

研报精选

2023年1月2日 第103期

宏观专栏

12月PMI点评：短期供给受到影响更大

12月中国制造业PMI环比下降1.0ppt至47.0%，低于Bloomberg的预测中值47.8%，连续第三个月位于收缩区间。具体来看，疫情对供需两端的影响皆有所上升，供给端所受的影响大于需求，服务业所受的影响更甚于制造业。报告预计，随着疫情影响逐渐缓解，中国的经济活动或将改善。

从海外经验看疫后通胀

报告认为，2023年上半年，疫情扩散或在初期压制国内消费和投资，整体通胀或仍温和。下半年随着疫情影响消退，前期财政投放带来的过剩储蓄释放，消费和投资需求或将提速，核心CPI和PPI通胀中枢将上升。

专题聚焦

汽车及出行设备2023年展望：继往开来，欲扬先抑

报告认为，2023年中国汽车需求或将欲扬先抑，电动智能加速推进大变革，新能源汽车销量增速趋缓但无需过度悲观，关注需求结构和市场格局演变。库存周期开始进入主动去库阶段，后续轮转需要密切跟踪。

从“带疫解封”到经济腾飞——越南疫后重启之路

2021年10月，在产业链外迁和经济衰退的压力下，越南宣布“带疫解封”。随着疫苗接种推广和病毒毒性降低，2022年越南内需拉动服务消费复苏，经济快速反弹。但越南经济仍面临挑战，2023年或难保持高增长态势。

宏观专栏

12月PMI点评：短期供给受到影响更大

12月制造业PMI环比下降1.0ppt至47.0%，低于Bloomberg预测中值（47.8%），连续第三个月位于收缩区间。12月疫情影响再度上升，供需两端皆受到较大影响，供给端所受的影响大于需求，服务业所受的影响更甚于制造业。但随着疫情对于经济的影响逐渐缓解，我们预计经济活动或将逐步改善。

疫情对供需两端的影响皆有所上升。12月疫情影响再度上升，PMI环比下降1.0ppt至47.0%，为2020年1月以来的次低点，低于2022年4月的47.4%，高于2020年2月的35.7%。疫情对供需两端都产生了影响，供给方面的影响主要体现为集中感染后带来的短期劳动供给不足，以及对物流造成一定阻碍；需求方面主要是感染和避险导致的需求下降。生产下滑幅度略高于需求，12月新订单环比下滑2.5ppt至43.9%，生产环比下滑3.2ppt至44.6%。供给端物流也受到了较大影响，供应商配送时间分项环比下降6.6ppt至40.1%，高于2022年4月的37.2%，显示虽然供应商配送时间延长幅度较大，但是物流限制要好于2022年4月。相较之下，12月疫情造成感染上升使得短期劳动力供给不足对生产造成的影响更为显著，从业人员环比下降2.6ppt至44.8%，低于2022年4月的47.2%。统计局¹也表示：“反映劳动力供应不足的企业比重高于上月6.5个百分点。”

这种影响也体现到了库存和价格分项上。从库存来看，原材料库存环比上升0.4ppt至47.1%，产成品库存环比下降1.5ppt至46.6%，或体现了生产所受的影响大于物流。从价格来看，主要原材料购进价格和出厂价格分别环比上升0.9ppt、1.6ppt至51.6%、49%，或也部分体现了供给端所受的影响。

分行业来看，绝大多数行业PMI环比下滑，计算机通信电子设备及仪器仪表制造业(-9.4ppt)、农副食品加工业(-8.2ppt)、电气机械及器材制造业(-6.8ppt)排名前三。而且大多数行业都受到了劳动力供给不足的影响，从业人员分项有所下滑，排名前三的行业是电气机械及器材制造业(-14.2ppt)、汽车制造业

¹ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202212/t20221230_1891389.html

(-11.6ppt)、化学纤维及橡胶塑料制品业(-8.5ppt)。环比改善的行业一是资本密集型的高耗能行业，基础原材料行业PMI环比上升0.5ppt至47.4%；二是医药制造业，虽然其从业人员分项环比下降6.5ppt，但是PMI环比上升10.9ppt。

服务业所受的影响更甚于制造业。12月服务业商务活动指数环比下降5.7ppt至41.6%，也为2020年1月以来的次低点，低于2022年4月的40.0%，高于2020年2月的30.1%。而且对于服务业整体来说，虽然从业人员分项环比下滑了2.8ppt至42.4%，但是新订单环比下滑4.0ppt至37.4%，或显示相比制造业来说，服务业的需求冲击更甚于供给，导致服务业投入品价格环比下降1.2ppt至50.1%。分行业来看，居民服务及修理业(-20.6ppt)、零售业(-13.7ppt)、水上运输业(-11.1ppt)环比下降幅度排名前三；航空运输业(+23.5ppt)、文化、体育和娱乐业(+11.4ppt)、电信广播电视和卫星传输服务业(+1.6ppt)环比上升幅度排名前三。

建筑业相对仍有一定对冲。12月建筑业商务活动指数环比下降1.0ppt至54.4%，从业人员分项环比下降1.4ppt至45.7%，降幅相对均较小，仍有一定对冲。“保交楼”等地产政策带动下，房屋建筑业和建筑安装装饰及其他建筑业分别环比下降0.4ppt和上升6.8ppt。受疫情和施工淡季影响，土木工程建筑业环比下降5.2ppt。

以上观点来自：2022年12月31日中金公司研究部已发布的《12月PMI点评：短期供给受到影响更大》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

从海外经验看疫后通胀

主要经济体放开后6-12个月CPI同比大多抬升，但通胀走势和升幅与政策支持力度和收入、放开秩序和时间相关。政策力度越大、收入上升越多的经济体，通胀抬升越高（如美日韩）。放开越有序、需求瞬时冲击越小（日韩新），放开早、病毒毒性强、劳动损失越大（美英），通胀中枢越高。越南与中国香港出现一定医疗挤兑，中国台湾先放开后达峰，放开后通胀走低或持稳。

对中国大陆而言，从政策和收入看，疫情三年财政支持力度虽不低，我们预计疫情影响消退后财政乘数上升支撑内需，但疫情影响较久，过去三年可支配收入增速低于疫情前，或影响消费反弹高度。从放开时间看，主动放开意味着先放开后达峰，需求短期或承压，下半年或加快释放，且奥密克戎变异株毒性减弱，劳动损失或偏少，核心CPI和PPI同比或前低后高，但总体通胀中枢难及美欧。

政策力度越大，可支配收入越高，消费越有支撑，通胀越高

从广义货币看，疫后主要经济体都做了较大的货币扩张，M2同比普遍创新高，其中美国货币扩张最多，疫后M2同比高点较2019年高出22个百分点，CPI通胀也最高。而越南货币扩张较少，通胀也相应较低。从财政支持看，美国和日本疫情三年广义财政赤字力度较大，通胀中枢显著高于疫情前。

但从需求看，“财政货币——可支配收入——最终消费”的传导仍有不确定性，放开后需求是否强劲还要看收入的情况。政策支持力度（财政和货币投放）能否弥补疫情对收入的负面冲击，关键是看居民实际可支配收入增速能否恢复到疫情前水平，美国、日本和韩国开放前的可支配收入增速已经超过疫情前水平，开放后一年消费亦较强劲，实际消费支出的增速超过或接近疫情前。英国尽管财政赤字和M2增速较高，但由于疫后经济受冲击较大，可支配收入

² 国务院联防联控机制2022年12月20日新闻发布会上指出，流行的奥密克戎株和过去既往流行的其他变异株相比，致病性有所减弱。<http://www.nhc.gov.cn/xcs/s3574/202212/a9510969ad85461297016f6ad1c87770.shtml>

仍较疫情前有较大的差异，开放后实际消费支出增速亦低于疫情前2个百分点，因而需求或非英国通胀高企的主导因素。

放开越有序、时间越早，通胀中枢越高

从放开秩序看，1)日本、韩国、新加坡放开前准备充足，提高免疫基数、分级诊疗、科学引导、明确预期，放开较为有序，放开后对消费的瞬时冲击较小，线下零售娱乐活动较疫情前降幅都在20%以内，通胀中枢较高；2)越南和中国香港前期防控较好，但放开初期医疗资源出现了一定程度的挤兑，死亡率一度上升较多，零售娱乐活动较疫情前一度下降74%和43%，尽管对感染的担忧使得劳动参与率损失也较大，但由于需求承压更多，放开初始CPI通胀（总体、食品、核心）均下行；3)中国台湾主动放开（先放开后达峰），放开后零售娱乐活动幅也一度降达-37%，CPI通胀亦偏温和，其中食品通胀上升、核心和服务通胀下降。

从放开时间看，放开越早，病毒毒性强，劳动参与率下降越多，供给受影响越大。美英在原始毒株时管控就较松，Delta之前（2021年3-4月）就实质性开放，由于病毒毒性较强，美国因后遗症减少工作或不工作即达160万人，因担心感染而提前退休约145万人，同时还有疫情后需照顾小孩而退出劳动力市场的妇女。目前美英的劳动参与率较疫情前趋势仍有1.5和1.8个百分点的差距，在主要经济体中排序靠前，供给受损压力大，通胀中枢较高。特别是英国在需求偏弱的环境下，通胀高企更多是供给因素所致。

中国启示：通胀中枢或抬升，但难及发达经济体

中国政策力度不低。从政策支持看，中国的M2同比高点已达12.4%，创六年新高。中国疫后财政力度不弱，2022年各主要经济体财政退坡之下，中国继续进行了大额财政投放（与2020相仿），IMF估计的疫情三年平均广义财政收支占GDP之比达-8.2%，在主要经济体中居于前列。但疫情影响越久，财政力度也要越大。我国财政力度仍未完全对冲疫情对收入的影响，居民实际可支配收入增速较疫前仍有2ppt的差异。我们预计，疫情影响消退后，财政乘数将上升，居民前期积累的过剩储蓄释放，有利于消费恢复，但过去三年收入损失未完全

弥补或一定程度影响消费反弹高度。

从放开秩序看，主动放开意味着先放开后达峰（类似中国台湾），短期对线下消费仍将存在一定的压制。从高频数据显示，12月中旬以来，人流（市内通勤的地铁客运量和拥堵延时指数、跨区域流动的百度迁徙指数）和物流（整车货运量）均出现下滑。从海外经济体放开前后感染情况看，达峰回落或需经历1-2个季度的时间。**从放开时间看**，中国大陆有后发优势和前车之鉴，病毒毒性弱，劳动力损失或低于美欧港（中）越。

2023年需求复苏或将经历上下半场，核心CPI和PPI同比或前低后高。上半年，感染的扩散或在初期压制消费和投资，生产或领先消费复苏，尽管有猪菜低基数和猪周期上行支撑（能繁存栏和猪粮比或预示2023年1季度末触顶），但近月数据显示猪菜价格亦受疫后需求影响，且核心和服务通胀压力或不大，整体通胀或仍温和；下半年，随着疫情影响消退，前期财政投放带来的过剩储蓄释放，消费和投资需求或将提速，供求缺口收窄，国内大宗价格或随投资恢复有实质支撑，国际大宗虽有海外需求阴霾制约，后期或亦能受到中国需求恢复的提振，核心CPI和PPI通胀中枢将上升。我们预计CPI同比四个季度或在2.3%、2.4%、2.2%和2.5%，全年或在2.4%左右，PPI同比四个季度或在1.0%、1.1%、1.9%和2.1%，全年或在1.5%左右。

以上观点来自：2022年12月26日中金公司研究部已发布的《从海外经验看疫后通胀》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

汽车及出行设备2023年展望：继往开来，欲扬先抑

我们认为，2023年汽车需求欲扬先抑，电动智能加速推进大变革，新能源增速趋缓但无需过度悲观，关注需求结构和市场格局演变。库存周期开始进入主动去库阶段，后续轮转需要密切跟踪，关注价值型、强成长型以及业绩高速增长兑现确定性强的标的。

我们预计2022年/2023年汽车批发销量分别为2,664/2,738万辆，YoY+1.5%/+2.8%。展望2023年，补库周期结束，但出口持续增长和刺激政策托底，我们认为乘用车批发总量有望保持平稳微增，我们预计2023年乘用车批发/上牌量分别为2318/2034万辆；新能源销量增长确定性强，2023年销量有望达900万辆，PHEV增量更为显著，带动新能源渗透率有望增至39%。我们判断，在政策利好、出口加速、环保要求升级等多因素共振下，2023年货车需求有望边际回暖，我们预计2023年重卡/轻卡销量分别约为90/195万辆。

乘用车：2023年总量平稳，新能源市场进入慢增期，关注结构变化和车型周期

我们认为，疫情对短期供需可能形成扰动，但利好中长期汽车消费景气度回升。结合海外经验，我们认为2023年2季度疫情形势逐步稳定后，伴随刺激政策较强支撑下，到店客流、终端消费需求有望改善；产量及批发方面，当前渠道库存水平逐步回归常态，出口有望取代补库平滑批发销量。基于当前疫情可控、政策优化的中性假设下，我们预计2023年批发/上牌量微增，分别为2318万辆/2034万辆左右。受益于中国车企前瞻布局出海+大制造基地优势，我们预计2023年出口量有望超越350万辆。

我们认为新能源依旧为增长确定性最强的细分赛道，但从渗透率的角度看，国内市场新能源渗透率达到30%，经过2020年及以前的导入期、2020-2022年的加速期之后，我们认为或进入慢速增长期，尤其针对渗透率较高的BEV市场，渗透率稳步提升或者波动中提升或称为新常态。考虑购车客群中换购增购比例提升，我们认为技术革新/成本下降/配套完善下电动车型产品竞争力强化，为

带动渗透率继续向上突破的核心驱动。

我们预计新能源乘用车销量有望达900万辆，BEV及PHEV分别为580/320万辆，同比+17.6%/+116.6%，其中：1) 10-30万元之间的大众市场为主要增量来源，但30万元以上市场渗透率可能进入阶段性平台期，我们认为明星车型上量或有望带动瓶颈突破；2) PHEV销量增速有望超过纯电车型，占比有望超越35%。格局方面，BEV新车数量多，竞争更为激烈，市场格局可能进入剧烈变动期，保持持续的新产品输出是保障市场份额提升的必要前提，产品周期异常关键；混动市场格局相对优良，中期来看比亚迪“一超”地位较为稳固，其他强势自主品牌逐步追赶、车型供给增加，但可能需要走过较长的消费者培育期。细分市场而言，我们认为20-30万元SUV/30万元以上轿车、新能源MPV、PHEV轿车尚为“蓝海市场”，2023年各大品牌均着力完善现有车型矩阵，有望填补空白。

零部件：电动智能方兴未艾，寻找量价利多维共振机会

我们从“量”、“利”、“价”三个角度分别梳理投资机会及相关标的。1) 量：针对2023年汽车零部件市场格局的变化，我们主要看好零部件国产替代、新能源整车端新参与方及新周期的机会。2) 利：我们选取净利率有望迎来企稳反弹的标的；3) 价：我们认为需要寻找能够实现技术持续提升、有集成化和垂直整合可实现性，以及渗透率不断提升的成长性较强赛道对应的标的。我们根据整车四大功能域划分（智舱域、智驾域、动力域、底盘车身域），梳理出各域中相对应的赛道机会与零部件标的。

商用车：至暗时刻已过，静待行业回暖

重卡：地产基建政策改善、出口市场发力、柴油国四标准切换、更换需求上移多因素共振，我们预测2023重卡销量90万辆，同比+32%。同时，我们观察重卡行业两大趋势显现：1) 换电与燃料花开两朵，重卡积极拥抱新能源化；2) 抓紧海外需求复苏与供应链危机契机，国产企业着力掘金海外市场。

轻卡：蓝牌新规落地进一步规范化运营阶段，单车运力下降刺激轻卡中长

期需求中枢上移。我们预计随着疫情影响淡去、经济形势好转，2023年轻卡销量有望恢复到195万辆，同比+21%；未来3-5年迎来规划整治的繁荣期。

后处理：国六切换带动ASP提升、国四非道路打开市场空间，单车价值量提升+成本优势推动国产替代加速，23年或将实现业绩反转。

二轮车：量价齐升逻辑延续，大排量摩托景气不减

电动二轮车：销量方面，我们认为产品认知变化带动消费群体扩展，成为行业销量增长的主推力之一，我们预计2022年电动两轮车销量约为5500万辆，2023年有望稳健增长，行业中长期销量中枢有望维持在5000万辆左右。单价方面，我们看到各大厂商着力提升产品电动化能力，解决消费者痛点对售价中枢提升的带动较为明显。基于龙头品牌话语权增强、规模效应进一步释放和垂直产业链整合贡献，我们认为龙头利润高增的确定性较强。

大排量摩托：2022年大排量摩托延续高增，全年销量有望达55万辆。疫情或为外部刺激因素之一，但本质上是休闲娱乐需求增长、供给端产品丰富优化、价格带下探共同驱动。我们认为供需两旺有望带动2023年大排量摩托延续高增趋势，至2025年行业销量规模存在翻倍以上空间；竞争格局或趋于激烈，我们认为这是成长期行业发展的必经之路，我们看好品牌、渠道、产品等综合能力领先的头部摩企，有望在行业高 β 基础上兑现更强劲的收入和业绩增速。

以上观点来自：2022年12月27日中金公司研究部已发布的《汽车及出行设备2023年展望：继往开来，欲扬先抑》

邓学 分析员 SAC 执证编号：S0080521010008 SFC CE Ref: BJV008
常菁 分析员 SAC 执证编号：S0080518110003 SFC CE Ref: BMX565
任丹霖 分析员 SAC 执证编号：S0080518060001 SFC CE Ref: BNF068
库静兰 分析员 SAC 执证编号：S0080522080010
荆文娟 联系人 SAC 执证编号：S0080121010058
罗善文 联系人 SAC 执证编号：S0080121080251
樊建岐 联系人 SAC 执证编号：S0080121080144
杨东冀 联系人 SAC 执证编号：S0080121080020
陈雅婷 联系人 SAC 执证编号：S0080122010089
司颖 联系人 SAC 执证编号：S0080122070162

专题聚焦

从“带疫解封”到经济腾飞——越南疫后重启之路

2021年10月，历经Delta疫情期间大面积、长时间封锁后，越南宣布“带疫解封”。一年过去，目前越南基本所有行业的生产活动均恢复至疫前水平，从重启走向高增长。同时，2022年越南GDP增长亮眼，初步预计同比增长8.02%³，升至近十年来最高水平，也高于越南国家统计局6.0%-6.5%的官方增长目标。尽管存在2021年Delta导致经济衰退的低基数因素（-6.0%），但越南疫后复苏成绩较好更多取决于其自身强劲的经济动能。

本篇报告梳理越南经济重启历程，并聚焦越南疫后经济复苏之路的“喜与忧”。一方面，“喜”在于自2021年10月放开严格封控后，越南经济反弹节奏快、复苏全面，增长领先东南亚国家。另一方面，“忧”在于越南作为外向型经济体，其经济表现受制于外部局势变动。全球经济增长的不确定性将使越南面临增长放缓的压力，2023年经济增速或难延续重启初期的高增长趋势。

一、内外双重压力，越南放松“清零”政策

从2020年3月新冠病毒全球大流行至今，越南经过“严格抗疫-Delta失控-放松管控”三个阶段，经济表现对应“稳步增长-创纪录萎缩-企稳复苏”。

在疫情发生的最初一年半，越南是“抗疫优等生”。从2020年1月至2021年4月，越南经历三波疫情。截至2021年4月底，越南累计新冠确诊人数约3,000人，不到总人口0.01%。由于疫情传播在早期切断，疫情对经济影响较小，越南成为少数在2020年四个季度GDP均保持正增长的国家。

2021年春夏之交，Delta疫情引发越南重点经济区域大范围、长时间封控。2021年4月开始，越南出现零星Delta病例，在北江、北宁工业区迅速蔓延，而后传入胡志明市，导致胡志明市经历自5月底至9月底长达四个月的封锁⁴。在大范围封控应对下，越南统筹疫情防控和社会发展的“双重目标”面临挑

³ <https://www.gso.gov.vn/en/data-and-statistics/2022/12/infographic-social-economic-situation-4th-quarter-and-2022/>

⁴ 5月底开始第一轮封锁，为期两周，而后延长两周；7月9日管控升级，此后连续封锁至9月底。

战。防疫方面，越南确诊和死亡人数依旧没有得到有效控制。经济方面，越南经济增速大幅下降，2021年三季度GDP同比下降6.2%。伴随封锁时间越来越长，越南面临外资流失、生产转移的局面。2021年前5月外资企业注册资本同比仍为正增长，而到7月累计同比大幅下降至-11.1%。不仅外商投资金额明显下降，三星、耐克、Lululemon等已在越南布置生产线的外资企业也考虑搬回更安全的地方。

在产业链外迁与经济衰退的双重压力下，越南放弃“零COVID”目标，转为安全、灵活地适应和有效控制疫情。2021年8月，越南政府总理范明政在与被封控的20个省市会议上提及“需要学会与疫情共存，适应疫情的新形势”⁵，政策发生转向。此后，南部各省陆续推出重启的时间规划表，分区域、分场所进行放开。从行业开放顺序来看，越南优先对工业进行复工，交通与公共服务也同步开启，再次是旅游和消费。

2022年，尽管Omicron疫情蔓延速度较快，但危重症和死亡病例较Delta时期明显降低，越南再度放松疫情管控。通过阶段性政策调整，越南放松国际旅行限制，恢复疫情前出入境政策。经历新冠疫情冲击后，越南更加注重预防性的公共卫生投资，并加强基本医疗服务能力建设。时至今日，越南已基本走出疫情阴影。

二、放开后的压力与挑战

自2021年10月和2022年3月分两阶段放开疫情管控措施以来，越南生产生活秩序快速恢复，但在短期内也面临一定压力与挑战。在经济与生产方面，严格疫情隔离措施对工厂工人带来一定心理担忧，恢复生产后工人不足，产能难以立刻完全恢复。另外，在健康与生命的角度，放松防疫的趋势是单向的，“开弓没有回头箭”，骤然放松导致短期内确诊人数和病死率再攀高峰。随着人员流动和集聚，第一阶段解封后3个月内新增确诊人数109万人，病死率为1.4%，

⁵ <https://zh.vietnamplus.vn/%E6%94%BF%E5%BA%9C%E6%80%BB%E7%90%86%E8%8C%83%E6%98%8E%E6%94%BF%E6%97%A2%E7%84%B6%E7%89%BA%E7%89%B2%E4%BA%86%E7%BB%8F%E6%B5%8E%E5%88%A9%E7%9B%8A-%E5%B0%B1%E8%A6%81%E8%BE%BE%E5%88%B0%E7%AE%A1%E6%8E%A7%E7%96%AB%E6%83%85%E7%9A%84%E6%95%88%E6%9E%9C/144966.vnp>

这一感染人数和病死率比例显著高于其他国家开放时期的数据。

三、内外需求强劲支持经济快速重启

尽管在防疫措施的放松上越南可能选择时机并不审慎，但从经济考量上，2021年下半年正值欧美全面放开，疫情期间的大规模财政刺激推动商品消费旺盛，对以制造业产成品出口为主要行业的越南而言，带来“出口红利”。整体而言，越南疫后经济复苏好，主要体现在反弹节奏快、行业复苏全面以及增长领先东盟邻国等三方面。

外需驱动下的工业生产是越南经济复苏的初代动能。受益于欧美被压抑需求的释放，越南工业生产与出口迎来“开放红利”。越南复苏的大背景是疫情冲击供给，全球面临供需失衡。作为较早实现复工复产、对外开放的制造业产品出口国，越南工业制造业在重启初期获得大批订单，生产景气度高，进而拉动居民收入和消费恢复。2021年10月起开启复工复产，工业生产和对外出口成为复苏最大动力。

内需引领下的服务消费是二代动能。2022Q2以来，以旅游业和住宿餐饮为代表的服务业成为越南经济增长主要动力。2022前三季度工业建筑业和服务业对经济增长贡献率分别为41.8%和54.2%，服务业超过工业建筑业成为最大增长动能。国际游客入境旅游也为越南服务消费复苏做出贡献。从内生的角度看，保主体、增内生收入是越南内需提振最为主导的因素。从外生的角度看，越南三年均推出财政刺激计划，但相对东盟其他国家而言力度较小。

四、高增长难以持续，房企违约风险值得关注

展望未来，外部局势变动，全球共此冷暖，越南也从2022年第二季度的“万物竞发”过渡到三、四季度的“秋风渐起”，已现征兆，三季度越南经济同比虽受低基数影响攀升至两位数，但环比来看增速反而下滑3.4%。四季度同比增长则跌至5.9%。海外主要经济体高通胀约束之下进入快速紧缩周期，金融市场波动加剧，越南面临外部经济压力。与此同时，越南房地产企业积累大量2023、2024年到期债券，在严监管、弱流动性情况下，可能导致违约。

外需弱的影响在Q4初现端倪，但对2023年影响或更深、更实。四季度，越南累计出口895亿美元，环比三季度下降7.1%，同比下降6.1%。其中，纺织服装、鞋类等主要出口产品出口额均较年初明显下降。欧美需求疲软，再加上2022年上半年补库存节奏快，目前库存水平较高，疫后贸易“红利”逐步衰退将对越南后续出口造成一定压力。

金融条件收紧，叠加监管压力，房地产企业面临债券违约风险。2022年以来越南盾兑美元汇率持续贬值，越南央行抛售外汇以支撑本国汇率，外汇储备规模大幅下降。避险情绪下，资金进一步流出，越南股市河内指数2022年累计下跌超过50%。越南央行9月、10月两次加息100bp，将再融资利率调高至6%，贴现率也调升为4.5%，加入全球货币紧缩的浪潮。

高利率环境下，越南内部也存在局部金融风险。2022年3月以来，越南政府收紧房企债券发行的政策，严厉打击金融违规行为。信贷获取艰难、房屋销售疲软、房地产股票下跌，多重压力下部分越南房企或面临2023、2024年债券违约风险。2020-2021年越南商业银行收紧房企中长期贷款，房企采取发行公司债进行融资，公司债占房企资金来源比例快速上涨，多为2年期债券。而受到贷款利率提高、市场信息不足影响，越南房屋销售数据近期愈加疲软，库存偏高，导致房企回款压力大。为应对房地产市场的挑战，越南总理范明政12月中旬连续签发多项解决企业债券市场、房地产市场的电函，要求各部门共同发力应对当下挑战，保障经济主要指标平衡。

以上观点来自：2022年12月31日中金研究院已发布的《从“带疫解封”到经济腾飞——越南疫后重启之路》

左烜烜 分析员 SAC 执证编号：S0080522090005

吴慧敏 分析员 SAC 执证编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

赵扬 分析员 SAC 执证编号：S0080521080006 SFC CE Ref: AZX409

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.12.26 中国宏观周报：从海外经验看疫后通胀
- 2022.12.27 中国宏观热点速评：制造业利润占比上升 — 11月工业企业利润点评
- 2022.11.29 中国宏观专题报告：疫情平稳，联储加息影响持续 ——香港经济金融季报
- 2022.12.31 中国宏观热点速评：12月PMI点评：短期供给受到影响更大

策略及大宗商品

- 2022.12.26 大类资产观察：高频数据中的资产信号
- 2022.12.26 大宗商品：专题研究：大宗商品：北美寒潮，影响几何
- 2022.12.27 大宗商品：有色金属：工业硅：供需异步释放，价格先涨后跌
- 2022.12.28 碳中和双周报：“碳”策中国（30）：中央经济工作会议定调2023绿色产业方向 12月8日~12月28日
- 2022.12.30 主题策略：从全球养老金机构看资产配置（2）：CPP Investments的参考组合模式（上）
- 2022.12.30 大宗商品：农产品：生猪：2023年供需矛盾缓解，价格回归季节性，或存“淡季不淡”预期
- 2022.12.31 全球资金流向监测：互联互通双向均流入
- 2023.1.1 A股和港股行业首选：2023年1月
- 2023.1.2 海外中资股策略周报：港股2023年渐现转机
- 2023.1.2 A股策略周报：开年关注疫后增长修复

固定收益

- 2022.12.26 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.12.26 中资美元债周报：二级交投冷清，地产板块跑赢
- 2022.12.28 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.12.29 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.12.29 专题研究：十大关键词回望悲喜交加的2022年债市
- 2022.12.31 简评：PMI连续下行，债市超调后有望修复——12月PMI数据分析
- 2022.12.31 信用债收益率跟踪周报：收益率下行仍未延缓信用债净增量下滑趋势

行业

- 2022.12.26 汽车及零部件：中金电动车研究：近期疫情对产业链开工率影响几何？
- 2022.12.26 机械：推荐电镀铜技术变革，关注通用需求企稳机会
- 2022.12.26 汽车及零部件：周报：单周上牌量持续走高，新款ES8发布

- 2022.12.26 汽车及零部件：出口及海外月度观察：11月出口维持较高景气度；低基数下欧美连续正增长
- 2022.12.26 石油天然气：城市燃气2023年展望：重回成长之路
- 2022.12.26 电力电气设备：新能源车月度观察：全球销量强势，中欧美渗透率创新高
- 2022.12.26 航空航天科技：航空航天科技2023年展望：守正出新，稳中求进
- 2022.12.27 交通运输物流：律回春渐：新冠病毒感染将实施“乙类乙管”，积极布局航空出行修复
- 2022.12.27 传媒互联网：新冠病毒乙类乙管，优化入境措施
- 2022.12.27 半导体：半导体2023年展望：新周期将至，创新与安全并重
- 2022.12.27 不动产与空间服务：周报#323：12月新房销售同比仍降三成
- 2022.12.27 新能源汽车：新势力3Q22业绩回顾：开启产品迭代周期，组织架构调整赋能“从1到10”
- 2022.12.27 汽车及零部件：汽车及出行设备2023年展望：继往开来，欲扬先抑
- 2022.12.27 不动产与空间服务：不动产服务2023年展望：转机渐现
- 2022.12.27 机械：专精系列：全球化视角下，金属切削刀具赛道投资手册
- 2022.12.27 科技硬件：消费电子2023年展望：否极泰来，静待复苏
- 2022.12.28 金融：多元金融2023年展望：修复的起点
- 2022.12.28 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：激光雷达加速渗透，国产域控集成商及芯片厂商正扬帆
- 2022.12.28 金融：三谈理财赎回压力：理财子调研追踪
- 2022.12.28 医疗健康：生态体系正循环，投资机遇多元化
- 2022.12.28 传媒互联网：进口游戏版号年内首发叠加12月国产网游版号下发，内容常态化可期，行业暖势渐显
- 2022.12.28 传媒互联网：OTA平台3Q22回顾与展望：扬帆起航
- 2022.12.29 医疗健康：细胞基因治疗CDMO：风起云涌，星辰大海
- 2022.12.29 石油天然气：欧洲气价走低有助城市燃气气量增长
- 2022.12.29 博彩及奢侈品：奢侈品电商行业投资入门
- 2022.12.29 电力电气设备：电网2023年展望：保供与消纳共振，静待投资释放
- 2022.12.29 教育：非学科培训规范发展，行业集中度有望提升
- 2022.12.29 REITs：公募REITs年度策略回顾与展望
- 2022.12.29 农业：种植行业观察：年底政策密集发布，关注交易性机会
- 2022.12.30 有色金属：铝：贵州电力紧张加码减产，供给脆弱性凸显
- 2022.12.30 机械：复合铜箔月报：期待电池厂更多积极信号
- 2022.12.30 传媒互联网：云3Q22回顾：国内理性竞争国外增速承压
- 2022.12.30 机械：2022年机器人年会调研：紧握时代，奔赴山海
- 2022.12.30 日常消费：中金看海外 主题 | 日本预调酒市场：全球第二大预调酒市场崛起分析及启示
- 2023.1.1 科技：汽车电子周报（智能感知篇）：瑞萨进军毫米波雷达市场，国产激光雷达销量再上台阶

- 2023.1.1 半导体：半导体周报（12/30）：建议关注需求复苏及设备材料等环节的技术突破
- 2023.1.1 传媒互联网：近期路演思考及盈利预测引入：聚焦常态化
- 2023.1.2 科技：科技硬件周报（12/30）：静待消费电子行业复苏



CICC
中金公司

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn