

经济展望

中国/亚洲

2013 年第二季度
经济分析

- **全球经济继续复苏，但区域间的差愈发明显。**欧元区增长仍然疲弱，预计复苏会延迟至2014年。美国和亚洲的增长势头较为强健。我们预期全球经济在2013年增长3.3%，2014年3.9%，稍稍低于之前预测。
- **在逐渐改善的外部环境和支持性的政策下，亚洲经济体持续增长。**然而，2013年初的增长速度略微低于预期，我们稍稍调低了2013-14年亚太区的增长率，从5.8%调至5.4%。
- **中国第一季度的增长率虽然令人失望，但是我们维持全年增长8.0%的预测。**外部需求正在改善，受到抑制的通胀为支持性的措施提供了空间。
- **由于低于预期的增长和仍然脆弱的外部环境，本期展望的风向依然向下。**在中国，金融脆弱性的严重化使得进一步的宽松措施受到局限。该地区的其他国家受到了日元贬值，资本流入，以及资产价格泡沫带来的政策挑战。

目录

概要	3
1. 全球展望：全球经济增长分化	4
2. 亚洲经济缓慢复苏	6
专题 1: 安倍经济学对亚洲国家的影响	9
3. 中国面临政策的局限和不稳定的外部环境	11
4. 受到支持性的政策推动，中国持续增长	19
5. 向下风险仍显显著	21
6. 表格	23

发布日期: 2013年5月10日

概要

在 2012 年达到最低点之后，亚洲经济体开始增长。这是受益于逐渐改善的外部环境和支持性的国内政策。然而，2013 年上半年的增速稍微低于之前的预计，尤其在中国，印度，和该区域内出口导向型经济体。与之相反，东南亚国家（ASEAN）增长快速。尤其在印度尼西亚，菲律宾和泰国。

在上个季度最引人注目的事件就是日本央行在 4 月 4 日宣布大幅加强了量化宽松的措施。虽然这个策略存在风险，但目前为止消费者信心和商业信心，通胀预期，和资本市场都得到了显著提升。除了 ASEAN 之外的亚洲其他地区，货币政策都保持为宽松。印度很可能会再有一次降息，韩国和澳大利亚也存在降息可能。

基于外部环境的改善，该地区的经济增长动力会逐渐提升。所以，我们对 2013-14 年的增长前景和通胀基本保持不变。对于印度，我们下调了其 GDP 预测 0.5 个百分点，在 2013 和 14 年增长率会分别变为 5.7% 和 6.4%。亚太区整体会在 2013 年增长 5.4%。

中国第一季度增长率令人失望，由于私人投资疲弱，增长率从第四季度的环比增长 7.9% 下降到 7.7%。另外，由于国内金融脆弱性的上升，新刺激政策受到了质疑。

尽管有这样的担忧，我们仍然认为中国在 2013 和 2014 年会保持 8.0% 的增长。外部环境持续好转，受到抑制的通胀为财政和货币政策提供了空间。

虽然通胀自去年 10 月以来有上涨的趋势，但仍然受到抑制在环比 2.4%，远低于 3.5% 的目标水平。平稳或者降低的大宗商品价格和较低 PPI 会令通胀压力保持较低水平。我们降低对 2013 年的通胀预测，从 3.3% 降至 3.0%。不过，我们认为通胀会在今年呈现上涨趋势，这是由于较强的需求，上涨的食品价格，以及基数效应导致的。2013 年底，通胀会达到 3.8%，并在 2014 年维持在 4.0%。

虽然中国仍将保持增长支持性政策，但是进一步的刺激空间受到国内金融脆弱性增加的限制。通过持续的基建投资，公共房屋建设，以及减税政策，财政政策将支持增长。货币政策方面，2013 年利率会保持先状，央行会通过公开市场操作和存款准备金调整流动性。我们预计人民币会在 2013 年底升值至 6.1/美元。

进一步的政策宽松受到了地方债务，影子银行活动加速，以及房地产价格上涨的限制。政府已经采取一些列措施防止这些金融脆弱性进一步增加。

低于预期的增长和仍然脆弱的外部环境令中国和亚洲其他国家存在向下风险。如果外部需求疲弱，大部分亚洲国家有空间实施进一步政策支持，虽然力度受到了限制。在区域内，地缘政治问题值得忧虑，日元的持续走软也带来了货币的紧张和升值压力及资本流入导致的资产泡沫。

1. 全球经济增长分化

在讨论亚洲和中国前，我们先回顾一下 *全球经济观察*。读者可直接从第七页开始阅读亚洲部分。

在过去三个月中，全球经济复苏的一些威胁已经减弱，但不同区域之间的差异越来越大（见图1）。美国和欧元区经济表现之间的差距不断增大，欧洲核心经济体已经出现经济疲软现象。此外，尽管对中国长期可持续性增长（甚至是2013年最终增长）持怀疑态度，该国似乎并没有在短期内进行大幅调整。在与先前增长预期相比时，亚洲新兴经济体其他国家存在一些失望情绪，但这些预期可能是太高了。日本处于经济乐观的波峰，虽然到目前为止只表现在一些金融资产和信心指标上，而不是真实经济指标。

金融市场的反应有限，如对美国长期财政政策持续不确定性问题、意大利国内政治瘫痪以及塞浦路斯和葡萄牙事件（见图2）的反应。欧元区风险溢价下降主要是由于欧洲央行的OMT计划和全球流通手段充裕使得欧元区风险溢价下降。几乎所有资产都受益于这种变化，实际上只有一个例外：欧元区银行业的信贷风险指标好转。

消费和货币宽松支持美国增长

美国新增就业和居民金融情况的改善令私人消费增长强劲。总之，我们维持对2013年和2014年美国经济的预测，没有重大变化，2013年和2014年增长率分别为1.8%和2.3%，主要有以下两个原因。首先，尽管在财政悬崖和自动削减公共开支生效方面有不稳定性，私人开支已经明显有回弹的迹象。其次，由于通胀预期已经相当确定，量化宽松（QE）政策可能会持续下去，而不会出现问题，直到劳动力市场前景有显著改善。虽然今年年初时的某些数据可能促使提前取消刺激措施，最新的信息表明，美国经济仍远离足够强劲的增长率，因此货币政策将会继续支持增长。

欧元区发展停滞，欧洲央行马上行动起来

欧元区最新形势是经济活动疲软现象从周边经济体转移到该区域的中心，尤其是转移到法国、德国和荷兰。在法国，有关税收政策和财政整顿的不确定性以及缺乏改革正在削弱信心。同样，德国的信心指数4月份呈下降趋势。该国的出口正在受到损害，尽管新兴国家的需求出现回弹。荷兰也正在步入衰退，由于投资和家庭消费下降，尽管其出口表现积极。最后，在欧元区的周边有较强的风险偏好，尤其是周边国家的主权债务，由于在日本实施了新一轮的货币宽松政策之后欧洲央行实施了OMT计划和充裕的全球流通手段。意大利十年期债券收益率触及2011年11月以来的最低水平，尽管在政治方面的不确定性。在风险溢价方面表现出类似的下降，西班牙十年期债券收益率最近几周仍然低于4.5%。

信心调查结果恶化证实在2013年年初从总体上来看该地区活动失去了动力，同时，对需要为降低公共赤字和确保债务可持续性而不使经济活动达到恶化程度创建可靠途径的适当水平的财政整顿方面有越来越多的辩论。关于财政整顿，欧洲委员会关于支持西班牙将3%公共赤字目标的实现推迟到2016年的最近声明，符合更加注重调整的质量和构成的原则而不是以不惜对增长可能产生负面影响为代价快速实现这些目标。

总体而言，我们的方案涉及对欧元区的增长预测向下做出修正。我们估计2013年GDP下降0.1%，2014年上升1%，即比我们在1月份发布的预测分别低0.4和0.3个百分点。无论如何，向下风险依然显著。在经济徘徊、活动疲软和通胀低于目标的背景下，欧洲央行将再融资利率下调25个基点至0.50%。然而，降息对经济的影响可能非常有限。

在亚洲，对中国经济增长的强劲仍然存在怀疑

中国经济在2012年第一季度失去了一些强劲势头，当时投资疲软，尽管外部需求增加，而对于2013年增长仍然符合政府设定的7.5%的增长目标。用来应对金融脆弱性的措施似乎导致了经济放缓。然而，向着更加以消费为导向的经济增长模式的变化仍在继续。随着通货膨胀也低于预期，货币紧缩的压力有所缓和。因此，当局有回旋余地，他们致力于可持续发展。总之，我们对中国的增长预测保持不变，即在2013年和2014年均均为8%。

相比之下，日本经济将受益于一揽子比预期更积极的政策。其中包括大规模的量化宽松政策，其规模相当于日本GDP的25%左右（由美联储实施的每项量化宽松政策平均占美国GDP的10%），旨在改变通胀预期和促进经济增长（见图5）。如果伴随着有效的财政措施，特别是结构性改革，这种货币的推动作用将是更有效的。因此，我们对2013年和2014年日本经济增长的预测保持在1.7%，高于1.3%的市场预期。

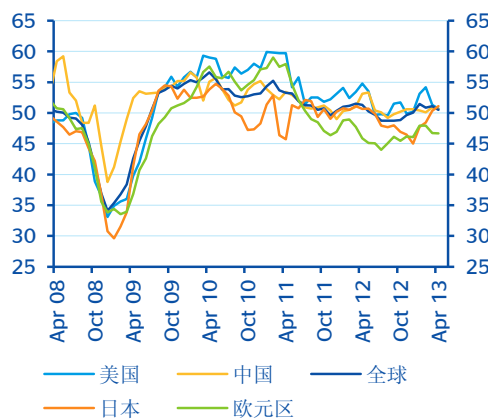
无论如何，鉴于仍然存在许多不确定性因素，难以量化这一新举措的影响并知道投资者将会如何反应。例如，如果此项政策成功促进经济增长并提高了国家层面的信心，它可能会带来来自全球更大的资本净流入（而不是流出）。此外，其在本国国内的影响也是不确定的，因为日本央行政策涉及一定的风险：主权债券强烈波动、银行资产负债表风险以及当名义收益率增长时政府债务成本，如果日本央行成功遵守了其2%的通胀目标。新的货币宽松政策促使本国投资者把更多资金移向国外。

货币宽松政策利于承担风险

金融市场仍由央行流动所控制。在这种背景下，近几个月美国和德国的长期债券利率均已经下降。在风险规避较低的环境中追求收益（部分原因是由于欧洲央行的行动）也使欧洲周边国家政府债券收益率急剧下降，达到了自2010年以来从未见过的新低。在此背景下，资本向有固定收益的新兴市场流入，尤其是最具流动性的市场（土耳其、巴西、墨西哥），预计在日本的量化宽松政策宣布以后资本会从日本流出，包括由日本央行购买的公共债务。

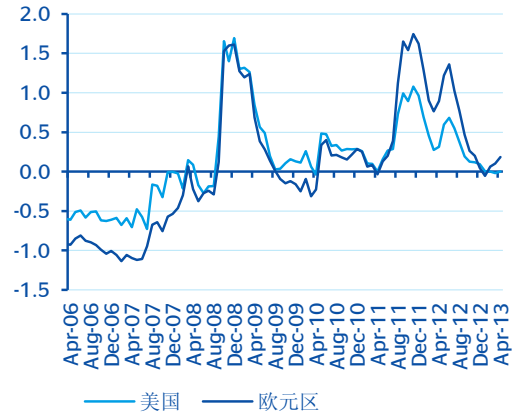
因此，欧元对该地区周期性疲软表现出极大的弹性。低概率的高风险情景及与其他央行相比不太宽松的货币政策已经帮助欧元坚挺。在欧洲无重大风险事件的情况下，只要是美联储退出策略没有出现任何意外的情况，欧元可能会继续以每欧元比1.30-1.32美元的兑换率交易，直到今年年底。这并不排除由于周期性风险平衡变化和不同央行反应引起的美元升值。

图1
信心指标 (PMI)



来源: Markit and BBVA Research

图2
BBVA 金融压力指标

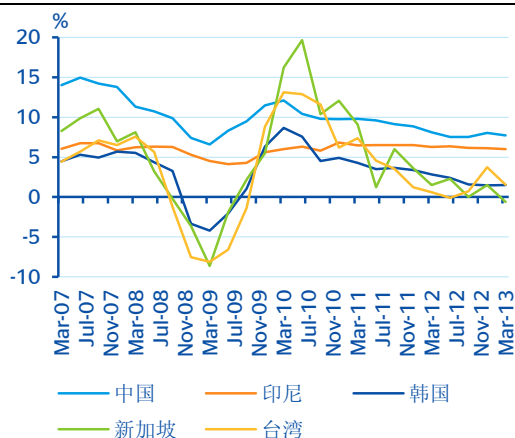


来源: BBVA Research

2. 亚洲经济缓慢复苏

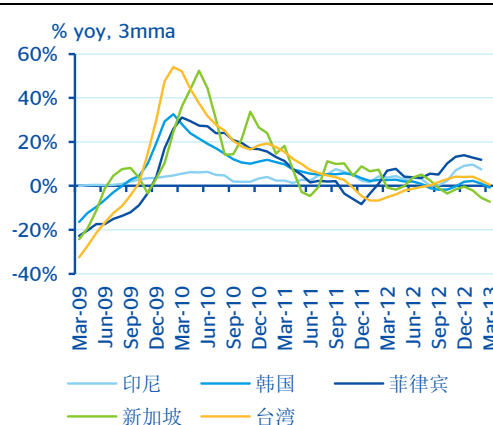
在 2012 年触底之后，亚洲经济体在全球缓慢复苏和国内宽松的背景下持续增长（图 3 和 4）。2013 上半年的增速低于预期，尤其在中国（详细请见下一部分），印度和出口导向经济体也增长不济。与之相反，东南亚国家(ASEAN)，特别是印度尼西亚，菲律宾，和泰国增长强劲，受到国内需求和资本流入的推动。

图 3
第一季度增长意外下滑



来源: Haver and BBVA Research

图 4
工业产值



来源: Haver and BBVA Research

日本央行影响整个区域

上个季度最显著的事件就是日本央行在 4 月 4 日宣布的大规模量化宽松政策（专栏 1）。继去年 12 月份安倍晋三当选首相和提出三方策略振兴经济终止通缩之后，一个更宽松的货币政策立场已被广泛预期。这三个方面是：货币政策，财政政策和结构性改革。不过，央行新行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）宣布扩张的幅度令人惊讶- 在未来两年内使基础货币翻倍- 这促使了日元进一步的贬值。（图 5）。

怀疑者认为该政策会带来日本债券市场的潜在不确定性（特别是考虑到其目前超过 GDP200% 的债务水平），当通胀开始上升后如何控制的问题，如何建立推出机制，以及货币贬值对日本贸易伙伴国的影响。虽然这些风险不能忽略，总的来说，目前为止政策带来了一些成效，消费者和商业信心的上升，通胀预期和资本市场的表现（由于滞后因素，对经济活动的影响还很难判断）。另外，除了日本在该区域内最大的出口竞争者韩国意外，其他国家对日本的政策表示了默许，特别是在 G20 国家赞同了日本的政策后。为了达到更加持久的积极效应，政府的中期财政整顿和结构性改革非常重要。

中国，印度和出口导向型经济体的增长令人失望...

虽然在 2012 年第三季度触底之后出现改善，该区域的最近增长令人失望。在中国，尽管政府支出和出口保持良好，由于私人投资的不振，一季度 GDP 增长弱于预期 7.7%，这也可能是新领导人政策立场的不确定导致的。同时，印度的增长继续表现不佳，第四季度跌至 10 年的低位 4.5%，使 2012 全年增长录得 5.5%，远低于 2011 年的 5.1%。最近的活动指标：工业生产和汽车销售表明，缓慢增长的势头一直延续到 2013 年，促使印度储备银行今年三次降息累计 75 个基点。除了疲软的全球环境，成长的因素延误是由于一些相互关联的国内问题，包括政策改革，持续的通货膨胀，从“双赤字”的经常账户和财政赤字。令人鼓舞的是，政府已经开始解决这些问题，通过加强财政整顿和加强政策改革的步伐（见经济观察，盘点印度政策改革）。

2013 年目前为止，韩国，台湾，新加坡这些出口依赖型经济体增长也略低于预期。由于出口不振，台湾和新加坡第一季度 GDP 分别增长 1.5%和-0.6% y/y。韩国第一季度增长略高于

预期 1.5% y/y。但是私人消费增长疲弱，这是由于较高的家庭债务负担。出口不振。新总统已经实施了新的财政刺激措施预计可以提升 2013 年增长 0.3 个百分点。

...东盟国家增长强劲

东盟经济增长势头依然强劲，受惠于强劲的国内需求和持续强劲的信贷增长(图 6)。资本流入，和区域内贸易。菲律宾在 2012 年录得该区域内第二高的 GDP 增长率，在标准普尔之后，惠誉于 5 月也给予其投资级别。由于投资的上升和 FDI 的流入，印度尼西亚第一季度录得 6.0% 的增长，FDI 第一季度录得 67 亿美元的记录，尽管投资者对其国内燃油价格上升和民族主义的贸易政策趋势有所担忧。泰国在 2012 年也表现强劲，由于 2012 年初的洪水之后的公共支出带动。

图 5

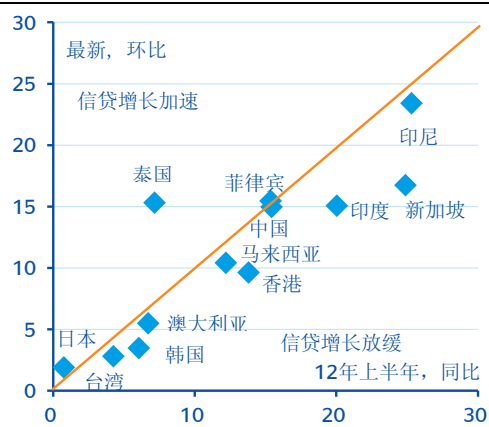
日元对区域内货币贬值



来源: Bloomberg and BBVA Research

图 6

信贷增长放缓



来源: CEIC and BBVA Research

由于通胀受到控制，货币政策保持支持性以抵抗外部冲击

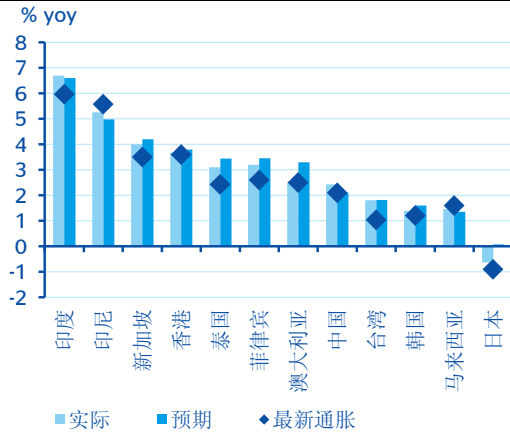
随着通胀等于或低于目标范围，货币政策保持宽松，但区域内各有不同。（图 7 和 8）日本央行实行了大幅度的宽松措施。自 2012 年中以来，由于国内的金融脆弱性，中国政策保持不变。澳洲央行在 5 月 7 日减息 25 个基点。韩国央行在 5 月 9 日同样降息 25 个基点，由于疲弱的增长和低通胀（4 月通胀 1.2%，远低于目标范围 2.5-3.5%）。展望未来，我们预计印度央行会在通货膨胀出项稳定的迹象时（3 月份 6.0% y/y）进一步减息。虽然并非我们的基线预测情景，由于较强的资本流入带来的货币升值压力，泰国降息的可能性加大。相反，印度尼西亚和菲律宾的强劲增长和经济过热的迹象正促使它们进行政策上的收紧。

增长前景保持，但仍有向下风险以及资本流入带来的挑战

与我们最近的展望一致，我们基线情景是增长势头逐步改善。由于政策的扶持和外部环境的进一步改善，经济增长的趋势会在下半年继续。因此，我们 2013-2014 年经济增长和通胀的预测大致维持不变。我们降低了印度 2013-14 年的 GDP 预测 0.5%，到分别为 5.7% 和 6.4%（表 3）。我们预计亚太区整体在 2013 年会增长 5.4%（2012 年 5.2%）。

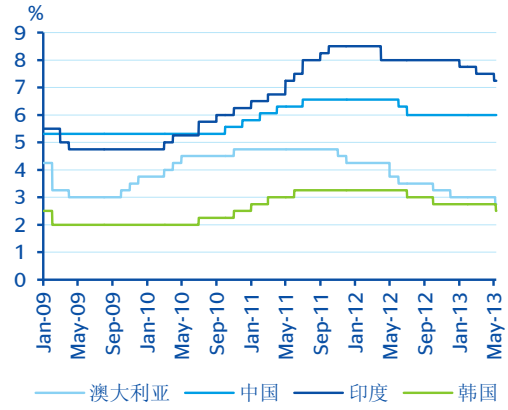
然而，经济前景的存在向下风险，这主要与有 2013 年初弱于预期的增长，尤其在中国，以及欧元区增长前景的不明朗。决策者们将不得不走鉴于持续疲弱的外部需求而支持经济增长和同时充分考虑到经济过热的风险之间的空间。受到日本央行的大幅宽松政策，全球流动性宽松，政策制定者需要关注资产泡沫，例如香港和新加坡的房地产市场。由于货币普遍受到升值压力，政策将偏向干预措施和宏观审慎措施。

图7
通胀普遍低于预期



来源: CEIC and BBVA Research

图8
货币政策偏向于宽松



来源: CEIC and BBVA Research

专题 1: 安倍经济学及其对亚洲国家的影响

安倍经济学的三大支柱

安倍经济学是指日本首相安倍晋三为振兴日本的萎靡经济所实施的计划。该战略包括三大支柱：量化宽松政策，短期财政刺激与中期整顿和结构改革。最受关注的是货币宽松政策，在设立 2% 通胀目标之后，新央行行长黑田东彦在 4 月 4 日宣布了巨大的量化宽松计划以结束持续的通缩 (图 9)。该计划旨在通过每月购买较长期政府债券 (平均期限为 3-7 年) 在两年内使货币基础翻番，这相当于每年占国内生产总值的 12%，是美联储速度的两倍 (美联储为 6.5%)。每年的购买规模将达到 6000-7000 亿美元 (大约为美联储购买规模的三分之二)，这会使日本央行持有日本国债的总量在 2014 年底增加 20%。(图 10)。

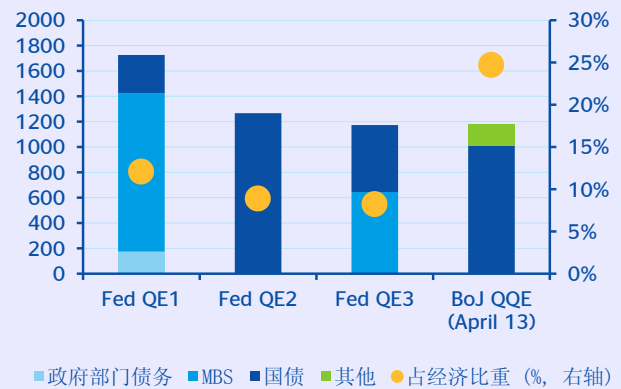
在财政方面，政府在 1 月份推出了 10.3 万亿日元的经济刺激方案 (占 2012 年 GDP 的 2.1%) 主要着重于公共建设。在体制改革方面，该战略还没有充分阐述 (在 7 月参议院选举后，可能会宣布)，目前为止主要强调在劳动力市场和放松农业和服务业的管制。到目前为止，最具体的步骤是扩大自由贸易协议，其中包括通过日本参与跨太平洋伙伴关系。

该策略是否可以使经济恢复增长仍然存在质疑，特别是考虑到日本在过去所实施刺激政策并没有成功 (见“专题：日本：新政府寻求振兴经济方法”在上一期 [亚洲经济展望](#))，以及推动结构改革的困难，如果没有结构方面的改革，货币和财政政策很可能会失败。话虽如此，该策略目前为止已经成功提高了消费者和企业信心，并带来股市的急剧上升和长期期待的日元贬值。(图 5)

资本流入对亚洲的影响：有待观察

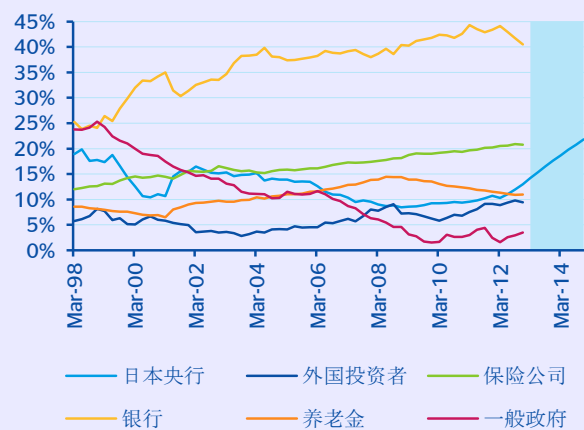
日本央行购买国债将导致国内投资者受到排挤，国内投资者现在持有近 90% 的国债，这会导致资本外流以寻找更高回报。这一过程预计将伴随着大量的资本外流，从日本到亚洲其他国家和世界其他地区。然而，到目前为止，这种流动尚未被观察到，与此相反，数据显示资本流入 (图 11) 以及购入日本股票。

图 9
量化宽松政策 (十亿美元), 美联储和日本央行



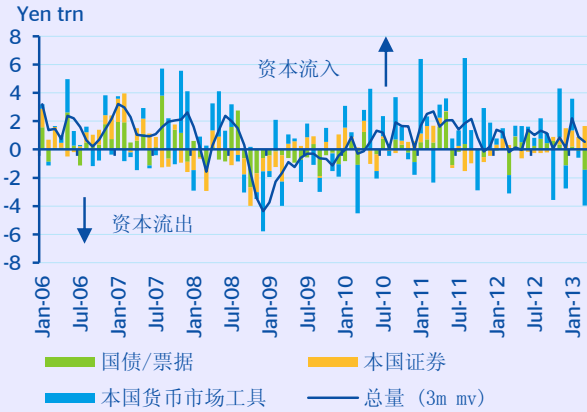
来源: Haver and BBVA Research;

图 10
自 1998 年日本国债持有人*



* 包括 T-bill 和 FILP 债券，政府部门包括财政贷款基金但是不包括公共养老金
来源: Haver and BBVA Research;

图 11
非居民的净购入或卖出国内资产 (万亿日元)



来源: Haver and BBVA Research;

对亚洲出口国的影响: 受益者 (菲律宾, 马来西亚)
受害者 (韩国)

安倍经济学对亚洲出口国的影响是一把双刃剑。一方面, 日本另一方面, 在短期内, 日元疲软将会使他们的出口竞争力减弱, 无论是在日本市场, 或在第三国市场。为检查其目前为止的影响, 我们罗列了亚洲出口国对日本的比重 (表 1)。东盟国家对日本的贸易敞口较大, 占总出口的大约 10-20%。北亚洲经济体对日本出口份额较小 (一般小于 10%), 但他们可能会在第三市场竞争更加激烈, 特别是汽车 (韩国), 电子 (韩国和中国), 电子元件 (台湾)。

由于汇率变动对贸易流量的影响通常都会有滞后, 现在来判断日元贬值对贸易的影响可能还为时尚早, 但观察到目前为时的流量变化仍然是有意义的 (图 12)。在第一季度, 韩国和印度尼西亚对日本出口失去动力, 而菲律宾和马来西亚正相反。因此, 日元的疲软目前似乎已经对韩国和印尼对日本出口产生了负面影响, 但是对菲律宾和马来西亚有正面影响, 对其他地区影响不大。这个结果说明, 到目前为止, 韩国可能受到日元走弱的负面影响, 因为其与日本在汽车零件, 运输工具和电子产品上的出口竞争激励。对于印尼, 下降可能仅仅是由于大宗商品价格下跌的影响其出口值。

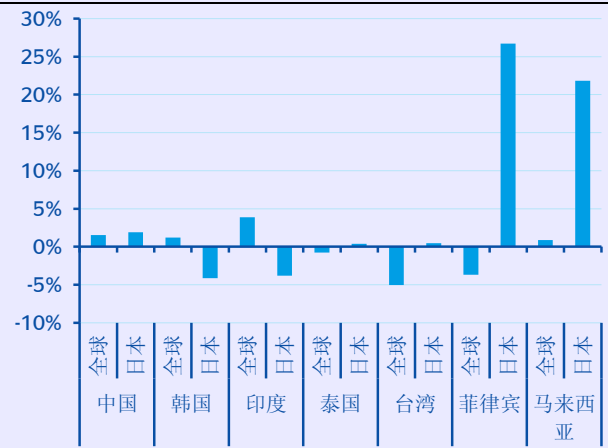
对亚洲出口国的影响可能出现在这些国家竞争的第三国。另一方面, 日元较低会降低亚洲其他国家从日本进口零部件的成本。虽然这些都很重要, 但是已经超出此专题的讨论范围。

表 1
亚洲对日本出口

2012 年	对日本出口占总出口	总出口占 GDP	对日本出口占 GDP
马来西亚	12%	75%	9%
泰国	10%	63%	6%
台湾	6%	60%	4%
韩国	7%	48%	3%
德国	2%	42%	1%
中国	7%	25%	2%
印度尼西亚	16%	22%	3%
菲律宾	19%	21%	4%
美国	5%	10%	0%

来源: CEIC and BBVA Research;

图 12
出口增长率的变化 (q/q s.a.)
(2013Q1/2012Q4-2012Q4/2012Q3)



来源: Haver and BBVA Research;

3. 中国面临政策限制和外部不确定性

在 2012 年 GDP 的增速回落至 7.8%，为十年多来的最低。当数据显示第三季度的增长已经触底反弹时，避免硬着陆的信心开始改善。增长的回转式由于政策的刺激，房地产行业的复苏以及出口的稳定。然而最近，由于增长的减速，这种信心再次受到检验。特别是，2013 年第一季度的国内生产总值增长从 7.9%Y/Y 在第四季度下降至 7.7%Y/Y，私人投资乏力。此外，新领导层已经显示会容忍更低的经济增长，新刺激措施也受到了上升的国内金融脆弱性的限制。

虽然有种种的忧虑，但我们保持 2013-2014 年的增长预测不变为 8.0%。虽然最近的活动指标面会出喜忧参半的增长势头，我们相信经济保持温和复苏的轨道上。外部环境继续逐步改善，温和的通胀也为支持经济增长的财政和货币政策提供了空间。

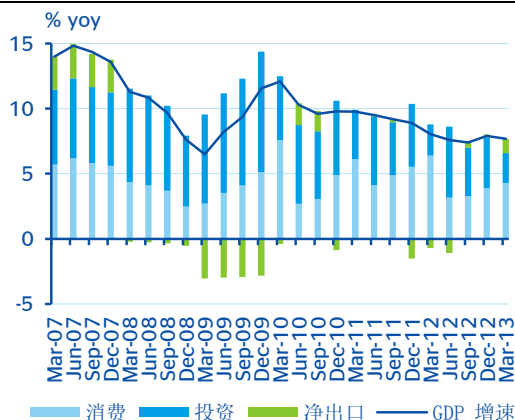
增速放缓，增长前景不明朗

失望的第一季度国内生产总值增长下行，从 7.9%下降至 7.7%Y/Y 在 2012 年第四季度（图 13）。环比上，经季节性调整后，季度增速下降到 1.6%（年化 6.6%），2012 年第一季以来最缓慢的增长。（然而，由于数据质量和季调原因，环比数据并不非常可靠）。增长率下降似乎是由于弱于预期的制造业和房地产投资。

根据国家统计局，与去年同期相比国内需求（包括政府）引领了 1 季度的增长，贡献了 4.3 个百分点，其次是投资（2.3 个百分点）和净出口（1.1 个百分点）。从这个角度来看，投资的薄弱点，从 2012 年的 3.9 个百分点下降到目前水平。同时，净出口的贡献是积极的，从 2012 年的负贡献（-0.4 个百分点）上涨，主要受益于外部需求的稳定。虽然公共基础设施建设支出的步伐继续下去，总投资，包括库存积累，似乎已经减弱，部分原因是紧缩政策的预期消费意愿相对较弱和当局强调防止和遏制住房价格的增长加速以及地方政府债务和影子银行贷款增加。外部经济的脆弱性也有部分影响。服务业占经济的份额继续上升（图 14），这是经济结构平衡的一个标志，同时经常帐赤字下降，消费对 GDP 比重增长。

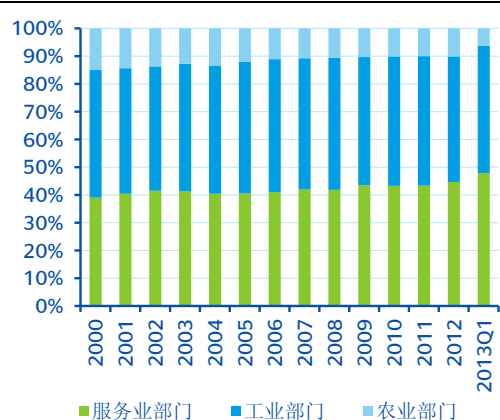
尽管经济放缓，劳动力市场依然强劲。城市的失业率维持在一个相对较低的 4.1%，在第一季度创造了 340 万个新的就业机会增加。据人力资源和社会保障部的数据显示，劳动力供需比第一季度上升到 1.1（图 15），这是劳动力市场紧张的另一标志。

图 13
第一季度增长意外下降



来源: NBS, CEIC and BBVA Research

图 14
服务部门占比上升



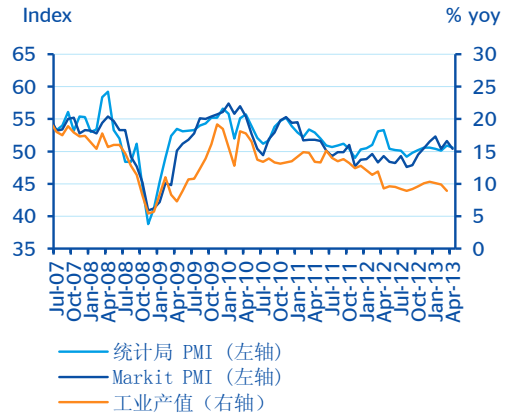
来源: NBS, Wind and BBVA Research

图 15
就业市场保持紧张



来源: CEIC and BBVA Research

图 16
工业产值减速



来源: CEIC and BBVA Research

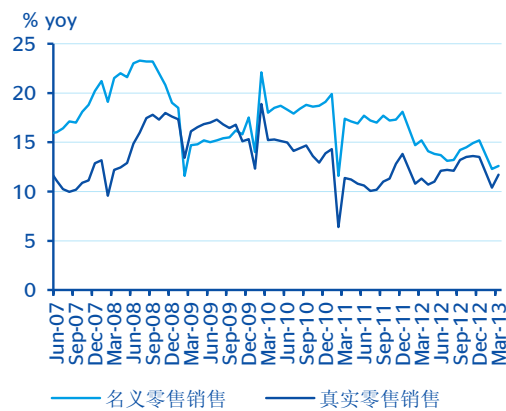
近期月度经济指标也反映了一个喜忧参半的增长势头。在供应方面，工业生产继续减速，PMI 也较弱，虽然仍在 50 以上的扩张区域（图 16）。虽然工业企业利润在 3 月现将，第一季度整体上升 5.3%，年初至今上升 12.1%。然而，由于对利润前景的担忧，股市的表现令人失望（图 17）。在需求方面，零售销售的同比增加下降（图 18），也许部分是由于政府打击腐败导致的，但仍然在健康的范围内。同时如上所述，私人投资放缓超过预期，而公共基础设施建设（大于 20%总投资）保持了增长（图 19）。

图 17
中国股票市场表现不佳



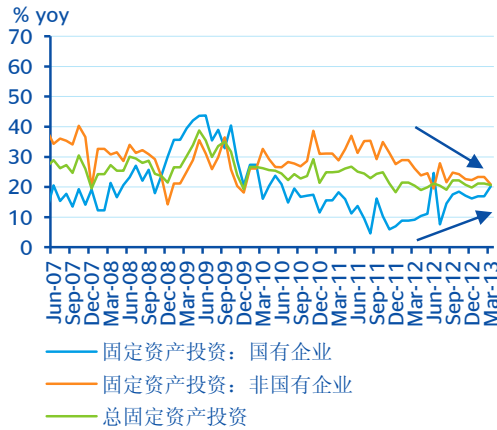
来源: Bloomberg and BBVA Research

图 18
零售销售第一季度减速



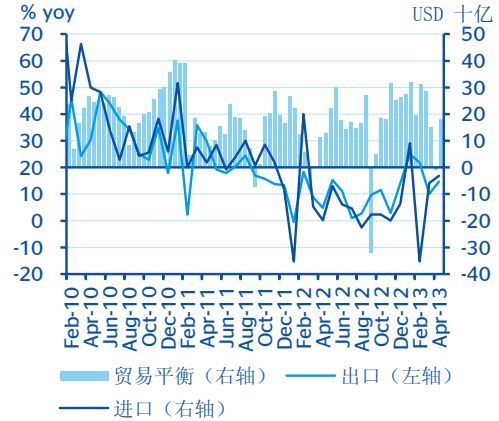
来源: CEIC and BBVA Research

图 19
持续的公共投资弥补了私人投资的疲弱



来源: CEIC and BBVA Research

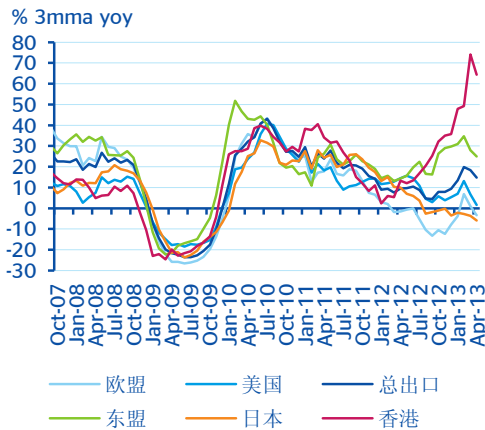
图 20
贸易账户保持盈余



来源: CEIC and BBVA Research

对外部门，出口表现良好，第一季度录得 18.4% 的同比上升，进口增长了 8.4%（图 20）。趋势在 4 月份持续（出口增长 14.7%，进口增长 16.8%）。然而人们对这意外强劲的数据的真实性出现怀疑。特别是，表现良好的出口的增长几乎全是出口到香港（图 21），然而香港的数据却没有相应的增长。（图 22）。这就导致了一个可能性即是通过高报出口的方式掩盖资本流入是第一季度出口激增的根本原因。不过同时，对欧洲，美国和东盟的出口在第一季度均有所上升。考虑进口的数据（图 23），第一季度整体贸易顺差扩大至 430 亿美元，经常帐盈余为 552 亿美元，占 GDP 的 2.9%（图 24）。

图 21
对主要市场的出口有所改善，虽然对香港的急升存在质疑



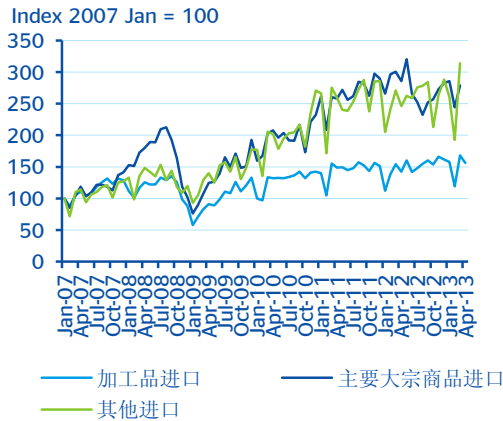
来源: CEIC and BBVA Research

图 22
香港和中国双边贸易的分歧扩大



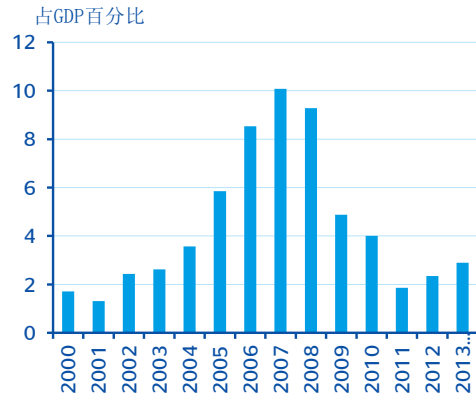
来源: CEIC and BBVA Research

图 23
由于价格下降，大宗商品进口停滞



来源: CEIC and BBVA Research

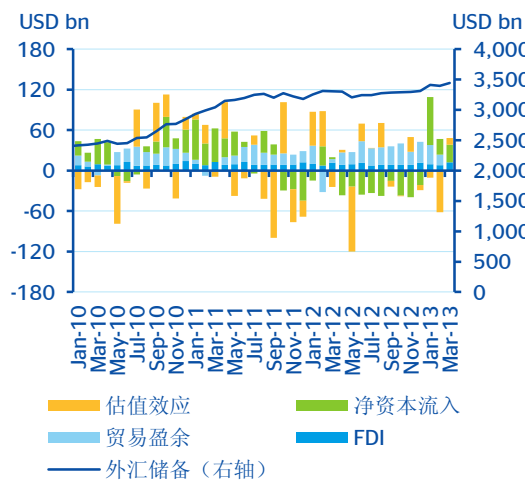
图 24
经常帐盈余的下降开始触底反弹



来源: CEIC and BBVA Research

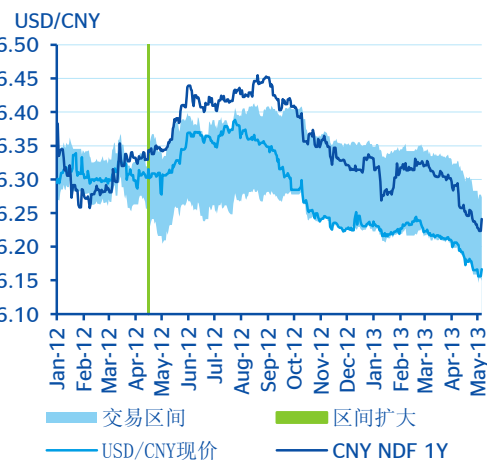
总对外收支在第一季度录得 1570 亿美元盈余，外汇储备升至 3.44 万亿美元（图 25）。经常帐盈余和净 FDI 流入为 294 亿美元，其他资本流入为 724 亿美元，逆转了上一年的流出。主要由于对增长期待的改善和货币增值预期。

图 25
由于高资本流入，外汇储备再度上升



来源: CEIC and BBVA Research

图 26
近几个月人民币升值加速



来源: Bloomberg and BBVA Research

人民币继续升值

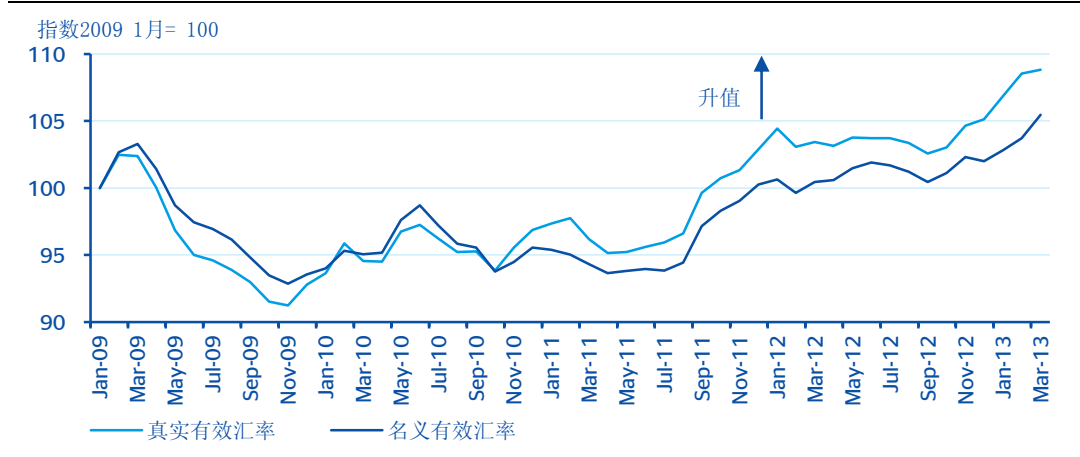
人民币继续升值，到五月中累积兑美元升值 1.5%（图 26）。由于美元兑其他货币升值，人民币的名义及真实有效汇率幅度更为快速，特别是对日元（图 27）。作为升值压力的一个指标，现货汇率持续在交易区间的较强段交易，人民币的每日固定汇率也在逐渐走强。升值的幅度超过了我们对 2013 年全年升值 2-3% 的预期。

当局已经开始尝试控制最近的升值压力，5 月初人民银行宣布了应对热钱流入的新措施。包括规定银行增加美元持有量对未偿还贷款的比率（有效的限制银行卖空美元），和加强管理通过贸易和其他渠道的非法资本流入。这些措施宣布后，汇率出现了短暂的回落，但是新的升值压力很快恢复。所以政策的有效性仍有待观察。

同时，当局也继续增加人民币国际化和汇率的自由兑换的推进。中国的贸易以人民币结算的份额已增至 10% 以上。最值得注意的是在 4 月份，澳大利亚与中国达成协议货币直接兑换，这是继美元和日元后的第三个和人民币自由兑换的货币。随后澳大利亚央行宣布将拨出

5%的外汇储备投资中国国债，这进一步推动了人民币国际化的前景。我们亦预期人民币每日交易波幅会进一步被扩大，自去年5月增加值+1.0%。

图 27
名义和真实有效汇率上升

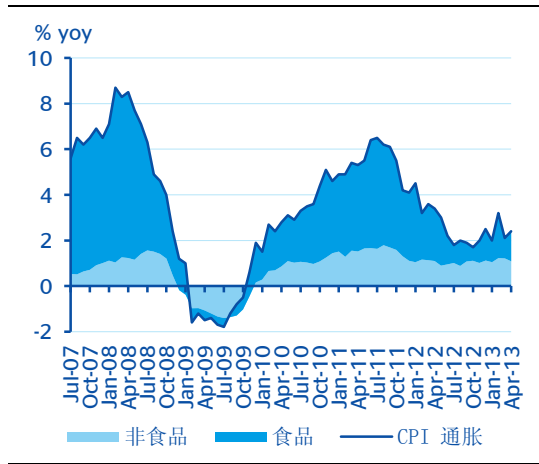


来源: BIS, CEIC and BBVA Research

通胀压力保持低位

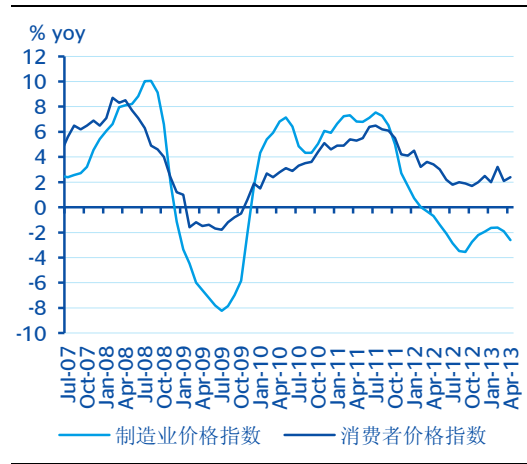
通胀温和，从3月份2.1%小幅上升至4月份2.4%。虽然通胀自去年10月见底之后有所上涨，（图28），由于食品价格的下降通胀保持在3.5%的政策区间内。同时，制造业物价指数再次下降（4月份-2.6%同比）主要由于大宗商品价格的下降，这会在未来令通胀压力持续温和（图29）。

图 28
由于食品价格下降，通胀保持温和



来源: CEIC and BBVA Research

图 29
制造业价格持续下降

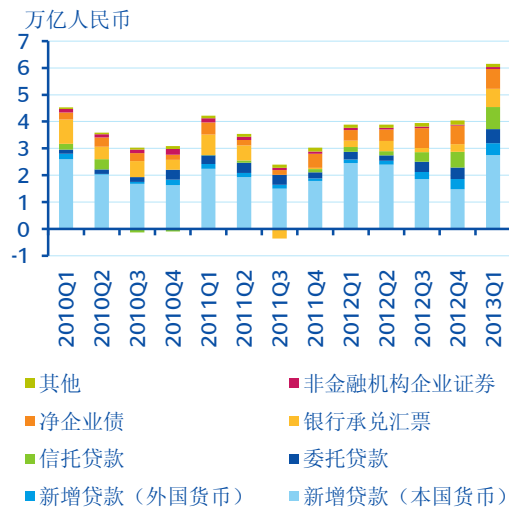


来源: CEIC and BBVA Research

宽松的货币政策和强劲的信贷增长

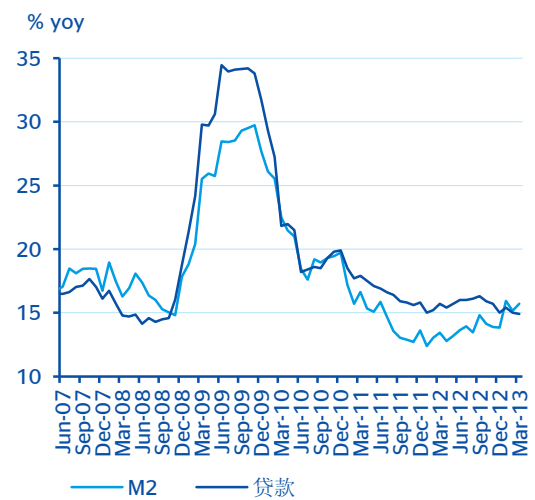
M2 和信贷增长保持强劲。需要特别注意的是社会融资总量在第一季度环比上升了 58%。（图 30）。社会融资总量是包括银行和非银行信贷的广义总量。新增人民币银行贷款在第一季度占社会融资总量流量的 44.8%，为 2.76 万亿人民币，大致与当局 2013 年 9 万亿的目标一致。同时 M2 增长加速，从去年第四季度 13.8% 上升到第一季度的 15.7%。（图 31）。

图 30
社会融资总量激增



来源: CEIC and BBVA Research

图 31
M2 增长加速，贷款量企稳

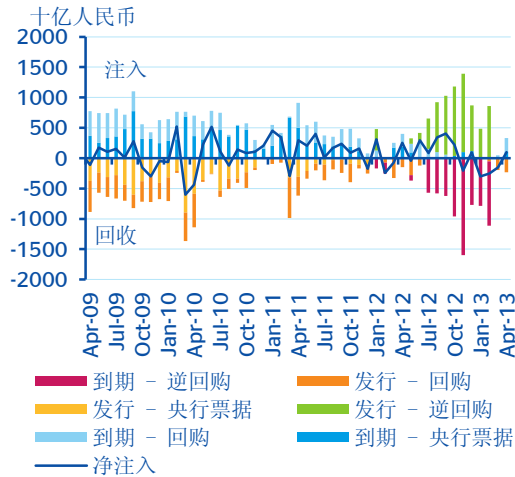


来源: Wind and BBVA Research

因为经济活动的放缓，1 季度信贷增长有些奇怪，很有可能是政策上的促进贷款刺激经济增长。在需求方面，也反映了未来可能会增加的投资（特别是非银行金融的增加）。非银行信贷的快速增加，特别是影子银行贷款的部分。由于缺乏监管和透明度，影子银行值得担忧。

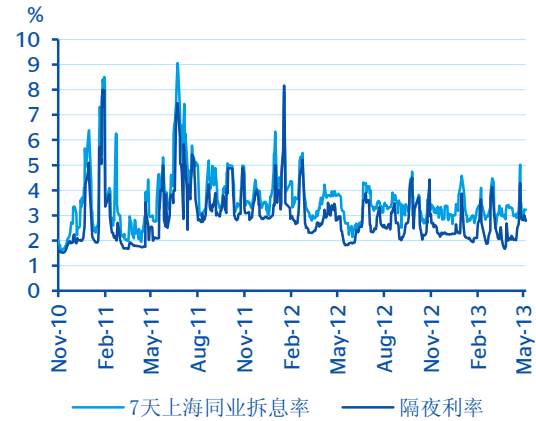
同时，利率和存款准备金率自从 2012 年 5, 6 月份以来保持不变。人民银行更多的使用公开市场操作来控制流动性，这与建设一个基于市场的货币政策机制的计划一致。（图 32 和 33）。

图 32
人民银行更多的使用公开市场操作控制流动性



来源: CEIC and BBVA Research

图 33
成功的稳定了银行间利率

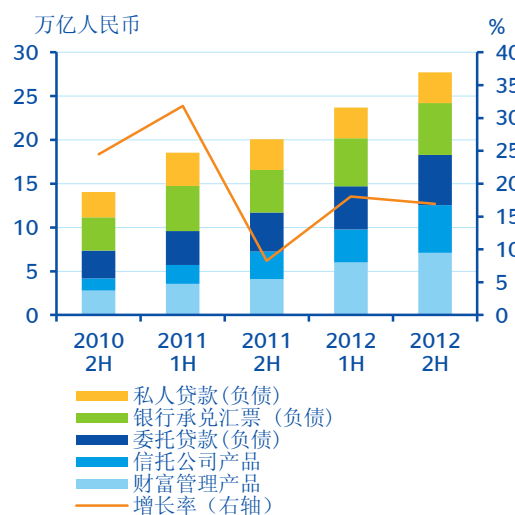


来源: Wind and BBVA Research

金融脆弱性的上升限制了宽松政策

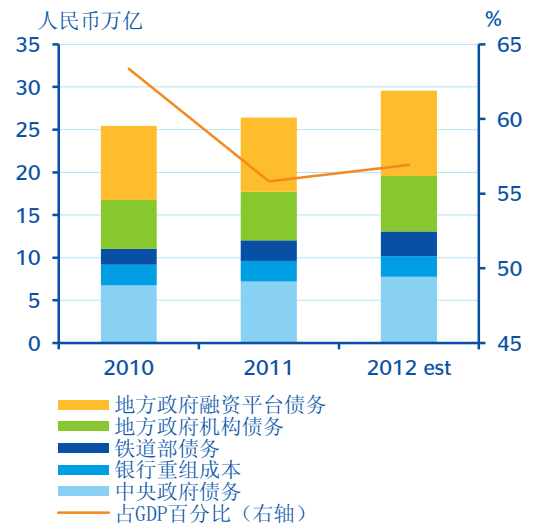
自从2011年的政策紧缩之后,国内影子银行部门的金融脆弱性又有所上升(图34;见我们撰写的中国银行业观察:中国影子银行活动的最新进展),地方债务的再度升高,房屋价格的加速上涨(见下文)。地方政府债务在2012年底上升到16.5万亿人民币(占GDP的32%),加上中央政府债务,使总公共债务达到GDP的57%(图35)。当局已经注意到金融脆弱性的上涨并且采取了措施抑制其继续生生,降低金融脆弱性。4月份,当局发出规范银行对地方政府融资平台贷款的指引。同时,对银行理财产品也加大了监管力度。

图 34
影子银行活动继续上升



来源: Wind, CEIC and BBVA Research

图 35
总公共债务在2012年上涨

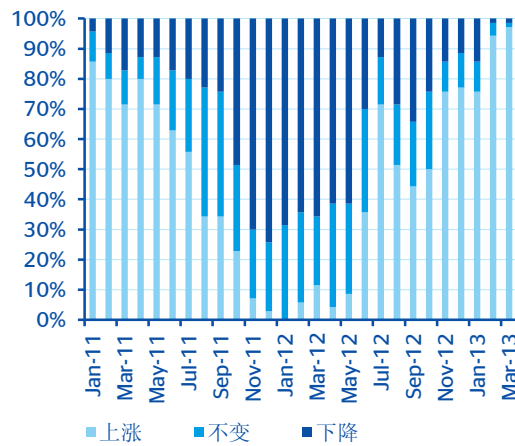


来源: CEIC and BBVA Research estimates

房地产部门再度升温

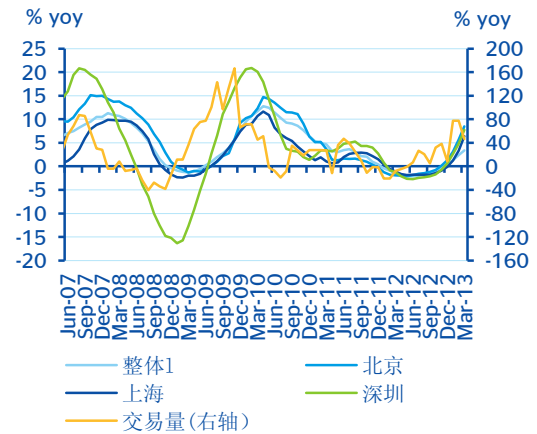
尽管最近实施了遏制投机和维稳房价的措施，由于较强的流动性和投资者信心的改善房地产市场再度升温。虽然明显的价格上涨大部分出现在一线城市，很多中大型城市在第一季度也出现房价上涨的情况（图 36 和 37）。我们估算全国住房价格在第一季度环比上涨了 3.4%，相比去年第四季度的 0.4%。价格的上涨伴随着销售量的上升。中央政府已经采取了措施应对房价的继续上涨，包括对地方政府实施房屋政策宣布了更严格的指引和对二手房销售征收 20% 的资本利得税。与我们 2012 房地产展望 的观点一样，考虑到较强的基本面需求，我们不认为目前的价格水平有泡沫的成分。

图 36
更多城市房价录得上涨



来源: NBS and BBVA Research

图 37
销售量激增



来源: NBS, CEIC and BBVA Research

4. 中国经济增长依赖支持性政策，存在向下风险

由于一季度增长意外失去动力，我们 2013 和 2014 年 8.0%的全年的 GDP 增长预测的向下风险增加。另外，对持续增加的国内金融脆弱性的担忧会限制进一步宽松政策的实施。尽管如此，温和的通胀为政策提供了一定空间，随着经济的扩张和外部环境的改善，我们维持我们的基线情景预测。

新的领导层在 3 月份正式接管，并且表示会维持现有的“谨慎的货币政策和积极的财政政策”。主要宏观目标在 3 月份全国人大会议上确定，包括 GDP 增长 7.5% (与 2012 年目标维持不变)，平均通胀 3.5% (与 2012 年 4.0%目标有所下降) 和财政赤字占 GDP2.0% (broadly 大致与 2012 年 2.1%目标相同)。同时，当局也再次强调增长质量的重要性，这其中包括经济的再平衡，环境问题，缩小贫富差距和抑制金融风险。

新领导层强调政策的持续性，并暗示会容忍更低的增长率

以习近平和李克强领导的新决策层强调了政策持续性的重要，会持续支持性的政策和经济体制改革。重点将放在增长的质量和可持续性上，并且暗示会接受低于之前预计的增长率，这主要因为劳动力市场良好以及潜在增长在放缓。我们在上一期的 [中国经济展望](#) 有所讨论。新的领导层需要在短期内维持持续的增长，同时控制国内的金融脆弱性，而不至于产生中期的负面后果。

在短期内，仍有调整政策，以维持经济增长或高于官方 2013 年目标范围的空间。特别是，可以提前实施财政支出以刺激投资和消费同时可以适当放宽宏观审慎政策。在货币政策方面，除非有更严重的经济增长势头放缓，我们不预期 2013 年会出现利率的下调，同时在目前情况下，任何紧缩政策很可能要推迟到 2014。在此期间，中国人民银行可能会调整流动性，通过公开市场操作和存款准备金率，这取决于资本流入和国内条件的变化。

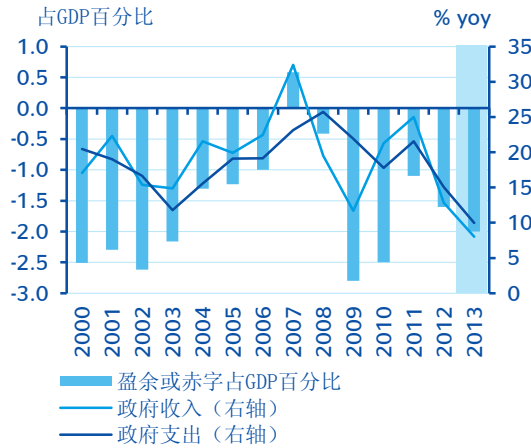
当局曾多次强调，他们将推进以市场为导向的改革议程，包括能源定价，城市化，金融部门自由化，和工资分配。在金融方面，当局计划将继续推进利率市场化和汇率的灵活性进一步，包括可能扩大人民币的每日交易区。关于资本账户的自由化，他们正在采取措施，允许个人海外投资和其他人民币跨境资本流入。我们预计，当局会在第三或第四季度宣布进一步的细节。

财政政策支持增长

政府的财政赤字目标为占 GDP 的 2.0%，大致与 2012 年考虑收入转移带来的 0.5%的最终 2.1%相近(图 38 和 39)。它的基础是支出增加了 10%，高于预计的 8%的收入增长。消费将集中在持续的基础设施和公共住房建设，将辅之以选定的减税。

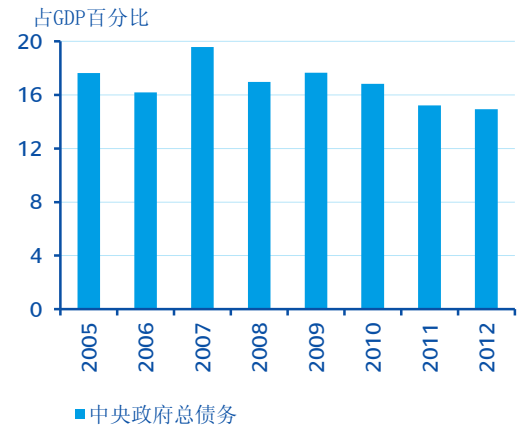
此外，正在进行的公共房屋建设是整体基础建设的一大支柱，同时也是保持房价可支付能力的重要政策。2013 年的全年建设目标为 630 万套，已经完成了 470 万套。与此相对，2012 年 781 万套开工，完成 601 万套。

图 38
财政政策保持增长支持



来源: CEIC and BBVA Research

图 39
受益于较低的官方公共债务水平



来源: CEIC and BBVA Research

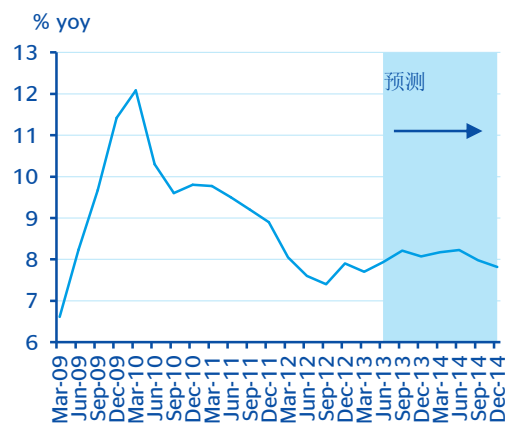
在 2013 年剩余时间里，增长会温和加速

受益于支持增长的经济政策，外部环境的持续改善，我们居于在今年的余下时间里增长势头逐渐加强，从上半年的 7.8% 环比上涨到下半年的 8.2% 环比 (图 40)。因此，我们以前的基线 8.0%，2013 年和 2014 年的经济增长预测保持不变，尽管下行风险来自外部的不确定性和政策的限制，由于国内脆弱性的积累。我们的 2013 年基线预测认为虽然第一季度结果偏弱，但之后私人投资会出现回升，消费保持稳定，出口会有稳定的 8-10% 的增长。

通胀前景良性

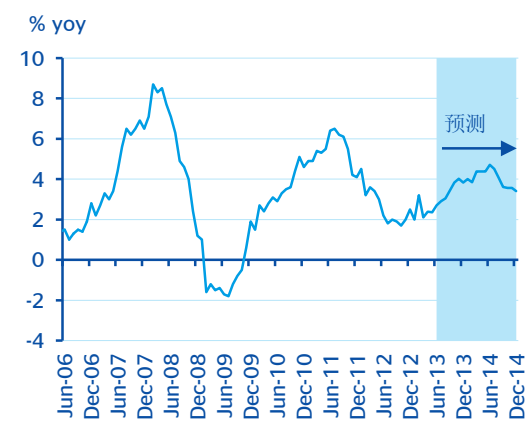
此前我们下调 2013 年平均通胀预测从 3.3% 至 3.0%，主要由于食品价格低于预期。这就是说，我们的预测将继续建立在逐渐上升的通胀在今年余下时间内需求强劲，粮食价格上涨，以及基数效应环比通胀在未来 1-2 月会保持在 2.5% 附近，在第三季度上升到 3.0%，并在 2013 年底上升到 3.8% (图 41)。此后，我们预计通胀水平在 4% 左右，到 2014 年，其预期的长期平均水平。

图 40
2013 年的季度增长会逐渐得到动力



来源: NBS, CEIC and BBVA Research estimates

图 41
尽管有上升趋势，通胀保持良性



来源: NBS, CEIC and BBVA Research estimates

人民币继续升值

人民币的升值大致与我们之前的预测相符。由于国际收支呈现盈余，我们预计 2013 年全年人民币兑美元会升值 2-3%。这将使人民币在年底达到 6.1/美元的水平。我们还预计每日交易波幅可能进一步扩大，2012 年 5 月交易波幅已经从 +/-0.5% 扩大至 +/-1.0%，货币的双向浮动会更灵活。此外，人民币国际化在 2013 年会有进一步进展，当局继续推动贸易结算货币的使用和越来越多的投资流动。后者将包括推出更多人民币产品在离岸市场作为人民币流回内地的渠道。

表 2
基线情景

	2010	2011	2012	2013 (F)	2014 (F)
GDP (% y/y)	10.4	9.3	7.8	8.0	8.0
通货膨胀 (平均, %)	3.3	5.4	2.6	3.0	4.0
财政平衡 (% of GDP)	-2.5	-1.1	-2.1*	-2.0	-1.8
经常帐 (% of GDP)	4.0	1.9	2.3	2.8	3.5
政策利率 (% eop)	5.81	6.56	6.00	6.00	6.50
汇率 (CNY/USD, eop)	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95

*首次结果:

来源: BBVA Research

5. 向下风险仍显著

许多亚洲国家的增长势头在第一季度比预期稍差，这为增长前景带来了新的下行风险。虽然增长结果令人失望的因素因国家而异，常见的元素是外部需求仍然低迷。在 [全球经济展望](#) 中提到的，金融尾部风险已经降低，但增长前景依然不明朗，尤其在欧盟。在外部需求依然疲弱的情况下，大部门亚洲经济体有进一步的政策支持空间。虽然范围较为有限，尤其是在中国国内的金融脆弱性的担忧有所增加。

在这个区域内，下行风险继续源自地缘政治的担忧，包括中国和日本之间的纠纷不断，最近朝鲜和其邻国之间的紧张程度升级。在宏观方面，由于日元升值的前景，资本流入的压力，货币紧张局势的风险仍然存在。后者由于日本央行的量化宽松政策而加剧，并且可能令整个区域的货币管理复杂化，需要进一步的宏观审慎措施，以限制资产泡沫的风险。在一些东盟经济，存在过热的风险，尤其是在印度尼西亚和菲律宾。印度的增长预测出现大幅下调，改革的动力需要密切关注。

在中国，经济增长前景的下行风险已经增加，由于第一季度的增长势头放缓 同时政策制定者意识到国内金融脆弱性的增加限制了政策的实施。在这方面，最近为解决这些风险的措施是受欢迎的，虽然可能在短期内影响增长。因此，新的领导班子将面临的挑战是平衡这些风险对使用经济刺激措施，以维持短期的增长。在此期间，脆弱的全球经济，我们认为，仍然是短期前景最大的风险。

6. 表格

表 3
宏观预测: 国内生产总值

(增长率%同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
欧洲货币联盟	1.9	1.5	-0.5	-0.1	1.0
亚太	8.2	5.8	5.3	5.4	5.8
澳大利亚	2.6	2.5	3.6	3.0	3.4
日本	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.7
中国	10.4	9.3	7.8	8.0	8.0
香港	6.8	4.9	1.4	3.5	4.0
印度	8.9	7.5	5.1	5.7	6.4
印尼	6.2	6.5	6.2	6.3	6.8
韩国	6.3	3.7	2.0	2.7	4.0
马来西亚	7.2	5.1	5.6	4.8	5.2
菲律宾	7.6	3.9	6.6	6.0	5.6
新加坡	14.8	5.3	1.3	2.3	4.0
台湾	10.8	4.1	1.3	3.5	4.2
泰国	7.8	0.1	6.4	4.7	5.2
越南	6.8	5.9	5.0	5.8	6.3
亚洲除中国	6.8	3.5	3.6	3.8	4.3
世界	5.1	3.9	3.2	3.3	3.9

来源: BBVA Research

表 4
宏观预测: 通胀 (平均)

(增长率%同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	1.6	3.1	2.1	2.1	2.2
欧洲货币联盟	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
亚太	3.6	4.7	3.0	3.1	3.6
澳大利亚	2.8	3.3	1.8	2.9	2.5
日本	-0.7	-0.3	0.0	0.1	0.7
中国	3.3	5.4	2.6	3.0	4.0
香港	2.3	5.3	4.1	4.2	3.6
印度	9.6	9.2	7.7	6.6	6.1
印尼	5.1	5.4	4.3	5.1	5.5
韩国	3.0	4.0	2.2	2.6	3.3
马来西亚	1.7	3.2	1.7	2.6	2.7
菲律宾	3.8	4.7	3.0	3.5	4.0
新加坡	2.8	5.2	4.6	3.4	4.0
台湾	1.0	1.4	1.9	1.8	1.9
泰国	3.3	3.8	3.0	3.4	2.9
越南	10.0	18.1	6.8	7.5	7.8
亚洲除中国	3.7	4.3	3.3	3.2	3.4
世界	3.7	5.1	4.1	3.9	4.0

来源: BBVA Research

表 5

宏观预测: 汇率(期末)

		2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
欧盟*	美元/欧元	1.34	1.30	1.32	1.32	1.30
澳大利亚	美元/澳元	1.02	1.02	1.04	1.09	1.08
日本	日元/美元	81.1	76.9	86.8	109.0	116.0
中国	人民币/美元	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95
香港	港币/美元	7.77	7.77	7.75	7.80	7.80
印度	卢比/美元	44.7	53.1	55.0	52.5	52.0
印尼	印尼盾/美元	8996	9069	9793	9400	9200
韩国	韩元/美元	1126	1152	1064	1060	1000
马来西亚	林吉特/美元	3.06	3.17	3.06	2.90	2.80
菲律宾	比索/美元	43.8	43.8	41.0	40.0	39.0
新加坡	新币/美元	1.28	1.30	1.22	1.20	1.19
台湾	台币/美元	29.3	30.3	29.0	29.0	28.5
泰国	泰铢/美元	30.1	31.6	30.6	30.0	29.5
越南	越南盾/美元	19498	21034	20840	22000	22000

来源: BBVA Research

表 6

宏观预测: 政策利率(期末)

(%)	现值	2010	2011	2012	2013 (预测)
美国*	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟*	0.50	1.00	0.75	0.50	0.50
澳大利亚	2.75	4.25	3.00	2.75	4.00
日本	0.10	0.08	0.10	0.09	0.10
中国	6.00	6.56	6.00	6.00	6.50
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	7.25	8.50	8.00	7.00	6.50
印尼	5.75	6.00	5.75	5.75	6.00
韩国	2.50	3.25	2.75	2.50	3.00
马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50
菲律宾	3.50	4.50	3.50	3.50	4.25
新加坡	0.40	0.45	0.40	0.40	0.40
台湾	1.88	1.88	1.88	1.88	2.13
泰国	2.75	3.25	2.75	3.00	3.25
越南	9.00	9.00	9.00	8.00	8.00

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，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 Asia Unit of the Emerging Markets team*Chief Economist for Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

Weiwei Liu

carrie.liu@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@bbva.com

Edward Wu

edward.wu@bbva.com.hk

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

Latam Coordination

Juan Ruiz

Juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Peru

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldolopez@bbva.com

Mexico

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.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

Global Areas:

Economic Scenarios

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.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

Contact details

BBVA Research

10/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese

www.bbvarresearch.com