

汽车市场展望

中国

2012
经济分析

- 这是我们对中国汽车市场的第一份年度展望报告。该报告描述了2009年即已成为全球最大汽车市场的中国市场发展现状，并对未来几年的中国汽车市场前景进行了评估。
- 尽管2011年以来中国汽车消费及信贷政策的收紧使得汽车销售量增长有所下滑，但我们预测中国汽车销量增速在未来几年将有所回升。在相关政策的支持下，汽车市场销量同比增速已经开始回暖，而且从中期来看，城市化进程的不断推进以及持续增长的消费者购买力都将进一步推升汽车市场的增长。
- 同时，我们预计随着消费信贷市场获得更多的政策支持，汽车金融服务其市场规模也会出现快速增长。尽管到目前为止，中国汽车消费信贷业务中商业银行占据较大的市场份额，但随着时间推移，汽车金融公司将通过中国金融市场自由化的平稳推进而获得多元化的融资渠道，进而在中国汽车金融服务市场中扮演越来越重要的角色。

目录

1. 简介：快速增长的汽车市场.....	4
专题 1：中国现代汽车工业的发展.....	5
2. 汽车的生产 and 进口.....	7
3. 市场需求：基本面和政策因素.....	11
专题 2：近期影响汽车市场需求的政策.....	13
4. 汽车金融市场.....	16
5. 汽车市场展望，2012-2015.....	19
专题 3：实证分析.....	21

出版日期：2012年6月19日

概述

自从2001年中国加入世界贸易组织之后，国内汽车市场也持续快速增长。到2009年，中国首次超越美国成为世界最大的汽车产销国家。中国汽车市场的高速增长得益于经济的市场化自由化改革以及对外开放程度的不断加大。尽管自由化进程还有很长的路要走，其已经吸引了大量外商投资并促进了汽车及汽车配件进口的增长。同时，居民不断增长的收入水平、城市化进程的继续推进和以提高居民消费为目标的中国经济再平衡政策的实施都促进了汽车市场的需求。

近几年汽车销售历经快速增长后，随着国家对汽车消费及信贷政策的收紧，加上经济增长逐渐趋缓，我国汽车销售增长在2011年也随之出现下滑。全国汽车销售年增长率从2009年的46%回落至2011年的2.5%，远低于前几年的平均增速。造成汽车销量下滑的原因在于消费及信贷政策的收紧，加之购置税减征、汽车以旧换新和汽车下乡等国家补贴刺激消费政策在2010年底退出，以及部分城市对新车增长采取限制措施。但近期中国进一步的宽松货币政策和部分汽车消费刺激政策的重新出台或将使得汽车销量增长在未来一年有所回升。

尽管过去十年间中国汽车销量增长迅速，但按照国际标准来看，中国的每千人汽车保有量仍处于较低水平。尽管自2003年以来，中国的千人乘用车保有量已经增长了五倍之多，而且处于和经购买力平价调整后的人均GDP相当的其他国家大致的水平上下，但其仍仅为全球2009年平均水平的一半左右（全球2009年每千人乘用车平均保有量为125辆，中国2011年每千人乘用车平均保有量约为56辆），这一数字也远低于OECD国家的平均水平（经济合作与发展组织成员国2009年每千人乘用车平均保有量为456辆）。

持续的城市化进程、增长的消费者购买力和支持提高居民消费的政策举措预示着未来几年中国汽车市场会保持持续增长。基于这些因素，我们预测，尽管2012年剩余时间内国内汽车销量增长相对缓慢，全年仍有望达到10%的增速。到2014年，乘用车销售量的年增长率将继续回升至20%左右。这样的情况下，未来几年中国乘用车千人保有量将超过当前水平的两倍，即到2015年达到每千人拥有约113辆的水平。这一发展前景和其他一些亚洲市场新兴经济体的经验相似，例如中国台湾和韩国。同时也面临着未来中国经济增长放缓，能源价格成本上升以及环境因素制约等下行风险。

政府的政策导向一直是国内汽车生产和消费市场走势的主要驱动因素。目前的汽车产业政策下国外汽车厂商与中国厂商成立众多合资企业。中国自主品牌生产的乘用车占国内市场份额的40%左右。德系和日系合资品牌主导了剩余的市场份额，占到国内市场份额的35%左右。政策导向正在逐步倾向于支持生产企业发展自主品牌，并支持汽车和汽车零部件的出口基地建设。同时政府也大力倡导对节能和新能源汽车产业的发展，其在未来几年将逐步成为汽车产业的发展方向。

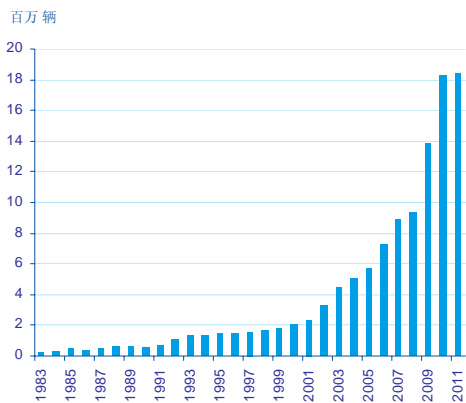
尽管中国汽车市场规模巨大，但中国汽车产业在技术和竞争力方面仍然落后于全球汽车产业强国。从这个方面来说，政府所实行的“以市场换技术”引资策略，目的是为了中国生产厂商能与与合资企业外商合作伙伴那里分享到先进技术和理念的实践中获益。

汽车金融服务市场在中国还处于初级发展阶段，其渗透率仅占汽车总销量的很小一部分（约为15%）。数据显示，随着国内汽车销量的增长，中国汽车金融市场也在不断扩张，自2007年以来，中国汽车消费贷款余额累计约增长了174%。尽管目前这一市场由商业银行所主导，但随着中国金融市场自由化的平稳推进，汽车金融公司将获得更加多元化的融资渠道，金融体系不断完善将加强信贷信息的共享，这些都会令到汽车金融公司的角色随着时间的推移而变得愈发重要。总之，我们预计，随着汽车消费信贷服务的进一步拓展，中国汽车金融服务市场的增长将会超过汽车销量的增长。

1. 简介: 快速增长的汽车市场

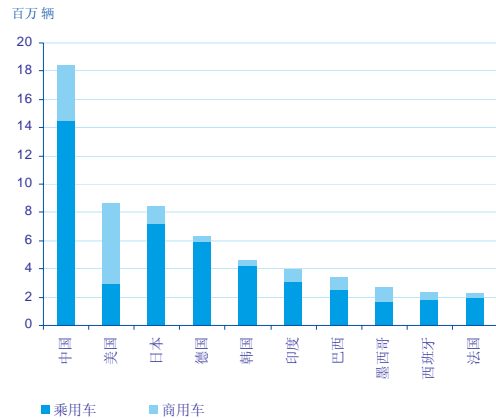
自从2001年中国加入世界贸易组织（WTO）以来，国内汽车市场增长迅速（图1）。到2009年，中国首次超越美国成为世界最大的汽车产销国。在2011年，中国汽车市场的产量和销量分别达到1840万辆和1850万辆的历史最高水平，产量超过美国和日本同年的总和（图2）。汽车销售额占零售额比重逐步攀升，从本世纪初的7%增长至目前的25%左右（图3）。

图1
中国汽车产量逐步增长,,



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

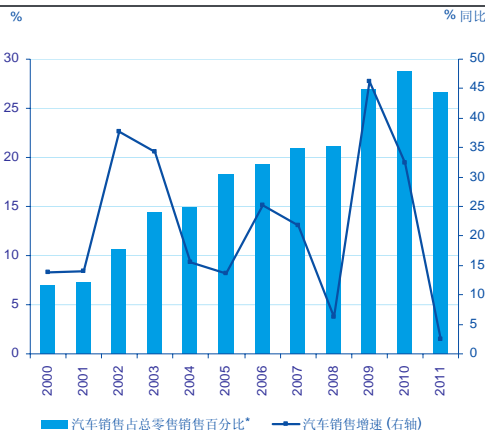
图2
...中国成为世界最大的汽车产销国 (2011)



来源: 国际汽车制造商协会 (OICA) 和 BBVA 研究部

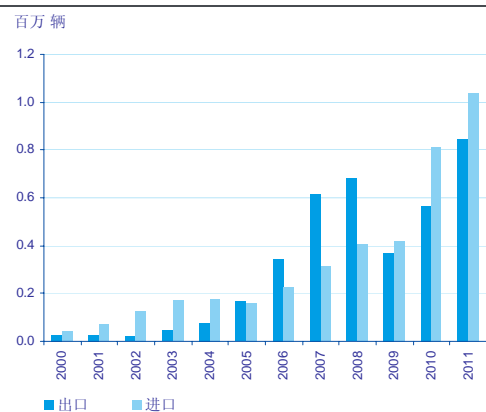
中国经济的市场化和自由化改革以及对外开放程度的不断加大，促进了国内汽车市场的进一步发展。外商投资和汽车及汽车配件进口都在不断增长（图4和专题1）。同时，居民收入水平的提高和城市化进程的推进也促进了市场需求。

图3
汽车销售占零售额百分比



*规模以上企业
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图4
中国机动车进口和出口量



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

2009年中国汽车销量按年增长46.1%，突破1300万辆。但是，自从2010-2011年期间政府实施货币紧缩政策以来，汽车销量遭遇寒流。2011年，汽车销量增速大幅回落至25%（图3），产量按年增长不到1%，低于世界汽车产量平均增速。当年中国对全球汽车产量贡献率跌至十年来最低水平，仅为0.2个百分点，而在2009年和2010年则分别贡献6.4和7.2个百分点（图6）。除了消费信贷环境趋紧之外，2009-2010年间一系列国家补贴刺激汽车消费政策的退出，以及部分城市对新车增长采取限制措施，都对汽车消费市场产生影响。

专题 1: 中国现代汽车工业的发展

中国汽车工业的发展可以追溯到上个世纪50年代, 1956年中国第一辆国产“解放”牌商用车诞生。两年之后, “红旗”牌乘用车成为中国第一辆自主开发的轿车, 并成为政府公务用车。

但是, 在实施改革开放之前, 中国汽车行业的生产能力增长缓慢。1986年, 在中国第七个五年计划(1986-1990年)中, 汽车制造业首次被确定为国家“支柱产业”。1994年, 国务院颁布了汽车工业领域的第一个《汽车产业政策》, 作为中国汽车产业发展的进一步指导文件。

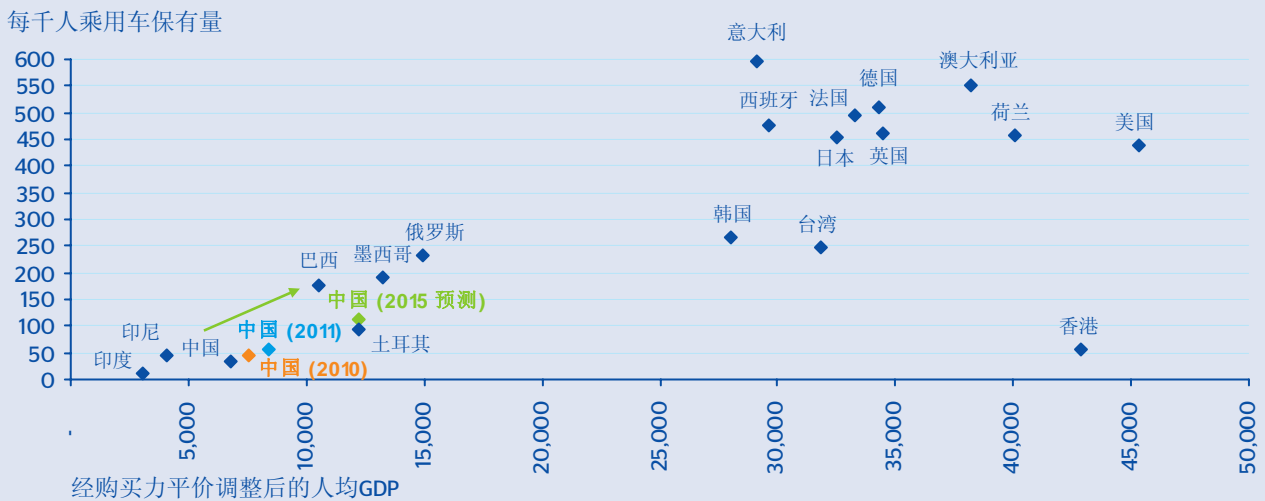
为了保护国内汽车产业的发展, 中国汽车市场对国外进口的开放过程是逐步且不平衡的。上个世纪八十年代中期, 中国实施了很多措施, 限制汽车进口, 其中包括实施进口关税和进口配额管理。到2001年, 尽管汽车配件的关税相对较低, 大约为25%, 但汽车整车进口关税仍在70%-80%的范围之间。中国仅允许国外汽车制造商在同国内厂商设立合资公司的框架内投资整车制造和生产。到2000年, 中国汽车产量达到200万辆, 成为当时世界第八大汽车生产国, 其中合资品牌车型占据主要市场。

中国加入世界贸易组织(WTO)之前, 通常都会对国产化率有一定的要求。例如, 外国汽车制造商不允许在中国建立外商独资整车制造公司, 而且曾经规定国产车的国产化率必须达到40%。并对汽车和汽车配件的贸易以及外商投资企业外汇平衡方面也有相关要求。

随着中国加入世界贸易组织(WTO), 中国作出承诺逐步降低关税和非关税壁垒, 包括将整车和汽车配件的进口关税分别降低至25%和10%左右。同时, 根据2004年国家发展和改革委员会(NDRC)发布的《汽车产业发展政策》中规定, 为了将中国市场纳入世界贸易组织(WTO)和遵循《与贸易有关的投资措施协议》(TRIMs)的规定, 中国将逐步降低并最终取消汽车进口配额。

作为对汽车制造业对外开放进程的补充, 中国银行业监督管理委员会(CBRC)也发布了一些新举措, 包括首次允许外国投资者在华设立汽车金融公司。

图5
千人乘用车保有量国际比较 (2009)



来源: 世界银行, 交通部, CEIC 和 BBVA 研究部预测

随着经济的发展，汽车市场增长空间也在扩大...

尽管中国的千人乘用车保有量水平处于和经购买力平价调整后的人均GDP相当的其他国家大致的水平，但与发达国家相比，中国的这一水平仍然较低（图5和表1）。2011年，中国每千人乘用车保有量约为56辆，2003年只有10辆，但仍大大低于全球（2009年）125辆的平均水平，而且远低于经济合作与发展组织（OECD）国家（2009年）之456辆的平均水平。这一较低的保有率意味着中国汽车市场仍有进一步增长的潜力。基于中国庞大的人口基数、持续的城市化进程和不断增长的消费者购买力这些因素，中国的汽车市场很可能在未来几年持续快速增长。汽车产业增长还将从以提高居民消费为目标的中国经济再平衡过程，以及对支持节能和新能源汽车产业发展的政策中受益。我们预计，到2015年，中国每千人乘用车保有量将会增加至113辆（详细信息请参阅本报告第5部分）。

表1
中国汽车市场指标

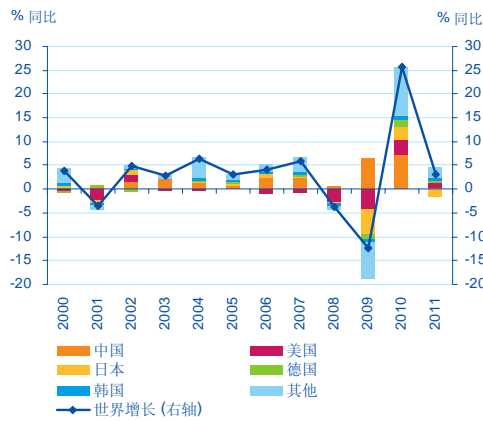
2011年人口总量（百万人）	1,347
2011年城镇人口总量（百万人）	691
2011年国内生产总值（GDP）（10亿美元）	7,298
2011年人均国内生产总值（GDP）（美元）	5,413
2011年汽车保有量（百万辆）	93.6
2011年乘用车保有量（百万辆）	74.8
2011年每千人乘用车保有量（辆）	55.5
2011年新车销售量（百万辆）	18.5
2011年汽车平均价格（美元）	10,348
2011年汽车金融服务市场渗透率（%）	15%
2010年道路（千公里）	4,000
2011年高速公路（千公里）	83

来源: 国际货币基金组织, 统计局, 交通部, BBVA 研究部

2. 汽车的生产 and 进口

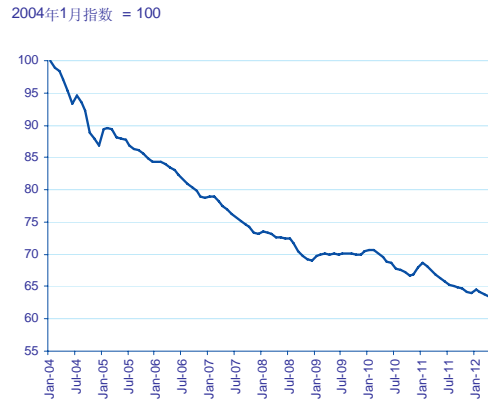
正如销售量一样，中国的汽车生产量在过去十年里也经历了快速增长，成为对全球汽车产量贡献显著的国家（图6）。2004年以来，随着国内汽车供应量的增长、不断降低的生产成本和中低端汽车的持续投入市场，使得汽车平均零售价格指数降低了35%（图7）。

图6
中国对世界汽车生产量的贡献



来源: 国际汽车制造商协会 (OICA) 和 BBVA 研究部

图7
乘用车价格持续下行



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

外商合资品牌占据国内汽车产量主要份额...

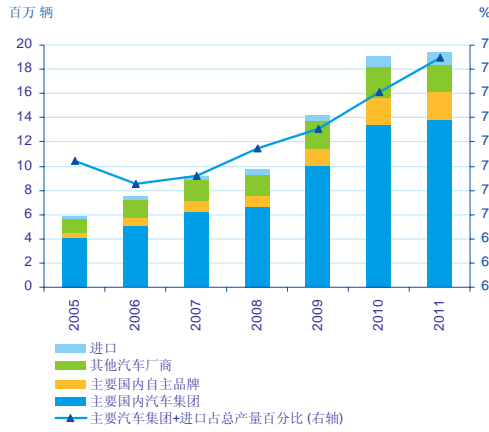
尽管对中国的汽车出口增长，但外国汽车制造商进入中国国内市场的主要方式仍然是与国内生产者成立合资企业（图8）。2011年，主要国内汽车集团包括旗下合资品牌1汽车产量占全国总产量的75%。

尽管进口汽车配件在总产量中的份额有所下降（图9），但进口汽车配件一直是汽车产量增长的主要因素。根据进口国划分，德国和日本一直是国内机动车及配件进口的主要来源国，占中国机动车整车和汽车配件进口总量的三分之二左右（图10）。

国内自主品牌汽车制造商更多专注于低端市场。中国汽车进口和出口价格之间的差异就可以证明这一点，出口机动车的单位价值仅为进口单位价值的三分之一（图11）。因此，尽管从数量上来说，中国汽车出口和进口量差不多，但中国从价值上来看是一个净进口国（图12）。2011年，中国汽车的总出口量占总产量的4.6%，落后于日本和韩国等亚洲其他主要汽车生产国。

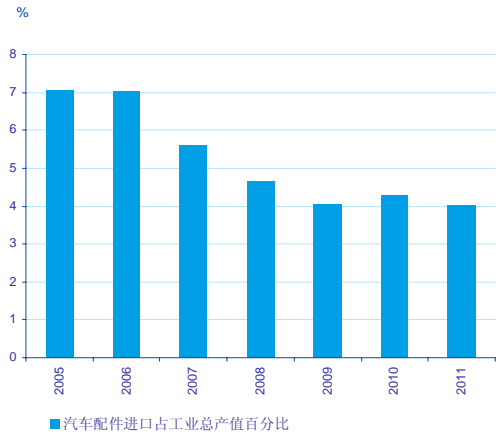
*国内主要汽车集团旗下合资企业包括：上海汽车集团（上海大众和上海通用）、中国第一汽车集团（一汽大众、一汽通用、一汽丰田和一汽马自达）、东风汽车集团（东风日产和东风本田）、长安汽车集团（长安马自达和长安福特）、北京汽车集团（北京奔驰和北京现代）以及广州汽车集团（广州丰田、广州本田和广州菲亚特）。

图8
主要汽车集团及旗下合资品牌占全国汽车产量较大比重



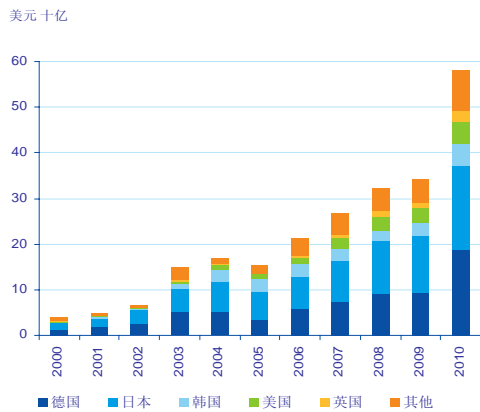
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图9
进口汽车配件占汽车工业产值的百分比



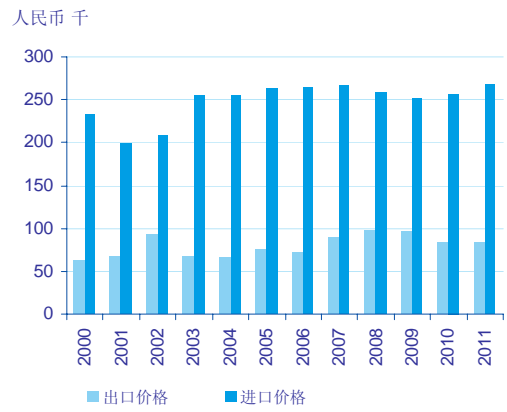
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图10
机动车整车及配件进口国



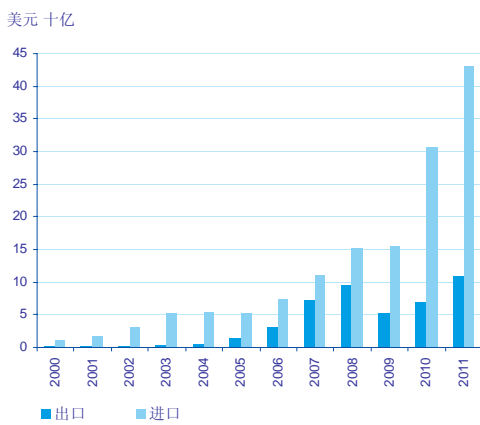
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图11
机动车进口和出口单位平均价格



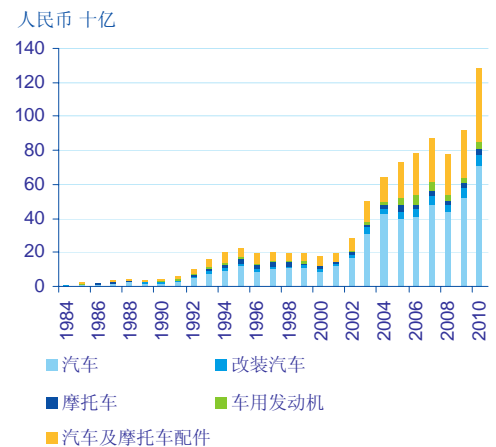
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图12
中国机动车进口和出口额



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图13
汽车产业的固定资产投资



来源: Wind 和 BBVA 研究部

对国内汽车产业的政策支持

政府政策激励了国内汽车生产。汽车企业在税收方面是地方财政收入的较大贡献者，除此之外，汽车企业通常会带来大量投资，对地方经济发展也有贡献（图13）。尤其在雷曼事件发生后的经济复苏阶段，汽车产业对经济复苏较之其它产业和投资来说也有相当贡献，而且对低迷的进出口也有促进作用。

尽管中国汽车产业的市场规模巨大，但其在技术和竞争力方面仍落后于全球汽车强国。从这方面来说，政府所实行的“以市场换技术”引资策略，目的是为了中国生产厂商能与合资企业外商合作伙伴那里分享到先进技术和管理理念的实践中获益。

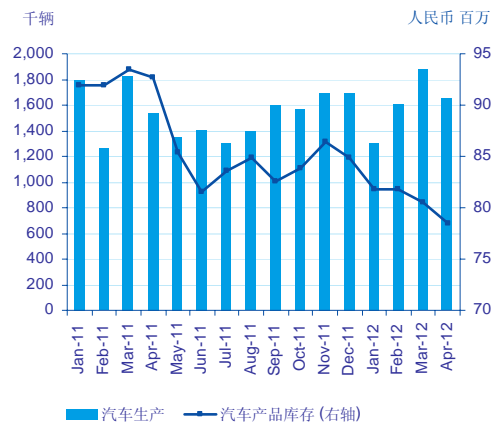
近期，政策导向正在逐步倾向于支持生产企业发展自主品牌，这在2009年发布的《汽车产业振兴规划》中得到体现。规划的措施中包括了支持建立汽车和汽车零部件的出口基地。此外，在中国的“十二五”规划中，也提到为产业升级和优化产业结构，政府鼓励引导汽车企业兼并重组。同时政府也大力倡导对节能和新能源汽车产业的发展，这将成为未来十年中国汽车产业发展的新增长点。“十二五”规划中强调，应优先强化整车研发能力以及实现关键零部件技术自主化。2012年，政府也开始规定公务用车必须选用国内自主品牌汽车。

图 14
中国整车上市公司



来源: Wind 和 BBVA 研究部

图 15
汽车生产和库存



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

地方政府的支持促使竞争力上升...

地方政府对各地区国内汽车生产商的政策支持导致了国内汽车市场竞争的加剧以及新产品生命周期的缩短。其他发达国家诸如美国，其汽车产业在地理位置上分布相对集中，与这种状况不同的是，中国的汽车制造商在地理位置上分布相对分散（图14）。

如上所述，中国的汽车产业仍然缺少创新能力和相关技术的研发，这是强化自主品牌生产商竞争力的主要障碍。为了解决这一问题，2011年12月，国务院发布了《工业转型升级规划2011-2015》，旨在鼓励汽车行业通过新一轮的兼并重组，增加市场集中度整治汽车产业格局（具体目标是到2015年，中国前十大汽车企业的产业集中度从2010年的82.2%增加至90%）。这一目标旨在防止国内汽车产业的产能过剩情况，并帮助促进国内位居前列的汽车集团公司发展具有国际竞争力。

促进生产节能汽车的政策

政府对汽车产业的政策导向从单纯以增加生产作为最终目标逐步向发展高效节能和新能源汽车产业转移（详见专题2）。此类政策包括鼓励国内汽车制造商对纯电力和插电式混合动力汽车加大研发开支，以及对乘用车燃料消耗量采用更为严厉的标准。

下面的表2提供了我们所选取的一些发达经济体在鼓励和推进节能技术方面的国际经验。这些政策包括财政补贴和税收减免，以及通过自由贸易协议所做出的促进外部需求的努力。

表 2
促进电动汽车和混合动力汽车市场需求的国际经验

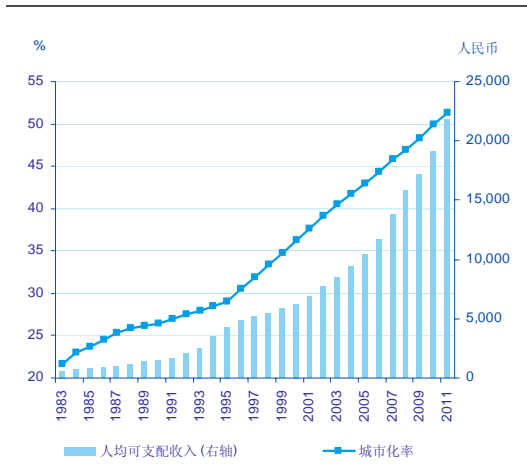
提高电动汽车和混合动力汽车需求的政策	
美国	<ol style="list-style-type: none"> 1) 联邦政府向购买符合条件的新能源汽车消费者提供最多 7500 美元的免税补贴。并计划在 2013 年将免税补贴增加至 10000 美元。 2) 对购买和安装充电桩实行补贴计划：政府提供 30% 的充电桩费用减免（对个人消费者而言最多减免 1000 美元），这一计划已在 2011 年底到期。此外美国能源部向相关研究充电设备的公司进行投资，用以支持其在三年内发展电动汽车的低成本充电装置。 3) 一些地方政府对新能源车辆免征停车费和通行费。
德国	<ol style="list-style-type: none"> 1) 政府对电动汽车消费者免征未来十年的机动车税。 2) 政府决定在 2012 年斥资 5 亿欧元（6.3 亿美元）并部分用于研发电动汽车的电池技术。主要目的是通过增强电池耐用性来突破技术瓶颈，以及降低电动汽车生产成本，以便在长期吸引更多的消费者。
韩国	<ol style="list-style-type: none"> 1) 财政部为 2009 年至 2012 年底之间购买混合动力汽车的购买者提供税收减免优惠。减免税款包括每辆车的个人消费税，教育税等合计最多可节省 330 万韩元。为继续降低国内石油消耗，韩国政府五月宣布将继续实施这一税收减免计划，目的在于进一步降低对石油的依赖性。 2) 通过自由贸易协定（FTA）拓展海外需求：韩国在过去的 12 个月内分别与欧盟（2011 年）和美国（2012 年）签署了自由贸易协定。在自由贸易协定生效的五年内，韩国将取消这两个市场从韩国进口汽车的关税，包括电动汽车和混合动力汽车。欧盟和美国拥有品质良好的电动汽车基础设施。由于韩国汽车生产商在韩国同欧盟及美国的双边汽车贸易中所占的份额较大，且产品具有价格优势，因此，韩国最大的汽车生产商将会从自由贸易协定中获益。此外，韩国相对亚洲其他竞争对手例如日本汽车生产商的竞争力也将得到加强。

来源: BBVA 研究部

3. 市场需求：基本面和政策因素

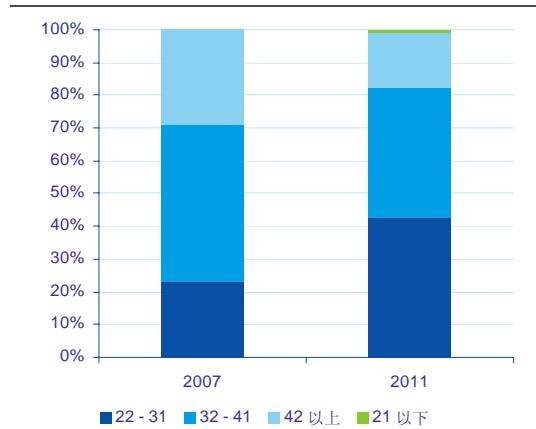
过去十年中，中国汽车销售量年均增长率约为22%。收入水平的上升、城市化进程的持续、消费者人群中年轻人比重的增加、以及政府的支持性政策都促成了这一显著的增长（图16和图17）。

图 16
居民可支配收入和城市化率均稳步上升



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 17
汽车消费者按年龄比重

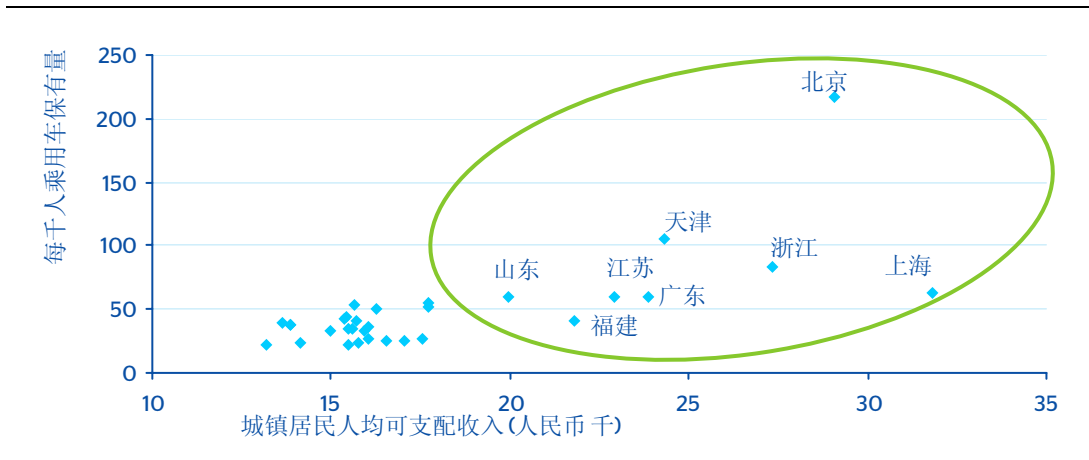


来源: 媒体引用 JD power 调查统计

收入、城市化和城乡人口转移是根本驱动力...

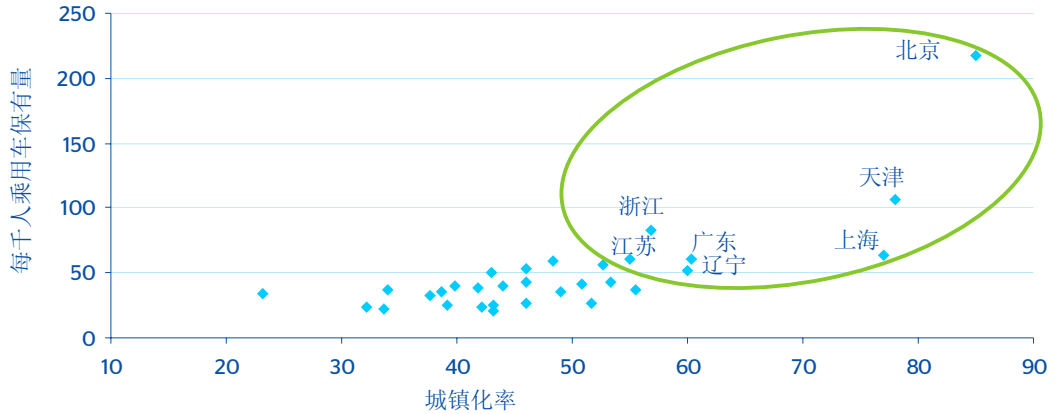
过去十年内，中国人均国内生产总值（GDP）增长了四倍有余，而同期乘用车的平均价格持续下降。此外，快速的城市化进程也有助于对汽车需求的增长：在中国，居民人均可支配收入较高和城市化率较高的省市常常拥有较大的汽车市场（图18和图19）。尽管中国出现人口老龄化现象，但汽车消费者人群结构却越来越年轻化（图17，说明出生于1980-1990年间的汽车消费人群比重在过去四年中几乎增加了一倍）。

图 18
乘用车保有量 (2010) 和 可支配收入(2010) 各省市比较



来源: 交通部, CEIC 和 BBVA 研究部

图 19
乘用车保有量(2010) 和城市化率 (2009) 各省市比较



来源: 交通部, CEIC 和 BBVA 研究部

政策在决定汽车需求上的作用

正如上一章节所述, 中国汽车市场的需求受到政策导向的显著影响, 它可以解释一些基本因素诸如收入增长和城市化之外使销售产生波动的原因。尤为相关的便是宏观政策态势。例如, 在经济过热时期, 货币政策收紧也会造成汽车需求下降, 尤其通过对信贷的控制。政策的变化也能够解释2009-2010年间中国汽车销售出现的井喷现象, 当时政府实施财政激励政策, 包括消费补贴, 以缓冲2008年全球金融危机对中国经济所造成的影响(详细信息请参阅专题2)。2011年由于相关政策退出, 销售市场迅速降温, 2012年迄今为止销售增长依然温和, 但近期在五月份同比增长有所反弹(图20)。其中一个因素可能在于地方汽车经销商在累积的库存压力下, 为了促进汽车销售而提供了更多的折扣(图15)。

专题 2: 近期影响汽车市场需求的政策

作为雷曼事件后政府推出大规模经济刺激措施的重要组成部分, 针对汽车市场的三大刺激措施大幅拉动了汽车消费:

首先, 对1.6升及以下排量的乘用车减半征收购置税。其次, 政府拨款50亿元, 对农村居民换购轻型载货车或购买1.3升以下排量的微型客车, 实施一次性财政补贴。第三, 2009年下半年, 政府又宣布实施汽车以旧换新补贴项目, 以便加快淘汰高排量的老旧汽车进程。

这三个主要的刺激政策覆盖了城市和农村市场, 并能够惠及首次汽车购买者和现存汽车拥有者, 以此大幅促进了汽车销售的快速增长, 尤其是2009年和2010年间乘用车销售的增长。汽车产销量的飞速增长也对中国整体经济复苏作出了贡献。

然而, 到了2010年10月, 为防止经济过热, 政府开始实施紧缩的货币政策。同时, 两年来汽车销售的爆炸式增长加剧了城市交通拥堵状况。大中型城市的交通和空气污染问题变得越来越严重。中央政府决定在2010年底停止实施上述三项主要的汽车消费刺激政策。进而, 一些地方政府, 例如北京市, 在2010年12月实施交通治堵方案限制新车上牌总数²。所有这些在汽车产业方面的政策变化, 加上宏观经济形势趋紧, 抑制了消费者信心, 并影响了之后的汽车销售表现。

因此, 2011年以来, 由政策驱动下的汽车市场井喷式增长宣告结束, 当年汽车销售总量按年增长仅为2.5%, 甚至低于金融危机前的水平(图3)。曾经占总销售量78.2%的乘用车增长率从2009年巅峰时期的同比增长52.9%下滑至5.2%。作为刺激政策的主要受益对象, 1.6升及以下排量的乘用车对乘用车总销量增长的贡献从2009年的44个百分点和2010年的22个百分点回落至去年的2.8个百分点(图21)。商用车(其中70%是卡车)的表现甚至更糟糕(按年同比下降6.3%)。与合资品牌相比, 主要受益于刺激计划的国内自主品牌在增速下滑的趋势中受到更大的影响。

根据中国汽车工业协会(CAAM)的数据, 2011年中国自主品牌乘用车销量和市场份额均出现下滑(图22)。

随着对进口原油依赖的增加, 2011年中国进口原油占总耗量的57%, 中国的政策态势已逐步转向注重环境可持续性的均衡发展模式。在2009年的《汽车产业振兴规划》中, 中央政府设立了专项基金(100亿元人民币)支持国内品牌对新能源汽车和汽车配件的技术创新和研发。此外, 2009年还实施了一项中央政府补贴的试点项目, 该项目旨在促进13个大中型城市(包括北京、上海和深圳)率先开展公共交通使用节能与新能源汽车的推广工作。在个人购车方面, 财政部在试点城市对指定纯电动车(最高每辆补贴6万元人民币)和插电式混合动力车(最高每辆补贴5万元人民币)实施了私人购买新能源汽车消费补贴试点项目。同年, 对中国制造的1.6升及以下排量的节能车给予相应补贴。

2012年初, 财政部对首批49个国内最早的新能源车型号免征车船税。近期, 国务院通过了《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)》, 该规划中期目标是重点推进纯电动汽车和插电式混合动力汽车的产业化, 并以纯电驱动作为汽车工业转型的主要战略方向。更多关于这一规划的信息, 将在下面的政策展望章节进行讨论。

中国汽车工业协会(CAAM)近期开始公布节能与新能源汽车的季度产销数据。据此, 2012年第一季度, 电动车和混合动力车的产销量相对去年水平增长有所加快(图23)。

近期, 为应对经济活跃性下降, 中央政府对汽车产业实施了新一轮的刺激政策, 尽管目前来看本轮刺激政策的力度低于2009-2010年, 包括对购买1.6升及以下排量的节能汽车实行60亿元人民币的补贴, 并从今年起每年安排10到20亿元资金支持对节能汽车技术的研发活动和产业链建设。目前也有一些地方政府先行实施了新一轮的汽车下乡补贴政策(关于中国自2009年至2012年5月的汽车消费政策一览, 请参阅表3)。

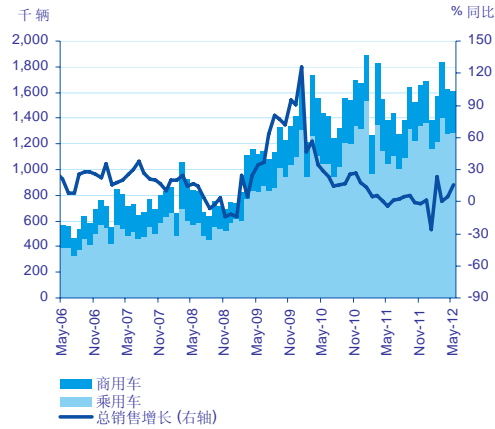
²北京宣布实施新交通政策, 2011年上牌总数限制发放24万个。

表3
全球金融危机后中国汽车消费政策一览

时间	管理机构	详细信息	影响
阶段 I (2009年1月至2010年12月) 有助于经济复苏的纯消费刺激	2009年1月	国务院 “汽车产业振兴规划”：1) 1.6升及以下排量的乘用车购置税降至5%。后来自2010年1月起，税率又调整为7.5%，于2010年底到期。2) 对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴（50亿人民币）。该计划于2010年1月延期，至2010年底到期。	1) 立即推动了汽车消费 2) 在2009年和2010年汽车销售录得井喷式增长，中国成为世界上最大的汽车市场 3) 增加了对原油进口的依赖 4) 城市环境和道路密度压力累积
	2009年6月	财政部、商务部、发改委等 汽车以旧换新实施办法：政府公布一项旧车换购新车的补贴计划（3,000-6,000元人民币/辆），以加快对高排量老旧汽车的置换，自2010年1月起，以旧换新补贴标准进一步提高（达18,000元人民币/辆），并于2010年底到期。	
阶段 II (2011年1月至今) 转向更加可持续增长模式	2010年5月	财政部、科技部、工信部、发改委 关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知：在几个城市推行试点项目，中央政府对插电式混合动力乘用车每车最高补助5万元，纯电动乘用车每车最高补助6万元，地方政府亦提供额外补贴。	1) 政府施放对新能源汽车推出战略补贴计划的积极信号 2) 对节能和新能源车具体未来发展方向的长期讨论，一定程度上降低了消费者信心，使个人消费者选择等待 3) 关键技术创新、成熟的基础设施和基本的客户服务系统建设的相对滞后使得补贴计划对消费者造成的影响有限。 1) 确定汽车产业的长期发展蓝图，关注纯电动汽车，以插电式混合动力汽车产业化作为过渡 2) 需要更多措施来支持该计划（在“政策前景”中提及）。
	2010年6月	财政部、发改委、工业和信息化部 为发动机排量在1.6升及以下的特定节能型汽车给予一次性定额补贴（3,000元人民币/辆），可满足某些最高油耗标准。该计划于2011年10月延期，补贴标准相应提高。	
	2012年3月	财政部、国家税务总局、工信部 关于节约能源 使用新能源车船车船税政策的通知：自2012年起，在3月和6月发布的目录中所包含的节能和新能源汽车允许减免车船税。	
	2012年4月	国务院、工信部等 “节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）”获得批准，旨在为新能源汽车个人消费提供更多政策支持。	
2012年5月	国务院、财政部	《国家基本公共服务体系“十二五”规划》获得批准，安排60亿人民币，以补贴支持1.6升及以下排量的节能汽车消费。另外每年还分配10-20亿人民币，以支持节能汽车的研发和生产。	预计会推动符合资格的汽车销售，主要是节能汽车，政策力度与2011年初到期的一揽子刺激政策不同。
	地方政府	重庆市政府宣布为辖区内生产的1.6升及以下排量微型客车、轻型、微型载货车的农村居民推出新一轮汽车下乡补贴计划（3,000元人民币/辆）。	如果中央政府推广更多汽车下乡计划，并在全国范围内扩大新一轮以旧换新计划（财政部在6月发布公告明确2012年老旧汽车报废更新补贴车辆范围及补贴标准），则将刺激汽车消费市场。

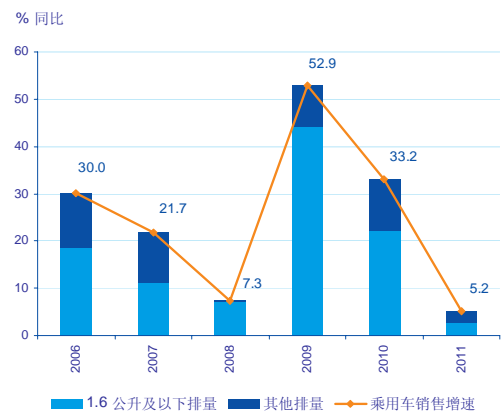
来源: BBVA 研究部

图 20
2012年5月汽车销售同比增长有所回升



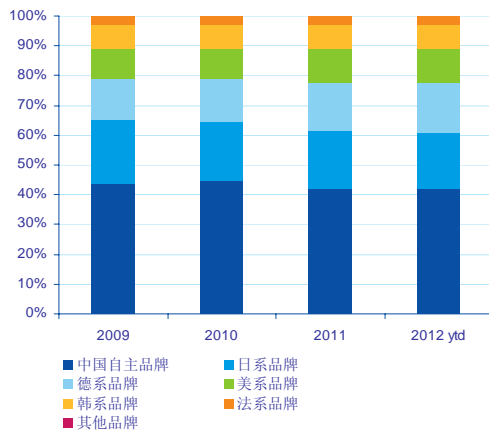
来源: Wind 和 BBVA 研究部

图 21
乘用车按排量对销售的贡献



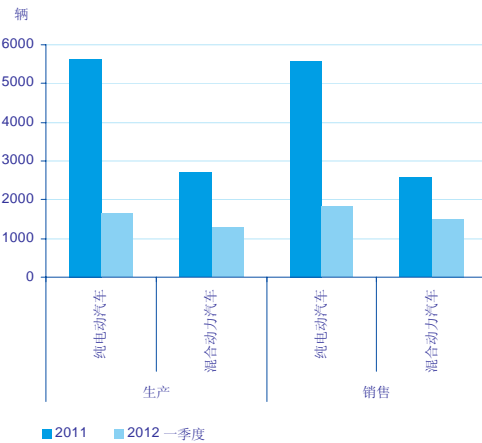
来源: Wind 和 BBVA 研究部

图 22
乘用车销售市场按品牌国别划分



来源: Wind 和 BBVA 研究部

图 23
新能源车产销售增长



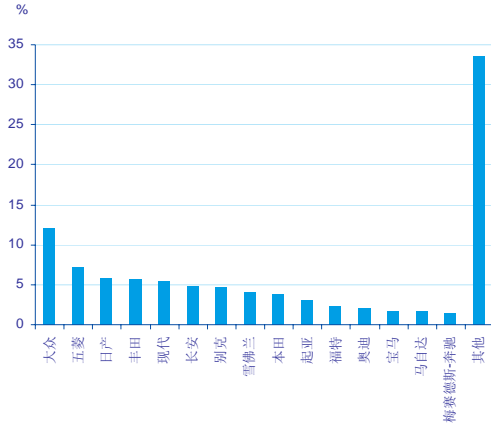
来源: 中国汽车工业协会 (CAAM) 和 BBVA 研究部

消费者偏好保持稳定...

中国自主品牌乘用车约占国内市场份额的40%（图22）。德系和日系合资品牌主导了剩余的市场份额，占到国内市场份额的35%，其中大众、日产、丰田和本田等品牌占中国2011年乘用车新车注册份额的30%（图24）。韩系和美系品牌约占中国市场份额的20%。

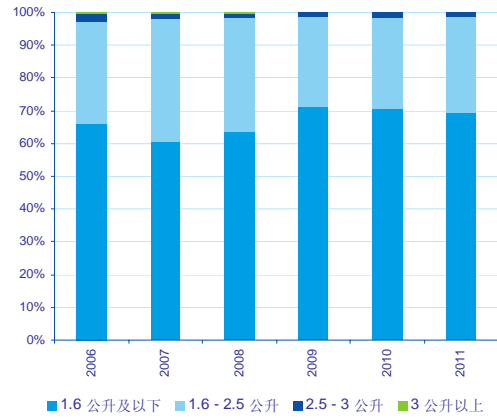
中国的汽车市场中低端车占较大份额，在近几年销售的乘用车中，1.6升以下排量的比重几乎占到70%。也就是说，对豪华车的需求也已经开始显现出加速增长的迹象。

图 24
新注册乘用车按品牌组成 (2011)



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 25
乘用车销售按排量组成



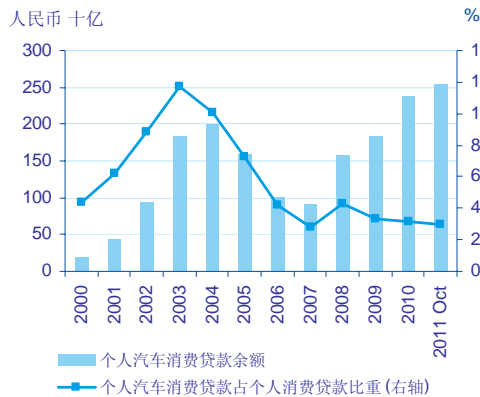
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

4. 汽车金融市场

银行在中国汽车金融市场发展初期占主导地位...

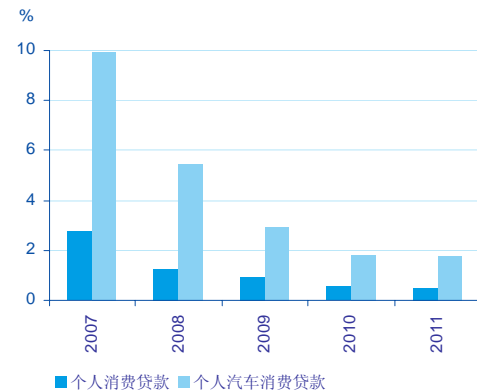
中国汽车金融市场始于1998年, 中国人民银行 (PBoC) 首次允许中国四大国有银行试点提开办汽车消费贷款业务, 后来这一试点被推广到国内所有中资商业银行。2003年, 中国银行业监督管理委员会 (CBRC) 宣布了新措施, 允许建立汽车金融公司, 这同中国加入世界贸易组织 (WTO) 所承诺的允许非银行金融机构进入中国金融市场是相符的。上汽通用汽车金融有限责任公司成为中国首家专业汽车金融公司 (AFC)。同期 (2000-2004年), 国内的汽车金融服务产业出现了第一轮快速增长, 在2004年汽车消费贷款余额占到所有消费贷款余额的10%左右 (图26)。

图 26
汽车消费贷款余额



来源: 中国汽车工业年鉴, CEIC 和 BBVA 研究部

图 27
不良贷款比率下降



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

然而，2004-2007年间中国汽车金融贷款出现大幅下滑，为了应对不良贷款（NPL）的快速攀升，中国人民银行（PBoC）和中国银行业监督管理委员会（CBRC）对汽车贷款审批实行了严格的管制。到2007年，商业银行汽车消费贷款的不良贷款率已升至9.9%，而同期消费贷款不良贷款率只有2.8%（不包括汽车金融公司）。近年来，汽车消费贷款的不良贷款率显著回落至低于2%，更为接近整体消费贷款的不良贷款率（图27）。

2008年，中国银行业监督管理委员会（CBRC）首次允许汽车金融公司（AFC）进行融资租赁，并放宽了监督政策。2009年，银监会进一步允许汽车金融公司发行金融债券，这为汽车金融公司融资创造了新渠道。到2011年10月，中国汽车金融贷款余额超过2540亿元人民币。

与这种趋势相对应的是，我行和中欧国际工商学院3共同进行的实地调查结果也显示，2011年在选定的调查城市中，大约22%的汽车购买者使用了汽车金融服务（图28）。尽管如此，在不同城市和经销商处获得的调查结果波动性较大，具体来说，在北京的调查显示当地汽车消费者中使用汽车金融服务的比重大约只有10%，而在上海这一比重达到20%。一些观察性的证据显示在北京对不同经销商调查获得的这一比重低至1-2%，高至20-30%左右。总的来说，中国汽车金融服务的发展还处于初级阶段：相比较而言，美国汽车购买者中有85%的消费者选择使用汽车金融服务。

不同年龄和不同车型对汽车金融服务的偏好不同...

我们认为从上述同中欧国际工商学院对不同城市汽车经销商的实地调查结果，显示出目前国内汽车金融市场中存在两个重要方面。一方面是汽车消费者的年龄结构，更年轻的购买者有更高的偏好选择汽车金融服务。其中，在选择汽车金融服务的人群中低于40岁的消费者比重约为80%（图29）。此外，调查结果显示在20到40岁的消费者群体中，30%的消费者选择汽车金融产品，而在40岁以上的消费者群体中，这个比重仅为10%（图30）。在20到40岁的消费者群体中，汽车金融服务的渗透率约为30%，而在40岁以上的消费者群体中，渗透率仅为10%左右。调查显示的另外一个重要方面在于购买高档汽车和选择汽车金融服务的相关性，这将有助于预测未来汽车金融服务市场的规模（请参阅下文第5部分）。尤其值得一提的是，调查结果显示，高档汽车市场份额每增加一个百分点，汽车金融服务的渗透率就会增加大约0.1个百分点。

表4
在中国成立的汽车金融公司

获批成立日期	公司名称	注册资金		
		(亿元人民币)	注册省市	企业类型
2004年8月	上汽通用汽车金融有限责任公司	5	上海	中外合资
2004年8月	大众汽车金融(中国)有限公司	5	北京	外商独资
2004年12月	丰田汽车金融(中国)有限公司	5	北京	外商独资
2005年5月	福特汽车金融(中国)有限公司	5	上海	外商独资
2005年8月	戴姆勒-莱斯勒汽车金融(中国)有限公司	5	北京	外商独资
2006年5月	东风标致雪铁龙汽车金融有限公司	5	北京	中外合资
2006年6月	沃尔沃汽车金融(中国)有限公司	5	北京	外商独资
2007年10月	东风日产汽车金融有限公司	5	上海	中外合资
2007年12月	菲亚特汽车金融有限责任公司	5	上海	外商独资
2009年3月	奇瑞徽银汽车金融有限公司	5	安徽	中资合资
2010年5月	广汽汇理汽车金融有限公司	5	广东	中外合资
2010年9月	宝马汽车金融(中国)有限公司	5	北京	中外合资
2010年10月	三一汽车金融有限公司	8	湖南	中国独资
2011年12月	一汽汽车金融有限公司	10	吉林	中国独资

来源:中国银行业监督管理委员会(CBRC)和BBVA研究部

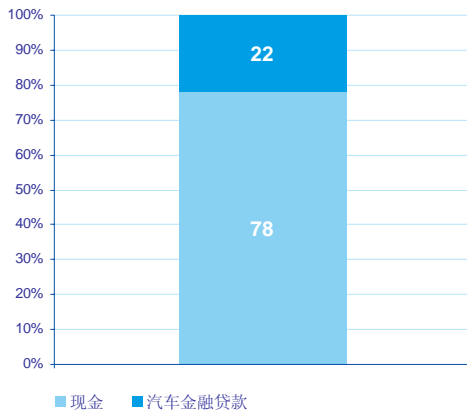
³ 此次实地调查是2011年中期由我行同中欧国际工商学院(CEIBS)共同参与完成，其调查对象覆盖了上海、北京、济南、广州的总共15个汽车经销商。本次调查所覆盖的汽车品牌包括宝马、奥迪、马自达、奇瑞、现代、日产、大众、斯柯达、梅赛德斯、吉利、大众琼州和本田。

汽车金融公司在汽车消费信贷市场的份额增长...

加上2011年12月新增加的一家汽车金融公司，目前中国共有14家正式成立的汽车金融公司（AFC）（表4）。然而，商业银行，尤其是四大国有商业银行，仍然占据着大约80%的汽车消费信贷市场份额（图31）。银行相较于汽车金融公司的一个重要优势来自中国金融监管部门对两者资金筹集渠道的规定，这使得汽车金融公司的融资成本较高。此外，汽车金融公司面临着将短期银行借款用于开展长期汽车消费贷款的期限错配问题。与银行相比，汽车金融公司由于缺乏完善的个人征信系统，汽车金融公司在获取借款人全方位的征信信息方面也具有相对劣势。未来，随着汽车金融公司融资成本的下降，并通过发行金融债券使其借款期限结果拉长（在下文5.3中我们会进一步讨论汽车金融服务的前景展望），我们预计汽车金融公司在国内汽车消费信贷市场的角色将会变得越来越重要。

图 28

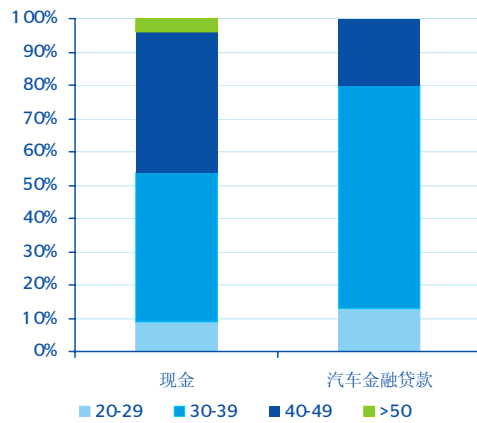
汽车购买者对现金和汽车金融服务的总体使用比重 (基于受访的经销商)



来源: CEIBS-BBVA 调查

图 29

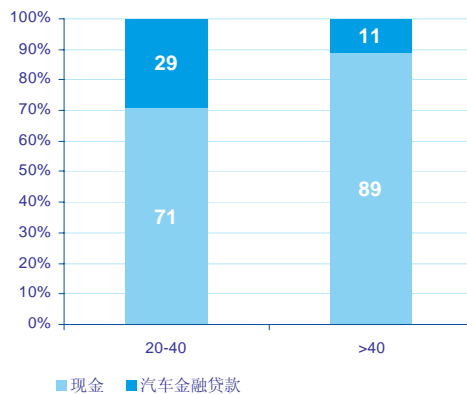
选择现金和汽车金融服务的购买者年龄分布



来源: CEIBS-BBVA 调查

图 30

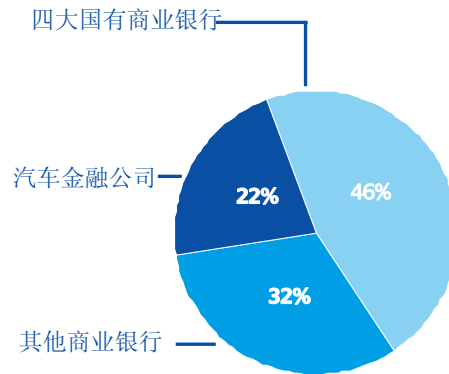
按年龄细分的购买者群体对现金和汽车金融服务的使用比重



来源: CEIBS-BBVA 调查

图 31

中国汽车金融市场份额 (2010)



来源: 中国汽车工业年鉴

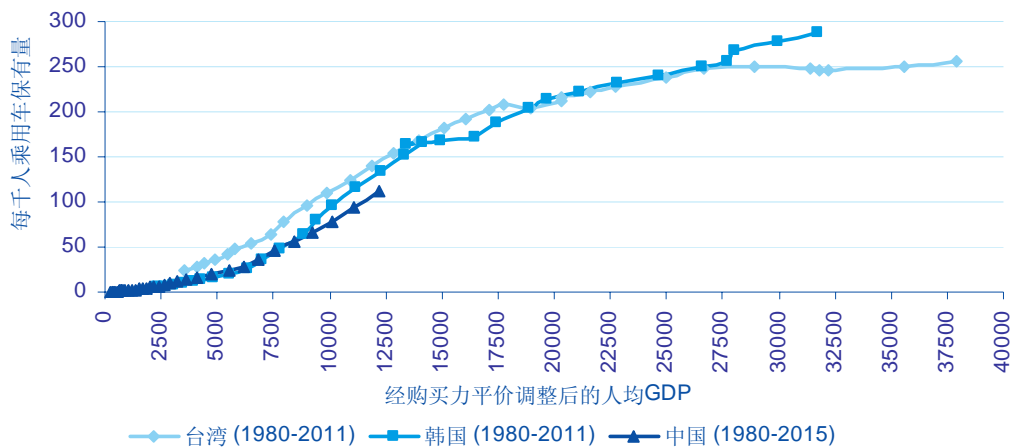
5. 汽车市场展望, 2012-2015

尽管近期汽车市场增长有所放缓,但我们认为,未来几年中国销售增速将有所回升。我们的预期基于持续增长的居民收入、城镇化的推进以及政府的支持性政策。为量化这些变量的影响以便于我们的预测,我们做了相关的实证分析(参见专题3)。我们对于中国汽车市场持续增长的前景展望与台湾和韩国所对应的历史增长轨迹是相似的(图32)。

另外,我们预计,汽车金融市场的增速将超过汽车销售的增长步伐。国务院此前公布的相关政策(“工业转型升级规划 2011-2015”),表明了政府支持和鼓励发展汽车金融市场的政策态势,作为其扩大消费信贷政策导向的一部分。

图 32

经购买力平价调整后人均GDP 和每千人乘用车保有量的国际比较



来源: 国际货币基金组织, CEIC 和 BBVA 研究部预测

5.1 汽车市场展望

收入和城镇化增长趋势会继续...

正如我们在最新的《中国经济展望》中所述,我们预计收入将继续快速增长。“十二五”规划的一个主要目标就是在规划实施期间实现居民收入增长率不低于实际GDP增长率。城镇化趋势预计也将继续。规划预计,城镇化率应从2010年的47.5%增至2015年底的51.5%,意味着每年增长0.8个百分点。

向成熟市场持续转型...

即使没有收入增长和城市化的推进,汽车需求也可能随着从不成熟市场向更加成熟市场的转型而增长。根据其他经济体的经验,如台湾和韩国,市场达到饱和点通常需要20-30年。

支持性政策...

除了上述的基本面因素,政府政策也是中国汽车市场发展的一个主要决定因素。之前已经讨论过,一个良好的例子就是雷曼事件后政府颁布的一揽子汽车消费刺激计划,包括大量消费补贴。此外,进口汽车政策,如税率削减,也会影响汽车市场。而且,即将出台的“节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)”将提供更多支持性政策,包括政府财政支出和税收优惠改革,以促进中国汽车产业的结构化转型。

专题 3: 实证分析

我们的实证分析包括两个步骤。第一步, 我们估计下列跨部门OLS模型, 以推断两个因素(即收入增长和城镇化率)对汽车(乘用车)保有量的影响:

$$\ln(Auto_i) = c + \alpha \times \ln(Income_i) + \beta \times Urbanization_i + \epsilon_i$$

其中, $Auto_i$ 是省i的每千人乘用车保有量; $Income_i$ 是省i的人均可支配收入(城市家庭); $Urbanization_i$ 是省i的城镇化率。数据通过CEIC数据服务从交通部和统计局公布的统计数字中获得。对于我们报告的结果, 我们利用2010年数据(最近可用数据, 2009年城镇化率是最近数据, 涵盖31个省市)估算了模型。北京市被排除在回归模型外。估计结果如表5的B列所示, 可支配收入每增长1%, 每千人乘用车拥有量将平均增长0.66%。此外, 城镇化率每增长1%, 汽车拥有量将平均增长0.01%。估计结果统计显著。

为了检测模型的稳健性, 我们还利用前几年数据估算了模型(表5的C列和D列)。不同年份结果大致相同, 但近几年更统计上更显著, 可能是因为随着市场成熟, 收入增长和城镇化对消费者的需求行为有着更显著影响。

在分析的第二步, 我们按四个因素的贡献分解了汽车保有量的增长率: 收入增长、城镇化、向成熟汽车市场转型和政府政策。具体来说, 收入增长和城镇化的贡献可通过第一步估计的系数直接计算(将这些系数与每年实际收入增长和城镇化变化相乘)。我们假设, 残差增长率(乘用车保有量增长率减去收入增长和城镇化的估计影响)包括向成熟市场转型的影响及政策和其它因素(如雷曼危机)的影响。为分解两个因素, 我们算出各年残差增长率的简单平均值, 用于表示向成熟市场转型的影响(我们在计算中排除了2009年和2010年, 因为这两年受到后雷曼时期政府消费刺激政策的严重影响)。因此, 排除该转型后的残值即为政策和其它因素的影响。然后, 我们判断并确定多少残值反映了政策影响。

最后, 在获得对乘用车保有量的预测后, 我们进一步估计了乘用车销售额的增长, 如下所示。我们首先计算每年保有量(辆)的一阶差分。请注意, 该一阶差分与实际乘用车销售量并非直接对应, 因为可能还存在旧汽车报废损毁等情况。然而, 我们意识到, 乘用车保有量一阶差分的增长率与乘用车销售量增长率密切相关。因此, 我们在前者基础上回归后者, 并利用结果系数来估计未来乘用车销售量的增长率。

表5
回归结果

因变量: Log of Passenger Car Possession Rate (per thousand person)			
解释变量	2010	2009	2005
Log of Disposable Income pc (Urban)	0.663081 (1.783) *	0.680559 (1.732) *	0.298607 (0.752)
Urbanization Rate	0.012379 (1.942) *	0.013293 (1.962) *	0.026472 (4.239) ***
样本数	30	30	30
R ²	0.55	0.53	0.66

备注: ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 的置信水平上显著。

来源: BBVA 研究部

5.3 汽车金融市场预测

汽车金融产业的前景主要取决于两个因素：汽车市场本身的前景（如上所述）以及汽车金融渗透率的发展趋势。

汽车金融市场预计在中期会快速增长

如之前所讨论过的，金融渗透率受到多个因素的影响，包括汽车购买者年龄结构及销售市场豪华车的份额。我们的预测基于下列基准情形假设：(i) 2011年至2015年汽车市场年均14.7%的复合增长率（定义为乘用车销售量）；(ii) 汽车金融渗透率每年增长2.5%，这是一个相对保守的估计，仅基于年轻购买者比例的增长趋势。

根据这些假设，我们预计到2015年中国汽车金融市场将以约17%的年增长率增长，从汽车销售量增长率和金融渗透率增长之合得出。然而重要的是，这一预测忽略了其他可能有助于汽车金融市场增长的因素，诸如金融服务的进一步完善以及政策面对消费信贷的支持等等。因此，我们的预测可能是保守的，应视为对增长下限的估计。

汽车金融公司和银行消费信贷...

基于我们对中国整体汽车金融市场的预测，我们根据相对市场份额进一步估计了对汽车金融公司和银行的消费信贷需求。根据我们对经销商的调查结果及未来政策发展的预期，我们估计到2015年底，汽车金融公司占中国汽车金融市场份额将增长15个百分点，达到37%。政府还计划进一步向外国投资者开放国内金融市场，包括允许外国汽车金融公司在中国发行金融债券。如果得以实施，汽车金融公司可通过从间接向银行融资转向直接融资，进而降低其融资成本，使其在汽车金融服务市场更具有竞争力。此外，直接债券融资可以帮助汽车金融公司改善资产和债务的期限错配问题。最后，随着国家个人征信系统自2005年建立以来持续的发展和完善，汽车金融公司在衡量全面征信信息方面的劣势可能会随着时间推移而逐渐消失。

5.4 风险

中国汽车市场中期发展前景面临风险源于能源成本攀升、对环境问题的担忧以及国家对基础设施建设的投资下滑。大城市对新车登记的行政限制存在潜在扩张的可能，对汽车销售市场前景同样造成负面影响。

油价可能上涨...

我们上述的前景展望没有直接包含油价攀升带来的影响，该影响在近期相对较小，但长远来看可能会变得更为显著。一个主要问题是国际能源价格对国内油价的传导机制。根据国家发改委，在中国现行成品油定价机制下，如果国际市场油价超过130美元/桶，则对国内市场的传递可能由于国家采取的财税政策保证生产和供应而受到限制。因此，根据这一定价机制，国际油价攀升可能不会完全传导至国内市场价格，当然这也由未来价格传导机制的变化所决定。

政府可能因环境担忧而使得汽车消费政策转向...

由于对环境问题担忧的加剧（大城市交通拥堵和空气质量恶化）以及中国的经济发展战略正从投资驱动型向消费拉动型增长转变，这些因素可能使得中国汽车政策转为负面。最新“乘用车燃料消耗量限值（第三阶段标准）”于2012年生效，由于担心中国对石油进口的依赖性，该限值第一阶段标准于2005年通过并实施。在第三阶段对燃油消耗限值标准继续提高，意味着政府希望在对汽车产业结构升级的同时，寻求环境可持续发展的平衡性。随着未来城市化进程的推进以及对环境标准的进一步增强，汽车市场面临的压力预计将成为其增长趋势的重要决定因素。尽管对于这一进程的发展速度有多快，目前尚未可知。

5.5 政策前景

中国的汽车产业政策开始从纯粹推动生产和消费转向对产业结构的调整升级，以及鼓励环境友善型的增长模式，官方在“十二五”规划中表述为节能减排的目标，将新能源汽车确定为“十二五”期间中国七大战略新兴产业之一。

对于中国汽车产业长期发展蓝图的具体指导参见备受期待的“节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)”，在经过两年多磋商和修改后于今年4月获得国务院批准。2010年中期公布的初稿主要关注纯电动汽车（EVs），而最终版本还包括插电式混合动力汽车（PHEVs）产业化的政策目标，以之作为向纯电驱动汽车工业转型的长期战略主导方向的过渡。根据规划，纯电动汽车和插电式混合动力汽车都是汽车产业升级和结构转型的重要战略产业。纯电动汽车技术的持续发展将有助于降低对传统燃料消耗的依赖和相关的环境问题。它还将改善产业结构，以避免产能过剩的风险，并在下个十年对中国汽车产业形成新的增长动能。

发展规划还包括中长期纯电动汽车和插电式混合动力汽车的产销目标。具体来说，目标是在2015年纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到50万辆，在2020年前超过500万辆。

要实现发展规划的目标仍有很长的路要走。中国目前的纯电动汽车和插电式混合动力汽车市场仍然较小。同时，政府还应通过措施增强国外汽车厂商合作分享先进技术的信心，在对保护知识产权方面的合作继续深化。

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,文中所述的投资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/CorporateGovernance”

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.

此报告由新兴市场组亚洲研究部提供

Chief Economist for Emerging Economies

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist for Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

BBVA 研究部

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldolo.lopez@provincial.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz (I)

juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Global Credit

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX

and Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

联系方式

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