

全球 每周观察

马德里，2011年03月25日

欧洲不可避免的短期协议

经济分析

金融情况
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
(+34) 91 537 66 83

Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
(+34) 91 537 3161

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
(+34) 91 537 7825

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
(+34) 91 537 8432

欧洲
Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

3月24-25日召开的欧盟理事会峰会已经确认了前几次会议作出的重要决定：将建立规模为5000亿欧元的永久性救助基金（即欧洲稳定机制ESM）并允许该基金在满足严格的限制条件的情况下从一级市场购买债券。虽然我们还不清楚这将如何进行，但其或许比此前预想的要更为灵活（详见要点）。预防未来危机的框架似乎很稳固，但欧盟好像在避免直接面对主权债务危机的解决方案问题，而这也正是当前危机的核心问题。

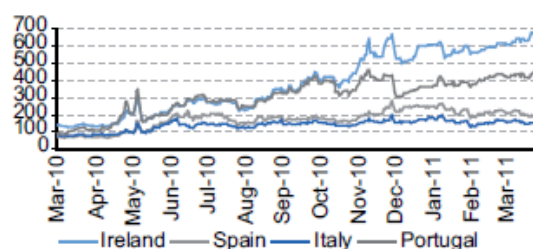
继葡萄牙议会否决了政府提交的新紧缩措施之后，葡萄牙总理提交了辞呈，引发了葡萄牙经济的不确定性（详见要点）；但对葡萄牙的恐慌还没有影响到欧洲资产或向西班牙蔓延。

继续财政紧缩措施

虽然最近葡萄牙发生了一些问题，日本遭受了地震灾害，中东及北非地区爆发了地缘政治风险，欧洲央行的态度却依然强硬，表明其将在下次会议期间上调利率。类似地，中国再次上调了其存款准备金率，这也显示出其货币政策的收紧超过了此前的预期（详见要点）。

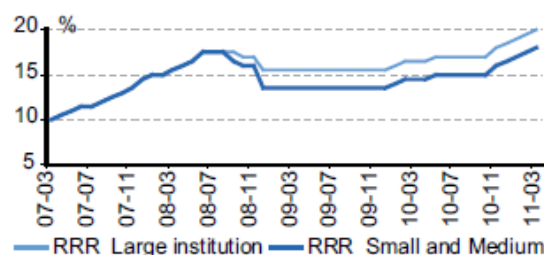
经济活动方面，3月份欧元区PMI指数符合预期，但较前几个月创纪录的高点有小幅下滑。3月份的数据可能受到了近期油价飙升和对欧洲央行四月加息预期增强等因素的负面影响。同时，在美国，失业救济申请数据显示其劳动力市场得到了进一步的改善。下周，欧元区3月份CPI指数和美国3月份就业数据将成为市场主要关注的焦点。

图1
主权债券利差：10年期债券（基点）



来源：Bloomberg

图2
中国年内第三次上调法定存款准备金率



来源：Bloomberg

要点

葡萄牙正濒临救助，但不太可能向西班牙蔓延

葡萄牙总理苏格拉底辞职引发葡萄牙经济的不确定性。

中国再次上调法定存款准备金率收紧流动性

年内第三次上调法定存款准备金率，收紧措施来势汹汹。

第二本土投资法的含义

该法案将产生6000亿美元的资金流，其中大部分将用于分派股利和回购。

就ESM机制结构达成的协议

ESM的有效借贷能力规模将达5000亿欧元。

市场

股市不符合直观逻辑

市场分析

欧洲宏观策略

首席策略分析师

Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

全球股票和信贷策略

首席策略分析师

Joaquín García Huerga CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

全球利率

欧洲和美洲利率

José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

信贷

Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

与其他情况一样，股市的走势与最初预期其可能的走向相反。葡萄牙正处于需要救助的边缘，但欧洲所有股市全线上扬，包括葡萄牙股市。如果我们仔细分析当前的情况就会发现，市场的积极反应是有道理的：1) 从整个欧洲的局面看，这并不让人惊讶且数额是可控的；2) 欧洲主权和系统性风险的关键在于西班牙且我们坚持认为西班牙是有偿付能力的；3) 欧洲救助基金的规模正在扩大；4) 欧洲公约正在朝着正确的方向迈进，即：正在改善经济前景，但还有提升的空间；5) 新兴市场正在成为世界经济增长的主要驱动力，如果新兴市场得以继续增长，证券市场的价格也将反映出这一情况；6) 日本和利比亚近几周来的诸多不确定性，使得对风险的偏好已在投机性资产如与大宗商品相关性较强的货币汇率（澳元兑美元汇率正在屡创新高）和与周期关联最为密切的商品期货（如铜和镍）上再次有所显现；7) 美国企业准备汇回6000亿美元的子公司收益，这表明其将有足够的资金来提高股息、回购股票、增加投资或参与企业兼并；8) 当前股票市场的价格十分低廉，因为我们认为预期收益将十分强劲（P/E 11e S&P 500 13.5x, EuroStoxx 50 9.9x e Ibex 35 10.8x）。

葡萄牙的风险验证了我们认为的利率曲线平稳趋势

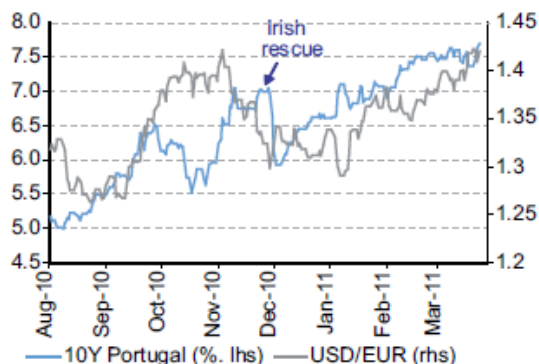
未来几天，短期欧债利率应会继续在有限的区间内波动：虽然受欧洲央行从四月起态度转强这一预期增强的影响，3月初收益率曾创下新高，但其似乎没有可以突破这一高位水平的动能。此外，由于葡萄牙危机可能对避险资产产生一定影响，长期收益率可能会有一定的向下空间。这一风险意味着德国10年期债券有了一定的基础需求（正如上次债券招标中所见的那样），并达到了自2002年以来从未企及过的高点（认购率达2.2倍）。随着与葡萄牙相关的信息的披露，10年期债券的这一向下趋势（以及与2年期债券走势的脱钩）可能在短期内变得尤为突出，且仍然符合我们认为2/10年期收益率曲线趋于平缓的观点。

评级下调随处可见

政治上的不确定性、标准普尔和惠誉对葡萄牙的降级处理都几乎没有对葡萄牙优质信誉企业5年期的信用违约掉期产生任何影响。需要注意的是，葡萄牙银行的信用和偿付能力状况与爱尔兰的银行大不相同。葡萄牙银行对房地产的敞口有限，且该国不存在房地产泡沫。尽管如此，葡萄牙实体所面临的巨大挑战却是如何解决在存在主权风险的情况下获得批发融资的难题，这使得部分企业需在很大程度上依赖于欧洲央行。

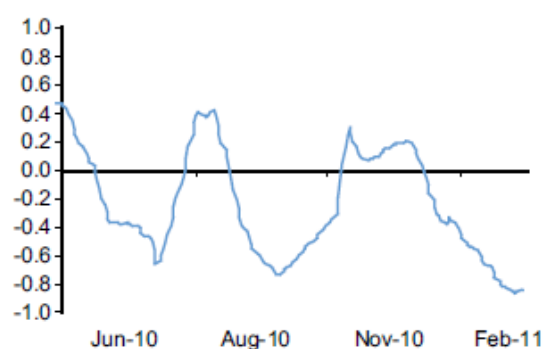
而在西班牙，穆迪下调了30家西班牙企业的优先债务评级，其中两家的评级被下调了四级，并维持负面展望。此次评级下调不仅仅是之前西班牙主权债券评级下调为Aa2的结果，也与穆迪的评级方法调整有关。该机构重新计算了未来对小型实体发行的优先债务的系统性支持，因其认为他们不太可能获得主权机构的救助。

图3
美元兑欧元和10年期葡萄牙国债表现



来源：Bloomberg

图4
欧洲2/10年期政府债收益率曲线斜率和10年期葡萄牙-德国利差的相关性*



*60天滚动相关性

来源：Bloomberg 和 BBVA Research

要点

葡萄牙正濒临救援，但不太可能向西班牙蔓延

葡萄牙总理苏格拉底的辞职引发了对葡萄牙经济的不确定性。葡萄牙很有可能会提前举行大选。尽管最近有关于组建大联合政府的谈论，但这种情况发生的概率很小，特别因为导致总理辞职的原因在于政治方面的考虑，而非经济政策目标或措施的分歧。基准的政治情形是在6月中上旬举行大选。主要反对党PSD在民意调查中处于明显的领先地位。金融方面，显然不确定性的加大会对葡萄牙债券的利差形成更大的压力，使可用资金减少并加大葡萄牙寻求金融援助的概率。即便葡萄牙在短期内被迫要求提供援助，在这一大型欧盟国家希望加强援助限制条件的时刻，我们也很难预测各主要政党之间会达成什么样的附加限制条件并被欧盟所接受。因此，即便葡萄牙需在大选前被迫向ESFS寻求援助，也须克服技术和政治上的诸多障碍，且短期内葡萄牙的到期债务临近也是很大的挑战。2011年4-6月间到期的葡萄牙国债金额达124亿欧元。根据我们的估算，葡萄牙的资金可以维持到6月中旬，这意味着如果接下来的债券招标中市场没有对其债券的需求，那么无论如何，在新政府成立之前，葡萄牙都有额外融资的需要。我们估计葡萄牙可能的救助金额约为800亿欧元。这将通过贸易往来对西班牙产生负面影响，但十分有限（详见1月14日的全球每周观察）。同样地，西班牙金融系统对葡萄牙的总敞口也很有限，占西班牙银行业资产的2%。无论如何金融渠道都应是最为重要的，如此看来，西班牙还须加强致力于结构性的改革。就这一点而言，西班牙是为数不多的在欧盟委员会峰会上做出具体承诺的国家之一。

中国再次上调法定存款准备金率收紧流动性

3月18日中国央行宣布再次上调法定存款准备金率50个基点。这是2011年中国第三次上调法定存款准备金率（2010年上调了6次），也是中国人民银行在收紧流动性和抑制通胀压力方面的最新举动。除辅助的公开市场操作有望抽离的1030亿元人民币的流动性外，预计此番上调法定存款准备金率将会再从银行系统抽走约3600亿元人民币的流动性。当前，大型银行的法定存款准备金率已达创纪录的20%，而小型银行的法定存款准备金率也达到了18%。在资本大量流入（1-2月外国直接投资流入同比增长了27.0%）的时候上调法定存款准备金率，表明资本流入再次恢复强劲增长势头，因此，尽管最近贸易顺差有所收窄，这还是为银行系统注入了额外的流动性。这次上调法定存款准备金率意味着货币政策的收紧程度已超过了此前的预期，以应对通胀压力的上升。尽管如此，中国经济的增长前景似乎没有受到影响。现在，我们预计年内法定存款准备金率会再上调100-200个基点。加息预测方面，我们仍然维持此前认为年底前会再加息两次，每次上调25个基点的预期。

第二本土投资法的含义

《本土投资法》是一项重新允许企业以优惠汇率将海外利润汇回美国的法案。该项目的恢复在美国展开更为广泛的公司税改革的背景下发生。从政治立场来看，奥巴马政府官员不太可能在没有将其纳入更为全面的税收改革的情况下批准这一税收优惠。回顾2005年，汇回的多数资金都被用于股票回购或作为股息分派给了股东。对培训、工厂和设备的投资并未实现，且税收优惠的支持者也认为这一次的结果不会有什么不同。《本土投资法》将产生6000亿美元的资金流，其中大部分都将用于分派股息和回购股票。此外，这笔资金还有可能被用于参与并购活动，这或将加速美国的工业重组或产业集中。由于汇回的利润多可能被用于购买股票，这就类似于三次量化宽松。鉴于各主要股指的快速反弹，更多财富效应的边际收益可能较小且反而可能加大金融系统的脆弱性。此外，股息收入高度集中于最上层的20%，而其支出弹性往往低于多数其他收入来源。资金的流入将成为美元的看涨因素，但诸如通胀压力和财政状况等的其他因素则会对美元形成拖累。

经济分析

欧洲
Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

亚洲
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

美国
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bvacompass.com
(+1) 713 881 0663

经济分析

金融情况

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
+34 91 537 7825

就ESM机制结构达成的协议

欧盟委员会已就欧洲稳定机制（ESM）的结构达成了一致。其资本总额将达7000亿欧元，其中6200亿欧元为待缴资本和保证金，800亿欧元为实缴资本，并将从2013年开始于5年内支付（而非3年）。但是，为了保证ESM能够获得最高的信用评级，各成员国承诺将加速提供合适的工具以在必要时将实缴资本和ESM发行的未清偿金额最低比率维持在15%。ESM将获得优先债权人地位，但低于IMF的优先债权人地位。ESM的有效借贷能力将达5000亿欧元，其价差将低于现行的EFSF（详见下表）且ESM的价格体系也将受到定期评估，减少债务重组的风险。ESM将提供贷款，但在特殊情况下其也能在初级市场购买债券（对此有严格的规定）。然而，董事会可以评估可供ESM使用的工具并可以调整工具菜单。这为信用留置权或在二级市场购买债券等敞开了大门。尽管如此，要进入ESM还须对债务的持续性进行评估。最后，欧盟委员会估计EFSF的有效借贷能力将于6月提高至4400亿欧元。总的说来，我们距离理想的治理框架还很远：流动性问题得到了部分解决，但债务重组的威胁依然存在。

表 1

当前欧洲金融稳定基金 EFSF 与永久性欧洲稳定机制 ESM 之间的主要区别

| | EFSF | ESM |
|-------------------|-----------|----------------|
| 有效期 | 至2013年6月 | 从2013年6月起 |
| 资本金（包括保证金） | 440,000 | 700,000 |
| 保证金或待缴资本 | 440,000 | 620,000 |
| 现金资本 | 0 | 80,000 |
| 现金缓冲* | 111,000 | --- |
| 有效借贷能力（当前）** | 255,000 | 500,000 |
| 低于3年期贷款的成本（基点）*** | 300 | 200 |
| 3年期以上贷款的额外成本（基点） | 100/年 | 100 |
| 资金的获得 | 有条件限制 | 将要求对债务的持续性进行评估 |
| 工具 | 贷款 | 贷款 |
| 例外：受严格限制 | 在初级市场购买债券 | 在初级市场购买债券 |
| 资信状况 | 没有有限债权人地位 | 具备有限债权人地位 |
| 资信评级 | AAA | 预计为AAA |

* 现金缓冲= ((保证金总额/1.2)-(AAA 担保总额 * 1.2))。

**在 EFSF 的借贷能力中= AAA 国家总额 * 1.2。

*** 将对 ESM 的价格体系进行定期评估。

来源：EU Council 和 BBVA Research

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 3747938

美国

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

亚洲

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk
(+852) 2582-3132

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
(+852) 25823297

欧元区：即时HICP通胀（3月，3月31日）

预测: 同比 2.5% 市场调查: 2.3% 前期: 2.4%

评论: 我们预计3月份总体通胀会从2月份同比2.4%的增速略微加快至2.5%。虽然下周不会公布明细数据, 但我们的预测显示, 继冬季促销结束之后, 受意料之中的非能源类工业产品价格回升的影响, 核心通胀的同比增速会再次升至1.2%。加工食品价格可能进一步上涨, 而服务通胀应会维持基本稳定。此外, 近期3月份的的燃料价格指数表明能源价格也应会进一步上涨, 但增速更趋适度。**市场影响:** 核心通胀进一步加速上升可能加大市场对欧洲央行进一步收紧货币政策以应对二次效应的担忧。

欧元区：失业率（2月，4月1日）

预测: 9.9% 市场调查: 9.9% 前期: 9.9%

评论: 继上个月出现下滑之后, 预计2月份失业率会维持稳定。虽然经济增长的势头可能已在一季度有所加快, 我们仍然没有看到失业率的持续下跌。然而, 软数据显示最近几个月的雇工意愿有小幅提升, 但可能因未来几个季度经济前景的不确定性加大 (这是由加息和油价上涨的负面影响所致) 而受到打压。**市场影响:** 预计结果不会太过出人意料。若低于预期则将被解读为经济增长再次面临向下压力的信号。

美国：非农就业人数（3月，4月1日）

预测: 19.5万 市场调查: 19.0万 前期: 19.2万

评论: 过去3个月里, 美国失业率意外从9.8%下滑到了8.9%。然而, 失业率的大幅下跌主要是因劳动力参与率的下滑所致。2月份该指标为64.2%, 是自1984年以来的最低水平。上个月, 非农就业总人数增长了19.2万人, 私部门创造了22.2万个新增就业岗位。换言之, 政府部门裁减了3万人, 继续拖累劳动力市场。区域和地方政府财政状况不佳, 因此我们预计政府部门不会出现显著的就业增长。然而, 最新的首次和持续失业救济申请数据表明劳动力市场正在继续改善。我们预计四部门会继续创造新增就业岗位, 但失业率仍将保持在8.9%。**市场影响:** 如果私部门3月份创造的新增就业岗位能超过25万个, 这将意味着劳动力市场和经济增长的强劲表现。因此, 将使金融市场的情绪更趋乐观。

美国：ISM制造业指数（3月，4月1日）

预测: 62.5 市场调查: 61.0 前期: 61.4

评论: 预计3月份供应链管理协会制造业指数 (经济活动的领先指标) 会上升。指数数值大于50即表明制造业处于扩张状态。自2009年8月以来, ISM制造业指数就一直处于50以上。最新报告显示制造业部门的价格出现了显著上涨且存货也已经开始下滑。**市场影响:** 若ISM指数大幅增长, 则表明2011年一季度经济增长强劲并将推高股价。

中国：PMI指数（3月，4月1日）

预测: 55.5 市场调查: 54.5 前期: 52.2

评论: 预计3月份的采购经理指数 (PMI) 会较2月份有所增长 (2月份受中国新年的部分季节性影响有所下滑)。尽管一季度实施了货币收紧措施, 中国经济增长势头依然保持强劲。**市场影响:** 若该数据结果高于预期则可能引发出台进一步收紧措施的预期。

Markets Data

| | | | Close | Weekly change | Monthly change | Annual change |
|---|-----------------------------------|-------------------------|------------------|---------------|----------------|---------------|
| Interest Rates (changes in bps) | US | 3-month Libor rate | 0.31 | 0 | 0 | 2 |
| | | 2-yr yield | 0.69 | 11 | -5 | -35 |
| | | 10-yr yield | 3.40 | 13 | -9 | -45 |
| | EMU | 3-month Euribor rate | 1.20 | 3 | 12 | 57 |
| | | 2-yr yield | 1.72 | 9 | 17 | 72 |
| | | 10-yr yield | 3.27 | 8 | 13 | 12 |
| Exchange Rates (changes in %) | Europe | Dollar-Euro | 1.414 | -0.2 | 2.9 | 5.6 |
| | | Pound-Euro | 0.88 | 0.8 | 3.7 | -2.2 |
| | | Swiss Franc-Euro | 1.29 | 1.3 | 0.9 | -9.4 |
| | America | Argentina (peso-dollar) | 4.04 | 0.1 | 0.3 | 4.6 |
| | | Brazil (real-dollar) | 1.66 | -0.7 | -1.0 | -9.3 |
| | | Colombia (peso-dollar) | 1870 | -0.2 | -1.5 | -3.5 |
| | | Chile (peso-dollar) | 480 | -0.6 | 0.9 | -9.8 |
| | | Mexico (peso-dollar) | 11.95 | -0.9 | -2.1 | -4.7 |
| | | Peru (Nuevo sol-dollar) | 2.79 | 0.7 | -0.1 | -1.9 |
| | | Japan (Yen-Dollar) | 81.18 | 0.4 | -1.5 | -12.3 |
| | | Korea (KRW-Dollar) | 1111.55 | -1.3 | -1.6 | -2.7 |
| | Asia | Australia (AUD-Dollar) | 1.027 | 3.0 | 2.7 | 14.0 |
| | | | | | | |
| | Comm. (chg %) | | Brent oil (\$/b) | 115.8 | 1.6 | 4.1 |
| | | Gold (\$/ounce) | 1436.7 | 1.3 | 1.8 | 29.7 |
| | | Base metals | 626.6 | 1.4 | 1.9 | 24.9 |
| Stock Markets (changes in %) | Euro | Ibex 35 | 10726 | 3.9 | 0.9 | -3.1 |
| | | EuroStoxx 50 | 2910 | 4.2 | -1.5 | -1.1 |
| | | USA (S&P 500) | 1315 | 2.8 | 0.6 | 12.7 |
| | America | Argentina (Merval) | 3349 | 2.2 | -2.3 | 39.4 |
| | | Brazil (Bovespa) | 68076 | 1.8 | 1.7 | -0.9 |
| | | Colombia (IGBC) | 14658 | 0.1 | 0.4 | 22.5 |
| | | Chile (IGPA) | 21750 | 5.3 | 5.4 | 23.7 |
| | | Mexico (CPI) | 36908 | 4.2 | 1.2 | 11.3 |
| | | Peru (General Lima) | 22570 | 10.1 | -0.2 | 50.7 |
| | | Venezuela (IBC) | 71588 | 2.5 | 5.6 | 22.7 |
| | | | | | | |
| | Asia | Nikkei225 | 9536 | 3.6 | -9.9 | -13.3 |
| | | HSI | 23159 | 3.8 | 1.1 | 10.0 |
| | Credit (changes in bps) | Ind. | Itraxx Main | 101 | 2 | -1 |
| Itraxx Xover | | | 381 | -9 | -24 | -50 |
| Sovereign risk | | CDS Germany | 45 | 0 | -8 | 16 |
| | | CDS Portugal | 561 | 62 | 85 | 430 |
| | | CDS Spain | 218 | 4 | -46 | 113 |
| | | CDS USA | 42 | 0 | -5 | — |
| | | CDS Emerging | 211 | -5 | -20 | -23 |
| | | CDS Argentina | 602 | -40 | -69 | -302 |
| | | CDS Brazil | 115 | -2 | -7 | -17 |
| | | CDS Colombia | 115 | -3 | -8 | -38 |
| | | CDS Chile | 66 | -5 | -17 | -13 |
| | | CDS Mexico | 109 | -2 | -10 | -8 |
| | | CDS Peru | 126 | 7 | 9 | -4 |

Source: Bloomberg and Datastream

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](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，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。”