

新兴市场国家分析

# 经济观察

香港，2011年2月14日

经济分析

EAGLEs 是什么？

未来十年引领世界经济增长的新兴经济体



# 目录

前言 .....	3
概要 .....	4
关于世界经济轮动中的一些计算 .....	5
第一个因素：经济增速的持续差异 .....	5
专题1：潜在增长率模型 .....	7
专题2：BBVA研究部的地理位置分布 .....	7
第二个因素：GDP规模大小的差距不断拉近 .....	8
含义：GDP的增量或者说对世界经济增长的贡献 .....	8
关于EAGLEs的介绍： .....	9
EAGLEs有哪些成员？一些令人惊讶的结果 .....	10
中国的表现独占鳌头，印度则可以和美国不相上下 .....	10
印度尼西亚和韩国其各自对世界经济增长的贡献将超过俄罗斯 .....	10
其他EAGLEs成员，同样是推动全球经济增长的主要动力 .....	10
“鹰巢”（EAGLEs’ Nest）即观察名单 .....	12
专题3. 详细解读我们的预测以及和其他来源以及方法的比较 .....	13
机会 .....	15
公司策略 .....	15
EAGLEs的中产阶级消费者 .....	15
EAGLEs：基础设施建设的机遇 .....	16
金融市场 .....	17
风险 .....	19
周期性波动和中期宏观经济风险 .....	19
解读一个神话：新兴市场是否更加波动？ .....	19
对外部需求的依赖：一个现实的评估 .....	19
评估国家的总体风险：一种定量方法 .....	20
制度上的差距是缩小了还是变大了？ .....	21
人力资本数量与质量：EAGLEs还有多远？ .....	22
风险记分卡 .....	24
风险因素No. 1) 我们的预测太乐观？ .....	24
风险因素No. 2) 全球经济的短期冲击对国家有多大的影响？ .....	24
风险因素No. 3) 短期的宏观经济风险？ .....	24
风险因素No. 4) 长期持续增长模型？ .....	24
综合考虑上述风险因素 .....	25
结束语 .....	26
参考资料 .....	26

发布日期：2011年2月14日

## 前言

新兴市场（EMs）在全球经济体系中与日俱增的重要性并非是将要发生，而是已经可见的事实。随之而来的影响甚至有潜力可以使得全球经济结构发生变化。尽管这样的结构变化可能引起发达世界国家的些许忧虑，但我们也不应忘记它可以促进发展中国家和地区的整体发展，进而从全人类的角度来看这能够使得资源更加公平的分配，人们也从中得到更多的机会。

当然这样也会带来很大的挑战。应当看到，全球资源终究是有限的，这就需要更好的管理来合理的使用。形成新的国际范围内的合作管理，特别是国际金融结构的重组是需要优先考虑的。更深一层地说，新兴市场的崛起将可能驱使世界各地人们的关系得到拓展或加强。

在BBVA研究部，我们承诺会做好迎接变化的准备。同时，我们也将精心准备并详细阐述那些经济机构所需要的信息，作为这个承诺不可或缺的一部分。我们提出EAGLEs（引领增长的新兴经济体）这一概念的初衷超越这份报告本身，视之为对于新兴市场经济体分析的一个长期努力方向，并且创造一个互相交流与沟通的平台来分享我们所积累的经验与见解。

## 概要

曾经被认为是天马行空的想法现在已经变得司空见惯：世界经济的发展重心轮动至新兴市场已不再让人感到惊讶。现在，全球投资者在做投资决策时都会要考虑新兴市场。

但是我们还没完全明白这个转变意味着什么。相关的讨论在投资者，政府部门和普罗大众间普遍存在。在这份报告里面，我们将从三个方面详细阐述新兴市场融入全球经济。

首先，在第一个章节里，我们以量化的方式说明这些新兴经济体在全球经济中扮演的重要角色。我们将会报告中解释，我们认为应该关注于新兴市场对全球经济增长的贡献上，或者说是国内生产总值的绝对值增量（IGDP）。根据这个标准，我们会介绍很多在未来十年里会对全球经济增长贡献重大的经济体。我们称这个集团为EAGLEs，即“引领增长的新兴经济体”。我们提出的这个概念与其他传统归类分组相比有以下几个优势：首先，它是基于客观的标准进行筛选，要成为EAGLE的一员，每一个经济体在未来10年内其GDP的预计增量需超过同期G6国家（G7除了美国之外的国家）增量的平均水平。其次，它是动态灵活的，如果对于未来经济增长的预期发生了变化，不再符合标准的成员将被移出这个集团而反之也会有达到标准的国家和地区成为新的一员。第三，我们的预测集中在对未来10年的判断上而非太过冗长的时间范围。尽管在这份报告中我们对全球经济趋势的多数预测都要长于10年，但我们同时认为大多数的经济投资决策不会基于远在2050年所预期发生的事情上，而这却一直是对新兴市场国家和地区未来经济发展研究的标准之一。

我们对于EAGLEs分析的第2个目的是发掘在此番全球经济增长重心的轮动中所带来的一些潜在机会。第2个章节会谈及这些，我们会说明它如何促进估值和最终需求的结构变化。从结构变化来看，我们认为投资者若能在资源分配及投资定位上跳出思维定式，将会得到更好的回报。

我们的第三个也是最后一个目的是客观的量化轮动中所存在的风险。越来越多的投资者接受了“新兴”不再意味着“高风险”的事实，但如果我们要正确衡量机会和风险，仍旧需要将之量化。我们在第3章的分析里消除了一些关于预测新兴市场经济增长风险的错误概念，同时也强调了一些国家和地区长期发展所面临的各种挑战。

# 关于世界经济轮动中的一些计算

## 第一个因素：经济增速的持续差异

根据我们预测，在未来十年里，新兴市场国家和地区的经济增速将比发达国家高约4个百分点，将全球金融危机所带来的影响也一并考虑，这和上个十年所经历的相一致。

在进行预测的细节之前，在判断差异是大还是小的时候，应该先澄清一些错误的印象。很容易会产生这样的误解，新兴市场在全球经济中重要性的不断增加仅仅是由于发达经济体在始于2007年的金融危机中受到较大影响。事实并非如此，这个差距已经是对发达国家在经历金融危机之后的未来10年经济增长比其过去10年实际增长略快的预测基础之上（图1）。即我们预期发达国家经济增长相对于2003-2007年其周期性高点将平均放缓约1个百分点。而新兴市场的增速预期则将减少约2个百分点（图2）。

中国经济的高增长速度，加之其本身庞大的经济规模，约占整个发达国家和新兴市场国家经济增速差距的四分之一。然而，即使除开中国，两个集团之间的平均增长差异仍旧十分悬殊，在3个百分点左右。中国突出的经济增长表现，只有印度可能在未来能够与之为伍。而巴西，俄罗斯以及其他新兴市场国家和地区的表现则没有太大差异。

这一增长差距的基础，从另一方面来说，是基于经济增长的标准来源。我们的GDP增长率预测是基于短期和长期因素进行考虑的。

长期的GDP预测是根据Domenech, Estrada和Gonzalo-Calvet（2008）的生产函数进行预测的。预测该生产函数的投入是基于大量计量经济学工作以及我们分析师的专业知识（见专题1）。我们的方法是考虑人口的趋势，具体来说是劳动人口，参与率和资本积累（基于投资率的预测）的结构性变化。由于不可避免的数据上的一些限制，所以不同国家的情况都有所不同。这种分解可以把全要素生产率用残差来估算，其中我们使用时间序列的模型根据并由我们经济学家小组基于各国制度的质量以及金融危机对每个经济体成长模型的影响进行调整。通过结果得出了一些关键性结论。

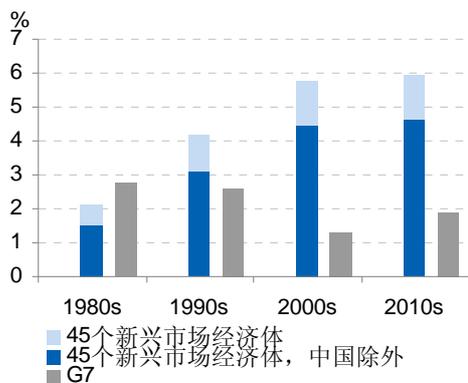
新兴市场和发达国家之间长期经济增长上的差异相当一部分可以解释为其各自人口增长前景的差异，也就是著名的新兴市场“人口红利”（图3）。考虑到起初对资本积累和全要素生产率的预测没有太大的不同，至少在平均水平上来说。事实上，对于新兴市场的预测包括了相对于过去十年更趋温和的资本加速积累（图4），我们认为这也可能是国际资金和商品资源供给增加的结果。这一综合分析隐藏了一些不同国家之间重要的区别，将会在后面详细讨论。但总的来说，新兴市场并不需要发生什么奇迹来达到我们所预期的经济增长速度。

短期预测是基于本地研究团队用标准计量经济学模型<sup>1</sup>，在专题2里将会简单介绍我们的研究团队。

总而言之，因为这些预测的数据显示出经济体在经历了之前的飞速增长阶段之后适当的趋缓，且并没有对其长期的潜力构成影响。这并非是“新兴市场增长的驱动力是什么”的问题，而应该是“新兴市场为何不能够取得令人满意的生长表现”。怀疑论者应当看到这份报告中对该问题的论证。

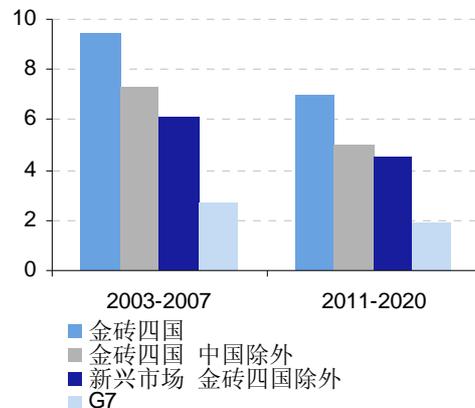
<sup>1</sup> 对于那些 BBVA 研究部没有深入研究的国家和地区，我们综合其他诸如 IMF, Consensus, Economist Intelligence Unit 等机构的信息作为来源。

图 1  
GDP 每十年平均增速



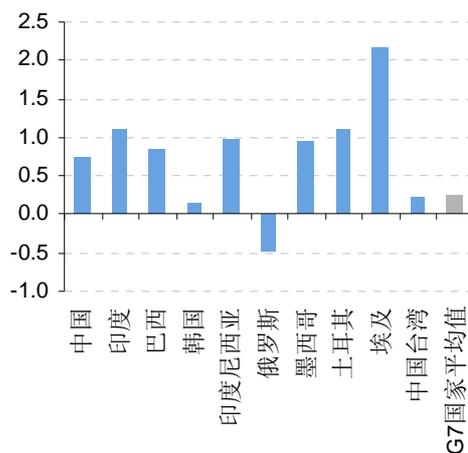
来源: BBVA Research 和 IMF

图 2  
GDP 平均增速  
未来十年 vs. 之前的扩张期



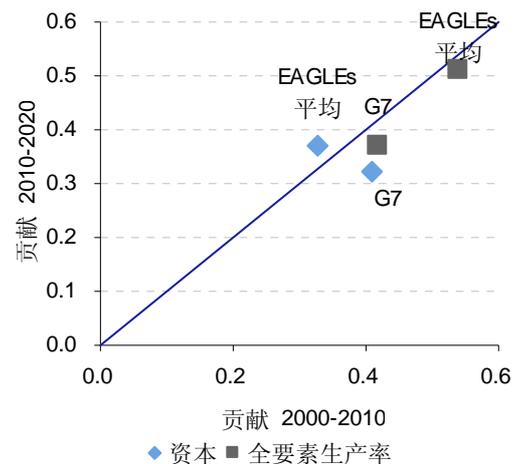
来源: BBVA Research 和 IMF

图 3  
人口和劳动力市场动态对全球增长的贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图 4  
资本和全要素生产率对增长潜力的贡献:  
未来十年 vs. 过去十年



来源: BBVA Research

## 专题 1: 潜在增长率模型

1. 全要素生产率是基于 Cobb-Douglas 的生产函数进行估算，用对数项来表示可以写成：

$$\ln Y_t = \ln A_t + \alpha \ln K_t + (1 - \alpha) \ln L_t$$

其中：

Y - 实际国内生产总值的市场价格

L - 总工作时间

K - 股本

A - 全要素生产率

2. 全要素生产率 (TFP)：

$$\ln A_t = \overline{\ln A_{hp,t}} + \ln A_{hp,t}^c$$

3. 结构性失业率  $\bar{u}_t$  或者非加速通货膨胀失业率 (NAIRU)：

$$\Delta^2 \ln W_t = \beta_1 + \beta_2 \Delta^2 \ln \left( \frac{Y_t}{L_t} \right) + \beta_3 \Delta^2 \ln TT_t + \beta_4 \Delta^2 \ln P_t^c + \beta$$

$$\beta_{u1} (u_{t-1} - \bar{u}_{t-1}) + \varepsilon_t^\omega$$

其中：

W - 名义工资

TT - 贸易条件

$P^c$  - 消费者价格平减指数

$\varepsilon_{wt} \sim N(0, \sigma_{wu}^2)$  的独立同分布

4. 工作时间的趋势评估 (L)

$$\bar{L}_t = \bar{h}_t (1 - \bar{u}_t) \frac{\bar{N}_t^s}{\bar{N}_t^{16-64}} \bar{N}_t^{16-64}$$

其中：

h - 每个工人的小时

(1-u) - 就业率

$N^s$  - 工作的工人

$N^{16-64}$  - 劳动人口

5. 国内生产总值趋势

$$\overline{\ln Y_{fp,t}} = \overline{\ln A_t} + \alpha \overline{\ln K_t} + (1 - \alpha) \overline{\ln (\bar{h}_t (1 - \bar{u}_t) \frac{\bar{N}_t^s}{\bar{N}_t^{16-64}} \bar{N}_t^{16-64})}$$

6. 产出缺口 ( $y_{fp,t}^c$ )：

$$y_{fp,t}^c = \ln Y_t - \overline{\ln Y_{fp,t}}$$

## 专题 2: BBVA 研究部的地理位置分布

BBVA 研究部新兴市场团队分布于亚洲和拉丁美洲不同国家和地区，并得到西班牙马德里总部的支持。在拉丁美洲，BBVA 研究部在墨西哥，阿根廷，秘鲁，哥伦比亚，智利和委内瑞拉都有当地的专业团队，总共包括了 58 位不同背景的经济学家。

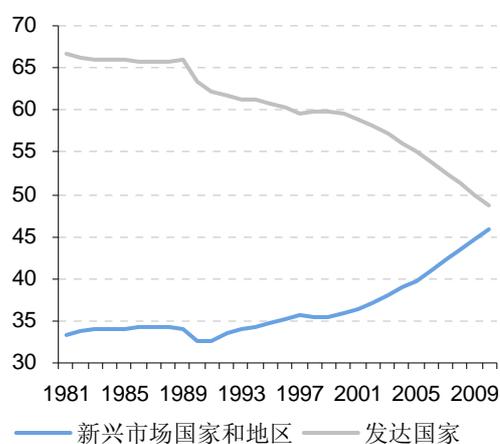
在亚洲，同样有一个 10 人团队设立于中国香港，并得到中国北京和印度孟买当地的经济学家们的支持。我们设立在欧洲（10 位经济学家）以及美国（6 位经济学家）的全球经济研究团队也在 EAGLES 这个研究项目中起着重要的作用。

## 第二个因素：GDP 规模大小的差距不断拉近

任何初始阶段规模上的差距都可以在之后被追平，只要拥有较高的增长率并持续足够长的时间，这是一个数学真理。当经济增速上的差异和我们预测的一样大的时候，规模上的差距不断缩小甚至追平的过程便会发生的很快，这正是过去 20 年所发生的事情。

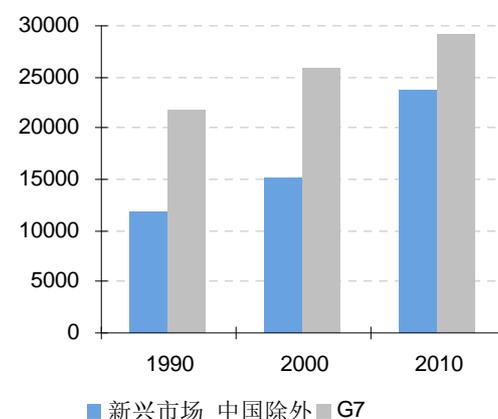
新兴市场经济体GDP总量约为发达经济体2GDP总量的 94%，这个比率在未来十年预计还将增加 43 个百分点。这里面中国所占的影响很大。不过，即使将中国除外，其他新兴市场国家和地区与发达经济体的差距同样也缩小了。在 2010 年，他们的GDP总量约占G7 国家总量的 81%，而在 2000 年这个比率仅为 59%。在未来的十年里，我们预测这个趋势会继续下去，中国之外的新兴市场也将在 2018 年赶上G7 国家的规模。

图 5  
GDP 购买力平价占世界总量百分比  
新兴市场 vs. 发达国家经济体



来源: BBVA Research 和 IMF

图 6  
GDP 购买力平价:  
所有新兴市场\* (中国除外) vs. G7 国家\*\*



\*新兴市场: 除中国之外的其他新兴市场国家和地区  
\*\*G7 国家: 加拿大, 德国, 法国, 意大利, 日本, 英国和美国  
来源: BBVA Research 和 IMF

## 含义：GDP 的增量或者说对世界经济增长的贡献

GDP 增长率上的持续差异加之 GDP 绝对规模大小的不断拉近产生了一个不可避免的结果：即新兴市场在过去 10 年间对世界经济增长的贡献已经超过了发达国家。除中国之外的新兴市场在过去 12 年里对世界经济增长的推动已经超过了 G6 国家（G7 国家除美国之外）。过去的 10 年也是新兴市场第一次在对世界经济增长的贡献上持续的超越发达国家，这也成为在当时全球经济繁荣的一个特征之一。随着新兴市场对全球经济日益增长的重要性也是理解全球经济变化趋势的一个关键。

继续用数字来进行阐述，从而更进一步观察是什么确定了新兴市场对世界经济增长的贡献。根据定义，该贡献是指用一个国家的 GDP 绝对增量除以同一时期内世界 GDP 的绝对增量。这个结果并不仅仅是基于现在的经济规模（GDP）或者预期的增长速度，而是两者的结合。用一个简化的表达方式（因为平均增长率需要考虑复利效果），我们可以简单的认为 GDP 的绝对增量，即 IGDP 的变化是：

$$\text{GDP 的绝对增量} = \text{现在 GDP 规模} \times \text{未来十年的预期平均增长率}$$

从某种意义上讲，GDP 增量对一个国家或地区在世界经济中所占比重和预期增速有多快提供了更具经济学意义的总结，有效地将多方面的概念用一个数值来概括。在我们看来这样做的优势超越了纯粹的概念：

<sup>2</sup> GDP 基于购买力平价调整。发达经济体包括：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、中国香港特别行政区、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。

第一，GDP 的增量比 GDP 本身的规模更具有前瞻性。它更多的包含了对经济增长趋势的预测。中国的情况就是最好的例子。在 2000 年之前，中国的 GDP 规模经购买力平价调整并没有超过 G7 国家的平均水平，但是早在大约 1991 年，中国对世界经济增长的贡献已经超越了 G7 国家平均贡献。

第二，需求的增长往往更多的与新的商机相联系。虽然难以量化，但需求的增长为业务的拓展创造了空间，而无需完全依赖于争取现有的客户群体。鉴于进入一个市场可能需要潜在的大量固定成本，这使得那些需求增量较大的市场变得更加有吸引力。对于直接投资来说尤其如此。随着商业环境在经济停滞时期竞争更为激烈，在其他条件不变的情况下，投资者通常会付出一定的风险溢价进入到那些相对容易获得更多投资机会的发展中经济体。因此，世界其它地区经济活动缺乏活力为那些经济快速增长的国家和地区提供了溢价，即使这些国家和地区的经济规模还不够大。在后面的篇幅中我们将深入研究更多的细节问题。

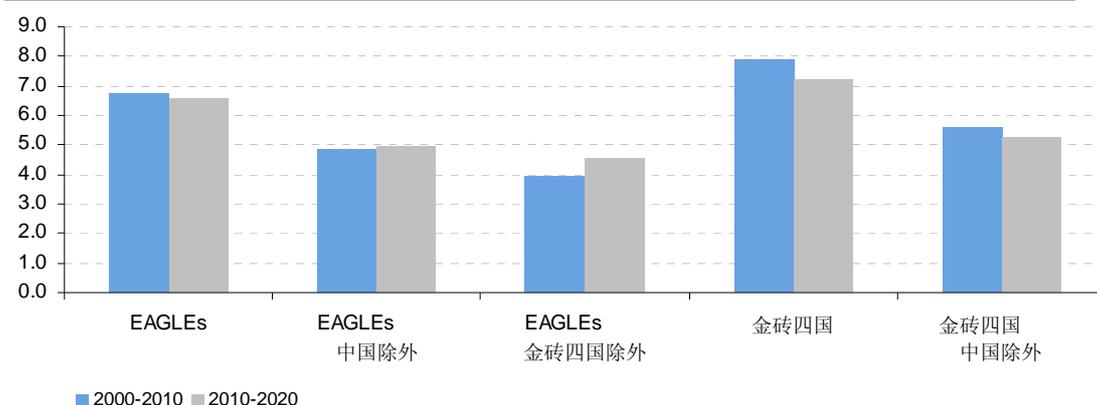
## 关于 EAGLEs 的介绍：

由于 GDP 增量这一变量很好的定义了新兴市场在世界经济中的日益增加的重要性，我们将其作为挑选未来十年内预计表现突出的新兴市场经济体的基础，从而组成了 EAGLEs 这个组群，即“引领增长的新兴经济体”。在定义这个组群的时候，我们尽可能尝试去避免那些过去分类方式上的缺陷，比如 G7 国家或者更近一些提出的金砖四国 BRICs。

在定义方面，EAGLEs 包含了所有在未来 10 年里，对世界 GDP 增长的贡献超过 G6 国家平均水平的新兴经济体。换言之，这是一份关于未来十年里可能发掘更多新商机的国家和地区名单。这一点，也可以通过在比较 EAGLEs 与其他分组概念的 GDP 平均增长速度中得到体现。（图 7）

图 7

GDP 经购买力平价调整：各组群平均增速（百分比）



来源: BBVA Research

BBVA 研究部所遵循的方法主要优势在于它是基于客观的事实而非文字上的噱头（表 1），并会不断更新，特别为投资者提供有针对性的指导。具体来说：

- 首先，EAGLEs 的概念更侧重于经济体预计所能创造出的 GDP 增量（即 IGDP），也就是其对世界经济增长的贡献，而非只看经济体本身的规模大小（金砖四国 BRICs 和新十一国 Next-11）或所拥有的人口数量（新十一国 Next-11），抑或是年轻人口数量（灵猫六国 CIVETS），这些都有可能产生误导，且并不一定能够决定市场的潜力。
- 其次，EAGLEs 是一个动态灵活的概念。每年 BBVA 研究部都会基于经济体的表现及经济体状况的变化对预测进行更新。相比之下诸如 BRICs, Next-11, CIVETS 等是静态的概念。
- EAGLEs 并不是一个封闭固定的组合，概念本身也并没有和特定一组国家名称的缩写联系在一起。这就允许我们在更为广泛的新兴市场经济体中找出那些最重要的国家和地区，同时也能够预先对潜在的“堕落天使”有所警惕。
- 对于成员的挑选是基于较短的预测时间范围（十年），而其他的预测则都通常在 20 到 50 年之间。一个较短的预测时间范围对于大多数的投资决策而言更为有意义。
- 最后，EAGLEs 的概念更加客观，因为有着非常明确的列入标准。要成为 EAGLEs 的一员，每个国家或地区在未来 10 年的预期 GDP 增量需大于 G6 国家的平均水平。

表 1  
EAGLEs与其他新兴市场归类组合相比的优势:

BRICs 金砖四国 (GS)	BBVA EAGLEs 定义	N-11 新11国 (GS)	CIVETS 灵猫六国 (EIU, HSBC)
<p>✗ 以规模大小为基础</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>规模大的经济体并非总是更具增长潜力的市场</li> </ul>	<p>✓ 以增量的绝对值为基础</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>规模足够大, 同时...</li> <li>增速足够快</li> </ul>	<p>✗ 以人口和GDP规模大小为基础</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>包括人口众多的经济体, 并非是决定市场潜力的必要因素</li> </ul>	<p>✗ 以年轻人口数量为基础</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>哥伦比亚、印度尼西亚、越南、埃及、土耳其和南非</li> </ul>
<p>✗ 静态概念</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>没有预期的空间: 缺乏活力</li> <li>太过冗长的视角: 至少20-25年</li> <li>为什么是四个国家? 主观的选择</li> </ul>	<p>✓ 动态概念</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>有预期的空间: 动态的概念</li> <li>较短的视角: 未来10年</li> <li>灵活的国家数量: 由表现决定的“俱乐部准入制”</li> </ul>	<p>✗ 静态概念</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>其中有一些政治不稳定的国家</li> <li>太过冗长的视角, 在20-45年之间</li> <li>以规模的绝对大小为基础</li> </ul>	<p>✗ 静态概念</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>缺少了关键的经济体 (墨西哥、韩国)</li> <li>缺少了一些较大的经济体</li> <li>没有明确的视角, 从2020年开始</li> <li>未来20年的平均GDP增速超过4.5%</li> </ul>
<p>✗ 没有明确的标准</p>	<p>✓ 明确的标准: G6</p>	<p>✗ 没有明确的标准</p>	<p>✗ 没有明确的标准</p>

来源: BBVA Research

## EAGLEs 有哪些成员? 一些令人惊讶的结果

根据我们最初的预测, 总共有 10 个 EAGLE 经济体脱颖而出, 按其在全球经济增长的贡献大小排列分别为: 中国, 印度, 巴西, 印度尼西亚, 韩国, 俄罗斯, 墨西哥, 埃及, 中国台湾和土耳其。根据 BBVA 研究部的预测, 世界 GDP 总量按购买力平价调整后在未来十年的增量约为 41 万亿美元 (截至上一个十年, 全球 GDP 规模总量约为 70 万亿美元), 其中来自 EAGLEs 成员的贡献预计将超过 50%, 而 G7 国家则仅占约 14% (图 8)。

### 中国的表现独占鳌头, 印度则可以和美国不相上下

中国, 美国和印度三大经济体在未来 10 年从规模大小和对全球经济增长的贡献上将引领着世界经济的发展。(图 9) 正如之前所提到的, 中国的表现将独领风骚, 其对世界经济增长的贡献预计将达到 30%, 约等于 12.6 万亿美元 (购买力平价), 这个数字比 G7 国家总和的 2 倍还要多, 是其他三个金砖四国成员总和的 2.4 倍。可能更让人感到惊讶的是, 印度对世界经济增长的贡献预计将和美国相当的, 约占同期全球 GDP 增量的 8.5% 左右。(图 10)

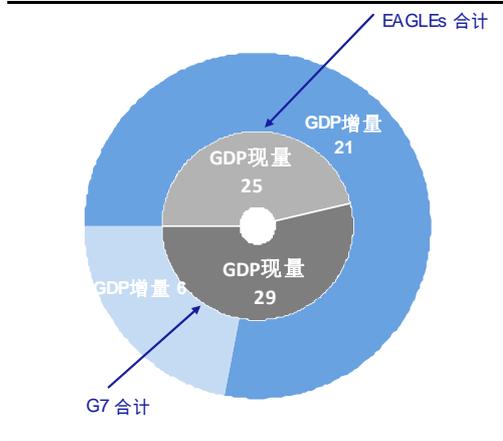
### 印度尼西亚和韩国其各自对世界经济增长的贡献将超过俄罗斯

我们的预测突出缺乏一个客观列入标准的缺点。在我们最近写到的报告中已经提到, 印度尼西亚和韩国在未来 10 年各自的 GDP 增量预计都将大于俄罗斯, 尽管这两个国家都不在金砖四国之列。这清晰地表明超越传统金砖四国概念的必要性 (图 11)。与此类似的是, 最近南非应邀加入金砖四国会议则显然更多的是基于政治原因所驱使, 尤其考虑到埃及对世界经济增长的贡献较之南非要更大一些。

### 其他 EAGLEs 成员, 同样是推动全球经济增长的主要动力

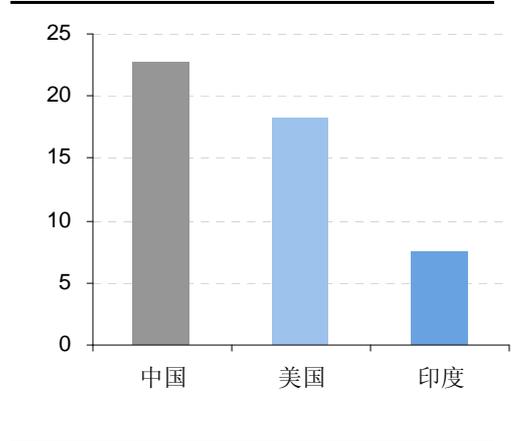
继续看其他 EAGLEs 国家和地区在未来十年的表现。巴西对全球经济增长的贡献将超过日本, 相似的, 墨西哥对全球经济增长的贡献将高于同期的德国。而埃及, 土耳其和中国台湾的贡献则将超过英国, 加拿大, 法国和意大利。因此, 可以预期的是, 这些新兴市场较之传统的发达国家将更具活力, 且蕴藏着更多的商机。(图 12 和 13)。

图 8  
EAGLEs vs. G7国家：规模大小和对世界经济增长的贡献（2010-2020）



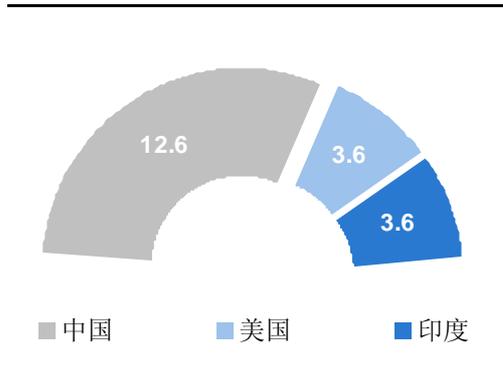
来源：BBVA Research 和 IMF

图 9  
未来十年主要经济体：美元 购买力平价 万亿 2020年规模



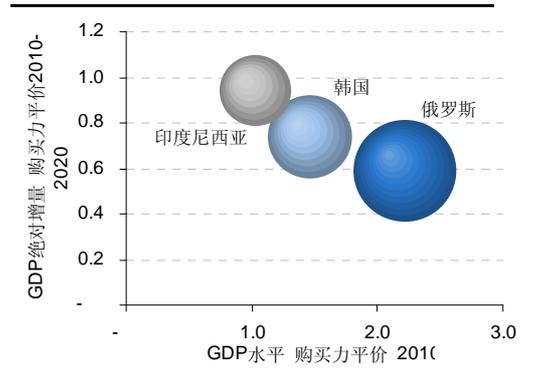
来源：BBVA Research 和 IMF

图 10  
未来十年主要经济体：美元 购买力平价 万亿  
2010-2020 GDP增量



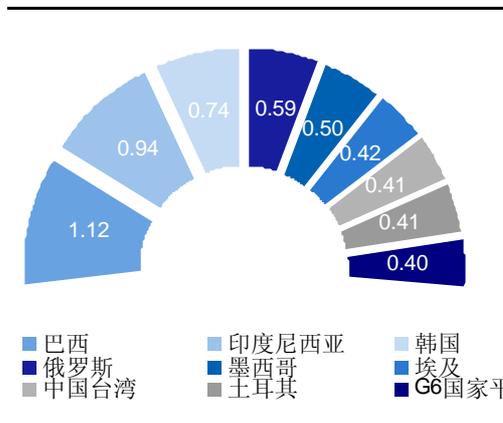
来源：BBVA Research 和 IMF

图 11  
GDP经购买力平价调整：超越金砖四国概念



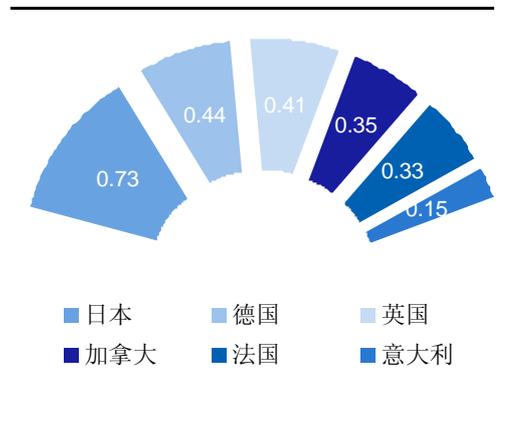
来源：BBVA Research 和 IMF

图 12  
其他EAGLEs成员：美元 购买力平价 万亿  
2010-2020 GDP增量



来源：BBVA Research 和 IMF

图 13  
G6国家：美元 购买力平价 万亿  
2010-2020 GDP增量



来源：BBVA Research 和 IMF

## “鹰巢”（EAGLEs' Nest）即观察名单

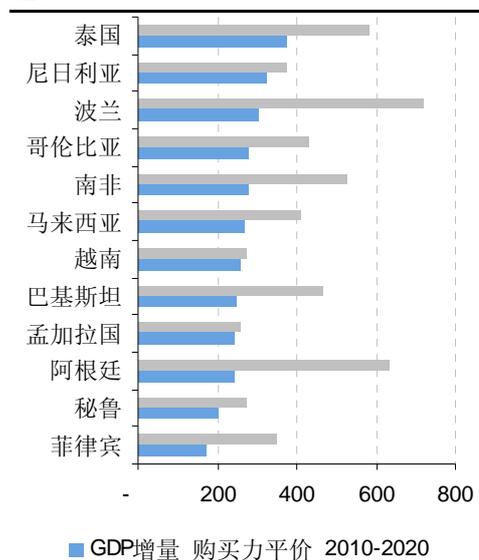
我们之前提到 EAGLEs 是一个动态灵活的概念。事实上，如若未来十年经济增速的预测发生变化，特别是变化较大的时候，可能会导致一个国家或地区被移出 EAGLEs 的行列，尤其如果该国家或地区其本身的经济规模就很小的话。反之亦然，尤其对于一些对全球经济贡献很大，但也许仍然还未达到 EAGLEs 标准的经济体来说。我们希望尽可能的具有前瞻性的出发点驱使我们又定义了另一份 EAGLEs 的观察名单，称为“鹰巢”（EAGLEs' Nest）。该份名单上包括了那些有可能在未来跻身 EAGLEs 之列的国家，如果这些经济体未来十年的增长预期能够进一步提高（见表 2）。因此，一共有 13 个经济体，其对全球经济增长的贡献低于 G6 国家的平均水平，但仍高于 G7 集团中预期对世界经济增长贡献最小的国家，意大利。这个群体的成员有泰国，尼日利亚，波兰，伊朗，哥伦比亚，南非，马来西亚，越南，巴基斯坦，孟加拉国，阿根廷，秘鲁以及菲律宾（根据对世界增长贡献的排名列出）。我们把伊朗排除在了这个名单之外，因为考虑到该国正面临着联合国的制裁以及投资者将面临的后果。作为一个整体，这些经济体预计对世界经济增长的贡献约为 8%。

表 2  
EAGLEs' Nest : GDP增长率（百分比）

国家和地区	成为 EAGLE 所需的平均 GDP 增长率（2010-2020）	成为 EAGLE 所需增长率与预测增长率的差额
泰国	5.5	0.3
波兰	4.4	0.9
尼日利亚	7.5	1.0
南非	5.6	1.4
哥伦比亚	6.6	1.5
阿根廷	5.2	1.6
马来西亚	6.9	1.7
巴基斯坦	6.2	1.8
越南	9.1	2.3
孟加拉国	9.4	2.7
秘鲁	9.3	3.4
菲律宾	7.8	3.5

来源：BBVA Research (2010年11月预测)

图 14  
EAGLEs' Nest : GDP (2010) 和 GDP 增量 (2010-2020) (美元 购买力平价 十亿)



来源：BBVA Research 和 IMF

### 专题 3. 详细解读我们的预测以及和其他来源以及方法的比较

表 3 列出了我们对 EAGLEs 进行选择时所依据的具体预测。总的来说，对比其他来源的预测，无论是官方的或私人机构的，我们的预

测数据都略显得比较悲观。特别是对于俄罗斯，我们认为该国人口数量的因素很可能成为拖累其经济增长的一个重要原因。

表 3  
GDP购买力平价平均增长率

国家和地区	2000-2010	2010-2020
巴西	3.7	4.5
中国	10.3	8.7
埃及	5.0	6.2
印度	7.1	6.9
印度尼西亚	5.2	6.7
韩国	4.7	4.4
墨西哥	2.3	3.1
俄罗斯	5.4	2.6
中国台湾	4.0	4.7
土耳其	4.6	4.1
<b>EAGLEs</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>
加拿大	2.2	2.4
法国	1.5	1.5
德国	1.1	1.6
意大利	0.6	0.9
日本	1.0	1.7
英国	1.7	1.8
<b>G6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>
美国	1.9	2.3
<b>G7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>

来源：BBVA Research (2010年11月预测)

为了强调以及证明我们挑选这些在未来十年对世界经济增长尤为重要的主要新兴经济体方法的稳健性，我们引用其他一些机构来源的预测数据进行了相似的计算。稳健性测试证实了我们对挑选未来十年投资者应当关注的主要新兴经济体的预期。当使用 IMF 或 EIU 的预测数据并和我们自己的结果进行比较时，我们发现他们的预测都要比 BBVA 研究部显得更加乐观。带着这个结论，从表 4 中可以看到，我们可以大胆确定我们的动态挑选方法如果使用其他的预测来源，也会得到同样的结果。根据 IMF 的预测，土耳其和埃

及将会略微低于我们所设定的引领增长的新兴经济体参照标准，不过并不是因为对于这两个经济体的经济增长预测更为悲观，而是对于 G6 国家平均表现有更好的预期。以 BBVA 研究部最初挑选出的第一组 EAGLEs 十个经济体未来 10 年对世界经济增长的贡献总和来衡量，用 BBVA 预测数据得到的贡献值比用 IMF 预测得出结果低了大约 10 个百分点，比 EIU 预测得出的结果低了大约 4 个百分点，这恰恰印证了我们相比于其他来源对未来 10 年经济发展较为温和趋缓的展望。

## 专题 3. 详细解读我们的预测以及和其他来源以及方法的比较 (续)

表 4

## 对世界经济增长的贡献 (其他来源预测)

BBVA		IMF		EIU	
国家和地区	对世界经济增长贡献	国家和地区	对世界经济增长贡献	国家和地区	对世界经济增长贡献
中国	30.2	中国	35.7	中国	26.9
印度	8.5	印度	11.5	印度	11.2
巴西	2.7	俄罗斯	2.7	俄罗斯	3.6
印度尼西亚	2.3	巴西	2.6	巴西	3.1
韩国	1.8	印度尼西亚	2.3	墨西哥	2.8
俄罗斯	1.4	墨西哥	1.9	印度尼西亚	2.0
墨西哥	1.2	韩国	1.7	韩国	1.8
埃及	1.0	中国台湾	1.2	中国台湾	1.6
中国台湾	1.0	G6国家平均值	1.2	埃及	1.4
土耳其	1.0	土耳其	1.1	土耳其	1.4
G6国家平均值	0.9	埃及	1.0	G6国家平均值	1.0
BBVA EAGLEs	51.1	IMF	61.8	EIU	55.7

来源: BBVA Research (2010年11月预测)

有两种计算 GDP 增量的不同方法。第一种是用美元现价计算而第二种是经购买力平价调整后计算。如表 5 里所示, 各个国家和地区的 GDP 增量如用美元现价为基础进行计算, 排名并不会受到太大的影响, 唯独受到较大影响的是埃及, 将会掉出 EAGLEs 集团, 被原先属于 EAGLEs' Nest 的泰国

所取代。然而, 无论是用购买力平价或美元现价计算, 新兴经济体的排名基本维持不变。

表 5

## 排名对比 美元现价 vs. 购买力平价

EAGLEs				EAGLEs' Nest 鹰巢			
国家和地区	按 GDP 购买力平价排名	按 GDP 美元现价排名	排名变化	国家和地区	按 GDP 购买力平价排名	按 GDP 美元现价排名	排名变化
中国	1	1	0	泰国	11	10	1
印度	2	2	0	尼日利亚	12	15	-3
巴西	3	3	0	波兰	13	12	1
印度尼西亚	4	4	0	哥伦比亚	14	13	1
韩国	5	5	0	南非	15	11	4
俄罗斯	6	6	0	马来西亚	16	16	0
墨西哥	7	8	-1	越南	17	21	-4
埃及	8	14	-6	巴基斯坦	18	22	-4
中国台湾	9	9	0	孟加拉国	19	19	0
土耳其	10	7	3	阿根廷	20	17	3
				秘鲁	21	18	3
				菲律宾	22	20	2

来源: BBVA Research (2010年11月预测)

## 机会

与过去相比，如今世界增长的动态对投资机会的影响已经不能再被忽视。有很多因素让我们难以了解这个动态的过程。首先，历史案例仅能对这一深层次的变化提供有限的指引。同时，投资者还必须看到影响金融市场以及其他行业的其它变化。关于市场“新常态”，银行行为准则以及环境问题的讨论与新兴市场的繁荣是密切联系的，而讨论的结果可能会对最终成果有很大的影响。此外，在“科网股泡沫”爆裂后和“大缓和”现象不复存在时，投资者仍然不愿意接受一个新的世界正在发展，而旧的规则已经不再适用的事实。而这种情况又将增加我们对世界动态增长过程的难度。因此，我们建议投资者除了注意长期趋势外，更应该注意变化的大小。在这一方面，于我们看来，有些趋势可能会在未来十年里持续对全球经济产生影响。

## 公司策略

对于公司投资者，进入这个新的世界十分重要同时也面临很大的挑战。另一方面，新兴经济体日益强大也为市场创造了更多新的机会，这些机会无疑会对越早越坚定进入市场的人带来越多的好处。在这方面，应该指出的是，对于新商机而言，需求增长可能比绝对规模更更有意义。尽管难以量化，不过在需求增长的经济体里更容易创造市场机会。原因如下：第一，额外的需求为扩大市场创造更多的空间，这样就不需要和现存企业进行竞争。第二，固定的进入成本让需求增长的市场变得更有吸引力，这正如 Rafael and Nikolaos 2003 中所提到的。

另一方面，来自发达国家公司的挑战也是不容忽视的，在不同的竞争环境下，他们仍然会和本地企业进行激烈竞争。最好的结果是新兴国家和发达国家都实现全球化，更确切的说是公司的国际化不会受到任何影响。不过，有一个不能忽略的风险，就是在未来可能会有更多的保护主义来保护现有市场以及新市场。鉴于新兴市场潜在的需求动力和国外直接投资能加速公司发展的考虑，这无疑是一个非常负面的结果。

除了以上提到的共同特征，每个国家都根据自己的特性，增长模型，地理位置，发展程度等提供一系列机会。辨别这些机会是 BBVA 研究部在未来几年里的一项任务。在剩下的部分里，我们会着重在一个非常相关的方面：一个新的中产阶级的出现以及它如何将 EAGLEs 的增长转移到内需上来。另一方面，其他的经济体（一般是一些比较小的经济体）一般更专注于再出口活动。

## EAGLEs 的中产阶级消费者

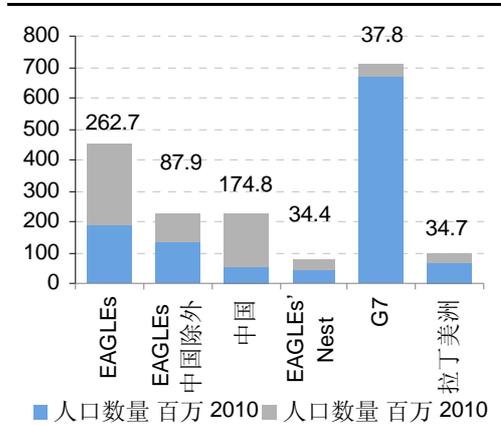
EAGLEs里的一些经济体，像印度，从绝对人口数上讲是一个很大的国家，但是如果从居民消费力来看，就不是这种情况了。人均收入是一个不好的评判标准因为它完全忽略了不平等现象和富有阶层的人数。我们提出一个关于中产阶级的定义，也就是月收入大于 800 美元的人数(以 2005 年美元购买力评价为基准)<sup>3</sup>。这个是开始使用耐用商品和金融服务的收入的合理评估。理论上而言，有几个因素会影响这一评估，而且对新兴国家和发达国家的影响会有所不同。对于发达国家，主要的动力无疑是人口增长，因为人均收入已经很高而且收入分配最大部分已经在门槛之上。不过，对于新兴市场，必须考虑人均收入的增长，以及着重关注收入不平等问题：收入分配更加均衡的国家在 800 美元之上的人口更多。

按照我们在未来十年的预测，在 EAGLEs 国家中，超过 2.5 亿人口会进入中产阶级。这个数字是预期的 G7 国家中产人数的 7 倍。中国是无可争议的领导者，我们预期它将在 G7 和 EAGLEs 的新的中产阶级消费者总数里占据超过一半的份额。印度，即使它人均收入的起始值很低，但是它得益于收入分配比较平等和较大的人口基数。更加让人惊奇的是墨西哥比俄罗斯在这方面更加有利，因为俄罗斯的总人口预计将会下降。在 EAGLEs 国家之中，只有埃及落后于 G6 经济体，因为它相对低的起始人均收入。而发达国家的低人口增长甚至负人口增长，会导致这些经济体缺乏新的消费人群。

对于许多行业或者投资者而言，实际消费人群的多少也必须和它的支出能力平衡。在这个方面，中产阶级的平均收入相比 G7 而言还是比较低，但是一些 EAGLEs 经济体（特别是巴西，墨西哥，土耳其还有中国台湾）收入不平等的情况暗示月收入超过 800 美元的那一群体的人均收入会达到现在领先新兴市场的水平，比如以色列。让人惊讶的是这些市场吸引外国直接投资的水平仍然与其对世界增长的贡献，尤其和对中产阶级消费者增长的贡献不相符合--显著低于应有水平。

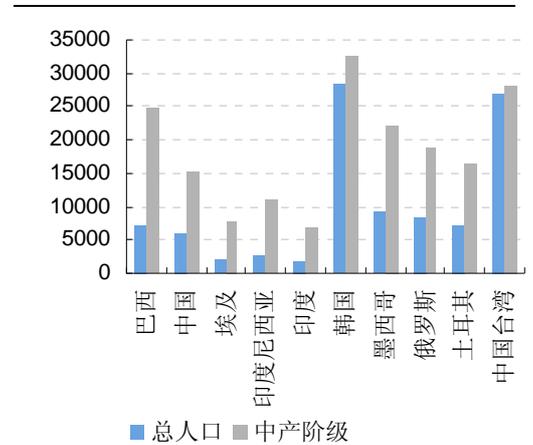
<sup>3</sup>: 这一定义将被我们同事 Carola Moreno 用于即将发表的工作论文中

图 15  
每月收入超过 800 美元的人数，百万  
以 2005 年 美元为基准



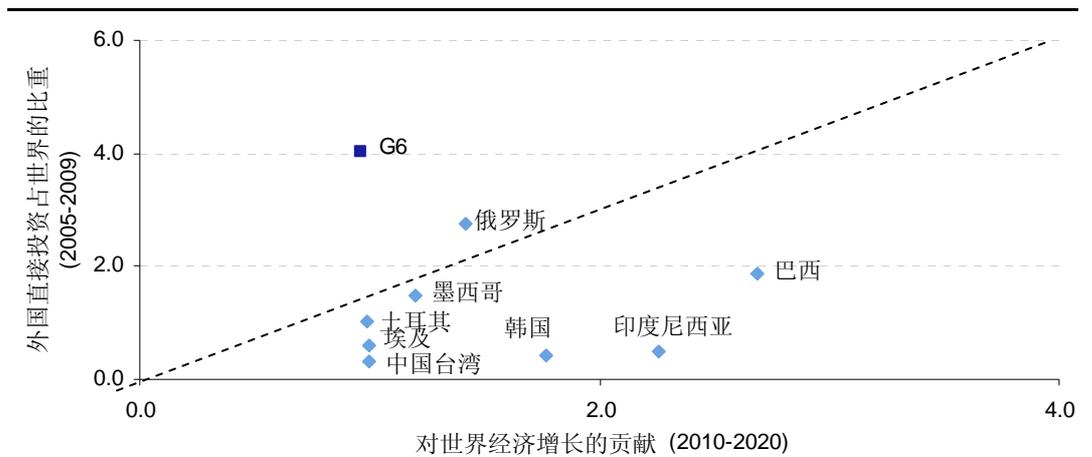
来源: BBVA Research

图 16  
人均 GDP: 总人口和中产阶级\*  
购买力平价 2005 年不变价格



\*中产阶级: 月收入超过 800 美元的人口  
来源: BBVA Research

图 17  
对世界经济增长的贡献以及外国直接投资的比重



来源: BBVA Research

### EAGLEs: 基础设施建设的机遇

与 G7 国家相比, 来自 EAGLEs 的另一机会和他们尚未充足的基础建设供应有关, 特别是运输方面。这些国家为了提升竞争力, 都致力于提高他们基础设施的质量和数量。这些计划可能会由外国投资者来发展, 并为其 GDP 增长提供动力。通过比较, 我们发现 EAGLEs 和 G7 经济体基础设施建设之间的差距非常明显 (韩国和中国台湾除外)。

对运输设施建设质量的仔细研究显示结论与之前表述的非常类似。土耳其, 印度和中国的努力已显著缩小与意大利的差距, 不过仍然需要努力才能赶上其他 G7 经济体。各种基础建设 (如道路, 铁路, 码头以及机场) 的质量都必须进一步改善。

此外, 电力和通讯设施的质量亦需提高, 特别需要关注的是 EAGLEs (中国台湾和韩国除外) 和 G7 国家之间的差距。

诚然, 对于专注于基建项目的公司而言, 未来十年将有足够多的机会投资于 EAGLEs 经济体的基建项目。这些项目可能会是将来更紧密战略合作的良好开端。

表 6  
基础设施建设

基础设施总体		交通运输基础设施		电力和电信基础设施	
G6 国家平均值	5.83	G6 国家平均值	5.81	中国台湾	6.06
中国台湾	5.63	韩国	5.73	G6 国家平均值	5.85
韩国	5.59	中国台湾	5.19	韩国	5.44
俄罗斯	4.46	中国	4.73	俄罗斯	4.82
中国	4.44	印度	4.50	巴西	4.28
土耳其	4.21	土耳其	4.40	中国	4.14
巴西	4.02	俄罗斯	4.11	土耳其	4.02
埃及	3.97	埃及	3.97	埃及	3.97
墨西哥	3.74	墨西哥	3.96	墨西哥	3.51
印度尼西亚	3.56	印度尼西亚	3.89	印度尼西亚	3.24
印度	3.49	巴西	3.76	印度	2.49

来源: The Global Competitiveness Report 2010-2011

## 金融市场

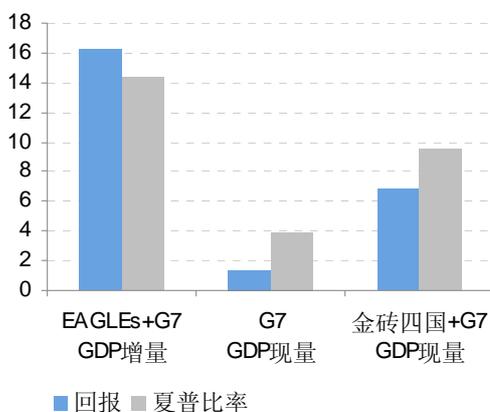
新兴市场不断增加的经济相关性导致的一个不可避免的结果是其金融资产的波动性对全球金融市场的影响日益增强。

在 2007 年和 2008 年金融危机刚开始的时候，市场参与者推测新兴市场不受发达国家经济事件影响的可能性。雷曼事件推翻了这个预测。全球贸易一体化和金融联系导致新兴市场资产价格和经济活动急剧下降。在经历新兴国家以及发达国家金融市场资产价格联动的同时，我们应该承认相对于发达国家，新兴市场对于风险认知的结构性进步更加显著。市场走势也证实了这一看法。另一方面，EAGLES 股票投资组合的风险调整回报（图 18）明显高于发达国家。此外，主权 CDS 的风险溢价中位数显然处于收敛的路径当中（图 19）。

我们认为风险认知的结构性改善是由于新兴市场基本面因素形成的。首要的因素是金融危机导致发达国家宏观经济形势持续恶化，财政方面更是如此。同时，金融危机给新兴市场带来的负面影响是短暂的，因为他们普遍实现了“强于趋势”的快速复苏。财政方面，谨慎的财政管理在遇到金融危机的时候使得负债比率处于比较适度的水平；而且，为了防止经济过热，大多数新兴市场国家已经开始逐渐地控制赤字。

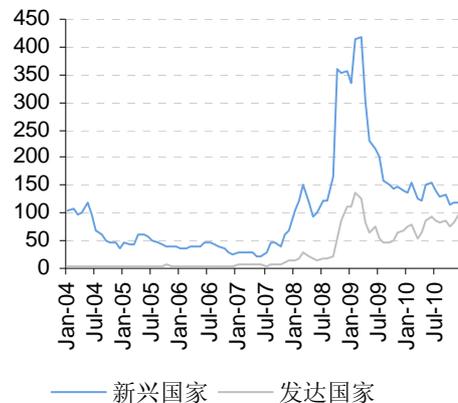
至于外部脆弱性，全球贸易复苏和日益重要的南-南贸易让经常账户状况普遍改善；在许多亚洲国家和部分拉丁美洲国家，仍然实现经常账户盈余。在下一部分我们讨论关于新兴市场风险的时候，可以找到关于这一重要发展的更多细节。总的来说，我们认为在未来 10 年，新兴市场更加稳定的宏观经济前景将是世界经济的一个持续特征。这样也将继续降低这些国家的风险水平，从而也影响到 CDS（见 BBVA 研究部最近关于新兴市场主权风险的经济观察）。事实上，投资者在评估风险溢价的时候已经从完全忽视宏观因素转变到必须考虑宏观条件。我们的主权风险模型显然已经证实了这一演化过程（图 20）。

图 18  
另类投资组合表现：回报和夏普比率



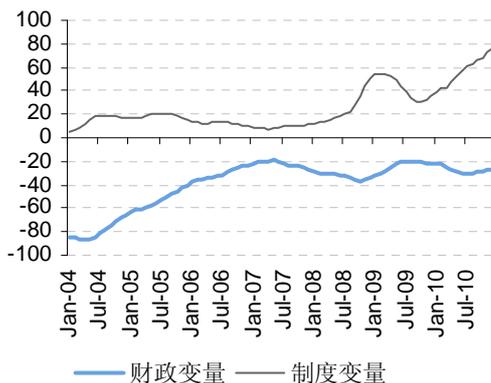
来源: BBVA Research

图 19  
主权 CDS 的平均差：新兴国家 vs 发达国家



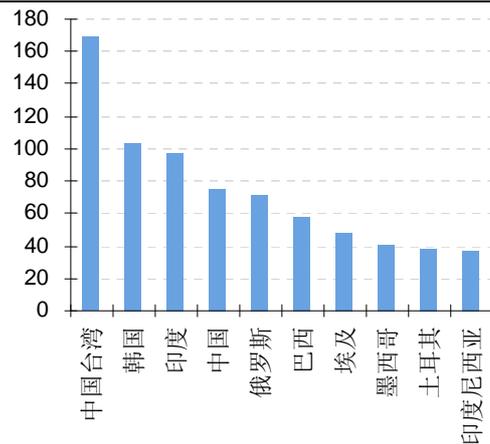
来源: BBVA Research

图 20  
中国：对 GDP 增长的贡献



预期 CDS 的一个标准差对于这两个变量的影响  
来源: BBVA Research

图 21  
市值 (相对于GDP的百分比)<sup>4</sup>



来源: BBVA Research, WDI 和 IMF

在新兴和发达市场关系的急剧变化中，我们把自己放在什么位置是十分关键的。在我们看来，可以实施一个超出标准分配策略的强大的投资方案。幸运的是，大多数 EAGLEs 国家和地区市值相对于 GDP 的比率都比较高，所以克服流动性约束的可能性也在增加（图 21）。

<sup>4</sup> 2010 年市值是根据指数回报推算而得；不包括在同一时期的新股发行。

# 风险

## 周期性波动和中期宏观经济风险

### 解读一个神话：新兴市场是否更加波动？

周期波动性是新兴市场的投资者和政策制定者一直关心的问题。但我们必须对“新兴市场时时刻刻都更加波动”这一观点表示警惕。相对于更高的平均发展速度，许多新兴市场国家的宏观波动性实际上已经低于发达国家水平。对于大多数 EAGLEs 国家而言，根据平均增长率调整的波动性已经和 G6 的情况非常相似。然而，19 世纪俄罗斯发生的剧烈经济波动以及更为重要的近期金融危机的巨大影响（同时也严重打击了墨西哥的经济）使其成为负面例子。

对于 EAGLEs 经济体而言，在相似的波动性下，预测表明表现不佳的余地似乎是足够大的。（见表 8）。举个例子，中国在未来 10 年的增长应该降到零才会被剔除 EAGLEs 的行列（也就是比 G6 对全球发展的贡献还少）。然而在俄罗斯，考虑到其更大的波动性和较小的规模，相对小的冲击就可以降低它的增长贡献而被剔除 EAGLEs。

表 7

#### 增长标准差 (相对于平均值) 1990-2010

中国	0.2
印度	0.3
埃及	0.4
中国台湾	0.6
G6 国家平均值	0.6
韩国	0.7
巴西	0.7
印度尼西亚	1.0
土耳其	1.3
墨西哥	1.3
俄罗斯	3.7

风险较高

来源: BBVA Research

表 8

#### GDP 绝对增量在 2010-2020 小于 G6 平均值的假设下，GDP 增速所降低的幅度

中国	8.7
印度	5.3
埃及	3.4
巴西	2.9
中国台湾	1.4
韩国	1.3
印度尼西亚	1.2
墨西哥	0.9
土耳其	0.7
俄罗斯	0.5

风险较高

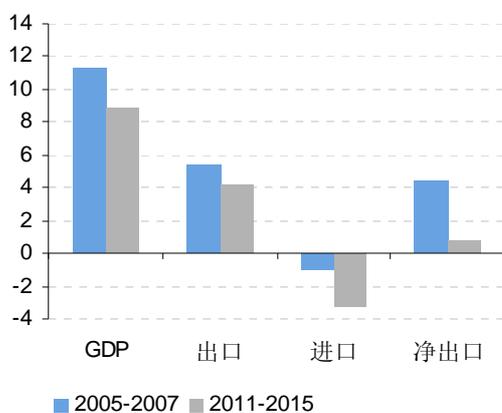
来源: BBVA Research

### 对外部需求的依赖：一个现实的评估

大多数投资者认为对外部需求的依赖是很脆弱的，因为发达国家的经济放缓会影响到他们的进口。在这个方面，我们需要强调的是，我们的预测已经包含了这么一个假设：在 EAGLEs 的发展过程中，外部需求并不那么重要。这个假设和现实是一致的，在疲软的经济形势之下，发达国家的需求已经放缓。同时，在倾向于国内需求的更为平衡的发展背景下，预计进口会有所增加，虽然这是一个循序渐进的过程。以中国为例，中国一直都处于关于全球不平衡讨论的中心；对比金融危机之前的水平，我们预计出口对增长的贡献将在 2011 年到 2015 年间减少 1/3，同期净出口会为 GDP 增长贡献 1%。

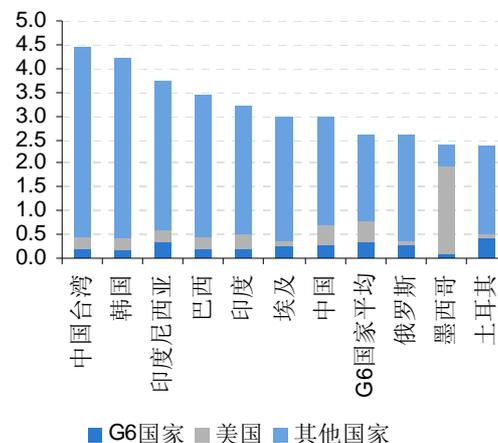
尽管如此，我们可以看到建基于南-南贸易潜在贡献的一些正在冒起的风险。南-南贸易份额的增长显示出 EAGLEs 的贸易活动变得更加平衡和持续，从而减少发达国家带来的外部冲击并能刺激内需和吸引其他新兴经济体的强劲需求。换句话说，当快速发展的 EAGLEs 国家之间的贸易变得更加频繁，他们各自的需求波动性将变得更加密切且具有自我维持的特征。考虑到他们的贸易组成和贸易伙伴的预期增长率，预计 EAGLEs 国家和地区的 GDP 增长比发达国家更高。不过应该注意的是，由于过分依靠美国经济，墨西哥的情况并不如此，而土耳其和俄罗斯也可能受到影响因为他们和欧洲联系紧密。总而言之，增长来源和 EAGLEs 贸易结构的变化（从外部需求转向依靠内需以及从南-北贸易转向南-南贸易）可能为持续的经济增长奠定一个坚实的基础。

图 22  
中国：对 GDP 增长的贡献



来源: BBVA Research

图 23  
GDP 增长预测  
(基于与出口伙伴的贸易加权)



来源: BBVA Research

对商品贸易和中国的依赖也引起了关注。总的来说，一些 EAGLES 经济体更容易受到外部冲击。由于俄罗斯对石油出口和韩国对中国的高度依赖，他们更易遭受冲击。具体而言，在对中国出口的集中度方面，大多数 EAGLES 经济体和美国以及 G7 相比没有太大差异，除了韩国（2009 年对中国的出口额占 GDP 的 10%）和台湾。此外，对商品贸易的依赖比依靠中国存在更大的风险。但是仅限于俄罗斯，其商品出口占 GDP 的 16%，在 EAGLES 国家中独占鳌头。尽管如此，只得注意的是，比起韩国和俄罗斯，澳大利亚更加依赖来自中国的需求和商品出口。

图 24  
对中国出口及商品出口：占 GDP 的百分比\*



\* 韩国和中国台湾不在此图范围内  
韩国出口至中国和其商品出口分别占 GDP 的 10% 和 3%；台湾没有数据但其出口到中国的比例非常高。  
来源: BBVA Research

### 评估国家的总体风险：一种定量方法

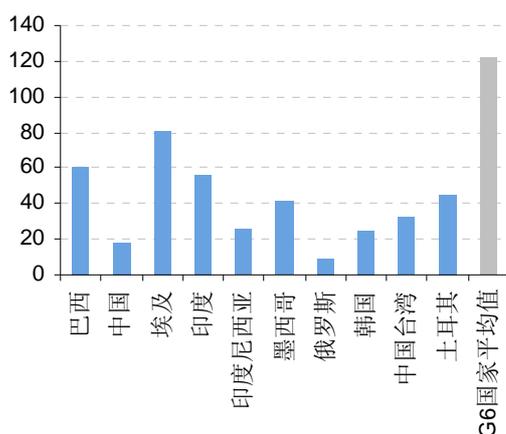
发达国家的宏观经济环境持续受到金融危机的负面影响，特别是财政方面，和金融危机对新兴市场的暂时性影响形成鲜明对比。事实是新兴市场大多数与宏观经济相关的指标都优于发达经济体(图 27)。新兴市场多年来审慎的政策管理似乎已见成效，不过它的成效有多大以及可以持续多久仍然是一个问题。

尝试来回答这个问题，我们已经设计了一个可以适应全球市场波动和分辨结构趋势的国家风险模型。这个模型尝试把每月平均信用违约掉期 (CDS) 的利差替代主权风险，从而预测任何国家过去和未来的主权风险。CDS 利差可被分解成一个同时影响各个国家的全球组成部分（例如雷曼兄弟和贝尔斯登倒闭）和关注国家风险的特殊组成部分。

这个特殊组成部分可以被分解为宏观相关因素和制度因素。具体而言，测量这一特殊风险的时候，GDP 增长率和通货膨胀率会和财政脆弱性，外部脆弱性以及体制框架的指标一起被考虑。财政脆弱性指标是指赤字和总债务，外部脆弱性指标则测量经常账户状况和对外负债。体制指标是世界银行全球治理指标(WGI)中的“法规”和“政治稳定性以及无暴力/恐怖主义”指标的平均值。

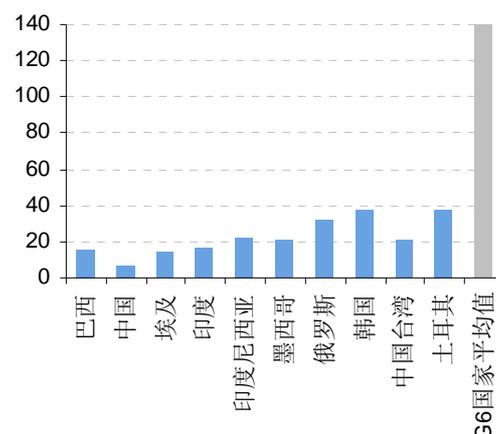
在分析 2010 年至 2015 年模型结果（体制指标除外）的时候，大多数的 EAGLEs 经济体预计将比 G7 和很多发达国家拥有更好的宏观经济状况。由于强大的财政和外部情况支持，EAGLEs 的 GDP 增长预计依然会处在一个较高的位置。考虑到土耳其和埃及相对较大的财政赤字和对外债务，他们更可能出现在这个范围里。

图 25  
公共债务占 GDP 的比例 EAGLEs vs. G6 平均值



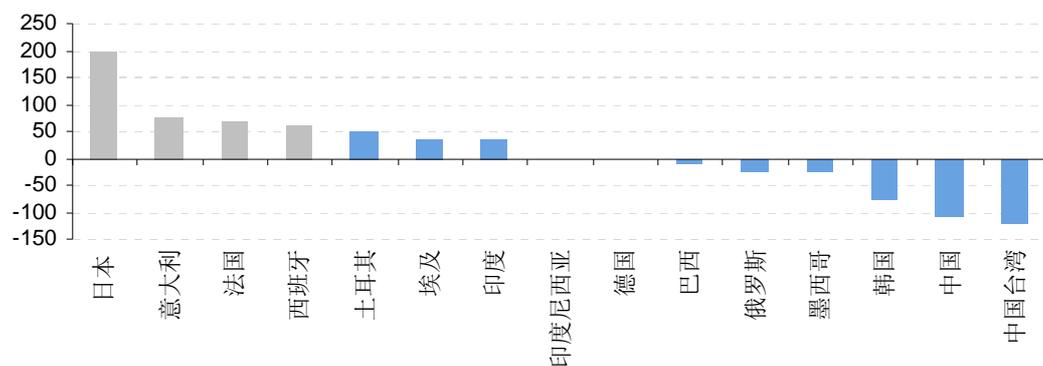
来源: BBVA Research 和 EIU

图 26  
外债占 GDP 比例 EAGLEs vs. G6 平均值



来源: BBVA Research 和 CIA 2010 yearbook

图 27  
特有的宏观风险: EAGLEs vs. 发达国家



来源: BBVA Research

### 制度上的差距是缩小了还是变大了？

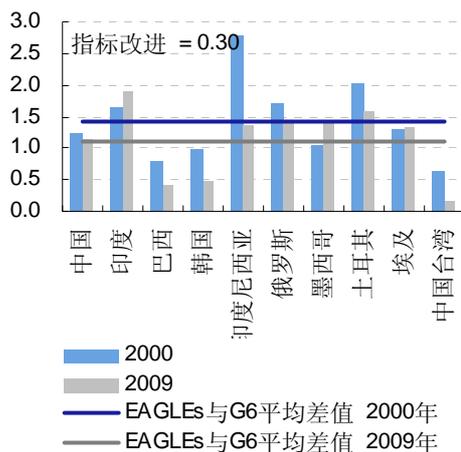
尽管宏观经济前景光明，但是制度框架的差距仍然很大，而且在经济长远发展中的重要性不容忽视。因为缺乏一个公认的方法去衡量体制水平这样一个难以判断的概念，所以它是变好了还是变差了不是一个简单的问题。

在这一部分，我们遵循惯例并坚持运用世界银行全球治理指标提供的评估框架。在总体水平上，过去十年 EAGLEs 国家和地区已经取得了明显的进步，所以在当下的 10 年，我们也有理由相信它会在制度方面有更大的提高。因此，与 EAGLEs 经济体相比，G6 国家的排名更加靠前，但是两之间的差距已经缩小。不过，这个过程会比较缓慢和错综复杂。

国家的差异是很难一概而论的。总的来说，最显著改善是政治稳定和无暴力/恐怖主义方面，G6 和 EAGLEs 的差距在过去十年缩小了 0.3（见图 28）。这反应了经济改善之后社会形势缓和的总体趋势，以及一些国家内乱已经结束。至于政府效率和监管质量指标，两者之间的差距减小了 0.22（见图 29），表明 EAGLEs 在公共服务方面和执行有效监管方面取得了很大的进步。在 EAGLEs 中，韩国和中国台湾和 G6 国家的平均水平越来越靠近。

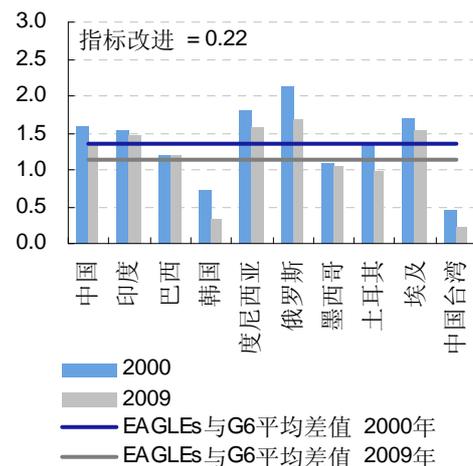
相对来说，EAGLEs 在法规指标方面的进步似乎有所不足。鉴于这一指标对更高层次发展的重要性，更多的努力应该继续优先被考虑。

图 28  
政治稳定性和无暴力/恐怖主义的差距



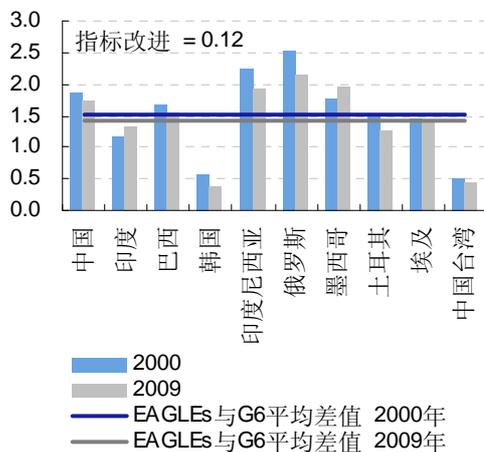
来源: BBVA Research

图 29  
政府效能和法规执行质量的差距



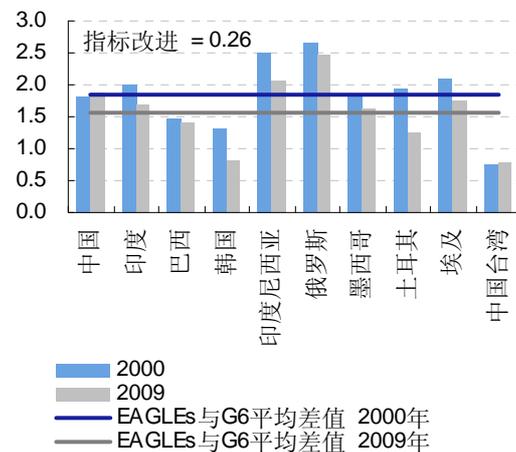
来源: BBVA Research

图 30  
法规差距



来源: BBVA Research

图 31  
控制腐败的差距



来源: BBVA Research

### 人力资本数量与质量：EAGLEs 还有多远？

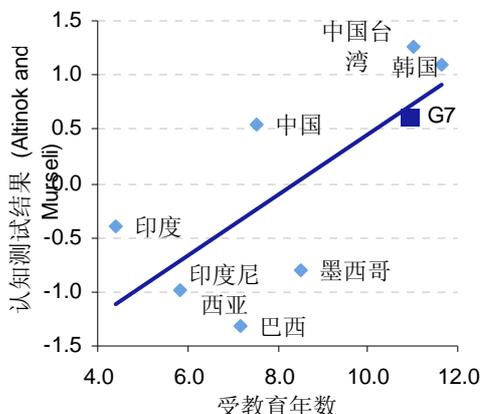
除了上面提到的制度指标，经济增长的另一个前提条件是人力资本。教育的数量和质量是十分重要的，尤其是在科技变化的过程中，教育质量更显重要。在这个方面的进步是让人振奋的，但仍然存在一些例外。

受教育的年数反应了教育的长期趋势。除了韩国和台湾—许多教育方面的统计指标已经十分接近发达经济体的水平，所有 EAGLEs 国家和地区在教育方面都有很大进步。

从质量上看，公认的测试成绩显示大多数 EAGLEs 仍然落后于 G7 经济体，不过亚洲国家的成绩已经达到了 G7 国家的水平。由于缺乏较长时期的数据和测试分数的固有波动性，要发现当中的趋势并不

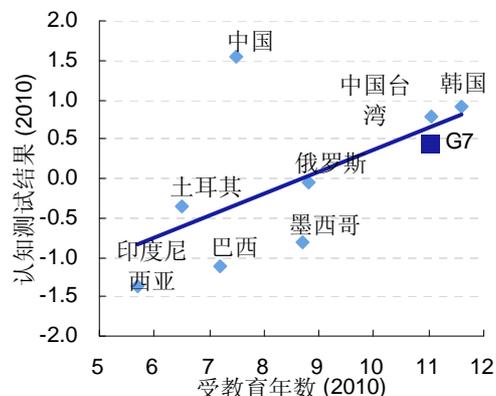
容易。不过印度尼西亚是一个负面例子（鉴于其较低的初始水平以及自 2006 年以来不太好的发展），而土耳其则表现优异。

图 32  
教育:受教育年数和认知测试结果



来源: BBVA Research

图 33  
教育:认知测试结果(PISA 2009)



来源:United Nations Development Programme (UNDP) 和 OECD Programme for International Student Assessment (PISA)

此外，2010 年发布的最新国际学生评估项目测试 PISA 调查显示（见表 9），中国内地学生是第一次参加这个调查，并在阅读，数学和科学科目上胜过其他所有国家。同时，中国台湾和韩国也是其中的佼佼者，其分数比 G7 国家高出不少（见图 33）。上述三个 EAGLEs 的亚洲国家和地区在 2009 年 PISA 调查中，数学和科学科目的平均分都处于前十名。还有，与 2006 年相比，土耳其，墨西哥以及巴西的结果进步明显。最新的结果指出大多数 EAGLEs 经济体在教育上的进步保持持续上升的趋势。

表 9  
OECD 国际学生评估项目测试：2009 年排名

2009 排名	PISA	2009 年数学与自然科学平均成绩	2006 年数学与自然科学平均成绩
1	中国-上海	587	不适用*
2	新加坡	552	不适用*
3	中国-香港	552	545
4	芬兰	547	556
5	韩国	542	535
6	日本	534	527
7	中国台湾	532	541
8	列支敦士登	528	524
9	加拿大	528	531
10	新西兰	526	526
16	德国	517	510
19	英国	503	505
25	法国	498	495
29	美国	495	482
36	意大利	486	469
39	俄罗斯	473	478
43	土耳其	450	424
50	墨西哥	417	408
56	巴西	396	380
61	印度尼西亚	377	392

\*中国大陆与新加坡均为 2009 年第一次参加 PISA 国际学生评估项目测试  
来源: BBVA Research 和 OECD Programme for International Student Assessment (PISA)

## 风险记分卡

为了对 EAGLEs 经济体提供一个更加客观的风险评估，根据一些关键的宏观经济以及制度上的变量来评估他们的薄弱环节是比较有用的方法。这是一个尝试性的方法，因为比较风险是一件十分艰难的事情。不过，它为比较风险提高了一个非常有用的清单。

### 风险因素 No. 1) 我们的预测太乐观？

我们并不这样认为，不过应该有一个量化的方法来衡量。一个有用的比较是将 2005-2007 年经济快速增长时期的 GDP 增长和 2010-2020 预测的数据做比较。根据这一方法，我们对巴西和埃及的增长率做了向下调整，在未来几年里，这两个国家对负面影响更加敏感。我们认为，埃及遭受的金融危机影响和同期巴西的增长放缓都验证了我们结论。

### 风险因素 No. 2) 全球经济的短期冲击对国家有多大的影响？

这是一个多维度的问题，让我们来看看三个不同的脆弱性指标。

第一，我们分析外部需求对 GDP 增长的贡献。我们认为，中国和中国台湾在这方面表现突出，因为外部需求对其内部需求的发展有重要的作用。

第二个脆弱性和贸易伙伴的低增长有关，这个会严重拖后新兴市场的发展。由于与美国，欧洲的紧密联系，墨西哥，土耳其和俄罗斯的发展受到了其贸易伙伴低迷经济增长的影响。

最后，我们可以通过研究商品价格波动和中国经济放缓来判断脆弱性。俄罗斯和印尼在这两方面都受到较大影响。不过，韩国和台湾仅仅因其与中国的关系而遭受冲击。

### 风险因素 No. 3) 短期的宏观经济风险？

为了回答这个问题，我们运用了第二部分关于主权风险模型的结果。即使印度和埃及和 G7（平均值）相比更有优势，但是由于他们外部和财政失衡，所以很容易受到影响。

### 风险因素 No. 4) 长期持续增长模型？

长期增长预测的风险可以用三个变量来量化。首先，人口增长作为潜在 GDP 预测的重要组成部分，就让我们来看看人口增长较慢的国家。韩国，俄罗斯和中国台湾预计将是人口增长率最低的经济体，他们的经济增长更易受到影响。

第二点，我们来看看解释潜在增长的要素生产率指标。要素生产率对增长的贡献越多，就说明增长越容易受到冲击，因为来自要素生产率的增长是较难理解和预测的。俄罗斯和巴西的要素生产率的贡献较大，所以他们的表现会更不稳定。

最后，我们考虑制度方面的绝对水平，并用来衡量制度不稳定和潜在的改革失败等因素带来的风险。在我们考虑的大部分指标当中，俄罗斯和墨西哥落后于其他 EAGLEs 国家和地区。

表 10

### EAGLEs 国家和地区的脆弱性测试

简单的方法: 计算在任何变量中被列为较有风险的次数			结果		
标准	合理范围	面临风险的经济体	国家	易受影响的方面	总计
2010-2020年预测和金融危机发生前的比较	越高, 表明越乐观	埃及, 巴西	中国	外部需求的倚重	1
外部需求			印度	宏观经济层面的不平衡	1
来自于净出口的贡献	越高, 表明越乐观	中国, 台湾	巴西	乐观的经济增速预期, 较高的主要要素生产率	2
贸易伙伴国的经济增长	越低, 表明越缺乏活力	墨西哥, 土耳其	韩国	人口低增长, 对中国的高度倚赖	2
对中国总出口及对世界商品出口比重	越高, 表明依赖性越强	台湾, 俄罗斯, 印度尼西亚, 韩国	印度尼西亚	对中国及商品出口的倚赖	1
宏观经济风险	越高, 表明越不平衡	埃及, 印度	俄罗斯	对中国及商品出口的倚赖, 人口低增长, 体制指标	4
增长模型			墨西哥	贸易伙伴国的经济低增长, 体制指标	2
人口增速	越低, 表明有萧条的风险	俄罗斯, 韩国, 台湾	土耳其	贸易伙伴国的经济低增长	1
全要素生产率的变化	越高, 表明越乐观	俄罗斯, 巴西	埃及	乐观的经济增速预期, 宏观经济层面的不平衡	2
体制	越低, 表明不确定性越高	俄罗斯, 墨西哥	台湾	外部需求的倚重, 对中国出口的倚赖, 以及人口低增长	3

来源: BBVA Research (2010年11月预测)

## 综合考虑上述风险因素

不同的投资者对风险的认识会有所不同，这取决于投资期限和所关注的领域。因此，不同风险所占比重并不是那么容易得到的，我们选择把脆弱性指标简单加总（例如，对于上述的每一种风险因素，将辨识出两个最具风险的国家）。当结果非常接近的时候，我们把名单扩大到第三个国家（表10）。总的说来，我们考虑的所有国家，特别是亚洲国家和地区，只与一或两个脆弱性有关，大部分是对外界依赖有关的，特别是对中国的依赖。另一方面，因为缺少多元化发展（生产和出口主要集中在大宗商品上）以及对中国的依赖和较低的人口增长，还有不完善的制度建设，俄罗斯会是最脆弱的一个经济体。因此俄罗斯也是 EAGLEs 里最有风险的一个。

## 结束语

世界正越来越认识到新兴市场的重要性，这一认识意义非凡。

在这个阶段，经济方面的发展是最容易被注意到的。事实上，经济活动越来越集中在新兴市场，特别是 EAGLEs（如果我们关注新的经济增长的话）。一段时间之后，从绝对规模上讲新兴市场会超越发达国家，不过要想预测到这个趋势的投资者应该提前行动起来。我们认为，无论是公司策略还是组合投资，现在都存在很强的动机来调整策略，即使这样存在一定风险。此外，正如我们所言，在大多数情况下这些风险主要和不确定性的世界相关，而不像老话说的“新兴市场风险更大”。

除此之外，在全球范围内，还有其他十分重要但难以预测的变化。主要经济体之间的国际格局就是其中一个方面。国际关系将于何时、如何发展来适应这个新的经济情况仍然未知，不过这些变化是不可避免的。从更深层次来讲，不同社会之间的合作在科技发展中经历着巨大的转变，并且在各种挑战中加速前进。最后，我们希望我们首先提出的关于 EAGLEs 的概念能为将来的发展道路提供有用的踏脚石。

## 参考资料：

Garcia-Herrero Alicia, Daniel Navia and Mario Nigrinis. BBVA EAGLES. Cross-Country Emerging Market Analysis. 15-11-2010.

Jim O'Neill. Building Better Global Economic BRICs. Global Economics Paper No: 66. Goldman Sachs. 30-11-2001.

Dominic Wilson and Roopa Purushothaman. Dreaming With BRICs: The Path to 2050. Global Economics Paper No: 99. Goldman Sachs. 01-10-2003.

Dominic Wilson and Anna Stupnytska. The N-11: More Than an Acronym. Global Economics Paper No: 153. Goldman Sachs. 28-03-2007

The Economist. World economy: Beyond BRICS. CIVETS. The Economic Intelligence Unit. 23-07-2010.

The Economist. Another BRIC in the wall: The perils of overestimating emerging markets. 21-04-2008.

William Pesek Jr. South Korea, Another 'BRIC' in Global Wall. Bloomberg. 08-12-2005.

The Economist. Land of promise: Brazil is big, democratic, stable and rich in resources, says Brooke Unger (interviewed here). So why is it not doing a lot better? 12-04-2007.

James Dunn. Emerging markets put China, India in the shade. The Australian. 27-08-2008.

The Star. Study: Energy-rich Arab countries are next emerging market. 23-02-2007. Elections Meter. BRIC. 25-03-2009.

Beth Kowitz. For Mr. BRIC, nations meeting a Milestone: Goldman Sachs chief economist Jim O'Neill coined the term, but couldn't have imagined its impact. CNN Money. 17-06-2009.

China Martens. IBM Targets Russian Developers: Could overtake India, China in number of developers, says senior executive. Russoft. 11-02-2006.

Rafael Doménech, Ángel Estrada and Luis González-Calbet. Potential Growth and Business Cycle in the Spanish Economy: Implications for Fiscal Policy. International Economics Institute, University of Valencia Working Paper. 11-2007.

Elhanan Helpman, Marc J. Melitz, and Stephen R. Yeaple. Export Versus FDI with Heterogeneous Firms. American Economic Review. 03-2004.

Rafael Rob and Nikolaos Vettas. Foreign Direct Investment and Exports with Growing Demand. Review of Economic Studies. 07-2003.

## 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/CorporateGovernance](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

**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

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.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Spain and Europe:  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

Spain  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@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

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@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Peru  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.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