

中国展望

2010年 第二季度

经济分析

- 中国经济增长保持强劲，预计在2010年将达到9.8%。这是基于我们预期在当局采取进一步收紧措施来防止经济过热，经济由目前的高速增长“软着陆”之后的结果。
- 通货膨胀率不断上升，但还不需要过于担心。通胀应在6月份达到峰值，之后随着货币和信贷增长得到控制而逐渐下降。
- 货币紧缩将通过进一步的量化措施，若干次的加息以及人民币升值来完成。
- 虽然经济过热风险开始出现，但由于外部环境，特别是欧洲的不确定因素，下滑风险仍然存在。



目录

| | |
|--------------------------|----|
| 1. 全球环境下的挑战..... | 4 |
| 2. 中国：经济增速加快，过热风险提高..... | 5 |
| 3. 强劲增长将会延续到2010年..... | 9 |
| 4. 过热风险开始出现..... | 11 |
| 5. 表格..... | 12 |

总结

中国经济增速预计持续活跃，在2010年达到9.8%。这是基于我们预期在当局采取进一步收紧措施来防止经济过热，经济由第一季度的高速增长（同比11.9%）“软着陆”之后的结果。2010年的增长将由进一步加强的投资和在去年对GDP增长负贡献却在今年逐渐恢复的净出口推动。

通货膨胀率不断上升，但还不需要过于担心。我们预计整体通胀由于食品价格上涨和基数效应将在6月份达到约4%的峰值，之后便逐渐下降，前提是当局成功地抑制了货币和信贷的增长迅速。不断上升的房屋价格导致风险泡沫，促使当局通过提高准备金率并采取措施以控制宽松的流动性和高速的信贷增长。

我们预计银行贷款的快速增长将进一步放缓，符合近期趋势。虽然最近信贷增长超出预期，我们认为当局2010年7.5兆的人民币贷款增长目标是可以实现的（年增长19%）。在我们看来，这将需要进一步量化措施来抑制信贷增长和流动性，包括再度增加存款准备金率、“窗口指导”、公开市场操作和信贷配额使用。另外我们还预计这些措施会伴随着第二、三季度小幅度的加息，虽然对于外部环境刚出现的风险会导致一些延迟。

人民币可能在货币紧缩措施伴随下从第二季度开始逐渐升值。正如加息，这一举措的准确执行时间将取决于当局对外部环境的风险评估。然而由于外汇储备的持续上升，出口增长仍然强劲，我们预计人民币升值将在短期内展开并在年终时对美元升值4-5%。

虽然经济过热风险开始出现，由于外部环境的不确定因素下滑风险仍然存在。特别是欧洲金融压力的高度风险正蔓延到全球经济。这给当局带来很大的挑战，因为一方面它需要设法控制经济增长以防止过热的风险，另一方面还需要为经济提供支持以应对新一轮全球经济衰退的可能。

鉴于全球环境下存在的风险，我们预期当局在今年依旧保持全面支持的财政政策立场。虽然政府支出的步伐正在减慢，我们认为当局会继续推行在2008年底通过，为期两年的财政刺激计划。在此基础上，2010年整体的财政赤字预计将达到GDP的2.8%，与去年相同。支出正在逐步转向社会，而新基础设施项目的审批已处于停滞状态，另外当局也在努力控制地方的政府支出。

尽管全球经济存在不确定性风险，实际数字仍有可能超出我们的预测，特别是当创纪录新高的信贷增长不能得以有效的遏制。在一个相对温和的情况下，通货膨胀压力上升和资产价格泡沫可能需要进一步的措施给在短期内的经济降温，其中包括缩减一些计划中的财政刺激政策。而在更极端但不太可能过热的情况下，如果房地产泡沫破裂，信心突然丧失，不良贷款可能激增，导致“繁荣与萧条”周期的形成使得增长突然下降。

我们的中期预测考虑到了中国努力从以依赖出口和投资的经济增长模式转型至更依赖私人消费的模式。这些改革包括减少预防性储蓄而加强社保体系，特别是对养老金和医疗保健系统的加强。同样，持续促进消费融资的政策应有助于提高消费水平。人民币升值也可用来促进本土需求的增长。

1. 全球环境下的挑战

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变化的展望：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。

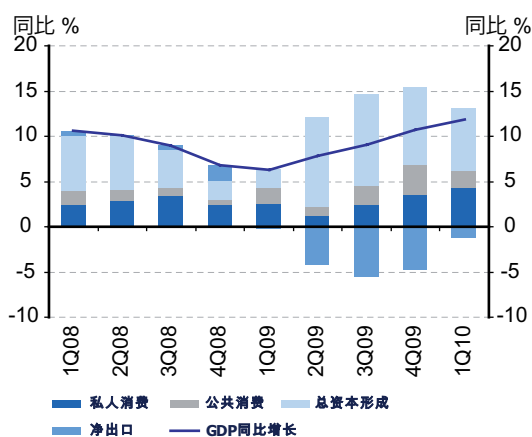
银行系统的非决定性重组和即将到来的调控过程会减缓复苏

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. 中国：经济增速加快，过热风险提高

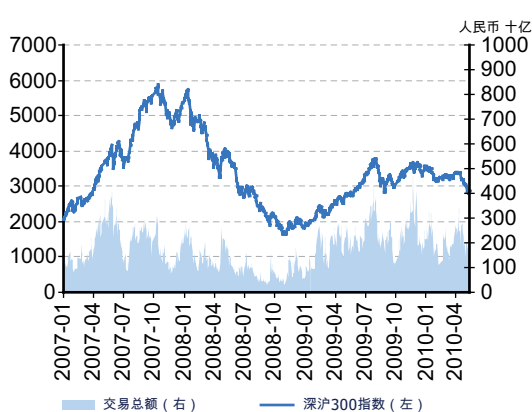
由于财政和货币刺激政策支持，以及外部环境的日益改善，中国的经济增长步伐加快。继去年全年增长8.7%令人印象深刻后，2010年第一季度GDP增长在强劲的投资和反弹的净出口（图1）带动下进一步加快，达到同比增长11.9%。产出缺口至此已基本消失，强劲的增长势头以及快速的信贷增长使得经济过热风险提升。或许正是因为对该风险的担心，尽管经济增长强劲，但由年初至今股市已下跌约20%（图2）。

图1
经济增速加快（中国：对GDP贡献）



来源：BBVA研究

图2
股市因担心进一步的紧缩措施而受挫

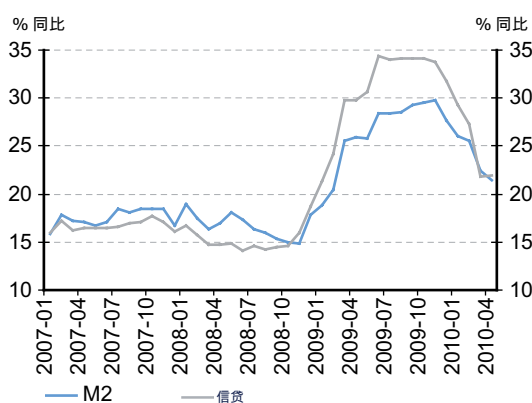


来源：CEIC以及BBVA研究

经济活动仍然活跃，但放缓的迹象开始逐渐明显

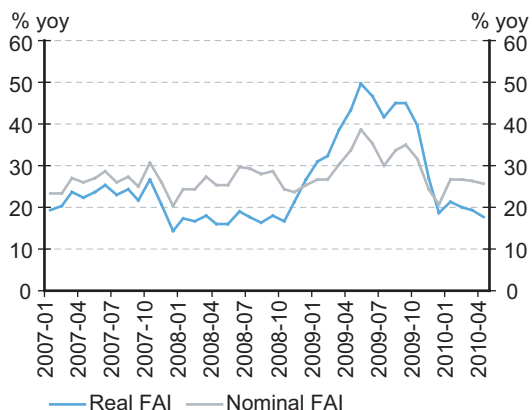
虽然整体经济活动仍然活跃，但也有一些迹象表明，当局最近为保持经济健康平稳发展而采取的措施正在获得成效。尤其是因为新增贷款在几个月里放缓，信贷和M2货币供应增长有所下降（图3）。由于正在进行而非新增基础设施项目的驱动，城镇固定资产投资增长率（图4）已经从2009年年中的高峰放缓。

图3
货币和信贷增长因收紧措施获得成效而放缓



来源：BBVA研究

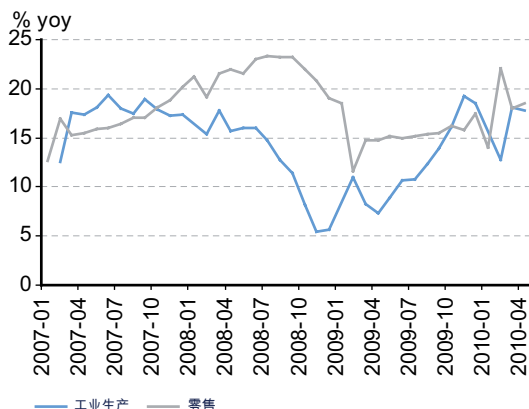
图4
固定资产投资增长逐渐温和



来源：CEIC以及BBVA研究

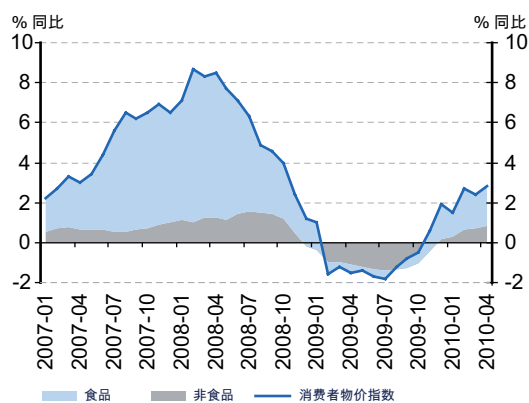
同时，私人消费和产出指标保持强劲，与当局用政策支持经济的原意保持一致。例如，在家庭收入增加和政府购买汽车家电继续补贴的推动下，零售额4月份同比增加18.5%。另外，在更强大的外部和国内需求环境下，工业生产依然维持在18%左右的增长势头（图5）。

图5
零售和工业生产保持增长势头



Source: CEIC and BBVA Research

图6
通胀上升，但还不需要过分关注



Source: CEIC and BBVA Research

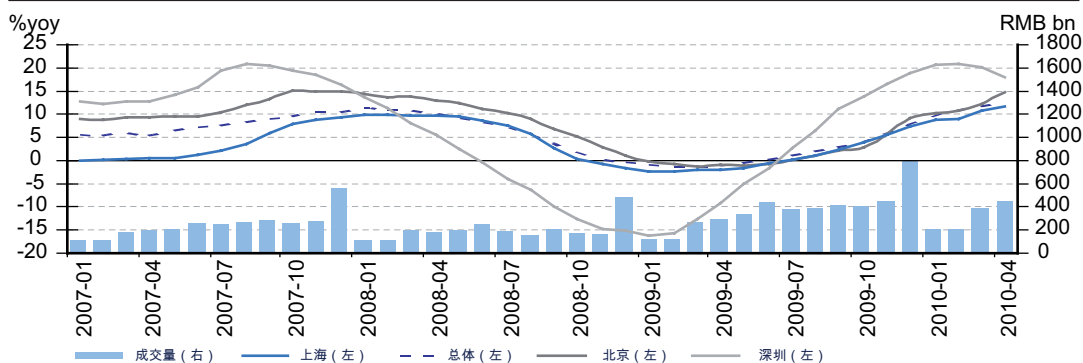
通胀率上升值得关注，但还不需要过分担心

由于食品价格上涨，整体消费物价不断上升（4月同比升幅达到2.8%，图6）。但核心通胀（扣除食品和能源）在4月仅为0.7%，使得整体通胀压力依然较弱。考虑到通货膨胀明显上升以及我们所估计的产出缺口正在消失，当局将需要继续密切监测价格动态。

由于当局密切留意资产价格泡沫的产生，住房价格上升需要特别关注

最新政策的主要重点放在由于宽松的流动性导致房价上涨的风险。房屋价格上涨继续加快（图7），促使当局采取进一步有针对性的措施以抑制投机性的住屋购置。这些措施包括购买第二套房的首期付款要求从先前的40%升至50%（这相当于去年要求20%的两倍），而购置第三套房则被禁止贷款。此外，第二套房的抵押贷款利率已由原先基准利率的70%-80%升至110%，而针对经济适用房的土地供应也有所增加。

图7
住房价格持续上升



来源：CEIC以及BBVA研究

虽然保持总体政策立场上的支持，财政和货币政策正在逐步收紧以避免经济过热的产生

强劲的增长势头，资产价格泡沫的风险，促使当局开始逐步收紧政策。不过，考虑到全球环境下仍存在风险，他们表示今天在总体上依旧会维持一个扶持的政策立场。

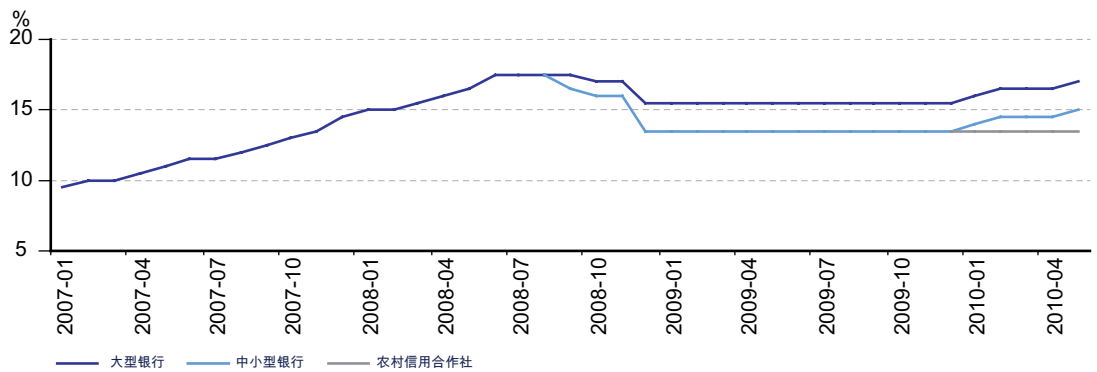
财政刺激政策维持不变，而开支的增速正在减慢

在财政方面，当局继续推行在2008年底通过，为期两年的财政刺激计划。然而，政府支出的速度放缓并开始限制对新建项目的审批。此外，重心正逐渐转向社会支出以及努力控制地方政府开支。2010年整体的财政赤字预计将达到GDP的2.8%，与去年相同。但政府2010年开支增长将会放缓，仅为去年22%增幅的一半。

从量化措施开始，货币政策正在逐渐收紧

虽然货币政策仍然宽松，当局已开始采取措施来控制信贷快速增长。对准备金率的三次调高最早始于1月（图8）；为达到新增人民币贷款7.5万亿的总体目标，相当于19%的年贷款增长，更严格的信贷额度已开始银行实行，并透过公开市场操作吸收市场流动资金。上面也提到为给房地产市场降温而做出的一系列努力。然而在这些措施里，至少是现在，当局明显地表现出倾向于量化措施而非加息。

图 8
至目前为止，存款准备金率共上调三次



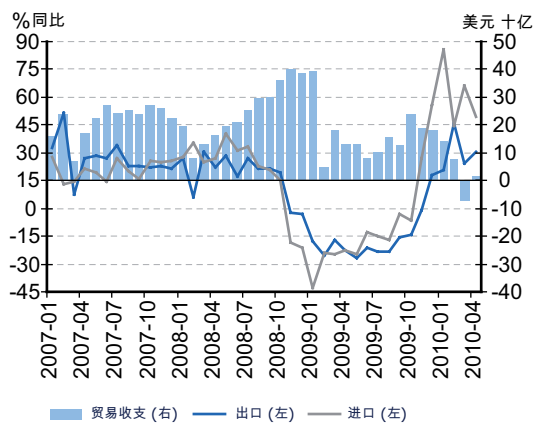
来源：CEIC以及BBVA研究

强劲的出口增长、庞大的经常帐盈余和资本流入导致国际储备进一步上升，使得中国的货币政策成为众所瞩目的焦点

中国的经常帐盈余仍然维持其庞大的数额。2009年，由于强劲国内需求带来的进口高增长以及外部需求疲弱使得出口增长疲软，账户盈余下降3.5个百分点，占到国内生产总值的6%。由于外部需求加强，出口现在几乎回到危机前的水平，盈余很可能会在短期内温和增加。虽然最近的数据显示贸易盈余正在缩小（贸易收支在3月份录得赤字，但在4月份又恢复到盈余，图9），我们预计外部需求继续加强，使得贸易收支仍会保持大量盈余。国外直接投资和资本投资使得资本流入继续加大，外汇储备进一步增加，在3月达到创纪录的2.5万亿美元。

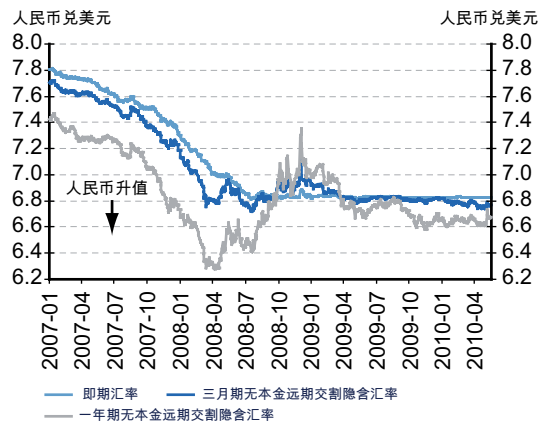
与此同时，人民币依然保持挂钩美元。中国人民银行最近将次定义为应对全球金融危机的“特殊”手段，这意味着它愿意允许人民币升值趋势最终恢复。12个月的无本金远期交割定价略高与即期汇率（图10），另外和预期一样，净资本流入正在增加。

图9
贸易盈余预计将进一步扩大



来源：CEIC以及BBVA研究

图10
无本金远期交割定价略高与即期汇率



来源：Datastream以及BBVA研究

3. 强劲增长将会延续到2010年

展望未来，我们预期强劲的增长势头将延续到2010年。我们的基本预测是GDP增长9.8%，这意味着当局成功地采取紧缩措施抑制过量产出（我们估计2009年年底的产出缺口为零）。除非在外部前景急剧恶化，将需要更多的努力来限制信贷和货币增长，如有必要，需要适度地缩减一些财政措施。

只要进一步努力抑制信贷的高速增长，软着陆存在可能

如果紧缩货币政策和抑制房地产市场措施地生效，我们期待今年经济会出现“软着陆”。随着冷却房地产市场措施生效和地方政府开支减少，投资步伐将会放缓，但消费支出会因家庭收入增加和政府的支持措施而保持其增速。出口部门将从外部需求的复苏中受惠，尽管下半年会由于全球存货速度放缓而使得增速放慢。整体而言，我们预计经济刺激政策逐步减少，增长在2011年进一步放缓至9.2%（见表1）。

我们预计整体通胀由于食品价格上涨和基数效应将在6月份达到约4%的峰值，之后便逐渐下降，年底达到3.1%。根据我们的基准预测，2010-12的增长应保持或略低于潜在水平，这应有助于抑制通货膨胀压力，前提是采取了适当的货币政策。

表1
基准预测

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 预测 | 2011 预测 |
|----------------|------|------|------|---------|---------|
| GDP (同比%) | 14,2 | 9,6 | 8,7 | 9,8 | 9,2 |
| 通胀* (%) | 4,8 | 5,9 | -0,7 | 3,1 | 3,3 |
| 财政收支 (占GDP百分比) | 0,6 | -0,4 | -2,8 | -2,8 | NA |
| 经常账户 (占GDP百分比) | 10,2 | 9,3 | 6,1 | 7,0 | 6,5 |
| 政策利率* (%) | 7,47 | 5,31 | 5,31 | 5,85 | 6,12 |
| 汇率* (人民币/美元) | 7,30 | 6,83 | 6,83 | 6,54 | 6,28 |

*注：期末值

来源：CEIC以及BBVA研究

在更多的量化紧缩措施之后，可能会出现温和的加息和货币升值

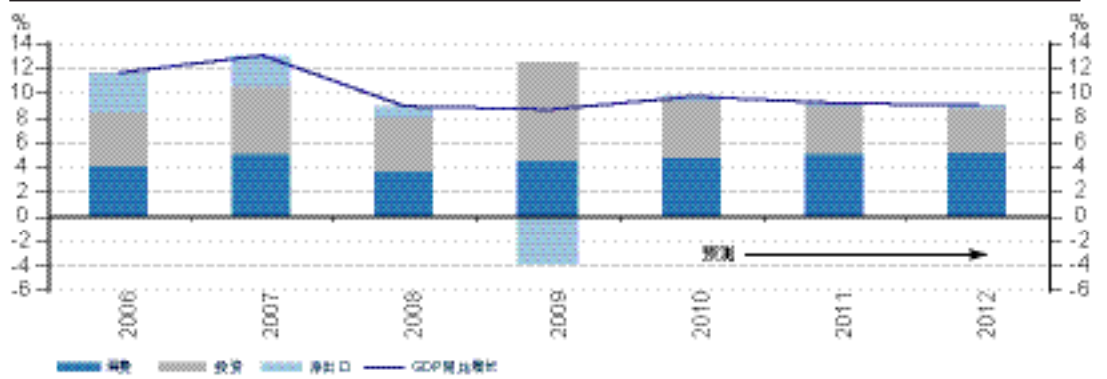
接下来，我们预期会出现进一步的量化措施以抑制信贷和流动性的增长，包括再度增加存款准备金率、“窗口指导”、公开市场操作和信贷配额使用。另外我们还预计这些措施会伴随着第二、三季度幅度为27个基点两次的加息。这是很可能的，但是因为在欧洲债务危机中金融市场的压力发生变化，加息的时间可能被推迟。

在货币方面，尽管最近出现不同的政治言论，我们的基准预测是当局将允许人民币从当前季度（第二季度）开始逐步升值。和加息的情况类似，欧洲的发展情况可能导致当局拖延货币升值的时机。另外我们的基准预测为人民币在2010年年底之前对美元升值4-5%，达到6.54比1的水平。

中短期经济增长的再平衡

我们的中期预测考虑到了中国努力从以依赖出口和投资为主的经济增长模式转型至更依赖私人消费的模式（图11）。这些改革包括减少预防性储蓄而加强社保体系，特别是对养老金和医疗保健系统的加强。同样，持续促进消费融资的政策应有助于提高消费水平。这样也就可以有充分的空间来通过放宽投资政策、改善和降低市场准入门槛以提高各行业的生产力。人民币升值也可用来促进本土需求的增长。

图 11
GDP增长分类



来源：BBVA研究估计

4. 过热风险开始出现

鉴于强劲的增长势头，过热风险已经开始出现，但尚处于可控制范围。如果高速的信贷增长不能得到有效遏制，有可能发生两种过热的情景。第一种情况相对温和，经济过热会以不断上升的通货膨胀压力和资产价格泡沫的形式在未来数年继续发展下去，即的发展在未来数年，此时便有必要采取比我们基准预测更为严厉的收紧措施。另外一种不太可能但更严重的情况则是房地产泡沫破裂，市场信心骤降，不良贷款激增接而进入“繁荣—萧条”周期。这可能会增加银行的资金需求，从而需要政府的援助介入。

现阶段下不良贷款仍然处于较低水平，但由于近期贷款的快速增长和在诸如钢铁、玻璃和水泥等其他产业部门出现供应过剩，信用品质可能会在中期出现恶化。此外，地方政府融资平台贷款也需要特别关注，因为去年在政府的经济刺激计划下银行向这些融资平台注入大量信贷。因为这些融资平台的财务状况不稳，资产负债表严重依赖于其所有的土地价值，使得系统风险提高。假使土地价格突然暴跌，这种风险的上升会更加显著。

5. 表格

表2
宏观经济预测：国内生产总值

| (同比增长率) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 预测 | 2011 预测 |
|---------|------|------|------|---------|---------|
| 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 |
| 亚太区 | 7,3 | 4,0 | 1,8 | 5,8 | 5,3 |
| 中国 | 14,2 | 9,6 | 8,7 | 9,8 | 9,2 |
| 全球 | 5,3 | 3,0 | -0,7 | 4,2 | 4,1 |

来源：BBVA研究

表3
宏观经济预测：通胀（平均值）

| (同比增长率) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 预测 | 2011 预测 |
|---------|------|------|------|---------|---------|
| 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 |
| 亚太区 | 2,8 | 4,9 | 0,2 | 2,9 | 2,6 |
| 中国 | 4,8 | 5,9 | -0,7 | 3,1 | 3,3 |
| 全球 | 4,1 | 6,1 | 2,2 | 3,7 | 3,4 |

来源：BBVA研究

表4
宏观经济预测：汇率（期末）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 预测 | 2011 预测 |
|-----------|------|------|------|---------|---------|
| 美国 欧元/美元 | 0,70 | 0,70 | 0,70 | 0,80 | 0,80 |
| 欧元区 美元/欧元 | 1,40 | 1,50 | 1,40 | 1,30 | 1,20 |
| 中国 人民币/美元 | 7,30 | 6,83 | 6,83 | 6,54 | 6,28 |

来源：BBVA研究

表5
宏观经济预测：政策利率（期末）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 预测 | 2011 预测 |
|-----|------|------|------|---------|---------|
| 美国 | 4,3 | 0,6 | 0,3 | 0,1 | 1,3 |
| 欧元区 | 4,0 | 2,5 | 1,0 | 1,0 | 1,5 |
| 中国 | 7,5 | 5,3 | 5,3 | 5,9 | 6,1 |

来源：BBVA研究

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 the 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

Yuande Zhu

yzhu@bbva.com.hk

Serena Zhou

serena.zhou@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

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

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

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:

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

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

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 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.