

经济展望

墨西哥

2012年第一季度
经济分析

- 世界经济发展正在放缓。在新兴经济体的带动下，2012年下半年经济增长将会恢复。
- 由于通货膨胀率和财务成本稳定且银行系统不受外部风险的影响，墨西哥经济将持续以大于**3%**的增长率增长
- 墨西哥的通货膨胀、利率和增长。物价稳定使通过提高利率的活动终止。

索引

1. 概述.....	3
2. 全球经济下滑及欧洲经济衰退.....	5
3. 墨西哥在全球复杂情境下的优势.....	7
4. 固定在历史最低水平的通货膨胀和利率.....	12
框1: 旱灾: 对主要部门的影响有限而通货膨胀的影响更小.....	16
框2: 通货膨胀影响利率的暂时结构, 利率的暂时结构将这种影响转移至经济活跃性.....	18
5. 融资情况、国内开支和外部因素.....	21
6. 指数及预测.....	24

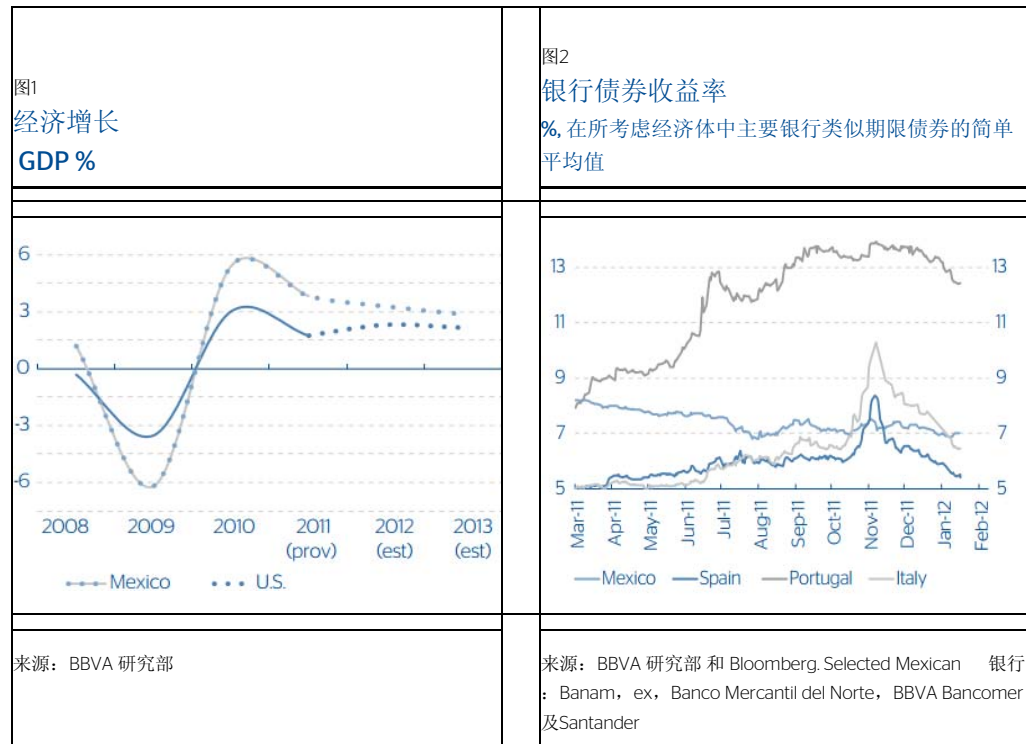
截至: 2012年2月09日

1. 概述

由于在全球范围内某些不确定性因素消除，而且风险呈下降趋势得到了证实，墨西哥经济将以大于**3%**的增长率增长。

自本刊物上一期发行以来的**3**个月中，全球经济状况早期发展趋势得到了证实。**2012年美国经济增长率略高于2%，欧元区经济走向衰退。**而且，数据还显示正如所预料的那样，所有新兴经济体的经济放缓，这是由于外部环境不够有利，但有更加通融的需求政策的支持。最后，还被证实的是，全球经济状况的主要不确定性是在欧元区。由于该地区缺乏公共部门的共同负责机制，为了避免缺乏流动资产的状况导致资不抵债，该地区仍在继续寻找解决办法，虽然取得了一些进展，但仍未找到符合国内政策的解决方案。

由于**通货膨胀率和财务成本稳定且银行系统不受外部风险的影响，墨西哥经济将持续增长。**在这种全球化的环境中，**2011年墨西哥的经济可能以近4%的增长率发展，**其通货膨胀率和财务成本在其整个时间结构中处于历史低位，而且连续第二年其平均汇率也处于低位。我们认为在**2012年和2013年复杂的全球环境中墨西哥仍然会保持贸易顺差，连续第二年平均经济增长率超过3%，**通货膨胀率仍将保持稳定，而不应当加以限制，鉴于美联储的作用以及墨西哥宏观经济政策负责任地加以管理使其拥有充足的流动资产。在这种情况下，鉴于墨西哥的规章和资本化不会受到外部不确定性因素的影响，且对无债务需求能够继续保持信贷优惠能力，银行系统仍将是墨西哥经济实力的一个要素。



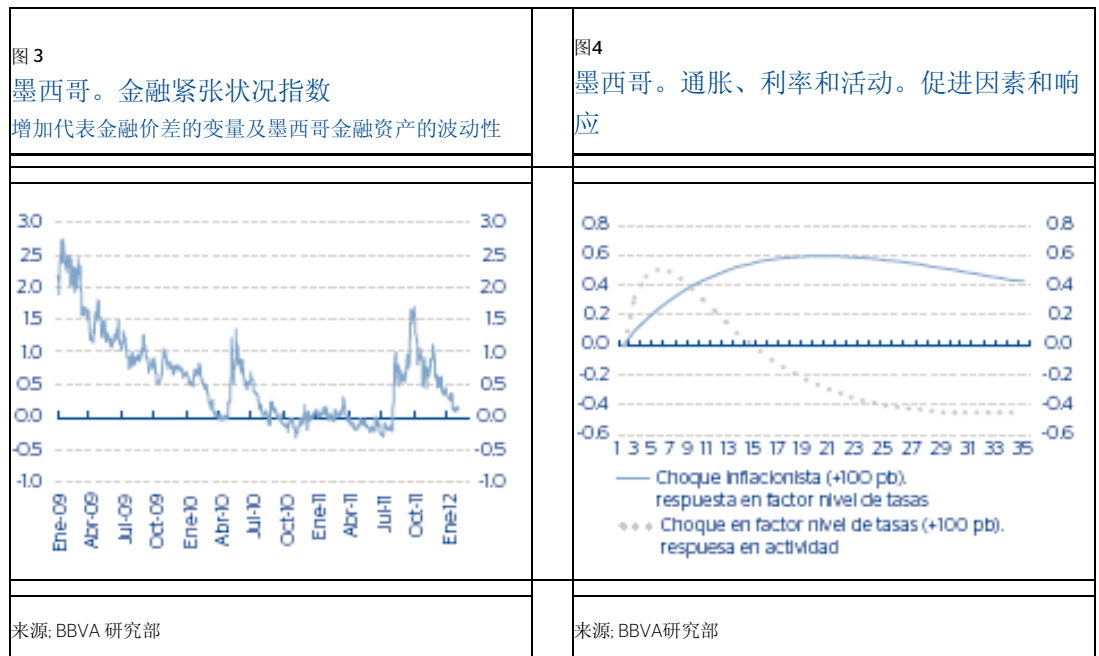
墨西哥经济较为有利的展望并不能免除上行风险或下行风险，而且下行风险发生的几率高一些。除非美国的经济增长高于预期，或由于墨西哥的**6**年政府管理期到期，消费或投资方面的公共开支有反弹而超过预期，可以这样说，最终家庭和公司的消费性开支和投资不会像预料的那样减缓。鉴于现有的证据，国内需求自发增长的几率降低，它并不受外部需求的支配。首

先，这是由于墨西哥经济的开放程度大，不仅仅在工业活动方面，而且在服务业方面；还由于实际就业工资持续下降，这一点与基于生产率提高的增长并不相一致。

在下行风险当中，不同于美国需求意外下降，有两种风险特别突出：干旱和融资条件的困难超过了预料。就第一种风险而言，缺少雨水似乎并不是假设2012年增长方面重要定量下降趋势的一种先验。水可用性降低的影响是产量降低和价格上涨，由于缺乏雨水所带来的产品数量降低和成本增加。然而，如在本刊物中所说明的那样，降雨量、主要部门总增加值和消费者物价之间的关系很小，价格与活动之间的关系更是如此。从这个意义上讲，基本篮子的持续性相对价格的增长与全国消费者物价指数相比较，主要部门产品的相对权重更大，这种类型产品的生产价格也增加了。这对收入分配有逆向影响，由于较低收入的群体通常都有一个消费篮子，其基本篮子中主要装的是食品。相对于主要部门的生产率，一种更糟糕的变化可能在相对价格行为之后。尤其如此的是，假设该部门生产价格的增长率高于国内生产总价格和通货膨胀的增长率。

外部环境可能会使融资条件变得更困难，因此应当保持国内名义稳定，以避免经济活动减缓。促成墨西哥经济较为有利的因素之一是通胀预期处于历史低位和稳定水平，它与缺乏需求压力一起大大减小了相对价格（如重要的一个方面是汇率）的变化向最终消费者的转移。这种情况有利于良性循环，可影响到代理商的期望、可支配收入、融资和银行系统的信贷优惠。对于信贷市场某些非中介机构或非银行环节，在与全球风险溢价增加相关的融资条件方面注意到某种紧张状态。某些食品国内产量降低可能意味着存在与通胀预期相关的风险，我们并不认为这有很大的几率，虽然年度全国消费者物价指数（NCPI）在2012年前几个月可能会很容易超过4%。然而，如基于从BBVA研究¹的最近一期《经济观察》获得的结果所说明的那样，利率和宏观经济变量之间的影响存在一定的关系，但特别的是通货膨胀对于利率的影响是强烈并且正面的，而利率对于行为的影响是强烈并且负面的。

简言之，加强墨西哥经济的一切因素、其宏观经济政策和名义稳定管理的确定性均会有助于减少来源于复杂外部环境的各种风险。



¹有关更多详情，见 BBVA 研究 *Observatorio Económico* “Crecimiento, inflación, fondeo y curva de tasas de interés: impacto en ambos sentidos”, (“增长、通货膨胀、资金和利率曲线图：双向影响”) 见: <http://www.bbva.com/observatorio-economico/ketd/ketd/esp/nav/geograficas/latinoamerica/mexico/index.jsp>

2. 全球经济下滑及欧洲经济衰退

全球经济在 2011 年底下滑，但在新兴经济体的引导下，将在 2012 年下半年反弹

全球经济在2011年最后几个季度明显减速。这是欧洲增长减弱（第四季度已经为负增长）以及新兴经济体减速造成的，2011年底新兴经济体季同比增长约1%，是自2008年危机以来的最低增长率。然而，减速的推动因素差异较大。由于在解决主权和金融危机方面未能取得重大进展，自9月份以来，欧洲一直受到持续较高财政紧张的影响（参见图1）。另一方面，除了发达经济体下滑外，新兴经济体下滑的部分原因是直到2011年上半年为避免过热而在以前采取的政策紧缩的结果。

未来，欧洲机构预计会采取的坚决行动将缓慢降低财政紧张和全球风险规避，有利于全球经济在2012年下半年反弹。然而，对反弹的最大贡献来自于新兴经济体，因为其政策将更有助于增长。同时，即使美国比前几次复苏的增长速度更慢，但它将在今年上半年摆脱欧洲衰退的影响。因此，相对于我们此前在11月份公布的《全球经济展望》，我们将2012年的全球增长预测下调了0.6个百分点，2013年0.3个百分点，分别降至3.5%和4.1%（图6）。

图5

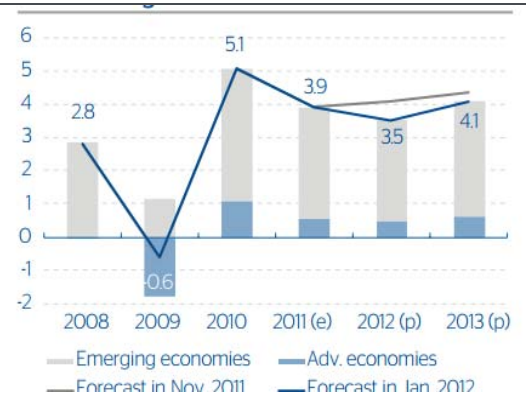
BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图6

全球 GDP 增长 (%同比)



来源：BBVA 研究部及 IMF

在欧洲危机的决议上缺乏决定性的进展使得欧元区仍是全球前景的主要风险

即使在欧洲和新兴经济体的增长率下调后，风险仍保持下降。这些风险取决于欧洲主权 - 金融危机的发展情况，它将继续保持，可能加剧欧洲衰退，并通过贸易联系、金融风险 and 风险规避增加而溢出至其它地区。

尽管自10月份以来已取得一定进展 - 主要是ECB提供长期流动资金和达成更多财政纪律的一些协议，但在三个方面需要采取更加坚定的行动以解决欧洲危机。首先，在主权债务方面，对希腊偿付能力的担忧需要通过完成与私营部门股东的交易来解决。同时，应建立相当规模的可靠主权防火墙，以防止扩散至流动性差的国家。其次，应推动宏观经济改革，以改善增长前景，包括旨在纠正金融机构资产负债表的改革，同时要当心，避免突然削减对私营部门的信贷。最后，欧元区治理需进一步改善，以巩固货币联盟，包括财政联盟的明确路线图。

除了这三点，如果议定的财政协定被各国批准，且在3月份的欧盟峰会后得到令人信服地执行，再加上为降低周边国家的脆弱性和改善长期增长前景而提出的改革方案，欧洲经济前景将大大改善。

持续财政紧张推动欧洲走向衰退

欧洲财政紧张继续保持在高于2008年雷曼兄弟公司倒闭后的水平（图1）。鉴于此，再加上周边国家财政调整的影响，我们下调了对欧洲的增长预测，包括至少在2012年上半年的负增长以及全年-0.5%的增长，2013年将缓慢反弹。值得注意的是，这些预测取决于危机的迅速解决以及财政压力的明显下降。欧洲核心和周边国家的表现差异将继续增大，部分原因是后者的大规模财政调整。

与欧洲相反，美国将像2011年下半年那样在2012年出现反弹。我们的预测与三个月前相同，2012年为2.3%，2013年为2.2%。然而，复苏比典型的后衰退周期更弱，且受到欧洲风险以及国内政策不确定性风险的影响，包括2013年可能的财政紧缩（由于减税到期且执行自动削减支出）。另外，恶化的房地产状况、严格的信贷市场以及持续去杠杆化将抑制消费支出。

新兴经济体正在软着陆

与2008年雷曼兄弟公司倒闭后的情况相比，新兴经济体的信心重新振作，包括下述亚洲。这使得新兴经济体的国内需求走强，即使其金融市场也在一定程度上通过较低资金流入、更紧贸易金融以及资产价格下降而受到了全球风险规避增大的影响。

2011年新兴经济体下滑意味着，在2011年底，其相对发达经济体的增长差距接近3个百分点，比21世纪初以来历史性的4个百分点稍低。我们预计，全球风险规避将保持高位，但在2012年下半年将慢慢缓解，这与欧洲紧张状况预期逐步缓解是一致的。另外，与2011年上半年的紧缩政策相比，经济政策将转向更有利于增长。这将在发达国家需求减弱的不利外部影响下保持国内需求。在这种情况下，新兴经济体预计将在2012年底恢复接近季同比2%的增长率（2011年底为1%），全年增长6.2%。这一良好表现的主要例外情况是欧洲新兴市场，其与欧元区的贸易和金融联系更加密切。

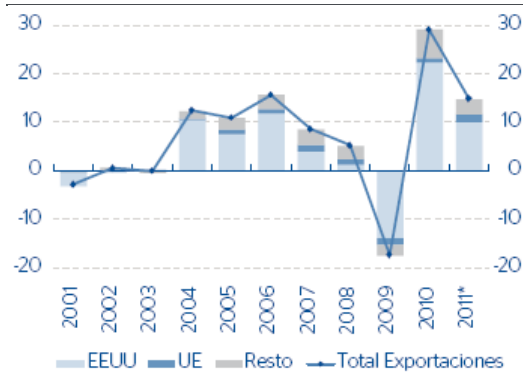
3. 墨西哥在全球复杂情境下的优势

面对全球复杂的情境，墨西哥在“宏观经济政策和对全球环境的相对开放性方面具有优势，而且其“今年刚刚开始”的对全球环境的相对开放性将最终能够促使增长，使其至少增加3%-尽管这个数据低于其在2011年提出的目标。维持宏观经济强度的支柱一方面是，与欧洲相比，墨西哥对美国贸易流量的亲近，另一方面，除了与全球风险没有接触的金融系统之外，还有来自指向稳定的、具有可信度的宏观经济政策。因此，墨西哥经济与美国经济的明显整合，与金融系统的偿付能力和稳定性一起，将成为墨西哥增长的主要支柱，并将能够在上述情境下在随后几个月内保持墨西哥经济下滑速度的放缓。

墨西哥对欧盟的贸易接触度比较小，接近墨西哥出口量的4.7%，而其78%的出口都是针对美国，尽管如此，自与欧盟签署经济联盟协议、政治协调和合作以来，作为出口目的地的欧盟所占的份额已出现了增长-尤其是自出口欧盟份额占2.8%的2000年以来，增速更大。

图7

根据目的地的出口（y/y变化百分比以及对增长的贡献率）

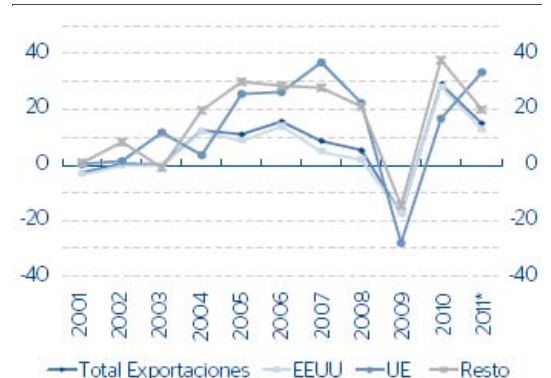


* 十一月份数据

来源：BBVA研究和墨西哥国家统计协会（INEGI）

图8

根据目的地的出口（同比变化百分比）



* 十一月份数据

来源：BBVA研究和墨西哥国家统计协会（INEGI）

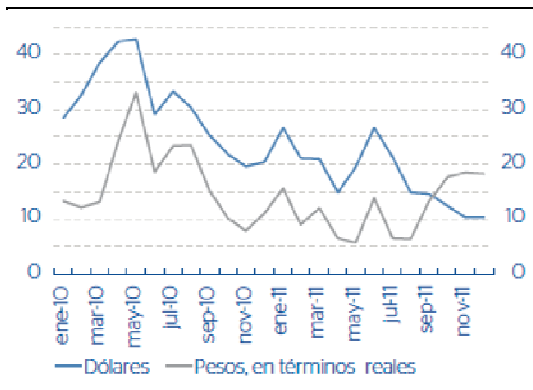
外部环境向墨西哥经济的主要转移渠道在2011年底将继续构成积极的推动作用。按照比索和实际计算，与前三个季度相比，墨西哥出口上一个季度有**18% y/y**的增加，这与前九个月的平均增长之**9.9%**的增加形成对比，这得益于比索的贬值，而比索在2011年最后一个季度较为紧张。按照美元计算，尽管增长比较显著，但情况并不如**2011**年最好的时候好（与2011年其他季度增长20%相比，**2011**年第四季度增长11%，y/y）。墨西哥的主要出口产品将继续是制成品（**80%**），墨西哥在其制成品出口方面利用了“靠近美国”和“生产成本”方面的竞争优势。

在墨西哥的出口制成品中，最显著的是主要产品的恢复-例如运输设备。在2008和2009年，美国对这些制成品的进口-这对墨西哥尤为重要-的订单分别下降了6.4%和20.9%。2010年，随着墨西哥可支配收入的增加，其对美国汽车工业出口的增加是50%，2011年第三季度，对美国汽车工业出口的增加比一年前高16%。在对美国出口的其他类商品中，计算机和电子设备也是我们感兴趣的一部分，这不仅仅是因为其份额占到墨西哥对美国出口之制成品总量的25%，而且因为中国在2001年加入世贸组织以来，中国在美国市场所占的份额-尤其是计算机和电子设备的份额-从2000年的10%增加至2011年第三季度的41.4%，而墨西哥的增长却有限，从13.4%增长至15.1%。这两类商品占墨西哥向其主要贸易伙伴-美国-出口总量的50%还多。

2011年，作为向美国出口制成品的主要供应方之一，墨西哥是唯一一个没有出现市场份额降低的国家，包括在耐用消费品和非耐用品方面，而且其在美国市场的重要性占到美国市场总量的

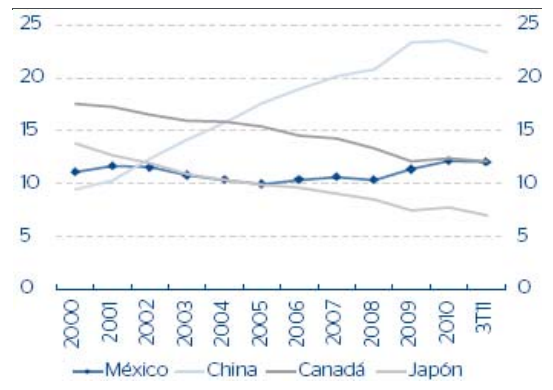
12%。尽管如此，墨西哥的制成品出口增长速度继续保持良好（按比索计算，为15% y/y），对墨西哥出口收入的贡献超过80%。美国经济将能够在劳动力市场继续回复的情况下在随后几个季度内保持其活力，因此，我们预测，墨西哥出口将能够保持稳定的增长速度。

图9
总出口量（百分比变化，同比）



来源：BBVA 研究和墨西哥国家统计协会（INEGI）

图10
美国制成品进口（占总量的百分比）



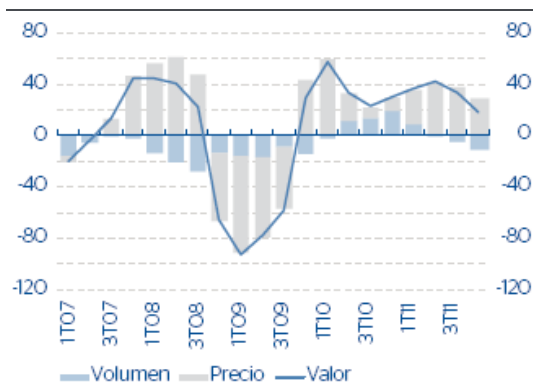
S 来源：BBVA 研究和墨西哥国家统计协会（INEGI）

按实际比索计算，石油出口在最后一个季度增长大约21%，这源于墨西哥石油混合物价格的增长-与前几个月相比，每桶平均价格上涨五美元，而出口量增长接近11%，低于一年前的水平。总之，2011年下半年，资源项中石油出口的增长势头良好。

旅游者的到来也对下降势头起到阻碍作用。去年最后几个月，与外汇效应有关的旅游收入得到恢复。尽管如此，旅游者的到来趋势自2005年以来就变得相对比较消极，2005年旅游者数量达到870万，而去年底这个数目是580万。按美元计算，墨西哥旅游收入自2010年底以来每年都出现萎缩现象。

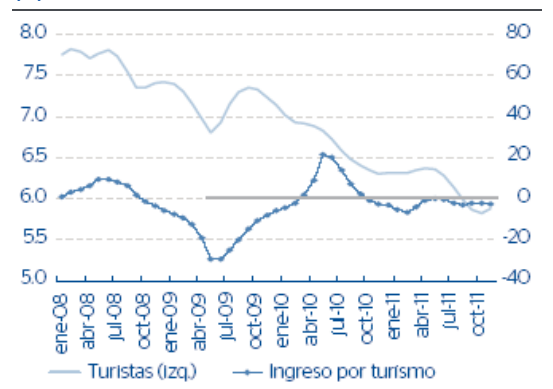
按实际计算，墨西哥外出打工人员的汇款也有所增加。墨西哥移民在美国就业情况的改善，以及2011年底比索的贬值，按比索计算对汇款增长的贡献在2011年最后一个季度达到16%。但这并不能阻止降低至-1%的累计变化，这个数据低于2010年的水平。在这种情况下，鉴于“美国劳动力市场就业情况出现改善”的前景，我们预测，2012年汇款量将可能超出2400万美元（2011年这个数据是2270万美元），这个数据将接近2008年的水平。

图11
按美元计算的石油出口价值（百分比变化，y/y 和贡献率）



来源：BBVA 研究和墨西哥国家统计协会（INEGI）

图12
旅游收入（按人头和美元计算，百分比变化，y/y）



来源：BBVA 研究和墨西哥国家统计协会（INEGI）

表1

墨西哥经济外部支撑指标（按实际比索计算，百分比变化y/y）

	2010	2011	1T11	2T11	3T11	4T11
总出口量	16.8	12.0	12.2	8.7	8.8	18.2
制成品	16.3	8.4	9.5	4.0	4.7	15.4
石油	22.4	30.1	26.4	35.1	26.0	29.1
汇款收入	-10.3	0.8	-3.5	-6.1	2.8	16.1
旅游收入	-6.3	-8.6	-15.3	-8.0	-9.7	4.1

来源：BBVA研究部

旨在促进稳定的财政支撑和货币政策

墨西哥经济的优势之一是公共财政管理纪律-这在当前全球环境下尤为如此。墨西哥的财政平衡按其最宽裕的计算（RFSP）¹，2011年的赤字占GDP的2.8%，这与“2010年底在联邦预算中所通过的预测”一致。2011年，联邦公共部门总债务平衡占GDP的38.7%，与发达国家以及内部和外部（外汇形式）债务的结构相比-前者和后者的比例是七比三，这个数据相对较低。此外，墨西哥债务在暂时结构方面的管理还比较舒适，因为其平均到期日为7.5年，比2000年多六年。这种“管理方面的纪律”在2011年得到补偿，发行了100年期美元债券，按到期日计算其收益是6.1%。最后，尽管墨西哥的财政结构显示出巨大的挑战-例如作为总预算收入之组成部分的石油收入的降低，或建立“允许在经济活跃性出现下滑时产生财政消音作用”之结构性平衡标准，但有一点需要指出，即墨西哥已经建立了监管框架-例如预算和国库责任法（Budget and Treasury Responsibility Law），这部法律规定“应该有年度预算均衡（增加赤字可能是合法的）”，以便允许墨西哥在“能够提供市场确定性并降低全球风险蔓延”之财政结构方面取得进步。

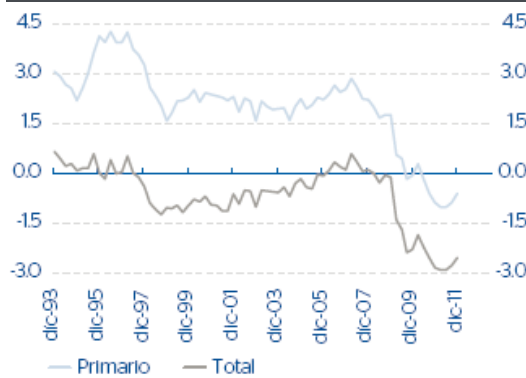
另一方面，作为受“通货膨胀目标计划”支撑之货币政策的唯一目标的价格稳定性有利于中期和长期通货膨胀预期的确定，因此有利于NCPI增长的减速²。过去九年中，通货膨胀向“央行之价格稳定目标”的缓慢聚合-其缓慢速度甚至到了允许“对价格进行连续上涨的供应冲击”的程度-有利于市场的较大发展，并因此有利于资源和风险的有效配置。此外，尽管中期和后期预期高于3%的通货膨胀目标，但其在“当前外汇市场出现了冲击和不确定性现象”的情况下均保持稳定。

¹公共部门的财政需要是基于传统公共平衡进行计算的，加上发展银行和发展基金的财政需求、IPAB的财政需求、长期生产性基础设施工程之财政资源的需求（之前被称之为PIDIREGAS）以及FONADIN的财政需求。

²关于通货膨胀预期之积极但有限的影响，请参阅BBVA研究之经济观察“按生产因素比率的通货膨胀率”，可在网上获得。

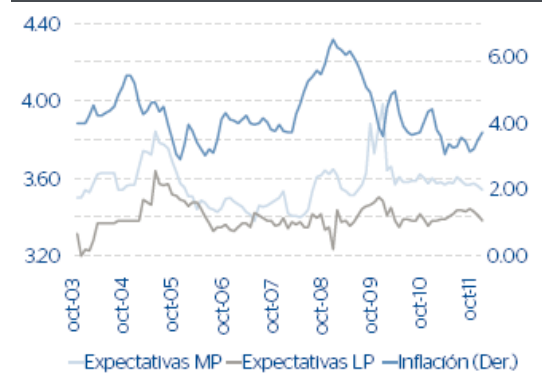
关于货币政策的管理，自九十年代起，近几年一直在实施改革和变化。最后一次变化是截止2011年一月份之货币政策会议备忘录的公布，这次会议的目标就是增加账户在“货币政策制定”方面对公众的透明度和解释度。公众通过备忘录的形式，除了辩论程度，还可以知道决定背后的相关话题以及政策委员会成员关于这些话题的观点。因此，公众具有更多信息，并且委员会在价格稳定方面的公信力得到增强，从这个意义上说，预测过程的形成将变得更趋稳定，并将趋向与目标一致。

图13
财政平衡和基本财政平衡（占GDP百分比）



来源：墨西哥财政部（SHCP）

图14
所观察的通货膨胀和预期（百分比y/y）

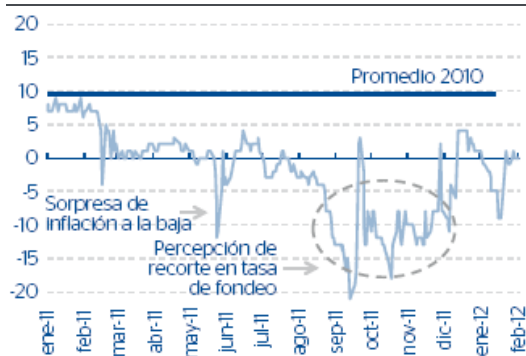


来源：使用 Infosel 和墨西哥央行数据之 BBVA 研究

“未接触全球风险”和“具备可参考之规则”的金融系统

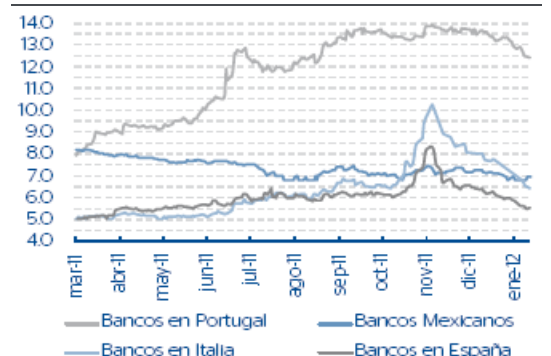
因为债务危机可能对墨西哥金融系统产生的影响，因此墨西哥的银行系统还没有被风险溢价所影响。对于银行间融资市场而言，没有出现任何融资压力。银行间融资市场在2011年和2012年第一个月的融资成本低于2010年的水平。去年融资的表现与当地经济事件相关，尤其是在“货币政策利率变化的预期”方面，除此之外，全球金融不确定性没有产生任何影响。这种现象与墨西哥银行债务债券二级市场的收益相符，此收益目前处于低于其一年之前100 bp的水平上，这与“某些欧洲国家银行之相同变量的显著增加”形成对比。墨西哥银行债券收益的良好表现在墨西哥本国资本和外国资本中均有出现。在西班牙和意大利的银行，尽管其债券收益得以恢复，但近期几个月收益水平仍然较低，这是因为欧洲央行采取了措施，增加银行系统的流动性。

图15
银行融资率和货币政策目标的差幅（基准点）



来源：墨西哥银行

图16
银行债券收益率（%）



来源：BBVA 研究和彭博资讯。墨西哥选定银行：墨西哥国民银行（Banamex），Banco Mercantil del Norte，墨西哥商业银行（BBVA Bancomer）和桑坦德银行（Santander）

鉴于墨西哥银行系统稳固的金融地位，市场并不会为墨西哥银行系统引证任何全球蔓延风险。一方面，墨西哥银行系统针对信贷风险具有较高的资本水平和预防性条款。对于资本的定义，其特征是未偿付性，因为银行系统总资本的87%是由基本资本⁴构成；而这一数据在七大银行中已达到86%。在预防性条款方面，自2004年以来，过期贷款投资组合一直高于140%，目前高于160%。另一方面，银行管理和国际参照方面的监管是墨西哥银行的又一个优势。例如，这种管理规定“具有外国资本的墨西哥银行必须建立在子公司的系统之下”，这就是“资本管理和流动性管理独立于总公司的资本管理和流动性管理，以及其资金是当地资金而且是本国国币形式⁵”的原因。上述之管理也对银行在“促进与相关之地区进行交流”时的国内和国际风险方面进行了限定。上述所有条件将允许银行系统继续保持“足以满足偿付要求”的融资特许权。在全球情境之非常不确定性面前，与其他经济体相比，信贷的增长能力将成为墨西哥的分化和优势因素。

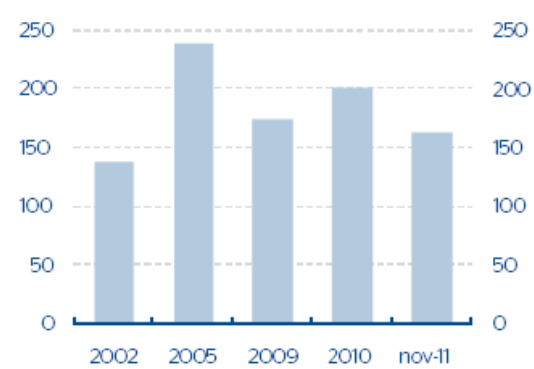
图 17
资本化指数 (%)



来源：墨西哥国家银行和证券委员会 (National Banking and Securities Commission)。资本化指数= 占遭受总风险之资产的比例”的纯资本

来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图 18
对于“过期贷款投资组合”相关之信贷风险的预防性
预计 (%)



来源：墨西哥国家银行和证券委员会 (National Banking and Securities Commission)

来源：CEIC 及 BBVA 研究部

⁴基本资本由以下成分构成：资本净值、机构股票之无偿和义务转换的工具和非优惠工具-发行机构可以消除利率支付并延期主要支付减去附属债务、对“投资公司相关公司之金融实体资本”的投资、无形资产和递延税款

⁵关于对有关分支机构之二级体制优势的讨论可见于以下课题：研讨会之“金融产业的未来”中Santiago Fernandez de Lis 的“全球银行到哪里了？”储备银行联合会 (FUNCAS)，马德里，2012年一月31日

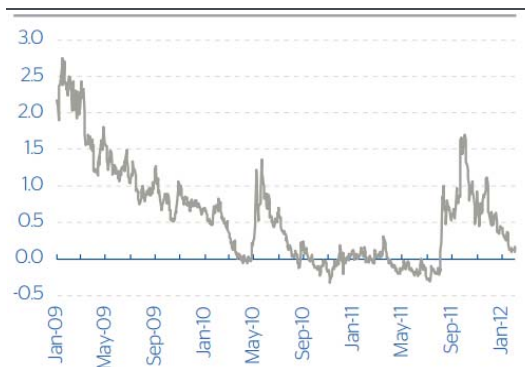
4. 固定在历史最低水平的通货膨胀和利率

墨西哥经济状况趋向于“反映经济基本面的优势”

“全球风险规避的降低”以及“美国之好于预期的经济数据”引导墨西哥面临的经济情况变得与国内基本面一致起来-其程度远高于之前的程度。欧洲央行在 2011 年底采取的“为欧洲央行注入流动性”的措施降低了全球金融市场上的风险溢价。此外，近期数据显示，美国经济继续以高于之前预期的增速增长，而且劳动力市场也出现改善。这些因素能够缓解墨西哥的金融状况。首先，自 2011 年十月份以来，按照信贷违约利差衡量的主权风险已经下降了超过 60 bp，二月初已下降至 150bp 以下。第二，自在 2011 年九月达到最高值以来，汇率升高了九个百分点，现在大约是 12.80 比索对一美元。汇率波幅也从 2011 年九月接近 30% 的水平下降至 2012 年的 13% 的水平。所有这些都是作为预防性措施在“外汇委员会 (Foreign Exchange Commission) 九月底在每日美元拍卖中作出宣布”之后发生的，以便于对市场提供流动性。直至本文撰写之际，没有再进行任何拍卖。最后，在政府债务市场方面，长期收益也出现下降，而银行间的情况在“暂停货币政策”的形势下也没有发生巨大变化。作为金融市场状况良好的反应，过去几个月金融压力指数下降，接近 2011 年八月初的水平。

金融状况的改善有利于投向墨西哥的投资流量，主要是投向固定收益工具。自 2010 年墨西哥宣布加入全球公债指数 (WGBI) 以来，墨西哥公债的外国参与度持续增长，仅在 2011 年九月份全球风险规避最强烈的时候出现过轻微下降。目前，外国投资者对墨西哥公债的占有份额达到接近 40%。这些参与主要集中在曲线腹部的债券，外国投资者对某些公司债券的控制多达 70% 之多。相对而言，投向墨西哥之固定收入工具的流量已经大于其在拉丁美洲的平均水平⁶。根据双边资金投资流量，自 2010 年以来，墨西哥的流量一直高于其他拉丁美洲国家，尽管这种流量与拉丁美洲的相关性更高。应该注意，截止 2011 年九月，尽管没有达到相同水平，但流向墨西哥的外国直接投资的下降速度远高于在其他拉丁美洲国家的下降速度。同时，在过去五年中，与欧洲新兴经济体相比，流入墨西哥的投资要更多。尽管如此，应该注意到，2011 年八月和九月份，欧洲新兴经济体的投资流量高于墨西哥的投资流量，这可能是由于美国经济表现之负面信息（主权债务等级下调、衰退的周期性数据）的累积。

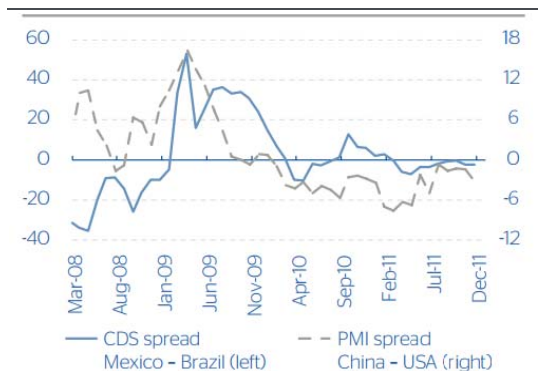
图19
金融压力指数-墨西哥



来源：BBVA 研究部

*这个指数是基于对以下变量之主要成分的分析的：互换利率利差、收益曲线斜度、汇率和股票市场波幅、墨西哥的市场波动性指数和新兴市场债券指数

图20
墨西哥和巴西的制造业活跃性以及主权危机

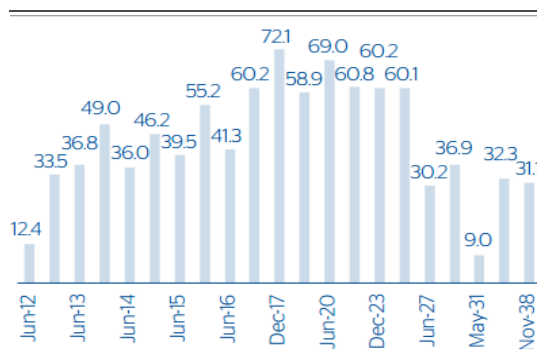


来源：使用彭博资讯之数据的 BBVA 研究部

⁶下列国家被认为是拉丁美洲国家：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、多米尼加共和国、厄瓜多尔和萨尔瓦多。欧洲新兴经济体国家包括保加利亚、匈牙利、波兰、俄罗斯、土耳其和乌克兰。

必须要强调，美国经济的活跃性对墨西哥经济金融状况的影响。2011 年上半年，尽管欧洲债务危机已在对全球风险规避产生巨大的增加效应，但墨西哥经济的金融指数低于其前几年的平均水平。但在九月份，当很多数据都反映美国经济出现疲软时，事情立刻发生了改变。在风险墨西哥主权风险和美国经济活跃性之间的关系时，可以发现两者之间存在清晰的负相关现象。很确切的说，如果美国制造业活跃性指数是正值，那么以五年期信用违约交换利差测量之墨西哥主权风险将会倾向于下降。在分析中国和巴西经济的时候也出现这种现象，美国制造业的活跃性影响后者国家的主权风险。因此，正如图 20 所示，我们可以阐明，主要贸易伙伴的工业活跃性对拉丁美洲主要经济体之主权风险的影响。在“相对中国而言，美国制造业活跃性出现相对改善”的情况下，墨西哥和巴西之间的信用违约交换利差将会下降。但如果中国制造业部门的表现相对良好，则墨西哥和巴西之间的信用违约交换利差就会升高。从现在开始，要仔细跟踪美国经济改善的最初迹象能从多大程度上得到确认，并考虑“全球风险规避对墨西哥金融状况的影响减小”的事实。这在“美联储在其最近的声明中重申美国劳动力和房地产市场依然疲软”的情况下尤为如此。

图 21
外国投资者每期债券持有份额（占每期总额的百分比）



来源：周刊报道（The week）. 政府债务（Government Debt）. 墨西哥国民银行（Banamex）投资研究。

图 22
固定收入证券流量（占持有额的不方便，总计十二个月）



来源：BBVA 研究和新兴市场投资基金研究公司（EPFR）

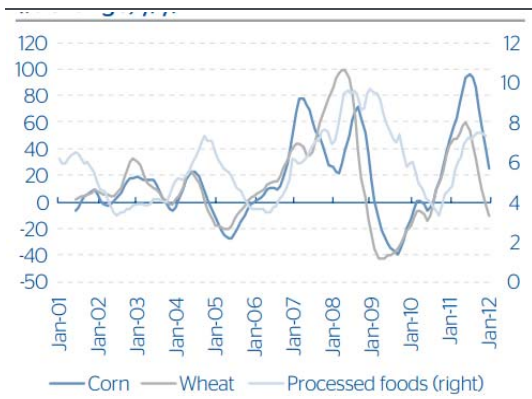
与“外部供应冲击”相关之通货膨胀的上升

2011 年通货膨胀的发展势头比较好，在 2011 年全年都处于墨西哥央行目标之可变化的范围之内（3% +1pp）。但是在最后一个季度，年度消费者价格在九月份从 3.1% 升高至十二月份的 3.8%。在一月的前半个月，通货膨胀再次上升，达到接近央行变化范围的最高水平 3.9%。

我们认为，因 2011 年商品出现不断增加的供应冲击—尤其是基本谷物和石油，所以过去几个月通货膨胀前景恶化。“这些冲击随着价格链条的传递”将意味着，通货膨胀在本年度的某个时候将达到 4%，尽管 2012 年结束时通货膨胀最可能低于这个临界值。

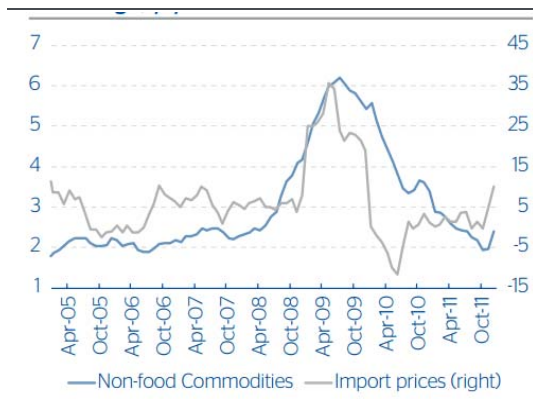
因为食品价格效应和经济改善空间的反向影响，在核心通货膨胀内部还会出现不同的表现。一方面，鉴于全球市场的玉米和小麦价格的上涨催升了国内加工食品的价格，因此，商品价格—其增长率自 2011 年四月以来一致高于 4%—将继续被迫上行。近期，因比索在上一季度的贬值，其他商品价格也出现轻微上涨。同时，经济优势促使年度服务业通货膨胀率继续下降。不存在需求压力，这与失业情况一致，失业率继续高于其在危机前的水平，工资的实际增长并不明显，制造业也存在闲置的生产能力。

图 23
加工食品通货膨胀和国际市场上玉米和小麦价格
(以比索计) (百分比变化, y/y)



来源: 使用墨西哥国家统计局 (INEGI) 和彭博资讯之数据的 BBVA 研究部

图 24
商品通货膨胀和为期三个月滞后的以比索计算的进口价格 (百分比变化, y/y)

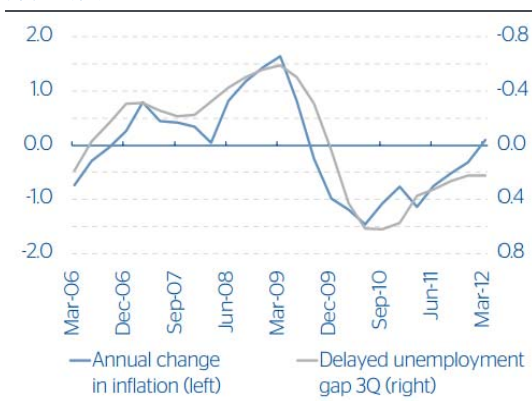


来源: 使用墨西哥国家统计局 (INEGI) 和墨西哥央行之数据的 BBVA 研究部

因为持续较高的谷物价格-自六月以来, 国际市场上的谷物价格出现剧烈下滑, 尽管其对通货膨胀的影响相对滞后-以及“因比索疲软而引起的其他商品价格的轻微上扬”将阻止商品价格在低于 4% 的水平上快速集合, 2012 年全年, 核心通货膨胀的表现将继续其目前的趋势。尽管如此, 需要强调, 似乎所有数据都显示, 这些价格自十月份以来已达到其最高水平。此外, 还需要注意, 因墨西哥北部部分地区出现干旱, 而在国内市场的玉米和豆类等谷物价格上反映出的短缺将仅在商品次级指数内以相对较小的力度影响某些市场, 而其对加工类食品的影响十分有限。同时, 尽管在我们的情境中, 墨西哥经济在 2012 年将继续增长, 但其速度并不会很快, 以便防止产生巨大的需求压力, 在这种情况下, 服务业价格将继续保持稳定, 接近历史最低点。因此, 我们认为, 2012 年底, 核心通货膨胀将大约达到 3.25%。

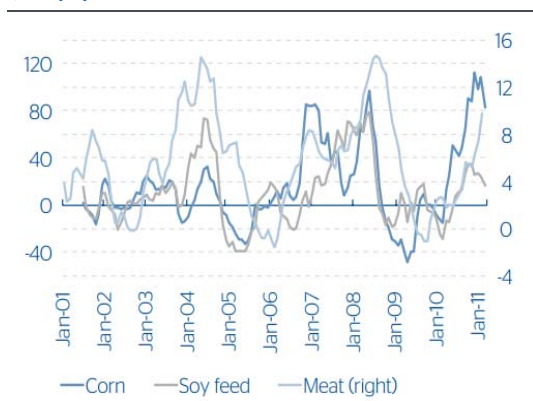
随着通货膨胀风险平衡的恶化, 其未来发展的不确定性出现平衡。若通货膨胀上行, 则可能出现全球冲击, 带来商品价格的上涨, 并带来金融市场的不稳定, 进而可能引发比索对美元的新一轮贬值-这个结果的原因还在于其稳健性也结束了其对商品价格的影响。若通货膨胀下行, 主要的风险就在于“全球经济活跃性出现突然剧烈下滑”, 其将为国内价格带来更多可操纵的空间-这种结果源于需求压力和可能的下行对原材料价格的影响。

图 25
核心通货膨胀和失业缺口的变化 (pp, 代表在趋势方面的失业差距)



来源: 使用墨西哥国家统计局 (INEGI) 和彭博资讯之数据的 BBVA 研究部

图 26
国际市场肉类、玉米和大豆价格的增长 (百分比变化, y/y)



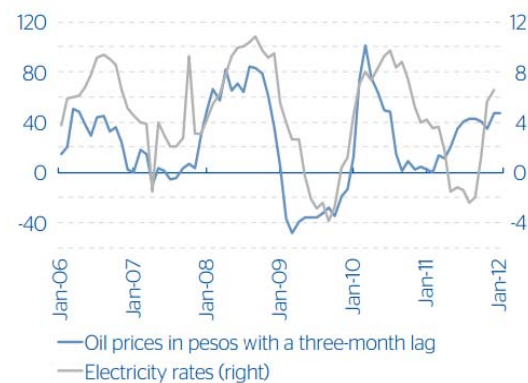
来源: BBVA 研究部

非核心通货膨胀是近几个月价格上涨的主要原因。价格的上涨源于农产品价格严重的季节性上涨、较高的国际谷物价格对肉类市场造成的压力以及“造成电费飙升”的能源价格的上涨（见图 27）。

至少在 2012 年的上半年，外部压力将继续影响非核心成分，并将导致肉类产品价格继续上涨。此外，倘若石油价格继续保持在较高水平，而且考虑到“2012 年上半年比索的贬值程度将可能大于其在 2011 年上半年的贬值程度”，因此电力和天然气费用将继续上涨。除了这些压力之外，还应该注意，2012 年我们处于两年期农业周期的低生产力时期，因此农产品相对短缺现象将更为严重，而其对年度通货膨胀的贡献将为正值。因此，我们认为，当地政府所收取之费用的增加幅度将十分有限，因为可以使用联邦基金，而且选举即将到来，所以各省在金融公共部门开支方面总体上将不存在问题。

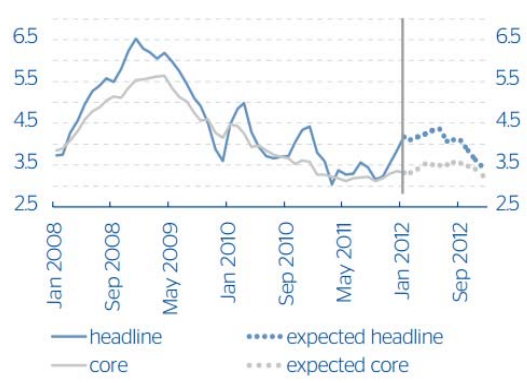
简言之，对核心通货膨胀的展望还是比较利好的，但是非核心通货膨胀会出现上涨，从而使本年度一部分时间内的 NCPI 高于 4%。对于核心成分，经济可操作的积极空间胜过“对商品价格冲击的潜在影响”，或“汇率可能对商品成本的潜在影响”。但是，“非核心 NCPI 篮子（basket）价格”、“在世界水平上较高的商品价格”和“其对肉类产品的影响”以及“能源成本的上升”，都将促使 NCPI 在本年度的一部分时间内高于 4%。尽管如此，我们认为，2012 年将继续不会出现需求方面的压力，这一旦与利好的基线效应和比索的逐步升值结合，就能将 2012 年的通货膨胀降低至 4% 以下。

图 27
石油价格和电价的升高（百分比变化，y/y）



来源：使用墨西哥国家统计局（INEGI）和彭博资讯之数据的 BBVA 研究部

图 28
BBVA 研究部之通货膨胀情境（百分比变化，y/y）



来源：使用墨西哥国家统计局（INEGI）和墨西哥央行之数据的 BBVA 研究部

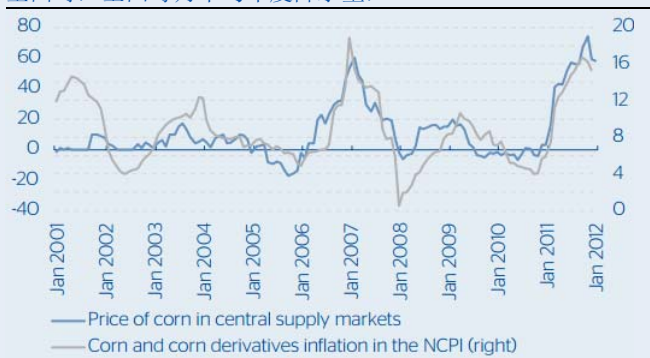
框 1: 旱灾: 对主要部门的影响有限而通货膨胀的影响更小

与 1941-2005 的平均水平相比, 墨西哥 2011 年的降水量下降了 10%, 与 2006-2010 年的平均水平相比下降了 17%, 因此主要部门尤其受到影响。鉴于“存在地下蓄水层”以及“先前在分配和管理系统中具备水储备”, 因此较低的降水量并不意味着不同经济用途之用水的可获得量会减少, 也不意味着人口供水的减少。但是, 考虑到主要部门(农业、牲畜和渔业)会消耗墨西哥总水量的 77%, 而且“被指定专用于农业的地表水”仅有 8%可用于灌溉, 因此“认为墨西哥的产量迄今为止是受干旱影响最严重的”的看法似乎合情合理。因此, 较低的产量和与“降水量缺乏”相关之较高的成本引起的结果是: 可使用之水量的减少可能带来产量的降低和价格的升高。但是, 降水量、主要部门的总增加值和消费者价格之间关系的密切程度是有限的。

干旱的直接影响是有限的, 我们认为, 其对主要部门总增加值的影响高于通货膨胀对消费者的影响。但干旱并不是基本消费者篮 (basket) 价格相对上涨的原因。根据对 2001 年到 2011 年每年数据的回顾, 墨西哥降水量与主要部门总增加值之间的相关性是积极的, 实际相关 0.4, 价格影响对产量的的相关性是 0.3。也就是说, 越来越大的降水量模式与“主要部门生产的较大变化”一致。在消费者价格方面, 主要部门基本产品价格的持续相对上涨非常显著。事实上, 过去十年中, 这些产品的价格已经变得比总体 NCPI 篮 (basket) 或其核心组成部分越来越昂贵。因为较低收入人口通常需要平均消费篮 (basket)-基本篮 (basket)-主要是食品, 因此这种现象对收入分配具有逆向影响。但是, 降水量和消费者通货膨胀之间在“主要部门产品篮 (basket)”方面的相关性较低, 大约在 0.2 - 0.34 之间。这种反应的背后可能隐藏着与“这个部门之相对生产力”相关的因素, 因为在“被包含进分配和营销成本”之前, 生产价格正在以“高于总体通货膨胀”的速度增长。

图 29

墨西哥, 全国每月平均年度降水量, mm



来源: 使用 SMN 数据之 BBVA 研究 BBVA 研究部

图 30

墨西哥, 豆类主要部门中的消费者和生产价格之通货膨胀以及未加工豆类NCPI之通货膨胀(变化百分比, y/y)



来源: BBVA 研究和墨西哥国家统计局 (INEGI)

农产品部门中最受干旱影响的是墨西哥北部的奇瓦瓦 (Chihuahua)、杜兰戈州 (Durango) 和科阿韦拉伊州 (Coahuila) 的居民消费之玉米、豆类和牲畜-尤其是牛。玉米和豆类是人们饮食的主要组成部分, 其对整体通货膨胀的影响是有限的, 因为两种产品的连锁企业仅占 NCPI 的 2% (占加工类食品的 11.3%, 农产品的 7.7%)。此外, 应该注意, 墨西哥的加工类食品和动物饲料的次级指标与国际市场的谷物价格动态-去年国际市场谷物价格出现大涨-的相关度大于其与本地市场价格的相关度, 但这并不意味着对其他类食品的价格也会产生广义的影响。最后要注意, 墨西哥已经采取了措施, 缓和这些产品的较低生产量所带来的影响, 例如扩大豆类进口限额, 或者是在墨西哥的其他地区重新布置玉米种植任务。此外, 还需要注意到, 对于天气相关灾害, 墨西哥具备通过财政部和农业部实施的相关保险计划, 而且墨西哥联邦政府有农业保险公司 (Agroasemex 公司)。

总之，尽管干旱会降低产量，并推高价格，但从宏观经济角度看，这两方面的影响都是有限的。尽管如此，但仍有很大一部分人是靠温饱型农业生活的，而且较高的食品价格会造成不平等的增加。NCPI 之类的指标都是基于典型消费者的，他们通常都是墨西哥人的代表，而且，根据定义，NCPI 之类的指标尤其是基于“需要财政分配”的交易，因此其可能并没有就“这些产品之供应量在墨西哥农村地区的缺乏”进行充分地计算，也没有考虑到农村地区生产之不断增加的脆弱性。

图31
当地玉米批发价格以及玉米链条中的通货膨胀（百分比变化，y/y）



来源：使用国家市场信息、整合系统和墨西哥国家统计协会（INEGI）之数据的 BBVA 研究

图32
当地豆类批发价格以及NCPI中未加工豆类通货膨胀（百分比，y/y）



来源：使用国家市场信息、整合系统和墨西哥国家统计协会（INEGI）之数据的 BBVA 研究

框2：通货膨胀影响利率的暂时结构，利率的暂时结构将这种影响转移至经济活跃性

如果“价格的有效升高”能够使对“其对经济和经济活跃度以及就业的融资成本”的影响的分析变得十分有必要，那么通货膨胀风险平衡恶化的可能会结束。为了对这种关系进行评估，我们预测了一种模式，包括通货膨胀、经济活跃性、融资和利率的暂时结构⁷。对于后者，我们将通过三个综合因素努力捕捉一个月至30年之间的总体收益曲线的反应。鉴于这三个因素在利率暂时结构之水平、斜度和曲率方面⁸的相似性，我们将对这些因素进行解读。仿射模型也通过这种方式力图对宏观经济变量的三个因素的反应进行解读，同时这些因素也受到水平、斜度和曲率的影响。

数据和预测显示，通货膨胀和利率曲线平均水平之间存在密切联系（图33和图34）。更有甚者，通货膨胀能够被快速地转移到利率结构的水平和斜度上，其强度比增长率的强度更大（图34）。Cortés 和Ramos-Francia (2008)的研究与这一结果一致，他们的研究显示利率水平与通货膨胀预期密切相关。

然后，利率水平和斜度的增加就不会对增长产生阻碍作用（图35）⁹。全球经济活跃度指标（IGAE）预测，较高的利率环境意味着经济融资成本的增加，而这不能被解读为“经济活跃性远低于在利率未发生变化之境况下的水平”。尽管如此，短期来看，利率水平与经济活跃性之间的关系是积极的，这与“利率曲线水平和通货膨胀之间”的紧密关系是一致的。从这个意义上来说，源自通货膨胀增加之利率水平的增加能够降低实际利率，并在短期促进经济活跃性，这种发展模式也曾偶然地出现在对美国的研究中。

通货膨胀水平和融资反应的方向是一样的（图34）。这与市场预测一致，即通货膨胀增加之后通常会出现融资率的增加。

<p>图33 年度通货膨胀率平均水平（百分点）</p>	<p>图4 利率曲线水平对IGAE通货膨胀、融资率和增长率变化的反应</p>
<p>来源：BBVA研究和彭博资讯。 使用字母M区分债券，其右边的数字表示到期月份</p>	<p>来源“BBVA研究。x坐标轴的数字表示月份</p>

市场对货币政策变化的预测，融资率的增加对利率曲线之水平因素的变化也会有所反应（图36）。鉴于货币政策会议间隔的时间超过一个月，因此，利率可能按照“对央行行动的预测-即市场能够预测的行为，例如通货膨胀的反应”做出反应，见图33。此外，墨西哥银行已经根据“可获取的经济信息”就“其货币地位”建立起更有效的交流以及更具有预测

⁷ 细节请参阅BBVA研究经济观察“Crecimiento, inflación, fondeo y curva de tasas de interés: impacto en ambos sentidos”（“增长、通货膨胀、融资和利率曲线：双向的影响”），可获得网址

<http://www.bbva.com/research/com/KETD/etd/esp/nav/geograficas/latinoamerica/mexico/index.jsp>

⁸ 传统意义上，曲线水平接近短期、中期和长期（即三个月期、五年期和二十年期债券的平衡值）的债券收益率的平均值。斜度是长期和短期债券收益的差额（例如，二十年期债券和三个月期债券的差额），曲度是指与短期和长期债券部分相关之债券收益中期曲线的差额（例如，^{2*}两年期债券收益减去三个月期和十年期债券的收益）。

⁹ 斜度被定义为短期减去长期；这与通常的定义相反。

性的决策机制，因此债券市场行为在“事先体现货币地位变化”方面应该具备更大的能力。下面的章节将展示BBVA研究和市场在“货币地位之可能的变化”上的观点。

参考文献

Cortés, J. 和 Ramos-Francia, M. (2008), “墨西哥利率期限结构的仿射模型”, 墨西哥银行工作报告, 2008-2009
López Marmolejo, Arnoldo (2012), “Crecimiento, inflación, fondeo y curva de tasas de interés: impacto en ambos sentidos”, Observatorio Económico, 2012年二月

<p>图5 利率曲线水平和斜度因素增长100 bp后，IGAE的反应</p>	<p>图B6 利率曲线水平发生100 bp的波动后，融资的反应</p>
<p>来源：BBVA 研究部</p>	<p>来源：BBVA 研究部</p>

墨西哥央行将继续暂停实施其货币政策

过去两个月中，经济情境发生变化，使得“降低货币政策利率”的可能性降低。最近的数据显示，通货膨胀比十一月份、十二月份和一月份上半个月预期的通货膨胀率高，这使得年度价格增长处于墨西哥央行之可变范围的上部。尽管受“不存在需求压力”的影响，核心通货膨胀处于接近 3% 的水平，但鉴于生产因素市场保持的舒适空间，我们预期，未来几个月总体通货膨胀将高于 4%。此外，受到近期美国经济改善的支撑，国内经济活跃性将继续增长。

但是在国际环境方面，经济活跃性的下行趋势将继续存在。美国联邦储备委员会在其近期的声明中指出，鉴于未来几年“缓慢”的经济增长和缓慢的就业恢复情况，预计联邦基金基准利率将至少在 2014 年底之前保持在“相当低”的水平。美国联邦公开市场委员会成员（FOMC）第一次公开发布其关于“提高联邦基金基准利率的合适时间”以及“基准利率是多少”的预期。同时，尽管欧洲央行进行了干预，但在“解决欧洲主权债务危机”方面的不确定性将继续存在。

尽管美国联邦储备委员会内部成员就通货膨胀展望有不同意见，但央行通过公告将其立场转变为中立态度。一方面，所公布的货币政策决议在“整体经济活跃性”和“国内需求压力放缓”方面的态度还是积极的。另一方面，因为比索近期的贬值和某些价格的上涨，使用通货膨胀风险均衡从利好变为中立。央行公告的信息是美国联邦储备委员会内部讨论的产物，美国联邦储备委员会对通货膨胀风险均衡存在不同观点。有些成员指出，造成“2011 年大部分时间内价格增长减缓”的因素并不会持续，或再现，但这个观点似乎并不为委员会其他成员接受。美国联邦储备委员会也就比索的贬值和其对价格形成过程的影响进行了讨论。

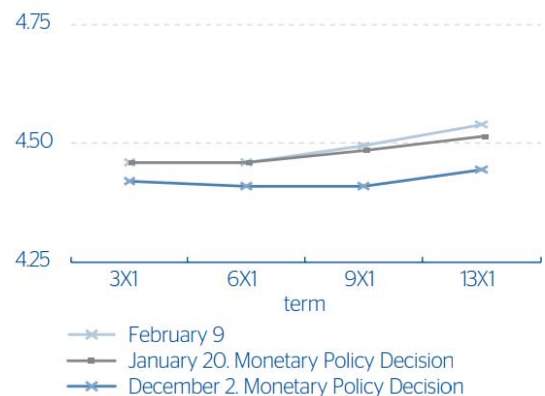
BBVA 研究对其的展望是“其将在 2012 年暂停在 4.5% 的水平上，鉴于经济活跃性中的风险情境，可能对利率进行削减”。这个情境是基于对通货膨胀的展望的-通货膨胀在几个月内高于 4%，但在 2012 年底将接近央行的目标值，国内经济活跃性继续增长，而且央行的信息发出中立立场。但是，在“全球经济情境突然大幅降低对国内经济的影响”的情况下，削减基金利率的可能性就会上升。鉴于在价格方面不存在国内压力，以及通货膨胀近期的增加不具有核心性质，因此其飙升的可能性降低。

图7
货币情况指数



来源: BBVA 研究部, 指数按照 28 天之 Cetes 的实际利率和实际汇率计算, 每个变量权重各占 50%

图28
BBVA 研究部之通货膨胀情境 (百分比变化, y/y)



来源: BBVA 研究部和 Valmer

5. 融资情况、国内开支和外部因素

考虑到风险规避方面的风险，公司融资状况的改善出现暂停

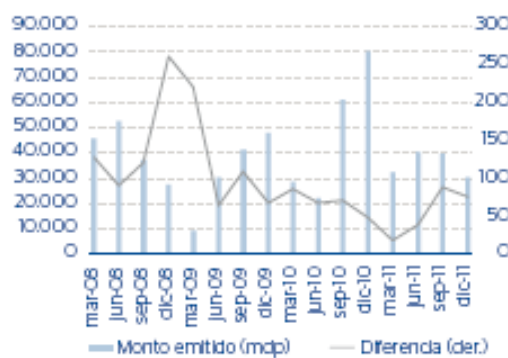
“2011 年最后一个季度出现的全球风险规避的增加”转变为对“以比索计算的墨西哥金融公司”而言更有限制性的状况。因此，在初级市场，若公司债券利率的平均利差与政府债券相比出现上升，则以比索计算的长期债权的融资成本就会升高。2011 年三月份和十二月份之间出现的 40 bp 的增长是 2008 年底以来出现的最高值，而且，尽管其数量明显不大，但其能够解释“对公司融资情况”的标称冲击传递速度。尽管融资成本出现上涨，但 2011 年最后一个季度的长期债券发行依然保持了前几个季度的利率-尽管这个利率低于过去两年第四几个的利率。

鉴于债券发行的减少，墨西哥公司在美元市场的成本较大，以及美元市场对墨西哥公司的兴趣较低。根据墨西哥 JP 摩根企业债券指数 (CEMBI)，2011 年一月份到九月份之间，“投资者要求以美元购买墨西哥债券”的利率从 6.02% 上升至 6.78%，这是 2011 年出现的最高值，尽管远低于 2009 年三月份出现的 14.3% 的水平。截止 2011 年九月，债券发行的配置一直在下降，十月份，只有政府持有的股票以美元形式放置了债券。事实上，按照彭博资讯获得的信息，截止 2011 年七月，美元融资市场对资格证书低于 BBB- 的公司实行关闭。到 2012 年为止，该市场对放置 8 亿美元票据的墨西哥公司再度开放。

近期企业融资成本的上升程度并不如 2009 年危机时出现的上升程度高，除此之外，最近的数据显示，这种上涨趋势已然停止，并趋向于消失。尽管如此，还需注意，初级和二级金融市场的压力可以通过投资和企业决策对实体经济产生影响。就此而言，密切关注“全球风险规避时期在企业融资方面所产生的影响”是非常有必要的。

图39

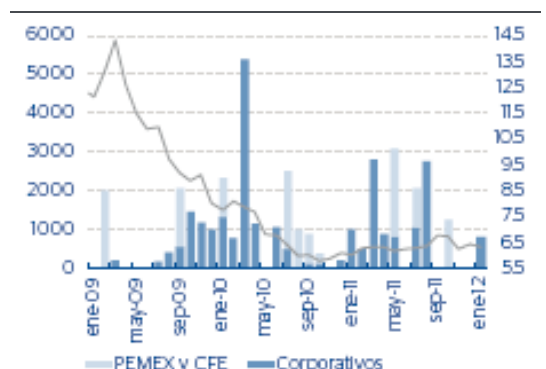
在政府利率方面的发行数额和利差。公司债务的初级市场



来源：周刊报道 (The week)、公司债务 (Corporate Debt)、墨西哥国民银行 (Banamex)

图40

二级市场上以美元计算的数额和融资率



来源：使用彭博资讯之数据的 BBVA 研究

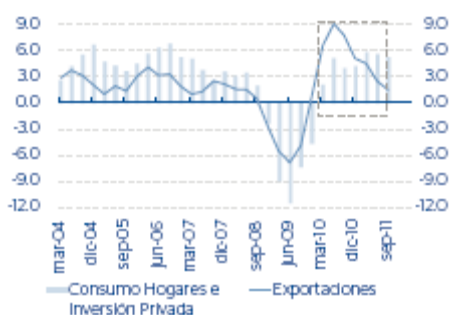
尽管受到银行系统信贷供应能力的支撑，但国内开支的优势将继续取决于外部推动力

国内开支部分出现重振的惊喜现象。最近几个季度，尤其是在 2011 年第二和第三季度（这是本报告发布时可获得的最新数据），需求内部成分的增长速度远高于外部需求的暗示速度；尤其是第三季度个人消费出现惊人的重整现象，达到经济恢复开始以来的最高速度（同比 2%），而出口与前一季度相比降低 0.1%。此外，在数据可知的最后一个季度，消费和个人投资平均增长 0.2%。而相同时期的进口同比平均增长 1.7%。在这种情况下，我们能够明确，内部需求成分的增长达到什么程度就能够实现自主支撑，而不需要外部的推动。可获取的证据显示，这不会成为最可能出现的现象。

个人经济机构的消费能力取决于他们的实际可支配收入，也就是，与“经济活跃性或收入预期和金融状况”一致之实际感受到的和他们希望获得的。这些因素（金融、收入和活跃性）之间互相依赖，尽管从之前的经济周期¹⁰来看，有能力提供信贷的银行系统是主要的支撑因素。这个尤其重要，因为活跃性在经过三年的大幅回复之后，其能够继续聚集经济中的可支配资源。因此，在劳动力市场方面，在失业率或“能够比当前劳动力市场状况（失业）提供更多工作的人”的就业比例方面的指标继续高于 2009 年之前的数据。我们将样本分为两个时期；从 2007 年至经济恢复之前的最低点（2009 年五月）和从最低点至现在，在样本的第一个时期，就业人口的平均不充分就业率是 7%，在第二个时期是 8.4%（失业率分别是 4% 和 5.4%）。从这个意义上来说，墨西哥央行所调查之制造业生产者在上述时期在“缩减合同雇工”方面也不存在任何巨大困难。此外，恢复伊始之时，“雇用劳动力的困难”指标在 2011 年一直在上涨，在这种趋势下，上述之制造业生产者在雇用方面几乎也不存在任何困难。

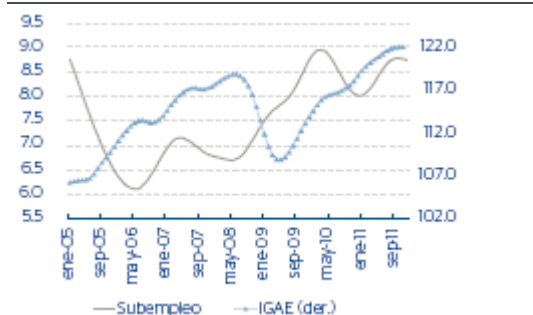
图B9

在政府利率方面的发行数额和利差。公司债务的初级市场



来源：使用墨西哥国家统计局协会（INEGI）之数据的 BBVA 研究部

图40 二级市场上以美元计算的数额和融资率



来源：使用墨西哥国家统计局协会（INEGI）之数据的 BBVA 研究部

经济活跃性和就业（可支配收入）对外部需求的强度反应强烈。在“存在美国制造业生产的积极推动力”的情况下，对“与工业相关之正式私营部门”和“服务业”的就业成分之反应进行计量经济学分析发行，二者的反应就是“前者对后者存在高度、快速反应¹¹”的证据。正如所

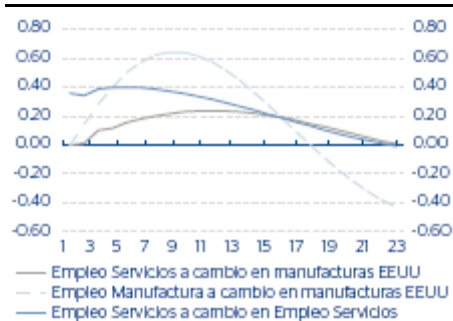
¹⁰关于“银行系统在家庭消费方面的信贷供应能力的影响”，详情请参阅BBVA研究 2011 年第一季度之墨西哥经济展望，可在网上获取。

¹¹三个系列（服务部门的就业率、制造业就业率和美国制造业生产的就业率）的模型来源于VAR模型，三个滞后量，一个常量。为得出对“墨西哥劳动力市场外部部门的标准偏差”的确切影响，在被认定为最具外生性的服务业就业率变量和墨西哥外部需求代表变量-美国制造业生产是最具外生性原因-上使用了克利斯基分解法。

预期的一样，在制造业的就业成分方面出现的影响较大；尽管在服务业的影响不是那么剧烈，但更为持久。对服务业就业情况之影响的持久性更高，而且通常是积极的影响（出现于首次冲击两年之后），而对“制造业就业”的影响是造成其快速下降，甚至是消极的，这是对所考虑之初次冲击式的反应。对服务业部门就业的影响（占总正式就业的 60%）是对美国一段时期之制造业生产冲击的结果，这个影响可以比得上相同变量的外部冲击。如果考虑这些结果，而不是那些“与制造业和服务业的活跃性相一致”的墨西哥正式就业变量，这些结果是完全可以比较的。

图43

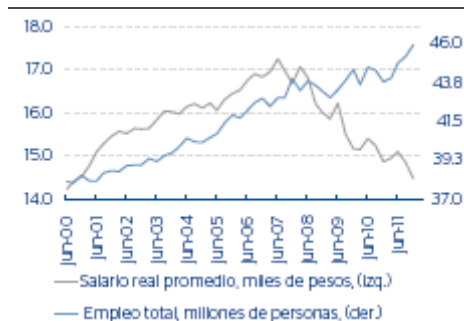
墨西哥就业率和美国制造业墨西哥对美国制造业刺激的就业反应



来源：BBVA 研究部

图44

就业率和劳动收入



来源：使用墨西哥国家统计局协会（INEGI）之数据的 BBVA 研究部

鉴于实际劳动收入的降低，抑制了家庭整体可支配收入，所以劳动力市场的丰富有利于降低成本对价格的压力。这种以“不高于潜在有效生产增长水平”之历史上最缓和的速度上涨的就业率促成了“失业率的稳定表现”和“工资成本的降低”，使其以按实值计算远低于危机前的水平。尽管其也阻止了家庭可支配收入总体上的增长，并因此阻止了家庭总体上的消费能力，但是因为其阻止了来源于“工资成本所吸收之外汇汇率方面”的比索贬值带来的改善，因此这有利于价格竞争力的改善。

6. 固定在历史最低水平的通货膨胀和利率

表2

宏观经济预测:国内生产总值

年度同比增速	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧元区	-4.2	1.8	1.6	-0.5	1.0
德国	-5.1	3.6	3.0	0.5	1.7
法国	-2.6	1.4	1.6	0.2	1.4
意大利	-5.1	1.4	0.4	-1.5	0.2
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
英国	-4.4	2.1	0.9	0.5	1.4
拉丁美洲	-0.6	6.6	4.5	3.7	4.1
墨西哥	-6.1	5.4	3.8	3.3	2.9
EAGLES	4.0	8.4	6.7	5.9	6.5
土耳其	-4.9	9.2	8.5	1.9	4.2
亚太地区	4.2	8.1	5.8	5.8	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
除中国外的亚洲地区	1.0	6.7	3.5	4.2	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.5	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: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表3

宏观经济预测 (通胀, 平均)

(年度同比增速)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.2	2.3	2.3
欧元区	0.3	1.6	2.7	1.8	1.3
德国	0.2	1.2	2.3	1.8	1.3
法国	0.1	1.6	2.1	1.6	1.2
意大利	0.8	1.5	2.8	2.2	1.5
西班牙	-0.3	1.8	3.2	1.2	1.1
英国	2.2	3.3	4.5	2.8	1.9
拉丁美洲	6.9	7.4	10.0	9.5	9.1
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.0	3.3
EAGLES	2.8	5.3	6.3	4.8	4.7
土耳其	6.3	8.6	6.7	9.1	6.0
亚太地区	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.3	3.7
除中国外的亚洲地区	1.1	3.7	4.4	3.2	3.1
世界	2.2	3.5	5.1	3.9	3.6

* 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: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表4

美国经济指标和预测

经济活动	2010	2011	2012	2013	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
GDP (% 实际变化)	3.0	1.8	2.3	2.2	2.2	1.3	1.5	1.7	2.3	2.4	2.5	2.2
个人消费 (% 实际变化)	2.0	2.2	2.2	2.1	2.8	2.2	2.0	1.6	1.8	2.3	2.4	2.4
政府消费 (% 实际变化)	0.7	-2.1	-0.7	0.5	-1.1	-2.2	-2.4	-2.9	-1.3	-1.0	-0.9	0.4
固定投资总额 (% 实际变化)	2.6	6.6	7.3	5.9	7.4	5.0	7.6	6.6	8.7	7.9	6.1	6.8
建筑 ¹	-4.3	-1.4	5.5	4.4	-2.9	-6.8	1.3	3.3	5.2	5.4	6.4	4.9
工业产值 (% 实际变化)	5.3	4.2	3.4	3.2	5.4	3.8	3.7	3.7	3.3	3.9	3.1	3.2
经常账户平衡 (占GDP百分比)	-3.3	-3.2	-3.1	-3.2	-3.2	-3.3	-2.9	-3.3	-2.9	-3.2	-3.1	-3.3
年末通胀	1.5	3.0	2.6	2.4	2.7	3.6	3.9	3.0	2.3	2.6	1.9	2.6
年度平均通胀	1.6	3.2	2.3	2.3	2.1	3.4	3.8	3.3	2.6	2.3	2.1	2.4
基本财政平衡 ² (占GDP百分比)	-8.9	-8.5	-7.1	-4.6				-8.5				-7.1

1 住宅投资

2 财政平衡 (% GDP)

注意: 粗体为预测

表5

墨西哥经济指标和预测

	2010	2011	2012	2013	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
经济活动												
GDP (经季节调整)												
实际同比变化	5.4	3.8	3.3	2.9	4.3	3.6	4.4	3.0	3.2	3.4	2.9	3.7
人均 (美元)	9,582	10,501	10,410	11,888	10,550	11,043	10,733	9,786	10,014	10,191	10,547	10,909
美元十亿	1,035	1,143	1,141	1,313	1,148	1,202	1,168	1,065	1,098	1,117	1,156	1,196
通货膨胀 (均值 %)												
整体通胀	4.2	3.4	4.0	3.3	3.5	3.3	3.4	3.5	4.1	4.3	4.1	3.6
核心通胀	3.9	3.2	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.4
金融市场 (期末 %)												
利率												
银行贷款	4.50	4.50	4.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.5	4.5	4.5	4.5
28天 Cetes	4.3	4.2	4.4	5.0	4.2	4.3	4.1	4.4	4.3	4.4	4.4	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	4.9
10年期债券 (均值 %)	6.6	6.8	6.4	7.0	7.5	7.1	6.4	6.4	6.1	6.4	6.5	6.6
汇率 (均值)												
比索兑美元	12.6	12.4	13.4	12.5	12.1	11.7	12.3	13.6	13.5	13.7	13.4	13.1
公共财政												
*FRPS (占GDP百分比)	-3.5	-3.0	-3.0	-2.8	--	--	--	-3.0	--	--	--	-3.0
对外部门³												
贸易平衡 (美元十亿)	-3.0	-4.3	-6.4	-6.2	1.5	1.4	-3.8	-3.4	-1.2	0.9	-3.4	-2.6
经常账户 (美元十亿)	-5.7	-11.4	-14.2	-14.7	-2.6	-0.2	-3.8	-4.8	-4.1	-1.8	-3.9	-4.4
经常账户 (占GDP百分比)	-0.5	-1.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.1	-1.3	-1.8	-1.5	-0.6	-1.3	-1.4
油价 (墨西哥混合产品, 美元/桶, 期末)	#REF!	100.1	89.1	92.6	93.0	105.6	101.2	100.8	94.6	86.4	86.4	89.1
就业率												
私部门正式 (同比变化)	3.7	4.1	2.9	2.8	4.9	4.2	4.2	2.9	2.5	3.0	2.8	3.4
公开失业率 (占活动人口百分比)	5.4	5.3	5.3	4.9	5.2	5.5	5.3	5.0	5.2	5.2	5.3	5.3

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	9.5	5.2	5.5	4.3	5.4	4.9	4.8	5.6	6.0	5.4	5.2	5.3
国内需求	5.1	4.3	4.7	3.6	3.2	3.4	5.1	5.4	6.2	4.9	4.4	3.4
消费	4.7	4.2	3.2	2.9	4.5	3.5	4.3	4.5	4.0	3.5	2.9	2.6
个人消费	5.0	4.8	3.3	3.0	5.1	4.5	5.0	4.6	4.1	3.6	2.7	2.9
公共消费	2.8	0.8	2.5	2.0	1.5	-2.5	0.5	3.8	2.9	2.9	3.8	0.5
投资	2.4	8.3	9.1	5.8	5.1	8.5	8.8	10.8	10.3	8.6	9.9	7.5
个人投资	2.9	14.1	8.4	4.4	15.2	16.7	11.5	13.2	6.0	7.1	10.3	10.1
公共投资	1.2	-7.3	11.2	10.6	-21.2	-12.6	1.1	4.1	26.8	13.7	8.6	-0.2
外部需求	25.7	7.9	7.7	6.5	14.2	7.6	4.4	6.1	4.0	6.4	9.6	10.8
进口	23.5	9.1	11.5	8.0	10.3	7.0	6.2	12.8	12.8	10.4	13.6	9.4

GDP 按行业分 (同比变化, 经季节调整)

第一产业	3.3	0.7	2.6	2.1	-1.6	-5.3	7.9	1.9	3.0	3.1	2.8	1.8
第二产业	6.0	4.0	3.1	3.1	4.6	4.2	3.5	3.5	3.4	3.6	2.6	3.0
采矿业	2.2	-2.4	1.1	2.2	-3.1	-2.3	-3.7	-0.3	1.3	1.0	1.0	1.1
电力行业	2.4	6.0	3.1	3.1	8.2	7.5	5.0	3.3	3.1	3.6	2.6	3.1
建筑业	0.0	5.1	3.8	4.0	5.4	3.9	5.1	5.9	4.0	4.8	3.6	2.8
制造业	10.1	5.2	3.4	3.0	6.1	5.6	5.4	3.8	3.7	3.9	2.6	3.5
第三产业	5.0	3.9	3.2	2.9	3.9	4.0	4.7	3.1	3.2	3.2	2.8	3.5
零售	-14.2	13.4	7.3	4.2	8.2	8.4	8.2	4.5	4.7	3.6	3.0	5.3
交通运输、邮政和仓储业	-6.5	6.5	3.4	3.2	3.1	3.6	4.0	2.7	2.9	2.9	2.7	4.3
大众信息传媒	0.8	5.6	6.4	5.6	7.0	6.5	7.7	4.5	4.1	5.5	6.3	6.4
金融和保险业	-4.4	2.7	3.5	3.2	1.1	2.0	7.7	3.4	2.1	3.6	3.5	3.6
房地产和租赁业	-1.3	1.8	2.1	2.5	2.4	2.3	1.9	1.8	2.4	2.7	2.0	2.8
科学研究和技术服务	-4.7	-3.0	4.5	2.9	3.0	7.0	5.8	2.4	3.3	3.6	3.1	1.6
公司和企业管管理	-7.6	1.4	4.6	3.5	2.9	5.8	4.9	4.9	3.4	3.5	3.8	3.2
商务支持服务	-4.7	1.3	4.3	3.5	3.5	4.5	4.7	4.5	3.5	3.7	3.7	3.0
教育	0.4	3.0	1.7	2.2	0.8	2.0	2.2	1.8	2.3	2.4	2.1	2.2
卫生和社会保障	0.8	-1.8	2.0	1.9	0.2	2.6	3.2	1.9	1.8	2.7	1.7	1.4
文化和体育	-4.6	1.8	5.2	1.8	5.5	7.0	6.5	2.0	1.5	1.8	2.1	1.9
临时居住	-7.7	3.9	1.9	2.0	0.9	2.4	2.9	1.5	3.0	2.1	1.7	1.2
除政府活动外的其他服务	-1.1	0.6	3.7	2.8	3.2	4.7	4.2	2.6	2.8	2.9	2.8	2.6
政府活动	4.8	4.4	-0.4	1.9	0.9	-4.6	-0.9	3.1	3.0	2.2	1.0	1.3

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。

dph: 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

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、撤出投资的邀约、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/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.

Editorial Board

Adolfo Albo

Julián Cubero

Jorge Sicilia

This report has been produced by

Editor

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Pedro Uriz
pedrouriz2@bbva.com

Iván Martínez
ivan.martinez.2@bbva.com

Arnoldo López
arnoldo.lopez@bbva.com

Collaboration with: Economic Scenarios

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Financial System and Regulation
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Developed Economies:
Rafael Doménech
rdomelech@bbva.com

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

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

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

Financial Systems
Ana Rubio
arublog@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

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

South America

Regulatory Affairs
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com

Macro Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

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

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Equity and Credit
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

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

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

BBVA Research Mexico
Av. Universidad 1200
Colonia Xoco
C.P. 03339 México D.F.
Publications:
E-mail: researchmexico@bbva.bancomer.com

These and other BBVA Research publications
are available in English and in Spanish at: www.bbva.com

Otras publicaciones:

