



宏观研究报告

2023年6月20日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

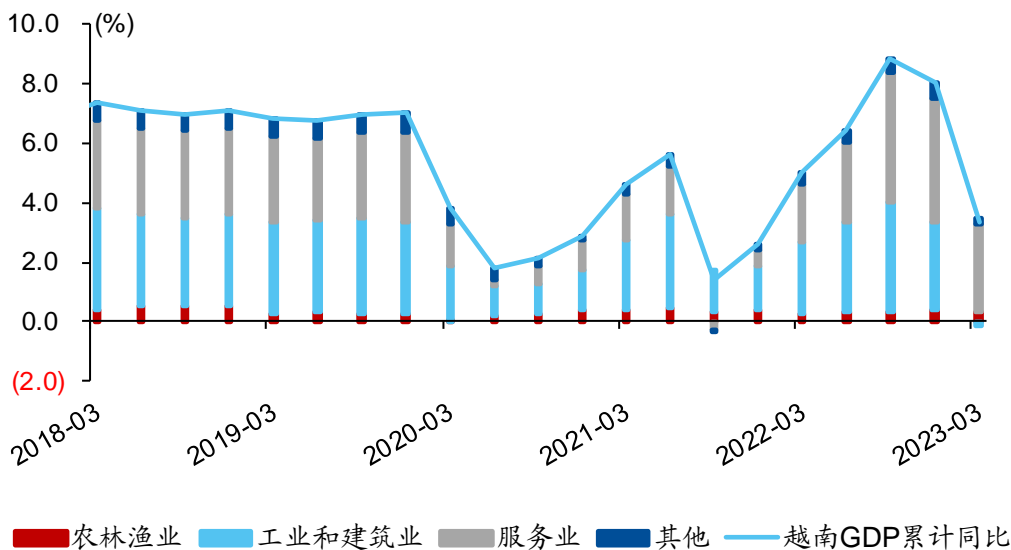
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

越南：地产冷叠加“电荒”，制造业如何突围？

越南 GDP 增速骤降



数据来源：万得，国泰君安国际

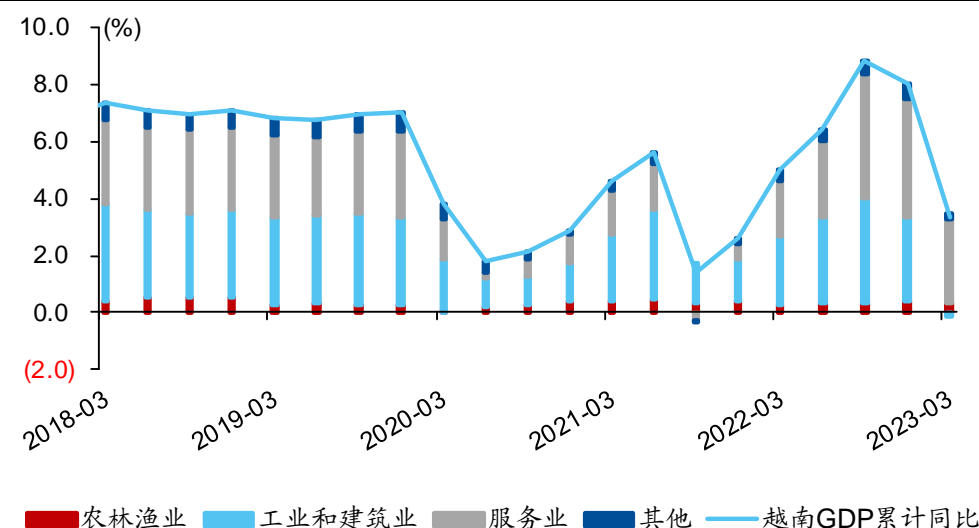
- 回看过去半年时间，越南 GDP 增速出现了从巅峰到谷底的戏剧化反转。2023 年第一季度，GDP 增速创下过去 12 年的次低增幅（3.32%）；而 2022 年 GDP 增速为 8.02%，是 1997 年以来的最高水平。这种过山车式下滑已经开始让市场担心新“世界工厂”的未来该何去何从。
- 房地产行业不正当交易的暴露让融资环境开始恶化，大量的房地产开发商及中介公司因流动性问题暂停业务或倒闭。虽然政策端开始出现少许利好，但是仍需要时间来修补之前的创伤，房地产何时复苏仍未可知。
- 与此同时，高温干旱引发的电力短缺也再次打击了经济增长的核心领域——制造业，全球产业链核心公司在越南的运作也被严重影响。
- 隐藏在电力短缺背后的远远不是炎热的天气，更是制造业飞速发展背后基础设施建设的不足，电力系统只是冰山一角。虽然政府有意推动绿色转型，但受固有系统性问题的干扰进展缓慢。
- 房地产市场规范化运作及清洁能源转型率先指出了越南作为“世界工厂”未来经济转型升级的方向，但是改革势必会伴随短暂的“阵痛”。尽管这可能会让市场对越南的未来感到担忧，但这种转型对越南的长远发展来说意义深远。只有勇于直面并解决这些问题，越南才能完成从传统制造业向高附加值产业的转型，从而实现可持续发展。

经济增速的两极反转

在不久前举行的越南议会开幕仪式中，越南国会经济委员会主席 Vu Hong Thanh 表示，在第一季度 GDP 增长疲软后，由于建筑业和资本市场面临金融困难，今年的经济预测被证明是“具有挑战性”的。换言之，越南今年的经济增速可能会显著低于之前预测的 6.5%。

回看过去半年时间，越南 GDP 增速出现了从巅峰到谷底的戏剧化反转。在刚刚结束的第一季度，越南 GDP 增速仅仅同比增长 3.32%，创下过去 12 年（2011 年-2023 年）的次低增幅，最低为 2020 年新冠疫情爆发时的 3.21%；而这之前不久，越南 2022 年 GDP 同比增速为 8.02%，是 1997 年以来的最高水平。进一步看，过去占 GDP 增速接近一半的“工业和建筑业”在第一季度不仅没有正向贡献，反而同比负增长 0.14%。这种过山车式下滑已经开始让市场担心新“世界工厂”的未来该何去何从。

图 1：越南 2023 年第一季度 GDP 增速为过去 12 年次低记录



数据来源：万得，国泰君安国际

房地产“寒冬”是否已经过去？

在 2019 年前的十年间里，越南房地产市场经历了“黄金十年”。随着经济的快速增长，城市化大幅提高了市场对住宅的需求。受此推动，房地产开发商在低利率环境中积极从银行贷款并发行规模达数十甚至上百亿美元的债券。然而新冠疫情的爆发以及利率环境的改变导致了购房需求的迅速萎缩，房屋销售陷入低迷。

随后许多初始杠杆过高的房地产公司由于无法从银行获得更多贷款来维持正常运转，资金流转开始出现问题。为应对流动性危机，这些房地产企业转向债券市场，推动债券发行量大幅增加。在 2020 年，越南的本币公司债券价值 120 亿美元。然而到 2021 年底，这一数字已经增加到 260 亿美元，其中大部分与房地产市场有关。

在房地产公司债务规模达到一定程度后，越南的购房者、投资者以及监

管机构开始不得不面对这样一个问题：如此庞大规模的债务会不会引爆房地产？与此同时，在 2022 年初，越南房地产市场不正当交易问题开始露出水面，房地产开发公司 FLC 董事长 Trinh Van Quyet 被逮捕引发了行业的强监管，成为了点燃房地产“炸药桶”的导火线。

Trinh Van Quyet 被逮捕也暴露出越南债券市场在房地产市场融资方面的漏洞，监管机构随即颁布了 2022 年第 65 号法令，该法令主要从三个领域加强对违法行为的事前监管。法令颁布后，债券市场迅速转冷，房地产公司融资开始陆续出现流动性问题。也基本在同时间，全球范围内的利率抬升最终传导至越南金融市场，这让已经出现问题的房地产行业再次“雪上加霜”。进入 2023 年后，越南房地产公司开始出现运转停滞甚至倒闭。根据越南建设部的数据，仅在 2023 年第一季度就有超过 1,800 家从事房地产开发和销售的公司因融资困难暂停业务，这一数据较去年同期增长了 61%；与此同时，已经有约 340 家公司倒闭。

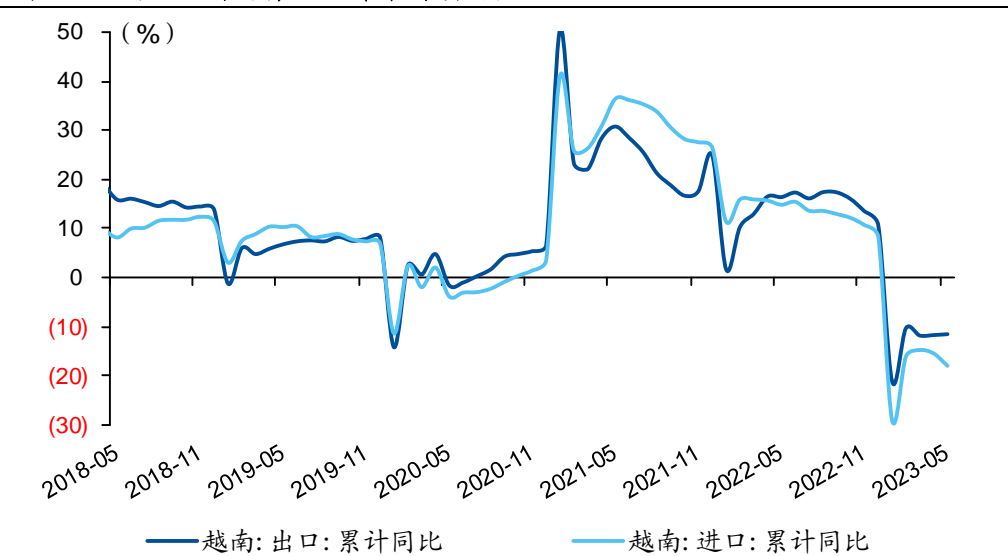
往前看，越南房地产市场可能不会出现进一步的大幅恶化，但何时复苏仍是未知。一方面，为了防止房地产危机的进一步扩大，越南监管机构颁布 2023 年第 08 号法令，法令取消了部分 2022 年第 65 号法令的监管条令；另一方面，全球通胀开始趋稳，海外利率整体上行空间有限，越南也开始逐步降息。

总体而言，房地产行业去杠杆带来的阵痛大概率还没有结束，虽然政策端开始出现少许利好，但是仍需要时间来修补之前的创伤。从另一个角度而言，阵痛也是房地产行业更快速发展的开端，展望未来，一个更健全的债券市场将会推动房地产市场成为经济增长的持续动力。

电力短缺下，出口何时回暖？

在全球主要发达经济体饱受高利率折磨之际，越南出口增速也因海外需求萎缩在 2022 年末大幅下滑。祸不单行，持续高温以及严重干旱使越南陷入供电危机，这也再次打击了经济增长的核心领域——制造业。

图 2：越南出口增速自 2022 年末持续走低



数据来源：万得，国泰君安国际

入夏以来，越南北部出现少见高温天气，午间温度甚至飙升至 40 度以上。随着空调、电风扇等降温设备使用量的激增，越南电网需求增长 20%。与此同时，高温带来的干旱使得越南发电装机容量占比高达 30% 的水电受到严重影响，越南北部大部分水电站已经无法支持当地的电力系统。面对突如其来的电力短缺，**2023 年 5 月底，越南与中国广西签署了 110 千伏深沟至芒街联网工程购售电协议，时隔 7 年中国首次恢复对越供电。**

由电力短缺导致的轮流限电和突然停电无疑会给当地的居民和制造商造成非常大的影响。比如，《华尔街日报》报道，据参与越南制造业的人士称，富士康和力士乐精密工业等苹果供应商的一些生产基地以及三星电子在越南北部的基地已经收到了电力公司的请求，要求其考虑滚动停电，或至少在高峰期减少用电；越南 HCMC 商业联盟副主席 Nguyen Vinh Huy 表示，在过去一周，HCMC 工业园区内的几家企业已被通知在上午 8 点至下午 2 点之间发生预定停电；日本商工会议所的吉田进告诉法新社，一次停电影响一个工业园区的五家制造商，造成的直接损失超过 19 万美元。往前看，夏天结束还遥遥无期，电力短缺下制造业依旧会被动承压。

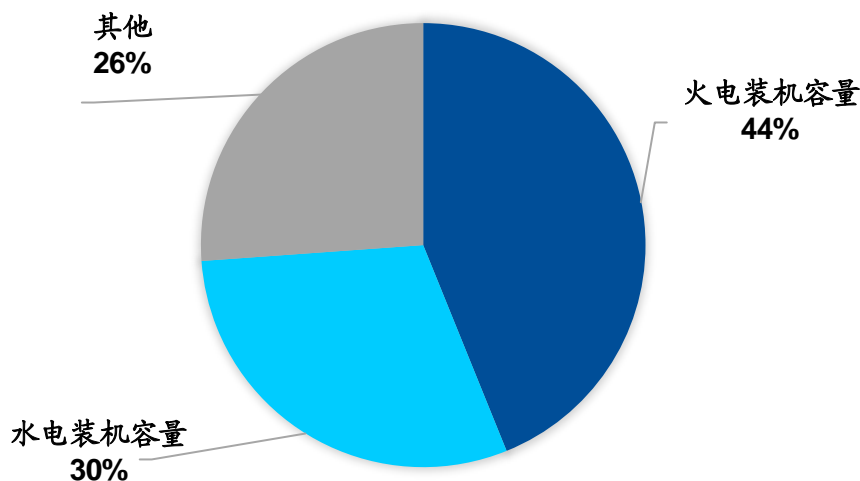
隐藏在电力短缺背后的远远不是眼前高温干旱导致的降温设备用量激增，而是制造业飞速发展背后基础设施建设的不足，电力系统只是冰山一角。制造业扩张、科技行业飞速发展背后离不开强大的供电系统，然而很多历史遗留问题的存在却导致电力市场成为经济发展的拖累。

首先，直接购电协议（DPPA）阻碍了越南电力行业的升级转型。从本质上讲，DPPA 中购电方（如大型企业或工厂）与发电企业直接建立合同关系，以购买一定量的电力，从而跳过中间商，即国家电力供应商 Electricity Vietnam（EVN）。这种协议在电力结构稳定的情况下并没有过多不足，但是在能源转型的情况下，DPPA 的存在严重限制了清洁能源供应商（多为小型供应商）的竞争力。在能源结构转型初期，由于初始设备设施投资等原因，清洁能源电力成本高于传统电厂，因此购电方更青睐价格相对低廉的传统能源，这在很大程度上降低了清洁能源供应商的竞争力；换个角度而言，如果没有 DPPA 的存在，购电方则会以统一价格从 EVN 采购电力，这样将会在国家层面保障清洁能源电力的需求，从而推动行业发展。

就大型供应商而言，越南清洁能源转型发展缓慢。从发电构成上看，以煤炭为主的火电装机容量占总装机容量比重接近一半，这与当前全球主流的绿色转型格格不入。为了实现自身的清洁能源转型，越南于 2021 年 3 月发布了第八个电力发展规划（PDP8）草案，草案放弃了传统的煤炭项目，转而大力支持天然气和风能等清洁能源。该草案的发布在既有利益团体（煤炭相关）与潜在利益团体（清洁能源相关）间造成了巨大的争议；基于多方面考虑，越南政府于 2021 年 10 月发布了 PDB8 草案的修正案，修正案重拾传统能源，提出在 2030 年将煤炭使用量翻一番的目标，但是在之后的论证及征求意见阶段，修正案的可行性一直被质疑。直至 2021 年 11 月，越南政府于格拉斯哥举行的缔约方大会（COP26）做出了在 2050 年实现净零排放的承诺。这也意味着即便承

受清洁能源转型期间更高的电力成本，越南政府也会大力推动能源结构升级。

图 3: 越南发电装机容量构成 (2021年)



数据来源: Electricity Vietnam, 国泰君安国际

经济“急刹车”后该如何重启

综上所述，由于宏观环境的变化以及监管政策的收紧，越南房地产市场率先陷入困境，与此同时，电力系统存在的体制性缺陷，也因为炎热天气导致的“电荒”而被放大。这最终导致经济增速出现了大幅度的走软，经济发展被迫“急刹车”。由于今年夏天大概率仍将保持高温态势，因此未来一段时间“电荒”仍可能困扰越南经济。尽管从中国购电可能在短期内有助于缓解电荒，但中国一旦入夏后也可能面临电力紧张局面。

对于如越南这样的发展中经济体而言，能源转型仍将是未来相当长一段时间内的痛点，向绿色能源转型的过程中，整体经济将面临综合能源成本上升，但如果转型较慢，未来也可能面临类似“碳税”这样的非关税壁垒。因此，保持长期政策的稳定和短期政策的灵活，是整体政策框架的核心。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com