

相关研究

《强势美元：何时见顶？》2022.10.09
《通胀不降，加息不止——美联储9月议息会议点评》2022.09.22
《我国就业：统计和趋势分析——海通宏观分析框架第10讲》2022.09.06

越南经济总量篇：崛起的小国开放经济 ——新兴经济研究系列之一

投资要点：

- **经济总量：**自1986年革新开放后，越南进入了快速发展阶段。在1986年至2021年间，越南实际GDP年均增速达到了6.4%，人均GDP水平也保持稳步提升，是东南亚经济中的后起之秀。
- **增长动力：**外资和外贸是越南经济增长的重要引擎。革新开放后，在对外开放政策激励下，外资大量涌入，FDI成为越南固定资本形成总额中的重要部分。此外，加入WTO后，越南贸易逆差的情况逐渐改善，并在出口导向下形成了高度依赖外贸的发展模式。
- **通胀：**体量小与对外依赖度高的特点使得越南较容易受输入型通胀影响。一方面，越南除大米之外的粮食较为依赖进口，能源的对外依存度也随着工业化的推进不断提高，工业生产也需要大量进口中间品和原材料，因此食品、能源价格和工业产成品价格较容易受国际价格影响。另一方面，外资的大幅流入也会一定程度上对通胀带来压力。
- **汇率：**越南的汇率制度为有管理的浮动汇率制度。自2000年以来，整体呈持续贬值的趋势。其中2008年-2011年的贬值幅度最大，一方面是2008年金融危机下外需走弱，越南出口下降，贸易逆差增加使得汇率承压；另一方面，越南高企的通胀水平也增加了国际资本对越南经济稳定性的担忧，金融账户资本流出压力加大。但是受廉价劳动力、开放的营商环境等因素吸引，越南盾的贬值没有改变FDI长期流入趋势。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@htsec.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel: (021)23154148

Email:wyyq14704@htsec.com

目 录

1. 经济总量：增速较快的追赶者	4
2. 增长动力：外资、外贸的双引擎	5
3. 通胀：输入型影响较大	6
4. 汇率：总体呈贬值趋势	9

图目录

图 1	近年来越南经济保持快速增长 (%)	4
图 2	越南人均 GDP 水平仍相对较低 (2021 年, 美元)	5
图 3	开放政策下外资大量流入越南	5
图 4	FDI 占固定资本形成总额比例较高 (%)	5
图 5	2012 年后越南基本实现货物贸易顺差 (百万美元)	6
图 6	越南经济高度依赖外贸 (%)	6
图 7	2000 年以来越南主要有两次明显的通胀上行 (消费价格指数, 去年=100)	7
图 8	越南主要粮食作物自给率 (%)	7
图 9	食品 CPI 与食品类进口价格指数相关性较大 (上年=100)	7
图 10	越南能源结构以煤炭和石油为主	8
图 11	越南主要能源逐渐转为净进口 (亿美元)	8
图 12	越南主要能源进口依赖度上升	8
图 13	交通通胀与商品燃料价格指数相关性较强	8
图 14	众多行业进口占总产出的比重较高	8
图 15	PPI 与进口价格指数相关性较高 (上年=100)	8
图 16	越南 M2 与 FDI 同比增速	9
图 17	越南盾整体呈持续贬值趋势	9
图 18	近年来越南外汇储备不断上升	9
图 19	越南时隔 11 年后再次加息 (%)	10
图 20	货币贬值不改 FDI 流入趋势 (百万美元)	10

近年来，越南经济保持高速增长。凭借低廉的劳动力优势与开放的营商环境，越南成为了亚洲地区新的劳动密集型产业承接地。越南亮眼的出口表现也引起了市场关于其是否会成为下一个世界工厂的广泛讨论。为了更全面地了解越南，在本篇报告中，我们首先将从经济增长、外资外贸、通胀、汇率方面对越南进行总览性的介绍。

1. 经济总量：增速较快的追赶者

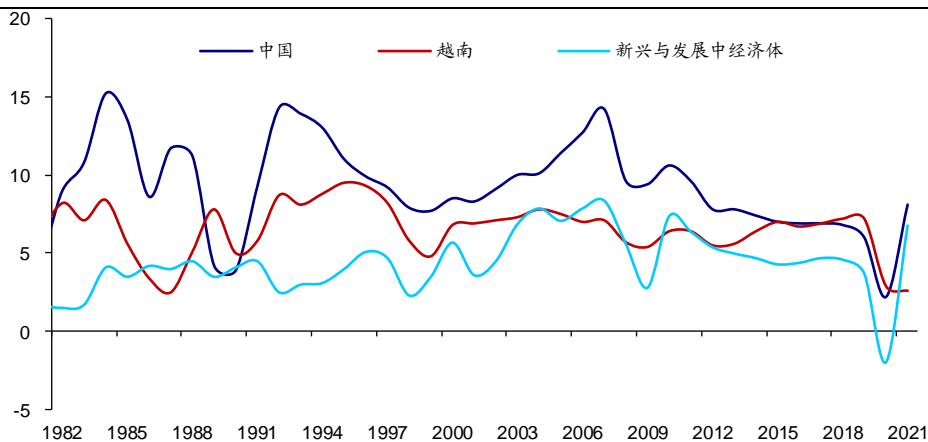
越南在近代的发展较为曲折。越南建国于 1945 年，在此之后一直饱受战争侵扰，先后经历了抗法与抗美战争，并在 1954 年分裂为北越和南越两个政权，直到 1976 年 7 月才实现南北越统一，定名为越南社会主义共和国。而在统一后的前十年中，越南效仿苏联建立了计划经济体制，集中发展重工业导致经济结构失衡。

此外，越南又在 1978 年出兵柬埔寨，战争的高昂开支也使得并无起色的经济面临更重的负担。直到 1986 年，在中国的启示下，越南启动了革新开放，开始了社会主义市场经济和对外开放的探索。

革新开放后，越南经济进入了快速发展的阶段。在 1986 年至 2021 年间，越南实际 GDP 年均增速达到了 6.4%。虽不曾像中国一样达到 10% 以上的高速增长，但大多时期增速也明显高于新兴与发展中经济体的平均水平，是东南亚经济体中的后起之秀。

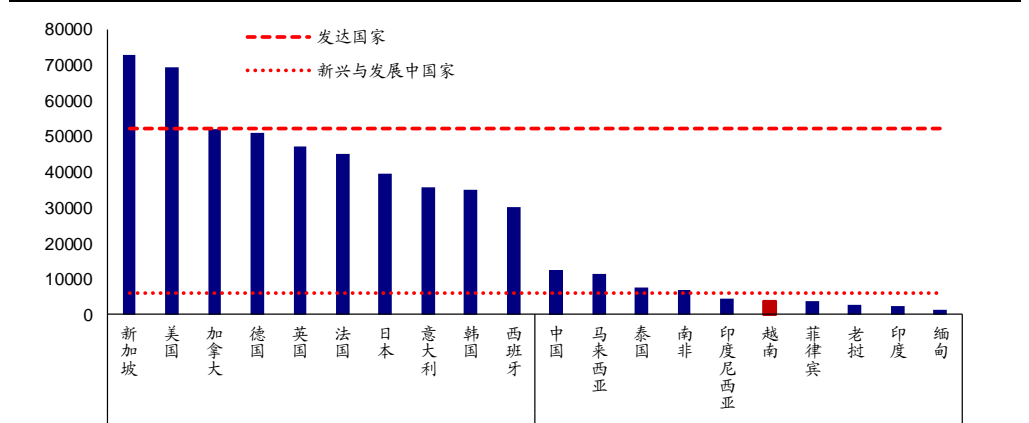
不过，越南经济体量相对较小。2021 年越南国内生产总值为 3662.0 亿美元，仅相当于我国山西省（3543.2 亿美元）的规模，与马来西亚（3727.5 亿美元）也较为接近，是较为典型的小国开放经济体。

图1 近年来越南经济保持快速增长 (%)



资料来源：IMF，海通证券研究所

越南人均 GDP 水平也保持稳步提升。1990 年时越南人均 GDP 仅为 121.7 美元，而到了 2021 年已经达到了 3724.5 美元，约为 1990 年的 30 倍。但整体仍相对较低。2021 年越南人均 GDP 水平与新兴和发展中经济体均值（6076.4 美元）仍有一定的差距。在东南亚主要国家中也处于中等偏下水平，仅略高于菲律宾（3571.8 美元），相当于中国 2009 年（3813.4 美元）的水平。

图2 越南人均 GDP 水平仍相对较低（2021 年，美元）


资料来源：IMF，海通证券研究所

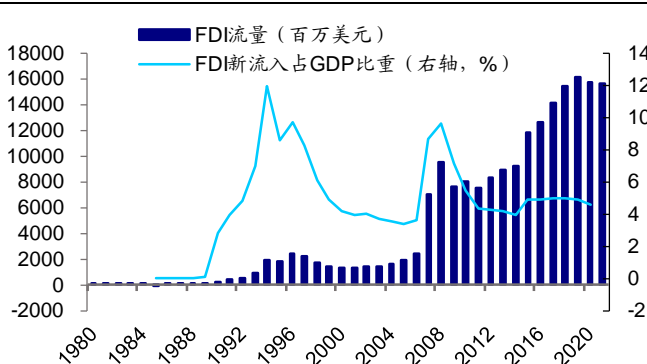
2. 增长动力：外资、外贸的双引擎

革新开放后，越南政府制定了一系列对外开放政策以吸引外资。1987 年，越南颁布《外国在越南投资法》，随后经过一系列的修订，不断放宽了外资在越南的投资限制。2006 年越南颁布新的《越南投资法》，大幅降低了外资准入门槛，扩大了优惠政策，并开始对国内外投资实施统一的管理。2015 年越南再次出台新的《投资法》，简化行政审批手续，给予外商投资者更大的优惠政策。

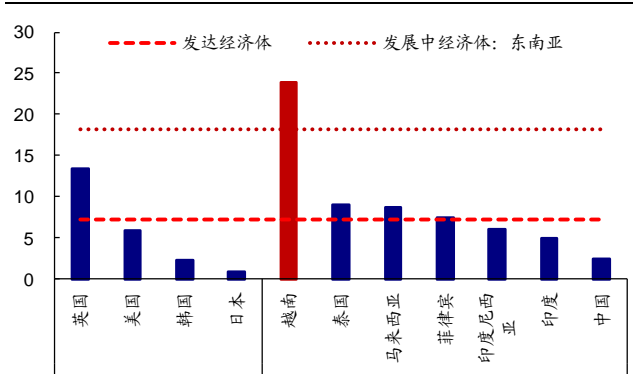
开放的政策与低廉的劳动力成本吸引了大量外资涌入。尤其是 1990-1996 年与 2007-2008 年期间增长最为显著。1990 年，FDI 流量从 1989 年的 407.0 万美元跃升到了 1.8 亿美元；至 1994 年，FDI 流量占 GDP 的比重升至 11.9%，为历史最高水平。2007 年，在外商投资政策放宽与越南加入 WTO 的影响下，FDI 流量也有较快增长，同比增速跳升至 190.9%。

在对外开放的过程中，越南逐渐形成了以外资为主导的投资模式。随着外资的不断涌入，FDI 逐渐成为了越南固定资本形成总额中的重要部分。在革新开放初期的 1994 年，FDI 占固定资本形成总额的比重达到了历史最高的 49.2%。截至 2018 年，该比例逐渐下降至 23.8%，但仍远高于发达经济体（7.3%）与东南亚发展中经济体（18.1%）。

相比之下，曾为亚洲四小虎的泰国、马来西亚、印度尼西亚与菲律宾等均在 10% 以下，而中国仅 2.4%，这表明越南对外资的依赖度在亚洲国家中处于较高水平。

图3 开放政策下外资大量流入越南


资料来源：CEIC、WIND，海通证券研究所

图4 FDI 占固定资本形成总额比例较高 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所（数据为 2018 年）

越南也在积极拓展对外贸易的空间。在经历了 12 年的谈判之后，越南于 2007 年正式加入 WTO，进一步地融入了世界贸易的格局。此外，越南也签署了一系列的自由贸易协定。例如 2019 年，越南与欧盟签署了《越南-欧盟自由贸易协定》(EVFTA)，这是欧盟与发展中国家达成的最全面的贸易协定，促进了越南进一步融入国际经济。2022

年《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)正式对越南生效,也有助于越南打造长期稳定的贸易格局。

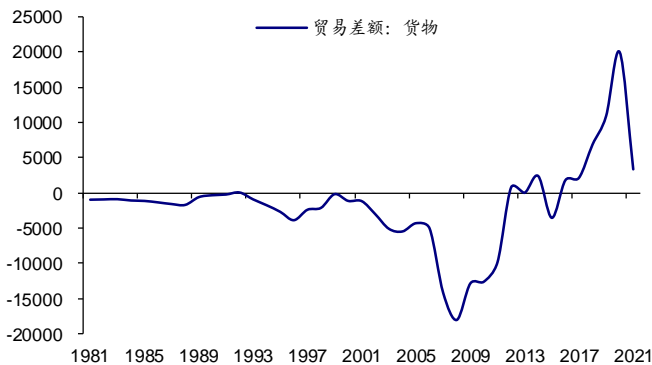
加入 WTO 后,越南贸易逆差情况逐渐改善。在 2012 年之前,越南长时间处于贸易逆差的状态。一方面或与越南工业化程度相对有限有关,其生产建设需要大量进口机械设备和中间品;另一方面或与越南技术水平相对落后有关,其出口高附加值产品较少。

自加入 WTO 后,越南的对外贸易空间得到不断拓展,外国直接投资的涌入也一定程度上提高了其出口能力。越南贸易逆差情况开始不断改善,至 2012 年已经基本实现了货物的贸易顺差。

在出口导向下,越南高度依赖外贸。越南贸易总额(进口与出口贸易额之和)占 GDP 比重一直呈现上升趋势,至 2020 年已经达到了 208.3%,远高于中国(36%)和东南亚主要的新兴经济体(泰国,菲律宾,马来西亚和印度尼西亚分别为 116%、64%、131%和 40%)。

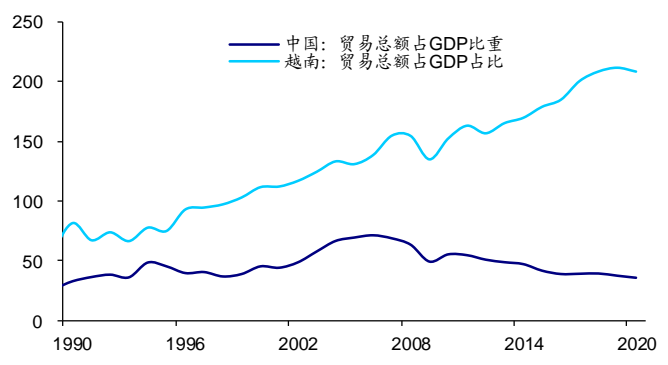
其中,进口与出口贸易额占 GDP 的比重分别为 102.7%与 105.6%,这表明越南出口快速发展的同时,也仍然十分依赖进口,其在产业链中或更多扮演加工与组装的角色,创造的增加值相对有限。

图5 2012年后越南基本实现货物贸易顺差(百万美元)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图6 越南经济高度依赖外贸(%)

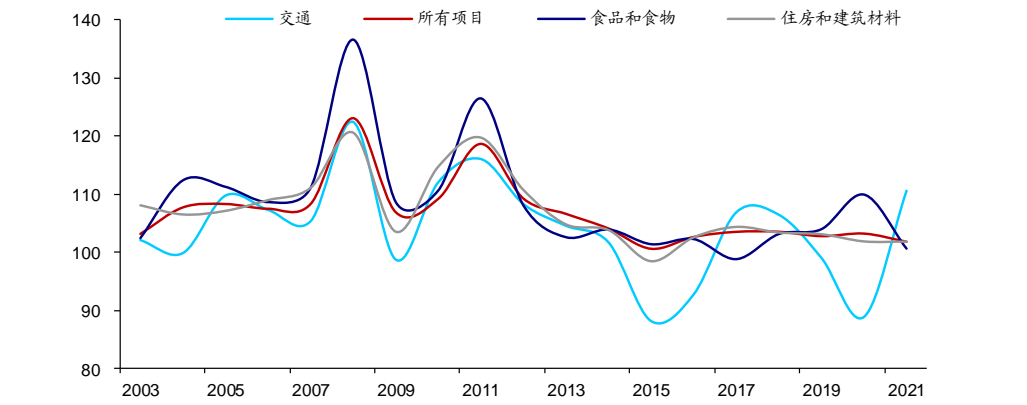


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

3. 通胀: 输入型影响较大

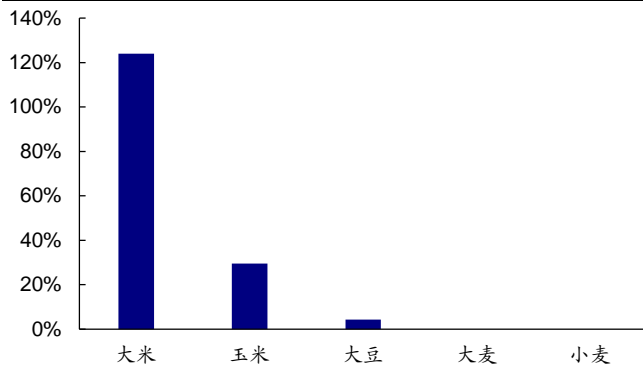
体量小与对外依赖度高的特点使得越南较容易受输入型通胀影响。2000 年以来,越南通胀有两轮明显的上行。第一轮出现在 2007-2009 年期间,主要与当时外资大量流入, M2 大幅增长,越南国内经济过热以及国际粮价与能源价格高企有关。其中,2008 年 8 月越南 CPI 同比达到了 90 年代以来最高的 28.3%。随后在全球金融危机的冲击下,逐步回落至两位数以下。

第二轮,从 2010 年 11 月开始,受国际能源与食品价格上涨的影响,通胀再次回到两位数以上,并一直持续到 2012 年 4 月。在两次高通胀期间,食品、交通、住房和建筑材料等分项的上涨幅度最为明显。这很大程度上与越南经济体量小以及对外依赖度高容易受输入型通胀影响有关。具体来看:

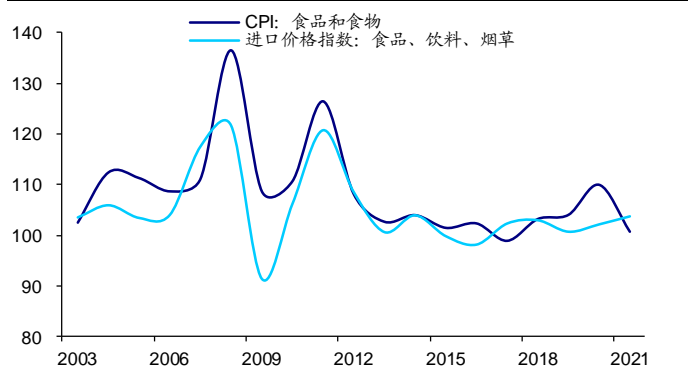
图7 2000年以来越南主要有两次明显的通胀上行（消费价格指数，上年=100）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

第一，越南食品除大米外对外依赖度高。越南虽是大米的主要出口国，但其他粮食对外依赖度都较高，例如，玉米、大豆、大麦以及小麦等自给率都较低，使得越南食品容易受输入型通胀影响。因而，在两轮通胀上行中，食品分项的涨幅最大，而且国内食品通胀与进口食品价格指数走势也高度一致。

图8 越南主要粮食作物自给率（2020年，%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 食品CPI与食品类进口价格指数相关性较大（上年=100）


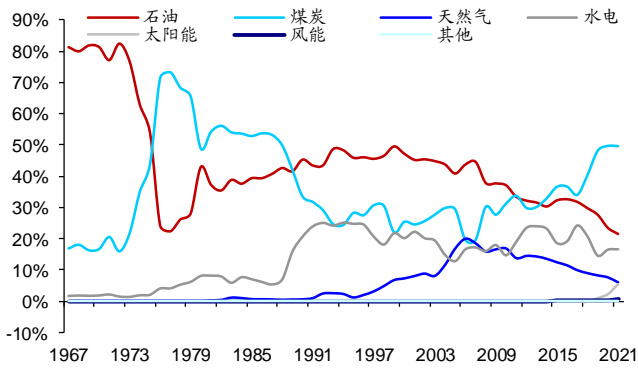
资料来源：CEIC，海通证券研究所

第二，越南能源对外依赖度也较高。越南的能源资源相对丰富，例如，目前已探明煤炭储量约37.0亿短吨，居世界第18位；原油储备约44亿桶，居世界第24位；天然气储量为24.7万亿立方英尺，居世界第26位。

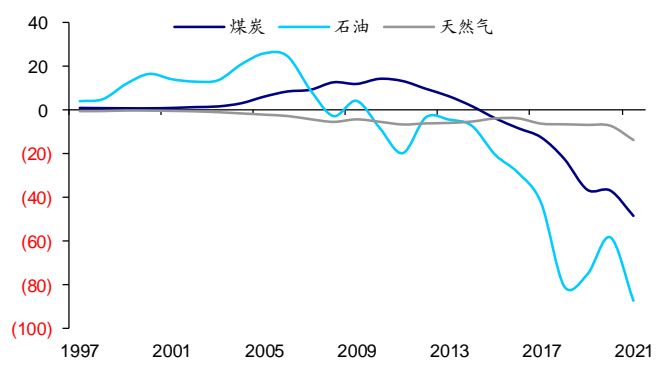
但随着越南经济的不断发展，本国能源供应逐渐不足。从能源结构来看，越南以煤炭和石油为主，两者占比达71.4%。在2009年之前，越南还是煤炭和石油的净出口国。但越南强劲的工业化发展推升了其对能源和电力的需求，石油和煤炭分别在2010年和2015年之后转为净进口。

进一步来看，2020年越南整体能源进口依赖度由2018年的29.4%上升到了46.2%；其中，煤炭进口依赖度上升至57.6%，约为2018年（30.2%）的两倍；原油进口依赖度为42.9%，而2018年仅为14.8%。

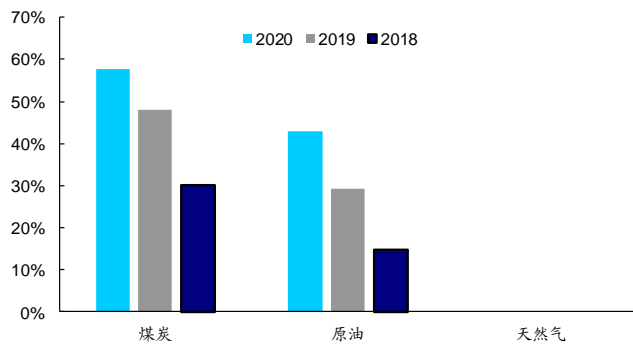
对外高依赖度使得越南能源通胀容易受国际能源价格变动的影响。越南CPI中交通分项的同比增速在两轮通胀上行时期都具有较大涨幅，并且与国际商品燃料综合价格指数走势较为一致。尤其在越南石油与煤炭转为净进口之后趋势更加明显。

图10 越南能源结构以煤炭和石油为主


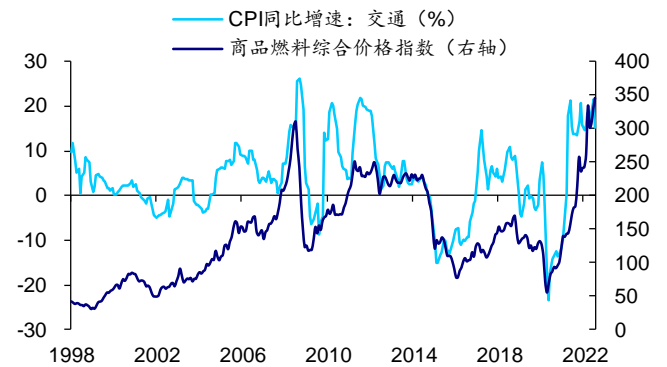
资料来源：Our World in Data，海通证券研究所

图11 越南主要能源逐渐转为净进口（亿美元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

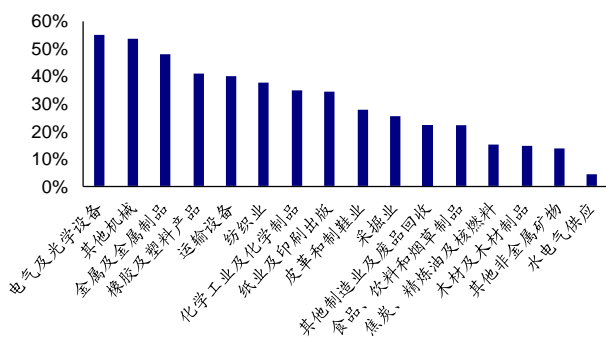
图12 越南主要能源进口依赖度上升


资料来源：越南统计局，海通证券研究所

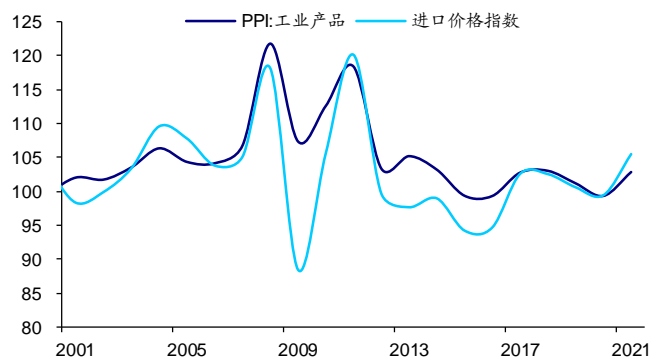
图13 交通通胀与商品燃料价格指数相关性较强


资料来源：Wind，海通证券研究所

第三、越南工业生产也较依赖进口。越南的工业生产以加工为主，在原材料、中间品与生产设备等方面较为依赖进口。我们根据 2020 年越南投入产出表测算，其电气及光学设备和机械行业进口占总产值的比重分别高达 55%和 53%，而国内生产所创造的增加值占比仅为 21%和 26%。可见，越南 PPI 指数也容易受输入型通胀影响，比如，越南工业产品 PPI 指数与进口价格指数走势也高度一致。

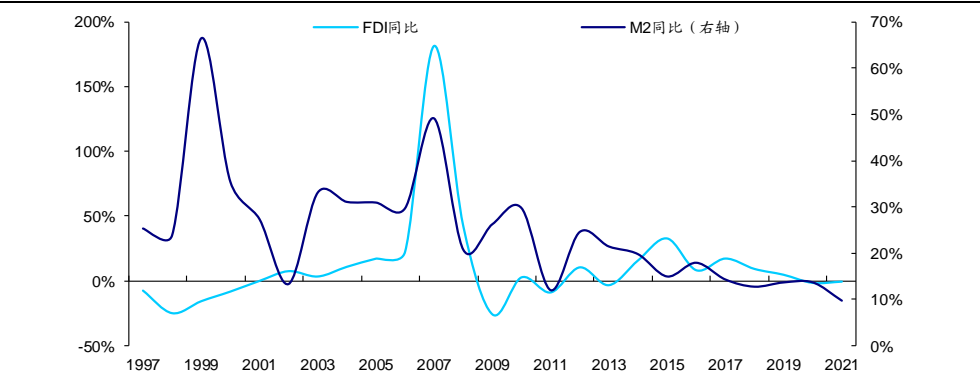
图14 众多行业进口占总产出的比重较高


资料来源：ADB，海通证券研究所

图15 PPI 与进口价格指数相关性较高（上年=100）


资料来源：WIND，海通证券研究所

第四、外资的大幅流入也会推升越南通胀。一方面，外资大幅流入对国内消费和建设产生拉动效应，推动了原材料、土地等价格上涨；另一方面，大量外资流入会带来本币升值压力，而越南为了维持汇率稳定，不得不动投放本币导致货币超发，经济陷入过热。例如，2007 年在外资大量流入下越南货币供应量快速上升，同比增速达到了 49%。

图16 越南 M2 与 FDI 同比增速


资料来源：CEIC，海通证券研究所

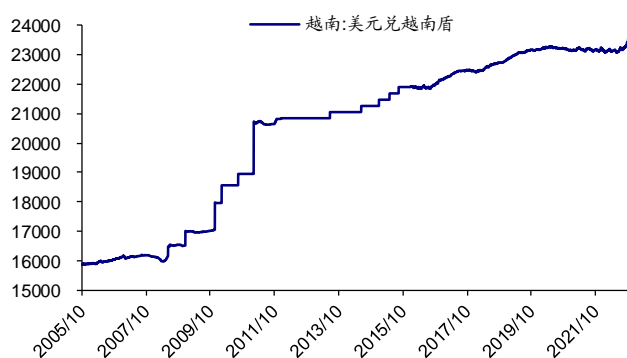
4. 汇率：总体呈贬值趋势

越南的汇率制度为有管理的浮动汇率制度。越南于 1989 年度除了计划经济时代多种汇率并存的复汇率制，实施以越南盾兑美元的官方汇率为基础的单一汇率制度。随后又在 1999 年开始实施管理浮动汇率制度，但总体上仍表现出盯住美元的特征。2016 年，越南再次进行汇率改革，开始实行中心汇率定价机制，即参考八种篮子货币汇率变化，每天公布“参考汇率中间价”，商业银行在现行 3% 的浮动幅度内进行外汇交易。

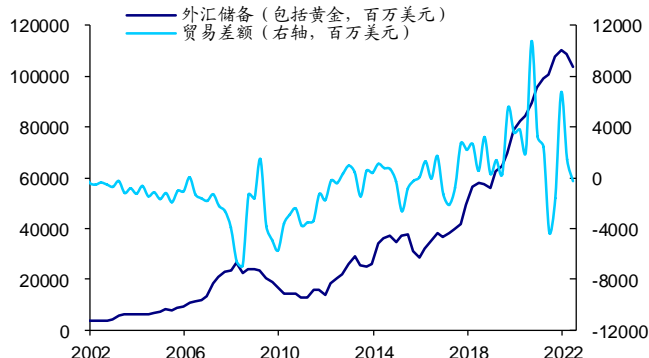
2008-2011 年期间越南盾贬值较多。自 1995 年以来，越南汇率整体呈现贬值的趋势，尤其是在 2008-2011 年期间累计贬值幅度超 20%。这一方面与 2008 年金融危机导致全球外需走弱，越南出口下滑，贸易逆差扩大有关；另一方面与越南高企的通胀增加了国际资本对越南经济稳定性的担忧，金融账户资本流出压力加大有关。且这一时期外汇储备也明显下降，从 2008 年的 238.8 亿美元下降至 2011 年的 131.3 亿美元，一定程度上限制了央行干预外汇市场的能力。

此外，也与越南央行主动调贬汇率有关。在外汇储备规模下降背景下，为了维护汇率稳定，促进汇率市场流动性，刺激出口，以及打击投机性等，越南央行多次调贬汇率。在 2008-2011 年期间越南央行一共进行了 6 次一次性贬值，其中 2011 年 2 月一次性贬值的幅度高达 9.3%。彼时越南官方汇率与平行外汇市场汇率利差也有所收窄。

2012-2015 年期间，越南汇率处于相对平稳的阶段，整体波动不大。一方面，与越南通胀明显降温，国内经济形势改善有关；另一方面，与越南出口贸易好转，贸易逆差逐渐扭转为贸易顺差有关。此外，与美联储继续实行量化宽松政策以及海外 FDI 资金不断流入等因素有关。

图17 越南盾整体呈持续贬值趋势


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图18 近年来越南外汇储备不断上升


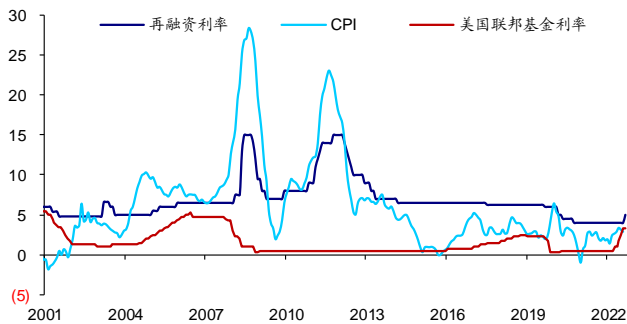
资料来源：WIND，海通证券研究所

在美联储 2016 年加息周期下呈现贬值趋势，不过幅度相对有限。美联储在 2016-2018 年期间先后进行了 8 次加息，不过越南并未跟随美联储加息，甚至在 2017

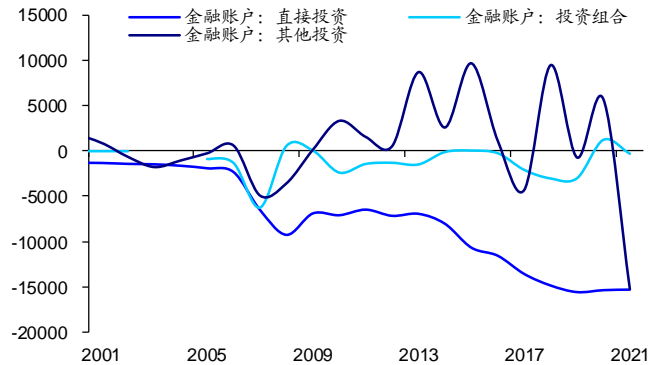
年7月还下调了再融资利率。其汇率自2016年8月开始贬值，一直持续到2020年6月，累计贬值了6.6%，幅度相对有限。这或与当时越南经济增长较为强劲，贸易已转为顺差，外汇储备也有了显著增长等有关。

2022年9月，越南时隔11年之后再次加息。近期在美联储持续偏鹰下，美元指数持续走强，越南汇率再度呈现贬值压力，截至10月14日，越南盾较5月底贬值了2.1%。越南也于2022年9月，将再融资利率上调100个基点，为2011年10月以来首次加息。不过相比其他经济体，越南盾整体仍保持稳定。

此外需要强调的是，越南盾的贬值并没有改变FDI长期流入的趋势。尽管越南盾自2000年以来一直呈现贬值趋势，但受廉价的劳动力以及开放的营商环境等因素影响，外资流入的热情并未受到显著影响。近年来，FDI流入规模呈不断上升趋势。

图19 越南时隔11年后再次加息 (%)


资料来源：Wind, CEIC, 海通证券研究所

图20 货币贬值不改 FDI 流入趋势 (百万美元)


资料来源：CEIC, 海通证券研究所，负值为资金流入

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。