

经济展望

墨西哥

2011年 第2季度

经济分析

- 尽管油价攀升，但在新兴经济体的推动下，全球经济持续强劲增长。
- 墨西哥与油价上涨：有利的影响，使经济增长前景更为乐观，并且使通胀的趋同趋势暂时中止。
- 货币政策：等待、观望并（略微）升值。
- 竞争法改革已获批准：希望能出台配套法规。

目录

1. 概述.....	3
2. 全球展望：复苏, 冲击和脆弱性.....	6
3. 墨西哥和油价上涨：有利的影响，因为它是暂时的.....	8
4. 墨西哥央行：不会达到前一个高峰的新货币周期.....	19
专题1:《联邦竞争法》改革：一项必要改革，有待出台具体法规.....	22
5. 经济指标和预测.....	28

发布日期：2011年5月12日

1.概述

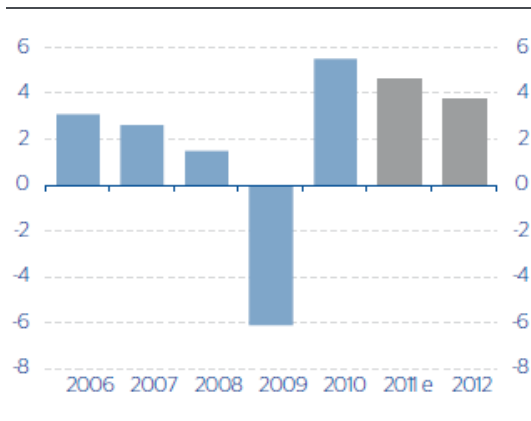
尽管墨西哥的经济增长仍存在下行风险，但鉴于油价出现“有利的”上涨，对墨西哥经济的预期有所改善。

2011年年初几个月内，尽管全球形势在总体继续保持有利的同时表明一些较发达国家的经济开始出现某种程度的减弱，但墨西哥经济增长情况好于预期。一方面，美国的需求保持了制造业出口的增长速度，并且提高了相关效益，使移民汇款趋势开始改变。另一方面，尽管原材料价格尤其是油价的上涨意味着全球经济周期中存在经济增长减缓的风险，但预计此种上涨是短暂的，在中东和北美地区的地缘政治风险减弱的情况下油价已经超过了今年最高水平，并且具备在需要时增加石油产量的能力。最后，从先验性角度看，此种冲击对墨西哥的经济来说特别有利，因为墨西哥是石油净出口国，至少2011年其外汇收入与之前的预测值相比会出现净增长，并且其公共收入超过预算，因而与公共支出、经常项目和资本项目的增加相一致。根据BBVA研究部预测的全球经济情势，考虑到美国经济连续第二年继续增长将近3%并且金融市场上资金金额的谨慎流出以及现有流动性价格，2011年对墨西哥的净影响应该是积极的。将所有因素考虑在内的话，合理预计2011年墨西哥的经济将增长4.7%，比三个月前的预测值高出0.4个百分点。2012年的经济前景保持不变，GDP增长将近4%，与周期性阶段相一致，在该阶段并未预测到外部需求的加速，并且需求政策的支持条件与目前相比将在某种程度上更为不利。

总之，由于油价冲击对全球经济增长以及墨西哥国外需求的最终影响存在不确定性，并且考虑到在特殊放宽时期之后需求刺激措施、财政政策及货币政策退出的速度，该种情形的风险平衡呈下行趋势。退出速度应足够缓慢，以便确定较发达经济的需求能够在受私人需求支撑并且不出现新金融危机的情况下自行持续增长；但退出速度也应足够快速，从而避免出现通胀预期反弹或新的预算偿付能力危机。

图1

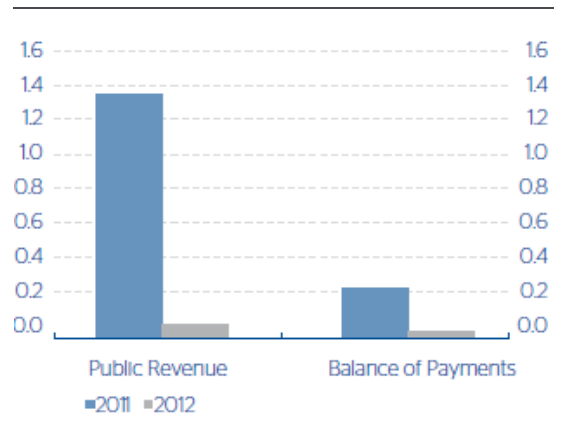
墨西哥, GDP增长 %



来源: BBVA Research

图2

墨西哥, 由于油价攀升导致的向上修正



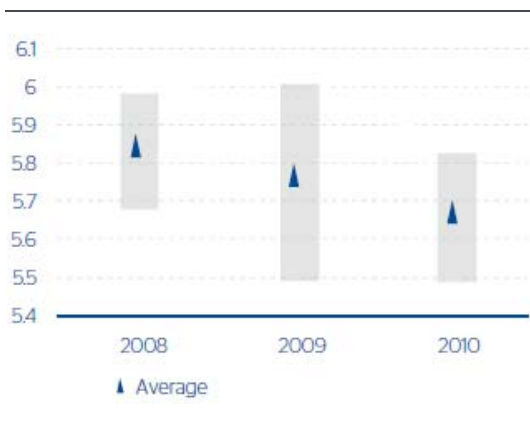
来源: BBVA Research

就通货膨胀而言，预计全球范围内原材料价格的变化将会通过进口成本的增加对消费价格构成更大压力。然而我们相信，除国内资源市场（就业和装机容量）的现有盈余外，比索走强、食品原材料的国内生产以及在国际价格加速上涨的情况下仍允许不改变汽油价格上涨趋势的财政盈余也是允许排除价格全面上涨的可能性的因素。我们认为，未来几个月内通货膨胀只会暂时中断中期向价格稳定目标水平趋同，与中央银行的预测相一致。然而，为避免全国居民消费价格指数的不利基数效应以及成本上涨同时发生可能会影响中期通胀预期，中央银行将在2011年底之前启动新一轮的贷款利率上调措施，与上一个货币周期的回弹相比非常有限。就这点而言，为使通胀接近价格稳定目标并使经济活动的实际水平与潜在水平之间不存在重大差距，中性贷款利率水平应保持在5.5%-6.0%的范围内，低于之前预测值。此外，考虑到全球经济周期（墨西哥经济演变）预期放缓以及中央银行在实施货币政策方面的可信度，高于该范围的利率似乎并不合理。

最后，就墨西哥经济发展的融资条件而言，由于随着全球经济周期的发展通胀溢价及经济活动增加，公共债务资产的收益下限将会逐步提高。总之，考虑到墨西哥公共财政的相对强势地位，这些增长将会被抑制：公共财政致力于稳定，寻求年度预算平衡，受石油收入增加所支撑，并且不因支持金融体系产生潜在风险。

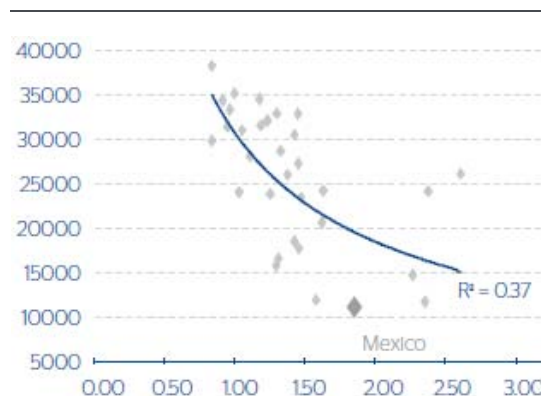
图3

自然贷款利率, 选择性预计, %



来源: Banxico (中央银行) 和 BBVA Research

图4

OECD, 人均GDP和限制竞争, 2008年. 美元不变价格. 经购买力平价调整和OECD指标¹

¹指标由OECD为区域内国家所准备，范围由0至6，对竞争的限制从小到大。更多详细信息请参阅以下连接：

http://www.oecd.org/document/36/0,3746,en_2649_37463_35790244_1_1_1_37463,00.html

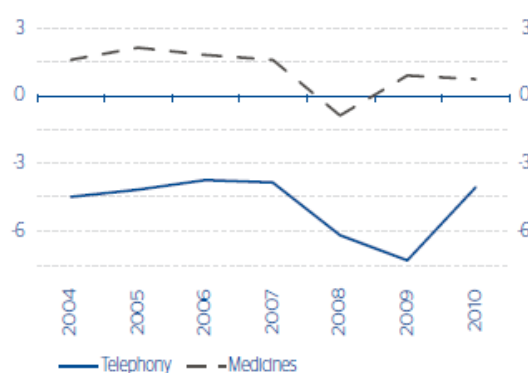
来源: BBVA Research 基于 OECD 数据

经济改革进程中提出更宏伟的目标

在上述情况下，总体形势有利于墨西哥在经济方面实施“有利于改善民生并在潜在不良情势下加强经济发展”的改革。就这点而言，有必要对立法机关审批通过《联邦竞争法》的改革进行正面评价。尽管其实际生效有待具体法规的出台，该法律使得联邦竞争委员会的调查及制裁权限取得实质性进展。旨在加强经济主体之间竞争的法规对于生产力和经济增长会产生积极作用，同时商品和服务会以更优惠的价格增加供应，从而允许消费者将可支配收入的用途最大化。在墨西哥，那些能够使得经济环境更具竞争性、减少价格上涨并且降低通胀率的活动将促使我们考虑那些鼓励竞争的改革所产生的积极作用。

图5

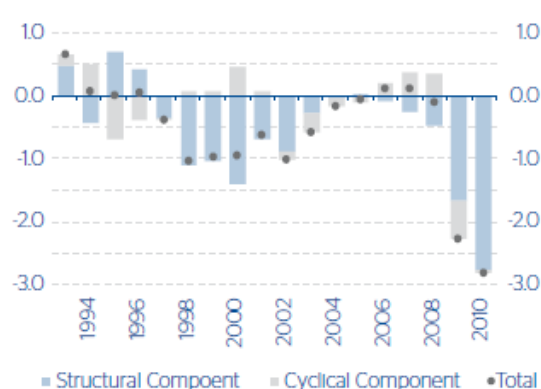
墨西哥，实际价格变动，去除通胀对经济的影响，%



来源: BBVA Research 基于 Banxico 数据

图6

预算平衡，经济周期的影响，占GDP百分比



来源: BBVA Research

在周期性经济扩张期间，每年保持预算平衡意味着结构平衡的扩张，在石油收入增加时更是如此；换句话说，公共部门在经济自行增长期间额外推动经济增长，并且在极端情况下这可能意味着通胀压力增加。与此相反，在经济增长速度缓慢甚至经济衰退时期，周期性平衡的积极作用会减小，甚至会产生更多负面作用，并且迫使结构性措施收缩从而保持平衡。墨西哥的体制持续致力于财政整顿，这使之在2009年和2010年通过增加公共投资实施反周期措施成为可能。然而，要加强财政政策作为经济周期稳定剂的作用并且更有效地利用所获得的资源将是更宏伟的目标。为持续加强预算政策的反周期作用，可以探索的一种方式将是扩大石油稳定基金的目标及提供量。

2.全球展望：复苏、冲击和脆弱性

全球经济将继续强劲增长，但面临下行风险

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图7）。然而，商品价格高企（尤其是油价）的威胁加大了不确定性，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的国家和地区。与此同时，前一期全球经济展望中所提到的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最后，新兴市场的经济过热压力将持续，但鉴于高企的商品价格对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，因此未来这一担忧在该地区可能更为突出。

虽然商品价格高企招致全球性风险，但其影响并未拖累太多经济增长

中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在持续，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC拥有充足的闲置产能以及OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶水平附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要集中于发达国家和亚洲多数的新兴经济体等原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这与2011年一季度相对强劲的经济数据一起，证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的墨西哥经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美地区国家是例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的上行风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使对多数地区央行未来提早加息的预期增加

石油冲击的主要影响将体现在价格上。多数经济体2011-12年通胀加剧将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图8）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，两家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息），不愿意看到现时的高油价导致通胀加剧。另一方面，美联储更加关注其经济复苏缺乏可持续性的问题，倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在有必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持警惕。

图7

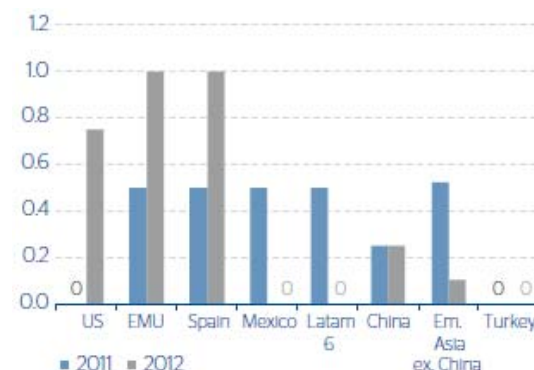
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图8

预期年底官方利率相对于2011年2月份利率的变化



来源: BBVA Research

由于缺乏应对主权债务危机的果断措施，欧洲二线国家仍将面临很大的财务压力

在欧洲，三月份会议上所达成的协议有助于中期的经济结构改革以及对危机的预防。此外，欧洲金融稳定基金（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）引入的改变是积极的，缓解了对流动性的担忧。然而，只要对三个接收国际援助的外围国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）其偿付能力的疑虑，以及债务重组（包括对私人投资者）所带来的风险犹存，金融市场的紧张情绪就会持续。这一系列的忧虑也将继续阻碍这些国家从资本市场融资，使其主权债券利差处于高位，可能蔓延至其他信用评级较好的国家。因此，亟需制定一种全面的债务解决方案，但必须考虑到，艰难的债务重组包括对私人投资者实施扣减将导致风险蔓延至其他国家的风险极高，因此方案必须谨慎的制定。

西班牙正将自己与上述三个外围国家区别开来，考虑到其在财政整合和经济结构改革方面所取得的进展，尤其是对其国内金融部门和劳动力市场。然而，持续的进展以及主权债券利差的缩小将关键取决于金融系统资本重组是否成功，包括私人资本的迅速进入，财政整合目标的不断达成，各地方政府也参与其中，以及持续在结构性改革方面取得突破，尤其是劳动力市场。

美国有望实现财政整合，但会经历较长时间内不断升级的政治分歧

在美国，就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但在那之前双方的政治分歧只能增加市场中更多的不确定性，尤其是关于债务上限的讨论可能使得整个债务问题谈判陷入僵局。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续，但鉴于商品价格对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，未来这一担忧在该地区可能更为突出

新兴经济体亟需显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，有些国家同时也采取了紧缩财政政策，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而对于亚洲的新兴市场来说则起到相反的影响。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在整个供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会减缓多数亚洲国家的经济增长。另外，与南美国家相比，当前多数亚洲地区国家的经常账户盈余为该地区应对经济过热提供了一定的缓冲。

3. 墨西哥和油价上涨：有利的影响，因为它是暂时的

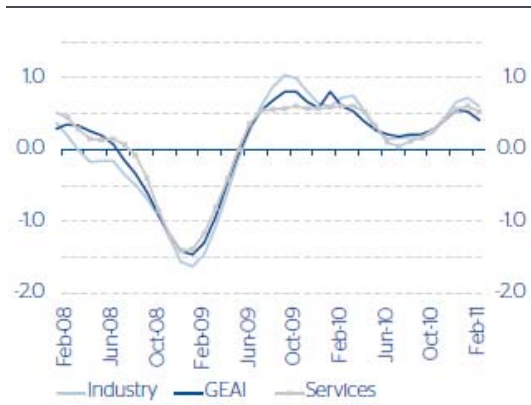
尽管投资和实际工资仍有滞后，但经济活动在外部推动后目前已普遍改善

墨西哥今年一季度经济增长得益于其经济的发展和变革，甚至好于三个月前的预期。因此，墨西哥全球经济活动指数（GEAI）的年度增长率从2010年第四季度的平均4.6%提高至2011年前两个月的平均5.3%。而且，与一年前观察的情况形成鲜明对比的是，经济活动在各个部门普遍得到改善。当时，增长更集中于少数几个部门，具有较大的分散性，而现在，根据今年第二个月掌握的数据，分散性下降，且出现更高的平均增长。因此，更加有利的内部推动因素与外部影响共同促进了2010年底和2011年初的增长。

从外部需求来看，其推动作用反映在一些制造业出口上，它在2011年第一季度同比增长了7.8%，稍低于2010年最后一个季度的9.1%。作为复苏以来的典型特征，主要刺激因素来自制造业以及美国工业和消费者的需求。自2009年8月开始复苏以来，在21个部门的18个中，墨西哥制造业部门与美国制造业相应部门的关系得到加强。同时，美国大多数部门的差异自复苏以来趋于减小，21个部门的16个部门具有较低的标准偏差，这也说明了这一情况。

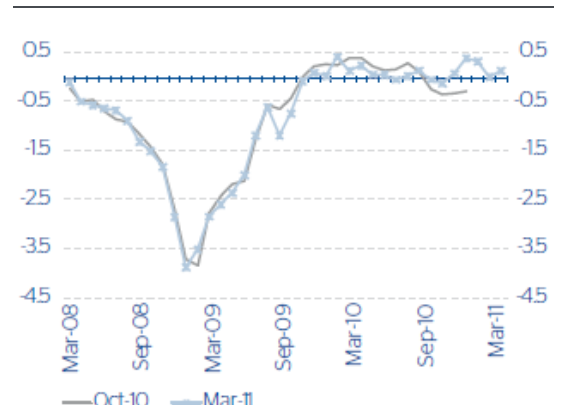
然而，具有高度重要意义的是，美国波动性加剧的五个部门中与墨西哥关系更加密切的有：运输设备制造（18%的产品）、碱金属（5.4%的产品）和发电设备（3.3%），后者的差异不仅在参照期内未减小，反而更高。关键部门波动性加剧意味着墨西哥最重要制造业部门的不确定性增大，这反过来可能与美国的需求复苏有关，其去杠杆过程的波动造成耐用品需求的复苏呈现较大的滞后和波动性。

图9
全球经济活动指数 GEAI（月度变化%，趋势）



来源: BBVA Research 基于 INEGI 数据

图10
墨西哥: 商业周期指标



来源: BBVA Research 基于 INEGI 数据

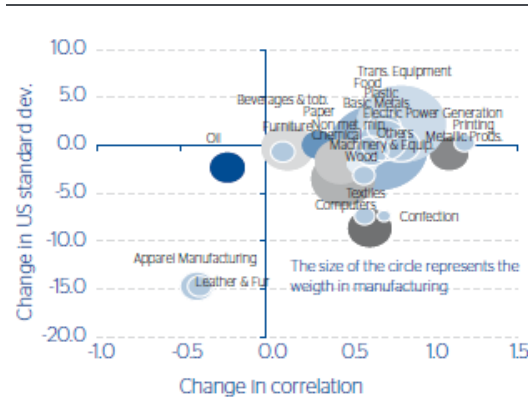
墨西哥出口的良好表现意味着，在2010年，墨西哥将成为对美国的主要出口国，因为其在美国的市场份额呈现较大幅度提高，2009-2010年间耐用品增长了6.4%，是美国10个主要出口国中增幅最大的，而在制成非耐用品方面则增长了2.9%，实际上与中国和加拿大相同，尽管仍远低于爱尔兰（7.9%）。当然，2009年的汇率表现有助于提高2009年和2010年墨西哥的市场份额，但我们认为，它并非唯一的决定因素，因为不同部门市场份额增长的差异表明，外国投资增幅较大的部门是那些其市场份额提高更为相关的部门。

对石油出口来说，与上一年同期相比，今年前两个月增长了15.3%。石油出口的强劲增长受益于更有利的油价93.4美元/桶（dpb）（比一年前平均上涨了近22美元/桶 dpb）以及出口平台的增加（每天比一年前多约13.4万桶）。即使如此，石油出口收入在2011年前两个月接近44.70亿美元（经季节调整后的实际收入），占墨西哥出口总额的15.7%。

与制造业的活力形成鲜明对比，服务和汇款收入在去年按实际比索衡量趋于下降，这部分是由于墨西哥比索的逐步升值。正如近期汇款数据反映的那样，美国劳动力市场复苏确实将推动墨西哥收入流量提高。

图11

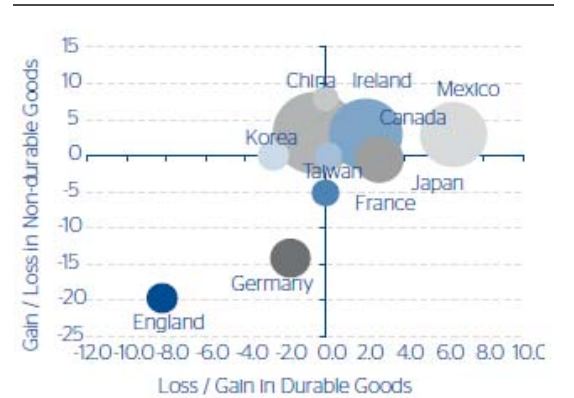
墨西哥制造业部门和美国同部门的相关性及方差^{2/}



^{2/}图上所示为 04 年 1 月至 08 年 1 月和 09 年 8 月至 11 年 2 月比较之下的各部门间相关性的变化，因此避免了经济衰退和复苏最显著时期对结果的影响。
来源: BBVA Research

图12

墨西哥制造产品在美国的配额
(收益/损失 2010-2009, %)



来源: BBVA Research 基于 INEGI 数据

经济融资条件以及就业形势的有利变化

影响墨西哥经济的非外部因素也趋于支撑其表现，特别是投资，公司面临的融资成本趋于下降。固定投资总额呈现大幅增长，主要在机械和设备领域。总体来说，这一变量的年增长率从去年最后一个季度平均6.8%增至2011年1月份的8.3%。两个领域的月增长率也有所提高；然而，必须指出的是，这种提高的幅度仍不足以在短时间内达到危机前水平。正如建筑领域那样，当前机械和设备领域的投资水平与2008年年中相比有着较大差距，表明装机容量仍有空间，目前足以满足需求的增长。

在比重最大的国内需求领域增长的决定性因素中，作为个人正式就业表现的个人消费（根据墨西哥社会保障所的登记，西班牙语缩写IMSS）应加以强调，它出现异常增长，已远远超过衰退前水平。然而，需要指出的是，实际工资的复苏步伐仍然滞后，2008年实际为零增长，2009年和2010年为负增长。在2011年数据已知的几个月中，在通货膨胀下降的推动下，实际工资开始出现积极变化。

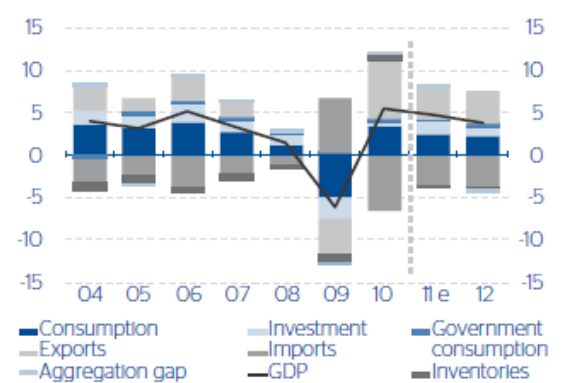
影响国内需求领域的决定性因素使得家庭消费在去年年底的季度环比增长率达到1.1%（根据国家经济核算最新数据），主要受到公共投资的驱动下，设备和建设领域的投资总额增长了0.3%。相比之下，出口和进口在同一季度令人惊讶地呈现下降趋势，分别按季环比下降了约1.6%和1.4%。

图13
墨西哥, 2011年1季度GDP按季环比增长前景变化



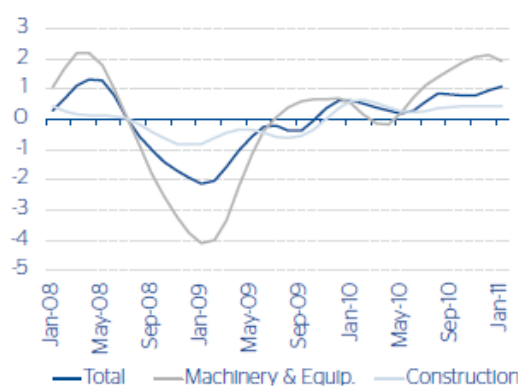
来源: BBVA Research

图14
墨西哥GDP（年度百分比变化和贡献组成）



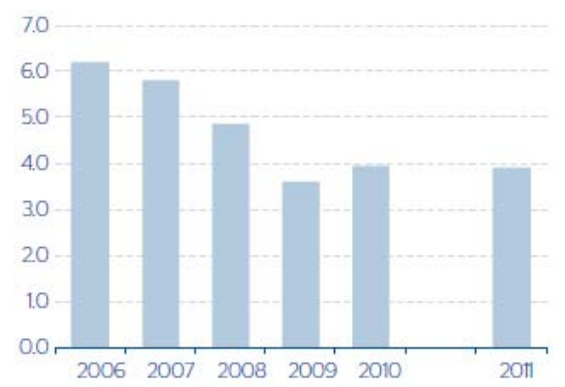
来源: BBVA Research

图15
投资（月度变化, %, 趋势）



来源: BBVA Research

图16
银行对公司信贷隐含利率和通胀率的差异（%）



来源: BBVA Research 和 CNBV

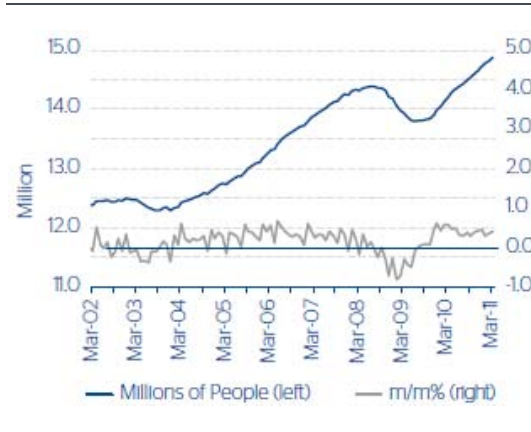
融资成本下降，供应条件积极

美国和墨西哥增长预期的提高是在通货膨胀将在未来几个月恢复的情况下国内政府债务利率升高的主要因素，因此，墨西哥暂停货币宽松政策正在临近。政府10年期债券的利率从2010年12月的7.0%增至4月底的7.2%，它采用一天银行间利率和10年期债券率之间曲线的斜率，从2.3个百分点增至5月初约2.7个百分点。然而，需要注意的是，最近的趋势是收益从2月份和3月份的水平开始下降，这与美国一定程度的周期性走弱信号以及无引起市场警觉的国内通货膨胀紧张是一致的。

关于公司债券发行，与政府债券相比，其主要比率的差异保持自2009年第二季度以来一直维持的下降趋势。这一有利的情况部分是由于更大的外部需求和国内需求复苏造成信贷危机下降的结果。而且，贷款条件普遍恢复正常，2008年年底出现的信任危机已经消失。

图17

正式私部门就业（年度和月度变化，%）



来源: BBVA Research

图18

工资总额（年度百分比变化和贡献组成）



来源: BBVA Research 基于 INEGI 数据

图19

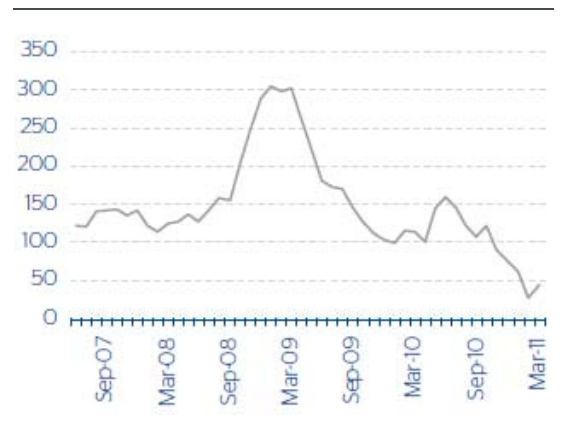
10年期政府债券利率和银行间隔夜拆借利率差异



来源: BBVA Research

图20

公司债券和政府债券的差异（%）6个月移动平均

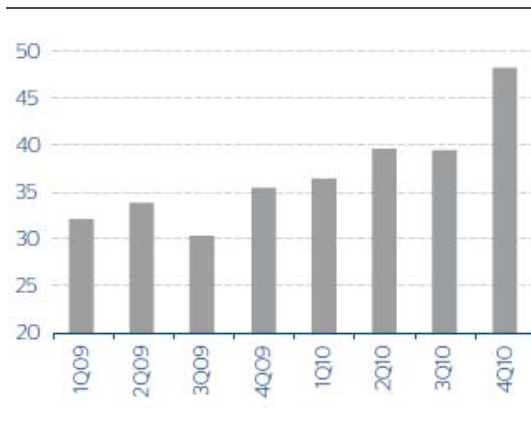


来源: BBVA Research 基于 INEGI 数据

据观察，对于信贷市场的情况来说也是有利的。数据表明，公司信贷成本逐步下降。这一信贷领域的隐含月利率从2009年12月的9.2%降至2010年12月的8.5%以及2011年2月的7.2%。消费者信贷的隐含利率也呈现下降趋势，而抵押贷款的隐含利率则保持稳定。另外，供应条件也有积极的表现。正如上一版出版物提到那样（《墨西哥经济展望》，2011年第一季度），墨西哥银行对抽样公司进行的“信贷市场形势评估调查”可了解家庭财政调查所需的信贷供应情况。在此次调查中，反映获得贷款的条件以及银行信贷市场成本不构成对其公司运营的“限制性因素”的公司百分比在最后一个季度有所提高，从2010年第三季度调查公司总数的39.5%增至2010年第四季度的48.2%。而且，获得新银行贷款的公司百分比从2010年第三季度调查公司总数的21.6%增至2010年第四季度的25.6%。希望在未来几个季度请求商业银行融资的公司百分比从同期占调查公司总数的28.5%增至30.4%。

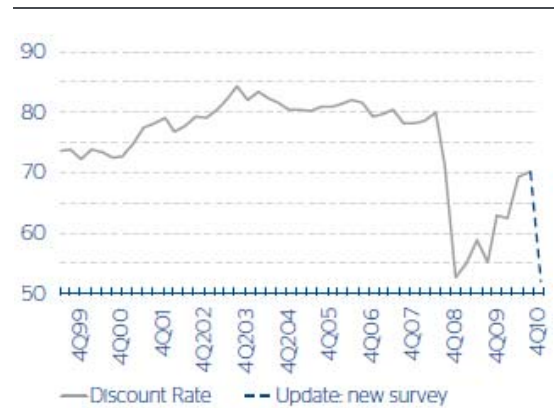
在前一期的报告中，供应指数是根据上述调查计算的。截止2010年第四季度，新的变量被引入调查，并对其它变量进行了修改，如请求或获得新贷款的限制性因素的详细情况。因此，限制性因素从“对获得贷款条件的更大限制”和“国家经济形势恶化”分别变为“获得银行贷款的条件”和“总体经济形势”。引入的变量有“你公司的信贷历史”和“银行发放贷款的意愿”。BBVA研究部将最后一个变量引入计算供应指数将允许对其进行丰富。即使可用信息增加，但调查的所有这些变化将随着时间推移将妨碍其结果的对比性。例如，根据最新调查对我们银行信贷供应指数的更新表明了与调查本身的其它变量或公司信贷成本和平衡的表现不一致的结果。

图21
调查中表示准入条件和银行信贷市场的成本并非构成其运营的限制因素的公司比例（%）



来源: 对信贷市场形势评估的调查-Banxico

图22
信贷供应指数



来源: BBVA Research 基于 对信贷市场形势评估的调查-Banxico

墨西哥 2011 年增长前景提高

自上一期报告以来在已过去的三个月内墨西哥经济表现的最新数据以及墨西哥将受益于高油价的全球环境使我们审查了2011年的GDP预测，并从以前的4.3%上调到目前的4.7%。在其内部，我们认为，需求领域将进入稳定阶段，即使扩张可能在一定程度上低于2010年水平（消费、出口和进口，尽管投资并非如此），但增长率将接近与更加可持续增长一致的扩张水平。

关于通货膨胀，主要受到非核心领域缓和的推动，自去年年底以来的下降趋势值得关注，关键要素是更多变价格组的下降，如农产品和畜产品以及政府调控价格。核心通货膨胀也在第一季度呈现缓和趋势，非食品商品组和服务组造成一定影响。我们回想一下，国际粮食价格的近期上涨对一些加工食品如玉米粉圆饼造成较大影响，尽管可预见是暂时性的。从这个意义上说，鉴于对汽油和运输的补贴政策，近几个月观察到的因北非和中东国家冲突造成的油价上涨对这些商品价格的影响有限。

根据截止目前的可用信息，考虑到受5月份和6月份对比基数的影响通货膨胀即将逆转的可能性，我们认为，今年的通货膨胀平均将约为3.8%，位于墨西哥央行预测范围的上限。

较高的石油收入将增加公共资源和政府支出，并将防止较高汽油价格的附加负面影响传递给家庭收入

国际油价攀升始于2010年8月，且因中东和北非地区国家的动乱而进一步上涨。这使得我们的预测与几个月前相比有所上升。特别是布伦特原油价格，目前被认为比几个月前的价格高了将近14美元/桶，2011年的平均价格将达到106.3美元/桶。由于这些地区的紧张局势将缓和，因此生产能力将不会受到进一步影响，而且，进口国石油产品的储备数量使我们认为价格反弹将是暂时的，鉴于此，我们认为，2012年，价格将回归以前预测的轨道上来，并与供应和需求预期更加保持一致。

全球较高油价从两个方面对墨西哥产生影响：较高的外汇收入和税收收入，前者对国际收支平衡产生影响。只要油价上涨的幅度不是非常巨大或不会持续到威胁全球经济增长进而降低墨西哥经济所获得的外部需求程度，则外汇收入和税收收入将成为对墨西哥经济增长来说相当积极的相关渠道。

墨西哥是一个净石油出口国。因此，2010年，石油收入增至114.71亿美元，相当于占GDP的1.1%。在这个时期，国家约86%的石油出口是原油，其余是石油衍生产品，如矿物油和燃料油。反过来，墨西哥进口基本是车用汽油（占总量的40%）和石油化工产品（占总量的27%）。¹

为了量化较高油价对境外账户的影响，我们首先根据两者的历史关系考虑国际油价（布伦特）与墨西哥出口油混合产品之间的线性关系。尽管我们假设90%是合理的且与2008年以来墨西哥混合产品/平均布伦特价格的比率一致，但该比率仍有一定的波动性。由此获得的与布伦特价格情况一致的墨西哥混合产品价格、墨西哥石油生产平台的稳定性以及石油价格及汽油和进口产品成本之间的直接关系使我们能够对油价和经常项目的收入和石油支出之间的直接关系进行估计。鉴于此，它表明，2011年对油价前景预测的变化将意味着额外占GDP约1.6%的石油出口以及占GDP约1.3%的进口。²

因此，2011年，墨西哥混合产品价格近12美元/桶增长的附加影响将占GDP的0.3%，影响将在2012年消失。

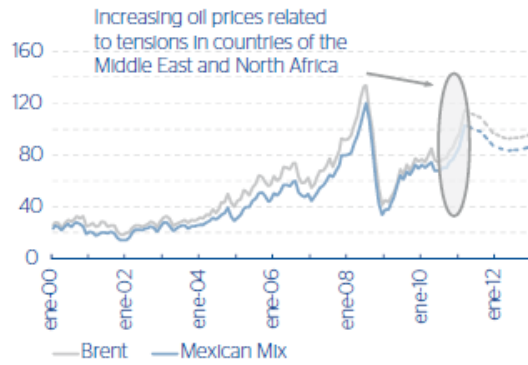
对于公共收入，石油收入占总预算收入的近30%，从源自石油开采、勘探、生产和销售及其衍生品的税收和权利中获得。较高的石油收入与公共支出的增长是一致的，包括经常支出和资本支出，参见下一节清单。据估计，油价上涨将意味着（其他都保持不变）更高的公共收入，2011年增量约占GDP的1.4%，2012年则占GDP的0.1%。

¹即使原油出口的比例随着时间保持相对稳定，但对于进口的统计分析则并非如此，其中，截至2004年，汽油进口的比例从平均20%增至目前的40%。

²在本财政年度，假设其他情况都“一成不变”的前提下，也就是说，不会考虑对国际收支平衡中经常项目其它部分的不同影响。

图23

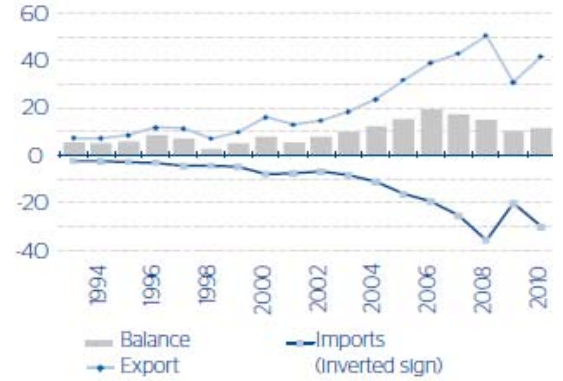
油价 (美元/桶)



来源: BBVA Research

图24

石油进出口平衡 (十亿美元)



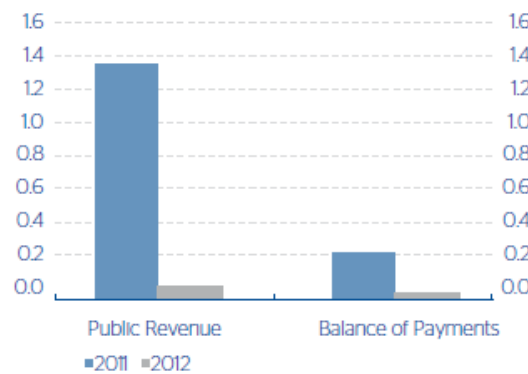
来源: BBVA Research

作为政府调控商品, 汽油和柴油价格的分类表明国际价格调整是渐进的, 这意味着相当于国内和国外汽油价格差额的补贴。我们回想一下, 从2009年12月起, 汽油的月价格增长得到控制, 以减少补贴数量, 并借此减轻公共财政的负担。补贴意味着不会通过IEPS来获得收入, 从而形成对消费者的隐性转移。

这种转移还将进行深入讨论, 它有助于降低国际油价上涨的通货膨胀影响。以GDP的百分比来衡量, 汽油补贴意味着2008年损失税收1.8%, 2009年接近零, 2010年相当于0.4%。目前正在对多个财政年度的补贴数量变化或因对价格的新预期形成的转移进行量化³, 据估计, 它将在2011年相当于GDP的0.8%, 2012年相当于GDP的0.3%, 也就是说, 比前一次油价情景(每桶下降12美元)分别低了0.3和0.1个百分点。由于补贴表示对消费者的隐性转移, 在家庭可用收入方面应进行量化。我们估计, 2011年, 补贴将额外增加家庭可用收入约0.4个百分点, 2012年为0.1%⁴, 直至分别达到1个和0.5个百分点。

图25

暂时性对油价的正面冲击所造成的直接影响



来源: BBVA Research

图26

汽油补贴占家庭可支配收入的百分比 %



来源: BBVA Research

³估计是通过将补贴数量视为价格和数量的一个函数而做出的(国内汽油销售, 主要是Magna)。反过来, 就经济活动而言, 考虑将国内汽油消费假设为基本情况。考虑的其他估计有生产价格、消费价格以及交易成本(贸易利润和运输成本)。

⁴对于这些估计, 考虑到国民收入和生产核算数据(可支配家庭收入)以及经济的劳动收入总额与假设就业工资总额和劳动收入变化之间的关系, 对可支配家庭收入进行了估算。

公共财政受益于税收随着增长而恢复以及政府调控关税的增长

在2009年实际下降6.5%后，联邦政府的合并预算收入在2010年实际恢复0.9%，即使考虑到2010年预算这一数字似乎较小，但某些税收的提高已获得批准，如增值税（VAT）和所得税，较低的非经常收入（即墨西哥央行的经营残留）抑制了更大幅度的复苏。实际上，在从比较基数中扣除上述收入后，预算收入增长10%，这一结果反映了经济周期对税收的支撑、预算中高于估计油价的部分以及税收结构的变化。鉴于此，预算收入结果比2010年《收入法》的预测高近6%，约占GDP的1.3%。

2010年，财政状况继续呈现赤字，高于2009年所录得水平，如在批准预算时确定的水平，这进一步加剧了危机。因此，除去墨西哥国家石油公司（Pemex）的投资外，赤字从2009年占GDP的0.2%增至2010年占GDP的0.8%。预计2012年和2013年将对此进行修正，直到公共财政达到新的平衡。

在具体税收方面，可以看到增值税（VAT）呈现复苏，在其税率提高（从15%提到高16%）以及经济活动增加带来的征税基础扩大的支撑下，VAT税收同比增长了18.8%。经济活动改善也反映在非石油组织和公司的收入上，实际同比增长9.2%，这与墨西哥社会保障所（西班牙语缩写IMSS）所属工人增多以及联邦电力委员会（西班牙语缩写CFE）较高的销售额有关。收入税总额实际同比增长了9.7%，包括所得税（西班牙语缩写ISR）、单一税率营业税（西班牙语缩写IETU）和保证金税（西班牙语缩写IDE）。

2011年第一季度，预算收入继续恢复。然而，由于2010年2月份稳定基金投资200亿美元用于Petróleos Mexicanos（西班牙语缩写PEMEX）基础设施建设，同比实际增长率只有1.6%。尽管排除这些资源，公共部门收入实际仍同比增长了4.5%。关于支出，它继续保持增长趋势，同比实际增长了2.7%。在国内，可计划费用（经常费用和投资费用）同比实际增长了4.3%。反过来，不可计划费用（财政成本加对各州捐款）因公共部门的财政成本削减17.2%而下降了2%。削减主要是由于较低的债务利率以及比索对美元升值。

表1

预算收入和支出，预算平衡和公共部门财政需求（占GDP百分比）

	2006	2007	2008	2009	2010
预算收入	21.8	22.0	23.5	23.6	22.5
石油收入	8.3	7.8	8.6	7.3	7.4
税收收入	9.0	9.3	9.9	9.5	10.0
增值税	3.7	3.6	3.7	3.4	3.8
所得税	4.3	4.7	4.6	4.5	4.8
其他税收	1.0	1.0	1.5	1.5	1.4
非石油和税收收入	0.8	1.4	1.2	3.2	1.3
组织机构和公司 1/	3.7	3.5	3.7	3.6	3.8
预算支出	21.7	21.8	23.6	25.9	25.3
经常性支出	4.0	4.3	4.2	4.4	4.4
投资支出	3.2	3.5	4.4	5.1	4.9
油气投资支出	0.5	0.6	0.8	2.4	2.3
贡献	3.2	2.9	3.5	3.2	3.3
公共部门财务成本	2.4	2.1	1.9	2.2	1.9
预算平衡	0.1	0.1	-0.1	-2.3	-2.8
RFSP 2/	-1.2	-1.0	-1.6	-2.6	-3.4

1/包括了 CFE, IMSS, ISSSTE 和 LyFC 的有效年份。2/包括了传统平衡（预算加额外预算）加来自 Pidriegas, IPAB, FARAC, 审查登记, 开发银行, 促进基金以及债务人支持计划的融资需求。

来源: BBVA Research

周期和较高油价的推动使得财政整顿的目标更高，从而为在调整时提供更大的活动余地

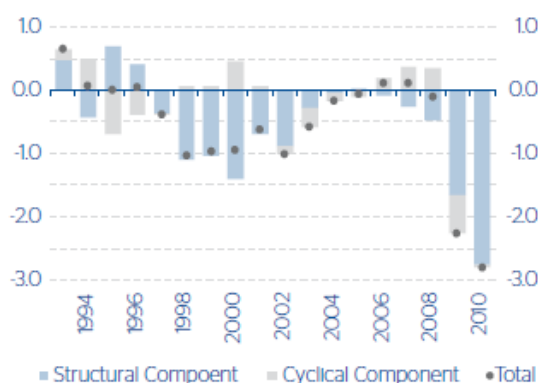
为了能够以尽可能最佳的方式评估财政状况的本质以及预算决策在何种程度上推动或抑制增长，有必要消除经济活动依存的公共收入和支出的各种概念，达到结构性预算平衡。评估经济周期对预算级估算的影响有多种程序，或者通过选择受周期影响的项目，或者通过总体平衡。为了对比结果并确保结果强健，我们根据两种程序采用不同的近似方法⁵。不同程序的结果并不表示与周期和其余部分有关的预算平衡的构成存在较大差异，这可视为是结构性，因此反映了预算政策。下图显示了最终考虑的分解情况。

从比较的观点来看，墨西哥预算平衡周期的作用必须考虑其经济的具体特点。首先是收入和支出占GDP百分比的下降，从而使我们假设公共部门的作用较小。但另外，其构成存在重大差异。因此，周期性成分包括与国家经济周期有关的部分以及受油价影响的部分，这将提高公共部门的需求。最后是公共支出方面缺乏反周期性的稳定因素，如失业补贴-尽可能降低墨西哥财政政策反周期本质的一个要素。

除了统计分析的具体数量，第一个结论是，与1995年相比，2009年墨西哥预算政策对于缓解衰退影响拥有一定的余地

图27

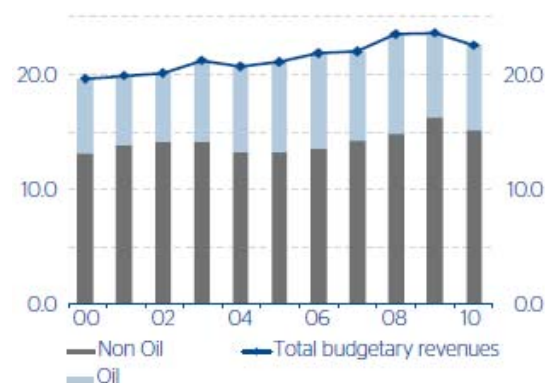
预算平衡, 经济周期带来的影响 (占GDP百分比)



来源: BBVA Research 和 SHCP 通过 Burside and Meshchayakova (2005)提出的方法进行估计

图28

预算收入, 油类和非油类 (占GDP百分比)



来源: SHCP 和 BBVA Research

结果还表明，根据所考虑的任一种估算方法，估计周期性成分，即经济增长对平衡的影响，在2009年为负值后已接近零。这意味着危机的影响已不再是增加预算赤字的一个因素。相应地，各种估计表明，结构平衡与观察到的和国会批准的预算平衡规模大致相同。这使我们推断，由于与周期有关收入的暂时增长，预算决策不利于融资赤字的意外增长。鉴于《财政稳定法》保证了年度预算平衡，墨西哥只需要在当前结构下批准平衡预算（不包括墨西哥国家石油公司 Pemex 的投资），以避免使赤字累加。不存在产生意外赤字的机构失误。

保持同比平衡预算假设在周期性扩张时扩大的结构性平衡，如果石油收入起作用，则更是如此，也就是说，公共部门在经济增长期间通过其本身以及在通货膨胀紧张加剧时对增长产生附加推动作用。相比之下，在低增长甚至衰退时，周期性平衡变得不太积极或更加消极，迫使采取紧缩性的结构措施，以保持平衡。墨西哥机构对财政整顿的持续承诺允许通过提高2009年和2010年的公共投资来采取反周期性措施。然而，在增强财政政策作为周期稳定因素的作用以及更高效地利用所获资源方面仍有更大的余地。继续预算政策的反周期性作用需探索的一种方式是在扩大目标并发放石油稳定基金。

参考文献

Burside, Craig and Meshcheryakova, Yuliya (2005a), “预算结余的周期性调整：概念和测量问题”，en Burside, Craig (编辑)，财政可持续性的理论和实践。世界银行手册，第5章，第113 - 132页。

⁵欲了解详细信息，参见：《墨西哥经济展望》（BBVA，2010年第三季度）和《西班牙经济展望》（2006年10月），均可从www.bbva.com下载

石油收入分配和稳定基金

来自原油进口的非预算收入有三个流向：石油收入稳定基金、墨西哥国家石油公司（PEMEX）基础设施投资以及为支出和投资分配资金的各州。

鉴于墨西哥石油混合产品在2011年的预计平均价格将达到95美元的情况，据估计，政府以前估算的石油收入盈余将在2011年达到GDP的1.4%。这些资源将以下列方式分配：0.6个百分点流向各州，0.5个百分点流向稳定基金，0.3个百分点用于改善PEMEX的基础设施。

为了积累公共资源，以实现各种长期目标，不同国家都创建了主权财富基金。大多数基金是由拥有大量自然资源的国家创建的，特别是能源，以寻求不可再生能源促进长期稳定和发展。鉴于自然资源价格的波动、资源在各代之间的传递以及寻求风险和收益之间更好平衡的储备部分投资，在其具体目标中，特别值得注意的是公共财政的稳定。墨西哥石油收入稳定基金是主权基金之一，旨在尽可能降低与财政年度初期估算相比联邦政府石油收入可能下降所造成的影响，从而弥补年度预算中预计的支出。稳定基金通过两个项目的原油销售来融资：第一个是碳氢化合物的权力，它根据出口石油的价格对年度原油开采总价值征收1% - 10%的费率。第二个是超过最初预算的石油收入的40%，尽管该项资源可冲抵前者。

表2

政府从原油出口所获得的额外收入的分配（占GDP百分比%，除非另有说明）

墨西哥混合原油 价格 2011年 美元	政府收入超出	特别权利		收入盈余		
		国家收入	国家收入 25%	国家基建 10%	稳定基金 40%	PEMEX基建 25%
95	1.4	0.18	0.30	0.12	0.49	0.30
备忘录:						
国家			0.6			
稳定基金			0.5			
PEMEX基建			0.3			

备注:

2011年 GDP 预计增长 4.7%

收入预计情景下的油价: 65.4 美元

特别权利: 13.1%用于石油销售价格和预算价格的差异

假设没有预算外的额外开支和自然灾害发生

来源: BBVA Research 基于财政部数据

对于石油作为一种不可再生资源，上述基金用作一种面向长期的财政政策工具，这是非常积极的，以创造在石油资源枯竭后可保持经济增长能力的条件。具有这种特征以及经常被举例的一个基金是挪威政府的全球基金（英语缩写GPF）。该基金通过石油出口获得资金，即使它支持公共支出，其方式也是适度的，以便于维持资金。根据Velculescu（2008年），从2001年起，挪威实施一条财政规则，规定非石油结构公共赤字必须保持在基金资产的4%限度内。这是因为4%是基金资源投资的长期实际估计利润率。这条规则使得可保持基金的实际资金，只支出其利润部分。在主权基金中，寻求维持并通过长期投资使资金实际增长是一种常见现象。鉴于这些国家未来自然资源的枯竭以及其保证和维持国家未来福利的目标（如阿布扎比和科威特），情况更是如此，它涵盖工人的养老金（如俄罗斯）或未来各代的储蓄（如加拿大亚伯达省），这与只涵盖当前财政年度预计支出的目标形成对比。

为了保持充分的储蓄水平，以实现公共财政长期可持续和保持增长能力的目标，不同国家均设法在其主权基金中积累大量资金，对于石油出口国来说，基金还通过大量出口来维持。与其它石油出口国相比，鉴于其原油出口的水平，墨西哥稳定基金资产的数量较低。

表3

一些主权财富基金其来自与石油相关活动的资金

国家	基金名称	资产 (十亿美元)	资产 (占GDP百分比)	所在国石油出口 (千桶每天)
东帝汶	Timor-Leste Petroleum Fund	6	1,003.2	101
阿联酋	Abu Dhabi Investment Authority	627	207.7	2,700
科威特	Kuwait Investment Authority	260	198.0	2,349
挪威	Government Pension Fund – Global	557	134.4	2,150
沙特阿拉伯	SAMA Foreign Holdings	439	98.9	8,728
利比亚	Libyan Investment Authority	70	94.3	1,542
卡塔尔	Qatar Investment Authority	85	65.6	753
巴林	Mumtalakat Holding Company	9	40.2	238
阿尔及利亚	Revenue Regulation Fund	57	35.4	1,891
哈萨克斯坦	Kazakhstan National Fund	39	27.9	1,345
阿曼	State General Reserve Fund	8	14.7	594
特立尼达和多巴哥	Heritage and Stabilization Fund	3	14.1	248
俄罗斯	National Welfare Fund	143	9.7	5,430
伊朗	Oil Stabilization Fund	23	6.4	2,400
加拿大	Alberta's Heritage Fund	14	0.9	2,001
美国	Alaska Permanent Fund	40	0.3	1,704
墨西哥	Fondo de Estabilización de Ingre. Petroleros	3	0.3	1,360
委内瑞拉	Fondo de Estabilización Macroeconómica	1	0.3	2,182
尼日利亚	Excess Crude Account	1	0.2	2,327

最新数据

来源: Sovereign Wealth Fund Institute, The World Factbook-Central Intelligence Agency, IMF 和 BBVA Research

4. 墨西哥央行：不会达到前一个高峰的新货币周期

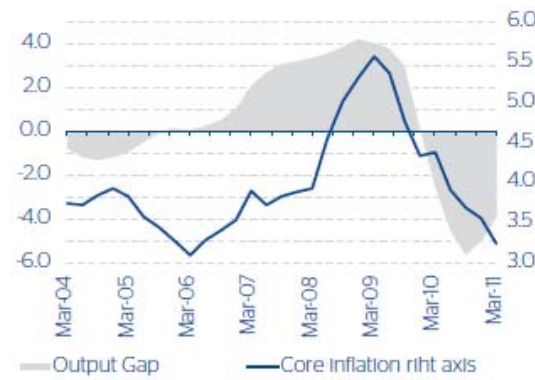
通货膨胀：中期稳定，但短期内在供应面遇到冲击的情景下面临不确定性

在今年前三个月，平均年通货膨胀为3.5%，在中央银行为第一季度估计的3%至4%的范围内。特别是在3月份，通货膨胀出现可能是2011年最低的年增长率3.0%。尽管存在这种有利情况，但除了不利的基数效应，一些因素也造成未来几个月的通货膨胀预期反弹。首先是一些中东和北非国家的政治紧张造成石油和其它能源如天然气价格上涨。另外，由于在需求强大的情况下出现供应问题，食品添加物价格继续上涨。在这些食品添加物中，玉米和小麦在国内消费中占有相对较高的比重。尽管今年其预期强度意味着我们对2011年的通货膨胀预期将上调，但两种因素预计都是暂时的。需要澄清的是，在本出版物前一版本中提到的抑制通货膨胀升高的因素仍然有效。

从这个意义上说，国内需求似乎未对价格造成上涨压力。因此，登记和潜在生产水平之间的产出缺口将不会太高，不会对通货膨胀造成额外风险，我们估计，产出缺口将在今年下半年得到弥补。此外，近期实际工资的预计增长也表明这种情况⁶。而且，由于比索在过去几个季度的升值，汇率也不会成为推动价格上涨的因素，这与国内增长以及全球追逐财政盈利的情况是一致的。这种情况可能在预期内持续，支撑着比索坚挺。正如2008年底经历的情况那样，由于全球风险报酬提高而进行突然调整的可能性非常小，其对价格的影响是有限的。

图29

4季度产出缺口的延迟(%)和核心通胀(%按年同比变化)



来源: BBVA Research 和 Banxico

图30

进口价格*和核心通胀(%按年同比变化)



*进口价格指数按美金计算的年度变化和比索兑美元的名义汇率变化的总和

来源: Banxico 和 BBVA Research

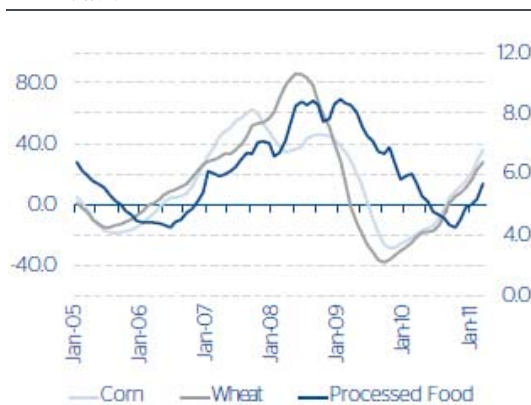
⁶失业率高于危机前水平的情况与劳动力市场不太紧张是一致的。

最后，我们认为，即使因2月份墨西哥北部的低温造成短暂冲击，但农产品（水果和蔬菜）的价格将与我们在年初的预期保持一致。一个需要考虑的积极因素是本地政府在年初制定价格的良好表现，除了受益于相对2010年水平的基数效应外，在很大程度上由于不同城市和州对机动车辆所有税打折甚至取消该税，价格在第一季度的月增幅非常有限。如果在今年剩下的时间内保持这一表现，它将成为抑制通货膨胀的一个因素。

造成我们预期上调的最重要外因是原油价格，它在危机开始后大幅下跌，但自2009年1月又恢复上涨趋势。这一趋势将发展中国家的经济复苏与新兴经济体的更大需求结合在一起。随着世界经济复苏加快以及最近一些石油生产国的政治紧张局势加剧，油价在过去几个月内加速上涨。我们以前关于油价的预测并未考虑政治紧张局势，因此，对今年价格的预测偏低。我们对油价的新预测考虑了这些紧张局势，使其影响不同部门的成本结构，并刺激消费者价格上涨。这样，到2011年底，石油危机估计将对年通货膨胀产生0.2个百分点的影响，由于墨西哥的市场结构允许避免全球供应冲击对最终国内价格的大幅转移，因此影响非常有限。汽油价格根据墨西哥财政部（SHCP）以前制定的一条规则缓慢上涨（对于Magna汽油，8分/升/月）。这一趋势似乎至少在今年不会改变，但由于油价下降以及墨西哥和美国汽油价格之间的差异，2012年的价格上涨可能不太明显。同时，电费也将产生影响；然而，在这个方面，即使我们认为，墨西哥电费的更显著调整以及能源生产的多样性（包括从水力发电到核电）将限制危机蔓延，但天然气和煤价格有着更大的影响。最后，国内天然气也将有着重大影响；然而，市场结构受到高度管制，这将阻止天然气价格对最终价格的完全传递。

图31

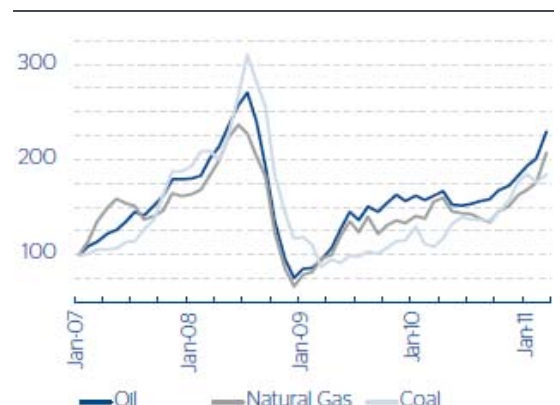
国际市场小麦和玉米价格（% 同比变化）和加工食品价格增长



来源: BBVA Research, Banxico 和 Bloomberg

图32

国际市场能源价格指数（指数, 2007年1月=100）



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

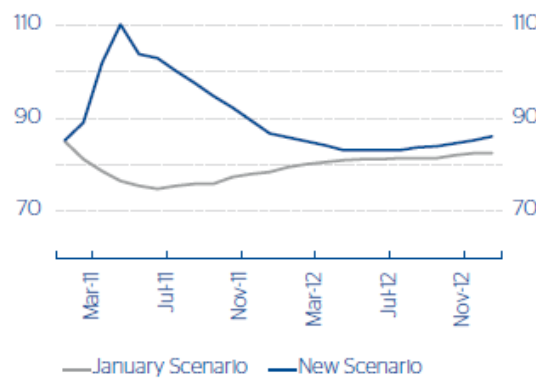
国际粮食市场的近期趋势涉及价格不断上涨，鉴于小麦和玉米的直接消费⁷占加工食品消费的约22%以及总消费的近3.2%，这对于墨西哥极为重要。价格上涨可归因于两个重要因素—较低的收成和较大的需求，其次是食品添加剂作为金融投资工具的吸引力。然而，这些谷物通常用作其它加工食品的中间添加物，因此，其各自价格上涨的影响波及整个下游行业，它已从10月份的同比增长3.4%上升至3月份的同比增长5.6%。另外，作为中间添加物，粮食价格影响肉类价格（猪肉、牛肉和鸡肉）。**我们的预测认为，由于今年其收成很可能较高，未来几个月小麦和玉米价格将缓慢地逐步下降。**然而，鉴于发展中国家不断增大的食品需求，价格将保持高位。与我们以前的预测相比，这些因素将对通货膨胀产生额外0.1个百分点的影响。总之，平均起来，我们对2011年平均通货膨胀预测的调整只提高了0.1%，从3.7%增至3.8%；然而，到年底，通货膨胀将从以前估计的3.8%增至新预测的4.1%。另外，通货膨胀可能到8月份即超过4%。

中期通货膨胀最重要的因素，如需求压力、比索兑美元汇率的变化以及机构通货膨胀预期的确定，继续对价格稳定有利。同时，来自能源和食品添加剂市场的压力会暂时改变2011年价格的收敛趋势。

最后，我们必须强调上述情况中风险的存在，包括上涨和下降，这反映了目前经济预测的不确定性。从价格收敛中受益的有当地政府继续制定价格的良好表现，尤其是一些部门的竞争将加剧，从而对消费者有利。推动价格上涨的因素有**油价将可能因政治紧张局势向在全球原油生产中占有较大比重的中东国家蔓延而持续上涨**、气候条件造成的新一轮欠收以及国际金融大幅波动造成资金流入的突然逆转。以前发展变化的物化将使我们的预测分别上调或下调。

图33

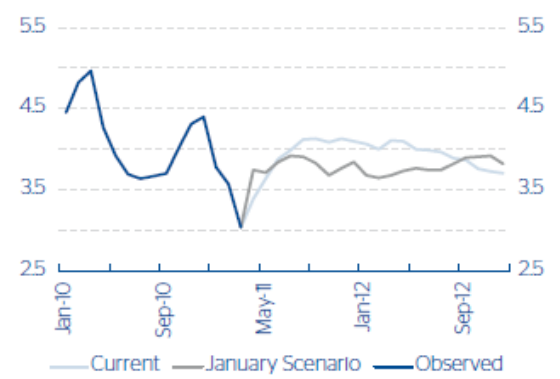
墨西哥石油组合价格（美元/桶）的新旧情景预测



来源: BBVA Research 和 Banxico

图34

通胀情景: 现在和以前的预测 (% 同比变化)



来源: BBVA Research 和 Banxico

⁷小麦和玉米的直接消费涉及玉米粉圆饼、面包和玉米片类麦片粥等产品。

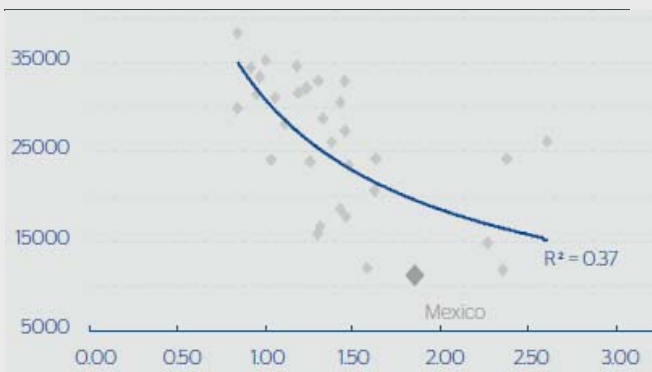
专题 1: 《联邦竞争法》改革: 一项必要改革, 有待出台具体法规

近期《联邦竞争法》的改革使墨西哥法规与当前有关这方面的最先进法规相一致。简言之, 审批通过的改革¹通过如下几个方面扩大了联邦竞争委员会(西班牙语首字母缩写是CFC)的调查及制裁权限: i)对垄断行为实施更高额的罚款, 甚至罚金; ii)可能在未经事先通知的情况下借助于公安部队进行实地核查, 并且在调查进行期间建立预防措施; iii)对于为预防可能产生不当延误而做出的决定, 简化其法律程序及对其合法性的控制。不管是否将此次改革视为既成事实, 有关该法律的具体法规尚待审批、公布(预计将在未来六个月内发生), 在制定程序法以及联邦司法机关设立经济竞争专审法院方面亦是如此。法规必须建立相关技术标准, 允许采取预防措施终止那些被视为垄断的行为, 并且设立程序规则; 专审法院应确定已审批通过的改革的实际有效性。鉴于此次监管法规变化的重要性, 应对此予以特别关注。

旨在加强经济主体之间竞争的法规对于生产力和经济增长能力会产生积极作用, 同时商品和服务的供应量以及价格设定会允许消费者将其可支配收入²的用途最大化。如邻接图表所示, 一国法规所规定的竞争限制程度与其以人均GDP衡量(按购买力调整)的生活水平之间存在直接联系。墨西哥是经合组织成员国, 在减少竞争限制并增加人均GDP方面提升空间较大。经合组织提供的数据表明, 以色列、希腊、波兰和土耳其的竞争限制指标更高, 这些国家的人均收入均高于墨西哥³。

图35

OECD, 人均GDP和限制竞争, 2008年. 美元不变价格 经购买力平价调整和OECD指标⁴



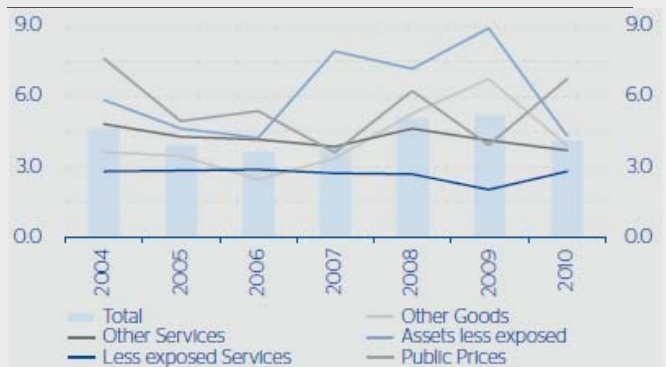
样本包括: 巴西, 加拿大, 智利, 中国, 中国香港, 法国, 德国, 意大利, 荷兰, 挪威, 韩国, 西班牙, 英格兰, 美国和委内瑞拉。

来源: BBVA Research 基于 UN National Accounts Main Aggregates 的数据

关于因价格形成过程(竞争阻碍了消费者收入的收缩过程)导致消费者实际收入的提高, 相关证据⁵也是有利的。就这点而言, 我们将全国居民消费价格指数的商品和服务消费篮分为五大类。

图36

墨西哥, 通胀, 年度平均值, %



来源: BBVA Research 基于 UN National Accounts Main Aggregates 和 WEO Database 2010年10月的数据

首先, 我们将商品或服务价格由公共部门提供或决定的所有项目列为消费价格指数的公共价格类。除了服务费用(签发证明文件、停车场或高速公路收费), 这些基本是能源和水的价格及收费。其次, 关于商品和服务项目, 我们将那些根据墨西哥现有研究资料表明可能存在企业市场影响力⁶的项目单列出来。需要特别指出的是, 预计企业市场影响力较大的商品包含药品以及一些食品项目⁷。就服务而言, 该类包括: 空运、电信、医院和医生服务、教育和汽车保险⁸。

¹参议院公报上关于改革的文章可以在网上查阅:

<http://www.cfc.gob.mx/images/stories/Noticias/Comunicados2011/dictamenreformalifce2011.pdf>

²在联邦竞争委员会CFC的网站上有针对此文不同的材料, 有些比较好的材料链接如下

<http://www.cfc.gob.mx/images/stories/Noticias/Presentaciones/11.competenciaycompetitividadsep2010.pdf>

<http://www.cfc.gob.mx/images/stories/Noticias/Presentaciones/consumidores-mar2010.ppt>

³在四个比墨西哥实施更多措施限制竞争的相对发达经济体中(波兰, 土耳其, 希腊和以色列), 希腊和以色列按实际个人收入计算的人均GDP水平都要超过墨西哥一倍以上。

⁴指标由OECD为区域内国家所准备, 范围由0至6, 对竞争的限制从小到大。更多详细信息请参阅以下连接:

http://www.oecd.org/document/36/0,3746,en_2649_37463_35790244_1_1_1_37463,00.html

⁵以墨西哥为例, 用一种将收入和区域细节十等分的方式, 具体请参阅Urzua, C. (2008). “Evaluacion de los efectos distributivos y espaciales de las empresas con poder de mercado en Mexico”, (即“对墨西哥具有市场影响力的公司的分配和空间效应的估值”) ITESM, CCM 和 INEGI, Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares 2006 (即国家家庭收入和支出调查, 2006). 详细内容请参阅: www.oecd.org/dataoecd/43/20/45047597.pdf

⁶Urzua, (2008) 和 Urzua C. (2009). “Efectos sobre el bienestar social de las empresas con poder de mercado en Mexico” (即“对于在墨西哥具有市场影响力的公司其社会福利的效应”). EGAP ITESM. 详细内容请参阅: <http://alejandria.ccm.itesm.mx/egap/documentos/EGAP-2009-05.pdf>

⁷具体来说, 包括了软饮料, 加工肉类, 鸡肉, 牛奶, 鸡蛋, 玉米, 糖, 咖啡, 香烟和啤酒。

⁸这最后一项是唯一被认为对其在NCPI中的重要性具有权重因数的信息资料, 并可以被视为对应的金融服务。

图37

墨西哥, 来自公司对市场影响较大的服务行业的通货膨胀, 年度平均值, %

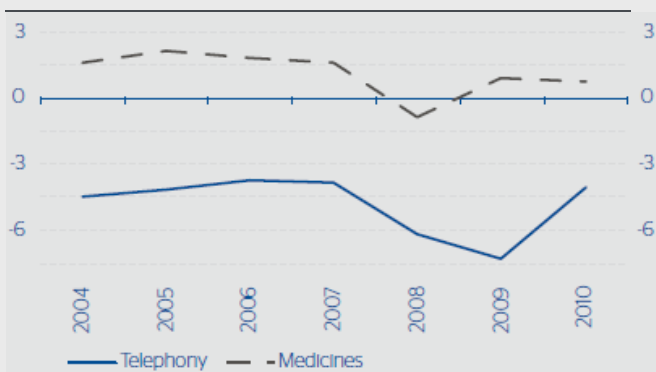


来源: BBVA Research 基于 Banxico 数据

如邻接图表所示, 服务项目类的价格上涨幅度低于居民消费价格指数⁹的消费篮项目, 而商品的价格上涨水平更高; 并且在商品中, 企业市场势力较大的那些产品价格涨幅更高。当然, 这并非表明通胀数字相对差别的唯一因素。对于商品而言, 汇率对输入通胀的影响十分重要, 尤其是其他商品类别, 主要是产成品。此外, 这些变化的迹象与比索对美元的贬值或升值相一致。关于需求压力对通胀的影响, 参考产出缺口, 我们通过推测认为这对服务具有更重大的影响(与商品相比), 但墨西哥中央银行(Banxico)¹⁰提供的有关2010年连锁超市促销频率加大的信息与需求对商品价格形成所起的重大作用相一致, 至少在2010年消费者需求温和复苏的环境中是这样。

图38

墨西哥, 实际价格变动, 去除通胀对经济的影响, %



来源: BBVA Research 基于 Banxico 数据

总的来说, 根据事前预测, 居民消费价格指数的消费篮中, 过去四年中价格上涨幅度最小的产品类包括价格设定时企业市场势力较大的那些服务类别, 估计占居民消费价格指数的10%。

如邻接图表所示, 医院服务和付费电视的价格出现稳定上涨, 涨幅为2%到4%, 而教育的价格增长速度则保持下降趋势, 趋同于消费篮的平均水平。另一方面, 电话服务表明2008年和2009年通胀下降, 并且在多年稳定后2010年未出现增长。换言之, 最近几年内电话服务(比重占居民消费价格指数的消费篮的3.3%)一直对降低通货膨胀作贡献, 准确地说是在行业竞争加剧期间, 在该期间市场上出现新的服务供应商并且出台了旨在加强主体之间竞争的法规。监管法规方面的变化也开始体现在药品消费价格上, 这稍微缩小了药品价格与消费价格指数的整体消费篮价格之间的正增长差距。

⁹除了2004至2009年间被定义为其服务的指标之外。

¹⁰请参阅墨西哥央行Banxico年度报告2010, 第36至41页。网络连接:
<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/index.html>

货币政策：对于通货膨胀加剧风险可能具体化持观望态度

在今年前四个月，尽管我们认为，正如前面所述，通货膨胀风险尚未降低，且在短期内存在高度不确定性，但鉴于对国内通货膨胀更加有利的情况已经出现，**政府官方关于货币政策的语气变得更加缓和**。例如，3月份的货币政策声明强调，以前出现的通货膨胀风险已被认为具有较小影响，且由于两种因素，“通货膨胀风险平衡减弱”得到承认。首先是谷物和其它进口产品未来价格的高度不确定性；其次是地缘政治冲突可能造成间接投资和资本流动的重新分配，进而对汇率产生压力。另外，需要强调的是，尽管因证实“生产要素市场的不同指标仍然令人鼓舞”而有所弱化，但产出缺口可能在年中变为正值，而不是以前文件中所称的**2011年下半年**。此外，从3月份会议的记录中可以发现，通货膨胀平衡的弱化以及产出缺口的弥补已经过中央银行管理委员会成员的讨论。一方面，会议讨论了能源价格上涨可能带来的通货膨胀影响，像1月份会议记录中那样，如果考虑普遍通货膨胀的情况，它强调了添加物相对价格的变化可能对预期影响的程度。另一方面，关于产出缺口逼近价格压力的容量也有不同的意见。实际上，一些委员会成员重申，它应与衡量较大或较小需求强度的其它指标以一种互补的方式使用。因此，关于这一点，3月份和4月份会议的记录中强调，除了经常项目赤字下降外，由于劳动力市场、信贷市场和装机容量利用中仍然存在的“有利条件”，产出缺口的发展变化不可能伴随着价格压力。另外还认为，不可流通商品和服务将继续以低于其潜力的水平增长。

图39

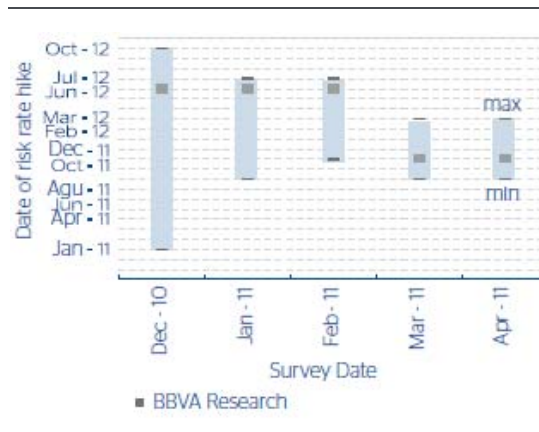
产出缺口估计（占潜在GDP百分比）



来源: BBVA Research

图40

对贷款利率首次变动的展望



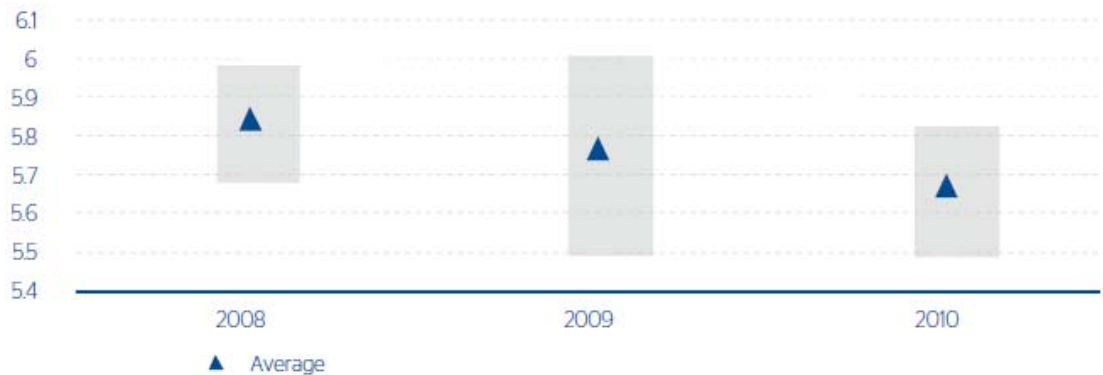
来源: BBVA Research 和 Banamex survey

旨在保持通货膨胀前景稳定的贷款利率提高幅度将比前几次紧张周期时小

由此证实，决定货币政策立场的一个关键因素是通货膨胀预期，它目前似乎较为稳定，但存在重大风险。首先，必须指出的是其作为一个不可直接观察的变量的本质，但根据其它指标以及一系列诊断信息必须遵循其发展变化和前景展望。因此，墨西哥银行文件的语气是缓和的，由于通货膨胀低于3.5%，短期内墨西哥似乎不会向更加限制性的立场转变。然而，人们感觉到，由于下列原因，**今年第四季度的货币政策可能变得强硬，货币停滞也将结束**。首先，人们认为，原材料价格上涨以及不利的基数效应将造成通货膨胀在夏季的几个内超出目标通货膨胀变化范围的上限。其次，人们预计，美国和墨西哥的经济活动将继续增长，这尽早会反映在生产要素市场中，从而对价格造成压力。根据最后分析，这些因素可能影响通货膨胀预期的提高，因此，**货币政策利率提高的可能性日益增大，以避免价格普遍上涨**。具体来说，我们估计，货币政策利率将在2011年第四季度提高50个基点，并在2012年继续提高至5.5%的水平，这接近我们最近对墨西哥自然利率⁸的估计。回想一下，自然利率是在生产增长达到其潜力的情况下与价格稳定保持一致的平衡利率。该利率并非基金利率在特定时期的基准利率，而是在与价格稳定和零需求压力一致时对基金利率的估计。鉴于其作为一个不可观察、表示不同时期平衡且具有**长期稳定趋势**的变量的本质，可以预计，自然利率将不会大幅波动，在与墨西哥银行货币政策可信性提高有关的经济中，其下降将与通货膨胀预期的下降保持一致。**在过去几年内，墨西哥自然利率似乎有所降低，虽然缓慢但持续**，这与同等条件下能够实现基金利率低于以前登记水平的即将到来货币周期是一致的。如果像预计那样，经济活动的周期活力似乎并未达到过去十年的前五年登记的水平，则情况更是如此。

图41

自然利率, 选择性预计, %



来源: BBVA Research

⁸欲了解估计方法的详细信息，请参见Hernández和Amador（2008），“La Tasa Natural en México: un Parámetro Importante para la Estrategia de Política Monetaria”（“墨西哥自然利率：货币政策战略的一个重要参数”），Observatorio Económico，2008年11月28日。可从互联网下载。

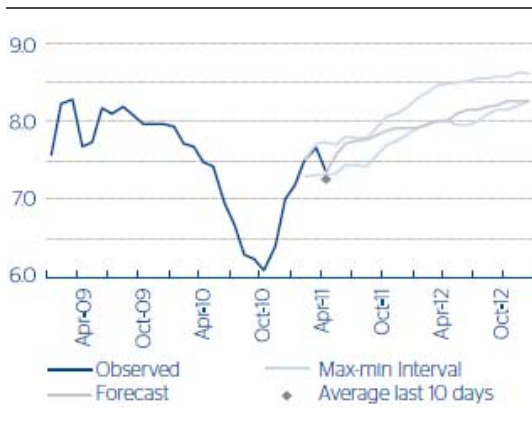
长期利率适度提高以及比索坚挺，假设全球金融环境对墨西哥资金流入有利

发达国家的利率在过去几个月内由于对立因素而发生变化。利率因进口价格特别是油价上涨造成对货币政策的通货膨胀预期提高的影响而增长，并因感觉到过去几个月的周期性增长在某种程度上低于2010年底的水平以及对取消价格和数量方面的宽松货币政策继续保持谨慎（特别是美国）的预期而下降。在该国，根据提供名义收益的债券率以及实际支付的债券率（不盈不亏）之间的差异，市场一直在通过其长期利率抑制通货膨胀预期的增长。在货币宽松的情况下，作为对价格上涨暗示和预期经济复苏带来的其它金融资产获得较高收益机会的反应，投资者要求获得更高收益。另外，随着6月份的临近以及第二个货币宽松计划（QE2）的结束，源自联邦储备系统（FED）对政府债券市场干预的撤消而造成的利率周转范围正开始被考虑。在这一方面，FED购买国库券影响利率的两种方式被确定。首先是“流动效应”，定义为价格对购买交易的反应；其次是“库存效应”，定义为沿曲线运动造成价格的持续变化，包括对可用资产数量预期的变化造成的市场反应⁹。需要指出的是，后一种效应通过降低市场持有的工具数量以及投资者要求保持长期资产的总体费用而作用于利率。作为占主导地位地位的“流动效应”的支持者，PIMCO经理们最近强调，由于回购总额所占百分比较高¹⁰，FED撤出债券市场将使利率大幅提高。另一方面，还有一些人支持盛行的“库存效应”，其中包括FED主席，他2月份在国会断言，当FED结束资产收购后，他认为这不会对债券收益产生重大影响。此外，FED持有的资产将在到期后继续重新投资，目前尚没有削减其规模的日程表。总之，无论哪种观点占据主导，在周期性复苏的情况下，取消大量廉价流动性政策的最终结果将是美国公共债务的盈利性提高。最重要的是，不确定性与盈利性提高的节奏是一致的。

从墨西哥国内情况来看，据估计，将在2011年年中几个月达到的最高通货膨胀以及对基金利率将在今年最后一个季度提高的预期将在未来几个月内对本地长期利率造成一定增长压力，使得已经因全球市场收益提高而产生的压力增大。因此，据估计，10年期墨西哥债券的收益将在2011年底接近7.9%的水平。总之，如果对墨西哥的资本流动保持强劲增长，未来几个月内长期收益的增长将呈现一定下降趋势。从这个意义上说，根据墨西哥银行（中央银行）数据，2010年墨西哥名义收益率的净持有公共债务增长了约230亿美元，全年保持增长，这一趋势持续到2011年第一季度，该数字又增长了100亿美元。部分流动与美国非常宽松的货币政策有关，这部分将逐步消失，但其余部分更为持久，与本地公共债务进入基准指数如花旗集团的世界政府债券指数（WGBI）有关，这使得大型机构投资者能够参与墨西哥市场。

图42

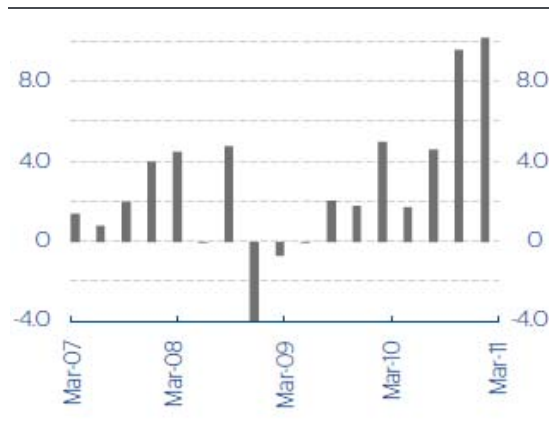
墨西哥10年期债券利率，%



来源: BBVA Research 基于 Banxico 数据

图43

墨西哥公共债务中的国外资本流入，百万美元



来源: Banxico 和 BBVA Research

⁹根据计算，FED在2009年3月17日至2009年10月29日因购买国库券使利率沿曲线平均下降约30个基点（库存效应），且因购买之日的需求使部门收益下降4个基点。D'Amico, S.等，“大规模购买国库券的流动和库存效应”。联邦储备系统管理委员会《财政和经济讨论系列》，第2010-52号，9月，第3页。

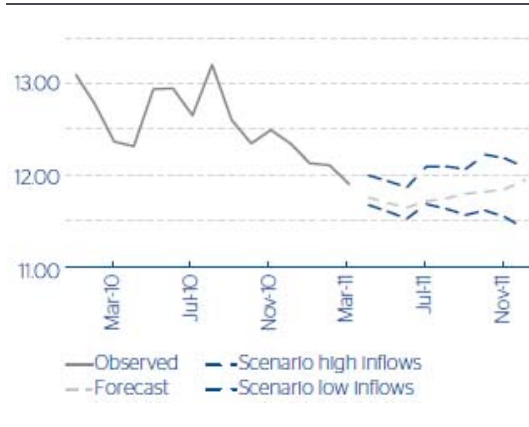
¹⁰《经济学家》第32页。“Buttonwood | The old Bill”。第398卷8725号。第82页。

收益预测的下降趋势转变成未来几个季度比索对美元汇率预测的上升趋势。实际上，与三个月前上一版出版物的看法相比，比索进一步升值。为限制外国资金流入对债务的影响，我们应用了一个简单的模型，并根据对墨西哥股票市场变化的假设考虑了两种流动情况，即高流量和低流量。高流量的情况是建立在2011年墨西哥因希腊退出而在WGBI中占有更大比重的基础上，而低流量的情况与6月份以后二次量化宽松（QE2）结束时过去几年的最低水平有关。另外，2011年底，货币刺激政策将减少（如QE2结束），且资金流入将随之降低，特别是在墨西哥收益率曲线的最短端，这一情况也进行了考虑。

由于这些因素，我们认为，短期内不能排除比索在低于中间水平之下升值的可能，无论如何，尽管未达到12.0比索/美元，但随着前面提到的资金流入减少，比索将在今年下半年在一定程度上走高。最后，需要指出的是，这些水平并未偏离与墨西哥和美国的价格和视相对生产率的变化相一致的水平。

图44

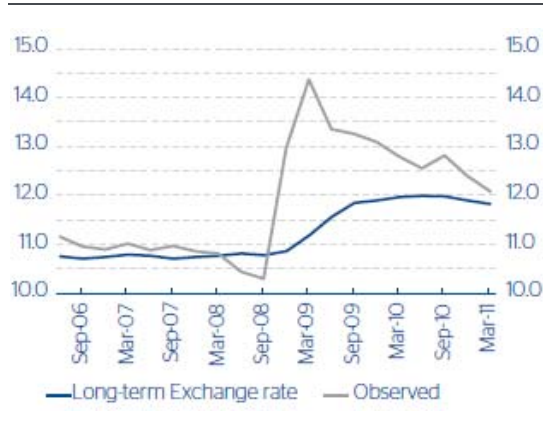
比索美元汇率，根据公共债务中的国外资本流入的选择性情景，比索兑美元



来源: BBVA Research 基于 Banxico 数据

图45

比索美元汇率，与长期基本面保持一致的水平



来源: BBVA Research 基于 Banxico 数据

5. 经济指标和预测

表4

美国经济指标和预测

	2009	2010	2011	2012	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
宏观经济指标												
GDP (% 实际变化)	-2.6	2.9	3.0	2.7	2.4	3.0	3.2	2.8	2.3	2.9	3.3	3.3
个人消费 (% 实际变化)	-1.2	1.7	2.8	2.4	0.8	1.7	1.8	2.6	2.8	2.9	3.0	2.6
政府消费 (% 实际变化)	1.6	1.0	0.9	1.8	1.1	0.6	1.2	1.1	0.2	0.9	0.9	1.6
固定资产投资总额 (% 实际变化)	-18.3	3.9	7.3	7.8	-2.0	5.1	5.3	7.4	6.7	5.9	8.0	8.7
建筑1	-22.9	-3.0	-1.9	4.5	-6.2	4.9	-5.6	-4.6	-2.5	-7.4	1.3	1.6
工业产值 (% 实际变化)	-11.0	5.3	5.2	3.9	1.6	6.5	6.9	6.3	5.7	5.3	4.7	5.0
经常账户平衡 (占GDP百分比)	-2.7	-3.3	-3.6	-3.7	-3.1	-3.4	-3.5	-3.2	-4.1	-3.6	-3.1	-3.6
年末通胀	2.7	1.5	3.0	2.0	2.3	1.1	1.1	1.5	2.7	3.3	3.2	3.0
年度平均通胀	-0.4	1.6	2.8	2.2	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	2.9	3.2	3.1
基本财政平衡2 (占GDP百分比)	-10.0	-8.8	-9.6	-7.6	-	-	-	-8.8				-9.6

表5

墨西哥经济指标和预测

	2009	2010	2011	2012	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
经济活动												
GDP (经季节调整)												
实际同比变化	-6.1	5.5	4.7	3.8	5.0	7.4	5.3	3.1	5.7	4.3	4.4	4.2
人均 (美元)	8170	9691	10537	10602	9055	9552	9856	10302	10242	10395	10534	10979
美元十亿	884	1044	1211	1265	997	1034	1031	1114	1153	1213	1220	1256
通货膨胀 (均值 %)												
整体通胀	5.3	4.2	3.8	3.9	4.8	4.0	3.7	4.2	3.5	3.6	4.0	4.1
核心通胀	5.0	3.9	3.6	3.7	4.4	3.9	3.7	3.6	3.2	3.3	3.7	4.0
金融市场 (期末 %)												
利率												
银行贷款	4.5	4.5	5.0	5.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	5.0
28天 Cetes	4.5	4.1	5.2	5.6	4.5	4.5	4.5	4.1	4.1	4.3	4.8	5.2
28天 TIIE	4.9	4.9	5.3	5.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	5.0	5.3
10年期债券 (均值 %)	8.1	6.6	7.5	8.1	7.7	6.9	6.0	5.8	7.5	7.3	7.5	7.8
汇率 (均值)												
比索兑美元	13.5	12.6	11.8	12.2	12.8	12.6	12.8	12.4	12.0	11.6	11.6	11.8
公共财政												
*FRPS (占GDP百分比)	-2.7	-3.2	-2.9	-2.7	-	-	-	-3.2	-	-	-	-2.9
对外部门3												
贸易平衡 (美元十亿)	-4.6	-3.1	-13.5	-21.8	0.4	-0.1	-2.3	-1.1	0.6	-1.8	-6.3	-6.1
经常账户 (美元十亿)	-6.2	-5.7	-13.4	-19.0	0.5	-0.7	-1.9	-3.6	-2.6	-2.0	-4.8	-4.0
经常账户 (占GDP百分比)	-0.7	-0.5	-1.0	-1.6	0.2	-0.3	-0.7	-1.3	-0.2	-0.7	-1.6	-1.4
油价 (墨西哥混合产品, 美元/桶, 期末)	70.3	77.6	90.0	85.7	71.5	69.9	69.5	77.6	93.4	102.9	98.1	90.0
就业率												
私部门正式 (同比变化)	-3.1	3.7	5.0	3.7	1.0	3.7	4.9	5.4	4.9	5.2	5.0	4.8
公开失业率 (占活动人口百分比)	5.5	5.4	4.5	4.0	5.3	5.3	5.6	5.3	5.0	4.7	4.4	4.2

表6

墨西哥经济指标和预测

	2009	2010	2011	2012	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
总需求 (同比变化, 经季节调整)												
总需求	-9.4	9.3	6.2	5.6	8.5	12.8	9.1	7.0	6.7	4.9	6.1	7.2
国内需求	-6.9	4.2	4.2	3.8	2.4	5.7	4.0	4.6	4.4	4.6	4.1	3.8
消费	-5.7	4.7	3.5	3.5	3.7	6.8	4.1	4.1	4.3	4.1	3.1	2.5
个人消费	-7.1	5.0	3.6	3.4	4.2	7.0	4.4	4.5	4.9	4.7	3.0	2.1
公共消费	3.5	2.8	2.5	3.6	1.2	5.3	2.6	2.1	0.5	0.5	3.6	5.3
投资	-10.9	2.4	7.0	5.0	-2.2	2.0	3.4	6.6	4.9	6.6	7.9	8.7
个人投资	-16.8	2.8	8.5	6.1	-3.8	1.8	6.3	7.7	5.1	8.0	8.9	12.1
公共投资	9.4	1.2	3.1	2.1	2.2	2.5	-3.7	3.9	4.4	2.7	5.1	0.0
外部需求	-13.1	24.8	12.2	10.7	23.4	33.8	27.0	15.1	11.7	8.3	11.0	17.8
进口	-18.3	22.6	10.8	10.5	20.4	32.3	22.2	15.3	9.6	6.5	10.8	16.1
GDP 按行业分 (同比变化, 经季节调整)												
第一产业	-1.9	5.7	3.8	2.9	-0.1	4.2	8.9	9.8	7.7	2.2	2.7	2.9
第二产业	-7.4	6.1	4.8	4.4	6.2	7.2	6.3	4.6	5.7	4.6	4.2	4.8
采矿业	-2.5	2.4	1.2	2.7	1.8	3.3	3.0	1.4	-0.1	1.4	1.6	2.1
电力行业	2.2	2.3	4.4	3.6	0.9	2.1	3.3	2.8	7.1	3.4	3.6	3.7
建筑业	-6.4	0.0	5.4	6.7	-3.2	-1.6	0.8	4.2	5.8	5.3	5.1	5.3
制造业	-9.8	10.0	5.7	4.2	12.0	13.4	9.4	5.9	7.4	5.4	4.6	5.4
第三产业	-5.3	5.0	5.1	4.1	4.7	7.3	3.9	4.1	6.0	4.8	5.0	4.8
零售	-14.2	13.4	7.7	6.2	14.8	17.7	12.0	9.5	9.8	7.2	7.6	6.1
交通运输、邮政和仓储业	-6.5	6.5	3.9	3.1	7.3	10.9	5.1	2.9	5.2	3.4	3.8	3.4
大众信息传媒	0.8	5.6	6.4	8.1	5.2	4.4	6.1	6.6	7.5	7.0	5.1	6.0
金融和保险业	-6.6	2.7	6.4	7.8	-1.2	5.4	-2.1	9.5	4.7	5.4	8.2	7.3
房地产和租赁业	-0.6	1.8	3.7	3.0	3.5	1.6	0.9	1.4	3.6	3.6	3.7	3.9
科学研究和技术服务	-4.7	-3.0	2.8	2.3	-3.6	-3.6	-2.5	-2.2	3.0	2.9	2.6	2.5
公司和企业管理	-7.6	1.4	5.3	2.0	-6.0	-2.4	9.0	6.2	8.3	9.0	2.1	2.1
商务支持服务	-4.7	1.3	2.7	2.3	-0.5	2.0	1.0	2.9	2.5	3.2	2.5	2.6
教育	0.5	3.0	2.6	2.4	2.2	13.5	-0.8	-1.1	2.3	2.6	2.7	2.7
卫生和社会保障	0.8	-1.7	0.8	0.7	1.4	-9.9	0.7	1.3	1.6	0.6	0.5	0.4
文化和体育	-4.6	1.7	1.0	2.2	-1.7	2.0	2.2	4.5	3.8	2.1	0.3	-2.0
临时居住	-7.7	3.9	2.3	2.1	-0.9	11.9	2.7	2.6	2.0	2.5	2.3	2.4
除政府活动外的其他服务	-0.7	0.6	2.9	2.7	-0.7	-0.8	1.4	2.6	2.5	3.1	3.0	3.1
政府活动	4.6	4.4	2.3	1.3	0.9	8.5	5.0	3.3	6.8	-1.1	0.9	3.0

1: 住宅投资

2: 财政平衡 (占GDP百分比)

3: 过去12个月累计

dpp: 美元/桶

*RFSP: 公共部门财政需求

备注: 加粗的数字为预测值

来源: BBVA Research基于Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Banco de Mexico, INEGI 和 SHCP数据

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。”“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

Editorial Board

Adolfo Albo Julián Cubero Jorge Sicilia

This report has been produced by the Economic Scenarios Unit
Editor

Julián Cubero juan.cubero@bbva.bancomer.com	Cecilia Posadas c.posadas@bbva.bancomer.com	Pedro Uriz pedro.uriz2@bbva.bancomer.com
--	--	---

Iván Martínez ivan.martinez.2@bbva.bancomer.com	Arnoldo López arnoldo.lopez@bbva.bancomer.com
--	--

In collaboration with: Economic Scenarios

Rodrigo Falbo rodrigo.falbo@grupobbva.com With the contribution of	Alejandro Fernández Cerezo alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com	Jaime Martínez Martín j.martinez.martin@grupobbva.com	Jorge Rodríguez Vález Jorge.rv@grupobbva.com
--	--	--	---

<i>Cross Country Emerging Market Analysis</i>	<i>Regulation and Public Policy</i>
---	-------------------------------------

José Ramón Perea jramon.perea@grupobbva.com	Tatiana Alonso tatian.alonso@grupobbva.com
--	---

BBVA Research
Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

<i>Financial Systems and Regulatory:</i>	<i>Spain and Europe:</i>	<i>United States and Mexico:</i>	<i>Emerging Markets:</i>
Santiago Fernández de Lis sfernandezdelis@grupobbva.com	Rafael Doménech r.domenech@grupobbva.com		Alicia García-Herrero alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Pensions	Spain	United States	Cross-Country Emerging Markets Analysis
David Tuesta david.tuesta@grupobbva.com	Miguel Cardoso miguel.cardoso@grupobbva.com	Nathaniel Karp nathaniel.karp@bbvacompass.com	Asia
Financial Systems	Europe	Mexico	Stephen Schwartz stephen.schwartz@bbva.com.hk
Ana Rubio arubiog@grupobbva.com	Miguel Jiménez mjimenezg@grupobbva.com	Adolfo Albo a.albo@bbva.bancomer.com	China
Regulatory Affairs		Macro Analysis Mexico	Daxue Wang daxue.wang@grupobbva.com
María Abascal maria.abascal@grupobbva.com		Julián Cubero juan.cubero@bbva.bancomer.com	India
			Sumedh Deorukhkar deorukhkar@grupobbva.com
<i>Financial and Economic Scenarios</i>	<i>Market & Client Strategy:</i>		South America
Financial Scenarios	Antonio Pulido ant.pulido@grupobbva.com		Joaquín Vial jvial@bbvaprovida.cl
Sonsoles Castillo s.castillo@grupobbva.com	Equity and Credit		Argentina
Economic Scenarios	Ana Munera ana.munera@grupobbva.com		Gloria Sorensen gsorensen@bancofrances.com.ar
Juan Ruiz juan.ruiz@grupobbva.com	Interest Rates, Currencies and Commodities		Chile
	Luis Enrique Rodríguez luisen.rodriguez@grupobbva.com		Alejandro Puente apuente@grupobbva.cl
	Asset Management		Colombia
	Henrik Lumholdt henrik.lumholdt@grupobbva.com		Juana Téllez juana.tellez@bbva.com.co
			Peru
			Hugo Perea hperea@grupobbva.com.pe
			Venezuela
			Oswaldo López oswaldo_lopez@provincial.com

Contact details
BBVA Research

 43/F, Two International Finance Centre
 8 Finance Street
 Central, Hong Kong
 Tel. + 2582 3111
 Fax. +852-2587-9717
 research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA 研究部报告提供英语, 西班牙语和中文版以供参阅