

2023年08月04日

主題趨勢報

越南/東協股市

# 越南寬鬆政策緩解三弱危機 降息預期升溫助攻東協後市



## 報告摘要

- 寬鬆貨幣及擴張性財政措施發力，下半年經濟加速復甦
- 企業獲利預期大幅上修，越股估值便宜具備投資吸引力
- 估值便宜及降息預期升高，東協股市具有落後補漲潛力

2023年08月04日

主題趨勢報

上半年經濟增長乏力，下半年復甦前景樂觀

越南受惠於新冠疫情及地緣政治帶來的全球貿易和製造業供應鏈重組效應，成為近年最具成長爆發力的亞洲國家之一，2022年GDP成長率高達8.02%；然而，今年以來，隨著各國解封後的疫情紅利消退、中國經濟復甦緩慢及美歐央行緊縮貨幣政策減緩消費需求，越南2023年上半年GDP成長率僅有3.72%，遠低於去年同期的6.42%，主要是美國、歐盟及東協等主要出口市場及部分東亞國家的需求減少，使這個高度依賴貿易的經濟體正面臨無法實現今年6.5%增長目標的風險。

儘管越南上半年經歷房市困境、出口萎縮及電力危機等重大挑戰，但政府積極通過貨幣和財政政策，採取一系列支持性解決方案來救經濟，前者涵蓋了央行年內四度降息，引導信貸機構調降貸款利率，放寬資本准入，強化經濟的資金獲取和提供能力，重組企業債務還款期限架構，並積極推動為投建社會住房與員工宿舍的120兆越南盾優惠信貸計畫，後者包含了允許延長繳稅期限、土地租金、免除和減少稅費等，總值約200兆越南盾，並已在下半年調降增值稅率2個百分點至8%。隨著上述措施的落實和發力，已有助於減少經濟逆風的影響，紓解房地產債務問題並為股市注入流動性，結果顯示2Q23景氣出現起色，多項重要高頻指標均有好轉，呈現環比增長、逐季走高的趨勢，下半年經濟增長或逾7%。

展望未來，隨著中國加大政策刺激力道引領經濟保持漸進步伐，以及美國經濟進入既有韌性且通膨降溫的冷熱適中狀態，越南促進增長的寬鬆政策成效漸顯，同時刺激國內消費的政策及旅遊推廣活動繼續強化服務業擴張，結合公共投資加快到位，貿易數據持續改善，使得越南下半年復甦前景趨於樂觀。

2023年越南經濟成長率預測



資料來源：各大機構，媒體報導，永豐投顧整理

2Q23 GDP由3.3%升至4.1%，預計下半年加速成長



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

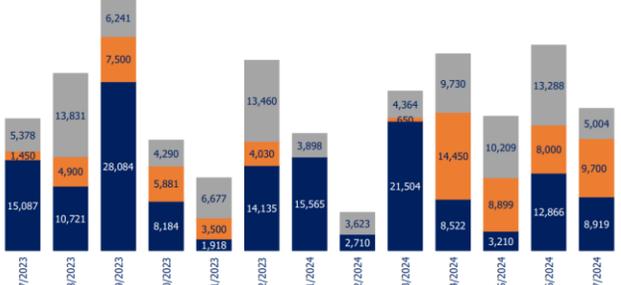
投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2023年08月04日

# 主題趨勢報

## 越南三弱之一：房市困境，已經因為支持政策而有所紓解

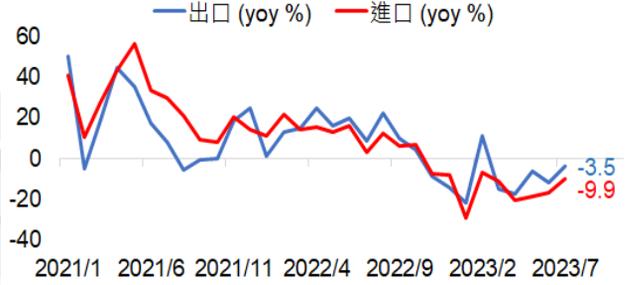
2023-2024年到期的越南公司債規模(十億越南盾)  
藍色：房地產、橘色：銀行、灰色：其他



現況：上半年房地產市場困難重重，流動性低、售價下降。第二季價值超過42兆越南盾的公司債被展期，為發行人(主要是房地產開發商)在金融動盪中提供了急需的喘息空間。  
對策：政府3月頒布法令，若投資人同意，允許發行人將債券到期期限最多延長兩年，還可以與債券持有人協商以其他資產償還；央行四度降息且增加向房地產企業的信貸。  
資料來源：VBMA · 永豐投顧整理

## 越南三弱之二：出口萎縮，預計下半年改善

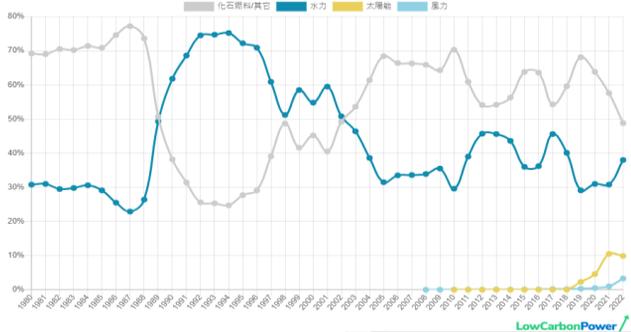
越南外貿



現況：1-7月越南出口下降10.6%，並嚴重干擾經濟增長。7月出口環比增長1.1%，紡織品(+4.0%)、農業(+1.9)及其他產品(+8.7%)的增長，抵銷科技及機械出口下滑的影響。  
對策：為提高進出口效率，政府將加強針對新市場及潛在市場，包括印度、歐非中東、拉丁美洲，以及受通膨影響較小且增長前景良好之市場如東協，推動貿易促進計畫。  
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

## 越南三弱之三：電力危機，近憂緩解但仍有遠慮

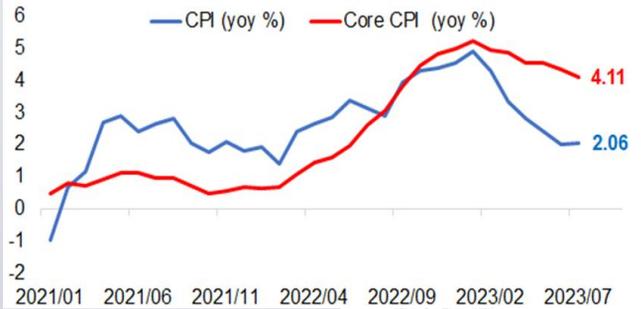
越南的電力結構圖



現況：北越因降雨不足、異常高溫而出現電荒危機，衝擊整體製造業表現。幸而6月底起，水電站水庫水位上升，火電機組技術問題解決，6/23確保北越電力供應基本充足。  
對策：保障電力生產燃料供應；可再生能源項目特別是北方地區要抓緊投產；正確運行水力發電源；加強節約用電加快電力工程建設，但對策緩不濟急，未來兩年恐仍艱困。  
資料來源：lowcarbonpower.org · 永豐投顧整理

## 國內通膨溫和，支持越南央行年內四度降息解除三弱危機

越南通膨



現況：經過連續五個月的大幅減速後，7月CPI年增率由2.0%略升至2.1%，但遠低於4.5%的目標，核心CPI年增率由4.3%下降至4.1%，今年整體通膨可望保持溫和態勢。  
對策：由於通膨表現穩健，提供越南央行進一步降息空間，以支持企業，政府已預警6.5%經濟成長率的目標恐難達成，表示將會採取多項措施來刺激經濟。  
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

整體來看，越南央行下半年將進一步降息以振興經濟，銀行持續積極落實利率調降措施，國內公共投資加速撥付，政策環境改善，房市無惡化之虞，北越缺電問題緩和，當前脆弱的房地產市場正在築底、出口活動即將走出低谷，高企的貸款利率趨降有助於刺激消費及投資，正推動經濟加速回暖。

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2023年08月04日

**主題趨勢報**

**政策寬鬆及估值便宜，助力股市越來越好**

在股市方面，基於通膨控制得宜，越南積極推出一系列支持經濟措施並迅速展開年內四度降息行動，同時間，隨著公司債市場的延長債券期限談判積極進行，房地產債務問題的利空因素多已消化完畢，政策環境寬鬆及股市估值便宜成為越股唱多的紮實理由，今年以來，越南證交所指數累計上漲20.9%。

我們給予越南證交所指數2023年底目標價1380點(=11.8 X NTM EPS)，相較越南證交所指數8月1日報收盤價1217.56點，隱含13.3%的上漲空間，但低於2022年12月《2023年越南股市展望》所估算的1415點，理由是上半年製造出口活動不如預期及房地產市場低迷影響了整體企業獲利，惟下半年越南出口有機會因成熟國家庫存減少、中國需求逐漸恢復及智能手機換機潮而得到提振，相關企業獲利動能可望隨之改善，而銀行存款利率趨降亦有助引導資金回歸股市，後續關注景氣復甦狀況、政策支持力道及市場流動性變化，另因越南股市估值低於長期平均，未來動能將著重在企業獲利、估值修復及資金流入。

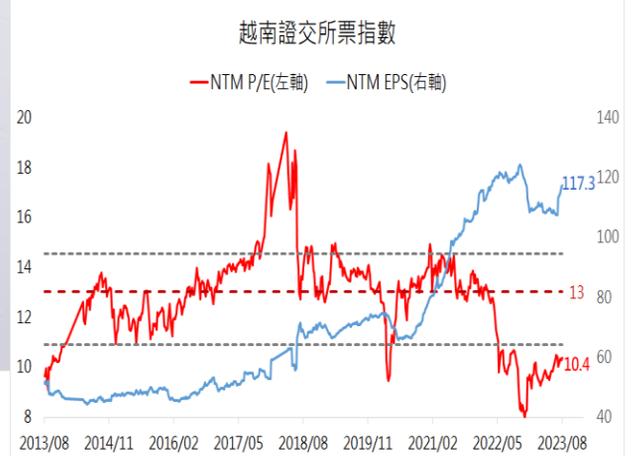
- 企業獲利前景上修：越南企業獲利在4Q22、1Q23連續出現負增長，但下降速度放緩，2Q23隨著許多龍頭企業的利潤開始改善，降幅可能繼續收窄，而近期市場也開始上修NTM EPS預估。
- 估值不貴具吸引力：統計8月1日，越股NTM P/E為10.4倍，位在歷史十年第15百分位數，遠低於長期中位數13.0倍及平均數12.7倍，而去年5月以來，越股交易在長期Forward P/E的1倍標準差下緣之下，相較於其他新興市場，這樣的「不貴」，還蠻吸引人，投資人可持續依照自身風險偏好進行分批佈局。

越南盾基本持穩，越南股市緩步上攻



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

低估值具吸引力，目前越股NTM P/E僅10.4倍



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

2023年08月04日

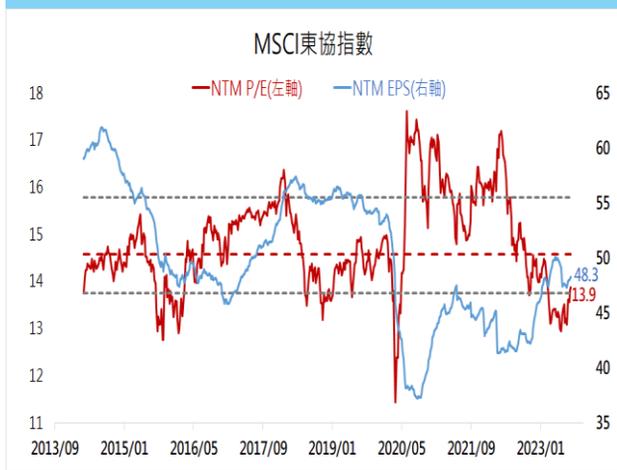
主題趨勢報

估值便宜及降息預期，東協股市具備落後補漲潛力

隨著美國經濟進入既有韌性且通膨降溫的冷熱適中狀態，市場持續關注經濟軟著陸訊號，今年以來，東協股市中的越南以逾兩成漲幅領頭，新加坡及印尼小幅上漲近1%居次，菲律賓及馬來西亞下跌1~4%差強人意，大選後政治不確定升高的泰國跌約8%表現居末。現階段整體東協國家經濟表現穩健，原物料價格回落有利於通膨趨降，企業EPS成長率基本保持正數，受惠於各國解封後的旅遊業復甦，加上新冠疫情及地緣政治帶來的全球貿易和製造業供應鏈重組效應，以及各國支持政策的落地與發酵，結合MSCI東協指數NTM P/E僅13.9倍，落在歷史十年第23百分位數，估值仍便宜，具備落後補漲潛力。

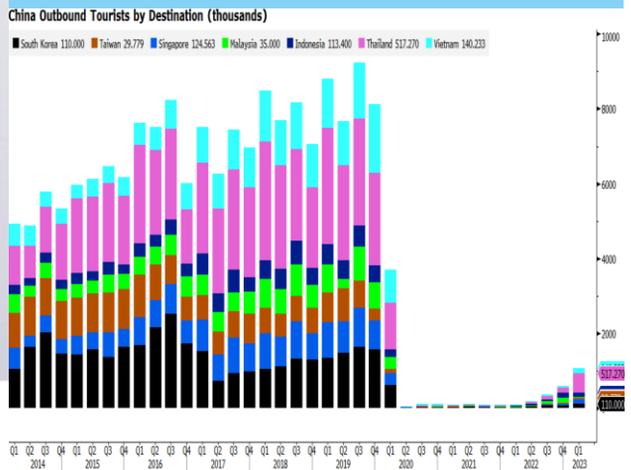
個別國家來看，馬來西亞6月CPI由2.8%進一步放緩至2.4%，下半年整體通膨及核心通膨指標趨於下行，政策利率已經回到疫情前水平的3.0%，升息週期可能已至尾聲，貨幣政策有機會從略微寬鬆轉向降息；新加坡6月CPI由年初的6.6%緩步下降至4.5%，下半年在有利的基期因素支持可望持續走低，在財報季方面，預計銀行業2Q盈利將因淨息差及貸款疲軟而進一步下滑，關注REITs業績受到商辦租賃與飯店需求提升對資產估值的影響，另隨著利潤率及銷售提高，網路科技公司財報可能成為亮點，看好具備新興市場消費、政策支持及ESG等中期增長主題的企業。泰國政治不確定性高，新政府組建進展緩慢，大選過後面臨高家庭負債益發嚴重問題、擴張性財政導致預算赤字激增及經濟低增長等困境仍待解決。菲律賓披索匯率走勢及通膨預期趨於穩定，預計受惠國內消費及流動性上升的個股將有機會跑贏大盤。越南寬鬆貨幣政策及擴張性財政措施推動下半年經濟加速回暖，看好房地產、消費及零售等循環類股。

低估值具吸引力，MSCI東協指數NTM P/E僅13.9倍



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

中國出國遊客量緩慢恢復，有助於東協旅遊業復甦

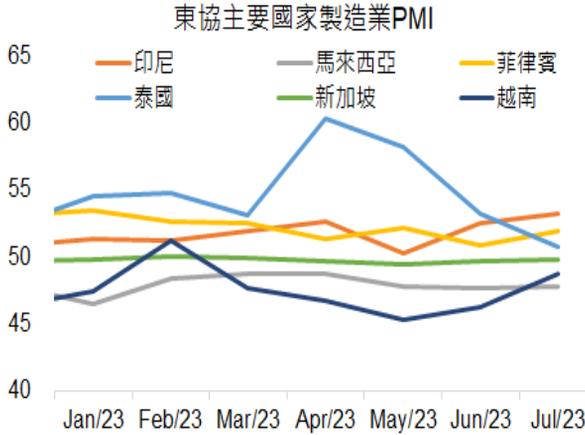


資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

2023年08月04日

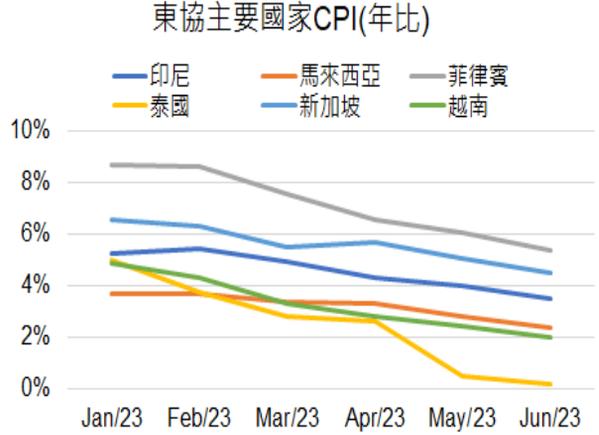
主題趨勢報

東協製造業PMI7月為50.8，連續23個月擴張



資料來源：Bloomberg · Markit · 永豐投顧整理

東協主要國家通膨趨降，支持貨幣政策轉鴿



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

東協主要國家的經濟預測及EPS增長預估

	GDP成長率預估(% yoy)			CPI成長率預估(% yoy)		本幣計價EPS成長率預估(% yoy)	
	2022	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
印尼	5.3	4.9	4.5	3.9	2.5	7	7
馬來西亞	8.7	3.9	4.3	2.9	2.5	10	9
菲律賓	7.6	5.9	5.7	5.7	3.5	21	10
新加坡	3.6	0.8	2.5	5.2	4.2	34	4
泰國	2.6	3.6	3.1	1.5	1.0	-9	12
越南	8.0	5.0	6.5	3.4	3.2	10	19

資料來源：機構預估 · 永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。