资更多。

西欧的银行在自救过程中，从东欧国家抽走部分贷款、资金，或者停

止新增贷款等，都会导致东欧国家金融体系出现问题，这表现在东欧国家货币下跌、风险价差扩大、各项经济指标放缓等。以从工业生产总值为例，匈牙利去年12月份按年下降23.3%，俄罗斯今年1月份下降了16%。在货币方面，东欧各国货币出现了15-30%的贬值，其中波兰兹罗提从去年8月至今年2月底下跌了30%。

Anderson：东欧国家步入危机，主要由于过去5年来持续恶化的、不平衡的全球宏观经济环境，这使得许多国家过度暴露于下行风险敞口之下。东欧地区尤其成为高信贷、高杠杆推动经济增长的地区，各国的经常项目逆差和外债都非常巨大。因此，当全球资本开始回撤、美元流动性开始枯竭之时，这些国家就不能保持之前的经济增长状态。我们认为，受冲击最严重的将会是波罗的海国家、保加利亚、匈牙利、前南斯拉夫共和国、乌克兰、以及哈萨克斯坦等国，而波兰、捷克、斯洛伐克的情况要相对好一些。俄罗斯的情况则比较特殊，它的外部资产负债较为平衡，但是国内经济则存在严重问题。

然而，迄今为止，尽管许多东欧国家的信贷和新增借贷状况已经日趋枯竭、经济增长也转向负面，我们仍然未见到全面铺开来的金融危机，比如货币巨幅贬值、零售银行大量倒闭等情况。当然，对于这些风险，我们未来几个月、几个季度内都需要紧密关注。

关家明：东欧各国自身经济发展的特点决定了危机的发生，东欧各国普遍外债占GDP比重较大，经常项目赤字较大，国内银行体系发展薄弱，外资银行占据本国金融体系绝大部分市场份额等。一旦市场出现剧烈波动，或者美元出现问题，负债过度的东欧各国就很容易陷入流动性危机，出现偿付能力不足等问题。更关键的是，当地金融体系严重依赖西欧银行，而西欧银行受金融海啸的冲击出现了严重的问题，最终也使得东欧经济跟着遭殃。

这次危机中，东欧各国受到了西欧银行信贷收紧和本国外汇失衡等诸多打击，但是如果东欧国家能够得到德法等西欧国家支持，并非完全没有出路。同时，东欧各国也应该团结起来，在主要国家的协调下、共同应对危机。

总之，东欧未来的前景存在很多变数。未来一年甚至更长时间，东欧的情况都会很困难，至少会有一两个地方出“乱子”。所谓“乱子”，就是指金融体系崩溃、国家“赖债”、经济停顿等。至少目前看来，这种危险性还在增加。



### 2 中东欧前景不容乐观

上海证券报：随着西方国家回抽资金，波兰、匈牙利、波罗的海三国等是否会成为以新兴市场为主体的又一波金融海啸的导火索？包括亚洲、拉美等在内的新兴市场经济体的危机将呈现哪些具体特征？

孙昊：我们认为第二波应该这样来理解。此次金融危机始于美国房地产业，随着美国房地产价格下跌，次贷按揭按揭抵押债券、MBS/ABS、价格下跌；进一步导致银行资产负债表中的资产价值出现下跌；银行为修补资产负债表，抛售不良按揭资产和次按揭债券，其资产价值进一步下跌；美国银行业收紧信贷，流动性的收紧使得投资者抛售更多的资产，资产价格下跌和银行收紧信贷，致使美国消费减少和企业融资困难；实体经济的问题加剧；传导至发展中国家的制造业和出口，进而传导至对国际能源的需求，也使得巴西、俄罗斯等国因能源价格下跌而收入锐减。

这其中存在一个分支，西方国家的银行在减少资产负债时，需要从海外收回投资、停止新增贷款等，这对东欧国家等对外资依赖程度过高的国家产生影响。

如果银行贷款因实体经济、企业还款能力等因素而出现贷款违约率上升的情况，我们认为这将是银行体系遭遇的第二波“冲击”。

东欧国家问题的解决关键要靠政府。这里面情况又比较复杂。由于前面所说的，东欧各国政府很难实施有效的财政政策和货币政策，这将会使得前景变得更加不乐观。

我们认为，从目前市场情况来看，西欧国家需要提供3000-4000亿美元的资金，才能使得东欧国家的情况得到实际缓解，但目前这个也比较难。

Anderson：东欧国家的状况存在一个很大的特点，即，由于大量外资银行

在东欧各国设立子银行、开设分支机构、以及提供大量信贷资金，东欧各国的外债多是以长期银行借贷的形式存在。因此，即便西方银行现在停止向东欧各国提供新增借贷，我们迄今也未发现有大量的资金“撤出”的情况。甚至，我们很有可能不会看到“大量资金回撤”的景象，因为展开信贷敞口将花费大量时间。这将使得这次东欧国家的情况与1997年亚洲金融危机的情况非常不同，亚洲金融危机时主要由于短期外债资金迅速流入流出。

对于亚洲和拉美等地的危机情况，我认为，亚洲和拉美地区的确存在一些问题，许多“周边国家”也正经历着严重的金融困境，但是就整体而言，亚洲和拉美地区对于此次金融危机的敞口非常小。这些地区并没有大量的高信贷、高杠杆推动的经济增长，这些地区各国的外部负债情况也较为平衡。因此，我们认为并不会发生另外一次“亚洲金融危机”或者发生一次“拉美金融危机”。

关家明：讨论新兴市场经济体时，有必要区分各个地区不同经济体的具体情况。在新兴市场内部，中东欧显得最为脆弱，其次是拉美，其他新兴经济体情况则要好得多。

考虑到全球信贷紧张，因此新兴市场国家对于资金流入的依赖程度的是一个重要的警示信号。在去年最后几个月，我们看到资金撤离新兴经济体、看到市场对流动性的狂热追逐，其后果就是美元汇率上涨。再加上危机对经济的冲击、出口锐降、外国直接投资搁置等，最终导致新兴经济体资金流向的大幅转向。根据国际金融协会数据，2007年商业银行对新兴经济体的净贷款为4100亿美元，2008年则降到670亿美元，预计2009年将逆转

为流出610亿美元。

上海证券报：随着欧洲银行业的去杠杆化的进行，欧洲银行业、欧元汇率、欧洲实体经济等将面临哪些挑战？

孙昊：欧洲的银行在去杠杆化方面将遇到更多挑战。首先，欧洲的银行杠杆化比例比美国的银行高。次贷危机爆发时，美国花旗、摩根大通、美国银行等美国金融机构的平均杠杆率约为35倍，而欧洲国家的德意志银行、巴克莱、汇丰、法兴等金融机构的平均杠杆率为55倍。第二，从各银行的拨备情况来看，目前美国银行业进行了8200亿美元拨备，而欧洲银行业则不到3600亿美元、拨备远远不够。第三，欧洲中央银行的反应比较慢，去年中期，欧洲央行还采取了一次加息行动。另外，金融系统的危机，使得传统的货币政策很难通过银行传导的实体经济。在这种情况下，财政政策变得非常必要。欧洲各国情况不同，难以有统一的财政政策，这使对整体经济的救助会更加迟缓、不那么有效。

关家明：未来，全球经济都将面临去杠杆化、通缩、以及需求下降等问题。全球银行体系的“去杠杆化”可能需要1年左右的时间才能趋于稳定，而家庭消费领域的“去杠杆化”可能需要更长、乃至10年的时间。

目前席卷全球的金融海啸呈现出三个特点。第一，就是证券化，其中企业、资产抵押等证券、住房房贷分别占据资产证券化市场的32%、25%和20%。第二，同步化。除美国金融体系爆发问题之外，诸多欧洲银行跨境负债。截至2007年年底，多个欧洲国家对外债券占GDP比重均超过100%，其中，瑞士对外负债占GDP比重达到1057%。第三，结构性。过去几年，美国、英国、西班牙等国家的家庭负债占可支配收入比重均呈显著上升趋势。

能不是最好的选择，但是在目前它仍然好于其他的投资选择。

关家明：金融危机发展至今，距离恢复市场信心仍有很大距离。比如，美国国债和美国银行间拆借是信用等级最高的两类融资渠道，这两者之差代表市场信心受动摇的程度。历史数据来看，“911”事件发生时，美国3个月拆借利率与美国3个月国债利率之差最高达到1.3%-1.5%，1987年股灾时上述数值最高达2.3%，但是这次金融海啸在去年9月雷曼破产时最高曾达到5%。但目前最坏的情况已经过去，上述数据已经与“911”时基本持平，比正常情况下高出2-3倍。

美国大量发行国债、印钞票，但结果大量流动性并不能通过受创的金融体系传导至实体经济中去。另外，随着金融机构去杠杆化的，它们将大量收紧信贷，同时金融机构之间的信用危机仍在蔓延。而随着美国政府救市计划的进行，美国仍将大量发行国债。但是，我们可以预计，相对于其他货币和资产而言，美元未来依然是全球最主要的支付和结算货币，美国国债仍是全球投资者可供选择的投资渠道中比较好的投资方向。



孙昊  
PIMCO (太平洋投资管理公司)  
中国业务发展主管  
Jonathan Anderson  
瑞银环球新兴市场总经济师  
渣打银行亚洲区总经济师  
关家明

