

经济观察

BBVA EAGLEs

马德里

2010年11月15日

经济分析

Alicia García-Herrero
Chief Economist,
Emerging Markets
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Daniel Navia
Chief Economist,
Cross-Country Analysis Emerging
Markets
daniel.navia@grupobbva.com

Mario Nigrinis
mario.nigrinis@bbva.com.hk

由于世界经济增长轮动至新兴市场，我们关注的焦点也应从金砖四国转向**EAGLEs**

- **EAGLEs简介：**

引领增长的新兴经济体（Emerging and Growth-Leading Economies）。其中将包括任何在未来十年内对世界GDP增长的贡献超过大型发达国家平均水平的经济体。

- 我们认为有**10个**经济体属于**BBVA EAGLEs**定义的范畴，按其在全球经济增长的贡献从大到小排列，分别为：

中国，印度，巴西，韩国，印度尼西亚，俄罗斯，墨西哥，土耳其，埃及和中国台湾。

- 另外还有**12个**经济体对世界经济增长的贡献将超过**G7**国家中贡献最低的一个，意大利

按其世界经济增长贡献的降序排列为：尼日利亚，波兰，南非，泰国，哥伦比亚，越南，巴基斯坦，孟加拉国，马来西亚，阿根廷，秘鲁和菲律宾。

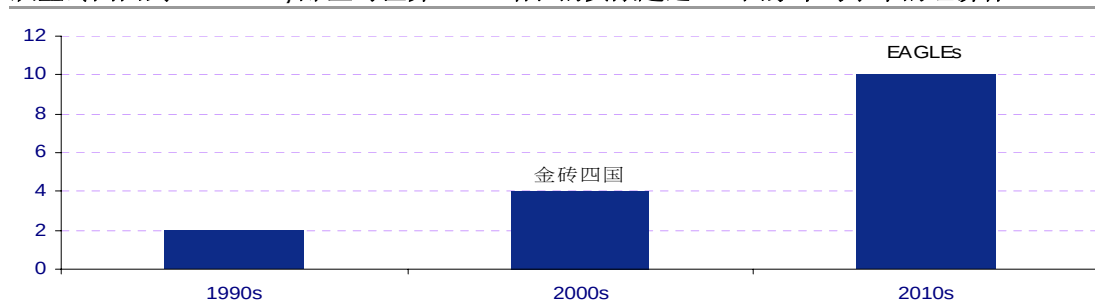
- 我们相信**EAGLEs**这一概念比现存的金砖四国的分类更为准确：

首先，这个概念侧重GDP的增量而非绝对规模大小。因此，从这个意义上来说，其所涵盖经济体的GDP增长将比一些金砖四国的国家要高。事实上，韩国和印度尼西亚在未来10年里对世界经济增长的贡献将高于俄罗斯。同时，仅仅那些不属于金砖四国的**EAGLEs**经济体，其经济增量都将比某些大型发达经济体要高。

其次，**EAGLEs**是个动态的概念。它所涵盖的经济体数量及其本身可能随着时间的推移而有所变化，主要将取决于各自的经济增长前景。这就是为何同时建立一份涵盖了那些有可能最终跻身**EAGLEs**之列的经济体的观察名单——如同一个“鹰巢”（Nest）——使得这一概念更加富有吸引力。

图1

从金砖四国到 **EAGLEs**，那些对世界 GDP 增长的贡献超过 G6 国家平均水平的经济体



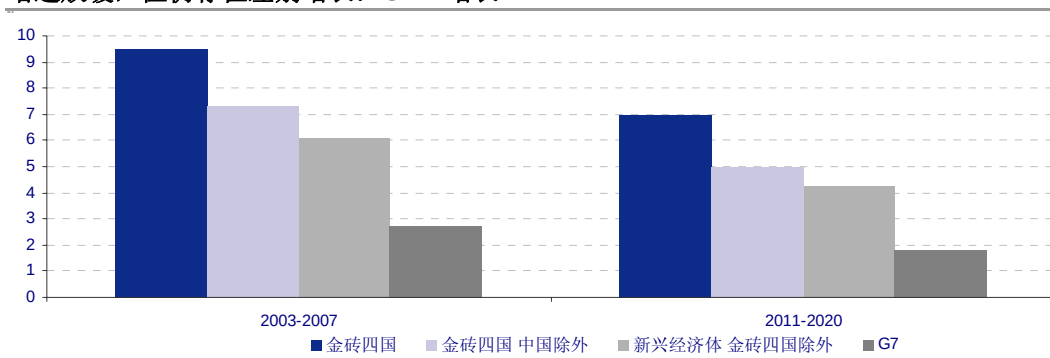
来源：BBVA Research

1、什么是EAGLEs？其想要传达的是什么？

在本节中，我们将向您介绍BBVA研究部门提出的EAGLEs这一概念。这个概念精选而出值得重点关注的一系列经济体，其各自在未来10年内对世界经济增长的贡献预计将等于或超过6个最大的发达经济体（美国除外）的平均水平。因此，EAGLEs这一缩写代表的是Emerging and Growth-Leading Economies，其中文含义为：引领增长的新兴经济体。

图 2

增速放缓，但仍存在差别增长：GDP 增长



来源：BBVA Research

我们挑选EAGLEs的方法具备以下几点优势。首先，以对经济表现的客观衡量为基础，这能够允许将客观事实和一时的现象分离开来。其次，这是一个动态的概念：一些经济体可能会在以后成为EAGLEs的一员，另一些则可能跌出这一集团。为了缩小那些可能跻身EAGLEs的新兴市场的范围，我们拟定了一份观察名单，视之为孕育那些具有足够规模及增长力的新兴经济体的“鹰巢”（Nest）。

由于我们这一概念本身的灵活性，与其他现存的概念（如：金砖四国）不同，BBVA Research将致力于为消费者提供有关经济发展趋势的季度报告：BBVA EAGLEs展望报告。同时，我们还提供年度评估报告，在报告中，我们将对这些经济体未来10年的经济增长前景进行再评估，并充分考虑到任何可能对其产生影响的新进展：BBVA EAGLEs长期更新报告。该年度报告将被作为对仍旧留在以及新加入到EAGLEs中的经济体进行回顾的基础，并将得到相关国家地区的经济智囊团为该报告所提供的各地区资讯的支持。

在本文中，我们将通过对未来10年的经济预测，阐述三个关键问题：(1) 与发达国家相比，我们认为新兴市场的经济增长能有多快？(2) 哪些经济体更有可能在国际舞台上取得重要的经济地位？(3) 这些预测有多大程度上的可信性？

2、即使除开中国，新兴市场的经济增长也将超过G7国家约3-4个百分点

在发达国家还在为多年的金融过度埋单的时候，新兴市场正快速前进，经济复苏势头强劲。一些导致这种差异的原因仅仅是周期性因素，但并非全部。事实上，除周期性因素之外，投资者还须注意一些新兴市场增长潜力的定义及其在何种程度上能与发达国家进行对比。首先，我们设想经济增长全面呈现出放缓趋势：G7国家平均GDP增长较危机前的十年下降1个百分点，而新兴市场下降2个百分点。新兴市场的下降幅度更大是基于对前面提到的当前经济增速的周期性周期性差异的考虑。但新兴市场每年的经济增长仍将高出发达国家约4个百分点。其次，即使除开中国，新兴市场的经济增长也将高出发达国家很多：约每年3个百分点。最后，不包括中国在内的金砖四国，巴西、印度和俄罗斯的经济增速和金砖四国之外的其他新兴市场的平均经济增速并无太大差别。

表 1

EAGLEs 的 GDP 规模大小和需求增量（增量绝对值）

国内生产总值 GDP（美元 购买力平价 2010 万亿，常量估算）

国家	2010	2020	需求增量：绝对变化
中国	10.1	22.7	12.6
印度	4.0	7.6	3.6
巴西	2.2	3.3	1.1
印度尼西亚	1.0	1.8	0.7
韩国	1.5	2.2	0.7
俄罗斯	2.2	2.8	0.6
墨西哥	1.5	2.0	0.5
埃及	0.5	0.9	0.4
土耳其	1.0	1.4	0.4
中国台湾	0.8	1.2	0.4
EAGLEs 平均值	2.5	4.6	2.1
日本	4.3	4.9	0.6
德国	2.9	3.4	0.4
英国	2.2	2.6	0.4
加拿大	1.3	1.7	0.3
法国	2.1	2.5	0.3
意大利	1.8	1.9	0.2
G6 国家平均值	2.4	2.8	0.4
美国	14.6	18.2	3.6
G7 国家平均值	4.2	5.0	0.8

来源：BBVA Research（2010 年 10 月预测）

3、关键经济体名单扩大：EAGLEs将引领世界经济需求增长

全球经济增长的重心继续往新兴市场转移，问题是：这些新兴市场将如何改变其在全球经济环境中的影响？要回答这个问题，我们强烈主张从经济增量，而非GDP规模大小的角度来看待这个问题。为什么呢？从概念上说，规模本身具有惯性，无法预测长期趋势。此外，需求增量与新的商业机会更具相关性。最后，世界其他地区平淡的经济活动使得那些正在增长中的经济体引起了更多重视，即便其经济规模仍没有被完全开发。

通过这一标准，我们对相关数据的预测如下。我们预计未来10年里通过购买力评价衡量的世界GDP将在当前约70万亿美元的基础上增长约40万亿美元。其中，美国将为世界GDP的增长贡献3.6万亿美元，而剩余的其他G7国家（即我们所说的G6国家）将贡献约2.4万亿美元，意味着平均每个国家贡献4000亿美元。另一方面，根据我们的预测，将有10个新兴经济体对世界经济的贡献会超过G6国家的平均水平，这些国家和地区包括：中国，印度，巴西，韩国，印度尼西亚，俄罗斯，墨西哥，土耳其，埃及和中国台湾。这10个经济体即构成了我们所说的BBVA EAGLEs。

表 2

强劲的经济增长提供了很大缓冲：GDP 增长率

国家或地区	2010-2020 年 平均 GDP 增长率	为等同于意大利对世界经济增长的贡献，各经济体经济增长所需下降的幅度	市场一致预期
巴西	4.6	-3.9	4.6
中国	8.6	-8.5	8.4
埃及	6.2	-3.5	6.6
印度	6.8	-6.5	7.8
印度尼西亚	5.5	-4.2	6.2
韩国	4.2	-3.3	4.1
墨西哥	2.9	-2.1	4.7
俄罗斯	2.5	-1.9	4.5
中国台湾	4.3	-2.6	5.4
土耳其	4.0	-2.6	4.4

来源：BBVA Research（2010年10月预测）

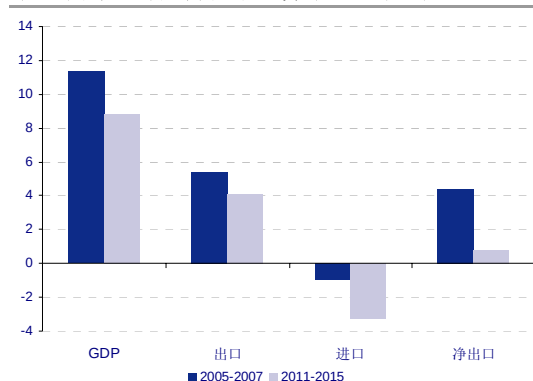
通过对GDP增量的关注，我们得出了一些惊人的结果。首先，当已有许多观察者认为中国的经济规模（按购买力平价调整）将在10年内追上美国时，我们的方法所关注的一个事实却是，如果中国要达到这一水平，中国所需的需求增量约为美国的4倍。印度对世界经济增长的贡献将达到美国的水平。对我们而言，这意味着中国，以及从更小的程度上来说——印度，二者对全球经济的影响甚至将比其GDP规模所揭示出的影响还大。再看金砖四国以外的经济体，还能发现一些非常有趣的现象。例如，韩国和印度尼西亚尽管不是金砖四国的成员，但各自对世界经济增长的贡献都将超越俄罗斯。事实上，现在6个非金砖四国的EAGLEs经济体其GDP总和约占G6国家GDP总和的50%。然而，前者未来十年的GDP增量还将大于后者约40%。

4、相对而言，EAGLEs比通常认为的要更安全

正像其他任何经济预测一样，我们的预测也受限于许多的不多确定性，会遭到许多批评。然而，对投资者而言，相对的风险是他们所关注的问题。在这方面，当与其自身的过去或与发达经济体相比较时，EAGLEs有着明显的优势。

图 4

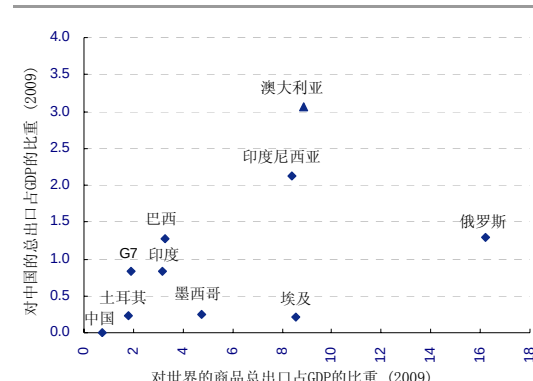
外部需求的重要性逐渐降低
中国需求的各部分对经济增长的贡献



来源：BBVA Research

图 5

外部需求的重要性逐渐降低
对中国/世界商品总出口占 GDP 比重



来源：BBVA Research

首先，EAGLEs与大型发达经济体的增速差距非常大，有足够的容错空间。即便EAGLEs经济体的增速比我们设想的低2个百分点，其经济绝对增量仍然大于像意大利这样的国家。其次，这样的结论并非依赖于采用购买力平价估值。用美元现价计算GDP缩小了增量差距，但实际上差距并没消失。此外，从中期趋势看，我们预计新兴经济体的货币会升值，进而使购买力评价调整和以美元现价计算的数值更加接近。

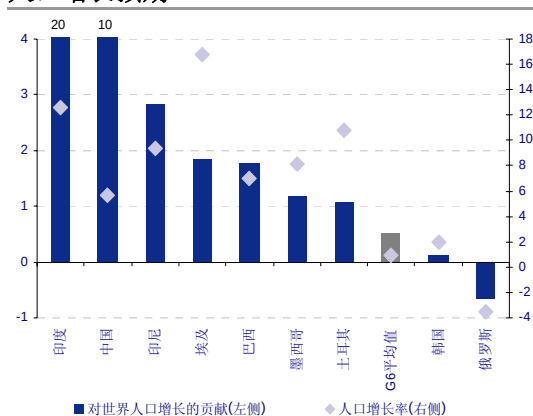
不管对经济增量的预计多么具有稳健性，我们对增长的预测将面临怎样的主要风险仍然是个有趣的问题。关键风险之一是外部需求的突然减少。实际上，我们的预测并没有太过依赖来自发达国家的外部需求，而是更多地依赖于南南贸易的持续。此外，我们已经在对一些和中国同等重要的新兴经济体的经济增长预测中将未来10年间净外部需求的贡献几乎为零这一点考虑在内。这是因为我们设想对发达国家的出口会大幅下滑，但对中国的出口却会加速增长。这种对中国出口的增长至少能部分解释我们对南南贸易增长的预测。另一种相关风险是出口地域的集中，但当与美国相对比时，大多数EAGLEs经济体并没有根本上的不同。

我们对潜在GDP增长的估算是以基于生产函数方法（如Domenech, Estrada 和 Gonzalo-Calvet (2008)中所介绍的）的精细分析为基础的。在我们方法中考虑了人口趋势——在考虑工作年龄人口的结构变化和参与率后做了修正——和资本积累（基于我们对投资率的预测作出）。这样的分解方式使得将总要素生产力作为残差来估算，之后我们只需采用时间序列建模，并从两个主要方面加以调整：1）体制质量；2）危机对各国增长模型的影响。我们当地的经济学家小组提供了专业的建议并负责对此进行调整。

从长期来看，我们预测下的供方经济体似乎比许多发达经济体要更为安全。多数EAGLEs经济体可以依赖人口的大幅增长，与之相对应的是G7国家人口的相对稳定或下滑。这是其内部需求的好预兆。将这一人口趋势纳入考虑的范畴，我们对资本积累和总要素生产力（TFP）的估算并不苛刻。事实上，我们对中期增长预测包含了对大多数经济体总要素生产力下滑的估计，而对EAGLEs的筛选也将以这一预测为标准。

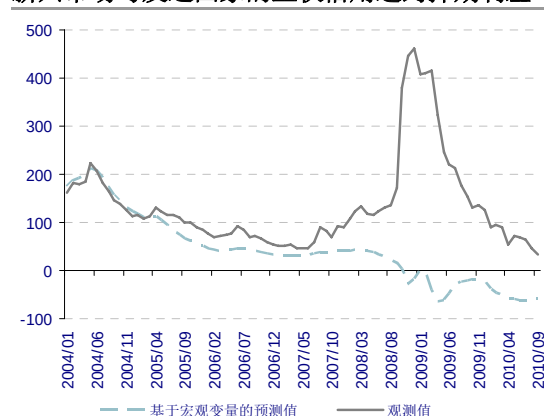
至于国家风险，EAGLEs经济体的宏观经济基本面明显强于其他发达国家。负债更低，财政失衡处于更加可控的水平，且外部处境普遍更好。根据BBVA Research的主权风险计量经济模型显示，仅基于宏观变量，新兴市场债券应低于G7国家平均值80个基点交易。在这种情况下，发达国家不能再依靠市场来忽略其宏观基本面，我们认为这一结果表明近期所见的新兴市场和发达国家间利差的大幅缩减可能是结构性的收窄。

图6
**EAGLEs 经济体有很高的人口红利
人口增长预期**



来源：BBVA Research

图7
**风险也在轮流显现
新兴市场与发达国家的主权信用违约掉期利差**



来源：BBVA Research

谁在“鹰巢”名单之上？那些可能成为EAGLEs的经济体

还有许多其他新兴市场同样值得投资者保持密切关注。事实上，预计有12个国家在未来十年内对全球经济增长的贡献将超过意大利。这意味着这12个国家各自将贡献不到但接近4000亿美元的经济增量。这些在EAGLEs“鹰巢”里的12个国家是（按贡献由大到小排列）：尼日利亚，波兰，南非，泰国，哥伦比亚，越南，巴基斯坦，孟加拉国，马来西亚，阿根廷，秘鲁和菲律宾。

亚洲经济体在世界经济中的重要地位不仅体现在EAGLEs中（10个里有5个经济体来自亚洲），同样体现在这份名为“鹰巢”的观察名单中，12个经济体中仍然有6个是来自于亚洲。按相关性降序排列，这些国家分别为泰国，越南，巴基斯坦，马来西亚，孟加拉国和菲律宾。总的说来，EAGLEs及其“鹰巢”中新业务的81%将来自亚洲。如果将中国和印度除外，这一数字将减少至40%，但从对世界经济增长的贡献看，其他亚洲经济体仍然处于领先地位。

拉丁美洲是第二重要的新兴地区，这不仅仅是因为其拥有2个EAGLEs成员，在观察名单上的12个国家中同样有3个来自于拉丁美洲，分别是哥伦比亚，阿根廷和秘鲁。总的来说，EAGLEs及其“鹰巢”中新业务的10%将来自拉丁美洲，若除开中国和印度，这一比例将达到30%。至于非洲，南非和尼日利亚位列观察名单之中，此外还有已被纳入EAGLEs的埃及。非洲占新业务的4%。最后，新兴欧洲国家里仅有波兰在“鹰巢”之中，另有俄罗斯和土耳其这两个已被纳入EAGLEs的欧洲国家。欧洲新兴市场占新业务的5%。

从风险评估的角度看，“鹰巢”里的经济体之间明显有较大差异。一些国家（尤其是亚洲）对外部需求的倚重极大，其受到中国经济增速放缓的冲击也可能会较大。其他一些经济体则十分依赖商品物价。然而，其宏观经济状况普遍良好且长期基本面同样将受益于人口的加速增长，这同我们对EAGLEs经济体的评估也相一致。

表 3
GDP 增长

国家或地区	成为 EAGLEs 所需的 平均 GDP 增长率 (2010-2020)	根据预测水平所需的 额外 GDP 增长率
波兰	4.1	0.6
尼日利亚	7.2	0.7
泰国	5.2	1.1
南非	5.3	1.1
巴基斯坦	5.9	1.5
哥伦比亚	6.3	1.6
阿根廷	5.0	1.7
马来西亚	6.6	1.9
越南	8.7	2.1
孟加拉国	9.0	2.2
菲律宾	7.5	3.1
秘鲁	8.9	3.3

来源：BBVA Research（2010年10月预测）

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](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)，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。”