经济观察

新兴市场国家分析

香港，2012 年 2 月 10 日
经济分析

新兴经济体
首席经济学家
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
852 2582 3281

跨国新兴市场分析
首席经济学家
Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com
91 537 37 76

Mario Nigrinis Ospina
mario.nigrinis@bbva.com
852 2582 3193

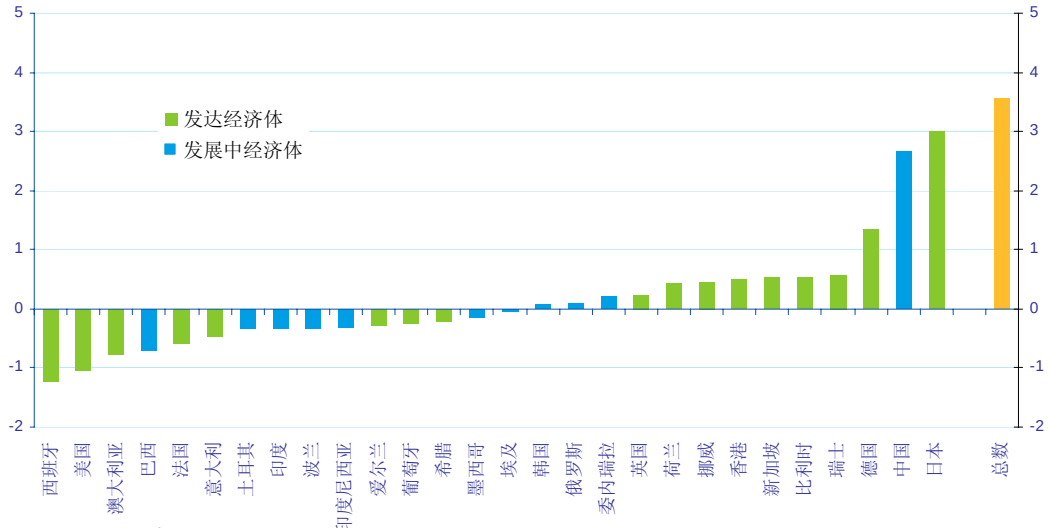
在 BBVA EAGLEs 中，中国是唯一的全球债权国

在近几年，我们目睹了新兴市场的崛起，他们中的一些已经成为全球前十大经济体。在这个新格局下，我们不禁要问这些变化是否已经反映到这些经济体的资产负债表上。而对于 BBVA 研究部，更值得关注的是：EAGLEs 经济体-我们认为最有潜力的新兴市场，在这个全球财富的转移过程中充当怎样的角色。

从国际投资头寸表上来看，在 2005 至 2010 年间，中国已成为 EAGLEs 中惟一的全球债权国。中国连同日本与德国是全球最大的三个债权国。对于其他 EAGLEs 经济体，虽然 IIP 净负值会逐渐缩小，但是只要他们继续发展进程，成为全球债权国的可能性并不大。与此同时，中国会继续为其他新兴经济体提供资金，并扩大在新兴市场的影响。

- 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 中是债权国。
- 在全球范围内，德国是除亚洲之外的唯一债权国。
- 过高的储蓄率，而不是通常所认为的自由贸易，使中国成为主要债权国。
- 中国会逐渐分散其国际投资正头寸，从储备资产转移到 FDI，并从发达市场转移到新兴市场，加大其对新兴市场的影响。这给除中国外的其他 EAGLEs 经济体提供了一个重大机遇。

图 1
国际投资头寸表净头寸变化
(2005-2010 年间 IIP 变化量占下列经济体 GDP 百分比)



来源: BBVA Research 和 IMF

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 中是债权国。

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 2 和 3）。

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 4）。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。

在全球范围内，德国是除亚洲之外的唯一债权国

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 5 和 6）。从净头寸占世界GDP比率来看[1]，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 7）。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。

西欧[2] 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（图 5 和 6）。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。显然，作为解决当前危机的一部分，有必要使欧洲内部调整实现再平衡。

过高的储蓄率，而不是通常所认为的自由贸易，使中国成为主要债权国

经济文献[3] 将如下变量定义为净IPP的决定因素：人均GDP，公共债务水平占GDP的比重和养老扶养率（65 岁以上的人口）。后者的使用是基于生命周期假设，该假设根据人们的消费、投资和储蓄习惯将其划分为不同的年龄组。人们的净资产应在退休年龄达到最高，包括实物和金融资产及边际负债，这与处在需要负担家庭重担和处于劳动生涯初

---

[1] 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。

[2] 丹麦、奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙、西班牙、冰岛、挪威、瑞典、瑞士和英国

[3] Philip R. Lane 和Gian Maria Milesi-Ferretti，(2001) 长期资本流动。 NBER宏观经济年鉴 2001，第 16 卷
Philip R. Lane 和 Gian Maria Milesi-Ferretti，(2000) 外部资本结构理论和依据，IMF 工作文件，第 00/152 号

期的人相反。然而，老龄化严重的社会，其净国外资产总额最终会减少，因人们倾向于花费储蓄，遗产也会减少。其他一些变量也被视作外部平衡的决定因素，包括贸易条件特别是商品价格，制造品生产的再分配和预防性储蓄。

当观察 2005-2010 年间净 IIP 的变化时，很明显亚洲经济体已经成为了世界范围内最重要的储蓄出口国。然而区域总量隐藏了一些其他的重要结论。由于巨额的经常账户顺差，日本、中国和德国是这些年间净 IIP 增长最多的国家（图 8 和 9），这也是全球不平衡的一部分。德国和日本的情况比较类似，他们的直接投资都有显著增加。他们同时也成为了短期信贷的最大提供者。

制造品生产的转移过程似乎并不是导致净 IIP 变动的主要原因。所有的 G7 经济体，除了德国，都在过去 10 年里降低了制成品的出口份额（图 10）。另一方面，在中国，其巨额贸易顺差的背后明显也有这一过程的影子，中国的外汇储备也因此有惊人的增长（图 11）。

经济的储蓄率似乎是最为重要的一个决定因素。当 G7 国家和 EAGLEs 国家间比较时（图 12 和 13），中国、日本和德国的储蓄率最高。尽管如此，也应考虑其他情况，如当前的发展状况和社会保障网络的质量，这可能刺激预防性储蓄率上升。除中国外，虽然其他所有的 EAGLEs 经济体的储蓄率都比日本和德国高（墨西哥、巴西和土耳其除外），但当前增长形势所要求的资金更多，因此其 IIP 的变动很小，甚至为负。

亚洲的高额储蓄背后有多种原因。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。

考虑到物价的上涨，特别是石油等能源价格的上涨（图 14），净进口国居民生活收入转移到出口经济体是事实；但对日本和德国而言，这一冲击足以被抵消。

中国会逐渐分散其国际投资正头寸，从储备资产转移到 FDI，并从发达市场转移到新兴市场，加大其对新兴市场的影响。这给除中国外的其他 EAGLEs 经济体提供了重大机遇。

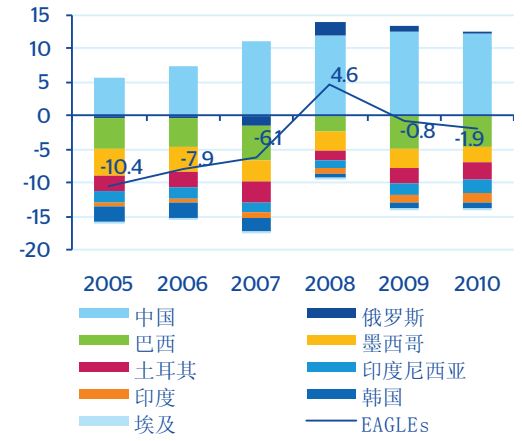
新兴市场将调整期储蓄和投资模式。新兴欧洲将深化朝着可持续增长的方向进行调整，降低投资率。土耳其的再平衡会涉及通过提高储蓄率修正经常账户赤字，且 FDI 融资会取代当前的短期资金融资（特别是信贷资金）。在拉丁美洲，巴西和墨西哥有望维持其强劲的经济基本面，（财政和外部平衡）且只要其跨国公司加速扩张，进而增加 FDI 流出，净 IIP 就将开始增长。

只要新兴市场继续其发展进程，就不太可能成为世界的债权国，但中国除外。目前，亚洲经济体（当然还有石油输出国）有着世界上最大的投资组合（图 15）。

我们预计中国会扩大外国投资来实现资产组合的再平衡，同时储备资产会下降。而且储备货币的种类也会有所变化。同时，如果持续的养老金改革能按预期产生构建有效社会保障网络[4]效果，居民消费可能加速增长。对于新兴市场而言，中国投资组合的变化会令他们获得更多的资金，为它们的投资项目融资，特别是基础设施的建设。新兴市场应会因有更多的（基础设施）项目融资资金来巩固发展而获益。

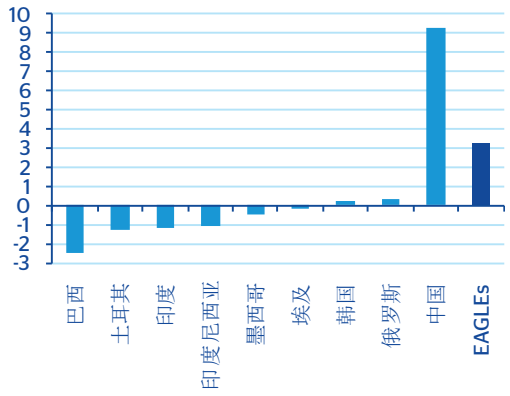
[4] Zhigang Li 和Minqin Wu，中国近期养老金改革的影响估计：来自 100,000 家制造企业的实证，BBVA研究机构 2011 年工作文件。

图 2
EAGLEs: IIP 净值（占 EAGLEs 总 GDP 百分比）



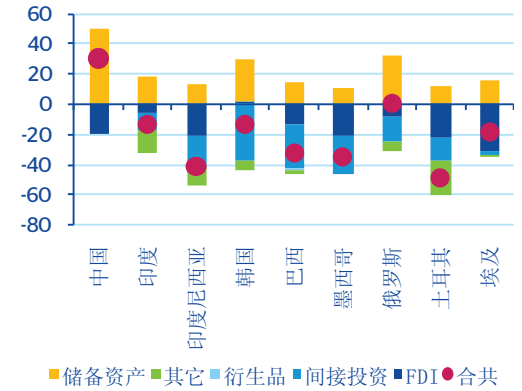
注：台湾无数据
来源：BBVA Research 和 IMF

图 3
EAGLEs: IIP 净值变化 （2005-2010 年间，EAGLEs 2010 年总 GDP 百分比）



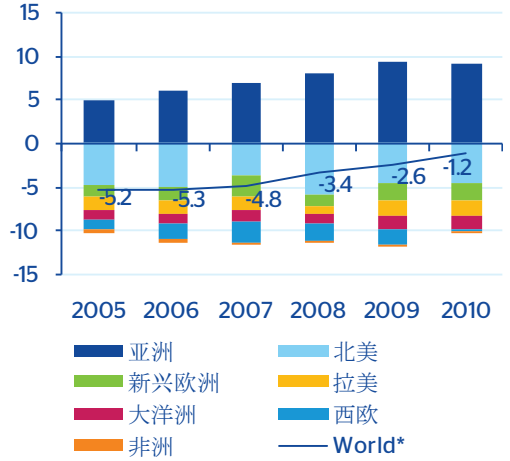
注：台湾无数据
来源：BBVA Research 和 IMF

图 4
EAGLEs: 2010 年净 IIP（占 GDP 百分比）



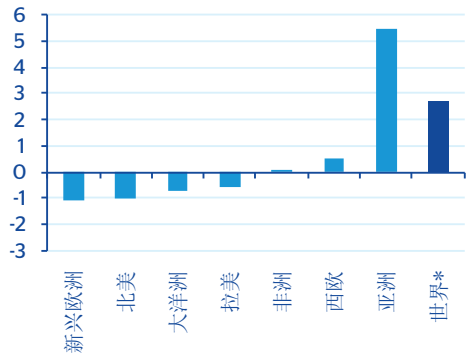
来源：BBVA Research 和 IMF

图 5
全球*：IIP 净值（占世界总 GDP 百分比）



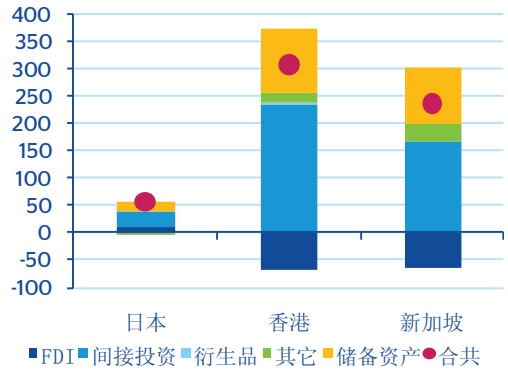
全球*:样本包含 62 个国家，根据 IMF 的数据，以美元计算，其 GDP 总量约占世界 GDP 总量的 93%。鉴于 IIP 相关数据的缺乏，GCC 海湾经济体未被纳入考虑范畴
来源：BBVA Research 和 IMF

图 6
全球*：IIP 净值变化（(2005-2010 年间，占全球 2010 年总 GDP 百分比)）



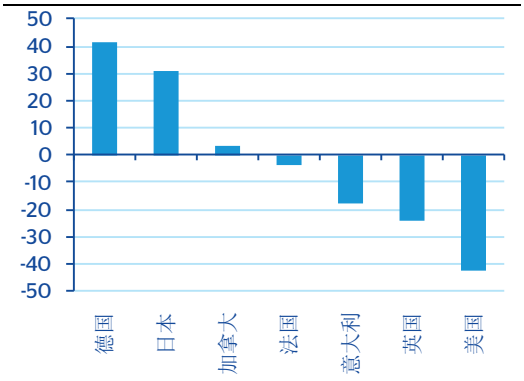
全球*:样本包含 62 个国家，根据 IMF 的数据，以美元计算，其 GDP 总量约占世界 GDP 总量的 93%。鉴于 IIP 相关数据的缺乏，GCC 海湾经济体未被纳入考虑范畴
来源：BBVA Research 和 IMF

图 7
亚洲经济体：2010 年净 IIP（占 GDP 百分比）



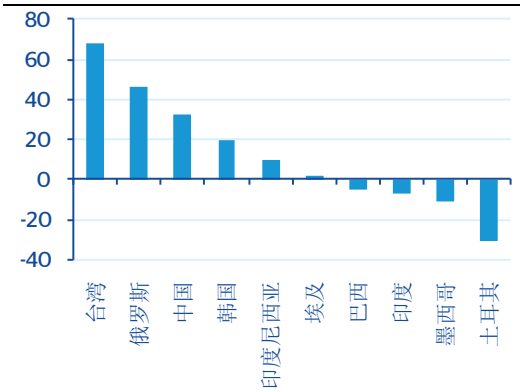
来源：BBVA Research 和 IMF

图 8
G7：累计经常帐结余 2000-2010 （占 2010 年 GDP 百分比）



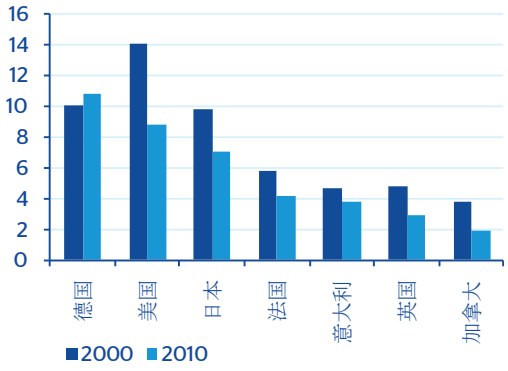
来源：BBVA Research 和 IMF WEO

图 9
EAGLEs：累计经常帐结余 2000-2010（占 2010 年 GDP 百分比）



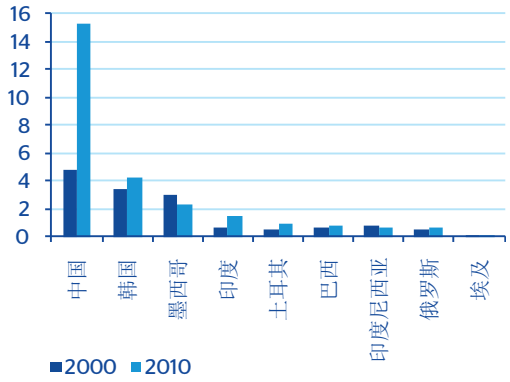
来源：BBVA Research 和 IMF WEO

图 10
G7：占全球制造业出口百分比



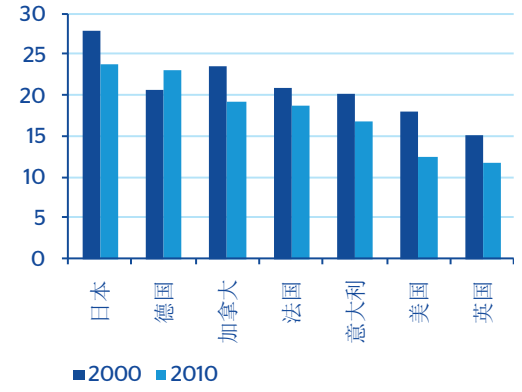
来源：BBVA Research 和 WDI

图 11
EAGLEs：占全球制造业出口百分比



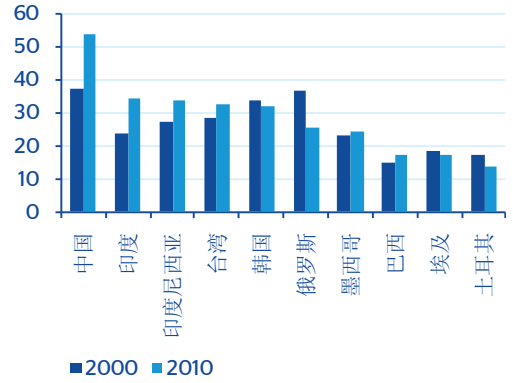
注：台湾无数据 来源：BBVA Research 和 WDI

图 12
G7: 国家储蓄占 GDP 百分比



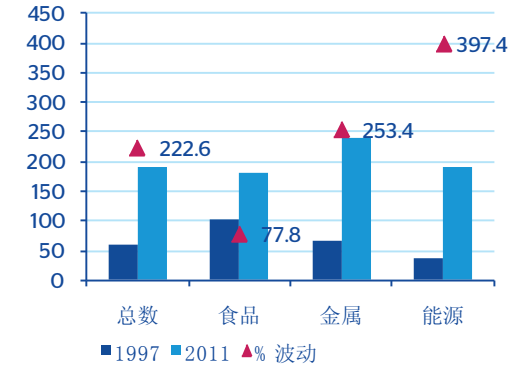
来源 BBVA Research 和 IMF WEO

图 13
EAGLEs: 国家储蓄占 GDP 百分比



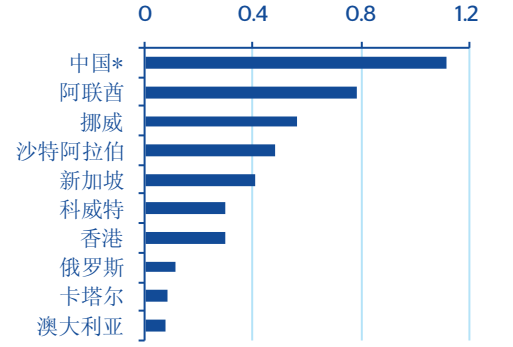
来源 BBVA Research 和 IMF WEO

图 14
大宗货品价格指数
(2005 = 100，累积百分比波动)



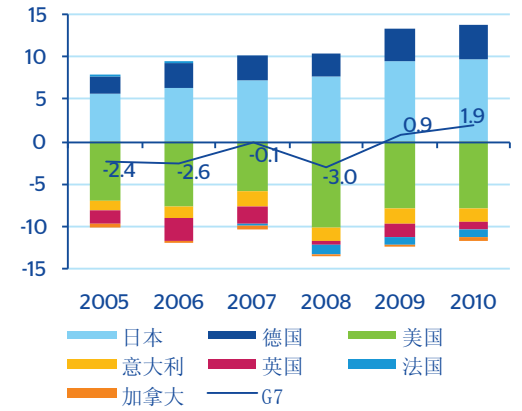
来源： BBVA Research 和 IMF

图 15
主权财富基金
(2011 资产值，万亿美元)



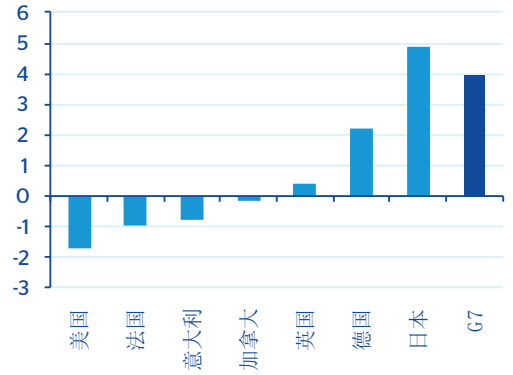
*2011 估算值
来源： BBVA Research 和 Sovereign Wealth Fund Institute

图 16
G7: IIP 净值
(占 G7 总 GDP 百分比)



来源：BBVA Research 和 IMF

图 17
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

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。”