

墨西哥合众国 2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A_r-

长期外币信用等级: A_r-

评级展望: 负面

本次评级时间: 2024 年 12 月 30 日

上次评级结果:

长期本币信用等级: A_r-

长期外币信用等级: A_r-

评级展望: 负面

上次评级时间: 2021 年 11 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 程泽宇 张敏

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BBB _r +		本币评级结果	A _r -
外币指示评级	BBB _r +		外币评级结果	A _r -
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	D	国家治理		E
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	d	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	f
			政府债务负担	f
			政府偿债能力	g
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	c
			外债压力	c
			外债偿付能力	d
调整因素和理由				调整子级
充裕的外部支持增强了墨西哥外部缓冲能力				上调本、外币 1 个子级

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作 (可能无) 和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对墨西哥合众国（以下简称“墨西哥”）的主权信用进行了跟踪评级，决定维持其主权长期本、外币信用等级为 **A₊**，评级展望为负面。

2023 年，受益于美墨加贸易协定、美国制造业回流以及居民财富效应改善，墨西哥经济保持稳定增长，通胀压力在央行审慎的货币政策下得到缓解，劳动力市场保持强劲。墨西哥产业结构相对合理，但对外依赖程度较高，银行业资产质量较高，抵御金融风险冲击的能力较强。因政府加大基建投资并持续对国内能源垄断国企进行财政补贴，加剧其政府财政收支结构失衡和政府债务压力，财政收入对政府债务的保障能力较弱。得益于美国的近岸外包政策，墨西哥对外贸易迅速增长并吸引更多外商直接投资（FDI）流入，国际收支结构趋于平衡。墨西哥政府对外债规模的控制尤为严格，外债水平维持低位，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力有所增强，墨西哥与国际多边机构以及美国都保持良好的外部融资合作关系，充足的外部支持有助于进一步提升墨西哥的外债偿付能力。

2024 年以来，墨西哥举行总统换届大选，左翼执政联盟候选人辛鲍姆以高票赢得总统选举，辛鲍姆政府旨在打造诚实、清廉、尊重市场的政府，并继续遵循保障民生的原则，预计会对墨西哥政局产生一定积极作用。凭借美国近岸外包的战略趋势，墨西哥吸引 FDI 和对外贸易的优势继续彰显，但考虑到墨西哥央行长期高利率政策的滞后效应，辛鲍姆政府上台后主张缩减政府开支，以及特朗普政府重新上台或对美墨加贸易协定和美国制造业回流产生较大不确定性，预计 2024 年和 2025 年墨西哥经济或回落至 1.5% 左右。新任政府承诺继续支持前任洛佩斯政府任期内的玛雅铁路、天使机场等基础设施项目建设，预计 2024 年政府财政赤字率依旧处于 4.5% 左右的较高水平，政府债务水平或将继续稳定在 55% 左右。

评级关键驱动因素

主要关注：

1. 政府加大基建投资并持续对国内能源垄断国企进行财政补贴，加剧政府财政收支结构失衡和政府债务压力，财政收入对政府债务的保障能力较弱

前任总统洛佩斯执政期间，主张增强政府对于基础设施建设以及油气产业的投资，因此财政支出规模逐年上涨，2023 年财政支出规模同比增长 8.2% 至 9.1 万亿比索。另一方面，洛佩斯政府注重对国内能源垄断国企的财政补贴。墨西哥石油公司（PEMEX）作为墨西哥最大的国有石油公司，一直以来都是政府扶持的重点对象，但因其财务状况不佳以及安全问题广受诟病，是世界上负债最为严重的石油公司。2023 年墨西哥财政部向 PEMEX 注资约 41.6 亿美元，以偿还其 2023 年到期的 1,070 亿美元巨额债务，此外 PEMEX 在政府 2024 年财政草案中获得数十亿美元用于偿还其 2024 年的到期债务。墨西哥国家电力公司（CFE）在墨西哥电力工业中占据主导地位，2023

年墨西哥联邦委员会获得约 257.7 亿美元的预算拨款，以期投资建设和改造电网并增强 CFE 的垄断地位。受此影响，2023 年墨西哥政府财政赤字规模进一步攀升至 1.4 万亿比索的历史新高，相当于 GDP 的比重为 4.3%，显著高于 A₁-级国家平均水平，政府财政收支结构进一步失衡。

为满足规模激增的公共开支墨西哥政府大肆举债，2023 年政府债务相当于 GDP 的比值为 53.1%，略高于 A₁-级国家的平均水平，财政收入对于政府债务的保障程度为 45.9%，债务偿付能力较弱。再加上墨西哥央行采取审慎的货币政策，2023 年央行基准利率在较长时间维持在 11.25% 的较高水平，导致政府利息支出攀升至 1.8 万亿比索，相当于 GDP 的比值上涨至 5.8%，进一步加剧了政府的债务偿付压力。值得注意的是，政府连年为 PEMEX、CFE 提供大额援助不仅拖累财政表现，也挤占了其他产业获取财政支持的空间，在财政收支结构失衡、政府债务高企的情况下，政府持续为能源垄断企业提供巨额资金支持将加重墨西哥财政负担并加剧政府的或有负债风险。

2024 年 10 月新任政府履职后，大概率会继续支持前任洛佩斯政府任期内的玛雅铁路、天使机场等基础设施项目建设，预计 2024 年政府财政赤字率依旧处于 4.5% 左右，政府债务水平或继续稳定在 55%。但考虑到新任政府主张缩减政府开支，在墨西哥最新公布的《2025 年经济政策预备标准》提出 2025 年削减财政支出 0.8 万亿比索，预计 2025 年墨西哥的财政赤字率有望降至 3.5% 左右，政府债务水平或继续控制在 55% 左右。

2. 政府治理能力继续恶化，2024 年总统选举期间频繁的政治血腥事件严重影响了墨西哥的政治稳定性

根据世界银行发布的全球治理指数，2023 年墨西哥全球治理指数各项指标排名均值为 32.7，显著低于 A₁-级和 BBB₊级国家平均水平，尤其是在“腐败控制”“政治稳定性”和“法规”等方面表现较差。墨西哥在逐步民主化转型过程中，革命制度党曾连续执掌墨西哥政权长达 71 年，虽然有助于政局稳定，但在一定程度上导致了政府效率下降及贪腐问题。此外，墨西哥政坛长期充斥着暴力、垄断与贪腐，在 2020 年中期选举中累计发生余约 800 起针对政界人士、特别是参选人的暴力袭击事件，2024 年总统大选中有 132 名候选人遭到杀害，频繁的政治血腥事件严重影响了墨西哥的政治稳定性。

2024 年 6 月墨西哥举行总统换届大选，左翼执政联盟候选人辛鲍姆以超过 58% 的高票赢得总统选举，成为墨西哥首位女总统。辛鲍姆继承其政治导师、墨西哥前任总统洛佩斯的传统，预计其政治和经济政策将继续延续上任政府的战略。辛鲍姆有望继续推进“第四次变革”，该计划由前任洛佩斯政府提出，旨在打造诚实、清廉、尊重市场的政府，并继续遵循保障民生的原则，预计会对墨西哥政局产生一定积极作用。

3. 贫富分化严重导致社会治安进一步恶化，不利于墨西哥经济的健康和可持续发展

墨西哥在推进政治体制民主化进程、能源垄断行业改革、快速城镇化建设的多重作用下，虽然人均 GDP 已经达到中等收入国家标准，但其发展的普惠性、包容性和公平性不足，产生了严重的贫富差距问题。根据世界银行数据统计，2022 年墨西哥的贫困率录得 36.3%，约 4,630 万人处

于贫困之中，其中极端贫困人口约为 1,150 万人，贫困差距问题对墨西哥的经济发展产生掣肘。此外，贫富分化矛盾加剧进一步暴露出墨西哥积年累月的社会稳定性问题，由于毒品、走私等灰色产业链长期盛行、贫困群体基数较大，墨西哥社会治安已久为诟病。贫困人口规模庞大滋生出大量抢劫、人身伤害等暴力事件，社会治安状况明显恶化并严重威胁其经济环境稳定，不利于墨西哥经济的健康和可持续发展。

主要优势：

1. 得益于美国的近岸外包政策，墨西哥对外贸易迅速增长并吸引更多 FDI 流入，国际收支结构趋于平衡

墨西哥国际收支表现在新冠疫情后持续修复，尤其是拜登政府 2021 年签署“美国供应链行政令”，使墨西哥成为美国近岸外包政策中承接制造业转移回流的关键一环，带动墨西哥对外贸易迅速增长并吸引更多的 FDI 流入。得益于汽车、工程类商品出口贸易迅速增长的带动，2023 年墨西哥出口规模接近 6,500 亿美元，超越俄罗斯、加拿大等国成为全球第九大产品出口国，同时还是全球第七大食品出口国、全球第三大汽车出口国和全球第一白银出口国。再者，美国就业市场强劲带动墨西哥侨汇收入创历史新高，在多重作用叠加下，2023 年墨西哥经常账户收入同比增长 3.8%至 7,357.9 亿美元，对外贸易赤字和经常账户赤字纷纷收窄，国际收支结构趋于平衡。另一方面，在中美存在一定贸易摩擦的背景下，墨西哥成为美国对华“脱钩”的主要受益者，2023 年墨西哥吸引 FDI 高达 360.6 亿美元，同比增长 2.2%，创历史新高。其中，50%的投资集中在制造业，包括交通运输设备制造业、金属工业、电子产品制造业、化学工业等。因此，墨西哥常年处于净债务国地位，吸纳大量国际投资来促进本国产业升级和经济发展。

2. 外债水平维持低位，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力有所增强，充足的外部支持有助于进一步提升墨西哥的外债偿付能力

自上世纪八十年代经历拉美债务危机后，墨西哥政府对于外债规模的控制尤为严格。虽然疫情期间因经济深度萎缩使得外债规模相当于 GDP 的比重小幅上涨，但在疫情后墨西哥的外债规模显著减少。截至 2023 年末，墨西哥的外债规模录得 5,940 亿美元，相当于 GDP 的比重下降 6.6 个百分点至 33.2%，显著低于 A₊级和 BBB₊级国家平均水平。墨西哥外债期限以长期债务为主（89.9%），短期偿付压力很小；外债结构以政府外债为主（36.9%），其次为其他部门外债（33.9%）和企业外债（21.2%），结构较为稳定。截至 2023 年末，经常账户收入对外债总额的覆盖程度较上年末增长 2.2 个百分点至 123.9%，经常账户收入对外债的偿付能力很强。与此同时，受益于美国的近岸外包战略以及墨西哥比索的升值，2023 年墨西哥外汇储备规模同比增长 6.6%至 2,143.2 亿美元，对外债总额的保障程度较上年增长 1.6 个百分点至 36.1%，外汇储备对外债的保障能力进一步增强。此外，墨西哥与国际多边机构以及美国都保持良好的外部融资合作关系，2023 年国际货币基金组织（IMF）与墨西哥政府达成了 350 亿美元的信贷额度协议，美国与墨西哥之间也有

货币互换协议，有助于进一步提升墨西哥的外债偿付能力。

3. 受益于美墨加贸易协定、美国制造业回流以及居民财富效应改善，墨西哥经济保持稳定增长，通胀压力在央行审慎的货币政策下得到缓解，劳动力市场保持强劲

墨西哥作为拉美地区的“领头羊”，2023 年经济规模上涨至 1.8 万亿美元，位居全球第 13 位，庞大的经济体量为抵御外部风险提供有力支撑。2023 年，墨西哥的实际 GDP 增速达到 3.2%，虽然较上年小幅回落 0.5 个百分点，但仍快于拉美与加勒比地区的平均经济增速（2.2%）。墨西哥经济保持稳定增长，一是受益于美墨加贸易协定和美国制造业回流的双重加持，FDI 流入带动墨西哥制造业进行产业升级，激活投资对经济的拉动作用；同时，墨西哥作为美国的第一大贸易伙伴，2023 年出口规模创历史新高，贸易对经济的拉动作用有所复苏。二是受劳动力市场和工资政策改革影响，墨西哥的劳动生产率显著增长且贫困率有所降低，居民的财富效应得到改善，有助于扩大内需并提振消费对经济的拉动作用。

为了缓解因新冠疫情期间货币宽松和此后大宗商品价格上涨而引发的成本推动型通货膨胀，墨西哥央行近年来持续收紧货币政策，自 2021 年 6 月以来连续 15 次加息将基准利率由 4% 上调至 11.25%，对通胀起到抑制作用，2023 年墨西哥 CPI 增幅回落 2.4 个百分点至 5.5%，略低于 A_i-级国家平均水平。另一方面，近岸外包业务增长促使大量跨国企业在墨西哥投资建厂，企业的用工需求不断增强，2023 年墨西哥失业率进一步降低至 2.8% 的历史低位，劳动力市场保持强劲。

2024 年以来，凭借美国近岸外包的战略趋势，墨西哥吸引 FDI 和对外贸易的优势继续彰显。一季度，流入墨西哥的 FDI 规模同比增长 9.1% 至 203.1 亿美元，规模创历史新高；4 月墨西哥对美出口反弹带动出口总额表现转好，同比增速达 11.4%，显著高于一季度 1.7% 的平均水平。另一方面，虽然墨西哥央行自 2024 年开始逐步转向货币政策宽松，但考虑到长期高利率政策的滞后效应逐步显现，或对经济产生一定抑制作用。再加上辛鲍姆政府上台后主张缩减政府开支，或在一定程度上限制投资对经济的拉动作用，以及特朗普政府重新上台或对美墨加贸易协定和美国制造业回流产生较大不确定性，预计 2024 年和 2025 年墨西哥经济或回落至 1.5% 左右。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 美墨加贸易协定或美国近岸外包政策发生变化，对墨西哥的贸易和投资造成较大影响，拖累其长期经济发展；
2. 政府对 PEMEX 和 CFE 财政补贴大幅增长，财政收支严重失衡，政府或有负债压力激增。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 新任政府进行政治及经济改革，营商环境得到显著改善，经济出现大幅反弹；
2. 政府改革能源垄断行业，优化 PEMEX 和 CFE 的经营表现，显著缓解其或有负债风险。

附件 1:

表 1 墨西哥 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
GDP（万亿比索）	25.1	24.1	26.6	29.5	31.8
GDP（亿美元）	13,052.0	11,208.3	13,130.7	14,633.2	17,888.2
实际 GDP 增速（%）	-0.4	-8.4	6.0	3.7	3.2
CPI 增幅（%）	3.6	3.4	5.7	7.9	5.5
失业率（%）	3.5	4.4	4.1	3.3	2.8
结构特征					
人均 GDP（美元）	10,259.7	8,742.2	10,180.2	11,259.8	13,641.0
最终消费支出占 GDP 的比值（%）	78.3	78.2	80.3	80.2	77.0
资本形成总额占 GDP 的比值（%）	22.1	20.2	21.6	22.7	24.8
净出口占 GDP 的比值（%）	-0.4	1.6	-1.9	-2.9	-1.7
第一产业占 GDP 的比值（%）	3.3	3.7	3.8	3.9	4.0
第二产业占 GDP 的比值（%）	31.8	31.0	32.1	33.3	31.8
第三产业占 GDP 的比值（%）	59.2	59.2	58.2	58.0	58.3
产品税净额占 GDP 的比值（%）	5.7	6.1	5.9	4.8	6.0
银行业资本充足率（%）	16.0	17.7	19.5	19.0	18.8
银行业不良贷款率（%）	2.2	2.6	2.0	2.1	2.1
银行业 ROA（%）	2.3	1.2	2.1	2.6	2.8
银行业 ROE（%）	15.5	9.0	14.6	17.6	18.5
财政与金融					
财政收入（万亿比索）	5.8	5.7	6.1	7.2	7.7
财政收入/GDP（%）	23.0	23.5	23.0	24.3	24.4
财政支出（万亿比索）	6.3	6.7	7.1	8.4	9.1
财政支出/GDP（%）	25.2	27.8	26.8	28.6	28.7
财政盈余（万亿比索）	-0.6	-1.0	-1.0	-1.3	-1.4
财政盈余/GDP（%）	-2.3	-4.3	-3.8	-4.3	-4.3
政府债务（万亿比索）	13.0	14.1	15.1	16.0	16.9
政府债务/GDP（%）	51.9	58.5	56.9	54.2	53.1
财政收入/政府债务（%）	44.3	40.2	40.4	44.9	45.9
利息支出/GDP（%）	3.6	3.8	3.7	5.0	5.8
外部融资					
出口额（亿美元）	5,051.0	4,458.6	5,377.1	6,303.5	6,498.4
进口额（亿美元）	5,093.7	4,241.5	5,608.4	6,729.1	6,746.8
外贸顺差（亿美元）	-42.7	217.1	-231.3	-425.7	-248.3
经常账户收入（亿美元）	5,581.1	4,979.5	6,010.0	7,086.5	7,357.9
经常账户余额（亿美元）	-38.7	269.1	-44.9	-176.0	-54.3
经常账户余额/GDP（%）	-0.3	2.4	-0.3	-1.2	-0.3
国际投资净头寸（亿美元）	-6,304.0	-5,518.8	-5,544.9	-6,149.0	-7,293.0
国际投资净头寸/GDP（%）	-48.3	-49.2	-42.2	-42.0	-40.8

外债总额（亿美元）	6,216.1	6,285.1	6,020.8	5,826.4	5,940.0
外债总额/GDP（%）	47.6	56.1	45.9	39.8	33.2
政府外债（亿美元）	2,199.8	2,197.7	1,964.4	1,981.0	2,189.1
政府外债在外债总额中的占比（%）	35.4	35.0	32.6	34.0	36.9
经常账户收入/外债总额（%）	89.8	79.2	99.8	121.6	123.9
外汇储备（亿美元）	1,830.6	1,990.7	2,078.0	2,011.2	2,143.2
外汇储备/外债总额（%）	29.4	31.7	34.5	34.5	36.1

数据来源：世界银行、IMF，联合资信整理

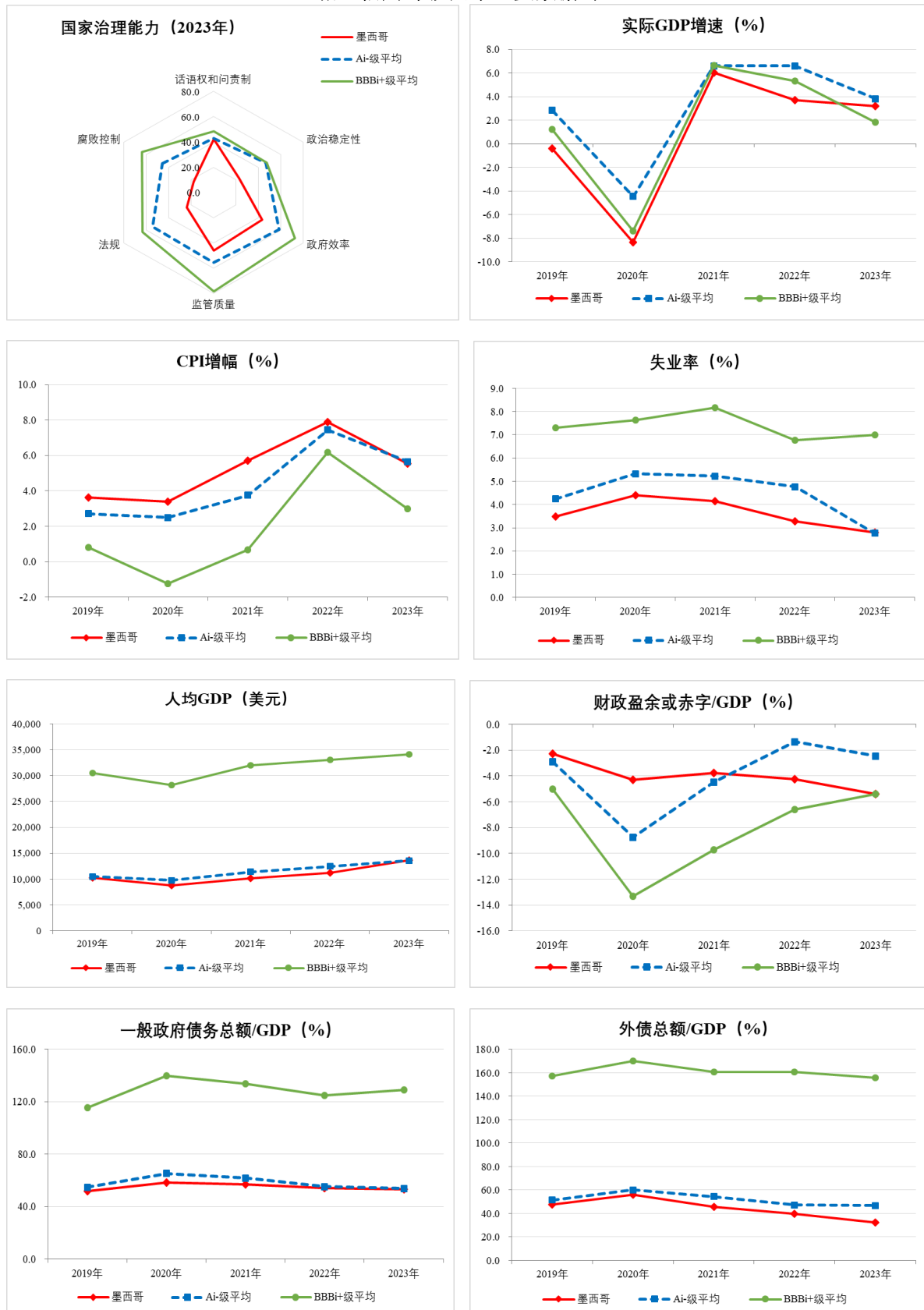
表 2 墨西哥 2024—2025 年核心数据表现及预测

项目	2024 年一季度	2024 年二季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速（%）	1.5	2.1	1.5	1.5
CPI 增幅（%）	4.6	4.8	4.5	4.0
失业率（%）	2.5	2.7	3.0	3.0
人均 GDP（美元）	13,760	13,650	14,000	13,500
财政盈余/GDP（%）	-	-	-4.5	-3.5
政府债务总额/GDP（%）	-	-	55.0	55.0
经常账户余额/GDP（%）	-	-	-0.5	-1.0
外债总额/GDP（%）	33.7	33.4	34.0	35.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、墨西哥国家统计局，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: IMF、世界银行, 联合资信整理

附件 3:

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用 “+” “-” 符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。