

墨西哥

经济展望

2010 年第四季度

经济分析

- 最大程度对外部环境开放的墨西哥继续在家庭消费方面保持更稳定的复苏。
- 通货膨胀在 2010 年上半年下降，并将在下半年增长；但在 2011 年第二季度前，不会对中央银行造成调整利率的压力。
- 尽管中期脆弱性仍然存在，但公共财政首次与经济周期相一致。



目录

1. 概述	3
2. 全球经济风险再评估	5
3. 墨西哥遇上最佳外部环境	7
专题1: 墨西哥外部环境脆弱: 基本面和周期性因素	11
专题2: 公共财政周期首次与经济周期一致	12
4. 等待家庭支出的恢复	15
5. 前景展望	17
专题3: 2010年税收一揽子计划对通货膨胀的影响评估	24
6. 表格	25

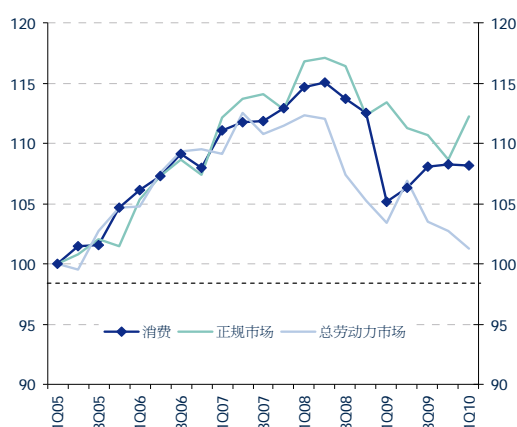
发布日期: 2010年7月28日

1. 概述

受其与美国一体化的推动，墨西哥经济继续复苏。在 2010 年第一季度 GDP 微幅下滑后，受美国需求周期性增长的推动，墨西哥第二季度再次实现以接近 1% 的季增长率增长。在过去几个月内，扩大出口得到保持，总的来说，在主要与外部需求有关的制造活动中，耐用消费品的生产是重点。因此，墨西哥经济行为的典型模式被重复，发展周期由其经济贸易伙伴的周期决定。造成 2010 年接近 4.5% 增长的周期性增长受到资金利用成本、公共和私营部门融资成本以及未遭受远离墨西哥的欧洲盛行的不确定性动荡的机构预期的推动，或至少未停止，正如我们在本季度看到的那样。

欧洲的距离和不确定性以及墨西哥对财政整顿的承诺正在成为一个推动因素。它不仅仅在于对欧洲出口的比重下降这一事实（非石油商品销售额占墨西哥 GDP 的 1%），而且还在于如果说墨西哥的特征，那就是财政确定性，这与市场对欧洲的看法相反。墨西哥具有较低的财政赤字，2009 年不到 GDP 的 3%，2010 年，受年度规则限制以及鉴于对反映在 2009 年衰退期间确定的较高税率中的财政持续性以及支出调整的承诺，赤字将接近 2%。因此，矛盾的是，从中期来看，尽管几年前就出现相反情况，但由于周期性稳定的能力较低，墨西哥经济的两个主要弱点——对单个经济合作伙伴的依赖以及刚性财政政策——在 2010 年成为优点。但这些周期性优点在中期仍然是弱点。首先是因为对美国的过度依赖以及在国内增长源方面没有相当的支撑点，其次是因为仅最低限度改变石油与非石油比例的税率提高并不足以使人忘记支出的顺周期性质或机构决定的失实——通过直接依赖收入或缺乏自动稳定器的国家的参与，这些机构制定一种充满各种免税和特殊待遇的税收体制。总之，财政赤字调整以及个人内部需求的有限压力造成对为墨西哥经济提供资金的外部储蓄的吸引力下降，这是市场平稳的另一个因素。

图 1
工作实际收入和消费，2005 年 3 月=100

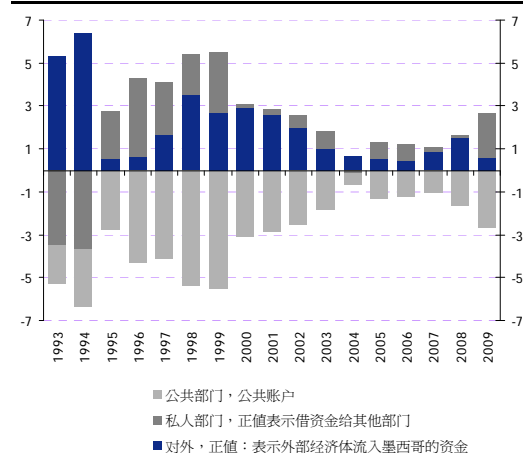


注：经济体内员工总数和 ENOE 总收入，正式市场私营部门就业和 IMSS 相关工人工资。
来源：BBVA Research。

家庭支出随着就业而提高，但受到实际收入的限制。对全球环境最大程度的开放通过就业在国内市场产生了非常积极的影响，对于私营部门正式就业情况，它在 2010 年 6 月已经达到危机前水平，对于 GDP，这种情况直到明年才会出现，这与我们的设想是一致的。这是因为，从支出来看，占 GDP 近 70% 的家庭消费在过去几个季度内停滞不前。我们预计，消费最终将在 2010 年实现近 2% 的年增长，鉴于通货膨胀预期下降，我们甚至还对三个月前的预测进行了小幅上调。但从中期来看，由于实际工资仍较低且由于非正式活动的比重，家庭可支配收入的增长模式仍受到限制，这使得对稳定长期收入预期的合并变得困难，需随着时间规划消费支出。

由于各种易变因素以及国内需求减弱，通货膨胀也出现积极的变化。在今年下半年，通货膨胀预计将增长。近几个月的大惊喜是消费者价格在直接和间接税率和关税增长三个月后在 2010 年第二季度停滞不前。鉴于仍为负值的产品缺口，这是各种有利条件综合作用的结果，包括因较低的成本压力——比索升值、进口商品美元价格下降——以及缺乏大规模需求压力造成各种农产品和畜产品价格急剧下滑以及其他商品的较低增长。我们认为，2010 年下半年将实现逐步增长，不是因为易变的食物价格可能增长（这种情况也可能出现），而是因为 2009 年特别是今年年底价格急剧下滑后的基础效应也要求增长，考虑到不断增长的政府管理价格以及一些服务价格的政策，情况更是如此，特别是在某些地区，服务价格呈现一定水平的市场刚性，推动这些变化上行。总之，对居民消费者物价指数（西班牙语首字母缩写

图 2
部门之间资金流量，GDP %



来源：BBVA Research，数据来自墨西哥银行

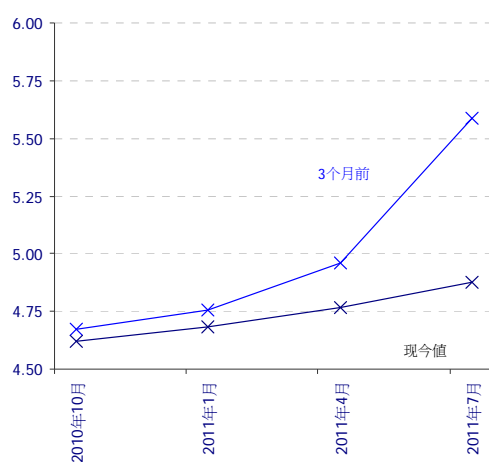
INPC)的年终预期低于三个月前的估计值,2010年上个季度的可预测通货膨胀为5%,恰好位于中央银行目标范围的中点。

中央银行将在2011年第二季度前保持货币停顿,通货膨胀预期不能说明基金利率下降。自中央银行(Banxico)设定通货膨胀目标以来,货币停顿目前更加持久,鉴于通货膨胀将很可能在2010年第三季度和第四季度特别是在整个2011年保持在Banxico设定的范围之下,货币停顿将持续至明年。鉴于接近3.5%的中期预期以及越来越消极的产出缺口——需求压力,目前尚不清楚趋于3%的通货膨胀目标能否在预定期限内实现。另外,正如计算得出的货币条件指数所反映那样,货币条件已经是扩张性的。

墨西哥财政变量在全球市场上的积极变化也反映在比索中,它仍有进一步升值的余地。自2009年第四季度以来,比索保持升值趋势,比其他新兴经济体货币的升值幅度更大,至少其部分原因是,截止当时,鉴于墨西哥邻近危机中心,其相对经济表现也较差。自2010年第二季度发布的比索升值因全球市场的高度易变性以及对美国增长趋势的疑虑而中断,但我们认为,比索在今年下半年的升值余地仍较大。首先,鉴于对更多发达国家宽松货币政策延期的预期,在一个较低风险规避和较高流动性的环境中,投资者对收益的追求将刺激套利策略。其次,在周期性复苏的情况下,国内市场与其他新兴市场的积极差异将继续密切相关,由于墨西哥经济复苏并未出现其经常账户收支恶化,情况更是如此,这将适度增加其赤字差额,这与内部需求的逐步增长以及不断增加的石油收入和汇款流相一致。作为一个额外因素,这对汇率和利率都有影响,墨西哥将在明年10月前被纳入WGBI指数,这已得到承认和考虑。对于墨西哥,我们估计,在过去四个季度内,流入的资本流量约为90亿美元,该数值与预计将流入的资本相比仍有较大差距(合理的粗略估计约为140亿美元),2010年下半年的额外资本流入估计为50-70亿美元。因此,我们认为,收益曲线将继续从外资向该市场流动的强劲恢复中受益。本地机构投资者也将带来更大的需求,他们已在金融危机后开始投资证券。

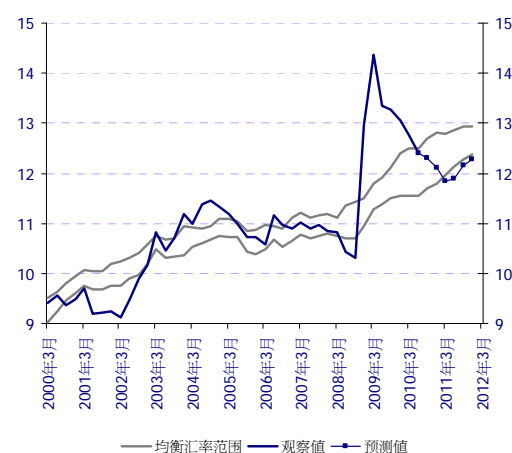
根据我们的估计,近几周观察到的汇率(介于12.50-13.00比索/美元之间)非常接近于我们对长期平衡汇率估计范围的上限。然而,上述当前财政和经济状况可能推动汇率趋向较低范围;也就是说,比索更大幅度升值以及更接近高估区域的水平。我们估计,比索-美元汇率在年底时可能为约12ppd,并在明年上半年围绕该水平波动。在明年年底时,国际货币周期将再次呈现微幅多变量,再加上墨西哥和美国在通货膨胀和生产率方面的差距趋势,这将使汇率再次接近12.5-13.0的区域。

图3
IRS 曲线的隐含资金



来源: BBVA Research, 数据来自 Valmer。隐含资金: 根据 TIIE 和资金之间的平衡差额以及 IRS 曲线的期限溢价调整。

图4
比索对美元汇率



来源: BBVA Research

2. 全球经济风险再评估

欧洲经济增长财政调整的影响将不像通常所认为的那样高。对可信性的积极影响几乎可以抵消因公共需求下降造成的负面影响。相反，其它发达地区不可持续财政地位的中期风险可能被低估了。

金融危机影响欧洲经济的最重要渠道之一就是信心丧失，鉴于许多国家出现的高公共赤字，恢复信心的一个先决条件就是财政稳健政策。欧洲一体化计划正在按照 2010 年初提交给 EC 的计划实施。欧洲的财政一体化需要将重点放在结构方面，但一个积极的因素就是，计划调整非常迅速，且向缩减开支倾斜，这将增强信心，并几乎抵消因公共需求下降而对增长造成的负面影响。因此，只要保持财政一体化的决心，对欧洲经济活动的影响将是有限且暂时性的。另一方面，采取大量财政刺激措施且债务水平增幅与欧洲相同的其它发达经济体在减少赤字且至少稳定债务水平方面的动作相对较慢。这是一个被低估的中期风险，因为经验表明，宽松财政政策对利率的影响是高度非线性的，存在长期利率突然升高以及个人需求被取代的风险；这正是财政刺激一揽子计划所造成的反向效应。

全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现紧张的潜在后果仍然相当大。

源自主权债务担忧的金融风险构成一个反馈环，它以增大市场风险以及耗尽流动资金而结束，特别是在欧洲。但是，第二季度欧洲财政紧张的急剧增长趋势开始减缓（参见图 1）。欧洲应力测试结果的公布对缓解紧张有着积极影响，尽管国与国之间有着明显不同。特别地，它可能成为消除西班牙金融体制不确定性的一个强大推动力，因为其实严格，结果可信，且具有高度信息性。无疑，源自金融市场的欧洲和全球经济面临的风险仍令人担忧。

货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使 Fed 和 ECB 推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了融通性政策。

欧洲的财政紧张以及对美国复苏步伐的不确定性将促使亚洲和拉丁美洲地区的中央银行推迟首次提高利率，并在延长期限内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。尽管两个中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分两个机构，限制 ECB 对通货紧缩风险做出反应的相对能力。另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后，紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲开始聚集，并防止年底南美洲出现可能的压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011 年第二季度前保持利率不变。即使通货膨胀在今年最后几个月内加剧，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀仍然得到良好预测。

图 5
美国和欧盟的金融压力指数*

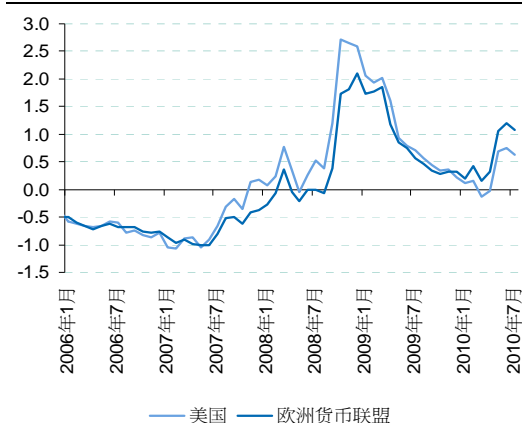
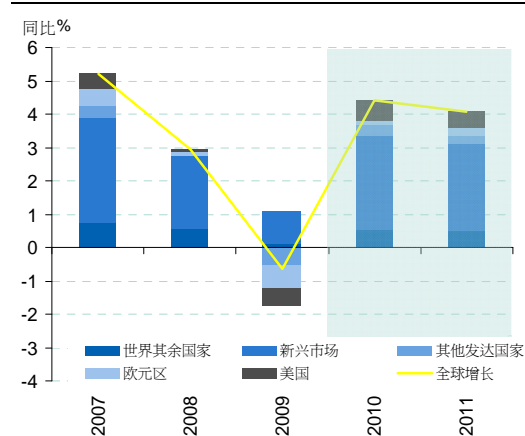


图 6
对全球 GDP 增长的贡献



* 三个信贷市场（主权、企业和金融）财政紧张、流动资金紧张以及利率、外汇和股票市场多变性的综合指标。
来源：BBVA Research

来源：基于国民账目的 BBVA Research 和 IMF

全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。

欧洲金融危机对其它地区的意外影响相对有限。但是，全球经济将放缓（参见图 2）。欧洲财政紧张的严重性将影响信心，抑制 2010 年下半年和 2011 年初的增长。而且，外部需求将不像上半年那样强劲，尽管它将为经济活动提供某些支持。在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓。这表明了作为增长自发推动力的个人需求的局限性。在中国，第二季度减缓 GDP 增长以及降低活动指标是当局采取的控制经济在下半年软着陆的紧缩性措施开始生效的证据。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

尽管在正确方向上采取了一些措施，但必要的全球需求再平衡以及缩小全球不平衡问题仍悬而未决。

中国经济向更多内部需求的中期再平衡调整（特别是消费）已经开始，近期货币灵活性的恢复将有所帮助。需要进行深入改革，以提高消费。其它发达顺差国家也需要进行改革，以提高国内需求，特别是服务行业。另一方面，美国和其它具有大量外部融资的国家需要从消费引领的增长模式转向投资，特别是可贸易产品部门。近期的金融危机展现了对增长所需外国融资的限制。具有高度外部融资需求的经济体非常易受国际财政紧张局势的影响，所造成的汇率突然变动风险动摇了全球金融稳定。

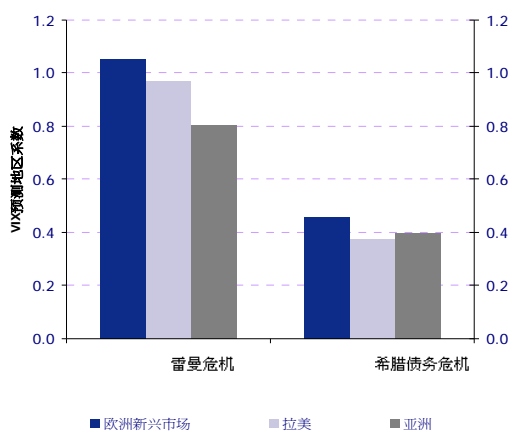
3. 墨西哥遇上最佳外部环境

目前金融市场认为的全球风险平衡较少怀疑美国在欧洲经济和财政不确定的情况下恢复经济的实力。直到 2009 年第三季度，随着风险溢价和金融流量的发展，不确定对美国的周期性复苏的持续性造成了重大影响。从去年末到目前，比欧洲更强烈的美国经济恢复迹象，尤其是鉴于欧洲一些国家的公共赤字快速激烈地恶化而对这些国家的公共债务偿还能力的怀疑已经成为金融市场表现的决定性因素。紧张的情绪一直持续，也影响了欧元区的一些成员国（希腊、葡萄牙、西班牙、意大利）以及东欧的经济体。由于财政危机和其他累积的失衡现象导致的可信的协调措施的缺失，以及高风险溢价可能对脆弱的欧洲经济恢复及其金融系统的影响已成为引起 2010 年上半年金融动荡的关键因素。

在这种情况下，与 2008 年和 2009 年的表现相比，2010 年国内金融变量显示出“积极差别化”。墨西哥市场的表现相对来说比新兴市场的平均水平更喜人。今年出现积极差别化，而上一年为消极差别化的原因是墨西哥经济受到了美国周期的更大的影响。实际上，通过类比，目前对国内金融变量风险的认识是对“雷曼兄弟破产而引起的金融危机开始时察觉到的风险”的一种反映，如同在水池中的映像（鉴于市场的波动性）。在破产事件发生后，随着美国和墨西哥经济的衰退，公共财政的恶化引起了对公共债务以及为国际收支赤字融资的持续性的怀疑，尤其油价的下降加重了这一疑虑。此外，尽管墨西哥一直处于投资级别内并有着稳定的前景，但主要评级机构降低了墨西哥债务的等级。目前的情况刚好相反。

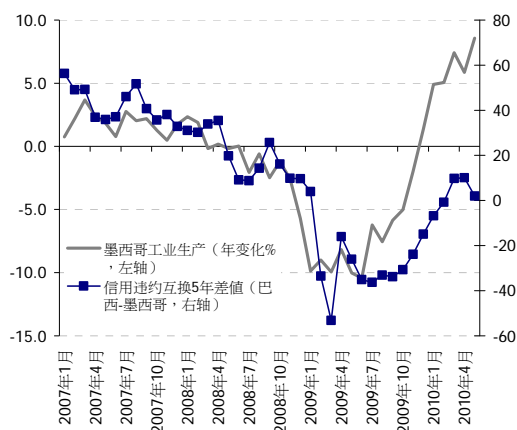
一旦美国和墨西哥的经济开始复苏，由于更为有利的周期环境的出现以及公共账户的重组，墨西哥金融变量中潜在的风险下降。除了因美国需求的恢复引起的更明确的“（经济）周期性感知”之外，还实施了预算调整，以加强公共财政的持续性——提高税收、降低支出。此外，油价的上涨与外部需求的增长为良好的国际收支前景提供支持。当金融危机的影响以及对财政持续性的疑虑主导国际环境之时，墨西哥金融体系的实力以及公共债务的规模和结构令人瞩目。财政风险的重点不在债务或赤字水平，而在于周期和油价负面冲击下的收益结构的不稳定性（如 2008 年和 2009 年出现的情况）。由于极力回避国际投资者的关注，因此墨西哥的金融环境较为平静。

图 7
新兴市场的传染性：全球环境对信用违约互换的影响



注：针对 23 个国家的专家组评估，以 VIX 与地区虚拟变量之间的交互变量对每日信用违约互换作出说明
来源：BBVA Research

图 8
墨西哥经济周期与以 5 年期信用违约互换测定的相对风险之间的关系 巴西—墨西哥



来源：BBVA Research

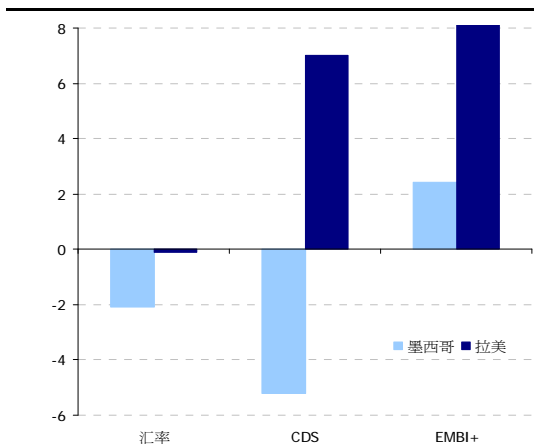
进入国内市场的金融流量再次增长，这与在新兴市场的资产中寻求收益和较低溢价的情况相一致。尽管如此，债务工具的流入量继续保持较高水平。自 2009 年第四季度以来，外资流从 2008 年和 2009 年急剧退出的局面恢复过来。截止至 2010 年初，流入墨西哥货币市场的资本约有 60 亿美元，其相对价值与流入其他新兴市场的资本量相当。尽管如此，墨西哥资产在国际市场上的价格（主要为债务工具和汇率）的表现优于新兴市场的平均水平。这一点可以通过比索的升值趋势、其潜在的不稳定性以及自 2009 年以来 5 年期信用违约互换和 Embi+或 CEMBI 差价的下降得以证实。因此，尽管欧洲的环境引起了动荡，但与同类市场相比，墨西哥市场受到该不确定性的影响较小。

到 2010 年第二季度，由于美国经济恢复中断风险导致出现了高波动性的新情况，这些情况在一定程度上降低了墨西哥的积极差别化；这些情况持续事件较短。美国的经济数据显示就业复苏缓慢。尽管这与我们的预期相一致，但仍低于市场共识的水平，对财政和货币政策刺激作用之外的经济恢复持续性的疑

问也重新浮出水面。但是，总体上并没有证据证明目前环境可能重新将经济周期导向衰退阶段，因为尽管恢复速度缓慢，但就业、国内消费和工业活动一直保持复苏状态。另一方面，尽管经济传染性风险确实存在，但鉴于欧洲经济很脆弱并且对目前正在实施的财政整顿过程存在疑虑，亚洲和拉丁美洲等其他经济地区的增长率表明，2011年美国因外部冲击而导致增长中断的可能性较低。根据我们的预测，2010年和2011年美国的增长率分别为3%和2.5%。

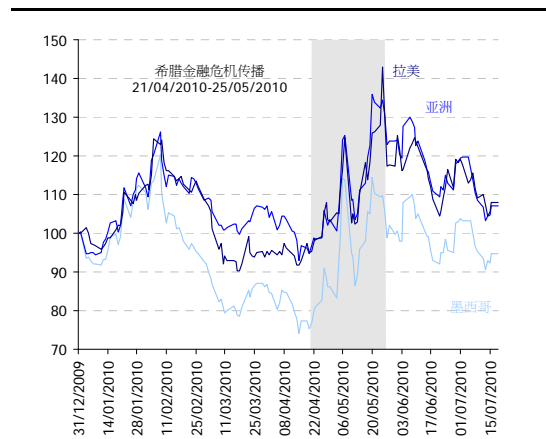
在美国和欧洲同时发生此类经济事件和新闻的情况下，全球市场降低了向较高风险新兴市场的资产流入，资本流也降低了流入率，等待总体形势的明朗化。因此，国内变量暂时中断了其面对其他新兴市场的有利发展，并在市场平均水平范围内波动（2010年第二季度末时市场的波动性增强）。尽管如此，目前美国持续的周期性恢复是主导形势，因此针对墨西哥相对风险的规避较低。金融变量重新获得良好表现。

图9
信用违约互换和汇率，自2009年12月31日以来的变化百分比



注：拉丁美洲简单地看作阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚和秘鲁的平均值
来源：BBVA Research

图10
信用违约互换，2009年12月31日=100



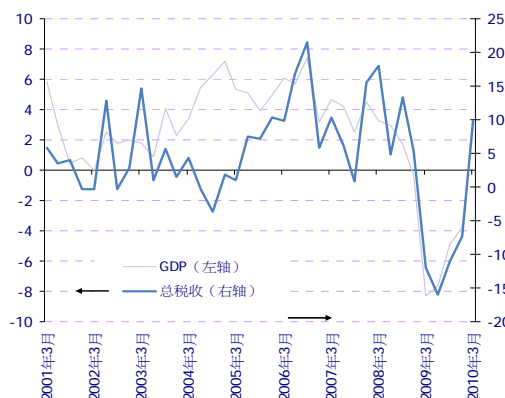
注：拉丁美洲简单地看作阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚和秘鲁的平均值；亚洲包括中国、韩国、菲律宾、印度尼西亚、马来西亚和泰国
来源：BBVA Research

国内金融变量的镜面反映：当对美国周期存在疑虑时相对于其他新兴市场的消极差别化，当关注下降时的积极差别化。墨西哥金融变量受美国经济增长的不确定性的影响。原因很明确，如果美国停止增长，对墨西哥经济在美国刺激作用之外增强内部需求的能力以及公共财政的实力将再次出现新的不确定性。毫无疑问，目前受美国周期影响比受欧洲周期影响更好，因为未来数年内美国经济增长的预期更强。此外，目前较好的周期环境突出了墨西哥的其他积极因素，例如金融体系的实力、较低的公共赤字、以及其受严格的预算规章约束的事实、较低的公共和私有债务水平、平均到期时间日益增加的公共债务结构、得以控制的通胀预期、货币信誉以及推动经济发展改革的挑战。

通过这种方式，经济和金融形态逐渐稳定成型，由此墨西哥不会面临新兴市场平均值之上的额外的风险溢价。此外，主导的风险状况将继续集中在欧洲。因此我们预计，只要财政、经济和金融不确定性继续主导欧洲，新兴市场，特别是墨西哥将从寻求收益的资金流以及对这些资产的较低的风险规避中获益，这将超越外汇稳定性和有利的信贷差价（包括公司）而占据主导优势。鉴于资本利用的成本较低，这一金融状况对墨西哥经济活动具有直接、积极的影响，从而增强了投资项目、活动和就业的盈利能力。

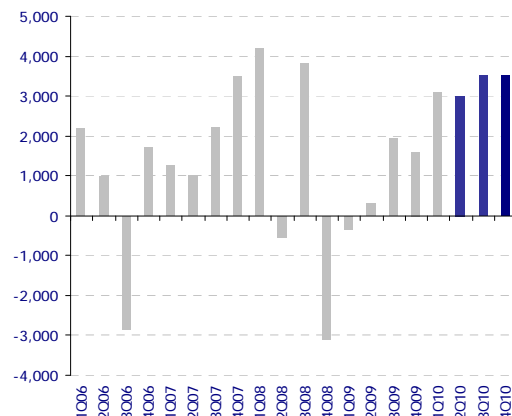
墨西哥目前面临的最重大的金融风险是：1）公共收入来源对宏观经济假设（特别是油价）边际变动的敏感性；2）寻求盈利的事实将导致流入的资本更依赖于发达国家的经济脆弱性，而不是墨西哥的自身实力。这两项并非短期风险，都可通过结构改革解决：即可以是公共收入结构的改革，也可以是那些“证明强大组合投资和直接投资合理”的结构改革，鉴于更大的潜在增长预期）。

图 11
税收收入和 GDP（同比变动百分比）



来源：采用墨西哥央行数据的 BBVA Research

图 12
墨西哥债券市场资本流入（百万美元）



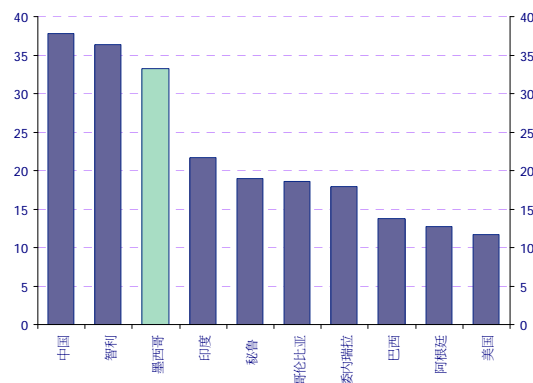
注：截止至 2010 年第二季度的估计值
来源：采用墨西哥央行数据的 BBVA Research

墨西哥距美国近，离欧洲远，具有财政确实性

墨西哥是世界上最开放的经济体之一，其产品和服务出口占 GDP 总量的三分之一。这使得任何全球性事件都对墨西哥的增长表现具有重大影响。此外，墨西哥经济与美国有很高的整合度（美国是其最重要的客户，墨西哥 80% 产品的出口目的地，每年移民汇款来源占墨西哥 GDP 的 2% 到 3%，墨西哥国际游客的 78% 以及外国直接投资的 53% 来自美国），从而使墨西哥的增长周期由其北边的邻国决定。在目前的经济恢复过程中，这相对于其他受欧洲影响较大的新兴地区具有更强的实力，并允许与“受亚洲影响较大的地区和原材料繁荣周期”产生联系。从贸易渠道和直接投资来源两方面看，墨西哥受欧洲的影响均有限。例如，墨西哥非石油出口总量（2009 年占 GDP 的 23%）中 18 pp 销往美国，仅 1 pp 销往欧洲。出口市场地区多样化的不足通常是一项脆弱性因素，成为影响经济恢复（例如当前的恢复）的力量之一。欧盟的外国直接投资进入量略高，每年占总量的四分之一和三分之一，2009 年 GDP 1.6% 的 0.3 pp 流入墨西哥。但是，值得一提的是通过目标地区（相较于来源地区）的活动前景可更大幅度地引导外国直接投资，很难认为墨西哥的增长前景将不再比欧洲国家的前景更具吸引力。

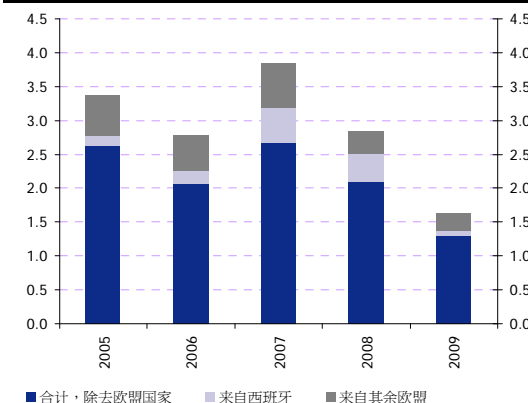
墨西哥远离欧洲经济状况也是市场不确定性的因素。最近数月金融市场的表现从根本上有三类疑虑来源。首先是欧洲一些国家公共债务支付能力的不确定性¹。其次，市场对遵守货币联盟固定汇率的国家的成长能力的疑虑（该联盟同时提出了持续正向通胀扩展，降低了对主要贸易伙伴的价格竞争力）。第三也是最后一方面，市场还对因强大的外部储蓄吸引力而通过国内私有部门实现上一膨胀周期增长的经济体存在疑虑，这与流动资金的可用性和价格相一致（与 2008 年底以来的情况完全不同）。

图 13
产品和服务出口占 GDP 的百分比



来源：BBVA Research

图 14
墨西哥外国直接投资占 GDP 的百分比



来源：BBVA Research

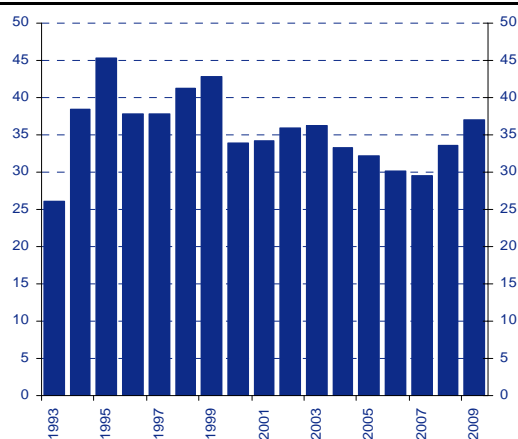
¹ 偿付能力与相同市场上转让给债务的风险溢价直接相关，在预期和现实逆向供给的对弈中（其中后者基于前者构建）。

墨西哥经济不存在这些疑虑，至少在当前美国经济恢复和“油价比 2009 年升高许多”的全球性周期形势中不存在这些疑虑。首先，如果墨西哥财政政策有任何特征，其财政整顿必定是重点承诺。除了更广泛的财政平衡概念（公共部门金融需求，西班牙语首字母为 RFSF）目标预期外，当前的财政规则实现了年度预算平衡（称为传统平衡）。这一规则增强了公共债务的持续性，使其保持在低于 GDP 40% 的水平。实施该承诺的证据是在 2009 年 5 月到 7 月间，H1N1 流感危机之际，公布了一系列削减经常性开支的举措。此外，2010 年预算批准了直接和间接税收增加（增值税永久性增长 1%，2012 年之前所得税率临时增长两个百分点），旨在增加非石油部分的预算收入，非石油部分是墨西哥财政体系中结构较脆弱的部分之一，2010 年将为 2009 年的难题作出应对。

其次，自由浮动的汇率政策提供了吸收外部需求调整的能力（如 2009 年的情况）。因进口成本较高而传递给国内价格形成过程的确具有风险，但最近的经验表明，当与之前比索贬值的情况相比，该传递非常有限。针对由经济需求政策引起的通胀预期的控制旨在以持续一致的方式实现该目标，是保持墨西哥经济预期稳定性的关键因素之一²。

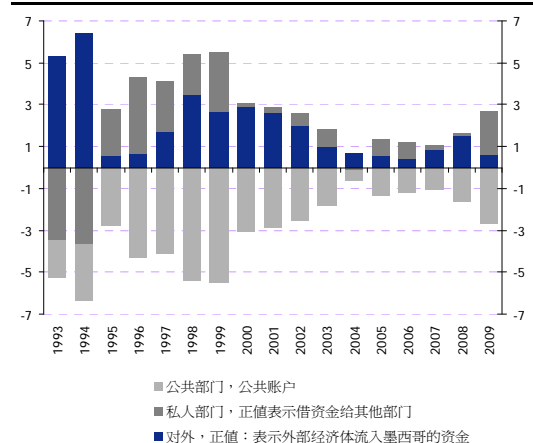
第三，私有部门的融资需求并非风险因素，准确地说与 20 世纪 90 年代中期危机时的情况相反。如果，当时外国储蓄（当前账户余额为负）必须满足公共和私有部门的融资需求直至达到与已确定的汇率不相容的水平，现在私有部门与对外部门则将是公共部门融资的供应者。私有部门的债权人地位和有限的外部赤字与重大衰退活动时（例如 2009 年）的情况相一致。2010 年及以后，随着经济活动的增强和支出的增加，从私有部门流入和公共部门的资金流应逐步减少。反过来，对公共赤字的控制应加大对外部储蓄吸引力的限制，这反而表明了国内私有需求的温和恢复。

图 15
公共债务（SHRFSP，占 GDP 的百分比）



来源：BBVA Research

图 16
部门之间的资金流，占 GDP 的百分比



来源：BBVA Research

² 采用在延期和变量上不同规格的 VAR 模型计量经济学工具，能够带来非常稳健的结果——可极大地降低从汇率到通胀的流量（如 20 世纪 90 年代后半部分以及今年年初和最近数年本来能够出现的情况）。该统计数据与墨西哥价格形成过程体制的变化相一致，因此对通胀预期的控制有助于提升比索贬值的阈值，在此基础上参与者对经济的预期稳定性失去了信心。

专题 1：墨西哥外部环境脆弱：基本面和周期性因素

一个经济体的外部脆弱性被认为是在国际市场上融资时遭遇紧张的较高或较低可能性，它可帮助解释这些相同市场在具体时期呈现出的差异。如果没有消除手段和国家之间任何程度差异的普遍风险规避，则对于新兴经济体来说尤其如此，在雷曼兄弟公司倒闭的案例中既是这种情况。

如果对外部动荡较高/较低程度的抵抗能力反映在与较高/较低国家风险酬金的正/负差异上（与 IMF 一致，2010 年），为了分析墨西哥经济的外部脆弱性程度，根据 2003 年至 2009 年的季度数据，计算外部脆弱性指标（西班牙语首字母缩写为 IVE），墨西哥经济在该时期全面进入资本市场并进行投资评级（BBB-，S&P，2002 年 2 月）。

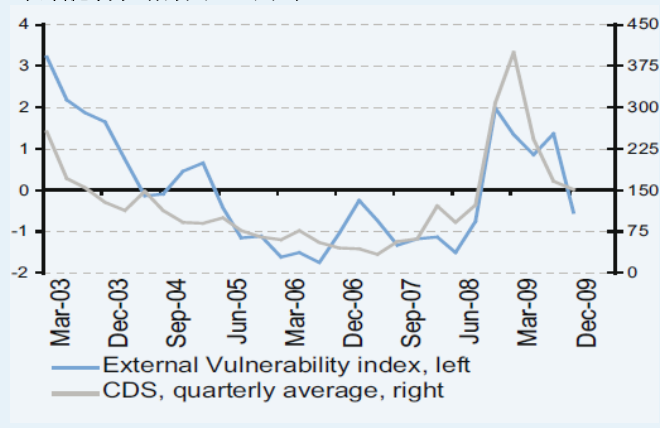
估计指标包含代表与外部融资紧张有关的经济实力的变量：i) 短期外债（准备金%），ii) 出口增长（年%），iii) 经常账户余额（GDP %），iv) 外债（GDP %），和 v) 财政收支（GDP %）。第一和第四个变量与脆弱性直接相关；其余则相反。

包括哪些变量的问题以及衡量这些变量的方法并非是封闭性的。我们已经考虑了减少通常出现在对该问题研究中的变量数量，特别是衡量尽可能少的变量。为此，我们获得五个标准化变量中的第一个主要元素——解释其大部分总体差异并因此成为脆弱性程度或风险的一个良好近似的线性组合。如图所示，墨西哥在 2008 年中期前成功地大幅降低了其脆弱性程度，此时指标出现逆转趋势。这是由于出口表现欠佳造成的——指标最具周期性和最少特异性的变量。另外，在指标弱化的同时，国家风险酬金（五年 CDs）出现反弹。然而，从 2009 年 3 月开始，当经济开始复苏时，外部脆弱性指标再

次下降，而主权风险酬金下降更迅速，更剧烈。2009 年 4 月，墨西哥从 IMF 获得 470 亿美元的新不可预见费用贷款——灵活信贷额度。

总的来说，由于涉及资本的成本较低，在很大程度上与外部融资限制有关的基本面较低程度的脆弱性有利于复苏。同时，从相反意义上来说，这种关系还出现在从周期性发展到基本面的偿付能力上，而外部需求是衡量经济脆弱性程度的一个重要因素。

图 17
外部脆弱性指标和墨西哥 CDS



来源：BBVA Research

专题 2：公共财政周期首次与经济周期一致

近期全球金融危机的负面效应不仅限于其对财政变量和国内经济活动的影响。它还造成财政收入的大幅下降。联邦公共部门收入下降基本上可归因于三个因素：油价突然下跌、石油生产下滑以及与经济活动密切相关的税收下降，特别是 VAT 和所得税（ISR）的征收，其次是除 Pemex 外的其他国有企业或机构的收入。然而，值得强调的是，尽管存在这种情况，但在衰退周期内，财政政策首次出现反周期性，支出保持上升趋势，这缓解了危机的影响。

与 1995 年情况的比较非常有趣。在这个以 1994 年 12 月开始的危机为标志的时期，墨西哥政府被迫实施一项严格的财政调整计划，这意味着要增加税收并大幅削减支出。相比之下，在 2009 年，即使政府预算收入萎缩幅度与 1995 年相似，但在很大程度上由于对赤字和国债进行负责任的管理，支出呈现上升趋势。在过去几年内，削减债务以及债务重组（内部转外部）也至关重要，这降低了公共财政对金融动荡的风险。这样，政府就能承担使其在衰退时能够随意增加支出的财政赤字，防止总体需求出现更大范围的萎缩。

为保持支出增长而承担的赤字表示退出《联邦预算和财政责任法》确定的平衡公共财政规则，这意味着零余平衡（相当于正基本平衡），因此，以 GDP 百分比表示的债务有所增长。即使公共部门债务以并不非常脆弱的内部和外部债务之间的临时结构和平衡保持在合理水平（2009 年占 GDP 的 35.5%）¹，标准普尔和惠誉评级机构仍将墨西哥的主权债务等级从 BBB+ 降为 BBB，仍高于投资等级两级。与类似特点的国家相比，造成这一调整的因素包括对石油平台的不确定性、短期面临新外部动荡的机动空间减小以及墨西哥经济缺乏活力的增长。由于意识到危机突出了公共财政结构的一些弱点，墨西哥政府在《2010 年联邦收入预算》中决定增加某些税收，以提高与石油无关财政收入的比重。一般 VAT 税率永久性增长 1 个百分点（从 15% 增至 16%），所得税（ISR）暂时增长 2 个百分点（在 2012 年，从 28% 增至 30%，在 2013 年降至 29%，2014 年降至 28%）。其他税收也有所增长，如保证金税（IDE），它试图对非财政现金交易征税，燃料补贴也被降低，特别是汽油和柴油，它们将按月调整，以与国际基准价格保持一致。这些措施以及等级下降有助于修正两个评级机构对墨西哥债务的展望，在消除对未来等级不确定性的过程中，两个机构将其展望从“消极”变为“稳定”。

在本插页，我们简要概述了近期公共部门财政的变化情况及其平衡。首先，我们将分析收入、支出、平衡和债务的表现。然后，我们将解释并分析结构性预算平衡的构建，它提供了对政府财政措施的更准确了解。

增长和提高税收造成较低的财政赤字

根据整个 5 月的初步数据，在 2010 年，预算收入在累计实际年增长方面上升 1%，考虑到税率提高，这一数字可能显得较低，但这可归因于 2009 年 4 月的情况：受中央银行营业盈余（950 亿比索，临时性收入）的推动，非税收非石油收入增长 311%。然而，经常性石油收入和税收的表现非常积极。

受石油生产稳定和较高油价的推动（与 2009 年同期相比，2010 年为 71.9 美元/桶，而 2009 年为 39.5 美元/桶），到目前为止，石油收入实际增长了 15.3%。石油收入增长与联邦政府的收入增长一致，其在今年的收入额实际增长了 55.5%，在特别重要的领域，普通碳氢化合物关税增长了 104.4%。同

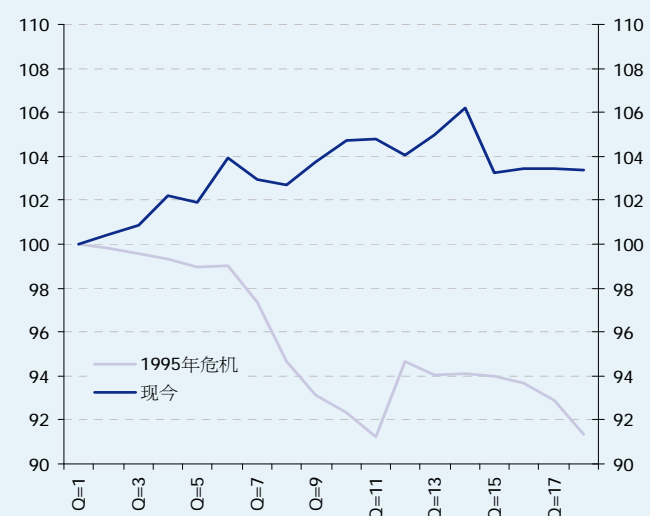
时，从 1 月至 5 月，受较高 VAT 和 ISR 税率以及经济活动较高活力的推动，税收实际增长了 12.8%。前面提到的两种税收占总税收的 83.5%，其征收水平在去年分别增长了 17.6% 和 23.1%。非石油国有企业和机构的收入也开始恢复，年同比增长 0.5%，这与经济活动密切相关。鉴于其收入在很大程度上取决于其工人的费用和报酬，预计随着经济周期的改善，收入恢复将加快。从这个意义上来说，财政收入近期变化最值得注意的，是与前一年相比实际增长仅 1%，主要经常性收入来源正在大规模复苏，如石油和税收。与前一年相比，收入实际增长 10.3%（根据中央银行在 2009 年 4 月 950 亿比索的营业盈余进行调整）。

图 18
危机期间预算收入，指数，100=Q1（衰退开始），累计 12 个月流量



来源：BBVA Research，数据来自 SHCP（财政部）

图 19
危机期间预算支出，指数，100=Q1（衰退开始），累计 12 个月流量



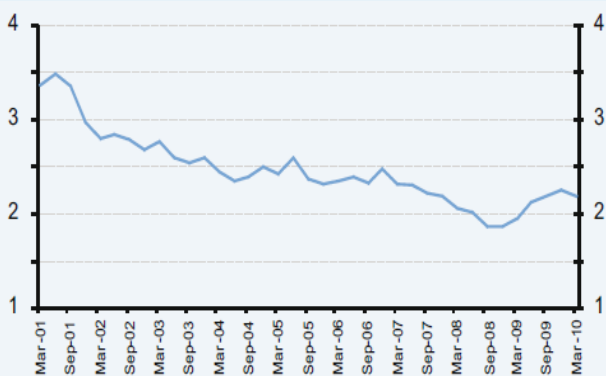
来源：BBVA Research，数据来自 SHCP（财政部）

与收入增长趋势相比，在为缓解衰退影响而实施的反周期性财政政策造成 2009 年增长 2.4% 后，预算支出在 2010 年增长较慢（0.4%）。然而，在这一方面，由于联邦政府预算转移支出增长了 17.9%，占总支出的 16.4%，非计划支出快速增长。这种高增长是由于联邦政府税收贡献增大造成的²。

鉴于因 2009 年出现的超前支出以及在今年经济复苏中政府采取的反周期性财政措施造成其主要成分经常性支出和投资分别萎缩 0.4% 和 8.8%，计划支出下降了 2.2%。

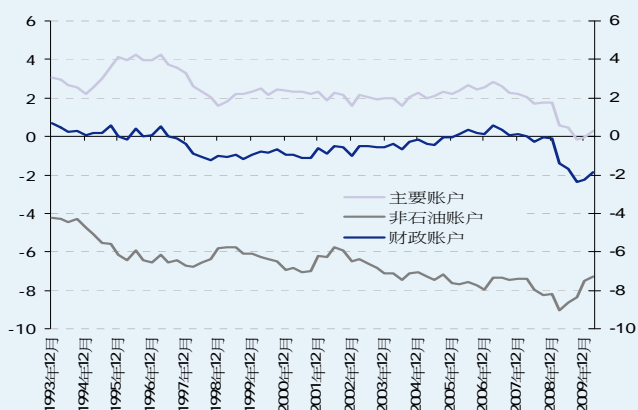
在 2009 年，公共部门预算赤字占 GDP 的 2.3%，而考虑到代表政府的机构（银行储蓄保护协会，IPAB）的非预算平衡和财政需求，Pidiregas（支出登记机构的延期投资项目，发展银行）的综合公共部门赤字（公共部门财政需求，RFSP）在 2009 年总计占 GDP 的 2.6%。这造成公共部门总扩大债务（公共部门财政需求的历史平衡，SHRFSP）从 2008 年占 GDP 的 34.2% 增至 35.5%。随着比索外债额的增长，比索贬值也造成债务增长。RFSP 内债和外债在 2009 年底的比例分别为 73% 和 27%。

图 20
公共部门预算的财务成本（四个季度移动总和，GDP %）



来源：BBVA Research，数据来自 SHCP（财政部）

图 21
初级、预算和非石油预算平衡（四个季度移动总和，GDP %）



来源：BBVA Research，数据来自 SHCP（财政部）

今年第一季度，预算平衡盈余 253 亿比索。综合非预算平衡以及代表政府的机构的需求，仅占 GDP 0.1% 的综合赤字

（RFSP）目标达成。这使得 SHRFSP 从 2009 年第三季度最高水平的 35.9% 降至 34.2%，是连续第二季度下降。

周期对预算平衡影响的调整

因此，政府似乎正在迅速回归平衡公共财政之路，这有助于继续前一年国债的下降趋势。然而，鉴于财政政策的本质，受经济周期在收入和支出方面的影响，此处谈到的数字可能有偏颇。为纠正偏颇，必须计算公共部门结构平衡（BESP）。BESP 是对根据经济周期和其他外部因素的影响而调整的财政平衡的估计，如石油和其他商品的价格周期，它们影响财政支出和收入的变化。平衡可用作财政政策的一个指标，使得当平衡提高时（如果赤字下降），我们可提出旨在进行财政整顿的预算政策。关于经济周期，BESP 使我们能够确定政府的财政措施是否扩大了经济周期的影响，也就是说，它是否是顺周期性的，或倾向于缓解影响，即是反周期性的。在这个意义上，据称，当其变化方向与经济产出缺口的变化方向相反时，BESP 是顺周期性的，而当 BESP 和产出缺口的变化方向相同时，预算政策是反周期性的。了解财政政策的顺周期性或反周期性本质，从而了解经济在危机期间的机动空间以及中期公共财政的持续性，这非常重要。

为了计算 BESP，我们利用公共财政研究中心（CEFP）³ 采用的近似法，它基于 Burnside 和 Meschryachova⁴ 的工作。该方法在于通过对与 GDP 周期高度相关的收入和支出项目的调整而将预算平衡分解为其周期性和结构性成分。另外，鉴于墨西哥约三分之一的公共部门预算收入来自石油部门，该收入也根据国际油价周期进行了调整。

为进行计算，第一步是对墨西哥的 GDP 走势以及其周期性态势⁵ 和产出缺口进行衡量。第二步是选择收入和支出中与经济活动变化高度相关且将进行调整的项目。在该应用中，我们使用 CEFP⁶ 所考虑的项目。在收入方面，存在 VAT、ISR、进口税、非石油国有企业收入（即墨西哥社会保障协会，IMSS）；在支出方面，只有提供给州政府的预算支出⁷ 才进行调整。

第三步是将所有选择的系列收入、支出和国际油价基准分解为其经常性和结构性成分，其方式与 GDP 相同。

然后，根据 GDP 的周期性成分以及与国际油价周期性成分对比的石油收入周期性成分，计算所选非石油项目周期性成分的弹性。利用普通最小平方法，根据下列公式进行估计：

$$x_t^c = e y_t^c + u_t$$

其中， x_t^c 是收入或支出项目的周期性成分， y_t^c 是收入的周期性成分（在石油收入调整的情况下，它是原油价格的周期性成分）， e 是估计收入弹性。表 1 是计算所得弹性。

最后，根据下列公式对每个所选项目进行调整，使其与其周期性成分分离：

$$x_t^s = x_t (e y_t^c)$$

其中， x_t^s 是每个调整项目的结构性成分， x_t 是待调整项目的数据， $(e y_t^c)$ 是与收入周期性成分对应弹性的乘积。石油收入以相同方式进行调整，但用油价周期性成分替代 GDP 周期性成分。因此，最终通过下列公式计算 BESP：

$$BESP = (I_T - G_T) - (\Sigma X - X^s_{G_T})$$

其中，右侧第一个项目是正常计算的 BESP，右侧项目是减去调整支出项目后调整收入项目的和。这样，就消除了预算平衡的周期性成分，从而只留下结构性成分。

尽管有限，但具有机动空间的财政政策

在考察 BESP 和以 GDP 百分比表示的预算平衡的年度变化及其与产出缺口的关系时，可得出下列结论：i) 至少到 2008 年，BESP 和预算平衡之间的差距大大缩小，这表明收入和支出自动稳定器的范围有限，墨西哥财政政策周期性调整的能力较小，甚至考虑到产出缺口的高度易变性，情况更是如此；ii) 作为其直接结果，可看出墨西哥公共财政的顺周期性特征。在 1995 年危机期间，政府被迫实施突然调整，在经济衰退时将 VAT 税率从 10% 提高到 15%，这一措施显然是顺周期性的。在 1997-2003 年期间，BESP 发布了缓慢趋于均衡水平的赤字，均衡水平恰好在产出缺口为负且再次呈现公共财政的顺周期性质的最后一年实现。在 2006-2009 年期间，BESP 发布了在正产出缺口阶段的小规模赤字；然而，在 2009 年，即使产出缺口急剧下降，公共财政呈现非常消极的可能后果，BESP 仍为负值。尽管收入急剧下滑，但预算支出仍继续增长，从而缓解了危机的影响，这是墨西哥历史上首次采取顺周期性财政政策。即使在 2009 年 BESP 大于预算平衡，也就是说，反周期性影响呈现，但鉴于未经修正的传统赤字措施效果减弱，它并未达到预期规模。

图 21
电力收入以及预算账户各个组成部分价格

	电力	T 测试值
增值税	1.07	3.64
收入税	2.30	7.38
进口	3.57	11.05
企业和组织参与者	0.82	4.20
石油收入	1.80	6.16
	0.40	12.60

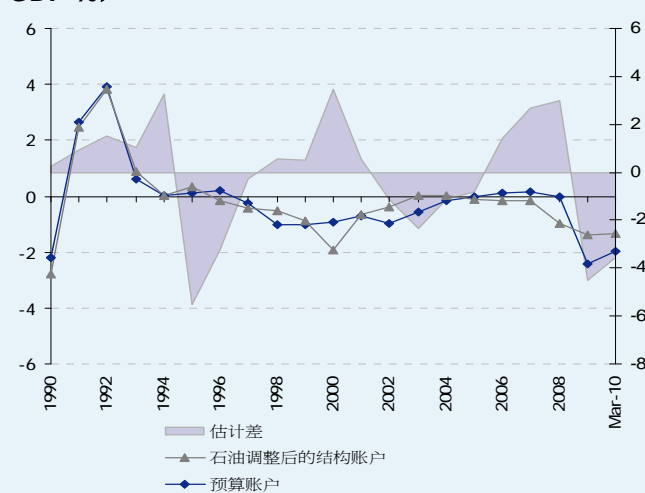
*电力vs.WTI价格周期

来源：BBVA Research，数据来自 SHCP（财政部）

在渡过危机高峰期后，政府就能够做出改变，进行财政整顿，重新确立预算平衡。考虑到经济正处于恢复阶段，这些反周期性整顿措施也证明适合经济发展势头。总之，过去两年的财政措施在试图稳定经济周期方面是适合的。然而，还应强调的是，如果在短期内出现另一次衰退，则鉴于财政机动空间的缩小，很可能不会再次实施同等规模的反周期性政策。例如，公共部门预算的财政成本遏制了其在 2008 年第四季度的下滑趋势，在 2009 年呈现大幅增长，并在当年第四季度达到 GDP 的 2.2%（与 2008 年第三季度达到 GDP 1.9% 的最低水平相比）。而且，不应忘记的是，三分之一的财政收入与石油有关，由于只消除了其周期性成分，此类资源有助于提高 BESP，因此，石油过剩“趋势”继续保持，总的来说，这最终取决于外部因素，如石油生产水平和油价变化。所有这些均假设存在墨西哥国债评级报告中反复出现的潜在脆弱性。

因此，在基本增长和就业方面，鉴于国家主权债务等级，转向可在经济扩张期间产生大规模储蓄的财政政策（除现有机制外，如石油稳定基金），这是非常重要的，从而能够以较低成本缓解危机的影响。

图 22
初级、预算和非石油预算平衡（四个季度移动总额，GDP %）



来源：BBVA Research，数据来自 SHCP（财政部）

4. 等待家庭支出的恢复

即使经济在去年第三季度开始复苏，总体需求的成分仍呈现动态不平衡性：具有明显活力的出口部门与几乎没有提高的国内需求特别是消费方面的对比。基于以前衰退事件后对需求成分调整的经验，如在2009年，个人消费的调整稍微有些滞后，而个人投资的调整对实际资本成本和经济活动预期特别敏感。因此，例如在1995年，虽然在9个季度后GDP恢复至危机前水平，但个人消费恢复至以前水平用了13个季度，投资用了9个季度。在该事件中，鉴于墨西哥近期加入《北美自由贸易协议》（NAFTA）以及比索对美元进一步贬值，经济活动的增长在很大程度上是由出口推动的（出口的名义值在两年内增至三倍）。

当前周期在GDP下降的幅度方面与其他周期具有类似性，但也有明显不同。目前，造成衰退的调整来自国外，尽管处于复苏阶段，但墨西哥仍最大程度对外部环境开放，出口恢复将不像当时那样强劲，内部推动力缺乏活力。

在谈到内部推动力时，我们将重点放在个人消费上，它占经济总支出的近70%。在过去6个月内（2009年第四季度和2010年第一季度），即使在今年前三个季度对比呈现出一定的衰退，该成分实际上仍停滞不前，关于当前情况的最新指标，如零售额，均没有呈现强劲复苏迹象。家庭消费者支出与家庭永久性可支配收入呈现一致发展，这是其经常性可支配收入与目前对未来预期的结果。该收入最重要的成分是在实际工资（或通常的小时工资，不管是否付给薪水）和就业方面来自劳动市场的收入，它们是了解消费者支出有限影响的关键因素。

图 23
就业工人总数的工作实际收入和消费，2005年3月=100

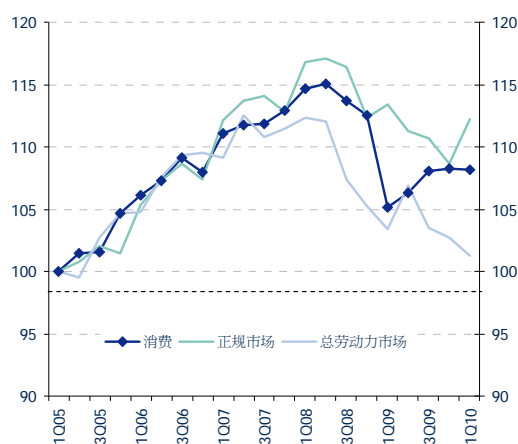
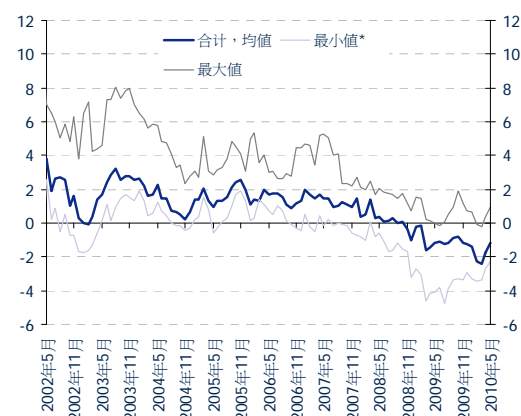


图 24
私营部门实际工资（年同比变化%）



注：经济体员工总数和 ENOE 总收入，正式市场私营部门就业和 IMSS 相关工人工资。
来源：BBVA Research

*由于其高度多变性以及周期方面的无关紧要，农业和采矿业以及弹性部门不包括在内。
来源：BBVA Research 和 IMSS 数据

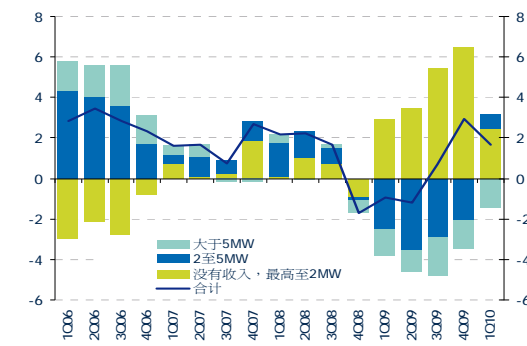
就业和实际工作收入使得经济体的工作总收入水平（西班牙语缩写ITT）在2010年初不高于2005年水平³。在2008年中期保持增长趋势后，正式就业水平的工作收入以及其他就业收入被纳入进来，这是趋向缓和的一个重要趋势，它被转变成个人消费的活力。因此，该变量仍远未达到衰退开始前的水平，并预计2010年将适度增长。无论如何，在最近正式私营部门的ITT（就业总收入）周期性阶段，它引起对个人消费情况与墨西哥总体经济关系如何更密切的关注。

由于实际工资的变化以及最近就业机会下降，特别是工资较高的就业，个人消费停滞不前。根据即将从 ENOE（《国家工作和就业调查》的西班牙语缩写）得到的ITT信息，我们可以得出结论，对于整个经济来说，工作收入的相对恶化是由于较低就业增长（尽管已恢复至危机前水平）特别是人均收入下降（较低水平的新就业工资结构以及与名义工资相比较高的通货膨胀增长的结果）造成的。因此，以IMSS提供的正式私营部门雇佣劳动者的数据为参考，与一年前水平相比，各部门实际工资继续萎缩（采矿、电力和水行业例外，鉴于构成这些行业大多数分支的垄断性质以及其较低的生产率，当前周期态势并未对这些部门活动造成影响）。实际上，自2008年中期以来，私营部门正式职工的平均工资保持下降趋势，并在实际上呈现年对比负增长。这种变化普遍存在于经济各部门，在建筑和零售贸易等行业尤其剧烈。

³尽管没有长期且值得信赖的可用收入，但作为我们所称的经济体工作总收入（ITT）的一个代表性变量，它非常有用，该变量将就业的动态变化（总体：私营、公共、自主创业等）与临时获得的实际收入结合起来。

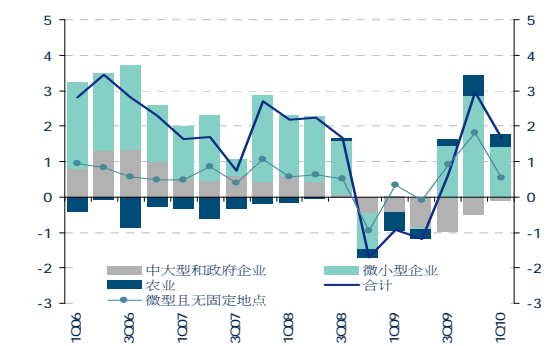
总就业机会的适度增长表明在开始复苏时创造就业的低姿态。在对ITT（就业总收入）其他成分的调查中，即总就业及其特征，我们发现一种到目前仍不太令人鼓舞的情况。因此，如果自2008年夏季以来经济体正式私营部门总就业的持续恢复是真实的，则总就业在2009年第二季度就开始增长，尽管在2010年第一季度，它又下降了2%，这反映了非正式部门就业的反周期性质。而且，在收入水平方面，就业改善集中在具有两倍最低工资或更少报酬的工作上（自2005年以来，具有一倍最低工资或更少报酬的工作数量是最多的）。从就业范围来看，即使小型和微型公司始终是获得就业的基本要素，但在开始复苏时，微型企业特别是那些报告“无设施”的企业尤其密切相关。还应注意的是，由于其特征而未向其员工提供卫生服务的经济单位，其就业参与也意义重大。因此，（在经济体内总体就业的4300万工人中，）2800万工人未享受健康福利。在这种情况下，家庭部门提供的就业尤其呈现动态变化。非正式部门创造的就业就属于这一类，如国内工人和温饱型农业。整体来看，这些单位产生的就业代表了经济复苏开始时创造的大多数新就业机会。

图 25
按收入水平的就业情况
(年同比变化%和贡献)



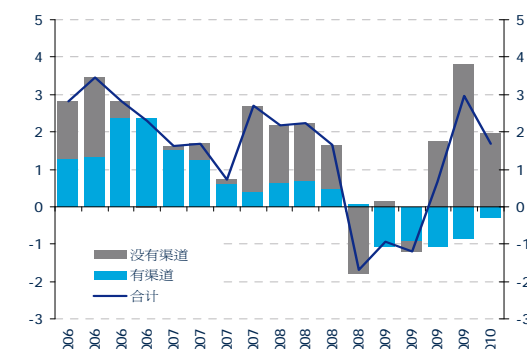
来源: BBVA Research, 数据来自 INEGI

图 26
按经济单位范围和规模的就业情况 (年同比变化%和贡献)



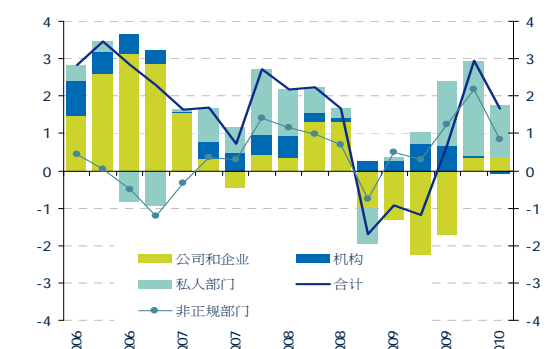
来源: BBVA Research, 数据来自 INEGI

图 27
按卫生服务的就业情况
(年同比变化%和贡献)



来源: BBVA Research, 数据来自 INEGI

图 28
按经济单位类型的就业情况
(年同比变化%和贡献)



来源: BBVA Research, 数据来自 INEGI

截止目前的外部需求保持和对通货膨胀低于预期的展望将是消费恢复的关键。墨西哥与外部周期的密切联系为未来几个季度的复苏提供了积极的信号。出口部门正成为经济复苏的触发因素。对美国家庭消费的最佳展望（已开始实现）将成为正在复苏的民族工业以及创造更多更好就业机会的因素之一。其他关键因素有更加有利的通货膨胀情况，它意味着将提高实际工资水平。因此，我们认为，ITT（工作总收入）的成分将得到积极改善，进而将提高2010年的消费以及国内需求。然而，应承认的是，今年个人消费将以相对适中的速率增长——1.9%。如果关于经济能力的结构改革得到实施，我们将会看到对更多生产部门就业的更高效调整以及对通货膨胀下降的阻力减小，这将为家庭带来更高的可支配收入，并对2011年产生积极影响。

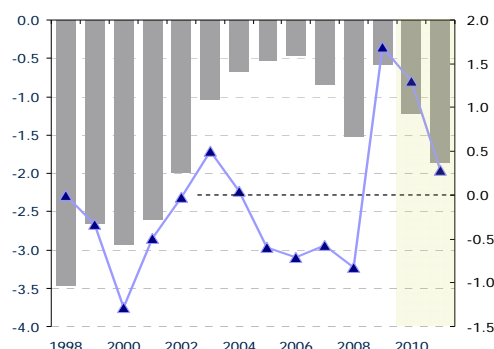
5. 前景展望

美国周期影响下的活动

在今年第一季度期间，由于私人消费的意外下降、制造活动的减缓以及与季节性变量调整有关的不稳定行为，GDP 数据出现意外的下降趋势（季度变化率比 0.5 的估计值(-)0.3%）。今年最初几个月内，私人消费出现意外的季度下降（-0.1%）；相反，国内需求和投资的其他私人成分则出现回升（环比 0.9%），这是六个季度下降后的首个积极数据，另外也是自 2007 年以来该变量出现的最大季度变化。这些因素相结合，再加上经济中库存量的持续增长，使私人需求对季度增长（0.7 pts）产生积极作用（尽管出现下降）。公共需求成分已连续第二个季度出现增长下降，鉴于 2009 年以来其反周期的发展、有关预算执行的最新数据以及公布的措施，该趋势将会持续。最后，在第一季度，产品和服务的出口价值比上年同一时期大约高 24%（季度增长率为 7%），年度增长仅与 1995 年危机末时相近。与积极的出口数据形成对比的是，内部增长源所需的产品和服务较少，与上一季度相比进口仅增长 3.5%。

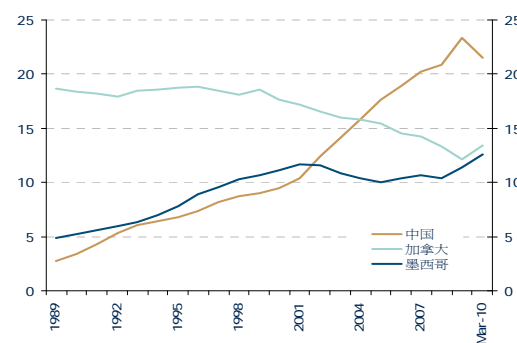
到目前为止，外部需求部门的进展与预期一致，对增长产生了积极的作用，这一趋势将在今年剩余时间内得以持续。对于外部需求，鉴于国内支出恢复有限，2010 年将同时出现两种情况：一些出口将快速恢复（从整年来看，我们估计增长率约为 21%），同时一些进口将略有增长。因此，净出口会对墨西哥贸易差额的增长产生积极作用。在此意义上，值得一提的是，在油价方面，墨西哥将从出口平台的扩大以及混合油价格的提升中获益。制造业出口反过来会刺激美国的消费者支出。到今年第一季度，墨西哥向美国的制造业出口从美国三大外部制造供应商中获益最大。

图 29
国际收支经常性账户以及对净出口增长的贡献（占 GDP 的百分比和 ppts）



来源：BBVA Research

图 30
美国制造业进口（按原产国分类）（占总量的百分比）



来源：BBVA Research

尽管到目前为止内外需求存在不均衡，但我们仍认为，除了出口推动经济恢复之外，国内需求也将出现回升，消费和投资率将上升。为预测消费的发展，我们考虑了整体就业、实际工资以及短期利率的预期动态。值得一提的是，与 1995 年的危机不同，在最近的形势中，正式就业表现出了强大的抗降力。即使可以评估整体就业中的职位质量，但的确需要通过就业人群观察恢复状况，我们认为这在未来几个季度内将得以持续。反过来，尽管名义工资的预期发展有较少变动，但相较于了解到今年第二季度发展情况之前的预期，通胀前景实际上使就业人群的购买力表现比之前预期的更好。此外，货币利率的稳定性（至少持续到 2011 年 4 月以及一些长期利率）将有利于消费融资成本，因此它不会成为需求的另一限制因素。总之，我们估计在年度变化方面，家庭消费支出将从 2009 年的下降 6.2% 到 2010 年的上升 1.9%，比三个月前的预期高 0.6 个百分点。

对国内需求有重大影响的另一成分—私人消费将开始反映出资本利用实际成本下降的积极效果，公司市场融资差价的下降以及周期恢复前景的增强也预示了这一点。

换个角度来说，我们认为 2010 年国内需求的公共成分与上一年相比将朝相反方向发展。2009 年第一次实施了抵制衰退负面影响的反周期财政政策。因此，与私有需求成分不同的是，政府支出及其投资为 2009 年的增长贡献了 0.8 个点，最终使衰退降低到 6.5 个百分点。但是，在 2010 年，根据周期恢复状况，公共支出成分将作出缓慢下降的调整（自上一年最后一个季度以来一直进行类似调整）。

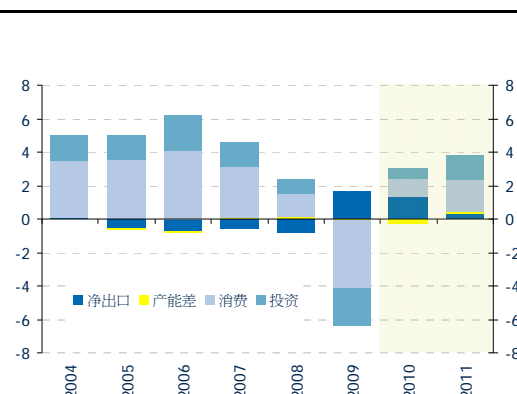
主要由于第一季度出现了意外的负面形势，我们的中心预期考虑将之前针对 2010 年的 5% 的估计值略下调至目前的 4.5%。基于本章以及上一章的表述，上述预期将以国内需求的恢复过程为准并为墨西哥在外部周期的扩张阶段积累资本。

表 2
基准预测，墨西哥

	2007	2008	2009	2010	2011
GDP	3.3	1.5	-6.6	4.5	3.7
Consumption	3.9	1.7	-5.1	1.3	2.4
Private	4.0	1.9	-6.2	1.9	2.6
Public	3.1	0.9	2.3	-1.7	0.9
Investment	6.7	3.9	-9.9	3.1	6.7
Private	5.9	2.9	-15.3	5.3	9.3
Public	9.8	7.9	10.8	-3.4	-1.5
Exports	5.7	0.7	-15.1	21.3	8.0
Imports	7.1	3.1	-18.5	15.3	7.0
Employment (% avg.)	4.2	2.0	-3.1	2.8	3.9
Unemployment (% EAP)	3.7	4.0	5.5	5.0	4.2
Inflation (eop)	3.8	6.5	3.6	5.2	3.7
Funding (eop)	7.5	8.3	4.5	4.5	6.0
Exchange rate (eop)	10.9	13.4	12.9	12.0	12.3

来源: BBVA Research

图 31
墨西哥 GDP: 成分 (变动和贡献百分比)



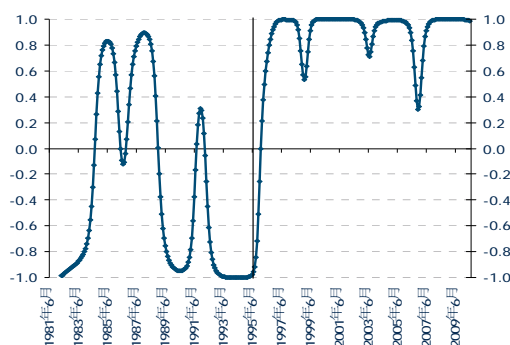
来源: BBVA Research

墨西哥经济与美国经济的密切关系在很大程度上决定了 2009 年的经济衰退以及 2010 年墨西哥的经济恢复。过去 30 年间墨西哥经济经历的最重大的结构变化是始于 20 世纪 80 年代末的国际贸易开放，最初由关税及贸易总协定 (GATT) 启动开放，直到 1994 年加入北美自由贸易协定 (NAFTA)。为了与贸易新秩序保持一致，墨西哥实施了一系列结构改革，最重大的举措是将当时国有的企业和银行私有化，另一方面则采取措施稳定墨西哥经济。基于这一过程，我们可以将墨西哥经济分为前北美自由贸易协定与后北美自由贸易协定阶段 (以及 1995 年危机阶段)。最明显的现象是墨西哥的经济周期与美国的经济周期有非常密切的关系 (尤其在工业部门，以及剩下的出口经济)。以至于两个经济体的工业生产连续趋势在年度增长方面的关联性已经从北美自由贸易协定之前的毫无规则完全发展成北美自由贸易协定后的几乎相统一 (图 x)。

对整体经济的这一密切关系进行观察的另一途径是比较两个国家的产出差距。我们通过“总产出 (GDP) 的观测数据和完全就业条件下 (即经济资源最有效结合时的生产潜力) 近似生产的一系列筛选数据之间的差异”来计算差距。通过对两个经济体的产出差距进行比较，北美自由贸易协定之前的数据的发展动态是偏离的甚至是相反的，而在北美自由贸易协定之后数据的发展动态极其相似。

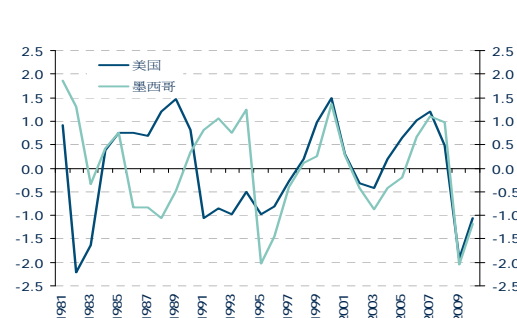
在了解墨西哥周期的主要特性并将其视为美国的“连体”后，很容易理解美国的发展动态是了解墨西哥经济规模和恢复速度的重要因素。另一方面，协作是墨西哥经济的主要挑战，必须在美国经济业绩之外找到内部的增长驱动力。两个经济体的各种动态模拟实践表明一个事实，墨西哥对美国的行动反应过于强烈 (例如 2009 年的情况，在缺乏美国经济积极影响时，墨西哥的增长趋势在很短时间内便会消失)⁴。

图 32
运动的关联: 工业
(美国—墨西哥, 30 个月的成分趋势)



来源: 采用墨西哥国家统计局和彭博社数据的 BBVA Research

图 33
产出缺口
(标准化的变动百分比)



来源: BBVA Research 与墨西哥国家统计局

⁴可通过美国和墨西哥 GDP 之间的 VAR 模型对此加以阐述，此外，鉴于外生变量的初始状态或特定路径，可对变量冲击的反应加以限制。因此，鉴于美国增长的积极冲击，墨西哥 GDP 的上行反应的持续时间短于冲击在美国 GDP 中产生的动态趋势。

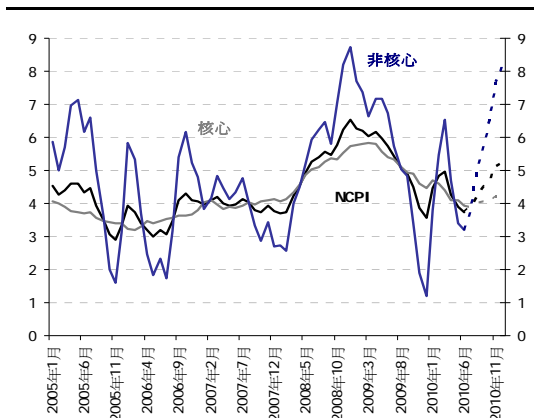
尽管一月份税收提高，但通胀仍可控

到今年年底，通胀将达到 5%，平衡风险：可能受供应冲击而上升，也可能因需求进一步疲软而下降。截止至四月份连续累积的积极意外形势使年际通胀降至本年度的最低水平（7 月为 3.7%），其根本原因是农产品供应冲击对非核心成分的下行调整。但是，由于其本身的特性，该成分无论从季节性观点还是从气候冲击可能性方面看都非常不稳定。基于前几个周期并根据批发市场价格等特定的预期指标，预计短期内农产品报价会出现上升周期。除上述外，另外一个趋势是“经由 2010 年的政策变动”管制价格也出现上升（例如，通过加大影响以及油价冻结，至少在今年实现定期增长）。总的来说，这些因素将对 2010 年下半年的通胀率具有上行影响。因此，今年下半年近期数月内预计将在非核心成分中观察到反通胀回归。

反过来，核心成分在过去几个月内也表现了下行趋势，主要原因是国内需求疲软，以及进口成本的累积下降（由于比索升值和美国（墨西哥主要进口国）通胀下行情况下的比索对美元汇率从 1 月份的同比 2.7% 下降至 5 月份的同比 2.0%（今年平均水平接近 50%））。进口的比索物价指数停止下降，表明商品价格的下降趋势可能在短期内逆转。此外，约占 NCPI 市场 38% 的服务企业已出现了略微的上升趋势，6 月份增长率接近 4%。值得一提的是，该成分增加了各种不同的类目（房屋使用、教育、交通、旅游等），但在各种情况下与其有关的市场的价格竞争程度均较低——无论是由于提供服务本身的性质和/或是市场的组织形式——处于历史最低水平，在价格设置机制不改变的情况下，预计通胀不会进一步下降。此外，占 NCPI 市场 15% 的“其他服务”成分的年度增长率七年来一直非常稳定，当接近 3.5% 时有重新上升的趋势。

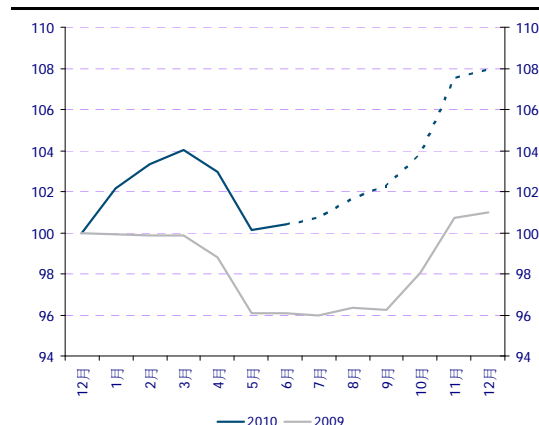
另一方面，由于较低产出的差距以及其所处的历史低水平并接近阈值（达到该阈值时，市场刚性可能会削弱对价格进一步下降的制动作用）的重大基数效应，2010 年下半年的形式并不友善，从而提升了潜在风险。

图 34
通胀和成分
(年度变动百分比, 按月系列数据)



来源: BBVA Research

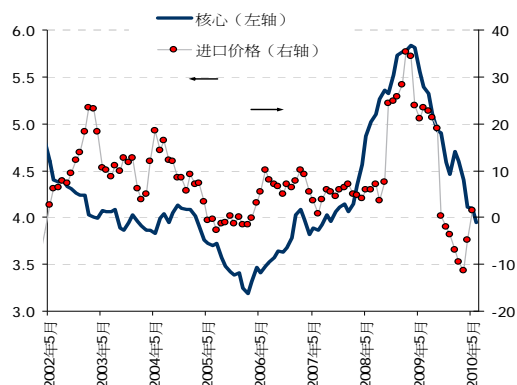
图 35
NCPI,
调节价格 (12月=100)



来源: BBVA Research

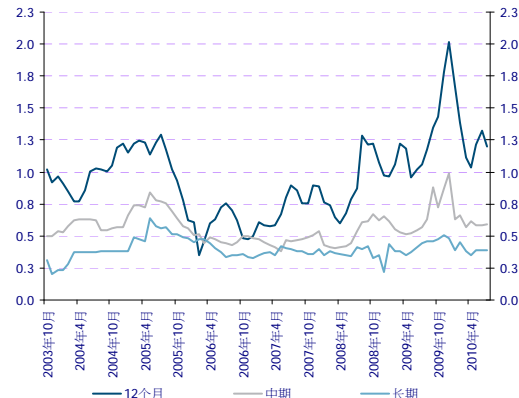
总之，2010 年通胀表现非常良好，与预期情况相反，本季度物价水平停滞。根据可用信息，预计 2010 年第四季度通胀将非常有可能接近 5%，达到央行范围的中心，风险平衡非常稳定：通过非核心成分的供应冲击可上升，当需求疲软时可下降。即使如此，墨西哥央行预设定的 3% 物价水平的稳定目标也很可能不能实现。此外，分析师的通胀预期差距也保持在合理的范围内，随着参考项的增加，稳定性也将略有提升。

图 36
核心通胀与进口价格（年度百分比）



注：贸易商品指数（以比索为单位）
来源：墨西哥央行和 BBVA Research

图 37
通胀预期差距



注：预期差距（同期月平均预期值与截止至 2002 年 3% 的长期通胀目标之间的差额）
来源：INFOSEL 和 BBVA Research

货币政策、金融流量以及周期性推动力为收益曲线和汇率提供支持

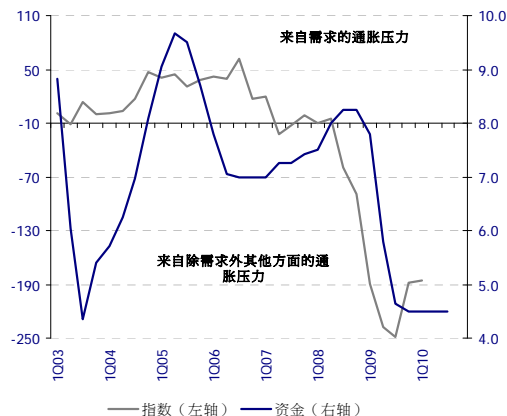
货币政策：由于通胀目标的实施，最长的货币松弛周期得以持续

墨西哥央行将在 2010 年剩下时间内保持货币稳定：撤消货币刺激措施的机会将于 2011 年第一季度和 2011 年第二季度之间出现。一年多以来证明了此状态合理性的风险平衡将继续为货币当局提供储备余量，以维持资金并继续对经济活动的发展及其对通胀（即可能发生的需求压力）的影响进行评估以及由相对价格变动（供应冲击）引起的通胀风险。

一方面，最近数月累积的积极意外形势降低了到 2010 年底年度通胀保持在墨西哥央行预计的范围以上的可能性。尽管如此，这些有利的结果主要在非核心通胀成分中得以维持，因此，这些结果非常不稳定，正如前一节所述，这些项目中不能排除有上行的风险。此外，在政府调节价格政策以及最近数月与 2009 年进行基准比较的效应的推动下，2010 年下半年通胀将上升，切记对于核心成分，需求端环境并不友善，在任何情况下，产出差距的负面影响比今年上半年小。墨西哥央行强调，在目前国内需求的情况下，墨西哥经济活动的回升仍较为有限。国内需求活力的下降以及外汇稳定性的提升降低了对核心通胀的压力，从而降低了短期风险。

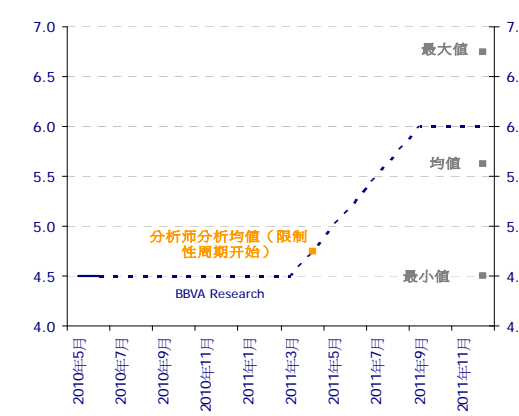
目前，良好的通胀形势远远不能说明应进一步降低筹资利率。一方面，货币条件已经扩张，任何货币条件指数的计算均反映了这一点。此外，通胀风险平衡为发生变化，2010 年下半年预计将实现同比增长。央行预计的 2011 年通胀趋同“是否在预期项上接近 3.0%”仍不确定。

图 38
银行融资 vs. 来自需求的通胀压力指数



来源：墨西哥央行和 BBVA Research

图 39
银行预期融资



来源：BBVA Research

到 2011 年底使通胀率达到 3.0% 的目标仍十分困难，仿佛在日益增大的产出缺口面前期望值仍高出预期。所有这些都对在经济周期恢复情况下，假设了央行反应延迟的限制。对最近意外形势作出反应的通

胀下降可看作中期预期的回升——相比 3.0% 的目标更持续接近 4.0%——因此使通胀率难以趋近目标。最终，墨西哥央行为达到市场参与者的预期而累积的强大稳定资本也是交流的结果——通过交流可预期货币状态的变动，同时变动均基于“保持以中期预期为基础的行动”。7 月墨西哥央行作出货币政策交流并不反映在目前经济情况下的任何变动可导致可预见未来中的通胀率下降。

同时，在长期预期和工资发展（将证明提高费率需求的合理性）中无通胀的发生和预测。简而言之，墨西哥央行将 2010 年的融资率保持在 4.5%，自 2009 年以来融资率一直维持在这一水平。我们认为逐步撤消货币刺激措施的机会将在 2011 年第一季度开始出现。

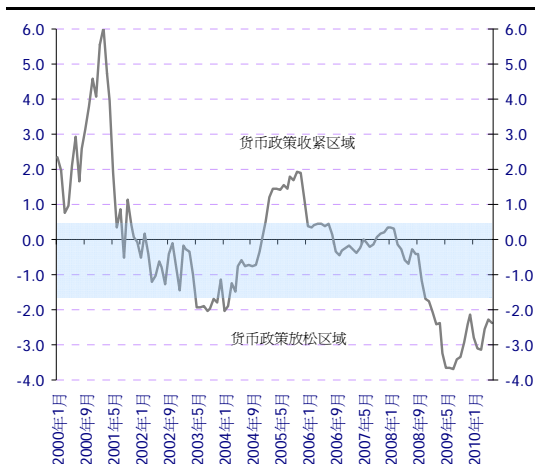
收益曲线调整前景

在 2010 年第二季度，政府收益曲线下降了 69 个基点（10 年—3 个月）。导致这一表现的因素是对长时间货币平稳（国内以及发达经济体）、寻求收益的资本流、本地市场流动性逐渐恢复的前景展望，最重要的是之前长期领域（long-term sections）所展现出的隐含风险溢价。

自全球经济危机以来实施的货币政策一直作为墨西哥以及其他新兴经济体的公债的名义锚。发达国家央行一直维持其机会政策，仍未释放出任何在今年启动限制周期的信号；另外，我们预计它们不会释放这种信号。增强金融体系流动性的措施将逐步撤消，但离目标仍有很远的距离。同样地，墨西哥央行通过其货币政策的交流（communications）已经对未来数月内我们预计的扩大货币平稳的支持政策作出调整。当前有利的通胀形势以及国内金融市场的预期最终削弱了这一状况，降低了整个曲线的通胀率上行压力。鉴于今年墨西哥或美国不可能撤消货币刺激措施，该因素不会成为未来数月内中期和长期利率的决定性因素。尽管如此，我们认为货币政策紧缩可对 2010 年最后几个月（在通胀回升时重现限制周期主题）金融市场的发展产生更大的作用。

图 40

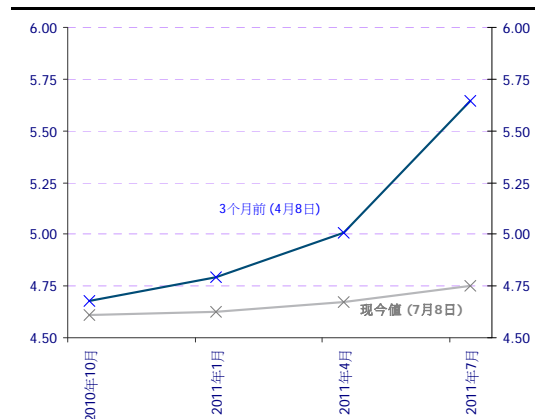
货币状况指数



来源：BBVA Research

图 41

所得税曲线的隐含融资



隐含融资：通过 TIIE 和 Fundin 比率之间的平衡差价针对所得税曲线的期限溢价进行调整
曲线：采用 Valmer 数据的 BBVA Research

资本流将持续流入债券市场：寻求收益并将墨西哥纳入全球 WGBI 指数（决定性因素）。除了由实施的金融措施产生且刺激国际流动资金转向一些新兴市场的渠道外，对欧洲一些发达经济体以及存在经济和财政偿付能力问题的其他新兴市场的工具的较低偏好也已开通了资本流的传输渠道。此外，与欧洲危机相关的风险与墨西哥的金融和周期环境无直接联系，甚至无密切关系。正如我们在第 3 节中所述，墨西哥市场可持续因其与美国增长关系密切以及受欧洲危机影响较小而获益。

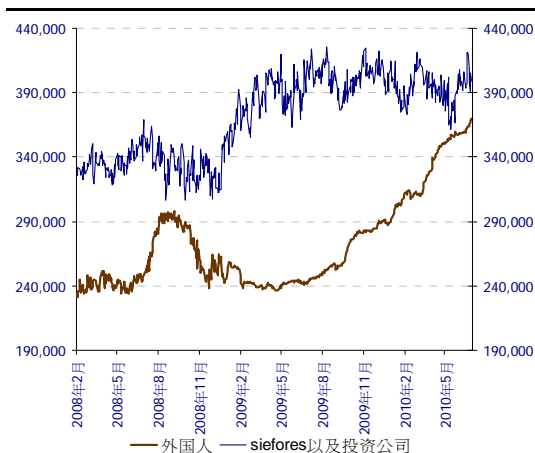
另一个要考虑的因素是在即将到来的 10 月墨西哥将加入 WGBI 指数（尽管已经获悉这一事件且之前已贴现）。根据其他新兴市场的经验，即使在正式加入该指数的前几个月，流入债券市场的资本流仍很活跃。对于墨西哥来说，我们估计在最近四个季度内已积累了约 90 亿美元，这一数字仍与预期可能进入的资本相差很远（140 亿美元可能较为接近）。如果我们假定大部分资本进入是对 WGBI 效应的反应且持续很长时间，即使按较保守速度计算，2010 年下半年新增资本流预计将为 50 亿美元到 70 亿美元。对于国际收支报告数额以及市场规模⁵来说，该数额均非常巨大。因此，我们认为收益曲线将持续因市场上外国投资流的强劲复苏而获益。除此之外，金融危机后已再次作出市场投资的本地机构投资者的需求也将会提升。

⁵这些预测存在很高的不确定性，尤其是当这些外国资本流可进入债券市场时观察的经验性证据不明确。

在很长一部分曲线上的隐含风险溢价非常高，一旦墨西哥的增长和财政风险降低后将开放调整空间：当前的经济周期阶段应不存在溢价。根据我们的估计，2010年第一季度曲线仍将下降超过300基点（M10—融资），比缺乏流动性以及存在财政偿付能力风险的环境下的预期下降超出100个基点。我们认为，鉴于近期通胀的发展、当前宽松的货币政策并考虑平衡曲线斜率的近似值，应在200基点左右波动。目前，斜率将在230基点范围内波动，这就是长期通胀率有微小下降空间的原因，如果通胀在央行范围内持续发展且外国资本流重新加大参与力度，波动范围甚至会更高。在任何情况下，鉴于2011年第一季度和2011年第二季度的通胀风险平衡规模，到2011年底调整空间将消失。简而言之，我们仍看到在很长一部分曲线上存在下降空间，尽管下降范围比已有的更有限。

图 42

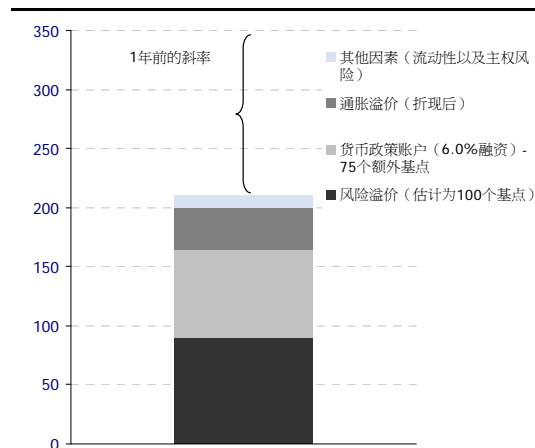
外国债券和资金占有 (百万比索)



来源：BBVA Research

图 43

曲线斜率分解 (M10—融资, 基点)



来源：BBVA Research

到 2010 年下半年比索贬值

墨西哥金融变量在全球市场上的积极差别化已经在比索中显现。比索存在进一步升值空间。自2009年第四季度以来，比索一直保持升值趋势，升值趋势比其他新兴经济体的货币更为明显，部分原因是在受到全球经济调整核心影响较小的情况下，直到当时其相对表现也较差（与2008年底相比升值较小）。尽管该积极差别化与美国经济周期的恢复有关，但最近数月的平均汇率仍与“雷曼兄弟破产前”的平均水平相差较大，至少与其他新兴经济体的货币相差较大。

全球市场的不稳定性以及有关美国增长路径的疑虑打断了2010年第二季度出现的外汇升值。如果未重新启动更大的风险规避（其来源与欧洲相关），比索对美元的汇率可能在12ppd附近波动。因此，我们认为比索的升值空间在今年下半年出现。支持比索价值的第一要素是在国际高流动性环境下投资对收益的追求，它与前面提到的利差将一同再次启动套利交易策略（套汇汇率）。鉴于较发达国家宽松货币政策的延续前景（至少在今年剩下时间内）以及在对全球风险的规避较低的情况下，流动性将得以保持。尽管墨西哥央行还实施了机会货币政策（存在于通胀和增长的风险平衡中），但较发达国家仍将参考利率维持在零或零附近。因此，即使根据市场风险调整利差，利差仍很高，预计2010年和2011年一部分时间内利率不会发生变动。

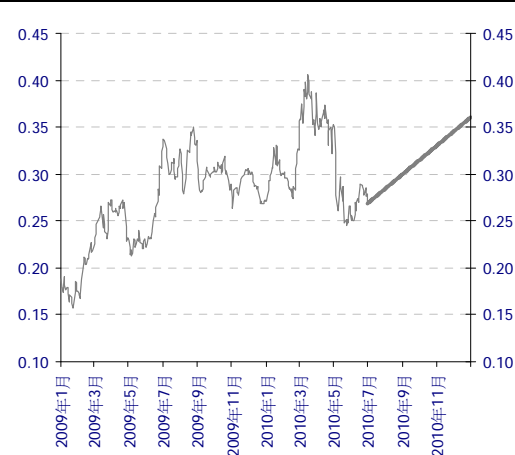
汇率前景的另一支持因素是在周期恢复环境下国内市场相对于其他新兴市场的积极差别化。由于美国经济恢复的增强，以及因此而出现的墨西哥发展前景，全球和国内不同的金融风险规避措施将回到积极的路径上。

图 44
2009年10月以来的汇率指数（2009年10月5日=100）



来源: BBVA Research

图 45
套利交易指数

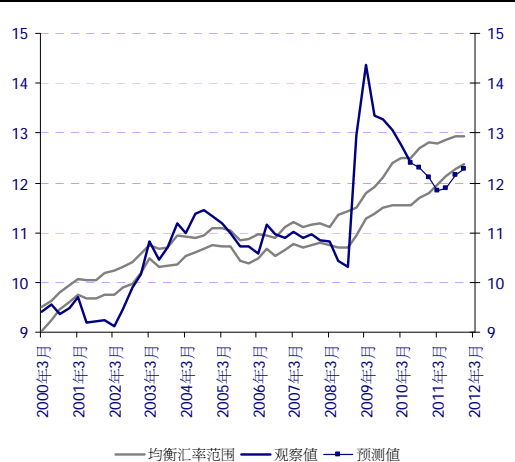


来源: BBVA Research

最后，值得一提的是，墨西哥的经济恢复并非伴随着其经常性账户余额的恶化。即国际收支中未发现融资风险，原因是其扩张缓慢，与国内需求的逐步缓慢增长以及高于 2008 年的油价保持一致。此外，在风险规避较低、进入新兴市场的资本流增加（两者均为短期，例如外国直接投资）以及存在对外部储蓄吸引力有限的财政政策的金融环境下，赤字融资将不成问题。

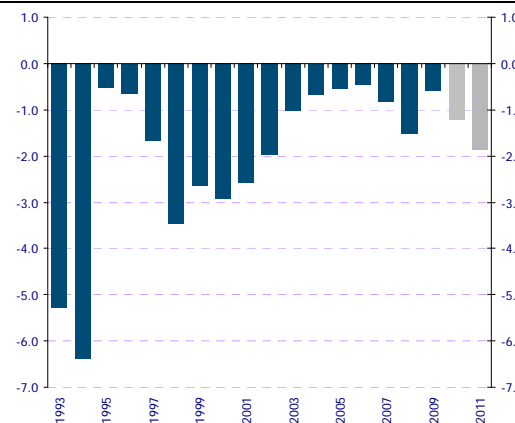
因此，根据我们的估计，最近几周观察到的汇率（12.5—13.0 比索兑 1 美元）非常接近于我们对长期平衡汇率的估计值的范围上限。但是，如前所述的当前金融和经济形势可推动汇率至较低范围，即比索升值甚或接近高估值区域。我们估计比索/美元汇率在年底大约为 12 ppd，上半年将在该水平波动。到下一年年底，国际货币周期可能再次引起短暂的略微倾斜，再加上美国和墨西哥之间的通胀和生产率差额趋势，汇率会再次接近 12.5 比索兑 1 美元的区域。

图 46
基准汇率上下限以及预期比索/美元汇率



来源: BBVA Research

图 47
经常性账户平衡，GDP 百分比



来源: BBVA Research

专题 3：2010 年税收一揽子计划对通货膨胀的影响评估

根据 BBVA Research 和分析专家们的一致意见，2010 年第一季度通货膨胀的变化情况好于预期。比索-美元汇率名义升值、国内需求减弱以及一些农产品价格的异常下跌行为等因素同时出现，缓解了因 1 月生效的税率提高带来的较高成本而造成的上涨压力。

消费者物价的上涨压力源自下列三种税率变化：(i) VAT 税率从 15% 增至 16%（边境地区从 10% 增至 11%）；(ii) 某些商品的生产和服务（IEPS）税率较高；(iii) 边际最高所得税（ISR）率从 28% 增至 30%。在对包括居民消费者物价指数（西班牙语首字母缩写 INPC）的商品和服务价格征税时，前两种税率变化对通货膨胀有着直接影响，后一种税率变化有着间接影响，因为对于企业实体来说，它是一种与生产有关的成本。在任何情况下，企业可根据其在市场上的竞争能力或对所讨论产品的需求情况，选择提高其生产的商品和服务的价格，从而将增值税负担转嫁给消费者。

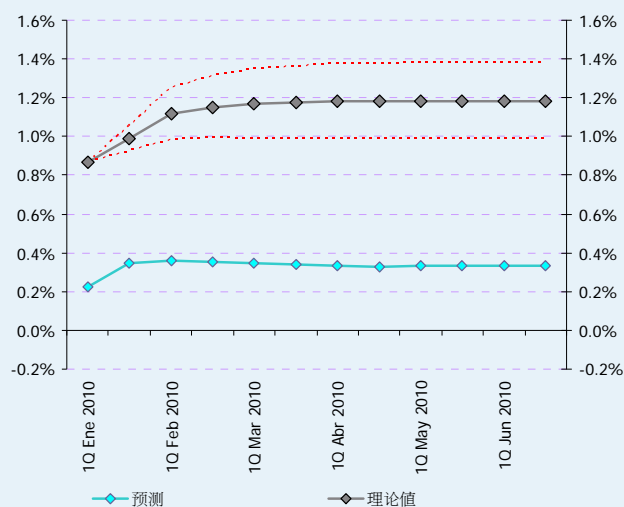
对税收成本变化具体影响的评估具有较高的不确定性，因为 INPC 是基于向公众出售的登记价格，而不是直接基于经济成本。关于对具有两种不同税率的同一种商品的价格对比进行的自然试验，数据并非总是可用。

即使存在这些限制，但仍可对税率提高对价格的影响进行近似评估，至少对于 VAT（从 15% 增至 16%）和 INPC 对征收 VAT 的商品和服务的情况是如此（INPC-VAT）。为此，首先必须对 2009 年 12 月 INPC-VAT 税率提高 1% 的理论影响进行近似评估。此次动荡适用于一个具有两个延时变量的简单自回归模型，根据 2002 年 7 月至 2009 年 12 月期间的双周数据进行评估。如图所示（涉及 INPC-VAT 的累计反应），原则上，总体情况甚至可能大于初始动荡，这与较高价格的形成过程是一致的，从而为企业和产品的刚性需求提供了强劲动力。为了

比较理论影响与 2010 年 6 月记录的影响，对同一模型在 2010 年 6 月的第二个两周内进行再评估，包括在 2010 年 1 月其值为 1 且其估计弹性反映税率对价格影响的二分变量。如图所示，在超出特定范围后，两个估计值之间的差异表明，VAT 税率增长对征收该税的产品价格的影响比理论模型估算的值要小。这一结果与内部需求减弱以及进口成本下降的情况是一致的。

图 48

VAT 税率提高 1 个百分点对征收该税的 INPC 项目的累计影响



来源：BBVA Research

6. 表格

Table 3

United States Indicators and Forecasts

	2008	2009	2010	2011	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
Macroeconomic Indicators												
Real growth (%)	0.4	-2.4	3.0	2.5	2.4	0.1	2.4	3.3	3.4	2.6	2.5	2.5
Personal consumption (real % change)	-0.2	-0.6	2.3	1.9	1.6	1.0	1.6	2.6	2.5	2.6	2.3	2.0
Government consumption (real % change)	3.1	1.8	0.6	1.9	1.8	1.3	1.5	0.3	0.0	0.7	1.7	1.8
Gross fixed investment (real % change)	-5.1	-18.3	1.6	6.7	8.5	-13.8	-2.6	2.2	3.6	3.4	5.4	6.0
Construction ¹	-22.9	-20.5	1.2	8.4	10.3	-12.6	-4.0	4.6	1.8	2.7	7.8	7.9
Industrial production (real annual % change)	-3.3	-9.2	4.7	3.5	2.5	-3.8	2.7	7.2	4.5	4.5	3.5	3.5
Current account balance (% of GDP)	-4.9	-3.0	-3.7	-3.9	-4.2	-3.3	-3.6	-3.4	-3.6	-4.0	-4.2	-3.7
Final annual inflation	0.1	2.7	1.0	2.2	2.0	2.7	2.3	1.1	1.1	1.0	1.2	2.0
Average annual inflation	3.8	-0.4	1.6	1.8	2.2	1.4	2.4	1.8	1.1	1.0	1.0	1.7
Primary fiscal balance ² (% of GDP)	-3.2	-9.9	-10.7	-8.5	-5.3	-9.9	-	-	-	-10.7	-	-

Table 4

Mexico Indicators and Forecasts

	2008	2009	2010	2011	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
Economic Activity												
GDP (seasonally-adjusted series)												
Real annual % change	1.5	-6.6	4.5	3.7	-9.1	-8.5	-6.2	-2.4	4.4	5.6	4.3	3.6
Per inhabitant (US dollars)	10,305	8,144	9,551	10,159	7,500	7,977	8,321	8,778	9,208	9,381	9,591	10,024
US\$ billions	1,099	876	1,035	1,110	807	858	895	944	998	1,017	1,040	1,087
Inflation (average, %)												
Headline	5.1	5.3	4.5	3.9	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.0	4.2	5.0
Core	4.9	5.3	4.2	3.9	5.8	5.6	5.1	4.6	4.6	4.0	4.0	4.1
Financial Markets (eop, %)												
Interest rates												
Bank funding	7.9	5.4	4.5	5.3	6.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
28-day Cetes	7.6	5.4	4.5	5.4	7.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6	4.6
28-day TIIE	8.3	5.9	4.9	5.5	7.7	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
10-year Bond (% average)	8.4	8.0	7.1	7.8	8.0	7.9	8.1	8.0	7.8	7.2	6.7	6.8
Exchange rate (average)												
Pesos per dollar	11.1	13.5	12.5	12.0	14.4	13.3	13.3	13.1	12.8	12.4	12.6	12.1
Public Finances*												
FRPS (% of GDP)	-1.6	-2.7	-2.3	-1.9	--	--	--	-2.7	--	--	--	-2.3
External Sector												
Trade balance (US\$ billions)	-17.3	-4.6	-12.9	-22.6	-2.3	0.4	-2.8	0.0	0.4	0.8	-7.3	-6.8
Current account (US\$ billions)	-15.9	-5.2	-12.9	-20.7	-1.2	0.4	-3.7	-0.7	-0.5	0.2	-6.3	-6.2
Current account (% of GDP)	-1.5	-0.6	-1.2	-1.9	-0.6	0.2	-1.7	-0.3	-0.2	0.1	-2.4	-2.3
Oil (Mexican mix, dpb, eop)	84.4	57.6	70.1	74.8	39.4	56.2	64.3	70.3	71.3	70.7	67.6	70.9
Employment												
Formal Private (annual % change)	2.0	-3.1	2.8	3.9	-2.3	-3.8	-3.9	-2.2	1.3	2.9	3.5	3.4
Open Unemployment Rate (% active pop.)	4.0	5.5	5.0	4.2	4.8	5.7	5.8	5.6	5.4	5.1	4.9	4.7

Aggregate Demand³ (ann. % chge., seasonally-adjusted)

Total	1.9	-9.6	6.9	4.5	-13.2	-13.5	-9.4	-1.8	7.6	10.1	5.8	4.5
Domestic demand	2.2	-6.1	1.7	3.3	-6.9	-7.5	-5.7	-4.4	1.6	2.4	0.3	2.5
Consumption	1.7	-5.1	1.3	2.4	-6.7	-6.5	-4.0	-3.1	2.4	2.6	-0.6	1.0
Private	1.9	-6.2	1.9	2.6	-8.3	-7.6	-4.9	-3.8	2.8	2.9	-0.2	2.0
Public	0.9	2.3	-1.7	0.9	4.1	1.4	2.2	1.4	0.4	0.8	-3.0	-5.1
Investment	3.9	-9.9	3.1	6.7	-7.5	-11.2	-11.5	-9.3	-1.3	2.0	3.5	8.4
Private	2.9	-15.3	5.3	9.3	-13.0	-17.9	-17.1	-13.2	-1.5	4.0	7.2	12.1
Public	7.9	10.8	-3.4	-1.5	15.2	16.3	9.1	3.8	-0.9	-3.8	-6.8	-1.9
External demand	0.7	-15.1	21.3	8.0	-23.4	-24.5	-15.7	6.8	23.7	28.8	19.6	14.3
Imports	3.1	-18.5	15.3	7.0	-25.0	-27.5	-18.6	0.0	18.8	26.3	10.5	7.4

GDP by sectors (ann. % chge., seasonally-adjusted)

Primary	1.1	1.8	1.2	3.0	1.2	2.5	1.5	2.0	-0.6	1.7	2.0	1.5
Secondary	-0.6	-7.3	6.3	3.3	-11.6	-9.0	-6.3	-2.1	6.0	7.0	5.9	4.4
Mining	-1.4	1.0	1.0	-0.1	-1.1	1.2	2.4	1.3	3.9	0.0	0.1	0.0
Electricity	-2.2	1.1	2.6	3.2	-2.5	-0.1	4.0	3.3	1.5	2.8	3.2	3.0
Construction	0.6	-7.5	2.2	4.5	-9.8	-6.1	-7.1	-6.9	-3.7	-0.1	4.6	7.9
Manufactures	-0.6	-10.2	9.0	3.5	-15.4	-14.2	-9.3	-1.6	10.7	12.5	8.6	4.5
Tertiary	3.1	-6.7	4.4	4.2	-7.9	-9.6	-6.2	-2.9	4.4	5.9	3.6	3.7
Retail	2.3	-14.7	8.1	6.3	-19.1	-18.8	-16.1	-3.8	14.8	9.0	4.8	4.4
Transportation, mail and warehouse	0.2	-8.2	6.6	4.5	-11.5	-11.9	-7.5	-1.3	6.8	9.1	6.0	4.7
Masive media information	8.0	1.6	9.3	5.6	-0.6	1.6	1.9	3.4	6.1	9.6	10.9	10.4
Financial and insurance	18.7	-3.8	1.8	7.6	-0.8	-5.5	-2.3	-6.4	0.6	2.2	2.1	2.3
Real-estate and rent	3.2	-5.3	2.7	3.5	-8.5	-6.4	-3.4	-2.7	2.7	1.8	2.5	3.9
Prof., scientific and technical servs.	3.1	-5.3	-1.4	2.4	-2.7	-3.4	-5.7	-9.2	-4.0	-2.0	-1.5	2.0
Company and corporate management	-2.9	-3.5	-1.4	0.8	0.1	-1.2	-3.9	-8.9	-2.0	-2.1	-2.4	1.0
Business support services	1.8	-5.3	2.1	2.1	-2.7	-5.7	-5.8	-6.8	-1.0	3.2	3.7	2.5
Education	1.6	-4.5	6.1	2.5	0.1	-16.6	-0.7	-0.8	0.3	21.9	2.6	2.2
Health and social security	-1.2	-0.1	-0.1	1.2	-2.2	3.8	-1.0	-1.2	1.1	-2.7	1.0	0.2
Cultural and sport	1.3	-2.3	1.5	2.4	-3.0	-3.4	-2.5	-0.5	-0.9	2.0	2.5	2.3
Temporary stay	0.8	-9.6	4.3	4.5	-7.9	-17.0	-8.4	-5.0	-1.7	12.2	3.1	4.8
Other services exc. government	0.6	-2.6	2.9	2.0	-2.0	-4.5	-1.7	-2.3	-0.7	5.3	3.9	3.0
Government activities	1.2	3.7	0.1	0.8	5.7	5.8	2.2	1.1	0.0	-1.0	0.8	0.8

1: Residential Investment

2: Fiscal Balance (% GDP)

3: Base 1993=100; GDP by sectors base 2003=100. The observed data of the primary, secondary and tertiary sectors are seasonally-adjusted by INEGI, the rest are own seasonally-adjusted

eop: end of period

dpb: dollars per barrel

*: As of 2009 the Fiscal Balance definition changes, therefore data is not comparable

FRPS: Financial Requirements of the Public Sector

Note: Bold figures are forecast

Source: BBVA Research with Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Bank of Mexico, INEGI and SHCP data,

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。”

This report has been produced by the Asia Unit of the Emerging Markets team

Editor

Julian Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Liliana Castilleja
liliana.castilleja@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández
o.hernandez@bbva.bancomer.com

Pedro Uriz
pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

Javier Amador
javier.amador@bbva.bancomer.com

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.bancomer.com

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs
Economic Scenarios

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

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial
jvial@bbva.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

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

United States and Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

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

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese