

BBVA Research



中国



经济观察

香港，2011年3月9日

经济分析

人民币跨境结算：产生，机制与机遇



目录

简介	3
1. 介绍	4
专栏1: 人民币国际化的步伐	6
2. 人民币跨境贸易结算如何运作?	7
专栏2: 两种跨境贸易结算方式	8
专栏3: 中国的双边货币互换协议	9
3. 商业机遇	10
4. 政策影响以及随后发展	12

出版日期: 2011年3月9日

概要

继成功地度过全球金融危机、重拾对经济发展信心之后，中国政府将人民币国际化设定为主要的政策目标。与美元、英镑和日元等其他国际货币的经验相反，中国在这方面的试验独具特色：人民币的国际化先于资本账户的完全开放（或可自由兑换）进行。

人民币国际化中首先也是最重要的一步就是允许外国进口商和出口商在与中国的贸易中使用人民币作为结算货币。中国早已在 2009 年开始对其进行试点，并与 2010 年扩大了覆盖范围，推动了与中国间贸易的人民币结算金额的增长。香港被指定为主要的离岸人民币金融中心，因此，近几个月香港境内的人民币存款大幅增加。

人民币结算试点项目的覆盖范围还在继续扩张，并有望使采用人民币进行结算的地理范围逐渐扩大。在初期，人民币贸易结算增长最快的地方可能是与中国毗邻或有战略联系的国家。随着时间的推移，在中国与世界其他地方贸易与投资关系越发深化的同时，人民币的使用或将扩大到全球范围内。

现在进行中的人民币国际化进程给外国贸易企业和银行带来了许多机遇。对香港而言，考虑到起于中国的特殊关系和其所扮演的国际金融中心的角色，香港已成为重要的离岸人民币市场，起境内的人民币存款也在近期激增。另外，也正在推出一系列的投资产品和工具，包括高速发展的“点心”债券市场。

这就是说，离岸人民币市场还只是一个雏形，离岸进口商使用人民币作为结算货币的益处还很有限。这部分是由投资机会和渠道有限所致，另外，离岸人民币相对缺乏流动性也是原因之一。

为了使人民币的国际化进程进一步深化，并同时限制人民币市场不稳定的风险，我们预计中国和香港政府会采取进一步的措施发展离岸人民币市场，包括：在香港发展更具流动性的人民币债券市场以及发行人民币股票。其他的重要方面还包括增加离岸人民币流回中国大陆的渠道和深化发展香港的人民币货币市场。

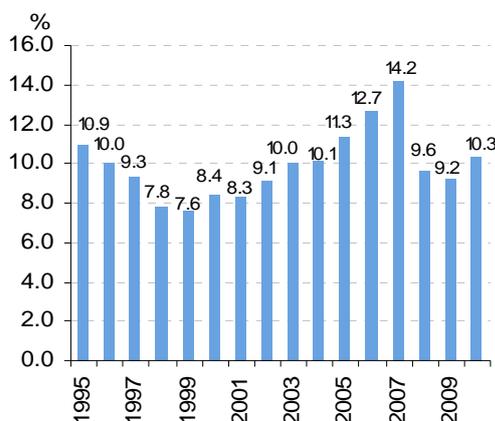
1. 介绍

1.1. 人民币的“坏名声”

“人民币”这个曾经仅在中国境内流通的无名货币现已成为了全球范围内的流行词。其名声不好使有原因的。中国大幅提高生产力和巨额的经常项目顺差与外汇储备导致要求人民币加速升值的呼声越来越高。但这还不是全部。在经过了三十年的快速经济增长之后，中国已经成为了世界第二大经济体和第一大出口国。（图 1、图 2）。

图 1

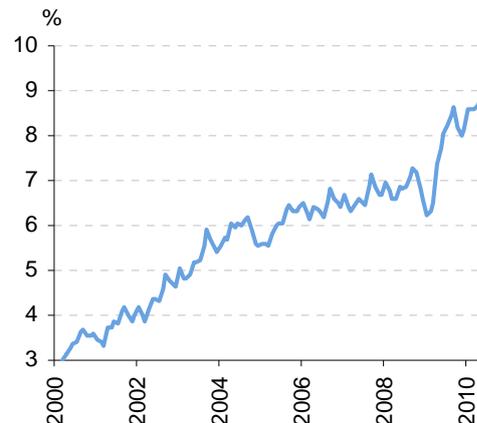
中国的GDP增长



来源：BBVA Research

图 2

中国占世界出口的份额



来源：Datastream and BBVA Research

然而，尽管其名声越来越不好，鉴于中国的国际贸易范围之大以及越发重要的经济影响力，迄今为止人民币却在海外得到了相对广泛的使用。看来情况就要发生变化了。确实，随着时间的推移，中国的快速经济增长和不断走强的汇率使人民币更具持有的吸引力，这在中国的众多邻国中表现的尤为突出。

1.2 人民币的国际化

2009年启动的人民币跨境贸易交易结算试点项目（以下简称“试点项目”）和随后2010年6月份的项目范围扩张再次加大了海外持有人民币的吸引力。在试点项目之前，几乎所有的贸易都须以外币（尤其是美元）进行结算。例如，据2009年下半年的官方数据显示，当时仅有0.04%的中国跨境贸易交易是以人民币进行结算的。

在这样的背景下，该试点项目应当被视为中国实现货币国际化这一长期目标的重要一步，并将为中国的进出口企业和投资者创造大量的商业机会。与美元、英镑和日元等其他国际货币的经验相反，中国在这方面的试验独具特色：货币的国际化先于资本账户的完全开放（或可自由兑换）进行。人民币的最终国际化将意味着其不仅将作为世界范围内国际贸易和金融交易的计价货币存在，还可能成为一种潜在的储备货币。

然而，即便从中期来看，近期突然出现的人民币将代替没有作为全球储备货币的说法却似乎不太可能。正如经济史所显示的，货币的国际地位极为持久。更为可行的是——至少这有可能——人民币会在未来几年的某个时刻成为亚洲的参考货币。通过货币事务的简单协调或，在另一个极端情形下，通过组成成熟的货币联盟，人民币就能够在亚洲扮演更重要的角色，特别是有可能成为亚洲的参考货币。

现在还没有明确的框架来定义一种货币被“国际化”意味着什么，但我们可以详细列举一种货币的使用跨越了国界后能够实现的功能。Kenen（1983）和 Chinn 与 Frankel（2005）曾列出了一张全球性货币的国际功能清单（表 1）。这张表所列举的内容可分为三大部分：价值贮藏手段、交换媒介和价值尺度。更具体地说，国际货币可以用于作私人目的的货币替代、贸易和金融交易，以及支付手段和价值尺度。另一方面，国际货币的重要官方用途包括：作为货币当局或国际储备管理机构的储备货币；作为国际储备管理机构进行外汇干预的工具；以及，最后，作为固定或半固定汇率制度国家所盯住的参考货币。其作为交换媒介的最重要的用途是作为贸易交易的支付手段和作为价值尺度。其实是货币替代，但在有另一种货币（多为美元）流通的国家除外，虽然在部分东欧国家已经出现了局部和非正式的“欧元化”现象。

表 1

全球货币的国际功能

货币功能	官方用途	私人用途
价值贮藏	国际储备货币	货币替代（美元化）
交换媒介	外汇干预的交易货币	贸易和金融交易的支付手段
价值尺度	使汇率盯住一种货币	衡量贸易和金融交易的价值

来源：Kenen (1983) and Chinn and Frankel (2005)

1.3 使用人民币进行贸易结算

自试点项目启动并扩大以来（专栏 1），外国进出口商已可在与境内中国贸易伙伴的交易中使用人民币进行结算。就这一点而言，它们能够与具有资格的银行（参与行）一道从事人民币相关的金融交易，包括存款、外汇买卖、汇款、支票业务和贸易融资。

外国企业的人民币收入能够通过在香港的离岸人民币市场寻求回报，但这还十分有限，目前正在发展的一系列人民币投资产品包括：以人民币计价的信用违约掉期、债券和其他结构化工具。公司可以在香港发行离岸人民币债券并可以根据具体情况将资金投回中国大陆，但这还处于发展之中并需得到中国人民银行和国家外汇管理局的批准。另外，一些企业可能也更愿意把它们的人民币收入用到其他用途，如从事美元互换交易。

未来，我们预计以人民币结算的跨境贸易交易量会进一步快速增长。短期内，由于预期人民币会进一步升值，这可能会继续激励投资者持有人民币。从中期来看，除了试点项目的覆盖范围会进一步扩大、相关配额和管制会放宽以外，当局还可能会实施其他的补充措施来激励持有离岸人民币和人民币的使用。这方面最有用的措施包括取消对离岸人民币以 FDI 和间接投资方式流入中国的限制，但鉴于当局对投机性资本流入的担忧，这可能还需要很长时间，尤其是后者。

专栏 1：人民币的国际化步伐

2009年，中国政府启动了人民币贸易结算试点项目并出台了其他的补充措施，以鼓励人民币的跨境使用，加速人民币的国际化进程。中国政府力图通过这么做来使人民币的国际化进程达到与中国在全球经济和贸易中日益重要的地位相适应的水平。其近期的举动包括以下内容：

- 2009年7月：启动人民币跨境贸易交易结算试点项目，指定的国内企业可以使用人民币作为结算货币。最初的国内试点范围包括5个中国城市：上海、广州、深圳、珠海和东莞；而海外试点地区则为香港、澳门和东盟国家。
- 2010年6月：试点项目的范围进一步扩大并纳入了中国的20个省和世界其他地区。其在国内的扩张包含了试点地区的所有中国进口企业和365家指定的出口企业。
- 2010年7月：中国人民银行与香港金融管理局和中国银行（香港）就人民币清算业务签署了新的谅解备忘录，取消了对香港银行间划拨人民币资金的限制并是企业有可能从香港的银行购买人民币。
- 2010年8月：中国人民银行允许部分合格境外金融机构，包括各国央行和商业银行，投资国内银行间债券市场。此举意在扩宽来自贸易结算的离岸人民币的投资渠道。
- 2010年12月：中国人民银行扩大了贸易结算范围，涵盖了试点地区的大型出口企业，使指定的出口商总数增加到了67,359个（约占出口商总量的30%）。
- 2011年1月：中国人民银行允许了20个试点地区的企业进行直接投资（开办新业务，兼并与收购和战略性股份投资，但不包括金融投资）。

2. 人民币跨境贸易结算如何运作？

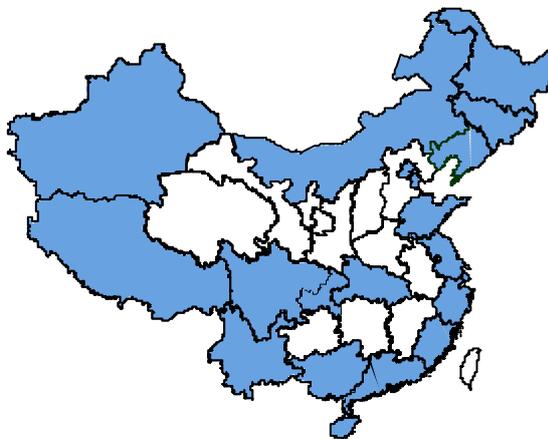
2.1 试点范围与人民币结算渠道

试点项目的覆盖范围已经扩大到了全球并涵盖了国内的 20 个省和直辖市（上海、广东、北京、天津、重庆、浙江、广西、云南、内蒙古、四川、江苏、山东、辽宁、福建、湖北、黑龙江、吉林、海南、新疆和西藏）。从 2009 年期，这些试点地区共占到了中国外贸总额的 95%（图 3），但鉴于只有符合条件的出口企业被纳入了试点项目的范畴，实际的贸易总额可能少一点。

根据该试点项目，任何向试点地区的中国企业（在这项计划中的全部中国进口商都有资格）出口的外国贸易企业都可以接收人民币作为结算货币。另一方面，如果外国企业想以人民币支付从中国进口的款项，必须是其中国贸易伙伴是试点地区的指定企业之一才行。

图 3

试点项目的国内覆盖



注：蓝色区域为已公布的试点地区。
来源：NBS, CEIC and BBVA Research

外国企业通过有资格的银行（参与行）与其中国贸易伙伴进行人民币跨境贸易结算的方式有两种（专栏 2）。

方式 1：通过香港的清算银行办理。当前中国银行（香港）被指定为香港唯一的人民币清算银行。

方式 2：通过内地的代理行办理。参与行需执行与其内地代理银行的委托代理协议。

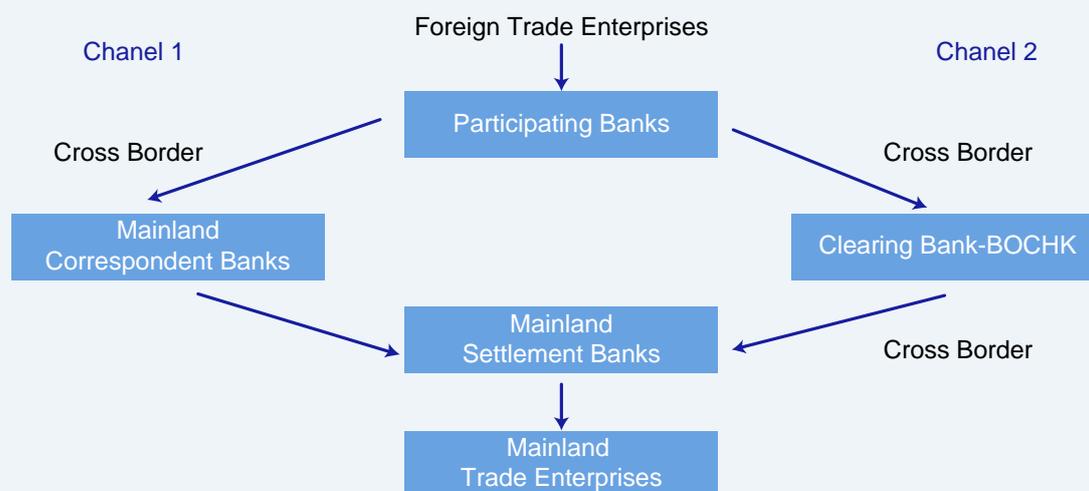
专栏 2：两种跨境贸易结算方式

通过银行进行人民币跨境贸易结算有两种方式（图示 1）。通过第一种方式，任何为海外进出口商服务的外国银行都可以成为参与行并寻找一家大陆的代理行开展人民币结算交易（方式 1）。大陆代理行包括所有经中国人民银行许可可以开展国际结算业务的在中国境内注册成立的银行。大陆代理行可与参

与行签署人民币结算协议并开通出口/进口商客户之间的人民币往来账户。大陆代理行也可以在中国人民银行规定的配额限制范围内向参与行买卖人民币或为参与行提供人民币融资。此外，参与行也可以通过清算银行——中国银行（香港）——进行人民币结算（方式 2）。

Exhibit 1

Two channels for cross-border trade settlements



来源：CBI and BBVA Research

2.2 预计人民币跨境贸易结算业务地区会继续扩大

到目前为止，人民币跨境贸易结算业务还仍处于起步阶段。虽然试点项目范围扩大以来业务规模一直都在扩张，但人民币结算需求主要集中在与中国企业有业务往来的亚洲公司之间（尤其是香港）。现在，与其他地区的业务量也在不断增长（图 4），但这一进程可能还需要时间，且对具体的国家或地区而言，其进展还取决于其对人民币作为贸易结算货币的接受程度。

最可能使用人民币作为其与中国的贸易结算货币的国家或经济体都具有以下特征：

1. 有意成为人民币离岸中心或/并最终将人民币作为本地货币的国家和地区；
2. 与中国有着战略性联系或特殊的协议国家和地区，例如：中国和俄罗斯于 2010 年 11 月就在双边贸易中使用各自本币达成了协议；此外，中国还与许多其他国家和地区签署过一系列的双边货币互换协议（专栏 3）；
3. 地理位置与中国毗邻的国家和地区；
4. 与中国有着紧密贸易和投资联系的国家和地区；
5. 经济规模相当、金融市场相对欠发达或外汇储备水平较低国家和地区。

考虑到以上因素，我们预计将人民币作为结算货币的地区将按照以下顺序扩张（图 5）：

第一阶段：香港和澳门（特征 1、3 和 4）；

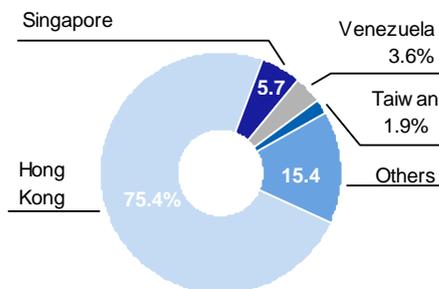
第二阶段：印度尼西亚、菲律宾、老挝、哥伦比亚、缅甸、越南、泰国和文莱（特征 3、4 和 5）；

第三阶段：新加坡、马来西亚、台湾、蒙古、韩国和中亚经济体（特征 3、4 和 5）；

第四阶段: 俄罗斯、巴西、土耳其、白俄罗斯、阿根廷、冰岛 (特征 2);

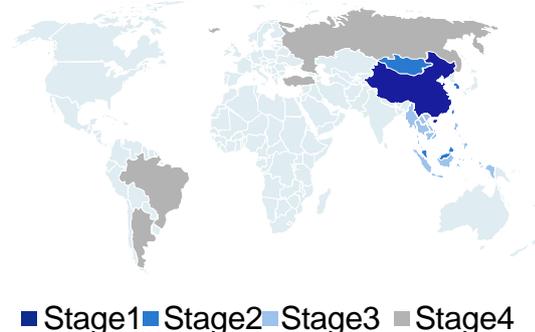
第五阶段: 世界其他地区的相关经济体 (特征 4 和 5)。

图 4
人民币结算的区域分布 (截止2010年11月)



来源: CITIC and BBVA Research

图 5
预计的地理扩张趋势



来源: PBOC and BBVA Research

专栏 3: 中国的双边货币互换协议

20 世纪 90 年以来, 中国签署了一系列各种形式的区域货币和互换协议。起初, 其主要的目的是在亚洲金融危机期间为危机中的经济体提供除 IMF 的国际救助资金以外的稳定基金。更重要的是, 当时中国的互换协议中规定使用的是美元。

从 2008 年后期开始, 在世界经济深陷全球金融危机期间, 中国与其他国家签署了一系列人民币的双边互换协议 (表 2)。根据这些双边互换协议 (其中许多仍然在有效期内), 参与的

国家可以以人民币结算与中国间的贸易交易, 而非美元或其他可自由兑换的货币。除了帮助缓解当时的美元短缺之外 (因为可以用人民币进行贸易结算), 这些双边互换协议还是中国政府开始推进人民币在国际范围内使用的早期努力的一部分。在未来签署更多双边互换协议是中国人民银行的明确政策。

此外, 中国还与俄罗斯、巴西和土耳其签署了一系列特别互换协议以使其能够以各自的本币结算部门双边贸易交易。

表 2
中国与其他国家的双边互换协议

双边互换协议	总金额	生效日	到期日
中国-韩国	2000亿人民币 / 38万亿韩元	2008年12月	2010年04月
中国-香港	2000亿人民币 / 2270港币	2009年01月	2012年01月
中国-马来西亚	800亿人民币 / 400亿林吉特	2009年02月	2012年02月
中国-白俄罗斯	200亿人民币 / 8万亿白俄罗斯卢布	2009年03月	2012年03月
中国-印度尼西亚	1000亿人民币 / 175万亿卢比	2009年03月	2012年03月
中国-阿根廷	700亿人民币 / 等额比索	2009年03月	2012年03月
中国-冰岛	35亿人民币 / 660亿冰岛克朗	2010年06月	2013年06月

来源: PBOC and BBVA Research

3. 商业机遇

3.1 人民币结算交易的发展

试点项目，特别是自其覆盖范围在 2010 年 6 月份扩大以后，推动了人民币跨境贸易交易的快速发展（图 6）。然而，人民币结算的贸易量占比还只是中国国际贸易总量的很小一部分，2010 年约为进出口总量的 2.5%。但预计这一比例会在回来几年里有所上升。

3.2 贸易企业使用人民币作为结算货币的成本和收益

使用人民币作为结算货币既会给贸易企业和跨国公司带来成本，也会产生收益（表 2）。总的说来，使用人民币作为结算货币的激励严重向中国进口商倾斜，而非进口中国商品的海外进口商。因此，当前约有 80% 以人民币结算的跨境贸易都是中国进口商用人民币与外国出口商结算的交易。这一现象，以及近期允许外流 FDI 以人民币结算的举措，其结果之一就是这样的资金流动不会自发地使中国的外汇持有量下滑，这会在短期内挫败减慢外汇储备增长的努力。

表 3

试点项目的成本和收益

参与者	优势（收益）	劣势（成本）
国内贸易企业（国内进出口商）	<ul style="list-style-type: none"> 消除汇率风险 减少外汇兑换和相关套期保值产生的成本（2-3%） 简化出口程序 其他来自政府鼓励人民币结算措施的收入 	<ul style="list-style-type: none"> 贸易融资的成本相对较高 受中国人民银行的各类配额管制限制
外国贸易企业（主要是外国出口商）	<ul style="list-style-type: none"> 人民币的强劲升值预期 离岸人民币金融产品市场的收益率更高 如果允许将离岸人民币作为 FDI 投资回到中国则可避免汇率风险 	<ul style="list-style-type: none"> 人民币在资本项目下不能自由兑换（离岸人民币流入须根据具体情况进行审批） 离岸人民币市场规模不大且变现能力差
在中国有运营机构的跨国公司	除以上所列的全部优势以外，跨国公司还可以利用境内和离岸人民币市场间的利率和汇率杠杆使利润最大化	

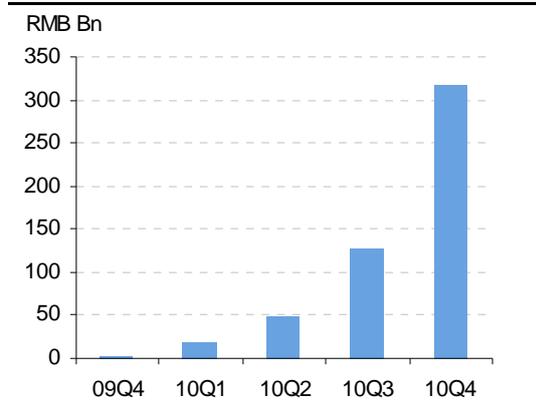
来源：CBI and BBVA Research

3.3 充分利用持有的人民币资金

人民币结算要在国际贸易中取得进一步的发展就必须拓宽外国投资者和外国企业所持有的离岸人民币的投资渠道。就这一点而言，香港能够非常好地利用其不断增长的离岸市场业务优势。特别是，香港享有一些已经具备的优势，如占有很大的过境转运份额、与中国大陆的经济一体化、成熟的金融体系和作为国际金融中心的地位。除此以外，还有中国推动香港发展成为主要离岸人民币中心的政策，包括就清算协议与香港金融管理局签署谅解备忘录，鼓励发展人民币金融产品，以及提高个体银行账户持有人的人民币年度兑换限额。确实，香港的人民币存款在去年快速增加，这既反映了公众对持有人民币从事商业交易的兴趣，也反映出对人民币升值的预期（图 7）。

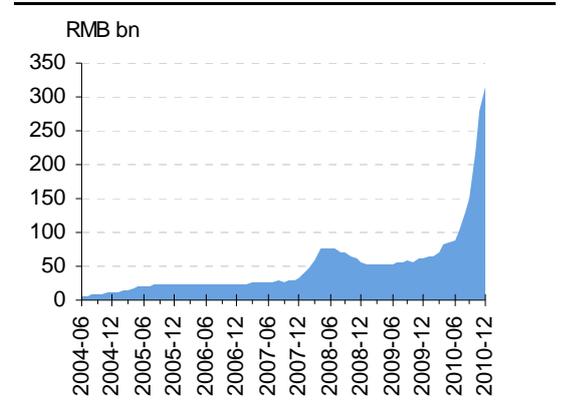
作为试点项目的重要补充措施之一，2010 年 8 月，中国当局批准了包括外国央行和商业银行在内的合格金融机构投资中国国内的银行间债券市场。为发展离岸人民币债券市场，香港也放宽了人民币债券的发行规章。

图6
人民币跨境结算金额



来源: CITIC and BBVA Research

图7
香港的人民币存款



来源: HKMA and BBVA Research

在试点项目启动之前, 仅有少数几个在中国境内注册的银行允许在香港发行人民币债券。人民币离岸债券发行得到了快速发展, 现在已包含了多家知名公司和国际组织 (表 3)。2010 年底香港的人民币债券的流通金额为 498.5 亿元, 去年全年增长了 66%。

在香港发行人民币债券富有吸引力的原因之一是其利率大大低于大陆等效债券工具的利率。然而, 主要的阻碍在于离岸市场筹集的资金要想流回中国大陆还须根据具体情况进行审批。这降低了发行离岸人民币债券的吸引力。未来, 我们预计对离岸人民币回流中国的限制会逐步放宽且会有更多在中国境内注册的非金融企业在香港发行人民币债券。

表 4
离岸人民币债券发行 (“点心债券”)

发行日期	发行人	发行人类型	息票利率	期限	总额 (十亿, 人民币)	备注
1 2010-07-13	合和公路基建有限公司	香港企业	2.98%	2Y	1.40	首次非银行发行
2 2010-09-16	麦当劳	跨国公司	3.00%	3年	0.20	首家发行的外国公司
3 2010-09-30	中国银行	中国商业银行	2.90%	3年	2.80	
4 2010-10-08	中国工商银行 (亚洲)	香港银行	2.30%	2年	0.12	
5 2010-10-08	中国工商银行 (亚洲)	香港银行	2.65%	3年	0.05	
6 2010-10-12	中国国家开发银行	中国政策性银行	浮动	3年	2.00	
7 2010-10-22	亚洲开发银行	国际机构	2.85%	10年	1.20	首次“AAA”国际评级
8 2010-10-29	中国重汽	中国企业	2.95%	2年	1.00	首次非银行发行
9 2010-11-12	华润电力	中国企业	2.90%	3年	1.00	
10 2010-11-12	华润电力	中国企业	3.75%	5年	1.00	
11 2010-11-19	中国招商控股	中国企业	2.90%	3年	0.70	
12 2010-11-30	财政部	中国财政部	2.48%	10年	1.00	
13 2010-11-30	财政部	中国财政部	1.80%	5年	2.00	
14 2010-11-30	财政部	中国财政部	1.00%	3年	2.00	
15 2010-12-01	卡特彼勒 (Caterpillar)	跨国公司	2.00%	2年	1.00	
16 2010-12-02	中国进出口银行	中国政策性银行	2.65%	3年	4.00	
17 2010-12-02	中国进出口银行	中国政策性银行	1.95%	2年	1.00	
18 2010-12-14	俄罗斯外贸银行	外资银行	2.95%	3年	1.00	首家发行的外国银行
19 2010-12-14	中国电力国际发展有限公司	中国企业	3.20%	5年	0.80	
20 2010-12-16	银河娱乐	香港企业	4.63%	3年	1.38	
21 2010-12-20	财政部	中国财政部	1.00%	2年	3.00	
22 2010-12-21	澳新银行	外资银行	1.45%	2年	0.20	
23 2010-12-23	中国农业银行	中国商业银行	1.20%	1年	0.50	
24 2010-12-23	中国农业银行	中国商业银行	1.40%	2年	0.50	
25 2011-01-06	苏格兰皇家银行	外资银行	1.80%	3年	0.10	
26 2011-01-11	中国中化	中国企业	1.80%	3年	3.50	
27 2011-01-14	世界银行	国际机构	0.95%	2年	0.50	

来源: Bloomberg and BBVA Research

除离岸人民币债券以外, 香港市场还为离岸人民币资金提供一系列的金融投资产品 (且数量还在不断增加), 包括人民币信用违约掉期、人民币债券基金、保险和储蓄计划, 以及结构化的投资产品。正如上面提到的, 这些产品是香港作为离岸人民币中心的优势之一。

3.4 外国银行和投资者如何从人民币结算中受益

人民币跨境贸易结算为中国国内和香港以及其他地区的银行提供了很多新的商业机会 (表 4)。特别是, 海外银行可能会看到对人民币存款和相关人民币金融服务需求的增长。同时, 正如上面所提到的, 香港的银行已经见证了人民币存款的急剧增长, 且如下面所列举的, 它们每个月都在发行新的人民币金融产品。

表 5

人民币跨境结算催生的商业机会

业务范围	细节
参与行 零售和公司银行 投资银行	为贸易企业提供人民币跨境贸易结算服务, 包括贸易结算和贸易融资 为企业和个人提供离岸人民币服务, 如存款、换汇、汇款和支票 为大陆企业提供股票上市、债券发行、国际资产管理和套期保值服务

来源: CBI and BBVA Research

4. 政策影响以及随后发展

人民币跨境贸易结算试点项目是人民币迈向国际化的重要一步。但前面还有很多阻止人民币跨境使用发展的政策挑战和障碍:

- 迄今为止, 对离岸进口商持有和使用人民币作为交易货币的激励仍然有限。这是由于人民币投资机会和渠道有限、缺乏激励造成的离岸人民币金融池有限所致。因此, 大部分 (80%) 以人民币进行结算的交易都集中在进口外国商品的中国进口商之中, 而非进口中国商品的外国进口商。
- 另有消息称, 从跨境贸易结算中积累的离岸人民币要汇回中国或在中国使用仍受到了各种各样的限制, 打击了外国和投资者持有人民币的积极性。

未来, 虽然时间和顺序还不确定, 但中国政府似乎已经准备好了要从多个方面继续推进试点项目, 包括:

- 拓宽离岸人民币投资回中国的渠道。除了国内的银行间债券市场, 还有可能开放国内资本市场的其他部分, 如: 境内人民币证券市场 (A 股市场), 有时也被称为“迷你 QFII”。进一步取消对人民币离岸资金转化为 FDI 流入的限制将是往前迈出的一大步;
- 当前试点项目设定的配额有望取消或逐步放宽, 且会引入更多的促进措施。例如, 现在对参与行从事人民币交易的金额规定有一个总的全球配额, 对个人每日的人民币兑换金额也做出了限制。这些限额可能会逐步提高。
- 进一步发展香港的人民币离岸市场。在香港发行离岸人民币债券的公司和机构的范围有望扩大, 并最终得以在离岸市场发行人民币股票。因此, 也可能发展起来离岸人民币产品的衍生品市场。

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户
提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容
均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上
述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。
本文的内容均基于可信赖的公开信息得出, BBVA并未对这些信息进行独立核实, BBVA不对其精确度、完整性及正确性提
供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失, BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券
或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权
和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投
资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投
资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的工具可能在二级市
场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投
资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员
工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行
为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此
外, BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同
意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供
给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法
令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社
团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为
“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅
对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和
BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

**“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定
(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:**

www.bbva.com / Corporate Governance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182。

This report has been produced jointly by BBVA, China CITIC Bank and CITIC Bank International.

<p><i>BBVA</i></p> <p><i>Chief Economist of Emerging Markets</i> Alicia García-Herrero alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk</p> <p><i>Asia Chief Economist</i> Stephen Schwartz stephen.schwartz@bbva.com.hk</p> <p>夏乐 xia.le@bbva.com.hk</p> <p>周雪 serena.zhou@bbva.com.hk</p>	<p><i>China CITIC Bank</i></p> <p><i>General Manager of Research & Planning Dept, Senior Economist of CITIC Bank</i> 张春子 zhangchunzi@citicbank.com</p> <p>仲崇岚 zhongchonglan@citicbank.com</p> <p>张鹏 zhangpengli@citicbank.com</p>	<p><i>CITIC Bank International</i></p> <p><i>Senior Vice President Chief Economist/Strategist</i> 廖群 Qun_Liao@citicbankintl.com</p> <p>林向荣 AnthonyHW_Lam@citicbankintl.com</p>
--	--	--

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

Regulatory Affairs
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Economic Scenarios
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

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
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@bbvaprovida.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

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

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.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Contact details

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852 2582 3111
Fax. +852 2587 9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk