

墨西哥 经济展望

2011 年第一季度

经济分析

- 全球环境：继续分化
- 墨西哥，有利的环境与美好的前景
- 墨西哥中央银行：暂停宽松货币政策的空间
- 消费：信贷扩张对家庭支出增长的贡献



目录

1. 概述.....	3
2. 全球经济继续分化.....	6
专题1: EAGLEs: 未来十年重要的新兴市场.....	9
3. 对墨西哥经济有利的实体及金融外部环境.....	10
4. 增长的内部支持: 消费、就业和信贷.....	11
专题2: 透过国际比较看家庭消费: 比重, 波动性和结构.....	12
专题3: 消费和信贷: 相关性及其前因后果.....	18
5. 通货膨胀: 维持紧缩货币政策的空间.....	21
6. 指数以及预测.....	26

发布日期: 2011年2月11日

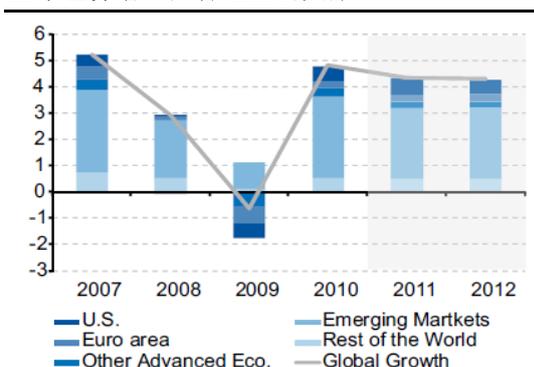
1. 概述

由于持续有利的融资条件和通过增加就业来扩大国内市场，墨西哥的经济增长前景与美国一起有所改善。在全球市场里，各地经济恢复速度的差别越来越大，墨西哥从与美国的高度合作中获益良多，它和其他新兴经济国家作为一个整体，支撑着世界经济体的良性循环发展。还有，墨西哥的融资状况不管是在成本方面还是在信贷可获得性方面，不管是在国内还是国外，都会非常有利，并有助于通过就业和投资把外部动力转化成家庭收入和公司收入。如果这些因素持续下去，预计在2010年增长接近5.2%之后，在2011-2012年，墨西哥会保持平均GDP年增长4%(2011年4.3%,2012年3.8%)，高于过去十年的平均水平（接近2%）。

2011年在增长环境下的风险平衡继续改善，但是这并不能分散我们的注意力，使我们忽略阻碍墨西哥中期发展的问题。这些问题包括缺乏有效完整的法规，激烈的经济竞争，以及可靠但是不足的财政政策。在一些因素的正面影响大于负面影响的情况下，上述经济情况会在短期内增加不确定性的程度。这些因素是：i) 12月的财政刺激或者是美国中期选举后法规环境的不确定性减少，有助墨西哥提升制成品在美国市场的竞争力；ii) 2009年经济衰退之后，由于汇率造成了其他方面的经济困境，墨西哥经济的周期性复苏步伐缓慢，但这也为其提供了更大的发展空间。这当中也考虑到了市场预期货币政策将于2012年，甚至更早重新放宽；以及长期利率已经脱离了去年夏天的历史低点，且在短期内不会再现。上述因素的影响多少有些剧烈，但随着时间的推移，它们的作用由于自身的周期性并不显著。因此，可能会产生认为它们对于墨西哥经济所面临的长期挑战并不重要的危险想法。一旦经济周期失去了循环的动力，挑战将必然来临，且将因为越来越高的经济增长而反复出现。

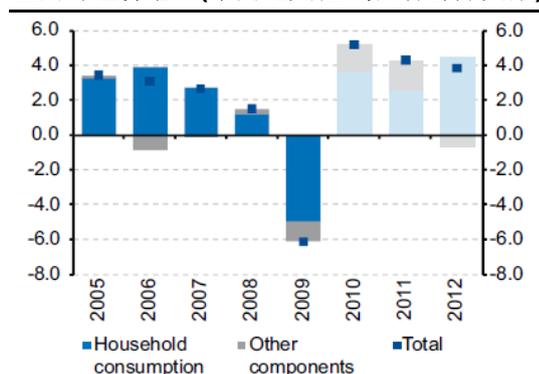
基于银行信贷的支持，家庭消费将继续增长，从而实现需求与家庭可支配收入同步增长的局面。国内需求，更确切地说，家庭消费正在恢复，这是由于家庭消费能力的提升，进一步说，很大程度上取决于家庭对可支配收入的预期。预期又取决于家庭的实际可支配收入，这从根本上是由劳动力市场上的就业情况和时薪决定的，但同时也受到市场缓冲能力的影响。市场的缓冲能力，是指市场通过其他部门的转移来弥补工作所得收入损失的能力，例如公共部门的失业补偿、医疗保健和教育支出，对外部门的移民汇款，金融部门投放的消费信贷。正如探讨此问题的各类刊物所示，墨西哥家庭消费的比重相较其他国家并不低，但确实是更不稳定，因为缓冲收入冲击的机制不太紧要。从这个意义上讲，从相应的图表中也可以看出，居民消费的演化与可支配收入在一般劳动力市场上的演化较其在墨西哥劳工市场上的演化更为相似。这种更高的相似度与一般劳动力市场更易启动缓冲收入冲击的机制是一致的，例如在健康和教育方面的公共支出，或者由墨西哥银行系统基于当前市场收入前景而提供的低息信贷。因此，正如在这个问题中所说明的，家庭消费支出和银行为此预留的信贷量之间存在着显著且积极的统计关系。此外，即使没有直接采用消费信贷指标，利用现有信贷供给指标亦能导出消费量和银行消费信贷供给能力之间呈正相关关系的结论。由此可以推断，除非在全球金融危机期间，尚未出现过对信贷供给的重大限制。近一段时期，全球金融环境非常不利，银行自身的融资成本提高、来源紧张，经济体中某些部门的信贷风险高涨，使得融资审批过程中更加注重对风险的防范并更看重风险指标，从而导致了信贷供给受限。

图1
全球经济增长及各地区的贡献



来源：BBVA 研究部

图2
墨西哥经济增长(年同比变化%,及各部分贡献)

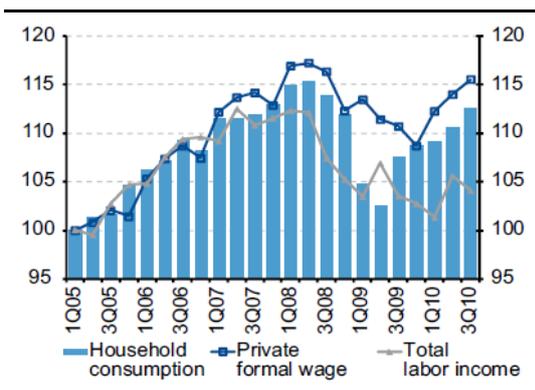


来源：BBVA 研究部

在所考虑的环境中，信贷增长从而为从家庭消费支出提供更多的融资支持似乎是合理的预期。因此，2003年到2008年间信贷供给指标返回到有效的平均水平应该是与实际家庭消费上升0.4—1.6个百分点相一致的。考虑到墨西哥经济体的高度不成熟性，上述市场规模相对减小至仅限于墨西哥的银行体系可以采取融资的有限市场。一个经济体的成熟度可以通过简化融资审批的法律法规而获得提升，但更重要的是相对提高生产率、工资和收入，从而提高支出水平。

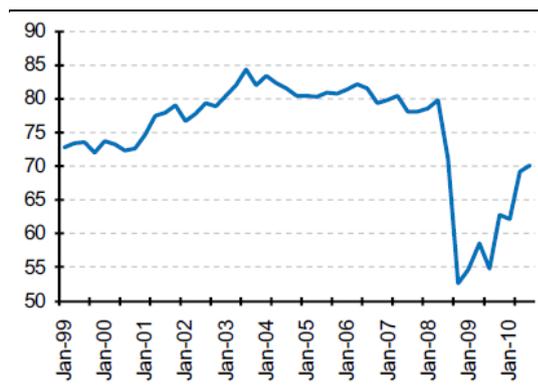
锚定通胀预期和负产出缺口仍然允许暂停放宽货币政策维持到2012年，尽管在2011年下半年将出现快速的上升趋势。中央银行新的货币政策发言再次强调了通胀前景是其决策的核心因素，并且这一选择是其评估了产出缺口、利率、改变相对价格的供给冲击等诸多变量的影响之后做出的。所有这一切在决策中都没有自动性，但都为实现物价稳定留有回旋余地。对墨西哥经济的通胀预期锚定略低于央行3%的通胀目标上限；目前，在我们看来，不可预知的变化至少可提高中央银行的利率至高过今年全年的轨道。鉴于产出缺口看似很容易填平，这与缺口的实际水平无关，如果物价受到来自需求的压力，那么影响范围是有限的。此外，这是物价受到需求压力的必要但不充分条件。发达国家特别是美国，今年将继续实施宽松的货币政策，在这样的环境下，汇率将有助于锁定通胀前景。而且，由于墨西哥已加入一个更大的贸易区域，加之各种经济因素对通胀预期的影响，汇率波动对现有通货膨胀的作用会比往年明显减小，比索贬值的风险看来也非常有限。

图3
墨西哥，收入和家庭支出（2005年一季度=100）



来源：BBVA 研究部和 INEGI data

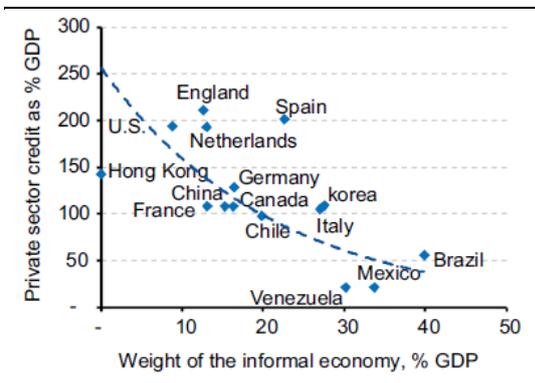
图4
墨西哥，银行信贷供给指标（0到100的区间）



来源：BBVA 研究部和央行数据

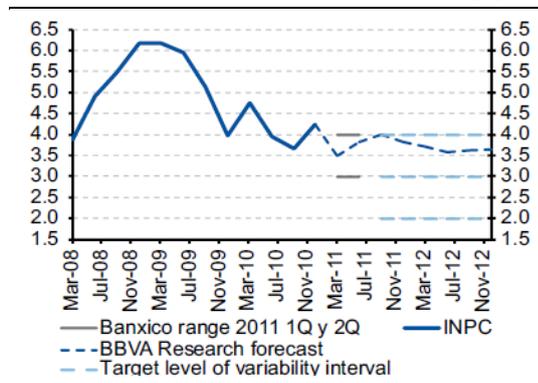
上述情景与紧缩的货币政策会延续到2012年的看法是吻合的，尽管需要朝货币供应量快速增长的方向平衡风险。鉴于上述情况，国内需求更加快速的增长不可避免。若考虑到供给冲击对相对价格（如食品原料等）的影响将传导至通胀预期，恐怕更是如此。因为在这种情况下，利率将随着时间的推移快速上涨。

图5
非规范化经济部门和信贷，占GDP的百分比



来源：BBVA 研究部，世界银行和 Schneider and Enste data(2004)

图6
墨西哥通胀前景和央行的目标区间（% y/y）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

2. 全球经济继续分化

全球经济将继续朝着不同的方向发展

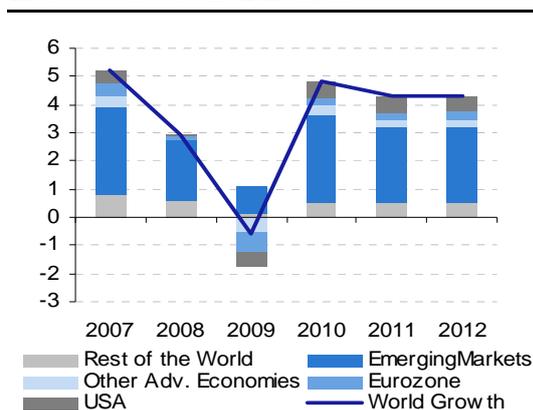
2010年全球经济增长了4.8%，预计2011和2012年经济增速均将小幅减速至4.4%，比12个月以前的预计的要好。这可以由发达国家经济增长全景有所改善解释，因为：（1）美国实施财政刺激计划以后，增长预期有所上调；（2）欧洲核心国家的表现会更加强劲，与二线国家的经济增长出现了分化。事实上，即便欧洲金融市场的紧张局面在2010年的最后一个季度有所恶化，该地区整体的经济活动却有所加速，也表明——至少暂时是这样——金融市场和实体经济存在一定程度的偏离。总的说来，全球经济的经济增长模式总体维持不变，经济增长的主要引擎仍是以亚洲为首的新兴市场国家（尤其是中国和印度，见图7），发达国家仍然略逊一筹。

所有的这些分化都对经济前景有三个重要的影响。首先，发达国家和新兴经济体经济增长的分化将继续导致未来二者之间宏观经济政策的巨大不同。美国和欧洲的货币政策将维持高度宽松，促使资本在其他地方寻求收益（新兴市场，也有越来越多的资金涌入商品市场）。与此同时，亚洲和拉丁美洲的部分国家已开始出现经济过热的迹象，通胀压力初露端倪，促使各国当局开始考虑加速收紧政策，尤其是在亚洲（图8）。由此便激励了资本流入新兴经济体，这将加剧两个地区已经存在的政策困境：是收紧政策以保证经济软着陆，还是防止本币突然巨幅升值。

其次，美国和欧元区经济增长的分化——以及金融风险——将对欧元形成向下的压力，且更重要的是，可能将使市场的注意力持续关注欧盟因高水平的公共债务而带来的相关困难。这是解释为什么市场还未对美国进一步推迟进行财政整合做出重大反应的因素之一，当然，原因还包括欧洲各国央行债券购买计划规模不同以及经济治理混乱等。

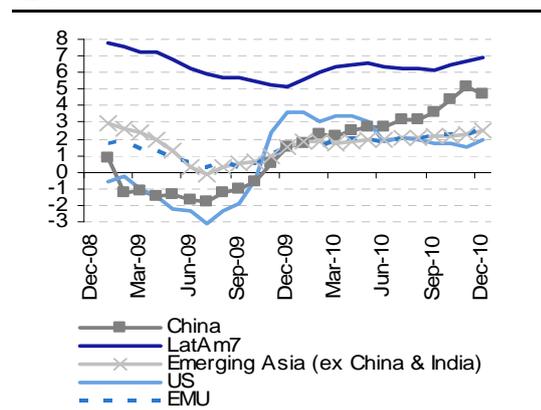
最后，欧元区内部日益严重的分化将开始损坏该地区共同货币政策的实施，而这已经因为初现的通胀风险（尤其是核心国家）和继续支撑金融稳定的需要（尤其是——但不仅仅是——二线国家）变得左右为难了。

图7
全球GDP增长和各地区的贡献



来源：BBVA 研究部

图8
通胀 (%)



来源：Datastream 以及 BBVA 研究部

主要发达国家经济增长加速，但仍较为脆弱

正如我们所料，美国经济并没有出现二次探底，且自夏季起未来可能出现这种情况的可能性就已经消失了。促使对美国经济前景预期有所改观的因素主要有四点。首先，2010年底的宏观表现更好，表明居民消费更趋强劲，而非畏缩不前。其次，美联储采取了果断行动执行新一轮的资产购买计划（二次量化宽松），为债券价格和总体的资产价格提供了支撑，前者尤甚。再次，不确定性减少和企业信心的增强有望使投资增加。最后，可能也是最重要的一点，美国出台了新的财政刺激方案，并于2010年底获得了通过，这将对经济增长产生很大的推动作用。因此，我们已将2011年美国经济的预测调整了0.7个百分点，至3.0%。

然而，薄弱环节仍然存在。房地产市场仍然低迷并可能出现低于预期的增长。鉴于复苏的速度将不足以使失业率大幅降低，居民收入的增长仍然疲软。此外，信贷增长和资产证券化进程依然缓慢。虽然以上因素都不会是经济偏离复苏的轨道，但却可能对美国经济造成新的负面冲击。目前，经济的逐步复苏和需求方面较低的通胀压力将允许货币政策在长期内维持在宽松水平。

此外，不应忘记欧洲主权危机的教训。然而，虽然2010年底推出的新的财政刺激计划在短期内有利于促进经济增长，但对美国经济二次探底的疑虑仍然存在。可是我们不应过度地估计那些组织债券市场对美国进一步推迟财政整合做出反应的因素的力度和持久性。欧洲的央行购买债券行为和混乱局面（并因此安全投资转移至美国债券）从本质上说是短期因素，将在中期内消失，且在此之前，美国将需要对财政整合做出明确表态。

欧洲的制度和经济改革至关重要

自2010年10月以来，欧洲财务压力再次涌现（图9），尤其是在二线国家。对财政可持续性和金融部门损失的担忧再次浮现，导致主权利差扩大并造成了筹资压力。然而，与5月份的情况不同，这对其他欧洲国家及欧盟以外的国家的金融影响有限。

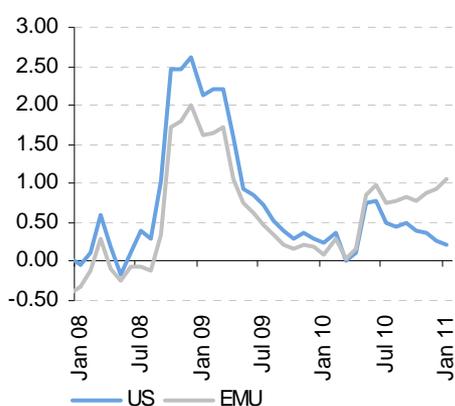
当时金融市场越发紧张主要因为两个事件导致的。第一，市场对欧洲各个机构处理主权债务危机的能力很不确定。有人提出将由私人投资者承担2013后重组带来的损失，并可能需要低价回购现有债务以恢复财政的可持续性，这使私人投资者们惶恐不安。第二个诱因是，爱尔兰的银行在被认为已充足资本化后不久便陷入了需要援助的境地，大家对压力测试可信度越发怀疑。这两个诱因形成于对部分二线国家（如葡萄牙和爱尔兰）达成其财政赤字目标能力的担忧和对欧洲经济体经济增长势头能否足以使其债务负担变得可持续充满怀疑的背景下。

继夏季的突出表现之后，金融市场复苏的脆弱性在于：市场越发关注部分国家的主权偿债能力问题，而不仅仅是对流动性的担忧。这使得欧盟更加需要一个全面的解决方法，不仅要解决此次的危机，还要建立起良好的未来危机预防和解决机制。预防再次发生危机方面，需要加强财政协调，为各个国家提供不同冲击的减震器，但还需加强财政和宏观经济层面（包括防止形成私部门的不均衡）双方面的监督。危机解决方面，需建立规定了谁将承担损失的明确和透明的机制，以避免因不确定性造成市场的过度波动，但可能现阶段最为重要的是保证有适当的过度机制。

正如上面所指出的，近期事件对其他国家和地区，包括欧洲核心国家金融的影响非常有限。因此，欧元区整体的经济增长比预想的要强，主要是因为德国和其他欧洲核心国家的经济增长取得了积极成果。然而，如不能尽快就全面的治理改革达成一致且各国不再继续推进经济改革以降低财政的脆弱性、重组金融体系并提高潜在增长，欧洲二线国家的财务压力和实际经济活动的分离将不会持续。从这方面来说，三月份的欧洲理事会会议上能达成何种协议将十分关键。

图9

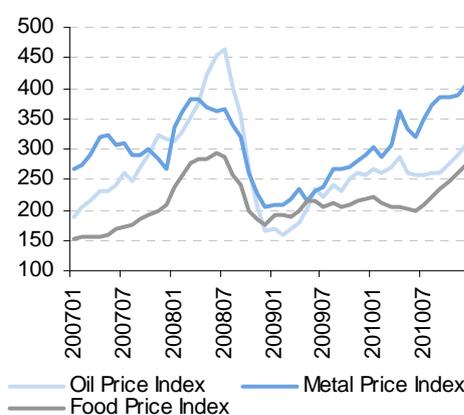
BBVA财务压力指数



来源：BBVA 研究部

图10

商品价格指数



来源：BBVA 研究部

大宗商品物价将逐渐趋稳，但新兴国家的通胀让人担忧

近几个月来物价全面上涨，受部分金属涨价影响达到了历史最高（图10）。这看似符合新兴国家需求激增开始促使物价呈长期向上趋势的情况，但也可归因于某些短期因素，至少对某些商品类别而言是这样。例如，前两个月食品价格快速上涨很大程度上是受到了供给方面因素的一次性影响（气候失常），而这种影响会在2011年接下来的时间里减弱。此外，鉴于全球重组的流动性环境，投资者涌入了商品市场并将其作为一种投资资产，全面提升了财务溢价。

未来，我们预计商品价格会总体在当前价格附近水平趋稳。对食品价格而言，2011年粮食生产恢复正常也将使食品价格趋于稳定。金属方面，存量提高将开始对价格造成压力。只有石油，我们预计2011年市场会很紧俏并将继续推动油价小幅上涨，但这种状况会在随后逐步缓解。欧洲财务压力可能减少将有助于缓解油价的上涨压力，因其能使投资者从商品市场中转移到其他资产上，以获得更高的风险溢价。尽管如此，由于需求强劲，仍可能有向上风险，尤其是在亚洲，将在中期内继续支持价格上升。

商品价格上涨要对新兴经济体2010年底通胀上升负部分的责任（图8）。特别是，在许多国家，食品价格上涨对通胀上升有着直接而重要的第一轮影响（正如以下所述，其中以亚洲尤为显著），并带来了导致全面通胀的风险。然而，未来，我们所期望的食品价格的稳定将意味着这一因素将在决定总体通胀方面变得不那么重要。尽管发达国家的风险也有所加大，但鉴于食品价格对其CPI的影响更小且它们有足够的未被利用的生产力，通胀预期稳定，这些都将使通胀压力维持在可控水平，风险小于新兴经济体。

对新兴国家更多的担忧在于通过通胀、信贷的快速增长和资产价格的上涨意识到了亚洲和拉丁美洲快速的经济增长和大量的资本流入已开始对形成经济过热的压力。事实上，我们预计亚洲国家会继续保持强劲增长，尽管风险较三个月前更为显著，但我们认为各国政府将有能力控制经济进行软着陆并避免经济过热运行。受国内需求和高商品物价的推动，拉丁美洲经济也将在2011年保持强劲增长，接近该地区4%左右的潜在增长能力。正如之前所提到的，对这两个地区而言，最大的挑战在于控制资本的大量流入。我们预计多数国家的政策会继续收紧，并同时制定更多限制资本流入的行政控制措施和抑制信贷增长的审慎措施，尤其是在亚洲。

专题 1: EAGLEs: 未来十年重要的新兴市场

在我们看来，新兴市场与发达国家之间增长率的分化已经不是一个周期性的现象。相反，在中期而言，这是全球经济的结构性特征。在这一观点背后，隐藏着几个因素。第一，发达国家受到的危机影响显然更大，我们预测他们将从危机前的扩张转向严重衰退。对于新兴市场而言，危机造成的负面影响不是十分严重，2010 年的表现则证明了他们恢复迅速。从更长期来看，根据各种生产要素（就业，资本和要素生产率）的可能增长率，BBVA 研究部对潜在 GDP 增长进行了详细的预测。测试的结果将强调新兴市场作为一个整体如何依靠相比发达国家更为强劲的基础来致力长期发展。具体而言，新兴市场国家在人口方面的前景更为光明，意味着长期的保守预测并不需要投资或总的要素生产率的加速提高。

基于以上观点，可以理解的是投资者已经表现出寻找新方法去适应世界增长倾向新兴市场的极大兴趣。BBVA 研究部致力于开展一个长期的项目并就这一问题提供信息。我们所有的努力都围绕着“EAGLEs”的概念。EAGLEs 代表“引领世界经济体的新兴经济体”；EAGLEs 作为一个组合，其中每一个经济体在未来 10 年内对世界增长的贡献需超过同期的 G6 国家（G7 除了美国之外的国家）增量的平均水平。我们的方法相较于其他近期发布的概念更有优势：

EAGLEs 的概念更侧重于经济体预计所能创造出的 GDP 增量（incremental GDP 即 IGDP），也就是其对世界经济体的贡献，而非只看经济体本身的规模大小或所拥有的人口数量，因为它们都有可能产生误导。以 IGDP 作为参考是非常关键的：仅拥有较大的经济规模或单凭较快的经济增速都不足以成为一个对世界经济发展具有影响力的重要经济体，两者兼备才是最重要的。因此，这是一个对于发掘新的商业和市场机会会有更多期待也更为相关的概念。（图 11 和图 12）

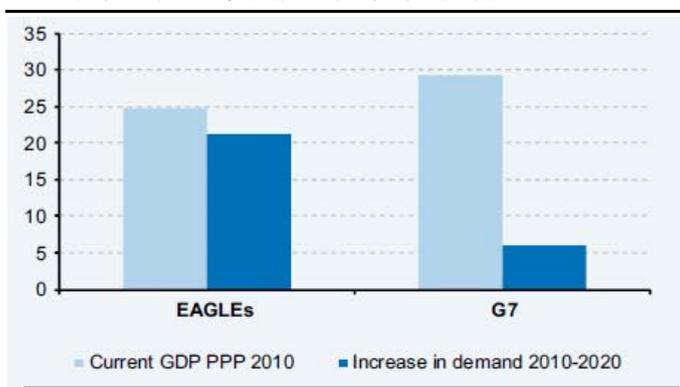
动态，灵活：每年 BBVA 研究部都会基于经济体的表现及经济体状况的变化对预测进行更新。它不是一个固定封闭的组合，概念本身也并没有和特定一组国家名称的缩写联系在一起。这就允许我们在更为广泛的新兴市场经济体中找出那些最重要的国家和地区，同时也能够预先对潜在的“堕落天使”有所警惕。

客观：有着清晰的筛选标准。要成为 EAGLEs 的一员，每一个经济体在未来 10 年内其 GDP 的预计增量需超过同期 G7 国家（美国除外）增量的平均水平。

EAGLEs 与其他传统分组概念相比，其结果是基于较短的预测时间范围（十年），而其他的预测则都在 20 到 50 年之间。由于全球经济在此长的一段时间内可能经历巨变，因此，一个较短的预测时间范围对于大多数的投资决策而言更为有意义。

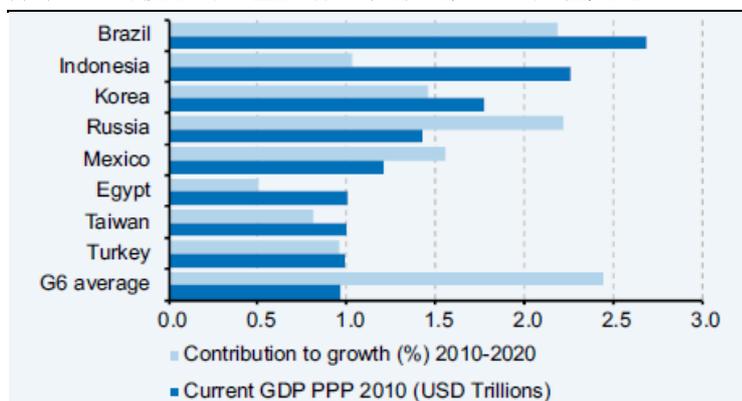
那谁是 EAGLEs 的成员？根据我们的方法，我们发现了一些惊人的结果。根据 BBVA 研究部的预测，世界 GDP 总量在这一个十年间，按购买力平价调整后的增量约为 41 万亿美元。其中来自 EAGLEs 成员的贡献（即 IGDP）预计将稍稍超过 50%，而 G7 国家则仅占约 14%。值得一提的是中国大陆在未来十年对世界经济发展所预期将扮演的角色，其对整个世界经济增长的贡献将达到 30%，这个数字几乎是美国同期贡献的 4 倍，是金砖四国中其他三国总和的 2.4 倍。印度对世界经济体的贡献预计将和美国相当，即使其 GDP 绝对规模大小到 2020 年仍旧小于美国。巴西的贡献预计将位列第三，之后是印度尼西亚和韩国（图 12），其各自对世界经济体的贡献都将超过俄罗斯，同时印度尼西亚和韩国的 GDP 增量总和将是巴西的 1.5 倍。这清晰的表明传统的金砖四国概念受到了挑战。接下来出现在名单上的是墨西哥，其 IGDP 对世界经济体的贡献预计将分别大于德国和英国，尽管墨西哥现时的 GDP 规模大小按购买力平价调整后仅为德国的 53% 以及英国的 71%。最后是埃及，中国台湾和土耳其，每一个经济体的 IGDP 预计都将大于加拿大，法国和意大利。除去金砖四国之外的 EAGLEs 成员对世界经济体的重要性将超过 G6 国家总和。总而言之，EAGLEs 是那些在这个十年已经且将会对世界经济体的增长有着更突出贡献的新兴市场国家和地区所组成的集合。

图 11
GDP水平和增长（美元购买力平价，万亿）



来源：BBVA 研究部和 IMF

图 12
除中国和印度以外的主要新兴市场国家（%，万亿美元）



来源：BBVA 研究部和 IMF

3. 对墨西哥经济有利的实体及金融外部环境

近几个月来，即使必须注意地缘政治风险的增加，引导金融变量轨迹的主要因素依然如旧。因此，全球经济全景条件仍然在很大程度上取决于流动性过剩及发达国家宽松货币政策的结果。另一方面，欧洲政府债务危机的不确定性，原材料价格上涨，非洲大陆紧张的政治局势，在不同程度上对全球经济复苏构成了威胁。在这一背景下，墨西哥面对自身最容易受到的威胁，无论是欧洲债务危机，还是原材料价格上涨，都仍然处于一个相对较好的位置。前提是这些冲击并没有影响美国经济。

美国，需求政策的刺激让前景更好

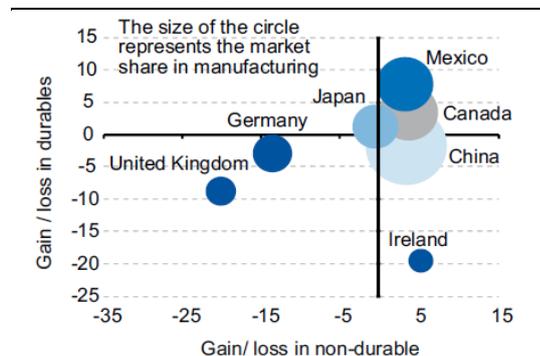
美国联邦储备局（美联储）对美国国债的购买量在过去三个月内不断增加，据反映经济复苏的数据显示，定量宽松政策2（QE2）的效果仍未确定。一方面，通货紧缩的风险降低，消费和工业（尤其是制造业）生产指标上升，股市上涨，公司业绩报告强于预期。然而，住房市场持续低迷，按揭贷款的违约率依旧很高，贷款的需求仍然疲弱，失业率持续在9%以上。简言之，如同美联储在去年十二月会议纪要中所提出的，尽管一些经济指标增强了复苏的信心，充分就业和价格稳定等目标的进展“异常缓慢”。应该指出的是，对于复苏的“信心”增长，在很大的程度上是由于奥巴马政府去年十一月宣布削减税收，所以一旦政府停止税收支持，美国经济增长前景仍然需要更多的利好论据支持。基于这些信息，美联储维持其目标利率在0至0.25%的区间，并重申它期望经济条件能保证利率在长时间内维持极低的水平。同时，美联储认为继续购买国债是适当的，并意图在今年第二季度末完成6000亿美元的购买量，这个期限在很大程度上取决于全球经济复苏的轨迹。总而言之，美联储现在似乎并没有找到改变其适应性货币政策的条件。

图 13
财务风险指标



来源：BBVA 研究部

图 14
美国制造品进口的份额变化（相对变化，2009-2010年三季度）



来源：BBVA 研究部和 INEGI data

尽管存在不确定性，美国经济增长前景看好是对墨西哥经济的一大利好

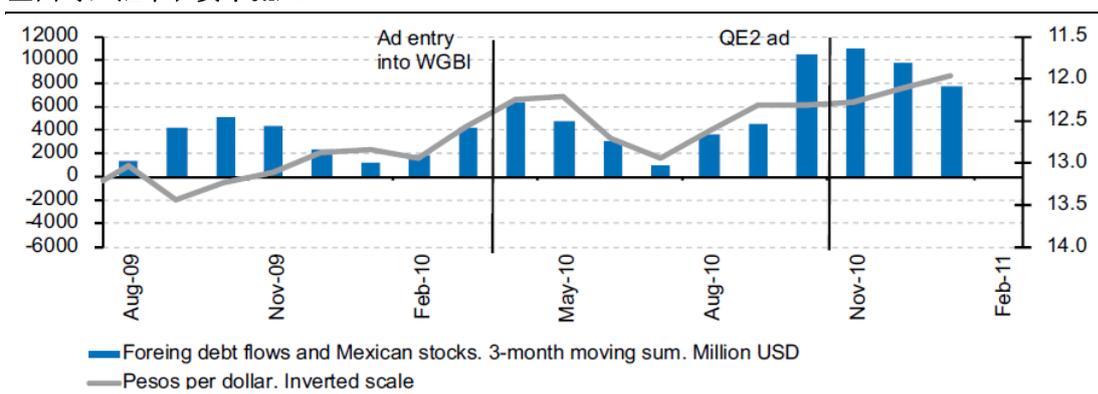
美国消费数据高于预期，于是市场调高了墨西哥对美国出口增长的预期，但预计会弱于 2010 年的强劲反弹。应当指出，以比索的实际价值计算，占据墨西哥出口总量 80% 的制造业出口的增长率在 2010 年尾，从第二和第三季度月平均 1.5% 的水平降到了 -2.8%。其中，部分下降被石油出口补偿，由于石油出口量价齐升。相较前三个季度，去年第四季度的每日出口桶数至少上涨了 14%，每桶价格则上涨了至少 10%。此外，在制造业出口方面，墨西哥在对美国的主要商品出口国里占据了美国市场最大的份额。特别是在代表墨西哥出口总量近 85% 的耐用品出口方面，2010 年第三季度的出口配额较 2009 年同期提高了近 8%；非耐用品方面也提高了 3%，并且墨西哥的地位比其他国家更有利，这反映了墨西哥产品竞争力的提升，而这种提升并非全然因为汇率的变化。

在对外直接投资（FDI）方面，资金并没有停止流入。虽然在 2009 年由于国际环境中投资者对风险的厌恶情绪高涨而有所放缓。而在目前紧张的金融局势下，2010 年第一季度的资金流入好转迹象可以说是明显的，特别是在诸如贸易和生产部门，这两者占到了对外直接投资总额的近 70%。另一方

面，自墨西哥于去年 3 月底宣布加入全球政府债券指数（WGBI），并于 11 月开始实行定量宽松政策 2 以来，固定收入证券的投资量空前增加。事实上，据估计，在 2010 年有超过 200 亿美元的资金流入墨西哥的固定收入证券市场。另外，境外汇款和其他旅游服务收入继续显示出好转的迹象。尽管离恢复到危机前的水平尚远，境外汇款自去年第一季度起开始增长。相关收入自去年下半年起反弹，从前九个月月均 0.4% 的增长率上升到了第四季度的月均 1.4%。最后，入境游客数量和他们的消费自去年第四季度起逐渐稳定，且后半年每月都有积极的增长（10 月至 11 月为 0.23, 1 月至 9 月为 0.37）。

图 15

墨西哥，汇率和资本流入



来源：BBVA 研究部

国内金融市场变动与墨西哥经济高速增长和环球逐利行为有关

在金融市场，国际市场上的流动性过剩导致了投资者在全球范围内追逐利润，并对墨西哥的金融工具产生了强烈的需求。资本的流入最先反映在本国货币的升值上，比索兑美元的汇率从 2010 年 11 月迄今已录得 2.43% 的升幅，维持在 12 比索兑 1 美元的高位，这一高位自 2008 年四季度以来从未出现过。货币市场上，伴随固定利率债券收益率的下跌，国内增长前景更为看好。除非要考虑地缘政治风险的增加，投资者对风险的厌恶程度下降，纷纷抛售债券以投资于股票基金，并因此抬高了美国的利率及收益率。不论如何，墨西哥本土公司的借贷息差持续下滑，资本成本降低，促进了本国投资项目的盈利能力。

全球范围的初期经济反弹是有风险的，即使国际金融界已经采取行动以缓解紧张的局面，欧洲政府债务危机所带来的不确定性远未解除。甚至，国际投资者对风险的警惕有可能突然增强，并透过金融市场快速蔓延。另一方面，厌恶风险的因素、高速增长的新兴国家的需求和流动性过剩引发的环球逐利行为共同导致了原材料价格的上涨，给发展中国家带来了巨大的通胀压力，而这些国家的需求恰恰是当前全球经济的动力。但是，这些威胁蔓延到墨西哥的机会是渺茫的。与欧洲相比，墨西哥的贸易通道狭窄，直接投资到目前为止并不占主导地位，尽管欧洲国家的国内金融市场受到了债务危机紧张局势的影响，但墨西哥却能置身事外。至于食品商品价格上涨，墨西哥中央银行在其首次公开发表的会议纪要中明确指出，基于快速收紧的货币政策，只要价格上涨没有突破通胀预期，此次冲击并不足以虑。而且，考虑到国际价格的反弹尚未传导至国内，国内对部分价格上涨产品的进口量有限，且墨西哥对某些产品存在基于固定价格的供应保障机制，此次价格上涨所造成的家庭收入缩水也应该是有限的。

4. 增长的内部支持：消费、就业和信贷

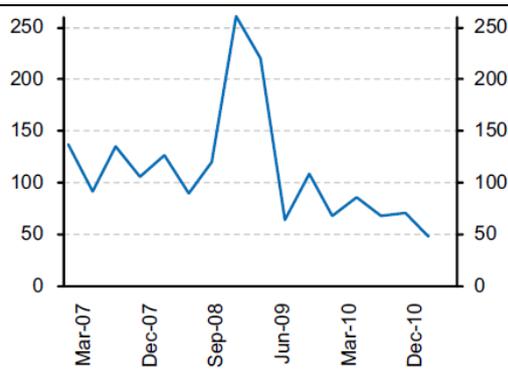
成本增加，融资困难不会阻碍墨西哥经济的增长

墨西哥国内企业在成本方面的问题，让人们意识到企业融资量从2009年6月开始下降。与此同时，银行对企业的贷款利率从2008年12月的10.7%降至2010年12月的8.5%。企业贷款利率在2008达到峰值，主要是因为市场流动性不足，企业信贷风险增加，以及经济环境的不稳定性。同样地，政府的融资条件，即期限和利率，已经变得更加温和。

此外，尽管受危机影响，消费信贷和住房抵押贷款利率却相当稳定，分别为28%和11%左右。

图 16

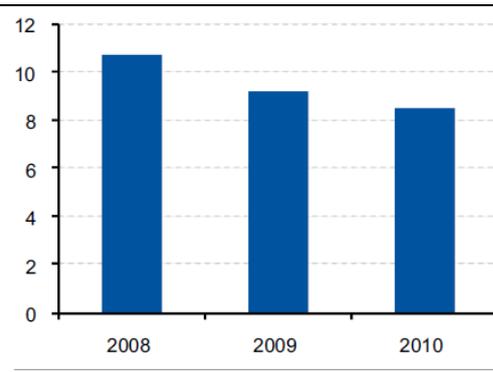
公司债券与政府债券的利率差（基点）



来源：BBVA 研究部和 Semana Corporative Banamex data

图 17

公司信贷的隐含利息 (%)



来源：National Banking and Securities Commission

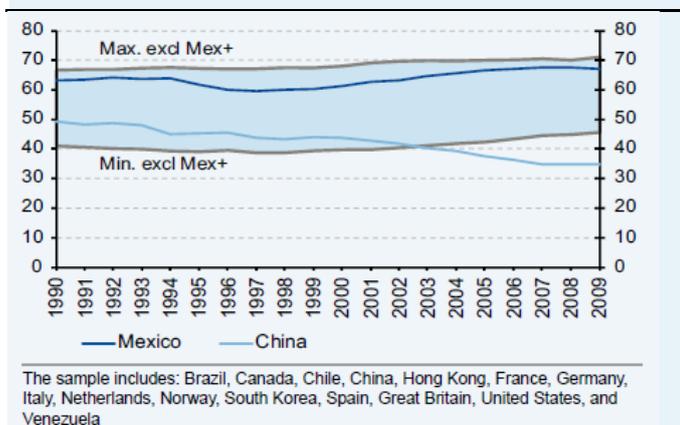
专题 2：透过国际比较看家庭消费：比重，波动性和结构

私人消费是代表占国内生产总值（GDP）比重最大的需求组成部分。以实际价值计算（以 2005 年美元价值为基数），这期间近 200 个经济体的私人消费占 GDP 的比重达到了平均近 60% 的水平（如图 18）。在由大多数属于经合组织的国家组成的较小样本中，墨西哥的消费因保持高达近 70% 的 GDP 比重而特别突出。

然而，高的消费比重并不意味着更好的发展程度（如图 19）。在相对较小的人均收入区间内，可以发现不同国家的消费占 GDP 的比重差异很大，反之亦然。消费比重与收入分配也没有明显的关联（ii），这表明消费比重受诸多因素影响，例如经济体的生产专业化程度、人口结构（即人口增长节奏和年龄结构）或经济体缓冲收入冲击的能力。在此方面，一国经济的发展情况确实与私人消费的波动性更为相关，这很符合经济学原理。根据恒常收入理论，个人消费支出取决于其“长期”收入，亦即不受突发和短期收入波动影响的现金流，此类收入波动包括短暂利好时期的工作收入，或者是从金融和非金融资产处获得的或多或少的收益。从这个意义上讲，消费主体（个人或家庭）会试图锁定一个相对固定的收入比例用以维持一定的消费水准。长期看来，这一比例将呈现“平稳”的态势，与观察周期¹无关。

图 18

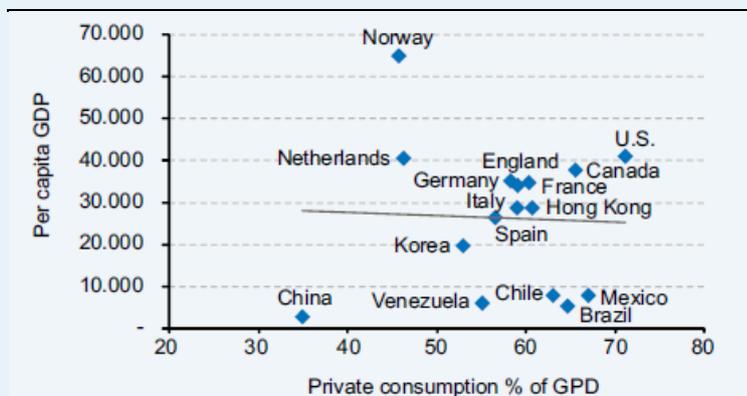
个人消费者支出（占GDP百分比）



来源：BBVA 研究部和 UN National Accounts Main Aggregates

图 19

人均GDP（美元）和消费占GDP的比重，2009



来源：BBVA 研究部，UN National Accounts Main Aggregates 和 WEO Database

为维持这一“平稳”的比例，消费主体会进行储蓄，贷款，融资或外部转移，同时利用公共部门的收入再分配机制，如失业补偿等。财政限制越大，提供给消费需求的跨期融资便越难获得，消费将因此脱离平稳的轨迹，变得更接近短期收入，于是更不稳定。（坎贝尔和曼昆的流动性约束消费理论）

就墨西哥而言，“外部转移”的使用尤为重要，因为来自居住于美国的墨西哥人的境外汇款几乎占到了GDP的 3%（以美元计算，墨西哥的境外汇款总额位居世界第三，仅次于印度、中国和菲律宾）。比起对私人消费比重的影响，境外汇款的区域效应更值得关注，因为在诸如米却肯，萨卡特卡斯，瓦哈卡，格雷罗，伊达尔戈等州，境外汇款几乎已经占到了GDP的 10%；在农村地区，几乎已经占到了当地总收入的 50%。不过，境外汇款高度的周期性亦须谨记，例如 2009 年经济衰退时，墨西哥在外劳工受美国经济危机影响最为严重，境外汇款量在关键时期强烈紧缩²。

另外，通过公共预算转移以缩减贫富差距的方案事实上很少能够实现财富的重新分配。当然，类似墨西哥机会案的政府项目是个例外，只是这些政策虽然成功，效果却十分有限。拉丁美洲国家以及如经合组织成员国的收入不平等现象，有一半原因可以归结于此³。

不同国家之间的对比清楚地表明了流动性的约束阻碍了消费的平稳化（如图 20）。以 2005 年美元价值为基数，消费主体在如食物和住房（一定程度上）等基本必需品上的花费往往比较固定，几乎与他们的可支配收入无关；而不是像其他消费项目一样，支出与收入成比例。因此，经济体的相对收入水平（以可支配收入净额计算）越低，家庭从收入中为食品，住房和交通预留的比例越高。

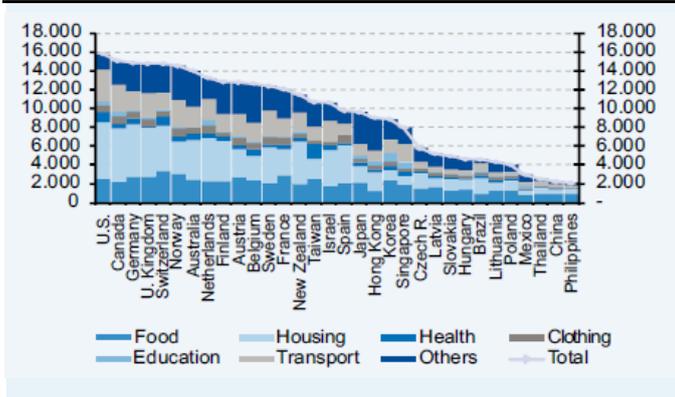
审视家庭消费的另一种途径是看金融系统的相对发达程度。若经济体的人均收入水平较高，金融系统更发达，则私人消费的波动性更小。衡量金融系统发达程度的一项（但不是唯一）指标是发放给私人部门的信贷量占 GDP 的比重，这一指标与消费的波动性呈负相关。

¹莫迪利亚尼生命周期模型的有限期或弗里德曼恒常收入理论的无限期

²参见 Mexico Migration Watch, June 2009 (Economic Research Service and Fundación BBVA Bancomer.)

³参见 Poverty reduction and growth: virtuous and vicious circles, WB 2006.

图 20
家庭支出结构（2005年美元价值为基准）



来源: BBVA 研究部和 INEGI data

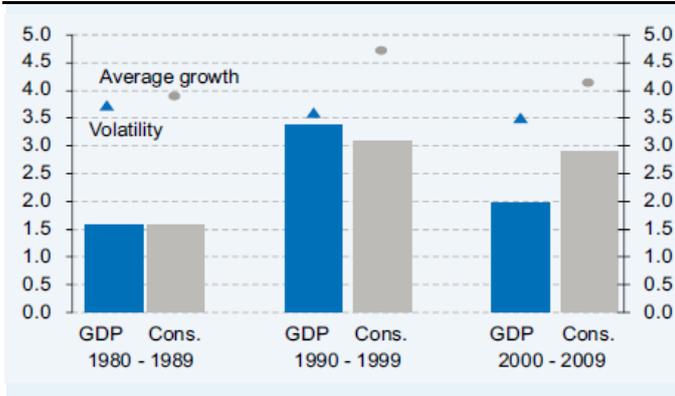
就墨西哥而言，过去三十年的季度数据显示，消费的波动一直大于收入的波动，表示消费主体方面不太可能存在平稳的收入支出比例。因此，不论消费的平均增长节奏是快于 GDP，就好像 2000 年至 2009 年间的情况，还是慢于 GDP，就好像 2000 年之前十年的情况，消费的波动总是更大。

但是，值得强调的是，站在金融系统的角度上看，1995 年的危机和 2008 年的危机存在关键的区别。1995 年，经济危机伴随着核心变量的极端不确定性，比如利率或通胀的不确定性严重影响了信贷市场：由于外汇风险或浮动利率的存在，危机源自内部，且利率和通胀标准在此期间不堪一击。在另一个极端，2009 年金融危机，源头在外部，通过出口影响墨西哥经济，且伴随着无可比拟的金融动荡，这有助于解释消费在过去十年中更大的增长。（如图 22）

总而言之，在样本中加入更多的国家，从一个国际层面上看，墨西哥的收入水平偏低，比较不可能在长期实现消费的平稳化，反而会将其收入的很大一部分留作食物以及住房支出。所以，最底层的 20% 家庭，也就是最贫穷的家庭，会预留约 50% 的收入用于食品购买。对比而言，最顶层的 10% 家庭，也就是最富有的家庭，仅预留了其收入的 20%（如图 23）。累积看来，实际上私人消费支出的 85% 用于非耐用品和服务的支出。

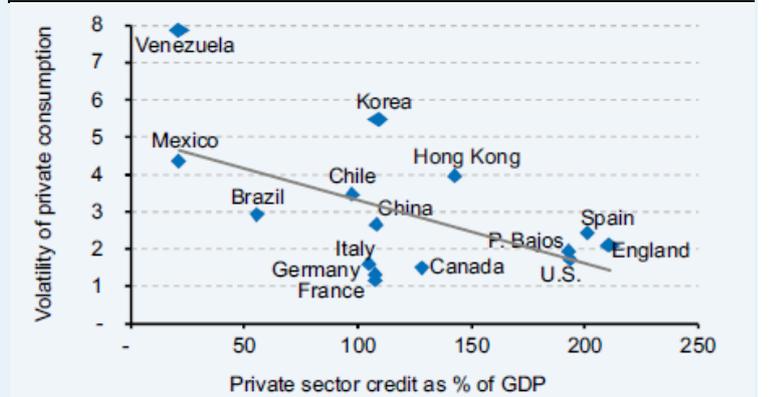
最后，即使墨西哥的消费比名列前茅，但国内大部分居民都受流动性制约，使其很难实现消费的平稳化。另外，接受反周期性收入转移的希望愈加渺茫，这不单是指来自公共部门的收入转移（失业补偿），还包括来自经济体其他成员的部分，因为墨西哥移民从美国汇入的汇款是顺周期性的。在接下来的章节里，将有更详细地分析指出融资渠道和私人消费是显著相关的。这对于墨西哥从经济发展的角度进一步改善，并使金融系统覆盖到足以实现更稳定的消费模式而言是非常重要的。

图 22
消费和GDP（平均增长和波动性）



来源: BBVA 研究部和 INEGI data

图 21
对私人的信贷供给（占GDP的百分比）和消费的波动性



来源: BBVA 研究部, IMSS 和 INEGI data

图 23
最顶层10%家庭的支出结构（ENIG 2008）



来源: BBVA 研究部, IMSS 和 INEGI data

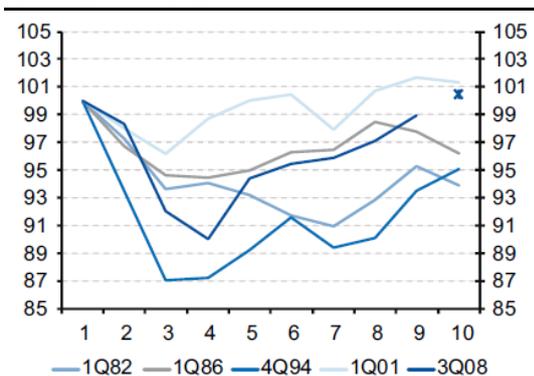
墨西哥的消费：总量虽高；人均却低，波动也大——原因在于低收入水平，低融资普及度

如上一节在有关国际间的消费对比中所提到的，墨西哥的私人消费占GDP的比重高达近70%，且高于其他经济体。这一比重在过去三十年一直徘徊在60%至70%之间，虽然于1994年至1996年间消费对GDP出现了大幅的收缩，从而导致了比重下降⁴。记得当时的经济危机伴随着由于汇率波动和高通胀引起的金融体系的失衡，家庭收支平衡和实际工资受到了极端负面的冲击，所以用了接近三年的时间，消费比重才恢复到衰退前的水平。从这个意义上讲，2009年的经济衰退对私人消费产生的影响便不那么激烈了。当年，GDP下降了6.1%，私人消费下降了7.1%。而在刚刚结束的2010年，我们预期GDP和私人消费支出的增长率分别为5.2%和5.5%。

即使消费比重及其增长率都很高，当以人均消费为出发点时，景象就发生了变化。很明显，低收入水平及其分配不均与减少且波动大的人均消费息息相关（见上节）。在这个意义上，如邻图所示，劳动市场给出的人均收入在2010年同2005年是一样的，说明仅相对正规市场的收入表现有所改进。人均消费支出的动向与正规市场的收入动向更为相似，而不是墨西哥市场的收入动向，这一事实表明其他决定家庭消费的因素对源自正规市场的居民群体有更积极的作用。

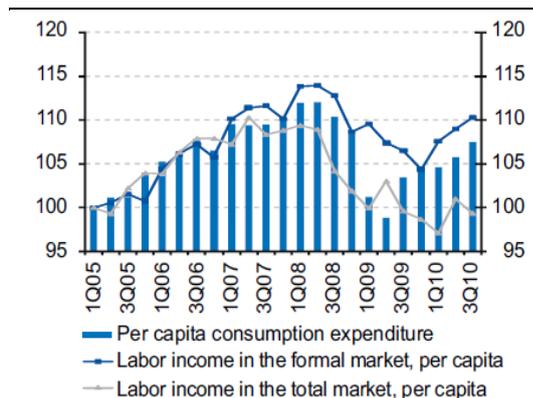
所有这一切都导致了针对私人消费的决定因素的思考，并顺此思考消费主体（个人和家庭）能否通过某些渠道实现其消费的平稳化，以致于更少受到短期变量的影响。私人消费的这些决定因素基本上有三个：（1）可支配收入；（2）预期的作用；（3）融资渠道。

图 24

个人消费（最大值=100）

来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

图 25

人均收入和消费支出

来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

家庭可支配收入是消费支出的主要决定因素

根据国家会计准则，家庭可支配收入是指消费主体能够用于储蓄和消费的收入。它等于国家总收入减去纳税总额，加上公共转移支出（如机会案），再减去社会保障支出和福利，最后加上已分配股息。家庭可支配收入占据了全国应得收入总额的80%左右。按实际价值计算，全国可支配收入2009年缩减了8.8%，其中5.1%可归咎于家庭可支配收入的减少。

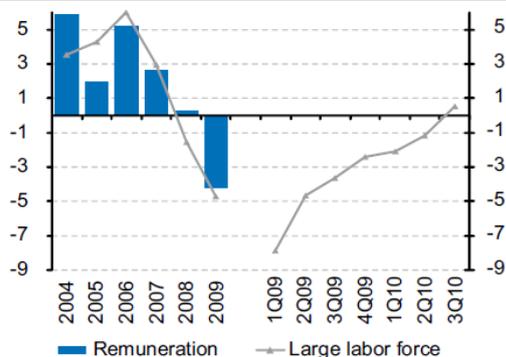
虽然墨西哥的国民经济核算体系是一个重要的信息来源，因为它逐项列出了构成经济体的主体和活功，但我们并没有机会以理想的频率追踪包括家庭可支配收入在内的多项指标⁵。

鉴于此，为了找到一个即期可得的季度指标用以衡量家庭可支配收入，甚或是收入的特定成分，我们以工资收入为基础建立了一个指数，其中工资收入是指劳动人员因工作表现而获得的货币或其等价物。基于全国职业与就业调查的统计数据，我们只考虑了净收入，即已纳税额、会费和/或需自付的社会保障金等已被扣除后的收入。对于个体工作者，则扣除了与业务有关的经营费用。在此前提下，以2010年第三季度为例，受雇人员的平均小时工资达到了29.3比索。其中，管理层的工资最高，达平均48.5比索；从事非专业工作的自雇人员最低，为平均24.7比索。若考虑到通胀对消费者的影响，那么2010年第三季度的工资比2009年同期下降0.8%。计算劳动收入的另一个变量是国内劳动人员总数，其中包括附属人员和受薪雇员（约占就业总量的65%），自雇人员，雇主和非受薪工作者，不考虑他们是属于正规还是非正规的经济部门。

⁴ 1995年，GDP实际缩水了6.2%，消费则下降了9.5%。1996年，消费并没有恢复，与5.1%的经济增长率相比，消费增长率仅有2.2%。

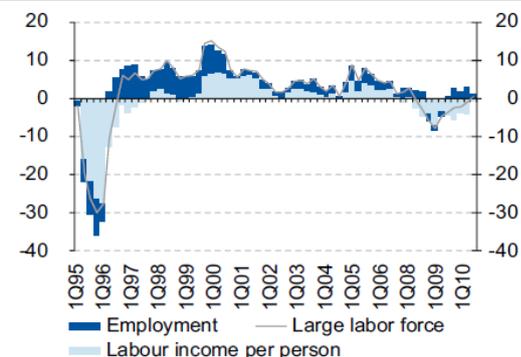
⁵ 另外值得一提的是，自从国民经济核算体系采用了新的基准年（2003年），我们仅能获得自2003年至2009年的年度数据。

图 26
家庭收入和总工资收入（年同比变化）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

图 27
总工资收入（年同比变化和各部分的贡献）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

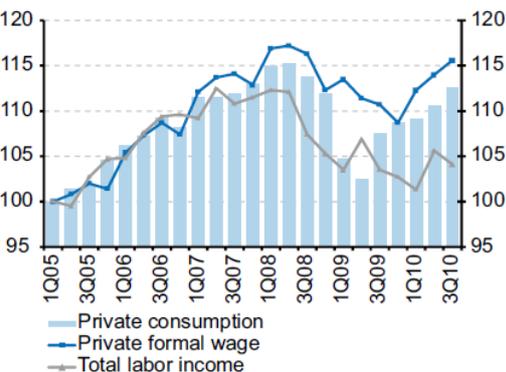
由此得出的计量结果非常接近国民核算中用以衡量家庭可支配收入的工资，不过对于私人消费，它的好处在于工作和就业的收入数据是按季度更新的，以其作为可支配收入的指标具有更强的时效性。另一方面，这种计量方式可以让我们掌握收入和就业分项指标的演变。因此，正如我们在本章开头提到的，1995 年和 1996 年危机时显著增长的通货膨胀（年均 35%）致使名义工资的购买力大幅减少，是那次危机与今次危机的关键区别。另一个重要区别在于就业的恢复：此次经济衰退时的失业规模较小，故而复苏的速度惊人。然而，相对于那个时候，收入的负增长期似乎更长（上次是 2.5 年，这次是 3 年）。

还有一个测量家庭可支配收入的方式可能时效性更强，该方式以正规部门的工资总额为计量基础，数据来源于墨西哥社会保障机构（西班牙文简写 IMSS）每月公布的在册人员的实际工资。但是，在社会保障局登记的劳动人员只占全国总劳动人口的约三分之一（2010 年为 32.5%）。

非正规部门的一般就业属性之一就是低工资水平。因此，体力劳动收入往往比正规劳动收入恢复地慢。这无疑造成了私人消费恢复的瓶颈。但应当记得，当危机走入失业高峰期（08 年四季度至 09 年 3 季度）时，反而是那些非专业人士和最低工资 2 等以下的群体，也就是成本较低的劳动力更容易找到工作。

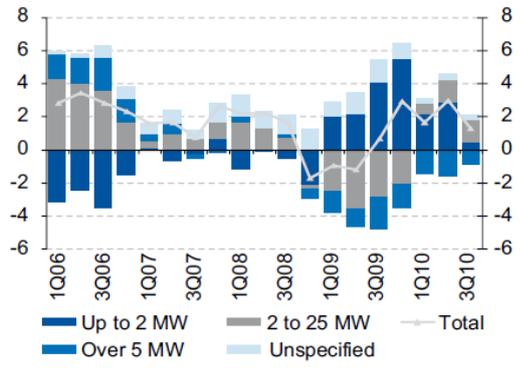
虽然缓慢，但更易获得就业机会的工资群体的就业率一直攀升，同时最低工资 2—5 等的工资水平也开始增长。

图 28
劳工收入和私人消费（年同比变化）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

图 29
不同收入层次的雇佣情况（年同比变化）



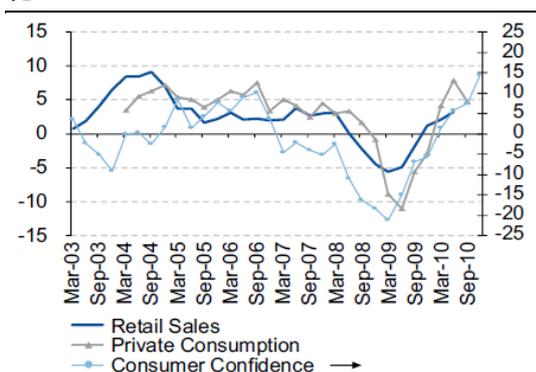
来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

影响私人消费的第二个因素是预期的作用，它与收入周期和水平紧密相关

经济主体在储蓄和消费间分配可支配收入时，分配比例是每期临时决定的，分配时他需要预期自己未来每期可以支配的收入。如果他认为自己未来将面临比现在更坏的情况，在其可支配收入允许的范围内，他将储蓄更多而花费更少。

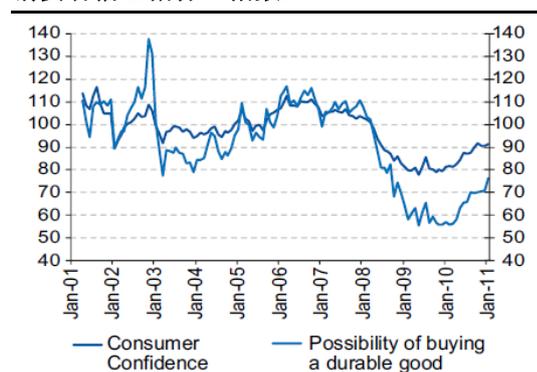
尽管经济主体很难通过一个变量来预测自己的未来，但却可以对由国家统计局（INEGI）编制的如消费者信心指数一类的指标加以利用⁶。该指数与零售和私人消费等变量相关，但自身变化更多，这也是本性所致。缓慢的复苏值得注意，虽然在最近几个月消费者信心和预期一样持续上扬，但是耐用品消费的分指数在 2009 年却出现了明显的下挫，反映在此类型产品的购买量上（跌幅为 29.4%）。耐用品的购买量取决于融资的可获得性--这主要看供给方，基本上是银行对贷款申请的交叉制约因素，以及需求方未来能否获得足够的可支配收入以偿还欠款，从而引出了第三个决定因素：信贷。

图 30
消费者信心，销售和私人消费（年同比变化）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

图 31
消费者信心指标（指数，2003=100）

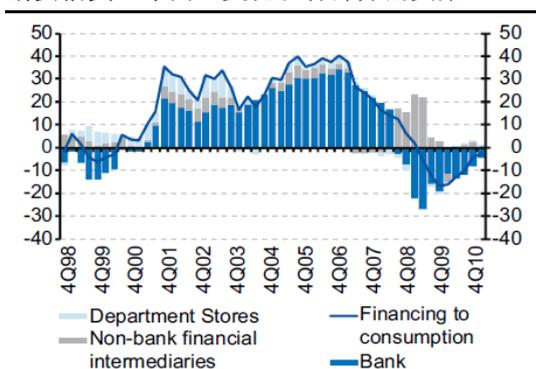


来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

最后，影响消费支出的第三个因素是信贷。信贷的可获得性并不是消费增长的阻碍因素，尽管经济体的高度不规范使得我们需要进行充分的改进，以减小信贷对消费水平及波动性的不良影响

按实际值计算，2002 年至 2007 年间，墨西哥消费信贷⁷的年均增长率位于 20%和 40%之间。这一部分的增长可能主要来自于信用卡、耐用消费品信贷和汽车贷款（好像 2003 年一样）。墨西哥央行的数据显示，信用卡保有量从 2002 年一季度的 640 万增长到了 2008 年二季度的 2650 万。银行业是消费信贷的最大供给方，这也是为什么消费信贷的轨迹在很大程度上反映了银行业的业绩。此外，银行供给量占消费信贷总量的比重亦从 2000 年的 60%上涨至 2010 年的 80%。非银行部门提供的消费信贷也有所增长，主要是由于商家更加频繁地使用信贷以促进存货销售，加快存货周转。

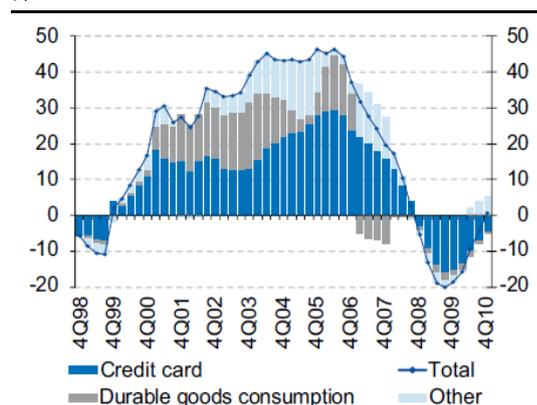
图 32
消费信贷（年同比变化和各部分的贡献）



It incorporates the adjustment of the credit foreseen by the Sofoles, property of the banks, which is accounted for as a bank credit. The credit includes the portfolio in force, the past-due, the rediscounted, the restructured in UDIS, and the one associated with programs of the FOBAPROA, accrued interest in force and past-due.

来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

图 33
银行对消费信贷（年同比变化和各部分的贡献）



It incorporates the adjustment of the credit foreseen by the Sofoles, property of the banks, which is accounted for as a bank credit.

来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

⁶墨西哥境内 32 个洲的 2336 户家庭参与了构建消费者信息指数的调查，调查内容包括受访者对自身及国家现状（与一年前相比）和未来（此后一年）的看法，此外还有一个问题涉及购买耐用物品的倾向。

⁷现有信贷是指信贷业务中尚未结算的缺口。

消费信贷在 2008 年和 2009 年的严重经济危机中急剧收缩，原因有二：一是需求条件恶化；二是供给紧张，伴随着特别不利的金融环境，风险标准、融资优惠和融资成本都受到了影响。

然而，通过供给和需求状况的改善，消费信贷已开始恢复活力。

正如上一节的结论，墨西哥和其他国家一样，银行业预计的信贷供应量对本国消费能够产生积极的影响--本年度预期更大的信贷量会透过消费对经济产生正面影响。一般是出于谨慎的缘故，各项规章中设置的法律要求促使信贷集中在正规部门，一个更加规范化的经济体将有助于信贷的获取，而且还将促进生产力水平、工资和收入的提高；因此，信贷获取能力的提高通过经济循环将增加消费支出并减少其波动性。

专题 3：消费和信贷：相关性及前因后果

本节中，我们将探讨信贷对家庭消费支出的影响。为此，首先我们要研究消费同消费信贷的关系。然后，借助我们基于现有公开信息建立的一个信贷供应指数，我们将试图把信贷条件对消费的效用独立出来。

不同的研究表明，消费取决于收入预期和信贷条件，其中，预期收入的发展存在不确定性。事实证明，信贷是消费的重要决定因素。因为家庭在其生命周期中，希望维持一个固定的支出水平，所以在收入水平下降的特殊时期，家庭会借助信贷。与此同时，较为宽松的信贷条件，如更低的利率，更宽松的优惠条件（提高贷款对商品价格的比例或延长贷款期限）有助于提高家庭消费。

鉴于墨西哥消费信贷的普及率仍然较低，且国内正在经历周期性经济扩张，我们可以预见银行信贷在消费领域的增长。在此背景下，讨论信贷对家庭消费乃至整个经济的作用非常重要。为此，我们评估了本国银行消费信贷和私人消费支出的关系。下图显示了通过不同的方法得出的不同评估结果。我们使用 1996 年至 2010 年期间的季度数据，测试了五种不同的模型：1) 普通最小二乘法 (OLS)；2) 双层回归；3) 加入随时间变化的未知变量的回归模型，以最小化简单线性回归的误差；4) 基于变量差分的 OLS；5) 使用两个时期的同一银行信贷值为工具变量，试图独立出经济环境对融资的效用。我们还进行了统计检验以确保所有的估计结果是一致的，而事实上，每个模型的细微差别只导致了结果的适度差异。利用这个方法，我们获得了一系列的结果，由于考虑的重点不同，它们之间仅存在适当的差距，这支持了估计结果的一致性。有人指出，影响消费的首要因素是工作数量，而后是工资。在所有模型中，银行信贷与消费都是显著相关的，结果表明，银行消费信贷增加 1%，消费将同时增长 0.05%—0.09%。这意味着，银行消费信贷增加 20%，消费将同时增长 1.0%—1.8%。这个作用力看上去比较适中，其中一个原因是消费信贷 (GDP 的 3.1%) 的普及率尚低，而这又与大规模的非正规经济的存在有关。在中期，如果消费信贷的普及率持续增长，那么它对于消费的影响力应当加大⁸。

表 1
消费弹性的相关性：

Consumption	Ordinary least squares (OLS)	Two stage regression1 (STEPWISE)	Regression with unobserved component	OLS in differences	OLS in differences with instrumental variables ²
Number of jobs	0.560 (0.010)**	0.884 (0.010)**	0.754 (0.024)**	0.579 (0.285)*	0.429 (0.191)**
Wages	0.231 (0.138)*	0.599 (0.091)**	0.148 (0.078)*	0.274 (0.152)*	0.320 (0.113)*
28-day CETES	0.004 (0.004)	-0.005 (0.003)*	0.002 (0.002)	0.005 (0.005)	0.004 (0.005)
Bank consumer credit	0.066 (0.013)**	0.054 (0.007)**	0.052 (0.003)**	0.074 (0.043)*	0.092 (0.050)*
Constant	4.88 (1.824)**	2.54 (0.998)**	1.34 (0.162)**		
R-squared	0.98	0.98	0.99	0.45	0.24

** Significant at 5%; * significant at 10%.

¹ The methodology indicates that the real interest rate on 28-day Cetes with a 3 period delay turns out to be a relevant variable.

² The instrument used was bank consumer credit with a 2-period delay.
The period for the estimates is 1996:4 - 2010:3. Source: BBVA Research.

虽然证实了消费与信贷之间存在着正相关关系，但也有可能是信贷受到了消费支出和需求因素的影响。为了分析这一可能，我们对消费与银行消费信贷的关系进行了统计中的因果关系检验。检验结果显示这一因果关系并不存在。具体来说，我们没有发现消费的延迟让银行促进了消费信贷业务。

表 2
消费与银行消费信贷的因果关系检验

	Granger	Sims	Geweke, Meese, and Dent
Statistic F	1.325 (0.268)	0.805 (0.532)	1.727 (0.180)
Significance level in parenthesis. Ho: delays in the causal variable are zero. Source: BBVA Research.			

⁸墨西哥信贷对消费的影响在其他研究中也有所提及。例如，Copelman (1996) 显示，在 1990 年至 1992 年期间，融资增加导致了流动性限制的下降，最终使消费大幅上升。这种行为也在其他国家观察到，如智利和以色列在其各自平稳计划后的时期。

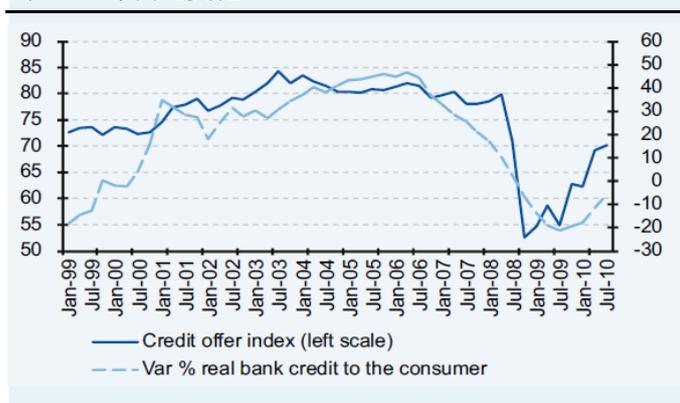
不过，我们必须考虑到信贷条件的一个元素：信贷供给，因为信贷供给需要面对与提供信贷有关的费用，如寻找资金来源将会影响财务费用。信贷条件的其他元素还包括当期融资需求、各期融资需求，甚至要注意到数据是季度性的。因此，供给因素是探究信贷条件对消费之作用的中心。就墨西哥而言，墨西哥央行以一组公司为样本，调查其对信贷市场长期看法，并基于此附以银行信贷供给因素的索引。利用这一资源，我们测算了一个信贷供给指数，它的变动方式与墨西哥央行在其关于金融系统的最新财务报告中编制的指数非常类似，因为在编制供给变量时，我们与央行报告中的处理方式相似⁹。由于缺少对家庭的金融调查，我们认为企业面临的信贷供给条件能够作为反映整体信贷的参考点。

为了计算这个供给指数，我们取得了与银行信贷的特性相关的调查指标（包括利率和准入条件）的均值，然后从 100 里减去这些均值。因此，该指数可以理解为申领贷款不受限制的企业的百分比。银行信贷供给指数与银行消费信贷的变动相似，它指出，除非全球金融危机期间，否则信贷供给方面不会出现大的限制。只有全球金融环境十分恶劣，银行融资渠道和成本受到冲击，特定经济部门的信贷风险高涨，并导致贷款，尤其是对无担保贷款的审批标准和风险控制更加严格，才会产生信贷供给方面的限制。事实上，墨西哥央行在分析信贷的供求因素时得出结论：“在经济体中，低信贷水平归结于需求的因素要多于供给。”

引入与之前相似的测试模型，但用我们计算的供给指数替代之前代表贷款损失准备金的变量，可以看出，信贷供给对消费的影响是积极的。即使信贷供给指数的弹性之间存在一个相当大的差距，最大约 0.07%，供给指数每增加 1%，消费将增长 0.03%—0.12%。因此，可以预计，如果银行的信贷投放条件从目前的水平转换成 2006 年的水平，消费的增长将更进一步，达 0.4%—1.9%，虽然大多数的计算结果显示为 0.9%左右¹⁰。

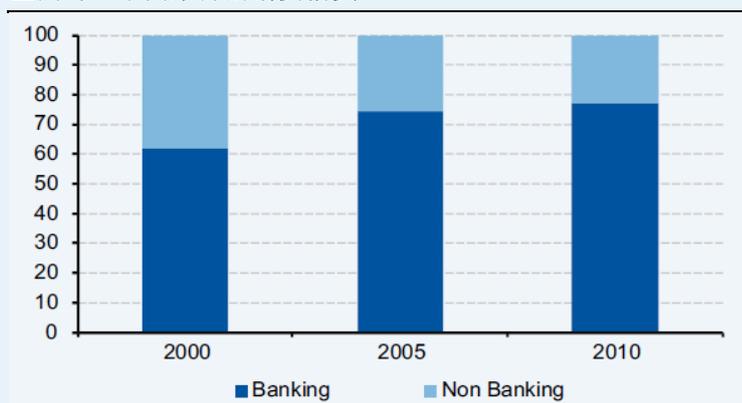
总之，墨西哥和其他国家一样，银行业提供的信贷对提高国内消费水平有积极的作用。因此，由于投放条件更为有利，需求环境更有活力，今年银行信贷的水平预期会更高，并通过刺激消费从而对经济增长产生积极影响。

图 34
墨西哥，银行信贷供给和银行消费信贷的指标（指数从0到100，年同比变化%）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行数据

图 35
墨西哥，不同来源的消费信贷 (%)



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行数据

⁹参见 Banco de Mexico (2010), Report on the financial system through June 2010, Inset 10, page 101.

¹⁰其中，使用指数来分析信贷条件对消费的影响的研究有 Aron, Duca, Muellbauer, Murata, 和 Murphy, 2010 年。这项研究说明了消费信贷，在英国，美国和日本的重要性。以日本为例，研究表明，消费一直保持稳定，反映了自 1970 年代以来家庭信贷缺少自由度。与此同时，在美国和英国，信贷的改善增加了两国的消费。在发展中国家，如捷克共和国，（见 Pasalicova 和 Stiller, 2004 年）也可以看出，信贷条件对居民消费有重大影响。

表 3

消费弹性的相关性:

Consumption	Ordinary least squares (OLS)	Two-stage regression ¹ (STEPWISE)	Regression with unobserved component	OLS in differences ²	OLS with instrumental variables ³
L. Consumption	0.765 (0.207)**	0.776 (0.058)**	-0.296 (0.121)**	-0.282 (0.201)	0.871 (0.140)**
Number of jobs	0.337 (0.202)*	0.750 (0.138)**	1.314 (0.112)*	0.756 (0.222)**	0.276 (0.125)**
Wages	0.028 (0.201)	0.105 (0.032)**	0.313 (0.083)	0.544 (0.154)**	-0.065 (0.142)
28-day CETES	0.002 (0.005)	-0.007 (0.004)*	0.004 (0.002)*	0.003 (0.004)	0.000 (0.004)
Bank credit supply index	0.089 (0.031)**	0.073 (0.020)**	0.028 (0.012)**	0.072 (0.041)**	0.120 (0.066)*
Constant	-2.367 (1.074)**	-1.495 (0.763)	1.258 (0.095)**		-2.851 (1.406)**
R-squared	0.91	0.98	0.98	0.45	0.96

Significant at 10%; ** significant at 5%.

¹ The methodology indicates that the real interest rate on 28-day Cetes with a 3-period delay turn out to be a relevant variable.² The bank credit supply index with a one-period delay was used.³ The instrument used was the bank credit supply index with a one-period delay.

The period for the estimates is 1996:4 - 2010:3. Source: BBVA Research.

参考文献:

Aron, J., Duca, J., Muellbauer, J., Murata, K., and Murphy, A. (2010), "Credit, Housing Collateral and Consumption: Evidence from the UK, Japan and the US", Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department Working Paper 1002.

Banco de Mexico (2010), Reporte sobre el sistema financiero a junio de 2010 (Report on the financial system through June 2010).

Copelman, Martina (1996), "The role of credit in the post-stabilization consumption booms", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers Number 569.

Pasalicova, Renata and Stiller, Vladimir (2004), "Credit and Household Consumption", Czech Journal of Economics and Finance, 54, 11-12.

5. 通货膨胀：维持紧缩货币政策的空间

自2010年下跌后，通胀率将于2011年继续下滑，不断接近央行的目标

2010年的通胀表现应该算是令人满意的。虽然年初的大环境不利，增值税率从15%上涨到16%，多种公共费率都有所变动，农产品价格快速上涨，但通胀结果却远低于分析人士和央行的共同预期。事实上，实际通胀率低于央行第二、第三季度预期通胀区间的下限，因此央行于第四季度将通胀目标调低至4.25%—4.75%，而第四季度的实际通胀率正好位于此预期的底线。

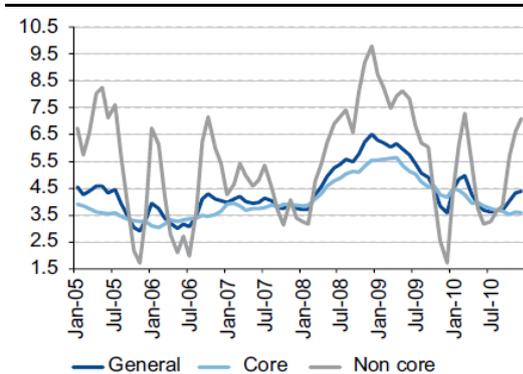
通胀的良好表现主要是由于它从2010年1月4.5%的年度高位降到了第四季度3.6%的稳定水平。这一下降的根本原因有三：1) 增值税率的增加并没有提高通胀预期而且被迅速淡忘了；2) 与此相应地，自2009年经济萧条以来，需求方面缺少压力；3) 2010年的大部分时间，比索对美元都呈现出升值的趋势，解除了进口品成本的不确定性。

2011年，我们相信通胀极有可能维持在墨西哥央行设置的通胀目标内，即 $[3\% \pm 1\%]$ 。墨西哥经济自2009年中期开始增长，但此前衰退所造成的负产出缺口尚未填平，因此物价未明显受到来自需求的压力。我们用实际GDP和GDP趋势的差距来度量产出缺口。产出缺口正在逐渐缩小，很有可能到2011年下半年转正，这是需求对消费品价格和通胀预期产生上涨压力的必要非充分条件。

此外，至少在2011年上半年，由于国际资本的流入，汇率方面将存在升值压力。鉴于发达国家持续的货币刺激措施，国际资本更多的流入发展中国家以寻求更高的收益。这一国际形势有利于维持低的通胀水平，但也存在一定的上扬风险，比如国际市场上基本商品价格上涨可能带来的影响。

图 36

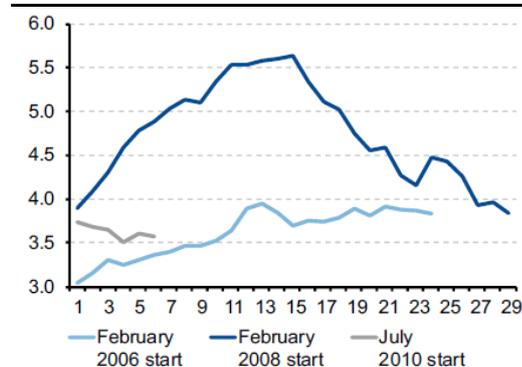
通胀及其组成部分（年同比变化%）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

图 37

不同时期的核心通胀（年同比变化%）



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

需求压力、劳工成本和汇率有利于锁定通货膨胀

为了分析目前局势下的种种因素对于通胀的压力是否存在，我们对之前某两个时期出现的一些条件在当期的表现进行了一个对比。其中一个时期是2006年2月至2008年1月，当时的核心通胀率一直保持在4%以下。核心通胀率比NCPI更能反映短期压力对物价的影响。另一个时期是2008年2月至2010年6月，核心通胀率不仅高于4%，更达到了它自2004年以来的最高位，即2009年4月的5.6%。最后，我们将这两时期与本期（2010年7月至12月）进行对比，本期的核心通胀率一直在4%以下。为了进行这三期的对比，我们按照基本100指数的形式，采集了每期期初经季度调整的全球经济指数（IGAE）序列、IMSS在册人员的实际工资和平均名义汇率的月度数据。

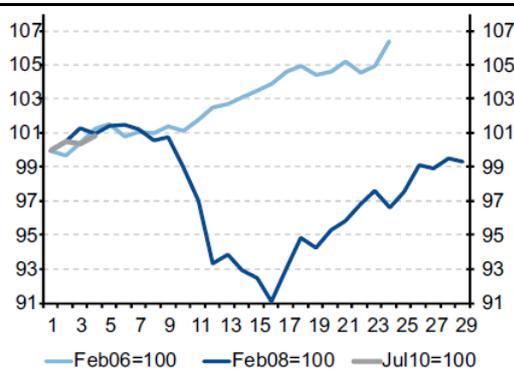
我们可以从下图中看到，第一期的GDP持续增长，实际工资在合理的波动范围内一路增长，名义汇率则保持稳定。这样看来，第一期内的核心通胀率一直保持在4%以下，上述经济增长活动和工资的增长并没

有造成物价上涨的必然压力。而且，比索兑美元汇率的稳定是维系物价的重要因素。在 2008 年 2 月开始的第二期，我们观察到经济活动剧烈减少，甚至两年半后都没有恢复到初始水平。实际工资在大部分时间都低于初始水平，事实上，在期末时离初始水平相却甚远。相应地，比索兑美元的汇率经历了高达 36% 的大幅贬值。

因此，可以确定，虽然在第二期没有出现加速通胀的需求因素，名义上的不稳定却肯定造成了负面的影响。然而，值得注意的是该时期多种多样的上升冲击，特别是国际市场上某些原材料价格的上涨对通胀有些许影响，尽管这些影响很快就消逝了。最后，在本期，核心通胀率一直保持在 4% 以下，我们观察到经济活动缓慢扩张，实际工资呈现下降趋势，比索则有所升值。经过全面的考虑，我们认为需求压力并不构成通胀上涨的风险因素，但是比索升值和汇率的小幅波动确实是锁定物价和预期的一个因素。因此，虽然存在某些倾向于增加通胀的风险，目前的通胀率还是可能接近央行的目标区间的。

图 38

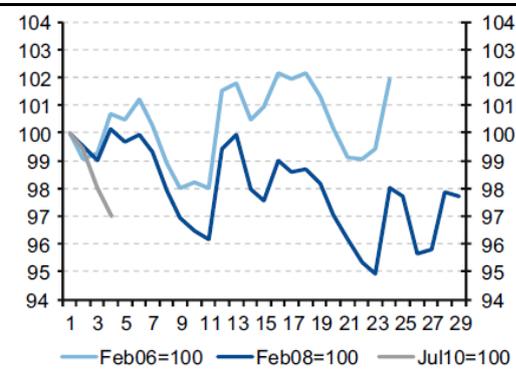
不同时期的IGAE（每一时期的初始值=100）



来源：BBVA 研究部和 INEGI

图 39

实际工资（每一时期的初始值=100）



来源：BBVA 研究部和 STPS

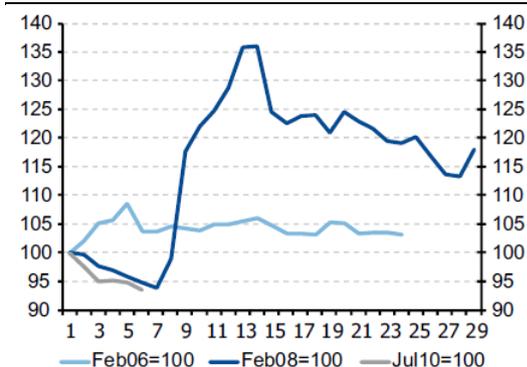
受原材料价格上涨的潜在影响，通胀风险轻微上扬

过去十年的大部分时间，特别是自 2007 年以来，原材料的价格不断上涨，这主要是由于新兴经济体的需求巨大和发达国家处于扩张的经济周期，同时，在较短时期内，还存在金融投资的影响。

最近几个月，原材料价格再次上涨，我们应当注意到全球经济整体表现的前景向好拉动了需求，以及在此次价格上涨起重要作用的发展中国家在国际上的分量越来越重，但是事实上其他因素也有一定的影响。首先，重要的是发现与供给有关的因素，因为在某些市场，例如玉米或小麦，气候条件导致产量下降，从而引起商品价格上涨。此外，输入品价格上升的相当一部分原因是投机。这是因为发达国家的扩张性货币政策为金融市场创造了巨大流动性，加之整个世界经济增长预期的逐步改善，引导投资者在金融市场承受更高的风险，其中包括基本商品市场。

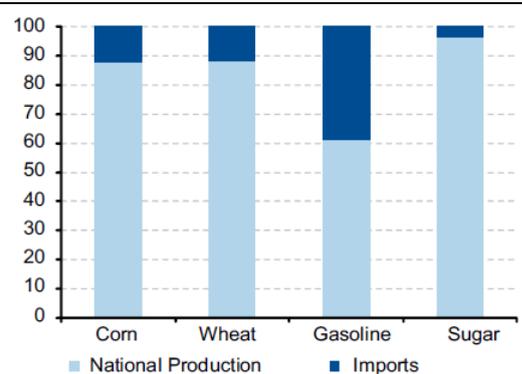
原材料价格上涨将对墨西哥的通货膨胀产生怎样的影响？要回答这一问题，可以通过检查这些原材料及其衍生品的消费市场、它们对进口的依赖，以及 NCPI 囊括的商品价格是否会表现出与国际市场上相似的变动。

图 40
名义汇率（每一时期的初始值=100）



来源：BBVA 研究部和彭博

图 41
用于消费的全部产品和进口品 (%)

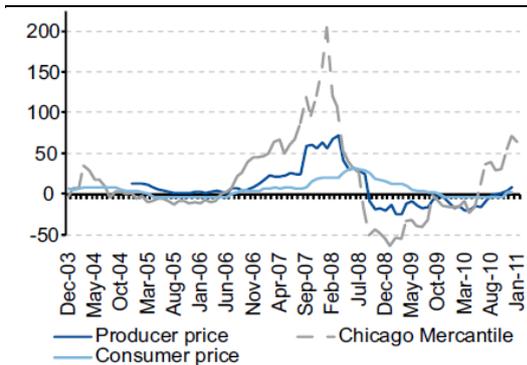


来源：BBVA 研究部，墨西哥央行和 INEGI

从市场结构来看，国民消费较多的商品，如玉米，小麦和糖，我们可以看到这些食品，特别是糖，流向私人消费的进口比例¹¹是非常有限的。这意味着，即使是没有生产的自主权，必须在国际市场上购入的只是一小部分。因此，我们可以强调这一因素会防止价格过度上涨。另一个重要的产品是汽油，其中我们所消耗的约三分之一需要依靠进口。虽然这是一个不小的比例，但我们知道公共部门设定此燃料价格并给予价格补贴——尽管事实上有逐步增加汽油价格的政策，即基于国际油价表现，2011 年期间每月增加约 8 仙。而且，墨西哥在石油贸易上实现收支盈余，也就是说从国外获得的原油销售收入高于汽油进口支出。在原油价格继续上涨的情况下，这些因素的综合效果限制了汽油价格的上涨空间。

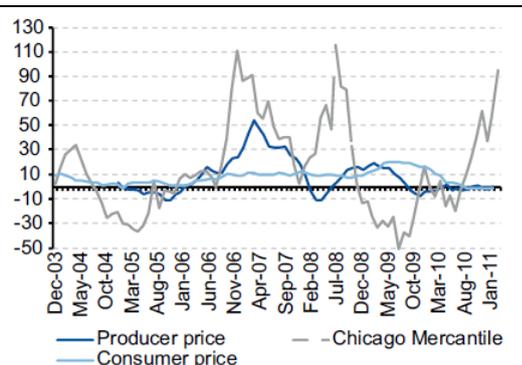
对比国际物价，墨西哥的玉米和小麦价格波动较小。就玉米而言，对生产者的价格变化和国际价格上涨之间应该存在一定的正相关性。不过我们看到，消费价格似乎并不十分相关，因为当国际物价大幅增加时，消费价格并没有呈现相同比例的增加。相反，当国际物价下跌时，消费价格继续上涨。因此，在需求仍然疲软时，生产者提高玉米或其附属产品价格的空间是有限的。接下来，无论是在国际市场上，还是对生产者和消费者而言，小麦的价格似乎存在着同样的差异方式；尽管从国际价格到对生产者的价格，最终到对消费者的价格传递存在时滞，而且对于生产者和消费者的价格变化不太激烈。正因如此，小麦价格可能将随着世界供给的恢复在短期内实现稳定。我们相信这对 NCPI 的影响是有限的。

图 42
对于玉米生产者和消费者的国际价格（年同比变化%）



来源：BBVA 研究部，墨西哥央行和彭博

图 43
对于小麦生产者和消费者的国际价格（年同比变化%）



来源：BBVA 研究部，墨西哥央行和彭博

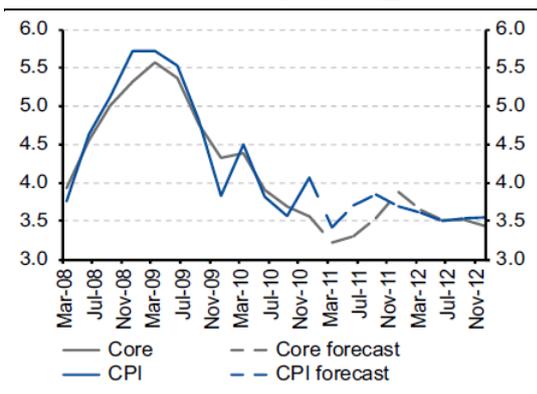
原材料价格上涨还将带来一些其他的风险。这是因为，如果国际市场上的紧张局势持续很长一段时间，对 NCPI 有重要影响的其他产品和服务的价格，如家用燃气，电力和公共交通的价格，可能比预期增长得更猛烈。不过，我们认为这些可以在短期内逐渐减轻。

¹¹定给私人消费的进口比例等于进口比率乘以目标商品及其衍生品在 NCPI 计算中对私人消费的权重。

总而言之，虽然某些商品存在涨价压力，且这些商品在墨西哥人的消费中相当重要，但是通胀的根本决定因素，即经济活动、工资和汇率，并没有构成对价格上涨的压力。这使通胀得以收敛于央行设定的波动区间内。而且，原材料市场的上涨冲击有可能在短期内被淡化，只要市场上基于短缺资源的生产已经规范化，并且金融市场上的流动性过剩得到一些缓和，就好比发达国家（先定量，后定性）撤除扩张性货币政策，提高了风险资产投资的机会成本。鉴于此，我们相信，2011年的通货膨胀率将维持在4%以下。

图 44

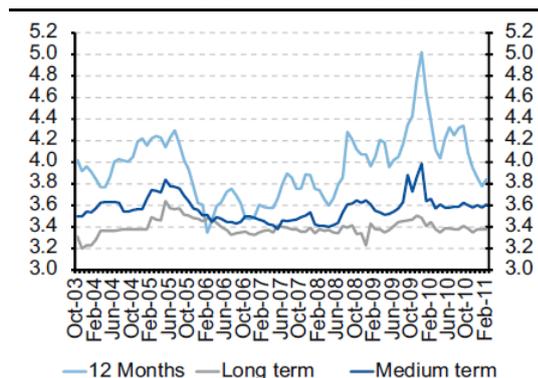
平均的季度总体通胀和核心通胀（年同比变化%）；从2011年3月起为预测值



来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

图 45

不同时限的同侧预期（年同比变化%）



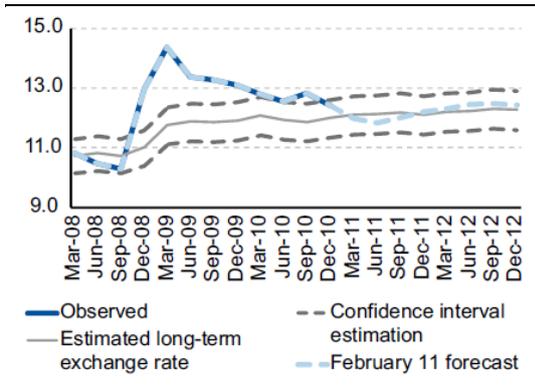
来源：BBVA 研究部和墨西哥央行

墨西哥央行的货币政策表现和公开发言显示紧缩期还将延长…

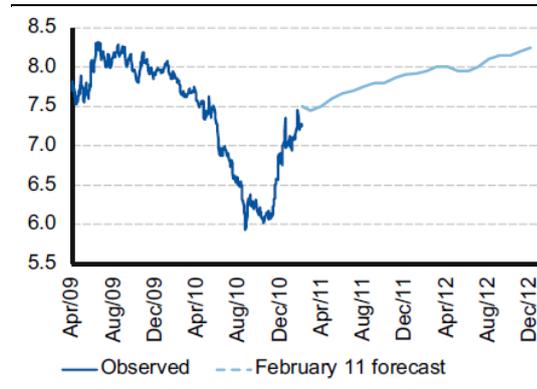
近几个月来，墨西哥央行（Banxico）重申了长期暂放宽货币政策的立场，目的是改善国内需求，并将通货膨胀水平维持在预期范围内。这一决定符合其当前的运行框架：更大的回旋余地，预先告知公众，国际环境——给一些新兴国家的中央银行提出一些难题。

最近的通胀动态证实，在价格方面，没有影响物价稳定目标的重要风险；在经济活动方面，增速反映了缺乏对价格的需求压力，该压力的出现将有可能限制货币政策。然而，在过去两次货币政策的公告中，央行提到且十分强调，产出缺口正在缩小并有可能在 2011 年下半年转正。鉴于产出缺口在央行决策中的分量，市场参与者已经开始不确定比索的走向。而且，在最新的公告中，央行将“…在 2011 年底实现 3% 的通胀目标”替换成了“…实现通胀收敛于 3% 的长期目标”，这被理解为在可能出现短期通胀冲击的情况下保留较大的回旋余地。这个不确定性借由今年 1 月的会议纪要中有关货币政策的说明而得以消除，纪要明确指出，产出缺口的填平并不一定意味着通货膨胀的压力，并且，利率的变动不应该是基于产出缺口填平的一个自动反应，因为产出缺口只是央行决策过程的一个环节。应该注意的是，会议纪要中没有提到有关实现通胀目标的说法的改变，这被理解为更大的回旋余地。

市场上引起人们预计货币政策立场转移的另一个因素是 2010 年最后几个月和今年迄今的原材料价格上涨。一些新兴国家的通胀上升，加之其随之收紧的货币政策，导致市场关注 Banxico 在其 1 月 21 日发表的公告中提到该问题时所使用的基调。中央银行方面的回答是清晰的，将原材料价格的上涨归咎于过渡性质的而不考虑它可能产生的通胀压力，而根据公告，这种压力将会部分地被比索兑美元的升值以及今年年初几个月出现的有利的基数效应补偿。所有这一切都重申央行希望 2011 年通胀继续呈下降趋势。为了加强这一声明，在 1 月 21 日的会议纪要中提到“…真正需要关心的是（原材料价格的）上涨会影响通胀预期并以这种方式来恶化经济体中其他名义变量，最终对通胀造成影响…”总之，墨西哥央行在公告中采用了一个温和的基调，这证实了我们基于它对通货膨胀预期所形成的看法：墨西哥央行将实行相对长期的紧缩货币政策。目前，通胀预期是锚定的，并构成了央行制定决策的关键变量。

图 46
名义汇率（比索兑美元）

来源：BBVA 研究部

图 47
10年期债券收益率（%）

来源：BBVA 研究部

…但是通胀风险呈现上涨趋势，通胀加速的概率有所提高

虽然央行的公开发言显示紧缩期还很长，但应该澄清的是，我们认为风险的上扬已经比前几个月严重。在通胀方面，考虑到产出缺口快于预期填平所暗示的更不确定性，不能排除原材料价格的变动可能会传递给通胀预期和成本。另一方面，有关美国经济复苏的乐观情绪使得固定收益产品的长期利率上升，这可能被纳入通胀预期的形成过程并将通过这种方式促使央行的立场更加严格。虽然更严格的立场并不一定是直接调高利率，但可能是在公开发言中使用一个不如此前通融的基调。

会议纪要，货币政策沟通的改善

有必要单独讨论近期公布的有关货币政策决议的第一份会议纪要。该份会议纪要的公布旨在促进和公众的沟通并向公众提供说明，这是衡量央行表现的通胀目标计划的基本要素。所公布的第一份会议纪要对于这些主旨前进了一步，因为它基于一个清晰的结构传输最重要的信息，这些信息反映了理事会成员在研讨影响其决策的有关专题时的观点。而且，关于决策的投票是被公开的，虽然每个成员的表决没有被透露。应该提到的是，这些元素在如美国联邦储备委员会和英格兰银行等发达国家中央银行的公开资料中亦能发现。

墨西哥对新兴经济体的货币政策困境免疫

国际流动性增强，以及投资者随之而来的对收益的更高追求，导致了新兴国家的货币升值，加上总需求的增长，给中央银行的货币政策造成了困境。一方面，这些国家的货币兑美元持续升值，压抑了出口需求，产生降低利率的诱因，从而阻止资本流入。然而利率的削减将刺激总需求并可能引发通胀压力。另一方面，参考利率的上涨可能抵消了总需求和通胀压力的增长。然而，与发达国家之间的利息差将会增加，这将创造资本流入的动力，以及这些国家货币更大幅度的升值。此时，墨西哥没有面对这种情况，因为总需求尚未达到产生通胀压力的水平，尽管汇率已经显示出比索升值。升值的部分原因主要来自于固定收益市场充裕的资本流入；虽然比索相对于长期汇率水平仍然是被低估的，且与其他货币相比，比索的升值幅度最小。

长远来看，考虑到现状的风险，我们认为 10 年期政府债券利率将继续与美国国库券利率的保持高度相关性，并且这将是影响其变动的主要因素。因此，据估计，10 年期债券的票面收益率可能于今年上半年在 7.5% 左右振荡，在下半年基于美国长期利率的表现反弹至接近 7.7% 或 7.8% 的水平。至于汇率，我们预计由于充足的资本流入，在 2011 年上半年比索将升值到 12 比索兑 1 美元的水平以下。随着 2011 年的推进，这个有利因素应该淡却，汇率将返回至 12-12.50 比索兑 1 美元的水平。应该指出的是，不论是长期利率还是汇率水平的主要不确定性都源自于二次量化宽松政策的末期临近（为 2011 年 6 月），续期与否不明。

6. 指数以及预测

Chart 7

United States Indicators and Forecasts

	2009	2010	2011	2012	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Macroeconomic Indicators												
GDP (real % change)	-2.6	2.9	3.0	2.7	2.4	3.0	3.2	2.8	2.8	3.1	3.2	3.2
Personal consumption (real % change)	-1.2	1.8	2.8	2.4	0.8	1.7	1.8	2.7	2.9	3.0	3.0	2.5
Government consumption (real % change)	1.6	1.1	1.3	1.2	1.1	0.6	1.2	1.4	2.0	1.3	0.6	1.1
Gross fixed investment (real % change)	-18.3	3.8	8.1	7.8	-2.0	5.1	5.3	6.8	8.7	6.2	8.1	9.3
Construction ¹	-22.9	-3.0	-0.1	4.8	-6.2	4.9	-5.6	-4.6	-0.7	-5.6	3.1	3.2
Industrial production (real annual % change)	-9.2	5.7	4.3	3.0	2.7	7.4	7.0	5.8	5.3	4.4	3.6	4.0
Current account balance (% of GDP)	-2.7	-3.3	-3.4	-3.4	-3.1	-3.4	-3.5	-3.5	-4.1	-3.4	-2.9	-3.4
Final annual inflation	2.7	1.5	0.8	1.8	2.3	1.1	1.1	1.5	1.2	1.7	1.4	0.8
Average annual inflation	-0.4	1.6	1.3	1.5	2.4	1.8	1.2	1.3	1.1	1.6	1.4	1.1
Primary fiscal balance ² (% of GDP)	-10.0	-10.2	-10.2	-6.7	-	-	-	-10.2	-	-	-	-10.2

Chart 8

Mexico Indicators and Forecasts

	2009	2010	2011	2012	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Economic Activity												
GDP (seasonally-adjusted series)												
Real annual % change	-6.1	5.2	4.3	3.8	5.1	7.3	5.3	3.1	4.4	3.5	4.0	5.2
Per inhabitant (US dollars)	8,170	9,691	10,537	10,602	9,055	9,552	9,856	10,302	10,242	10,395	10,534	10,979
US\$ billions	885	1,052	1,187	1,229	998	1,049	1,045	1,115	1,148	1,191	1,191	1,219
Inflation (average, %)												
Headline	5.3	4.2	3.8	3.6	4.8	4.0	3.7	4.2	3.5	3.8	4.0	3.8
Core	5.0	3.9	3.5	3.5	4.4	3.9	3.7	3.6	3.2	3.3	3.5	3.9
Financial Markets (eop, %)												
Interest rates												
Bank funding	5.4	4.5	4.5	5.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
28-day Cetes	5.4	4.5	4.5	5.1	4.5	4.6	4.4	4.2	4.1	4.3	4.6	4.8
28-day TIE	5.9	4.9	4.9	5.4	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.9	4.9	4.9
10-year Bond (% average)	8.0	6.8	7.7	8.0	7.8	7.2	6.3	5.8	7.5	7.6	7.7	7.9
Exchange rate (average)												
Pesos per dollar	13.5	12.5	12.0	12.4	12.8	12.4	12.6	12.2	12.0	11.8	12.0	12.2
Public Finances*												
FRPS (% of GDP)	-2.7	-3.2	-2.9	-2.7	--	--	--	-3.2	--	--	--	-2.9
External Sector												
Trade balance (US\$ billions)	-4.6	-3.1	-15.9	-21.8	0.4	-0.1	-2.3	-1.1	-1.7	-1.8	-6.3	-6.1
Current account (US\$ billions)	-5.2	-8.2	-14.0	-19.0	-0.5	-0.6	-1.8	-5.2	-3.2	-2.0	-4.8	-4.0
Current account (% of GDP)	-0.6	-0.8	-1.2	-1.6	-0.2	-0.2	-0.7	-2.0	-1.1	-0.7	-1.6	-1.4
Oil (Mexican mix, dpb, eop)	57.1	72.0	77.7	81.3	71.3	69.8	69.3	77.5	81.4	75.6	75.8	78.0
Employment												
Formal Private (annual % change)	-3.1	3.8	4.5	3.5	1.1	3.8	4.8	5.3	5.2	4.5	4.2	4.0
Open Unemployment Rate (% active pop.)	5.5	5.4	4.5	4.0	5.3	5.3	5.6	5.2	4.9	4.6	4.4	4.3

Chart 9

Mexico Indicators and Forecasts

	2009	2010	2011	2012	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Aggregate Demand³ (ann. % chge., seasonally-adjusted)												
Total	-9.4	9.4	5.8	7.5	8.5	12.8	9.1	7.2	6.2	3.8	5.5	7.5
Domestic demand	-6.9	4.6	3.8	5.4	2.3	6.3	4.3	5.4	4.2	2.9	3.6	4.6
Consumption	-5.7	5.1	3.4	6.0	3.7	7.5	4.4	4.8	4.2	2.3	2.9	4.3
Private	-7.1	5.5	3.8	6.5	4.2	7.8	4.7	5.2	5.0	2.7	3.0	4.3
Public	3.5	2.7	1.3	2.8	1.1	5.3	2.6	2.1	-0.5	-0.6	2.2	4.2
Investment	-10.9	2.7	5.2	3.1	-2.6	2.3	3.7	7.8	4.0	5.2	6.2	5.5
Private	-16.8	1.0	5.0	3.0	-3.0	-0.9	1.5	6.8	0.8	5.5	7.2	6.5
Public	9.5	7.2	6.0	3.3	-1.4	10.8	9.1	10.3	12.8	4.6	3.6	3.0
External demand	-13.1	22.5	11.2	14.1	23.4	33.8	18.8	13.8	8.8	5.8	14.5	15.6
Imports	-18.3	23.9	10.1	17.8	20.5	32.4	22.2	20.6	11.8	4.7	9.9	14.1
GDP by sectors (ann. % chge., seasonally-adjusted)												
Primary	-2.0	3.7	2.5	2.0	0.0	4.6	8.8	1.5	2.4	2.6	3.0	1.9
Secondary	-7.4	5.9	3.8	4.4	5.9	7.3	6.2	4.4	3.7	3.4	3.6	4.5
Mining	-2.4	2.8	3.3	3.3	1.8	3.3	2.9	3.1	3.8	3.1	3.2	3.2
Electricity	1.9	2.7	3.0	3.7	0.9	2.7	3.2	4.0	3.2	2.9	3.0	3.0
Construction	-6.4	0.2	4.6	6.1	-3.2	-1.6	0.5	5.3	5.8	4.1	4.4	4.2
Manufacturing	-9.9	9.5	3.7	4.2	11.5	12.8	9.7	4.5	2.9	3.3	3.5	5.2
Tertiary	-5.3	4.9	4.5	3.5	4.7	7.3	4.1	3.7	5.5	4.1	3.9	4.3
Retail	-14.2	12.5	6.6	5.2	14.3	18.3	12.1	5.9	9.7	5.7	5.5	5.5
Transportation, mail and warehouse	-6.6	6.6	3.9	4.2	7.6	10.5	5.3	3.3	4.1	3.4	3.0	4.9
Massive media information	0.8	5.2	3.7	5.7	5.4	4.3	6.1	5.1	4.5	4.7	2.9	2.8
Financial and insurance	-6.6	2.7	4.5	4.0	0.4	5.0	0.7	5.1	3.6	4.5	4.5	5.3
Real-estate and rent	-1.0	2.0	3.2	3.0	4.4	1.4	0.3	2.2	3.4	3.1	3.2	3.3
Prof., scientific and technical servs.	-4.7	-2.3	2.6	1.8	-3.6	-3.6	-2.4	0.4	2.8	2.7	2.4	2.6
Company and corporate management	-7.7	2.1	4.9	1.2	-5.2	-2.1	9.0	7.7	8.6	7.9	1.5	2.2
Business support services	-4.7	1.3	2.3	2.5	-0.4	1.9	0.8	3.0	2.0	2.6	2.1	2.4
Education	0.4	3.5	1.7	1.6	1.7	13.9	-0.9	1.1	2.3	1.6	1.6	1.6
Health and social security	0.8	-1.8	1.9	2.4	1.3	-9.8	0.7	1.3	1.6	1.9	2.0	2.2
Cultural and sport	-4.6	0.6	2.0	2.3	-1.8	1.7	2.4	0.0	3.5	2.3	0.0	2.4
Temporary stay	-7.7	3.7	2.2	2.1	-0.9	11.9	2.7	2.2	1.8	2.3	2.2	2.4
Other services exc. government	-0.5	-0.2	2.9	2.8	-0.7	-0.4	0.1	0.4	2.4	2.9	2.9	3.3
Government activities	4.6	5.7	2.3	1.3	0.7	8.0	4.8	9.2	6.9	-0.3	1.0	1.9

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, Banco de 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。”

Editorial Board

Adolfo Albo Julián Cubero Jorge Sicilia

This report has been produced by

Editor

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas

c.posadas@bbva.bancomer.com

Pedro Uriz

pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

Iván Martínez

ivan.martinez.2@bbva.bancomer.com

Arnoldo López

arnoldo.lopez@bbva.bancomer.com

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.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.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Spain and Europe

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

United States and Mexico:

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Contact details

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