BBVA | RESEARCH

BBVA EAGLEs
Emerging and Growth-Leading economies

经济展望

EAGLEs

香港
年度报告 2012
经济分析

- **这组新兴经济体包括EAGLEs和Nest（Nest是包含有可能成为EAGLEs成员国的一个观察名单），预计未来十年，它们对世界经济增长的贡献将超过三分之二。**而G7的贡献约为16%。
- **在BBVA研究部更新预测后，中国、印度、巴西、印尼、韩国、俄罗斯、土耳其、墨西哥和台湾保持其EAGLEs成员身份。**埃及成为进入Nest的首个“坠落的天使”；智利和乌克兰成为加入Nest的新成员。也就是说，现在有15个经济体在有可能成为EAGLEs的观察名单上。
- **EAGLEs及Nest成员名单的组成变化证明了评估主要新兴市场采用动态模型的优势。**
- **同发达国家相比，EAGLEs成员的宏观经济脆弱性相对有限。**但是各成员的脆弱程度差别很大。该报告提供了各国经济脆弱性的前景风险分析图。
- **该年度报告特别关注以下话题：中国日渐提升的全球债权国地位，海湾国家与新兴市场概念的相关度，非洲国家在新兴市场中逐渐下降的经济地位。**

目录

概述 3

1. EAGLEs新名单及经济展望 4

框A. 预测方法 11

框B. 样本：45个新兴市场 12

2. 前景风险图 15

宏观经济风险 16

制约增长的潜在因素 19

3. EAGLEs世界的特殊问题 22

框1. 结构失衡：与发达国家相比，EAGLEs国家如何应对？ 22

框2. 财富转移：中国是BBVA EAGLEs中唯一的全球债权国 27

框3. 海湾国家情况如何？一个正在崛起的EAGLE 32

框4.在非洲的EAGLEs？目前还没有 37

跟进EAGLEs动态 39

综述

与去年的预测相比，我们预计 EAGLEs 及 Nest 作为一个整体在未来十年内对全球经济增长的贡献将超过三分之二（去年估计为 59%）。G7 的贡献从去年的 14%微幅增长至约 16%。

- 在最早的 10 个 EAGLEs 经济体中，9 个国家在 BBVA 研究部更新其对未来十年经济的预测后保持其原有地位。鉴于对埃及短期内经济增长前景的下调，埃及成为首个“坠落的天使”。
- 已确定的 9 个 EAGLEs 中国、印度、巴西、印尼、韩国、俄罗斯、土耳其、墨西哥和台湾。
- 原来的 Nest 名单中的国家没有一个达到晋升为 EAGLEs 的标准。

至于 Nest，我们的预测调整带来了一些变化：
埃及目前处于 Nest 行列，智利和乌克兰也处于该行列，其成员已增加到 15 个国家。其它 Nest 成员国按经济体大小排列有泰国、阿根廷、尼日利亚、哥伦比亚、波兰、越南、巴基斯坦、孟加拉国、马来西亚、南非、菲律宾和秘鲁。
第二份年度报告里我们改进了对经济脆弱性的评估方法，，将风险分为 6 类：首先是关于增长、外部需求和宏观经济失衡的风险，另外三个是在制度层面、社会层面和内部增长相关的问题。

- 尽管出现一些征兆，但总体上脆弱性有限。
- 关于增长模式，提高生产率的基本要素或在中国、印度、印尼、墨西哥、巴西和俄罗斯得到改善；另外，预计劳动力在俄罗斯会下降，在中国和台湾将少量增加。
- 在外部需求风险方面，俄罗斯、土耳其和墨西哥会受到发达经济体低速增长的影响；而巴西、韩国和台湾对中国的依赖会加重；印尼、俄罗斯和巴西依赖于商品出口。
- 印度和巴西目前在财政和外部方面面临失衡，公共债务较高，而土耳其面临较高的经常项目逆差。
- 俄罗斯和人均收入较低的亚洲 EAGLEs（中国、印度和印尼）面临着体制和潜在社会动荡的挑战；拉美 EAGLEs（巴西和墨西哥）还会因低社会共融问题而面临可能的经济停滞；韩国和台湾因较高的人均收入而处于相对良好的状态。

本年度报告还关注了多个特殊问题：

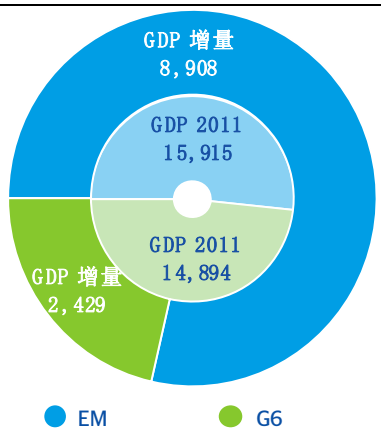
- 新的增长-风险模式源自危机，新兴经济体活力较大，脆弱性较小。结构双赤字集中于发达市场 - 一种将在未来几年内得到缓慢校正的失衡。
- 目前众所周知的财富从发达国家向新兴国家转移的过程是真实的，但只是对于中国来说，而不是对于其它的 EAGLEs 经济体。这使中国和其它主要新兴经济体之间产生了另一个主要差异特征。
- GCC 国家作为一个整体值得关注，因为它们达到了成为 EAGLEs 的标准。
- 尽管取得不错的经济进步，非洲仍然滞后。EAGLEs 中唯一的非洲国家埃及实际上已退出名单，而南非要成为 EAGLEs 俱乐部的新成员仍有很大差距。

1. EAGLEs 新名单及经济展望

2011 年，新兴市场的表现超越世界经济，证明了其在当前危机中的韧性

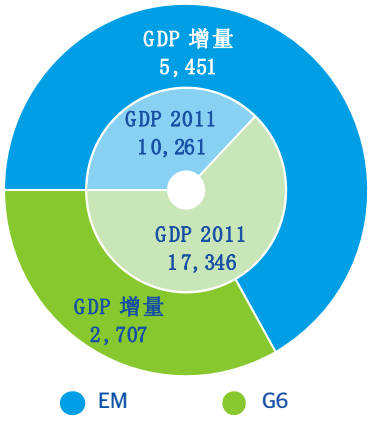
由于欧洲主权债务危机解决的不确定性影响了市场信心，去年世界经济增长趋缓。工业国家[1]减慢了始于 2010 年的复苏过程。尽管全球风险规避增加、流动性压力增大以及富裕国家的需求减少，新兴市场[2]保持较快增长率。中国仍然是对世界增长贡献最大的经济体。即使从上述集团中排除中国或BRIC国家，EAGLEs国家的表现均优于 45 EM（新兴市场;Emerging Market）；从而证实了该经济集团的相关性。

图 1
45 EM（不含 BRICs）vs G6*:2011 经济规模和 2011-2021GDP 增量（十亿美元，PPP 调整后）



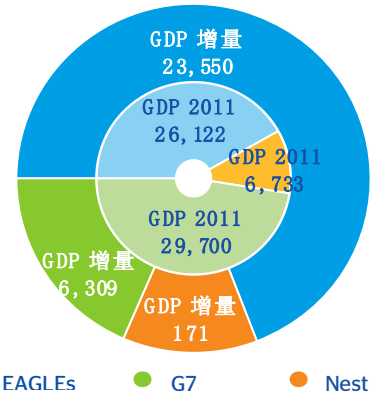
*G6 总数：加拿大，德国，法国，意大利，日本，英国。
新兴市场：不含巴西，俄罗斯，印度，中国
来源：BBVA Research 和 IMF WEO

图 2
45 EM（不含 BRICs）vs G6*：2011 经济规模和 2011-2021GDP 增量（十亿美元）



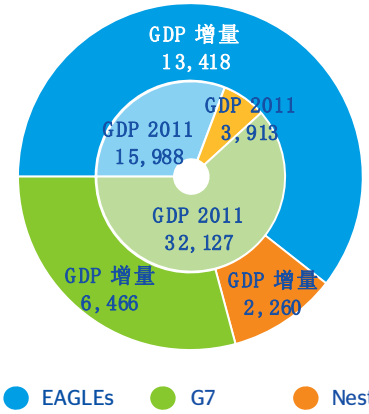
*G6 总数：加拿大，德国，法国，意大利，日本，英国。
新兴市场：不含巴西，俄罗斯，印度，中国
来源：BBVA Research 和 IMF WEO

图 3
EAGLEs，Nest 和 G7：2011 经济规模和 2011-2021GDP 增量（十亿美元，PPP 调整后）



来源：BBVA Research 和 IMF WEO

图 4
EAGLEs，Nest 和 G7：2011 经济规模和 2011-2021GDP 增量（十亿美元）



来源：BBVA Research 和 IMF WEO

1:工业化经济体：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、塞浦路斯、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、香港、冰岛、爱尔兰、以色列、意大利、日本、卢森堡、马耳他、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、新加坡、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国。
2:45 个新兴市场：阿根廷、巴林、孟加拉国、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、捷克共和国、埃及、爱沙尼亚、匈牙利、印度、印尼、伊朗、约旦、韩国、科威特、拉脱维亚、立陶宛、马来西亚、毛里求斯、墨西哥、摩洛哥、尼日利亚、阿曼、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、卡塔尔、罗马尼亚、俄罗斯、斯洛伐克共和国、南非、斯里兰卡、苏丹、台湾、泰国、突尼斯、土耳其、乌克兰、阿联酋、委内瑞拉和越南。

表1
按PPP调整的实际GDP增长率 (%)

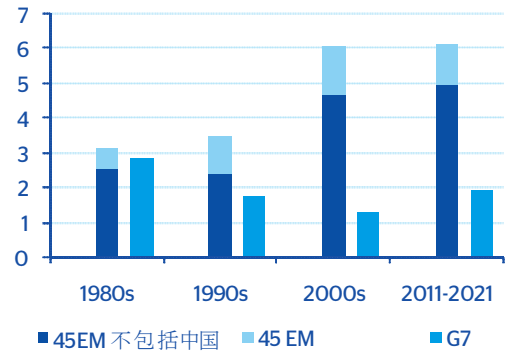
集团	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
45 EM	7.0	8.4	8.6	5.1	1.2	7.8	6.3
45 EM，除中国外	5.8	7.0	6.8	3.8	-1.4	6.6	5.0
45 EM，除BRIC外	5.4	6.5	6.0	3.1	-1.8	6.1	4.8
EAGLEs	7.7	9.0	9.3	5.6	2.2	8.8	7.1
EAGLEs，除中国外	6.0	6.9	6.7	3.6	-1.5	7.5	5.4
EAGLEs，除BRIC外	4.9	5.8	4.5	1.4	-3.0	7.9	5.5
Nest	5.2	6.6	6.6	4.3	-0.6	6.3	4.8
BRIC（金砖四国）	8.8	10.3	11.1	7.1	4.0	9.3	7.6
BRIC，除中国外	6.8	7.8	8.3	5.1	-0.5	7.6	5.5
工业化经济体	2.9	3.1	2.3	-0.6	-4.9	3.2	1.6
G7	2.7	2.9	2.0	-0.8	-5.2	3.4	1.5
美国	3.5	2.9	1.7	-0.9	-4.5	3.4	1.9
G6	2.0	2.9	2.3	-0.8	-5.8	3.3	1.1
世界	4.0	5.4	5.1	2.1	-2.0	5.4	3.8

来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

EAGLEs 和 Nest：新成员登场证明了动态方法的优势

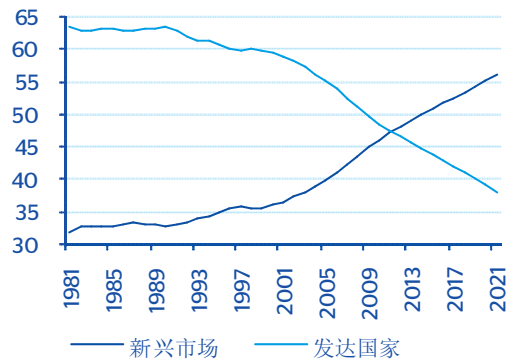
世界经济的长期前景与我们上一份年度报告阐述的情况非常相似；它认为，未来十年内 GDP 增长率预计将微幅提高。45 EM 将继续推动世界经济增长，而工业国家将保持缓慢扩张步伐。
对于除美国外的 G7 来说，增长率预测保持不变，但意大利微幅下调。这些微小变化意味着成为 EAGLE 的难度出现难以觉察的增大，但成为 Nest 成员的门槛适度降低。

图 5
真实 GDP 增长率，PPP 调整后



来源：BBVA Research 和 IMF WEO

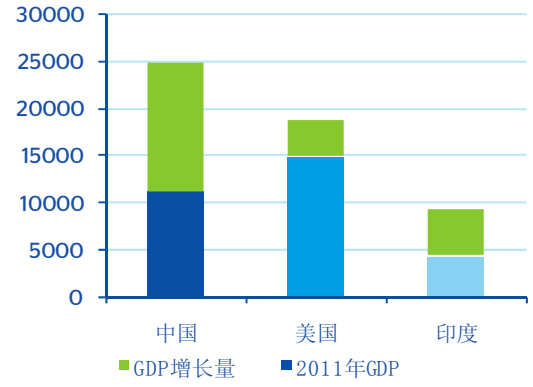
图 6
占 PPP 调整后 GDP 的比例：45EM 与发达国家



来源：BBVA Research 和 IMF WEO

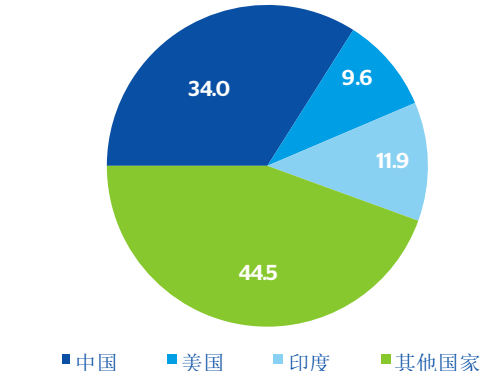
新预测表明，EAGLEs 成员及其在集团内的贡献出现了有趣的变化。与一年前相比，埃及成为首个“坠落天使”。鉴于“阿拉伯之春”中社会动荡对其短期活力（2011 年和 2012 年）的负面影响，其未来十年的预测值平均下调了 0.6 个百分点（pp）。然而，GDP 增长预计将从 2013 年恢复其长期增长率。鉴于去年埃及只是稍高于门槛，其增长前景的微幅下滑足以使其退出 EAGLEs 名单。
另一个有趣的结果是伊朗达到成为EAGLEs的标准。鉴于削减能源补贴和降低食品价格的近期经济改革（预计将提高“经济体的效率和竞争力”[3]），IMF对其平均增长率进行了一次敏感上调。目前，伊朗的预期GDP增量高于G6 平均水平；然而，鉴于联合国目前施加的经济制裁，它并未被纳入EAGLEs名单。在今年，如果因怀疑伊朗发展核武器而使联合国采取更加严厉的经济制裁措施，政治紧张局势将加剧。伊朗政府已做出反应，威胁要封锁霍尔木兹海峡，这可能造成全球影响。
EAGLEs 的其它成员保持不变，但与上一份报告相比，印度、俄罗斯和土耳其的前景有所改善。对于印度，由于向投资引领的增长模式转变，再加上生产率提高（预计会使经济增长率接近 8%），其预测值有所上调。因此，印度的 GDP 增量预计比美国要多。至于俄罗斯，鉴于较高的贸易预测值以及较高的商品生产，其短期前景较好。然而，其体制以及社会动荡增多成为对其预测的潜在风险，必须加以关注。最后，由于持续的快速资本积累过程以及全要素生产率对长期增长的较大贡献，土耳其的预测值也有所上调。

图 7
未来十年的全球领导者：
按 PPP 调整的 GDP（十亿美元）



来源：BBVA Research 和 IMF WEO

图 8
未来十年的全球领导者：
对 2011-2021 年世界经济增长的贡献 （%）

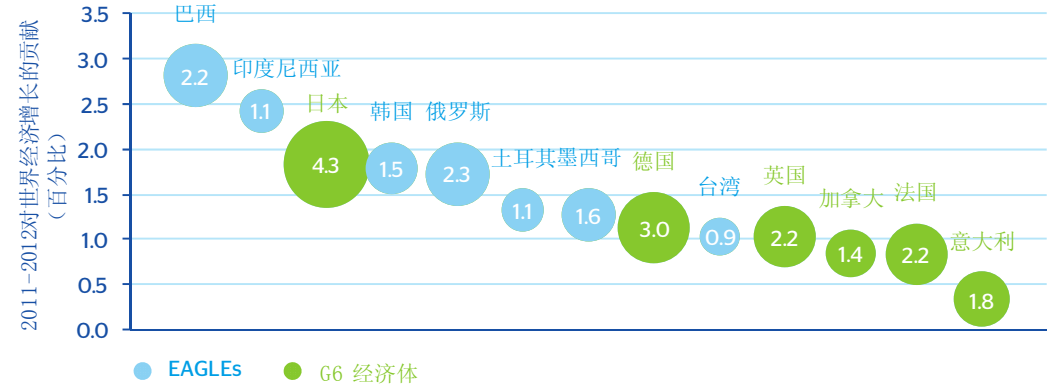


来源：BBVA Research 和 IMF WEO

其它 EAGLEs 保持了他们在上一份报告中观察到的相对重要性。巴西和印尼对世界增长的贡献预计高于日本，而韩国、俄罗斯、土耳其和墨西哥的表现可能超越德国。最后，我们预计台湾的 GDP 增量将高于其它 G6 经济体，包括英国。

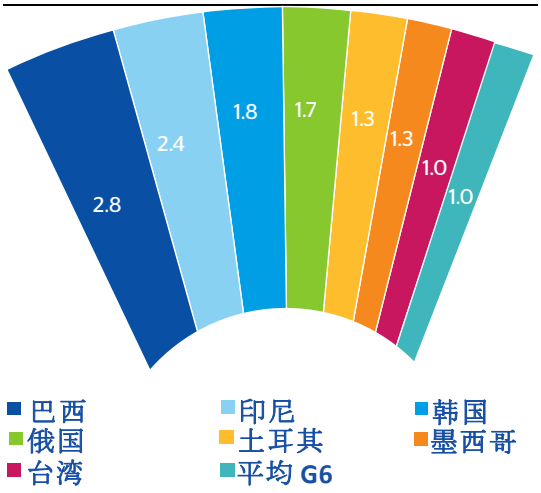
3:伊朗伊斯兰共和国：2011 年第IV条磋商－评核报告；执行委员会讨论公共信息通告；伊朗执行理事声明。系列：国家报告第 11/241 号，2011 年 8 月 3 日

图 9
EAGLEs（不包括中国和印度）* vs G6 经济体：
当前经济规模及对 2011-2021 年世界经济增长的贡献 (%)**



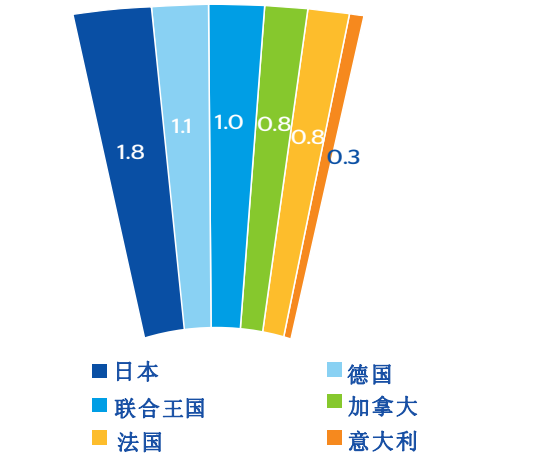
* 中国和印度不在表中，当前经济规模分别为 11 万亿和 4.3 万亿美元，贡献分别为 34%和 12%
** 气泡大小表示 2011 年按 PPP 调整的 GDP，单位万亿美元
来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

图 10
EAGLEs（不包括中国和印度）：对 2011-2021 年全球经济增长的贡献 (%)



来源：BBVA Research 和 IMF WEO

图 11
未来十年的全球领导者：
对 2011-2021 年世界经济增长的贡献 (%)



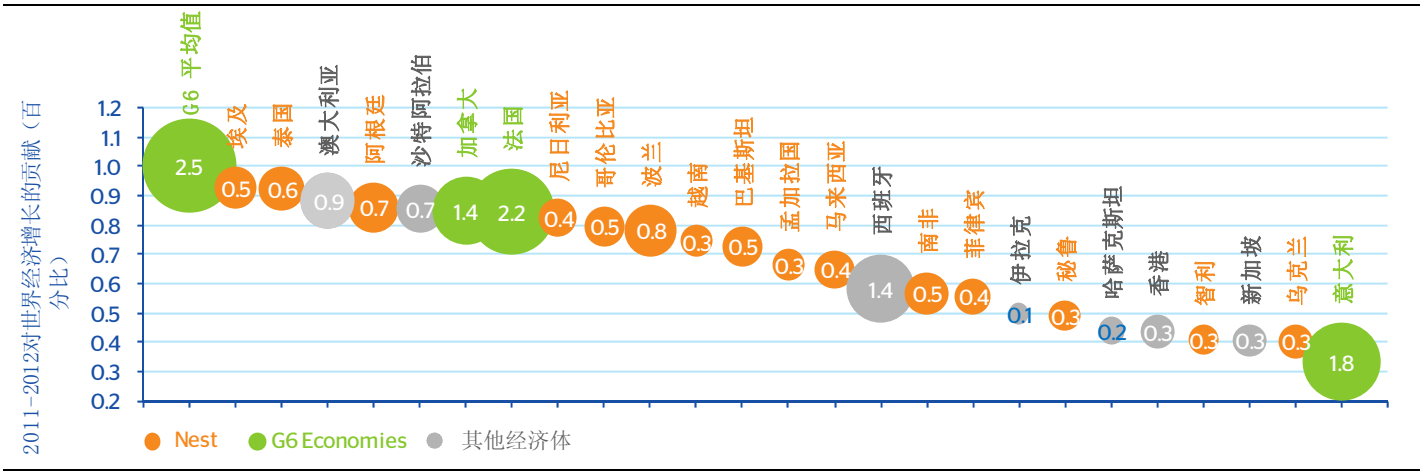
来源：BBVA Research 和 IMF WEO

Nest有三个新成员：埃及、智利和乌克兰；前者是从EAGLEs中降级的，其它两个是从其它EM[4]名单中升级的。根据预计GDP增量，排名也有变化。阿根廷、菲律宾和越南的前景明显改善，而秘鲁和南非的预计GDP增长率被下调。就阿根廷来说，调整的原因是 2010 年和 2011 年好于预期的表现以及宏观经济稳定增强带来的对资本积累增多的市场预期，这将增强投资者的信心，使全要素生产率大幅提高。其它两个亚洲经济体上调的原因是其宏观经济政策的改善以及预计未来几年内中国制造业的重新分配过程，前者有利于基础设施投资。另一方面，IMF下调南非预测值的原因有两个。首先，鉴于其最重要贸易伙伴之一欧盟的较低扩张率，预计其出口需求较低（主要是大宗商品）。另外，经济体也面临多个

4:沙特阿拉伯、伊拉克和哈萨克斯坦也达到成为Nest成员的门槛标准。然而，一些投资银行和评级机构认为它们是待开发市场，它们被排除在外。对于伊拉克，其被排除在外还因为自 2003 年以来一直处于战争状态。

瓶颈，抑制了其竞争力。例如，其劳动力市场虽然实际工资提升[5]，但失业率一直处于高位，尤其是青年失业率。秘鲁前景变化的原因也是商品需求势头的下降预期。

图 12
Nest、G6 和其它经济体：当前经济规模及对 2011-2021 年世界经济增长的贡献 (%)*



* 气泡大小表示 2011 年按 PPP 调整的 GDP，单位万亿美元
来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

EAGLEs 和 Nest 在未来十年的所扮演的角色

未来十年内EAGLEs对世界经济增长的预期贡献增至58%（一年前为51%），增强了这个经济集团的相关性。另外，Nest国家的贡献预计会增至10%（与一年前相比有微小变化）。另一方面，G7经济体对世界GDP增量的贡献预计低于16%。BBVA研究部预计，在考虑按PPP调整的GDP数字后，EM与工业国家的交点将出现在2012年。

从地区来看，未来十年的世界经济增长将主要集中在新兴亚洲，占比超过二分之一。我们的分析再次证实，这将是亚洲的世纪，我们还预计全球经济实力平衡会发生变化。拉美GDP增量的增长同样值得注意，它将在净增长方面超过西欧。另外，我们认为中国和拉美之间的经济和政治联系将加强，前者不仅正成为最重要的贸易伙伴，而且正巩固其作为具有重要政治影响力的亚洲巨头的地位。

表2
45个新兴市场和G7预测

5:南非：2011 年第IV条磋商 - 评核报告；执行委员会讨论公共信息通告；南非执行理事声明。系列：国家报告第 11/258 号，2011 年 8 月 25 日

	国家	GDP（十亿 USD PPP） 2011	2021	变化	平均年增长 (%)
EAGLES	中国	11,067	24,785	13,718	8.4
	印度	4,314	9,135	4,820	7.8
	巴西	2,247	3,385	1,137	4.2
	印尼	1,100	2,083	983	6.6
	韩国	1,523	2,249	725	4.0
	俄罗斯	2,326	3,026	700	2.7
	土耳其	1,053	1,587	534	4.2
	墨西哥	1,628	2,141	514	2.8
	伊朗（排除）	912	1,409	497	4.4
	台湾	863	1,281	419	4.0
	G6平均水平	2,482	2,887	405	1.5
NEST	埃及	506	880	374	5.7
	泰国	601	974	373	4.9
	阿根廷	700	1,048	347	4.1
	尼日利亚	407	740	333	6.2
	哥伦比亚	461	783	322	5.4
	波兰	752	1,067	316	3.6
	越南	295	595	300	7.3
	巴基斯坦	480	774	294	4.9
	孟加拉国	277	545	268	7.0
	马来西亚	436	698	262	4.8
	南非	543	772	229	3.6
	菲律宾	382	607	225	4.8
	秘鲁	296	494	198	5.3
	智利	275	441	165	4.8
	乌克兰	322	485	163	4.2
	G6最低值	1,791	1,925	134	0.7
集团	EAGLES	26,122	49,672	23,550	6.6
	NEST	6,733	10,904	4,171	4.9
	G6	14,894	17,323	2,429	1.5
	G7	29,700	36,009	6,309	1.9
	World	77,204	117,565	40,361	4.3

	国家	GDP（十亿 USD PPP） 2011	2021	变化	平均年增长 (%)
其它新兴经济体	阿联酋	256	388	131	4.2
	罗马尼亚	259	386	126	4.1
	摩洛哥	160	276	116	5.6
	卡塔尔	178	286	107	4.8
	斯里兰卡	113	213	100	6.6
	捷克共和国	268	361	93	3.0
	科威特	147	236	88	4.8
	突尼斯	100	186	86	6.4
	委内瑞拉	366	445	79	2.0
	匈牙利	192	261	68	3.1
	斯洛伐克共和国	125	188	64	4.2
	苏丹	95	149	53	4.5
	保加利亚	100	145	46	3.8
	阿曼	80	115	35	3.7
	立陶宛	60	87	27	3.8
	约旦	36	56	20	4.5
	拉脱维亚	34	50	16	4.0
	巴林	30	46	16	4.3
	爱沙尼亚	26	39	12	3.9
	毛里求斯	19	29	10	4.5
G7	美国	14,806	18,687	3,881	2.4
*G6	日本	4,311	5,052	741	1.6
	德国	3,039	3,495	456	1.4
	英国	2,213	2,628	415	1.7
	加拿大	1,367	1,710	343	2.3
	法国	2,173	2,513	341	1.5
	意大利	1,791	1,925	134	0.7

*G6 = G7 – US
来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

表3
对世界经济增长的贡献（%）

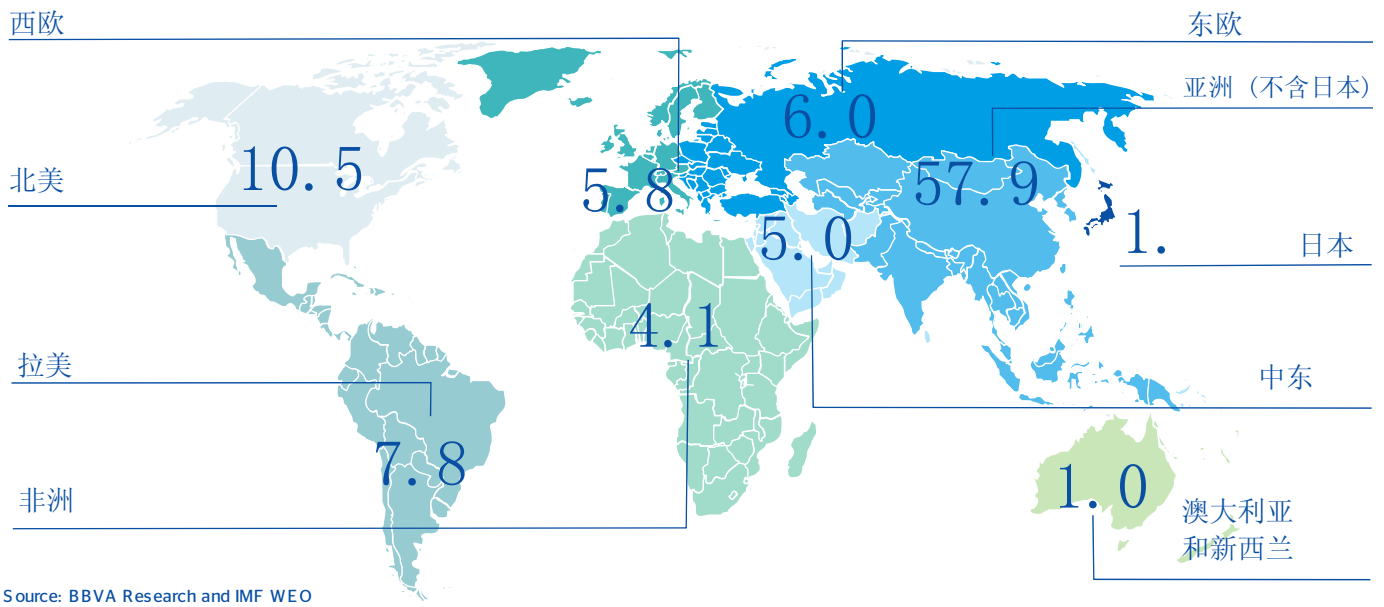
2011年排名	国家	2011-2021 年贡献	2010年排名	国家	2010-2020 年贡献	排名变化
1	中国	34.0	1	中国	30.2	0
2	印度	11.94	3	印度	8.55	1
3	美国	9.61	2	美国	8.66	-1
4	巴西	2.82	4	巴西	2.68	0
5	印尼	2.44	5	印尼	2.26	0
6	日本	1.83	7	日本	1.74	1
7	韩国	1.80	6	韩国	1.77	-1
8	俄罗斯	1.73	8	俄罗斯	1.42	0
9	土耳其	1.32	14	土耳其	0.99	5
10	墨西哥	1.27	9	墨西哥	1.20	-1
11	伊朗	1.23	22	伊朗	0.70	11
12	德国	1.13	10	德国	1.05	-2
13	台湾	1.04	12	台湾	0.99	-1
14	英国	1.03	13	英国	0.99	-1
15	埃及	0.93	11	埃及	1.00	-4
16	泰国	0.92	15	泰国	0.89	-1
17	澳大利亚	0.89	18	澳大利亚	0.82	1
18	阿根廷	0.86	30	阿根廷	0.58	12
19	沙特阿拉伯	0.85	16	沙特阿拉伯	0.85	-3
20	加拿大	0.85	17	加拿大	0.83	-3
21	法国	0.84	19	法国	0.78	-2
22	尼日利亚	0.83	20	尼日利亚	0.77	-2
23	哥伦比亚	0.80	24	哥伦比亚	0.67	1
24	波兰	0.78	21	波兰	0.72	-3
25	越南	0.74	27	越南	0.62	2
26	巴基斯坦	0.73	28	巴基斯坦	0.60	2
27	孟加拉国	0.66	29	孟加拉国	0.59	2
28	马来西亚	0.65	26	马来西亚	0.64	-2
29	西班牙	0.58	23	西班牙	0.70	-6
30	南非	0.57	25	南非	0.66	-5
31	菲律宾	0.56	33	菲律宾	0.42	2
32	伊拉克	0.50	32	伊拉克	0.47	0
33	秘鲁	0.49	31	秘鲁	0.49	-2
34	哈萨克斯坦	0.44	35	哈萨克斯坦	0.39	1
35	香港	0.44	34	香港	0.41	-1
36	智利	0.41	37	智利	0.37	1
37	新加坡	0.41	39	新加坡	0.35	2
38	乌克兰	0.40	38	乌克兰	0.37	0
39	意大利	0.33	36	意大利	0.37	-3

图例

EAGLEs	其它经济体
Nest	其它EM（非EAGLEs/Nest成员）
G7	排除

来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

图 13
各地区对 2011-2021 年世界经济增长的贡献（%）



来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

框 A. 预测方法

本项目所用预测方法结合了短期、中期和长期的宏观经济评估。本报告所用数据是通过 BBVA 研究部的分析获得，它在世界许多重要经济体都有分部。其余经济体的分析是由 IMF 提供的，它的《世界经济展望》每半年公布一次预测。

未来五年的短期和中期预测包括宏观经济指标，如184 个经济体的GDP、通货膨胀、经常账户和财政平衡。加上BBVA研究部和IMF收集的数据，可通过短期和中期数据与长期潜在增长评估相结合来获得长期预测[6]（未来十年）。

框 B. 样本：45 个新兴市场

语义：关于新兴市场[7]尚没有一个明确和/或统一的概念。根据BBVA研究部的定义，新兴经济体是一个具有高增长预期和持续工业化的国家。与发达经济体相比，其在经济发展水平、人均收入方面的起点较低；因此，它们正在经历一个向市场导向型经济发展的过程。从投资者角度来说，此类市场可提供较大的潜在投资机遇，但也具有因体制不健全而产生的高风险；然而，预期投资回报却高于发达经济体。尽管如此，其资本市场应具备至少一部分特征使其对投资者具有足够的吸引力，例如，必须提供关于体制、流动资本和周转率以及股票和债券指数等信息。它们还不能有国际组织如联合国施加的对外国投资者的国际制裁，因此不包括像伊朗这样的国家。目前，BBVA研究部根据上述原则确定了 45 个新兴市场（EM）[8]，包括阿根廷、巴林、孟加拉国、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、捷克共和国、埃及、爱沙尼亚、匈牙利、印度、印尼、伊朗、约旦、韩国、科威特、拉脱维亚、立陶宛、马来西亚、毛里求斯、墨西哥、摩洛哥、尼日利亚、阿曼、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、卡塔尔、罗马尼亚、俄罗斯、斯洛伐克共和国、南非、斯里兰卡、苏丹、台湾、泰国、突尼斯、土耳其、乌克兰、阿联酋、委内瑞拉和越南。

值得注意的是，集团所有成员的身份均会被调整，因为一些成员会获得充分发展而晋升为发达经济体。反之亦然，如果其增长前景恶化到不能满足要求的条件时，新兴（或发达）经济体将失去其地位，并退出该集团。

为了缩小国家数量并帮助投资者重点关注主要 EM，BBVA 研究部创建了一个值得关注的 24 国经济体名单，即 EAGLEs 和 Nest（从 2010 年的 22 个经济体增至现在的 24 个）。

需要强调的是，在更新对 EAGLEs 和 Nest 成员的计算和预测时，我们考虑了一个包含 184 个国家的样本，包括了 G7 以外的其他工业国家、新兴市场和其他收入较低或体制较弱的经济体。

6: 欲了解潜在增长模型的详细解释，请参见EAGLEs第一期，标题“谁是EAGLEs？未来十年推动全球增长”，2011 年 2 月 14 日，BBVA 研究部
7: Ashoka Mody：“新兴市场是什么？”，IMF工作文件，WP/04/177，2004 年 9 月
8: 45 个新兴市场：BBVA 研究部将其新兴市场选择过程扩大到其它重要“智囊团”提供的其它定义，如Goldman Sachs、FTSE、MSCI、S&P、Dow Jones、《经济学家》等

附件

表4

按PPP调整的实际GDP增长率（%）

国家	2012年1月预测	2010 年11月预测	差异
EAGLEs + Nest	2011-2021 年平均年增长	2010-2020 年平均年增长	
阿根廷	4.1	3.3	0.79
孟加拉国	7.0	6.9	0.08
巴西	4.2	4.2	-0.05
智利	4.8	4.8	0.02
中国	8.4	8.4	-0.05
哥伦比亚	5.4	5.2	0.28
埃及	5.7	6.3	-0.57
印度	7.8	6.6	1.21
印尼	6.6	6.7	-0.13
伊朗	4.4	3.1	1.37
韩国	4.0	4.2	-0.22
立陶宛	3.8	3.4	0.34
马来西亚	4.8	5.1	-0.32
墨西哥	2.8	2.8	-0.07
尼日利亚	6.2	6.4	-0.26
巴基斯坦	4.9	4.4	0.51
秘鲁	5.3	5.7	-0.47
菲律宾	4.8	4.1	0.62
波兰	3.6	3.6	-0.01
俄罗斯	2.7	2.4	0.27
南非	3.6	4.3	-0.75
台湾	4.0	4.2	-0.18
泰国	4.9	5.1	-0.10
土耳其	4.2	3.7	0.54
乌克兰	4.2	4.2	-0.01
委内瑞拉	2.0	1.1	0.87
越南	7.3	6.9	0.41
G7	2011-2021 年平均年增长	2010-2020 年平均年增长	差异
加拿大	2.3	2.3	-0.09
法国	1.5	1.4	0.04
德国	1.4	1.4	0.00
意大利	0.7	0.8	-0.11
日本	1.6	1.6	0.03
英国	1.7	1.8	-0.02
美国	2.4	2.2	0.12
集团	2011-2021 年平均年增长	2010-2020 年平均年增长	差异
EAGLEs	6.6	6.4	0.24
Nest	4.9	4.9	0.01
45 EM	6.1	5.9	0.20
G7	1.9	1.9	0.06
G6	1.5	1.5	-0.01
工业化经济体	2.0	2.0	0.02
GCC	4.4	5.1	-0.71
全球	4.3	4.1	0.16

来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

表5
美元GDP经PPP调整后及未调整排名对比

	国家	排名 GDP PPP USD	排名 GDP USD	变化
EAGLEs	中国	1	1	0
	印度	2	2	0
	巴西	3	3	0
	印度尼西亚	4	4	0
	韩国	5	5	0
	俄罗斯	6	6	0
	土耳其	7	7	0
	墨西哥	8	8	0
	台湾	9	9	0
Nest	埃及	10	15	-5
	泰国	11	12	-1
	阿根廷	12	13	-1
	尼日利亚	13	14	-1
	哥伦比亚	14	10	4
	波兰	15	11	4
	越南	16	21	-5
	巴基斯坦	17	22	-5
	孟加拉	18	24	-6
	马来西亚	19	18	1
	南非	20	17	3
	菲律宾	21	20	1
	秘鲁	22	23	-1
	智利	23	19	4
	乌克兰	24	28	-4

来源：BBVA Research 和 IMF WEO

2. 前景风险图

第一节的预测对应我们未来十年的短期（周期和政策推动的活力）和长期（潜在增长）基本情况。然而，多个因素可能最终影响这些数字，因此，根据宏观经济风险和潜在增长制约因素来衡量对该时期的预测的乐观程度是十分重要的。值得注意的是，下面分析都是在相对意义上得出的，因为比较是在本报告考虑的 45 个新兴市场之间进行的，结论是相对我们的基本假设向上或向下的偏离。此外，以下分析没有考虑或评估概率分布。通过简单计算，我们就可以得出分析与基本情景的偏离情况是十分重要的。假设其它经济体的表现不变，我们估算未来十年一个国家要从当前集团进入邻近集团所需达到的年增长率。也就是说，从 EAGLE 成为 NEST 经济体或相反。根据这一情况，台湾是对负面冲击最敏感的成员国，因为其年增长率仅下调 0.1 个百分点即可使其退出 EAGLE。其它 EAGLEs 需要较大偏差，特别是前四个国家（中国、印度、巴西和印尼）。在 Nest 中，如果埃及的年增长率能够提高 0.4 个百分点，它将再次成为 EAGLE，而泰国要进入该集团还需要提高 0.3 个百分点，阿根廷、波兰、尼日利亚和哥伦比亚需要更加快速经济增长。

表6
EAGLEs和Nest国家的成员敏感度

		未来十年平均年增长		
		基本情况	要成为Nest…	差异
EAGLEs	中国	8.4	0.4	-8.0
	印度	7.8	0.9	-6.9
	巴西	4.2	1.7	-2.5
	印尼	6.6	3.2	-3.4
	韩国	4.0	2.4	-1.6
	俄罗斯	2.7	1.6	-1.0
	土耳其	4.2	3.3	-0.9
	墨西哥	2.8	2.2	-0.5
	台湾	4.0	3.9	-0.1
		基本情况	要成为EAGLE…	差异
Nest	埃及	5.7	6.1	0.4
	泰国	4.9	5.3	0.3
	阿根廷	4.1	4.7	0.6
	尼日利亚	6.2	7.1	1.0
	哥伦比亚	5.4	6.5	1.1
	波兰	3.6	4.4	0.8
	越南	7.3	9.0	1.8
	巴基斯坦	4.9	6.3	1.4
	孟加拉国	7.0	9.4	2.4
	马来西亚	4.8	6.8	2.0
	南非	3.6	5.7	2.1
	菲律宾	4.8	7.5	2.7
	秘鲁	5.3	9.0	3.7
	智利	4.8	9.5	4.6
	乌克兰	4.2	8.5	4.3

来源：BBVA Research

宏观经济风险

此处考虑三个方面的风险：增长模式风险、外部需求风险和宏观失衡。
增长模式风险与生产要素和生产率的不确定性有关（我们潜在增长模式的成分）。为此，我们审查下列指标：

- 增长加快：它是一种预测乐观性的简单方法，对未来十年预期增长与危机前表现进行比较；
- 预期劳动力增长：世界各国处于人口转型的不同阶段，从而抑制了劳动力市场的劳动力数量；
- 预期劳动力生产率增长：如果预计非常高，则意味着活动增长需要大量资金，需要深化金融市场，还需要全要素生产率（TFP）大幅提高；
- 基础设施质量：这是国内和对外贸易的关键要素，也影响 TFP；
- 研发支出和高等教育入学率：这是造成 TFP 活力和跨领域分歧的两个主要因素；

外部需求风险涉及对外经济部门的相关性以及对某些产品和市场的集中度：

- 贸易开放度：出口和进口总额与 GDP 的比率可以反映受全球经济影响的程度
- 预期贸易伙伴增长：它关注主要贸易伙伴的经济下滑风险
- 对中国的出口份额：它尤其重视当中国经济出现特殊波动时哪些国家将受到最严重影响
- 商品出口份额：比率越高意味着对商品市场波动越敏感，影响经常项目逆差，在某些情况下甚至影响财政状况

最后，宏观失衡描述了源自外部或财政失衡的调整风险（如果两种情况均有，即为“双赤字”），对于国内和外国机构的行为有影响。我们主要关注流动性和库存失衡：

- 流动性：预期财政和经常账户平衡
- 库存：实际公共和外部债务与 GDP 的比率

EAGLEs 宏观经济风险评估

总的来说，EAGLEs 的增长风险比较平均，韩国获得最佳相对评估，其次是中国和土耳其，而印尼、印度和巴西稍低于平均水平。韩国的 TFP 增长（基础设施、研发支出和高等教育入学率）、贸易伙伴较高预期增长（主要位于引领增长的亚洲）和预期财政顺差均呈现较好基本态势，降低了主要源自对中国依赖的风险（出口额的 25%）。
中国的强大基本面主要集中在低宏观失衡、对大宗商品出口非常低的依赖度、相对较低的贸易开放度（稍高于 50% GDP，与之相比，45 EM（新兴市场）平均为 75%，且越来越依赖国内需求）和研发支出平均翻倍（1.4% GDP）。然而，其增长模式也具有一些潜在弱点，尤其是预期劳动力低增长（根据联合国估计，未来十年仅为 1.9%），使得其活力更加依赖资本积累和 TFP 提高。从这个意义上说，高等教育入学率必须提高。
土耳其对中国的商品出口依赖度非常低，且贸易开放度也不太高（甚至较低，仅约 40%）。它还具有相对较好的基础设施（根据世界经济论坛指标，评分为 5，满分 7）。对于土耳其，鉴于其对欧洲需求的外部依赖以及较高的经常项目逆差（根据 IMF 估计，2012-2016 年预计平均为 6.9% GDP），关注点主要是贸易伙伴增长。

墨西哥、台湾和俄罗斯达到 45 EM 平均水平，且偏向正值。
关于外部风险暴露程度，墨西哥对中国的依赖度非常低（低于出口总额的 2%），商品出口依赖度相对适度（23%，仅为 45 EM 平均水平的一半），尽管该国对美国市场的高度依赖决定了贸易伙伴的低增长。积极的一面是，宏观经济失衡相对较低（外债比率非常低，仅为 19%，是平均水平的一半）。然而，其面临的一个巨大挑战是增强抑制 TFP 提高的因素，如研发支出（根据 WB 统计资料，2010 年为 0.4% GDP）和高等教育入学率（27%，与之相比，45 EM 平均为 40%）。

台湾的评估与韩国非常相像，适用于较小经济体。除了人口变动较小外，它还对中国需求高度依赖（出口总额的 28%），以及保持非常高的贸易开放度（超过 120% GDP），尽管其受益于贸易伙伴的高速增长（主要是亚洲国家）。积极的一面是，它没有出现宏观失衡，而且与韩国一样，它呈现非常良好的基本态势，有助于 TFP 提高。
俄罗斯在增长模式方面面临着最大挑战。从国内来看，它在基础设施方面滞后（根据 WEF 指标，评级低于 4），且未来十年预计会出现劳动力下降。关于外部风险，其对欧洲需求的依赖决定了贸易伙伴的较低预期首期，而且商品在其出口中占了非常大的份额（超过 75%）。但俄罗斯前景也有利好一面，如研发支出和高等教育入学率（超过 75%，在 EAGLEs 中仅低于韩国）带来的提高 TFP 的良好基础以及在流动性和库存方面没有宏观失衡。

印尼、印度和巴西的指标稍低于平均水平。
与危机前（2002-2007 年）相比，印尼是预计未来十年（2011-2021 年）将加速增长的唯一 EAGLE，呈现潜在乐观的预测前景。生产率是主要关注点，因为根据预测，它对加快增长的作用重大，TFP 提高的所有基本要素均低于平均水平（较低基础设施质量、微不足道的研发支出和较低高等教育入学率）。在对外方面，相对较高的商品依赖度（超过出口总额的 60%）带来一定风险，尽管对国内经济的潜在影响并不是太大（贸易开放度约为 40% GDP），它将受益于贸易伙伴的较高增长。最后，宏观经济失衡将保持在较低范围。鉴于较高国债负担率（均超过 60% GDP）以及未来十年经常项目逆差（占 GDP 2-3%）和财政赤字（印度较高，约为 7%，而巴西为 2-3%）预测，印度和巴西是 EAGLE 中在宏观失衡方面前景最差的两个国家。它们的基础设施质量也较低（评分低于 4），尽管巴西将受益于 2014 年和 2016 年举办大型体育盛会。积极的一面是，其外债比率均较低，国内需求受全球需求波动的影响较小（巴西贸易开放度低于 20%，印度稍高于 30%）。
在印度，由于基础设施短缺以及较低的高等教育入学率（16%，EAGLEs 中比率最低的国家），劳动力方面的积极表现受到生产率推动因素的挑战。就巴西来说，主要风险源自外部，对中国和商品出口高度依赖（分别占出口总额的 16%和 62%，与之相比，45 EM 平均水平为 7%和 45%）。

表7

宏观经济风险指标*

		A. 增长模式的风险						B. 外部需求风险				C. 宏观不平衡			
								相关程度		风险分数		流量		存量	
	变量	增长的加速	预期劳动力增长率	预期劳动生产力	基础设施完善程度	研发经费	大学入学率	贸易开放程度	预期贸易伙伴经济增长率	对中国出口的依赖性	大宗商品出口依赖性	预期财政结余	预期外部平衡	公共债务	外部债务
	定义	2011-2021年间增长率减去2002-2007年间的增长率	下个10年百分比变化	GDP年平均增长率/劳动力（下个10年）	分数（1-7）2011年	研发经费/GDP	百分比	出口+进口总值/GDP（百分比）	贸易加权年平均增长率（下个10年）	占总出口百分比（2010）	占总出口百分比（2010）	年平均（下个5年）	年平均（下个5年）	占GDP百分比	占GDP百分比
	来源	BBVA Research, IMF	UN	BBVA Research, UN, IMF	WEF	WB（World Development Indicators）	WB（World Development Indicators）	WTO, IMF	BBVA Research, IMF	UN（COMTRADE）	WTO	IMF	IMF	IMF	WB（World Development Indicators）, IMF
EAGLEs	中国	-3.4	1.9	8.3	4.1	1.4	24.3	50.6	3.6	NA	6.3	-0.1	6.5	33.8	9.3
	印度	-1.4	16.9	6.1	3.6	0.8	16.2	33.5	4.0	7.9	35.5	-7.1	-2.3	64.1	17.8
	巴西	0.0	11.3	3.0	3.8	1.1	36.1	19.8	4.1	15.6	61.9	-2.5	-3.0	66.8	16.6
	印度尼西亚	0.9	12.9	5.3	3.7	0.0	22.4	41.0	4.5	9.9	62.2	-1.2	-0.9	27.4	25.3
	韩国	-0.9	8.5	3.1	6.0	3.2	103.9	87.9	4.7	25.1	11.1	2.7	1.2	33.4	NA
	俄罗斯	-5.2	-7.7	3.8	3.6	1.0	75.9	43.8	3.4	5.1	75.7	-3.1	1.4	11.7	26.0
	土耳其	-3.8	13.2	3.3	5.1	0.7	45.8	40.7	3.2	2.0	19.0	-1.0	-6.9	42.2	40.0
	墨西哥	-1.0	14.7	1.5	3.9	0.4	27.0	58.9	2.6	1.4	23.0	-2.4	-0.9	42.9	19.3
	台湾	-1.5	NA	NA	5.9	2.3	NA	122.3	5.0	28.0	NA	-1.6	9.7	38.6	NA
Next	埃及	0.3	19.1	3.4	4.3	0.2	30.4	36.3	3.7	1.6	53.9	-7.2	-2.1	73.8	15.9
	泰国	-1.0	4.2	4.2	4.9	0.2	46.2	118.4	4.4	11.0	24.2	-3.1	1.1	44.1	22.3
	阿根廷	-5.0	9.2	3.6	3.5	0.5	68.7	33.7	4.1	8.5	62.3	-1.1	-1.1	49.1	34.6
	尼日利亚	-1.2	30.3	3.5	2.4	NA	10.3	62.3	3.4	1.7	92.9	0.9	8.2	17.3	3.9
	哥伦比亚	-0.3	14.6	4.0	3.6	0.2	39.1	27.8	3.3	4.9	72.7	-1.1	-2.2	36.0	21.8
	波兰	-1.9	-7.5	4.4	3.4	0.6	70.5	70.2	2.3	1.0	20.7	-3.1	-5.2	55.0	NA
	越南	-1.1	10.0	6.1	3.0	0.2	22.3	151.6	4.0	9.5	30.5	-3.3	-2.7	52.8	33.9
	巴基斯坦	-1.3	24.9	2.4	3.5	0.7	5.4	34.2	3.8	6.7	25.5	-4.5	-2.5	56.8	32.1
	孟加拉	0.4	21.9	4.8	2.7	NA	10.6	44.5	2.6	1.3	6.6	-4.2	-0.7	NA	23.6
	马来西亚	-1.5	19.2	3.0	5.5	0.6	37.5	152.8	4.5	12.6	32.3	-4.6	9.6	54.2	34.2
	南非	-1.8	6.3	2.9	4.6	0.9	15.0	48.4	4.0	11.4	46.9	-2.6	-4.9	33.8	12.4
	菲律宾	-1.0	22.8	2.5	3.2	0.1	28.9	55.0	4.0	1.1	14.2	-2.1	1.3	44.7	36.2
	秘鲁	-1.5	15.8	3.9	3.6	0.1	35.0	42.7	3.7	15.5	66.2	1.5	-2.7	24.5	23.6
	智利	-0.3	7.6	4.2	5.7	0.7	59.2	63.9	4.4	24.6	86.0	1.3	-1.9	9.2	42.5
	乌克兰	-3.9	-9.7	5.3	4.1	0.9	79.5	81.5	3.9	2.6	35.6	-2.0	-4.5	40.1	84.7
	等级	高于平均	平均	低于平均											

* 当其值等于或大于（小于）45个新兴市场的平均水平加（减）0.5标准差时，则认为该数字高于（低于）平均水平

来源：BBVA Research、IMF、联合国（UN）、世界经济论坛（WEF）、世界银行（WB）和世界贸易组织（WTO）

Nest 国家宏观经济风险评估

除了越南，所有 NEST 国家均与总体宏观经济风险的平均水平一致。
相对于增长模式风险，埃及（前 EAGLE 成员）和孟加拉国是未来十年 GDP 增长预计将高于危机前水平的唯一国家，尽管只是稍高。波兰和乌克兰（今年的新 Nest 国家）的劳动力预计将萎缩，而越南、孟加拉国和乌克兰的劳动生产率将大幅提高，达到 GDP 预测。正如尼日利亚那样，由于 TFP 基本面表现欠佳，这对越南和孟加拉国是一个挑战。哥伦比亚、菲律宾和秘鲁的基础设施和研发以及巴基斯坦的基础设施和高等教育入学率也有所滞后，而另一个集团在三个领域之一有所欠缺（阿根廷和波兰在基础设施方面，尽管它们在高等教育入学率方面表现突出，泰国和埃及在研发支出方面，南非在高等教育入学率方面）。智利在 TFP 基本面上已明确了最佳定位。
关于外部需求风险，泰国、马来西亚和越南是最开放的经济体（前者接近 120% GDP，后两者约为 150%），而阿根廷、哥伦比亚、埃及和巴基斯坦是最封闭的经济体（低于 40% GDP）。在贸易伙伴的预期增长方面，最低数字是波兰（受欧洲影响）和孟加拉国（对中国出口份额最低）。在多样化措施方面，智利（今年的新 Nest 国家）和秘鲁是暴露于中国的唯一国家（分别为 15%和 25%），商品出口依赖度较高（秘鲁为 66%，智利为 86%），与阿根廷、尼日利亚和哥伦比亚情况相同（分别为 62%、93%和 73%）。
最后，关于宏观经济失衡，鉴于未来五年的预期财政赤字（前者超过 7% GDP，后三者为 4-5%）以及较高的债务与 GDP 比率（埃及 74%），埃及、巴基斯坦、马来西亚和孟加拉国在财政方面面临的风险最大。乌克兰对外方面的情况也相似，预期经常项目逆差（4-5%）和外债与 GDP 比率（85%）较高。波兰、南非和孟加拉国预计也会出现显著外部失衡，但后两者的外债并未引起担忧。智利、秘鲁和尼日利亚的宏观失衡情况最轻（三国的预期财政顺差和低于 25%的公共债务，尼日利亚的对外顺差较大，且外债非常低）。

潜在增长制约因素

除了宏观经济风险，其它因素也必须考虑，以校正基本情况的可能偏差。在这里，我们对所谓的三个潜在增长制约因素进行了分析：体制因素、社会动荡风险和平衡增长挑战。
关于体制因素，我们将那些与商业发展障碍相关的指标与国家脆弱性区别开来，后者在某些时候可能造成经济活动中断。对于前者，我们分别通过投资环境和治理指标从市场和公共角度进行考虑。
正如“阿拉伯之春”所表明那样，社会动荡风险与增长密切相关。社会动荡可能影响经济（业务中断和不信任）和方针政策（如提高或/和延期补贴）。中东及北非国家事件的根源在于较高的青年失业率、日益上涨的食品价格、收入差距以及缺乏民主和公民自由。在这里，我们将粮食依赖度（按进口份额和消费篮子比重衡量）、以失业率衡量的劳动力市场状况（必要时涉及青年失业率）以及教育（中学入学率）作为这些社会动荡风险的代表。
最后，平衡性增长考虑关注经济活力是否被全民非均匀共享。我们在这里提出两个指标：基尼指数和贫困线以下人口比重。

EAGLEs 潜在增长制约因素评估

与经济风险相反，EAGLEs 之间在潜在增长制约因素上的差异较大。韩国和台湾呈现积极一面，而印度、印尼和俄罗斯稍低于平均水平。
从市场和公共角度来看，韩国和台湾在体制因素方面获得最佳评估。由于在 EAGLEs 国家中发展阶段相对超前（人均 GDP 是排名之后的俄罗斯的两倍），两个国家具有较低的粮食依赖度（约占进口总额的 2%，韩国在 CPI 篮子的比重低于 15%，台湾约为 25%，与之相比，45 EM 平均水平高于 30%）。失业率也较低（在 3-5%范围内）。最后，基尼指数是 EAGLEs 中最低的，两国均稍高于 30%，比 45 EM 平均水平低近 10 个点。
在从总体上考虑时，墨西哥、巴西、中国和土耳其接近平均水平，但一些偏差值得关注。对于巴西和墨西哥来说，它们都有较低的社会动荡风险，原因是粮食依赖度（在 CPI 篮子的比重约为 20%）或劳动力市场（墨西哥失业率相对较低，巴西中等教育入学率高于

平均水平）。然而，平衡性增长所带来的挑战部分抵消这一优势。尽管近期得到改善，但在 EAGLEs 中，两国均面临着最严重的收入分配不均（基尼指数高于 50%，比 45 EM 平均水平高 10 个点）和非常高的贫困线以下人口比重（尤其是墨西哥）。根据 WB《2012 年经商指标》，在巴西，投资环境也将得到进一步改善。
中国在体制因素方面滞后，其人口对食品价格波动高度敏感（CPI 篮子比重接近 40%），且收入分配不均（基尼指数为 45%）。土耳其面临的挑战之一是劳动力市场状况，它在 EAGLEs 中的失业率最高（超过 10%），对青年影响尤其大（25%，高于 45 EM 平均水平 20%）。
最后，印度、印尼和俄罗斯的潜在增长制约因素稍高于平均水平。对于三者来说，体制因素上的不足将阐释为尤其集中于投资环境、治理和长期国家政策上。社会动荡风险也是引起担忧，作为人均低收入国家，三国的粮食在 CPI 中的比重高于平均水平（俄罗斯接近 40%，其它两个国家在 45-50%范围内），总失业率和青年失业率与俄罗斯和印尼的高平均水平一致（分别为 8%和 20%），而高于印度的总体平均水平（超过 10%）。印度和印尼均是 EAGLEs 中中等教育入学率最低的国家，这一事实加剧了上述情况（分别为 60%和 75%，低于 45 EM 平均水平 84%）。在平衡性增长方面，与收入分配的关系不是太大（基尼指数约为所有国家的平均水平），尽管印尼、俄罗斯和印度的贫困相对较严重。

Nest 国家潜在增长制约因素评估

对于 Nest 集团，各国的潜在增长制约因素有着较大差异。智利和波兰风险较低，孟加拉国、菲律宾、埃及和尼日利亚面临着较大挑战。
在体制因素方面，智利和马来西亚在投资环境和公共部门指标方面表现较好，而泰国、南非和秘鲁在投资环境方面高于平均水平，波兰在治理和国家实力方面表现较好。埃及、尼日利亚、巴基斯坦、孟加拉国和菲律宾的情况则相反，其在私有和公共方面的评估低于平均水平。
一些 Nest 国家在食品和粮食进口依赖度方面具有较高的收入支出比例。埃及、越南、马来西亚、乌克兰和孟加拉国就是这种情况，它们暴露在国内和国外食品价格波动之下（它们进口的食品约占 GDP 的 4-5%，占 CPI 的比重超过 40%）。尼日利亚和秘鲁的粮食在 CPI 篮子中也有非常高的比重（前者接近 60%），但其进口依赖度仅为一半（约 2% GDP）。
根据这些标准，南非和智利受食品价格波动的影响最小。
关于源自劳动力市场状况的潜在社会动荡，尼日利亚和南非均面临最高失业率（超过 20%），之后是哥伦比亚（超过 10%）。尽管南非和哥伦比亚的中等教育入学率达到创记录新高（超过 90%），但两者均有较高的青年失业率，前者情况尤其令人担忧，近半青年职业人口处于失业状态。亚洲 Nest 国家的失业率最低，青年失业率也是如此，尽管它们像尼日利亚那样在教育方面落后。拉美经济体的劳动力市场不太紧张，总体和青年失业率仅为平均水平，中等教育入学率也是如此。
最后，Nest 国家也面临着平衡性增长的挑战，尤其是那些与收入分配有关的国家，包括拉美国家（四个 Nest 国家的平均基尼指数约为 50%，比 45 EM 参考水平高 10 个点）、南非（基尼指数 67%，是 45 EM 中最高的国家）和马来西亚 （46%，亚洲 EM 中最高的国家）。贫困数据并不突出，但关注点主要是哥伦比亚（37%的人口处于贫困线以下）以及秘鲁、南非、菲律宾、巴基斯坦和埃及（贫困人口的比重均超过总人口的 20%）。有趣的是马来西亚，如上所述，其收入分配非常不均衡，但在提供数据的国家中，其贫困线以下人口的比重最低（占总人口不到 10%）。

表9

潜在增长制约因素指标*

		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	食品在消费篮子比重	失业率	青年失业率	中学教育入学率	收入不平衡	贫穷
	定义	在183个国家中的排名	-2.5 到 +2.5（2010）	指数 0至25（2010）	占GDP百分比	百分比（上年数据）	占总劳动人口百分比	占青年劳动人口百分比	百分比（上年数据）	GINI系数（上年）	贫穷线以下人口占总人口百分比
	来源	WB（Doing Business）	WB（Worldwide Governance Indicators）	CSP	WTO，IMF	FAO，national statistics	ILO，national statistics	ILO，national statistics	WB（World Development Indicators）	WB（World Development Indicators），UNU-WIDER	WB（World Development Indicators）
EAGLEs	中国	92	-0.6	9	1.0	39.8	4.3	NA	80.1	44.9	NA
	印度	119	-0.3	13	0.7	49.7	10.8	NA	60.2	36.8	NA
	巴西	111	0.1	6	0.4	22.3	8.3	17.8	101.3	53.9	21.4
	印度尼西亚	113	-0.5	10	1.6	45.4	7.9	22.2	75.1	36.8	13.3
	韩国	28	0.7	0	1.9	14.0	3.6	9.8	97.1	31.6	NA
	俄罗斯	106	-0.7	7	2.3	38.7	8.2	18.3	88.6	42.3	11.1
	土耳其	81	-0.1	10	1.0	27.9	14.0	25.3	77.6	39.8	18.1
	墨西哥	76	-0.2	4	1.9	18.9	5.2	10.0	86.9	51.7	47.4
	台湾	48	1.0	0	2.2	25.9	5.2	NA	NA	33.9	NA
Next	埃及	102	-0.6	13	4.6	42.1	9.4	NA	84.7	34.4	22.0
	泰国	40	-0.3	7	2.7	33.0	1.2	4.3	77.2	42.0	8.1
	阿根廷	107	-0.3	1	0.4	36.2	8.6	21.2	85.8	45.8	NA
	尼日利亚	118	-1.2	17	2.2	59.4	21.1	NA	44.0	43.7	NA
	哥伦比亚	69	-0.3	12	1.4	29.5	12.0	23.0	96.4	58.5	37.2
	波兰	82	0.8	0	2.8	24.9	8.2	20.7	97.0	34.2	NA
	越南	93	-0.5	8	5.5	41.6	2.4	NA	77.2	37.6	14.5
	巴基斯坦	104	-1.1	15	2.8	34.8	5.0	7.7	34.2	32.7	22.3
	孟加拉	113	-0.9	12	4.6	53.8	5.1	NA	49.3	33.2	NA
	马来西亚	43	0.3	5	5.4	31.4	3.7	10.9	69.1	46.2	3.8
	南非	63	0.2	8	1.3	18.3	23.8	48.2	93.8	67.4	23.0
	菲律宾	115	-0.6	11	3.2	39.0	7.5	17.4	84.8	44.0	26.5
	秘鲁	65	-0.2	7	2.0	47.5	6.8	14.0	91.6	48.0	31.3
	智利	57	1.2	2	2.0	18.6	9.7	22.6	87.9	52.3	15.1
	乌克兰	128	-0.6	6	4.1	53.7	8.8	NA	95.6	27.5	NA
	等级	高于平均	平均	低于平均							

* 当其值等于或大于（小于）45个新兴市场的平均水平加（减）0.5标准差时，则认为该数字高于（低于）平均水平

来源：BBVA Research、世界银行（WB）、系统和平中心（CSP）、世界贸易组织（WTO）、粮食及农业组织（FAO）、国际劳工组织（ILO）、联合国大学-世界发展经济研究所（UNU-WIDER）和国家统计资料

3. EAGLEs 世界的特殊问题研究

框 1. 结构失衡：与发达国家相比，EAGLE 国家如何应对？

在过去几年中，对于新兴市场，风险平衡已转向更有利的风险-收益预测。鉴于其在危机中得到教训后政策管理的显著改善，新兴国家正处于一种良好的状况。对公共和经常账户的首次审查表明，风险目前主要集中于发达经济体。然而，部分偏差可能是危机的负面周期效应造成的。本框分析了结构性的公共和外部失衡情况，证实了结构性双赤字仍对新兴市场有利，而不是一种周期现象。

新增长-风险模式

近期危机的一个突出结果是发达经济体和新兴经济体之间风险收益状况的改变。尽管经济增长一直都比较看好新兴市场，但风险收益权衡通常并不如此。

出现全球危机之后，这种范例就开始改变，但在很久以前就埋下了出现这种改变的种子。对于新兴市场而言，九十年代出现在亚洲和拉丁美洲的危机是很有力的警钟，促使新兴市场改善其经济政策。首先，新兴市场致力于降低宏观经济不均衡现象。其次，更为重要的是，新兴市场引进了审慎的理念，以避免将来出现问题。

对发达市场和新兴市场双赤字的“浏览”

解释全球风险状况改变的简单方法是认真检查新兴经济体和发达经济体的经常账户和财政平衡状况。图表 14 显示，目前发达市场的不均衡主要集中在令人担忧的象限（经常账户和财政赤字），而且其中有一些已经在危险极限以内（都在不均衡界限的 3%以上）。与之相反，新兴市场的散点图显示，新兴市场情况更为良好一些，大多数国家在 3%的双赤字范围之外。

很明显，发达国家和新型市场的不同状况一部分“由近期危机所引起”的周期性效应的结果。因此，我们认为，对结构性双赤字状况进行评估将更具有相关性。为此，我们将结构性因素和周期性因素中的经常账户和财政平衡进行分解（见方法论表框），以便解答下列问题：

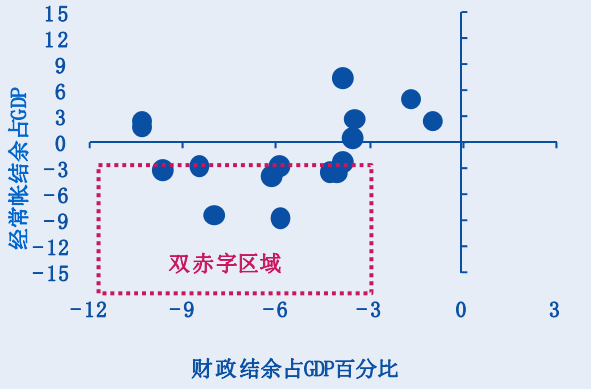
结构性双赤字的规模有多大？

结构性经常账户赤字的结构性动因是什么？

金融危机是如何影响这些结构性动因的？

图表 14

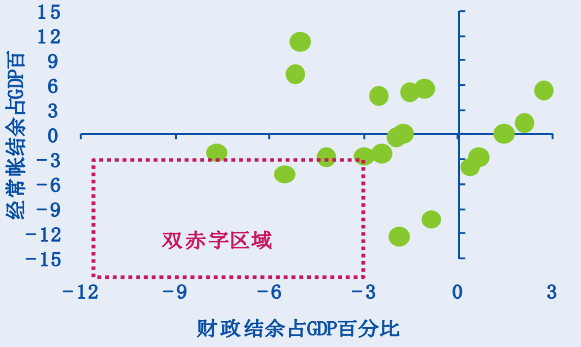
发达经济体：
2011 年经常账户和财政平衡（占 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究所和国际货币基金组织（ IMF）（2011 年九月世界经济展望）

图表 15

新兴经济体：
2011 年经常账户和财政平衡（占 GDP 百分比）



来源：BBVA 研究所和国际货币基金组织（ IMF）（2011 年九月世界经济展望）

进一步挖掘发现，“结构性双赤字”（不包括周期性因素）通常存在于发达国家。但是，某些让人担忧的状况也出现在新兴市场。

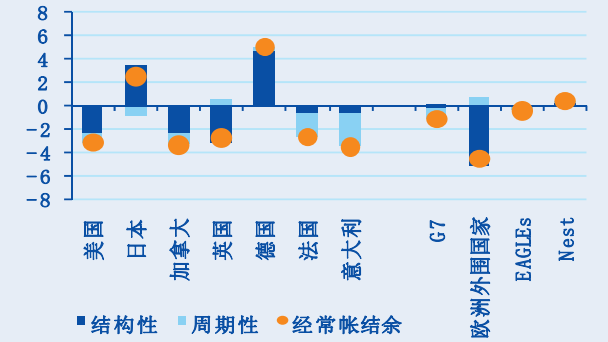
正如在方法论表框里所描述的一样，我们对经常账户进行了面板预测，涵盖 1980 年至 2010 年期间 46 个国家，几乎占全球GDP的 90%[9]。所参考之解释变量包括财政平衡、最初国外资产净值、人口因素（赡养和抚养比率和人口增长率）、金融深化、经济增长、贸易状况、贸易开放度和投资比率[10]。

在“解释变量之五年移动平均数”中使用系数，并添加“能够解释遗漏之因素”的国家效应，我们能够预测出经常账户之结构性因素的近似值：

发达经济体（图 16）：除德国和日本以外，七国集团的其他国家均存在结构性账户赤字。美国、加拿大和英国的结构性不均衡高于 GDP 的 2%。尽管相对较高，但与欧盟周边国家相比，这个数字还很低，欧盟周边国家的结构性赤字平均接近 GDP 的 5%。

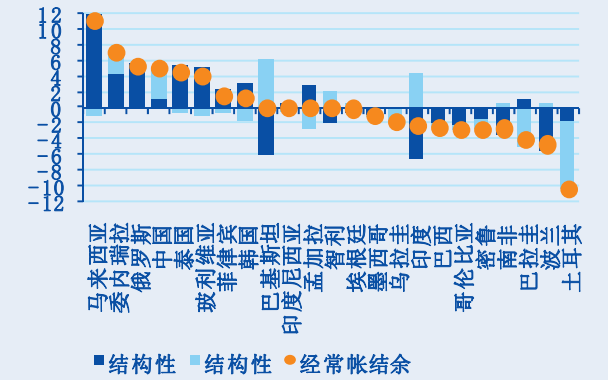
新兴经济体（图 17）：我们采用 BBVA 关于主要新兴经济体的分类（EAGLEs 和 Nest），他们的结构性状况接近均衡，几乎是零。马来西亚的结构性顺差最大（几乎占 GDP 的 12%）。泰国和韩国（高于 GDP5%）、石油和天然气出口国（委内瑞拉和俄国高于 GDP 的 4%）以及较小程度的中国（占 GDP 的 1.5%）的结构性顺差也很大。与之相反，印度和巴基斯坦（高于 GDP 的 6%）外部不均衡最突出，随后是南非（大约占 GDP3.5%）。巴西、哥伦比亚、秘鲁和土耳其的结构性现金赤字程度较轻（大约占 GDP 的 2%）。

图表 16
发达国家经常账户分解(百分比，2011 年)



来源： BBVA 研究

图表 17
新兴经济体国家经常账户分解(百分比，2011 年)



来源： BBVA 研究

9:阿根廷、澳大利亚、奥地利、孟加拉国、比利时、玻利维亚、巴西、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、埃及、芬兰、法国、德国、希腊、香港、印度、印度尼西亚、爱尔兰、意大利、日本、韩国、马来西亚、墨西哥、荷兰、尼日利亚、巴基斯坦、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、菲律宾、波兰、葡萄牙、俄国、新加坡、南非、西班牙、台湾、泰国、土耳其、英国、美国、乌拉圭、委内瑞拉和越南。

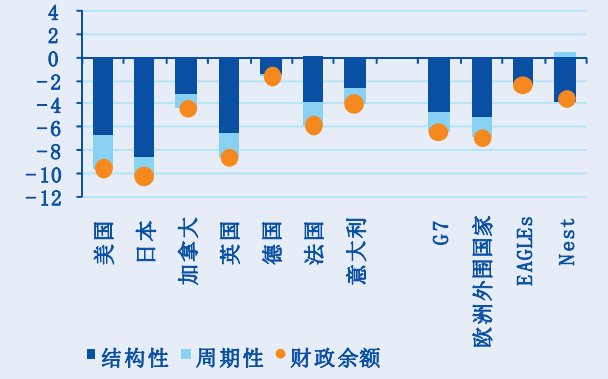
10:有关详细方法论，请参见经济观察:结构性双赤字：发达国家面临的问题，而非新兴经济体国家的问题。网址:
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/EW_twin_deficit_CN_tcm348-288104.pdf?ts=2822012

关于财政不均衡，发达国家和新兴经济体国家的状况也不甚相同：

发达经济体（图 18）：七国集团的大部分国家（德国除外）均出现了令人担忧的周期性调整之赤字状况。日本（8%）、美国和英国（两国的结构性赤字都接近 6.5%）情况尤甚，尽管法国和意大利近期进行了财政整顿，但法国（4%）和意大利（3%）的状况也很让人堪忧。平均而言，经过财政整顿之后，欧盟周边国家的情况（平均接近 5%）与七国集团的情况类似。

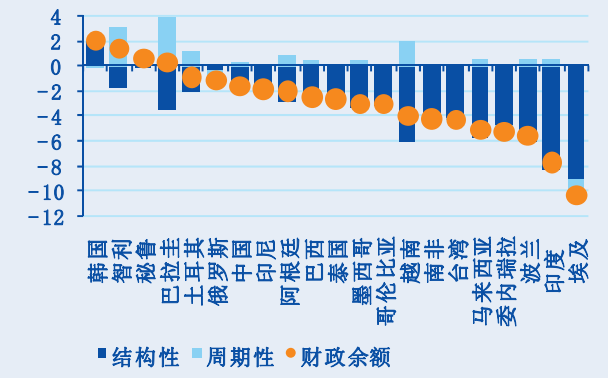
新兴经济体（图 19）：尽管情况较好，但很多雄鹰经济体国家，尤其是鹰巢国家，也存在周期性调整赤字。其中结构性赤字最高的国家是埃及（GDP 的 9%）、印度（8%）、波兰、越南和马来西亚（6%）。委内瑞拉（接近 5%）、台湾、南非和巴拉圭（两国均为大约 4%）。哥伦比亚、阿根廷和巴西的结构性经常账户赤字较低，大约为 GDP 的 3%。泰国、土耳其、中国、印度尼西亚和智利的水平更低（2%）。俄国和波兰的结构性财政状况几乎接近中立。

图表 18
发达国家财政平衡分解（2011 年）



来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

图表 19
新兴经济体国家财政平衡分解（2011 年）



来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

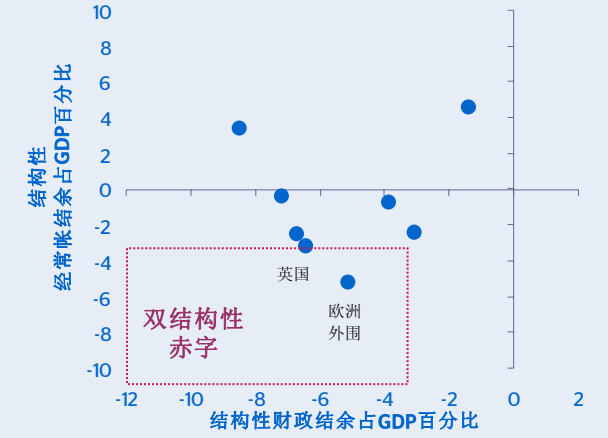
谁的双结构性赤字最严重？

因为我们已将经常账户和财政平衡的结构性因素和周期性因素分解开来，因此，我能够确定哪个国家在双结构不均衡方面存在较高的脆弱性。为此，我们将“出现结构性双赤字”的国家定义为结构性赤字高于 3%的国家。主要结果如下：

发达经济体（图 20）：欧盟周边国家的结构性赤字较高，但英国的状况比较好。

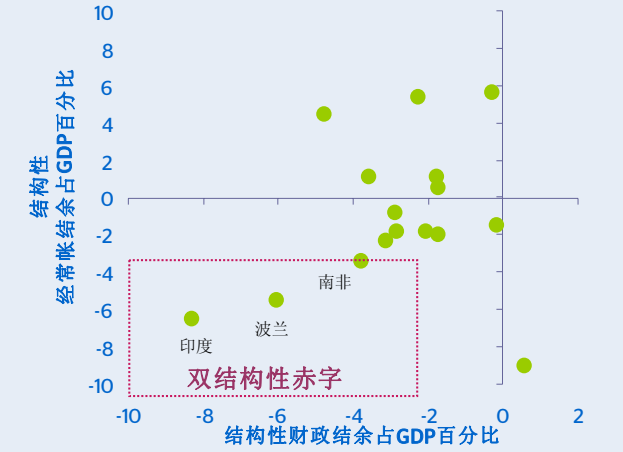
新兴经济体（图 21）：雄鹰国家和鹰巢国家中只有三个国家处于脆弱性区域。印度情况尤甚。波兰和南非也在其中，其结构性不均衡接近 3%的基准水平。有些国家处于结构性双赤字之外，但非常接近，例如巴西。土耳其、智利和阿根廷。

表 20
发达国家结构性经常账户和财政平衡（2011 年）



来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

图表 21
新兴经济体国家结构性经常账户和财政平衡（2011 年）



来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

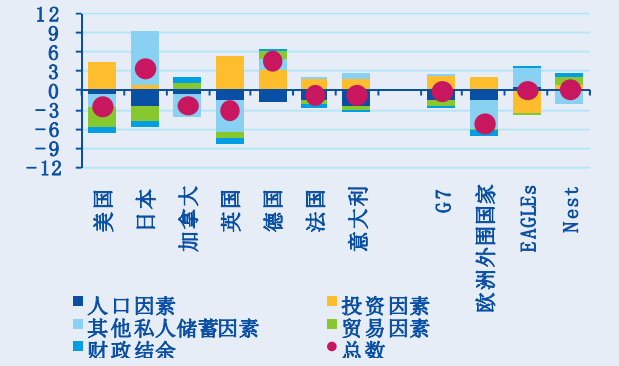
结构性经常账户平衡的动因

一旦对模型进行了预测，我们就能够对决定结构性经常账户状况的因素进行评估。我们对财政状况、人口因素（赡养和抚养比率和人口增长率）、其他个人存款因素（包括金融深化）以及贸易相关变量中与存款相关的变量进行了分类。最终我们也对投资状况进行了解释。对 2011 年状况分析的主要结果如下：

发达经济体（图 22）：通常来说，因为投资比例在危机期间一直下降，因此，与存款相关的因素能够解释 2011 年的结构性经常账户状况。对人口因素而言尤其如此，其对所有国家而言都是负贡献。有证据证明，欧盟周边国家、美国、英国和日本存在双赤字，但加拿大和德国不存在。贸易相关因素也是结构性经常账户平衡的原因，其在联系密切的国家之间-例如美国和日本，以及某种程度上的法国和意大利-所起的是负面效应，但在德国和加拿大所起的是正面效应。其他私人部门存款因素主要与资金考虑因素相关，这些因素对大多数国家而言也是结构性赤字的动因，但并不是对所有国家（日本和德国就是最大的例外）而言均是如此。最后，低于全球平均水平之投资率几乎对所有发达国家的经常账户平衡都是正贡献。

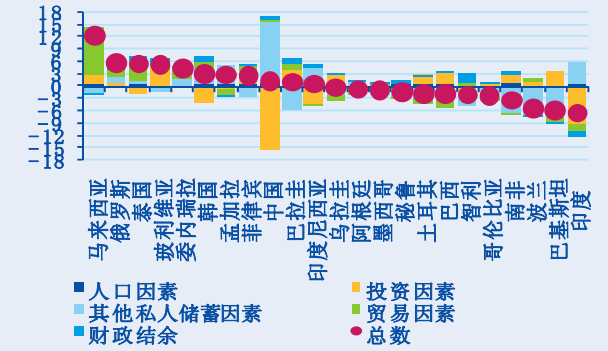
新兴经济体（图 23）：与发达经济体不同，雄鹰国家的存款相关因素通常都是支撑结构性平衡的。人口因素对新兴市场国家的结构性平衡没有影响，或只有轻微的正贡献，因为人口更加具有动态性，而且年幼人口的抚养比率较高，这抵消了这些国家之人口老龄化程度较小的经济状况。财政影响也是正面的，巴基斯坦和印度除外。其他个人存款因素的贡献增加了“这些国家之社会保护”方面需考虑的事，而且所有的国家情况各有不同。对中国、印度、俄国和韩国而言是正贡献，而对南非、巴基斯坦、巴西、智利和土耳其而言就是导致其出现结构性赤字的因素。投资动因在所有国家中情况也各不相同。有些国家的较低的投资率依然在支撑结构性经常账户平衡（巴西、土耳其、菲律宾和马来西亚），但在另外一些国家较高的投资率带来了结构性赤字（中国、印度、印度尼西亚和韩国）。

图表 22
发达国家结构性经常账户分解（2011 年）



来源： BBVA 研究

图表 23
新兴经济体国家结构性经常账户平衡分解（2011 年）



来源： BBVA 研究

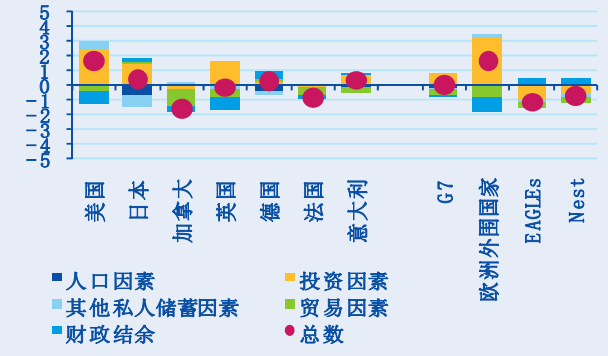
近期金融危机对结构性经常账户平衡中的影响

经常账户危机已经引起了一些国家对经常账户进行重要调整，这也带动了对结构性不平衡的部分调整。我们对不同因素之贡献进行了分析，得出结论如下：

发达经济体（图 24）：之前过热的经济体（美国、欧盟周边国家）之结构性状况发生了积极的变化（平均改善了 2 个百分点），这主要是因为投资结构性因素的巨大变化，以及较小程度上的由“去杠杆过程和预防存款增加”所带来之其他个人存款因素。但是，财政结构性的恶化限制了这些国家的潜在调整。因此，似乎除了周期性效应，去杠杆过程也改善了这些国家的结构性状况。与之相反，日本和德国的结构性状况就没有巨大的变化。

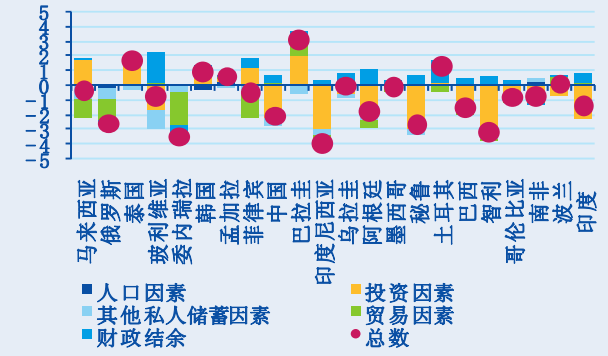
新兴经济体（图 25）：大多数新兴经济体都有结构性状况恶化的经历，因此对全球不平衡调整做出了贡献。调整的主要动因是投资因素。对商品出口国而言，第二个动因就是贸易相关因素（源于危机之后贸易比率的大幅度降低）。财政因素对支撑结构性状况也做出了贡献，因为 2007-2011 年间，与全球状况相比，这些国家的结构性财政平衡得到了改善。

图表 24
发达经济体：
结构性经常账户平衡的变化（2011 年 VS 2007 年）



来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

图表 25
新兴经济体：
结构性经常账户平衡的变化（2011 年 VS 2007 年）



来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

框 2：财富的转移：中国是 BBVA EAGLEs 中唯一的全球债权国

什么是国际投资头寸表（IIP）：衡量外部财富的最直接方法

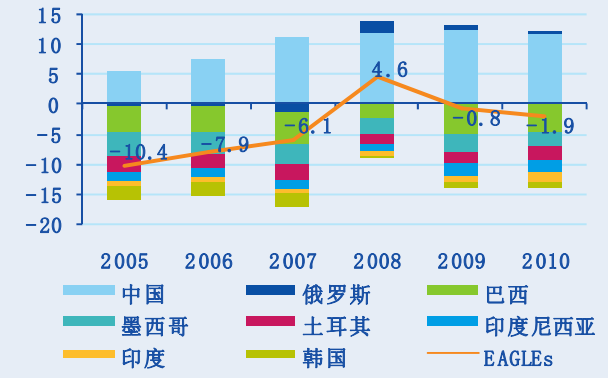
国际投资头寸表是指一个经济体与世界其他地区间的资产负债表。它集中体现了该经济体与世界其他地区间的国际资产和负债。其分为 5 个组成部分：直接投资，间接投资，金融衍生品及其他投资（主要是短期信贷）和储备资产。资产扣除负债的净值为“净头寸”，可能为正值，也可能为负值，因此一个国家可能是世界其他地区的净债权国或净债务国。债权国可以使用净资产为经常帐赤字进行融资，而不会增加外部脆弱性。债务国需要保持它们的经常帐赤字维持在可持续水平，避免国际投资头寸达到不可支持的负数。净间接投资的赤字需要得到特别的注意，因为这意味着这个国家在依靠外部资金支持本国的过渡扩张。

财富转移至新兴市场的谜题：根据国际投资头寸表，大部分新兴市场仍然是债务国。只有中国在BBVA EAGLEs[11] 是债权国

在 EAGLEs 内部，中国是最大的信贷提供者，而巴西、墨西哥、土耳其和印尼则是最大的债务国。EAGLEs 国家的整体净头寸为负，这是因为到它们都是发展中经济体，需要大量外部资金为他们的投资项目融资，这并不让人感到惊讶（图 26 和 27）。除俄罗斯有较小净正头寸以外，其余 EAGLEs 经济体均为净债务国。他们同时都在增加储备资产，但并不足以抵消由大量 FDI 和间接投资导致的债务（图 28）。不过，这恰恰证明了境外投资者对这些高速增长经济体的极大兴趣。这些经济体的收入未来会得到显著提升，最终减少其外部债务。

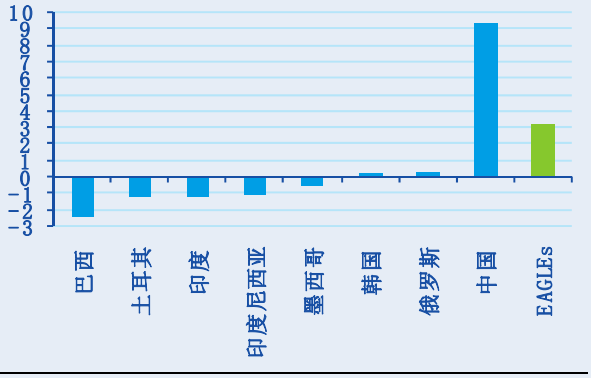
在 EAGLEs 经济体中，韩国是唯一的 FDI 净正头寸国。这是其在最近几年转移制造业生产的结果。这显示韩国的发展进程已进入一个新的阶段，开始逐渐变成全球性的竞争者。

图 26
EAGLEs：IIP 净值
（占 EAGLEs 总 GDP 百分比）



注：台湾无数据
来源：BBVA Research 和 IMF

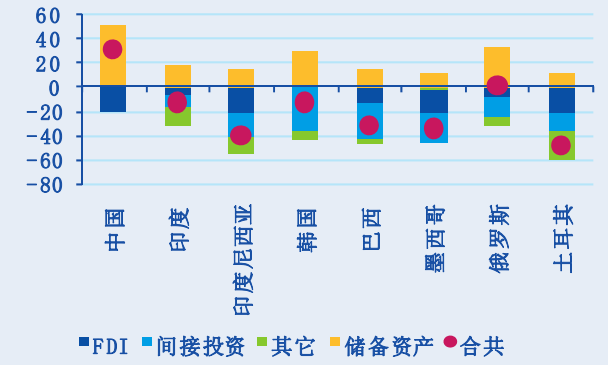
图 27
EAGLEs：IIP 净值变化
（2005-2010 年间，占 EAGLEs 2010 年总 GDP 百分比）



注：台湾无数据
来源：BBVA Research 和 IMF

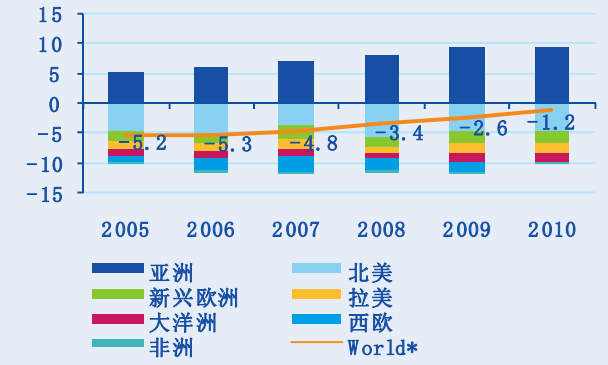
11：雄鹰经济体（EAGLEs），完整原文为「Emerging and Growth-Leading Economies」，直译为「引领世界经济增长的新兴经济体」，是 BBVA（西班牙对外银行）研究部在 2010 年底创造并提出的一个关于新兴市场分组概念的缩写，定义包括了所有在下一个十年间对世界 GDP 增长的贡献预计超过 G6 国家（G7 国家除美国之外）同期贡献平均水平的新兴经济体。

图 28
EAGLEs：2010 年净 IIP
（占 GDP 百分比）



来源：BBVA Research 和 IMF

图 29
全球：IIP 净值
（占世界总 GDP 百分比）



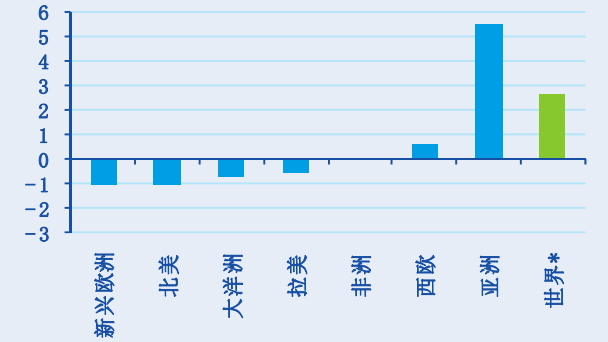
来源：BBVA Research 和 IMF

亚洲经济体[12] 是净债权国

2005 到 2010 年期间，亚洲经济体普遍维持着高储蓄率，其IIP增量也最大（图 29 和 30）。从净头寸占世界GDP[13] 比率来看 ，该地区的IIP净值比重差不多翻了一番。除中国外，日本、新加坡和香港的IIP净值增长最多，或通过扩大间接投资（证券或债券）或通过提高储备资产（图 31）。因此，这种状况造成了一个有趣的现象，即亚洲经济体（中国，香港和新加坡）成为最大储蓄出口国的同时还是资本流动的主要接收国（FDI 流入）。日本的境外直接投资在亚洲和 62 个样本国家里都为最大，这反映了日本转移自身制造业生产到东南亚国家的策略。

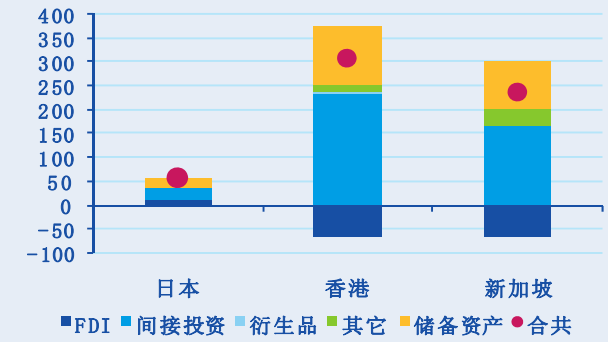
亚洲的高 IIP 增长背后有多种原因。在中国，国有企业持有大量储备为其投资项目注资。因为贫富差距和社会保障网的缺失，居民持有大量预防性储蓄。这导致中国的低消费率。在日本，本就很高的私人储蓄率进一步上升。在过高的公共债务和赤字下，居民与企业的高储蓄率反映了李嘉图等价理论。

图 30
全球*：IIP 净值变化
((2005-2010 年间，占全球 2010 年总 GDP 百分比))



来源：BBVA Research 和 IMF

图 31
亚洲经济体：2010 年净 IIP
（占 GDP 百分比）



来源：BBVA Research 和 IMF

12:亚洲经济体包括日本，中国，新加坡，香港，印度，印尼，韩国，菲律宾，马来西亚，泰国，巴基斯坦，孟加拉。
13:样本包含 62 个国家，根据IMF的数据，以美元计算，其GDP总量约占世界GDP总量的 93%。鉴于IIP相关数据的缺乏，GCC海湾经济体未被纳入考虑范畴。

全球范围内，除了亚洲，只有德国是大债权国

新兴欧洲[14]和北美的IIP负值最大。由资本流入导致的高投资率是新兴欧洲较大负IIP的原因。在美国，虽然已经开始减少外部债务的努力，但是公共赤字的上升抵消了私部门去杠杆化的成果。

西欧[15]仍是净债务国，但其IIP净负值已大幅降低且在 2010 年已接近均衡水平。这是多数二线国家债务上升（私营部门和公共部门在危机前几年的债务增加）和核心经济体（如德国、瑞士、比利时、挪威和荷兰）同一时期的消费率低的不对称局面所导致的。在G7 国家中，德国和日本有着巨大IIP正值，使得G7 作为一个整体是净债权国。（图 32 和 33）

净债权的主要决定因素

经济文献[16]将一些变量确定为净IIP的主要决定因素16：人均GDP、占GDP百分比的公共债务水平以及老年赡养率（超过 65 岁人口）。采用后一要素是因为生命周期假说，它根据其消费、投资和储蓄模式来描述年龄组特征。与刚开始工作的年轻人相比，退休年龄的人应具有最高净资产头寸，包括实际金融资产及边际债务。然而，随着人们倾向于使用其储蓄以及留下较少遗产，老龄化社会将最终降低其总净国外资产头寸。其它变量也应考虑，包括进出口交换比率、制造业生产再分配和预防性储蓄。

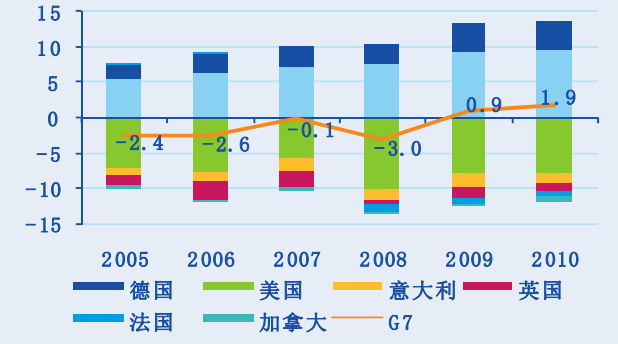
在考虑 2005 年至 2010 年净 IIP 的变化时，显然亚洲经济体和德国成为全球最重要的储蓄输出国。然而，地区聚集隐藏了其它重要结果。由于其较高的经常项目顺差，日本、中国和德国是这几年净 IIP 增长最快的经济体（图 34 & 35），这也是所谓全球失衡的一部分。德国与日本类似，它提高了其净 FDI，但也成为最大的短期贷款提供者。

在解释净 IIP 的变化时，制造业生产的重新分配过程似乎不是主要推动因素。除德国外，所有 G7 经济体在最近十年均降低了其制造产品出口的份额（图 36）。另一方面，对于中国，这一过程显然推动了其巨大的贸易顺差，并最终使其国际储备显著增长（图 37）。

经济体的储蓄率似乎是关系最密切的决定因素之一。比较 G7 和 EAGLEs（图 38 & 39），中国、日本和德国的储蓄率最高。然而，其它情况也应考虑，如当前发展阶段以及社会保障网络的质量，这可能刺激预防性储蓄率进一步提高。除中国外，所有 EAGLEs 国家的储蓄率均比日本和德国要高（不包括墨西哥、巴西和土耳其），为当前增长过程提供资金所需的资源较多，因此，其 IIP 变化可忽略，甚至为负值。

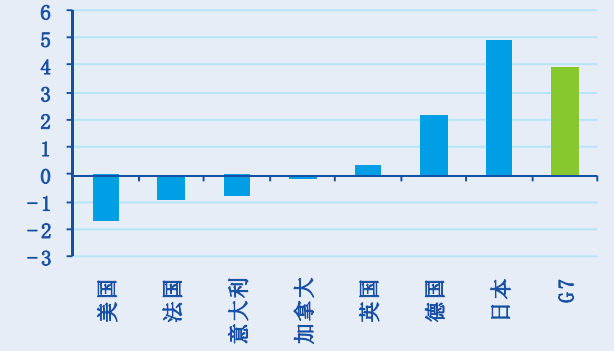
关于商品价格上涨，尤其是石油等能源（图 40），出现从净进口经济体向出口经济体家庭的敏感收入转移；日本和德国的这一波动已被完全抵消。

图 32
G7：IIP 净值
（占 G7 总 GDP 百分比）



来源：BBVA Research 和 IMF

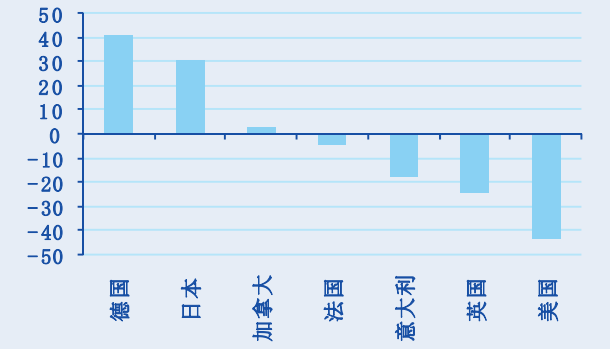
图 33
G7：IIP 净值变化
（2005-2010 年间，占 G7 2010 年总 GDP 百分比）



来源：BBVA Research 和 IMF

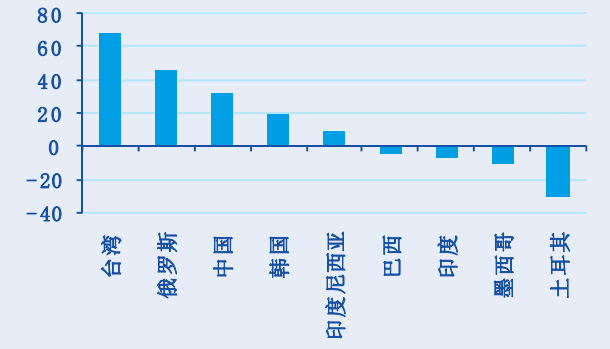
14:新兴欧洲包括：保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚、土耳其和乌克兰。北美洲包括：加拿大和美国。
15:西欧包括：奥地利、比利时、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、冰岛、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士和英国。
16: Philip R. Lane 和 Gian Maria Milesi-Ferretti, (2001)，长期资本流动，《NBER宏观经济学年刊 2001》，第 16 卷
Philip R. Lane 和 Gian Maria Milesi-Ferretti, (2000)，外资结构－理论和证据，IMF 工作文件第 00/152 号。

图 34
G7：累计经常帐结余 2000-2010
（占 2010 年 GDP 百分比）



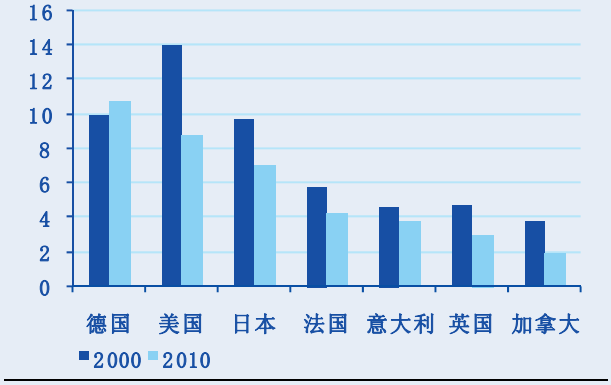
来源：BBVA Research 和 IMF

图 35
EAGLEs：累计经常帐结余 2000-2010
（占 2010 年 GDP 百分比）



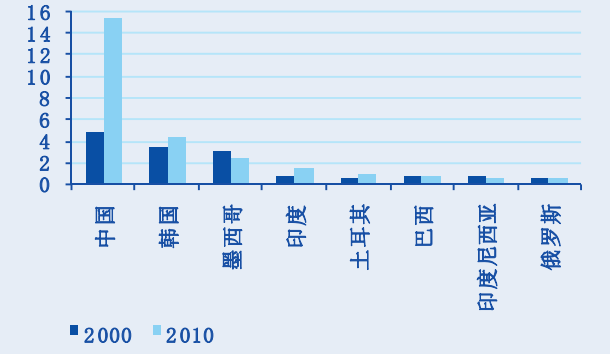
来源：BBVA Research 和 IMF

图 36
G7：占全球制造业出口百分比



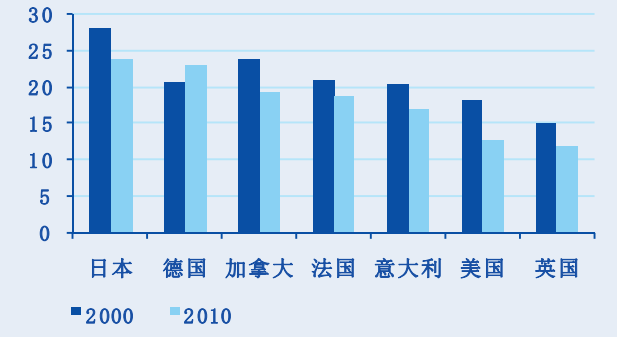
来源：BBVA Research 和 IMF

图 37
EAGLEs：占全球制造业出口百分比



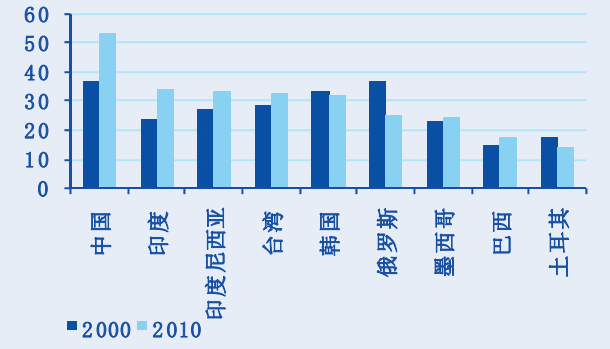
来源：BBVA Research 和 IMF

图 38
G7：国家储蓄占 GDP 百分比



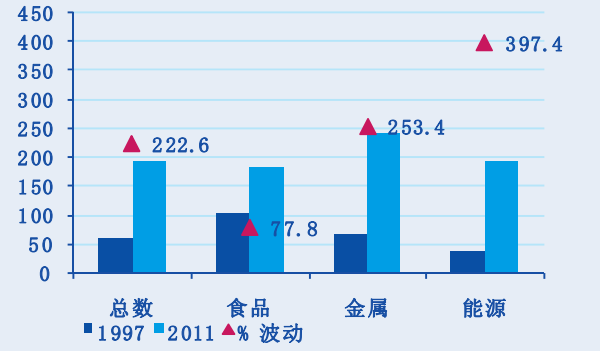
来源：BBVA Research 和 IMF

图 39
EAGLEs：国家储蓄占 GDP 百分比



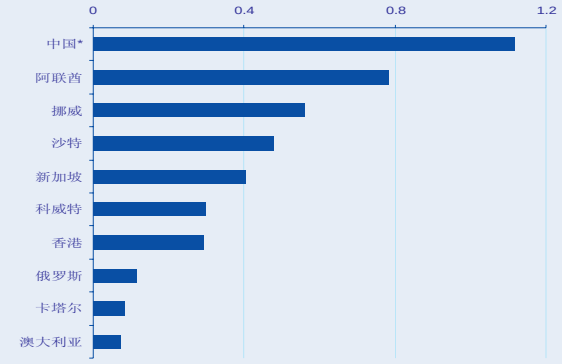
来源：BBVA Research 和 IMF

图 40
商品价格指数（2005 = 100，累积%变化）



来源：BBVA Research 和 IMF

图 41
主权财富基金（2011 年资产，万亿美元）



* 2011 年评估
来源：BBVA Research 和主权财富基金研究所

全球经济再平衡：中国将进一步增强其对其他新兴市场的影响力

全球失衡的解决方案是降低目前主要债权国较高的储蓄率，这意味着要提高其消费。另一方面，目前债务国需要提高其储蓄率，从而实现其私营和公共部门的去杠杆化。

对于美国，它需要将经济从债务和消费向储蓄和出口转型，以实现再平衡。这一思路也适用于一些欧洲周边经济体，它们正在根据私营部门去杠杆化和财政整顿执行调整过程。

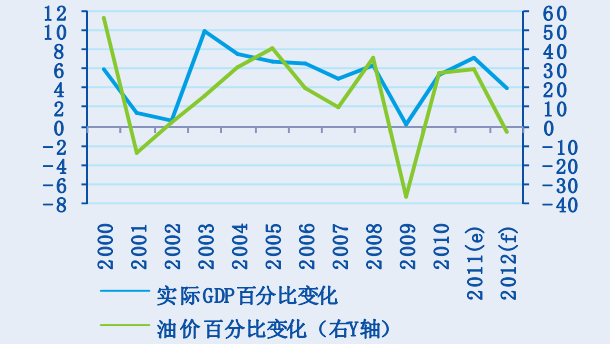
对于中国，它预计将以降低准备资产来换取较高的 FDI，实现投资组合再平衡。这些储备的货币结构也不排除发生变化。另外，如果正在进行的养老金改革达到创建一个高效社会保障网络的预期效果，则其家庭消费可能提高。对于其他新兴市场，中国投资组合的重新分配将通过增加其投资项目融资而使它们受益，特别是基础设施，以通过较高的 FDI 以及间接投资促进其发展。

其它新兴市场也将实现其储蓄和投资模式的再平衡。新兴欧洲将通过降低投资率而加强调整，以走上更加可持续的发展道路。土耳其再平衡将通过较高的储蓄率实现经常项目逆差的校正，FDI 融资将取代当前短期流动（特别是信贷流动）。在拉美，巴西和墨西哥预计将保持其强大的基本面，如财政和外部平衡。只要其跨国公司加快实施扩张战略，其净 IIP 预计将开始提高，从而推动其 FDI 外流。只要 EM 继续其发展过程，它们就不可能成为世界债权国，只有中国例外。目前，亚洲经济体和石油出口国拥有世界上最大的投资组合（图 41）。

框 3. 海湾国家情况如何？一个 EAGLE 正在崛起

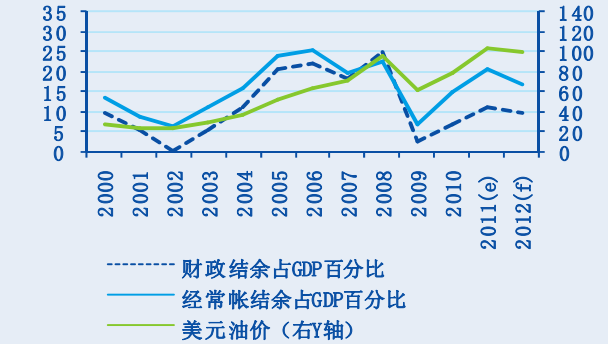
海湾合作委员会（GCC）国家（巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特和阿联酋）约占世界石油产量 20%，探明石油储备的 45%，这反映了这些经济体石油市场开发的重要性。由于目前油价约为 21 世纪初的四倍（2011 年平均每桶 100 美元，而 2002 年约为 25 美元），GCC 国家长期处于一个引人瞩目的增长周期。2002 年至 2011 年实际 GDP 年增长率平均为 6.1%，远高于世界平均水平（3.8%）。同时，并不像中东其它地方那样，“阿拉伯之春”并未蔓延到 GCC 国家（巴林除外）。

图 42
GCC 国家：实际 GDP LCU 增长率 (%)



(e) 评估；(f) 预测
来源：BBVA 研究部 和 IMF

图 43
GCC 国家：经济账户和财政平衡



(e) 评估；(f) 预测
来源：BBVA 研究部 和 IMF

油价上涨的溢出效应

碳氢化合物（石油和天然气）收入在财政和外部收入中占非常大的份额[17]。在 2007-2011 年，沙特呈现的财政依赖性最高（平均占总收入的 89%），其后是阿曼、巴林和科威特，均超过 80%，再之后是阿联酋，稍低于这个数字（76%）。卡塔尔是一个例外，估计仅占总财政收入的 55%。

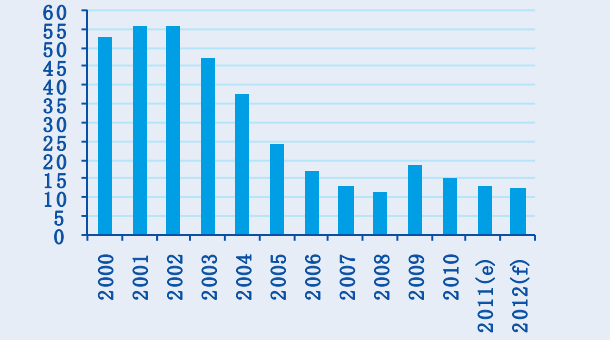
然而，卡塔尔在出口收入方面是依赖程度最高的国家之一，平均为 86%，与沙特的份额接近（87%），稍低于最高数字科威特的 93%，巴林和阿曼为 70% - 80%。而在这一方面，阿联酋是个例外，仅为 39%，尽管该份额下降是因为该国大规模的转口活动，但除了这些数字，依赖度提高到 57%，这仍然是 GCC 国家中最低的。

由于油价上涨，GCC国家在近十年的财政和外部状况非常良好。六国在 2000-2011 年的平均状况是超过 GDP 10%的财政顺差和占GDP 16%的经常项目顺差。持续财政顺差使得公共债务在该时期（从 90 年代末接近GDP 50%）大幅降低了 30 多个百分点，而经常项目顺差大幅提高了国际储备。根据IMF数据，六个GCC国家的储备总量在 2010 年底达到 5530 亿美元，其中大部分是沙特的（4450 亿美元），它也是相对数量最高的国家，几乎占GDP的 100%，与之相比，其它GCC成员国平均约为 20%。由于经常项目顺差，这些国家的主权财富基金在管理资产额方面居于世界前列。例如，阿布扎比投资管理局（截止 2011 年 12 月 6270 亿美元，排名第一）、沙特SAMA国际控股（4730 亿美元，排名第四）和科威特投资管理局（2960 亿美元，排名第六）[18]。

17:碳氢化合物在财政和外部收入中的比重数字取自IMF的相应最新信息，依据第IV条磋商，2011 年 12 月阿曼、2011 年 9 月沙特、2011 年 7 月科威特、2011 年 5 月阿联酋、2011 年 3 月卡塔尔、2010 年 12 月巴林。然后利用 2007-2011 年的可用数据、评估或预测计算平均值。

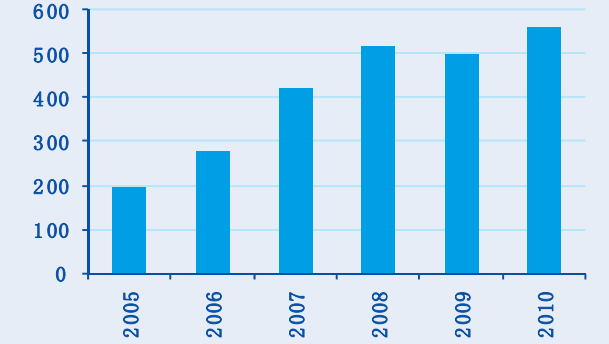
18: 欲了解全部清单，请访问主权财富基金研究所（SWFI）：www.swfinstitute.org/fund-rankings/。

图 44
GCC 国家：公共债务（GDP %）



(e) 评估；(f) 预测
来源：BBVA 研究部 和 IMF

图 45
GCC 国家：储备总量（十亿美元）



来源：BBVA 研究部 和 IMF

然而，各国之间的发展是不均衡的。科威特在财政和对外方面表现最佳，平均顺差占 GDP 30%，公共债务与 GDP 比率下降 40 多个百分点。阿曼、卡塔尔和阿联酋的财政顺差约为 9%，沙特超过 12%，而巴林是出现财政赤字的唯一国家，造成公共债务增加（2011 年估计为 GDP 32%，是 GCC 国家中最高的）。尽管数字仍在控制之中，但值得注意的是，阿联酋的公共债务有所增加，尤其是在 2009 年，由于迪拜世界（DW）接受紧急援助，其公共债务从 GDP 的 13%增至 23%。2009 年 7 月，政府建立了迪拜金融支持基金（DFSF），以向政府相关实体（GRE）提供财政援助。另一方面，沙特在公共部门进行了非常强烈的去杠杆化，将公共债务从 90 年代末超过 100% GDP 降至 2010 年和 2011 年不到 10%。关于经常账户，继科威特之后，卡塔尔顺差平均约为 GDP 25%，之后是沙特（稍低于 20%），而其它三个国家数字相近，约为 8%。

其它变量也必须考虑以分析油价上涨的溢出效应。关于非碳氢化合物行业[19]，实际GDP出现显著增长，卡塔尔在 2007-2011 年的平均年增长率为 18%，其它国家约为 5%。这一增长超越了碳氢化合物行业的实际GDP变化，阿联酋和科威特实际上为负值，而沙特几乎无变化。碳氢化合物行业活力的部分推动因素与源自高额外部收入的流动性扩张有关。私营部门贷款在 2002 年至 2011 年年均增长 18%，卡塔尔（27%）和阿联酋（21%）表现突出，巴林一般，沙特和科威特稍低（两国均为 16%），阿曼增幅最小（13%）。建筑和房地产行业也受益于贷款增长，但也加大了某些地区出现的经济泡沫。例如，迪拜在 2004 年至 2008 年的城市房地产价格实际增至三倍，而在大崩溃后，又于 2009 年几乎恢复初始水平。石油行业（名义数值更高）和其它经济领域的活力将创造就业，降低失业率。这些国家的数据并非始终可靠和可用，但有关证据表明，在过去几年内，劳动力市场总体呈现积极发展。IMF估计，GCC国家在 2000 年至 2010[20]年创造了约 700 万个新就业岗位 20，约占增幅的 50%。科威特和阿联酋的总体失业率较低，均不到 5%，尽管沙特和阿曼较高，前者超过 10%。最突出的一个问题是本国员工和外国员工劳动力市场表现的巨大差距。IMF估计，在近十年创造的 700 万个就业岗位中，只有 200 万个是本国员工。这种不对称出现在阿联酋，其在 2009 年的总失业率约为 4%，但本国员工为 14%，外国员工为 3%，阿曼的本国员工失业率为 24%。从各个行业看，建筑、房地产和金融活动在创造就业岗位方面有着巨大活力。例如，在卡塔尔，建筑行业的就业比重从 2001 年不到 20%提高到 2007 年近 40%。在阿联酋，2001 年至 2008 年建筑行业就业年增幅平均为 13%，金融和保险服务行业为 10%，房地产服务行业平均高于 8%。

19:此处数字也取自IMF信息，依据第IV条磋商（参见注释 1，了解每个国家的最新发布日期）。
20. IMF中东和中亚地区经济展望（2011 年 10 月），http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/mcd/eng/pdf/mreo1011.pdf

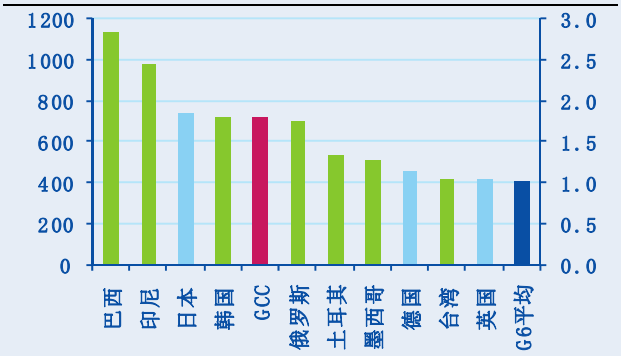
GCC国家将是第六个EAGLE

根据 IMF 对 2011 年的估计，沙特是最大的 GCC 国家，GDP 为 6650 亿美元（PPP 调整），其后是阿联酋（2560 亿美元）、卡塔尔（1780 亿美元）、科威特（1470 亿美元）、阿曼（800 亿美元）以及巴林（300 亿美元）。六个国家总和为 13560 亿美元，约占世界 GDP 增量的 1.8%。

IMF最新预测认为，GCC国家的年增长率为4.4%，介于阿曼的3.7%以及科威特和卡塔尔的4.8%范围内。如果保持这个增长，六个成员国将在未来十年内为世界GDP增量贡献7230亿美元，约占总量的1.8%。由于预期增长率相对一致，当前和预测GDP增量份额之间不会出现较大偏差。

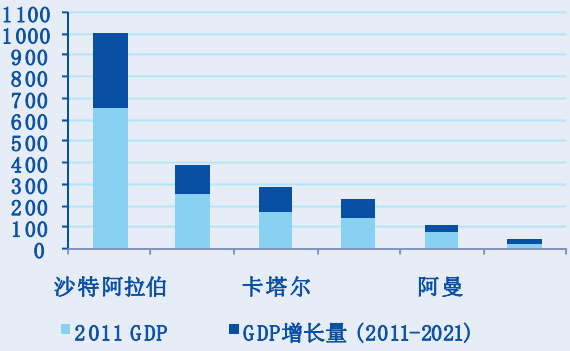
如果将 GCC 国家看作一个经济整体，它们将排在 EAGLEs 第六位，稍低于韩国（1.8%），略高于俄罗斯（1.7%），而其贡献高于土耳其（1.3%）、墨西哥（1.3%）或台湾（1.0%）。GCC 国家对世界增长的贡献明显高于 G6 平均水平（4050 亿美元），因此，其 EAGLEs 成员的地位是很稳固的。另外，值得注意的是，2011-2021 年的 GDP 增量预计将高于除日本（7410 亿美元）外任何 G6 成员国的贡献。然而，即使如此，它们只需 0.1 个百分点的年增长率，即可达到日本的 GDP 增量。

图 46
按 PPP 调整的 GDP 增量（十亿美元）及对 2011-2021 年世界经济增长的贡献（%）*



*本图不包括中国（137180 亿美元，34%）、美国（38810 亿美元，9.6%）和印度（48200 亿美元，11.9%）
来源：BBVA 研究部 和 IMF

图 47
GCC 国家：当前经济规模和 2011-2021 年 GDP 增量（十亿美元）



来源：BBVA 研究部 和 IMF

风险和增长制约因素

如上所述，由于油价上涨，GCC 一直受益于自 21 世纪初以来持续且活跃的增长期。然而，其平均年增长率（6.1%）却低于 45 个新兴市场的总体增长率（6.6%），尤其是 EAGLEs（7.2%）。卡塔尔是个例外，由于液化天然气容量大幅提高，其年增长率达到惊人的 16.3%，在仅 8 年时间内规模增至三倍，是阿曼 GDP 的两倍，后者在 2002 年与其数字相近。在未来十年内，情况不会有太大变化，GCC 国家的预期年增长率为 4.4%，45 EM 作为一个整体预测为 6.1%，EAGLEs 为 6.6%。

然而，问题在于，GCC 国家为什么没能从历史高油价中获得更多利益（而且未来也可能不会受益更多）？

为分析这一问题，我们将回顾第 2[21]节提出的宏观经济风险和潜在增长制约因素[21]。关于宏观经济风险，两个问题需要特别关注。第一个问题是显然的，与大宗商品出口依赖度有关，由于相对较高的贸易开放度，阿联酋、巴林和阿曼的情况更严重。第二个问题与增长模式有关。一方面，劳动力预计将在未来十年内以非常高的速率增长（平均超过 20%），占预期增长贡献的绝大部分，但另一方面，TFP提高的一些基本面不太强大。在石油收入升高的推动下，基础设施质量确实好于平均水平（评分 5.5，45 EM评分 4.3），但GCC国家在R&D支出和高等教育入学率方面滞后。需要提醒的是，其流动性充足，这为提升非石油行业的活跃性提供了基础，但流入促进多样性和提高碳氢化合物未来生产能力部门的资源比重却不大。

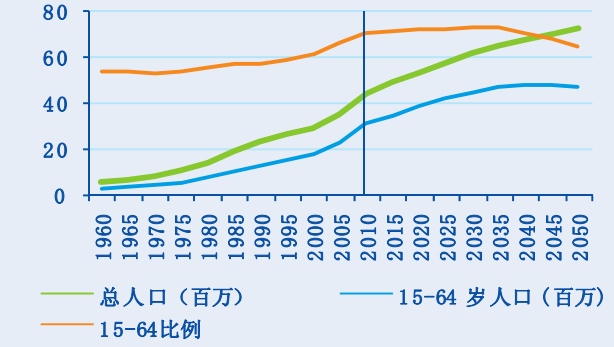
积极的一面是，由于石油收入，GCC 没有出现显著的宏观经济失衡。巴林是个例外，预计将在未来几年内保持较高的财政赤字（根据 IMF 预测，2012-2016 年平均为 9%）。另外，在对外领域，尽管产品集中，但地区多样化程度较高，对中国的暴露风险比平均水平低（低于 5%，科威特除外，后者约占出口总量的 10%）。

关于增长制约因素，在投资环境和公共问题方面的体制是良好的，其表现已超越大多数 45 EM。没有足够的数据可分析包容性增长挑战，但 GCC 国家的收入分配确实令人担忧，与更加多样化的新兴经济体相比，不太可能从其动态变化中产生中产阶级。然而，更重要的是与社会动荡风险相关的担忧，特别是鉴于中东其它国家正在发生的事情。在粮食价格波动方面，除沙特和阿曼外（超过 25%），所有国家呈现平均或较低的进口依赖度，粮食在 CPI 篮子中的比重也较低（约为 15%）。关于劳动力市场，信息不像预期那样良好，但并不太坏的情况可能也隐藏着潜在问题。除了本国员工和外国员工之间失业率的差异外，青年失业率也令人担忧，特别是鉴于很快会出现劳动力大幅增长。联合国估计，2040 年前，GCC 国家 15 岁至 64 岁之间的人口将继续增长，占总人口的比重将在 2030 的达到最高点。因此，如果不能为新劳动力创造足够的就业岗位，最终将导致目前尚处于控制之中的社会发生动荡。

油价前景是 GCC 国家经济和社会活力的一个关键因素。在这一方面，亚洲将持续发展，保持商品密集的增长模式。能耗比仍非常低，在弥补与发达国家的差距方面，它们将需要大量石油。因此，价格预计不会出现大幅波动（GCC 国家的财政和外部收入也一样）。此外，国内供应和地缘政治风险的存在使价格上涨压力增大。只有出现全球性双底衰退才可能改变这种情况，但长期趋势将保持。

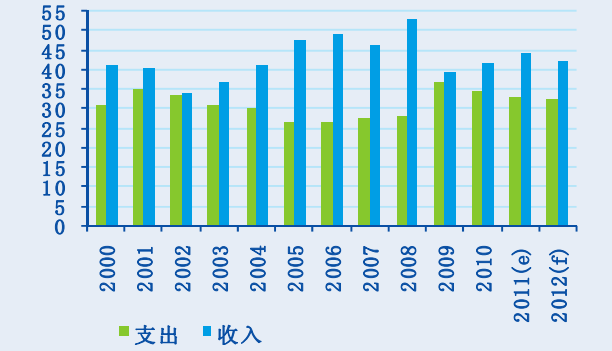
21:参见第 2 节变量定义和信息来源。

图 48
发达国家财政平衡分解（2011 年）



*来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

图 49
新兴经济体国家财政平衡分解（2011 年）



来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

无论如何，在这种不太可能发生的非常不利的情况下，GCC国家将面临很高的经济和社会压力。在经济方面，即使财政状况良好且公共债务下降，但根据IMF评估[22]，所有GCC国家的保本油价在近几年均暴涨；2008 年至 2011 年，巴林、沙特、科威特和卡塔尔约为 20 美元/桶，阿联酋约为 60 美元。阿曼例外，没有显著变化，尽管它仍然是保本油价最高的国家之一，接近 80 美元/桶，与沙特和阿联酋一样。巴林的数字最高（约为 100 美元/桶），卡塔尔和科威特最低（分别为 40 美元/桶和 50 美元/桶）。

保本油价上涨是为应对金融危机和抑制潜在社会动荡而实施的扩张性财政政策的结果。证据表明，2006-2008 年和 2009-2011 年的公共支出有所增长，平均增长 6 个百分点，从占 GDP 的 28%增至 34%，沙特和阿联酋增幅最大（约 10 个百分点，前者是 GCC 国家中最高的，为 43%，后者是最低的，为 24%），卡塔尔最小（只增长 1 个百分点）。

因此，如果全球经济前景急剧恶化，这最终将造成油价大幅下跌，GCC 国家政府将面临保持宏观经济失衡和社会不满之间平衡的问题，因为石油收入下降可能阻碍当前的福利政策。这一不利情况的结果将推动政策改变，以提高全球竞争力，并促进产业多元化，同时，社会议程将旨在从慷慨（和递减）的石油相关补贴（燃油、电和水价格）向某种有条件转让计划转变，以便在更广泛的基础上形成保障网络。

22: IMF中东和中亚地区经济展望（2011 年 10 月），www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/mcd/eng/pdf/mreo1011.pdf

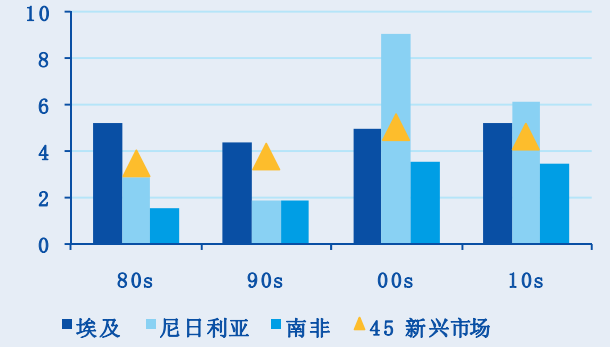
框 4. 非洲 EAGLEs？目前还没有

EAGLEs 的概念是指在未来十年内， GDP 增量对全球经济增长的贡献高于 G6 平均水平（即除美国外的 G7）的新兴经济体。去年非洲符合这一标准的唯一经济体是埃及，然而，由于政治骚乱造成短期预期表现欠佳，它被排除在修订后的集团之外。目前，埃及与南非和尼日利亚都是 Nest 的非洲成员国，而 Nest 是可能加入 EAGLEs 俱乐部的值得观察的经济体（如果其增长前景在未来几年有所改善）。

南非是该地区最大的经济体。在我们的预测中，它将以每年约 3.6%的速率增长，在未来十年内对全球 GDP增量的贡献是 2290 亿美元，这一数字远高于 Nest国家分类所要求的门槛。然而，南非要进入 EAGLEs集团，其在未来十年的增长率需要达到 5.7%。鉴于其国内外状况，要达到这一增长率并不是一件容易的事。在国内方面，贫困人口以及改善劳动力市场运作的结构性难题仍然阻碍着其进一步发展[23]。在外部，鉴于欧洲国家一直以来是南非的主要贸易伙伴、投资者和国际援助者，暗淡的欧洲经济使南非短期增长前景面临的风险增大。

图 50

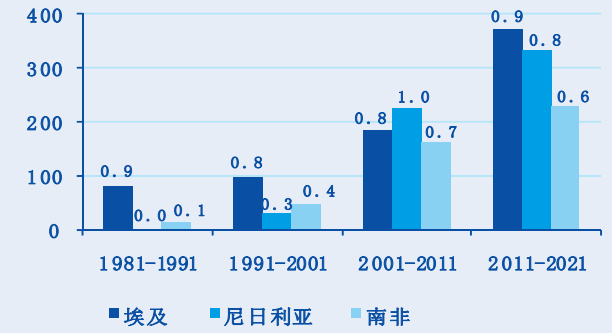
Nest 非洲成员国：实际 GDP LCU 增长率 (%)



*来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

图 51

Nest 非洲成员国：对世界经济增长的贡献及 GDP PPP 增量（十亿美元）

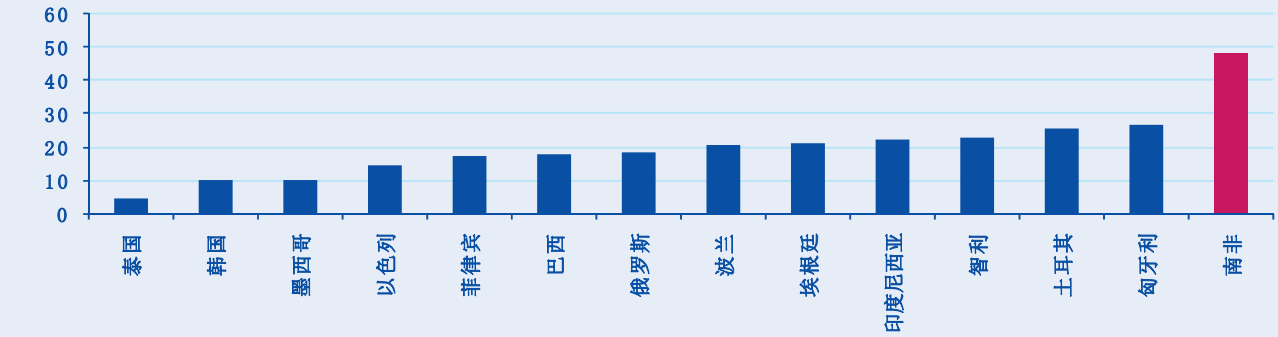


来源： BBVA 研究和国际货币基金组织（ IMF）

2011 年第一季度的政治骚乱和社会动荡严重打击了埃及经济，降低了其产出。该国成为第一个退出 EAGLEs 的国家。在 2011 年 3 月的《经济观察》“埃及能否继续成为 EAGLE？”中，我们对危机如何影响该国增长前景描述了两种情况。当前情况几乎与我们设想的有利情况一致，我们预计增长将仅仅达到保持其 EAGLEs 地位的最低增幅要求。尽管未能成功保持其地位，其在 2011 年至 2021 年的 GDP 增量稍低于成为 EAGLEs 的门槛（埃及为 374 亿美元，而 G6 平均为 405 亿美元）。根据我们的分析，埃及在 2011 年和 2012 年的 GDP 增长率将下降，但预计会迅速恢复其长期增长。同时，我们预计埃及将在未来十年内超越南非，并在 2016 年取代南非成为最大的非洲经济体，这比我们去年预测的 2013 年要晚（按 PPP 衡量）。

23：南非：2011 年第IV条磋商 - 评核报告；执行委员会讨论公共信息通告；南非执行理事声明。系列：国家报告第 11/258 号，2011 年 8 月 25 日。

图 52
15-24 青年失业率：（2009）

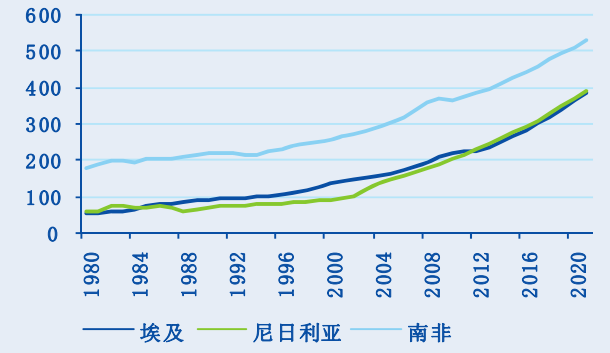


来源：BBVA 研究部 和世界银行（WDI）

向新型的、更加民主的政治制度过渡也为埃及提供了机遇。大量文章都在关注民主化与增长之间的联系，但没有明确阐述其标志或因果关系。根据“Polity IV Project”[24]一个政治转型数据库，我们证实了民主化进程是机遇窗口的假设。只要国家能够改善其体制因素，从加强律法到更高效地控制腐败或减少官僚主义壁垒，我们就可以预期企业活动以及最终投资的积极外部经济效果。

与南非和埃及相比，获得 Nest 地位的第三个非洲经济体尼日利亚的规模相对较小，但其在未来十年的增长率最高，达到 6.2%。它具有农业、矿业和碳氢化合物的天然优势以及大量人口，预计在 2011 年至 2021 年对世界产出的贡献比南非还高。

图 53
Nest 非洲成员国：实际 GDP（十亿美元）



来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

图 54
Nest 非洲成员国：实际 GDP PPP（十亿美元）

来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

图 53
Nest 非洲成员国：实际 GDP（十亿美元）

	估计增长率	要求增长率	差异
埃及	5.7	6.1	0.4
尼日利亚	6.2	7.1	1.0
南非	3.6	5.7	2.1

来源：BBVA 研究部 和 IMF WEO

通过上述讨论以及其预计增长率与成为 EAGLE 所要求达到的增长率之间的比较，我们可以为这些非洲经济体得出一些结论：埃及落后只是暂时的，它将重新获得 EAGLEs 地位；虽然尼日利亚因规模较小要加入 EAGLEs 俱乐部需提高 1 个百分点，但鉴于其在过去十年内惊人的 9.1%实际 GDP 增长率，要实现要求增长率并非不可能；南非受到内部和外部因素的困扰，需要增长率达到 5.7%，但这在其过去从未达到过。

24：通过此数据库。可以筛选出有显著民主化进程的例子。关于详细的方法论，请查阅经济观察：埃及可以继续成为EAGLEs吗？网址：http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/EM_Watch_Egypt_CN_16.03.2011_tcm348-270437.pdf?ts=2822012

跟进 EAGLEs 动态

关于**EAGLEs**研究报告

BBVA EAGLEs: 网页
www.bbvaeagles.com

分享和讨论

BBVA EAGLEs: LinkedIn 讨论群组

www.linkedin.com/groups/BBVA-EAGLEs-4120023?home=&gid=4120023&trk=anet_ug_hm

报告和评论

BBVA EAGLEs: Twitter

https://twitter.com/#!/BBVAEAGLEs

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 Emerging Market
Alicia García-Herrero
+852 2582 3281
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist for
Cross-Country Analysis Emerging Markets
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
+34 630 144 485
alvaro.ortiz@bbva.com

Mario Nigrinis
+ 852 2582 3193
Mario.nigrinis@bbva.com

David Martínez
+34 690 845 429
dmartinezt@bbva.com

Alfonso Ugarte
+ 34 91 537 37 35
alfonso.ugarte@bbva.com

协助完成：

Carrie Liu
carrie.liu@bbva.com

Paul Pozarowski
paul.pozarowski@bbva.com

Juan Ruiz
juan.ruiz.sanchez@bbva.com

Edward Wu
edward.wu@bbva.com

BBVA 研究部

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

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

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
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
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.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

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

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios

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

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

联系方式

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk
BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese

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