

经济展望

巴拉圭

2011年第2季度

经济分析

- 长期干旱之后在农业复苏的推动下，巴拉圭经济在2010年实现了14.5%的大幅增长。
- 通货膨胀加剧，同比增长超过10%，部分是由于进口价格的暂时性上涨造成。中央银行反应强烈，因此我们预计通货膨胀将在中期降至约7%。
- 在良好的农业季节以及大规模公共和私人投资的推动下，巴拉圭经济在2011年预计将增长约6%。
- 未来，对农业生产的依赖将使其经济增长受到气候不稳定因素的影响。因此，国家应当寻求相应的财政机制来降低此类影响。

目录

1. 复苏, 全球性的冲击和脆弱性.....	3
2. 巴拉圭经济保持快速增长.....	5
3. 前景展望和风险.....	6
4. 附表	10

截稿日期: 2011年5月10日

1. 复苏、全球性的冲击和脆弱性

全球经济将继续强劲增长，但面临向下风险。

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图1）。然而，高物价（主要是高油价）的威胁加大了不确定，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的地区。与此同时，前一期全球经济展望中识别出的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最终，新兴市场经济运行过热的压力仍然存在，但受商品价格上涨的驱动，未来这一担忧会在南非更为突出。

虽然高物价招致了风险，但却不太可能削弱经济增长。

中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在进行，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC充足的闲置产能和OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

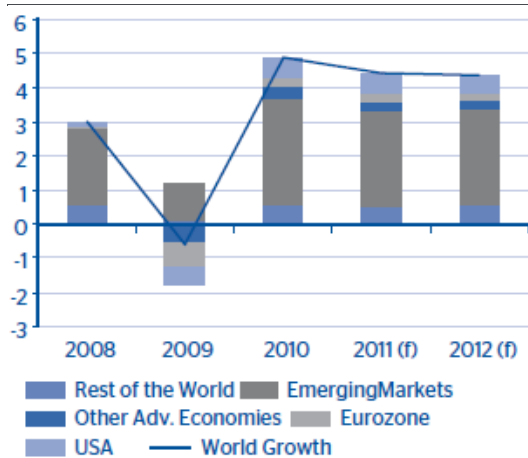
鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要是主要的发达国家和亚洲多数的新兴经济体，原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这一点连同2011年一季度相对强劲的数据证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美是两个例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的向上风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使多数地区央行提早加息。

石油冲击的主要影响将体现在价格指数上。多数经济体2011-12年通胀上升将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图2）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，各家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息）。另一方面，美联储更加关于其经济复苏缺乏可持续性的问题，更倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持着警惕。

图1

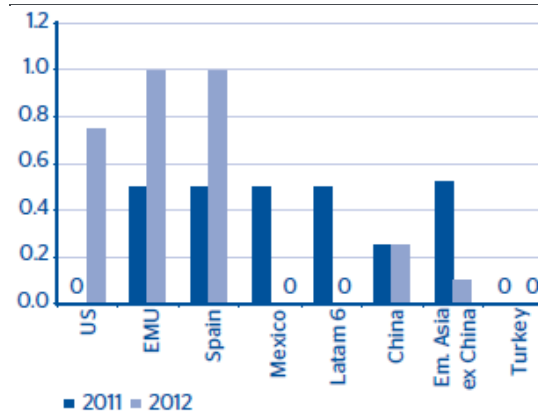
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图2

预期年底官方利率相对于2011年2月份利率的变化



来源: BBVA Research

欧洲外围国家仍将面临很大的财务压力

在欧洲，三月份会议上所达成的协议有助于中期的经济结构改革以及对危机的预防。此外，欧洲金融稳定基金（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）引入的改变是积极的，缓解了对流动性的担忧。然而，只要对三个接收国际援助的外围国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）其偿付能力的疑虑，以及债务重组（包括对私人投资者）所带来的风险犹存，金融市场的紧张情绪就会持续。这一系列的忧虑也将继续阻碍这些国家从资本市场融资，使其主权债券利差处于高位，可能蔓延至其他信用评级较好的国家。因此，亟需制定一种全面的债务解决方案，但必须考虑到，艰难的债务重组包括对私人投资者实施扣减将导致风险蔓延至其他国家的可能性极高，因此方案必须谨慎的制定。

西班牙正将自己与上述三个外围国家区别开来，考虑到其在财政整合和经济结构改革方面所取得的进展，尤其是对其国内金融部门和劳动力市场。然而，持续的进展以及主权债券利差的缩小将关键取决于金融系统资本重组是否成功，包括私人资本的迅速进入，财政整合目标的不断达成，各地方政府也参与其中，以及持续在结构性改革方面取得突破，尤其是劳动力市场。

美国有望实现财政整合

在美国，在就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但政治程序将十分漫长。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续

新兴经济体继续显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家刚开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而在亚洲的新兴市场，其影响相反。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会对多数亚洲国家的经济增长造成影响。另外，与南美相比，当前多数亚洲地区的经常账户盈余为该地区提供了一定的缓冲

2. 巴拉圭经济保持快速增长

在农业复苏的基础上，巴拉圭经济在2010年录得14.2%的增长

巴拉圭经济在2010年同比增长14.5%，这一创记录的增长速度，在同期全球范围内也仅次于卡塔尔之后。增长反映了这一年气候方面的不同寻常，使得农业部门产出在经历2009年的大旱后同比大幅增长约47%。同时还由于新兴市场经济体的复苏，特别是来自巴西的外部需求以及巴拉圭本国主要出口商品（如大豆和肉类）较高的国际价格都（对其经济增长）提供了支持。

农业部门是巴拉圭经济活动的支柱，约占该国经济总产出的30%。2010年的大幅增长在很大程度上是由于农业部门产出的快速增长，增长率达到47%，对整体GDP增长的贡献约为50%。主要农作物仍然是大豆，2010年的大豆产量约为750万吨，与2009年相比，产出增长了95%。2010年，该国出口了约470万吨大豆，比2009年提高了120%，甚至比有利气候条件支持的2008年出口量还要高出30%。这部分出口占该国出口总额的44%，即16亿美元。

除了农业，建筑与畜牧业也推动了巴拉圭的经济增长，其增长率分别为13.2%和8.5%。

建筑行业在2010年录得强劲增长，增长率达到同比13.2%。在大豆出口增长后，许多巴拉圭人认为，对建筑行业的投资是一种良好的储蓄方式。再加上银行对房地产长期融资强有力的支持以及金融发展机构（AFD）发放的贷款，这意味着建筑行业是去年经济增长的一个强大推动力。

房地产行业过去几年未满足市场（特别是中上阶层）需求的积累之下增长。金融机构之间竞争加剧以及利率下降为申请更长期贷款营造了一个有利的氛围（长达30年，以前在巴拉圭从未有过），即使与地区其它国家如巴西和阿根廷相比也是如此。这为该行业吸引了外国投资。这种前所未有的增长为该国带来大规模水泥差额。在过去，此类差额可通过从巴西、阿根廷和乌拉圭进口水泥来抵消，但目前由于这些国家的公司也在经历建筑业增长且增长使供应下降，差额已不可能抵消。目前正在实施的解决方案是批准新建水泥厂项目。

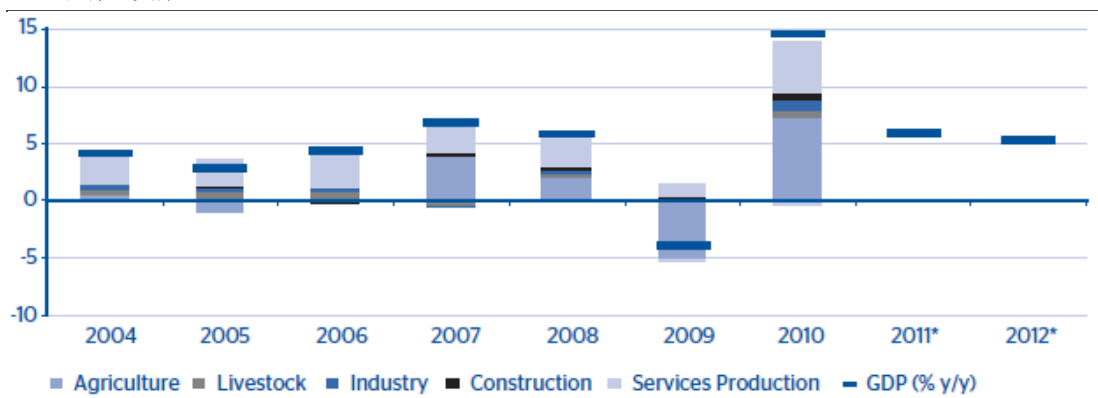
畜牧业，特别是肉类出口，对于巴拉圭经济发展发挥着日益重要的作用，2010年同比增长率达8.5%。

该行业占巴拉圭出口总额的份额近几年有所增长，与过去十年平均3.5%相比，2010年份额达到20%。随着重要性增加，巴拉圭肉类出口被认为是继近几年出口吨数增长超过10%之后一种周期性出口产品，去年与前年相比，增长达到17%。在去年，此类出口为11.4亿美元，远高于2008年的6.22亿美元（当时一个创记录的数字）。

其它强劲增长的行业有制造业（同比增长7%）和贸易（同比增长10.9%）。两者均受到2008-2009年金融危机后整个地区在强劲国内需求的带动下迅速复苏的推动，特别是巴西，作为巴拉圭一个重要的邻国（巴西的国内需求在2010年同比增长了8.5%）。

图3

GDP和行业贡献 (%)



*预测

来源: Central Bank of Paraguay 和 BBVA Research

与巴西和阿根廷的水电贸易

在对外贸易方面，巴拉圭与其它国家之间的主要贸易与水电相关。

巴拉那河上的伊泰普水坝由巴拉圭和巴西两国通过1973年签署的一份条约而共同拥有。大坝在年发电能力方面是世界上最大的在用水电设施。尽管巴拉圭拥有50%的股份，但该国只消耗其所产生总电量的10%，其余部分以3美元/兆瓦时的特殊价格出售给巴西。根据2009年7月启动的一项新协议（该协议已由两国国会批准，正等待最终签署），巴拉圭向巴西出售的未消耗电量价格应当为9美元/兆瓦时，从而将其目前此项所获得的1.2亿美元收入（约占GDP的0.8%）提高至3.6亿美元（约占GDP的2.3%）。除了新议定的能源价格，协议还包括巴拉圭方面的一些重大变化，这些将逐步生效。重大变化之一是巴拉圭可选择以市场价格（45美元/兆瓦时）将这部分剩余能源出售给阿根廷或乌拉圭。

亚西雷塔大坝同样位于巴拉那河上，构成巴拉圭和阿根廷之间的边界。大坝于今年2月25日正式竣工，离开工建设时隔38年。在大坝完工后，它将能够以100%的负荷运转，为巴拉圭带来创造大约4亿美元的收入。项目面临的挑战之一是巴拉圭与阿根廷达成协议并支付其目前所欠阿根廷的总额为62亿美元的债务。

强劲增长也伴随着通货膨胀的加剧，这意味着中央银行将继续限制流动资金。

2010年底，巴拉圭年均通货膨胀同比增长7.2%，此后，继续增长至目前约10%的水平。价格上涨有多个原因。其中之一与国际食品和油价上涨有关，特别是肉类，这对巴拉圭消费者价格指数的商品篮子有着直接影响。另一个原因与巴拉圭较高的食品出口水平有关，这造成该国供应短缺，并推高价格。最后同样重要的原因是巴拉圭和巴西两国之间的关系，后者是巴拉圭进口的主要来源地，巴西的通胀水平约为6%，其对巴拉圭的影响正在加大因为巴西雷亚尔兑巴拉圭瓜拉尼的相对升值，造成巴拉圭的进口“通货膨胀”。

根据联合国粮食及农业组织（FAO）食品价格指数显示，国际食品价格已回到2008年的最高水平。2月份大豆价格比2010年同期上涨了近48.6%。玉米和小麦价格的情况也类似，相对同期分别上涨了90%和70%。

国际油价已超过100美元/桶，而2010年2月份则为75美元/桶，随着发达和新兴经济体的继续复苏增长，石油需求将加大。另外，油价还受到因中东和北非地区一些国家社会和政治动荡所造成的原油供应不确定性的影响；高油价预计将持续一段时间。

价格猛增使通货膨胀成为中央银行的主要目标，其将货币政策通货膨胀目标范围确定为5%上下2.5个百分点。在这种背景下，中央银行自2010年7月以来将利率提高了400多个基点，目前约为29%。

然而，中央银行还通过购买美元进行外汇干预，以抑制巴拉圭瓜拉尼的升值，其在2010年兑美元升值了近8%。

图4

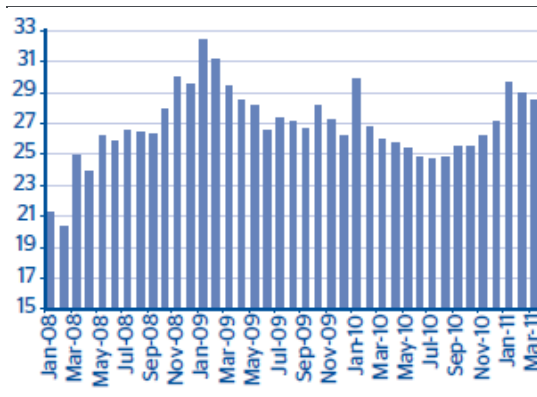
通胀 (% 同比)



*预测
来源: BCP 和 BBVA Research

图5

本国货币有效贷款利率



*预测
来源: Datastream 和 BBVA Research

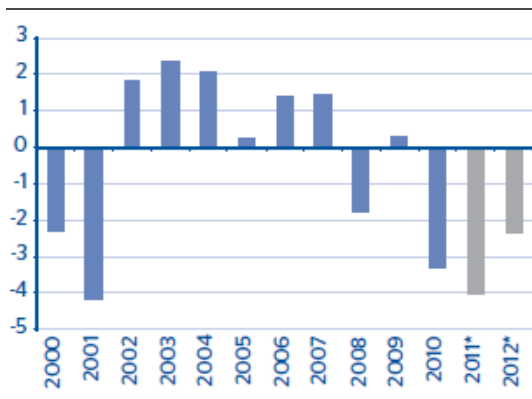
财政状况和国际收支

中央政府在2010年的盈余达到GDP的1.4%，比前一年有所提高（前一年盈余占GDP的0.1%）。税收（增长24%）受到国内需求快速增长的推动，而公共支出（经常项目支出，特别是资本支出）随着为抑制全球经济危机影响而在2009年实行的经济刺激计划的逐步取消而下降。

与前一年相比（赤字占GDP的0.3%），经常项目赤字在2010年微幅恶化（赤字占GDP的3.3%）。尽管出口因农业丰收以及出口商品较高的价格而大幅增长（同比增长43%），国内需求强劲使得进口出现更大幅度上升（同比增长44%）。

图6

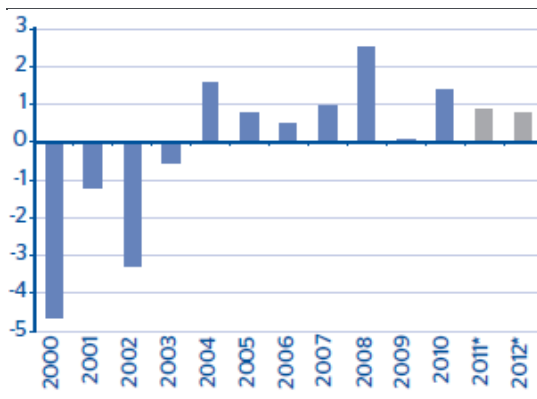
贸易平衡 (占GDP百分比)



*预测
来源: BCP 和 BBVA Research

图7

财政平衡 (占GDP百分比)



*预测
来源: BCP 和 BBVA Research

3. 前景展望和风险

在 2010 年强劲增长后，巴拉圭经济在 2011 年预计增长约 6%

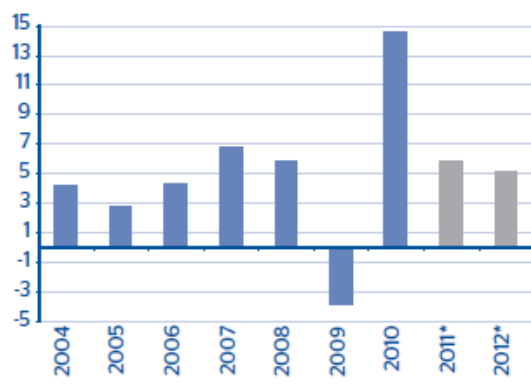
在2010年巴拉圭实现前所未有的创记录增长后，2011年前几个月频繁出现的指标仍表明，巴拉圭有着积极的增长势头，尽管与前几个月相比其增长率趋缓。巴拉圭月度经济活动指数（IMAEP）在2011年前两个月记录的平均年增长率为5%。尽管人们对可能出现的气候相关问题表示担忧，但雨水最终在合适的时间以合适的数量而降下。因此，大豆的收成预计将再创新高，再加上农业土地增长5%，这将保证比预期更高的增长水平，从而提供新的推动力，使得国内需求与这些良好的活动水平保持一致，并使巴拉圭在2011年底的同比增长率达到约6%，与2010年异常期之前的水平相当，仍高于其接近4-5%的潜力。建筑行业将是今年增长的关键推动力。

由于国内需求增长，通货膨胀正在加速

在今年前四个月，年度通货膨胀率平均约为9.2%，为去年4.6%水平的2倍。根据这些迹象，我们对2011年平均通胀水平的预测达到两位数字，约为10%，从而对中央银行的目标造成更大压力。因此，我们预计其今年将继续采取限制性政策。

图8

经济增长预测

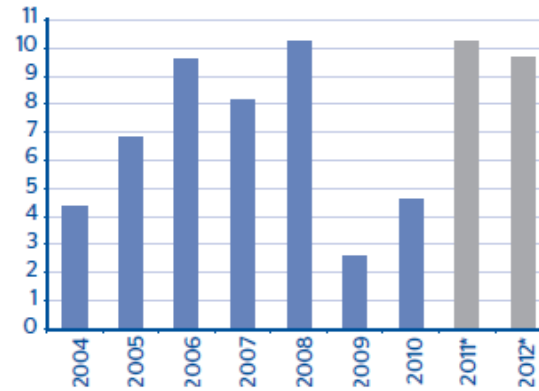


*预测

来源: BBVA Research

图9

通货膨胀预测



*预测

来源: Datastream 和 BBVA Research

公共账户在 2011 年的正增长趋势将保持不变

由于巴拉圭为2011年计划的基础设施和公路投资，因此，通过支出将产生新的税收刺激。作为补偿，在经济活动不断扩大的情况下，收入将通过消费税稳步增长。今年的公共盈余将达到0.9%的GDP。2012年，我们预计，由于巴拉圭出售给巴西的Itaipú大坝剩余电量所获补偿增加，这将对非税收入带来约占GDP1%的正增长，从而使税收赤字保持在GDP的1%以下。

值得一提的是，与地区其它国家相比，巴拉圭的税收负担（占GDP的13%）相对较小。这使其难于对提高经济生产能力所需的基础设施进行投资并长期保持较高的增长率。在这种背景下，个人所得税等倡议至关重要，人们希望，政府当局不要再推迟实行这些措施（2010年底，这些措施再次被推迟到2013年），以产生承担所需资本支出的额外资源，而不会破坏公共账户平衡。

经济增长将与国际收支变化相反

巴拉圭目前增长趋势减缓将反映在其国际收支账户上。从出口的角度来看，巴西（巴拉圭重要贸易伙伴之一）的增长情况以及较高的国际食品价格（特别是大豆）将使2011年的出口贸易增长，与2010年相比，略高于20%，从而有利于巴拉圭的国际收支账户。

下滑将与进口有关。高油价以及巴拉圭的高消耗将使进口急剧增长，它将在数量和价值方面超过出口。这将使2011年的经常项目赤字达到占GDP的4%，继续始于2010年的赤字发展趋势（约占GDP的-3.3%）。

像公共账户那样，巴拉圭通过向巴西出售能源所获得的额外收入将使服务业走向复苏，从而在2012年将其经常项目赤字降至占GDP的2.4%。

未来几年规划的主要投资项目

巴拉圭在2011年以后的前景良好。强劲增长、国家巨大潜力以及与阿根廷和巴西接壤的卓越地理位置意味着巴拉圭是国际投资者关注的焦点，特别是巴西投资者。鉴于此，我们必须为公司增加大量的税收优惠和减免政策¹。

未来几年，巴拉圭预计将进行大规模投资，包括公共和私人投资。直到2020年的未来几年内，公共部门计划为基础设施投资约62.52亿美元，为公路投资约14.06亿美元。这将产生每年约8.5亿美元的投资流动，约为2010年GDP的4.8%。其它项目包括公共建设工程部投资3亿美元恢复沿海地带以及改善旧居住区和Concepción-Vallemí路线的交通基础设施（总额1亿美元），并安装两条新的500千伏的电线，以将水电从亚西雷塔大坝输送至亚松森（Asunción，成本约5.5亿美元）并连接巴拉圭的两座主要大坝，伊泰普水坝和亚西雷塔大坝。

同期内，私营部门计划投资约85亿美元。目前正处于批准阶段的最大项目是Río Tinto Alcan公司建造一座价值35亿美元的铝生产厂。根据该项目，工厂将位于巴拉圭东南部两座主要水电站之间。如果与巴拉圭政府签订协议，这个多国项目将于2016年开始生产。仅在建设阶段，工厂就需要3,800人，在运营阶段，工厂将直接聘用14,000多名工人。

关于Río Tinto的项目，其它问题正在进行研究。某些问题与特许权有关。在该国授予一个私营公司机场的首个特许权后，巴拉圭正在考虑其它项目，包括公路、港口和航道疏浚项目。其它项目主要是工业设施的安装，包括钛萃取、价值10亿美元的polyduct产品项目建设、豆油提炼厂、水泥和钢厂以及河流运输，它将在未来五年内由印度公司在巴拉圭承建，投资约5亿美元。

短期内最大的风险是经济过热

鉴于国内需求继续在2011年保持强劲增长以及大型投资项目和一些基础供应的瓶颈，通货膨胀有在非常高的水平持续徘徊的风险，从而迫使中央银行更加严格地限制流动资金，即使目前利率已经非常地高。

此外，经常项目占GDP的4%（基线情景），这使巴拉圭处于一个非常脆弱的境地，原因是国内需求高于预期的增长或国际油价进一步上涨（如我们在全球风险情景中考虑的情况），或两者都有。

在这种情况下，政府将明智地实行税收刺激措施，从而使其更易于调整国内需求，以避免进入另一个扩张和衰退周期，这在过去是很常见的。

¹ <http://www.rediex.gov.py/ajax-datos?t=inv&id=4>。税收优惠和减免。批准的投资项目可根据每个项目的性质免除下列款项：1- 购买工业或农业生产设施所用进口资本货物（和巴拉圭生产的资本货物）的增值税。2- 公司成立或注册所征收的任何税收。3- 进口资本货物以及制造资本货物的投资项目所用的商品和供应的费用和税收。4- 当投资从国外融资且至少为10年期500万美元时，作为利息、佣金和资本的境外汇款和付款的税收和其它费用。

农业产出占经济的较高比重使得巴拉圭经济依赖于气候因素

由于农业部门直接和间接影响的领域占巴拉圭经济活动的约50%，因此，该国主要国内结构风险与未来几年影响大豆和其它种子作物生产的恶劣气候条件出现的可能性有关，从而使巴拉圭出口遭受重大损失。如果再加上较低的价格，私营部门的收入将急剧下降，并进而影响税收。在这种背景下，金融主管当局将不会有太多余地来实行税收刺激措施。

由于气候无法控制，缓解巴拉圭经济周期的关键是政府当局在繁荣时期像经常项目那样储蓄税收和构建国际储备，以能够在农业生产条件恶化时加强公共投资项目。

这一预防性政策的另一个重要方面是开放国际金融市场，使得在农业收成不好时，除政府储蓄和国际储备外，有其它财政来源为反周期性投资项目提供资金。这需要现在就开始实施，因为它在恶劣经济环境中难于实施。

4.附表

表1

年度宏观经济预测

	2008	2009	2010	2011	2012
GDP (% 同比)	5.8	-3.8	14.5	5.9	5.2
通货膨胀 (% 同比, 均值)	10.2	2.6	4.6	10.3	9.7
汇率 (兑美元, 均值)	4,363	4,967	4,739	4,146	4,072
官方利率* (% , 均值)	25.8	28.3	26.0	29.0	
个人消费 (% 同比)	6.8	-3.4	9.9	10.1	7.1
政府消费 (% 同比)	3.5	13.7	14.7	7.5	6.5
投资 (% 同比)	12.6	-11.9	21.4	16.1	6.3
财政账户 (占GDP百分比)	2.5	0.1	1.4	0.9	0.8
经常账户 (占GDP百分比)	-1.8	0.3	-3.3	-4.0	-2.4

*本国货币加权平均有效利率

来源: BBVA Research

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](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，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。”

This report has been produced by the Economic Scenarios Unit

Chief Economist

Joaquín Vial
+(562) 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Myriam Montañez
+(562) 939 1052
miriam.montanez@grupobbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia
Chief Economists & Chief Strategists:

Financial Systems and Regulatory Affairs:

Santiago Fernández de Lis
santiago.fernandez.delis@grupobbva.com
Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Regulatory Affairs
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com
Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Financial and Economic Scenarios

Financial Scenarios
Sonsolos Castillo
s.castillo@grupobbva.com
Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com
Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com
Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com
Global Equity
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com
Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com
Interest Rates, Currencies and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

United States and Mexico:

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.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
Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
China
Daxue Wang
daxue.wang@grupobbva.com
India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com
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

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