

相关研究

《越南经济总量篇：崛起的小国开放经济——新兴经济研究系列之一》2022.10.18
《强势美元：何时见顶？》2022.10.09
《“宏观”研究失灵了？——论几点研究感悟》2022.09.04

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:ljl3766@htsec.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel: (021)23154148

Email:wyyq14704@htsec.com

越南经济结构篇:出口驱动下的制造崛起 ——新兴经济研究系列之二

投资要点:

- 在《越南经济总量篇：崛起的小国开放经济——新兴经济研究系列之一》中，我们对越南的经济进行了总览性的分析。在本篇报告中，我们将从越南经济产业结构、需求结构与供给结构出发，对越南经济进行更深入的剖析。
- 整体来说，从供给端来看，越南农业更加依赖稻谷生产，工业依赖劳动密集型产业，服务业以批发零售主导。从需求端来看，越南投资在经济中的比重还偏低，主要依赖消费；而消费结构中，恩格尔系数偏高，发展水平还有待进一步提升。至于普遍被关注的出口，越南大多数行业生产主要受出口驱动，且外资企业在生产与出口中占主导。近几年，越南从中国进口比例明显提升，而出口到美国的比例也在提升，综合来看，越南的出口更多是我国产业链的延续，而竞争性的一面还不够明显。
- 向前看，越南是否能够完善本土供应链，降低对进口中间品的依赖、是否能够打造出国内自主品牌，降低对外资企业的依赖，是否能够切入高附加值生产环节，降低对低端制造业的依赖，或是越南制造业发展升级的主要挑战。

目 录

| | |
|------------------------|----|
| 1. 产业结构：二三产业并驾齐驱 | 4 |
| 2. 需求端：消费主导 | 6 |
| 3. 供给端：受出口驱动 | 9 |
| 3.1 劳动力成本优势明显 | 9 |
| 3.2 生产受出口驱动 | 10 |

图目录

| | | |
|------|---------------------------------|----|
| 图 1 | 越南产业逐渐从农业向二、三产业转移 (%) | 4 |
| 图 2 | 二三产业为拉动越南 GDP 的核心动力 (%) | 4 |
| 图 3 | 第一产业以农业为主 | 4 |
| 图 4 | 各类产品占有农产品产值比重 | 4 |
| 图 5 | 越南是全球主要的大米出口国 (2020 年) | 5 |
| 图 6 | 其他粮食对外依赖度较高 (越南粮食自给率, 2020 年) | 5 |
| 图 7 | 制造业是第二产业的核心 (现价计算) | 5 |
| 图 8 | 劳动密集型行业工业增加值占比较高 (2020 年) | 5 |
| 图 9 | 各行业比较优势与价值链中的位置 (2020 年) | 6 |
| 图 10 | 各国在全球价值链上的位置 (排序, 2019 年) | 6 |
| 图 11 | 服务业各行业 GDP 占比 (2021 年) | 6 |
| 图 12 | 需求端以消费为主 (%) | 7 |
| 图 13 | 消费对 GDP 的拉动作用较为稳定 (%) | 7 |
| 图 14 | 越南居民与政府消费占比 | 7 |
| 图 15 | 居民消费结构 (2020 年) | 7 |
| 图 16 | 非国有企业投资较为活跃 | 8 |
| 图 17 | 投资主要集中在制造业 (2021 年) | 8 |
| 图 18 | 机电和纺织品是出口的核心支柱 | 8 |
| 图 19 | 进口以机电类商品为主 | 8 |
| 图 20 | 中韩是越南进口的主要来源 | 9 |
| 图 21 | 越南出口的主要目的地是美国 | 9 |
| 图 22 | 越南劳动力成本较低 (月度平均工资, 美元) | 9 |
| 图 23 | 越南劳动生产率仍较为落后 (工人人均产出, 美元) | 9 |
| 图 24 | 亚洲地区主要国家 65 岁人口占比 (% , 2021 年) | 10 |
| 图 25 | 亚洲地区主要国家总生育率对比 (人/每位妇女, 2020 年) | 10 |
| 图 26 | 越南大多数行业的生产主要用来出口 (2020 年) | 10 |
| 图 27 | 生产与出口相关性较强 (季调环比折年率, 三个月平均) | 10 |
| 图 28 | 外资企业占工业产出比例 | 11 |
| 图 29 | 外资成分出口占比 (%) | 11 |

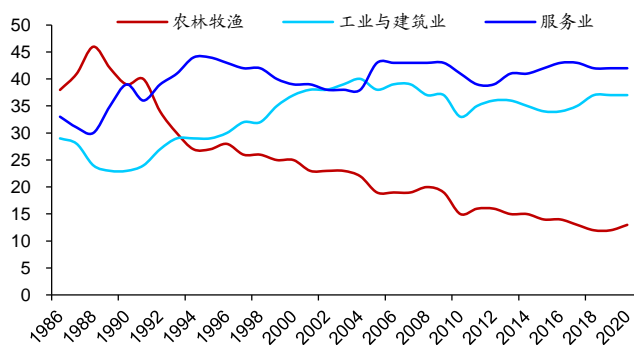
在《越南经济总量篇：崛起的小国开放经济——新兴经济研究系列之一》中，我们对越南的经济进行了总览性的分析。在本篇报告中，我们将从越南经济产业结构、需求结构与供给结构出发，对越南经济进行更深入的剖析。

1. 产业结构：二三产业并驾齐驱

产业结构的趋势：从农业向二、三产业转移。在“革新开放”初期，越南经济以第一产业农林牧渔为主，其占比在 1988 年最高达到了 46%。此后，工业与建筑业，以及服务业逐渐发展，到 2020 年占经济的比重分别上升至 37% 和 42%，成为了经济中的支柱产业，而农林牧渔的占比则逐渐下降到 13%。

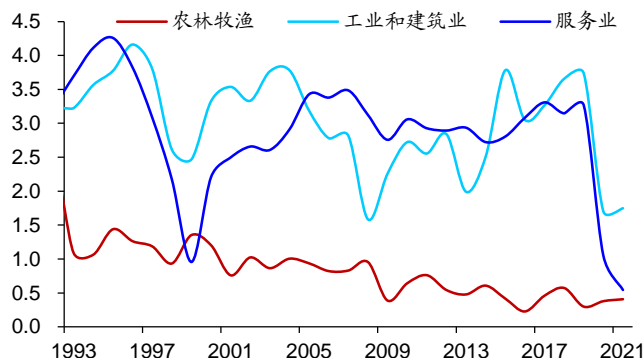
进一步来看，工业建筑业与服务业内对 GDP 均有显著拉动效果，其中，工业与建筑业对经济的拉动作用较容易受外需影响，波动较大，而服务业则相对稳定。例如 2008 年金融危机期间，工业和建筑业对 GDP 增速的拉动明显下滑，服务业的拉动则变动不大。不过，在疫情影响期间，服务业受到的冲击相比工业建筑业更大，且恢复更慢。

图1 越南产业逐渐从农业向二、三产业转移 (%)



资料来源：越南统计局，海通证券研究所

图2 二三产业为拉动越南 GDP 的核心动力 (%)

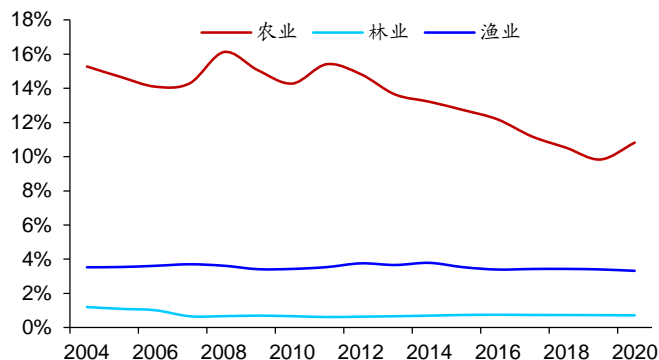


资料来源：Wind，海通证券研究所

从细分结构来看，越南农业主要和稻谷生产相关。越南第一产业以农业为主，2020 年农业占 GDP 的比重为 10.8%，虽在近年来占比有所下降，但仍远高于林业（0.7%）与渔业（3.3%）。

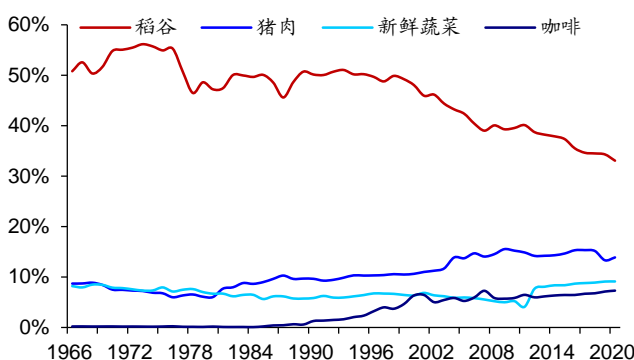
其中，水稻是越南最重要的粮食作物。由于越南处于热带，高温多雨的气候提供了充足的阳光和水分，水稻可以实现一年收成三季；加之，充足的劳动力也满足了种植水稻的要求，越南耕地主要进行水稻种植。2020 年，稻谷在越南谷物的总产值中占比高达 94.8%，占所有的农产品总产值的 33.1%，远远领先其他农作物。

图3 第一产业以农业为主



资料来源：CEIC，海通证券研究所

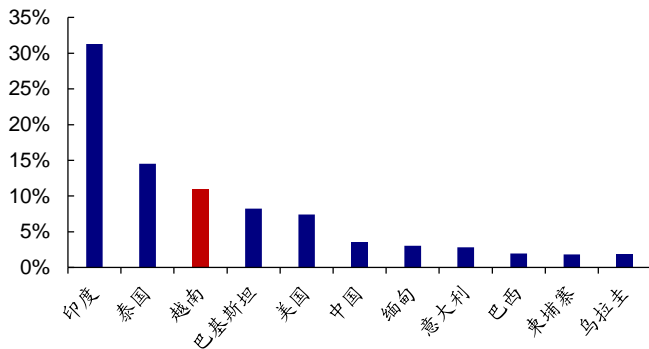
图4 各类产品占所有农产品产值比重



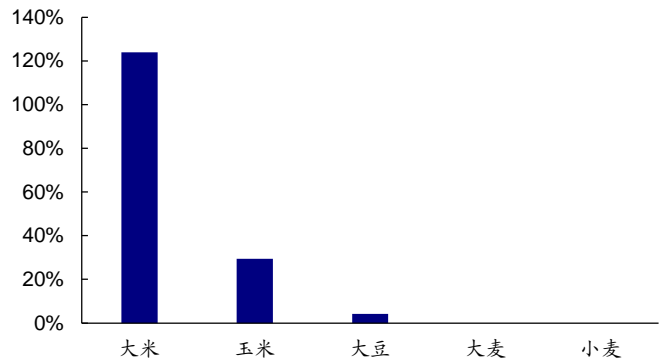
资料来源：FAO，海通证券研究所

越南其它粮食对外依赖程度较高。得益于水稻的大规模种植，越南成为大米的主要出口国。2020 年，越南大米出口占全球的比重为 10.9%，仅次于印度和泰国。

但农作物种植的集中也使得越南在其他粮食作物方面产量较低，其中玉米、大豆的自给率仅有 29% 和 4%，严重依赖进口。因此，较高的对外依赖度也使其较容易受到输入性通胀的影响。

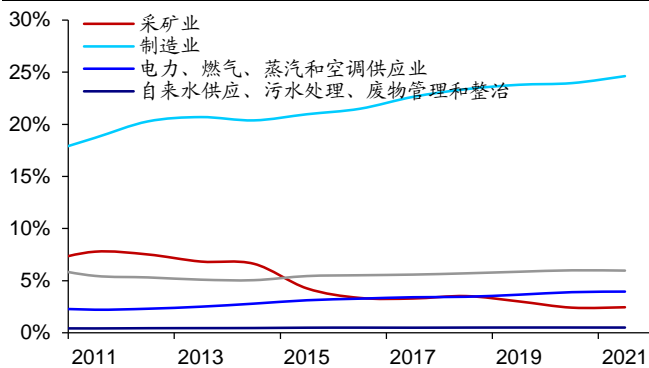
图5 越南是全球主要的大米出口国（2020年）


资料来源：UN Comtrade，海通证券研究所

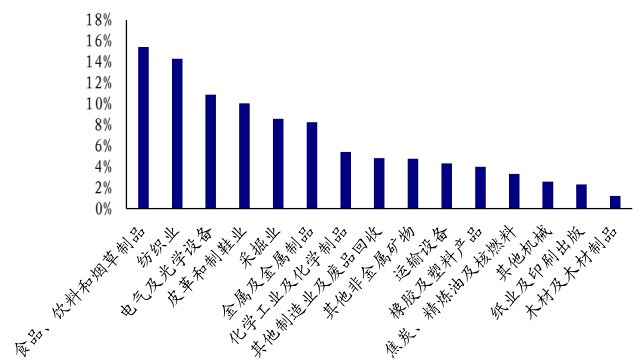
图6 其他粮食对外依赖度较高（越南粮食自给率，2020年）


资料来源：FAO，海通证券研究所

在第二产业中，劳动密集型的制造业占主导。近年来，随着越南制造业的崛起，其在 GDP 中的比重逐步上升至 24.6%（2020 年），是第二产业中的核心产业。具体来看，工业增加值占比最高的为食品饮料和烟草制品业，其次是出口较多的劳动密集型产业，如纺织业、电气及光学设备以及皮革和制鞋业等。

图7 制造业是第二产业的核心（现价计算）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图8 劳动密集型行业工业增加值占比较高（2020年）


资料来源：ADB，海通证券研究所

不过，需要强调的是越南优势行业多处于产业链下游。得益于低廉的劳动力成本优势，越南在国际范围内具有比较优势¹的产业多为劳动密集型，其中，皮革制鞋与纺织业的比较优势最为明显，但这些优势行业多处于全球价值链的下游。而对于处于价值链上游的原材料行业、采掘业、化工、焦炭等行业，越南在国际上的比较优势则相对较小。

究其原因，主要是越南在科技研发与创新方面的积累并未与其制造业的发展同步进行，劳动力成本低廉的优势仅能使其在全球分工中扮演组装加工的角色，处于生产环节的末端。

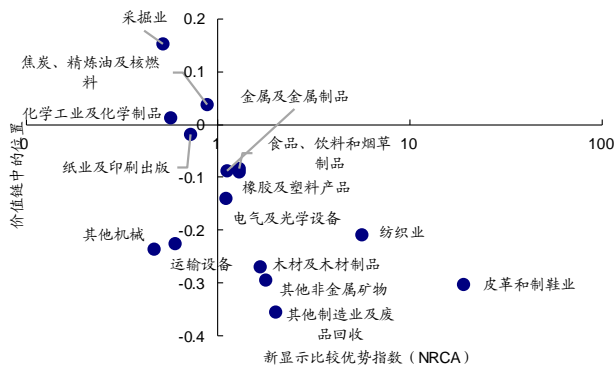
从我们构建的全球价值链位置指数也可以看出，越南在国际产业链中仍处于下游位置，由于越南国内缺乏完整的产业链，其在原材料、关键技术和核心设备上仍较为依赖中国等产业链中上游的国家。

并且，近年来在我国制造业不断转型升级的背景下，越南在产业链中的地位也没有明显提升。越南虽然常被提为中国世界工厂地位的重要竞争者，但从全球产业链上来看，

¹ RCA 为出口商品的显示比较优势指数，即一国某一行业出口占该国总出口的比重/全球该行业出口占全球出口比重，但这一指标存在一些缺陷，对生产增加值较多但直接出口较少的部门而言该指标不能很好地反映其真实的国际竞争力，因此 NRCA 指标（新显示比较优势指数）使用基于国内增加值的出口量来对指标进行修正，参考 Koopman 等（2014），可以更好地展示不同行业的实际国际竞争力。

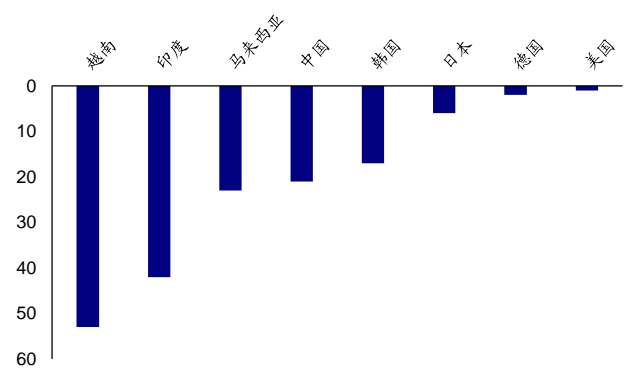
当前越南与中国更多的是合作而非竞争关系。

图9 各行业比较优势与价值链中的位置（2020年）



资料来源：MRIO，海通证券研究所

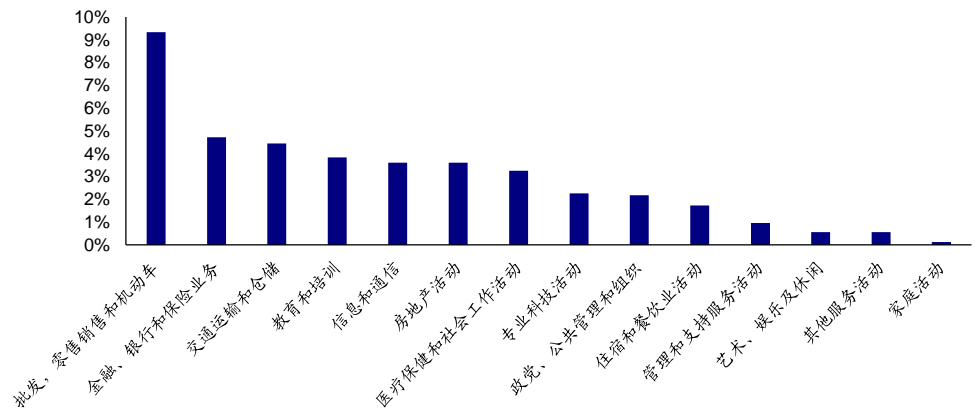
图10 各国在全球价值链上的位置²（排序，2019年）



资料来源：MRIO，海通证券研究所

第三产业以批发零售为主。服务业占比排名前三的行业分别为批发零售、金融、银行和保险业以及交通运输和仓储业，占比为 9.3%、4.7%和 4.5%。而房地产活动在第三产业中的占比仅为 3.6%，明显低于我国房地产占 GDP 比重（2021 年为 6.8%）。

图11 服务业各行业 GDP 占比（2021年）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

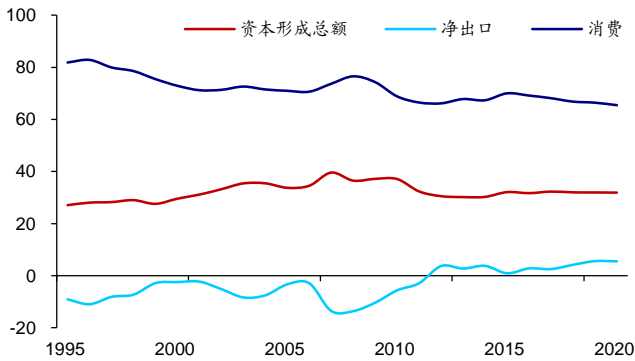
2. 需求端：消费主导

从需求端来看，消费比重高，投资比重偏低。1995 年越南最终消费占 GDP 比例高达 81.8%。近年来，随着工业化进程的推进，资本形成总额的占比在逐年提高，但到 2020 年，消费占 GDP 的比例仍有 65.5%。相较于我国 54.5% 的消费占比，消费在越南经济中或发挥着更大的作用。

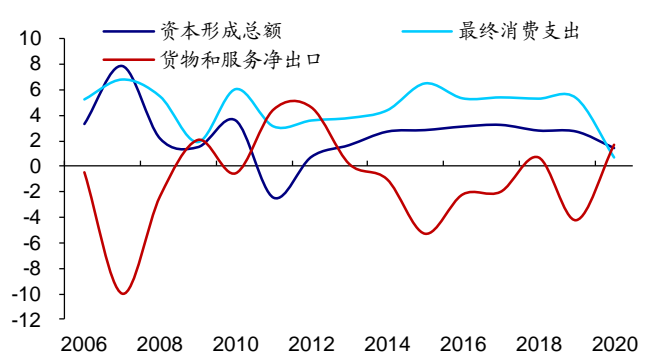
此外，虽然越南出口占 GDP 比重较高，但由于其同时也较为依赖进口，因此净出口占 GDP 的比重较小。直到越南加入 WTO 后，净出口在 GDP 中的比重才逐渐上升，2020 年为 6% 左右。

消费对 GDP 的拉动作用显著且较为稳定。与我国经济主要受投资驱动不同的是，消费对越南经济增长的拉动作用更大，拉动效果在疫情前（2019 年及之前）大致稳定在 5%-6% 左右。而净出口对经济的拉动作用波动较大。不过，在疫情之后，越南的出口表现优异，净出口对 GDP 的拉动作用显著上升。

² 全球价值链位置指数构建方法为使用前向联系生产链长度除以后向联系生产链长度，参考张会清等（2018），并使用科技创新指数对该指标进行修正，从而使得该指标能更准确地反映各国在全球产业链中的位置。

图12 需求端以消费为主 (%)


资料来源：越南统计局，海通证券研究所

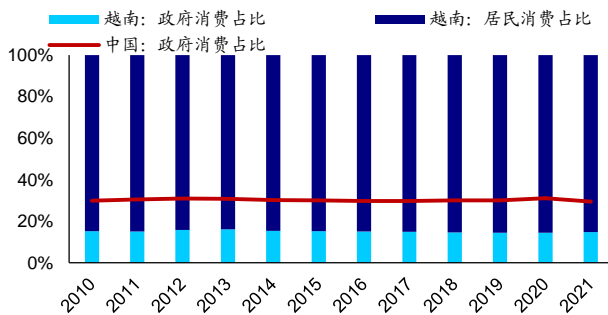
图13 消费对 GDP 的拉动作用较为稳定 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

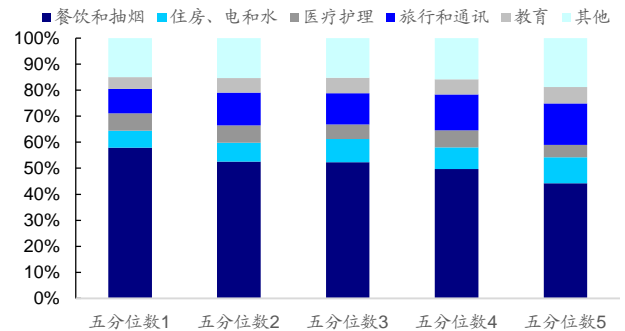
从消费来看，居民消费占主导，政府发挥的作用相对较小。2021 年越南居民消费占总消费中的比重为 85.2%，且近年来一直保持较稳定的水平。与我国 29.3% 的政府消费占比相比，越南政府在消费中所发挥的作用相对较小。

越南居民的恩格尔系数较高。从越南不同收入层级群体来看，餐饮烟酒在越南居民消费结构中占据较大的比重。2020 年，中等消费群体中餐饮烟酒消费支出占比高达 52.3%；即使是最高消费群体，餐饮消费支出占比也高达 44.2%。相比之下，我国城镇居民食品消费仅占总消费的 29.8%。

此外，住房占越南居民消费的比重不足 10%，这一比例远低于我国的 24.8%，未来越南居民在住房上的开支或仍有一定的发展空间。

图14 越南居民与政府消费占比


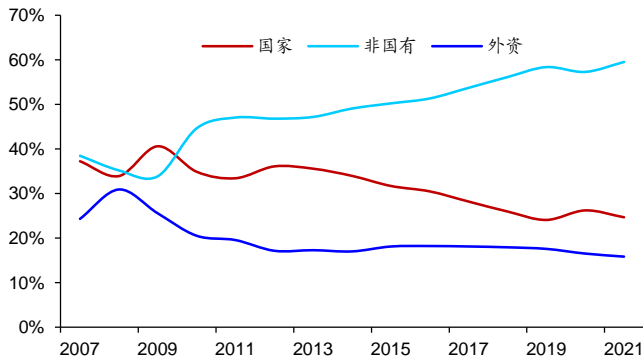
资料来源：CEIC、WIND，海通证券研究所

图15 居民消费结构 (2020 年)


资料来源：CEIC，海通证券研究所，其中五分位数 1-5 为按照家庭生活水平调查中的居民收入情况，将群体划分为从低收入到高收入的五组。其中五分位数 1 对收入最低的群体，五分位数 5 对收入最高的群体

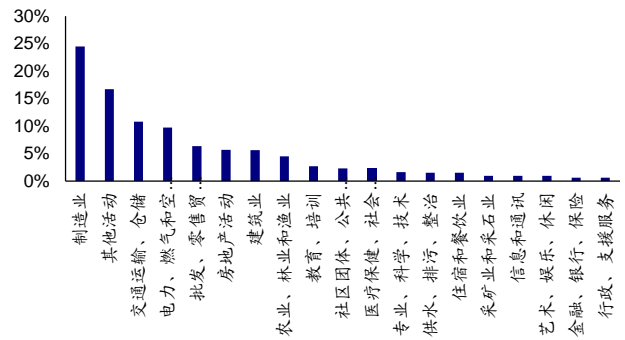
从投资来看，非国有企业投资与制造业投资占主导。从投资主体来看，越南的非国有企业较为活跃，投资占比逐年增加，2021 年已上升至 59.5%。从投资行业来看，投资主要集中在制造业，2021 年制造业投资额占比达到 24.5%。

图16 非国有企业投资较为活跃



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图17 投资主要集中在制造业（2021年）



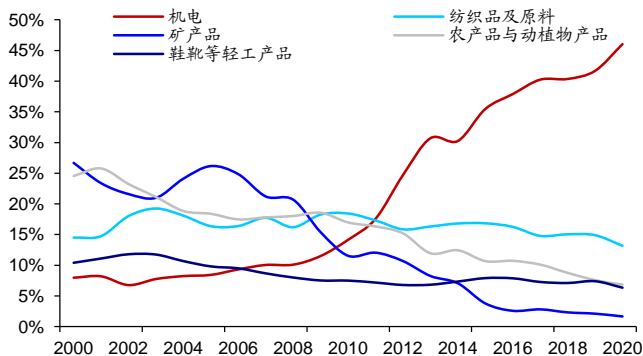
资料来源：CEIC，海通证券研究所

从贸易来看，出口商品方面，越南逐渐从初级产品转向机电类。在 2008 年以前，越南主要以出口农产品和矿产品等初级产品为主；而在加入 WTO 之后，机电产品的出口份额不断提升，至 2020 年达到 46.0%。

出口产品结构的转变主要与近年来有较多电子类的跨国公司来越南建厂生产有关，带动了其出口商品转型升级。除了机电产品之外，纺织品也是越南出口的重点商品，2020 年其出口份额也有 13.2%。

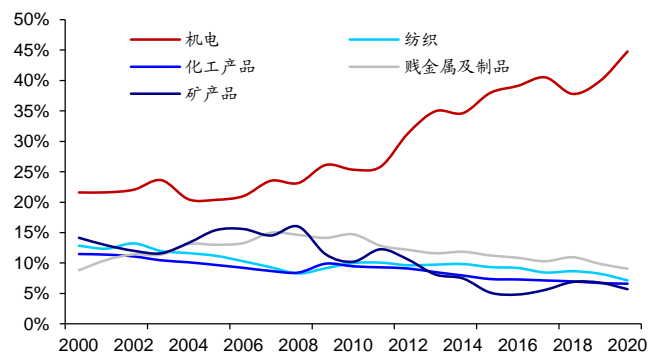
进口商品方面，机电类商品占比一直处于首位且仍在上升，这主要与越南国内缺乏较为完整的供应链有关，其生产与出口较为依赖进口中间品与生产设备。

图18 机电和纺织品是出口的核心支柱



资料来源：UN COMTRADE，海通证券研究所

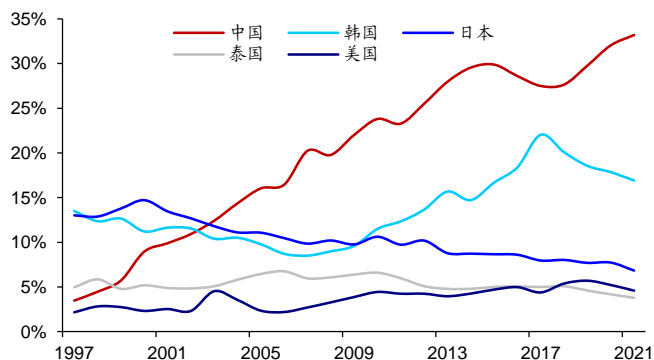
图19 进口以机电类商品为主



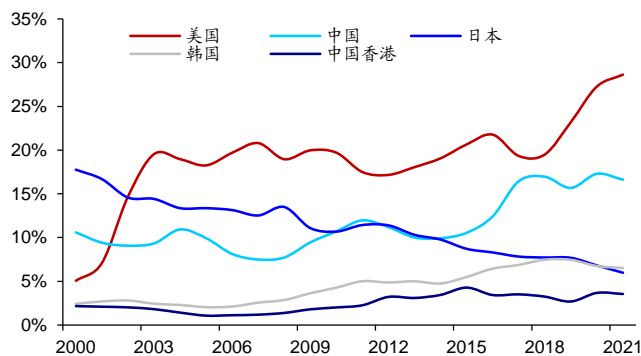
资料来源：UN COMTRADE，海通证券研究所

从贸易流向来看，越南目前形成了从东亚等国家进口原材料与中间品，再加工后出口到美国的贸易模式。当前越南产品出口的目的地主要是美国，且对美出口占比在中美贸易摩擦之后有明显的提高，2021 年已经上升至 28.6%。进口方面，中国与韩国是越南进口的主要来源，其中，从中国进口占比在 2021 年已经高达 33.2%，显著高于其他国家。

2018 年后，越南从中国进口的比例与向美国出口的比例同时上升，可能一定程度上形成了从中国进口，再加工后出口至美国的模式。可见，越南仍处于产业链中下游，其出口仍较大程度依赖从我国进口，在全球生产网络中或可视为我国产业链的进一步延伸。

图20 中韩是越南进口的主要来源


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图21 越南出口的主要目的地是美国


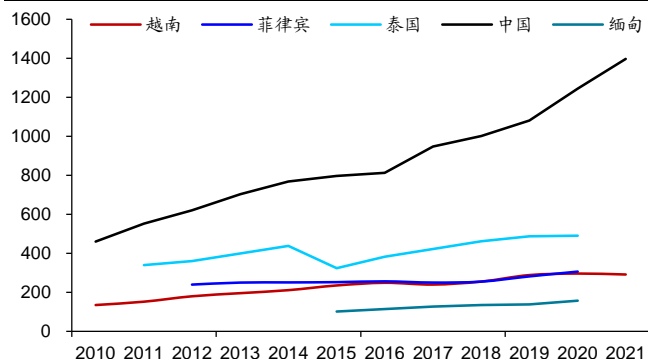
资料来源：CEIC，海通证券研究所

3. 供给端：受出口驱动

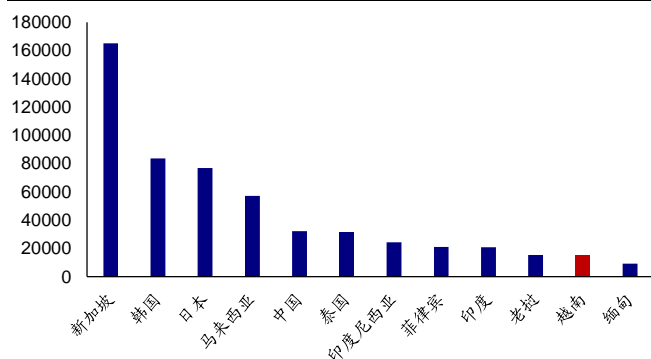
3.1 劳动力成本优势明显

越南工资在亚洲地区具有相对优势。2021年越南的月度平均工资仅为290美元，不足中国的四分之一（1396美元），与菲律宾较为接近。低廉的劳动力成本吸引了一批劳动力密集型的产业向越南转移，使其成为亚洲生产网络“雁阵模式”的进一步延伸。

但以廉价劳动力为主要优势的同时也意味着越南的科技水平相对较低。从劳动生产率来看，越南在亚洲国家当中仍处于相对落后的水平，仅略高于缅甸。

图22 越南劳动力成本较低（月度平均工资，美元）


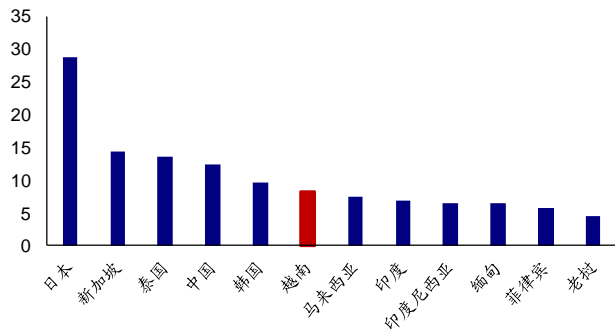
资料来源：国际劳工组织，Wind，海通证券研究所

图23 越南劳动生产率仍较为落后（工人人均产出，美元）


资料来源：国际劳工组织，数据为2021年，海通证券研究所

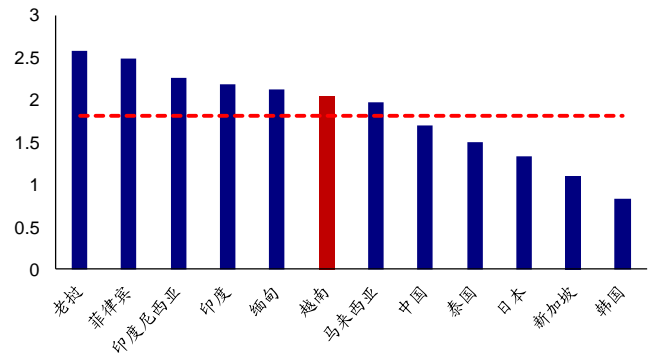
不过，越南在亚洲也不乏劳动力更有活力的竞争者。从人口结构来看，2021年越南总人口约为9800万人，其中65岁以上人口占比为8.2%，虽较中国的12.4%不算高，但明显高于印度、缅甸和菲律宾等东南亚国家。而且这些国家同样具有较低的工资水平，总生育率更高，人口增长的可持续性也相对更强。可见，在人口红利方面，越南也面临着较大的竞争压力。

图24 亚洲地区主要国家 65 岁人口占比 (%)，2021 年)



资料来源：世界银行，海通证券研究所

图25 亚洲地区主要国家总生育率对比(人/每位妇女，2020 年)

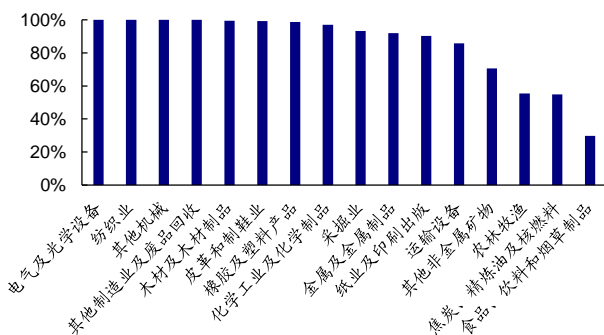


资料来源：世界银行，海通证券研究所

3.2 生产受出口驱动

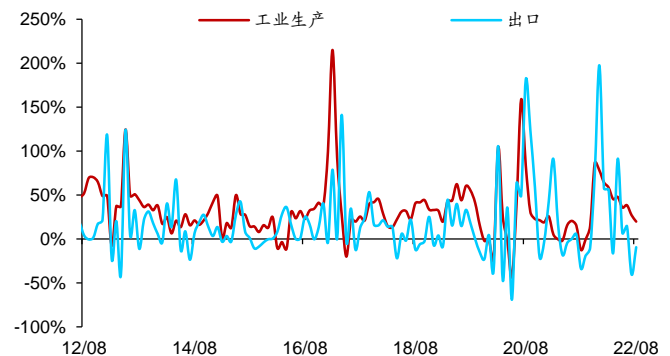
越南大多数行业的生产主要用来出口。根据越南 2020 年投入产出表计算得出，越南工业增加值占比较高的行业，如电气及光学设备、机械、纺织、木材、皮革与制鞋业等，出口占最终消耗的比重均高达 99%，其他大部分工业行业的出口占比也均在 80% 以上。可见，以出口为导向的外向型经济支撑了越南大部分的生产，这一点也可从工业生产与出口增速较强的相关性中看出。

图26 越南大多数行业的生产主要用来出口 (2020 年)



资料来源：ADB，海通证券研究所

图27 生产与出口相关性较强 (季调环比折年率，三个月平均)



资料来源：CEIC，Wind，海通证券研究所

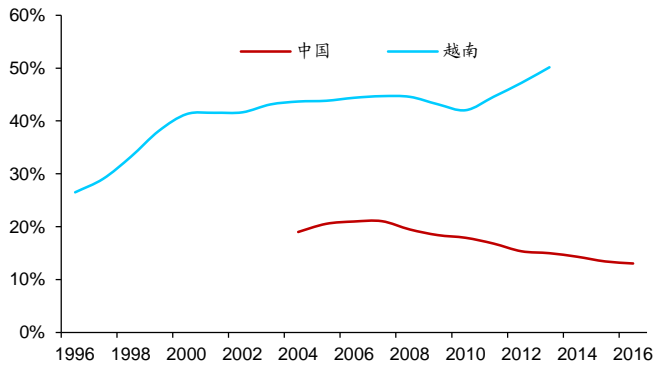
外资企业在越南的生产与出口中占主导。2013 年，外资企业在越南工业产出中的占比高达 50.1%，并且总体呈现不断上升的趋势。相比之下，2016 年我国外资企业生产占比已经不到 20%。同样在出口中，外资成分占比由 1995 年的 26.6%一路上升到了 2021 年的 73.4%，反映出越南的生产和出口基本上由外资企业驱动。

这或与越南制造业大多还处于代工、组装出口阶段有关，企业的生产需求主要来自跨国公司的生产订单，最终产成品面向国际市场的推广也依赖跨国公司的销售渠道。例如，2021 年越南三星的出口额达 655 亿美元，仅一家公司就占到越南出口总额的将近 20%。

外资对越南也是把双刃剑。近年来外资的注入大力地带动了越南经济的高速发展，但也给越南带来较多问题。一方面，外需的变化会带来生产与贸易的双重波动，降低了经济的稳定性与抗风险能力；另一方面，生产与出口过于依赖外企，也挤压了本土企业品牌发展与研发创新的空间。而寄希望于外商直接投资带来技术外溢，从而推动本土企业的技术进步与创新也较为理想化，且存在明显的天花板。

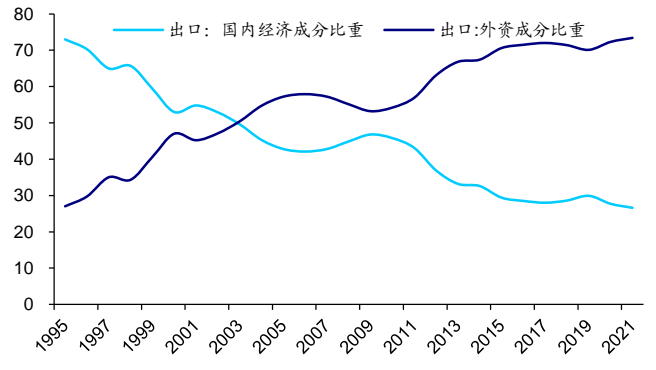
往前看，越南是否能够完善本土供应链，降低对进口中间品的依赖、是否能够打造出国内自主品牌，降低对外资企业的依赖，是否能够切入高附加值生产环节，降低对低端制造业的依赖，或是越南制造业未来发展升级的主要挑战。

图28 外资企业占工业产出比例



资料来源: Wind, CEIC, 海通证券研究所

图29 外资成分出口占比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。