

宏观研究/深度研究

2019年03月22日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：猪价会是通胀的短期快速上行风险吗》2019.03
- 2《宏观：不是资金杠杆而是信息杠杆》2019.03
- 3《宏观：美国经济的顶就是新兴市场的转机》2019.03

饱经战乱后的年轻与活力

——越南经济研究与展望

核心观点

饱经战乱后，作为一个年轻充满活力的社会主义国家，越南在革新开放后经济迅速增长，外资和外向型经济对增长有重要贡献，要素禀赋的比较优势、人口结构、较低城镇化率等国情显示越南仍有较大增长空间。人口红利优势较为突出。制造业作为越南的重要产业支撑，在政策制度利好、要素禀赋优势、良好的贸易条件等因素催化下，未来前景可期，也具备一定投资价值。我们对越南增长前景相对乐观，随着利好政策不断出台，外资持续涌入，资本市场仍有成长空间，地产供需逻辑清晰，我们认为，越南股市和楼市存在一定投资机会，但谨防输入性通胀和外部风险冲击。

越南经济发展潜力较大，制造业优势明显

1986年越共六大推行革新开放后至今，越南GDP增速维持在较高水平，消费份额占比大但投资和进出口拉动作用较强，外资及外向型经济是越南经济增长的重要推动力，越南坚持开放和改革的战略推动经济发展。产业结构方面，二三产业占比较高，制造业作为支柱产业迅速发展，汽车工业、电力工业等也快速增长。我们认为，未来越南制造业仍具有较好前景，要素成本低是重要的比较优势，园经济、减税降费及激励机制等为越南制造业企业搭建增长平台，港口优势和币值稳定为外向型制造业的发展提供支撑，东亚四小龙及中国沿海地区的发展经验可为越南制造业成长所应用。

消费增长有空间；外资用“脚”投票，积极配置越南房产

消费是越南GDP的主要构成，居民消费占消费比重超90%，对外开放程度提升带动越南旅游、酒店宾馆等领域快速增长，海外游客中我国游客占比近30%，2017年超过400万人，未来越南收入水平提升和海外游客增长将为消费带来增量空间。次贷危机后越南房价总体上行，城镇化率、人口年龄结构、人口规模等是房市需求侧的中长期逻辑，近期外资涌入越南房市反映出地产投资属性提升，综合短期与中长期逻辑，我们认为越南房市具备投资机会。

资本市场亟待发展，越南制造业、股市和房市有投资机会，但需谨防风险

越南资本市场以银行体系为核心，信贷市场规模较大，债券市场以政府债券为主，股票市场仍有成长空间，促进直接融资体系的发展和丰富可选的投资标的类型是越南资本市场未来的发展方向。考虑要素优势、政策利好、区位优势等因素，越南制造业具备一定的投资机会；外资用“脚”投票的短逻辑和城镇化、年龄结构、人口趋势等因素的中长期逻辑显示，越南房市具备投资价值；股市虽然流动性较弱，但考虑基本面的稳定支撑，也具有一定的投资机会。我们认为，2019年越南经济整体的外部风险下降，基本面表现将有所回升，但谨防输入性通胀导致的外生冲击影响金融市场。

风险提示：若美联储加息次数和节奏大幅超出市场预期，可能会触发美股剧烈动荡，冲击美国实体经济。贸易摩擦事态升级冲击市场风险偏好。全球总需求超预期下行。地缘政治风险，中东局势恶化，局部区域爆发冲突。

正文目录

一、饱经战乱后年轻的社会主义国家——越南	6
1.1 饱经战乱孕育年轻的社会主义国家	6
1.2 越南是多民族、一党执政的社会主义国家	6
1.3 开放革新是越南快速增长的关键因素	8
1.3.1 开放促进竞争，改革倒逼发展	8
1.3.2 积极加入国际组织，越南加速开放融入全球合作	9
1.3.3 外部承压，但国内增长动力仍强，2018 年越南经济增长总体向好	10
二、越南人口数量红利明显，人口结构及质量红利仍有支撑	11
三、越南经济发展潜力较大，制造业优势明显	13
3.1 外向型经济是越南经济增长的重要动力	13
3.2 产业结构：二三产业占比较高，制造业是发展重点	14
3.3 加工制造业、汽车工业等是越南的重要产业	16
3.4 越南制造业发展优势明显	19
3.4.1 要素成本优势是越南制造业的重要比较优势	19
3.4.2 政策利好及税收优惠为制造业发展助力	20
3.4.3 越南的港口优势有利于制造业发展	20
3.4.4 币值稳定为制造业发展创造良好环境	21
3.4.5 借鉴东亚四小龙和中国沿海地区的发展经验，有助于越南制造业快速成长	21
四、储蓄率较低，消费具有较大空间	22
五、房地产快速发展，房价水平相应抬升	25
5.1 2000 年迄今，越南地产经历了三个阶段	25
5.2 多种原因促使越南房市快速发展	25
5.3 越南房市近年来增长较快，外资涌入布局越南高端地产	26
六、越南通胀目标与基础利率水平相对较高	29
6.1 越南央行以币值稳定和调控通胀作为货币政策目标	29
6.2 2018 年及 2019 年越南通胀目标为 CPI 同比增速 4%	29
6.3 再融资利率和贴现率是越南央行调控的基准利率，准备金率中等水平	31
6.4 汇率及外汇储备：保持币值稳定是越南货币政策重要目标	33
七、银行体系为越南资本市场的根基，直接融资仍待发展	35
7.1 越南信贷扩张较快，信贷市场发展迅速	35
7.2 越南债券市场以政府债券为主	36
7.2.1 政府债券主导越南债券市场	36
7.2.2 越南公司债券起步晚并缺乏透明性	37
7.3 越南股票市场仍有较大发展空间	37
7.3.1 越南股市发展主要经历了三个阶段	38
7.4 发展直接融资、丰富投资标的是越南资本市场未来发展的重要内容	39

八、越南市场具有一定的投资价值.....	40
8.1 越南制造业有较大的成长空间，具备投资价值.....	40
8.2 房地产市场已涨，但仍有一定投资机会.....	40
8.3 股票流动性弱，但具有一定投资价值.....	42
8.4 谨防输入性通胀促使央行连续加息冲击市场，当前整体风险不大.....	42
8.4.1 谨防输入性通胀促使央行连续加息冲击市场.....	42
8.4.2 外部风险趋弱，谨防经济过热.....	43
风险提示：.....	45

图表目录

图表 1： 回顾越南近代史，饱经战乱是关键词.....	6
图表 2： 越南毗邻中国、老挝、柬埔寨等.....	7
图表 3： 越南可按区域划分为 8 个大区，其行政区划将全国分为 58 个省和 5 个自治区.....	7
图表 4： 开放促进改革，改革有利于竞争，非国有部门释放活力带动经济增长.....	9
图表 5： 2018 年越南经济总体向好，GDP 增速创 2008 年以来新高.....	10
图表 6： 2018 年，越南二三产业 GDP 的贡献率较高.....	10
图表 7： 20 世纪 80 年代以来大部分时间劳动力增速快于总人口增速.....	11
图表 8： 适龄劳动人口占比见顶.....	11
图表 9： 2012 年后越南抚养比拐点初现.....	11
图表 10： 越南城镇化率尚不及 40%，仍有较大提升空间.....	11
图表 11： 越南农业人口逐步下降，制造业人口不断上升.....	12
图表 12： 越南城镇化率尚有较大空间，人口结构红利将继续发挥作用.....	12
图表 13： 越南教育及科技投资增速较快.....	12
图表 14： 科教文卫相关领域的改善推动越南人口质量红利发挥作用.....	12
图表 15： 消费、投资在越南 GDP 中的占比分别接近八成和两成.....	13
图表 16： 投资拉动是外向型增长阶段性回落的重要逆周期调节方式.....	13
图表 17： 外向型经济和外资是越南经济发展的重要推动力.....	14
图表 18： 越南各类经济活动占 GDP 的比重一览.....	15
图表 19： 越南主要经济部门产值一览，农林牧渔、矿业、制造业排名较前.....	15
图表 20： 越南工业生产指数维持在较高水平.....	16
图表 21： 越南是全球重要的水泥生产国.....	16
图表 22： 越南近三年 GDP 各行业份额占比一览，制造业、批发零售业、采矿业、金融保险业等占比份额较大.....	18
图表 23： 越南近三年 GDP 各行业同比增速，整体趋势震荡，科教文卫总体增速较快，制造业、建筑业增速趋势上行.....	18
图表 24： 越南政府积极推进能源、电力、交运等产业规划落地.....	19
图表 25： 越南劳动力成本低，具有较高的投资回报率.....	19
图表 26： 越南人均 GDP 较其他东南亚国家处较低水平，具备成本优势.....	19
图表 27： 20 世纪 60 年代开始，东亚四小龙经历了一段快速成长期.....	21

图表 28: 我国沿海地区在改革开放后经历了一段快速增长期.....	21
图表 29: 消费、投资在越南 GDP 中的占比分别接近八成和两成	22
图表 30: 居民消费对消费的影响较大	22
图表 31: 旅游、宾馆与餐饮业成长迅速	22
图表 32: 近年来中国游客进入越南旅游数量不断上升	22
图表 33: 旅行社营业额增速稍有下滑, 住宿营业额 2013 起显著反弹	22
图表 34: 越南商超数量增速较快, 仍有提升空间	22
图表 35: 2018 年各国进入越南的游客数量中, 中国、韩国、日本位居前列 (千人)	23
图表 36: 越南零售总额增速与人均 GDP 存在较强的相关性	24
图表 37: 越南储蓄率维持在 25% 左右	24
图表 38: 越南全国基尼系数基本稳定在 43%	24
图表 39: 城镇化仍有较大发展空间, 超过 30% 的城镇化率空间将持续有效的支持地产需求增加	25
图表 40: 胡志明市房价显示, 越南房地产仍有一定的投资空间, 中高端住宅价格相对不高	25
图表 41: 胡志明市 2007-2018 年房地产市场新房供给情况	26
图表 42: 胡志明市 2007-2018 年房地产市场新房销售情况	27
图表 43: 通过 CBRE 购房的客户购房目的主要为投资	27
图表 44: 通过 CBRE 购房的客户主要为外国投资者	27
图表 45: 2018 年胡志明市高端住宅价格显著走高	27
图表 46: 胡志明市各类住宅供给占比显示中高端住宅较多	28
图表 47: 胡志明市 2007-2018 年累计供给占比以中高端为主	28
图表 48: 输入性通胀和外向型经济导致越南通胀波动剧烈	29
图表 49: 外向型经济及输入性通胀通缩导致越南整体通胀波动较大	30
图表 50: 医药保健、教育、消费、运输等是带动 CPI 增长的主要动力	30
图表 51: 分行业各年 CPI 同比变动	31
图表 52: 畜产品是越南农林牧渔 CPI 同比增速的主因	31
图表 53: 采矿业受全球经济周期影响价格变动较为剧烈	31
图表 54: 再融资利率及贴现率是越南央行进行货币政策调控的基准利率	32
图表 55: 越南易受外资流入和油价走高导致的输入性通胀影响	32
图表 56: 越南汇率波动较大, 总体呈现贬值趋势	33
图表 57: 国际收支的改善带动越南外汇储备震荡上升, 有助于维护币值稳定	34
图表 58: 银行业信贷余额规模及同比增速	35
图表 59: 越南银行信贷投放给建筑业的有限, 以贸易、工业为主 (十亿越南盾)	35
图表 60: 2017 年信贷占 GDP 比重超过 130%	36
图表 61: 越南自 2012 起不良贷款率逐年递减	36
图表 62: 2003-2017 年越南逐年国债发行规模 (百万美元)	37
图表 63: 越南上市公司数量不断上升, 总市值占 GDP 比重超过 50%	38
图表 64: 2017 年越南劳动人口占比达 32.8%	40
图表 65: 胡志明市房价和收入比较低	40
图表 66: 越南 2017 年住房贷款占 GDP 比重较低	41

图表 67: 对比部分城市房价指数走势, 可发现胡志明市房价指数仍有上升空间.....	41
图表 68: 胡志明越南指数 2019 年有所反弹.....	42
图表 69: 越南河内交易所成交不够活跃.....	42
图表 70: 2011 年至 2012 年期间, 输入性通胀导致国内 CPI 同比快速增长, 越南央行连续加息导致金融市场出现较大波动.....	43
图表 71: 资本流出、汇率贬值导致金融市场出现下行调整.....	43
图表 72: 外资推动增长, 一定程度上带动通胀上行.....	44
图表 73: 越南适时调控流动性, 避免流动性过剩进一步推高资产价格.....	44
图表 74: 外汇储备逐步增高, 外债风险相对降低.....	44
图表 75: 外债杠杆率与政府杠杆率回落, 风险可控.....	44

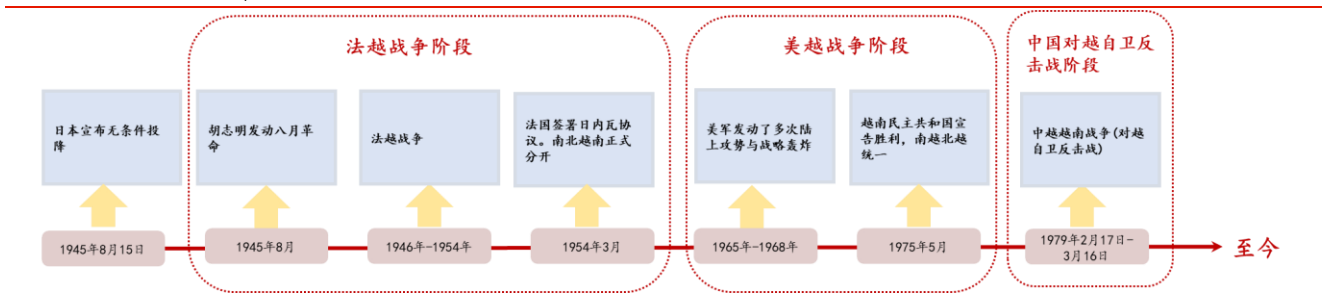
一、饱经战乱后年轻的社会主义国家——越南

1.1 饱经战乱孕育年轻的社会主义国家

回顾越南近代史，饱经战乱是关键词。回顾越南 1945 年至今的 70 多年近代史，不难发现，历经战乱是绕不开的关键词。二战后越南先后陷入三段战争。第一阶段为法越战争阶段：二战之前越南为法国殖民地，二战期间由日本占领，1945 年 8 月 15 日，日本宣布无条件投降后，当月胡志明发动八月革命建立越南民主共和国，同年法国再次入侵越南，为争夺越南国家主权与越南开战，此后越南民主共和国和法国经历了长达 9 年的法越之战。1954 年“奠边府战役”后，法国在日内瓦签署了关于恢复印度支那和平的协定，南方仍由法国（后成立南越）统治。第二阶段美越战争阶段：1965 年美国借口“北部湾事件”在越南爆发冲突，美方支持的南越，苏联和中方支持的北越先后陷入这场战争。1975 年 5 月，越南战争以越南南方民族解放阵线和越南民主共和国的胜利告终。第三阶段为中国对越自卫反击战阶段。

越南的建国之路历经曲折。1945 年 9 月 2 日越南宣布独立，成立越南民主共和国，当年法国便再次入侵，1954 年签署关于恢复印度支那和平的日内瓦协定后，越南北方解放，1973 年 1 月，越美在巴黎签订关于结束越战、恢复和平的协定，美军开始撤出越南南方，1975 年 4 月 30 日越南南方全部解放，1976 年 4 月组建统一的国会。经历了曲折的建国之路后，1976 年 7 月，越南正式全国统一，定国名为越南社会主义共和国。

图表1：回顾越南近代史，饱经战乱是关键词



资料来源：越南政府网，华泰证券研究所

1.2 越南是多民族、一党执政的社会主义国家

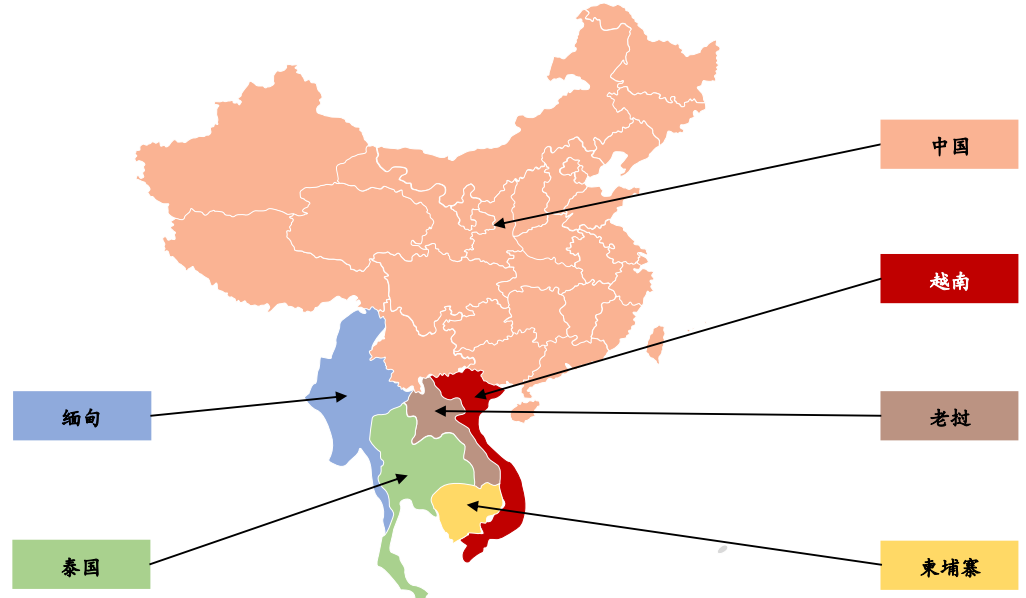
与中国类似，越南实施社会主义政治体制。越南政体为一党制的人民代表大会制，国体为马克思列宁主义社会主义共和制人民共和国。越南最高的权力机关为国会，任期一般为 5 年，通常每年举行两次例会。越南政府为国家最高行政机关，国会每 5 年对越南政府进行选举任命，一般包括总理、副总理、各部长及部级机关首长。司法体系方面，越南司法体系由最高人民法院、最高人民检察院及地方法院、地方检察院和军事法院组成。越南共产党为越南唯一合法政党，越南共产党于 1930 年 2 月 3 日成立，当年 10 月改名为印度支那共产党，1951 年更名为越南劳动党，1976 年改用现名越南共产党，截至 2017 年拥有党员近 360 万，越共中央总书记为阮富仲。越南政府架构中的主要部门有国防部、公安部、外交部、财政部、计划投资部、建设部、交通运输部等。国防部既是越共中央军事党委的办事机构，又是越军的最高军事行政机关；公安部是越南政府重要部门，担负维护国家政治稳定和社会治安、打击各类犯罪的任务。

越南是一个多民族的国家。截至 2017 年，越南总人口已经达到 9367 万人，其中男性 4625 万人，女性 4741 万人。截至 2018 年，越南官方认定的有 54 个民族，其中前五大民族为：京族/越族（主体民族）占比 86.2%、岱依族占比 1.9%、傣族占比 1.7%、芒族占比 1.5%、高棉族占比 1.4%。

越南积极发展全方位、多样化的外交路线。截至 2017 年，越南已经同中国、美国、印度、俄罗斯等超过 180 个国家建交，于 1995 年加入东盟，2007 年加入 WTO，2016 年签署“跨太平洋伙伴关系协定”。越南同中国、美国和东盟的关系较为密切。1950 年 1 月 18 日，越南与我国建交，中越关系在 20 世纪 70 年代走入一定冰点后，近年来维持着良好的关系。美国与越南于 1995 年 7 月建立外交关系，2013 年 7 月美越双方确定升级为全面伙伴关系。

1995 年 7 月越南加入东盟，东盟逐步成为越南在中国之后的第二大贸易伙伴。**佛教在越南占主导地位**。宗教方面，截至 2017 年，越南佛教人数近 1000 万人，占据主导地位；天主教徒近 550 万人，高台教信徒超过 240 万人，和好教信徒约 130 万人，信善教信徒约 100 万人。

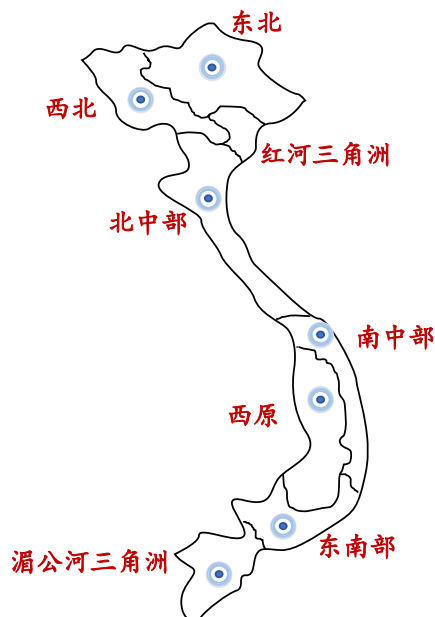
图表2： 越南毗邻中国、老挝、柬埔寨等



资料来源：商务部，华泰证券研究所

越南位于中国之南。越南国土面积 32.9 万平方公里，整体呈狭长状的 S 型。越南境内近 75% 土地面积为山地和高原，西北部地势高，东南低，西北部和北部主要为高山和高原，中部长山山脉贯穿南北。越南河流也相对密集，较大的河流有红河、湄公河、沱江（黑水河）、泸江和太平河等。越南是我国重要的邻国，位于中南半岛东部，身处我国之南，与我国的广西、云南接壤，中越之间的陆地边界线长达 1347 公里。同时，越南向西与老挝、柬埔寨交界，东与东南方向与我国的南海相邻。

图表3： 越南可按区域划分为 8 个大区，其行政区划将全国分为 58 个省和 5 个自治区



资料来源：越南政府网，华泰证券研究所

越南可按区域划分为 8 个大区，其行政区划将全国分为 58 个省和 5 个自治区。越南可分为 8 个大区。越南将全国分为 58 个省，其中有 5 个直辖市，分别为芹苴、岘港、海防、河内、胡志明市，这 5 个直辖市发展水平相对较高。河内为越南首都，人口近 300 万，是越南政治与文化中心。胡志明市旧称为柴棍、西贡，是越南的经济中心、全国最大的港口和交通枢纽，面积 2095 平方千米，人口超过 600 万。海防为越南北部最大港口城市，直辖市，河内的输出港。岘港位于越南中部，濒临南海，是全国重要的工业城市和海港。芹苴在后江省南面，是湄公河三角洲上最大的城市，是南部湄公河三角洲农产品集散地和轻工业基地。

1.3 开放革新是越南快速增长的关键因素

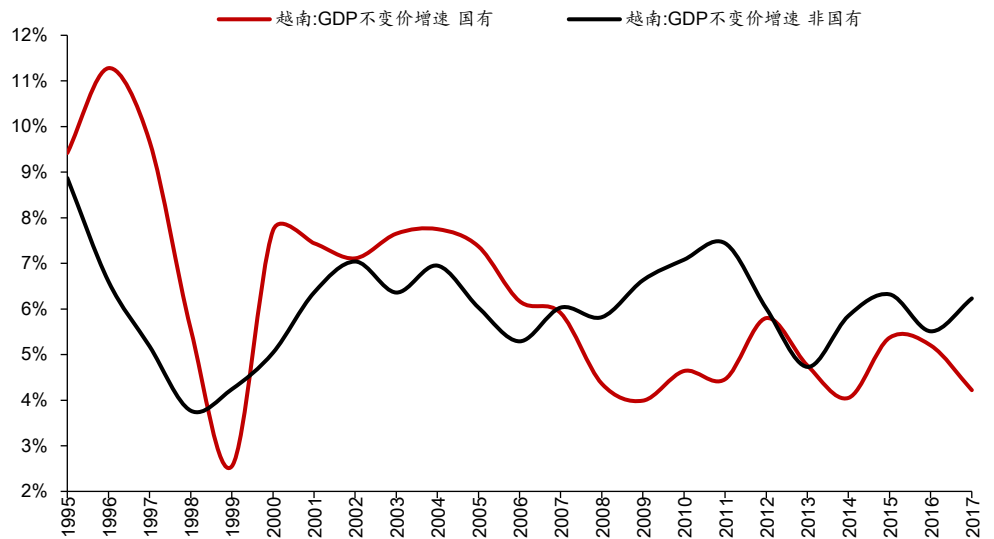
1.3.1 开放促进竞争，改革倒逼发展

外向型经济的发展源于越南的改革与开放，开放促进竞争，改革倒逼发展。

改革是越南经济成长的重要制度支撑。1986 年 12 月，在中国提出“改革开放”政策几年之后，越南“以华为师”在越共六大提出了“革新”路线，开启越南的市场经济和对外开放之路。1991 年至 1996 年间，越南政府应用了一系列市场化改革，农业领域将土地使用权让渡给农民；工业领域从指令性的产销制度转变为自主经营、自负盈亏的市场体制；商业领域取消国家统一价改用市场价；金融领域则允许国有、股份和合营等多种形式的银行并存，建立以银行体系为基础的多元的金融体系。1996 年，越共八大提出在既定市场路线上继续深化改革，力求 2020 年实现国家工业化和现代化。越南改革的过程中，对外开放是重要政策，对外资开放更是促进越南经济增长的重要制度基础。2006 年 7 月，越南出台新的《投资法》，宣布对国内与外商投资实施统一管理，取消此前《外国投资法》的诸多限制，进一步开放市场。次年 2007 年加入 WTO。2015 年 7 月，为适应 TPP 等新的国际贸易和投资规则，越南对投资法进行了较大的补充修改，出台了新的《投资法》，2015 年版的新《投资法》对外商投资者界定、外资企业设立程序、外资购买本国企业股票等问题进行解释，给予外商投资更大的优惠。联合国贸发组织也评价越南为东盟最具外资吸引力国家。

对外开放程度的提升带动越南市场发展，非国有部门释放活力带动经济增长。21 世纪以来，越南积极融入国际经济秩序，21 世纪初期，越南确立了外交的三大目标，积极融入国际秩序、发展大国关系和发展周边关系。对外开放不断取得积极进展，2006 年越南加入 WTO，并在 2006 年的越共十大上提出“扩大对外关系，积极主动融入国际经济”，也是在越共十大上，越南对市场经济的认识进一步拓展，明确“大力发展各种经济成分，发展各种类型的生产经营组织”。在 2008 年金融危机后，越南对发展社会主义市场经济体制更加坚定，2011 年越共十一大明确提出“把完善社会主义定向的市场经济体制作为三个突破点之一”。对外开放程度的提升为国内改革提供了支撑，社会主义市场经济体制被逐步确立、鼓励和大力发展，非国有经济部门的活力也随着对外开放程度的提升不断释放，2007 年起，非国有部门的 GDP 增速开始超过国有部门，在制度和政策的鼓励下更强的市场竞争释放出了活力，成为带动越南经济快速增长的重要力量。

坚持发展是硬道理，保增长较为重要。2016 年 4 月，越南通过《2016-2020 年 5 年经济社会发展规划的决议》，则经济发展目标定为“未来 5 年 GDP 平均增速达到 6.5%-7%，到 2020 年人均 GDP 达到 3200-3500 美元，2020 年工业和服务业占 GDP 比重达到 85%，社会劳动生产率年平均增长 5%。不难看出，由于底子薄，越南的经济基础依旧处于相对落后，坚持发展是硬道理，力保经济增长速度维持在中高速水平对越南意义非凡，这要求越南继续深化改革和进一步对外开放，当前来看，在新兴市场国家经济面临再调整之时，越南经济的活力仍然是新兴市场国家中增长前景较好的一个。

图表4： 开放促进改革，改革有利于竞争，非国有部门释放活力带动经济增长

资料来源：Wind，华泰证券研究所

1.3.2 积极加入国际组织，越南加速开放融入全球合作

越南积极加入国际组织并融入全球经贸合作，经贸领域的对外开放助力越南经济快速增长。

1995 年加入东盟，成为越南参与地区间经济合作的里程碑。冷战前，越南和东盟分别属于两大对立阵营，在外交政策和政治目标方面格格不入，伴随苏联解体冷战结束，国际外交环境发生复杂变化，越南外交政策也随之发生转向，“全方位、多元化”逐渐成为越南对外交往的指导方针。1991 年《巴黎协定》的签署标志着越南与东盟之间的关系消除了最后的障碍。不久，越南就正式向东盟秘书处提出了加入《东南亚友好合作条约》和加入东盟的申请。1992 年 7 月，越南外长阮孟琴应邀出席在马尼拉召开的东盟外长会议，并签署了《东南亚友好合作条约》。1994 年 7 月，越南外长阮孟琴应邀出席东盟外长会议和会后举行的“东盟地区论坛”，表示越南强烈要求加入东盟，并希望在 1995 年实现这一目标。1995 年 7 月 28 日第 28 届东盟外交部长会议在文莱召开，越南如愿正式加入东盟，并成为东盟组织的第七个成员国。加入东盟是对越南融入地区经济和地区合作具有里程碑意义的重要转折。

1998 年加入 APEC，成为越南融入国际社会的重要转折点。越共十一大提出越南从融入国际经济变为融入国际社会的战略转向，APEC 对越南经济发展的重要意义日益凸显。1996 年越南政府正式申请加入 APEC。1998 年越南正式成为 APEC 成员并参加 APEC 贸易投资自由化和便利化进程，提出了具体行动计划以及于 2020 年完成的目标。加入 APEC 是越南融入国际社会的新的实质性进展。

2006 年加入 WTO，越南参与全球化的进程进一步深化。二战后新科技革命推动经济全球化成为不可逆转的客观趋势，1995 年 1 月越南申请加入世界贸易组织。2002 年 4 月，入世谈判取得了突破性进展，WTO 越南工作组与越南就开放市场等问题进入了实质性谈判阶段，截至 2003 年 12 月，双方共进行了 7 轮谈判，与此同时，越南还与美国，欧盟，中国，日本，印度，澳大利亚，瑞士，马来西亚，加拿大，韩国，新西兰和乌拉圭等国家和组织举行了两轮多边谈判，并分别与欧盟，美国，加拿大，澳大利亚，日本等十几个世贸成员国代表举行了多次双边谈判，成员国普遍认为，越南的经济政策和经济体制改革都取得了明显的进步，经过 11 年的努力，越南先后结束同 28 个成员的双边市场准入谈判以及多边谈判。2006 年 11 月 7 日，在日内瓦举行的 WTO 全体会议上，越南获准加入 WTO，成为 WTO 第 150 个正式成员。加入 WTO 使越南在贸易、投资和技术等方面获得了更广阔的发展机会。

2019 年 1 月《全面与进步跨太平洋伙伴关系协议》(CPTPP) 在越南正式生效，越南对外贸易发展进入新的机遇期。CPTPP 是跨太平洋伙伴关系协议即 TPP 的修正版，TPP 是由包括文莱、智利、新西兰、新加坡、澳大利亚、加拿大、日本、马来西亚、墨西哥、秘鲁、美国和越南在内的 12 个成员国代表于 2016 年 4 月签署的一项多边贸易协定，而由于美国的退签从未生效。除美国以外的其他 11 个成员国于 2017 年 5 月重新恢复该协议，并于 2018 年 3 月在圣地亚哥正式签署修正协议《全面与进步跨太平洋伙伴关系协议》(CPTPP)。据《越南新闻》CPTPP 于 2019 年 1 月 14 日在越南正式生效，标志着越南对外贸易进入了新的发展机遇期，推动越南充分整合外部资源促进国内经济体制改革和商业环境改善。

1.3.3 外部承压，但国内增长动力仍强，2018 年越南经济增长总体向好

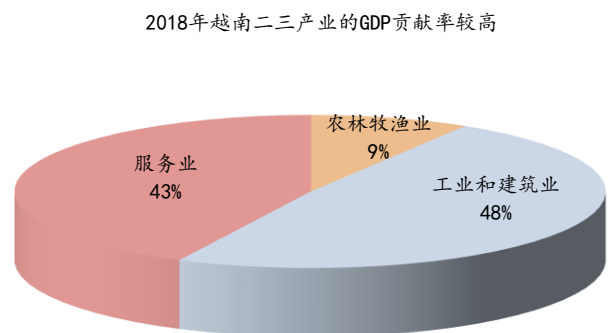
在全球经济增速放缓、贸易局势紧张的大环境下，2018 年越南经济增长总体向好，GDP 增速创 2008 年以来新高。据越南统计局数据，2018 年，越南 GDP 现价为 5535.3 万亿越南盾(约合 2,385 亿美元)，GDP 不变价同比增长 7.08%，是 2008 年以来的最高增幅，超过了此前提出的 6.7% 的增长目标。分结构看，2018 年，农林牧渔业占 GDP 比重约 14.57%，同比增长 3.76%，创 2012 年以来最高增速，对 GDP 的贡献率为 8.7%；工业和建筑业占比 34.28%，同比增长 8.85%，对 GDP 的贡献率达 48.6%；服务业占比 41.17%，同比增长 7.03%，服务业对 GDP 的贡献率达 42.7%。从支出法核算 GDP 的角度来看，2018 年越南最终消费支出同比增长 7.17%，投资同比增长 8.22%，货物和服务出口同比增长 14.27%；货物与服务进口同比增长 12.81%。人均 GDP 预计达 5850 万越南盾，相当于 2587 美元，同比增长 198 美元(汇率以 2018 年末为准)。

图表5：2018 年越南经济总体向好，GDP 增速创 2008 年以来新高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2018 年，越南二三产业 GDP 的贡献率较高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

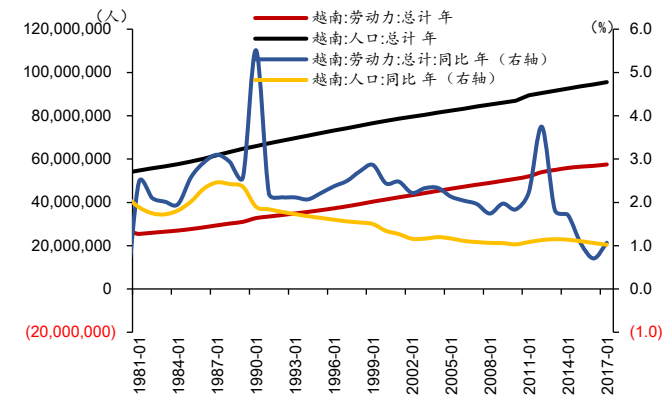
全要素生产率贡献率提升反映越南经济增长的“质量”提升。近年来，越南经济增长质量有所改善，全要素生产率对经济增长的贡献增高，劳动生产率有所提升，资本产出率效率提升。2018 年全要素生产率 (TFP) 对 GDP 增长的贡献率达到 43.5%，2016-2018 年期间平均为 43.29%，高于 2011-2015 年期间 33.58% 的平均水平，技术创新对经济增长的拉动显现。同时，2018 年越南整体经济劳动生产率达每人 1.02 亿越南盾(相当于每人 4,512 美元，同比增长 346 美元)，2018 年劳动生产率同比增速为 5.93%，主要是由于劳动力人口以及劳动力就业人数的增加所致。增量资本产出率 (ICOR) 2016 年为 6.42%，逐年下降，2017 年为 6.11%，2018 年则下滑到 6% 以下达到 5.97%，2016-2018 年的平均 ICOR 为 6.17%，低于 2011-2015 年的 6.25%，表明资本产出效率进一步提升。

二、越南人口数量红利明显，人口结构及质量红利仍有支撑

20 世纪 80 年代，政治稳定、经济复苏及改革开放带动越南人口及劳动力水平持续走高。截至 2017 年，越南总人口已经达到 9367 万人，其中男性 4625 万人，女性 4741 万人，总人口增长率自 1980 年的 2% 水平逐步缓慢震荡回落的 2017 年 1% 水平，近 40 年时间内，越南总人口累计增长接近 80%，1981 年末仅 5370 万人，如今已新增近 4000 万人。其中 15-64 岁人口占比自 1970 年前后起，至 2011 年前后保持持续增加态势，老人及幼儿占比持续下降，2013 年前后走势逐步见底开始趋平。但主要工作人口在 28 至 33 岁，显示出非常强的工作活力。我们认为，人口快速增长源于上世纪 80 年后的婴儿潮，1985 年前后越南政局逐步稳定，经济活动也逐步复苏回升，婴儿潮带动人口增长率出现了显著增加，并随着越南改革开放的推行，2000 年前人口增长率始终维持在 1.5% 以上。

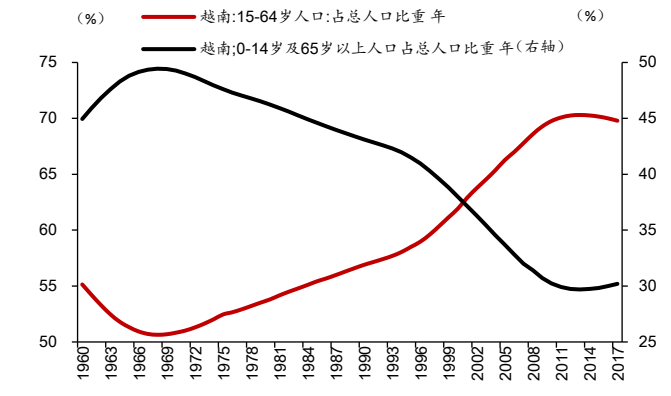
另一方面，从生产要素角度看，越南劳动人口保持持续增长态势，截至 2017 年已达到 5749 万人，2015 年以前，越南劳动人口增长率显著高于总人口增长率，1990 年及 2012 年分别达到阶段性增长高峰，当年劳动人口分别增加 5.51% 和 3.75%。劳动人口的快速回升主要源于，上世纪 80 年代初，越南经济政治环境逐步平稳，工业生产得以修复并进一步发展，改革开放带动了本国经济的快速增长，需求侧的快速增长促进人口的流动和就业选择，生产力的提升也促进了农业人口向劳动人口的转换，劳动人口得以增长。

图表7：20 世纪 80 年代以来大部分时间劳动力增速快于总人口增速



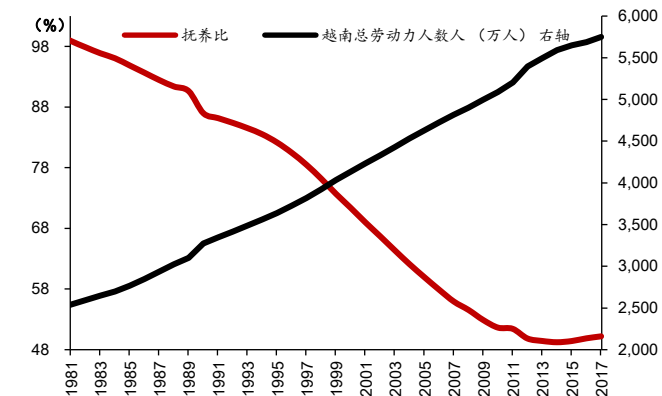
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：适龄劳动人口占比见顶



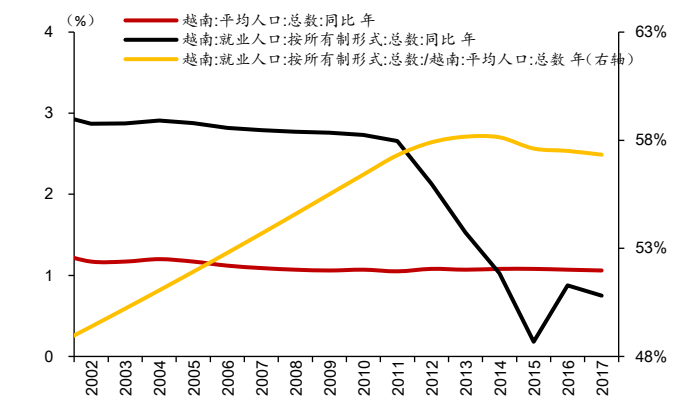
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2012 年后越南抚养比拐点初现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：越南城镇化率尚不及 40%，仍有较大提升空间



资料来源：Wind，华泰证券研究所

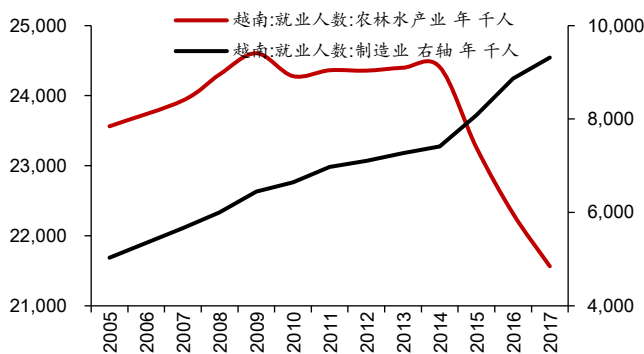
越南“人口红利”表现分化，人口数量红利动力增速放缓，人口质量红利及人口结构红利仍可持续。对发展中国家而言，“人口红利”对经济增长有较大的积极作用，业界或学界一般讨论的“人口红利”即有效劳动人口持续上升，抚养比下降，社会养老抚幼的负担较小，较高的劳动力水平有助于推动经济增长，我们认为这一界定主要从数量角度进行定义，我们对“人口红利”进一步拆分，将其分为人口数量红利、人口结构红利和人口质量红利，

并在此基础上对越南“人口红利”进行探析。人口数量红利即劳动力规模提升带来的增长效应，人口结构红利即城镇化背景下农民市民化、农业工业化演进过程中的劳动力结构性增长带来的正向效应，人口质量红利即劳动力技能提升带来的增长效应。人口数量红利与人口结构红利对经济增长的拉动效果较强，但有明显阈值，前者是刘易斯拐点，后者是城镇化率达到一定高度后增长会非常缓慢。人口质量红利作用效果较小，但会随着技术水平和组织模式等方面的创新不断提升，相对具有可持续性的特点，能够持续带动经济增长。

20 世纪 80 年代后，经济与政治环境的稳定带动了越南人口红利的释放，劳动人口增长仅一倍；婴儿潮和劳动参与率的提升带动人口数量红利发挥作用，城镇化和工业化进程伴随着农业人口向工业人口转移、农民市民化；越南积极推动国民教育和劳动力技能的提升与改善，人口质量红利也有积极影响。

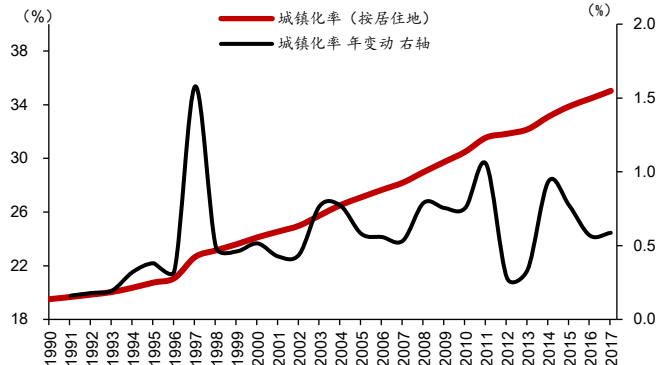
当前来看，越南人口数量红利仍有支撑但拐点初现，人口结构红利与人口质量红利仍有较大空间。2014 年，越南人口抚养比达到 49.4% 的底部，开始缓慢回升，这意味着人口数量红利边际效用将开始递减但仍有支撑；同时，截至 2017 年越南城镇化率仅达到 35%，年均增长在 0.7% 上下浮动，以这一增速预计城镇化率达到 70% 水平仍有近 50 年的增长空间，人口结构红利仍将在较长时间内对越南经济增长形成支撑。此外，20 世纪 80 年代改革开放后，随着越南国门渐开，对科技、创新、技能提升等方面的投资快速增长，叠加高科技外国企业的入驻和投资，越南人口质量红利逐步释放，受教育水平和劳动力技能均有不同程度的提升，人口质量红利仍将在越南发挥重要作用。

图表 11： 越南农业人口逐步下降，制造业人口不断上升



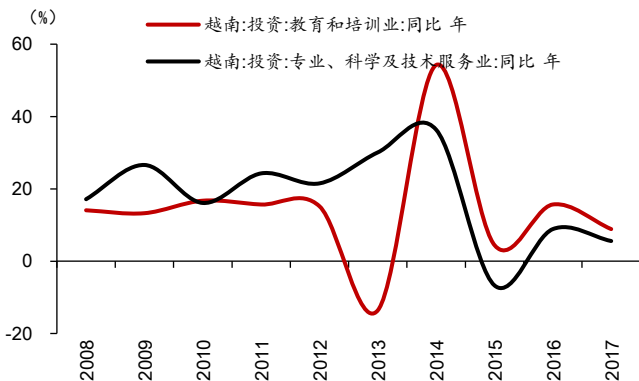
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 12： 越南城镇化率尚有较大空间，人口结构红利将继续发挥作用



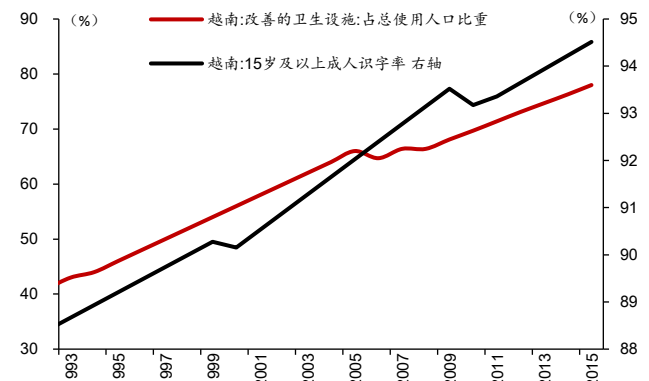
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 13： 越南教育及科技投资增速较快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 14： 科教文卫相关领域的改善推动越南人口质量红利发挥作用



资料来源：Wind，华泰证券研究所

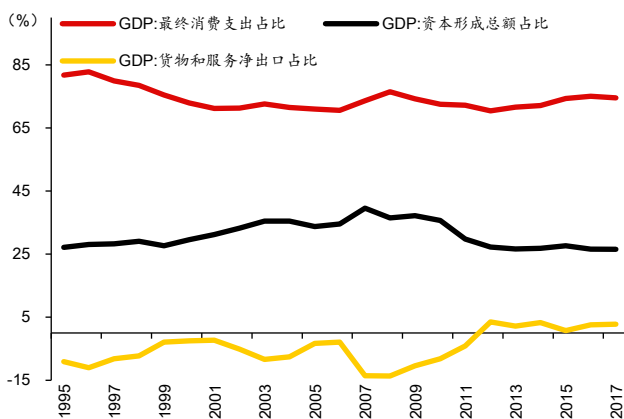
三、越南经济发展潜力较大，制造业优势明显

3.1 外向型经济是越南经济增长的重要动力

越南是典型的外向型经济体。1976 年正式建国至今，越南经济发展可以以 1986 年为分割点分为两个阶段，1986 年越共“六大”推行革新开放并开始实施自计划经济向市场经济的转型方针，自 1986 年起越南经济进入快速增长期，在亚洲金融危机和次贷危机时期因外部负面因素冲击出现一定调整，经济总体维持在较高增速。GDP 结构中，1995 年以来，最终消费支出占 GDP 比重超过 70%，总体位于 70%-85% 区间，资本形成总额占 GDP 比重在 25%-40% 之间。净出口从 2012 年开始由负转正，占比在 4% 以下。贡献率角度，净出口对经济增长的带动作用较强，消费总体相对平稳，投资的波动性较大，这与政策刺激有较大关联。

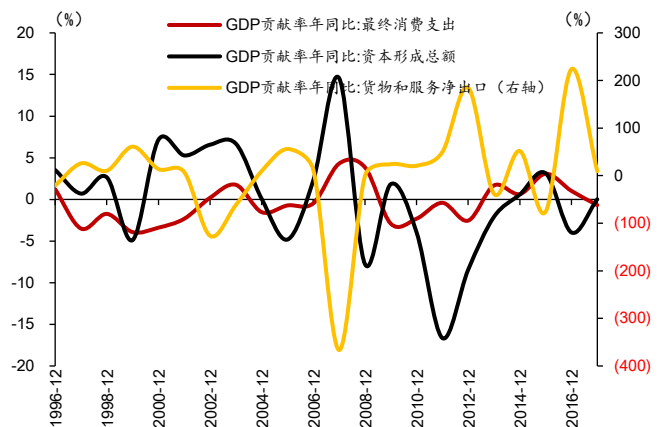
2018 年全球经济承压，越南进出口仍保持较快增速。根据越南统计局数据，2018 年全年越南出口额为 2447.2 亿美元，比 2017 年同比增长 13.8%；全年进口额为 2375.1 亿美元，比上年增长 11.5%。2019 年 1 月和 2 月，越南货物累计出口总额达 366.8 亿美元，同比增长 5.9%，其中国内企业货物出口额达 107.2 亿美元，增长 9.9%；外资企业（包括原油在内）达 259.6 亿美元（占出口总额的 70.8%），增长 4.3%。越南全国货物进口总额前 2 个月累计达 367.6 亿美元，同比增长 7.5%，其中国内企业进口额达 152.9 亿美元，增长 11%；外资企业达 214.7 亿美元，增长 5.1%。我们认为由于越南的制造业发展优势明显，进出口在全球经济下行压力下仍保持较高增速，是越南经济发展的重要动力。

图表15： 消费、投资在越南 GDP 中的占比分别接近八成和两成



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 投资拉动是外向型增长阶段性回落的重要逆周期调节方式



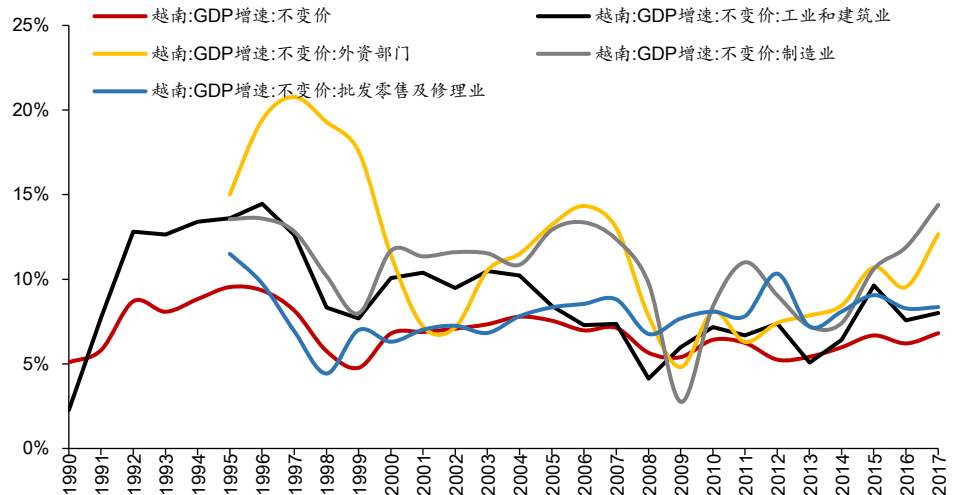
资料来源：Wind，华泰证券研究所

从结构来看，外向型经济和外资是越南经济发展的重要推动力。外资部门对经济的带动作用表现出明显的周期性，过去 30 年中出现两次较大的下滑，分别为亚洲金融危机时期和次贷危机导致的全球金融危机时期，从 2009 年至今，外资部门对越南经济增长的带动作用持续增长。越南是较典型的外向型经济体，表现为其工业、制造业也是以外向型为主，因此这两个部门对经济增长的作用也表现出一定的周期性，对经济的拉动作用较为明显，但在亚洲金融危机和次贷危机时期，受迫于全球需求环境的恶化，越南自身工业、制造业的增长也相应受到影响。消费对经济的影响作用相对有限，总体维持在 5% 至 10% 的增长水平。

2018 年越南总投资规模持续增长，资金充足助力经济发展。整体而言，2018 年全社会的发展投资资金总额数据表现较好，2018 年全年，以现价计算的社会投资总额估计为 1,856.6 万亿越南盾（约 813 亿美元），同比增长 11.2%，相当于 GDP 的 33.5%，包括：国有部门投资 619.1 万亿越南盾（约 271 亿美元），占总资本的 33.3%，比上年增长 3.9%；非国有部门达到 803.3 万亿越南盾（约 352 亿美元），占 43.3%，同比增长 18.5%；外商直接投资部门达到 434.2 万亿越南盾（约 190 亿美元），占 23.4%，同比增长 9.6%。

越南外商直接投资对经济发展有较强拉动作用。2018 年外商直接投资达到 434.2 亿美元（约 190 亿美元），占社会投资总额（以现价计算）的 23.4%，同比增长 9.6%。今年以来外商直接投资项目快速增长，2019 年 1 月 1 日截至 2019 年 2 月 20 日，根据越南政府网数据显示，越南外国直接投资新批项目共 514 个，同比增长 25.1%，注册资金 24.449 亿美元，同比增长 75.7%。与此同时，增资项目共 176 个，其增资资金达 8.548 亿美元，同比增长 22.1%。总体来看，2019 年前 2 个月新批及增资资金共达 32.997 亿美元，同比增长 57.8%；外国直接投资资金达 25.8 亿美元，同比增长 9.8%。我们认为，外商投资的快速增长将推动越南经济快速发展，随着越南进一步对外开放和完善基础设施，未来越南对外资的吸引力或将进一步加强。

图表17： 外向型经济和外资是越南经济发展的重要推动力



资料来源：Wind，华泰证券研究所

坚持发展是硬道理，保增长较为重要。2016 年 4 月，越南通过《2016-2020 年 5 年经济社会发展规划的决议》，将经济发展目标定为“未来 5 年 GDP 平均增速达到 6.5%-7%，到 2020 年人均 GDP 达到 3200 至 3500 美元，2020 年工业和服务业占 GDP 比重达到 85%，社会劳动生产率年平均增长 5%。不难看出，由于底子薄，越南的经济基础依旧相对落后，坚持发展是硬道理，力保经济增长速度维持在中高速水平对越南意义非凡，这要求越南继续深化改革和进一步对外开放，当前来看在新兴市场国家经济面临再调整之时，越南经济的活力仍然是新兴市场国家中增长前景较好的一个。

3.2 产业结构：二三产业占比较高，制造业是发展重点

越南第一产业占比逐年下降，二三产业稳步发展占比超 70%。根据越南统计局的经济部门分类，越南的各类经济活动大致可以分为 20 类。越南的第一产业农业、渔业和林业在国民经济中的占比略有下降，至 2017 年，第一产业在 GDP 中的占比为 15.3%。第二产业占国民经济的 30% 左右，加工制造业和矿业是越南第二产业的主要部门，分别占 GDP 的 15.33% 和 7.47%，其中加工制造业发展迅速，产值和占比不断提高，而矿业近年来则呈现下降趋势。在第三产业中，占比最高的几项依次为批发零售业，汽车、摩托车和其他车辆的维修，金融、银行和保险业，房地产业，居住和饮食服务业以及教育和培训活动。其中，批发零售业以及汽车、摩托车和其他车辆的维修，教育和培训活动呈现出较大的增长，而房地产业的比重则有所下降。整体来看，越南第一产业相对较小，第二产业与第三产业仍有提升空间。

图表18: 越南各类经济活动占 GDP 的比重一览

各类经济活动占 GDP 的比重					
单位: %	2010	2014	2015	2016	2017
农业、渔业和林业	18.38	17.70	17.00	16.32	15.34
矿业	9.48	10.82	9.61	8.12	7.47
加工制造业	12.95	13.18	13.69	14.27	15.33
电力、天然气、热水、蒸汽和空调生产	3.04	3.61	3.99	4.19	4.34
供水, 污水处理; 废物处理	0.51	0.50	0.51	0.52	0.52
建筑业	6.14	5.11	5.44	5.62	5.74
批发和零售业以及汽车、摩托车和其他车辆的维修	8.00	9.85	10.15	10.50	10.71
仓储运输	2.88	2.85	2.73	2.68	2.66
居住和饮食服务	3.61	3.75	3.71	3.80	3.83
信息和通信	0.92	0.68	0.70	0.71	0.69
金融、银行和保险	5.40	5.26	5.49	5.52	5.47
房地产业	6.10	5.13	5.08	5.08	4.79
专业活动、科学和技术活动	1.30	1.30	1.33	1.33	1.28
行政和运营支持服务	0.36	0.37	0.38	0.38	0.37
共产党、社会主义政治组织、政府安全防卫; 社会保障活动	2.56	2.70	2.72	2.78	2.75
教育和培训活动	2.33	3.07	3.26	3.44	3.55
人类健康和社会援助活动	1.08	1.67	1.72	2.15	2.65
艺术和休闲娱乐活动	0.68	0.59	0.60	0.60	0.60
其他服务活动	1.59	1.66	1.72	1.78	1.75
家庭雇佣活动, 家庭自用产品与服务生产活动	0.14	0.15	0.15	0.16	0.16
商品税减去生产补贴	12.55	10.05	10.02	10.04	10.00

资料来源: 越南统计年鉴, 华泰证券研究所

图表19: 越南主要经济部门产值一览, 农林牧渔、矿业、制造业排名较前

各类经济活动产值					
(单位: 十亿越南盾)	2010	2014	2015	2016	2017
农业、渔业和林业	396,576	696,969	712,460	734,830	768,161
矿业	204,544	426,184	402,869	365,522	373,932
加工制造业	279,360	518,962	574,201	642,338	767,495
电力、天然气、热水、蒸汽和空调生产	65,721	142,060	167,402	188,876	217,443
供水, 污水处理; 废物处置管理	11,107	19,526	21,556	23,541	25,946
建筑业	132,618	201,203	228,102	252,794	287,137
批发和零售; 汽车、摩托车和其他车辆的维修	172,608	387,749	425,543	472,942	536,259
仓储运输	62,064	112,351	114,558	120,728	133,073
居住和饮食服务	77,800	147,720	155,590	171,195	191,743
信息和通信	19,895	26,974	29,392	31,840	34,293
金融、银行和保险	116,515	207,083	230,149	248,598	273,809
房地产业	131,692	202,103	212,882	228,684	239,869
专业活动、科学和技术	28,004	51,166	55,574	59,762	64,258
行政和运营支持服务	7,881	14,761	15,829	17,263	18,729
共产党、社会主义政治组织、政府安全防卫; 社会保障活动	55,194	106,127	114,186	125,399	137,635
教育和培训	50,237	120,696	136,699	154,718	177,620
人类健康和社会援助活动	50,237	120,696	136,699	154,718	177,620
艺术和休闲娱乐活动	14,591	23,047	24,969	27,128	29,990
其他服务活动	34,396	65,463	71,946	80,286	87,620
家庭雇佣活动, 家庭自用产品与服务生产活动	2,944	5,753	6,439	7,236	8,082
商品税减去生产补贴	270,746	395,755	420,310	452,103	500,374

资料来源: 越南统计年鉴, 华泰证券研究所

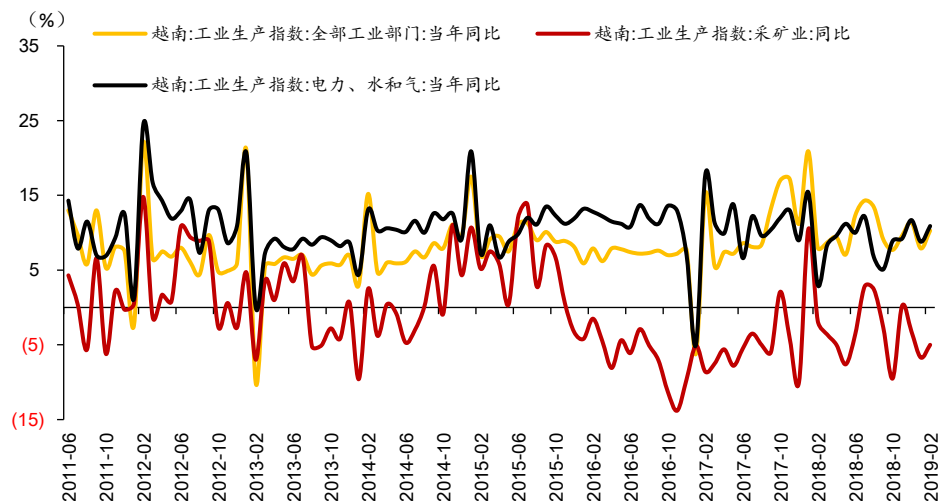
3.3 加工制造业、汽车工业等是越南的重要产业

越南的特色及支柱型产业有农林牧渔业、工业和制造业等，其中工业部门中汽车工业、电力工业和油气工业较为突出。

农林牧渔业是越南的重要产业之一。据越南统计局数据，2018 年农林牧渔业产值 806.7 万亿越南盾(约合 347.56 亿美元)，同比增长 3.76%，实现了 2012 年以来的最高增长率。其中农业部门是增长主力军，产值 575.9 万亿越南盾(约合 248.12 亿美元)，增速达 2.89%，亦是 2012-2018 年期间的最高增速，对整体经济增加值的增长率贡献了 0.36 个百分点；渔业部门产值 190.1 万亿越南盾(81.92 亿美元)，同比增长 6.46%，对 GDP 增速贡献 0.22 个百分点，林业部门产值 40.7 万亿越南盾(约合 17.53 亿美元)，同比增长 6.01%，但因占比较小，对 GDP 增速贡献仅为 0.05 个百分点。

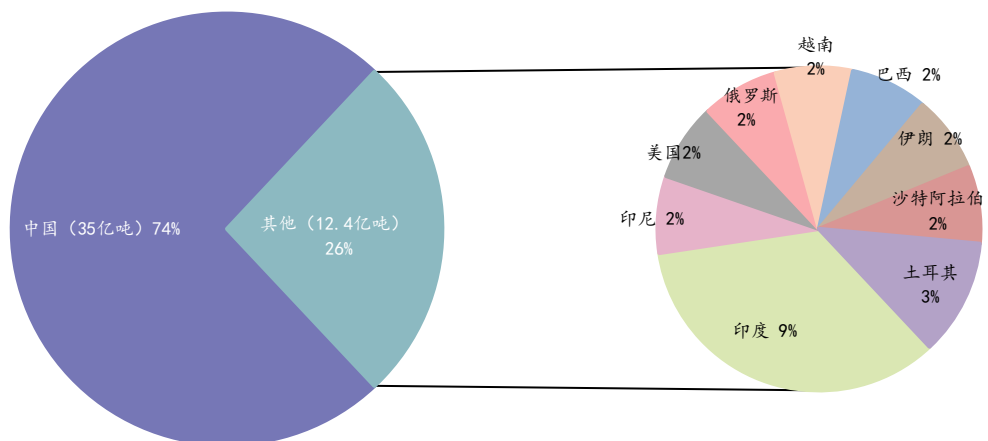
工业总体向好，汽车工业、油气工业等是特色产业。2019 年 1 月及 2 月数据显示，越南工业生产依旧处于较好状态，1 月及 2 月工业生产指数同比增速分别为 7.9% 和 10.2%，其中，电力、水和气的同比增速自 2018 年三季度有明显回升，而采矿业则表现相对低迷。

图表20： 越南工业生产指数维持在较高水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21： 越南是全球重要的水泥生产国



资料来源：Wind，华泰证券研究所

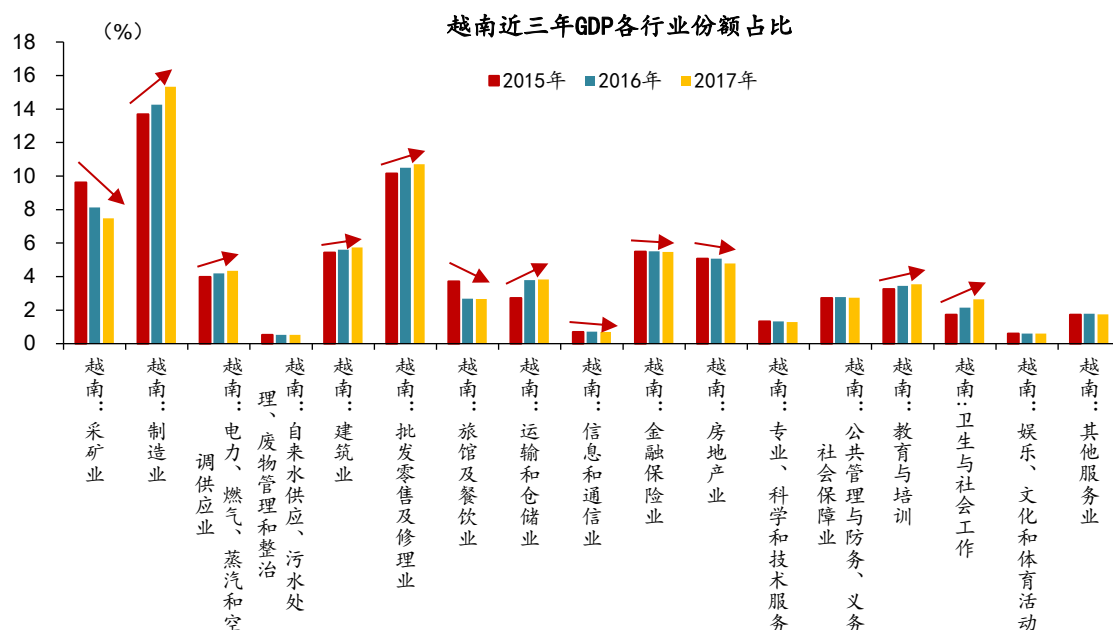
越南是全球重要的水泥生产国。2017 年数据显示,越南国内水泥总产能是 1.138 亿吨/年,排名全球第五,仅次于中国、印度、伊朗和美国。截至 2017 年,越南国内有 65 座活跃的综合水泥厂和 14 家粉磨站。在越南,排在前 10 位的水泥生产企业都是本土生产商,几乎绝大多数的水泥企业都是政府直接或者非直接拥有或者控制的。目前,越南已经成为世界上出口水泥最多的国家之一,其国内水泥产量超过水泥需求,根据越南水泥协会(VNCA)的数据显示,2017 年越南的水泥产能过剩 2600 万吨,越南也自然成为东盟多国重要的水泥出口国。

汽车工业、电力工业是越南的重要产业。越南汽车企业以进口零部件进行组装为主,国产化率较低,不足 10%。截至 2017 年,越南汽车行业有 12 家外资企业和 100 多家本国企业,这些企业分布在汽车产业链的上下游,其中近 20 家汽车企业从事整车组装,近 20 家车企进行汽车车身的生产,以及 60 多家企业生产汽车的零部件,部分核心机件仍需进口。越南电力工业成长较快,2016 年越南生产和购买电力总量 1770 亿千瓦时,同比增速 10.8%。截至 2016 年数据,越南全国发电站总功率达 38800 万千瓦,在东盟国家中排名第二。越南在其第七个电力发展规划中明确表示,2020 年力求将全国电力总需求达到 3400-3700 亿度,并将火电、核电和风电作为今后的发展重点,开始重视再生能源发电。

制造业是越南支柱产业,采矿业、批发零售及修理业也是重要行业。从 GDP 行业占比份额角度来看,2017 年越南制造业占比 15%,且增长速度较快,2015 年至 2017 年增长速度分别为 10.6%、11.8%和 19.5%,制造业自然成为越南的支柱性行业。此外,批发零售业、采矿业、金融保险业等也是重要行业,份额占比分别达到 10%、8%、5.5%,增速分别为 11%、-4%和 10%。部分占比较小的行业拥有较高的增长速度,未来所占份额有望进一步提升,例如科教文卫、信息、建筑业等等。

春节因素拖累 2019 年 2 月越南工业生产指数回落,制造业表现不俗;外资和非国有工业企业员工数量增长不少。2019 年 2 月越南工业生产指数(IIP)环比下降 16.8%,主要是由于 2 月恰逢农历新年假期;同比增长 10.3%,其中采矿业下降 5%,加工、制造业增长 12.8%,电力生产与分配增长 10.9%,供水以及垃圾、废水处理与管理服务增长 7.2%。2019 年 1-2 月, IIP 估计同比增长 9.2%,但低于 2018 年同期同比增长率 13.7%,其中加工、制造业增长 11.5%,为全国工业增长贡献 8.9 个百分点;电力生产与分配增长 9.5%,贡献 0.9 个百分点;供水及垃圾、废水处理与管理服务增长 7.9%,贡献 0.1 个百分点;采矿业则下降 4.7%,致使全国工业增长率下降 0.7 个百分点。截至 2019 年 2 月 1 日,越南工业企业员工数量同比增长 2.3%,其中国有企业员工数量下降 0.3%;非国有企业增长 2.3%;外资直接投资企业增长 2.7%。

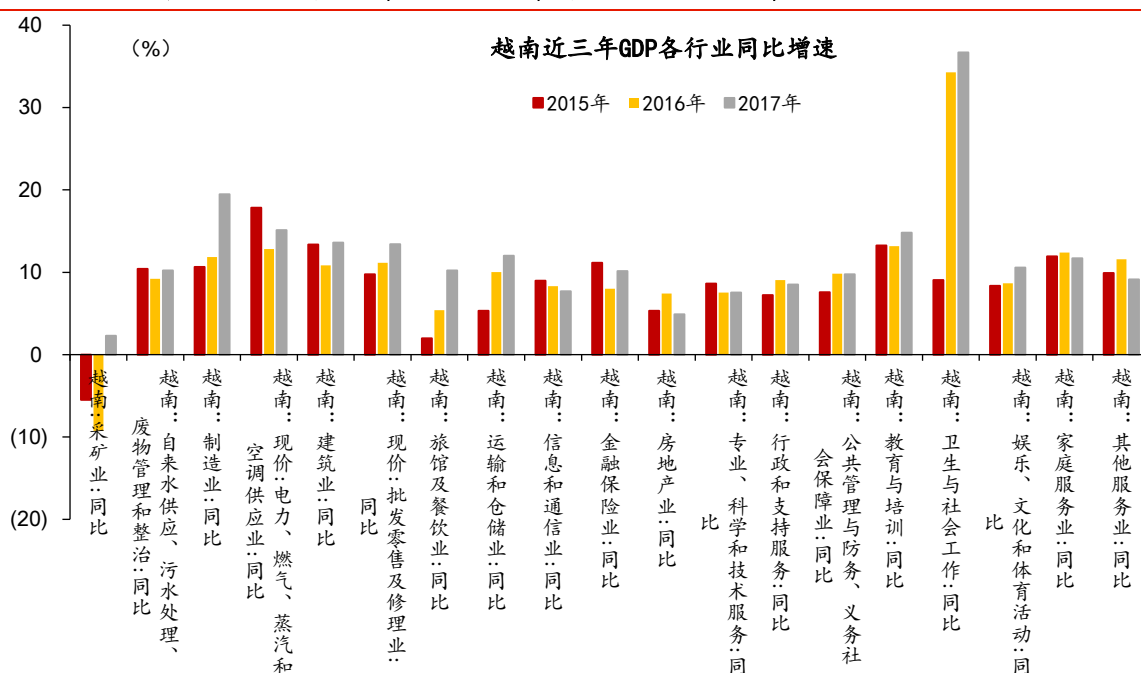
图表22: 越南近三年 GDP 各行业份额占比一览, 制造业、批发零售业、采矿业、金融保险业等占比份额较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

越南制造业表现出快速升级的态势。近几年来，越南产业结构在快速转型，特别是制造业领域，电子加工、纺织服装等行业快速成长，主要源于越南在融入全球产业链过程中，凭借较低的要素成本、区位优势、制度激励等吸引了一系列劳动密集型制造业向越南转移，电子产品、机械零部件等产品的进出口规模不断提升，部分跨国公司也纷纷入驻越南建厂投资。截至 2017 年，三星在越南的生产投资总额已经超过 75 亿美元，LG 和微软也分别投资 15 亿美元和 3.2 亿美元，苹果公司更是将亚洲研发中心安置在越南，中国企业富士康也进驻越南设厂。

图表23：越南近三年 GDP 各行业同比增速，整体趋势震荡，科教文卫总体增速较快，制造业、建筑业增速趋势上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

布局未来，越南政府积极推进多项产业规划落地。越南政府在能源电力、交通运输等方面积极布局未来，一系列产业规划政策纷纷落地，旨在推动越南快速发展，在 2020 年实现工业化和国家现代化目标。诸如，在能源领域实施《越南国家电力第七个电力发展规划 2011-2030 年》，在交通运输领域《建设基础设施配套体系、使越南到 2020 年基本成为迈向现代化的工业国》、《到 2020 年公路建设规划》；煤炭领域和纺织工业分别有《至 2020 年，展望 2030 年煤炭发展规划》和《至 2020 年，展望 2030 年纺织工业发展规划》。

图表24：越南政府积极推进能源、电力、交运等产业规划落地

领域	政策规划
能源和电力领域	《越南国家电力第七个电力发展规划 2011-2030 年》
交通运输领域	《建设基础设施配套体系、使越南到 2020 年基本成为迈向现代化的工业国》
	《到 2020 年公路建设规划》
	《到 2020 年、展望 2050 年交通运输发展战略规划》
煤炭领域	《至 2020 年，展望 2030 年煤炭发展规划》
纺织工业领域	《至 2020 年，展望 2030 年纺织工业发展规划》
汽车工业领域	《到 2010 年，展望 2020 年汽车工业发展战略规划》

资料来源：中国商务部越南参赞处，华泰证券研究所

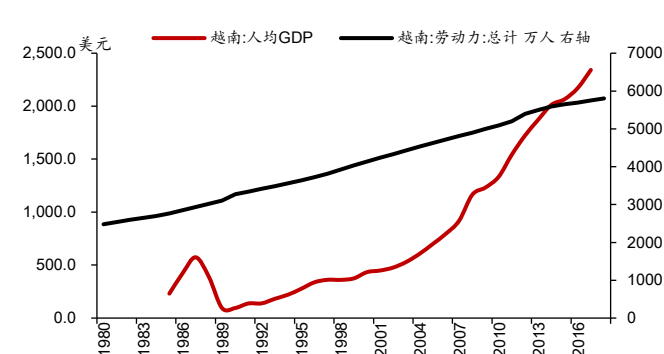
3.4 越南制造业发展优势明显

透析越南产业结构，我们认为，越南制造业发展具有显著优势，主要优势有要素成本低和实业回报率高，招商引资方面税收优惠明显，相对稳定的汇率为外向型的制造业发展创造稳定环境等等。我们认为，从当前角度审视，越南与 20 世纪末期的亚洲四小龙以及改革开放后我国沿海地区的快速发展有一定相似点，具备快速发展的培育基础。

3.4.1 要素成本优势是越南制造业的重要比较优势

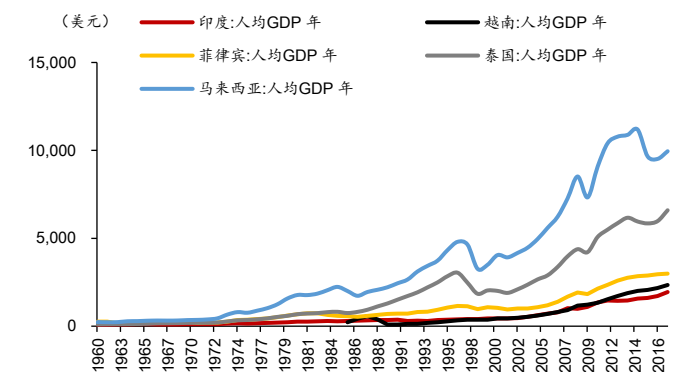
要素成本低和实业投资回报率高是越南制造业的重要比较优势。作为发展中国家，越南经济发展仍处于较低水平，但相应具备了一定要素成本优势。截至 2017 年人均 GDP 仅为 2342 美元，较低的人均 GDP 反映了越南拥有较低的劳动力成本，与菲律宾、马来西亚、泰国等东南亚国家相比也处于较低水平，同时考虑劳动力总数增长趋势较快，规模效应也将发挥积极作用。要素成本低成为越南承接产业转移的重要优势，特别是劳动密集型产业可以通过降低成本提高利润率，借助将企业“引进来”加产品“走出去”的方式，越南制造业具有较好的发展前景。

图表25：越南劳动力成本低，具有较高的投资回报率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26：越南人均GDP较其他东南亚国家处较低水平，具备成本优势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

3.4.2 政策利好及税收优惠为制造业发展助力

越南实施减税方案重点增强中小企业竞争力，助力实体经济发展。为消除企业发展障碍，实现到 2020 年全国高效企业 100 万家的目标，越南财政部于 2016 年 10 月向国会提交减税计划草案，提出降低中小型企业和初创企业的企业所得税税率，2017 年至 2020 年适用税率由此前的 20% 下调至 17%。根据越南政府预计，该减税政策有助于为企业减负并鼓励企业数量的增多，在此税收优惠条件下，年营业额不超过 1000 亿越南盾的企业可以享受免税优惠，预计国家财政收入将每年减少 1.5 万亿越南盾。同时，减税政策获批将推动新增注册企业的增长。

越南经济园区体系是重要增长极，园区是为产业发展提供政策利好和税收优惠的重要抓手。1986 年以来，越南历届党代会的决议形成了发展经济园区体系的一贯主张，以经济特区及工业园区作为经济增长的重要突破点，以点带面，通过打造局部增长极带动全国的经济增长。越南政府也在发展过程中，不断推进经济园区机制的管理、运作机制，前后经历了 4 个阶段。2016 年初，越南政府批准建立了三个经济特区（SEZ）的计划，并披露将在经济特区中先行试点重点经济和行政政策。越南积极搭建增长平台，经济园区和工业园区等享受多重福利，园区内企业在进出口税收、企业所得税等方面享受减免，在土地租金、信贷配给方面享受优惠，这些政策利好和税收优惠为制造业企业的发展奠定基础。

外资优惠制度改革助推越南外向型经济释放活力。越南的改革与开放之路中，对外资开放更是促进越南经济增长的重要制度基础。2006 年 7 月，越南出台新的《投资法》，宣布对国内与外商投资实施统一管理，取消此前《外国投资法》的诸多限制，包括要求优先购买，使用国内商品的服务，或必须购买国内某一生产厂家的产品和服务等，进一步打开国内市场。次年 2007 年加入 WTO。2015 年 7 月，为适应 TPP 等新的国际贸易和投资规则，越南对投资法进行了较大的补充修改，出台了新的《投资法》，2015 年版的新《投资法》对外商投资者界定、外资企业设立程序等问题予以进一步解释，同时大力简化行政审查手续，给予外商投资更大的优惠幅度。联合国贸发组织也评价越南为东盟最具外资吸引力国家。

行业鼓励政策以及区域鼓励政策构成越南外资优惠政策框架的主体。从行业鼓励政策上来看，越南鼓励某些特定行业引入外资并给予优惠待遇，包括科学和技术发展研究；高新技术应用；复合型材料、新建筑材料、稀有材料生产；再生能源、清洁能源、废料发电；生物科学发展；环保等领域的企业收入，教育培训、行业、医疗、文化、体育和环境等领域；高级钢铁生产；节能产品生产；服务农林渔业的机械设备生产；灌溉设备生产；家禽、家畜、水产品饲料精制。此外，越南还鼓励外商到高新技术开发区投资建厂。

从区域鼓励政策上来看，越南政府鼓励投资的行政区域分为经济社会条件特别艰苦地区（A 区）和艰苦地区（B 区）两大类，分别享受特别鼓励优惠及鼓励优惠政策。具体优惠政策包括：1. 企业所得税优惠：A 区享受 4 年免税优惠（从产生纯利润起计算，最迟不超过 3 年），免税期满后 9 年征收 5%，紧接 6 年征 10%，之后按普通项目征收；B 区享受 2 年免税优惠（从产生纯利润起计算，最迟不超过 3 年），免税期满后 4 年征收 7.5%，紧接 8 年征收 15%，之后按照普通项目征税。2. 进出口关税优惠：A 区固定资产进口关税及从投产之日起免前 5 年原料、物资或半成品关税；属出口产品生产加工可免征出口关税或退税。3. 减免土地租用费：租用 A 区土地最长减免 15 年，B 区最长减免 11 年。

3.4.3 越南的港口优势有利于制造业发展

越南的港口优势为制造业发展奠定基础。物流运输是制造业发展重要保障，相对依赖对外贸易的越南拥有较好的港口优势，港口贸易有助于为制造业的发展提供支持。越南国土有一面全部与海洋接壤，海岸线长达 3200 千米，港口相对较多，对其海洋运输港口贸易非常有利。全国主要港口 43 个，其中北部七个，中部十七个，南部十九个。其中，**越南最主要的两个港口是：海防港（HAIPHONG）和胡志明港（HOCHIMINH）。**海防港位于越南北部，是河内重要的门户和中转站，是越南北方最大的海港，海防港是首都河内（HANOI）的海上门户，主要工业有机械、造船、纺织、水泥、玻璃、化工、搪瓷和罐头等；主要出口货物有铁、煤、大米、玉米、水泥、黑色及有色金属矿砂等，进口货物主要有机械及纺

织品等。胡志明港（HOCHIMINH）位于越南南部湄公河三角洲之东北、同奈河支流西贡河下游，是越南南方最大海港，胡志明港有三个码头，分别为：新港、泰来港和越南国际集装箱码头。

3.4.4 币值稳定为制造业发展创造良好环境

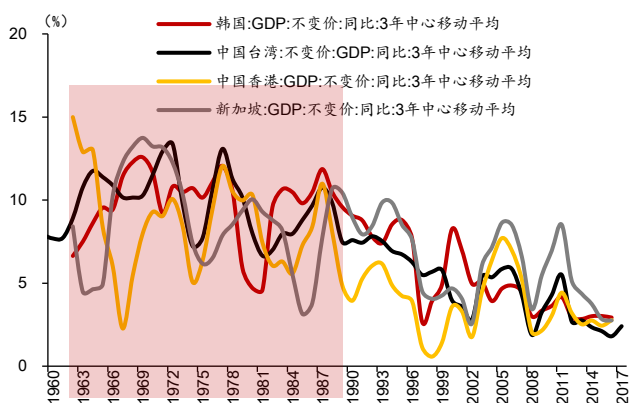
与我国类似，越南现行的汇率制度为有管理的浮动汇率制度，币值稳定为外向型的制造业发展奠定基础。与我国类似，越南当前也采用有管理的浮动汇率制度，1986 年越南改革开放后，由于固定汇率难以适应经济发展的客观需要，越南于 1989 年对金融体制进行改革，将固定汇率制度调整为浮动盯住汇率制度，也即为有管理的浮动汇率制度。币值稳定对发展中国家较为重要，币值稳定一方面有助于维持国内金融市场与经济的相对稳定，降低汇率对汇市稳定性的影响，另一方面可以为国内外企业进行贸易往来创造相对稳定市场，特别是越南这一类外向型、劳动密集型企业，盈利与成本对汇率变动的敏感性较强。越南央行将币值稳定作为货币政策目标，维持越南盾兑美元的缓慢贬值趋势，为国内制造业的发展创造了良好环境，有助于本国制造业持续借助要素成本低的价格优势发展国内产业。

3.4.5 借鉴东亚四小龙和中国沿海地区的发展经验，有助于越南制造业快速成长

东亚四小龙和我国沿海地区的经济腾飞可以形成宝贵的发展经验。“东亚四小龙”是指从 20 世纪 60 年代开始，亚洲的中国香港、中国台湾、新加坡和韩国推行出口导向型战略，重点发展劳动密集型的加工产业，在短时间内实现了经济的腾飞。东亚四小龙快速增长经验主要反映在以下几点，借助劳动力成本优势大力发展劳动密集型产业，通过对外开放利用国际贸易为本国外向型经济提供有利条件，通过外资、引进先进技术等为本国产业升级奠定基础，国内经济制度和政策环境为产业的良好发展“保驾护航”等等。我们认为，相似的发展经验也表现在改革开放后我国沿海地区的快速发展上，对外开放、鼓励外向型经济发展、技术引进来和产品走出去等方式带动了我国沿海地区经济、产业、城市的快速发展，特别突出的案例如珠三角的制造业集群、长三角的外向型经济带等等。

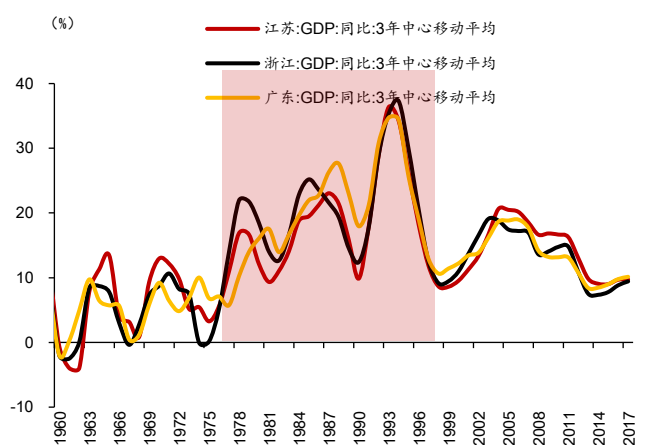
借鉴东亚四小龙和我国沿海地区的发展经验有助于越南制造业快速成长。我们认为，越南当前与东亚四小龙、我国沿海地区经济腾飞前有一定相似性，借鉴国外的已有发展经验，推动对外开放和经济体制改革，搭建良好的政策环境为释放市场活力及提升企业积极性奠定基础。

图表 27： 20 世纪 60 年代开始，东亚四小龙经历了一段快速成长期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 28： 我国沿海地区在改革开放后经历了一段快速增长期

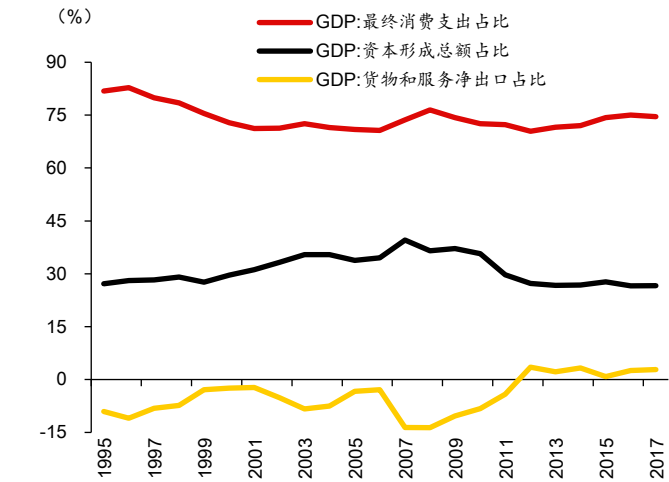


资料来源：Wind，华泰证券研究所

四、储蓄率较低，消费具有较大空间

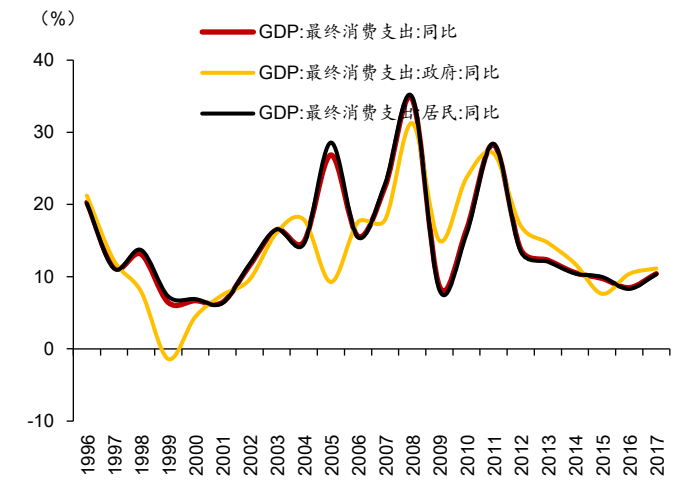
消费是越南 GDP 主要构成，居民消费与最终消费支出具有较强联动性。1995 年以来最终消费支出在 GDP 中的占比超过 70%，是 GDP 的主要构成部分，而最终消费支出中，居民消费占比接近 90%。近年来，GDP 口径下，越南最终消费支出增速相对稳定，维持在 10% 左右，略高于 GDP 增速，对增长的贡献率较高。

图表29： 消费、投资在越南 GDP 中的占比分别接近八成和两成



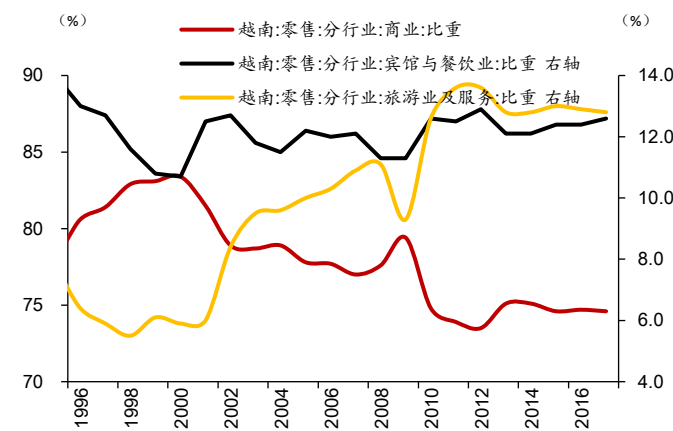
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 居民消费对消费的影响较大



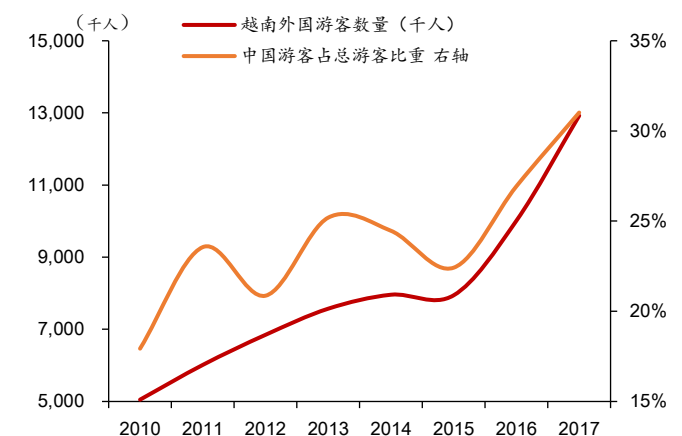
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 旅游、宾馆与餐饮业成长迅速



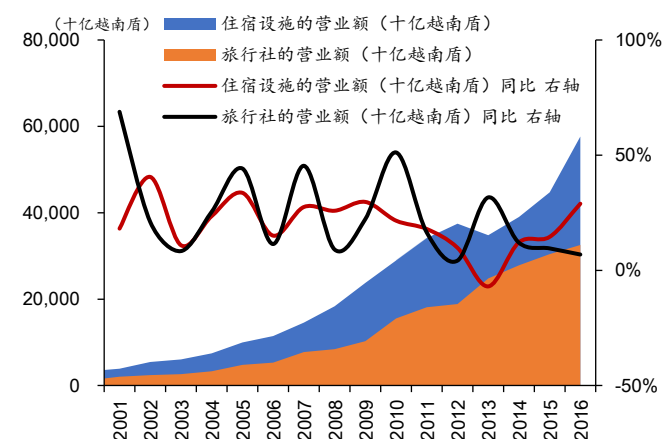
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32： 近年来中国游客进入越南旅游数量不断上升



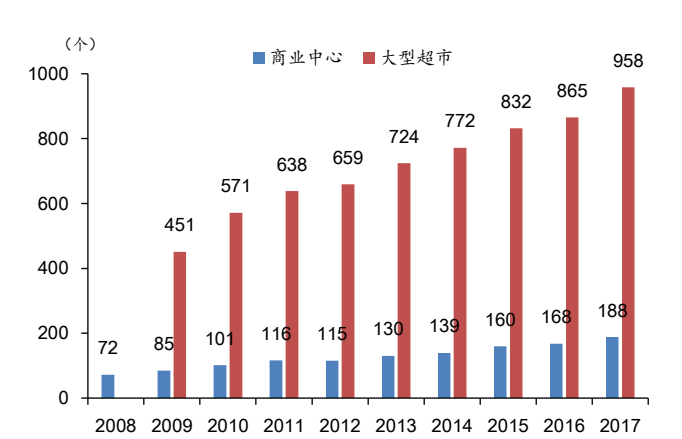
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 旅行社营业额增速稍有下滑，住宿营业额 2013 起显著反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34： 越南商超数量增速较快，仍有提升空间

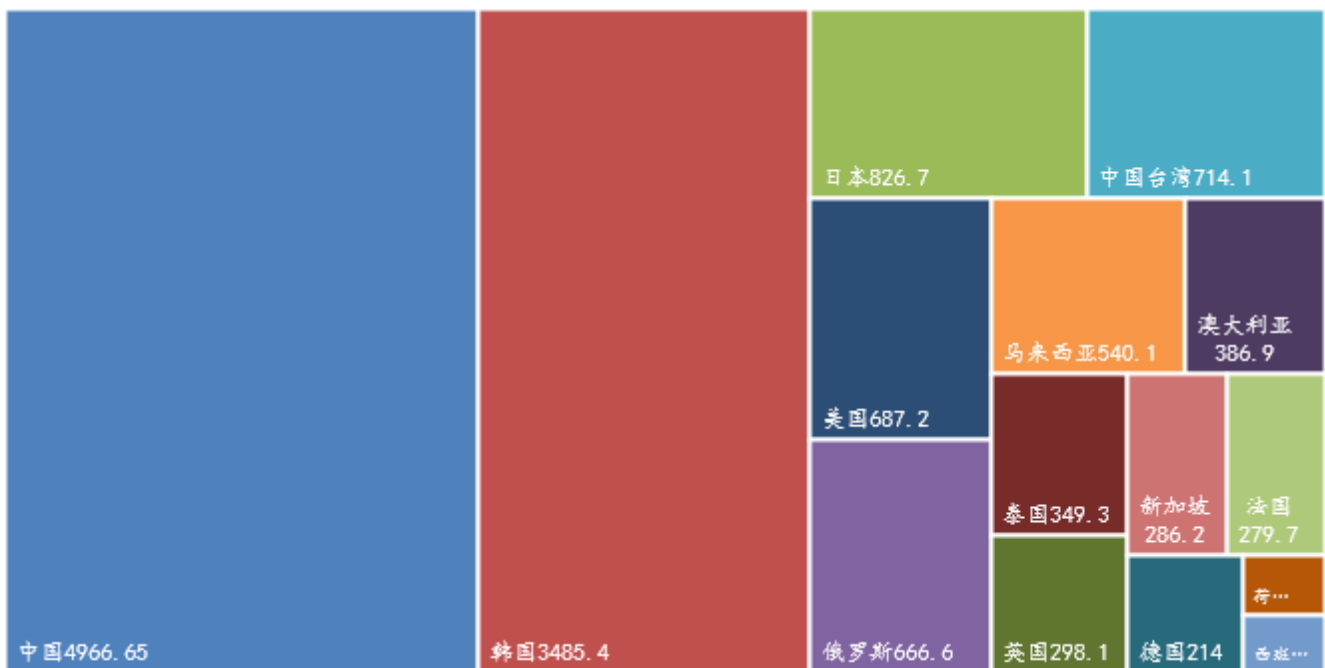


资料来源：Wind，华泰证券研究所

传统销售占比较高，旅游、宾馆与餐饮等消费增速较快。分结构来看，商业消费在越南零售消费中的占比较高，但近年来增速显著下滑；与之相比，旅游业、宾馆与餐饮业的零售消费虽然占比份额较低，但旅游业、宾馆与餐饮业的零售增速较快，份额显著增高；这源于近年来国外游客、海外资本的持续高速流入。根据越南统计局数据显示，2010 年越南全年游客数为 500 万人/年，8 年间快速增长至 2018 年 1550 万人次，绝大多数游客来自亚洲，超过 30% 的游客来自中国。2018 年游客数同比增长 19.9%，其中来自亚洲的游客达到 1207.55 万人次，同比增长 23.7%；来自欧洲的游客共计 203.79 万人次，同比增长 8.1%。2018 年赴越南旅游人数最多的三个国家是中国，韩国和日本，来自中国的旅客达到 496.65 万人次，同比增长 23.9%；韩国旅客 348.54 万人次，同比增长 44.3%；日本旅客 82.67 万人次，同比增长 3.6%。

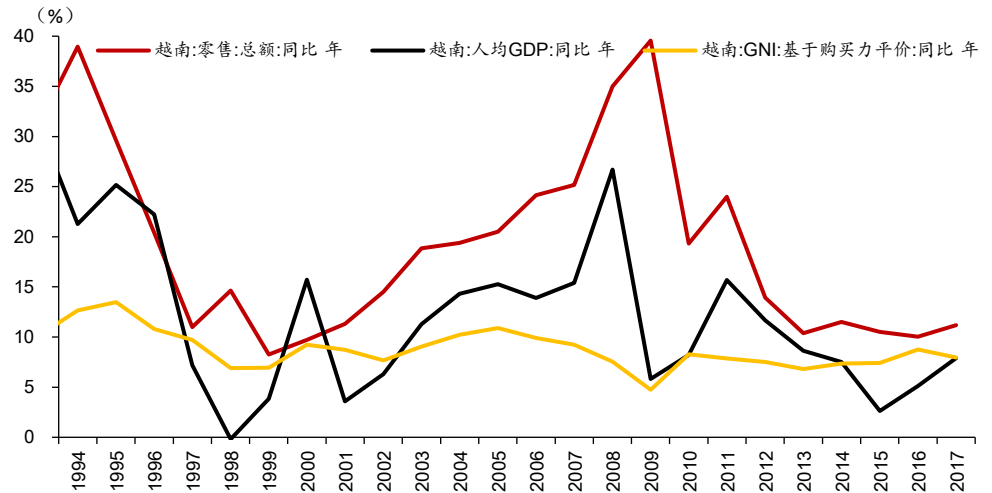
春节假期消费需求拉动 2019 年 2 月零售及服务增长，国际游客接待量创单月历史新高。2019 年 2 月，货物零售与消费服务收入总额估计达 390.8 万亿越南盾（约合 168.4 亿美元），环比下降 3%，同比增长 11.5%。分行业来看，2019 年 1-2 月，货物零售总收入估计达 613.4 万亿越南盾，占总量的 77.3%，同比增长 14.4%，住宿餐饮行业收入估计达 90.2 万亿越南盾（约合 38.9 亿美元），占总量的 11.4%，同比增长 5.7%，旅游业收入估计达 8 万亿越南盾（约合 3.4 亿美元），占总量的 1%，同比增长 7.8%，其他服务收入估计达 82.2 万亿越南盾（约合 35.4 亿美元），占总量的 10.3%，同比增长 4.9%。值得注意的是，2019 年 2 月份越南国际游客接待量创单月新高，约达 158.82 万人次，环比增长 5.8%。

图表35： 2018 年各国进入越南的游客数量中，中国、韩国、日本位居前列（千人）



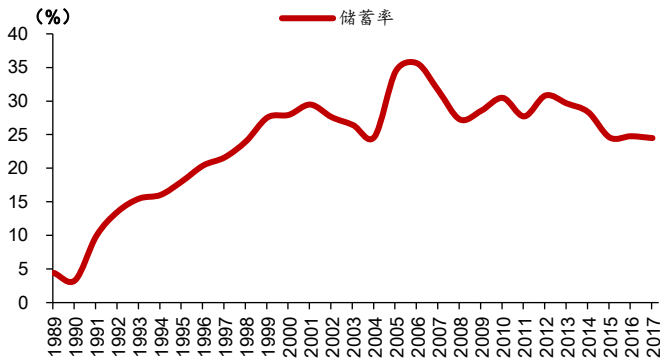
资料来源：越南统计局，华泰证券研究所

越南销售数据与人均收入水平联动性较强，消费能力的提升是促进越南消费增长的关键。我们认为，影响消费的主要有消费能力和消费意愿，人均收入水平是衡量消费能力的重要指标，比对越南人均 GDP 增速和零售总额增速可以发现，两者具有较强的相关性。我们认为，由于越南经济基础仍待提高，人均 GDP 水平较低，2017 年越南人均 GDP 仅 2342.24 美元，在收入水平较低的情况下，影响消费的关键是消费能力而非消费意愿。因此，自 1994 年至 2017 年间，越南人均 GDP 增速与零售数据呈现出高度相关，侧面反映出可支配收入的增多增强了消费能力，进而带动了居民消费。我们认为，由于越南人均 GDP 仍处于较低水平，居民收入增速对未来消费的增长趋势仍有较强的作用效果。

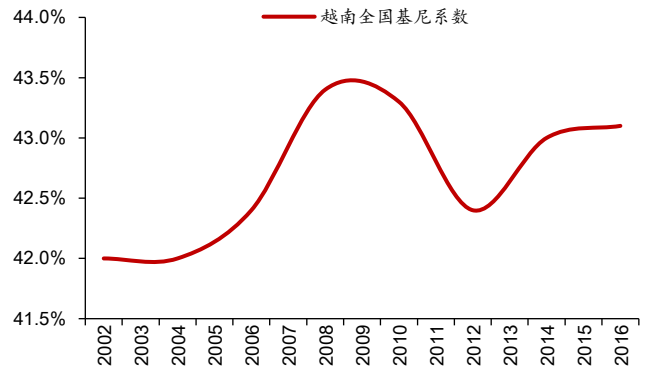
图表36： 越南零售总额增速与人均 GDP 存在较强的相关性

资料来源：Wind，华泰证券研究所

越南储蓄率不高，基尼系数显示贫富差距较大。越南全国储蓄率的变动可以分为两个阶段，1990年至2000年左右，越南储蓄率持续回升，从不足5%持续增长至30%左右；2001年至今，储蓄率基本稳定在30%上下震荡，截至2017年末，越南储蓄率达24.49%，总体来看越南储蓄率水平与中国相比仍有较大差距，储蓄率水平相对不高。基尼系数衡量越南的财富不平衡状态，虽然21世纪以来稍有波动，但总体仍维持在43%左右，根据基尼系数可见越南的贫富差距较大，这不难理解，作为社会主义国家，从计划经济体制向社会主义市场经济转变过程中，由于改革和开放的步伐是循序渐进的，贫富差距小幅抬升处于较高水平也是经济转型过程中难以避免的“副产物”。

图表37： 越南储蓄率维持在25%左右

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 越南全国基尼系数基本稳定在43%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

五、房地产快速发展，房价水平相应抬升

5.1 2000 年迄今，越南地产经历了三个阶段

长周期角度，由于城镇化水平和劳动人口相对较多，老龄化有限，越南房地产的总体走势是向上的，但由于中短期逻辑的变化导致房市表现出阶段性的过热和萧条，从 2004 年至今，房市大概经历了三个阶段。

第一阶段是金融危机前 2004 年至 2008 年，受外资流入叠加经济增长维持较高增速，2004 至 2008 年五年 GDP 平均增速超过 7%，叠加外资的流入，货币总量和 CPI 显著抬升，经济呈现过热迹象，对地产需求侧呈现非常强的支撑，同时 2007 年越南顺利入市，居民购房保值意愿强烈且居民对经济前景大为看好，因此房地产销量较高，超过 1 万套，公寓均价突破 1 千美金/平方米，最高达到 1650 美金/平方米左右，按当时汇率算，约 2801 万越南盾/平方米。

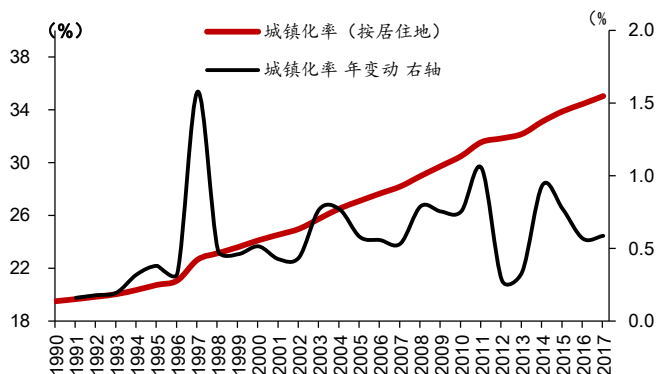
第二阶段是 2009 年至 2013 年，由于金融危机的较大破坏力，考虑外向型经济和对外资过度依赖的特性，对越南经济产生了较大的负面影响，需求不振、外资流出，房市呈现出相对萧条的局面，2009 年越南房价大幅下跌，同时越南政府又上调了二手交易所得税，进一步导致市场转冷；随后，随着全球央行流动性的投放和越南政府的对冲刺激政策，房市有所回暖。2010 年销量明显提升，但房价在 2009 至 2013 年间的增长相对缓慢。

第三阶段是 2014 年至今，这一时期越南经济逐步恢复平稳增长路径，越南货币政策和财政政策也进入相对稳健的状态。外资也开始持续进入越南，同时越南政府也出台刺激政策推动贫困者和公务员购房，在 2014 年推出 30 万亿越南盾的购房贷款计划，2015 年《住房法》修改，放宽外国人买房条件，只要有合法签证就可以买房这一措施大幅推升了地产销量，日韩和中国投资者大幅增加，销量更是在 2015 年放宽当年增至超过 3 万套。截至 2018 年，以越南盾口径看，房价已再创新高，但由于近年来越南盾对美元持续贬值，因此，以美元计价，越南房价仍未达到 2008 年的高点。

5.2 多种原因促使越南房市快速发展

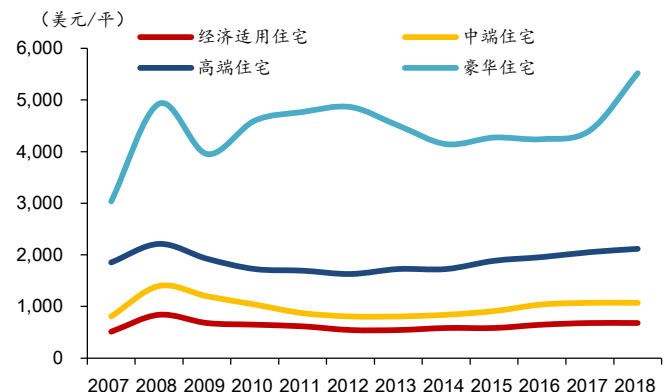
越南房地产快速成长。我们认为可以供求两个方面来看越南房地产的快速发展，需求侧，城镇化持续推进带来的结构性消费需求，客观的投资回报率和租金回报率让越南地产可以满足投资者的配置需求，随着对外开放程度的提升，对外资的向好政策也得以满足外国投资者的投资需求等等，供给侧方面，土地使用权的流转为通过市场化方式满足市场需求奠定基础。

图表39： 城镇化仍有较大发展空间，超过 30%的城镇化率空间将持续有效的支持地产需求增加



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 胡志明市房价显示，越南房地产仍有一定的投资空间，中高端住宅价格相对不高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

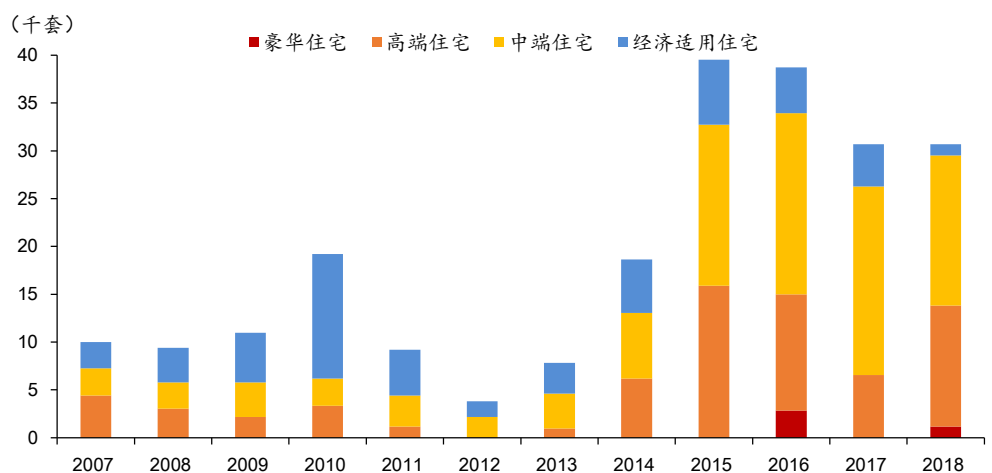
城镇化空间较大显示未来仍有较大地产消费需求，住宅价格相对不高仍有投资空间。截至 2017 年，越南城镇化率仅 35%，距离 70% 的相对合意的城镇化率仍有较大的增长空间。我们认为，随着城镇化程度的提升，农村人口向城市转移的过程中自然产生更多住宅需求，这种结构性的消费需求仍将在长时间推动越南方式发展。另一方面，从当前的住宅价格来看，以胡志明市为例，豪华住宅价格在近年来出现显著抬升，而占比较多的中高端住宅仍未有明显变化，相对较低的住宅价格可以满足资产配置和投资性需求的需要。我们认为，越南地产仍有较大的发展空间，价格仍有投资机会。

土地所有权国有，但使用权可以转让，土地使用权的相对“私有化”促进市场发展。越南土地法前后尽力过多次修改，越南 1987 年出台首部《土地法》，1993 年出台第二部《土地法》，2001 年进行修改和补充，2003 年颁布第三部《土地法》。2013 年 11 月 29 日颁布了第四部《土地法》。根据现行土地法规定，越南土地所有权归属于国家，集体和个人可以对国有的土地享有使用权。由国家土地进行统一管理，土地使用期限一般分为长期稳定使用和有限使用两种情况，长期稳定使用某种程度上可以看作“永久使用权”，有限使用土地的期限也分为 5 年、20 年、50 年、70 年和 90 年不等，一般到期可续期。拥有土地使用权的个人和集体，可以获得土地上的劳动成果和投资收益，也可以进行土地出让、转让、出租、再出租、继承、赠送、抵押、担保、投资等等，国家回收时也会获得补贴。土地使用权的相对“私有化”为越南的房地产市场带来了供给侧的支持。对于外资企业，越南《土地法》也出台配套政策予以支持，根据 2013 年《土地法》规定，外国投资者不能在越南购买土地，但可以租赁土地并获得土地使用权，使用期限一般为 50 年，特殊情况下可以申请延期，但最长不超过 70 年。

5.3 越南房市近年来增长较快，外资涌入布局越南高端地产

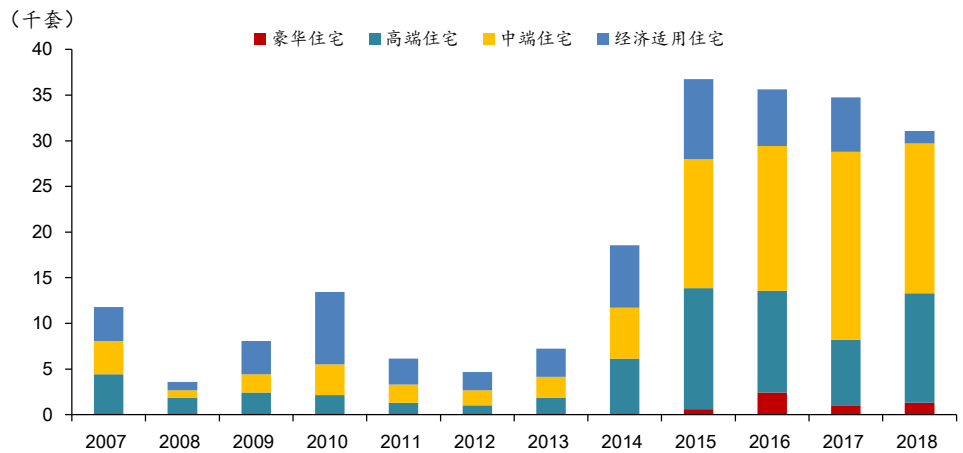
近年海外投资者追捧助推越南房地产市场发展，主要看好越南高端房产，其中，中国投资者是主力。2015 年 7 月 1 日，越南新的《住房法》生效，取消了对外国人购房的很多限制，鼓励外国人在越南购房，受此刺激，2015 年起越南房地产市场的供需都显著增加。同时，从胡志明市历年房地产市场新房供销情况可以看出，自 2015 年起，豪华住宅和高端住宅比重显著增加，反映海外投资者主要看好越南高端房产。

图表41： 胡志明市 2007-2018 年房地产市场新房供给情况

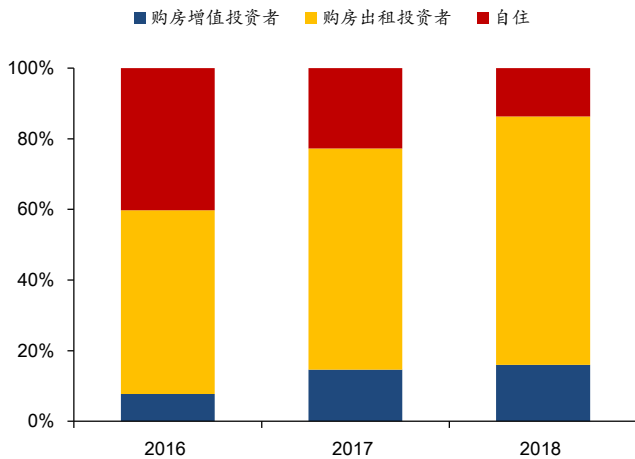


资料来源：CBRE，华泰证券研究所

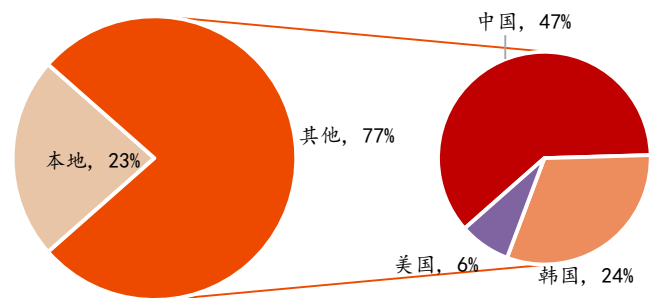
相对全球其他经济体而言，越南近年来发展势头吸引了不少海外投资者，备受海外资金追捧，而房地产市场又是投资者配置资产的重要选项。2016-2018 年间通过 CBRE（世界上最大的商业地产和服务公司：世邦魏理仕）在越南购房的客户中，购房目的为自住的比例逐年下降，2018 年购房客户目的为投资的占比已高达 80%。2018 年通过 CBRE 配置住宅资产的客户中，海外投资者占比为 77%，其中中国国籍投资者占比居首位，高达 47%。

图表42： 胡志明市 2007-2018 年房地产市场新房销售情况

资料来源：CBRE，华泰证券研究所

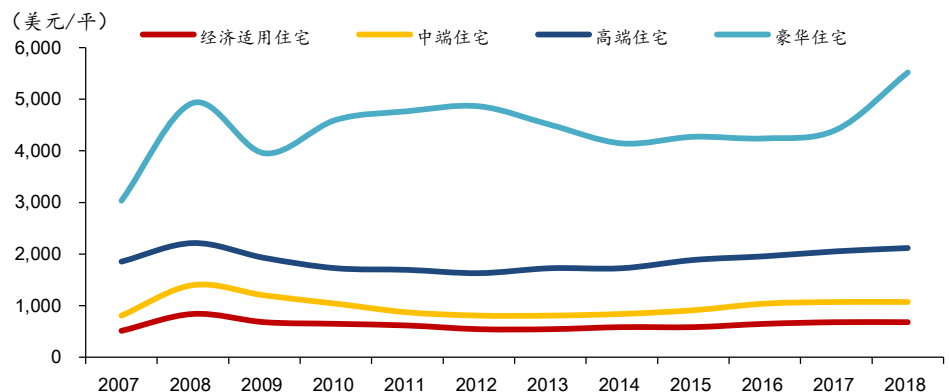
图表43： 通过 CBRE 购房的客户购房目的主要为投资

资料来源：CBRE，华泰证券研究所

图表44： 通过 CBRE 购房的客户主要为外国投资者

资料来源：CBRE，华泰证券研究所

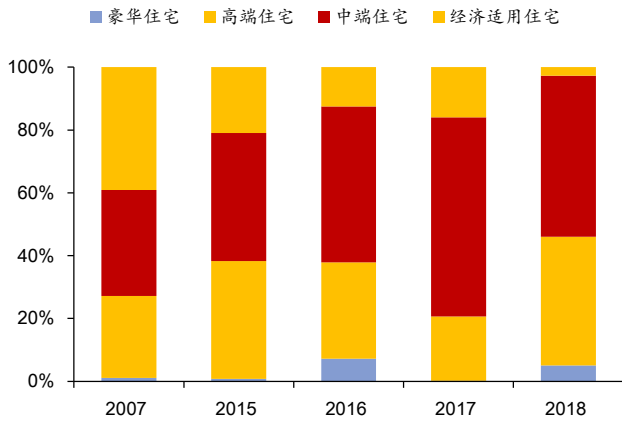
2018 年胡志明市房地产市场不同档次住宅价格涨幅分化严重，豪华住宅价格涨势远远领先其他档次住宅。根据 CBRE 提供的数据，2018 年胡志明市豪华住宅均价上涨至 5518 美元/平方米（约合 37300 元人民币/平方米），涨幅高达 17%。与此同时，经济适用住宅（Affordable）价格和中端住宅（Mid end）价格涨幅仅为 1%，高端住宅（High end）全年价格几乎不变。

图表45： 2018 年胡志明市高端住宅价格显著走高

资料来源：CBRE，华泰证券研究所

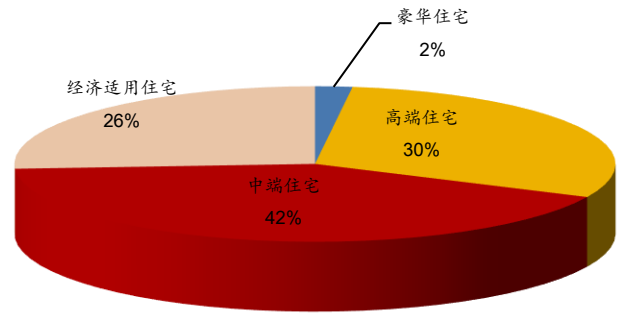
海外投资者对供给较少的豪华住宅的强劲需求推升涨幅分化。就供给端而言，不论是从近期来看，还是从历史来看，胡志明市住宅供给中豪华住宅占比相对较低，且波动较大，中高端住宅占比最高。胡志明市 2018 年新增住宅供给主要集中在中高端住宅，其中高端住宅占比高达 52%；2007 年至 2018 年胡志明市累计新增住宅 260247 套，主要以中高端住宅为主，豪华住宅仅占 2%。在中高端住宅供给体量相对较大且较为平稳，但豪华住宅供给较少的情况下，海外投资者对高端房产的强劲需求推升豪华住宅价格一路走高，致使不同档次住宅涨幅严重分化。

图表46： 胡志明市各类住宅供给占比显示中高端住宅较多



资料来源：CBRE，华泰证券研究所

图表47： 胡志明市 2007-2018 年累计供给占比以中高端为主



资料来源：CBRE，华泰证券研究所

六、越南通胀目标与基础利率水平相对较高

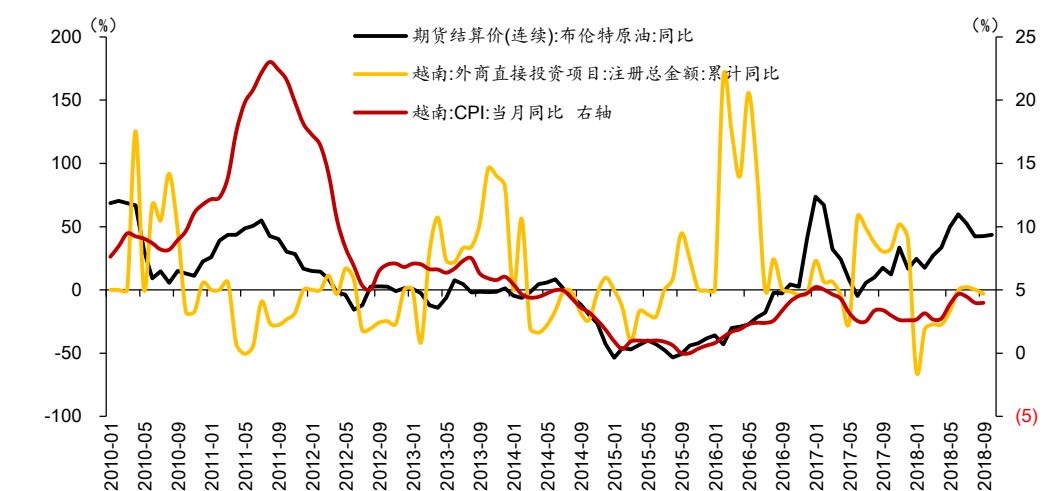
6.1 越南央行以币值稳定和调控通胀作为货币政策目标

越南中央银行为越南国家银行，越南国家银行于 1951 年 5 月 6 日成立，并于 1961 年 10 月 26 日改名为当前名称。法理上，2010 年越南《中央银行法》规定，越南国家银行是越南国家层面的货币政策主管机构，主要通过确定货币政策工具并进行相应措施达到稳定本币币值和保持合理通货膨胀的目的。越南央行现阶段的货币政策框架是基于 2015 年操作方案：积极灵活地运用货币政策工具调控（被动应对）通货膨胀，而非通过主导通货膨胀（主动应对），借以稳定宏观经济、实现经济增长和确保信贷体系适宜流动性。同时，根据宏观经济发展和通货膨胀的变化，确保越南货币币值的稳定，克服美元化对利率和汇率的影响。信贷管理方面，推进信贷质量控制，重点解决企业在生产和业务发展过程中的融资难问题，继续实施将银行信贷、信贷重组等与经济政策相联系的计划，重点在政府指导方针的方向上提供资金支持。

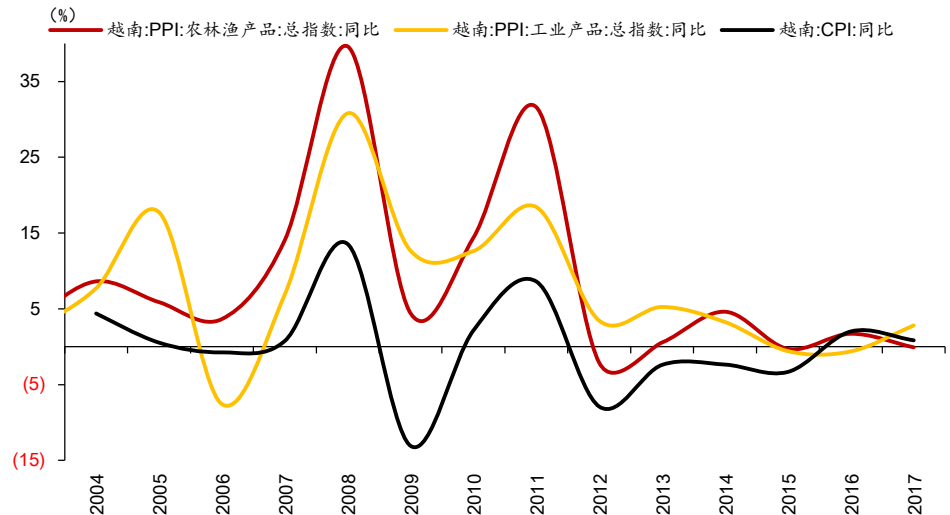
6.2 2018 年及 2019 年越南通胀目标为 CPI 同比增速 4%

外生性流动性宽松和输入性通胀是越南通货膨胀出现大幅震荡的主因。越南是较典型的外向型小型经济体。20 世纪 80 年代末期，越南在经济政治逐步稳定后确定了改革开放的路线，逐步开始建立市场经济机制，也逐步融入全球经济体系，2006 年 11 月 7 日越南成为世界贸易组织（WTO）第 150 个成员国。越南经济在加入世界贸易组织（WTO）后，外资及对外贸易活跃度进一步提升，外资和对外贸易的增长为越南国内带来了外商直接投资和外生性流动性的快速膨胀，流动性的大幅增长导致资产价格开始走高，一定程度上拉动了通胀的整体走高；另一方面，由于越南外向型小国经济体的特点，客观自然禀赋和经济增长的需求导致越南较为依赖进口能源品、工业品等产品，能源品和工业品价格的波动也通过国际贸易的方式影响到越南国内的物价水平，比如以油价波动带来输入性通胀是影响越南 CPI 同比变动的重要力量。同时，随着越南参与国际贸易程度的不断上升，全球贸易往来活跃度与越南经济表现的一致性越来越强，全球贸易保护主义和全球需求疲软牵连全球贸易活跃度走低，这也将导致越南经济面临一定压力。

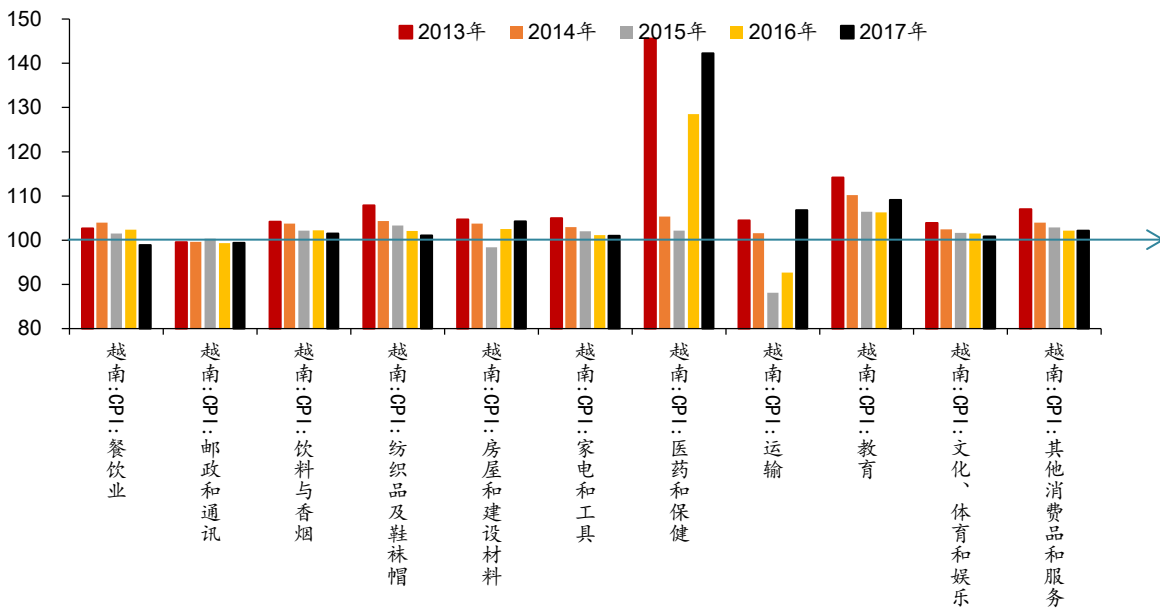
图表48：输入性通胀和外向型经济导致越南通胀波动剧烈



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49： 外向型经济及输入性通胀通缩导致越南整体通胀波动较大

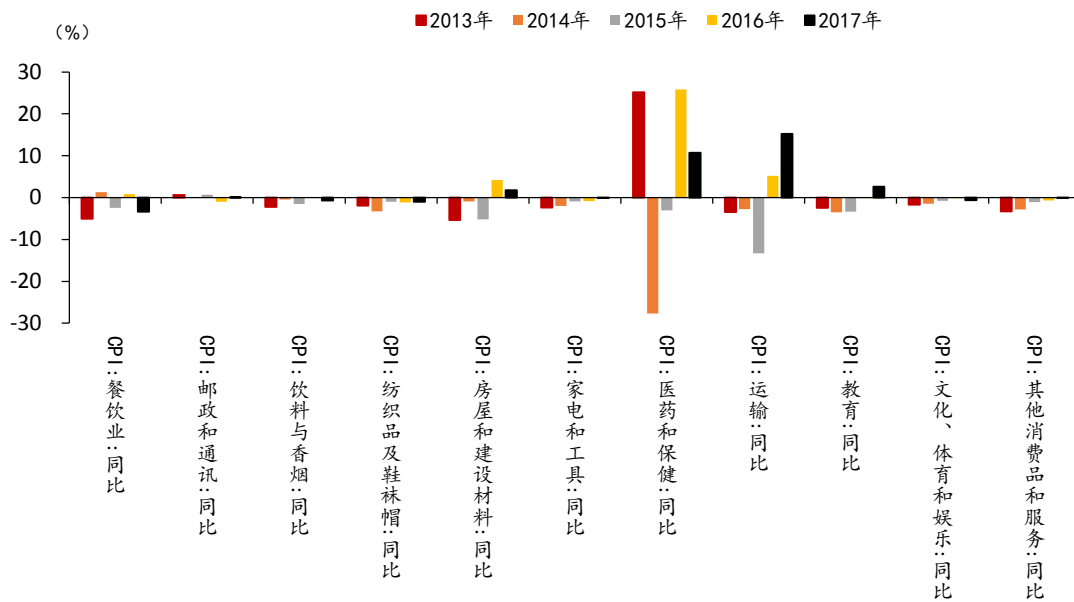
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50： 医药保健、教育、消费、运输等是带动 CPI 增长的主要动力

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目前，越南货币政策的主要目标为控制本币稳定和调控通货膨胀。2018 年越南通货膨胀的调控目标为 4%，2018 年 10 月，越南政府提出了 2019 年的通货膨胀目标，即将消费价格指数平均增速（CPI 同比增速）保持在 4% 水平，与 2018 年一致。当前，越南通货膨胀基本稳定可控，2018 年 CPI 同比增速平稳回升，2018 年 11 月最新数据显示，越南 CPI 同比增加 3.59%，较 2017 年 12 月增加 3.24%，已经较为接近 4% 的年度调控目标。从 CPI 的分项历史数据来看，越南 CPI 中医药保健、运输分项的价格波动较大，从 2017 年数据来看，教育、运输、医药和保健、地产相关的价格处于较高水平，一定程度上推动了 CPI 的回升。**2019 年 1-2 月 CPI 同比增加 2.6%，主因是春节因素所致。**2019 年 2 月 CPI 同比增加 2.64%，环比增加 0.8%，核心 CPI 同比增长 1.82%，环比增长 0.48%，CPI 上涨主要是农历新年期间消费需求增加导致。其中，食品和餐饮服务业增幅最大，为 1.73%；住房和建材类增长 0.69%，主要是由于天然气价格上涨；文化娱乐和旅游类增长 0.66%；虽然公共交通服务类价格上涨 4.4%，但由于春节期间石油价格较为稳定，交通运输类的 CPI 指数仅小幅上涨 0.16%。

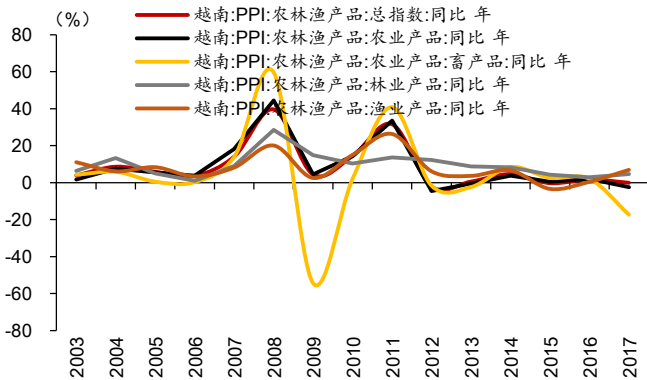
图表51：分行业各年 CPI 同比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

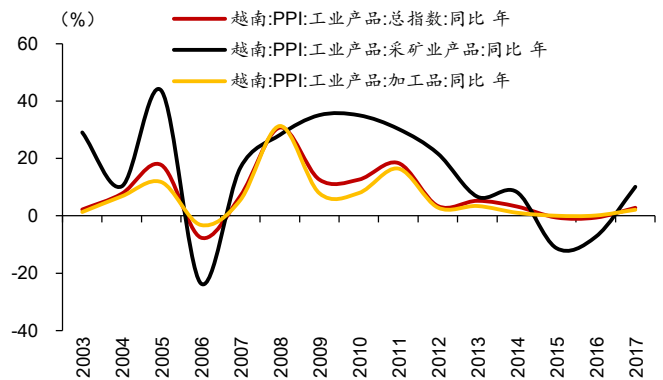
PPI 中畜产品和工业品波动较大。相较于 CPI，越南 PPI 同比变动较为剧烈，越南 PPI 主要分为农林牧渔和工业产品两类，农林牧渔 PPI 由农业、林业和渔业组成，农业中的主要变动来自畜产品的变动较为剧烈，这和我猪肉价格对 CPI 贡献较多较为相似；工业产品则分为采矿业、加工品和水电供应，其中采矿业和加工品的变动比较剧烈，这与越南自身的三部门产业结构、贸易结构有紧密关系，我们认为，随着工业化、城镇化和现代化程度的提升，产成品和工业品价格的波动将逐步下降，走势相对平稳。

图表52：畜产品是越南农林牧渔 CPI 同比增速的主因



资料来源：Wind，华泰证券研究所

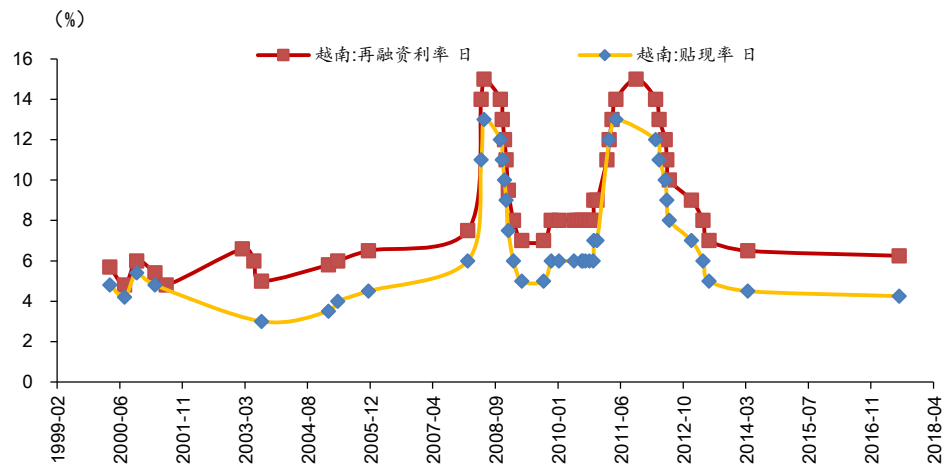
图表53：采矿业受全球经济周期影响价格变动较为剧烈



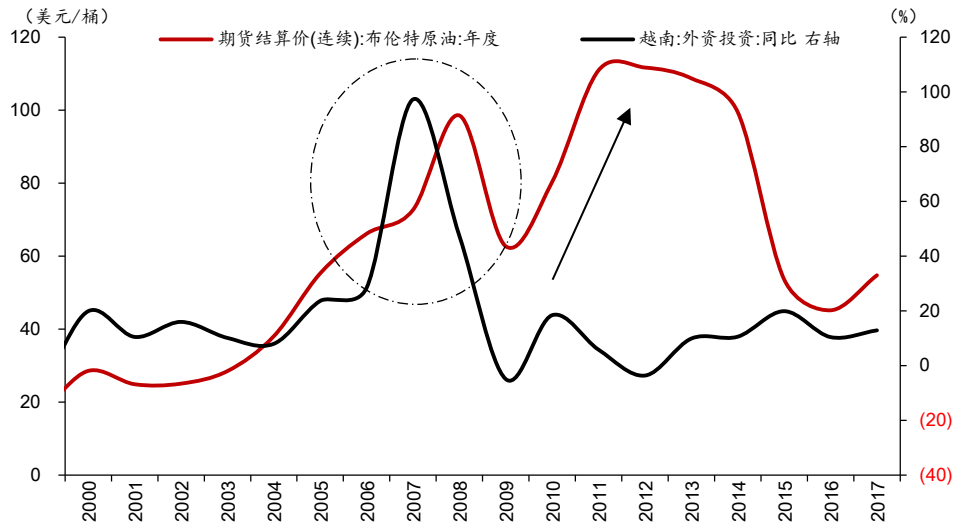
资料来源：Wind，华泰证券研究所

6.3 再融资利率和贴现率是越南央行调控的基准利率，准备金率中等水平

作为价格型货币政策工具，利率工具是越南央行的重要调控方式，其中，越南央行主要通过调控基准利率对其他利率进行影响，根据越南央行官方披露，越南央行的基准利率为再融资利率和贴现率，当前，越南央行基准利率参照 2017 年 7 月 10 日公布的代号为 (1424 / QD-NHNN) 文件，确定再融资利率为 6.25%，贴现率为 4.25%。

图表54： 再融资利率及贴现率是越南央行进行货币政策调控的基准利率

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表55： 越南易受外资流入和油价走高导致的输入性通胀影响

资料来源：Wind，华泰证券研究所

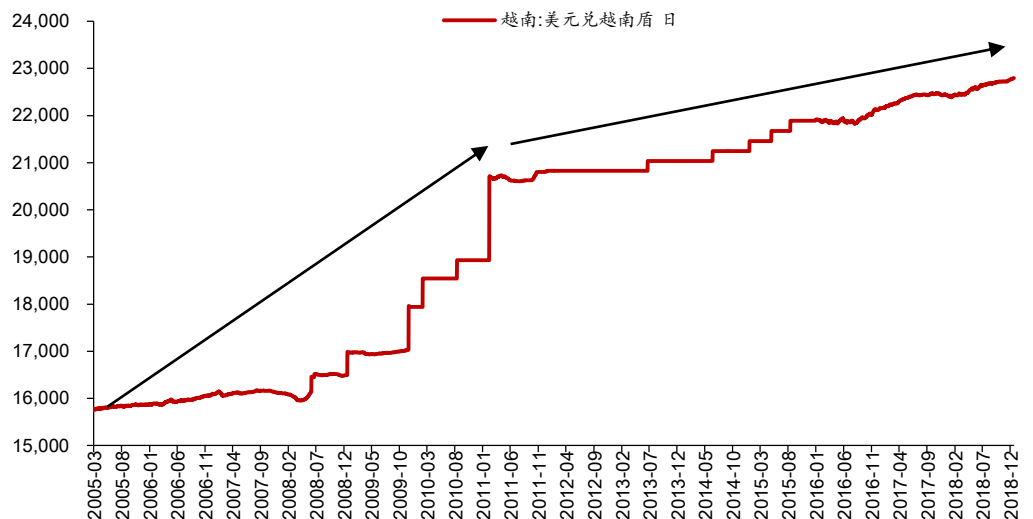
历史数据中，越南央行于2008年2011年前后的两轮大幅加息降息的原因不同，前者是抑制过热和经济衰退，后者主要出于抑制输入性通胀影响。2006年越南加入WTO后，海外资本和外商直接投资等进入越南投资的积极性迅速走高，外资和固定资产投资的积极作用拉动越南经济迅速增长，PPI和CPI也在强劲的需求侧带动下也迅速走高，有一定“过热”迹象的经济表现和价格不断攀升均不利于越南经济稳定持续增长，越南央行在2008年初开始大幅加息，但仅加息两次后，由美国次贷危机产生的金融危机爆发并迅速传染至全球，越南央行通过连续降息采取积极的逆周期调控方式，以避免经济出现快速下行，2008年10月至2009年2月间，越南连续降息7次。进入2011年前后，越南经济逐步企稳缓慢回升，油价快速上行造成越南出现输入性通胀，CPI同比增速一路飙升，2011年CPI同比增速达到了8.6%，为应对高通胀越南央行连续加息抑制价格上涨，高通胀一定程度上冲击了越南经济的复苏动力，经济增速的回落和油价增速的回落使得通胀水平逐步下降，越南央行在通胀风险缓释的情况下于2012年初开始逐步降低基准利率。

6.4 汇率及外汇储备：保持币值稳定是越南货币政策重要目标

与我国类似，越南现行的汇率制度为有管理的浮动汇率制度。越南汇率制度分为两个阶段，在越南改革开放前的集体经济体制下，越南出口份额较小，采用固定汇率制度，官方汇率在较长一段时间被固定，随着越南外向型经济的逐步扩张，出口规模增加，固定汇率制度逐渐不满足外汇市场的要求，出现了官方汇率与黑市汇率之间较大价差。1986 年越南改革开放后，于 1989 年对金融体制进行改革，将固定汇率制度调整为浮动盯住汇率制度，也即为有管理的浮动汇率制度，初期允许的浮动幅度为正负 1%，2009 年 3 月将浮动幅度扩大至正负 5%，2011 年 2 月随着汇市的逐步稳定浮动幅度缩减至正负 1% 水平，2015 年底又调整到正负 3% 水平。

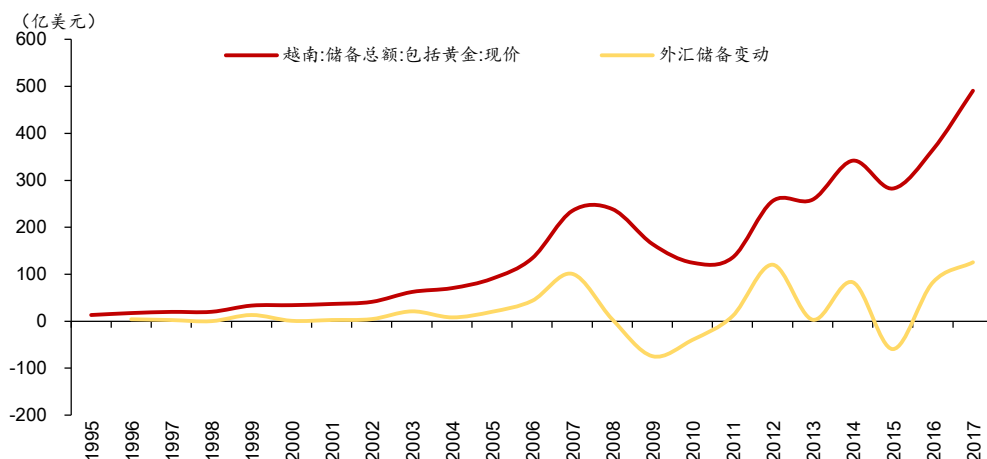
越南外汇市场包括银行间市场交易以及对客交易，均为场外交易，银行需每日向越南央行汇报外汇交易情况，通过路透 Dealing 系统成交的交易，可逐笔通过该系统向越南央行汇报。越南外汇市场参与者包括外汇指定银行、外汇当局、企业和个人客户等，需要说明的是，这里的外汇指定银行是指获得越南央行批准开办外汇业务的银行。越南国家银行即越南央行也参与外汇市场，与银行进行交易，但是不承诺满足银行的全部交易需要，实际上只能满足银行的部分交易需要，因此在极端情况下，越南外汇市场可能会出现银行没有报价的情形。

图表56： 越南汇率波动较大，总体呈现贬值趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

越南汇率总体呈现贬值趋势。越南盾 2011 年波动相对较大，与美元汇率走势总体呈现贬值趋势，主因是外债的不断增长和多年贸易逆差所致，外汇需求比较大。近年来，随着越南进出口贸易逐步平衡，外商直接投资的不断增多，国际收支压力逐步平衡、压力降低，越南盾的贬值趋势已有所降低，贬值幅度也相应逐步下降。

图表57： 国际收支的改善带动越南外汇储备震荡上升，有助于维护币值稳定

资料来源：Wind，华泰证券研究所

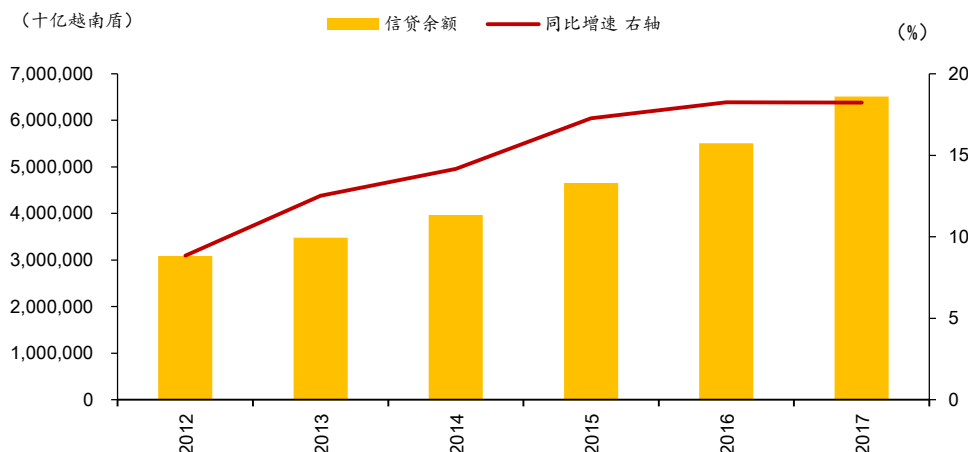
维护币值稳定是越南央行的重要目标，国际收支的持续改善带动外汇储备震荡上行。维护币值稳定是越南央行的重要目标，由于经济结构中二三产业较弱、贸易结构中附加值较低产品结构中初等商品较多等特点，导致越南在改革开放后的初期面临较大的国际收支压力，越南汇率也呈现出较强的贬值倾向。随着改革开放、人口红利、要素驱动等因素带来的经济快速增长，国际收支逐步达到平衡，汇率贬值压力走低，外汇储备也开始呈现震荡上升态势，外汇储备的增多有利于越南央行调控汇率、维护币值稳定。

七、银行体系为越南资本市场的根基，直接融资仍待发展

7.1 越南信贷扩张较快，信贷市场发展迅速

为促进国内和国外的投资，越南自 20 世纪 80 年代后期开始实施革新开放政策以来，逐渐形成并发展了它的银行金融管理体系。1990 年越南对银行业系统进行重组，将商业银行和国家银行（越央行）分开，同时为私营部门进入银行业铺路。近几年，越南银行业发展迅速，持续对外开放，积极吸收外国资本。

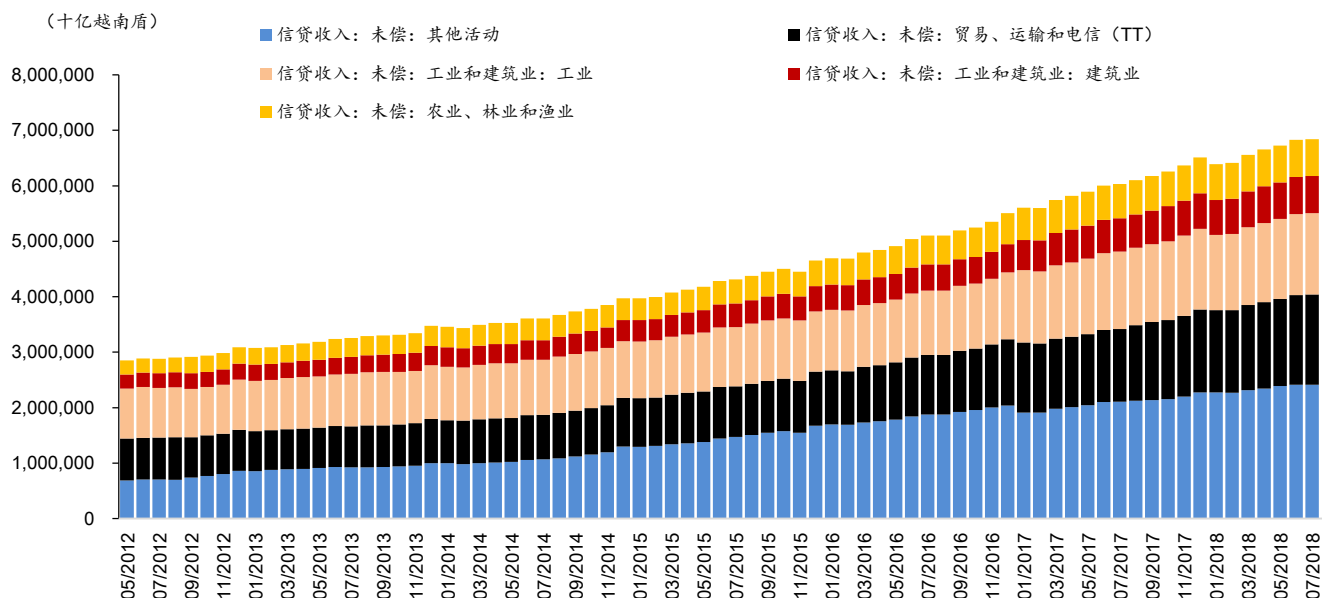
图表58： 银行业信贷余额规模及同比增速



资料来源：越南国家银行，华泰证券研究所

越南的中央银行为越南国家银行。截至 2017 年 10 月，越南国内商业银行包括 5 家国有控股银行（外贸银行、农业与农村发展银行、工商银行、投资发展银行、九龙江房屋发展银行）、34 家城市股份商业银行、18 家农村股份商业银行、12 家金融租赁公司。在越南的外资银行包括 50 家外国银行分行、4 家合资银行、5 家外国全资子公司，49 家外国银行代表处。其中国有控股银行主要由四大行构成——越南投资发展银行（BIDV）、越南外贸股份商业银行（VIETCOMBANK）、越南工商银行（VIETINBANK）以及越南农业农村发展银行（AGRIBANK）。这四大行占据了全国信贷规模的 50% 左右，集中垄断程度较高。而其他银行规模较小，业务通常以区域性为主。

图表59： 越南银行信贷投放给建筑业的有限，以贸易、工业为主（十亿越南盾）

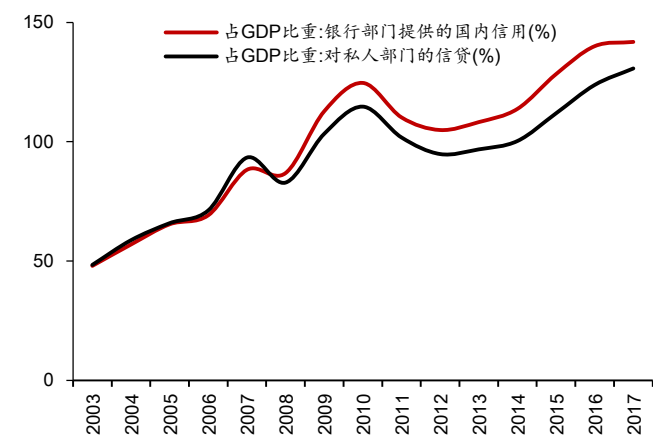


资料来源：Wind，华泰证券研究所

越南银行业近年来一直保持较快的信贷扩张步伐，存贷款业务发展强劲，保持两位数增长。据越南国家银行数据，2011 年到 2016 年存贷款的复合年均增长率分别达到了 16.2% 和 14.2%。2017 年上半年信贷的强劲增长，是政府推动与消费需求共同刺激的双重结果。2017 全年，信贷同比增长 16.96%，2018 年，信贷增速稍有回落，但仍保持 13.3% 的增速水平。

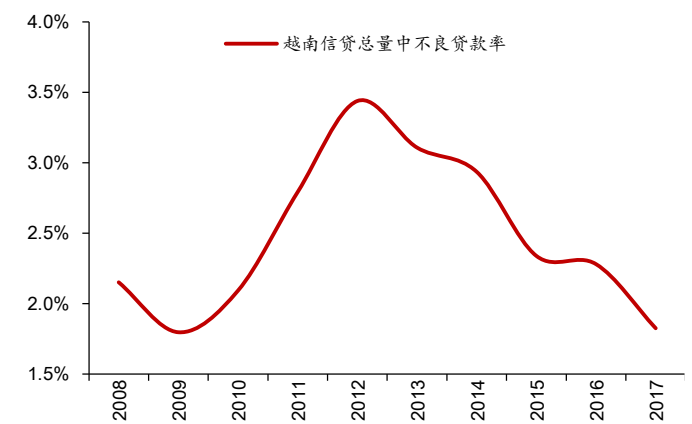
信贷结构逐步变化，由工业、建筑类向消费类倾斜。2012 年工业、建筑业，以及贸易分别占总贷款的 29%、9% 以及 20%。而 2012 年之后这三者的比例出现了大幅下降。在 2012-2016 年的平均行业分布数据中，这三者的比例已经分别下降到 12%、9% 以及 17%。尤其在 2017 年上半年迅速增长的信贷规模中，随着消费者购买力不断提高产生较大驱动力，零售业在信贷规模中的比例也不断扩大。从信贷与经济增长的关系来看，信贷与 GDP 之比为 134%，货币刺激对 GDP 的带动作用有一定体现。

图表60： 2017 年信贷占 GDP 比重超过 130%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表61： 越南自 2012 起不良贷款率逐年递减



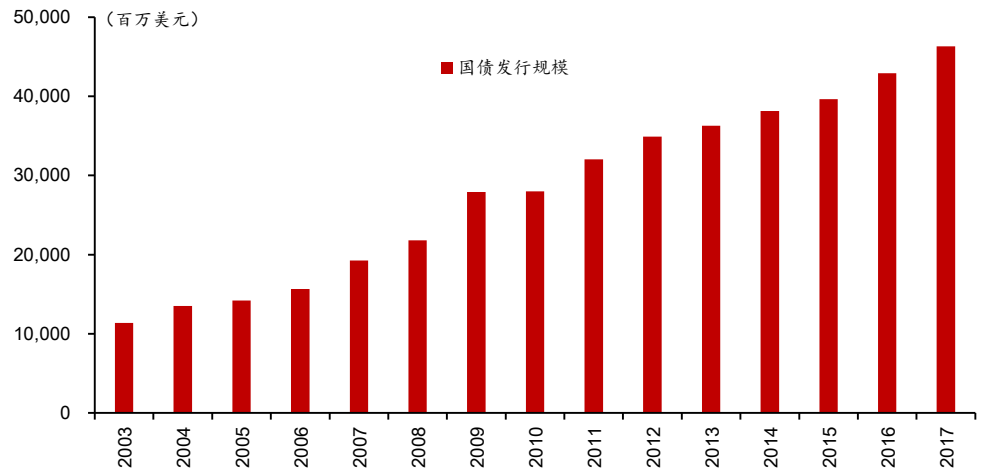
资料来源：Wind，华泰证券研究所

7.2 越南债券市场以政府债券为主

2018 年数据显示，越南债券市场年末市值占国内生产总值比值为 24%，已成为政府重要的筹资渠道。从发债的主体来看，越南债券市场主要由国债、政府担保债券、组合式债券和公司债券等构成；从债券的计价单位来看，越南债券可分为本币计价债券和外币计价债券。

7.2.1 政府债券主导越南债券市场

越南国债、政府担保债券和组合式债券一般统称为政府债券，政府债券发行流动量占越南债券市场总值的 90%（2017 年）。根据 Wind、Bloomberg 数据，截至 2018 年，越南政府债券仅通过承销发行，在河内证券交易中心上市交易时形成投标价。2017 年越南政府债券市场总值仅占越南 GDP 的 14%。其中，政府担保债券均由越南发展银行发行，越南社会政策银行和其他一些国有的代理承销机构根据越南总理的指示调配投资项目资金。债券到期支付的本息由政府支付给投资者。此外，大型国有商业银行是政府债券的主要持有者，并且所持有的债券基本不会流转至二级市场。

图表62： 2003-2017 年越南逐年国债发行规模（百万美元）

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

7.2.2 越南公司债券起步晚并缺乏透明性

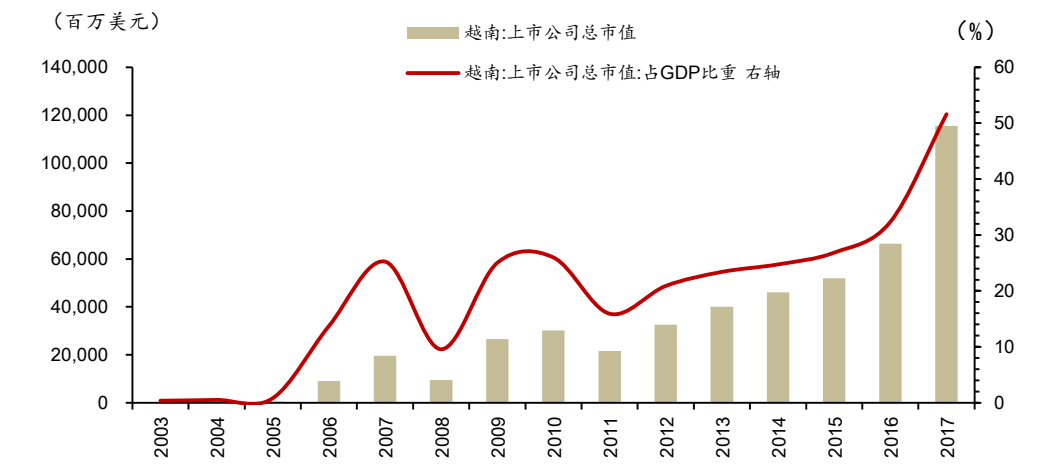
受限于越南政府于 1994 年颁布的 Decree No.120/1994/ND-CP 决议中对国有企业发债作出的相关规定，2006 年以前越南企业极少发行公司债券。自从 2006 年起，越南公司法、越南债券法实施后，公司债券发行日趋活跃，其中一个主要原因是公司债券发行主体不再局限于国有企业和国有商业银行。公司债券发行主体扩大到私营企业和外资公司。同时，受银行业金融机构最低资产规模提高的政策影响，商业银行不断扩大债券发行规模，从而拉动了债券市场的发展。

虽然越南公司债券市场发展迅速，但市场规模还非常小，如何实现平稳发展仍面临着诸多挑战。首先，根据目前的规定，绝大多数公司债券以非公开的私募形式发行，根据我国商务部越南参赞处资料显示，截至 2011 年底，仅有 11 只公司债券在证券交易中心登记交易，由于相关制度或机制缺位，难以保证债券交易信息披露和透明。因此，投资者很难获取公司债券市场中关于各只债券的规模、期限、利率和特别事项的信息。其次，越南国内没有信用评级机构，因此，绝大多数没有信用等级的越南公司债券在二级市场上缺乏流动性。与政府债券一样，投资者一般也是将公司债券持有至其到期日。第三，发行公司债券受宏观经济和货币政策情况的影响很大，越南经济发展的不确定性在一定程度上制约了公司债券市场的发展。

政府颁布新法令推动公司债券市场发展。2018 年 12 月，政府颁布了第 163/2018 / ND-CP 号法令，规范发行公司债券，取代 2011 年 12 月 14 日的第 90/2011 / ND-CP 号法令，为企业通过发行债券筹集资金建立新的法律框架。新法令于 2019 年 2 月 1 日生效，旨在为企业创造有利条件，通过发行债券筹集资金，在宣传、透明和保护私人投资者利益的方向发展公司债券市场，进一步扩大公司债券市场规模，减轻银行信贷融资负担。

7.3 越南股票市场仍有较大发展空间

截至 2018 年 12 月 28 日，越南股市总市值达 3900 万亿越盾(约合 1677 亿美元)，较 2017 年底增长 12.7%，相当于 2017 年 GDP 的 79%和 2018 年 GDP 的 72%。

图表63： 越南上市公司数量不断上升，总市值占 GDP 比重超过 50%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

7.3.1 越南股市发展主要经历了三个阶段

越南股票市场发展大致可分为以下三个阶段：

第一阶段（1990~1999 年）越南证券交易市场成立以前。1990 年，越南颁布了公司与私有企业法，同年，越南国有企业开始实施股份制改革。股份制企业的出现标志着越南股票市场的初步建立。

第二阶段（2000~2007 年）越南两家证券交易市场的成立，越南股票市场从缓慢起步到跨越式发展。2000 年，越南胡志明市证券交易中心正式开业，7 家公司进入市场上市交易标志着越南股票市场进入实质性运作阶段，越南成为东盟 10 国中第 7 个建立证券市场的国家。为进一步推进越南国有企业股份制改革进程，2005 年，河内市证券交易中心作为越南第二个股票市场正式开业，着重针对中小企业提供更为便利融资平台。越南股票市场前 5 年的发展速度并不快，远低于越南经济增长的速度。但根据我国商务部及越南证券交易所数据显示，到了 2006 年，越南股票市场迎来自市场开业以来最大规模的公司上市高峰，当年共有 74 家公司在胡志明市证券交易中心上市，超过前 5 年累计上市公司总数的 2 倍。与此同时，2006 年年底，越南指数攀升至市场开业以来的最高点——809.86 点，而在 2005 年年末，指数仅为 307.5 点。2007 年越南加入 WTO，在利好因素刺激下，越南证券市场呈现跨越式发展势头。2007 年 3 月，越南指数更是接近 1180 点的历史高位。2003 年 10 月到 2007 年 3 月，越南股票市场涨幅高达 780%。

第三阶段（2008 年至今）国际金融危机及后危机时期，越南股票市场发展减速并陷入低迷。2008 年国际金融危机爆发，外国投资资本撤离沉重打击了发展迅猛的越南股票市场。2009 年 2 月越南指数滑落到 250 点附近。根据越南两家证券交易所数据显示，截至 2012 年 9 月底，越南两家证券交易中心 704 支股票中的 431 支股票的价格跌破原始价，证券市场股票总市值减至 344 亿美元。不少上市公司撤离证券市场，一些正在申请上市的企业也纷纷撤离，越南大型国有企业放缓了股份制改革进程，使得越南股票市场发展陷入低迷。

2018 年，股市见证了自 2008 年全球金融危机以来较惨淡的一年。在经历了连续五年的经济增长的同时，市场首次出现下跌。它在 2017 年实现了 48% 的创纪录高增长。VN 指数在 4 月 10 日创下 1211 点的历史最高点，但之后遭遇了 27% 的急剧下跌，在 10 月 30 日达到了 888 点的底部，越南的 GDP 增长速度在十年内相对较快，下跌归因于客观原因，如美中贸易紧张加剧以及全球央行加息趋势。虽然自 2018 年 4 月初越南股市开始大幅下跌，但外资仍然流入证券市场。据统计总局数据，2018 年前 11 个月，外国向越南直接投资 165 亿美元，间接资本约 76 亿美元。

7.4 发展直接融资、丰富投资标的是越南资本市场未来发展的重要内容

在银行体系为核心的间接融资体系之上，促进直接融资体系的发展和丰富可选的投资标的类型是越南资本市场未来发展的重要内容。越南债券市场未来主要发展企业债和国债。现有债券市场基本以国债为主，大型国有商业银行是政府债券的主要持有者，越南直接融资体系的信息不完全对称限制了越南债券市场的流通性，直接融资体系亟待发展。因此越南希望未来加大企业债的发展力度，一方面支持壮大直接融资体系、增强融资能力，另一方面有助于增强服务实体职能。同时，从完善和促进金融市场的成长角度来看，越南希望继续完善和丰富可选投资标的种类，当前越南全国共 200 万个账户，投资衍生品的账户仅 6 万多个，占比仅 3%，同时现有衍生品的高分红率导致市场上交易量较少，大部分投资者选择长期持有衍生品；越南计划 2020 年前开发更多的期货类产品，丰富资产配置种类，为投资者提供更多可配资产种类，可以通过合适的衍生品工具对冲部分风险，实现相对稳定的投资收益。

八、越南市场具有一定的投资价值

8.1 越南制造业有较大的成长空间，具备投资价值

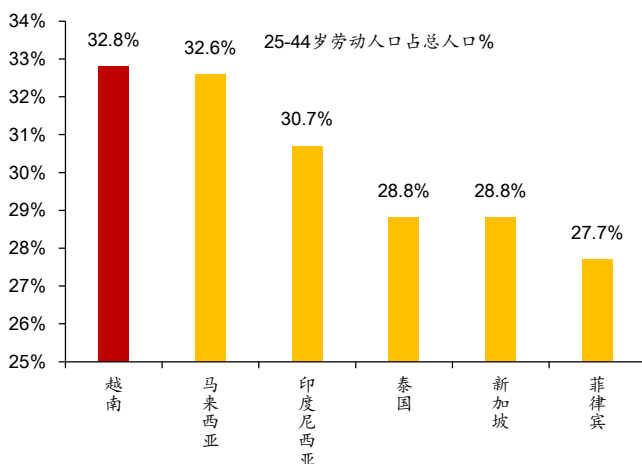
越南制造业仍有较大的成长空间，具备投资价值。我们认为，越南制造业未来具有较大的成长空间，具备较强的投资价值。首先，越南要素成本低有助于企业实现较高的投资回报率，由于劳动力、土地等要素成本不论是绝对水平还是与其他东南亚国家相比，均处于较低水平，尤其是劳动力成本仅相当于国内成本的三分之一左右。这种比较优势将为越南承接产业转移和制造业发展提供正向支撑；其次，越南政府的政策刺激和税收优惠有助于制造业企业在越南生根发芽，并借助比价优势和税费补贴等提升企业的竞争力。第三，身处东南亚核心区域，拥有 3200 千米以上的海岸线和众多的港口码头，让越南拥有出众的对外贸易条件，为外向型的制造业提供了交运物流等方面的支撑。第四，汇率稳定是越南央行的货币政策的重要目标，在越南央行的调控下，越南盾维持在缓慢趋贬的趋势，一方面稳定的汇率避免利润率较薄制造业产业受到冲击，另一方面持续贬值有利于维持制造业产成品的相对出口价格优势。第五，由于东亚四小龙和中国沿海地区均有外向型制造业带动本地区经济快速腾飞的发展经验，越南制造业的发展路径可供参考的经验较多，减少和降低试错成本有助于制造业更快更好的发展。综合来看，我们认为，越南制造业前景较好，具有相对较大的成长空间，具备较强的投资价值。

8.2 房地产市场已涨，但仍有一定投资机会

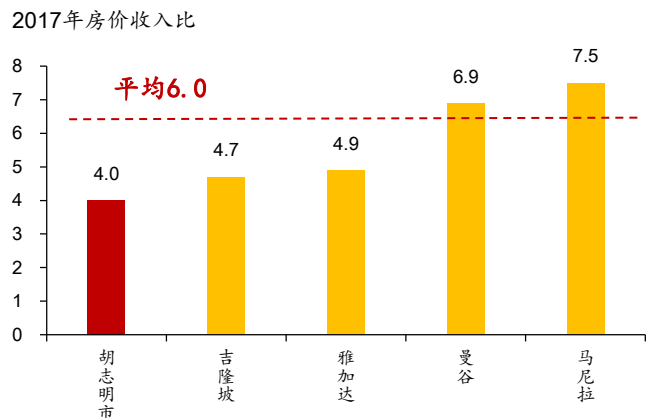
城镇化、人口增长趋势及人口年龄结构驱动越南房地产市场，成为越南房地产中长期的坚实需求侧支撑。2017 年越南总人口约 9370 万，同比增长 1.06%，自 2000 年起，越南平均人口增长率为 1.12%。人口的平稳增长决定了未来长周期内，越南本国对房地产市场的总体需求平稳增长。越南总人口 9370 中，25 岁到 44 岁之间的劳动力占本国总人口的 32.8%，符合该年龄段的购房人口超过 3000 万人，平均劳动人口年龄仅 30.5 岁，较大规模的年轻劳动人口意味着刚需和改善型需求的坚实支撑，这也将成为越南房地产坚实的中长期需求侧逻辑。随着大部分年轻人年龄增长和消费水平的不断升级，对住房的需求也将继续扩大，主要体现在扩大住房户型面积或增加住房投资。未来越南居民的人均可支配收入增长将促进购买能力提升，这也有助于购房需求的释放。此外，越南城镇化水平仍处于较低水平，2017 年仅 35%，城镇化过程中的农民市民化也将从结构上利好城市地产。我们认为，越南人口特征和城镇化成越南房地产中长期的坚实支撑。

投资角度，重点城市的房产仍有升值空间。以胡志明市为例，2017 年房价收入比为 4.0，相比东南亚其他重要国家首都依旧处在低位，高点马尼拉的房价收入比为 7.5，越南、马来西亚、印尼、泰国和菲律宾五国平均水平为 6.0，未来仍有上升空间。同时，根据 2017 年数据显示，越南住房贷款在 GDP 中的占比在五国中也处于最低位，相较最高点新加坡的 50.6%，越南仅为 1.9%，较低的贷款占比反映出越南居民的购房需求仍有一定的释放空间，潜在购买需求也将对价格形成支撑。

图表64： 2017 年越南劳动人口占比达 32.8%

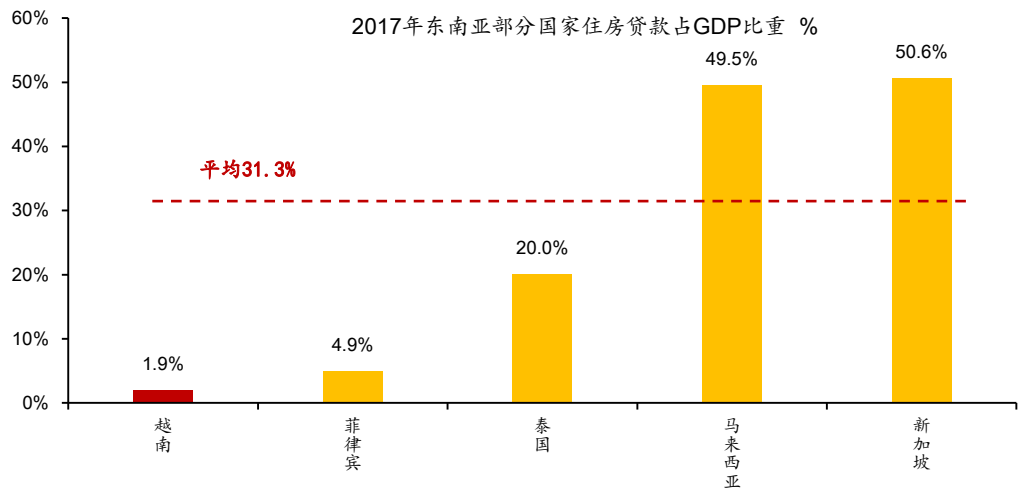


图表65： 胡志明市房价和收入比较低



资料来源：EIU，GSO Vietnam，JLL，华泰证券研究所

资料来源：EIU，GSO Vietnam，JLL，华泰证券研究所

图表66： 越南 2017 年住房贷款占 GDP 比重较低

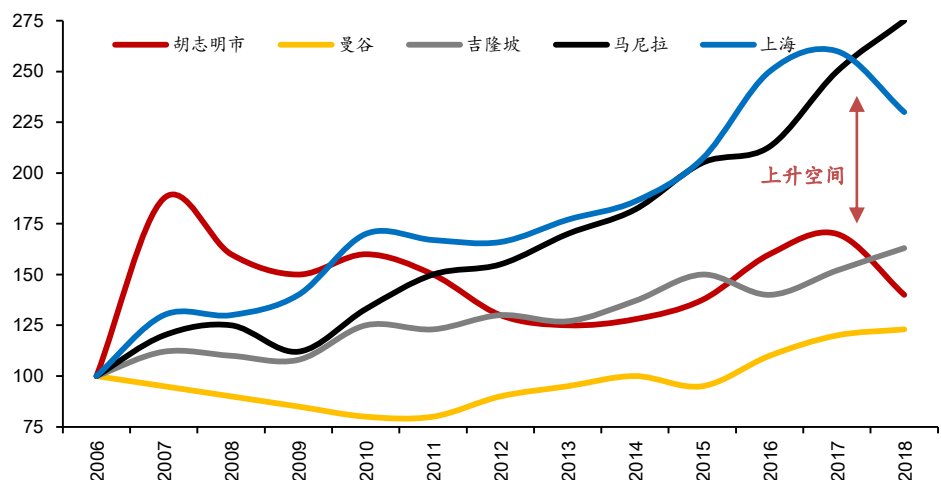
资料来源：EIU，GSO Vietnam，JLL，华泰证券研究所

投资回报相对乐观，投资属性逐步显现。2006 年越南加入 WTO 以后，GDP 平均增长率约为 6.8%，在越南居民对本国经济增长看好的情况下，购房保值对国内居民是合适的消费和投资方式。同时，外资的快速进入也带动了房地产市场的增长。在基本面有支撑的情况下，越南地产被较多海外投资者看好并积极布局，如河内、胡志明市等城市的地产投资属性逐步显现，仍有一定的开发和投资空间。

另外，得益于产权政策，越南吸引了许多亚洲高净值投资者。越南资产达到百万美元的高净值人群已经从 13 年的 7000 人增长至 17 年的 9000 人。预计胡志明市的中产阶级将从 2015 年的 100 万人增加至 2030 年的 500 万人；河内的中产阶级将从 2015 年的 500 万人增加至 2030 年的 800 万人。和亚洲其他地区的高净值人群相比，越南占比依然较少，其他地区的投资者将是越南市场的很好补充。

图表67： 对比部分城市房价指数走势，可发现胡志明市房价指数仍有上升空间

房价指数 (Index: 2016=100)



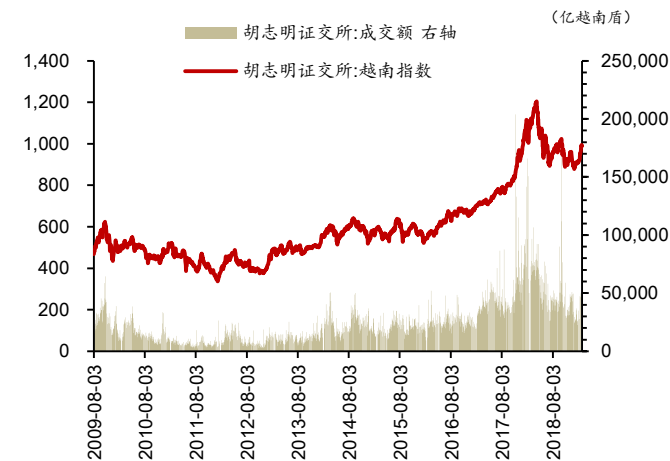
资料来源：EIU，GSO Vietnam，JLL，华泰证券研究所

综合来看，得益于需求侧的中长期支撑，即便短期部分楼市价格已经上浮不少，我们认为，无论是投资者还是开发商，越南房地产市场具有一定的配置和投资机会。

8.3 股票流动性弱，但具有一定投资价值

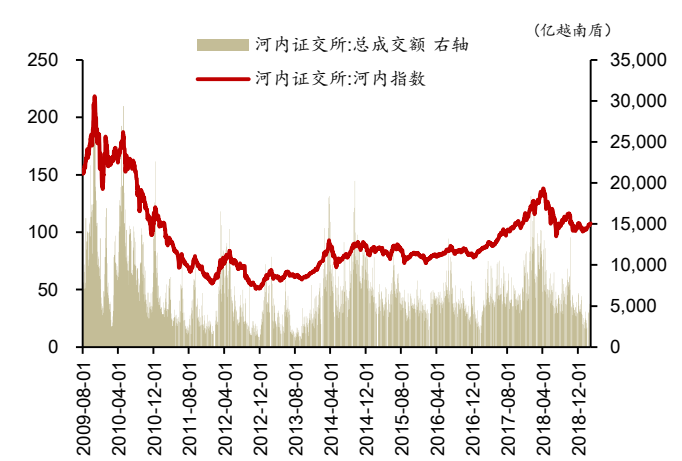
股票流动性较弱，但基本面支撑下仍具有一定投资价值。越南经济基本面支撑较为坚实，近年来，越南 GDP 增长率稳定在 6%-7% 水平，通胀缓慢回升至合意水平，在全球风险再平衡的过程中仍表现较好，资本持续流入用“脚”投票侧面印证了越南经济基本面的支撑，我们认为，越南作为发展中国家，由于经济底子薄股票市场发展与成熟的发达经济体比较，当前股市流动性较弱，具体表现为交投不活跃，且为 T+2 交易。但考虑基本面的中长期支撑，越南股票市场具有一定投资价值。考虑美元未来逐步趋弱，越南股市作为资本回流新兴市场国家的承接主体也具有一定投资价值。

图表 68： 胡志明越南指数 2019 年有所反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 69： 越南河内交易所成交不够活跃

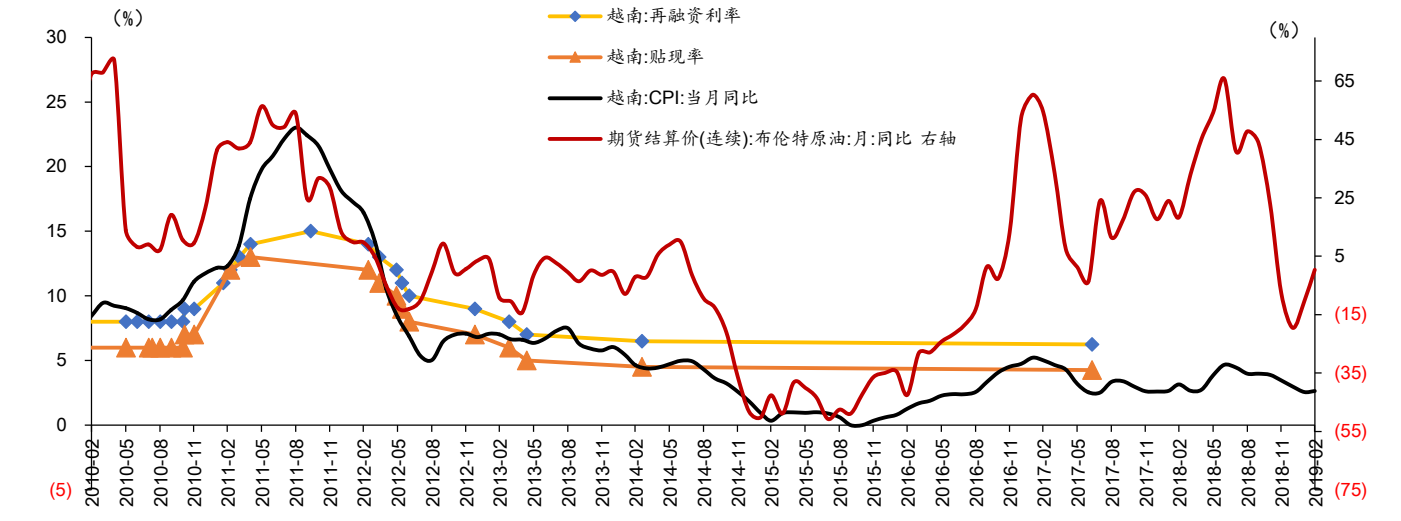


资料来源：Wind，华泰证券研究所

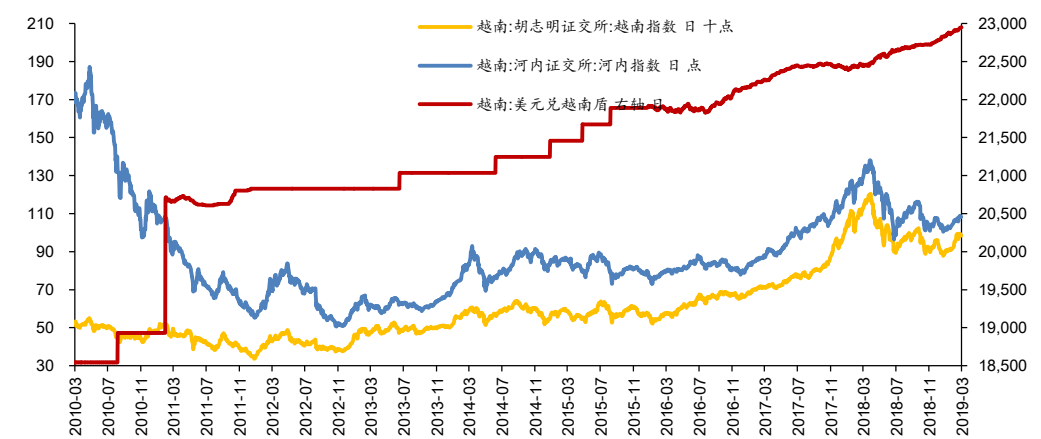
8.4 谨防输入性通胀促使央行连续加息冲击市场，当前整体风险不大

8.4.1 谨防输入性通胀促使央行连续加息冲击市场

谨防输入性通胀促使央行连续加息冲击市场。由于本国的要素禀赋和经济结构，输入性通胀对越南 CPI 的影响较大，2010 年四季度起，油价同比开始快速上行，输入性通胀导致越南国内 CPI 同比增速相应走高，通胀的快速上行冲击经济基本面进而导致市场预期恶化，资本流出压力增加，汇率端也因资本流出而出现大幅贬值，股市方面，河内指数和越南指数也出现明显下跌，房地产市场也受到较大冲击。为应对金融市场波动和基本面恶化，越南央行一方面开始连续加息应对通胀上行，另一方面于 2011 年 2 月将浮动幅度从正负 5% 水平缩减至正负 1% 水平，旨在稳定币值。我们认为，输入性通胀的冲击是越南经济的潜在风险点之一，2010 年至 2012 年间的金融市场波动成为越南经济发展历程中的宝贵经验，有助于防控并化解风险。

图表70： 2011 年至 2012 年期间，输入性通胀导致国内 CPI 同比快速增长，越南央行连续加息导致金融市场出现较大波动

资料来源：Wind，华泰证券研究所

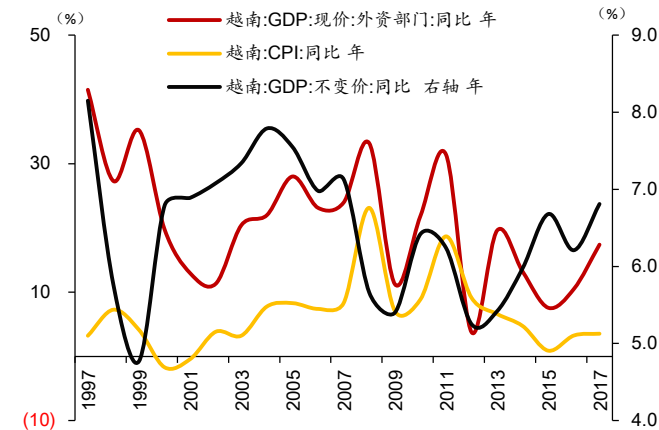
图表71： 资本流出、汇率贬值导致金融市场出现下行调整

资料来源：Wind，华泰证券研究所

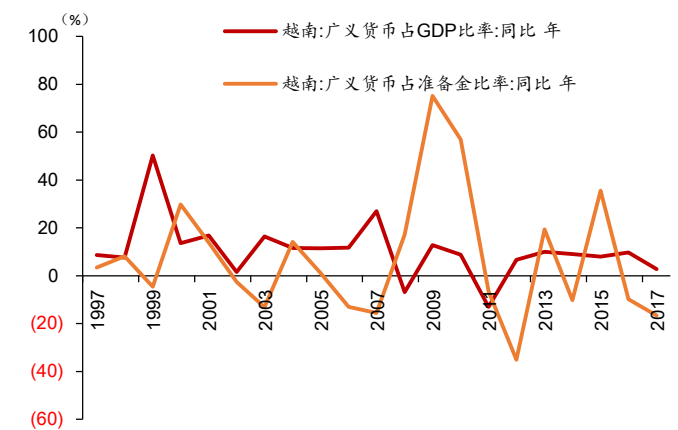
8.4.2 外部风险趋弱，谨防经济过热

我们曾在 2016 年 12 月外发的《比差逻辑与比好逻辑——论中国股债汇市场风险联动的根源》、2018 年 8 月外发的《土耳其是新兴市场危机的导火索吗？——美元周期与大国博弈（四）》报告中提出，中美之间存在比好逻辑和比差逻辑，新兴市场国家的发展之路存在一定的路径依赖，这种路径依赖在遭遇外部冲击时，将成为新兴市场国家成长过程中的“陷阱”。我们认为，越南与中国在经济的部分政策制度上存在一定相似性，并具有典型的、新兴市场国家所具有的、依赖外资和外向型经济驱动的增长路径，2018 年承受较大压力，2019 年随着美国经济、货币政策和美元的相继趋弱，越南外部压力将有所放缓，流动性过剩风险、外债风险、政府高杠杆等潜在风险均不同程度减弱，我们认为，2019 年越南经济仍将保持较高增速。

外部风险趋弱为越南快速发展带来空间。对越南而言，2019 年外部风险将逐步趋弱。美国经济基本面逐步见顶回落，美联储暂缓加息并透露在 2019 年晚些时候暂停缩表，美元也将逐步进入弱势周期，越南汇率与美元联动，美国趋弱将缓释越南压力。此外，英国脱欧、中美贸易摩擦、美欧日汽车关税等影响全球总需求和全球贸易往来的风险事件，也有望在 2019 年逐步缓和，总体来看，外部风险趋弱为外向型的越南经济增长带来发展空间。

图表72： 外资推动增长，一定程度上带动通胀上行

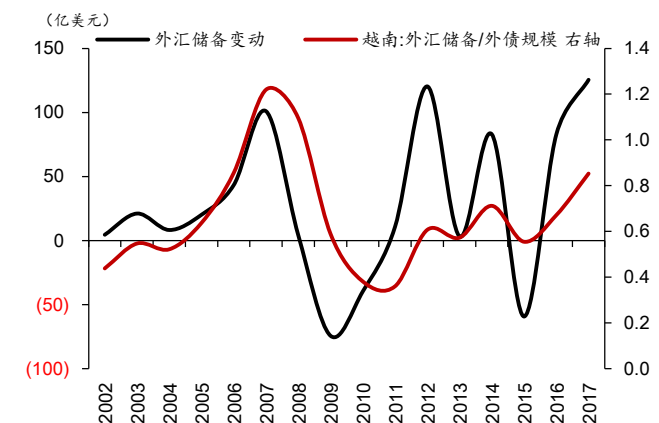
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表73： 越南适时调控流动性，避免流动性过剩进一步推高资产价格

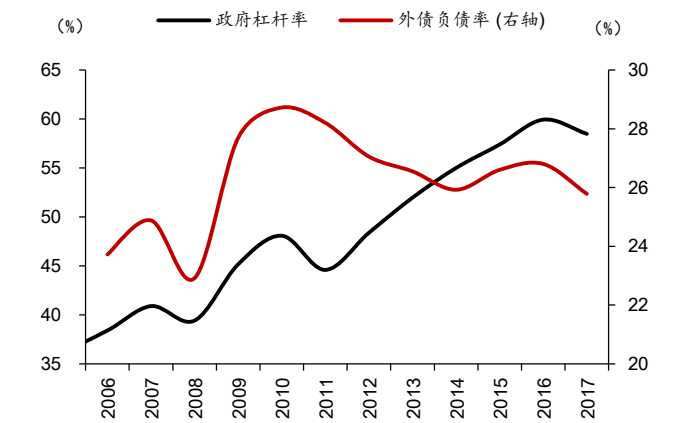
资料来源：Wind，华泰证券研究所

外资流入或推升资产价格，信贷增速放缓有助于调控通胀。2007 年越南加入 WTO 后，叠加新《投资法》推行“拥抱”外资，境外资本流入带动了越南经济的回升，但随着金融危机和贸易逆差迅速扩大导致经济增长相应放缓，越南政府通过积极的政策对冲下行压力，广义货币快速扩张，在流动性和需求侧刺激的带动下，越南 CPI 同比增速在 2011 年前后大幅上升。2015 年以来，随着外资再次重启进入越南，越南政府主动将国内广义货币相对 GDP 的扩张速度以及信贷扩张的速度相应放缓，避免流动性过剩导致越南资产价格的快速走高。主因在于，外生流动性带来的资产重估走牛市行情，会导致资产价格普涨，在外资撤出时资产泡沫破裂将致使流动性快速收紧，触发流动性危机进而可能导致金融危机出现。当前来看，越南的资产价格有一定抬升，但总体通胀随着广义货币收紧尚属可控。

外汇储备相对充足，外债风险可控。新兴市场存在一定的经济增长路径依赖，美元进入弱势周期时，资本回流新兴市场国家带动其经济快速增长，当美元进入强势周期后，资本避险及追求较高回报率流出新兴市场，往往会对新兴市场造成一定的市场冲击。对越南而言，由于此前发达经济体的量化宽松政策，低成本的外资导致越南外债负债率有明显抬升，国际收支逐步转向双顺差带动了外汇储备的增长，外汇与外债之比也相应回升，风险有所缓释。另一方面，经济增长的强势表现带动杠杆率的分子端改善，政府杠杆率和外债负债率都有所下降。总体来看，我们认为，2019 年新兴市场总体的压力相对有限，越南自身的债务风险降低的同时，外汇储备的相应增多有助于稳定汇市冲击，同时通胀和杠杆率保持在合理水平之内，政策也有较充足的调整空间。

图表74： 外汇储备逐步增高，外债风险相对降低

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表75： 外债杠杆率与政府杠杆率回落，风险可控

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：

美联储加息节奏超预期。若美联储加息次数和节奏大幅超出市场预期，可能会触发美股剧烈动荡，冲击美国实体经济。回顾历史，多次股灾是在美联储加息过程中触发的。

贸易摩擦事态升级冲击市场风险偏好。如果中美贸易摩擦超预期加剧，那么对风险资产将产生冲击，同时加大资产价格的波动率。

地缘政治风险，中东局势恶化，局部区域爆发冲突。油价大幅上行，越南出现输入型通胀，央行连续加息冲击资产价格。

突发事件对越南国内政治和经济造成不可逆的重大影响，对外开放和革新的政策方向超预期收紧等。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com