



警惕地缘政治动荡的隐性危险 ——2014年5月全球区域风险月报

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：

2014/4/25《阿根廷经济金融风险加剧社会动荡——2014年4月全球区域风险月报》

2013/4/8《全球政治经济风险双升值得警惕——2014年第一季度全球区域风险季报》

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。

- 2014年以来，包括IMF在内的众多国际组织接连强调了地缘政治风险对全球经济复苏和国际金融运行的可能冲击。值得注意的是，尽管地缘政治动荡接连发生，但地缘政治风险对经济、金融的直接冲击并未充分显现，市场也由此放松了对地缘政治风险的警惕。
- 不过，从深层分析，这种忽视是非常危险的，地缘政治动荡已经从三个维度带来了隐性危险：一是导致全球化推进明显弱于预期，二是导致全球房市普遍趋冷，三是导致国际资本流动波动性明显上升。有鉴于此，建议我行继续对地缘政治风险保持高度警惕，不宜对全球政治经济局势演化持有过于乐观的非理性预期。

目 录

一、地缘政治动荡渐趋频繁..... 1

二、地缘政治风险尚未对经济金融造成显著冲击..... 2

三、需高度警惕地缘政治动荡的隐性危险..... 3

图表目录

图 1 VIX指数和MSCI世界指数（2014. 01-2014. 05） 2

图 2 主要经济体出口增速（2008-2014） 4

图 3 美国净资本流动（2010. 01-2014. 03） 5



2014年以来,地缘政治动荡渐趋频繁,并逐渐成为影响全球经济复苏的重要变量。尽管国际组织接连发出了地缘政治风险的预警信号,市场却并未显示出足够的关注和警惕,地缘政治风险对世界经济和国际金融市场运行的直接影响也没有明显显现。在这一背景下,本研究信息将分析市场忽视地缘政治风险的原因,并就地缘政治动荡造成的三重隐性危险进行揭示。

一、地缘政治动荡渐趋频繁

2014年以来,地缘政治动荡渐趋频繁,并逐渐成为影响全球经济复苏的重要变量。全球最大的政治风险咨询机构欧亚集团就认为,2014年政治风险的危险性将超过经济风险,这是2008年危机爆发以来的第一次;而近期麦肯锡调查也显示,70%的国际大企业高管认为地缘政治局势紧张将左右经济表现。2014年4月,国际货币基金组织(IMF)在《世界经济展望》和《金融稳定报告》中也用非常醒目的篇幅强调了地缘政治风险的威胁。

事实上,2014年5月以来,全球范围内地缘政治动荡持续加剧:5月11日,受中越在南海的紧张局势蔓延的影响,越南胡志明市爆发大规模反华罢工游行,随后游行迅速升级为烧砸当地的中资(含港台)工厂,造成大量人员伤亡。对此,5月15日晚,中国外交部长王毅同越南副总理兼外长范平明紧急通电话,代表中国政府向越方表示强烈谴责,提出严正抗议。

5月22日,泰国看守政府、为泰党、民主党、反政府示威者、反独裁民主联盟支持者“红衫军”、选举委员会和上议院的代表在陆军俱乐部参加军方召集的第二轮会谈,会谈最终破裂。随后,泰国军方宣布接管政权,这是1932年以来泰国发生的第12次军事政变。

5月25日,乌克兰总统大选结束,波罗申科宣布获胜。乌克兰东部局势却在波罗申科赢得大选后不断恶化,当地民间武装力量与政府军发生激烈冲突,截至5月末,军事行动已造成近50名乌克兰民间武装人员死亡,而民间武装方面则称,约百名当地武装人员和平民在交火中丧生。

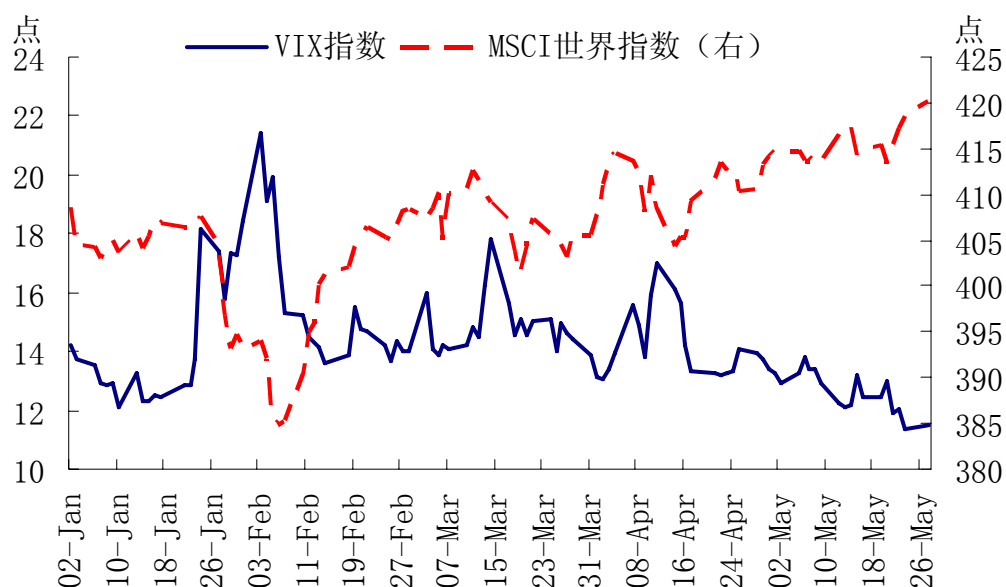
除了以上地缘政治动荡事件外,全球恐怖主义也有抬头倾向,中国南海局势趋向紧张,俄罗斯和西方国家的对抗氛围也进一步加剧,全球地缘政治风险

明显上升。

二、地缘政治风险尚未对经济金融造成显著冲击

值得注意的是，2014年以来，虽然地缘政治动荡频繁发生，世界经济和国际金融市场运行却并没有受到非常明显的直接冲击，而且，市场人士对地缘政治动荡也没有太多的担心。这种倾向表现在：其一，VIX指数（波动率指数）并未飙升，整个2014年年内，该指数只是在2月初最高行至21.48，5月23日，该指数已回落至11.36的阶段新低，表明市场情绪尚未出现恐慌迹象。其二，截至5月27日，MSCI世界指数较年初上涨了2.83%，除了日本、中国和俄罗斯，大部分经济体股市呈上行态势，美国标普500、纳斯达克指数、德国DAX指数、法国CAC40指数、伦敦金融时报指数、道琼斯欧洲50指数、巴西BOVESPA指数和阿根廷Merval指数年内就分别上涨了3.44%、1.45%、4.07%、5.44%、1.42%、4.35%、1.29%和40.45%，表明地缘政治动荡并未引发股市震荡。其三，就金融市场关注的话题而言，实体经济表现和货币政策走向依旧是焦点话题，地缘政治事件及其经济影响和金融冲击，市场人士关注和讨论得较少。

图1 VIX指数和MSCI世界指数（2014.01-2014.05）



数据来源：WIND 资讯，下同



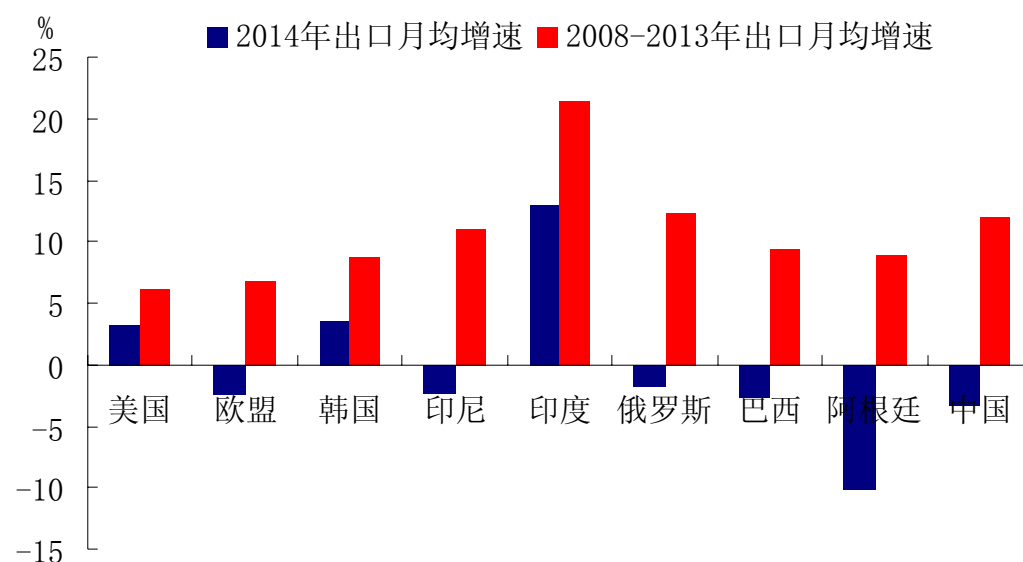
我们认为，地缘政治动荡频繁发生，地缘政治风险却并未引起市场关注和担忧的原因有三：一是地缘政治风险很难量化，不像信用风险、债务风险、流动性风险和违约风险等，能够精准被定位、被度量。二是地缘政治风险的经济金融冲击很容易被低估，地缘政治动荡本身是区域性的，社会混乱、政治冲突和紧张局势天然就被国界线所阻挡，所以市场也习惯于将经济金融冲击划定在国界线内，从经济规模的全球占比看，2013 年的印度和俄罗斯仅为 5.72% 和 2.95%，泰国和乌克兰更是只有 0.79% 和 0.39%，在很多市场人士看来，其对世界经济并不具有系统重要性。三是地缘政治动荡带来的危险往往都是间接的隐性危险，难以被发现；而且，在积聚至爆发量级之前，也很难将这些隐性危险与地缘政治清晰地联系、对应起来。

三、需高度警惕地缘政治动荡的隐性危险

尽管不易发现，地缘政治动荡的隐性危险却已经出现，具体表现在三个方面：首先，地缘政治风险导致全球化推进明显弱于预期。一般而言，世界经济复苏往往伴随着全球化的加速推进，但 2014 年以来，地缘政治动荡不仅引致了俄罗斯和美国的大国对抗，也从不同层面恶化了全球范围内互利互惠的氛围。根据我们的测算，2014 年以来，美国、欧盟、中国、印度、俄罗斯、巴西、阿根廷、韩国和印尼的月均出口同比增速分别为 3.21%、-2.43%、-3.32%、13.03%、-1.9%、-2.58%、-10.08%、3.48% 和 -2.39%，都低于各自 2008-2013 年间 6.16%、6.86%、11.97%、21.43%、12.39%、9.45%、8.97%、8.73% 和 10.94% 的月均增速，其中，欧盟、中国、俄罗斯、巴西和阿根廷的出口表现还弱于 2013 年，并出现了月均同比收缩。而根据 2014 年 4 月 IMF 的最新预测，2014 年全球出口预期值为 4.53%，不仅高于 2013 年的 3.1%，还高于 2008-2013 年间平均的 2.92%。从出口的实际表现看，除了日本和德国，2014 年初全球主要经济体的表现都是弱于以往的，这和预期截然相反，间接表明，经济因素之外的地缘政治风险，对全球贸易的开展造成了明显冲击。实际上，全球化推进放缓不仅表现在贸易方面，俄罗斯带头抛售美元资产、并与中国签订天然气长期合作大单，都是其

试图“去美国化”的表现，而“去美国化”也可以视作对以美国为核心的全球化的反向操作。

图 2 主要经济体出口增速（2008-2014）



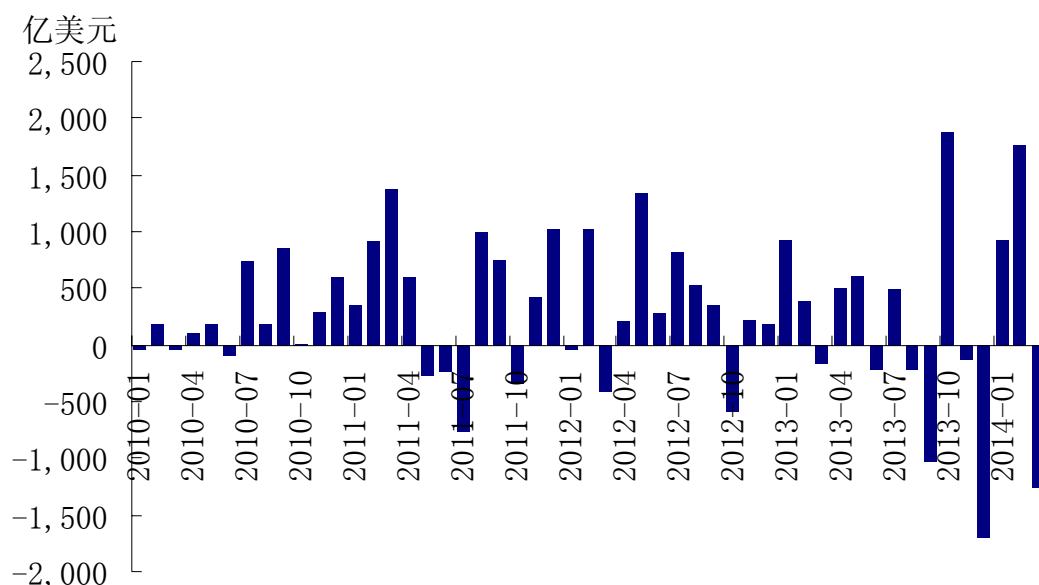
其次，地缘政治风险导致全球房市普遍趋冷。和股市略有不同的是，房市作为与真实的“地”相关联的资产市场，更容易受到地缘政治风险的影响。实际上，在地缘政治动荡频发和其他因素混杂的复合影响下，房市趋冷的现象已经在全球范围内普遍出现：2014年2月，美国标准普尔20个大中城市房价环比下跌0.03%，已经是连续第4个月环比负增长；2014年4月，日本东京圈和近畿圈新屋销售均价分别环比下跌3.7%和3.16%，后者连续第三个月环比下跌；2013年第四季度，欧元区和欧盟房价指数分别环比下跌0.7%和0.3%，均结束了前两个季度连续环比正增长的态势；2014年第一季度，俄罗斯公寓均价环比下跌0.54%，近12个季度以来首次出现环比负增长；2014年前4个月，中国房地产销售面积同比下降6.9%，商品房销售价格同比下降0.9%。

最后，地缘政治风险导致国际资本流动波动性明显上升。自2013年末美联储启动QE退出以来，市场对国际资本流动形成了一致共识，即从新兴市场流出，



流向以美国为主的发达经济体。但在地缘政治风险加剧的背景下，国际资本并没有表现出流向上的稳定性，反而呈现出波动性加大的核心特征。受数据可得性制约，这里主要来看美国国际资本流动报告（TIC）的美国净资本流量，2014年1月和2月，分别有929.46亿和1759.47亿美元资本净流入美国，这两个月的净资本流入量甚至超过了2013年全年的净流入总量，但3月，又有1261.07亿美元资本净流出美国。根据我们的测算，2014年3月，该数据的波动性已经是去年同期的一倍有余，并达到2009年9月以来的最高水平，表明资本大进大出的异动性非常明显。

图3 美国净资本流动（2010.01-2014.03）



目前来看，地缘政治风险带来的三重隐性危险尚未达到改变世界经济复苏大势或引致金融危机的量级，但值得强调的是，这些危险可能还处于不断升温的初级阶段。而且，更重要的是，地缘政治风险对经济金融的影响远不止如此。目前，由于有需求萎靡的对冲，地缘政治风险对大宗商品价格的影响还未充分显现；地缘政治风险对全球博弈结构的劣化作用更在潜移默化地形成过程之中；而市场对地缘政治风险的认识也正处于过于乐观的忽视状态，投资和消费信心

还未受到相应影响。一旦地缘政治冲突在年内进一步加剧，市场从过于乐观之中惊醒后，可能会陷入更大的恐慌之中，而这可能才是地缘政治风险变成巨大危险的时刻。有鉴于此，建议我行继续对地缘政治风险保持高度警惕，不宜对全球政治经济局势演化持有过于乐观的非理性预期。