

“一带一路”

沿线国家风险报告

COUNTRY RISK REPORT ALONG THE BELT AND ROAD

2018



序

继2017年首次发布《“一带一路”沿线国家风险报告》后,中诚信国际再度携手VIS集团、RAEX-Europe评级公司发布《2018年“一带一路”沿线国家信用风险报告》。本次报告在延续对沿线国家风险关注的基础上,覆盖的国家范围从2017年的38国进一步拓展至50国。提供沿线国家风险专业解读,助力投资者增强市场预判,有效识别沿线国家投资机遇。

中诚信国际信用评级有限责任公司成立于1992年,是中国本土评级事业的开拓者,领先的独立第三方信用评级服务提供商,是国内评级行业中历史最长、规模最大、市场份额最高的信用评级机构,在资本市场享有良好声誉。中诚信国际于2012年正式公布其主权评级体系。目前,中诚信国际的主权评级和分析覆盖了超过70个国家和地区,其中包括40个“一带一路”沿线国家。

VIS集团成立于1994年,是伊斯兰地区领先的综合性信息服务提供商。VIS集团在巴基斯坦市场占据领先地位,随后拓展业务范围至孟加拉、巴林、伊朗等地区。通过其附属公司及合资企业,VIS集团足迹目前已遍布非洲、东亚等20多个国家。

Rating-Agentur Expert RA GmbH(RAEX-Europe)成立于2013年,是一家设立于德国法兰克福的信用评级机构。RAEX-Europe已在欧洲证券及市场管理局(ESMA)进行注册,其评级结果经ECAI认证具备全球适用性。RAXE-Europe致力于为东欧和独联体国家的公司、金融机构和地区提供信用评级服务。此外,RAXE-Europe还进行主权评级、ESG评级,并为绿色债券信用评估提供补充性意见。RAXE-Europe既拥有RAEX集团20余年在全球各地积累的基础经验,又能够独立于集团采取完全自主的运营方式。



“一带一路”沿线国家风险概况

一、全球风险展望：贸易保护主义升级下的风险上行

全球经济在经历了近两年的普遍复苏后开始分化，在贸易保护主义及全球货币政策收紧的大背景下，风险上行压力日益显现。

2017年，在大宗商品价格回升及政治不确定性下降的背景下，生产、投资和贸易实现了普遍性增长，全球经济经历了自2010年以来首次普遍性复苏。美欧等发达国家复苏趋势有所加快，全面复苏趋势超出预期；东南亚等新兴经济体则在大宗商品价格回升、外需改善的带动下迎来新一波增长高峰，而部分大宗商品出口国也逐步走出衰退。同时，金融危机以来货币宽松的低利率环境下，债务负担持续攀升，财政压力虽在经济增长的带动下有所缓解，但部分国家财政基础依然较为薄弱，债务压力没有显著改善。此外，地缘政治风险在阶段性平稳后又有加剧趋势。

不同于2017年的同步复苏，2018年以来全球经济增长开始出现分化，且下半年以来日趋明显。发达经济体中，美国与欧日经济扩张轨道分化。美国强劲复苏，超出欧洲和日本经济表现，税改红利释放为经济增长注入动力，劳动力市场持续向好，通胀稳步回升，为货币政策提供空间；欧洲经济增长环比放缓，英国脱欧谈判僵局和意大利政局动荡凸显欧盟政治环境的不稳定，导致投资者信心下滑。此外，全球性贸易保护主义升温、中国经济增长承压，叠加油价高波动，也使得欧洲经济面临的外部压力日趋加大；日本经济复苏依然缓慢，进出口持续改善，但国内消费仍疲软。新兴市场国家风险开始蔓延，货币和经济增长普遍承压。2018年以来，受美国经济强劲复苏以及美元升值等因素影响，新兴市场国家汇率集体贬值，其中以委内瑞拉和阿根廷为最甚。货币贬值推升通胀压力，同

时部分国家央行为了解货币贬值而采取加息政策，拉丁美洲、中东等部分新兴经济体经济增长动能有所下滑。外部不利因素与自身经常账户逆差较大、外债较高、对外资依赖严重等脆弱的宏观经济环境形成联动，引发市场对新兴经济体风险的担忧。

展望2018-2019年，全球经济仍将处于复苏路径，但非平衡扩张的特征将日益明显。在最新一期的预测中，IMF将2018-19年全球经济增长预期下调了0.2个百分点，达到3.7%，这一数字与2017年基本持平。影响未来两年经济增长前景的核心在于政策的不确定性。其中首要的不确定性来自于全球贸易保护主义的上升及未来贸易战的可能走向。2018年以来，美国贸易保护和单边主义举措引起贸易伙伴报复措施，国际贸易紧张、贸易摩擦不断加剧，其对经济的负向影响已逐步显现出来。全球范围内的贸易紧张加剧将通过影响投资和贸易最终拖累全球经济增长。贸易壁垒也将扰乱国际供应链，减慢新技术的传播，并最终影响全球生产率的提升和民众福祉。2018年下半年以来，全球生产、投资与贸易已呈现出普遍下行趋势。美国顺周期的财政刺激政策虽在短期内快速带动了经济的增长，但其边际递减效应叠加贸易摩擦的反噬作用，将对美国经济增长动能形成抑制。欧洲将面临日益严峻的内外部压力，经济增长动能将有所下行。与此同时，贸易紧张抬升国际避险情绪，叠加美国收益率上升、欧洲退出购债计划所引致的全球流动性普遍收紧，将抑制资本向新兴经济体的流入，从而对部分对外资依赖严重，而自身基础较为薄弱的新兴市场国家形成严重冲击。过去两年中，全球普遍性的经济复苏在不同程度上提升了各经济体抵御风险的能力，但随着普遍性的风险上行，要实现经济的继续扩张，全球经济体应尽量避免保护主义，采取积极合作的态度共同面对经济中存在的结构性问题，促进商品和服务贸易的增长。

二、“一带一路”沿线国家风险评价体系

衡量国家风险时，中诚信国际主要采用定量分析的方法，对一国的整体风险进行量化分析并判断未来趋势，辅以定性分析衡量不能完全被量化的指标。中诚信国际采用打分卡模型以直观地显示在进行国家风险评价时考虑的因素和权重。

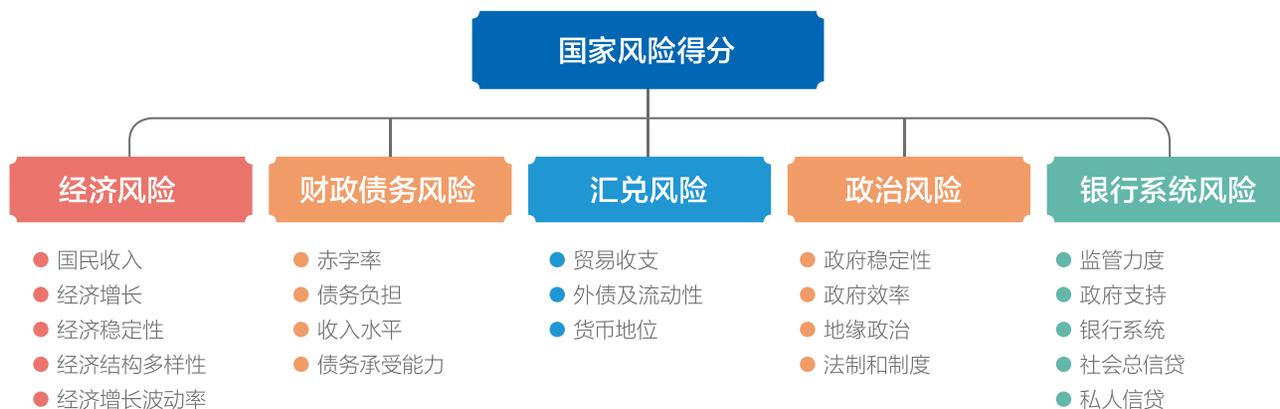
国家风险评价体系通过经济风险、财政债务风险、银行系统风险、汇兑风险和政治风险衡量。其中，经济风险旨在评估一国经济增长的持续性和稳定性，考察经济结构的多元化程度、经济运行的稳定性和经济增长的趋势等因素；财政债务风险旨在评估一国政府动员资源以偿还债务的能力，主要考察政府财政的稳健性、债务负担、债务结构等；银行系统风险旨在评估一国银行系统的稳定性，政府对银行系统的监管及干预等，主要考察银行系统的资产充足率、资产质量等；汇兑风险旨在评估一国对外资产和负债的匹配程度、汇率的波动状况、对外资的依赖程度和敏感度；而政治风险旨在评估一国政治机构变更或更迭、改革进程及强度超出预期、法治情况不稳定带来的风险。

在2017年发布的《“一带一路”沿线国家风险报告》的基础上，本年度对国家风险评价体系进行了部分修订。主要修订体现在经济风险和政治风险方面。经济风险方面，新体系增加了经济增长波动性指标。由于经

济增长波动性高的国家，经济发展不稳定性较高，对投资回报，特别是对风险较为敏感的投资影响明显，因此需要衡量经济增长波动性，以增强体系的适用性。该指标计算过去十年（t-9至t）实际GDP增长率的标准差；标准差越低的国家，经济增长波动性越低，风险越低。政治风险方面，新体系增加了法治和制度的指标，主要参考了世界经济论坛（WEF）发布的国际竞争力指数（Global Competitiveness Index）。由于法治和制度完善度较高的国家投资安全度较高，会降低投资风险，因此在新体系中法治和制度成为衡量国家政治风险的重要因素。该指标主要使用了国际竞争力指数中第一部分（Pillar I）的制度得分，以及第一部分第六分项（1.06）的法制得分，以衡量不同国家的法治和制度实力，并分别在2016年和2017年采用当年的数据以体现该指标的变化情况；得分越高的国家，在制度和法制方面的风险越低，国家风险越低。

以上五个因素中，经济风险和政治风险是国家风险评价中最为重要的因素。经济风险对投资收益有直接的影响，经济结构的单一及波动意味着经济运行环境的不确定性，从而使得可预期的投资收益受到限制。而政治风险往往意味着不确定、不安全、缺乏效率的政策和投资环境，对投资收益的影响直接而重要。中诚信国际国家风险评价体系如下图所示：

图1：中诚信国际国家风险评价体系



三、“一带一路”沿线国家风险表现

继2017年首次发布《“一带一路”沿线国家风险报告》后，中诚信国际再度发布《2018年“一带一路”沿线国家风险报告》。本次报告在延续对沿线国家风险关注的基础上，覆盖的国家范围从2017年的38国进一步拓展至50国。本次报告数据以截至2017年的最新数据为分析基础，同时通过连续两年数据的量化比较，对沿线国家近两年风险趋势的变化进行了追踪分析，并重点对2018-2019年沿线国家风险及各子项风险变化的走势进行了预测，以期起到更好的风险揭示和预警的作用。

本报告50个重点国家覆盖中东欧、中亚、东南亚、南亚以及中东等“一带一路”必经区域，GDP总量约为27.17万亿美元（含中国），覆盖“一带一路”沿线整体国家的94%。总体来看，沿线国家大多数为新兴经济体和发展中国家，发展空间大，具有自然资源丰富、人口红利巨大、城镇化及基础设施建设水平较低等特点。与此同时，多数地区的地缘冲突及政治风险也较为突出。

根据中诚信国际的国家风险评价体系，“一带一路”沿线50个国家2016年和2017年的整体风险得分如下（其中0代表风险最低，100代表风险最高）：

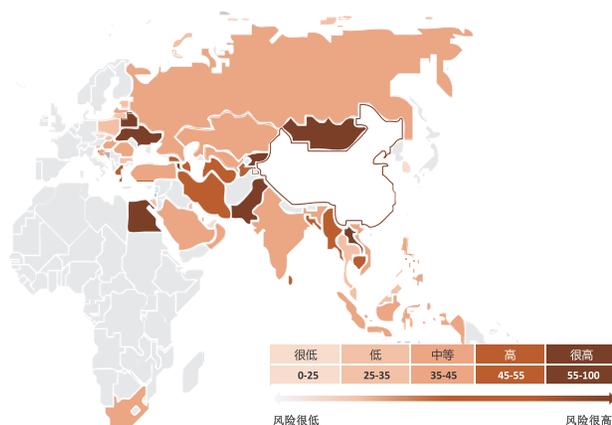
表 1：“一带一路”沿线国家风险得分结果

国家	2016年 风险得分	2016年 排名	2017年 风险得分	2017年 排名
新加坡	11.08	1	11.50	1
中国	20.03	3	19.31	2
韩国	17.89	2	20.20	3
捷克	23.90	4	20.89	4
阿联酋	26.95	8	23.36	5
波兰	25.30	5	25.63	6
马来西亚	26.86	6	26.60	7
泰国	27.87	9	27.04	8
以色列	26.94	7	27.48	9
斯洛文尼亚	32.44	10	28.33	10
爱沙尼亚	33.53	12	31.52	11
斯洛伐克	33.04	11	32.12	12
保加利亚	37.59	18	32.72	13
科威特	37.48	16	32.76	14
立陶宛	36.69	13	33.86	15
印度尼西亚	37.89	19	36.02	16
俄罗斯	41.13	26	36.59	17
菲律宾	36.71	14	37.86	18
拉脱维亚	37.50	17	37.95	19
卡塔尔	40.90	24	38.13	20
罗马尼亚	40.48	21	38.35	21
沙特阿拉伯	40.00	20	38.54	22

匈牙利	37.16	15	38.59	23
克罗地亚	43.42	29	39.12	24
越南	40.99	25	40.31	25
乌兹别克斯坦	40.89	23	41.75	26
印度	41.90	27	41.89	27
哈萨克斯坦	47.35	32	42.11	28
土耳其	40.60	22	43.01	29
阿曼	44.64	30	44.34	30
南非	42.12	28	44.89	31
孟加拉国	46.22	31	46.18	32
缅甸	50.88	33	49.61	33
柬埔寨	51.33	35	51.15	34
巴林	51.31	34	51.21	35
塔吉克斯坦	58.25	44	52.45	36
格鲁吉亚	54.51	38	52.73	37
伊朗	54.13	37	52.98	38
斯里兰卡	54.83	39	54.11	39
阿塞拜疆	62.47	47	54.27	40
土库曼斯坦	52.24	36	54.28	41
希腊	55.71	41	54.60	42
老挝	55.02	40	55.17	43
白俄罗斯	57.61	42	55.31	44
埃及	58.01	43	58.58	45
巴基斯坦	60.66	46	59.46	46
蒙古	63.71	48	61.50	47
亚美尼亚	59.77	45	61.69	48
吉尔吉斯斯坦	66.30	49	65.14	49
乌克兰	71.98	50	69.70	50

根据2017年“一带一路”沿线各国的整体风险得分结果，中诚信国际将整体风险状况划分为很低、低、中等、高、很高五个等级，并以不同颜色代表不同等级的风险。如下图所示，颜色越深则代表该地区2017年整体风险越高。从图中可以看出，新加坡、捷克、阿联酋等国家的整体风险相对较低，而吉尔吉斯斯坦、亚美尼亚、巴基斯坦以及乌克兰等国家的整体风险相对较高。

图2：“一带一路”沿线国家2017年国别风险地图



纵观“一带一路”沿线国家风险表现，呈现出以下特征：

1. “一带一路”沿线国家整体风险较2016年有所下降，风险分布也较2016年更为均匀。2017年“一带一路”沿线50个国家中，风险等级在高及很高的国家为19个，占比38%；风险等级在低及很低的国家为15个，占比30%。相比2016年，风险等级在低和很低的国家数量上升25%；风险等级在很高的国家数量下降27%。其中，阿塞拜疆、塔吉克斯坦等8个国家的风险等级发生变化，风险均有所下降。总体来看，2017年50个“一带一路”沿线国家中，36个国家的整体风险有所下降。其中阿塞拜疆由于油气行业的复苏以及非石油产业的正向发展，经济增速上涨，汇兑风险明显降低，国家整体风险下降幅度最大。14个国家的整体风险较2016年有所上升，其中南非上行幅度最大。2017年南非主要受财政赤字恶化以及紧张的政治局势影响，财政债务风险和 political 风险均有所上升。

图3：“一带一路”沿线国家风险分布

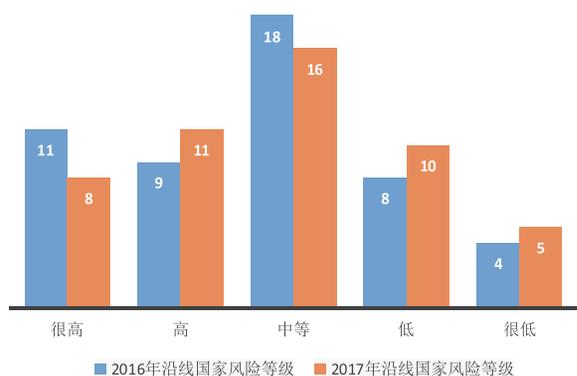
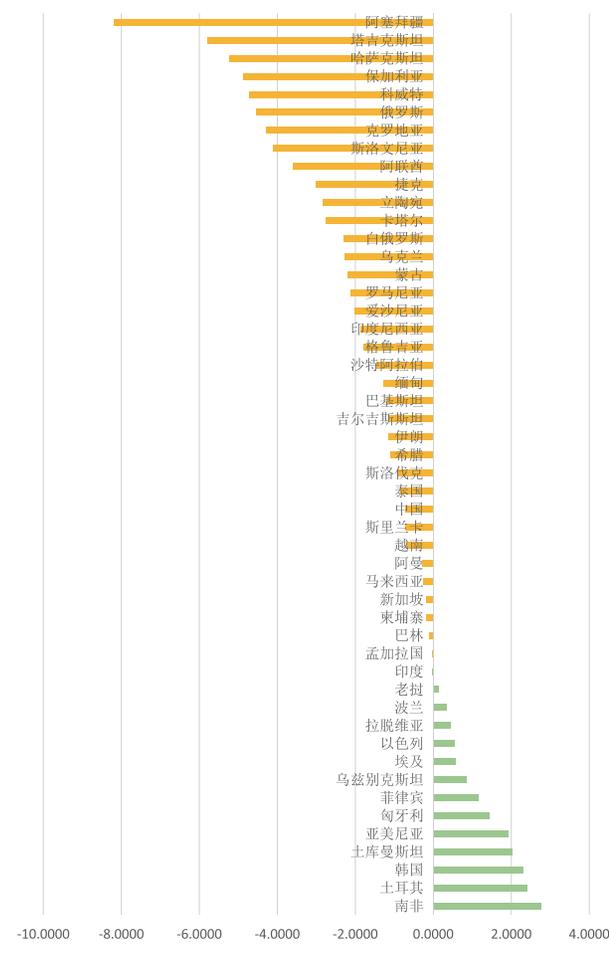


图4：八个国家风险等级下降，风险下行

国家	2016年风险等级	2017年风险等级
阿联酋	低	很低
立陶宛	中等	低
科威特	中等	低
保加利亚	中等	低
哈萨克斯坦	高	中等
希腊	很高	高
塔吉克斯坦	很高	高
阿塞拜疆	很高	高

图5：“一带一路”沿线国家风险2016 - 2017得分变化



2. “一带一路”沿线各区域风险均有所下降。中亚，南亚以及南高加索地区的整体风险相对较高，部分区域内国家风险差异仍较大。随着全球经济整体回暖，“一带一路”沿线各区域整体风险较2016年均有所下降，其中南高加索及东欧地区下降尤为明显。但区域间整体风险仍存在明显差异，其中中亚、南亚以及南高加索地区的整体风险较高，多数国家面临内部政治稳定和经济转型的压力，以及外部经济的挑战。而中欧地区受益于欧洲经济的整体复苏，经济快速增长、财政债务状况有所好转、通货膨胀水平恢复，区域整体风险最低。此外，同一区域内的不同国家之间也呈现出两极化的风险表现，如东南亚、东欧及中东地区，区域内的国家存在着显著的风险差异。

图6：“一带一路”沿线区域国家风险得分

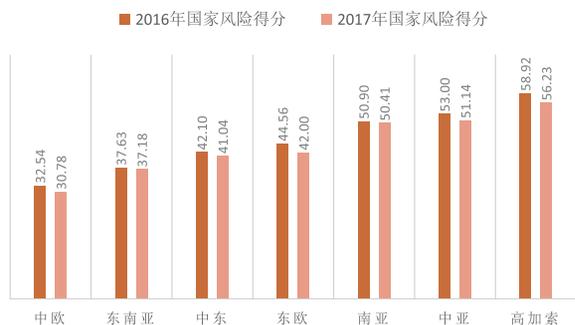
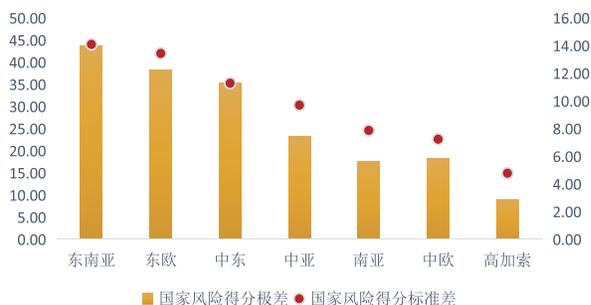


图7：区域内国家风险得分差异

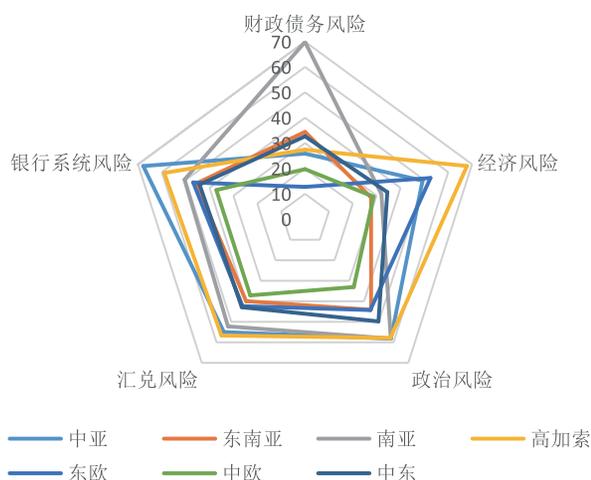


3. “一带一路”沿线国家次级因素风险得分中，银行系统风险和政治风险较为突出。除中欧地区外，其他地区的次级因素风险差异较为明显。从次级因素风险来看，“一带一路”沿线国家政治风险和银行系统风险较为突出。与2016年相比，次级因素风险均有所下降，汇兑风险下降幅度较大。从区域来看，中欧地区的风险表现最为均衡，其他区域则差异较大：中亚地区的银行系统风险相对最高；南亚的财政债务风险最高；南高加索地区的经济风险最高。

图8：“一带一路”沿线国家次级因素风险得分

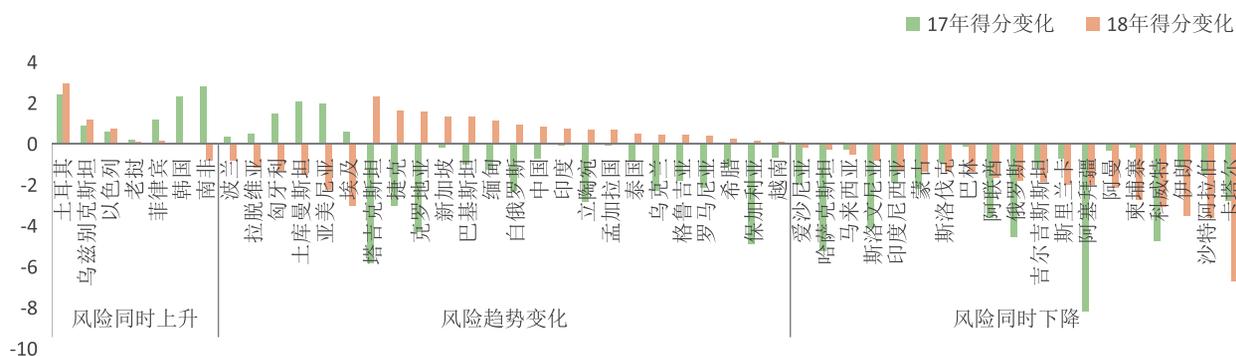


图9：“一带一路”沿线区域次级因素风险得分



4. 展望2018年，面临风险上行压力的国家数量预计将明显增加。根据预测结果，在全球贸易摩擦增加、货币政策趋紧，以及地区政治局势的不确定等因素影响下，“一带一路”沿线国家整体风险趋势可能出现逆转，更多国家面临风险上行的压力，预计2018年风险上升的国家达到23个，与2017年相比增加10个。其中2017年风险下降而2018年风险上升的国家达到18个，土耳其、菲律宾等5个国家连续两年风险上升。与此同时，受国际原油价格维持高位影响，大宗商品出口国处于风险下行通道。从区域来看，南高加索及中东地区随着大宗商品价格上涨，财政债务风险得到大幅缓解，区域经济步入复苏轨道，国家整体风险下降趋势最为明显。

图10：“一带一路”沿线国家风险得分变化趋势



根据中诚信国际国家风险的评分方法，2017年“一带一路”沿线国家在经济、财政债务、汇兑、政治以及银行系统风险方面的风险评估得分如下（其中0代表风险最低，100代表风险最高）：

表 2：“一带一路”沿线国家次级因素风险得分结果

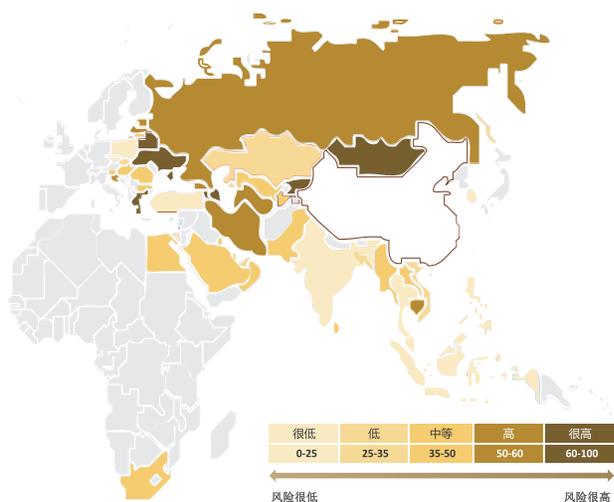
国家	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
新加坡	1.59	22.02	7.20	0.00	25.00
中国	27.62	0.00	31.57	6.67	47.00
韩国	6.98	0.00	48.22	10.56	31.00
捷克	1.90	14.73	29.00	27.22	34.00
阿联酋	11.11	27.91	24.80	20.56	28.00
波兰	19.05	2.79	38.13	46.67	35.00
马来西亚	50.79	5.43	31.80	29.44	34.00
泰国	9.84	15.04	52.00	15.00	32.00
以色列	29.21	6.36	52.87	15.56	30.00
斯洛文尼亚	25.08	41.09	17.80	23.33	34.00
爱沙尼亚	4.76	50.08	27.83	32.22	26.00
斯洛伐克	17.46	25.43	35.47	55.56	29.00
保加利亚	0.00	40.93	44.13	20.00	42.00
科威特	0.00	35.66	50.60	17.22	43.00
立陶宛	5.40	42.17	36.83	38.33	36.00
印度尼西亚	34.92	17.36	44.40	51.67	45.00
俄罗斯	6.35	51.01	35.90	27.78	54.00
菲律宾	37.14	17.36	60.33	33.89	39.00
拉脱维亚	10.48	52.25	35.90	42.22	36.00
卡塔尔	20.63	48.99	29.47	43.33	50.00
罗马尼亚	19.68	35.04	40.50	55.56	44.00
沙特阿拉伯	22.22	41.55	54.40	19.44	35.00
匈牙利	33.02	36.90	38.73	41.67	47.00
克罗地亚	21.90	51.47	39.13	28.33	44.00
越南	42.86	33.64	46.90	29.44	53.00

国家	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
乌兹别克斯坦	10.42	44.03	59.41	18.33	64.00
印度	72.38	14.88	52.23	43.33	44.00
哈萨克斯坦	20.63	34.42	43.97	66.67	55.00
土耳其	9.52	18.91	67.97	72.78	46.00
阿曼	29.52	48.68	34.13	71.11	44.00
南非	43.17	35.50	49.37	58.33	42.00
孟加拉国	46.03	30.70	62.57	36.67	58.00
缅甸	33.75	42.95	56.67	57.78	60.00
柬埔寨	29.21	53.49	53.80	57.22	60.00
巴林	79.37	28.22	48.40	76.11	49.00
塔吉克斯坦	26.98	45.12	61.40	61.67	72.00
格鲁吉亚	13.65	60.31	52.30	76.67	54.00
伊朗	38.75	51.01	74.07	21.67	64.00
斯里兰卡	83.81	46.36	44.17	63.89	48.00
阿塞拜疆	19.05	76.74	59.47	28.33	63.00
土库曼斯坦	29.17	50.39	63.73	54.44	75.00
希腊	45.71	62.33	50.17	53.33	60.00
老挝	69.58	41.86	44.07	85.00	62.00
白俄罗斯	11.11	65.43	60.00	62.78	66.00
埃及	86.35	37.67	61.20	71.11	53.00
巴基斯坦	77.14	36.12	73.67	65.00	52.00
蒙古	63.17	64.34	46.97	82.22	63.00
亚美尼亚	49.52	66.51	61.87	65.00	60.00
吉尔吉斯斯坦	42.08	72.25	62.57	73.89	73.00
乌克兰	44.13	83.57	73.03	60.00	71.00

按照各国风险打分，中诚信国际对各国次级因素风险分布情况也进行了分类刻画。根据每一分项的得分同样将风险状况划分为很低、低、中等、高、很高五个等级。

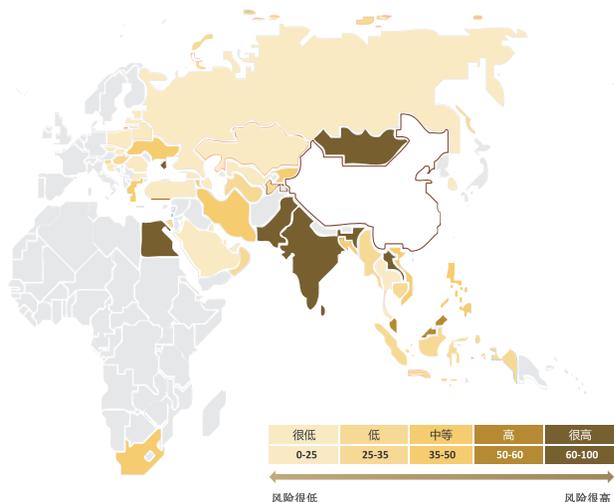
如图所示，风险越高则所在地区地图颜色越深。从下图可知：乌克兰、阿塞拜疆、吉尔吉斯斯坦等国经济风险相对较高，波兰、马来西亚等国相对风险较小。

图11：“一带一路”沿线国家经济风险分布



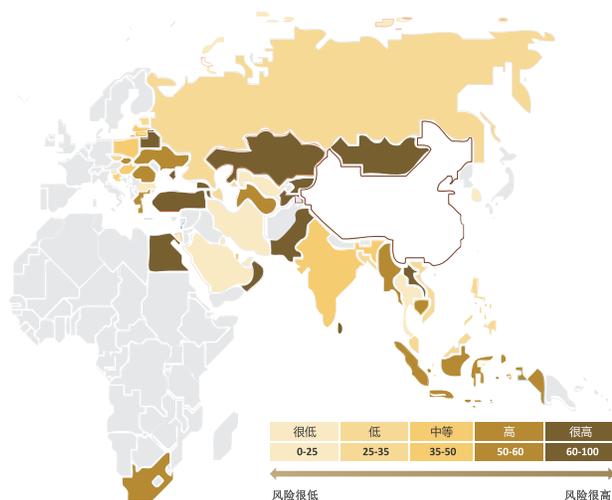
从财政债务风险分布来看，埃及、斯里兰卡、巴基斯坦等国风险相对较高，科威特、捷克、保加利亚等国相对较低。

图12：“一带一路”沿线国家财政债务风险分布



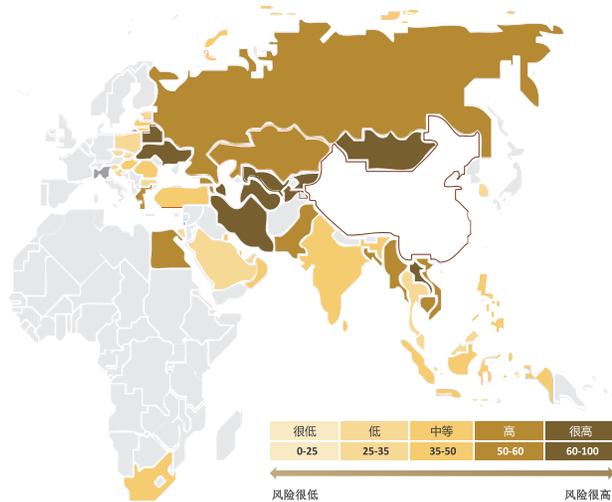
从汇兑风险分布来看，老挝、格鲁吉亚、吉尔吉斯斯坦等国风险相对较高，泰国、以色列、乌兹别克斯坦等国风险相对较低。

图13：“一带一路”沿线国家汇兑风险分布



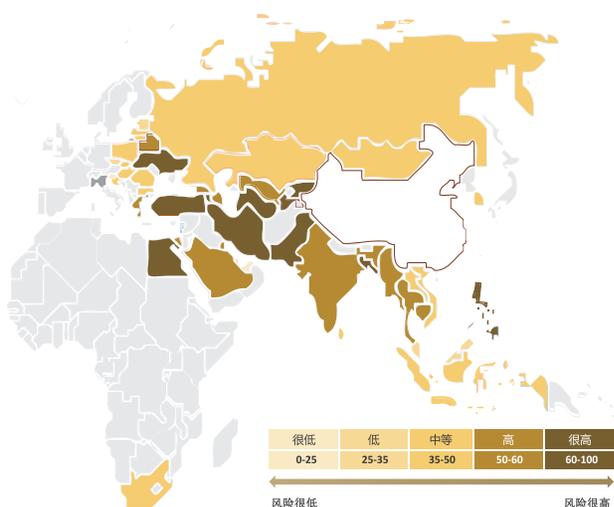
从银行系统风险分布来看，乌克兰以及吉尔吉斯斯坦等中亚国家风险相对较高，爱沙尼亚、阿联酋、斯洛伐克等国风险相对较低。

图14：“一带一路”沿线国家银行系统风险分布



从政治风险来看，巴基斯坦、乌克兰、伊朗等国风险相对较高，新加坡、斯洛文尼亚、阿联酋等国风险相对较低。

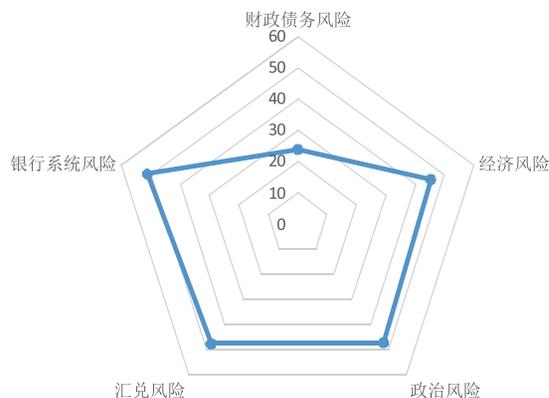
图15：“一带一路”沿线国家政治风险分布



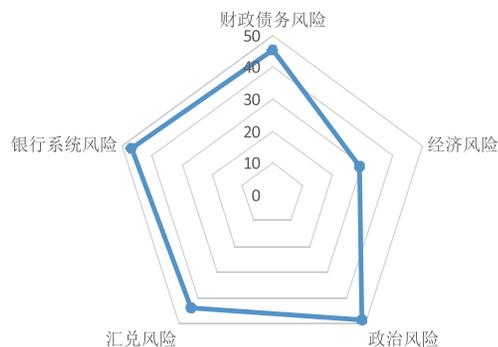
按照目前构建的“新亚欧大陆桥”、“中巴”、“孟中印缅”、“中亚-西亚”、“21世纪海上丝绸之路”等经济走廊，将50个国家进行了大致归类，其平均风险雷达图分布如下：其中新亚欧大陆桥涵盖主要欧洲国家，整体风险较低。中亚-西亚经济走廊涵盖中亚五国及伊朗、土耳其，总体政治、银行系统风险较高，财政债务风险较小。21世纪海上丝绸之路经济带主要指海上贸易航线，包括东南亚及非洲等国，次级因素风险表现相对均衡，经济风险相对最小。孟中印缅、中巴经济走廊主要辐射南亚及东南亚邻国，财政债务风险、政治风险是主要的不稳定因素。

图16：“一带一路”沿线各经济走廊风险分布

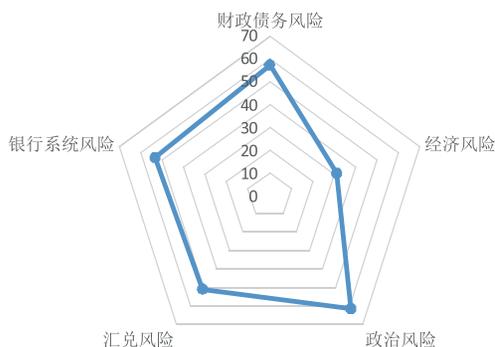
新亚欧大陆桥



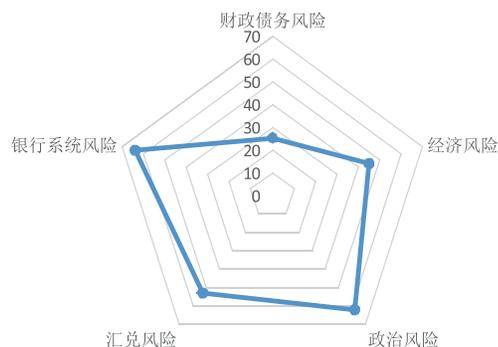
21世纪海上丝绸之路经济带



孟中印缅、中巴经济走廊



中亚-西亚经济走廊





“一带一路”沿线国家地区风险分布

中欧地区

图17：“一带一路”沿线中欧地区2017年国别风险地图

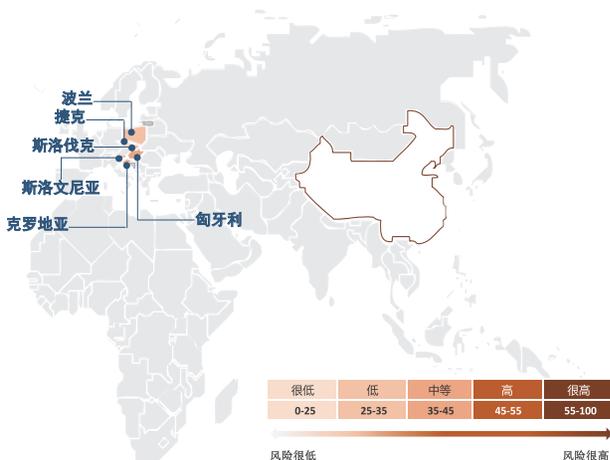


表 4：中欧地区 2017 年国家风险变化

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
波兰	↑0.33	↓3.17	↓1.09	↑4.67	↓1.11	↓1.00
捷克	↓3.01	↓1.90	↓6.20	→0.00	↓4.44	↓2.00
斯洛伐克	↓0.92	↓4.76	↓3.41	↑1.83	↑1.11	↑1.00
斯洛文尼亚	↓4.11	↓11.11	↓4.03	↓1.83	↓3.89	↓1.00
克罗地亚	↓4.30	↓8.25	↓6.98	↑1.00	↓7.78	↓1.00
匈牙利	↑1.43	→0.00	↓1.40	→0.00	↑11.67	↑1.00
中欧地区	↓1.76	↓4.87	↓3.85	↑0.94	↓0.74	↓0.50

表 3：中欧地区 2017 年国家风险分布

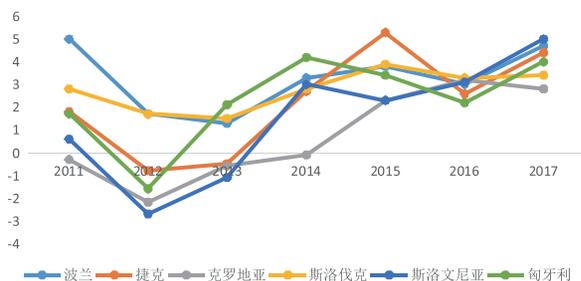
	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
波兰	25.63	19.05	2.79	38.13	46.67	35.00
捷克	20.89	1.90	14.73	29.00	27.22	34.00
斯洛伐克	32.12	17.46	25.43	35.47	55.56	29.00
斯洛文尼亚	28.33	25.08	41.09	17.80	23.33	34.00
克罗地亚	39.12	21.90	51.47	39.13	28.33	44.00
匈牙利	38.59	33.02	36.90	38.73	41.67	47.00
中欧地区	30.78	19.74	28.74	33.04	37.13	37.17



中欧六国连接发达的西欧和东欧、中东地区，处于“一带一路”沿线的末端，是贯穿欧亚陆地通道的必经之地；中欧地区法制健全，政治经济发展稳定，且市场需求处于扩张期，是一带一路适宜的投资区域。中欧国家拥有悠久的工业传统，工业水平高于同等收入国家。同时受益于欧洲一体化进程，中欧承接了西欧发达国家的产业，欧盟整体的经济形势对中欧地区有较大的影响。

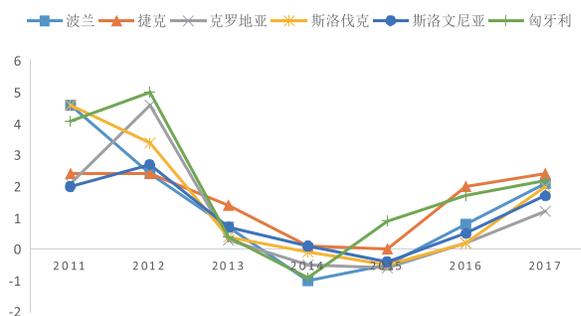
2017年以来，受益于欧洲经济的整体复苏，中欧地区经济快速增长、财政债务状况有所好转、通货膨胀水平恢复，区域整体风险有所下降，但风险等级与2016年保持相同。从“一带一路”范围来看，中欧六国的国家风险仍处于较低水平。其中，波兰、捷克、斯洛伐克和斯洛文尼亚属于低风险国家，而克罗地亚和匈牙利属于中等风险国家。低风险国家中，波兰2017年经济和财政状况均有所改善，但政治风险有所上行，国家风险保持稳定。捷克和斯洛文尼亚的经济、财政和对外贸易状况改善明显，国家风险有所下降；而斯洛伐克国家风险保持稳定。中等风险国家中，克罗地亚经济、财政和出口改善明显，国家风险下降；而匈牙利由于汇兑风险上行，国家风险小幅上升。

图18: 2011-2017年中欧地区经济增长率 (%)



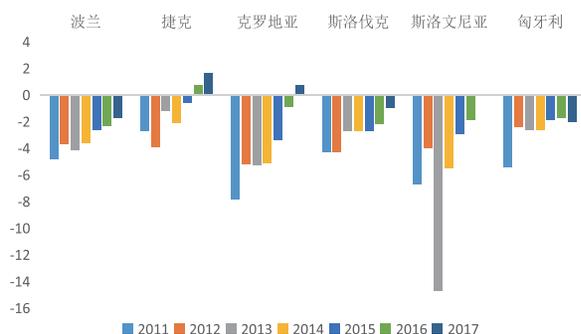
数据来源: Moody

图19: 2011-2017年中欧地区CPI增速 (%)



数据来源: IMF.

图20: 2011-2017年中欧地区财政平衡/GDP (%)



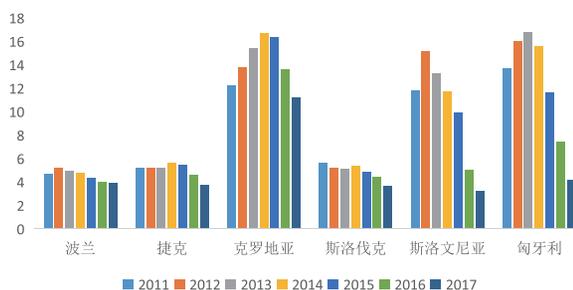
数据来源: IMF.

图21: 2011-2017年中欧地区一般政府债务/GDP (%)



数据来源: IMF.

图22: 2011-2017年中欧地区不良贷款率 (%)



数据来源: IMF.

图23: 2011-2017年中欧国家汇率变化



数据来源: IMF.

图24: 2016-2017年中欧地区政治稳定性、政府效率和国际竞争力



数据来源: IMF.

中欧六国中,波兰经济体量最大,接近其余五国总和,由于经济风险、财政债务风险下行,政治风险有所上行,国家风险保持相对稳定。2017年波兰经济迎来快速发展,经济增长率高达4.7%,创2011年来新高。波兰国内需求旺盛,就业率的上升、工资的增长以及“家庭500+计划”¹推动了消费增长。同时,2014-2020年度欧盟基金的落实带动投资加速,投资对经济贡献度由2016年的-1.6%转为正数,

¹ 为了鼓励生育,波兰政府为每个家庭(不论家庭收入)的第二个及以上孩子提供每月500兹罗提补助,还为收入低于800兹罗提的家庭第一个孩子也提供补贴。

推动波兰经济加速增长。预计未来两年波兰经济仍将维持快速增长，经济增长率将保持在3.5%以上。受经济增长强劲以及政府税收征管加强的影响，波兰政府2017年税收收入大幅增加，财政赤字率下降，一般政府债务/GDP下降3.8个百分点至50.6%，财政债务风险降低。然而，与欧盟之间的矛盾加深导致波兰政治风险有所上升。2017年7月，波兰通过了司法改革方案，但欧盟委员会认为波兰违反欧盟相关条约，造成政治稳定性和制度实力有一定程度下降。2018年，委员会向欧洲法院起诉波兰最高法院改革，同时要求欧洲法院在案件审理期间叫停波兰最高法院改革。由于欧盟对波兰的资金支持是波兰经济增长的重要动力，2004年以来欧盟基金支持实施的项目对波兰GDP年均增长的贡献超过10%；欧盟与波兰的矛盾或影响波兰的投资环境和欧盟基金的持续投入，从而制约波兰的经济增长，需关注后续进展。

2017年，捷克和斯洛文尼亚的经济、财政和汇兑风险均有所下降，国家风险在维持低风险的基础上继续下降；而斯洛伐克经济和财政风险下行，政治风险和汇兑风险小幅上行，维持低国家风险。捷克、斯洛伐克和斯洛文尼亚国民收入普遍较高，同时经济发展较为依赖国际贸易。截至2017年，三国人均GDP均超过18,000美元，进出口占GDP的比重均超过150%。2017年，欧洲经济复苏带动三国对外贸易的发展，三国的出口均有所增加；其中斯洛文尼亚受益于企业竞争力不断增加，出口增长幅度最快，是经济发展的主要动力。三国还均受益于劳动力市场的持续向好，失业率下降，促进了私人消费的增长；其中捷克的失业率在2017年下降至2.9%，处于欧元区最低水平，工资水平持续上行，私人消费成为经济增长的主要动力。此外，随着欧盟基金的逐步到位，三国的投资也有所增长；其中捷克和斯洛文尼亚的投资对经济增长的贡献度在2017年均由负转正，成为经济增长的重要动力。受上述因素影响，2017年捷克和斯洛文尼亚经济增长率分别为4.4%和5%，分别达到金融危机以来的次高和新高；斯洛伐克实现了3.4%的经济增长。2018年，由于欧洲经济走势弱于预期，捷克和斯洛文尼亚的对外贸易状况将受到影响，且两国私人消费和投资在高基数效应下增长速度将相对放缓，因此两国2018年和2019年经济增长将低于2017年，但预计仍

将保持在3.0%以上，持续高于欧盟平均水平。斯洛伐克则受益于汽车厂商大众和捷豹的投资，预计2018年和2019年经济增长率将高于2017年。财政方面，受益于经济的快速增长带来的财政收入增加以及审慎的财政政策，三国财政状况均有所好转。捷克和斯洛文尼亚分别实现1.6%的财政盈余和财政平衡，斯洛伐克的财政赤字率则从2.2%下降至1.0%，均创金融危机以来的最好水平。与此同时，受益于欧洲的低利率环境以及自身经济的增长，三国债务负担和偿债能力继续增强，财政债务风险不断下降。近年来捷克和斯洛伐克的银行系统风险保持相对稳定；斯洛文尼亚银行系统风险随着经济复苏以及企业生产经营活动好转而继续下降。2017年斯洛文尼亚银行业不良贷款率为3.2%，较2016年下降1.8个百分点，ROA则上涨0.15个百分点至1.24%。政治方面，近年来三国均出现悬浮议会的局面，影响了政治稳定性。斯洛文尼亚总理采拉尔²因最高法院判定铁路建设项目全民公投结果无效而辞职，重新进行大选后，新政府于9月就职，成为历史上第一个少数党派组成的联合政府。斯洛伐克方向党³在2016年选举中失去了多数席位，政治稳定性下降，而总理菲佐在2018年因政治丑闻辞职，造成政坛动荡，或进一步影响政治稳定性。捷克在2017年10月大选后出现组阁困难的情况，2018年7月最终由ANO2011运动党和社会民主党⁴联合组成少数党派政府。

2017年，克罗地亚的国家风险有所下降，主要受益于财政状况好转，以及服务出口增加带动汇兑风险下降。克罗地亚工业基础弱于其他中欧国家，产品附加值较低，经济体量和国民收入有限。2017年，税制改革以及提高工资推动了克罗地亚私人消费的增长，出口则受益于旅游业的兴旺以及欧洲经济复苏有明显增长，但由于国内重要企业集团Agrokor出现债务危机影响了投资者信心，克罗地亚私人投资大幅下滑，导致2017年经济增长率下滑0.4个百分点至2.8%。2018年，受益于欧盟基金的逐步落实以及消费的稳健增加，克罗地亚经济增长将保持稳定。财政状况则受益于经济的持续增长以及审慎的财政支出而有所改善。2017年克罗地亚财政平衡率由-0.9%转为0.7%，实现了财政盈余，且债务负担和利息支出均有明显下降。此外，2017年克罗地亚货物和服务出口分别增长4%和9%，推动经常账户余额升至4.3%，汇兑风险明显下降。克罗地亚2017年出现政局变动，原本的执政联盟在4月破裂，6月组成的新联盟为少数派，将影响克罗地亚的改革进程，一定

² Miroslav Cerar Jr.

³ Direction-Social Democracy, 为中左翼政党

⁴ Czech Social Democratic Party

程度上抬升政治风险。

匈牙利工业基础较好，出口规模较大，但经济发展水平落后于捷克、斯洛伐克和斯洛文尼亚。2017年，匈牙利经济增速加快，但受汇兑风险上升影响国家风险有小幅增加。欧盟基金和基础设施建设的增长带动匈牙利投资大幅增长，而劳动力市场改善和财政刺激政策以及欧洲经济复苏超预期也推动了消费和出口的增长，2017年匈牙利经济增长率达4.0%，较2016年增加1.8个百分点。2018年匈牙利的投资增长仍将在欧盟基金的帮助下维持高位，私人消费在劳动力市场继续向好的情况下将保持动力，预计匈牙利的经济增长仍将高于3.5%。然而，由于匈牙利国内需求旺盛，进口增长速度高于出口，导致经常账户余额占GDP的比重由2016年的6%降至2017年的2.7%，汇兑风险有所上行。2018年，具有民粹主义色彩的匈牙利总理欧尔班在选举中获胜，赢得第四个总理任期。匈牙利与欧盟之间的关系日趋紧张，双方在难民问题和欧洲一体化进程方面有较大分歧，但匈牙利的经济发展仍要依靠欧盟的市场和资金，长期的对立将会制约匈牙利经济的发展。

展望2018-2019年，尽管面临贸易摩擦以及欧洲经济放缓等不利因素，中欧整体的出口仍将在增速下降的情况下保持增长，劳动力市场的持续改善能够继续推动消费增长，欧盟基金的落地可带动投资扩张，预计中欧六国整体的经济增长率将在3.0%以上，经济风险有望进一步降低。中欧六国仍将施行较为审慎的财政政策，财政赤字率和债务负担将保持低位，而利息支出在欧洲低利率的环境以及债务负担逐渐降低的环境下将进一步改善，预计财政债务风险将在低位的基础上继续下降。在中欧六国经济改善、汇率保持相对稳定以及经常账户保持盈余的情况下，区域的汇兑风险将持续稳定；由于匈牙利经济增长和通货膨胀超预期，央行或将收紧货币政策，将导致匈牙利福林的波动，影响其汇兑风险。在经济向好的情况下，银行系统的资产质量和资本充足率有望继续提升，带动银行系统风险下降。2018年，中欧政治方面出现较大变动，匈牙利进行了议会选举，斯洛文尼亚和斯洛伐克的总理辞职，而捷克组成新政府。目前，捷克、斯洛伐克、斯洛文尼亚和克罗地亚均呈现悬浮议会局面，政治稳定性将受到冲击，结构性改革进程也将受到影响；其中捷克、斯洛文尼亚和克罗地亚均是少数派执政，推行改革的难度将更高。此外，中欧多国与欧盟之间关系有所恶化。匈牙利、捷克、波兰、斯洛伐克与欧盟在难民问题上存在分歧，而波兰在司法改革方面、

匈牙利在欧洲一体化进程方面与欧盟之间的冲突则更为激烈。然而，尽管中欧和欧盟在多个领域有矛盾，中欧仍在加入欧盟后在政治和经济领域不断融入欧盟，欧洲一体化进程仍在持续推进。目前，中欧六国的经济发展仍然严重依赖欧盟的市场和资金，双方的政治关系短期内不会严重恶化，长期来看则会继续升温，政治风险对中欧六国的影响有限。整体而言，未来两年中欧地区的国家风险将维持在较低水平，捷克、斯洛文尼亚和斯洛伐克的国家风险则有望进一步下降。

东欧地区

图25：“一带一路”沿线中欧地区2017年国别风险地图

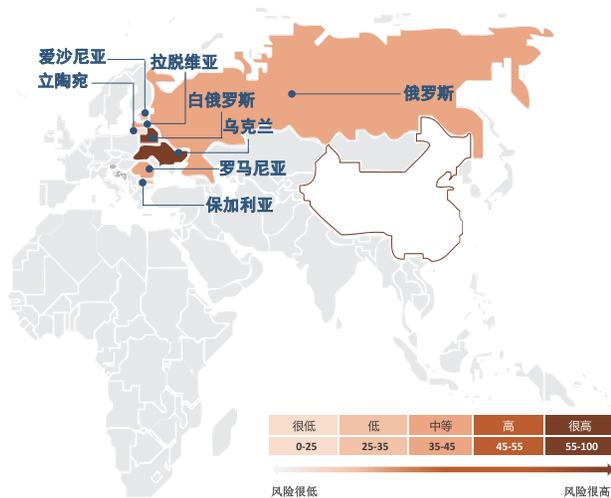


表 5: 东欧地区 2017 年国家风险分布

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
爱沙尼亚	31.52	4.76	50.08	27.83	32.22	26.00
保加利亚	32.72	0.00	40.93	44.13	20.00	42.00
俄罗斯	36.59	6.35	51.01	35.90	27.78	54.00
拉脱维亚	37.95	10.48	52.25	35.90	42.22	36.00
罗马尼亚	38.35	19.68	35.04	40.50	55.56	44.00
白俄罗斯	55.31	11.11	65.43	60.00	62.78	66.00
立陶宛	33.86	5.40	42.17	36.83	38.33	36.00
乌克兰	69.70	44.13	83.57	73.03	60.00	71.00
东欧地区	42.00	12.74	52.56	44.27	42.36	46.88



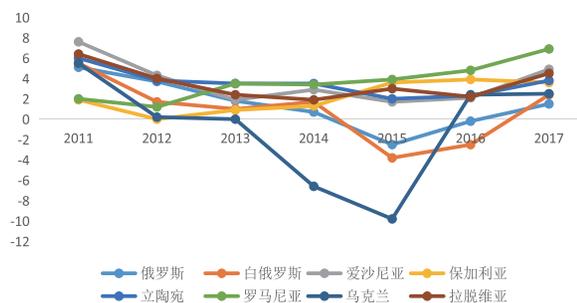
表 4: 中欧地区 2017 年国家风险变化

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
爱沙尼亚	↓2.01	→0.00	↓2.48	→0.00	↓7.78	↓1.00
保加利亚	↓4.87	↓1.59	↓11.94	↑0.40	↓7.78	→0.00
俄罗斯	↓4.54	↓12.70	↑1.40	↓8.23	↓3.89	→0.00
拉脱维亚	↑0.45	↑3.17	↓5.43	↑2.83	↑5.00	→0.00
罗马尼亚	↓2.13	→0.00	↓5.27	↓1.83	→0.00	→0.00
白俄罗斯	↓2.30	→0.00	↓3.88	↑2.16	↓10.56	↓2.00
立陶宛	↓2.83	↓1.90	↓2.48	↓0.40	↓10.56	↓1.00
乌克兰	↓2.28	↓1.90	↓2.17	↓2.43	↓2.78	↓2.00
东欧地区	↓2.56	↓1.87	↓4.03	↓0.94	↓4.79	↓0.75

东欧连接发达的中西欧以及俄罗斯等地区，是亚欧经济带中连通欧盟市场的重要接入口，有着东联西通的地缘优势。爱沙尼亚、立陶宛、拉脱维亚、罗马尼亚和保加利亚等国属于欧盟，而俄罗斯、乌克兰和白罗斯则均曾属于独联体。东欧国家拥有良好天然资源，发达的农业生产以及悠久的工业传统，其工业水平高于同等收入国家。东欧地区具有的产业及区位优势可在“一带一路”倡议中发挥重要的区域性支点作用，是“一带一路”沿线的战略通道。

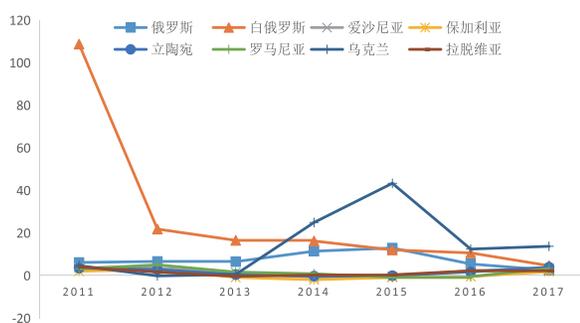
2017年以来，随着欧洲经济形势好转以及俄罗斯正式步入经济复苏期，区域内的居民收入显著增加、工业生产及投资气氛回暖，东欧地区的经济发展整体向好，汇兑风险也随着汇率稳定及贸易向好呈现下降态势。从“一带一路”范围来看，东欧地区的整体国家风险仍然处于中等水平，区域内的风险水平分化持续。综合来看，除拉脱维亚保持稳定外，东欧地区所有国家的风险水平均有不同程度的下降。经济发展程度较高且使用欧元的波罗的海三国中，立陶宛国家风险水平由2016年的中等风险下降为2017年的低风险；爱沙尼亚和拉脱维亚分别维持低风险和中等风险。加入欧盟的巴尔干两国中，保加利亚国家风险由中等下降至低风险，而罗马尼亚维持中等风险；独联体国家中，俄罗斯维持中等风险，而白罗斯和乌克兰国家风险仍旧很高。

图26: 2011-2017年东欧地区经济增长率 (%)



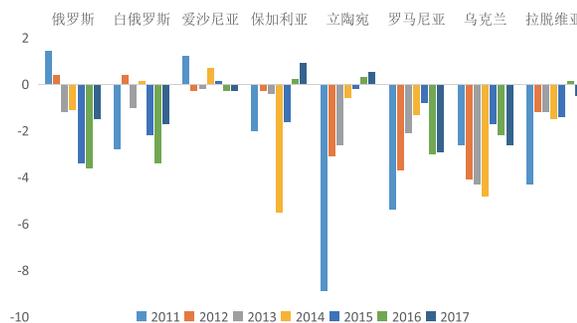
数据来源: Moody

图27: 2011-2017年东欧地区CPI增长率 (%)



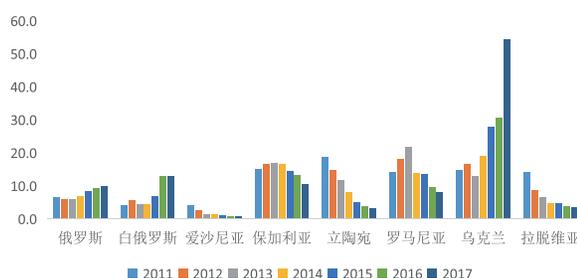
数据来源: IMF

图28: 2011-2017年东欧地区财政平衡/GDP (%)



数据来源: IMF

图29: 2011-2017年东欧地区不良贷款率 (%)



数据来源: IMF

图30: 2011-2017年东欧国家汇率变化



数据来源: IMF.

图31: 2016-2017年东欧地区政治稳定性、政府效率和国际竞争力



数据来源: WGI.

波罗的海三国中, 爱沙尼亚和立陶宛受益于汇兑风险下降国家风险进一步下降; 而拉脱维亚的财政及汇兑风险轻微上升, 但整体国家风险水平基本维持稳定。爱沙尼亚凭借领先的信息、通讯技术和开放的经济, 拥有较高的经济发展水平。拉脱维亚紧邻爱沙尼亚, 与爱沙尼亚和立陶宛同属于欧元区, 是一个小而开放的经济体。拉脱维亚经济发展程度较高, 人均GDP超过15,000美元; 经济较为依赖国际贸易, 进出口占GDP的比重超过120%, 而出口较为多元化, 是经济发展的重要动力。2017年, 受益于欧洲经济的复苏以及欧盟基金带动投资大幅增加, 爱沙尼亚、立陶宛和拉脱维亚经济快速增长, 三国的实际GDP增速分别为4.9%、3.8%和4.5%, 分别较2016年上升2.8个、1.5个和2.3个百分点, 但受限长期的老龄化问题, 经济快速增长导致国内工资水平持续大幅上升, 国际竞争力受到了一定的冲击, 对其未来的经济增长或有负面影响。2017年爱沙尼亚、立陶宛和拉脱维亚经常账户走势出现分化。爱沙尼亚受益于服务盈余的持续增加, 经常账户余额保持

增长, 2017年达3.1%, 较2016年上升1.2个百分点; 立陶宛则得益于境外对农业及成品油的需求增长, 出口大幅增加, 经常账户余额由负转正, 2017年为0.8%, 较2016年上升2.0个百分点。拉脱维亚由于国内需求持续增加而导致贸易赤字明显扩张, 使其经常账户由2016年的盈余转为赤字, 且在内需持续扩张的情况下赤字或将增加。此外, 俄罗斯受制裁给拉脱维亚的政治稳定性带来一定负面影响, 使得2017年拉脱维亚的政治风险有小幅上行, 但拉脱维亚最大的政党和谐社会民主党⁵正在切割与俄罗斯的关系, 并加入了欧洲社会党⁶, 将有助于拉脱维亚减轻其政治的不稳定性。三国的财政债务风险和银行系统风险则保持相对稳定。

2017年以来, 保加利亚受益于财政债务风险和汇兑风险的明显下降, 国家风险从中等水平降至低水平; 罗马尼亚则受益于财政和经济状况的好转, 国家风险在维持中等的基础上有所降低。2017年保加利亚的实际GDP增速为3.6%, 由于国内需求旺盛, 净出口对经济的贡献度为负导致保加利亚经济增长率较2016年下降了0.3个百分点; 但其增长率仍远高于2010-2016年的平均水平, 主要得益于私人消费水平及投资的增加。财政债务方面, 保加利亚的一般政府债务占GDP的比重从2016年的29.0%下降为2017年的25.4%, 财政债务风险在低位的基础上继续下降。此外, 受益于服务盈余的增加, 2017年保加利亚经常账户余额为4.5%, 较2016年的2.3%上升了2.2个百分点, 汇兑风险持续下降。政治方面, 保加利亚在2016年末举行总统选举, 社会党推举的候选人拉德夫胜出成功改变长期以来缺乏民意支持的执政政府, 并在2017年内平稳完成交接, 内部政治局势转趋稳定。罗马尼亚私人消费大幅增加, 经济快速增长, 2017年实际GDP增速高达6.9%, 较2016年的4.8%显著上升, 经济风险水平下降明显。而罗马尼亚的进口消费增长大于出口, 使得经常账户逆差进一步加大, 2017年其经常账户逆差为3.6%, 较2016年增加1.6个百分点, 加之较高的外债水平态势持续, 2017年外债/GDP和外债/外储比率分别为49.8%和34.5%, 导致其汇兑风险持续在较高水平。2016年12月, 罗马尼亚社民党⁷在议会选举中赢得参众两院多数席位, 成为议会第一大党, 总统约翰尼斯在2018年1月份宣布, 接受以社会民主党为首的执政联盟关于登奇勒出任新总理的提议, 授权登奇勒组阁, 有助于缓和国内长期的政治矛盾, 降低政治风险水平。

俄罗斯的国家风险水平有所下降。受惠于原油价格大

⁵ Harmony Social Democratic Party

⁶ Party of European Socialist

⁷ Partidul Social Democrat

幅上升、私人消费及工业产品需求增加，俄罗斯从经济衰退中复苏，但2017年7月美国对俄实行更进一步的制裁，其复苏进程受到一定制约。2017年俄罗斯实际GDP增速为1.5%，较2016年的-0.2%明显上升。受益于经济的复苏以及政府对债务的控制，2017年俄罗斯的一般政府债务占GDP的比重为17.4%，维持在较低政府债务水平。2018年3月俄罗斯现任总统普京以76.67%的得票率高票连任，任期至2024年，进一步稳定国内的政治局势，降低其政治风险水平。2018年上半年，在油价继续上涨，居民收入增加的情况下，俄罗斯经济保持平稳增长，经济增速达1.7%，预计全年经济在油价维持在相对较高的水平以及工业产出持续增加的背景下将维持1.8%的经济增速，财政债务风险和汇兑风险在审慎的财政管理和汇率企稳的基础上将保持低位，国家风险有望进一步下降。

受区内政治持续不稳定的影响，乌克兰的国家风险依旧维持很高水平。虽然总体受益于经济复苏周期，但国内武装分子对部分区域造成较严重的打击，将限制其经济复苏的速度，2017年实际GDP增速为2.5%，仅较2016年的2.4%轻微上升，其经济及政治风险水平仍然很高。2017年初，乌克兰国会通过合乎IMF要求的财政预算，获得IMF首期财务援助约10亿美元⁸，缓和了2019年外债偿还高峰期所带来的财政压力。乌克兰曾多次宣布在贪腐及退休保障上进行改革，预计有助于其获得持续性的财政支持。乌克兰政府还加紧对国家债务的管控，一般政府债务占GDP的比重由2016年的80.9%下降至2017年的71.8%，财政债务风险由高下降至中等水平。然而，受国内进口需求持续增加，能源价格上涨的影响，乌克兰经常账户逆差进一步加大，2017年其经常账户逆差为2.1%，较2016年的1.3%呈现上升态势；其外债及外储情况虽然有所改善，但仍处于较差的水平，2017年其外债/GDP为103.0%，外储/外债比率为13.4%，较2016年分别下降21.0个百分点和上升2.9个百分点，其汇兑风险仍旧维持高位。2016年12月，乌克兰政府接管国内最大银行Privatbank，并逐步进行银行体系的监管改革，当前银行业风险受资产质量下降的影响有所上行，但随着改革的持续进行，其银行风险有望下降。

2017年得益于经济的大幅改善，白罗斯的国家风险有所下降，但由于其经济对俄罗斯较为依赖，政府外币债务占

比极高以及外汇储备很低，整体国家风险依然偏高。2017年由于白罗斯最大的贸易伙伴俄罗斯经济回暖，以及欧盟经济的复苏，推动其农业和制造业复苏，工业产出增长达6.1%，2017年实际GDP增速为2.4%，较2016年的-2.5%显著回升，有利降低其经济风险水平。得益于服务业出口增长，进口的抑制，以及为响应新五年规划拓展多样化出口市场的举措，白罗斯的长期经常账户逆差得到一定程度的缓解，2017年其经常账户逆差为1.7%，较2016年的3.6%大幅下降。白罗斯外资大量流入推动外汇储备由2015年的42亿美元回升至2017年的73亿美元，然而较高的外债水平仍造成较高的汇兑风险。受过往卢布贬值和经济衰退影响，白罗斯政府债务增长较快，但仍处于可控范围内，一般政府债务占GDP的比重由2016年的41.7%上升至2017年的42.1%。随着乌克兰危机缓解，欧盟取消制裁，并与欧盟和中国开展广泛合作，白罗斯的地缘政治风险有所降低。加之白罗斯央行的监管体系加强，并于2016年引入巴塞尔III资本要求，预计银行体系稳健性将有所提升。

展望2018-2019年，在欧洲经济增长放缓但维持正增长、俄罗斯经济复苏、原油价格回升和私人消费增加的拉动下，东欧地区经济发展仍将保持稳定，劳动力市场的持续改善能继续推动消费增长，欧盟基金的落地将带动该区的投资持续改善，预计东欧地区将保持稳定增长态势，除俄罗斯外，东欧地区平均经济增长将稳定在2.0%以上的水平，经济风险有望进一步降低；然而，长期的人口老化及贪腐等问题将限制东欧地区经济复苏的步伐。东欧地区的财政风险水平将持续分化，但由于区内国家普遍施行较为审慎的财政政策，部分国家将加快落实改革计划，以继续争取IMF的财政支援，财政赤字率和债务负担有望下降，降低东欧地区的财政债务风险。随着东欧国家经济改善、汇率保持相对稳定以及大部分国家的经常账户改善，区域的汇兑风险将持续稳定。2018年，随着俄罗斯、保加利亚和罗马尼亚内政持续转稳，乌克兰的内部冲突逐步缓和，东欧国家整体政治风险将有所改善。与此同时，仍需关注爱沙尼亚、立陶宛、拉脱维亚和保加利亚与欧盟的长期分歧，以及大国间博弈加剧对区域内地缘政治风险的抬升。总体来看，未来两年东欧地区国家的风险水平将逐步改善，但仍将处于持续分化状态。

⁸ 整个援助贷款计划为175亿美元为期4年

南高加索地区

图32 “一带一路” 沿线南高加索地区2017年国别风险地图



表 7: 南高加索地区 2017 年国家风险分布

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
格鲁吉亚	52.73	13.65	60.31	52.30	76.67	54.00
阿塞拜疆	54.27	19.05	76.74	59.47	28.33	63.00
亚美尼亚	61.69	49.52	66.51	61.87	65.00	60.00
南高加索地区	56.23	27.41	67.86	57.88	56.67	59.00



表 8: 南高加索地区 2017 年国家风险变化

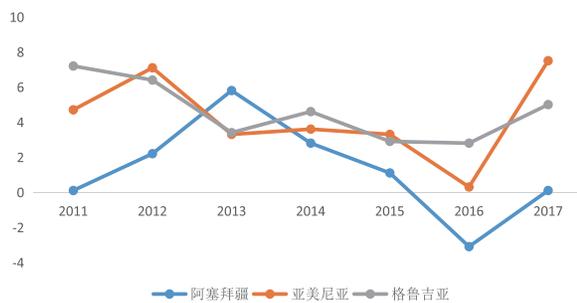
	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
格鲁吉亚	↓1.78	↓1.59	↓2.48	↓2.67	→0.00	→0.00
阿塞拜疆	↓8.20	→0.00	↓7.60	↓3.83	↓31.11	↓1.00
亚美尼亚	↑1.92	↑1.59	→0.00	↑3.67	↑3.89	→0.00
南高加索地区	↓2.69	↓0.00	↓3.36	↓0.94	↓9.07	↓0.33

南高加索地区位于“一带一路”中线，是建设土耳其“中间走廊”以及跨里海交通走廊的重要组成部分，从土耳其到格鲁吉亚和阿塞拜疆的巴库—第比利斯—卡尔斯（BTK）铁路已经开通，实现了中国与欧洲的贯通，而落实跨里海东西贸易运输走廊倡议能够为该地区带来更多的基础设施建设投资。南高加索地区国家经济结构差异明显——

格鲁吉亚和亚美尼亚是石油进口大国，因此两国并未受到2014–2016年油价下跌的直接打击；相反，阿塞拜疆经济高度依赖于石油产业，易受到原油价格波动的冲击。

南高加索地区国家风险整体高于“一带一路”沿线国家的平均水平。经济发展水平低、制度框架不稳，以及不发达且高度美元化的银行体系是该地区国家具有的共同特征。具体来看，格鲁吉亚、阿塞拜疆属于中等风险国家，而亚美尼亚由于经济发展水平更为落后、财政债务指标表现较差，国家风险水平为很高。

图33: 2011–2017年南高加索地区经济增长率 (%)



数据来源: Moody

图34: 2011–2017年南高加索地区CPI增长率 (%)



数据来源: IMF.

经济方面，由于经济发展水平相对落后，且部分国家对大宗商品出口依赖较为严重，易受到大宗商品价格变化、主要贸易伙伴国经济波动等外部因素的影响，南高加索地区国家经济风险水平均为很高。格鲁吉亚作为南高加索地区唯一与中国和欧盟签订自由贸易协定的国家，经济较为多元，受大宗商品价格波动的冲击相对较小。在出口外需增加、旅游活动以及个人消费回暖的带动下，2015和2016年格鲁吉亚的平均经济增长率均为2.9%，2017年升至4.9%，经济风险略低于其他两国；2016年，亚美尼亚外劳汇款收入受到俄罗斯和欧亚大陆经济增长放缓的负面影响，加之铜价下跌使其出口承压，经济仅增长了

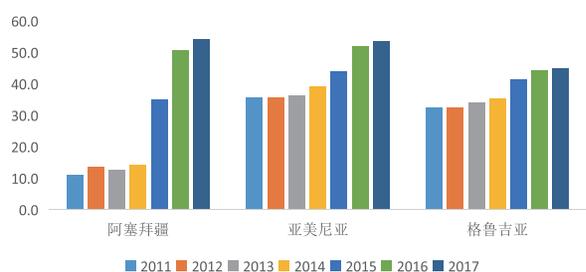
0.26%。进入2017年，得益于外劳汇款的增加以及相对宽松的货币政策，其经济增长有所回升。同时，私人消费的增加促进了亚美尼亚进口量上升，其外需、工业产值和服务业形势也较为乐观，在区域内经济风险略高于格鲁吉亚；相较于上述两国，阿塞拜疆的经济以石油产业为重心，石油加工产品出口占该国出口总量的88%左右，经济结构较为单一，易受到国际油价波动的影响，在区域内经济风险最高。受原油价格暴跌影响，阿塞拜疆经济在2016年下滑3.1%。而2017年，随着原油产业的复苏以及其他非石油产业的正向发展，阿塞拜疆经济实现0.07%的增长。

图35: 2011-2017年南高加索地区财政平衡/GDP (%)



数据来源: IMF.

图36: 2011-2017年南高加索地区一般政府债务/GDP (%)



数据来源: IMF.

图37: 2011-2017年南高加索地区不良贷款率 (%)



数据来源: IMF.

南高加索地区财政债务风险较为分化，其中，格鲁吉亚和阿塞拜疆财政债务风险为很低，亚美尼亚为中等。具体来看，格鲁吉亚政府负债率最低且基本稳定，2017年为45%。此外，受惠于其良性经济活动，财政收入有所增加，2017年赤字率下降至0.5%；2017年，由于货币大幅贬值以及外币债务占比较高，阿塞拜疆的政府负债率高达54%，在南高加索三国中居于首位。此外，不当的财政政策也给阿塞拜疆带来了负面影响，2017年财政赤字率为1.7%。但随着2018年前三季度原油价格上行和汇率趋近稳定，其财政状况有望改善；2017年亚美尼亚政府负债率为53%，略低于阿塞拜疆，但由于财政收入基础较为薄弱，其一般政府债务/财政收入高达252%，较其他两国高出近100个百分点。同时，大量无收益且高风险的国营企业还给亚美尼亚政府带来高额的或有负债。此外，亚美尼亚的财政赤字率也高于其他两国，2017年达到4.8%。财政指标表现偏弱以及债务负担较为沉重，致使亚美尼亚政府的偿债风险相对偏高。

图38: 2011-2017年南高加索国家汇率变化



数据来源: IMF.

南高加索地区各国的汇兑风险差异明显，阿塞拜疆为低汇兑风险国家，而格鲁吉亚和亚美尼亚汇兑风险为很高。具体来看，阿塞拜疆政府外币债务占比较低，2017年仅为42%，且外汇储备对外债的覆盖率较高，汇兑风险低于其余两国，但需关注政府干预可能会在其货币失稳情况下导致汇率市场失衡；格鲁吉亚和亚美尼亚政府外币债务相对较高，2017年占总债务的比重分别为79%和82%；两国外债总额占GDP的比重在2017年也分别高达113%和91%，加之外汇储备对外债的覆盖率较低，汇兑风险均很高，但较为稳定的汇率可使两国汇兑风险在一定程度上有所缓和。

银行系统风险方面，三国均具有高度集中且高度美

元化的特点，整体风险偏高，但资产质量和资本充足情况的主要指标表现较为稳定。需关注阿塞拜疆的不良贷款率，在2017年高达10%。此外，阿塞拜疆银行系统还持续受到货币贬值的影响，整体风险高于其他两国。

图39: 2016-2017年南高加索地区政治稳定性、政府效率和国际竞争力



数据来源: IMF.

南高加索国家的政治风险整体偏高，但差异仍存。其中，格鲁吉亚在打击贪腐、提升法治和监管质量以及改善政府效率方面取得了一定成效。虽然目前格政府正在进行的宪法改革致使其政治稳定性面临一定挑战，但对经济平稳运行的影响预计有限，政治风险略低于其余两国；亚美尼亚和阿塞拜疆的政治风险主要来自较差的贪腐治理以及偏低的政府运行效率。同时，两国间长期存在的纳戈尔诺-卡拉巴赫冲突（纳卡冲突）还使得亚美尼亚和阿塞拜疆面临较高的地缘政治风险。此外，亚美尼亚由于政权更替而引发的政治危机也是其政治风险整体偏高的原因之一。

展望2018-2019年，由于外需增加、区域经济复苏以及大宗商品价格上涨，预计阿塞拜疆和格鲁吉亚的经济增长将有所回升，而亚美尼亚的经济增速预计略有放缓但依旧保持稳定。此外，南高加索地区的财政指标预计将全面改善。具体来看，随着汇率的稳定和外汇储备增加，阿塞拜疆的财政将会受益于高油价和非石油经济的发展，而亚美尼亚将会建立全新的财政框架；鉴于格鲁吉亚政府将采取较为中性的财政政策和此前财政整顿的承诺，预计其财政指标将会保持稳定，但经营困难的国有企业将持续对公共财政造成不利影响。银行系统方面，由于该地区国家银行系统普遍存在高度美元化的问题，三国仍将面临较高的外部风险。分国家来看，格鲁吉亚和亚美尼亚的银行系统将保持稳定，预计将有更高的信贷增长为经济发展提供支持；而阿塞拜疆自2015年开始的本币持续贬值将使银行系统持续承压，风险相对较高。政治风险方面，虽然亚美尼亚和阿塞拜疆间的纳卡冲突短期内难以得到解决，但亚美

尼亚的政治危机有望在2019年解除。而格鲁吉亚的选举结果会在2018年晚些时候宣布，预计不会对政治稳定构成威胁。综上，未来两年南高加索地区的国家风险预计会呈缓慢下行趋势。

中亚地区

图40: “一带一路”沿线中亚地区2017年国别风险地图



表 9: 中亚地区 2017 年国家风险分布

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
乌兹别克斯坦	41.75	10.42	44.03	59.41	18.33	64.00
哈萨克斯坦	42.11	20.63	34.42	43.97	66.67	55.00
塔吉克斯坦	52.45	26.98	45.12	61.40	61.67	72.00
土库曼斯坦	54.28	29.17	50.39	63.73	54.44	75.00
吉尔吉斯斯坦	65.14	42.08	72.25	62.57	73.89	73.00
中亚地区	51.14	25.86	49.24	58.21	55.00	67.80



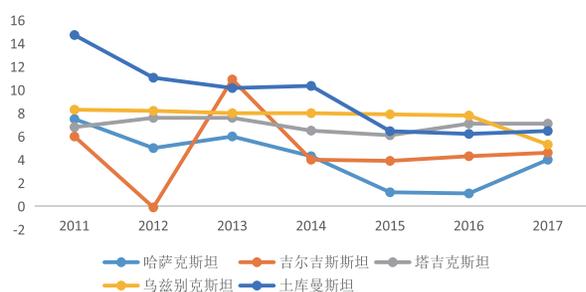
表 10: 中亚地区 2017 年国家风险变化

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
乌兹别克斯坦	↑0.85	↑8.33	↑6.51	→0.00	↓11.67	↓6.00
哈萨克斯坦	↓5.24	→0.00	↓7.91	↓1.43	↓15.56	↓1.00
塔吉克斯坦	↓5.80	↓6.03	↓7.60	↑1.83	↓21.11	→0.00
土库曼斯坦	↑2.04	↑4.17	↓0.93	↑4.31	→0.00	↑4.00
吉尔吉斯斯坦	↓1.16	↓8.33	↑0.31	→0.00	→0.00	→0.00
中亚地区	↓1.86	↓0.37	↓1.92	↑0.94	↓9.67	↓0.60

中亚位于欧亚大陆的中心位置，在世界文明史上曾经长期扮演着欧亚大陆东西方文明交往桥梁的重要角色，是古代丝绸之路的必经之地；由于区域内丰富的矿产、能源及重要的地理位置，在近代又转变为大国博弈角逐的舞台。中亚五国的经济发展偏重原料出口，因此经济波动与原油价格及俄罗斯经济发展状况密切相关，俄罗斯一直是中亚五国的主要产品进口来源国和重要出口目的地，中亚五国偏重原料出口的经济模式与俄罗斯形成了紧密的依赖关系。2017年以来，随着国际宏观经济形势好转、原油价格回升迹象显现、俄罗斯逐步走出经济衰退，中亚地区经济发展有所好转。哈萨克斯坦和塔吉克斯坦的改善情况最为明显，经济风险和财政债务风险水平有所下降，汇兑风险也随着汇率稳定及贸易向好呈现下降态势；乌兹别克斯坦在经济、行政、司法及外交领域进行了一系列改革，经济增速小幅下降、财政债务风险也有所上升，但国家风险水平仍稳定；此外，土库曼斯坦和吉尔吉斯斯坦经济运行相对平稳。

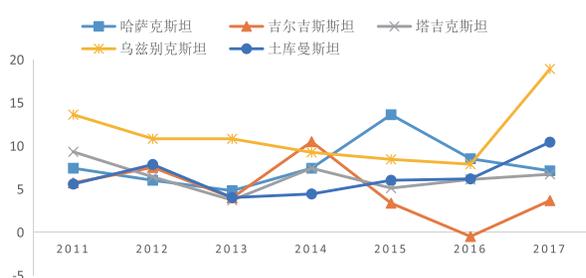
从“一带一路”范围来看，中亚地区的国家风险整体仍然处于中等偏高水平，其中，乌兹别克斯坦和哈萨克斯坦的国家风险水平中等，塔吉克斯坦和土库曼斯坦的国家风险较高，吉尔吉斯斯坦的国家风险很高。从风险变动来看，哈萨克斯坦国家风险水平由高下降至中等，塔吉克斯坦由很高下降为高。

图41：2011-2017年中亚地区经济增长率（%）



数据来源：Moody

图42：2011-2017年中亚地区CPI增长率（%）



数据来源：IMF.

图43：2011-2017年中亚地区财政平衡/GDP（%）



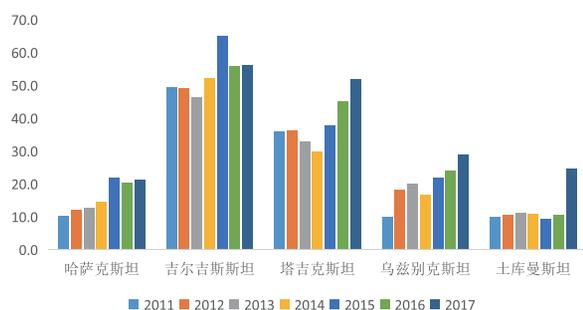
数据来源：IMF.

图44：2011-2017年中亚地区经常账户余额/GDP（%）



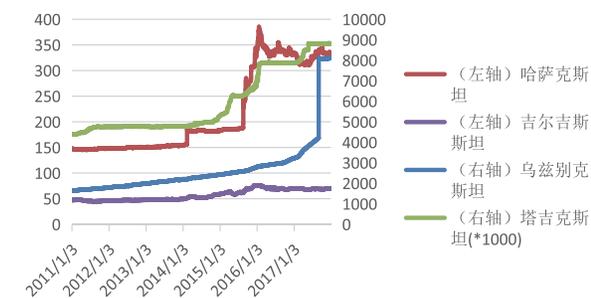
数据来源：IMF.

图45：2011-2017年中亚地区一般政府债务/GDP（%）



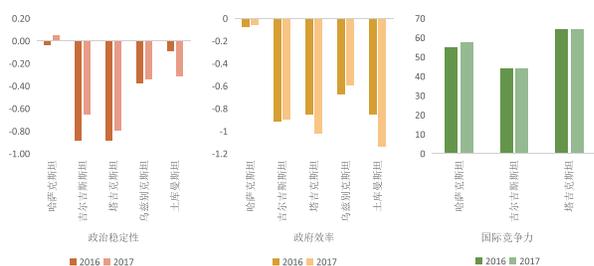
数据来源：IMF.

图46：2011-2017年中亚国家汇率变化



数据来源：IMF.

图47: 2016-2017年中亚地区政治稳定性、政府效率和国际竞争力



数据来源: IMF.

2017年以来, 哈萨克斯坦和塔吉克斯坦的国家风险水平均呈现下降态势。受益于石油价格上升、贸易活动增加及制造业景气度上升, 2017年哈萨克斯坦的经济反弹明显, 实际GDP增速为4%, 远远高于2016年的1.1%, 经济风险从中等水平下降至低水平; 强劲的出口增长带动经常账户逆差/GDP从2016年的6.5%下降至2017年的3.4%, 且汇率在经历过严重贬值后趋于稳定, 高汇兑风险得到缓解; 为增强银行业实力, 政府出资购买不良资产, 并提供资本支持, 导致财政支出有所增长, 但得益于财政收入的增长, 财务债务风险依然处于很低水平, 而银行风险仍处于很高水平。此外, 2017年哈萨克斯坦的政局较为稳定, 其政治风险从高水平下降至中等水平。受益于俄罗斯走出经济衰退, 2017年塔吉克斯坦的经济风险水平也有所下降, 其实际GDP增速为7.1%, 主要是得益于劳动移民汇款增长和出口改善; 财政赤字率从2016年的4.9%下降为2017年的2.5%, 财政债务风险也得到小幅下降; 经常账户长期呈逆差的状态也得到一定程度的缓解, 2017年其经常账户逆差/GDP占比为0.5%, 较2016年的5.2%呈现大幅下降, 带动高汇兑风险得到一定程度的缓解。

乌兹别克斯坦是中亚地区国家风险最低的国家, 2017年延续了中等风险水平。2016年9月, 乌兹别克斯坦的新任总统米尔济约耶夫上台, 完成最高权力的平稳过渡。2017年, 乌兹别克斯坦在经济、行政、司法及外交领域进行了系列改革, 其中经济领域改革包括放开价格管制、削减关税、启动国有企业结构性改革、赋予中央银行更大的独立性等, 以及产生重大影响的外汇政策改革。此前, 乌兹别克斯坦为保证汇率的相对稳定, 一直采用行政措施对汇率实施积极干预, 造成国内正规外汇交易市场发展缓慢。2017年9月5日, 米尔济约耶夫签发总统令, 在乌兹别克斯坦全境内

取消外汇汇兑管制政策, 所有法人和自然人均可自由兑换外币。这一政策的实施直接导致乌兹别克斯坦的本币苏姆大幅贬值, 2017年末美元兑苏姆汇率为1: 8,120, 较2016年末1: 3,231的汇率水平贬值近150%; 受货币因素的影响, 乌兹别克斯坦国内的通胀水平也大幅上升, 2017年末其CPI为18.9%, 远远高于2016年末的7.9%。在改革背景下, 2017年乌兹别克斯坦的实际GDP增速为5.3%, 低于2016年的7.8%, 经济风险小幅上升但仍处于中等水平; 财政平衡由盈余转为赤字, 赤字率为1.72%, 财政债务风险小幅上升但仍处于很低水平; 外汇政策改革一定程度上也促进了乌兹别克斯坦的对外出口, 其经常账户顺差的GDP占比得到大幅改善, 由2016年的0.75%上升为3.71%, 相应的, 汇兑风险从低水平下降到很低水平。此外, 乌兹别克斯坦的政治风险和银行风险仍处在很高水平, 随着国内改革的进一步实施和效果显现, 其风险水平有望下降。

土库曼斯坦和吉尔吉斯斯坦的国家风险水平相对稳定。具体来看, 受益于石油天然气出口增长、进口替代和扩张性信贷政策的支持, 2017年土库曼斯坦的经济维持平稳增长, 实际GDP增速为6.47%, 略高于2016年的6.22%; 但货币扩张导致通货膨胀率上升至10.42%, 大幅高于2016年的6.17%, 其经济风险仍处于高水平; 政府预算的增加导致其财政支出增加, 财政赤字率从2016年的2.35%上升至2017年的2.81%, 财政债务风险有所上行但仍然维持在低风险水平; 出口贸易得到改善, 经常账户逆差有所收窄, 但仍面临高汇兑风险。此外, 土库曼斯坦的政治风险和银行风险水平仍然很高。在中亚地区, 吉尔吉斯斯坦的国家风险仍然处于很高水平, 是风险最高的国家。2017年以来, 受益于黄金产量增加、劳动移民汇款增长及主要贸易伙伴的经济复苏, 吉尔吉斯斯坦的经济实现了温和复苏, 实际GDP增速为4.6%, 略高于2016年的4.3%, 经济风险仍处于很高水平; 财政赤字率从2016年的4.4%收窄至2017年的3.2%, 财政债务风险在一定程度上得到缓解, 从高水平下降至中等水平; 同年10月, 吉尔吉斯斯坦完成总统权力和平交接, 表明其政治局势呈现逐步稳定迹象, 但政治风险仍处于很高水平; 此外, 吉尔吉斯斯坦的对外偿付和银行业依然薄弱, 面临很高的汇兑风险和银行风险。

展望2018-2019年, 中亚地区经济发展前景高度依赖于原油价格的波动趋势。未来两年的原油价格走势将面临更大的不确定性, 一方面, 美国对伊朗的制裁以及中东地区错综复杂的地缘局势是带动油价继续上行的主要动力; 而另一

方面，下行压力也来自于贸易争端可能引致的全球需求下滑以及美国页岩油供应增加等因素。总体来看，2019年原油价格将在与2018年均价可比的基础上呈现更大的波动性。与此同时，中亚地区主要贸易伙伴俄罗斯的经济对抵御大宗商品价格波动和制裁的能力逐步增强，有望延续平稳增长势头，有利于中亚地区经济发展和对外贸易的持续改善，缓解经济风险、财政债务风险及汇兑风险；但是，在美联储货币政策收紧及全球贸易保护主义升温的普遍影响下，部分国家可能面临新一轮的资本流出、汇率波动和利率上行。与此同时，由于经济增长得益于大宗商品价格的回暖，部分国家内部结构性改革的进程有所延迟，叠加普遍基础较为薄弱的私人部门和银行系统，中亚国家抵御外部冲击的能力仍有待持续增强。此外，2018年以来，毗邻中亚的中东地区、俄罗斯的地缘政治风险上升，地区反恐形势日趋复杂。

东南亚地区

图48：“一带一路”沿线东南亚地区2017年国别风险地图

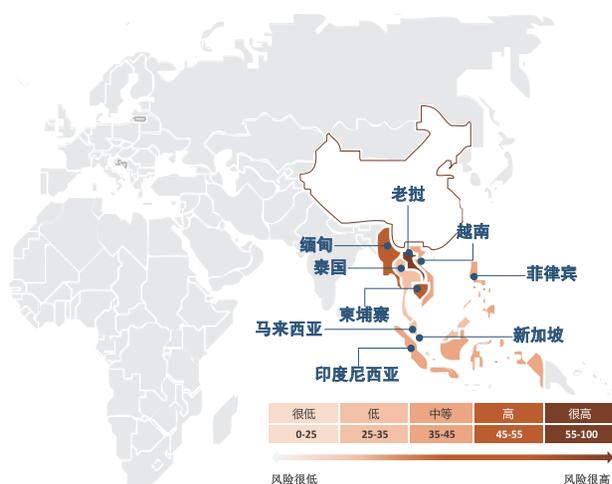


表 11: 东南亚地区 2017 年国家风险分布

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
新加坡	10.90	1.59	20.00	7.20	0.00	25.00
马来西亚	26.60	50.79	5.43	31.80	29.44	34.00
泰国	27.04	9.84	15.04	52.00	15.00	32.00
印度尼西亚	36.02	34.92	17.36	44.40	51.67	45.00
菲律宾	37.86	37.14	17.36	60.33	33.89	39.00
越南	40.31	42.86	33.64	46.90	29.44	53.00
缅甸	49.61	33.75	42.95	56.67	57.78	60.00
柬埔寨	51.15	29.21	53.49	53.80	57.22	60.00
老挝	55.17	69.58	41.86	44.07	85.00	62.00
东南亚地区	37.18	34.41	27.46	44.13	39.94	45.56

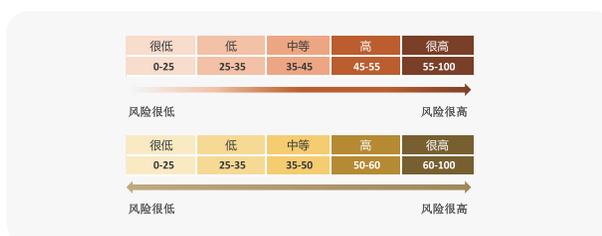


表 12: 东南亚地区 2017 年国家风险变化

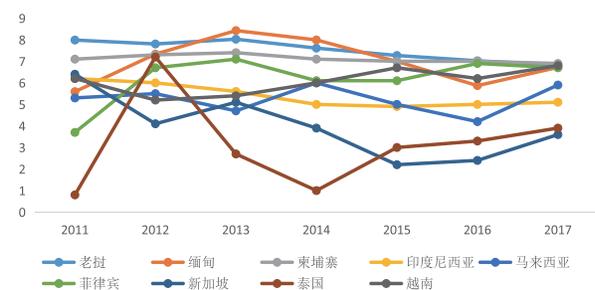
	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
新加坡	↓0.18	↓1.59	↓0.16	→0.00	→0.00	↑1.00
马来西亚	↓0.26	→0.00	↓1.09	↑1.83	↓3.89	↑1.00
泰国	↓0.83	↑4.76	↓4.50	→0.00	→0.00	↓2.00
印度尼西亚	↓1.87	↑3.17	↓2.17	↓4.67	→0.00	↓3.00
菲律宾	↑1.15	↓3.17	→0.00	↑6.10	→0.00	↓2.00
越南	↓0.68	→0.00	→0.00	↑1.83	↑1.11	↓3.00
缅甸	↓1.27	↑3.75	↓6.51	↓4.31	↑9.44	→0.00
柬埔寨	↓0.18	↑14.60	↓4.34	↑1.83	↓2.78	↓1.00
老挝	↑0.15	↑2.50	↑1.09	↓1.83	→0.00	→0.00
东南亚地区	↓0.44	↑2.67	↓1.96	↓0.73	↑0.43	↓1.00

东南亚地处亚洲和大洋洲、印度洋和太平洋的“十字路口”，自古与我国贸易往来密切，文化上也存在较强的共通性，是“21世纪海上丝绸之路”的重要枢纽，也是“一带一路”战略的重点投资区域。东南亚地区多为以出口为导向的外向型经济体，美国、欧盟作为该地区传统的出口目的地在其出口份额中占有较高比重，中国对于该地区贸易发展的重要性也日趋加强，因此国际贸易环境的变化以及全球主要经济体经济表现对该地区出口乃至经济增长具有较强影响。此外，来自上述地区的外商直接投资也是东南亚国家保持经济增长、维持国际收支平衡的重要因素，因此国际金融市场稳定性对该地区国家维持汇率稳定、控制汇兑风险，乃至确保宏观经济平稳运行也具有重要意义。

2017年，除菲律宾由于国内武装冲突致使政治稳定性受到一定威胁外，东南亚地区国家风险整体呈现稳中向好趋势。其中经济表现最为亮眼，在内外需求共同带动下，报告覆盖国家2017年平均GDP增长率达到5.8%，较2016年提升0.5个百分点。此外，部分国家银行系统风险有所下降、国内及地缘政治局势趋于缓和，汇兑风险也整体保持稳定。但与此同时，由于基础设施建设投资、社会公共领域支出增加等原因，包括印尼、泰国、缅甸、柬埔寨等在内的东南亚国家财政赤字及债务率等指标有所恶化，财政债务风险出现不同程度上升。从国家风险整体得分来看，2017年东南亚国家风险等级较上年均未发生变化：新加坡

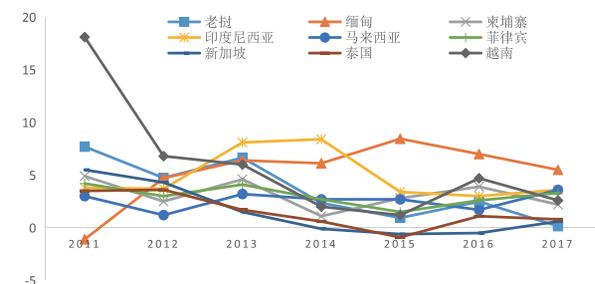
国家风险仍然很低，马来西亚、泰国属于低风险国家，印度尼西亚、菲律宾、越南属于中等风险国家，缅甸、柬埔寨为高风险国家，老挝国家风险为很高。

图49: 2011-2017年东南亚国家实际GDP增长率 (%)



数据来源: Moody

图50: 2011-2017年东南亚国家CPI增速 (%)



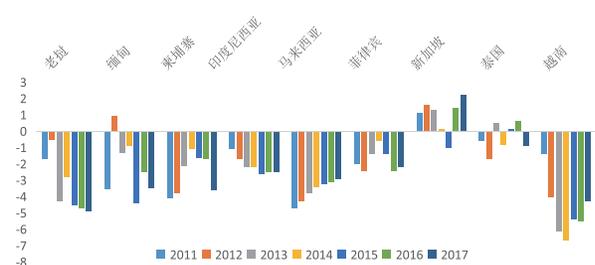
数据来源: IMF.

图51: 2011-2017年东南亚国家经常账户余额/GDP (%)



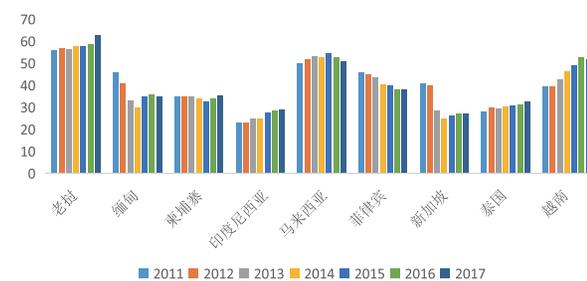
数据来源: IMF.

图52: 2011-2017年东南亚国家财政平衡/GDP (%)



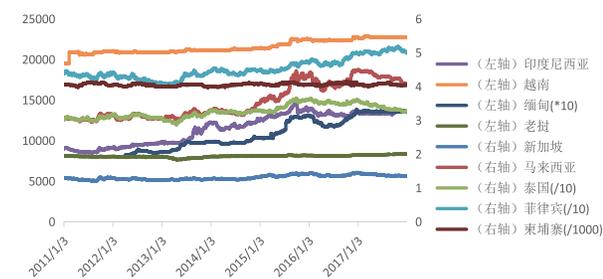
数据来源: IMF.

图53: 2011-2017年东南亚国家一般政府债务/GDP (%)



数据来源: Moody

图54: 2011-2017年东南亚国家汇率变化



数据来源: IMF.

图55: 2016-2017年东南亚地区政治稳定性、政府效率和国际竞争力



数据来源: IMF.

具体来看，新加坡作为东南亚地区唯一的发达国家，是“一带一路”沿线国家风险水平最低的国家。在全球经济复苏的背景下，以电子产品出口为代表的外贸部门增长迅速，带领新加坡经济走出疲态，2017年GDP增速达到3.6%，较2016年显著提高1.2个百分点。外贸部门扩张的外溢效应进一步传导至国内就业市场以及私人消费领域，整体通胀水平两年来首次由负转正，达到0.6%。此外，由于财政收入超预期完成，新加坡财政状况在2017年进一步改善，财政盈余占GDP的比重由2016年的1.4%提升至2017年的2.2%，债务负担率也略有下降。银行系统风险、汇兑风险以及政治风险等指标则维持在相对稳定水平，因

此，新加坡2017年国家风险水平略有下降。

马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾以及越南五新兴市场国家中，除菲律宾外，国家风险在2017年均不同程度改善，其中以印度尼西亚表现最为突出。持续快速的经济增长以及相对稳定的宏观环境使得该地区国家受到国际资本青睐，庞大的外资流入加之发达国家进口需求上升为马来西亚、泰国、印尼、越南等外向型经济体提供有力支撑，上述国家在2017年分别实现5.4%、4.0%、5.2%和6.7%的GDP增速，经济风险均有不同程度下降。出口及外部投资的回暖同时给东南亚国家汇兑风险带来改善，其中以马来西亚最为显著。2017年马来西亚经常账户余额占GDP的比重同比上升0.4个百分点至3.0%，外汇储备规模也有小幅扩张。此外，由于私人部门持有的外币资产规模庞大，加之约1/3的外债是以林吉特计价，虽然外债规模仍然较高，但汇兑风险整体可控。2017年，泰国、印尼、越南、菲律宾等国的银行系统风险随着不良贷款率及资本充足情况的改善均有所缓解。其中，印尼银行系统风险改善最为明显。印尼银行体系的资本充足率达到23.2%，高于东南亚同等发达水平国家；银行系统整体盈利性较强，系统内部流动性充足，不良贷款率在经历2014-2016年的迅速攀升后稳定在3.0%的水平，但关注类及重组类贷款持续上升，仍需保持关注。为提振国内需求、加强基础设施建设，2017年泰国政府支出力度有所加大，致使其财政平衡由正转负、债务负担小幅上升，财政风险得分随之下降。但由于泰国政府财政治理框架清晰、管理运行状况良好，且债务结构较为合理、外债占比较低，充足的国内储蓄也能够为政府融资提供保障，因此泰国的财政债务风险依然很低。印尼财政赤字虽与上年持平，但由于其财政收入基础薄弱，债务/财政收入由2016年的225.9%扩张至2017年的237.9%，利息支出也有小幅上升，偿债能力有所减弱，加之对外部融资较为依赖，超过40%的政府融资以外币计价，使得其面临较高的汇率波动风险。印尼财政风险的小幅上升部分平衡了经济、银行等方面风险的改善，国家风险整体有所下降。2017年东南亚各国均未举行涉及政府更替的选举，政坛总体保持稳定。但在非传统安全领域，东南亚多国仍面临极端宗教组织与恐怖主义的威胁——在印尼、泰国、马来西亚等地呈现隐性特征，在菲律宾南部马拉维则表现为激烈的武装对抗，致使该国政治稳定性受到严重影响，国家风险小幅上升。

缅甸、柬埔寨、老挝仍是东南亚地区风险较高的三个

国家，但国家风险在2017年总体保持稳定。在外商直接投资以及政府对基础设施建设等领域支出的刺激下，2017年缅甸、柬埔寨、老挝分别实现6.7%、6.8%以及6.9%的GDP增速，领跑东南亚地区。持续快速的经济增长为上述三国经济表现提供了支撑，但由于其经济结构普遍较为单一、人均收入偏低，且对外部投资较为依赖，经济的抗冲击能力相对较弱。与此同时，基础设施建设领域投资的加大也给缅甸、柬埔寨、老挝的财政债务风险带来不同程度的负面影响。其中，柬埔寨财政债务风险恶化最为显著，财政赤字由2016年的1.7%扩张至3.6%；老挝由于财政收入不及预期，以及与“一带一路”相关的资本支出增加，财政赤字及债务率分别达到4.9%和62.7%，同比分别上升0.2%和4.4%。此外，由于外币债务占老挝公共部门债务约80%，财政收入的下滑将对其偿债能力造成不利影响。2017年缅甸、柬埔寨、老挝三国的银行系统风险也依然偏高。具体来看，缅甸银行系统盈利性整体较差，部分国有银行及具有系统重要性的私人银行存在资金缺口；柬埔寨银行系统监管薄弱，虽然目前银行系统不良贷款率为2.5%，但由于缺乏对贷款及资产类别的明确界定，其银行资产质量存在被高估的可能；老挝银行系统中美元贷款占比较高，外币信贷的扩张已经超过其本币贷款增长，导致银行系统资产负债表币种错配情况加剧。此外，柬埔寨、老挝汇兑风险维持高位，缅甸由于基础设施建设相关进口大幅上升，经常账户赤字占GDP的比重由3.9%升至5.3%，汇兑风险相应从较高升至很高。

展望2018-2019年，在全球货币政策趋紧、油价在较高水平波动、贸易战乌云笼罩，以及地区政治局势的不确定等多重因素共同作用下，东南亚地区多国整体风险有所上升。2018年以来，美国各项经济指标持续向好，美联储加息进程加快，美元随之走强。在此背景下，国际资本风险偏好出现转向，新兴市场国家普遍面临资本外流及汇率贬值压力。印尼外币债务占比较高、菲律宾经常账户赤字持续扩张，致使两国在东南亚国家中货币贬值最为严重。2018年前9个月，印尼盾和菲律宾比索兑美元汇率分别下跌超过10%和7%，，本币大幅贬值迫使两国央行年内多次加息，以维护国内金融市场稳定。此外，汇率大幅贬值叠加石油价格上涨，还致使菲律宾国内通胀持续上升，市场利率随之走高，引发资本外流。虽然国内基础设施建设投资仍将支撑两国经济快速增长，但印、菲两国宏观经济稳定性及汇兑安全短期内仍将面临国际金融市场波动带来的

挑战；新加坡、马来西亚和泰国由于国际收支基本情况较好、外汇储备较为充足，在此轮货币危机受到的冲击相对较小。2018-2019年东南亚地区面临的另一下行风险来自日益严峻的国际贸易形势。虽然随着主要发达经济体经济复苏，以电子产品为代表的出口贸易为各国经济提供了支撑，但在全球贸易摩擦不断的紧张局势下，该地区出口仍面临下行压力。以越南为例，由于贸易额占其GDP的比重约为200%，经济对全球贸易环境变化较为敏感，贸易保护主义加剧以及中国经济增速放缓将成为越南面临的主要下行风险。除上述东南亚国家普遍面临的外部风险外，马来西亚在2018年举行了总统大选，由于新政府执政时间较短，各项政策面临一定不确定性。印尼和泰国则计划在2019年举行大选，需持续关注选举议程的推行情况，以及大选给两国经济、政治局势可能带来的影响。

南亚地区

图56：“一带一路”沿线南亚地区2017年国别风险地图



表 13: 南亚地区 2017 年国家风险分布

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
印度	41.89	72.38	14.88	52.23	43.33	44.00
孟加拉国	46.18	46.03	30.70	62.57	36.67	58.00
斯里兰卡	54.11	83.81	46.36	44.17	63.89	48.00
巴基斯坦	59.46	77.14	36.12	73.67	65.00	52.00
南亚地区	50.41	69.84	32.02	58.16	52.22	50.50

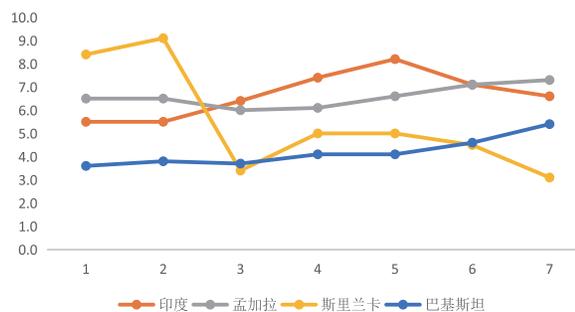


表 14: 南亚地区 2017 年国家风险变化

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
印度	↓0.00	→0.00	↓2.02	→0.00	↑6.67	↓4.00
孟加拉国	↓0.04	↓3.17	↓1.09	↓1.00	↑7.78	↓1.00
斯里兰卡	↓0.72	↑1.59	↓2.79	↑1.00	↓2.78	→0.00
巴基斯坦	↓1.20	→0.00	↓2.95	↓6.00	↑10.56	↓1.00
南亚地区	↓0.44	↓0.40	↓2.21	↓1.50	↑5.56	↓1.00

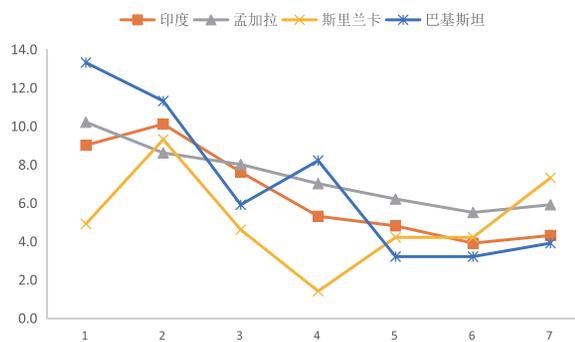
南亚地区作为“一带一路”构想中互联互通的中继站和海陆交汇地带，作为孟中印缅经济走廊以及中巴经济走廊的直接所在地，依托重要的地理位置、丰富的人力资源及广阔的市场空间，在“一带一路”战略中占有重要地位。综观2017年整体表现，南亚四国依然是“一带一路”沿线国家中整体风险偏高的区域。印度在南亚地区中国国家风险最低，属于“一带一路”沿线的中等风险国家。孟加拉国风险表现略逊于印度，斯里兰卡次之，均属于高风险国家。巴基斯坦各分项风险均较高，是“一带一路”沿线风险最高的国家之一。

图57: 2011-2017年南亚地区经济增长率(%)



数据来源: Moody

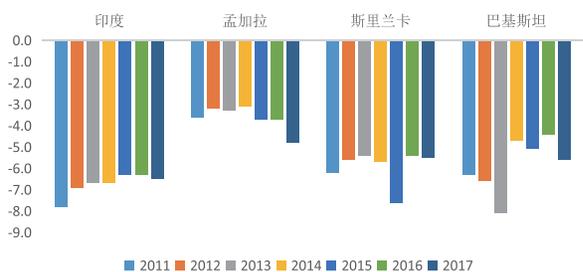
图58: 2011-2017年南亚地区CPI增长率(%)



数据来源: IMF.

近年来因其不断上升的国内需求和良好的投资环境，南亚地区成为全球经济增长速度最快的地区之一。从经济风险的角度来看，制约该地区发展的主要因素除了基础设施薄弱、人均收入偏低外，自然灾害对农业及经济运行的影响也不容忽视。2017年，尽管不同程度地受到了洪水及干旱等自然灾害的影响，南亚地区国家普遍仍维持了较高的经济增速，平均达到5.6%。废钞令及税制改革阶段性抑制了印度的经济增长，2017年实际GDP增速下降至6.7%。但2018年以来其负面影响已逐渐消退，2018年前两个季度经济增速达到7.7%和8.2%，实现了快速反弹。在持续改革的推动下，印度中长期经济前景较为乐观。2017年洪水及干旱等自然灾害严重冲击了斯里兰卡的农业生产，公共和私人消费下降，与食品有关的进口显著增加，2017年斯里兰卡实际GDP增长率下降至3.1%。与此同时，IMF基金援助计划推动了包括国有经济、能源定价在内的一系列改革，如果能够稳定推进，将显著提升斯里兰卡经济的抗冲击能力。尽管净出口显著下降，但受益于IMF三年改革的落实，以及中巴经济走廊对投资的显著拉动，巴基斯坦在2017年依然迎来了更快的经济增长，实际GDP增长率由2016年的4.6%增长至2017年的5.4%。成衣加工业的快速发展推动孟加拉国实现了连续十年平均6%的经济增长，成为南亚地区表现最为稳定的国家。

图59：2011-2017年南亚地区财政平衡/GDP (%)



数据来源：IMF。

图60：2011-2017年南亚地区经常账户余额/GDP (%)



数据来源：IMF。

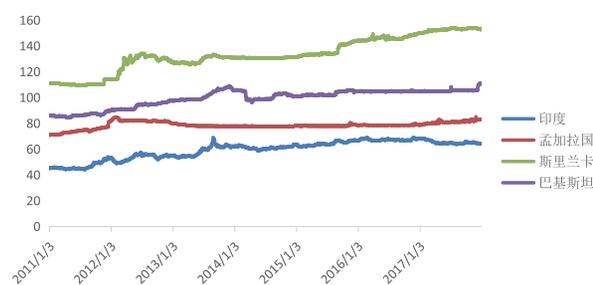
图61：2011-2017年南亚地区一般政府债务/GDP (%)



数据来源：IMF。

南亚地区财政债务风险一直较为突出，财政赤字率长期偏高，2017年平均达到5.6%，较2016年进一步增长；债务负担较重，2017年平均债务负担达到60.3%；绝大多数国家财政收入基础薄弱，对外部融资的依赖度较高。其中孟加拉国的整体财政状况相对稳健，债务负担不足30%，且多边、双边机构的优惠借款占比较高，借款成本较低，偿债压力较小。近年来持续推进的财政整顿使得印度财政赤字及债务负担处于相对稳定水平，对于公共债务的削减成为改善印度财务状况的核心因素。尽管财务整顿的进度相对缓慢，斯里兰卡2017年财政状况基本保持稳健，居高不下的公共债务和政府巨大的融资需求仍是其面对的主要风险；日益增加的基础设施支出需求持续推升了巴基斯坦的财政支出，相较于极其薄弱的财政收入基础，使得巴基斯坦的财政赤字和债务负担均处于攀升过程中，同时这种趋势将在未来两年内得到延续。

图62：2011-2017年南亚国家汇率变化



数据来源：IMF。

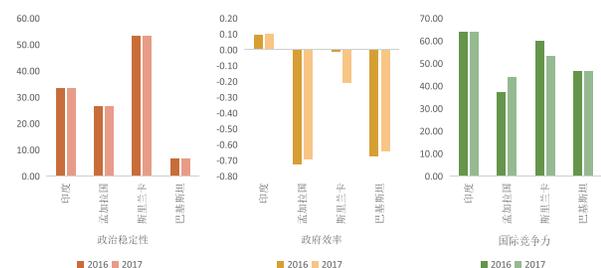
南亚地区另外一个主要特征表现在对外部冲击的抵抗能力相对较差，部分国家汇兑风险相对较高。对能源进口的依赖使得南亚国家常年处于经常性账户逆差，且明显高于新兴市场国家平均水平。较高的债务负担加上国内不发达的融资市场，导致对外部融资的依赖性较强，从而容

易受到外部市场变化的冲击，其中斯里兰卡、巴基斯坦表现的最为突出，且在2017年呈现出明显恶化的迹象。受原材料、食品进口增长的影响，斯里兰卡2017年经常账户赤字占比由2016年的2.1%扩大到2.6%，来自西班牙托塔港的租赁收入推升净国际储备小幅扩大至80亿美元，但仅能支付3.6个月的进口需求，无法覆盖2018年即将到期的外债。2017年汇率表现基本稳定，但2018年已开始经历新一轮的贬值。综合来看，由于外债规模相对较高，同时外汇储备不足，对外部市场融资较为依赖，在美元升值、全球流动性日益收紧的背景下，容易受到外部市场变化的冲击，引发汇率的波动，是“一带一路”沿线国家中汇兑风险最高的国家之一。2017年以来，大规模基础设施建设及能源价格上涨带动巴基斯坦进口快速增长，而出口缓慢下滑、外劳汇款增速放缓，导致巴基斯坦经常性账户逆差占GDP比重由2016年的1.7%快速扩大至4.1%。与此同时，外债迅速攀升，外汇储备大规模缩水，至2018年5月仅约10亿美元，较2016年的峰值下降了近40%，仅能覆盖约2个月的进口，偿还外债也面临压力。为了应对外部失衡，巴央行于2017年12月开始主动进行了连续三轮的货币贬值，至2018年7月累计贬值幅度达到15%，但收效并不明显，目前巴基斯坦已向IMF提出新一轮援助请求。孟加拉是南亚国家中汇兑风险最小的国家。尽管2017年外劳汇款有所下降，出口增长放缓同时进口显著增长，但得益于外资流入的稳定增长，孟加拉外汇储备进一步增长至340亿美元，为其抵御外部风险提供了有力支撑。同样受到能源进口增长的影响，印度2017年经常账户赤字有所恶化，从2016年的0.7%下降至2017年的1.5%，结束了此前持续改善的趋势。但依旧强劲的境外投资及外汇储备回升进一步为其应对外部风险提供支撑，汇兑风险可控。

南亚地区金融市场普遍发展不够充分，银行系统资本充足水平、资产质量、盈利能力等方面总体表现较差，风险偏高。印度银行系统风险较低，风险主要源自坏账规模上升和银行利润下跌，使得其抗极端信贷冲击的能力有所下降。孟加拉银行的不良资产率依然居高不下，其中特别是国有银行的问题更为严重，其NPL接近30%，同时资本充足率仅为5.6%，其中一半甚至达不到监管要求的水平。孟加拉国有银行薄弱的风险管理水平亟待进一步强化，否则将会影响银行整体资源配置的效率，显著抬升或有负债规模。斯里兰卡银行系统表现较为稳定，尽管2017年整体信贷规模增长较快，但资本充足率稳定于

15.2%，不良资产拨备覆盖率提高至70%。巴基斯坦银行系统风险中等。截至2017年底，银行系统的一级和整体资本充足率分别为12.9%和15.8%，不良贷款率在过去5年中虽有显著改善——已从2014年的12.3%降至2017年的8.4%，但由于其国内GDP增长放预计将有所放缓，加之利率预计大幅上升，银行系统资产质量或将有所下降。

图63：2016-2017年中亚地区政治稳定性、政府效率和国际竞争力



数据来源：IMF。

南亚地区各国国内政党纷争不断，地区恐怖事件频发，加上地缘政治形势一直错综复杂，区域政治风险水平始终较高。2017年除巴基斯坦面临的地缘政治风险有所改善外，整体变化不大。同时，由于区域内国家近年内普遍面临政治换选，为地区改革及政策延续性再添不确定性。印度将于2019年5月迎来大选，由于上一轮经济改革目标尚未达成，同时近两年的经济增速显著下降，莫迪及其领导的印度人民党也将面临较大的考验，大选前的政策重心将主要聚焦于现有改革的延续，同时，出于安抚选民的需要，未来两年的财政支出也将面临一定压力。孟加拉国第11次全国大选将于2018年12月开始，尽管近期未出现规模较大的抗议和暴力事件，但持续的政治紧张局势依然延续，同时伴随着大选的临近而加剧。此外，孟加拉国同时也面临着恐怖袭击的风险。斯里兰卡自2015年由统一人民自由联盟和统一国民党组成联合政府以来，政治摩擦不断，其政府效率也由2016年的-0.01下降至2017年的-0.21。3月，包括统一人民自由联盟在内的议会少数党派，联合提交了对维克勒马辛哈的不信任案，要求议会弹劾总理。10月，斯里兰卡总统西里塞纳解除维克勒马辛哈总理职务，并宣布拉贾帕克萨出任下一任总理，但维克勒马辛哈表示仍需等待议会的投票。在2020年新一轮大选来临之前，预计斯里兰卡两党之间的摩擦仍将延续，从而不利于斯国的政策及改革的延续性，对其投资环境也将

带来较大的不确定性。巴基斯坦于2018年7月举行了国民议会选举，正义运动党成为国民议会第一大党，党魁伊姆兰·汗出任新一届政府总理，打破了巴基斯坦延续十余年的政治格局。但不同党派之间错综复杂的矛盾依然存在，巴未来的政治稳定性依然面临较大的不确定性，从而不利于改革及经济的稳定发展。

综上，2017年南亚地区各国整体风险与2016年相比基本保持稳定，季风雨季及干旱在不同程度上影响了各国农业的生产，在原油价格上涨的趋势下，进一步推升了各国的进口增长，使得各国经常账户表现有所恶化。与此同时，普遍性改革的正向效果正在逐步显现，从而不同程度地提升了南亚地区国家经济的抗冲击能力，叠加外部投资的持续涌入，推动各国经济实现了普遍的增长。然而，由于各项改革的进程依然较为缓慢，南亚地区较为薄弱的财政基础及银行系统积弊仍难以在短期内得到明显改观，对外资依赖性较高的现状依然存在，当外部流动性明显收紧，原油价格持续上涨及主要贸易伙伴经济出现下行时，斯里兰卡、巴基斯坦等国对外收支平衡均出现了显著恶化，不断上升的外债与快速消耗的外储加剧了汇率波动及对外偿付危机，使得其汇兑及财政债务风险快速上升。

展望2018-2019年，预计在内需和投资的带动下，南亚各国经济增长步伐均将进一步加快。同时由于气候状况好转，区域各国的农业生产有望得到恢复，从而一定程度上有助于通胀水平的稳定。财政整顿计划的推进，伴随经济的持续增长，将为南亚地区各国财政债务偿付能力提供支撑，但政治大选仍将普遍给财政预算的执行进程施加压力，从而不利于财政债务风险的改善。南亚各国经常账户逆差状况短期内预计难以改善，同时由于受到美元持续升值、全球流动性日益收缩的影响，外部融资收紧将使得斯里兰卡、巴基斯坦等国面临的外部失衡压力进一步加剧，汇率波动的风险依然较高，同时可能由于地区政治局势的不稳定而呈现阶段性加剧趋势。地区普遍面临的政治换届将显著增加区域政治的不确定性，抬升区域政治风险，从而进一步影响投资者信心。由于在全球产品价值链中的参与程度有限，全球贸易壁垒的上升对该地区的影响相对有限，未来对该地区影响更为重要的因素将是外部投资的持续流入、外部融资环境的收紧程度及自身改革的持续推进状况，而这些方面都将受到国内政治局势的不

确定性而面临较大的挑战。整体来看，印度和孟加拉国的综合国家风险相对较小，预计将保持基本稳定，而斯里兰卡和巴基斯坦相对风险较高，同时进一步下行的风险也较高，其中巴基斯坦由于已获取沙特及IMF的援助，外部失衡的风险已经得到一定程度的缓释。

中东地区

图64：“一带一路”沿线中东地区2017年国别风险地图

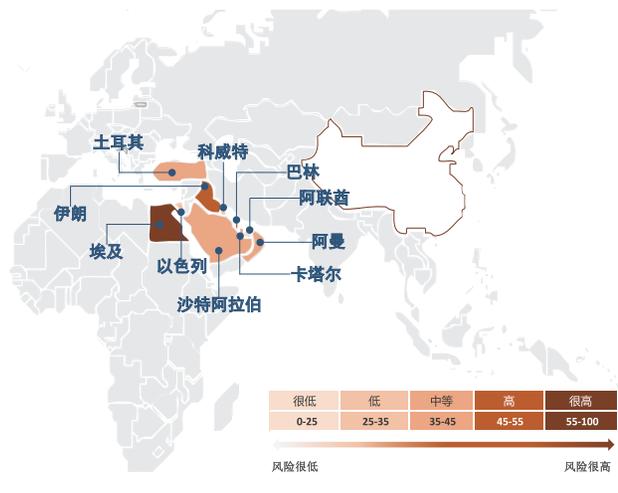


表 15: 中东地区 2017 年国家风险分布

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
阿联酋	23.36	11.11	27.91	24.80	20.56	28.00
以色列	27.48	29.21	6.36	52.87	15.56	30.00
科威特	32.76	0.00	35.66	50.60	17.22	43.00
卡塔尔	38.13	20.63	48.99	29.47	43.33	50.00
沙特阿拉伯	38.54	22.22	41.55	54.40	19.44	35.00
土耳其	43.01	9.52	18.91	67.97	72.78	46.00
阿曼	44.34	29.52	48.68	34.13	71.11	44.00
巴林	51.21	79.37	28.22	48.40	76.11	49.00
伊朗	52.98	38.75	51.01	74.07	21.67	64.00
埃及	58.58	86.35	37.67	61.20	71.11	53.00
中东地区	37.35	25.20	32.03	45.33	42.01	40.63



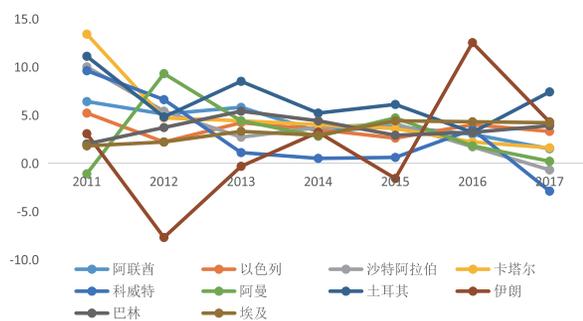
表 16: 中东地区 2017 年国家风险变化

	国家风险	财政债务风险	经济风险	政治风险	汇兑风险	银行系统风险
阿联酋	↓3.59	↓1.59	↓6.51	↑1.83	↓11.67	↓2.00
以色列	↑0.55	↑1.59	↑1.86	↓1.83	→0.00	↑3.00
科威特	↓4.72	→0.00	↑4.50	→0.00	↓37.78	↓4.00
卡塔尔	↓2.77	↓12.38	↑5.58	↑2.83	↓25.56	↑4.00
沙特阿拉伯	↓1.47	→0.00	↑9.61	↓1.83	↓23.33	↓3.00
土耳其	↑2.40	↑1.59	→0.00	↑3.67	↑7.78	↓1.00
阿曼	↓0.30	↑7.30	↓5.58	↓1.83	↑5.56	→0.00
巴林	↓0.11	↑3.17	→0.00	→0.00	↓3.89	→0.00
伊朗	↓1.15	↓4.58	↓1.86	→0.00	→0.00	↑1.00
埃及	↑0.57	↑1.90	↑4.96	↓3.23	↑1.11	↓4.00
中东地区	↓1.06	↓0.30	↑1.26	↓0.04	↓8.78	↓0.60

中东地区作为陆上丝绸之路和海上丝绸之路的交汇点，是“一带一路”建设的战略高地与核心经济走廊。中东地区是全球主要的原油生产和输出地，区域内多个国家为原油出口国，因此地区经济走势与原油价格波动关联性较高。2014年以来国际油价大幅下跌，对中东地区国家风险带来了显著影响，产油国经济增长明显放缓，财政实力显著恶化，对外贸易余额大幅下降。2017年在国际油价逐步回升的带动下，汇兑风险明显缓释，中东地区产油国国家风险整体水平有所下降。非产油国以色列和土耳其国家风险基本保持稳定。但中东地区地缘政治局势常年保持紧张态势，是扰动地区内国家风险的又一主要因素。持续6年多的叙利亚内战由于外来势力的干预变得国际化，虽然2017年叙利亚内战渐入尾声，但各方利益的争夺却仍在持续。沙特与伊朗在地区范围内展开全面竞争，卡塔尔断交风波、僵持不下的也门战争是其剪影之一。当前美俄在中东竞争激烈，中东再现两强相争的“新冷战”格局。

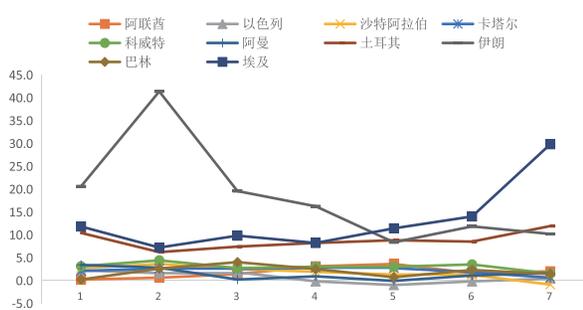
中东地区整体国家风险在“一带一路”沿线国家中处于中等偏高的水平，但分化也较为明显。阿联酋、以色列、科威特、卡塔尔经济发展水平较好，经济、财政实力较强，2017年国家整体风险水平较低，与2016年持平。阿曼的国家风险在2017年没有显著变化，仍处于中等水平。土耳其国家风险在2017年从中等上升至较高，巴林、伊朗和埃及国家风险则维持在较高水平，其中巴林和埃及财政、汇兑实力较弱，伊朗面临较高的地缘政治风险。

图65: 2011-2017年中东地区经济增长率 (%)



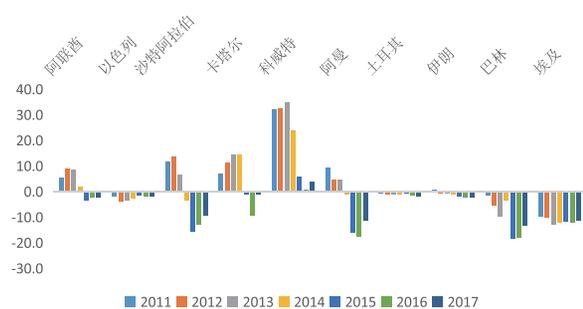
数据来源: Moody

图66: 2011-2017年中东地区CPI增长率 (%)



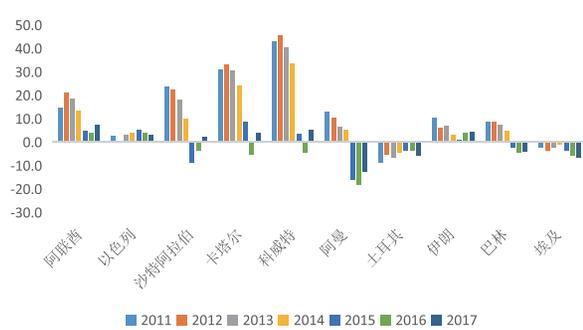
数据来源: IMF.

图67: 2011-2017年中东地区财政平衡/GDP (%)



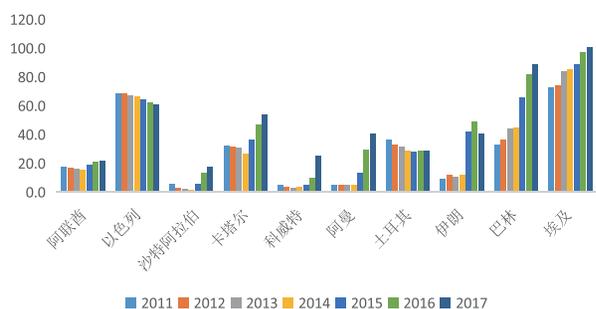
数据来源: IMF.

图68: 2011-2017年中东地区经常账户余额/GDP (%)



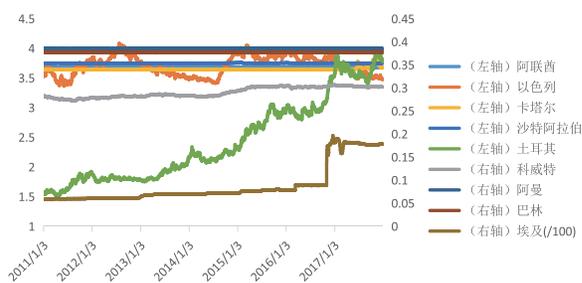
数据来源: IMF.

图69: 2011-2017年中东地区一般政府债务/GDP (%)



数据来源: Moody

图70: 2011-2017年中东国家汇率变化



数据来源: IMF.

图71: 2016-2017年中东地区政治稳定性、政府效率和国际竞争力



数据来源: IMF.

阿联酋、科威特、卡塔尔和沙特是地区内整体国家风险较低的产油国。2017年下半年国际油价回升明显，产油国财政实力较2016年有所好转，汇兑实力大幅改善，但经济表现不及2016年。阿联酋是中东地区国家风险最低的国家，2017年受石油限产协议的限制，经济增长主要由非石油领域增长驱动，就业扩张、政府支出增加以及主要贸易伙伴增速提升拉动经济，全年实际GDP增长率为1.5%，较2016年下降1.5个百分点。财政整顿力度小于预期，但阿联酋财政基础较好，财政赤字和债务负担均处于适度水平。汇兑风险方面，随着国际原油价格的上升，2017年阿联酋经常账户盈余从2016年的3.8%升至7.3%。银行系统

稳健，阿联酋实行了信用登记制度，使得银行能够更好的管控信用风险。与阿联酋情况类似，2017年科威特、卡塔尔和沙特非石油领域经济增长有所加快，体现出政府积极发展多元化经济；但受限产协议的影响，石油领域发展受限，导致实际经济增长较2016年放缓，其中科威特和沙特经济增长甚至出现近六年以来的首次萎缩。具体来看，卡塔尔、沙特、科威特2017年实际GDP增长率分别为1.6%、-0.7%、-2.9%，分别较2016年下降0.6、2.4和6.4个百分点。财政方面，虽然2014年以来的国际油价下跌导致产油国的财政平衡状况有所恶化，债务负担有所上升，但2017年卡塔和沙特的财政赤字率有所收敛，科威特的财政盈余有所扩大。政府债务方面，科威特和沙特政府债务负担均处于较低水平，卡塔尔政府债务率2017年已经增长至50%以上，但卡塔尔庞大的主权财富基金能够为财政整顿提供充足的缓冲。2017年国际油价回升带动三国的经常账户余额均扭亏为盈、大幅改善。科威特、卡塔尔、沙特经常账户盈余占GDP的比重分别为5.0%、3.8%和2.2%，分别较2016年增长9.6、9.2和5.9个百分点。银行系统风险方面，卡塔尔由于受到阿联酋、沙特等国断交制裁的影响，金融系统稳定性在2017年有所下降；但沙特和科威特金融系统表现较好，沙特金融领域改革包括放松了对外国投资者在资本市场活动的管制。

阿曼、巴林、伊朗和埃及的国家风险在中东地区产油国中处于中高等水平，2017年表现分化。具体来看，2017年阿曼国家风险的变化与阿联酋、沙特等产油国呈现出相同的趋势。受限产协议影响，阿曼实际GDP增长率从2016年的1.8%下降至2017年的0.2%。此前财政状况受油价下跌影响恶化较快，2017年随着油价回升赤字率有所改善，从2016年的17.5%降至2017年的11.4%，但政府债务负担从29.6%上升至40.5%。汇兑风险方面，虽然阿曼经常账户赤字状况有所改善，但2017年逆差占GDP的比例仍然高达12.8%，在海湾国家中处于较高水平。巴林是2017年唯一实现经济增长加快的产油国，主要是由于海合会资金支持的项目以及金融和酒店行业的发展，抵消了原油产出的下降，实际GDP增长率从2016年的3.2%上升至2017年的3.9%。财政赤字率2017年改善了4.5个百分点，但仍高达13.4%。但政府债务风险值得关注，近年来巴林政府债务负担不断上升，2017年一般政府债务占GDP的比重已经高达88.4%，在产油国中处于最高水平。经常账户赤字状况小幅改善，从2016年的

4.6%降至3.9%。伊朗方面，2017年石油经济增速减缓抵消了公共投资带动非石油经济的快速发展，全年伊朗实际GDP增长4.3%，较2016年的12.5%下降8.2个百分点。财政和汇兑风险2017年基本保持稳定。金融风险方面，随着非石油领域的信贷增长较快，银行坏账率有所上升，伊朗金融系统风险较大。2017年IMF对埃及的援助项目提升了投资者信心，埃及私人消费、投资、旅游业及出口均获得了提振，经济增长实现4.2%，保持平稳。值得注意的是，由于埃及自2016年11月开始实现浮动汇率，埃及镑汇率大幅贬值导致2017年埃及的能源、食品价格大幅上涨，全年通胀率高达29.8%，较2016年翻倍。埃及财政实力依然较弱，财政赤字率、债务负担均与去年水平相当。汇兑风险方面，由于埃及实行了浮动汇率制度，汇率的下跌促进了出口竞争力，但由于油价的上升，经常账户赤字依然维持在6.6%，较2016年增长0.6个百分点。

中东地区非产油国包括以色列和土耳其。2017年以色列经济实现3.3%的增长，较2016年下降0.7个百分点，主要是由于拉动经济增长的主要动力，个人消费增长较2016年大幅下降。2017年以色列政府部门赤字占GDP的比重为2.0%，与去年基本持平。汇兑风险和金融系统实力保持稳定。2017年土耳其政府采取积极的财政政策和宽松的货币政策，鼓励银行向出口企业和中小企业贷款，有效促进了消费和投资的增长，全年经济增长达到7.4%，实现2014年以来的最快发展。土耳其财政实力很强，财政赤字和债务负担均处于较低水平。值得注意的是，由于经常账户常年逆差以及高度依赖外资，土耳其汇兑风险较大。金融系统风险方面，土耳其金融系统监管与欧盟基本相同，并且完全遵守巴塞尔协定，管理水平较高，稳定性较强。

2018年由于美国经济强势复苏带动国际原油价格在前三季度进一步上升，中东地区产油国石油领域经济迎来较好的发展，带动经济的全面复苏，对外偿付实力不断增

强。中东地区国家财政实力也与国际油价关联度较高，且财政基础较好，为财政整顿带来操作的空间，如巴林将于2019年1月1日开征增值税，预计年增值税收入约15.96亿美元。政治及地缘政治风险依然是中东地区需要关注的重点因素。从内政方面来看，2017年4月土耳其修宪公投以51.4%的支持率获得通过，土耳其由议会制转变为总统制；2018年6月土耳其提前举行原计划于2019年11月进行的大选，埃尔多安成功连任，土耳其政治权利进一步集中。2017年沙特国王废止了兄终弟及的王位继承制度，改立自己的儿子为王储，引发了国内政局的紧张。地缘政治风险方面，2018年中东地区紧张状态在加剧。卡塔尔断交风波在2018年仍没有缓和的迹象。美国撕毁伊朗核协议并对伊朗实施制裁，导致伊朗货币不断贬值，并引发了高达20%以上的通胀。年初土耳其出兵叙利亚北部的阿夫林地区，导致与美国的关系不断恶化，在资金不断流出的背景下，土耳其货币不断贬值，通胀水平不断攀升，全年经济增长预期大幅下调。5月美国将其驻以色列使馆正式迁往耶路撒冷，引发了巴勒斯坦和阿拉伯国家的广泛批评，巴勒斯坦安全局势变得更加紧张。2018年10月沙特记者被杀案，进一步搅动了中东地区的地缘政治格局。土耳其积极推动案件的调查，成为其要挟沙特的政治砝码；沙特为了避免欧美制裁，不得不放松原油限产。展望2019年，随着美国进入加息通道，欧洲各国将于2018年年底退出货币宽松，新兴经济体国家面临的外部流动性将有所趋紧。国际油价高位震荡，有望对中东地区国家风险带来一定缓和。具体来看，阿联酋、科威特、卡塔尔、沙特等产油国的经济、财政和对外偿付实力有望在较高水平油价的支撑下持续改善，但仍需关注不断加剧的油价波动给各产油国国家风险带来的压力。美国对伊朗的制裁是决定伊朗国际风险变动的关键因素。埃及受IMF援助支持，国家风险有望下降。



“一带一路”五周年：现状与挑战

一、五年成就与挑战

自2013年提出以来，“一带一路”倡议已进入第五年，在这五年中，“一带一路”建设由点及面，在发展中不断前进、在合作中茁壮成长。与此同时，伴随各项目的落地实施，“一带一路”也面临一些现实的质疑和挑战。

“一带一路”倡议的国际影响力达到新高度，战略对接和政策沟通不断强化。五年来“一带一路”的朋友圈越来越大，全球100多个国家和国际组织积极支持和参与“一带一路”建设。中国已与100多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作文件。共建“一带一路”倡议及其核心理念被纳入联合国、二十国集团、亚太经合组织、上合组织等重要国际机制成果文件。

基础设施互联互通建设加快推进。设施联通是“一带一路”建设的核心内容和优先领域。五年来，高效畅通的国际大通道加快建设。中老铁路、中泰铁路、匈塞铁路建设稳步推进，雅万高铁全面开工建设。汉班托塔港二期工程竣工，科伦坡港口城项目施工进度过半，比雷埃夫斯港建成重要中转枢纽。中缅原油管道投用，实现了原油通过管道从印度洋进入我国。中俄原油管道复线正式投入使用，中俄东线天然气管道建设按计划推进。中欧班列累计开行数量突破9000列(预计本月即将突破1万列)，到达欧洲14个国家、42个城市。

经贸投资合作成效明显。中国与沿线国家的贸易和投资合作不断扩大，形成了互利共赢的良好局面。2018年上半年，中国与沿线国家货物贸易进出口额达6050.2亿美元，增长18.8%；对沿线国家非金融类直接投资达74亿美元，增长12%。目前，中国与沿线国家已建设80多个境外经贸合作区，为当地创造了24.4万个就业岗位。中白工业园等成为双边合作的典范，中国-老挝跨境经济合作区、中哈霍尔果斯国

际边境合作中心等一大批合作园区也在加快建设。

金融服务体系不断完善。通过加强金融合作，促进货币流通和金融融通，为“一带一路”建设创造稳定的融资环境，积极引导各类资本参与实体经济发展和价值链创造，推动世界经济健康发展。截至2018年6月，我国在7个沿线国家建立了人民币清算安排。已有11家中资银行在27个沿线国家设立了71家一级机构。目前，中国已初步构建了以亚投行、丝路基金为核心的多层次的金融服务体系，有效拓宽了境内外融资渠道，完善了跨境金融服务，为企业参与“一带一路”建设提供了多元化的金融支持和服务。截止目前，亚投行成员国数量从初始57个增长至87个，总资本金为1000亿美元。已批准32个基础设施投资项目，总投资额将近64亿美元。亚投行旨在通过投资基础设施及其他生产性领域，促进亚洲经济可持续发展、创造财富并改善基础设施互联互通；并与其他多边和双边开发机构紧密合作，推进区域合作和伙伴关系，应对发展挑战。自成立以来，丝路基金依照“开放包容、互利共赢”的理念，不断推进与“一带一路”相关国家在基础设施、资源开发、产业合作和金融合作等项目上的合作。截止2018年5月，丝路基金已签约了19个项目，承诺投资70亿美元，支持项目涉及总金额达到800亿美元。与“一带一路”沿线国家货物贸易累计超过了5万亿美元，对外直接投资超700亿美元，投资覆盖了“一带一路”沿线的俄、蒙、中亚、南亚、东南亚、西亚、北非及欧洲等地区。“一带一路”沿线金融服务体系的不断完善和发展预计将为“一带一路”沿线的基础设施建设提供充足的资金支持和金融配套服务。此外，丝路基金维护国际通行的市场规则，遵守中国和投资所在国家和地区的法律法规，注重绿色环保和可持续发展，与其他金融机构和企业实现优势互补、合作共赢。

“一带一路”合作对促进沿线经济发展及加强区域互联互通带来积极影响。以中巴经济走廊为例，由此而带动的投资增长不仅显著拉动了巴国2017年经济增长，也将由于对基础设施环境和能源供应的改善而持续支撑未来几年巴国的投资和经济增长。2019-2020年CPEC相关的投资主要围绕卡拉奇环形铁路、卡拉奇-拉合尔-白沙瓦铁路、以及瓜达尔-奎达铁路展开，从而将显著缩短CPEC西线的运输成本，同时，特别经济区的建议也将推动巴国的出口增长。中国与东南亚地区国家间经贸往来不断发展、投资合作日益深化。包括中国马来西亚“两国双园项目”⁹、缅甸的皎漂工业园与深水港项目¹⁰，以及柬埔寨的西哈努克港经济特区¹¹等多个“一带一路”经贸合作项目陆续动工并投入使用，对解决当地就业、促进双边贸易发展具有示范及带动作用。此外，“一带一路”倡议的推进还为东南亚地区国家进行基础设施建设提供了必要的资金、技术和人力支持。以雅加达-万隆高铁（雅万高铁）建设项目、中国老挝铁路（中老铁路）项目、中国泰国铁路（中泰铁路）项目、中缅油气管道建设项目为代表的一系列基建项目的落地不仅有助于项目所在国经济的可持续发展，对于加强区域内国家间的互联互通和经贸往来也具有重要意义。

与此同时，从倡议到落地，“一带一路”实施过程中也面临更多现实挑战。不能否定的是，在一些项目的具体实施过程中，确实存在由于事前项目可行性论证不足、双边诉求沟通不明确不充分、项目执行过程中监管不利等导致项目亏损、无法偿还贷款，从而产生诸多不良影响，甚至使得“一带一路”倡议的动机受到质疑。以斯里兰卡汉班托塔港为例，由于运营后管理不善，盈利不足以支付贷款偿还，加重了斯政府面临的偿债压力。为此，斯政府将港口的大部分运营管理权转交给招商局港口控股有限公司，特许经营权的期限为99年。自此，汉班托塔港成了“一带一路”倡议下“债务陷阱”的典型例子，中国也被指控胁迫斯里兰卡交出汉班托塔港的经营权。比如马来西亚东海岸铁路建设项目，由于未充分考虑马来西亚与中国的不同国情，其实际项目需求和合理性有待论证，同时也由于未能带动当地

就业而受到民众的质疑。

面向未来，“一带一路”的落地实施应更加立足基于沿线国家具体国情的精准合作，贴近国际标准，加强项目风险把控和信息透明化。合作共赢是推进“一带一路”建设的基点，因此，在未来的项目推进过程中不仅要更加关注项目本身的可行性和收益性，也要关注项目合作方的需求和可能面临的风险，从而实现真正意义上的双赢。正是基于项目落地过程中面临的具体问题，使得在“一带一路”继续向前推进的过程中更应重视项目落地的精准精细化，从事前的项目可行性论证、风险把控，到项目事中的过程监管、融资配套等都需要更为严密、精细的市场化运作和通盘考量。如果对项目的可行性论证不足，对市场前景、融资风险没有充分的考量，很难避免巨大的资本投入无法收回的问题。从另一方面来讲，这也需要中方与当地合作方加强事前的充分沟通和谈判，对项目的收益和风险做好全面的把控。如果没有充分论证项目对当地民众的实际福利及可能产生的风险，或者没有对当地合作方管理能力、可承受能力做好充分的调研和预判，后续项目的推进也将面临巨大的风险。为了降低项目运营风险，消解外部质疑，下一阶段的“一带一路”项目推进要更加贴近国际标准，包括对工程进行公开、竞争性的招标，以及就项目可能对环境和社会造成的影响展开公共研究，加强信息透明化。

基于此，有效识别沿线国家风险特征是推进“一带一路”精准合作的题中之义。在目的国特定的政策环境约束下，“一带一路”项目的核心问题仍是巨大的投资和资本运作如何实现收益最大化的问题。资本管理的市场化、资本项目的选择及投资配置都需要风险判断和识别，由于沿线涉及国家众多，各国发展水平及投资环境差异巨大，贸易壁垒及准入条件各异，地区安全风险和地缘政治风险错综复杂，不同风险条件下的差异化投资策略如何制定成为“企业和资本走出去”不得不考虑的首要问题。举例来看，中东欧国家普遍是新兴的、具有潜力的市场，同时规模较小、需求较低，加上这些市场主要依赖欧盟而非中国，所以中国和中东欧国家在“一带一路”框架下的合作应更加立

⁹ 即中马钦州产业园和马中关丹产业园，是中马经贸合作和“一带一路”合作的示范项目。

¹⁰ 皎漂经济特区位于缅甸西部的若开邦，濒临孟加拉湾，居于连接非洲、欧洲和印度的干线上，是缅甸政府规划兴建的三个经济特区之一。2015年12月30日，中信企业联合体中标皎漂经济特区工业园和深水港项目。工业园项目占地1000公顷，计划分三期建设，2016年2月动工。深水港项目包含马德岛和延白岛2个港区，共10个泊位，计划分四期建设，工期20年。

¹¹ 西哈努克港经济特区是中国首批通过商务部、财政部考核确认的境外经贸合作区之一，以纺织服装、五金机械、轻工家电等为主导产业，同时集出口加工区、商贸区、生活区于一体。

足于精准合作。在东南亚，部分国家执政党派或核心圈层的政治主导权变动，成为影响当地“一带一路”建设的主要障碍。如在菲律宾，杜特尔执政后，对华政策明显缓和，推动“一带一路”在该国交通基础设施建设等方面取得重要进展；而在马来西亚，马哈蒂尔就任后，宣布取消或重新审查多个前任政府批准的“一带一路”建设项目，致使“一带一路”在马来西亚推行受阻，甚至在一定程度引发当地民众的误解与质疑。此外，东南亚地区国家多为外向型经济体，对外资的依赖普遍较为严重，在国际融资环境不断收紧的背景下，还需关注东南亚地区国家汇率波动、金融市场不稳、以及对外偿付实力恶化等方面的风险。而“一带一路”倡议在南亚地区虽取得了显著的成绩，但整体发展态势还低于预期，其中地缘政治因素和国家风险是核心制约要素。在“一带一路”倡议下的所有中国投资中，对南亚的投资可能引发最严重的地缘政治紧张。不论是孟中印缅经济走廊还是中尼印经济走廊，由于缺失了印度的支持，目前整体进展都低于预期。与此同时，尽管南亚地区基础设施较为薄弱，市场潜力巨大，但由于其财政实力普遍较弱、对外部依赖性较强，整体风险很高，因此，在该地区推进“一带一路”建设必须审慎考量当地财政的可承受能力、项目的综合预期收益及风险状况。

二、“一带一路”沿线企业投资价值评估 (ISG/ES)

近年来，亚太地区经济增长很大程度上得益于基础设施的发展，但现有的基础设施总量并不能满足经济增长的需要。亚洲开发银行（ADB）发布的——《亚洲国家基础设施建设需求》中表明，为了继续促进经济的稳健增长和适应气候的持续变化，2016年至2030年，亚洲国家还需超过26万亿美元的基础建设投资，即每年1.7万亿美元的投资。

目前，大多数用于亚洲基础建设的资金都是由公共部门提供。亚洲的发展中国家里，本国债券市场以政府债券为主，私营部门发挥空间有限。而为了满足亚太地区基础设施建设需求，仅靠政府部门投资远远不够，还需要私营部门的支持。

现如今，长期投资者在评估投资增长时更重视环境、社会和公司治理（ESG）因素，薄弱的公司治理水平是制约亚洲发展中国家的公司债市场发展的主要原因。2017年，经合组织发布的《投资与环境、社会和公司治理因素的融合》报告中就肯定了ESG的作用：

- ◆ 较高的ESG评分是企业高效的一种表现，在ESG因素下表现更为优秀的企业往往也能在运营和财务方面表现良好；

- ◆ 数据表明，企业承担环境责任的表现和其长期股票趋势呈正相关；

- ◆ 汇丰银行的分析表明，在股市特别是新兴市场的股市中，ESG评分较高的公司要比其他大多数企业表现优异；

- ◆ MSCI KLD 400社会指数以ESG指标为筛选标准，实现了超出标准普尔500指数0.5%的表现；

- ◆ 企业社会责任（CSR）与信用等级之间联系紧密，CSR评分较高的企业，其融资成本往往更低；

- ◆ 在ESG标准下评分较高的企业往往盈利更多，且发展更快；

由于ESG因素在投资评估中的重要性较高，中诚信国际信用评级有限公司（CCXI）、VIS集团（VIS）和伊斯兰国际评级机构（IIRA）联合推出了一种创新的评估工具——ISG/ES评估系统。该系统主要用于评估“一带一路”倡议衍生出的投资活动，同时关注境内外的投资机会；系统主要以排序的方式评估一个企业在该国/地区的投资价值 and 前景。ISG/ES系统的基本原则在于评估企业能否在长期内创造经济和社会价值，并利用公司治理框架、环境责任以及社会责任来确定其经营风险和财务实力/投资前景。

ISG/ES评估系统可以为投资者或利益相关者提供附加利益，增加长期跨境股权投资，促进多地上市，深化资本市场。同时，该系统能够通过提供更多的信息以促进经济走廊相关活动，进一步加强国际贸易关系。此外，通过进行广泛而又客观的ISG/ES评估和调研，该系统能够帮助吸引更多的潜在投资者，实施高效的跨国投资决策。

