

新兴市场国家分析

经济观察

马德里，2011年03月16日

经济分析

Alicia García-Herrero
新兴市场首席经济学家
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Daniel Navia
新兴市场国家分析首席经济学家
daniel.navia@grupobbva.com

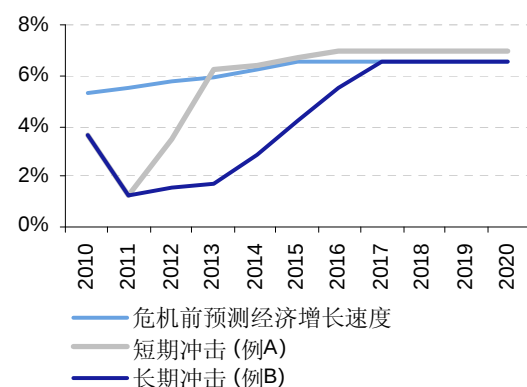
José Ramón Perea
新兴市场国家分析
jramon.perea@grupobbva.com

埃及能否继续成为EAGLE的一员？

最近的政局动荡可能改变其经济增长的预期

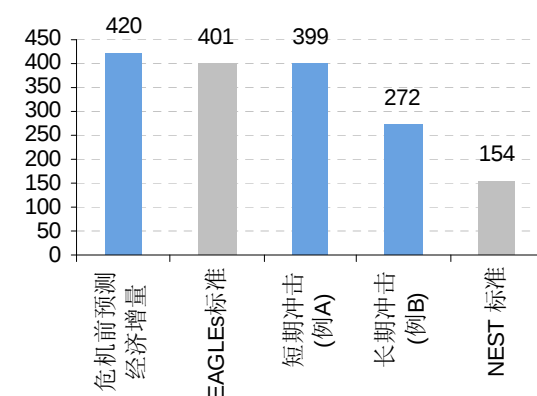
- 在危机发生之前，埃及是EAGLE之中唯一来自非洲的成员，预计在2010年到2020年之间成为对全球经济增长贡献位列第八的经济体。
- 埃及的变革正在削弱埃及经济。并迅即在金融市场引起轩然大波。虽然有很大的不确定性，但该国实体经济也可能随之受到影响。
- 如若埃及掉出EAGLEs之列，则意味着其经济增长或将停滞超过2年。
- 如果掉出Nest，即EAGLEs的观察名单，相反的，其经济或将遭受更严重及更长期的负面冲击。这看起来似乎不太可能。
- 尽管如此，政权的过渡对埃及经济来说也是一个机会。因此，我们也建议不要过早的断言在新政权下的经济增长将减缓。
- 考虑到埃及现在局势诸多不确定的情况下，鉴于我们所提出的EAGLEs概念本身的动态和灵活性的特点，我们承诺将会定期更新EAGLEs的成员组成。

图1
埃及：不同的国内生产总值增速预期（%）



来源：BBVA Research

图2
国内生产总值增量预期
(购买力平价 十亿美元; 2010年-2020年)



来源：BBVA Research

埃及能否继续成为EAGLE的一员？

去年12月始于突尼斯的社会动荡浪潮，仅仅在3个月之后，就成为了非殖民化时期以来，北非和中东地区国家政治变化中的重要代表事件。随着两个政权分别被推翻，另一个国家也深陷内乱，加上其他诸多国家被不间断的示威活动所威胁，这样的局势何时何地会结束至今仍然未知。

埃及已经成为被这些变动影响最大的国家之一。尽管胡斯尼·穆巴拉克的下台是该地区迄今为止最快的政权变更，这个国家仍然同区域内其他类似处境的国家一样正走在一条前途未卜的道路上。有鉴于此，以及意识到如此规模的变化可能会对经济增长所带来的影响，我们感到有必要来评估一下如若将埃及从EAGLES成员里去除的情况。

来自非洲的EAGLE

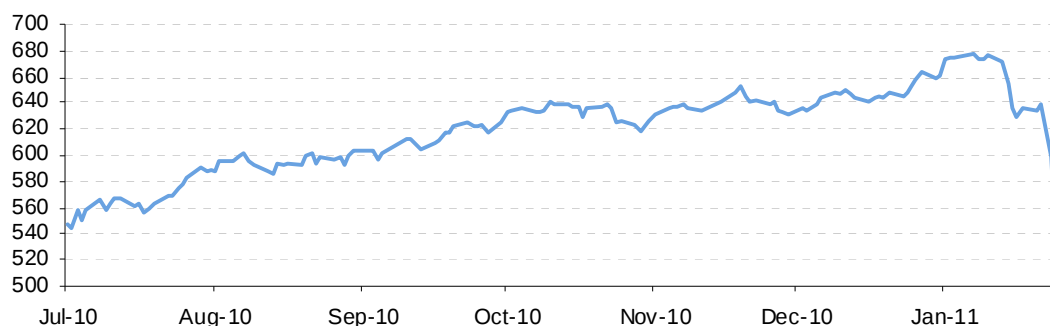
简单的为读者回顾一下，EAGLES的概念包括了所有预期在未来十年对全球经济增长的贡献会超过G6经济体（即G7国家，美国除外）平均水平的新兴市场国家和地区。把埃及纳入EAGLE的一员是基于这期间埃及的GDP增长对全球经济增长的贡献位列第八。埃及由此成为唯一一个满足EAGLES成员要求的非洲国家，尽管这个地区的其他国家，尤其是南非时常被描述成非洲的“主要”新兴市场。不同于传统的观点，我们的预测包括了认为埃及未来的经济增长将更具活力，并将使埃及超越南非在2013年成为这个大洲上最大的经济体（按购买力平价衡量）。一个对经济增长非常有利的人口金字塔结构，或者一个充分多元化的出口市场，都是支持埃及相对于其他非洲国家表现更优异的一些因素。

在我们推出EAGLES概念的时候，我们也曾警告过埃及的情况并不简单：该国公共债务和财政赤字水平高企令人不安，而通胀也相对较高并且很不稳定。因此即使在本次动荡发生之前，政治稳定已经引起关注。例如在2010年发生的选举舞弊，穆巴拉克的直接连任，以及各宗教间冲突影响国家稳定等情况时有发生。目前爆发的危机显然已经进一步提高了该国的政治风险，也使得对其GDP增长的预期路径进行修正的机会增加。

对经济变量的影响

金融市场相关变量已经有一个重大的修正：埃及股票市场指数（Hermes）从1月10日到27日重挫20%，此后一直处于休市状态。CDS方面也受到很大的冲击，在1月28日最大攀升达250个基点，其后维持着比较低的增长。埃及国家货币埃及镑则没有经历如此大的修正，在2%左右，部分原因在于该国中央银行的严格控制，更是由于在动荡开始之后市场活动便已经受到很大的限制。

图3
埃及 Hermes 指数



来源：Bloomberg

随着金融市场陷入瘫痪，实体经济状况也引发担忧，特别是对于苏伊士运河运输潜在中断的可能性，会对旅游业带来冲击。虽然目前运河交通并没有中断，旅游业预计会遭遇重大削弱，特别是考虑到动荡局势发生之际正值当地旅游的旺季。

（埃及的经济增长受影响）多少将成为“堕落天使”？

尽管在这样不稳定的政治环境中任何对GDP增长路径的预期都面临着很大的不确定性，我们在这一章节中旨在说明可能使得埃及掉出EAGLEs行列所要满足的条件。我们原先对埃及经济增长的假设，在危机之前的分析，预计埃及将在2010年到2020年之间的经济增量约为4200亿美元¹。与之相比，除开美国之外的G6国家平均增量（即筛选EAGLEs成员的标准）在同期预计约为4010亿美元。

把之前的数字作为参考，我们可以描绘出一个使埃及掉出EAGLEs行列的经济增长路径。首先，我们设计一个相对温和的情况（例A），假设仅在2011年GDP增长集中受到较大的负面冲击（下降4个百分点），然后在2012年有个小幅修正，但是随后经济迅速恢复增长趋势并在后危机时期达到略高于原先预测的GDP增速（每年0.5个百分点）。这个不同的增长预测将使埃及仅仅达到符合EAGLE标准的最低增量水平（4000亿美元左右）。

在经济增长降低更多的假设情况下，最终埃及会掉出EAGLEs行列。这是在假设过渡时期出现更多问题导致GDP增长长期受到抑制的情况下发生。正如例B中所描述的：在这个情景中，2013年之前GDP增长都将遭受到4个百分点的负面冲击，之后直到2017年逐渐恢复到原来预测的增长路径上。正如我们所说的，如此规模的经济增速降低将令埃及同期GDP增量减少至2700亿美元左右，从而使埃及掉出EAGLEs行列。即使在这个假设情景里，埃及仍然能够相对稳定的处于Nest“鹰巢”²（即EAGLEs的观察名单）之列，因为该组群的标准明显较低（1540亿美元）。其他诸如此类的负面冲击假设，例如经济增长的减缓更加均匀的分布于整个预测时间段内，也将得到相似的结论。

总的来说，通过这些不同的情景假设我们所试图清晰表达的结论是：埃及在面临动荡局势的情况下，正如其目前所面临的境况，该国极有可能掉出EAGLEs的行列。另一方面，如若进而掉出Nest“鹰巢”之列，则只可能在其政治过渡进程恶化到使经济体处于崩溃的地步下会发生（比如爆发内战）。

在任何情况下，我们建议不要輕易地做出此类对经济增长急剧下降的定论。不仅仅是因为埃及如同突尼斯一样，看起来国内和平过渡正在进行，将会很快降低这种对经济增长做出悲观假设情况的可能性。同时也是由于有关民主化进程对经济增长方面的研究记录比较难以捉摸，两者关系也曾大量在政治经济学文献中被研究，缺乏对其两者之间联系和因果关系的揭示³。

民主化对于经济增长的影响阐明了之前的矛盾。为了了解这一影响，我们借助于政体项目IV，一个对政治过渡最全面和详尽的数据库之一。我们借此挑选出在更民主的政权中结束的过渡事件⁴。然后我们通过年平均GDP增长率来计算过渡之前和过渡之后的经济增长⁵。在随后的一步也就是最后一步，我们用同样的方法计算世界GDP的平均增长率，并将其从这些国家的平均值中减去。这种“过滤”之后的GDP增速旨在消除全球经济周期的影响。

¹ 2010年到2020年之间GDP水平的绝对变化量（用购买力平价来衡量）。

² 鹰巢即EAGLE的观察名单，现由12个国家组成。如果这些国家的经济增长前景在未来10年里持续改善，则有可能达到EAGLEs的要求。

³ 许多文献表明民主和发展存在积极的联系，范围从改善资本市场（Glor and Zeira, 1993），到更好地处理负面经济冲击的能力（Rodrik 1999）。研究论文中的例子也说明两者的负面关系会通过财政政策对发展产生不良影响。这个想法是Public Choice school（Buchanan and Tullock, 1962）提出的，还有关于中间选民问题的论文（Alesina and Rodrik, 1994; Persson and Tabellini, 1994）

⁴ 数据库包括了一个变量（regtran），允许挑选出一些政治权威迈向民主的过程中具有实质性，规范性变化的那些案例。

⁵ 特别的是，我们采取过渡开始（t0）的前9年和后9年的数据进行平均值的计算（过渡年除外）。为了提供一个相关的例子，我们只选取1989年或者之后发生的政权变化的事件。

表1中列出了比较数据的结果，而结果证实了政权改变之后经济增长的国家和经济恶化的国家得到的数据大致相同。总的来说，我们发现在过渡之前和之后“过滤”的GDP平均变化是1.9个百分点，中位数稍微低一点（为1.0个百分点）。因此48%的国家“过滤”GDP增长相对于过渡之前增加了至少1个百分点。41%的情况在两个时期（也就是-1到+1个百分点的差别）都维持了相似的增长率，只有11%的国家过渡之后的GDP增长显著降低（大于1个百分点）。

之前的实验证明我们的假设，我们将在这里强调一下：民主化进程，也可能是动荡，为过渡国家的经济前景带来机遇。这显然取决于政治过渡在民主程序设立以外的建设程度；不过当这些过程伴随着体制上的改进的时候，从法规的加强到更加有效地控制腐败，或者减少官僚障碍，我们可以预计会在创业活动以及投资方面产生积极的外部条件。

最终，我们希望提醒读者关于EAGLEs的一个重要优势，以及目前情况下与收益相关的优点。也就是说，事实上，它是一个动态灵活的概念，它的成员组成会随着国家的变化而变化。这比其他国家成员固定的分类组合（灵猫六国CIVETS，新十一国NEXT-11等）拥有明显的优势。总之，埃及现正处于不同发展前景的十字路口，我们将继续致力于定期更新EAGLEs的成员组成，如果必要的话，将对其做出适当调整。

表 1
民主化进程和经济发展

过度后平均增长变化	1.9
过渡后中值增长变化	1.0
增长超过 1 个百分点的案例百分比	48
增长在-1 到+1 个百分点之间的案例百分比	41
增长低于-1 个百分点的案例百分比	11
过渡事件的样本	46

注解：GDP 增长变化是消除全球经济周期影响的全球净增长
来源：BBVA Research 以及 Polity IV Project

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。”

此报告是由新兴市场国家分析团队提供

Group Chief Economist, Emerging Markets

Alicia García-Herrero

852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist, Cross-Country Analysis EM

Daniel Navia

+34 91 5378351

daniel.navia@grupobbva.com

Mario Nigrinis

+852 2582 3193

mario.nigrinis@bbva.com.hk

José Ramón Perea

+34 91 374 72 56

jramon.perea@grupobbva.com

Alfonso Ugarte

+34 91 537 37 35

alfonso.ugarte@grupobbva.com

协助完成:

Kelsey Hatcher

kelsey.hatcher@grupobbva.com

Vicente Mestre

vicente.mestre@bbva.com.hk

Paul Pozarowski

paul.pozarowski@bbva.com.hk

Tao Tang

tao.tang@bbva.com.hk

George Xu

george.xu@bbva.com.hk

BBVA 研究部

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets

Analysis

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial

jvial@bbva.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and

Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@compassbank.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

联系方式

BBVA Research Asia

43/F Two International Finance Centre

8 Finance Street Central

HONG KONG

Phone: +852 2582 3111

E-mail: research.emergingmarkets@bbva.com.hk