

# 经济展望

## 墨西哥

2011年 第4季度

经济分析

- 全球衰退，欧洲主权债务危机导致显著的下行风险。
- 墨西哥，增长放缓。尽管远离欧洲大陆，全球金融市场动荡和来自美国的需求减少，仍然导致墨西哥面临下行风险。
- 乱中求稳。没有通货膨胀的压力，墨西哥国内稳健的宏观经济政策，帮助墨西哥维持稳定的利率和汇率。

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 概述.....                      | 3  |
| 2. 全球经济增速放缓且面临下行风险.....         | 5  |
| 3. 墨西哥，在2011到2012年内经济活动的趋缓..... | 7  |
| 4. 国内的稳固及波动.....                | 10 |
| 5. 经济指标和预测 .....                | 17 |

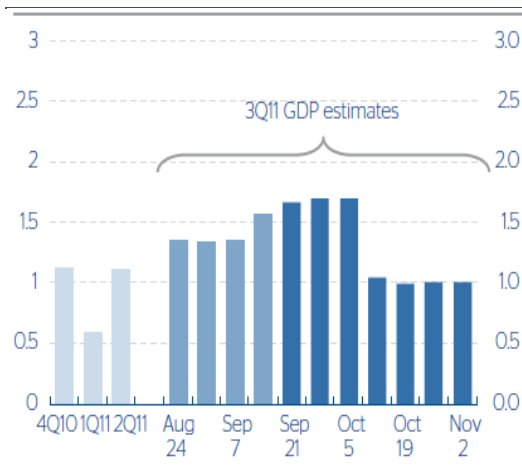
发布日期：2011年11月1日

## 1.概述

### 基于全球不确定性导致的经济增长放缓

根据我们的预测，墨西哥的经济在第三季度持续增长约1%，和前一个季度的增长速度持平。因此，第三季度的通货膨胀维持在3.4%的水平，墨西哥央行亦就货币政策对市场释放出一些宽松的信息，我们预测只要市场的波动和墨西哥的汇率在可以接受的范围内，墨西哥央行将会在12月2号调降基准利率。不过，针对本年度第三季度金融市场的动荡，我们仍然需要密切关注全球的经济形势，尤其是美国和欧洲。所以尽管美国经济环境有所改善，但考虑到两党在削减赤字方面的相互角力，房屋市场持续低迷，以及就业市场没有改善，美国在2012年的经济前景方向明显是负面的。而在欧洲，欧元区又一次在为希腊危机找到一个明确持久的方案而努力，避免希腊的问题蔓延导致其他主权国家国债出现流动性问题，以及令银行界出现信贷危机，这些因素都可能导致欧洲在2012年陷入经济大萧条。

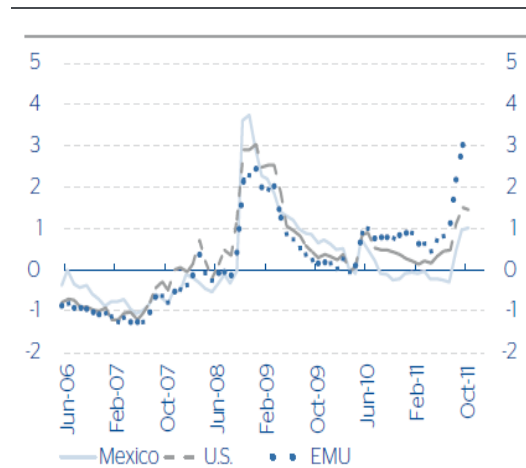
图1  
未预期的汇率和全球风险波动



来源: BBVA研究部

来源: BBVA Research

图2  
M10收益率的平均月增长按照不同的墨西哥CDS水平



来源: BBVA研究部

来源: BBVA Research

尽管墨西哥距离充满不确定性的欧洲市场较远<sup>1</sup>，但我们不能忽视它对经济带来的两个后果，全球风险溢价持续上升，以及因为欧洲危机而使得美国国内2012年的市场需求将要低于2011年。在我们进行的情景分析中，即便是在最理想情况下，墨西哥2011年到2012年的平均增长率为3.5%，2011年增长率约为3.8%，2012年增长率为3.3%，这些数字要略小于我们三个月之前的预期，主要是因为全球市场衰弱且充满不确定性。在这种情况下，根据我们目前掌握的信息，预测数据的下降更多是源自境外的需求量下降，而不是来自于本国市场。在6年制的总统大选过后消费者需求和投资可能会在出现反弹，这会给2012年上半年的衰退起到制止的作用。

总的来说，即使存在外界因素的影响，墨西哥高度开放的经济，加上墨西哥具有的一定的竞争力制造业以及较为稳健金融系统，墨西哥的经济活动的活跃程度应该可以得以维持。墨西哥的融资能力应该不会受价格甚至全球风险事件而影响。这是因为，不改变其它方面的因素，墨西哥持续的信用风险反弹，例如由墨西哥在100基点附近徘徊的CDS，跟墨西哥0.8%到1.0%的经济增长是吻合的。

<sup>1</sup> 见 Mexico Outlook 3Q11, 17、18 页

没有通货膨胀的压力，墨西哥国内稳健的宏观经济政策有助其於不稳定的全球经济环境下维持稳定的利率和汇率

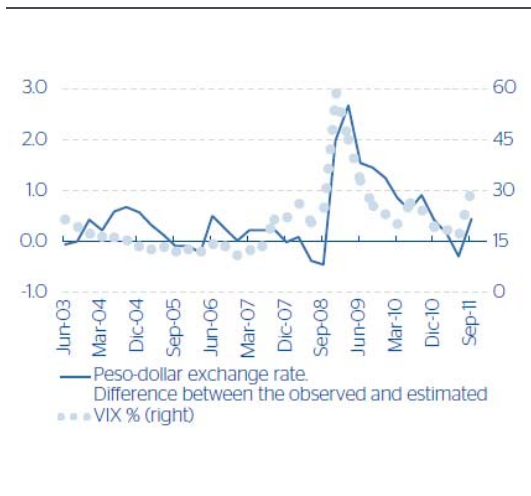
在这样的一个环境中，通货膨胀的风险看起来较为遥远，鉴于潜在的需求压力，并且从墨西哥央行释放出来的信息来看，将有可能在12月2号的会议之后调降基准利率。如果经济活动的平衡风险已经恶化,引发通货膨胀,在我们看来,容许削减基准利率，考虑到要素市场可提供资源使潜在需求增加。我们预期2011年末期的通货膨胀将维持在3.3%到3.4%附近，核心通货膨胀维持在3.2%。到2012年这个速度将会随着经济活动的放缓而回落到3.0%到3.2%，社会的整体通胀水平将徘徊在3.5%附近。

环球环境对墨西哥的利弊因素共存。其中向下的风险主要来自于经济活动的衰弱。而向上的通胀风险加上价格相对的变化（假设没有这概括的价格压力，这变化会临时增加通胀率）影响下，有可能出现更低的比索汇率水平和更不稳定的消费价格。根据历史经验我们相信这个风险是相当有限的，从过往汇率的摆动到消费者价格指数的转移,其多在一个没有需求压力<sup>2</sup>的环境下发生。

但恰恰相反，全球金融市场的动荡导致比索贬值的小插曲则不能被排除。不过只要没有太大的动荡改变目前墨西哥的增长轨道，或者影响到墨西哥的政府债务和财政赤字，我们可以估计汇率应该在接下来的季度中维持在12.0到12.5比索/1美元附近。这与政府融资的成本是可以比较的，而政府融资成本决定了经济体中其它实体的融资成本，如我们的经济观察“Global risk perception alters the formation of Mexican yields”<sup>3</sup>中所提到的一样。所以，墨西哥国债与美国国债收益率的高度相关性在风险显著加大时就会消失，而且不论风险是由国内产生还是由国外导致。在这种情况下,它可以被定义为一个风险资产。其形成的资产的回报率（以比索为单位）更符合墨西哥CDS与阿根廷比索/美元汇率的扩展表现。此外,金融风险的上升对收益率的影响是不成比例的。墨西哥CDS(信贷违约掉期)的扩展增加,高于100点,变得越来越少,但另外与更高的远期利率的回弹一致。这对于那些符合更低和较有可能的CDS的扩展波幅来说更强。

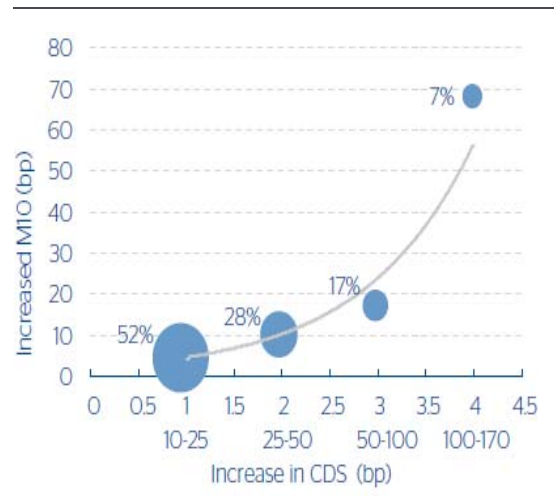
总的来说，处于全球动荡的经济环境，面对经济活动的下行风险及在不稳定和复杂的金融环境下，所有加强对墨西哥信贷风险的基础措施将降低全球融资波动性的影响,也改善经济活动和当地的就业。政府外汇储备、外债数量、财政赤字和政府债务是经济周期和政策相结合而成的结果。如果周期可能不利，政府必须重申政策和在允许的范围内加强各项条件，所以政府肯定扮演着一个重要的角色。

图3  
BBVA 研究部-MICA  
墨西哥 11年第三季度GDP 即时预测（每周走势）



来源: BBVA Research

图4  
金融张力指数  
波动值与财政价差综合指数，标准尺度



来源: BBVA Research

<sup>2</sup>如欲参考更多通胀表现的核心因素，请到 [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com) 的经济观察：“Inflation, influenced by slack in production factors”

<sup>3</sup>请参考 [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)

## 2. 全球经济增速放缓且面临下行风险

全球经济放缓并且会取决于欧债危机的解决情况。向下风险十分显著

全球经济在过去的几个月之中恶化了很多，主要由 4 个因素影响，而这些影响还在继续。首先，不仅限于发达国家的大部分地区经济增速低于预期（美国上半年数据令人失望，一些分析师认为经济会有二次探底）。尽管美国在第三季度保持增长，而欧洲经济在第一季度也稍微上升，但是欧洲现在陷入了减速的境地。其次，欧洲的主权债务危机开始恶化，并开始更加系统化。虽然 10 月会议上宣布的决定是在正确的方向上，但是主要因素还没有解决，特别是一些用来解决主权流动性的机制细节---包括杠杆化 EFSF，私人投资者希腊债务重组以及欧元区政府达到财政联盟的路线图。第三，对于主权危机和欧洲金融系统的担忧开始恶化，金融紧张程度超过了雷曼兄弟在 2008 年 10 月破产后的水平（图 5）。最后，全球风险趋避情绪高涨造成金融市场波动，自 2009 年开始第一次扩散到了新兴市场的资产中。

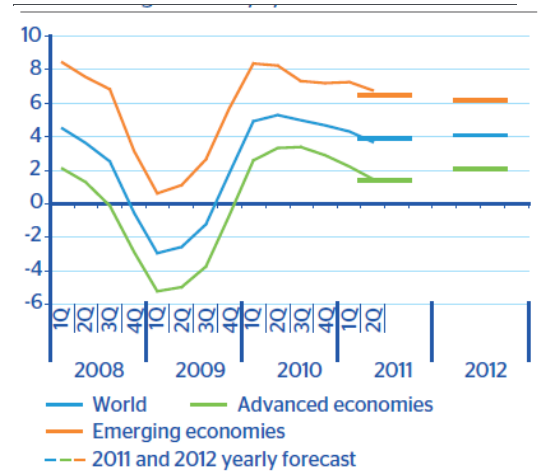
在内文中，相较之前全球经济预测，我们下调了 0.3%对 2011 和 2012 年全球增速的预期，主要是由于下调了发达国家的经济增长预期（美国，欧洲，部分由于日本），尽管新兴市场也会比之前预期增长低。因此，全球经济会在 2011 年增长 3.9%，2012 年增长 4.1%，主要受到依然稳健增长的新兴国家支持，而不是其它平淡无奇的发达国家。（图 6）

图5  
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA 研究部

图6  
全球GDP增长 (同比)



来源: BBVA 研究部

在经济依然有较为强势增长的同时，向下的风险正在出现，主要是由于欧洲短期主权金融风险正在加重。特别来说，市场需要欧洲金融压力快速、

**欧洲逐步迈入正确方向，但是主要的问题还没有解决，金融市场紧张情绪没有减退**

在我们看来，10月的欧盟会议有5个要点需要成功解决：1.解决希腊债务的可持续问题；2.在欧洲货币联盟建立主权防火墙；3.促进周边国家进一步的改革；4.强化银行系统；5.加强欧元区的管理。以这些来看，近期的会议在正确的方向上走出了重要的一步，但是还没有完全解决这些问题。首先，希腊的私人债务持有者被要求主动接受减记50%-比7月同意的高很多-但是即使投资人都参与到债务交换上，市场对参与债务交换和希腊的偿债能力依然担忧，希

腊问题的最终解决相当大的取决于希腊自身在国内采取的政策。其次，EFSF会用担保机制进行杠杆操作并由外部投资人补充（可能包括IMF）不过，EFSF具体的功能在12月前可能不会实施。其有效性的测试将会持续许多周，相对欧洲主要国家的沉默，ECB暂时还是会需要作为一个最终主权债务买家。再次，尽管积极的消息是更多的经济改革已经在议程上（主要是意大利），但是银行系统的资本充足的改革一直非常没有效率，造成欧洲银行出现突然去杠杆的风险。同样，长期的流动性预备机制还没有实施。最后，尽管欧洲的管理有了一些进步，但是关于欧洲联合政策和欧盟债券还没有清晰的道路，而这个在我们看来是达到长期可信的货币联盟的主要因素。

如同我们在过去强调的，部分的解决方案可能会帮助避免进一步的金融紧张的扩大，但是并无法减少紧张度到可持续性水平。因此现在已经达成的协议使得大家怀疑用来避免希腊债务重组蔓延的必须结构是否安排好了。这可能会需要足够大的EFSF，并需要ECB作为最终债务购买人并重组银行，提供融资渠道。如果这些因素没有到位，市场会对希腊改革的持续性继续大打折扣，并希望核心国家进一步紧急融资，这会增加下行风险的可能性并使得信用破碎，欧洲陷入紧缩，并会蔓延至全世界。

### 美国3季度增长改善，但是结构性的疲软还在继续

积极的方面，美国的增长看起来在3季度有加速的趋势，至少根据初步的预测。这并不是说很多-前两个季度的增长较少，而产能缺口依然很高。但是这依然减少了市场对二次经济下滑的担忧。尽管如此，美国经济依然面临结构性的疲软，消费者和商业信心持续低迷，房屋市场依然疲软调整中。这样的情况下，抵御欧洲危机可能冲击的能力较小。另外，政治的僵局可能会阻碍商议来1.避免非故意的短期财政收缩；2.推动长期信用稳定。

### 新兴市场正在逐渐软着陆，但是面临外部阻力

新兴市场持续强势增长，受到国内需求弹性的支持。拉丁美洲依然较高的原物料价格和亚洲的出口-尽管两者都出现了了调整-都为增长预期提供了支持，在今年早些时候担忧经济过热之后，两者都在按照预期的路线进入软着陆。欧洲和美国的动荡从两个地区的金融市场给经济带来的压力-反映在市场的波动性加剧，货币贬值以及资本流入减少上。但是，许多国家具有强大的缓冲能力-较强的公共财政和较过去良好的宏观经济管理-他们的情况良好足以引入新的政策刺激来避免外部疲软。总的来说，较为负面的外部环境已经让新兴国家的注意力从关注经济过热转向了下行风险，并逐步提升了需要政策支持的可能。



### 3. 墨西哥，在2011到2012年内经济活动的趋缓

#### 来自外界的放缓

虽然有着对美国经济复苏的担忧，以及欧洲局势的恶化，墨西哥的经济前景仍然是正面的，但是有趋缓的趋势。全球经济活动指数GIEA在第三季度前两月的平均月增长为0.17%，在前一季度的月增长为0.27%。尽管放缓的脚步是缓慢的，但各个行业的步伐并不一致。工业生产的平均月度增长速度从年初的0.2%下降到八月份的负1.1%，2009年5月份以来的最低值。制造业和前一个季度相比下降了1.5%。因此下半年经济增长速度加快的可能性十分的小，不过要指出这不是因为内部的环境，而是由外部因素造成的。到现在为止，制造业出口已经呈现出放缓的趋势，从前一季度的1%增长回落到第三季度每月平均-0.6%。我们的指标显示经济活动在第三季度的增长大约在1%左右，和前一季度持平。这种经济活动的放缓和九月份经济面的改善是相吻合的，从其它经济数据上来看，服务业目前的环境是良好的。

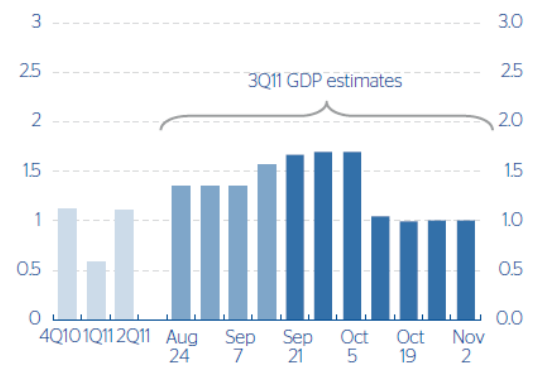
至于第四季度，目前还没有工业生产、支出或就业的经济数据，但从10月份的一些信心数据上来看，消费者和制造业对未来几个月的经济环境表示担心。最后一个季度应该是经济增长速度最慢的一个季度。如果非石油类出口商品的下降成为现实的话，我们预测2011年最后一个季度的增长大约为0.5%，全年增长大约为3.8%。

图7  
GIEA（全球经济活动指数）月度环比及贡献率



来源: BBVA Research 基于 INEGI 数据

图8  
BBVA Research MICA指数，经济活动，11年第三季



来源: BBVA Research

外界环境的恶化是导致这样放缓的主要原因；美国原本预计今年增长速度为2.1%，目前被下修至1.6%。目前进行中的去杠杆化和就业市场的复苏进度缓慢。周期性的恶化反映在工业生产的数据上，尤其在8月份（尽管没有跌至4月份的数字，4月份的数字主要是因为日本发生的大地震）。在9月份似乎看到制造业的一些复苏，一些经济指标，例如工业生产、零售销售都出现上升（0.19%和3.7%，月度环比）。美国第三季度经济增长速度大约为0.6%，高于前两个季度。不过，来自于房屋市场和美国国会削赤方案分歧的不确定性仍然存在。

最具时效性的经济指标，例如制造业信心指数和美联储褐皮书所公布的内容来看，今年最后一个季度的制造业经济走势最有可能是向下的。关于这一部分，金融界的恐慌已经达到了2008年雷曼事件时的程度。尽管我们很难去量化欧洲债务危机对美国经济增长的冲击，但一些实践<sup>4</sup>

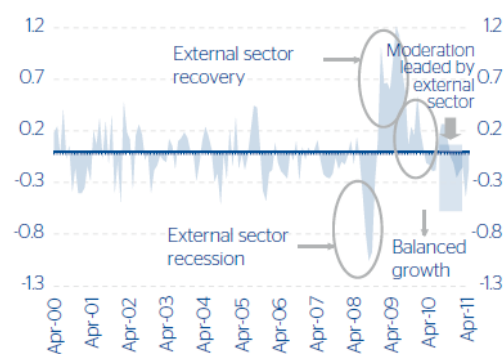
<sup>4</sup> 经济观察：金融紧张和经济活动在美国和欧洲，Rodrigo Falbo (2011)。与美国和欧洲的金融紧张指数有关。紧随的FTI是使包含像主权债务，股市，信用风险，利率波动和汇率波动等等的主要方法。

证明这个冲击大约会导致美国2012年的GDP增长回落0.1%到1.3%，冲击的大小取决于欧洲事件持续的时间。由于这些因素的存在，以及欧洲暂时看不到一个明确的解决方案，我们可以预测美国明年的经济增长大约维持在略高于2%的水平。

全球经济的放缓也会给墨西哥的经济活动和消费造成负面影响。全球市场上规避风险的气氛，从欧元区的周边国家开始扩散，会影响到被视为风险资产的新型国家，例如墨西哥，并且会导致CDS价格的上升，从而引起融资能力的衰弱。正如在2008年雷曼兄弟倒闭之后引起的金融风暴中，墨西哥的CDS价格从2008年9月的144点，飙升至十月中旬的414.9。全球金融市场氛围衰退对本国经济活动的冲击，可以通过BBVA研究部的MICA模型来估算，这个模型可以根据一系列的经济指标，例如经济活动，消费开支，市场预期，以及金融市场的指标例如CDS息差来估算GDP的增长率。根据这个模型，在不改变其他变量的情况下，每100基点的CDS价格攀升会导致GDP的增长放缓大约0.8%到1.0%。

图9

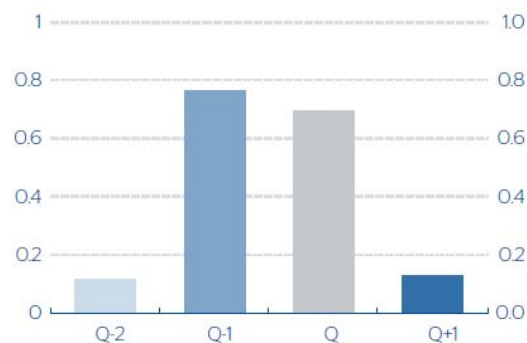
墨西哥经济的推动力平衡（月度变化差，外部-内部）



来源: BBVA Research

图10

公共需求对增长贡献，第一个选举年（2000，2006）



来源: BBVA Research

## 增长由销售和公共投资临时性推动，但受到限制

大部分国内需求的组成部分都将继续推动经济增长，相对之前的预测，国外需求将会受到较大影响。同时，公共部分的需求有助于暂时支撑2012年经济的增长，这得益于总理行政结束的典型推动作用。

作为私人需求的参考，需要指出的是，至今，稳定的正式部门的就业创造率（第二和第三季度平均0.7%）以及实际工资实现增长的初期改善，对维持私人消费率做出了决定性的贡献。然而，在可支配收入方面的改善仍面临挑战，目前正停滞不前，同时与收入分布的改善紧密联系，因为这些都是可持续性的消费长期增长的重要因素。在就业市场环境方面，一些指标值得关注：（一）非正规劳动力的比例约29%（2011的数据比2009的更高）；（二）失业率在5.3%左右（超过经济危机前的数据）；（三）希望工作时间更长而因为工作需求较少而未能足时工作的比例达8%。所有这些因素都可以解释为何如今劳动者的总工资（代理可支配收入）仍然低于2008-2009年经济危机之前的水平。

相对以上，第三季度商业银行的家庭信贷年比增长率达15%，这无疑说明了一个对家庭消费决策起持续正面影响的因素，且很少受到经济周期震荡的影响。这是墨西哥经济表现的新颖之处：通胀前景的锚地，一些业已修补的财政账户以及一流的财政系统规章已经允许银行即便在经济衰退的情况下，维持信贷优惠以应对市场需求。然而，渗透到家庭的银行信贷依然低企，只占GDP的3.4%。仍有大部分家庭没有被银行渗透。

私人需求的其他组成部分，投资显得稳定而增长缓慢，包括机器和设备组建，尤其是在建筑行业。资本货物的进口指数显示出2011年第三季度放缓加剧（与前一度2.1%的增长相比，2011年第三季度资本货物进口平均降低2.1%）。值得一提的是，尽管上述提及的投资数据

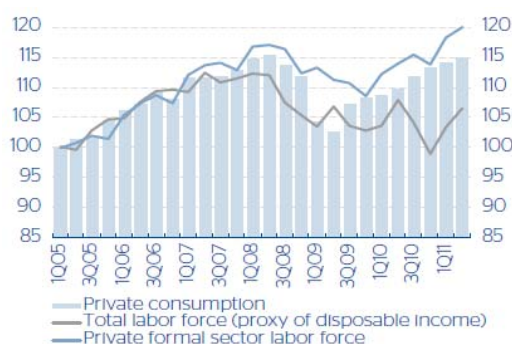


如是，基于央行信贷市场行情评估调研，认为准入条件和银行信贷市场的成本不会成为他们公司运作的限制因素的企业比例达到历史最高水平，即2009年伊始，只有32%的受访者认为这不是一个限制性因素，而现在这个数字达到51%，这也是融资供应可用性持续的信号。

在所有因素中，将持续缓和和适量活动的，首先是公共需求的部分。我们相信，在之后的季度中，尤其是2011年下半年，公共部分需求将会是正面的，并将支撑选举的前期。公共消费和政府支出也与此相关。

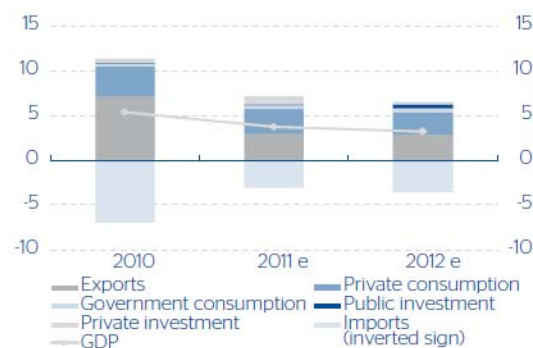
第二个缓和和适量活动的因素是国家工业竞争的改善。贯穿第二季度，并与2009年经济衰退时受访者比较，在众多生产物资出口至美国的国家中，墨西哥有重大改善：由占该国生产进口11.4%，增加0.7个百分点，达到2011年第二季度的12.1%。

图11  
私人消费和总工资 (1T05=100)



来源: BBVA Research

图12  
墨西哥GDP (年度百分比变化和贡献组成)



来源: BBVA Research 和 INEGI

## 4. 国内的稳固及波动

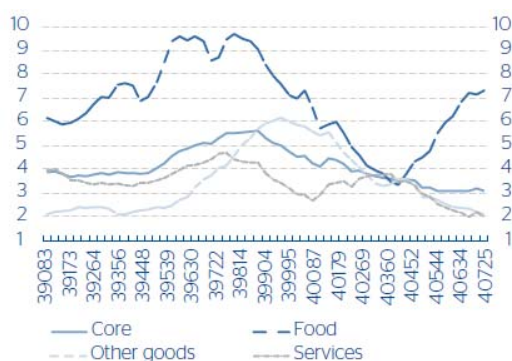
### 通胀：没有上行压力，伴随平衡风险

2011年第三季度，通胀年平均增长率达**3.4%**，与第二季度的**3.3%**相比有小幅增长。在任何情况下，通胀是有限的，与央行的目标相近以维持物价相对稳定。这个良好的表现主要得益于核心通胀与2011年第二季度相比保持相对稳定，（分别是**3.18%**年比及**3.16%**年比）。得益于没有需求压力，加工食品价格的缓慢上升以及汇率率在大多数时期均低于12比索兑换一美金。同时，非核心通胀及时影响了猪肉及猪肉产品价格，这像加工食品一样，均受到上升的粮食价格影响。从8月开始的全球环境不稳定导致比索贬值及众多商品贬值，如小麦、玉米和原油，基于当时的需求环境和国内大宗商品市场结构，这到最后对通胀的影响甚微。

在通胀背后的主要决定性因素是<sup>5</sup>：生产商面对的成本问题（我们大致分类为工资和运输成本）及在较小程度上，还有汇率率、经济研究机构的通胀预期，以及大宗商品价格。这诠释为今年核心通胀率组成部分的表现，由于食品价格很大程度上由谷物价格决定，例如玉米和小麦，而这两者的价格稳定上涨，而其他因素（把其他食物和服务看做一个整体）表现为显著的下降趋势，作为经济滞缓的结果，这表现为失业率的历史新高以及工资很缓慢的上涨。

图13

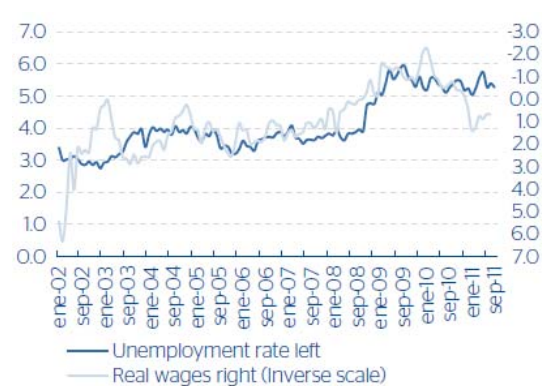
核心通胀及其组成部分（年度同比）



来源: BBVA Research 和 INEGI

图14

真实工资和失业率变化（同比及经济活动人数）



来源: STPS, INEGI 和 BBVA Research

我们相信，在不存在需求压力及粮食价格和加工食品价格缓慢上涨，核心通胀率将会在2011年余下的日子和2012年在**3.0%**和**3.2%**之间反复震荡。这种情形至少会在部分其他大宗商品中上演，虽然他们受到汇率变化带来的影响较大。在任何情形下，当消费缓慢上涨，生产者转嫁成本的能力却是有限的，因为如果他们加价太多，他们可能会丢失市场份额。服务业受到的商品价格和汇率影响较小，如空运这样的特别情形除外。然而，当劳动力作为主要成本，在资源丰富的背景下，部门的成本结构压力较小，同时由于竞争的存在，削弱了提高价格的刺激。

非核心通胀的波动是由于多种动态因素和对暂时性因素的强烈反应造成的，（种植和收获季节，规律的石油价格和公共事业利率）。水果和蔬菜价格在2011年第三季度至年比仅增加**2.3%**，得益于丰富的产量，但猪肉和鱼肉价格受到谷物成本增加的影响，非核心食物价格在第三季度增加**4%**，预期直至年底都会保持平稳。能源部分的表现与预期相符，这主要是由按照预期发生的汽油价格上涨决定的，这样的表现将在2012年继续，尽管其他部分因为较高的国际能源价格经历了相对有限的压力。最后，政府部门设定的公共事业利率表现良好，并缓慢较慢，

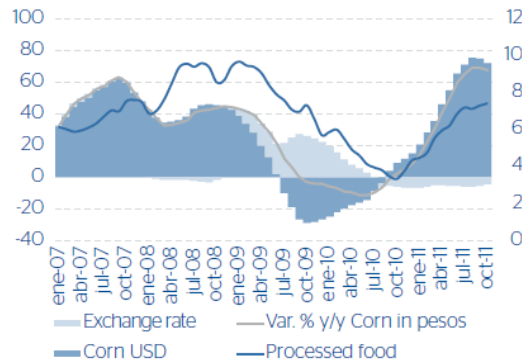
<sup>5</sup> 见经济观察：“通胀，被工业因素的滞缓所影响”。可在网站下载此文章[http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/110801\\_InflacionMexico\\_71\\_tcm346-265004.pdf?ts=382011](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/110801_InflacionMexico_71_tcm346-265004.pdf?ts=382011);

墨西哥观察，2011 第三季度[http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1108\\_SituacionMexico\\_3Q11\\_tcm346-265671.pdf?ts=1112011](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1108_SituacionMexico_3Q11_tcm346-265671.pdf?ts=1112011)

这是由于2010年早期大的上行调整及从联邦政府获得的更大的预算收入分配导致的。因此，我们预期至少在2012年，常规价格将保持相对不变，但也并不意味着NCPI有进一步的上行压力。2012年1月，甚至会因为摩托车所有者税项的免除而出现一个下行调整，税项的调整将会扩展至墨西哥所有州，随之会使2012年的年度通胀降低0.2%。

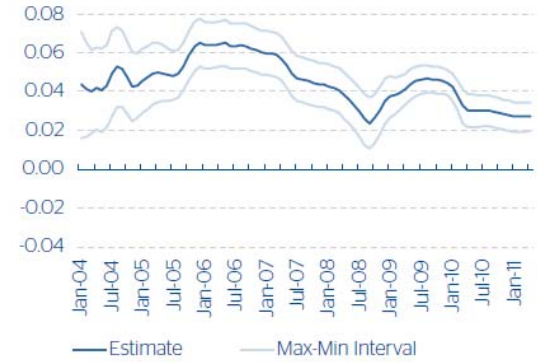
总而言之，我们相信通胀将在央行目标范围内，数值在4%以下。这个预期存在上行风险，例如：比索持续贬值，这会影响家庭和企业的通胀预期。此外，在众多因素之中，如果世界产出经历新一轮下跌<sup>6</sup>，另外还有一种可能性，即原油价格和产品价格双双低于我们预计的预算价格，政府将被迫提高利率，削减成本，合同债务，或是同时做这三件事情。值得一提的是，由当地政府设置的每10%的所有利率和价格的年度增长都将对整体通胀产生年比0.5%的影响。这种情形，不会是2012年，但会在更长的时期发生。这些上行风险将会被低于预期的需求压力抵消，即便需求压力甚至低于预期中正面但微小的增长，且这种增长更会放缓由比索贬值而导致的成本转移的可能性。

图15  
国际市场加工食品和玉米通胀，比索（同比及份额）



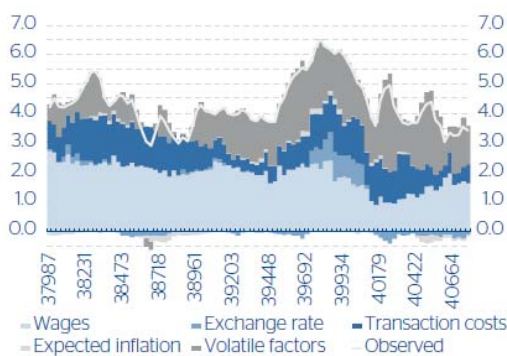
来源: BBVA Research, Banxico 和 Bloomberg, INEG

图16  
通胀对汇率的敏感度



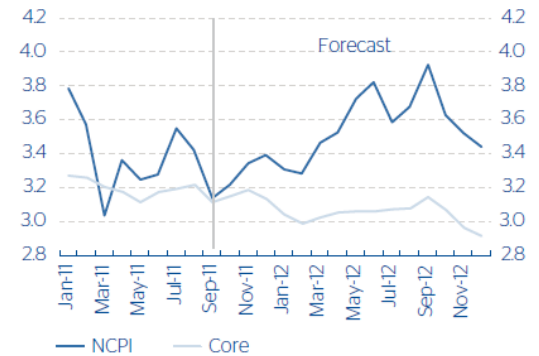
来源: BBVA Research

图17  
通胀因素分解（同比和份额）



来源: BBVA Research.

图18  
2011-2012通胀情景



来源: BBVA Research

<sup>6</sup> 这种影响相对于其他地区，将会对墨西哥产生更长久影响。这不仅是因为 NVPI 篮子中产品的重要性，还因为 2011 年早期锡那罗亚州寒冷天气对作物产生的影响，及目前好几个州的干旱。

### 若汇率允许，降低货币政策利率

自从2009年7月以来，货币政策利率一直维持在4.5%。然后，墨西哥银行已经为降低贷款利率敞开大门。影响改变货币政策的因素如下：（1）通常逼近3%的目标水平。10月份上半旬，年度通胀率达3.24%，中心通胀率更为稳定，与经济的周期性行为联系慎密，达在3.22%；（2）经济活动增长放缓，加上某些经济市场的减弱，可以预见缺乏价格需求的压力；（3）低通胀导致的结果是，实际的货币政策利率上升，达1.3%，这个数据分别超过了2010年和2011年1-9月的数据的0.3%和1.1%。这表明这个变量有助于使经济的货币状况更为严格；（4）最后，墨西哥经济运营的环境受到两方面的影响，即美国经济微小增长，及由欧洲债务危机前景不明朗带来的严重的下行风险。

为应对这一情况，央行的基调已变得更为宽松。8月的通讯暗示了存在降低贷款利率的可能，但这是基于对不必要的收紧的货币环境的争论下产生的。然而会议记录显示，在政府内部曾讨论过即便当通胀和通胀预期在未来一段时期内都无法保持在3%时，放出降息的风声的代价和益处。虽然这份通讯表明央行在部分立场上的重要改变，只有20%的分析师预测10月的贷款利率有望下调。

自从九月中以来，比索的贬值以及汇率浮动的增加降低了市场对贷款利率降低的预期。然而，在Banxico10月通讯中，央行明确表示全球经济增长前景及对墨西哥经济的影响，使宽松的货币政策变得可行。这使得超过一半的分析师预测之后几个月的贷款利率将会降低。即便最近一期10月14日的通讯比8月的预测基调更为宽松，会议记录显示董事会成员同意如果全球经济和国内经济衰退加速，宽松的政策将列在考虑范围之内。然而，他们也声明，在货币贬值的情况下，一个更为收紧的政策可能会发生，尤其是对通胀有一个上行的影响时。

### 外汇和增长：在当先充满不确定性的环境中的货币政策的主要变量

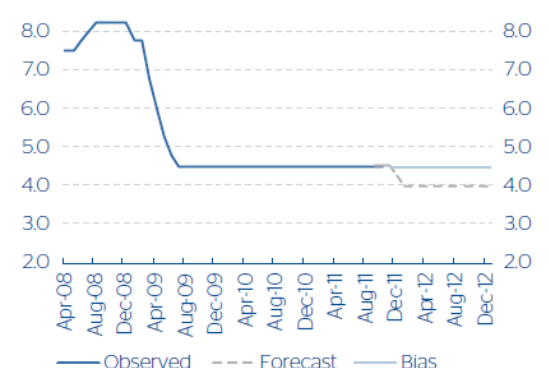
考虑到近期的发展，BBVA研究展望认为12月的会议会有25bp的利率下调，并且会在2012年初的时候进一步下调到4%。但是，我们维持我们的看法，即：如果比索/美元的汇率的水平与波动率与9月前周看到的一致或更高，或者增长的情况出乎意料的出现向上增长，甚至改变了比索疲软的信号，那么利率将会维持在4.5%的水平。从8月以来的比索贬值缓解了货币政策的环境。就算比索保持在每美元13.5（今年年初的水平），货币政策的环境可以被进一步的缓解，对消掉通胀下降的影响。不管在何种情况，鉴于发达国家的糟糕经济环境会对本国经济造成直接影响，最有可能发生的变化是贷款利率的下降。

图19  
货币政策状况指数，在不同汇率的状态下



来源: BBVA Research.

图20  
政策利率预测



来源: BBVA Research



## 对全球风险的认识已经转移到了地方固定收益市场和外汇汇率上，将他们从国内基本上分离开

最近，外围市场的发展导致的风险趋避的情况引起了金融市场的波动，墨西哥和其他新兴市场都受到影响。特别是自2008年开始我们确认了3个阶段的风险趋避时期。第一个时期是在2008年9月，雷曼兄弟倒闭之后，雷曼的倒闭引发了全球经济收缩的局面。第二个时期是在2010年4月发生，是由市场对主权偿债能力担忧造成的国家融资成本上升。最后则是市场对美国经济情况更为悲观的看法，主要来自于美联储近期的言论刺激风险趋避和资产从新兴经济体流出，在此之前市场都对新兴市场有乐观的看法，例如，认为新兴市场不会受到欧元区资产的影响，这一改变是随着投资人越来越认识到希腊金融破产可能造成的蔓延影响度巨大造成的。从最近全球压力的环境中墨西哥CDS和S&P 500指数选择权VIX波动指数的紧密关系上可以看出全球金融紧张情绪对墨西哥主权风险的蔓延。可以发现在全球紧张的时期，墨西哥CDS的增加和比索贬值一致以及墨西哥政府债和美国国债之间利率的差增加一致。

图21

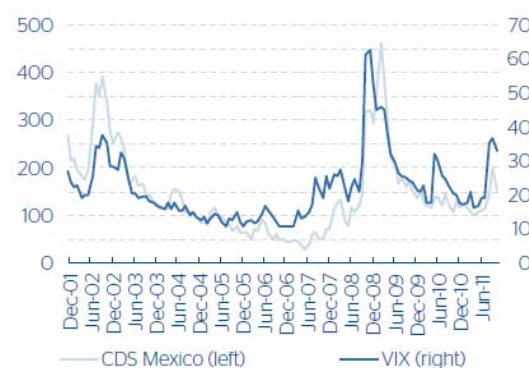
### M10利率和美国国债，CDS



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

图22

### VIX 和墨西哥CDS (bp)



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

## 汇率和CDS：基于经济基础但是受到全球不确定性的影响

墨西哥CDS受到影响的因素已经远离了国内经济的发展这个因素，但是国内的基础，例如由国家决定性的因素和有利的经济周期所引发的外汇储备的增长以及较低的债务水平，正在成为解释CDS水平和发展的重要因素<sup>7</sup>。这样的情况下，CDS变得更恰当的可以用来反应全球风险的不同影响。在相关的图中，墨西哥和巴西的风险相关情况和两个经济体面对的周期性风险发展情况一致，其中美国和墨西哥紧密相连，亚洲经济体和巴西紧密相连。

外汇上也有类似的情况，中期外汇走势和市场对财政及货币稳定政策的情绪保持一致，但是也同样反映了经济周期和全球不确定性的影响。长期来看，稳定的债务水平和储备，以及正面的增长和缓和的通胀会让CDS走势和地方货币汇率走势紧密。

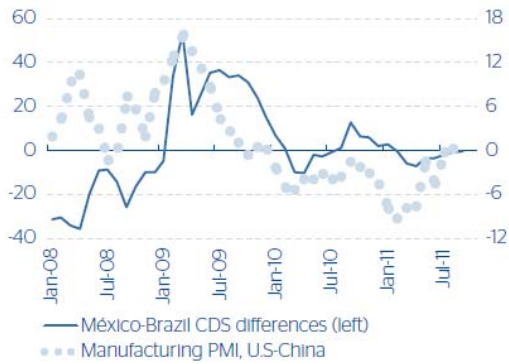
对于比索/美元汇率，在所有主要因素中影响最大的是墨西哥经济相比美国的生产力和价格，以及外汇计价的债务占GDP的比例。与CDS相似，全球风险短期对汇率有巨大影响。具体来讲，汇率观察到的水平和预期的水平都同时和一个反映全球风险的变量相关，例如S&P500的VIX指数，这个指数对墨西哥的经济表现应该没有影响。因此，近期的环境主要受到欧洲解决主权危机以及美国经济低增长预期带来的不确定性影响，因此这样的情况下，利率波动是可以预期的，汇率会随着市场每天的发展和经济数据而变化。尽管如此，考虑到全球不确定性正在减少，在经济

<sup>7</sup>详细内容请参考经济观察“在全球不确定环境下，经济基础稳固墨西哥CDS的溢价”：  
[http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/110627\\_ObsEcoMexico\\_21\\_eng\\_tcm348-261237.pdf?ts=13102011](http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/110627_ObsEcoMexico_21_eng_tcm348-261237.pdf?ts=13102011)



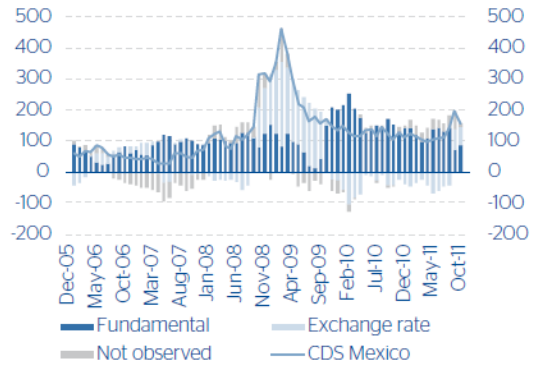
正面增长，通胀与稳定的价格预期一致，政府外债占GDP水平稳定的环境下，比索的基础会使得比索靠在12.0到12.5 每美元的水平。

图23  
墨西哥和巴西CDS和生产活动的差值



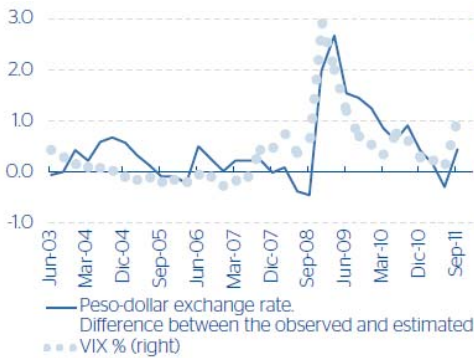
来源: BBVA Research 和 Bloomberg

图24  
墨西哥CDS分解



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

图25  
未预期的汇率和全球风险波动



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

图26  
汇率长期平衡水平（比索/美元）



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

## 全球风险的认识改变了政府债务利率的形成

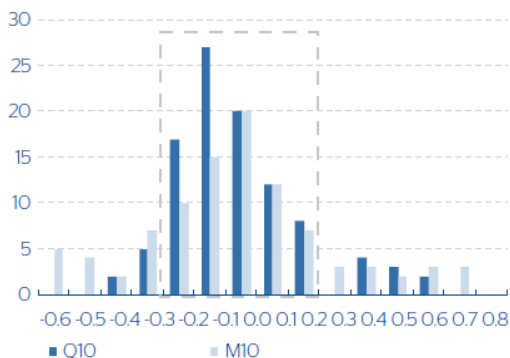
随着全球风险溢价在9月不断增加，墨西哥国债的利率上升，利率曲线更为陡峭而美国国债利率下降。

总的来说，墨西哥比索公共债务和美元债务的收益率表现类似，与两国经济关系紧密相关。他们共同的经济周期意味着，历史上，墨西哥国债利率的调整和美国国债的变化呈现正相关性。但是，当全球风险环境增加时，这个关系变弱并甚至出现负关系<sup>8</sup>。这不仅是因为墨西哥主权风险增加，也因为美国国债作为避险天堂造成的。在这样的表现情况下，可以理解为风险情况下，美国国债收益率变得更难以解释墨西哥国债收益率，而墨西哥的汇率和CDS则变得更为重要。因此，可以认为，墨西哥国债和美国国债收益率的表现情况可以由风险情况的变化而区分为不同种类。

在新兴市场的资产低风险的环境下，或者被认为是普通表现情况下，美国国债每月变动和墨西哥国债变动有相当相似的波动区间。当风险增加并相关或者被称为系统风险出现时，墨西哥CDS的增加水平，美国和墨西哥国债收益率的变化跳出了波动区间。特别是，美国国债收益率的变化更集中在负值，而墨西哥国债的收益率则更集中在极端的正值<sup>9</sup>。

图27

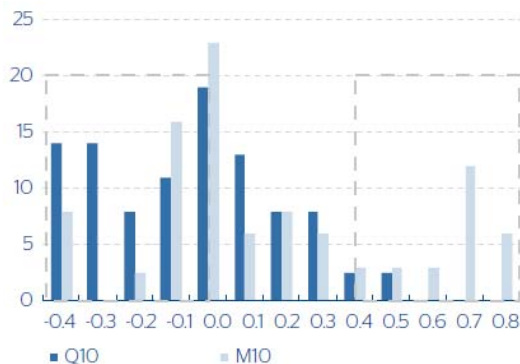
### M10率和10年美国国债收益率在主权债务危机上升时的月度变化区间



来源: BBVA Research 和 Bloomberg 2001年12月到2011年10月

图28

### M10率和10年美国国债收益率在墨西哥CDS上升时的月度变化区间



来源: BBVA Research 和 Bloomberg 2001年12月到2011年10月

比如，风险增加到CDS达到300bp<sup>10</sup>的水平并使得比索/美元汇率基金14 MXP/USD可能意味着10年国债收益率与之前的情况相比上升130bp。但是当市场注意到政府透过外汇储备保证国债和公共债务水平和目标一致，那么长期利率会开始下降一个水平，这个水平和市场认识到全球风险环境不再能减少偿债能力一致。

需要考虑到的是，基于历史数据，墨西哥CDS月增加100bp的月份数量仅占总月份的7%，并且当月的增长已经反应了该变量。平均来说，这个增长伴随着10年期国债收益率70bp的上涨，这是由于收益率的上涨伴随着风险<sup>11</sup>水平的成倍上涨。

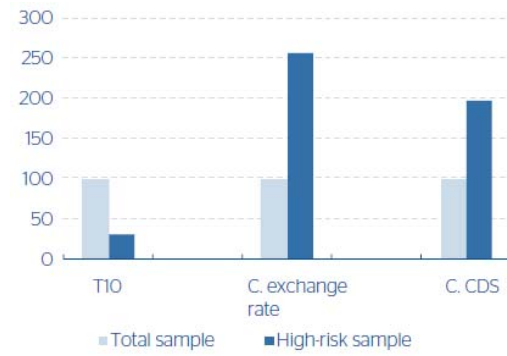
<sup>8</sup>墨西哥不断增加的风险认知度是其独特的决定和全球不确定性的结果。

<sup>9</sup>上两段的结论基于经济观察“全球风险认知改变墨西哥利率的形成”：[http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/111024\\_ObsEcoMexico\\_25\\_tcm346-273147.pdf?ts=31102011](http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/111024_ObsEcoMexico_25_tcm346-273147.pdf?ts=31102011)

<sup>10</sup>一个像雷曼兄弟那时所录的一半的上升

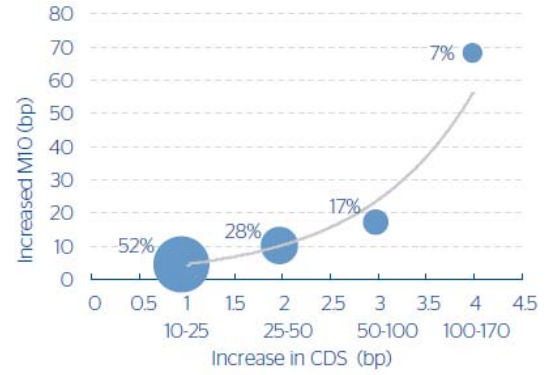
<sup>11</sup>130bp的预测比70bp的平均增加值大，因为这考虑到了潜在的货币贬值。另外，这个预测还利用了基于风险认知增加的样本，这个样本的CDS和汇率有更高的比重。风险认知增加的时期有着美国国债利率减少和墨西哥国债及CDS增加的特点。

图29  
M10收益率的决定因素的相对重要性



来源: BBVA Research。C 表示年增长。T10 表示 10 年期美国国债

图30  
M10收益率的平均月增长按照不同的墨西哥CDS水平



来源: BBVA Research 和 Bloomberg 2001 年 12 月到 2011 年 10 月

## 5. 经济指标和预测

表1

### 宏观经济预测：国内生产总值

| (年度同比增速)  | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 美国        | -0.3 | -3.5 | 3.0  | 1.6  | 2.3  |
| 欧元区       | 0.3  | -4.2 | 1.7  | 1.7  | 1.0  |
| 德国        | 0.8  | -5.1 | 3.6  | 2.9  | 1.2  |
| 法国        | -0.2 | -2.6 | 1.4  | 1.6  | 1.0  |
| 意大利       | -1.3 | -5.2 | 1.2  | 0.7  | 0.3  |
| 西班牙       | 0.9  | -3.7 | -0.1 | 0.8  | 1.0  |
| 英国        | -0.1 | -4.9 | 3.4  | 0.9  | 1.3  |
| 拉丁美洲 *    | 5.2  | -0.6 | 6.6  | 4.5  | 3.8  |
| 墨西哥       | 1.5  | -6.1 | 5.4  | 3.8  | 3.3  |
| EAGLES ** | 6.6  | 4.0  | 8.3  | 6.7  | 6.5  |
| 土耳其       | 0.7  | -4.9 | 9.2  | 7.5  | 4.5  |
| 亚太地区      | 5.2  | 4.1  | 8.0  | 5.9  | 6.4  |
| 中国        | 9.6  | 9.2  | 10.4 | 9.1  | 8.6  |
| 除中国外的亚洲地区 | 2.3  | 0.8  | 6.5  | 3.7  | 4.9  |
| 世界        | 2.8  | -0.6 | 5.1  | 3.9  | 4.1  |

\* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

\*\* 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2011年10月31日

来源: BBVA研究部

表2

### 宏观经济预测：通货膨胀率（平均）

| (年度同比增速)  | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 美国        | 3.8  | -0.3 | 1.6  | 2.9  | 2.2  |
| 欧元区       | 3.3  | 0.3  | 1.6  | 2.6  | 1.6  |
| 德国        | 2.8  | 0.2  | 1.2  | 2.4  | 1.5  |
| 法国        | 3.2  | 0.1  | 1.7  | 2.2  | 1.6  |
| 意大利       | 3.5  | 0.8  | 1.6  | 2.6  | 1.8  |
| 西班牙       | 4.1  | -0.3 | 1.8  | 3.1  | 1.2  |
| 英国        | 3.6  | 2.2  | 3.3  | 4.5  | 2.8  |
| 拉丁美洲 *    | 8.8  | 6.9  | 7.4  | 10.1 | 9.5  |
| 墨西哥       | 5.1  | 5.3  | 4.2  | 3.5  | 3.5  |
| EAGLES ** | 7.4  | 2.8  | 4.5  | 6.2  | 5.1  |
| 土耳其       | 10.4 | 6.3  | 8.6  | 6.5  | 6.0  |
| 亚太地区      | 5.7  | 0.3  | 2.7  | 4.8  | 3.7  |
| 中国        | 6.0  | -0.8 | 1.2  | 5.3  | 3.9  |
| 除中国外的亚洲地区 | 5.5  | 1.1  | 3.7  | 4.4  | 3.5  |
| 世界        | 6.1  | 2.2  | 3.5  | 5.0  | 4.0  |

\* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

\*\* 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2011年10月31日

来源: BBVA 研究部

表3

## 美国经济指标和预测

|                   | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11 |
|-------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>宏观经济指标</b>     |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| GDP (% 实际变化)      | -3.5  | 3.0  | 1.6  | 2.3  | 2.2  | 3.3  | 3.5  | 3.1  | 2.2  | 1.6  | 1.6  | 1.1  |
| 个人消费 (% 实际变化)     | -1.9  | 2.0  | 2.2  | 2.0  | 0.9  | 2.1  | 2.2  | 3.0  | 2.8  | 2.2  | 2.2  | 1.6  |
| 政府消费 (% 实际变化)     | 1.7   | 0.7  | -1.8 | 0.3  | 1.2  | 0.7  | 0.6  | 0.1  | -1.1 | -2.2 | -2.4 | -1.7 |
| 固定资产投资总额 (% 实际变化) | -18.8 | 2.6  | 7.0  | 8.5  | -5.0 | 4.0  | 4.5  | 7.4  | 7.4  | 5.0  | 7.8  | 7.7  |
| 建筑1               | -22.2 | -4.3 | -1.8 | 3.1  | -6.8 | 4.2  | -7.8 | -6.3 | -2.9 | -6.8 | 1.6  | 1.5  |
| 工业产值 (% 实际变化)     | -11.0 | 5.3  | 4.0  | 3.5  | 1.6  | 6.5  | 6.9  | 6.2  | 5.4  | 3.7  | 3.3  | 3.4  |
| 经常账户平衡 (占GDP百分比)  | -2.7  | -3.3 | -3.2 | -3.0 | -3.3 | -3.3 | -3.3 | -3.0 | -3.2 | -3.2 | -3.4 | -2.8 |
| 年末通胀              | 2.7   | 1.5  | 2.2  | 3.1  | 2.3  | 1.1  | 1.1  | 1.5  | 2.7  | 3.6  | 3.9  | 2.2  |
| 年度平均通胀            | -0.4  | 1.6  | 2.9  | 2.2  | 2.4  | 1.8  | 1.2  | 1.3  | 2.1  | 3.4  | 3.8  | 2.4  |
| 基本财政平衡2 (占GDP百分比) | -10.1 | -8.9 | -9.5 | -6.9 | -    | -    | -    | -8.9 | -    | -    | -    | -9.5 |

表4

## 墨西哥经济指标和预测

|                        | 2009 | 2010 | 2011  | 2012  | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11  | 3Q11  | 4Q11  |
|------------------------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>经济活动</b>            |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| GDP (经季节调整)            |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| 实际同比变化                 | -6.2 | 5.4  | 3.8   | 3.3   | 5.1  | 7.2  | 5.1  | 4.2  | 4.4  | 3.6   | 3.9   | 3.2   |
| 人均 (美元)                | 7572 | 8680 | 10158 | 10502 | 8344 | 8364 | 8605 | 9137 | 9580 | 10194 | 10450 | 10408 |
| 美元十亿                   | 881  | 1036 | 1187  | 1249  | 996  | 1029 | 1027 | 1092 | 1158 | 1209  | 1195  | 1188  |
| <b>通货膨胀 (均值 %)</b>     |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| 整体通胀                   | 5.3  | 4.2  | 3.4   | 3.5   | 4.8  | 4.0  | 3.7  | 4.2  | 3.5  | 3.3   | 3.5   | 3.4   |
| 核心通胀                   | 5.0  | 3.9  | 3.2   | 3.0   | 4.4  | 3.9  | 3.7  | 3.6  | 3.2  | 3.2   | 3.2   | 3.2   |
| <b>金融市场 (期末 %)</b>     |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| <b>利率</b>              |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| 银行贷款                   | 4.5  | 4.5  | 4.3   | 4.0   | 4.5  | 4.5  | 4.5  | 4.5  | 4.5  | 4.5   | 4.5   | 4.25  |
| 28天 Cetes              | 4.5  | 4.3  | 4.2   | 4.5   | 4.5  | 4.6  | 4.4  | 4.3  | 4.2  | 4.2   | 4.2   | 4.2   |
| 28天 TIEE               | 4.9  | 4.9  | 4.6   | 4.4   | 4.9  | 4.9  | 4.9  | 4.9  | 4.8  | 4.9   | 4.7   | 4.6   |
| 10年期债券 (均值 %)          | 8.0  | 7.2  | 6.5   | 6.4   | 7.7  | 6.9  | 6.0  | 5.8  | 6.4  | 7.2   | 6.4   | 6.1   |
| <b>汇率 (均值)</b>         |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| 比索兑美元                  | 13.5 | 12.6 | 12.3  | 12.4  | 12.8 | 12.6 | 12.8 | 12.4 | 12.0 | 11.7  | 12.3  | 13.0  |
| <b>公共财政</b>            |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| *FRPS (占GDP百分比)        | -2.7 | -3.2 | -2.9  | -2.8  | -    | -    | -    | -3.2 | -    | -     | -     | -2.9  |
| <b>对外部门3</b>           |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| 贸易平衡 (美元十亿)            | -4.9 | -3.0 | -4.3  | -6.4  | 0.3  | -0.1 | -2.2 | -1.0 | 1.5  | 1.4   | -3.8  | -3.4  |
| 经常账户 (美元十亿)            | -6.4 | -5.7 | -11.4 | -14.2 | 0.4  | -0.7 | -1.8 | -3.5 | -2.6 | -0.2  | -3.8  | -4.8  |
| 经常账户 (占GDP百分比)         | -0.7 | -0.5 | -1.0  | -1.1  | 0.1  | -0.3 | -0.7 | -1.3 | -0.9 | -0.1  | -1.3  | -1.6  |
| 油价 (墨西哥混合产品, 美元/桶, 期末) | 70.3 | 77.6 | 90.3  | 85.7  | 71.5 | 69.9 | 69.5 | 77.6 | 93.4 | 102.8 | 93.2  | 90.3  |
| <b>就业率</b>             |      |      |       |       |      |      |      |      |      |       |       |       |
| 私部门正式 (同比变化)           | -3.1 | 3.7  | 4.0   | 2.9   | 1.0  | 3.7  | 4.9  | 5.4  | 4.9  | 4.2   | 3.9   | 3.1   |
| 公开失业率 (占活动人口百分比)       | 5.4  | 5.4  | 5.4   | 4.9   | 5.3  | 5.6  | 5.2  | 5.5  | 5.2  | 5.5   | 5.4   | 5.3   |



表5

## 墨西哥经济指标和预测

|                               | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 10Q1 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 | 11Q1  | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 |
|-------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| <b>总需求 (同比变化, 经季节调整)</b>      |       |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |
| 总需求                           | -9.4  | 9.5  | 5.1  | 5.0  | 8.9  | 12.8 | 9.3  | 7.3  | 6.0   | 5.2  | 4.4  | 4.7  |
| 国内需求                          | -7.1  | 4.2  | 4.1  | 3.6  | 2.4  | 5.7  | 4.0  | 4.7  | 4.6   | 4.2  | 3.5  | 4.0  |
| 消费                            | -5.8  | 4.7  | 3.9  | 3.5  | 3.7  | 6.8  | 4.1  | 4.1  | 4.5   | 4.2  | 3.4  | 3.6  |
| 个人消费                          | -7.2  | 5.0  | 4.0  | 3.5  | 4.2  | 7.0  | 4.3  | 4.5  | 5.0   | 4.7  | 3.2  | 3.2  |
| 公共消费                          | 3.8   | 2.8  | 3.4  | 3.6  | 1.2  | 5.3  | 2.5  | 2.0  | 1.3   | 1.4  | 4.5  | 6.2  |
| 投资                            | -11.5 | 2.4  | 4.8  | 3.6  | -2.5 | 2.0  | 3.5  | 6.9  | 5.1   | 4.4  | 4.1  | 5.4  |
| 个人投资                          | -16.8 | 2.9  | 5.6  | 2.0  | -4.1 | 2.0  | 6.3  | 7.9  | 15.1  | 6.8  | -0.1 | 1.0  |
| 公共投资                          | 7.1   | 1.2  | 2.6  | 8.0  | 2.0  | 2.3  | -3.6 | 4.2  | -21.1 | -1.9 | 16.1 | 17.2 |
| 外部需求                          | -13.5 | 26.0 | 9.2  | 8.6  | 24.7 | 34.6 | 27.9 | 16.9 | 14.0  | 8.7  | 6.8  | 7.8  |
| 进口                            | -18.4 | 23.8 | 8.8  | 9.6  | 21.8 | 33.1 | 23.5 | 17.0 | 10.8  | 9.6  | 5.9  | 9.0  |
| <b>GDP 按行业分 (同比变化, 经季节调整)</b> |       |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |
| 第一产业                          | -2.1  | 3.3  | 1.1  | 3.9  | -0.2 | 2.1  | 5.3  | 6.0  | 2.4   | -3.7 | 2.7  | 2.9  |
| 第二产业                          | -7.6  | 6.0  | 3.9  | 3.6  | 6.2  | 7.2  | 6.3  | 4.6  | 4.5   | 4.2  | 3.3  | 3.5  |
| 采矿业                           | -2.9  | 2.2  | -2.1 | 1.1  | 1.5  | 3.0  | 2.8  | 1.5  | -3.2  | -2.3 | -2.3 | -0.3 |
| 电力行业                          | 2.2   | 2.4  | 7.2  | 3.4  | 0.7  | 2.1  | 3.4  | 3.2  | 8.3   | 7.7  | 6.5  | 6.3  |
| 建筑业                           | -7.3  | 0.0  | 4.0  | 5.4  | -3.6 | -1.6 | 0.9  | 4.5  | 4.9   | 3.5  | 3.1  | 4.5  |
| 制造业                           | -9.7  | 10.1 | 5.1  | 3.7  | 12.0 | 13.3 | 9.2  | 6.1  | 6.1   | 5.7  | 4.7  | 4.0  |
| 第三产业                          | -5.2  | 5.0  | 3.8  | 3.4  | 4.8  | 7.3  | 3.9  | 4.1  | 3.9   | 4.0  | 4.1  | 3.3  |
| 零售                            | -14.2 | 13.4 | 7.7  | 5.4  | 14.9 | 17.7 | 11.9 | 9.4  | 8.3   | 8.5  | 7.9  | 6.1  |
| 交通运输、邮政和仓储业                   | -6.5  | 6.5  | 3.3  | 2.8  | 7.3  | 10.9 | 5.1  | 2.9  | 3.3   | 3.8  | 3.7  | 2.4  |
| 大众信息传媒                        | 0.8   | 5.6  | 4.4  | 5.4  | 5.3  | 4.4  | 6.1  | 6.6  | 7.0   | 6.3  | 2.1  | 2.3  |
| 金融和保险业                        | -4.4  | 2.7  | 3.3  | 3.8  | -0.2 | 5.6  | -2.6 | 8.8  | 1.5   | 2.3  | 5.8  | 3.6  |
| 房地产和租赁业                       | -1.2  | 1.8  | 2.9  | 3.2  | 3.6  | 1.4  | 1.0  | 1.4  | 2.4   | 2.2  | 3.6  | 3.1  |
| 科学研究和技术服务                     | -4.7  | -3.0 | 3.9  | 2.5  | -4.0 | -3.7 | -2.6 | -1.7 | 3.1   | 7.3  | 2.5  | 2.6  |
| 公司和企业管理                       | -7.6  | 1.4  | 4.1  | 4.6  | -6.9 | -2.0 | 9.2  | 6.3  | 2.5   | 5.6  | 3.8  | 4.6  |
| 商务支持服务                        | -4.7  | 1.3  | 3.1  | 2.5  | -0.6 | 2.0  | 1.0  | 3.0  | 3.5   | 4.5  | 2.0  | 2.5  |
| 教育                            | 0.5   | 3.0  | 1.1  | 1.0  | 2.2  | 13.5 | -0.8 | -1.1 | 0.7   | 1.8  | 1.0  | 1.1  |
| 卫生和社会保障                       | 0.7   | -1.8 | 1.1  | 1.4  | 1.3  | -9.9 | 0.7  | 1.3  | 0.0   | 2.4  | 1.0  | 0.9  |
| 文化和体育                         | -4.6  | 1.7  | 4.1  | 2.2  | -1.8 | 2.0  | 2.2  | 4.5  | 5.4   | 6.9  | 1.9  | 2.1  |
| 临时居住                          | -7.7  | 3.9  | 1.6  | 2.1  | -0.8 | 11.9 | 2.7  | 2.6  | 0.8   | 2.4  | 1.8  | 1.3  |
| 除政府活动外的其他服务                   | -1.1  | 0.6  | 3.2  | 2.8  | -0.9 | -0.9 | 1.4  | 2.7  | 3.2   | 4.7  | 2.6  | 2.6  |
| 政府活动                          | 4.8   | 4.4  | 0.1  | 1.7  | 0.9  | 8.5  | 5.0  | 3.2  | 0.7   | -4.8 | 2.0  | 2.8  |

1: 住宅投资

2: 财政平衡 (占GDP百分比)

3: 过去12个月累计

4: 基础 1993=100, GDP 按行业分基础 2003=100。第一产业, 第二产业及第三产业观察所得数据来自INEGI(季节性), 其余经季节调整。

dpt: 美元/桶

\*RFSP: 公共部门财政需求

备注: 加粗的数字为预测值

来源: BBVA Research基于Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Banco de Mexico, INEGI 和 SHCP数据

## 免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

**阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。**因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

**有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。**

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

**“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate 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 the Economic Scenarios Unit***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

In collaboration with: Economic Scenarios

**BBVA Research***Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Chief Economists & Chief Strategists:***Financial Systems and Regulatory:****Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

**Pensions****David Tuesta**

david.tuesta@grupobbva.com

**Financial Systems****Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

**Regulatory Affairs****María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

**Financial and Economic Scenarios****Financial Scenarios****Sonsoles Castillo**

s.castillo@grupobbva.com

**Economic Scenarios****Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

**Spain and Europe:****Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

**Spain****Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@grupobbva.com

**Europe****Miguel Jiménez**

mjimenezg@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

**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****Asia****Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

**China****Daxue Wang**

daxue.wang@grupobbva.com

**India****Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

**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**

oswald\_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 研究部报告提供英语、西班牙语和中文版以供参阅