

亚洲展望

2010年第二季度

经济分析

- 亚洲一直领导全球经济复苏，我们预计到2010年区域经济在出口和国内需求提高的推进下将加速增长。
- 整体通胀依然大体处于低水平，但正在上升。需要进一步的财政紧缩政策来防止经济过热。
- 我们预计地区货币将因为强劲的增长前景和资本流入而升值。
- 主要风险来自欧洲危机的外溢和中国可能存在的潜在经济过热。当前的挑战是及时把刺激经济措施撤出市场，同时在全球经济低迷的环境中保持有效的支持。



目录

1. 亚洲一直受益于全球贸易的复苏，尽管外部环境仍然充满挑战	4
2. 亚洲领导全球经济的复苏	5
3. 由于该地区在外部需求改善和国内需求旺盛的带动下，增长势头强劲，我们的预测已经上调	8
4. 风险主要源于欧洲的不确定性，以及或多或少来自中国经济过热的前景	10
5. 表格	11

概要

亚洲领导世界经济复苏，并再次成为全球经济增长最快的地区。受到出口反弹和内需改善的推动，增长势头持续加快。我们预计该地区2010年国内生产总值会由去年的1.8%上升到5.8%。

虽然经济复苏形式不一，但该地区所有经济体都得益于上升的经济增长势头。亚洲大型经济体在全球经济衰退中免于出现收缩，而以出口为导向的经济体则在产出暴跌后经历着V型复苏。外部需求一直是增长的重要动力，尤其在复苏的前期。现在有越来越多的经济体出现由国内需求带动经济增长的迹象。消费者和商业指标上升，而失业率虽仍处于历史高位，但已开始下跌。生产率和出口都高于之前的高峰水平。

总体通胀仍然处于较低水平，但正在上升，主要由于食品价格上升，去年较低的基数，以及减少的配用容量。基本压力仍在可控范围内，但印度和越南是例外，这两个国家的通胀已经接近两位数水平，大大高于亚洲其他地区。

政策制定者的挑战是既要及时把刺激经济措施撤出市场，同时又要在全球经济低迷的环境中对市场保持有效的支持。这里的风险是，一些国家可能会把政策放得太松，从而增加通胀压力和过热风险。

我们预计未来将有进一步紧缩措施。一些国家已经通过提高利率或减少流动性来收紧货币政策，包括澳大利亚，中国，印度，马来西亚，和越南；而新加坡则通过提高其汇率水平来达到这个目的。一些国家，包括中国，香港，韩国，和新加坡都采取措施抑制房地产市场。财政政策依然支持经济增长，虽然大部分国家都计划在2010年减少赤字。

我们预计该地区货币继续坚挺，因为增长前景改善和资金流入。如果人民币升值速度高于我们的基准线，这些趋势甚至会加剧。资金的进一步流入会给政策制定者带来额外升值压力，并使已经通胀的房产价格有进一步升值压力。

展望未来，主要风险来自外部环境。虽然当前新兴市场和美国经济保持旺盛的增长势头，但欧洲危机的外溢却带来不确定性。中国经济过热的可能性也给地区经济带来风险。中国逐渐形成经济过热的风险正在上升，而通胀压力和房地产价格泡沫可能使进一步冷却经济措施变得必要。最极端的情况，当然这个很少可能会发生，就是“泡沫破灭”的情况，会使得投资者失去信心，经济增长急剧下降。本地区里，泰国面临着政治暴动所带来的挑战，而越南则要在庞大的财政和经常账户赤字中保持宏观经济稳定。

1. 亚洲一直受益于全球贸易的复苏， 尽管外部环境仍然充满挑战

全球经济现在受到两个相冲突的势力所影响：一是来自新兴市场与美国的正向的周期性推动，另一个则是来自欧洲的风险溢价的扩大。与此同时欧盟的拯救计划部分程度减少了短期的不确定性，中长期的风险依然保持在下降的通道之中。

随着新兴市场和美国的经济复苏，周期性的市场情况在过去的几个季度已经显着回暖。全球贸易额增长达到7%，我们预期2010年的全球增长能够达到4.2%。与此同时，大家都在怀疑欧洲货币联盟在处理其成员国的债务问题方面的决策能力及机制。这些疑虑造成了金融压力的扩散和重新发生。事态的发展会先冲击欧洲大陆的经济体，并很有可能影响全球其它地方。这些负面影响发生的时间及所触及的方面很大程度上受到这次欧盟在5月9日提出的拯救计划的实际效果及所持续的时间来影响。尽管在短期来看这个拯救计划维持了市场的稳定，但是不确定性依然在三方面都有存在：1.未来几个月即将执行的拯救计划；2.欧盟国家未来将要采用的财政巩固计划的可信度；3.欧洲货币联盟的主要国家对拯救计划中期的承诺。

尽管有着全球短期内空前的财政政策及货币政策的扩张所带来的刺激，2010年的经济可持续复苏并没有得到保证，特别是在那些发达国家。

尽管在2010年出的经济复苏在全球发生，但是复苏的力度在不同的国家互不相同。这是由于不同国家在使用财政及货币政策上面的强度不同所造成。这些政策对于为中国及美国提供复苏的刺激带来周期性的向上趋势尤其有帮助。与此同时，新兴市场受到国内需求的复苏带动而广为收益。总的来看，复苏在这些经济体中表现得更加有可持续性。相反的，在发达国家，由于扩张的政策逐渐褪色，对2010年经济是否还能持续复苏的怀疑正在增加。

对于货币政策退出机制不断增加的差距的展望：美国将会逐步发生；欧洲货币联盟尚不清晰；而新兴市场没有统一的方案

预期美联储的利率上调的道路将会渐缓。美联储开始上调利率的最早时间估计是2011年刚开始的时候，而利率估计在2011年末也只会微微高过1%。美国和欧洲经济体的背景差异将会导致这两个地区的货币政策发展的不同。尽管经济的增长会在2010年变得迟钝的，但是美国现阶段增长动力变弱的可能性会很小，而初期的通货膨胀压力正在形成。相反的，在欧洲，除了现在脆弱的经济环境外，向上的动力充满不确定性，而通货膨胀的压力几乎不存在。由于周期性的不同，退出的方案会随着国家的不同而改变。在一些国家，如果紧缩的货币政策或者其它控制不能尽快实施的话，宏观经济的不平衡会发生。

市场已经反应出抗周期性衰退的财政政策的效果有限。有着有限的高负债和私有部门去杠杆化经济体受到向上调升的利率所带来的风险较大。

在逆风险情绪高涨的地区，金融市场加重了对未来的不良预期。金融市场在追踪宏观政策的不一致上面非常有效，但在普通的时候经常被忽略。尽管欧洲推出了巨大的拯救计划，但是巨大的风险溢价将会在将来的财政巩固的道路中带来许多不确定性。扩大的风险恶化状态就是现在这个市场脆弱的最好证明。经济历史上充满着很多国家的经济问题蔓延到其它国家的情况。这些情况下，地域上的联系以及相同的周期所带来的影响远比基本面厉害。实际上，现在的恶化情况无论是从因为希腊危机的所开发金融渠道或者是基本面方面来看都没有良好的解释。尽管问题的根本依然在激烈的讨论之中，但是为了尽快安抚国际投资者的情绪，现在大部分国家需要尽快加强信用。

长期的财政巩固才是对发达国家的主要挑战

现在市场都在担忧公共债务产生带来的长期后果。这会不可避免的给实际利率和高风险溢价带来上行的压力。就算最近的危机慢慢的消退，慢慢增长的基于对各国财政基础信用带来的歧视会增加。

银行系统的非决定性重组和即将到来的调控过程会减缓复苏

金融部门不确定性的阻塞主要是两方面的。缓慢的金融改革，特别是在欧洲，会导致信用缺失的再次发生。市场上有越来越多担忧，因为历史情况和经验主义的争取都显示了信用在经济上行的初期的重要性。市场同时充满了许多规管上的改革的不确定性。最有可能发生的情况是资本和流动性的大幅需求增加。这会阻碍银行系统在未来保证其信贷来源

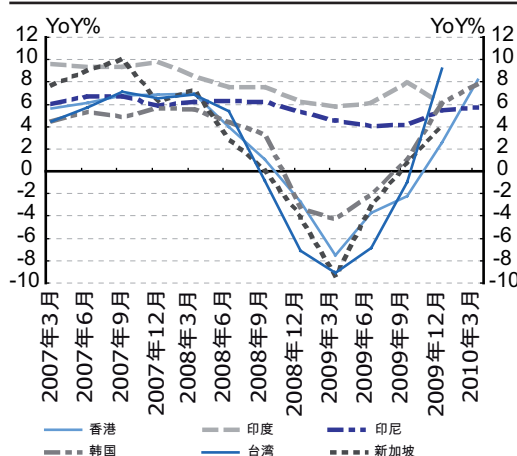
2. 亚洲正在带领全球复苏

亚洲一直领导全球经济复苏，并已重新成为全球增长最快的地区。虽然复苏模式不同——更注重国内经济经济体豁免经济大幅收缩（中国，印度和印度尼西亚），而出口导向的经济体在产量骤降后呈现V形复苏（韩国，香港，新加坡，台湾）——大多数国家的产量和出口在2009年第四季度恢复到前雷曼水平（图1）。最近，经济增长势头加快，大多数国家季度本地生产总值以惊人速度上升。

上升的增长势头得益于政策刺激和外部需求回升

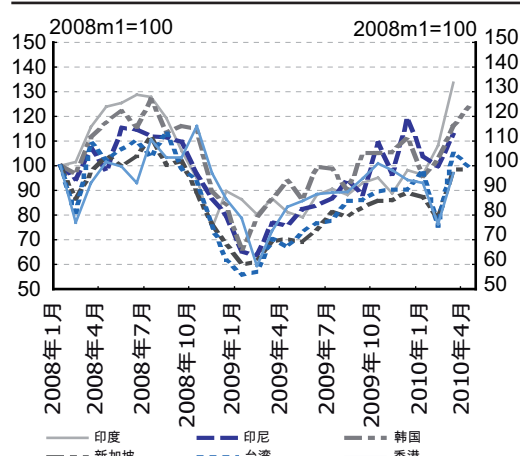
经济复苏最初由中国的经济刺激方案和强劲需求带动（见中国展望）。后者是由中国庞大的政府开支而引起的，虽然它强调基础设施，但商品和初级产品的需求也受到刺激（特别惠及澳大利亚和印尼）；收入增长和补贴刺激了国内消费，也刺激了包括汽车和电器（韩国受益）的最终产品的需求。随着全球复苏步伐加快，中国对加工材料（电子元件）的需求增加（惠及韩国和台湾）。出口需求由2009年第三季度在区域开始扩大，惠及亚洲的所有经济体，包括在经济复苏前期落后的东南亚（图2）。

图1
亚洲国家经济增长率



来源：CEIC和BBVA研究部

图2
出口值接近或已超出危机前水平

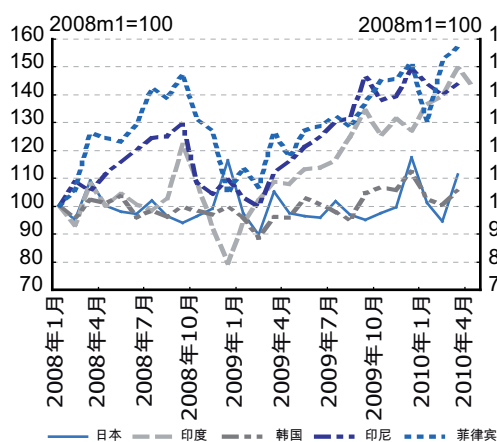


来源：CEIC和BBVA研究部

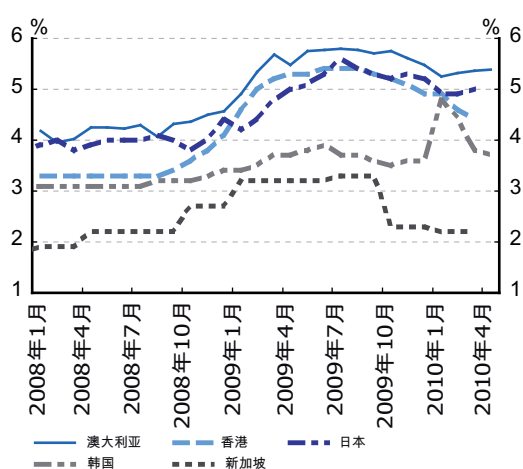
国内需求的强劲回升目前正提高自我维持的前景，许多国家正在不同程度实施刺激政策退市战略。

最近推动经济增长的动力不仅来自出口复苏，也来自国内需求的恢复，从而提高自我维持的复苏前景。私人消费尤其稳健，由于劳工市场情况改善，资产价格反弹的财富效应和强劲的消费意愿（图3和4）。企业信心稳步提升和库存补货，连同信贷增长回升，也促使了增加投资支出（图5）。由于库存周期远未结束，亚洲继续领导全球经济复苏的前景非常好。

产出缺口迅速缩小和对某些地区出现资产价格泡沫的忧虑促使国家主管部门开始把宽松的政策撤出市场。那些在复苏中相对领先的国家（如澳大利亚）正在实施他们的退市计划。

图3
零售销售不断增长

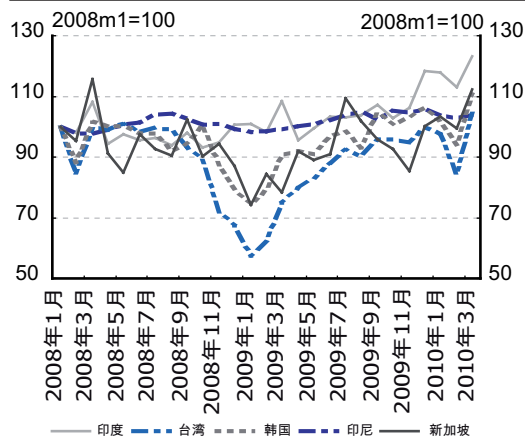
来源：CEIC和BBVA研究部

图4
失业率仍相对较高，但已开始回落

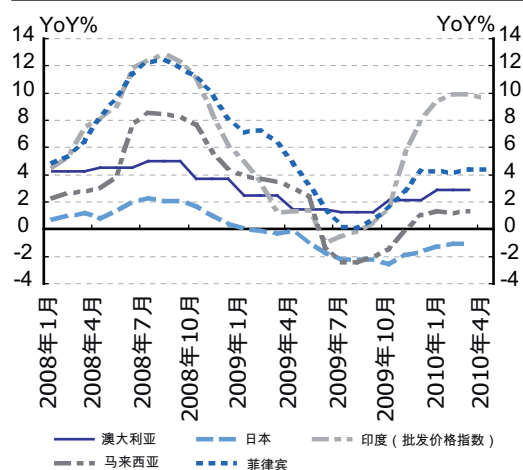
来源：CEIC和BBVA研究部

对通货膨胀率的担心日益上升，促使一些央行开始收紧货币政策

截至目前为止，通货膨胀在大多数国家只获得轻微的关注。印度和越南是例外，不断上升的食品和燃料价格已经使通货膨胀率接近两位数的水平。同时，日本是在通货膨胀的另一极端，持续通缩。其他周围地区，通货膨胀已逐渐上升，但仍处于央行目标范围（图6）。除了多余的产能外，货币升值也有助于抑制通货膨胀。

图5
工业生产已上升至危机前水平

来源：CEIC和BBVA研究部

图6
通货膨胀在大部分地区仍较温和

来源：CEIC和BBVA研究部

在货币政策方面，澳大利亚已成为该地区最积极的中央银行，主要通过提高利率来实现其货币政策正常化，自2009年10月以来已经6次提息，它的货币政策累计上升150个基点至4.5%，接近长期平均水平。印度和越南，如上所述，也开始实施紧缩政策，以遏制通货膨胀的预期。印度迄今已提高现金储备由100个基点（去年2月），提高利率50个基点（3月和4月），越南去年12月提高利率100个基点。在以货币汇率为基础的货币体系中，新加坡上月将其非公开的基线中心移动到升值水平，并宣布允许货币遵循渐进升值的路线。同时，马来西亚两次分别提升其利率25个基点。

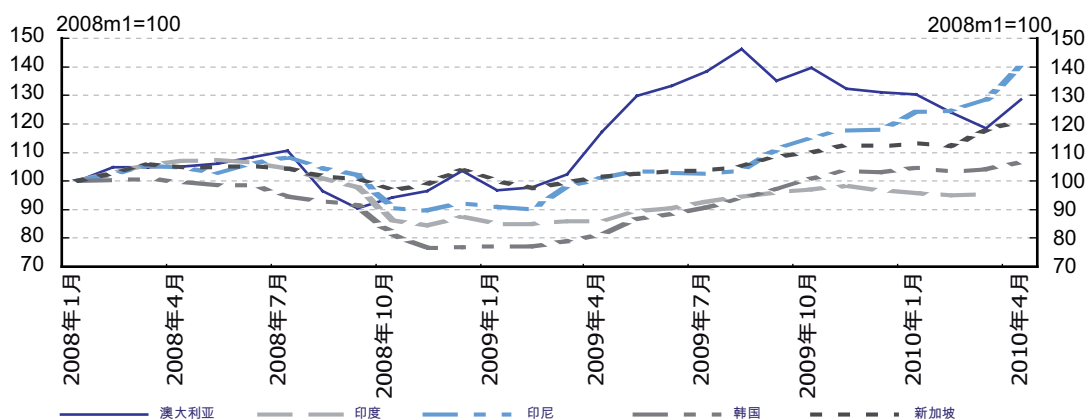
其他央行已开始通过公开市场操作收回流动性，其中几个央行已经暗示可能很快开始加息。值得注意的是，尽管强劲复苏，韩国央行迄今为止都未加息，其利率处于非常低的2%的水平，这主要是因为对全球经济的忧虑，但似乎在下半年也会维持该立场。由于国内需求仍然疲弱，通货紧缩持续引起关注，日本继续维持其利率在接近零水平。

该地区财政政策仍普遍支持经济发展，往往重点表现在创造就业岗位和社会支出上。尽管如此，与2009年的相比，某些支出放缓，刺激措施开始撤出市场。

因为其强劲的增长前景和国际收支盈余，亚洲货币有升值压力

除了货币政策工具，货币升值在该地区造成了一些货币政策收紧的状况。升值压力已经展开，因为许多经济体在经常帐上有大额盈余，以及强劲的资金流入。一些中央银行已通过庞大的外汇干预减缓升值步伐，相应的储备水平已经大幅上升（图7）。

图7
外汇储备正不断增长



来源：CEIC和BBVA研究部

3. 由于该地区增长势头强劲，外部和内部需求正在改善，我们上调了先前的经济预测

随着经济增长势头加强，亚洲经济前景仍十分看好。我们提高了先前的经济增长预测（见表1）。尽管全球经济前景存在风险，出口需求仍有望保持弹性，这不仅因为来自中国的需求，也因为当前全球和区域库存重整的过程还要持续几个季度。我们预计在今年下半年增长放缓，因为政策刺激逐步退出市场，以及全球库存周期开始过去。整体而言，我们预测该地区2010年GDP增长从去年的1.8%上升至5.8%。

除了中国以外，预计印度2010年增长将尤其强劲，高达8.0%，因为其国内需求强劲。由于劳动力市场条件的改善，国内消费正在加强，私人投资支出由于更高的商业利润而攀升。亚洲以出口为导向的经济体预计也将录得强劲的增长，为首的是新加坡（8.3%）和台湾（7.4%）。

虽然仍普遍温和，通胀压力正在上升

潜在的通货膨胀压力仍然很小，因为在大多数国家仍存在正的产值差，即使其差值正迅速缩小。印度和越南是例外，鉴于最近的趋势和粮食价格上涨的影响，我们预计平均全年通胀率将接近10%。由于产值差缩小和就业趋势不断上升，我们预计该地区的其他国家通货膨胀温和回升。然而在日本，我们预计其2010年整体通货膨胀保持负值（见表1）。

由于强劲的增长前景和资本流入，预计货币将升值

改善的经济增长前景和新的资本流入，导致整个地区货币大幅升值。我们预计该地区货币将走强，尽管升值步伐可能会放缓，因央行通过外汇干预放慢升值步伐（见表3）。

但是如果中国允许人民币以比我们预期的基线更快步伐升值，升值趋势可能加快。进一步的资本流入可能对政策制定者所产生挑战，进一步加剧升值压力，和对已经膨胀的资产价格的上涨压力。欧洲最近风险提高，至少暂时缓解资本流入压力。

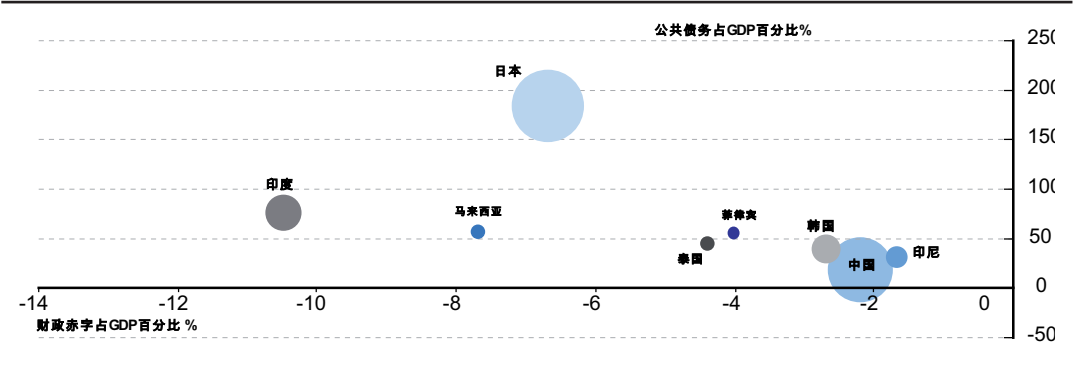
刺激措施退出是意料之中的，但由于全球经济前景存在风险，需保持整体政策支持

鉴于强劲的增长势头以及通货膨胀上升的趋势，注意力都转移到退出战略上。即使刺激逐步取消，大多数国家还是计划维持宽松的财政和货币政策来抵御经济衰退的双重国外风险。

在货币政策方面，我们期望大部分国家依然维持宽松的立场，但利率将从去年特别低的水平开始正常化。我们预计澳大利亚和马来西亚在今年余下时间会只有一次加息可能，而我们认为韩国中央银行，则会在今年余下时间加息100个基点。然而，目前来自欧洲的债务危机的不确定性可能影响升息的时间和幅度。鉴于在日本经济复苏步伐缓慢，我们没有预期其2011年加息。我们也预计在这一年中印尼不会加息，因为利率相对较高以及通货膨胀比较稳定，而台湾，通常不会在美联储前加息（见表4）。

财政政策预计在2010年余下的时间将继续支持经济发展。由于增长势头强大，大多数财政当局的目标是在2010年缩小其预算赤字。在任何情况下，亚洲的财政和公共债务余额的比例通常是健康（图8）。印度是少数的持续财政赤字和债务水平高企的亚洲国家之一，为解决这个问题，它已宣布在未来几年的赤字削减计划。日本也有很高的公共债务比率，但鉴于其对国内融资的依赖，其财政状况的可持续性不是一个大问题。

图8
大多数亚洲国家财政状况良好



来源：CEIC和BBVA研究部

4. 风险源于欧洲的不确定性，以及在较小程度上在于中国经济过热的前景

最近的增长势头，改善的国内需求，稳健的基础使亚洲普遍很好地应对了外部风险。欧洲持续发展的风险溢出效应可能使全球需求放缓，这可能对出口有潜在的不利影响。更紧密的全球融资条件还可能提高该地区企业的借款成本。这就是说，由于亚洲健全的公共财政，欧洲危机对亚洲经济的直接影响有限。

中国经济过热风险也是亚洲前景一个下跌的风险。我们认为这个风险仍然偏低，但正在上升，特别是经济过热以温和的形式进行，通胀压力上升和资产价格泡沫可能需要进一步的措施给经济降温。一个不太可能的极端的情形是，泡沫破灭，有可能使投资者丧失信心和经济剧降。中国商品需求急剧下降可能对区域商品出口国（特别是澳大利亚和印度尼西亚）产生不利影响。而该区域以出口为导向的经济体，对他们来说中国已经成为最大的出口目的地，他们也将受到泡沫破灭的威胁。在该地区，泰国目前面临的政治动乱是其自身的挑战，而越南则面临着解决在庞大的财政和经常帐户双赤字下保持宏观经济稳定的挑战。

在国内方面，尽管存在通货膨胀风险和房地产价格泡沫风险，他们仍在可控范围内。决策者面临的挑战是如何把刺激政策退出市场，避免过热的风险，同时在充满风险的外部前景中对经济保持足够的支持。该地区因强劲增长前景而吸引资本大量流入也可能会对货币管理造成挑战。

5. 表格

表1
宏观经济预测: 国内生产总值

同比增长率	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	2.1	0.4	-2.4	3.0	2.5
欧元区	2.7	0.5	-4.0	0.7	1.3
亚太地区	7.3	4.0	1.8	5.8	5.3
澳大利亚	4.7	2.4	1.3	3.0	3.1
日本	2.4	-1.2	-5.1	1.6	1.4
中国	13.0	8.9	8.7	9.8	9.2
香港	6.4	2.1	-2.7	5.0	4.7
印度	9.5	7.4	6.4	8.0	7.5
印尼	6.3	6.0	4.5	5.5	6.0
韩国	5.1	2.3	0.2	5.0	4.5
马来西亚	6.2	4.6	-1.7	5.0	5.0
菲律宾	7.1	3.8	0.9	3.5	4.6
新加坡	8.2	1.4	-2.0	8.3	4.5
台湾	6.0	0.7	-1.9	7.4	4.5
泰国	4.9	2.5	-2.3	4.2	4.3
越南	8.5	6.2	5.3	6.5	6.9
亚洲发展中国家 不包括中国 *	5.1	2.1	-0.8	4.2	3.8
世界	5.3	3.0	-0.7	4.2	4.1

*不包括日本和澳大利亚
来源: BBVA研究部

表2
宏观经济预测: 通货膨胀率 (均值)

同比增长率	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	2.9	3.8	-0.4	2.0	1.8
欧元区	2.1	3.3	0.3	1.0	1.2
亚太地区	2.8	4.9	0.2	2.9	2.6
澳大利亚	2.3	4.4	1.8	2.6	2.6
日本	0.1	1.4	-1.4	-0.8	-0.5
中国	4.8	5.9	-0.7	3.1	3.3
香港	2.0	4.3	0.5	3.3	3.0
印度	4.8	9.1	2.2	9.6	6.8
印尼	6.0	9.8	4.8	5.1	5.7
韩国	2.5	4.7	2.8	2.9	3.0
马来西亚	2.0	5.4	0.7	2.4	2.5
菲律宾	2.8	9.3	3.3	5.0	4.4
新加坡	2.1	6.5	0.2	2.8	2.5
台湾	1.8	3.5	-0.9	1.5	1.7
泰国	2.2	5.5	-0.8	3.5	3.0
越南	8.3	23.1	7.0	9.5	7.0
亚洲发展中国家 不包括中国 *	2.1	4.6	0.6	2.8	2.4
世界	4.1	6.1	2.2	3.7	3.4

*不包括日本和澳大利亚
来源: BBVA研究部表3
宏观经济预测: 汇率 (期末)

		2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	EUR/USD	0.70	0.70	0.70	0.80	0.80
欧元	USD/EUR	1.40	1.50	1.40	1.30	1.20
澳大利亚	USD/AUD	0.87	0.67	0.90	0.93	0.90
日本	JPY/USD	112.5	96.1	90.8	95.0	100.0
中国	CNY/USD	7.30	6.83	6.83	6.54	6.30
香港	HKD/USD	7.80	7.75	7.75	7.80	7.80
印度	INR/USD	39.4	48.6	46.8	44.0	43.3
印尼	IDR/USD	9334	10838	9470	9000	9000
韩国	KRW/USD	931	1364	1166	1050	1000
马来西亚	MYR/USD	3.33	3.56	3.40	3.20	3.10
菲律宾	PHP/USD	41.7	48.3	46.8	45.0	45.0
新加坡	SGD/USD	1.45	1.49	1.39	1.35	1.33
台湾	NTD/USD	32.4	33.0	32.3	31.0	30.0
泰国	THB/USD	30.2	34.8	33.3	32.0	32.0
越南	VND/USD	16114	16977	17941	19500	20200

来源: BBVA研究部

表4
宏观经济预测: 政策利率 (期末)

	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
澳大利亚	6.8	4.3	3.8	4.8	5.5
日本	0.5	0.1	0.1	0.1	0.5
中国	7.5	5.3	5.3	5.9	6.4
香港	3.3	0.9	0.1	0.1	1.1
印度	7.8	6.5	4.8	6.5	7.5
印尼	8.0	9.3	6.5	6.5	7.5
韩国	5.0	3.0	2.0	3.0	4.0
马来西亚	3.5	3.3	2.0	2.8	3.0
菲律宾	5.5	5.9	4.0	4.5	5.0
新加坡	2.4	1.0	0.7	0.7	1.7
台湾	3.4	2.0	1.3	1.3	2.3
泰国	3.3	3.4	1.3	1.8	2.0
越南	8.3	8.5	8.0	8.5	7.5

来源: BBVA研究部

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document is based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

This report has been produced by Emerging Markets Unit:

Chief Economist for Emerging Markets

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist for Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Serena Wang

serena.wang@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Esquivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo

teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

Economic Scenarios

Spain and Europe:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country *Emerging Markets* Analysis

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial

jvial@bbva.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuate@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.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.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

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

Contact details

BBVA Asia Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. +852-2582-3272

Fax. +852-2587-9717

economicresearch.asia@bbva.com.hk

BBA Research reports are available in English, Spanish and Chinese.