

墨西哥

经济展望

2010 年第二季度

经济分析

- 随着美国经济增长以及国内需求复苏预期，墨西哥将增长 5%。
- 竞争管制方面的变动将有助于突破增长瓶颈并改善通胀环境。
- 在对风险厌恶进行进一步管制的市场环境中，墨西哥会由于其金融市场的差异性而受益。



目录

1. 综述	3
2. 持续复苏面临的挑战	5
3. 墨西哥经济发展前景将基于外部经济环境周期性增长	6
4. 劳动力市场、灵活性、工资与国内支出	9
5. 汇率展望：比索升值	12
6. 受需求限制的通货膨胀和供应压力	15
7. 持续维持当前利率政策	19
8. 附表	21

截稿时间：2010年5月12日

1. 综述

墨西哥经济发展前景将基于外部经济环境周期性增长

上一季度，墨西哥的经济前景有所改善，因此，目前预期 2010 年墨西哥经济增长接近 5%，仅比三个月之前的估计略微高出一个百分点。

与预期相符，新兴经济体、发达经济体和美国使全球经济复苏得以巩固。而欧洲反过来证实了周期性的滞后：作为对市场参与者信心产生消极影响、风险溢价提高和某些欧洲国家政治风险上升的后果，加剧了该滞后。美国经济复苏开始于向新兴市场的出口增长以及有关收入与支出的财政支持方案产生的积极影响。除了前述影响之外，由于利率降低与预期相比减轻了对家庭的杠杆作用，进而促进减缓就业恶化、提高国内消费水平，可支配收入也开始提高。

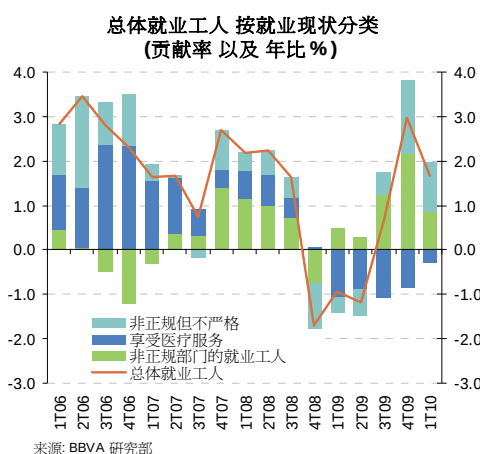
墨西哥主要经济合作伙伴外部需求的增长直接影响了该国的出口活动：当劳动力市场复苏巩固时、当墨西哥移民汇款增长时、当国际环境影响旅游服务需求增长时，墨西哥出口活动为这些额外积极影响打开了一扇门。2010 年，墨西哥经济增长接近 5%。同时，风险降低。一方面，由于欧洲的公共债务危机，普遍蔓延将对其它市场和资产产生影响。另一方面，在国内，伴随预期外部需求活动滞后的家庭消费能力也是一项不确定性因素。

由于经济中非正规部门的份量，相对较低及不稳定的工资限制了国内消费

当前形势反映了墨西哥制造业信心与墨西哥消费者信心之间的显著差异，这是由于墨西哥制造业面临的外部需求有效提高与墨西哥消费者可支配收入增长缓慢所致。这是家庭消费的主要决定性因素，其反映了墨西哥大约 70% 的 GDP 的变量，还表明了本周周期性复苏中达到某种程度的进展。

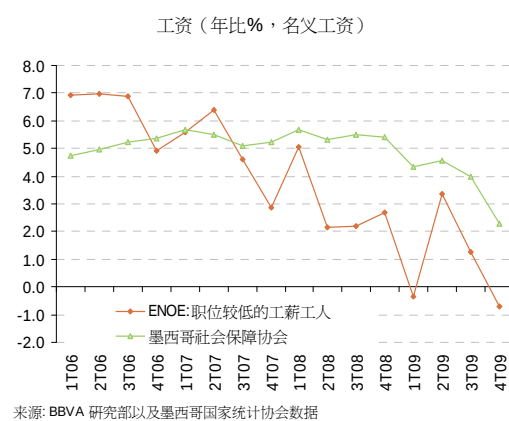
家庭可支配收入决定性因素之一的就业自 2009 年第二季度起有所增长，这反映了：与某些局部分析得出的结论相反，从环境与经济角度而言，墨西哥劳动力市场作为一个整体的灵活性趋于变动。这与更为发达经济体中发生的情形相似：劳动立法变动以及临时就业重要性日益增加促使形成更为灵活的劳动力市场。但是，在墨西哥，过去 19 年中未曾发生变化的严格劳动立法的补偿性灵活性，最终在细分市场得以实现：由于缺乏法律框架而没有进行任何程度的保护，细分市场中的非正规因素抵销了正规部门的僵化和壁垒。反过来，对于正规部门而言，其由于临时就业日益增长的份量而被削弱，并且通常并不伴随着更高的生产力。作为所有前述情形的结果，该经济体中非正规部门的工资收入相对不稳定——以调整供需并且由于缺乏立法而不存在任何刚性下降为前提条件——且较低，与非正规环境中所开展活动的较低生产力相符。如果在此基础上，2010 年通货膨胀反弹，则家庭消费能力将继续受到相对制约，至少在短期内如此，尽管就业回升。通过这种方式，非正规机构假定暂停获得或多或少稳定的可支配收入——基于当前实际工资形成。

图 1



来源：BBVA 研究部

图 2



来源：BBVA 研究部以及墨西哥国家统计协会数据

有必要进行竞争管制改革以改善墨西哥的经济效率和价格形成过程

按实值计算，家庭可支配收入受通货膨胀表现影响：从中期观点来看，由于最终产生更为持久影响的成本冲击，家庭可支配收入表明相对刚性行为趋于下降趋势，并经历快速向上调整。这种动态变化使我们相信市场刚性的存在，与其它经济体相比具有相对更大刚性。市场经济竞争进步将产生效益以及更高的生产力和产品价格趋于更加低廉，这意味着经济体中消费者收入增加（以及明显提高经济体的潜在增长）。通过与其它国家相比，分析墨西哥消费内容价格类似分指数的相对动态趋势，可了解现有提高率。即便考虑对价格形成过程产生影响因素（例如，汇率）的多样化，经比较得出的结论为：市场竞争程度越激烈，有关相对价格变化的分歧将越低。此外，更激烈的竞争将产生巨大经济增长。对此进行的监管改革（目前正处于合法权利机关审判阶段）意图纠正上述问题。

图 3

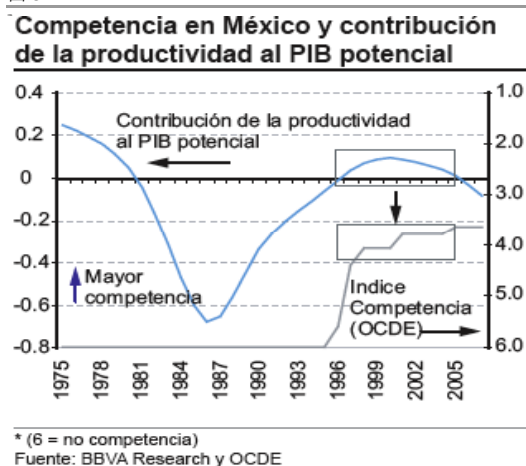


图 4

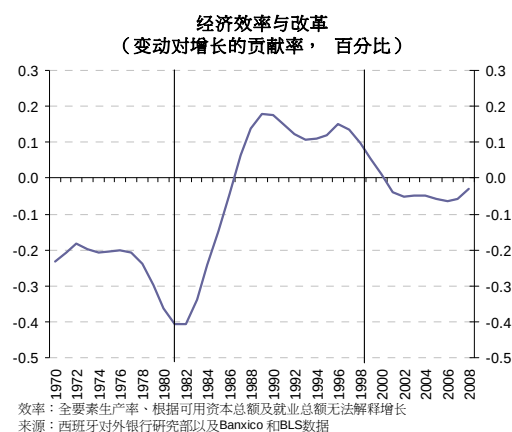


图 5

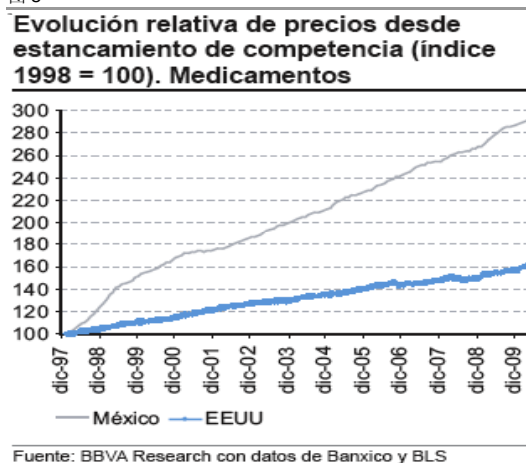
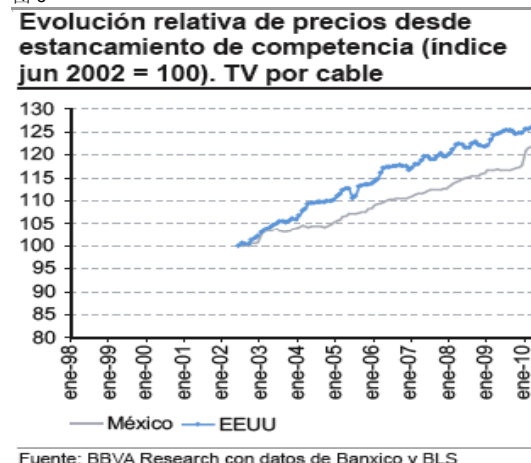


图 6



金融变量，与全球因素保持一致

决定增长现状方向的相同全球因素将影响金融变量。例如，2009 年大部分时间内，比索汇率受新兴经济体中货币消极分化的影响。从去年最后一个季度开始、截至近期，来自美国的周期性经济增长尤其有利于墨西哥，有关某些国内不确定性（2010 年预算、国债等级）的决议有利于产生积极分化。当五月第一周达到其峰值的风险规避开始时，作为希腊债务的结果，该分化一直保持至四月前几周。在任何情况之下，由于不存在西班牙经济消极分化的明显具体因素，因此随时全球风险厌恶消退，汇率和利率将恢复经济增长和通货膨胀的经济基础。

2. 持续复苏面临的挑战

全球经济中占主导地位的是两股对立力量：一方面，是来自新兴经济体和美国的积极周期性增长，另一方面，欧洲存在高风险溢价。即便通过欧洲货币联盟的救市方案减轻了短期内的不确定性，但是中期风险将继续呈下降趋势。

在最近几个季度中，由于新兴经济体和美国经济复苏，因此周期性状况得以显著改善。国际贸易增长了7%，我们预期2010年世界经济增长了4.2%。现在，在同一时间，存在有关欧盟货币联盟是否有能力面对该地区某些国家高公共债务水平问题的怀疑。前述债务使主权信用价差提高和进入财政不稳定的新阶段成为可能。本状况能够影响欧洲经济，尽管它还能对世界其余国家产生影响。前述不利影响的时期和范围，将决定性的取决于欧洲理事会于去年五月九日作出有关欧洲中央银行同意之救市方案及采用之特别措施公告的有效性。即便当救市方案在短期内能够稳定市场状况，仍然在如下三个方面存在不确定性：（1）今后执行救市方案过程中，遵守财政整顿流程中的受限制性；（2）更严格财政整顿的可靠性优于欧洲货币联盟中某些国家迄今为止已经考虑过的财政整顿的可靠性；（3）在欧洲，制度性机制方面的进步确保不同国家公共账户的可持续性。

在全世界短期实施扩张的财政政策和货币政策之后，不保证经济复苏可持续至2010年之后，特别是发达国家。

尽管2010年初期普遍经济复苏，但是各国经济复苏的程度显著不同。这是由于不同程度上利用财政政策和货币政策所致。特别是在中国和美国推进经济周期时生效。与此同时，新兴经济体受益于国内需求更大增长，经济复苏得以更有效巩固。相反，随着不断削弱扩张政策，发达国家出现了有关经济复苏是否可持续至2010年之后的疑问。

就货币政策退出策略存在越来越多的分歧：美国的渐进主义；欧洲货币联盟有关退出时间的疑问，新兴经济体缺乏单一策略。

美国联邦储备委员会预见了提高利率的渐进过程。预期第一次提高利率大约开始于2011年，直至年末利率稍高于1%的水平。美国和欧洲货币联盟之间现有的经济基本原则之间的差异将导致不同的货币退出策略。尽管从2010年起经济增长可能放缓，在美国回归当前动态的风险相当有限，产生通货膨胀压力的威胁非常微弱。相反，在欧洲货币联盟，除了更加脆弱的金融状况以外，周期性改善似乎更加不确定，但是不存在任何通货膨胀压力。就新兴经济体的货币政策而言，毫无疑问有必要加强货币政策。如果在该地区产生周期性分歧，各个国家的退出策略将有所不同。如果在某些经济体中，如果未能按时执行货币政策以及其它措施，则将产生增长失衡。

市场表明了反经济周期政策的限度。具有高额公共债务水平和有限私人杠杆作用的经济体更容易受到利率提高和风险溢价增加的影响。

在严重风险厌恶时期，金融市场倾向对宏观经济政策中的现有矛盾（通常在经济繁荣时期不易觉察）明码标价。尽管于五月九日星期日在欧洲达成了重要的救市计划，欧洲货币联盟中金融政府部门提供信息、解决挑战使我们相信：有关财政整顿措施不确定性的可观风险溢价将在市场持续存在。越来越多来自希腊债务市场的危机蔓延至市场与资产，已通过现状的脆弱得以明确证明。发生经济危机时，经济历史深受由某些国家到达其它国家的“毫无根据的蔓延”所困扰。在上述情况下，地理位置上的临近或经济循环的相似性比经济基本原则更为相关。事实上，当前普遍蔓延的现状无法通过希腊爆发经济危机或通过基本原则的相似性刺激金融渠道得以证实。即便或多或少真实，某些国家仍然存在提高其政策可靠性的迫切需求，以便面对来自国际投资者的压力。

长期财政整顿是发达国家面临的最大挑战

人们越来越关注增发国债的长期后果。在很长一段时间里，这将不可避免的导致实际利率和高风险溢价压力增大。即便在很多国家取决于各自财政状况的可靠性，当前危机蔓延正在逐渐消失；日益增长的分歧将持续存在。

缺乏对金融部门进行深化改革以及今后的监管改革可能威胁复苏率

来自金融部门的不确定性基本有两种：一方面，对金融行业重组进度缓慢，特别是在欧洲，由于缺乏足够信用可能导致经济复苏暂停（即缺乏信用的经济复苏）。历史经验和实证证据都表明信贷渠道的重要性，特别是在经济复苏的第一阶段，因此，人们越来越关注缺乏信用的经济复苏。另一方面，还存在有关必将最终发生和已在进行之中的管制改革的不确定性。因此，最有可能产生的后果即：资本与流动性需求显著增加，这将限制金融部门在今后授信的能力。

3. 墨西哥经济发展前景将基于外部经济环境周期性增长

美国经济周期中 fastest、最强增长导致对墨西哥经济的增长展望呈上升趋势

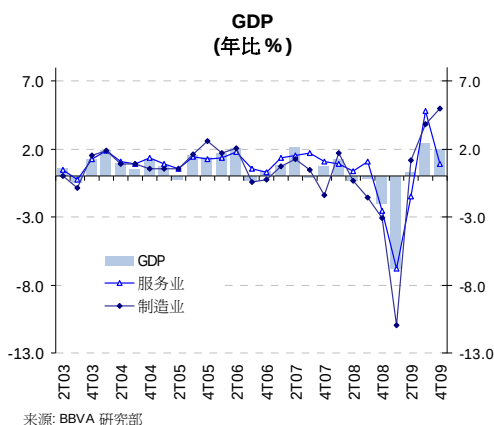
在自墨西哥革命（1932 年：下降 14.8%）以来的急剧衰退之后，自 2009 年中期以来直至该年年末，墨西哥经济已经逐渐进入了复苏阶段。与美国密切相关的墨西哥经济结构于去年表明一份记录：出口、旅游人数和移民汇款均有所下滑。同样地，前述同样的关联因素已经或将在短期内产生相反影响：表明与受美国周期性增长影响较少的其它经济体相比，墨西哥相对较快脱离经济衰退。

墨西哥经济复苏优于 2009 年至 2010 年初中前几个月所作预期。该更佳表现导致对 2010 年经济增长的展望提升，从本年度初期估计的 3.8% 提高至目前预期接近 5.0% 的增长率，尽管在全球和国内的风险平衡都呈下降趋势。如前述章节所述，在全球范围内，现有不确定性将最终影响风险溢价以及必要财政整顿流程。在国内，内部需求量连同外部需求影响了墨西哥的经济活动。

在本次经济复苏中，需求的两个组成部分，外部需求和国内需求，都呈现动态，尽管趋势不一致。一方面，外部需求的特点是以累积方式促进 2009 年最后几个月中出口增长和制造业产量提高的强劲复苏。但是应当指出，接近 80% 的墨西哥出口都以美国作为目的地，并且该国对耐用产品的消费具有特殊重要性：电视机、电力设备，特别是汽车。从 2009 年下半年开始、截至 2009 年第四季度呈现了外部需求以较最初预期更快速度得以改善的过程。

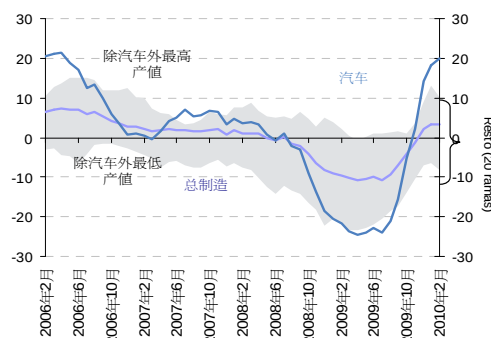
就本文件所述宏观经济局面而言，曾被视为美国经济的财政促进因素，如今将得以实现并继续对其复苏作出贡献。因此，墨西哥出口净额（出口减进口）对本年度估计经济增长的贡献将比最初预期并且事实上都将更为积极：提高了多达 3 至 5 个百分点。

图 7



来源: BBVA 研究部

图 8

制造业产量：汽车业以及其它行业
(年比%)

来源: 西班牙对外银行研究部

就国内需求而言，届时可用数据情况相反：尽管国内市场呈现复苏态势，但是经济增长速度低于预期。例如，个人消费 2009 年最后一个季度增长率仅为 0.5%，而在此之前上一季度的增长率为 2.1%。更为及时的墨西哥销量指标表明同一结论：例如，就零售销量而言，仅按今年最初两个月的月增长率（0.4%）进行增长，显然低于 2009 年最后一季度的月增速（1.3%）。

特别值得一提的是投资力度。本因素是在最后六个季度（08 年第三季度至 09 年第四季度）中按季度程度持续下滑的国内需求中最为滞后的因素。相对而言，本因素可以确保未来几年中的增长能力。但是，即便如此，我们认为：在与 2008 年和 2009 年相比财政状况具有更大灵活性的限度内，按照累积方式，随着固定投资重新开始增长，闲置设备生产能力将大大降低，美国经济将继续复苏。

二元劳动力市场以及低而不稳定的收入，是影响国内需求表现的关键因素

根据预期经济状况，预期 2010 年国内需求对经济所作贡献占 1.8 个百分点：1.1 个百分点来自消费，而仅有 0.7 个百分点来自投资。消费对经济所作贡献在历史上一直很低，其中就业与工资（可支配收入以及随后消费能力的决定因素）对当前以及今后的经济衰退发挥重要作用。

2009 年经济危机期间，个人正式就业大幅下滑，尽管与之前经济衰退情形下就业变动相比，前者的失业程度和持续时间都有限。迄今为止已登记的就业相对良好表现与国内需求有限增长之间缺乏一致性，导致对墨西哥就业特点进行规划。根据墨西哥国家职业及就业调查中心提供的数据，墨西哥社会保障协会（简称 IMSS）拥有大约一千四百万员工，而墨西哥就业总人口达四千四百万人。因此，新设工作特点之一即提供较低的工资水平和很少的劳动福利，其中一部分新工作由非正规部门提供。作为可选措施基础的就业与失业的动态情形，表明了市场中正规部门的“灵活性”特点以及非正规部门的“严格僵化”特点。这将产生适用非正规部门的激励因素，并有助于解释生产力水平低和国内消费增长有限的原因。

同样地，国内消费能力的一个额外限制性因素即竞争不太激烈的市场结构——有助于以不易下跌的价格支配家庭可支配收入，因此意味着制止通货膨胀流程的相对高门槛。因此，与其它经济体相比，墨西哥的特点是：面对成本冲击和缓慢下降调整的快速加剧的通货膨胀，承受较低水平的激烈竞争。鉴于改革竞争政策的提议目前处于合法流程之中，因此通货膨胀调整中市场的严格作用是当前面临的问题。

2009年，鉴于经济衰退对通货膨胀产生影响，诸如公开价格政策、农产品优惠价格和产量缺口等因素启动持续下滑过程。2010年，影响通货膨胀中向下调整的相同因素将以相反方式作用，对供应（成本提高）甚过需求产生向上压力。

图 9

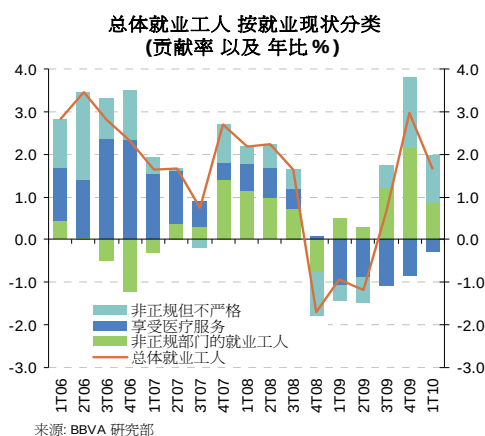


图 10



另一方面，税务成本（增值税、进出口总额和收入）有可能连同政府管制价格（燃料和汽油）保持连续，以便使其符合国际参考价格。应理解：迄今为止，由于外汇升值，已经减轻了前述影响。如果农业和牲畜对经济贡献“反常”，通货膨胀可能增长至 0.44pp，则如今年初期一样，农业和牲畜价格将继续表现高波动性。最终，我们估计 2010 年好月份期间经济活动的动态特征将低于潜在动态特征，完成产量缺口的速度将于年末产生通货膨胀压力。即便如此，我们估计年度通货膨胀动态特征为：总通货膨胀大约是 5.6%，核心通货膨胀大约是 5.1%。

墨西哥金融变量不包括 2009 年的消极分化；全球因素将影响其表现

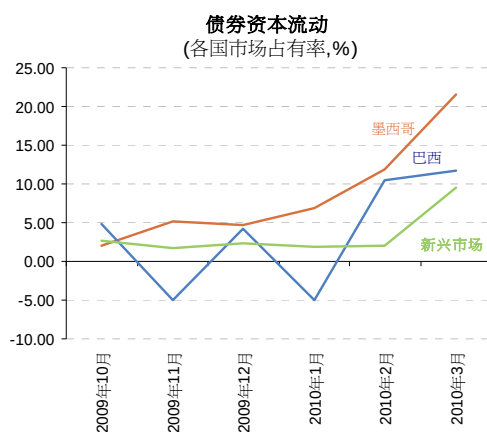
在 2009 年 10 月至 2010 年 4 月期间，在根据西班牙对外银行研究部估计视为均衡汇率的范围内，墨西哥比索作为新兴市场中货币之一同美元（4 月均价）相比大幅升值。五月第一周，普遍蔓延至全球金融市场的希腊债务危机是全球经济和金融展望中的风险因素。如果存在有关发达国家中进行金融整顿的疑问，则融资风险溢价和融资成本将提高，经济主体的信心将降低。即便如此，认为危机蔓延和波动应最终仅限于最受影响市场是合理的，这是由于该市场的脆弱财政状况或与危机核心不同寻常的关系。即，仅限于欧洲新兴市场国家。

据估计，2010 年最后一个季度平均每 12 比索兑换 1 美元（ppd）。三个关键因素支持我们对汇率提高的预期。第一个因素即汇率价差，发达国家保持其参考利率为零或非常低，因此市场中调整风险之后的利率价差将相当高。我们估计汇率基础的第二个因素具有很高的国际货币流动性——意味着对投资者收益进行研究，并允许实施贸易策略。最后，考虑在经济周期复苏阶段时发生的墨西哥市场积极分化。如前所述，在复苏阶段，墨西哥是长期经济衰退之后迅速反弹国家其中之一。

应当认为：本文件所述汇率状况并不排除风险，特别地，该汇率与希腊经济危机可能蔓延加剧的相关变量相关。在可能的范围内，我们可能预期墨西哥产生积极分化，并且在其他新兴经济体的国内资产需求中保持中立定位。

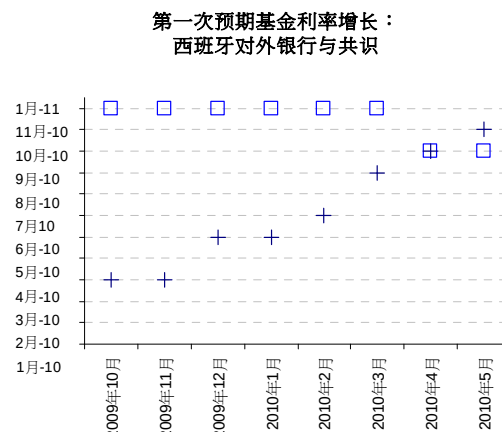
除了有关资本流动的国际压力，一旦完成产出缺口，我们应当考虑将影响通货膨胀压力的基本变量以及央行可能参考货币政策条款的立场。从这个意义上讲，我们认为：即便通货膨胀预期有可能保持不变（由升值比索提供支持）；偶然发生的通货膨胀压力导致完成产出缺口时，将加速促进货币政策变动。我们认为，墨西哥银行将通过逐渐调整通讯以暂停发行货币，直到 2010 年年底支持基金利率提高的信息出现。

图 11



来源: BBVA 研究部

图 12



来源: Banamex 调查

在本环境下不能排除风险的可能性即流向新兴市场资本可能回归，这将构成更高通货膨胀可能产生的风险，也可能导致调整本文件所述货币政策。

最后，在最近几个月特点的高流动性背景之下，曲线得益于输入的资本流动——提高墨西哥下降的长期利率的水平。就前述短期利率而言，经济周期复苏以及对货币政策、风险演变的预期，将在本年年底使我们对 M10 的估计保持在大约 7.5%。不考虑可能受限的本轮反弹，此即有关希腊金融危机蔓延不确定性变为现实。

4. 劳动力市场、灵活性、工资和国内支出

鉴于 2009 年的经济强烈衰退并没有显示就业率降低或失业率上升的相应调整，但实际上在很多国家已经产生了调整，所以这部分要分析的是墨西哥劳动力市场动态走势。通常，劳动力市场对经济活动的变化反应不明显就表示劳动力市场的相对僵化，对墨西哥劳动力市场而言，在经济合作与发展组织（OECD）国家中得到系统使用的公认指标也突显了这点。但是，墨西哥当前经济环境下，被划分为僵化对照物的劳动市场却带有相当大的灵活迹象。因此，在对就业法案进行保护的立法存在上非常灵活的主要非正规部门的存在成为失业缓冲剂。指向低边际生产力和较低且较不稳定工资水平的经济活动的资源分配成本也随之相生。这反过来可以解释本周期现阶段国内支出复苏的延迟。

劳动力市场对增长越来越敏感，墨西哥除外？

若比较本经济衰退期个人平均所得下降对失业率上升的影响和上次经济衰退期的影响，可以发现，总体而言，这次失业水平的反应比上次 3 更为强烈。平均而言，研究中的抽样国家本周期失业对经济衰退的反应比上一周期更强烈。相关曲线图可以解释这一点，从曲线图上可以看出，与上一次经济衰退期的情况相比，失业率上升对经济活跃性下降的反应多少更大些。与所研究国家相比，其分散图中更为倾斜的坡度也反映了这一点 4。

图 13

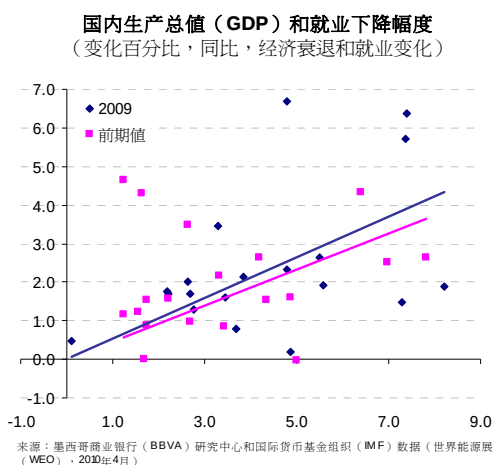
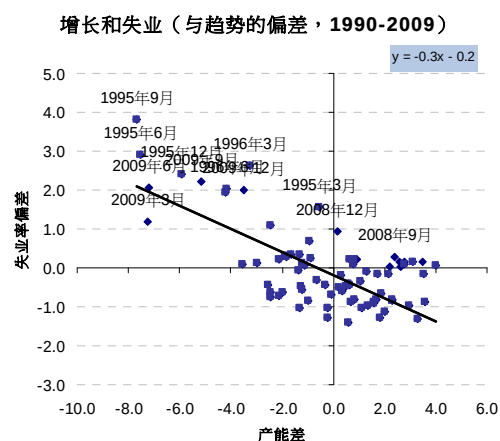


图 14



对于墨西哥经济而言，经济活跃性的下降比 1995 年甚至更为剧烈，伴随失业率的相对较低回弹，即 2009 年仅回弹一个百分点，而 1995 年回弹二点五个百分点 5。

失业率和经济活跃性之间的关系可以用奥肯法则 6 表达，其对相关主题文献进行了充分研究，奥肯法则似乎显示了墨西哥经济衰退是如何引起失业的相对理想反应的。这种关系是根据长期国内生产总值 (GDP) 增长水平偏差和非通胀性失业增长率 (非加速性失业增长率 (NAIRU) 7) 考虑的。根据这种分析，我们总结，尽管 2009 年经济衰退期中与潜在国内生产总值 (GDP) 相关的产能过剩与 1995 年经济衰退期的具有可比性，但与 1995 年经济衰退期失业率的增长相比，当前经济衰退期中失业率的增长更不明显。对国内生产总值 (GDP) 的同比下降而言，与 1995 年经济危机相比，此次经济衰退期中失业率更少偏离其长期趋势。这一相对良性表现在其他劳动力市场，如私人正规聘用的检测指标中也有所显示。1995 年，国内生产总值 (GDP) 和就业的变化差距为 -0.4 点，2009 年为 -3.5 点。

测量失业和对经济活跃性变化的敏感性的另类指标

为符合国际标准，失业率已被调整，而且失业率是测量正在寻找工作但一周工作时间却不超一小时的人口的很好的标准，尽管如此，墨西哥劳动力市场的现状并不仅仅通过这个测量指标来反映。替代传统方法论测量失业的指标可以对墨西哥失业情况进行补充。

墨西哥国家统计局 (INEGI) 公布了另类失业指标，其中“局部失业率”很重要。其中失业人口除包括正在寻找就业的失业人口外，还包括每周工作时间低于 15 小时的就业人口。相信就测量就业总人数的动态走势和特点来说，这个失业指标将非常有用，因为它趋向测量出幸福感的近似值，而传统测量法首先测量的是劳动力市场的不平衡指数。

图 15

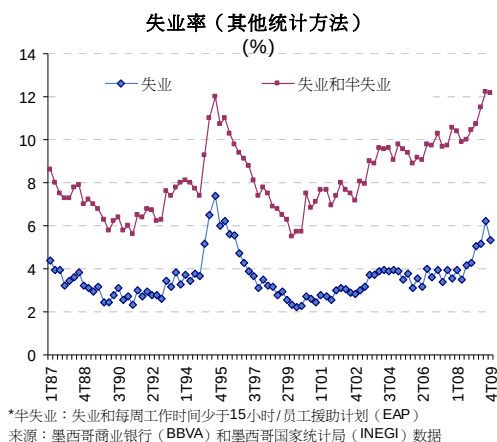
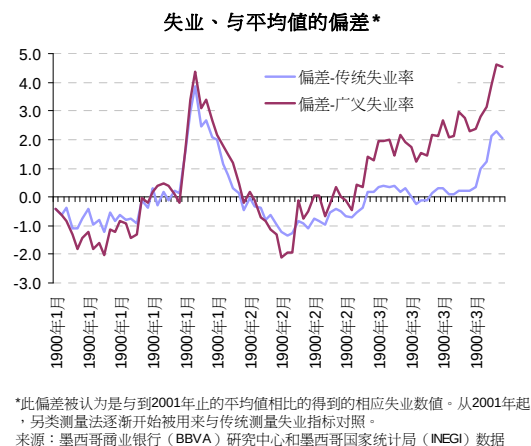


图 16



这个测量失业的另类指标与奥肯法则形成明显对比，因为，根据另类测量指标，最近经济衰退期的失业敏感性与上一经济衰退期（1995）的没有区别，其最佳调整线的斜度更加倾斜，且 2009 年所有季度的线都在其右边。应该注意，每周工作时间少于 15 小时的劳动者从 2001 年已经变成经济活动人口的一部分 8。

对失业和经济活跃性之间的关系进行时间因素分析，其结果与此相符。把样本分为两部分，上个世纪九十年代初和本世纪第一个十年末，根据传统失业测量，可以分别在这两个样本中得到 β_1 （在 $(u-un)t=a_0+\beta_1(gap)t+\beta_2(u-un)t-1+\beta_3$ ）-0.2 和 -0.1 的协同因素，而根据另类测量方法，两个时期则分别得到 -0.1 和 -0.1。这就是说，用传统失业测量法，考虑其趋势水平，当前失业偏差敏感性比过去少，但用另类测量方法则与过去一致。

图 17

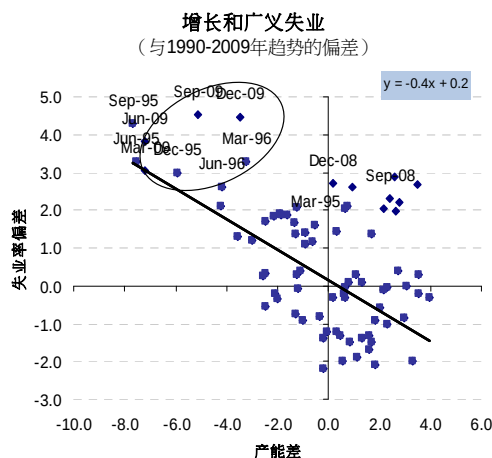
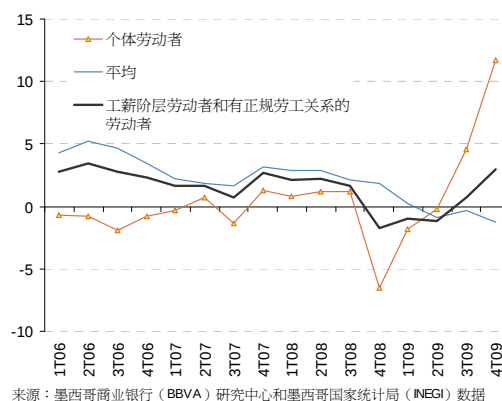


图 18

根据工作类别划分的劳动者（变化百分比·同比）



劳动力市场的非正规部门，经济活跃性调整的缓冲剂

在与经济活跃性的关系方面，传统失业测量法和这里的另类指标之间的差异引起了对就业结构更细致的分析 9。代表大多数就业人口（约 65%）的有工资和有正式劳动关系的劳动人口，自从 2008 年第四季度 10 就开始绝对下降，这与上一次经济衰退期情况一致。这个范围内都是有医疗保险，工作场合受劳动法有效保护，且缴纳税费的劳动者。相比之下，独立就业劳动者数量（包括雇主、个体劳动者和不被付薪劳动者）的年度变化显示反向运动，随经济活跃性下降而上升，随经济活跃性上升而下降。这一系列工作主要包括在非正规部门的就业，在非正规部门，劳动者没有医疗保险这样的附加福利，其工作场地往往也很危险，且很多时候根据书面协议 11 根本就不应该存在。这例证了劳动力市场提供的工作数量调整的灵活性，这与国际劳动保护法形成对比，其中，墨西哥的正规就业法规 12 程度最高。就保护正规就业的法规的有限保护范围，两个指标是一致的。除此之外，个体劳动者更低且更不稳定的工资水平指标（或每小时收入）也显示墨西哥劳动市场存在灵活性。

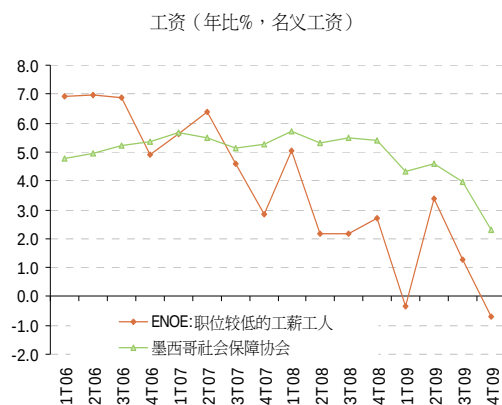
工资灵活性、收入、和个人消费性支出

家庭消费背后的主要决定因素是家庭对长期收入的预期，即当前实际收入和相应的未来预期。这趋向接近第一个因素，即实际达到的收入，因为预期或多或少是根据这一因素得出的 13。

国民工作和就业调查（ENOE）提供了按照收入水平划分的就业人口数据。值得注意的是，收入水平从 2009 年开始下降的劳动者数量较多，尤其是那些收入为两倍最低工资的劳动者，其数量将近 1500 万。

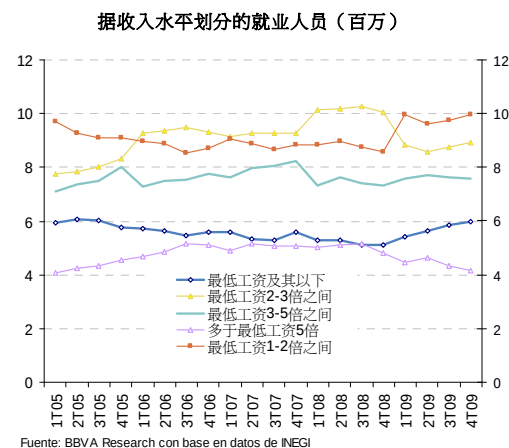
与 2006 年到 2008 年之间年平均降低-2.8%相比，2009 年这类劳动者的数量上升了 11%。伴随这种趋势，未充分就业人员的数量增长，集中在零售部门和各种服务部门。计算收入时包括了所有类型的成分，包括工资、佣金和小费以及加班费，这就是说大部分劳动力的就业条件，尤其是收入水平低的劳动者，非常容易波动且不稳定¹⁴。因此，对国民工作和就业调查（ENOE）受薪和供薪劳动者总收入变化和隶属于墨西哥社会保障局（IMSS）的劳动者收入水平进行对比时，（这是两份统计中最相似的组），应注意，两组实际平均收入/工资都已经有所下降趋势，只是国民工作和就业调查（ENOE）的更强烈和不稳定。

图 19



来源: BBVA 研究部以及墨西哥国家统计局数据

图 20

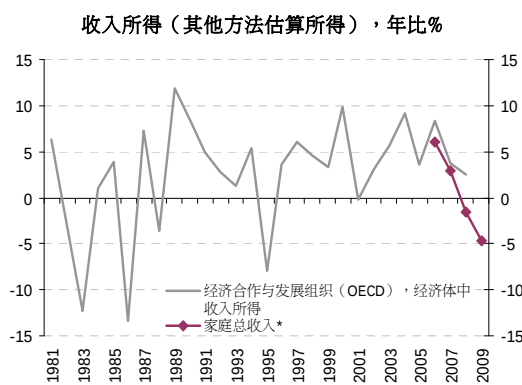


Fuente: BBVA Research con base en datos de INEGI

根据全部劳动者的信息，为根据工作分段确定总工资，合并收入数据和就业劳动者数量是可行的，包括有正规劳动关系的劳动者、雇主、和个体经营者。在此分类中，总工资已有实际正向变化的类别只有个体经营者，并且这种情况只出现在 2009 年最后两个季度，且源于劳动者数量的增长，就其他类别而言，实际意义上的工资变化都是反向的。

使用经济总工资代替可支配收入与作为国内需求主要组成部分的个人消费性支出密切相关。尽管从 2009 年第二个季度开始，就业已有所增长，但根据国民工作和就业调查（ENOE）总就业人口信息所制表格中总工资的下降趋势帮助解释了个人消费性支出在当前经济衰退中的强烈下降。

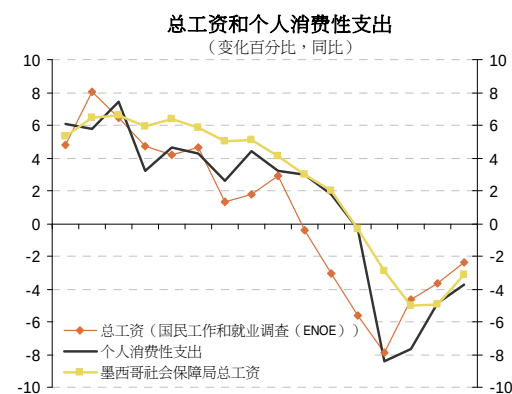
图 21



*总收入=每小时工作收入X每周工作小时数X就业人员，根据国民工作和就业调查（ENOE）数据

来源: 墨西哥商业银行（BBVA）研究中心和经济合作与发展组织（OECD）及墨西哥国家统计局（INEGI）数据

图 22



来源: 墨西哥商业银行（BBVA）研究中心和墨西哥国家统计局（INEGI）及墨西哥社会保障局（IMSS）数据

5. 汇率展望：比索强劲前景

与2009年其他新兴经济体相比，墨西哥国内金融变量的表现不再影响消极差别化。经济恢复和有利的财政状况为此提供了支持。

2009年10月到2010年4月间，墨西哥金融市场的表现超出了新兴经济体的平均值。近期因希腊第一阶段债务危机增强而带来的冲击局限于面临财政挑战的其他欧洲国家的债务市场。鉴于美国出现周期性恢复的前景以及在持续高流动性下寻求高盈利性，这一状况不会导致对欧洲以外风险偏好的降低，从而持续为新兴经济体的金融资产提供支持¹⁵。

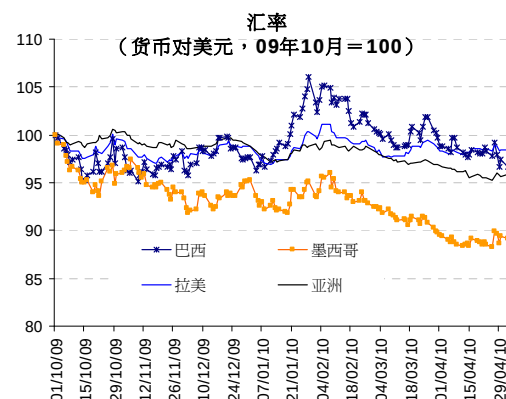
与希腊第一阶段债务危机（截止至四月末）同时出现的持续风险偏好以及对盈利性的追求明确地体现为以下指标：i) 四月新兴国家的 EMBI+ 平均差（239 bp）为2007年12月（233 b）以来的最低点；ii) VIX 波动性指数保持下降趋势——与欧洲周边地区较大的担忧情绪形成对照的是，过去两个月内下降趋势有所加强——四月份达到2007年6月（15.0）以来的最低点（15.6）；iii) 新兴经济体的货币对美元日益增强，尽管这些货币在增长上存在差别化（即经济前景较好的经济体的货币增值较大。）

图 21



Embi+ 间的主要元素，斜率，互换价差，比索隐形不稳定性，VIX，比索不稳定性观测值
来源：BBVA 研究部

图 22



来源：BBVA 研究部和彭博

国内方面，自2009年初以来风险规避指标大大降低，2010年头几个月该趋势逐步增强。上述全球因素可解释部分行为出现的原因，但与欧洲相比，美国恢复周期的差别化影响以及墨西哥财政状况的确定性也为这一趋势提供了支持。因此，自2009年10月以来，国内金融变量的表现要好于其他新兴经济体。在希腊第二阶段的财政和信任危机（五月初）期间，由于不能就金融救援方案达成一致，其他欧洲市场开始受重大影响，金融冲击迅速蔓延，反映了全球风险规避的快速增长以及较高风险资产的销售。在此期间，国内金融变量表现非常不理想，与前几周相比，汇率和债务资产没有明显差异，并随全球风险规避出现波动。

如果五月头几周的整体冲击得以持续，它将构成全球以及国内经济金融前景的风险因素。但是，有理由认为金融冲击和不稳定性会降低，或在任何情况下，都会因脆弱的财政状况或与危机核心关系较大而最终局限于受影响最大的市场上。因此，我们相信，五月的头两周为墨西哥可能的汇率和利率表现设定了指导标准。在金融冲击背景下，国内变量将对符合新兴经济体趋势的全球规避水平作出响应，但不会再有差别。在市场规范化的背景下（我们的核心方案），墨西哥市场仍存在积极差别化的空间。

比索继续成为近几个月中相对表现较好的货币之一

2009年第四季度期间，比索对美元的价值是全球货币中表现最强劲的一支，不仅在拉丁美洲地区，而且在世界流动性最强的货币中也是如此。在2010年头四个月，比索对美元的汇率提升6.0%，从2009年10月到五月第一星期结束，汇率提升了9.4%（如果我们考虑希腊金融冲击前的最低水平，提升了约11.5%）。五月初，比索对美元汇率已经处于BBVA Research评估的长期平衡范围内，接近其上限，在任何情况下，如果我们考虑下限值，则会低估7%到8%。

图 23

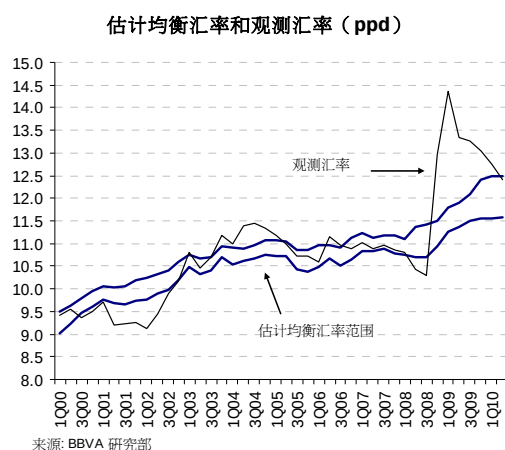
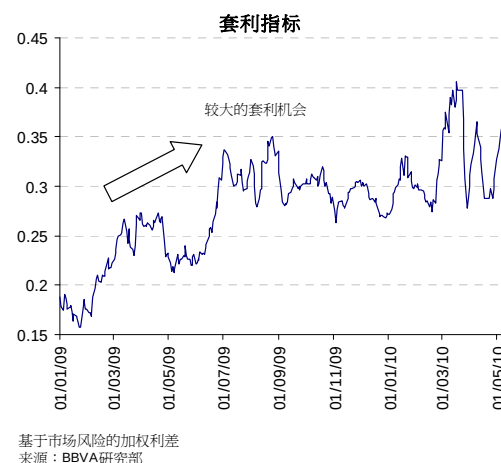


图 24



该范围是选择均衡汇率模型组的最高和最低平均估计值得出的。考虑的模型包括认为可决定长期汇率的元素,例如根据生产力水平差别进行调整的 PPP (价格差)、经济体之间潜在的增长差、实际均衡利率差以及在结构上将贸易流和资本与潜在经济增长相关联的模型。如附图所示,与墨西哥经济体的基本经济因素相一致的汇率保持长期下降趋势,这主要是因通胀正差幅和长期负增长(与美国相比)造成。基于这些长期因素,对利差或金融流量的预期成为了减缓或增强上述长期趋势的中期调节因素。

根据截止至 5 月 12 日的的数据,市场开始逐步规范化,同时也出现了货币不稳定性。但是,对于 5 月 9 日欧洲理事会公告的范围和有效性,以及欧洲央行为应对希腊和其他一些欧洲国家的信任和信用危机采取的救援计划组合和特别措施存在普遍的不确定性¹⁶。

尽管欧洲一致同意的担保计划降低了短期不确定性,但中期风险依然存在。在不确定性较大的情况下,我们的方案考虑了不稳定的程序,以及金融风险溢价的逐步规范化。在此背景下,我们相信抵消较有利的国内金融变量表现的因素将再次逐步占据优势。这将促进资金流表现的规范化,截止至四月,这些资金流主要通过债务市场大量进入新兴市场。2010 年最后一个季度的平均汇率预计为 12.0 ppp,这一水平与对比索位置优势再次形成补充和支持的不同因素集合相一致。第一因素为利差。尽管墨西哥银行(央行)也实施了宽松的货币政策,有助于实现通胀和增长风险平衡,但较发达的经济体将各自的参考利率保持在零或接近于零。因此,即使在根据市场上的感知风险进行调整时,利差也较高。

图 25

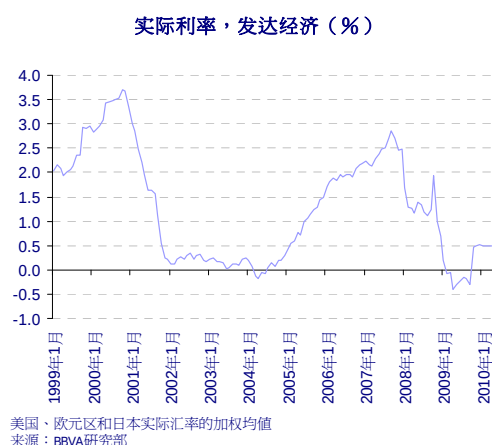
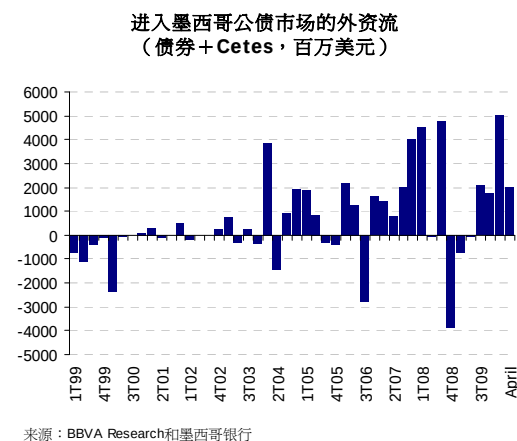


图 26



比索对美元的价值第二支持因素是在国际高流动性前提下投资者对收益的追求,它与上述利差共同为套利交易策略(利率套利)提供支持。鉴于在至少最近几年内较发达国家拓展宽松货币政策的预期,该流动性将得以保持。较高的流动性以及希腊债务危机(在对较高风险资产的偏好降低前)已将资金流拓展到其他新兴市场,有助于为墨西哥市场带来效益。如果以另一种方式置于欧洲金融稳定环境下,该环境具有这些国家财政巩固过程的固有风险,其他新兴国家可持续从寻求较高的风险/收益比中获益。尤其自 2009 年第三季度以来,进入墨西哥债券市场的外国资金流逐步恢复,并于本年初开始加快。外资在政府债券市场上的份额已超过 20.8% (2008 年金融危机前的均值),占国内流通债券总值的 25.5%。进入债务市场资金流的增大使二级市场的流动性有所改善,该资金流仍处于均值以下,已成为最近数月曲线升级的主要因素之一。

此外,进入因套利策略衍生的国内债务市场的外国资金流在较短曲线部分也出现显著增长。尤其外国 Cetes holdings 已从在年初的 115 亿比索增至 2010 年四月的 619 亿比索。这一趋势目前表现为外国总投

资占比索公债券证券的 11.5%（年初为 2.2%）以及约 15%。预计在全球风险规避不增长的情况下，表现将得以保持。

根据近期观察，非重复的结构更改也激励了外资流入债券市场。其中一项外资流是花旗集团世界政府债券指数（WGBI）中包含的墨西哥“M”债券 17，表明外资流通过符合该指数的国际基金进入了国内债务市场。墨西哥是被纳入该指数的首个拉丁美洲国家。

图 27

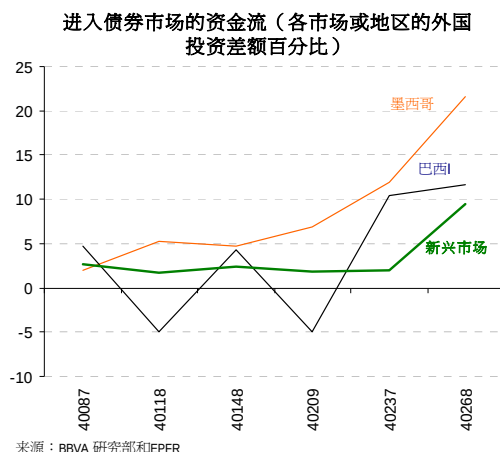
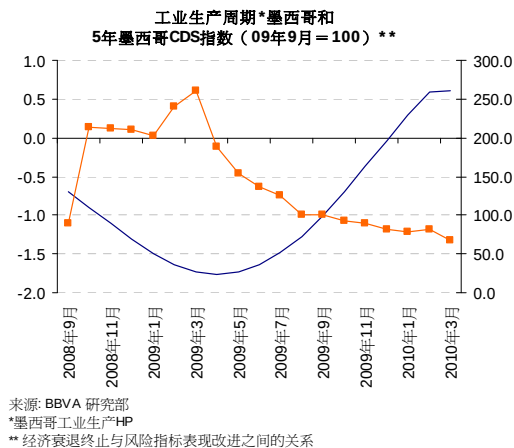


图 28



第三个对利差和全球收益追求形成补充并支持积极汇率前景的因素是周期恢复背景下国内市场对其他新兴市场的积极差别化 8。由于美国经济开始恢复巩固以及随后墨西哥财政和增长前景改善，对全球和国内金融风险规避的各种测量值也大大改善 18b。

根据目前经济恢复环境下出现的金融和财政稳定性，我们认为只要这一状况持续，并且其他因素保持不变，可以预知墨西哥经济和国内市场相对于其他新兴经济体将有较积极的表现。在美国经济衰退期间，墨西哥市场最容易受到影响，因为墨西哥经济与美国经济低迷以及随后的公共金融恶化形势具有最密切的关系。目前，在经济恢复期间，鉴于债务支付能力方面实际上无风险，墨西哥市场面临的状况与上一年形成对比。这使得汇率和其他金融变量相对于大多数新兴市场有较好的表现。

在希腊第一阶段债务危机期间（未造成全球冲击），国内市场积极差别化增强，但自 2009 年 10 月以来一直很明显。最近数月，在紧缩形势下，比索升值趋势中止，在市场情绪改善时，比索成为最强劲的货币之一。这与 2009 年第一季度到第三季度的情况形成对比，当时情况相反：当时风险感知增强，比索疲软，在风险偏好加大的情况下，比索不像其他新兴市场货币均值一样重新进行估值。

总之，我们认为国内和全球均有条件支持 2010 年底 12.0 ppd 的汇率（如果欧洲金融状况的固有不确定性显著降低，有可能降至该水平以下）。到 2011 年末，我们预计随着宽松货币政策的逐步取消，汇率有望达到 12.4，但墨西哥和全球经济将会恢复。

6. 受需求限制的通货膨胀和供应压力

供应压力（燃料和税费）加剧通货膨胀，低需求周期和美元贬值缓和供应压力的冲击

尽管 2008 年末美元强烈贬值一度达到 47%，但整个 2009 年间通货膨胀都有下降趋势。严重经济萎缩后公共价格（燃料产品）冻结、农产品优惠价和产能过剩的扩大证实了这种趋势。因此，整体通胀已从 2008 年底的 6.5% 下降到 2009 年 10 月的 3.6%。

尽管是从相反方面，而且我们预计其作用的范围和强度将会有所不同，但这些因素 2010 年在决定通货膨胀动态走势方面将继续发挥重要作用。在第一季度，通胀压力的概念因预示燃料价格上涨的财政改革而被正式提出，这发生在逐渐复苏的农产品价格、美元力度以及经济活跃性高度波动时期，但复苏依然低于预期。在此环境下，通胀的变化已经接近墨西哥银行（Banco de México）和墨西哥商业银行（BBVA）研究中心的预期，在三月份达到年度 5%，第一季度达到平均 4.8%。

第二季度一开始，通胀表现良好，不稳定的供应因素及内部需求量可以为证。尽管其近期变化使分析家们对其未来走势持更大的乐观态度，但还是能继续感受到通胀压力，且要求对可能在未来一季度盛行的风险平衡做更细致的分析，因为这将为这个国家的货币政策指定方向。

依据四月份数据，上行通货膨胀压力继续

2009 年的通货膨胀压力被集中在供应端：（1）消费（VAT）和生产税（生产与服务特别税（IEPS）和所得税（ISR））的进一步增加；（2）政府调节价（燃料产品）增长幅度进一步加大，以使其与国际基准利率一致；以及（3）农产品对通货膨胀的更大贡献。

较高税务成本（VAT、IEPS 和 ISR）的变化已经接近我们年初 19 的预计。应该强调的是，到目前为止高税费对通货膨胀的作用已被美元较大的坚挺力度和依旧疲软的国内需求减缓。中央银行指出，税费成本对最后价格有更大影响的可能性已随时间推移被降低。但是，经济主体将力图推迟转移其税费成本，直到对其产后和服务出现较大需求，这种可能性作为一个危险因素不能被忽略。

农产品价格高度波动，且第一季度水果蔬菜价格增长了年率 24%（与 2009 年 12 月的 -1.1% 相比）。尽管这些价格在四月份因季节因素（这种情况可能持续到七月）有理想改变，但农产品异乎寻常的低价格以及因气候因素（见曲线图）可能导致的歉收增加了年末通货膨胀压力。若这些价格的变化接近歉收年平均值，其对通货膨胀的贡献在 2010 年底可达 0.4 pp。

图 29

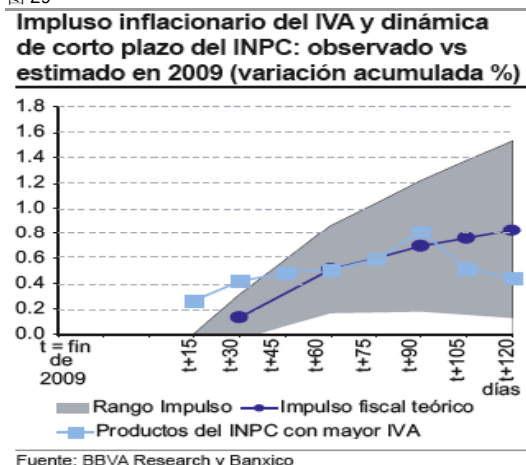
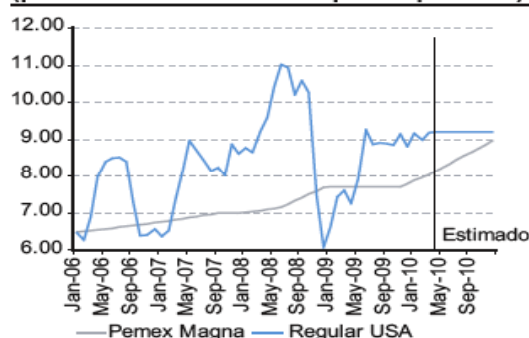


图 30



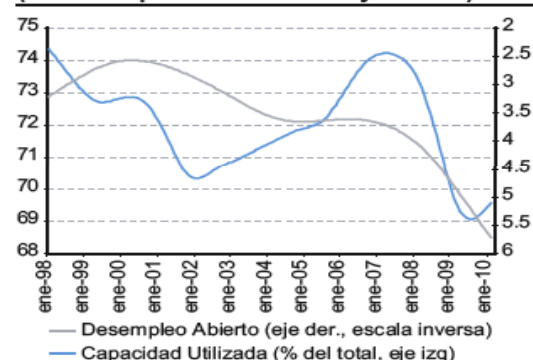
能源产品（汽油、天然气和电）价格的走势将与预定增长及其国际基准（取决于碳氢化合物价格和汇率）一致。应该强调的是，不管美元的坚挺力度如何，尽管政府规定国内汽油价格保持低于美国基准的 11%，但考虑到石油价格正在接近当前水平，政府规定的能源价格在年终对通货膨胀的贡献可能接近 0.84 pp20。

图 31

Subsidio implícito en gasolina regular (precio Pemex vs EE.UU. pesos por litro)

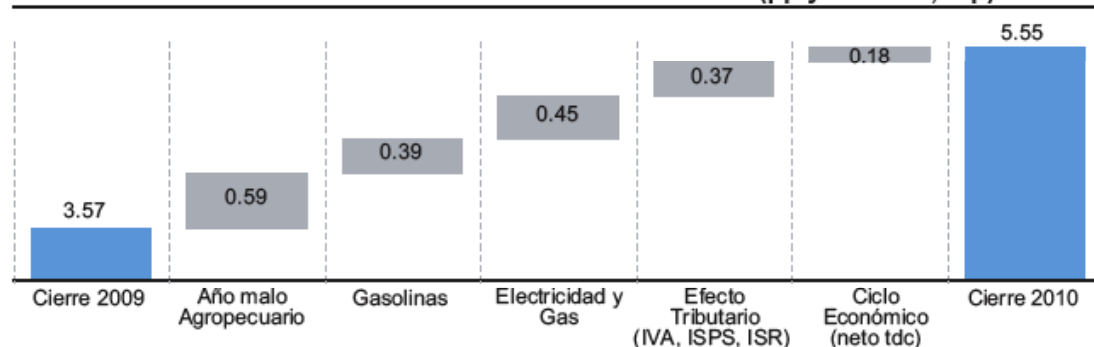
Fuente: Banxico, IEA

图 32

Utilización de factores de producción (índice capacidad utilizada y TDA %)Nota: Serie de tendencias (Hodrick-Prescott con $\lambda=500$)
Fuente: BBVA Research

需求活跃度将继续低于预期，这在 2009 年及 2010 年第一季度是积极因素。但是，今年增长预期显示产能过剩逐渐下降，这可能像过去一年一样对通货膨胀产生压力。这种压力将继续流行，直至劳动力市场、可支配收入和国内需求的复苏统一出现。总而言之，在汇率稳定的情况下激活国内需求是一个漫长过程，所以当前周期的通货膨胀原动力可能不会像前一周期一样有力。

图 33

Contribuciones al incremento inflacionario de 2009 a 2010 (pp y % anual, fdp)

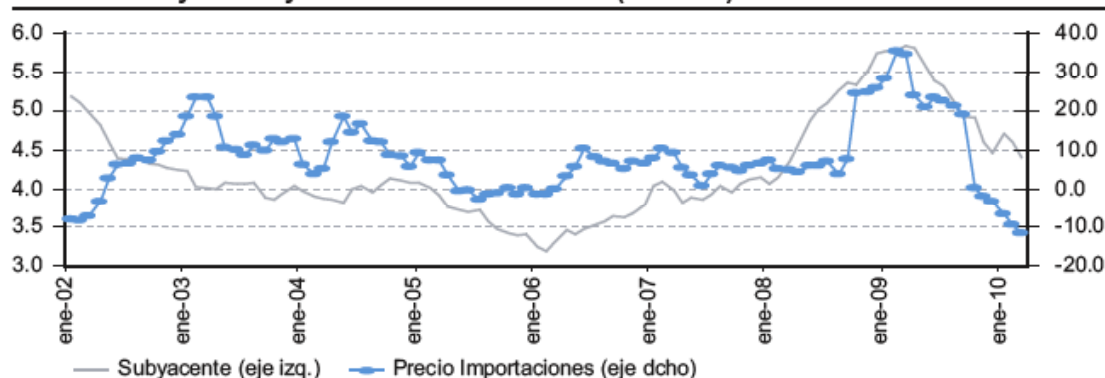
Fuente: BBVA Research con datos de Banxico

美元坚挺力度、稳健的工资增长和预期的争论缓和了通货膨胀压力，且给中心预测造成了平衡风险。

年初至今，墨西哥进口商品价格（以美元计算）已大幅降低，与 2009 年底的-3.4%，和 2010 年的 25.8%相比，三月份价格年率降低-11.4%。这种变化首先应归功于美元第一季度的增值（年平均-11%）。

外汇市场的坚挺使核心通胀能够稳定在年率 4.4%，四月份有所降低。从这种动态走势中获益最多是“其他商品”价格（如个人日用品、家电和服装等），这种商品价格的变化更多的与贸易品（其通货膨胀从 2009 年 12 月的 5.4%降到 2010 年 3 月的 4.8%）价格捆绑。应该强调外汇成本对加工食品（其通货膨胀从 5.7%降到 5.5%）的影响已略有降低，这些商品价格的确定也受高度波动的农产品价格影响。

图 34

Inflación subyacente y de bienes comerciables (% anual)Nota: índices de comerciables están en pesos
Fuente: Banxico

如果上几周不确定的全球金融面貌继续的话，外汇市场风险可能浮出水面，尽管如此，我们预测将没有这种可能性。根据我们预测，更大的可能是，2010年底将出现接近年率8%的增值，这将帮助缓解上述所提的通货膨胀压力。

在这种情况下，我们认为今年通货膨胀升降的风险平衡接近中心预测的整体通胀年率5.55%和核心通胀5.1%。无论如何，在随后几个月内监测不稳定的农产品价格变化幅度、国内产能过剩消失速度和美元贬值程度将十分必要。这样的话，风险方案将可能改变，并得到适度调整。

国内市场的僵化削弱通胀的降低

对于其他经济体，墨西哥零售价格已对成本冲击（例如食品投入价格的增长）作出回应，得到快速上行调整，这将带来更加持续的效果，使通胀降低的速度更为缓慢。这种动态走势显示经济中存在影响价格决定的市场僵化现象。

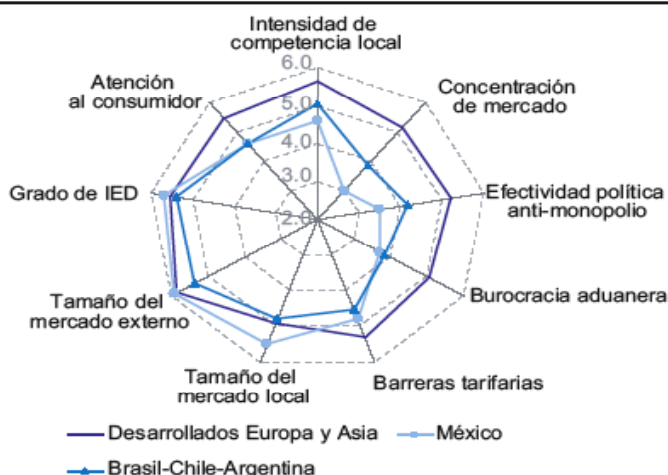
最能解释这种动态走势的僵化因素是：（1）供应商成本决定中的高度不确定性（如信用风险溢价、公共安全成本、提供如电、水、基础设施等公共投入的成本等）；（2）存在竞争性不足的市场结构，在这种市场结构中，供应商有高价格的制定权利以取得高利润空间。

尽管认为墨西哥经济中存在上述所有因素是合理的，但大概最能影响价格动态走势和消费者福祉的因素是竞争性不足的市场结构的存在。因此，根据世界经济论坛（WEF）对国家竞争结构的研究，墨西哥经济的特点是国内和国外市场巨大，但是，这个市场似乎被商品服务的一些供应商所俘虏，其相互竞争不充分，且外部竞争面临源于处理事务官僚做派（例如关税）的障碍。

特别需要强调的是，墨西哥是世界上有较大供应集中地的经济体之一（根据世界经济论坛（WEF）数据，墨西哥在134个国家中居第116位），并且是反垄断政策执行不是十分有效的经济体之一。鉴于此，最近出台了对联邦法律在经济竞争方面的改革建议书。

图 35

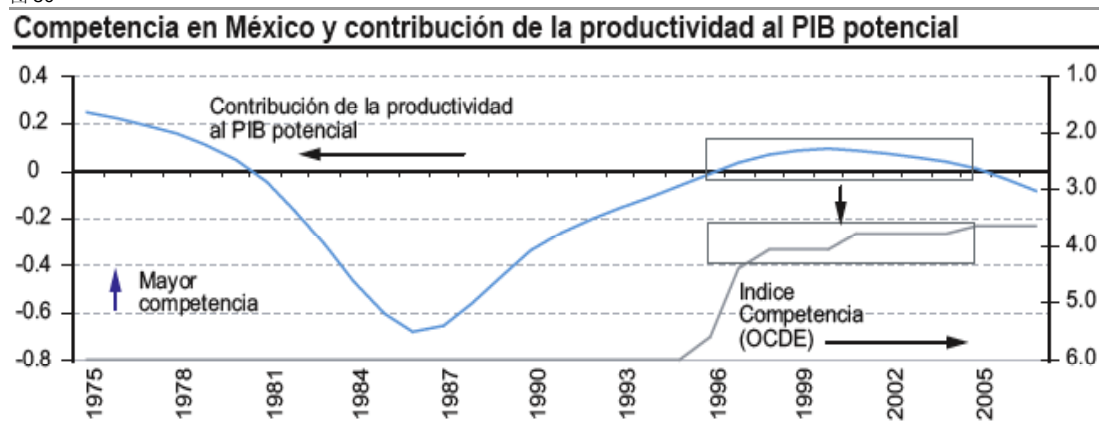
Ranking de México en materia de competencia económica



(6 = mejor situación)
Fuente: WEF

竞争市场的缺乏从不同方面影响全体居民的福祉：首先，垄断利益的存在抑制了激励供应商提高生产力的因素，因为他们的利润空间与过度高估的税收捆绑在一起。生产率的缺乏限制了经济的潜在增长，且使增加工资十分困难。经济竞争和更高生产力之间的关系在二十世纪九十年代随着私有化过程和市场解除管制（例如消除投资的法律障碍）就已经潜在了。但是，墨西哥生产力的扩张停滞了，以致经济竞争进步不再继续（见曲线图）。

图 36



(6 = no competencia)

Fuente: BBVA Research y OCDE

市场经济竞争的前进可以产生与更高生产力和将要降低的产品价格相关的利益，这意味着经济体系中买方市场的真正丰富。

7. 持续维持当前利率政策

货币汇率停顿将会持续保持风险平衡，不会发生重大变化；然而，当前的货币刺激措施不会进行调整，产出缺口的不良性会逐渐减小。

墨西哥中央银行（Banco de Mexico）通过其最近的讯息在其通货膨胀风险平衡中增加了经济周期的相对比重，因此在融资利率（即货币政策辅助变量）水平上同样增加了经济周期的相对比重。因此，尽管对中央银行来说，通货膨胀压力与预测相符，保持了预计的进程而没有发生改变。中央银行逐渐强调了这方面的重要性，即在未来几个季度里由于取消货币刺激措施，社会经济福利状况发展速度会有变化，表明这些影响的条件会比先前预测消失得更快（到 2011 年上半年 21 可能会出现积极趋势），他们在含蓄地指出风险平衡会向更高的通货膨胀发展。即使如此，中央银行仍然期望通货膨胀的上涨将是短暂的，而且最近的一个更积极的评价强调指出次要影响的风险已经减小。从这点上看，较低的富裕程度会成为逐渐取消货币刺激政策的导火索。

在这种情况下，中央银行的讯息策略表明了尽管它不急于提高参考汇率，当前的货币刺激政策不会朝着不良性降低的产出缺口做出调整。二月份以来，“产出缺口缩小”的作用在讯息中已经加以强调，旨在缓解对税收变化的价格和公共价格造成的影响。在最近四月份的讯息中，更加强调了“产出缺口将以这种速度结束”，甚至在货币政策中引用了这样的词语。由于缺乏对货币政策的要求压力和实负工资的持续性，很有可能通胀预期会持续不变，因此中央银行在最近有关通货膨胀的报告中表明这种速度将成为一轮上升周期开始的导火索，以至于参考汇率将会逐渐趋于中性水平。

鉴于此，可以预测：1）考虑到通货膨胀将按照预计的进程发展，在未来的数月中墨西哥中央银行（Banxico）仍然会维持货币汇率停顿；2）中央银行会逐渐调整讯息 - 正如自过去三次货币政策会议以来和在上个季度有关通货膨胀的报告中所做的那样 - 即调整到这样一种情景，根据我们的预测到 2010 年年底将支持筹资利率的上涨。中央银行将继续清楚地指出“产出缺口将以这种速度结束”，这表明适应性货币政策的取消即将开始。对通货膨胀的积极评价 - 虽然要注意水果和蔬菜价格所带来的压力 - 认为在 2010 年第二季度和第三季度这种停顿仍将会持续。然而，考虑到调整银根放松的风险平衡仍将会逐渐导致较高的通货膨胀，在 2010 年第四季度增长周期的开始是有可能的。根据 BBVA 研究部门的情景预测，可以预测出在上述季度中通货膨胀将处于中央银行估计的上限以上。而且，产出缺口将接近于零。

图 37

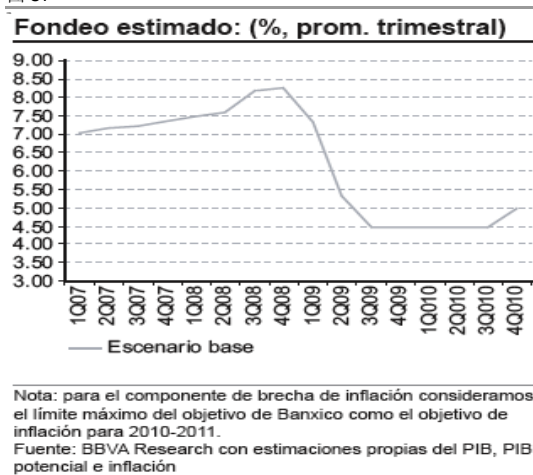


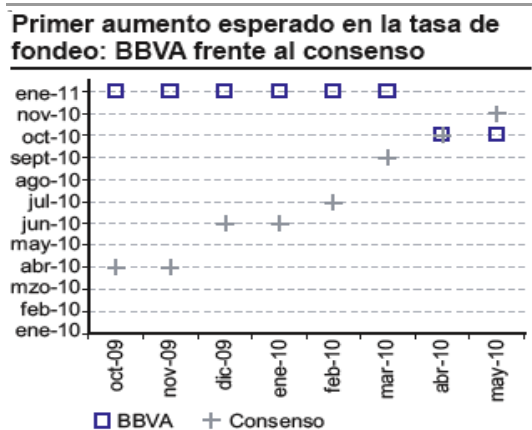
图 38



而且，最近发生的一些事情（如近期在某些欧洲国家各种金融资产蔓延到债务危机的风险当中）表明了这样的一种发展趋势，即新兴市场出现的资本流动逆转风险 - 墨西哥中央银行（Banxico）指出这是通货膨胀回升的主要风险之一：“在适应性货币政策逐渐取消时资本流动突然逆转可能会导致外汇汇率突然性调整（先前预测的 2010 年 10 月至 2011 年 1 月期间）”。即使如此，如果比索变得坚挺，而且核心通货膨胀的回升压力得到缓解，仍有这种可能，即第一次增长最后到 2011 年开始时才会出现。应当指出的是，分析家和市场的预测均逐渐接近 BBVA 研究部门前一年以来所预测的情景，即停顿持久的时间更长。

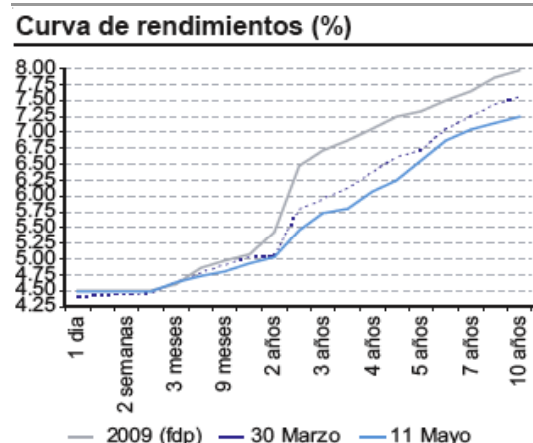
在 2010 年结束时所得税曲线中市场预测货币政策向下进行了调整。本年度 12 月份为风险溢价 12 所调整的银行贷款浮动在 4.76% 左右，四月份开始时为 5.0%，2010 年开始时为 5.25%。就是说，在整个年度当中市场和分析师均进行了调整，直到接近我们所做的货币政策预测，即停顿将持续到 2010 年年底或 2011 年开始时。

图 37



Fuente: BBVA Research

图 38



Fuente: Valmer

收益曲线延长了回升，但由于预计在短期内有增长，中长期下降的幅度减小，而且近期由于希腊的债务危机对规避风险产生了影响。

自三月份开始以来曲线平均下降了 30 bp 左右。这种回升背后的因素之一是墨西哥财政部（西班牙语首字母为 SHCP）发布的一项公告，即墨西哥政府公债已经开始列入花旗集团的世界政府公债指数

（WGBI）中。墨西哥将成为拉丁美洲第一个列入世界政府公债指数（WGBI）的国家。预计墨西哥在这一指数中所占的近似份额为 0.6%，这符合向本地市场的重大入口流动。

概括地说，在支持汇率弹性的投资策略中曲线受益于近几个月的资本强劲流入，而且与支持期货市场比索的推测相互补充。上述情况存在于寻求支持利差交易策略赢利能力的环境当中。这种对国内债券更大的欲望略微增加了二级市场的流动性，主要是在上个月，虽然它们仍低于历史平均值。在促进对更大风险资产产生欲望的充足流动性的环境当中，这些流动驱动了墨西哥长期利率的下降。然而，这些因素，比如最近的金融传染病，将会在下一个季度限制回升（甚至可能会部分地使其使回复原状），这取决于国债危机最终在欧元区产生的影响。今年下半年重要性逐渐增大的其它因素在曲线中起到了重要作用：如经济周期复苏和对国内和国际货币状况的期望，总之，通胀风险的发展。因此，预计 M10 在 2010 年结束时达到 7.5% 左右，这是在目前的水平之上，虽然保持平静和市场风险容量的趋势，汇率也是如此，正在朝着较低的水平发展。

8. 附表

表 1

墨西哥指标及预测

	2008	2009	2010	2011	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
Economic Activity												
GDP (seasonally-adjusted series)												
Real annual % change	1.5	-6.6	5.0	3.8	-9.1	-8.5	-6.1	-2.4	5.8	6.6	4.7	2.9
Per inhabitant (US dollars)	10,306	8,144	9,576	10,259	7,502	7,991	8,318	8,763	9,243	9,738	9,570	9,754
US\$ billions	1,099	876	1,038	1,121	807	859	895	942	1,002	1,056	1,037	1,057
Inflation (average, %)												
Headline	5.1	5.3	5.1	4.4	6.2	6.0	5.1	4.0	4.8	4.9	5.1	5.6
Core ¹	4.9	5.3	4.7	4.5	5.8	5.6	5.1	4.6	4.6	4.4	4.7	5.2
Financial Markets (eop, %)												
Interest rates												
Bank funding	8.3	4.5	5.0	6.5	6.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	5.0
28-day Cetes	8.0	4.5	5.1	6.5	7.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6	5.1
28-day TIIE	8.7	4.9	5.4	6.8	7.7	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	5.4
10-year Bond (% average)	8.4	8.0	7.6	7.8	8.0	7.9	8.1	8.0	7.8	7.5	7.5	7.6
Exchange rate (average)												
Pesos per dollar	11.1	13.5	12.3	12.4	14.4	13.3	13.3	13.1	12.8	12.2	12.2	12.0
Public Finances²												
FRPS (% of GDP)	-2.1	-3.2	-3.6	-3.3	--	--	--	-3.2	--	--	--	-3.6
External Sector²												
Trade balance (US\$ billions)	-17.3	-4.7	-6.0	-11.9	-2.0	0.8	-3.1	-0.3	0.6	0.1	-4.2	-2.5
Current account (US\$ billions)	-15.9	-5.2	-7.4	-19.9	-1.2	0.4	-3.7	-0.7	1.4	-0.4	-3.0	-5.4
Current account (% of GDP)	-1.6	-0.6	-0.7	-1.7	-0.6	0.2	-1.7	-0.3	0.5	-0.2	-1.1	-2.0
Oil (Mexican mix, dpb, eop)	84.4	57.6	66.1	71.8	39.4	56.2	64.3	70.3	67.0	64.9	64.5	67.9
Employment												
Formal Private (annual % change)	2.0	-3.1	2.8	3.9	-2.3	-3.8	-3.9	-2.2	1.3	2.9	3.5	3.4
Open Unemployment Rate (% active pop.)	4.0	5.5	5.0	4.2	4.8	5.7	5.8	5.6	5.4	5.1	4.9	4.7
Aggregate Demand³ (ann. % chge., seasonally-adjusted)												
Total	1.9	-9.6	5.5	5.0	-13.2	-13.5	-9.4	-1.8	7.3	8.4	3.9	2.7
Domestic demand	2.2	-6.1	1.2	3.3	-6.9	-7.5	-5.6	-4.4	1.9	3.0	-0.5	0.5
Consumption	1.8	-5.1	1.3	2.2	-6.8	-6.5	-3.9	-3.0	3.9	3.3	-1.0	-0.8
Private	1.9	-6.2	1.5	2.3	-8.4	-7.6	-4.8	-3.7	4.7	3.3	-1.1	-0.8
Public	0.9	2.3	0.2	1.8	4.2	1.4	2.2	1.4	-1.1	2.8	-0.4	-0.3
Investment	3.9	-9.9	0.9	7.1	-7.2	-11.2	-11.5	-9.6	-5.2	1.9	1.7	5.5
Private	2.9	-15.4	0.5	10.2	-12.5	-17.8	-17.1	-13.8	-9.2	0.7	2.7	8.5
Public	7.9	10.8	2.2	-1.5	14.6	16.2	9.1	4.2	7.3	5.5	-1.2	-2.5
External demand	0.8	-15.2	19.4	10.0	-23.3	-24.4	-15.7	6.6	19.4	26.5	18.9	13.5
Imports	3.1	-18.5	7.3	8.9	-25.0	-27.5	-18.6	-0.1	12.5	14.5	1.4	2.2

下页续...

…续上页

墨西哥指标及预测

	2008	2009	2010	2011	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
GDP by sectors (ann. % chge., seasonally-adjusted)												
Primary	1.1	1.8	2.6	2.9	1.2	2.5	1.5	2.0	5.4	1.7	2.0	1.5
Secondary	-0.6	-7.3	6.7	3.0	-11.6	-9.0	-6.3	-2.1	5.8	8.4	7.6	5.2
Mining	-1.4	1.0	1.0	-0.1	-1.1	1.2	2.4	1.3	3.9	0.1	0.2	0.1
Electricity	-2.2	1.1	2.8	3.2	-2.5	-0.1	4.0	3.3	1.4	3.3	3.4	3.2
Construction	0.6	-7.5	4.9	5.4	-9.8	-6.1	-7.1	-6.9	-3.8	3.6	9.6	10.3
Manufactures	-0.6	-10.2	9.6	2.9	-15.4	-14.2	-9.3	-1.6	10.7	13.5	9.5	5.1
Tertiary	3.1	-6.7	4.6	3.4	-7.9	-9.6	-6.2	-2.9	5.5	6.6	3.8	2.7
Retail	2.3	-14.7	8.7	4.4	-19.1	-18.8	-16.1	-3.8	15.6	12.0	5.3	2.5
Transportation, mail and warehouse	0.2	-8.2	7.5	3.3	-11.5	-11.9	-7.5	-1.3	12.6	9.1	5.5	3.2
Masive media information	8.0	1.6	9.7	5.6	-0.6	1.6	1.9	3.4	9.0	9.2	10.6	10.1
Financial and insurance	18.7	-3.8	1.8	7.7	-0.8	-5.5	-2.3	-6.4	-1.2	2.7	2.7	2.8
Real-estate and rent	3.2	-5.3	2.8	3.1	-8.5	-6.4	-3.4	-2.7	3.8	2.3	2.6	2.4
Prof., scientific and technical servs.	3.1	-5.3	-1.2	2.4	-2.7	-3.4	-5.7	-9.2	-3.7	-1.8	-1.5	2.3
Company and corporate management	-2.9	-3.5	-2.1	0.8	0.1	-1.2	-3.9	-8.9	-4.5	-2.5	-2.3	1.2
Business support services	1.8	-5.2	2.3	2.1	-2.7	-5.7	-5.8	-6.8	-1.5	3.7	4.2	3.0
Education	1.6	-4.5	6.6	2.0	0.1	-16.6	-0.7	-0.8	1.4	21.9	3.1	2.7
Health and social security	-1.2	-0.1	0.0	0.7	-2.2	3.8	-1.0	-1.2	1.7	-3.3	1.3	0.5
Cultural and sport	1.3	-2.4	2.0	2.1	-3.0	-3.4	-2.5	-0.5	0.3	2.6	3.1	2.0
Temporary stay	0.8	-9.6	5.6	2.7	-7.9	-17.0	-8.4	-5.0	-0.2	14.2	5.1	4.3
Other services exc. government	0.6	-2.6	3.3	2.0	-2.0	-4.5	-1.7	-2.3	1.8	3.4	3.5	4.5
Government activities	1.2	3.7	-2.4	0.8	5.7	5.8	2.2	1.1	-3.7	-2.0	-0.2	-3.8

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其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

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

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

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

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

This report has been produced by Our Peru Unit

Editor

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Javier Amador
javier.amador@bbva.bancomer.com

Liliana Castilleja
liliana.castilleja@bbva.bancomer.com

Jorge Rodríguez Vález
jorge.rv@grupobbva.com

Octavio Gutiérrez
o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández
o.hernandez@bbva.bancomer.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.bancomer.com

Pedro Uriz
pedro.uriz2@bbva.bancomer.com

Design
Fernando Tamayo
fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs
Economic Scenarios

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

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

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

South America
Joaquín Vial
jvial@bbva.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

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

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

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@compassbank.com

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

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

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717
economicresearch.asia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese