

转型报告 2010

复苏与改革

# Recovery and Reform



European Bank  
for Reconstruction and Development

财新传媒  
Caixin media

---

欧洲复兴开发银行（EBRD）是一家为中欧及中亚的多个项目提供支持的国际金融机构。该行主要投资于无法通过市场满足其全部需求的私人部门客户，鼓励向开放、民主的市场经济转型。欧洲复兴开发银行在其业务中力求遵循公司治理与可持续发展的最高标准。

## 关于该报告

欧洲复兴开发银行着力促进向开放的市场经济过渡，并弘扬从中欧到中亚各国的企业家精神。为有效履行上述任务，需要分析并理解这一转型的过程。《转型报告》的目的便是增进这样的了解，并与我们的合作伙伴分享我们的分析成果。

首席经济学家办公室对《转型报告》内容负责。报告中所做出的评价和观点并非完全代表欧洲复兴开发银行的立场。《转型报告》中的评估和数据均是基于 2010 年 10 月初以前的信息。

# 目录

摘要  
前言

01 第一章 转型的进展与评估  
02 转型指标：简史  
03 传统指标：2010 年的评分  
03 行业指标：范围和方法  
07 行业评分  
07 地区综述  
14 附件 1.1  
16 附件 1.2

1

28 第二章 从危机到复苏  
30 出口主导的复苏  
30 危机的遗留问题令国内私营部门需求承受压力  
34 财政紧缩措施部分被货币政策所缓解  
34 核心通胀压力犹存  
35 欧洲债务危机阻碍外部融资回暖  
35 2011 年前景  
42 附件 2.1

2

46 第三章 发展本币金融  
48 本币融资与外币融资  
50 外币贷款为何如此盛行？  
53 本币融资的基本决定因素  
62 发展本币融资的策略

3

66 第四章 鼓励贸易一体化和出口导向型增长  
69 2000 年以来出口表现  
72 出口与创新：公司层面的论证  
75 为出口创造有利环境  
76 结论

4

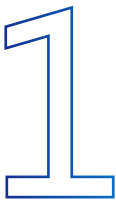
78 第五章 评估和改善商业环境  
80 解读 BEEPS：一种新颖的方法  
83 主要的商业障碍  
84 跨国比较：来自异常值的启示  
86 局限性的国家间比较  
88 1999-2008 年间的变化  
89 回归分析  
90 结论  
94 附件 5.1

5

95 国家评估

156 方法注释  
164 鸣谢

转型的进展与评估



对于转型地区大多数国家的决策者而言，2010 年又是艰辛的一年。改革的步伐进一步放缓。尽管如此，改革逆转的例子却鲜有发生，凸显出该地区大多数国家在过去二十年间实施的各项改革措施的韧性。欧洲复兴开发银行的一系列转型指标中，少数得到上调，几乎没有下调，这也说明了过去的一年对于转型国家而言，是一个改革停滞期（也许说改革缓行期更合适）而非改革逆转期。只有波兰和塔吉克斯坦这两个国家的相关指标得到一次以上的评级调升。

今年的《转型报告》首次改进欧洲复兴开发银行的转型指标，扩大了他们的覆盖范围，也加大了对市场促进制度质量的重视。除了推出大量新的行业指标（特别是企业和能源行业），也引入了一组新的金融业指标。新旧两版转型指标都在报告中。虽然这两组指标存在高度关联性，但在金融业，传统评分和新评分之间仍存在显著差异。这主要是由于传统指标重点强调金融深化，而对监管及监督机构的质量只给予较少的权重。

与传统指标相同，新指标对于中欧及波罗的海国家的评分最高，其后是土耳其，而中亚国家的评分依然是最低的。但是，即便是在欧盟成员国之中，某些领域还是有进行重大改革的必要的，特别是在可持续能源、交通和金融业的某些领域。

导致这些差异的主要因素有三个：转型国家通过利用世界经济的复苏时机扩大出口的能力；财政政策；以及消除危机前的各种不平衡状况，这仍在制约许多国家的信贷增长。大宗商品出口国，出口集中在机械这样的中间产品的国家，以及在此次危机期间实际汇率大幅贬值的国家，都在不同程度地享受全球贸易回暖带来的好处。此外，俄罗斯和德国的经济复苏正促使汇款回流至该地区一些小型国家。相比之下，资本流入的总体回升速度则慢于其他新兴市场国家，但土耳其和波兰的情况明显例外。

展望未来，预计这种不同速率复苏的趋势将会延续。总体而言，由于财政调整导致国内需求增长微弱，未来一年出口将继续推动大多数国家的经济增长。国际环境因素造成下行风险上升，但也有危机前的遗留问题，特别是大量外币债务的存在，以及为应对财政和民粹主义压力而出台却适得其反的税收与监管决策。

发展本币金融



发展本币金融，对于转型地区实现稳定而有力的增长非常关键。本币债券市场有助于调动国内储蓄，降低一国对外来资本的依赖性。发展本币金融也有助于减少未经套期保值的外币借款这是许多国家易受货币贬值影响的关键原因，却在转型区域国家的银行系统中广泛存在。

弄明白未经套期保值外币借款产生的原因远比了解它造成的问题更重要。这里提出了三个因素：通胀波动性，这意味着本币借款的宏观经济风险可能比外币借款更高；固定或严格管控的汇率，这导致了对货币风险的低估；国内融资渠道不足，这使得银行为获得信贷扩张资金而转向外币贷款。

这些问题在各转型国家存在的程度各不相同，因此，本币金融的发展也应该不尽相同。在一些东欧及中亚国家，通胀历来波动且难以预测。这些国家在采取其他措施发展本币金融之前，必须对其宏观经济体制和政策框架进行改革。相比之下，那些在宏观经济稳定方面拥有良好记录的国家则能够利用多种手段来鼓励本币的使用，这包括：加大汇率灵活性；发展本币债券市场（都处于初级阶段，除了个别的例外）或改革银行监管。

从危机到复苏



去年，欧洲复兴开发银行关注区域的大多数国家均已开始经济复苏之路，但步伐各异。尽管经济增长仍远低于其 2005–08 年的平均值，一些中欧国家以及东欧和中亚大多数大宗商品丰富的国家都在稳步复苏。在亚美尼亚、摩尔多瓦、波兰和土耳其等少数国家，资本流入或汇款的重新流入拉动了 2010 年的经济增长。相对而言，许多东南欧国家的复苏进程则较为缓慢。



## 鼓励贸易一体化 和出口导向型增长

# 4

2000 年到 2008 年期间，转型地区国家的经济增长主要依靠活跃的资本流入和国内需求。因此，进口增长经常超过出口增长，导致很多国家出现较大规模的外部赤字。经济危机之后，回归这种“增长模式”看起来既不现实，也不受欢迎。这一地区必须鼓励出口，以期在没有外部失衡的情况下恢复增长。分析显示，转型国家的出口和创新之间联系密切，由此，出口表现与长期增长之间也密不可分。

尽管较之进口的快速增长，转型国家的出口相形见绌，但事实上其历史表现一直不错。2000 年到 2008 年，转型地区国家出口占世界总量的比重从 5% 增长至近 10%，也变得更为更多元化，区域内贸易和向非传统贸易伙伴国的出口不断增长。但是，这种增长的基础却未必能在未来十年持续，比如廉价的劳动力成本和低水平的关税壁垒。因此，鼓励出口将需要新的政策措施。除支持性的宏观经济和劳动力市场政策之外，另两个方面的进展也至关重要，一是非关税壁垒必须被降低或使企业学会更好地应对；二是改善商业环境，这与竞争力密切相关，特别是改善海关流程，减少腐败，完善法制。

克服这些困难的一个办法是关注各企业对障碍的相对评级，这消除了各企业的参照差异或“抱怨倾向”的影响。这种方法表明，很多转型国家都面临三个主要的商业环境方面的忧虑，即：技术工人供给、腐败和税收管理。基础设施欠佳和犯罪活动也是最受关注的因素，特别是在远东地区。

本章阐明了转型各国如何能够通过利用彼此的经验来弥补这些不足。比如，格鲁吉亚能够与其伙伴分享反腐败的思路，爱沙尼亚则能够提供完善税收管理的经验。限制性决定因素的回归分析能够提供减少商业障碍的进一步线索。其结果表明，尽管移动通讯崛起，但固定电话的实用性仍至关重要；税则实施的透明化也许比仅仅简化文件或缩短税务筹划时间更紧要，消除技术瓶颈比教育支出的增长更为重要。

## 全新的国家评估

《转型报告》国家评估部分提供了有关过去一年主要宏观经济和结构性改革进展的概览，并概述了各国所面临的重要挑战。这部分内容是对该地区各国实际情况的简明综述，并针对投资者、分析师和决策者关注的某些主要问题提供了一份指南。

今年我们调整了页面结构，在国家和具体行业两个层面，将重点更多地放在未来的主要挑战上。对每个国家而言，评估都是从三个主要的发展和挑战开始，着重强调最为重要的事件，并对政策重点加以评论。后一个部分涉及宏观经济表现，并概述短期前景和主要风险。接着是主要宏观经济指标简表。更为详细的数据公布在 EBRD 网站上，包括选取的经济指标以及结构性和制度性变革。

评估其余部分用来阐述结构性改革问题。用一小段篇幅概述了转型状态的大图景，从而体现这些年来各项改革措施的累积性效果。该评估接着概括自 2009 年中期以来各项主要结构性改革所取得的进展，范围涵盖各个主要方面，如企业、能源、基础设施和金融。最后，该评估概述了三个结构性改革的优先事项，回应了第一章中所分析的行业改革和挑战。

## 评估并改善商业环境

# 5

改善商业环境是后危机时代经济增长的基石。但是，商业环境中的哪个方面对企业最重要？转型地区的决策者能该如何解决这些问题？原则上，EBRD 和世界银行商业环境与企业表现调查（BEEPS）能够帮助回答这些问题。在该调查中，转型地区的企业每隔三年对营商环境的主要障碍进行评估。但实际上，调查中所表达的观点在不同国家和企业之间缺乏可比性，也缺乏对制度和政策基本差异的考虑。



埃里克·伯格洛夫 首席经济学家

“自满不仅会威胁到复苏，也会危及长期增长。若不着手全新的改革，则该地区可能不会恢复危机前的活力。”

“

Complacency would threaten not only recovery, but also long-term growth. There can be no return to the region's pre-crisis dynamism without new reform. ”

欧洲复兴开发银行所在的地区正在从此次危机中复苏。与其他新兴市场地区相比，该地区的复苏更加步履蹒跚，主要原因是其危机前的不平衡状况程度更大，而消除这些不平衡状况所需的时间更长。复苏步伐差异巨大：有些国家正在经历急速的反弹，而在其他国家（特别是东南欧国家），复苏才刚刚开始。2011 年，欧洲复兴开发银行预期所有受惠国均将实现自 2007 年以来的首次正增长，尽管有时较为温和。

该地区的决策者们应从此次危机中得出什么样的结论？对于此次经济衰退的长度和深度，以及与之之前繁荣期因果关联的认识，已带来对“新增长模式”的呼声。激起这些呼声的诸多担忧是合理的，但结论有些过激。“旧”的增长模式是一种以私人部门驱动的国际一体化经济模式，并且以发挥市场促进作用的政府机构为支撑。这种制度在根本上是成功的。最近十年间，该地区收入水平已经趋近于西方国家：即便受到此次危机的影响，该转型地区经购买力调整的人均产值仍几乎是其 10 年前的两倍。这些成效验证了该增长模式的方方面面，包括去年的《转型报告》：危机中的转型中所示的金融一体化的影响。

这就是说，该转型地区的增长模式（至少它的执行）存在重大缺陷。有的缺陷我们已经意识到，而另一些则被此次危机所遮蔽。二十年的转型已告诉了我们市场支持制度的重要性，但金融监管和监督的不到位，以及出口面对全球危机时的脆弱性却让我们感到意外。在某些领域（特别是金融业），事实证明我们衡量这些制度质量的各项努力还不够。部分由于这个原因，今年《转型报告》的第一章公布了一组新的行业转型指标，包括一组全新的、更宽泛的金融业指标，它更多地凸显出转型体制方面的重要性。

那么，到底转型地区应该采取怎样的增长模式？基本上，改革必须满足两个目标。

一是减少增长的波动性。虽然危机前的各项政策在实现高增长方面卓有成效，但实际上很多是以巨大的风险为代价，包括大规模的经常账户赤字和过度的私人借贷（以外币借贷居多），这反过来又引起了诸如建筑及零售等行业的泡沫。现在，这些泡沫已经破裂了。

二是重新振兴并平衡长期增长的驱动力。这在一定程度上是由于市场预期资本流动不会再以与危机前相同的方式流回到转型地区。因此，该地区将不得不寻找其他增长源泉。

然而，对新增长议程（若非一种新增长模式）的需要几乎与此次危机无关。除快速的资本流入和信贷繁荣（这两个因素不能，我们也不希望能持续）之外，过去十年的增长基本上是出口增长和贸易融入世界经济的结果。这需要继续，并成为后危机时期增长的主要驱动力。

然而，这样的目标不会轻易实现。正如第四章所论证的那样，

危机前的十年出口增长的驱动力是：成本竞争力、贸易协定和关税削减，以及贸易伙伴国的强劲需求。但现如今的单位劳动成本比 10 年前高得多，这是劳动力市场整合的自然结果；平均关税税率目前处于个位数水平；预计未来多年世界经济增长将逐步放缓。

出于对这种唾手可得的已经过去的认识，2008 年《转型报告》：增长转型中提到，该地区的决策者们必须加大对基础增长驱动力的关注力度，如教育、竞争及多元化。这些讯息在危机之后同样适用。同时，眼下致力于平衡快速增长和波动性之间关系的各项改革尤为重要。为此，今年的《转型报告》重点关注两个主要改革领域。

第一个改革领域关注的是国内资本市场和本币金融的发展。金融发展是增长的一种来源；同时，强化对本国储蓄的依赖程度可以使得经济不易受到国际资本流动波动的影响。特别是对未套期保值的借款人而言，本币贷款增多将使经济更不易受到汇率突然贬值的不利影响。虽然因未对外汇风险敞口进行套期保值而导致大规模破产的威胁在此次危机期间最终得到控制，但这需要高成本的宏观经济紧缩政策和大规模的国际危机贷款。第三章分析了该地区广泛使用外币的原因，得出的结论是，解决措施很复杂，其不仅涉及资本市场发展，也包括宏观经济改革和监管，这些在很大程度上必须是具体国家具体分析。

第二个改革领域是改善商业环境。这已经成为该转型地区及其他地区增长议程的支柱，但挑战在于具体到商业环境的哪些方面最为重要以及如何改善。今年的《转型报告》论及了这个挑战，至少在一定程度上进行了探讨。第四章分析了商业环境的哪些方面对出口增长最为紧要。第五章用一种新方法从商业环境与企业表现调查中探寻企业最为关切的问题，该调查是欧洲复兴开发银行和世界银行在 2008–09 年进行的，并试图将其与国家政策联系起来。

在日渐复苏的各经济体中，他们对此危机的记忆仍历历在目，其改革形势应是利好的。但是，机会也有可能被错过。某些国家新一轮的资本流入以及全神贯注于其他短期关注点，往往会引发对深入改革的自满情绪。缺乏进展会导致产生新泡沫的风险，并使该地区易受世界经济变幻的影响。即使该地区的复苏言之凿凿，但外部下行风险，尤其是源自欧洲发达国家的那些风险依然很明显。

自满不仅会危及复苏，也会危及长期增长。若不进行新的改革，则该地区可能不会恢复危机前的活力水平。决策者所面临的挑战不仅仅是要确保未来更为安全，也要以保持欧洲经济一体化可持续性的方式来实现它。

**埃里克·伯格洛夫 首席经济学家**

# 第一章

## 转型的进展与评估

转型地区在此次全球危机之后又经历了异常艰辛的一年。尽管到 2009 年下半年产值已明显走出低谷，但很多国家仍能感受到经济方面的余震。不过，虽然过去一年的结构性改革进展有限，但仍鲜有改革逆转的实例。





尽管全球及地区经济危机最糟糕的情况已经过去，但很多国家经济仍感受到余震，包括收入锐减、失业率攀升以及社会支出方面的额外压力。新改革的步伐进一步放缓也许不足为奇。但是，2009年《转型报告》的一项重大发现，即极少有改革的逆转，或者预示这种逆转的政治转变，在2010年仍然适用。

本章评估了该地区尚存的挑战，利用欧洲复兴开发银行提炼和扩展的方法，对每个国家所实现的转型阶段和剩余的转型“缺口”程度进行评估。该行的传统转型指标自1990年代中期以来一直适用，但需要一定程度的更新修正，以反映经济学家和决策者对完善的市场经济构成要素不断发展的普遍认识。特别是，有些传统指标对市场促进制度的质量问题描述过少，这个要素在此次危机期间变得显而易见，原因是很多金融领域最终证实没有之前其转型指标评分所预示的那么强势。

传统指标给出的行业层面的信息也很有限，不足以反映现存转型挑战在经济体各个行业间的差异。因此，今年引入了扩展后的评分体系，该体系利用基于16个不同行业的数据进行分析。这是一个两阶段改革的第一步，最终预计会导致出炉一组经修正的、包含行业和国家两个层面的转型指标。传统的国家层面评分和扩展后的新行业评分对比鲜明，目的是提供各国所面对的转型议程更为完整的图景。金融业的改革议程是本报告第三章的主题；第四章和第五章跨行业的角度谈论改革问题，但主要关注企业和基础设施行业。

### 转型指标：简史

衡量转型很困难。欧洲复兴开发银行的指标形成于1994年，代表着量化转型各个方面所实现发展水平的初步尝试。最初有6个指标，涵盖转型的三个主要方面：企业（融合小型和大型私有化企业和企业重组）；市场和贸易（价格自由化和竞争，以及贸易和外汇制度）；以及金融制度（银行业改革）。用1到4的评分体系进行评估，在这里，<sup>1</sup>表示改革几乎没有或没有进展，4表示一国在某一特定方面的转型取得突出进展。

此后，这些指标经历了扩充和提炼。评分体系被分两步进行修正：1995年评分系统中又增加了一类4\*，用来表述与发达工业经济体中同等的政策和绩效标准；1997年增加了加号和减号的使用，以更好地区分各不同类别（4\*被重新定义为4+）。指标数量也增加了。1995年，价格自由化和竞争指标被单独分为两个部分：价格自由化

和竞争政策。

同一年又增加了另外一个金融机构类别：证券市场和非银行金融机构（SM & NBFIs）。那一年的《转型报告》也包括一个法律改革指数，1998年对该指数进行了重大调整。从2002年起，通过解决转型层面特定商业与金融立法领域问题的各项研究，对《转型报告》中的法律改革指数进行了替换。<sup>2</sup>

1999年新增了很多内容，引入了一组涵盖5个次级行业的基础设施指标：电信、电力、铁路、公路以及水利和废水。接下来的几年当中，几乎所有指标的日期均又被回溯到1989年。2005年至2009年期间，部分基础设施指标的测量方法得到改进和扩展，主要方式是将各项指标更紧密地与每个行业可观测的制度特点联系起来。必要时，这导致历史序列的修正。

事实证明，欧洲复兴开发银行的指标是有用且受欢迎的。他们经常受到当地媒体的关注，能够发挥同侪压力（即，如果邻国目前获得更佳评分），并且他们已被广泛应用到学术研究之中，这些研究重点关注的是改革和其他变量（如经济增长）之间的联系。<sup>3</sup>世界银行和其他机构也发布了结构性改革指标，但没有任何一个指标得到了类似欧洲复兴开发银行转型指标这样的频繁引用。

然而，各种缺点也日益凸显。<sup>4</sup>一个问题是评分的主观特性以及可能存在的各个类别之间界限的不透明。在经济学家有机会获得比公开数据所提供的更多信息的情况下，这显然使某些主观性具有了合理性。然而，过于主观可能会削弱该指数的可信度。这是因为它可能无法轻易地从外部进行验证，并形成一国总体经济表现也许会影响对其转型进展做出判断（及评分）的风险（在极端情况下，其将会使得基于这些转型指标的增长的回归分析变得毫无意义可言）。

一个更为重要的目标是，除基础设施指标外，很多评分反映的是一种相当单纯化的观点，即无论任何情况下，成功转型主要都是关于取消政府作用并鼓励私人所有权和市场力量。此种观点的问题是，除非有运行良好、高效的公共机构，市场无法正确履行职能。比如，将一家大型国有企业或公用事业公司卖给私人所有，这未必会导致效率提升并令消费者受益，除非有一家监管机构来强化各项法规并确保公平竞争。同样地，除非伴随着旨在防止过度 and 盲目贷款的制度性保障措施，那么，贷款的快速增长以及私人银行和新金融产品的推出也许给人一种关于上述进展的误导性印象。这就是有些国家大规模私有化和银行业改革评分可能会夸大这些行业所取得的实际进展的原因。

● 1 参见欧洲复兴开发银行《转型报告》（2009）第一章和第六章。

● 2 担保交易（2003）；破产（2004）；公司治理（2005）；特许经营权（2006）；证券法律（2007）；电信（2008）；电力市场（2009）；以及政府采购（2010—参见附录1.2）。

● 3 之前利用欧洲复兴开发银行转型指标进行的有关改革与增长关系的研究，包括 Berg 等（1999）、Havrylyshyn 和 Van Rooden（2003）、Falcetti 等（2002）以及 Falcetti 等（2006）。更近期的例子是 Eicher 和 Schreiber（2010）。

● 4 该讨论来自 Besley 等人（2010）。

● 5 承认各项制度运行良好对转型过程至关重要的认识与欧洲复兴开发银行自1990年代以来通过其法律转型计划（Legal Transition Programme）所倡导的方法相一致，期间，欧洲复兴开发银行对商业及金融法律改革进程进行评估，并实施技术合作项目，以建立和发展市场导向型经济所需的法律法规和制度。参见：[www.ebrd.com/pages/sector/legal.shtml](http://www.ebrd.com/pages/sector/legal.shtml)。

意识到这些问题，今年的《转型报告》着手改进自 2005 年以来的基础设施指标方法，同时从 2009 年开始（去年报告的第五章中进行了简要介绍）做了大量关于新增行业指标方面的工作，以及两项重要的创新。

第一，将行业指标范围从 5 个基础设施指标和 2 个金融业指标扩大到 16 个指标，其中包含 4 个行业类别，即公司、能源、基础设施和金融（参见表 1.3）。金融业指标不仅对银行和非银行机构进行区别，也对非银行机构之间进行对比，对保险和其他金融服务（如租赁、养老基金和其他资产管理服务）、私募股权、资本市场和微型及中小型企业（MSME）金融进行单独评级。

第二，所有行业指标均包含了新的方法（已经应用于去年的基础设施指标），目的是不仅评估市场的结构和界限，也评估市场支持制度的质量，同时将相关研究成果与已发布的数据或可观测到的标准联系起来。一个重要结果是，从 5 个新金融业指标中显露出来的转型图景与从 2 个传统指标中得出的结果略有不同（参见下文）。

今年保留了传统的国家层面指标和（出于比较目的）两个传统金融业指标。后者将于明年停止使用，而前者将会被审核，并有可能在修正后得以保留。

### 传统指标：2010 年的评分

表 1.1 列出了传统转型评分，向上和向下的箭头分别表示评分上调和下调。与前几年相同，该表也包括一个总体基础设施评分，它是基于 5 个细分指标：电力、水利及废水、公路、铁路和电信（详细的评分包含在下文的行业分析中）。表 1.2 简要概括了变动的根据。如表 1.1 所示，今年只有 9 项上调评分（包括总体基础设施的 2 项评分），创下自该评分体系创建以来的历史新低。然而，与前年的 4 项相比，2010 年也只有两项评分下调（匈牙利银行业改革和利率自由化与斯洛伐克的证券市场和非银行金融机构（SM & NBF））。较少的评分上调和几乎没有评分下调表明，这一年总体上是改革停滞的一年（或者说应该说改革进展缓慢），而非改革逆转。只有波兰和塔吉克斯坦这两个国家得到一项以上的评分上调。

白俄罗斯和塔吉克斯坦的价格放开指标被调高一级。就白俄罗斯而言，改革历来滞后，此次上调得益于其取消对众多商品和服务的价格和贸易利润率限制，以及大量减少最低出口价格。但是，白俄罗斯在该指标上的评分排名依然低于所有其他国家（土库曼斯坦和乌兹别克斯坦除外）。塔吉克斯坦评分上调是由于其对于重要的棉花行业的持续放开所致。

其他方面，欧洲复兴开发银行针对该地区的竞争管理机构调查显示，两个东南欧国家取得积极进展，使其竞争评分获得调升。罗马尼亚的评分调升是基于其执法的不断完善，而塞尔维亚已对竞争法进行了重大调整，以使其与欧盟（EU）的各项政策相适应，并强化竞争委员会的权力。

今年银行业的评分并未获得调升，但这并不令人感到意外，因为很多国家仍在经历这方面的诸多问题。匈牙利评分下调的主要原因是政府对银行和其他金融机构加征临时性的高额的税收。虽然此项征税措施反映了迫切的财政需求，但与其他国家的类似措施相比显得并不适宜，并且有可能会抑制在危机期间对匈牙利有所助益的金融深化和国际金融一体化。斯洛伐克证券市场和非银行金融机构类别的评分下调反映出政府在养老金制度方面的改革加大了养老金运营环境的不确定性。相反，波兰的该项指标获得评分调升，原因是成功推出一个新的债券交易平台，这一创新预计会激励本地资本市场的发展。

去年对于黑山共和国大规模私有化方面下调的一个指标，今年得到逆转。去年下调评分是基于该国政府重回购了该国最大公司（铝业集团 KAP）的大多数股份。虽然此举尚未被撤销，但当局已在出售港口行业的资产和一家主要电力公司 EPCG 的少数股权。乌克兰方面，作为世界贸易组织（WTO）成员国，其当局已取消了危机最严重时期期间出台的部分外汇管制措施，并已采取措施进一步实现外汇市场的开放，但是，一些重要的限制措施得以保留，因此其贸易和外汇制度方面的评级去年的降级到 4 分仍保持。

### 行业指标：范围和方法

基于行业的新的转型进展评估方法是具有前瞻性的。与以往只关注过去已经取得的成就不同，这一部分检验了经济中的各个不同行业，并且评估了每个行业转型进程所欠缺的。这是通过将市场结构或市场支持制度提高到发达市场经济所需的标准，而不出于融资或投资的需求。因此，这些评估同时针对“书面的”法律和法规分析及其执行的情况。

表 1.3 列出了属于评估包含的 16 个行业。除新增的金融业指标之外，还有企业分类下的农业经济、一般行业和房地产行业类别。自 1999 年起就已存在的电力指标已被并入能源类别，在能源类别中还有一个新的自然资源新指标和另一个新的可持续性能源指标（很大程度上被之前的转型评估所忽略）。<sup>6</sup> 此外，还有一个新的城市交通方面的基础设施指标。

● 6 该指标基于欧洲复兴开发银行的可持续能源指数指标  
（参见欧洲复兴开发银行《转型报告》（2008）附录 1.3）。



第一章

表 1.1  
转型指标评分, 2010

	2010年中 期人口数量 (百万)	2010年中期 GDP中所占的比 重(欧洲复兴开 发银行百分比估 测值)	企业			市场和贸易			金融机构		基础设施
			大规模 私有化	小规模 私有化	治理和 企业重组	价格放开	贸易 和外汇制度	竞争政策	银行业改 革和利率 自由化	市场和非 银行金融 机构	总体基础 设施改革
阿尔巴尼亚	3.2	75	4-	4	2+	4+	4+	2	3	2-	2+
亚美尼亚	3.2	75	4-	4	2+	4+	4+	2+	3-	2+	3-
阿塞拜疆	8.4	75	2	4-	2	4	4	2	2+	2-	2
白俄罗斯	9.7	30	2-	2+	2-	3+↑	2+	2	2+	2	1
波斯尼亚和黑塞哥维那	3.8	60	3	3	2	4	4	2	3	2-	3-↑
保加利亚	7.6	75	4	4	3-	4+	4+	3	4-	3	3
克罗地亚	4.4	70	3+	4+	3	4	4+	3	4	3	3
爱沙尼亚	1.3	80	4	4+	4-	4+	4+	4-	4	4-	3+
马其顿	2.0	70	3+	4	3-	4+	4+	2+	3	3-	3-
格鲁吉亚	4.5	75	4	4	2+	4+	4+	2	3 -	2-	3-
匈牙利	10	80	4	4+	4-	4+	4+	3+	4-↓	4	4-
哈萨克斯坦	15.7	65	3	4	2	4	4-	2	3-	3-	3-
吉尔吉斯斯坦共和国	5.1	75	4-	4	2	4+	4+	2	2+	2	2-
拉脱维亚	2.3	70	4-	4+	3	4+	4+	3+	4-	3	3
立陶宛	3.4	75	4	4+	3	4+	4+	3+	4-	3+	3
摩尔多瓦	3.4	65	3	4	2	4	4+	2+	3	2	2+
蒙古	2.8	75	3+	4	2	4+	4+	2+	3-	2+	2+
黑山共和国	0.7	65	3+↑	4-	2	4	4	2	3	2-	2+
波兰	38.0	75	4-↑	4+	4-	4+	4+	3+	4-	4↑	3+
罗马尼亚	21.7	70	4-	4-	3-	4+	4+	3↑	3+	3	3+
俄罗斯	142.2	65	3	4	2+	4	3+	2+	3-	3	3-
塞尔维亚	9.9	60	3-	4-	2+	4	4	2+↑	3	2	2+
斯洛伐克共和国	5.4	80	4	4+	4-	4+	4+	3+	4-	3-↓	3+
斯洛文尼亚	2.0	70	3	4+	3	4	4+	3-	3+	3	3
塔吉克斯坦	6.8	55	2+	4	2	4↑	3+	2-	2+	1	2-↑
土耳其	69.7	70	3+	4	3-	4	4+	3-	3	3-	3-
土库曼斯坦	6.5	25	1	2+	1	3-	2	1	1	1	1
乌克兰	46.6	60	3	4	2+	4	4	2+	3	3-	2+
乌兹别克斯坦	26.0	45	3-	3+	2-	3-	2	2-	2-	2	2-

资料来源：欧洲复兴开发银行。

转型指标值从 1 到 4+，1 表示与近似于高度集中的计划经济；4+ 表示发达的市场经济标准。每个改革领域详尽的细分分析参见从第 156 页开始的方法论说明。私营部门占 GDP 的份额是利用从官方（政府）和非官方渠道获得的可用统计结构计算得出的。该份额包括从已注册的私营企业各项正式的业务活动及非正式业务活动中生成的收入。“私营企业”这个词适用于所有私人或私有实体拥有大多数股份的企业。欧洲复兴开发银行准确的估测值

受到数据局限性的限制，特别是在非正式业务活动方面。在某些情况下，欧洲复兴开发银行的估测值也许会与官方数据存在巨大差异。这一般是由于“私营部门”或“非国有部门”的定义存在诸多差异所致。比如，在 CIS+M，“非国有部门”包括集体农场以及只有少数股权被私有化的企业。↑ 和 ↓ 箭头指的是较前一年的变化。一个箭头表示变化了一点（比如从 4 到 4+）。上升箭头表示评分上调，下降箭头表示评分下调。塞尔维亚的人口数据包括科索沃地区。

表 1.2  
转型评分变化

国家	转型指标		调整原因
白俄罗斯	价格放开	3到3+	消除很多商品的价格和贸易限制，并减少最低出口价格目录。
匈牙利	银行业改革和利率自由化	4到4-	大幅加征金融机构税。
黑山共和国	大规模私有化	3到3+	大规模出售港口和电力行业的国有股份。
波兰	大规模私有化	3+到4- 4-到4	大规模私有化取得显著进展。成功推出一个新的债券交易平台。
罗马尼亚	竞争政策	3-到3	竞争领域的执法持续改进。
塞尔维亚	竞争政策	2到2+	竞争立法改革，以与欧盟规则相适应并强化竞争委员会的权力。
斯洛伐克共和国	证券市场和非银行金融机构	3到3-	养老金制度改革增加了私人养老金市场的不确定性。
塔吉克斯坦	价格放开	4-到4	棉花行业的定价机制逐渐放开。

资料来源：欧洲复兴开发银行。

注： 参见表 1.1 所有转型国家的转型指标评分。此外，也上调了波黑和塔吉克斯坦的总体基础设施评分，基于 5 个能源和基础设施行业，并在表 1.3 中这些评分项目旁边用星号标记，同时还提供了前几年的评分。

表 1.3  
新转型指标覆盖的行业范围

企业	农业经济、一般行业和房地产行业
能源	电力* 自然资源 可持续能源
基础设施	铁路* 公路* 城市交通 水利和废水* 电信*
金融机构	银行业 保险和其他金融服务 资本市场 私募股权 微型及中小企业金融

\*现有转型指标

如前所述，新方法以往方法的不同在于其给予了制度质量和传统的结构标准（如私人所有权和市场为基础的价格机制）大致相同的权重。此外，这些制度和结构子部分的评级是从更为透明以及通常基于数据的评估中得出的。这包括以下步骤（具体实例也参见方框 1.1）。

欧洲复兴开发银行经济学家挑选了市场结构和制度构成这些似乎与特定行业有关的子类别，比如，定价机制、所有制、主要运营商的市场力量（在电力或铁路方面），或者市场结构的纵向分类以及独立监管、监管能力、竞争政策或特定行业的法律框架以及市场支持制度执行的情况。

随后制定出子部分的评分方法，它是基于公开数据或者可观测到的市场结构和制度特点（比如，监管独立性或特定立法）。

基于此种评分方法，剩下的市场结构和制度方面的转型缺口可以被划分为“微弱”“小”“中”“大”不同等级。

于是，基于这两个组成部分、市场结构和市场支持制度得到的转型差距评级，每个行业得到一个从 1 到 4+ 的 10 级评分的转型指标<sup>7</sup>。但是，因为转型差距评级是很宽泛的（比如，“较大”差距也许意味着转型没有取得进展，但也包含一种已取得显著进展却与转型前沿国家的距离依然很远的情况）两个部分相同的组合与一定范围内的转型指标评分都相符。比如，极为接近“微弱”的两个“较小”评级也许得到的总体评分是 4，而接近“中等”的两个“较小”评级也许会得到 3+ 的评分结果。为实现灵活性和一致性之间的调和，最终评分被

限定于两个组成部分有相同评级的一个确定范围内。比如，一个“中等 – 中等”组合肯定会得到 2+ 到 3+（含）的评分。当这两个组成部分出现差异时，就对评分进行相应的调整，从而反映适用于市场结构和制度在特定行业的权重（更多详情参见第 156–163 页的方法备注）。

尽管新方法仍然包含主观判断，并且允许欧洲复兴开发银行的经济学家在确定最终转型评分时拥有一定程度的灵活性，但其在规则和透明度方面较传统方法提高很多。后者重点关注转型指标与过去水平相比的上升或是下降，而新方法则要用一个数据框架来证明每个时间点的每一个指标及其子成分的水平合理性。

新方法的另一个吸引点在于，它表明一国（或行业）在完成转型过程中所面临的不同形式的重大挑战。数值评分是对转型差距大小而言是一个有用的初步指导，但制度和结构性子部分及其子类别则给出了一个更为完整的图景。这与传统指标相比，给出了更为具体的政策指导。它也凸显出一个重要的概念：转型并非是从国家控制向自由市场过度的简单线性过程，而是可能会有不同途径，由此对各国和各个行业而言，就出现了不同的改革需求，即使他们得到了相似的行业评分。

<sup>7</sup> 该评分包括 10 点，因为 1+ 从未被使用。

方框 1.1.  
农业经济的评分方法

新的行业评分部分是从数据中得出的，但也来自各种判断，尽管有其主观性，但其归档和解释比用传统方法的情况更简单。本方框解释了农业经济行业评分的计算方法。其他行业评分大体上也是通过类似的方法得出的，但所使用的数据来源有所不同（详情参见第 156–163 页的方法说明）。

构建指标的第一步是列出市场结构，市场支持制度和政策的相关标准，以及有关的数据来源（参见表 1.1.1）。这些数据来源于范围广泛，从多边组织机构（如世界银行或世界贸易组织），到来自国际商业观察（Business Monitor International）和欧洲复兴开发银行内部研究的利基报告。

针对不同标准所选择的权重是基于欧洲复兴开发银行经济学家对其在总体评级中的重要性所作的评估。比如，“私营及竞争性农业经济的发展”被认为是单一最重要的市场结构标准（40%），随后依次是“相关基础设施的发展”（25%）、“技能发展”（20%）以及“价格和贸易自由化”（15%）。市场结构和市场支持制度及政策的权重相同（二者均为 50%）；但在其他行业方面，其中一项可能被赋予更高的权重。

在农业经济方面，每个标准的原始数据均被转化为“z- 分”；

这就是说，各国指标先计算均值和方差，然后根据正态分布给出评分。接着对 z- 分进行排名，然后将其转化成百分比，从而实现所有指标间的评分比较。每个标准的百分比数值（比如，在技能发展项下的高校毕业生百分比比率和 2005 年每个工人的价值增值）均为平均值，每个百分比数值均得到一个相等的权重。

利用这些评分，使用各个标准相对应的权重，每个国家的两个平均评分（一个市场结构评分，一个市场支持制度评分）就有可能被计算出来。这些被用来给剩余转型差距的程度指定一个“微弱”、“较小”、“中等”或者“较大”的评级。然而，重要的是要注意到，由于其他数值度量不可用和欧洲复兴开发银行经济学家对信息的辨别引入的判断在评估过程同样重要。

最后，这些评级被合成为一个行业的总体数值评分，评分值范围从 1 到 4+。如上所述，这一评分不仅反映出对市场结构和制度的基本差距评分，也表明了基本的数据。比如，给予市场结构“较小”的评级和给予市场支持制度“中等”的评级，也许会给予一国的评分为 3，但另一个国家的评分则为 3-，这取决于较小和中等差距被判断与其他门槛限制的接近程度（更多详情参见第 156–163 页的方法备注）。

表 1.1.1  
评估农业经济的转型挑战

要素	标准	指标
市场结构 [50%]	价格和贸易自由化 [15%]	价格自由化 (欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009) 外汇与贸易自由化 (欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009) 小麦生产价格美元/吨（粮农组织（FAO），PriceSTAT，2007） 适用最惠国的农产品进口关税简单平均值（世界贸易组织，2008） 针对农业的名义援助，单位%（世界银行，2004–07） 世界贸易组织（WTO）成员国地位
	私营与竞争性农业经济的发展[40%]	每公顷小麦产量（粮农组织ProdSTAT，2008） 独立的食物杂货零售销售占食品杂货总体零售的%（BMI，2008） 大规模食品杂货零售销售占食品杂货总体销售的%（BMI，食品与饮料，2008）， 小规模私有化（欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009） 欧洲复兴开发银行企业改革指标(欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009)
市场支持制度和政策[50%]	相关基础设施的发展 [25%]	EBRD铁路基础设施(欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009) EBRD公路基础设施(欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009) 每100位居民使用拖拉机的数量（粮农组织，2007 生产价格与世界小麦价格比率（粮农组织PriceSTAT，2007）
	技能发展 [20%]	农业高校毕业生百分比与农业占GDP百分比重的比率（联合国教科文组织2007，自己计算） 2005年始终以美元计价的每个工人的增值（世界银行世界发展指标数据库，2009）
强化农产品的可追溯性、质量控制和卫生标准[40%]	土地所有权、交易和抵押的法律框架[40%]	土地的可交易性 (欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009) 仓单计划（粮农组织投资中心WVP，2009） 建造一座仓库-涉及建筑许可（世界银行营商，2009）
	创建有效发挥作用的农村金融体系[20%]	财房产登记（世界银行营商，2010） 欧洲复兴开发银行商业环境与竞争(欧洲复兴开发银行《转型报告》，2009) 总体TC 34 (www.iso.ch, 2009) 基于 TC34/SC4、TC34/SC5和TC34/SC6平均值的质量指数 (www.iso.ch, 2009) 披露指数的范围(世界银行营商, 2010)
		董事责任指数的范围(世界银行营商, 2010) 投资者保护指数的强度(世界银行营商, 2010) 农业贷款百分比相对于农业占GDP百分比重的比率（自己计算）

资料来源：欧洲复兴开发银行。

## 行业评分

表 1.4 列出了针对所有行业和国家的新行业转型评分。附录表 A.1.1.1 和 A.1.1.2 中分别包括市场结构以及市场支持制度与政策部分的评级。

在全部 464 项行业与国家评分中，52 项的评分在 4- 到 4+ 之间，207 项的评分在 3- 到 3+ 之间，166 项在 2- 到 2+ 之间，而 39 项的评分为 1。这些评分提供了各个行业和国家之间进行粗略对比。将正负号视作 +0.33 或 -0.33（比如，3+ 为 3.33，而 3- 为 2.67），并取简单平均值后，电信行业的评分最高，为 3.08；而最差评分的行业是私募股权，平均转型评分仅为 1.76。在国家层面，匈牙利的平均评分最高，为 3.56，紧随其后的是波兰和爱沙尼亚，评分为 3.48；而土库曼斯坦的评分垫底，平均值为 1.08。

基础设施行业类别（城市交通除外）和电力行业的评分是最新的转型指标评分，可与去年进行比较。有 10 项评分上调，其中 4 项为铁路，公路和水利 / 废水各 2 项，1 项为电力，1 项为电信；只有 1 项评分下调（匈牙利电力，因为新立法出台针对居民用电的价格上限）。8 大多数评分上调体现了强化制度的重要法律获得通过，或者显著提升了私营部门的参与度和提供服务的竞争。但是，资料显示，很多农村地区的基础设施质量依然很差。中央计划的经济遗留下来的资源无效利用问题仍随处可见，并且还有很多完善市场结构和支持制度以确保能源可持续性的工作要做。

就企业部门类别而言，提升效率和商业标准仍是整个地区所面临的一项挑战。法律框架方面（比如知识产权）的进步对于知识经济的发展是必需的。

金融业面临的两个层面的挑战尤为艰巨。监管与监督框架和制度通常是不完备的（在某些情况下，此次危机所揭示的程度令人感到意外——参见下文）。此外，此次危机导致了一系列新的转型挑战，已导致信贷和贷款方面的国家干预力度明显加大，甚至导致国有化。尽管当时这些措施在当时大体上是合理的，仍有必要取消部分措施，并被有效但公平的监督所取代，以便恢复由私营部门驱动的金融深化。

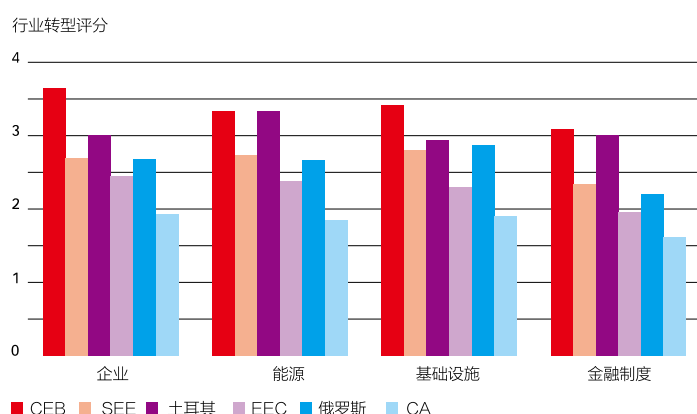
## 地区综述

本部分概述了四大行业类别在欧洲复兴开发银行每个分区的相关结果，而方框 1.2 关注的是所有国家正在面临的可持续能源的挑战，各国正在努力解决气候变化问题，并在低碳经济背景下保持竞争力。图 1.1 列出了四个主要类别（企业、能源、基础设施和金融制度）中每个地区的平均评分，评分是通过把正负号转换为 +/-0.33，并在四大类别内的众多行业和每个地区的各个国家中取其简单平均值。结果显示，中欧和波罗的海国家（CEB）的评分通常是最高，随后是土耳其，而评分最低的始终是中亚国家。

## 中欧和波罗的海国家（CEB）

CEB 国家的转型指标评分最高，房地产和一般行业的评分集中在 4- 到 4+ 之间。较高的企业部门评分反映出，该地区剩余的转型挑战较小，并且与改善效率、生产力和竞争有关。爱沙尼亚的房地产行业评分最高，为 4+，与斯洛伐克共和国并列，一般行业的评分为 4+（应为 4+，原文有误）。但是，敏感性行业的重组（如波兰化工行业）和较高的国家参与度与国有所有权（斯洛文尼亚较为明显）仍需得到解决。此外，针对商业初创的官僚体制，破产程序，融资渠道等方面也存在障碍，特别是在流动性受限的情况下。在农业经济行业方面，匈牙利的评分最高，为 4；很多其他国家的卫生和包装标准仍有待完善。

图 1.1  
2010 年行业转型指标概要



资料来源：欧洲复兴开发银行。

注：行业转型指标的简单平均值如表 1.4 所示，正负号分别代表 +0.33 和 -0.33。

●除此之外，在其他 13 种情况（铁路行业 2 个、公路 4 个、电力 3 个、水利与废水 4 个，参见表 1.4）下，我们修正了该历史序列，以便实现转型指标和主要转型差距之间跨行业的一致性。

# 第一章

企业部门			能源			基础设施			金融行业							
农业经济		一般性行业	房地产	自然资源	可持续能源	电力	电信	水利和废水	城镇公共交通	公路	铁路	银行业	金融服务	MSE金融	私募股权	资本市场
中欧和波罗的海国家																
克罗地亚	3	3+	3+	4-	3-	3	4	3+	3+	3	3-	3+	3+	3-	3-	3
爱沙尼亚	3+	4+	4+	4	3-	4	4	4	4-	2+	4	4-	3+	3	3-	3-
匈牙利	4	4-	4-	4	3	4-	4	4	3+	4-	4-	3+	4-	3	3	3+
拉脱维亚	3	4-	4-	3+	3+	3+	3+	3+	4-	2+	4-	3+	3+	3	2+	3
立陶宛	3+	4-	4-	3+	3+	3+	4-	3+	4-	2+	3	3+	3+	3	2+	3
波兰	3+	4-	4-	3	3	3+	4	4-	4-	4-	4	3+	3+	3	3+	4-
斯洛伐克共和国	3+	4+	4	3+	3	4	4-	3+	3+	3-	3	4-	3+	3+	2+	3-
斯洛文尼亚	4-	3+	4	3+	3+	3	3+	3+	3+	3	3	3+	3+	3	2+	3-
东南欧																
阿尔巴尼亚	3-	2+	3-	3-	3+	3	3+	2	3-	2+	2	3-	2	2+	1	2-
波斯尼亚和黑塞哥维那	3-	2	2-	2	2	2+	2+	2	2+	3-	3+	3-	2+	2+	1	2-
保加利亚	3	3+	3+	3+	3-	4-	4-	3	3+	3-	3+	3	3+	3-	3-	3
前南斯拉夫马其顿共和国	3-	3	3-	2	2+	3	4-	2+	3-	3-	3-	3-	2+	2+	1	2-
黑山共和国	2+	2+	2+	3+	2	3-	3+	2	3	2+	2	3-	2+	2+	1	2
罗马尼亚	3-	3+	3+	4-	3+	4-	3+	3+	3+	3	4	3	3+	3-	2+	3
塞尔维亚	3-	3-	3-	2	2	2+	3	2	3-	3-	3	3-	3	3-	2-	3-
土耳其																
	3-	3	3+	3+	3+	3+	3+	3	3+	2+	3-	3	3+	3-	2+	4-
东欧和高加索地区																
亚美尼亚	3-	3	3-	3-	3-	3+	3	3-	2+	3-	2+	2+	2	2+	1	2
阿塞拜疆	2+	2	2	2+	2	2+	2-	2-	2	2+	2+	2	2	2	1	2-
白俄罗斯	3-	2+	2	1	2	1	2	2-	2	2	1	2	2	2	1	2-
格鲁吉亚	3-	3-	3-	2	3-	3+	3-	2+	2+	2+	3	3-	2	2+	1	2-
摩尔多瓦	3-	2-	2+	3	2+	3	3	2	3-	3-	2	2+	2	2	2-	2+
乌克兰	3-	2+	3-	2-	2+	3	3-	2	3-	3-	2	3-	3-	2	2-	3-
俄罗斯																
	3-	3-	3-	2	2	3+	3+	3-	3	2+	3	3-	3-	2	2+	4-
中亚																
哈萨克斯坦	3-	2	3	2-	2	3+	3	2	2	2+	3	3-	2+	2	2-	3
吉尔吉斯共和国	2+	2	2+	2+	2	2+	3	2-	2	2-	1	2	2-	2-	1	2-
蒙古	3-	2+	2	2	2	2+	3	2	2+	2-	3-	2	2	2	2-	2+
塔吉克斯坦	2	2-	2-	1	2+	2	2+	2-	2	2-	1	2	2	1	1	1
土库曼斯坦	1	1	1	1	1	1	2-	1	1	1	1	1	1	1	1	1
乌兹别克斯坦	2	1	2	1	2-	2+	2	2-	2	1	3-	1	2	1	1	1
资料来源：欧洲复兴开发银行。 注：使用了与表 1.1 相同的转型指标评分。5 个基础设施行业（电力、电信、水利与废水、公路和铁路）的评分与前几年的评分具有可比性。今年调升一级评分的 黑、马其顿、蒙古和塞尔维亚）。评分下调的情况只有一个，即匈牙利电力行业。此外，为将新数据和信息纳入其中，并为取得更好的跨行业一致性，也对下列情况进行了历史性修正：电力（波斯尼亚和黑塞哥维那、爱沙尼亚以及蒙古）、水利与废水（阿尔巴尼亚、白俄罗斯、波兰和塞尔维亚）、公路（亚美尼亚、格鲁吉亚、波兰和乌克兰）和铁路（立陶宛和土耳其）。																



## 方框 1.2. 可持续能源方面的进展

节能、低碳经济的发展是一项重大挑战。在经历了多年对环境的忽视和能源浪费之后，转型国家在这方面都遇到了巨大的阻碍。有些大国是主要的温室气体排放国，并且大都属于能源密集型经济。能源利用效率低下削弱了该地区的竞争力，同时，旨在解决上述问题的制度与市场结构安排总体上落后于其他改革领域。本方框内容通过针对可持续能源的新转型指标来论述未来的挑战。

尽管取得了一定程度的进展，但欧盟新成员国在建立市场支持制度、实施有效的价格激励机制，从而提升能源效率，减少碳排放量并促进可再生能源资源方面仍面临巨大的转型挑战。能源价格通常不能反映全部的环境成本，尽管诸如如此的考量因素正逐渐通过欧盟排放交易方案和欧盟环境标准等计划被纳入市场价格中。即使自 1990 年以来能源密集度已显著下降，其平均值仍远高于欧盟 15 国的水平（2004 年扩张前的 15 个欧盟成员国）。可持续能源发展的法律制度框架已有所改善，但仍显滞后，并亟需进一步的制度强化。遵守欧盟气候变化方面的目标并承诺实现这些目标，对于依赖国内矿物燃料的国家来说尤为困难。具有商业可行性的可再生能源及节能项目开发仍面临许多制度障碍，特别是在住房和中小型企业（SME）层面。此类障碍可能包括对住宅协会或能源性能合同的监管不足，以及政府资金对能源服务企业的挤出效应。与西欧相比，转型地区的市场基础设施发展处于早期阶段，缺乏经济适用的风险管理工具或适当的金融产品，由此导致无法有效降低风险溢价和交易成本。

在欧盟以外的东南欧国家中，可持续能源的法律制度框架还远不成熟，也不完善，而执行能力也总体较弱。一些适当的政策已经到位，如规定高于市场价（上网电价）的固定价格的电力承购价。但在大多

数国家，矿物燃料成本补贴以及法规执行的总体欠佳，阻碍了可再生能源项目的进程。有些国家的节能项目因制度障碍而推迟。

土耳其已经制定了旨在鼓励节能并提高执行效率的基本制度和政策，但仍需进一步努力。

尽管在某些方面取得进展，但俄罗斯仍面临中等或者大的转型差距。按照政府计划，批发电价将在 2011 年放开。但是，国内终端用户天然气、取暖和电力价格尚未体现成本要素，也未针对提高能效提供足够的节能激励手段。2009 年正式通过了能源效率和可再生能源立法，但在涵盖技术规则 and 标准、价格支持、电网接入及销售协议的监管框架得以实施之前，其影响是十分有限的。

东欧和高加索地区和中亚地区大多数国家的转型差距较大，并且在缩短这些差距方面，几乎没有取得任何进展。特别是阿塞拜疆、哈萨克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦，这些差距反映出未进行改革的、不透明国有企业的市场支配地位。国内收费偏低，加之企业重组进展缓慢，意味着能源利用效率依然不佳。可再生能源项目的发展受阻于国内对矿物燃料和核能的补贴，这扭曲了市场竞争。白俄罗斯和乌克兰在可持续能源的各领域的转型挑战都比较大。亚美尼亚是高加索地区唯一一个实施有针对性的可再生能源政策的国家。哈萨克斯坦于 2009 年正式通过了可再生能源法，但尚需得到收费规定、电网接入和项目选择流程方面的二级立法的支持。吉尔吉斯斯坦于 2008 年正式通过了可再生能源法，塔吉克斯坦于 2009 年通过了能源效率法，也对扶持替代能源资源进行监管。只有亚美尼亚和格鲁吉亚以及更低限度内的阿塞拜疆，近几年在降低可持续能源转型差距方面取得了显著进展。

能源行业方面，绝大多数国家适应欧盟法规的要求，已经实现了电力市场的放开，但仍有一些遗留问题。总体而言，对现有运营商进行分拆（如匈牙利），以及促进发电行业的竞争（如立陶宛或斯洛文尼亚），仍是整个地区所面临的巨大挑战。市政和环境基础设施行业的主要目标是，确立多年激励型收费制度，从而鼓励投资并提高效率，对服务合同进行微调，从而扩大私营部门的参与度，完善治理，限制政治干预。交通运输行业还是鲜有成功建立公私合作关系（PPP）的好范例，而优惠政策和融资安排普遍未达到欧盟标准，而铁路的全面商业化大都尚未实现。

就金融业而言，此次危机已揭示出基本制度框架的不足。大多数国家（特别是波罗的海国家、克罗地亚和匈牙利）的脆弱性，如较高的外币风险和对外国融资的依赖性，即便在危机之后依然十分明显。私募股权行业发展良好，各国基本上遵守公司治理核心原则。然而，阻碍本地投资者参与的障碍依然存在。波兰在中欧和波罗的海国家中先行一步，华沙证券交易所为私募股权基金提供了可行的退出机会。虽然制度框架已经建立，但为中小型企业提供融资渠道仍是一项挑战。中欧和波罗的海国家基本全面符合国际保险监督官协会（IAIS）的标准，但是，按照经合组织（OECD）的标准，保险普及率水平依然偏低。

### 东南欧（SEE）

在东南欧国家中，一般性行业和房地产行业的评分情况相当复杂，评分最高的是两个欧盟成员国（保加利亚和罗马尼亚），而评分最低的是波黑。总体而言，各项评级反映的是数年来在私有化和结构调整方面所取得的进展。监管正逐渐与欧盟规范相一致，阿尔巴尼亚和马其顿这样的国家近几年在世界银行营商指标方面的进步显著。但是，见诸文字的法律条款与其实际操作之间的差距依然明显，同时监管当局的执行能力仍有待强化。就房地产市场而言，主要挑战是推进区域性城市的发展，同时发展有流动性的二级房地产市场。农业经济领域的挑战总体上处于中等水平，除黑山共和国获得 2+ 的评分之外，所有国家的评分均在 3- 到 3 之间。

能源行业已在对现有运营商的法律分拆方面取得显著进展，他们通常仍为国有。有些国家的电力市场已全面开放（如保加利亚和罗马尼亚），而其他国家的市场自由化仍处在早期阶段（如波黑）。总之，该行业中私营部门的参与和有效竞争仍有待改善。就自然资源而言，主要挑战在于分解并强化制度框架，特别是监管机构的独立性。

东南欧国家已取消中央控制，并实行企业化运作的市政服务，总体上财务表现疲弱。在大多数市镇，水利与取暖收费仍无法收回成本。此外，监管表现不稳定，即便在罗马尼亚也是如此，该国是转型国家中少数几个拥有国家水利监管机构的国家之一。铁路行业方面，马其顿和塞尔维亚的进展明显，商业化过程正在进行之中。

金融业的各种转型挑战差异巨大。监管框架总体上是合理的，尽管全球市场状况的发展凸显出与其他国际监管机构合作的必要性，以及制定可持续贷款标准的需要。波罗的海国家由于广泛使用外币和外国融资而造成的结构上的脆弱性大体类似。私募股权行业规模相对较小且过于分散，无法吸引足够多的国际投资者关注。私募股权活动在保加利亚和罗马尼亚非常集中，而其他地区的普及率情况各异。保险行业在某些方面仍需改善，因为只有保加利亚和罗马尼亚达到了 IAIS 标准，并且普及率依然很低。在整个东南欧地区，中小企业在融资渠道和制度框架方面仍面临巨大挑战。

### 东欧和高加索地区（EEC）

在东欧和高加索地区的国家中，一般性行业部门的治理和透明度标准较低，同时存在较高的市场准入和退出壁垒。亚美尼亚的表现最佳，评分为 3，格鲁吉亚紧随其后，评分为 3-。但是，乌克兰于 2008 年加入世界贸易组织，以及白俄罗斯在价格放开和小规模私有化方面取得的显著进展令人鼓舞。大多数国家的房地产行业发展极不成熟，而在农业经济方面，除阿塞拜疆获得 2+ 的评分之外，所有国家的评分都为 3-。

电力行业普遍基本实现了放开，但各项改革远未完成。当前国有运营商的支配地位限制了零售和发电领域的竞争，并且，尽管行业监管机构形式上是独立的，但政治干预经常会削弱他们的各项决策。在自然资源行业方面，私营部门以及国营部门在生产分享协议方面仍存在巨大差异，比如，乌克兰国家油气公司（Naftogaz Ukrainy）的主要子公司控制了乌克兰的天然气生产，以及运输和部分销售环节。

市政公用事业服务大都实现了所有权和决策权的分散化。然而，虽然法律框架允许体现成本的收费，但实际上这种情况极少发生，而收费改革（包括取消交叉补贴）仍面临巨大挑战。私营部门参与通常只限于已解除管制的小型公共汽车服务。重大挑战包括提升公用事业单位的技术、运营和财务业绩、实体基础设施改造、运营企业与监管机构明确分离、建立健全规章。



摩尔多瓦和乌克兰在公路行业方面取得显著进展。在摩尔多瓦，房地产和定期维修招标已成为强制性规定，自从在 2009 年规定实施后（取消与财政部的年度谈判），公路保养支出大幅上升。

在乌克兰，公路用户费用的一系列调升，使政府在过去 10 年使该行业预算翻了三倍。在电信行业方面，格鲁吉亚和摩尔多瓦表现突出，原因在于两国实现了相当水平的监管和监管独立性。

尽管银行业状况近几年已显著好转，但东欧和高加索地区国家仍面临监管和监督方面的挑战。银行业依然高度集中，很多情况下都是大型公共机构主导。在格鲁吉亚，本国和东道国之间的监督协调措施已在一定程度上缩小了转型差距，亚美尼亚和白俄罗斯的私营部门信贷增长也已经复苏。除乌克兰之外，非银行金融部门的发展程度有限。各国都未吸引到国际私募股权基金的重点关注（出去一些特殊的地区基金投资），同时，保险市场总体规模依然非常小，行业技能不完备。大多数国家的租赁行业仍处于发展的早期阶段。尽管亚美尼亚开设了以中小型企业为目标的特殊政府信用额度，但小型企业的融资渠道依然匮乏。未对外币风险进行套期保值几乎是所有国家面临的共同问题。

## 土耳其

针对开设和运营一家私人企业的立法及监管框架有待强化，特别是现有法律的实施和合同执行的力度。此外，还必须改善房地产市场方面的法律与监管环境。由于房地产市场接近饱和，特别是在伊斯坦布尔和安卡拉这样的大城市，主要挑战在欠发展地区。

天然气市场的进展有限，产出和传输（包括管道网络）都由国有的 Botas 公司控制。近期的积极动向是将天然气经销权授予几个地区的私营公司。不过，还有很多市场结构方面和传输活动的分拆问题需要解决，包括从供给业务到网络准入规则。

在交通运输行业方面，已经确定了潜在的公私合作的公路和铁路项目，但尚未进行招标，而港口特许权招标已经启动，但迄今的进展有限。市政服务的准入，特别是在较小的城市，仍然存在问题所在，并且特许权立法需要进一步完善。电信监管框架依然较弱，从形式上来看，国有性质的土耳其电信公司（Turk Telekom）主导了宽带批发市场，这是由于其网络覆盖范围和缺乏主要的竞争基础设施所致。

此次全球金融危机证明，银行业具有弹性，直接的外汇风险有限且对外国融资的依赖性相对较小。近几年，监管层面已有所改善，但该行业的规模依然较小且高度集中，银行业超过 30% 的资产为国

家所有。就非银行金融行业而言，土耳其正准备将非银行金融机构的立法和监管与欧盟标准看齐，并遵守高层次的公司治理核心原则，尽管其私募股权市场和小型企业融资方面仍存在结构性不足。

## 俄罗斯

企业部门需要提高效率，促进有效竞争以及公司治理和商业标准。此外，政府继续在经济中发挥巨大作用，且在某些情况下有扩大之势，特别是战略性行业。俄罗斯已经出台了针对农业经济的支持性措施，但缺乏连贯性，也扭曲了价格。

经济仍然严重依赖于油气生产，并仍遭受以往由高能源密集型产业结构所产生问题的影响。较低的国内天然气价格正逐渐向国际水平靠拢，这应会激励能源节约和投资可再生能源项目。电力行业的改革取得进展。法律与职能分离已经落实，尽管政府参与仍较为普遍。

虽然市政行业取得重大进展，包括规定对特许经营权进行竞争性招标，全国范围内的税费调整还未落实。市政服务领域的公司合作模式体现了当前金融环境所面临的一项重大挑战，需要通过创新的方法为该行业提供渠道方法和资金。

缺乏有效网络接入监管制度阻碍了电信行业本地固话市场的竞争，这导致不同运营商自行部署各自的网络接入基础设施。

央行针对此次金融危机的应对措施是有效的，但银行业仍需进一步的监管改革。主要进展是正式通过一项内部交易法，该法律将于 2011 年生效。但是，为有效运行，联邦金融市场委员会必须对内部信息做出准确的定义来为该项法律提供有益补充。俄罗斯的保险市场已经开始发展壮大，但可用技能有限，且该行业仍被正式或非正式的国有控股机构主导。私募股权市场发展良好，基金在数个领域中（成长、收购、风险投资等）保持活跃，但渗透率较之总体经济规模依然有限。巨大的转型挑战依然摆在俄罗斯的小型企业面前。

中亚（CA）

中亚几乎所有行业均存在较大转型差距，因此多数指标得分也低于其他地区。在塔吉克斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦，政府对工业的干预程度较高，而在哈萨克斯坦，干预也日益严重。公司治理标准和商业行为方也比其他地方要低。向新公司降低市场准入门槛仍是一个重大挑战。在农业经济方面，质量标准和控制通常都是不够的，竞争和重组的引入比较薄弱，而交通基础设施一般也比较差。另外，除了哈萨克斯坦之外，其他国家的房地产行业都仍处于早期发展阶段。

大多数市政公用事业运营没有效率，同时也未完全商业化。提高其财务和运营表现是一个重要目标。这就需要进行收费改革，因为水和地区供热收费无法覆盖成本。同时也需要治理、监管和契约安排方面的改善。

除哈萨克斯坦和蒙古之外，核心铁路企业仍在政府控制下经营，而公路行业基本上没有进行改革，体现为私人部门参与程度极低、商业融资有限以及初级的制度框架。在哈萨克斯坦和塔吉克斯坦，首个公路特许项目已开始运营，但暴露了很多违规问题，而且公私合伙模式也没有体现国际最佳实践。

金融行业也存在一些重大的转型挑战。立法和监管需要进行实质性完善，以符合国际最佳操作。除了哈萨克斯坦，大量商业私营行业还有待发展，而投资机会有限以及商业环境复杂，大大降低了国际投资者的投资兴趣。保险行业基本上由政府主导，而只有哈萨克斯坦和吉尔吉斯共和国提供私人养老基金。该地区中小企业融资仍面临重大挑战。

比较新旧转型评分

本报告引入了扩充后的行业转型指标，对于各国需要采取什么措施来推进转型进程提供了更为详细的评估。但是，新评分相比传统国家层面指标，是否展示了一个截然不同的情况呢？粗看之下，答案是否定的；如果将国家转型得分的简单平均与新的行业得分简单平均相比较，我们会发现跨国家的相关性非常强，而且各国排名大体也相似（见图 1.2）。然而，值得注意的是，各国传统指标的平均得分高于新的行业指标。这主要是因为，即便是相对未实行改革的国家也可以在某些指标上得分很高，比如价格和贸易自由化以及小规模私有化。

图 1.3 是反映银行业传统指标与新转型指标对比情况的散点图，

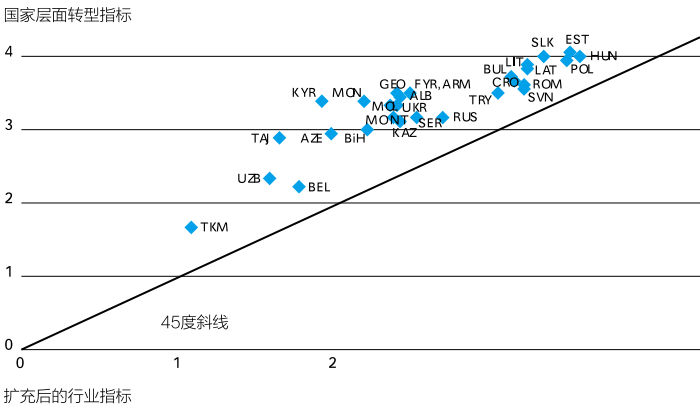
银行业是唯一一个新、旧方法均进行评分的传统行业。尽管与图 1.2 中比较的国家和行业平均得分相比，这些得分更相近，但是很明显，新得分一般更低，其中一些出现明显分化。原因在于以前的指标给予市场发展太大的权重，而市场促进制度重要性的权重不足。因此，有些国家在银行转型方面似乎更先进，因为信贷增长较快，以及复杂的产品进入市场以满足旺盛的需求。但是，实际上市场支持机制，尤其是那些旨在抑制信贷过度增长和其他风险活动的机制，通常比较薄弱，最近的金融危机爆发后，这些不足也暴露出来。此外，作为新评分一部分的市场结构评估，从市场竞争和所有权结构角度看，其数据来源更好，主观判断成分更少。

例如，在部分波罗的海、中欧和东南欧国家，由于竞争激烈、私人银行占主导地位、基本不存在优惠借贷或者国家对利率的干预以及金融明显深化，其银行业转型的传统指标得分很高。但这种快速金融深化有些引发了不可持续的信贷激增，反映出监管和谨慎监督方面的不足，以及缺乏与其他国家监管机构的系统性协作。在新方法下，这些体制方面的权重更大，使得保加利亚、克罗地亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛甚至波兰 8 等国家的传统指标得分为 3 或者 3+，而不是 4- 或者 4。不过，在斯洛文尼亚，对银行业政府参与和准入障碍方面的担忧已经反映在目前的转型指标中，这也是为什么其新、旧指标得分差别不是特别大的原因。在其他行业，加入欧元区并不意味着所有市场机制有一个共同的标准，因为目前欧盟才开始对银行业监管实行统一增强与协调。

摩尔多瓦和蒙古新、旧银行业得分的差异也很明显，究其原因同样是旧方法中市场支持制度的权重太低。通过信贷扩张和发展各种金融服务业，这些国家的银行业在 2007-08 年期间（从较低的基数）迅猛发展，而对于摩尔多瓦而言，其银行业的发展还受到了外资所有权上升的支撑。然而，上述两国（与其他很多国家类似）缺乏必要的谨慎监管和监督，以应对相关风险和脆弱性。金融危机的爆发导致不良贷款大幅增长，并致使蒙古两家大银行（Anod 和 Zoos）以及摩尔多瓦的一家中型银行（InvestPrivatBank）倒闭。而这反过来又对该市场的竞争和所有权结构带来了负面的影响。此后，这两个国家均采取了重要措施，以增强避免未来冲击的能力。蒙古推出了一项新的银行业法律，对关联方信贷、单一借款人限额以及银行监管方面引入了更严格的监管规定，而摩尔多瓦政府则加强了对关联方信贷的监管，并成立了一个旨在提高所有相关政府机构协调性的金融稳定委员会。

●一些国家在金融危机前努力限制信贷增长和控制逐步浮现的信用风险。比如，2006 年波兰对抵押贷款实施 S 条例（Regulation S），而 2007 年克罗地亚采取措施，惩治信贷过度增长。金融危机爆发后，很多国家正在努力增强其监管框架，尤其是外汇贷款方面（见第三章和方框 3.6）。

图 1.2  
国家指标与扩充后的行业指标对比，2010



资料来源：欧洲复兴开发银行。  
注：上图y轴显示的是表1.1中“企业”和“市场和贸易”分类下六个国家转型指标的简单平均，而x轴是表1.4中16个行业指标的简单平均。国家缩写如下：

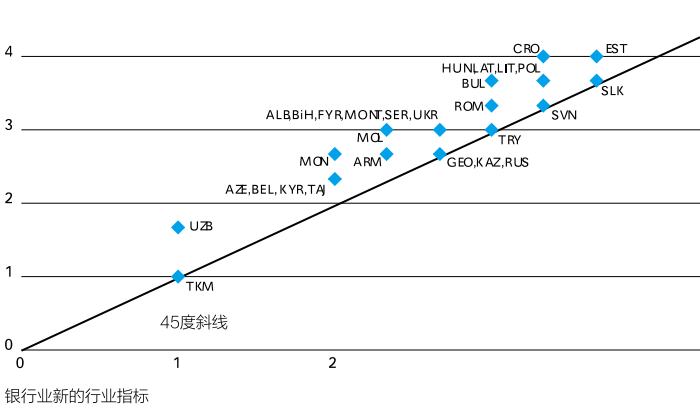
阿尔巴尼亚	ALB	亚美尼亚	ARM	阿塞拜疆	AZE	白俄罗斯	BEL
波斯尼亚和黑塞哥维那	BIH	保加利亚	BUL	克罗地亚	CRO	爱沙尼亚	EST
前南斯拉夫马其顿共和国	FYR	格鲁吉亚	GEO	匈牙利	HUN	哈萨克斯坦	KAZ
吉尔吉斯共和国	KYR	拉脱维亚	LAT	立陶宛	LIT	摩尔多瓦	MOL
蒙古	MON	黑山	MONT	波兰	POL	罗马尼亚	ROM
俄罗斯	RUS	塞尔维亚	SER	斯洛伐克共和国	SLK	斯洛文尼亚	SVN
塔吉克斯坦	TAJ	土耳其	TRY	土库曼斯坦	TKM	乌克兰	UKR
乌兹别克斯坦	UZB						

结论

本章讨论了转型进展的衡量与评估相关的方法论问题。对于各国政府以及 EBRD 这样的机构而言，了解各国转型进度以及明确待解决的主要挑战是至关重要的。这些年来，EBRD 转型指标对于改革者的指引作用有所减弱，促使引入了上面提到的经扩充且以行业为基础的新方法。

基于行业的转型得分并未从根本上改变对哪国进展最快以及哪国进展落后的判断。但是，它们的确对评估剩余转型差距的规模以及所需的改革提供了更有力的基础。从地区层面看，中亚、东欧部分国家以及西巴尔干半岛面临的挑战最为严峻。而欧盟成员国的情势虽然不那么严峻，但也不容乐观，改革是必需的，尤其是可持续能源、运输和金融行业的某些领域。

图 1.3  
银行业新行业指标与传统银行业改革指标对比，2010



资料来源：欧洲复兴开发银行。  
注：欲了解国家代码的定义，请参考图1.2。

参考资料

A. Berg, E. Borensztein, R. Sahay and J. Zettelmeyer (1999年), “转型经济体产值的演变: 差异的原因解释”, IMF 工作报告 WP/99/73, 华盛顿。  
T. Besley, M. Dewatripont 和 S. Guriev (2010年) “转型及其影响: 概念检视以及对 EBRD 的影响”, 为 EBRD 首席经济学家办公室准备的报告; EBRD, 伦敦。  
T.S. Eichler 和 T. Schreiber (2010年), “结构性政策与增长: 来自自然经历的时间序列证据”, 《发展经济学期刊》, 第 91 卷, 第 79-169 页。  
E. Falcetti, M. Raiser 和 P. Sanfey (2002年), “上演奇迹: 转型最初十年的初始条件、改革和增长”, 《比较经济学期刊》, 第 30 卷, 第 50-229 页。  
E. Falcetti, T. Lysenko 和 P. Sanfey (2006年) “转型中的改革与增长: 重新检验证据”, 《比较经济学期刊》, 第 34 卷, 第 45-421 页。  
O. Havrylyshyn 和 R. van Rooden (2003年) “转型中制度重要, 但政策也同样重要”, 《比较经济学期刊》, 第 45 卷, 第 2-24 页。

表 A.1.1.1  
2010 年行业转型指标：市场结构

	企业部门				能源				基础设施				金融行业			
	农业经济	一般性行业	房地产	自然资源	可持续能源	电力	电信	水利和废水	城镇公共交通	公路	铁路	银行业	金融服务	MSME金融	私募股权	资本市场
中欧和波罗的海国家																
克罗地亚	小	小	中	小	中	大	小	中	小	中	中	小	小	中	中	中
爱沙尼亚	小	微弱	微弱	小	中	小	小	微弱	小	中	小	小	小	中	中	大
匈牙利	小	小	小	小	中	中	小	小	小	小	小	小	微弱	中	中	小
拉脱维亚	小	微弱	小	中	小	中	小	小	小	中	小	中	小	中	中	中
立陶宛	小	小	小	中	中	中	小	中	小	中	中	小	小	中	中	中
波兰	小	小	小	中	中	中	小	小	小	小	小	小	小	中	小	小
斯洛伐克共和国	小	微弱	小	小	中	小	小	中	中	中	小	小	小	中	大	大
斯洛文尼亚	小	小	小	中	小	中	小	小	小	中	中	中	小	中	大	大
东南欧																
阿尔巴尼亚	中	中	大	中	小	中	中	大	中	中	大	中	大	中	大	大
波斯尼亚和黑塞哥维那	中	大	大	大	大	大	中	大	中	中	中	中	中	中	大	大
保加利亚	中	小	中	小	大	中	小	中	小	中	中	小	小	中	中	中
前南斯拉夫马其顿共和国	中	中	大	中	大	中	中	大	中	中	中	中	大	中	大	大
黑山共和国	中	大	大	小	大	大	小	大	小	中	中	中	中	中	大	大
罗马尼亚	中	小	中	小	中	中	小	中	小	小	小	小	小	中	大	中
塞尔维亚	中	中	大	中	大	大	中	大	中	中	中	中	中	中	大	大
土耳其	中	中	小	中	中	中	中	中	小	中	中	中	中	中	大	小
东欧和高加索地区																
亚美尼亚	中	中	大	中	中	中	中	中	大	中	中	大	大	中	大	大
阿塞拜疆	中	大	大	大	大	大	大	大	大	中	中	大	大	大	大	大
白俄罗斯	中	大	大	大	大	大	中	大	大	大	大	大	大	大	大	大
格鲁吉亚	中	中	大	大	中	小	中	大	中	大	中	中	大	中	大	大
摩尔多瓦	中	大	大	中	大	中	中	大	中	中	大	大	大	大	大	大
乌克兰	中	中	大	大	大	中	中	大	中	中	大	中	中	中	大	大
俄罗斯	中	中	中	大	大	中	中	中	小	中	中	中	中	大	中	小
中亚																
哈萨克斯坦	中	大	中	中	大	中	中	大	中	中	中	中	大	大	大	中
吉尔吉斯共和国	中	大	大	大	大	中	大	大	中	大	大	大	大	大	大	大
蒙古	中	大	大	中	大	大	大	大	中	大	中	大	大	大	大	大
塔吉克斯坦	中	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大
土库曼斯坦	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大
乌兹别克斯坦	中	大	大	大	大	大	大	大	大	大	中	大	大	大	大	大

资料来源：欧洲复兴开发银行。  
注：大表示大的转型差距。微弱表示发达工业经济体的典型标准和表现。

表 A.1.1.1  
2010 年行业转型指标： 市场支持制度

	企业部门			能源			基础设施				金融行业					
	农业经济	一般性行业	房地产	自然资源	可持续能源	电力	电信	水利和废水	城镇公共交通	公路	铁路	银行业	金融服务	MSME金融	私募股权	资本市场
中欧和波罗的海国家																
克罗地亚	中	小	小	小	中	中	小	小	小	中	中	小	小	中	中	小
爱沙尼亚	中	微弱	微弱	微弱	中	微弱	微弱	小	小	中	微弱	小	小	小	中	小
匈牙利	小	小	微弱	微弱	小	微弱	微弱	小	小	微弱	小	中	小	小	小	小
拉脱维亚	中	小	微弱	微弱	小	微弱	微弱	小	小	中	微弱	小	小	小	中	小
立陶宛	中	小	微弱	微弱	小	小	微弱	小	小	中	小	小	小	小	中	小
波兰	小	小	小	中	小	微弱	小	小	小	小	微弱	小	小	小	小	微弱
斯洛伐克共和国	中	微弱	微弱	中	小	小	小	小	小	中	中	小	小	微弱	小	小
斯洛文尼亚	中	微弱	微弱	小	小	小	微弱	小	小	中	小	小	小	小	中	小
东南欧																
阿尔巴尼亚	中	大	中	中	中	中	中	大	大	中	大	中	中	中	大	大
波斯尼亚和黑塞哥维那	中	中	大	大	大	中	中	大	大	中	小	中	中	中	大	大
保加利亚	中	小	小	中	微弱	小	中	小	小	中	小	中	小	中	小	小
前南斯拉夫马其顿共和国	中	中	中	大	中	中	小	大	大	中	中	中	中	中	大	大
黑山共和国	中	中	大	中	中	中	中	大	大	大	大	中	中	中	大	大
罗马尼亚	中	小	小	小	小	小	小	小	小	中	微弱	中	小	中	小	小
塞尔维亚	中	中	中	大	中	大	大	大	大	中	小	中	小	中	中	中
土耳其	中	中	小	中	中	中	中	中	小	中	中	中	中	中	大	小
东欧和高加索地区																
亚美尼亚	中	小	中	中	中	中	中	中	中	中	中	中	大	中	大	大
阿塞拜疆	中	大	大	中	大	大	大	大	大	中	大	大	中	大	大	大
白俄罗斯	中	中	大	大	中	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大
格鲁吉亚	中	大	小	大	大	中	中	大	大	中	中	中	中	中	大	大
摩尔多瓦	中	大	中	中	中	大	中	大	大	中	大	中	大	中	中	中
乌克兰	中	大	中	大	小	大	中	大	大	中	大	中	中	大	大	中
俄罗斯	中	中	中	大	中	中	中	中	中	中	中	中	中	大	中	中
中亚																
哈萨克斯坦	中	大	小	大	大	中	中	大	大	中	中	中	中	大	中	中
吉尔吉斯共和国	中	中	中	中	大	中	中	大	大	大	大	大	大	大	大	大
蒙古	中	中	大	大	大	中	中	大	大	大	中	中	大	大	中	中
塔吉克斯坦	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大
土库曼斯坦	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大
乌兹别克斯坦	大	大	大	大	大	大	大	大	大	大	中	大	大	大	大	大

资料来源：欧洲复兴开发银行。  
注：大表示大的转型差距。微弱表示发达工业经济体的典型标准和表现。

## 公共采购法律框架

2010 年期间，EBRD 首次对所有 29 个受惠国的公共采购（PP）领域进行评估，从“法律规定”和“法律实践”两个角度衡量政府采购。尽管对后者的评估尚未完成，但对于实施中的法律以及执行程序的效率方面已有部分初步发现和分析。

公共采购框架规范公共部门采购人员与市场的关系，因此它决定了相对于私人部门投标人，一个政府如何行使其采购力。由于公共采购是各国政府的一个主要经济活动，因此对它的监管是一国法律框架的一个重要组成部分，也是公共财政立法的基本补充。根据当地市场条件以及主流法律和商业文化，形成一个能平衡竞争政策、透明保障和效率要求（这些考量因素通常都是相互矛盾，顾此失彼的）的法律体制，对于任何一个政府而言都是个挑战。

评估的目的是针对各受惠国的法律规定以及实践和体制框架中的法律进行一次公正的检视。项目团队包括 EBRD 人员、国际咨询顾问、当地签约政府机构、公共事业领域的签约机构以及为承包商和供应商提供法律咨询的律师事务所。在每个国家，项目组都积极争取该国公共采购监管机构的合作。

考虑到欧洲复兴开发银行各受惠国市场发展的水平不同，该评估是根据公共采购流程中的关键元素专门构建的一个基准而展开的。已根据主要国际法律文件对该基准指标进行了调整，包括已经实施的以及状态为“得到广泛认可的法律草案”<sup>1</sup>的文件。为了便于评估未纳入这些文件的采购流程中的项目，已通过世界银行以及欧洲复兴开发银行采购政策的最佳实践指标对该基准做了补充。

评估的重点在于对该地区公共采购法律和实践的发展水平的评估以及确定那些降低采购流程效率和效果的元素。本附录列出了部分初步的观察结论。<sup>2</sup>

## 评估基准

公共采购监管建模的困难包括：确定构成国际最佳管理的要素，评估监管规定与该国经济社会地位的相关性及其是否充分体现当地市场条件、该国商业文化和通信技术发展水平。各国合同法和市场活跃的供应商和承包商也必须予以考虑。此外，采购流程是由政府 / 市政预算还有由公用事业领域的签约机构提供资金，也会造成监管规定的不同。类似的考虑也与公共采购评估相关。

● 1 2004-07 年欧盟公共采购法律；联合国国际贸易法委员会公共采购模型法 2010 修订版；世界贸易组织政府采购协议 2007 年修订版。

● 2 更详细的报告将于 2011 年春季出炉。



对于评估基准，项目组根据 EBRD 关于高效公共采购框架（见方框 A.1.2.1）的核心原则构建的国际最佳实践，选择了最全面和最具创新性的元素。这些核心原则假设公共采购法律的主要作用不是确保国际贸易不受限制，或者节省公共开支，而是促进公共部门业务合同谈判的过程。

#### 框 A.1.2.1 EBRD 关于高效公共采购框架的核心原则

●责任。框架应推动采购流程所有环节中的责任制，平衡公共和商业方面的考量。

●诚信。框架应推动采购职能、政府政策执行的透明度与交易价格之间的诚信。

●透明度。若希望公共采购对所有利益相关方而言都是可接受的，那么采购必须是公开、透明和客观的。必须避免出现任何未公开决议的情况。

●竞争。框架应推动公平竞争以及避免歧视。地位相同的招标人和投标人应得到同等待遇，与其国籍、居住地或政治立场无关。法律不应允许本国优惠。

●效率。良好的安排和规划对于达成具有成本效益且精确的公共采购合同至关重要。框架应确保做到物有所值，并推广兼顾质量和采购成本的招标评估方法。

●经济。法律应确保公共采购在合理的时间内专业地完成。

●均衡。有效的采购监管需要做到比例均衡，即程序的形式和范畴应反映采购的范围和规模。签约机构应根据合同的金额和范围选择合适的合同的类型和招标程序。

●统一性。框架应该全面，而且应将减损限制至国际法律承认的合理豁免的水平，同时又应区分国家和公用事业公共采购。监管规定应该统一，且覆盖所有公共合同。

●稳定性。利益相关方必须清楚他们在一个稳定法律框架内的角色、权利和义务。

●灵活性。框架应该灵活，以适应不断变化的市场。

●可执行性。公共采购法律应该容易执行。监管机制应该能够评估签约机构的合规情况，必要时能够采取整改措施。

#### 法律规定：初步发现

为了方便评估，我们将公共采购核心原则分为三大类：(i) 诚信保障，(ii) 效率工具和 (iii) 制度和执行措施。我们将其进一步细分为 11 个指标（如下所示），各国总体得分（0-100 分）的计算基于所有指标对采购流程有效性具有同等影响的假设。对每个国家，我们都有一个反映该国监管框架质量和全面性的“蜘蛛网”状图（见图 A.1.2.1）。蛛网图基于 2010 年 6 月 30 日已实施的公共采购法律框架。每个图都包含 11 个指标：责任、诚信、透明、竞争、效率、经济、均衡、统一性、稳定性、灵活性和可执行性。各国的总体得分根据法律和制度清单 3 计算得出。

合规得分区间包括“非常高”（高于基准的 90%），“高”（76-90%），“满意”（60-75%），“低”（50-59%）以及“非常低”（低于 50%）。图中彩色“网”越宽，表明监管制度越好。

结果表明只有一个国家（匈牙利）的合规得分为“非常高”，而有两个国家（爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛）的合规得分为“高”。两个国家（塔吉克斯坦、乌克兰）的合规得分为“低”，三个国家（阿塞拜疆、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦）合规得分为基准分数的 50%（“非常低”）。其余国家的评分为“满意”。

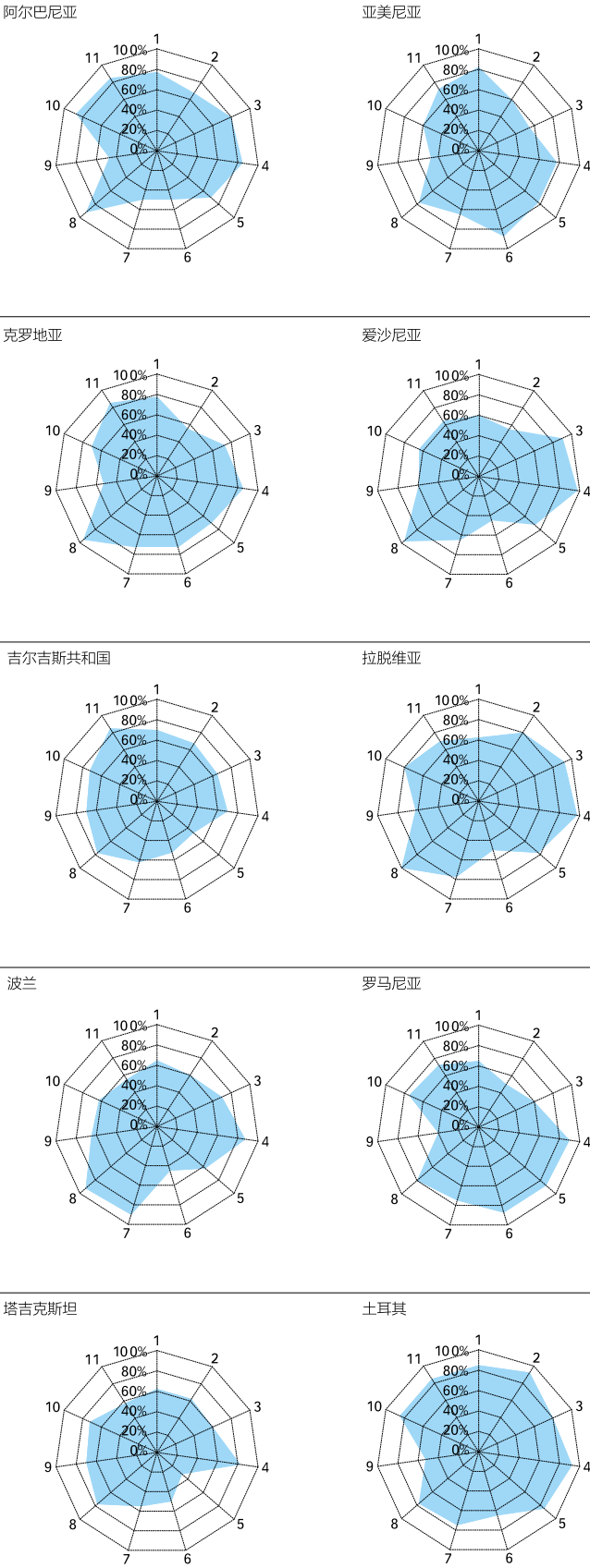
虽然 EBRD 地区的欧盟成员国在基础框架方面得分为“非常高”，比如公开招标程序和自由的公共采购资格原则方面，但令人惊奇的事这些国家在框架合规方面的表现并不好，只有匈牙利的得分为超过 90% 合规。



图 A.1.2.1  
EBRD 国家公共采购法律框架的质量

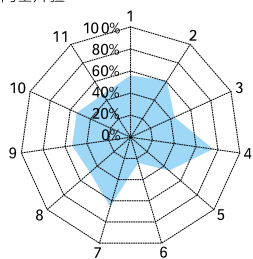
蛛网图反映了 EBRD 各国监管框架的质量。每个图包括以下编号的指标。对每项指标，蛛网图以最大可实现评级的百分比表示得分。每张图中心的得分为零，直到外边的 100，因此彩色“网”越宽表明评估得分越好。

- 1 责任
- 2 诚信
- 3 透明
- 4 竞争
- 5 合同效率
- 6 流程的经济性
- 7 比例均衡
- 8 统一性
- 9 稳定性
- 10 灵活性
- 11 可执行性

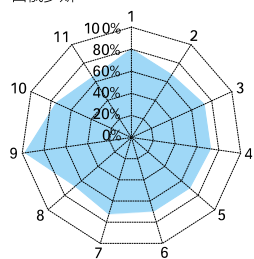


资料来源：EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。  
注：图表显示 EBRD 各国公共采购法律的范围和全面性。得分根据一份基于 EBRD 关于高效公共采购框架（见框 A.1.2.1）核心原则的法律调查问卷计算得出。总得分以百分比表示，其中 100% 表示基准指标的最佳得分。

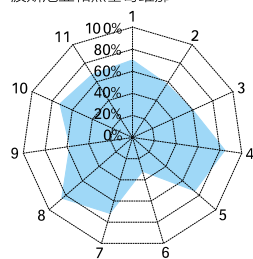
阿塞拜疆



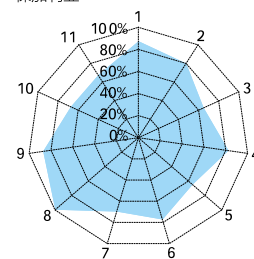
白俄罗斯



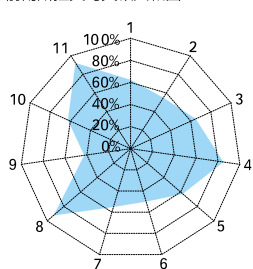
波斯尼亚和黑塞哥维那



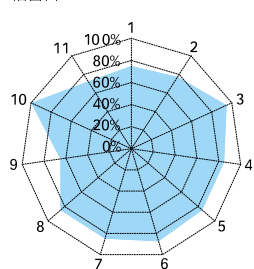
保加利亚



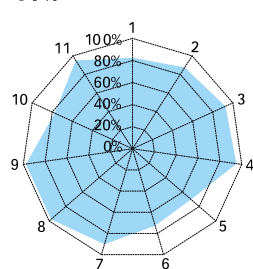
前南斯拉夫马其顿共和国



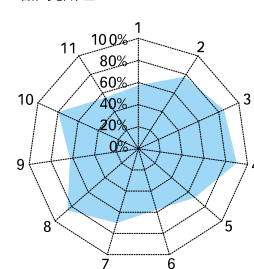
格鲁吉亚



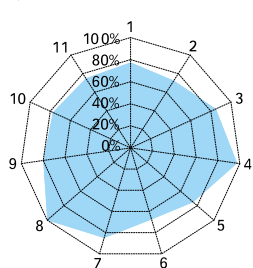
匈牙利



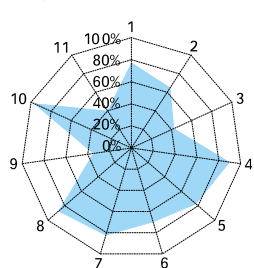
哈萨克斯坦



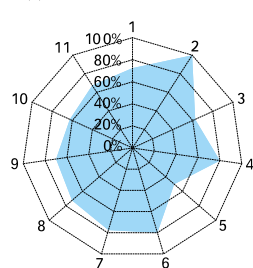
立陶宛



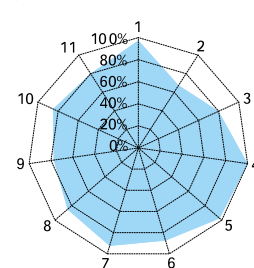
摩尔多瓦



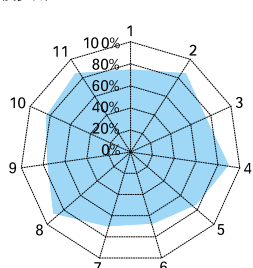
蒙古



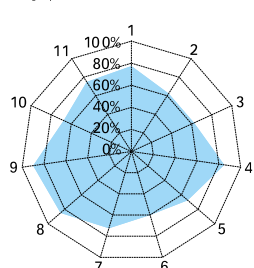
黑山



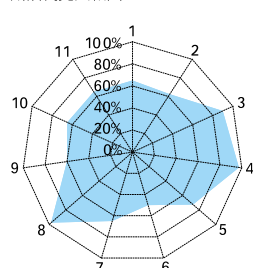
俄罗斯



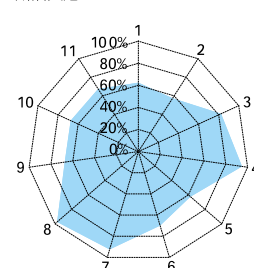
塞尔维亚



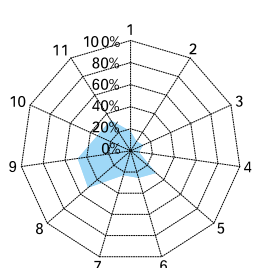
斯洛伐克共和国



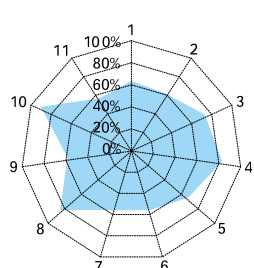
斯洛文尼亚



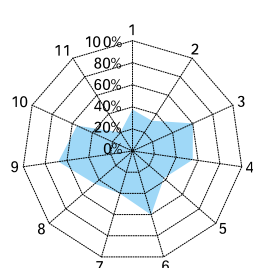
土库曼斯坦



乌克兰



乌兹别克斯坦



法律规定： 具体分析

本节分析了对法律规定评估的结果。 它解决了以下几个问题：

- 公共采购决策相对国家主流商业文化和市场发展是否充分？
- 公共采购监管规定的范围是否涵盖了整个公共部门？
- 公共采购资格的规则是否清晰、一致以及不会被特殊签约机构人为修改？
- 公共采购法律规定是否覆盖了采购流程的所有阶段（ 招标前、 招标过程中以及招标后）？
- 公共采购法律是否能够基于采购和合约资料具体细节高效地选择招标类型？

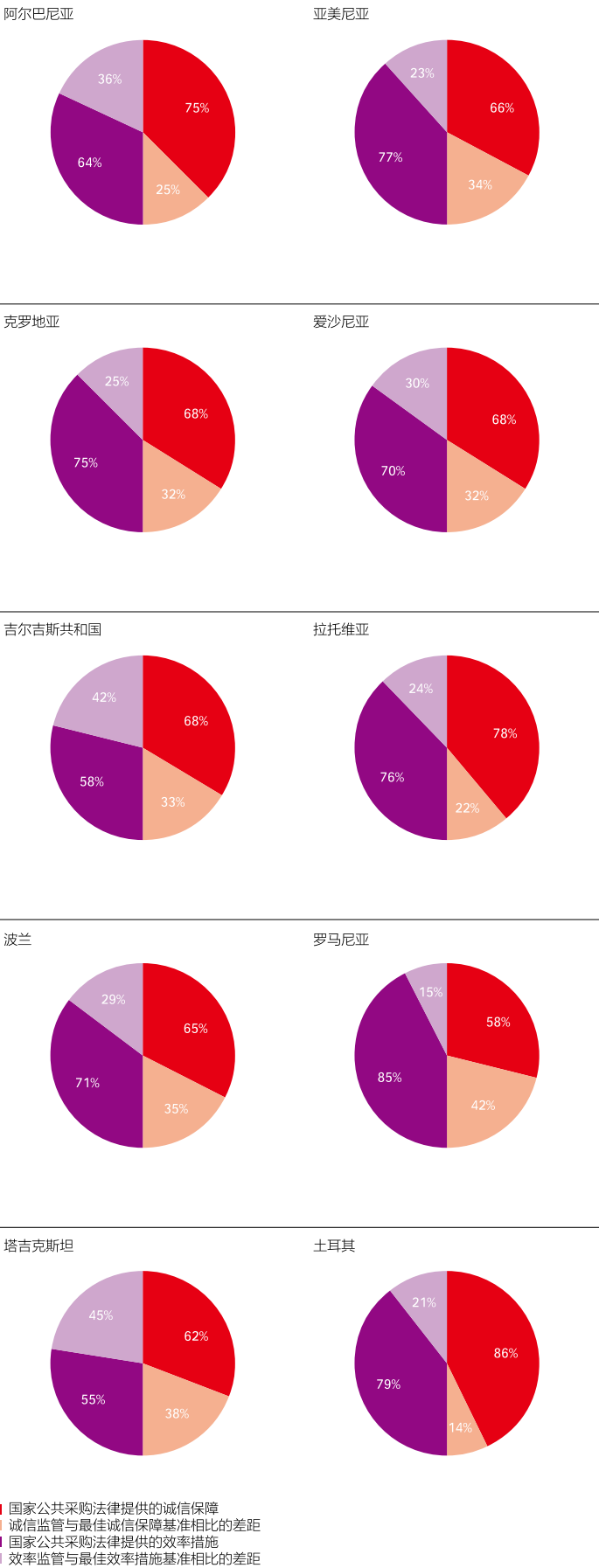
公共采购决策的充分性

评估各国公共采购监管决策的均衡性时，上述基准指标的部分指标可以归类为反腐败或者诚信保障（责任、诚信和透明度）和效率措施（竞争、流程的经济性、合同效率和比例均衡）。 从历史上看，诚信保障始终是公共采购决策中的一个主要元素，而且应该仍然存在严重腐败问题的国家被视为最重要的监管要素。

将效率措施纳入公共采购监管是希望公共开销做到物有所值，但是，通常只有在法律和商业文化相对成熟以及不受腐败影响的国家才能成为一个主导性政策。

对于每个国家，图中两个阴影区域表示该国在诚信保障（红色阴影区域）和效率措施（紫色区域）方面所能得到的最高分。而图中非阴影区域表示公共采购框架监管差距的大小；因此它反映了被评估国家监管框架中哪种政策选择是主流的。

结果显示 EBRD 地区国家中，诚信保障和效率措施之间达到合理平衡的国家并不是很多。此外，对于有些国家，诚信保障方面已实现和待完成的差距比监管框架效率措施方面的相关差距要大一些。对于商业道德标准低而腐败比较严重的国家,这可能是一个很大的挑战。





资料来源：EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。

注：图表显示该地区各国公共采购法律实施的诚信保障得分与公共采购法律提供的效率措施得分之间的对比。

得分根据一份基于 EBRD 关于高效公共采购框架（见方框 A.1.2.1）核心原则的法律调查问卷计

算得出。

诚信保障和效率措施的总得分以百分比表示，其中 50%（饼图的一半）表示每个基准指标的最高、最佳得分。监管差距，即国家公共采购法律“规定”的质量得分与被认为是这两个监管功能最佳基准的差距，分别用浅红色和浅紫色表示。

公共采购监管的范围

除上文蛛网图中包含的 11 个原则外，本调查还包括一些一般性的系统特征，其中最重要的一个问题是公共采购法律的范围。具体而言，公共采购监管框架的范围包括：中央政府采购和地方政府采购（两者构成“国家”采购）；公用事业部门采购（公共服务垄断）；公共法律机构的采购；以及公共补贴受益人的采购。需要指出的是，在许多国家，公共采购法律仅包括政府采购。市政和公用事业部门的很大一部分仍在一般监管范围之外，或者仅纳入以所有权为基础的公共采购法律中

表 A.1.2.1 概括了 EBRD 地区各国的监管范围。总体上看，欧盟成员国在监管范围方面有最为全面和一致性的方法。其他国家的法律可能没有包含所有公共部门机构，即便是那些世界贸易组织政府采购协议的签约国或观察国。

表 A.1.1.2  
公共采购监管的范围

国家	政府	地方政府	公用事业	公共法律机构
阿尔巴尼亚				
亚美尼亚				
阿塞拜疆				
白俄罗斯				
波斯尼亚和黑塞哥维那				
保加利亚				
克罗地亚				
爱沙尼亚				
前南斯拉夫马其顿共和国				
格鲁吉亚				
匈牙利				
哈萨克斯坦				
吉尔吉斯共和国				
拉脱维亚				
立陶宛				
摩尔多瓦				
蒙古				
黑山				
波兰				
罗马尼亚				
俄罗斯				
塞尔维亚				
斯洛伐克共和国				
斯洛文尼亚				
塔吉克斯坦				
土耳其				
土库曼斯坦				
乌克兰				
乌兹别克斯坦				

全部包含在公共采购主要法律

包含在公共采购主要或次要法律中，其中有部分例外

未包含在公共采购主要或次要法律中

未监管

资料来源：EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。

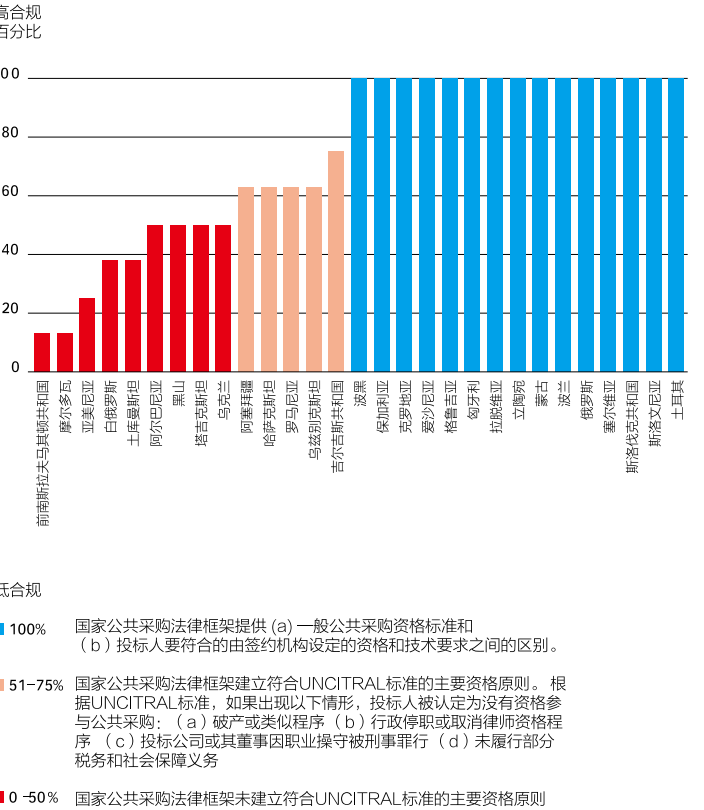
注：表格列出了该地区各国公共采购法律希望实现的功能 标记根据一份法律调查问卷分配。说明评级从最不满意（标记为红色）到最满意（标记为浅蓝色），后者表示公共采购法律的最佳质量。根据截至 2010 年 7 月 22 日所有国家（保加利亚除外）的评估得分。

公共采购资格原则

竞争是公共采购的一个重要方面。定义谁能参与政府合同的招标（或者被排除在竞争之外）的公共采购资格的主要原则对与国际贸易的发展相当重要。除欧盟成员国外，EBRD 地区国家大都对公共采购资格没有统一的概念或一致的理解。一些国家的公共采购法律对最低资格要求与各合约机构为其项目单独确定的候选资格条件没有区分，这也是值得关注的。

图 A.1.2.3 表明不少国家在资格原则的一致性方面是有缺陷的。例如，前南斯拉夫马其顿共和国的公共采购主要资格原则与标准 UNCITRAL 规定不符，甚至与欧盟候选资格标准冲突。

图 A.1.2.3  
国家公共采购资格原则



资料来源：EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。

注：图表显示该地区各国国家公共采购框架中公共采购资格原则的得分。得分根据一份法律调查问卷计算得出。总得分以百分比表示，其中 100% 表示该基准指标的最佳得分。

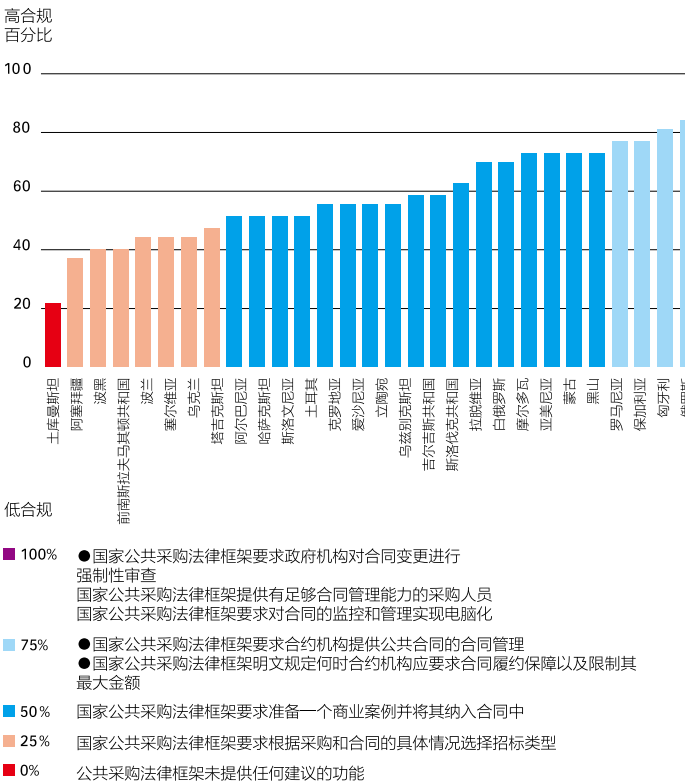
采购招标过程的监管

整个采购流程 - 包括招标前、招标中和招标后阶段 - 都受法律监管，还是只有招标阶段受法律监管，从这方面可以判断公共采购框架是否完整。这通过蛛网图（图 A.1.2.1）中的“经济性”指标来衡量。

在 EBRD 地区的一些国家，包括欧盟成员国，其公共采购法律框架对招标前阶段（尤其是采购规划）和招标后阶段（公共合同管理）缺乏合理的监管。这意味着存在公共资金的分配不随商品和服务的市场价值变动而调整的风险。

这可以通过对公共合同管理的监管得以显示。对每个转型国家，图 A.1.2.4 显示了各国监管框架对公共采购流程招标后阶段的覆盖程度。图中各指标通过招标后阶段可实现的最高评级的百分比来显示得分。

图 A.1.2.4  
公共采购招标后阶段 - 公共合同管理的监管

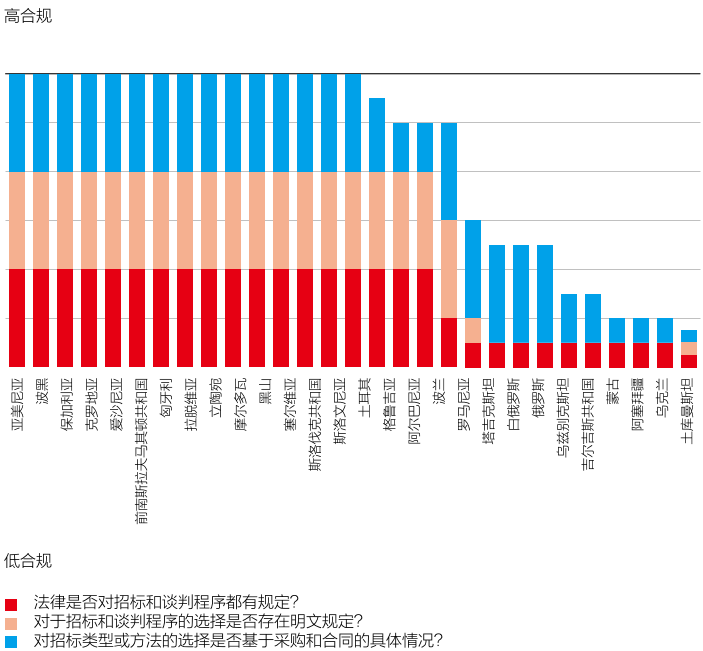


资料来源： EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。  
注： 图表显示该地区各国在公共采购招标后阶段合同管理监管的得分。得分根据一份法律调查问卷计算得出。总得分以百分比表示，其中 100% 表示该基准指标的最佳得分。

采购流程的灵活性

法律规定评估还考虑公共采购框架的灵活性，以利于衡量专业谈判程序对于该地区签约机构的可用程度。这与公共采购核心原则的“效率”方面有关（见上文）。评估结果显示，与建议的最佳实践相反，一些国家（尤其是中亚国家）的采购程序只采纳最低报价（见图 A.1.2.5）。

图 A.1.2.5  
国家公共采购法律框架中公共采购程序的监管



资料来源： EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。  
注： 图表显示该地区各国公共采购程序监管的得分。得分根据一份法律调查问卷计算得出。总得分用百分比表示，对于三个建议功能（充分性、灵活性和确定性）的合规性从低到高，其中 100% 表示基准指标的最佳得分。

方框 A. 1. 2. 2

在 EBRD 评估过程中，保加利亚和格鲁吉亚对其公共采购监管做出了重大调整，使其法律发生变化，从而导致它们的评估评级发生变化。

- 下图给出了法律变化“之前”和“之后”的对比，重点包括：
- 各国的评估总得分，根据 各个 EBRD 核心原则计算得出
  - 新旧国家公共采购政策中反腐败保障 和效率措施的相关性
  - 公共采购制度框架的发展虽然两个国家都没有达到基准的最高分，但它们的国家公共采购法律框架的各个核心原则都有改善。

图 A. 1. 2. 2. 1 保加利亚  
公共采购框架的总评估得分



Chart A. 1. 2. 2. 2 格鲁吉亚  
公共采购框架的总评估得分





图 A.1.2.2.3 保加利亚  
新旧公共采购政策中反腐保障和效率措施之间的相关性

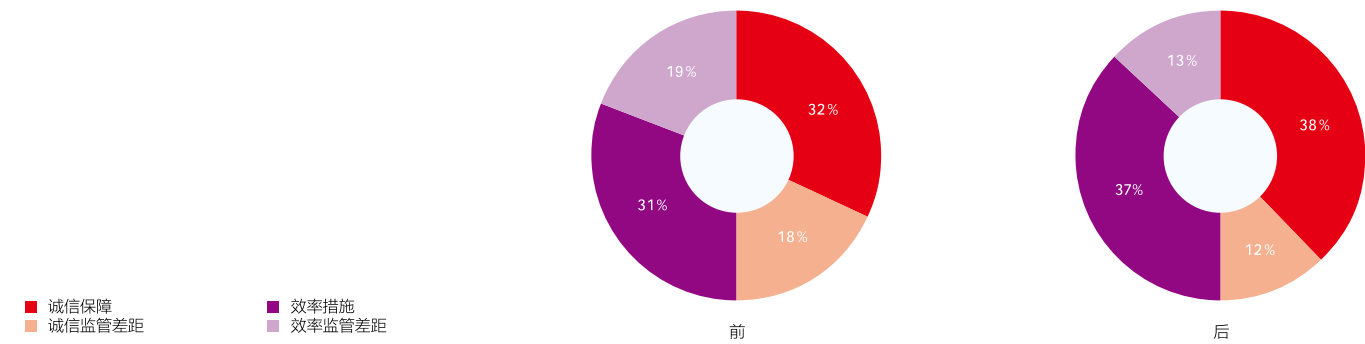


图 A.1.2.2.4 格鲁吉亚  
新旧公共采购政策中反腐保障和效率措施之间的相关性

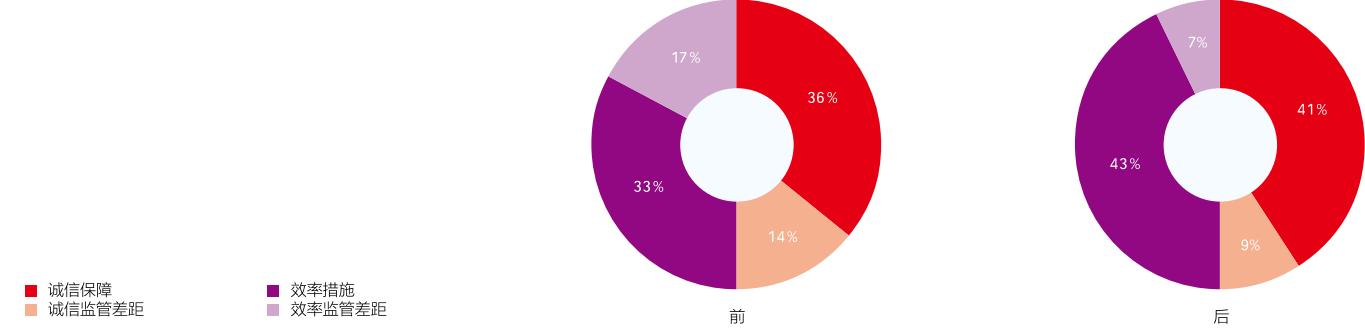


图 A.1.2.2.5 保加利亚  
公共采购制度框架的改善

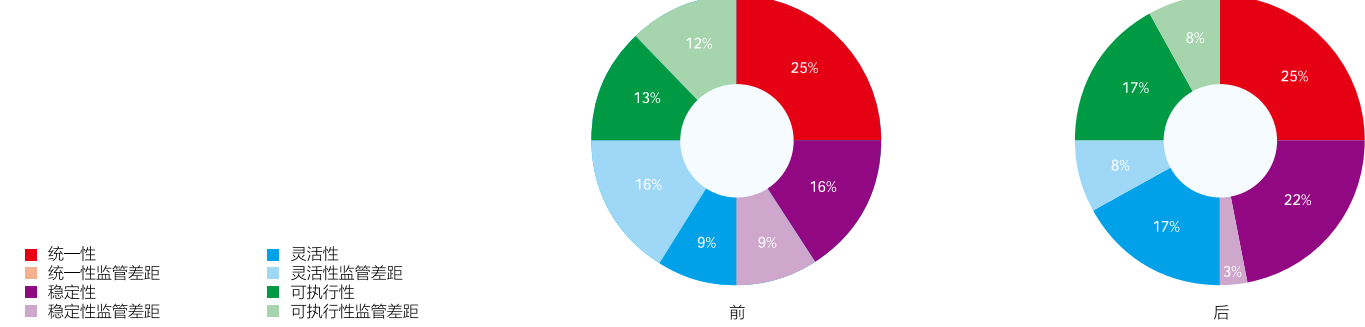
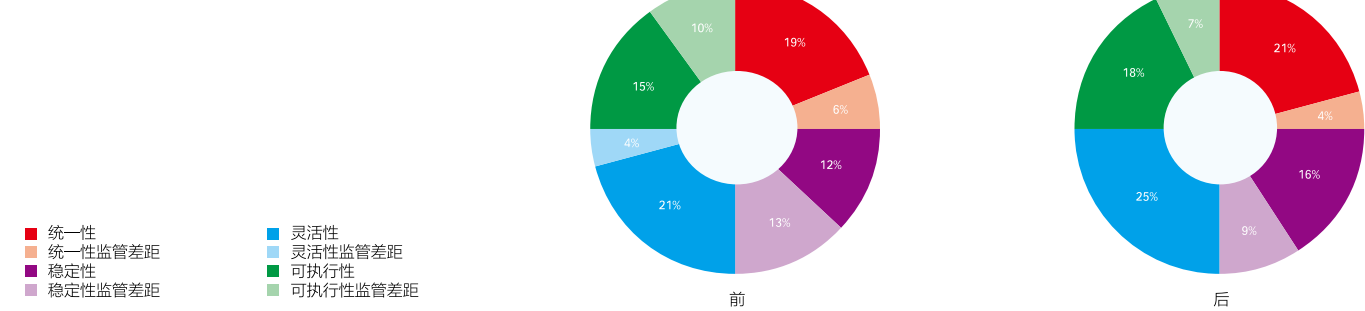


图 A.1.2.2.6 格鲁吉亚  
公共采购制度框架的改善



监管和招标信息的获取

对公共采购法律规定的检视，最初是计划用英语和俄语进行，因为预计 EBRD 地区考虑到国际投标人因素，其国家公共采购法律大多数应有这些国际贸易语言（联合国认可的）中的一种版本。然而，初步调研结果显示，公共采购法律的英语或俄语版本并不多。该地区包括欧盟成员国在内的国家均没有将当前的公共采购法律完全翻译成上述语言中的任何一种。只有黑山一个国家将其所有公共采购法律整理翻译成英语或俄语，并且公布在该国公共采购监管机构的网站上。事实上，其他国家公共采购监管机构网站上的本国语言之外的监管信息十分有限。因此，不得不放弃最初希望仅检视可得国际投标法律的计划。

我们检视的国家公共采购法律当中，大多数法律未要求签约机构使用任何联合国认可的语言发布合同通知，尽管欧盟成员国在 eNotices 上将合同概要翻译成为不同于签约机构的语言。

电子采购

EBRD 地区一些国家正在尝试实施电子采购，即通过电子化手段（通常为网上）进行采购。截至目前，只有阿尔巴尼亚是强制实施电子采购的，不过大多数国家公共采购监管要求通过电子手段发布合同通知。除了阿尔巴尼亚之外，一些国家（拉脱维亚、黑山、罗马尼亚和土耳其）已经通过了法律，要求对于部分商品（如医疗用品）采购的沟通或投标提交必须通过电子化方式进行。对于该地区大多数国家，电子化沟通的可用性取决于相关签约机构的决定。

执行程序的效率

最后一个监管问题是可执行性。对于结合公共部门和私人部门的任何公共采购系统，使用公正健全的机制确保监管目标的实现是非常重要的。因此，EBRD 评估包括了关于公共采购监管执行问题的部分。我们对各国法律进行了分析，侧重于评估行政执行和 / 或监控机制有效性、检视和补救程序的可用性以及补救机构的独立性。图 A.1.2.6 显示 EBRD 地区各国法律中每项法律工具的可用性。对每项指标，图表以最大可实现评级的百分比表示得分。

阿尔巴尼亚、亚美尼亚、波黑、保加利亚、克罗地亚、爱沙尼亚、格鲁吉亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、蒙古、黑山、塞尔维亚、斯洛伐克和乌克兰获得了最高评分。白俄罗斯、摩尔多瓦、塔吉克斯坦和土耳其的得分在 50%-75% 之间，而阿塞拜疆、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦的得分低于 50%，反映了现有监管需要大幅改进。

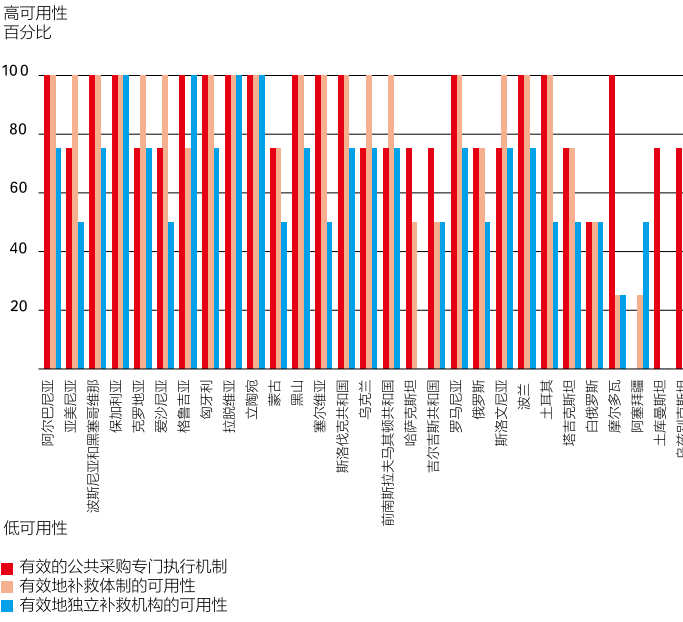
为了显示在公共采购监管框架的执行中，法律规定和法律实践的不同得分，图表 A1.2.7 给出了比较结果。

在 EBRD 区域的 14 个国家中，我们发现了所谓的执行缺口，即法律规定质量与实际实施水平之间的差距。这一现象，在执行监管质量得分较低或是很高的国家都有发生。

正如所预期的，一国在法律规定方面得分越高，其执行缺口就越大。缺口最大的国家包括阿尔巴尼亚（27%），黑山（17%），匈牙利和马其顿（13%），吉尔吉斯，蒙古和土耳其（10%）。这体现了对于加强现有法律有效实施的需要。虽然书面上的执行法规和实践之间的符合基准只有较低的 65%，爱沙尼亚却没有执行缺口。

这一评估揭示了在缺乏专门的补救机制的国家（如阿塞拜疆，白俄罗斯，塔吉克斯坦，土库曼斯坦和乌兹别克斯坦），通过在法庭寻求补偿的方式来挑战合约机构的决定的可能性。虽然这并不能导致公共采购过程的修正或废止，它至少为受影响的各方提供了纠正的方法，并且有可能威慑合约机构不合法的行为。

图 A. 1. 2. 6  
公共采购检视和补救机制



资料来源： EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。  
注： 图表显示该地区各国公共采购执行监管的得分。得分根据一份法律调查问卷计算得出。总得分用百分比表示，对于三个建议功能（专门的公共采购执行机制、公共采购补救制度和独立的公共采购补救机构）的合规性从低到高，其中 100% 表示基准指标的最佳得分。

在一些国家，检视实践的质量和补救机制的得分要高于现有监管立法的规定。这可归因于弥补监管框架不足的民事法庭的判决（如阿塞拜疆、白俄罗斯、摩尔多瓦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦的情况），或者独立补救机构的裁定能力，这些机构的专业和公正甚至可能增强高度合规的监管框架（如保加利亚、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚的情况）。

另外，可以明显看出，EBRD 地区（含欧盟成员国）公共采购法律的检视及补救程序的效率与实际成本之间没有相关性（见图 A.1.2.8）。

结论

EBRD 评估表明，该地区国家可以根据其公共采购法律的发展水平归为以下几类：

- 以完全符合欧盟公共采购要求为目标以及已至少在符合国际标准方面达到满意水平的欧盟成员国
- 东南欧洲国家以及格鲁吉亚、蒙古和土耳其，它们已经引入新的公共采购法律，但需要重点关注执行问题和制度建设
- 可能正在着手进行法律改革，但采购法律仍未符合国际标准的其他国家。

分析结果表面，很多国家已将诚信保障和效率措施纳入其公共采

购框架，但没有兼顾当地商业文化和主流市场条件。此外，有些国家的公共采购监管并未覆盖整个公共部门，

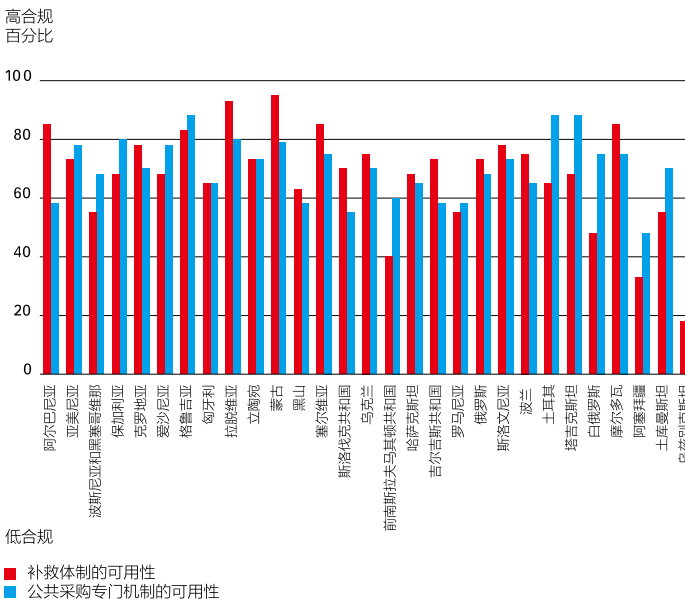
致使在采购体系外的公共机构数量很大，或者法律不够全面，没有对公共采购招标流程的所有阶段进行监管。招标阶段的监管没有始终确保招标类型或方法的选择是合适的，因此不利于公共合同的效率。

评估中发现的其他不足包括：

- 公共采购主要资格原则不明确、不一致
- 对公共采购主要资格理解不够
- 同一管辖地各签约机构没有统一对部分国家公共采购法律的执行
- 没有独立的制度监管机构，而这正是一个现代公共采购法律框架中所需要的功能。

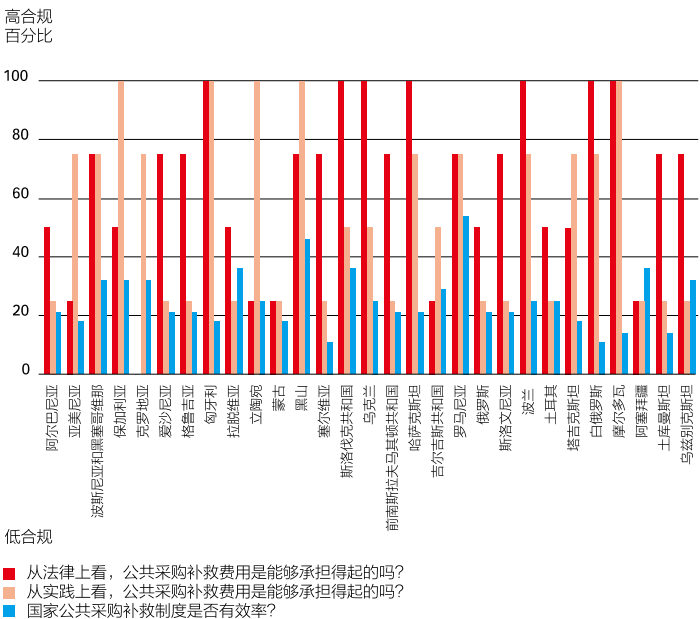
在 EBRD 地区，只有欧盟成员国才有完全独立的专业补救机构。在其他地方，有行政或司法检视，但公正性和客观性可能无法保证。虽然如此，在公共采购检视功能是由民事或行政法庭提供的国家，实践的质量相比更高。欧盟成员国和巴尔干地区国家具备有限的监控或审计程序（通常用于特别捐赠资金，如欧盟结构性资金）。采购规划监管、预算审批流程和公共合同管理的缺乏是普遍弱点。评估认为对 EBRD 地区公共采购法律框架和表现的改革与升级应该被提到多数政府的工作日程上。

图 A.1.2.7  
公共采购执行机制



资料来源：EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。  
注：图表显示该地区各国公共采购执行法律的得分与公共采购执行实践得分的相关性。得分根据当地执业人员分别完成的一份法律调查问卷、一份清单以及一份案例研究计算得出。总得分按合规性从低到高以百分比表示，其中 100% 表示基准指标的最佳得分。

图 A.1.2.8  
公共采购补救制度的性价比比较



资料来源：EBRD 公共采购法律框架评估，2010 年。  
注：图表显示该地区各国根据国家公共采购法律和实践的要求，向使用补救程序的原告直接收取的费用水平以及根据当地执业人员观察得出的国家公共采购补救制度的效率之间的相关性。得分根据当地执业人员分别完成的一份法律调查问卷、一份清单以及一份案例研究计算得出。每个指标的总得分以百分比表示，其中 100% 表示该指标的最佳得分。

## 第二章

### 从危机到复苏



---

转型地区的大部分国家都已开始经济复苏，尽管速度各不相同。在一些中欧国家和大部分大宗商品储量丰富的国家，复苏进展良好，但在大多数东南欧国家，复苏才刚刚拉开帷幕。这反映了各国在世界经济复苏初期，利用提升出口以及财政政策来提振本国经济，并排除危机前失衡问题的能力有所不同。危机前的失衡状况仍然对许多国家的信贷增长构成压力。



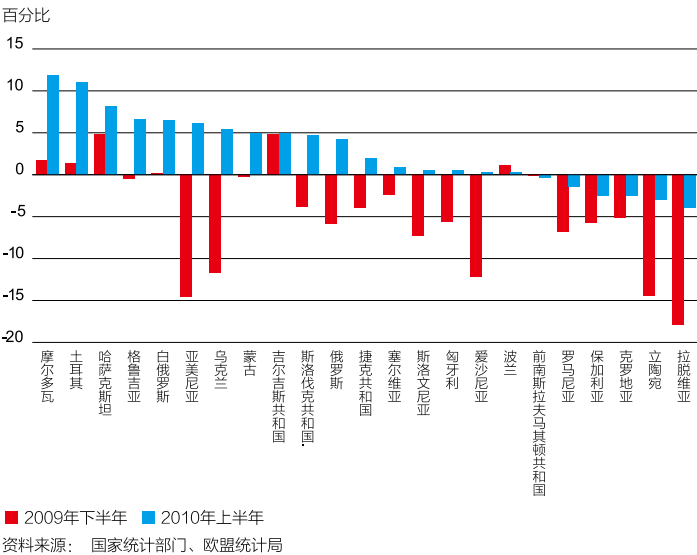
过去一年，转型地区的大部分国家都已开始从这场自转型早期以来所经历的最严重的经济衰退中渐渐复苏。不过，这一地区内的经济复苏相对其他新兴市场来说较为疲弱，而且该地区内不同国家的复苏速度也各不相同。尤其是东南欧国家的产出下滑一直延续到 2010 年上半年。相比之下，其他许多国家在不同程度上受益于由出口主导的经济复苏；特别是大宗商品出口国以及对德国出口比重较大的中欧国家。在亚美尼亚、摩尔多瓦、波兰和土耳其等少数国家，汇款重新流入或资金流入帮助拉动了 2010 年的经济增长。相反，许多东南欧国家的复苏进程则较为缓慢。

本章将试图管窥这种不均衡的复苏程度，以及其背后的驱动因素。首先提出质疑，为何一些国家与其他国家相比能够更好地受益于国际贸易的全球性复苏？随后将分析国内需求普遍没有出现复苏的原因，特别是信贷和财政政策的作用，并审视近期的通胀趋势。文章将思考危机期间和危机过后国际资本流动的非典型状况。最后，将审视该分析结果的短期意义。

出口主导的复苏

早在 2009 年第二季度，大多数国家的实际 GDP 开始上升（按经季节性因素调整的季度环比计算）（见图 2.1）。波罗的海国家的经济复苏时间滞后了几个月，这些国家面临修复危机前失衡问题严峻任务。而东南欧则已开始奋力摆脱经济衰退。保加利亚、克罗地亚和罗马尼亚的实际 GDP 在 2009 年大部分时间以及 2010 年初继续萎缩。此外，诸如吉尔吉斯共和国的政治骚乱、乌克兰总统选举的不确定性以及立陶宛关闭核电厂等国内事件，抑制了这些国家在 2010 年上半年的经济增长。

图 2.1  
实际 GDP 增长（同比）



复苏起初在很大程度上受到净出口的驱动。到 2010 年第一季度，出口已经从 2008–2009 年冬季的崩溃中恢复，与全球贸易的复苏态势相符（见图 2.2a）。大宗商品出口国（亚美尼亚、哈萨克斯坦、蒙古和俄罗斯）从商品价格反弹中获益，而出口较多集中在机械产品的国家（捷克、斯洛伐克、匈牙利、波兰，以及程度相对较低的罗马尼亚）从全球周期性反弹中受益。在 2009–2010 年期间实际汇率贬值的国家，其出口出现不同幅度的增长（见方框 2.1）。除了少数特例外，大部分国家的进口自 2008–2009 年冬季的萎缩中反弹，但被出口增长所抵消。因此，到 2010 年第一季度，大部分国家的净出口对增长起到了积极贡献，促使该地区各国经常账户的赤字降低甚至出现盈余，并缓和了汇率压力（见图 2.2b 至 2.2d）。但是，自 2010 年第二季度起，一些国家的进口增速开始快于出口，反映出其国内需求的稳步回升。

危机的遗留问题令国内私营部门需求承受压力

到 2010 年第一季度，许多国家的国内需求继续萎缩，失业率维持在较高水平，商业前景则仍不确定。国内需求下滑的情况在波罗的海和东南欧国家尤为显著，这些国家的经济衰退程度较深，并且复苏滞后。早在 2008 年中旬，在波罗的海国家以及经济增长在 2007 年就开始放缓的其他经济体（如土耳其和乌克兰），失业率出现飙升。相反，在中欧和东南欧，失业率仅到 2009 年中才开始攀升，而在东南欧，这一情况发生的甚至更晚（见图 2.3a）。尽管到 2010 年第二季度一些国家的失业率逐步下降，但依然处于较高水平。幸运的是，对主要资金接收国（高加索、中亚和前南斯拉夫马其顿共和国）来说，劳工汇款的恢复缓和了失业率高企对需求的影响。（见图 2.3b 和 2.3c）。

商业信心的缓慢回升使得投资增长仍较为疲弱。全球金融危机大幅削弱了商业信心；大部分国家的制造业或工业信心指数较 2007 年第四季度下滑了 20%–50%<sup>1</sup>。

到 2010 年第三季度，仅爱沙尼亚、匈牙利和土耳其的商业信心恢复至危机前水平（见图 2.3d）。作为经济疲弱复苏的结果，银行的不良贷款（NPLs）在较高水平企稳，但仍有一些国家的不良贷款水平继续上升（见图 2.4a）。

尽管许多国家的经济活动逐渐回暖，但私营部门信贷增长大多停滞或继续缩水（见图 2.4b）。对于危机前信贷激增且银行系统资本化水平较低的国家来说，情况尤为如此：有两个因素与 2009 年晚期以来的信贷行为显著相关（详细分析请见图 2.5 和方框 2.2）。其中包括波罗的海国家、东南欧的大部分国家、哈萨克斯坦以及俄罗斯（由于其家庭贷款业务的关系）。在哈萨克斯坦，由于银行继续抑制外国资本，信贷增长已经停滞。乌克兰的情况也是如此，信贷萎缩至 2010 年 2 月总统选举，而此后资金开始重新流入，企业信贷开始缓慢增长。

1 哈萨克斯坦属于例外，因其产业以石油生产为主。

方框 2.1  
出口复苏的驱动因素是什么？

各个国家从全球贸易反弹中的获益程度并不相同。为了更好地理解其原因，本文将 55 个发达市场和新兴市场作为样本，对它们在以下两个时间点的同比实际出口增长进行了分析：2009 年第一季度（当时全球贸易降至最低水平）以及 2010 年第一季度，来获取由低谷时期到一年之后的复苏情况。这两个时期各自的跨国回归分析，说明了出口崩溃和复苏背后的关键驱动因素的变化。在这两种情况中，在贸易合作伙伴的贸易加权实际 GDP 增长方面（作为外部需求的指数）以及同比实际有效货币升值方面（基于消费者价格指数），都对实际出口增长运用回归，以便获取竞争力的变化、机械在总体商品出口中所占比重（作为出口结构的衡量标准）以及有关单个出口市场在总体出口中所占比重的赫希曼指数（Herfindahl index）。后一种方法衡量了就出口目的地而言的出口集中度。

- 主要结果如下（详情请见表 2.11）：
- 当全球贸易在 2008–2009 年冬季崩溃时，一个国家的产品结构起着关键作用：机械出口国受到的打击最大。实际贬值并未缓和崩溃状况。较为多元化的出口市场可能缓冲了崩溃影响，但其在统计上的显著性较弱。
  - 在复苏中，出口产品结构的重要性似乎有所减弱，但是仍有一些迹象显示，中间投入品出口国的复苏速度可能快于其他国家。事实上，在危机期间和之后的竞争力加强（实际贬值），似乎是有助于解释跨国复苏差异的主要因素。

表 2.1.1  
实际出口同比增长的 OLS 回归

	2009年 第一季度	2010年 第一季度
贸易合作伙伴的贸易加权实际GDP增长(同比, %)	0.948 [0.180]	0.351 [0.527]
2009年第一季度实际有效升值(同比, %)	-0.0937 [0.409]	-0.214** [0.0160]
2010年第一季度实际有效升值(同比, %)		-0.175* [0.0842]
机械占商品出口的比重(%，2008)	-17.29*** [0.00617]	4.81 [0.178]
出口市场集中度	-28.45† [0.121]	9.817 [0.374]
常量	2.32 [0.501]	1.269 [0.519]
观测值	54	54
R的二次方	0.247	0.155

资料来源：Global Insight 数据库、国际货币基金组织国际金融统计数据库（IMF IFS）、官方机构。  
注：括号中的 p 值  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1, †指 p<0.15  
贸易加权、出口市场占总出口的比重数据来自 IMF 的国际贸易统计数据库（DOT），基于 CPI 的实际有效汇率来自 IMF IFS，机械占商品出口份额数据来自联合国商品贸易统计数据库（UN Comtrade）。燃料或金属大宗商品的占比也被使用，但不显著。

方框 2.2  
信贷增长从何处开始复苏？

2010 年 1 月至 6 月期间私营部门信贷增长的跨国普通最小二乘法（OLS）回归以危机前银行系统结构<sup>2</sup>、危机前积累宏观经济脆弱性<sup>3</sup>、周期性变量和机构变量为衡量标准，帮助识别了私营部门的信贷模式。关注点仅为转型地区。回归结果（见表 2.2.1）反映了以下模式：

- 在 2007 年危机之前拥有较高资本化水平的银行系统在危机后（2010 年）显现了更强劲的信贷增长
- 危机前信贷扩张较为积极的国家在危机后的信贷增长较低
- 拥有最密切客户关系（即广泛分支网络）的银行系统的信贷增长速度最快

这些效果对于引入机构控制（如执行契约的成本）是稳健的。<sup>4</sup>  
在该样本中，不论以何种方式对经济复苏进行衡量（2010 年实际 GDP 增长，2009 年至 2010 年期间实际 GDP 增长的预期变化，或是 2008 年至 2009 年期间失业率的变化），我们均未发现复苏或是复苏前景对信贷增长具有统计上的显著性影响。一种可能的解释是，目前为止的复苏是“信贷不足的”，这一情况在金融危机后的发达国家（Blanchard，2009 年；Claessens et al.，2009 年）和新兴市场（Calvo et al.，2006 年）十分普遍。

表 2.2.1  
因变量： 私营部门信贷增长  
2009 年 12 月至 2010 年 6 月<sup>1</sup>

	基线	I	II
人均分支机构数量 平均每平方公里，2007 年		0.0804* [0.084]	0.0788* [0.098]
-2007 年底资本充足率	0.448* [0.063]	0.472** [0.034]	0.474** [0.039]
2001–2007 年信贷占 GDP 比重的变化	-0.193*** [0.000]	-0.130** [0.012]	-0.133** [0.016]
虚拟的政府支持放贷		5.288** [0.046]	5.174* [0.056]
虚拟的资金流入		4.848* [0.084]	4.718† [0.101]
执行契约的成本（WB DB）			-0.026 [0.709]
常量	3.106 [0.415]	-1.962 [0.479]	-1.244 [0.731]
观测值 <sup>2</sup>	25	23	23
R 的二次方	0.567	0.762	0.763

资料来源：官方机构、欧洲复兴开发银行银行系统调查。  
注：括号中的稳健 p 值。\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1, †指 p<0.15  
1 2010 年信贷增长的衡量方法为：将 2010 年 6 月底的经汇率调整的私人信贷总额，除以 2009 年 12 月底的信贷总额。  
2 样本第一栏中包括所有欧洲复兴开发银行受惠国，但不包括蒙古、黑山、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦。第二栏和第三栏中不包括保加利亚和俄罗斯，原因是保加利亚和俄罗斯的银行分支机构数据缺失，从而在人口密度方面成为离群值。

2 欧洲复兴开发银行 2007 年、2008 年银行业调查；Beck et al（2009 年）  
3 基于 Berglof et al.(2010 年) 的数据集。  
4 世界银行的 2010 年经商调查指标被用做机构变量的来源。

图 2. 2a  
对实际 GDP 增长的贡献，2009 年上半年和 2010 年上半年<sup>1</sup>（同比）

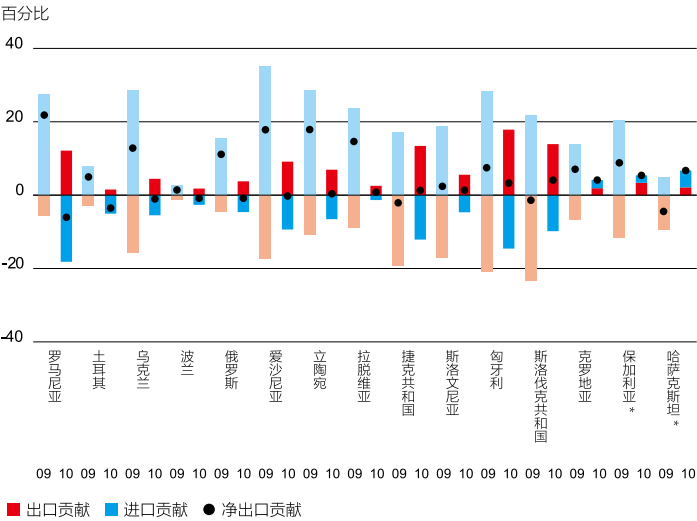
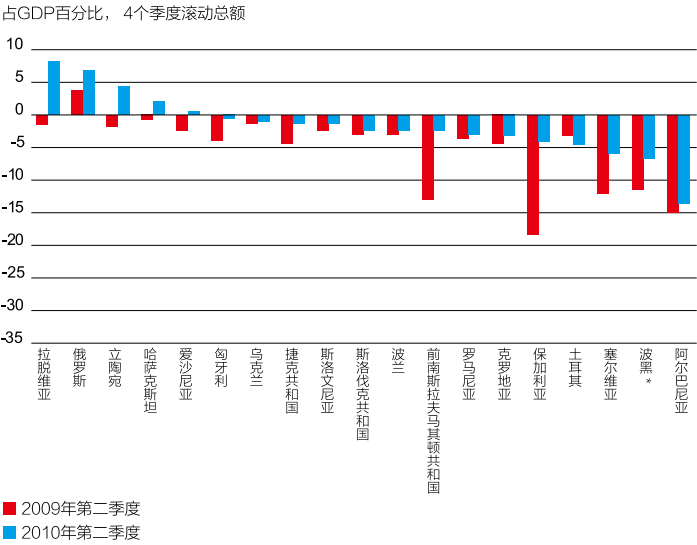


图 2. 2c  
经常账户差额（4 个季度滚动总额）<sup>2</sup>



资料来源：国家统计局、IFS、欧盟统计局。

注：

1 正值的实际进口增长在图中显示为进口对实际 GDP 增长的负面贡献。

2 星号 (\*) 表示没有 2010 年第二季度数据，因此显示的是 2010 年第一季度数据。

3 亚美尼亚、白俄罗斯、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯共和国、蒙古、俄罗斯、塔吉克斯坦、土耳其、乌克兰和乌兹别克斯坦的锚货币为美元。所有其他国家的锚货币为欧元。

2. 2b  
对实际 GDP 增长的贡献，2009 年上半年和 2010 年上半年<sup>2</sup>（同比）

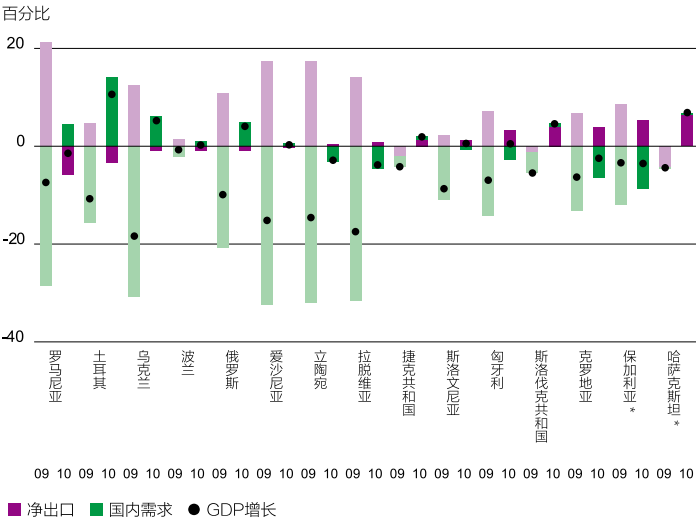


图 2. 2d  
名义汇率（本币兑锚货币）<sup>3</sup>

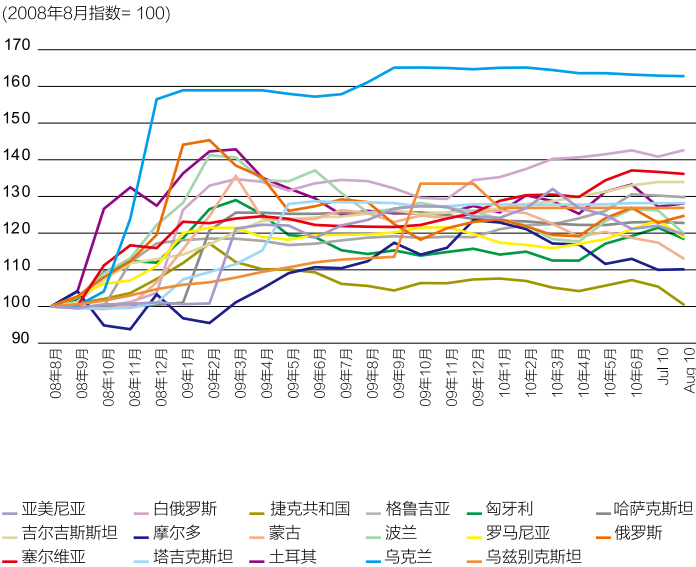


图 2.3a  
失业率（2007 年第四季度指数 = 100）

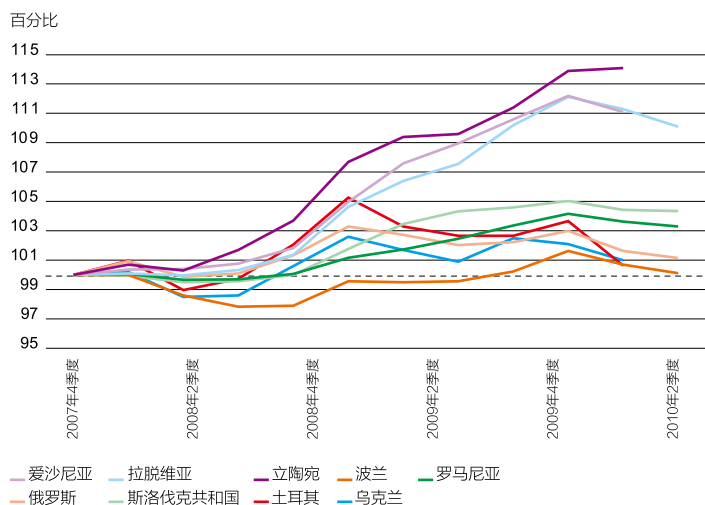


图 2.3b  
来自海外个人的转账（年同比增长）

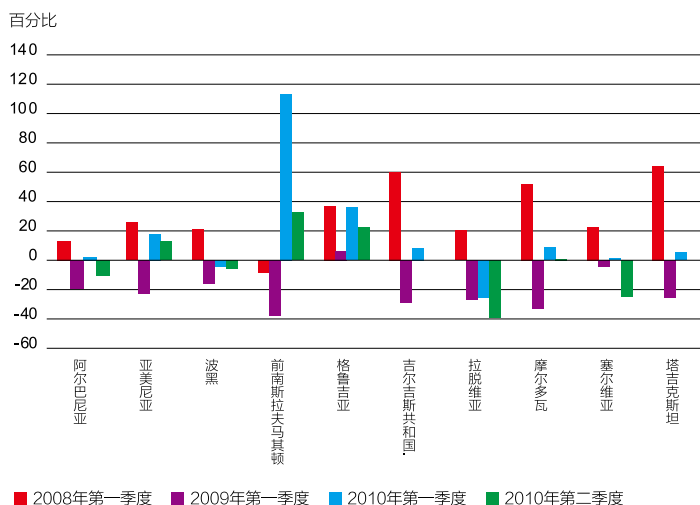
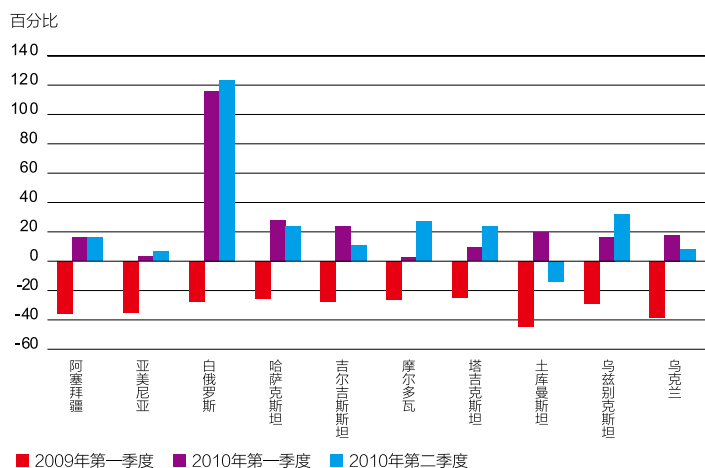


图 2.3c  
来自俄罗斯的个人汇款（年同比增长）



资料来源：IMF IFS、俄罗斯央行。

注：信心指数来自阿尔巴尼亚、爱沙尼亚、哈萨克斯坦和斯洛伐克共和国工业，以及其余国家的制造业。

图 2.3d  
制造业商业信心<sup>1</sup>（2007 第四季度指数 = 100）

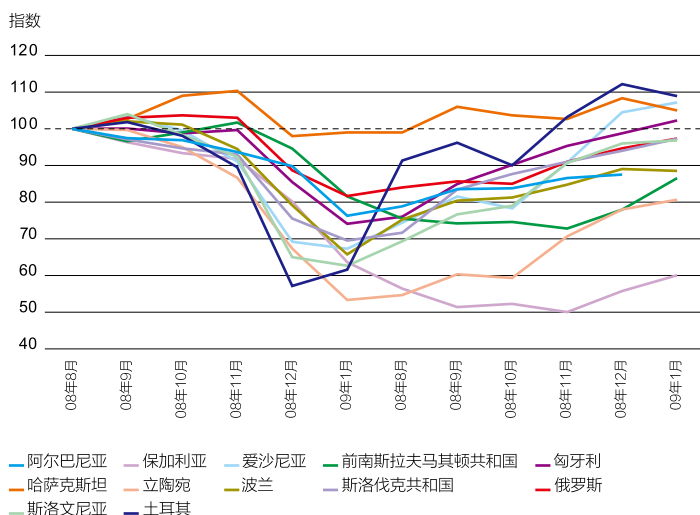
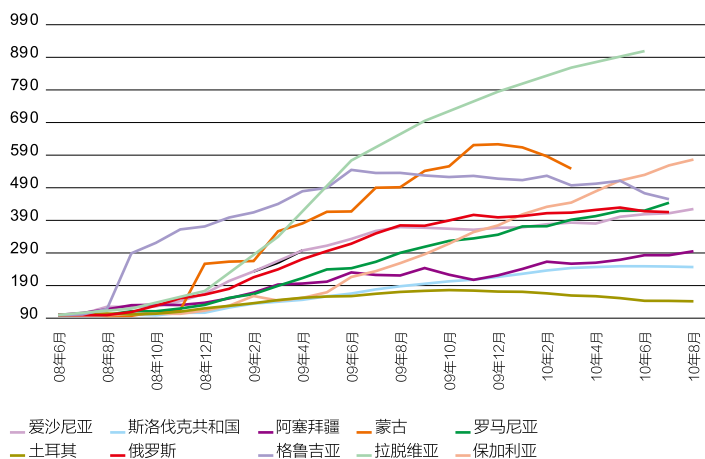


图 2.4a  
不良贷款占贷款总额的比重

（2008 年 6 月指数 = 100）



资料来源：IMF IFS、各国央行、国际清算银行（BIS）、环亚经济数据有限公司（CEIC）。

图 2.4b  
对私营部门的信贷（年同比增长）

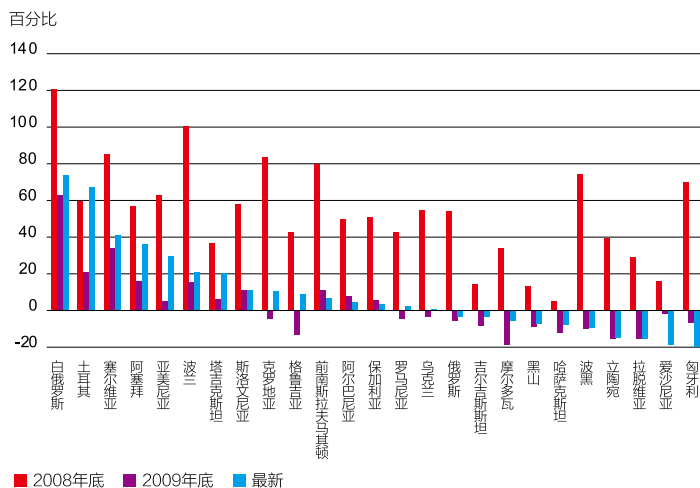


图 2.5a  
信贷复苏和危机前银行资本化水平

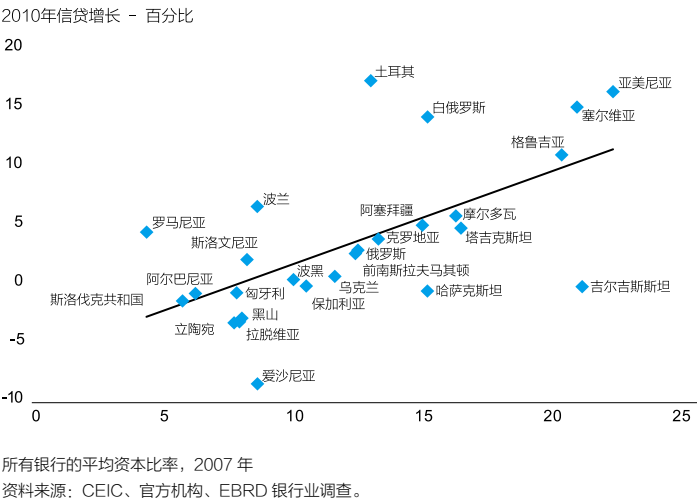


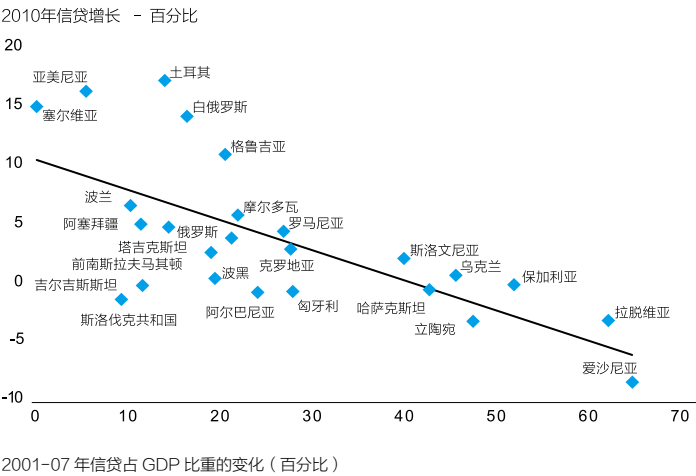
图 2.4b 还显示了少数例外情况，它们的信贷呈现相当强劲的增长。这其中包括出现政府引导型放贷或补贴型放贷的国家（亚美尼亚、白俄罗斯、塞尔维亚），或是对国有企业进行放贷的国家（斯洛文尼亚）。还包括从国际收支的巨大回流中获益的少数国家，无论是以资本流入（土耳其）还是汇款流入（如亚美尼亚和摩尔多瓦）的形式。

财政紧缩措施部分被货币政策所缓解

早在欧元区主权债务危机凸显赤字持续高企的风险之前，许多转型国家就已经通过了一揽子财政整顿措施。由于危机引起的财政收入大幅下滑以及市场准入受阻，该地区许多国家的 2010 年预算中包含了对财政赤字进行整顿的措施，以使其占 GDP 的比重下降 0.5% 到 5.0%。在波罗的海国家和黑山下调力度最大（见图 2.6）。相比之下，在危机前享有财政盈余的大宗商品产出国（阿塞拜疆、哈萨克斯坦和俄罗斯）或是较大的新兴市场（波兰、斯洛伐克和土耳其）在 2009 年和 2010 年间纷纷实施了财政刺激政策，预计这些措施将在未来几年内逐步逆转。

财政紧缩措施被宽松的货币政策所缓解。除少数特例外，2008 年中旬至 2009 年中旬期间大幅下降的货币政策利率要么被进一步下调，要么被维持不变。亚美尼亚、格鲁吉亚、吉尔吉斯共和国、蒙古、塞尔维亚和土耳其出于通胀担忧或是为了缓和汇率压力而开始上调政策利率，一些央行（特别是匈牙利和波兰央行）已做出支持未来政策利率上调的声明。在 2008 年四季度到 2009 年一季度其间，所有该区域内具有一定汇率灵活度的国家都出现了汇率大幅贬值（货币局制度和官方钉住汇率制度的保持不变）。在较大的新兴市场（捷克、匈

图 2.5b  
信贷复苏和危机前信贷增长



牙利、波兰、罗马尼亚、俄罗斯和土耳其)以及高加索地区的一些国家，汇率已开始再次上涨，但仍低于 2008 年 8 月的危机前水平。相形之下，在较小的国家以及乌克兰，汇率继续面临压力，尤其是自 2010 年春季的西欧主权债务危机以来。

核心通胀压力犹存

由于各经济体陷入较深的衰退，该地区在 2009 年出现急剧的通胀下滑（见图 2.7a）。不过，在 2010 年，一些国家的通胀水平再次上扬。这主要有以下三个原因。

- 不利的夏季天气状况对哈萨克斯坦、俄罗斯和乌克兰的小麦收成造成重大损害。俄罗斯和乌克兰为了应对国内小麦价格上涨而分别实施了出口禁令和出口限制，导致全球小麦价格在 2010 年 6 月初至 8 月中旬期间飙涨 70%，从而对该地区的物价水平造成影响。
- 作为财政整顿的一部分内容，东南欧以及中欧和波罗的海的许多国家大幅上调了烟酒的销售税或消费税（白俄罗斯、克罗地亚、匈牙利、拉脱维亚、摩尔多瓦和罗马尼亚）。在土耳其，用于刺激经济的消费税优惠政策到期也助推了通胀上升。
- 全球能源价格上涨、价格调整以及立陶宛伊格纳利纳（Ignalina）核电站的关闭，导致能源净进口国（阿尔巴尼亚、亚美尼亚、波罗的海国家、白俄罗斯、保加利亚、前南斯拉夫马其顿共和国、吉尔吉斯共和国和塞尔维亚）的居民用电及天然气价格大幅上涨。

但是，核心通胀大多继续缩水（见图 2.7b），表明近期大部分的通胀上升可能都是临时性的。但土耳其属于例外，随着该国的经济复苏势头加大，其核心通胀仍顽固地保持在高位。



## 欧洲债务危机阻碍外部融资回暖

随着资本逐渐重返，外部融资困难自 2009 年中期以来已有所缓和。到 2009 年第二季度，中欧和高加索地区的许多国家以及东南欧的一些国家重现证券投资和其他投资流入（见图 2.8）。土耳其在一个季度之后恢复了净流入状况。随着欧元区主权债务危机的显现，其他国家的资金净流入出现剧烈波动，并有所放缓甚至出现逆转，但与此同时，波兰和土耳其的净流入却在 2009 年下半年以及 2010 年逐渐增强。在波罗的海国家，随着经济衰退见底，其资金净流出状况在 2010 年第一季度开始出现逆转。在乌克兰总统选举临近以及哈萨克斯坦大型银行重组的背景下，这两个国家在 2010 年上半年继续保持资金净流出状况。选举过后，乌克兰的资金流出状况在 2010 年第二季度发生巨大逆转。在哈萨克斯坦，新的外国直接投资（FDI）流入能源行业，抵消了其他资金的流出。亚美尼亚、白俄罗斯、捷克和波兰的外国直接投资净流入恢复到接近危机前水平，而大多数其他国家仅出现逐步回升。唯有波黑、匈牙利和立陶宛例外，它们在 2010 年第二季度继续呈现外国直接投资净流出的状况。

该地区证券投资和其他投资净流入的回流势头停滞，也在国际清算银行（BIS）的银行资金流报告中得到体现（见方框 2.3）。

在很大程度上，该地区并未如其他新兴市场国家那样，顺应 2008 年底的资本大幅流出之后自 2009 年第二季度起的资本积极流入周期。取而代之，中欧和东南欧的许多国家都经历了较为温和但更为持久的资本外流。俄罗斯在危机初期经历了非常庞大的资本流出，但目前为止尚未出现大规模的回流。这方面的主要特例是波兰、土耳其以及最近的乌克兰。

## 2011 年前景

欧洲复兴开发银行地区的复苏可能反映了全球当前的“多种速度”复苏状态（IMF，2010年）。许多国家依然在很大程度上依赖于对欧盟的出口。欧盟的2010年经济增长虽然强于预期，但可能会在2011年放缓，原因是一揽子财政紧缩方案加快步伐，以及欧元区进一步实施货币宽松政策的空间似乎有限。在面临未来资本充足率标准进一步提高（见下文）以及该地区一些主要银行（包括德国商业银行、比利时联合银行和海珀银行）根据欧盟指令进行重组的情况，欧元区银行的放贷水平可能将保持疲弱。因此，不太可能出现信贷在欧元区银行资金的支持下强劲回升的情况。换言之，一些大型发达国家的持续货币宽松政策所带来的充足流动性，可能将导致资金流入的日益回升。这将支持信贷增长，并给具有较大金融市场的国家带来升值压力，从而导致从外部到国内资源需求增长的重新平衡。

图 2.6  
财政整顿措施，2010 年（占 GDP 的百分比）

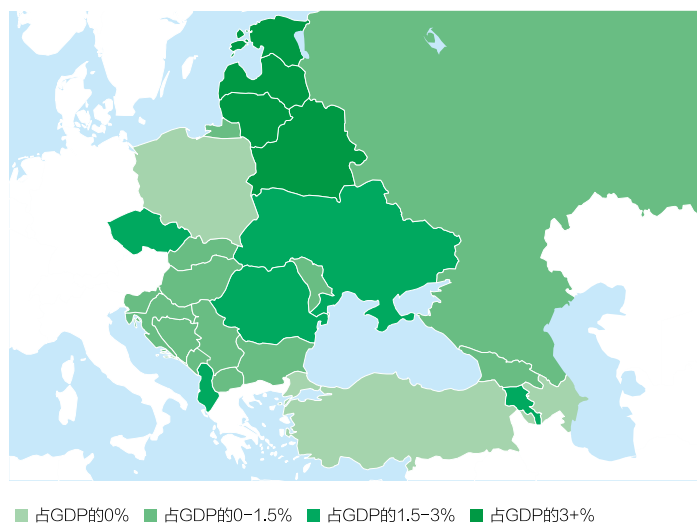


图 2.6  
通货膨胀（同比）

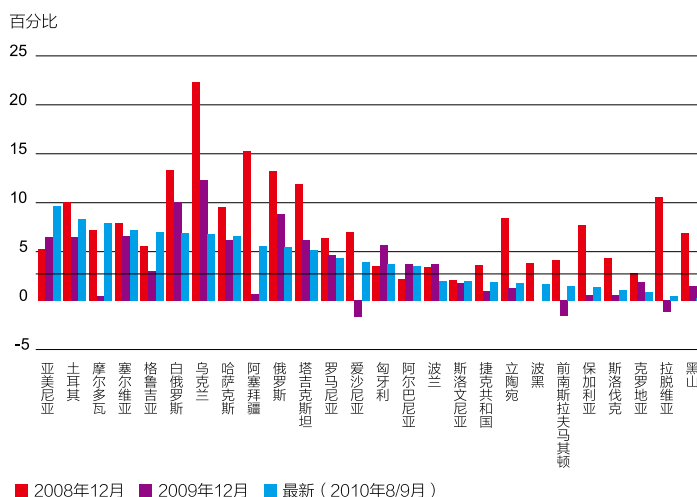
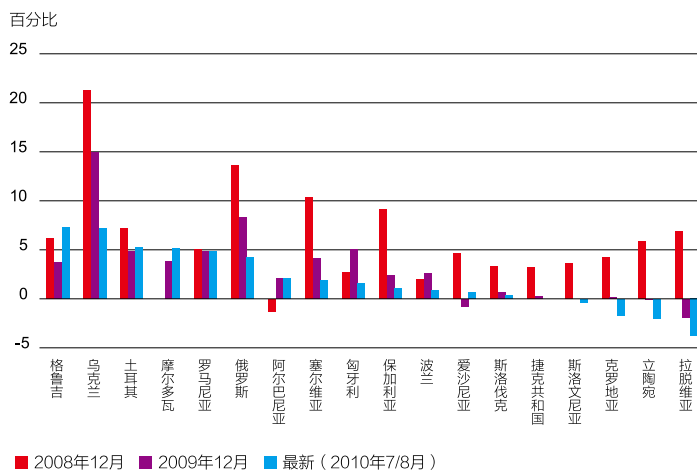


图 2.6  
核心膨胀（同比）



资料来源：IMF 国际金融统计数据库（IFS）、各国央行、BIS、CEIC、格鲁吉亚和阿尔巴尼亚的核心通胀为员工计算。

注：1 核心通胀是指不包括食品和能源的总体通胀。



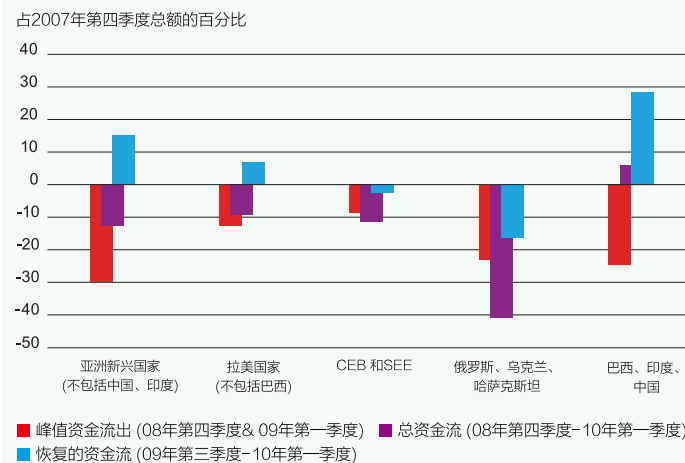
方框 2.3  
危机期间和危机过后的跨境放贷

在国际金融危机的顶峰时期，国际清算银行的报告银行<sup>5</sup>迅速在全球范围内降低了其海外资产规模。这对转型地区的影响与其他新兴市场地区较为不同，尤其是中欧和波罗的海国家（CEB）以及东南欧国家（SEE），较亚洲新兴国家和拉美国家经历了较为缓和却更为持久的资本外流。

在雷曼事件发生后的两个季度内，国际清算银行的报告银行在中欧和波罗的海以及东南欧国家的跨境资产总共减少了 9%，而其在亚洲和拉美分别达到 28% 和 17%。<sup>6</sup> 但是，当 2009 年中旬亚洲和拉美新兴市场国家的银行放贷资金流开始回升时，欧洲新兴经济体的情况却表现滞后。中欧和波罗的海以及东南欧国家出现持续的资金流出，到 2010 年初，它们的资产规模较 2007 年底累计减少 12%。此时，亚洲新兴国家和拉美国家的稳健资金流入已经抵消了早前的部分损失，导致这两个地区在雷曼事件之后的总资产损失分别缩减至 5% 和 3%（与 2007 年底资产相比）。这两个地区获得的大部分新贷款主要来自三大国家——巴西、中国和印度，但即使不包括这三个国家，流入拉美和亚洲的资金也已强劲回升（见图 2.3.1）。

在中欧和波罗的海以及东南欧国家的总体情况不同于其他地区的同时，该地区之内也存在重大的差异。存在两个相对的国家阵营。在正方阵营，波兰和塞尔维亚良好地抵御了金融危机的考验。波兰在 2008 年下旬经受了巨大的冲击，但在 2009 年从对于私营和公共企业的新贷款中获益。类似的，塞尔维亚在 2008 年第三季度遭受了严重的冲击，但随后在 2009 年成为资金重新流入其银行业的少数国家之一。

图 2.3.1  
对新兴市场的跨境银行放贷



资料来源：BIS 域分布调查统计，表 6A。  
注：峰值资金流出是指，在 2008 年第四季度至 2009 年第一季度的危机期间经汇率调整的、BIS 资产的变动金额。恢复的资金流是指，2009 年第三季度至 2010 年第一季度期间经汇率调整的、国际清算银行跨境银行资产（“资金流”）的变动金额。总资金流是指，2008 年第四季度至 2010 年第一季度期间经汇率调整的、国际清算银行跨境银行资产的变动金额。这三项指标都以 2007 年底该地区所持有的跨境银行资产总额作为标准化数值。

5 国际清算银行的报告银行是指，常驻在 41 个国家中任一国家的吸收存款机构（这 41 个国家对国际清算银行的区域分布调查统计进行报告，即经合组织成员国加上巴林、巴西、印度、中国香港、马来西亚和新加坡等少量国际金融中心和新兴市场国家）。

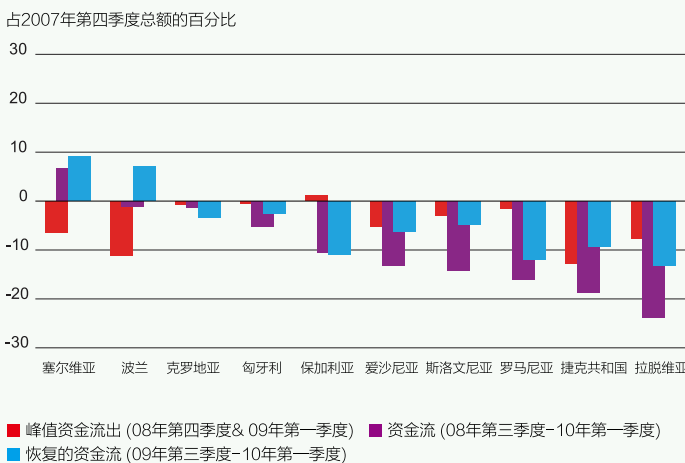
而另一方面，波罗的海国家自 2009 年初至 2010 年初期间，经受了大规模且持续的资本流出。

在经济衰退以及经济复苏时期，对于俄罗斯、哈萨克斯坦和乌克兰的跨境放贷收缩程度更甚于其他新兴市场。这三个国家起初的资金流出与亚洲新兴市场相当，但资金的重新流入却与中欧和波罗的海以及东南欧国家一样难以捉摸。到 2010 年初，哈萨克斯坦、俄罗斯和乌克兰的总资产已较 2007 年底丧失了约 40%（见图 2.3.1）。

是什么导致中欧和波罗的海以及东南欧国家的资金流出较其他新兴市场更为温和却更为持久？一个原因可能是该地区的大部分银行都是外资银行的分支机构。这些分支机构的再融资需求可能放缓了资金流出的速度。此外，在“维也纳倡议”下，国际金融机构以及本国和经营所在国监管机构努力寻求欧洲银行对于维持该地区风险敞口的承诺。<sup>7</sup> 资金以更快的速度重新流入亚洲和拉美可能是反弹效应的一部分（即对于过激情况的逆转，而这一情况从未在中欧和波罗的海以及东南欧发生），并且也可能与这些国家在危机前较小规模的信贷扩张以及更快速的经济复苏有关（见图 2.3.3）。

此外，对于欧洲新兴经济体的大部分跨境放贷都来自欧洲银行，而这些银行在其本国也面临着同样的疲弱复苏态势。这些银行可能已通过限制其在欧洲发达市场和新兴市场的扩张，来加以应对（见图 2.3.4）。资金在 2010 年初重新流入欧洲发达市场的情况，使得中欧和波罗的海国家以及东南欧国家有希望在不久之后也见到资金的重新流入。

图 2.3.2  
个别中欧和东南欧国家的跨境银行放贷



资料来源：BIS 分布调查统计，表 6A。  
注：峰值资金流出是指，在 2008 年第四季度至 2009 年第一季度的危机期间经汇率调整的、国际清算银行跨境银行资产的变动金额。恢复的资金流是指，2009 年第三季度至 2010 年第一季度期间经汇率调整的、国际清算银行跨境银行资产（“资金流”）的变动金额。总资金流是指，2008 年第四季度至 2010 年第一季度期间经汇率调整的、国际清算银行跨境银行资产的变动金额。这三项指标都以 2007 年底该地区所持有的跨境银行资产总额作为标准化数值。

6 亚洲新兴国家和拉美国家（不包括巴西、印度和中国）分别丧失了 30% 和 13% 的外资银行资产；见图 2.3.1。

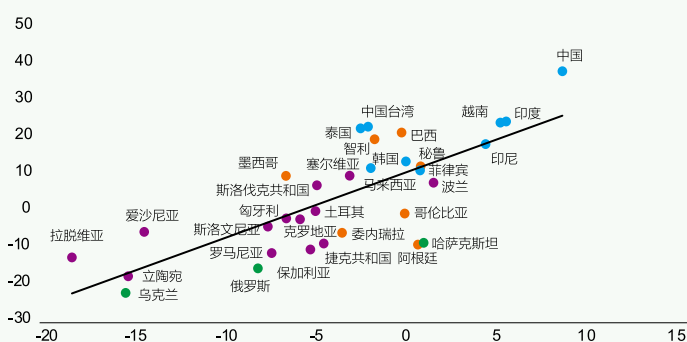
7 见 Berglof et al. (2009 年) 和欧洲复兴开发银行 (2009 年)，方框 1.4。

## 方框 2.3 (续)

对于企业、银行或公共部门的银团贷款，是跨境放贷资金流的一个重要组成部分。与上述观点（即银行对于其分支机构放贷的特殊作用，导致欧洲新兴经济体的跨境放贷与其他地区不同）相符的是，该地区的银团贷款资金流发展看与其他地区相比并无明显不同。随着危机的显现，所有新兴市场地区的银团贷款市场

图 2.3.3  
2009 年实际 GDP 增长和跨境银行贷款复苏

2009 年第三季度至 2010 年第一季度期间国际清算银行跨境银行资产的变化，占 2007 年底总额的百分比



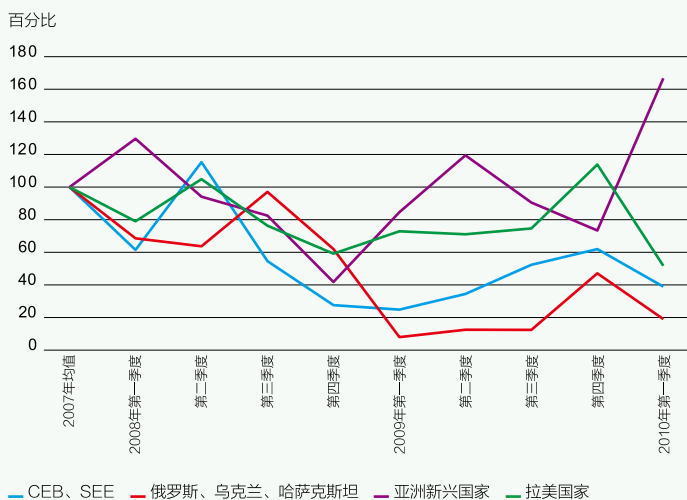
2009 年 GDP 增长

● CEB、SEE ● 俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦 ● 亚洲新兴国家 ● 拉美国家

资料来源：IMF《世界经济展望》。BIS，地方统计，表 6A。

注：恢复的资金流是指，2009 年第三季度至 2010 年第一季度期间经汇率调整的、国际清算银行跨境银行资产（“资金流”）的变动金额除以 2007 年底资产总额。

图 2.3.5  
对新兴市场地区的银团贷款  
（指数 100 = 2007 年平均放贷）

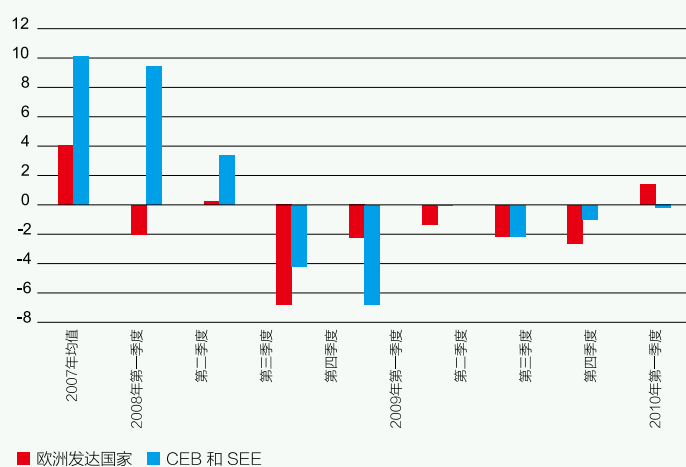


— CEB、SEE — 俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦 — 亚洲新兴国家 — 拉美国家

萎缩了 40-90%（见图 2.3.5）。那些对银团贷款依赖度较大的国家，受到的打击也更大。其中包括哈萨克斯坦、俄罗斯和许多亚洲经济体，并且可能导致了这些国家的大量银行贷款资金的外流（见图 2.3.6）。<sup>8</sup>

图 2.3.4  
对欧洲发达和新兴国家的跨境贷款

占 2007 年第四季度总额的百分比



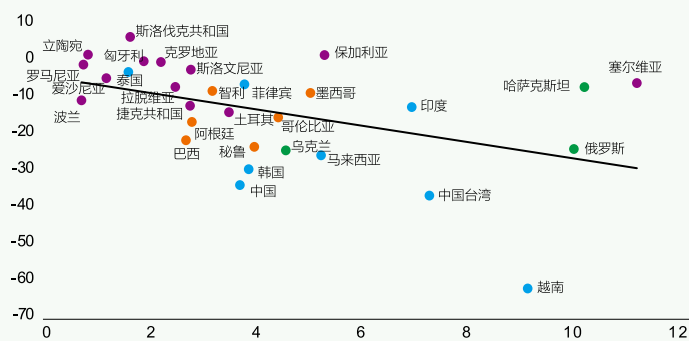
■ 欧洲发达国家 ■ CEB 和 SEE

资料来源：BIS，地方统计，表 6A。

注：跨境放贷资金流是指，经汇率调整的、BIS 跨境银行资产除以 2007 年底资产总额。

图 2.3.6  
对银团贷款的依赖度以及资金流出峰值  
（占 BIS 2007 年底跨境银行资产总额的比例）

2009 年第三季度至 2010 年第一季度期间国际清算银行跨境银行资产的变化，占 2007 年底总额的百分比



2007 年平均银团贷款量，占 2007 年底跨境银行资产的百分比

● CEB、SEE ● 俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦 ● 亚洲新兴国家 ● 拉美国家

资料来源：BIS，地方统计，表 6A。Dealogic Loan Analytics。

注：流出峰值是指，2008 年第四季度和 2009 年第一季度的危机期间经汇率调整的、BIS 跨境银行资产的变动金额之和。对银团贷款的依赖度是指 2007 年平均银团放贷量。这两项指标都以 2007 年底 BIS 跨境银行资产总额作为标准化数值。委内瑞拉由于对银团放贷的极度依赖，而被作为离群值排除在外。哈萨克斯坦的峰值资金流出数据低估了其跨境贷款损失的真实程度，因为该国早于 2007 年就开始发生类似情况。

<sup>8</sup> 这与 Garc í a Herrero 和 Martínez Peria（2007 年）以及 De Haas 和 Van Lelyveld（2004 年）相符。

在全球增长成形时，一些国家比其他国家更能有效地利用这个机会。一份关于 32 个发达和新兴市场国家自 2000 年以来实际出口增长的分析显示，各国从全球增长中获益的程度将取决于其竞争力（例如，用单位劳动力成本来衡量）、其出口市场多元化以及其产品特殊性（方框 2.4）。此外，如果全球经济复苏步伐加快，则大宗商品储量丰富的国家可能从其出口价格的进一步上涨中受益。

### 不支持短期增长的国家内部因素

平均而言，2009 年底欧洲复兴开发银行地区的财政赤字与发达国家相似（约占 GDP 的 3%），但主权债务总额远远更低（约占 GDP 的 32%，而发达国家的该数据约为 65%；见图 2.9a）。然而，在一些国家，由于危机引发了不可持续的庞大财政赤字，这些相对较低的债务水平可能将迅速攀升。因此，为了稳定公共债务水平，许多国家仍然有必要进行财政调整。大部分此类国家的整顿需求较许多发达国家更为温和（约占 GDP 的几个百分点；见图 2.9b 和附录 2.1）。在诸如亚美尼亚、拉脱维亚、立陶宛、黑山和乌克兰等国家要求进行财政整顿的同时，有些国家已经开始进行，而另一些国家将随着经济的复苏而自动进行整顿。这种整顿将有助于提高中期竞争力，但可能有损短期增长。

信贷增长的持续疲弱是经济复苏所面临的一个潜在障碍。而不良贷款继续位于峰值水平，使得银行资产负债表仍然承受压力。此外，监管收紧将限制信贷增长对经济复苏的支持程度。随着巴塞尔协议 3 在 2010 年 9 月的通过，欧盟成员国、加入候选国和预备加入国可能将在 2013–18 年期间逐步引入更严格的银行资本和流动性要求（见方框 2.5）。虽然这些措施可能将带来正面的长期增长影响，但市场的普遍看法是，它们将带来中期成本，预计将导致发达国家在 5 年内的 GDP 损失达 0.4%（国际清算银行，2010 年）至 3.1%（国际金融机构，2010 年）。

另外，个别政府已对银行征收特别税（匈牙利已对银行征收高额税收以支持财政整顿）或是正就此进行讨论。在新税征收和更严格的监管预期下，银行正着手构建资本和流动性缓冲，并降低潜在税基。这可能将导致更谨慎的放贷决策，从而可能对消费和投资有所抑制。

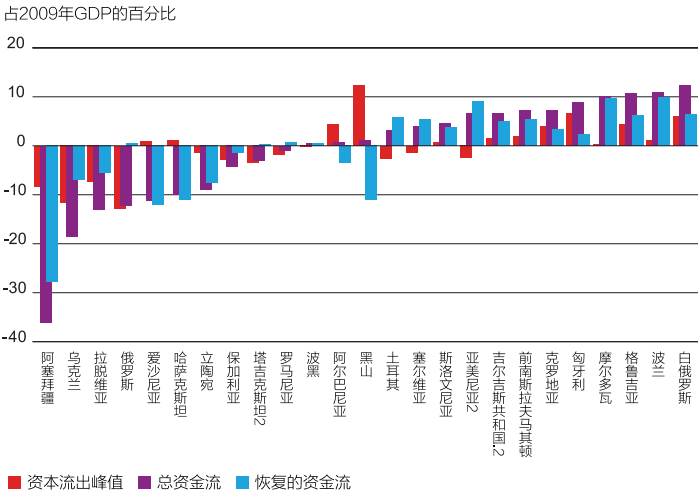
### 前景与风险

基于这些考虑以及一些国家已经出现的经济复苏，预计 2010 年和 2011 年欧洲复兴开发银行地区的实际 GDP 平均增幅都将达到 4% 左右。尤其是在中欧和波罗的海国家，随着整个地区的出口回暖，预计经济增长将加快步伐。波罗的海国家的薪资缩减以及波兰的汇率贬值将提高这些国家的竞争力，而斯洛伐克将从全球大宗商品市场的周期性增长中获益。而产生抵消作用的因素包括财政整顿以及匈牙利的银行税，预计这将在短期内阻碍银行资产的增长。在大宗商品价格走强、大宗商品新出口市场向东亚打开、俄罗斯呈现可持续增长势头的背景下，预计中亚的增长将更为迅速。随着主要出口市场的复苏，东南欧的衰退也可能接近尾声。在诸如亚美尼亚和白俄罗斯等一些东欧经济体，由于财政刺激措施对拉动国内需求作用的减弱，以及受汇款驱动的国际收支涨势的放缓，预计复苏将会减速。只有包括土耳其和波兰在内的少数国家将从资金流入中获益。

该前景所面临的上行风险主要受到国际经济复苏快于预期，及/或因发达国家保持宽松货币政策所导致的充足国际流动性所推动，而下行风险则来自国际环境、危机遗留问题和招致反效果的国内政策举措。尚不能排除发达国家二次衰退的可能性。或许更为相关（距离也更近）的是，需要对一些欧洲发达国家的主权债务问题投入持续的财政调整努力，虽然危机在 2010 年第二季度的严重性有所减弱。任何延误（或是远逊于预期的增长）都有可能引发新一轮的市场动荡，从而可能通过金融和贸易联系而波及一些欧洲新兴国家。欧洲新兴国家由于其自身的危机遗留问题，尤其是持有大量以外国货币计价的企业和家庭债务，所以仍然十分脆弱。此外，在财政压力增加以及长期衰退所引发的经济民粹主义上升的背景下，国家制定不适当的监管和税务的决定可能将引发资本外逃，令汇率承压，并打击信贷增长。

除了抵挡民粹主义者的压力外，政府需要寻求进一步降低潜在脆弱性，尤其是通过改进财政结构以便在短期内为财政政策提供更多空间，以及通过切断金融系统对外币资本的依赖性。后者将需要投入更大努力来发展本币资本市场，并依赖于重点关注国内增长来源的发展策略，而这些都与国内机构的融资和改善有关。这个议题将是本报告余下章节的主题。

图 2.8  
证券投资和其他投资流入<sup>1</sup>



资料来源：IMF 国际金融统计数据库（IFS）、CEIC

注：

1 不包括净贸易信贷和货币当局的其他净投资。资本流出峰值是指 2008 年第四季度至 2009 年第一季度期间的资金流。恢复资金流是指 2009 年第二季度至 2010 年第二季度期间的资金流。总资金流是指资金流出峰值和恢复资金流。

2 亚美尼亚和吉尔吉斯共和国的数据截止 2010 年第一季度。塔吉克斯坦的数据截至 2009 年第四季度。

图 2.9a  
2009 年主权债务与赤字<sup>1</sup>

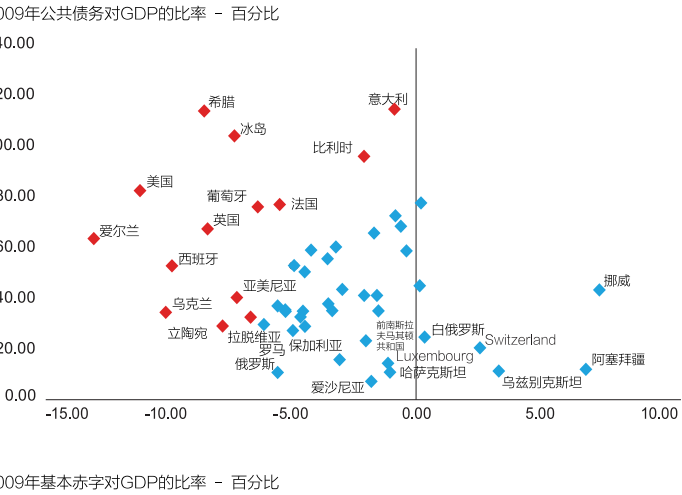
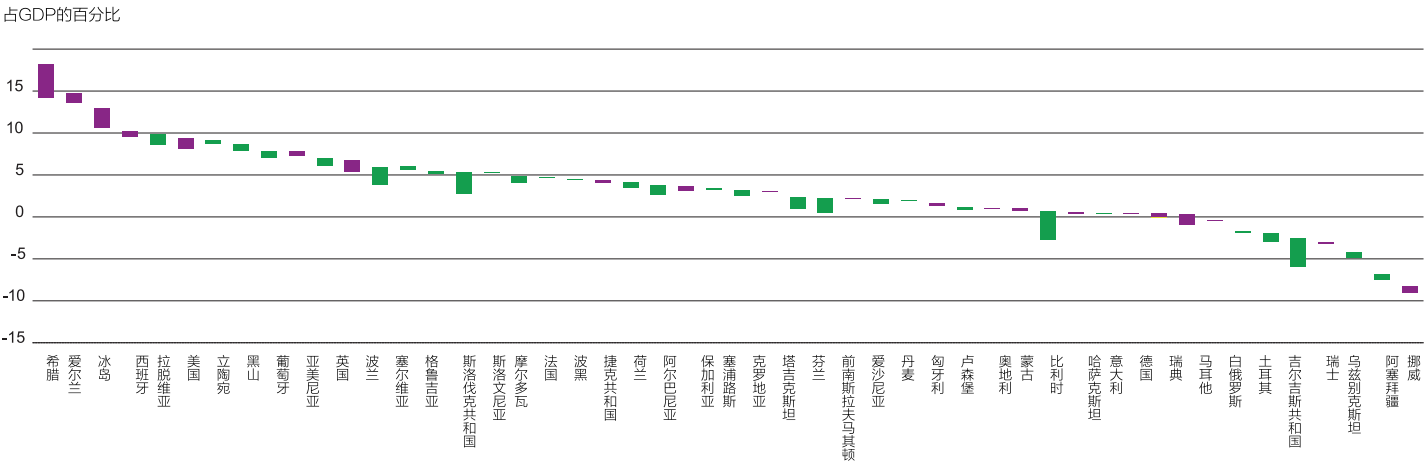


图 2.9b  
整顿需要，2009 年<sup>2</sup>



资料来源：彭博社、新闻报道、IMF 员工报告、2010 年 10 月《世界经济展望》。

注：

1 红色 = 整顿需要占 GDP 的比重高于 7%；蓝色 = 整顿需要占 GDP 的比重低于 7%。

2 紫色 = 发达国家；绿色 = 欧洲复兴开发银行受惠国。附录 I 对整顿需要的计算进行了解释。

方框 2.4  
谁将从全球经济复苏中获益？

本报告使用针对国家的 OLS 回归，对于 32 个新兴市场和发达国家在 2000 年至 2008 年第三季度的前危机时期内，实际出口增长对贸易伙伴实际 GDP 增长的弹性和基于单位劳动力成本的实际有效升值进行了估计。<sup>9</sup> 针对国家的回归分析包含至多 8 项实际升值的滞后和贸易伙伴的实际 GDP 增长，概述回归系数中体现的各国出口弹性，并根据各国不同的出口产品和出口市场结构进行对比。得到以下结论。

●出口的“收入”弹性（即实际出口增长与贸易伙伴实际 GDP 增长之间的弹性）在拥有较高出口产品结构集中度的国家较弱。（指根据联合国商品贸易统计数据库 99 个产品类别得出具有较高赫希曼产品集中度指数，见图 2.4.1）

。具有更广泛出口产品范围（图 2.4.1 中具有较低的赫希曼指数）的国家明显能够更好地利用出口市场的高增长。

●出口的“价格”弹性（即实际出口增长与实际有效升值之间的弹性）在出口范围较小的新兴市场国家较强

（指图 2.4.2 中具有较高的赫希曼出口市场集中度指数）。在新兴市场，当某些国家由于竞争力减弱而丧失现有出口市场的份额时，进入新市场的努力将受阻于涉及出口新产品或新市场拓展的固定成本（Melitz，2003 年）。

因此，那些具有广泛出口产品基础的国家处于从全球经济复苏中获益的最有利位置。对于具有较高出口产品结构集中度的国家来说，竞争力的显著改善能够带动出口增长，特别是在其出口市场目的地多元化程度不高的情况下。在许多国家，尤其是东南欧和波罗的海国家，随着财政紧缩计划给劳动力市场带来下行压力，此类改善正在发生。

方框 2.4  
金融监管改革及其对贷款量的潜在影响

正在进行中的欧盟和国际金融监管改革可能会增强银行系统与跨境监管的弹性，同时抑制银行信贷过度增长以及相关放贷标准恶化的可能性。这对于中欧和波罗的海地区的新欧盟成员国、以及候选国和预备加入国来说尤其相关，这些国家可能将自 2013 年起逐步实施巴塞尔协议下的更严格国际银行监管规则。

9 基于单位劳动力成本的实际有效汇率数据来自欧盟统计局、各国央行，并使用来自 CEIC 的工业生产、薪资指数和工业就业数据进行编撰。基于 CPI 的实际有效汇率来自 IMF 国际金融统计数据库（IFS）。贸易合作伙伴的贸易加权实际 GDP 增长数据来自 IFS 和国际贸易统计数据库（DOT）。实际出口增长数据

图 2.4.1  
与出口产品结构相关的实际出口增长与贸易伙伴 GDP 增长弹性

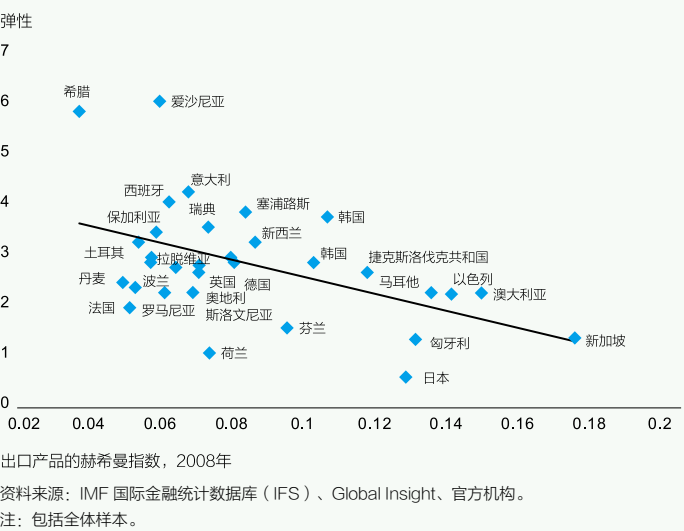
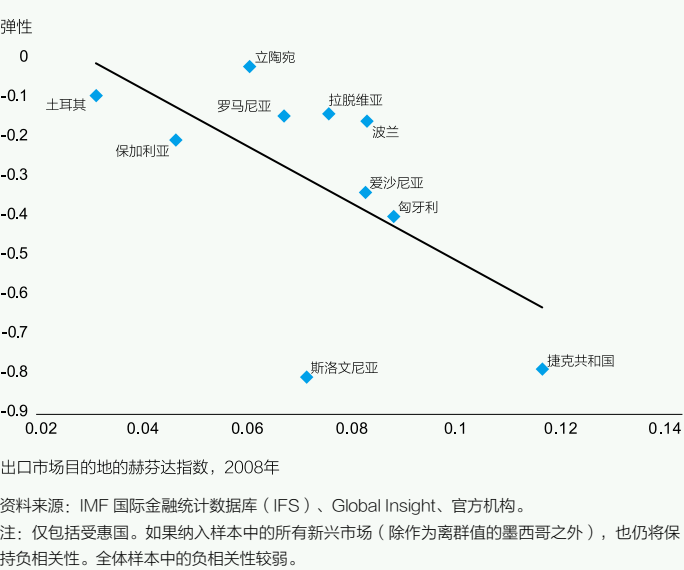


图 2.4.2  
与出口市场结构相关的实际出口增长与有效升值弹性



欧盟金融监管框架

2010 年 9 月，欧盟各国财政部长采纳了有关大力加强欧盟范围内监管的提议。三个分别针对银行业、金融市场和保险业的泛欧监管机构将致力于整合监管实践，并推动跨境金融机构的信息共享。欧洲系统风险委员会将被授权管理国家层面的发展以及某些具系统重要性的机构。它将会提出影响整个欧洲金融系统的“宏观审慎的”

来自 IFS、CEIC 和各国资料来源。实际出口增长与贸易伙伴实际 GDP 增长之间的弹性是指，贸易伙伴的同比贸易加权实际 GDP 增长（在所有方面）的累积系数。实际有效升值弹性是指，同比实际有效升值（在所有方面）的累积系数。



## 方框 2.5 续

建议，并且要求不遵循此类建议的成员给出解释。监管机构现已在更密切的合作方面取得了一些进展，这包括 2010 年 8 月波罗的海国家与 6 个北欧国家签订协议，从而对于银行重组之后的义务分担设立了构想。

## 银行税

欧盟在建立银行重组框架并分担相应财政负担方面，所取得的成果不大。欧盟委员会于去年 5 月提议建立一个国家银行税系统，而一些成员国正着手实施相关措施，其中包括新成员国中的波兰和匈牙利。与此同时，此类措施在税基或税率方面，所得如何使用，以及是否建立特别援助基金方面，都没有达成协定。一些提议措施旨在弥补财政预算收入的缺口，而非解决系统性风险。考虑到中欧和波罗的海国家与东南欧国家之间，以及和西欧国家之间的密切金融互连，这将引发通过跨境信贷资金流的置换风险，以及资金的重配置风险，从而破坏国家监管机构的努力成果。

## 巴塞尔协议有关银行监管的改革

2010 年 9 月，巴塞尔银行监管委员会采纳了范围广泛的提议，以大力加强银行的资本和流动性标准，这与先前的 G20 公告内容相符。这些提议将通过国家立法的方式在 2013–18 年期间逐步实施，欧盟成员国、加入候选国和预备加入国可能将首当其冲，而主要的独联体国家将在晚些时候实施。

这些提议通过剔除某些类别并上调资本比率（风险资本比率和简单的杠杆比率），来提高银行资本质量。在中欧和波罗的海国家以及东南欧国家总体上显现较高的风险资本充足率的同时（见图

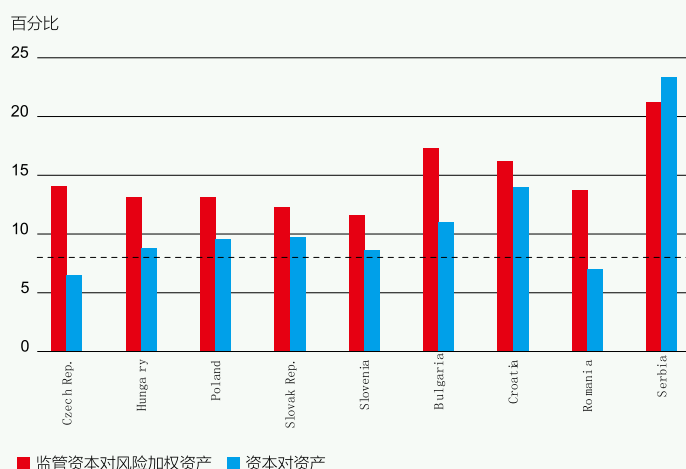
2.5.2），母银行对于整合其分支机构少数股东权益的限制感到担忧。国家监管机构可能将对具系统重要性的银行施加额外的资本要求，并且可能将设计逆周期的资本成本，以遏制过度的信贷增长。后一个措施在转型国家尤其重要；由于金融市场欠发达、资产泡沫的易于形成以及易受不稳定的国际资金流的影响，使得这些国家的信贷状况易于剧烈波动。新资本要求的复杂和累加影响，起初可能将会对在该地区经营的国际银行集团的资本预算引入更多不确定性。

鉴于负债的总体短期性质以及相关的到期风险（特别是一些仍具有较高存贷比的国家），转型国家对于流动性标准的提议感到尤其担忧（见图 2.5.2）。但是，有关长期资产必须与长期负债相匹配（称为净稳定资金比率）的要求将延迟至 2018 年。在流动性风险仍然是一个重要顾虑（这在 2009 年外汇掉期市场震荡得以体现）的同时，银行已经开始实施更加保守的流动性管理以应对危机。

## 严格要求对银行的潜在影响

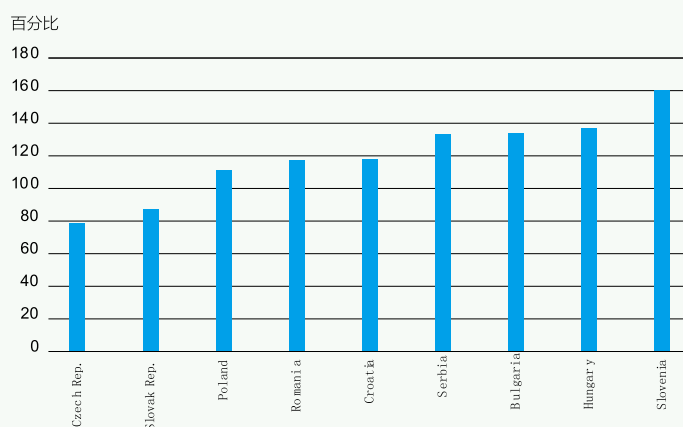
在实施阶段，少数欧洲银行可能需要提高资本量，从而将限制它们的放贷能力。由经营所在国施加的逆周期的资本要求将限制母公司层面的资本化。但是，长期内，这些新要求将旨在降低发达国家发生金融危机的可能性，并降低相关的产出萎缩。国际清算银行的研究发现了这在范围广泛的参数方面的有所助益，并且仅会对增长造成温和影响。考虑到一旦这些标准完全实施后将给银行带来更大的弹性，银行将会降低其资金成本，并惠及其位于中东欧国家的分支机构。对于中东欧地区来说，监管在更大程度上的协调和协作，以及投资者对于该地区所实施标准的认识，将为该地区重新获得银行贷款提供良好的支持。

图 2.5.1  
资本和风险加权资本对资产的比率



资料来源：IMF《全球金融稳定性报告》，2010 年 4 月。

图 2.5.2  
存贷比



资料来源：CEIC，所有国家的最新可用数据，斯洛伐克共和国为 2008 年底的数据。



评估欧洲复兴开发银行地区主权债务的可持续性

为了在一些共同假设的基础上对各国的债务可持续性进行比较，这个关于整顿需要的公式（也支持图 2.9）采用稳定债务的基本财政赤字的标准概念为基础，定义如下：<sup>10</sup>

$$B^* = \frac{D(i - g)}{1 + g}$$

其中，B\* 是单位 GDP 内的稳定债务的基本财政收支，D 是单位 GDP 的债务总额，i 是实际利率，g 是 GDP 增长率。该公式说明了市场状况与债务可持续性之间的关联：如果利率低于实际 GDP 增长率（ $i < g$ ），相关国家甚至会在拥有“少量”基本赤字的情况下，出现经济增速快于债务总额的情况；否则，相关国家必须实现基本财政盈余，才能保持债务规模的稳定。该公式的优点是，它能以一致的方式应用于众多国家，包括哪些只有有限可用数据的国家。缺点自然是对于 i 和 g 假定值的敏感性，并且不会考虑到债务到期期限结构中蕴含的短期展期风险；更宽泛的说，它只对有限的问题做出了回答：即，基本赤字要怎样才能将债务稳定在当前水平。这对于市场或政府的要求来说，可能还不够。但是，当 B\* 大于实际基本收支 B 时，它们之间的差额反应出，为了债务的最终稳定而需要进行的最小调整（根据债务稳定被延迟的程度，可能需要更高的调整）。

- 应用于该公式的实际 i 和 g 取决于公共债务总额的货币组成。
- 如果主权债务总额主要由本币计价（正如我们样本中的大部分发达国家），则 g 是指实际 GDP 增长率，i 应被解读为以本币计价的主权债务的长期名义利率，并用 2010–15 年期间的年均 GDP 平减指数进行平减。我们一般将彭博社所报告的 5 年期本币政府债券的平均收益率约合为该名义利率。<sup>11</sup>
  - 如果主权债务总额主要由外币计价，则需将 g 解读为按美元计价的名义 GDP 增长率。在此情况下，i 由本币的名义利率代表，并通过扣减长期预期贬值而转换为外币。

整顿取决于当前基本收支和债务总额，但一旦整顿措施得到

实施，可能会发生巨大变化。因此，我们基于最近的实际基本财政收支和债务总额（2009 年底），并基于（根据所知的已实施财务整顿计划）预期的中期基本财政收支和债务总额（2015 年底），对整顿需要进行评估。我们假定，有关当局直至 2015 年的财政计划，在国际货币基金组织《世界经济展望》所报告的基本收支和一般政府债务总额中得到反映。2010–15 年的年均实际 GDP 增长率和以美元计价的名义 GDP 增长率也来自国际货币基金组织的《世界经济展望》。

我们将稳定债务的财政收支与实际财政收支之间的差额，设定为财政整顿需要。

$$\text{整顿需要} = B_t - B^*$$

我们根据 2009 年和 2015 年的数据分别计算了财政整顿需要。使用 2009 年数据的计算显示了当前对进行财政调整已达到债务整顿的需要已经被纳入许多国家的财政计划。使用 2015 年数据的计算则表明，一旦经济周期按常规发展且产出缺口得到弥补，则在当前财政计划之外需要进行的财政整顿（见表 A.2.1.1）。

该表第 15 栏和第 16 栏的结果表明，在当前财政计划得到实施的前提下，与发达国家相比，转型经济体的财政调整需要较低。特别是，诸如乌克兰、拉脱维亚和波黑等国家的财政债务的可持续性要基于持续的财政调整。对于少数国家来说（比较明显的是立陶宛和黑山），有关当局需要在当前预期的中期计划之外，进行财政调整，以便稳定公共债务。

值得注意的是，利率和实施风险可能会对一些国家的财政债务可持续性造成不利影响。较为乐观的前景在一定程度上是由于当前利率处于历史低位所致。加息将会导致一些国家的主权债务落入不可持续的范围。例如，如果利率上调 1–2%，则将导致斯洛伐克共和国和一些发达国家的债务在当前基本赤字水平上变得不可持续。

资料来源：IMF2010 年 4 月的《世界经济展望》、IMF 员工报告、彭博社和 EBRD 员工计算。

<sup>10</sup> 请见 Chalk 和 Hemming（2000 年）以及 Sturzenegger 和 Zettelmeyer（2006 年，附录）。  
<sup>11</sup> 克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、哈萨克斯坦、波兰、俄罗斯、斯洛伐克共和国、土耳其和乌克兰。乌克兰和哈萨克斯坦仅有美元计价的 5 年期政府债券收益率（哈萨克斯坦仅有国有 Kaz Development Bank 的收益率）。我们加入了 2010 年迄今贬值将其转换为本币。保加利亚和塞尔维亚没有政府债券数据，但有信用违约互换利差数据。我们将本币的 5 年期政府债券收益率，约合为德国国债的 5 年期政府债券收益率 + 彭博社报道的 2010 年迄今平均信用违约互换利差 + 2010 年迄今的汇率贬值。

如果没有彭博社数据，则使用 IMF 国际金融统计数据库（IFS）所报道的政府债券收益率，并假定这指的是外币计价的债券，同时加入 2010 年迄今的贬值。对于所有其余国家，我们使用了国际货币基金组织最新报告中公共债务可持续性框架所假定的本币利率。  
<sup>12</sup> 对于没有彭博社或 IMF 国际金融统计数据库（IFS）数据的国家，使用 IMF 最新国家报告中假定的外币汇率。

## 参考资料

国际清算银行（2010年），“中期报告：评估转型对更严格资本和流动性要求的宏观影响”（Interim Report: Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements），国际清算银行，巴塞尔。

T. Beck、A. Demirgüç-Kunt 和 R. Levine（2009年），“各国和长期内的金融机构和市场 - 数据和分析”（Financial institutions and markets across countries and over time - data and analysis），世界银行政策研究工作第 4943 号。

E. Berglöf、Y. Korniyenko 和 J. Zettelmeyer（2009年），“了解欧洲新兴国家的危机”

（Understanding the crisis in emerging Europe），欧洲复兴开发银行工作报告第 109 号

O. Blanchard（2009年），“支持全球复苏”（Sustaining a global recovery），《金融与发展》，2009年9月。

G. Calvo、A. Izquierdo 和 E. Talvi（2006年），“新兴市场的凤凰涅槃：在没有来自系统性金融危机之信贷的情况下，实现复苏”（Phoenix miracles in emerging markets: Recovering without credit from systematic financial crisis），美国国家经济研究局工作报告第 12101 号。

N. Chalk 和 R. Hemming（2000年），“从理论和实践来评估财政可持续性”（Assessing fiscal sustainability in theory and practice），国际货币基金组织工作报告第 00/81 号。

S. Claessens、M. Kose 和 M. Terrones（2009年），“经济衰退、困境和繁荣时期发生了什么？”（What happens during recessions, crunches and busts?），经济政策研究中心讨论文件第 7085 号，可

在 [www.cepr.org/pubs/dps/DP7085.asp](http://www.cepr.org/pubs/dps/DP7085.asp) 下载

R. De Haas 和 I. van Lelyveld（2004年），“中东欧的外资银行渗透率和私营部门信贷”（Foreign bank penetration and private sector credit in central and eastern Europe），《新兴市场金融期刊》3(2), 125-151。

欧洲复兴开发银行（2009年），《转型报告 2009》

欧洲复兴开发银行 2007 年和 2008 年银行业调查

A. García Herrero 和 M. S. Martínez Pería（2007年），“国际银行的国外债权：决策与含义”

（The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications），《银行业与金融杂志》31(6), 1613-1631。

国际货币基金组织（2010年），《世界经济展望》，华盛顿特区。国际金融协会（2010），“有关银行业监管框架拟议变化之累加影响的中期报告”

（Interim Report on the Cumulative Impact of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework），国际金融协会，华盛顿特区

M. J. Melitz（2003），“贸易对行业内重新配置以及总体行业生产力的影响”（The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity），《计量经济学》第 6 卷，第 71 期，第 1695-1725 页。

F. Sturzenegger 和 J. Zettelmeyer（2006），《债务违约和来自十年间危机的教训》（Debt defaults and lessons from a decade of crisis），Cambridge, Mass: MIT Press。

表 A.2.1.1  
债务可持续性分析的基础数据和假设

	债务对GDP的 比率 (百分比)			GDP增长率 (百分比)			实际利率 (百分比)			基本收支 (占GDP的百分比)			整顿需要			稳定债务的利率 (百分比)		
	IMF《世界 经济展望》 2009			IMF《世界 经济展望》 2015, LC			IMF《世界 经济展望》 2015, 美元 可持续性 框架 LC			5年期 债券收益率 或 (德国国债长期 收益率/信用 GDP 违约互换 利差) LC			名义 利率, IMF/世界 银行			《世界经济 展望》 LC		
	2009			2015, LC			2015, 美元 可持续性 框架 LC			2010 LC			2010 LC			2010 LC		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
欧洲复兴开发银行地区																		
阿尔巴尼亚	59.5	5.0	7.9	6.4	NA	3.1	3.2	2.7	-1.0	-0.9	-1.1	-4.2	-1.2	3.2	3.4	0.1	3.0	5.9
亚美尼亚	40.6	4.0	6.2	7.5	NA	4.0	3.4	1.2	-0.2	-1.2	-0.2	-7.3	-1.0	7.0	6.1	0.7	1.2	3.4
阿塞拜疆	12.1	0.9	2.8	2.6	NA	1.5	1.1	3.5	0.0	-0.6	0.0	6.9	23.6	-6.9	-7.4	-23.5	NA	NA
白俄罗斯	25.1	4.5	10.5	4.9	NA	7.0	-2.0	4.8	-1.6	-1.4	-1.4	0.3	0.6	-1.9	-1.7	-1.9	7.1	13.3
波黑	35.4	4.5	6.6	1.7	NA	2.5	-0.8	0.8	-1.8	-1.1	-1.4	-5.3	0.4	3.5	4.2	-1.8	6.0	8.2
保加利亚	16.1	5.0	6.9	2.6	5.0	3.8	1.1	4.7	-0.6	0.1	-1.0	-3.1	-2.1	2.5	3.2	1.1	0.0	0.0
克罗地亚	35.4	3.0	5.6	6.9	4.4	3.0	1.4	4.4	-0.6	0.9	-0.7	-1.5	-0.1	1.0	2.4	-0.6	2.8	5.4
爱沙尼亚	7.1	3.1	4.4	6.3	6.3	1.8	4.4	6.0	0.1	0.2	0.2	-1.8	-3.1	1.9	2.0	3.3	0.0	0.0
前南斯拉夫马其顿	23.5	4.0	7.4	5.3	NA	3.2	2.1	6.5	-0.4	0.1	-0.5	-2.0	-0.8	1.6	2.2	0.3	0.7	3.9
格鲁吉亚	37.4	5.0	8.2	2.9	NA	6.0	-2.9	6.4	-2.8	-0.2	-3.0	-5.6	-0.9	2.8	5.4	-2.0	2.5	5.6
匈牙利	78.3	3.0	5.0	5.6	6.9	2.4	4.3	5.6	1.0	1.3	1.1	0.2	0.2	0.8	1.1	0.9	3.2	5.2
哈萨克斯坦	10.9	6.5	14.4	10.8	5.0	3.8	1.2	9.4	-0.5	-0.6	-1.1	-1.1	1.4	0.5	0.5	-2.5	12.9	21.2
吉尔吉斯共和国	59.4	4.7	8.0	1.2	NA	8.1	-6.4	2.0	-6.3	-2.9	-6.8	-0.4	-2.3	-5.9	-2.5	-4.5	0.9	4.1
拉脱维亚	32.8	4.0	4.5	6.7	11.0	1.1	9.9	11.1	1.9	3.1	2.0	-6.7	4.1	8.6	9.8	-2.1	15.9	16.5
立陶宛	29.5	3.6	5.4	5.9	5.8	2.1	3.6	5.9	0.0	0.8	0.0	-7.8	-2.4	7.9	8.7	2.4	0.0	1.0
摩尔多瓦	27.6	5.0	10.9	1.4	7.0	4.0	2.9	6.1	-0.5	-0.5	-0.6	-5.0	0.5	4.4	4.5	-1.1	6.9	12.9
蒙古	53.4	12.8	12.6	5.9	NA	2.1	3.7	2.8	-4.3	-7.6	-4.8	-4.9	4.0	0.6	-2.6	-8.9	20.3	20.2
波兰	50.9	4.3	4.4	5.8	5.3	2.5	2.8	8.8	-0.7	1.4	-0.8	-4.5	-0.4	3.8	5.9	-0.4	3.5	3.6
罗马尼亚	29.9	4.2	13.6	5.2	7.5	5.7	1.7	5.3	-0.7	-1.0	-0.8	-6.2	0.2	5.4	5.2	-1.1	5.0	14.5
俄罗斯	10.9	4.0	9.7	9.8	6.0	5.7	0.3	9.1	-0.4	-0.3	-0.5	-5.6	-2.4	5.2	5.3	1.9	0.0	0.0
塞尔维亚	35.6	5.0	8.1	4.0	15.8	4.0	11.4	13.7	2.2	2.5	2.1	-3.4	0.7	5.6	5.9	1.4	7.1	10.3
斯洛伐克共和国	35.7	4.2	5.8	NA	2.6	2.1	0.6	2.8	-1.3	-0.4	-1.6	-5.3	0.1	4.0	4.9	-1.6	4.5	6.1
斯洛文尼亚	29.4	0.0	5.2	NA	3.9	3.2	0.6	3.5	0.2	0.1	0.2	-4.5	0.6	4.7	4.6	-0.4	1.7	7.0
塔吉克斯坦	33.0	5.0	11.0	1.5	NA	11.0	-8.6	2.4	-4.3	-2.5	-6.0	-4.7	-4.0	0.4	2.2	-1.9	0.0	1.3
乌克兰	34.6	4.0	7.2	5.9	6.8	5.7	1.0	4.0	-1.0	-1.5	-1.0	-10.1	-0.2	9.1	8.7	-0.7	3.3	6.4
乌兹别克斯坦	11.2	6.0	7.5	1.2	NA	10.0	-8.0	2.0	-1.5	-0.8	-2.6	3.4	3.2	-4.8	-4.1	-5.8	NA	NA
土耳其	45.5	4.0	7.0	9.5	4.1	4.3	-0.2	2.2	-1.8	-2.9	-1.6	0.1	2.2	-2.0	-3.0	-3.7	9.8	13.0
黑山	38.2	4.0	4.5	5.2	14.7	1.0	13.5	14.3	3.5	4.3	5.3	-3.6	-0.9	7.0	7.9	6.2	2.4	2.9

表 A.2.1.1.1 续  
债务可持续性分析的基础数据和假设

债务对GDP的比率 (百分比)			GDP增长率 (百分比)			实际利率 (百分比)			5年期 债券收益率			名义利率, IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》			IMF《世界 经济展望》		
-----------------	--	--	--------------	--	--	------------	--	--	--------------	--	--	-----------------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--	-----------------	--	--

资料来源: 国际货币基金组织《世界经济展望》2010年10月, 国际货币基金组织员工报告, 彭博社和欧洲复兴开发银行员工计算

# 第三章

## 发展本币金融

对中东欧转型经济体而言，发展本币资本市场应成为后金融危机时代改革日程上的重要组成部分。这是减少居民及企业外币负债的一种方式，而外币负债一直以来都是宏观经济、金融以及个人风险的主要来源。这也将促进对本地银行和企业融资资源的利用，从而刺激经济增长，降低转型区域对于资本流入的依赖性，并增强该区域对于资本流出带来的不利影响的抵抗力。





金融危机引发了对跨境融资的新的质疑。去年的转型报告显示，对于转型地区而言，外部融资是一把双刃剑：一方面，外部融资推动了该区域自 20 世纪 90 年代中期以来的长期经济增长，但另一方面，它也助长了在金融危机中破灭的信贷狂潮的产生。<sup>1</sup> 当资本流动转向，汇率承压，偿还这些由外币构成的贷款就成为许多企业和居民所面临的严峻问题。尽管情况最终得到了控制——避免了乌克兰大规模货币崩溃——但这需要大规模的国际危机贷款，并迫使多国政府尤其是那些实施盯住汇率政策的国家进行痛苦的财政调整。

尽管该地区不想也不可能将自己与外国融资相隔绝，但随着经济危机逐步退去，降低金融开放风险的改革应被重点关注。而改革中的首要部分就是发展本币资本市场。首先，这是减少居民及企业外币负债的一种方式，而外币负债一直以来都是宏观经济、金融以及个人风险的主要来源<sup>2</sup>。其次，这也将促使对本地银行和企业融资资源的利用，从而刺激经济增长，降低转型区域对资本流入的依赖性，并增强该区域对于资本流出带来的不利影响的抵抗力。

不幸的是，许多新兴市场国家在过去十年中的经验证明<sup>3</sup>，发展本币金融尽管不是一个不可能的任务，却是一个长期且复杂的过程。虽然这个过程可能会需要监管工具的参与，通常体现为决策者对于减少外币使用的希冀，但它却远远不止于监管而已。根据各国的具体情况，决策者也许需要关注于稳定通胀、改革和建立宏观经济制度、建立或改革巩固资本市场的法律框架、发展本地机构投资者群体、或引入特殊的微观制度来促进货币和债券市场的透明度及活跃性。许多时候，他们需要多管齐下。世上没有“速效对策”，但果断且在不同政策领域具有协调性的行动将获得更高的回报，特别是当下许多转型国家出于周期性原因，通胀水平相对较低，而外币融资的危险仍被广泛关注。

本章开篇对转型地区银行系统和资本市场对本外币的使用进行概述。随后着眼于论述为何外币的使用，特别是对企业和居民的外币贷款，一直如此盛行。这有多种潜在的原因，而制定正确的应对政策需要准确的诊断。虽然，全面按此论述该地区所有国家或仅仅是一个国家都已经超出了本分析的范围。<sup>4</sup> 但本章将概括比较转型国家的基本结构性特点如何影响外币在其自身金融系统中的盛行。这将会开拓一些新领域，特别是对比本币货币市场和政府债券市场的发展。基于此，可以初步得出一些政策结论。

1 欧洲复兴开发银行（EBRD）报告（2009 年），第三章。  
2 假设居民或企业没有大量的外币收入来源。例如，出口公司本来就需要对冲外汇风险。  
3 成功事例包括巴西、智利、哥伦比亚、以色列、墨西哥、波兰和近期的埃及与秘鲁。这些国家的经验总结见方框 3.5。

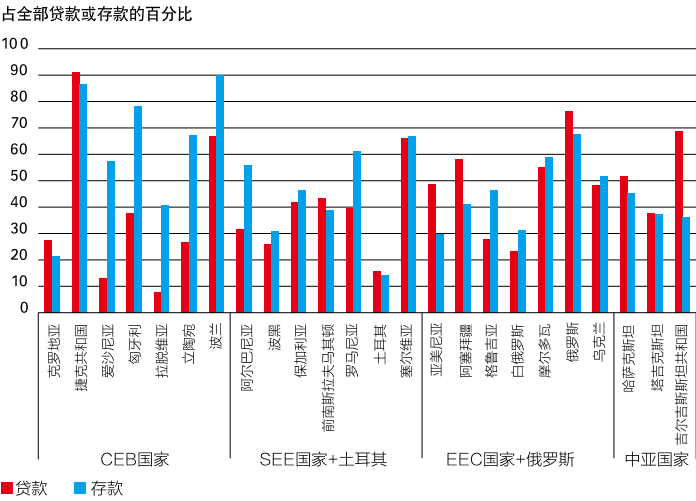
本币融资与外币融资

图表 3.1 对本币融资在转型国家银行系统中的地位进行了简要介绍。柱体分别代表以本币计价的贷款和存款存量所占的比例。在大多数发达经济体中，这些数字可能接近 100%。<sup>5</sup> 少于 50% 的比例表明外币融资高于本币融资。

该图表显示在大多数欧洲新兴经济体和中亚国家，本币融资逊于外币融资。只有捷克，波兰，俄罗斯和土耳其 4 国的本币贷款和存款超过 60%。

多数国家的本币存款和贷款的份额具有相关性，但在少数情况下他们差异很大。在亚美尼亚、阿塞拜疆和塔吉克斯坦，本币贷款的份额显著超过本币存款，而在阿尔巴尼亚、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰和罗马尼亚，情况却相反。

图 3.1  
国内银行系统中的本币贷款与存款份额



资料来源：环亚经济数据有限公司，国际货币基金组织（IMF）国家报告。  
注：数据一般截止 2009 年末。对于波黑、克罗地亚、前南斯拉夫马其顿和塞尔维亚，数据不包括以外汇（FX）为指数的本币贷款和存款。CEB 指中欧及波罗的海地区国家，SEE 指东南欧地区国家，EEC 指东欧和高加索地区国家，CA 指中亚国家。

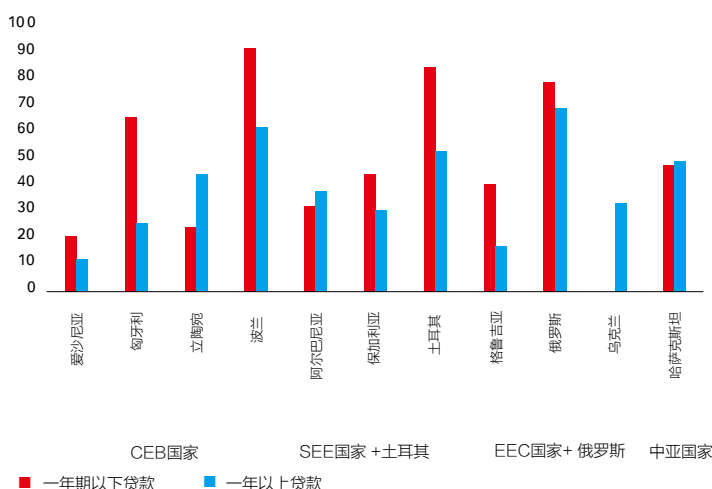
4 欧洲复兴开发银行于 2010 年 5 月倡议与国际货币基金组织和世界银行开展合作（见下文），预计于 2011 年 5 月发布一份详细报告。  
5 也有例外情况，如奥地利在经济危机之前的数年经历了瑞士法郎贷款激增。尽管如此，那时的本币贷款存量也约占总贷款量的 80%。  
6 本图和本章内的大部分讨论并不包括斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚，这两个国家的货币为欧元。像捷克共和国一样，斯洛伐克共和国在 2009 年 1 月采用欧元之前本币利用率非常高。

一种可能的解释是本币存款的多寡依赖于对于稳定的低通胀的信心程度，而这在第二组国家中可能高于第一组国家（下文将对此进行论述）。与此相反，外币贷款则取决于特定贷款人的偏好。（比如，第一组国家中的政府和捐赠机构，以及第二组国家中由外资银行。）

图 3.2 更为严密地研究了贷款方面的本币使用情况，主要关注银行贷款绝大程度上反映商业活动而非政府政策的国家样本。在大多数这样的国家中，期限较长的本币贷款份额往往很低。一种可能的解释是，期限越长，对本币价值的预估难度越大，这使得长期银行融资和贷款的成本更高（见下文）。

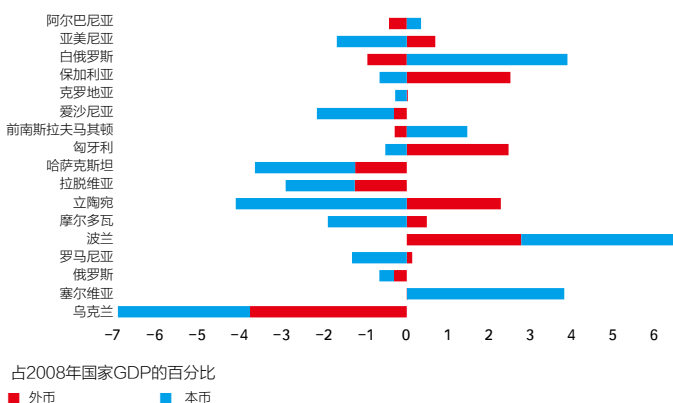
图 3.3 显示了银行贷款中本币份额在三个时间节点的演变情况：2001 年（大多数转型国家于 2003 至 2008 年间发生信贷激增）<sup>7</sup>，2005 年和 2008 年（信贷激增达顶点之后）。

图 3.2  
不同期限本币贷款份额



资料来源：环亚经济数据有限公司，国际货币基金组织国家报告  
注：大多数数据截止2009年末。不包括前南斯拉夫成员国。

图 3.4a 居民贷款  
2008 年 9 月 - 2010 年 6 月累计银行贷款



资料来源：欧洲复兴开发银行根据环亚经济数据有限公司和国际货币基金组织《世界经济展望》数据计算。注：贷款流动根据外汇汇率波动进行调整。

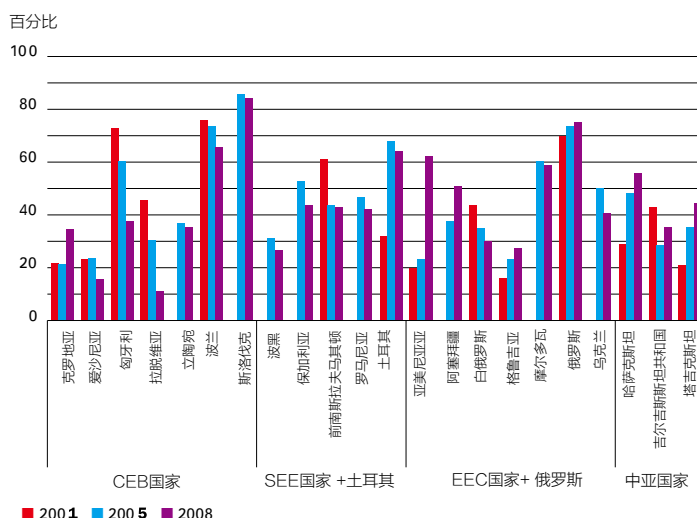
有两点事实值得强调。首先，长期以来，本币贷款份额较低已成为转型国家国内银行系统的一个特征。<sup>8</sup> 其次，虽然一部分国家在信贷激增期间，本币使用程度发生了巨大变化，但形式各不相同。例如，在匈牙利和拉脱维亚，本币使用量急剧降低，从贷款存量中的中高份额降至低份额，这表明贷款增加主要发生在外币贷款中。与此相反，在高加索和中亚地区的几个国家中，本币用量却出现上升，尽管起点水平极低。

随后的经济危机究竟是如何影响转型国家的贷款货币构成的？图 3.4 显示了本外币（累计）净信贷流动而非存量，并分别研究了 2008 年 9 月至 2010 年 6 月期间流向居民和企业的贷款。

<sup>7</sup> 参见欧洲复兴开发银行报告（2009 年，第二、三章）和 Bakker 与 Gulde 报告（2010 年）。

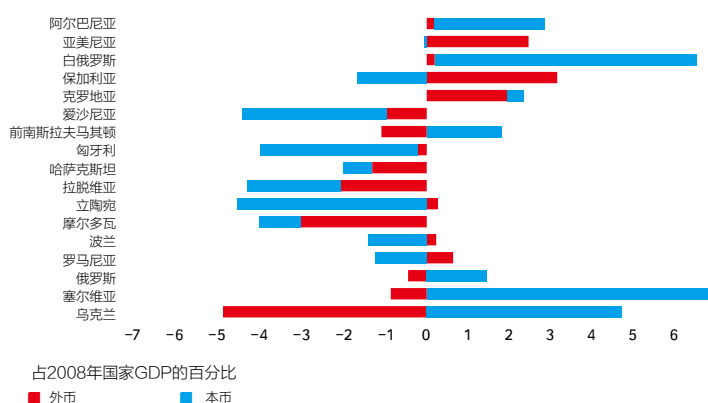
<sup>8</sup> 参见 Sahay 与 Végh 报告（1996 年）。

图 3.3  
2001 年以来本币贷款份额变化



资料来源：环亚经济数据有限公司，国际货币基金组织国家报告  
注：白俄罗斯、格鲁吉亚和土耳其数据起自2002年，匈牙利和拉脱维亚起自2003年，乌克兰为2006年，对于前南斯拉夫国家，不包括与外币挂钩的本币贷款。

图 3.4b 企业贷款  
2008 年 9 月 - 2010 年 6 月累计银行贷款



资料来源：欧洲复兴开发银行根据环亚经济数据有限公司和国际货币基金组织《世界经济展望》数据计算。注：贷款流动根据外汇汇率波动进行调整。

图 3.4b 显示了大量的本币信贷流入白俄罗斯、塞尔维亚和乌克兰的企业（流入阿尔巴尼亚、前南斯拉夫马其顿和俄罗斯的数量稍少一些）。这些资金流动反映出在经济危机期间政府提供的国家补贴或指令性贷款，同时，乌克兰于 2008 年 10 月禁止向未套期保值的借款人发放外汇贷款。除此以外，经济危机似乎增加了对外币贷款的依赖程度，负的本币流动其绝对值通常大于负的外币流动和大多数正的外币净流入。值得注意的例外情况是波兰，该国发放给居民的本币信贷看起来超过外币信贷流（也许如图 3.1 和 3.3 一样反映出波兰有利于本币的环境）。

到目前为止我们一直聚焦于居民和企业贷款中的货币选择，下面来看公债。图 3.5 显示了银行贷款中本币占优势的国家——捷克，波兰，俄罗斯，土耳其和（稍逊一些的）哈萨克斯坦——其公债中本币所占份额也较大（左轴）。而在阿尔巴尼亚和匈牙利，虽然其居民和公司的负债主要为外币，公债也以本币为主。

图 3.5 也表明在公债中有部分本币份额的大多数国家之中，本币债务余额的绝对规模也很小（右轴）。例外情况是捷克，匈牙利，波兰，俄罗斯，土耳其和罗马尼亚。这就提出了一个问题，在这一小群国家之外的本币公债是否有充足的流动性（或是否有足够稳定的债务发行量），来充当为私人发行债务的定价基准。

### 外币贷款为何如此盛行？

对这一问题最为常见的答案是外币贷款通常更便宜。图 3.6 显示了 2006 年 6 月至 2010 年 6 月期间，几组国家一年期本币和外币银行贷款利率的差异。大多数国家利差为正，有的甚至差距很大，只有两个例外——阿塞拜疆和塔吉克斯坦，这两个国家的利差要么可以忽略不计，要么为负，反映出外币贷款利率畸高<sup>9</sup>。在中欧和波罗的海诸国（CEB）中，匈牙利鹤立鸡群，利差极高，这在 2006 至 2008 年间曾逐渐回落，但在经济危机时期再次上涨。东南欧地区（SEE），罗马尼亚在经济危机期间的利差增长引人注目。许多国家的利差在经济危机时期达到峰值，之后回落，但一般保持在危机前的水平。

以较高的本币利率借到贷款的消费者一般事后都要支付较高的实际利率。例如，一户匈牙利居民于 2006 年初以匈牙利福林借入一年期消费贷款，将需要支付约为 22% 的利率。而 2007 年 1 月的同比通胀为 8% 左右。由此，借款人应支付的实际利率 14%。

而如果同样的借款人以欧元贷款，其应支付的利率约为 7%，这意味着实际利率为零（基于匈牙利的通胀情况，以及欧元兑福林汇率

当年基本保持不变的情况）。因此，无怪乎大多数匈牙利消费者会选择借入欧元或利率更低的瑞士法郎。

在由市场决定利率的金融体系中，本币利率相对高于外币利率是有原因的。以匈牙利为例，国际货币基金组织（IMF）代表团 2006 年访问该国时得出的结论：“以地方性赤字泛滥为缩影的公共财政状况正在逐渐削弱经济稳定性和增长前景”，并警告“因财政引发危机的风险”<sup>10</sup>。福林的高利率反映出货币崩溃的可能性以及随之会产生通货膨胀。借入福林的消费者受到免遭这种崩溃影响的保护，而借入欧元的消费者则会看到其债务的本币价值大幅上升。政府随之开始实施财政巩固计划，而货币崩溃也没有出现。但在当时，这种可能性是真实存在的。尽管如此，绝大多数借款人宁愿选择接受货币贬值的风险，也不愿支付更高的实际利率作为“保险费”——但为什么会这样？

这个问题的答案可以在大量关于“金融美元化”的著述中找到（之所以这样称呼，是因为大多数依赖外币的新兴市场的银行体系往往用美元计价其贷款与存款率，但欧元和瑞士法郎往往在大多数欧洲转型国家占据优势地位）。除了一些借款人（尤其是居民）有可能并不完全理解外币贷款的风险<sup>11</sup>，对转型地区金融美元化的解释可分为如下三大类<sup>12</sup>。

1. 大多数消费者和企业可能不希望支付“保险费”，因为这实际上是多余的。在匈牙利案例中，2005 年中福林和外币贷款之间的实际利率之差高达 10%，这种解释有一定的道理。是什么造成这种过分的利差？一些著作中指出，是快速的信贷增长与相对较低的金融发展水平造成的。在一个由于比如宏观稳定和 / 或结构改革、加入欧盟、现有银行和新加入者争夺市场占有率等种种原因，消费者渴望借款而银行热衷于放贷的环境中，本地银行融资可能不足以满足金融信贷需求。在全球流动性充裕的时期，这意味着贷款将大多由外国融资完成。由于银行不愿（或由于监管限制而不能）承担外币风险，导致了廉价的外币贷款。<sup>13</sup>

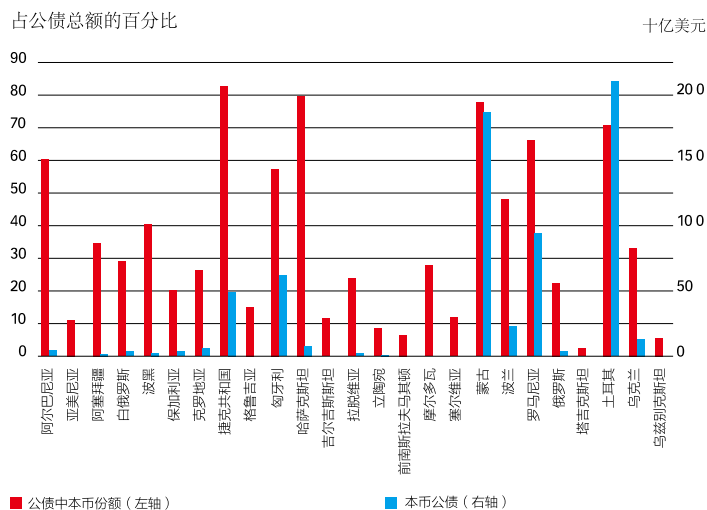
<sup>9</sup> 例如，2010 年 6 月塔吉克斯坦和阿塞拜疆的美元贷款利率分别为 26% 和 21%，而格鲁吉亚则约为 10%。

<sup>10</sup> 参见国际货币基金组织报告（2006 年）。

<sup>11</sup> 原则上这有可能通过金融扫盲活动和要求银行披露外汇借款风险来解决。到目标为止，一些国家已提出此类要求，包括匈牙利、哈萨克斯坦、波兰和土耳其（参见方框 3.6）。

<sup>12</sup> 参见 Zettelmeyer、Nagy 和 Jeffrey 的调查（2010 年）。

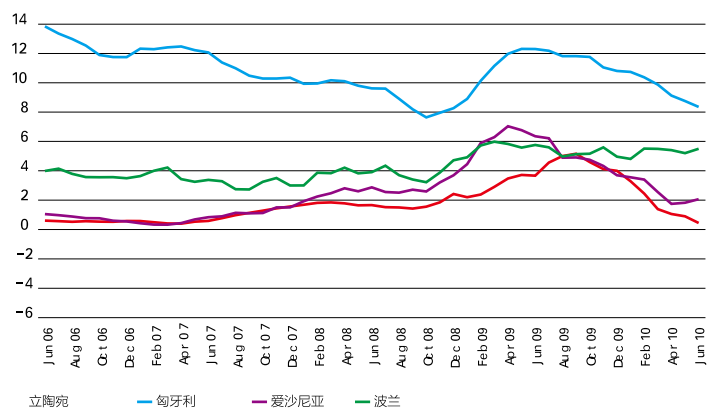
<sup>13</sup> 参见 Luca 与 Petrova 的报告（2008 年），Basso、Calvo-Gonzalez 和 Jurgilas 的报告（2007 年），Brown、Kirschenmann 和 Ongena 的报告（2009 年）以及 Bakker 和 Gulde 的报告（2010 年）。

图 3.5  
本币公债

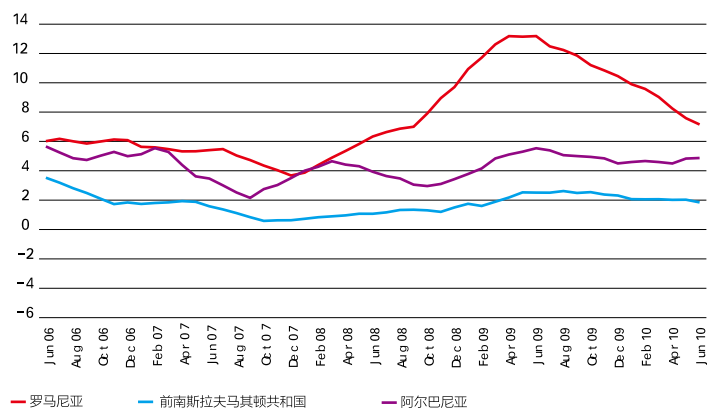
资料来源：国际货币基金组织国家报告及《国际金融统计》，国家机构。  
注：数据为2009年末。白俄罗斯、波黑、保加利亚、捷克共和国、拉脱维亚、前南斯拉夫马其顿和乌兹别克斯坦数据为2009年的估值。

图 3.6  
2006年6月-2010年6月本外币贷款利率之间差异

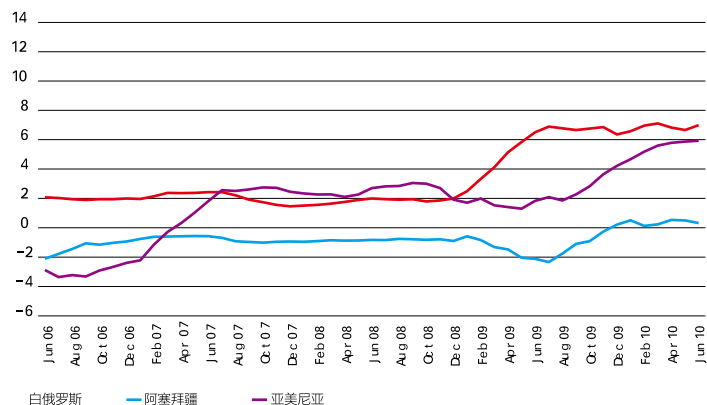
## 3.6a CEB国家



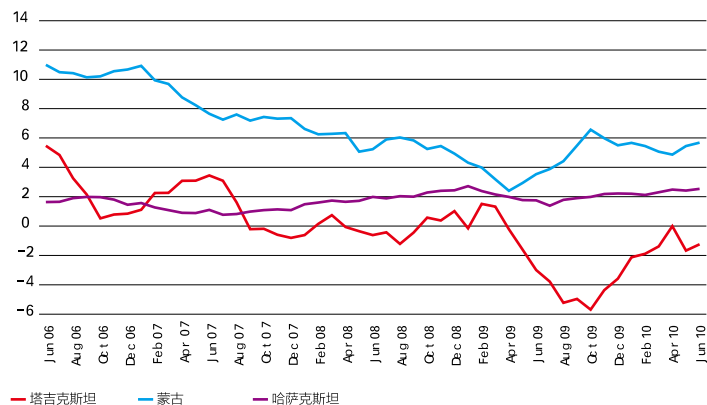
## 3.6b SEE国家



## 3.6c EEC 国家



## 3.6d 中亚国家



资料来源：欧洲复兴开发银行根据环亚经济数据有限公司和各国央行数据进行计算。  
注：图表显示6个月移动平均利差，使用一年期贷款利率进行计算。

2. 借款人会倾向于外币借款，可能因为他们并不预期要完全承担相关风险，或者说，因为他们并没有完全获得借入本币的好处。例如，外币借款人可能会假设如果他们由于货币贬值而面临无力偿还的境地，政府会出面拯救他们，特别是在那些执行固定汇率或稳定汇率的国家。这种情况下，他们借入外币的一部分风险将由纳税人分担。即便不是如此，借入本币可能包含的社会效益的因素（使经济更不容易受攻击），而借款人不能获得全部的补偿。由于这些原因，借款人会选择更为廉价的借款。而其中暗含的额外风险从私人的角度看似乎也是值得的，即使从社会的角度看并非如此。

3. 可以想象人们更愿意借入外币，仅仅是因为在一个通胀难以预测的环境下这是一种风险更小的策略。虽然人们的所得和企业收入一般以本币为单位，但这会随通胀一同波动。当通胀率极不稳定时，外币借款将胜于在固定名义利率下的本币借款，因为这有助于公司

和个人对冲通胀风险（参见方框 3.1）。<sup>15</sup> 当然，与通胀指数挂钩的借款是更好的对冲手段，但这需要一个可靠的指数。在没有这种指数的情况下，以外币计价金融合约是近似于通胀指数化的一种方法——但弊端是借款人要面临汇率突然波动的风险（即并未传导到国内价格和工资上的汇率波动）。而这可能会造成一次货币危机。

了解这三类解释在特定国家的适用情况，对于制定成功的本币扩张战略极为关键。例如，如果外币借款理由为前两种解释（均与风险的错误估价相关），则监管一定会有所帮助。这种情况尤其适合第二种解释，其依据的前提是个人外币借款人所面临的社会风险和私人风险之间存在差异。监管可以通过使外币借款价格更高以及使私人激励与社会福利保持一致来消除这种差异。

### 方框 3.1

#### 缺乏可靠的通胀预期是外币贷款的一个原因<sup>16</sup>

设想一个国家，其央行在降低通胀至低水平方面已取得进展。为了简单，假设通胀目前为零。但是央行在控制通胀方面并没有过硬的历史记录。因此，预计未来时期通胀将再次升至高位  $-\pi$ ，其概率为  $p$ 。

假设一家公司需要来自银行的长期贷款  $-l$ ，为其生产进行融资。该生产未来可产生实际收入流  $-r$ （按现在的货币单位表示）。假设  $r \geq l$ ，且该公司的实际收入足以偿还贷款。

银行向该公司提供一笔长期贷款，固定利率为  $R$ 。简单期间，假设不存在信贷风险，银行将其贷款利率设为与通胀预期对等： $R=p\pi$ 。在这种情况下，无论通胀如何变化，公司需要偿还其初始贷款  $l$ ，外加利息  $RI$ 。因为  $R=p\pi$ ，该公司因此需要支付  $(1+p\pi)l$ 。

如果通胀水平变高，这对公司而言是个好消息，因为其名义收入  $-(1+\pi)r$  也将变高并超过其偿还金额。但如果通胀保持低位，公司的名义收入只有  $r$ 。在这种情况下，公司可能无法偿还贷款，因为它已经受困于高于其收入的利率。如果  $(1+p\pi)l > r$ ，公司在低通胀情况下将会破产。<sup>17</sup> 预料到这种可能性，公司可能一开始就不会以固定名义利率借入本币。

解决方案是公司借入利率与通胀挂钩的长期贷款。如果通胀水平变高，公司需要偿还  $(1+\pi)l$ 。如果通胀水平低（在本例中为零），公司只需要偿还  $l$ 。由于公司的名义收入也取决于通胀（如果通胀水平高，名义收入将是  $(1+\pi)r$ ，否则就是  $r$ ），这意味着公司将始终能够偿还贷款（因为假设  $r \geq l$ ）。

在实践中，通胀指数化可能很难（例如，因为缺乏可靠的官方通胀指数）。在这种情况下，汇率（或外币贷款）指数化可能是通胀指数化的替代选择。假设高通胀情况伴随有本币贬值，当通胀和收入水平都在高位时将导致本币债务增多，当这两者都在低位时则会导致本币债务减少。如果汇率贬值的幅度与通胀完全相同，则外币贷款将与通胀挂钩贷款产生同样的结果。

当然，现实中通胀和汇率波动之间的相关性并不完美。汇率可以由于与国内通胀完全不相关的理由而突然波动，例如资本流入的突然停止。这也正是造成面向国内销售的公司外币贷款很成问题的原因。尽管如此，在通胀极为波动的环境下，从国内借款人的角度来看，这可能仍是两个问题中程度较轻的一个。

<sup>14</sup> 将外币借款与实际或假设政府支持相关联的研究包括 Dooley (2000 年)，Burnside、Eichenbaum 和 Rebelo (2001 年)，Schneider 和 Tornell (2004 年)，以及 Rancière et al (2010 年)。外币借款牵涉社会外部性的设想来自 Korinek (2009 年)。

<sup>15</sup> 主要参考资料是 Jeanne (2003 年)。参阅 Rajan 与 Tokatlidis (2005 年) 和 Ize 与 Levy Yeyati (2003 年) 关于涉及存款而非贷款美元化的相关论证。

<sup>16</sup> 本方框内文本遵循 Jeanne (2003 年) 的逻辑。

<sup>17</sup> 请注意如果银行在设定其固定利率时考虑到这种可能性（即如果银行考虑了信贷风险），则会造成在低通胀情况下出现违约的可能性更大，因为利率  $R$  会被设定得更高。



但是，在没有其他支持措施的情况下，监管可能尚不足够，如果外币借款的主要原因是金融发展的不足（像第一种解释中假设的那样）。在这种情况下，所需要的是旨在创造或扩大本币资本市场的体制和法律改革，辅以在公共部门大量且定期存在基准借款人和投资者（例如养老基金），来提供流动性和推动力。

如果公司和个人选择借入外币的深层次原因是通胀波动性和缺乏可靠性的货币政策，则监管可能实际上会适得其反。虽然禁止外币借款或增加其成本的政策可能会成功减少外币借款量，但这样做的代价是要么减少信贷和金融中介，要么强迫借款人和放款人承担过度的通胀风险，或两者兼有。

除了监管和发展本土资本市场之外，针对过量使用外币的第三种可能的治疗措施是宏观经济政策和宏观体制改革。以医疗来打比方，宏观经济改革有点像广谱抗生素：无论造成外币“感染”的原因是什么，宏观经济改革都能起到效果，尽管有时它的疗效可能不如更具有针对性的治疗方法。如果金融美元化的原因是高通胀波动和缺乏货币政策可靠性，那么宏观机构改革正是良药。这既包括货币改革也包括财政改革，因为当国家不具备稳健的公共财政时，货币政策很少靠得住。宏观经济政策在另外两种情况中也能发挥作用。例如，当外国融资推动的信贷激增致使外币贷款进一步加剧时，财政政策可以发挥抑制作用。同样，如果贷款受到外币风险将被政府吸收这样的预期所推动，浮动汇率则可以表明政府并不“担保”任何特定的汇率水平，而借入外币的公司和居民将自行承担这样的风险。实际上，有证据显示允许汇率浮动是多个拉丁美洲国家金融“去美元化”的重要一步。<sup>18</sup>

欧洲复兴开发银行近期的一份调查<sup>19</sup>研究了针对转型地区外币贷款的三种解释的经验性证据，发现所有这三种解释都能得到一定的支持。能最好地预测转型地区外币贷款份额的是：

- 本币和外币利率之间的差异
- 汇率波动性和 / 或汇率制度（稳定汇率或盯住汇率下，外币贷款率往往更高，这支持了将盯住政策视作暗含政府将保护公司和居民免受外汇风险的观点）<sup>20</sup>
- 通胀波动性
- 国内银行体系的国外融资（与认为外币贷款是受到缺乏本币融资以及外币融资充裕这两者推动的想法相一致）。<sup>21</sup>

基于欧洲复兴开发银行 2005 年《银行环境与绩效调查（BEPS）》的一份新研究采用了 20 个转型国家中 193 家银行（见方框 3.2）关于银行贷款货币组成的信息。该研究显示，银行存款的货币组成是贷

款货币组成（对于既有的宏观经济环境而言）的重要决定因素。该研究还指出被外资收购本国银行看起来并不会改变他们对外币放贷的偏好，这表明外国银行的所有权本身并不是推动外币贷款的关键因素，至少在该研究基于的 2001–04 年不是这样。该研究并未排除国外融资对美元化或者欧元化有贡献，因为国内和国外所有权的银行都能接触到此类融资（例如，通过银团贷款市场）。该研究得出结论，银行的本地存款基础和宏观经济环境是其贷款货币组成最为重要的决定因素。

### 本币融资的基本决定因素

到目前为止，我们的讨论提出了决定转型国家外币贷款的几个基本的国内因素：

- 宏观经济状况，尤其是货币和财政政策的可信性，这会影响到通胀波动性和利率差异，以及汇率波动性
- 银行本币融资的渠道，这取决于该银行的本币存款基础（这本身反应了宏观经济及其他因素），以及本币资金货币和债券市场的发展。

监管可能也会产生影响，并可能确实是针对高金融美元化做出的政策回应的一部分。但并没有文献在转型经济体中找到对外币使用强有力的监管影响力，也许是因为系统性监管措施在该地区还相对较新。<sup>22</sup> 因此这一部分集中于对转型经济体宏观经济状况和本币市场发展情况的比较。

### 宏观经济状况

通胀波动性是阻止那些收入随通胀而上下波动的个人与公司承担以固定本币单位计价（参见方框 3.1）的债务责任的主要风险因素。图 3.7a、b 和 c 比较了一些转型国家的通胀波动性，以月度年同比通胀数据为基础，采用允许在每个时间节点进行波动性估算的标准统计技术。<sup>23</sup> 区分为三组国家：

- 过去十年来通胀波动始终相对较低的许多国家（参见图 3.7a）。这一组包括大部分（但不是全部）CEB 和 SEE 国家，其中也包括一些并未在图标上显示的国家，例如波兰。刻度单位代表标准差，以年通胀百分比表示。因此，这些国家的平均通胀波动在任何一个方向上都处于 5% 之内，从来没有超过 10%——尽管在 2008 年出现跳升，当时由于商品价格上涨和过热，造成一些国家通胀水平上升，随后在经济危机期间回落。

<sup>18</sup> 参见 Kamil 拉丁美洲的报告（2008 年）

<sup>19</sup> Zettelmeyer、Nagy 和 Jeffrey（2010 年）。

<sup>20</sup> 国际货币基金组织的报告（2010 年）证实了这一研究结果。

<sup>21</sup> 参见 Luca 和 Petrova 的报告（2008 年），Brown、Ongena 和 Yesin 的报告（2009 年），Rosenberg 和 Tirpák 的报告（2008 年），Basso、Calvo-Gonzalez 和 Jurgilas（2007 年），欧洲复兴开发银行的报告（2009 年，第三章），以及 Brown 和 De Haas（2010 年，摘要见方框 3.2 中）。

<sup>22</sup> 参见 Luca 和 Petrova（2008 年）以及 Rosenberg 和 Tirpák（2009 年）。请注意在 2005–08 年信贷激增时期，监管可能在某种程度上阻碍了外币贷款的增长；尤其是波兰的“建议 S”，说明见下文，更多详情请参见方框 1 中 Zettelmeyer、Nagy 和 Jeffrey 的报告（2010 年）。

<sup>23</sup> 即广义自回归条件异方差或 GARCH 过程。参见 Campbell、Lo 和 MacKinlay 的报告（1997 年），章节 12.2。



方框 3.2  
银行层面看转型国家外币贷款

对 20 个转型国家的 220 家银行进行的《银行环境与绩效调查》(BEPS)》，来分析外币银行贷款的决定因素。《银行环境与绩效调查》收集了各家银行 2001 年和 2004 年的存贷款结构信息。这些数据与来自 Bureau van Dijk 的 BankScope 数据库的信息以及宏观指标相吻合。<sup>24</sup>

一项 2004 年关于银行贷款的跨部门分析表明，一些银行和国家层面的因素似乎会对银行的外币贷款产生影响。银行的存款货币组成对其贷款货币组成起到决定性的作用。外币存款增加 10% 会对应外币贷款增加 6%。各种宏观经济因素也有关系（超过其对外币存款的潜在影响）。涉及欧元区 and 国内通胀波动性的利率差异促进向公司和居民发放外币贷款。反之，汇率波动性则会阻碍客户借入外币。此外，与本土银行相比，外资银行更明显的倾向于向企业客户而不是家庭客户发放外币贷款（参见表格 3.2.1）。新成立的外资银行（表格中以“绿地投资”表示）和由收购而组建的外资银行，其外币贷款在企业贷款组合中所占的比例分别为 12% 和 17% 以上。

原则上，外资银行企业贷款的外币份额较高可以由两种原因造成。首先，外资银行的企业客户特点（比如就出口导向或所有权结构而言），这很难用数据进行衡量。也就是说，外资银行可能会更多的借给企业

客户，因为他们的客户可能比国内银行的客户更适合外币借款。另一方面，更好的外国融资渠道也可能促使外资银行更倾向于发放外币贷款（例如，通过母公司）。

究竟哪种解释更恰当？该研究对 2000 至 2002 年间被外国金融机构收购的 28 家国内银行和另外 98 家未被收购的类似银行进行了比较。如果外资银行比国内银行发放更多的外币贷款（例如，由于它们有接触充裕的外国融资的渠道或不信任所在国的宏观经济政策），可以预计国内银行被外国战略投资者收购之后，其外币贷款量将会增加。但是分析并没有发现任何此类效应。虽然新的子公司可以从母行获得外币融资，但这对于外币贷款的比例并没有产生明显的影响。

概括来说，该分析表明宏观经济环境和银行存款货币结构都是外币贷款的重要决定因素。相反，该分析并不认为外资银行倚仗其跨境大额融资渠道而比本土银行更有力的推动信贷欧元化。重要的是，这并不意味着国内信贷扩张中的外国融资不会加剧外币贷款，这一论点从基于国家层面数据的其他研究那里得到支持。<sup>25</sup> 该分析表明在通过大额资本市场（即银团贷款和债券）进行国际融资相对容易的环境下，外资所有权并不会对银行作为外国融资渠道的能力产生极为重要的影响。

表 3.2.1  
银行外币贷款情况

因变量模型	外汇贷款 企业			外汇贷款 居民		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
外国绿地投资	18.10** [7.694]	4.555 [10.86]	12.16** [6.018]	17.49* [9.993]	-1.229 [12.73]	-7.909 [9.672]
外国收购	13.63** [5.689]	4.836 [10.85]	17.46*** [5.805]	11.870 [8.948]	5.254 [9.606]	2.738 [7.543]
资产		0.844 [2.481]	-0.653 [1.450]		1.535 [2.185]	2.612 [1.929]
贷款规模（企业/居民）		-0.228 [0.783]	-0.189 [0.628]		0.002 [0.888]	-0.100 [0.677]
房地产贷款（企业/居民）		0.003 [0.0861]	0.129 [0.0880]		0.259 [0.161]	0.311*** [0.101]
大额融资		0.362* [0.179]	0.174 [0.150]		0.153 [0.117]	0.074 [0.219]
外汇存款		0.387** [0.150]	0.723*** [0.149]		0.631*** [0.172]	0.515*** [0.183]
方法	OLS	OLS	IV	OLS	OLS	IV
国家固定效应	有	有	有	有	有	有
R <sup>2</sup>	0.39	0.58	0.70	0.46	0.63	0.69
银行数量	179	132	110	174	138	112
国家数量	20	20	20	20	20	20

资料来源：《银行环境与绩效调查》，BankScope，国际货币基金组织《国际金融统计》，Brown和De Haas（2010年）。  
注：该表显示了以2004年银行向企业和居民发放的外币贷款份额为因变量的回归结果。虚拟变量外国绿地投资 = 1，指全新设立的外国所有制银行。虚拟变量外国收购 = 1，指由于收购国内银行而形成的外资银行。资产指全部银行的资产（单位：美元）。贷款规模指银行分别向企业客户和居民发放的平均贷款规模（单位：美元）。房地产贷款指房地产在发放给企业客户和。

<sup>24</sup>参见Brown与De Haas为2011年4月召开的《经济政策》期刊委员会会议所撰写的论文：“从银行层面论述欧洲新兴地区的外币贷款”（2010）。

居民的全部贷款中分别所占的份额。大额融资衡量非客户债务占银行总债务的份额（以%表示）。外汇存款衡量以外币计价的客户存款占全部客户存款的份额（以%表示）。模型1-2和4-5表示OLS（普通最小二乘法）估算值。模型3和6表示IV（工具变量）估算值，其中2004年的大额融资和客户存款按其2001年的值进行衡量。所有模型包括国家固定效应。标准误以括号表示。模型1-2和4-5中的标准误差按国家进行调整。\*\*\*、\*\*、\*表示在0.01、0.05和0.10水平上的显著性。

<sup>25</sup> 参见Rosenberg和Tirpák（2008年）以及欧洲复兴开发银行的报告（2009年）。

●下一组国家的通胀波动性一般也比较低，但在2007-10年间对通胀的控制并不十分成功。其中一些国家如罗马尼亚、俄罗斯和塞尔维亚在2000年左右高通胀波动率较高，但在随后数年其逐渐回归稳定水平。

●最后一组国家在2007-10年经历了更为剧烈的通胀波动。其中，吉尔吉斯共和国和塔吉克斯坦，在2000年前后的波动性也很高。归纳起来，虽然所有的转型经济体在经济过热和金融危机爆发之前的十年中，总体经济增长稳定，通胀波动相当低，但一些国家的稳定记录远远劣于其他国家。此外，一些国家在2007-10年的危机时期其波动性大幅上升，使得通胀更难以预测。如果把IMF在一两年前做出的通胀预测与图3.7a、b和c同期的实际通胀结果进行比较可验证此事时。图3.8说明IMF预测相对各个国家的平均误差。

可以看出跨国差异非常可观。在大多数CEB和SEE国家，预测误差都相对较小。在CEB国家中，对波罗的海国家和匈牙利的预测误差大于其余国家。在EEC国家中，亚美尼亚（根据图3.7a，这是一个低通胀波动水平国家）和格鲁吉亚的通胀其可预测性远高于其他国家。很显然，最难预测通胀的是阿塞拜疆、哈萨克斯坦、蒙古、塔吉克斯坦、土库曼斯坦和乌克兰，这些国家的平均预测误差都超过6个百分点。这一组国家大多是图3.7c中指出的高波动水平国家。

最后，促进本币使用的一个重要因素是汇率波动程度。表3.1总结了由IMF近期公布的两种实际汇率制度分类。从这个角度来说，转型地区国家还有很长的路要走。截至2008年，30个国家（不含2007加入欧元区的斯洛文尼亚）中只有12个国家被IMF划分为有管理的或独立的。

图 3.7a 低波动性国家转型国家的通胀波动性

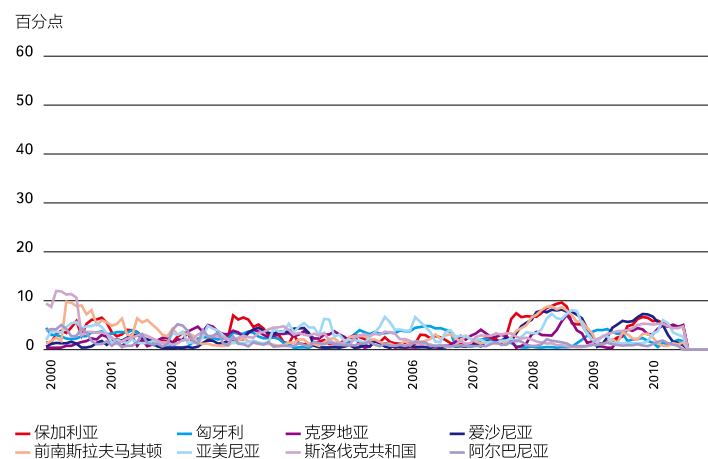


图 3.7b 中等波动性国家转型国家的通胀波动性

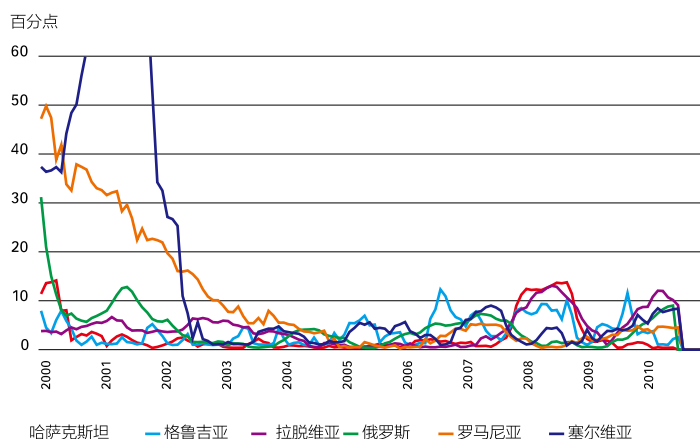


图 3.7c 高波动性国家转型国家的通胀波动性

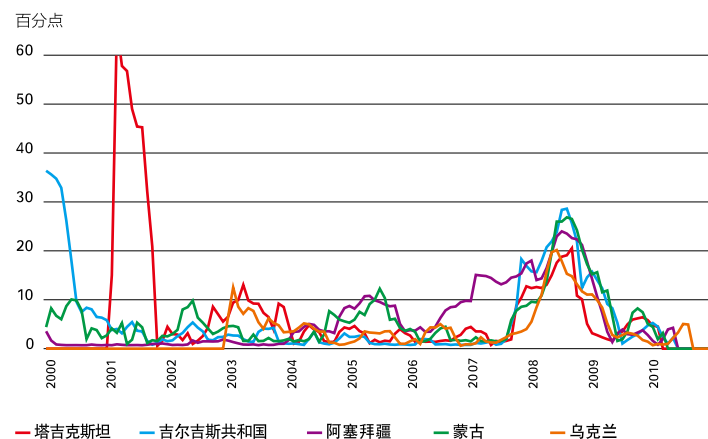
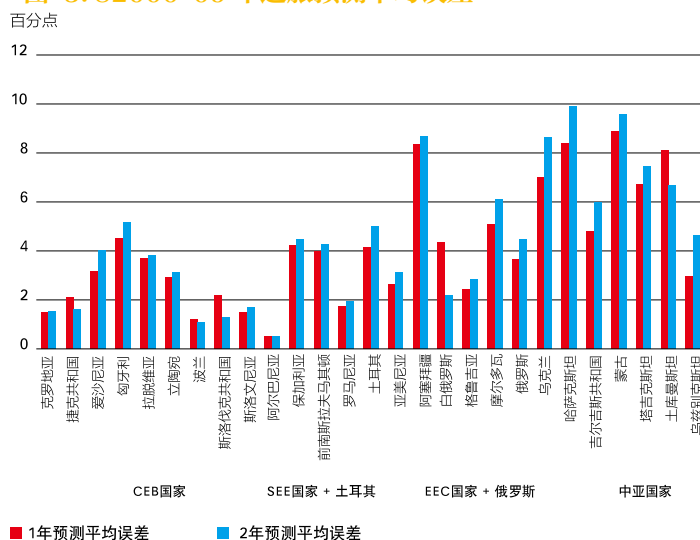


图 3.8 2000-09 年通胀预测平均误差



资料来源：欧洲复兴开发银行根据来自IMF《国际金融统计》和环亚经济数据有限公司的数据进行计算。  
注：该图显示了各个国家通胀的条件方差平方根。通胀用消费价格指数年同比变化表示。条件方差的计算来自一般性自回归条件异方差（1,1）产生的预计方差，作为前一个月误差项大小及方差的函数，这可以估算每个月误差项的方差。构成回归的样本区间始于20世纪90年代初，根据数据可用性在各个国家间有所不同。乌克兰和塔吉克斯坦的数据系列较短，仅从21世纪初开始。取消或改动了一些极端异常值。

资料来源：欧洲复兴开发银行根据IMF《世界经济展望》计算。  
注：在国际货币基金组织的《世界经济展望》中，该图分别显示了各个国家实际通胀和一到两年之前所作的通胀预测之间的平均差异（均方根误差，缩写RMSE）。

浮动汇率制度，只有 5 个国家被划分为独立的浮动汇率制度。值得注意的是，在信贷激增处于峰值的 2006 至 2008 年间，这一类型的国家数量有所减少，因为多个有管理的浮动汇率国家被重新划分为钉住汇率政策国家。但也有一些国家，包括亚美尼亚、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、摩尔多瓦和塞尔维亚，自经济危机以来已朝着更灵活的汇率政策迈进。亚美尼亚自 2009 年 3 月开始实行浮动汇率政策。哈萨克斯坦于 2010 年初扩大了该国的汇率波动范围。塞尔维亚在 2009 年正式采用了通胀目标制框架，虽然该国依然为了应对本币第纳尔的压力而干涉外汇市场。

本币资本市场发展

有证据显示转型国家银行本币融资的局限使得银行转向外币寻求融资来源，从而促进了外币贷款。解决这一问题的一种途径是银行进一步发展其本币存款基础，尤其是长期存款。虽然这重要，但本币存款的增长和存款期限的结构一部分取决于宏观经济状况（如上一部分所述）。银行也可以通过本币债券市场寻求融资，这也是企业本币融资的直接来源。因此，本土债券市场对于转型地区本币融资的发展举足轻重。

尽管转型国家都尚未完全建立起企业债券市场，相比之下，一些国家已接近具备该市场发展的两条必要条件，即机构投资者基础得存在和运转良好的货币与政府债券市场。

本地机构投资者（主要是养老基金和共同基金，以及提供长期储蓄产品的保险公司）对于本币融资的成长至关重要，因为它们对于投资本币资产有着内在兴趣。因此它们是本币市场需求方的重要组成部分。图 3.9 显示了此类投资者在该地区一些国家中的存在成都，并对照一些发达国家情况。图表显示，无论在绝对数量上（单位：美元）还是 GDP 份额上，即便是转型经济体中的领头羊匈牙利，仍远远落后于诸如葡萄牙等欧盟成员国家。发展这些投资者基础事关行业的成长和逐步开放，更取决于养老保险制度改革和非银行类金融领域的法律框架完善。

运转良好的资金和政府债券市场构成另一个基本条件。这意味着存在可供私人 and 公共发行人使用的市场基础设施。货币和政府债券市场也提供用来支持私人债务定价和发行的利率基准。除此之外，它们构成了提高货币政策效果的传导机制，并且反应通胀预期，由此为政府货币和财政政策的可靠性提供指标。最长的流动性好的本币政府债券通常界定了私人债券的最长期限。货币和债券市场也是发展利率掉期市场的基础，帮助市场参与者能管理与本币债券相关的风险。

要衡量货币和债券市场的发展，本章介绍了两种新指标。它们基于公开来源和由欧洲复兴开发银行财政部对转型地区以及一些发达

表 3.1  
欧洲新兴市场和中亚各国汇率制度

汇率制度	年	
	2008	2006
无独立法定货币	黑山	
货币局制度	波黑 保加利亚 爱沙尼亚 立陶宛	波黑 保加利亚 爱沙尼亚 立陶宛
其他传统固定钉住汇率制度	白俄罗斯 克罗地亚 哈萨克斯坦 拉脱维亚 前南斯拉夫马其顿 蒙古 俄罗斯 塔吉克斯坦 土库曼斯坦	白俄罗斯 拉脱维亚 前南斯拉夫马其顿 土库曼斯坦 乌克兰
水平波动区间之内的钉住汇率制	斯洛伐克	匈牙利 斯洛伐克共和国 斯洛文尼亚
爬行钉住汇率或汇率波动区间制	阿塞拜疆 乌兹别克斯坦	阿塞拜疆
无预定线路的受管制汇率浮动制	亚美尼亚 格鲁吉亚 吉尔吉斯共和国 摩尔多瓦 罗马尼亚 塞尔维亚 乌克兰	亚美尼亚 克罗地亚 捷克共和国 格鲁吉亚 哈萨克斯坦 吉尔吉斯共和国 摩尔多瓦 蒙古 罗马尼亚 俄罗斯 塞尔维亚 塔吉克斯坦 乌兹别克斯坦
独立浮动	捷克共和国 匈牙利 波兰 斯洛文尼亚 土耳其	阿尔巴尼亚 土耳其 波兰

注：国际货币基金组织于2009年重新界定了划分汇率安排的体系，扩大了受管制浮动和自由浮动（定义为只有特别外汇市场干预的制度）之间的区别。按照新体系，2008年分类中被划分为“独立浮动”的国家里，只有捷克共和国、波兰和斯洛文尼亚（作为欧元区成员国）在截至2009年4月底被视为“自由浮动”。阿尔巴尼亚、匈牙利和土耳其划为“浮动”，认为其汇率“大部分”由市场决定。

<sup>1</sup> 欧元区成员国。

国家（参见方框 3.3）26 货币与债券市场参与者进行的访谈。这两个指数均以各自市场的两个主要特征为重点：市场基础设施和市场流动性。在货币市场中，主要的基础设施要素是可靠的利率指数（或稳定的政府或央行票据发行以及公开，市场化的利率）。政府债券市场的基础设施包含场外市场、一级交易商网络以及诸如彭博或路透等标准信息平台上的债券报价和价格。市场流动性可以通过标准交易规模（数值越高表示流动性越大）和不同期限的买卖利差（数值越低表示流动性越大）来衡量。期限越长的流动性给分越高（参见方框 3.3）。结果显示在图 3.10 和 3.11 中。

26 欧洲复兴开发银行政府债券市场指数与 CRISIL 代表世界银行自 2008 年起编撰的本币债券市场“可投资性”GEMLOC 指标中的某些类型有重复。（参阅 [http://indices.markit.com/download/products/guides/CRISIL\\_investibility\\_report.pdf](http://indices.markit.com/download/products/guides/CRISIL_investibility_report.pdf)）。主要区别如下。首先，“可投资性”是一个更为宽泛的概念，从外国投资者的角度衡量本币债券市场的吸引力，不仅对市场基础设施和流动性（欧洲复兴开发银行指数关注的重点）同时也对诸如资本控制和税收进行打分。

第二，GEMLOC 指标中的流动性基于公开来源的信息，而欧洲复兴开发银行指数采用从交易员访谈获得的信息，以克服公开信息的限制性，从而能对信息非公开可得的市场进行打分。“可投资性”评分覆盖了土耳其和 7 个转型经济体（克罗地亚，匈牙利，哈萨克斯坦，波兰，罗马尼亚，俄罗斯及乌克兰）以及其他一些新兴市场国家，但不提供欧洲复兴开发银行指数覆盖的其余转型国家。

### 方框 3.3. 对本币市场的发展进行评级

转型地区许多国家缺乏正常运转的足以支持金融系统中本币债务使用货币和政府债券市场。本方框提出市场发展的两个新指数，适用于转型国家和一些发达国家（用以比较）。这两个指数试图衡量市场基础设施和流动性的结合，使用欧洲复兴开发银行财政部 2010 年 9 月与各个国家市场参与者进行访谈所收集到的信息。下文说明了指数的逻辑依据和方法论。构成指数构建的数据集可在欧洲复兴开发银行网站获取，网址为 [www.ebrd.com/economics](http://www.ebrd.com/economics)。

#### 货币市场发展指数

货币市场涉及大多由商业银行进行交易的短期（通常最多为一年）债务工具。该市场通过在银行间重新配置流动性来支持它们的运作，并在以通胀或利率为货币系统目标的国家向市场传导货币政策信号。有流动性且透明的货币市场对于预测利率、进而对于诸如短期和长期本币工具的定价都非常重要。

欧洲复兴开发银行的货币市场发展指数基于两个主要组成部分，货币市场基准和货币市场活动发展情况（参见表 3.3.1）。

● **货币市场基准。**在发达市场经济体中，短期利率的主要参考通常是综合个别银行的银行间货币市场报价的指数（例如伦敦银行同业拆借利率，LIBOR）。如果没有这种指数，可以通过频繁拍卖短期政府证券（只要它们按商业条款运作）来部分实现类似的基准功能。因此，该指数记录货币市场利率指数的存在和可靠性，以及政府或央行票据拍卖的规律性和频率。该指数衡量银行利用指数作为参考处理其客户和其他资本市场交易，甚至衍生品交易的程度。可靠性测试可能不能完全记录正式货币市场指数的所有潜在用途，特别是在经济危机对不同市场产生不同程度的扰乱之后。

● **货币市场活动。**私人交易的三种主要市场类型是无担保银行间市场，远期外汇市场（通常最为活跃）和有担保银行间市场。在欧洲复兴开发银行研究的国家中，波兰的货币市场被广泛认为是相对成熟的，因其流动性、规模和所交易工具的多样性。出于这个原因，波兰市场的标准交易规模 and 不同期限的买卖

利差被用来对指数中所含其他国家的相同指数进行标准化，由此成为流动性的衡量标准。然后汇总不同期限的子指数，对期限较长的指数给予更大的权重。并根据各国的无担保或担保市场的流动性指数，以及其外汇远期市场指数对不同国家打分。<sup>27</sup>

#### 政府证券指数

除了政府的融资功能之外，政府证券市场还在设定长期市场利率方面发挥重要作用，因为政府在其国内货币收益率曲线的各个节点上几乎都是最优质的借款人。因此政府证券市场的高流动性强化了政府收益率曲线作为整个经济的基准作用。此外，可以迅速出售或买入且交易成本低的政府债券对资本市场参与者而言是很有价值的流动性管理工具。如果没有高流动性本币资产，国内投资者可能会被迫转向更具流动性的外币资产。另外，政府债权收益率曲线可以提高国内资本市场参与者对开发利率风险管理工具的需求的意识，例如利率掉期。

因此，欧洲复兴开发银行政府证券指数包括三组主要成分。前两组反映市场发展不同阶段的市場基础设施，而第三组则试图衡量流动性（同样参见表 3.3.2）。

● **一级市场。**对于需要发展的市场，需要最小规模的本币计价政府证券，以及定期举行且频度合理的政府债券拍卖。该指数按照这三个基本特点对一级市场打分。

● **支持二级市场的基本基础设施。**场外市场的存在是二级市场活动最基本的指标。许多政府任命政府证券的一级交易商，需要他们在一级拍卖中投标、报价，主动参与二级市场并与国家财政部共享有关市场状况的信息。此外，市场消息的流动需要支持性的平台或渠道，以确保能方便获取股票、发行量和利差等数据。

● **二级市场中的流动性。**交易规模和买卖利差的紧密度是流动性更高的市场的决定性特征。如果标准交易规模小，参与者可能无法以合理成本快速接触到充足的流动性。因此，通过结合二级市场标准交易规模和买卖利差（这种规模可分为短期（1-3 年）、中期（3-5 年）、长期（7-10 年）和超长期（超过 10 年）。

27 这反映了这样一种观点，即认为国家需要发展担保和无担保市场，它们在某种程度上可以相互替代（实际上它们往往同时具有流动性或同时没有流动性）。因此，如果将一个指数中的所有分值分别相加，可能会夸大国家之间的差异。另一方面，外汇远期市场可作为一个重要的附加工具。流动性远期市场将外币利率作为本币利率的参照，这一点特别有用，因为流动的外汇远期市场通常比国内银行间市场跨越更长的期限。

此外，它使拥有大量外币现金需求或现金过剩的银行能更好地管理资产负债表，后者经常成为欧洲复兴开发银行关注国家的一个问题，特别是那些没有完全建立国内货币可靠性的国家。例如，在一些国家，银行存款基础的货币单位可随市场情况而大幅变动，外汇远期市场可作为重要的对冲工具。



方框 3.3（续）

因此，通过结合二级市场标准交易规模和买卖利差的信息，对二级市场流动性进行衡量。构建指数时，每个市场的标准交易规模按一支债券各种期限等级的平均规模进行划分，以获得可在一笔标准交易中交易的平均债券比例。（这项调整对整个市场的大小和国债市场不同期限的属性均做了正规化处理。）用各个国家买卖利差和基准买卖利差的比率来划分这种衡量方法，随后按经基准调整的标准市场规模进行划分，以获得相对流动性分值。在计算中给予买卖利差更多权重，以记录这个变量作为市场流动性信号的重要性。最后，定义一个最小

阈值，高于这一水平的国家取得特定期限等级的流动性分值。然后求每个期限等级流动性分值的平均数，得到该指数。

显然，作为这些流动性度量的基础的调查数据是不同市场中的流动性情况的一个快照，因此可能对市场情况敏感。而且在一个较小的程度上对于参与者的样本也会敏感。调查因此会混淆结构性特征和其它周期性和临时性的影响。但如果在将来定期重复，这些因素应该可以被区分。

表 3.3.1  
货币市场发展指数

次要成分				
主要成分	No.	标准	编码 <sup>1</sup>	权重
货币市场基准	1	存在利率指数	是为1；否为0	0.50
	2	使用指数作为贷款参考	是为1；否为0	0.75
	3	市场发行人使用指数	是为1；否为0	0.75
	4	衍生交易使用指数	是为1；否为0	2.00
	或			
3个月以上担保或无担保市场的活动	5	在一级市场定期发行国债	是2 且如果1到4的和小于1，为1；否则为0	1
	6	担保银行间市场的活动	A <sub>i</sub> <sup>3 4</sup>	两个成分的最大分值
	OR			
12个月以上远期外汇市场活动	7	未担保银行间市场活动	A <sub>i</sub> <sup>3 4</sup>	
	8	货币远期市场活动	A <sub>i</sub> <sup>3 5</sup>	

1 数据来源：国际货币基金组织，国家机构，欧洲复兴开发银行财政部，基于对所覆盖国家的市场参与者的调查结果。  
2 国债定期一级发行定义为至少每两周发行短期票据。  
3 对于各个市场，i, A<sub>i</sub> 等于特定国家涉及人均 GDP 的标准交易规模之和，除以波兰涉及人均 GDP 的标准交易规模之和，乘以波兰买卖利差和该国买卖利差之间的比率。

4 该指数重复，是隔夜（权重 15%）、一周（权重 15%）、一个月（权重 20%）和三个月（权重 50%）之和。波兰的数值标准化为 4 个点。  
5 该指数重复，是隔夜（权重 12.5%）、一周（权重 12.5%）、一个月（权重 15%）、三个月（权重 20%）、六个月（权重 20%）和一年（权重 20%）远期之和。波兰的数值标准化为 2 个点。

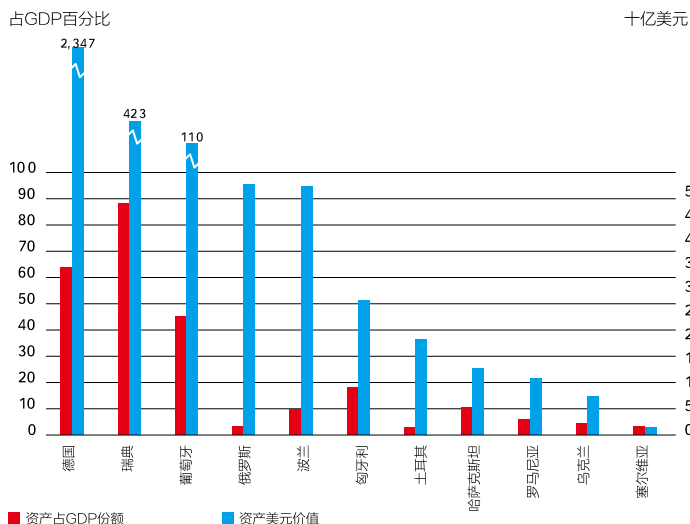
表 3.3.2  
政府债券市场发展指数

主要成分	No.	标准	编码 <sup>1</sup>	权重
一级市场发展	1	最小规模	市场规模大于2500万美元或大于1%GDP，为1；否为0	等量加权之和
	2	通过拍卖进行的政府证券定期发行		
	3	通过拍卖进行的政府证券频繁发行		
二级市场发展	4	存在场外(OTC)市场	是为1；否为0	等量加权之和
	5	短期（1-3年）市场流动性	是为1；否为0	
	6	在彭博或路透上报价的债券	是为1；否为0	
二级市场流动性	7	短期（1-3年）市场流动性	L(1-3) 如果标准交易规模(STS) > 50万欧元2，否则为0	等量加权之和
	8	中期（3-5年）市场流动性	L(3-5) 如果标准交易规模> 40万欧元2，否则为0	
	9	长期（7-10年）市场流动性	L(7-10) 如果标准交易规模> 30万欧元2，否则为0	
	10	超长期（>10年）市场流动性	L(>10) 如果标准交易规模> 20万欧元2，否则为0	

1 数据来源：国际货币基金组织，国家机构，欧洲复兴开发银行财政部，基于对所覆盖国家的市场参与者的调查结果。  
2 国债定期一级发行定义为至少每两周发行短期票据。  
3 对于各个市场，i, A<sub>i</sub> 等于特定国家涉及人均 GDP 的标准交易规模之和，除以波兰涉及人均 GDP 的标准交易规模之和，乘以波兰买卖利差和该国买卖利差之间的比率。

4 该指数重复，是隔夜（权重 15%）、一周（权重 15%）、一个月（权重 20%）和三个月（权重 50%）之和。波兰的数值标准化为 4 个点。  
5 该指数重复，是隔夜（权重 12.5%）、一周（权重 12.5%）、一个月（权重 15%）、三个月（权重 20%）、六个月（权重 20%）和一年（权重 20%）远期之和。波兰的数值标准化为 2 个点。

图 3.9  
保险公司和养老基金资产



资料来源：经合组织（OECD），国家政府。

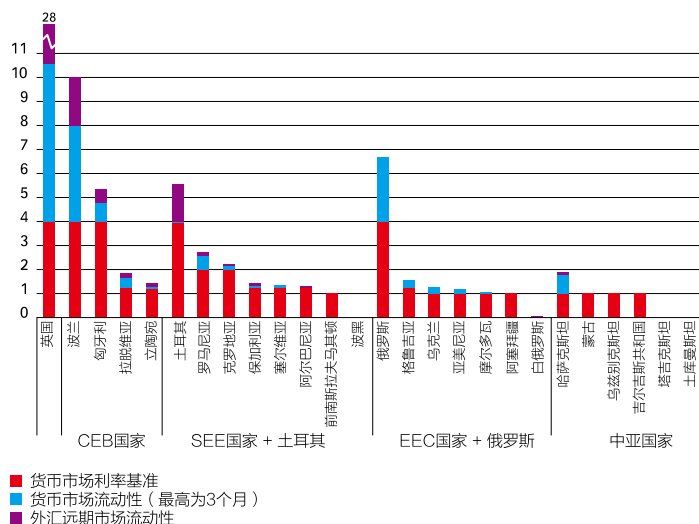
注：数据参考 2008 年末数据，罗马尼亚数据参考 2007 年末数据。

图 3.10 中，货币市场指数分为三个成分指数：衡量利率基准存在与可靠性、短期市场流动性（3 个月以下）以及货币远期市场流动性（期限最长为 12 个月），市场流动性以其相对于波兰市场的水平表示，后者被视为相对成熟。如果一个国家其短期货币市场和长期货币远期市场的流动性和波兰一样，它将分别获得 4 个点和 2 个点。由于波兰在其利率基准上也获得最多 4 个点，其总分为 10 个点。为了进行比较，该图也包含了一个发达国家——英国。与波兰一样，英国在利率基准方面获得满分，但其流动性评级总分为 28 点，远超该图范围。

没有其他欧洲复兴开发银行所关注的国家的货币市场发展水平超过波兰，只有俄罗斯较为接近。与波兰一样，俄罗斯在利率基准上获得满分（俄罗斯卢布同业拆借利率，Mosprime；参见方框 3.4），但该国市场的流动性稍逊一筹。所有其他国家的货币市场在本质上均不够发达。哈萨克斯坦短期市场有一些流动性，但在利率基准上得分较低。（虽然该国已经开发出一个基准值 Kazprime，但并未得到市场参与者积极采用）。因此，该国在政府票据一级发行的稳定流动上获得一分，与该地区其他许多国家相同。罗马尼亚在利率基准方面做得更好（两分），但市场流动性的得分较低。

图 3.11 对照了转型国家、土耳其和 6 个发达国家的政府债券市场指数。这里，有两个基础成分对一级市场和二级市场特点进行评分（例如债券发行的最小规模、规律性和频度），各项分值最多为三点此外，还有二级市场流动性衡量标准，也是对波兰进行评定的。二级市场流动程度和波兰相同的国家，可在该项成分指数中获得 4 点。除葡萄牙之外，图中的发达国家在市场流动性指标上都显著超过波兰，（比如德国是百倍），因此其总指数值超出该图范围。至于转型地区其余国家，土耳其是唯一能与波兰匹敌的国家，其后为匈牙利、哈萨克斯坦和俄罗斯。

图 3.10  
EBRD 货币市场发展指数

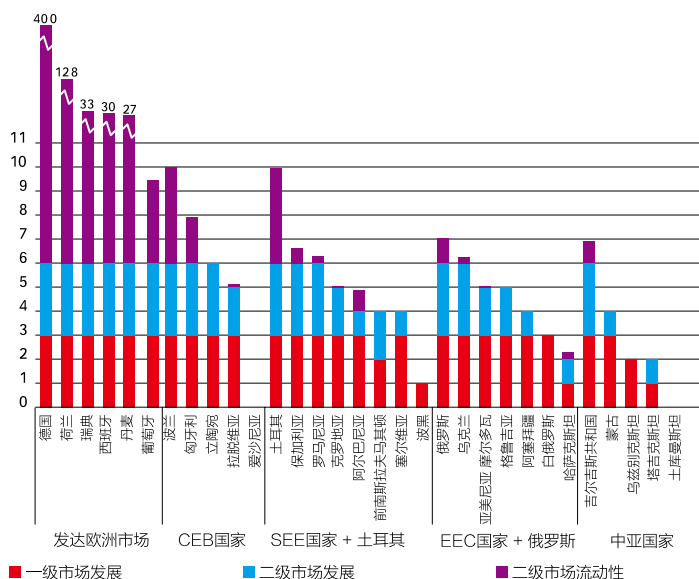


资料来源：欧洲复兴开发银行根据国家政府提供和对货币市场参与者访谈获得的信息进行计算。

注：定义和方法论请参见方框 3.3。英国柱体上方的数字表示指数数值，柱体高度被部分截取。

通过比较图 3.10 和 3.11，可以看出各国间在政府债券指数得分上的差异要远小于货币市场得分差异。这反映出这样一个事实，基本的市场基础设施占到政府债券指数 10 分中的 6 分，许多国家这方面均为满分。但即使在具备基本市场基础设施的大多数国家，二级市场流动性一般也非常有限。

图 3.11  
EBRD 政府债券市场发展指数



资料来源：欧洲复兴开发银行计算值，基于对货币市场参与者的访谈。

注：定义和方法论请参见方框 3.3。德国、荷兰、瑞典、西班牙和丹麦柱体上方的数字表示指数值，柱体高度被截取。



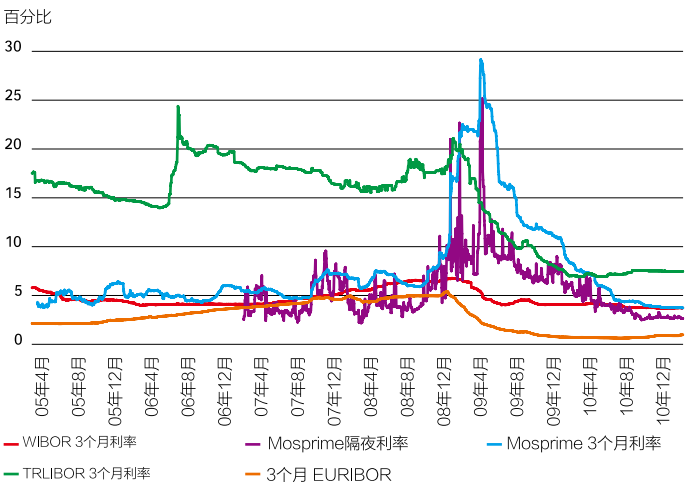
方框 3.4  
Mosprime – 俄罗斯的基准利率

可靠的货币市场指数对于当地资本市场发展十分关键。在俄罗斯，市场参与者越来越多地用 Mosprime 利率作为贷款、融资和对冲操作的参考利率。Mosprime 是俄罗斯市场中由顶级银行发放给金融机构的货币市场定期存款平均收益率。<sup>28</sup> 该指数于 2005 年推出，由俄罗斯国家外汇协会每日按不同期限播报，分为隔夜、一周、两周、一个月、两个月、三个月和六个月。目前，长期卢布存款市场的流动性尚不足以提供期限为 6 个月以上的指数。

Mosprime 往往超过主要储备货币的基准利率（尽管在经济危机之前的时期，卢布出现升值），但它一般始终低于消费价格通胀指数（CPI）。但随着金融危机的爆发，Mosprime 飙升，隔夜利率和三个月利率之间的差距显著扩大（见图 3.4.1）。像在发达经济体和其他一些新兴经济体中，基准利率升高反映出流动性枯竭并引发对于甚至包括一流机构的交易对手风险的担忧。但俄罗斯的飙升幅度大得多：三个月 Mosprime 于 2008 年 11 月中旬超过 20% 的水平并在 2009 年 1 月达到峰值，超过 29%，这与在其他国家试图在金融危机中期抵御货币贬值而采取的利率飙升相一致。<sup>29</sup> 与此相反，诸如波兰或土耳其等允许其利率浮动的国家并未面临类似的货币市场压力。俄罗斯的另一因素是存款人抛出卢布：居民外币存款占存款总存量的份额一度跳升了 20 多个百分点（见图 3.4.2）。

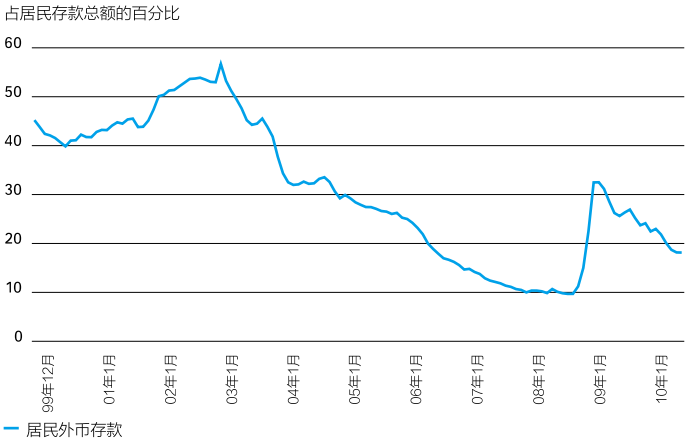
随着危机平息，流动性和信心得到恢复，Mosprime 利率逐渐下降并于 2010 年 8 月达到 3.75% 的史上低位。

图 3.4.1  
波兰、俄罗斯、土耳其和欧元区的货币市场利率



资料来源：彭博。  
Note: EURIBOR、Mosprime、TRLIBOR 和 WIBOR 分别是欧元、俄罗斯卢布、土耳其里拉和波兰兹罗提的货币市场基准利率指数。除 Mosprime 隔夜利率外，所显示的所有利率均为三个月利率指数。

图 3.4.2  
俄罗斯居民外币存款份额



资料来源：俄罗斯央行。

28 Mosprime 基于 12 家银行提供的利率报价：莫斯科银行，花旗银行，德意志银行，Gazprombank，汇丰银行，荷兰国际银行，赖夫艾森银行，苏格兰皇家银行，Sberbank，意大利联合信贷银行，俄罗斯外贸银行以及 WestLB Vostok。除去这些银行汇率报价中 2 个最高价

和 2 个最低价，然后计算剩余报价的简单平均数，得出该指数。  
29 例如，货币压力引发智利隔夜利率上涨，1998 年 8 月和 9 月上半月从约 15% 涨至 40% 以上，瑞典货币市场利率在 1992 年 9 月平均上涨 70%。

### 方框 3.5 向本币金融转型

通过制定政策减少国内金融体系中外币用量，一种方法是先确定金融美元化的原因并设计出解决这些问题的改革方案。本章到目前一直采用这种方法。而另一种途径是研究已经将金融体系从外币主导成功转为本币主导的国家的各项政策，把它们与经验不够成功的国家进行比较。这种方法可以为我们揭示有助于转型过程的政策。<sup>30</sup>

尽管去美元化的尝试曾经历多次失败，尤其在拉丁美洲，但也有许多成功事例，包括 20 世纪 90 年代和 21 世纪初期的智利、以色列、墨西哥和波兰，以及近期的埃及和秘鲁。<sup>31</sup> 此外诸如巴西和哥伦比亚等国贷款美元化水平已经相当低，但仍在设法进一步降低。总体而言，这些国家的经验与大量关于美元化的文献资料研究结果相一致，如下所示：

- 从高通胀回归稳定是去美元化的必要条件，但不是充分条件。在许多国家，在通胀已跌至温和水平之后数年，美元化仍居高不下，或甚至继续增加。

- 采用真正的浮动汇率制度似乎能使外币贷款水平从仅仅稳定转为切实的下降，特别是在拉美国家。

- 银行美元贷款的减少与公共债务期限逐渐延长同步。在引入正式的通胀目标制度数年之内，大多数国家均能发行期限在 5 年以上的本币公债债券。

除了宏观经济政策改革和创建本币利率基准之外，在去美元化方面取得成功的国家通常也会诉诸监管，例如提高外币存款准备金要求、提高对外币贷款的流动性和 / 或准备金要求，有些国家（如巴西，智利，哥伦比亚和墨西哥），对外币存款和某些形式的外币贷款加以严

格限制或禁止。而那些去美元化尝试失败的案例（例如玻利维亚和委内瑞拉，以及 20 世纪 80 年代的秘鲁）则表明这样的监管手段起作用，必须要辅以持续稳定的宏观经济和灵活的汇率政策。否则非但不能推动本币使用，还会导致金融脱媒和资本出逃。<sup>32</sup> 即使在保持了十多年低通胀和汇率稳定的克罗地亚，也未能成功通过对外币和外国指数贷款的保证金和流动性要求等手段来持续的削弱欧元化。

最后，一些国家（最引人注目的是智利、哥伦比亚、以色列，以及墨西哥）采用与通胀挂钩的存款和贷款工具来替代外币工具。以色列最初用 CPI 挂钩债务取代其外币公债，随后逐渐转化为非挂钩本币债务。智利在指数化上进行了最具系统性和最为持久的尝试；继 20 世纪 80 年代初灾难性的货币银行危机之后，智利将外币债务转变为指数债务，同时通过重塑货币市场和货币政策框架推动 CPI 指数化。直到 20 世纪 90 年代末期，智利在开始采用通胀目标制，独立浮动，和名义政策基准利率等之后，才脱离了指数化的金融系统。

毫无疑问，在这些案例中 CPI 指数化对降低美元化发挥了作用。智利和以色列的经验表明，指数化在通胀波动性回落之后可以持续作用很长一段时间，而从指数化本币融资转向分指数化本币融资则需要另外的政策支持。尽管如此，在通胀波动性降低之前以及在智利案例中，CPI 指数化对于在通胀波动性被抑制前实现去美元化很有用。在智利的例子中，当时央行仍在追求一个目标汇率。

30 本方框内容参考了 Offenbacher 和 Stein（2003 年），Reinhart、Rogoff 和 Savastano（2003 年），Galindo 和 Leiderman（2005 年），Herrera 和 Valdés（2004 年），国际货币基金组织报告（2005 年，方框 3），Fernández-Arias（2006 年），Kamil（2008 年），Kokenyne、Ley 和 Veyrune（2010 年）以及 Garc í a-Escribano（2010 年）。

31 此外，诸如阿根廷和巴基斯坦等一些国家在金融危机背景下采取了强行货币转换。3 enyne、Ley 和 Veyrune（2010 年）和 Fernández-Arias（2006 年）。

总之，除匈牙利、波兰、俄罗斯和土耳其之外的欧洲复兴发展银行地区的大多数国家距离实现正常运转的货币和债券市场还有很长的路。有三个问题特别突出：没有可发挥作用的货币市场基准；缺乏有用的货币远期市场；以及政府债券市场缺乏流动性，特别是长期债券。

### 发展本币金融的策略

在制定转型地区发展本币金融的政策日程表时，之前两节论述的内容体现了几个重要观点。

- 图 3.7c 和图 3.8 标出的一组国家认为难以预测通胀，在 2007–09 年维持稳定通胀方面比其同类国家做得差得多。在这些国家，鉴于其当前宏观经济制度的状况，与本币相比，其金融体系中大规模使用外币可能是出于两害相权取其轻的抉择（除非后者涉及某种形式的通胀指数，见下文）。<sup>33</sup>

- 尽管有有力证据表明浮动汇率在鼓励使用本币方面具有重要意义，但该地区许多国家仍然坚持钉住汇率制度——包括作为更广泛的发展与一体化策略一部分的钉住欧元。

- 国内银行体系中本币使用比率相对较高的一小群转型国家，其当地资本市场发展无一例外都比同类国家做得更好。理论和实证均表明这两者间存在关联。

基于这些观察和之前的证据，发展本币融资的政策日程可由三大类组成，取决于国情和决策者的偏好。

首先，高通胀波动性使外币成为金融体系青睐之选的国家应将改进宏观经济体制和各项政策作为其去美元化日程的主要焦点。这包括改进货币政策框架的质量和可靠性（特别是通过转向通胀目标制度，外加灵活汇率），以及维持稳健的公共财政，可能以财政规定为后盾。

不建议在这些国家采取阻碍外币使用的强硬管制，因为这可能会造成对信贷的不当限制，或将个人推向因通胀不可预测性而导致的更大的本币信贷风险。相反，决策者应以改进消费价格指数（CPI）衡量方法、降低通胀并使其更可预测、以及采取措施发展运转良好的货币市场作为目标。后者需要央行承诺担当作为提供最后补救的流动性提供者（例如通过回购与各家银行签订的协议）和有效的利率基准。

当存在可靠的 CPI 指数但通胀可信度仍然有限时，当局可以试

图通过发行 CPI 挂钩的政府债券和建立允许于 CPI 挂钩的私人贷款的法律条件（在某些情况下，这可能包括调整消费者保护法，也许会阻碍用以应对高通胀的利率调整）来促进 CPI 挂钩贷款。虽然 CPI 指数化本身并不会带来稳定或资本市场发展，但它有助于借款人和放款人在通胀仍具波动性时管理宏观经济风险。从历年来看，CPI 指数化已成为多个国家（见方框 3.5）去美元化过程中的重要中间步骤。

转型地区的大多数国家适用第二个策略，它们在稳定通胀稳定方面已经拥有不错的历史记录，而它们的汇率制度属于可以用于发展本币融资的政策工具。这将包括持续进行宏观经济改革和政策改进（特别朝独立汇率浮动或至少管制浮动转变）、监管以及本币资本市场发展。

这一策略的主要要素含在之前内容和方框 3.3 中。包括改善市场基础设施（例如，通过创建基准利率指数和指派政府证券一级交易商），以及通过持续稳定发行公共债券和逐渐增长收益率曲线来提高货币和政府债券市场的流动性。这并不代表需要很高的公共债务，只有在财政目标之外，公共债务管理才需要考虑市场发展和流动性目标。在第一种策略中，CPI 挂钩工具可以在向存款人和借款人提供外币工具之外的耐通胀选择方面发挥作用，同时政府当局获得保持低水平且稳定的通胀记录。

第二种策略也适用于诸如俄罗斯、土耳其和波兰等国家，这些国家得益于其市场规模和市场发展政策，已经享有相对适中的存贷款美元化水平并在市场发展上获得相对高分。尽管如此，仍有改进余地。以俄罗斯为例，市场对于本币的信心仍然脆弱，这体现在 2008 年末和 2009 年初（见图 3.4.2）存款基础的快速美元化；通胀水平和波动性按大型新兴市场的标准衡量仍相对较高；债券和资产管理市场相对粗浅。降低通胀波动性需要在中期内朝通胀目标和浮动汇率转变。土耳其的货币政策框架更有助于本币金融（该国已经允许货币独立浮动），在降低目标通胀水平方面可以更上一层楼。最后，无论是俄罗斯、土耳其还是波兰都不具备有流动性的企业债券市场。发展这些市场（出于银行以及企业的利益）是这些国家本币金融需要拓展的下一个领域。

<sup>33</sup> 本结论得到计算结果支持，显示出对于这些国家中的大多数，国民产出以外币（欧元或美元）表示在长期来看要比以本币单位表示更加稳定。19 参见 Zettelmeyer、Nagy 和 Jeffrey（2010 年）中的方框 2。

### 方框 3.6 鼓励本币贷款的规定

许多国家运用银行监管、有时是税收来惩罚外汇流入，以期阻止外币借款。这种措施甚至在经济危机之前就已存在，并被越来越多的采用。

#### 经济危机前的繁荣期

在经济危机前的繁荣时期，一些国家对来自境外的外汇借款进行了限制。采用的主要形式是提高外币贷款和/或拨备的准备金要求（例如，在克罗地亚、罗马尼亚和塞尔维亚）或者甚至设定此类贷款的配额（克罗地亚）。而哈萨克斯坦则采取在资本充足率计算上提高外国贷款的风险权重。在一些情况下，这些措施取得了理想的效果（最值得注意的是在克罗地亚），但大部分情况下信贷扩张和外币贷款仍然持续。

转型国家很少有宏观审慎或风险管理要求。例外情况包括波兰和罗马尼亚，前者对外汇形式的居民存款设定更高的信誉和披露要求（根据《关于抵押担保信贷敞口良好做法的意见 S》，2006 年采用），后者实行更为严格的贷款价值（LTV）比率。<sup>34</sup>

2007 年初，波罗的海地区国家实行了早期的跨境监管干涉。瑞典国内监管者日益增多的忧虑使得瑞典的银行大幅降低它们设在三个波罗的海国家子公司的（外国）融资，令几乎完全是外汇形式的信贷扩张停止下来。这早在金融危机产生影响之前就已引发经济增长放缓。

#### 危机时期

随着 2008 年末外国资本流入放缓或甚至逆流，针对外汇流入和外币贷款的惩罚性监管政策逐渐放宽或取消。在罗马尼亚和塞尔维亚，对外币贷款准备金的额外要求被进一步降低甚至最终废止。在得到国际货币基金组织和欧盟委员会发放的危机贷款支持的国家，《欧洲银行协调倡议》（或称《维也纳倡议》）通过相关政策，以帮助国际银行集团提振其子公司（如在波黑、罗马尼亚和塞尔维亚）。

在少数国家，对于外币贷款相关风险的突然感知而不是减少信贷紧缩的尝试，使得政策反应截然不同。乌克兰于 2008 年末禁止向居民发放外币贷款。哈萨克斯坦以差异化的准备金和流动性要求进行密集的监管阻碍。但这些只是个例。

#### 经济复苏期

自 2009 年年中金融危机严重阶段结束以来，许多国家的监管注意力已开始集中于由外币贷款产生的系统性风险。在货币大幅贬值导致外币债务偿付和相关违约增加的国家，这通常是政府或央行主导的去美元化计划的一部分（例如在格鲁吉亚、哈萨克斯坦、塞尔维亚和乌克兰）。

本篇《转型报告》对转型国家进行的政策调查揭示出这些国家采取了各种各样宏观审慎的行政措施以阻碍外币贷款。图 3.6.1 概括了各个国家采用的主要措施。最常用的工具包括：

- 更为严格的外币借款人标准
- 更高的外币贷款资本要求
- 更高的外币贷款准备金要求
- 对银行的外汇头寸敞口设定限制（作为银行审慎监管的一部分）。<sup>36</sup>

波兰于 2010 年 2 月实行一项名为《建议 T》的监管措施，以限制低收入（以及债务偿付超过月收入 50%）人群得到外币贷款，改进信贷登记并向借款人提供更多风险信息，尤其是与外币贷款相关的信息。

匈牙利在外币贷款宏观审慎监管方面一直处于最前沿。2010 年 3 月，该国大幅提高对外币抵押贷款的按揭成数和债务偿付要求，并对借入外汇的无担保客户设定收入要求。这些新的监管措施将欧元贷款（未来有望成为匈牙利货币）和其他外币区分开来，对后者实行更严格限制。监管已开始取得成效，2010 年 6 月约有 70% 的新增居民贷款为本币贷款。此外还结合了匈牙利国民银行振兴担保债券市场的措施。匈牙利政府同事采取了一项行政措施以禁止登记外币抵押贷款。在本币长期贷款选择尚未充分发展的时期，这一举措有效冻结了抵押贷款市场。

尽管到目前为止大多数国家都已采取某些形式的监管，但只有匈牙利、摩尔多瓦和乌克兰这三个国家对某些外币贷款施加了有效禁令。

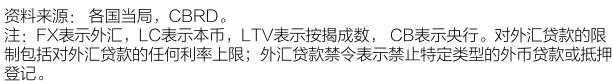
34 对波兰《意见 S》的说明请参见 Zettelmeyer、Nagy 和 Jeffrey 的报告（2010 年），方框 1。

35 欧洲复兴开发银行（EBRD）报告（2009 年，第二章）。

36 外汇头寸敞口是外币负债和资产之间的百分比差异。

大量的外币债务存量。就未来汇率波动性可得到管理来看，债务存量问题可能会随时间推移而减少。管理债务存量这一挑战也取决于未偿还存量的期限。例如，在匈牙利，居民抵押贷款（大部分为外币）的平均期限超过 20 年，而在塞尔维亚只有 5 年左右。此外，随着一些欧盟成员国或候选国有加入欧元区，这一问题自然消除。（但这并不能解决匈牙利大量瑞士法郎抵押贷款存量的问题。）

总的来说，危机复苏阶段已出现强化监管，以适度阻碍无对冲借款人的外币贷款。各国（虽然有一些例外情况）并没有急于过度监管。实际上所有金融参与者（包括银行）都承认需要公平且平等的监管。对于《欧洲银行协调倡议》的跨境协调已经开始，但需要做的还有更多，包括国家监管者之间的协调。



64



最后，对于固定汇率且不愿意重新考虑其汇率制度的国家，特别是强烈希望成为欧元区成员国的国家，有可能适用不同的策略。尽管有新兴市场国家（特别是具备良好宏观经济稳定性记录的大型国家）通过钉住或严格管制汇率来调和本币高使用率，但似乎并没有小型开放经济体既维持汇率钉住又成功从高比率外币使用实现去美元化的先例。因此，这些国家的最佳选择可能是通过监管（预防无对冲的企业和居民过量借入外币）与审慎的宏观政策（确保有充足的财政和流动性缓冲以承受对外部融资的大冲击）相结合，来管理外币使用风险。

像与所有金融行业监管一样，制定监管措施很重要，这样它们才不会遏制所需要的信贷、同时解决国家特定的产生过量外币贷款的原因、并通过跨境协调以避免规避行为（例如，直接通过国际银行集团在母国或位于邻国的子公司借款，而不是通过其当地子公司借款）。考虑到这一点，一些监管形式可以起作用。

- 必须设立标准要求银行披露与外币贷款相关风险，即使在这些通胀波动性可能会产生更大风险的国家也要这样做。（更普遍的做法是，可以根据客户的银行余额和收入结果，向其提供不同形式借款的建议。）

- 当银行融资结构或隐性担保（例如，与钉住汇率相关）导致外币贷款定价偏低时，可以根据银行资产的货币组成，通过区分准备金和资本要求或拨备规定来纠正这一点。

- 可以要求银行通过考虑其借款人贷款货币组成和其收入来源等方式对其贷款政策进行区分。需要对无对冲外币借款人实行更高的信用标准。<sup>38</sup>

与此相反，外币贷款禁令通常弊大于利。鉴于本币贷款工具发展程度不足，这种做法可能导致信贷冻结。另外，它并不能解决缺乏本币金融发展的问题。

到目前为止，转型地区许多国家已经采用了符合（有时超出）上述三种类型的监管措施（见方框 3.6）。为了取得成功，各国当局需彼此沟通以及与国内监管者进行沟通，确保监管措施与资本市场发展和 / 或（最少的）支持宏观经济的政策相配套。后者尤为重要，因为金融危机之前的外币信贷激增给各国留下了需要数年才能清除干净的大量外币债务存量。

鉴于对金融危机仍然记忆犹新，本币利率不断下降，国际论坛日益关注金融行业改革<sup>39</sup>，转型地区的本币金融发展应该面临着一个良好的开端。随着外部压力消退，其他问题（尤其是财政问题）得到突出，这种发展所面临的挑战仍将持续。

## 参考资料

- B. Bakker and A. Gulde (2010 年)，《欧盟新成员国信贷繁荣：霉运还是糟糕政策？》，工作报告 10/130，国际货币基金组织，美国华盛顿特区
- H.S. Basso、O. Calvo-Gonzalez 和 M. Jurgilas (2007 年)，《金融美元化：银行和利率的作用》，工作报告 748，欧洲央行，德国法兰克福。
- M. Brown 和 R. De Haas (2010 年)，《欧洲新兴地区的外币贷款：银行层面的证据》，为 2011 年 4 月召开的《经济政策》期刊委员会会议所撰写的论文。
- M. Brown、K. Kirschenmann 和 S. Ongena (2009 年)，《外币贷款——需求拉动还是供应拉动？》，欧洲银行中心讨论报告第 2009-21 号，荷兰蒂尔堡大学。
- M. Brown、S. Ongena 和 P. Yesin (2009 年)，《小型公司的外币借款》，工作报告 2009-2，瑞士国家银行，瑞士苏黎世。
- C. Burnside、M. Eichenbaum 和 S. Rebelo (2001 年)，《预期赤字与亚洲货币危机》，政治经济杂志 109，第 6 号第 1155-97 页。
- J.Y. Campbell、A.W. Lo 和 A.C. MacKinlay (1997 年)，《金融市场计量经济学》，普林斯顿大学出版社，美国普林斯顿。
- M. Dooley (2000 年)，《新兴市场危机模型》，经济杂志，110，第 460 号第 256-72 页。
- 欧洲复兴开发银行 (2009 年)，《转型报告 2009 年》。
- E. Fernández-Arias (2006 年)，《金融美元化与去美元化》，Economía 第 6 卷第 2 本第 37-100 页。
- A. Galindo 和 L. Leiderman (2005 年)，《适应美元化和去美元化路线》，美洲开发银行工作报告第 526 号，美洲开发银行，美国华盛顿特区。
- M. García-Escribano (2010 年)，《秘鲁：去美元化的推动者》，国际货币基金组织工作报告 10/169，国际货币基金组织，美国华盛顿特区。
- 国际货币基金组织 (2005 年)，《避免危机的主权债务结构》，国际货币基金组织临时报告第 237 号，美国华盛顿特区。
- 国际货币基金组织 (2006 年)，《匈牙利 2006 论文四磋商，包括国际货币基金组织代表团陈述》，2006 年 6 月 6 日，国际货币基金组织，美国华盛顿特区。（可从该网站获取 [www.imf.org/external/np/ms/2006/060606.htm](http://www.imf.org/external/np/ms/2006/060606.htm)）。
- 国际货币基金组织 (2010 年)，《区域经济展望：欧洲》，5 月。
- L.O. Herrera 和 R. Valdés (2004 年)，《去美元化、指数化和名词化：智利经验》，智利中央银行工作报告 261，智利圣地亚哥。
- A. Ize 和 E. Levy Yeyati (2003 年)，《金融美元化》，国际经济杂志 59，第 2：323-47。
- O. Jeanne (2003 年)，《新兴经济体为何借入外币？》，工作报告 03-177，国际货币基金组织，美国华盛顿特区。
- H. Kamil (2008 年)，《汇率制度如何影响企业对冲汇率风险的激励措施？》，工作报告，国际货币基金组织，美国华盛顿特区。
- A. Kokernyne、J. Ley 和 R. Veyrune (2010 年)，《去美元化》，国际货币基金组织工作报告 10/188，国际货币基金组织，美国华盛顿特区。
- A. Korinek (2009 年)，《新兴市场的过量美元借款：资产负债表效应和宏观经济外部性》，工作报告，美国马里兰大学经济学系。
- A. Luca 和 I. Petrova (2008 年)《推动转型经济体的信贷美元化的原因？》，银行业与金融杂志，第 32 卷第 5 本第 858-69 页。
- E.A. Offenbacher 和 R. Stein (2003 年)，《以色列通胀及通缩的美元化和指数化：奏效的方法不止一种》，比较经济研究 45，第 278-305 页。
- R. Rajan 和 I. Tokatidis (2005 年)，《美元短缺与危机》，中央银行国际期刊，第 1 卷第 2 本第 177-220 页。
- R. Rancière、A. Tornell 和 A. Vamvakidis (2010 年)，《欧东的货币错配与系统性风险》，该报告发表于 2010 年 4 月举行的《经济政策》期刊第 51 届委员会会议，西班牙马德里。
- C. Reinhart、R. Rogoff 和 M. Savastano (2003 年)，《沉迷于美元》，美国国家经济研究局 (NBER) 工作报告 10015，美国国家经济研究局，美国坎布里奇。
- C. Rosenberg 和 M. Tirpák (2009 年)，《欧盟新成员国外币借款的决定因素》，捷克财政与信贷 (Finance a úvěr) 期刊 59，第 3 本第 216-28 页。
- R. Sahay 和 C.A. Végh (1996 年)，《转型经济体的美元化：证据与政策意义》，刊登于国际货币基金组织：理论和政策与证据 (eds. P. Mizen 和 E. J. Pentecost)，第 192-224 页，Edward Elgar，英国伦敦。
- M. Schneider 和 A. Tornell (2004 年)，《资产负债表效应、援助担保和金融危机》，经济研究评论，第 71 卷第 3 本第 883-913 页。
- J. Zettelmeyer、P.M. Nagy 和 S. Jeffrey (2010 年)，《解决欧洲新兴地区的私营行业货币错配》，工作报告 115，欧洲复兴开发银行，英国伦敦。

<sup>38</sup> 原则上，银行会就更为保守的贷款标准自愿进行协调。

但由于行业新入者寻求市场份额，这一点可能很难做到。出于这个理由，既有银行集团近期已支持外币贷款监管作为拉平竞争环境的一种方式。

<sup>39</sup> 参见欧洲银行业协调《维也纳倡议》（2010 年）。维也纳倡议的背景请参见欧洲复兴开发银行报告（2009 年，方框 1.4）。