

经济展望

EAGLEs

2013 年度报告
经济分析

- **BBVA**研究部每年都会选取主要新兴国家，将它们与主要发达经济体进行比较。去年有九个新兴国家被分类为EAGLEs，在修订其长期预测后，以下国家仍榜上有名：**中国、印度、印尼、巴西、俄罗斯、韩国、土耳其、墨西哥和台湾**。Nest集团包括14个国家，大多数位于亚洲和拉美。
- 在中国和印度的引领下，**EAGLEs和Nest一起预计将在2012 - 2022年对全球增长贡献68%**，两国份额均高于美国。**G7**经济体仅贡献**16%**。
- 尽管**EAGLEs和Nest在2012年呈现较低的脆弱性**，但一些国家富有挑战性的情况表明，**它们不可以有所满足**，因此，需要进一步改革，以增强其长期前景。实际上，需要提高投资和生产率，以应对一些国家的老龄化问题。
- **快速城镇化和不断增长的中产阶级已开始并将继续从根本上改变消费模式。**

目录

概述	3
1. 2012年主要收获	4
富有挑战性的外部环境	4
EAGLEs和Nest如何应对?	5
2. 未来十年新预测	7
2013年成员及排名更新	7
我们如何看待EAGLEs和Nest概念相关的世界?	9
框：EAGLEs方法论及成员健壮性	12
长期脆弱性评估	14
3. “新兴人民”在可持续增长中的作用	18
老龄化并非发达经济体独有	19
不断下降的家庭人数	20
向城市迁移：快速城镇化过程	21
不断增长的中产阶级：越来越富有	23
新中产阶级不仅推动了全球消费，而且还改变了消费构成	24

出版日期：2013 年 3 月

概述

在简单回顾 2012 年新兴世界的主要发展后，《引领全球增长的新兴经济体（EAGLEs）》第三次年度更新重新评估了新兴经济体的经济相关性，并将其与核心的发达国家集团进行比较。最后，我们采用了与以前报告相同的严密但动态的方法，该方法具有下列优点：

- EAGLEs（“基本名单”）和 Nest（EAGLE 候选国）集团成员并非预先确定，而是根据一条综合标准（对全球增长的贡献）和一个透明临界值的相对表现而选择的。去年，埃及成为我们名单中的第一个“堕落天使”，离开了 EAGLEs 集团，而智利和乌克兰获得提升，进入 Nest 集团。
- 我们对 2012-2022 年所有新兴国家和主要发达国家长期预测的修正使成员再次发生变化：前景恶化再次使得乌克兰退出 Nest。
- 中国、印度、印尼、巴西、俄罗斯、韩国、土耳其、墨西哥和台湾被确认为 EAGLEs 集团成员，而 14 个国家继续成为 Nest 成员，其中 6 个成员在亚洲，4 个成员在拉美。
- EAGLEs 和 Nest 国家一起在 2012 - 2022 年对全球增长的贡献预计将超过三分之二，大多数 GDP 增长来自亚洲。再加上其它新兴国家、前沿市场和最不发达经济体，该份额接近 80%。
- 与这一引领作用相比，发达经济体对全球增长的贡献预计仅为五分之一，其中一半来自美国。
- 新兴市场的长期趋势呈稳健态势，预计将继续追赶发达经济体。在过去 10 - 15 年宏观稳定和稳健政策的保护下，核心 EAGLEs 国家正在引领前所未有的转型，影响着数量庞大的人群。本年度报告专门有一部分来阐述“新兴人民”在可持续增长中的作用。
- 不断提高的购买力已使得大规模人群脱贫，并产生了日益增长的中产阶级。这将给这些国家的消费模式带来巨大变化。

最后，在本报告中，我们想提醒的是，在总体乐观的前景中，风险也是存在的。去年，新兴市场富有挑战性 - 即使仍然相对乐观 - 的结果表明，在贸易、金融和信心存在密切联系的情况下，完全摆脱发达经济体危机是不现实的。孤立是不可能的，因此关键在于，要尽可能为“雨天”做好充分准备，许多新兴经济体已经这样做了。

新兴国家在过去 10 - 15 年发生的剧变是因对发达市场历史和相对较低的脆弱性而诞生的所谓“新常态”风险。然而教训在于，这没有可自满的地方。要完全、快速实现较高人均收入的设想，应实施进一步改革。

1. 2012 年主要收获

富有挑战性的外部环境

2012 年全球增长令人失望，我们目前估计约为 0.5 个百分点，低于我们一年前的预测。尽管新兴经济体呈现弹性，但平衡仍是负的，无论如何，新兴经济体仍因其与发达世界的紧密联系而受挫。

鉴于其在整个去年对 EAGLEs 和 Nest 国家的相对影响，下列全球事件值得关注。

- **不确定性仍然很高：**

- 尽管采取了积极的措施，且尾部风险正在减退，但欧元区仍然存在结构性担忧，财政悬崖在 2012 年末再次成为主要风险。日益加剧的对日本的担忧将阴云扩散到整个发达世界。
- 中东动荡没有减弱，而是转移到多个国家：叙利亚内战、以色列和巴勒斯坦关系再次紧张、西方批准制裁伊朗以及埃及陷入政治动荡。然而，地缘政治紧张不仅限于这个地区，中国海域日益成为热点。

- **迄今为止，中央银行已成功管理了全球风险规避：**

- 全球风险规避周期的运动就像过山车一样，它扩大了进出新兴市场资本流动的浪潮。新一轮欧元区危机是春季产生严重金融压力的原因，这急剧增大了风险规避，从而将新兴市场的资金流入推迟到夏季欧洲央行和联邦储备银行采取大胆行动之后。
- 在当前更有利的环境下，由于非常低的全球风险规避，新兴经济体的大规模资金流入使得货币和汇率政策管理对新兴经济体非常具有挑战性。虽然当局制定了多种选择方案，但根据反应也存在重要的权衡（主要是在汇率高估和过度信贷增长之间）¹。
- 无论如何，与发达经济体相比，新兴经济体的脆弱性水平处于历史低点²（图 1）。本报告第二部分较详细地分析了这种模式转变，即新兴市场仍具有相对良好的回报，但风险比发达国家低得多，我们称之为新“风险常态”。

- **发达经济体低增长率：**

- 在不确定环境下，发达世界的经济活动进一步减弱，而新兴经济体减弱幅度较小。在去年下半年，日益增大的风险偏好与日益恶化的硬数据共存。只有新兴经济体在 2012 年最后一个季度呈现较清晰的触底信号。这种趋势只在 2012 年前几个月进一步改善，但也存在少数例外（尤其是印度）。

- **世界贸易减弱，但南-南流动增加：**

- 由于受到欧元区和日本溢出效应的不利影响，世界贸易在整个去年减缓。新兴经济体的贸易数字在夏季触底，与发达国家相比，最后一个季度的出口数据相当良好。

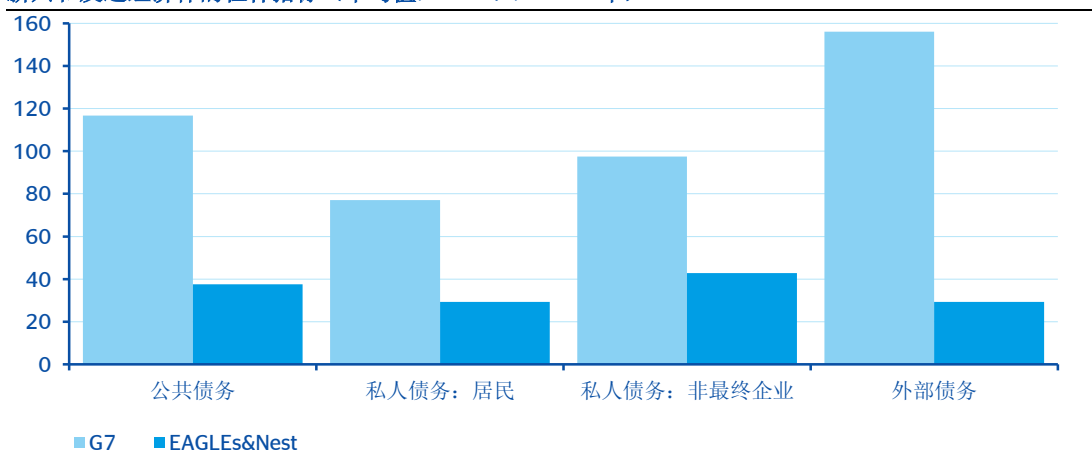
1: 欲了解更多详细信息，请参见我们近期的报告：“QE 对新兴市场的影响：管理成功问题”，《EAGLEs 经济观察》，BBVA Research，2012 年 11 月。

www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/121102_EW_EAGLES_QE_impact_tcm348-360747.pdf?ts=522013

2: 关于深入分析，请参见我们的季度国家风险报告：

www.bbva.com/research/KETD/ketd/ing/nav/tematicas/riesgopais/index.jsp

图 1
新兴和发达经济体的杠杆指标（平均值，GDP %，2012 年）



来源：BBVA Research

- 对欧元区出口下降加剧了目前新兴市场对发达经济体出口份额的下降趋势。相反，新兴经济体之间的贸易持续增长。实际上，EAGLEs 和 Nest 对其它新兴经济体的出口从 2000 年的 25% 增至 2012 年占出口总额的 42%³。
- 一些商品市场的供应冲击：
 - 商品价格联动在 2011 年终结，并在去年急剧分化。由于对伊朗制裁，油价升高，另外，由于受到恶劣天气条件的严重影响，特别是由于美国夏季严重干旱，粮食价格也升高⁴。相比之下，由于全球经济活动减弱，其余商品价格下降，包括金属。

EAGLEs 和 Nest 如何应对？

尽管面临富有挑战性的外部环境，但新兴经济体在去年仍保持弹性。然而，其差于预期的经济表现表明，在当前强大的贸易、金融和信心渠道条件下，与发达世界完全脱离是不可能的。

在这些条件下，一些 **EAGLEs** 也出现令人失望的增长率⁵：

- 与去年年初的预测相比，印度、台湾和巴西明显表现欠佳，韩国和中国紧随其后。
- 在印度，由于政治僵局、财政超支和投资障碍，对可持续增长的担忧增大。巴西的主要担忧在于工业竞争力差和信贷约束而造成的非常低的增长率。中国的担忧集中于非常不平衡的经济模式和需求不足。
- 另外，最开放的经济体 - 台湾和韩国 - 受到世界贸易减弱的打击最大。
- 选举过程并非台湾、韩国和墨西哥担忧的原因，而中国的政治过渡是平稳的。
- 所有这些国家政府都做出响应，采取措施以应对经济下滑，包括从财政（东亚经济体）和货币刺激（特别是巴西）到避免瓶颈的供应政策（印度）。因此，增长率在第四季度有所提高。

3 一个明显的例子是拉美对中国商品需求的增长。深入分析可参见：

“拉美对中国的商品依赖性评估”，工作文件 13/05，BBVA Research，2013 年 1 月。
www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1305_tcm348-370500.pdf?ts=522013

4：“供应冲击再次使食品通货膨胀亮红灯”，EAGLEs Flash，BBVA Research，2012 年 8 月。

www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/Flash_Commodities_1stAugust12_tcm348-349329.pdf?ts=522013

5：请注意，第 1 和第 3 部分的分析以去年作为参考 EAGLEs 和 Nest 成员。第 2 部分提出了新集团的定义，我们在此对未来十年的预测更新进行了解释。

相反，其余 EAGLEs 保持预期增长，甚至表现更加突出：

- 印度尼西亚基本按照预期增长率增长。活动增长率较高，尽管对投资环境仍然存在担忧，但它成为获得投资级评级的第八个 EAGLE。
- 俄罗斯、墨西哥特别是土耳其表现更加突出：
 - 俄罗斯受益于有利的贸易条件，石油以年均 110 美元/桶的价格交易（与 2011 年数据类似），总统大选也促进了支出。
 - 墨西哥受到美国重建竞争力需求的推动。在解释 2012 年市场对墨西哥资产的热烈欢迎时，这一特点增强了宏观稳定。
 - 土耳其经历了健康的软着陆，使得其经常项目逆差的调整高于预期。虽然内需仍然不景气，但净出口支持了适度增长。非常积极的货币工具管理和较低的全球风险规避也产生了更有利的结果。土耳其在 2012 年获得 Fitch 的投资级评级。

最后，**Nest 国家**的发展在总体上与去年的预测一致，尽管广泛出现偏差。大多数亚洲经济体或者与预期一致，或者远高于预期，拉美的智利和秘鲁也是如此。相反，新兴欧洲的波兰受到欧元区需求减弱的打击，而大选后埃及的政治过渡仍然困难重重。

2. 未来十年新预测

2013 年成员及排名更新

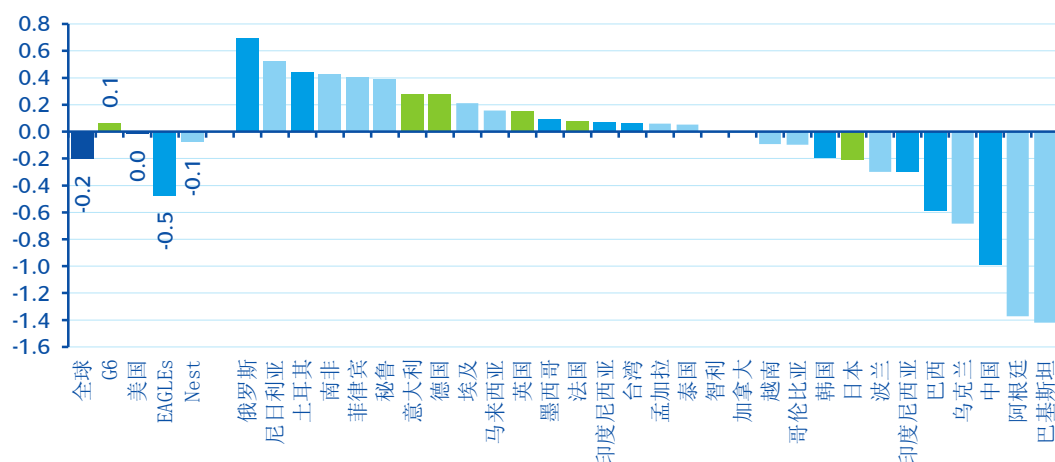
EAGLEs 概述本质上是灵活和动态的（参见方法框图）。2012 年，由于“阿拉伯之春”爆发引起的社会和经济动荡，埃及成为第一个“堕落天使”，失去了 EAGLE 地位，而位于 45 个新兴市场候选名单中的智利和乌克兰则成为 Nest 集团的一分子。

2013 年，两个集团都没有新进成员，但乌克兰从 Nest 中退出。两个集团都有一些重大变化（图 2）：

- 由于“替代效应”，**EAGLEs 和 Nest** 的临界值都微幅上调。随着时间间隔变动，2012 年已被 2022 年预测代替，G6 平均值和最小值（意大利）也随着这一变化有所提高。
- 在 EAGLEs 中，由于较好的中期和长期前景，俄罗斯和土耳其的增长预测均被上调。相反，印度、巴西特别是中国在未来十年的平均增长率预计将降低，这与第一部分指出的结构担忧是一致的。
- 在 Nest 集团中（2012 年定义），三个非洲经济体、菲律宾、秘鲁和马来西亚的前景有所改善，而波兰轻微恶化，阿根廷、巴基斯坦和乌克兰严重恶化。

图 2

2012-2022 年和 2011-2021 年平均年增长率预测差异 (pp)



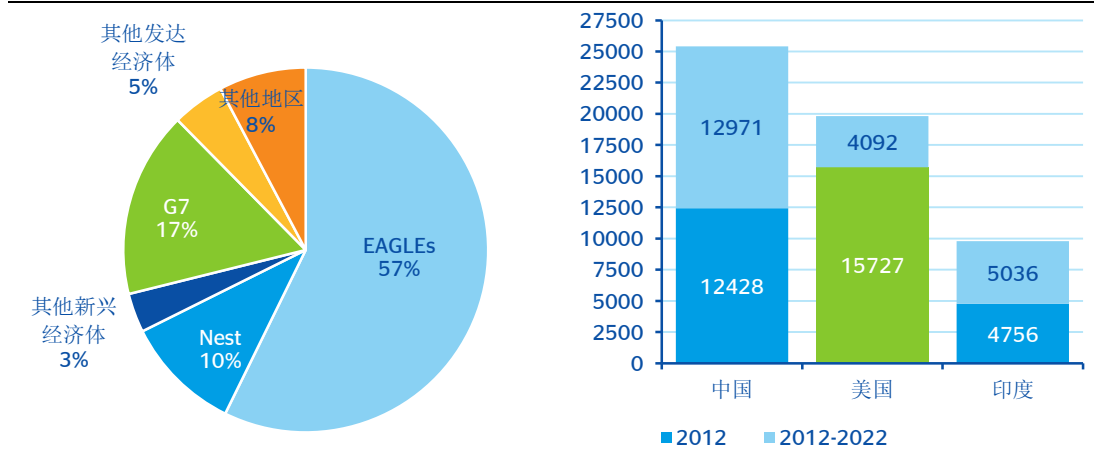
来源：BBVA Research 和 IMF

由于此次预测更新，集团构成和顺序发生了一些变化（图 3&4，表 1）：

- **EAGLEs 仍然有 9 个国家，而 Nest 集团现在有 14 个经济体。**
- 尽管与以前预测相比下滑，但印度特别是中国仍然发挥着重要作用，对 2012 - 2022 年全球 GDP 增长的贡献分别为 12% 和 32%，超过美国的 10% 贡献。
- 由于巴西前景暗淡，印尼超过巴西在 EAGLE 中排名第三，而更好的预测使俄罗斯超过了韩国。土耳其和墨西哥保持其地位，台湾排在集团名单最后，接近临界值。

图 3

2012 - 2022 年 GDP 增量：占全球增长的比例%和三大贡献者（十亿美元）

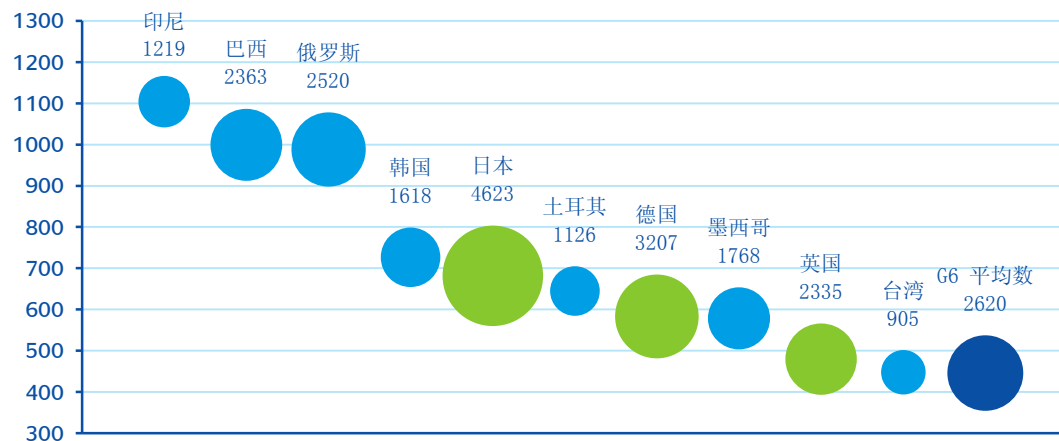


来源：BBVA Research 和 IMF

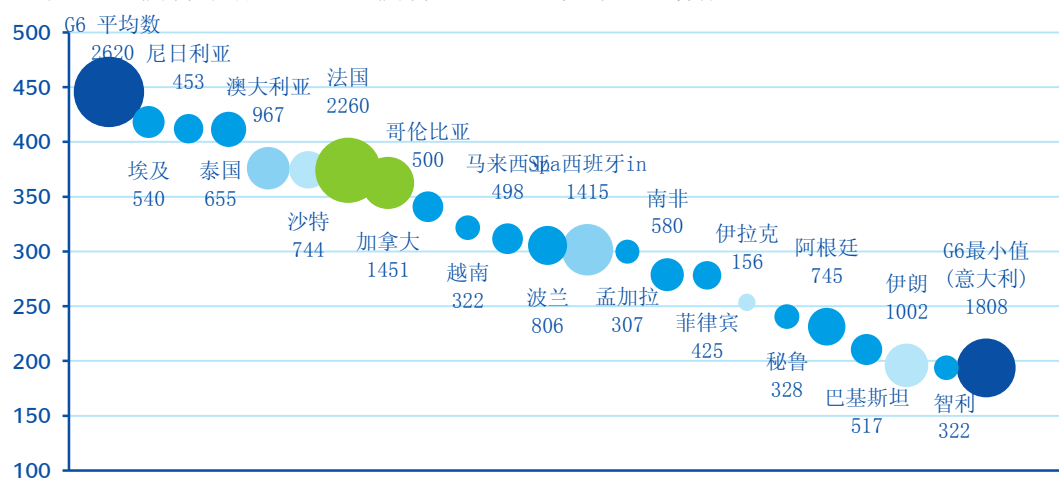
图 4

除中国和印度外 EAGLEs 和 Nest 国家 2012 - 2022 年 GDP 增量（十亿美元）（y 轴）
低于国家标准的 2012 年初始 GDP（十亿美元）（每个图的气泡都是成比例的）

A. 高于 EAGLEs 临界值的 EAGLEs 和 G6 国家



B. 高于 Nest 临界值但低于 EAGLEs 临界值的 Nest 国家和其它经济体



来源：BBVA Research 和 IMF

- 关于 **Nest** 国家, 最显著的特点是乌克兰不再属于该集团, 在获得升级一年后重新回到 45 个新兴市场的候选名单中。由于前景恶化, 乌克兰失去了其地位。
- 在 **Nest** 集团中, 排名发生显著变化。埃及目前排在首位。尼日利亚前移, 超过泰国, 越南和马来西亚超过波兰。另一方面, 巴基斯坦特别是阿根廷后退, 与智利一起排在集团名单最后, 由于其规模小且前景没有恶化, 稍高于临界值。

除了 **EAGLEs** 和 **Nest** 成员, 其它三个经济体也值得关注, 包括沙特阿拉伯、伊拉克和伊朗, 它们也符合 **Nest** 标准。然而, 沙特阿拉伯和伊拉克被认为是前沿而非新兴市场而没有进入名单, 而伊朗被排除在外是因为制裁。我们回想一下, 伊朗在去年就符合 **EAGLE** 标准, 但预测已下调, IMF 也预计未来几年的实际 GDP 增长率将更低 (我们估计 2012-2022 年平均为 1.8%, 相比之下, 去年为 4.4%)。

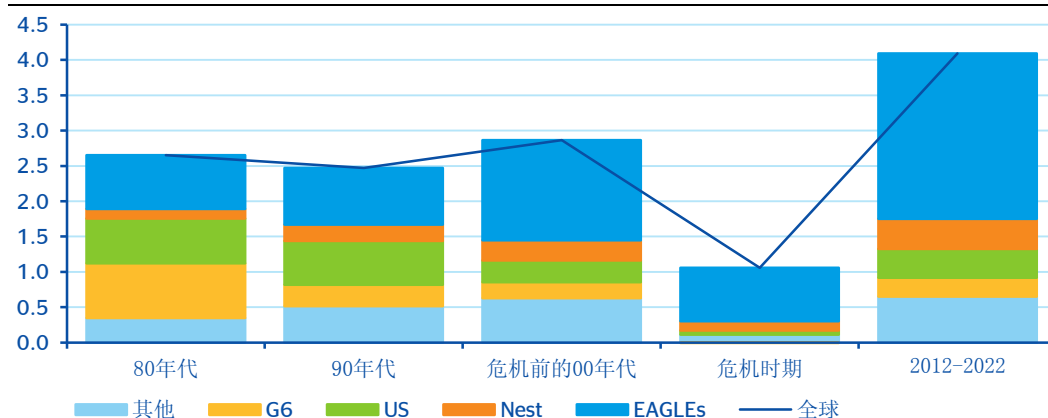
关于候选名单, 卡塔尔和降级的乌克兰是较接近 **Nest** 临界值的国家, 它们的年增长率需要提高约 1 个百分点, 才能成为该集团成员。

我们如何看待 EAGLEs 和 Nest 概念相关的世界?

不管预测甚至集团名单如何变化, **EAGLEs** 的本质不变 (参见健壮性框图)。它们是未来十年全球增长的主要贡献者 (图 3&5, 表 1):

- **EAGLEs** 将占 2012 - 2022 年全球 GDP 增量的 57%, 仅中国和印度就占 44 个百分点。其余贡献比例为 1.1% (台湾) 至 2.7% (印尼)。
- **Nest** 集团贡献 10%, 高于 G6 的总值, 各国比例从 0.5% - 1.1% 不等。埃及、尼日利亚和泰国的比例高于 1%, 比 G6 平均值低 0.1 个百分点。
- 45 个国家样本中其它新兴市场的总贡献接近 4%; 卡塔尔贡献最大, 为 0.4%, 降级的乌克兰紧随其后 (0.3%)。

图 5
对全球 GDP 增长的贡献 (2012 年 PPP 调整, 美元) (百分点)



来源: BBVA Research 和 IMF

- **G7** 国家占预计全球 GDP 增长率的 16%; 大多数贡献来自美国 (10%), 而日本、德国和英国均高于 **EAGLEs** 临界值 (1.1%)。法国和加拿大稍低 (0.9%), 意大利排名最后 (0.5%)。
- 其它发达市场贡献 5%, 澳大利亚 (0.9%) 和西班牙 (0.7%) 最高, 均高于意大利, 香港和新加坡 (0.4%) 紧随其后。

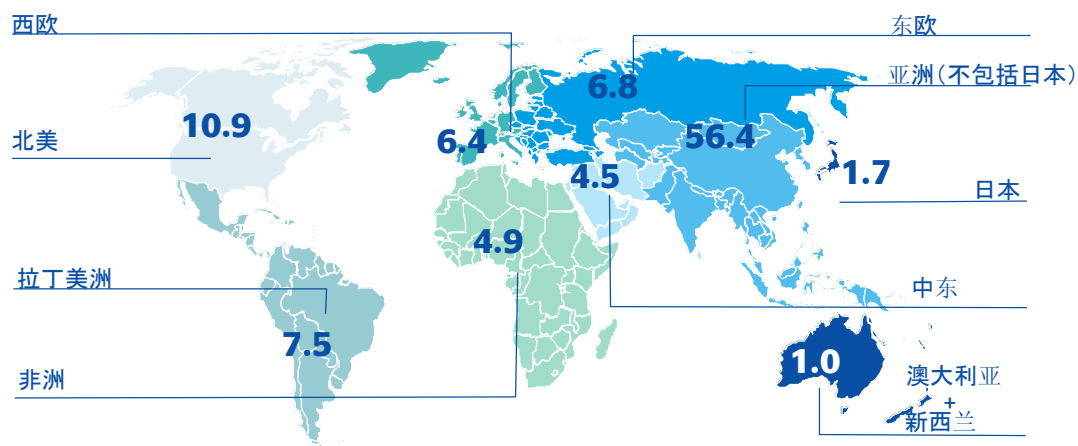
- 世界其它国家（即前沿和发展中经济体）占剩余的 8%。沙特阿拉伯占 0.9%，希拉克占 0.6%，伊朗占 0.5%。

地区的突出特点如下（图 1）：

- 除日本外的亚洲在未来十年对全球 GDP 增长的贡献为 56%。
- 第二大增长引擎是美洲，预计贡献 18%，美国最多，但巴西、墨西哥和安第斯等日益扩大的拉美经济体也不容忽视。
- 因此，全球增长偏向于太平洋地区，远高于大西洋或印度洋周边的经济活动。
- 欧洲将贡献 13%，其中一多半来自欧洲东部（包括 EAGLEs 的俄罗斯和土耳其）。
- 非洲和中东总计达 9%，主要涉及商品市场。
- 最后，日本和大洋洲占比不到 3%。

地图 1

2012 - 2022 年对全球 GDP 增长的贡献（%）



来源：BBVA Research 和 IMF

表 1

2012-2022 年间对全球增长的贡献

	国家	真实 GDP (PPP 调整后, 2012 十亿美元)					参考: 真实 GDP (2012 十亿美元)	
		2012	2022	2012-2022 变化			2012-2022 变化	
				值	占全球%	年平均 (%)	值	占全球%
EAGLEs	中国	12428	25399	12971	31.6	7.4	8627	28.7
	印度	4756	9792	5036	12.3	7.5	2159	7.2
	印尼	1219	2324	1104	2.7	6.7	786	2.6
	巴西	2363	3362	999	2.4	3.6	961	3.2
	俄罗斯	2520	3508	988	2.4	3.4	766	2.5
	韩国	1618	2345	727	1.8	3.8	566	1.9
	土耳其	1126	1771	645	1.6	4.6	462	1.5
	墨西哥	1768	2347	578	1.4	2.9	386	1.3
	台湾	905	1352	447	1.1	4.1	249	0.8
G6 平均		2620	3066	446	1.1	1.6	517	1.7
Nest	埃及	540	958	418	1.0	5.9	197	0.7
	尼日利亚	453	865	412	1.0	6.7	248	0.8
	泰国	655	1066	412	1.0	5.0	244	0.8
	哥伦比亚	500	840	341	0.8	5.3	246	0.8
	越南	322	643	322	0.8	7.2	142	0.5
	马来西亚	498	810	312	0.8	5.0	200	0.7
	波兰	806	1111	305	0.7	3.3	178	0.6
	孟加拉	307	607	300	0.7	7.1	116	0.4
	南非	580	858	279	0.7	4.0	188	0.6
	菲律宾	425	704	278	0.7	5.2	173	0.6
	秘鲁	328	568	241	0.6	5.7	150	0.5
	阿根廷	745	976	231	0.6	2.7	155	0.5
	巴基斯坦	517	727	210	0.5	3.5	94	0.3
	智利	322	516	194	0.5	4.8	159	0.5
	G6 最小值 (意大利)	1846	2039	194	0.5	1.0	215	0.7
组合	EAGLEs	28705	52200	23495	57.3	6.2	14961	49.7
	Nest	6996	11250	4254	10.4	4.9	2489	8.3
	其他新兴市场	3164	4588	1424	3.5	3.8	1062	3.5
	G7	31449	38215	6766	16.5	2.0	7196	23.9
	美国	15727	19820	4092	10.0	2.3	4092	13.6
	G6	15722	18396	2674	6.5	1.6	3103	10.3
	其他发达市场	7265	9171	1906	4.6	2.4	2293	7.6
	其他地区	5535	8711	3176	7.7	4.6	2083	6.9
全球		83114	124136	41022	100	4.1	30083	100

*假设对美元汇率根据与美国通胀差变化

来源: BBVA Research 和 IMF

框图：EAGLEs 方法及成员健壮性

EAGLEs 方法

我们 EAGLEs 和 Nest 名单的起点是一个包括 45 个新兴经济体和 G6 国家的样本：

- 一些潜在新兴经济体被排除在外，因为它们是非前沿市场、受到国际制裁或陷入战争。
- 由于其非常大的规模，我们将美国排除在 G7 之外。然而，在跨国比较中，始终包含美国。

参考变量是 2012 - 2022 年 PPP 调整后的实际 GDP 增长。为便于评估，我们将 BBVA Research 的增长率预测与 2011 年 IMF 估算的 PPP 调整数值相加。对于我们没有进行预测的国家，我们采用 IMF/WEO 预测。

每个国家对全球增长的贡献等于 GDP 增量，即 2022 年 GDP 与 2012 年 GDP 之差。因此，EAGLEs 方法是规模和增长率的组合⁶。

在我们根据 GDP 预计变化对估值进行排序后：

- **EAGLEs** 被定义为在未来十年对全球增长贡献超过 G6 国家平均值的新兴经济体。
- **Nest** 集团由超过 G6 国家最低贡献但低于 EAGLEs 临界值的新兴经济体组成。

因此，EAGLEs 方法是灵活和动态的，意味着各国可根据其相对发达国家标准的表现进入或退出两个集团。

成员健壮性

在去年的年度报告中，我们测试了不同情景下成为 EAGLE 或 Nest 国家的敏感性，我们注意到，EAGLE 名单对各种风险情景非常稳健。只有墨西哥、土耳其和台湾高于临界增长率不到 1 个百分点。

今年，我们通过与其它机构的预测对比而审查了健壮性。我们还特别通过 **IMF、OECD 和 Consensus** 的等价预测审查了各国的成员条件⁷。

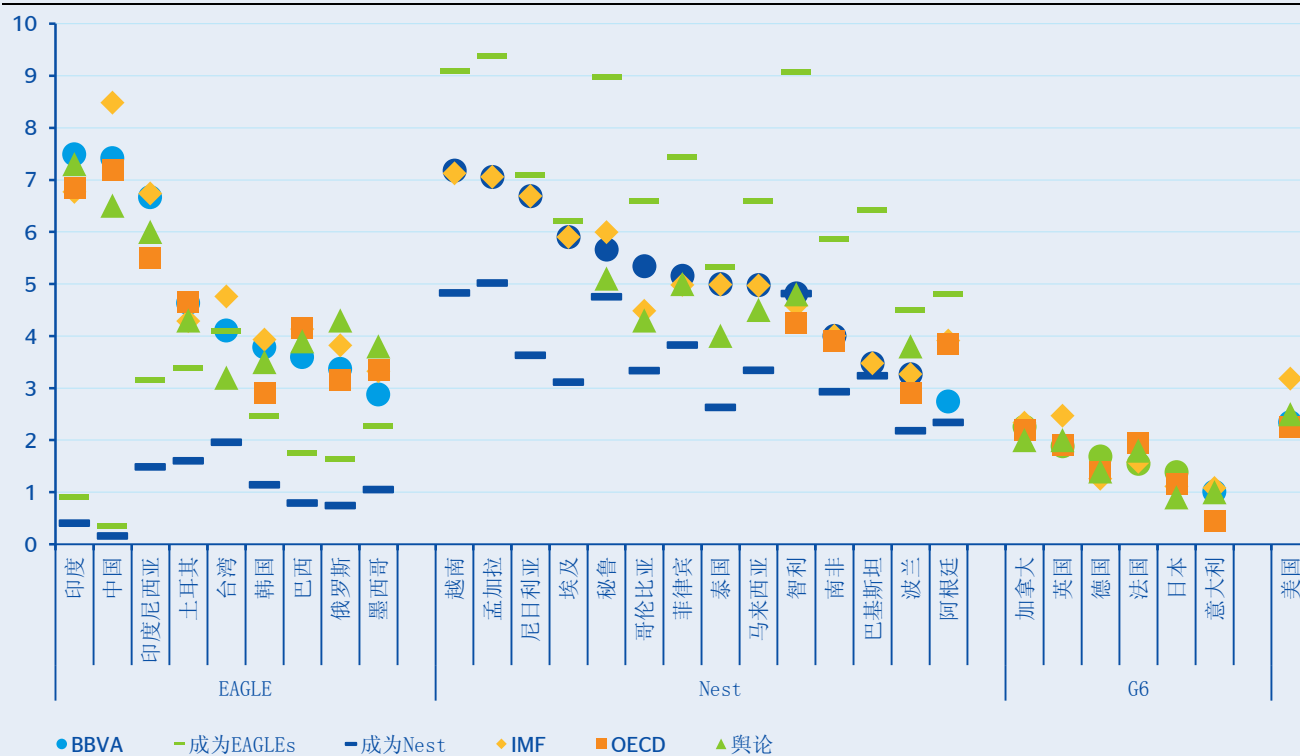
正如我们去年那样，我们发现，我们的结果是高度稳健的（图 6）：

- **EAGLEs 和 Nest 的长期增长率平均为 5-6%，约为 G6 数值的三倍。**IMF 和 OECD 对发达经济体更加悲观（特别是德国和日本）。如果这种情景实现，它将为一些新兴市场进入 EAGLEs 集团提供额外余地（尼日利亚、埃及和泰国）。
 - 对于新兴市场，长期增长率与我们的预测高度一致，只有少数可忽略的例外情况：
 - 对于巴西、墨西哥特别是阿根廷，所有来源（IMF；OECD；Consensus）数据均偏向积极。俄罗斯平均值也高于我们的预测。
 - 对于哥伦比亚、印尼以及印度和泰国，其它来源显示情景不太乐观。
 - 极少数国家的预测超出 **EAGLE 或 Nest** 集团的增长率临界值：
 - 市场平均预测对台湾不太积极的预测将使该地区从 EAGLEs 退回 Nest 集团，而根据 IMF 和 OECD 预测，智利将失去其 Nest 地位。
 - 对于处于边缘的其它国家（与集团临界值相差不到 1 个百分点），其它预测认为成员稳定。
 - 人们一致认为，**EAGLEs** 有充分余地保持增长率高于 G6 平均值。
 - 大多数 **Nest** 国家要成为 **EAGLE** 仍有很大差距，对于较小经济体，它目前还不切实际。然而，对于大多数 **Nest** 国家，被降级的可能性也有限。
 - 除了新兴市场的动态性，G6 增长前景的改善也可能决定性地引起集团构成变化。然而，其它来源摒弃这种不寻常的情景，显示平均（EAGLEs 临界值）和最差表现者（Nest 临界值）的情况更加消极。
- 总之，与其它来源预测的比较增强了下列观念：
- EAGLEs 和 Nest 的当前结构高度稳定。如果有变化，则当一些其它预测预计的 G6 国家更为悲观的情景出现时，一些国家将有机会被囊括进去。
 -

6. 一个小国家可能在增长率方面表现突出，但由于其规模，它并不属于 EAGLEs 或 Nest 集团。然而，这不能抹杀其在宏观稳定或/和改革议程方面的功绩。这只是我们方法的结果。

7. 对于 IMF，我们采用如方法所述的数据，对于 OECD，我们计算 2013-2017 年和 2018-2030 年的平均值，而对于 Consensus，我们采用 2013 - 2022 年的平均增长率。

图 6
2012-2022 年增长率预测和临界值



来源：BBVA Research、IMF、OECD 和 Consensus

长期脆弱性评估

在 2012 年年度报告中，我们对宏观经济风险和社会-机构挑战进行了深入跨国分析。我们构建了两个不同的脆弱性矩阵⁸：

- **宏观经济风险：** a/增长模式风险， b/外需风险， 和 c/宏观失衡。
- **潜在增长中止：** a/机构因素， b/社会动荡风险， 和 c/综合增长挑战。

今年，我们更新了这些矩阵（表 2 和 3），进行了一些贫困定义相关的微小调整，因为我们认为，采用绝对和国际相同衡量标准而不是相对和国内定义的基准会更加方便⁹。因此，我们纳入了标准低于 1.25 美元/天和 2 美元/天的贫困人口比率（PPP 调整）。

除了数据澄清，我们希望通过一些 EAGLEs 和 Nest 国家的发展举例说明风险和潜在增长中止相关的问题。一些国家已在第一部分指出：

- **增长模式风险：**
 - 中国政府最近宣布，2012 年，工龄人口在最近几十年首次下降。由于老龄化人口特征，对提高劳动生产率的需求将随着时间增大，特别是中国、韩国、台湾和东欧。
 - 波兰基础设施的质量在举办 2012 年“欧洲杯”足球赛后得到改善，缩小了与新兴市场平均水平的差距；巴西目前低于基准，但作为 2014 年“世界杯”足球赛和 2016 年奥运会的举办国，机会已来临。
 - 基础设施质量也是政策与生产率基本要素折衷的结果，2012 年墨西哥改善就是这种情况；这也适用于近几年秘鲁高等教育入学率提高或韩国较高的 R&D 支出。相反的情况是埃及，该国面临很大的机构不确定性。
- **外需风险：**
 - 总的来说，新兴市场的贸易开放程度在增大，从而不但提高了全球竞争力，而且还强化了贸易渠道。台湾、泰国、越南和马来西亚的比率超过 100%，韩国接近该临界值。
 - 发达世界的疲弱抑制了新兴市场的出口扩张。与这种情况相反，南-南贸易流通在扩大，包括对中国的依赖性增强，2012 年越南和秘鲁就是这种情况。
 - 对出口国的商品依赖性有所增大，价格行为分歧说明了国家发展。一方面，在工业金属带领下，CRB 指数在 2012 年下降了 10%。另一方面，石油基本持平，均价较高，而一些食品因供应冲击而更加昂贵（大豆、玉米和小麦）。
- **宏观失衡：**
 - 印度和巴基斯坦的财政前景恶化，根据近期发展，除非实行改革，否则，埃及的财政前景也将恶化（可能需要与 IMF 达成金融交易）。对于大多数具有最高经常项目逆差的国家（巴西、印尼、波兰和南非），预期外部融资需求将增大。
 - 中国和土耳其进行罕见的失衡调整。增长模式变化正在挤压中国的经常项目顺差，而土耳其政府在去年批准了一系列提高储蓄率和开发战略投资的措施，以使该国降低对某些产品的外部依赖性（包括能源）。
 - 总之，与发达国家和风险临界值相比，脆弱性情况仍相当良好。
- 根据最近宏观失衡声明，再回到贸易（南-南关系加强），值得关注的是，新兴市场的贸易加权脆弱性正在下降。

8: “2012 年 EAGLEs 年度报告”第 2 部分，BBVA Research，2012 年 2 月。

www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/120221_EAGLEs_Outlook_Annual_Report_2012_tcm348-287658.pdf?ts=1922013

9:我们还限制了对世界银行世界发展指标的年度选择。我们现在只采用 2008 - 2012 年间可用的最新观察数据。

- 机构性因素与国内经济活动和对 FDI 流动的吸引力密切相关。政策和折衷可改变它们；它们并非一成不变。2012 年墨西哥、台湾和马来西亚投资环境改善就是这种情况，而阿根廷和埃及则相反。
- **社会动荡风险：**
 - 高粮食价格继续影响最不发达国家，埃及、尼日利亚、越南和孟加拉国等贫穷国家的粮食进口支出不断增大。近几年，粮食更加昂贵已成为多个国家社会动荡的根源。
 - 其它因素也引起社会动荡。埃及在最近十年的中学入学率下降，而同时青年失业率在约 25-30%徘徊。
 - 近几年，持续高增长率使大多数 EAGLEs 和 Nest 国家的失业率呈下降趋势。东亚的劳动力市场尤其紧张，而埃及、波兰特别是南非的失业率远高于平均值，南非的情况最为严峻，失业率达到 25%。
 - 青年失业率比总体数值约高 10 个百分点。南非的差距尤其大，其青年失业率是总比率的两倍，接近 50%。另一方面，几个亚洲国家和墨西哥的差异较小，其总体和青年失业率基本相同。
- 综合增长担忧正从减少贫困转向更加不平衡的收入分配或持续较高的不平等。少数国家成功将快速发展与缩小不平等融合起来，但政治担忧似乎在增大。在这一方面，中国最近公布了新的收入分配方案，包括加强社会保障体系建设和提高最低工资。

表 3
对增长的阻碍

		A. 制度因素			B. 社会不稳定风险				C. 平衡增长的挑战				
		市场	公共		食品价格		劳动力市场						
变量	投资环境	管制	国家脆弱性	食品进口依赖性		食品在消费篮子		失业率	青年失业率	中学教育入学率	收入不平衡	贫困率	
				2011/WTO-IMF	2012/Haver	占GDP百分比, 2011	占CPI百分比, 2012						er-IMF
EAGLES 定义和来源	在183个国家中的排名, 2013/WB	-2.5 到 +2.5 (2011) /WB	指数 0至25 (2011)	占GDP百分比, 2011	占CPI百分比, 2012	er-IMF	占青年劳动人口百分比/WB	中学教育入学率	前五年 WB-UNWIDER	[PPP调整后, 1.2 5美元每日占总人口百分比]/ WB	[PPP调整后, 2 美元每日占总人口百分比]/ WB		
	中国	95	-0.6	9	1.0	49.7	n/a	4.1	n/a	81.2	n/a	13.1	29.8
	印度	121	-0.3	13	0.8	45.4	n/a	n/a	n/a	63.2	n/a	32.7	68.7
	印尼	112	-0.5	9	2.0	23.4	6.2	6.2	22.2	77.2	n/a	18.1	46.1
	巴西	115	0.1	6	0.4	37.3	5.5	5.5	17.8	101.3	54.7	6.1	10.8
	俄罗斯	102	-0.7	7	2.0	13.6	3.2	3.2	17.2	88.6	40.1	0.0	0.1
	韩国	24	0.8	0	2.3	26.2	9.0	9.0	9.8	97.1	n/a	n/a	n/a
	土耳其	80	0.0	9	1.4	18.9	5.0	5.0	21.7	77.6	39.0	0.0	4.2
	墨西哥	70	-0.1	5	2.1	26.1	4.2	4.2	9.5	88.8	48.3	1.2	5.2
	台湾	35	1.0	0	2.4				n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
NEST	埃及	106	-0.7	12	5.8	39.9	12.7	12.7	n/a	72.5	30.8	1.7	15.4
	尼日利亚	117	-1.1	18	3.3	51.8	n/a	n/a	n/a	44.1	48.8	68.0	84.5
	泰国	42	-0.3	7	3.1	33.0	0.7	0.7	4.3	79.2	40.0	0.4	4.6
	哥伦比亚	72	-0.2	11	1.5	28.2	10.4	10.4	23.0	96.4	55.9	8.2	15.8
	越南	95	-0.6	9	7.4	39.9	4.5	4.5	n/a	77.2	35.6	16.9	43.4
	马来西亚	32	0.3	5	5.7	30.3	3.0	3.0	10.9	68.3	46.2	0.0	2.3
	波兰	79	0.8	0	3.1	24.2	12.8	12.8	23.7	97.0	34.1	0.1	0.2
	孟加拉	116	-0.9	12	5.9	n/a	n/a	n/a	n/a	51.4	32.1	43.3	76.5
	南非	65	0.3	6	1.5	18.3	24.9	24.9	48.2	93.8	63.1	13.8	31.3
	菲律宾	117	-0.5	11	2.9	39.0	7.0	7.0	17.4	82.0	43.0	18.4	41.5
其他	秘鲁	64	-0.2	7	2.2	26.1	6.8	6.8	14.0	91.4	48.1	4.9	12.7
	阿根廷	115	-0.2	1	0.4	37.9	7.2	7.2	21.2	88.5	44.5	0.9	1.9
	巴基斯坦	108	-1.1	16	2.5	34.8	7.7	7.7	7.7	34.2	30.0	21.0	60.2
	智利	55	1.2	2	2.2	18.9	6.5	6.5	18.6	87.9	52.1	1.4	2.7
	与45个新兴市场相比		平均	低于平均									

3. “新兴人民”在可持续增长中的作用

人口是确定经济预测和潜在增长率的一个关键因素：

- 在供应方面，劳动力被纳入总量生产函数。多个因素限制了这个相关要素：
 - 劳动力可分解成就业率（1 - 失业率）、参与率、工龄人口比例和人口总数。
 - 因此，从长期看，劳动力是劳动力市场和社会条件以及人口特征的综合。
 - 另外，人口通过教育和生产率被纳入生产函数。
- 在需求方面，家庭有效支出占最终需求的大部分，包括个人和公共消费（有效消费）以及房地产投资。人均收入水平和中产阶级规模抑制了某些商品和服务的需求。购买力是一个重要变量，但其它要素也发挥了一定作用，如老龄化、社会保障扩展和财政准入。

尽管这种简单方法不能涵盖其含义，但这些维度足以说明新兴经济体的主要人口和社会经济趋势：

- **老龄化人口：**几十年来，人口特征一直在促进新兴经济体的增长。大多数经济体仍存在所谓的“人口红利”，但它正逐渐减退。工龄人口的贡献在减小，在一些国家甚至为负值，如中国、韩国和东欧。为保持高增长率，各经济体将通过进一步资本化和/或提高全要素生产率来消除这种影响（主要与教育、技术、基础设施和机构因素有关）。移民浪潮和/或参与率提高 - 特别是女性 - 也可能在劳动力市场紧张时发挥补偿效应。
- **下降的家庭人数**与经济发展密切相关。随着生活标准提高、生育率下降和单身家庭数增多，家庭人数迅速降低。因此，老龄化对家庭数量的影响降低。这一现象对某些产品消费和房地产需求有着重要意义。
- **城镇化：**随着低收入国家发展，相当大比例农村人口迁移到城区。这种变迁需要提高生产率，因为第一产业丧失权重，工业随着新劳动力而发展。城镇工业化有两个重要意义。一方面，生产率提高通常会转变成实际工资增长，而另一方面，人口集中产生服务活动，如零售店、交通...，这最终成为经济活动的主体。
- **增长的中产阶级：**能够将第一产业推动的经济变成拥有广泛服务业的有竞争力工业经济的国家无疑会通过创造就业提高其人口福利。新兴经济体自本世纪初以来的持续高增长率使大量人口脱贫，从而促进了中产阶级的诞生和快速增长。在我们的基线情景中，这一趋势已经发生，并将在未来几年加速，较富有的国民将发挥日益重要的作用。
- **消费模式变化：**不断提高的购买力使消费篮子的构成发生重大变化。低收入国家的粮食支出比例增大，而随着它们进入发展阶段，它们相对提高了任意产品（如汽车）消费和房地产支出。这些变化受到金融包容扩展的促进和推动。

与人口相关的需求和供应因素之间有什么联系呢？我们在这一部分开始时已经提到，潜在增长正逐渐丧失其“人口红利”，各经济体需要扩大价值链。这一转型可能受到中产阶级扩大的支持。提高的购买力和变化的消费模式提供了规模经济，提高了竞争力，促进了创新，提高了教育水平，扩大了财政基础，增加了中间储蓄储备。

政策是应对源自快速增长挑战的关键要素：

- 要避免这些进程中的中等收入陷阱风险。它们必须为提高生产率提供基础，防止瓶颈，并限制不平等和过度杠杆化。
- 不断提高的活动和消费以及人口和城镇化压力使得能源、交通和基础设施成为紧随其后的关键领域。

老龄化并非发达经济体独有

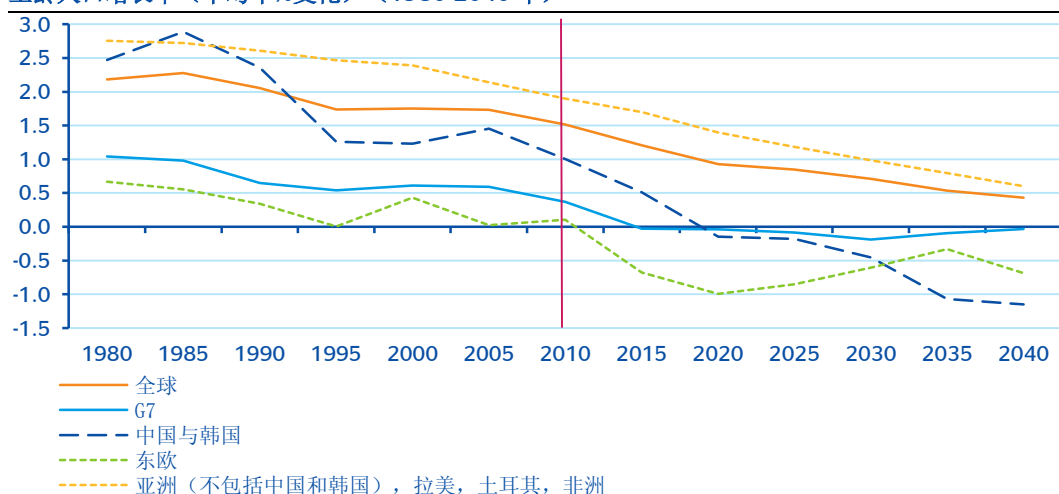
人口特征常识通常指发达国家老龄化社会的风险和挑战。然而，迄今为止，人们对新兴经济体发展的关注较少¹⁰。

正如许多其它问题那样，将新兴经济体作为一个同类集团会得出非常误导性的结论。因此，我们根据其在人口过渡中的阶段来分组国家（图 7&8）：

- **G7 经济体：**在 50 至 70 年代的生育高峰后，人口增长开始减缓，目前，德国和日本等国已变成负值。60 年代达到 15-64 岁的比例高峰，工龄人口将在未来十年停滞，只能被移民浪潮抵消。

图 7

工龄人口增长率（平均年%变化）（1980-2040 年）



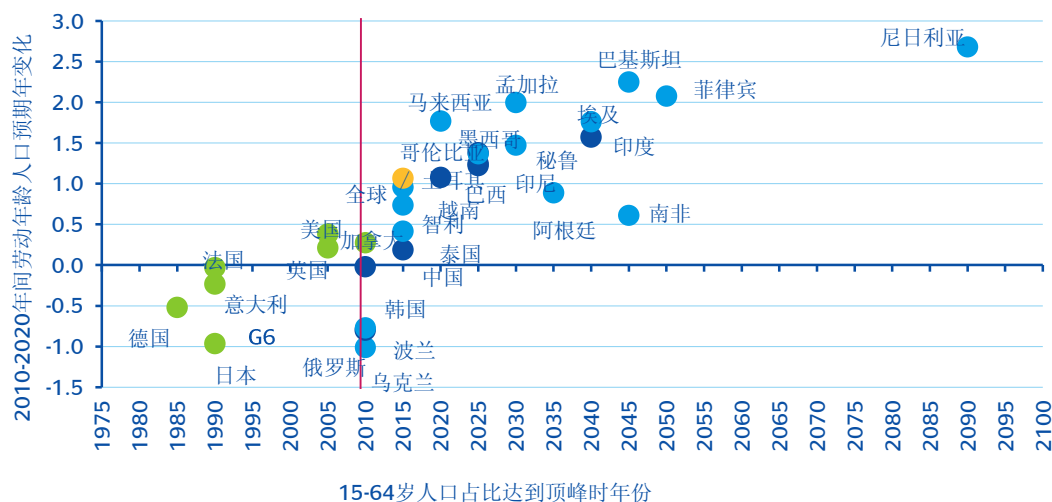
来源：BBVA Research 和 UN

- **东欧：**自 80 年代末以来（共产主义倒台），人口总数和工龄人口相对停滞。根据联合国预测，该地区 15-64 岁人口比例已达到高峰（约在 2010 年），预计目前人口总数和工龄人口萎缩。
- **中国、韩国和台湾：**在 EAGLEs 和 Nest 国家中，这些国家正在经历最剧烈的人口变化。其工龄人口在 80 年代增长 2-3%，90s-00s 年代增长 1-2%，我们现在预计它们将在这个十年末萎缩。
- **样本中其它 EAGLEs 和 Nest 国家（除中国、韩国和台湾外的亚洲、拉美、土耳其和非洲）：**它们代表新兴国家的基准。其“人口红利”仍然很高，估计目前工龄人口年增长率约为 2%。本世纪 30 年代之前不会达到 15-64 岁比例高峰。工龄人口将在数十年内持续增长，但积极影响将逐渐减弱，每十年下降约 0.5pp。
- **其它国家：**其它非洲和中东经济体的人口金字塔具有非常广泛的基础。考虑到始于 2011 年“阿拉伯之春”的背景，这是一个非常重要的特点。对于 GCC 国家，特征与移民关系更大，因为它非常倾向于引入男性工龄人口。

10: “EAGLEs 人口过渡：既是红利又是挑战”，EAGLEs 经济观察，BBVA Research，2012 年 6 月。
www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/120601_EW_Population_Premium_Risks_tcm348-331759.pdf?ts=522013

图 8

参考工龄人口的人口过渡阶段



来源：BBVA Research 和 UN

极端情况明显带来不同挑战，尽管最终任务是促进增长：

- “人口红利”仍然发挥重要作用的国家具有非常苛刻的就业人口特征。当政策不能促进经济增长，以满足青年人口的就业需求时，就会发生最坏情况 - 社会动荡，“阿拉伯之春”就是如此。
- 如果它们想保持潜在增长，工龄人口停滞或下降的经济体需要寻找其它增长源。这意味着改善教育、技术和基础设施，增加资本储备。在劳动力市场已经紧张的国家，需求较大，但通过劳动力市场改革提高参与率（特别是女性）或降低自然失业率也有空间。

除了这些增长考虑，老龄化社会还给决策者带来巨大挑战。根据生活周期理论，私人储蓄率随着退休工人比例增大而下降，从而限制了用于生产投资的国内资源，尽管住房需求下降应有所补偿。同时，健康和养老金支出对财政预算造成更大压力，降低了公共储蓄率（如果没有产生新收入）。每个国家必须为如何应对这些挑战做好提前准备。

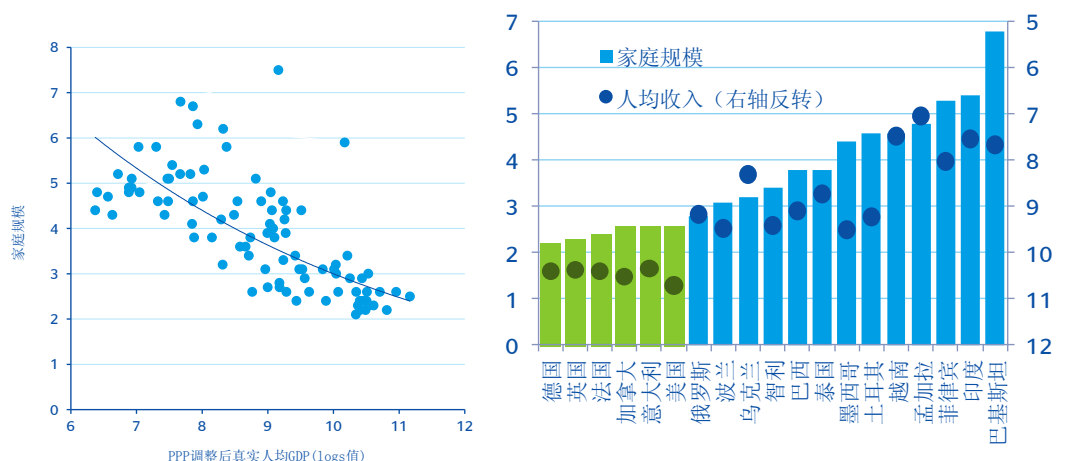
不断下降的家庭人数

大多数主要新兴经济体目前处于人口过渡的第三阶段，其特征是家庭人数迅速减少。这一现象既有社会经济因素，也有健康因素，但证据表明，收入增长、城镇化、女性教育水平提高以及女性较高的就业机会是促成这种转变的重要因素。如图9所示：

- 家庭人数和人均收入之间存在密切的负相关关系，特别是当经济体从低收入区向中收入区过滤时。
- G7 国家**平均 2.5 个成员，东欧国家约 3 个，其它新兴中等收入经济体 4 个，最不发达国家 5 个以上。

家庭人数下降非常重要，因为它减弱了老龄化对某些产品消费（如汽车）以及房地产需求的影响。在所有这些市场中，家庭数量是参考变量，而非人口总数。

图 9
人均收入和家庭人数（2000 年）



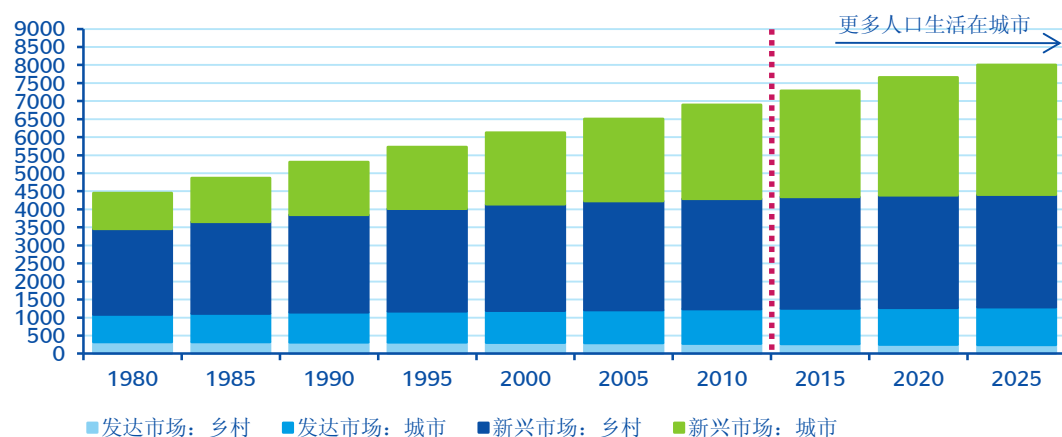
来源：BBVA Research、IMF、UN 和 WB

向城市迁移：快速城镇化过程

在最近几十年内，全球经历了大幅城镇人口比例增长。自 1950 以来，所有国家信息向联合国提供：

- 鉴于较高的初始水平，发达经济体的进程更加缓和，且随着达到约 80-90% 人口总数的饱和水平，该进程正失去动力。
- 对于 **EAGLEs** 和 **Nest** 全体，进程在 80 和 90 年代加速，并在东亚经济体特别是中国的推动下，在 21 世纪初达到最高速度（图 10）：
 - 根据联合国估计，进一步城镇化仍有很大空间。2010 年，拉美和韩国的城镇人口比例已很高（超过 80%），但东欧和土耳其有差距（70%），东亚和非洲差距较大（约 50%），特别是南亚（稍高于 30%）。在这个十年初，EAGLEs 和 Nest 国家仍有 23 亿人口生活在农村地区。
 - 联合国预测估计，在未来数十年内，差距将继续缩小。东亚预计速度更快，但在印度带领下，南亚对增加全球城镇人口的贡献将更大。在当前十年，**EAGLEs** 和 **Nest** 国家约有 4-5 亿人口成为城镇人口，未来十年数据预计类似。

图 10
根据发达（DMs）和新兴经济体（EMs）居住区的人口（百万）



来源：BBVA Research 和 UN

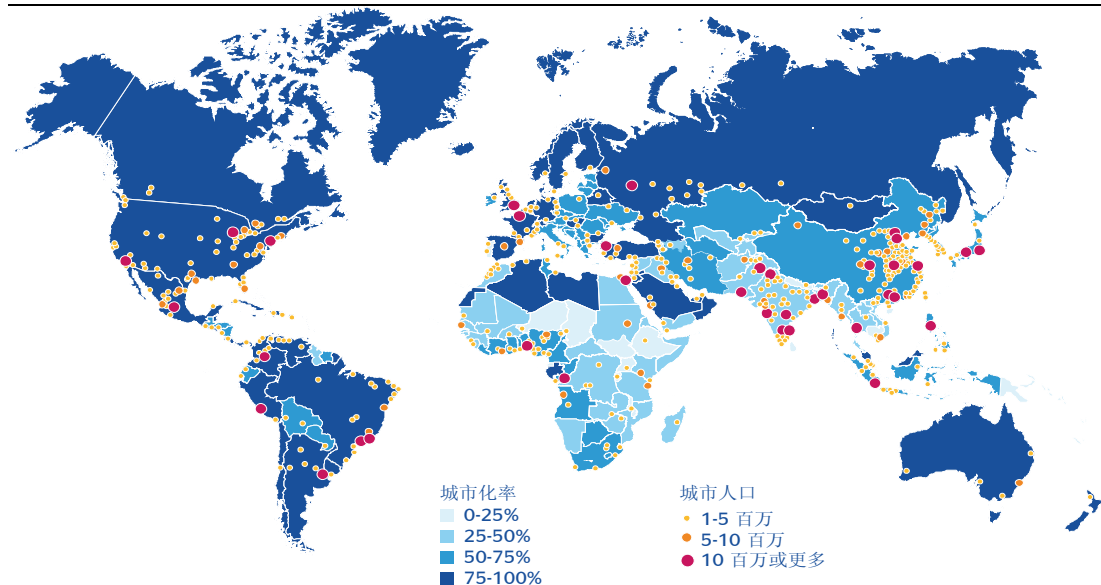
- 随着人口逐渐集中于城区以及人口数量普遍增长，聚集区将扩大，特别是东南亚沿岸（图 2）。1980 年，全球超过 100 万人口的城市不到 200 个。2010 年，这个数字翻了一倍多，预计在这个十年末达到约 600 个城市，其中三分之一位于中国和印度。

城镇化进程与从第一产业向第二产业以及第三产业过渡有关：

- 对于 **EAGLEs** 和 **Nest** 国家平均来说，农业比例从 60 年代超过 30% 降至目前 10%。相反，工业占 GDP 比例在 60 和 70 年代从约 25% 增至 35%，此后保持相对稳定。服务业实际增长是在 90 年代，它从以前稍高于 40% 增至超过经济总量的一半。
- 各国差异巨大：
 - 东亚是“工业化”最发达地区，平均行业比例高于 40%，中国和印尼数值接近 50%。其它地区各国的数值约为 30%，最不发达的南亚数值较低，“采矿”的智利和秘鲁数值较高。
 - 拉美、新兴欧洲和南非是“第三产业”最发达经济体，服务业比例为 60% 以上。最后，南亚经济体和越南的农业比例约为 20%。
- 除了机会，快速城镇化和城市聚集区将给新兴市场决策者带来一些重要挑战。避免交通拥堵、污染并提供充足公共服务的高效物流将在未来几年列入议程。

地图 2

按规模等级的城镇人口百分比和聚集区（2025 年）



来源：UN (http://esa.un.org/unup/Maps/maps_urban_2025.htm)

不断增长的中产阶级：越来越富有

长期以来，新兴经济体一直被认为是高增长率和高风险市场。在保持 **10-15** 年的显著活力后，因拉美、亚洲、俄罗斯和土耳其在 80 和 90 年代一系列严重危机后采取宏观稳定和稳健政策，这种模式被重新定义。

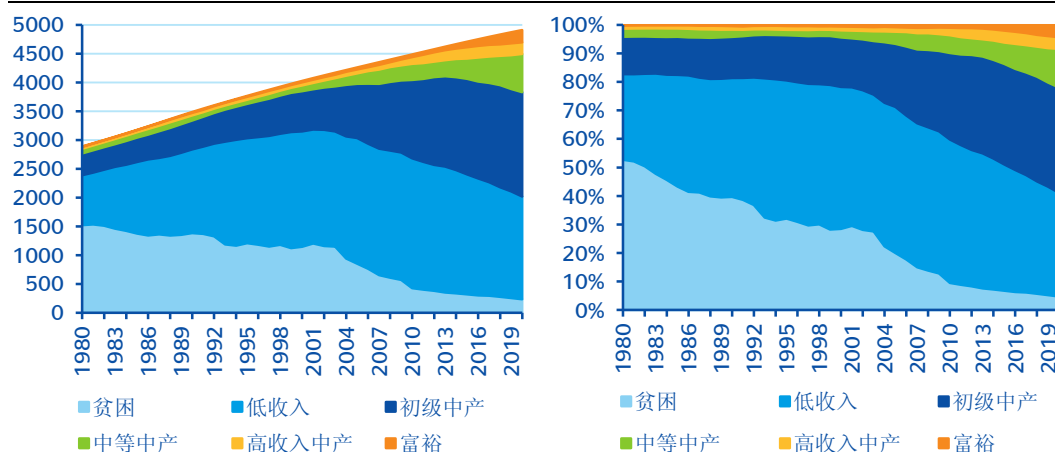
激进变革显然是为了人民。自 1980 年以来，在亚洲带领下，新兴经济体的人均 GDP 增长了约 6%。创造就业和提高实际工资大幅提高了人口的购买力。其它支持因素包括被抚养人口和家庭人数下降以及在更有利的财政收入环境下实行分配政策。

新兴经济体持续收入转型的措施值得关注：

- 自 1980 年以来，贫困率稳步下降，特别是亚洲¹¹。新世纪初可认为是一个关键转折点，因为大多数新兴世界从相对减少贫困转向绝对减少贫困。根据世界银行的国际同类定义，经 PPP 调整后，生活在 2 美元/天以下标准的人口数量在 2000 - 2010 年下降了 4 亿多。中国占四分之三。然而，仍有一些地区的问题远未解决。由于人口压力以及多维贫困是一个大问题，样本中的印度和非洲国家就是如此。
- 虽然贫困人口数量下降，但新兴经济体的中产阶级在迅速扩大¹²（图 11）。正如绝对贫困减少那样，80 和 90 年代的增长是渐进的，转折点在 21 世纪初。这一爆炸式进程已经发生，根据我们的估计，它将在这个十年加速。中下层阶级在 00 年代首先激增，现在的焦点是向更富有阶段过渡。从地区来看，亚洲正在引领这一进程，其占全球新兴中产阶级的比例不断增大（2020 年东亚预计达 50-60%）。它们正在超过这些收入部分更传统的地区，如拉美。由于遵循中国模式，具有 12 - 15 年的滞后，印度时代将在下个十年到来。其它具有深刻快速轨道记录的国家包括拉美秘鲁和新兴欧洲的土耳其。

图 11

根据 EAGLEs 和 Nest 国家人均 GDP 范围的人口*（百万，%比例）



* 2010 年，富裕标准为超过 40,000 美元/年（PPP 调整），中高阶层为 25,000 - 40,000，中产阶级为 15,000-25,000，中低阶层为 5,000-15,000，低收入为 1,000-5,000，贫困低于 1,000。

来源：BBVA Research

11: “新兴市场综合增长？贫困快速减少但不平等增大”，EAGLEs 经济观察，BBVA Research，2013 年 1 月。
www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/130107_EW_EAGLEs_Inclusive_Growth_tcm348-364126.pdf?ts=522013

12: “‘快速轨道’模式的新兴中产阶级”，EAGLEs 经济观察，BBVA Research，2013 年 1 月。
www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/EWMiddleClasses_v24jan13_tcm348-371705.pdf?ts=522013

贫困减少的另一面似乎是不平等。最近二十年的历史记录表明，不平等增大是快速增长的副产品¹³：

- 很少有经济体 GDP 增长迅速，而收入分配更加均衡，这限制了巴西和土耳其的成功。
- 尽管一定程度的不平等对竞争、努力和冒风险行为有利，但长期过度不平等会影响效率和增长率。后者实际上是减少贫困的关键推动因素。
- 发达经济体的经验表明，分配政策有助于部分消除初级不平等，但近期，人们还在讨论其处理问题的限制。
- 对全球决策者来说，由于新信息技术提高了社会动荡的可能性，因此，不平等可能随着时间变得更加严重。

新中产阶级不仅推动了全球消费，而且还改变了构成

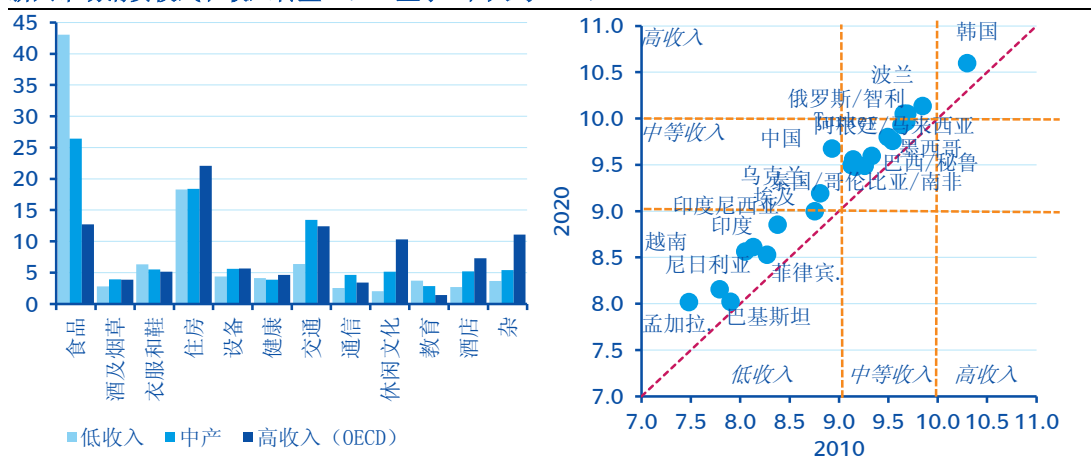
收入转型正在使家庭支出模式发生巨大变化。随着购买力提高，家庭为食品分配的收入比例在下降，而它们在商品和服务上的花费相对更多。

我们以人均 GDP 作为中产阶级扩大的有效指标，确定了下列主要变化¹⁴（图 12）：

- 在从低收入向中等收入国家的转型中，食品比例下降受到交通、通信、娱乐、个人产品和金融服务支出增长的补偿（所谓任意支出）。
- 从中等收入向高收入转型扩大了任意支出的增长，不仅包括交通和通信产品，而且还包括房地产消费。

图 12

新兴市场消费模式和收入转型*（CPI 篮子%和人均 GDP）



*低收入包括人均 GDP 为 2,000 - 8,000 美元的国家（PPP 调整，2010 年，日志项多达 9 个），中等收入范围为 8,000 - 22,000 美元（9 - 10 日志项），高收入国家是高于 22,000 美元的国家。

来源：BBVA Research 和 Haver

根据当前人均 GDP 水平和对未来十年的预期，中国已经在进行从低收入向中等收入水平的关键转型，这对于消费绝对值及其构成都有重大意义。其它相关收入转型也在进行：

- 秘鲁和哥伦比亚正在考虑走出低收入的方式。
- 五个国家即将在这个十年进入高收入水平：阿根廷、智利、马来西亚、波兰和俄罗斯。

13: 参见脚注 11。

14: 参见脚注 12。

- 多年后，我们将不得不关注印度和印尼的首次转型以及墨西哥和土耳其的二次转型。

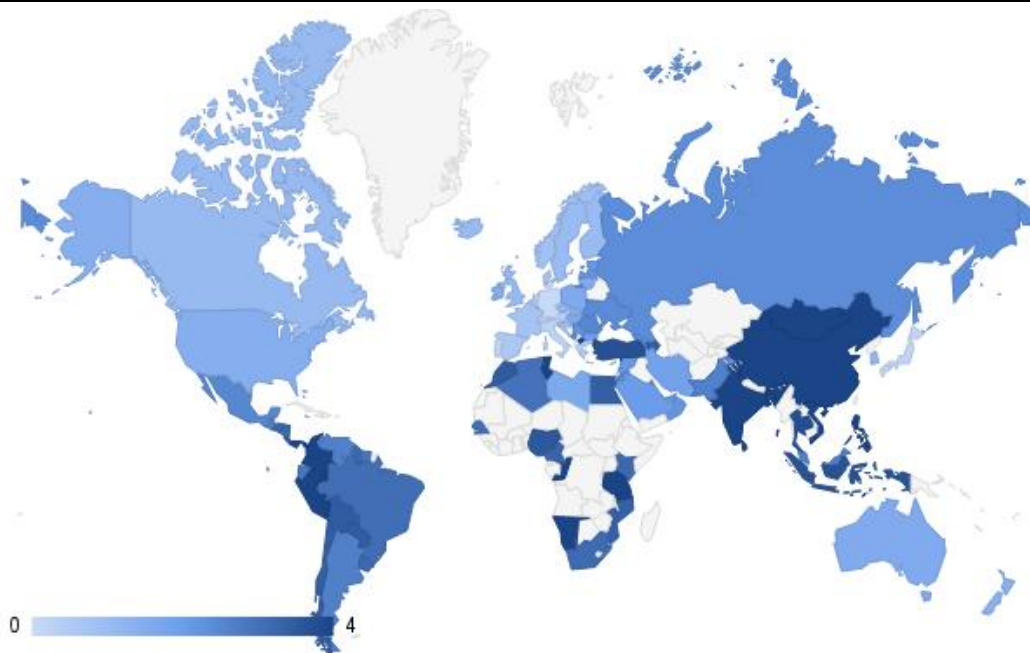
汽车行业是这些转型在微观和宏观方面具有重大意义以及对其它行业或市场产生溢出效应的一个好例子¹⁵（图 3）：

- 根据我们估计，2000 - 2010 年，全球汽车数量增长了 2 亿多辆，其中超过三分之二来自 **EAGLEs** 和 **Nest** 国家。
- 我们预测，这个十年的增幅将提高至 3.5 亿辆，其中一半来自中国，使其成为全球汽车数量最多的国家。
- 即使在 2020 年，空间仍然巨大，因为除了新兴经济体大得多的人口数量，我们预计汽车拥有率约为每 1,000 人 100-150 辆，而发达国家为 500 辆。
- 全球汽车数量如此巨大的变化需要更好、更大规模的公路基础设施，汽车的汽油消费也将增长。

地图 3

根据 2010 - 2020 年汽车数量年增长率的全球市场

（0=最低 1%，1=1-2%，2=2-4%，3=4-7%，4= 7%以上）



来源：BBVA Research

15: “新兴市场对汽车行业至关重要。BBVA Research 长期汽车预测模型”，EAGLEs 经济观察，2012 年 10 月。
www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/121010_EAGLEs_AutoProjections_EN_tcm348-359255.pdf?ts=522013

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例 2000(财务推广)2001 命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如 2001 法令第 19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及 2001 法令第 49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

此报告是由新兴市场国家分析团队提供

Chief Economist for Cross-Country
Emerging Markets Analysis
Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Gonzalo De Cadenas
gonzalodecadenas@bbva.com

David Martínez
dmartinez@bbva.com

Alfonso Ugarte
alfonso.ugarte@bbva.com

BBVA 研究部

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Emerging Markets:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination
Juan Ruiz
Juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Developed Economies:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Financial Systems & Regulation:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

联系方式：

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 – 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com