BBVA Research

全球

经济展望

2011 年第一季度

经济分析

- 世界各国家和地区经济增长和相应政策趋势继续分化。
- 新兴经济体继续引领全球经济增长。与此同时，各主要发达国家增长加速，但仍然较为脆弱。
- 正如我们所预想的，美国经济二次探底的可能性已经渐渐消除。长期内的加息风险转而变得更为重要。
- 欧洲的制度和经济改革对金融危机的解决至关重要。
- 商品价格将趋稳，但新兴市场的通胀风险日益突出并将继续强劲攀升。

BBVA

目录

1. 概要: 全球经济继续分化 3

2. 美国经济前景有所改善 6

3. 欧洲财务危机: 机遇之窗 9

4. 商品价格将趋稳 12

5. 新兴经济体的过热风险 14

6. 附表 17

专题1: 为什么美国财政整顿的市场压力小于欧洲？ 7

专题2. EAGLEs：未来10年的关键新兴市场 16

发布日期：2011 年 2 月 4 日

1. 概要: 全球经济继续分化

全球经济将继续朝着不同的方向发展，各国家和地区经济增长和相应政策趋势继续分化

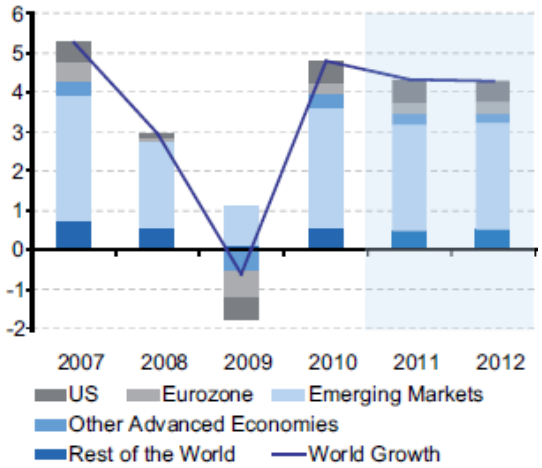
全球经济保持强劲增长。2010 年全球经济增长了 4.8%，预计 2011 和 2012 年经济增速均将小幅减速至 4.4%，比 12 个月以前的预计要好。这可以由发达国家经济增长全景有所改善解释，因为：（1）美国实施财政刺激计划以后，增长预期有所上调；（2）欧洲核心国家的表现强劲，与深受财务危机影响的二线国家的经济增长出现了分化。事实上，即便欧洲金融市场的紧张局面在 2010 年的最后一个季度有所恶化，该地区整体的经济活动却有所加速，也表明——至少暂时是这样——金融市场和实体经济存在一定程度的偏离。总的说来，全球经济的增长模式总体维持不变，经济增长的主要引擎仍是以亚洲为首的新兴市场国家（尤其是中国和印度，见图 1），发达国家仍然略逊一筹，其中欧洲更逊于美国。

所有的这些分化都对经济前景有三个重要的影响。首先，发达国家和新兴经济体经济增长的分化将继续导致未来二者之间宏观经济政策的巨大不同。美国和欧洲的货币政策将维持高度宽松，促使资本在其他地方寻求收益（新兴市场，也有越来越多的资金涌入商品市场）。与此同时，亚洲和拉丁美洲的部分国家已开始出现经济过热的迹象，通胀压力初露端倪，促使各国当局开始考虑加速收紧政策，尤其是在亚洲（图 2）。由此便激励了资本流入新兴经济体，这将加剧两个地区已经存在的政策困境：是收紧政策以保证经济软着陆，还是防止本币突然巨幅升值。

其次，美国和欧元区经济增长的分化——以及金融风险——将对欧元形成向下的压力，且更重要的是，可能将使市场的注意力持续关注欧盟因高水平的公共债务而带来的相关困难。这是解释为什么市场还未对美国进一步推迟进行财政整合做出重大反应的因素之一，当然，原因还包括欧洲各国央行债券购买计划规模不同以及经济治理混乱等。对一些欧洲国家的市场惩罚并不会有很大区别。

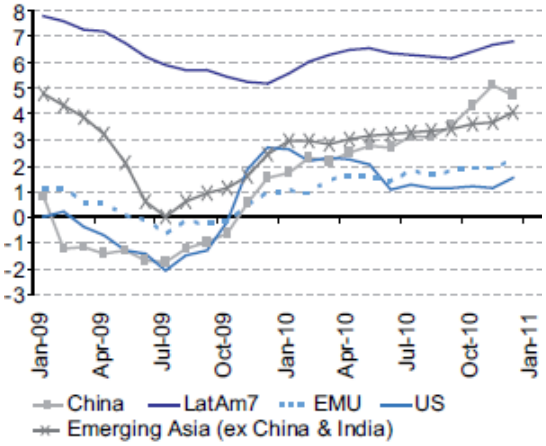
最后，欧元区内部日益严重的分化将开始损坏该地区共同货币政策的实施，而这已经因为初现的通胀风险（尤其是核心国家）和继续支撑金融稳定的需要（尤其是——但不仅仅是——二线国家）变得左右为难了。

图 1
全球 GDP 增长和地区贡献



来源: BBVA Research

图 2
通货膨胀（按年百分比）



来源: BBVA Research 和 Datastream

主要发达国家经济增长加速，但仍较为脆弱。我们预计美国经济二次探底的可能性非常低，正在渐渐消除。长期内的加息风险转而变得更为重要。

正如我们所料，美国经济并没有出现二次探底，且自夏季起未来可能出现这种情况的可能性就已经消失了。促使对美国经济增长前景预期有所改观的因素主要有四点。首先，2010 年底的宏观表现更好，表明居民消费更趋强劲，而非畏缩不前。其次，美联储采取了果断行动执行新一轮的资产购买计划（二次量化宽松），为债券价格和总体的资产价格提供了支撑，前者尤甚。再次，不确定性减少和企业信心的增强有望使投资增加。最后，可能也是最重要的一点，美国出台了新的财政刺激方案，并于 2010 年底获得了通过，这将对经济增长产生很大的推动作用。因此，我们已将对 2011 年美国经济的增长预测调整了 0.7 个百分点，至 3.0%。

然而，薄弱环节仍然存在。房地产市场仍然低迷并可能出现低于预期的增长。鉴于复苏的速度将不足以使失业率大幅降低，居民收入的增长仍然疲软。最重要的是，信贷增长和资产证券化进程依然缓慢。虽然以上因素都不会是经济偏离复苏的轨道，但却可能对美国经济造成新的负面冲击。目前，经济的逐步复苏和需求方面较低的通胀压力将允许货币政策在长期内维持在宽松水平。

此外，不应忘记欧洲主权危机的教训。然而，虽然 2010 年底推出的新的财政刺激计划在短期内有利于促进经济增长，但对美国经济二次探底的疑虑仍然存在。可是我们不应过度地估计那些组织债券市场对美国进一步推迟财政整合做出反应的因素的力度和持久性。欧洲的央行购买债券行为和混乱局面（并因此安全投资转移至美国债券）从本质上说是短期因素，将在中期内消失，且在此之前，美国将需要对财政整合做出明确表态，否则将会面临长期利率突然大幅上升的风险。相关评级机构已经开始指出该风险。时间还是有的，但必须尽快开始关于该问题的计划和讨论，以减少长期的财政问题。

欧洲的制度和经济改革对金融危机的解决至关重要。

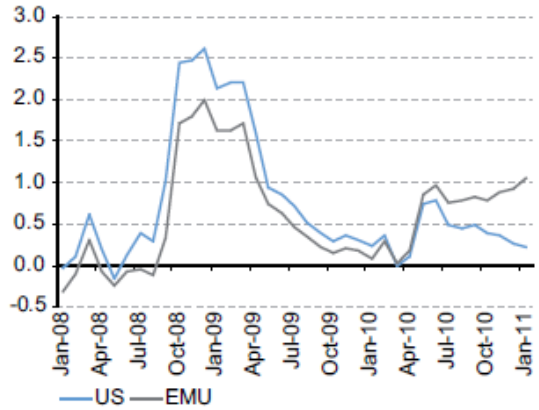
自 2010 年 10 月以来，欧洲财务压力再次涌现（图 3），尤其是在二线国家。对财政可持续性和金融部门损失的担忧再次浮现，导致主权利差扩大并造成了筹资压力。然而，与 5 月份的情况不同，这对其他欧洲国家及欧盟以外的国家的金融影响有限。

当时金融市场越发紧张主要因为两个事件导致的。第一，市场对欧洲各个机构处理主权债务危机的能力很不确定。有人提出将由私人投资者承担 2013 后重组带来的损失，并可能需要低价回购现有债务以恢复财政的可持续性，这使私人投资者们惶恐不安。第二个诱因是，爱尔兰的银行在被认为已充足资本化后不久便陷入了需要援助的境地，大家对压力测试可信度越发怀疑。这两个诱因形成于对部分二线国家（如葡萄牙和爱尔兰）达成其财政赤字目标能力的担忧和对欧洲经济体经济增长势头能否足以使其债务负担变得可持续充满怀疑的背景下。

继夏季的突出表现之后，金融市场复苏的脆弱性在于：市场越发关注部分国家的主权偿债能力问题，而不仅仅是对流动性的担忧。这使得欧盟更加需要一个全面的解决方法，不仅要解决此次的危机，还要建立起良好的未来危机预防和解决机制。预防再次发生危机方面，需要加强财政协调，为各个国家提供不同冲击的减震器，但还需加强财政和宏观经济层面（包括防止形成私部门的不均衡）双方面的监督。危机解决方面，需建立规定了谁将承担损失的明确和透明的机制，以避免因不确定性造成市场的过度波动，但可能现阶段最为重要的是保证有适当的过度机制。

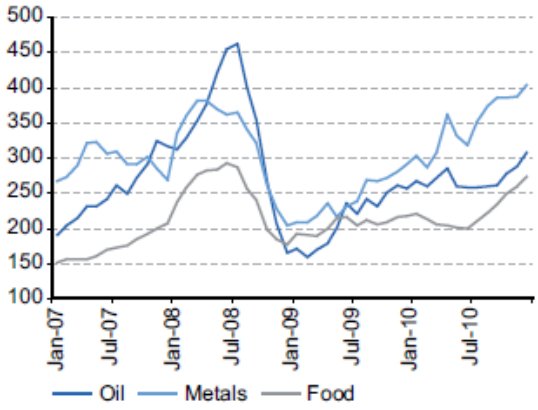
正如上面所指出的，近期事件对其他国家和地区，包括欧洲核心国家金融的影响非常有限。因此，欧元区整体的经济增长比预想的要强，主要是因为德国和其他欧洲核心国家的经济增长取得了积极成果。然而，如不能尽快就全面的治理改革达成一致且各国不再继续推进经济改革以降低财政的脆弱性、重组金融体系并提高潜在增长，欧洲二线国家的财务压力和实际经济活动的分离将不会持续。从这方面来说，三月份的欧洲理事会会议上能达成何种协议将十分关键。

图 3
BBVA 财务压力指数



来源: BBVA Research

图 4
商品价格指数 （2000=100）



来源: BBVA Research

商品价格将趋稳，但新兴市场的通胀风险日益突出并将继续强劲攀升。

近几个月来物价全面上涨，受部分金属涨价影响达到了历史最高（图 4）。这看似符合新兴国家需求激增开始促使物价呈长期向上趋势的情况，但也可归因于某些短期因素，至少对某些商品类别而言是这样。例如，前两个月食品价格快速上涨很大程度上是受到了供给方面因素的一次性影响（气候失常），而这种影响应会在 2011 年接下来的时间里减弱。此外，鉴于全球重组的流动性环境，投资者涌入了商品市场并将其作为一种投资资产，全面提升了财务溢价。

未来，我们预计商品价格会总体在当前价格附近水平趋稳。对食品价格而言，2011 年粮食生产恢复正常也将使食品价格趋于稳定。金属方面，存量提高将开始对价格造成压力。只有石油，我们预计 2011 年市场会很紧俏并将继续推动油价小幅上涨，但这种状况会在随后逐步缓解。欧洲财务压力可能减少将有助于缓解油价的上涨压力，因其能使投资者从商品市场中转移到其他资产上，以获得更高的风险溢价。尽管如此，由于需求强劲，仍可能有向上风险，尤其是在亚洲，将在中期内继续支持价格上升。

商品价格上涨要对新兴经济体 2010 年底通胀上升负部分的责任（图 2）。特别是，在许多国家，食品价格上涨对通胀上升有着直接而重要的第一轮影响（正如以下所述，其中以亚洲尤为显著），并带来了导致全面通胀的风险。然而，未来，我们所期望的食品价格的稳定将意味着这一因素将在决定总体通胀方面变得不那么重要。尽管发达国家的风险也有所加大，但鉴于食品价格对其 CPI 的影响更小且它们有足够的未被利用的生产力，通胀预期稳定，这些都将使通胀压力维持在可控水平，风险小于新兴经济体。

对新兴国家更多的担忧在于通过通胀、信贷的快速增长和资产价格的上涨意识到了亚洲和拉丁美洲快速的经济增长和大量的资本流入已开始对形成经济过热的压力。事实上，我们预计亚洲国家会继续保持强劲增长，尽管风险较三个月前更为显著，但我们认为各国政府将有能力控制经济进行软着陆并避免经济过热运行。受国内需求和高商品物价的推动，拉丁美洲经济也将在 2011 年保持强劲增长，接近该地区 4%左右的潜在增长能力。正如之前所提到的，对这两个地区而言，最大的挑战在于控制资本的大量流入。我们预计多数国家的政策会继续收紧，并同时制定更多限制资本流入的行政控制措施和抑制信贷增长的审慎措施，尤其是在亚洲。

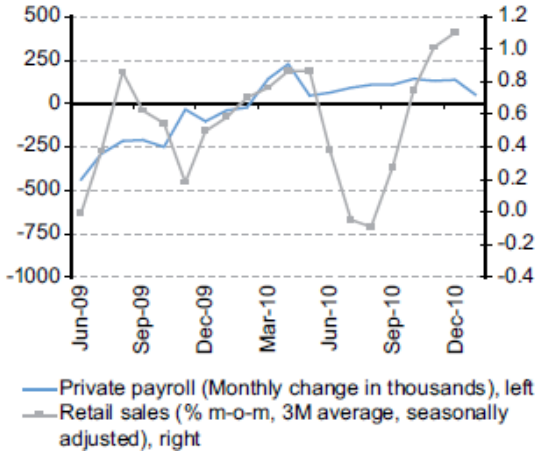
2. 美国经济前景有所改善

正如我们所预计的，由于措施采取及时，消费方面数据也比之前预计的更为强劲，美国经济二次探底的阴影正在渐渐褪去。

2010 年夏天，美国经济复苏的步调开始放缓，比开始预计的更加严重，于是对于美国经济会二次衰退的担心愈演愈烈，事实上，在 2010 年第二个季度，美国经济与上季度相比只增长了 0.4 个百分点，而 2009 年末和 2010 年第一季度大约是增长了 1 个百分点。那时我们并不认为是二次探底，而是从 V 型中缓慢复苏。此时的美国正处在房地产去杠杆化，住房库存上升的漩涡中，国内商品价格及失业率持续攀升。

从 2010 年最后一个季度，明显可以看出美国经济不会二次探底。最新的数据表明未来发生二次探底的可能性已经消失（我们认为可能性很低）。上个季度一个主要的特点是对于美国经济前景信心的恢复。影响因素至少有四个。第一，笼统地来讲，过去几个月发布的数据已经比预计的要好。特别是消费比预计的更具活力。同时，就业市场也在改善，尽管速度比较慢（图 5）。第二，在市场对于美国经济复苏步伐的担忧中，美联储大刀阔斧地实施了第二轮资产收购（第二轮量化宽松）。这一举措推高了债券价格，也普遍拉高了资产价格。第三，加强调控和增加税收的不确定性降低，增强了企业界的信心，从而很有可能促进 2011 年的投资（图 6）。最后，而且可能是更重要的一点，政府推出的一揽子新的财政刺激计划（见专题 1）将在 2011 和 2012 年显著地促进经济增长。预计财政刺激的作用将为 2011 年的 GDP 带来额外 0.3 到 0.9 个百分点的增长。2012 年，预计会有 0.2 到 0.6 个百分点的增长。当然不仅仅是新推出的财政举措将有效地促进经济发展，同时随着企业界的信心从夏天的低谷中慢慢回复，不确定性的减少也推高了我们对经济增速的预估。总而言之，我们已经将 2011 年经济增速预估从 0.7 个百分点提高到 3 个百分点。我们推高了对风险的预估，但是信心因素的影响会比预计的更强。

图5
美国：劳动力和消费指标



来源：BBVA Research 根据 Datastream 和 Bloomberg

图6
美国企业信心指数

来源：Haver Analytics

然而，复苏还很脆弱，长期来看会出现新的风险。

然而，经济仍然还很疲软。房地产市场仍然疲软且表现或低于预期。鉴于复苏的力度不足以显著地减少失业率，家庭收入增长缓慢。另外，信贷增长和证券化进程仍然很慢。它们与经济复苏密切相关，不尽如人意的表现会影响到整个经济的复苏。目前，经济复苏的同时要减少需求面的通货膨胀压力，在一段时间内货币政策会保持温和。同时，尽管美国经济不会二次探底，但是美国政府决定再次延迟财政整顿，提高利率的做法在长期看来又会带来新的风险。尽管财政刺激会短期内促进经济发展，但是突然大幅地加息在远期来看会存在很大风险（见专题 1）。

经济活动的上扬以及大宗商品价格的上涨显著降低了人们对于通货紧缩的担忧。事实上，随着大宗商品市场的不确定性增强，市场开始担心会发生通货膨胀。然而，核心通胀尚未被显著影响，事实上它仍大大低于美联储的目标。因此，美联储没有回应上个季度的通胀动向，在短期内似乎也不会有所回应。所以我们继续维持我们对美国利率的预估，利率会在现有水平上保持更长的一段时间，同时就业情况依然不容乐观。这与欧洲中央银行的措辞改变形成鲜明对比（见第三部分）。

专题 1: 为什么美国财政整顿的市场压力小于欧洲？

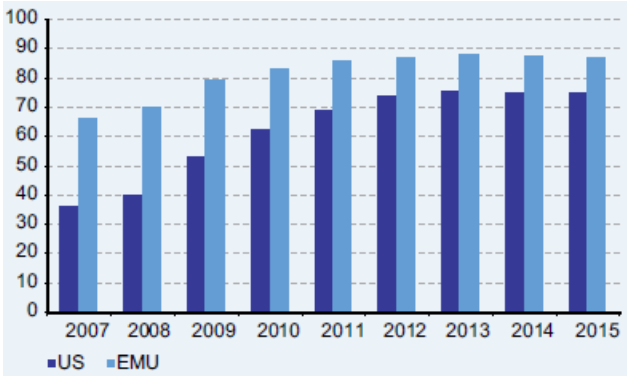
从 2009 年开始，出于对债务稳定性的担忧，市场开始向欧洲二线国家施加压力，让它们加快财政整顿的步伐。2010 年初的时候，这一情况变得更加危急。希腊的破产危机促使所有欧元区的国家（包括英国）决定实施新的举措，确保在 2013 年将财政赤字大约控制在 3%的水平。2010 年末，债务危机愈演愈烈并蔓延到其他国家，市场向所有欧洲政府施加压力，让它们加强对公共账户的管理。

一直到 2010 年年中，大家普遍认为美国财政改革的空间不大。美国在 2008 和 2009 年已经采取反周期的措施来促进深陷金融危机泥潭的经济复苏。这些举措使得美国的债务和赤字达到和平时期的最好水平。2009 年，美国的公共赤字占 GDP 的 10%（欧元区是 6.3%），债务占 GDP 的 53.5%，比 2007 年高出 17.3 个百分点。实际上，美国 2015 年期望达到的债务水平与欧洲相当，期望达到的赤字水平甚至比欧洲要高（2020 年大约为 4%）。在这种情况下，大家普遍期望美国尽快转向紧缩的财政政策，即使步伐不像欧元区国家那么快。

然而，12 月初的时候，美国政府没有退出经济刺激计划，相反出人意料地延长了计划的时间，并推出了新的减税举措。该举措涉及总额高达 8000 亿美元（占 GDP 的 5%），短期内促进了经济的发展。从图表 7 和 8 可以看出，美国和欧元区公共财政的演变相当类似，尽管市场的走向不一致。从 11 月开始，收益率上升了 70 个基点（图 9），但是这一增长部分是宏观经济数据向好带来的结果。实际上，新举措宣布后的收益上升恰好弥补了二次量化宽松带来的下跌。

然而，一些关于美国的研究（图 10）表明，从历史上看，赤字和债务上升，收益上升。公共债务占 GDP 的比例上升 1%，通常伴随着长期利率上升 3-5 个基点。鉴于预计美国公共债务在 2007 到 2015 年间会增加 42%，这意味着长期利率会上升 125 到 210 个基点。但同期的 10 年期债券收益率实际上下跌了 180 个基点。因此长期利率潜在的向上修正区间为 300-400 个基点。另一方面，如果我们重点看赤字的变化，相同研究表明赤字对 GDP 的比率永久性地增长 1%将使长期收益率增加 18-67 个基点。考虑到 2007-2015 年间公共赤字对 GDP 的比率预计会增长 3.8%，这将使 10 年期收益率上升 70-250 个基点（截止到 2011 年 1 月，长期利率已下跌了 180 个基点）。

图 7
公共债务 （占GDP百分比）



来源：BBVA Research, Eurostat 和 CBO

图 8
公共赤字（占GDP百分比）

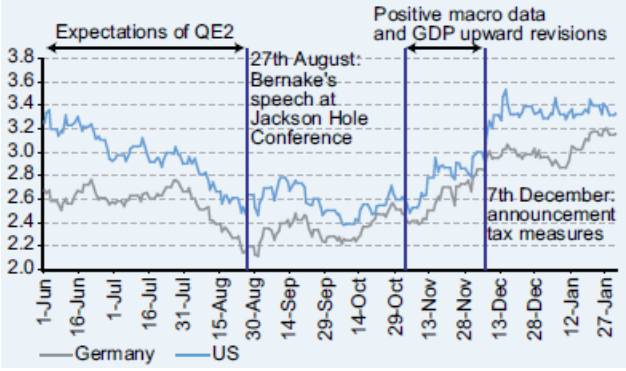
来源：BVA Research, Eurostat 和 CBO

为什么现在美国财政整顿的市场压力相比过去，相比欧洲国家要小呢？造成欧元区国家主权债务压力的结构性因素有以下几点：首先，美国的银行危机已经成功解除，但在欧洲还深陷其中，而且有些国家的危机尤为严重。第二，对于美国来说，现在债务水平和负担还在可控的范围内，即使欧洲作为一个整体来说，债务水平和负担也是可控的，但市场对欧盟一些国家的可持续性还是存在疑虑的。第三个因素就是经济活力: 美国的经济已经复苏，GDP 水平也并非远远落后于危机前，但是欧盟经济的复苏还很羸弱。更重要的是，美国相比欧洲来说经济增长潜力更高（美国是个更灵活的经济体），欧洲的经济处于停滞状态，而且缺乏竞争力。最后，政治和体制也是一个影响因素。美国有强大而且统一的机构，而欧盟却存在管理上的问题。另外，一些短期的因素也减轻了美国利率的压力。尽管从长远看来，那些因素存在不确定性。在金融危机的时候，美联储收购债务（和机构），投资美元资产来扩大外汇储备等方式可以用来避险。

然而，欧洲主权危机的教训不应被遗忘。一些因素虽然阻止了债券市场和美国财政整顿推迟的副作用，但它们的力量和持久性不能被高估。中央银行收购债券和欧洲出现的骚乱（为了投资安全，购买美国债券）是短期的因素，在中期就会消失。在此之前，美国将需要清楚承诺进行财政整顿，否则将面临长期高利率带来的风险。评级机构已经预感到这个风险。现在发现还为时不晚，但是讨论和计划应尽快展开，以减少长期的财政担忧。

图 9

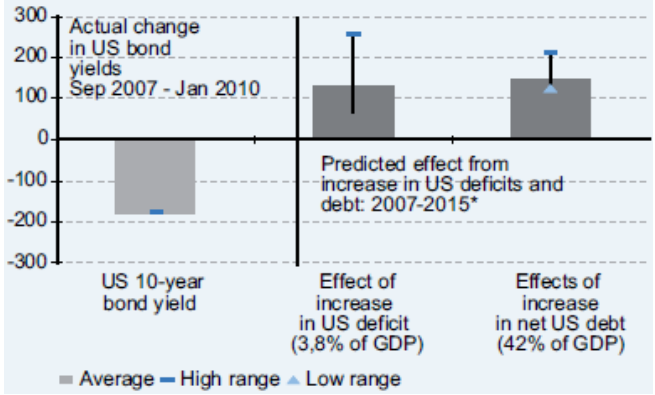
10年期政府债券收益率



来源：BBVA Research 和 Bloomberg

图 10

美国债券的实际和预期收益率变动



*根据 Gale and Orzag (2004), Laubach (2009), Engen and Hubbard (2004) 和 Thomas and Wu (2009)
来源：BBVA Research

3. 欧洲财务危机: 机遇之窗

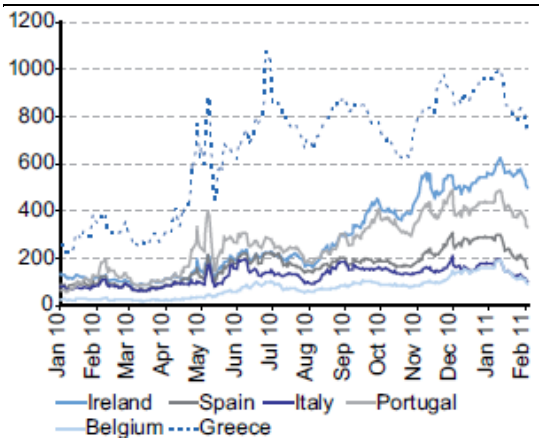
市场对欧洲财政部门的健全程度以及欧洲机构解决主权债务危机的能力存在担忧，2010 年底资本市场又出现一轮融资压力。但是从一月底开始出现转机。

从 10 月底开始，欧洲又出现财政紧张，特别是在二线国家（图 11）。然而，与 5 月份的紧张情况不同的是，由于国际上风险规避的势头没有明显增强，资金向其他国家和地区外流更加有限，如图 12 所示。紧张程度加剧源于两个事件，由于它们使得市场对欧洲财政部门的健康程度以及欧洲机构解决主权债务危机的能力的担忧加剧。它们出现的背景是市场对于一些类似葡萄牙和爱尔兰的二线国家能否完成他们的财政整顿目标，以及一些欧洲经济体能否产生足够经济增长动能来保持它们的债务负担的可持续性，一直持怀疑态度。

第一个导火索就是 10 月 28 日的欧洲峰会，此后，市场加深了其对欧洲权威部门处理国家债务危机能力的怀疑。在峰会之前，稳定和增长协议（SGP）改革的方案就被拿到欧盟委员会（EC）去讨论，听取了来自欧洲央行和其成员国的意见。其中包括了以下一些构想：对那些不能完成财政目标的国家进行制裁，欧盟对于财政预算有一定控制权，密切关注宏观经济的不平衡，以期望通过这些方式来解决早期的竞争问题。然而，在法国发布后（于法德协议签订之后），欧盟委员会引进了一个投票机制，该机制下的制裁将不会自动进行，这一做法加深了人们对于 SGP 实际不会产生作用力的忧虑。同时，更重要的是，德国试图将债务危机推给市场去解决，他们提出从 2013 年开始让私有企业加入到解决债务危机的行列中。个人投资者感到十分震惊，他们害怕自己甚至在 2013 年之前就蒙受由于可能的重组所带来的损失，因为一些欧洲国家被怀疑不具有偿付能力，有可能会导致 2013 年后发行的新的债券，仍不足以恢复财政持续能力。归根结底，如果对违反稳定和增长协议的国家不实施制裁，最终财政纪律的强制力也就被削弱了。

第二个导火索是市场对欧洲金融部门是否真正健康持怀疑态度，因为爱尔兰的银行不得不在其通过了欧洲压力测试之后短期内马上调整资本。这些怀疑甚至蔓延到如西班牙之类的国家，所有机构都必须接受压力测试，无一幸免，测试难度也大大加强。在大范围对爱尔兰的银行注入资本后，削减银行系统中剩下的资产质量，增强对于欧洲央行在提供资金方面的依赖性，并增加对于利用爱尔兰资产进行国际回购交易的处罚，爱尔兰政府被迫寻找来自欧洲金融稳定机制(EFSF)的帮助.但是，在 2010 年底时，这种怀疑转入其他周边国家如葡萄牙、西班牙，甚至是意大利和比利时。

图11
欧洲二线国家的主权信用违约掉期利差（5年期）*



*同德国利差
来源：BBVA Research 和 Datastream

图12
隐含波动率（波动率指数VIX* 和新兴市场波动率指数 VXYEm)**

*VIX：S&P500 股票隐含波动率
**VXYEm：新兴市场汇率隐含波动率
来源：BBVA Research, Bloomberg 和 JPMorgan

财务压力再次出现，建立减少不确定性和市场波动性的综合风险防范应对机制迫在眉睫。

这些再次出现的财务压力（每个国家呈现的形态和严重程度有所不同），显著表明市场正越来越关注欧洲一些国家的偿付问题，而不仅仅是担心流动性的问题。同时，欧盟需要让市场恢复信心，相信它们有能力防止未来再发生类似的危机，如果防止不了，则必须建立一个透明且有预见性的风险应对机制。一些欧盟成员国提出了新的管理提案，谈判的态度也软化了，市场也平静下来，愿意给欧盟解决这次危机以机会。

有的国家需要解决流动性和偿付能力的问题，有的国家只需解决其中之一。对于流动性的问题，欧洲金融稳定机制在量和质上都需要进行改进。在量上，贷款限额需提高到足以使市场难以达到并能够避免每次提高上限都要经过多轮政治协商的水平。在质上，欧洲金融稳定机制需要修订，要降低贷款利率，避免将流动性问题转化成偿付能力的问题。现在欧盟委员会正在辩论，哪些应该被包括在 3 月底即将推出的一揽子改革计划中，这些举措最终可能会通过。现在危机越来越演化成怎样处理哪些可能没有偿付能力的国家。在这方面看来，欧盟委员会应该确定哪些国家属于这个范畴，并且需要通过欧盟政策允许的方法（例如，欧洲金融稳定机制用市场价格回购债务）来将他们的债务减少到可持续的水平。然而，在现阶段，建立一个合理的过度机制是至关重要的，该机制不能像 2010 年底那样对金融市场造成动荡。

长远来看，应该做些什么，准备好应对下一次可能发生的危机？需要建立一个强大的风险防范和应对机制。关于风险防范，非常有必要让欧盟在新的框架下运作：1. 财政政策更多的是扮演减震器的角色，2. 监控和防止国家之间发展不均衡的情况。四个要素非常重要：1. 新的稳定增长协议（SGP）需要拓宽它的标准以评估宏观经济的不平衡（不仅仅限于财政上的，也包括外部的）；2. 财政转移的可能性加大，要扮演减震器的角色；3. 欧洲债券占据相当一部分的国债（但是仍有部分由各国自己发行，遵守市场的规则）；4. 至关重要地，偏离这一框架的国家将被制裁。这样将能提供给系统需要的信用。第一点已经包含在内，由于后三点会深化金融合作，赋予欧盟更大的权利，因此它们还在辩论中，没有在所有成员中通过，

当然，不是所有的风险都能预先防范，所以一个健康的偿付危机解决机制也非常必要，而且要尽量清楚透明（流动性风险需要一个固定德欧洲金融稳定机制来管控）。为了维护市场秩序，在未来的危机中，各个机构都需用之前制定的规则（例如对主权债用集体行动条款 CACs），参与所有债务整顿。

目前看来，财务压力和经济活动的蔓延已经得到抑制。但是如果欧盟短期内不完成管理和经济改革，这次的分化将不会持续。

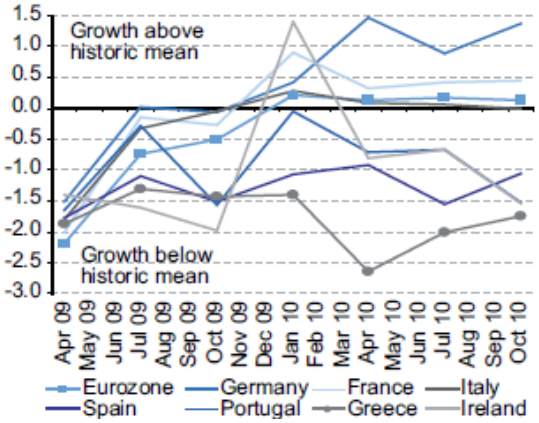
迄今为止，财务压力已经影响到企业界的融资，特别是在二线国家，但是还没有完全影响到二线国家的实体经济，对欧洲核心国家的影响很小。实际上，由于外需强大，复苏程度各不相同，欧洲二线国家的经济活多或多或少保持了稳定，而西德和欧洲中部一些国家的经济表现出人意料（图 13）。然而，许多欧盟国家的金融机构脆弱，财政状况不透明，可能导致财政危机从二线国家蔓延到核心国家。尽管二线国家的经济活动只占整个欧盟活动的一小部分，但是与核心国家的金融联系，规避风险产生的资金外移以及较低的股票价格可能导致需求下降，从而是欧洲的经济增长更加落后于美国。因此如果欧盟的经济监管不全面改革，经济改革不推行到就业市场，商品市场和金融系统等核心领域，核心国家和二线国家经济增长趋势分化，以及金融和实体经济分化的情况将不会持续。从这一方面来说，3 月份举行的欧洲委员会会议的结果，以及今年上半年发布的欧洲金融系统压力测试的结果，显得尤为关键。

同时，通货膨胀的风险加大，欧洲央行的措辞比美联储更强硬。

大宗商品价格上升推高了全球通货膨胀的预期（在下一部分会详细阐释）。特别是从 11 月以来，欧盟国家已经出现通货膨胀，比欧洲央行的目标高出 2 个百分点，欧洲中部的国家也出现了通货膨胀。因此欧洲央行决定提高通货膨胀风险的预期，措辞比预计的更加强硬。同时，欧盟对于经济增长的评估更加乐观，与我们对欧元区 2011 年与 2012 年经济预期一致。虽然如此，核心通货膨胀仍然低于 2%，内需的复苏仍然疲软，因此，第二轮通货膨胀不太可能产生显著的影响。我们认为欧洲央行在今年还会保持现有的利率不变（图 14），货币政策在很长一段时间内也会保持温和。

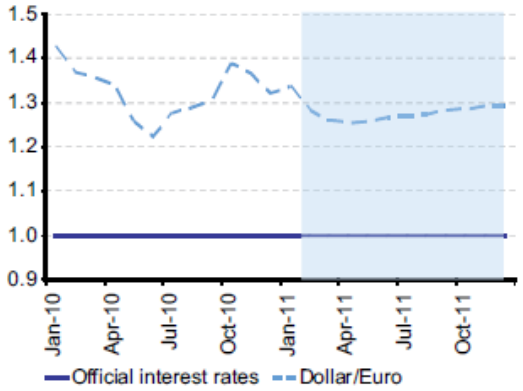
与美联储相比，欧洲央行采取了相对鹰派的方式，同时欧洲权威部门采取的措施降低了金融风险，这两个因素导致 1 月底的时候欧元对美元升值（图 14）。一旦这两个因素消失（伴随二次量化宽松结束），我们需要研究更基础的影响欧元兑美元汇率的因素。决定汇率的因素，主要是经济增长前景（目前美元有对欧元升值的可能性），货币政策和资金的流向也会起一定的决定作用。

图13
BBVA欧元区国家经济活动综合指数



来源：BBVA Research 和 Datastream

图14
欧元区：官方利率与美元兑欧元汇率



来源：BBVA Research 和 Datastream

4. 商品价格将趋稳

在来自新兴经济体的持续需求压力的背景下，强劲的投资流入和临时性的需求因素导致近期商品价格突然大幅上涨。

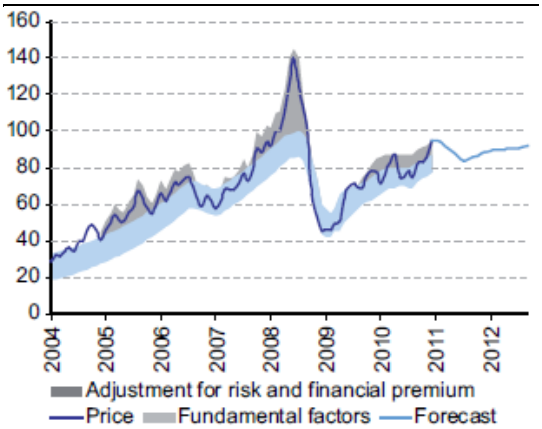
近几个月商品价格剧烈上涨：过去 6 个月石油价格上涨了 20%，而同期的食品和金属价格则差不多上涨了 30%（见图 4）。软商品（食品）价格的突然上涨打破了自后危机时期以来的所呈现出的疲软走势。而金属价格的上涨则延续了自 2009 年以来的上升趋势并已超越了危机前的水平，某些金属的价格（如铜价）还创下了新高。石油价格继 2010 年上半年的稳定表现之后，近期也出现了加速上涨。

在新兴国家持续的需求压力的背景下，某些商品的价格上涨是因需求方面的问题所导致的（某些地区的气候异常和自然灾害，以及主要产油国周边地区的政治动荡）。然而，近期价格的大幅上涨则主要是受投资资金大量流入商品市场所致，美元贬值也有部分原因。

鉴于全球充裕的流动性状况、发达国家实行的低利率和欧洲资产风险的加大，越来越多的投资者在逐利心态的趋势下涌入了商品市场并将其作为一种获利资产，因此财务溢价全面上涨，如图 15 和图 16 所示的就是石油和大豆的情况。美元在实行二次量化宽松之后的疲软走势是造成短期商品美元价格上涨的另一个因素（图 17）。

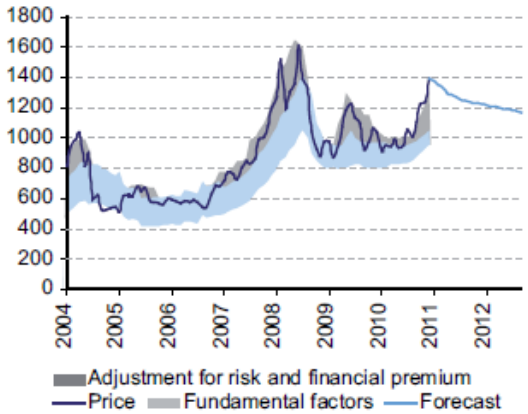
除了这些短期因素以外，还有推动价格全面上涨的普遍力量。在亚洲经济快速发展的推动下，新的高物价周期似乎已经从这个十年的开头开始了。中国和近期印度的收入上涨、城市化合快速工业化给几乎整个商品市场造成了很大的压力。

图15
石油价格（布伦特，美元/桶）



来源：BBVA Research，Datastream 和 Bloomberg

图16
大豆价格（美分/蒲式耳）



来源：BBVA Research，Datastream 和 Bloomberg

未来商品价格将随着短期向上压力的消失而稳定，但存在向上风险。

未来，虽然预计的美元的走弱将对商品价格起到支撑作用，但因主要的短期价格推涨因素（也即供给冲击和商品市场的投资流入）的修正，我们预计价格会在近期的水平左右趋稳。

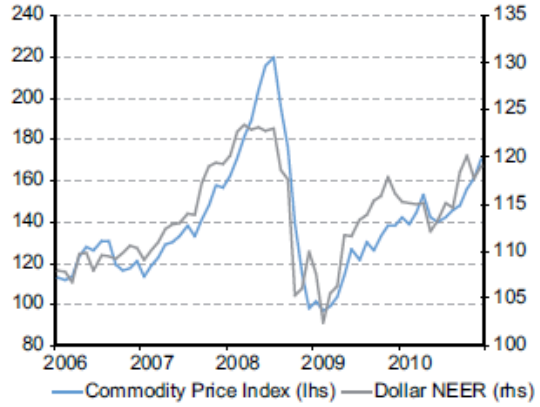
事实上，当前的价格上涨状况并未完全反映出现货市场的情况。食品价格的向上压力将随着 2011 年粮食生产恢复正常而得到缓解。至于金属，由于当前存货水平很高，趋紧的市场状况不会持续。石油方面，虽然我们认为前几个月市场反应太过了，但现货市场的紧张形势应会持续，将推动 2011 年价格小幅上涨，但随后将逐步回落。

此番回落或将得益于欧洲财务压力的减轻，因其能够使投资资金从商品市场转移到其他风险溢价更高的资产上。受危机的影响，欧洲的风险溢价有所上升且风险因素调整后的收益有所下降，导致投资者将投资转移到了回报更高的资产上，如仅受到了微弱影响的商品。中期内欧洲财务压力的稳步减轻将使部分投资再次流向其他资产。

然而，倘若中国政府不能控制内需，欧洲的财务压力没有减轻，或因为油价的原因地区冲突升级，则存在向上风险且物价会掀起新一轮的上涨。这将加剧部分新兴经济体的经济过热压力和全球的通货膨胀。

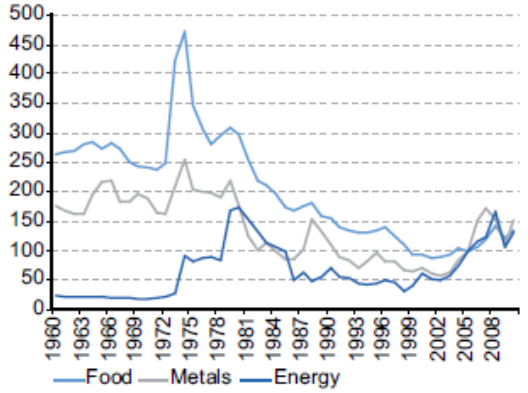
从长期来看，亚洲的强劲需求将继续支撑相对价格走高，打破其众所周知的向下趋势（图 18）。然而，这一趋势可能被市场价格上涨后企业对产能的投资所带来的供给加大所平衡。金属方面，我们已经看到了高价是如何导致投资显著增长的。这些投资可能要等几年以后才会产生收益，但随着价格的上涨，投资者应有充足的动力区寻找新的原材料来源。

图17
商品价格指数和美元名义有效汇率



来源：BBVA Research，Datastream 和 IMF

图18
实际商品价格* (2005=100)



*按美国通胀率调整
来源：BBVA Research 和 IMF

5. 新兴经济体的过热风险

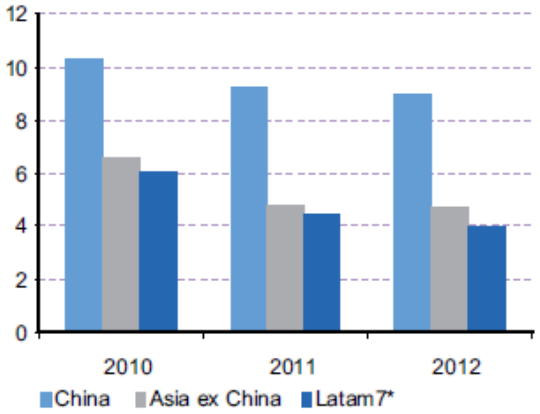
新兴经济体继续强劲增长并显露过热风险

亚洲和拉丁美洲的新兴经济体继续保持强劲增长（图 19），引领全球经济复苏并与发达国家拉开了差距（见专题 2）。由于政策环境仍然极为宽松（即使已经退出了财政刺激政策，但中国除外），存货周期结束且外部需求有所减弱（拉丁美洲除外，此地的高物价也对经济增长发挥了支撑作用），两个地区的国内需求均保持强劲并且是经济增长的主要驱动力。虽然 2010 年底的 GDP 数据高于预期（因此我们上调了对 2010 年经济增长的估计值），我们认为 2011 年和 2012 年的 GDP 增长应不会跟之前的预测差很远，但墨西哥除外。

鉴于中国政府放慢贷款增长、抑制通胀和为房市降温的决心，我们还预计中国的强劲增长正在朝着软着陆的方向发展。措施可能包括货币的进一步升值和旨在抑制房价过快上涨的措施，如在少数大型城市试点征收房产税。对其他亚洲新兴国家而言，未来也将保持强劲的经济增长，略高于 4%。尽管如此，由于中国本就很强劲的经济增长势头超过了此前的预期，贷款增长超过了 2010 年的目标，通胀也大大超过了政府设定的目标（见图 2），可能存在经济过热风险。对整个亚洲地区而言，受资本流入和低利率的影响，通胀和资产价格泡沫或仍将成为明年令各界担忧的问题。

由于内需强劲、贸易条件的改善和资本的大量流入，拉丁美洲 2010 年末增速高于预期。尽管如此，我们预计整个拉丁美洲的 GDP 增长将继续朝着约 4%的潜在经济增速靠拢。投资增长在扩大内需方面发挥了主要作用，财政和经常账户平衡将继续从较高的物价中受益。受美国 2011 和 2012 年经济增长前景改善的大幅影响，墨西哥的经济前景也得到了很大改善。和亚洲的情况相反，该地区的通胀当前仍处于适度水平，但食品和能源价格上涨可能导致未来通胀出现一定程度的临时上升。无论如何，南美可能存在略微的过热风险，特别是在巴西等国，其经常账户即便在贸易条件有利的情况下仍然继续快速恶化。

图19
新兴经济体GDP增长



*Latam7：阿根廷，巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥，秘鲁，委内瑞拉
来源：BBVA Research

图20
食品价格额外增长首轮影响的风险

较低风险	中等风险	较高风险
智利	墨西哥 哥伦比亚	巴西 秘鲁
韩国	中国 菲律宾 印度尼西亚	印度 土耳其 越南

来源：BBVA Research

通胀风险受物价和内需压力的推升并开始成为新兴市场担忧的一个问题

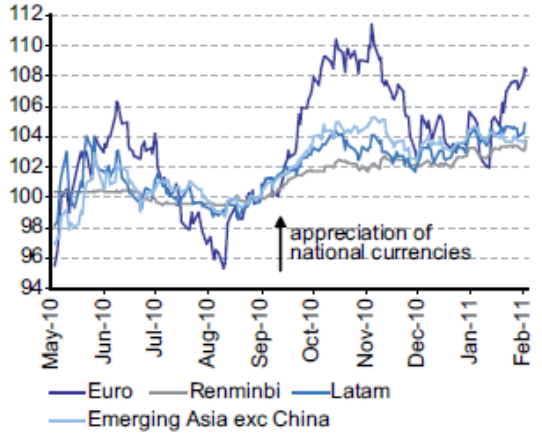
通胀风险开始成为新兴经济体的主要风险。正如前一部分所讨论的，我么预测物价会稳定在当前水平，但存在向上的风险。其中能源和食品价格上涨产生的风险尤为重要，后者是因为其在新兴经济体 CPI 指数中的权重大于占发达国家 CPI 的权重。就这一点而言，某些国家面对着格外大的风险，这或因为其通胀已经处于高位（例如：巴西、印度和越南），或因其食品占消费篮子的权重更大而使得通胀对食品价格上涨极为敏感（如：秘鲁、菲律宾和越南）。在图 20 中，我们将拉丁美洲和亚洲国家根据食品价格上涨的第一轮影响做了分类，如图所示，两个地区内的通胀风险都极为不同。这种相异性同样存在于两个地区之间的比较：亚洲不仅通胀起点高于拉丁美洲，通胀风险对食品价格的敏感性也大于拉丁美洲。

尽管如此，内需压力也导致了额外的通胀风险，这部分要归咎于资本流入：新兴经济体的快速增长使得产量缺口快速收窄（某些情况下甚至消除了），并因此显露出了过热压力。去年最后几个月就在某种程度上存在这些压力，因为欧洲财务危机日益严重似乎缓解了不确定性还很大时对新兴经济体的资

本流入。资本流入的这一减少还从 10 月到年底之间货币升值压力减少（图 21 和图 22）和多国央行暂停货币政策收紧上得以反映。未来，欧洲财务压力减轻或将再掀资本流入高潮。

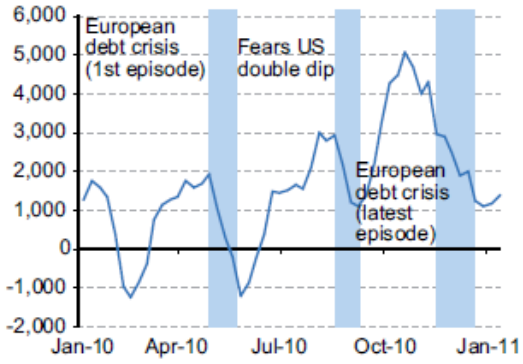
未来，鉴于预期欧洲财务压力会有所缓解，资本将重新开始流入新兴经济体，为资产价格和内需压力提供了更多的上升动能。因此，去年就已显现的政策困境将加剧，政策制定者们须面对如何权衡降低通胀和内需与允许本币进一步升值的挑战。我们预计随着通胀风险的加大，多数央行会重新开始货币收紧（包括某些国家的信贷收紧措施）。同时，他们将严重依赖汇率的进一步升值并伴以强力干预和部分资本管制，但它们不可能完全阻止本币升值，因经验表明这些措施的效果有限。

图21
兑美元双边汇率



来源： BBVA Research

图22
流向新兴经济体的权益资本



来源: BBVA Research 和 IMF

专题 2. EAGLEs：未来 10 年的关键新兴市场

我们认为，新兴市场与发达国家的经济增速分化不是一个周期性现象。相反，这是全球经济中期内的结构特征。这一观点背后的原因有以下几点：第一，危机对发达国家的影响和其解决方案设置的税收都明显更高，我们预计发达国家经济增长会较危机前的扩张期有显著放缓。对新兴市场而言，危机对经济的拖累远没有那么严重，2010 年的快速复苏证明了我们的这一观点。从长期来看，基于生产要素可能增速的预测（就业、资本和全要素生产率），我们对潜在 GDP 增长进行了精确的估算。这突出了新兴市场作为一个整体如何能够比发达国家拥有更加强劲的长期增长基础。尤其是，它们的人口统计前景更好，意味着对长期的保守预测无需投资和全要素生产率的加速增长。

鉴于此，我们就可以理解为什么此番世界经济增长轮动至新兴市场时投资者在寻找新途径打入市场方面表现出了更大的兴趣。我们创设了一项持续的课题以提供关于这个问题的信息。这主要围绕着 EAGLEs 这一概念进行。EAGLEs 是“引领增长的新兴经济体”的英文首字母缩写，是一组预计在未来 10 年对全球经济增长的贡献高于大型发达国家（我们定义为 G6，即除美国以外的 G7 国家）贡献率的新兴市场国家和地区。相对于其他的新兴市场概念而言，我们的方法有以下几个优势：

EAGLEs 的概念更注重于经济体预计所能创造出的 GDP 增量（incremental GDP 即 IGDP），也就是其对世界经济增长的贡献，而非只看经济体本身的规模大小或所拥有的人口数量，因为它们都有可能产生误导。以 IGDP 作为参考是非常关键的：仅拥有较大的经济规模或单凭较快的经济增速都不足以成为一个对世界经济发展具有影响力的重要经济体，两者兼备才是最重要的。因此，这是一个对于发掘新的商业和市场机遇有更多预见性也更为重要的概念（图 23、图 24）。

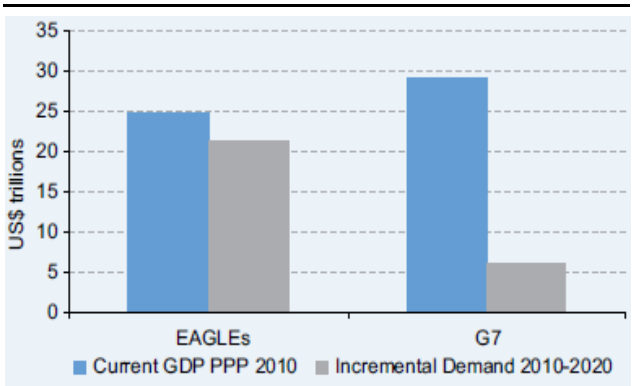
动态，灵活：每年 BBVA 研究部都会基于经济体的表现及经济体状况的变化对预测进行更新。它不是一个固定封闭的组合，概念本身也并没有和特定一组国家名称的缩写联系在一起。这就允许我们在更为广泛的新兴市场经济体中找出那些最重要的国家和地区，同时也能够预先对潜在的“堕落天使”有所警惕。

客观：有着清晰的筛选标准。要成为 EAGLE 的一员，每一个经济体在未来 10 年内其 GDP 的预计增量需超过同期 G7 国家（美国除外）增量的平均水平。

EAGLEs 与其他传统分组概念相比，其结果是基于较短的预测时间期限（十年），而其他的概念则都在 20 到 50 年之间。由于全球经济在如此长的一段时间内可能经历巨变，因此，一个较短的预测时间范围对于大多数的投资决策而言更为有意义。

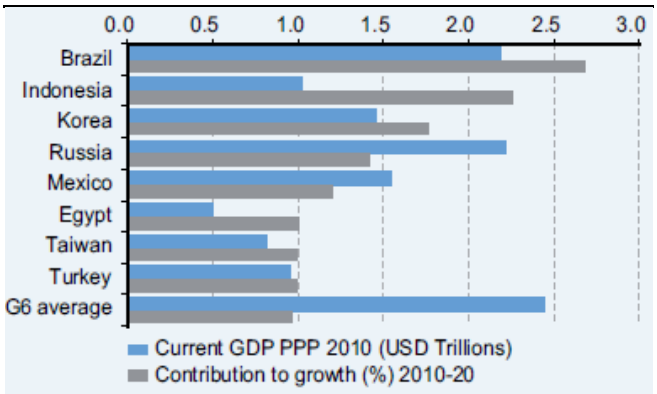
有哪些经济体在 EAGLEs 之列呢？我们的方法得出了一些令人惊讶的结论。根据 BBVA 研究部的预测，世界 GDP 总量在这一个十年间，按购买力平价调整后的增量约为 41 万亿美元。其中来自 EAGLEs 成员的贡献（即 IGDP）预计将稍略超过 50%，而 G7 国家则仅占约 14%。值得一提的是中国大陆在未来十年对世界经济发展所预期将扮演的角色，其对整个世界经济增长的贡献将达到 30%，这个数字几乎是美国同期贡献的 4 倍，是金砖四国中其他三国总和的 2.4 倍。印度对世界经济增长的贡献预计将和美国相当，即使其 GDP 绝对规模大小到 2020 年仍旧小于美国。巴西的贡献预计将位列第三，之后是印度尼西亚和韩国（图 24），值得注意的是印度尼西亚和韩国各自对世界经济增长的贡献都将超过俄罗斯，同时两国的 GDP 增量总和将是巴西的 1.5 倍。这清晰的表明传统的金砖四国概念受到了挑战。接下来出现在名单上的是墨西哥，其 IGDP 对世界经济增长的贡献预计将分别大于德国和英国，尽管墨西哥现时的 GDP 规模大小按购买力平价调整后仅为德国的 53%以及英国的 71%。最后是埃及，中国台湾和土耳其，每一个经济体的 IGDP 预计都将大于加拿大，法国和意大利。除去金砖四国之外的 EAGLEs 成员对世界经济增长的重要性将大于 G6 国家或其他类似概念所指的国家（且 EAGLEs 的经济体数量更少）。总而言之，EAGLEs 是那些在这个十年已经且将会对世界经济增长有着更突出贡献的新兴市场国家和地区所组成的集合。

图 23
发展中与发达国家和地区经济体
（美元 购买力平价 万亿）



来源：BBVA Research

图 24
除中国和印度以外的其他主要新兴市场国家和地区
（百分比，美元 万亿）



来源：BBVA Research

6. 附表

表 1
宏观经济预测：国内生产总值

（年度同比增速）	2008	2009	2010预期	2011预测	2012预测
美国	0.4	-2.6	2.8	3.0	2.7
欧元区	0.3	-4.0	1.7	1.7	1.8
德国	0.7	-4.7	3.6	2.4	1.9
法国	0.1	-2.5	1.5	1.6	1.8
意大利	-1.3	-5.1	1.1	1.0	1.1
英国	-0.1	-4.9	1.4	1.7	1.9
拉丁美洲 *	4.0	-2.4	6.0	4.4	3.9
EAGLEs **	6.6	3.5	8.3	7.0	6.8
土耳其	0.7	-4.7	7.6	4.5	4.5
亚太地区	5.6	3.7	8.1	6.5	6.4
中国	9.6	9.2	10.3	9.2	9.0
除中国外的亚洲地区	2.9	0.1	6.7	4.8	4.7
世界	3.0	-0.6	4.8	4.4	4.4

预测截止: 2011年1月31日
* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉
** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其
来源: BBVA Research

表 2
宏观经济预测：通胀率（平均）

（年度同比增速）	2008	2009	2010预期	2011预测	2012预测
美国	3.8	-0.3	1.6	1.3	1.5
欧元区	3.3	0.3	1.6	1.8	1.6
德国	2.8	0.2	1.2	1.8	1.4
法国	3.2	0.1	1.7	1.7	1.6
意大利	3.5	0.8	1.6	1.7	1.8
英国	3.6	2.2	3.3	3.3	2.1
拉丁美洲 *	7.7	7.0	7.7	8.0	8.1
EAGLEs **	7.4	2.8	5.2	5.2	4.8
土耳其	10.4	6.3	8.6	6.6	6.1
亚太地区	5.7	0.3	3.5	3.8	3.5
中国	5.9	-0.7	3.3	4.5	4.0
除中国外的亚洲地区	5.5	1.0	3.7	3.3	3.2
世界	6.1	2.2	3.6	3.7	3.5

预测截止: 2011年1月31日
* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉
** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其
来源: BBVA Research

表 3
宏观经济预测：经常账户（占GDP百分比）

	2008	2009	2010预期	2011预测	2012预测
美国	-4.7	-2.7	-3.4	-3.5	-3.4
欧元区	-0.9	-0.6	-0.5	0.0	0.1
拉丁美洲*	-0.3	-1.8	-1.0	-1.1	-1.4
EAGLEs **	3.9	2.4	2.1	1.9	1.6
土耳其	-5.6	-2.2	-5.9	-5.7	-4.9
亚太地区	4.8	3.8	3.0	3.3	3.2
中国	9.9	6.1	4.6	5.1	5.0
除中国外的亚洲地区	1.4	2.3	2.0	2.2	2.0

预测截止: 2011年1月31日
* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉
** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其
来源: BBVA Research

表 4
宏观经济预测：政府赤字（占GDP百分比）

	2008	2009	2010预期	2011预测	2012预测
美国	-3.2	-10.0	-10.2	-10.1	-6.8
欧元区	-2.0	-6.3	-6.2	-4.4	-3.7
德国	0.0	-3.3	-3.6	-2.5	-2.2
法国	-3.3	-7.5	-7.5	-6.0	-5.3
意大利	-2.7	-5.3	-4.5	-3.6	-2.8
英国	-4.9	-11.5	-10.7	-8.8	-6.6
拉丁美洲*	-0.9	-6.0	-1.5	-1.5	-1.1
EAGLEs **	-1.8	-5.5	-3.7	-3.1	-2.5
土耳其	-1.8	-5.5	-3.6	-3.3	-3.3
亚太地区	-2.8	-5.1	-4.8	-4.2	-3.5
中国	-0.4	-2.8	-2.8	-2.3	-2.1
除中国外的亚洲地区	-4.4	-6.5	-6.1	-5.4	-4.5

预测截止: 2011年1月31日
* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉
** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其
来源: BBVA Research

表 5
宏观经济预测：10年期利率（平均）

	2008	2009	2010	2011预测	2012预测
美国	3.6	3.2	3.2	3.4	3.8
欧元区	4.0	3.3	2.8	3.1	3.1

预测截止: 2011年1月31日
来源: BBVA Research

表 6
宏观经济预测：汇率（平均）

美元：1单位各国货币	2008	2009	2010	2011预测	2012预测
美国（欧元/美元）	0.68	0.72	0.76	0.79	0.78
欧元区	1.47	1.39	1.33	1.27	1.29
英国	1.82	1.56	1.55	1.53	1.52
中国	6.95	6.83	6.77	6.46	6.10

预测截止: 2011年1月31日
来源: BBVA Research

表 7
宏观经济预测：官方利率（期末）

	2008	2009	2010	2011预测	2012预测
美国	0.61	0.25	0.25	0.25	0.50
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.00	1.00
中国	5.31	5.31	5.81	6.56	7.06

预测截止: 2011年1月31日
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 Economic Scenarios
Juan Ruiz
+34 91 374 58 87
juan.ruiz@grupobbva.com

Rodrigo Falbo
+34 91 537 39 77
rodrigo.falbo@grupobbva.com

Alejandro Fernández Cerezo
+34 91 374 99 24
alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com

Jaime Martínez-Martín
+34 91 537 47 54
j.martinez.martin@grupobbva.com

Jorge Rodríguez Vález
+34 91 537 48 90
jorge.rv@grupobbva.com

With the contribution of:
Cross-Country *Emerging Markets* Analysis
Daniel Navia
+34 91 5378351
daniel.navia@grupobbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.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

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:

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
Daniel Navia
daniel.navia@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 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 research reports are available in English, Spanish and Chinese