

## 墨西哥合众国 2020 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：张婷婷 ttzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：王家璐 jlwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 12 月 31 日

**评级观点：**中诚信国际将墨西哥合众国（以下简称“墨西哥”）主权信用评级由BBB<sub>g</sub><sup>+</sup>下调至BBB<sub>g</sub>，评级展望稳定。中诚信国际下调墨西哥主权信用评级，主要基于以下理由：中诚信国际认为在墨西哥经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发进一步削弱了墨西哥的经济实力，经济活动停滞以及低迷的全球石油需求将导致墨西哥经济陷入大萧条以来最严重的衰退，经济大幅萎缩以及财政实力显著恶化对其主权信用水平构成压力。同时，较大的经济体量、较为充足的财政空间以及较强的对外偿付实力能够支撑其BBB<sub>g</sub>主权信用评级。

### 概况数据

	2018	2019	2020E	2021F
实际GDP增长率(%)	2.2	-0.3	-9.0	3.3
通货膨胀率(CPI, %)	4.8	2.8	3.7	3.5
一般政府财政余额/GDP(%)	-1.8	-1.8	-4.1	-5.6
一般政府债务/GDP(%)	35.3	36.4	44.0	47.0
一般政府利息支出/政府收入(%)	10.9	11.9	14.4	14.9
经常账户余额/GDP(%)	-2.1	-0.3	1.3	0.4

### 正面

■ **墨西哥经济体量较大且结构较为多元。**墨西哥经济规模庞大且多样化程度不断提高，显示出较强的经济韧性。2019年墨西哥GDP规模达1.3万亿美元，在世界经济体中排名第16位，在拉美经济体中仅次于巴西排名第二。

■ **美国-墨西哥-加拿大协定(USMCA)的批准大幅降低了贸易政策的不确定性。**美墨加协定的签订降低了贸易变化的风险，使得墨西哥面临的外部环境有所改善，同时地缘政治风险有所降低。

■ **墨西哥对外偿付实力较强。**国际收支对墨西哥的信贷状况构成的风险较低，充足的国际储备、获得美联储掉期额度、以及国际货币基金组织灵活的信贷额度都增强了墨西哥抵御外部压力的能力。

### 关注

■ **受到疫情大规模爆发的影响，经济活动停滞以及低迷的全球石油需求将导致墨西哥经济陷入严重衰退。**墨西哥经济已进入放缓通道，疫情及油价下跌对经济的严重冲击加剧了墨西哥经济放缓的趋势。经济活动短期内难以恢复至疫情前的水平，预计2020年墨西哥经济将下滑9%，2021年有望反弹3.3%。

### 评级历史关键信息

墨西哥	
主体评级	评级时间
BBB <sub>g</sub> <sup>+</sup> /稳定	2015/08
BBB <sub>g</sub> <sup>+</sup> /稳定	2012/07

### 比较表

2019年部分国家指标							
国家	级别	名义GDP(万亿美元)	人均GDP(美元)	实际GDP增长率(%)	一般政府财政余额/GDP(%)	一般政府债务/GDP(%)	经常账户余额/GDP(%)
墨西哥	BBB <sub>g</sub>	1.26	9,862	-0.3	-1.8	36.4	-0.3
巴西	BBB <sub>g</sub> <sup>-</sup>	1.84	8,755	1.1	-6.0	75.8	-2.8
印度尼西亚	BBB <sub>g</sub> <sup>-</sup>	1.12	4,193	5	-1.9	30.6	-2.7
意大利	BBB <sub>g</sub>	2.00	33,194	0.3	-1.6	134.7	3.0

■ **在疫情冲击下，财政收入锐减以及对石油公司PEMEX的持续性补贴导致墨西哥政府财政实力显著恶化。**由于经济活动和收入恢复缓慢导致财政收入锐减，且墨西哥国家石油公司PEMEX债务成本增加，导致墨西哥政府财政平衡承压。

■ **墨西哥制度实力一般，政府治理效率较低，罢免公投使得政治不确定性有所上升。**疫情的严重冲击使得墨西哥政府治理面临前所未有的考验，由于疫情防控不利，现任总统支持率有所下降，将于2021年7月举行的立法选举和2022年的总统公投带来了政治上的不确定性。

### 评级展望

■ 中诚信国际认为，墨西哥信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。新冠疫情的爆发对投资及消费活动造成严重冲击，短期内，经济增速难以恢复至疫情前的水平，财政收入锐减以及对石油公司PEMEX的持续支持导致墨西哥政府财政平衡承压。但墨西哥充足的国际储备、获得美联储掉期额度、以及国际货币基金组织灵活的信贷额度都增强了墨西哥抵御外部压力的能力，债务风险整体可控，预计其信用水平将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**如果未来墨西哥宏观经济稳定增长且政治稳定性提升，并在长期内通过产业升级、提高政府效率等措施改善墨西哥经济增长前景，将有利于提升墨西哥的主权信用水平。

■ **可能触发评级下调因素。**若疫情持续并出现反复，导致墨西哥国内宏观经济前景、金融市场条件恶化，经济陷入衰退，且财政实力进一步恶化，政治稳定性风险抬升，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

## 主权评级观点

### 基础实力

#### 经济实力

**在经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发进一步削弱了墨西哥的经济实力，经济活动停滞以及低迷的全球石油需求将导致墨西哥经济陷入大萧条以来最严重的衰退**

墨西哥经济规模庞大且多样化程度不断提高，显示出较强的经济韧性，但经济增长呈现较高的波动性。2019年墨西哥GDP规模达1.3万亿美元，在世界经济体中排名第16位，在拉美经济体中排名第二仅次于巴西，人均GDP约为9,862美元。自2008年金融危机以来，墨西哥经济连续九年实现增长，2010-2018年的平均增长率为2.98%，消费是拉动经济增长的主要动力。墨西哥的支柱产业包括石油化工、汽车制造、电子电气等，近年来墨西哥对于石油的依赖有所下降，汽车产业和电子产业取得了明显发展，但墨西哥产业结构对美国市场形成深度依赖，其国内产业的独立性也有所减弱。2019年，外部政策的不确定性和紧缩的财政立场抑制了经济增长，在投资疲软和消费下降的影响下，墨西哥经济在疫情爆发前已出现萎缩，2019年GDP下滑了0.3%。具体来看，2019年消费对于GDP的贡献度仅为0.3%，较2018年的2%大幅下降。紧缩的财政立场抑制了私人消费，私人消费对于GDP的贡献度仅为0.4；同时鉴于石油收入下降，墨西哥政府预算支出执行不足导致政府消费疲软，公共消费下滑1.3%，对于GDP的贡献度为-0.2。由于外部政策不确定性抑制了投资信心，2019年投资下滑了5.7%，对GDP的贡献度为-1.2%，是导致2019年墨西哥经济下滑的主要因素。进出口方面，由于非石油部门进口的减少，导致净出口对GDP的贡献度由负转正，2019年为0.8%。

2020年，在经济进入下行周期的背景下，疫情爆发严重冲击生产及消费活动，原油和其他大宗商

品的需求疲弱，将导致墨西哥经济陷入严重衰退。美墨加协议(USMCA)的施行减少了贸易不确定性，但美国及拉美国家经济萎缩导致墨西哥经济的外部环境恶化，侵蚀了出口需求。为应对疫情冲击，墨西哥央行(Banco de México)已经进入了降息周期，并宣布了占GDP约3.3%的流动性支持措施，但鉴于墨西哥银行业融资受限，这一举措在拉动国内需求方面的效果尚未可知，预计墨西哥央行在2021年将保持货币政策利率在4%。总体来看，墨西哥经济在疫情之前已陷入停滞，疫情及油价下跌对经济的严重冲击加剧了墨西哥经济放缓的趋势。短期内，墨西哥消费及投资疲软态势仍将延续，预计2020年墨西哥经济将下滑9%，2021年有望反弹3.3%。

### 财政实力

**墨西哥财政基础较好，但在疫情冲击下，财政收入锐减、对石油公司PEMEX的持续支持以及利息负担上涨推升了政府财政赤字及债务负担，导致墨西哥政府财政实力显著恶化**

近年来，墨西哥政府财政持续呈现赤字，主要受到狭窄的税基以及对墨西哥国家石油公司的经常性补贴所影响，2018年和2019年政府财政赤字均为1.8%。同时，墨西哥政府债务负担较低，2019年债务占GDP比值为36.4%，为政府财政提供了较大空间。墨西哥的财政调控政策一直相对保守，疫情冲击下也并未施行大规模的刺激政策。温和的财政刺激措施未导致政府财政状况的显著恶化，但由于经济活动和收入恢复缓慢、墨西哥国家石油公司(PEMEX)信用评级被下调以及债务成本增加，墨西哥公共财政压力显著提高。PEMEX是代表国家对石油、天然气和基础石油化工企业进行管理的控股公司，对墨西哥所有石油工业活动实行中央指导，在墨西哥具有重要的战略地位。PEMEX公司财务和运营状况的持续恶化将削弱墨西哥的财政实力，预计2020-2022年墨西哥政府每年对于PEMEX石油公司的补贴将达到GDP的2%，以支持其流动性需求及履

行即将到来的债务。此外，近年来由于紧缩的财政立场导致利息负担有所抬升，2020年，随着债务负担上涨和政府收入的下降，利息支出占政府财政收入的比值为14.4%，较2019年上升2.5个百分点。总体来看，财政收入锐减、对石油公司PEMEX的持续支持以及利息负担加重导致墨西哥政府财政平衡进一步承压，预计2020年财政赤字将扩大至4.1%，债务负担将增加约10个百分点，2021年将持续位于高位。

## 对外偿付实力

### 墨西哥经常账户持续呈现逆差，但充足的外汇储备、获得美联储掉期额度和IMF灵活的信贷额度为其对外偿付实力提供支撑

国际收支对墨西哥的信贷状况构成的风险较低，经常账户赤字通常由外国直接投资（FDI）流入来弥补。2014-18年间，墨西哥经常账户赤字平均占国内生产总值的2%，净外国直接投资占同期国内生产总值的2.3%。2019年，由于墨西哥经济放缓，国内需求疲软导致进口下降，经常账户逆差占GDP的比重为0.3%，较2018年的2.1%大幅收窄。2020年，鉴于隔离措施导致国内需求严重萎缩，在有限的财政刺激政策下，国内需求将持续疲软且投资信心低迷，预计2020年经常账户将实现盈余。墨西哥外债规模不大，2019年外债占GDP的比值为36.9，且短期外债占比低于15%。墨西哥官方外汇储备充足，2020年5月达到1870亿美元左右，相当于2019年GDP的15%，外汇储备对短期外债的覆盖倍数约为3.8，远超过同级别国家及其他拉美国家。此外，墨西哥在国际货币基金组织的灵活信贷额度（FCL）下可获得近610亿美元的资金，为墨西哥对外偿付提供了缓冲。总体来看，虽然疫情冲击下金融市场波动导致外部流动性短期承压，但灵活的汇率有助于吸收冲击，而充足的国际储备、获得美联储掉期额度、以及国际货币基金组织灵活的信贷额度都增强了墨西哥抵御外部冲击的能力。

## 制度实力

### 墨西哥制度实力一般，疫情的严重冲击使得墨西哥政府治理面临严峻考验，罢免公投使得政治不确定性有所上升

墨西哥的政治体制为总统制共和制，联邦议会分为参众两院，两院议员不可连选连任，但可以隔届竞选。墨西哥的政府效率较低，在全球治理指标得分中，墨西哥政府在法治和腐败控制方面的分数较低。2006年，墨西哥政府连续出台了《财政法》（FRL），旨在加强政府的财政管理效率，并为公共部门设定了一个平衡的预算目标，但近年来，各部门预算大幅削减和一些自治监管机构的治理改革导致政策立场难以长期维持，影响其有效应对冲击的能力以及监管框架的可预测性。此外，由于疫情防控不利，总统安德烈斯曼努埃尔·洛佩斯·奥布拉多面临各方压力。鉴于2021年7月即将举行立法选举和2022年的总统公投，墨西哥国内政治风险有所增加。此外，国会于2019年11月批准在2022年2月举行罢免公投，可能在中途终止总统任期。虽然2022年总统被免职的风险很低，但考虑到总统的支持率略有下降，总统任期内的罢免公投带来了政治上的不确定性。

## 事件风险

### 墨西哥事件风险较低，地缘政治风险有所缓和，银行业风险相对可控

2018年美国强势重塑国际关系格局，重新制定北美贸易协定，围绕“美国优先”的基本思路，美墨加协定（USMCA）进一步提高了原产地规则、知识产权、数字贸易、劳工、环境等方面的标准，令墨西哥制造业的转型升级之路更为坎坷，并导致墨西哥面临的地缘政治风险有所抬升。美墨加协定的批准大幅降低了贸易政策变化的风险。然而，两国就劳工标准、能源和贸易政策以及移民等问题仍存在分歧。金融风险方面，墨西哥银行业规模较小，总资产约相当于GDP的40%，主要由存款提供资金，且银行体系运营情况良好。尽管2020年墨西哥经济会出现大幅收缩，但预计墨西哥银行将保持相对稳健的财务状况。截至2020年3月，不良贷款仅

占总贷款的 2.3%，较 2016-18 年的占比有所上升，但远低于 2014 年的 3.4%。受疫情影响，2020 年墨西哥银行业的不良贷款率将有所上升，但由于充足的贷款损失准备金以及多元化的投资组合，风险相对可控。总体来看，墨西哥银行业风险处于较低水平。

## 评级展望

中诚信国际认为，墨西哥信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。在墨西哥经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发对投资及消费活动造成严重冲击，短期内，经济增速难以恢复至疫情前的水平，财政收入锐减以及对石油公司 PEMEX 的持续支持导致墨西哥政府财政平衡进一步承压导致墨西哥经济出现大萧条以来最严重的收缩，经济、财政及政治风险均有所抬升。但墨西哥经济体量较大，充足的国际储备、获得美联储掉期额度、以及国际货币基金组织灵活的信贷额度都增强了墨西哥抵御外部压力的能力，债务风险整体可控，预计其信用水平将保持稳定。

## 评级上调因素

如果未来墨西哥宏观经济稳定增长且政治稳定性提升，并在长期内通过产业升级、提高政府效率等措施改善墨西哥经济增长前景，将有利于提升墨西哥的主权信用水平。

## 评级下调因素

若疫情持续并出现反复，导致墨西哥国内宏观

经济前景、金融市场条件恶化，经济陷入衰退，且财政实力进一步恶化，政治稳定性风险抬升，中诚信国际将考虑下调其主权信用评级。

## 近期关注

疫情冲击下，墨西哥第二季度国内生产总值环比下跌 17.3%，同比下跌 18.9%，这是墨西哥自上世纪 90 年代公布相关统计数据以来最严重的经济萎缩。尽管当前墨西哥国内市场仍较脆弱，但出口显示出积极迹象，三季度墨西哥经济呈现复苏态势，与第二季度相比，2020 年第三季度 GDP 环比反弹 12%，但由于生产、消费、出口等受疫情影响较大，三季度墨西哥经济仍远低于疫情前水平，同比收缩约 9%。

疫情方面，墨西哥疫情防控不利导致新增确诊人数居高不下，墨西哥卫生部 12 月 18 日公布的数据显示，该国累计确诊病例超过 130 万人；累计死亡病例超过 11.7 万人。当天，首都墨西哥城、墨西哥州宣布启动疫情最高级别的红色警报。墨西哥城自本月 19 日至明年 1 月 10 日将暂停非必要活动，仅允许包括交通、食品销售、金融服务等必要活动。12 月初，墨西哥公布全国新冠疫苗接种计划，首批接种计划于本月 22 日启动，在首都墨西哥城和北部科阿韦拉州开展，预计于 2022 年 3 月实现接种全国覆盖。墨西哥卫生部本月初表示，该国处于第二波疫情蔓延高峰，预计将持续至明年 3 月。

## 附一：墨西哥主要数据

	2017	2018	2019	2020E
人口(百万)	124.8	126.2	127.6	128.9
人均 GDP(美元)	9,288	9,687	9,862	8,620
名义 GDP(十亿美元)	1,159	1,222	1,258	1,111
人均 GDP(PPP, 美元)	19,816	20,506	20,583	-
实际 GDP 增长率(%)	2.1	2.2	-0.3	-8.8
通货膨胀(%)	6.8	4.8	2.8	3.7
一般政府财政余额/GDP(%)	-0.8	-1.8	-1.8	-4.1
一般政府债务/财政收入(%)	183.8	194.5	199	237.1
政府利息支出/财政收入(%)	9.8	10.9	11.9	14.4
一般政府债务/GDP(%)	35.2	35.3	36.4	44
经常账户余额/GDP(%)	-1.8	-2.1	-0.3	1.3
外汇储备(十亿美元)	164.9	165.2	170.6	175.6
总外债/GDP(%)	37.7	36.5	36.9	46.5
短期外债/总外债(%)	12.8	14.4	14.3	13.5
外汇储备/总外债(%)	37.8	37.0	36.8	34.0

## 附二：信用等级符号及定义

主权等级符号	含义
AAA <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA<sub>g</sub> 级，CCC<sub>g</sub> 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。