

# 经济展望

墨西哥

2012年第三季度  
经济分析

- 只有已获批之经济政策措施和某些待批之措施得以及时执行，全球增长才会获得动力。2012年，全球经济的活跃性出现广泛减弱，经济政策成为“2013年的增长能否出现哪怕是轻微改善”的决定因素。
- 由于具备国内优势，墨西哥得以远离全球环境的影响。尽管对全球情景的展望是下行的，但由于墨西哥的国内稳定性和外部竞争力，我们预计墨西哥的经济增长大概是3-7%。
- 对巴西和墨西哥的预期和挑战仍然可能发生变化。巴西和墨西哥是可能出现增长的两大经济体，这两个国家对全球外部环境的开放度不同，而且在采取“能够增加生产力”的改革方面仍然面临挑战。

# 索引

1. 概要.....	3
2. 全球情景：如果不采取果断的政策措施，全球经济放缓将可能会加剧.....	6
3. 墨西哥：在相当不确定的全球情景下，墨西哥具有国内优势，因此，墨西哥经济出现持续性增长.....	10
3.1 对墨西哥活跃性的展望：在外部不确定情况下的国内确定性因素.....	10
插页 1：非正式商业活动减缓了生产力和投资的增长.....	14
3.2 在供应压力不断增加的情况下，由于需求并不是主要的压力因素，因此，通货膨胀仍然处于可控水平.....	16
插页 2：在不存在重大需求压力的情况下，墨西哥的通货膨胀情况会受到供应因素的影响....	19
插页 3：流动性状况的改善：支持利率下降.....	25
插页 4：造成墨西哥主权债务评级降低的状况是否已得以改变? .....	27
4. 巴西和墨西哥：前景不断改变，挑战依旧存在.....	29
5. 指标和预测.....	34

截止日期：2012年8月3日

# 1. 概要

尽管墨西哥远离全球环境下滑趋势的影响，但倘若墨西哥的经济政策措施没有得到及时执行，那么墨西哥经济仍可能存在下行风险。

只有已采取之经济政策措施能够得以及时执行，而且未获批之政策措施能得以及时获批，全球增长才能获得动力。2012年上半年全球活跃性下降，因此，在我们所预测的情景中，“2013年的经济出现哪怕是轻微增长”的决定性因素就是经济政策的角色。我们预计，2012-2013年两年间，全球增长大约是3.5%，但出现这一增长率的前提是经济政策措施（已获批且正处于执行过程中的那些经济政策措施、已宣布但尚未执行的那些经济政策措施和那些尚未采取的决定性措施-其中，最后一种是最不确定的）能够及时得以执行，以避免出现欧洲所出现的财政危机<sup>1</sup>；此外，我们预计，2013年，美国会出现自动财务调整，这有助于新兴经济体恢复其较高的增长率。倘若这些经济政策不能实现其既定目标，那么，自2011年开始的增长放缓现象在2012年和2013年将进一步加剧，这会使明年的经济增长下降至除2009年经济危机之外的30年以来的最低点。

鉴于对墨西哥活跃性的预测-即其在2012-2013年的增长大约是3.5%，与外部环境的不确定性相比，墨西哥国内优势的影响力更大。对全球经济情景的季度性更新显示，尽管全球经济出现广泛下行，但我们对各个国家的增长前景或多或少都进行了严格检查，其中，墨西哥除外，我们对墨西哥国内生产总值（GDP）的预测依然保持去年五月份的水平，即2012年增长3.7%，2013年增长3.0%。首先，当前经济形势的变化好于2012年上半年BBVA研究所的预测，按照当前的经济形势，我们预计会出现一个利好的统计效应，这将有助于抵消对墨西哥最大贸易伙伴-美国之增长减缓的展望。其次，也是最重要的一点，在外部环境非常不确定的情况下，墨西哥仍然存在经济支撑因素。墨西哥存在稳定性的良性循环-即在较低而且稳定的通货膨胀率的情况下，支持家庭和公司进行融资，而且，墨西哥的金融系统稳健，有能力满足有偿债务需求，这更巩固了上述之良性循环。之所以能够如此，首先是因为通货膨胀和利率的下降和稳定，此外，独立中央银行决心实现价格稳定，采取能够实现预算平衡的财政政策-这样的财政政策以一种传统的方式对市场上的赤字进行了融资。

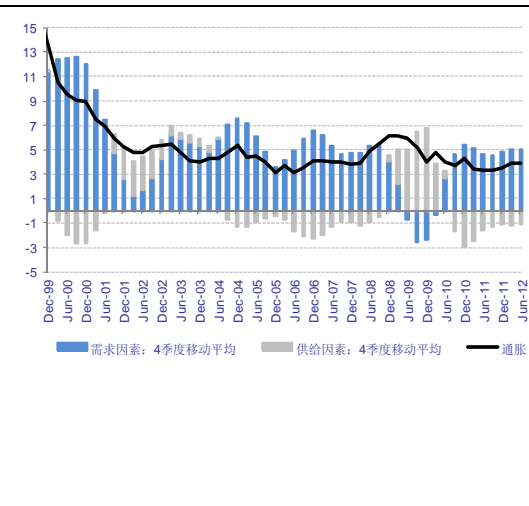
<p>图表 1 公共债务总额占国内生产总值（GDP）百分比</p>	<p>图表 2 墨西哥、工资总额、正式私有部门年度百分比变化和税收</p>
<p>数据来源：使用国际货币基金组织（IMF）之数据的 BBVA 研究所</p>	<p>数据来源：BBVA 研究所</p>

<sup>1</sup>财政危机可能以多种形式出现，例如缺乏对“某些周边国家主权债务发行”的需求。

倘若美国增长出现恶化，那么墨西哥的经济增长并不会免于下行风险。对美国而言，之所以对其 2012 年增长预期进行向下修正，原因就在于当前的形势，其一，美国 2012 年第二季度的增长低于预期，而且这不完全是由季度性因素引起，这样的结果很令人失望；其二，美国受到来自欧洲金融压力加剧的影响。此外，美国必须达成且实施财政整合方面的协议，其将阻止在 2013 年实施“自动经费削减”和“取消免税”的措施-其中，按照规定，取消免税并不会改善公共财务的长期稳定性，而且，我们可以预测，取消免税可能会造成美国经济在 2013 年出现衰退。目前美国正在进行选举，在选举进行的过程中，这些协议很难达成，因此可以预测，财政不确定性程度在随后几个月将会加剧。

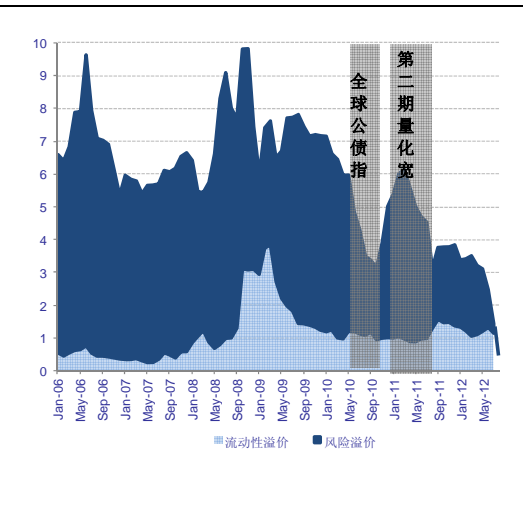
与“支持资金流入”之充足的全球流动性相比，墨西哥的国内因素-例如通货膨胀或者货币政策预期-对墨西哥的政府利率预期的影响更大。尽管近期由于食品类产品的供应问题，价格出现回弹，但对墨西哥国内通货膨胀的展望依然处于历史较低水平，不存在很大的需求压力。从这个意义上来说，供应和需求问题所造成之通货膨胀的崩溃说明了汇率或商品价格的状况-其中，商品价格是与供应因素相联系的。这些因素的重大波动也会影响价格变化。稳定的需求因素反映出劳动力因素市场、信贷市场和装机生产能力市场不存在压力，能够维持开支的增长和经济的健康运行。因此，似乎有理由相信，墨西哥中央银行将继续实施其第四年的暂停货币政策的措施。可以预见，美国将再一次出现量变扩张，因此，我们预计，只有经济活跃性之风险平衡出现急剧恶化，才可能造成利率的降低，这也符合墨西哥之相对紧缩的货币政策。

图表 3  
墨西哥、通货膨胀。供应和需求百分比和 pp



数据来源：BBVA 研究所

图表 4  
墨西哥、工资总额、正式私有部门年度百分比变化和税收



数据来源：BBVA 研究所

在国内稳定的情况下，处于历史低位的中期和长期利率受到“在财政稳健国家寻求实际收益”的境外流入之资金导向的影响-财政稳健的国家存在货币政策利率削减的空间，外部没有失衡，而且远离欧元区危机的焦点，这就是墨西哥目前的状况。总之，正如本报告所示，鉴于信贷风险水平，墨西哥之长期利率所达到的低位符合实际并不存在的流动性溢价。对货币政策出现上行变化的展望-这将成为系统性风险事件或量变扩张事件-将会使投资者偏向股票，而非固定收入投资-预测的变化将会促使“当地利率高于与美国长期国库券相符之利率水平”，也会造成“增长预期升高”和“当地通货膨胀率预期升高”的后果。

**对巴西和墨西哥的预期不断变化，其面临的挑战仍然存在。**巴西和墨西哥作为拉丁美洲最大的两个经济体国家正处于预期不断变化的时期，其中，墨西哥的预期在四年中首次好于巴西-在这四年中，巴西的经济增长一直明显高于墨西哥。从过去十年的初期开始，巴西的形势就好于墨西哥，过去十年中，巴西和墨西哥这两大经济体国家的个人平均所得一直在增长，而且正接近于最富裕之国家的水平，这两个国家也交替处于相对优势时期。巴西近期出现增长的重要原因是其国内需求优势-巴西的国内需求得到其贸易伙伴之融资和较大增长的强力支撑。但是，这两个因素都不一定能够持久。亚洲新兴经济体国家的增长可能中断，因此，与墨西哥相比，巴西可能受到价格竞争力缺失的影响；此外，在实现了一定水平的负债额之后，信贷有效性对增长的重要性可能会下降。近期，由于墨西哥的金融更为活跃且竞争力也得以改善，所以，墨西哥经济已出现增长。在供应方面，对巴西而言，人口因素和投资率证明不是优势，而是劣势。从生产力方面来说，似乎不存在利于巴西的显著性差异，在考虑到巴西在世界银行经商排名的位置后，巴西的优势就更小了。总之，巴西和墨西哥这两大经济体国家在未来几年可能出现良好增长，其增长幅度将取决于其在全球环境中的开放度和其采取“降低脆弱性”之改革的能力。这包括实施“能够缩减非正式市场”的措施，以便改善经济生产力之长期增长的主要动力。

<p>图表 5 家庭债务占国内生产总值（GDP）百分比</p>	<p>图表 6 非正式市场（占国内生产总值（GDP）百分比）和生产力（与美国相比）</p>
<p>数据来源：使用墨西哥全国银行和证券委员会（CNBV）和巴西银行数据的BBVA 研究所</p>	<p>数据来源：使用施耐德（Schneider）（2009）和世界银行数据的BBVA 研究所</p>

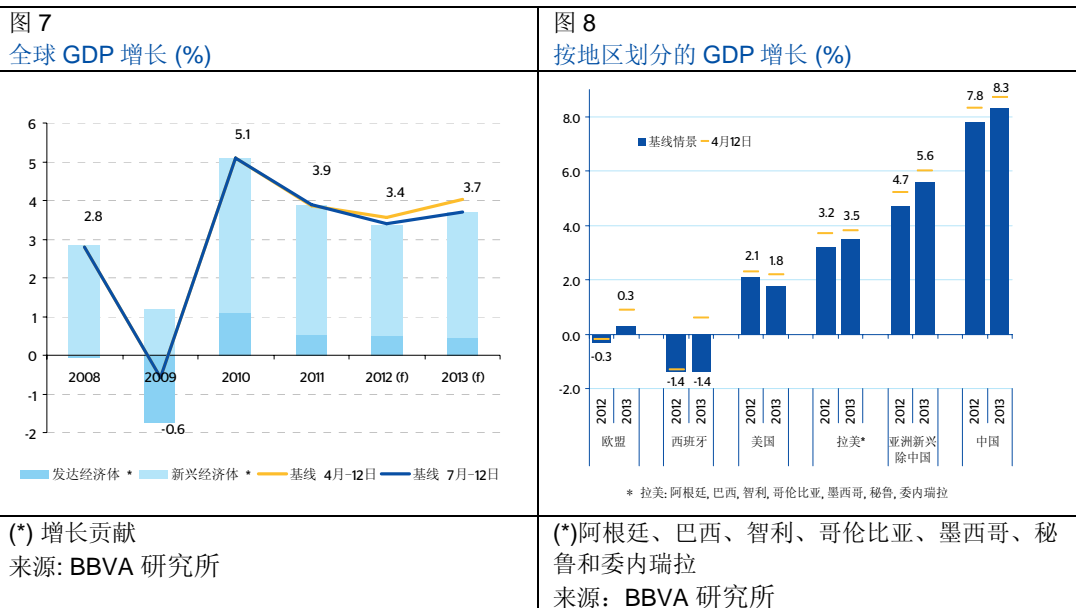
## 2. 全球情景：如果不采取果断的政策措施，全球经济放缓将可能会加剧

只有关键经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。有些关键经济政策措施已经获批，但有些还在考虑之中

在 2012 年上半年全球经济状况恶化后，我们目前还在设想的 2013 年会有轻微的经济回升是非常依赖经济政策问题的。我们对 2012 年至 2013 年的全球 GDP 增长预测约为 3.5%，但依赖若干政策措施在世界各地实施这一假设。一些政策措施已经生效，但需要适当的实施；一些已经宣布，但还没有采用；最后，一些关键措施仍然尚未通过。政策措施必须避免 2013 年欧洲发生金融混乱和美国发生自动金融调整，并帮助新兴经济体取得较高的增长率。但如果经济政策未能实现其目标，自 2011 年起到现在还在进行的经济放缓有可能在 2012 年和 2013 年加剧。这有可能使得 2013 年全球 GDP 增长达到 30 年以来的最低值（2009 年经济衰退除外）。

在 6 月份一次首脑会议上，欧元区领导人在正确的方向达成了加强货币联盟的协议：欧元区单一银行监管、涵盖银行业和财政问题的影响深远的计划和保增长措施。但是已被批准以确保欧元区金融稳定的金融救助机制（即 EFSF&ESM）机制必须尽快全力使用，以避免发生金融“事故”。<sup>2</sup>这是确保目前正在努力进入金融市场的经济体有机会实施财政整顿计划和结构改革的唯一途径。这应包括欧洲中央银行（ECB）的参与。

在美国，必须有一个协议来防止自动开支削减措施和减税期满在 2013 年初生效。这一“财政悬崖（fiscal cliff）”不会解决国家公共财政的长期可持续性，而且如果所有措施成为现实，它们会在 2013 年将美国经济推回衰退。由于总统竞选会使得任何类型的协议在竞选前都很达成，围绕这一过程结果的不确定性可能会在形成我们年底前的经济和金融展望中起到关键作用。



<sup>2</sup>金融“事故”可有多种形式，例如外围经济体主权债券发行需求不足。

与此同时，在有政策刺激空间的新兴经济体中，需要采取措施来拉动内需，以减轻外部经济放缓的影响。此外，由于欧元区危机时好时坏，以及另一方面，与美联储可能启动的新一轮量化宽松相关的流量的缘故，资本流入的波动性可能增加。

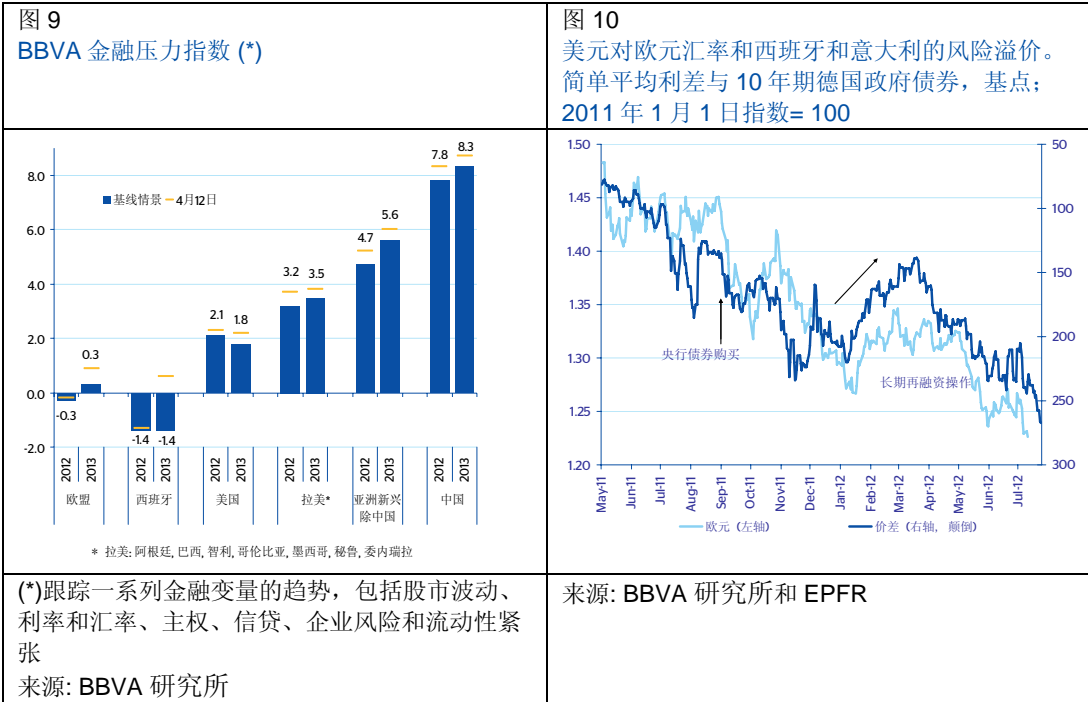
#### 未能按照市场要求的节奏衔接主权转移和债务共担拖延了欧元区危机

当前经济形势主要的不确定性是欧元区国家将不得不做出的加强其治理的努力是否会迟于金融形势的进一步恶化。如果是这样的话，我们认为其会导致来自欧盟机制的大规模干预，以最终确保欧元区的金融稳定。已经做出的决定（如果强行实施的话）可能足够，但要求在六月底批准的措施迅速落实。这些措施旨在通过积极使用EFSF和随后使用ESM来积极购买一级和二级市场的债券，来消除西班牙主权与银行业间的反馈回路产生的风险以及稳定整个欧元区的金融市场。西班牙最近的控制赤字的政策措施以及欧洲中央银行（ECB）总裁强烈支持的立场正在有助于缓和紧张局势。

总而言之，由于来自欧元区危机的持续财政压力和全球经济信心持续恶化，我们下调了先前的预测（三个月前发布）。这种情形意味着欧元区在2012年至2013年期间有一个停滞期。尽管有这一修订，但考虑到一些国家出于国内政策考虑，已获批准的措施采用太慢的可能性，我们认为风险平衡会继续向下行倾斜。如果发生这种情况，欧洲2013年经济衰退的风险将是相关的，尤其是在西班牙和意大利等国家。

欧元区国家必须解决一些市场上的流动性紧缩。这些制约是因为市场参与者认为可能会发生欧元区解体。欧元区国家不能按照市场需要的节奏将财政和银行业的主权移交与降低失衡有效机制相衔接。只要这种情况持续，欧元区解体的风险就会加剧整个欧元区资金流动的断裂以及阻碍与欧元区其他国家有净债务头寸的经济体获得资金。快速实施金融援助机制、巩固其规模以及从欧洲中央银行获得资金的途径是消除欧元区解体风险的关键因素。然而，在我们看来，这个极端结果是一个尾部风险；设立银行业监管、存款担保和银行业决议共同机构所需的措施迟早将会获得批准。尽管有加强欧洲货币联盟机构和治理的政治意愿，但相应措施的实施落后。最终，这些措施将意味着国家主权移交到欧洲机构，并在该过程结束时，有某个形式的责任分担（债务共担）。这也将发生在财政政策上，例如，全国整合计划将必须提交给欧洲机构。如果未来的挑战能令人满意地解决，则全球增长在2012年下半年可逐步进入正轨。

对于美国而言，我们将2012年及以后的展望下调是因为2012年上半年的增长数据令人失望以及来自欧元区的高的财政压力的影响。因此，新兴经济体可能是我们预计2013年全球GDP略有加速背后的主要驱动力。在拉丁美洲，尽管与三个月前相比增长预测普遍下调，但得益于2012年上半年的乐观活动数据、国内市场持续的有利融资条件以及竞争力提高，墨西哥的估值（2012年和2013年分别为3.7%和3.0%）保持不变。在巴西，由于外部环境的影响和国内一些问题（例如：信贷市场放缓和日益严重的竞争力问题），增长预期已显著下调（2012年从3.3%下调到2.2%）。尽管在货币状况前所未有的疲软后，活动仍有望在未来几个季度恢复，但最近的经济放缓警告要提防目前的模式及其过度集中于私人消费和信贷扩张。



对于亚洲而言，中国今年上半年的增长放缓超过预期。为了与全球较弱前景一致，我们相应下调了 2012 年至 2013 年的预测。但支持增长的货币和财政措施应会带来好转，2013 年增长会上升到 8.3%，比 2012 年高出半个百分点。在亚洲地区其他地方也有政策刺激空间来支持增长，但也有下行风险，包括更为严重的外部需求恶化以及中国的持续经济放缓，这被持续的国内金融脆弱性加剧。

**充裕流动性、累积失衡以及对决策者是否有能力解决欧元区危机的怀疑正在改变发达和新兴市场的资产风险认知**

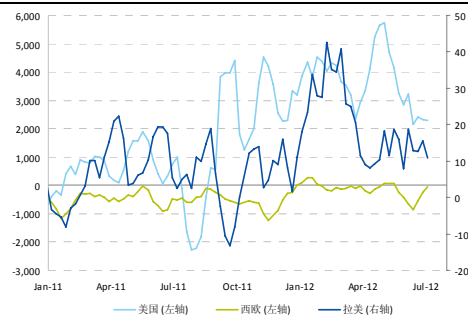
当前经济问题的结果是非常不确定的，因为存在可能与解决一个超国家危机的激励不一致的危险政治经济考虑。预测时间跨度（2012 年——2013 年）中的主要风险情形看似更集中在发达经济体中，尤其是欧元区。当谈到需求政策时（财政和货币），这些新兴经济体比发达经济体有更多的操纵空间，同时总体上也有更低的累积失衡。因此，有越来越多的资金从欧洲流入到美国和新兴市场，包括拉丁美洲的新兴市场。

这些资金流动的转变是不确定性和风险集中在发达经济体中的一个反映。这两个因素均导致了新兴市场和发达市场资产风险特性的变化。自五月底（当时市场开始反应美国经济正在失去势头）以来，传统上被视为无风险的主权资产（美国和德国）的债券收益率已经下降到了历史最低水平。自六月底以来，围绕是否能快速解决欧元区危机的怀疑一直在向相同方向施压。周边主权债券已被视为风险更高，而墨西哥<sup>3</sup>和哥伦比亚等新兴市场债券收益率已经下降到了空前最低记录。创纪录的外资流入正在尽可能与危机源头隔离、具有良好宏观经济政策和增长前景的经济体和危机蔓延直接渠道较窄、经济政策回旋余地充足的国家寻求回报。

<sup>3</sup>对于墨西哥债券，打赌全球固定收益组合所使用的标记指数组成会发生变化的投资者的资金流入甚至可能加剧了。

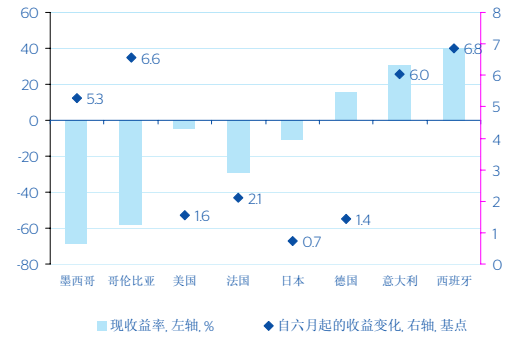


图 11  
主权债务流量(10 亿美元)



来源: BBVA 研究所 和 EPFR

图 12  
长期 (10 年) 债券收益率, 自六月初以来的变化 (基点)



来源: BBVA 研究所

但这种情形的可持续性有风险。除了本地通货膨胀或可导致收益率上升的增长前景的变化外，全球性因素（例如欧元区的系统性冲击）也会让一些新兴市场资产（例如拉丁美洲新兴市场）最近获得的所有避险价值消失。如果发生系统性事件，国内优势（例如：没有财政失衡）是否在“雷曼式”冲击下还能保住仍有待观察。如果发生系统性风险，可能只有那些有自己的货币和有充当最后贷款人的中央银行、没有重大外部失衡的经济体的资产才会被视为是无风险的。<sup>4</sup>另一方面，美联储的资产负债表的进一步增加会鼓励投资者从固定收益转向股票市场，尤其是当进一步宽松国内货币政策预期没有明显迹象时。

<sup>4</sup>国际货币基金组织全球金融稳定报告（2012年4月）第三章专门讲述了无风险资产低供应量对金融市场稳定的影响。

### 3 墨西哥：在相当不确定的全球情景下，墨西哥具有国内优势，因此，墨西哥经济出现持续性增长

#### 3.1 对墨西哥活跃性的展望：在外部不确定性情况下，国内依然具有确定性因素

在全球增长缓慢的情况下，墨西哥的情况却不如此

在一个“对几乎所有地区的增长预期展望都进行了向下修正”的全球环境中，本年度上半年，墨西哥经济活跃性的积极差异是十分明显的；令人惊讶的是，墨西哥的国内生产总值（GDP）在2012年第一季度出现迅猛增长，远高于“基于对当时形势之所得数据”的预期增长。墨西哥 MICA BBVA 研究所对实时季度性国内生产总值（GDP）的估计量指出，墨西哥的增长为 0.7%，但这一数值远低于墨西哥国家统计局中心（INEGI）最终发布的 1.3% 的数据。这一增长主要来自个人需求、家庭消费和商业投资-其中，商业投资对 1.3% 的季度性增长的贡献为 0.8 个百分点。与此相反，公共部门这三个月的需求份额却是零，而净出口和净进口的贡献是 0.5 个百分点。

可支配收入增加，而且能够获得融资，因此，家庭消费的增长幅度尤其显著，成为近几个季度增长的主要动力。正式私营部门所创造的工作机会在过去八个季度中的平均年度增长率是 4.6%，这是增长的一个主要因素，使得同期实际收入增长 0.4%，对正式劳动力市场带来的实际收入增长的贡献接近 5%。但是，对于总劳动力市场-包括正式和非正式就业（根据国家工作与就业调查的数据），有一点不能忽略，即与过去十六个季度同期数据（2011 年平均增长 1.9%，2012 年第一季度平均增长 1.5%）相比，家庭可支配收入的近似值显示，扣除物价因素之后，家庭收入却是降低了。

<p>图表 13 墨西哥国内生产总值（GDP）：对季度增长的贡献（季度百分比变化和贡献率）</p>	<p>图表 14 正式私营部门工资总额（年度百分比变化和贡献率）</p>
<p>数据来源：使用墨西哥国家统计局中心（INEGI）数据的 BBVA 研究所</p>	<p>数据来源：BBVA 研究所</p>

国内需求的第二个主要因素是公司和政府投资，其对2012年第一季度的增长也具有很大的重要性，其中，私有部分的投资尤其如此。但是，公共投资的活跃性低于本年度初期的预期，而且，总体而言，资金形式对季度增长的贡献是0.1个百分点。活跃性的及时指标显示，这一因素在第二季度会进入放缓阶段。无论如何，消费和投资在近几个月的表现很好，这反映出经济机构融资的有效性，这是增长的主要因素。还需要考虑的一点是，消费信贷继续以高速增长，扣除物价因素后，消费信贷按照19.3%的规律增长（这是一月至五月份的平均水平）。尽管这一因素显示出轻微减缓，但它无疑将继续是“有助于经济活跃性利好表现”的主要因素。

**2012年第二季度经济放缓的原因是外部需求。**活跃性的一系列及时指标显示，2012年第二季度，墨西哥国内生产总值（GDP）的季度增长将达到0.9%，年度增长将达到4%左右。墨西哥经济中存在一些放缓的迹象，例如，由于通货膨胀率升高，近几个月实际收入对可支配收入的贡献降低，投资相关指标下降，而且墨西哥出口放缓-其在过去三个月中的平均增长水平放缓（-11.5%），这与本年度第一季度1.7%的增长率形成对比。但是，制造生产方和消费者信心也在某种程度上证实了确实存在一种不是那么积极的音调。首先，考虑到美国供应管理协会（ISM）的下滑-这是一个参考指标，这一指标显示行业动态出现持续下降-这可能表示受到“经济活跃性增长预期较低”的影响-“活跃性增长预期较低”表明墨西哥2012年第三季度将出现更大幅度的放缓。

尽管墨西哥出现了活跃性增长降低的迹象，但是，在当前高度不确定的环境和国际经济放缓的情况下，墨西哥的经济增长还是尤为显著的。此外，应该指出的一点是，2012年第一季度之出乎意料的正增长意味着，我们对墨西哥本年度之3.7%的最新增长预测存在轻微的向上偏差，但是，鉴于全球经济极具不确定性，而且可能出现增长减速，因此，我们对墨西哥的年度增长预期将依然保持在3.7%的水平上。我们尤其不能低估“美国经济增长会出现大幅减缓”的风险，倘若这种情况成为现实，考虑到墨西哥外贸对美国的依赖性，那么墨西哥经济可能会进行最终调整。

<p>图表 15 投资和资本货物的进口（年度百分比变化）</p>	<p>图表 16 墨西哥制造业和美国供应管理协会（ISM） （行业动态的月度变化）</p>
<p>数据来源：使用墨西哥国家统计局（INEGI）数据的BBVA研究所</p>	<p>数据来源：BBVA研究所和彭博资讯</p>

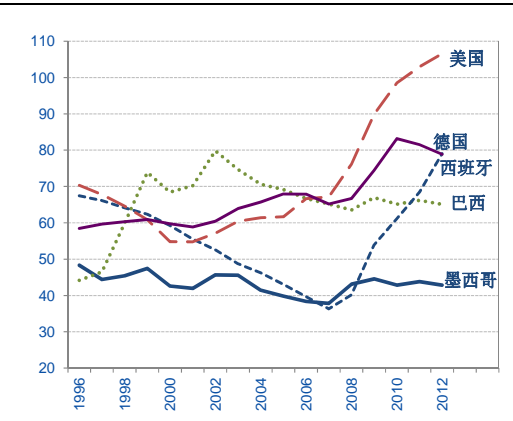
在国内确定性、未失衡的财政政策、货币政策的反应空间和金融系统方面的优势

也许对于墨西哥而言，对其近几年的经济政策具有导向作用的主要因素是“通货膨胀和利率的下降和稳定”。墨西哥中央银行在实现价格稳定和采取“实现预算平衡”的财政政策的时候具有独立性-这样的财政政策以一种传统的方式对市场赤字进行了融资。所有这些创造了一个有助于家庭和公司融资需求的良性循环，而且其稳健的金融系统能够满足信贷的偿付需求，因此，这一良性循环将更有助于上述之融资。

在“完成年度赤字目标和有限债务”方面的财政政策的确定性是墨西哥经济稳固的因素之一。作为国内生产总值（GDP）组成部分的墨西哥公共债务远低于其他经济体国家，这种状况有助于政府以较低成本在较长时期内进行持续融资，处于谨慎风险水平。墨西哥也曾采取努力措施，使债务结构多元化，以其能够在“可能出现外部不确定”的情况下较低脆弱性。截止六月 30 日，墨西哥联邦政府 79% 的净债务来自国内债权人，其余 21% 是外债。

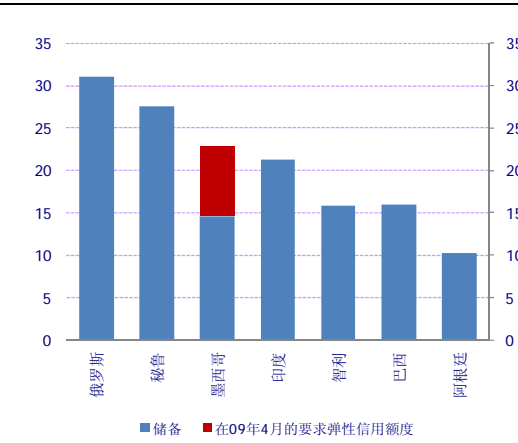
当然，与其他国家相比（或与欧盟的所有国家相比），“墨西哥对货币和财务管理以及对金融系统的规范”使墨西哥在“其面临的金融压力”上具备了积极差异。墨西哥基本因素的优势-稳定的公共财政、银行偿付能力和国家舒适的储备量-是允许墨西哥批准并能够获得国际货币基金组织（IMF）数额达 DEG 47292（大约 729.8 亿美元，这个协议于 2011 年十二月获批）的“灵活信贷安排”的原因。有鉴于此，墨西哥拥有了一项经济政策，这一政策不依赖于“美元资金成本低”的状况，仅这一项政策占着国内生产总值（GDP）的 6.9%。

图表 17  
总公共债务（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：BBVA 研究所

图表 18  
储备金可用性（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：BBVA 研究所、中央银行和国际货币基金组织（IMF）

银行系统的稳健也是优势之一-墨西哥的银行系统资本化水平较高和信贷风险有限且覆盖良好，在目前的外部环境下，这一优势尤为明显。墨西哥金融系统的资本化水平高于最低监管水平（墨西哥金融系统的监管水平是 15.7%；巴塞尔银行监管委员会的要求是 8%，墨西哥国家银行和证券委员会（CNBV 是其西班牙语缩写）的要求是 10%）。因此，墨西哥的金融系统完全有能力满足公司和家庭的金融需求。其证据就在于这样一个看法，即墨西哥的利率和

银行所要求的抵押物一直在有条不紊地下降，而利率和银行要求的抵押物是限制“获得贷款”的主要因素。

因此，尽管墨西哥经济预期展望中存在重大调整，但还是存在一些因素，这些因素赋予了墨西哥一些优势，并在当前全球环境不确定的情况下成为墨西哥的区别性因素。

对墨西哥而言，其主要的未决挑战包括以下几个，其中包括“如何向有效的制度框架提供更大的稳定性”。墨西哥之疲弱的法律环境与较高水平的非正式商业活动有关，并且/或者，反过来，与低水平的投资和生产力有关（参阅插页 1）-而这一点是违反法律的。

插页 1: 非正式商业活动减缓了生产力和投资的增长

在一些新兴经济体国家，经济活动中存在大量的随意性。例如，对于拉丁美洲最大的七个国家<sup>5</sup>，估计其非正式经济活动平均占国内生产总值（GDP）的 39%，而这些国家中，占总就业几乎 57%的是非正式性就业。这其中包括属于非正式部门的公司之就业，以及“除非正式部门之外”的公司之非正式性就业。

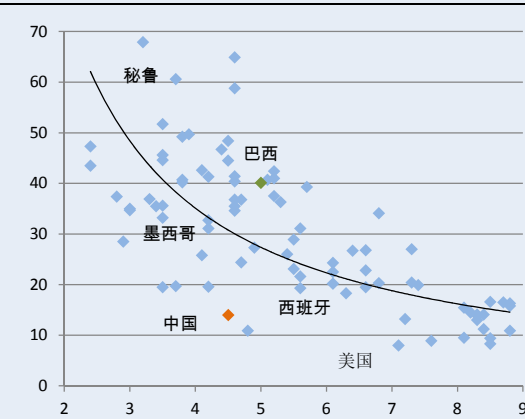
如果这种非正式经济活动被认定是不受实际规范的制约，那么似乎“对其进行衡量”具有非常高的不确定性。这在“国内生产总值（GDP）衡量经济活动的重要性”以及“就业相关活动的重要性”中都具有极高的不确定性。对于就业，可能可以将“与非正式经济活动相关之非正式就业”以及“正式公司的非正式工作”进行区别对待。

非正式经济活动的水平如此之高，其根源在于“经济活动得以开展”之监管过程的相关因素——也就是，“公司遵守规范的适用成本”以及“管理机构所主动追求之‘从多大程度上’可以不遵守规范”。遵守这些复杂的标准和规范，不仅仅其所支付的费用太高，而且所涉及的文书工作成本也较高，同时，还很有可能因为违反法律而被处罚，因此这些复杂的标准和规范成为鼓励非正式经济活动的因素。因为遵守规定的成本增加，而且随着业务规模扩大，其被发现的可能性也增加，因此，规模经济受到抑制，这就限制了资金累计和投资。倘若因此而难以获得银行融资的话，上述问题出现的可能性就更大了。所有这些因素限制了经济生产力的增长和资金的累计，因此，要在墨西哥实现“较高水平的人均国内生产总值（GDP）”就要对这种状况进行改变，扩大墨西哥经济中正式性经济活动的比重。

“非正式性经济活动的水平较高”的事实符合“经济发展阶段处于较低水平”的状况，这可以从“人均国内生产总值（GDP）相对较低”中得以证实。这也符合“生产力状况较低”的现状。

图表 19

非正式经济活动（占官方国内生产总值（GDP）百分比）和法定环境指数

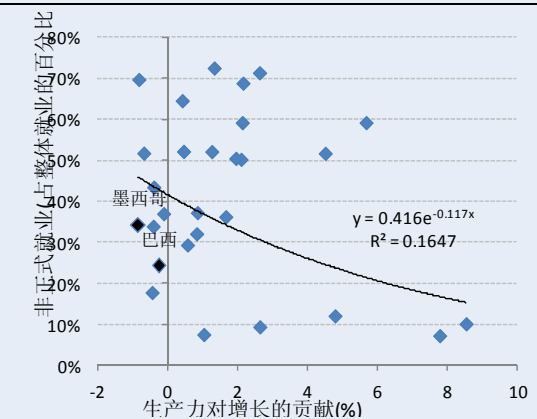


数据来源：BBVA 研究所和世界大企业联合会

“非正式人员占总就业人数的百分比”数值与最新可获得的数据相符。

图表 20

非正式人员占总就业人数的百分比和其生产力对 2001-2008 年经济增长的贡献率

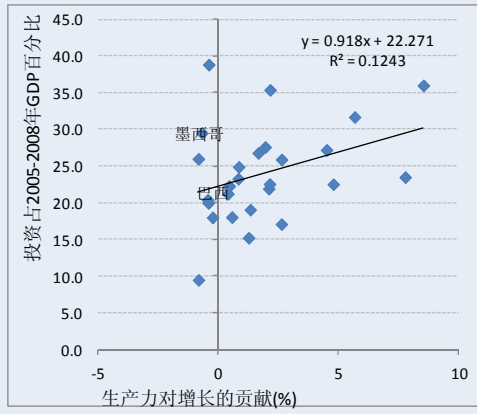


数据来源：BBVA 研究所

“非正式人员占总就业人数的百分比”数值与最新可获得的数据相符。

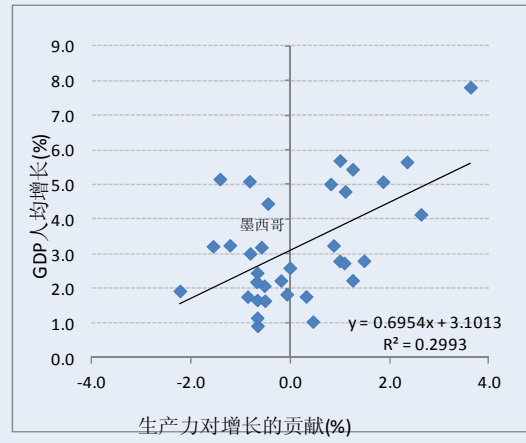
<sup>5</sup>所包含的七个拉丁美洲国家是阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。所参考的数据是 2006 年的数据。对国内生产总值（GDP）的估计来自施耐德（2009）的数据，就业数据来自国际劳工组织（ILO）的估计数据。

图表 21  
非正式人员占总就业人数的百分比和投资



数据来源：BBVA 研究所和世界大企业联合会

图表 22  
人均国内生产总值（GDP）和生产力



数据来源：BBVA 研究所、2011 年国际产权指数、施耐德（Schneider）（2010）

3.2 在供应压力不断增加的情况下，由于需求不构成主要的压力因素，因此，通货膨胀依然处于可控水平

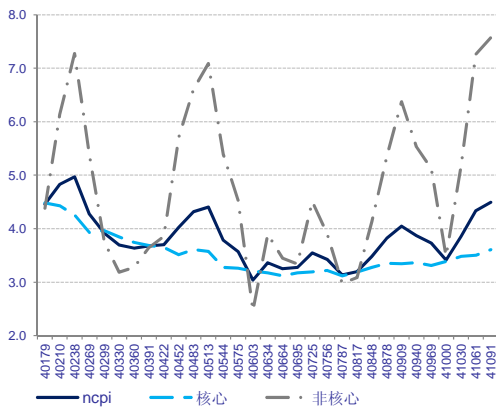
与上一季度相比，今年第二季度，墨西哥通货膨胀保持稳定，为 3.9%。但是，今年四月份通货膨胀出现最低增长率（3.4%）以后，在随后的两个月中，价格出现上升，通货膨胀率在七月的前两个星期达到 4.5%。通货膨胀这一突然回升的原因在于：（1）过去两年中商品价格的持续上行冲击，以及较小程度上的（2）比索自 2011 年以来的贬值，和（3）水果和蔬菜价格的季度性回升。既然如此，尽管核心通货膨胀率因上述冲击出现轻微上扬，但其仍然表示，需求总量仍然不是价格上涨的相关因素。

今年核心通货膨胀率出现轻微上扬，今年七月前两个星期核心通货膨胀率从 2011 年底的 3.3% 上升至 3.6%。通货膨胀率的轻微上扬是因为服务价格的轻微升高-这是由于消费出现缓慢但持续的恢复-以及商品价格所呈现的持续性-今年内一直在 4.5% 和 4.8% 之间波动。

由于“粮食市场价格的持续上行冲击”以及“剧烈金融波动所带来的比索贬值”，商品价格的通货膨胀率一直未下降至 4.5% 以下。在国内，年初以来，加工食品价格已出现持续逐步下跌。但是，在五月份达到 2012 年的最低值（年度 6.3%）后，加工食品的价格出现轻微回弹-这主要是因为“影响美国”的强烈干旱造成小麦、大豆，以及近期玉米价格的上升。

图表 23

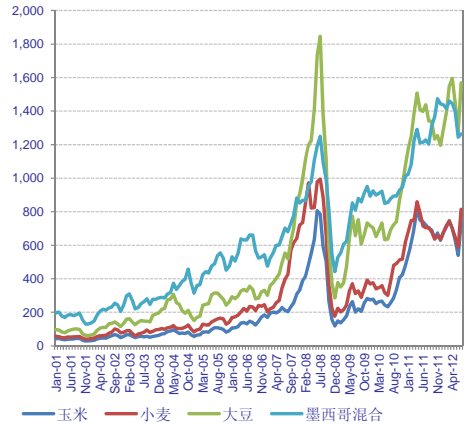
通货膨胀和构成（年度百分比变化）



数据来源：使用墨西哥国家统计中心（INEGI）数据的 BBVA 研究所

图表 24

全球市场上商品价格（每一合同的价格，以比索计）和每桶价格（以比索计）



数据来源：使用彭博资讯数据的 BBVA 研究所

食品价格所显示的通货膨胀率的下降被其他商品价格的上升所抵消-今年七月份，其他商品价格的增长率从 2011 年十月份的 1.9% 上升至 3.5%。出现这一增长的因素有两个：第一是 2011 年八月以来比索出现平均 106% 的贬值，第二是消费的持续恢复。

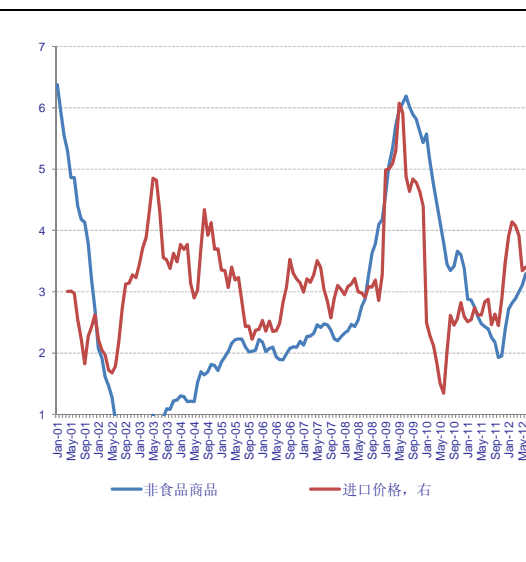
反过来，服务业的通货膨胀率出现回升，在七月的前两个星期从二月的 2.2% 上升至 2.5%，这一回升主要是因为五月份以来基础教育和高等教育价格出现小幅升高，并且，三月份以来对其他服务行业的价格进行了向上调整，尤其是大幅增加了受“油价上升影响”的航空旅行和旅游一揽子计划的价格。住宅部分的价格仍然处于历史最低位，六月份公布的年度通货膨胀率是 1.85%-这一通货膨胀率表示不存在需求压力。



由于对商品价格的持续冲击，核心通货膨胀将继续显示出其轻度影响力，但是，我们认为，由于在需求增长继续放缓的情况下，大多数生产者将会因为“其在与对手竞争时可能丢失部分市场份额”而避免提高价格，因此，这些成本的变化所带来的转变将是有限的。正因如此，我们认为，核心通货膨胀率已非常接近其最大年度增长率，并将在年末出现小幅下降。

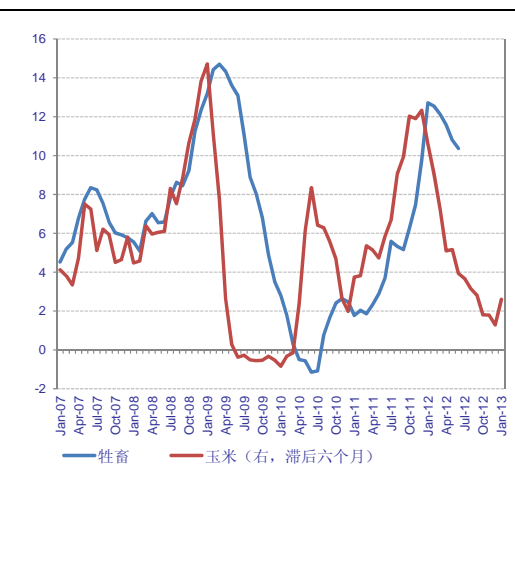
由于粮食和石油的价格波动、比索贬值以及近期墨西哥西部地区禽流感的爆发，在消费者篮子方面，今年国家消费者物价指数（NCPD）中的非核心通货膨胀构成具有更大的不稳定性。与“水果和蔬菜的播种和收获季”相关的季节性因素会严重影响非核心通货膨胀的波动。

图表 25  
进口价格和非食品商品通货膨胀（年度变化百分比）



数据来源：使用墨西哥国家统计局（INEGI）数据的 BBVA 研究所

图表 26  
家畜价格通货膨胀率（年度百分比变化）和玉米价格



数据来源：使用墨西哥国家统计局（INEGI）和彭博资讯数据的 BBVA 研究所

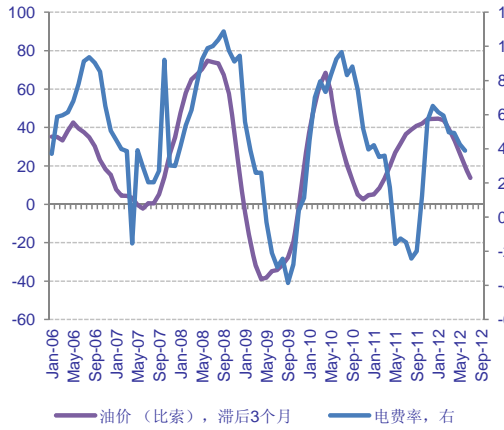
2010年八月至今年一月，家畜产品价格的上升非常显著，其今年一月份的年度通货膨胀达到12.7%。但是，今年二月至六月份，其通货膨胀率下降至10.4%。不幸的是，七月初爆发的禽流感对墨西哥鸡蛋和鸡肉的产量造成了影响，使七月前两个星期的通货膨胀上升至13.3%。尽管这对家禽类产品的需求冲击是暂时的，持续时间很短暂，但由于大豆和玉米价格的上升，所以，对生产者成本的预期展望出现恶化，因此，可以预见，家畜产品的价格仍将继续上升。

能源价格也受到全球较高的石油和天然气价格的影响。尽管墨西哥增加了定价政策，汽油和柴油价格上升幅度较小（其得到隐性补贴，2012年的价格逐步走高），但电价和国内天然气价格的增长却较为明显-这在比索出现强烈贬值的时期尤为重要。

最后，必须指出的一点是，非核心通货膨胀中存在一些有利于控制价格上升的构成，例如当地政府所设定的利率-由此，年度通货膨胀仅仅为0.1%，这是因为消除了墨西哥几个州的汽车持有税。尽管如此，需要注意，这些价格明显受到与“州和自治市之税收状况”相关之突然变化的影响。

图表 27

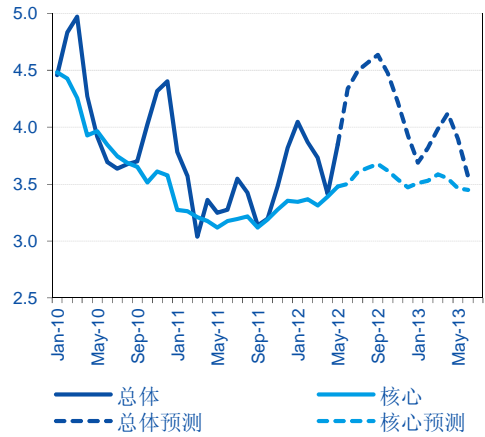
通货膨胀电力价格（年度百分比变化）和墨西哥混合石油价格（年度变化百分比，六个月的移动平均数）



数据来源：使用墨西哥国家统计局（INEGI）和彭博资讯数据的 BBVA 研究所

图表 28

BBVA 研究所的通货膨胀情景（年度变化百分比）



数据来源：使用墨西哥国家统计局（INEGI）和彭博资讯数据的 BBVA 研究所

我们认为，由于与 2011 年底相比之利好效应，通货膨胀还存在下降至 3.9% 的空间。我们认为，2013 年的平均通货膨胀将会低于 4%，而且由于基线效应，4% 的平均通货膨胀水平将在四月出现。最后，可以预见，2013 年底的通货膨胀将在 3% 到 3.5% 之间。我们的情景中也会出现风险：（1）倘若在经济继续增长的情况下，粮食和石油价格因全球金融不确定性的进一步影响出现继续升高，则风险还会增加，（2）如果全球和国内活跃性下降，则风险下行。

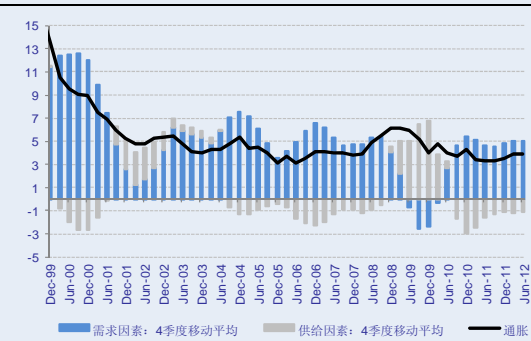
## 插页 2：在不存在重大需求压力的情况下，墨西哥的通货膨胀情况会受到供应因素的影响

今年，在增长放缓的情况下，墨西哥通货膨胀达到 4% 以上，农产品等一些具有高度波动性产品的价格上涨，比索贬值。墨西哥农产品价格的变化在很大程度上是由气候因素、禽流感暴发和比索贬值引起的，因此，可以说近期农产品价格的走势是供应因素影响的结果，这也反映出全球形势的不确定性。同时，墨西哥经济增长率被认为高于其增长潜能，与此相关的价格走势可以被理解为是需求因素的一种<sup>6</sup>。因此，通货膨胀可以被分为两种因素：与“关于经济实际潜能方面的名义经济增长率”相关之需求因素和“包括其他决定性原因”之剩余因素或供应因素。<sup>7</sup>

这一分类显示，墨西哥的“剩余因素或供应因素”与粮食等商品的国际价格的走势类似，（鉴于基于补贴的能源政策）其与石油的国际价格走势也有类似之处，此外，还与汇率有关。还需要注意，需求因素也很重要。尽管如此，“被计算为名义增长率和实际增长走势之差额”的需求因素却不能完全涵盖生产能力闲置所造成的缺口。也就是说，“需求压力对通货膨胀具有积极影响”并不意味着“市场上的现存因素没有转圜余地”。

图表 29

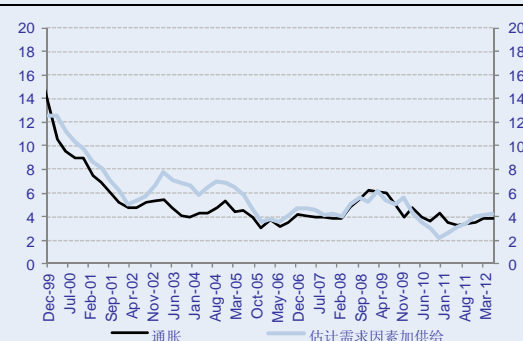
年度通货膨胀，根据需求因素和供应因素进行分类（年度变化百分比）



数据来源：BBVA 研究所

图表 30

基于需求因素和供应因素之测得年度通货膨胀和预计年度通货膨胀（年度变化百分比）



数据来源：BBVA 研究所

<sup>6</sup>增长潜能是指这一种情景，即长期生产要素的使用与价格稳定性一致。

<sup>7</sup>这种分类参考了Eagle和Domain（2011）的著作，这一著作中，经济中价格的变化等于名义国内生产总值（GDP）增长和实际国内生产总值（GDP）增长之间的差额（在对数转换之后，且体现在四个季度的变量水平的差额方面）。我们认为可以将经济整体中的物价类似于消费者篮子的物价，因为除了“2003年初开始实施的国内生产总值（GDP）平减指数系列”之外，尤其在年利率方面，这两者之间存在高度相关性。此外，可以使用Hodrick-Prescott滤波方法，对实际国内生产总值（GDP）增长的趋势和周期性因素进行分解，这一方法也可以适用于BBVA研究所的情景所提出的周期中。因此，需求因素包含名义增长和实际增长趋势的差额，而外生因素或供应因素却与通货膨胀的剩余因素一致。这一近似法类似于菲利普曲线，菲利普曲线中未区分供应因素之间的差异。这一样本涵盖了1998.1-2012.2这一时期的季度数据。结果显示，这两个因素都很重要，且保持了正确信号，并在估计期对这两个成分做出了超出70%的调整。这一方法论基于货币数量学说的简单模型。

危机时期，由于产值的下降，建筑业的需求因素将为负值，这会造成这样的后果，即外生因素成为所测得之通货膨胀水平的原因。这些原因可能是经济中价格的僵化、财政修改或者汇率和国际价格的变动等。

供应相关因素与粮食和石油价格相关，这一事实说明墨西哥的部分物价将由全球物价的整体走势所决定，对“普遍使用的那些商品或进口产品”而言尤为如此。这也有助于确定“这些冲击的效应转移至墨西哥物价”上的时间。例如，对于汇率而言，出现这一效应将尤为迅速，而对小麦之类的商品，效应的发生时间将会延迟几个季度。效应的延迟可能是因为“能够从当地获得其供应的生产者具备存货或融资方面的屏障”。“将通货膨胀中的供应因素和需求因素进行分离”将能够推导出“经济活跃性的表现对物价所产生之效应”的重要性。同时，这能够使墨西哥做出向外生冲击开放的决定。

<p>图表 31 供应因素和小麦价格（年度变化百分比）</p>	<p>图表 32 供应因素和比索/美元（墨西哥比索对美元） 汇率（年度变化百分比）</p>
<p>数据来源：BBVA 研究所</p>	<p>数据来源：BBVA 研究所</p>

参考文献

Eagle, D., Domian, D. (2011), 使我们的经济免于衰退-一项微观基础性调查研究 (Immunizing our Economies against Recessions - A Microfoundations Investigation), 圣地亚哥, 国际西方经济学会, 2011年六月

货币地位中立，其中，经济活跃性的风险平衡恶化，且通货膨胀出现反弹

在上两次货币政策决策公告中，鉴于风险平衡的恶化和通货膨胀的反弹，墨西哥中央银行保持了其中立的地位，在七月前两个星期中稳定在 4.5%。尽管出现了放缓迹象，但国内活跃性的增长得以保持在 3.5% 以上，而且大多数分析师认为，这一 3.5% 的水平在今年的剩余时间内还将继续保持。但是，欧元区危机和明年美国可能实施的财政调整的规模使全球不确定性继续存在，因此，全球经济增长的下行风险加剧。此外，过去两个月中，由于非核心分类指数的升高，通货膨胀反弹至 4% 以上，这说明通货膨胀在今天的剩余时间内还将保持在 4% 左右。根据对经济活跃性和消费物价的预期展望，墨西哥中央银行扩充了其在通货膨胀风险平衡方面的信息，并指出其在短期和中期时间内将出现不同。短期而言，由于在影响农产品和家畜产品的供应方面存在压力，因此，风险存在向上偏误，而中期而言，鉴于全球经济出现严重恶化的可能性较大，因此下行风险增加。

除了墨西哥中央银行所考虑的风险以外，美国联邦储备委员会（FED）可能实施新一轮货币刺激政策，这也被认为是可能影响墨西哥货币政策立场变化的因素之一。尽管美国联邦储备委员会（FED）的这一措施确实可能使墨西哥的货币政策变得相对紧缩，但“对反弹之通货膨胀的预期展望”和“墨西哥比索之比目前更大的升值空间”确实能够限制货币状况的紧缩。

目前，BBVA 研究所的情景表明，墨西哥 2012 年的国内生产总值（GDP）增长率为 3.7%，今年剩余时间内的平均通货膨胀率为 4.4%。这一情景，加之当前形势，将继续符合 2012 年的货币中立立场。尽管如此，我们要再次说明，如果经济活跃性的风险成为现实的话，货币政策还是会出现下降偏误的。

<p>图表 33 货币状况指数</p>	<p>图表 34 未来六个月货币政策利率走势预期（分析师，百分比）</p>																				
	<table border="1"> <caption>未来六个月货币政策利率走势预期 (分析师, 百分比)</caption> <thead> <tr> <th>月份</th> <th>不变 (%)</th> <th>削减 (%)</th> <th>增加 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Apr-12</td> <td>62</td> <td>28</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>May-12</td> <td>78</td> <td>18</td> <td>4</td> </tr> <tr> <td>Jun-12</td> <td>88</td> <td>8</td> <td>4</td> </tr> <tr> <td>Jul-12</td> <td>90</td> <td>8</td> <td>2</td> </tr> </tbody> </table>	月份	不变 (%)	削减 (%)	增加 (%)	Apr-12	62	28	10	May-12	78	18	4	Jun-12	88	8	4	Jul-12	90	8	2
月份	不变 (%)	削减 (%)	增加 (%)																		
Apr-12	62	28	10																		
May-12	78	18	4																		
Jun-12	88	8	4																		
Jul-12	90	8	2																		
<p>数据来源：BBVA 研究所</p>	<p>数据来源：金融市场分析师的预期调查</p>																				

当地金融市场符合全球高风险和流动性现状

五月至七月之间，汇率与全球风险之间继续存在相关性，而国债利率却在很大程度上与流动性相关。

五月份期间，因希腊未能就财政紧缩措施与三方救援金主（TROIKA）（欧洲央行、国际货币基金组织（IMF）和欧盟）达成政治协议，因此对“希腊能否继续留在欧元区”存在怀

疑，所以，全球风险规避上升。这使得现货市场上的汇率达到 14.37。新希腊政府对“欧盟峰会上的紧缩措施”的承诺获得批准-这些措施是关于向银行系统调拨资金的-在此之后的六月份，风险规避消失。上述之协议使全球风险规避降低，因此，六月底，墨西哥比索出现升值，汇率也达到 13.36 比索每美元。以比索计的墨西哥国债的中期和长期利率在整个时期一直保持下行趋势，五月，全球风险也没有使这一下行趋势停止。由于市场和分析师们都预计墨西哥的货币政策利率在随后几个月会保持在 4.5% 的水平上，因此，“10 年期债券利率低于 5%”的事实很值得注意。在七月过去的几个星期内，因受到“欧元区周边国家的经济和金融状况恶化”之信息的影响，以及近期受到“欧洲央行可能进行新一轮债券购买”之信息的影响，墨西哥比索保持在 13.30 比索每美元左右。

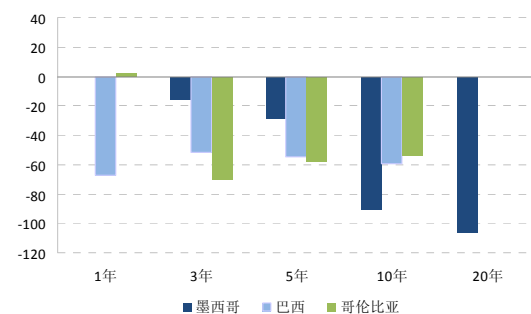
除了全球风险规避之外，外汇市场也会影响“美国联邦储备委员会（FED）实施新一轮货币刺激政策”的可能性。下面之美国近几个月的就业预期数据印证了对“美国联邦储备委员会（FED）为支撑经济活跃性而进一步采取行动”的猜测。这与寻求更大的收益率相关，趋向是在短期内使新兴经济体的货币升值。这一次，美国联邦储备委员会（FED）仅推出了增加余额资产持续期的计划（扭转操作）。下一个非农业就业的数据和“美国联邦储备委员会（FED）所组织的、在八月底召开的央行行长会议”将为未来几个月美国货币政策进程提供更多的信息，并因此能够提供“影响墨西哥外汇和利率之可能”的外生因素。

<p>图表 35 全球风险和汇率（百分比和 pppd）</p>	<p>图表 36 全球风险和 10 年期国债收益率（百分比）</p>
<p>数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯</p>	<p>数据来源：BBVA 研究所和彭博资讯</p>

五月至七月间，墨西哥的长期债券利率平均下降至 100 基准点左右。这一下降幅度远大于在其他拉丁美洲国家所观测的降幅。欧洲某些国家信用质量的恶化为墨西哥的财政纪律敲响了警钟，这有助于外国资金向墨西哥国债的强势进入。目前，外国投资者的立场代表了 45% 左右的市场立场。

图表 37

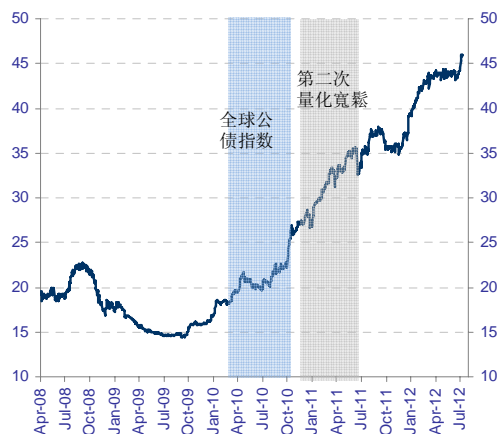
五月 30 日至七月 31 日之间固定收益债券的变化 (pb)



数据来源: BBVA 研究所和彭博资讯

图表 38

进入墨西哥国债的外国资金 (百分比)



数据来源: BBVA 研究所和墨西哥央行

“政府利率的大幅下滑”和“对货币政策暂停加息的预期”表示“溢价出现大幅下滑”。由于贷款风险的下滑幅度将低于基准水平-这也是其似乎与“墨西哥债券市场的流动性状况得以改善”相关的原因(请参阅表框 3)。例如, 10 年期国债的购买和出售价格之间的每期价差下降至与 2010 年相当的水平-墨西哥在 2010 年进入世界政府债券指数(WGBI), 此指数是各个国家公共债务对全球基准开放度的参考标准。

尽管如此, 有些风险因素可以恢复每期的差价: (1) 对“能够使国内状况出现恶化”的全球风险规避出现提高; (2) 美国联邦储备委员会(FED)方面可以采取进一步的放缓措施-美国联邦储备委员会(FED)可以为较大风险创造更多安全证券, 并能创造资产; 以及(3) 倘若“波动性较大之产品”的价格继续其发展趋势, 则国内通货膨胀会提高。

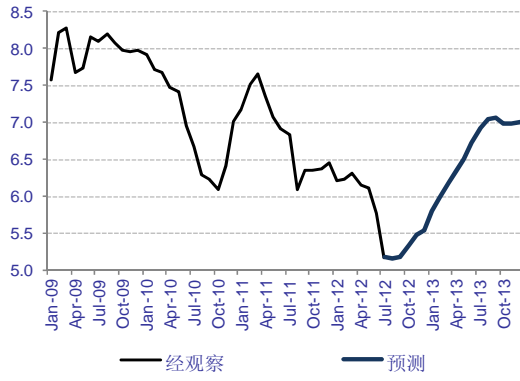
墨西哥政府债券的中期和长期利率应该继续升高, 这符合放缓的经济增长和全球流动性状况的常态化。例如, 我们预期, 10 年期债券利率在十二月份将会在 5.5%左右。

全球风险的暂时降低给比索创造了升值空间, 升值幅度与“墨西哥生产力和相对价格, 以及‘引导中期和长期汇率表现’之美国的基本面”相符。中期看来, “对墨西哥和美国的经济增长和通货膨胀的预期展望”显示, 比索对美元将继续升值。我们估计, 年底, 比索价格将是 13 比索每美元, 这一水平接近预计的长期趋势, 即在 12.30 和 12.60 比索每美元之间。尽管如此, 金融市场广泛存在的不确定性可能会改变基本面所带来的这一趋势。

倘若最终在欧元区出现“使当前状况恶化”的金融“突发状况”, 而且其会蔓延至美国经济, 那么墨西哥国内利率和汇率都将出现大幅升高, 并出现剧烈波动。无论如何, 此风险事件的强度和持续时间都取决于欧洲对此次尚未解决之危机的反应。

图表 39

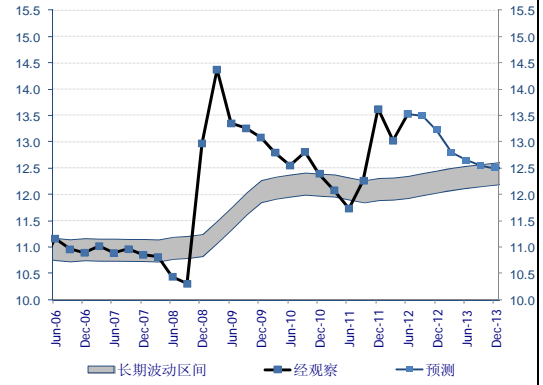
10年期债券利率 (%)



数据来源: BBVA 研究所

图表 40

汇率 (比索每美元)



数据来源: BBVA 研究所



插页 3：流动性状况的改善：支撑利率下降的因素

从五月底至七月底，墨西哥政府债券的利率曲线平均下降了 50bp，其中，较为明显的是长期收益债券，下降了大约 100bp。利率曲线的下降出现在这样一种情况下，即过去三年中墨西哥央行暂停货币政策加息，预期这一政策将持续至 2013 年。这些因素的共同作用说明，期限溢价较低，也就是说，投资者持有中期和长期资产所要求的报酬出现下滑，低于在短期证券的纯粹再投资。事实上，在存在市场风险的情况下（风险来自利率变化造成的资产价格的变动），投资者要求得到高于“未来短期收益的平均预期”的收益，作为持有较长期限债券的补偿。代表“改变利率预期假设”的这一额外补偿被称为期限溢价。根据 Cerecero（2008）等人的理论，期限溢价可以被理解为是流动性溢价和风险溢价的总和。因此，考虑到货币政策情景，确定了造成利率较低的因素就相当于找到了期限溢价或永久溢价较低的原因。这一概念可以用以下公式表达：

$$\Phi_{nt} = Y_{nt} - (1/m) \sum_{i=1}^m E_t(r_{t+i})$$

在这一公式中：

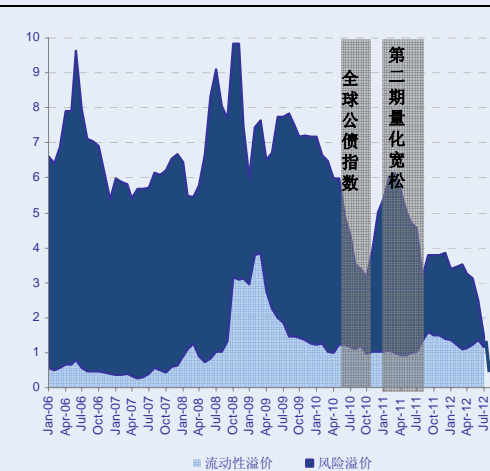
$\Phi_{nt}$ ：期限溢价。且  $Y_{nt}$ ：在 t 时到期的 n 期零息债券收益；  $r_t$ ：t 时的短期收益。  $E_t(X_{t+u})$ ：变量 X 在 t 时或后期的预期价值。

在我们的特殊情况下，“表示 2006 年一月至 2012 年七月的期限内之任何一个月”的  $\Phi_{nt}$  是“10 年期零息债券平均月收益的溢价”和“BBVA 研究所对未来十年所预期之 365 天 Cetes 收益的月平均预期”。

计算出期限溢价之后，就可以用状态空间计量经济学的方法将其分为流动性溢价和风险溢价。风险溢价与信贷风险或资产违约风险相关，并接近于墨西哥 5 年期主权债券的信贷违约掉期（CDS）。使用这一变量就可能计算出违约风险，其随着“表示债务支付能力”的指标预期（如自身水平、国际储备、汇率和外国需求）而变化。“代表将问题资产转变为现金能力”的流动性溢价是此模型中未被测算的构成。对于二级债券市场的交易量，没有任何数据可以参照，因此，没有如何变量可以准确代表它，所以才使用这一方法。但是，需要注意，流动性溢价的选择性变量-例如债券（也就是此例中的 10 年期 M 债券）购买和出售价格的差价-也会出现大幅降低（请参阅图表 42）。

图表 41

期限溢价。分为风险溢价和流动性溢价 (%)



数据来源：BBVA 研究所

图表 42

10 年期 M 债券的购买和出售价格差价 (bp)



数据来源：BBVA 研究所和墨西哥央行

图表 41 显示了所分解后的结果。正如所示，流动性溢价近几个月已下降至接近 0%，这促使期限溢价处于历史低位。同时，与信贷违约掉期（CDS）相关之风险溢价没有出现大幅下滑，这是因为决定违约的可能性因素没有出现巨大改变。

上述之流动性指标的两种下滑以及期限溢价的下滑类似于墨西哥在 2010 年的状况，当时墨西哥加入了世界政府债券指数（WGBI）。还有一点需要指明，即从现有的数据可以看出，平均数据出现变化。尤其是在墨西哥加入世界政府债券指数（WGBI）之后，风险溢价之波动幅度的平均值较低（大约 3%），低于 2010 年三月的波动幅度。需要注意，风险溢价在美国联邦储备委员会（FED）购买的资产期限内出现了剧烈波动，而后才恢复到这一平均水平（QE2）。

近期，“流动性溢价的下滑”和“紧随其后之期限溢价的下滑”是受进入墨西哥之外国投资的影响。这种对墨西哥资产的需求可以从两个方面进行解释。首先，风险对收益因素进行调整。墨西哥长期债券仍在以正值的实际收益进行交易，而其信贷风险远低于其他国家-例如欧元区的大多数国家。其次，一些欧洲国家的信贷价值的急剧恶化带来了“这些国家可能退出全球固定收入指数”的猜测，其中，全球固定收入指数将倾向于其他国家的债券。然而，流动性溢价的大幅下滑的根源是一些短暂的因素，这些因素与“对国内活跃性修正”的风险一起，使国内利率出现上行趋势，其上行节奏可能与美国基准收益率的升高节奏一致。

#### 参考文献

Kim, D., A Orphanides (2007), 债券市场期限溢价：是什么？如何测算？（The bond market term premium: what is it, and how can we measure it?），国际清算银行季度报告，2007 年六月

Cerecero, M., S. Salazar, H. Salgado (2008), 收益曲线和其与经济活跃性的关系：一项适用于墨西哥的研究（“La curva de rendimiento y su relacion con la actividad economica: Una aplicacion para Mexico”（“The yield curve and its relationship with economic activity: An application for Mexico”））墨西哥央行，2008-15 研究报告

#### 插页 4. 造成墨西哥主权债务评级下降的情况是否已得以改变？

2009年十一月，惠誉评级公司和标准普尔的评级机构根据墨西哥的财政疲软状况，将墨西哥的外币计价债务的发行人违约评级从 BBB+ 降级至 BBB。更具体地说，惠誉评级公司的理由是，墨西哥高度依赖于石油储备且课税基础有限，这降低了墨西哥在石油储备方面之未来冲击的财政灵活性。评级机构也支持这一理由，展示了一系列在财政问题方面的变量，这些变量显示墨西哥的表现低于拥有类似评级之国家的平均水平。

过去几年中，“平衡的年度预算-不包括对墨西哥石油公司投资的预算平衡-的财政纪律”、“石油价格的上涨”和“2010-2012年间平均为4.4%左右的增长率”使墨西哥的公共财政免于遭受一些欧洲国家所发生的危机。但是，墨西哥的很多财政变量仍低于当前与墨西哥拥有相同评级之国家的平均水平。如图表1所示，作为国内生产总值（GDP）构成的公共税收比与墨西哥拥有相同评级之国家的平均水平低几乎10个百分点。在公告总债务方面，一些受欧洲债务危机影响的国家所经历之降级现象意味着墨西哥几乎处于类似国家的平均水平上。尽管如此，将这几个因素综合考虑之后，其他国家之“债务相对于税收的比重”还是高于墨西哥的水平。

2009年，评级机构注意到，墨西哥的一个风险因素是其石油产量的降低，这一状况持续至今。根据英国石油公司的数据，墨西哥2011年每天的石油产量已从2010年的295万桶降低到293万桶，这一下滑幅度是之前三年的下降幅度总和。墨西哥之0.8%的下滑幅度远高于经济合作与发展组织（OECD）国家之0.2%的降幅，并与石油输出国组织（OPEC）国家的3%石油生产增长率完全不一致。此外，墨西哥在2010年和2011年之间已探明石油储量的下滑幅度是30亿桶，这一趋势类似于经济合作与发展组织（OECD）国家的趋势，但不同于石油输出国组织（OPEC）之提高的趋势。在经济增长预期方面，根据国际货币基金组织（IMF）的数据，墨西哥的增长率将略低于评级为BBB级之国家的平均水平。

尽管近几年上述“支持墨西哥主权债务之当前等级”的因素一直存在（例如，银行业的健康、对外债偿还之可控的分期付款），而且在一些领域还出现了进步-例如墨西哥债务的国际流动性地位得到改善。上述所引之数据突出了在“拓宽课税基础”和“降低对石油储备之依赖性”进行改革的必要性。若不如此，评级机构将很难决定对墨西哥债务进行升级，并/或提高对墨西哥债务的前景展望。

表1

惠誉评级公司之 BBB 级国家的财政变量

国家	公共债务总额 (占国内生产总值 (GDP) 百分比)	政府收入 (占国内生产总值 (GDP) 百分比)	公告债务/政府收入	国内生产总值 (GDP) 平均增长率, 2012-2016 年
墨西哥	42.9	22.2	1.9	3.6
巴西	65.1	36.3	1.8	3.9
俄罗斯	8.4	38.7	0.2	3.9
立陶宛	40.9	35.7	1.1	3.2
西班牙	79.0	36.0	2.2	0.5
泰国	44.4	21.3	2.1	5.4
秘鲁	20.7	20.9	1.0	5.9
哈萨克斯坦	9.6	28.5	0.3	6.1
平均	41.9	32.1	1.5	3.9

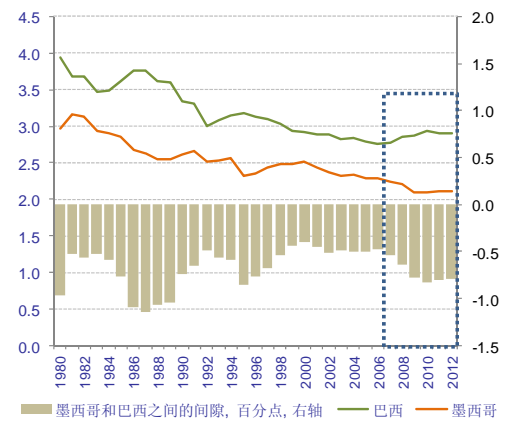
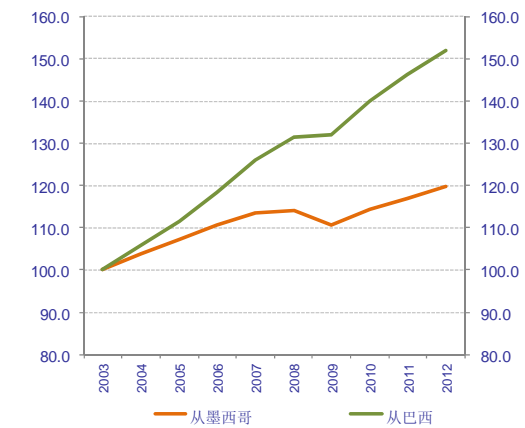
数据来源：惠誉评级公司和国际货币基金组织 (IMF)。注释：由于缺乏相关数据，故未包括阿鲁巴、巴林岛和巴拿马等国家。

## 4.巴西和墨西哥：前景不断变化，挑战依然存在

最近几个季度对巴西和墨西哥经济的前景展望出现变化，例如，对墨西哥 2012 年的普遍预期增幅为 3.8%，比巴西几乎高 2 个点。倘若这成为现实，那么在 2012 年墨西哥的增长率将再次超过巴西，而之前的四年中，巴西在平均增长率上一直比墨西哥多 3.5pp<sup>8</sup>。短期来看，出现这样一个问题：即“是什么因素造成了这两个经济体国家的相对表现”；是否存在一个“一国在中期表现上好于另一国”的模式？

**墨西哥和巴西均属于“飞鹰”国家-“飞鹰”国家在下一个十年对全球国内生产总值（GDP）的贡献将会大于发达经济体国家的平均水平<sup>9</sup>。**墨西哥之所以也是“飞鹰”国家，更多的是由于其经济的最初规模，而非其经济增长率-而墨西哥近几年的经济增长率一直低于其他新兴经济体国家，尤其低于另一个拉丁美洲的“飞鹰”国家-巴西。巴西的国内生产总值（GDP）几乎比墨西哥多 50%，而且其过去十年中的平均经济增长率是 3.8%，这一增长率比墨西哥高 1.5 个百分点。

**巴西在人均收入增长率方面的较好表现是近期才有的现象。**如下列所附之图表所示，在过去十年中的前五年内，巴西和墨西哥的实际趋同走势均与美国的情况类似。总体来说，巴西和墨西哥的情况在八十年代还比较贫困；墨西哥在九十年代的相对收入水平比较稳定，而同期巴西出现轻微差距；过去十年的中期，巴西与美国的收入水平相比，差距很大，而同期的墨西哥仍然保持在其前期的水平上。

<p>图表 43 巴西和墨西哥：与美国相比，巴西和墨西哥的实际趋同人均国内生产总值（GDP）</p>	<p>图表 44 贸易伙伴的国内生产总值（GDP） 2003=100，该国出口重量的加权平均国内生产总值（GDP）水平</p>
	
<p>数据来源：使用国际货币基金组织（IMF）数据的 BBVA 研究所</p>	<p>数据来源：BBVA 研究所</p>

<sup>8</sup>这是 2009 年之六个百分点的超常差异所放大的结果：墨西哥-6.3% vs.巴西-0.3%

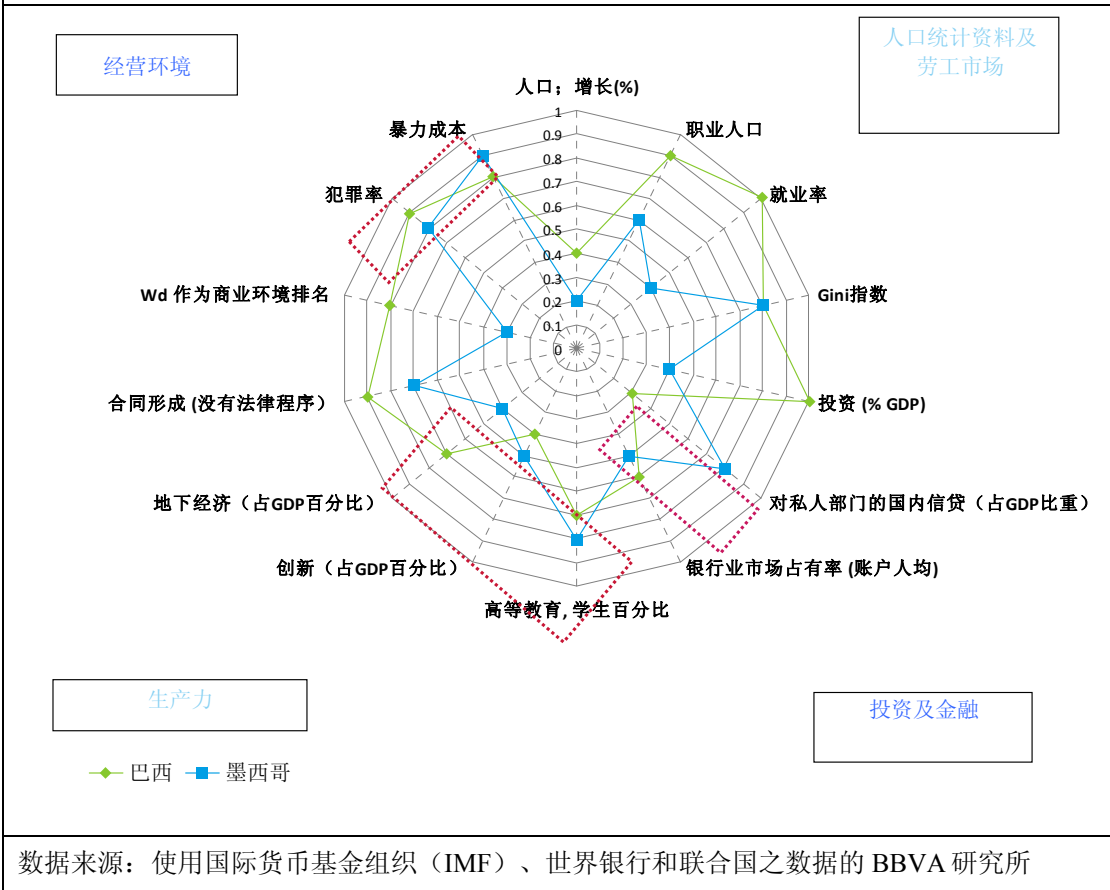
<sup>9</sup>更多详细信息，请参阅：[www.bbva eagles.com](http://www.bbva eagles.com)

这一表现与全球经济增长源的变化相符，亚洲和拉丁美洲新兴经济体国家对全球经济的贡献变大，而发达经济体国家的贡献出现停顿和下滑。鉴于巴西和墨西哥在上述领域的开放度不同，所以这对巴西和墨西哥的外国需求影响重大。由此而言，墨西哥主要的出口目的地是发达国家，其中美国占绝对优势，墨西哥出口货物总量之 83% 的目的地是美国。另一方面，巴西对美国的出口占其销售量的 12%，而其 68% 的销量是在中国等经济表现较好的亚洲地区和拉丁美洲其他地区（墨西哥的这一数据是 12%）。这样说来，如附表所示，巴西出口目的地国家的国内生产总值（GDP）自 2003 年以来增长了 50%，而墨西哥出口目的地国家的增长只有 20%。尽管如此，这两个经济体国家的贸易开放度存在很大差异，墨西哥的开放度比巴西的大三倍<sup>10</sup>，这也是造成直接对比存在困难的原因。

中期来看，巴西和墨西哥这两个经济体国家之间任何一方的平衡均未表现出优势，倘若从供应方面看一个经济体国家-也就是从生产因素和效率因素之间的适当相互作用所产生的增长能力来看-需要考虑四个因素：人口统计和就业市场、投资和储蓄、生产力以及商业环境。正如附表所示，我们为这四个坐标轴选择了 14 个代表变量。此外，附表也展示了这两个国家与作为参照组之新兴经济体国家<sup>11</sup>的水平。

图表 45

巴西和墨西哥：脆弱度雷达  
价值越低，相对地位越好

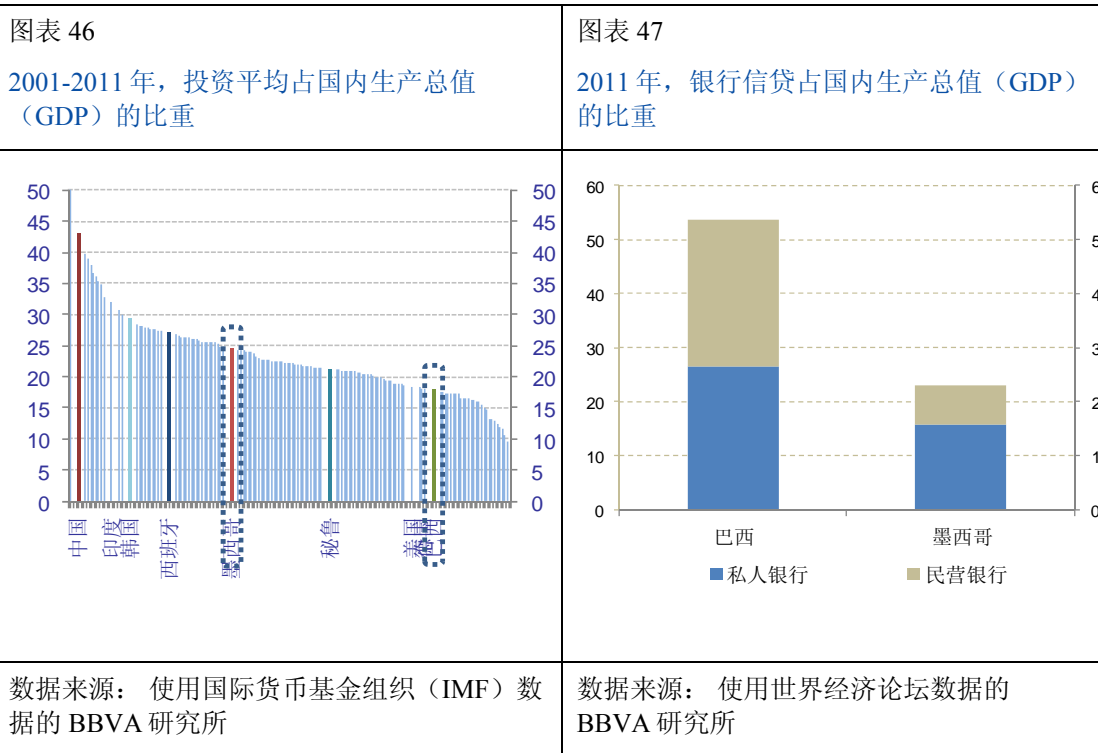


<sup>10</sup> 2011 年，商品出口占墨西哥国内生产总值（GDP）的 30%，而巴西的这一比重是 9%。

<sup>11</sup> 所参照的新兴经济体国家包括：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉、中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国、保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、匈牙利、波兰、罗马尼亚、俄罗斯和土耳其。对所有调查国家而言，最低值 0 将是变量中最好的位置；同时，1 是最不好的位置。

对人口和就业市场而言，似乎墨西哥的人口红利高于巴西，墨西哥的人口增长较快，就业市场上的就业比例较高。巴西之较低的就业率很引人注目，其就业率是就业人口与超出就业年龄之人口的比值。根据可获得之数据，这一比值是 40%，比对照组国家的比值低大约 20 个百分点。

对两个国家的投资和银行融资进行对比发现，墨西哥的投资情况较好，而巴西的银行融资情况较好。根据过去十年的平均水平，尽管没有超过“有时被动作参照点”的韩国等国（韩国同期的比例为 29.4%），但墨西哥的投资占国内生产总值（GDP）的比例比巴西高五个百分点（24.6% vs. 18%）。简言之，对于一个不具备“与亚洲新兴经济体国家一样”的国内储蓄率，也并没有从海外部门获得大量存款的国家而言，墨西哥的投资水平已经相当高了<sup>12</sup>。2001 年至 2011 年间，墨西哥的国内储蓄率占国内生产总值（GDP）的 23.6%，巴西的比例是 17.3%。在没有海外资金的帮助下，这对增加投资构成了明显的限制。在“可获得私有银行系统和公共银行系统贷款”的进一步推动下，公共部门消费和私有部门消费对巴西的重要性更大。正如附表所示，巴西的国内银行部门贷款占国内生产总值（GDP）的比例超过了 50%，比墨西哥几乎高 30pp，其中，巴西公共银行的贷款比私有银行的多很多。巴西银行信贷的渗透率较高，这是由于“旨在为通常很难获得贷款的人改善贷款条件和银行系统准入情况”之公共政策的不断推动。工资扣除贷款和基本账户等产品也是上述之改善的方面<sup>13</sup>。此外，过去十年中，巴西的信贷驱动强化了巴西经济的高增长。



巴西和墨西哥均需努力改善商业环境。根据世界银行的商业经营图表，在商业经营的简易度方面，墨西哥与巴西相比存在明显优势，尽管如此，墨西哥的暴力活动给墨西哥经济带来了不确定性。无论如何，若能降低“缺乏公共安全”相关之成本并进一步创造更良好的商业环境的话，两个国家都能受益良多。

<sup>12</sup> 2001 年至 2011 年间，平均年度经常账目赤字占国内生产总值（GDP）的 1%，巴西的比例也差不多（0.7%）。

<sup>13</sup> 墨西哥也开始使用薪资贷款和基本账户这样的方法。

增长的关键在于利用现有市场因素的效率。对生产力-用更少的资源生产更多东西的能力-的测量很不容易，因为它不是一个可以直接观测到的变量<sup>14</sup>。生产力通常被按照“除所使用之资源数量的产出部分之外的部分”来计算，因此，生产力将是这些资源如何有效组合的结果，在雷达图表中，对巴西而言，代表生产力的所选变量的那部分数据并不尽如人意。恰恰相反，事实上：除其他之外，巴西黑市交易占国内生产总值（GDP）的比重远大于墨西哥的这一比重。交易的非正式性是生产力的一个很好的标示，因为倘若商业活动游离于当前的规范之外-主要指财政方面的规范，那么，经济机构就不能利用规模经济，也不能充分进入金融市场，来改善效率并提高其在实物资本和人力资本的价值。这样说来，正如下面的图表所示，根据国际劳工组织（ILO）的数据，墨西哥就业市场的非正式性程度比较高<sup>15</sup>。无论如何，对于巴西和墨西哥而言，其挑战似乎在于“降低黑市交易”，这样就能改善长期的经济增长率（生产力）。

巴西在近几年的需求优势（并不一定是其供应能力）和其贸易伙伴的较好表现为巴西创造了较好的预期。尽管如此，“巴西模式枯竭的迹象（过于专注其较高的需求”）和“墨西哥在与巴西竞争中的所得”正在改变这两个国家的相对前景，墨西哥经济的前景较好。按照这一分析，似乎人口红利、劳动参与或投资率都不能支撑巴西的中期增长能力。这样一来，较高的国内生产总值（GDP）增长必须从供应方面转移至效率或生产力方面，巴西或墨西哥之“能够对效率或生产力进行估计”的变量中不存在巨大差异。需求方面，相对于墨西哥而言，巴西较好的外部环境和银行融资的较高准入度能够使巴西经济增长率高于墨西哥。但是，这两个因素都不会永远存在：亚洲新兴经济体国家的表现可能出现放缓，而且/或巴西可能失去在价格方面的竞争优势。对于经济机构而言，若其债务已然达到了一定水平，那么其借贷能力对经济增长而言可能变得不那么重要。

<p>图表 48 非正式度，占总商业活动的比重</p>	<p>图表 49 非正式度（占国内生产总值（GDP）的比重）和生产力（与美国相比）</p>
<p>数据来源：使用国际劳工组织（ILO）数据之 BBVA 研究所</p>	<p>数据来源：使用施耐德（Schneider）（2009）和世界银行数据之 BBVA 研究所</p>

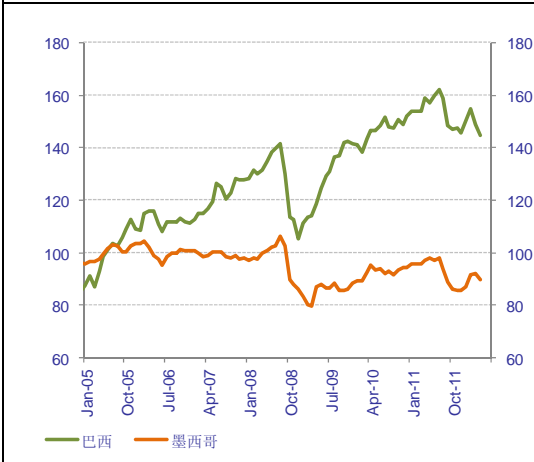
<sup>14</sup>事实上，国内生产总值（GDP）并不是以计算就业的方式“测算”的。相反，对国内生产总值（GDP）的计算是对经济机构之需求、产出和收入差价之不同数据的综合。

<sup>15</sup>当然，对非正式度进行计算是存在争议的，因为这种计算将这些非正式性经济活动看作是“不履行国家强制义务”的活动-尤其在税收方面，而且非正式性就业没有社会权利（医疗保健、退休）。



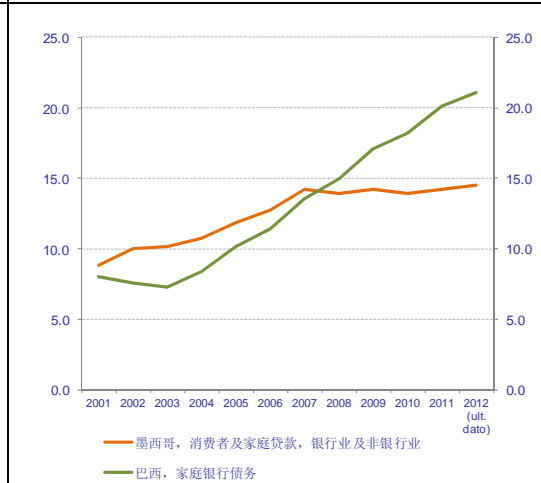
事实上，近期这两个国家的市场感知均有所变化，其中，墨西哥的情况较好，随着中国经济的放缓，巴西信贷市场出现疲劳症状，而且劳动力成本和较高的汇率对巴西工业造成了消极的影响。巴西的这两种情况与近期墨西哥信贷市场的活跃和竞争力提高的迹象形成对比。无论如何，这两个国家的前景展望将继续取决于其对全球环境的开放度和其采取改革、减少其劣势的能力。

图表 50  
价格竞争力、实际有效汇率（2005年=100）  
“指标的增加”表示“竞争力得以强化”



数据来源：使用 Haver 数据的 BBVA 研究所

图表 51  
家庭债务（占国内生产总值（GDP）比重）



数据来源：墨西哥数据来自使用墨西哥全国银行和证券委员会(CNBV)的 BBVA 研究所，巴西数据来自使用巴西央行数据的 BBVA 研究所

## 5. 指标和预测

表 2

宏观经济: 国内生产总值  
(增长率同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧洲货币联盟	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
德国	-5.1	3.6	3.1	0.9	1.4
法国	-3.1	1.6	1.7	0.2	0.7
意大利	-5.5	1.8	0.5	-1.8	-0.1
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
英国	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.3
拉丁美洲*	-0.6	6.6	4.5	2.9	3.8
墨西哥	-6.1	5.4	4.0	3.7	3.0
EAGLES **	4.0	8.4	6.6	5.4	6.1
土耳其	-4.9	9.2	8.5	3.2	4.1
亚太	4.2	8.1	5.7	5.4	5.8
中国	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
亚洲除中国外	1.0	6.5	3.4	3.8	4.1
世界	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

\*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

\*\* 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 3

宏观经济: 通胀 (平均)  
(增长率同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	1.9
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
德国	0.2	1.2	2.5	2.0	1.4
法国	0.1	1.7	2.3	2.3	1.5
意大利	0.8	1.6	2.9	3.3	1.9
西班牙	-0.3	1.8	3.2	2.1	1.5
英国	2.2	3.3	4.5	2.5	2.0
拉丁美洲*	10.6	8.5	9.1	10.1	8.9
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.1	3.5
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.3	4.4
土耳其	6.3	8.6	6.5	8.8	5.3
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
亚洲除中国外	1.1	3.8	4.3	3.4	3.2
世界	2.2	3.8	5.1	4.2	3.9

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

\*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

\*\* 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 4

美国指数及预测

	2010	2011	2012	2013	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
<b>经济活动</b>												
GDP (美元 十亿)	14,499	15,076	15,676	16,331	14,815	15,004	15,163	15,321	15,478	15,596	15,753	15,878
名义增长 (%)	3.8	4.0	4.0	4.2	3.8	4.1	4.0	4.0	4.5	3.9	3.9	3.6
实际增长 (%)	2.4	1.8	2.1	1.8	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.2	2.3	1.6
GDP 平减指数	1.3	2.1	1.8	2.3	2.0	2.2	2.4	2.0	2.0	1.7	1.6	1.9
个人消费 (真实%变化)	1.8	2.5	2.0	1.9	3.1	2.7	2.5	1.9	1.8	1.9	2.1	2.0
政府开支 (real % change)	0.6	-3.1	-2.1	-0.2	-2.3	-3.2	-3.8	-3.3	-2.2	-2.4	-2.0	-1.7
总固定资产投资 (real % change)	-0.2	6.6	9.6	6.2	4.8	4.3	8.4	9.0	11.9	10.3	8.9	7.6
建设 <sup>1</sup>	-3.7	-1.4	11.5	8.5	-3.2	-7.1	1.4	3.9	9.3	10.7	13.4	12.7
工业生产 (real annual % change)	5.4	4.1	4.4	2.1	5.4	3.6	3.3	4.1	4.4	4.7	4.6	3.9
<b>对外部门 (美元 十亿 不变)</b>												
外不平衡	-512	-528	-514	-478	-481.5	-481.1	-439.5	-480.1	-557.2	-438.1	-425.8	-441.8
总出口	1,844	2,094	2,264	2,420	2,030.5	2,092.8	2,133.3	2,120.3	2,157.9	2,262.0	2,308.0	2,328.4
总进口	2,356	2,662	2,778	2,898	2,585.9	2,665.3	2,682.8	2,715.1	2,773.7	2,745.1	2,777.5	2,815.5
经常账户平衡 (% of GDP)	-3.1	-3.1	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2	-2.9	-3.1	-3.6	-2.8	-2.7	-2.8
<b>价格 (annual % change)</b>												
最终年度通胀	1.5	3.0	1.8	2.1	2.7	3.6	3.9	3.0	2.7	1.7	1.4	1.8
平均年度通胀	1.6	3.2	2.0	1.9	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.5	1.7
<b>其他指数</b>												
主要财政平衡 <sup>2</sup> (占GDP百分比)	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0				-8.7				-7.7

1 住宅投资

2 财政平衡 (占GDP百分比)

注意: 预测为粗体

表 5

墨西哥经济指标和预测

	2010	2011	2012	2013	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
<b>经济活动</b>												
GDP (经季节调整)												
实际同比变化	5.6	3.9	3.7	3.0	3.9	3.8	4.2	3.9	4.7	4.0	3.2	3.1
人均 (美元)	9,595	10,391	10,540	11,576	10,692.7	11,037.2	9,966.2	9,866.9	10,600.0	10,367.1	10,417.6	10,774.4
美元 十亿	1,037.6	1,138.9	1,162.4	1,288.2	1,141.7	1,195.9	1,093.7	1,124.3	1,160.4	1,136.1	1,149.1	1,204.1
<b>通货膨胀 (均值 %)</b>												
整体通胀	4.2	3.4	4.1	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.9	3.9	4.6	4.2
核心通胀	3.9	3.2	3.5	3.4	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	3.5	3.6	3.5
<b>金融市场 (期末 %)</b>												
利率												
银行贷款	4.50	4.50	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.5	4.5	4.5	4.5
28天 Cetes	4.4	4.3	4.3	5.0	4.2	4.3	4.1	4.4	4.3	4.4	4.2	4.4
28天 TIE	4.9	4.8	4.8	5.3	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
10年期债券 (均值 %)	6.9	6.8	5.7	6.7	7.5	7.1	6.3	6.6	6.2	5.9	5.1	5.5
汇率 (均值)												
比索兑美元	12.7	12.7	13.3	12.6	11.9	11.8	13.3	13.7	13.0	13.6	13.5	13.2
<b>公共财政</b>												
*FRPS (占GDP百分比)	-3.5	-2.7	-2.6	-2.3	-	-	-	-2.7	-	-	-	-2.6
<b>对外部门</b>												
贸易平衡 (美元 十亿)	-0.7	-0.3	-1.9	-3.8	2.0	1.3	-3.8	-0.7	1.9	-0.5	-4.3	-4.6
经常账户 (美元 十亿)	-0.7	-2.3	-3.5	-4.8	-1.9	-0.7	-4.5	-1.9	0.0	-3.7	-4.1	-6.2
经常账户 (占GDP百分比)	-0.3	-0.8	-1.1	-1.4	-0.7	-0.2	-1.6	-0.6	0.0	-1.2	-1.3	-1.9
油价 (墨西哥混合产品, 美元/桶, 期末)	79.6	111.0	103.4	101.9	104.5	117.1	113.1	109.2	118.3	109.3	93.2	92.7
<b>就业率</b>												
私部门正式 (同比变化)	3.7	4.3	4.1	3.1	4.9	4.3	4.1	4.1	4.4	4.6	3.7	3.6
公开失业率 (占活动人口百分比)	5.4	5.2	5.1	4.8	5.2	5.4	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	5.2

表 6

**墨西哥经济指标和预测**

**总需求 (同比变化, 经季节调整)**

总需求	9.0	4.7	5.0	5.1	5.1	4.6	4.8	4.1	5.1	4.9	4.8	5.2
国内需求	5.5	4.1	3.6	3.7	3.5	3.6	5.0	4.2	4.8	4.4	2.6	2.5
消费	4.6	4.0	3.1	2.7	4.5	3.5	3.9	3.9	4.1	3.9	2.4	2.1
个人消费	5.0	4.5	3.4	2.8	5.0	4.4	4.4	4.3	4.3	4.1	2.7	2.4
公共消费	2.4	0.6	1.5	2.0	1.3	-1.4	0.7	1.8	2.8	2.6	0.8	-0.1
投资	6.3	8.4	6.0	6.5	8.8	9.8	8.8	6.4	8.7	5.5	4.9	4.9
个人投资	6.3	12.3	5.1	5.8	14.4	17.5	10.4	7.4	7.5	2.9	3.5	6.7
公共投资	6.3	12.3	5.1	5.8	14.4	17.5	10.4	7.4	7.5	2.9	3.5	6.7
外部需求	21.7	6.8	9.4	9.0	11.4	8.4	4.4	3.4	5.8	6.6	11.6	13.6
进口	21.7	6.8	9.4	9.0	11.4	8.4	4.4	3.4	5.8	6.6	11.6	13.6

**GDP 按行业分 (同比变化, 经季节调整)**

第一产业	2.9	-3.0	3.5	2.1	-2.9	-9.0	-0.2	0.5	6.7	2.8	2.5	1.9
第二产业	6.2	4.0	3.6	2.4	4.8	4.2	3.6	3.4	4.5	3.9	3.3	2.8
采矿业	1.2	-1.9	0.0	-0.1	-2.6	-1.9	-3.5	0.6	0.6	0.0	-0.3	-0.2
电力行业	10.1	5.6	3.0	2.7	9.9	7.6	3.0	2.2	2.6	2.5	3.5	3.4
建筑业	-0.1	4.8	4.2	2.9	5.7	3.8	5.3	4.7	4.8	5.0	3.9	3.0
制造业	10.0	5.2	4.1	2.8	6.2	5.4	5.3	3.7	4.2	4.7	3.9	3.5
第三产业	5.5	4.2	3.6	3.0	4.2	3.7	4.8	4.2	4.1	4.1	3.3	2.9
零售	13.1	7.7	5.0	4.2	8.1	8.4	8.2	6.1	6.6	5.4	4.6	3.4
交通运输、邮政和仓储业	7.6	3.4	3.9	3.7	3.4	3.1	3.8	3.4	5.3	3.7	3.0	3.4
大众信息传媒	1.6	6.6	4.3	3.7	5.2	6.0	8.0	7.1	4.7	4.6	3.3	4.7
金融和保险业	13.1	5.4	7.9	6.0	4.9	1.3	8.1	7.3	12.9	9.1	5.7	4.4
房地产和租赁业	1.9	2.1	1.8	1.1	1.8	1.9	2.1	2.4	1.3	2.0	2.0	1.9
科学研究和技术服务	-1.1	5.8	3.9	2.8	3.8	7.0	5.4	6.9	5.1	3.9	3.4	3.3
公司和企业管理服务	4.9	5.8	7.2	5.0	4.4	7.3	4.3	7.1	6.9	7.2	7.4	7.4
商务支持服务	1.5	4.2	3.9	3.5	3.6	4.6	4.6	4.2	2.3	4.8	4.5	4.1
教育	0.2	1.5	2.1	1.9	-0.1	0.9	2.8	2.5	1.5	2.0	2.3	2.3
卫生和社会保障	0.7	1.7	2.1	1.4	1.1	2.8	2.8	0.0	2.3	2.7	1.8	1.5
文化和体育	5.9	6.6	3.4	3.2	8.1	7.4	6.0	5.1	1.9	5.9	3.0	2.8
临时居住	3.2	2.6	3.3	2.0	0.6	2.5	3.1	4.3	4.5	4.0	3.0	1.8
除政府活动外的其他服务	1.0	4.0	3.8	1.8	3.0	4.5	4.2	4.3	5.0	3.4	3.4	3.3
政府活动	3.1	-0.8	0.9	0.7	0.2	-5.0	-0.8	2.6	4.0	0.5	-0.3	-0.5

1 不包括教育的指标指数

2 过去12个月累计

3 墨西哥银行的数据

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

5/6/7

\*RFSP: 公共部门财政需求

备注: 加粗的数字为预测值

## 免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤回投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

**“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:**

**[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”**

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182