

墨西哥

# 房地产展望

2010 年度报告

经济研究分析

- 2010，房地产业逐渐复苏的一年
- 住房政策支持下大片都市涌现
- 制度协调与城市规划成为中期挑战



## 目录

1. 地产行业虽然增长缓慢，但仍为复苏提供动力 .....	3
2. 尽管成本增加，但建筑投资依旧不减 .....	4
3. 房地产物业需求仍由投资者维持 .....	5
4. 比率衡量阻碍按揭市场良性发展 .....	5
5. 通胀舒缓是中期经济发展的前提 .....	7

# 1. 概要

**2010 年墨西哥房地产业逐渐复苏，但国内不同地区、不同市场的复苏情况不尽相同。**经历了艰难的 2009 年之后，房地产业释放出了更强的新一轮增长信号，但国内部分地区增速明显高于其他地区。尽管增速仍低于 2008 年的水平，但仍可从与 2009 年的对比中看出明显的复苏迹象。

**住房融资逐步规范化，非银行中介机构或在未来发挥重要作用。**2008-2009 年的全球金融危机通过降低行业融资能力而波及房地产业；风险厌恶使各中介机构及开放商的筹资本金增加。尽管如此，值得一提的是，虽然住房融资的增长率在下降，但若按其占 GDP 或私部门总融资额的比重等相对量衡量，住房贷款在 2008-2009 期间仍保持稳定，也即，房地产业融资的下滑并没有比其他经济领域更严重。

**2009 年衰退使部分城市房地产业受到重创，其余地区则保持增长。**根据 Infonavit 提供的城市按揭贷款信息及 SHF（联邦抵押协会）的城市房价指数（涵盖 35 座城市），在房贷受到影响最为严重的城市中，一些靠近边境，一些则是近年来住房建设较为集中的大都市。这可以反映出经济周期与部分地区住房过度供给带来的综合影响。尽管身处经济衰退，其他城市房地产业却继续保持增长。这些城市规模不大，其房地产业近年来之所以得以发展，是因为找到了新的经济增长点（如旅游业），或位置靠近大城市和生产中心。

**过去十年房地产业的增长填补了部分住房缺口，却也为城市带来新的挑战。**住房开发在过去十年取得了显著增长，除制度本身的原因外和稳定的宏观经济环境也有关系。在此过程中，政府在减少住房赤字和制定行业政策方面做出了重要努力。然而，新的挑战也应运而生，诸如要求更加良好的制度协调，这也利于提高公共资源利用效率。对城市而言，如何调控住房建设集中地区的增长是需要面对的一个重大挑战。这更多需要从市一级而非区县一级的层面上，通过新的组织机构，从社会、政治及预算等角度对该问题加以考虑。

**Infonavit 法（国家劳动者住房基金会）改革案将对房地产业产生重要影响。**眼下墨西哥国会正在对住宅局法的改革进行讨论，以期尽量减少该住房基金会成员未来几年对住房的需求，改善劳动者的融资进入条件并增加他们的收入来源。尽管时代不同，但凡改革都会产生重要的影响。此次改革也将对 Infonavit 的运作和国家抵押贷款市场产生极大影响，有的还意味着将发展新业务领域，使现有产品更加多样化，以满足墨西哥市场不同的融资需求。

## 2. 墨西哥房地产业现状

### 2a. 住房供需逐步回暖

#### 引言

继 2009 年的行业困境之后，房地产业释放出的新一轮增长信号越发强烈，但增速较慢，并带有地区和市场的差异性，国内部分地区增长较其他地区更为迅速。仅从经济复苏和消费者信心回升的角度看，面向低收入群体的住房仍然主导市场。而据观察，其他定位的房市表现也日益趋好。本文中，我们将分析房地产业如何从经济周期的低谷中走出，而复苏的基础又是怎样形成的。我们将从供给和需求两方面来回顾这其中的影响因素，这将有助于我们对 2010 年下半年及 2011 年墨西哥房地产业的走势有一个更为清晰的认识。

#### 行业复苏初现端倪

各类指标均显示 2010 将会是房地产业复苏的一年。今年前 5 个月 Infonavit 发放贷款总额比计划高出 21%（这支撑了 Infonavit 完成全年发放 450,000 至 500,000 贷款目标的预期），但与 2008 年相比，这一数字仍下降了 11%。住宅建设的情况也与此类似，截止一季度末，在住房登记处已登记的新建房屋数比 2009 年增长了 33%，比 2008 年同期下降了 25%。

显然，房地产业的情况确实有所改观，但切不可过度夸大；这是一个循序渐进的过程，且不同地区、不同定位的市场复苏程度也不一致。更重要的是，为了更好地预判房地产业中短期的可能表现，鉴于供给和需求在上轮经济周期中对行业发展的影响，二者都将纳入我们分析的范围。

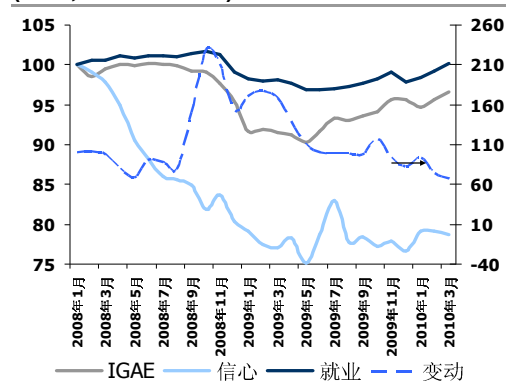
#### 需求复苏是一个分阶段的过程

从需求来看，住房可被归为耐用消费品，依其性质，贷款者对未来的信心（如收入和融资条件的稳定甚至改善）对住房需求有很大影响，甚至超过了如房价、地域偏好、房屋性质等其他因素的影响。正因如此，2008 和 2009 年房地产业的收缩相当程度上源于金融动荡及全国就业水平的总体下降。

2009 年二季度金融波动一减轻，经济运行随之稳定下来并触底。自那时起，就业就逐步跟上经济复苏的步伐，虽然步调不快，且滞后了一个季度<sup>1</sup>。反过来，就业市场的回暖必定也会为消费者信心逐渐回升到危机前的水平铺平了道路。

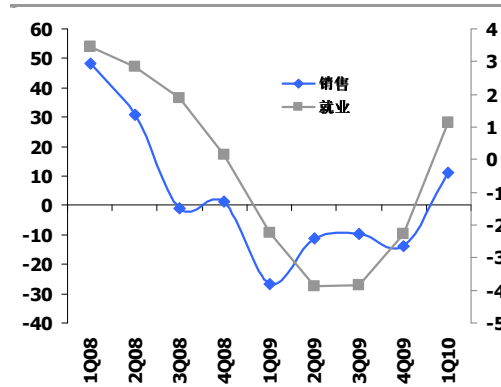
如果将 2008 年初作为经济活动最高点，因此，也就是转折点，可以发现金融波动的程度是如何回到了危机前的水平，虽然金融变量有些变化。这些变量的变化和经济活动中其他重要变量的变化形成对比，如 IGAE 和就业的对比，在逐渐复苏的过程中有所超前，但可能已逼近近期高点。然而，消费者信心仍然十分滞后（比 2008 年年初低 20%），它的恢复对巩固房屋销售的回暖，尤其是中高端房地产市场销售的回暖十分重要。

图 1  
消费者信心使住房需求持续低迷  
(指数, Jan. 08=100)



来源：BBVA 基于路透、INGE 数据的研究分析

图 2  
住房销售与就业，  
年度变化百分比

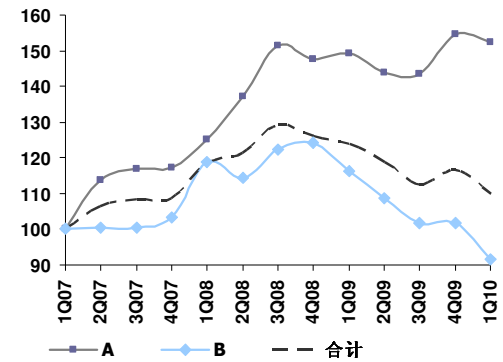


来源：BBVA 基于 IMSS、CONAVI 数据的研究分析

<sup>1</sup> 在之前的衰退中，就业用了三年时间才恢复到危机前的水平（尽管那也收到了美国的经济衰退以及中国加入 WTO 的影响），与此相比，这次就业的复苏已快了很多。

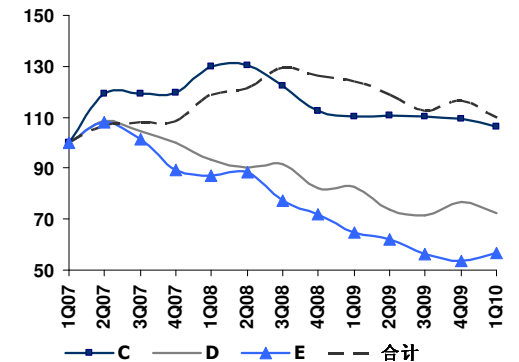
尽管消费者信心还未完全重建，如图所示，就业与住房销售的关系已十分明显。同时，复苏进行的路径也有助于解释住房销售回暖的特征或某些地区和市场反弹力度更大的原因。

图3  
低端房地产市场销售情况  
(指数, 1Q07=100)



来源: BBVA 基于 Softec 数据的研究

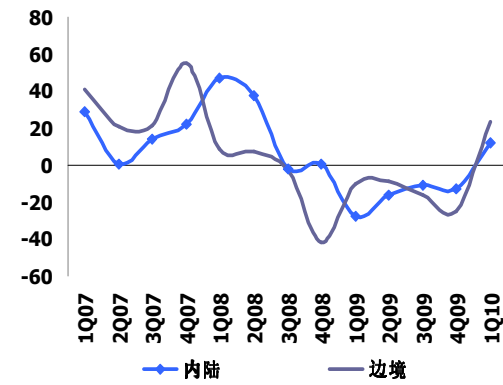
图4  
中高端房地产市场销售情况,  
(指数, 1Q07=100)



来源: BBVA 基于 Softec 数据的研究

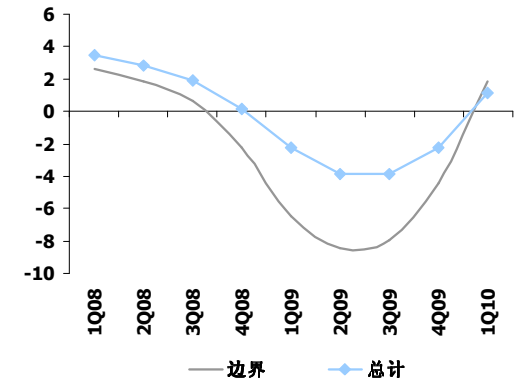
墨西哥经济复苏始于 2009 年年中，此外，外需的逐渐复苏和美国消费的稳定成为新的推动经济增长的动力。对此，汽车产业的再次活跃与重组，以及比索的实际贬值也发挥了一定作用。受这些因素推动经济增长的地区主要集中在边境，因为这些地区经济与美国经济相关度高，同时，它们也是受衰退影响最严重的地区。就业与住房销售在这些地区复苏速度更快，呈现出比国内其他地区稍好的趋势。

图5  
各地住房销售情况年度变化表 (%)



来源: BBVA 基于 IMSS 和 CONAVI 数据的研究

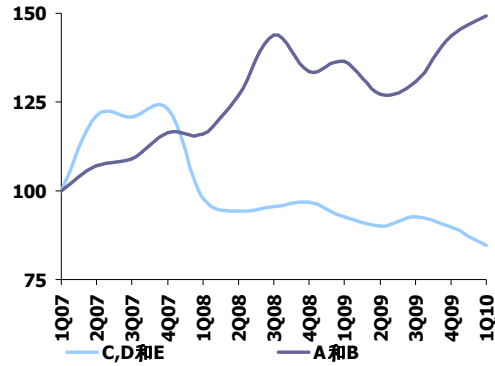
图6  
各地劳动就业回暖情况 (%年变化)



来源: BBVA 基于 IMSS 数据的研究

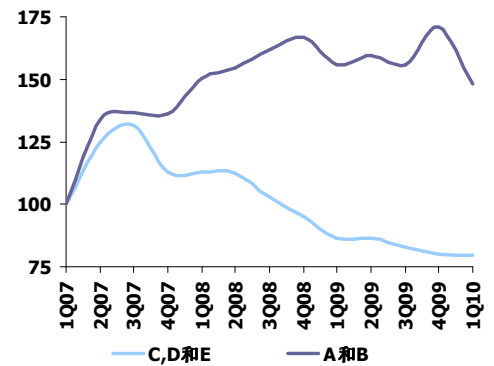
房屋销售的类型也具有指示性，并与全国宏观及区域复苏进程类似。如果对市场加以细分，就可以清晰地看到低端市场的表现明显优于中高端市场（低端市场：边境地区呈上升趋势，内陆城市保持稳定；中高端市场：在边境地区仍呈下降态势）。这也反映出了就业的复苏情况，从收入最低的就业市场开始，由临时性就业逐渐发展到全职的、收入更高的就业市场。

图7  
边境地区住房销售情况 (1Q07=100)



来源: BBVA 基于 Softec 数据的研究

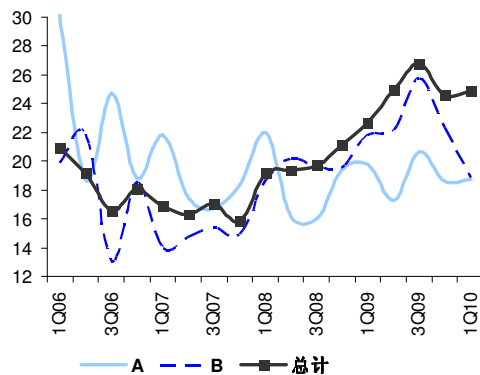
图8  
内陆及沿海地区住房销售情况 1Q07=100



来源: BBVA 基于 Softec 数据的研究

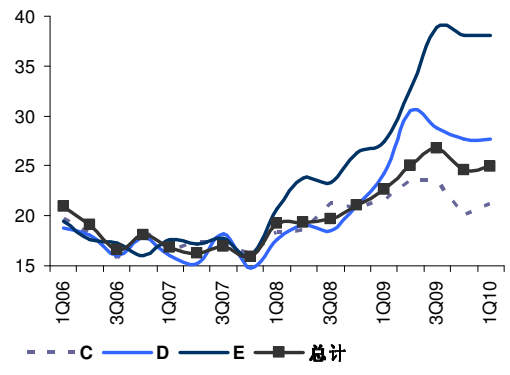
从推进项目所需的时间或售完工程全部房屋存量的时间来看, 我们也可得到类似的结论。面向高收入群体住房市场的时间仍高于近年来登记的平均水平 (尽管已越来越趋于稳定), 而面向中低收入阶层的住房市场, 恢复到危机前水平的信号则更为明显。

图9  
低端市场的住房存货月数 (%年变化)



来源: BBVA 基于 Softec 数据的研究

图10  
中高端市场住房存货月数 (%年变化)



来源: BBVA 基于 Softec 数据的研究

综合起来, 从不同市场和地区的发展进程来看, 可以推断初期的经济复苏推动了房屋销售, 但复苏是持续的且及于其余的经济领域, 房地产业的复兴之路将会更加坚实。

### 住房供给的主要决定因素

供给方面, 贯穿于上轮经济周期之中的相关因素主要有两个: 前些年多余的住房存量和住房建设的融资限制。

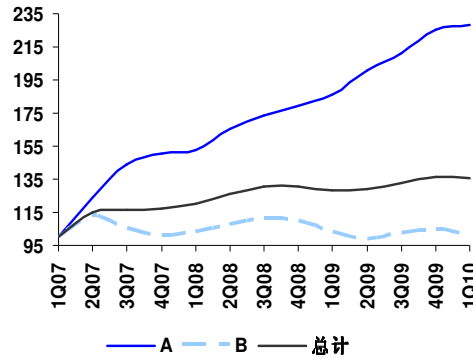
房地产业繁荣时, 业界普遍认为住房赤字如此之大, 需求如此之高, (如果能通过贷款或在某些情况下, 通过政府补贴有效融资) 市场有能力吸收已有的全部供给, 于是住房建设量大幅增加。以 2007 年初为例, 新建商品房供给量指标就显示个档次的住房建设都有显著增长。

某些情况, 如低端住房市场, 三年中新建房屋比过去的两倍还多。甚至该市场中补贴支持的住房建设 (这类房屋的销售得到了切实保障), 其扩张速度 (2009 年仍得以维持) 也与经济放缓过程 (及之后的衰退) 形成了对比。居住性住房市场 (D) 在 2007 年一季度和 2009 年四季度之间的上涨甚至也达到了 35%。只有面向高收入群体的市场 (E) 的增长自 2008 年初以来一直保持着对已登记住房供给的调整。

从地区层面看, 2008 年住房供给的加速增长导致部分地区的住房供给过度。在 2008 年九月的一期《墨西哥房地产观察》中, 住房供给和经济放缓的背离趋势已经相当明显。这种情况在通过汽车产业、联营制造业、海滩和汇款的投资者市场与美国有密切经济往来的州则更为明显。因此, 行业放缓至少有一部分原因是开发商未能及时为保证在建项目的销售而做出相应调整。但人们未能预料到即将到来的趋势变

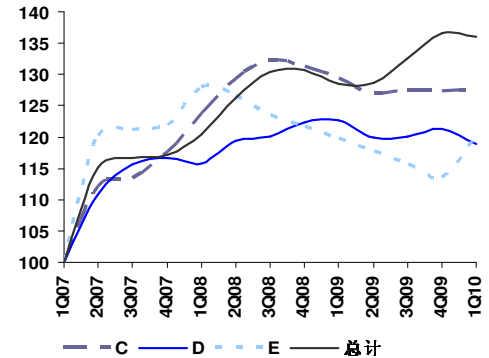
故。需要强调的是，过度供给并不是一个普遍现象，其在某些地区和市场表现尤为突出。尽管如此，我们仍有必要意识到住房供给过剩的问题在 2007 年和 2008 年就已存在了。

图 11  
面向低收入层的住房供给 (指数, 1Q07=100)



注：住房供给为 40 个地区住房总量的余额  
来源：BBVA 基于 Softec 数据的研究

图 12  
面向中高收入层的住房供给 (指数, 1Q07=100)



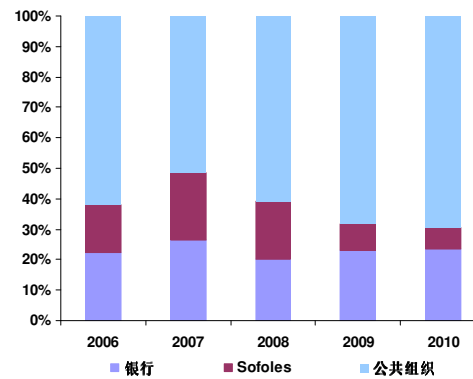
来源：BBVA 基于 CONAVI 数据的研究

原因之二与房地产开发商的融资情况有关。众所周知，金融危机切断了 **sofoles** 和 **sofomes** 两家贷款中介机构的资金来源，使需要过桥贷款收购土地和发展基本城市基础设施的开发商和（主要针对不符合传统银行贷款条件人群的）抵押贷款都受到影响。这些中介机构参与的抵押融资从 2007 年的 22% 下降到 2010 年的 7%。另一方面，危机之初银行信贷也小幅受此影响，放贷量小幅增长，维持在 20% 左右。

另一方面，开发商从 **sofoles** 和 **sofomes** 获得的融资从 2008 年的 34% 下降到 2010 年一季度的 13.5%。由此看来，开发商面临着很大的完工风险。正如十月份的《墨西哥房地产观察》中所谈到的，缺乏融资是阻碍 **Infonavit** 达成 2009 年提供购房贷款目标的主要原因之一。

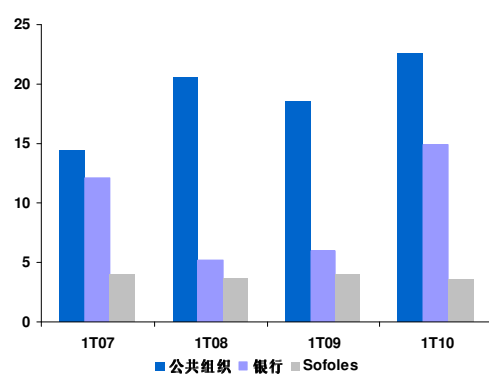
融资流向数据显示，公共住房机构和银行正在试图填补 **sofoles** 和 **sofomes** 的空缺，以上同期《墨西哥房地产观察》中一篇关于融资的文章中对此提供了更多细节。另一方面，正如文章开头所说，**Infonavit** 指出住房建设的复苏将会在今年二、三季度显现。

图 13  
已批准住房贷款 (占总量%)



来源：BBVA 基于 Infonavit 以及 AHM 数据的研究

图 14  
住房贷款，比索，十亿



来源：BBVA 基于 Infonavit 以及 AHM 数据的研究

结论

2010 年是房地产行业逐渐复苏的一年，但墨西哥不同地区和房地产细分市场的反弹力度不一。边境地区经济复苏更快，这反映在低、中收入阶层 (A 和 B) 对住房的需求上。另一方面，国内其他地区的复苏存在一定滞后性，部分原因是社会保障性住房所占比重较高，且主要面向人口中的弱势群体。但公共机构和商业银行的投资在三季度双双增长，为借贷市场的重新活跃提供了必须的流动性，并充分利用了 **sofoles** 和 **sofomes** 缺位提供的市场机会。这无疑对提高中低收入阶层的融资覆盖面起到了重要作用。因此，房屋存量有下降趋势并将刺激兴建住房，但需等到 2011 年房屋销售回到 2007 至 2008 年的最高水

平。美国经济复苏的滞后（或者说反弹力度不够），并没有在我们的考虑范围之内，但由此带来的风险以及全球性的高度风险厌恶情绪可能仍在持续，可能导致全球经济复苏的推迟。

#### 参考资料

BBVA Bancomer (2009). Situación Inmobiliaria México. BBVA Bancomer. Octubre（墨西哥房地产观察，十月）

BBVA Bancomer (2010). Situación Inmobiliaria México. BBVA Bancomer. Enero.（墨西哥房地产观察，一月）

AHM (Asociación Hipotecaria Mexicana) (Mexican Mortgage Association) (2010). Boletín AHM. Información a Marzo de 2010. Mayo.（Information through March 2010. May）（2010 三月信息，五月）



### 专题 1：2009 受影响最大和最小的城市

本节中，我们将看到，哪些城市在 2009 年中应对衰退的能力最强，哪些城市的房屋销售和价格在衰退中面临了巨大的困境。以 100 个区市组成的样本为例，该 100 个区市 2009 年占 Infonavit 发放住房贷款（包括新建房屋和二手房）的 85%，我们将拿该年的住房销售结果与 2008 年作对比。

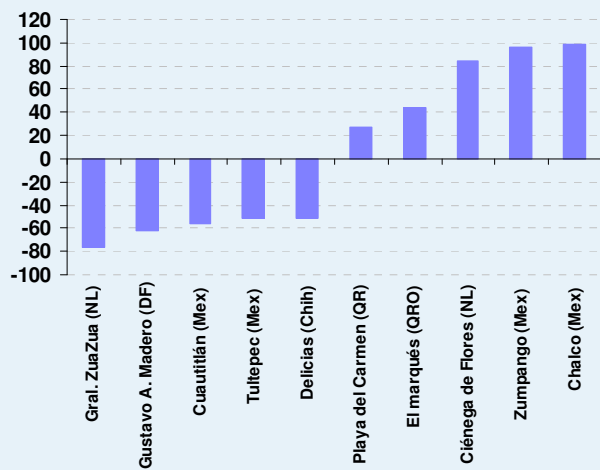
价格方面，我们将对 SHF 住房抵押贷款机构参考的 35 个区市房价进行分析。

#### 房屋销售

Infonavit 贷款 2009 年全国年均下降 9.7%。但其在全国各城市具体下降幅度不一，占样本 63%的城市降幅高于平均水平（该 63 个样本地区平均降幅 13%），另一方面，有 11 个地区却出现了两位数的增长。

图 15

与 2008 年相比，2009 年发放抵押贷款额变化最大的城市（%年变化）



100 个贷款量变化最大的区市  
来源：BBVA 基于 Infonavit 数据的分析

多种原因可解释城市住房销售走势：

1. 大多数区市（八成）位于大都市，且墨美联营经济（以出口为目的的联合制造）大量存在。

2. 各州内，部分区市明显扩张，其他地区则释放出一些饱和的信号（如墨西哥州和新莱昂州的区市住房销售就出现了两极分化）；
3. 新兴城市尽管规模小，住房建设却正处于强劲的增长过程中。

#### 房屋价格

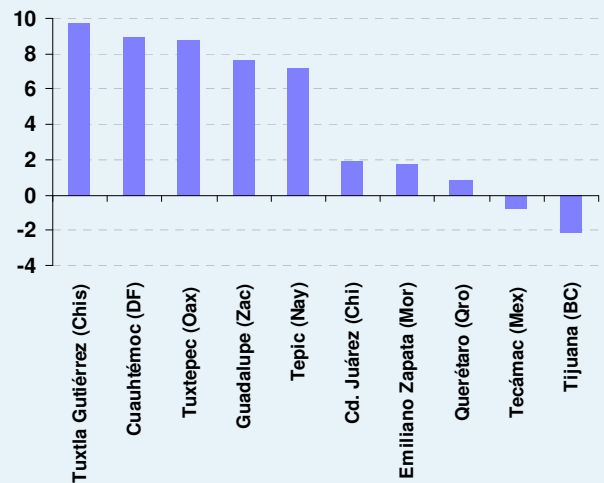
从国家层面看，2008 到 2009 年间，SHF（联邦抵押贷款协会）价格指数涵盖的 35 个区市房价名义上涨 3.2%。

房价上涨最多的城市（或区市）是图斯特拉-古铁雷斯（恰帕斯州），Delegación Cuauhtémoc（联邦特区），Tuxtpec（瓦哈卡州），瓜达卢普（萨卡特卡斯州）和特皮克（纳亚里特州），涨幅达 7%-10%。涨幅较小或者下降的地区是 Ciudad Juárez（奇瓦瓦州），萨巴达（莫雷洛斯州），克雷塔罗（克雷塔罗州），Tecamac（墨西哥州）和提华纳（下加利福尼亚州北部），变动幅度介于 2%到-2%之间。

虽然不同城市的情况有所差别，房价的变化情况与边境和大城市在 2009 年衰退中受影响最大这一结论是相符的。

图 16

与 2008 年相比，2009 年各区市的房价变化（%年变化）



\*SHF 指数所包含的区市  
来源：BBVA 基于 SHF 数据的研究

## 专题 2：房价是否能反映市场的动态变化？

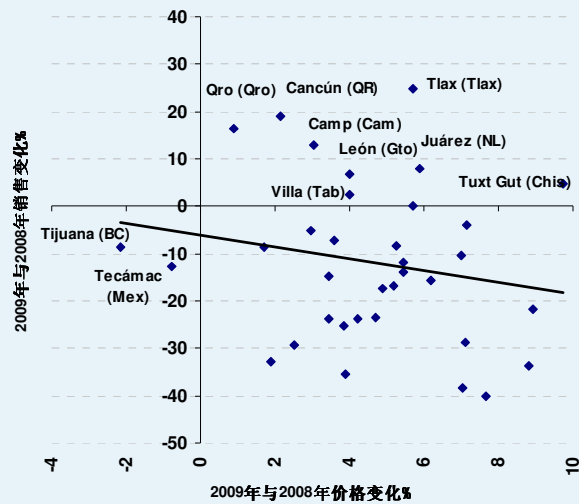
我们知道就业决定住房需求，进而决定房价。因此，有必要对 2009 年衰退中各城市房价的变化（SHF [联邦抵押贷款协会] 的统计数据）是否与住房需求（据 Infonavit 的贷款发放数据计算）存在直接联系。

### 2009 年衰退中房价的决定因素

假设，不管基于何种理由，随着住房需求的增加，房价会上涨。实际上，2009 年这确实在墨西哥的许多城市发生过，如 Iztapalapa（联邦特区），特拉斯卡拉市（特拉斯卡拉），Querétaro（Querétaro），坎昆（金塔纳罗奥州），坎佩切市（坎佩切），莱昂（瓜纳华托州），Juárez（新莱昂州），图斯特拉-古铁雷斯（恰帕斯州）以及 Villahermosa（塔巴斯科州），占房价指数 35 个样本城市中的 26%。相反，提华纳（北下加利福尼亚）和 Tecámac（墨西哥州）的房价和销售均双双下滑。其余占 SHF 样本 69% 城市的情况也与预期有所偏离，尽管销售在下滑（一些地方下滑高达 40%），房价却仍呈上涨态势（名义变动）。

总的说来，以上结果表明房价对需求下降表现出向下刚性。也即，即使需求下降，也没有使开发商找到充分的理由降价。对这种现象的解释有几种不同的说法。首先是原材料价格的波动；以 2009 年为例，钢筋价格就上涨了 15%。另一种说法谈到的是以工资水平为基础的补贴和信贷量；由于它们是先决指标，归根结底，它们是开放商的参控点并最终成为决定房价的基础。再者，可以从开放商的角度来解释，开放商认为市场的潜在需求依然很大，因此房市收缩是暂时的。然而，抵押贷款市场似乎并未（或者根本没有，至少没有及时）对需求或需求决定因素释放的信号做出反应。比如在 2001 年到 2009 年期间，提华纳新建的住房约有 100 万套，这在当时创造的就业岗位达 5.5 万个；在 Tecámac，新建住房接近 4 万套，仅创造了 6,000 个就业岗位。只有在诸如此类（新建房屋过多）的城市，房价才对需求的变化做出了反应，虽然这种反应有所滞后。

图 17  
房价与住房需求变化（%年变化）



BBVA 基于 Infonavit 及 SHF 数据的研究

最后，由于房价指数仅包含了部分城市的数据，信息的覆盖面有限，这里所做的分析有一定局限性，得到的结论在一定程度上扭曲了墨西哥抵押贷款市场的实际情况，其刚性对经济周期的调整更为迅速。

其他因素的权重或房屋性质（如质量、设计、位置、安全因素等）对房价的影响还有待考证，即便如此，其重要性似乎仅次于需求。而随着市场越来越成熟，房价也应反映出其决定因素的附加值，包括之前谈到的物理属性和提供的服务、位置甚至和谐的社会、家庭环境。

## 2b. 住宅融资逐步走向规范化

### 当前环境使部分融资复杂化

在 2009 年，融资是让房地产业深陷困境的一个重要因素。虽然这不是唯一的原因（需求下滑的影响也同等重要），风险厌恶的国际金融形势却从两个方面迅速波及房地产市场：一方面，它限制了金融中介机构的筹资来源，增加了金融机构的筹资成本；另一方面，开发商的信用额度下降，尤其是过桥贷款额度。在此过程中，非银行中介机构 *sofoles* 和 *sofomes* 受到的影响最为严重。

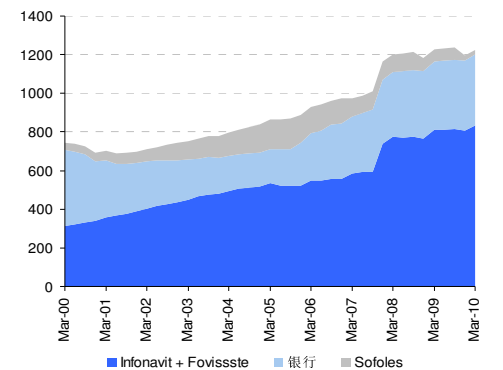
因此，鉴于融资在产业链中的重要性，恢复融资对房地产业的复苏至关重要。本文中，我们将分析近期融资形势的发展变化情况以及对其中期表现起决定性作用的主要因素。

### 融资维持总体不变

受经济衰退的影响和国际金融环境的限制，住宅融资在 2008 到 2009 年间有所下降。2005-2007 年住宅融资实际增长率约 7%-13%<sup>2</sup>，2008-2009 年期平均增长 1.4%。如果按相对量计算，如按其占私人部门信贷量的百分比来看，抵押贷款所占的份额实际上自 2007 年起就一直保持稳定，为 25% 左右。另外，如果按其占 GDP 的百分比来看，其比重甚至从 2007 的 8% 增长到了 2009 年的 10%。2010 年一季度的数据表明，流向房地产行业的信贷额即便没有增长，至少也能够持平，而且会随着经济复苏的深入出现增长。

图 18

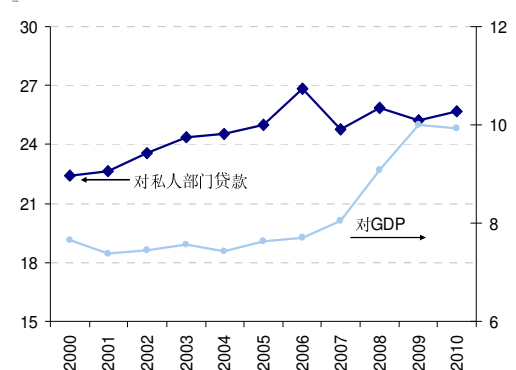
#### 住房融资余额，比索 十亿 (2010 年价格水平)



来源：BBVA 基于 Banco de México 数据的研究

图 19

#### 住房贷款比重，%



来源：BBVA 基于 Banco de México 和 Inegi 数据的研究

从这点上看，值得注意的是，除 *sofoles* 和 *sofomes* 以外，融资并未受到影响，公共住宅中介机构和银行都保持了其融资渠道的开放（虽然放贷要求更高）。两种情况下的融资减少都源于需求的下滑（谨慎的买家面对不确定的经济和金融环境暂缓购房）而非缺乏融资渠道。

然而，有必要认识一点，通过过桥贷款进行的融资确已放缓。以 2010 年一季度价格水平计算，2008 年该类贷款发放额接近 400 亿比索，2009 年仅 260 亿。今年已发放的为 70 亿，较上年实际同比增长了 34%，释放出一定向好信号。按此节奏，融资总量可能在 2011 年达到原 2008 年的水平。

根据墨西哥央行 (the Banco de México) 的数据，*sofoles* 和 *sofomes* 是对房地产业提供融资下降最多的两家金融机构。按 2010 年价格水平计算，抵押贷款组合从 2006 年底的 1310 亿比索下降至 2009 年的平均 600 亿比索，2010 年初（一季度）这一数值为 250 亿。

在金融机构积极参与的另一市场——住房建设贷款，或者说过桥贷款市场中，*sofoles* 和 *sofomes* 的业务也受到了影响。2006 年他们提供的该类贷款额约 540 亿比索，而 2009 年接近尾声时仅为 290 亿。

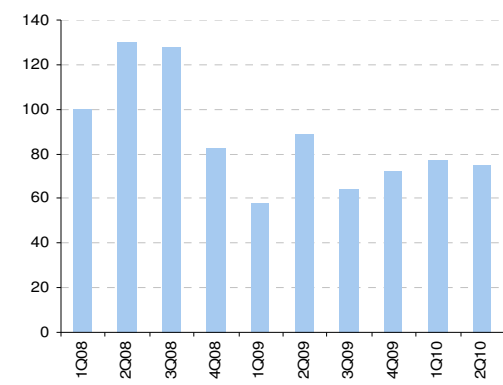
### 逾期贷款趋于稳定

私营中介机构与公共住房机构的逾期贷款额曾在 2009 年猛增，尽管各中介机构的具体情况参差不齐，但总体从 2007 年的 4.1% 上升至 2009 年的 5.8%。这期间，银行逾期贷款额从 2.2% 上升至 3.7%，Infonavit 的逾期贷款额从 4.7% 增长到了 5.8%，*sofoles* 和 *sofomes* 的这一指标则从 4% 上升至 5.8%。但

<sup>2</sup> 自 2007 年起，在墨西哥银行 (墨西哥央行) 在其发布的数据中纳入了 Fovissste 投资组合，使实际增长率达到了 20%。而根据 Conavi 的统计，如果剔除这一项，增长率则降至 13.4%。

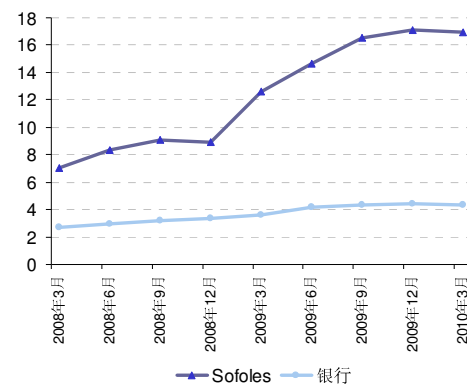
我们已从该指标中看到了一些好转的迹象，从 2010 年四月起，逾期贷款占总额的 6.3%，虽仍高于 2009 年底的 5.8%，但与前几个季度相比增速已有所放缓<sup>3</sup>。

图 20  
桥梁贷款总额，比索 十亿 (2010 年价格水平)



来源：BBVA 基于 AHM 数据的研究

图 21  
不良贷款：银行 vs. Sofoles (%)



来源：BBVA 基于 AHM 数据的研究

就过桥贷款而言，也有必要将银行与 sofoles、sofomes 分开来看。四月份银行逾期贷款指数为 3.1%，sofoles 和 sofomes 相应指标为 17%，比银行高很多。正如 2008 年十月一期的《墨西哥房地产观察》所指出的，sofoles 和 sofomes 过桥贷款因其结构和性质，对金融形势的变化、经济周期以及住房需求的波动都极为敏感。

#### 公共住房机构刺激贷款组合发行增加

通过贷款组合或资产证券化等对房地产进行的融资在 2009 年的困境中同样受到了很大影响。最后一笔非银行中介机构通过这类金融工具进行的融资发生在 2008 年年中。2009 和 2010 年发行贷款的主要有公共住房机构、Hipotecaria Total 和银行<sup>4</sup>。

投资者对持有这类资产缺乏兴趣很大程度上与资产的结构有关，因为按照当前的设计，有相当一部分风险被转移给了市场。这点从已发行的贷款组合中就可可见一斑：今年前几个月，资产证券化组合的不良贷款率为 24%，而现有贷款额占资产负债表的 17%。

另一些不利于该类金融工具的是发行人甚至担保人信用度的下降。负责为发行提供担保的三家保险公司，也即单一保险提供商，AMBAC（美国市政债券保险公司），MBIA（美国城市债券保险）和 FGIC（财政保证保险公司）都受到了全球金融危机的严重影响，以至于有些情况下核心资产（或者说支持发行的贷款）价值超过了抵押物价值。

这些金融工具在二级市场支付的隔夜利率反映了投资者对金融工具的信心水平。例如，公共住房机构发行的贷款（Infonavit 的 Cedevis 以及 Fovissste 的 Tfovis）和银行贷款与 Udis 有 1.5% 的利差，而非银行中介机构的这一指标高于 6%<sup>5</sup>。

#### 国内债券市场乏力，融资需求海外寻求支援

2009 年危机中，开发商与非银行中介机构都有参与的债券市场发行也出现了重大下滑，国内债券市场尤其甚。2008 年国内市场发行的长期债券总额为 40 亿比索（按 2010 年价格水平计算），2009 年仅 10 亿比索。大型开放商舍弃国内融资市场转而以国际市场上发行的美元融资产品代替，其总额等值于 95 亿比索，且 2010 年头几个月（数据截止五月）融资额就已达 40 亿。2008 年终，国际市场上没有投资级别的发行都未获通过。

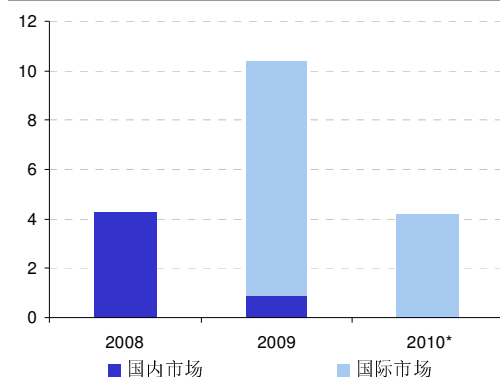
占 2008 年在长期债券发行市场 60% 的 sofoles 与 sofomes 并未在 2009 年和截止目前的 2010 年中进行任何发行。其目前的业务仅限于对受 SHF（联邦抵押贷款协会）支持的短期负债的提供再融资。

<sup>3</sup> 这一期间，银行贷款组合的逾期还款额指数甚至较 2009 年底的 3.7% 下降了，为 3.6%。

<sup>4</sup> 2009 年唯一的非公开配售由 BBVA Bancomer 发行，总额 56 亿比索。

<sup>5</sup> 数据截止 2010 年 5 月底，UDIS 的发行仅指优先发行。对非银行中介机构而言，利差是指全额担保或有支付保证的发行与 UDIS 的利率差。值得一提的是，由于担保人的信用度低和组合结构等原因，这类发行的利率甚至高于无担保的发行。

图 22

**私人长期债券：  
住房，比索十亿，2010 年价格水平**

来源：BBVA 基于 AHM 数据的研究

表 1

**sofoles, sofomes 抵押贷款额：  
短期债券，2010 年价格水平**

	百万比索
合计	8,854
Casa Mexicana	173
Su Casita	1,985
Crédito Inmobiliario	2,850
Fincasa	2,500
Patrimonio	1,103
Vértice	244

90 天期再融资

资料来源：BBVA 基于 Valmer 数据的研究

**行业的融资挑战**

房地产业当前面临的挑战之一就是为金融中介机构的运营找到一个长期的解决方案。从其 20 世纪 90 年代中期成立之初起，金融中介机构就在信贷市场扮演着重要角色，主要为住房建设提供融资，为中低收入阶层和无法获得足够信贷产品的人提供抵押贷款。

从这一点来讲，必须要谈到的首要一点便是要加强对 sofoles、sofomes 的监督管理（对它们的监管比对银行的监管松的多）。始于 2008 年的金融危机强调，应制定相关规定以保证更大型的金融机构能够充分资本化且有更好风险覆盖。目前在国际上正讨论的、可能采用的提案即旨在使所有规范市场参与机构的规章都能够接轨。

尽管短期内部分 sofoles 和 sofomes 的财务形势迫使行业进行整合，若各管理制度能够接轨，这可能导致缝隙市场或专业化银行的产生，并可能反过来使各中介机构间的竞争更加激烈。2009 年危机的教训之一是，需要专门的融资产品（通过贷款或其他证券化的金融工具）来满足房地产业价值链上不同环节的需要，包括购置土地、城市化建设、获取执照与许可、住房工程建设以及发行贷款。到现在为止，银行系统的业务主要集中在这条产业链的下游<sup>6</sup>。

房地产业面临的第二个挑战是开发足够的金融工具以保证资源流入。在 2009 年十月发行的《墨西哥房地产观察》中，这一需求被提为通过担保债权对在投资组合发行中所用的金融工具进行修正。显而易见的是，由于 2009 年金融危机的经历以及已发行资产组合资信质量的问题，市场需要新的金融产品以满足需求并反映机构在抵押贷款市场的参与度。

**结论：融资正迈向全面规范化**

伴随着经济复苏，住房融资也逐渐走出 2008-2009 年的阴霾，日渐回暖。信贷量指标与逾期贷款资产组合指标同时表明住房融资正渐趋稳定，逐步回升到危机前的水平。需要指出的重要一点是，尽管一些中介机构仍存在融资问题，住房贷款的发放并未在衰退中停滞；银行和公共住房贷款机构的融资渠道仍保持畅通，并以需求允许的速度在增长。

未来，融资的主要挑战可能与市场有关，这在 sofoles 和 sofomes 的退出之前并未引起关注。此外，探索这类机构在未来所扮演的角色及其运作规范也十分重要。短期内，预期房地产业预期会有一个整合的过程；中期内，由于目前的金融机构仅仅服务于产业链的部分环节，建立专业机构以满足整个产业链的融资需求十分关键。

**参考文献**

Cruz Borges, Edgar (2009). Bonos Privados. El regreso de los bonos respaldados por hipotecas de máxima calidad. Deuda corporativa México. (私募债券。高质抵押贷款的回归。墨西哥公司债券) BBVA Bancomer. 八月

IXE, Grupo Financiero (2010). Evolución de BORHIS, signos de recuperación. (BORHIS 进化论，复苏的信号) Reporte trimestral (季报) 1T10. (2010 年一季度) 六月。

<sup>6</sup> BBVA Bancomer 例外。除抵押贷款市场，其为房屋开发商提供的融资占 50% 以上。

### 专题 3：开发商 BMV 开年交易顺利

在墨西哥证券交易市场(Bolsa Mexicana de Valores) (Ara, Geo, Homex, Sare, 和 Urbi)上市交易的开发商年初迎来了开门红。劳动就业和消费者信心的逐渐回升使得开发商们 2009 年的情况得到了逆转，销售收入和经营资金分别增长了 0.7% 和 2.5%，净收入较去年同比增长了 8.1%。

今年一季度房地产部门的增长归功于已确认房屋销售量的增长(+4.2%)和均价 6.3%的反弹。因此，总收入大幅增长 11.4%，而更大的规模经济的形成使经营现金流或者说 EBITDA 增长了 15.5%。同时，若不计汇率损失，净收入较去年同比增长 5.1%。

表 2

#### BMV 上市开发商 09 年一季度与 10 年一季度业绩对比

	1Q09	1Q10	变化率 %
销售量	29,881	31,133	4%
低收入水平	22,798	25,992	14%
低收入水平/总销售量	76%	83%	
中等收入居民	7,083	5,141	-27%
中等收入居民/总销售量	24%	17%	
均价(比索\$)	380,251	404,040	6%
<b>Cifras en P\$mn</b>			
收入	10,740	11,966	11%
EBITDA	2,406	2,779	16%
EBITDA 利润率	22%	23%	4%
纯利	878	923	5%
纯利率	8%	8%	-6%
金融周期 (天)	569	611	7%

注：单位为比索百万

资料来源：BMV 及 BBVA 研究

#### 复苏的要素

我们可以从这些证券市场挂牌交易的公司经营策略中发现以下共同点：

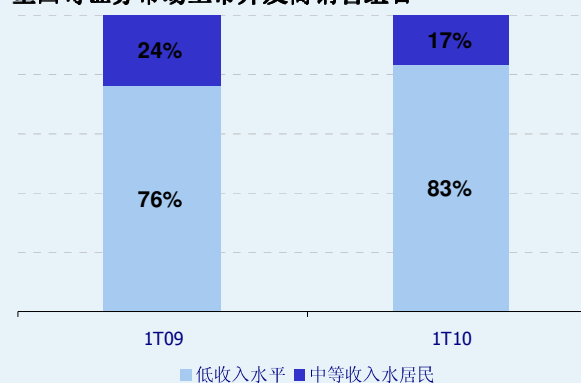
1. 能够进入信贷市场，对 sofoles/sofomes 风险敞口小。与中小住房开发商相反，BMV 上市的房产开发商能更好地进行融资、利用逐渐规范化的公共债券市场，缩小对 sofoles/sofomes 过桥贷款的风险敞

口。因此，在过去的九个月 Geo, Homex 和 Urbi 在国际市场上募集的流动资金需求及为偿付到期债券而进行的长期发行（5-10 年期）就达 US\$800mn。

2. 更大的市场份额。由于拥有了更好的资渠道，BMV 挂牌交易的公司占领了中小建筑商 6%-8% 的市场份额。
3. 集中发展低成本、面向低收入群体的住房市场。这是其恢复增长的关键因素。开发商根据 Infonavit 与 Fovissste 的动态调整了销售组合并增加了低成本、面向低收入群体的业务比例。2010 年一季度该类住房占已确认住房销售的 86%，高于 2009 年一季度的 76%。
4. 盈利能力提升。对营运费用严格控制以及大型工程建设形成的更大的规模经济在销量增长的基础上进一步增强了企业的盈利能力。2010 年一季度企业利润率（根据营业毛利率计算）增长了 82 个基点。
5. 加大现金流管理。总的说来，住房建筑商力争通过削减扩张计划（Capex），减少土地购置（限制其替换已使用的土地）及关闭盈利欠佳项目等措施改善现金流情况。

图 23

#### 墨西哥证券市场上市开发商销售组合



来源：BMV 及 BBVA 的研究

### 3. 重点关注

#### 3a. 住房政策十年

##### 引言

与其他行业相比，过去十年房地产业增长极为迅速。其最初的增长得益于当时有利的经济环境：宏观经济方面，主要源于经济的稳定与较低利率水平；融资方面，得益于长期固定利率的信贷产品与因住房需求极高且不能满足而产生的各种保险模式，以及，在很大程度上，得益于 90 年代末 Infonavit 的制度和经营变革。这一变革在 2000 年起的联邦政府援助计划施行后仍一直持续。因此，房地产业的起飞是受有利条件、宏观经济和上两届政府实行的行业政策综合影响的结果。在相关政策施行十年之际，有必要对其取得的成就和未来面临的挑战做一个总结。

本文将在对主要指标回顾（如从地区与项目类型两个角度看的房屋建设量、投资以及资源分配）的基础上来分析住房政策的施政成果。尽管政策的某些方面还有待改进，但毋庸置疑的是它正朝着正确的方向努力。近年来对房地产业越来越大的扶持力度令人印象深刻，这在资源的投入量和执行项目的多样性中都能够得以反映。

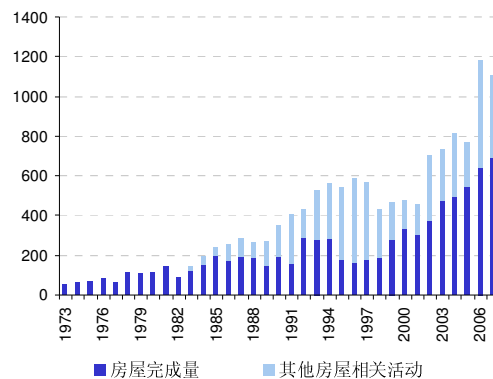
##### 住房政策十年

2000 年到 2009 年间，公共部门流向房地产业的投资总额平均占 GDP 的 1.2%，较上个十年 0.8% 的平均水平有显著增长。扣除物价因素按 2009 年价格水平计算，公共部门的投资总额增长了 1.5 倍，从年均 1777 亿比索增至 4770 亿。不仅融资额增长，而且贷款数也有所增加：90 年代的十年中，各类支持项目 7 中，住房项目共执行了 490 万项（约每年 50 万项），而 2000 年至 2009 年间，累积数量接近 900 万项（每年将近 90 万项）。

另一方面，尽管项目种类各异，融资却主要集中在购房项目上：90 年代的十年中，其占总融资额的 93%，而 2000-2009 年中这一比例仍维持在 96%。此举意义重大，表明在对住房的众多需求中，处于优先地位的是住房建设和新房的购买需求。

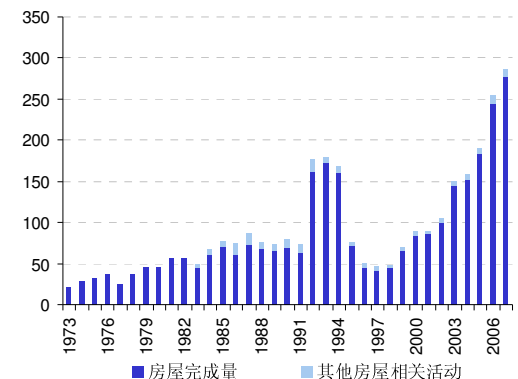
这可能是未来或将发生变化的一个主要要素，正如本期报告中有关住房缺口的内容里所谈到的，部分重要市场（以住房的扩建和改建为主）要求住房解决方案向该部门倾斜。

图 24  
住房措施（贷款与补贴额，单位：千）



\*包括新建住房、二手房和租用住房；  
\*\*包括初期住房（initial housing），物理改善，融资改善和基础设施  
来源：BBVA 基于 Conavi 数据的研究

图 25  
住房措施（融资，单位：十亿比索，以 2009 年物价水平计算）



\*包括新建住房、二手房和租用住房；  
\*\*包括初期住房（initial housing），物理改善，融资改善和基础设施  
来源：BBVA 基于 Conavi 数据的研究

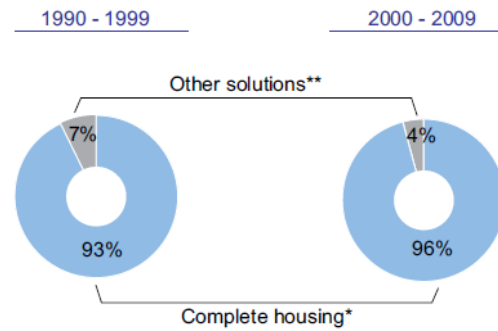
<sup>7</sup> 住房总量（包括新建、二手以及租用房屋），初期住房（自建和已动工住房），物理改善（扩建和改建），融资改善（还款与首付）及基础设施（土地征用，配套的服务与住房投入）

**Infonavit, 住房政策的基石**

过去十年, 住房政策主要指向的目标之一是 Infonavit (国家劳动者住房基金会)。其有成员 1.45 亿, 约为经济活动总人口的 30%, 其中 85% 在正式经济部门任职。对 Infonavit 的一系列决策无疑对全国的房地产业产生了决定性的影响。

图 26

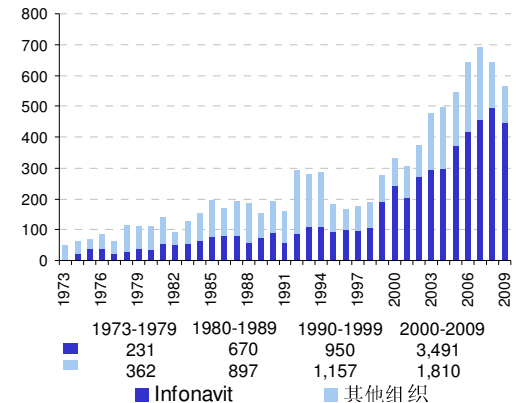
**住房措施: 该方案 vs. 其他方案**  
(单位: 十亿比索, 以 2009 年价格水平计)



来源: BBVA 基于 Conavi 数据的分析

图 27

**已完成住房: Invonavit vs. 其他机构**  
(贷款, 千)



来源: BBVA 基于 Conavi 数据的分析

制度秩序的改变使 Infonavit 的运作更富效率, 1997 年修订的养老储蓄法 (Ley del Ahorro para el Retiro) 允许了劳动者退休及住房储蓄的个性化, 二者都对 Infonavit 的发展起了催化作用。2000 年到 2009 年中, Infonavit 批准的住房贷款总额达 360 万, 几乎是自 1973 年设立时起到 1999 年中批准的全部贷款总额 (共计 190 万) 的两倍。此外, 1990 年至 1999 年间, 该机构占全部住房贷款市场的份额为 47%, 这一比例在 2000 年至 2009 年中上升为 66%。

未来, Infonavit 将继续在房地产业的发展中扮演关键角色, 但正如本期《墨西哥房地产展望》中关于 Infonavit 法修订提案的相关文章所预测的, 本应针对这部分市场进行的产品开发至今尚未开始。

**银行部门为融资的强劲增长提供动力**

过去十年中, 私营中介机构, 银行, sofoles 和 sofomes 对房地产业的发展中发挥了重要作用, 这在购房 (包括新房和二手房) 问题上尤为突出, 90 年代中, 私营中介机构提供的融资占融资总额的 17%, 在 1995 年的危机前曾一度超过 40%, 这段插曲曾一度使银行远离抵押贷款市场。2000 年初, 私营中介机构的市场份额出现下滑, 截止 2009 年, 私营中介机构提供的融资在融资总额中的比例为 28%<sup>8</sup>。我们也可将建设融资或过桥贷款纳入考查范围: 在 2009 年, 这类融资总额达 350 亿比索, 占银行及 sofoles/sofomes 抵押贷款机构发放的购房项目融资的 50%。

**融资资源的地理分布**

联邦政府、州政府以及公共住房机构开发的各住房建设项目、整房购置项目和其他项目 (自建项目, 已动工住房项目, 土地购置等) 的表现差异巨大。前者资金多来自抵押贷款, 后者多来自补贴。这有助于解释融资资源的地区分布。在整房项目中所占比重更大的州其在正式经济部门的就业也更多, 点在这个十年中越发突出, 其中, 联邦特区 (墨西哥城), 墨西哥州, 哈利斯科、新莱昂州和下加利福尼亚居于首位, 在这些地区分配给该类项目的资源较上个十年有大幅增长。由于其他住房项目的资金来源以补贴为主, 其分配标准并不清楚, 可推断其是根据收入再分配来进行配置。然而, 联邦特区仍然居于首位, 瓦哈卡州与格雷罗州最为落后, 分列第 19 位和第 24 位, 其所占比重甚至较上一个十年期还低。

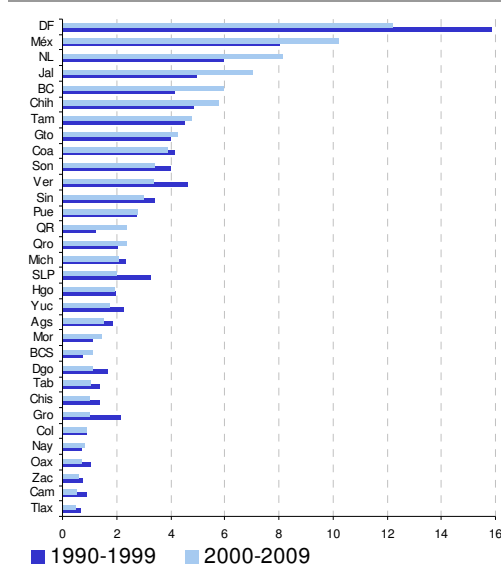
资金与项目的问题指导替代性住房解决方案 (除整房购置以外的解决方案) 的提供。这是一个复杂且值得进行仔细与客观分析的问题, 虽然超过了本文所要讨论的范围, 但这其中有一些方面是显而易见的。在墨西哥, 有超过 30 个公共机构为房地产提供支持, 包括联邦机构、州立机构和地方机构; 它们提供各种项目, 但影响有限, 且相互之间缺乏配合与沟通。有时也有必要对项目合并后的综合效果及其在公共资源有效利用方面的优势进行评估。

<sup>8</sup> 其中, 21% 归银行, 7% 归 sofoles。



图 28

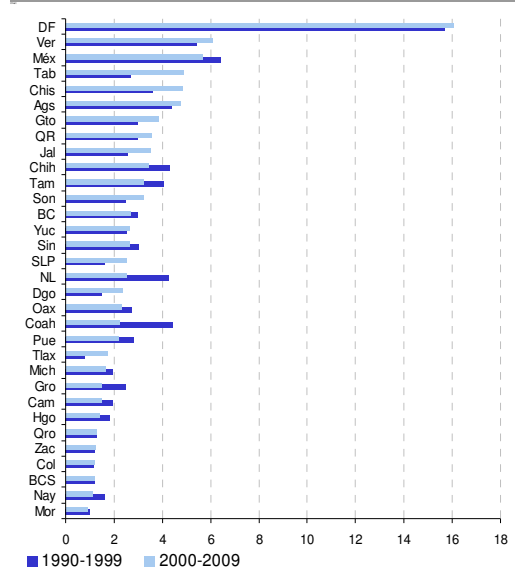
已完成住房（占融资百分比）



来源：BBVA 基于 Conavi 数据的分析

图 29

其他住房方案（占融资百分比）



来源：BBVA 基于 Conavi 数据的分析

结论

自 90 年代末起，墨西哥房地产经历了一次强劲增长，首先是由于 IMSS（墨西哥社会保障机构）劳动者退休及住房账户的个性化；2000 起，又得益于上两届政府的执政策略。现在十年过去了，这些政策施行的效果显著。从国家层面上看，促进房地产业的主要机构的现代化进程取得明显进步，对国家房地产业的发展产生了重要影响。

未来，评估项目效果、增长潜力以及尚未被满足的需求十分重要。预计还需通过各种途径来满足该部门当前的需求，这些途径包括，如为非正式经济和城市的发展（这些城市多位置偏好，能提供更好的服务）提供更好的扩建和改建融资方案等。但是，采取适当标准对公共资源利用效率加以评估并加强资源管理也同样重要。

### 3b. 住房缺口依然存在？

#### 引言

对房地产业的支持是墨西哥过去两届政府公共政策中最突出的地方。但这就够了吗？本文将从需求的角度，对过去十年中对房地产支持项目的成就进行分析，这被认为既满足了人口增长对住房的需求又填补了累积的或历史性的住房供给缺口。从缺口形成的不同方式及对其所作的相关估计着手，采用定量分析纵观其发展，尤其是 2000 年到 2008 年的数据，为我们对这些相对增长量的估算提供了最后的可用信息。

分析证实了过去十年中，项目在满足住房需求方面取得的进展，并表明需对项目进行调整来促进房地产业在随后几年中的发展，以覆盖尚未引起关注人群的需求，比如，开发针对扩建和改建或非正式经济劳动者的产品。

#### 住房缺口的量化

近年来，对于墨西哥的住房赤字曾有过各种估算，结果根据定义、参考年度和计算依据等标准得出。因此，举个例子来说，国家住房委员会（Conavi）认为住房缺口应理解为过度拥挤的、因耗费不满足最低居住条件房屋，则根据这些条件 Conavi 估计，根据 2000 年第 12 次人口及住房普查的数据，当年的住房赤字为 430 万（Conavi 2004）。根据这一结论，九月的《墨西哥房地产观察》曾谈到可依如收入、大众的受教育程度以及城市规模等标准对住房赤字进行分类。（BBVA 2008）

联邦抵押协会（SHF）则认为有必要根据材料的质量和耐用性区分为危房与质量尚可接受的住房。据此，SHF 认为住房供给存在一个基本缺口（包括居住两个或两个以上家庭的住房和用危险材料建成须立即更换的住房）和扩展缺口（与可接受的材料建成的住房有关）。根据全国家庭收入及支出调查（ENIGH），估计 2008 的基本缺口为 170 万套，而扩展缺口为 720 万，由此可得当年住房缺口总量为 890 万套<sup>9</sup>。（Cidoc 和 SHF，2009）

同样是根据 2008 ENIGH 调查，尽管定义上与 SHF 几乎没有差别，考虑了过度拥挤的房屋，损耗以及材料的使用年限等因素，Infonavit 估计的住房缺口为 980 万套<sup>10</sup>（Infonavit，2009）

其他撰稿人如 Kunz-Bolaños 和 Romero-Vadillo 则将其区分为定量缺口和定性缺口。后者可理解为无住房、更换劣质住房或已过使用年限住房家庭所需新房的量。定性缺口在此包括了扩大居住空间及改善居住条件以解决住房质量问题的需求。根据 2000 年的调查数据，估计定量缺口，包括无住房家庭（80 万）、需扩大居住空间家庭<sup>11</sup>（820 万）和居住条件欠佳家庭<sup>12</sup>（200 万），在当年上升至 1100 万。再看定性缺口，包括过度居住、享有服务、住房对住户提供的保护以及房屋的法律状态等的因素，总数达为 1.11 亿（Kunz-Bolaños 和 Romero-Vadillo，2007）。

综上所述，尽管总的说来，测算住房缺口的机构和分析师之间似乎有某些共识，即：根据居住性质、建筑材料成分、是否达到最低居住条件<sup>13</sup>等来定义之一指标，但在概念的诠释和资料来源使用上的不同使其结果大相径庭。

#### 应采用哪组数据源？

至于数据来源，重点在于对量化工作限制和对供给缺口这一概念的理解。毋庸置疑，INEGI 会在每十年的人口普查中采集全面的全国人口、家庭以及住房的相关信息，而在此之后，两次普查之间调查数据则不能完全与之相媲美<sup>14</sup>。

普查与统计（以及比 5 年期数据更及时的数据）之间缺乏可比性使我们有必要采用其他数据来源，如全国家庭收入与支出调查（ENIGH）。采用此数据来源有很大优势，比如涵盖了建筑材料的问题，一年两次的统计周期和结构上的一致性<sup>15</sup>。说到此，值得指出的是，由于样本的设计和规模对调查结果有重要影响，凡调查都有其自身的局限性。即使它们的数据结构与总人口保持高度一致，当对同年的两个调查

<sup>9</sup> 对此的前一次估计为 710 万，但应纳入虽有房可住但并不拥有产权的部分（租用或抵押），这可看作是希望拥有住房导致的缺口。

<sup>10</sup> 相关文件规定，住房过度拥挤指每间卧室居住 4 个或 4 个以上的人；耗费类包括全部房龄在 30 年或以上的房屋；材料耐用度项目下包括全部未采用砖、扁砖隔板、石块、石头或混凝土修筑墙体的房屋。

<sup>11</sup> 也即指那些居住的家庭成员中有因为年龄或家庭关系应该有自己房屋的家庭。

<sup>12</sup> 包括屋顶的房间，棚户区，无单独卧室或浴室的建筑以及不当材料建造（废料或已过使用寿命的材料）的房屋。

<sup>13</sup> 这一定义与联合国定义一致，用以衡量墨西哥千年发展目标（MDG）的进展，住房方面的主要指标包括卫生条件、过度拥挤情况以及房屋建筑材料（Cepal, 2009）。

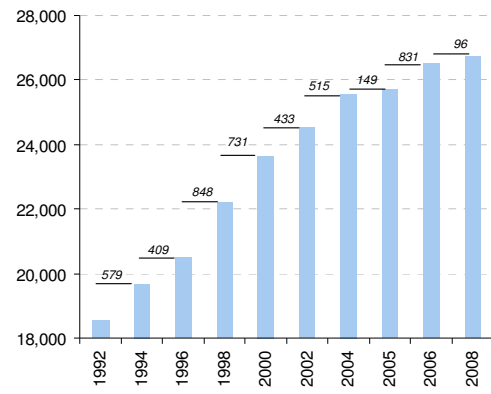
<sup>14</sup> 例如，2005 年的统计中没有包括房顶、墙体材料问题，这对房屋性质的衡量以及与普查结果进行对比至关重要。

<sup>15</sup> 从 1992 年起就试图保持问卷结构，但有时信息的分类有变动。其中一个例子就是 ENIGH 用以屋顶及房屋材料分类的类目数，2000 年为 16 个，而 2008 年仅有 9 个。

或不同年度的同一调查间进行对比时，一些指标的绝对量也可能有微小偏差。例如，在全国人口流动调查（NADID）中，Conapo 和 INEGI 发布的 2008 年已登记住房数间相差就接近 100 万<sup>16</sup>。

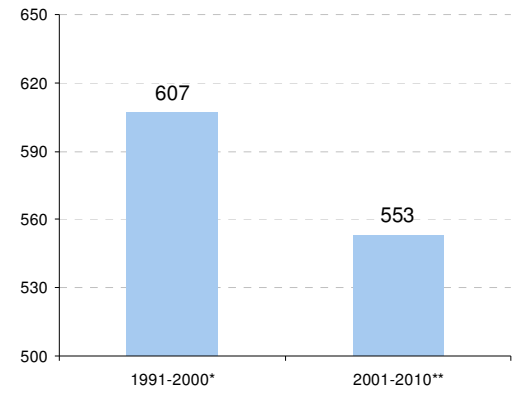
同理，当对不同年度的 ENIGH 结果比较时，所得到的新建家庭率也并非总与官方结果一致。因此，建议，如果决定采用绝对值，应以普查和/或统计的绝对值作为参考，并在调查中更多地采用参考数据结构。

图 30  
ENIGH: 总家庭数和年变化量 (千)



来源: BBVA 基于 INEGI 数据的分析

图 31  
新建家庭率 (千)



来源: BBVA 基于 INEGI 以及 Conapo 数据的分析

### 住房缺口发展的推断

为了评价过去十年中住房政策在降低住房缺口方面所取得的成绩，我们将在 2000 年和 2010 年普查对比的基础上采取更精确地方法对此加以量化。然而，如果在对不同时期 ENIGH 数据比较时更多地侧重于结构（房屋分布率）而非绝对值，由此得到初步的估计可能会与普查数据一致。

考虑到住房缺口的各个要素：人员的过度拥挤和利用废弃、使用期限短的材料修建房屋等，量化的方法需在相关研究结构的基础上进行选择。对人员过度拥挤定义采用了联合国的标准，为每房间 2.5 个人<sup>17</sup>（Cepal）；墙体及屋顶建筑材料的分类则采用了 SHF 的标准<sup>18</sup>（Cidoc-SHF, 2009）。最后，需再加上没有住房的家庭数量。

因此，住房缺口包含四层含义：没有住房的家庭，过度拥挤的家庭（每个房间居住 2.5 个以上的人），危险材料建造的房屋以及可接受材料建造的房屋。2008 年该四类缺口总数绝对值与同年 Infonavit 的数据十分接近（分别为 9600 万和 9800 万），且与 SHF 数据（8900 万）相差不大，差额源于对过度拥挤的不同定义<sup>19</sup>。

若对同年的住房缺口总数再做一次调查，可能又会得到一个不同的结果，因此，同一调查两次结果的对比是一个更重要的指标。这样一来，首先通过 2000 年与 2008 年 ENIGH 数据的比较获得的结果便是住房缺口下降了，其占房屋总量的比例从约 43% 下降为约 36%。

<sup>16</sup> ENADID 发布的 2006 年房屋总数为 2.57 亿，而 ENIGH 的数据则为 2.65 亿。类似的情况也发生在 ENIGH 与全国职业与就业调查（ENOE）之间，前者的房屋数据为 2.67 亿，而后者发布的数据为 2.73 亿。

<sup>17</sup> 虽然 ENIGH 并未对房间和卧室进行明显区分，但实际上，是以每个卧室的人数为标准。问题表述为“该房屋中有多少个睡觉用的房间？”，并未严格说明有多少卧室。

<sup>18</sup> 上述标准包含以危险材料建造的房屋，包括用废旧材料、纸板、树枝或干草搭建的屋顶或者以废旧材料、纸板、芦苇、竹子、树枝或泥土修建的墙体。反过来，以可接受材料修建的房屋为屋顶以金属板、木材或弧形屋瓦建造，墙体以金属板、石棉、木材或砖建造的房屋。

<sup>19</sup> SHF 对过度拥挤的认定标准为房屋内有一户以上的家庭居住。本研究中还包括过度使用的房屋（每间住 2.5 人以上），共计 639,210 单位。

表 3  
2008 年住房缺口

	“百万单位房屋”
总量	9.6
过度拥挤	1.2
没有住房的家庭	0.5
过度使用房屋	0.6
根据建筑材料质量的统计	8.4
危险材料	1.1
可接受材料	7.3

来源: BBVA 基于 INEGI 数据的研究

表 4  
住房缺口的各家统计

	“单位: 百万”
BBVA	9.6
Infonavit	9.8
SHF/Conavi	8.9
Kunz-Bañuelos*	11.1

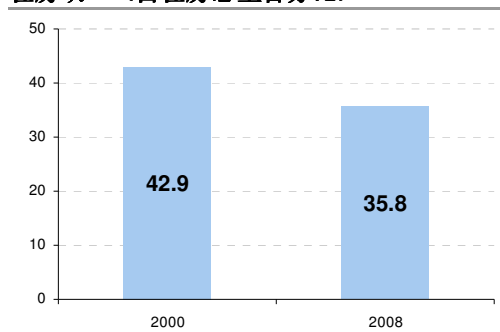
\* 以 2000 年普查为依据。来源: BBVA 的研究

### 住房缺口无处不在

根据所采用的分类和定义, 可依需求的不同对住房缺口进行分类, 或是新房的需求(没有住房的家庭或房屋由危险材料建成的家庭), 或是改建的需求(居住在可接受材料建造房屋的家庭), 或是扩大居住空间的需求(只居住一户家庭但过度拥挤), 或是二、三种情况并存。一旦照此进行分类, 便可能看出更多细节, 例如, 社会保障的人口覆盖率以及收入水平。

2000 年, 扩建和改建住房的需求占住房缺口的 75%, 而新建住房的需求占 25%。到了 2008 年, 后者的比重下降为 18%。这一情况可以解读为, 整房<sup>20</sup>项目所发挥的作用住房改建和扩建的补贴要大, 即是说, 所谓的“住房份额”与抵押贷款不同, 尽管占的比重大, 但却表明提供实际的扩建解决方案, 尤其是低收入阶层房屋的改建方案收效甚微。

若根据城市规模来衡量住房缺口, 约 70% 的缺口集中于规模小于 100,000 人的地区, 这一数字在 2000 年到 2008 年中几乎没有变化。这表明, 在未来几年中, 住房政策可能主要集中在两点上: 一方面, 着力解决每年因人口增长与(大中城市)新增就业而产生的住房需求; 另一方面, 应考虑制定专门办法以应对主要集中于中小城市的住房缺口。住房缺口中约有 55% 的家庭生活在规模小于 15,000 人的城市。

图 32  
住房缺口(占住房总量百分比)

来源: BBVA 基于 INEGI 数据的研究

表 5  
各种不同需求的住房缺口(所占百分比)

	2000	2008
总计	100.0	100.0
新建住房	25.5	17.5
改建和扩建	74.5	82.5
改建	60.7	75.8
扩建	13.9	6.7

来源: BBVA 基于 INEGI 数据的研究

住房缺口也可用社会保障的人口覆盖率来衡量<sup>21</sup>。2008 年, 超过 60% 的住房缺口集中在非正式经济中或社会保障范围之外的劳动人口中。尽管很难对此数据与 2000 年结果(享有社会保障的人口占住房缺口总量仅 16%)的对比作出解释, 2008 年数据结果与 Infonavit 对社会保障范围内人口的住房缺口的估算<sup>22</sup>间也可建立起某种联系。

<sup>20</sup> 新建房屋, 二手房以及租用的房屋。<sup>21</sup> 认定家庭是否享有社会保障即看其是否能享受到军队和大学提供的医疗服务。<sup>22</sup> 从 Infonavit 2010-2014 年度的财政计划中, 可以看出其成员的住房缺口约为 2500 万人。考虑到该机构可能吸收正式经济部门约 75%-85% 的劳动者, 预计缺口总量达 1000 万, 其中 38% 的缺口(280 万-310 万)来自 Infonavit 的注册成员。

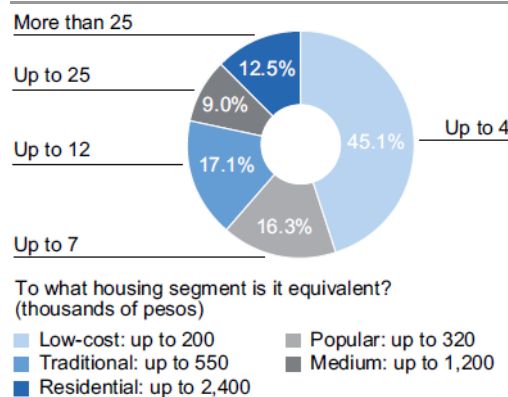
表 6  
不同规模城市的住房缺口（所占百分比）

	2000	2008
总计	100	100
10万居民规模城市	30.4	31.8
新建房屋	10.7	5.2
扩建和改建	19.7	26.6
1.5 - 9.99 万居民规模城市	13.1	12.3
新建房屋	1.9	1.8
扩建和改建	11.2	10.5
0.25 - 1.49 万居民规模城市	15.8	16.4
新建房屋	2.6	3.1
扩建和改建	13.2	13.4
不超过0.25万具名规模城市	40.7	39.4
新建房屋	10.3	7.4
扩建和改建	30.4	32

来源: BBVA 基于 INEGI 数据的研究

那么住房缺口家庭的收入水平如何呢? 通过 2000 年和 2008 年数据的对比可见, 两个时期都有约 50% 的人口其工资收入不超过最低工资标准的四倍, 所能承受的房屋价值不超过 P\$200,000 的房屋融资能力 (按 2009 价格水平计算)。同时也可看出, 在过去十年中, 收入更高的人群 (收入最低工资标准的 25 倍以上) 更能从住房项目中受惠, 其占总住缺口的人口比例从 18% 下降到了 12.5%。这一结果有些令人吃惊, 因为按照 2009 年价格水平计算, 这一收入水平的人群原则上有能力负担总价约 2400 万比索的房产。

图 33  
工资收入与住房缺口 2008（所占百分比）



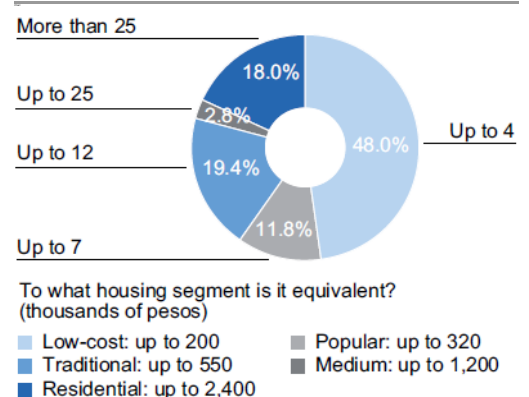
来源: BBVA 基于 INEGI 数据的研究

表 7  
社会保障覆盖率与住房缺口（所占百分比）

	2000	2008
总计	100	100
有社会保障	16.1	37.5
没有社会保障	83.9	62.5

来源: BBVA 基于 INEGI 数据的研究

图 34  
工资收入与住房缺口 2000（所占百分比）



来源: BBVA 基于 INEGI 数据的研究

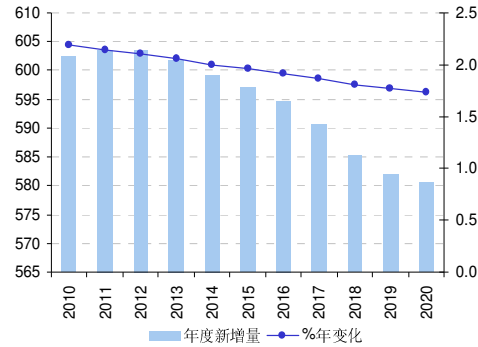
### 中期趋势：有必要将新组建家庭的需求纳入住房缺口的统计

住房政策成功地减少了墨西哥的住房缺口, 主要缓解了以购房 (包括新房和二手房) 为主的需求, 但这并不意味着它还能在未来几年继续使住房需求下降, 至少短期内不会如此。这儿的关键在于新建家庭率, 这一指标当前正以每年高于 2% 的速度增长, 是人口增长率的两倍多。人口增长保持在年均增速 1% 的水平。

根据 Conapo 的推测, 预计 2010 年到 2020 年间, 每年将有约 550,000 到 600,000 个新家庭组建, 这表明人口的变动趋势将产生潜在的住房需求。这些需求中, 只有一小部分是对新建住房的需求, 也即那些想要并有经济能力购买新房的家庭, 他们构成了有效住房需求的一部分。一人家庭也在此范围内, 约占全部家庭的 9% (并以高于 3% 的速度增长); 核心群体 (仅由父母与孩子组成的家庭) 目前占总数的三分之二<sup>23</sup>; 2010 年到 2020 年间, 这两类家庭的累积住房需求将接近 500 万单位。在此基础上, 还应加上目前正处于住房缺口中, 并有新房需求的家庭, 据估计约 1500 万。因此, 2010 年到 2020 年间, 每年平均需要的新建住房数量约为 650,000 单位。

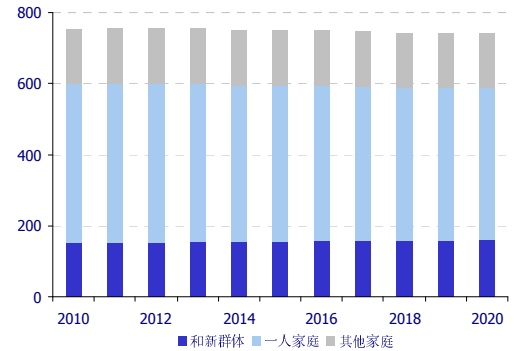
<sup>23</sup> 尽管这部分家庭数量下降迅速, 但 Conapo 预计到 2020 年其占全国家庭总数的比例仍将高于 60%。

图 35  
新增家庭预测（千，以及年同比变化）



来源: BBVA 基于 Conapo 数据的研究

图 36  
家庭与住房需求（千）



\*父母及子女；\*\*合住，扩展家庭等

来源: BBVA 基于 INEGI 以及 Conapo 数据的研究

**结论：进一步填补住房缺口尚需政策调整及其他解决方案的出台**

相关分析以及 2000 年和 2008 年 ENIGH 结果的对比表明，过去十年中，住房缺口确已下降，并在以大中城市（居民数超过 100,000）为主的地区取得重大进展，这也是为什么未来相关政策应集中于农村和城乡结合部（居民人数在 15,000 以下）的原因，且应针对低收入人群（收入不超过最低工资标准四倍）和非正式经济部门人口制定专门的项目。

有必要强调得是，并不是所有家庭都需要新建住房；即使在对房屋的使用程度与建筑材料进行分析时，也可看出，需靠扩建和改建解决的住房缺口所占比重更大，而需要新房的家庭比例不到 20%。然而，这并不代表房屋建设的需求下降了，因为新建家庭率是人口增速的两倍。基于这两个方面的因素，预计未来十年对新建住房的需求约为每年 650,000 单位。

**参考文献**

Cidoc/SHF (2009). Estado Actual de la Vivienda en México. (墨西哥住房现状) Infonavit (2009). 财政计划 2010-2014.

Cepal (2007). 千年发展目标之补充指标的地区提案 7: “Garantizar la sostenibilidad del medio ambiente”. (“保证环境可持续性”) 系列统计与预测研究, No. 50. Santiago de Chile.

Kunz-Bolaños, Ignacio y Romero-Vadillo, Irma (2008). 墨西哥住房供给滞后属性与规模. 杂志: Economía, Sociedad y Territorio, vol. VIII, no. 26.

UNO (联合国组织) (2004). Urban indicators as per the agenda, Hábitat. United Nations Program for Urban Settlements.

### 专题 4：工资，只是收入的一部分

过去十年墨西哥抵押贷款市场的发展主要得益于正式经济部门劳动者的新房购置。在正式经济部门中，工资是衡量支付能力进而决定信用额度的主要指标。然而，这并未全面反映出墨西哥劳动力市场的结构。因此，今年来开发的一些新的产品扩大了可确认收入的范围。这些产品包括，诸如，夫妻共同贷款和为无固定工资劳动者提供的贷款。这些金融产品占抵押融资的份额在未来几年或有上升的趋势。在本篇阅读材料中，我们将利用 2008 年全国家庭收入与支出调查 (ENIGH) 的结果，将合同性工资的补充收入来源一并计入，以估算家庭购房能力的潜在增长力。

#### 工资收入与总收入的对比

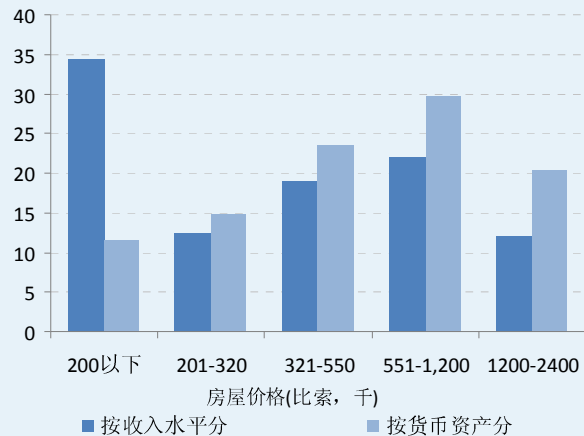
根据 2008 年的 ENIGH 数据，家庭收入中，80%为货币收入，20%为非货币收入。其中，工资占货币收入总额的 62%，其他来源收入（房屋租金、兼职以及补贴，其中补贴主要指公共性补贴）占 38%。

为衡量这一潜在影响，我们依据购买力，也即根据家庭利用工资收入可购买的房屋价值，来统计家庭的数量（表现为其占总数的百分比）。在此结果的基础上加上非货币收入，就得到了一个新的家庭房屋购买力的计算结果。该结果可直观地反映出家庭情况的大幅改善，因其有潜力购买价位更高的房屋<sup>24</sup>。

例如，若用工资收入作为支付能力和可负担住房的参考指标<sup>25</sup>，约有 35%的家庭其正式工资收入仅能负担购买低成本住房（价值 20 万比索左右）；仅有 11%的家庭有能力负担价值 120 万比索以上的房屋。若用全部货币收入作为参考，只能负担低成本住房的家庭比例下降到了 11%，各购买力水平的家庭数量都有所增加，有能力购买更高价值房屋的家庭比例上升到了 20%。

总而言之，墨西哥抵押贷款市场着手开发的新产品注重将非工资性收入纳入总收入的计算范围之内。但要充分衡量家庭的收入及其支付能力的固有风险（可理解为中等住房需求的膨胀），还有很多工作要做。

图 37  
各收入水平相应的家庭数与住房市场：工资与货币收入的对比（2008）



注：单位为比索百万  
来源：BBVA 基于 INEGI 和 AHM 数据的研究

#### 参考文献

INEGI (2008). Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los hogares (全国家庭收入与支出调查).

<sup>24</sup> 在计算可负担房屋的价值时的参考依据为20年期抵押贷款要求的每月还款额，该贷款的年利率为12%，且每月还款额不超过工资的33%。

<sup>25</sup> 分析中没有包括如工作时间、信用记录、负债水平等信用评级和还款能力的影响因素。

### 3c. 住房政策对城市的影响

#### 引言

过去十年中，住房建设产生了很大的地区性影响，尤其大兴土木的地区更是在原基础上突然增长了好几倍。住房建设有时与经济自身的发展有关，但更多时候则是因为这些地方有可用土地资源，位置上靠近大城市，能享受到更多更好的公共服务。本文将分析过去十年中房屋建设集中的主要城市以及这些城市的特征，例如其在经济与就业方面的重要地位。分析中的重要结论包括：一方面，住房建设高度集中于部分城市，大都市的加速增长以及新兴城市的涌现极大地推动了地区经济发展；另一方面，城市的规划与发展滞后于积极的住房建设，这在一些发展迅速的小城市特别明显。

#### 住房建设对城市影响得估计

住房建设在过去十年中加速发展，并对其中相对集中的城市产生了重要影响。房屋建设量和（对服务和城市发展的）需求的增长是其中的重要但非唯一的组成部分。然而，还需对此问题进行综合分析，其中最要的有社会家庭关系，甚至政治团体的相关情况。这项研究仅考察了前面提及的部分要素，主要是近年来住房建设集中城市的地理和经济特征。

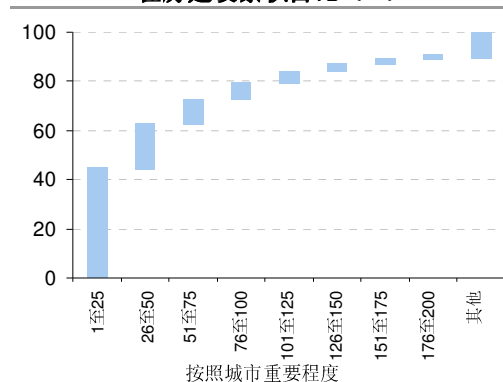
分析所用的信息来自国家住房委员会发布的、市一级的全国劳动者住房基金会（Infonavit<sup>26</sup>）数据。虽然有 2000 年的数据，但分析中仅包括了 2001 年到 2009 年贷款发放的数据，以便与 2000 年人口普查中统计的已有住房存量进行对比<sup>27</sup>。另外，也从市一级的角度对就业做了分析，并依据 IMSS（墨西哥社会保障机构）2000-2009 年的参保人数来衡量就业水平。最后，2004 年人口普查中心统计公布了住房建设项目对于市一级 GDP 增长贡献，以及部分重要城市在其中的所占比例。

#### 住房建设的高度集中

2001-2009 年间，Infonavit 为全国将近 1,560 个城市的发放了约 330 万抵押贷款。其中 95% 集中于 207 个城市；贷款量排名前 25 的城市所获贷款总额占全部贷款额的比例接近 40%，前 100 个城市所获贷款总额约占全部贷款额的 80%。

图 38

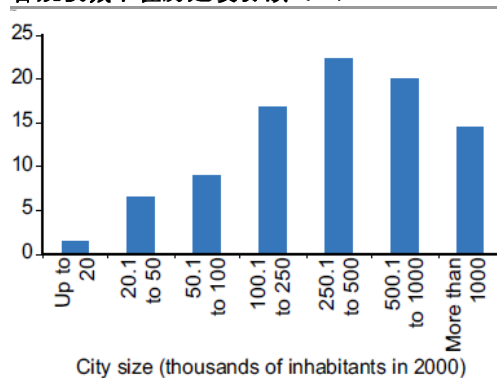
#### 2001-2009 住房建设累积占比 (%)



来源：BBVA 基于 Infonavit 数据的分析

图 39

#### 各规模城市住房建设份额 (%)



为 2001-2009 期间占 Infonavit 贷款 95% 的 203 个城市  
来源：BBVA 基于 Infonavit 数据的分析

抵押贷款的高度集中是显而易见的，从其集中的 207 个城市不到全国 2,554 个城市的 1% 这一角度看更为明显。正如本期《墨西哥房地产展望》相关文章谈到的，住房政策成功地降低了大中城市的住房缺口，但人口低于 100,000 的城市以及位置较为分散地区的同类问题仍被搁置。从这个意义上讲，以上 1% 的数据与相关文章得出的结论是一致的。

因此，我们不禁要问一个问题，在过去十年中住房建设集中的城市都有什么样的特点，这些特点包括其经济地位与经济发展情况，以及地理位置。

<sup>26</sup> 完成住房项目（包括新建住房，二手房和租赁住房）约占贷款总额的 98%。

<sup>27</sup> 这一近似值存在一定的局限，例如，实际上并非全部的信贷或贷款都流向了新建房屋（截止 2008 年，二手房比例约为 10%-15%，2009 年为 30%）；同时，值得注意的是，有时新房修建于其他住房占用的土地上，也就是说，住房建设被高估了。虽然这种情况在住房密度高的城市也有发生，但主要集中于中等发达城市。考虑到这两方面的原因，应对市一级的贷款发放额做 25% 的调整，以修正对大城市住房建设的高估，不致使其与中小城市的数据丧失可比性。



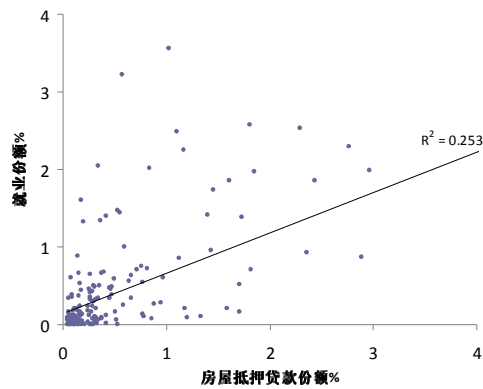
**经济活动决定住房建设？**

很明确的是，住房需求有两个基本的变量——就业和家庭组建率，而这两者都和生产中心有关。在墨西哥，生产中心多坐落在首都或各州首府周边。因此，2001-2009 年度发放的贷款量与城市的相对重要性之间就产生了直接的联系，其中城市的相对重要性以其经济增加值占总量的百分比来衡量（根据 2004 年的经济普查，这是最新的、无种族隔离的市一级经济活动的数据来源）。此外，通过对十年来市一级（IMSS 成员）就业增长的考察，可见贷款与城市的增长之间也存在一定的联系。

这种联系，虽成正比，但并不十分显著，无法妄加猜测。例如，从 GDP 角度计算的收入集中度就要高于从住房建设角度计算的相应数值：GDP 排名前 50 的城市占全国 GDP 的 72%，而贷款量最多的前 50 个城市的 GDP 仅占全国 GDP 的 60%。也就是说，在很多情况下，城市在住房建设中发挥的重要性不一定与其对经济的贡献成正比<sup>28</sup>。

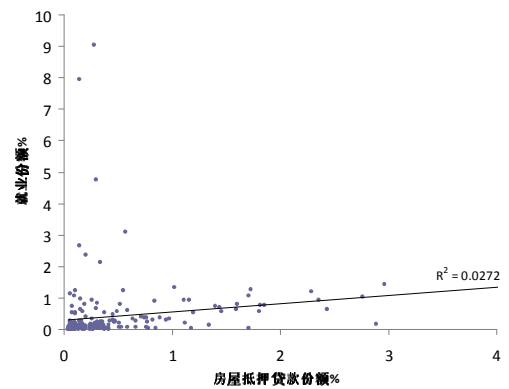
在考察抵押贷款与就业的关系时，也发现了类似情况。十年<sup>29</sup>里全国约 79% 的新增就业集中在我们分析的 207 个城市。而许多住房建设集中城市新增的就业岗位却很少。

图 40  
**就业与住房建设**



来源：BBVA 基于 Infonavit 以及 IMSS 数据的分析

图 41  
**GDP 与住房建设**



来源：BBVA 基于 Infonavit 以及 IMSS 数据的分析

另一种分析就业与住房建设之间联系的方法是通过将城市按照规模大小分组并分析各组城市的就业动态（通过就业的年均变化率来衡量）和住房建设。基于这一分析，我们得到了几个有意思的结果：首先，在较小规模城市中，人口数达 500,000，其就业率比相应的住房指标低很多；最具代表性的例子是人口规模在 50,000 及 100,000 左右的城市中，就业比例不到 7% 而贷款比重却将近 17%。

第二，人口规模在 500,000 以上的城市其就业增速高于全国平均水平（年增长率 2.4%）；就业和住房建设增长都很快地区主要是人口规模达 250,000 的城市，其中住房建设增长很快是指高于全国总量的增速，即十年增长高于 25%（根据家庭组建率计算）。

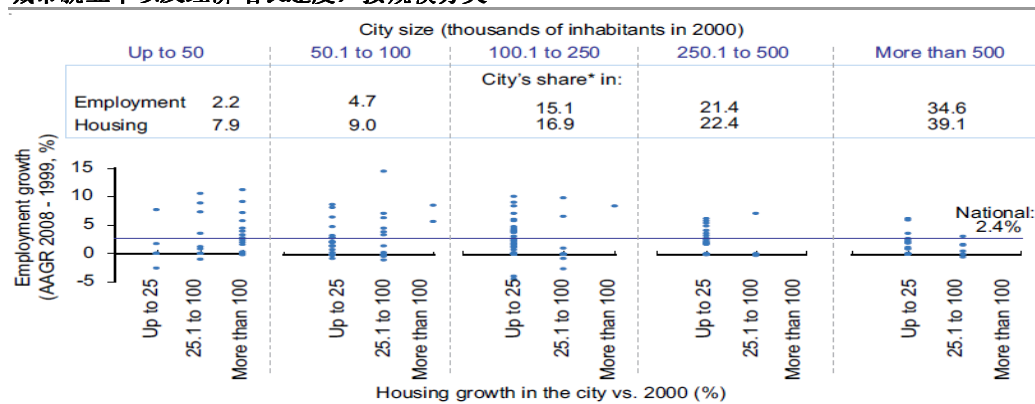
最抢眼的是中等规模城市的涌现，这是推动住房建设和创造就业的一个重要途径。接下来，我们还将提出更多与这一趋势有关的证据和可能的解释。

<sup>28</sup> 同理，一些对 GDP 贡献很大的城市的住房建设比重相对较小。例如，根据 2004 年经济普查的数据，坎佩切州的 Ciudad del Carmen 市，新莱昂州的蒙特雷市，哈利斯科州的瓜达拉哈拉市以及 burroughs of Cuauhtémoc，联邦特区（墨西哥城）的 Benito Juárez and Alvaro Obregón，其共同贡献了 32% 的经济增加值，但住房建设比例仅为 2%。若没有这些城市，住房建设与 GDP 之间回归分析的 R2 值将从 0.027 上升为 0.375。

<sup>29</sup> 排除了 2008 年数据以剔除 2009 年经济危机对就业的影响，因我们有理由认为住房建设并未与就业进行同步调整。可推断 2009 年住房建设的很大一部分始于 2008 年，那时对就业和经济的总体预期更趋于向好。

图 42

## 城市就业率以及经济增长速度，按规模分类



来源：BBVA 基于 Infonavit 以及 IMSS 数据的分析

## 小规模城市正在增长

城市的规模及其地理位置也为过去十年的住房建设发展提供了信息。对占贷款总量 95% 的城市按 2000 年的居民规模进行分组后可见，约三分之一的贷款发放给了人口总数在 500,000 到 1,000,000 之间的中等规模的城市（20%）和居民超过 1,000,000 的大城市（13%）。这与联邦特区的某些伯勒斯和墨西哥州的城市，以及某些州的首府相当。

然而，有趣的是，剩余三分之二的房屋都建于小城市，这些城市 2000 年的人口数还不超过 250,000。一方面，这类城市住房建设的增长是以城市人口增长及应对人口增长的能力为代价的。在某些情况下，尤其是规模较小的城市，住房建设的增长是原来规模的好几倍；反过来，提供的服务和城市基础设施的发展速度则慢了许多。这说明了优先考虑城市规划与发展的迫切需求。

反过来，从贷款发放集中城市的地理位置也可看出相对较小城市，尤其是靠近地区生产中心的小城市，其重要性日益提升。若将 2001-2009 年中发放的贷款按照城市的地位位置和条件进行分组，可以看出，分布在各州首府或联邦特区等大都市周边的城市表现出更大的增长动力。这些城市集中了将近 40% 的贷款。而各州首府与联邦特区仅占 25%。其他贷款分布在边境城市和新兴城市，如瓜纳华托州的莱昂，Coahuila 和杜兰戈州的泻湖区，以及一些日益重要的旅游城市，如金塔纳罗奥州的坎昆和 Playa del Carmen，南下加利福尼亚的 Los Cabos。

因此，知道住房建设在非生产和/或就业集中的城市出现强劲增长的原因十分重要。这种趋势的原因可能有多种，其中有一些是显而易见的。首先是出现了新的经济增长点。这是有汽车出口的地区产业中心以及有出口型联营制造业的边境走廊（“maquiladoras”）的情况，这两类地区与物流资源和交通基础设施的联系要多于与市中心的联系。同时，在此我们可以看出前面所提到的新兴城市，虽不是州首府，但却因工业生产活动和服务产生了强劲的经济增长推动力。

第二，城市面临源于自身的横向发展压力，从某种程度上说，这属正常现象。然而，市中心外围地区的加速增长也能反映出制定住房政策难度和/或可促使更好利用现有基础设施的土地使用情况或城市的纵向发展。

第三，采用了横向而非纵向的建筑模式。国内大部分住房建设是面向中低收入阶层的，在过去十年里集中了超过 Infonavit 发放抵押贷款总额 70%。这些房屋只有 1-2 层，在某些需要建造数以千记房屋的情况下，自然需要大片土地，而这在大城市中很难实现。

第四，部分小城市增长中缺乏充分的服务提供和基础设施，尽管他们与产业中心相距不远，但并未离这些经济活跃并能提供就业的地区足够近。其房地产市场显现出限制房地产业有效发展的瓶颈。土地市场的管理面临很大困难，其中最为突出的例子有：土地储备信息不充分、明确的规范和标准土地城市化过程缺位，各州公共登记和各市土地价值清册编制的有效运行极度不一致等。

## 结论：中小规模城市的重要性

过去十年中，住房建设对城市产生了重要影响。中小规模城市的增长显著，是十年中住房建设最为集中的地区。这部分归因于城市自身的压力，部分归因于当前房地产业所处的环境（如横向建筑结构，土地稀缺以及限制产业链效率的制度因素）。人口和就业正呈现出从产业中心往外围地区迁移的趋势。这一变化将给未来几年的住房政策和城市发展带来新的挑战，其中之一就是在大都市层面，而非区市层面上，对果断的项目决策、预算安排以及机构设立的要求。另一方面，目标评估也十分重要，同时如果可以重建各级行政划分（联邦，州级以及市级政府）也将有助于国家的住房政策规划以及实施。

## 专题 5: 对 Infonavit 法案的修订

### 引言

墨西哥国会当下正在讨论一项旨在对国家劳动者住房基金会（Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores）的改革法案——Infonavit 法案，是该机构结构转变的重要一步。本文中，我们将分析法案的内容，其背后的动机以及其中短期可能对墨西哥抵押贷款市场产生的影响。

### 法案内容

该改革提案的核心为<sup>30</sup>：

1. 劳动者的住房账户将逐渐被划分为两部分：一部分为住房基金（1%），其余进入退休子账户（4%）。住房账户的资金相当于劳动者工资的 5%，目前这一账户由 Infonavit 管理。改革之后，退休子账户仍由 Infonavit 通过创设退休基金管理局管理。账户分离将于 2011-2017 年内完成。
2. Infonavit 将被授予从事融资，承保以及担保业务，由此获得的收入都将进入国家住房基金，产生的费用也从该基金中支出。
3. 允许 Infonavit 扩大成员基础，包括州、市政府部门的前劳工和雇员。
4. 要加强住房机构的审计和监督权力，并将颁布相关规定以保证其作为自主财政个体的运行。

### 提案背后的动机

Infonavit 法改革法案试图减少该机构当前成员在未来几年内的住房需求，同时也旨在消除他们在近期遇到的限制融资进入的瓶颈。此外，改革还将增加 Infonavit 影响的人口，并将利用机构的运营体系提供新的服务。

迄今为止，通过发放将近 500 万的抵押贷款（其中 300 万为在过去 12 年中发放），该机构已使其成员的住房需求得到了缓解。据其预测，融资需求将会在这个十年中期大幅下降。

同时，过去几年提倡的模式是建立在对购买建成房屋（以新房为主<sup>31</sup>）提供的抵押贷款基础上的，而并未惠及有其他需求的劳动者。在 2010-2014 年的财政计划中，Infonavit 意识到这一点，并察觉到其成员中，对住房改建和扩建的需求是最大的。

对该法的修正将允许 Infonavit 吸收更多的成员，纳入了机构中虽已离职但至少向该系统缴纳了至少两年费用的劳动者（据 Infonavit 统计，这部分人总数达 2500 万），以及没有住房基金的州、市级机构雇员（总数预计为 350 万到 500 万人）。

新的审计和监督权可以加速司法进程与担保的执行，进而缩短投资组合的期限并减少逾期贷款的增加。

关于融资，改革法案中有两点需要强调，同时也需在这两方面寻求资金来源的多样化并降低筹资成本。一方面，由于有权发行债券和提供担保，也就可能通过新产品（如资产担保债券）来发行投资组合和债券，投资者（尤其是国际投资者）对其风险和收益的评价都高于现阶段（通过 Cedevis）发行的产品。这意味发行的周期更长而利率更低。另一方面，随着管理部分住房账户资金的 Afore 的创设，新的养老基金管理者就可以将机构自己的发行债券以及证券投资组合纳入养老基金投资组合当中。

最后，通过公司代收费用的政策将为 Infonavit 提供新的收入来源。在以共同融资形式发放的贷款中（约占该机构贷款总额的 20%-25%），Infonavit 可以要求公司从工资中扣除每月的全部还款额（而不仅限于该机构的房贷比例），再根据金融机构对还款进行分配。通过委托 Infonavit 收取费用，金融中介机构能够降低运营成本 and 支付违约风险。这有助于形成一个更紧密更有效地融资体系。

### 短期及中期影响

从短期来看，Infonavit 可能降低筹资成本。由于可在更有利的条件下发行债券投资组合和债券，住房机构不仅能够保证其有足够的资金来完成融资目标，而且可以对其债务进行自融资，扩大其融资的可操作空间。

从中期来看，Infonavit 将有更多资源来满足新市场，如不隶属于其的正式私部门的劳动者市场、非针对建成房屋提供的抵押产品市场以及住房建设融资市场。

新成员将包括非正式部门的劳动者（至少在过去两年向 Infonavit 缴纳了费用的劳动），以及州、市政府的雇员。将开发新的信贷产品，以满足市场房屋改建和扩建的需求，并为房屋建设提供融资。后者已纳入了当下立法的许可范畴，但现在住房建设也将得以进入融资市场。

### 结论：

Infonavit 法的修正法案试图减少机构当下在融资问题上受到的某些限制，但预计会在这个十年的中期出现其他的，与其隶属群体人口结构和住房需求有关的限制。预计提议的立法变动将在短期或中期对墨西哥抵押市场有重要影响，其中最重要的便是，第一，更加坚实的机构财务状况；第二，一个更广泛的债权人基础；第三，新的融资工具。

改革法案无疑是个有趣的提案，与其他相反，从中可以反映出在未来十年里对 Infonavit 融资产生影响因素。

### 参考文献

Cámara de Diputados (2009) (墨西哥国会下议院). *Iniciativa de Decreto por el que se reforman y adicionan diversas disposiciones de la Ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores y de la Ley del Seguro Social. Poder Ejecutivo Federal* (联邦行政院).

<sup>30</sup> 除这里提到的以外，法案还修改了以下两个条款：一、允许从未申请抵押贷款者不通过司法程序将资金转移至退休账户；二、低收入（3倍最低工资）的年轻劳动者（不超过30岁）可提取住房账户余额的30%用于新房购置的首付。但由于其对Infonavit运行的影响不大，这里就不再赘述。

<sup>31</sup> 虽然二手房的增长更为显著，2009年占贷款总额的30%。

## 4. 年度宏观经济指数

Chart 8

### Annual macroeconomic indicators

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010f
Real GDP <sup>1</sup> (annual % change)	-1.0	0.1	1.3	4.0	3.2	4.9	3.3	1.5	-6.6	4.5-5.0
Private consumption, real (annual % change)	2.5	1.6	2.2	5.6	4.8	5.6	4.0	1.9	-6.2	1.5
Government consumption, real (annual % change)	-2.0	-0.3	0.8	-2.8	2.5	1.9	3.1	0.8	2.3	0.2
Investment in construction, real (annual % change)	-4.6	3.5	3.2	5.1	4.1	7.9	4.9	1.7	-2.3	2.5
Residential				3.7	2.5	8.9	3.4	0.7	-6.9	2.2
Non-residential				6.1	5.2	7.2	5.9	2.3	0.8	2.6
Formal private empl. (IMSS), total (thousands of people, avge.)	12,381	12,279	12,255	12,522	12,898	13,508	14,043	14,394	13,963	14,298
Annual % change	0.2	-0.8	-0.2	2.2	3.0	4.7	4.0	2.5	-3.0	2.4
Avg. salary of contribution (IMSS, nominal pesos per day, avge.)	146.2	158.0	168.4	178.6	188.9	198.5	209.2	220.3	229.6	242.5
% real annual change	6.0	2.9	1.9	1.3	1.7	1.4	1.4	0.2	-1.0	1.0
Real total wages (IMSS, annual % change)	6.2	2.1	1.7	3.5	4.8	6.2	5.4	2.7	-4.0	3.4
Minimum general salary (daily, nominal pesos)	37.57	39.74	41.53	43.30	45.24	47.05	48.88	50.84	53.20	55.78
% real annual change	0.6	0.7	0.0	-0.4	0.5	0.4	-0.1	-1.1	-0.6	0.3
Consumer prices (end of period, annual % change)	4.0	5.1	7.3	14.5	0.6	11.8	2.9	1.0	3.6	5.6
Average 28-day equivalent interest rate (TIIE)	12.9	8.2	6.8	7.1	9.6	7.5	7.7	8.1	4.5	5.0
10 year interest rate, 10 year Govt bond (M10)	10.8	10.1	9.0	9.5	9.7	9.8	9.9	10.0	8.0	7.6

f: forecast; 1: INEGI modified its registry methodology base 2003=100. Previous data are being revised by INEGI, that is why data is in 1993=100 base  
Source: BBVA Research with Banco de Mexico, Conasami, INEGI and IMSS data

Chart 9

### Annual construction and housing indicators

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010f
Construction GDP, real (annual % change)	-3.4	2.0	3.3	5.3	3.9	7.8	4.4	0.6	-7.5	2.2-2.6
Building	-3.5	2.6	3.3	3.6	0.7	9.6	3.6	0.2	-6.9	2.2
Civil engineering and major works	-2.5	1.0	3.3	7.8	12.3	5.5	6.2	2.0	-8.0	2.9
Specialist construction work	-5.2	0.7	3.3	10.5	-0.6	2.7	4.0	-1.3	-10.5	4.2
Construction employment (IMSS, thousands of people, avge.)	934.2	937.5	945.5	969.4	1,020.1	1,133.1	1,203.8	1,209.5	1,103.6	1,130.0
Annual % change	-1.1	0.4	0.8	2.5	5.2	11.1	6.2	0.5	-8.8	2.4
Hydraulic cement production (tons, annual % change)	-4.3	2.4	0.8	4.0	11.1	7.7	2.0	-3.1	-3.1	
Domestic cement consumption (tons, annual % change)	-5.5	1.2	-0.3	2.9	10.1	6.7	1.1	-4.0	1.5	
Construction companies <sup>2</sup> (real prod. value, annual % change)				1.7	4.2	7.5	2.8	-0.8	-10.1	
Building				16.2	9.0	9.5	9.2	-0.9	-20.2	
Public works				-6.0	0.2	8.7	-3.2	-0.2	8.7	
Water, irrigation and sanitation				31.2	-1.3	-18.5	-22.0	4.9	-1.3	
Electricity & communications				-15.3	-28.4	12.5	-15.2	19.6	32.4	
Transportation				-16.8	6.9	6.9	7.8	13.7	9.4	
Oil and petrochemicals				-0.2	5.7	26.3	-5.6	-26.3	1.4	
Other				-16.4	-0.8	-6.9	-5.8	-3.3	-36.4	
Residential construction prices, general (annual % change)	3.5	3.5	6.9	14.5	0.6	11.8	2.9	13.1	-1.0	
Construction materials (annual % change)	2.2	2.7	7.2	17.7	-0.2	14.1	2.6	15.5	-1.8	
Labor (annual % change)	10.1	7.6	5.4	4.5	3.8	3.8	4.4	3.5	3.1	

f: forecast; 2: Considers companies which are affiliated and not affiliated to the Mexican Chamber of Construction Industry  
Source: BBVA Research with Banco de México, Conasami, INEGI and IMSS data

Chart 10

**Annual housing market indicators (a)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
<b>Housing sales (thousands of units)</b>												
Total	242.0	282.2	253.2	343.6	400.5	418.6	554.9	538.9	512.1	501.7	330.4	
Segment A	103.3	93.1	63.4	75.6	83.2	94.2	105.3	137.0	120.0	187.0	126.1	
Segment B	127.1	172.1	162.2	223.8	259.5	246.4	363.2	275.0	250.0	188.0	120.6	
Segment C	7.4	12.0	21.3	34.3	44.2	54.8	58.8	85.0	90.0	82.5	54.5	
Segment D	2.2	2.8	3.7	6.4	9.1	13.8	18.9	23.5	31.2	30.6	20.1	
Segment E	1.9	2.1	2.6	3.6	4.4	9.4	8.8	18.4	20.9	13.6	9.1	
<b>Housing prices (thousands of pesos*, average)</b>												
Total**	426.0	441.1	492.5	520.9	520.3	335.2	534.4	604.8	690.2	578.0	594.2	
Segment A	282.0	279.4	286.8	273.9	254.3	238.3	241.2	234.2	239.4	221.7	228.7	
Segment B	401.4	414.7	406.1	424.4	415.8	38.2	403.0	379.5	389.7	369.5	372.4	
Segment C	1,075.0	933.0	948.1	946.5	937.8	852.7	842.2	786.7	813.2	766.6	772.3	
Segment D	2,269.5	2,131.3	2,129.9	2,118.8	2,055.1	1,472.0	1,916.6	1,896.2	1,857.7	1,754.6	1,901.1	
Segment E	5,210.7	4,809.0	4,825.1	4,802.9	4,306.1	4,415.8	4,461.2	4,237.7	4,600.4	4,568.0	4,661.0	
<b>Housing prices per M<sup>2</sup> (pesos*, average)</b>												
Total**	6,246	6,362	6,587	6,651	7,016	6,770	6,978	7,038	7,565	6,985	7,378	
Segment A	5,512	5,419	5,674	5,317	5,512	5,299	5,673	5,556	5,711	5,450	5,741	
Segment B	6,378	6,512	6,388	6,406	6,790	6,299	6,565	6,337	6,597	6,365	6,483	
Segment C	8,820	8,481	8,740	9,181	8,994	8,442	8,549	8,127	8,366	8,151	8,548	
Segment D	13,615	11,689	11,742	11,803	12,633	11,613	12,209	11,738	12,232	11,919	13,617	
Segment E	18,652	16,910	16,295	16,577	17,175	17,020	17,964	17,494	19,361	18,490	21,182	
<b>SHF index housing prices in Mexico (annual % change)</b>												
								6.7	7.6	5.0	3.2	

\*May 2010 pesos with April data; \*\* Weighted by volume of sales  
Source: BBVA Research with Banco de Mexico, Softec, CNBV, Conavi and SHF data

Chart 11

**Annual housing finance indicators**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
<b>Number of loans granted (thousands)</b>												
Total	214.0	275.2	230.8	289.5	378.6	397.8	469.5	587.3	716.8	772.4	677.6	190.9
Infonavit	195.4	250.1	200.5	268.7	291.4	300.8	371.7	418.0	456.0	494.1	447.5	137.8
Fovissste	17.9	24.3	26.6	11.1	66.4	59.4	48.7	76.5	70.5	90.1	100.1	21.7
Commercial banks and <i>Sofoles</i> Reduction***	0.8	0.8	3.7	9.7	20.7	37.5	49.0	92.8	190.3	188.2	130.1	31.5
Equivalent purchases	214.0	275.2	230.8	289.5	378.6	397.8	416.7	509.6	535.8	642.4	566.8	168.7
<b>Financing flow (billions of pesos*)</b>												
Total	62.8	73.1	64.4	83.7	110.9	123.3	162.0	229.5	256.6	255.4	224.5	59.5
Infonavit	56.9	66.7	53.8	70.6	73.6	74.4	94.2	106.9	114.6	122.8	105.3	31.7
Fovissste	5.1	5.4	7.2	4.9	23.0	21.5	18.5	29.4	25.0	32.9	48.2	10.5
Commercial banks and <i>Sofoles</i>	0.9	1.0	3.4	8.2	14.3	27.4	49.3	93.2	116.9	99.7	71.0	17.3
<b>Commercial banks current loan portfolio</b>												
Balance end of period (billion pesos*)	91.7	83.1	78.8	77.1	80.0	91.7	169.1	229.4	275.9	314.8	333.3	338.8
Past-due loans index (%)	22.3	13.7	12.6	11.2	8.4	6.1	3.2	2.7	3.1	3.6	4.6	4.6

Note: Price ranges expressed in multiples of minimum monthly salary (vsmm). Segment A (61-160 vsmm); B (161-300); C (301-750); D (751-1,670) and E (1,671 and over). Min Monthly Salary (SMM) = 1,667 pesos in 2009 in zone "A"; \* May 2010 pesos with April data; \*\*\* Refers to finance (loans and subsidies) counted in two or more institutions  
Source: BBVA Research with Banco de Mexico, Softec, CNBV, Conavi and SHF data

Chart 12

**Quarterly macroeconomic indicators**

	07'I	II	III	IV	08'I	II	III	IV	09'I	II	III	IV	10'I
Real GDP (annual % change)	2.9	2.9	3.6	3.9	2.6	3.0	1.6	-1.1	-7.9	-10.0	-6.1	-2.3	4.3
Private consumption, real (annual % change)	4.7	4.2	3.1	4.0	6.9	4.2	-0.7	-2.3	-8.4	-7.6	-4.8	-3.7	4.7
Government consumption, real (ann. % chge.)	2.0	2.2	4.0	4.2	2.3	1.0	1.9	-1.8	4.2	1.4	2.2	1.4	-1.1
Const. investment, real (annual % change)	6.5	4.0	4.3	4.8	2.4	3.9	2.0	-1.7	-2.7	-3.4	-1.1	-1.9	0.2
Residential	5.6	2.4	2.6	3.3	1.8	3.9	0.5	-3.3	-6.4	-8.1	-6.4	-6.5	-4.3
Non-residential	7.2	5.1	5.4	5.9	2.9	3.9	3.1	-0.6	-0.2	-0.1	2.5	1.2	3.1

Source: BBVA Research with INEGI, Softec and Banxico data

Chart 13

**Quarterly construction and housing indicators**

	07'I	II	III	IV	08'I	II	III	IV	09'I	II	III	IV	10'I
Const. GDP, real. (annual % change)	6.0	3.5	3.6	4.4	2.0	3.5	0.3	-3.3	-7.3	-8.8	-6.9	-7.0	-3.8
Building	6.3	2.6	2.5	3.0	1.3	3.4	-0.1	-3.8	-6.6	-8.1	-6.3	-6.3	-4.3
Const. engineering and major works	6.3	5.4	6.1	6.9	3.4	4.0	2.0	-1.4	-7.0	-8.9	-7.6	-8.7	-3.8
Specialist const. work	3.4	3.4	3.0	6.5	2.8	2.2	-3.1	-7.3	-13.5	-13.6	-8.5	-5.9	0.4
Const. companies' real prod. value (ann. % chge.)	3.7	2.3	2.3	2.8	0.4	1.9	-1.8	-3.2	-5.0	-6.3	-7.5	-6.5	-4.0
Building	10.5	9.3	8.6	8.6	5.2	3.1	-4.0	-6.7	-18.6	-19.4	-13.5	-8.3	-5.5
Public works	-1.9	-4.3	-3.5	-2.8	-5.0	0.3	1.1	2.3	18.1	18.4	7.1	1.5	-1.5
Water, irrigation and sanitation	-28.2	-27.8	-16.1	-16.8	5.6	28.5	3.4	-9.5	-2.6	6.0	7.3	15.2	10.6
Electricity & communications	-10.4	-26.5	-10.1	-12.0	3.2	31.7	8.5	32.5	58.0	34.7	26.3	19.5	4.5
Transportation	5.8	4.0	17.3	4.4	12.0	14.9	14.2	13.4	30.0	19.1	4.9	-6.9	-5.8
Oil and petrochemicals	3.5	0.8	-20.2	-4.4	-29.2	-32.1	-22.7	-20.5	-7.4	14.7	4.3	6.0	0.1
Other	-7.2	-6.6	-6.3	-3.6	-4.4	1.9	-1.7	-7.9	-21.5	-37.9	-40.3	-35.4	-12.5

1: Considers companies which are affiliated and not affiliated to the Mexican Chamber of Construction Industry

Source: BBVA Research with INEGI, Softec and Banxico data

Chart 14

**Quarterly housing market indicators**

	07'I	II	III	IV	08'I	II	III	IV	09'I	II	III	IV	10'I
<b>Average house price (thousands of pesos*, end of period)</b>													
Segment A	243	242	233	238	230	221	217	217	225	228	232	233	
Segment B	382	387	391	397	389	368	363	357	366	373	377	380	
Segment C	807	807	823	815	807	760	753	748	768	765	783	787	
Segment D	1,882	1,847	1,855	1,855	1,801	1,745	1,733	1,741	1,887	1,906	1,909	1,908	
Segment E	4,330	4,592	4,668	4,805	4,710	4,559	4,482	4,531	4,580	4,619	4,783	4,758	
<b>Average house price per M<sup>2</sup> (pesos*, end of period)</b>													
Segment A	5,789	5,628	5,697	5,731	5,653	5,427	5,391	5,346	5,585	5,677	5,945	5,987	
Segment B	6,409	6,488	6,710	6,776	6,682	6,361	6,305	6,140	6,430	6,494	6,504	6,614	
Segment C	8,285	8,279	8,442	8,454	8,451	8,174	8,006	8,000	8,425	8,441	8,755	8,722	
Segment D	11,829	12,252	12,472	12,368	12,165	11,965	11,706	11,862	13,438	13,550	13,823	13,884	
Segment E	18,107	19,668	19,571	20,076	19,283	18,579	17,613	18,554	21,217	20,851	21,415	21,744	

**SHF index of housing prices in Mexico**

Annual % change	9.2	7.9	7.4	6.1	4.5	4.7	5.3	5.7	4.9	2.4	2.0	3.6	3.1
-----------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

\*May 2010 pesos; Note: Price ranges expressed in multiples of minimum monthly salary (vsmm). Segment A (61-160 vsmm); B (161-300); C (301-750); D (751-1,670) and E (1,671 and over). Min Monthly Salary (SMM) = 1,667 pesos in 2009 in zone "A"

Source: BBVA Research with INEGI, Softec and Banxico data

Chart 15

**Quarterly housing finance indicators****Commercial banks current loan portfolio**

	07'I	II	III	IV	08'I	II	III	IV	09'I	II	III	IV	10'I
Past-due loans index (%)	3.0	3.1	3.1	3.1	2.9	3.1	3.3	3.6	3.8	4.3	4.6	4.6	4.56

Source: BBVA Research with INEGI, Softec, Banco de México and SHF data

Chart 16

**Monthly macroeconomic indicators**

	F.09	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J.10	F	M	A
IGAE (annual % change)	-10.2	-4.7	-11.8	-10.7	-7.6	-6.7	-6.9	-5.3	-5.5	-1.7	0.5	2.5	3.8	6.9	
Construction volume, real (annual % change)	-10.6	-2.4	-11.9	-9.3	-5.2	-5.2	-8.0	-7.5	-9.4	-5.8	-5.6	-5.9	-3.8	-0.6	-3.1
Building	-9.9	-1.9	-11.6	-8.4	-4.4	-4.5	-7.5	-7.1	-8.5	-5.7	-4.5	-6.2	-4.1	-1.4	-3.5
Civil engineering and major works	-10.2	-1.9	-11.1	-10.0	-5.5	-5.8	-8.7	-8.3	-11.1	-6.4	-8.2	-5.8	-4.1	-0.1	-4.1
Specialist construction work	-17.4	-8.2	-17.5	-13.8	-9.7	-8.0	-9.3	-8.2	-10.0	-3.9	-3.0	-3.5	0.6	4.9	4.8
Formal private employment (IMSS, millions)	14.0	14.0	14.0	13.9	13.9	13.9	13.9	14.0	14.1	14.2	14.0	14.1	14.2	14.3	14.4
Annual % change	-2.6	-2.5	-3.5	-4.0	-4.2	-4.1	-3.7	-3.7	-3.4	-2.2	-1.2	0.0	1.3	2.1	3.1
Avg. contribution salary (IMSS, nom. daily pesos)	232.0	228.6	228.5	231.2	230.7	231.5	230.9	229.4	227.9	227.2	227.3	237.2	237.7	234.3	234.0
Real annual % change	-0.1	-1.6	-1.5	-1.2	-1.1	-1.3	-1.1	-0.9	-0.8	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Real wage income (IMSS, annual % change)	-2.6	-4.1	-4.9	-5.1	-5.2	-5.3	-7.8	-7.0	-6.4	-5.1	-3.8	-1.7	-0.8	0.6	1.9
Minimum general salary (daily, nominal pesos)	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	55.8	55.8	55.8	55.8
CPI (end of period, annual % change)	6.2	6.0	6.2	6.0	5.7	5.4	5.1	4.9	4.5	3.9	3.6	4.5	4.8	5.0	4.3
Average 28-day equivalent interest rate (TIIE) (%)	7.9	7.6	6.7	5.8	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
10-year Government bond interest rate (M10)	8.2	7.8	7.8	7.6	8.2	8.1	8.1	8.0	8.1	8.1	7.8	7.8	7.7	7.7	7.5

Source: BBVA Research with Banco de México, Conasami, INEGI, IMSS and CNBV data

Chart 17

**Monthly construction and housing indicators**

	F.09	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J.10	F	M	A
Construction employment (IMSS, thousands)	1,094	1,102	1,101	1,099	1,113	1,120	1,121	1,110	1,119	1,120	1,043	1,062	1,085	1,102	1,128
Annual % change	-8.8	-7.4	-9.4	-10.1	-9.4	-9.9	-10.1	-10.5	-9.5	-7.2	-5.2	-3.5	-0.8	0.0	2.4
Hydraulic cement prod. (tons, annual % change)	-5.4	1.8	-9.8	-1.5	6.1	1.1	-7.5	-5.2	-9.4	-7.0	-4.3	-12.5	-7.7	-8.2	
Cement consum. per inhab. (annual % change) <sup>1</sup>	-5.8	1.1	-10.4	-2.1	5.3	0.2	-8.3	-6.2	-10.4	-7.9	-4.9	-13.0	-8.2	-8.6	
Residential construction prices general															
(annual % change)	8.1	7.0	4.5	1.7	-0.6	-1.6	-1.4	-0.9	-1.6	-2.8	-1.0	1.3	2.3	2.7	3.1
Materials (annual % change)	9.2	7.7	4.6	1.1	-1.7	-2.9	-2.7	-2.0	-2.8	-4.1	-1.8	0.8	2.0	2.5	3.1
Labor (annual % change)	3.4	3.5	3.8	3.6	3.7	3.8	3.8	3.7	3.5	3.1	3.1	3.8	4.2	3.8	3.5

<sup>1</sup>: The volume of cement production is used as a proxy for consumption

Source: BBVA Research with Banco de México, Conasami, INEGI, IMSS and CNBV data

Chart 18

**Monthly housing finance indicators**

	F.09	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J.10	F	M	A
Commercial banks current loan portfolio															
(balances, billions of pesos*)	305.4	307.7	307.9	311.1	312.7	314.6	308.8	311.5	313.4	328.0	332.5	333.3	333.4	333.3	336.7
Annual % change	5.6	7.0	5.8	5.1	4.7	4.2	3.0	3.5	2.9	7.3	10.6	9.7	9.2	8.3	9.4
Mortgage Sofoles loan portfolio															
(balances, billions of pesos*)	55.5	55.2	55.2	54.3	54.0	53.3	52.9	52.3	51.9	51.7	19.6	19.4	19.4	19.3	19.4
Annual % change	-31.6	-31.5	-31.0	-32.0	-33.2	-34.9	-36.2	-37.1	-6.9	-6.3	-64.6	-65.1	-65.0	-65.0	-64.9
Total annual cost (CAT),															
(average in pesos at fixed rate)	14.69	14.87	14.77	14.77	14.78	14.74	14.79	14.77	14.80	14.89	14.74	14.75	14.75	14.75	14.73

\* May 2010 pesos

Source: BBVA Research with Banco de México, Conasami, INEGI, IMSS and CNBV data

## 5. 过去发表的特别专题

### 2010 年 1 月

Construction loans in 2010: A bottleneck for the housing industry once more?  
What has determined the behavior of housing prices in Mexico?

### 2009 年 10 月

Constitution of urban land in Mexico Long-term finance: covered bonds

### 2009 年 1 月

Major urban and sustainable social housing developers The carbon bond market

### 2008 年 9 月

Government subsidies for housing Indirect costs of purchases

### 2008 年 1 月

Insurance for housing credit Excess housing supply?... Is that all it is?

### 2007 年 9 月

The real-estate market for baby boomers The national housing law

### 2007 年 1 月

Housing demand Infrastructure and real-estate investment trusts (REITs)

### 2006 年 8 月

An overview of the 2nd population and housing survey 2005 The habita index

### 2006 年 1 月

Mortgage sofoles: development and importance Housing and finance in Mexico

### 2005 年 7 月

Real-estate valuation. Taking advantage of a valuation Housing developers in Mexico

2008 年 9 月后有英文报告可供查阅，地址为：

<http://www.bbvarresearch.com> in English from September 2008



## 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 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 Emerging Markets Unit

Mexico Chief Economist  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

**Eduardo Torres**  
e.torres@bbva.bancomer.com

**Fernando Balbuena**  
fernando.balbuena@bbva.bancomer.com

**Francisco Chávez Martínez**  
f.chavez@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  
Peru  
**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@bbvacompass.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  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese