



经济观察

EAGLEs

马德里，2012年2月16日
经济分析

新兴经济体

首席经济学家

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
852 2582 3281

跨国新兴市场分析

首席经济学家

Alvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com
91 537 37 76

David Martínez

dmartinez@bbva.com
690 845 429

Alfonso Ugarte

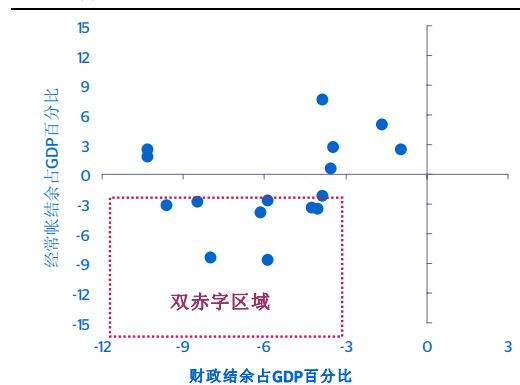
alfonso.ugarte@bbva.com
91 537 37 35

结构性双赤字：发达国家面临的问题，而非新兴经济体国家的问题

去年，新兴市场的风险均衡已经转为更为有利的风险收益状态。从之前经历的危机吸取经验之后，新兴市场政策管理有了巨大改善，因此，目前新兴市场经济体状态比较好。对财政账户和经常账户进行了首次“浏览”之后发现，现在风险主要集中在发达国家。但是，这种倾向的部分原因可能是危机的负面周期效应。本经济观察将对政府不均衡和外部不均衡现象进行分析，并且证实除了周期性现象，结构性双赤字对新兴市场而言还是继续保持利好的。

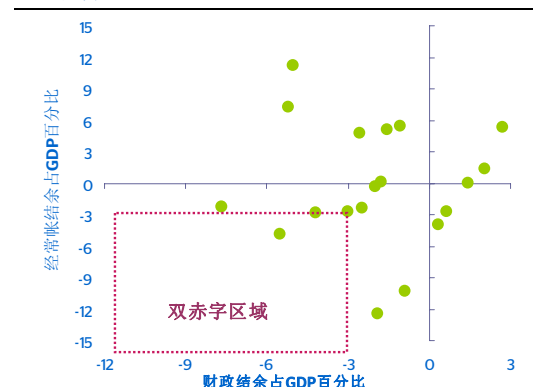
- **增长风险新模式：** 传统的风险收益平衡已得到改变。在新的平衡条件下，伴随高经济增长的是低风险。
- 对双赤字的首次“浏览”发现，风险主要集中在发达经济体。
- 对分析进行进一步观察之后发现，我们的“结构性观点”-不包括赤字的周期性因素-证实新兴市场经济体的双赤字较低。
- 全球不均衡的修正正在进行，但速度仍然很慢。

图表 1
发达经济体：2011年经常账户和财政平衡（占GDP百分比）



来源：BBVA 研究所和国际货币基金组织（IMF）
（2011年九月世界经济展望）

图表 2
新兴经济体：2011年经常账户和财政平衡（占GDP百分比）



来源：BBVA 研究所和国际货币基金组织（IMF）
（2011年九月世界经济展望）

增长风险新模式

近期危机的一个突出结果是发达经济体和新兴经济体之间风险收益状况的改变。尽管经济增长一直都比较看好新兴市场，但风险收益权衡通常并不如此。

出现全球危机之后，这种范例就开始改变，但在很久以前就埋下了出现这种改变的种子。对于新兴市场而言，九十年代出现在亚洲和拉丁美洲的危机是很有力的警钟，促使新兴市场改善其经济政策。首先，新兴市场致力于降低宏观经济不均衡现象。其次，更为重要的是，新兴市场引进了审慎的理念，以避免将来出现问题。

对发达市场和新兴市场双赤字的“浏览”

解释全球风险状况改变的简单方法是认真检查新兴经济体和发达经济体的经常账户和财政平衡状况。图表 1 显示，目前发达市场的不均衡主要集中在令人担忧的象限（经常账户和财政赤字），而且其中有一些已经在危险极限以内（都在不均衡界限的 3% 以上）。与之相反，新兴市场的散点图显示，新兴市场情况更为良好一些，大多数国家在 3% 的双赤字范围之外。

很明显，发达国家和新型市场的不同状况一部分“由近期危机所引起”的周期性效应的结果。因此，我们认为，对结构性双赤字状况进行评估将更具有相关性。为此，我们将结构性因素和周期性因素中的经常账户和财政平衡进行分解（见方法论表框），以便解答下列问题：

- 结构性双赤字的规模有多大？
- 结构性经常账户赤字的结构性动因是什么？
- 金融危机是如何影响这些结构性动因的？

进一步挖掘发现，“结构性双赤字”（不包括周期性因素）通常存在于发达国家。但是，某些让人担忧的状况也出现在新兴市场。

正如在方法论表框里所描述的一样，我们对经常账户进行了面板预测，涵盖 1980 年至 2010 年期间 46 个国家，几乎占全球 GDP 的 90%¹。所参考之解释变量包括财政平衡、最初国外资产净值、人口因素（赡养和抚养比率和人口增长率）、金融深化、经济增长、贸易状况、贸易开放度和投资比率（详细解释，请参阅方法论表框）。

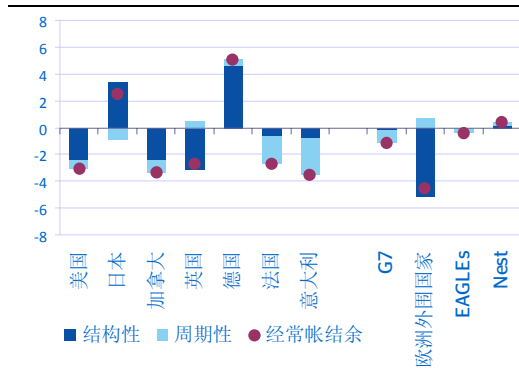
在“解释变量之五年移动平均数”中使用系数，并添加“能够解释遗漏之因素”的国家效应，我们能够预测出经常账户之结构性因素的近似值：

- 发达经济体：除德国和日本以外，七国集团的其他国家均存在结构性账户赤字。美国、加拿大和英国的结构性不均衡高于 GDP 的 2%。尽管相对较高，但与欧盟周边国家相比，这个数字还很低，欧盟周边国家的结构性赤字平均接近 GDP 的 5%。
- 新兴经济体：我们采用 BBVA 关于主要新兴经济体的分类（EAGLES 和 Nest²），他们的结构性状况接近均衡，几乎是零。马来西亚的结构性顺差最大（几乎占 GDP 的 12%）。泰国和韩国（高于 GDP 5%）、石油和天然气出口国（委内瑞拉和俄国高于 GDP 的 4%）以及较小程度的中国（占 GDP 的 1.5%）的结构性顺差也很大。与之相反，印度和巴基斯坦（高于 GDP 的 6%）外部不均衡最突出，随后是南非（大约占 GDP 3.5%）。巴西、哥伦比亚、秘鲁和土耳其的结构性现金赤字程度较轻（大约占 GDP 的 2%）。

¹ 阿根廷、澳大利亚、奥地利、孟加拉国、比利时、玻利维亚、巴西、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、埃及、芬兰、法国、德国、希腊、香港、印度、印度尼西亚、爱尔兰、意大利、日本、韩国、马来西亚、墨西哥、荷兰、尼日利亚、巴基斯坦、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、菲律宾、波兰、葡萄牙、俄国、新加坡、南非、西班牙、台湾、泰国、土耳其、英国、美国、乌拉圭、委内瑞拉和越南。

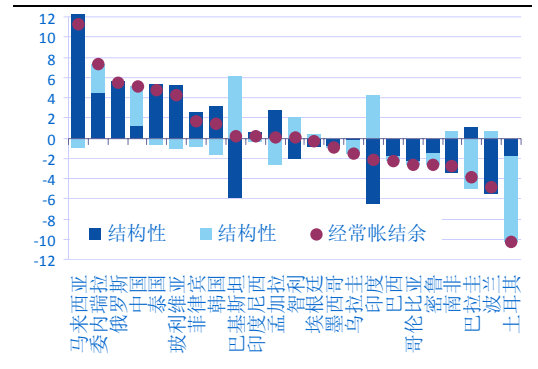
² 相关信息请参阅 www.bbva eagles.com，2012 年 2 月将出台最新报告。

图表 3
发达国家经常账户分解 (2011年)



来源: BBVA 研究

图表 4
新兴经济体国家经常账户分解 (2011年)

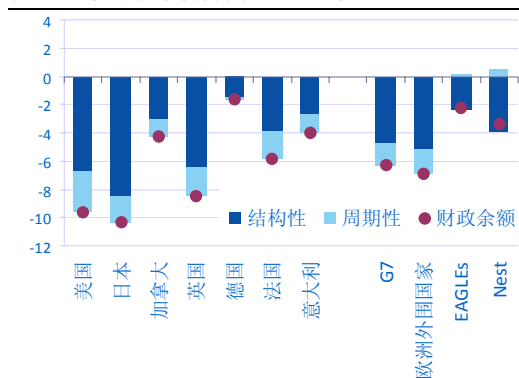


来源: BBVA 研究

关于财政不均衡, 发达国家和新兴经济体国家的状况也不甚相同:

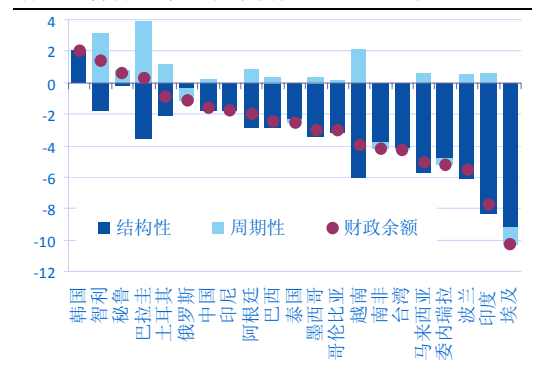
- 发达经济体: 七国集团的大部分国家(德国除外)均出现了令人担忧的周期性调整之赤字状况。日本(8%)、美国和英国(两国的结构性赤字都接近 6.5%)情况尤其甚, 尽管法国和意大利近期进行了财政整顿, 但法国(4%)和意大利(3%)的状况也很让人堪忧。平均而言, 经过财政整顿之后, 欧盟周边国家的情况(平均接近 5%)与七国集团的情况类似。
- 新兴经济体: 尽管情况较好, 但很多雄鹰经济体国家, 尤其是鹰巢国家, 也存在周期性调整赤字。其中结构性赤字最高的国家是埃及(GDP 的 9%)、印度(8%)、波兰、越南和马来西亚(6%)。委内瑞拉(接近 5%)、台湾、南非和巴拉圭(两国均为大约 4%)。哥伦比亚、阿根廷和巴西的结构性经常账户赤字较低, 大约为 GDP 的 3%。泰国、土耳其、中国、印度尼西亚和智利的水平更低(2%)。俄国和波兰的结构性财政状况几乎接近中立。

图表 5
发达国家财政平衡分解 (2011年)



来源: BBVA 研究和国际货币基金组织 (IMF)

图表 6
新兴经济体国家财政平衡分解 (2011年)



来源: BBVA 研究和国际货币基金组织 (IMF)

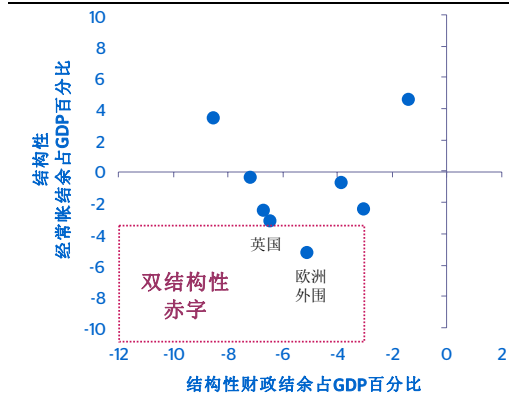
谁的双结构性赤字最严重?

因为我们已将经常账户和财政平衡的结构性因素和周期性因素分解开来, 因此, 我能够确定哪个国家在双结构不均衡方面存在较高的脆弱性。为此, 我们将“出现结构性双赤字”的国家定义为结构性赤字高于 3%的国家。主要结果如下:

- 发达经济体: 欧盟周边国家的结构性赤字较高, 但英国的状况比较好。

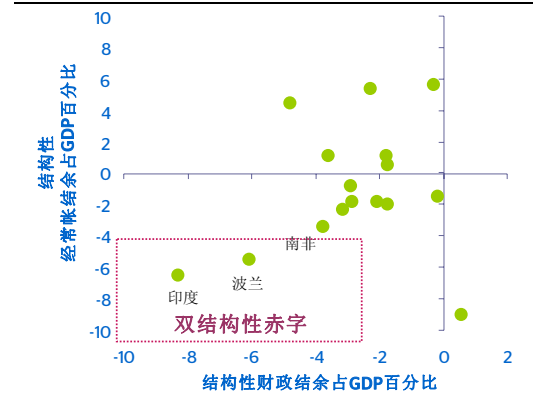
- 新兴经济体：雄鹰国家和鹰巢国家中只有三个国家处于脆弱性区域。印度情况尤甚。波兰和南非也在其中，其结构性不均衡接近 3%的基准水平。有些国家处于结构性双赤字之外，但非常接近，例如巴西。土耳其、智利和阿根廷。

图表 7
发达国家结构性经常账户和财政平衡 (2011 年)



来源：BBVA 研究和国际货币基金组织 (IMF)

图表 8
新兴经济体国家结构性经常账户和财政平衡 (2011 年)



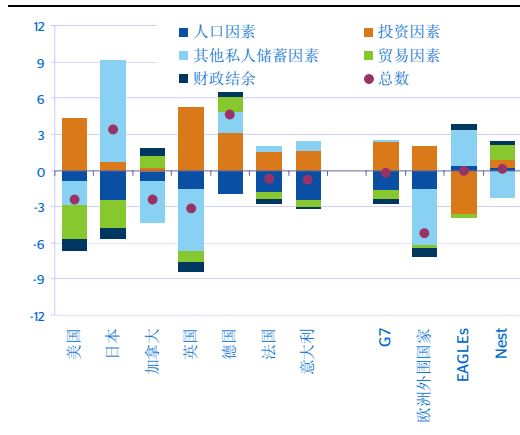
来源：BBVA 研究和国际货币基金组织 (IMF)

结构性经常账户平衡的动因

一旦对模型进行了预测，我们就能够对决定结构性经常账户状况的因素进行评估。我们对财政状况、人口因素（赡养和抚养比率和人口增长率）、其他个人存款因素（包括金融深化）以及贸易相关变量中与存款相关的变量进行了分类。最终我们也对投资状况进行了解释。对 2011 年状况分析的主要结果如下：

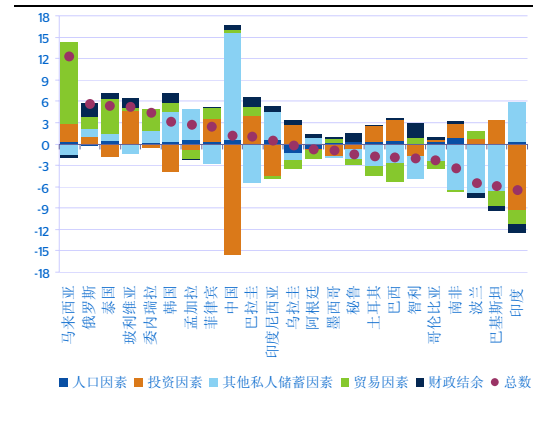
- 发达经济体：通常来说，因为投资比例在危机期间一直下降，因此，与存款相关的因素能够解释 2011 年的结构性经常账户状况。对人口因素而言尤其如此，其对所有国家而言都是负贡献。有证据证明，欧盟周边国家、美国、英国和日本存在双赤字，但加拿大和德国不存在。贸易相关因素也是结构性经常账户平衡的原因，其在联系密切的国家之间—例如美国和日本，以及某种程度上的法国和意大利—所起的是负面效应，但在德国和加拿大所起的是正面效应。其他私人部门存款因素主要与资金考虑因素相关，这些因素对大多数国家而言也是结构性赤字的动因，但并不是对所有国家（日本和德国就是最大的例外）而言均是如此。最后，低于全球平均水平之投资率几乎对所有发达国家的经常账户平衡都是正贡献。
- 新兴经济体：与发达经济体不同，雄鹰国家的存款相关因素通常都是支撑结构性平衡的。人口因素对新兴市场国家的结构性平衡没有影响，或只有轻微的正贡献，因为人口更加具有动态性，而且年幼人口的抚养比率较高，这抵消了这些国家之人口老龄化程度较小的经济状况。财政影响也是正面的，巴基斯坦和印度除外。其他个人存款因素的贡献增加了“这些国家之社会保护”方面需考虑的事，而且所有的国家情况各有不同。对中国、印度、俄国和韩国而言是正贡献，而对南非、巴基斯坦、巴西、智利和土耳其而言就是导致其出现结构性赤字的因素。投资动因在所有国家中情况也各不相同。有些国家的较低的投资率依然在支撑结构性经常账户平衡（巴西、土耳其、菲律宾和马来西亚），但在另外一些国家较高的投资率带来了结构性赤字（中国、印度、印度尼西亚和韩国）。

图表 9
发达国家结构性经常账户分解 (2011年)



来源: BBVA 研究

图表 10
新兴经济体国家结构性经常账户平衡分解 (2011年)



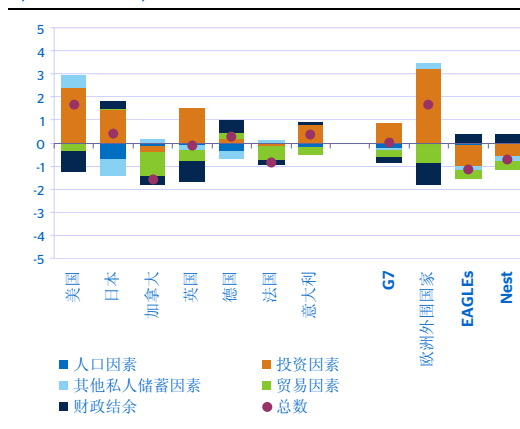
来源: BBVA 研究

近期金融危机对结构性经常账户平衡中的影响

经常账户危机已经引起了一些国家对经常账户进行重要调整,这也带动了对结构性不平衡的部分调整。我们对不同因素之贡献进行了分析,得出结论如下:

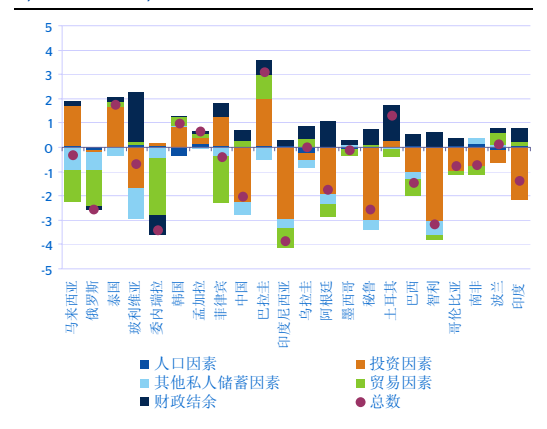
- 发达经济体: 之前过热的经济体(美国、欧盟周边国家)之结构性状况发生了积极的变化(平均改善了2个百分点),这主要是因为投资结构性因素的巨大变化,以及较小程度上的由“去杠杆过程和预防存款增加”所带来之其他个人存款因素。但是,财政结构性的恶化限制了这些国家的潜在调整。因此,似乎除了周期性效应,去杠杆过程也改善了这些国家的结构性状况。与之相反,日本和德国的结构性状况就没有巨大的变化。
- 新兴经济体: 大多数新兴经济体都有结构性状况恶化的经历,因此对全球不平衡调整做出了贡献。调整的主要动因是投资因素。对商品出口国而言,第二个动因就是贸易相关因素(源于危机之后贸易比率的大幅度降低)。财政因素对支撑结构性状况也做出了贡献,因为2007-2011年间,与全球状况相比,这些国家的结构性财政平衡得到了改善。

图表 11
发达经济体: 结构性经常账户平衡的变化 (2011年 VS 2007年)



来源: BBVA 研究和国际货币基金组织 (IMF)

图表 12
新兴经济体: 结构性经常账户平衡的变化 (2011年 VS 2007年)



来源: BBVA 研究和国际货币基金组织 (IMF)

方法论表框：对结构性经常账户和财政平衡以及周期性经常账户和财政平衡的分解

对周期性和结构性经常账户平衡之因素的分解

“经常账户平衡决定因素方面”的文献主要是关于“作为存款和投资³之解释变量”的一系列可供选择之指标。公共存款或个人部门存款的因素如下：

财政平衡：财政政策、私部门存款和经常账户之间的关系取决于消费者以凯恩斯或李嘉图主义的方式做出反应的程度。凯恩斯模式假设因较低之税收和较高之政府开支所产生的较高财政赤字增加了可支配收入以及消费，并降低了私人存款，带来较高的经常账户赤字，并支持双赤字假设。但是，当消费者意识到财政状况越来越不稳定的时候，未来就会增加税收或降低政府开支（即财政整顿），而经济行为人就会降低消费并增加预防性储蓄（“李嘉图等价定理”），这时这种假设并不一定成立。尽管在理论上两种理论可以并存，但大多数的实证文献赞成凯恩斯主义的观点，因此会出现正值。

国外资产净额（NFA）的原始位置：尽管理论分析可能带来不明确的结果，但大多数实证分析显示为正相关。一方面，负债极重之国家（NFA为负值）的收益流量通常为负值，对经常账户的作用是反面的。另一方面，负债水平太高（例如NFA为负值）的情况下，最终会改善其经常账户状况，保存长期清偿能力，这显示为负相关。

人口统计因素：较大的“经济活动不活跃”之受供养人口的比例通常会降低存款，并降低经常账户平衡。为了将这一因素考虑进去，我们的模型中包含了老年赡养比率和年幼抚养比率。我们也采用了人口增长率，以获取“能够承担未来收入账户赤字”之未来劳动力的可用性。所有这三个人口统计变量都会降低经常账户平衡，因此观测到的是负面的相关性。

金融深化：同时，发展较好的金融系统能够带来更多的存款，因为收益较高，因此会产生正系数，金融市场的放宽管制通常与较低的个人存款水平相关，因为资本市场的整合性较高，允许银行以较低成本贷款给个人，例如购房和消费。这可能带来存款的降低。

相对人均所得和增长率（“追赶效应”）：在其发展过程中，过渡中的低收入国家可能有外部赤字。过渡较快的经济体未来收入可能增长，因此存款较低，投资较高。但是，因为借款存在约束，因此可能不存在不变的收入渠道。此外，处于经济发展早期的经济体更需要投资，而且可能需要通过外部借贷对投资进行融资。

贸易条件和贸易开放度：作为“能够体现贸易条件改善”的存款的外部决定因素能够增加实际收入水平，并增加存款（因为边际消费倾向低于1）。纯效应基本取决于贸易开放度，但应该是正面迹象。是否出现波动取决于这个国家某些产品-例如日用品-的净出口或净进口条件。在大多数情况下，衰退只考虑石油贸易平衡，但对一些国家而言也可能取决于其他原材料，例如智利取决于铜的收益。**贸易开放度：**是贸易壁垒的代名词，这个词语比较模糊，因为开放度并不会对贸易往来的方向进行确定。尽管此处所使用之“贸易开放度很高”的样本国家显示当前经常账户出现巨大顺差。

一旦能够解释存款的决定因素，我们就能够在模型中引入投资这一因素，从而对投资进行直接测量。存款比率既定的情况下，若投资比率上升，则经常账户平衡会出现恶化。但是，投资比率可能促使投资在未来产生这样的生产力，即其最终能够通过较大的出口改善经常账户平衡，而这就使得当前一代人能够进行较大的消费⁴。

我们已经预测了一系列模式，对模式设定的稳健性进行评估：一个“五年非重叠时期”和“随机国家效应”的模式、两个五年非重叠时期的模式-其中一个有随机国家效应，另一个有既定国家效应-和三个每年观察的模式-其中一个为动态的（包括因变量的延迟），另外两个是非动态的，一个是随机国家效应，另一个是既定国家效应。最后三个模型能够区分短期和长期系数。

为了进行预计和预测，我们选择了每年观察的模式、既定效应以及能够区分短期和长期系数的模型。除因变量、净外国资本、石油贸易平衡以及贸易比率的变化，所有变量都从世界平均值中用偏差进行了计算。因为大部分情况下，世界平均值都应该是零。我们预计的主要结果与经济文献资料一致：

³一份非常有趣的总结性论文是“无数模型，一个故事：全球经济之经常账户不平衡”（Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy），Michele Ca' Zorzi、Alexander Chudik和Alistair Dieppe，全球化和货币政策研究所（The Globalization and Monetary Policy Institute），达拉斯联邦储备银行，2011年十二月，No.100工作报告（www.dallasfed.org/institute/wpapers/2011/0100.pdf）。其他有价值的参考资料还包括“欧洲中部和欧洲东部的经常账户基准”（Current account benchmarks for Central and Eastern Europe），Michele Ca' Zorzi、Alexander Chudik和Alistair Dieppe，欧洲央行工作报告系列，NO 995，2009年一月（www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp995.pdf），“全球不平衡：存款和投资视角”（Global imbalances: a saving and investment perspective），国际货币基金组织世界经济展望，第二章，2005年九月（www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/pdf/chapter2.pdf）；“新兴市场经济体之经常账户平衡预测”（Current Account Balance Estimates for Emerging Market Economies），Leandro Medina、Jordi Prat和Alun Thomas，国际货币基金组织工作报告10/43，2010年二月（www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1043.pdf），以及“经常账户平衡背后之结构性和周期性因素”（Structural and cyclical factors behind current-account balances），Celista Cheung、Davide Furceri和Elena Rusticelli，经济合作与发展组织工作报告No.775，2010年（<http://bit.ly/yj3Xvn>）。此外，对存在结构性顺差和赤字之国家的有趣的案例讨论见之于近期之国际货币基金组织研讨会“对（外部）不平衡的分析”（Analyzing (External) Imbalances）（www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/imbances/index.htm）。

⁴出这些变量之外，有时候会采用虚拟体解释对包括亚洲国家在内的国家之“九十年代危机之后投资比率长期的下降效应”。

- 财政平衡（占GDP百分比）对经常账户平衡显示正面、巨大的长期弹性（0.32）。换言之，我们的结果支持凯恩斯之“双赤字”的解释。
- 人口变量显示的是负号。对老年赡养人口比率（-0.17）和人口增长（-0.57）而言是很大的长期系数，但对年幼抚养人口比率而言其影响力较为有限（-0.02）。
- 外部变量对经常账户的影响是正面的，与贸易比率（0.01）相比，对作为GDP一部分的石油贸易平衡具有更大的相关性（0.15）。具有先验重号（*priori ambiguous sign*）的贸易开放度（贸易往来总额是GDP的一部分）而言，似乎具有正面效应（0.09）。
- 投资比率显示高度的巨大负系数（-0.70），这能够解释亚洲危机以来所观测到的经常账户逆转现象，以及欧元区周边国家的实际修正现象。
- 我们发现还有很多因素是不相关的，至少在我们的模式设定中是不相关的，例如所积累之财富的数量（净外国资产⁵）、金融深化或GDP实际增长追赶效应。

对财政平衡的周期性和结构性成分进行分解

关于实证性面板预测方面的资料比较少，因为理论上不存在对所有国家的普通收入和开支弹性进行预测的理由。因此，我们采用了国际货币基金组织所创制的方法对样本国家的周期性和结构性财政平衡进行分解⁶。按照这种方法，个体国家的弹性被用于财政平衡的税收和开支方面。

为了计算结构性或周期性调整预算平衡，周期性成分被从税收和开支中单独抽取出来。而后，从总计数据中减去这一成分，得到结构性平衡。可以通过调整“实现偏离实际产出之潜在产出效应”的实际税收来实现周期性调整税收，税收弹性确定周期性效应的能力⁷。

⁵净外国资产的影响是不明确的，并根据模型设定而有所变化，也许国家效应吸收了其解释力。

⁶完整的方法论请参阅“何时以及如何进行商业周期之外的调整？结构性财政平衡指南”（When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances），Fabian Bornhorst、Gabriela Dobrescu、Annalisa Fedelino、Jan Gottschalk 和 Taisuke Nakata，国际货币基金组织，技术注释和手册，2011年四月（www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2011/tnm1102.pdf）。

⁷弹性大于一说明产出差距的增加能够引发税收的非比例变化。相同的策略也适用于开支，尽管这种情况下，弹性应该是正值，且接近于零。

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或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。”