



2015 年欧亚区域风险年度展望

——2015 年 1 月全球区域风险月报

要 点

城市金融研究所所长：周月秋

全球区域风险研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：程实 宋玮

Chengshi_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2015/1/7 《全球经济金融运行主要长期风险研究》

2015/1/7 《中国周边重大地缘政治风险研究》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 2015 年，全球经济短期仍难以走出“弱增长、高失业”为特征的“新平庸”状态，国际金融市场也将延续“强美元、低油价”主导的“高波动”局面。在此背景下，欧洲和亚洲区域仍将面临诸多风险，欧洲区域风险主要体现在：一是通缩威胁急剧上升；二是德国稳定作用缺失；三是俄罗斯局势急剧恶化；四是希腊政局偏向激进；五是政局动荡广泛存在。
- 亚洲区域风险主要体现在：一是经济下行风险日趋加大；二是日本经济增长或将继续低迷；三是经济结构失衡等三大隐忧可能阻碍印度经济复苏步伐；四是亚洲地缘政治风险暗流涌动。

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、欧洲：通货紧缩和政治分裂风险激增..... | 1 |
| （一）通缩威胁急剧上升..... | 1 |
| （二）德国稳定作用缺失..... | 2 |
| （三）俄罗斯局势急剧恶化..... | 4 |
| （四）希腊政局偏向激进..... | 6 |
| （五）政局动荡广泛存在..... | 8 |
| 二、亚洲：经济持续放缓，地缘政治风险暗流涌动..... | 9 |
| （一）经济下行风险日趋加大..... | 9 |
| （二）日本经济增长或将继续低迷..... | 10 |
| （三）三大隐忧制约印度经济复苏..... | 11 |
| （四）亚洲地缘政治风险暗流涌动..... | 14 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1 欧元区经济增长率和通胀率（2008-2015）..... | 2 |
| 图 2 德国经济增长率领先欧元区的幅度（2008-2015）..... | 4 |
| 图 3 俄罗斯经济增长率和通胀率（2008-2015）..... | 5 |
| 图 4 日本经济增长率和通胀率（2010-2014）..... | 11 |
| 图 5 印度经济增长率和通胀率（2010-2014）..... | 12 |



2015年，全球地缘政治动荡将更趋频繁、剧烈，全球经济金融局势则面临着弱复苏和强震荡的双重挑战。如此背景下，预判2015年全球主要区域政治、经济风险的年度变化，对于我行国际化经营稳健发展格外重要。本文将结合各类预测数据和区域政经变化展望欧洲和亚洲2015年区域风险的年度变化趋势，对风险构成和重要事件进行点评和警示。

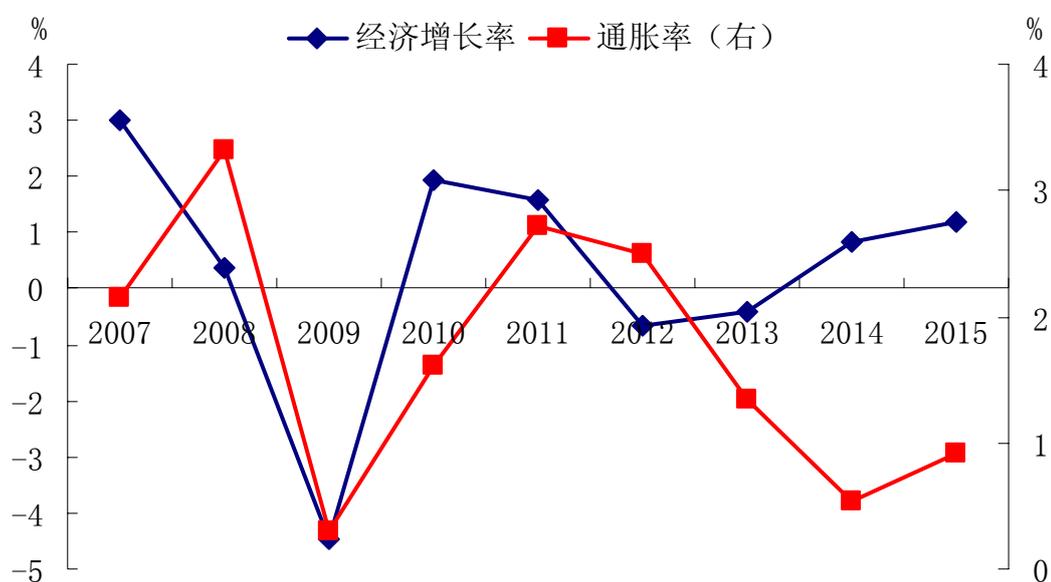
一、欧洲：通货紧缩和政治分裂风险激增

（一）通缩威胁急剧上升

2015年，欧洲区域在经济方面面临的¹最大威胁是通货紧缩。根据IMF世界经济展望数据，2015年，欧元区通胀率预估值为0.92%，连续第三年低于2%的警戒水平；2014年12月，欧元区HICP（调和CPI）同比增幅降至-0.2%，进入绝对通缩区间，并连续15个月低于1%。我们认为，2015年，欧洲通货紧缩的实际压力可能要超出预期，原因有四：一是较高的产出缺口将加大通缩压力，2015年，欧元区产出缺口预估值为2.44%，连续第七年实际经济增长明显弱于潜在水平；二是国际油价大幅下跌的通缩影响将滞后显现，目前IMF等主流机构对欧洲通胀率的预估都是基于未充分调整的油价预期，考虑到油价下跌幅度已经出乎市场意料，且油价对整体物价的传导尚需一个过程，因此，欧元区实际面临的通缩压力可能要明显高于通胀率预估值数据显示的水平；三是资本流出将加大通缩压力，欧元兑美元急速贬值和区域政治局势恶化共同作用下，欧洲对国际资本的吸引力明显下降；四是预期“自我实现”将加大欧洲通缩压力，由于欧洲央行已经实行负利率并推出大规模QE，因此市场对货币政策余力充满担心，通缩预期依旧广泛存在并持续增强。

通货威胁将从经济和政治两个维度带来不容忽视的区域风险：一方面，从经济角度看，通货紧缩和经济萎靡将形成恶性循环，通货紧缩削弱市场信心、抑制实体投资、制约收入增长、拖累消费复苏，最终加重经济增长压力，而增长萎靡反过来又通过总需求效应加重通缩压力。另一方面，从政治角度看，通货紧缩击中了欧洲政治稳定的软肋，欧洲边缘国家普遍面临较大的债务压力，根据 IMF 的预估，整个欧元区 2015 年的负债率预估值就高达 96.15%，而通货紧缩会放大债务负担，进而增大违约风险，加重救助压力，恶化本就已经存在的和谐因素，最终给区域一体化的维系带来更大挑战。

图 1 欧元区经济增长率和通胀率（2008-2015）



数据来源：IMF，其中 2014 和 2015 年数据为预估值，下同。

（二）德国稳定作用缺失



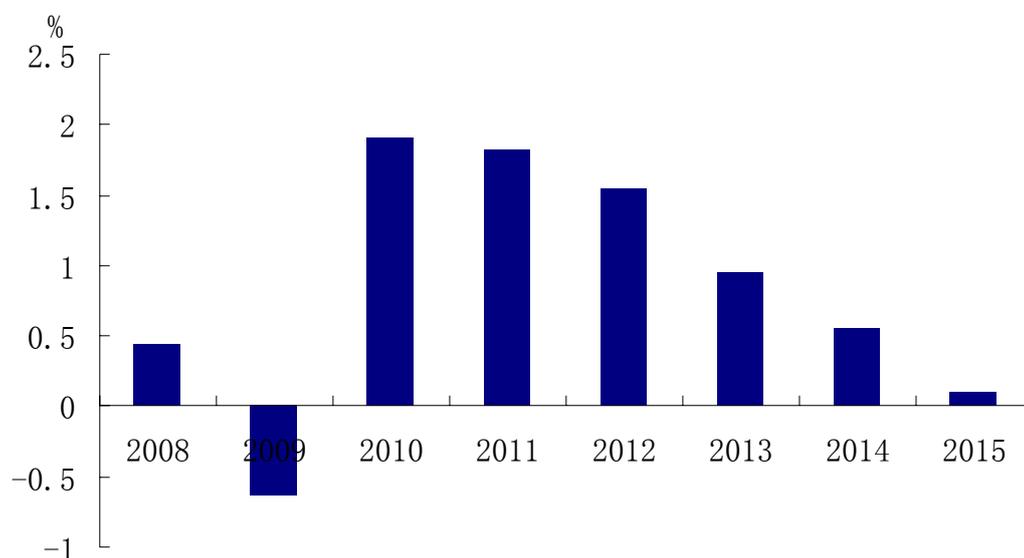
2015年，欧洲区域最不引人瞩目的重要风险是德国区域领导力的下降。无论从历史、地理还是社会角度看，德国都是欧洲当仁不让的核心；从经济角度看，德国也是欧元区经济复苏的精神支柱。德国在经济上对欧元区的支柱意义体现在：其一，德国是区域危机解决的核心，欧债危机及其衍生危机的根本解决，需要短期内的临时性救助和长期中的资源再配置，两者都要由一个经济健康的德国来主导，因为危机解决的过程必然伴随着德国在经济利益上的一定牺牲；其二，德国是区域经济的稳定器，对于刚刚从债务危机中缓过劲来的欧元区而言，尽量减小复苏波动性和增长不确定性是当务之急，稳定的德国经济最能发挥中流砥柱的作用；其三，德国是复苏信心的根本来源，追根究底，欧元区是德国“大国梦想”影响下诞生并发展的经济共同体，坚强有力的德国是欧元区面对地缘政治动荡、通货紧缩压力和各种解体威胁的底气所在，自顾不暇的德国则难以支撑起区域可持续性复苏的希望。

值得注意的是，2015年，德国的区域领导力及由此产生的区域稳定作用面临极大挑战：经济方面，根据IMF的数据，2015年，德国经济增长率预估值为1.3%，领先欧元区0.1个百分点，领先幅度连续下降并达到本轮复苏启动以来的最低值，而2010-2014年，德国经济增速领先欧元区的水平分别为1.91、1.82、1.55、0.96和0.56个百分点。政治方面，德国在区域事物上的主导力也在悄然下降，例如希腊新政府上台后就明显表现出敢于和德国对抗的迹象；而且，德国在区域重要事务上和欧洲的潜在分歧也不断加大，例如，2015年1月欧洲央行推出超预期QE之后，大多数欧洲国家都表示欢迎，而德国总理默克尔却在

冬季达沃斯峰会上发出了“不同”的声音，在表示尊重欧洲央行的同时，明确强调了对QE激励扭曲作用的担忧。

2015年，随着德国经济由强转弱和德国政治领导力出现动摇迹象，不仅欧元区经济复苏将骤然失去精神支柱，欧洲政治一体化的推进也将缺乏足够的强权保障。德国势微，既降低了欧洲国家对德国民族主义复兴这一长期可能威胁的恐惧，又增加了各成员国对区域稳定丧失的恐惧，两种变化实际上都加大了边缘国家像希腊一样“硬起来”的激励。此外，德国和欧元区经济基本面存在着巨大差异，这将使得本就稀缺的区内协调进一步削弱，并将给欧元区政策选择带来巨大挑战。无论是德国经济的未来，还是欧元区经济的未来，也都将由此蒙上阴影。

图2 德国经济增长率领先欧元区的幅度（2008-2015）



（三）俄罗斯局势急剧恶化

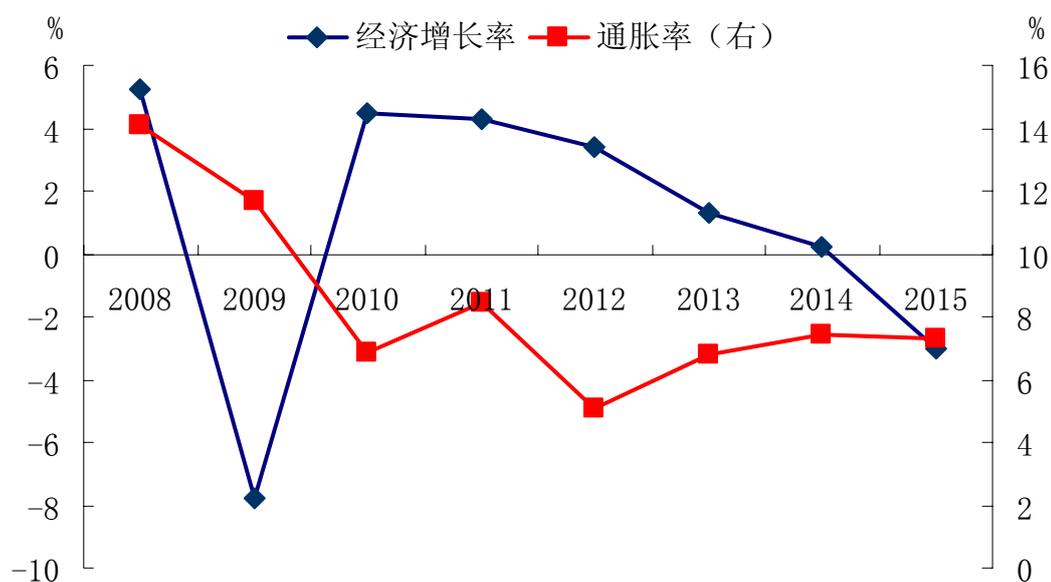


2015年，作为我们区域风险研究定位的另一个欧洲核心国家，俄罗斯局势将进一步趋向混乱，不仅外部面临乌克兰危机、欧美金融制裁和国际油价大跌的三重挑战，内部也将面临卢布危机、金融失序和经济衰退的三重打击，并将由此带来显著的欧洲区域风险。

经济上，俄罗斯经济面临巨大的“滞胀”危险，2015年1月，IMF在最新的世界经济展望预期更新中，将2015年俄罗斯经济增长率预估值下调了3.5个百分点至-3%，这是2010年以来俄罗斯经济首次面临衰退危机；此外，2015年俄罗斯通胀率预估值为7.3%，通胀绝对水平依旧较高，卢布由此面临对外贬值和对内贬值并存的货币危机。经济金融基本面如此羸弱，普京政府自然面临着极大的内部压力，在这股压力的作用下，俄罗斯政治姿态将进一步趋向“极端强硬”。利用乌克兰危机和大国博弈，普京政府将有机会转移民众对国内经济衰退和金融混乱的注意力，缓解内部压力。

值得注意的是，自2014年乌克兰危机爆发以来，俄罗斯经济金融表现就开始明显走弱，表现在工业生产萎缩、就业形势恶化、企业信心下降和经济信心趋弱等方面。经济大幅走弱与乌克兰危机、卢布危机和大国博弈并行，实际上造成了一种模糊效应，即很难分清衰退是由于经济基本面很差所致，还是危机造成的冲击。而借由这种模糊性，俄罗斯政府又多了一个转移经济压力的好理由，所以，这也是俄罗斯有激励在国际外交中变得更加强硬的一个可能原因。

图3 俄罗斯经济增长率和通胀率（2008-2015）



(四) 希腊政局偏向激进

2015年，齐普拉斯领导的希腊新政府在政治选择上将更趋激进，面对德国、欧元区和IMF时将更趋强硬，并将欧洲政局带入一个分化更严重、博弈更激烈的状态，进而加大欧元区分裂的可能性，推升区域政治风险。

2015年1月26日，希腊大选结果出炉，齐普拉斯领导的左翼联盟党Syriza最终赢得大选¹。新总理齐普拉斯一上台，就雷厉风行地带来了新气象：反紧缩、抗德国、远欧洲、亲俄国。齐普拉斯减少部长数量，表示在债务问题上不会做出让步，宣布停止出售国有资产，反对进一步对俄罗斯实施制裁，并已经开始违反救助条约。一方面，这种新气象与齐普拉斯鲜明的个人特点息息相关；另一方面，选择源自变化，新气象折射的是希腊这个国家在多年危机肆虐和救助纠葛中发生的变化。

¹ 对希腊大选结果的评论详见本所2015年1月26日发布的研究信息《希腊大选结果出炉 未来“退欧”风险加大》。



从希腊的角度看，使其变得更加极端和强硬的变化体现在两个方面：一方面，希腊经济复苏底气在增强。希腊诗人欧里庇德斯有句名言：“一个曾经处在危险之中的人，当他走出危险，忘记恐惧的时候，有时他也忘记了自己的承诺”。就希腊而言，对于危机可谓“曾经沧海难为水”，2010-2013年，希腊实际GDP年均萎缩5.72%，而1980-2009年，希腊经济年均实现了1.9%的增长，经历过如此惨痛的长期衰退，希腊对退欧带来的任何短期经济灾难可能都不那么恐惧了。更重要的是，希腊正在走出危险：2014年经济增长预估值为0.6%，近7年来首度正增长，IMF预测的2015-2019年的增长均值高达3.4%；2015年，希腊人均GDP也有望实现2008年以来的首次回升，达到2.23万美元；希腊的财政赤字率则有望从2009年最高的15.65%降至2015年的2%以下。和前几年不同，2015年的希腊是有经济复苏基础的，走出了危险，就更有实力去和欧洲权贵斡旋，更有底气对欧元区说不。

另一方面，希腊对通缩效应的恐惧在增强。通货紧缩一直是悬在欧洲头上的达摩克利斯之剑，现在，这把剑终于掉落下来。希腊也是通缩重灾区，自2013年3月至今，就一直处于绝对通缩状态，HICP同比增幅连续为负。通缩会自然加大债务的实际负担，这意味着，通缩状态下，债权国削减债务的激励非常小，而债务国的债务压力不断加大。希腊是欧洲债务负担最重的国家之一，而通缩对债务结构的再改造，势必将恶化欧洲博弈氛围，降低核心国家向边缘国家进行资源转移的可能，加大希腊的债务风险，将希腊逼上要么债务违约、要么对抗欧洲紧缩要求的不归路。

（五）政局动荡广泛存在

2015 年，欧洲政治不确定性广泛存在，政局动荡将频繁发生，恐慌氛围和分裂情绪将不断蔓延，并由此带来不容忽视的区域风险。著名国际关系学家莫伊西教授说过：“随着美国金融危机的爆发，经济不稳定和全球不信任危机的蔓延，恐惧感已经在欧洲人思维中占据了重要地位”，2015 年，这种恐惧感将由于“选举周期”的集中到来而不断加深。2015 年，丹麦、爱沙尼亚、芬兰、希腊、波兰、葡萄牙、西班牙都会进行议会大选，英国、法国、西班牙和意大利则将迎来地区性选举，意大利还将选出新总统，整个欧洲政局都处于不断变化的环境中，分裂主义和民粹主义都将持续升温。

具体来看，值得关注的政治事件有：一是英国大选与退出欧盟公投。英国的简单多数票当选制度加上事实上存在的六方系统，意味着 2015 年 5 月的大选结果将充满不确定性。存在约有九种可能的政府构成，每一个对英国是否脱离欧盟的公投都有着不同的影响。但是只要卡梅伦还是首相、包括其所在的保守党可能和自由民主党组成联合政府，任何一种政府形态都将把公投坚持到底。无论如何，欧洲内部对分裂的争论将持续增强。

二是西班牙大选。西班牙大选最晚定于 2015 年 12 月举行。一跃成为西班牙第三大党的极左翼政党 Podemos（意思是“我们能”）与希腊的 Syriza 一样，都是名义上亲欧、实际上反欧的政党，目前该党支持率为 20%，最后很有可能弱势胜出或者组成一个不牢靠的联合政府，这会使西班牙很难坚持执行欧洲强制的紧缩政策和预算目标。

三是北欧政治动荡。瑞典勉强避免了提前选举，政府与四党反对联盟承诺



合作以确保政府提交的预算获得议会批准，但风险犹存，特别是反对移民的瑞典民主党，也是事实上唯一的反对党，其政策长期受到民众支持。丹麦将举行大选，最有可能的结果是中右翼的少数派政府在不支持移民的丹麦人民党的支持下执政。如此背景下，北欧政治分歧不断加深，共识越来越难以实现。

四是波兰和葡萄牙选举。中间偏右的公民纲领党(Civic Platform)有望在波兰主政，这预示着波兰在对俄态度上仍将维持强硬，且反对欧盟对自由流动规则的改变。葡萄牙也将举行议会大选，也有可能存在反对紧缩政策的声音。

二、亚洲：经济持续放缓，地缘政治风险暗流涌动

(一) 经济下行风险日趋加大

2014年，受美联储加息预期渐强、地缘政治风险有所加剧和海外市场需求疲软的影响，亚洲经济增速继续放缓，新兴亚洲经济体经济增速从2013年的6.6%放缓至6.5%。展望2015年，亚洲经济下行风险仍旧较高，主要体现在以下四个方面：一是受全球经济增长乏力、欧盟和日本等发达国家进口需求疲弱、大宗商品价格下跌造成贸易缩水效应等因素影响，亚洲经济出口增速仍将可能保持低位。此外，贸易保护主义势头上升、贸易摩擦形势严峻等因素亦会对亚洲贸易增长构成挑战。考虑到亚洲经济体对于贸易的依赖比较严重，亚洲经济增长可能将受到较大负面冲击。二是发达经济体货币政策分化或将加剧亚洲新兴市场资本外流趋势。美国可能在2015年中首次加息，而欧洲央行开始推行量化宽松政策，日本央行可能进一步扩大量宽购债规模，在利差因素主导下，亚洲资金将可能进一步加速回流美国，推动亚洲部分经济体资产价格下挫，货币汇率继续低位震荡。三是强势美元或将继续加大亚洲新兴市场国家的债务风险。

2015 年，强势美元仍将成为汇市主旋律，由其所引发的国际大宗商品价格大跌将影响亚洲部分资源出口国经济体经济增长，而且美元汇率利率双升将或将进一步加大亚洲新兴市场国家层面和私营部门的外债风险。四是亚洲地缘政治风险仍处于高危阶段，一旦恶化将极大地冲击亚洲经济增长。2015 年，朝鲜核问题、中国东南海争端、印度半岛安全问题等地缘政治风险随时可能出现恶化，继而引发部分经济体资本加速外流，汇率急剧贬值，拖累经济增长。预计 2015 年亚洲经济增速或将继续放缓至 6.4%。

（二）日本经济增长或将继续低迷

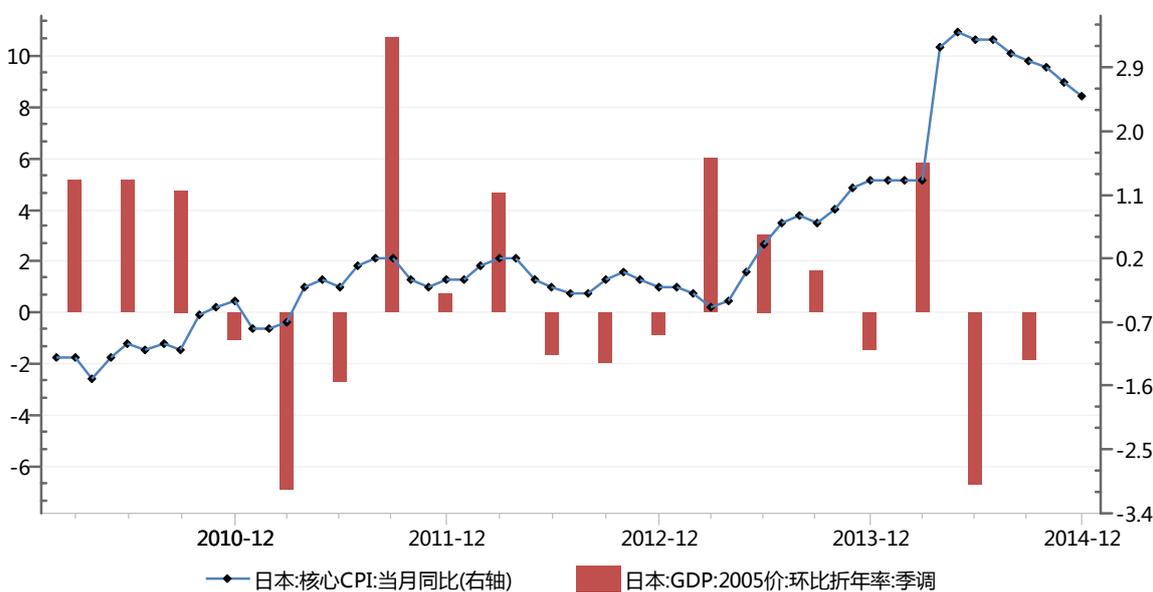
受消费税上调、安倍经济学效应递减的影响，2014 年日本经济增长乏力，四个季度 GDP 增速分别为 5.8%、-6.7%、-1.9%和 2.5%，预计 2014 年全年经济小幅增长 0.1%。此外，日本仍未完全摆脱通缩之困，由于 4 月份上调消费税推高日本 CPI 接近两个百分点，日本 10 月、11 月和 12 月核心 CPI 分别为 2.9%、2.7%和 2.5%，虽然高于 2%的通胀目标，但是持续下滑的趋势值得担忧。

展望 2015 年，安倍晋三再度当选日本首相令实施安倍经济学的政治基础更加牢固，新近推出的 3.5 万亿日元的经济刺激方案有望为日本经济打入强心剂，相对廉价的国际油价有助于刺激日本国内消费，日元贬值也将在一定程度上推动出口增长，经济增速或将出现小幅反弹。然而日本经济仍将面临诸多风险，一定程度上降低了经济反弹的程度：首先，安倍经济学对解决日本深层次问题尚无有效措施，“老龄少子化”、社保费用高企、产业空心化等深层次问题积重难返，日元加速贬值，但对出口的带动作用远低于预期；其次，日本公债占 GDP 比重高达 240%，且自 2012 财年以来其财政收入的 40%以上靠发行国债支撑，财



政可持续性令人担忧，通过财政政策刺激经济增长的空间较为有限；第三，日本经济长期深陷通缩，民众保守的生活消费观念难以在短时间内转变，国内消费难以出现大幅反弹。IMF 预测日本 2015 年经济增速将小幅反弹至 0.6%。

图 4 日本经济增长率和通胀率（2010-2014）



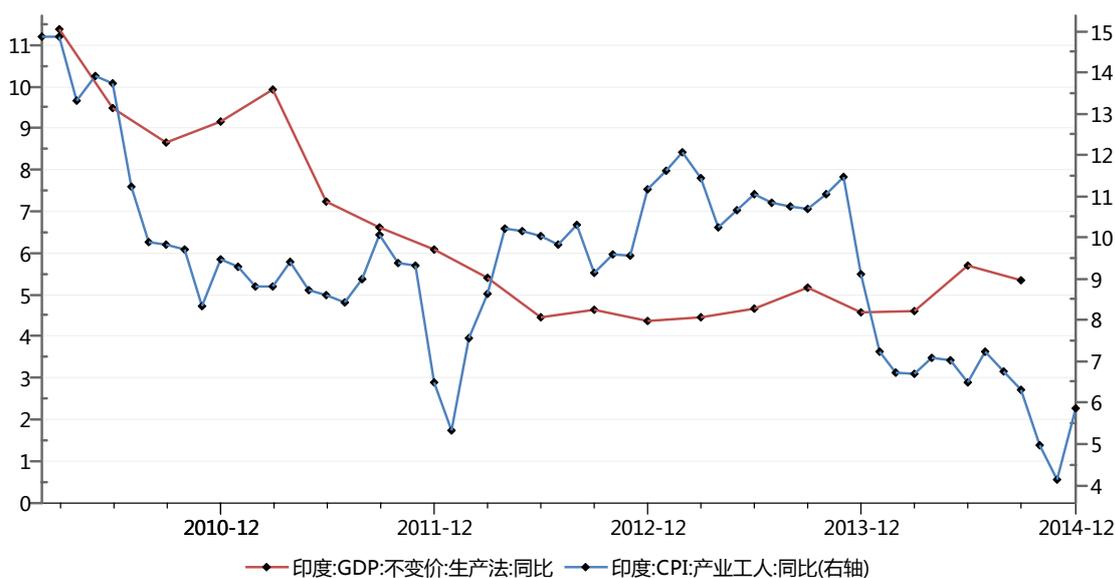
数据来源:Wind资讯

（三）三大隐忧制约印度经济复苏

印度总理莫迪上台后，推出了改革官僚主义、劳工法和公共补贴的计划，并放宽对外资的限制，加快建设和投资大型项目，取消对柴油价格的控制，从而显著提振了市场情绪，力助印度经济持续反弹，2014 年前三季度印度 GDP 增速分别为 4.6%、5.7%和 5.3%，全年增速有望攀升至 5.8%，在“金砖四国”中仅次于中国，远超巴西和俄罗斯。IMF 对未来印度经济增长抱有较大信心，预

计 2015 年该国经济增速或将进一步提升至 6.3%，2016 年或将继续增长 6.5%，该数据超越了 IMF 预测的 6.3% 的 2016 年中国经济增速。

图 5 印度经济增长率和通胀率（2010-2014）



数据来源:Wind资讯

展望 2015 年，虽然印度经济增势持续向好，但其经济结构失衡、中国经济放缓和南亚地缘政治风险的隐忧可能阻碍印度经济复苏步伐，成为印度经济增长的三大风险。首先，印度长期存在经济结构失衡的问题，制约了其经济的短期反弹幅度。经济结构失衡问题体现在以下五个方面：一是印度财政赤字率不断走高，财政失衡风险有所提升；二是虽然印度整体负债率不高，但近年来印度短期外债比率大幅提升，外债结构失衡风险有所增大；三是印度经济的外向性不断提升，卢比汇率贬值却无法降低不断走高的经常项目赤字率，印度贸易



失衡继续加剧；四是印度人口结构中的老龄人占比不断上升，老龄人比重上升和劳动参与率下降导致促进印度经济发展的人口红利渐趋缩小，人口结构失衡不断加剧；五是电子信息产业的蓬勃发展是支撑印度经济崛起的重要力量，但相对落后的基础设施建设限制了印度电子信息产业的可持续发展，加剧了印度产业失衡程度。

其次，中国经济增速放缓可能对中印贸易增长产生小幅影响。中印两国贸易量从本世纪初微不足道的10多亿美元猛增到2013年的658.78亿美元，预计2015年中国可能成为印度第一大贸易伙伴，然而由于中国经济增速将继续放缓，印度对中国的出口可能会受到一定影响。值得关注的是，2014年习近平主席访问印度期间，中国提出了中印经济合作计划，不仅涉及双边投资贸易，而且还涉及多边地区与次地区合作规划，如“孟中印缅经济走廊”、“丝绸之路”经济带等，都将在一定程度推动印度的出口增长，或将降低中国经济放缓对印度经济的负面影响。

最后，中印领土争端态势仍将延续。近年来，出于战略考量，印度试图通过与日本等国的合作，竭力提升其在南海和东海的影响力，这可能在未来继续影响中印关系发展；此外，随着中国对南亚地区和印度洋区域重视程度的日益提升，中国在能源安全和巴基斯坦-阿富汗事务上的影响力不断加大，致使印度在地区安全领域感到不安，中印对峙态势或将在2015年继续维持，可能会在一定程度上影响印度经济的反弹幅度。鉴于两国在地区层面的实际利益冲突并不明显，随着中印两国政治互信的持续推进和经贸合作关系的不断增强，未来双

方地区合作的空间可能加大，有助于共同促进两国经济的健康可持续发展。

（四）亚洲地缘政治风险暗流涌动

全球前六大地缘政治风险均集中在亚洲，可见亚洲地缘政治风险对亚洲乃至全球经济具有巨大的影响力。由于伊朗核危机和叙利亚危机属于中东非洲区域，亚洲区域风险主要包括中国东南海争端、朝鲜半岛安全问题、中国台湾问题和印度半岛安全问题。近年来，除了台湾问题相对较为乐观，上述三大亚洲地缘政治风险此起彼伏，对亚洲经济的可持续发展产生了较大的负面影响。

展望 2015 年，虽然目前地缘政治风险没有大幅提升，但很难出现大幅缓解的局面：一是中日关系难以出现较大改善。虽然 2014 年中日两国就海上紧急联络机制的建立达成了初步意向，主动增加了危机管控机制，表明双方均不希望双边政治冲突转变为军事冲突，但日本首相安倍晋三以完成修改和平宪法第九条作为其最高政治目标，而只有维持地区紧张和与中国的政治对抗，才能使日本民众认同其修改宪法的必要性，因此 2015 年中日政治关系改善仍有很大困难，中日东南海争端仍将延续。二是朝鲜半岛安全问题的不确定性有所增大。朝韩双方今年能否实现首脑会谈，是朝鲜半岛安全问题出现缓解的重要标志，但目前韩朝双方均无意作出让步，朝鲜不会为了会谈承诺无核化，韩美亦没有为了实现会谈而停止军事演习的意向，朝鲜半岛安全问题的不确定性仍旧较高，韩朝关系可能因为突发事件而出现大幅恶化。三是中印领土争端难以短期内解决。中印关系的核心问题是在过去 60 多年内尚未解决的领土边界线划分，涉及领土主权，是当今国际关系中最难处理的问题之一，很难在 2015 年根本性解决。此外，2015 年莫迪政府将继续坚持不结盟政策，印度会在优先考虑自身利益的



前提下，在所有大国之间保持相对平衡，中印关系将可能维持相对稳定的态势。