



周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

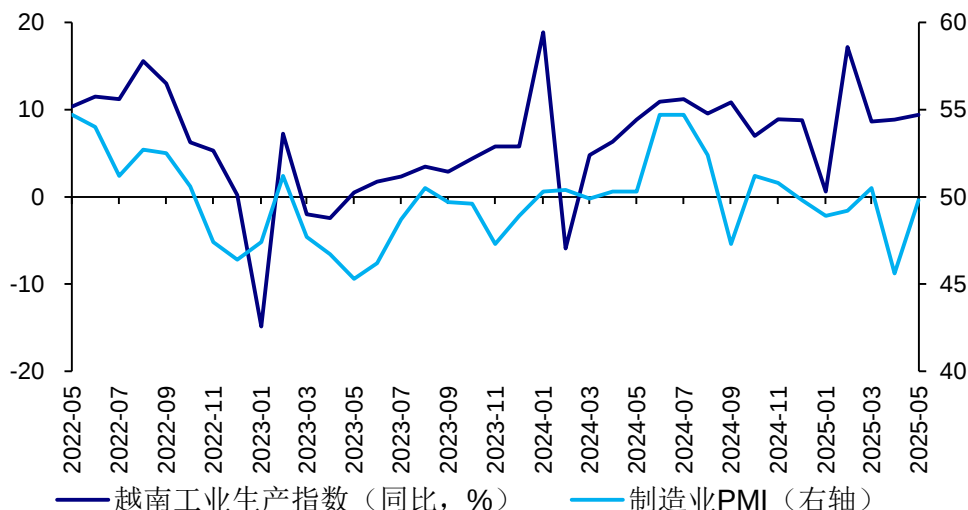
黄凯鸿

+852 2509 7214

kaihong.huang@gtjas.com.hk

越南 5 月经济：抢进口支撑工业生产

越南制造业表现强劲



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 最近几周，世界关注的焦点既不是经济发展或美国总统特朗普的言论，也不是各国的关税谈判进展，而是中东两个国家以色列和伊朗之间的战争。6月13日，以色列单方面袭击伊朗，意图消除伊朗的核项目。在那之前，伊朗仍在与国际原子能机构合作，对其核项目进行监督。伊朗和以色列在经历了12天的对抗后，局势开始降温。然而，伊朗和以色列两国并未正式签署停战协议。伊朗决定停止与国际原子能机构合作，伊朗核设施的担忧并未消退。
- 2025年5月越南工业生产指数增长加速，背后有部分是由于贸易伙伴抢进口行为所致。未来维持当前工业生产的水平可能较为困难，尤其是当前越南的一些主要客户正讨论将产能转移至印度。加工制造业仍是今年增长率最高的部门，供水、水处理和废物处理部门成增长为第二快的部门。
- 商品和服务零售也正在成为新的亮点。在2022年底增长率下降并在随后几年横盘整理后，今年商品和服务零售额逐渐上升。5月商品和服务零售总额增长率录得10.2%，使今年前5个月的增长达到9.7%，高于2024年前5个月的8.8%。剔除通胀因素，2025年前5个月商品和服务零售增长率将达到7.4%，也高于2024年前5个月的5.4%。
- 越南5月的注册外国直接投资资本增长令人印象深刻，达到45.7亿美元。今年越南的FDI总额已达到183.9亿美元，较2024年同期增长51.2%。今年FDI的增加大部分来自现有项目的增资和对越南企业的入股出资。在美国推迟关税后，越南的进出口活动继续加速。外国直接投资部门继续成为进出口的领导者，5月占越南出口的78%和进口的72.2%。
- 越南通胀率从4月的3.12%小幅上升至5月的3.24%。食品价格上涨仍然存在，今年前5个月上涨3.98%，仍将是通胀的主要压力因素。住房和建筑材料是第二大因素，前5个月其价格增速为5.27%。越南当局意识到这些压力，并采取了多项措施来控制通胀。

最近几周，世界关注的焦点既不是经济发展或美国总统特朗普的言论，也不是各国的关税谈判进展，而是中东两个国家以色列和伊朗之间的战争。6月13日，以色列单方面袭击伊朗，意图消除伊朗的核项目。在那之前，伊朗仍在与国际原子能机构合作，对其核项目进行监督。伊朗和以色列在经历了12天的对抗后，局势开始降温。然而，伊朗和以色列两国并未正式签署停战协议。此外，伊朗决定停止与国际原子能机构合作，伊朗核设施的担忧并未消退。

5月越南工业生产活动增长强劲

2025年5月越南工业生产指数（IIP）同比增长9.4%，前值为8.85%。1-5月工业生产指数累计同比增长8.8%。然而，这一增长背后有部分是由于贸易伙伴要求在美国关税暂停期间加速生产，以增加储备，从而限制暂停期结束后关税提高可能带来的负面影响。因此，未来维持当前工业生产的水平可能较为困难，尤其是当前越南的一些主要客户（如苹果和三星）正讨论将产能转移至印度，而印度似乎比其他国家更受特朗普先生的优先考虑。

5月采矿业增长1.2%，而4月是下降4.7%；今年前5个月下降3.4%。这源于原油和天然气开采行业从上月的-11.1%中恢复，降幅收窄至5月的0.6%。此外，采矿和矿石开采支持服务也录得5.8%的增长，而4月是同比-23.5%。

加工制造业仍是今年增长率最高的部门，5月同比增长11.0%，2025年前5个月累计增长10.8%。越南一些传统优势行业录得快速增长，如纺织业（5月增长10.1%）、服装制造业（18.1%），尤其是家具业（32.4%）。自特朗普总统发起贸易战以来，家具行业是越南受益于产业链重构最多的行业。

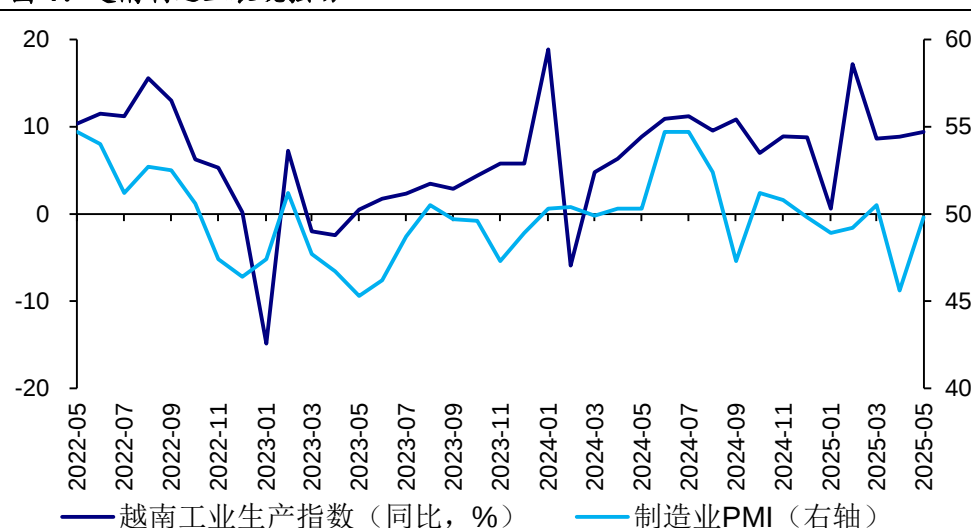
与此同时，5月电子产品、计算机和光学产品的生产保持8.3%的增长，4月增幅为8.5%，表明手机、平板电脑和笔记本电脑的外国制造商仍在按年初计划执行。这部分原因是由于当前不是生产旺季（通常在第三季度末，当苹果和三星等公司推出新产品型号时），并且如前所述，订单正在向印度市场转移，尽管这一趋势仍然缓慢并遇到许多障碍。

此外，供水、水处理和废物处理部门也表现良好，5月同比增长11.3%，前5个月累计增速10%，成增长为第二快的部门。电力部门在5月增长3.3%，使今年的平均增长率达到4.3%。

引起工业生产可持续性担忧的迹象来自采购经理人指数（PMI），5月该指数录得49.8，从4月因关税担忧而深度下跌的45.6中恢复。即便如此，49.8的水平表明制造商继续对制造业在低迷月份无增长感到担忧。

据标普全球越南PMI的数据，未来出口订单正经历急剧下降。与此同时，由于关税暂停，产出生产恢复良好，企业也认为越南可以谈判合理的关税水平。鉴于特朗普预计最早在7月初宣布关税，且越南已积极参与3轮正式谈判并与特朗普政府官员进行多次交流，完全有理由预期关税将低于原计划的46%。

图 1：越南制造业表现强劲



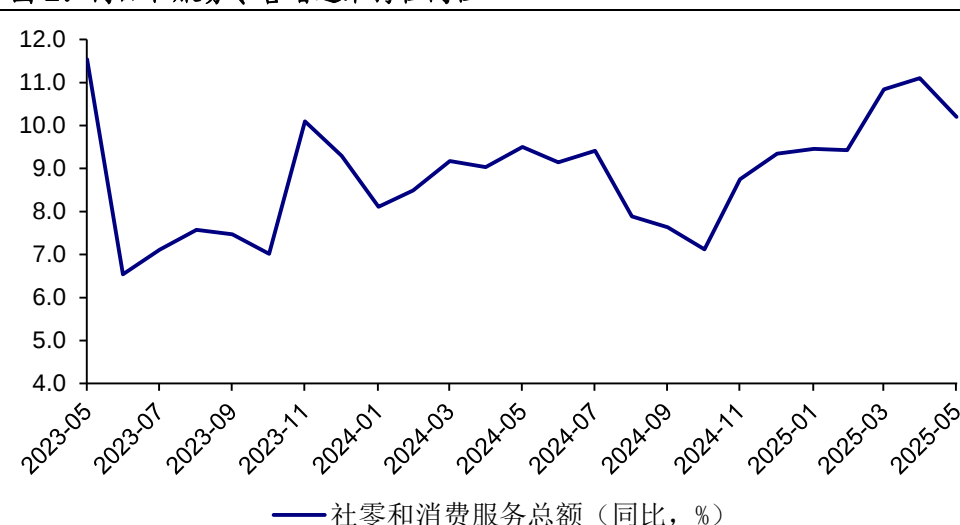
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

2025 年，商品和服务零售也正在成为新的亮点。在 2022 年底增长率下降并在随后几年横盘整理后，今年商品和服务零售额逐渐上升。5 月商品和服务零售总额增长率录得 10.2%，使今年前 5 个月的增长达到 9.7%，高于 2024 年前 5 个月的 8.8%。剔除通胀因素，2025 年前 5 个月商品和服务零售增长率将达到 7.4%，也高于 2024 年前 5 个月的 5.4%。

商品零售在零售总额中占比仍最高，5 月达 76.5%，同比增长 8.0%，是今年的平均增长率。今年前 5 个月商品零售额正以 8.2% 的速度增长。

住宿和餐饮服务在零售商品中占比较小，占零售总额的 11.9%。然而，5 月达到 19.1% 的增长成为商品零售的重要增长驱动力，前 5 个月的平均增长率也达到 15.2%。尽管它占零售总额的比例不到 1/8，但贡献约 20.6% 的总增长。

图 2：商品和服务零售增速维持在高位



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

旅游观光也是今年增长的亮点，5月增长率达到35%，前5个月累计增长达24.7%。然而，由于其仅占零售总额的1.4%，该部门的贡献有限。5月越南国际游客人数达到1,528,352人次，与上年同期相比继续小幅下降，或是由于当月没有任何重大旅游景点活动。5月越南游客人数同比增长10.5%，低于前5个月的21.3%的整体增幅。5月82%的访越游客乘搭飞机，约17%的游客通过陆路，其中大部分来自中国。

亚洲，尤其是中国继续占越南游客的很大比例（分别占比82%和27%）。韩国游客占比为21%。中国继续成为旅游增长的重要驱动力，5月增长14.1%，前5个月增长47.2%，但韩国当月下降9.3%，前5个月下降2.4%。在剩余市场中，俄罗斯游客占比3.0%，几乎与日本占比4.0%相当，且俄罗斯游客的增长率最高。

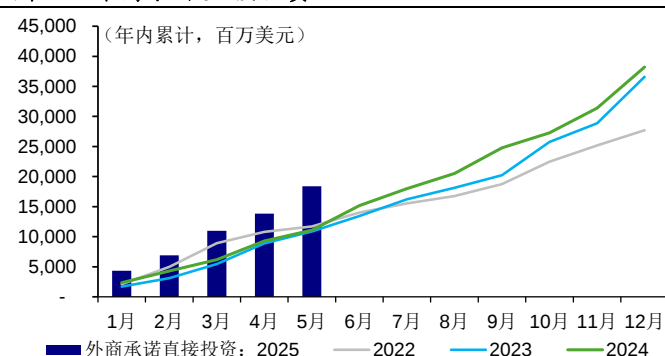
外国直接投资资本表现亮眼

越南5月的注册外国直接投资资本（FDI）增长令人印象深刻，达到45.7亿美元。今年越南的FDI总额已达到183.9亿美元，较2024年同期增长51.2%。今年FDI的增加大部分来自现有项目的增资和对越南企业的入股出资。与此同时，5个月后新注册的FDI达到70.2亿美元，同比下降11.6%。

尽管同比下降，但新注册FDI的下降主要出现在今年前4个月；自5月以来，新注册FDI再次增加。如果与美国的关税条件继续保持积极，新资本流动或更稳定地回流越南。今年前5个月的FDI支出也达到89亿美元，较2024年同期增长7.9%。

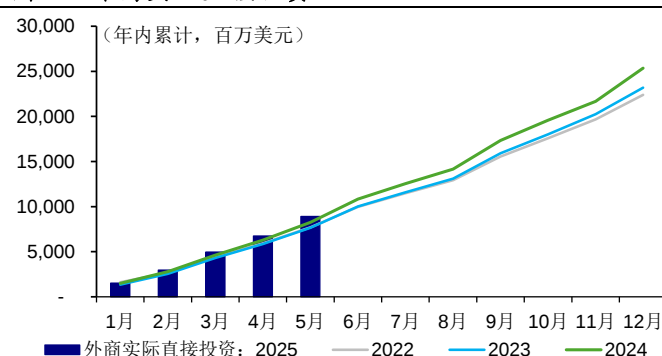
总体而言，承诺的FDI增长和支出多年来一直是越南经济的主要驱动力。然而，随着世界模式从全球化转向本地化，FDI的作用将逐渐下降，这与希望专注于吸引高质量FDI而不是专注于数量的趋势一致。短期内，越南对FDI的吸引力将在很大程度上取决于美国的关税政策。这与美国是越南最大的出口市场有关；2024年贸易顺差约1,200亿美元，高于越南的总贸易顺差（约250亿美元）。

图 3：外商承诺直接投资



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图 4：外商实际直接投资



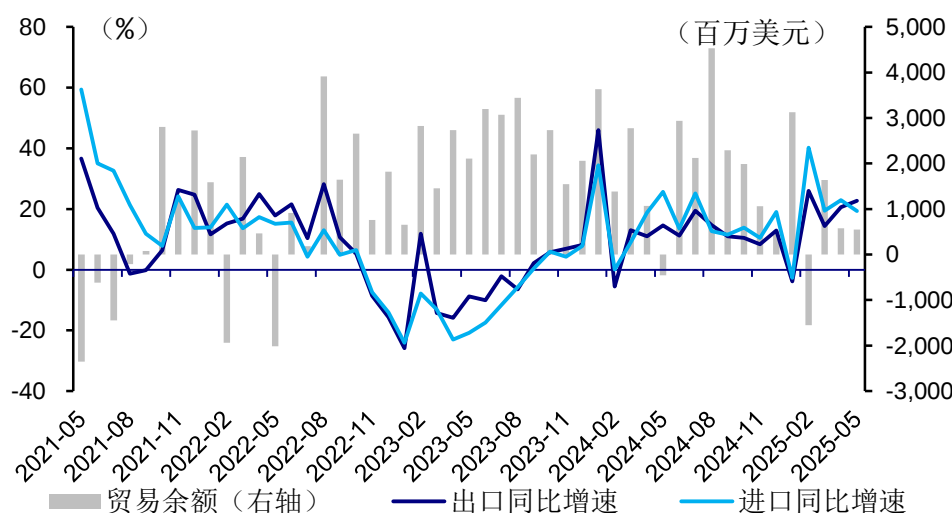
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

在美国推迟关税后，越南的进出口活动继续加速。因美国企业抢进口行为，出口增长自3月以来稳步回升，5月达到22.7%的高点。前5个月越南出口额达到1,798.5亿美元，同比增长15.1%。

越南进口也急剧增加。前5个月越南进口额录得1,755.1亿美元，较去年同期增长18.8%。5月单月进口390.5亿美元，而出口396亿美元，贸易顺差5.51亿美元。前5个月贸易顺差43.4亿美元。

外国直接投资部门继续成为进出口的领导者，5月占越南出口的78%和进口的72.2%。这一比例高于外国直接投资部门今年的平均份额（出口的72.2%和进口的64.6%），表明该部门近年来已提高其产能以满足美国等市场的需求。外国直接投资部门也继续是越南贸易顺差的主要贡献部门，录得165亿美元的贸易顺差，表明国内部门存在约122亿美元的贸易逆差。

图 5：越南维持贸易顺差



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

越南通胀率从4月的3.12%小幅上升至5月的3.24%。尽管如此，平均通胀率仍为3.21%，与前一个月的3.2%大致持平，远低于上年目标（低于4.0%）以及今年目标（低于4.5%）。从各类别来看，食品价格上涨仍然存在，今年前5个月上涨3.98%。食品和饮料在CPI一篮子商品中占比很高，约33.6%，对通胀影响较大。在大米和猪肉等一些基本商品价格趋于上涨的压力下，尽管越南政府仍在控制，但这很可能仍将是通胀的主要压力因素。住房和建筑材料是第二大因素，占CPI权重18.8%，前5个月其价格增速较高，为5.27%。降低住房和建筑材料价格的几项措施正在实施中，但尚未产生显著效果。总体而言，这也仍然是2025年通胀可能面临较大压力的领域。

此外，国际地缘政治局势对油价造成影响。最近，因以色列和伊朗战争，国际油价上涨，越南工业和贸易部已两次调高油价。尽管局势和油价都已降温，爆发的风险无法完全排除。油价拉低今年前 5 个月通胀率 0.6 个百分点，如果油价大幅上涨至 120 美元，越南运输价格的上行压力将增加。越南当局意识到这些压力，并采取了多项措施来控制通胀。包括全国学生学费减免。然而，这些措施只能在短期和中期减缓越南通胀回升的压力，而提高劳动生产率、并增加经济产出，叠加适当调整货币供应量或许是从长远角度降低通胀的路径。

...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