



警惕叙利亚局势恶化引发的全球风险

要 点

金融研究总监：詹向阳

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

chengshi_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2013/8/19《警惕印度经济环境恶化
引发区域风险》

2013/4/16《南欧区域风险分析及其
对我行的启示》

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。

- 8月下旬以来，叙利亚局势突然恶化，“化武事件”加大了以美国为首的西方国家武装打击叙利亚政府军的可能性。受此影响，国际金融市场大幅震荡，全球经济运行的不确定性明显上升。而1991年海湾战争和1999年科索沃战争的历史经验表明，如果西方国家卷入叙利亚局部战争，全球经济可能将受到较大拖累，复苏压力将有所加大。
- 如此背景之下，对我行稳健经营提出五点建议：一是建议我行中东分支机构密切关注叙利亚局势的发展，就本机构所在国家可能受到的冲击做好相应的风险预案；二是建议我行中东分支机构高度关注我行客户的动向，及时加强同客户的沟通，一方面避免部分客户由于战争恐慌而做出非理性的业务选择，另一方面也要防止部分客户对叙利亚局势恶化缺乏必要的风险认识；三是建议我行相关业务部门高度关注叙利亚局势恶化引发的国际金融市场动荡；四是建议我行高度警惕全球经济运行未来突然、大幅偏离市场预期的可能性，未雨绸缪做好风险管控工作；五是建议我行高度警惕新兴市场局部金融震荡影响扩散的演化态势，防止非理性的“新兴市场危机论”和“中国危机论”对我行声誉和市值管理造成负面影响。

目 录

一、叙利亚局势急剧恶化.....	1
二、叙利亚局势恶化对全球经济和国际金融市场的影响.....	3
三、叙利亚局势恶化对美国经济的影响.....	5
四、叙利亚局势恶化对欧洲经济的影响.....	8
五、叙利亚局势恶化对新兴市场经济的影响.....	10
六、对我行的建议.....	12

图表目录

图 1 叙利亚周边局势	2
图 2 VIX指数和WTI原油期货价格变化（2013.08.01-2013.08.30）	3
图 3 全球贸易增速（1980-2012）	5
图 4 美国经济增长率和投资的增长贡献（2008Q1-2013Q2）	6
图 5 美国负债率和财政余额GDP占比（1980-2012）	7
图 6 德国、法国和英国财政余额GDP占比（1991-2012）	9
图 7 新兴市场经济增长率和通胀率（1996-2012）	11
图 8 新兴市场净资本流动和证券投资净流动（1980-2012）	12



2013年8月下旬，叙利亚局势急剧恶化，以美国为首的西方国家发动对叙利亚武装干预的可能性明显上升。受此影响，国际金融市场大幅震荡，全球经济不确定性加大。本研究报告将简要概述叙利亚局势演化情况，结合1991年海湾战争和1999年科索沃战争的相关数据和历史经验，重点分析叙利亚局势恶化及可能爆发的局部战争对国际金融市场、美国经济、欧洲经济和新兴市场经济的可能影响，并在充分揭示、提前警示区域风险上对我行稳健经营提出几点建议。

一、叙利亚局势急剧恶化

叙利亚的反政府示威活动于2011年1月26日开始并于3月15日升级，随后反政府示威活动演变成了武装冲突。2013年8月下旬，叙利亚局势急剧恶化：21日，叙利亚反对派指责政府当天在大马士革附近使用化学武器，造成超1300人死亡。24日，叙利亚反对派要求西方干预。26日，联合国小组开始对化武事件展开调查；美国取消俄美有关叙问题的会谈；美国国务卿克里声称，叙利亚政府使用了化学武器的事实是“无法否认的”。27日，美国国防部长哈格尔表示，如果总统奥巴马下令对叙利亚发动打击，美军已做好立刻行动的准备；法国总统奥朗德也表示，法国正准备对使用化学武器的叙利亚政府采取行动；俄罗斯则警告西方国家不要干预叙利亚，称这是“危险的”、“不负责任的”，并将带来“灾难性的后果”。28日，奥巴马声称美国政府的调查已有定论，叙利亚政府就是化武事件的始作俑者。29日，虽然英国议会投票否决了授权英国政府干预叙利亚，但美国政府官员称，奥巴马已经准备在未得到盟友协助的情况下对叙利亚发起有限的军事打击。30日，美国政府初步评估认定，在叙利亚政府军化学武器攻击中共有1429人被打死，其中包括至少426名儿童。31日，奥巴马在白宫玫瑰园发表声明，宣布美国将“择机”对叙利亚发起军事打击行动，他同时表示，将寻求获得美国国会授权进行行动，而美国国会将于9月9日复会，并就此事展开辩论。

从截至2013年9月2日的局势演化看，以美国为首的西方国家武装干预叙利亚的可能性很大。目前的悬念存在于几个方面：一是武装干预的时间。根据

奥巴马的言论判断,9月9日-15日这一周的可能性较大。二是武装干预的形式。如果没有联合国安理会的授权,美国可能效仿1999年科索沃战争的形式,绕过联合国发动军事打击。三是武装干预的规模。考虑到叙利亚局势演化的复杂性,西方国家发动类似于2003年伊拉克战争的大范围局部战争的可能性较小,发动导弹攻击和空中打击等形式的“有限打击”的可能性较大。四是武装干预的参与者。如果没有联合国安理会的授权,英国参战可能性非常小;受大选将至的影响,德国直接参战可能性也不大;美国军事行动的盟友可能只有法国,也不排除美国发动单边军事打击的可能性。五是武装干预的持续期。考虑到武装干预的理由是叙利亚政府军的行为触及了“人道主义红线”,因此西方国家军事打击的性质是惩罚性的,持续时间可能并不长。六是武装干预的国际反响。俄罗斯会否对美国的干预行为做出强硬反应还存在较大不确定性,但可以确定的是,由于叙利亚局势涉及到诸多重要国家的利益,如果美国发动军事打击,国际政治局势将更趋紧张。

图1 叙利亚周边局势



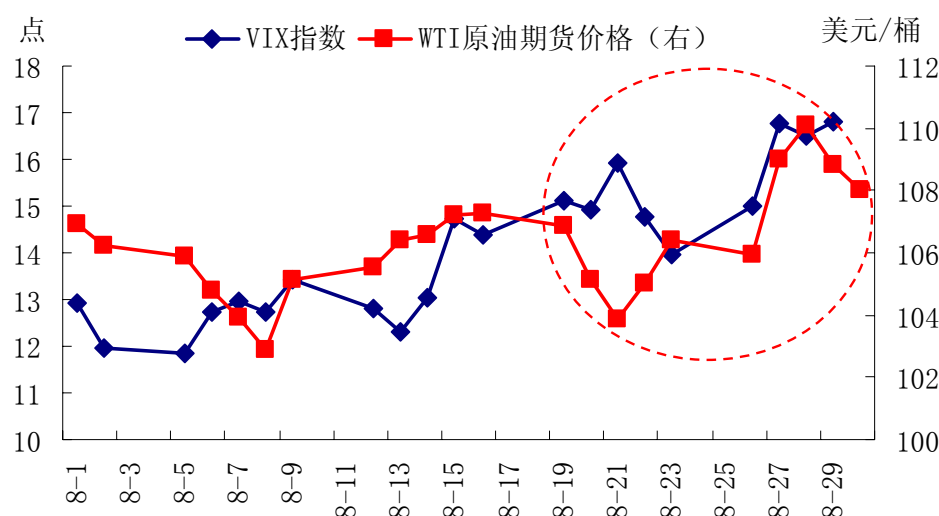
图片来源:荆楚网



二、叙利亚局势恶化对全球经济和国际金融市场的影响

从直接影响看，叙利亚局势的恶化导致国际金融市场震荡加剧：首先，市场恐慌情绪加剧。截至 2013 年 8 月 29 日，反映市场情绪的波动率指数（VIX 指数）为 16.81，较叙利亚化武事件爆发前的 14.91 小幅上升，表明市场已经对叙利亚局势恶化产生了一些担忧。根据我们的测算，海湾战争期间（1991 年 1 月 17 日至 2 月 28 日）和科索沃战争期间（1999 年 3 月 24 日至 6 月 20 日），波动率指数均值分别为 22.33 和 24.68，均高于 1990-2013 年历史平均的 20.27。当前波动率指数尚未达到前两次局部战争时期的平均水平，如果西方国家发动武装干预，市场恐慌情绪可能将进一步加剧。其次，国际油价和金价大幅上涨。截至 8 月 30 日，WTI 原油期货价格和布伦特原油期货价格分别为 108 和 115.05 美元/桶，自叙利亚化武事件爆发 8 个交易日内分别上涨了 4% 和 4.77%；8 月 28 日，国际金价升至 1417.15 美元/盎司，较化武事件爆发前上涨了 3.72%。此外，国际股市也有所下跌。叙利亚局势恶化给全球股市带来了一定的下行压力，截至 8 月 30 日，美国道琼斯工业指数、标普 500 指数、德国 DAX 指数、法国 CAC 指数、俄罗斯 RTSI 指数和 MSCI 新兴市场指数分别较化武事件爆发前下跌了 1.08%、0.86%、1.27%、1.06%、1.3% 和 1.21%。

图 2 VIX 指数和 WTI 原油期货价格变化（2013.08.01-2013.08.30）



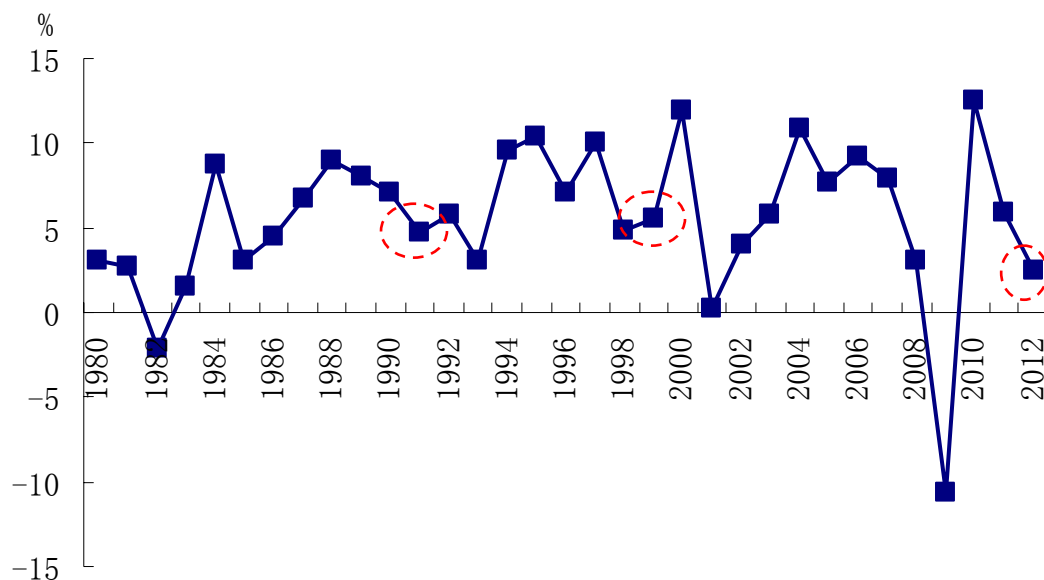
数据来源：世界银行、IMF、Wind、Bloomberg，如无特别注明，下同。

从间接影响看，叙利亚局势恶化将加快全球经济和国际金融市场从“Risk On（风险偏好）”向“Risk Off（风险规避）”状态转换。地缘政治背后是针锋对麦芒的大国博弈，美国武装打击叙利亚态度较为坚决，而俄罗斯也表现强硬，一旦美国真的发起军事行动，大国碰撞恐将进一步升级。战争阴霾和大国博弈势必加快全球经济和金融市场的状态转换。在经济层面，风险规避的增强将对国际贸易产生抑制性影响。根据IMF的数据，海湾战争爆发的1991年和科索沃战争爆发的1999年，全球贸易增长率分别为4.74%和5.54%，增幅均低于相邻年份，且都低于1980-2012年历史平均的5.6%。2013年，IMF预测全球贸易增速为3.1%，在叙利亚局势恶化背景下，国际贸易实际增速可能将弱于预期。在金融层面，风险规避的增强将激励投资者尽快完成资产配置的结构转换。特别值得强调的是，此前受美国即将退出QE的影响，市场对全球流动性收缩就形成了预期，而在欧美日经济走强、新兴市场经济表现相对乏力的影响下，国际资本也已经启动了对投资区域的结构调整。全球资产配置的结构调整直接引致了近期的“东南亚金融动荡”，并引发了市场对新兴市场全局性危机的担忧。如若叙利亚形势进一步恶化，国际资本将进一步加大资产配置调整的速度和力度，进而可能造成两方面影响：一是金融动荡的量级将超预期加大，类似印度和印



尼这样的“边缘”新兴市场国家恐将遭遇难以抵御的金融危机，甚至可能由此发生难以预料的政治动荡和社会混乱；二是金融动荡的范围将有所扩展，一些基本面较为稳定的中间层和核心层新兴市场经济体可能也将受到一定冲击。

图3 全球贸易增速（1980-2012）

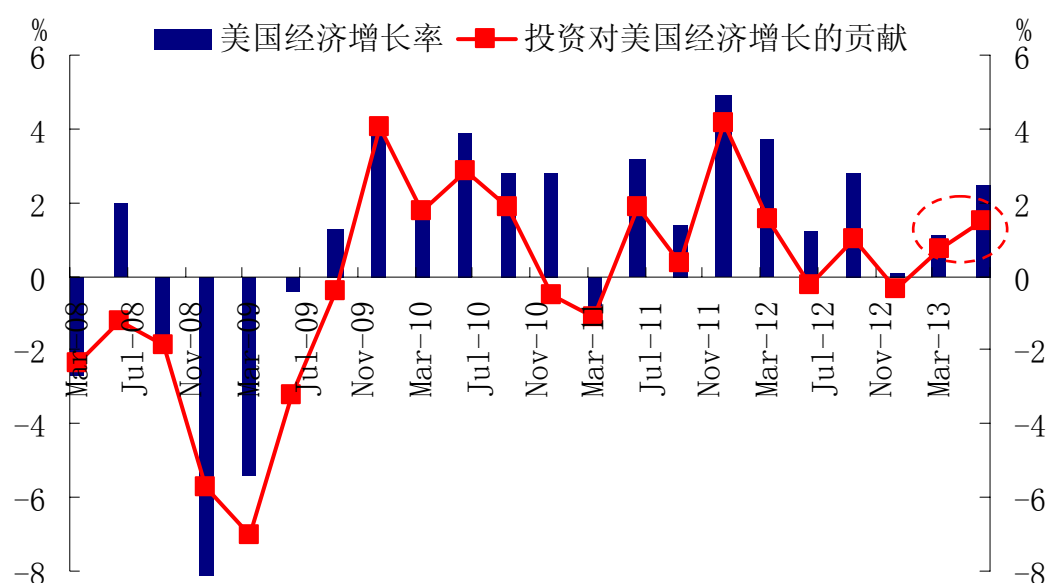


三、叙利亚局势恶化对美国经济的影响

美国经济正处于 QE 政策即将启动退出和债务上限之争渐趋激烈的敏感阶段，叙利亚局势恶化可能将拖累美国财政巩固进程、加大美国债务负担，进而加大美国经济复苏的不确定性，并给美国经济可持续增长带来一定压力。我们分析了 1991 年海湾战争和 1999 年科索沃战争期间的美国经济数据，结果发现：一方面，局部战争对美国实体经济增长的整体影响偏负面，战争导致的投资收缩会抵消政府国防支出增加带来的短期增长提振效应。海湾战争爆发于 1991 年 1 月，此前备战阶段的 1990 年第四季度，美国政府国防支出季环比年率增长 6%，1991 年第一季度战争爆发期间，政府国防支出季环比年率增长 3.5%，均高于 1947-2013 年美国国防支出 2.96% 的季均增长率。这两个季度，强劲的国防支出分别给美国经济提供了 0.4 和 0.24 个百分点的增长贡献，高于 0.19 个百分点的历史平均贡献。但受战争影响，1990 年第四季度和 1991 年第一季度，美国

投资大幅减少，并造成了 3.64 和 2.04 个百分点的增长拖累，不仅抵消了国防支出的贡献，还直接导致这两个季度美国 GDP 分别萎缩了 3.4% 和 1.9%，陷入十年来首次衰退。再看 1999 年 3 月爆发的海湾战争，1999 年正值美国新经济的高潮阶段，第二季度，战争阴影导致美国投资对经济增长的贡献从第一季度的 2.16 个百分点骤降至 0.05 个百分点，美国经济增长率也降至 3.4%，为 1998-1999 年的最低水平。尽管 1999 年美国没有发生经济衰退，但海湾战争和互联网泡沫破灭的效果叠加直接导致了美国“新经济”强劲增长阶段的终结。再看现在，美国经济刚刚走出金融危机的阴影，复苏基础并不稳固，而且增长对投资的依赖较大，2013 年第二季度，美国实际 GDP 季环比年率增长 2.5%，其中投资做出了 1.48 个百分点的增长贡献，甚至高于消费的 1.21。如果美国武装干预叙利亚，那么，国防支出的增长贡献虽然有望小幅提升，但投资受到的打击可能会产生相对更大的增长拖累效应，进而对美国经济复苏进程产生负面冲击。再加上美联储退出 QE 已成定局，长期利率呈上升趋势，美国经济增长下半年可能将面临双重压力。

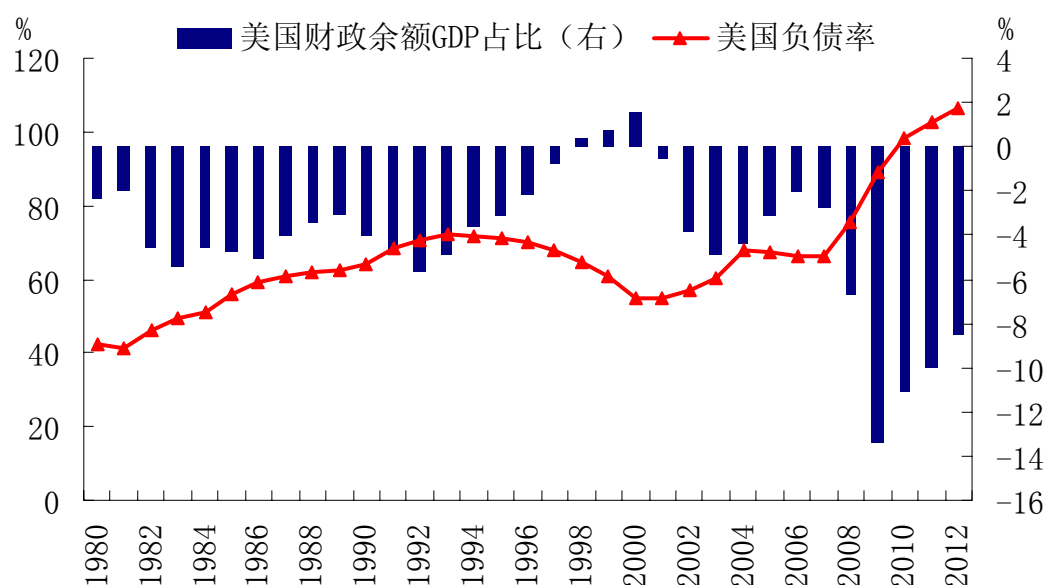
图 4 美国经济增长率和投资的增长贡献（2008Q1-2013Q2）





另一方面，局部战争将带来一定的财政压力和债务风险。1999年科索沃战争期间，由于美国经济正处于新经济的高潮阶段，因此，战争带来的财政负担被强劲经济增长所消化，债务风险并未明显上升。但海湾战争爆发的1991年，美国国防支出占全部支出的占比从1990年的23.95%上升至24.14%，创1990以来的最高点；美国财政赤字则升至4.8%，大幅高于此前两年的3.09%和4.06%；美国政府总债务同GDP的比例也升至68.38%，较1990年跃升了近5个百分点。值得注意的是，本次叙利亚局势恶化同前两次局部战争的宏观背景完全不同，从债务规模看，2012年美国负债率为106.5%，2013年预估值为108%，远高于前两次局部战争时期的水平。而从债务可持续性看，现在的形势更是不容乐观。海湾战争和科索沃战争期间美国国债上限分别为4.145万亿和5.645万亿美元，战争期间和战后一段时间内美国国债发行均没有触及上限，海湾战争结束2年后、科索沃战争结束3年后美国国债上限才被提升。但叙利亚局势恶化前，美国国债总额就已达到16.394万亿的上限，财政部使用各种特殊方法也仅能维持到2013年10月中旬，2013年8月26日，美国财长杰克·卢（Jack Lew）就已致信众议院议长博纳，要求共和党同意提高债务上限，但在战争降低减赤可信度的背景下，美国国会关于国债的上限之争可能更趋激烈，如果未能及时达成一致，美国债务违约风险可能将突然跃升。

图5 美国负债率和财政余额GDP占比（1980-2012）



总之，在 QE 即将退出和债务触及上限的敏感阶段，叙利亚局势恶化加大了美国债务违约风险，并将对美国经济复苏产生一定的负面影响。极端情况下，如果美国武装干预叙利亚后局势进一步恶化，导致局部战争扩大化、长期化，不排除美国经济复苏由此停滞的可能性。

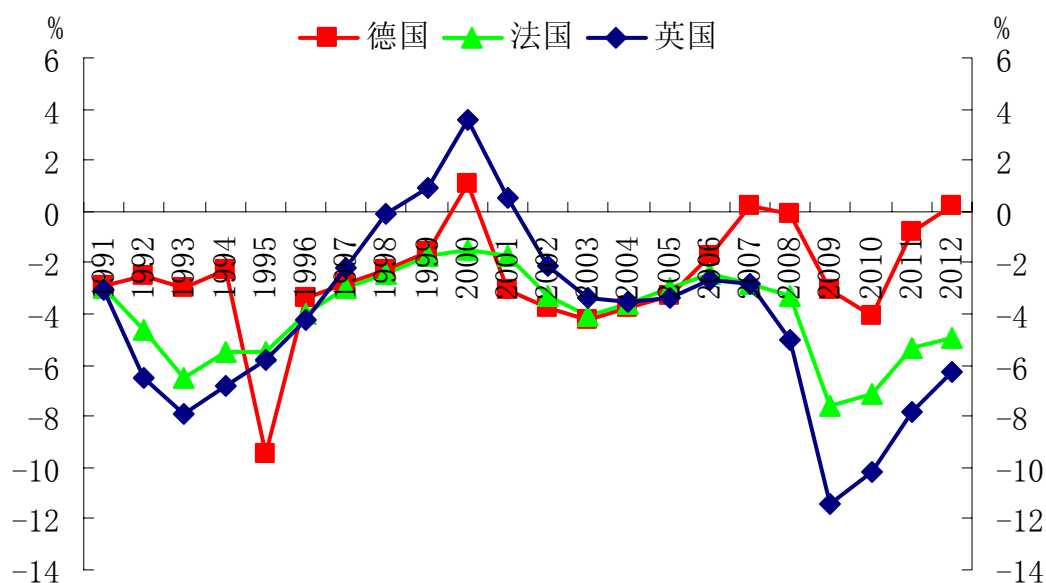
四、叙利亚局势恶化对欧洲经济的影响

欧洲经济正处于刚刚走出连续衰退和德国大选将至的敏感阶段，叙利亚局势恶化可能将中断欧债危机渐趋缓解的演化态势，加剧欧洲内部分化，并给欧洲经济彻底摆脱衰退带来一定的压力。作为欧洲最重要的三个国家，德国、法国和英国均参加了 1991 年海湾战争和 1999 年科索沃战争。从历史经验看，局部战争加大了债务负担，削弱了投资增长，进而给经济增长带来了拖累。海湾战争爆发的 1991 年，德国、法国和英国的公共财政赤字率分别为 2.9%、3% 和 3.1%，不仅较 1989 和 1990 年明显上升，还压到了 3% 的警戒线。再看现在，欧债危机的紧张局势自 2013 年以来逐步缓解，截至 2013 年 8 月 20 日，希腊、爱尔兰、西班牙、意大利和塞浦路斯五年期主权 CDS 息差分别较年初下降 3016、76、68、50 和 13 个基点，欧元区两大核心德国和法国五年期主权 CDS 息差不仅绝对水平低，还较年初分别下降了 13.3 和 15.7 个基点。危机缓解使得经济



形势趋向好转，2013 年第二季度，欧元区实际 GDP 实现 0.3% 的环比增长，结束了此前连续 6 个季度负增长的衰退态势。但值得强调的是，欧债危机并未根本性终结，根据 IMF 的预测，2013 年欧元区负债率将从 2012 年的 93.62% 升至 95% 左右，欧盟负债率也将从 2012 年的 87.22% 升至 89% 左右，债务风险依旧广泛存在。叙利亚局势恶化将加大参战欧洲国家的政府支出，并对市场信心产生全局性负面影响，进而可能导致债务风险上升，债务危机再度恶化。此外，欧元区经济复苏的基础也并不稳固，第二季度经济增长虽已实现由负转正，但失业率不降反升，7 月为 12.1%。在就业不足的背景下，信心趋强对经济复苏贡献较大，2013 年 8 月，欧元区消费者信心就从 2012 年末的 -26.3 升至 -15.6，投资者信心则从 2012 年末的 -16.8 升至 -4.9，叙利亚局势恶化带来的恐慌效应可能将削弱信心，特别是投资者信心，进而导致经济复苏缺乏支撑。

图 6 德国、法国和英国财政余额 GDP 占比（1991-2012）



此外，欧债危机的不断改善和欧洲经济的持续复苏很大程度上依赖于德国经济的稳定表现和欧洲国家的内部团结。对于这两大支柱，叙利亚局势恶化将对其中至少一个产生破坏性影响。伊拉克战争之前 2002 年德国大选的经验表

明，当时德国社会民主党总理格哈德·施罗德 (Gerhard Schroeder) 明确的不参战态度虽然损伤了美德关系，但却让他在大选中轻松获胜。德国民众存在较强的反战倾向，特别是由于历史原因对美国发动的局部战争心存反感。2013 年 9 月 22 日，德国即将举行大选，此前默克尔一直具有压倒性优势，但叙利亚战争爆发后，如果默克尔同意参战，那么大选不确定性将有所上升，如果默克尔不同意参战，那么德国的选择将明显和法国不同步。对于欧洲经济整体而言，无论是德国大选变数加大，还是德国与法国之间出现隔阂，都不利于内部稳定，进而会对经济复苏产生不利影响。

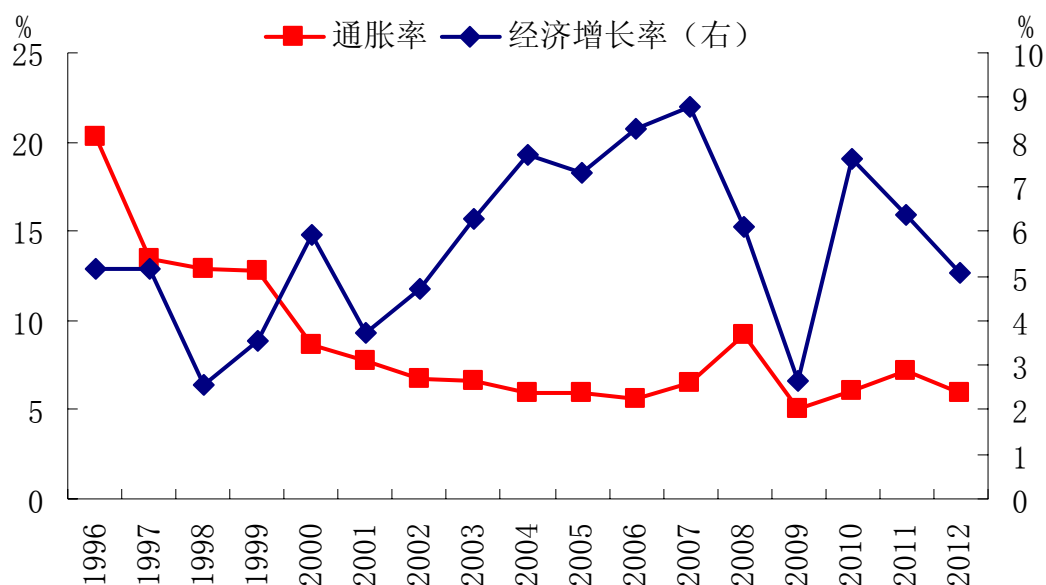
总之，在德国大选将至和欧洲经济走出衰退的敏感阶段，叙利亚局势恶化加大了债务风险，一定程度上削弱了欧洲内部的稳定性，进而给欧洲经济复苏带来较大压力，不排除欧洲经济在压力之下重新跌入衰退的可能性。

五、叙利亚局势恶化对新兴市场经济的影响

新兴市场经济正处于经济增长放缓和局部金融震荡的敏感阶段，叙利亚局势恶化可能将带来“滞胀”压力，导致局部危机扩大化。从历史经验看，中东局势紧张阶段，国际油价的上涨往往给全球经济带来一定的通胀压力，而新兴市场由于经济增长的能源消耗较大会受到较大影响。海湾战争爆发的 1991 年和科索沃战争爆发的 1999 年，新兴市场通胀率就分别高达 49.89% 和 12.81%。再看现在，2012 年以来新兴市场就呈现出经济增长放缓的态势，2012 年整体经济增速为 4.9%，较 2011 年下降了 1.3 个百分点，根据 IMF 的预测，2013 年经济增速也仅为 5%。值得注意的是，叙利亚局势恶化之前，新兴市场的通胀压力相对不大，2013 年 IMF 预测的通胀率为 5.9%，较 2011 年下降 1.3 个百分点，并低于本世纪以来 6.77% 的年均水平，但这一预测是基于 2013 年国际油价下跌 4.7% 的情景假定，而叙利亚局势的恶化已经让国际油价大幅飙升。因此，受叙利亚问题的影响，新兴市场面临的输入型通胀压力大幅加大。在经济增长乏力和通胀压力骤增的背景下，新兴市场陷入“滞胀”困境的可能性明显加大，一旦陷入“滞胀”，政策将面临两难，长期经济发展稳定性将有所下降。

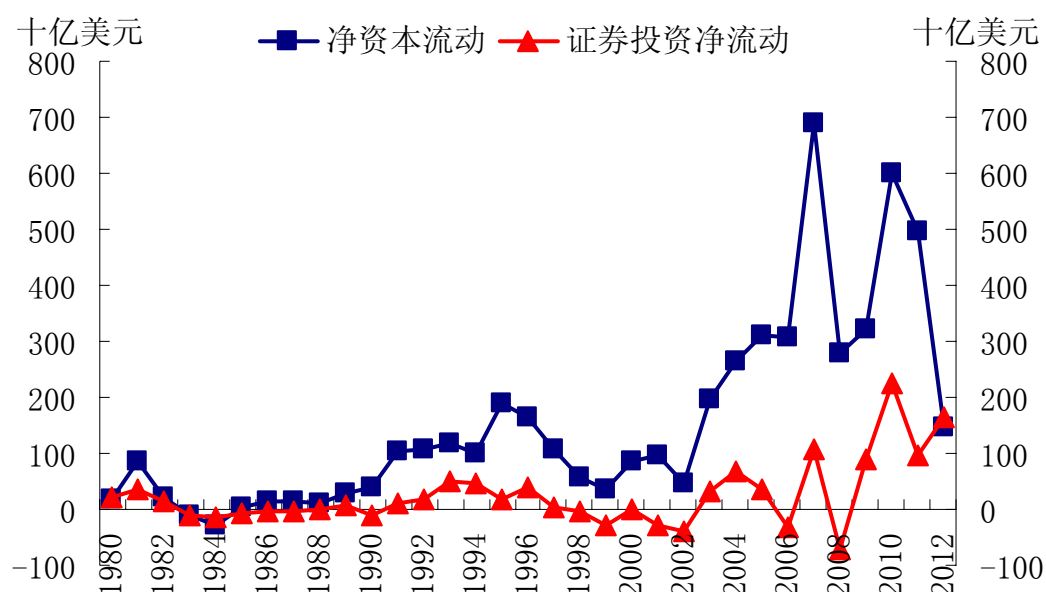


图7 新兴市场经济增长率和通胀率（1996-2012）



此外，历史经验表明，局部战争期间新兴证券市场往往面临着较大的资本外流压力。根据 IMF 的数据，海湾战争爆发的 1991 年，净流入新兴市场的国际资本为 1039.76 亿美元，其中证券投资净流入仅为 110.6 亿美元；而科索沃战争爆发的 1999 年，净流入新兴市场的国际资本则为 365.99 亿美元，净流入量是 1990-2012 年间的最低值，当年新兴市场证券投资净流出 279.76 亿美元。再看现在，受 QE 政策即将退出和发达国家经济基本面好转的影响，新兴市场本就面临着较大的资本外流压力，叙利亚问题可能将使得形势进一步恶化。根据 IMF 的统计，2012 年流入新兴市场的国际资本仅为 1448.67 亿美元，创 2003 年以来的最低点，而证券投资净流入为 1649.02 亿美元，1981 年以来首次超过全部资金净流入量。值得强调的是，新兴证券市场易发生大涨大跌的情况，资金流动则具有较大不稳定性，在印度和印尼等少数新兴股市近期大幅下跌的背景下，国际投资者可能将由于叙利亚局势恶化进一步加快证券投资的全球布局调整，大幅撤出新兴市场股市，进而导致印尼和印度等少数新兴市场的局部危机更趋恶化，同时也可能由此波及其他基本面还比较健康的新兴市场经济体，导致金融震荡在新兴市场的波及范围扩大。

图 8 新兴市场净资本流动和证券投资净流动（1980-2012）



总之，在新兴市场经济增长放缓和局部金融震荡的敏感阶段，叙利亚局势的恶化可能将加大短期内国际资本快速流出新兴市场的风险，导致新兴市场面临的局部危机扩大化，并可能带来“滞胀”抬头的长期隐忧。

六、对我行的建议

——建议我行中东分支机构密切关注叙利亚局势的发展，做好以美国为首的西方国家突然发动军事打击、引发区域风险激化的思想准备，并就本机构所在国家可能受到的冲击做好相应的风险预案，保障我行业务经营的稳健开展，同时也要高度重视我行员工个人安全可能受到的影响。

——建议我行中东分支机构高度关注我行客户的动向，及时加强同客户的沟通，一方面避免部分客户由于战争恐慌而做出非理性的业务选择，另一方面也要防止部分客户对叙利亚局势恶化缺乏必要的风险认识。在局势恶化的关头，恰是我行展现大行风范的时候，建议我行中东分支机构加强对我行重点客户，特别是“走出去”企业客户的关切，及时掌握其业务需求的变化，为我行客户资金安全和业务稳健开展提供帮助。



——建议我行相关业务部门高度关注叙利亚局势恶化引发的国际金融市场动荡。历史经验表明，中东地区的局部战争往往会导致国际油价飙升、国际金价上涨、全球股市下跌、美债收益率下降和美元升值，在此过程中，国际金融市场不确定性显著加大。值得强调的是，无论西方国家最终是否会对叙利亚进行军事打击，市场波动幅度和频率都会放大，预期之外的突然变化随时可能发生。建议我行金融市场、资金运营和资产托管等相关部门高度重视市场风险加大的演化趋势，密切关注叙利亚局势变化，适度提升风险敏感性，加强风险管理工作。

——建议我行高度警惕全球经济运行未来突然、大幅偏离市场预期的可能性。叙利亚局势的恶化恰逢国际金融市场、美国经济、欧洲经济和新兴市场经济均处于各自不同的敏感阶段，在 QE 即将启动退出、美国国债触及上限、德国大选临近和新兴市场发生局部金融震荡的背景下，叙利亚问题进一步放大了全球经济的不确定性。建议我行现阶段加强对全球经济运行的关注，“尤其要关注预期与经济基本面严重背离状况出现”，未雨绸缪做好风险管控工作。

——建议我行高度警惕新兴市场局部金融震荡影响扩散的演化态势。当前，印尼和印度等新兴市场经济体已经出现股市大跌、汇率急贬和债券收益率大幅飙升的局部金融动荡，并由此引发了市场对“97 亚洲金融危机重演”的猜测和议论。叙利亚局势恶化可能将加大新兴市场资本外流的压力，并给中国经济金融稳定带来一定影响。建议我行高度关注新兴市场局势变化，防止非理性的“新兴市场危机论”和“中国危机论”对我行声誉和市值管理造成负面影响。此外，我行在东南亚的分支机构也需加强风险管理，避免该区域金融动荡对我行稳健经营形成冲击。