

墨西哥合众国

本次评级结果

长期本币信用等级：AA_i-

长期外币信用等级：AA_i-

评级展望：负面

上次评级结果

长期本币信用等级：AA_i-

长期外币信用等级：AA_i-

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 10 月 21 日

分析师：王倩

邮箱：

wangqian@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大
街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级决定维持墨西哥合众国（以下简称“墨西哥”）长期本、外币主权信用等级 AA_i-，评级展望下调为负面。

涅托及革命制度党进入执政后期，结构性改革成果初现；但在宏观经济疲弱、国内安全严峻等因素作用下，左翼政党支持率上升，或将在 2018 年大选中反超，给立法进程及政策连续性带来一定影响。在政府削减开支、美国对墨不利经贸政策等内外部因素下，墨西哥经济下行压力犹在，通胀依然处于较高水平。银行业各项指标维持稳健，收紧货币政策及疲弱宏观经济或给银行业带来一定风险。政府推进财政整固计划，削减经常性支出，赤字有所改善，但比索贬值令政府债务继续攀升；经常账户持续逆差，外汇对外债覆盖能力下降，外债偿债压力加大。综上所述，联合评级认为墨西哥本、外币偿债能力仍较稳定，但偿债前景面临较大不确定性。

评级维持理由

涅托及革命制度党进入执政后期，结构性改革成果初现；但在宏观经济疲弱、国内安全严峻等因素作用下，左翼政党支持率上升，或在 2018 年大选中反超

2017 年是墨西哥总统培尼亚·涅托政府及其革命制度党（PRI）执政的最后一年，自 2012 年底上台以来，涅托与主要政党共同签署“墨西哥协定”，就多个领域改革达成共识；议会得以顺利通过提升教育质量、鼓励电信行业竞争、提高财政汲取能力、打破能源领域国家垄断等 6 项重大改革方案。涅托政府推行的结构性改革改善了墨西哥对外形象，令国内投资环境与外资流入显著改善，更多改革成果的积极效应有望在中长期得以显现。此外，面对执政党近两年发生的多起腐败与犯罪相关丑闻，墨西哥政府采取跨国抓捕出逃官员等强力手段，顺应潮流加大党内反腐力度，改善政府形象。

但另一方面，涅托政府上任以来墨西哥宏观经济表现疲弱，2.5%的平均增长远低于其 5%的目标。主要能源改革方案受到反对党的强烈抵制，推动阻力重重，各项经济改革成效的最终落实尚待时日。同时，国内安全形势严峻，2015-16 年，谋杀案件大幅上升 22%，达到近十年的峰值；与毒品相关有组织犯罪等活动也未得到有效遏制。在最新发布的《全球和平指数》(Global Peace Index)中，墨西哥在全球 162 个国家和地区中排名第 144 位。经济和社会安全等方面问题引发执政党民调支持率的下滑——2017 年 8 月最新民调显示涅托的支持率仅 22%。9 月墨西哥两次地震导致数百人丧生更是引发了民众对于建筑质量的质疑，或会拖累执政党民调进一步下滑。此外，特朗普在美墨边境“造墙计

划”、遣返墨西哥移民等做法激发了墨西哥国内民族主义思潮。继革命制度党在 2016 年墨西哥各州选举失去多个州州长后，2017 年 6 月初举行的对大选有预示效应的国内最大州墨西哥州选举中，国家复兴党仅以微小劣势败给革命制度党。左翼政党国家复兴运动党（Morena）支持率大幅上升，目前民调保持领先；国家复兴党领袖奥布拉多尔声势上涨很快，在 2018 年 7 月大选中胜算增大。若左翼国家复兴运动党上台，其与执政党在能源改革等领域的分歧或给政策连续性方面带来一定影响，此外，由于其在议会中并不占据多数，或对立法进程形成掣肘。

特朗普总统上台后，其修建边境墙、就北美自由贸易区重新谈判等做法令墨西哥与美国关系面临的不确定性增加

美国是墨西哥最主要的贸易和投资伙伴，与美国关系一直是墨西哥的外交重点之一。美国总统特朗普上台后，其在美墨边境修建边境墙、就北美自由贸易协定重新谈判、遣返墨西哥移民等做法令墨西哥与美国之间的关系趋紧。北美自由贸易协定于 2017 年 8 月重启，目前已进行三轮，联合评级估计谈判将对美墨贸易中的原产地规则、劳工条款或贸易争端解决机制等做出调整，不会严重伤及墨西哥利益。但另一方面，由于预计谈判将持续至 2018 年中期，时值墨西哥大选，国家复兴党领袖奥布拉多尔可能会挑起民众反美情绪，届时谈判也存在失败风险。中期内若墨西哥左翼政党胜选，其民族主义的强硬立场或将造成与美国更多摩擦。

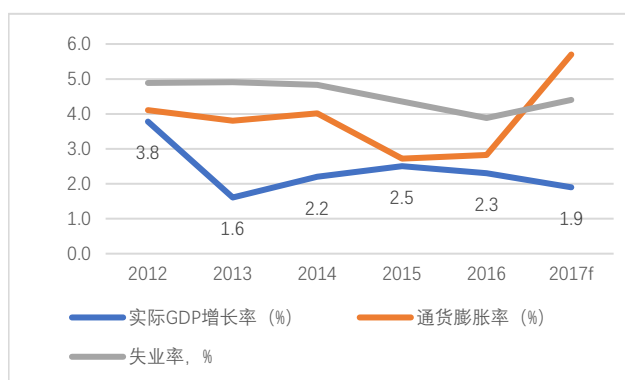
大体看，鉴于美国市场对墨西哥的重要性及国力悬殊，双方不致产生严重冲突。墨西哥未来可能会寻求贸易多样化，降低对美国市场依赖，加强与太平洋联盟及亚太各国

的贸易联系等，但短期内产生实质效果的可能性较小。

在政府削减开支、消费信心受货币政策收紧下滑、美国对墨不利经贸政策等内外部因素下，经济增长疲软，通胀升温

在 2013-15 连续三年经济稳定增长后，2016 年，墨西哥的 GDP 增长出现下降，全年增速为 2.3%，较上年小幅下滑 0.2 个百分点。2016 年，虽然墨西哥外部需求有所回暖，但其公共支出缩水、原油减产和国际油价依然低迷，出口增速较上年大幅下降 9.2 个百分点，工业增长率为 0%，陷入停滞。进入 2017 年，虽然第一季度墨西哥经济整体表现平稳，同比增长 2.5%，环比上涨 0.6%。但从全年看，墨西哥政府财政支出削减，固定资产投资预计将较上年萎缩 0.4%；在近期连续五次加息

图 1：墨西哥宏观经济情况（%）



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

之下，消费信心也遭到削弱。此外，2018 年是墨西哥大选年，若左翼政党赢得大选，其民族主义的政策主张或将对国内营商环境不利，影响外资流入。同时，特朗普提出的对北美自由贸易协定重新谈判，对墨商品加征进口税等政策也将对经济造成不利影响；因此，虽然 2017 年在美国经济复苏势头维持的外部条件下，墨西哥出口表现有望提升，但无法抵消负面因素带来的影响，预计全年经

济增长约 1.9%，继续下行趋势。

特朗普当选美国总统引发的墨西哥比索贬值，油价回升以及墨西哥政府大幅上调天然气价格等因素导致墨西哥通胀升温，预计 2017 年通胀率将达到 5.7%，远超过墨西哥政府 4% 的通胀目标。为应对通胀，墨西哥央行采取货币紧缩政策，因此，预计中期通胀率将下降至 4% 左右的水平。

长期看，墨西哥电信和能源行业将因放松规制而增加竞争力，并吸引私人投资流入；墨西哥更大范围地接入北美电网将带动电价下调，降低各行业的经营成本；银行业改革将促进金融深化、改善私营企业金融服务的可获得性。由此，当前结构化改革进程有望提升国民经济诸多核心行业的长期发展前景，强化其区位优势，增强国际竞争力。但贫富不均、基础设施落后、社会治安状况严峻、美国对墨不利政策等内、外部制约因素仍将是墨西哥经济发展的主要障碍。

银行业各项指标维持稳健，收紧货币政策及疲弱宏观经济或给银行业带来一定风险

2016 年，墨西哥金融稳定性各项指标较去年有所改善。2016 年 9 月，银行部门不良贷款率由上年的 2.9% 下降到了 2.4%。其中，消费信贷不良贷款率由 4.6% 降至 4.2%；商业不良贷款由 2.9% 下降至 2.2%。风险准备计提充足，与不良贷款率之比达到了 150.1%。同时，银行业盈利维持稳定。净资产收益率（ROE）及资产回报率（ROA）则分别约 12.4% 及 1.3%。资本充足率较高，2016 年 6 月数据显示资本充足率为 14.9%，均高于国际标准。

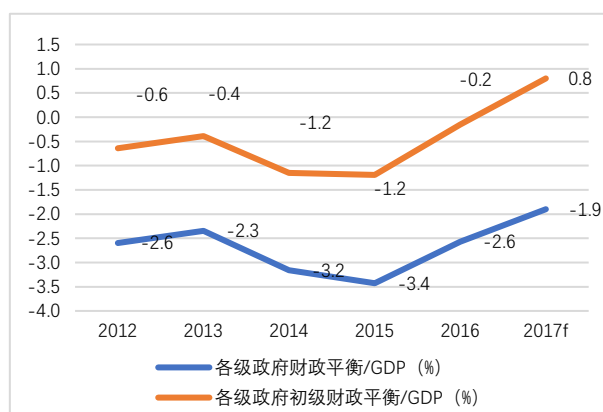
2013 年以来墨西哥实行的金融改革，对国内中小企业信贷提供了更多支持，改善了一直以来中小企业借贷难的问题，银行业竞

争力及信贷活跃度得以提升。为抗击通胀，墨西哥央行继 2016 年将政策利率提高 250 个基点之后，2017 年 2 月和 3 月又两次提升利率。在货币环境紧缩的背景下，提高利率可能会对墨西哥银行业盈利指标造成负面影响。此外，墨西哥宏观经济受特朗普贸易保护主义等影响前景疲弱，或在一定程度上对银行业稳定形成拖累，但目前看墨西哥银行业吸纳冲击的能力较好。

政府实行财政整固计划，原油价格回暖，墨西哥财政赤字收窄

墨西哥财政收入对石油的依赖性较强，2015 年油价大幅下跌曾令政府财政从原油出口获得的收入下降约三分之一，政府财政赤字上升至 30 年来的最高水平。2016 年以来，墨西哥政府着手采取财政整固措施，削减经常性财政支出，加上原油价格从 2016 年低点回升，出口收入增加；财政赤字率由 3.4% 降低至 2.6%；同时，初级财政赤字率仅 0.2%。

图 2：墨西哥财政平衡状况（%）



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

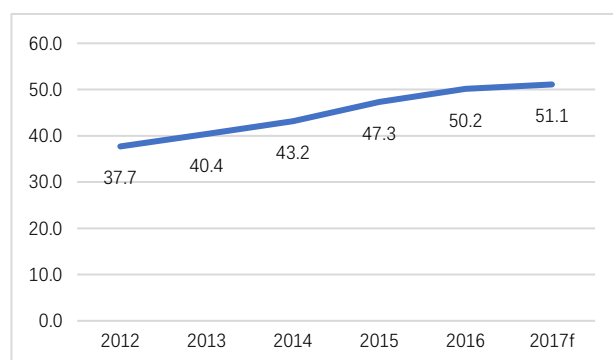
2017 财年，墨联邦政府自 2008 年以来首次提出“财政盈余”计划，继续财政整固之路——坚持调整支出和缩小赤字政策，坚守不增税项和税率承诺。提高财政支出效益和效率，优先落实投资和社会发展项目，削减

经常性支出。随着提高财政汲取能力的改革措施逐步推进，财政收入得以提高，预计 2017 年财政赤字将进一步下降至 1.9%；初级财政实现 0.8% 左右的盈余。中期内，随着 2018 年大选周期临近，政府相关支出将增加。预计下届政府依然会延续本届政府财政整固计划，中期财政赤字将达到 2.3% 左右的水平。

墨西哥比索贬值导致政府债务水平攀升较快

自涅托政府上台以来，墨西哥政府债务负担已大幅上升 13.4 个百分点，政府债务占 GDP 比重由 2012 年的 37.7% 升至 51.1%。墨西哥债务负担飙升的主要原因是比索近年持续走贬。公共债务中外债占比较高，2016 年公共债务中 52% 为外债；本币贬值推升了以美元计价的债务上涨；债务利息负担同时增加，预计 2017 年各级政府利息支付占 GDP 比重将由 2012 年的 2.0% 上升至 2.7%。此外，公共财政对债务的保障能力下降，加大了政府债务偿还压力。

图 3：墨西哥各级政府公共债务情况（%）



数据来源：联合评级主权数据库；2017 年数据为预测值

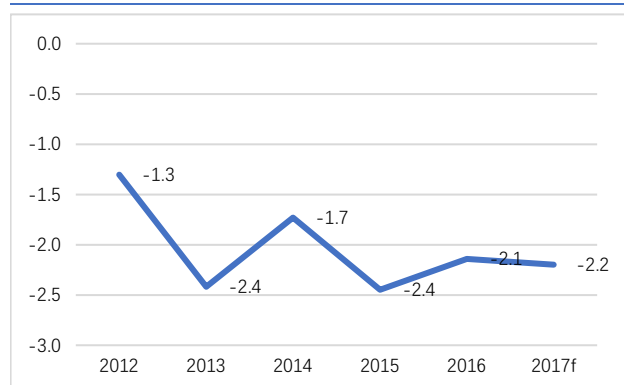
2016 年比索贬值及制造业竞争力提升改善经常账户表现；中期内美国经济周期景气度交替或将令墨西哥经常账户逆差再度扩大

2016 年，国际油价小幅反弹，墨西哥比

索贬值推动非石油产品出口，加上制造业竞争力的改善，墨西哥商品贸易逆差收窄。同时，服务与收入项目逆差也出现改善，经常项目逆差水平由上年的 2.4% 缩小至 2.1%。

2017 年以来，尽管由于投资不足等原因墨西哥国内石油产量下降，石油出口收入较 2014 年的水平下滑；但制造业部门竞争力的恢复将拉动墨西哥贸易表现继续改善，以汽车为主的制造业出口占到墨西哥出口总额的 85%，因此贸易赤字率由上年的 13.1% 有望将至 9.7%。另外，比索贬值、美国经济复苏等因素拉动了墨西哥旅游业再度繁荣，将进一

图 4：墨西哥经常项目余额/GDP (%)



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

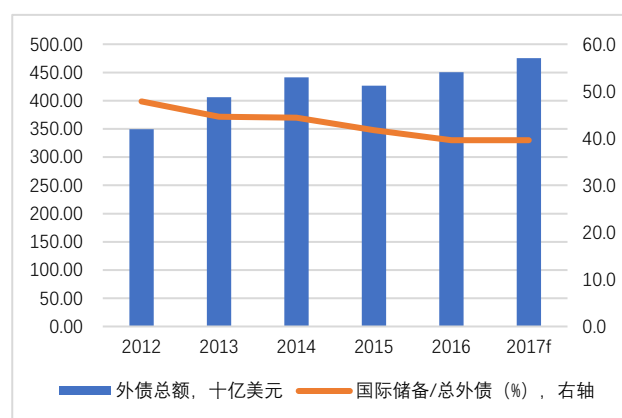
步减少服务贸易赤字；二级账户外劳汇款绝对金额增加，但相对 GDP 比重有所缩减；但同时，初级收入账户由于跨国公司投资收益汇回规模加大，逆差大幅增加并抵消其他经常账户赤字缩减规模；因此，2017 年经常账户赤字将小幅扩大至 2.2%。未来两三年内，若美国经济景气周期交替，墨西哥经常账户逆差或将继续扩大。

比索贬值，外汇缩水，外债偿债压力加大

2016 年墨西哥外债总额 4,502.1 亿美元，占 GDP 比重 43.0%，较上年大幅增长 6 个百分

点。2012 到 2016 年，由于比索汇率贬值，贸易逆差、经济增长乏力等原因，墨西哥外债占 GDP 比重已由 29.4% 的较低水平大幅增加至 43.0%。此外，墨西哥央行被迫动用外汇储备稳定汇率，加上经常项目逆差，导致其外汇储备对外债的保障能力有所下降。2016 年墨西哥国际储备对总外债的覆盖率为 39.6%，为 2004 年以来的最低水平；2016 年，短期外债占总外债比重约 16.2%，短期偿还压力可控，但公共部门外债占外债总额的比重超过了 60%，外债偿还压力较大。

图 5：墨西哥外债情况



数据来源：联合评级主权数据库，2017 年数据为预测值

展望

短期内，尽管涅托政府大力推进结构性改革，但在宏观经济疲弱、国内安全严峻等影响下，支持率被左翼政党反超，明年大选大概率下台，政策连续性及美、墨关系均面临不确定性；在政府削减开支、美国对墨不利经贸政策等内外部因素下，经济下行压力犹在；政府继续财政整固计划，财政改善，但比索贬值政府债务继续攀升；经常账户持续逆差，外汇对外债覆盖能力下降，外债偿债压力加大。因此，联合评级对未来 1-2 年墨西哥本、外币主权信用评级下调为负面。

墨西哥合众国信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f
名义 GDP（十亿美元）	1,186.4	1,261.6	1,298.0	1,152.0	1,046.5	1,099.0
人均 GDP（美元,PPP）	16,454.2	16,677.9	17,357.9	17,258.6	17,797.4	18,330.0
实际 GDP 增长率（%）	3.8	1.6	2.2	2.5	2.3	1.9
通货膨胀率（%）	4.1	3.8	4.0	2.7	2.8	5.7
国内信贷增长率（%）	4.6	9.0	6.0	12.9	18.9	11.4
M2 增长率（%）	8.4	8.8	10.9	7.2	10.6	10.2
各级政府财政平衡/GDP（%）	-2.6	-2.3	-3.2	-3.4	-2.6	-1.9
各级政府利息支付/GDP（%）	2.0	2.0	2.0	2.2	2.4	2.7
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	-0.6	-0.4	-1.2	-1.2	-0.2	0.8
各级政府总债务/GDP（%）	37.7	40.4	43.2	47.3	50.2	51.1
总外债/GDP（%）	29.4	32.2	34.0	37.0	43.0	43.3
短期债务/总外债（%）	21.7	22.8	20.6	16.4	16.2	16.5
经常项目余额/GDP（%）	-1.3	-2.4	-1.7	-2.4	-2.1	-2.2
国际储备/总外债（%）	47.8	44.6	44.4	41.7	39.6	39.6

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值