

经济观察

马德里 2012 年 8 月 27 日
经济观察

Enestor Dos Santos
enestor.dssantos@bbva.com

Juan Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

巴西和墨西哥：前景变革和挑战依旧

- 前景变革：墨西哥的机会？

巴西由于内需强劲和贸易伙伴表现较好，在过去几年的增长快于墨西哥。然而，巴西模式的枯竭迹象和墨西哥竞争力进步推动了两个经济体相对前景的变化，墨西哥在这种变化中更为有利。

- 挑战依旧：采取改革克服缺点的能力将帮助决定巴西和墨西哥的未来

未来表现还将受各自对全球环境的风险暴露程度影响。在任何情况下，墨西哥和巴西是两个在未来数年有着良好增长潜力的大经济体。

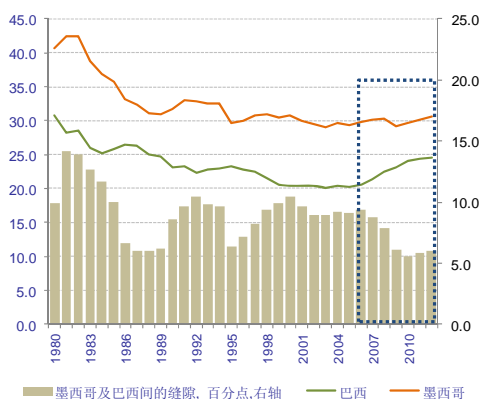
巴西和墨西哥：前景变革和挑战依旧¹

在近几个季度，巴西和墨西哥的展望发生了变化，比如，从墨西哥2012年市场预测增长3.8%，高于巴西近两个点可以看到这点。如果预测正确，2012年将是墨西哥连续第二年增长快于巴西，而此前四年巴西的平均增速高于墨西哥3.5个百分点。² 简而言之，关于哪些因素推动着这两个经济体的相对表现的问题出现了；有没有一种模式能展示其中一个或是另一个在中期表现更优？

墨西哥和巴西均属于“EALGEs”集团，该集团涵盖了将在下一个十年中对全球GDP贡献超过发达经济体平均水平的国家。³ 墨西哥归于此集团的原因中，相对增长率，更多是由于初始规模，在近几年，墨西哥的增长率低于其他新兴经济体，尤其是巴西——另一个拉丁美洲“eagle”。巴西的GDP总量比墨西哥大将近50%，在过去10年中，平均增速为3.8%，约高于墨西哥1.5个百分点。

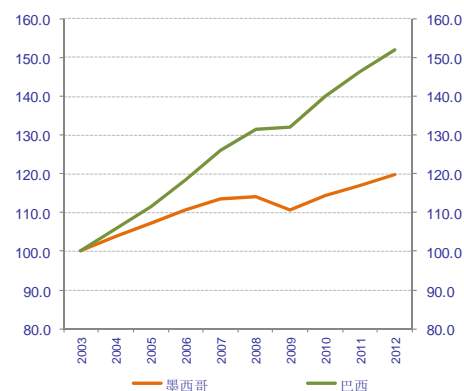
巴西人均收入增长相对较好是最近的现象。如图所示，一直到上个十年的前半期，两个经济体和美国的实际趋同均非常相似。总体而言，它们在80年代相对贫瘠，90年代墨西哥收入水平相对稳定而巴西略有脱离，上个十年的中期，巴西和美国收入水平有明显脱离而墨西哥维持着之前的水平。

图1
巴西和墨西哥：实际趋同
相对美国的人均GDP，%



数据来源：BBVA 研究部，使用 IMF 数据

图2
贸易伙伴GDP
2003年=100，按照该国出口为权重的加权平均GDP水平



数据来源：BBVA 研究部

这种表现和全球增长源头的转移相契合，新兴的亚洲和拉丁美洲经济体贡献上升，而发达经济体则停顿和下降。这对巴西和墨西哥的外需产生了重要影响，它们和上述地区的联系非常不一样。在这个角度上，墨西哥主要的出口国是发达国家，美国作为83%的跨国销售产品目的地占据了全面的主导地位。另一方面，巴西向美国的出口占其销售的12%，而68%流向良好表现的地区，如中国、亚洲和拉美其他地区（墨西哥的该数字为12%）。这样，如图所示，巴西出口目的地的GDP从2003年增长了50%，而墨西哥出口目的地仅增长了20%。然而，两个经济体的贸易开放程度大相径庭，墨西哥比巴西高约三倍⁴，使得直接比较有困难。

¹本报告得益于Arnoldo López, Alma Martínez, Cecilia Posadas, Arnulfo Rodríguez, Pedro Uriz和其他BBVA研究成员的评论。Alfonso Moguel 为本报告的数据提供了支持。

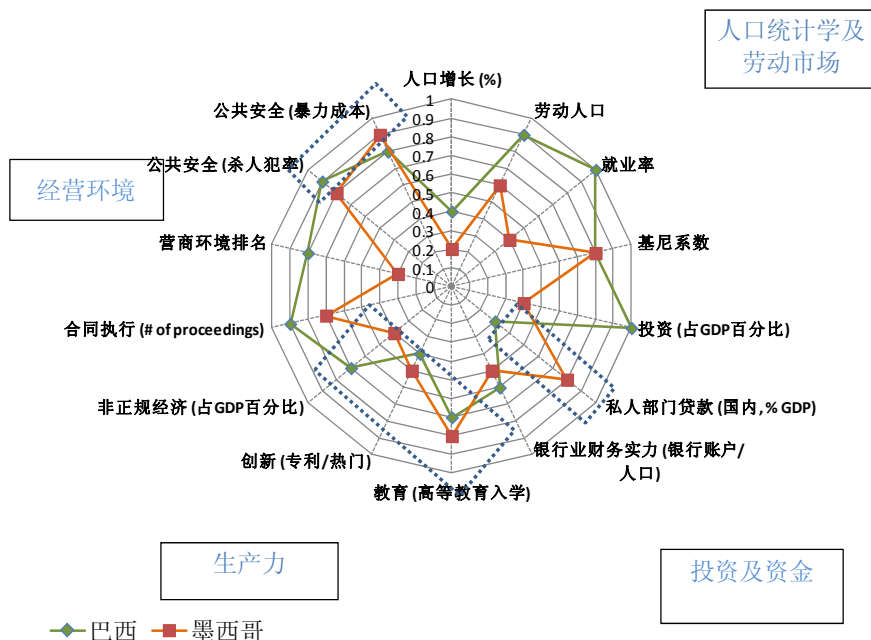
²2009年的6个百分点的异常差异对结果有放大：墨西哥-6.3%，巴西-0.3%。

³更多细节参见：www.bbva eagles.com

⁴2011年出口商品占GDP的比例墨西哥为30%，巴西为9%。

在中期，两个经济体的均衡均反映不出明显的优势，两个国家在更为重要的因素上各有所长。如果我们从供应角度，在生产和效率合适地相互影响的扩张能力中衡量一个国家，有四个主要要素需要考虑：人口和就业市场、投资和储蓄、生产率和最后的商业环境。如图所示，我们为这四个维度选取了14个代表变量。另外，图中展示了它们和新兴经济体的对照。⁵

图3
巴西和墨西哥：新兴经济体的劣势雷达图
分值越低，则相对状况越好



数据来源：BBVA 研究部，使用 IMF、世界银行和联合国数据

从人口和就业市场来说，似乎墨西哥的人口红利高于巴西，墨西哥的人口增长率和劳动人口比例均较高。巴西的低就业率引人注目，就业率是通过劳动人口占劳动年龄总人口衡量的。根据已有数据，这一比例为40%，比参照国家组的平均水平低大约20个点。

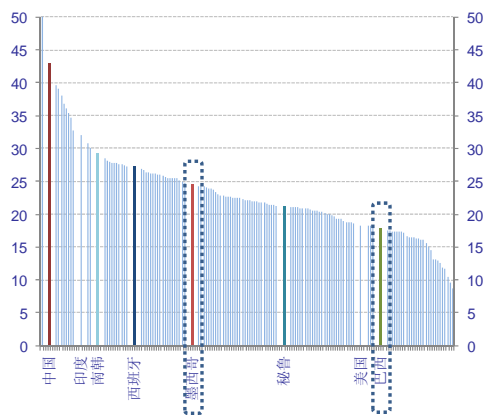
两个经济体的投资和银行融资结果相反，墨西哥在前者更佳而巴西在后者占优。从上一个十年的平均来看，墨西哥的投资占GDP的比例比巴西高超过5个点（24.6%vs. 18%），虽然没有达到参照国家的水平如韩国（同期为29.4%）。简而言之，和没有亚洲新兴经济体的内部储蓄率或者没有从国外取得显著的储蓄的国家相比，墨西哥的投资水平的确是可观的。⁶ 2001年至2011年，墨西哥的国内储蓄率是GDP的23.6%，而巴西是17.3%。这是没有国外帮助的情况下增加投资明显的上限。巴西的公共和私人部门消费比例均较高，并进一步受到了银行信贷规模更大的促进，私人公共银行系统均是如此。如图所示，巴西的国内银行信贷超过了GDP的50%，比墨西哥高出30个百分点，公共银行发放贷款之差比私人银行更大。巴西的银行信用普及率更高是由于公共政策的持续推动，这些政策旨在改善借贷条件和提高通常接近银行服务较少的人口群体对银行的接触。工资抵扣贷款和简易账户这类银行产品就属于上述进步。⁷此外，巴西经济过去几十年的增速上升加剧了信贷的推动作用。

⁵ 参照的新兴经济体为：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉、中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国、保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、匈牙利、波兰、罗马尼亚、俄罗斯和土耳其。最低值，0，将是所有国家的变量中的最优状况；同时，1将是最差的。

⁶ 2001年至2011年的平均年度经常账户赤字为GDP的1%，和巴西（0.7%）基本相同。

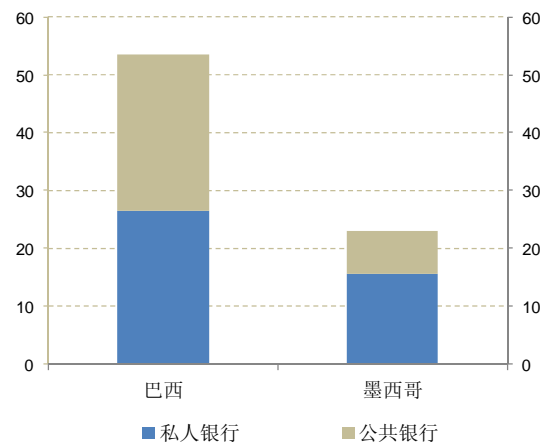
⁷ 墨西哥也采取了这条路径，通过工资贷款和基本账户。

图4
投资占GDP比重，2001-11年平均



数据来源：BBVA 研究部，使用 IMF 数据

图5
银行信用占GDP比重，2011年



数据来源：BBVA 研究部，使用世界经济论坛数据

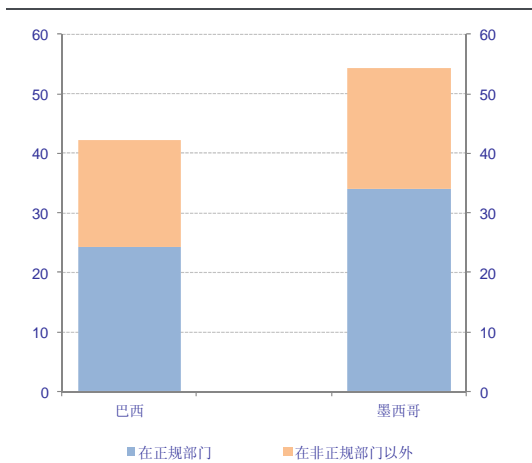
改善商业环境上，巴西和墨西哥仍需努力。虽然根据世界银行的商业环境图，墨西哥在经商宽松程度上相对巴西有明显优势，但暴力犯罪上升给墨西哥经济带来了不确定。无论如何，两个国家均将从现有的公共安全欠缺和未来额外进步造成的商业环境优化而降低的成本获益。

增长的关键在于使用已有的生产要素的效率。衡量生产率，也就是使用更少生产更多的能力，是困难的，因为这不是一个直接可观察到的变量。⁸生产率通常利用不由用到的资源生产的那部分产出计算，因此它是资源组合效率的结果。在雷达图中，代表生产率的变量对巴西较为不利。但恰恰相反，事实上：除去其他因素外，巴西的黑市占GDP的比重大大高于墨西哥。非正规是生产率的良好信号，如果活动运行游离于现有管制之外，主要是财政方面的，那么经济主体无法取得规模经济优势或者充分的金融资源来改善效率和提高物理和人力价值。在此方面，正如下图所示，根据国际劳工组织的数据，墨西哥在就业市场上有着更高程度的非正规。⁹无论如何，似乎对两个经济体的挑战是减少黑市，使得长期经济增长（生产率）的主要来源得到改善。

⁸ 实际上，GDP也不是像就业率统计那样“观察到的”。相反，它是不同经济主体的需求、产出和收入的统计的综合。

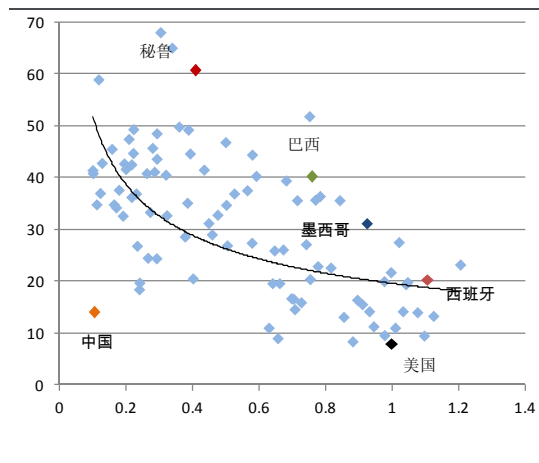
⁹ 衡量非正规从定义上来说是有争议的，因为它试图估算不受国家规定义务约束的活动，尤其是税务和没有社会权利（医疗、退休）的工作。

图6
非正规，占总数的%



数据来源：BBVA 研究部，使用国际劳工组织数据

图7
非正规（占GDP%）和生产率（相对美国）

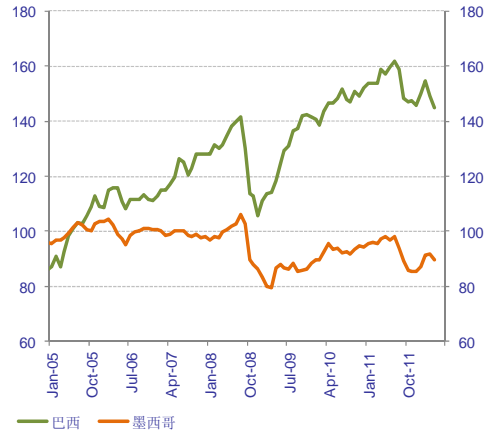


数据来源：BBVA 研究部，使用 Schneider (2009) 和世界银行数据

巴西强劲的内需（不一定是它的供应能力）和贸易伙伴更好的表现在近几年带来了更好的前景。然而，巴西模式的枯竭迹象（过于集中于更高的需求）和墨西哥竞争力进步推动了两个经济体相对前景的变化，墨西哥经济在这种变化中更为有利。和分析相符，巴西在中期内的增长能力提高并不能被人口、劳动参与和投资率解释。这样，GDP上升就只能和供应方与效率或者生产率相关，但根据估计的变量，两个经济体在这个方面似乎并没有明显差异。在需求方，更优的外部环境和更高的银行融资程度至此巴西相对墨西哥更快的增长。然而，两个因素均不一定是永久性的：新兴亚洲经济体可能放缓，以及/或巴西可能失去价格上的竞争优势。经济主体债务水平一定时，借贷能力对增长的作用更小。

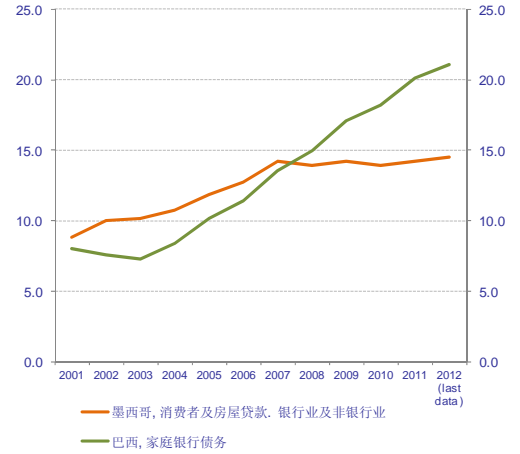
的确，两个国家近期市场观点发生了对墨西哥较有利的变化，这和中国放缓、巴西信贷市场疲弱和汇率提高对巴西工业的影响相符合。最后的两个因素和近期信贷市场动态与墨西哥竞争力上升相矛盾。不论如何，它们在未来数年有着良好增长潜力的大经济体。此外，相对展望将继续由其各自对全球环境的风险暴露程度和采取改革克服缺点的能力所决定。

图8
价格竞争力，实际有效汇率（2005年=100）
指数上升表示加强



数据来源：BBVA 研究部，使用 Haver 数据

图9
家庭债务（占GDP%）



数据来源：BBVA 研究部，墨西哥使用墨西哥全国银行和证券委员会数据，巴西使用巴西中央银行数据

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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