

周浩

+852 2509 7582

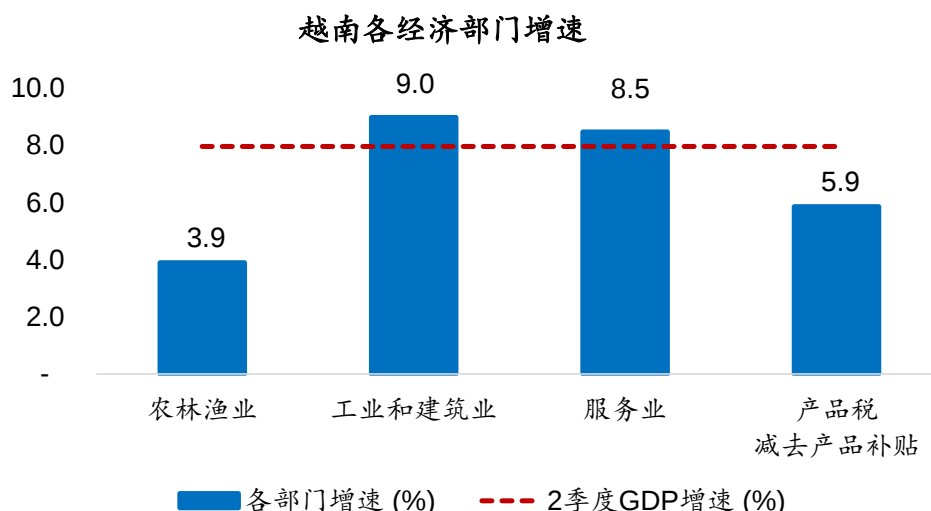
hao.zhou@gtjas.com.hk

黄凯鸿

+852 2509 7214

kaihong.huang@gtjas.com.hk

越南二季度经济：工业景气维持高位



资料来源：越南国家统计局，S&P Global，国泰君安国际。

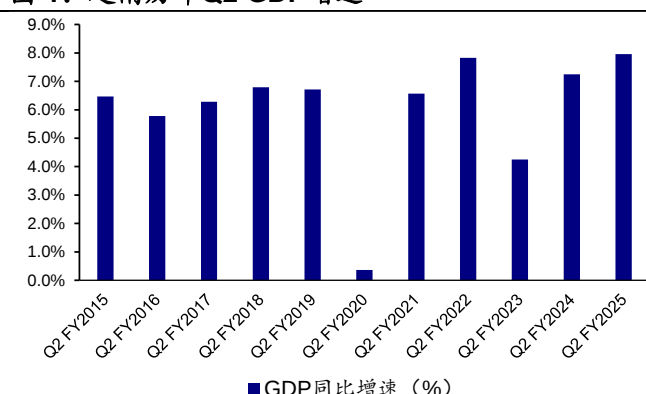
- 越南经济在第二季度加速增长，增长率达到 7.96%，仅低于 2022 年第二季度疫情防控解除后的 8.56% 的增幅。越南政府 2024 年末的扩大生产经营政策也产生重要的影响。服务业仍是占比最大的部门，二季度增长强劲，达到 8.46%。工业和建筑业部门的增长率达 8.97%，为主要部门中增速最高。
- 越南工业总产值在第二季度大幅增长，与 GDP 中工业和建筑业的高增速相契合。增长最快的仍是制造业，供水和污水处理部门在第二季度保持了 11.5% 的稳定增长势头。
- 6 月商品和服务零售总额增长约 8.3%。占零售总额 76.5% 的商品零售额在 6 月出现放缓，增长率为 6.7%，低于上半年 7.9% 的平均增幅，是导致商品和服务零售总额整体增速下滑的一个因素，很可能受来自若干新的税务法规影响，以及越南政府近期开展的打击假冒伪劣商品检查行动。
- 越南 6 月接待外国游客 146 万人次，较 2024 年同期增长 17.1%。尽管增速较高，但正在放缓。来自中国大陆和中国台湾地区、韩国、日本的主要客源近来都出现了增速放缓的迹象。
- 外商直接投资注册总额令人瞩目。截至第二季度末，FDI 注册总额达到了令人瞩目的约 215 亿美元，较 2024 年同期增长约 41.7%。大部分 FDI 仍流向新项目以及现有项目的增资，这部分的注册总额为 182 亿美元。2025 年上半年的 FDI 到位率略有提升，同比增长 8.12%，较第一季度末的 7.13% 有所改善，表明企业和政府机构正以积极主动的态度在越南拓展生产经营。
- 因美国“对等关税”推迟至 2025 年 8 月初实施，越南企业接到了大量合作伙伴的“抢出口”订单。随着生产增加，第二季度的进出口活动也蓬勃发展，6 月份贸易顺差是今年以来的较高顺差月份。
- 越南 6 月份的通货膨胀率继续上升，但尚未对货币政策和国内宏观指标构成巨大压力。药品和医疗服务领域仍是价格涨幅较高的部分，住房和建筑材料的价格涨幅位居第二。

越南第二季度经济强劲增长，稳步朝着 2025 年的目标迈进。不过，该体系中也存在风险，需要密切监测，并在必要时进行干预。在过去一段时间里，最令市场意外的因素是美国总统特朗普的“对等关税”政策已有进展，特朗普总统接连宣布与欧盟、日本以及东盟国家等重要合作伙伴达成税收协议。

越南经济加速增长

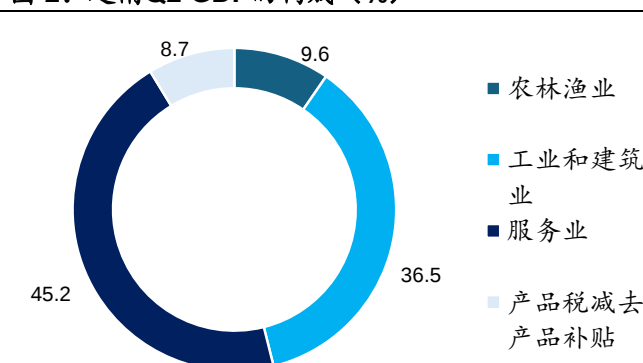
越南经济在第二季度加速增长，与 2024 年同期相比，增长率达到 7.96%，仅低于 2022 年第二季度疫情防控解除后的 8.56% 的增幅。因此，越南 2025 年上半年 7.52% 的经济增速是 2011 年至今的最高上半年增长率。能取得如此强劲的增长，除了在关税暂停期间外国客户增加在越南的订单外，越南政府 2024 年末的扩大生产经营政策也产生重要的影响。

图 1：越南历年 Q2 GDP 增速



资料来源：越南国家统计局，国泰君安国际。

图 2：越南 Q2 GDP 的构成 (%)



资料来源：越南国家统计局，国泰君安国际。

二季度，农业占 GDP 的比重约为 9.6%，低于上一季度的 10.2%。这与降低附加值较低的农业占比，并转向能对经济产生溢出效应的生产部门这一发展方向相符。农业部门第二季度的增长率为 3.89%，与第一季度 3.74% 的增长率基本持平。

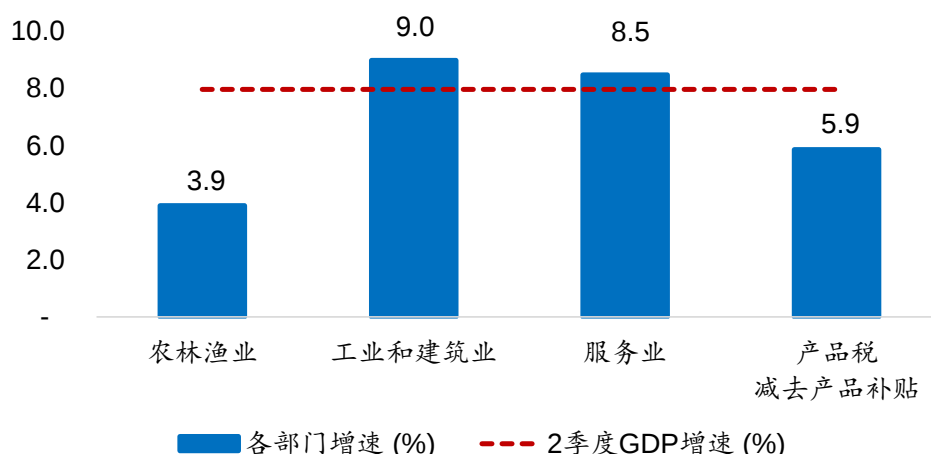
服务业仍是占比最大的部门，在第二季度 GDP 中占比达 45.2%，占比与上一季度的 45.3% 接近。服务业二季度增长强劲，达到 8.46%；上半年的增长率则为 8.14%。约 22% 的服务业产出来自批发与零售业，和汽车与摩托车维修业。由于越南本土龙头制造企业 VinFast 的崛起，服务行业近年实现了突飞猛进的增长。尽管如此，该行业第二季度的增长率为 6.73%，而上半年的增长率为 7.03%，均低于服务业平均水平。更值得注意的是，占服务业 14% 的交通运输和仓储业在二季度和上半年分别增长 9.37% 和 9.82%，反映今年活跃的生产和出口活动。

最后一个关键增长部门是工业和建筑业，其在第二季度 GDP 产出中的占比为 36.5%，略高于上一季度的 35%。工业和建筑业部门的增长率达 8.97%，显著高于上一季度 7.61% 的增幅，使得该部门 2025 上半年的平均增长率达到 8.33%，是主要部门中最高。在各细分行业中，加工制造业占工业和建筑业总产出的近三分之二，在第二季度增长率为 10.75%，继续领跑越南经济。

凭借这些进展，越南经济正稳步朝着 2025 年超过 8.0% 的增长目标迈进。基于今年上半年奠定的重要基础，我们将 2025 年越南全年 GDP 增长率预测上调至 7.8%-8.3%，较此前 7.5%-8.0% 的预测略有提高。

但总体而言，年初越南经济的积极因素在 2025 年下半年可能会逐渐减弱，包括海外主要经济体需求下降、贸易政策不确定性、以及利率和汇率的复杂变动所带来的阻力。

图 3：越南各经济部门增速对比



资料来源：越南国家统计局，S&P Global，国泰君安国际。

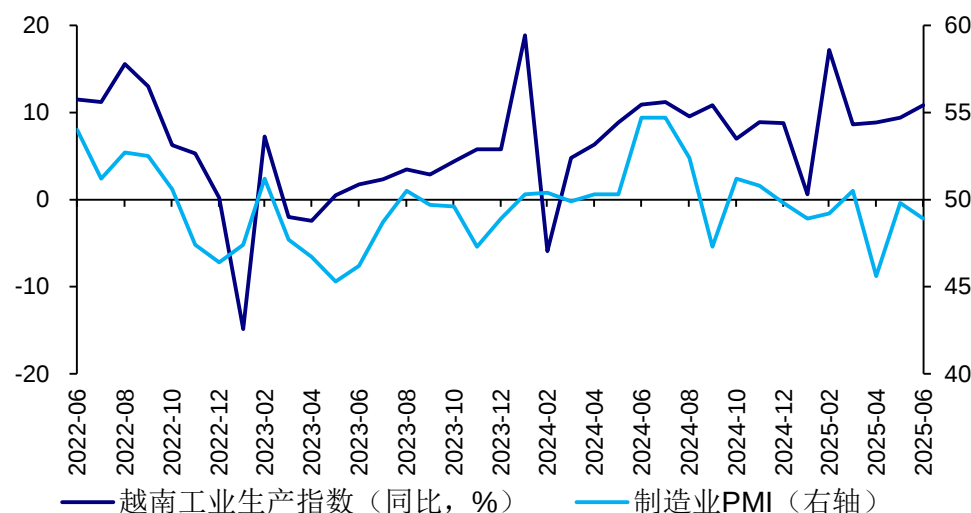
越南工业总产值在第二季度大幅增长，与 GDP 中工业和建筑业的高增速相契合。第二季度工业生产指数（IIP）增长 10.3%，显著高于上一季度 8.3% 的增幅。尽管四分之三的工业生产部门在第二季度加速增长，但发电与供电部门的增速却有所放缓。

首个出现好转的领域是采矿业。尽管与 2024 年同期相比仍下降 1.3%，但降幅较 2025 年第一季度的 4.6% 降幅有所收窄。增长最快的仍是制造业，其增长率为 12.3%，高于上一季度的 9.9%；制造业是越南工业生产的主要部门。供水和污水处理部门在第二季度保持了 11.5% 的稳定增长势头，与上一季度 11.1% 的增幅基本持平。

与此同时，2025 年第二季度发电和供电部门小幅增长 3.8%，低于第一季度的 5.3% 增幅。电力生产下滑的部分原因可能是越南与前期获批项目（约 75% 由外国投资者持有）在可再生电力价格方面存在争议。

尽管越南是推迟实施美国“对等关税”的国家之一，且已与美国达成远低于初始提案的“对等关税”税率，但越南的 PMI 却持续反映国内主要制造商的生产规模和订单量在收缩。截至 6 月底，PMI 录得 48.9 点，低于 50 荣枯线，表明制造业前景不佳。这是 PMI 连续第 3 个月呈现这一趋势，这可能会引发人们对经济增速放缓的担忧，正如 2023 年初，PMI 连续多月低于 50 点。

图 4：工业总产值在第二季度加速增长



资料来源：越南国家统计局，S&P Global，国泰君安国际。

2025 年 6 月，商品和服务零售总额预计为 570.24 万亿越南盾，较 2024 年同期增长约 8.3%。6 月的零售增速从 4 月 (11.2%) 和 5 月 (10.2%) 的两位数增幅回落，使得第二季度商品零售总额增速仅为 9.0%，与往年平均水平相当。整个上半年，剔除价格因素后的零售增速为 7.2%，高于 2024 年同期的 6.0%，但也低于第一季度 7.5% 的增幅。

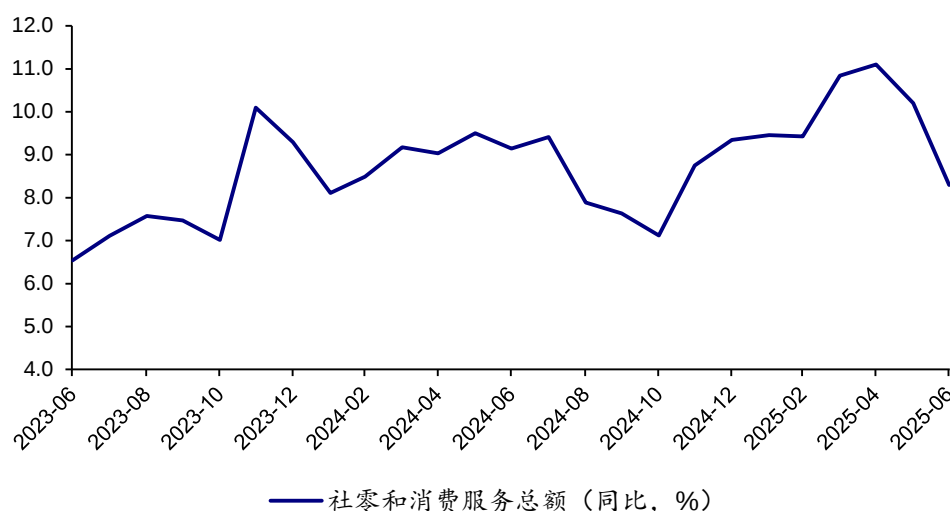
与今年平均水平相比，住宿与餐饮和旅游这两个行业在 6 月仍保持增长，增速分别为 14.1% 和 23.9%，而今年以来这两个行业的平均增速为 14.7% 和 23.2%。不过，这两个行业在商品和服务零售总额中的占比分别仅为 12.0% 和 1.3%。

与此同时，占零售总额 76.5% 的商品零售额在 6 月出现放缓，增长率为 6.7%，低于上半年 7.9% 的平均增幅。导致商品和服务零售总额整体增速下滑的一个因素，很可能是受来自若干新的税务法规影响，以及越南政府近期开展的打击假冒伪劣商品检查行动。

越南 6 月接待外国游客 146 万人次，较 2024 年同期增长 17.1%。尽管增速较高，但正在放缓；6 月的增速低于上半年 20.7% 的累计增速水平。上半年，越南共接待外国游客约 1,070 万人次，这是推动服务产出增长和 GDP 增长的重要因素。

令人担忧的是，来自中国大陆和中国台湾地区、韩国、日本的主要客源近来都出现了增速放缓的迹象。日本游客在总量中的占比最小，约为 3.5%-3.7%，其 6 月的增速仅为 10.2%，低于 2025 年以来 17.2% 的平均增速。中国台湾地区游客占总量约 6.0%-6.5%，6 月下降了 3.8%。中国大陆游客目前占游客总量的 25%-26%，占比最大，但其增速从 2025 上半年 44.2% 的平均增速放缓至 6 月的 27.5%。最后，占游客总量 20.5%-21.0% 的韩国游客数量持续下降。2025 上半年，韩国游客数量平均下降 3.2%，仅 6 月就下降了 8.0%。

图 5：商品和服务零售增速从高位回落



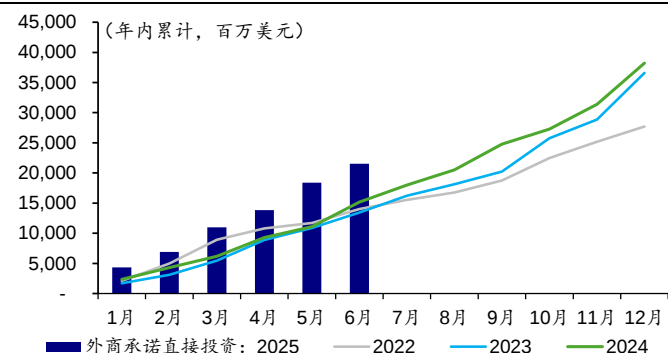
资料来源：越南国家统计局，国泰君安国际。

外商直接投资注册总额令人瞩目

截至第二季度末，越南市场的外商直接投资（FDI）注册总额达到了令人瞩目的约 215 亿美元，较 2024 年同期增长约 41.7%。大部分 FDI 仍流向新项目以及现有项目的增资，这部分的注册总额为 182 亿美元。其余 FDI 注册额则是用于收购国内企业和项目股权。不过，2025 上半年新项目的 FDI 为 92 亿美元，略低于 2024 年同期的 95 亿美元，表明新投资者在越南开设机构时仍持谨慎态度。与此同时，已在越南进行投资的投资者则继续保持信任。

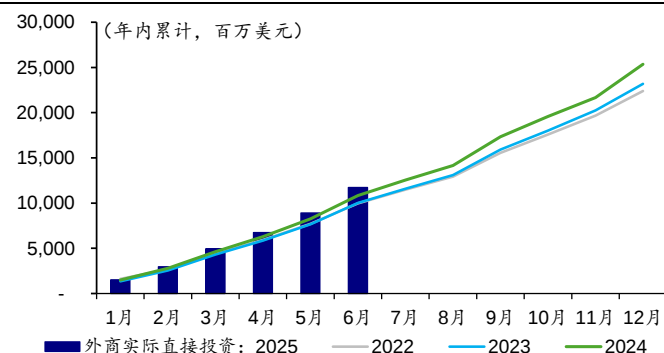
2025 年上半年的 FDI 到位率也略有提升，较 2024 年同期增长 8.12%，到位资金达 117.2 亿美元。这一增速与 2024 年同期（8.18%）基本持平，且较第一季度末的 7.13% 有所改善，表明企业和政府机构正以积极主动的态度在越南拓展生产经营。

图 6：外商承诺直接投资



资料来源：越南计划与投资部，国泰君安国际。

图 7：外商实际直接投资



资料来源：越南计划与投资部，国泰君安国际。

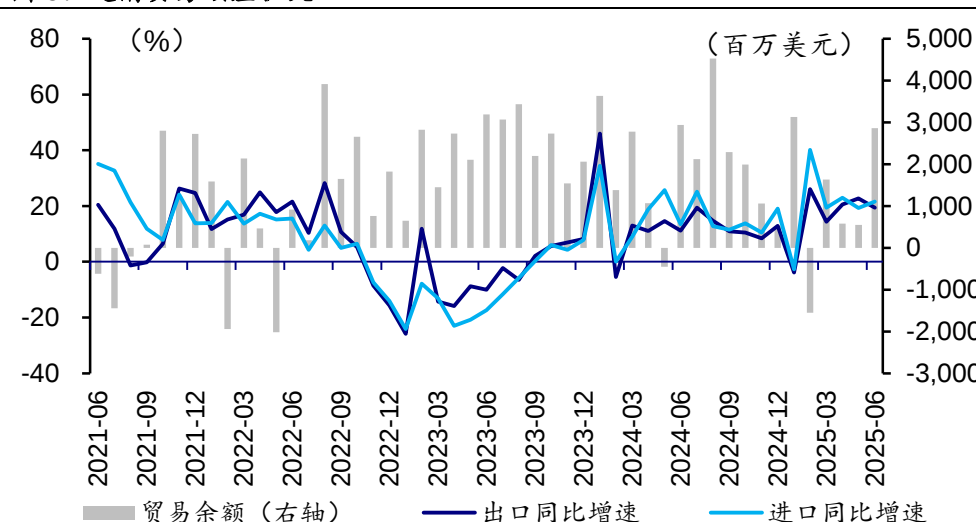
因美国“对等关税”推迟至 2025 年 8 月初实施，越南企业接到了大量合作伙伴的“抢出口”订单。随着生产增加，第二季度的进出口活动也蓬勃发展。相应地，该季度进出口总额达 2,291 亿美元，同比增长约 10%；第一季度进出口总额为 2,024 亿美元，同比增长约 20.5%。

6 月份，越南出口额达 395 亿美元，较 2024 年同期增长 17.4%；进口额达 367 亿美元，增长 20.4%。越南 6 月份贸易顺差 29 亿美元，是今年以来的较高顺差月份，仅低于 1 月份的 31 亿美元顺差。

2025 年上半年累计出口额达 2,193 亿美元，同比增长 15.5%；进口额达 2,122 亿美元，同比增长 19.0%。上半年贸易顺差总计达 72 亿美元，2024 年同期为 116 亿美元。尽管由于进口激增导致顺差下降，但未来出口很可能也会相应增长，有助于越南的贸易平衡继续改善。不过，需要注意的是，越南当前的贸易顺差仅约占总贸易额的 1.7%，这表明出口对进口存在较大依赖，同时也反映出越南国内企业在供应链参与方面存在局限性。

此外，约 66% 的进口和 73% 的出口来自 FDI 企业。2025 年上半年，FDI 企业出口约 1,610 亿美元，进口约 1,390 亿美元，实现顺差约 220 亿美元；而国内企业则出现近 150 亿美元的贸易逆差。这表明越南从贸易顺差中获益有限，导致其在外汇储备积累能力上与其他国家相比存在不足。

图 8：越南贸易顺差扩大



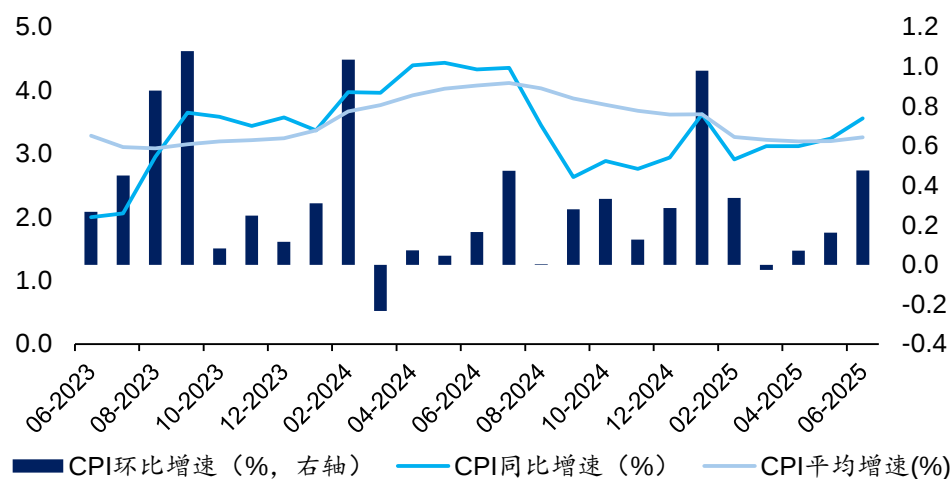
资料来源：越南海关，越南国家统计局，国泰君安国际。

越南 6 月份的通货膨胀率继续上升，达到 3.56%。上半年越南的平均通货膨胀率为 3.27%，尚未对货币政策和国内宏观指标构成巨大压力。

药品和医疗服务领域仍是价格涨幅较高的部分，6 月同比上涨 12.93%，2025 上半年平均涨幅是 9.4%。此外，住房和建筑材料的价格涨幅位居第二，6 月份上涨 7.23%，上半年平均上涨 5.38%。权重最高的食品项占 CPI 权重 33.6%，其 6 月份的涨幅较为温和，为 3.01%，低于 5 月的 3.72% 涨幅。食品项仍保持 3.92% 的较高平均涨幅。

随着越南继续推动信贷增长，放宽财政和货币政策，以实现 2025 年 GDP 增长超过 8.0%的目标，同时为未来几年的两位数增长奠定基础，通胀前景可能会继续变得更复杂，尤其是在国际市场出现冲击。目前，通胀问题虽需监测，但并非越南政府短期的紧急目标。

图 9：越南6月份的通货膨胀率继续上升



资料来源：越南国家统计局，国泰君安国际。

...特此鸣谢国泰君安证券（越南）股份公司的大力支持！

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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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、或者会令国泰君安与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。

©2025 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