

越南经济金融动荡及对中国的警示

■ 周雪飞

多项经济指标亮起红灯

越南的经济金融恶化，早在2007年底就已出现苗头。由于未得到及时控制，2008年以来，多项经济指标均亮起红灯，宏观经济形势转差，金融市场出现动荡。

——恶性通胀持续双位运行。2007年10月初，越南的消费物价指数达到12%，2008年以来继续恶化，5月份通胀率激增至25.2%，为13年来最高，且通胀上行压力依然严重。一旦CPI涨幅超出民众承受能力，必然引发恐慌。为了抵御高通胀，民众将手中的越南盾换成黄金、美元，进而导致越南盾贬值，并引发其他一系列危机。

——汇率持续大幅贬值，货币危机一触即发。自2008年3月下旬以来，越南汇率持续下滑。而从6月11日起，越南央行决定把官方外汇市场美元对越南盾的比价从前一交易日的16139调整为16461，当天越南盾贬值1.9%，为1998年以来最大跌幅。12个月的远期外汇交易显示，越南盾兑美元1年内跌幅将超过30%。国际资本大量撤离，给越南盾造成一定冲击，从而加重了越南货币危机的担忧。

——股市横遭腰斩，楼市全面崩盘。2007年10月3日到2008年6月6日，在短短8个月的时间内，胡志明指数从1106点下跌至384.24点。2008

年以来的跌幅已达60%以上，高居全球股市跌幅前列，成为全球表现较差的股市之一。与之相伴随行的是楼市崩盘，胡志明市、海防、顺化等越南大中城市的房价平均下跌达50%以上。

——经济增长明显放缓。2007年越南的经济增长率为8.48%，2008年一季度为7.4%，低于上年同期的7.8%。2008年5月6日，越南政府向国会提议将2008年经济增长率指标调整为约7%，表明经济出现明显放缓迹象。

经济金融缘何出现动荡

1. 祸根在于急于求成

越南自1986年实行全面“革新开放”以来，经济保持较快增长，1990—2006年GDP年均增长7.7%，经济总量不断扩大。2006年越南GDP约573亿美元，增长率为8.17%，人均GDP约722美元。国际上看好越南的声音高涨，而越南国内也逐渐兴起了“超印赶中”的豪情。而目前的经济恶化，很大程度上是过激的经济政策种下的祸根。

——在金融体系并不健全、外汇储备偏少的情况下，过多过快吸引外国直接投资。越南多年来实行过于宽松的金融政策，国有企业的大量贷款形成部分呆坏账，表明其金融体系并不十分健全。虽然外汇储备增长很快，

但总量依然过少，2007年外汇储备只有150亿美元，国家外债却有305亿美元。然而，越南却在几年前就制定了号称“最激进”的吸引外资政策。截至2006年底，外国累计在越投资协议金额600亿美元，协议项目6813个。外资的大量进入，对通货膨胀起了直接的推动作用。

——过早放开资本项目。越南在2006年加入世贸组织后，就开始放开资本项目的外商直接投资，外资持有上市公司股票的上限放宽到49%。外资的大量涌入，直接推高了资产价格并且形成泡沫。在外资推动下，股市总市值在不到两年时间内从原来的10亿美元迅速膨胀至200亿美元，指数从120点大涨至1200多点。同样在不到两年时间内，胡志明市的房价从每平方米200多美元上涨到600多美元。当下股市和房价的暴跌，正是资产价格泡沫破灭的表现。

——基础设施建设不配套，经济结构失衡。越南原来是以农业为主的国家，工业基础和服务业相当薄弱。由于急于加快建设，引进了大量工业项目，但国内零部件等配套能力太弱，需要大量从国外进口，造成连年外贸逆差，进而加重了国家财力负担。

2. 宏观调控能力较为薄弱

2007年底，国际粮食、能源价格均出现大涨，此时越南当局本应采取有力措施控制投资规模、遏制经济过

热、避免通货膨胀和经济金融危机，但政府和大型国有公司等既得利益阶层却都不愿在此时半途而废。这种瞻前顾后、犹豫不决，某种程度上贻误了控制经济金融动荡的有利时机，同时也表明越南政府对宏观经济的驾驭能力较为薄弱。

3. 国际游资投机助长金融动荡

国际游资的投机行为也助长了越南的金融动荡。2007年1月，越南股市指标股平均市盈率就已高达73倍。但监管部门沉醉于“世界增长率最高股市”的荣耀光环不能自拔，放任甚至鼓励国外游资入场。结果这些游资入场后对股市、汇市双向做空快速套利，令越南金融市场遭逢灭顶之灾。

从财政视角看越南经济金融动荡

1. 外贸、财政“双赤字”迅速扩大

新兴市场国家金融危机往往会从经常项目赤字爆发。20世纪80年代的拉美债务危机是这样，11年前的亚洲金融危机也是如此。根据官方的统计，越南多年来持续出现进出口贸易逆差，2004—2007年的逆差分别为55亿、47亿、51亿和124亿美元，这导致支付账户失衡，并触发汇率的动荡走势。根据相关预测，2008年全年越南贸易赤字额将达到270亿美元，比上年增加一倍多，将达到全年GDP的25%。

与此同时，国家财政力量疲弱也是宏观形势转差的重要表现之一。财政多年来出现了持续的赤字，2004—2006年财政赤字分别为39.17万亿、51.77万亿和48.5万亿越南盾。2007年底财政赤字已超过50.0万亿越南盾，达到GDP的7.5%左右。2008年以来，财政赤字持续扩大，并连续维持在占GDP 5%的危险水平。

2. 不适当的石油进口补贴加剧财

政赤字

2007年来的国际油价飙升，给越南带来了巨大冲击。不仅使其贸易赤字急剧恶化，还推动其财政赤字迅速增加。由于石油、建材等进口商品价格急剧飙升，越南进口支出大幅增长。政府为平抑国内石油价格波动，长期采取石油价格管制政策，因此需要对石油进口给予补贴，从而进一步加重了财政负担。越南政府原本计划在2008年上半年取消石油进口补贴政策，但目前看来至少要推延到年底。正因如此，其财政赤字继续恶化不可避免。

3. 外债规模超过外汇储备形成债务冲击

世界银行发布报告2008年越南的外债规模将达到240亿美元左右，占GDP的30.2%。而尽管过去几年资金持续流入使越南外汇储备大幅增加，但仍低于外债总额。由于经济环境恶化，2008年5月30日惠誉国际评级对越南主权基金的债券评级展望从“稳定”下调至“负面”。而此前摩根士丹利也对越南金融做出了消极、悲观的评价。这将导致越南主权信用的下降，有可能引发外资的撤退，导致越南盾的继续贬值，引发恶性循环。

4. 粗放型的“三低”方式引进外资

长期以来，越南以低廉的劳动力价格水平、优惠的税收政策和低廉的土地价格，吸引大量的国际投资者。根据官方数据，2008年前5个月，越南吸引的外商直接投资达到147亿美元，占2008年预计GDP的1/6强。但是，这些国际资本大多投向了河内和胡志明市的房地产行业。而随着国际热钱撤走，胡志明市房价已较2007年下跌约50%。

5. 政府主导下的“投资拉动型”经济增长模式

现在看来，越南发展模式仍未摆脱“投资拉动型”的经济增长模式。

1999—2007年不到10年时间，越南的GDP几乎翻番，但与此同时，支撑经济增长的投资比重也节节上涨。有报告显示，越南资本形成占GDP比重高达43%；其中固定资本形成较快，2007年较上年增长23%，实际投资增长29%，而外资投资增幅高达97%，占总投资比例为25%。可以说，国有银行和越南政府对于投资扩张负有主要责任。早在2007年下半年，经济出现过热、流动性过剩且信贷迅猛的时候，央行便应着手实施紧缩货币政策，银行也应控制信贷投放。但在过热的经济体面前，央行错失了实施有效货币紧缩措施的机会。由此，银行体系内猛增的流动性犹如脱缰的野马进入股市、房市，通货膨胀不断攀升直至市场信心难以承受，经济金融动荡自是难免。

越南经济金融动荡对中国的警示

1. “投资拉动型”增长方式与“出口导向型”战略模式不具有可持续性

长期以来，越南过于追求经济增速，在国内资金使用效率仍然较低的情况下盲目吸引外资。与越南如出一辙的是，当前我国同样存在政府主导下的“投资拉动型”经济增长与“出口导向型”战略模式。实践证明，这是不可持续性的。当前我国国内财政存款高企、财政收入大幅增长，恰恰可以因势利导、整合利用，加快经济发展方式的转型，即通过优化财政支出结构，改变政府净储蓄的状态，加大公共产品与公共服务的供给，如通过对教育、医疗、住房、社保等进行大规模投入，形成有效的“社会福利输送机制”，以此改变居民的谨慎预期，从根本上促使国内居民储蓄转化为即期消费，进而推动经济发展方式转向依靠消费、投资、出口“三套马车”并驾

齐驱、协调拉动的可持续良性发展轨道。

2. 宏观调控手段亟待改善

当前我国宏观调控面临两难抉择：一方面要保持经济平稳较快发展，防止经济下滑；另一方面要控制物价过快上涨，把抑制通货膨胀放在突出位置。防止经济下滑需要宽松的政策，而抑制通胀则需紧缩的政策，这就要求把握好宏观调控的重点、节奏和力度，增强宏观调控的预见性和灵活性。从目前的宏观调控来看，信贷紧缩等货币政策在短期内或许可以控制物价过快上涨，但却无法解决我国经济内外失衡的结构性矛盾。有鉴于此，保持经济平稳较快发展，控制物价过快上涨，引导宏观经济健康运行，不仅需要运用货币政策，还要启用灵活的财政政策。毕竟，中国的地区发展不平衡导致单纯的货币政策难以在全局奏效，因为货币政策是个总量政策，很难照顾到结构性失衡问题。相比之下，灵活的财政政策既可以直接作用于微观投资主体，又可以回避货币政策的总量调控。

3. 人民币汇率改革应当全面、深入

人民币汇率改革应当是全面的，不仅包括汇率波动幅度范围的扩大，更要从制度和机制层面入手。当前应尽快改变现行的、不合时宜的结售汇制度，完善人民币汇率市场形成机制，让市场的健康供求关系较好反映在汇率水平上，为人民币逐步实现资本项目可兑换、进而成为国际货币创造条件。

4. 全球化背景下必须高度重视粮食、能源安全

越南国内经济形势的恶化，首先表现在通货膨胀上。国际油价、粮价、原材料价格持续上升，导致越南生产成本增加和粮价等食品价格暴涨，加剧了通胀压力。作为全球最大的发展中国家，中国同样必须高度重视农业和能源问题，确保粮食、能源安全，通过有效增加供给防止物价过快上涨。一方面，要加大财政对农业的支出规模和投入力度。另一方面，应加大包括石油在内的能源储备，通过调高国内成品油价格，进而减轻由于过大的石油补贴给政府财政带来的沉重负担。

重负担。

5. 警惕外债规模尤其是短期外债的冲击

国家外汇管理局公布的数据显示，截至2008年3月末，我国短期外债(剩余期限)余额为2367.25亿美元，比上年末增加166.41亿美元，增长7.56%，占外债余额的60.30%。值得注意的是，这是我国短期外债占比首次突破60%，意味着进入我国的短期跨境资本仍在继续增加，潜在的风险正在进一步上升。事实上，短期外债占比过高一直是近年来我国面临的一个突出问题。2007年初至今，我国短期外债占比一直高于56%，并不断创出新高。而从国际经验来看，短期外债占比在20%—25%之间属于比较安全的范围，我国远远高于这一水平。经验数据显示，许多发展中国家，其短期外债比达到50%以上后都不同程度出现了金融动荡乃至金融危机。凡此种种，理应引起我们的高度警觉。

(作者单位：西南财经大学)

责任编辑 王文涛

PHOTO NEWS

图片新闻



山东山亭：“绿色花椒”富山民

山东省枣庄市山亭区财政局立足山区实际，积极扶持农户在旱薄地上种植抗旱、耐瘠薄、效益高的花椒树种，并指导农户实施标准化生产技术，帮助开发了花椒粉、花椒盐等十几种花椒产品。全区椒农年均增收3500万元。

(李宗宪 李芳 摄影报道)