



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)



2025年投资 策略报告

波动中安全投资

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



影响2025年投资展望的主要宏观关键点

世界:

- 在美国，美国经济数据继续显示出积极的经济健康状况，与此同时，通胀上升威胁着美联储降息的展望。事实上，在最近的会议上，美联储主席也强调，2025年美联储降息步伐将会放缓，基本情景是降息两次。此外，第47届美国总统选举中唐纳德·特朗普的胜利以及他新任期内的政策，引发对全球贸易展望的诸多担忧。
- 在中国，尽管中国近几个月讨论并推出一些新的政策，但经济尚未显示出强劲复苏的迹象。
- 在美联储货币政策的影响下，欧盟及其他许多国家正在通过降息来支持经济。然而，这些国家的降息步伐可能也会紧随美联储的节奏，同时需要平衡美元走强带来的汇率压力。
- 与此同时，中东、红海、乌克兰和俄罗斯以及中国台湾地区持续存在的地缘政治风险也是显着的阻力。

越南:

- 越南经济保持高速增长，预计2024年增长率为7%，2025年为6.0%至6.5%，主要得益于贸易活动、FDI投资、国内制造业和消费的推动。
- 越南政府近期在体制改革和增加公共投资以及南北高铁项目等历史性项目方面的努力有望开启越南的崛起新时代。
- 与此同时，短期内仍然存在一些不利因素，包括银行体系流动性缺乏以及汇率和利率面临压力。

2025年越南股市展望:

- 这些困难也在一定程度上影响2024年股市的走势，预计将持续至2025年。另一方面，随着国家的成长，越南股市也因展望升级而处于突破的门槛。在积极的情景下，VN-Index有望在2025年突破1450点。

源: GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



2025年越南股市投资策略：波动中安全投资

鉴于全球不确定性及其对越南经济的潜在影响，我们建议在2025年采取谨慎的投资策略，结合防御型和进攻型投资组合。

- 对于进攻型组合，建议关注具有明确趋势的板块，包括技术与科技基础设施以及水电板块。
- 对于防御型组合，建议专注于国内消费及受宏观经济发展和全球贸易不确定性的影响较小的板块。此外，股息投资组合也是一个合适的选择。

我们认为2025年是以更长远视角进行投资布局的良好时机。越南指数或将保持在中期支撑区，这将是创造中长期投资组合的时机。

行动建议——谨慎接近：投资者应在指数回调至支撑位时分步布局，切勿盲目追高。当前投资环境仍存在较多不确定性，我们不建议进行交易活动。



源: GTJASVN Research





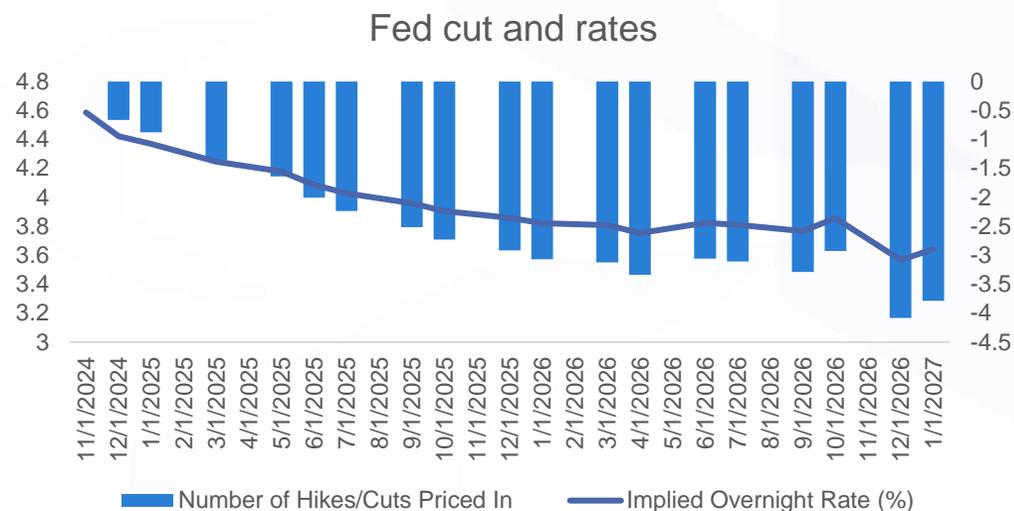
世界展望

源: GTJASVN Research



宽松货币政策支持全球经济增长

Implied overnight rate and number of hike/cut



源: Sandander CIB, Bloomberg, GTJASVN Research

预计温和增长和较低利率

Developed economies					
Real GDP (yoy)	2024E	2025E	Official Interest rates	2024E	2025E
US	2.4%	1.9%	US	4.25%-4.5%	3.25%-3.5%
EU	0.7%	1.0%	EU	3.00%	2.00%
UK	0.9%	1.4%	UK	4.75%	3.50%
Japan	0.0%	1.2%	Japan	0.40%	0.70%
Emerging economies					
Real GDP (yoy)	2024E	2025E	Official Interest rates	2024E	2025E
Brazil	3.0%	1.5%	Brazil	11.75%	10.50%
Mexico	1.5%	1.2%	Mexico	10.00%	8.00%
Chile	2.5%	2.5%	Chile	5.00%	4.50%
Poland	3.0%	3.5%	Poland	5.75%	4.50%
China	4.8%	4.5%	China	1.50%	1.20%
India	8.2%	6.9%	India	6.25%	5.75%

- 在2024年12月的会议上，美联储（Fed）决定将利率下调25个基点，这是本轮宽松周期中美联储的第二次降息。欧洲央行（ECB）、英格兰银行（BoE）、中国人民银行（PBoC）等其他央行也通过降息或维持低利率政策来支持经济增长。
- 这一趋势为新兴经济体创造货币政策空间，并刺激投资现金流转移。
- 另一方面，美国的利率政策仍存在诸多不确定性，新任总统特朗普任期内进一步降息的压力仍然较大。
- 初步信号显示出通胀回升迹象，加之未来一个季度或更长时间内的经济增长可能超过趋势水平，尤其是未来6至12个月是美联储放缓降息步伐的阶段。

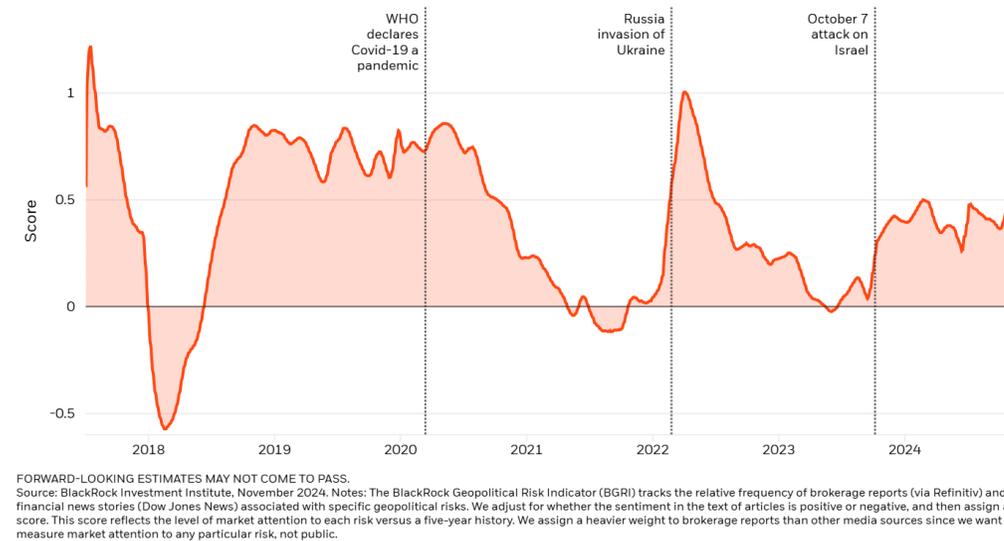


对持续地缘政治紧张局势的担忧



美国总统唐纳德·特朗普的贸易保护主义政策预计将继续干扰全球贸易流动，但我们评估其影响程度将不如特朗普在白宫的第一任期那么显著。然而，政策重点仍是对美国贸易顺差较大的国家征收高额关税，尤其是中国、墨西哥和加拿大。最近，特朗普在11月底正式上任前宣布，承诺从上任第一天起对墨西哥和加拿大产品征收25%的关税，对来自中国的进口商品征收10%的关税。请点击[此处](#)参阅我们关于特朗普时代政策及其对越南影响的专题报告。

BlackRock Geopolitical Risk Indicator



FORWARD-LOOKING ESTIMATES MAY NOT COME TO PASS.
Source: BlackRock Investment Institute, November 2024. Notes: The BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) tracks the relative frequency of brokerage reports (via Refinitiv) and financial news stories (Dow Jones News) associated with specific geopolitical risks. We adjust for whether the sentiment in the text of articles is positive or negative, and then assign a score. This score reflects the level of market attention to each risk versus a five-year history. We assign a heavier weight to brokerage reports than other media sources since we want to measure market attention to any particular risk, not public.

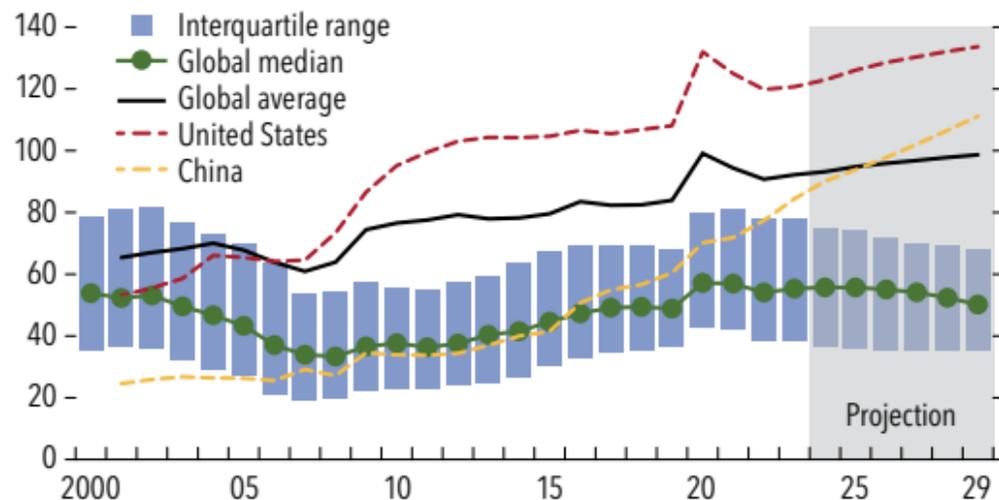
在特朗普任期内，中东地区的地缘政治紧张局势预计将有所缓和。然而，俄罗斯与乌克兰之间的冲突以及台湾地区（中国）的地缘政治紧张局势仍对全球安全和经济增长构成压力并带来潜在干扰。

源: Bloomberg, Blackrock, GTJASVN Research



对全球公共债务攀升和央行缩表的担忧

Public debt to GDP ratio (%)



Source: IMF, World Economic Outlook database.

Fed Total Assets in USD bn



全球公共债务已达到警戒水平，预计将继续攀升，引发对全球经济安全的担忧。

与此同时，降息缓解人们对央行资产负债表收缩影响全球流动性的担忧。

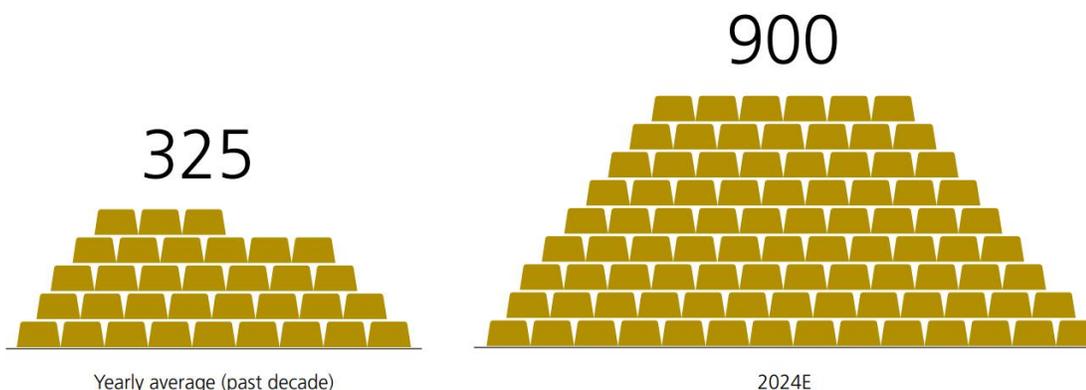
源: IMF, Bloomberg, GTJASVN Research



资金持续流向黄金等安全资产

Central banks' demand for gold has supported gold prices

Purchase of gold by central banks, in metric tons



Sources: IMF, World Gold Council, UBS, as of November 2024

GOLD HAS OUTPACED MAJOR CURRENCIES, ESPECIALLY THE YEN

Gold price index, 100 = 2021



Source: FactSet. Data as of October 31, 2024.

预计2025年黄金价格将继续上涨，并可能接近每盎司3000美元，主要是由于在全球经济不确定性的背景下投资和储备需求增加，以及各国央行在国家储备中增加黄金购买的趋势推动。

源: IMF, UBS, GTJASVN Research

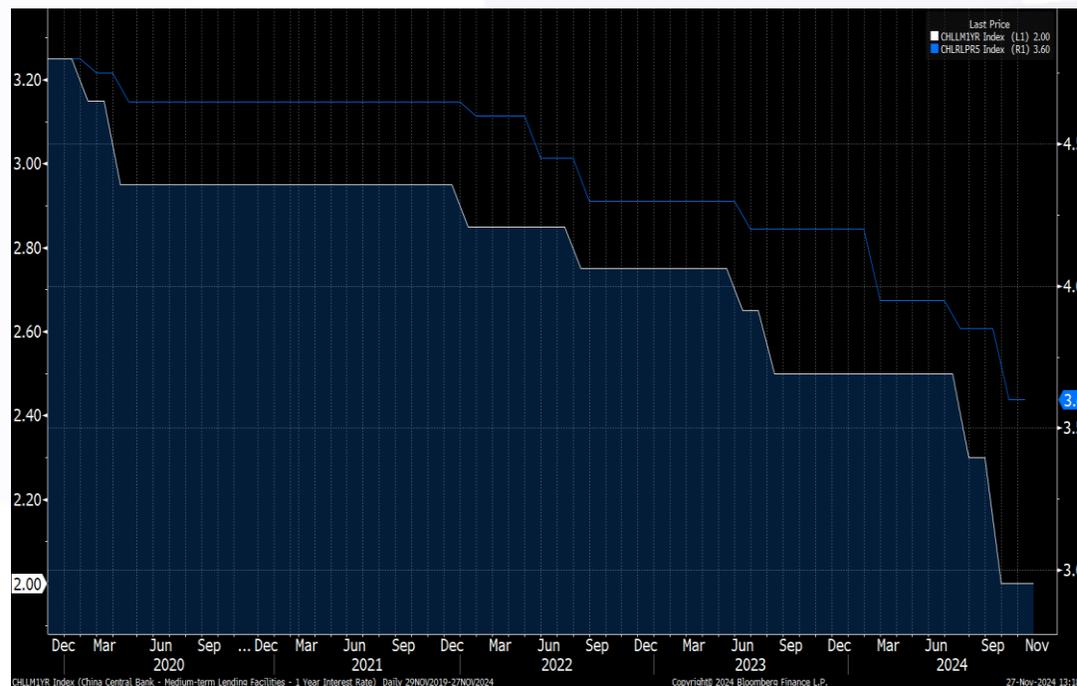


中国经济增长前景仍面临诸多障碍

中国经济预测

Indicator	Actual					Forecast				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Economic Activity										
Real GDP (yoy)	6.9	6.7	6	2.2	8.4	3	5.2	4.8	4.5	4.1
Fixed Asset Investment (yoy)							3.5	3.8	4.2	3.9
Industrial Production (yoy)	6.6	6.1	5.8	5.1	6.7	3	4.8	5.4	4.5	4.2
Retail Sales (yoy)							7.6	3.6	4.5	4.2
Price indices										
CPI (yoy)	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2	0.2	0.4	1.1	1.5
PPI (yoy)							-3	-2	-0.1	1.1
Labor Market										
Unemployment (%)		4.9	5.2	5.2	5.1	5.5	5.2	5.1	5.1	5
External Balance										
Current Account (% of GDP)	1.5	0.2	0.7	1.7	2	2.5	1.8	1.3	1.2	1
Export Trade (yoy)							-4.6	4.7	3	3
Import Trade (yoy)							-5.3	2	2.7	2.8
Fiscal Balance										
Budget (% of GDP)	-3.7	-4.1	-4.9	-6.2	-3.8	-4.7	-4.6	-5	-5.5	-5.4
Monetary Sector										
Money supply (M2, yoy)							11.2	7.2	8	7.5
Interest Rates										
1-y best lending (%)			4.15	4.85	3.8	3.65	3.45			
3-Month Rate (%)	4.91	3.35	3.02	2.76	2.5	2.42	2.53	1.84	1.54	1.6
2-Year Note (%)	2.75	2.76	2.63	2.71	2.36	2.34	2.2	1.53	1.38	1.35
10-Year Note (%)	3.9	3.31	3.14	3.15	2.78	2.84	2.56	2.1	2.04	1.87
Exchange Rates										
USDCNY	6.51	6.88	6.96	6.53	6.36	6	7.1	7.2	7.25	7.1

中长期利率



源: Bloomberg, GTJASVN Research

- 除了长期房地产市场危机的影响外，2025年中国经济还将面临来自美国更大的关税压力。
- 近期，中国继续出台一系列政策包以刺激经济发展，但前景仍然相对模糊，资产缩水对国内消费的影响尚未找到有效解决方案。此外，自2024年9月起，中国政府宣布在支持经济和为国内股市创造动力方面做出显著的努力。此举为中国股市在9月底的复苏浪潮提供动力。



特朗普第二任期下的美国经济能否保持强劲？

PCE inflation, monthly annualized

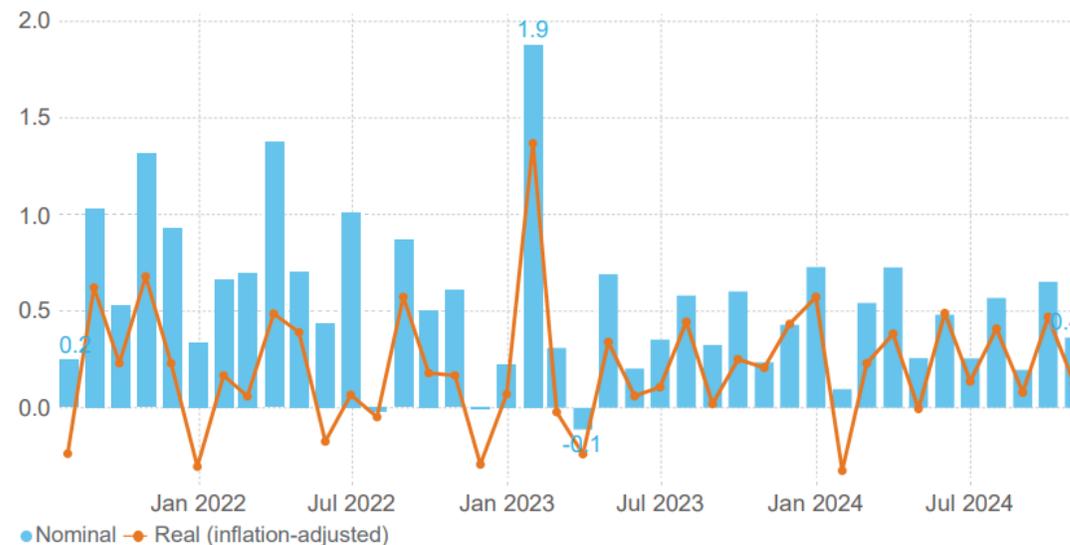
Seasonally adjusted; in percentages



Source: BLS, RSM US

U.S. personal spending

Monthly percentage change



Source: BEA, RSM US

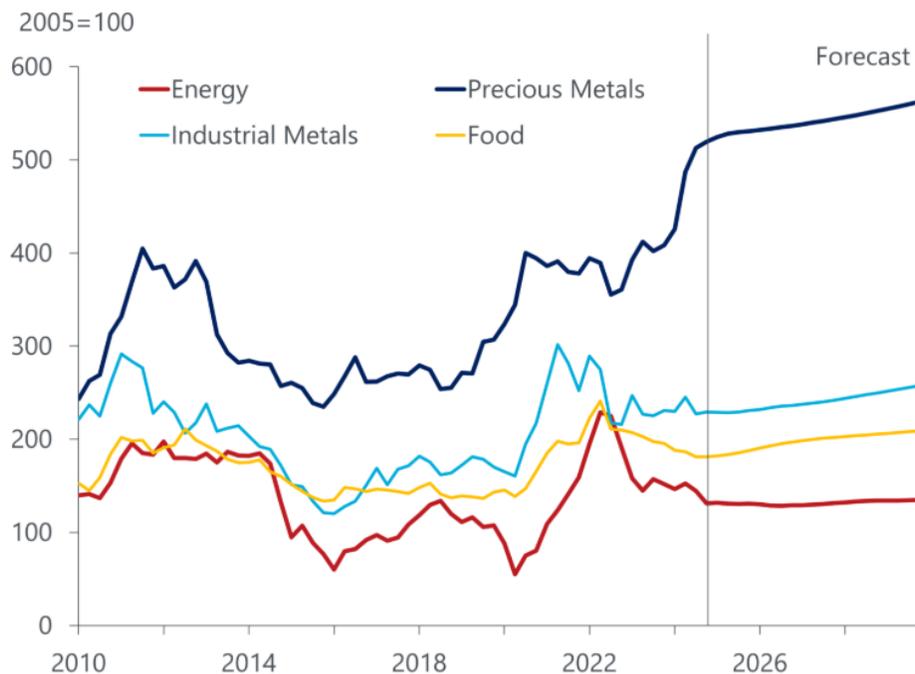
特朗普总统任期内的政策预计将对美国经济带来利弊影响。一方面，通过减税为企业创造更有利的经营环境，并提高劳动者收入；另一方面，贸易保护主义的关税措施可能会加剧该国的通胀压力。

源: GTJASVN Research



2025年商品价格趋势

Commodity price forecasts sector aggregates



Source: Oxford Economics

- 2025年，大多数消费品和工业品仍将面临供过于求的局面。
- 预计OPEC将在2025年增加产量，同时以色列和真主党之间的紧张局势有所缓解，这对油价造成压力。
- 另一方面，货运价格预计在2025年将保持上涨趋势。

OCEAN MARKET PREDICTIONS FOR 2025

2025 Is Expected to Continue the 2024 Trends (Volatility) Although New Capacity Influx Will Ease Situation



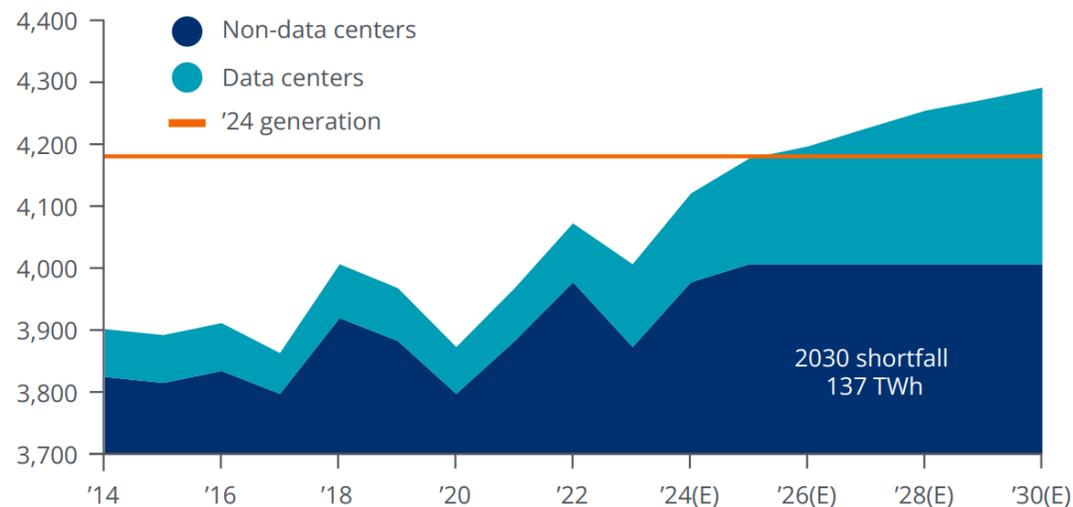
Sources: data derived from Sea Intelligence, Flexport Analysis



技术与相关基础设施投资趋势

DATA CENTERS COULD IGNITE A SURGE IN POWER DEMAND

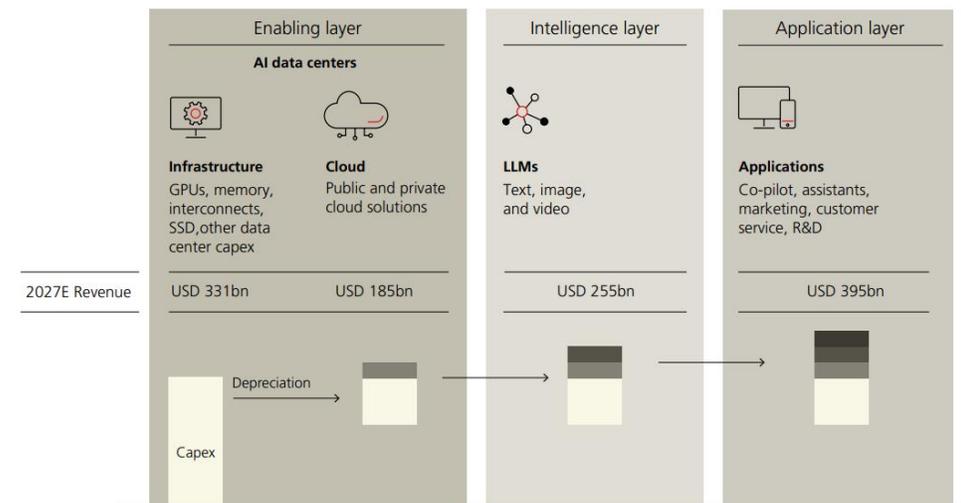
U.S. power demand and 2024 generation capacity, TWh



Sources: EIA, McKinsey & Company, Public Power, Bernstein. Data as of December 31, 2023.

The AI market opportunity: a bottom-up perspective

Estimated 2027 revenue in each layer of the AI value chain



Sources: Bloomberg, UBS, as of November 2024

- 深度融入全球技术价值链为参与供应生态系统的企业带来巨大的收益。
- 满足数据中心需求的电力供应，以及符合ESG标准的可再生能源投资趋势也不例外。

源: GTJASVN Research



全球股权投资资金流向

Global- ETF Fund Net Inflow in 2024 by region



Asia Region - ETF Fund Net Inflow in 2024



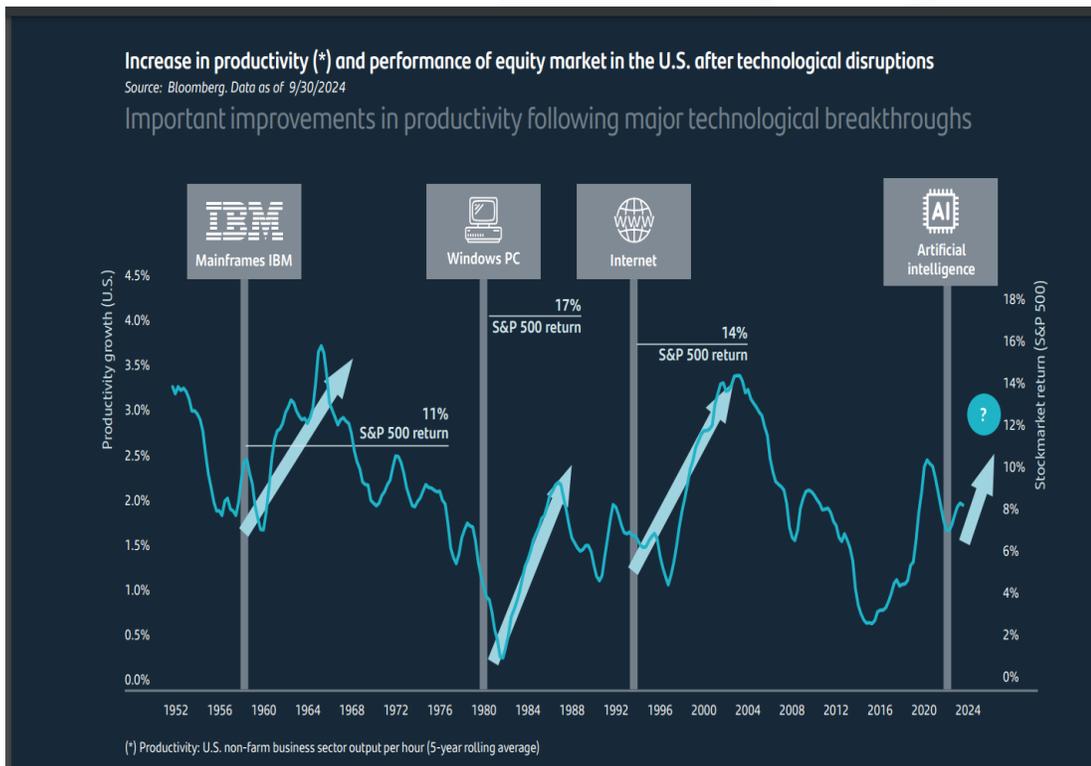
股票型ETF资金仍主要集中于美国等核心市场。与此同时，在亚洲市场，中国、台湾（中国）、印度在短期内吸引投资资金。

源: GTJASVN Research



美国股市由强劲资金流入科技浪潮推动；

2025年，中国股市依然可能成为亮点，得益于政策对资本市场发展的优先支持；



以 Mag7 的领导为主要支柱，标普预计将在2025年达到 6600 点。虽然技术有助于提高业绩，但大量资金投入利润前景不明朗的技术可能是导致指数下跌的潜在风险。

源: GTJASVN Research



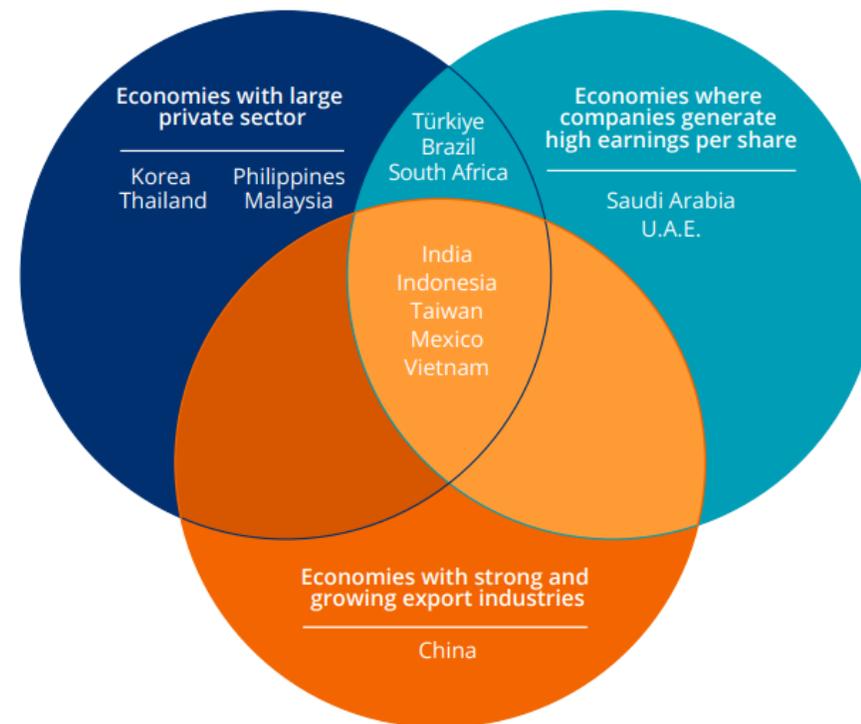
资产配置是关键

- 2025年，面对不可预测的波动，许多安全资产投资渠道仍将被优先考虑，包括黄金、对冲基金、房地产、商品等另类投资产品。
- 美国市场还特别支持股票投资渠道。另一方面，在新兴市场，投资资金流向具有快速增长潜力且有望吸引资金流的经济体。

源: JP Morgan Wealth Mgt, GTJASVN Research

SELECTIVITY IS IMPORTANT WHEN INVESTING IN EMERGING MARKETS

A framework for emerging markets investing



Source: J.P. Morgan Wealth Management.



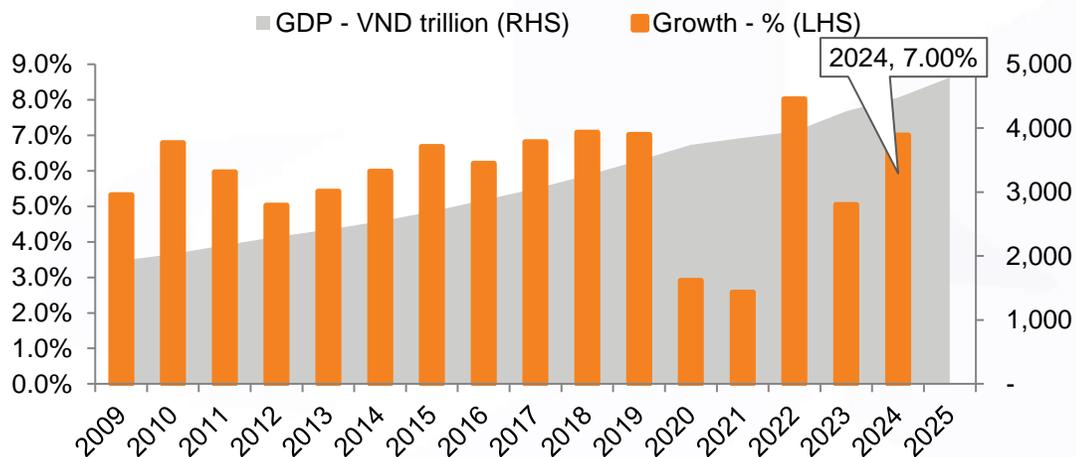


2024年越南经济回顾

源: GTJASVN Research



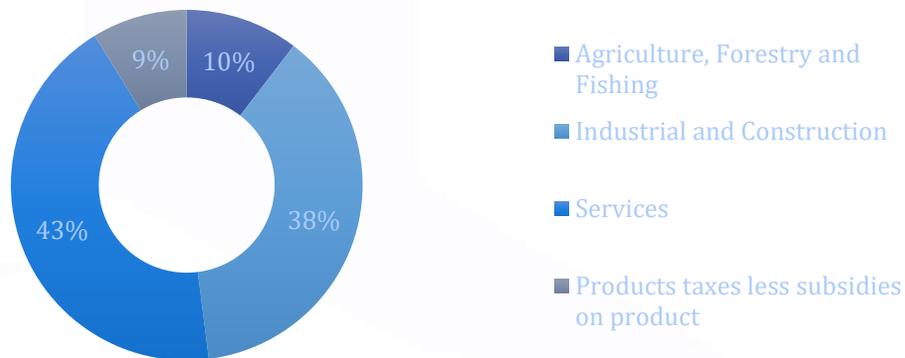
GDP大幅增长



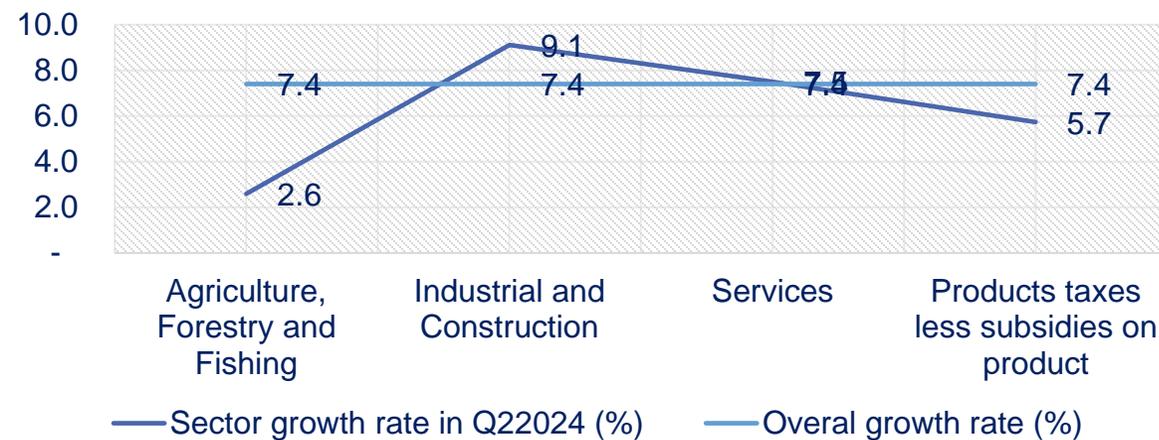
季度GDP增长 (%)



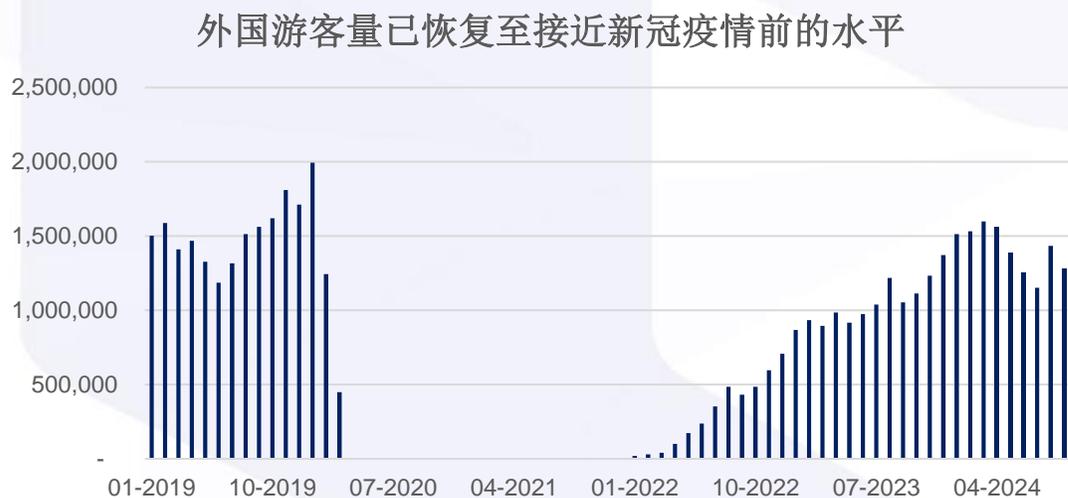
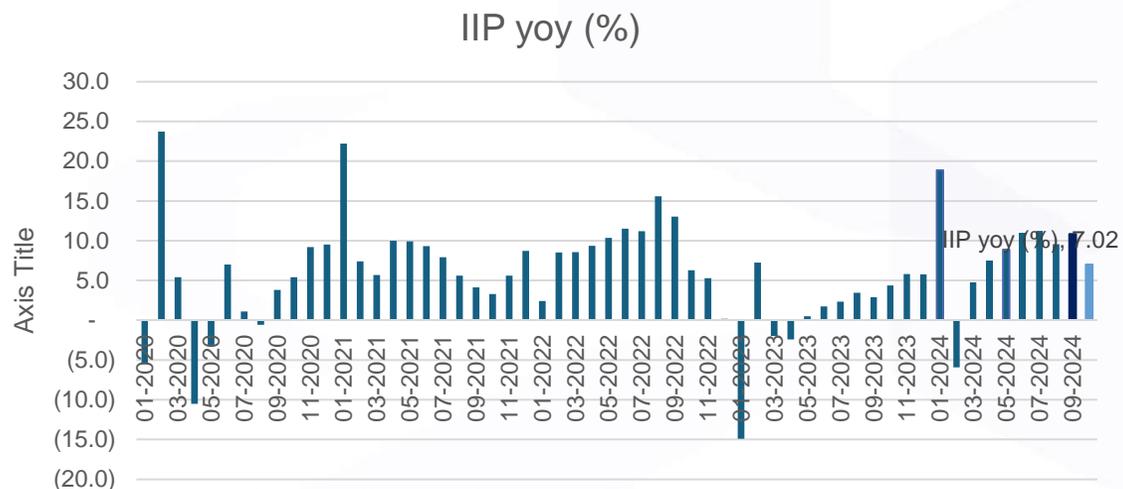
各板块占GDP比重 (%)



2024年第三季度各板块增长情况

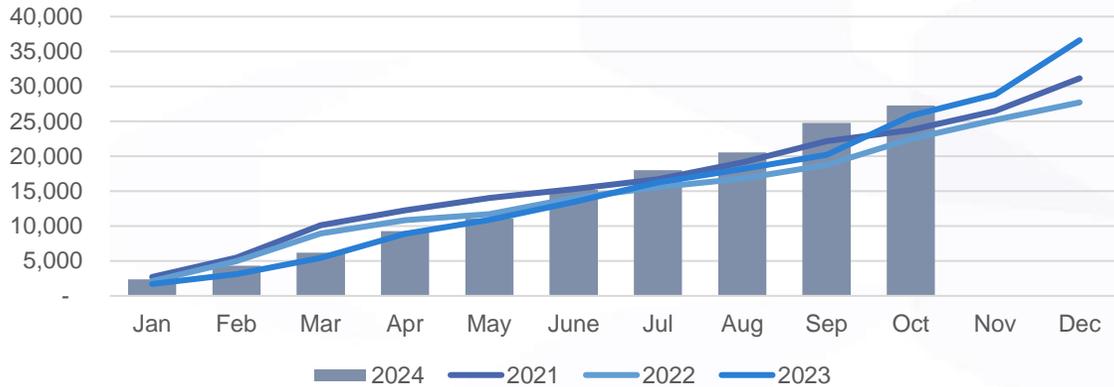


工业生产在2024年复苏，PMI预计将继续扩大



越南继续成为外国直接投资（FDI）的投资目的地，新的FDI注册和资金到位均达到创纪录水平

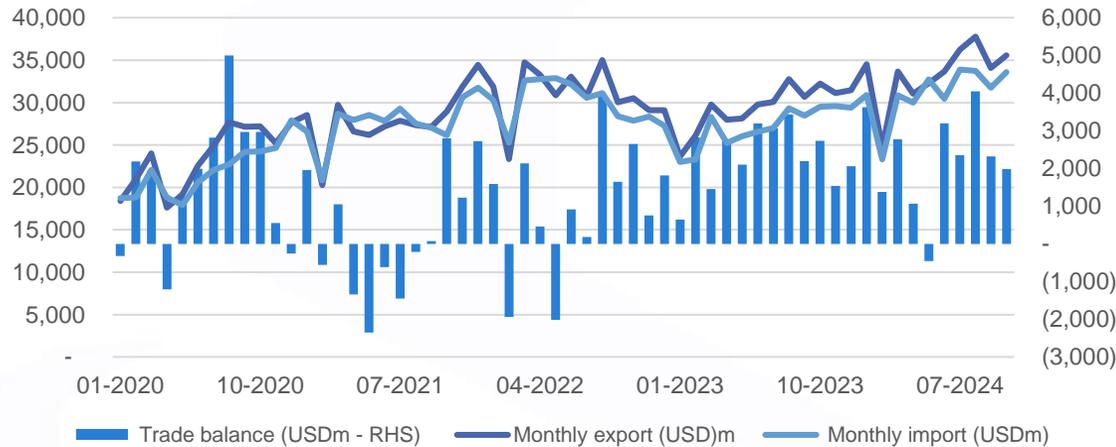
Accumulated FDI registered (USDm)



Accumulated FDI realized (USDm)



Monthly import - export value (USDm)

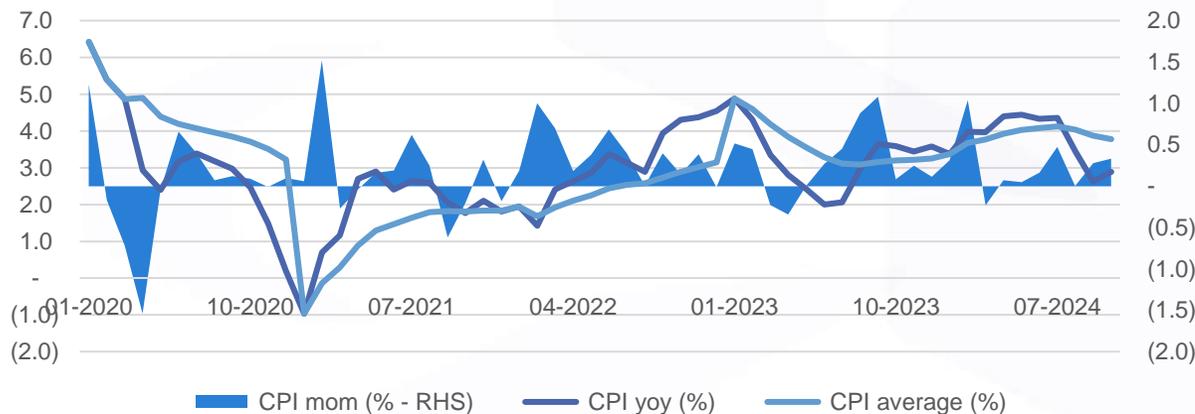


Import & export growth (%)

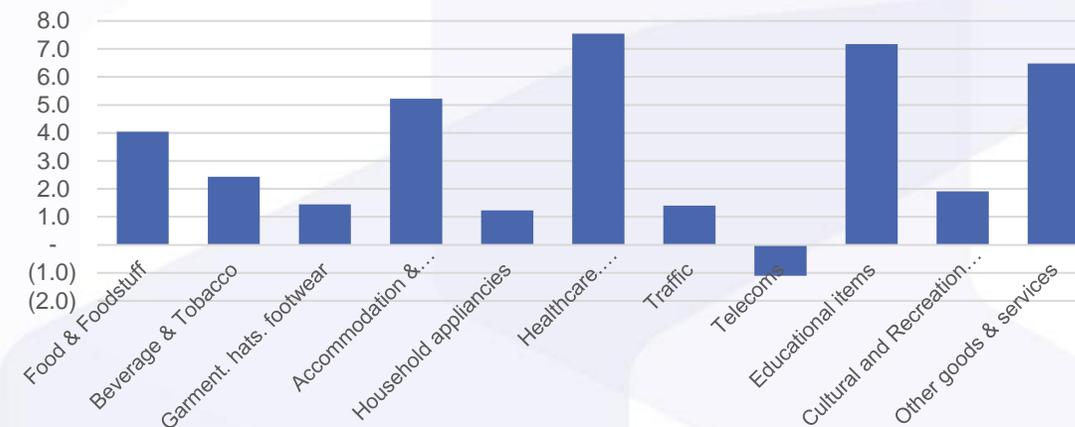


灵活的货币政策平衡利率、控制通胀，促进经济增长

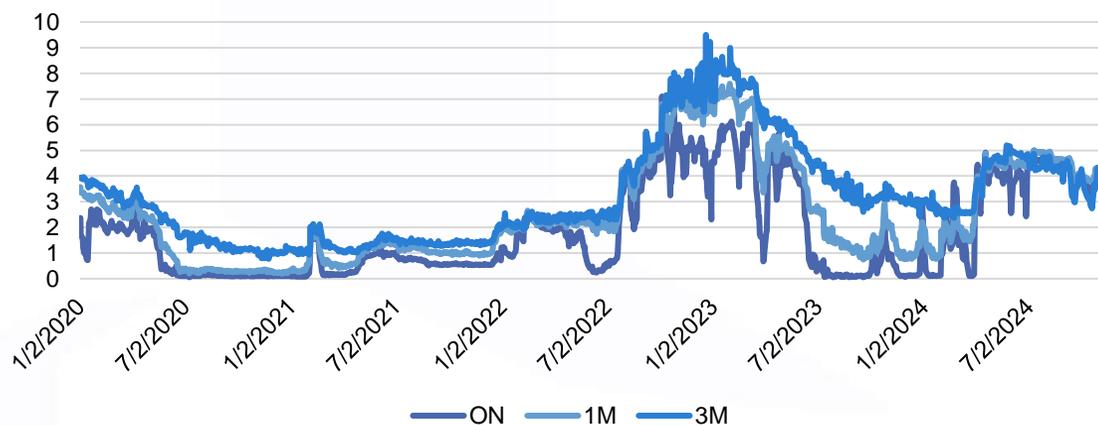
Consumer Price Index (%)



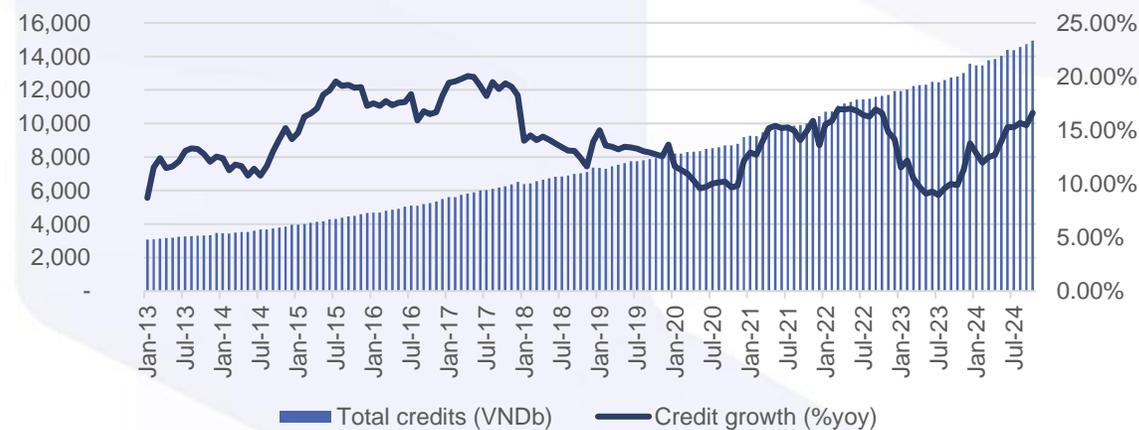
Inflation components 10m2024 (%)



Vnibor reference rate (%)

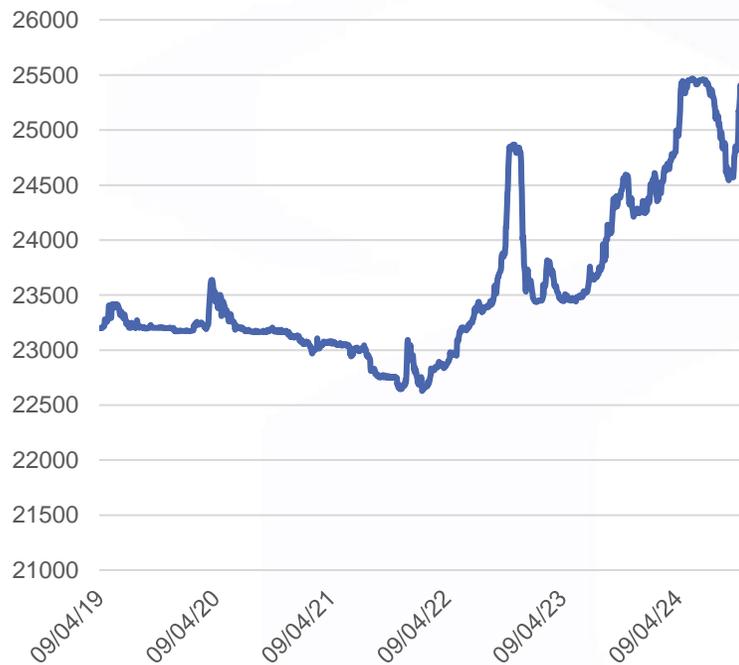


Outstanding credit & growth



2024年汇率将继续面临压力。然而，在美元走强的背景下，越南盾贬值的趋势与其他货币的走势一致。

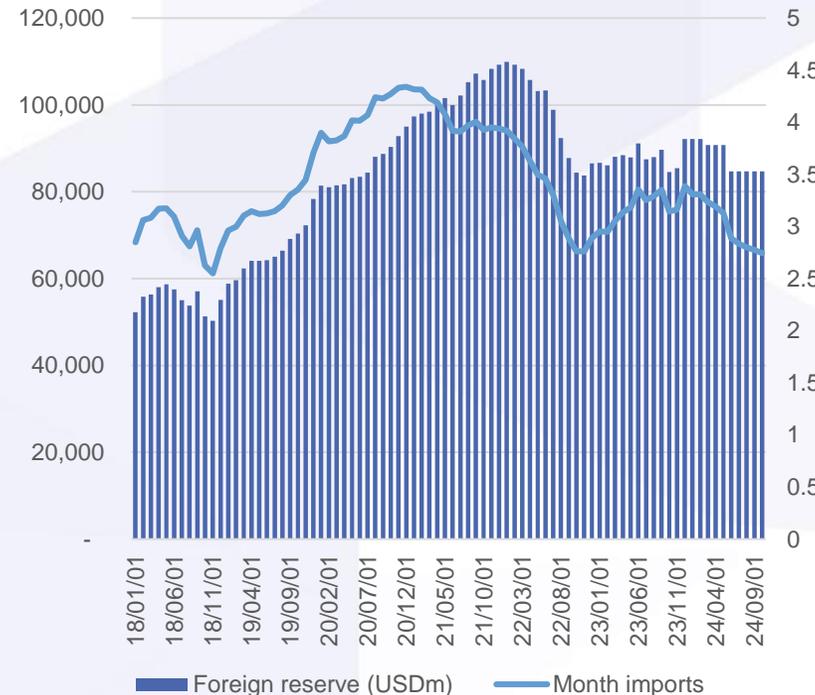
Exchange rate USDVND



DXY and VND performance 2024



Foreign reserves (USDm)



汇率压力在年底因美联储首次降息而有所降温并有所上升。与此同时，越南外汇储备略低于3个月的进口规模。

源: GTJASVN Research





2025年越南证券市场展望

源: GTJASVN Research



越南股市预计将实现积极增长，尤其是从2025年第二季度开始，得益于以下因素：

一、生产总值正增长

经济保持增长势头。预计2025年GDP增长率为6%至6.5%

二、EPS增长高达20%

预计2025年EPS增长 20%，使整体市场市盈率达到具有吸引力的估值（10.x）

三、市场升级

升级后预计将有大量资金流入越南股市

四、地缘政治担忧消除

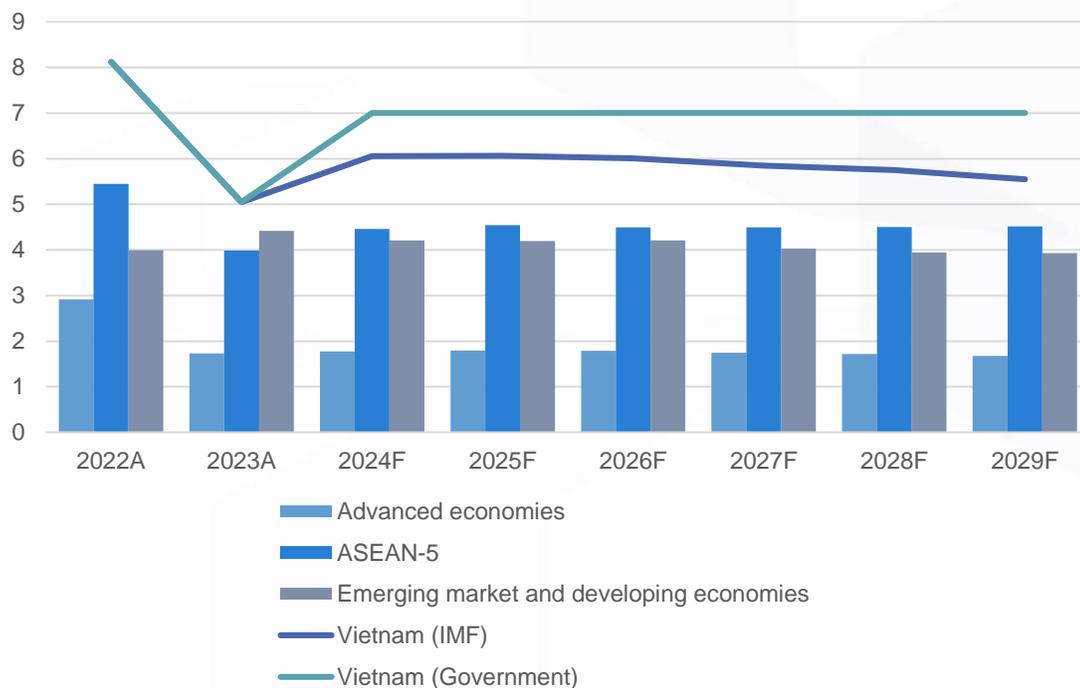
美国总统新任期的政策面逐渐显露，投资者可以更加自信地进行投资决策

源: GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



国际货币基金组织的GDP增长预测与越南政府的目标



- 预计未来五年越南的经济增长将超过其他国家，政府的增长目标高于国际货币基金组织的预测。
- 预计工业生产、贸易和公共投资将成为2025年推动越南经济发展的主要动力。

国际货币基金组织消费者物价指数 (CPI) 预测与越南政府的目标

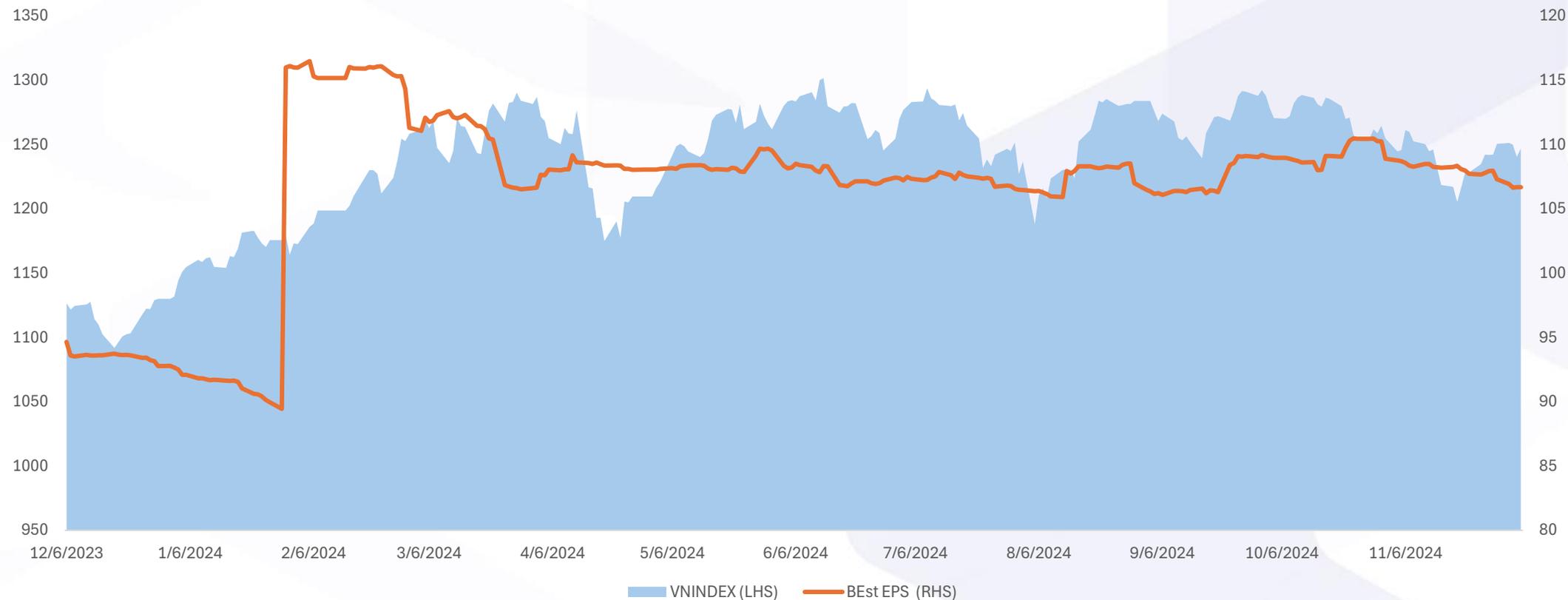


- 预计通胀将与新兴市场相似，高于发达经济体和东盟五国（ASEAN-5）的通货膨胀水平。然而，通胀将在国家银行（SBV）的目标范围内，因此需要干预的可能性较低。此外，国际货币基金组织（IMF）的预测往往高于越南的实际通胀水平。因此，从现在到2029年期间的实际通胀率可能低于IMF预测的3.4%。



预计2025年每股收益将增长17% => 2025年预期市盈率处于有吸引力的估值区间（仅为10.x）

预计2024年EPS将增长18%，2025年将增长17%



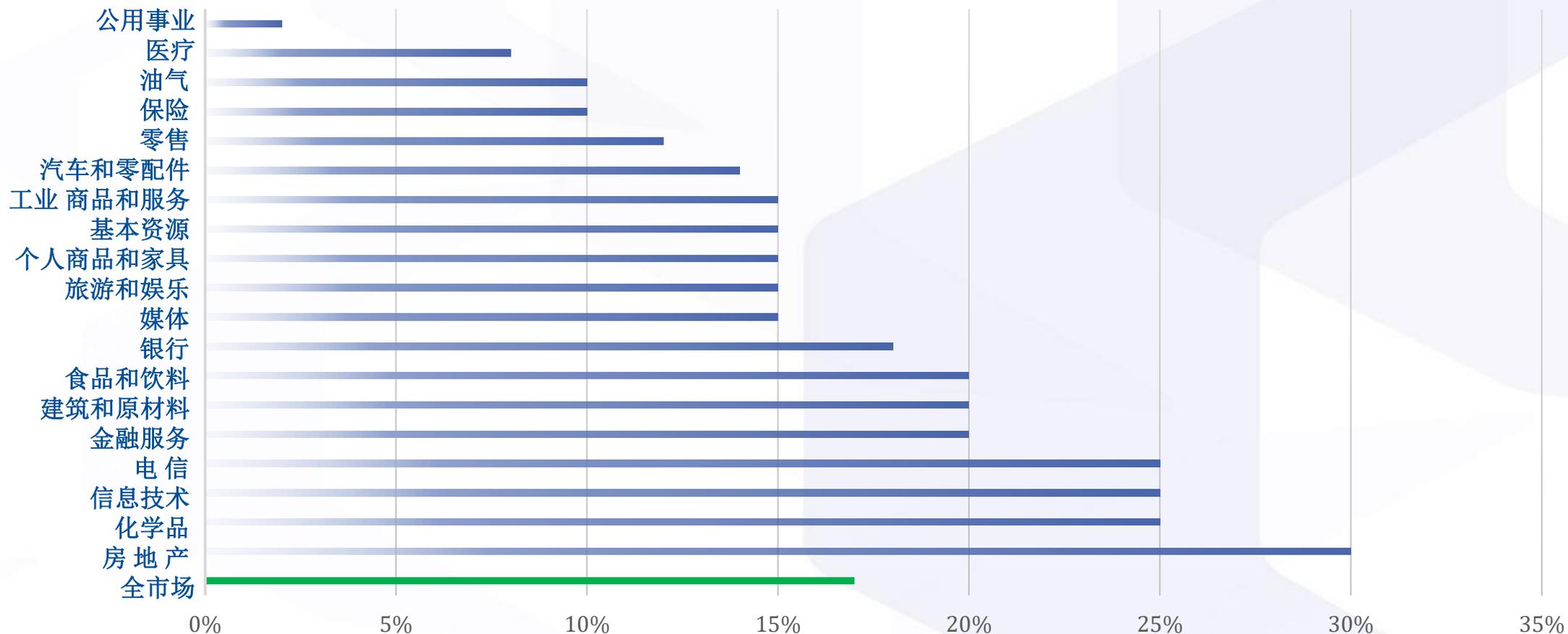
源: Bloomberg GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



预计2025年每股收益将增长17% => 2025年预期市盈率处于有吸引力的估值区间（仅为10.x）

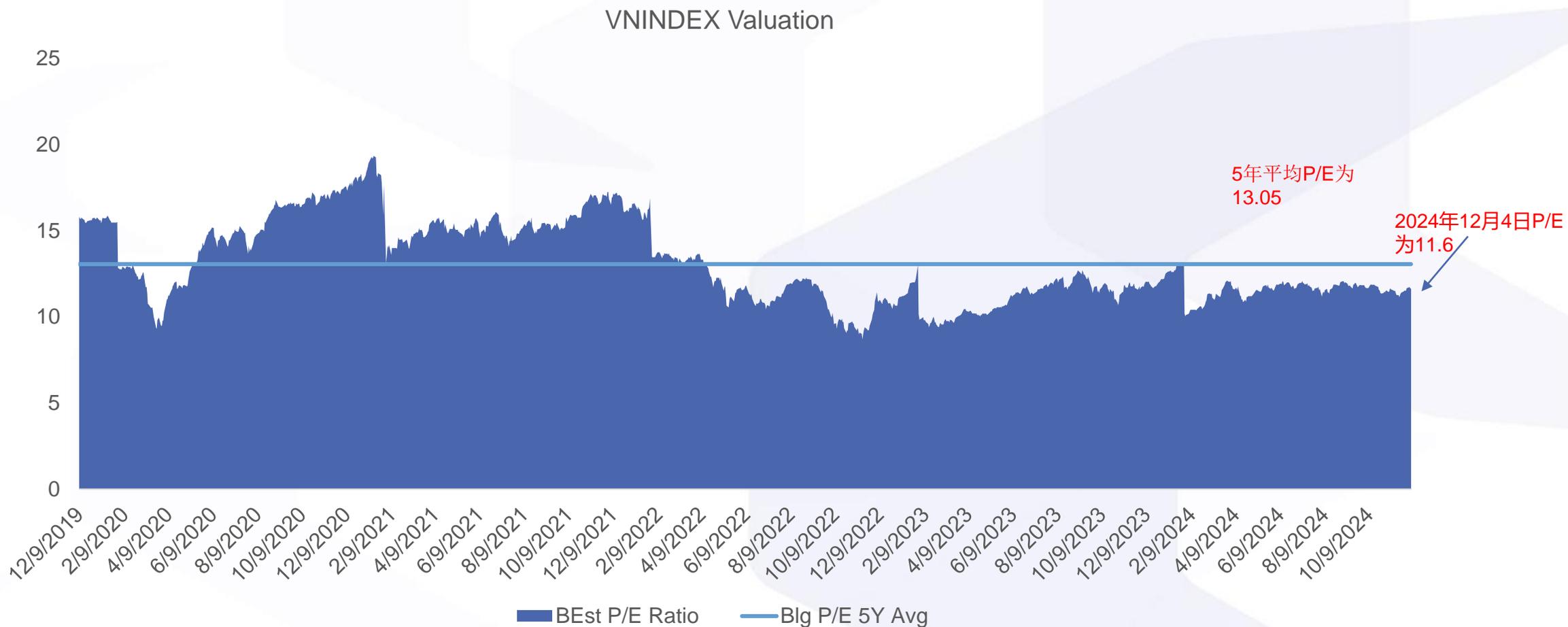
ESTIMATED PBT GROWTH IN 2025



源: Bloomberg GTJASVN Research



预计2025年每股收益将增长17% => 2025年预期市盈率处于有吸引力的估值区间（仅为10.x）

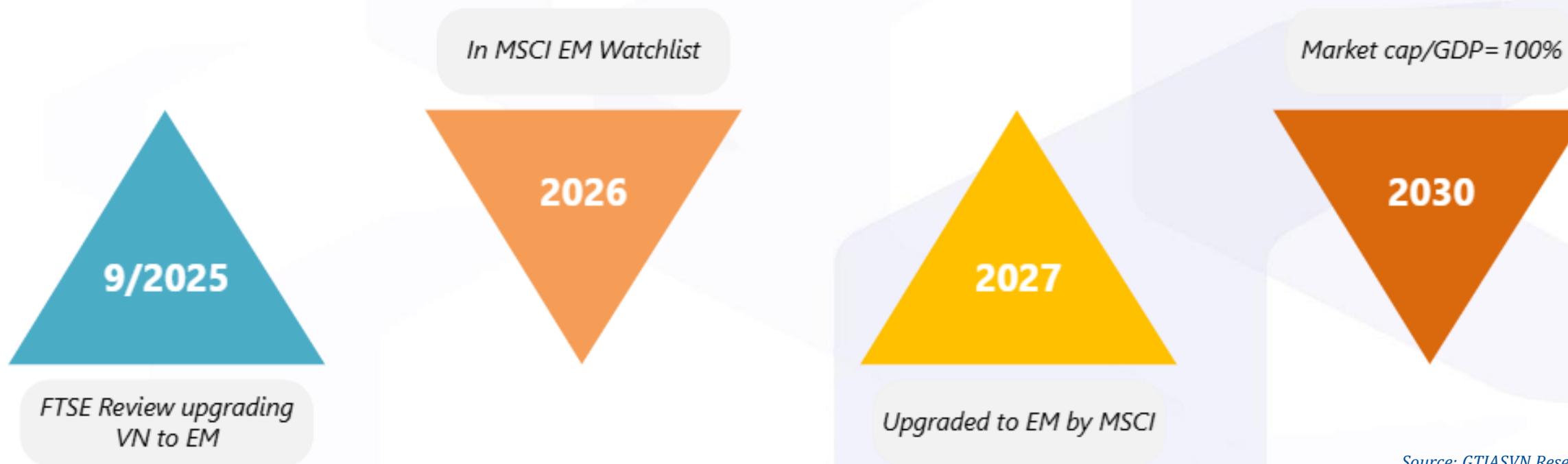


源: Bloomberg GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



市场升级路线图



Source: GTJASVN Research

- 越南证券市场预计将在2025至2026年期，在乐观的情景下为2025年9月被FTSE升级为新兴市场，这得益于改善市场体制和政策的努力。2024年11月，non-prefunding产品（无需100%保证金的交易）已根据2024年9月18日发布的第68/2024号通知正式应用于整个市场。这也开启MSCI中期上调的预期，预计2027至2028年期间实现。



由于升级前后现金流量大，VNINDEX有望取得突破。预计资金流入金额在24亿至49亿美元。

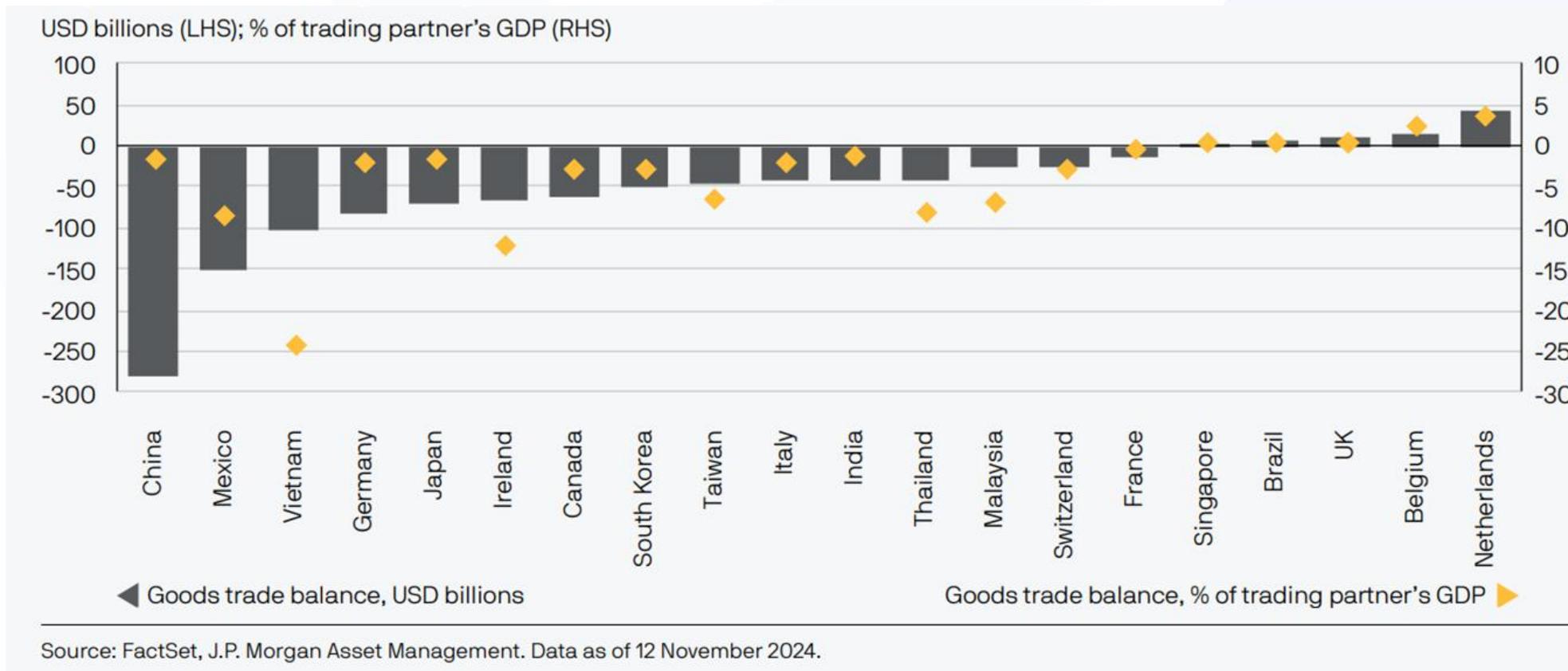


- 2024年底在流动性缺乏的阶段，交易量低迷。
- 升级消息预计将在长期净卖出后将外资回流越南股市。我们预计流动性从2025年起将有所改善，预计较2024年平均水平增加约10至15%。

源: Bloomberg GTJASVN Research



关于特朗普任期内与美国贸易展望的疑问

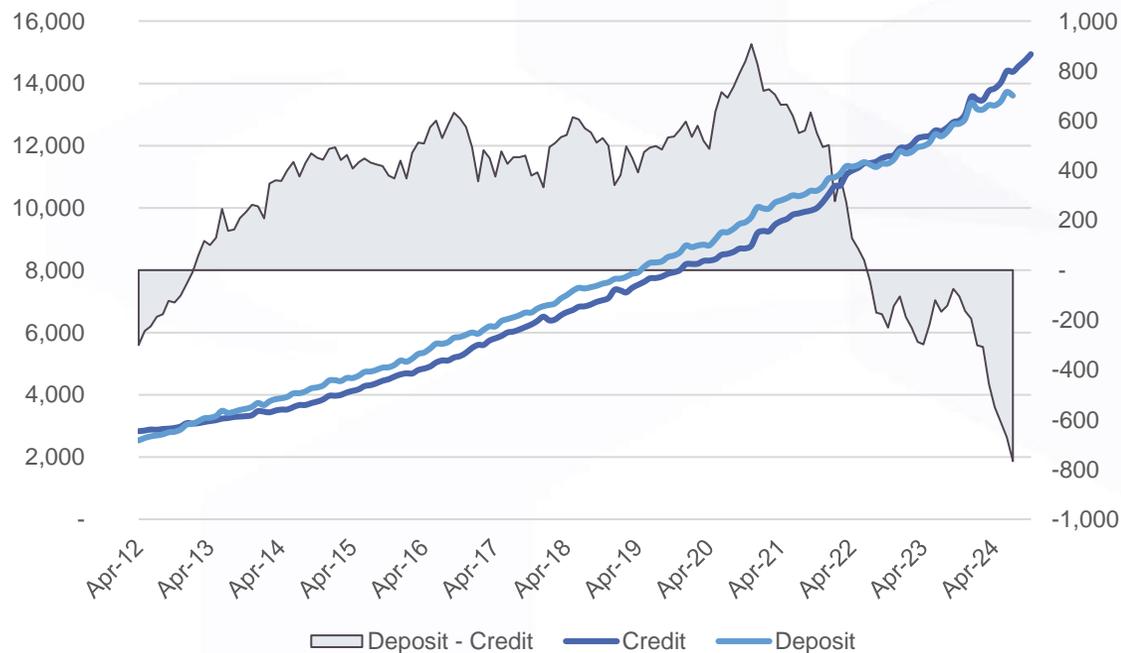


- 美国大选以唐纳德·特朗普的胜利而告终，这引发对新总统政策对全球贸易总体情况以及越南的具体影响的担忧。越南对美国出口规模的增加预计将使越南在特朗普任期内变得更加敏感并受到更多关注。然而，我们预计越南将更多地受益于全球投资资金流动的转移，凭借其吸引资本的优势以及近年来与美国建立的紧密外交关系。

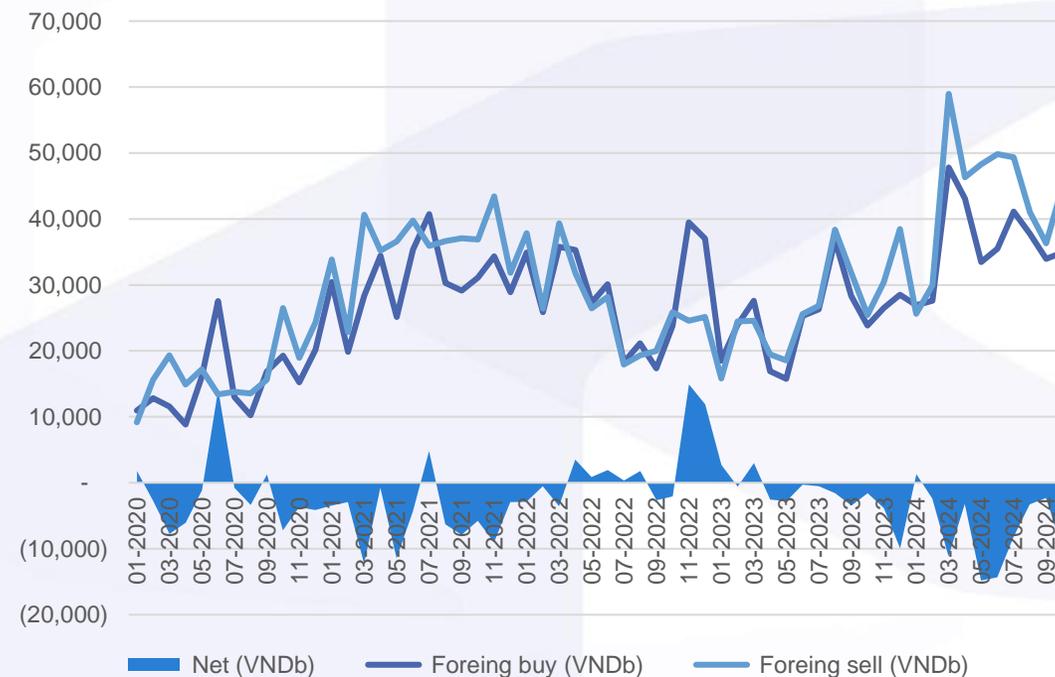


流动性短缺

商业银行存贷款余额（万亿越南盾）



外国投资者买入/卖出（越南盾）



- 自2024年底与SCB事件相关的银行业危机后，系统流动性一直存在问题，并持续至今。我们可以看到，信贷增长与存款增长之间的差距不断扩大，导致银行存款利率水平上升。

- 与此同时，在证券市场上，流动性不足的现象伴随着外资强劲净卖出，使得VnIndex在短期内难以突破。



2025年的利率压力

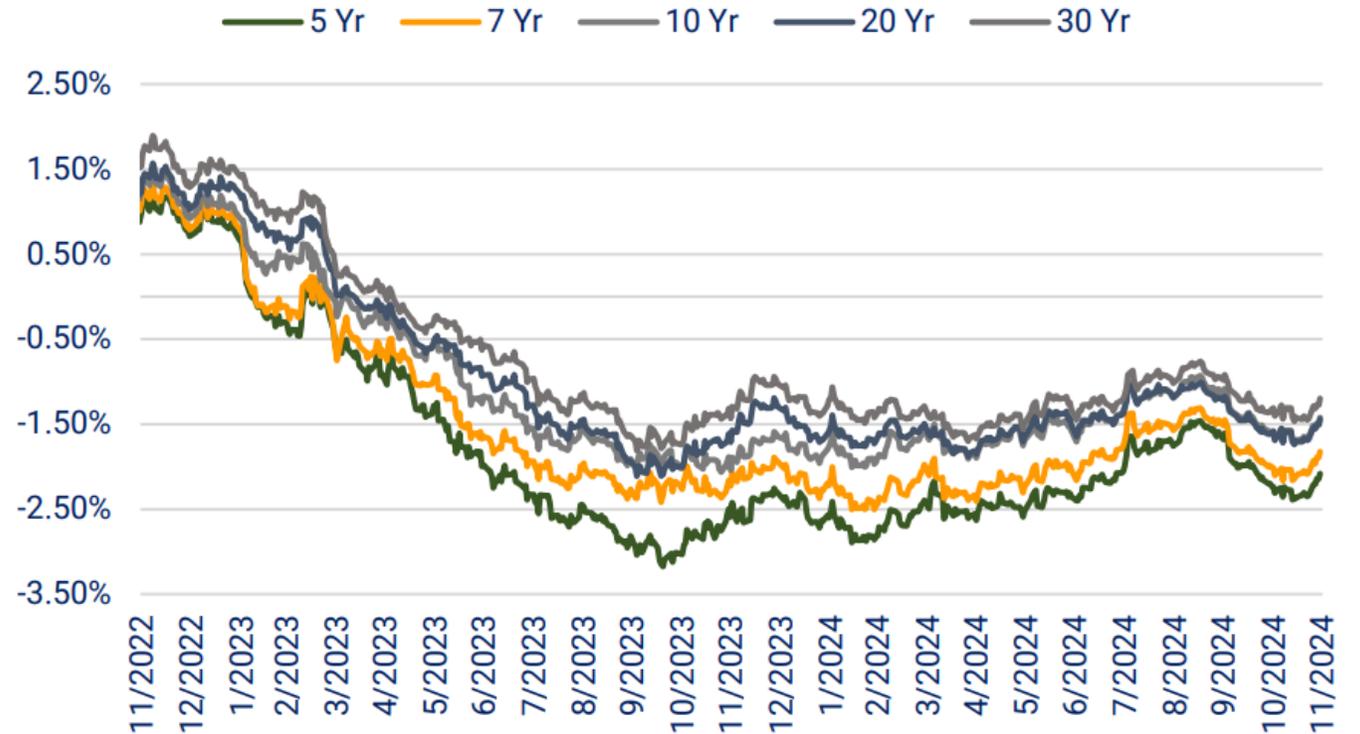
2025年的利率压力

- 我们认为，2025年的汇率压力仍将是一大阻碍，尤其是在美国降息进程预计放缓的背景下。
- 当外汇储备空间不再充裕且美元走强时汇率压力增大时，这将在一定程度上对越南的货币政策造成阻碍。

2025年加息压力仍然存在

- 我们预计，越南国家银行（SBV）的灵活货币政策将在明年为经济提供支持，一方面稳定汇率，另一方面维持经济增长动力，有助于实现6.5%至7%的经济增长目标。
- 在基础情境下，我们预计利率仅小幅上调0.25%。

VN-US yield spread



Source: USDT, VBMA

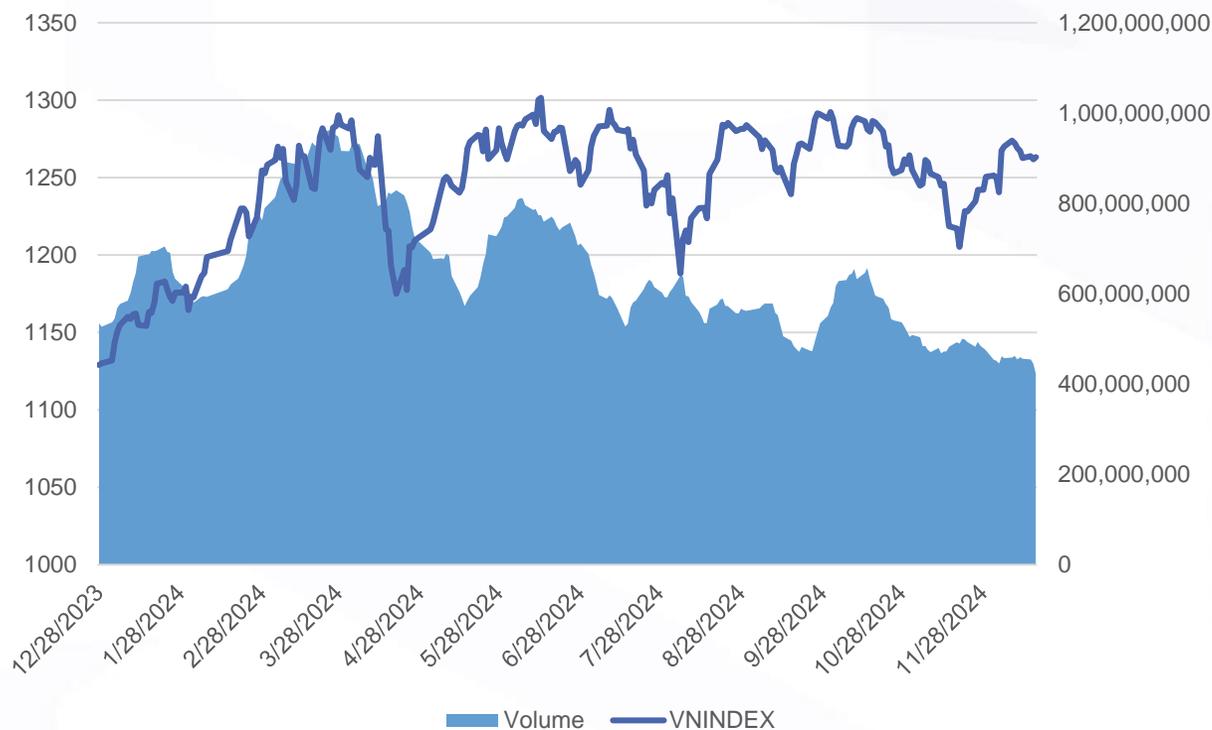
源: VMBA, GTJASVN Research



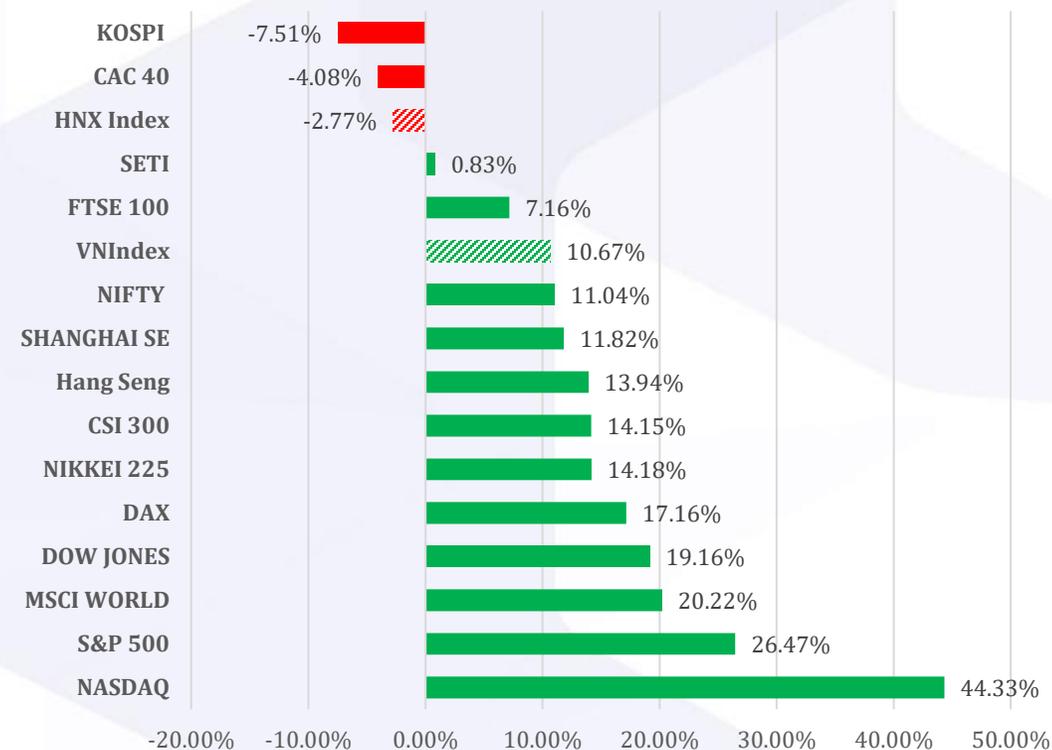
2024年VNINDEX在1165-1305点区间波动

截至2024年12月13日，Vnindex年初至今上涨 14.56%，涨幅优于该地区其他股票市场。推动指数上涨的主要动力包括银行板块和科技板块（如FPT）。市场全年保持上涨趋势，同时在1月、8月和11月经历了几次主要的调整。

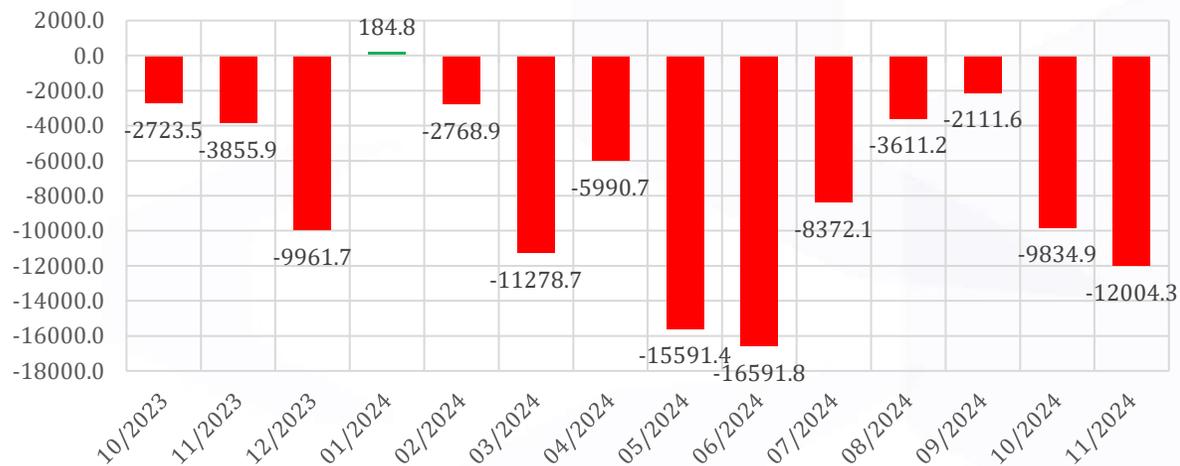
VNINDEX performance in 2024



2024年11个月各国股票指数发展情况



净买入/卖出价值 (十亿越南盾)



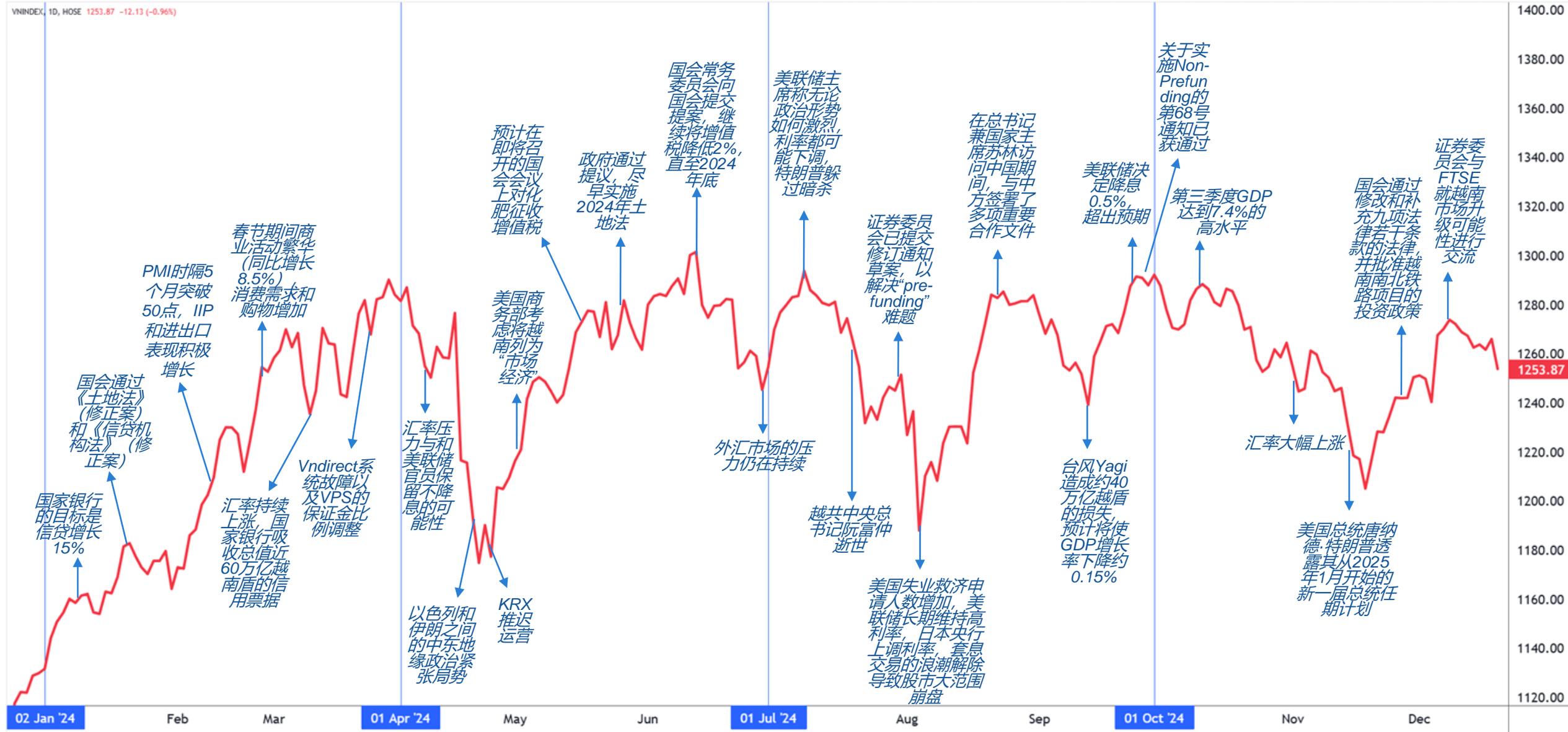
VNIndex和每周交易额



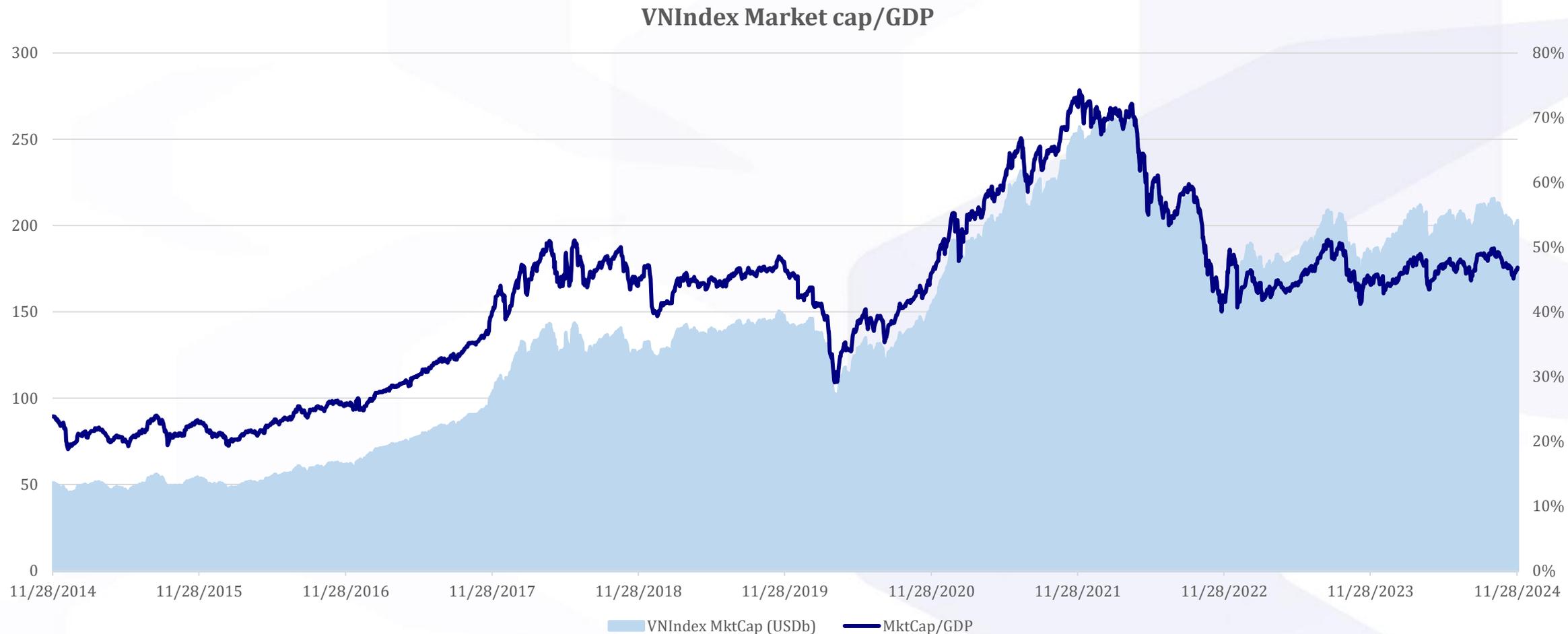
为2024年VNINDEX的增长做出贡献 (更新至2024年12月13日)



2024年值得注意及影响指数的事件



预计VNINDEX将快速突破1300点阻力位，并且向1450点迈进



Nguồn: Bloomberg, GTJASVN Research

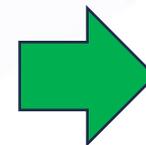
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)





乐观情景 (20%)

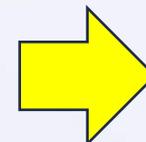
- 美联储在2025年三次降息，中东和乌克兰的地缘政治风险降温，美国的贸易关税处于适度水平。
- 通胀保持在目标区间，汇率压力缓解。低利率政策得以维持，外资资金流入出现逆转。
- 信贷增长保持良好水平，经济增长率为6.5%。房地产市场良好复苏，制造业活动保持增长势头。



2025年，越南指数收于1450点

基本情景 (60%)

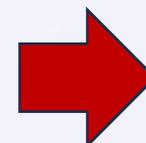
- 美联储在2025年降息两次。地缘政治风险未出现严重升级。
- 通胀保持在目标区间，汇率压力缓解。低利率政策得以维持。
- 信贷增长保持良好水平。房地产市场略有回暖。企业利润继续以两位数增长。



2025年，越南指数收于1380点

悲观情景 (20%)

- 美联储在2025年降息一次，地缘政治风险加剧。
- 通胀高于预期。
- 信贷增长处于中低水平。市场流动性疲弱。房地产市场和制造业活动复苏缓慢



2025年，越南指数收于1270点





- 在利空利好信息参半的情境下，2025年可能是越南指数波动的一年。
- 推动VN-Index上涨并突破1300点的重要动力将在2025年逐渐明朗，包括：FTSE对市场升级的评估、经济增长展望、货币政策空间，美联储放缓降息步伐，以及美国总统唐纳德·特朗普的对外政策及贸易政策逐步明晰。
- 在基准情景下，市场升级的积极评估将帮助VN-Index轻松突破1350点并向着1400点整数关前行。
- 在更积极的情景下，得益于外资大量流入越南股市，VN-Index甚至可能会突破并站稳1450点。
- 另一方面，地缘政治风险和全球贸易壁垒的不确定性可能会对越南股市施加压力，使VN-Index波动于1200至1300点区间。

源: GTJASVN Research, TradingView

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)





2025年投资策略



谨慎行事

鉴于全球不确定性及其对越南经济的潜在影响，我们建议在2025年采取谨慎的投资策略，结合防御型和进攻型投资组合。

- 对于进攻型组合，建议关注具有明确趋势的板块，包括技术与科技基础设施以及水电板块。
- 对于防御型组合，建议专注于国内消费及受宏观经济发展和全球贸易不确定性的影响较小的板块。此外，股息投资组合也是一个合适的选择。

我们认为2025年是以更长远视角进行投资布局的良好时机。越南指数或将保持在中期支撑区，这将是创造中长期投资组合的时机。

行动建议——谨慎接近：投资者应在指数回调至支撑位时分步布局，切勿盲目追高。当前投资环境仍存在较多不确定性，我们不建议进行交易活动。

(*) 请点击[此处](#)参阅根据股息收入策略的2025年投资组合报告。



源: Bloomberg GTJASVN Research

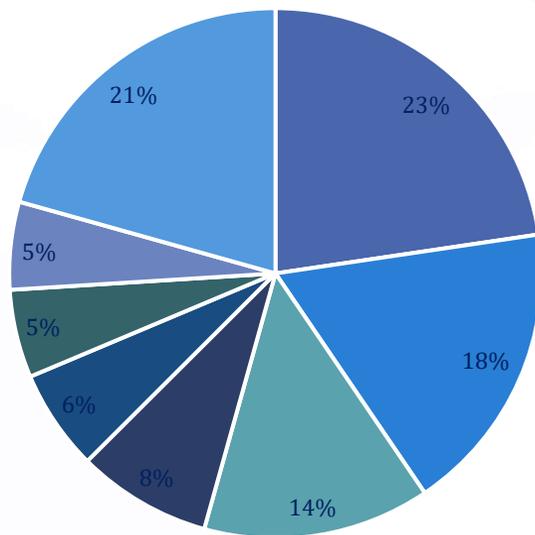
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



在乐观情景下，银行、房地产和科技等支柱板块将继续引领VN-Index的上涨趋势。

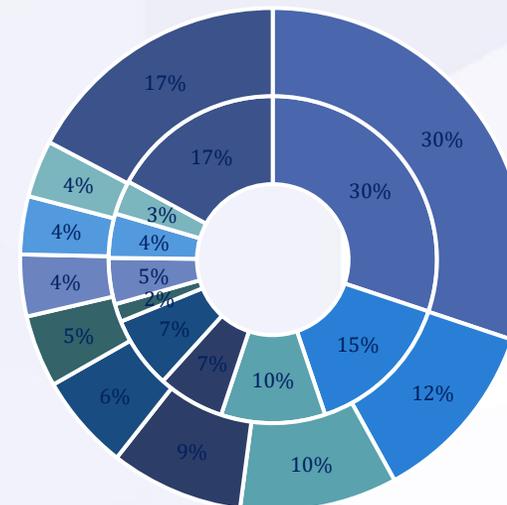
在升级情景下，VN30股票将成为首批受益于被动投资资金流入越南市场的组合。

2024按板块划分的市场流动性
2024年11个月数据



- 银行板块
- 金融服务板块
- 基本资源板块
- 工业商品和服务 L2
- 房地产板块
- 食品和饮料
- 建筑和原材料
- 其他

根据HOSE、HNX、UPCOM二级板块分类的市场市值
(内圈：2023年底；外圈：2024年11月29日收盘)
2024年11月29日收盘总市值：7.02万亿越盾



- 银行板块
- 金融服务板块
- 食品和饮料板块
- 工业商品和服务板块
- 基本资源板块
- 其他
- 房地产板块
- 水和电、石油天然气板块
- 电信板块
- 化学药品板块



2025年板块展望

板块	展望	详情	值得关注的股票
技术与电信基础设施	积极	信息技术板块在未来十年内具有较高的增长展望，这得益于全球范围内的技术化发展和人工智能的发展。与此同时，为了支持新一轮科技浪潮的发展，相关基础设施如电信、基础设施支持服务和电力的发展是必不可少的前提条件，这为上述板块带来显著的增长潜力。尽管如此，在经历2024年的快速增长阶段之后，需要谨慎观察这些板块的估值，因为其估值可能已处于较高水平。	FPT, CTR, TTN, CMG
电力与能源	积极	能源板块将在未来阶段成为发展的重点，承担国家发展的支柱角色。此外，电力系统的发展是支持数字经济的前提条件。	PC1, VSH
物流与港口	积极	运输与港口板块将继续受益于进出口扩张带来的价值增长潜力。此外，由于产能增加，企业也有增长空间；	GMD, HAH
房地产	缓慢恢复	预计房地产将继续温和复苏。	VHM, NLG, KDH, HDG, NTL
工业地产	积极	板块展望因生产转移浪潮而保持积极。然而，由于许多工业园区的入住率已达到较高水平，而新的项目尚不能满足需求，这将对企业未来增长构成障碍。	BCM, KBC, IDC
银行	积极和消极并存	坏账压力和融资成本对银行利润构成影响。与此同时，信贷余额预计将继续保持较高增长，与推动经济发展的努力同步；	VCB, BID, CTG, MBB, TCB, ACB
证券	积极和消极并存	由于越南股市升级的展望，证券公司的业务业绩预计在2025年将呈现正增长。然而，对于这一行业，建议以3年的长期视角进行投资，原因是其估值较高以及升级时间的不确定性。	SSI, VCI, HCM, FTS, VDS



2025年板块展望

板块	展望	详情	值得关注的股票
消费	积极和消极并存	<p>预计国内消费仍将因收入改善而保持乐观态势。</p> <p>与此同时，与进出口活动相关的消费股，如水产和纺织品，可能会因特朗普总统任期内的政策影响以及运费上涨的压力而面临挑战。</p>	MWG, PNJ, MSN, VNM, QNS
建筑与材料	恢复	<p>预计将受益于公共投资支出进度的推进而逐步复苏。同时，房地产板块的复苏也将改善对建筑材料的需求。然而，建筑材料板块整体，尤其是钢铁板块仍受钢材价格和来自中国的供应影响。预计中国的供应过剩状况将持续一段时间，而房地产市场复苏缓慢导致钢材价格维持在低位。钢材价格逐步回升的展望，加上越南对中国进口钢材征收保障税的消息，是2025年钢铁板块股票的积极信号。</p>	HPG, NKG, HSG, CTD
化肥	积极	化肥板块受益于预计增值税5%的征收以及国内消费需求的良好展望。	DCM, DPM, DGC, BFC
塑料、包装、纸业	积极和消极并存	辅助板块发展良好，受市场总体波动影响较小。然而，原材料价格的风险仍然存在。	BMP, NTP, DHC
公用事业	积极	预计水价将逐年上涨，且居民和工业用户的需求增加将带来增长空间。	BWE

源: Bloomberg GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



由于全球数字化转型趋势，越南展现出巨大的潜力。此外，越南正成为全球半导体和科技板块的潜在目的地，这为越南的IT企业和信息技术基础设施服务板块带来增长展望。

VIETNAM AI MARKET (MN USD)



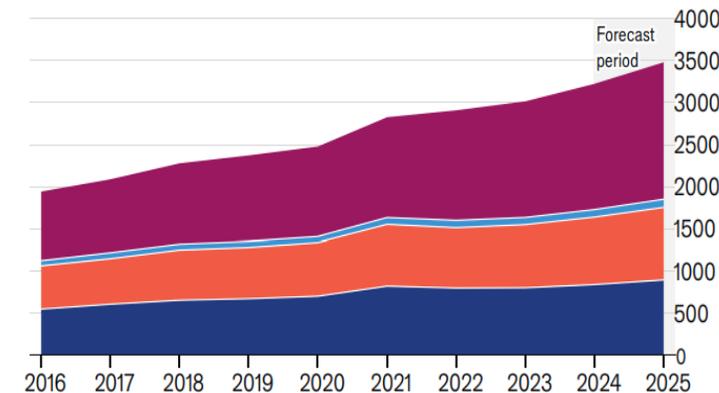
AI will continue to drive IT spending in 2025

IT spending; US\$ bn



Source: EIU.

Copyright © The Economist Intelligence Unit 2024. All rights reserved.



- ✓ 据Mordor Intelligence预测，在中期内（约5年）来看，越南科技板块预计将以接近10%的复合年增长率强劲增长，到2029年规模将达到133.2亿美元。其中，IT外包领域预计将以11.51%的复合年增长率增长，到2028年表现尤为突出。
- ✓ 从长期来看，根据世界银行的预测，以科技产业为主要支柱的越南数字经济规模将在2045年达到2000亿美元，年均增长率为10%。

根据Oxford Insights的数据显示，越南的人工智能准备度得分为54.5，在东南亚排名第5，突显越南政府在推动AI研究、政策和产业发展的承诺。这符合越南到2030年成为东盟人工智能四大领先国家之一的愿景。

越南的AI市场预计将在2024年达到7.534亿美元，并在2030年前以28.6%的年复合增长率快速增长。

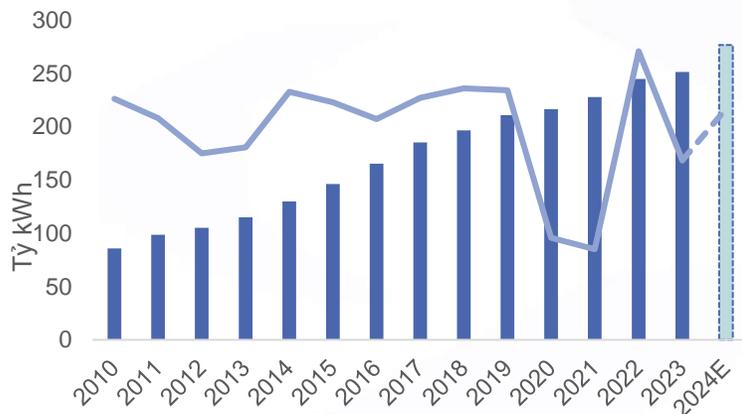
股票推荐: FPT、CTR、CMG和TTN

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

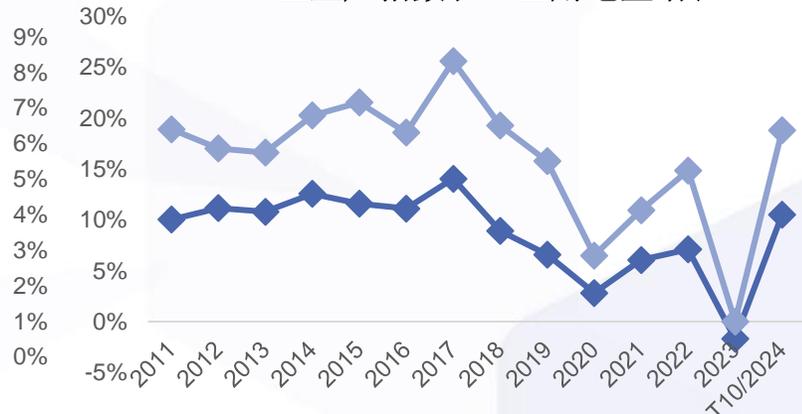


能源板块是未来发展的重点，成为国家发展的支柱。与此同时，电力系统的发展也是数字经济发展的前提条件。

商业电力输出



工业生产指数和工业用电量增长

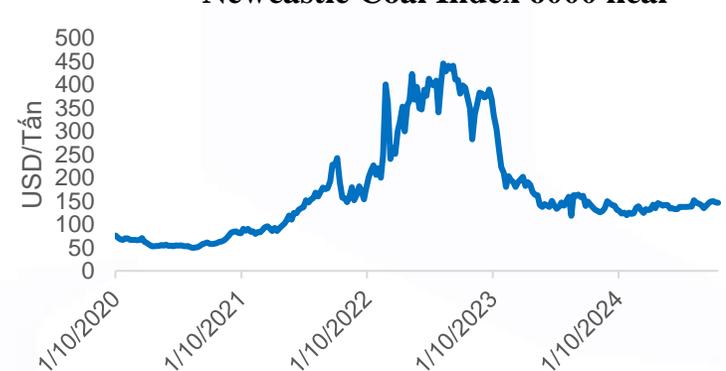


平均零售价

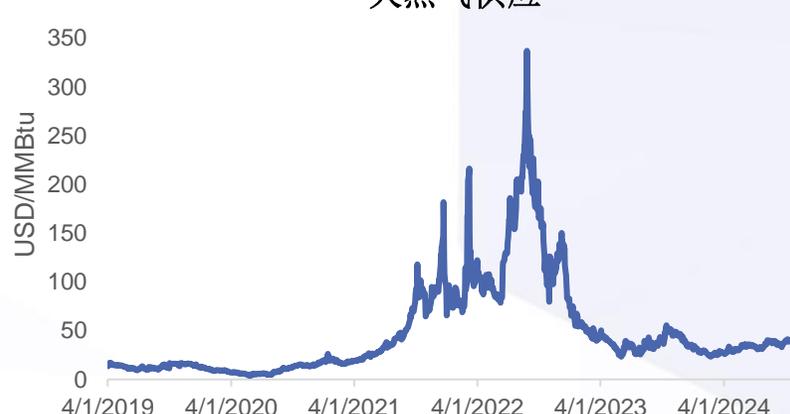


商业电力输出 国内生产总值增长率 IIP增长 中国电力消费增长

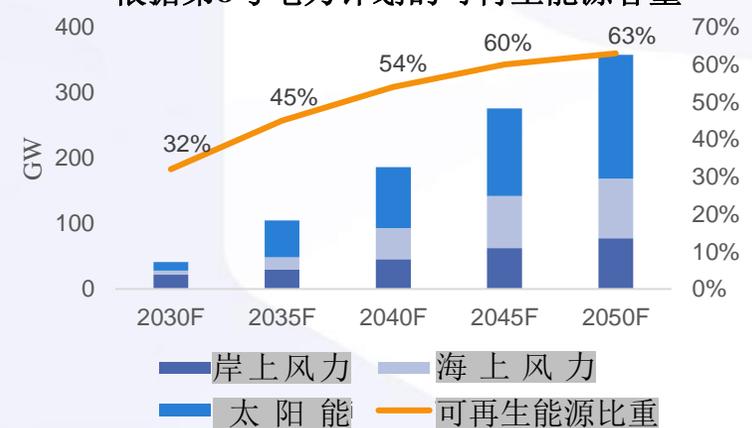
Newcastle Coal Index 6000 kcal



天然气供应

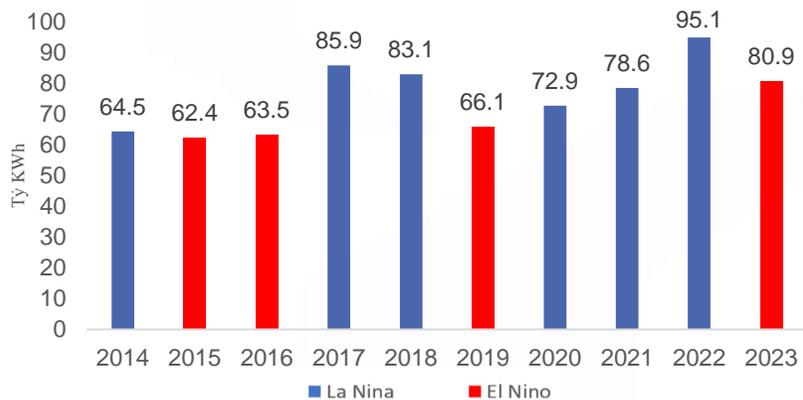


根据第8号电力计划的可再生能源容量



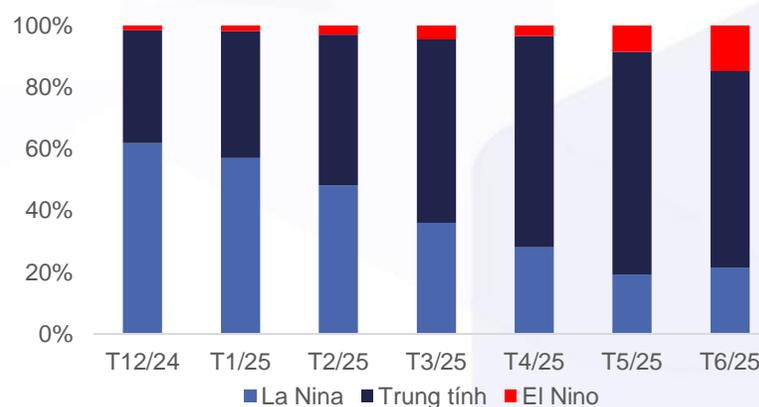
- 得益于有利的天气条件，水电板块表现积极。
- 良好的水文条件带来积极的经营业绩。厄尔尼诺现象已结束，2024年三季度起将转入拉尼娜阶段，这将帮助水电企业恢复产量，预计达到666亿千瓦时，同比增长35%；且水库蓄水量充足，降水量大幅增加。
- 根据EVN的预测，2024年水电站的直接电量（Qc）将达到95%至98%，高于正常水平的85%至90%。我们预计，受拉尼娜现象影响，水电板块将在2025年第一季度之前保持良好的经营业绩。

越南的水力发电



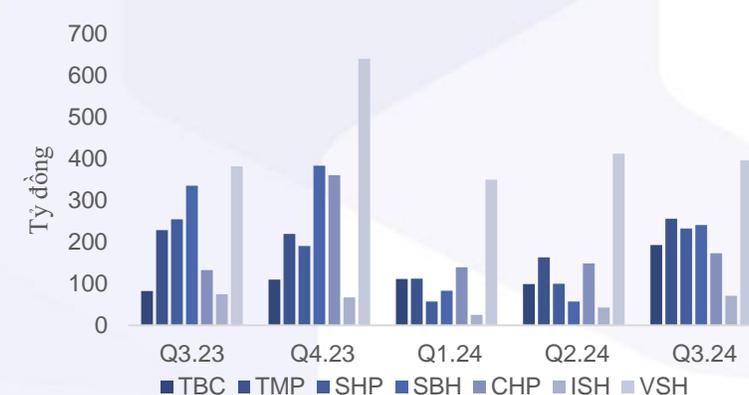
源: EVN, GTJASVN Research

厄尔尼诺-南方涛动 (ENSO) 阶段预测



源: NOAA, IRI, GTJASVN Research

水电板块营业收入



源: FiinproX, GTJASVN Research

火电和可再生能源：积极与消极并存

- 燃煤液化天然气发电有所改善，得益于全球煤炭价格的下降。
- 可再生能源和天然气发电将继续受到重视和发展。然而，仍然存在许多与定价机制相关的法律问题。我们对这两个领域在2025年的展望持中性观点。
- 可再生能源和气电继续受到重视发展。但与价格机制相关的法律问题还不少。我们对2025年这两个细分市场的评级为中性。

股票推荐：VSH、PC1

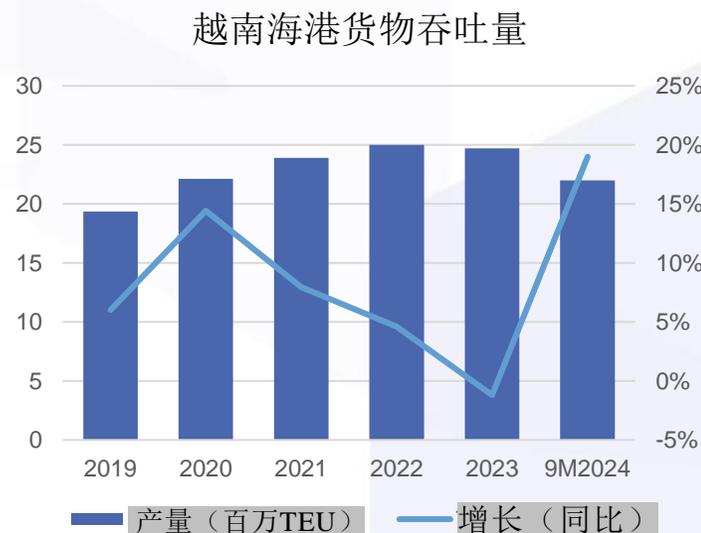
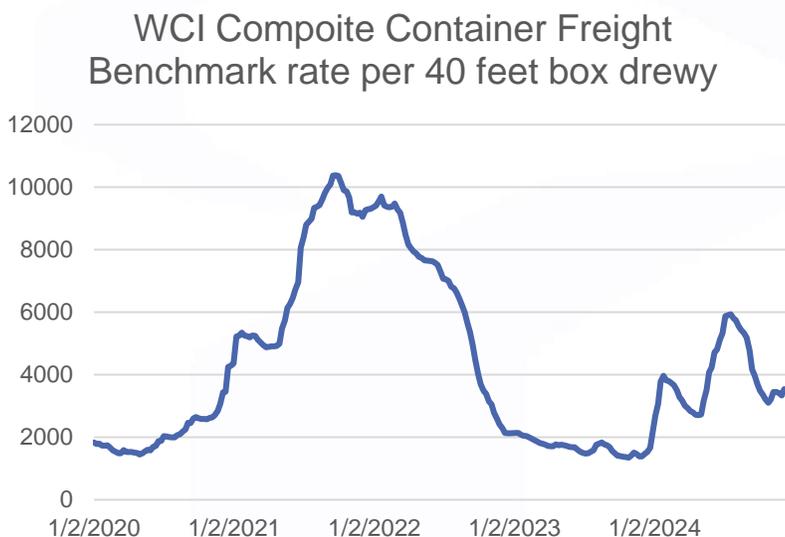
源: Bloomberg GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



商业活动活跃和运费预计上涨积极影响行业展望

预计2024年前10个月，通过海港运输的货物总量将增长约14%，达到5.7亿吨。基于进出口展望持续良好，外资保持在高位，尤其是港口升级和相关基础设施项目陆续完成，预计港口和海运板块将在2025年增长12%。



与此同时，预计在全球地缘政治紧张局势仍未缓解的背景下，海运运费将在2025年继续保持上涨趋势。红海冲突、巴拿马运河堵塞、一些港口发生罢工等因素将继续扰乱供应链并推高运输成本。

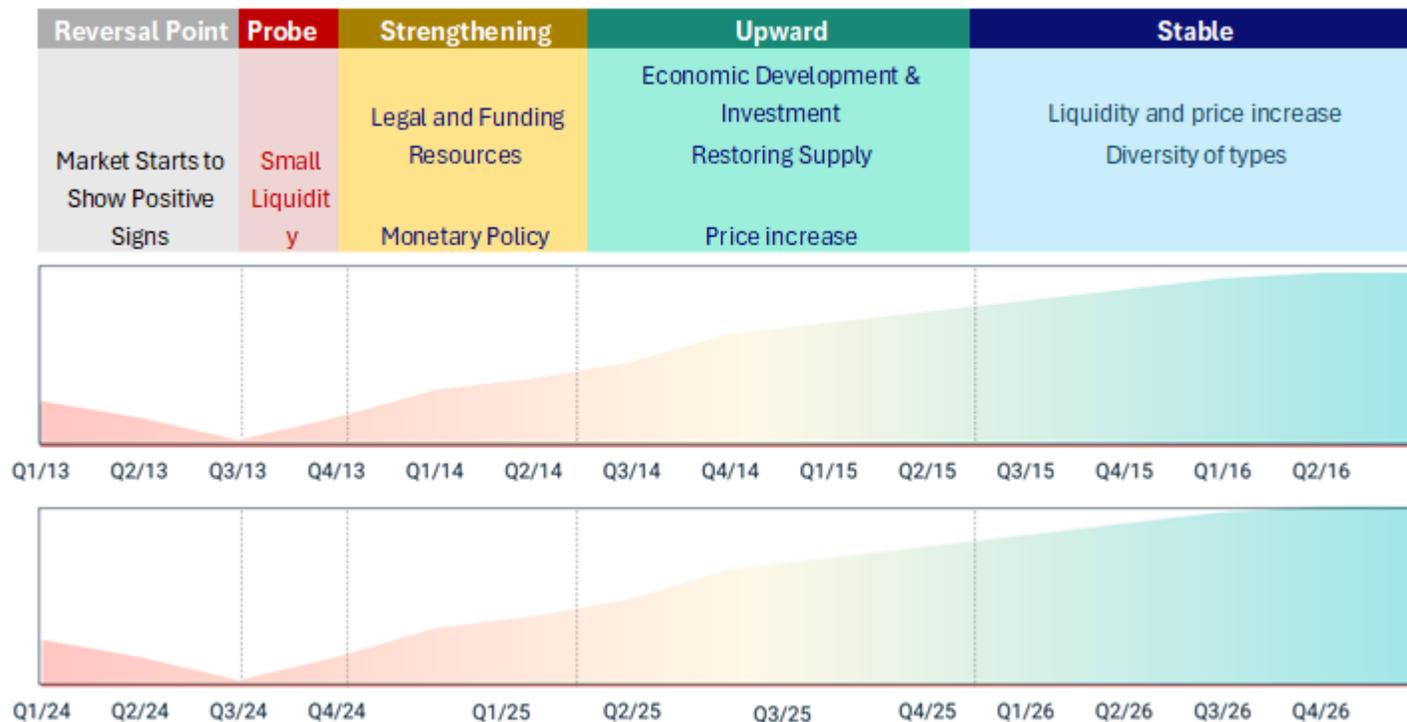
股票推荐：HAH、GMD

源: Bloomberg, GSO, GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

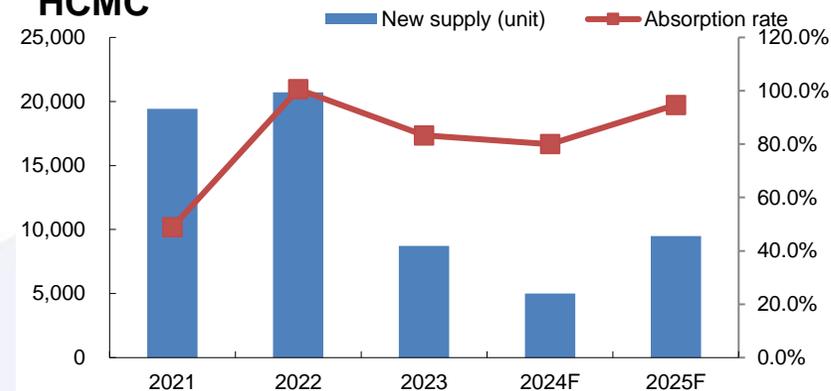


进入新周期

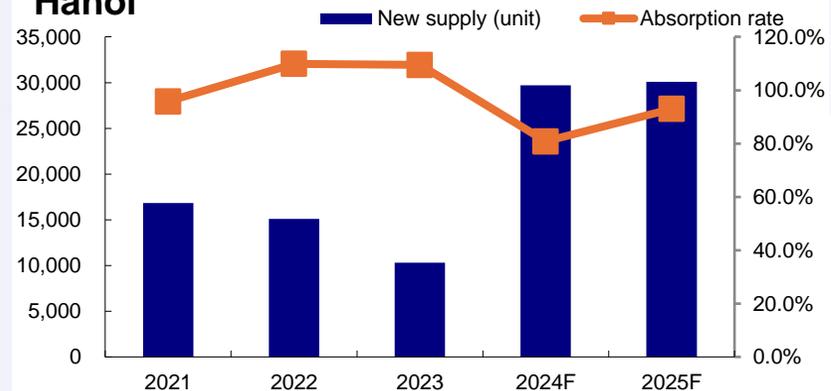


- ✓ 预期在法律问题解决后将出现积极的复苏。
 - ✓ 随着大型且财力雄厚的投资者的供应改善，公寓供应量和吸纳率呈现触底小幅回升迹象。
- 股票推荐：VHM、NLG、KDH、HDG和NTL

HCMC



Hanoi

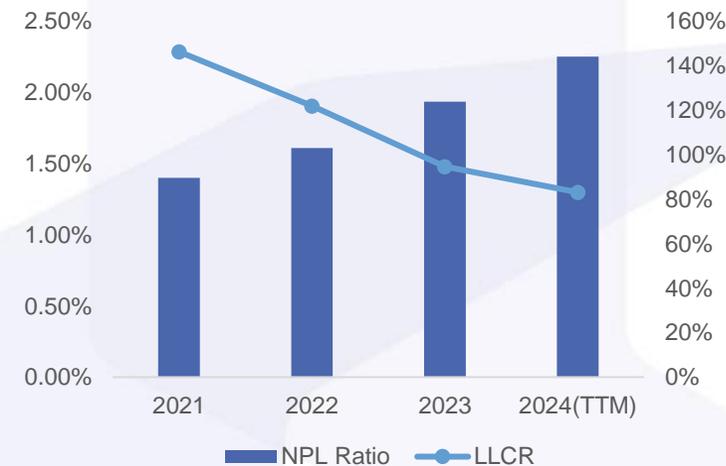
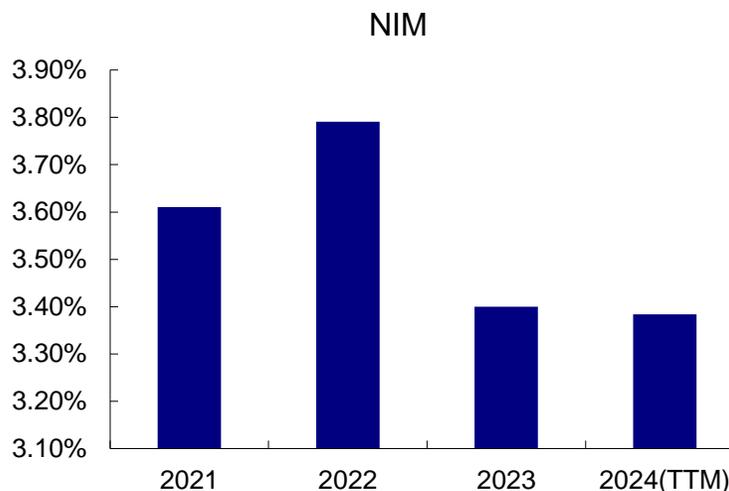
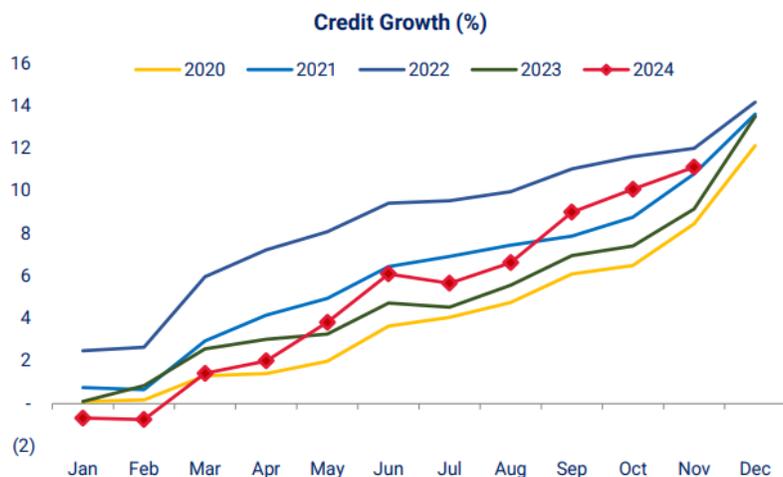


源: Batdongsan.com, CBRE, GTJASVN Research

Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



2025年坏账和资金成本压力将上升



源: VBMA, SBV, GSO, FiinproX, GTJASVN Research

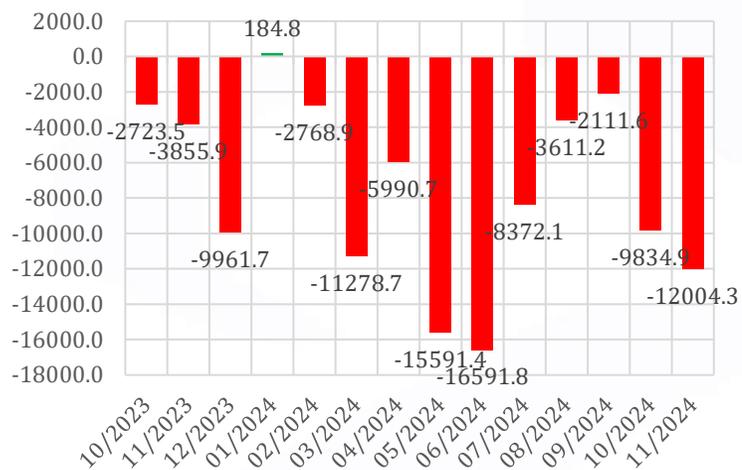
- 2025年银行业将随着经济发展继续保持信贷高增长的积极势头。在2024年前11个月，信贷增长已达到11.12%，预计将实现国家银行设定的14%至15%的增长目标。此外，房地产市场复苏以及经济状况的持续改善将帮助银行通过住房贷款和零售贷款细分市场的债务余额提高盈利能力。基于积极的经济展望，非利息收入渠道的表现也有望向好。
- 另一方面，预计2025年银行板块将继续面临一定的挑战。系统流动性风险和利率汇率压力继续对2025年银行存款利率构成压力，影响净息差。此外，未延长第二号通告将使系统中的坏账更加明显，并对银行的比率平衡造成压力。在当前的估值下，平均市净率（P/B）为1.5倍，我们认为银行股仍然是长期投资组合的首选股票之一。然而，由于政策不确定性和短期市场波动，股票的交易操作将面临诸多障碍。

股票推荐: VCB、CTG、BID、TCB、MBB和ACB

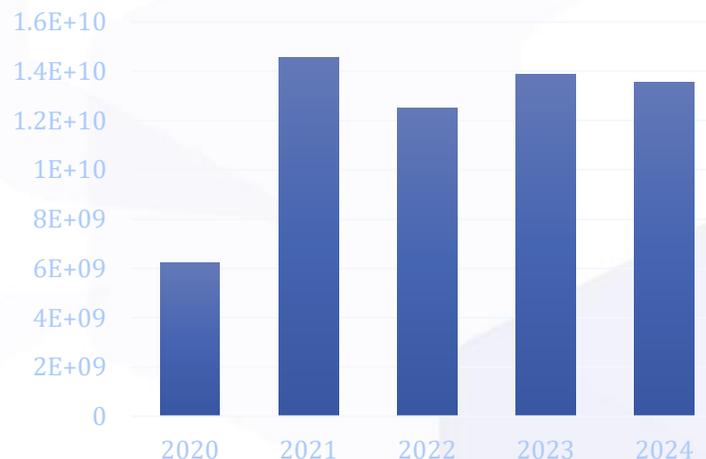


由于越南股市升级的展望，证券板块展望乐观

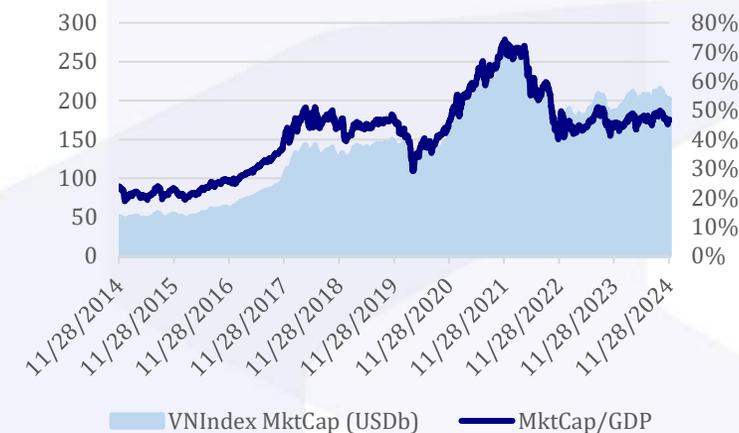
净买入/卖出价值 (十亿越南盾)



VNINDEX monthly trading volume



VNIndex Market cap/GDP



源: VBMA, SBV, GSO, FiinproX, GTJASVN Research

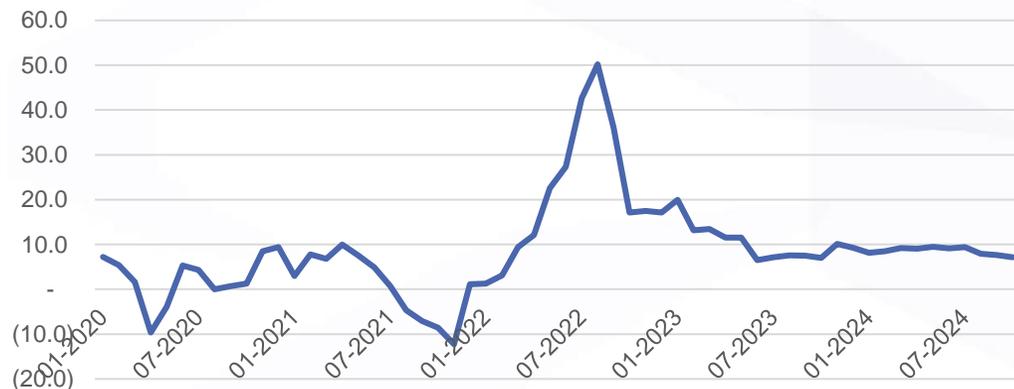
- 证券板块的业绩预计将在2025年有所改善，基于市场流动性改善的预期，这主要得益于关于市场升级的积极消息，引导外资回流越南市场。此外，加速将科技和人工智能（AI）应用于业务活动，将帮助证券公司提升运营效率并改善盈利能力。
- 在短期内，政策不确定性和资金流短缺会阻碍VN-Index突破。然而，这些障碍有望在以下条件下逐步消除：一、市场升级；二、市场流动性改善，得益于个人投资者资金和外资的回流；三、企业利润的可持续增长。此外，大型股票的转板或新上市浪潮可能会成为推动市场的催化剂。备注：经过2020年疫情期间的热潮以及后续的增资浪潮后，目前证券公司的市值处于较高水平。对于该板块，建议采取三年的长期投资视角，以应对高估值和市场升级时间点的不确定性。

股票推荐: SSI、HCM、FTS和VDS

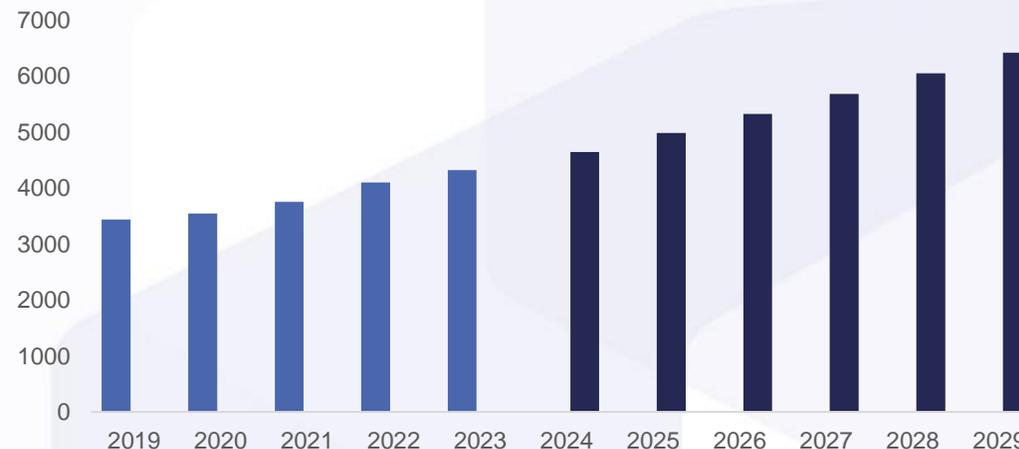


集中在越南消费类股票

Total growth of retail sales of goods & services (%)



Vietnam GDP per capita (USD)



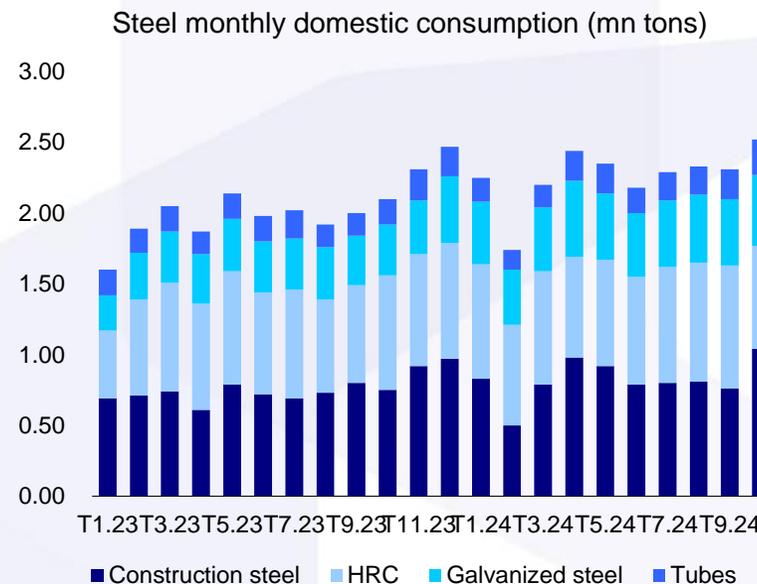
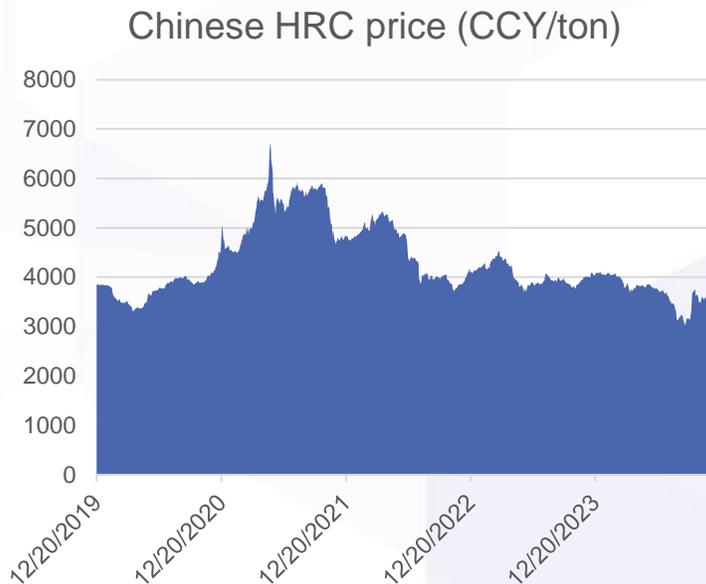
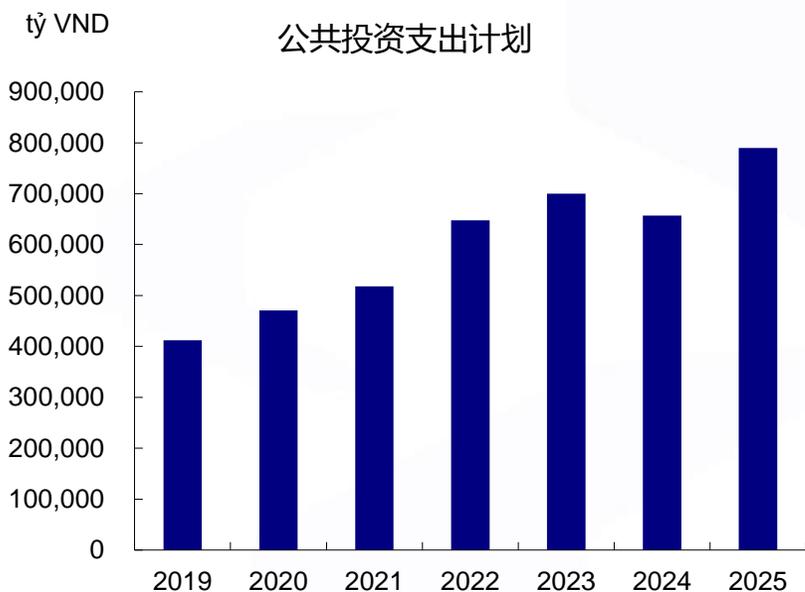
源: SBV, GSO, FiinproX, GTJASVN Research

- 零售和消费板块的越南境内企业预计在2025年将继续实现增长，这得益于国内收入和消费保持良好展望。与此同时，消费者信心也有所改善。
- 根据普华永道（PwC）2024年亚太地区消费者调查，越南的主要数据显示，在未来12个月内，63%的消费者预计会增加在日常消费品上的支出，其次是服装为52%和保健产品为48%。因此，越南零售额的增长预计将在2025年达到9%至10%。
- 我们对QNS和VNM等估值低、现金股息率高的股票特别关注。与此同时，产品、纺织品等与进出口活动相关的消费类股票可能面临挑战，主要原因是特朗普任期内的政策影响以及运输成本上升带来的压力。

股票推荐：MWG、PNJ、MSN、QNS和VNM



房地产略有复苏，公共投资增加是驱动力



源: Bloomberg, GSO, FinproX, GTJASVN Research

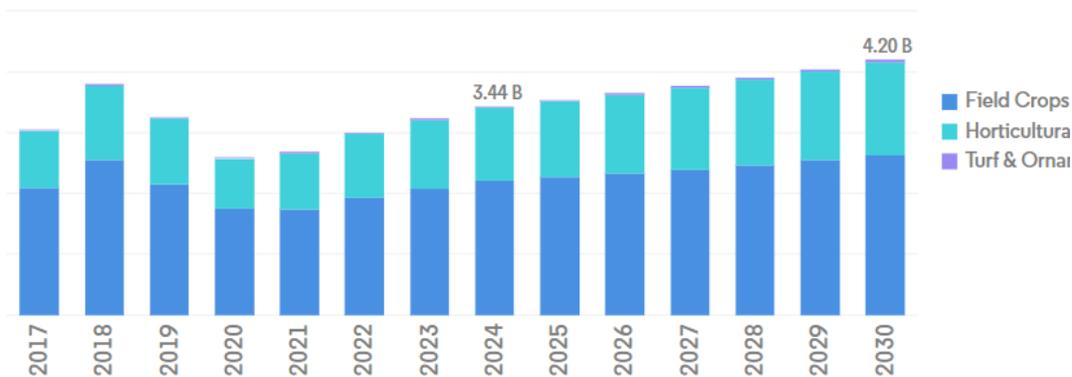
- 由于公共投资支出取得进展，预计经济将出现复苏。同时，房地产复苏也带动建筑材料的需求。然而，建材板块总体，尤其是钢铁板块仍然受到中国钢材价格和供应的影响。
- 预计中国房地产市场复苏缓慢，供应过剩局面将持续，导致钢铁价格维持在低位。
- 钢铁价格逐步回升的展望，加上越南对中国进口钢材实施的防御性关税政策，是2025年对钢铁板块股票的积极信息。

股票推荐：CTD、HPG、HSG、NKG和BMP

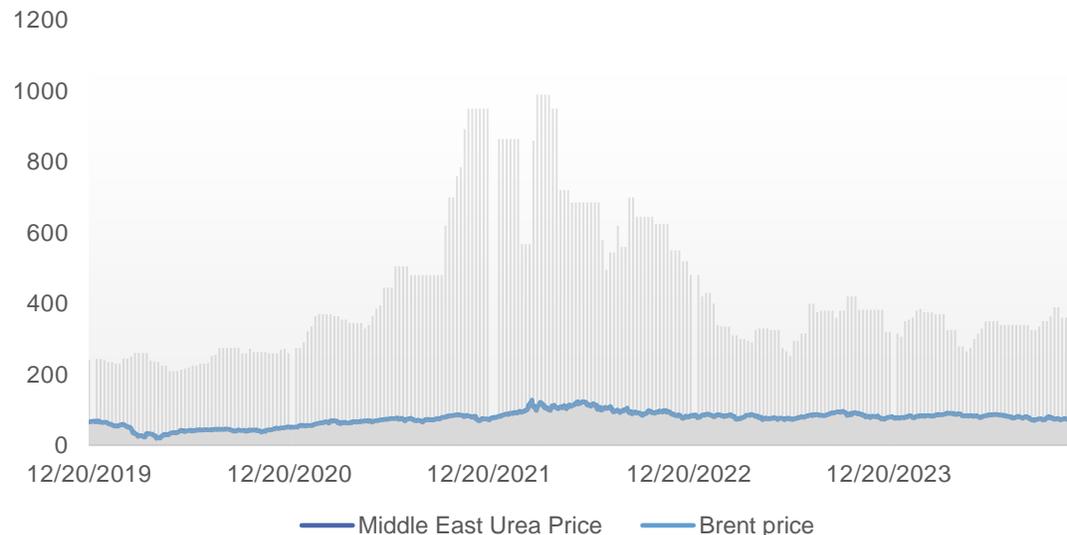


受益于预计增值税5%的征收以及国内消费需求的良好展望

Fertilizer Consumption by crop type in USD, Vietnam, 2017 - 2030



Source: Mordor Intelligence



源: Bloomberg, GTJASVN Research

- 由于越南国内需求稳定，预计2025年肥料板块展望乐观。随着种植面积增加和农业支持政策，越南肥料需求将继续保持高位。越南是一个农业大国，在农产品出口中发挥着关键作用。在短期内，由于国内需求预计在2024年第四季度和2025年第一季度进入冬春作物种植季而增加，销售额有望实现良好增长。
- 此外，由于印度超标的支持以及中东冲突升级，预计世界尿素价格将继续保持高位。
- 在政策层面，化肥板块将受益于预计实施的5%增值税政策支持。此前，化肥行业免征增值税，但企业无法抵扣采购原材料和化学品时支付的增值税，增加了生产成本。而5%的增值税政策将使企业能够抵扣进项税，从而降低生产成本，提高利润率。像DCM和DPM的大型生产企业将因其生产规模大和进项税额多而受益最大。

股票推荐：DCM、DPM、BFC和DGC





免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考，投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定，投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券（越南）股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券（越南）股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券（越南）股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点，不能视为国泰君安证券（越南）股份公司的观点。另外，本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券（越南）的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。





GTJA证券（越南） – 研究部

武琼如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

阮德平

Senior Research Analyst

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext: 704

阮岐明

Chief Economist

minhmk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:706

陈氏红绒

Deputy Director

nhungtt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703





GTJA 证券（越南） – 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:114





CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

联系方式	河内总部	胡志明分公司
咨询电话: (024) 35.730.073	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二 号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真: (028) 38.239.696

