



经济观察

EAGLES

2012 年 11 月马德里
经济观察

跨国新兴市场分析

首席经济师
Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

量化宽松政策对新兴市场的影响

- **西方国家新一轮量化宽松政策对新兴市场资产的影响**

欧洲央行、美联储、英国央行和日本央行所采取的协调行动对新兴市场的外资流动和资产价格起到了重要的刺激作用。在德拉吉（Dragui）表示“相信我，这将是足够的”之后，降低兑换风险的综合效应，以及美联储、英国央行和日本央行所采取的量化宽松政策，提供额外的流动性，减小风险溢价，提升股市并对新兴市场产生升值压力，尤其是对那些最容易受到欧元兑换风险影响的市场，如新兴欧洲市场。

- **模型分析 QE 对新兴行的潜在影响及其政策应对**

小型全球 DGE 模型（GPM）结果描述了新兴市场中量化宽松政策潜在影响的一些特征事实。总的影响将是积极的，但也依赖于政策制定者的反应。通过让实际汇率升值允许灵活的反应，会允许利用 GDP 的积极影响，但代价是货币估价过高。相反，采取更积极的做法会减轻货币过度升值，但能产生过热现象和信贷过度增长。由于我们预计会坚持某种“能动性”，积极作用会得到加强，但经权衡。因此，新兴市场的政策制定者会再次面对管理成功的困境(Dilemmas of managing success)（“资本强劲流入”）。

- **新兴市场量化宽松政策的警告信号？新兴市场的货币与通胀的联系更加紧密，因此新兴市场的政策制定者应该保持谨慎态度**

央行资产负债表的扩大不是一个孤立的现象。发达市场国内资产的增加转移到新兴市场央行资产负债表中的外国净资产，通过国际储备的增加。虽然较差的经济活动和货币流通速度的下降在一定程度上限制了发达国家中的货币-通胀联系，在某些新兴市场情况可能变得更具挑战性，因为在新兴市场货币与通胀之间的长期关联性更加稳固。由于在西方产出缺口和货币流通速度的差距并非那么受损，新兴市场的政策制定者仍应保持警觉，以避免之后出现利率的大幅修正。

- **泡沫现象如何？仍远离危险，尽管近期信贷增长加速，但须“留意”**

强劲的资金流入和降低的风险溢价也引起了人们对于泡沫形成风险的担忧。由于发达市场央行资产负债表的扩张，过度的信贷增长存在现实的可能性。但大多数新兴市场国家在这方面均有一个重要的优势。由于大多数新兴市场国家（亚洲和拉丁美洲）在危机之后长期内去杠杆化，无论水平或增长率均不呈现 2008 年之前发达国家和新兴欧洲市场所呈现的非持续模式的特点。尽管如此，过度信贷增长应当加以严密监控，以避免未来出现泡沫。

西方国家新一轮量化宽松政策对新兴市场资产的影响

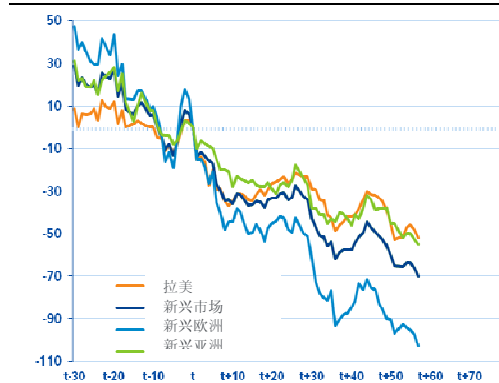
面对日益出现的不确定性，西方国家央行决定再次采取行动，通过降低欧元区兑换风险以及在美国、英国和日本提供进一步的刺激措施来扭转疲软和高度不确定的前景。触发因素是欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Dragui）于 7 月 26 日发表的著名演讲，那时《直接货币交易计划》（OMT）以一种非常有说服力的方式被宣布 - “相信我，这将是足够的”。此话一说，即开始了行动，最后《直接货币交易计划》于 9 月份正式公布。

今天夏天，各方协作的重要性在伯南克在杰克逊镇发表讲话之后得到了加强。而这仅仅是前奏，后来又批准了《扭曲操作办法》，预计在更长的时间内利率会保持在低位。此外，英国央行和日本央行加入这一全球协调行动，以恢复其国内形势和国际金融市场信心。

德拉吉（Dragui）发表讲话三个月后，新兴市场在资产价格方面的协调规模已经相当大，效果近似甚至大于第二次量化宽松政策（QE2）的影响。主要结果如下：

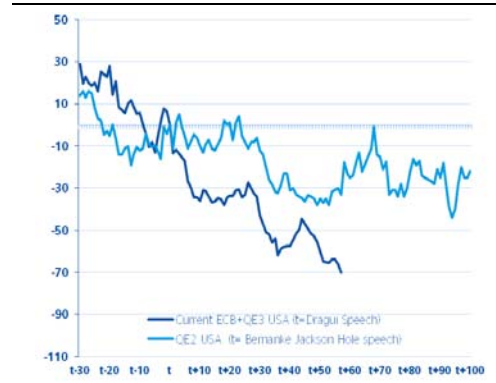
- 平均来看，新兴市场的风险溢价紧缩了约 70 个基点，不过变化是不均匀的。欧洲新兴市场的风险溢价下降幅度最大，降低的欧元兑换风险对这种潜在事件影响最大的地区提供了额外的刺激作用。相对于先前的第二次量化宽松政策（QE2）而言，影响更加强烈，对于美国的量化宽松政策而言，欧洲央行采取行动之后欧元兑换风险得到了缓和。
- 由于至少现在经济信心在某种程度上得到恢复，新兴市场股权市场骤然上升。在过去三个月中新兴市场股市跟着发达市场的发展，增长了近 9%，甚至高出标准普尔 500 指数（SP500 index）近 6%。
- 债券及股票流动逆转的强烈程度大于先前一轮的量化宽松政策。这不仅在欧洲新兴市场出现，也在高交易新兴市场（如俄罗斯、土耳其、墨西哥和中国）出现。图表 5 和 6 说明了相对于前一个量化宽松政策在两次量化宽松政策后资本流动（债券和股票）逆转四分之一。可以注意到，暗色（表示更强烈的逆转）表明近期欧洲央行第三次量化宽松政策（QE3）的资本流动逆转比先前量化宽松政策更加强烈。
- 强劲的资金流入反映在汇率升值压力上。然而，并非所有国家都允许其货币反映外国资本流入的增加，某些新兴市场国家不太倾向于允许资本流入充分反映在其货币对美元的升值上。图表 3 显示了不对称的变化。欧洲新兴国家货币对美元的波动性非常明显，比平均波动性更加强烈，他们允许汇率有近 8% 的升值。在拉丁美洲，墨西哥和智利允许其货币有一定升值，而巴西则尽力避免过度升值，哥伦比亚不允许任何升值。除了马来西亚和泰国以外，亚洲其余国家积极缓解汇率升值压力。

图1
新兴市场风险溢价 (bp) 在 ECB+QE3 其间
(Embi 全球累计下降在 QE3=t 后)



来源: BBVA Research 和 Haver

图2
新兴市场风险溢价 (bp) 在 QE2 和 QE3 之间
(Embi 全球累计下降在 QE2=t 后)



来源: BBVA Research 和 Haver

图3
新兴市场汇率升值在 QE3 时
(累计升值即指数下降, 在 QE3=t 之后)

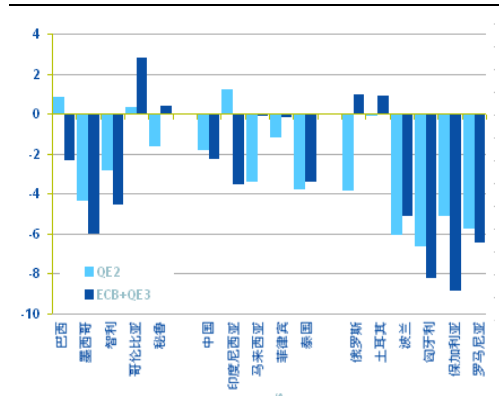


图5
债权和股票流动的逆转在 QE2 后
(流动月度标准差的变化。QE2 之前和之后对比。深色: 最大值, 浅色: 最小值)



来源: BBVA Research

图4
股票市场在 QE3 后
(累计百分比变化 QE3=t)

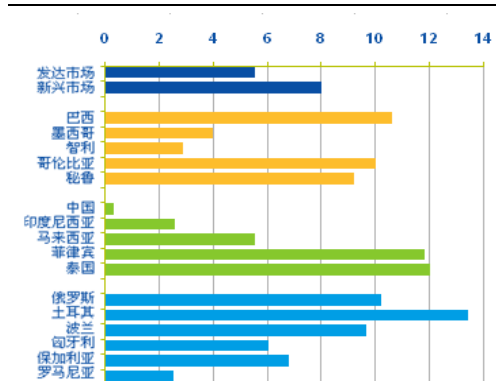


图6
债权和股票流动的逆转在 QE3 后
(流动月度标准差的变化。QE3 之前和之后对比。深色: 最大值, 浅色: 最小值)



来源: BBVA Research

经济模型对西方国家量化宽松政策如何影响新兴市场的解释

为了便于理解量化宽松政策的效果及新兴市场的政策困境，我们使用了一个动态一般均衡新凯恩斯开放经济体模型(见附录)，类似于国际货币基金组织所使用的模型。在分析量化宽松政策的冲击性方面，我认为西方央行所实施的行动相对于基线来说对自己的产出会产生一些积极的影响（在国外产出缺口方面有一个约 1%的渐进性增长）。相对于非量化宽松政策情形来说，这种情况将与新兴市场国家的风险溢价暂时降低（一年约 40 个基点）相关联，正如我们在先前和当前量化宽松政策情形下所观察到的那样。在评论模型结果之前，有两个重要事项值得一提：

- 首先应理解在量化西方国家和新兴市场国家中量化宽松政策的影响方面存在困难。用伯南克（Bernanke）自己的话说，“虽然有大量证据表明，美联储的资产购买计划降低了长期收益率并缓解了金融市场状况，但对于经济运作的整体影响做出准确的评估是困难的，因为我们无法观察到在没有美联储行动的情况下经济会表现如何…”。由于我们的基本情形（无量化宽松政策）并非真正的“灾难”，我们将这种做法看作是下限。解读西方央行最近采取协调一致行动的重要性，需要知道西方央行在夏季没有采取行动的反事实情况。诚然，我们相信这种可能性的后果比我们的基线更加严重。
- 第二个需要注意的是，新兴市场政策制定者的反应会影响应对冲击的程度和方式。因此，通过修改利息和汇率，新兴市场货币政策制定者可以影响产出和通胀。主要原因是，虽然国外产出冲击通常会对新兴市场经济产生积极影响，风险溢价降低和全球风险偏好增加会鼓励外国资本流入，最终推动新兴市场汇率升值。因此，如果决定对国内产出缺口的增加和通货膨胀做出应对，产出和就业方面的初期积极影响可以通过汇率升值和货币政策的应对得到补偿。从本质上看，新兴市场货币政策制定者将会面临管理强劲资本流入的传统难题，从而证明“管理成功”也可能是具有挑战性的。

政策制定者管理冲击有几种可能性，但为简单起见，我们将集中考虑下列几种情况：

- 情景 A（“灵活性”）：货币政策变量以灵活的方式做出反应，允许汇率升值，对强劲资本流入做出响应。
- 情景 B（“能动性”）：降低（或维持）国内利率，以通过干预或资本管制减弱强劲资本流入和/或避免汇率升值。

可以从下列图表中观察到这两种情景的主要结果。它们包括根据对外国产出正面冲击以及风险溢价降低采取可选择性的不同货币政策途径所产生的不同结果：

- 在情景 A 中，GDP 增长和通货膨胀方面的两个反应均是积极的。然而，通货膨胀将会超过产出几个百分点。请注意，由于实际汇率升值起初的负面影响，第一年产出和通货膨胀的反应实际上并不大，而是低于情景中的情况，仅包括外部贸易通道（不包括资本流动和风险溢价效应）。这种以后的可能性被一些新兴市场决策者称为“以邻为壑政策”。然而，这并非事情的结局，风险溢价滞后效应允许官方利率降低，其积极延迟效应大于短期实际汇率升值的负面影响。因此，完整的机制在新兴市场产出方面会产生积极影响。但这一策略并非“免费午餐”，因为高估汇率和/或外部可持续性已经成为问题的新兴市场国家会加剧这些问题。
- 在情景 B（“能动性”）中，如果政策制定者认为已经出现问题，即会降低国内利率以减弱资本流入和避免汇率升值。这种情景会在 2013 年和 2014 年对产出和通货膨胀触发更大的影响，差异也是相当大的。这种策略有一个明显的漏洞，即试图通过宽松货币政策避免汇率过度升值，从而会导致活动过度增长（而且国内信贷可能增长）以及更高的通货膨胀。如果官方利率没有较大紧缩，这种“过热”问题以后可能很难纠正。因此，过热的极端现象（过度增长、信贷和通货膨胀）并非适于选择。

图 7

QE 冲击对 GDP 的影响
(相对基准或非 QE 情景，基点)

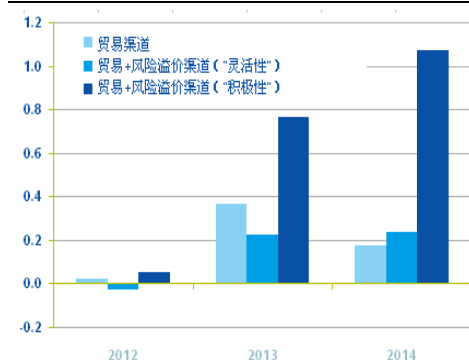


图 8

QE 冲击对通货膨胀的影响
(相对基准或非 QE 情景，基点)

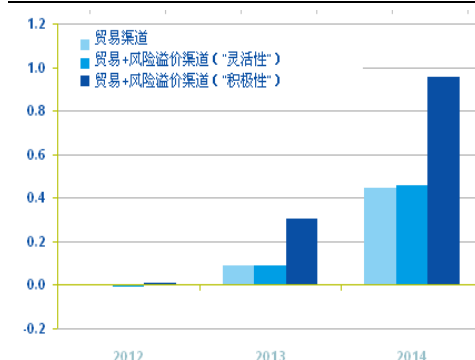
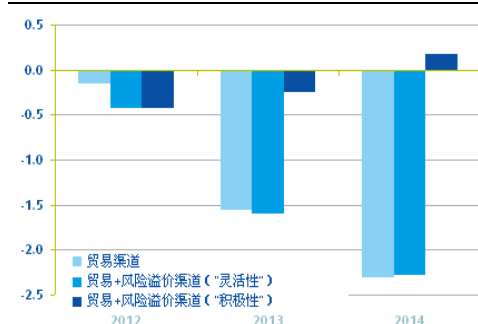


图 9

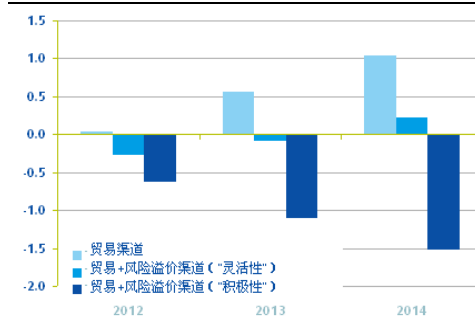
QE 冲击对实际汇率的影响
(相对基准或非 QE 情景，百分比)



来源: BBVA Research

图 10

QE 冲击对利率的影响
(相对基准或非 QE 情景，基点)



来源: BBVA Research

那么，我们可以得出哪些主要结论？我们可以探索不同新兴市场有什么反应吗？

总体而言，我们认为西方央行扩大量化宽松政策对于新兴市场是一个积极情景。主要原因是，反事实情况（非量化宽松政策行为）对新兴市场造成的困境比当前情景下更加严重。从某种意义上说，我们在谈论管理成功。不错，它会产生压力，但没有替代情形那么严重。

- 新兴市场可以有不同的应对措施以缓冲西方央行量化宽松政策扩张影响，不过需要权衡利弊。已经有实际升值汇率和外部脆弱性问题的新兴市场国家可以选择引进一些激进做法，以避免汇率过度升值（如果货币被高估，可采取汇率干预或资本管制）。然而，他们应该对过热风险保持警觉，而且可以通过推出一些不同的宏观审慎政策作为其决策的补充。先前的一个例子是有联系汇率的新兴市场国家，例如香港或海湾国家。由于不施行名义汇率缓冲机制，量化宽松政策的作用可能非常大。
- 相反，有过热和信贷过度增长的国家应避免过度激进行为，以限制货币升值或根据紧缩准备金要求对替代措施进行补充。否则，会有产生泡沫的潜在风险。

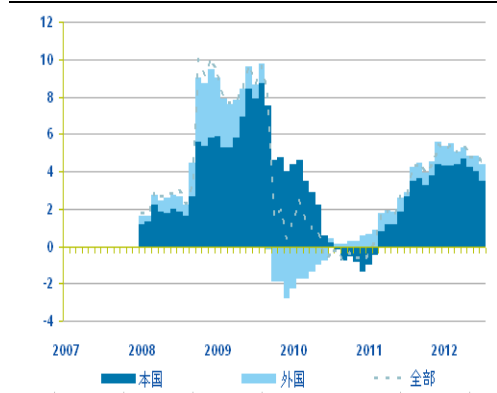
新兴市场量化宽松政策的警告信号？新兴市场的货币与通胀的联系更加紧密，因此新兴市场的政策制定者应该保持谨慎态度

正如我们在上文所说明的那样，中央银行资产负债表扩张的风险之一就是通货膨胀。我们根据短期新凯恩斯模型（Keynesian model）对这种情况进行了分析。在本节中，我们从更长远的观点来审视一下通胀问题。如果我们认为通胀是一种长期的货币现象，那么量化宽松政策扩张可能会带来一些风险。

此次新一轮货币刺激政策并没有新意，因为自从全球金融危机于 2007-2008 年开始以来中央银行的资产负债表显著增加已经成为世界经济的显著特点。但是西方国家央行资产增加已经不是一个孤立的事件，因为这已经部分地传递到新兴市场。事实上，在 2006 年至 2011 年期间新兴市场国家央行的资产负债表几乎翻了一番，而 G7 经济体增长了两倍。然而，由于新兴市场经济体的增长速度远远超过 G7 经济体，其央行资产负债表的相对规模（即超过 GDP）仅仅增长了 3 个百分点，相比之下，发达国家增长了 10 个百分点。此外，自从 2009 年以来新兴市场的央行似乎已经驾驭了其资产负债表的扩张，而发达国家却没有。

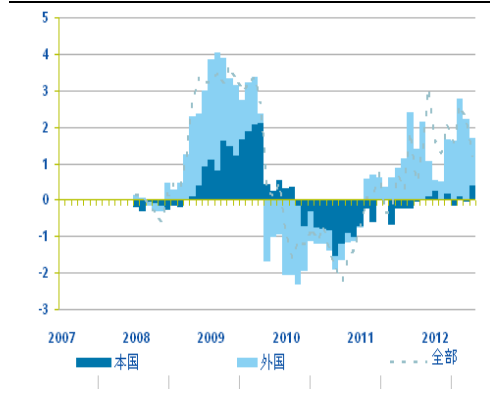
总之，西方国家和新兴市场国家的央行资产负债表扩张背后的驱动因素显著不同：国内资产是发达国家央行增长的因素，而储备金积累是新兴市场发展的关键因素。因此，避免货币升值有利于西方国家央行资产负债表扩张从发达国家向新兴国家传播(见图表 11 和 12)。

图 11
发达国家央行资产年度变化



来源: BBVA Research 和 Haver

图 12
新兴国家央行资产年度变化

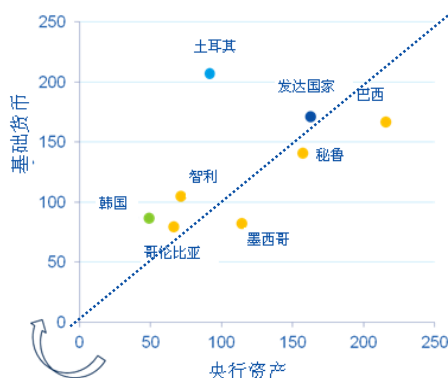


来源: BBVA Research 和 Haver

央行资产扩张到最终助长通胀，这种机制须通过一些中间步骤：

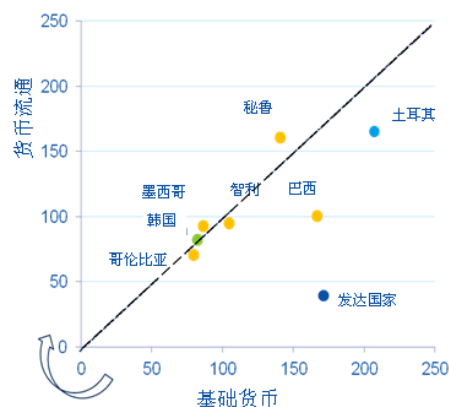
- 首先，央行资产增加可以转到货币基础，不取决于央行资产扩张最终是否减少。请注意，大多数国家都允许转化，但是其他国家（如巴西、秘鲁和墨西哥）设法限制联系，例如，冲销干预(见图 13)。
- 其次，央行可以通过使用某些手段（如银行准备金要求）限制从货币基础到流通货币的流转。请注意，例如，巴西和土耳其在使用这些手段方面一直非常积极（见图 14）。

图 13
央行资产到货币基础 2007-2012
(2007-2012 百分比变化)



来源: BBVA Research 和 Haver

图 14
货币基础到流通货币 2007-12
(2007-2012 百分比变化)

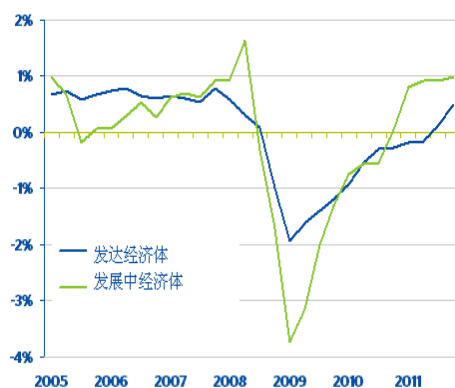


来源: BBVA Research 和 Haver

最后，按照费希尔的量化货币特性（货币*速度=价格*实际收入），货币通胀联系也会受到经济条件和货币流通速度的影响。从这个意义上说，产出和货币流通速度差距（相对于长期趋势的产出和速度）也是影响货币与通胀之间最终联系的关键。关于这个问题，我们可以注意到发达市场和新兴市场之间的下列差异（见图 15 和 16）：

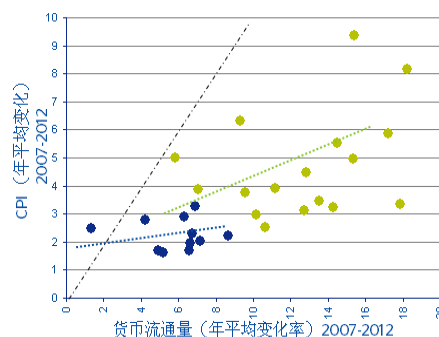
- o 发达经济体中负产出缺口和下降速度差距有助于防止资金助长通胀。
- o 相反，从货币流通速度产生更大压力的新兴市场缩小或正缺口会给新兴市场带来更大的风险。这就解释了新兴市场中货币与通胀之间较高的相互关系，以及为什么新兴市场国家央行应该保持警惕，防止资金最终助长通胀。

图 15
货币流速缺口
(货币流速与线性趋势的偏离)



来源: BBVA Research 和 Haver

图 16
货币流通与通胀 2007-12
(年平均变化)



来源: BBVA Research 和 Haver

我们可以从央行传导机制和长期资金-通胀联系推断出什么用于实际情况？下面是一些分析结论：

- 首先，新兴市场已经使用了某些替代工具，以防止储备金（净外国资产）增加最终助长通货膨胀。我们相信，他们将会保持某种能动性，对发达国家央行资产扩张带来的货币扩张进行一些限制。在本次新一轮量化宽松政策实施期间，我们会继续执行外汇干预措施，以限制对货币基础和/或准备金需求的影响，从而限制货币基础向流通货币的转化。总之，能动性正在而且随着时间的推移将会增长，除非再次出现欧元区危机。
- 其次，新兴市场央行将需要对中期通胀前景保持高度警惕。尽管现有一些打破货币-通胀联系的工具，但当前一轮（最近两个）量化宽松政策是相对强劲的。如果没有得到良好管理，在某些国家为控制过度通胀在货币紧缩以后出现过度反应的风险是不容忽视的。如果通胀压力没有得到良好控制，短期宽松货币政策后会出现紧缩货币状况。

泡沫现象如何？仍远离危险，尽管近期信贷增长加速，但须“留意”

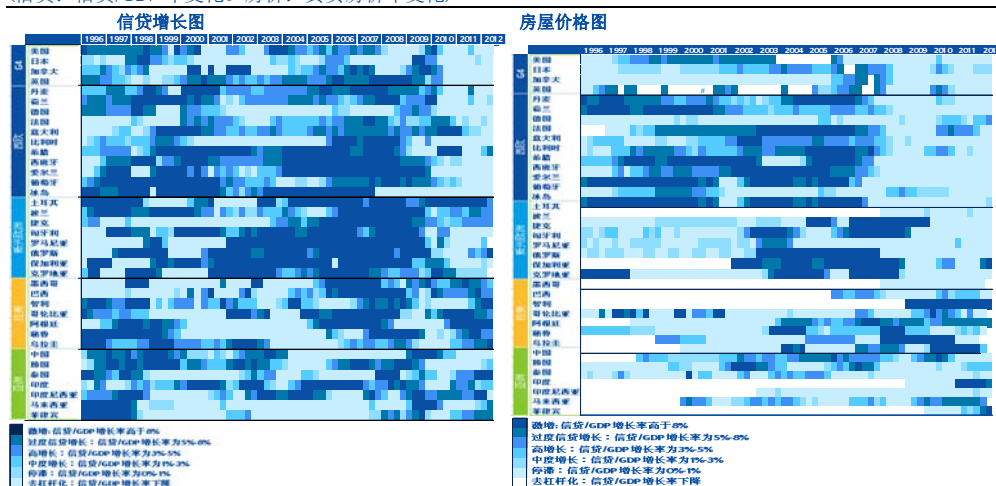
有关西方国家货币扩张对新兴市场影响的第二个担心是，全球过剩流动性开始助长泡沫出现。尽管存在潜在风险，我认为，新兴市场的状况通常不同于 2007-2008 年危机之前发达经济体经历的状况，除了中欧和东欧一些新兴国家以外。

从总体上看，在 90 年代末遭受新兴市场危机（本世纪初 90 年代末 1997-98 亚洲金融危机和拉美危机）的新兴市场国家（如亚洲和拉美）直到目前仍然保持孤立状态。此外，这些国家长期都在去杠杆化，所以很难发现与平衡水平有较大偏离，而我们可以观察到发达国家在 2007-2008 年之前有显著偏离。我们在图 17 中展示了私人信贷和实际房价增长的紧张状况。深蓝色说明了紧张状况，即年度信贷/GDP 变化或实际住房价格增长过度，浅蓝色表示停滞或去杠杆化状况。

图 17.

信贷与真实房价压力图 1996-2012

(信贷：信贷/GDP 年变化。房价：真实房价年变化)



来源: BBVA Research

根据这种情况，区域形势如下

- 90年代末亚洲金融危机之后，是对信贷和住房价格进行较长时期的校正期，直到2005年。某些国家受到了特别地冲击，如马来西亚、菲律宾、泰国和印度尼西亚。我们看到一些地区目前出现强劲复苏的迹象，尽管在一定程度上它们是由于从极低水平反弹的结果，我们认为不足以谈论过热情况。2010年中国出现了令人担忧的状况，但政府采取措施，缓解上升压力，而印度住房价格增长继续过高，应当加以解决。
- 90年代危机之后，拉丁美洲跟随了亚洲模式，但去杠杆化是短暂的。墨西哥出现异常，因为龙舌兰危机引发了信贷和住房价格两个方面持久的负面影响。像亚洲一样，我们现在看到出现了某些经济过热的迹象，尤其是在信贷市场方面，但我们并不认为目前的偏差令人担忧，市场更接近平衡水平。
- 欧洲新兴市场在金融危机前出现异常，与其西方邻国分享了一些过度行为。2008年爆发的破坏性影响在一定程度上解释了为什么该地区目前的脆弱性高于其他新兴市场。波罗的海国家尤为如此，罗马尼亚、保加利亚和匈牙利也是如此。这些国家在中期将继续面临去杠杆化过程。土耳其2001年遭受银行业危机后，2010-2011年过度信贷增长非常明显，但宏观审慎措施和流动性紧缩减缓了信贷增长，房价没有实质增长。

该例子主要内容：信贷和住房市场复苏强劲增长的初期迹象应该进行监控，但将它归类为泡沫，仍为时过早。我们认为亚洲和拉美市场现在已经接近平衡水平，而一些新兴欧洲国家将会继续清理过去的过度行为。

附录：通过动态随机开放经济模型考察的量化宽松政策效果

GPM 模型是为了预测和政策分析目的而由国际货币基金组织开发的新凯恩斯小型动态随机模型。这些模型从根本上讲属差距模型，与平衡值的变量偏差在系统运作中起着关键作用。这里介绍的版本对应于一个开放经济模型，在此模型中我们模拟了一个相当的量化宽松政策冲击。冲击是通过外国产出缺口冲击并结合风险溢价下降进行模拟的（通过降低实际均衡利率在模型中做出的介绍）。该模型是根据贝叶斯法（Bayesian technique）做出的估计。该模型的方程式如下：

-产出缺口方程式：该方程式将周期性活动作为延迟和预计国内产出缺口（ y_i ）、延迟外国活动产出缺口（ y_j ）以及实际汇率贬值（ z_i ）的一个正函数，与延迟实际利率的反向关系（ $r_{i,t}$ ）。

$$y_{i,t} = \beta_{i,1}y_{i,t-1} + \beta_{i,2}y_{i,t+1} - \beta_{i,3}r_{i,t-1} + \beta_{i,4}z_{i,j,t-1} + \beta_{i,5} \sum_j \omega_{i,j,5}y_{j,t-1} + \varepsilon_{i,t}^y$$

-通货膨胀方程式：假定实际通胀（ π ）与延迟和通胀预期之间存在正向关系。它还显示了与汇率实际贬值（ z ）变化的正向关系。

$$\pi_{i,t} = \lambda_{i,1}\pi_{i,t+1} + (1 - \lambda_{i,1})\pi_{i,t-1} + \lambda_{i,2}y_{i,t-1} + \lambda_{i,3} \sum_j \omega_{i,j,3}(z_{i,j,t} - z_{i,j,t-1}) - \varepsilon_{i,t}^\pi$$

-政策利率方程式：它是一个标准的新凯恩斯泰勒式规则，政策利率（ I ）正响应应产出缺口（ y_i ），相对于目标的通胀预期差异也允许利率平滑。它还包括与均衡利率（ R ）的正向关系。

$$I_{i,t} = (1 - \gamma_{i,1}) [\bar{R}_{i,t} + \pi_{i,t+4} + \gamma_{i,2}(\pi_{i,t+3} - \bar{\pi}_{i,t+3}) + \gamma_{i,4}y_{i,t}] + \gamma_{i,1}I_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}^I$$

汇率方程式表明敞开式利率平价实际持有。因此，预期的实际汇率贬值 (LZ^e) 应该等于实际利率差分 ($RR_t - RR_{us}$) 加上一个风险溢价 ($\xi^{RR-RR_{us}}$)。

$$(RR_{i,t} - RR_{us,t}) = 4(LZ_{i,t+1}^e - LZ_{i,t}) + (\overline{RR}_{i,t} - \overline{RR}_{us,t}) + \varepsilon_{i,t}^{RR-RR_{us}}$$

$$LZ_{i,t+1}^e = \phi_i LZ_{i,t+1} + (1 - \phi_i) LZ_{i,t-1}$$

最后，失业方程式表明奥肯定律或关系活动 (y_i) 和失业 (u_i)。

$$u_{i,t} = \alpha_{i,1} u_{i,t-1} + \alpha_{i,2} y_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^u$$

参考文献

- Dragui, M (2012), 《2012 年 7 月 26 日欧洲央行行长在伦敦全球投资会议上的演讲》
- Bernanke, B (2012), 《在 2012 年杰克逊霍尔经济研讨会上的开幕致词》
- Berg, A., P. Karam 及 D. Laxton, 2006 年, 《货币政策分析(概述) 实用模型方法》, 国际货币基金组织工作论文 06/080。
- Berg, A., and D. Laxton, 2006 年, 《基于实用模型的货币政策分析 (方法指南)》, 国际货币基金组织工作论文 06/081。
- Carabenciov 及其他, 2008, 《美国经济季度预测模型》, 国际货币基金组织工作论文 08/278。
- Carabenciov 及其他, 2008, 《多国预测模型》, 国际货币基金组织工作论文 08/279。

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。”