

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发展迅速，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、制造业排名靠前.....	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

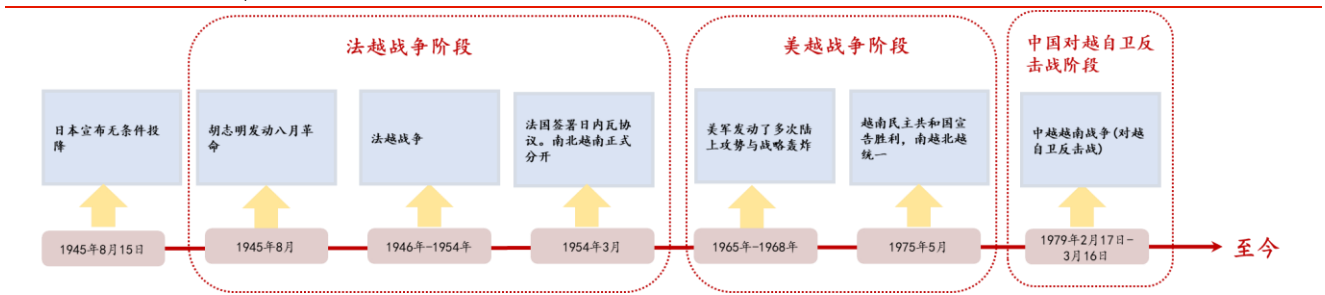
一、饱经战乱后年轻的社会主义国家——越南

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

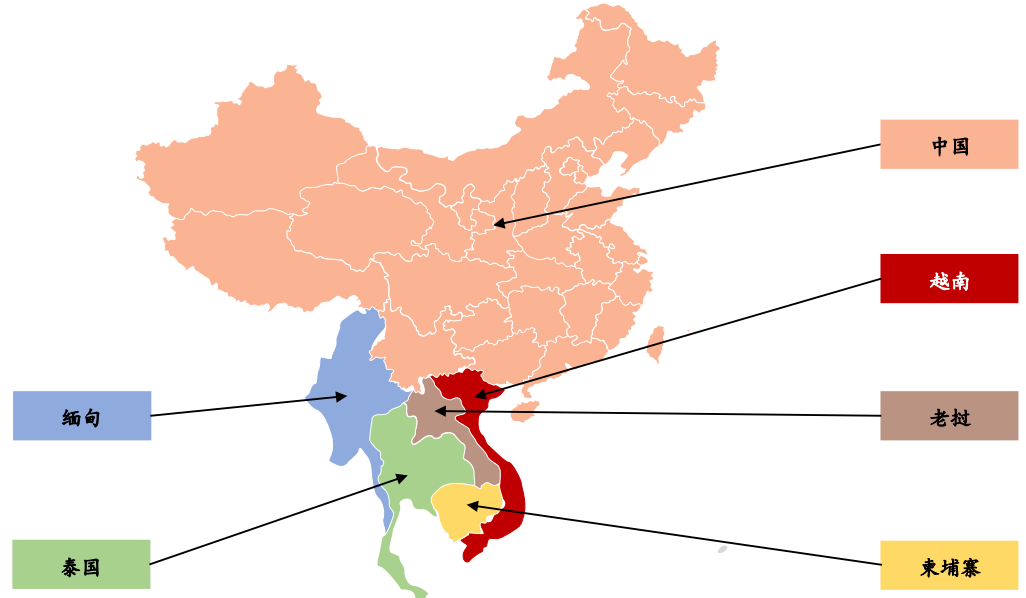
与中国类似，越南实施社会主义政治体制。越南政体为一党制的人民代表大会制，国体为马克思列宁主义社会主义共和制人民共和国。越南最高的权力机关为国会，任期一般为 5 年，通常每年举行两次例会。越南政府为国家最高行政机关，国会每 5 年对越南政府进行选举任命，一般包括总理、副总理、各部长及部级机关首长。司法体系方面，越南司法体系由最高人民法院、最高人民检察院及地方法院、地方检察院和军事法院组成。越南共产党为越南唯一合法政党，越南共产党于 1930 年 2 月 3 日成立，当年 10 月改名为印度支那共产党，1951 年更名为越南劳动党，1976 年改用现名越南共产党，截至 2017 年拥有党员近 360 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。

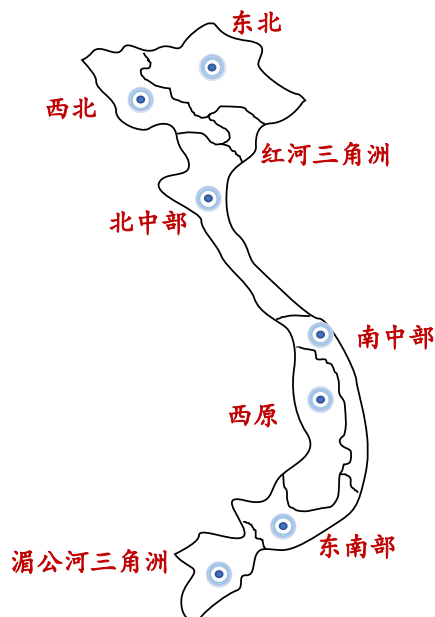
图表2：越南毗邻中国、老挝、柬埔寨等



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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13557

