

经济展望

墨西哥

2012 第四季度
经济分析

- 中央银行果断的行动决定了全球前景。经济政策会继续巩固复苏
- 尽管全球经济放缓，今年和明年墨西哥会保持良好的增长前景。这主要得益于劳动力市场和融资状况的正面表现。
- 由于供给冲击的减弱，通胀会下降至 4%以下。

目录

1. 概要	2
2. 全球经济：中央银行的大胆行动使尾部风险出现的可能性降低 ...	5
3. 由于劳动力市场和融资状况的正面表现，墨西哥在今年和明年保持良好的增长前景	9
3.1：虽然速度放缓，墨西哥保持正增长	9
3.2：由于供给冲击的减弱，通胀会下降至4%以下	14
框1：墨西哥和美国通胀差的决定因素	17
框2：政策利率的非传统决定因素	18
3.3：在通胀高于4%时，货币政策的停止	20
4. 附录	24

截稿日期：2012年11月2日

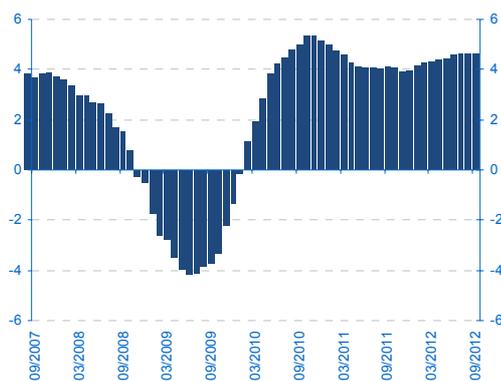
1. 概要

尽管全球经济放缓，在今年和明年墨西哥会保持良好的增长前景

中央银行果断的行动决定了全球前景。不过，经济政策会继续巩固复苏。BBVA研究部基准情景中，世界经济GDP会持续改善，预期2013年增长3.5%（2012年3.2%，2010-2012年间平均增长4.1%）。这个温和扩张主要由于全球央行的措施导致的风险回避下降，尤其是欧洲央行。尽管如此，很多因素可以使这个前景恶化：1) 欧洲问题的重新浮现会使得市场对于欧元区解体的担忧重返；2) 美国财政悬崖：总值约为GDP百分之四的削减公共开支和加税政策在2013年初会自动生效，这会把美国拉入衰退。3) 新兴市场的突然减速，尤其是中国以及那些依赖中国的大宗商品出口国。

尽管全球经济放缓，墨西哥保持良好的增长前景在今年和明年。这主要得益于劳动力市场和融资状况的正面表现。在今年下半年，外部需求减弱的现象开始出现。制造业出口放缓以及境外汇款下降明显。尽管如此，劳动力市场持续创造新岗位，墨西哥出口商在美国占据更大市场份额。这些使得墨西哥的增长前景保持正面。在上12个月，私营部门创造了70万个新职位。正式职位的平均创造率在几年前9个月达到了过去三年的最高。劳动力市场的蓬勃发展也导致了私人消费的良好表现。稳定的金融状况及居民和公司信贷促进了消费和投资的增长。在今年第二季度，墨西哥产品占美国制造品总进口额的12.6%，这是历史最高点。

图1
正式职位（年度变化）



来源: BBVA Research 和 INEGI 数据

图2
总固定资产投资和银行对企业信贷（年度变化）



来源: BBVA Research 与 Banxico, INEGI 数据

墨西哥2013年的经济增长会受到美国疲软的经济复苏的影响。美国经济前景依然充满不确定性，尤其是财政悬崖的不确定性。国会需要在大选后的一个月内达成一致，延迟由财政悬崖引致的削减开支和加税政策。尽管外部环境复杂，墨西哥成功地保持财政及货币政策的稳定，债务和财政赤字被限制在最高限内，通胀保持低位，预计未来政策会保持现状。

由于供给冲击的减弱，通胀会下降至4%以下。今年九月，通胀到4.8%高位。这是由于持续的

供应冲击影响了价格。在西部地区爆发的禽流感，和由于美国干旱导致的高谷物价格。不过，核心通胀保持在3.6%，不包括食品及能源的通胀仅为2.2%。从今年第四个季度开始，通胀会向央行的通胀目标区间靠拢，通胀年率会为4.2%。不过，由于供给冲击的强度较大，通胀要到2013年第二季度才有可能下降至4.0%，并在明年年末下降至3.6%。在比索升值，两个缓慢而稳定的经济周期，降低的国际谷物价格的背景下，墨西哥和美国的通胀差会降低。这些均为BBVA研究部所认为的会影响两国通胀差的因素。

图3

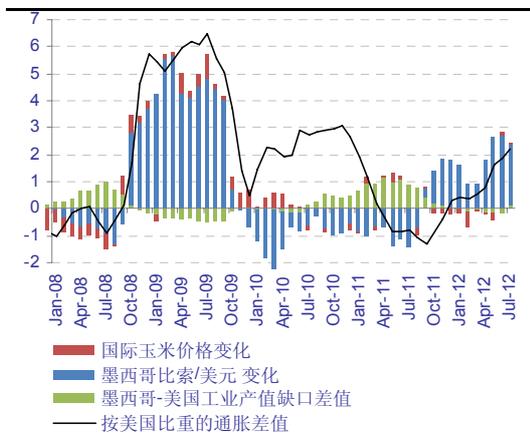
下降的通胀：核心通胀和不包括食品及能源的通胀（年度变化）



来源: BBVA Research 和 Banxico

图4

美国和墨西哥通胀差异的分解（年度变化）



来源: BBVA Research. 参见基于美国权重因素的通胀差异

虽然通胀超过了中央银行设定的上限，这现象的暂时性以及核心部分通胀较低的特质促使央行保持现有货币政策。另外，这次通胀上升没有引起二次影响。服务业通胀仅上升 2%，长期通胀预期也保持在 3.5%。另外，BBVA 认为在决定利率的过程中，央行会考虑通胀本质是供给还是需求影响以及联储局的联邦融资率会保持不变。不过，考虑到通胀风险短期上扬，如果出现二次通胀现象，货币政策可能收紧。

在金融市场，汇率会保持目前位置，年底以 12.0 比索兑 1 美元截止。中期和长期政策债券利率会小幅上升，这是在经济轻度放缓的背景下。

2. 全球经济：中央银行的大胆行动使尾部风险出现的可能性降低

中央银行伸手营救，其他政策制定者应该顺势而行

在全球经济存在高度不稳定性和威胁的背景下，在过去几个月时间内，全球各个当局-尤其是欧元区和美国中央银行-已采取了重要措施。这些大胆的措施使全球经济免于陷入类似 2008 年全球金融状况类的全球系统性事件。欧元区央行和美国央行均建立了通往新制度环境的桥梁，也在美国建立了实施新财政契约的桥梁；这些措施为其他政策制定者使用其操作空间铺平了道路；但是，因为受限制的不同，美联储的措施比欧洲央行的要更为开放：欧洲必须实现严格的财政目标，而美国的目的在于改善劳动力市场。

“不计代价”

在我们看来，欧洲央行行长马里奥·德拉吉在七月底宣布实施新债券购买计划（直接货币购买，OMT）时，欧洲央行实际上是采取了“结束欧洲的债务危机”的果断措施。在某些情况下（详细内容请参阅

[http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012)

[356910.pdf?ts=25102012](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012)之九月份欧洲央行展望），欧洲央行能够干预次级主权债务市场。六月，欧元区举行了峰会，会议上领导们达成了一些协议，来强化货币联盟，这些协议包括：单一银行监管标准的路线图，制定覆盖财政事务的深远计划和支撑经济增长的措施。在此之后，欧洲央行采取了上述行动。德拉吉宣布实施新债券购买计划背后的道理很清楚。由于市场已经部分地为欧元区崩溃的情景定价，某些外围债券的收益升高，这能够降低欧洲央行在严重的金融分化中的指令作用。由于这种情况是“不被允许的”，欧洲央行承诺 unlimited 购买已经向欧洲基金（即欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制）寻求援助国家的主权债务，同时施加严格而有效的条款。最后贷款方的存在消除了对“欧元在其当前形势下可逆”的恐惧。

在“存在极端市场压力”和“对不断逼近之欧元崩溃恐惧”的情况下，欧洲领导者们和欧洲央行的一些措施已然受到长期期待了。但是，欧洲央行的举措比预期更具决定性。直接货币购买（OMT）计划使欧洲央行成为一个可信任的支撑体。因此，对欧元崩溃的担心就无从存在了，而且只要这一举措仍在继续，这种担心都将没有存在的理由。自六月份以来，金融市场的压力也得到显著降低（见图表 1），而且，在我们看来，尽管近期还存在一些不利市场因素，但“这种状态的保持”证明金融市场具有消除怀疑的能力。

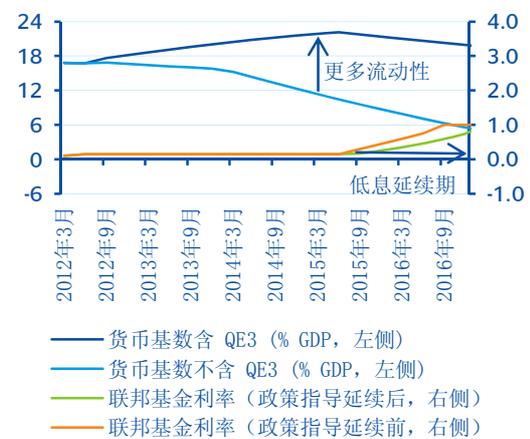
近期，还有一些其他因素也强化了欧洲的货币联盟。首先，德国立宪法院支持德国参与，在此之后，将对“欧元区出现的任何紧急救助”进行处理的永久基金（欧洲稳定机制，ESM）已然到位。第二，尽管进程缓慢，但在欧洲实现银行联盟（六月欧洲集团会议中的决定）的进程得以继续进行。完整的银行联盟的实现包括四个不同的因素：共同监督、共同管理、银行决议共同体和泛欧洲存款保障计划。鉴于上述之任务的范围覆盖较广，因此完全实现可能是一个长期的过程。但是欧洲领导者们同意在一月份之前达成一个银行监督日程表，而且将在十二月份的欧洲集团会议中确定更多的细节性内容。六月份，欧洲领导者们同意从欧洲稳定机制（ESM）中实行直接的银行资本重组，我们认为这是消除“主权-银行反馈环”中出现风险的关键。尽管如此，在实现管理限制之最高目标和“消除可能已然出现之主权风险和银行风险”之目标方面还可以使用其他方法。当然，银行联盟的计划需要取得快速的进展。

图5
欧元区国家金融压力指数¹



来源：BBVA 研究部

图6
QE3 及其延伸政策导向



来源：BBVA 研究部

我们认为，在这一计划末期，欧元区将最终会出现一个完整的、“强化其管理”的一揽子计划。正如我们一直所论证的，它应该包括一个银行的联盟、一个财政联盟和一个最后借款方，这样就可以防止出现金融系统破碎。在这些方面都取得了进展。也许这样的进展还不足以快速改善当前的动态。但是，政策制定者们似乎对这一进展倾尽了全力，而且我们认为，危机最糟糕的时期最终可能结束。短期来看，欧洲央行的计划和财政受限情况下的欧洲稳定机制（ESM）为“解决周边国家之困难的融资情况”提供了基准，允许这些周边国家保持市场准入。同时，“银行联盟的正确实施”和“对财政联盟计划的进一步确定”将是实现欧元区长期稳定的关键因素。

“...只要有需要...”

美国经济增长速度持续低走，失业率继续持高，且受欧洲不稳定环境的影响，在这样的情况下，“如何将美国巨大的赤字降低”这一选举前的困局对美国而言是最需要解决的问题。在此背景下，美联储没有犹豫。首先，根据其“前行指导政策”，美联储宣布其将至少在2015年中期之前保持其当前利率不变。第二，为了支撑增长和就业的复苏，美联储宣布实施新一轮量化宽松政策。

此次之进一步的货币宽松政策与以往几轮不同。首先，为了改善家庭财政状况，美联储将购买按揭抵押证券（MBS），而非国库券。第二，美联储将在相当长一段时期内实施上述政策，既是在“经济复苏状况得到改善”且“劳动力市场出现巨大改善”之后仍将如此，换言之，美联储在“经济增长开始增加”的时候仍将继续购买按揭抵押证券（MBS）（更多细节请参阅 http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012 之美联储展望）。

在我们看来，美联储通过实施第三次量化宽松并延期政策指导，购买了一份防范“财政悬崖”的保险，但其若不和财政措施一起实行的话，并不能保证万无一失。在我们的基准情景中，为避免“自动开支削减和税负增加之完整一揽子计划的实施”，将会达成一个协议。但是，我们仍然认为会出现某种形式之“降低经济增速”的财政整合。为避免在2013年倒退到衰退状态，美联储用第三轮量化宽松和政策指导给美国经济提供了其所需的推动作用。事实上，根据我们的估计，货币宽松政策对2013年国内生产总值（GDP）将仅仅产生百分之零点几的贡献，但从2014年开始，其影响将变得更为显著。对通货膨胀的影响将比较小，且影响出现的时间将被延迟（见本报告第三章）。尽管如此，在我们看来，美联储对较高通货膨胀率的忍耐度将取决于经济增速和劳动力市场的改善状况。

¹ BBVA研究之金融压力指数（FSI）是一个综合指标，其概述了以下因素动态：风险对策（五年期信用违约掉期、非金融公司信用违约掉期和金融债务）、波动性（股票、利率和汇率）和流动性压力（银行同业利率和三个月期无风险资产之间的价差）。

第三轮量化宽松的潜在影响不仅仅限于美国经济。正如前期方案所示，前期方案促进资金流入了新兴经济体国家，降低了新兴经济体国家的风险溢价，并降低了其融资成本，推进了信贷有效性和经济增速，当然也抬高了这些国家的通货膨胀。我们的预计显示，由于新兴经济体国家的风险溢价和资本流入的相对变化，第三轮量化宽松（加之德拉吉的影响）所产生的影响将低于第一轮量化宽松。无论如何，其所产生的影响将取决于国内政策对资本流入的反应措施（见第三章）。

中央银行的反应不足以使全球经济恢复到稳定增长状态

全球经济增长速度也许没有下降至过去 30 年的最低水平（2009 年大衰退除外），但其低速增长的环境依然存在。鉴于当前的去杠杆化环境，我们可以预料，发达经济体自从 2011 年就失去了增长势头。近期，新兴经济体国家也受到影响。鉴于此，贸易渠道在降低出口和国内生产总值（GDP）增长方面影响巨大（见表格 3）。当然，三个最大新兴经济体国家的情况即是如此。巴西经济在本年度上半年就陷入止步不前的状态；印度在第一季度和第二季度的国内生产总值（GDP）年度增长分别是 5.3% 和 5.5%，是 2009 年以来的最低速度；尽管中国近期的数据显示其经济将会出现回升，但其第三季度的经济增长率是 7.4%，为 2009 年以来的最低速度。

图 7
新兴经济体：GDP 增长率（年度变化）



图 8
GDP 增长率



来源：BBVA 研究部和 Haver

(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉
来源：BBVA 研究部和 IMF

尽管如此，美国中央银行和欧元区中央银行所采取的措施正在从某种程度上消除了一些疑问，并改善了对经济的预期展望。在我们的基线情景中，欧元区经济很可能在进入 2013 年时获得增长势头。尽管欧元区国内生产总值（GDP）将在 2012 年出现负增长（-0.5%），但其在 2013 年将出现小幅回升（+0.3%）。我们对美国的预期保持不变：即美国经济在 2012 年和 2013 年的增长将是 2% 左右。与“我们十月份的情景中之主要的下行修正”相一致的国家是中国（2012 年-0.2 pp，2013 年-0.4 pp）-尽管由于“预期政策刺激”部分地缓和了其下滑趋势，中国在 2012 年和 2013 年的增长率均将保持在接近 8% 的水平上。其他新兴经济体国家将会填补上述三个主要新兴经济体国家的下行趋势：对拉丁美洲经济增长的预期展望是其在 2013 年将出现小幅回升，2013 年，这一地区的经济增长率将从 2012 年度的 3% 上升至 3.7%。

总之，预计全球经济将继续缓慢恢复，其国内生产总值（GDP）将保持在 3% 至 3.5% 之间。但这一情景还将取决于一些关键假设，尤其取决于欧洲政策制定者能否实现其承诺。首先，这一情景假设“近期对金融监督的争论不会对六月份所达成之协议产生较大影响”，因此主权和银行风险之间的恶性联系就不复存在，而且货币政策传动效应将再次开始起作用-货币政策传动效应在欧元区主要是由银行操作的。第二，我们假设，如有需求，消除“兑换性风险”的机制将被完全启动。这将使周边国家的收益处于可控状态，但是随着欧洲之新制度安排的进展和承诺的实行，周边国家的收益同时也会出现大幅减少。欧洲稳定机制（ESM）/欧洲央行的干预足以将“西班牙和意大利的收益”恢复至与“其政府债务之中期稳定性”相一

致的水平上，和“足以使改革产生长期效果”的水平上。这就意味着西班牙和意大利仍将保持其市场准入和投资等级评级，并“实现其财政承诺”或“获得延期的权利来实现财政承诺（理想状态下，在其机构性财政平衡方面）”。对于此，应该考虑到“财政调整和经济增长之间”的反向经济恶性循环，以及“出现负财政乘数高于预期”的可能性，至少在短期内如此。最后，在这一情景中，希腊仍将是欧元区的一部分，其将从欧洲获得更多的后续资金并/或较长的时间来完成其财政限制性。基于以前的经验，很多方面还是有可能恶化，但是，政策制定者们倾向于在关键时刻到来的时候为欧洲问题找到解决之道。

3. 由于劳动力市场和融资状况的表现正面，墨西哥今年和明年保持良好的增长前景

3.1 墨西哥保持正增长，虽然速度减缓

虽然相比前两季度速度放缓，墨西哥在第三季度经济活动保持增长。但最近的数据显示增速持续放缓。

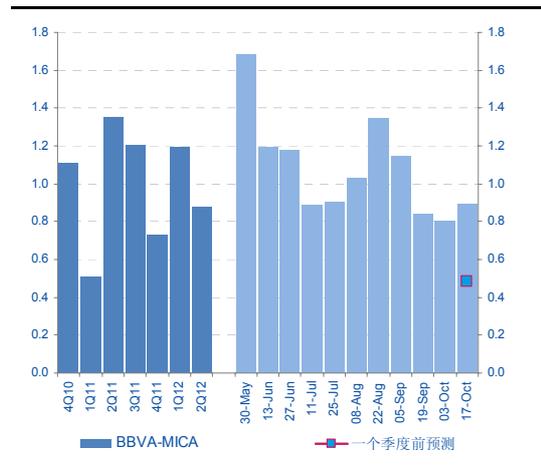
在2011年经济增长3.9%之后，今年第一和第二季度分别增长4.6%和4.1%。在第三季度，第二产业减速明显，这导致工业部门对整体经济表现的贡献减少。工业部门贡献从第二季度的0.4%下降到第三季度的-0.1%，我们确认了自2009年第一季度以来首次工业部门贡献的下降。尽管如此，考虑GDP的所有贡献因素来看，经济依然会在第三季度增长0.5%到0.9%。

图9
经济活动：对增长贡献（月度环比平均值）



* 数据截止今年8月
来源: BBVA Research和INEGI data.

图10
BBVA研究部MICA活动指数2012年第三季



MICA指BBVA研究部模型预测GDP
来源: BBVA Research和INEGI data.

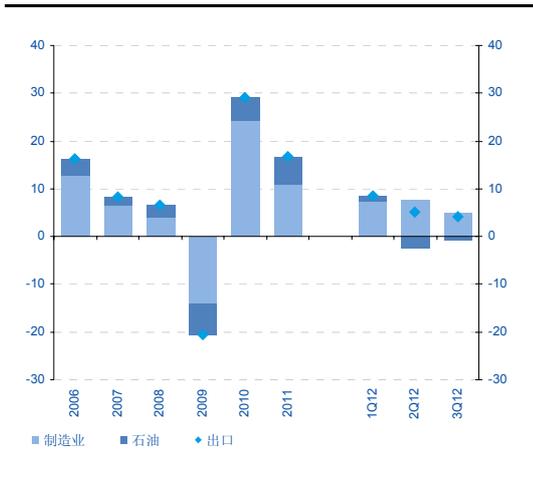
…主要由于外部需求

受外部环境影响，工业品和石油出口减缓，同时境外汇款也减少。总出口在第三季度增长4.2%，低于全年值8.6%和第一第二季度的5.2%。减缓主要为制造业出口，其占总出口物品的80%左右，其在第三季度增长4.9%（第二季度75%）。在第二季度，墨西哥继续扩大其出口产品在美国的市场占有率。目前，墨西哥产品已占美国总进口额的12.6%，对比12%在2011年，达到史上最高点。

美国市场占有率的提高主要由耐用品出口贡献，其在2012增长3.5%，以及运输设备（占总出口25%），电子器材（19%），原油和天然气（13.5%）电动用品（7.3%）。值得注意的是，耐用品出口占墨西哥总出口的87%。

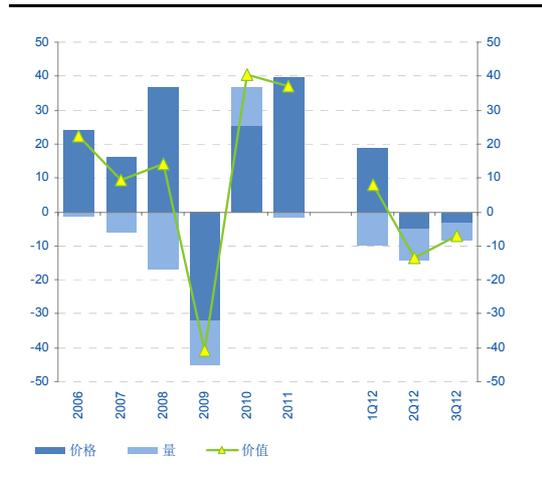
原油出口在同一时期录得连续两个季度的下降：2012年第二季度同比下降13.8%，第三季度同比下降4.4%。在上两个季度，平均价格和出口量都在下降。出口量下降明显，从2010年的平均每天1360桶下降到1235桶每天在今年第三季度。总出口额为3.06百亿美元，进口额为3.02百亿美元，9月贸易平衡为4千亿美元：原油平衡为16亿美元盈余，非原油平衡11亿美元赤字。

图11
出口（同比变化及对增长贡献）



来源: BBVA Research和INEGI data

图12
石油出口值（同比变化及对增长贡献）



来源: BBVA Research和INEGI data

在8月，境外汇款录得严重的萎缩（自从2010年2月）。在2011年增长之后，今年7、8月份同比下降7.2%。两个因素造成这个情况：在美国墨西哥劳工就业量的下降，其7、8月份下降了25%；比索兑美元的升值（13.1ppd在第三季度，13.6ppd在第二季度），墨西哥劳工寄回更少美元。

图13
市场占有率涨跌及制造业占有率在美国2012年（气泡的大小代表在美国的市场占有率）



来源: BBVA Research和U.S. Department of Commerce

图14
境外汇款（百万美元和同比变化）

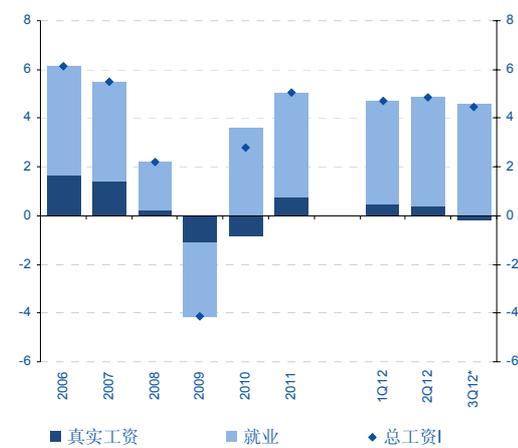


来源: BBVA Research和INEGI data

国内需求出现正面惊喜：就业是关键

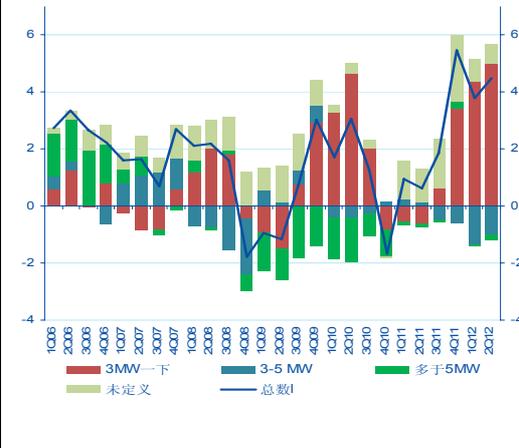
在国内，就业市场的强劲表现值得关注。正式私营部门（墨西哥社会保障局关联的职员）和其他受雇个人均表现出色。在前一分组，就业年增长4.6%，甚至好过2011年的4.2%。正式职位增长意味着两百万职位，从2009年危机后的最低位到2012年9月。另外，非正式职位的变现同样正面，2012年第二季度年扩张4.5%。

图15
总工资
(同比变化及对增长贡献)

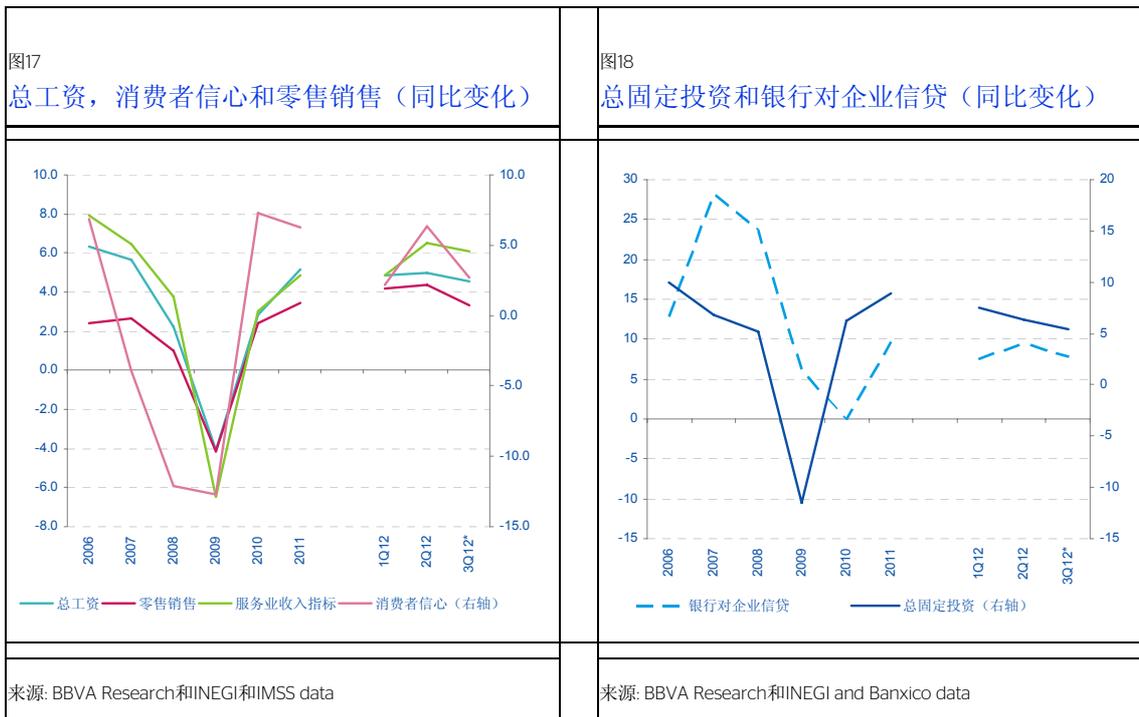


来源: BBVA Research和IMSS data

图16
按收入类别就业
(同比变化及对增长贡献)



来源: BBVA Research和INEGI data



正式职位的增加是总工资增加的主要原因。可是，工资真实值和一年前相比却平均下降了0.2%。总受雇员工的平均收入也同样有所下降，与前一年相比下降1%。因此，虽然有很多新职位，但是收入水平却维持在低位。2012年第二季度，在4840万受雇个人中，67%获得0-3个最低工资，82%受到0-5个最低工资。

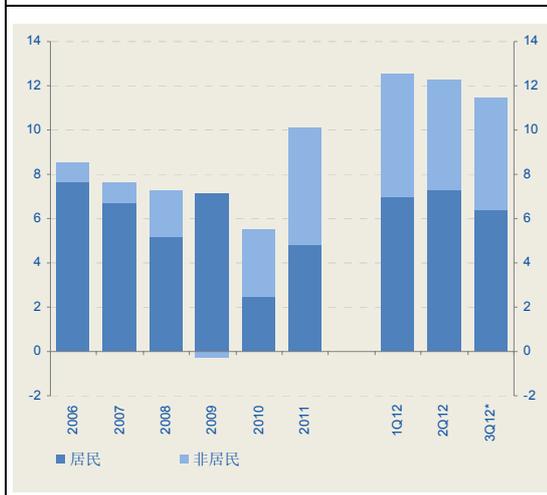
从今年开始，消费信心稳步增长，这反映到了蓬勃发展的私人消费，其在此季度扩张6%。在投资方面，私人投资在这个季度增长明显，公共投资有所下降。稳定的金融状况和信贷流动使消费和投资均持续增长。

与基本情景一致，在全球放缓的背景下，墨西哥经济依然会正面增长。与前一季度一致，我们维持2012年增长3.7%的预测，2013年增长3.0%。外部风险依然显著，尤其是美国增速大幅放缓的影响。

在融资来源方面，墨西哥的融资情况持续变好，尤其是广泛融资储蓄（M4-现金与硬币，包括公共部门），在第三季度实际增长11.5%，虽然低于前6个月平均值12.4%。在七八月份广泛融资储蓄的增长中，6.4点由居民贡献（自愿性储蓄），5.1点由非居民贡献（主要为政府证券）。

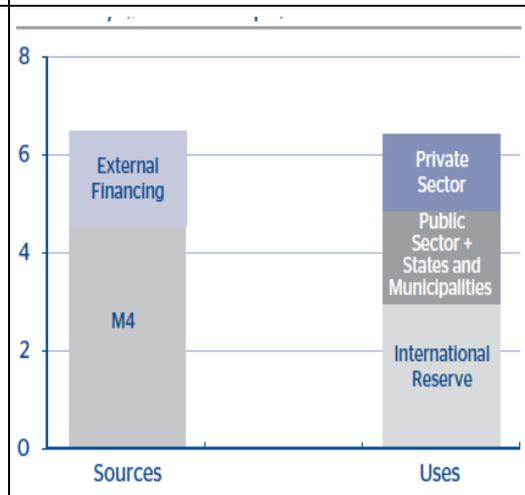
另外，在今年国际储备持续增加，占GDP百分之三。在公共部门，包括州和市，年流量为2%GDP，私人部门为1.5%。公共部门的占比从2007年上升到今年第二季度的37%，私人部门占比为33%。因此外部和内部的金融资源会继续增长，虽然在下半年出现显著下降的几率存在。

图19
总工资，消费者信心和零售销售（同比变化）



来源: BBVA Research和INEGI and IMSS data

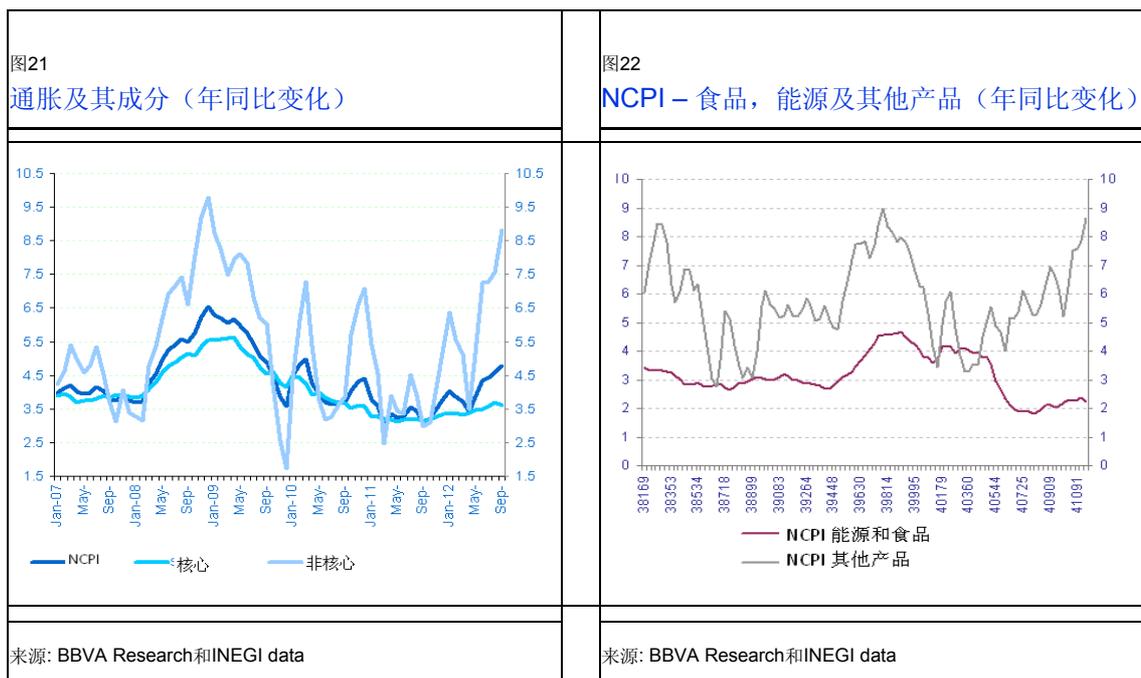
图20
经济来源的流量和使用状况



来源: BBVA Research和Banxico data

3.2 供给冲击的下降，通胀降到 4%以下

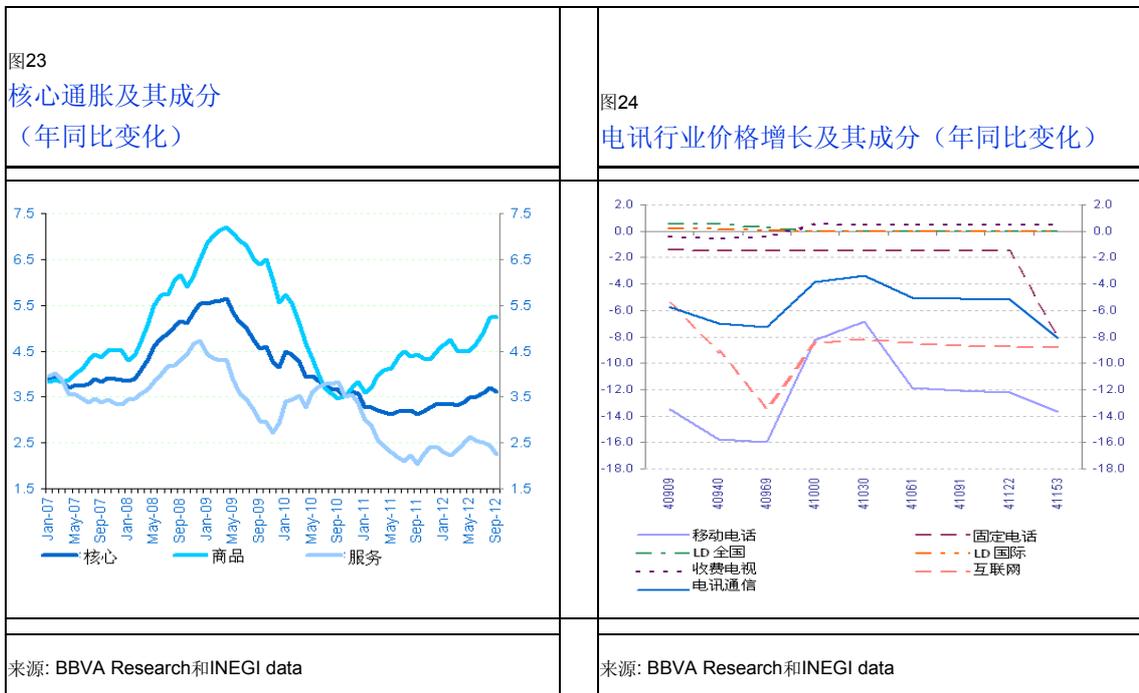
通胀在前四个月均在 4%以上，并在 9 月份达到 4.8%的高位。季度平均值为 4.6%，高于央行设定的通胀目标区间的最高值。不过，这次的上升不完全因为普遍价格的上涨。而是由于某些种类物品的供给冲击。核心通胀的表现可以证明这个结论，其在本季度仅由 3.5%上升到 3.6%。如果把食品和能源通胀和其他货品区别来看，我们也可以得出此次通胀并不是由于整体价格的上涨。食品和能源是非常容易受到国内和国际供给方波动影响的。这两项在 9 月通胀为 8.6%，而其他货品通胀仅为 2.2%。食品和能源占 CPI 篮子的 40%，其他货品占 60%。



近期通胀是非常不平均的，按照产品类别分类。核心通胀显著不同，这是从 2010 年最后一个季度开始的现象。另一方面，商品价格在 9 月增长 5.2%，而服务类价格在连续 20 个月都在 3.0%以下，在本月更下降至 2.3%。

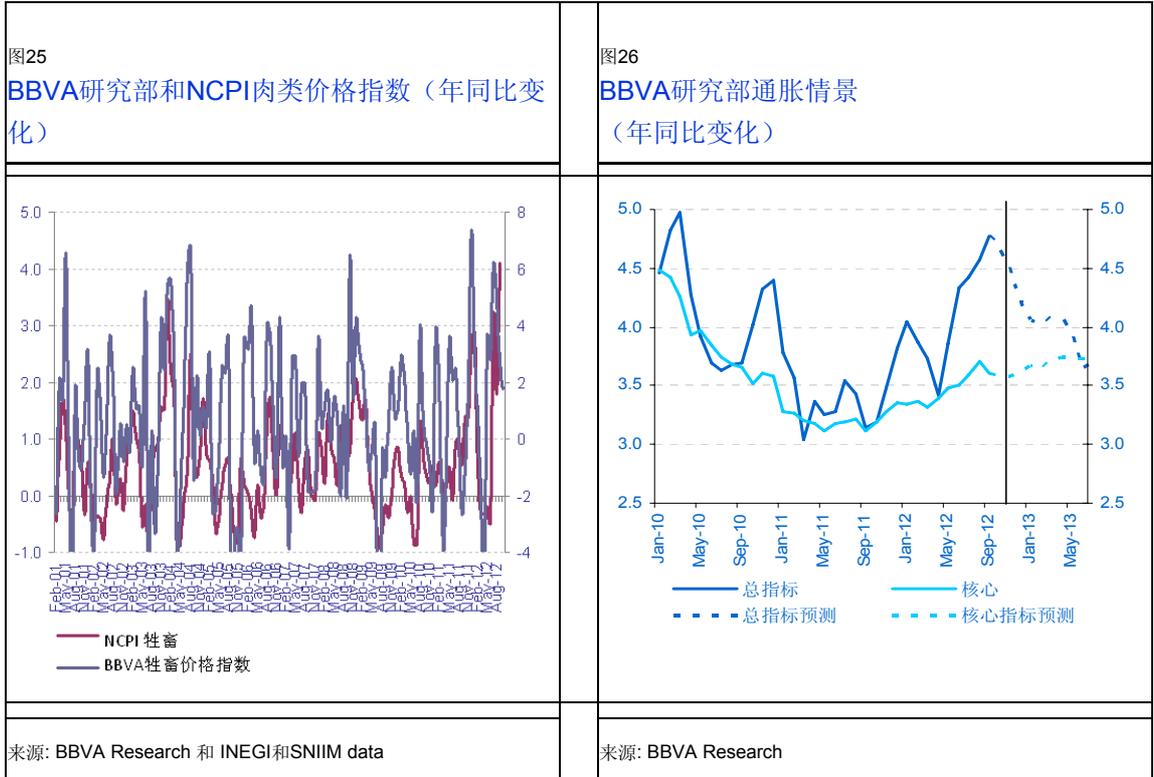
商品价格在第三季度被一轮新的加工食品的价格上涨所影响，其开始于 2011 年 10 月。在 2011 年第四季度的下降之后，加工食品价格开始新一轮的飞涨在 2012 年第四季度。这主要因为 6 月份全球的谷物价格的上涨。虽然这次价格回弹的强度不如 2011 年，但是其对通胀造成了压力。不包括食品的其他商品价格，在 10 月上涨 1.93%，这是自 2010 年 6 月的最低值。第三季度的平均值为 3.8%。两个因素导致此：首先消费自 2010 年的持续复苏，其次是比索的自 2011 年 9 月的贬值。

自 2011 年 2 月之后，服务价格上涨在 3%之下，并在 2012 年第三季度下降至 2.4%（第二季度 2.6%）。在服务业的范畴内，居住价格和教育价格保持稳定，分别在其年平均 1.9%和 4.4%左右。其他服务业价格下降明显，从第二季度的 2.7%下降至第三季度的 2.3%。电子制造业良好的表现和竞争的增加降低了价格，这部分解释了服务业价格的下降。服务业价格的表现说明了经济增速缓慢。虽然消费恢复，失业率依然保持在危机前水平，实际工资几乎没有增长。不过，不能忽略的是在某些行业的竞争增加也同样造成了通胀的低位。



相反，非核心通胀在第三季度经历强增长，从上个季度 5.3%到本季度的 7.9%，主要受上升的粮食和肉类价格所影响，同时也受到能源价格的通胀影响。农产品价格在前五个月持续上涨，年通胀到 9 月份为 13.4%。部分可归咎于播种季节和收成季节的不平衡，但更多是因为全国范围内的生长情况不如 2011 年。肉类价格在 6 月份稍稍降低后，在 7 月份重新增长达到年通胀 12.7%，并在 9 月份达到 17.7%。鸡蛋价格的上涨为主要原因，这是由于 6 月份在西部爆发的禽流感。在之前几个月开始的全球范围内的谷物价格上涨也造成了猪肉和牛肉价格的增高。

能源价格也在第三季度出现了快速的上升，从第二季度的 7.7%增长到第三季度的 8.0%。主要由于电价和石油气的价格的上升，与石油价格以及与其相连的汽油价格的上涨一致。同时，天然气价格在第三季度继续回来，这有助于缓解能源的通胀。最后，地方政府订立的油价增长减缓，从第二季度的 0.4%到第三季度的 0.1%，这是由于地方政府的融资压力较轻。而且油价普遍高于与联邦预算相连的价格。这也是有助于控制通胀的因素之一。



在 BBVA 的通胀情景中，第四季通胀会向央行的波动区间靠拢，并在 12 月达到年通胀率 4.2%。不过考虑到供给冲击的严重性，全年通胀还是有可能不在 4% 以下。对于核心通胀，我们预计其在下三个季度会在 3.6-3.8% 的区间波动，最后在 2013 年第四季度下降到 3.5%。这个情景基于供给冲击逐渐减弱，经济活动有足够的扩张并且产生出对商品的需求压力。商品价格在 2013 年不会快速下降，而是保持在平稳的状态。汇率小幅升值。通胀的向上风险包括：再一次的全球商品价格反弹，在全球风险规避时期的比索贬值，以及地方正为了寻求更多收入而快速升高收费。通胀的向下风险为新一轮的全球紧缩导致的本国经济下滑。

框 1：墨西哥和美国通胀差的决定因素

墨西哥经济周期和美国紧密相连。可是消费价格指数在两国却并没有明显联系。所以，确认两国通胀差的决定因素是一件重要的事情。

在最近几年，美国通胀保持在低位，平均1.6%自从2009，市场认为2.0%左右是联储局的通胀目标。只有在2011年4月和12月，通胀意外升高过3.0%以上，这是因为油价和谷物价格的显著上升。在这同一时期，墨西哥通胀平均在4.3%，由于持续的供给和汇率冲击。不过，墨西哥的通胀在整个2011年均是在央行设定的区间内波动，非常接近平均3.0%的通胀目标。

由于两个国家居民有着不同消费习惯和模式，所以两国的通胀差异并不绝对有可比性。对于不同产品的消费是不平均的，对每种商品的消费各不相同。因此，为了避免不同的消费篮子而导致额度扭曲，美国和墨西哥的通胀差最好由其各自价格指数的差来反映，并且根据美国的消费权重为墨西哥制作一个消费价格指数。这个差值自1990年代就持续降低，并在一些短暂时间趋近于0。这表明波动性也颇大。

为了解释在这个通胀差后的决定因素，我们建立了一个模型。说明变量包括汇率的年度百分比变化，两国工业生产缺口差值，这是为了控制两国的

经济周期差别，国际玉米价格的年度变化。如下图所示，这些变量解释了墨西哥和美国通胀差。利率是这些变量中最能解释这个差值的。这可能是由于墨西哥经济的高度开放性和外汇市场的庞大性。外汇调整了经济环境的变化：在全球风险规避时货币贬值使得进口价格升高。另外，工业生产缺口的差值也部分解释了两个的通胀差。这是因为墨西哥的经济周期更为波动，因此价格压力更为明显。玉米价格导致了通胀差的更大脆弱性。这个变量以及其他一些谷类可以对墨西哥通胀产生直接影响，因为美国是全球最大的农业生产国之一。

尽管如此，还有其他一些因素在影响通胀差，这些因素很难用模型来表示。例如，从2010年开始墨西哥的增值税从15%增加到16%。虽然这个加幅在税率上并不显著，但是其意味着通胀差的上扬，导致全年水平的增加。

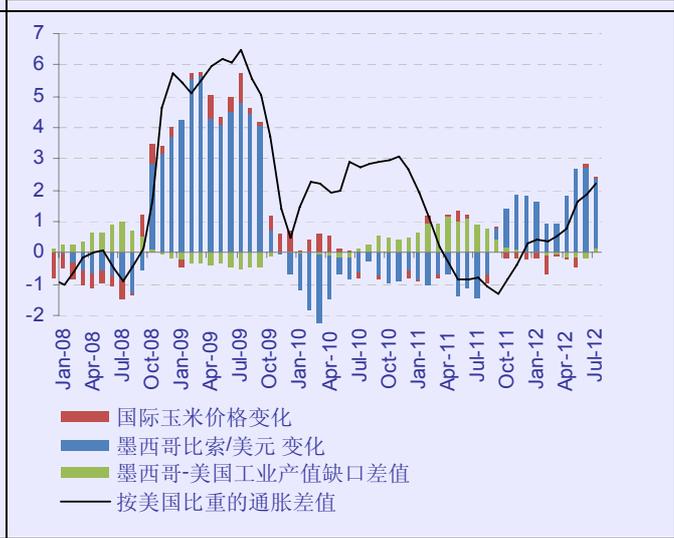
作为总结，墨西哥和美国的通胀差主要是因为两个的结构不同，最重要的因素是关系到两国生产结构的因素。虽然这个通胀差并没有被完全消除，墨西哥稳定的价格水平和自1990年代起的浮动汇率政策，已经保持了其国际竞争力和增强了其经济。

图 27
美国和墨西哥通胀差值的解释变量（年度同比变化）



来源: BBVA Research, Bloomberg, 和 Haver. 这是基于美国比重的通胀差值

图 28
墨西哥和美国通胀差的分解（年度同比变化）



来源: BBVA Research

框 2：货币政策利率的非传统决定因素

在一个通胀高于 4.0% 和经济增速在 4% 左右的环境下，收紧货币政策空间是存在的。实际上，如果用基于传统决定因素的反应方程（通胀缺口和产出缺口）来估算货币政策利率的话，会得出收紧货币政策的迹象，但是中央银行并没有任何进行此类举动的表示。这显示出中央银行有可能采用了新的方式决定货比政策的实施。例如：中央银行是否在传统决定因素之外考虑了一些其他的变量？决定货比政策的程序会否因为国内与国际状况的改变而产生变化？

基于中央银行的近期通告材料，我们构建了一个包含非传统变量的反应方程。次方程为货比政策规则方程：

$$i_t = (1-\rho)(\alpha) + (1-\rho)\beta(E[\pi_{t+n} - \pi^*_{t-n}]) + (1-\rho)\gamma(E[y_{t+k} - y^*_{t+k}]) + \rho(i_{t-1}) + v_t$$

i_t 是货币政策利率， α 是名义长期平衡利率， π 为通胀率， π^* 是通胀目标， y 是 GDP 年增长率， y^* 是墨西哥的潜在产出。 $E[\]$ 是期望值， ρ 是利率调整的速度， v 是随机误差。 t 为时间， k 和 n 分别表示产出缺口之前的不同时期及通胀缺口。

在通胀环境中没有调整融资利率的理据是中期利率期望并没有出现不良的影响。当在反应方程中考虑通胀缺口后，6-12 个月的通胀模拟值是具有统计学意义的。这个结果再次确认通胀期望对决定利率非常重要。

在上次央行会议的记录上，大多是央行成员需要考虑通胀冲击的本质来决定利率政策。这是几句利率政策对应付来自供给方面的冲击是没有有效的。所以货币利率决定机制应当包括一个仅基于核心通胀的通胀缺口。通胀缺口作为一种衡量价格需求压力的方法，基于不包括食品和能源的价格指数，并且使此变量与美国核心通胀的定义有可比性。这个缺口自从 2008 年以来变大并且具有统计学意义。这个结果说明虽然价格上涨加剧和环境多变，央行不会只基于通胀作出政策改变，而是基于一系列的不同指数，并且更多考虑需求压力，特别是当通胀在目标附近。

最后，考虑到联储局最近宣布持续的宽松货币政策，墨西哥央行如何应对非常重要。此模型尝试加入联储局更为宽松的货币政策的影响，使用广义货币总量（M1）的变化率，资产平衡表中资产的年度变化率，实际货币政策利率等变量衡量此影响。结果显示这些变量均显著，说明美国的宽松货币政策对墨西哥的货币利率有向下影响。

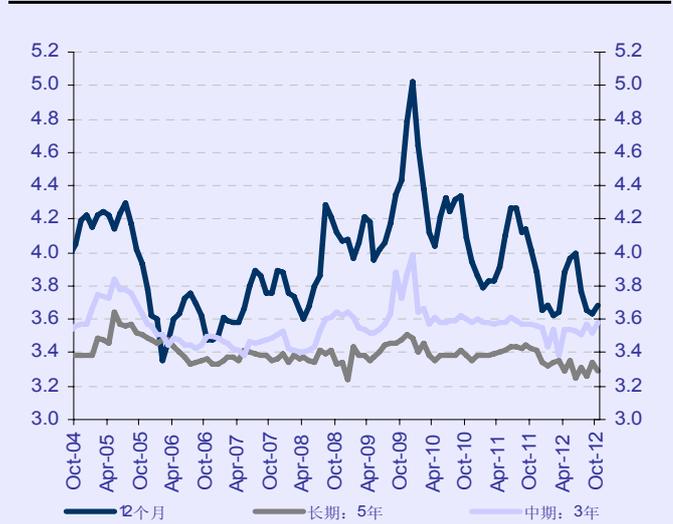
统计分析是让我们获知决定货币利率的过程。除了传统变量通胀缺口和产出缺口外，通胀预期，区分供给冲击或需求压力的指标，以及联储局货币政策均为重要的变量。

图31
受抑制的通胀：核心通胀及不包括食品和能源的通胀
(年度同比)



来源: BBVA Research 和 INEGI

图32
通胀预期 (%)



来源: BBVA Research 和 Infosel data

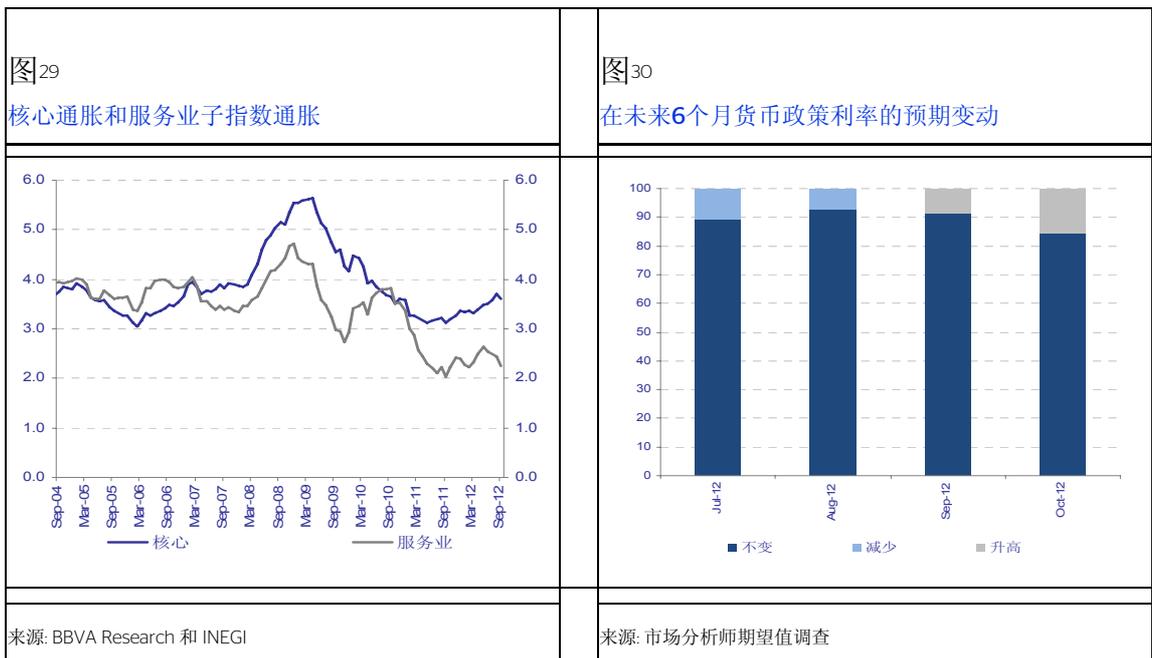
3.3在通胀超过4.0%的环境中，停止货币政策

现在一个通胀环境高过目标值并且全球经济向下风险持续，货币利率第三年没有改变。自从6月份以来，不同的供给冲击包括农业，畜牧和能源价格一起使得通胀高过4.7%。虽然这个值超过了波动区间的上限，此次通胀的暂时性特征和核心通胀的稳定使得央行并没有采取货币政策控制通胀。另外到目前为止还没有迹象表明这次通胀造成二次影响。反映在核心通胀为3.6%，服务业通胀低于2%。另一方面，中期通胀期望（其与通胀目标紧密相连），保持在3.5%，这与此次供给冲击的短暂性一致。值得提到的是当央行决定政策应付通胀时，其会区分供给冲击和需求压力的不同。考虑到核心通胀和不包括食品和能源通胀的表现，一个更长的货币政策停止是其结果。（见图“货币政策利率的非传统决定因素”）。

国内经济的增速继续依赖消费和私人投资，其在第二季度年增长率分别为3.6%和6.4%。就业和信贷是支持这个增长的因素。最近的制造业出口和汽车生产的数据显示出外部需求的放缓。考虑现在的全球局势，虽然在欧洲央行实施更多措施增加流动性后全球风险规避情绪下降，但是市场仍然对欧洲央行采取余下措施解决债务危机的能力抱有怀疑。美国也存在国会最后没有成功延迟由财政悬崖而引起的削减开支和加税。所有以上风险因素都解释了墨西哥央行继续保持货币政策不变的原因。

在通胀高于4%的环境下，央行最近的通告表现出更为约束性的腔调。这个有约束性的腔调显示央行会在通胀与核心通胀持续以及没有下降趋势的情况下考虑进行货币政策。虽然通胀在中期预计会下降，但是在短期存在上扬的风险。在九月份的货币政策会议上，央行官员有关于供给冲击是否会传染到核心通胀的讨论，对于货币政策是否应当对供给冲击有所调整也进行了激烈辩论。另外，BBVA预测联储局宽松的货币政策会对墨西哥的融资利率有向下压力。

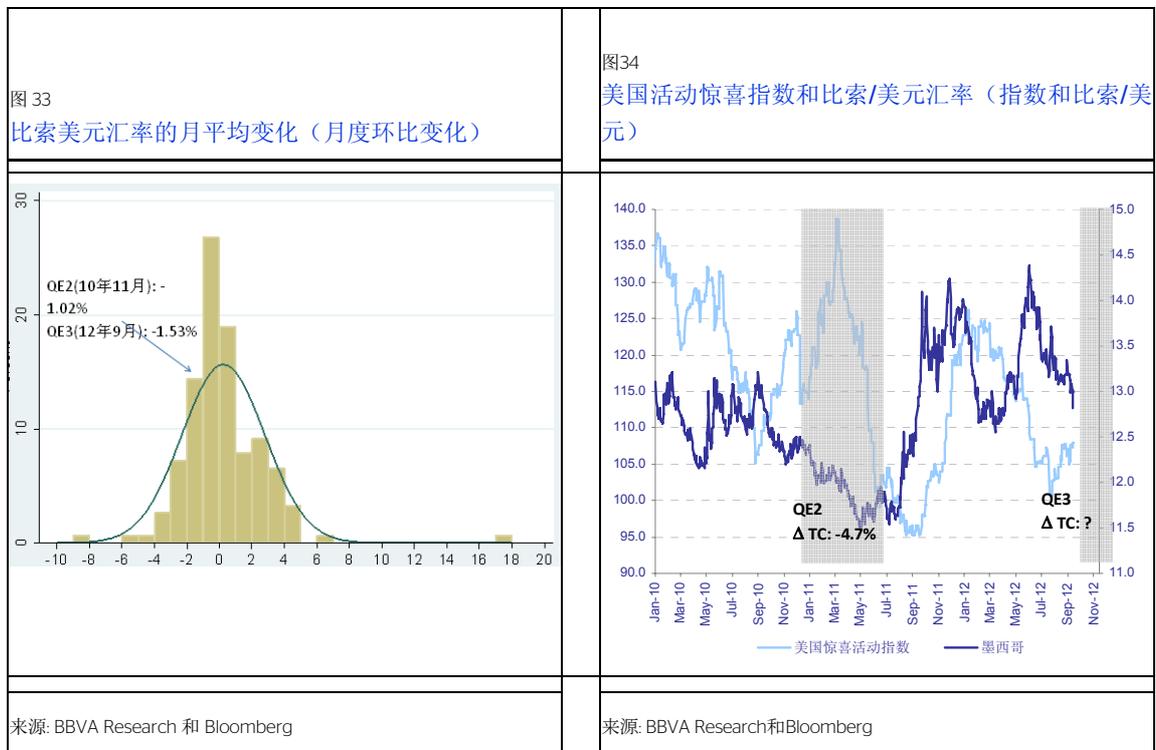
目前，BBVA保持经济会在2013年增长3.0%的预测。通胀率会保持在4.0%之上，此情况会至少在明年第一季度保持，并在年底前下降至大约3.5%。这个情景假设是需求压力不会出现，供给冲击渐渐消散，同时全球保持高流动性。我们保持货币政策在2013年不变的预测。不过，如果通胀显著上升，上调利率的几率依然存在。



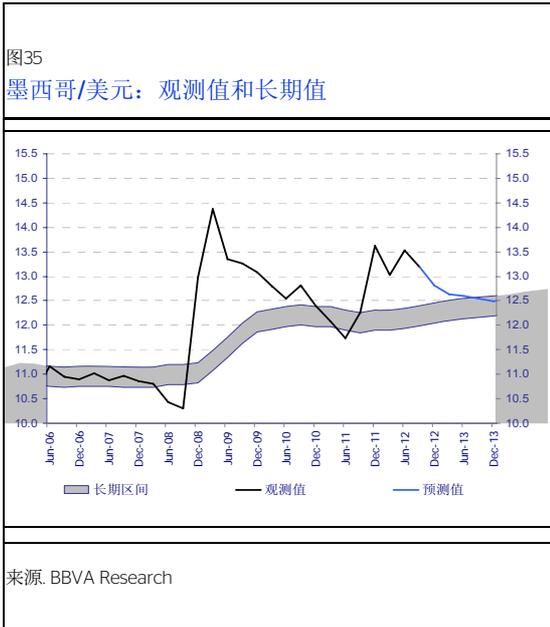
汇率和中长期利率在未来几个月会保持现有水平，在一个全球高流动性和适度增长的环境

在近几个月，美国经济活动和就业都出现衰弱的迹象。这导致了联储局的公开市场委员会在9月开始了新一轮货币宽松（QE3）。此次量化宽松是通过无限度购买房贷抵押债权以及预期超低联邦融资利率会至少持续到2015年。这次量化宽松的目标是房贷市场融资状况，刺激此部门发展进而提升消费，最终改善美国就业环境。另外，联储局也特意声明维持超低利率的政策并不说明经济增长预期恶化。

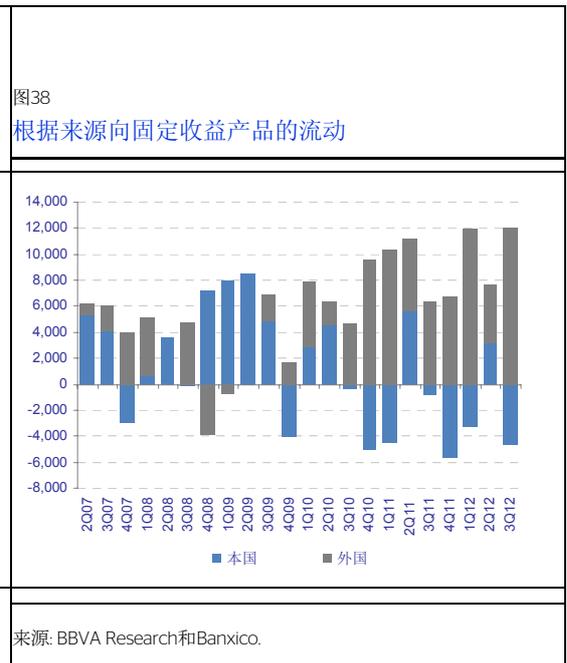
美国的宽松政策已经导致了全球流动性的增加，这反映在新兴市场货币的升值。例如，在美国2010年11月和2012年9月宣布宽松政策后，墨西哥比索分别升值了1.0%和1.5%。在2010年9月到2011年6月间，墨西哥比索累计升值了4.7%。不过，美国经济在2011年前半年的意外好转以及增长前景的改善也影响了升值的预期。同时，欧洲危机也同样影响了升值的几率。



在如今全球经济风险减少，和美国保持适度稳定的复苏的环境下，我们预计比索汇率会在年底到12.91兑1美元。12月份金融市场的预期反映在比索的远期合约价是13.06。长远来看，当全球局势趋于稳定时，比索的长期水平应在12.5兑1美元左右。

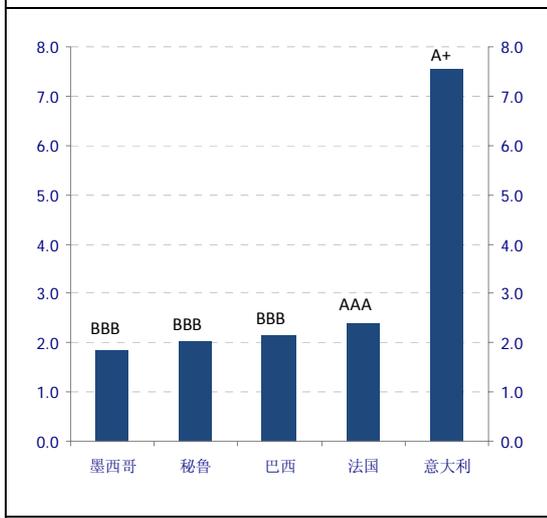


上年，拉美国家的美元实际风险调整后收益率大多为正，尤其墨西哥，这与很多其他新兴经济体在零左右或者为负值的情况对比明显。墨西哥的 4.5%的通胀率，比索升值（5.1%年同比；巴西为-12.7%），和较低国家风险支持了外国资本的流入。在 2012 年第三季度，外国资本流入达到了历史高位 120 亿美元。流入的资本主要集中在墨西哥债券，流入墨西哥债券市场的外国资本也达到了历史高位 81 亿美元。



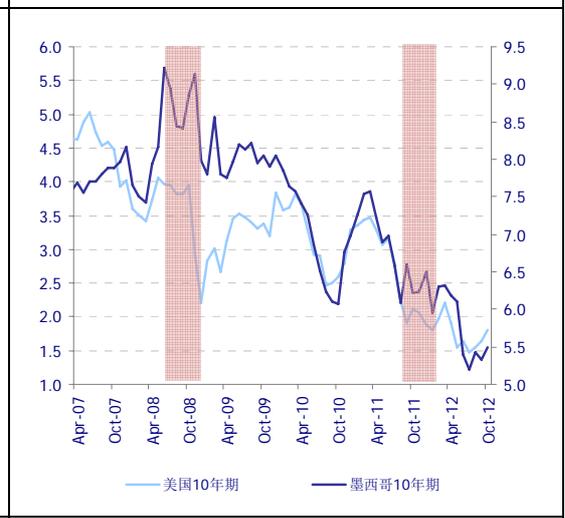
墨西哥中长期利率保持低位，这是全球流动性增加，风险规避情绪减弱，和主权风险降低的结果。在欧洲央行作出果断行动增加流动性的背景下，墨西哥短期利率的走势会和美国十分接近。在金融市场上，墨西哥的信贷风险相较其他新兴市场较低，甚至也低于一些发达国家和主权信用评级高于其的国家。墨西哥较其他国家具有较好的现状的原因是其比较传统的银行体系，公共部门债务水平和财政赤字保持较低。良好的银行体系，预计 2012-2013 年增长 3.5%，和实施结构性改革的期望。例如，高流动性和低信贷风险使 10 年期利率和 1 年期利率差减少至 100 的几点。在未来几个月，全球流动性的温和增长会持续，导致利率曲线的中长段有较小波动，我们预计 10 年债在年底会在 5.5%的收益率。

图39
贷款合约的隐含违约机率



来源: BBVA Research, Bloomberg和Fitch Ratings.

图40
10年期国债利率: 墨西哥和美国



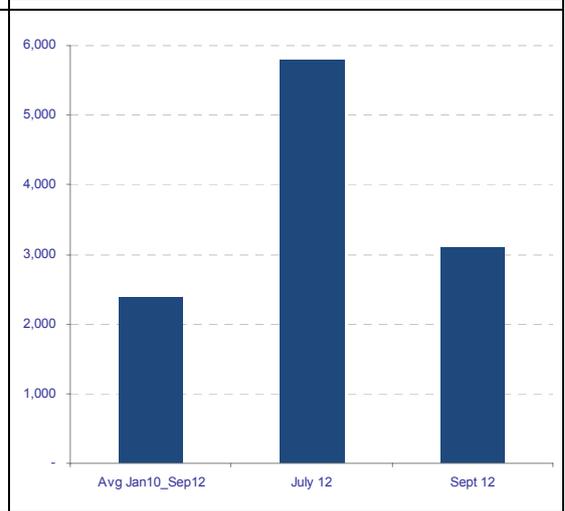
注: 阴影部分为相关性较大时期
来源: BBVA Research和Bloomberg

图41
10年期国债收益率分解 (%)



来源: BBVA Research,

图42
外国资金流入固定收益证券 (十亿美元)



来源: BBVA Research和Bloomberg

4. 附录

表 1
宏观经济预测：GDP

年同比增长率	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧元区	-4.3	1.9	1.5	-0.5	0.3
德国	-5.1	4.0	3.1	0.9	1.3
法国	-3.1	1.6	1.7	0.1	0.5
意大利	-5.5	1.8	0.5	-2.4	-0.6
西班牙	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.4
英国	-4.0	1.8	0.9	-0.1	1.3
拉美*	-2.2	6.2	4.3	3.0	3.7
墨西哥	-6.1	5.4	3.9	3.7	3.0
巴西	-0.3	7.6	2.7	1.6	4.2
EAGLES**	4.0	8.4	6.7	5.2	5.8
土耳其	-4.9	9.2	8.5	3.0	4.5
亚太	4.1	8.2	5.8	5.2	5.5
中国	9.2	10.4	9.2	7.6	7.9
亚洲(不包括中国)	0.8	6.7	3.5	3.7	3.9
全球	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表 2

宏观预测：通胀率（均值）

（年增长率）	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	2.1
欧元区	0.3	1.6	2.7	2.5	1.8
德国	0.2	1.2	2.5	2.1	1.8
法国	0.1	1.7	2.3	2.3	1.7
意大利	0.8	1.6	2.9	3.4	2.3
西班牙	-0.3	1.8	3.2	2.5	2.3
英国	2.2	3.3	4.5	2.7	2.1
拉美 *	6.4	6.4	8.1	7.6	8.1
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.2	3.9
巴西	4.9	5.0	6.6	5.3	5.3
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.4	4.5
土耳其	6.3	8.6	6.5	8.9	5.5
亚太地区	0.3	3.6	4.7	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
亚洲（不含中国）	1.0	3.7	4.3	3.4	3.3
全球	2.2	3.8	5.2	4.2	4.0

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表3
美国指标和预测

宏观指标:	2010	2011	2012	2013	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
GDP (实际变化)	2.4	1.8	2.1	1.8	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.1	2.1	1.5
私人消费 (实际变化)	1.8	2.5	1.8	1.7	3.1	2.7	2.5	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7
政府消费 (实际变化)	0.6	-3.1	-1.9	-0.2	-2.3	-3.2	-3.8	-3.3	-2.2	-2.2	-1.8	-1.5
总固定资产投资 (实际变化)	-0.2	6.6	9.2	6.2	4.8	4.3	8.4	9.0	11.9	9.9	8.1	7.2
建筑业 (实际变化)	-3.7	-1.4	11.3	8.4	-3.2	-7.1	1.4	3.9	9.3	10.4	13.1	12.3
工业产值 (实际变化)	5.4	4.1	3.8	1.7	5.4	3.6	3.3	4.1	4.4	4.8	3.2	2.8
经常帐余额占GDP	-3.1	-3.1	-3.0	-3.3	-3.2	-3.2	-2.9	-3.1	-3.5	-3.0	-2.6	-2.7
最终年通胀	1.5	3.0	1.9	2.3	2.7	3.6	3.9	3.0	2.7	1.7	2.0	1.9
平均年通胀	1.6	3.2	2.0	2.1	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.8
财政余额占GDP	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0				-8.7				-7.7

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%20Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

This report has been produced by the Economic Scenarios Unit:*Chief Economist for Economic Scenarios*

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Jaime Martínez Martín
j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez Vález
jorge.rv@bbva.com

With contribution:
Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Alberto González de Aledo
alberto.gonzalezdealedo@bbva.com

BBVA 研究部*Group Chief Economist*

Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Latam Coordination
Juan Ruiz
Juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

联系方式:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com