

►越南資本市場建設還處於發展初期，保險市場等仍不健全，越南盾的匯率穩定性存在缺陷。



儘管當前越南仍面臨局部疫情散發波動影響，但總體上生產和投資已恢復到疫情前水平，出口產能同步加快修復，而且依託發達經濟體產業鏈轉移、《區域全面經濟夥伴關係協議》（RCEP）等因素帶來的新發展機遇，疫後越南經貿將可能迎來新一輪的中高速增長周期。然而，越南本身的產業鏈價值鏈仍難以與其他中大型經濟體匹敵，在科技創新和中高端製造業競爭力方面缺乏優勢，資本市場和金融市場建設較為滯後，未來也將面臨人口紅利消退和人口老齡化問題，這些中長期制約因素可能會削弱越南的經濟增速和潛力。

疫後越南緣何復甦強勁

澤被萬物 鄧宇

西澤研究院
特約高級研究員

疫情期間，越南經濟經歷了短期的陣痛，在疫情逐步緩解後，該國逐步放鬆疫情管控政策，並實施階段性開放邊境等措施，以此促進企業生產加快修復產能，並在海外需求和國際貿易增長驅動下逐步加快復甦。

一、疫後經貿復甦趨勢

一是疫情波動中開啟復甦進程。在經歷了疫情的短期衝擊後，越南2020年實際經濟增長率仍保持在2.94%的水平。進入到2021年，越南疫情散發波動形勢比較嚴峻，由於企業生產停工、消費市場出現萎縮，大量訂單外流，越南的實際經濟增速回落至2.58%左右。2021年10月以後，越南政府逐步防控疫情管控，經濟修復有所加快，2021年四季度開始，越南經濟強勁復甦，GDP增長回升至5.22%。亞洲開發銀行（ADB）日前預測越南經濟在2022年、2023年的增長率將達到6.5%、6.7%，復甦勢頭較為強勁。

二是補缺效應影響下出口表現超预期。越南經濟經歷了連續兩年的疫情衝擊後仍維持在一定的增長水平，凸顯多年積累下的經濟增長韌勁，特別是作為製造業產業鏈的一環，出口數據表現較為亮眼。2021年越南的貿易總額首次超過6000億美元，其中出口達3362億美元，同比增長19%。目前越南的出口加快復甦，據統計部門公布數據，2022年一季度越南出口額接近886億美元，同比增長約13%。主要原因：一是亞洲地區的疫情形勢趨於緩和，海外市場需求強勁增長；二是亞洲一些重要出口國由於局部疫情拖累，部分訂單出現轉移趨勢。三是海外投資和國內市場較為活躍。

越南在近年來的經濟開放進程中取得了突出的成績，GDP增長率一直穩定在6%到7%的中高速增長水平，表現要優於區域內其他經濟體，而且增長也比較穩定。一方面，越南的人口規模接近9700多萬人，擁有較大規模的國內市場，尤其是青壯年勞動力資源相對比較豐富；另一方面，越南的政局形勢也比較穩定，加快實施較為實用的「革新開放」政策，營造良好的投資環境，吸引海外投資。

二、經貿發展優勢與短板

雖然說越南經貿復甦形勢較好，受到了國際投資的關注，但並不意味着越南的經濟產業結構具有很強的競爭實力，大部分低附加值產品出口，以及對外高依存度顯示出內生性增長仍較為薄弱，尤其科技創新能力仍有不足。

一方面，積極創造經濟穩定增長的內外環境。越南逐漸成長為亞洲地區中型經濟體的典型，關鍵在於主動創造並抓住了內外部有利條件。20世紀80年代，越南推動經濟改革和對外開放，努力創造和平、穩定的外部環境；1995年越南加入東南亞國家聯



盟（ASEAN），加強了與區域內成員國的經貿合作交流；2006年越南加入世界貿易組織（WTO），積極推動加入RCEP的談判，加快融入經濟全球化和國際產業鏈；目前，越南也與歐盟、英國等達成了自由貿易協定。根據越南工貿部數據，越南與RCEP合作夥伴的貿易份額佔比達55%，而RCEP夥伴對越南的直接投資佔比達到62%。

越南主動融入區域全球化和經濟全球化的進程，促進了經貿的快速發展。數據顯示，越南進出口總額從2006年的僅847億美元增至2020年的5453億美元，增幅超過五倍。在內外有利因素驅動下，越南充分發揮自身的人口勞動力、市場和區位優勢，通過內部改革和擴大對外開放獲得了經濟穩定增長的發展空間。根據世界銀行數據，越南GDP總量從1980年的383億美元增至2021年的3662億美元。國際貨幣基金組織（IMF）預測，越南2022年經濟增長率在6%左右，GDP規模將接近4090億美元，人均GDP預計在4120美元左右，有望邁入中高收入國家行列。

另一方面，科技創新能力不足且外部依存度過高。後發國家普遍存在基礎薄弱的問題，不得不首先依賴國際市場開展對外貿易、引進技術裝備，越南大體上也是如此。但長期依賴低附加值產品出口維持經濟增長優勢很難持續，而且易受國際市場影響。近年來，越南加快了產業結構轉型升級，也取得了一些成效。數據顯示，2015年至2021年越南累計出口計算機、電子產品及配件2224億美元，份額從2011年4.8%上升至2021年的15.2%。然而，越南這些「含金量」較高的出口商品大部分主要為代工和組裝的生產環節，缺乏必要的原材料和科技自主性，產業鏈價值鏈的地位並不高。

由於東盟及亞洲其他地區的出口產業鏈基本上有相似和同質化趨勢，這也導致了越南的產業鏈競爭力仍有一些薄弱和短板。根據越南統計局的數據，越南出口中外資成分佔比從1995年的27%增至2020年的72.3%。越南發布的《關於2021年至2025年經濟結構調整計劃的決議》提出，推進高新技術開發多項國家產品，並提高經濟自主性、適應性和彈性。目前，越南位列世界經濟論壇（WEF）《2019年全球競爭力報告》第67位、世界知識產權組織（WIPO）「2021年全球創新指數（GII）」第44位。今

後越南要提升產業鏈價值鏈水平仍有賴於加強科技自主創新，着眼於提高經濟增長的內生性。

此外，資本市場和金融市場建設相對比較滯後。越南的資本市場建設還處於發展初期，保險市場等仍不健全，具有一定的脆弱性，尤其是越南盾的匯率穩定性存在缺陷。自1980年代至今，越南共經歷了三次比較大的金融危機，均與越南盾貶值有關。1985年，越南出現越南盾貶值危機，通脹大幅攀升；1997年亞洲爆發金融危機，由於鄰國泰國的貨幣泰銖被嚴重高估後遭拋售，導致越南盾同樣遭遇嚴重貶值危機；2007年底爆發的第三次危機緣於越南盾連續貶值，2006年越南股市出現異常火爆現象，大量企業估值水平偏高，低利率政策導致信貸過度寬鬆，最終引發了通脹和資產泡沫。

目前，美聯儲貨幣政策正在加快收緊，越南美元外債佔比過高，與外儲呈倒掛模式，美元融資成本上升可能引發潛在的貨幣危機。2022年3月，越南政府批准的《至2030年金融戰略》提出，建設發展穩定、安全、高效運營且結構合理的證券市場，並進一步完善和提高金融體制質量，建造現代化、透明且可持續的金融市場。

三、未來前景

越南充分利用內外發展環境和優勢條件，為經貿開放和融入全球化創造了良好的政策環境，逐步成長為具有發展潛力的中型新興經濟體。基於區域優勢，新加坡、日本、韓國等發達經濟體不斷深化與東盟的合作，加大了對越南的投資布局，越南務實、開放的經貿政策也迎合了區域全球化的發展潮流。

展望未來，越南在經貿發展方面將有望延續中高速增長的預期，市場開放也會進一步加快。但目前越南經貿的發展模式並未超出早期日本、韓國等發達經濟體的出口導向型經濟，過於依賴外部市場反而缺乏內循環條件，價值鏈提升較為困難，人口紅利也會逐漸消退。而且，越南的證券市場波動性較高、匯率並不穩定、高美元佔比與外儲規模不相匹配，未來可能因美元流動性收緊而出現融資困境。因此，越南要維持可持續的增長動能，應加強科技創新和內生性增長要素的培育，加大人力資本投入，否則也將面臨經濟轉型「陣痛」。

（本文僅代表個人觀點）

人幣貶值會拖累A股嗎？

深度濤解 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

4月下旬，人民幣匯率開始加速貶值，美元兌人民幣（在岸）突破6.60，全月貶值幅度4.25%，創下2015年匯改以來月度貶值幅度的新高。本次人民幣貶值速度實屬罕見，僅4月第四周就貶值了2.28%，周度貶值幅度歷史第二，4月最後一周也貶值了1.81%，周度貶值幅度歷史第四。

當下經濟背景與2015年8月和2018年6月相似，經濟需求疲軟，預期轉弱——特別是上海疫情以來，出口相對優勢和供應鏈效率開始出現下滑跡象。當下貨幣政策背景也與2015年8月和2018年6月相似，處於降準周期中，流動性寬鬆，流動性溢價位於歷史最低分位區間。

2015年811匯改之後，人民幣貶值經歷2015年–2016年和2018年–2019年兩輪貶值周期，均持續了一年半左右，並且2019年9月開始的升值周期在2020年初被疫情打斷，貶值又持續了將近半年。

回顧匯改以來的人民幣貶值經驗，對這次貶值有三個啟示：

首先，中美利差收縮只是形成了匯率貶值的壓力，但並不必然造成匯率走貶，只有配合國內經濟走弱，特別是出口走弱，匯率貶值的動力才會出現。因此，當上海疫情造成的供應鏈效率下降和出口下滑預期開始發酵後，前期資本賬下積累的貶值壓力才開始集中釋放，人民幣匯率開啟了關鍵的走貶。

其次，這次匯率貶值速度雖然罕見，但是短期內反轉回到升值通道的難度也較大，匯率走貶都不是一蹴而就的，這次中美經濟和政策周期的錯位再次出現，一旦貶值開始，人民幣將進入中期貶值通道。

再次，2020年下半年到2021年底，匯率升值的主要驅動力來自於嚴格的防疫政策帶來的出口份額紅利。由於當前嚴格的防疫政策造成了供應鏈效率下降和出口走弱，因此人民幣匯率的第一目標位是回到2020年出口紅利期之前的匯率水平（即6.8左右），如果疫情進一步持續惡化供應鏈和出口環境，人民幣匯率的第二目標位是回到2020年疫情之前的匯率水平（即7.0以上）。

伴隨着本輪人民幣的快速走貶，A股也出現了一輪快速調整。在多數時間裏，匯率和A股並不是直接的因果關係，由於兩者受到相似的經濟和政治背景的影響，才會出現走勢上的相關性。

年初至今，國內的「疫情—供應鏈—出口—經濟」和海外的「加息／縮表—美債利率—中美利差—貨幣政策空間」，即是影響A股市場也影響人民幣匯率的共同因素。

關於匯率和A股市場的關係，我們有幾個發現：

其一，811匯改至今，人民幣匯率與A股指數之間一直保持了穩定的同向關係。以滬深300為例，美元兌人民幣匯率和滬深300指數收益率的月度相關系數為-0.41，周度相關系數也達到了-0.25。2018年央行逐漸退出常態化外匯干預，從當時算起，無論匯率方向如何，滬深300與人民幣匯率的動態相關系數都穩定在〔-0.75，-0.50〕這個顯著負相關的區間之內。

其次，A股與匯率的動態相關性（滾動1年）在匯率快速貶值時會更加顯著。當匯率快速走貶時，動態相關性的絕對值會出現台階式躍升，例如2018年6–7月和2019年7–8月。原因在於過快貶值可能產生恐慌，放大經濟悲觀預期，進而形成「匯率貶值—恐慌—資產價格下跌—外資流出一匯率加速貶值」的正反饋，這是匯率和A股出現因果關係的「少數時間」。

其三，因此如果匯率過快走貶，可能會放大A股市場本身的調整幅度，這在匯率大幅調整的歷史相似時期都曾出現，如2015年8月和2018年6月，但是2019年8月並未出現，這也再次說明了匯率和A股不是因果關係。

A股大盤股與匯率的相關性高於中盤股和小盤股，並且無論市值大小，價值股與匯率的相關性都高於成長股。大盤價值股與匯率的相關性最高，小盤成長股與匯率的相關性最低。主要原因是大盤價值股既是外資持倉集中度較高的風格領域，也和經濟預期走向的相關性較高。

其四，銀行、石油石化、非銀金融、電力設備新能源、汽車、交運等行業，與匯率相關性較高，往往在人民幣貶值過程中的調整壓力也較大。其中，銀行、非銀、石油石化、汽車都屬於大盤價值股，銀行和電新也是外資重倉的板塊。另外，電新、汽車、石油石化、交運等行業的原材料進口依賴度較高，如未對沖匯兌損益，貶值也會提高生產和運營成本，擠出經營性利潤。

其五，農林牧漁、電力及公共事業、紡織服裝建築等行業，與匯率相關性較低，在匯率貶值和經濟下行的過程中，配置以上行業會有一定的風險分散作用。農林牧漁、電力及公共事業、建築基本上屬於業務和成本兩頭在內。紡織服裝的出口依賴度較高，受益於貶值帶來的成本優勢。



疫情干擾動工 長遠供應仍緊

樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

香港新冠確診數字已回落至三位數字，隨着第五波疫情逐漸過去。整體經濟運作逐步復常下，儘管股市仍然維持2萬點的低位徘徊，但樓市氣氛顯著熾熱起來，一、二手成交量均有所回升。

一手市場情況更為顯著，多個新盤排隊登場，出現「報復式推盤」的現象。自4、21市場解封後，已有多達6、7個新盤，共涉及超3000伙新盤單位，陸續展開推售部署及安排銷售，最終4月份整體新盤銷售剛好重上1000宗以上的水平，相信5月份仍會持續熱鬧。

比對去年新盤市場平均每月售1500至1600伙，現時新盤銷售與去年仍有距離，加上過去兩個多月第五波疫情持續嚴峻下，新盤市場幾乎出現「消失的兩個月」，發展商近日明顯加快推售步伐，「用十個月賣十二個月個貨」，盡快追回今年一季度的失地。

無可否認在疫情的衝擊下，保守估計今年首四個月整體新盤銷售只有約2000宗左右，較去年同期的4500多宗

勁減55%，即使未來八個月各發展商「千帆並舉」大舉推盤下，相信今年整體新盤銷售頂多可售出約1.5萬至1.6萬宗的水平，較去年全年約1.86萬宗新盤，按年回落兩至三成。

在疫情下整體新盤銷售稍為回落，同時新盤動工量亦顯著回落。根據政府屋宇署的數字，今年首兩個月整體更只有7座洋房展開上蓋工程。相信大家亦理解，由於在過去的第三波以至第四波疫情，均有出現「地盤群組」，發展商的建屋步伐難免受影響，新盤建築進度拖延的同時，部分新地盤的動工亦難免會押後，因此整體動工量自然減少。

運房局公布，未來私人住宅潛在供應達9.9萬伙，但自2019年修例風波以來，加上過去兩年新冠疫情的衝擊下，過去3、4年整體動工量均有減少的現象出現。根據屋宇署提供的數字，2018年整體動工量達1.2676萬伙，2019年動工量亦只有1.2693萬伙，2020年動工減少的情況更為顯著，全年只有7128伙。雖然受去年疫情稍為穩定，全年動工量大幅增至2.1495萬伙，但綜合過去四年平均每月動工量只有1.3498萬伙，比起每年新盤銷售的1.6萬至1.8萬伙為低，未來新盤供求仍然緊張。