



“一带一路”：战略与风险

毛振华

中诚信国际信用评级有限公司 创始人、首席经济学家
中国人民大学经济研究所所长、博士生导师
武汉大学教授、博士生导师



2015年6月

“一带一路”格局

- 涵盖东南亚、南亚、俄罗斯、蒙古、独联体、西亚北非、中东欧等65国
- 占世界陆地面积30%，人口60%，GDP25%





“一带一路”的战略意义

第一部分



1.是实现资本大腾挪的重要步骤

四大变化

杠杆水平

企业部门 ↓

政府、居民部门 ↑

资产配置

固定资产 ↓

金融资产 ↑

资金使用

储蓄减少 ↓

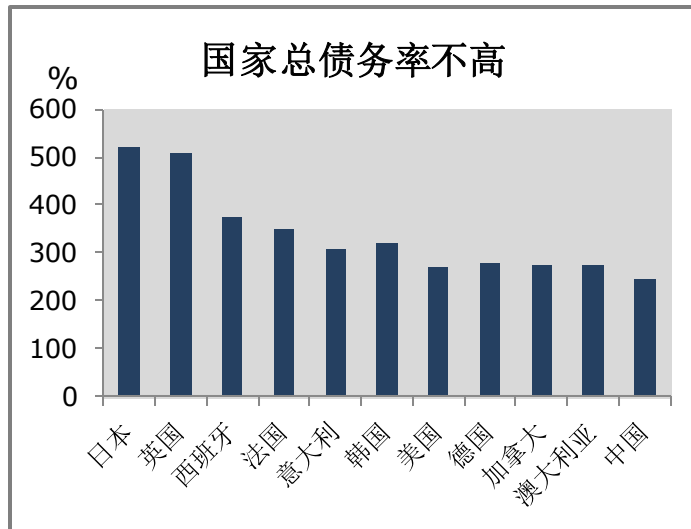
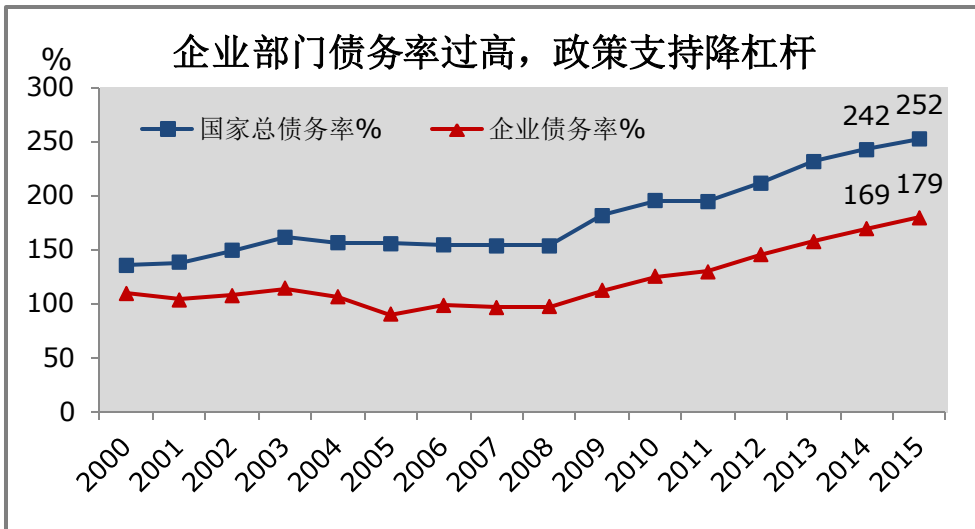
消费增加 ↑

国际收支

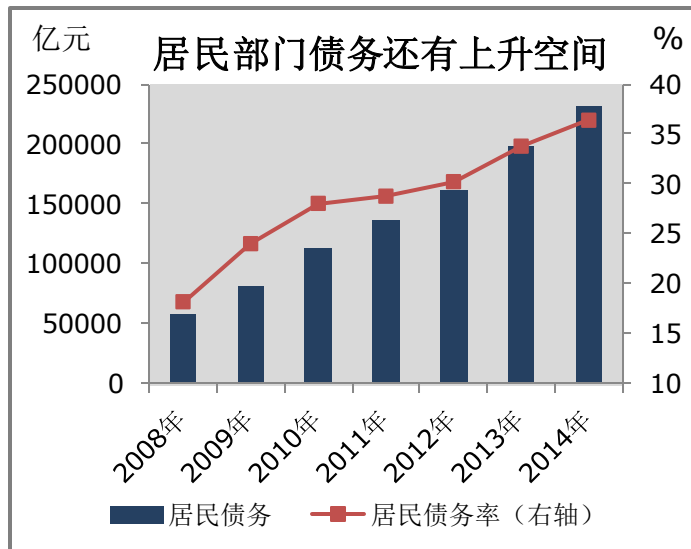
商品出口增速 ↓

资本输出增速 ↑

1.1. 企业降杠杆，政府、居民加杠杆

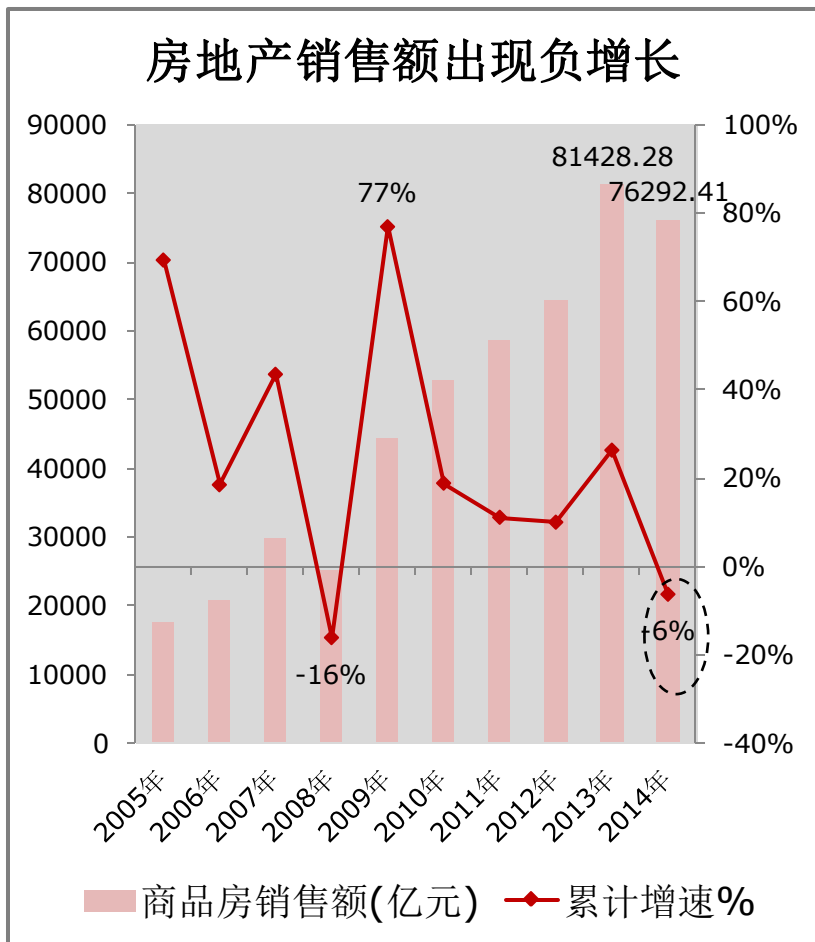


- 企业部门降杠杆对策**
- I. 存量债务不发生大规模违约：允许借新还旧；局部违约允许发生、出售资产偿债**
 - II. 降低利息偿还压力：低成本政府债务置换高成本企业债务**
 - III. 扩充企业资本金：做大股权投资市场，吸引资金以股本形式投资企业，降低杠杆率**

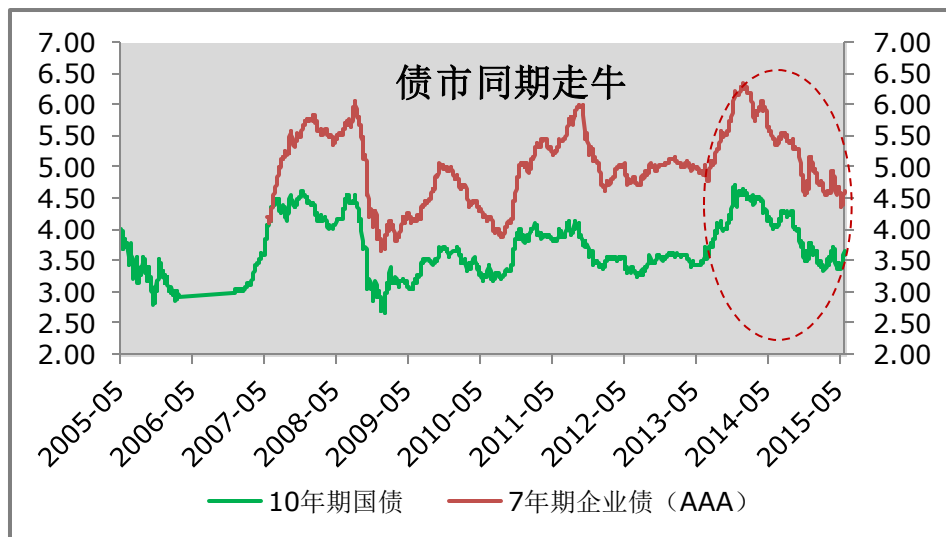
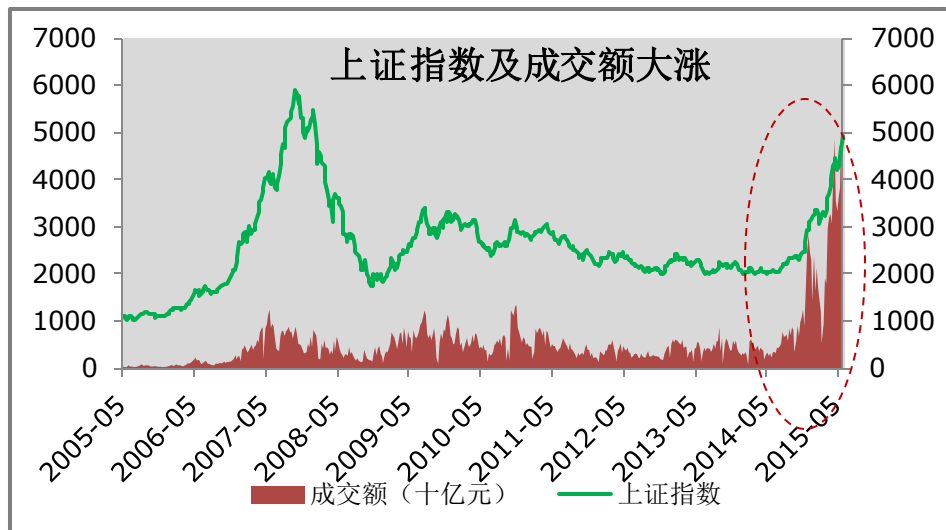


数据来源：中诚信国际整理

1.2. 资产配置从房地产向金融资产转移

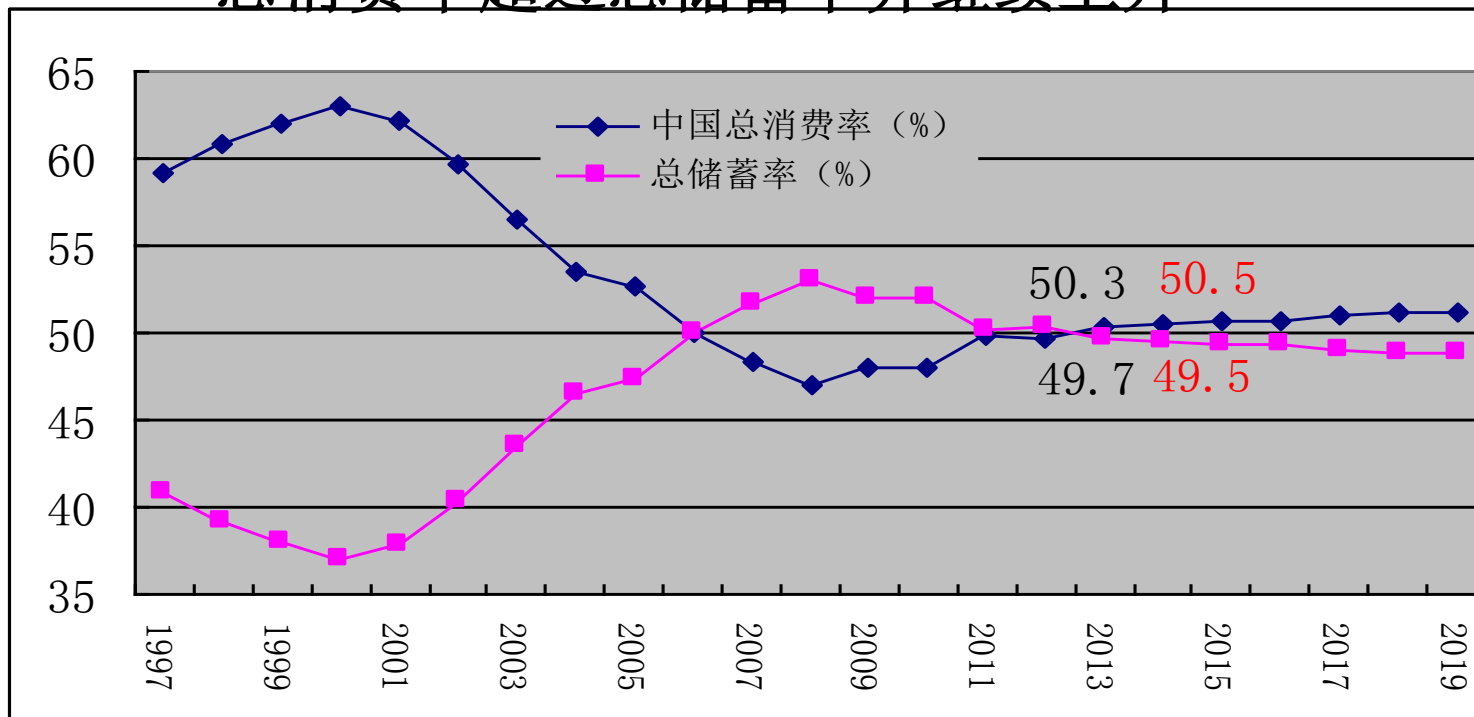


数据来源：国家统计局，上交所，中债登



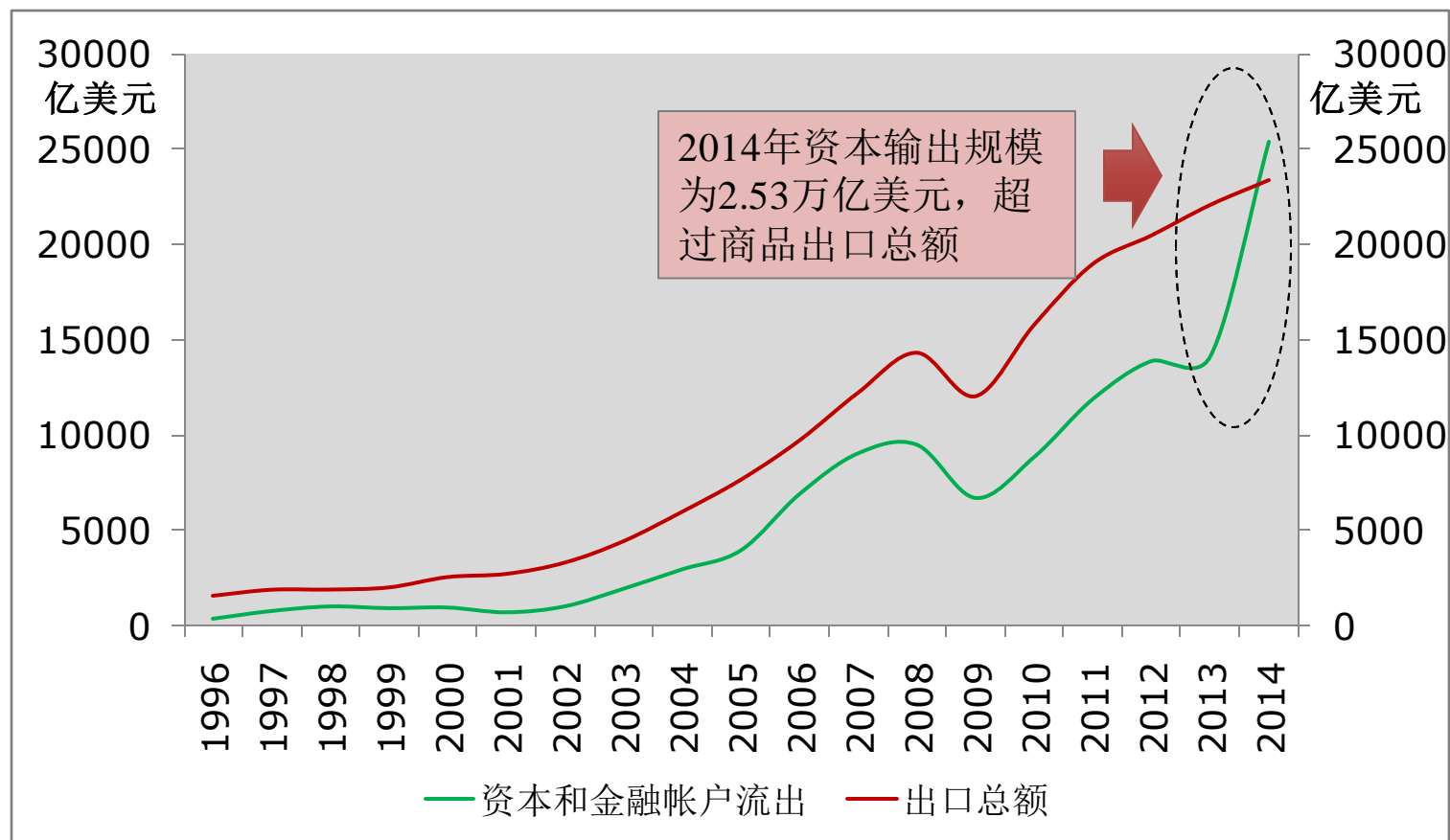
1.3. 储蓄率降低，资金转向消费

总消费率超过总储蓄率并继续上升



数据来源：中国人民大学宏观经济论坛课题组

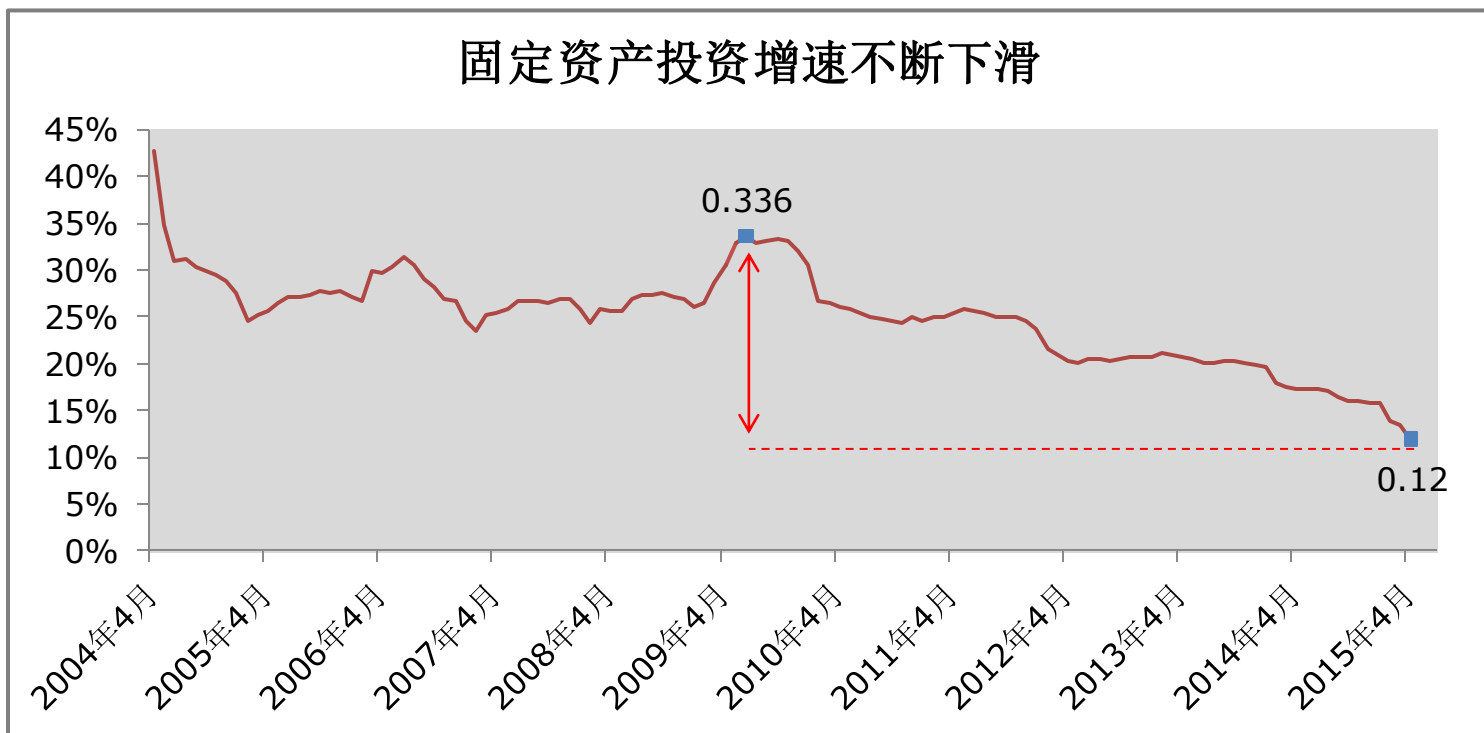
1.4. 资本输出超过商品出口，资本输出规模增速超过商品出口增速



数据来源：国家统计局，中国外汇管理局

2. 帮助国内没有满足的投资需求出海

- 国内过剩的投资需求和不断减少的可投资标的无法匹配，投资增速不断下降



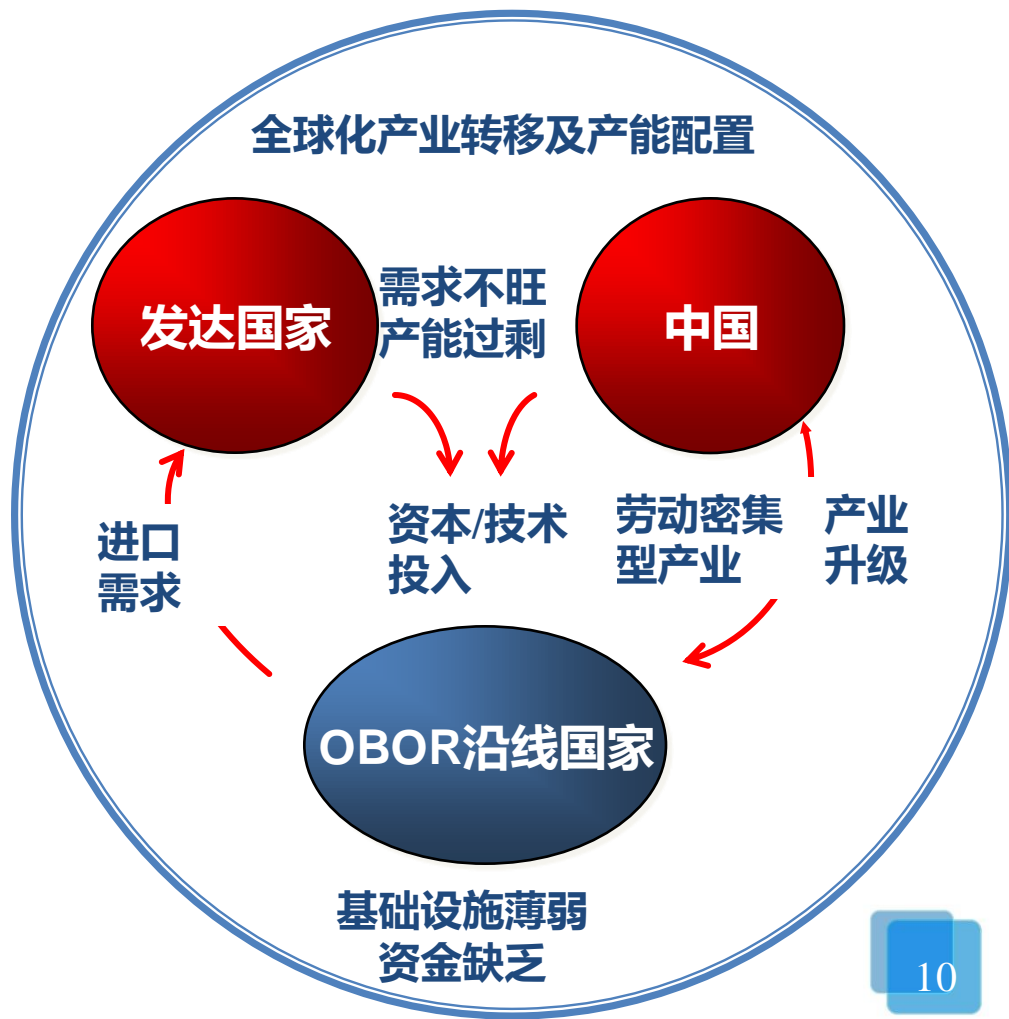
数据来源：国家统计局

“一带一路” 沿线投资机会丰富

16个投资存量
10亿美元以上国家

23个沿线国家经贸合作区

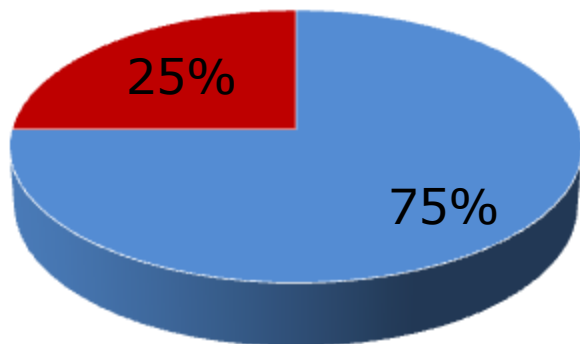
16个边境经济合作区，近100个中国工业园区



3.为中国经济拓展生存空间

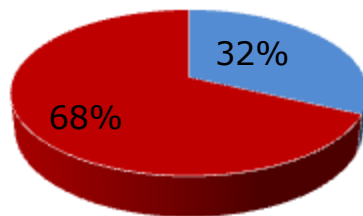
- “一带一路”把握中国经济的生命线

外贸进出口总值占比

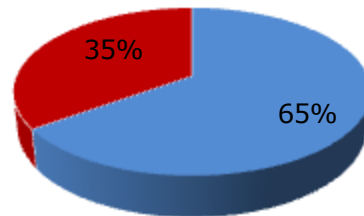


■ 其他国家 ■ “一带一路”沿线国家

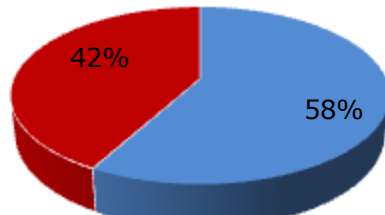
油气资源



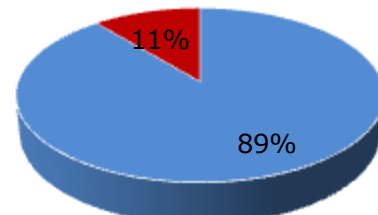
棉花



煤炭



矿产



- 建立有利于中国的经济秩序



沿线国家主权信用风险特征、挑战与应对
第二部分



2. “一带一路” 沿线国家主权信用评级及特征

中诚信国际结合OBOR战略规划，选择沿线27个重点国家，覆盖中亚、南亚、东盟、中东以及欧洲和非洲等OBOR沿线必经区域

欧洲7国							中亚5国				东盟9国							南亚、非洲及中东6国								
荷兰	比利时	法国	德国	希腊	俄罗斯	土耳其	哈萨克斯坦	土库曼斯坦	乌兹别克斯坦	塔吉克斯坦	吉尔吉斯斯坦	印度尼西亚	新加坡	柬埔寨	泰国	缅甸	老挝	菲律宾	越南	马来西亚	印度	斯里兰卡	巴基斯坦	埃及	肯尼亚	伊朗

- 沿线国家富含一定的能源、矿产、农业原材料以及旅游资源，但工业化程度偏低，产业结构相对单一，处于产业价值链的底端。
- 基础设施薄弱，人口规模大、劳动年龄人口比重高，具有较大的增长空间。

OBOR沿线国家主权信用评级结果



OBOR沿线国家主权信用评级结果

中亚 5国	哈萨克斯坦	BBBg+/STA
	乌兹别克斯坦	BBBg/STA
	土库曼斯坦	BBg/STA
	吉尔吉斯斯坦	Bg/STA
	塔吉克斯坦	Bg/STA

东盟 9国	新加坡	AAAg/STA
	马来西亚	Ag-/STA
	泰国	BBBg+/STA
	菲律宾	BBBg/STA
	印度尼西亚	BBBg-/STA
	越南	Bg+/STA
	老挝	Bg-/STA
	缅甸	Bg-/STA
	柬埔寨	Bg/STA

南亚 中东 非洲 7国	印度	BBBg/STA
	巴基斯坦	CCcg/NEG
	斯里兰卡	Bg+/STA
	沙特阿拉伯	AAg+/STA
	伊朗	Bg+/POS
	肯尼亚	Bg+/STA
	埃及	Bg-/STA

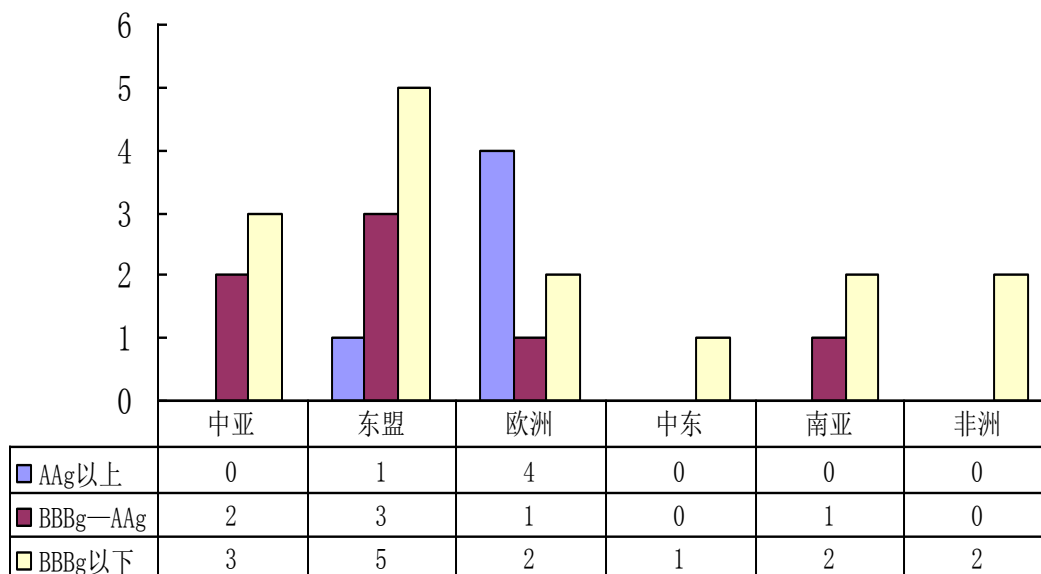
欧洲 7国	荷兰	AAg+/STA
	比利时	AAg-/NEG
	德国	AAg+/STA
	法国	AAg/STA
	希腊	CCcg/NEG
	俄罗斯	Ag-/NEG
	土耳其	BBg/NEG

“一带一路” 沿线国家主权信用特征

特征1：OBOR沿线国家主权信用差异明显，主权信用级差跨度大

- 既有AAA级的国家，也有BBB以下的国家，大部分处于BB/B/CCC级。
- 中亚、东盟国家主要在B~BB之间
- 中东、南亚和非洲国家大部分为B+以下级。

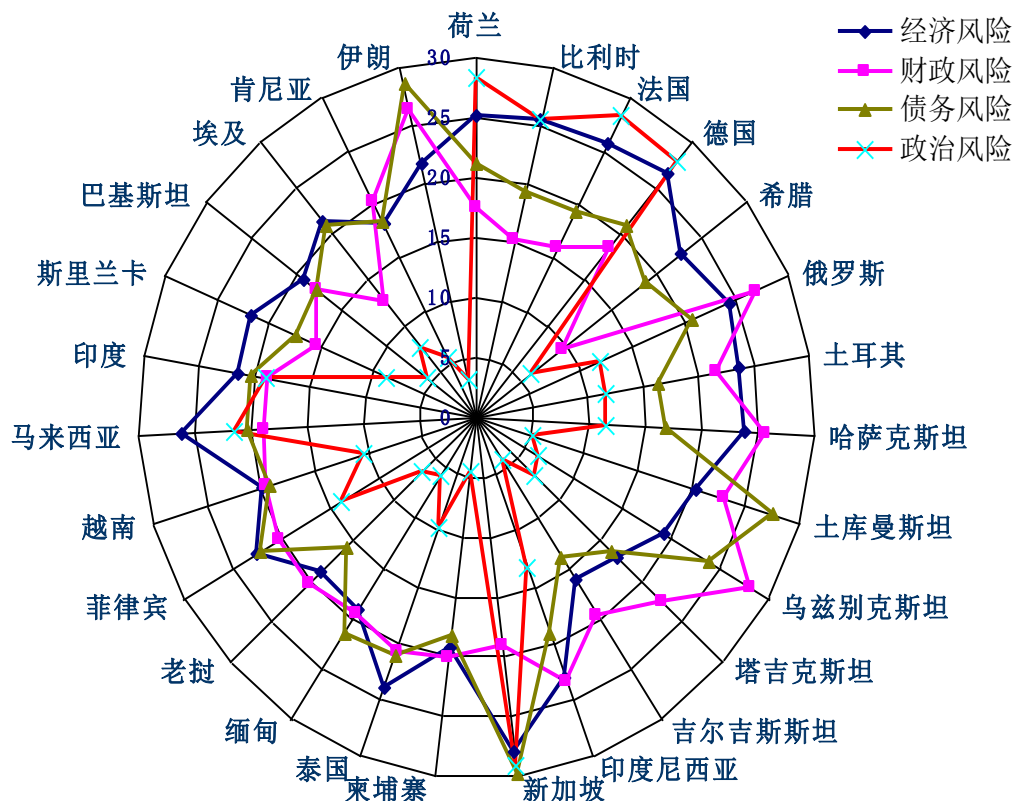
OBOR沿线国家主权级别分布



特征2：OBOR沿线部分国家主权信用评级中次级因素评分差异明显

OBOR沿线国家主权信用次级指标评级结果

- 欧洲国家经济风险较低，但财政风险相对突出；
- 中亚、东盟等国财政风险较低，但经济及债务风险两极分化严重；
- 除荷兰等欧洲四国及东盟新加坡、马来西亚等国家外，整体沿线国家政治风险都较为突出。



特征3：OBOR沿线部分国家事件敏感性和政治风险对主权评级影响突出

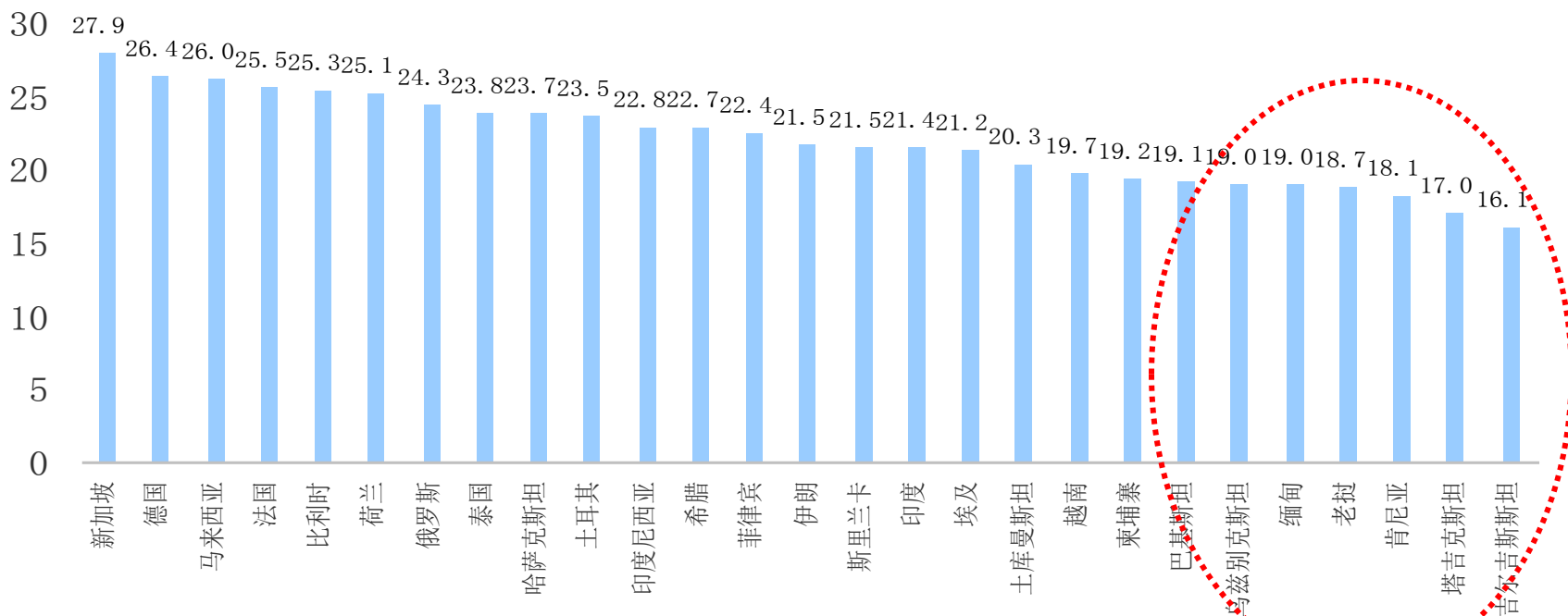
- 绝大多数沿线国家处于经济转轨过程中，内部政局不稳，民主化进程相对缓慢，政治体制矛盾重重。
- 沿线大多数国家资源丰富、地理位置显要，多是大国拼抢和施加影响的核心区域，地缘政治问题和事件敏感性突出。



3、“一带一路”沿线国家主权信用风险表现

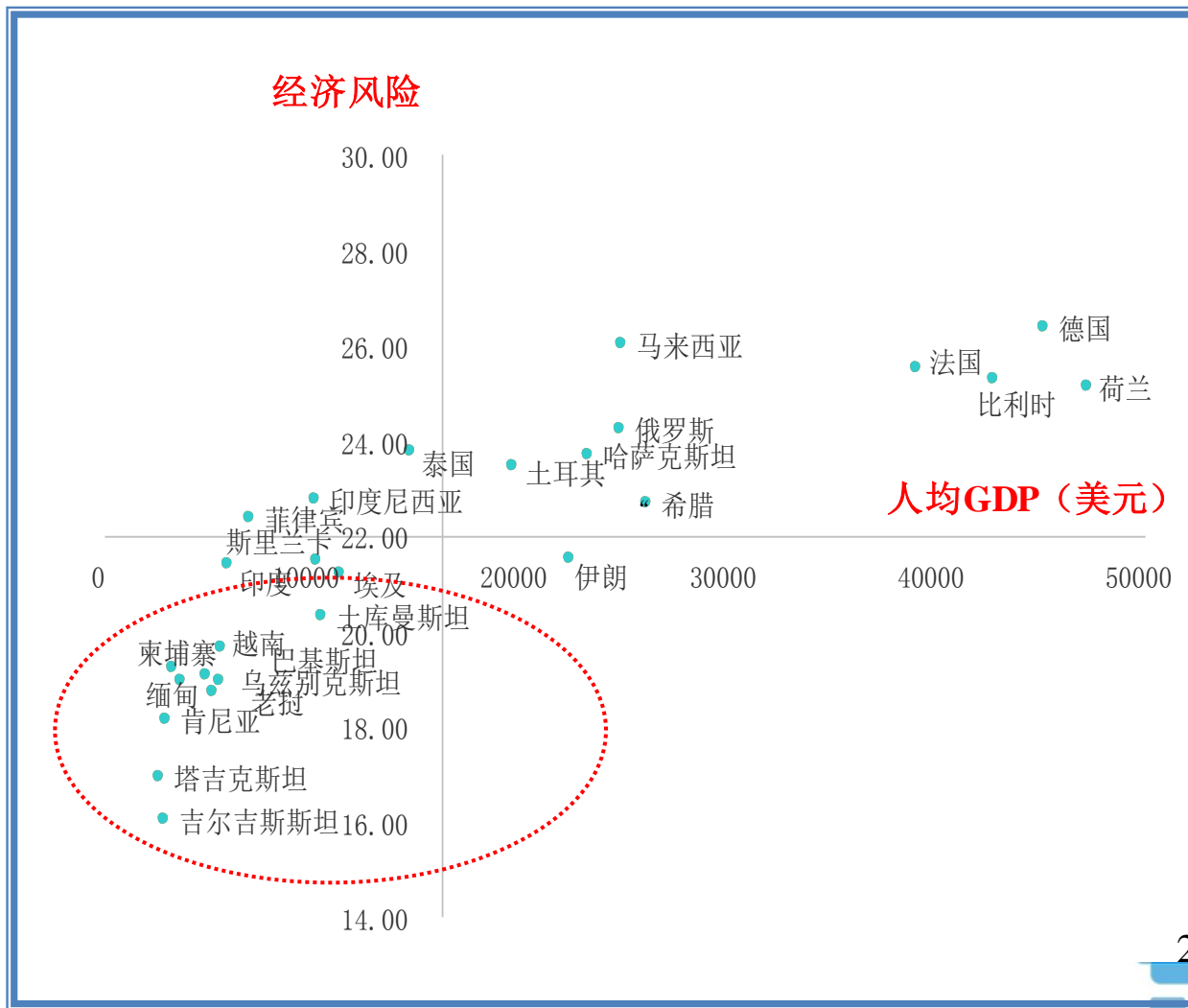
表现1：OBOR沿线部分国家经济基础薄弱、经济结构单一，经济弹性和韧性差，过度依赖外部市场，容易受到外部经济波动的冲击

经济风险 经济评分：30分=风险最低国家



“一带一路” 沿线国家经济风险分布

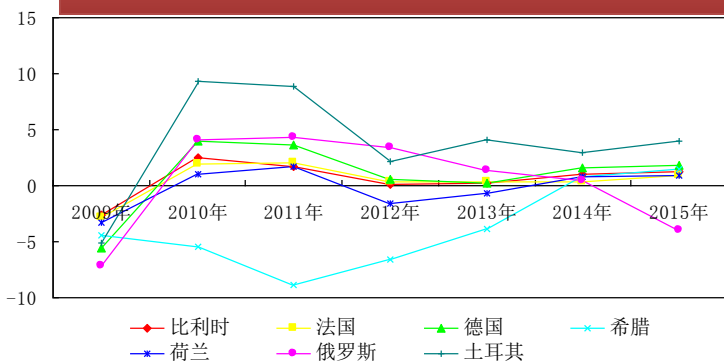
- 右图表明，吉尔吉斯、塔吉克、肯尼亚等国经济风险相对较高；
- 荷兰等欧洲四国及马来西亚、新加坡相对风险较小。



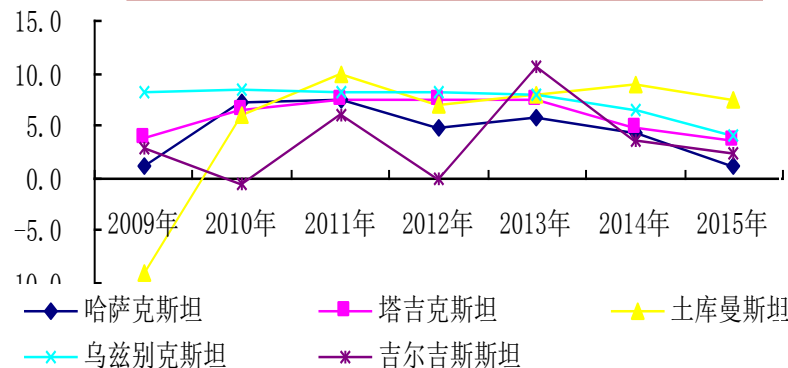
从沿线国家的经济风险看，伴随着全球经济复苏，欧洲、东盟国家经济发展前景向好。而经济实力相对较弱，产业、贸易结构存在痼疾的吉尔吉斯、塔吉克、老挝等国经济存在一定的风险。部分依赖能源出口国家受石油价格波动影响较大，石油价格下跌给俄罗斯、哈萨克、土库曼等国带来负面影响。

各国实际GDP增长率

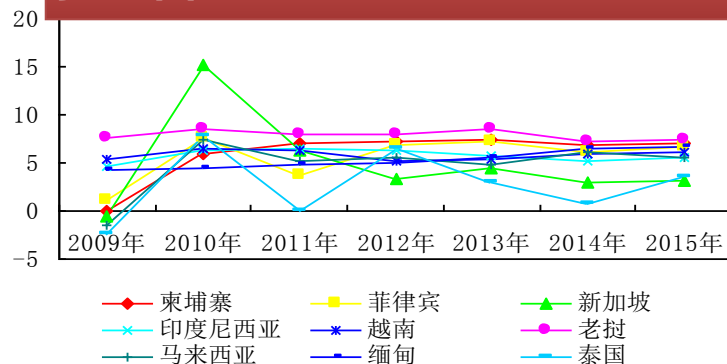
欧洲7国



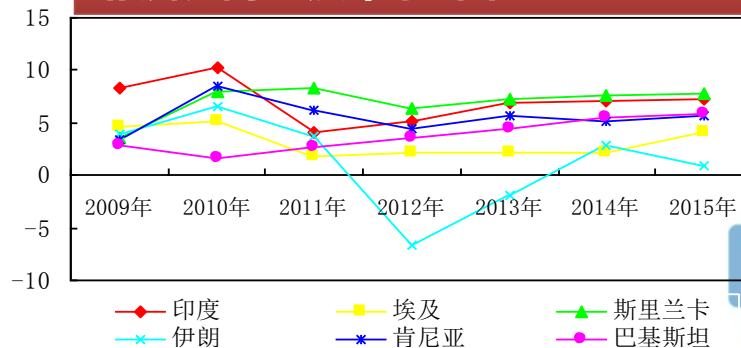
中亚5国



东盟9国

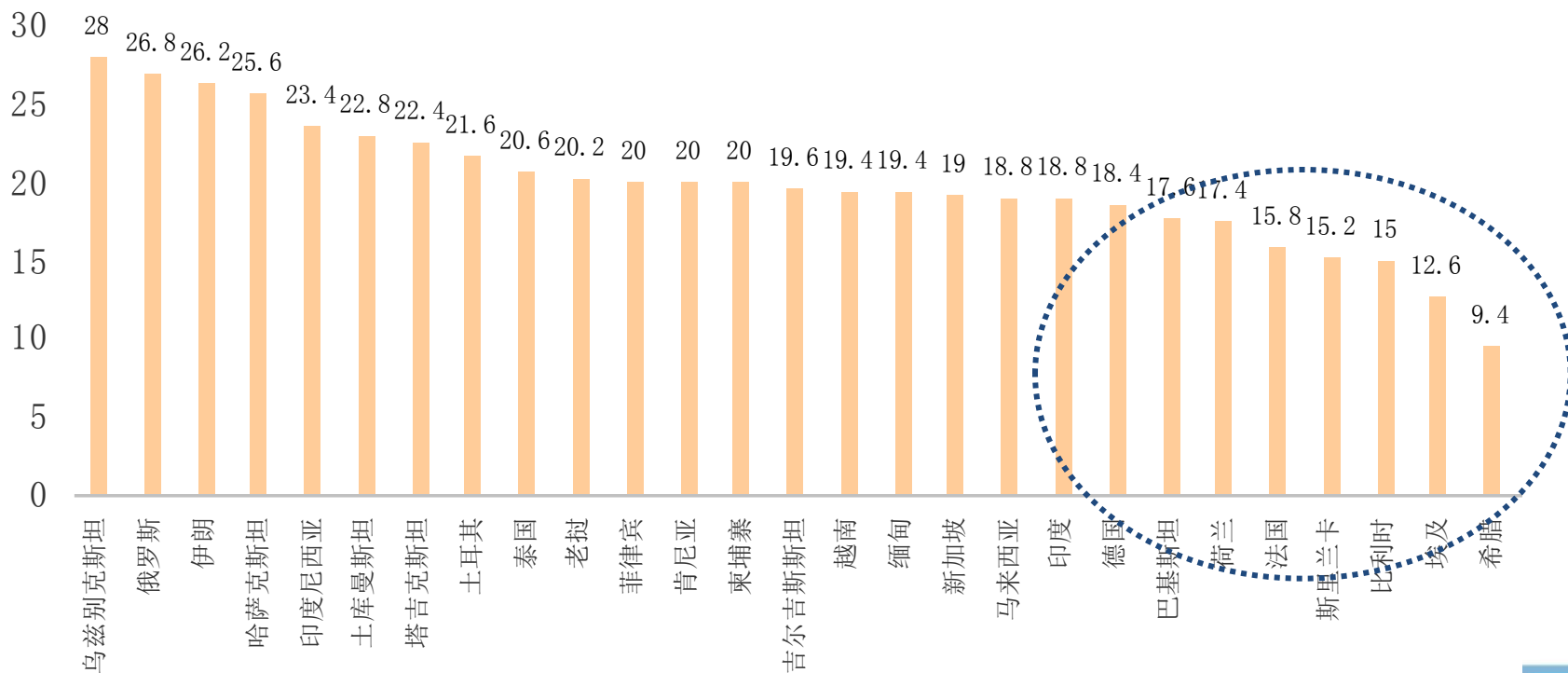


非洲、南亚及中东6国

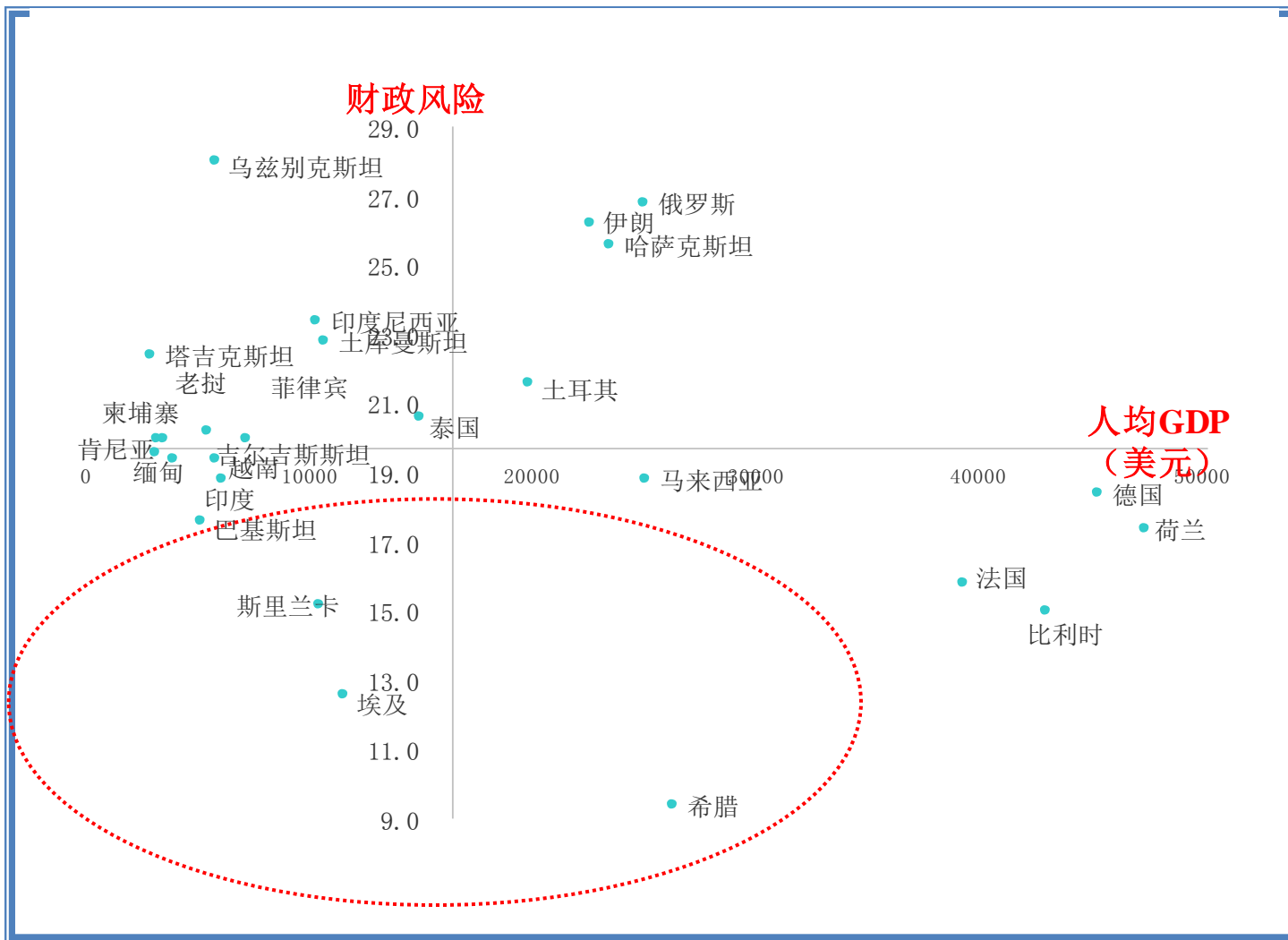


表现2：OBOR沿线部分国家财政实力偏弱，政府财政赤字较高，经常账户逆差，面临一定的财政风险

财政风险 风险评分：30分=风险最低国家

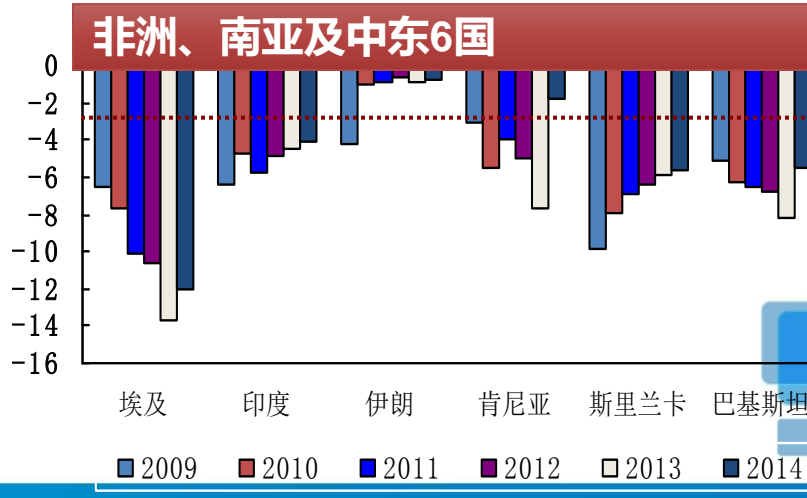
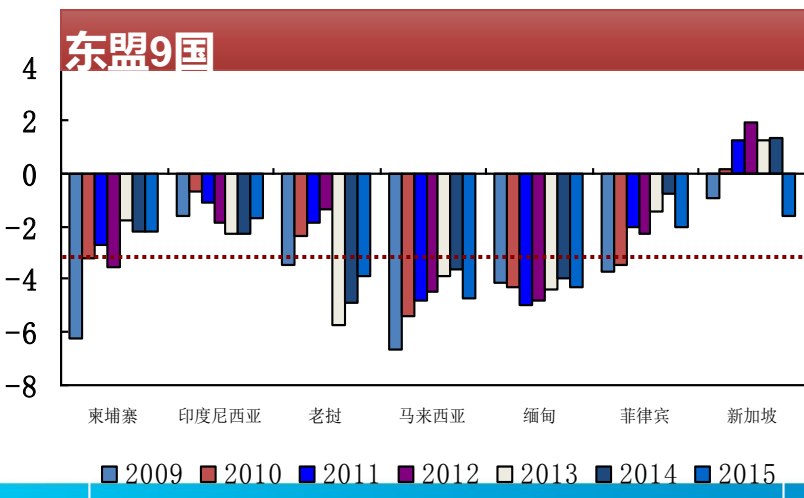
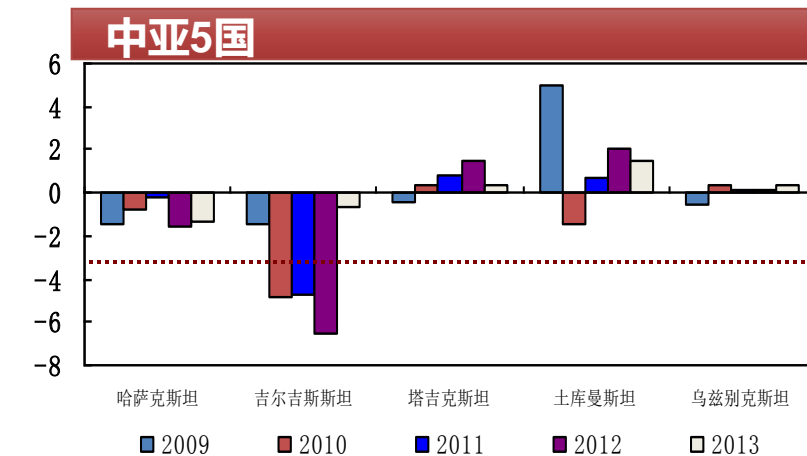
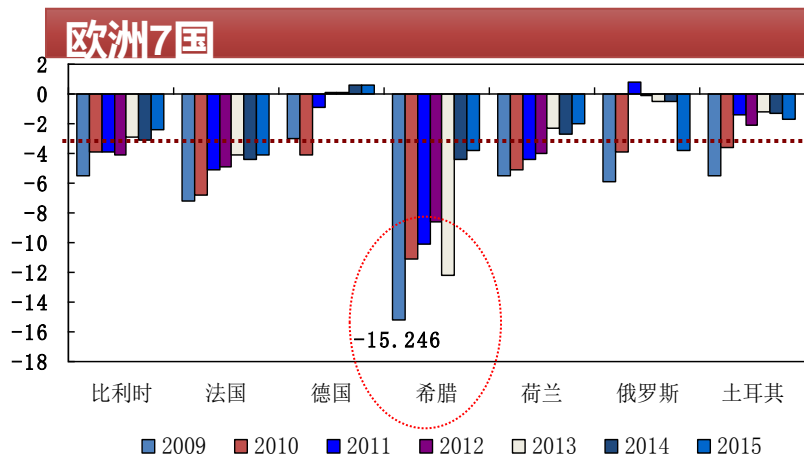


“一带一路” 沿线国家财政风险分布



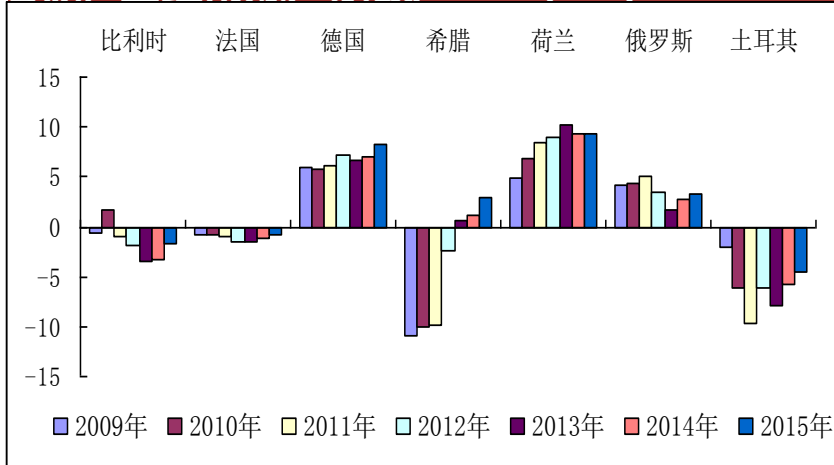
受欧洲债务危机影响，希腊各项财政指标均未达到国际标准，依然存在财政风险。中亚地区的塔吉克和吉尔吉斯对外偿付能力较弱。柬埔寨和老挝外汇储备偏低，政府财政赤字较高、经常账户逆差。埃及政府财政赤字居高不下，债务较高。

一般政府财政余额/GDP(%)

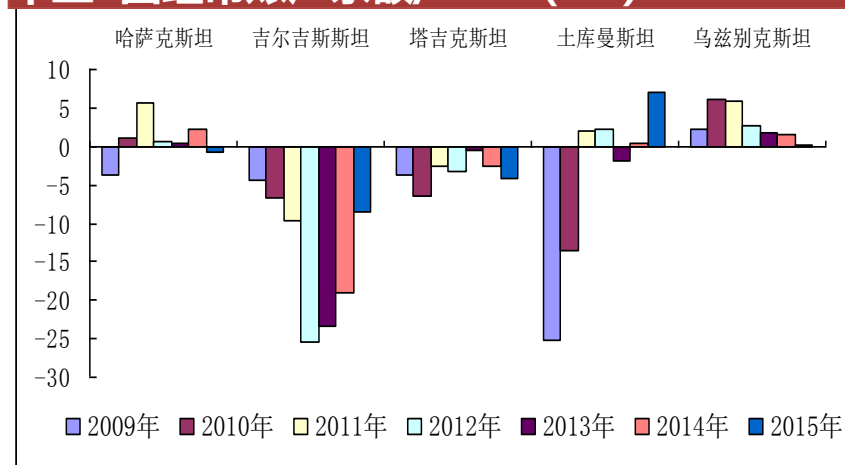


OBOR沿线国家经常账户与对外偿付能力

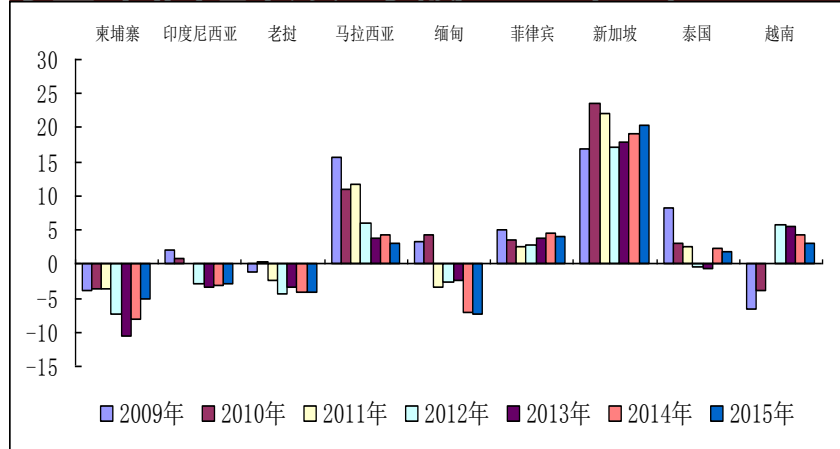
欧洲6国经常账户余额/GDP (%)



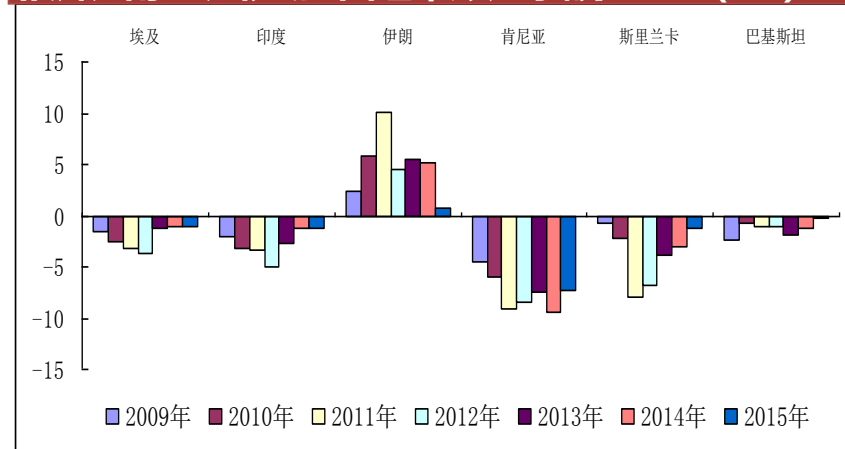
中亚5国经常账户余额/GDP (%)



东盟9国经常账户余额/GDP (%)



非洲、南亚、伊朗6国经常账户余额/GDP (%)

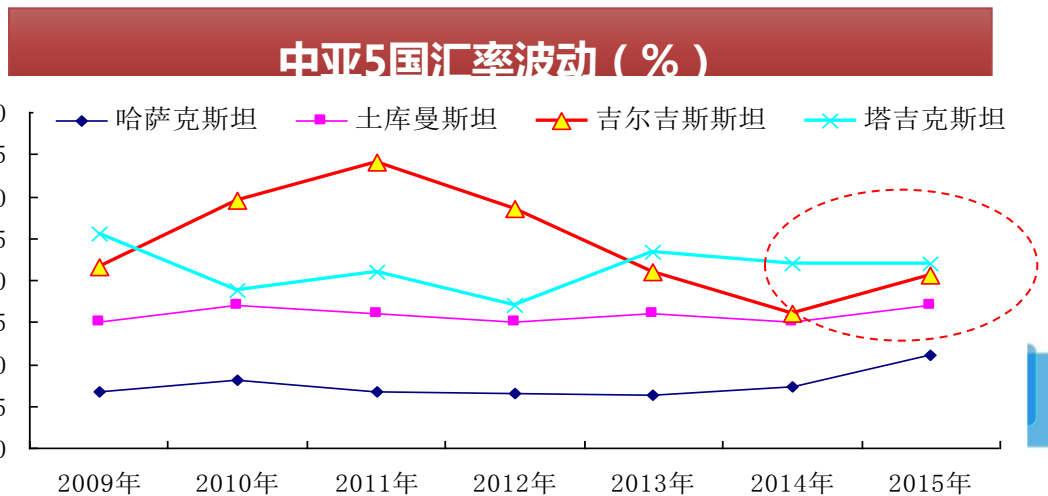
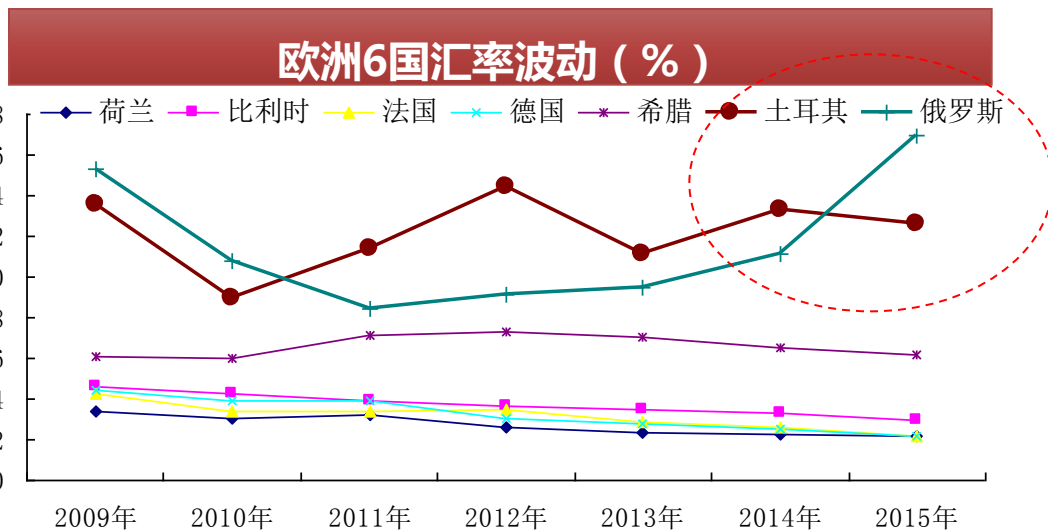


表现3：OBOR沿线部分国家对外部资本依赖度高，同时面临货币贬值，汇率波动和信贷紧缩压力，资本外逃的风险较大。

■ 欧洲6国

- 俄罗斯受乌克兰危机和石油价格下跌的影响，卢布汇率大幅波动，面临资本外逃风险；
- 土耳其受美联储加息预期影响，以及国内政治经济形势的不确定性，里拉持续贬值。

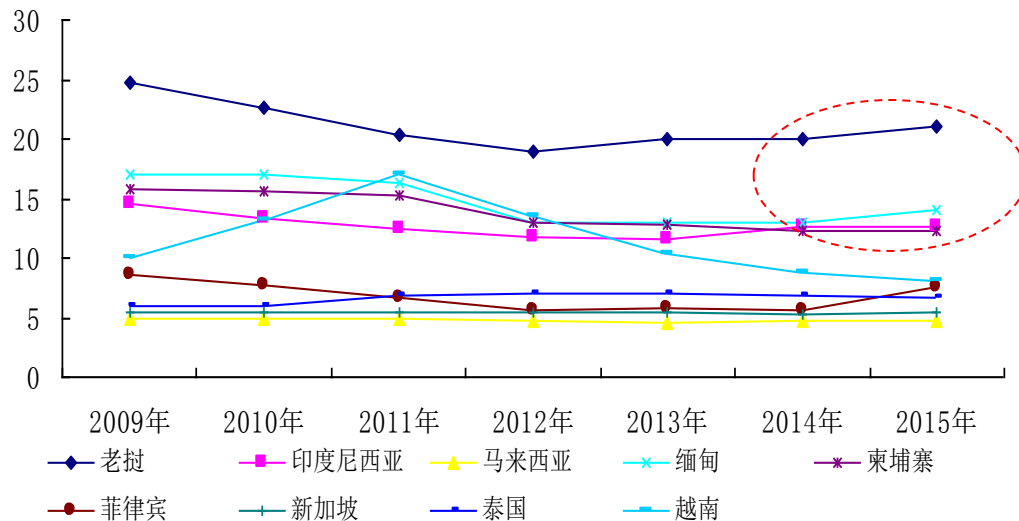
- 中亚5国：受乌克兰危机、俄罗斯卢布贬值使得五国货币均出现不同程度的贬值，其中乌兹别克和吉尔吉斯外汇贬值风险较大。



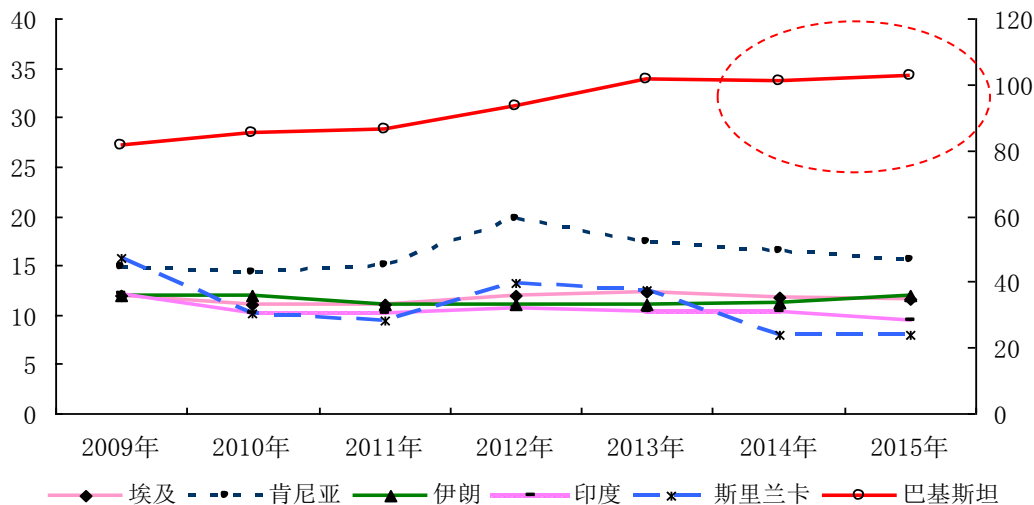
■ 东盟9国：柬埔寨、越南、老挝等部分国家对境外资本依赖较大。越南汇率贬值幅度最大，越南盾不断贬值。

■ 中东、非洲、南亚6国：伊朗汇率变动幅度最大，受西方制裁影响，里亚尔持续面临贬值压力；巴基斯坦卢比不断贬值，国际收支平衡面临危机。

东盟9国汇率波动 (%)

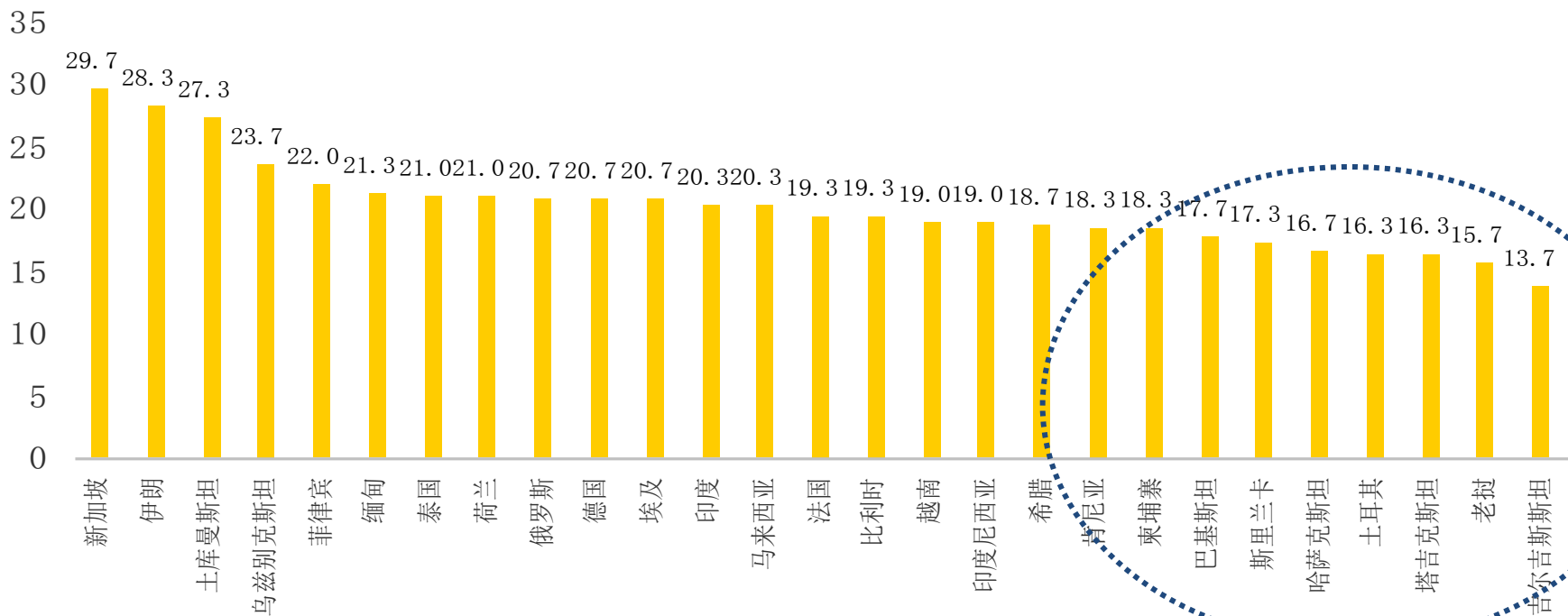


中东、非洲、南亚6国汇率波动 (%)

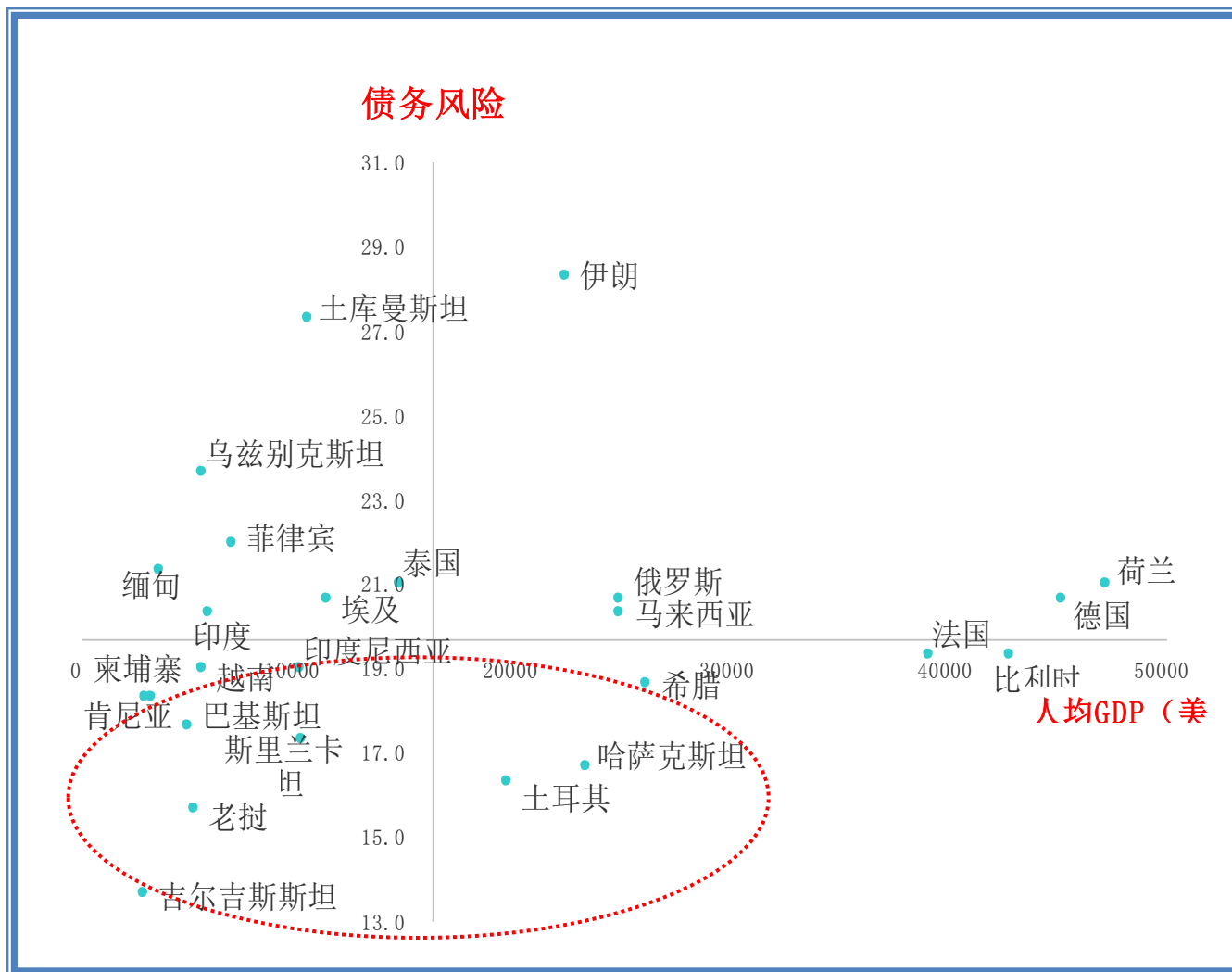


表现4：OBOR沿线部分国家债务比率较高，经济增长乏力与财政政策宽松并行，财政赤字恶化，债务缺口加大，债务负担加剧

债务风险 风险评分：30分=风险最低国家

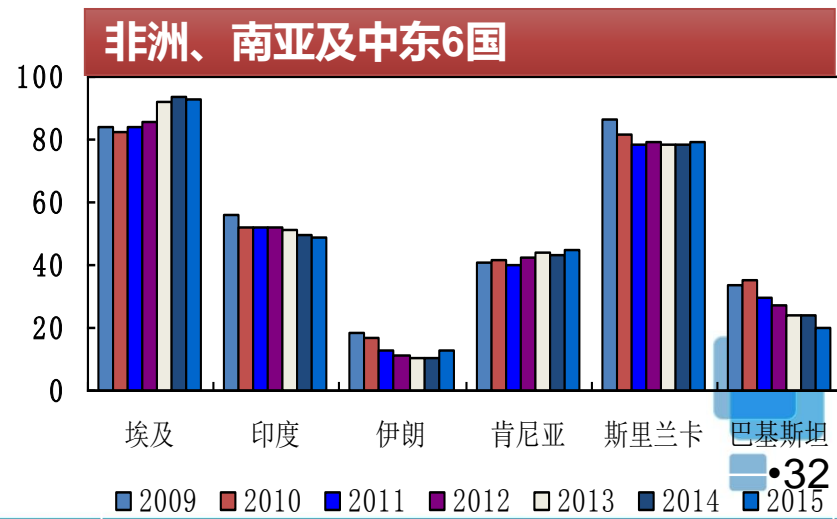
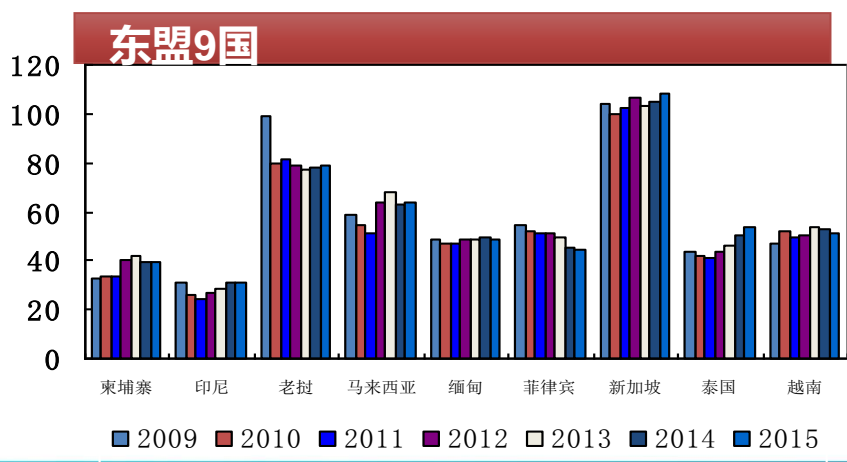
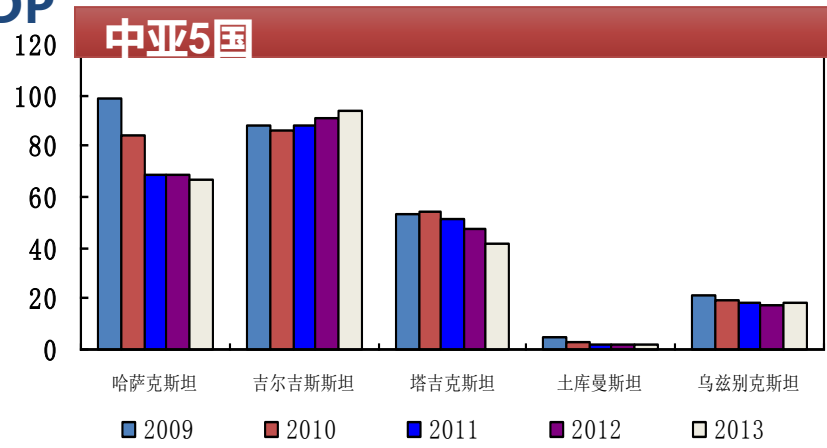
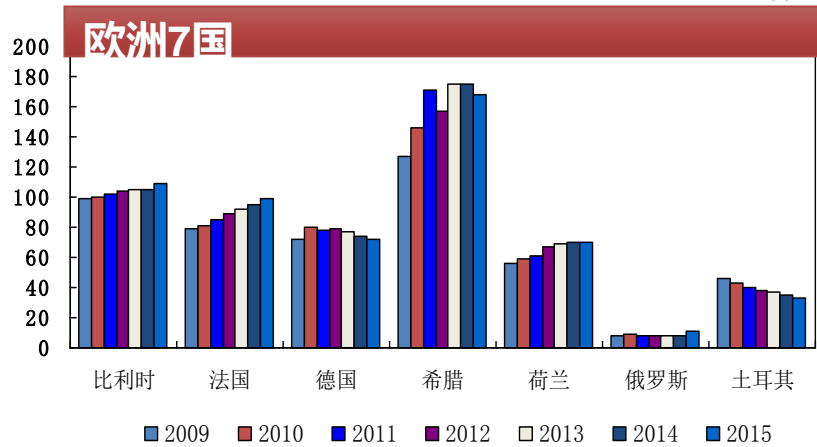


“一带一路” 沿线国家债务风险分布



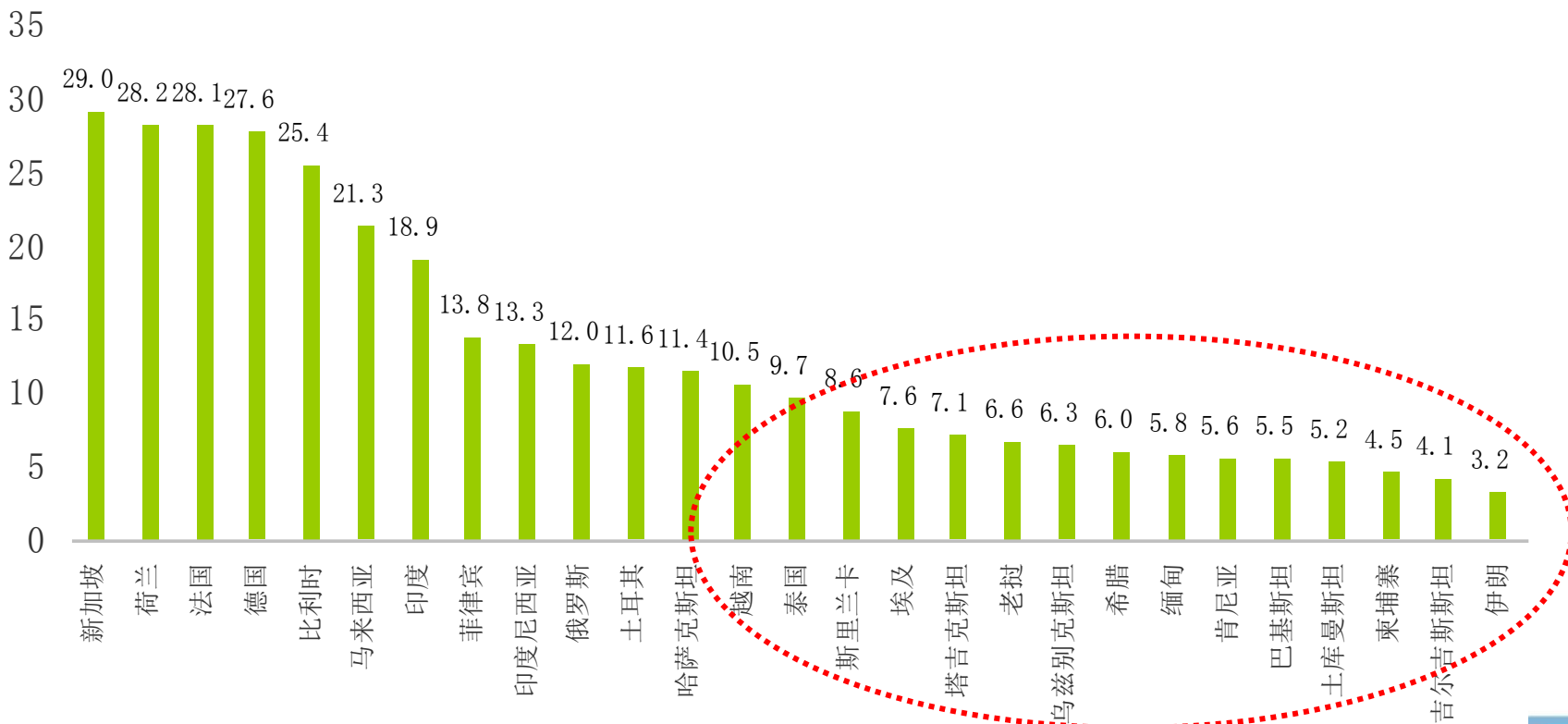
欧洲国家负债率普遍较高，欧债危机后债务风险有所下降，但希腊债务违约风险依然存在。中亚5国外债负担普遍偏低，债务风险较小，但该地区极易受到国际环境和资源价格的影响。东盟9国中老挝外债比例最高同时财政实力偏弱，债务违约风险较大。中东与非洲政治与安全风险相对较高，对债务违约风险产生持续影响。

公共债务/GDP



表现5：OBOR沿线国家地缘政治风险和事件敏感性突出，事件风险和政治风险是影响主权信用表现的主要因素

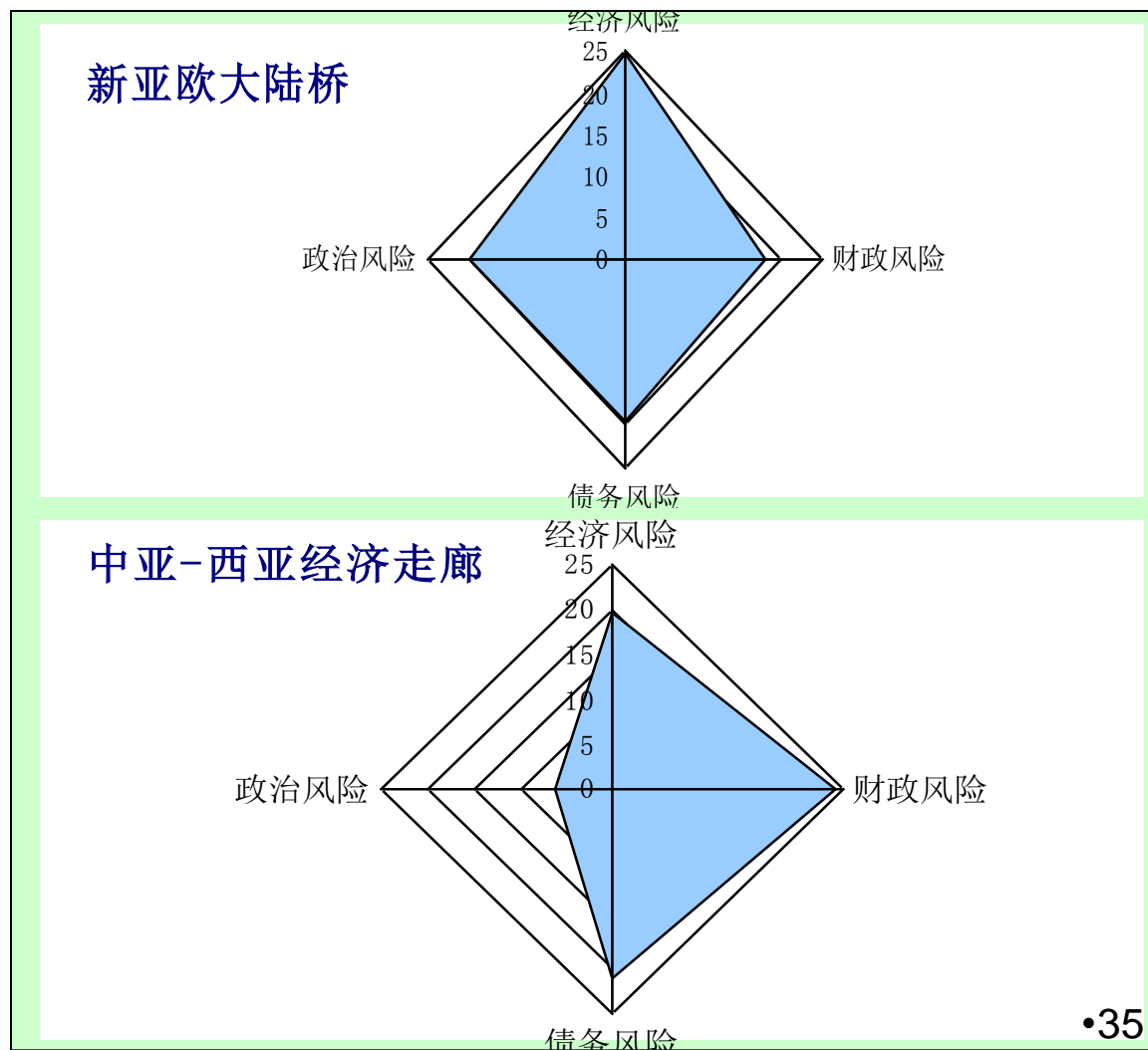
政治风险 风险评分：30分=风险最低国家



按照目前构建的“新亚欧大陆桥”、“中巴经济走廊”、“孟中印缅经济走廊”、“中国-中亚-西亚走廊”、“21世纪海上丝绸之路”等经济走廊，各区域经济合作区平均风险分布如下：

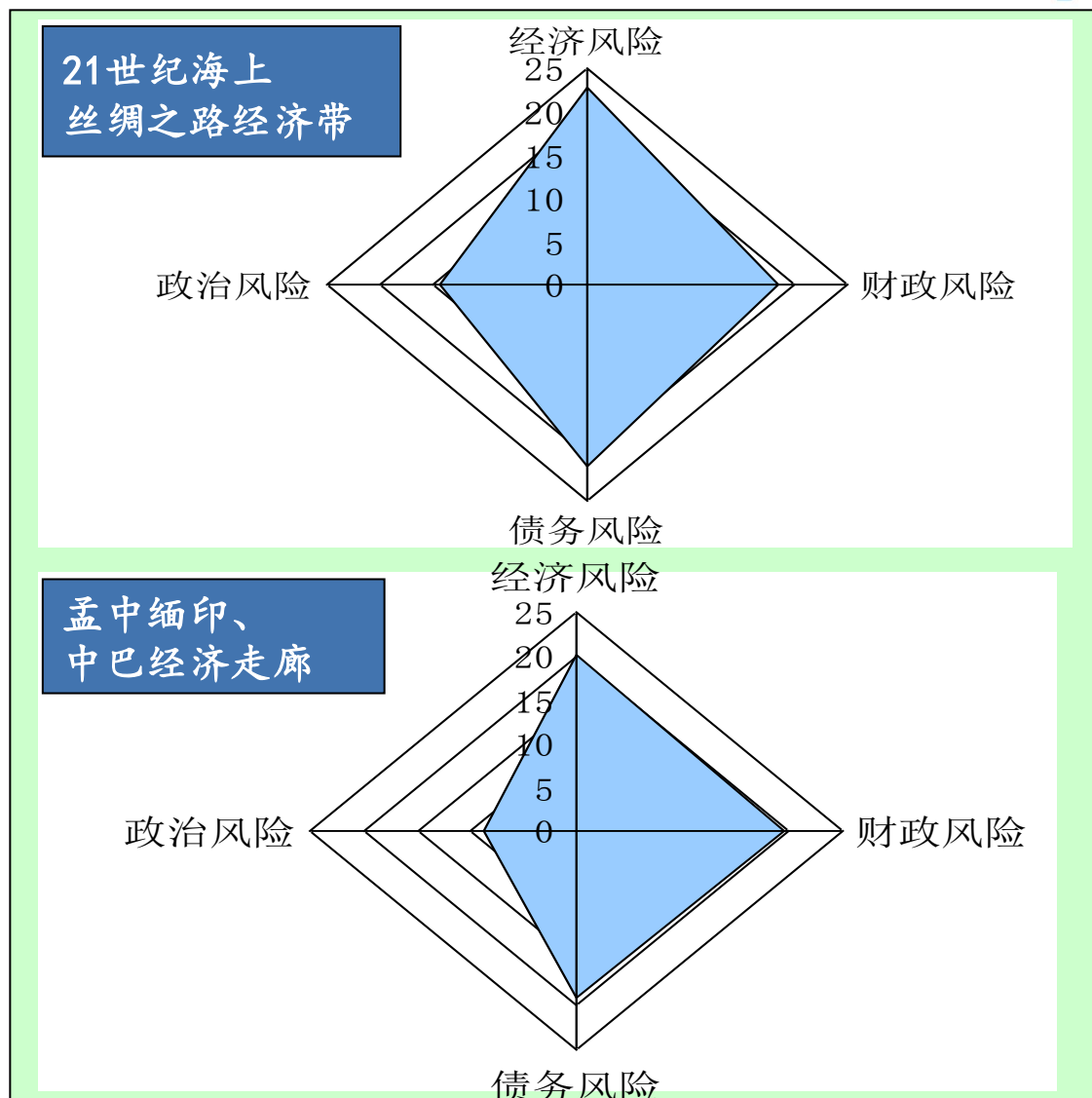
■ 新亚欧大陆桥涵盖主要欧洲国家，整体风险较低，财政风险相对突出。

■ 中亚-西亚经济走廊涵盖中亚五国及伊朗，总体政治风险较高，财政风险相对最小。



■ “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，经济风险相对最小，政治风险值得关注。

■ 孟中缅印经济走廊、中巴经济走廊主要辐射南亚及东南亚邻国，事件风险和**政治风险**是主要的不稳定因素。



OBOR沿线国家事件风险和政治风险

<p>欧洲7国</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 比利时、土耳其等国政党斗争、宗教冲突给两国带来不稳定因素； • 俄罗斯地缘政治冲突带来一系列外交、经济问题； • 希腊政府反紧缩政策使得希腊和国际债券人关系呈现紧张局势。
<p>中亚5国</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 中亚五国大多政治权力高度集中，政治改革及民主化进程缓慢； • 中亚国家内部腐败，黑恶势力横行； • 地缘政治冲突及伊斯兰极端势力威胁不断。
<p>东盟9国</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 缅甸政治不稳定因素较多； • 泰国存在潜在暴力抗议风险。
<p>中东、 南亚及 非洲 6 国</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 肯尼亚国内权力斗争增加，安全风险较高； • 埃及政局持续动荡； • 伊朗内部腐败严重，与西方长期对峙，政治安全风险较高 • 巴基斯坦国内政治存在不稳定因素。

4、“一带一路”金融支持：挑战与应对

挑战1：区域金融力量不足，金融需求迫切但金融支持不足

- 亚洲未来5年的基础设施资金缺口巨大，预计到2020年亚洲需要的基建资金总额约为8千亿美元，而亚洲开发银行和世界银行两家机构的投资加起来尚不能满足这一需求的10%。

挑战2：区域金融合作不足，缺乏长远规划及统筹

- 区域金融合作主体集中于政策性银行，商业性金融机构合作规模较小，且业务类型较单一，多服务于基础设施建设及高新技术领域。大部分国家的贷款业务主要集中在油气资源开采、管道运输等能源领域，其他行业并未形成真正满足银行要求的有效现金流。

挑战3：投融资模式不发达，民营资本介入程度不够

- 民营企业由于自身力量相对弱小，而对外投资的项目多为基础设施类，本身具有项目周期长、投资规模大、收益低的特点。在企业“走出去”后，面临能不能内保外贷以及在国外经营的融资问题，抵御外部风险的能力相对不足，亟需在投融资模式上进行创新。

挑战4：区域金融信用信息不足，缺乏有效的金融风险防控机制

- 在OBOR沿线国家中，由于经济、政治及宗教制度上的差异，造成不同国家之间对外开放程度不同，信息公开度较低。欧洲、东盟的部分发达国家信息公开机制相对健全，其他发展中国家信息公开机制参差不齐，部分国家的经济发展情况不可获得，造成国外投资风险加大。

■ 构建以开发金融为主，覆盖多层次资本市场的投融资体系，拓展和丰富OBOR投融资渠道，创新投融资模式，推动企业和资本“走出去”

充分发挥AIIB和丝路基金的先导作用，积极开展多边金融机制沟通合作

积极培育和发展多层次资本市场，促进区域内融资渠道多元化

发起设立OBOR沿线国家基础设施投融资平台，创新融资模式

■ 由于涉及国家大部分经济发展水平较低，市场制度不健全，商业贷款介入的意愿较低，初期必须发挥开发性金融的先导作用。

■ 发展亚洲债券市场，鼓励更多境外机构在香港离岸市场发行RMB债券、熊猫债券。
■ 鼓励境内企业在境外市场发行人民币债券和外币债券。
■ 创新债券融资工具，如伊斯兰债券、丝绸之路项目特种债券。

■ 中资企业以美元或人民币投资，OBOR沿线国家授权企业以矿产资源投资入股，发起设立OBOR沿线国家基础设施投融资平台。
■ 把高收益的资源产业与低收益的基础设施建设相结合，解决基础设施建设周期长、回报低、融资难的困境

■ 加强货币互换和结算合作，构建亚洲货币稳定体系。加速人民币资本项目可兑换进程，推动人民币国际化

贸易货币

- 全面开展与沿线国家的贸易本币结算，由边境贸易扩大到一般贸易，进一步扩大与沿线国家双边本币互换协议规模

投资货币

- 鼓励人民币“走出去”，推动境内银行为境外项目提供人民币贷款业务；
- 加快人民币离岸市场建设，促进人民币跨境使用以及对外直接投资

储备货币

- 探索人民币回流机制，允许符合条件的合格机构以人民币为计价货币，募集海外人民币资金，并投资国内项目

■ 加强区域金融合作，完善区域金融安全网。建立OBOR沿线国家风险应对与危机处置制度安排

■ 完善区域金融安全网

- 在EMEAP机制下，加强货币与金融稳定委员会的功能，加强宏观经济监测，完善区域危机管理框架。
- 继续发挥“10+3”、SEACEN、中亚、黑海及巴尔干地区央行行长会议、中日韩央行行长会议等多边机制的作用。

■ 建立区域高效协调监管机制

- 构建OBOR区域性金融风险预警系统，实现对OBOR沿线国家各类金融风险的有效分析、监测和预警，及时发现风险隐患。
- 形成应对跨境风险和危机处置的交流合作机制，完善风险应对和危机处置制度安排。



An Affiliate of Moody's Investors Service

谢谢!

