

2008 年 6 月 16 日星期一

分析师：徐佳蓉

电 话：010-88656236

E-mail：xujiarong@cindasc.com

越南金融危机尚在可控范围内

摘要

- 越南爆发金融危机。汇市、股市与地产市同时大幅跳水。之后，由于央行的紧缩政策而缓和，但经济调整需要时间。
- 危机导火索为近日当局放开汇率波动区间，而直接源头则是通胀高企，投机资金外流，引发危机。危机的宏观经济背景为财政与贸易的双赤字、外债规模与外储规模的不对称，微观根源则在于，外向型的发展模式对于国际市场的过度依赖，在依靠投资拉动GDP增长的过程中消耗了大量的外汇储备与财政补贴。双赤字引发通胀。
- 由于近日越南央行连续的紧缩政策，以及外援的存在，短期内危机由单一国家向外扩散的概率较小。
- 危机的后果，一是将加快东亚储备计划的落实，二是美国近期加息的概率在下降，三是亚洲其他国家的压力在增大。
- 危机对中国的影响，从与越南的经贸关系看，越南发生通胀与金融危机对中国影响不大。但亚洲国家整体通胀压力上升，中国输入型通胀的特征益发明显。同时需要注意的是国际游资的动向。

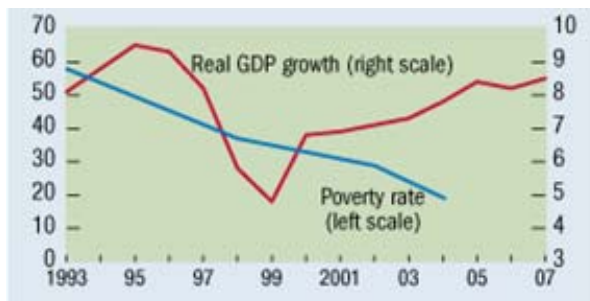
越南爆发金融危机

越南爆发金融危机。6月4日，胡志明股指跌至390点，比2007年最高点1170点下挫了67%。外汇同比下跌27%，与此同时，胡志明市某些地区的房价已经较去年跌了约50%。之后，央行连续出台紧缩政策，包括上调基准利率200个基点，同时，汇率下调2%。市场有企稳迹象。2007年6月12日股指开始企稳回升。

越南的投资、双赤字与通胀

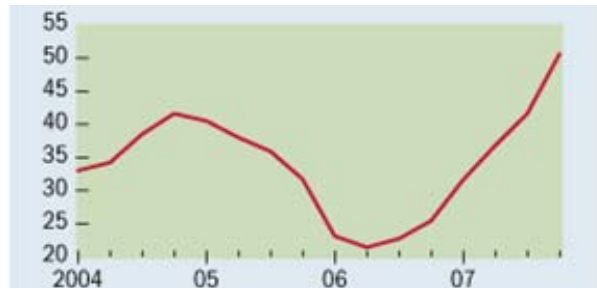
为亚洲经济发展最快的国家之一，越南GDP在亚洲金融危机之后，一直保持稳步持续上行的态势。此次爆发危机，虽为突然，但亦有踪迹可循。危机导火索为近日当局放开汇率波动区间，而直接源头则是通胀高企，投机资金外流。危机的宏观经济背景为财政与贸易的双赤字、外债规模与外储规模的不对称，微观根源则在于，外向型的发展模式对于国际市场的过度依赖，在依靠投资拉动GDP增长的过程中即增加了信贷、又消耗了大量的外汇储备与财政补贴。双赤字引发通胀。此外，国际因素也很突出，在进口价格高企加大通胀的压力。

图1：人均GDP实际增速（%）



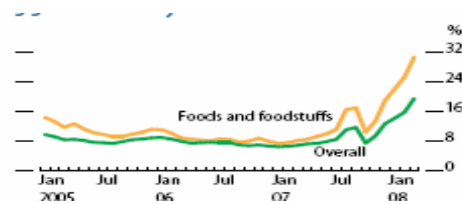
资料来源：信达证券

图 2：国内信贷水平从 2006 年开始迅速提高



资料来源：信达证券

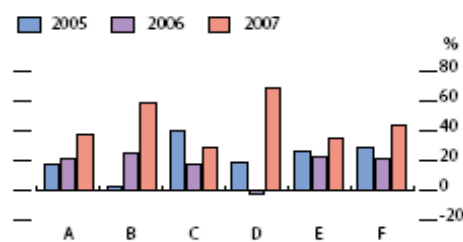
图 3：月度通胀



资料来源：信达证券

投资过高，2002-2006 年投资占 GDP 比例依次为 33.2%、35.4%、35.5%、35.6%和 35.7%。一方面，高投资导致其进口增长过快，从 2002 年以来经常项目收支便一直是逆差，且逆差额从 2002 年的 5.98 亿美元上升到 2007 年的 67.22 亿美元，占 GDP 比重从 1.7%上升到 9.6%。另一方面，由于包括能源、建材和化肥价格的主要进口品价格上涨，越南 1-5 月贸易累计赤字达到 144 亿美元，占 GDP 的比重接近 1/7。据世界银行测算，越南今年的外债规模将达到 240 亿美元，占 GDP 的 30.2%。月度通胀 5 月达到 25%。

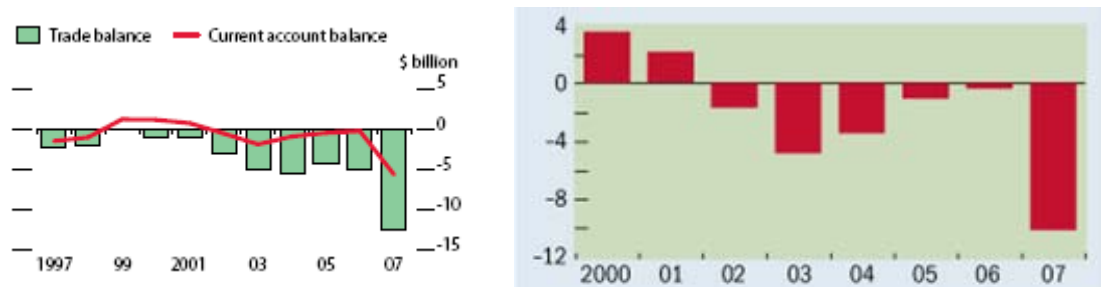
图 4：进口产品的结构



A:全部进口, B: 机械与零部件, C:石油, D: 钢铁, E: 服装, F: 电子产品

资料来源：信达证券

图 5：全部国际收支账户规模与经常性账户赤字的规模及占 GDP 的比重



资料来源：信达证券

作为越南最大的出口市场，美国与欧洲的经济下行给越南经济带来双重挑战，一方面，降低了越南的经济增长目标，另一方面，扩大了出口赤字，增加了出口的波动性。

此次危机虽引起区域性的恐慌，但是，此次危机尚在可控制的范围之内，不可等同于亚洲金融危机时的状况。

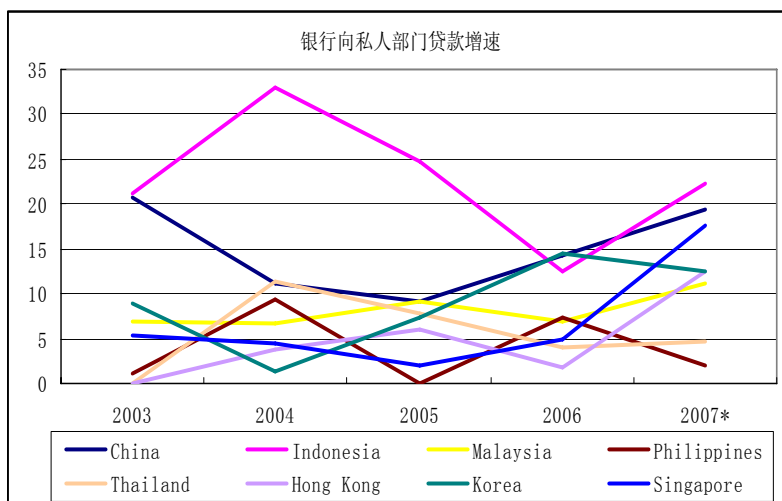
越南 2006 才加入世贸组织，在开放经济中对外的直接影响程度低。2007GDP 年仅为 700 亿美元。

同时，越南目前尚未开放资本项目的自由兑换，对于资金的外流具有一定制度控制力。同时，2000 年达成清迈倡议与 2008 年东亚外汇储备计划启动，为东盟、中国、韩国与日本的 10+3 双边与多边的货币互换奠定了制度基础。意味着越南可以动用的应对危机的外汇储备的规模将超过本国拥有的资源。清迈协议扩大了东盟的货币互换协议，同时，在东盟与中国、日本和韩国之间构筑货币互换交易网和债券交易网。东亚外汇储备计划基本原则已经明确，一是建立一个规模为 840 亿美元的资金池，二是需要向资金池借贷的国家可以以本国货币为抵押。

此外，与亚洲金融危机爆发前情形相比，目前，亚洲国家在外汇储备、外贸顺差以及财政盈余方面颇有积累，危机传染性与破坏力大大下降。1997 年危机爆发的一个原因在于，通过银行系统实现的外债规模巨大，而银行本身治理结构的弊病带来了国内大量的坏账，银行成为国际金融风暴与国内经济崩溃的传输带。而目前一方面，许多经济体拥有大量的经常账户的盈余，降低了对外债的依赖。在 2007 年，亚洲净账户盈余达到了 GDP 的 9%，而在其中最大的 9 个经济体中，中值为 7.4%。此外，还有每年大量的净资本流入。

另一方面，银行对外借贷较 1997 年降低很多。比如，2007 年泰国银行的对外负债占 GDP 的比重为 9%，远低于 1997 年的 48%。菲律宾在 1997 年向国际银行的净借款占 GDP 的比重为 8.4%，到 2007 年为-4.4%。国内充裕的流动性，银行是私人投资的主要资金渠道。

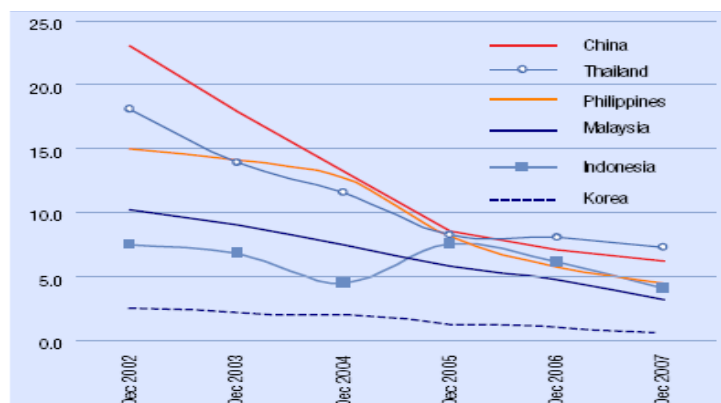
图 6：亚洲国家银行向私人部门贷款同比增速



资料来源：信达证券

同时，银行本身的经营状况有了很大改观，不良债务比重在 2007 年降到了历史的低位。

图 7：亚洲国家银行不良贷款率



资料来源：信达证券

危机的影响多方面

为应对危机，越南采取了紧缩性的货币政策，提高利率，严格信贷发放。在短期内控制了危机上涨的势头。但是危机的真正平复还需要时间。一方面，需要通过银行部门的改革控制信贷乃至通胀的货币源头。另一方面，国有部门的开支规模需要控制与效率需要提高，以降低信贷发放的压力。

此次危机带来的经济影响主要有这样几点。

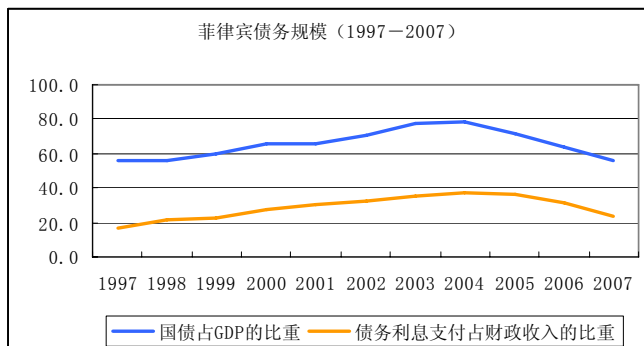
一是将加快东亚储备计划的落实。该计划实质是对清迈协议的延伸与发展，其背景为，亚洲金融危机的爆发昭示单个国家和地区难以依靠自身的力量防止危机的深化和蔓延，需要加强地区金融合作。其意义在于当有关国家出现短期资金困难时可以向与之签有协议的另一国寻求资金援助。东亚储备计划在 2008 年 5 月达成了原则与框架，规定共同外汇储备基金在一个由各国签署、有法律效力的合约约束下自行运作。同时以此合约为前提，各国仍有权管理基金中各自名下的外汇储备。但其中，投票权的规定及具体管理与动用金额并没有明确。如果，越南金融危机进一步加剧，无论是否出现所涉国家向计划借贷情形，出于安全防范的考虑，都将加快该计划由原则性规定向可操作性方向转变。中国韩国与日本是计划主要出资国，计划实施可以在一定程度提高中国的国际地位。

二是美国近期加息的概率在下降。投机者抛售越南盾，以及从最近大宗商品市场的撤离，从反面表明美国经济走好的预期在增强。4 月包括 ISM 非制造业数据的走强和失业救济申请人数等在内的部分数据与伯南克讲话增强了这种预期。如果这种预期得到了 5 月与 6 月经济数据的支持，美元将因此受益而走强。美元走强，将缓解本土来自大宗商品的通胀压力，也在一定程度减缓美联储加息的压力。而保持目前的低利率水平，则有助于美国经济的进一步复苏。

三是发展中国家的压力在增大。国际游资撤离具有一定外溢性。当一个国家发生游资撤离行为时，与该国具有类似经济特征的国家发生游资撤离的概率会迅速提高。需要重点关注的是与越南有类似高通胀、贸易赤字甚至财政赤字的国家。比如，墨西哥、土耳其、波兰与韩国。因其通胀水平与贸易赤字。比如，菲律宾，因其其外资流入的结构中，证券投资与直接投资比重相当。同时贸易赤字占 GDP 比 5% 以上。但有稳定的基础，官方外汇储备占

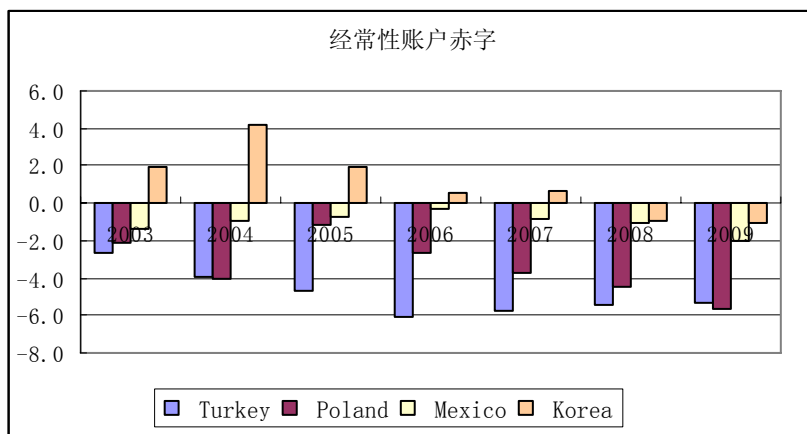
GDP 的比重 2007 年为 10%。

图 8：菲律宾债务规模



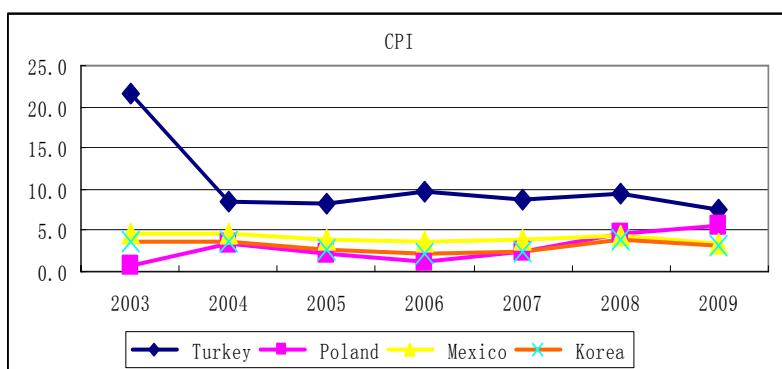
资料来源：信达证券

图 9：若干国家经常性账户赤字占 GDP 的比重



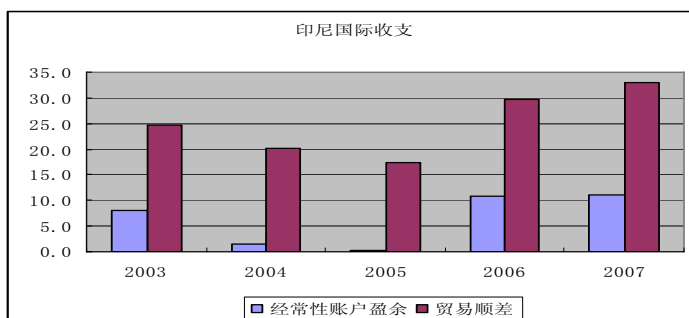
资料来源：信达证券

图 10：若干国家 CPI 走势



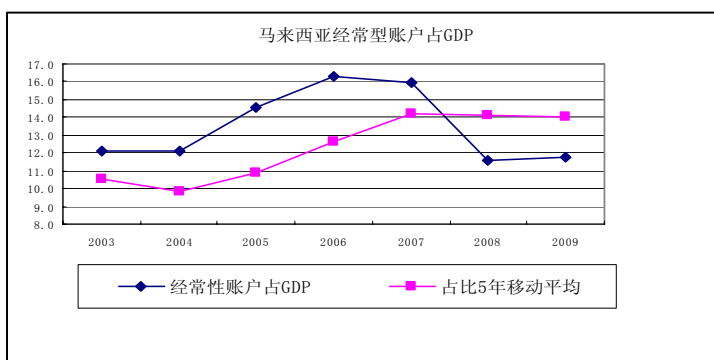
资料来源：信达证券

图 11: 印尼国际收支



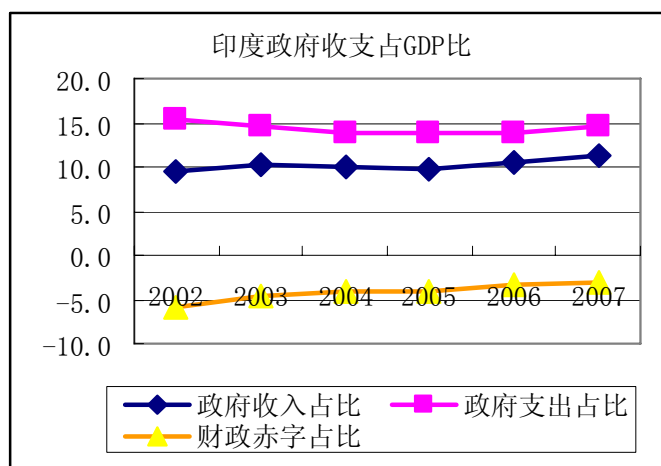
资料来源: 信达证券

图 12: 马来西亚经常性账户盈余占 GDP



资料来源: 信达证券

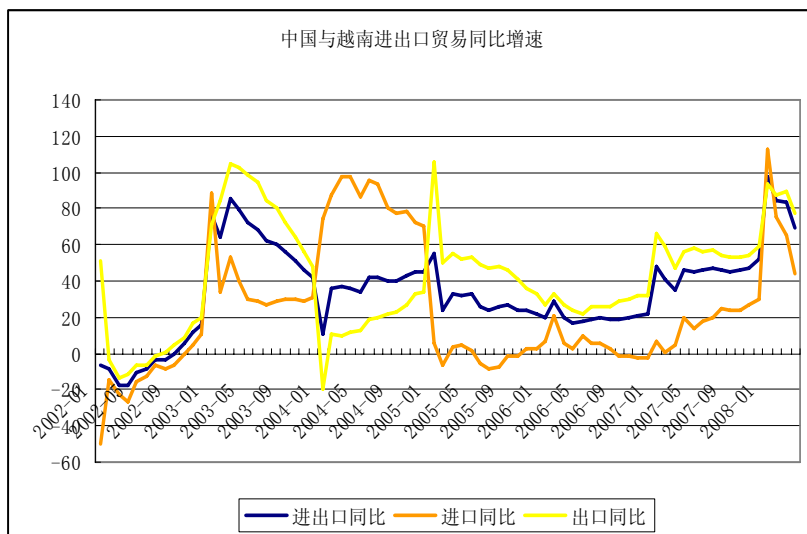
图 13: 印度收支占 GDP 的比重



资料来源: 信达证券

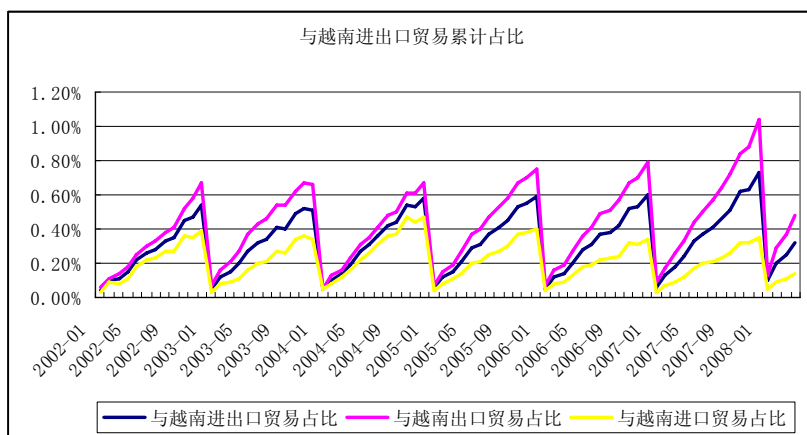
从越南与中国的经贸关系看，越南发生通胀与金融危机对中国影响不大。2008年一季度我国对外贸易进出口总额为5703.8亿美元，其中对越南51.5亿，仅占0.9%。而且增长速度并不平稳。但是需要关注周边地区的通胀与经济波动情况，越南危机带来的周边国家经济发展的不确定性以及带来的通胀压力将加剧中国的输入型通胀特征。同时，需要关注国际游资的走势。

图 14：与越南贸易同比增速



资料来源：信达证券

图 15：与越南贸易累计占比



资料来源：信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。