



2020 年

越南宏观深度报告



First Plus Asset Management Pte Ltd

谨请参阅尾页重要申明

目录

核心概述	3
1. 越南经济概况	4
2. 越南经济结构	5
2.1 按支出划分	5
2.2 按行业划分	6
2.3 按地区划分	8
3. 生产要素分析	10
3.1 人口要素	11
3.1.1 劳动人口数量	11
3.1.2 城镇化水平	12
3.1.3 人工成本	14
3.1.4 生产效率	16
3.2 资本要素	17
3.3 科技要素	22
3.4 自然资源	23
4. 货币政策	24
4.1 利率环境	24
4.2 通胀	25
4.2.1 通胀概况	25
4.2.2 CPI 组成部分	28
5. 财政政策	30
5.1 财政收支	30
5.2 债务情况	31
5.2.1 政府债务	31
5.2.2 私人部门债务	32
5.2.3 银行信贷	33
5.3 贸易情况	37
5.3.1 贸易余额	37
5.3.2 贸易伙伴	39
5.4 外储情况	40
6. 汇率政策	42
7. 政治	46

8. 中国和越南的对比	48
8.1 人口结构	48
8.2 收入及房价承受能力	49
8.3 城镇化水平	50
8.4 外商直接投资和经常账户	50
8.5 产业比较优势	52
8.5 户籍制度、储蓄率和受教育程度等	53
9. 金融市场	54
9.1 债券市场	54
9.2 股票市场	56
9.2.1 股市概况	56
9.2.2 行业概况	58
9.2.3 主要指数	60
10. 风险	62

核心概述

近年来有关越南发展成为第二个世界工厂乃至中国最大竞争对手的争论甚嚣尘上，瀚嘉作为独立的投资者，希望可以在理性客观的基础上分析越南在全球产业链变迁中的地位变化。我们认为，全球供应链正在转移分化，近期新冠疫情对全球供应链的扰动及中美在未来持续对抗的预期正在加速这一进程；而越南以其稳定的政治经济环境，积极吸引外资的政策和极具竞争力的综合成本和效率，成为热门选择，有望重现甚至超越中国入世后的十年繁荣。在洞悉其背后发展原因及主要风险的前提下，建议积极参与到越南经济高速增长的上行周期中。

- 跨国企业正在试验“中国+”的供应链战略。在保证首要供应链不变的同时，尝试在中国以外其他地区新增或替换部分产能，被视为“15年前的中国”的越南成为承接部分供应链的首选。我们在报告正文及后续中会从各方面分析这种相似和不同以及越南对走中国“老路”过程中（试图）做出的种种改进。
- 从2007年的世贸组织、2008年日本经济合作协定（VJEPA）、2015年东盟经济共同体（AEC）、2018年跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）、再到2019年欧盟与越南自由贸易协定（EVFTA），越南正以超过彼时中国的对外开放步伐和姿态拥抱世界，成为资本追逐的投资热土 - 越南目前以其不到中国2%的GDP体量，吸引FDI超过中国同期外资的15%；在过去十年年化增速达17%，其中超过60%投向制造业。
- 越南在新冠疫情中表现出色，强化了外界对于其风险应对能力的预期，必将加速其在全球产业投资中的吸引力。2020年上半年越南实现近2%的经济正增长，在包括各发达国家和发展中国家的一片负增长中格外亮眼。

需要明确的是，越南并未试图也不可能取代中国世界工厂的地位。中国全面的产业链支持，庞大的内需市场及无与伦比的体量都是东南亚小国越南无法比拟的。产业链的转移更多体现在越南快速嵌入到中国主导的全球产业链分工协作中，对中国部分中低端产业和某些特定环节的承接和补充，这种特殊的“竞合”关系并非零和游戏，中国庞大体量下的“溢出”对越南较小基数下的经济会产生持久而强劲的推动。

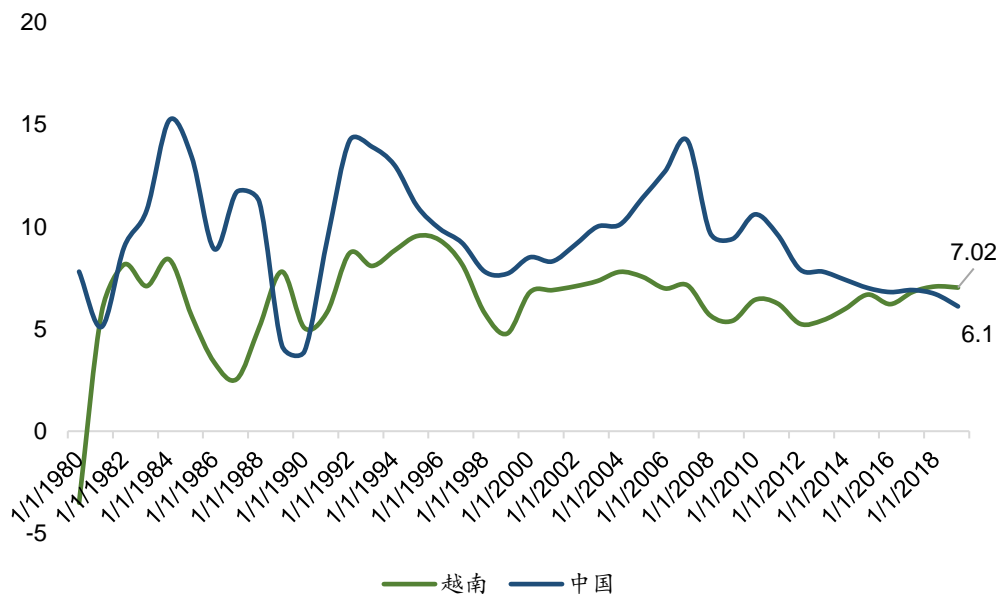
1. 越南经济概况

越南于 1986 年实行改革开放，从单一的计划经济开放为市场化、多元化商品经济。过去 30 年，越南 GDP 平均增速 6.8%，遥遥领先其他发展中国家。2018 年越南 GDP 增速 (7.08%) 开始超过中国 (6.7%)，而 2019 年越南增速维持在 7.02%，中国则继续减速到 6.1%，差距继续扩大。外资流入和外向型经济是维持越南高速增长的重要推力。得益于地理优势和人口红利，越南政府积极参与自由贸易协议，大力发展制造业和出口行业促进经济发展，同时积极的政策引导和宽松政策将持续吸引境外投资，推动经济继续高速增长。

2020 年全球因新冠疫情经济停滞，越南是东南亚疫情控制得最好的国家之一，截止 2020 年 8 月 14 日，确诊病例 911 起，死亡 21 起，远远低于东南亚其他国家。2020 年前两个季度 GDP 同比增速分别为 3.8% 和 0.36%，尽管这是越南十年来最低经济增速，但仍是东南亚各国中表现最好的国家之一。政府预计在乐观情况下，2020 年越南将实现 5.3% 的 GDP 增速，成为成为亚太地区经济增长最强劲的国家。目前越南失业率和通胀均处于稳定低位，稳健的经济、双顺差和外储持续增长使得近年来汇率相对稳定。年轻的人口结构、低廉的人工成本、优越的地理位置、稳定的政治格局、友善的经商环境和政策支持都将持续吸引外资流入，支撑经济高速发展。越南在未来十年仍是最具有增长潜力的经济体之一。

虽然经济高速增长，但越南人均 GDP 仍处于低位。2019 年越南经调整后人均 GDP 约为 3000 美金，大约相当于中国 2007 年的水平¹，低于马来西亚 (11,137 美金)、泰国 (7792 美金) 和印尼 (4164 美金)。

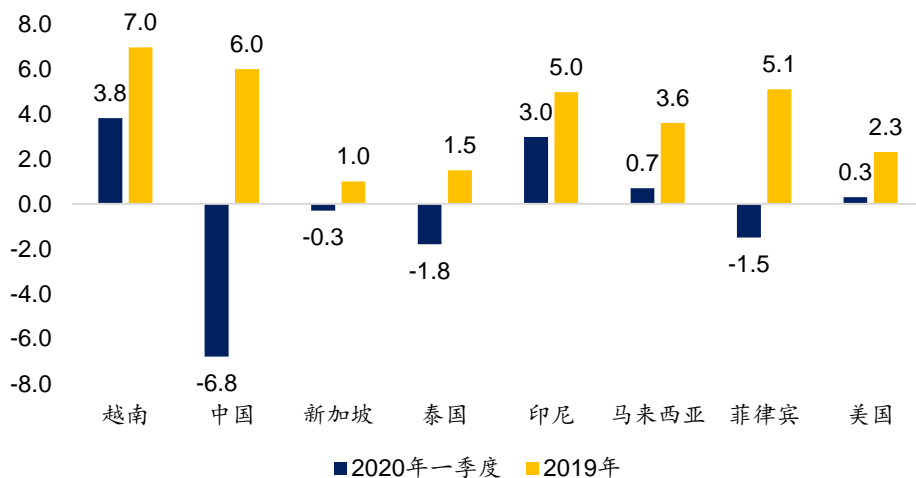
中越年度实际GDP对比



数据来源: Bloomberg

¹ Fitch 预测约为 3400 美金，IMF 预测约为 2700 美金。

实际GDP同比增速



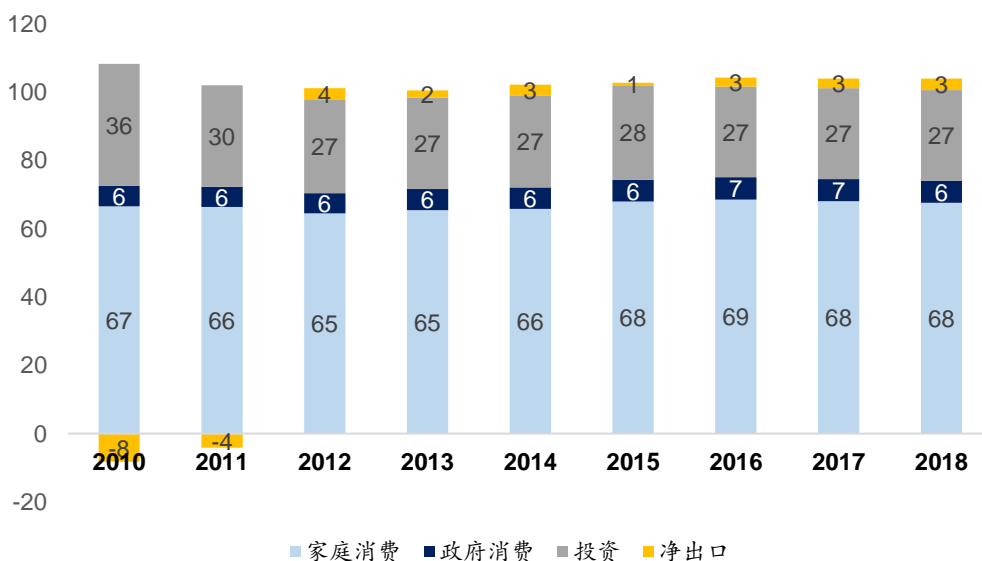
数据来源: Bloomberg

2. 越南经济结构

2.1 按支出划分

消费在越南经济中占主导地位。过去五年消费对 GDP 的贡献平均占比 74.5%，在东南亚国家中仅次于菲律宾(84%)。越南仍处于工业化初期，但年轻的人口和庞大的消费市场会作为经济增长巨大的稳定器。越南经济高度依赖贸易，进口和出口占比分别超过 GDP 的 100%，从 2012 年起实现贸易顺差。

越南经济结构



数据来源: 越南国家统计局, 数据更新至 2018 年

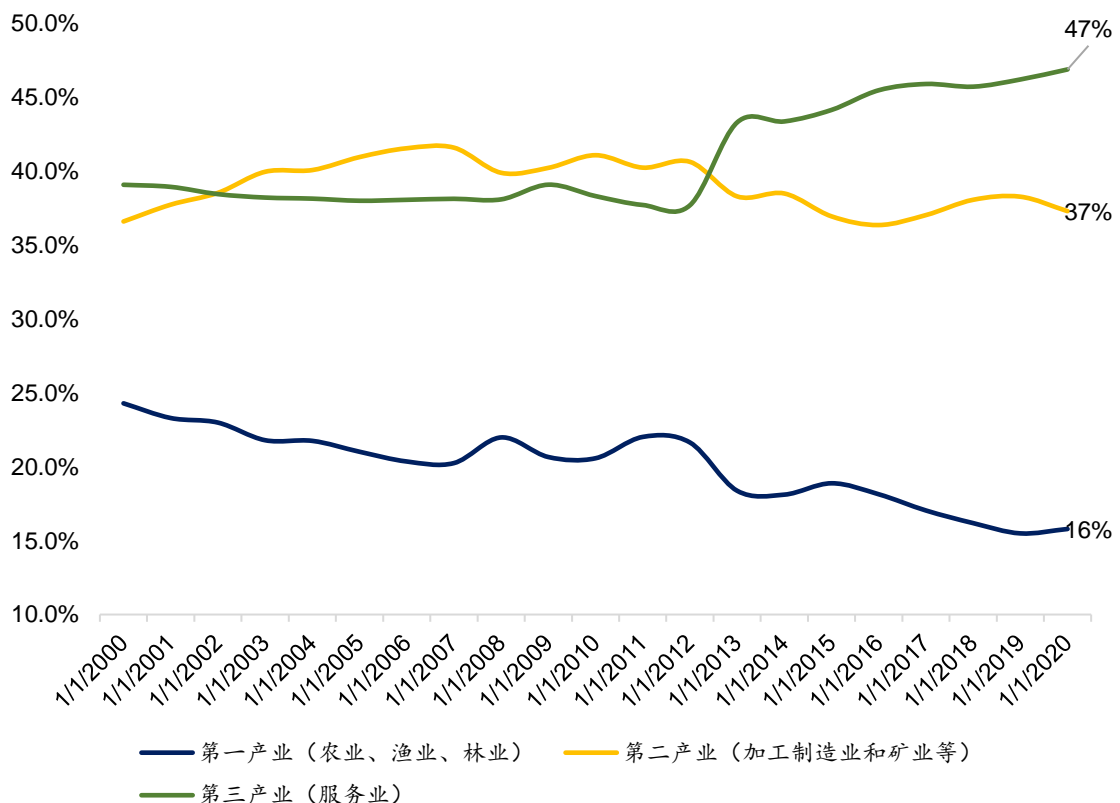
2018年(%)	消费	投资	净出口	出口	进口	误差统计
越南	74	27	3	106	-102	-4
新加坡	45	25	28	178	-149	1
马来西亚	69	24	7	69	-62	0
印尼	66	35	-1	21	-22	1
泰国	65	25	9	65	-56	1
缅甸	70	31	0	30	-30	-1
菲律宾	85	27	-12	30	-42	0
中国	55	44	1	19	-18	0
美国	82	21	-3	12	-15	0

数据来源：世界银行

2.2 按行业划分

近年来越南经济逐渐由第一产业向第二产业工业和第三产业服务业发展。第一产业对越南经济的贡献从2000年的24%下降2020年一季度的16%。一季度第二产业占GDP 37%，在东南亚五国中次于印尼（40%）。而服务业的比重从2012年开始加速上升，目前占比47%。

越南三大产业对经济占比



数据来源：Bloomberg

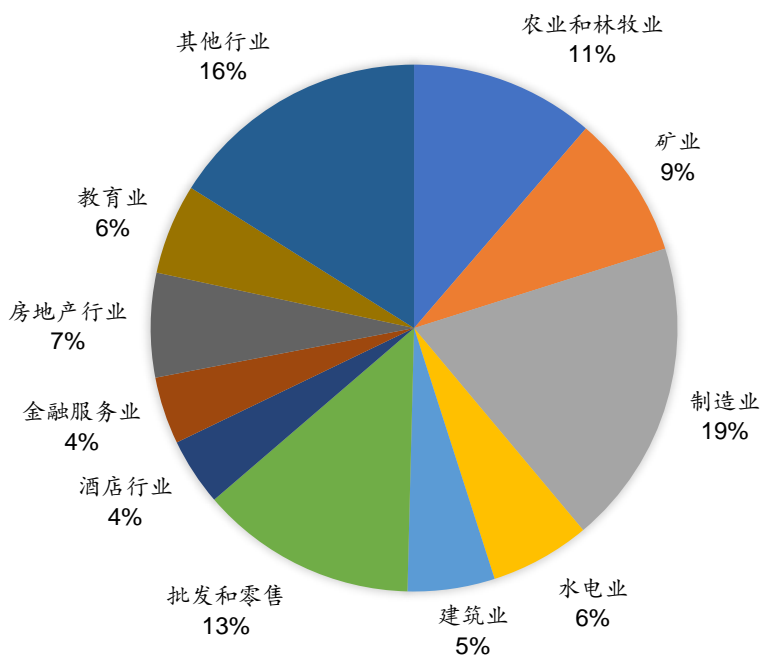
2020年一季度	越南	马来西亚	菲律宾	泰国	印尼
第一产业 (农业、渔业、林业)	16%	7%	10%	9%	13%
第二产业 (加工制造业和矿业等)	37%	36%	29%	33%	40%

制造业	19%	22%	18%	25%	21%
第三产业（服务业）	47%	58%	61%	59%	47%
贸易	13%	15%	16%	17%	14%

数据来源: Bloomberg

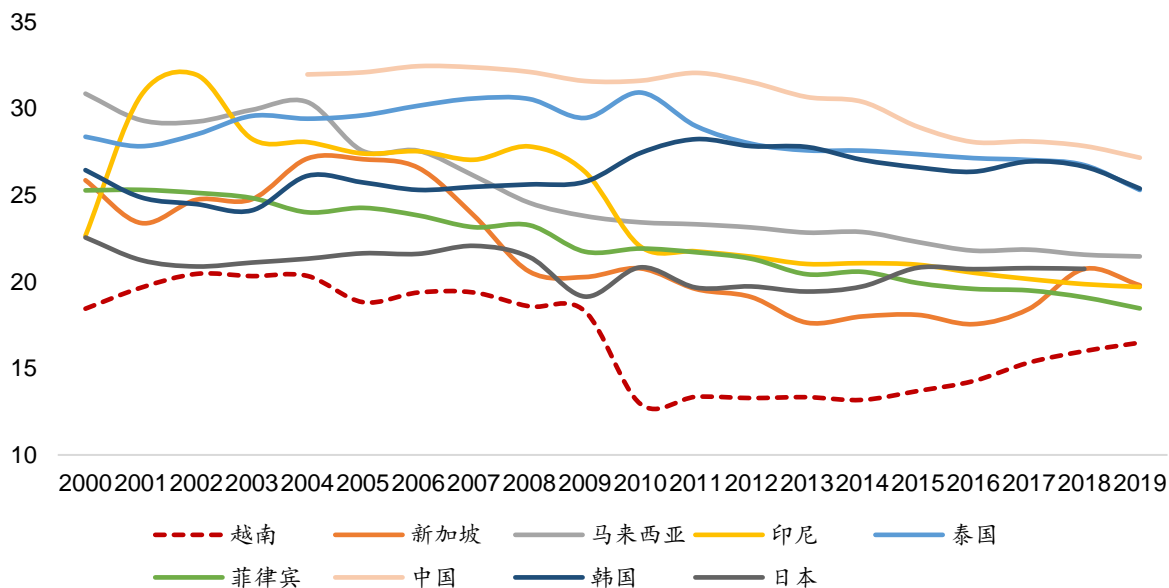
从细分行业来看，制造业是最重要的行业（19%），其次是贸易类（13%）和农牧业（11%）。制造业增加值在东南亚国家中较为落后，但制造业增加值占 GDP 比重从 2010 年起明显开始进入上升通道。

2020年一季度越南产业占经济比重



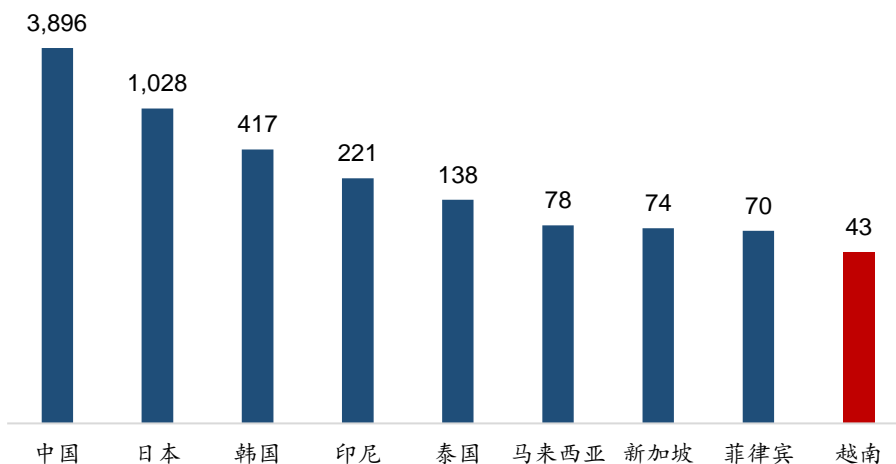
数据来源: Bloomberg

制造业增加值占GDP比重 (%)



数据来源：世界银行

2019年制造业增加值 (美元)



数据来源：世界银行

2.3 按地区划分

越南政府划分了四个重点经济区（Key Economic Zone/KEZ），覆盖 24 个省份地区：分别是北部、中部、南部和湄公河三角区。据越南计划与投资部报告显示，四大重点经济区占全国

GDP70%以上，2011-2019 年阶段 GDP 年均增长 7.25%，超过全国平均水平。而其中最重要的两个地区河内与胡志明市年均增长率分别达 13.08%和 19.9%²。

北部：2019 年北部经济区占全国 GDP 32%（其中河内贡献 17%），2018 年人均 GDP4810 美元³，高于全国平均水平。北部拥有最多的金属自然资源，以重工业、劳动密集型产业为主，是海外公司在越南寻求“中国+”分散策略的首要选择地。前五大产业是：电器和光学产品制造（25%），器械设备（15%），金属制品工业（12%），橡胶和塑料制品（7%），化工产品（6%）。北部工人受到了良好的岗位培训培训，总体质量较高，但由于北部基建较为落后，且近年来越南着重发展高附加值和高科技产业，以重工业为主的北部难以留住高端人才。

中部：中部经济区拥有悠长的海岸线和丰富的非金属自然资源，适合海产品、食物处理和制造业。但受到人口的限制，无法扩量生产，且基建发展较差，因此对投资者的吸引不足，也难以留住高质量雇员。但中部的岘港是越南基建最好的地区之一，教育资源和公共资源较好，同时生活成本又比胡志明和河内低，所以被评为生活性价比较高的地区。中部经济区的前五大产业是：食品处理（16%），金属制品（13%），非金属矿物品（11%），纸质和木质产品（10%），橡胶和塑料产品（7%）。

南部：南部经济区包括 6 个省，占全国 GDP 的 40%（其中胡志明贡献 22%）和全国 FDI 的 44%，2018 年人均 GDP 5474 美元⁴，是全国平均 GDP 的近两倍，是越南最重要的经济区域。南部自然资源丰富，有 90%的近海石油和 80%的汽油⁵，着重发展知识导向和高科技产业，包括电子、软件、IT、通讯和高科技农业生产等未来经济驱动行业。胡志明市是越南最重要的城市，拥有 19 个工业区（Industrial Zones），14 个工业园和 2 个高科技产业园。三星在胡志明建造了 14 亿美金的视听设备研发中心，英特尔投资 10 亿美金芯片厂。由于南部经商环境好，商务审批流程快，适合中小型企业，胡志明是东南亚最大的初创企业中心之一。胡志明聚集了越南的知名学府，雇员素质较高。但缺点在于获取土地成本高，租金较贵。南部另外一个重要地区是巴地头顿省，是南部的石油和天然气中心。截止到 2020 年 6 月巴地头顿累计获得注册外商投资 349 亿美金，全国排名第四。

² <https://cn.qdnd.vn/cid-6123/7182/nid-570873.html>

³ <https://www.ssi.com.vn/en/individual-customer/economic/news/489815>

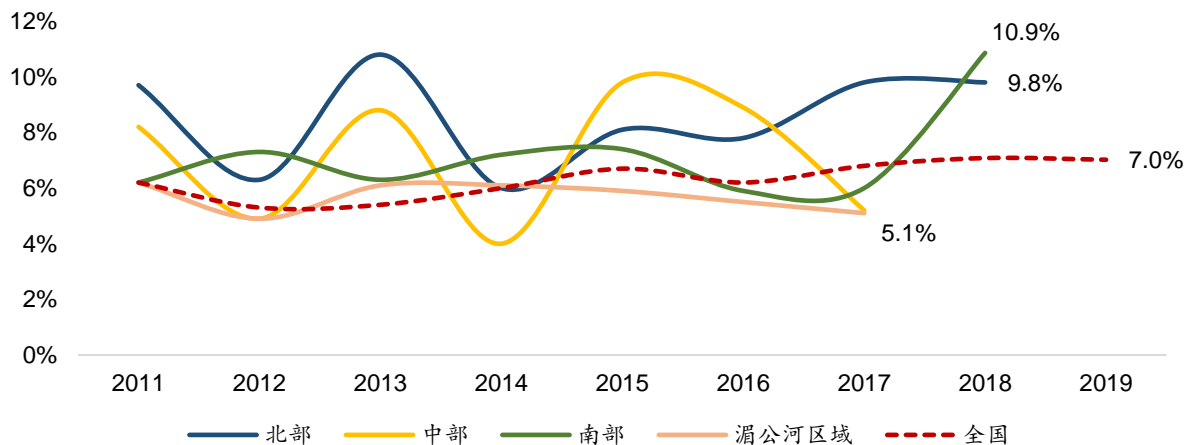
⁴ <https://www.vir.com.vn/prime-minister-pushes-up-development-of-southern-key-economic-zone-67550.html>

⁵ <https://www.vietnam-briefing.com/news/vietnams-southern-key-economic-region-opportunities-for-investment.html/>

湄公河三角区：拥有丰富的土地资源，农业和海产业较发达。由于区域较新（于2009年开发）⁶，政府支持力度较大，获取土地容易。但受限于人口和消费市场，FDI流入较少⁷。

四个区域中，北部近年来平均GDP增速最高，其中河内，Bac Ninh/北宁省和Hai Duong/海阳省是三个增长最快的地区，吸引了最多的工业和制造业投资者。南部经济区在2017年受石油价格下跌影响经济增速下降，但2018年经济增速超过北部。中部GDP体量较小，受自然灾害较多，所以GDP波动最大。湄公河三角区增速保持在5.5%-6%左右，相对平稳，由于主要产业为第一产业，增速低于其他地区。

各经济区域GDP增速



数据来源：Bloomberg, Asia Perspective, Vietnam Investment Review, SSI Securities

3. 生产要素分析

低廉的人力成本是越南制造业快速发展的一大优势。从人均GDP、人均可支配收入、家庭平均年收入和法定最低工资来等指标看，越南在东南亚属于收入最低的国家。早期外资主要以加工外销为主，近年更多外企逐渐看中越南人口红利，亦积极拓展本地市场。目前越南外资净流入占GDP比重在东南亚国家中仅次于新加坡。稳定的外资流入可避免经济以及汇率的大幅起落。目前对比FDI流入的高点1997年和2008年经济危机，仍处于温和位置，同时更多集中在制造业（占比59%）和房地产（占比16%）等实体经济，大幅流出风险较低。除了资本投资外，外资还为越南带来先进技术，管理能力和市场经验，有助于产业结构升级。近年来越南致力于经济结构和出口产品转型，经济上逐渐转向附加值更高的第二产业和第三产业，尤其是服务业占比从2012年加速上升。出口方面，越南逐渐从传统的劳动性密集的制造业转向资本

⁶ <https://www.vietnam-briefing.com/news/investment-environment-mekong-delta.html/>

⁷ <http://asiaperspective.net/ap17/wp-content/uploads/2019/11/ap-vietnam-kez-report-part-one-251119a.pdf>

密集型和科技含量较高的产品。目前高科技类产品占越南出口产品的份额显著提升，从2008年低于10%的占比上升到2018年的40%左右，2013年占比已经超过中国，在东南亚国家中仅次于马来西亚和新加坡，反映了越南在出口转型的显著成效。受益于外资净流入及贸易顺差，越南从2012年开始进入双顺差，在过去8年中有6年实现顺差，对比2012年前有本质上的进步。从2012年起外储也稳步上升，从2011年的118亿上升到目前的814亿美元，有助于越南政府维持货币的稳定。

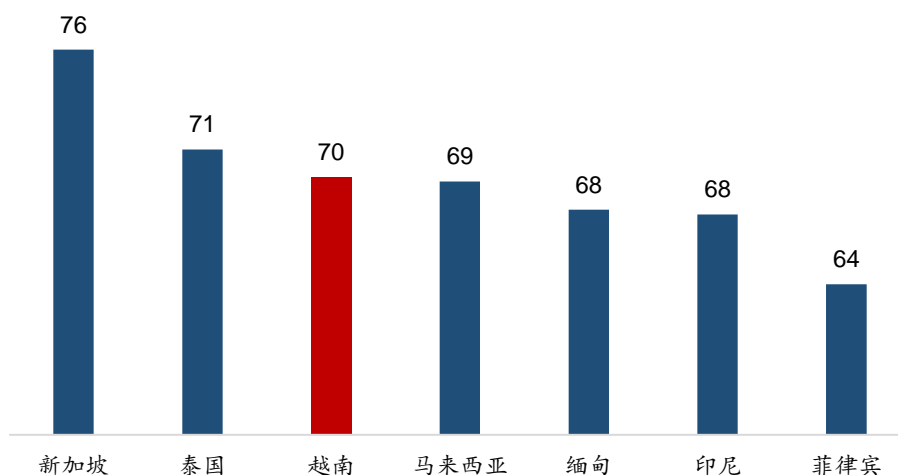
3.1 人口要素

低廉的人力成本是越南制造业快速发展的一大优势。从人均GDP、人均可支配收入、家庭平均年收入和法定最低工资来等指标看，越南在东南亚属于收入最低的国家。越南成为海外公司寻求制造业分散化、“中国加一”策略的首要选择之一。

3.1.1 劳动人口数量

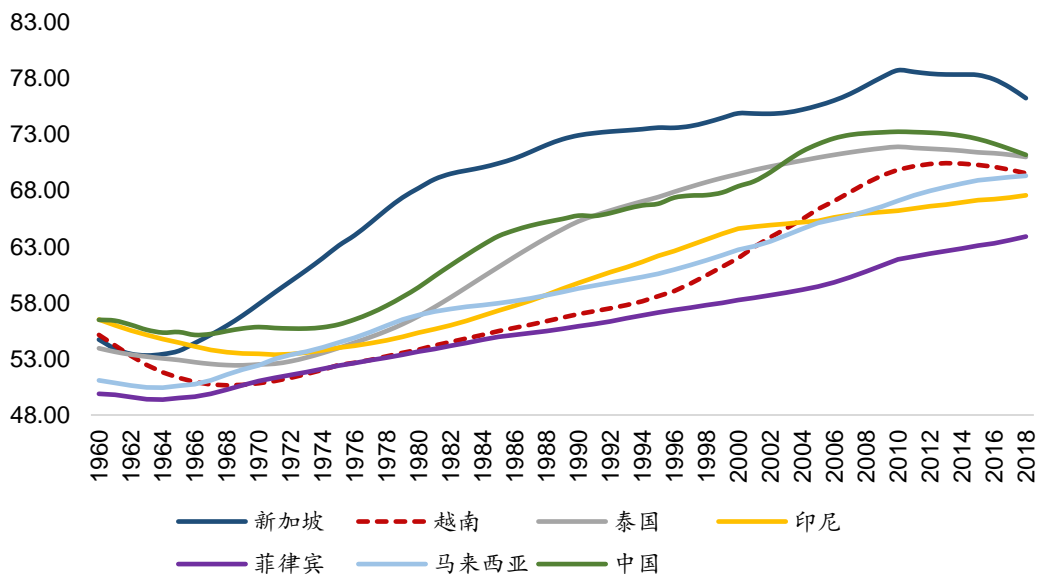
2019年4月越南人口9620万人，拥有年轻的人口结构，35岁以下的人口占了55%，年龄中位数31岁。适龄劳动人口（14-55岁）为6678万，占总人口70%，占比在东南亚国家中排名第三，次于新加坡（76%）和泰国（71%）。劳动人口从1996年到2013年持续上升，而2013年达到顶点70.5%之后增速有所下滑。而中国在2013年达到顶点的73.2%之后下滑至2018年的71.2%。

2018年东南亚国家劳动人口比例对比



数据来源：世界银行

东南亚国家劳动人口比例对比变化



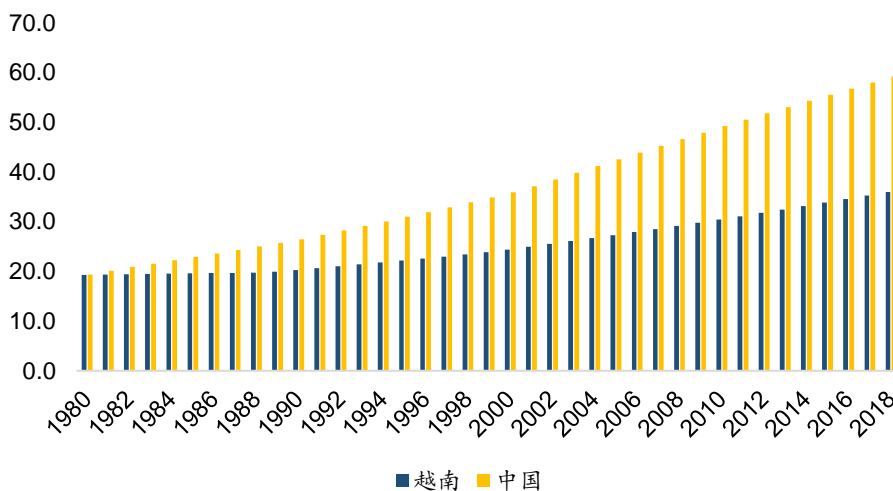
数据来源：世界银行

越南 90%人口种族属于京族，和中国同宗同源。越南人民吃苦耐劳，同时努力追求财富，不安于现状。这极大有别于东南亚其他国家/经济体，例如菲律宾，马来西亚，印尼等。民族的这种特点有助于承接中国起步时之人口密集的中低端制造业，复制中国融入世界经济体期初的高速增长。

3.1.2 城镇化水平

据 IMF 数据，越南 2018 年末的城镇化水平约 34%，在东南亚国家中相对较低。虽然越南城镇化水平从 1980 年的 20% 逐步提高，但提升速度仍然很慢，目前仅相当于 2000 年中国的水平。

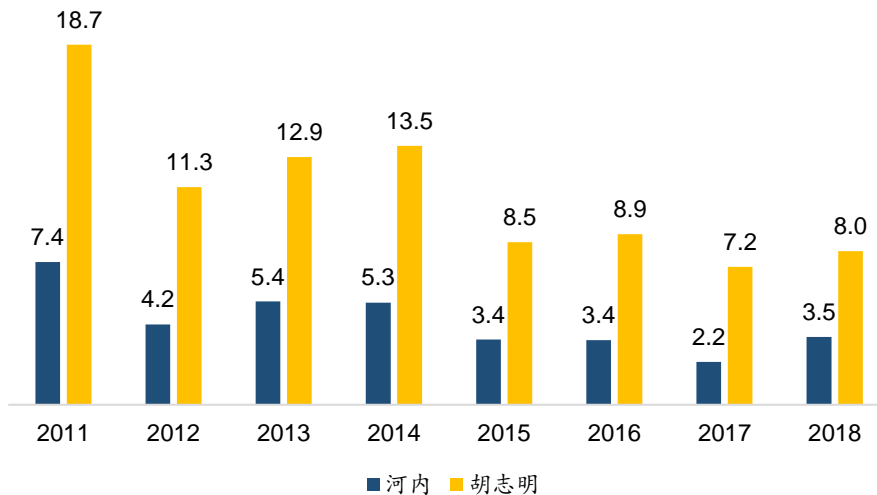
中国和越南城镇化水平



数据来源：世界银行

越南人口持续向大城市涌动。2015-2018 四年胡志明市每年迁入人口约 8.1 万人，河内市每年迁入人口约为 3.1 万人，这一趋势将随着两地的公共交通和基建完善持续上升，胡志明地铁预计 2020 年-2021 年通行。2018 年胡志明人口密度为 4147 人/平方公里，大幅高于上海人口人口密度 2423 人/平方公里。

迁入人口（万人）



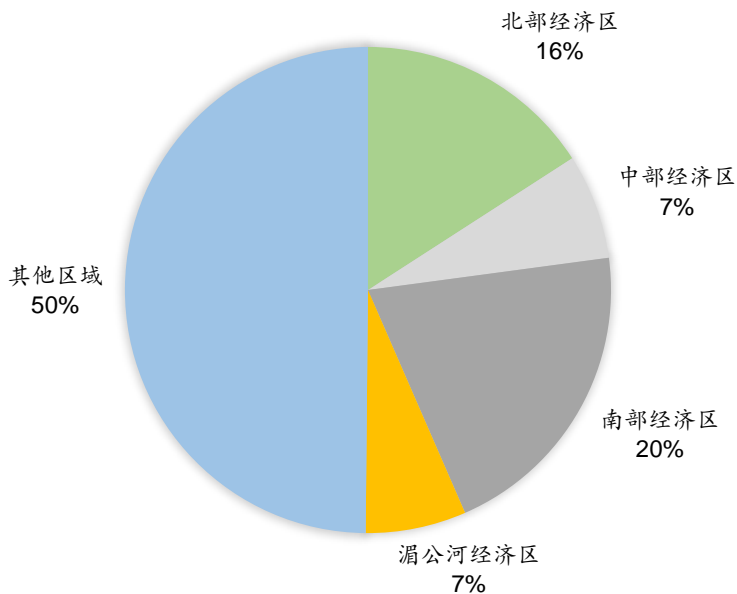
数据来源：越南统计局，数据更新至 2018 年

越南农村人口倾向于向四个重点经济区流动。四个重点经济区面积 9 万平方千米，占全国面积的 27%。2018 年人口 4950 万，大约是全国人口的 51%，人口密度是全国水平的两倍。人口主要集中在南部（20.6%）和北部（15.9%）。

全国范围来看，40.2%的劳动人口在农业、牧业和渔业工作（集中在中部和湄公河区域）；25.8%在工业；34%在服务业。

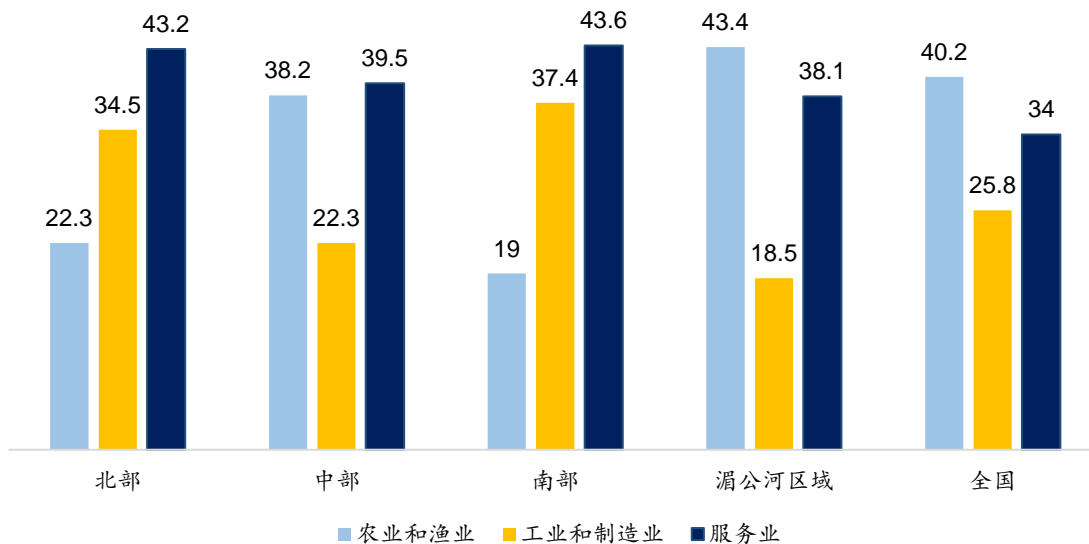
但就重点经济区而言，北部、南部和中部区域最多劳动人口在服务业领域，分别占比 43.2%，43.6%和 39.5%。尤其是贸易、旅游、教育和物流，这些行业也吸引了最多投资者。而北部和南部工业和制造业的劳动人口都是区域第二，分别为 34.5%和 34.7%。湄公河区域和中部区域农业和渔业的劳动人口分别占比 43%和 38%。

2018年越南全国劳动人口分布



数据来源: Asia Perspective

2018年各区域劳动人口分布



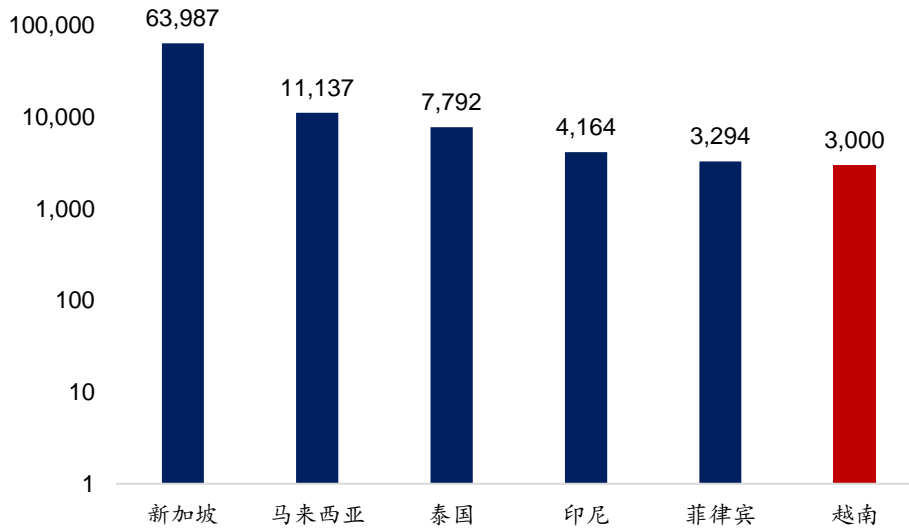
数据来源: Asia Perspective

3.1.3 人工成本

低廉的人工成本是越南制造业的快速发展的一大优势。根据越南国家统计局的数据，2018年越南城镇居民人均可支配收入为1123美元/年，相当于中国2004年的水平。从可支配收入、人均GDP、年收入少于1.5万美元家庭占比和最低工资要求四项指标来看，越南在东南亚五

国中属最贫穷水平。从 2009 年到 2020 年，年收入低于 1.5 万美金家庭占比仅仅下降了 6.4%。而马来西亚和泰国该比例分别下降了 26%和 21%。

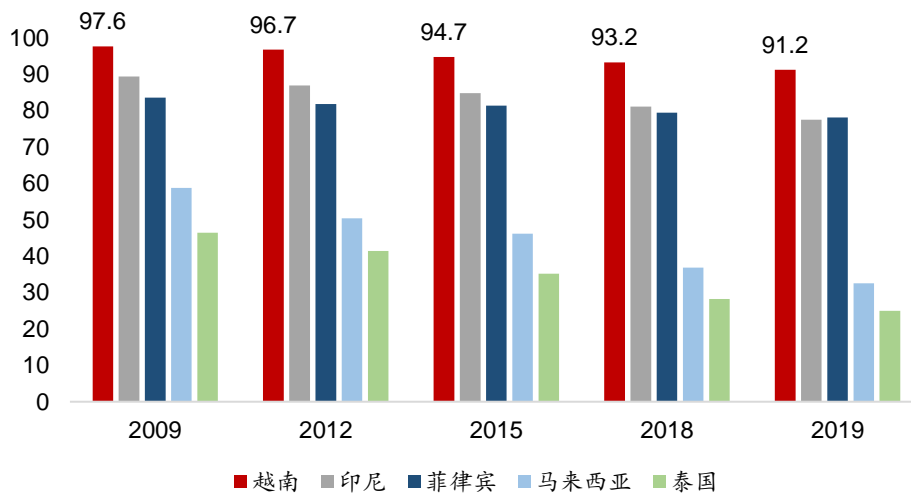
2019年人均GDP（美元）



数据来源：IMF

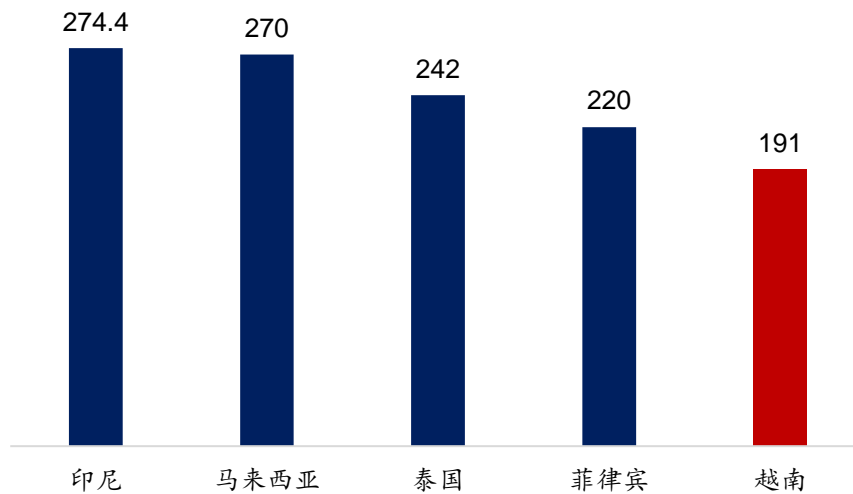
注：坐标轴采用对数尺度，非线性比例。越南数据参考了 Fitch Solution 及新闻报道。

家庭年收入少于1.5万美元人口占比 (%)



数据来源：Euromonitor

2020 年各国规定最低工资（美元）



数据来源：Asian Briefing, Picodi

3.1.4 生产效率

根据越南统计局数据，2019 年越南劳动生产率指数为 4791 美元⁸，在东南亚国家中仍然偏低。相当于新加坡的 7%；分别相当于马来西亚、泰国、印尼、菲律宾等国家的劳动生产率的 17%、36%、42%、57%⁹。

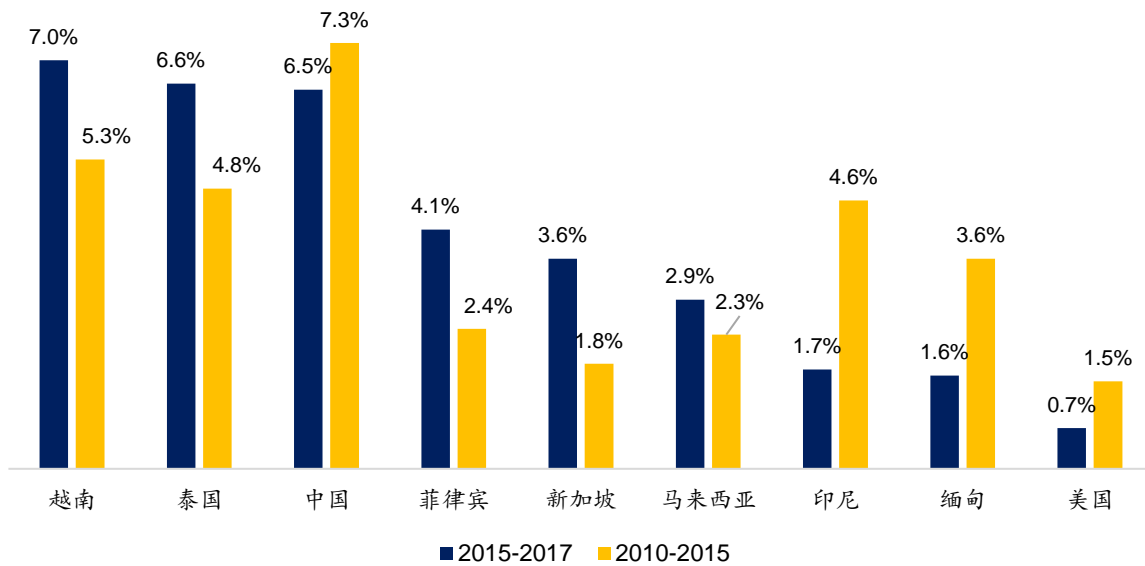
虽然劳动生产率仍然较为落后，但生产率增速是东南亚地区增速最快的国家¹⁰。其中 2010-2015 年均增速 5.3%，而 2015-2017 年均增速 7%，超过中国的 6.5%。

⁸ https://www.gso.gov.vn/default_en.aspx?tabid=622&ItemID=19463

⁹ <https://www.vir.com.vn/gdp-growth-increasingly-dependent-on-labour-productivity-54681.html>

¹⁰ https://www.apo-tokyo.org/publications/wp-content/uploads/sites/5/APO-Productivity-Databook-2019_light.pdf

劳动生产率平均增速



数据来源：Asian Productivity Organisation

3.2 资本要素

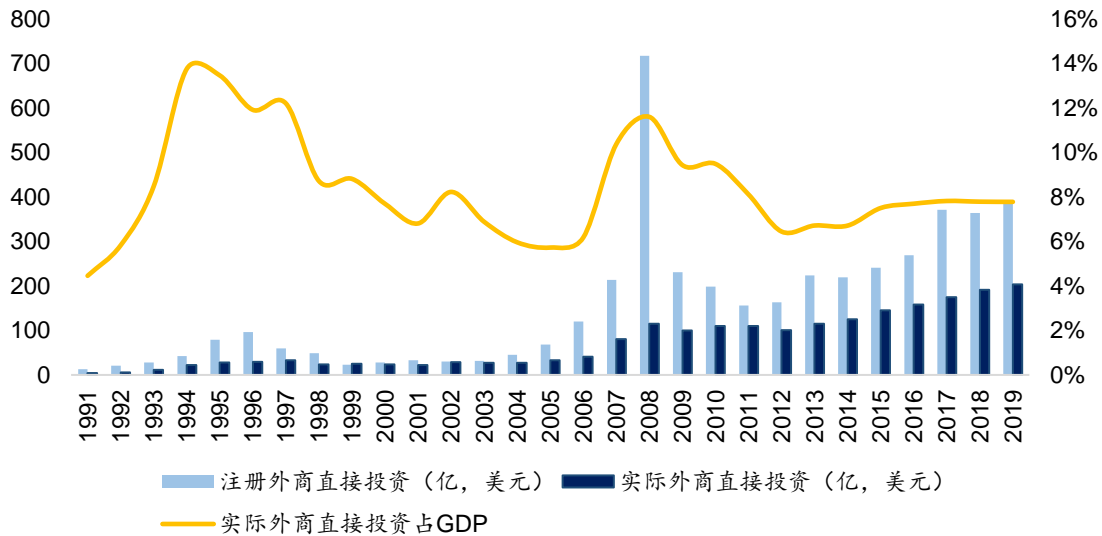
越南于 1987 年正式对外开放，允许外国人在越投资。2006 年出台新的投资法，进一步扩大对外开放，放宽外国人投资的诸多限制。近年来，越南政府积极与国际经济接轨，参与多项自由贸易协定，于 2007 年加入 WTO，2015 年 12 月加入东协经济共同体、跨太平洋伙伴关系以及其他多项双边贸易协定。截止到 2019 年 5 月越南共有包括东协自由贸易协定（FTA）、东协与中国大陆 FTA、越南与亚欧经济联盟（Eurasian）FTA 在内的 11 个已生效之自由贸易协定。

越南由于具有低廉劳动力成本、较高贸易开放程度和有利的地理位置，吸引了大量国际资本，2016 年至 2019 年外商实际投资占 GDP 的 8% 左右。根据世界银行的数据，越南 FDI 净流入占 GDP 比重在东南亚国家中仅次于新加坡，排名第二。截止到 2020 年 6 月，越南累计注册外商投资达 3779 亿美元，实际实现的 FDI 为 2204 亿美元，为注册投资的 58.3%¹¹。2010-2019 年新增注册资本复合增长率 6%，实际投资资本复合增长率 8.2%。

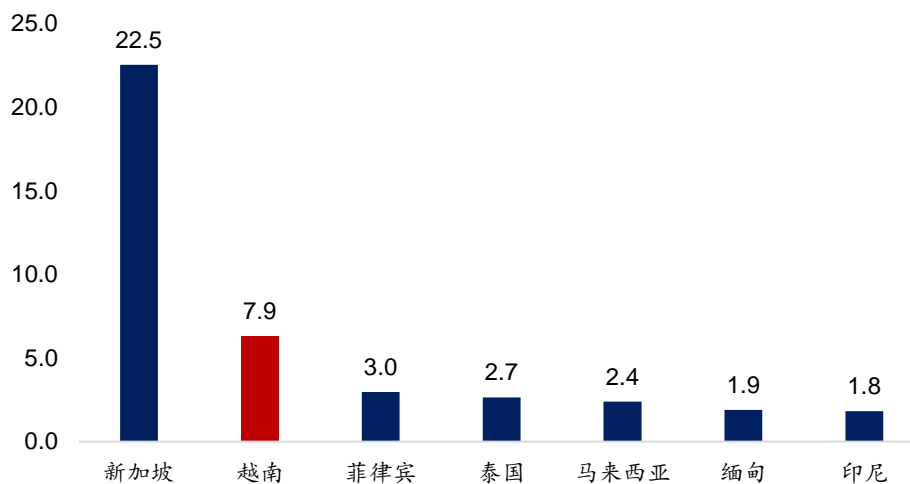
过去外资主要看重加工外销业务，近年来也积极拓展本地市场。除了资本投资外，外商还为越南带来先进技术，管理能力和市场知识，有助于越南产业升级。

¹¹ <http://www.mpi.gov.vn/en/Pages/tinbai.aspx?idTin=46737>

越南外商直接投资



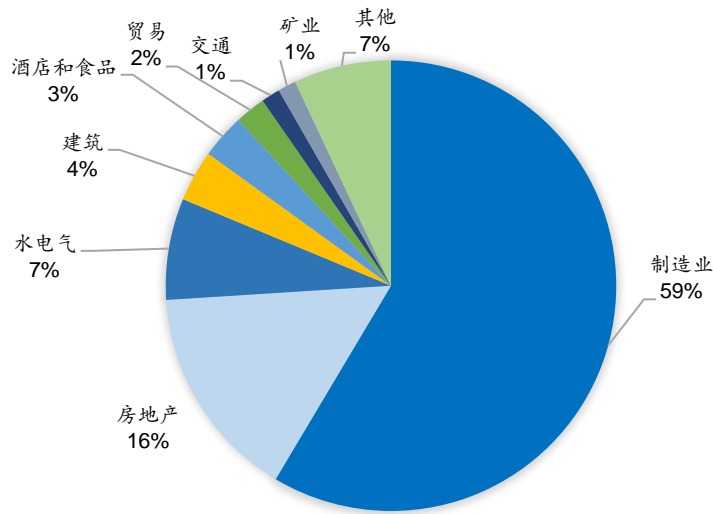
2018年外国直接投资净流入占GDP比重 (%)



数据来源：世界银行

截止到 2020 年前 6 个月，加工制造业吸引了最多的外商投资，占比 59%，其次为房地产行业（16%）。可以看出，实际生产制造业的 FDI 流入投机性较低，惯性较大，有助于维持越南未来资本供给的稳定。胡志明（12.6%），河内（10%），Binh Duong（9.2%），Ba Ria-Vung Tau(8.6%)和 Dong Nai（8.3%）是获得投资金额最多的五个地区。

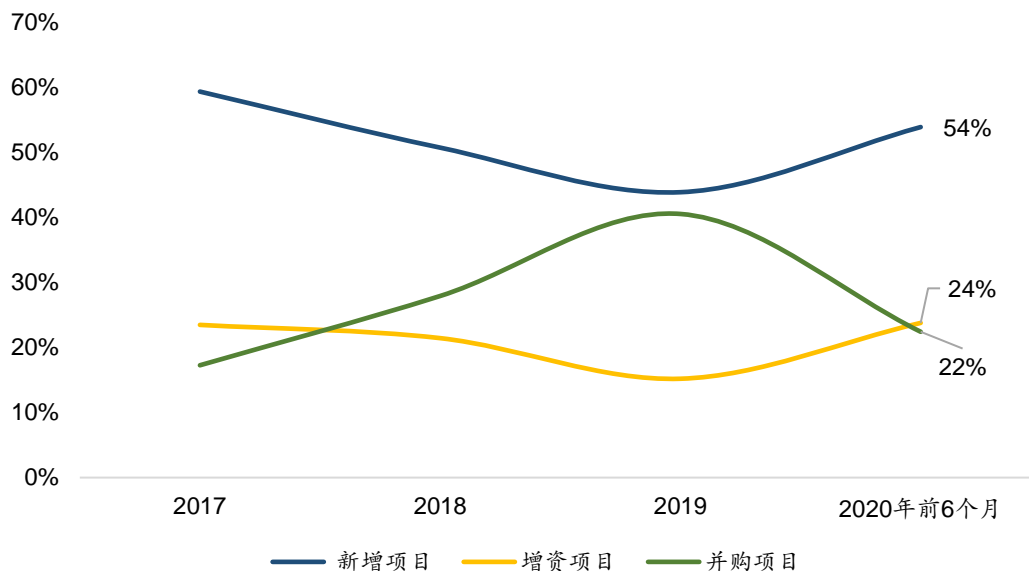
截止2020年前6个月累计外商投资行业占比



数据来源：越南规划投资局

并购（Share purchase）的占比在不断上升，从2017年的17%上升到2019年的40.7%，但2020年前6个月有明显下降。2020年前6个月，越南新增注册资本156.7亿美金，较去年同期下降了15%，新项目（+14%）和增资项目（26.8%）都有所上升，主要是由于并购项目显著减少（-56%）导致总注册资本的下降。

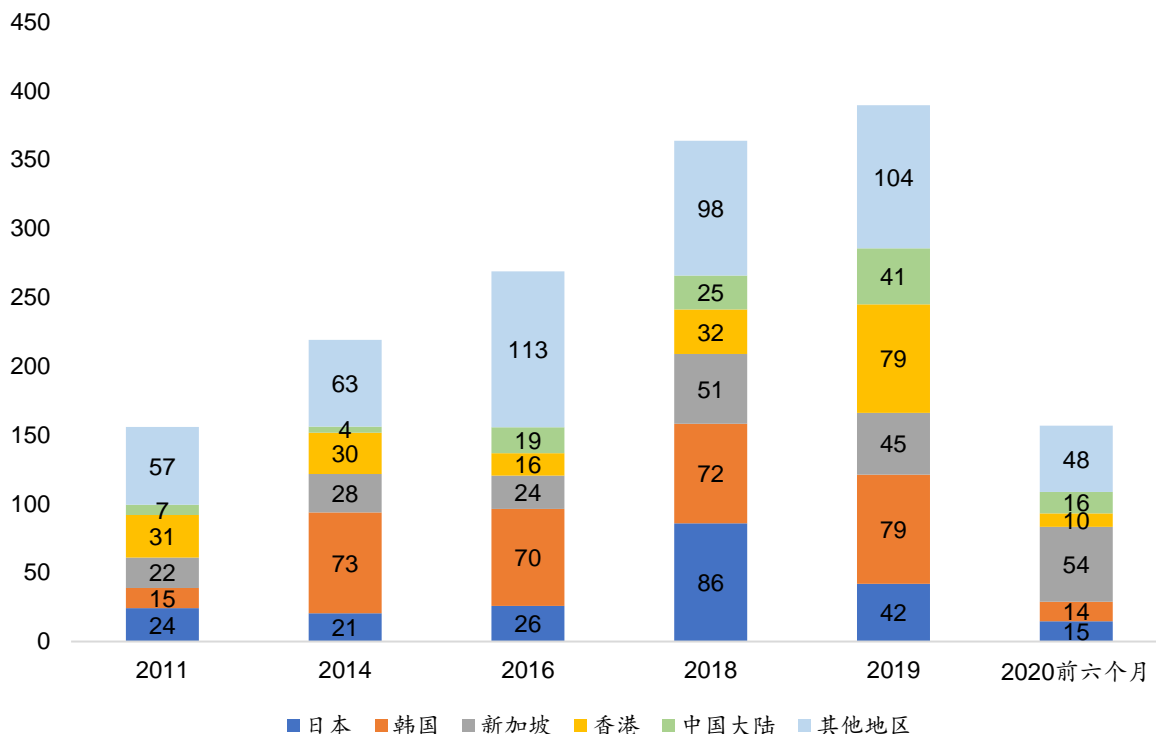
FDI投资方式



数据来源：越南规划投资局

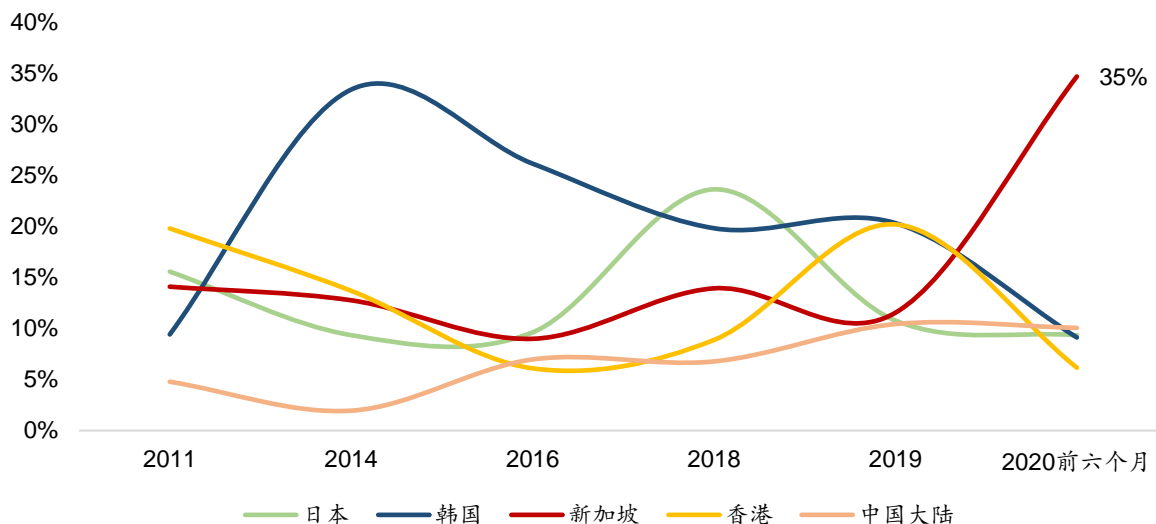
从累计投资来看，截止到2020年前6个月，韩国（18%）、日本（16%）、新加坡（14%）、台湾（9%）和香港（7%）是前五大投资国。从历年国外投资者对越南的投资来看，中国大陆和香港的增速是最快的，过去五年复合增速分别高达21%和57%。2020年前6个月新加坡对越南投资金额占总金额占比从去年末的12%跃升为35%。

外商直接投资-国家 (亿, 美元)



数据来源: 越南规划投资局, 越南统计局

外商直接投资-国家占比 (亿, 美元)



数据来源: 越南规划投资局, 越南统计局

由于越南政府持续招商引资和放宽政策, 三星电子、英特尔、LG、谷歌和微软等电子巨头相继在越南成立卫星工厂, 苹果的代工厂也纷纷迁往越南。下表总结部分企业在越南投资建厂的情况, 主要集中在电子产品和服装纺织等领域。

公司	国家	主要产品/行业	具体信息
三星	韩国	电子	三星是越南最大的海外投资商，在胡志明、北宁省、太原省等地共设立 8 个厂房，从 2008 年至今对越南总投资额超过 200 亿美元。2018 年三星在越南的销售额占越南 GDP 的 33% ¹² ，手机和零部件出口占越南总出口额的约 25%。
英特尔	美国	芯片	2006-2010 年，英特尔在胡志明投资 10 亿美元建立芯片测试和组装工厂，80% 的芯片生产都在越南完成。2020 年计划再投资 10 亿美元新增一座生产 14 纳米芯片的晶圆工厂。
LG	韩国	电子	2015 年，LG 在海防市开设了东南亚最大的工厂生产手机和消费电子产品，总投资额为 15 亿美元。2016 年投资 5.5 亿美元成立摄像头生产线，2019 年，将韩国的手机生产线迁移至越南，增资 4.1 亿美元。2020 年 7 月海防计划批准 700 公顷土地给 LG 扩大工厂规模。
夏普	日本	液晶屏	夏普原计划在中国建厂生产车载液晶屏，2019 年转向越南投资 10 亿美元，预计 2020 年建成。
现代	韩国	汽车	2019 年与越南政府成立合资公司，投资 15.5 亿美元建立整车制造厂，拟在 2021 年扩大生产基地，预计年产量为 15-25 万辆 ¹³ 。
立讯精密	中国	连接器	2016 年设立全资子公司立讯精密（越南）有限公司。2019 年增资 2.5 亿于越南全资子公司。2020 年 6 月预计增资 4.5 亿美元用于智能可穿戴设备产品的产能扩建。在越南规划建设四个厂区，预计将承载立讯精密三分之一的产能。
歌尔声学	中国	耳机	2013 年成立越南子公司；2019 年在北宁工业区投资 2.6 亿建设工厂生产 AirPods 耳机。
富士康	台湾	手机	在 2007 年时投资越南的南北江、北宁、永富等 3 个省份，规模较小；2019 年受中美贸易影响开始扩大在越南的投资规模，并计划在广宁市盖电视屏幕组装厂、在北江省建立 600 公顷的工业园区等。2020 年预计增资 3.2 亿美元在南北江、北宁和永富扩大厂房
Meiko	日本	PCB	2007 年在河西省投资 3 亿美元建立线路板生产与装配线，2019 年在河内工业区投资 2 亿美元。

¹² <https://iknow.stpi.narl.org.tw/Post/Read.aspx?PostID=15361>

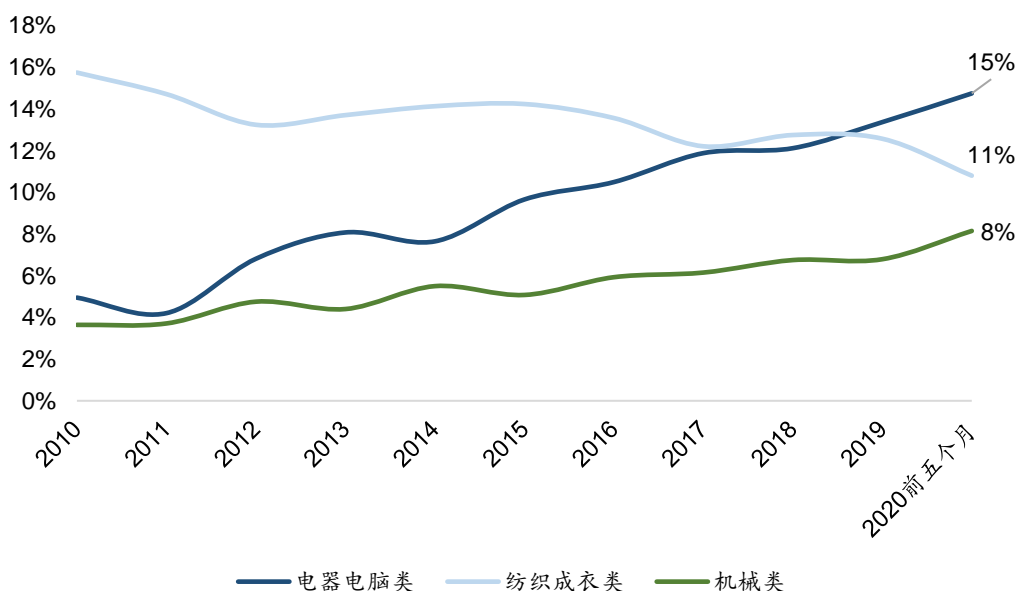
¹³ <https://www.yicai.com/news/100417138.html>

谷歌	美国	电子产品	谷歌在越南开设工厂制造 Pixel 系列手机
微软	美国	电子产品	微软计划把 Surface 系列产品生产线移至越南。同时微软 6 月与越南政府商讨合作在河内建设创新工业区 ¹⁴ 。
任天堂	日本	游戏机	2019 年将少量生产线移至越南，2019 年 6 月开始组装 Switch

3.3 科技要素

近年来越南积极地进行经济和出口转型，从传统劳动性密集的制造业转向资本密集型和科技含量较高的产品。根据越南统计局数据，2019 年越南出口产品的前五大品类为：电子设备、纺织品、机械、鞋类和木材。越南出口产品的发展趋势和国家经济的发展趋势一致，逐步从第一产业转向于第二产业，电子产品和机械类产品的出口份额明显上升。

越南部分出口品类占比



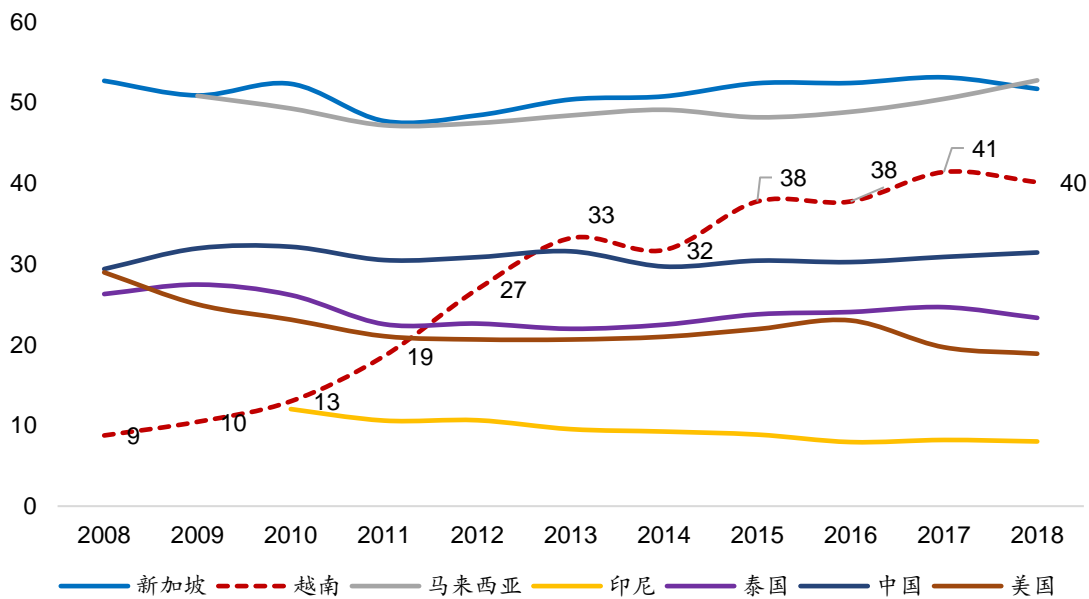
数据来源：Bloomberg

世界银行的数据显示，高科技类产品占越南出口产品的份额显著提升，从 2008 年低于 10% 的占比上升到 2018 年的 40% 左右，2013 年占比已经超过中国，在东南亚国家中仅次于马来西亚和新加坡，反映了越南在出口转型的显著成效。

14

<https://cn.nhandan.com.vn/friendshipbridge/item/4994001-%E8%B6%8A%E5%8D%97%E6%B2%B3%E5%86%85%E5%B8%82%E5%B8%8C%E6%9C%9B%E4%B8%8E%E5%BE%AE%E8%BD%AF%E9%9B%86%E5%9B%A2%E5%8A%A0%E5%BC%BA%E4%BF%A1%E6%81%AF%E6%8A%80%E6%9C%AF%E5%90%88%E4%BD%9C.html>

高科技类产品占出口产品比例 (%)



数据来源：世界银行

3.4 自然资源

能源丰沛度也是影响国家经济发展前景的重要因素。越南石油资源丰富，实现了净出口。煤炭则仍依靠进口。越南四个重点经济区占全国 98% 的煤炭储量，55% 的石灰岩储量，90% 的耐火土储量。2019 年采矿业贡献了 9% 的 GDP。北部经济区的工业资源最多，南部经济区有 90% 的近海石油和 80% 的汽油。湄公河三角区是最大的海产出口区。

东南亚其他国家中，印尼的各项能源产量遥遥领先，尤其是煤炭产量。马来西亚同样拥有丰富的原油和天然气可供出口；泰国、菲律宾能源产量相对较少，煤炭和原油的进口依存度高。

2017 年产量	越南	印尼	马来西亚	泰国	菲律宾
煤炭 (千吨油当量)	21,413	262,705	1,884	4,105	6,298
天然气 (太焦)	363,390	2,914,845	2,609,388	1,098,964	151,181
石油 (千吨油当量)	13,557	38,921	33,525	19,404	676

数据来源：International Energy Agency, 2017 年数据

从人均产量来看，越南煤炭人均产量远超过泰国、马来西亚和菲律宾，仅次于印尼。但石油和天然气产量不及其他几个国家。

2017 年人均产量	越南	印尼	泰国	马来西亚	菲律宾
煤炭 (吨油当量)	0.22	0.98	0.06	0.06	0.06
天然气 (太焦)	3.71	10.92	15.83	82.76	1.42
石油 (吨油当量)	0.14	0.15	0.28	1.06	0.01

数据来源：International Energy Agency, 2017 年数据

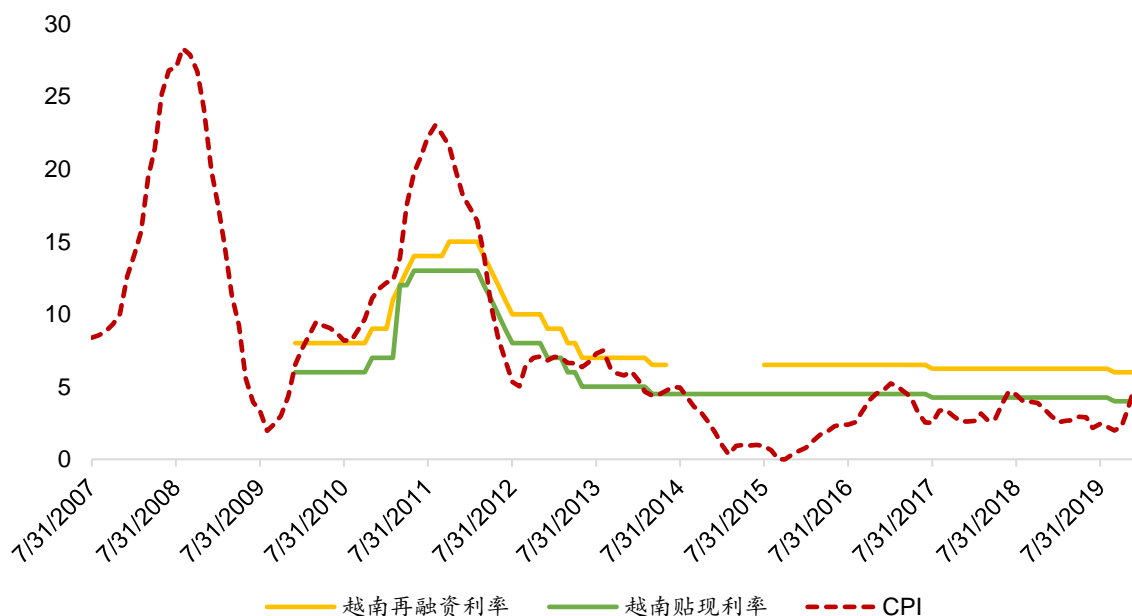
4. 货币政策

越南的货币政策的目标主要是维持通货膨胀和汇率稳定。越南曾在 2008 年和 2011 年经历过高通胀和货币大幅贬值时期。从 2012 年开始，越南的经济恢复稳定增长，过去 5 年年度 CPI 同比增速维持在政府 4% 的目标以内。持续外资流入、双顺差和外储持续增长使得近年来汇率相对稳定。目前在全球低利率环境下，越南基准利率 4.5%，货币政策仍有降息空间。

4.1 利率环境

越南国家银行作为越南央行，是制定和执行货币政策的机构，目标主要是维持通货膨胀和汇率稳定。目前越南政府目标是维持通胀在 4% 左右，2020 年 7 月 CPI 同比增速为 3.17%。

越南利率和月度CPI同比增速 (%)



数据来源：Bloomberg

利率是越南央行实行货币政策的主要工具之一。从 1992 年开始，越南逐步实现利率市场化，政府根据不同时期的经济环境运用不同的利率工具。目前越南的政策利率是再融资率和贴现率。2020 年越南分别在 3 月和 5 月将政策利率分别调低 50 个基点以应对新冠疫情对经济的冲击，目前再融资率为 4.5%，贴现率为 3%。

越南在 2008 年和 2011 年分别加息两次，对应不同的经济背景。在 2008 年的时候主要是为了抑制过热的经济和通胀，而 2011 年时则主要为抑制由油价引起的输入性通胀。

从下图各国的政策利率一览表中可以看出目前越南基准利率 4.5%，仍有降息宽松空间。

国家	最新值(%)	2019 年利率变化 (%)						2020 年利率变化 (%)					
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
美国	0.25	-0.25		-0.25	-0.25					-1.50			
中国	2.95				-0.05			-0.10		-0.20			
欧元区	0.00			-0.10									
日本	-0.10												
英国	0.10									-0.65			
加拿大	0.25									-1.50			
澳大利亚	0.25				-0.25					-0.50			
瑞典	0.00						0.25						
越南	4.5			-0.25						-0.50		-0.50	
泰国	0.50			-0.25				-0.50		-0.25	-0.25	-0.25	
马来西亚	2.00								-0.25		-0.25	-0.50	

First Plus AM 整理

4.2 通胀

4.2.1 通胀概况

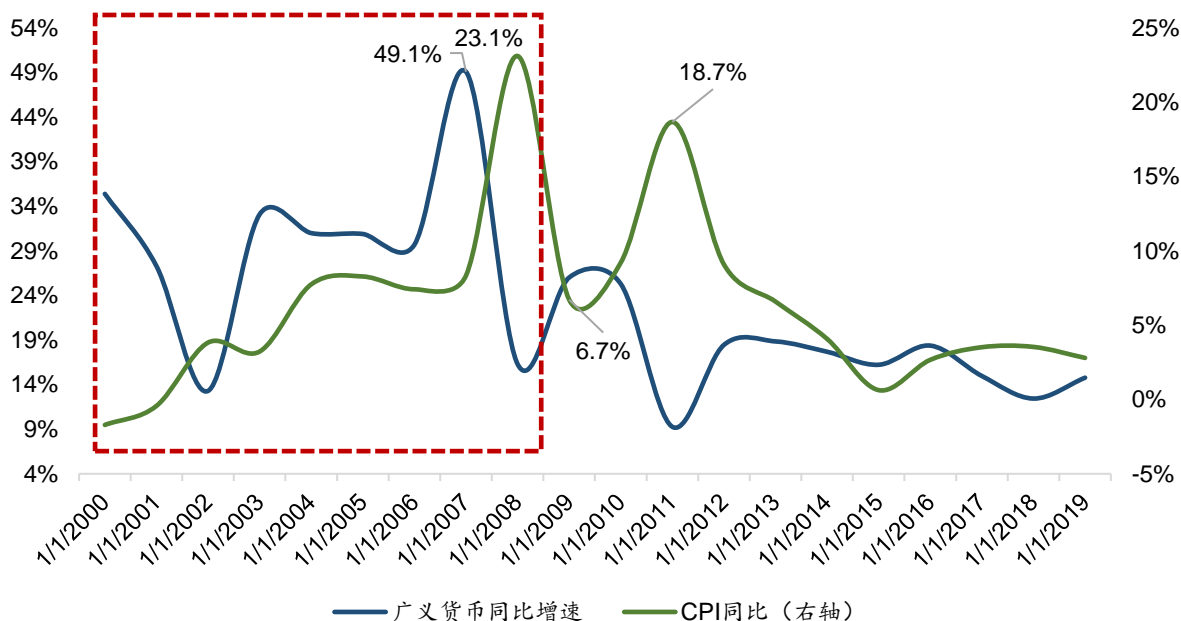
从 2000 年至今，越南通胀水平经历了飙升期（2000-2008），剧烈波动期（2009-2011）和稳定期（2012 年至今）三个阶段。

2000-2008 年：

2000 年至 2008 年，在国内货币发行量高速增长、外资持续涌入和油价持续攀升等多重因素的影响下，越南 CPI 同比增速从 -1.7% 一路飙升至 2008 年顶峰的 23.1%。

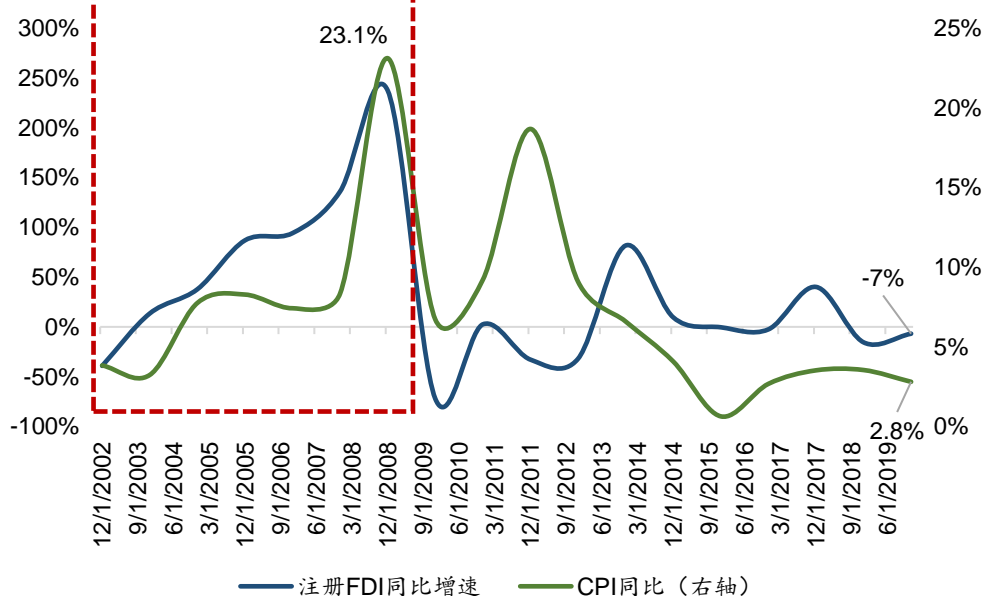
2000 年起，越南央行为了帮助国内经济从亚洲金融危机中恢复而持续放水，广义货币增速从 2003 年的 13%，最高上升到 2007 年的 49%。随着 2007 年越南加入 WTO，大量外资涌入，每年新注册 FDI 从 2001 年的 21 亿美金上升到 2008 年的 600 亿美金，进一步推高国内资产价格和物价。同时布伦特原油从 2001 年的 19 美金上升到 2007 年顶峰的 93 美金。多重因素的影响使得越南国内通胀一路飙升。

年度CPI同比增速和广义货币同比增速



数据来源: Bloomberg

年度CPI同比增速和新注册FDI同比增速



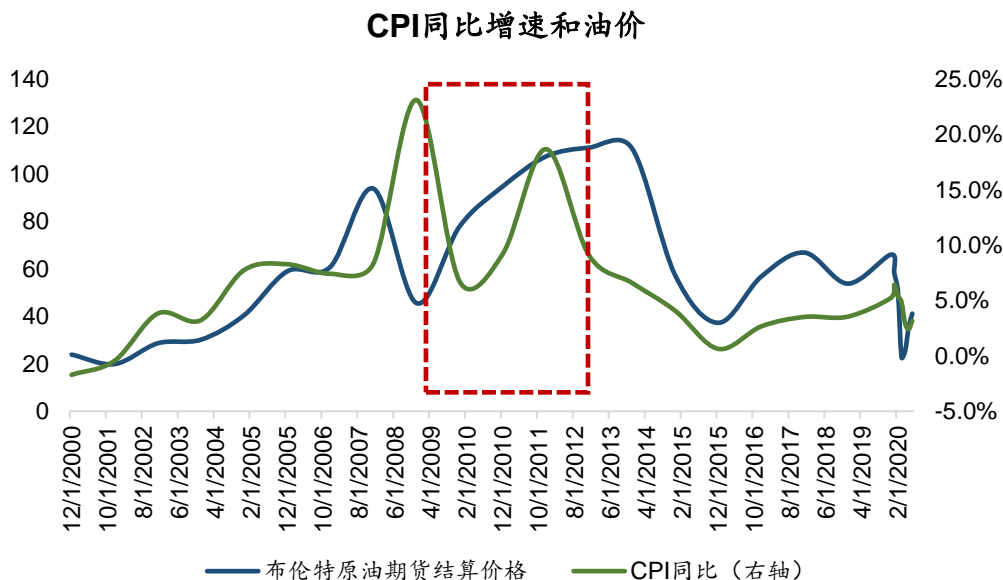
数据来源: Bloomberg

2009-2011 年:

这段时间越南的经济处于剧烈波动期，通胀经历了先降后升再降的剧烈波动。2008 年越南央行为了抑制过热的经济，在 2008 年初开始大幅加息，但仅加息两次后，金融危机爆发，2009 年 CPI 同比增速急降到 6.9%。为了应对金融危机，越南央行从 2008 年 10 月至 2009 年 2 月

连续降息7次，同时在2009年宣布了60亿美金的财政刺激（相当于6.8%GDP），此后通胀一路上涨。

2011年开始越南经济逐步回升。此时油价的快速上行造成越南出现输入性通胀，CPI同比增速一路飙升，从2009年的6.7%上升到2011年的18.13%。月度CPI波动更为剧烈（1.9%--23%）越南政府从2011年开始加息以抑制通胀，同时经济增速回落和油价下跌使得通胀水平逐步下降。

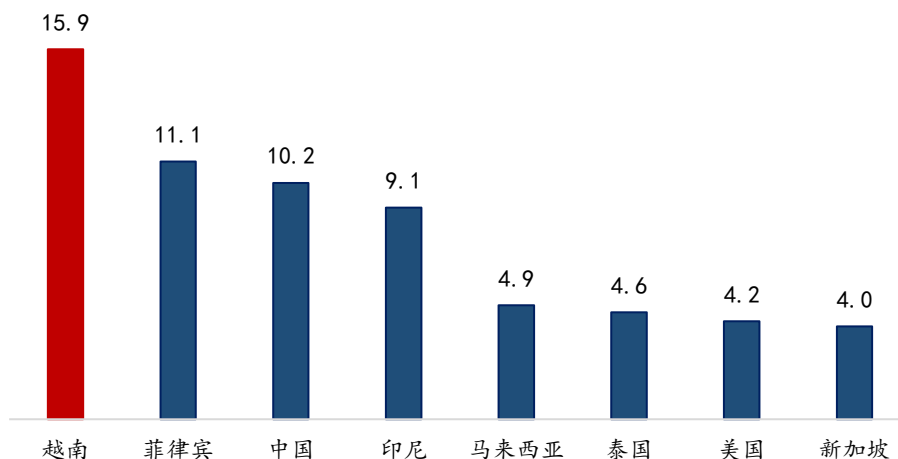


数据来源: Bloomberg

2012年至今:

从2012年开始，越南的经济稳定增长，通胀也逐步稳定下跌。越南政府将通胀控制在4%作为货币政策的目标之一。广义货币增速虽有所下降，但其绝对值及占GDP比例在东南亚国家中仍居高位。

2013-2018 5年平均广义货币增速 (%)



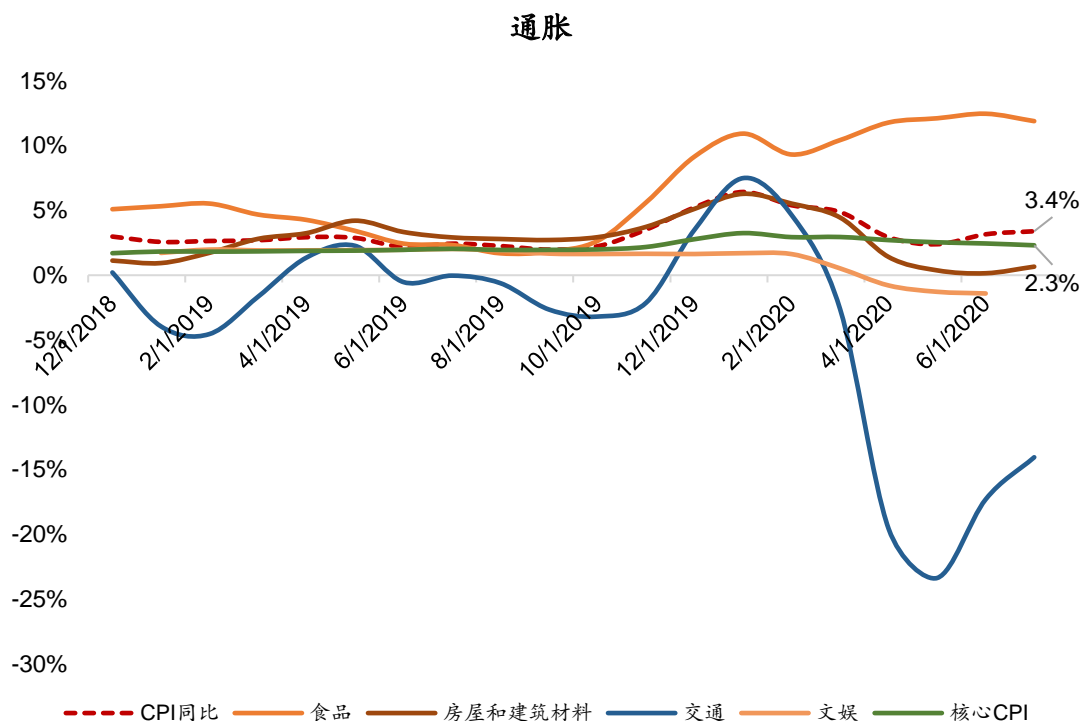
数据来源: 世界银行

过去 5 年年度 CPI 同比增速维持在政府 4% 的目标以内。从 2015 年起年度 CPI 同比有上升趋势，由 0.6% 升至 2018 年的 3.5%。2019 年因国际油价处于低档，有助于减缓消费者物价上涨压力，CPI 同比降为 2.8%。月度 CPI 同比波动较大。

进入 2020 年来，因新冠疫情，越南政府提高最低工资和食品价格上涨，CPI 有所反弹。2020 年 1 月 CPI 同比增速 6.5%。但随着油价因经济衰退需求低迷，持续走低，7 月 CPI 为 3.4%。

4.2.2 CPI 组成部分

2020 年 7 月 CPI 同比 3.4%，核心 CPI（去除掉食品、能源、国家管控类药物和教育）同比 2.3%。从越南 CPI 的分项来看，食品类和交通类（主要受到油价影响）的价格起伏最大。而核心 CPI 较为稳定，从今年 1 月的 3.3% 下降到 7 月的 2.3%。



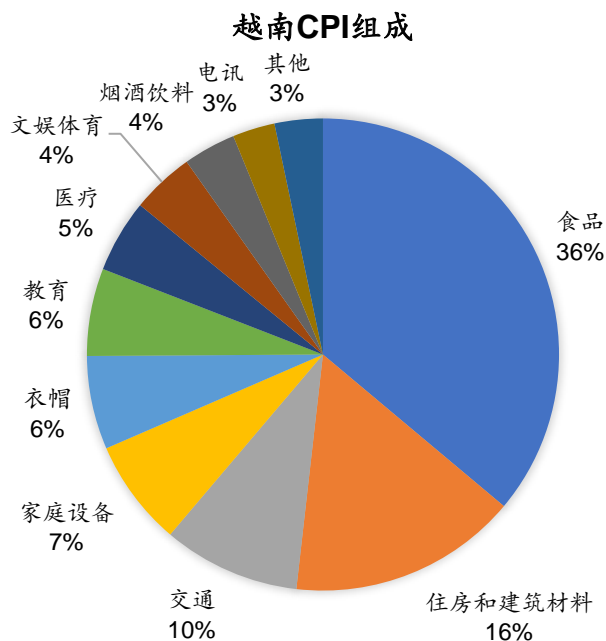
数据来源: Bloomberg

越南 CPI 中占比最大的一块是食品 (36%)，中国和美国食品则分别占 CPI 的 20%¹⁵和 13.8%¹⁶。其次是住房建筑材料 (16%) 和交通 (10%)。根据日本瑞穗银行的 2018 年的一

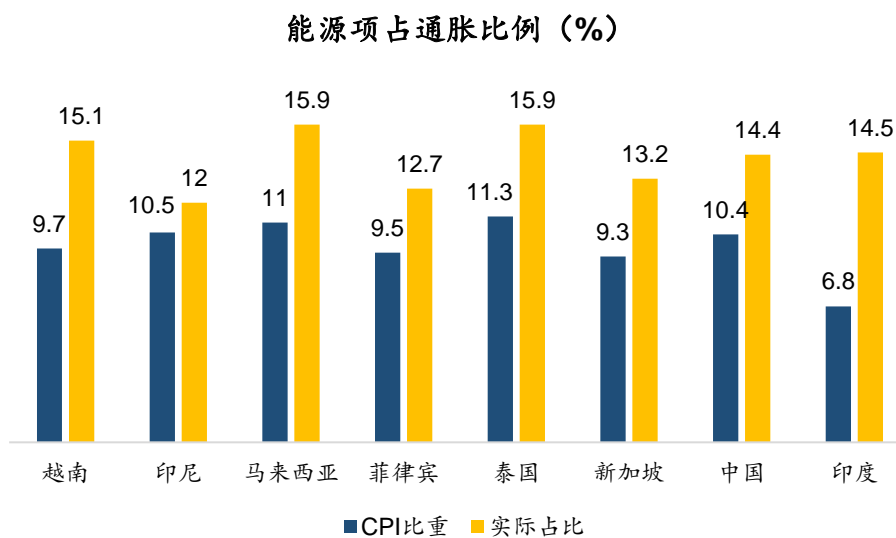
¹⁵ <https://www.bloombergchina.com/blog/china-insight-cpi-basket-decoded-food-dominates-services-key/>

¹⁶ Bloomberg 数据

份报告，如果考虑到交通等其他行业的影响，能源占CPI比重大约为15.1%¹⁷。近年来越南CPI走势和美国CPI正相关较为明显，但波动更为剧烈。



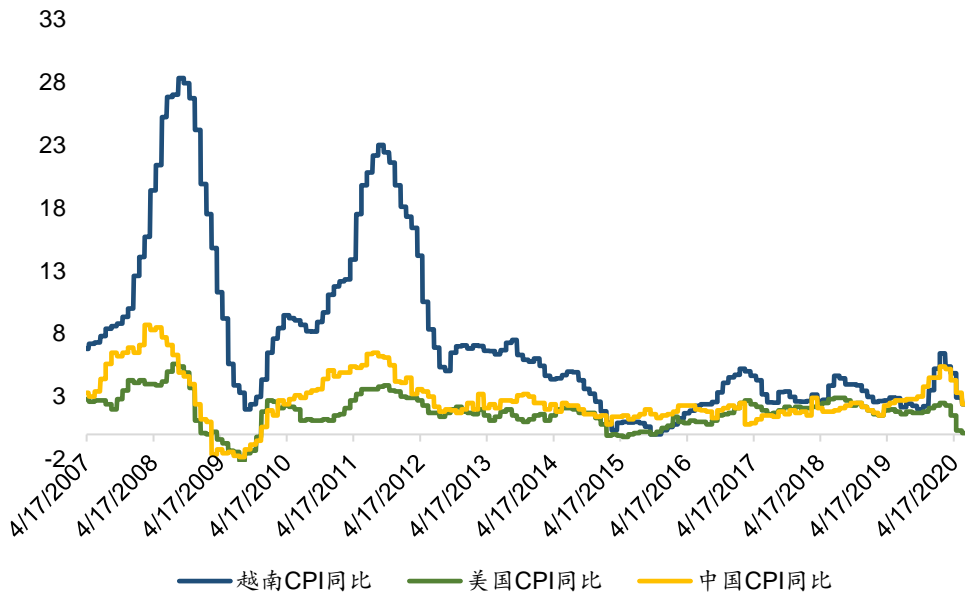
数据来源：CEIC，2019年



数据来源：Mizuho Bank

¹⁷ https://www.mizuhobank.com/singapore/macro/ad-hoc/pdf/MI180713_OilSensitivities.pdf

中、美、越三国CPI同比增速对比



数据来源：Bloomberg

5. 财政政策

5.1 财政收支

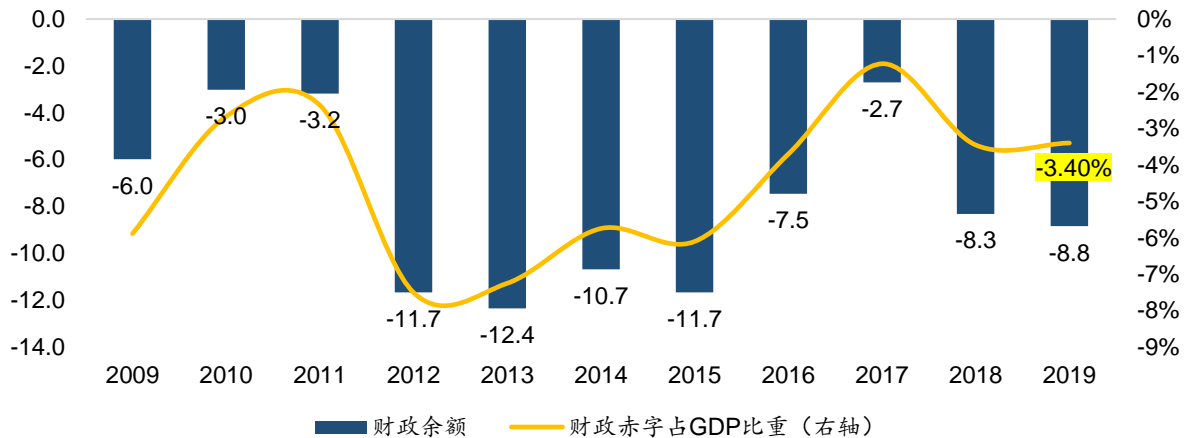
从2012年起越南收紧财政政策，财政赤字缩小，从2013年的7%下降到2019年的3.4%。但财政赤字占GDP比重在东南亚国家中仍较高，仅次于菲律宾（3.6%）。越南政府2016-2020期间的财政目标是将财政赤字占GDP 3.9%以下，但预计因疫情影响今年无法完成财政目标。截止2020年4月为止，政府已宣布大约171万亿越南的的财政刺激，相当于2.1% GDP。财政刺激政策包括政府减税或延迟税收大约86.8亿美元；取消医药设备和材料的进口关税；中小企业税率减少30%；以及汽车注册费减少50%等¹⁸。2020年前5个月财政收入同比下降9.2%（下降236.8亿美元），仅达到了计划的38%。

2020年越南政府预计在乐观情况下，GDP增速为4.5%（2019年为7.02%），财政赤字占GDP由2019年的3.4%上升到4.73%；若经济持续走弱，预计GDP增速降低至3.6%，财政赤字占GDP上升至5.02%。

Fitch预计2020年越南GDP增速为3.3%，这是越南1980年以来的最低增速，且财政赤字会高达6.5%，维持越南BB评级不变，但将展望从乐观下调为稳定。5月21日，标普维持越南的BB评级不变，给与稳定的展望评级。

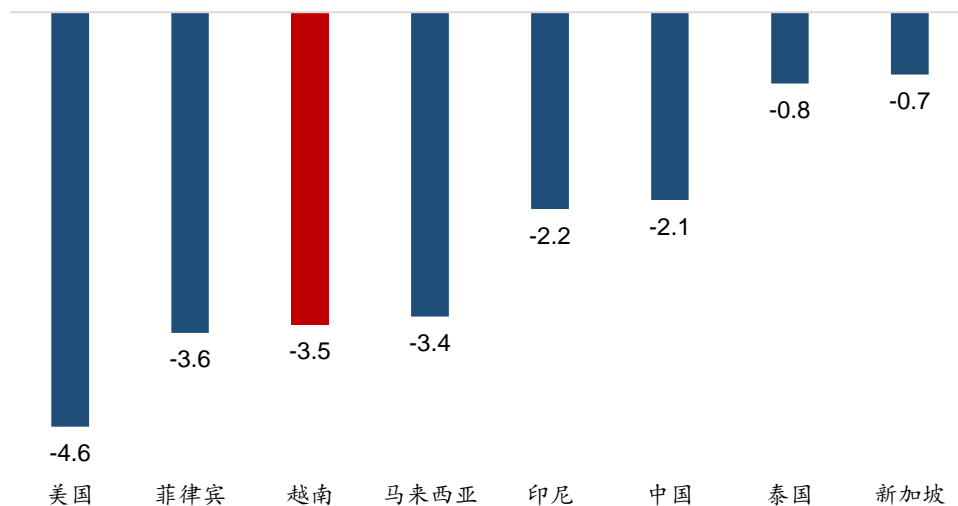
¹⁸ <http://hanoitimes.vn/vietnam-fiscal-deficit-public-debt-stay-within-limits-set-in-2016-2020-plan-312663.html>

财政赤字（十亿美元）和占GDP比重



数据来源：越南统计局, Fitch Solutions

2018年财政盈余占GDP比例 (%)



数据来源：世界银行

5.2 债务情况

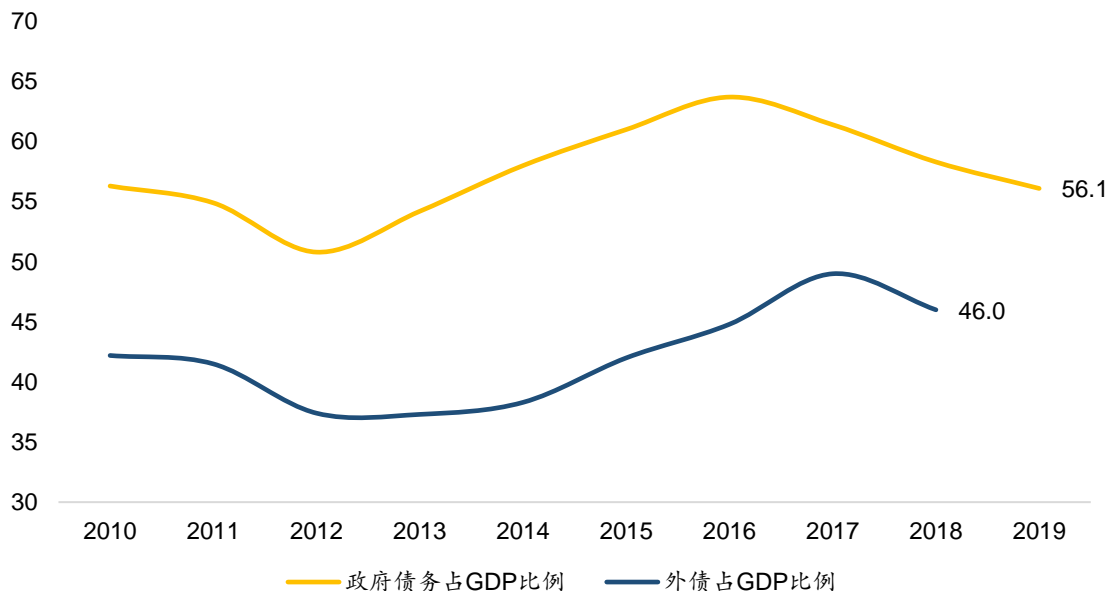
5.2.1 政府债务

越南政府在 2016-2019 期间完成了将政府债务占 GDP 比重维持在 65% 以下的既定目标。财政部长 Nguyen Xuan Phuc 预期为了对抗疫情支持国内经济发展，2020 年的政府债务占 GDP 的比重将会增加 3%-4%，即从 2019 年的 56% 上升到 60% 左右。而公共债务占 GDP 65% 是被世界银行和国际货币基金组织（IMF）公认的警戒值。

从 2016 年起，越南政府严格控制政府债务，通过限制政府担保等措施，将越南的政府债务占比从 2016 年的 63% 下降到了 2019 年 56.1%。外债对 GDP 比例从 49% 下降到 2018 年 46%。但政府债务比率在东南亚中仍然算中等偏高。每年债务负担占政府收入的 15%。越南政府计划到 2030 年将政府债务降低到 60% 以下，外债维持在 45% 以下。

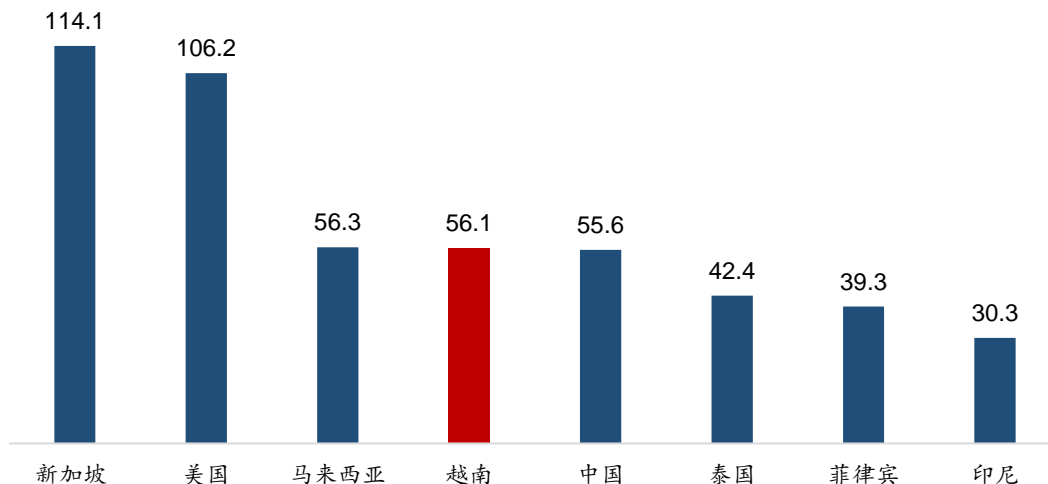
随着贸易顺差的改善和外储比率上升，外债偿还能力有所缓解。2018 年短期外债占外汇储备为 35%，相对充足，可满足短期债务的偿还需求。但总外债占外储比例虽然近几年显著下降，但仍然接近外储的两倍，偿债能力是较大的一个风险。

政府债务占GDP比例 (%)



数据来源：越南国家统计局

2019年政府债务占GDP比重 (%)



数据来源：IMF

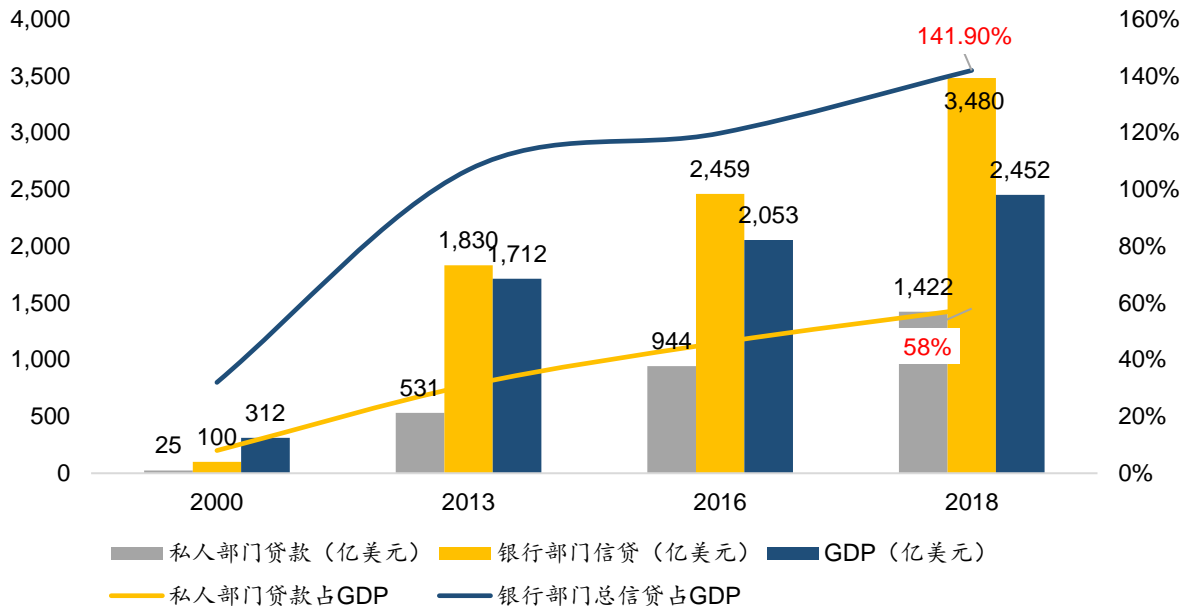
5.2.2 私人部门债务

随着经济和信贷的增长，私人部门贷款以更快的速度上升。私人部门债务从 2000 年约 25 亿美元上升到 2018 年 1422 亿美元，占 GDP 比例从 8% 上升到 2018 年的 58%，大幅高于新兴

市场平均占比 39%¹⁹，私人部门贷款占银行总信贷的比例也从 2000 年的 25% 左右上升到 2019 年的 46%。

根据 Fitch 在 2018 年对越南 11 家银行（约占全部银行信贷的 70%）的调查，2014-2018 年，私人部门信贷年均增速约在 28%，大幅高于非私人部门 15% 的增速。

私人部门贷款、银行总信贷和 GDP



数据来源：IMF, Fitch, 东南亚国家中央银行联合会

利率持续降低、GDP 的持续增长以及居民可支配收入的提升都促进了私人部门债务的上升。

2009-2011 年，政府为了控制通胀而提高利率，同时控制非制造业的信贷增长，导致借贷增速下降。从 2011 年四季度开始，随着通胀改善，利率逐步下降，对非制造业的信贷控制也逐渐放松。同时政府和住建部一起实施 30 万亿越南盾的再融资措施，帮助收入较低人群借贷，导致从 2011 年起私人部门债务逐渐上升。

5.2.3 银行信贷

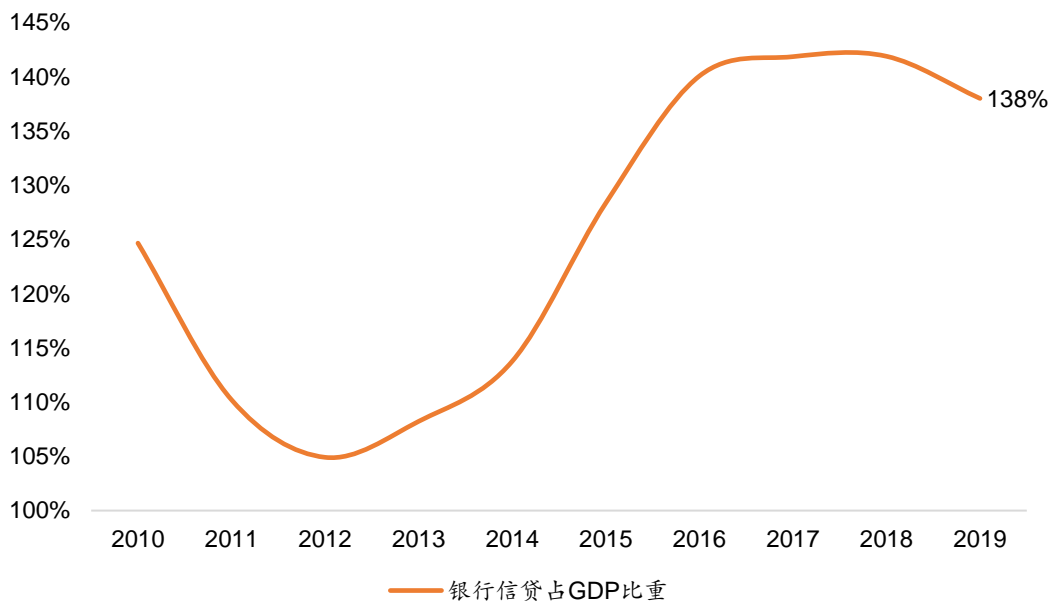
越南的银行体系包括：1) 商业银行；2) 政策性银行；3) 合作社银行

¹⁹ https://your.fitch.group/rs/732-CKH-767/images/Fitch_10079224.pdf

1. 商业银行包括四家国有银行（越南农业和农村发展银行（Agribank）、越南外贸银行（VCB）、越南工商银行（CTG）、越南投资发展银行（BIDV）²⁰），截止到 2020 年 3 月，占总资产的 42%²¹；31 家股份制银行，占总资产的 42%；9 家纯外资银行和 49 家外国银行代表处，占总资产的 11%。
2. 两家政策银行是越南发展银行和越南社会政策银行；
3. 合作社银行是 Co-operative Bank of Vietnam。

银行信贷近五年平均增速为 15%，2016 至 2018 年底银行信贷总规模约为 GDP 的 1.4 倍，2019 年稍有下降到 1.38，在东南亚国家中仅次于泰国（143%），信贷增速也在东南亚国家中居高。

银行信贷占GDP比重



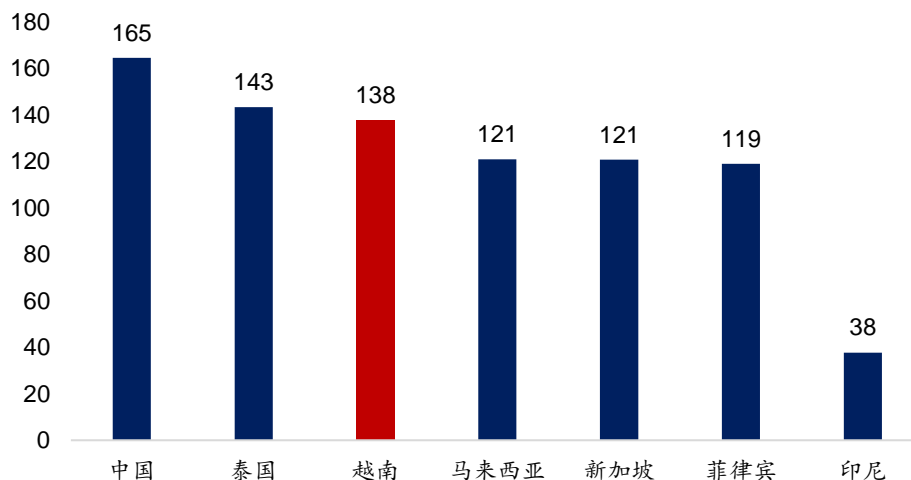
20

https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/en/home/fm/socins/bks/cbks/socb?centerWidth=80%25&leftWidth=20%25&rightWidth=0%25&showFooter=false&showHeader=false&_adf.ctrl-state=vdsqbmmdw_&_afLoop=5546882104942664#%40%3F_afLoop%3D5546882104942664%26centerWidth%3D80%2525%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Dczliq8ae1_88

21

https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/en/home/sbv/statistic/ooci/ksr?_afLoop=5546629158455664#%40%3F_afLoop%3D5546629158455664%26centerWidth%3D80%2525%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Dczliq8ae1_51

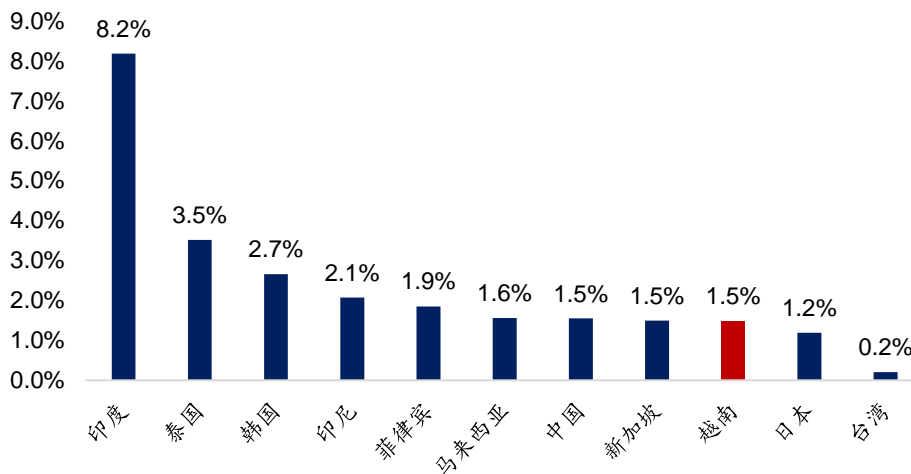
2019年银行信贷占GDP比重



数据来源：World Bank

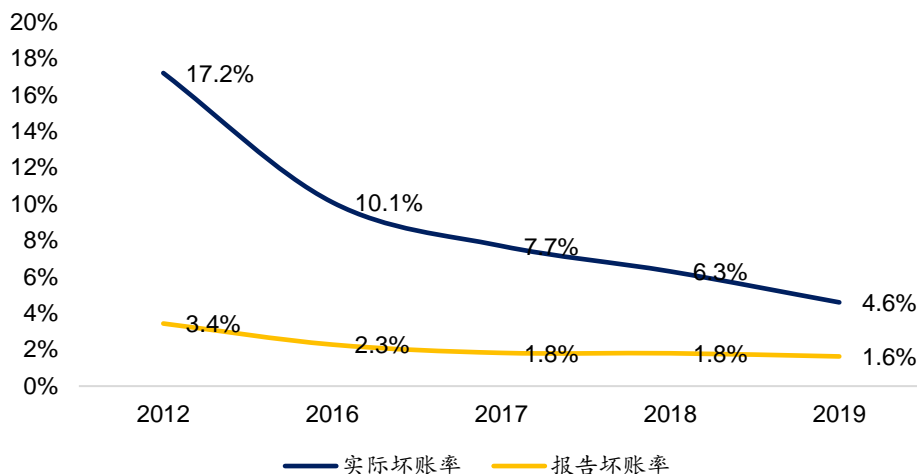
根据越南央行公布的数据，2019年底越南的坏账率1.6%，前十大银行的平均坏账率为1.5%，仅次于日本和台湾，东南亚最低。但根据估算，若加上卖给越南资产管理公司（Vietnam Asset Management Company/VAMC）的坏账和关注类贷款(Special Mention Loans)等可疑资产，越南2019年实际坏账率估计在4.6%左右。

坏账率



数据来源：Bloomberg，取各个国家市值排名前十的银行坏账率

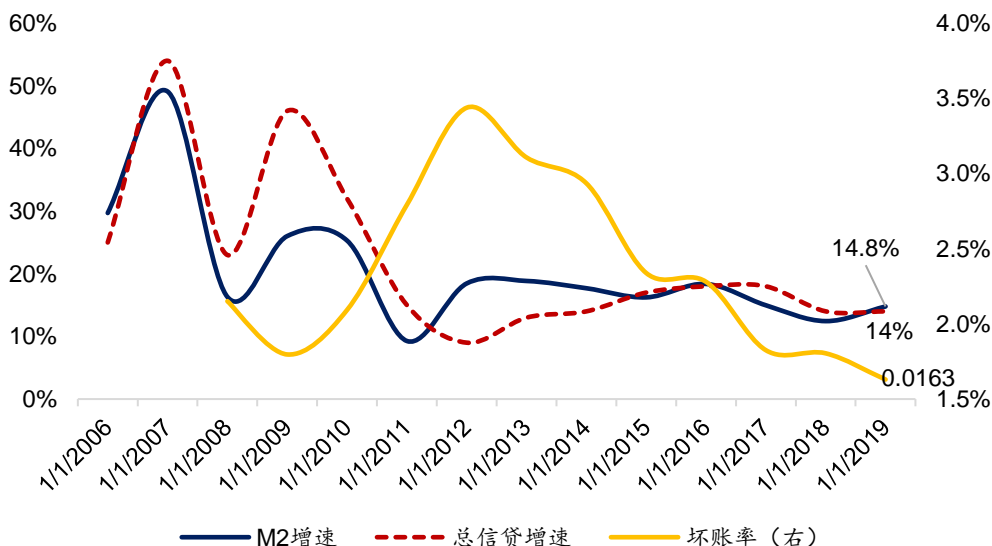
越南坏账率



数据来源：世界银行，SBV，Maybank，Credit Suisse，新闻媒体报道

越南在 2007-2010 时经历了信贷高速增长时期，年均增速高达 39%。过量的流动性和大量外资流入引发了高通胀，越南 CPI 同比增速一路飙升至 2008 年顶峰的 23.1%。金融危机期间，越南经济下滑，GDP 增速从 8.5% 跌至亚洲金融危机时期的水平 5%，信贷增速也从最高峰的 46% 跌至 15%。由于外资流出、贸易逆差、外储减少，同时期越南盾贬值 33%。因经济下滑，放贷过度，银行监管体系不完善和坏账处理机制缺乏等，银行坏账率从 2009 年开始上升，2010-2012 年平均坏账增长率高达 43%²²，官方统计数据为 4.6%，但实际数据可能为 17%-20%。

信贷增速、广义货币增速和坏账率



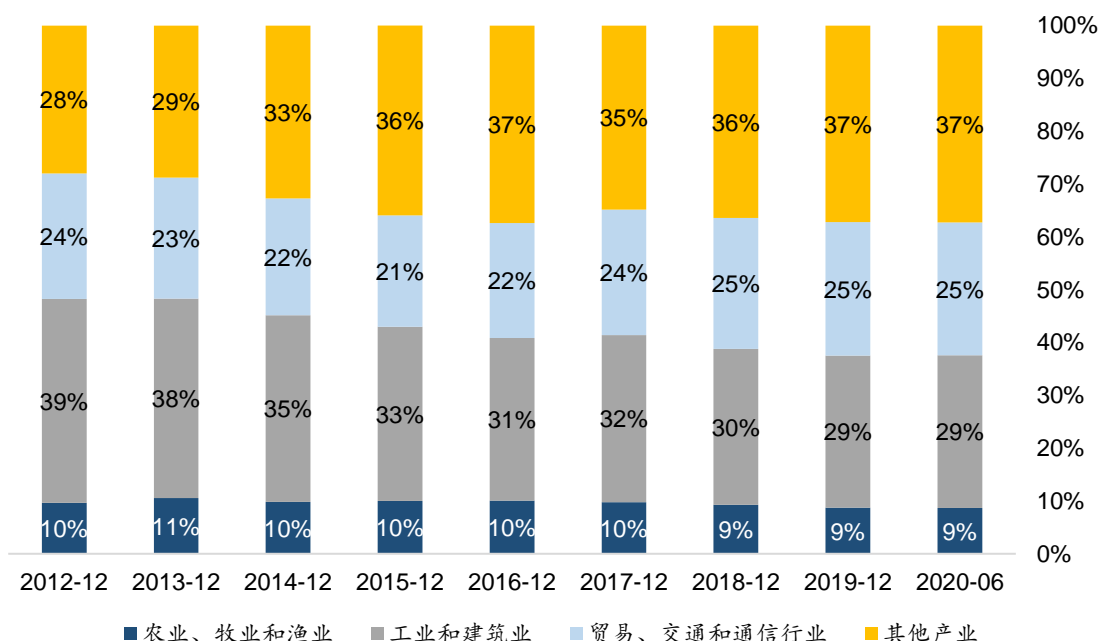
数据来源：Bloomberg，SBV，信贷增速指社会总信用，包括信贷机构（资产占比 2.7%）

²² Research Gate-2017

2020年越南银行虽同样面临着信贷增速放缓、利润压缩、坏账率上升的问题，但各方面情况都明显优于08-12年时期。首先，虽然受到疫情冲击，但越南基本面仍然稳健，经济仍在增长，失业率和通胀都维持在稳定低位。2020年前两个季度GDP同比增速分别为3.8%和0.36%，是东南亚各国中表现最好的国家之一，且2020年预计实现4.5%-5.3%的增长，成为亚太地区经济增长最强劲的国家。第二，外资仍持续流入实体经济，并未见到外资大量撤出的情况，2020年前六个月注册资本和实际投资分别下降15%和5%，主要是由于并购减少引起的，新增项目(+13.8%)和增资(+37%)仍稳健增长。第三，受到稳健的经济、双顺差和外储持续增长的支持，越南盾表现相对稳定，大幅贬值的风险较小。2016年越南深化汇率市场改革至今汇率波动幅度相对其他东南亚国家较小，2020年越南盾兑美元保持稳定，较年初几乎没有变化，而泰铢、印尼卢比和马来西亚令吉分别贬值4.2%、6.5%和2%。第四，在央行2012年银行改革至今，银行业的稳健性明显提升，坏账率在2019年四季度为1.6%，虽然仍然面临实际坏账率较高和坏账处理机制尚未完善，但和上一次危机已有了本质的不同。

银行信贷结构逐渐由工业和建筑业类向服务类倾斜。

银行信贷-行业



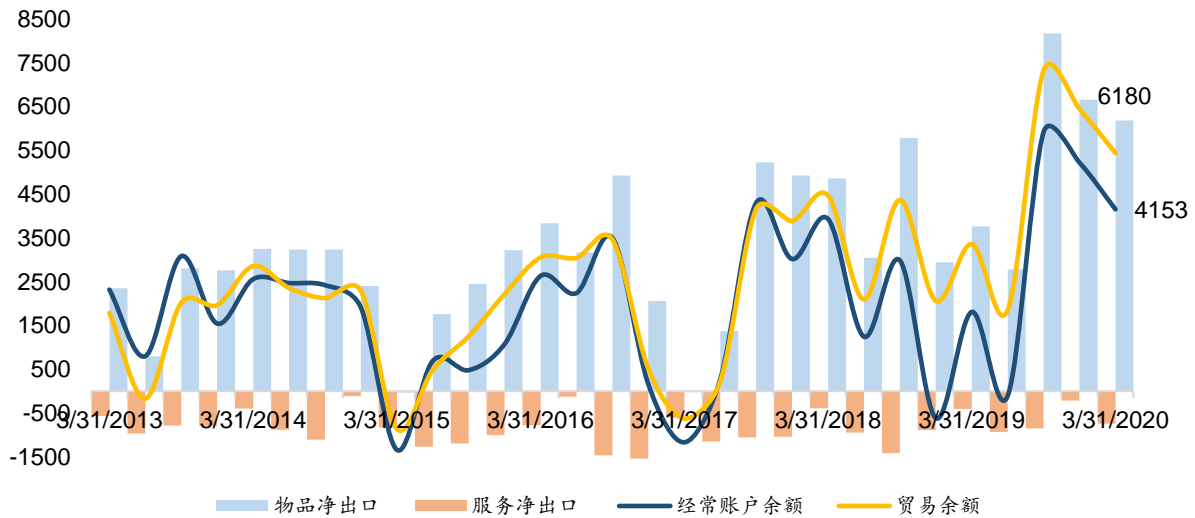
数据来源：越南国家统计局

5.3 贸易情况

5.3.1 贸易余额

越南曾长期处于贸易逆差，随着2007年越南加入WTO，贸易逆差逐渐改善，2012年首次实现顺差后，越南基本维持了稳健的贸易盈余。八年中有六年贸易盈余。主要依靠物品贸易盈余，且主要由外资企业贡献。

经常账户余额和贸易余额（百万美元）



数据来源: Bloomberg

越南出口以物品为主，2019年物品出口2635亿美元，占总出口的94%。2019年贸易盈余74亿美元，其中物品盈余99亿，服务赤字25亿美元。2020年前6个月物品出口1212亿，较去年同期下降1.1%，比重上升到96%。出口物品前几大品类为机电设备（42%）、服装纺织类（10.8%）、鞋类（8.1%）、机械类（5.5%）和家具类（4.1%）²³。服务受疫情影响严重，出口47亿美元较同期下降50%。其中服务占比最大的两个行业旅游（56%）和交通（占15%）分别同比下降56%和31%。

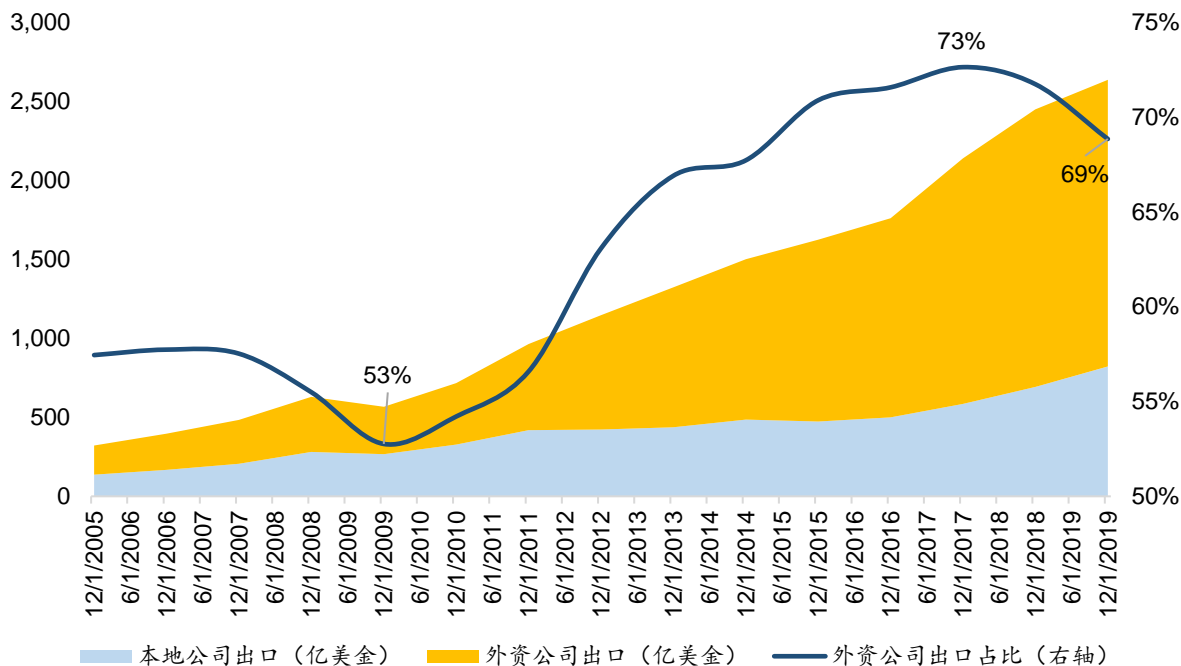
美国从越南进口的第一大品类为机器设备（占对越南总进口的22%），其中最主要的产品是手机、电路板、绝缘线和半导体；第二大品类为纺织服装类（占对越南总进口的16.7%），对美国的出口占总越南纺织服装总出口的53%²⁴。这两类产品也可能是越南承接中国制造业转移的重要产品。

越南物品出口增长和物品出口盈余都主要依靠外资企业。外资企业出口占全国物品出口的比重从2009年的53%加速上升至2017年的73%，之后两年稍有下降。2019年，外资企业物品出口1813亿，占总物品出口的69%，较去年同比上升18%。而这一指标在中国只有30%左右，中国出口主要由本地民营企业贡献。2019年物品贸易盈余99亿，外资企业盈余359亿，而本地公司物品贸易赤字为259亿。

²³ <http://www.worldstopexports.com/vietnams-top-10-exports/>

²⁴ <https://www.universalcargo.com/top-10-items-vietnam-importing-to-us/>

越南物品出口情况

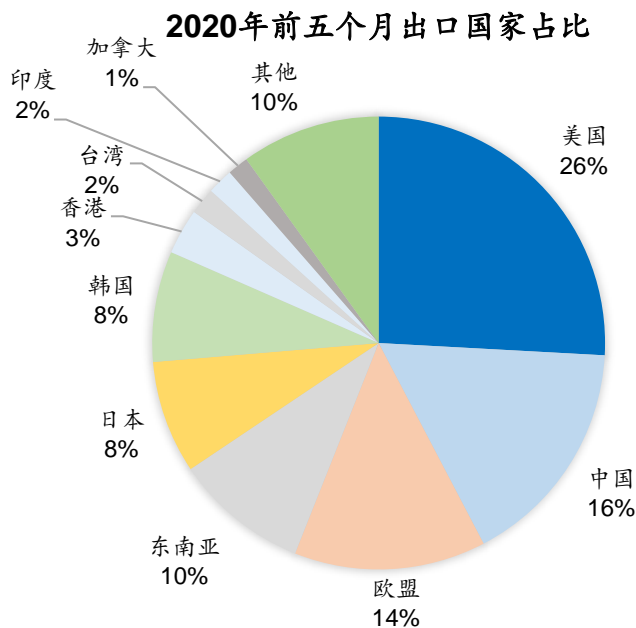


数据来源: Bloomberg, 越南统计局

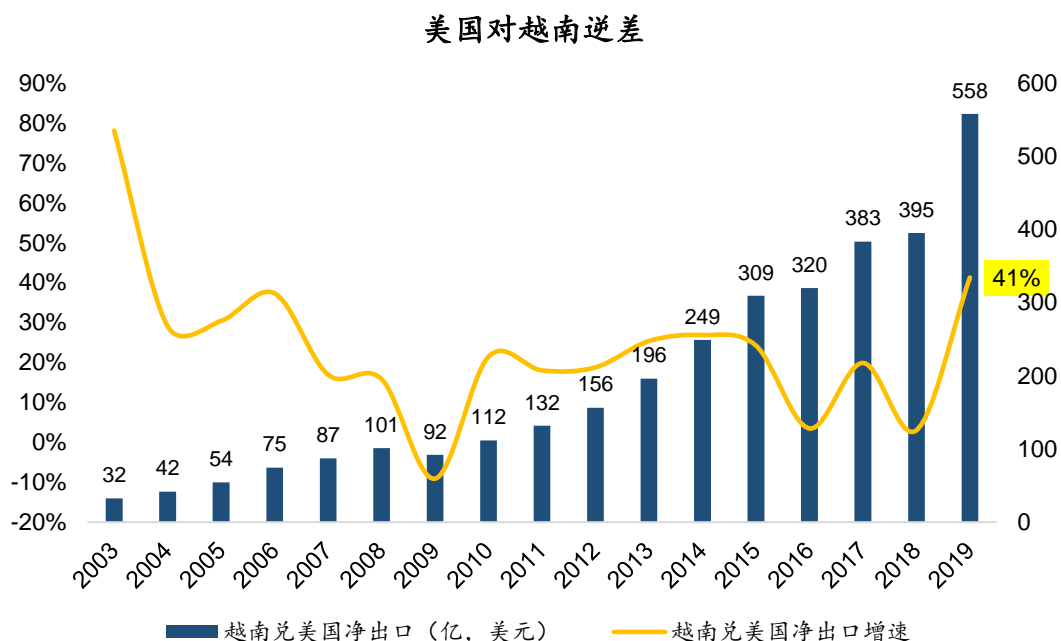
新冠疫情对越南的出口影响较小, 2020年前6个月, 物品总出口1212亿美元, 较去年同期仅下降1%。其中外资企业出口79亿美元, 占总出口的66%, 较去年同比下降6.7%, 贸易盈余41亿美元; 物品总进口1171亿美元, 较去年同期下降3%, 其中外资企业进口56%, 较去年同比下降5.4%。值得注意的是物品贸易盈余41亿美元中主要靠外资公司盈余141亿美元, 而本地公司贸易赤字100亿美元。

5.3.2 贸易伙伴

2020年前5个月, 越南前三大贸易伙伴为中国(23%)、美国(16%)和韩国(13%)。其中出口前三的国家为美国(26%)、中国(16%)和欧盟(14%), 进口前三的国家为中国(30%)、韩国(18.3%)和东南亚(12.4%)。美国是越南第一顺差大国, 且顺差逐步扩大。2019年越南对美国顺差558亿美金, 是美国第五大贸易逆差国, 较2018年同比上涨41%, 是自2003年以来最大增幅。美国从越南进口增速从2018年的6%上升到2019年的36%, 表明越南承接了部分中国产业转移, 在中美贸易战中明显受益。



数据来源: Bloomberg

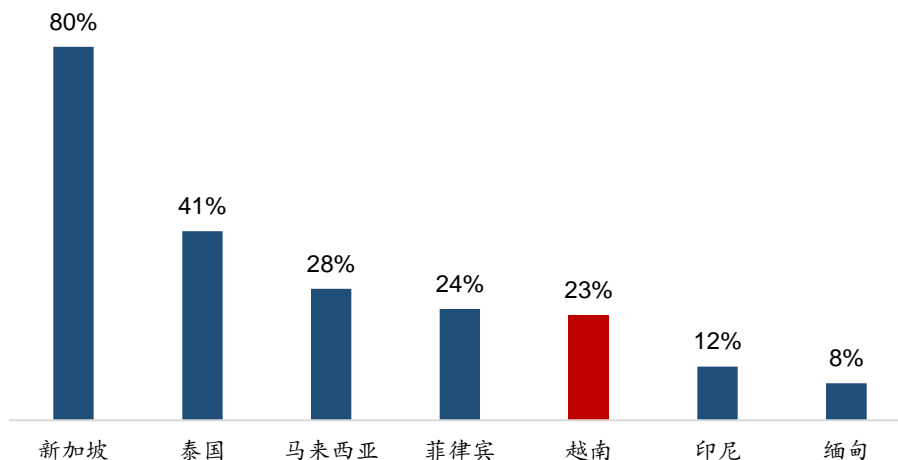


数据来源: Bloomberg

5.4 外储情况

截止 2020 年 4 月份, 越南外汇储备达 814 亿美金, 约占 2019 年 GDP 31%, 该数值高于中国 (21.1%), 马来西亚 (28.6%), 印尼 (12%), 低于泰国 (41%) 和新加坡 (80%)。

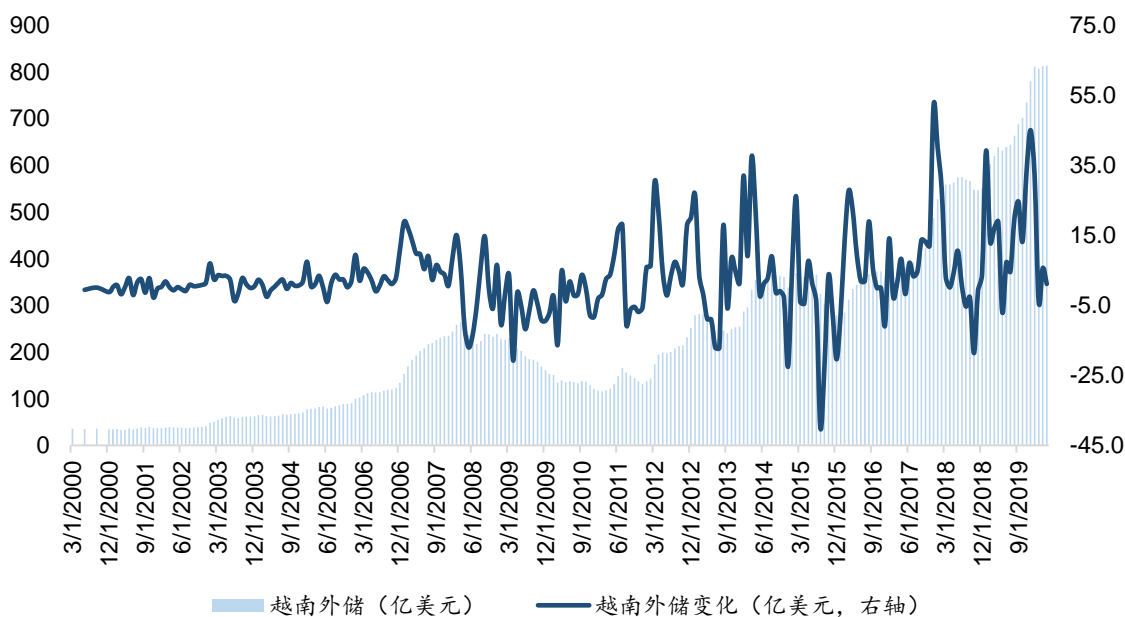
2018年外储占GDP比例



2008 金融危机前夕，大量热钱涌入，越南外储从 2005 年 12 月的 90.5 亿上升到 2008 年 3 月的 264 亿，3 年时间翻了三倍；随后随着危机的来临，资金外流，导致外储下降。

而随着经济的企稳复苏，越南从 2012 年开始贸易顺差，外储稳步上升，从 2011 年的 118 亿上升到目前的 814 亿美元，增大外储的持有量有助于越南政府维持货币的稳定。

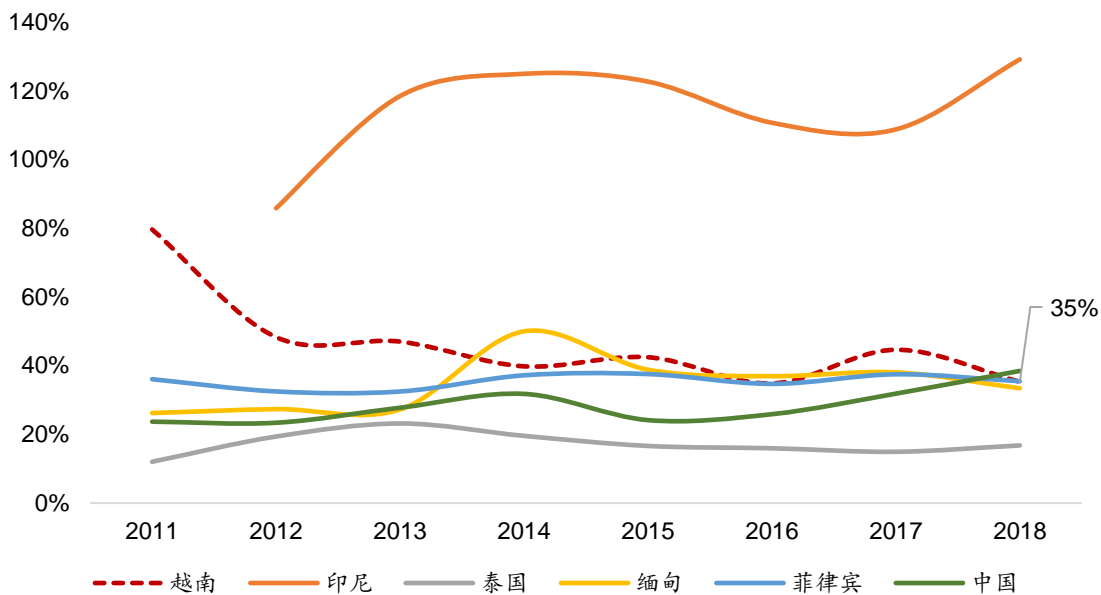
越南外储（亿，美元）



数据来源：IMF

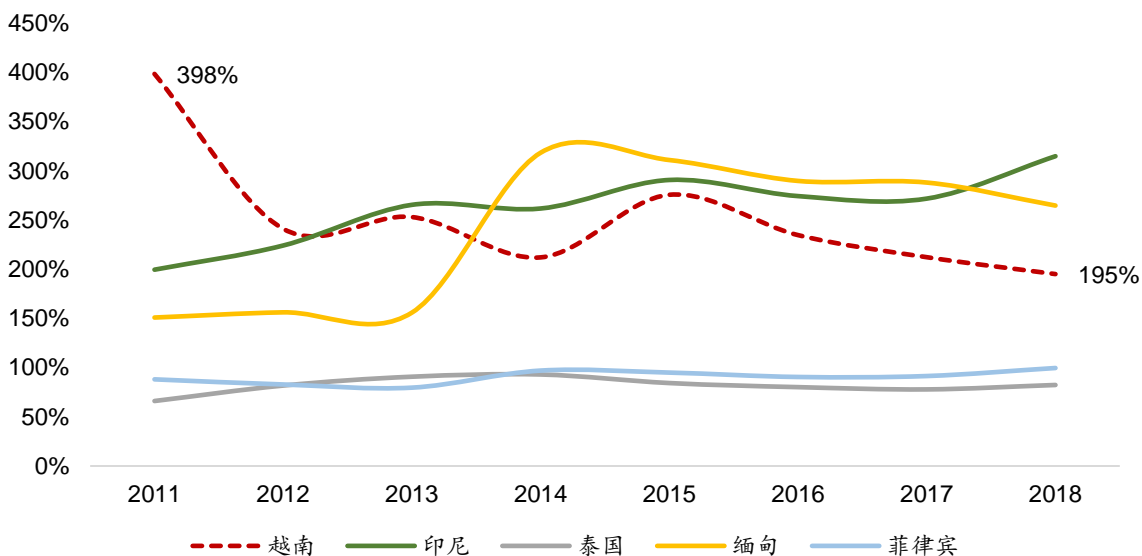
越南严格控制政府债务的同时增大外储持有量，外债占外储比例从 2011 年的 4 倍显著下降，但 2018 年仍然是外储的接近两倍。2018 年短期外债占外储 35%，相对充足，可满足短期债务的偿还需求。

短期外债占外储比例



数据来源：世界银行

外债占外储比例



数据来源：世界银行

6. 汇率政策

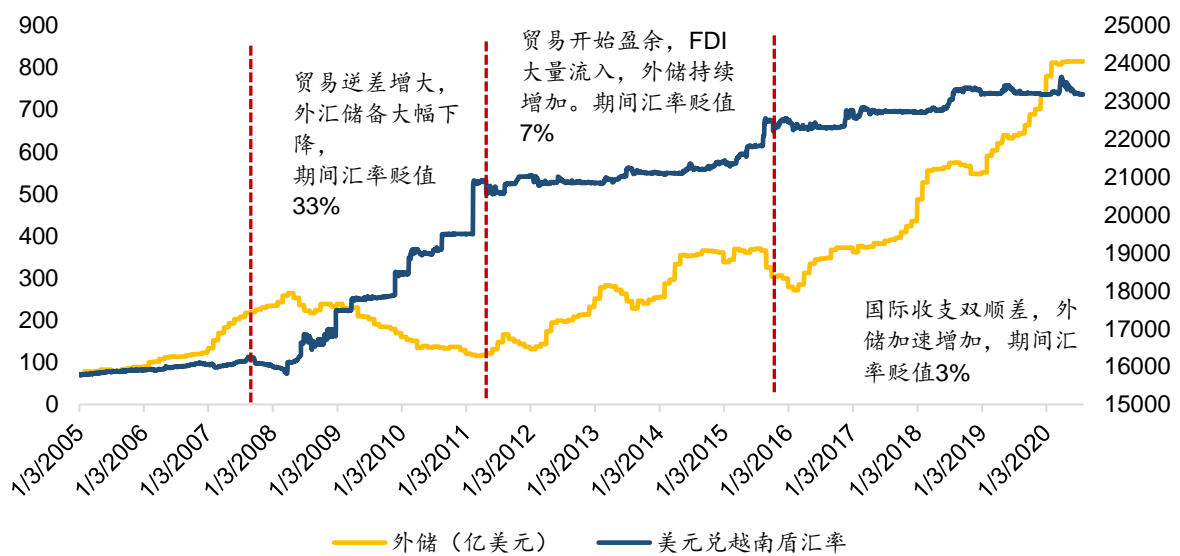
1989年3月，越南国家银行开始实行单一汇率制，之后实行有管理的浮动汇率制度，2016年1月再次深入汇率市场化改革。从2000年至今越南盾对美元整体贬值，但随着宏观环境和政策的不同，主要分为三个阶段。

月度CPI同比增速和美元兑越南盾汇率



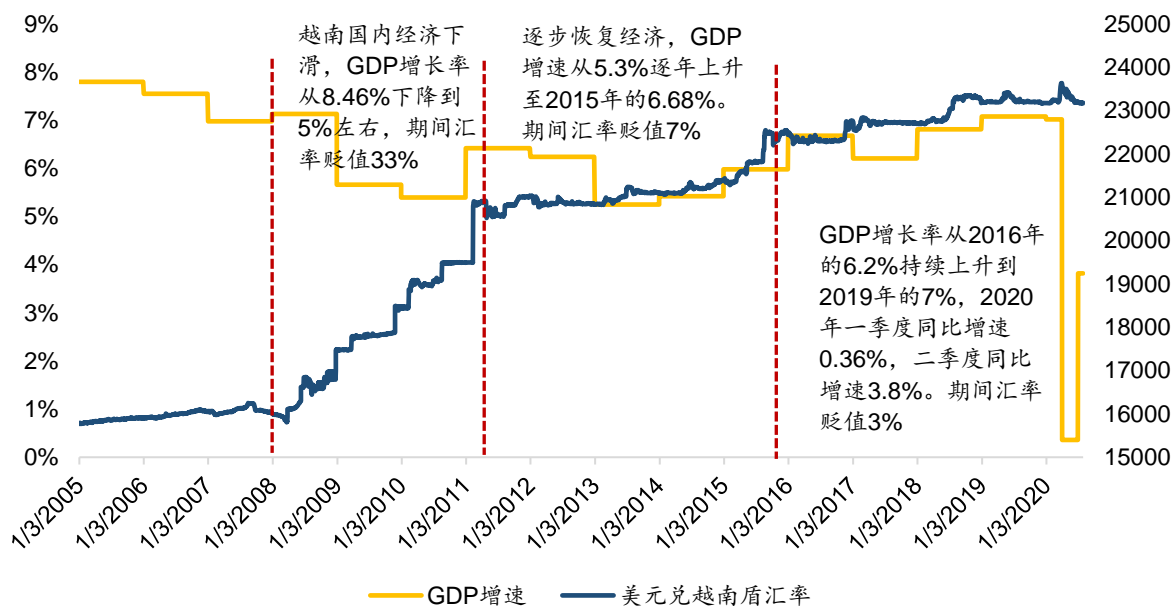
数据来源：Bloomberg

外储和美元兑越南盾汇率



数据来源：Bloomberg

年度实际GDP同比增速和越南盾汇率



数据来源：Bloomberg

注：2020 年一季度和二季度是季度实际 GDP 同比增速

2008-2011 年

2008 年—2011 年年初，越南盾兑美元贬值幅度较大。汇率从 2008 年 1 月的 16,000 跌到 2011 年底的 21,034，贬值幅度高达 31%。主要的原因包括：1) 受国际金融危机影响，越南国内经济下滑-- GDP 增速从 2007 年的 8.5% 下降到 5% 左右，跌至 2000 年亚洲金融危机时期的增速；2) 通胀压力大：2008 年受过量货币供给和大量热钱流入的影响，月度 CPI 同比增速最高上升到 28%，而 2011 年石油价格飙升导致月度 CPI 同比增速上升到 22.4%；3) 2008 年贸易顺差大幅减小，2009-2010 年逆差，同时期 FDI 也大幅下降，外汇储备从 2008 年的 264 亿美金下降到 2010 年 118 亿美金，很大程度上限制了央行干预外汇市场的力度。

国内外各种不利因素交叠，导致市场对越南盾丧失信心，对美元和黄金的需求增加进一步对越南货币施压。当时越南央行为了维护汇率稳定，一方面积极动用外汇储备入市干预，另一方面 6 次调高汇率中间价和波动区间，以协调外汇储备规模有限与维护汇率稳定之间矛盾。

2011-2015 年底

2011 年 1 月—2015 年 12 月越南盾对美元贬值 7%，汇率走势相对平稳。

此期间越南央行调整了 5 次汇率中间价，并在 2015 年 8 月将调整汇率区间从 1% 调整至 3%。此阶段汇率贬值幅度小的主要原因是：

- 1) 国内外经济形势有所好转，GDP 增速从 5.3% 逐年上升至 2015 年的 6.7%；
- 2) CPI 也逐步从 18.7% 的高峰下降到 2015 年的 0.6%；
- 3) 从 2012 年开始贸易盈余，国际收支由逆差转为顺差。FDI 持续流入，从 2011 年的 79 亿上升到 2015 年 156 亿美金；随着外汇收入的增加和央行的市场运作，外汇储备逐年回升，从 2011 年的 131 亿上升到 368 亿美金。

在此期间市场对越南盾信心增强，汇率贬值幅度较小，走势相比上阶段较为平缓。

2016 年至今

2016 年 1 月起，越南央行推行市场决定汇率形成机制，实行有管理的浮动汇率制度。央行通过运用货币政策工具、干预外汇市场进行外汇管理，设置每日参考汇率，实际汇率在参考汇率上下 3% 区间浮动。

2016 年 1 月至 2020 年 7 月，越南盾兑美元汇率总体下调仅 3%。贬值幅度大幅小于同期其他新兴市场货币。

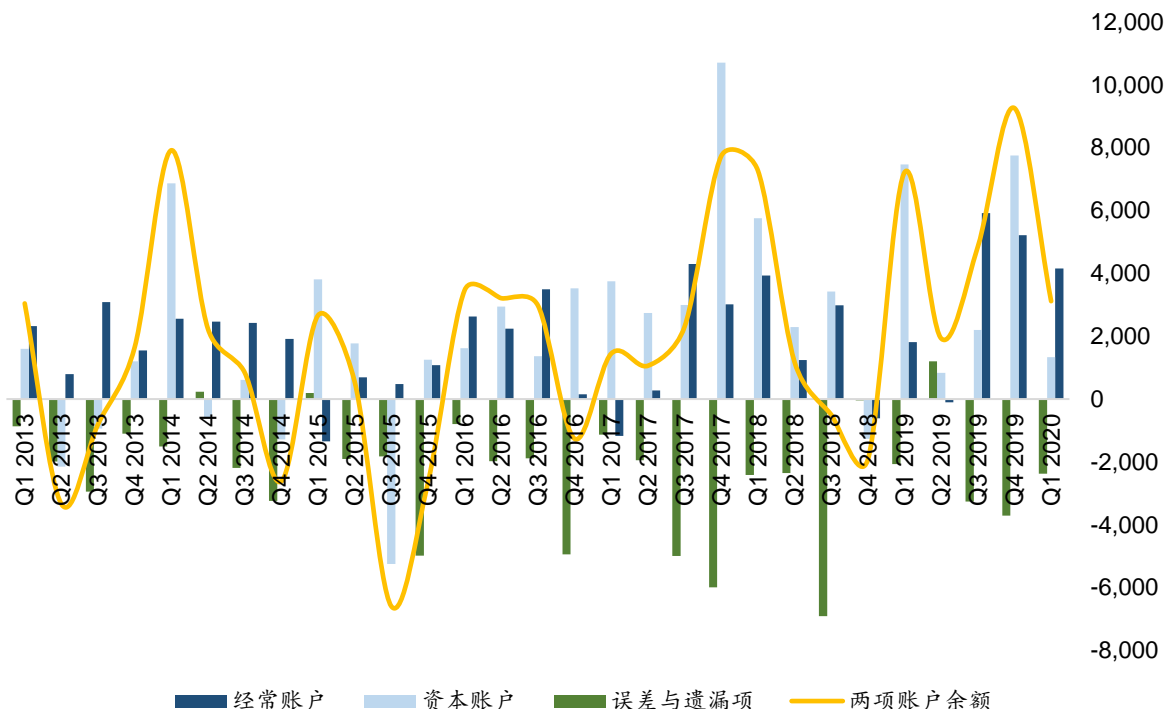
汇率相对稳定的原因是在此期间越南整体经济强劲：1) GDP 增长率从 2016 年的 6.2% 上升到 2019 年的 7%；2) 通胀稳定维持在 2.7% 到 3.5% 之间；3) 国际收支从 2012 年开始双顺差；外汇储备增长迅速，从 2015 年的 271 亿美金增长到 2020 年 4 月的 814 亿美金。

越南央行分别在 2019 年 9 月，2020 年 3 月和 5 月降息共计 125 基点，截止到 7 月 28 日，2020 年以来越南盾对美元贬值 0.03%，相较其他新兴市场货币贬值幅度较小。近年来外汇储备的上升，维持了越南盾的稳定。2020 年 4 月越南有 814 亿美金外汇，贸易盈余和持续不断的 FDI 都有助于外储的上升。

经济发展速度是决定汇率的重要因素。越南是全球从新冠疫情中复苏较快的国家之一，政府预计越南 2020 年 GDP 增长率为 3.6%-4.5%，在全球范围内看较为乐观。风险主要来自于对外资和外贸依存度过高，及国内信贷失控，宏观杠杆上升过快。一方面，随着贸易顺差增加，外汇储备增多导致本币被动投放过度，类似中国入世后出口持续走强，外汇储备导致的基础货币投放快速增长；另一方面，政府对于 GDP 增速的追求可能促使其依靠信贷扩张来刺激经济。两者都可能引发宏观结构失调，导致本币贬值。

但在双顺差的格局下，如果美国不强行逆周期收回流动性，未来五到十年越南盾稳定是大概率事件。

经常账户和资本账户（百万，美元）



数据来源: Bloomberg

7. 政治

越南为一党专政的共产主义国家，实行在越南共产党领导下的社会主义制度。阮富仲担任越共中央总书记兼国家主席、中央军委书记（最高军事决策机构）、国防安全委员会主席，是越南国家最高领导人。

越南国会是唯一立法机构和最高权力机关，国会议员任期5年，在2016年5月举行的第14届国会选举中，越南共产党在500个席位中包揽475席位；下届国会大选将于2021年5月举行。

越共党内分为保守派（又称北方派、正统派）和改革派（又称南方派，激进派）。保守派强调维持经济社会稳定增长，思想相对保守，墨守成规，大多从事党务、意识形态、宣传等工作。现任最高权力领袖阮富仲为保守派代表。阮富仲行事稳健，以反腐行动和镇压政治异己著称，曾把十几位前高官和资本家送进监狱。阮富仲同时被认为是“知华派”。

而改革派思想较为开放，倾向于加大越南对外开放，加大对传统政治和经济体系进行改革。前国家总理阮晋勇为改革派代表，从政风格偏强硬和激进，主张在越南推行西方政治改革，曾主导越南加入跨太平洋战略贸易伙伴协定（TPP）。改革派立场亲美国，主张对华采取强硬态度。

在2016年1月越南共产党第十二届全国代表大会中，决议由保守派的阮富仲续任越南共产党总书记，上一届越南“四架马车”（总书记、国家主席、总理和国会主席）中的其余三人退休；同年举行的国会决议由陈大光出任国家主席（原公安部长）、阮春福出任总理（原副总理）及阮氏金银出任国会主席（原职位）。2018年9月国家主席陈大光辞世，阮富仲当选新

一任国家主席。阮富仲是继胡志明之后，首位兼任中央总书记和国家主席的领袖，显示越南走向中国政治模式，标志着越南政局将进入一个相对稳定的时期。虽然改革派代表阮晋勇退出最高领导班子，但越南“四驾马车”中的总理阮春福是阮晋勇亲信，国会主席阮氏金银也被认为偏向改革派。但目前在任的三位都属于“知华派”，阮春福是与中国接触最多的越南高官之一，而阮氏金银与2015年曾陪阮富仲访华。可见，新的“四驾马车”势力处于各方博弈较为平衡的局面。

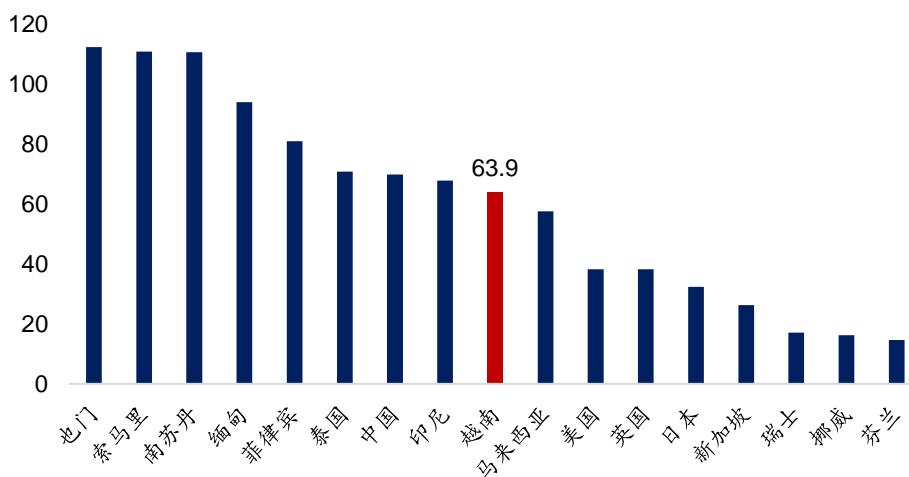
越南最高领导层		
	姓名	年龄
越共中央总书记 兼中央军委书记 兼国家主席	阮富仲	76
总理	阮春福	66岁
国会主席	阮氏金银	66岁

数据来源：维基百科

和平基金会发布的脆弱国家指数（Fragile States Index/FSI）对一个国家的政府控制能力、人权情况、治安、经济、是否存在腐败犯罪等12项指标作出综合考评，指数越高代表国家的不稳定程度越高。指数分为四级，分别是警戒（90以上）、警告（90至60之间）、平和（60至30之间）和可持续发展（30以下）。

2020年越南脆弱国家指数为63.9，在东南亚国家中稳定程度排名第三，仅弱于马来西亚（57.6）和新加坡（26.3）。该指数从2010年的76.6下降，排名超越了15个国家，说明过去十年越南的国家稳定程度有较大程度的改善。其中经济发展，经济平等程度和公用设施三项改善最大。

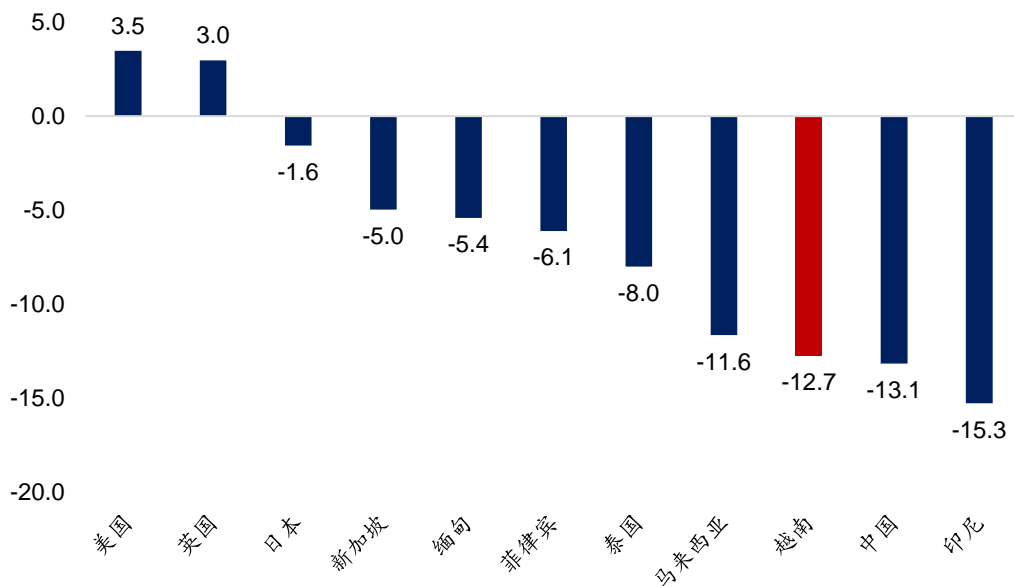
2020年脆弱国家指数



数据来源：和平基金会

注：指数越低代表稳定性越高

2010年至2020年指数变化



数据来源：和平基金会

注：指数下降代表稳定性提升

8. 中国和越南的对比

从人口结构，人均收入，城镇化水平和改革开放的发展进程来看，越南和2000年初的中国非常类似。中美贸易摩擦升级将会加速中国低端制造业向东南亚转移。越南在纺织服装业和机电仪器设备等行业具有一定的优势，也较为契合中国目前产业转移的重点，预计这两类行业将会较大受益于中国的制造业转移，从2019年起美国对越南进口大幅上升亦有体现。但我们认为越南并不会替代中国成为世界工厂。最重要的原因是体量不同，无论是国土面积、人才供应还是国内市场需求都无法达到中国的量级，体量有限的经济体难以承担起世界工厂的地位。其次越南外贸依存度高，产业链配套完善程度远不及中国，无法承担起高端产品对完整高质量的产业链的要求，只能承担起生产中的部分环节。第三，越南的基建设施发展不足，导致运输成本高，限制了制造业的发展。目前，越南已有997公里的高速公路建成通车，每万人均高速公路仅约0.1公里，仅为中国的十分之一。

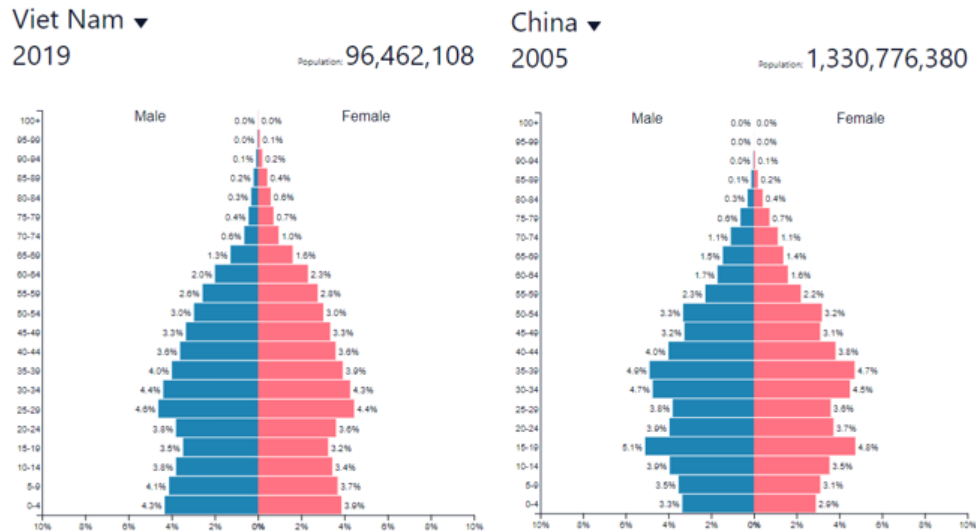
虽然体量上遥不可及，但越南的几大产业仍在制造业转移趋势中受益。2017年越南已超越印度成为仅次于中国的第二大纺织服装出口国，出口占全球比例4.6%，中国占比35%。2008年-2017年复合增速高达14%，同期中国仅为4%。若本轮制造业转移中国10%的产能转移至越南，可给越南出口带来超过1000亿美元的增量，相当于2019年40%的总出口量。

8.1 人口结构

越南劳动人口（15-64岁）、青少年人口（35岁以下）和购房人口（25-44岁）比例分别类似于2000年、2005年和2010年的中国。越南年轻的人口结构至少支持10年的人口红利释放，现在结构很类似与中国2005年左右的人口结构。

	劳动人口	青年人口	首次购房人口
2000-中国	68%	60%	34%

2005-中国	72%	54%	34%
2010-中国	73%	50%	33%
2019-中国	71%	46%	30%
2019-越南	69%	55%	33%



数据来源: populationpyramid.net

8.2 收入及房价承受能力

根据国家统计局的数据，2018 年越南城镇居民人均可支配收入为 1123 美元/年，相当于中国 2004 年的水平。

城镇居民人均可支配收入 (美元)	2002	2004	2006	2010	2012	2016	2018
越南	65	86	129	159	370	787	1,123
中国	930	1,138	1,475	2,823	3,484	3,582	4,258

数据来源: 中国国家统计局, 越南国家统计局

越南城市规划水平较为落后，接近 1995 年的中国：胡志明市的城市建设类似于上海，西贡河将胡志明分为东西两侧，类似黄浦江将上海分为浦东浦西。从城市交通规划来看，胡志明市目前共规划六条轨道交通线路和三条轻轨线路，地铁 1 号线从 2012 年开始动工，原计划五年后 2017 年正式运营，但受制于拆迁以及施工能力等原因至今尚未完工。对比上海地铁 1 号线从 1990 年开工，五年后 1995 年试全线正式运营。

对比中国的情况，地铁开通之后对于城市交通和房价的推动将有巨大作用。胡志明目前的主要出行方式是摩托车和私家车，交通拥堵情况严重。地铁的开通对于城市发展将有重要的战略意义。以上海轨道 1 号线周边项目价格变化为例，在 1 号线规划和建设初期阶段，增幅每年至少在 10% 左右。上海房价从 2006 年 9482/平方米上涨到 2020 年 5 月 51000 元/平方米，从 2010 年到 2020 年上涨了 127%，年均增幅 8.5%。

对比胡志明和上海，目前上海工薪阶层需要 34.5 年才能购买一套 100 平的房子，而在胡志明则需要 72.3 年。胡志明的房价/人均 GDP 比例为 105 倍，高于泰国、印尼、马来西亚。

城市	平均月薪 (美元)	房价/平	房价/工资
上海	1738	7192	34.5
胡志明	200	1132	72.3

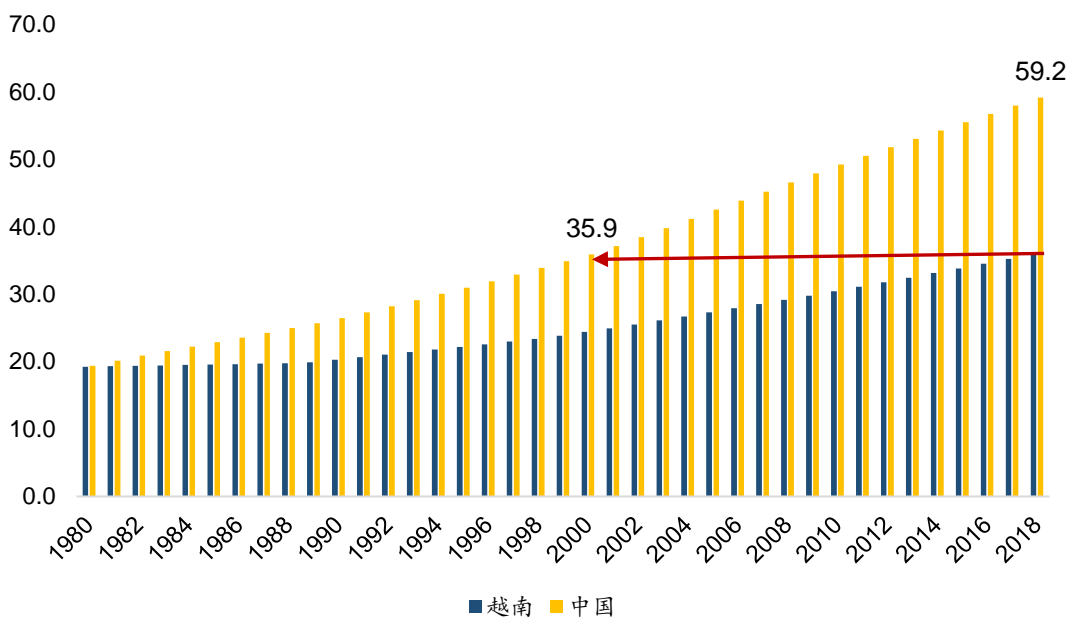
数据来源：中国国家统计局，越南国家统计局，安居客，CBRE

尽管越南最低工资标准仅有人民币 920~1320/月（2020 年最新标准），但“一部分人先富起来”的理论与实践和中国极其相似。社会大多数白领工资可达到 5000 元人民币/月，房地产、汽车、通信等行业的工资则可高过 1 万/月。对比大众市场私宅的价格约 8000 元一平方米，一家三口年可支配收入约 12-15 万人民币，简单计算 100 平米房屋，房价收入比仅为 5.5 至 7 倍，这与我们观察到的银行实际房屋贷款特征一致。

8.3 城镇化水平

越南 2018 年末的城镇化水平约 35.9%，相当于 2000 年中国的水平。2015-2018 四年看胡志明市每年迁入人口约 8.1 万人，2018 年胡志明人口密度为 4147 人/平方公里，远超过上海的人口密度 2423 /平方公里。2011 年中国常住人口城镇化率约 51%，2019 年达到 60.6%。

中国和越南城镇化水平



数据来源：IMF, Fitch Research

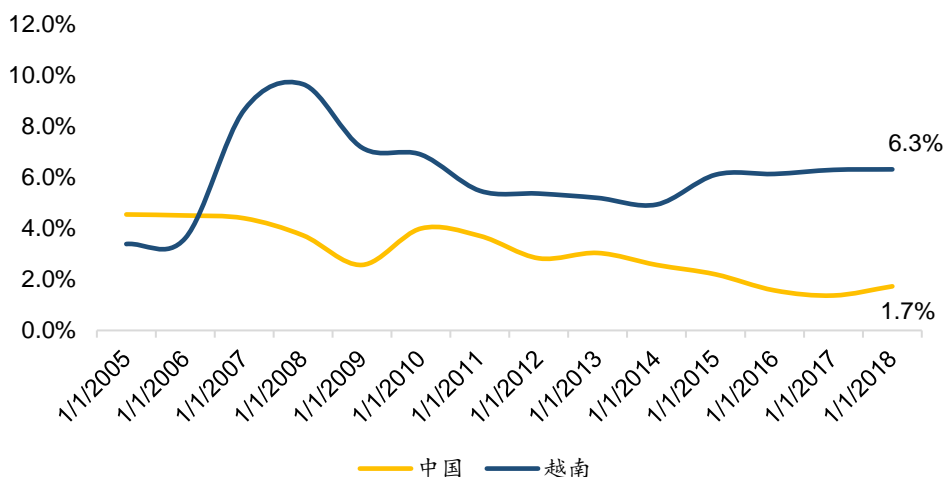
8.4 外商直接投资和经常账户

外资流入稳定性的提升可避免经济以及汇率的大幅起落。目前对比 FDI 流入的高点 1997 和 2008 经济危机，仍处于温和位置，同时更多集中在制造业和房地产等实体经济，大幅流出风险较低。且随着越南对国际贸易的参与程度不断加深，对中国中低端产业的承接持续，国际资本流入实体产业的进程仍将持续。

2019 年，注册外国投资资本达到 382 亿美元，已支付外国投资达到 203 亿美元，相当于同年中国吸引外资总额的 15%。但越南的 GDP 仅为中国 GDP 的 1.8%，因此外资流入无疑已成

为其经济的重要推动力，使其对外依存度远超中国。如下图所示，中国 FDI 占 GDP 比重仅在 2004-06 期间超过越南，其后一路下滑，而越南 FDI 占 GDP 比重则一直维持高位，金融危机前后虽有波动，但 2015 年开始又逐渐稳步回升。

FDI净流入占GDP比重

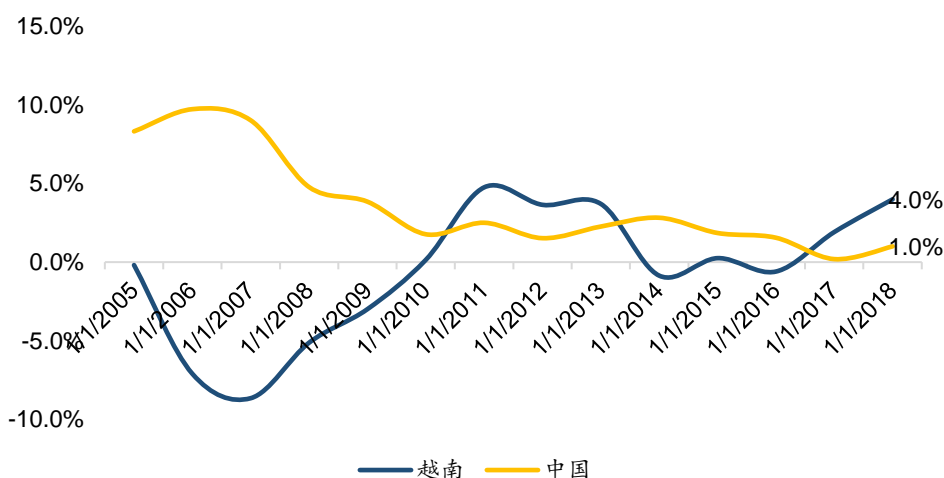


数据来源：世界银行, Bloomberg

受益于外国直接投资 FDI 流入及贸易顺差，越南从 2012 年开始进入双顺差，复制我国入世以来双顺差的大好形势。越南政府利用盈余买入美国国债等资产，减缓越南盾升值压力，实现其有管理的浮动下，维持汇率稳定并小幅贬值，促进出口。更加类似于中国 2015 前的汇率管理。

在过去 8 年中有 6 年呈现顺差，2019 年经常账户盈余达到了 GDP 的 4%，对比 2012 年前有本质上的改观；但同时也要看到出口经济附加值仍然较低。如果对比中国融入世界经济的 2000 年后经常账户盈余占 GDP 比例快速增长至 5-10%，仍有差距。

经常账户占GDP比重



数据来源：Bloomberg

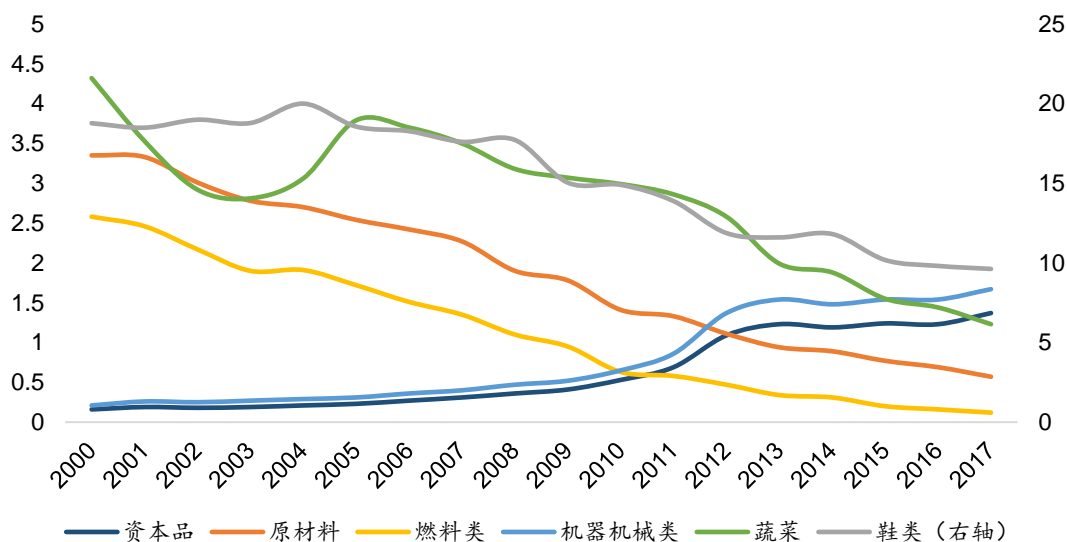
8.5 产业比较优势

根据出口显示性比较优势指数（RCA 指数）²⁵来看，越南在纺织服装业、鞋履、皮革类产品上拥有明显的相对优势。

尤其是在纺织服装业上，越南成衣制造业已初具规模，纺服产业配套完善，制衣工效率达到中国工人的 70%到 80%，人工费用却只有中国的 40%。2017 年全球纺织服装的总贸易额为 1 万亿美元，越南已超越印度成为仅次于中国的第二大纺织服装出口国，出口占全球比例 4.6%，中国占比 35%。2008 年-2017 年复合增速高达 14%，同期中国仅为 4%。若本轮制造业转移中国 10%的产能转移至越南，可给越南出口带来超过 1000 亿美元的增量，相当于 2019 年 40%的总出口量²⁶。

从 RCA 的变化趋势来看，近年来越南在资本品类、机电仪器设备类产品的相对优势明显上升，和越南经济转型路径一致。越南正推进新的全球电子产业制造中心的打造，除中国的直接投资外，三星、英特尔、LG 等电子巨头均已在越南投入超过 10 亿美元建设新生产基地。

出口产品RCA-显性比较优势指数



数据来源：World Integrated Trade Solution

产品	越南(2017年)	印尼	马来西亚	泰国(2017年)	菲律宾
资本品	1.37	0.32	1.62	1.42	2.01
消费品	1.12	1.16	0.81	0.93	0.56
中间品	0.41	1.26	0.68	0.87	0.41
原材料	0.57	1.96	0.5	0.42	0.56

²⁵显示性比较优势指数（RCA 指数）来衡量一由美国经济学家贝拉·巴拉萨发明，用于衡量国家的某种产品是否具有比较优势。计算方法为一个国家出口的某种商品占其出口总值的比重与世界该类商品占世界出口总值的比重二者之间的比率。当该指数大于 1，表明该类商品拥有比较优势。

²⁶ 广发证券 2019 年《全球制造业转移下东南亚国家受益程度解析》

动物	1.01	0.95	0.2	0.57	0.26
化学产品	0.12	0.46	0.37	0.49	0.16
食品	0.56	1.31	0.55	2.19	0.86
鞋类	9.62	4.61	0.07	0.39	0.37
燃料类	0.12	1.78	1.21	0.16	0.13
皮毛类	2.98	0.83	0.07	0.83	1.48
机器机械类	1.67	0.37	1.98	1.43	2.53
金属	0.44	0.95	0.56	0.56	0.5
矿物	0.29	2.01	0.28	0.2	1.42
其他	1.38	0.43	0.74	0.72	0.69
塑料和橡胶	0.61	1.08	1.1	2.52	0.31
石头和玻璃类	0.21	0.78	0.35	1.02	0.5
纺织衣物	3.4	1.96	0.23	0.7	0.56
交通	0.12	0.4	0.13	1.18	0.17
蔬菜	1.23	4.16	1.48	1.56	1.54
木材	0.63	2.73	0.67	0.75	0.63

数据来源：World Integrated Trade Solution

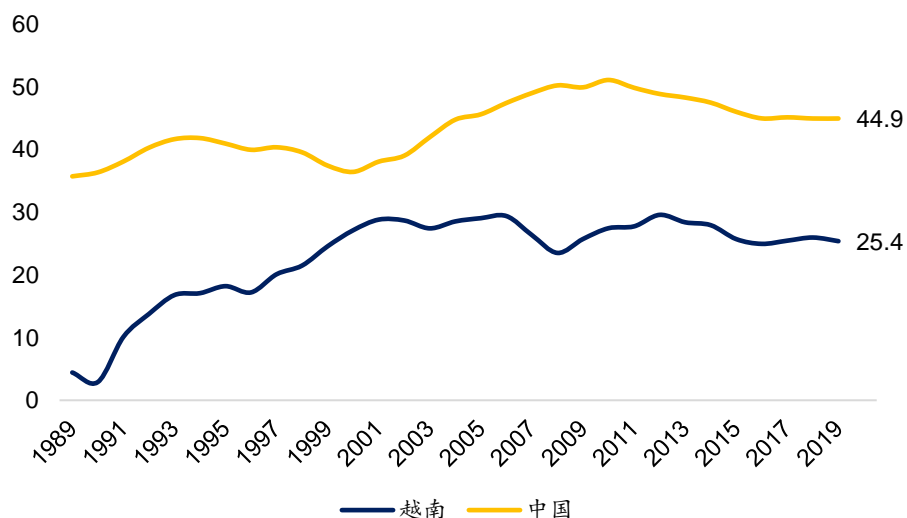
注：越南和泰国是 2017 年数据，其他国家是 2018 年数据

8.5 户籍制度、储蓄率等

越南 2017 年宣布取消户籍，农民可自由移居，不受户籍束缚，平等享受医保、教育、就业等公共权力平等享受；对比中国，虽然农民工为经济腾飞贡献巨大，而至今户籍政策仍不能完全放开。

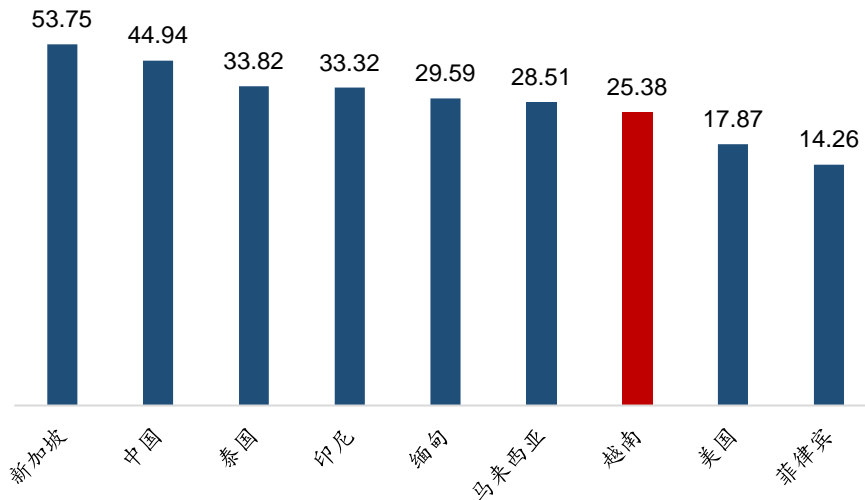
中国和越南储蓄率增长快于其他亚洲国家，但越南的储蓄率在东南亚国家中排名较低，仅高于菲律宾的（14%）

中越储蓄率对比 (%)



数据来源：世界银行

2019年各国储蓄率



数据来源：世界银行

其他中越类似的地方包括：通胀率持续高于存款利率，倾向于买入房产保值；越南与中国一样，采取中央地方分税制体制；通过税收优惠吸引外资，工业园区的高新科技企业可享受“四免九减半”的税收优惠政策等。

9. 金融市场

9.1 债券市场

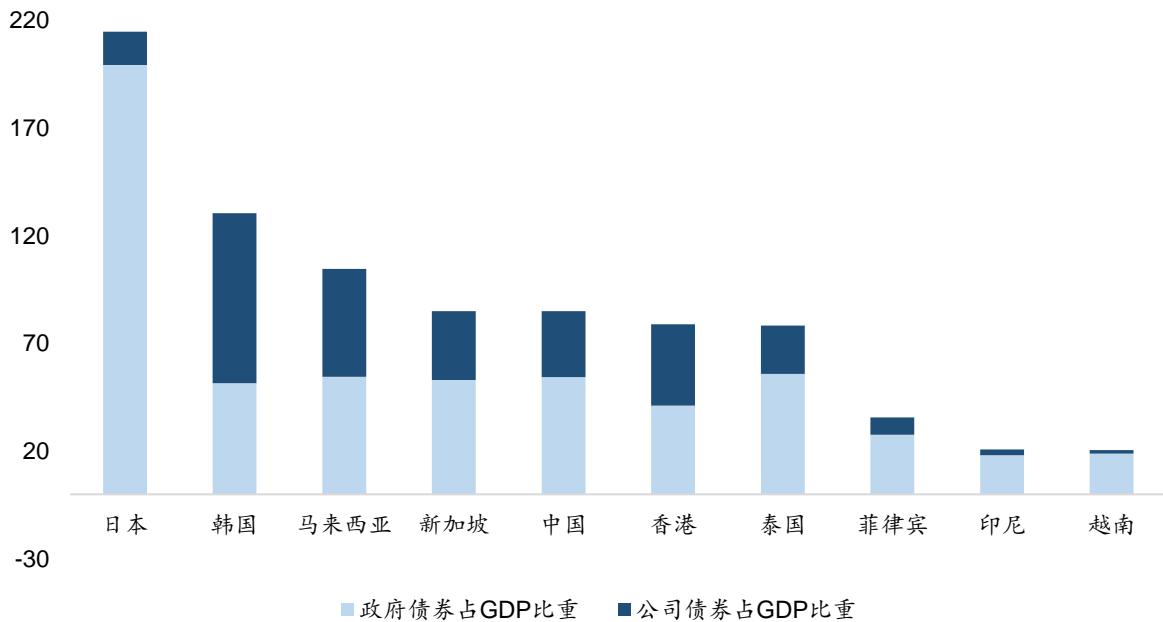
截止 2019 年，越南债券市场规模 540 亿美元，债券市场以政府债券为主，占比 91.9%，公司债券市场规模为 42.3 亿美金，占债券市场规模的 8.1%。虽然越南公司债券市场增长较快，10 年内翻倍，但由于基数较低，目前绝对值和 GDP 占比都为东南亚主要国家中最低。

根据越南政府在 2017 年发布的债券市场计划，目标是在 2030 年使得债券市场总规模占 GDP 的比重提升至 65%，而公司债券占 GDP 比重提升至 20%，目前公司债券只占 GDP 的 1.67%。可以看出发展公司债券规模，增大融资渠道是越南政府的重要战略目标之一。

越南国家银行近年来不断加强银行的信贷管控，在 2020 年 1 月宣布再次降低银行用于中长期贷款的短期资本比例，从 2020 年初的 40% 分四个阶段逐步至 2020 年 10 月的 30%。越南国家银行从 2016 年的 60% 开始逐年降低中长贷比例。此外还将房地产业务的风险因素从 150% 提高到 200%。同时将 2020 年银行信贷增速上限定为 14%，与前两年持平。

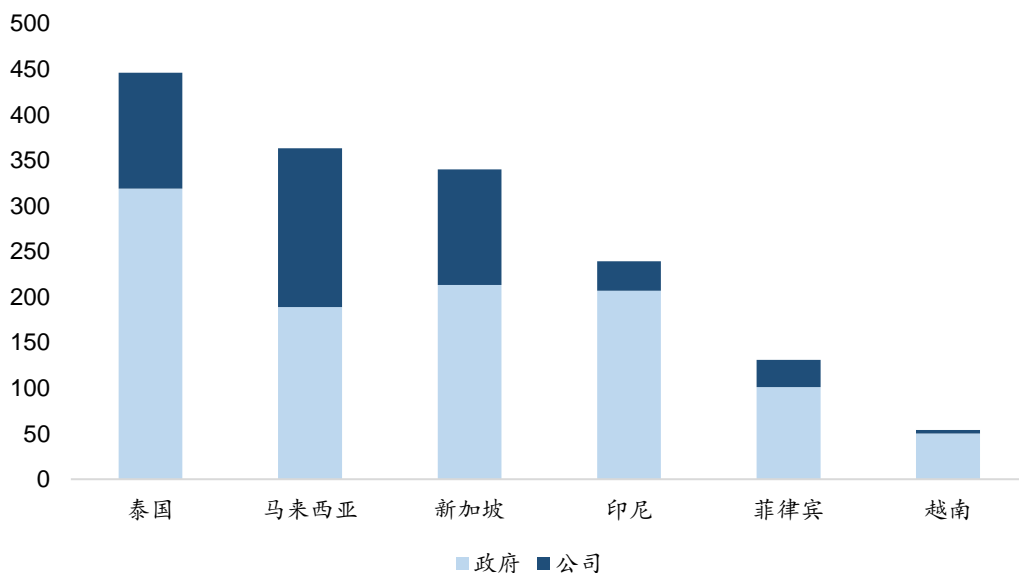
目前越南房地产融资渠道主要来自于银行，银行收紧向房地产企业的贷款，而企业想加快各项项目施工进度，促使债券市场正在成为补充银行资本的重要来源。据越南财政部数据，2019 年越南债券成功发行率为 90.8%。

2019年债券规模占GDP比例 (%)



数据来源：亚洲发展银行

2019年债券市场总量 (十亿, 美元)



数据来源：亚洲发展银行

在公司债券的发行人分类中，地产商占比最大。2018年占比32%，2019年占比38%，而2020年前两个月占比44%。发行人较集中。2019年前三十大发行方占市场总量的97%。排名前七的房地产大发行业人的债券余额占总债券余额的29%。

9.2 股票市场

9.2.1 股市概况

目前越南共有三个交易所，胡志明交易所（又称越南证交所，主板）、河内交易所（中小板）和 UpCom 交易所（创业板）。胡志明交易所成立于 2000 年，是市值和交易量最大的交易所。

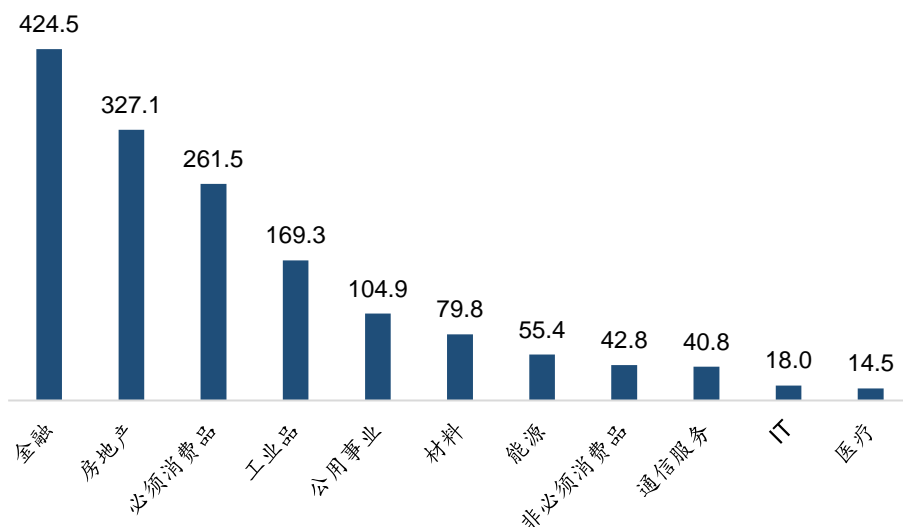
截止到 7 月 31 日，越南证交所指数年初至今亏损 16.4%，优于泰国、菲律宾和印尼指数。

指数	国家/区域	收盘点数	本周回报	本月回报	本年回报	预期市盈率
标准普尔 500 指数	美国	3,246.2	1.0%	4.7%	0.5%	25.5
纳斯达克综合指数	美国	10,587.8	2.2%	5.3%	18.0%	38.2
道琼斯工业平均指数	美国	26,313.7	-0.6%	1.9%	-7.8%	23.7
欧元区斯托克 50 价格指数	欧洲	3,208.2	-3.1%	-0.8%	-14.3%	20.3
富时 100 指数	英国	5,990.0	-2.2%	-2.9%	-20.6%	19.0
日经 225 指数	日本	21,921.0	-3.7%	-1.6%	-7.3%	21.8
韩国 KOSPI 指数	韩国	2,262.4	2.8%	7.3%	2.9%	16.4
上海深圳沪深 300 指数	中国大陆	4,662.7	3.5%	12.0%	13.8%	15.4
上海证券交易所综合指数	中国大陆	3,285.1	2.8%	10.1%	7.7%	13.9
深圳证券交易所成份指数	中国大陆	13,522.8	4.5%	12.8%	29.6%	24.6
中证小盘 500 指数-上海证交所	中国大陆	6,511.5	3.6%	11.0%	23.6%	22.9
创业板指数	中国大陆	2,768.2	5.3%	13.5%	53.9%	43.4
香港恒生指数	中国香港	24,712.5	0.0%	1.2%	-12.3%	11.4
恒生中国企业指数	中国香港	10,122.4	0.4%	3.7%	-9.4%	8.8
泰国证交所指数	泰国	1,312.6	-2.1%	-2.0%	-16.9%	21.0
雅加达综合指数	印尼	5,149.6	1.3%	5.0%	-18.3%	18.1
菲律宾综合指数	菲律宾	5,928.5	-1.2%	-4.5%	-24.1%	17.4
越南证交所指数	越南	803.0	-3.2%	-2.7%	-16.4%	14.8
富时大马交易所吉隆坡综合指数	马来西亚	1,603.8	0.9%	6.8%	0.9%	21.0

数据来源：Bloomberg，截止到 2020 年 7 月 31 日

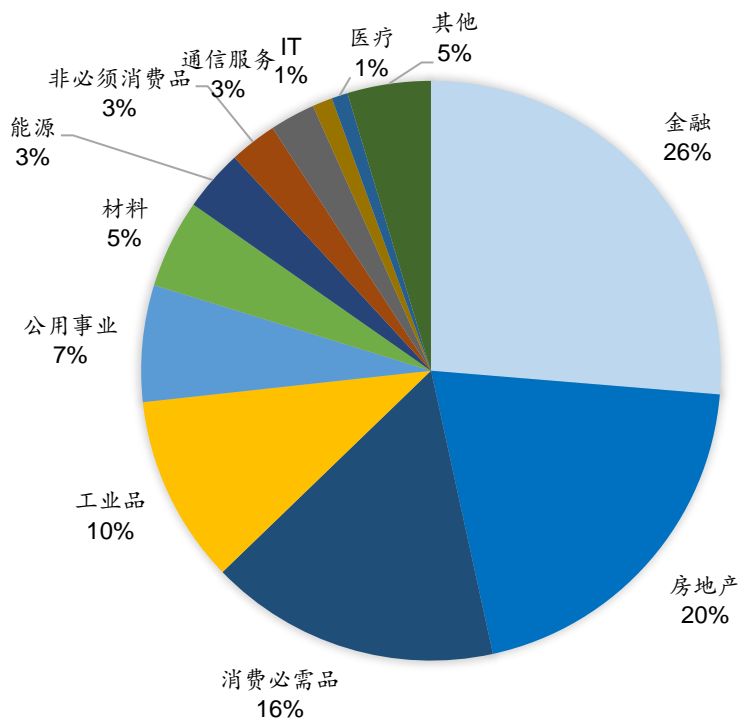
三大交易所目前共有 1626 个上市公司，其中金融(26%)、房地产 (20%) 和必需消费品 (16%) 是市值占比最大的三个行业。

市值 (亿, 美元)



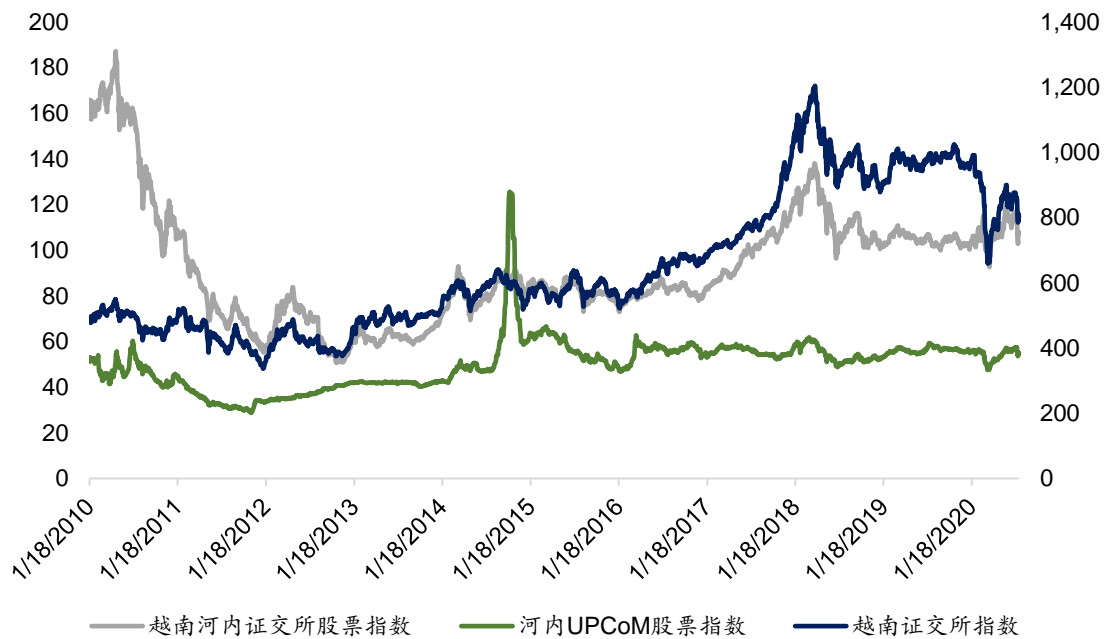
数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

越南股票按行业占比



数据来源: Bloomberg, 截止 2020 年 7 月 31 日

越南三大指数



数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

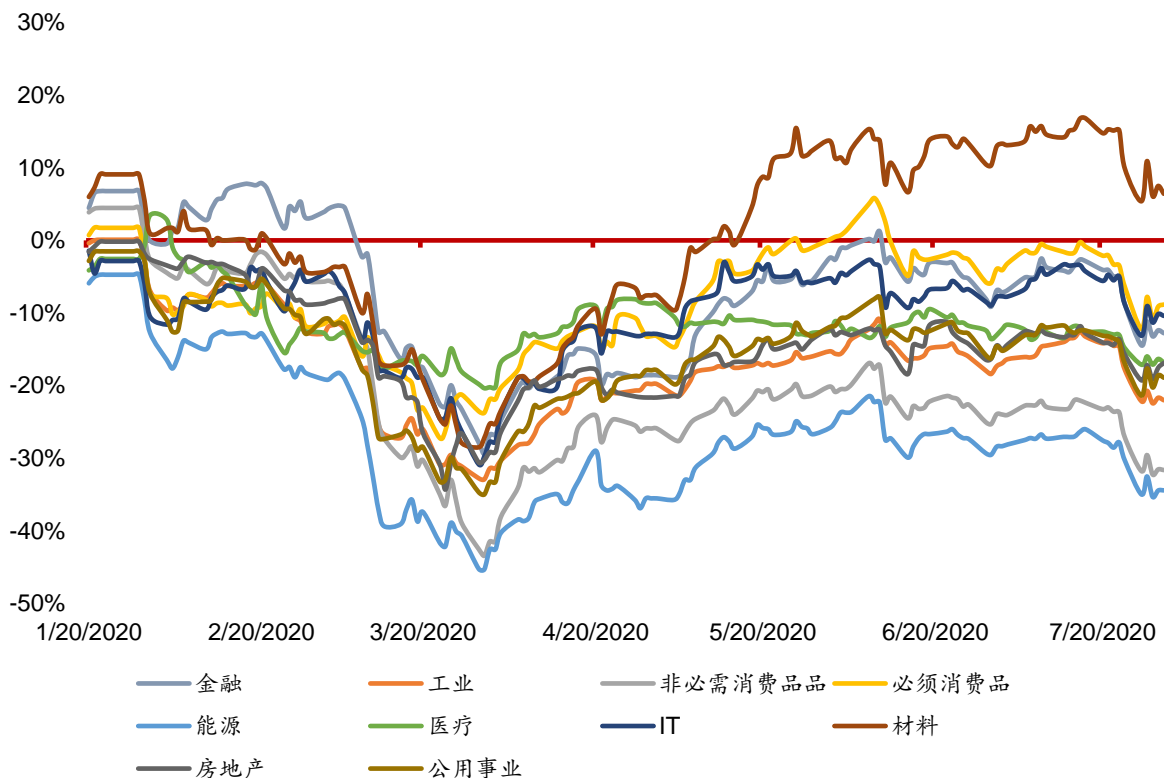
注: 越南证交所指数为右轴

9.2.2 行业概况

GISC 划分的 10 个行业中, 除了材料行业年初至今上涨 6%, 其余所有行业都是亏损。其中能源亏损最多为 -34%。从该指数 2016 年 1 月成立至今, 平均复合增长率最高的是医疗 (18.2%)、其次是房地产 (17.3%), IT (14.6%) 以及材料 (12.9%), 表现最差的是能源 (-9.6%) 和工业 (-3.5%)

2020 年 3 月至今 (7 月底) 所有行业都触底反弹, 其中材料 3 月至今回升了 34%, 最多下跌了 27%, 而目前是唯一起上涨的行业 (6%)

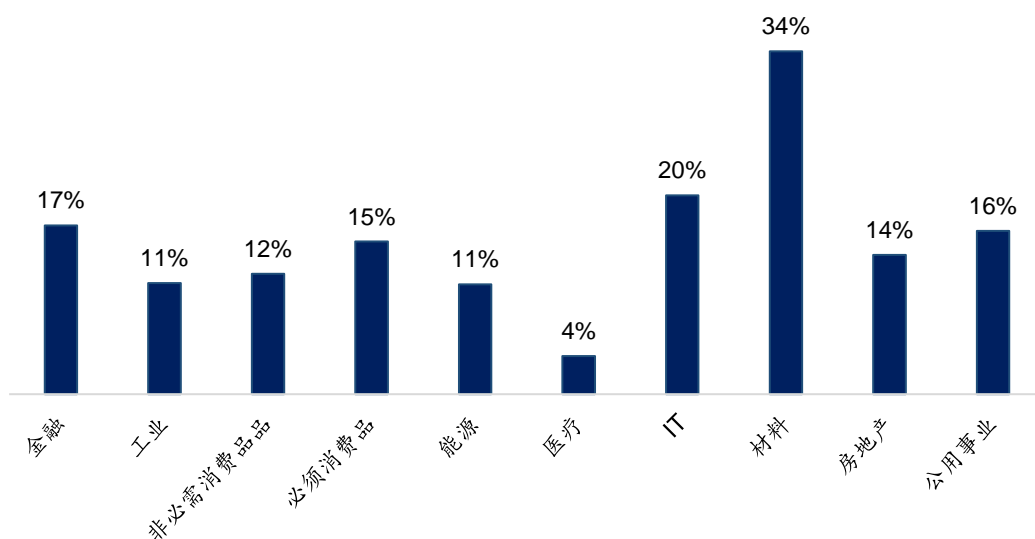
越南行业指数年初至今表现



数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

注: 此图及下文所提及的行业指数均指 VN All shares 指数

2020年3月至今反弹



数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

	2016 回报	2017 回报	2018 回报	2019 回报	2020 年初至今 回报	3 年复合 年均增长 率	2016 年 1 月至今复合 年均增长率
金融	-3.6%	53.2%	-18.3%	5.6%	-12.8%	-5.5%	2.7%
工业	12.6%	37.8%	-28.8%	2.1%	-22.0%	-14.8%	-3.5%
非必需消费品	28.9%	52.7%	-8.0%	21.1%	-31.6%	-3.1%	8.8%
必须消费品	20.6%	53.3%	-22.3%	-8.8%	-8.8%	-4.9%	4.8%
能源	11.5%	22.4%	-36.1%	3.5%	-34.4%	-12.8%	-9.6%
医疗	51.0%	56.7%	-21.7%	42.8%	-16.8%	-5.0%	18.2%
IT	9.3%	43.4%	-18.6%	52.9%	-10.4%	10.5%	14.6%
材料	49.0%	38.3%	-18.9%	-0.7%	6.4%	-0.2%	12.9%
房地产	11.5%	59.0%	20.3%	9.7%	-16.9%	15.2%	17.3%
公用事业	10.0%	35.2%	-12.1%	9.9%	-18.9%	-2.9%	2.9%

数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

注: VN Allshares 指数 2016 年 1 月成立

9.2.3 主要指数

胡志明 30 指数 (VN30) 是基于在胡志明交易所上市价值和流通量最大的 30 个股票而组成的市值加权平均指数。其他重要的指数包括: 中型股指数胡志明 70 指数 (VN70); 中大型股指数 (VN100), 小型股指数 (VN30) 以及包括胡志明交易所和河内交易所的 VNAIIShare。

越南胡志明证交所指数是 5 年复合收益率最高的指数 (5.2%), 其次是 VN100 大盘股指数 (4%), 而表现最差的是创业板指数 Upcom, 5 年平均回报为 -0.3%。近三个月波动性最高的是 VN30 Index, 最低的是创业板指数 Upcom。

指数	成分股 数量	市值 (亿美元)	流通市值 (亿美元)	近三个月平均日交易额 (亿美元)
胡志明证交所指数	382	1,212.9	473.8	1.9
河内证交所指数	353	88.8	49.3	0.2
河内 UPCoM 股票指数	904	345.4	161.2	0.1
VNX Allshare Index	403	1,122.1	461.4	2.0
VN30 指数	30	955.5	349.6	1.0
VN70 中盘股指数	70	113.2	63.6	0.6
VN100 指数 (大中盘股)	100	1,068.7	413.2	1.5
胡志明小盘股指数	134	32.0	16.2	0.2
总计	2376	4,938.6	1,988.5	7.6

数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

注: VNX Allshares Index 包含了 267 个胡志明交易所上市股票 (市值占比 91%) 135 个河内交易所上市股票 (市值占比 9%)

	2015 回报	2016 回报	2017 回报	2018 回报	2019 回报	2020 年初至 今回报	3 年复合年 均增长率	5 年复合年 均增长率
胡志明证交所指数	6.1%	15.5%	46.5%	-11.2%	9.4%	-16.5%	0.8%	5.2%
河内证交所指数	-3.5%	-0.5%	43.6%	-12.6%	1.7%	4.8%	2.0%	4.8%
河内 UPCoM 股票指数	-5.3%	1.6%	0.7%	-1.8%	2.3%	-2.7%	-0.8%	-0.3%
VNX Allshare Index	N.A.	N.A.	47.2%	-12.7%	6.1%	-12.8%	-0.2%	3.9%
VN30 指数	-1.0%	5.9%	53.9%	-14.9%	4.3%	-15.2%	-0.5%	2.9%
VN70 中盘股指数	17.2%	8.7%	32.4%	-13.4%	2.9%	-11.4%	-8.2%	3.7%
VN100 指数 (大中盘股)	4.4%	7.4%	50.2%	-13.9%	4.8%	-14.6%	-1.3%	4.0%
胡志明小盘股指数	0.7%	2.8%	7.0%	-5.7%	1.5%	-10.0%	-8.8%	1.2%

数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

	近 90 日 年化波动率	近 180 日 年化波动率	近 360 日 年化波动率	近 162 周 年化波动率
胡志明证交所指数	26.82	25.96	19.96	20.52
河内证交所指数	29.38	26.67	19.96	18.80
河内 UPCoM 股票指数	16.87	17.05	13.28	11.76
VNX Allshare Index	26.99	25.75	19.56	19.35
VN30 指数	28.09	27.33	20.78	20.97
VN70 中盘股指数	26.39	24.47	18.47	19.82
VN100 指数 (大中盘股)	27.33	26.31	20.07	20.11
胡志明小盘股指数	24.59	22.79	16.93	15.65

数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

越南股指价格处于历史较低位置。从价格的相对位置来看, 除河内证交所指数和创业板指数外的其他指数都处于 8% 的位置以下 (2018 年以来 92% 的时间股价高于目前价格); 市盈率为 13.3 倍, 处于 2018 年以来 5.3% 的百分位, 相对估值较低。

	越南证交 所指数	越南河内 证交所股 票指数	河内 UPCoM 股 票指数	VNX Allshare Index	越南胡志 明证交所 /VN30 指 数	VN Mid Cap Index	VN100 Index	胡志明 小盘股
2018 年至今价 格位置	6.5%	57.5%	39.7%	6.4%	6.4%	6.8%	6.4%	7.1%
2015 年至今价 格位置	51.1%	76.7%	39.5%	25.1%	47.6%	32.5%	46.1%	24.0%
2018 年至今市 盈率位置	7.0%	27.3%	88.0%	5.8%	5.3%	6.5%	5.8%	44.6%
2015 年至今市 盈率位置	47.6%	11.7%	54.9%	4.1%	7.1%	4.1%	3.7%	30.7%

数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

VN30指数预期市盈率



数据来源: Bloomberg, 截止到 2020 年 7 月 31 日

10. 风险

杠杆: 任何泡沫的形成都离不开杠杆, 2019 年政府债务占 GDP 56%, 虽然较前几年有所下降, 也在政府目标范围之内, 但在东南亚国家中仍属中等偏高。近年来私人部门债务大幅上升, 私人部门信贷增速几乎是私人部门的两倍。私人部门债务占 GDP 58% 的比例也大幅高于新兴市场平均水平 39%。同时, 外债占比也偏高, 总外债占外储比例虽近几年显著下降, 但仍然接近外储的两倍, 从偿债能力来看存在一定风险。好在短期外债水平占外储比例较低, 短期风险相对可控。随着实体经济进一步增长, 风险将逐步降低。

外贸依存度较高及美越关系: 产业链高度依赖上游的中国和下游的发达国家市场。近年越南对美国依存度迅速增加, 越南对美国出口依赖率由 2018 年的 19.5% 攀升至 2019 年的 23.2%, 出口总量飙升了 35.6%, 占出口增量贡献超三分之二。对美贸易的持续逆差和汇率持续贬值正在重现中美贸易发展历史, 越南面临着被美国列入汇率操纵国的风险 (目前为观察名单), 制裁风险正在上升。而美国退出 TPP 后, 缺少和美国的贸易协定, 仍为一个主要风险。2 月 10 日, 美国贸易代表办公室在其认定的发展中经济体名单中, 剔除了包括越南在内的 20 多个经济体, 这使得美国对越南反补贴调查和征收惩罚性关税时更为容易。但同时, 越南始终是美国在亚太战略牵制中国的重要地缘战略支点, 而总体贸易量及逆差绝对值均较小 (2019 年对越南总贸易量排第 17 位, 仅占 1.9%; 逆差仅占总逆差 6.5%) 因此我们认为美越战略合作意义高于短期经济利益纠纷。

货币超发热钱涌入造成的泡沫化风险: 2013-2018 年越南广义货币平均增速 16%, 遥遥领先于东南亚其他国家和中国 (10%), 每年双位数的增长速度推升资产价格, 导致泡沫风险。套利活动的盛行 (Carry Trade) 借入低息货币, 换入越南盾, 享受高息, 增加杠杆, 亦会加剧

资产泡沫风险。任何催化剂导致的去杠杆行为可能发生踩踏，造成类似 1997 年金融危机再现。但对比 1997 年及 2008 年，目前热钱涌入范围和力度应仍较低。

基建落后：导致交通运输成本高，限制了制造业的发展。交通运输成本占工业品总成本的 20%-30%。截至目前，越南已有 997 公里的高速公路建成通车，连接各地区，每万人均高速公路仅约 0.1 公里，只有中国的十分之一，远远落后于经济发展阶段。土地实质上的私有产权及政府财政对公共设施的投入欠缺阻碍了越南基建的大干快上

其他需要持续监控的风险还包括：由于南海主权争端导致反华行为升级；政府效率不足，腐败现象严重；生产成本过快上涨削弱其作为世界工厂的前景等。

免责声明

本文件仅供机构投资者和合格投资者参考。

本文件所载内容严格保密，未经本文件发行人的书面同意，任何人不得出于任何目的披露、复制、分发或发布。

本文件仅作为一般信息来源供经许可的投资者参考，不能作为订立任何投资合同的依据，并不构成购买投资产品的要约或邀请。相关投资产品的要约文件可向我们索取。

投资涉及风险，包括投资本金的潜在亏损。您需在决定是否投资前研究所有相关信息及考虑相关投资产品是否适合。

过往表现或任何估计或预测并非未来表现之指示。本文件未提供任何实现投资目标或目的之保障。

本文件不构成投资、税务、法律或任何其他形式的意见或建议，且在编制过程中未参考可能接收本文件的任何人士的具体目标、财务状况或需求。如果您对本文件或本文件中包含的任何信息有任何疑问，请咨询独立顾问的专业建议。

对于本文件所含信息的准确性、完整性或可靠性未作任何明示或暗示的陈述或保证，对此我们均不承担任何责任。

本文件所包含信息可能被更新、修改和修订，对此我们均不承担任何责任。

本公司具有新加坡金融管理局 (MAS) 颁发的针对合格投资者的资本市场服务牌照 (基金管理) (Licence No. CMS100977)