

经济展望

巴西

2011 年第 3 季度

经济分析

- 国内需求强劲，尽管政府实施货币紧缩政策但通胀前景仍趋恶化，使得巴西经济前景不如之前乐观。
- 经济将继续放缓，不过增长依然强劲，实际GDP仍高于潜在产出。今年GDP预计增长4.0%，2012年则将略微提高。
- 通胀很快会见顶，并预计在今年年底之前开始趋缓。尽管如此，也与我们所预期的不同，在2012年年底之前通胀并不能汇集于目标区间。
- 货币政策将肩负在驱动经济增长和通胀降温之间的权衡取舍。财政政策为反周期效应提供额外支持的空间非常有限。
- 宏观环境会对外汇施加压力，使得经常帐目赤字上升并增加了贸易竞争力方面的问题。它亦会使信贷市场过度活跃。
- 我们预计这些国内的经济扭曲现象仍在控制范围之内。主要风险来自欧洲地区形势的恶化。

目录

1. 全球展望：未来经济前景以政治因素为中心	3
2. 经济活动正在放缓，但GDP仍然高于潜在产出	4
3. 通胀将趋缓，但在2013年前不会汇集于官方目标区间	6
4. 货币政策将肩负控制国内需求和通胀水平的重任	7
5. 累积的经济扭曲	8
6. 经济的主要风险并不来自本地，而源于欧洲形势的潜在恶化	11
7. 附表	12

截稿日期：2011年8月2日

1. 全球展望：未来经济前景以政治因素为中心

在上半年经历了经济疲软之后，全球经济将会继续强劲增长

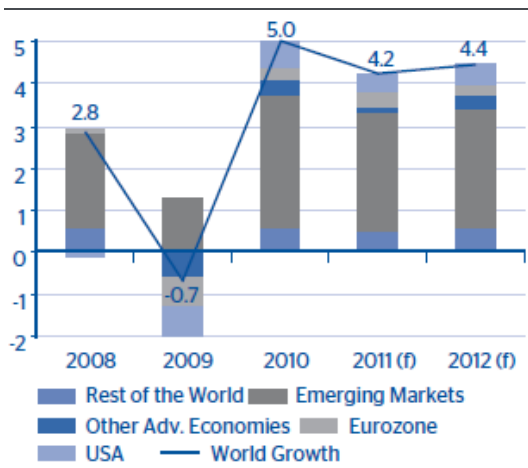
全球经济增长在上半年出现了轻微放缓的迹象，在美国尤为明显，新兴经济体同样也出现了放缓的情况。不过经济放缓主要受到短期暂时性因素的影响（高油价，日本供应链中断和不利的天气），全球经济在未来会以稳健的速度增长，预计2011年和2012年增长率分别为4.2%和4.4%（图1）。

然而，现今面临的风险主要是经济发展的下行风险。尽管石油价格停止攀升以及国际供应链的恢复使美国经济活动重回轨道，但在后金融危机时代有着高度杠杆化的消费者，经济复苏依然脆弱并且容易再次陷入危机。最近美国疲软的经济提醒了我们，这样的情况可能削弱了消费者和生产者的信心。

在欧洲和美国，财政赤字是政策制定者面临的一个很大难题。由于债务如何偿还的问题还没有得到解决，主权债务危机在欧洲愈演愈烈(图2)。市场风险正转化为系统风险。市场压力逐步从希腊、葡萄牙和爱尔兰扩散到西班牙、意大利和比利时。虽然美国的债务偿还能力是无需质疑的，不过美国面临短时间内需要大幅度调整债务的挑战，同时面临着如何通过政治谈判来解决这些短期问题，而非提出一个长期的综合的解决方案。这加大了美国长期国债收益率突然飙升的概率。

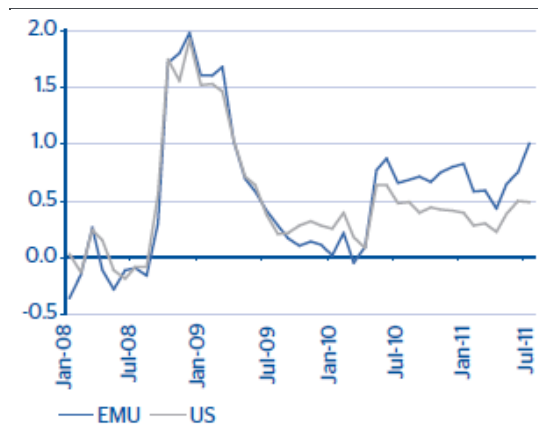
最后在新兴市场方面，亚洲和拉丁美洲的紧缩政策持续减缓了快速增长的经济使经济过热的担忧有所缓解，尽管大部分财政政策依然适度，货币当局的负担仍然过重，同时为这些经济体依然存在的外汇升值问题而担心。

图 1
全球GDP增长及各区域贡献



来源：BBVA 研究部和 IMF

图 2
BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究部

是时候要考虑通过大胆的政治行动来解决欧债问题

最近几周来自金融市场的压力使得欧债问题扩散到西班牙和意大利，加大了危机变成全欧洲系统性风险的机会（使得风险扩散超出欧洲范围）。推迟为救助希腊提供资金和坚持让私营部门承担一定的成本，以及没有一个清晰的能从根本上解决希腊债务问题的方案共同造成了这样的局面。在解决希腊问题上犹豫不决使得危机扩散至一些原本没有主权问题的国家（如西班牙和意大利）以及整个欧洲金融业。危机的扩散使得整个欧洲的流动性越来越差。

在这样的情况下，7月21日欧盟峰会上，各国决定一起解决流动性和主权危机的问题。针对前者，欧洲各国决定改善欧洲金融稳定机构（EFSF），先为陷入困境并有偿债能力的国家提供贷款（有如国际货币基金组织提供的灵活信贷额度，可以在二级市场上买入主权债）。针对主权危机，峰会放松了为希腊发放贷款的条件（其它国家也适用）。峰会就通过回购和债务交换减少私营部门持有希腊债务净现值的21%的方案达成了一致。

这些措施在解决欧洲金融危机的正确道路上无疑迈出了一大步，甚至是不可预料的。即使这样欧洲也还没有完全走出困境，这些措施的推出只是轻微降低了欧洲一些国家的风险溢价。除了7月21日峰会推出的措施外，分别还有四条行动主线。首先，欧洲还需要扩大欧洲金融稳定机构（EFSF）并预先提供资金。第二，欧洲各国需要努力达成一个紧密的财政联盟，直到引入欧洲债券，连同财政规则和国家预算的严密控制。第三，推进经济改革。第四，推出一个更明确的由欧盟授权的旨在解决希腊债务和主权危机的方案。

在这四步还未得以实施之前，欧洲依然面临着主权债利差升高的风险（不仅是欧洲外围国家）以及在一段时间之后需要更大一次的债务调整。与此同时，欧洲将继续受到由于改革软化或救助匮乏而导致的混乱的债务调整的“意外事故”的支配，这将为全球带来冲击。

美国财政整顿的焦点依然在政治因素上

在美国，两党就两种相对的财政消减方案展开了激烈的争论，不过到目前为止美国利率并没有因此被推高。这代表着市场认为为了避免违约，债务上限最终会被提高。但是一味地提高债务上限而不致力于制定一个长期的解决债务的方案并不能从根本上解决问题。这样看来风险依然存在，正如欧洲的情况，不停地将问题推延而不解决。将债务推后到2012年选举后，这样可能会推高美国的长期利率。

在拉丁美洲的许多国家，政治因素也是经济发展前景的关键

在拉丁美洲，许多国家未来的表现也面临着来自政坛产生的不确定性。在某些情况下这些不确定性是因为一些国家的治理水平相对较弱，大规模的抗议活动和对政府腐败的指控。在其它情况下，这些不确定性是因为最近政府的一些变化产生或者由于选举带来的不确定性。尽管选举周期对经济周期的影响已经没有上一个十年那么大，但至关重要的一点是，资本是不会被偏离了持续不断的经济改革的广泛政策改变所浪费的。

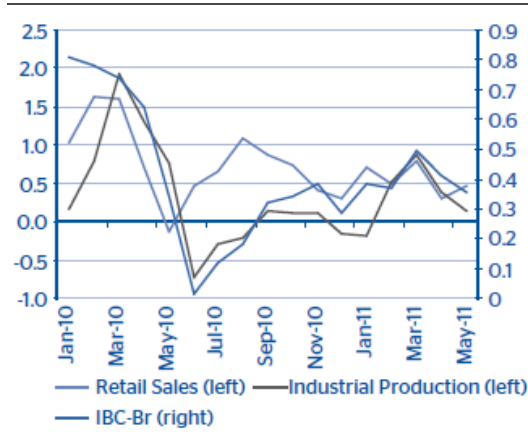
对新兴经济体经济过热的担忧有所缓解，但是全球复苏的风险以及货币升值等因素或将使得紧缩措施更为谨慎

虽然新兴市场国家和地区经济过热的风险依然存在，但是总的来说，在持续紧缩的政策和物价上涨以及日本地震带来的冲击之下，经济过热的风险有所减缓。特别值得一提的是，二季度经济数据显示中国经济的增长正在放缓，硬着陆的风险有所降低，经济仍然朝着软着陆的轨道上。不过，通胀问题在新兴经济体中仍值得关注，特别是在决策制定者们过于担心全球经济放缓和货币过度升值等情况下，可能会使他们面临落后于形势的风险。

2. 经济活动正在放缓，但 GDP 仍然高于潜在产出

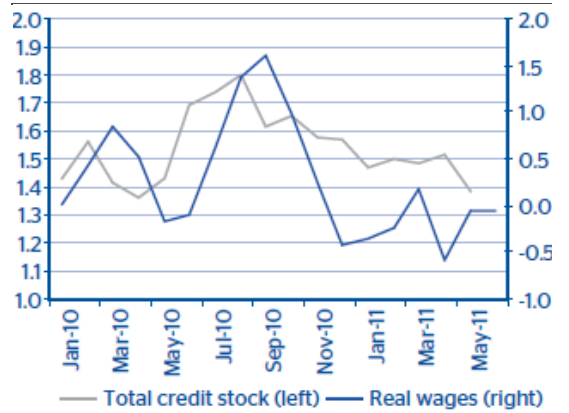
越来越多的证据都显示经济活动正在放缓。高频指标例如零售销售额，工业产值以及央行经济活动指标（IBC-Br）的增速都低于2010年。今年二季度数据显示这些指标的增速都低于第一季度（图3）。同时，就业及信贷市场的近期表现都支持了经济正在放缓的观点。实际工资的增长相比过去并不显著，信贷自2010年底以来增速减慢（图4）。

图3
零售销售额，工业产值及经济活动指标
(三个月平均值；%月环比；经季节调整)



来源：巴西央行及巴西统计局

图4
实际工资和信贷累积
(三个月平均值；%月环比；经季节调整)

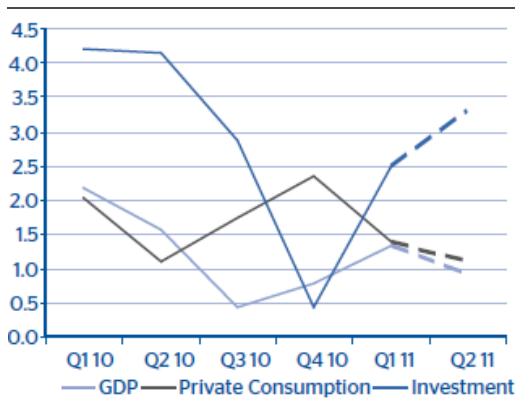


来源：巴西央行，巴西统计局及BBVA 研究部

与这个证据相一致，我们预计第二季度GDP增长在0.9%左右（季度环比），低于第一季度的1.3%，也低于2010年间1.25%的季度平均增长值（见图5）。我们预计今年下半年每个季度的经济增长会维持在1.0%左右，所以2011全年GDP增长将在4.0%水平左右。

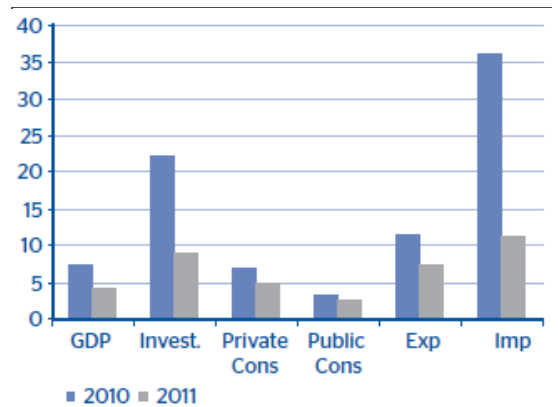
内需减弱会降低经济增长速度。去年平均每季增长1.75%以及今年第一季度达到按季环比增长1.4%之后，内需在今年平均每季环比增速将达到1.2%。我们发现个人消费相比投资有更多的空间放缓，这也是反周期政策主要关注的焦点。更确切地说，我们预计在未来几个季度，个人消费的增速将略低于0.8%（季度环比），而2010年的平均扩张速度为1.8%（第一季度1.4%）。另一方面，投资增长在未来几个季度为3.0%（季度环比）左右，与2010年的增长率相差不大（2.9%季度环比）。总而言之，我们预计今年个人消费及投资会分别增长4.9%及8.9%。此外，政府消费会在今年增长2.6%。进口由于受到充满活力的内需及汇率升值的推动，在今年会扩张11.3%，超过了出口的速度（出口在今年会增长7.3%左右），尽管出口增长会受到高商品价格的支持（图6）。

图5
GDP, 个人消费和投资（%季度环比）



来源：巴西央行及巴西统计局

图6
GDP增长组成



来源：巴西央行，巴西统计局及BBVA 研究部

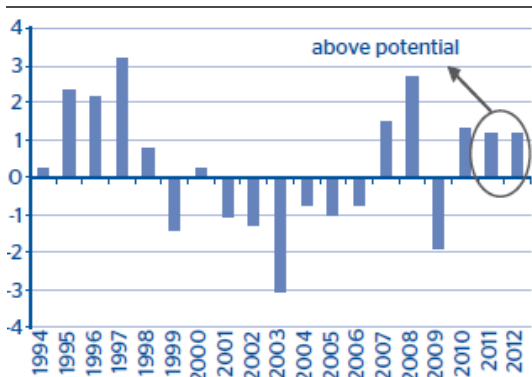
尽管很多明确的迹象显示经济在放缓，不过正如我们所预料的，放缓不足以保证产出缺口能很快闭合。

根据我们的评估，今年年底之前实际GDP会高于潜在产出达1.1%左右。今年年底产出缺口闭合将需要每年略低于3.0%的增速，这几乎不可能达到。另外，下一年3.0%的增长可以保证产出缺口闭合，不过我们认为这种幅度的增长是不可能达到的，特别是在明年年初政府会将最低工资在名义上上调12%左右，由于基础建设支出（包括与体育赛事机构相关的建设），以及由于失业率低于均衡水平劳动力市场依然保持强劲（图8），公共投资依然十分高。

尽管产出缺口将为正，我们预计其是有限的（图7）。

图7

产出缺口 (%)



来源：BBVA 研究部

图8

失业率 (%)



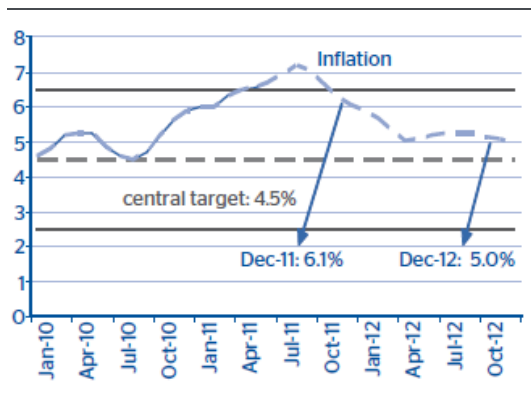
来源：巴西统计局及 BBVA 研究部

3. 通胀将趋缓，但在 2013 年前不会汇集于官方目标区间

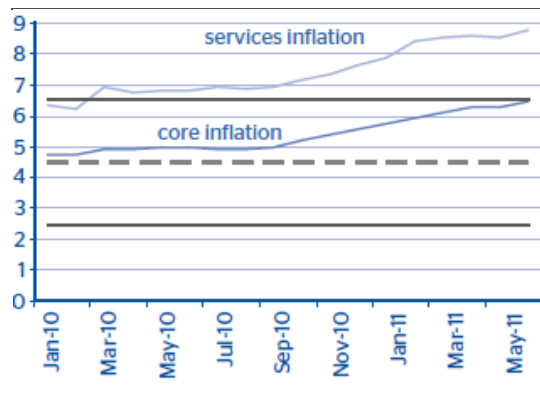
通胀呈上升趋势并在7月达到6.7%的按年同比增速。这高于目标系统的上限（6.5%同比）。这也是2005年6月以来的最高值。尽管全球市场商品价格上涨以及部份国内供应的冲击有助于解释自2010年底以来所观察到的上升趋势，强劲的内需仍是推动高通胀的最重要因素。这可以从与内需关系最紧密的产品的价格分析看出。举例来说，服务业通胀目前为8.7%同比，为十多年来最高水平。核心通胀水平也支持这点：中央银行录得核心通胀平均值在6月达到同比增长6.5%的水平。

展望未来我们可以看到通胀下降的空间。这个观点背后的事实是9月开始通胀会得益于2010年最后4个月的高基数效应（平均按月环比0.84%），这远远高于我们对今年最后4个月的预测（平均按月环比0.45%）。除统计效应以外，国内价格会受到货币紧缩政策及宏观审慎措施的影响。发达国家经济活动的负面影响应该会阻止商品价格的显著增长，这也为通胀提供了一些下行空间。最后，通胀可以得益于汇率的升值，尽管我们并不期待其效果显著。

今年下半年通胀会放缓，不过会受到劳动力市场持续过度活跃的限制。因此，我们预计通胀在2011年底会接近6.1%的同比增速，稍稍高于我们几个月之前的预测。

图9
通胀率 (%同比)

来源: 巴西统计局及 BBVA 研究部

图10
核心及服务业通胀 (%同比)

来源: 巴西央行

尽管考虑到增加最低工资所带来的负面影响（包括直接及间接的影响，因为最低工资通常是工资谈判的重要基准），我们仍预计通胀放缓会持续到明年。无论如何，我们不期待通胀会在2012年达到4.5%的目标。实际上我们向上修正了对2012年底的通胀预测（同比增长5.0%），在2013年之前都不会汇集于官方目标区间。

4. 货币政策将肩负控制国内需求和通胀水平的重任

在2010年下半年，当经济增长过热迹象已十分明显以及万众瞩目的选举拉开帷幕，中央银行停止了上调SELIC基准利率的行动，政府同时也在实施宽松的财政政策。当通胀已经接近6.0%且关注的主要焦点似乎已经转向了汇率时，卢拉政府在最后阶段所采取的唯一措施是增加银行储备金及资本充足率。

不过政府面对经济增长过快的反应显得有些迟缓。从今年年初至今央行将基准利率提高了175个基点至12.50%。货币政策的收紧伴随着减少财政支出和众多宏观调控措施，最近的一次是调高了以工资单为担保的到期日超过36个月的信用贷款的风险权重因素，目的在于缓和消费者信贷水平。

在内需依然强劲，通胀仍具挑战的情况下，我们预计政府还将采取更多的反周期措施。不过我们认为通过更多财政手段调节的空间受到限制。最近政治动荡使政府面临与国会谈判时需要公共开支削减中极高的政治成本的问题。除此之外，强调政府需要使用公共开支来推动国家发展同样解释了政府在采用更加紧缩的财政政策时遇到的一些阻碍。

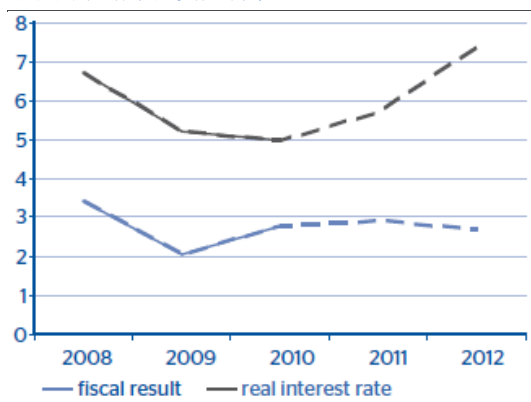
尽管回旋的余地有限，我们认为政府会在年初宣布削减计划。公众收入的良好表现与活跃的内需密切相关，这将保证公共部门将达到今年1190亿雷亚尔（约占GDP的2.9%）的基本盈余的目标。不过在明年，由于内需的放缓和特别是对最低工资的调整¹，政府将很难达到占GDP的3.1%之基本盈余目标。所以通过财政政策来实现带动内需和降低通胀的空间十分有限。除此之外我们认为通过巴西国家开发银行行使公共信贷急剧缓和的可能性也不大。

¹ 2012年最低工资调整预计将公共支出占GDP比重推高约0.5%左右。

这样给过快发展的经济降温的主要重担就落在了货币政策上（图11）。虽然最近中央银行表示目前的货币紧缩周期已经接近尾声，也为在8月尾举行的下一次货币政策会议上保持基准利率不变的政策敞开大门，我们仍然期待货币当局能上调基准利率25个基点至12.75%并在一段时间之内维持这个水平不变。如图12所示，这意味着2012年基准利率的平均值会高于我们的预期，同时也高于近几年的水平。更具体来讲，我们提高了2012年基准利率平均值的预测，从之前的12.0%提高至12.6%，这将使2012年的平均利率达到2006年以来的最高值。除此以外，我们认为在今年余下时间以及2012年推出额外的宏观调控措施的几率非常高。

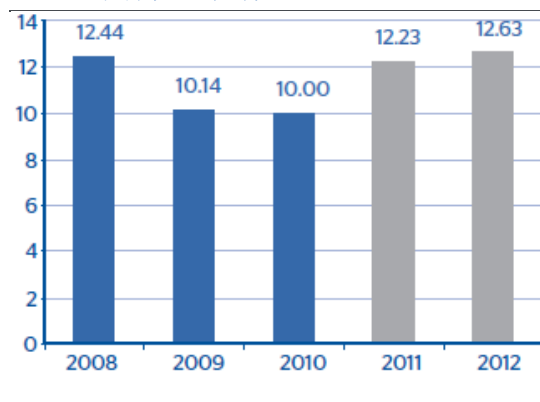
通过最近与货币当局的沟通，证实了和前几届央行相比，现届央行的董事会较为温和派。不过我们并不期待这届央行能过度容忍通胀或能优先考虑汇率问题。事实上，我们相信在经济未按预期般放缓时，任何对于风险情景下实施的相关额外措施将集中于提高SELIC基准利率，而实际上这将使得基准利率将在这届政府任期间达到国际水平的观点（也包括我们的基准情景预测）受挫。

图11
最初财政结果及实际利率（%）



来源：巴西统计局及BBVA研究部

图12
SELIC基准利率（%平均值）



来源：巴西央行

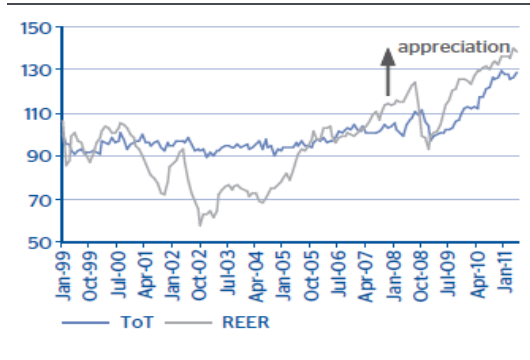
5. 累积的经济扭曲

一个经济体超负荷运转同时一系列反周期措施集中于将利率推至特别高的水平，这些都为经济发展创造了一个扭曲的环境，特别是在发达国家经济十分脆弱的时候。这种环境，结合我们对巴西的基本假设情景，会使得汇率出现过度升值，对外账户出现恶化，失去国际竞争力并对公共账户不利，特别是像巴西这样的公共部门利息支出特别显著的国家。

这样的环境对信贷市场的影响还不明确，由于高利率和强劲的内需在借贷上有着相对立的影响。总的结果可能要取决于央行采取措施减缓信贷增长和防止泡沫形成的能力。

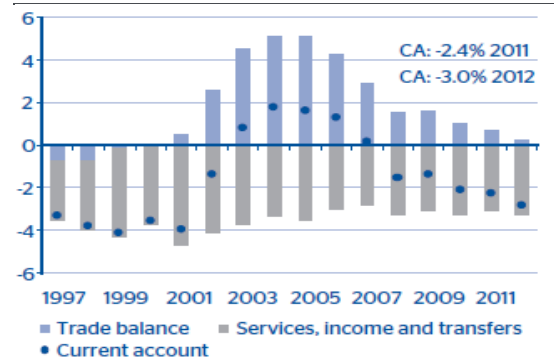
就汇率而言，升值压力来自高利率，经济的持续增长受到了贸易条件（进出口交换比率）的巩固，实际上这个比率现在已经比历史平均水平高出了41%（见图13）。因此我们预计雷亚尔在短期内会保持在高位，特别是在今年之内会保持在1.50-1.60这个区间内。为防止雷亚尔进一步升值而采取了更多措施，如最近公布在衍生品市场引入IOF（金融活动税），给经济降温并向下修正贸易比率，为能阻止雷亚尔在今年内更激烈的升值，并推动雷亚尔的名义汇率在2012年轻微贬值。

图13
实际有效汇率和贸易条件
(指数: 2005平均=100)



来源: IPEADATA 和巴西央行

图14
经常账户 (占GDP百分比)

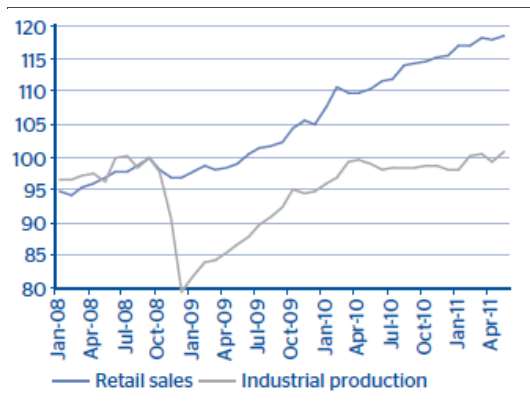


来源: 巴西央行和 BBVA 研究部

现在的情况会使得经常帐户恶化。然而在这样的情况下，对极高的贸易条件影响将为正面。这实际上会使得常账户赤字由2010年年底占GDP的2.3%降低至2.2%，而不是像年初预计的那样会飙升至3.0%。在未来我们预计巴西进出口交换比率会在商品价格小幅回落之后逐步下降，但下降幅度仍是有限的。这符合我们之前的预期，经常帐户赤字会再一次开始呈上升趋势并在明年接近3.0%的水平。

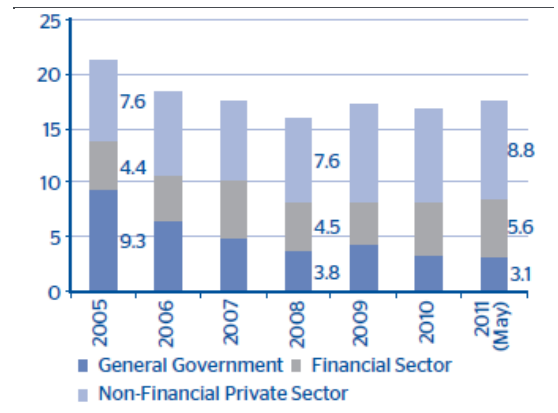
由当前的宏观环境带来的显著的经济扭曲中，巴西企业面临竞争力的问题，特别是在工业部门。如图15所示，经济的供给方远远落后于需求方。为给生产部门提供支持，政府可能会很快出台一系列产业政策措施，不过如果这样做又会为经济强加额外的财政负担。

图15
零售销售额和工业产值 (指数: 2008年9月=100)



来源: 巴西统计局

图16
外债总额 (占GDP百分比)



来源: 巴西央行

财政账户也未能完全不受到当前宏观环境的影响：更高的基准利率意味着更高的债息。在2011年和2012年，这些支出会占到GDP的5.5%左右并将抬高公共部门的总财政赤字，在今年和明年将分别达到GDP的2.6%和2.8%水平，尽管初步的预期曾为盈余。

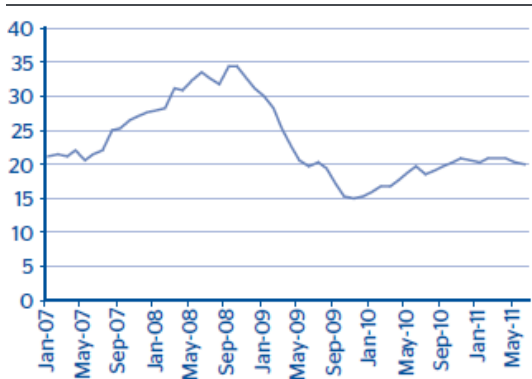
最后，现时的经济环境会鼓励代理商在海外举债。现在的外债水平并不十分高（见图16），不过对私营部门的外债增长显著有所担忧。除此之外，私营部门对抗雷亚尔强劲贬值的缓冲能力并没有公共部门强，因为公共部门拥有占GDP约13%的国际储备。

海外举债的不断增长实际上是巴西信贷市场迅速扩张的其中一个原因。然而，外汇风险的扭曲是有限的，由于外债仅代表了银行债务的一小部分（5月为4.8%），并且在央行为短期外部银行资金引入了税收之后（短期外部银行债务由2010年9月的55%减少至今年5月的35%）债务的到期日延长了。

尽管外部资金的影响十分有限，但对信贷市场的强劲增长（六月同比增长20%）也有了重要的担心。整体信贷规模达到了GDP的47%而在2005年底仅有25%²。贷款与存款比率最近爬升至1.5，明显高于1997-2008年这段时期市场观察的平均值1.17（见图18）。

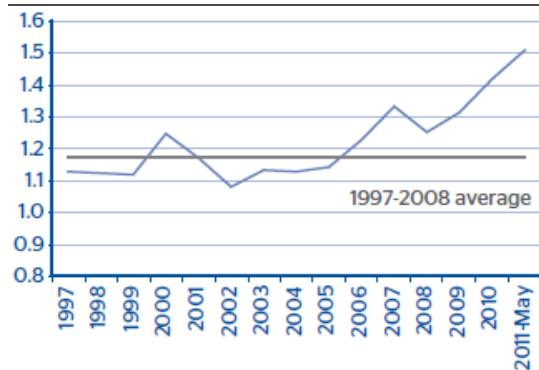
分开来看，房地产信贷规模现正以48%的同比速度在增长，而消费和企业信贷分别以18%和19%的同比速度在增长。虽然房地产信贷增速远远快于消费和企业信贷扩张速度，但现在对信贷市场的担忧主要来自消费部门，因为这个部门中不良贷款和抵押贷款批准率都是最高的。家庭负债率由2005年底占净收入的23%增至现在的37%，这个数据加剧了对这一部分信贷增长的担忧³。

图17
信贷（%同比）



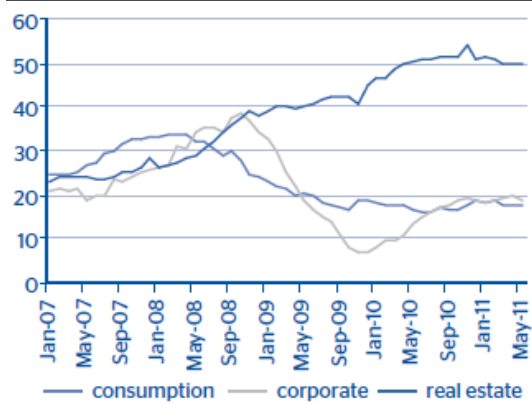
来源: 巴西央行

图18
贷款 / 存款比率



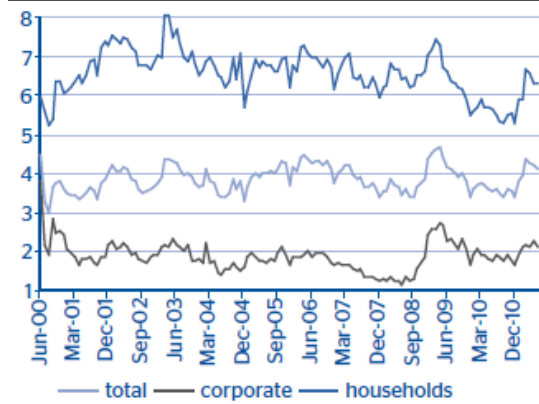
来源: 巴西央行和 BBVA 研究部

图19
分部门信贷（%同比）



来源: 巴西央行

图20
违约率（15至90日之间）



来源: 巴西央行

²根据世界银行的数据，2009年信贷占GDP的比率在墨西哥达到23%，土耳其为37%，拉丁美洲为41%，俄罗斯为45%，印度为47%，中国为127%，欧元区为133%，美国为203%。

³债务负担：意大利88%，德国99%，美国104%，英国171%。

自2010年底央行已经开始采取措施减缓信贷规模扩张，特别是消费信贷的增长。在这些措施的实施之下，最近的信贷增长有所放缓。然而，为保持经济扭曲处于控制之下，信贷市场还需更进一步显著的放缓，央行可能还需要更多的宏观审慎政策来控制信贷增长。无论如何，巴西银行的高度资本化（平均17%）和相当较低的不良贷款率（见图20）在一定程度上帮助减轻了对信贷泡沫形成的担忧。

6. 经济的主要风险并不来自本地，而源于欧洲形势的潜在恶化

尽管现在的宏观环境将造成一定的经济扭曲现象，不过我们预计由此产生出的问题将处于控制范围之内。换句话说，我们认为经济扭曲造成巴西市场动荡和导致巴西经济脱轨的风险十分有限。

巴西经济当下面临的主要风险不是一些来自本国特有的问题，相反而是来自于欧债形势持续恶化的风险。

我们因此可以构建一个全球风险情景预测，假设全球风险厌恶程度很高，并在2012年开始的时候引爆了希腊债务违约并因此使欧盟面临信用下降的风险，最终将欧洲地区推向经济衰退。由于低增长和高不确定性，美国和中国的GDP增速在2012年都将减少100个基点，而在2013年则将减少相对较少的基点。

如果这样的情况发生，巴西经济将直接受到全球需求减弱和全球风险上升的影响，基于我们的基准情景预测商品价格将下降（石油和金属材料下降15%，农产品下降10%），特别是消费者和生产者的信心将减弱。

在雷曼兄弟倒闭触发全球金融危机的时候，政府可以通过实施财政和货币反周期政策来缓和外部动荡对本国经济所带来的影响。尽管如此，在这种风险情景之下根据我们的预测巴西的GDP增长将分别在2012和2013年下滑至1.8%和3.1%的水平。尽管经常账户在最初受到外汇显著贬值的打击，（但此后）汇率的贬值以及受到信心冲击下所进行的内需调整，都将为巴西的经常账户赤字收窄铺平道路。

7. 附表

表1

年度宏观经济预测

	2010	2011	2012
GDP (% 同比)	7.5	4.0	4.1
通货膨胀 (% 同比, 期末)	5.0	6.1	5.0
汇率 (兑美元, 期末)	1.75	1.61	1.76
利率 (% 期末)	10.00	12.75	11.75
个人消费 (% 同比)	7.0	4.9	4.3
政府消费 (% 同比)	3.3	2.6	3.1
投资 (% 同比)	22.0	8.9	10.2
财政账户 (占GDP百分比)	-2.5	-2.6	-2.8
经常账户 (占GDP百分比)	-2.3	-2.4	-3.0

来源: BBVA 研究部

表2

季度宏观经济预测

	GDP (% 同比)	通货膨胀 (% 同比)	汇率 (兑美元)	利率 (%)
Q1 10	9.3	4.9	1.80	8.75
Q2 10	9.2	5.1	1.80	9.75
Q3 10	6.8	4.6	1.74	10.75
Q4 10	5.0	5.6	1.69	10.75
Q1 11	4.2	6.1	1.66	11.42
Q2 11	3.5	6.6	1.58	12.08
Q3 11	3.9	7.1	1.57	12.67
Q4 11	4.3	6.3	1.60	12.75
Q1 12	3.9	5.6	1.64	12.75
Q2 12	4.0	5.1	1.69	12.75
Q3 12	4.3	5.2	1.73	12.75
Q4 12	4.3	5.1	1.75	12.25

来源: BBVA 研究部

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182

This report has been produced by the Emerging Markets Unit

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Emerging Markets:

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

China
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Latam Coordination
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

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
Sonsolés Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

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

Contact details

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 2582 3111
Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA 研究部报告提供英语, 西班牙语和中文版以供参阅