



行研新视角

越南会取代中国成为世界工厂吗？

——越南见闻录：越南制造与产业转移

2023年7月3日

研究部

姓名：何丽敏

SFC: BTG784

电话：0755-82846267

越南会取代中国成为世界工厂吗？

——越南见闻录：越南制造与产业转移

2023-07-03 星期一

新视角：

➤ 越南承接产业转移的未来展望：

（1）越南承接产业转移过往回顾：

贸易摩擦是越南过往承接产业转移的重要催化剂。过往越南凭借稳定的社会环境、宽松的贸易环境、劳动力成本优势承接了低附加值的大量劳动密集型产业和部分资本密集型工业。同时，越南对美出口大幅增长的同时，从中国进口的依赖度大幅提升。根据 OEC，2015-2021 年中国在越南之出口目的地占比从 9.85% 提升至 16.3%，中国在越南之进口来源地的占比从 31.9% 提升至 38.8%。机械产品在越南出口贸易额占比从 2010 年的 10.4% 提升至 2021 年的 39.6%。

（2）当前趋势：

越南是东南亚其中一环。制造企业配合下游客户在东南亚进行产地配套，是当前阶段越南承接产业转移的重要动力。除越南外，东南亚的马来西亚、泰国、印尼等各自分别拥有电子、汽车等产业集群。值得注意的是，对于纺服制造企业，贸易协定中的“原产地要求”也是重要考量。本阶段可观察到资本密集型企业也会将越南作为设厂地之一，例如汽车零部件企业的越南厂可配套并就近交付泰国等地的组装厂；消费电子行业中，三星和苹果公司的东南亚布局，亦成为其上下游供应商在越南设厂的重要原因。

（3）越南会取代中国成为下一个世界工厂吗？展望未来：

对于越南制造与中国制造的关系，我们认为是中期是合作远大于竞争。中国的角色是越南 FDI 的重要来源及越南制造的上游和研发中心。越南制造业的发展有其制约要素，包括基础设施、技术、人才素质、企业管治、社会效率等，以上要素的提升需十年甚至数十年的长期努力，且存在不确定性。而中国制造业的发展

有着独特优势，包括丰富而高素质的人才、技术、大市场、产业集群、完备的基建与物流效率等。长期而言，中国与越南制造的关系以及越南的产业承接能力，取决于中国科技进步及产业升级进程，以及上述越南要素的提升程度。

➤ **越南实地见闻——纪实与思考：**

我们进行了为期一周的越南调研，调研轨迹跨越南部胡志明市、平阳省、平福省和北部首都河内、海防、海阳省多地，拜访了越南当地零售商、数家中资企业生产基地及十余位越南生产基地管理层：

(1) 越南制造的成本/效率：技术及高技术人员是越南较缺乏的要素

- 电力方面，越南南部供电相对越南北部稳定，北部仍有缺电发生。
- 交通方面，越南现有高速公路覆盖度低，乡镇道路运输效率相对低。
- 劳动力方面，工资成本具有优势但过往 10 年每年以约 10% 速度上涨，理工科人才供给有待提升，调研走访反映工程师培养周期长达 3-5 年。
- 效率方面，所走访的劳动密集型的工厂距离国内工厂效率仍有差距，资本密集型工厂的效率已接近国内工厂(按良率计)。

(2) 越南当地生活及消费水平：

- 工资与生活成本方面，越南首都河内的平均工资约 500-600 美金/月，每月食品/房租支出分别约 1500 元/1000 元人民币，每月平均工资仅能覆盖基本生活。
- 城市设施及交通方面，越南的基础设施/交通/贸易环境与 90s 及 00s 的中国有所相似，是“摩托上的国家”，日系品牌 Honda 等在当地占据主要份额。
- 社会贫富差距水平不低，奢侈消费价格偏高。由于经济发展及对美好生活的向往，居民对加班接受度较几年前大幅提升。
- 社会观念与消费方面，与中国 00 年代不同，社交媒体 Tik Tok 等的发展让社会观念的普及速度更快。消费习惯与国内不同，居民的观念非常现代，及时行乐，对待工作较为本分。

目录

1. 越南承接产业外迁——转移进程及影响	8
1.1 劳动力、FDI、营商及贸易环境	8
1.2 越南 FDI 来源与制造业发展	12
1.3 过往 15 年越南在世界供应链的角色变迁——份额提升、中越合作进一步加强	13
2. 越南会取代中国成为世界工厂吗？越南承接产业转移的未来展望	19
2.1 越南是东南亚的其中一环，配合下游客户在东南亚的产地配套是当前产业转移的阶段性重要动力	20
2.1.1 东南亚的产业制造集群	20
2.1.2 部分企业于越南设厂以配合下游客户的东南亚产能	22
2.2 越南产业链发展的制约因素及中国制造的独特优势	27
2.2.1 越南产业链发展的制约因素——基础设施、技术、人才、企业管治、社会效率	27
2.2.2 中国制造业发展的独特优势——人才、技术、大市场、产业集群、基建完备	29
3. 越南实地见闻——纪实与思考	32
3.1 对于越南承接产业转移进程的思考	32
3.2 越南制造的成本和效率——越南实地工厂走访	34
3.3 越南当地生活及消费水平——来自河内和胡志明的实地走访	39
4. 东亚产业转移历程回顾及启示——越南是东亚产业转移雁阵中的“尾雁”	45
4.1 东亚产业转移历程——日本-亚洲四小龙-东盟国家及中国	45
风险提示	50

图目录

图 1: 2022 年越南人口、就业情况和工资	8
图 2: 22 年越南 GDP 增长 8.02%，重点产业增速	8
图 3: 越南人口金字塔	8
图 4: 越南重点年龄占比人口比例及预测	8
图 5: 1970-2021 越南 FDI (万美元)	12
图 6: 2022 年越南投资情况	12
图 7: 日/韩/新加坡/中国是越南 FDI 主要来源	12
图 8: 2020 年越南 FDI 产业投向	12
图 9: 越南经济增加值结构 (2010 和 2020 年对比)	13
图 10: 越南制造业结构 (2010 和 2020 年对比)	13
图 11: 2005-2021 年世界制造业供应链集中度统计 (联合国报告)	14
图 12: 世界通讯设备制造、电子机械制造、纺织服装制造的供应链网络 (联合国)	16
图 14: 越南出口产品类型结构变迁 (2010、2015、2021, 按贸易金额计算)	17
图 15: 越南出口目的地结构变迁 (2010、2015、2021, 按贸易金额计算)	18
图 16: 越南进口来源地结构变迁 (2010、2015、2021, 按贸易金额计算)	18
图 17: 东盟国家 (ASEAN) 各制造业在全球出口的份额	21
图 18: 越南与中国大学毕业生人数对比 (单位: 千人)	29
图 19: 中国社会消费品零售总额与美国零售和食品服务销售额 (单位: 十亿美元)	31
图 20: 2020 和 2021 年外国直接投资流入量前 20 的资本输入经济体 (单位: 10 亿美元) ...	31
图 21: 美国、中国及其他国家在出版物、专利中所占份额, 按前沿技术分列 (%)	31

图 22: 中国 FDI 持续增长 (1990-2021)	31
图 23: 部分国家商品出口价值占全球比重 (1980-2022)	31
图 24: 越南第一地区至第四地区最低工资年度对比	36
图 25: 越南基本路况 (普通乡镇道路为主)	38
图 26: 越南高速公路	38
图 27: 越南工业园实景 (越南海阳新加坡 VSIP 工业园)	38
图 28: 韩资企业在越南的厂房外景	38
图 29: 超盈国际于越南北部海阳 VSIP 工业园内的生产基地	38
图 30: 亿和控股于越南北部海防 VSIP 工业园内的生产基地	39
图 31: 越南首都河内月工资与生活成本	41
图 32: 越南胡志明在建的地铁口	41
图 33: 越南胡志明市街景	41
图 34: 于胡志明市机场上空拍摄的夜景	41
图 35: 越南加油站	42
图 36: 越南胡志明机场的 Burger King 物价	42
图 37: 越南河内市中心 Lotte 超市物价 (折合人民币元)	42
图 38: 越南河内市中心 Lotte 超市货架上的高价澳洲进口西蓝花(折合人民币约 80 元/kg)....	43
图 39: 越南胡志明路边售卖的牛油果 (约 3 元人民币一个)	43
图 40: 越南胡志明街景	43
图 41: 摩托车和汽车是越南居民的主要交通工具	43
图 42: 越南胡志明的雅迪电动车售价 1 (27,999,000VND, 折合约人民币 8,600 元)	43
图 43: 越南胡志明的雅迪电动车售价 2 (15,750,000VND, 折合约人民币 4,800 元)	43

图 44: 越南的新能源公交车 Vinbus	44
图 45: Vinfast 充电桩	44
图 46: 越南首都河内三十六街的街铺与租售费用情况	44
图 47: 越南首都河内的房价收入比	44
图 48: 越南首都河内新区的新盘	44
图 49: 东亚产业转移的雁行模式 (flying-geese model)	46
图 50: 日本在 1960s 至 1980s 制造业分行业对外投资的结构	48
图 51: 东亚各地区主要产业的引入成长期及先后顺序	48
图 52: 加工贸易是 2000s 中国贸易顺差主要来源	49
图 53: 中国机械及运输设备细分行业出口金额	49

表目录

表 1: 越南企业所得税优惠政策	9
表 2: 2009 年以来越南的部分关税贸易协定	10
表 3: 越南 FDI 相关税种及税率优惠	11
表 4: 纺服制造企业在越南设厂及产业链配套案例	23
表 5: 部分制造业及企业在越南设厂及产业链配套案例	24
表 6: 苹果 FY2022 位于越南的供应商名单及所处的供应链环节	26
表 7: 苹果公司各地供应商数目	27
表 8: 近期苹果供应链的供应商越南建设消息汇总	27
表 9: 越南某生产基地的生产要素、效率、贸易环境、供应链、地价情况	37
表 10: 1960 年代至 2000 年代的东亚产业转移历程	47

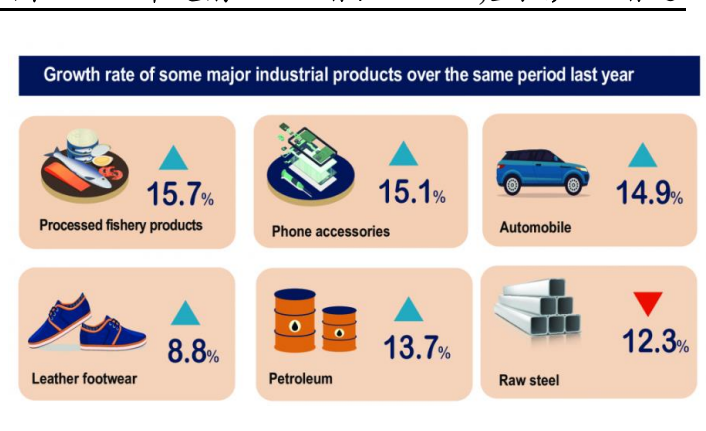
1. 越南承接产业外迁——转移进程及影响

1.1 劳动力、FDI、营商及贸易环境

(1) 劳动力：当前越南拥有着较丰富的适龄劳动力水平，人口结构较为年轻。根据世界银行，越南 2021 年人口约为 9,747 万人，15-64 岁人口占总人口 2/3 以上，达 6,696 万人，年龄中位数为 31.9（其中男 30.8，女 33），人口增长率为 0.8%，出生率约 15‰。且由于越南在新冠疫情前保持的较高的生育率水平，未来的劳动人口将会继续上升。2022 年，越南平均工资为 750 万 VND 每月，折合人民币约 2,289 元/月。越南就业人口约为 5,060 万人，相较疫情时期有所上升，同时越南还保持了较低的失业水平，失业率为 2.32%。拥有更多的青壮年人口也是越南优势之一，根据联合国数据和预测，2020-2030 年间 25-64 岁的人口占比保持在 50% 以上。

图 1：2022 年越南人口、就业情况和工资

图 2：22 年越南 GDP 增长 8.02%，重点产业增速

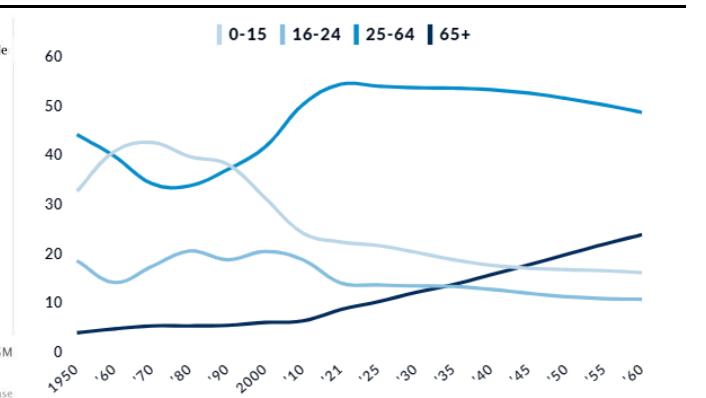
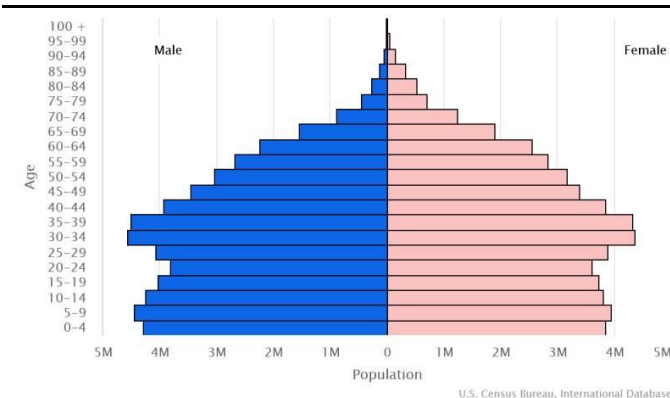


资料来源：越南统计局 GSO，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：越南统计局 GSO，国元证券经纪（香港）整理

图 3：越南人口金字塔

图 4：越南重点年龄占比人口比例及预测



资料来源：US Census Bureau，越南统计局，国元证券经纪（香港）整理 资料来源：OOSGA、联合国人口资料库，国元证券经纪（香港）整理

(2) FDI、营商环境、贸易环境

越南总体保持开放包容的国际化态度。越南政府通过采用名为“Doi Moi”和“renovation”的经济振兴政策推动了越南经济的快速增长，其积极融入全球经济，通过加入世贸组织、区域贸易协定等方式加强越南与国际市场的联动和融合。越南于 1995 年与欧盟签署经贸合作协定，1996 年加入 CEPT/AFTA，1998 年成为 APEC 成员，2000 年与美国签署双边贸易协定（BTA），于 2007 年 1 月 11 日成为世界贸易组织的第 150 个成员。越南同时也是 21 世纪海上丝绸之路的贸易网络之一，目前已与 55 个国家和地区签署双边投资协定，是 63 个国际组织成员。

越南认为外国直接投资（FDI）是越南经济发展的重要组成部分，政府对商业和投资环境的优化也格外重视，因此其对国际市场保持的开放态度也越来越多的吸引海外投资者寻求机会。越南政府也对境外投资者给予了相当直接投资奖励政策包括所得税税率降低、进口税豁免、土地租赁豁免等。其中的所得税税率减少的 10% 分档覆盖了如服装纺织和鞋类、汽车装配、机械行业等较为热门的制造行业，17% 分档也体现了对于大型制造企业和对社会不同种劳工友好的大型公司的优惠政策。

表 1：越南企业所得税优惠政策

企业类型	税率优惠
越南一般企业	无，按 25%
越南工业园区企业	两免四减半，自企业盈利时计
越南工业园区重点企业	四免九减半，自企业盈利时计

资料来源：政府官网，越南各工业园官网，国元证券经纪（香港）整理

表 2：2009 年以来越南的部分关税贸易协定

生效年	协定名称	参与地区	内容
2009 年	越南-日本自贸协定 VJEPA	越南和日本	双方承诺在 10 年内削减两国间约 92% 的商品和服务贸易关税。
2015 年	越南-韩国自贸协定 VFKTA	韩国和越南	除了东盟-韩国自贸协定中承诺对 8320 个税目产品实现关税自由化外，2018 年起对纺织原辅料、鞋类、家用电器、机械设备、电子产品和零配件、电线、电缆线、汽车、汽配等 201 个税目关税自由化。
2016 年	越南-欧亚经济联盟自由贸易协定 VN-EAEU FTA	越南与白俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦等欧亚经济联盟其他成员国	欧亚经济联盟立即取消 59% 的总关税税目，逐步取消约 90% 关税税目。取消进口关税税率的产品组为越南农林水产品、一些越南出口优势的工业品（如：纺织品（配额内）和纺织原料、鞋类（运动鞋）等。
2019 年	跨太平洋伙伴关系全面进展协定 CPTPP	日本、加拿大、澳大利亚、新西兰、墨西哥、秘鲁、越南、智利、文莱、新加坡、马来西亚等 11 国组成	越南将享受 CPTPP 成员国 78%-95% 关税减让，过渡期的时间范围通常为 5-10 年，CPTPP 逐步取消 98% 的农业和工业产品关税。CPTPP 中包含“原产地规定”条款，又称 yarn forward （从纱开始），对服装生产的原材料及各环节产地提出要求。
2020 年	欧盟-越南自贸协定 EVFTA	欧盟和越南	双边货物贸易实现约 99% 关税减让。根据 EVFTA，除质量标准外，企业还必须保障严格的 原产地要求 ，除韩国面料外（韩国是欧盟自贸伙伴协定国，）其中“ 从布料开始 ”的原产地规则要求用于制作服装的面料必须在越南或欧盟成员国内织造。
2021 年	越南-英国自贸协定 UKVFTA	英国和越南	协议生效 7 年后，英国将取消对越南 99% 关税税目
2022 年	区域全面经济伙伴关系协定 RCEP	中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰，和越南等东盟十国	RCEP 区域内 90% 以上货物贸易将逐步实现零关税，协定生效当天，中国与越南等东盟国家、澳大利亚、新西兰间的立即零关税比例超过 65%

资料来源：政府官网，国元证券经纪（香港）整理

表 3: 越南 FDI 相关税种及税率优惠

一般所得税	优惠企业所得税税率 (CIT)	进口税优惠	土地租赁豁免
20%: 标准的企业所得税	<p>10%: 1) 15 年内在社会经济条件特别困难的地区、经济区和高新区的新投资项目;高新技术、科学研究和技术开发领域的新投资项目,国家特别重要的基础设施建设投资和软件产品生产;产品支持高科技领域。这些行业包括:服装、纺织品和鞋类、IT、汽车装配、机械行业</p> <p>2) 在整个运营期间适用于教育培训、职业培训、医疗卫生、文化体育、环境等行业的企业;</p>	<p>进口税率分为 3 类: 普通税率、优惠税率、特别优惠税率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 优惠税率适用于从最惠国待遇国家进口的商品 (最惠国待遇,也称为正常贸易关系); - 特别优惠税率适用于与越南签订了特别优惠贸易协定的国家或地区。越南与多个国家签订了此类自贸协定,包括东盟 (ASEAN)成员国、日本、中国、印度、韩国、智利、澳大利亚、新西兰等。 <p>进口关税豁免,包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 机械和设备,专业运输工具和建筑材料 (不能在越南)构成某些项目的固定资产; - 用于制造成品以出口的原材料,备件,配件,其他进口加工用品、样品、机械设备等; - 目前,对于出口类型的制造业公司,不需对产品的原材料支付进口关税。但是,凡是企业没有或不希望在 275 天内出口成品的,海关将对原材料征收临时进口关税。逾期付款会被罚款。企业出口成品时,可对出口中所含的原材料按比例退款。 - 机械、设备、专用手段运输、材料 (不能在越南生产)、健康和进口用于石油和天然气活动的办公设备。 	<p>3 年: 在鼓励投资行业名单中;新事业发展基地</p> <p>7 年: 投资于社会经济条件困难的地区</p> <p>11 年: 投资于社会经济条件特别困难的地区;在特殊的投资鼓励部门;鼓励投资行业名录项目投资社会经济困难地区</p> <p>15 年: 列入特别鼓励类目录投资社会经济条件困难地区的项目或列入鼓励类投资目录项目投资社会经济条件特别困难地区的项目</p> <p>全项目周期: 投资于社会经济条件特别困难地区的特别鼓励类投资项目</p>
32%-50% 不等: 根据地点和具体项目条件,石油和天然气行业的公司	<p>15%: 10 年内适用于:企业在贫困地区或特别贫困地区以外的地区种植、养殖、加工农产品和水产品的收入</p>		
40%或 50%: 从事矿产资源 (如银、金、宝石等)勘探、勘探和开采的公司,根据具体项目的不同。	<p>17%: 1) 前 10 年适用于社会经济条件困难地区的新投资项目;2) 整个运营期适用于农业服务合作社和人民信贷基金。获得许可后 5 年内支付的投资资本为 120,000 亿越南盾或以上的大型制造项目 (不包括与制造特别销售产品或开采矿产资源相关的项目)如果项目满足以下任一条件:</p> <p>i) 第一年运营后至少 3 年的年收入至少为 100,000 亿越南盾;或者</p> <p>ii) 第一年运营后至少 3 年员工数超过 3,000 人。</p> <p>对于从事制造、建筑和运输活动且雇用大量女性员工或雇用少数民族的公司,可享受额外的税收减免。</p>		

资料来源:越南外商投资局 FIA、国元证券经纪 (香港) 整理

1.2 越南 FDI 来源与制造业发展

越南的劳动力的丰厚低廉和对国际市场的包容吸引了很多外国投资者涌入。根据越南统计局数据，2021 年越南 FDI 为 197 亿美元，较 2020 年的 200 亿美元有小幅下滑。根据越南统计局数据，2022 年越南实际到位 FDI 为 224 亿美元，同比上升 13.5%，重回上升区间。从海外直接投资来源来看，韩国、日本、新加坡是对越南直接投资最感兴趣的国家和地区，占比分别为 18%、16%、16%。

图 5：1970-2021 越南 FDI (万美元)

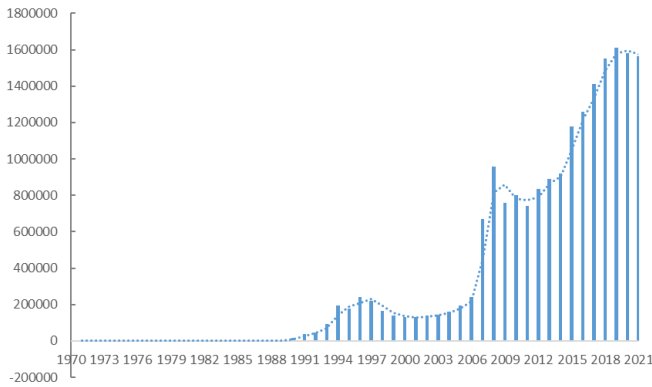


图 6：2022 年越南投资情况



资料来源：World Bank, 国元证券经纪（香港）整理

资料来源：越南统计局 GSO, 国元证券经纪（香港）整理

图 7：日/韩/新加坡/中国是越南 FDI 主要来源

图 8：2020 年越南 FDI 产业投向

Direct Investment from/in Counterpart Economy Data		
From Top Five Sources/To Top Five Destinations (US Dollars, Millions)		
Inward Direct Investment		
Total Inward	408,093	100%
South Korea	74,656	18%
Japan	64,397	16%
Singapore	64,361	16%
Hong Kong	27,836	9%
British Virgin Islands	22,039	7%

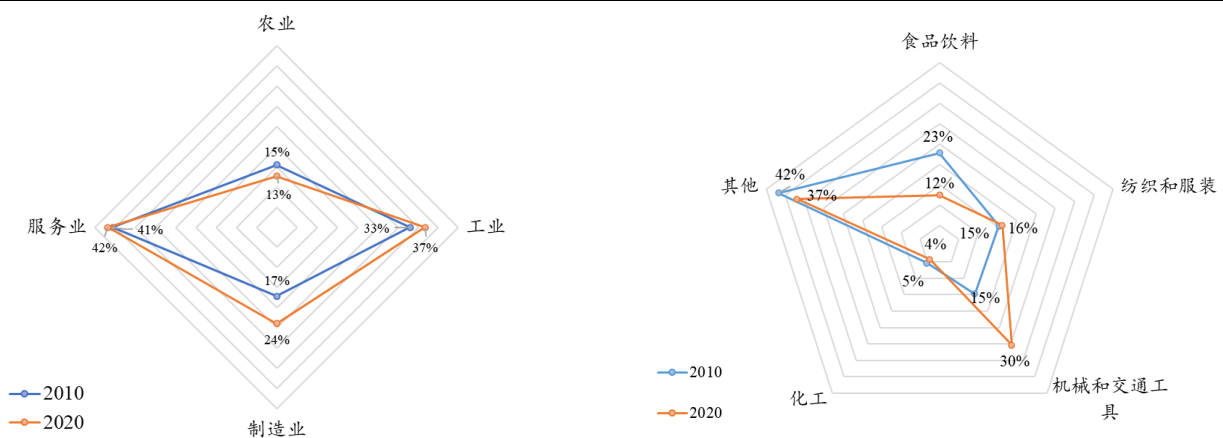
Vietnam FDI Attraction (As of November 20, 2020)			
No.	Industry	Number of projects	Total registered investment capital (Mil. US\$)
1	Manufacturing, processing	15,080	2,257,733
2	Real estate activities	939	60,112
3	Production, electricity, gas, steam, and air conditioning supply	149	28,733
4	Accommodation and food service activities	891	12,516
5	Construction	1,755	10,683
6	Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	5,145	8,434
7	Transportation and storage	869	5,235
8	Mining and quarrying	108	4,897
9	Education and training	577	4,404
10	Information and communication	2,316	3,950

资料来源：US Department of State, 2022 Investment Climate Statements: Vietnam., 国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Vietnam Briefing 2020 FDI Review, Vietnam Ministry of Planning and Investment, 国元证券经纪（香港）整理

近 10 年以来，越南制造业快速发展。制造业构成中占比提升最多的是机械和交通工具行业，由 2010 年的 16% 上升至 2020 年的 30%；纺织和服装行业占比基本保持平衡（维持约 16%），表示纺织服装行业和制造业总体发展速度基本一致。占比下降的是食品原料行业，由原来的 23% 下降至 12%。根据世界银行的数据，2010 年越南制造业增加值为 252 亿美元，2020 年上升至 830 亿美元，CAGR 为 12.7% 制造业增速远高于 GDP 增速。

图 9: 越南经济增加值结构(2010 和 2020 年对比) 图 10: 越南制造业结构(2010 和 2020 年对比)



资料来源: World Bank, 国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: World Bank, 国元证券经纪 (香港) 整理

1.3 过往 15 年越南在世界供应链的角色变迁——份额提升、中越合作进一步加强

根据联合国 2023 年 3 月发布的关于世界制造业供应链的研究，国际供应体系中四个重要行业在 2005 年至 2021 年间发生了显著的变迁，我们的观察如下：

(1) 2005-2015 年 10 年间，中国巩固了其在通信设备、电子机械、纺织服装的供应链中心地位，并提高了在汽车行业中的份额；相比之下，越南在这 10 年间在通信设备、电子机械、纺织服装行业几乎实现了从无到有的突破。特别是服装纺织行业，10 年内迅速攀升至世界第三。

(2)2015-2021 年 6 年间,中国及越南在国际供应体系的 4 个重要行业(通讯、电子机械、汽车、纺织服装)集中度均稳步提升。而美国/日本/部分欧洲国家则下降。

2015 至 2021 年的 6 年间,对于国际供应体系中 4 个重要行业,中国在世界制造业产业链的集中度在高基数下仍稳步提升。2015-2021 年期间,中国的通讯/电子机械/汽车/纺织服装在世界制造业供应链的集中度分别提升 4.0/ 3.9/ 3.0/ 2.9/ 3.7 个百分点,分别提升至 56.3%/ 36.0%/ 16.8%/ 48.3%。汽车行业攀升至世界第三超过日本、墨西哥。

2015 至 2021 年同期,越南的通讯/电子机械/纺织服装行业在世界制造业供应链的集中度分别提升 4.7/ 2.2/ 4.0 个百分点,分别提升至 11.0%/ 4.8%/ 14.7%。值得注意的是,越南在通讯和电子行业的很多传统强国占比有一定波动和萎缩的情况下依旧保持增长态势并持续提升其集中份额,同时在纺织与服装行业的发展也优于同样发展迅速的竞争对手印度,排名跃升至第二。

图 11: 2005-2021 年世界制造业供应链集中度统计 (联合国报告)

Communication equipment					Electrical machinery				
	2005	2015	2019	2021		2005	2015	2019	2021
China	32.0	52.3	53.3	56.3	China	22.5	32.1	32.2	36.0
Taiwan Province of China	18.7	24.8	26.0	28.6	United States of America	28.6	26.2	25.1	23.4
Hong Kong SAR	13.2	21.6	20.9	22.7	Germany	21.9	20.3	20.3	21.0
Republic of Korea	16.5	20.4	18.9	19.5	Mexico	12.2	12.3	12.2	11.1
Malaysia	14.8	12.4	13.8	13.0	Japan	16.0	11.5	10.8	9.9
Viet Nam	0.1	6.3	10.4	11.0	Republic of Korea	5.0	6.6	6.3	6.2
Singapore	15.3	12.1	11.1	9.9	France	9.4	6.8	6.9	6.0
United States of America	20.4	12.6	10.5	8.5	Poland	2.5	3.2	3.9	5.2
Japan	19.5	11.1	9.4	8.3	Italy	6.3	5.0	4.9	5.1
Philippines	8.1	4.2	4.1	3.3	Hong Kong SAR	5.6	4.9	4.5	5.0
Germany	8.3	5.0	4.2	3.2	Viet Nam	0.5	2.6	3.7	4.8
Thailand	4.3	3.7	3.1	3.0	Czechia	3.0	3.8	4.1	4.5
Mexico	5.0	4.1	3.8	3.0	United Kingdom	6.6	4.9	4.5	3.9
India	0.1	1.2	2.1	1.9	Spain	4.2	3.7	3.9	3.6
Netherland	3.1	1.0	1.8	1.6	Hungary	2.2	2.9	3.1	3.4

Motor vehicles					Textiles and apparel				
	2005	2015	2019	2021		2005	2015	2019	2021
Germany	31.9	29.6	29.4	29.4	China	30.0	44.6	46.2	48.3
United States of America	34.2	31.0	29.6	29.1	Viet Nam	2.6	10.7	13.3	14.7
China	4.7	13.9	13.8	16.8	United States of America	13.7	10.8	10.0	10.2
Mexico	9.4	15.1	16.0	15.4	India	4.5	6.9	7.3	8.6
Japan	13.6	11.8	11.0	10.2	Italy	14.5	9.8	9.3	8.1
France	13.5	8.9	8.9	8.5	Germany	12.0	8.9	8.5	8.0
Canada	15.5	9.1	8.1	6.6	Bangladesh	1.1	5.5	6.2	7.3
Spain	9.6	7.2	7.0	6.5	Türkiye	5.7	6.3	6.1	6.1
Poland	3.7	5.4	6.1	6.3	Republic of Korea	8.7	7.6	6.6	5.5
Italy	6.9	5.5	5.6	5.9	Japan	6.8	5.7	5.7	4.6
Czechia	3.1	5.6	6.0	5.6	Indonesia	3.6	5.3	5.0	4.4
Republic of Korea	2.8	6.0	5.2	5.3	Taiwan Province of China	6.6	5.3	4.5	4.0
United Kingdom	9.6	6.6	6.2	4.7	Hong Kong SAR	13.4	5.7	4.3	3.9
Slovakia	1.4	3.3	3.8	4.1	France	7.0	3.9	3.9	3.6
Hungary	3.9	4.4	4.4	4.0	Cambodia	0.7	2.6	3.1	3.3

资料来源: World Bank International supply networks, 国元证券经纪(香港)整理

(3) 从 2021 年世界制造供应链网络中发现, 对于越南而言, 中国是强有力的供应链合作伙伴, 两者存在密切的贸易关系。

越南制造业自 2005 年后发展迅速, 特别是服装和纺织行业确立了一定地位, 成为了世界纺织“第二中心”。越南制造业不仅规模在过去十几年间突飞猛进, 同时提升的还有其在全球供应链体系的重要地位和地位。以下这三张可视化图片向我们更好的展示了自 2005 至 2021 年间全球通讯、电子、纺织制造业供应链发展和变化情况。下图中, 国家点面积越大说明相关生产制造越集中, 国家之间连线越粗表示国家间相关贸易越紧密。

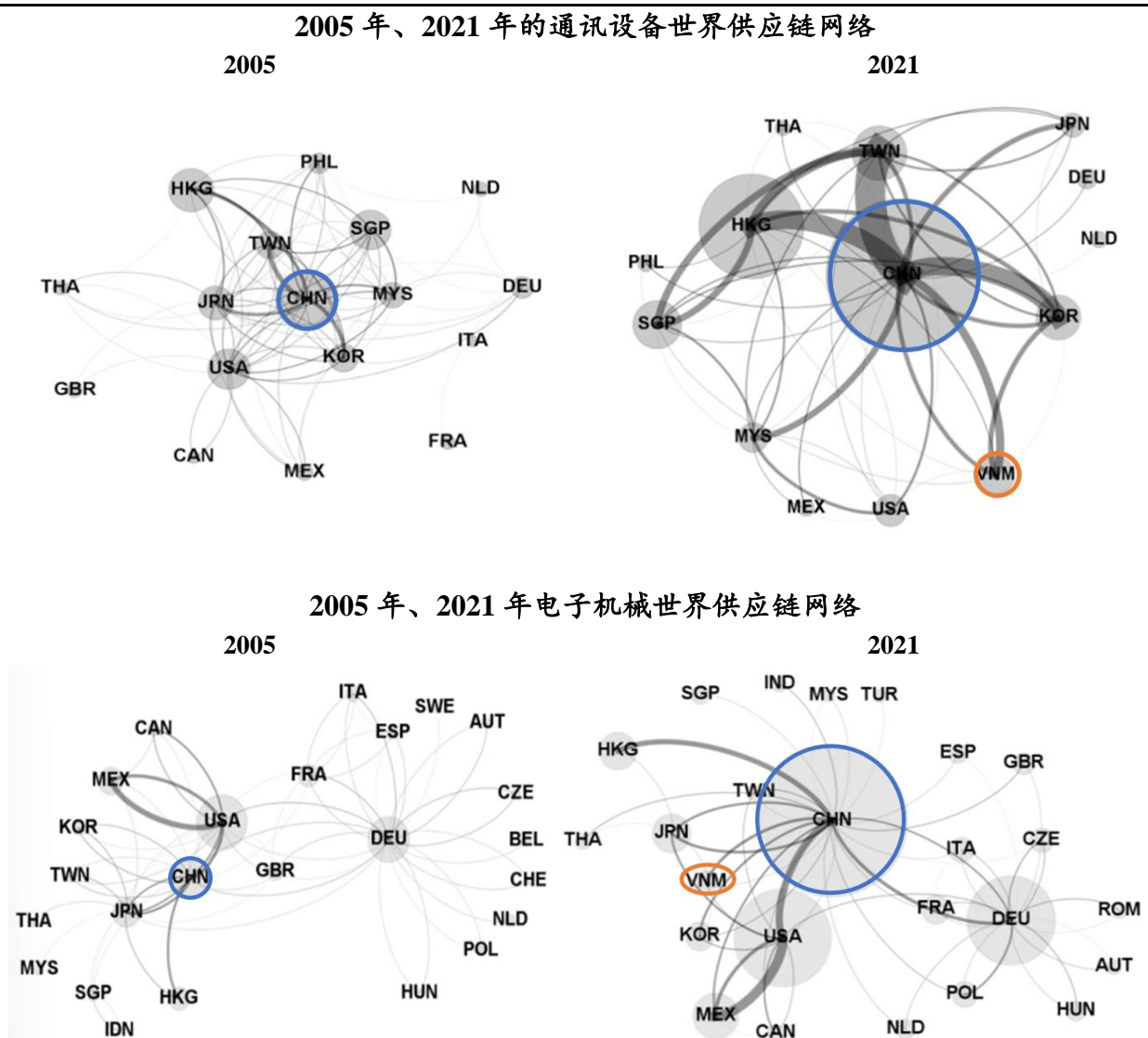
世界通讯制造供应链: 集中度较高, 主要围绕中国内地及中国港台以及周边发展。越南在 2005 年时并未出现在供应链网络之中, 但越南在 2021 年成为了供应链中与中国、韩国、日本关联度较高的国家, 说明目前越南在东亚通讯设备的制造产业链中与几大传统强国均有密切联系。

世界电子机械行业供应链: 电子机械行业的发展与通讯业不同, 地域集中的趋势更明显, 主要围绕中国、美国、德国发展。越南电子行业与通讯制造类似, 在 2005 年时不具规模, 发展到 2021 年越南电子和机械产业主要

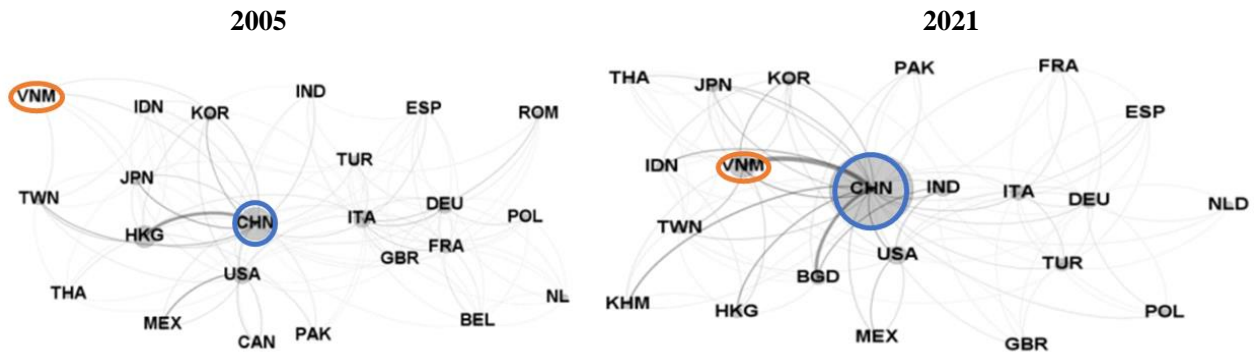
依赖中国产业发展。并具有一定规模，但自身不具备集中性。

世界服装纺织制造行业供应链：纺织服装供应链是制造业体系中发展最为分散的，除中国外基本不围绕某一具体中心发展。越南的纺织制造业发展速度最快也是最成功的，从2005年的小规模、独立发展至2021年的全球第二大规模并且和中国、美国、日韩等有着较为密切的贸易关系。其在世界纺织制造业中占据重要地位。

图 12：世界通讯设备制造、电子机械制造的供应链网络（联合国）



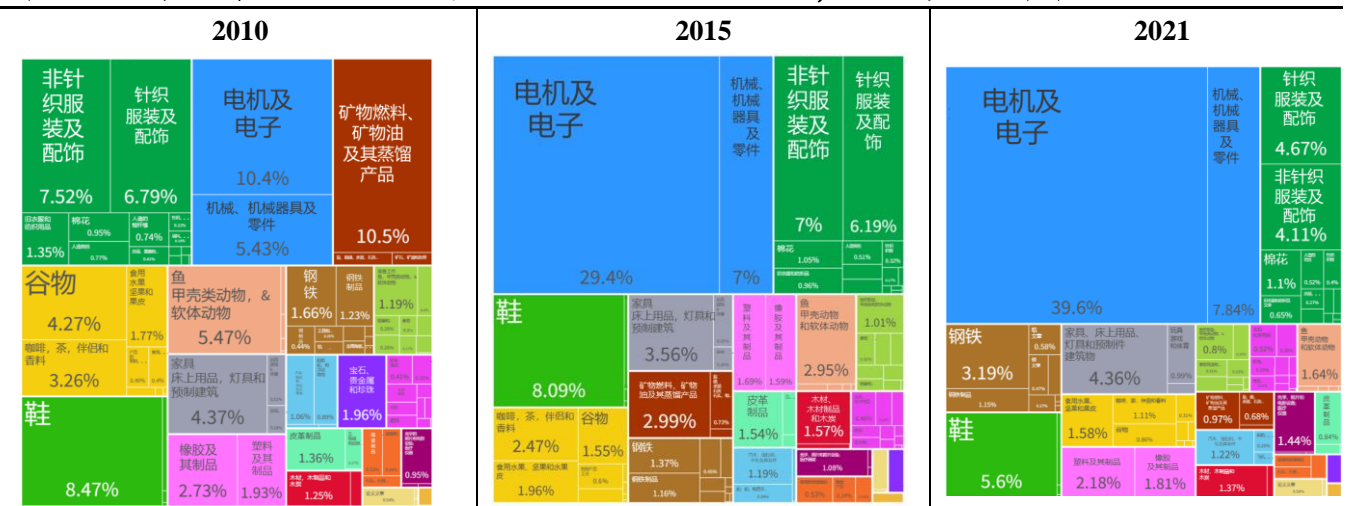
2005年、2021年纺织服装世界供应链网络



资料来源: World Bank International supply networks: A portrait of global trade patterns in four sectors, 国元证券经纪(香港)整理

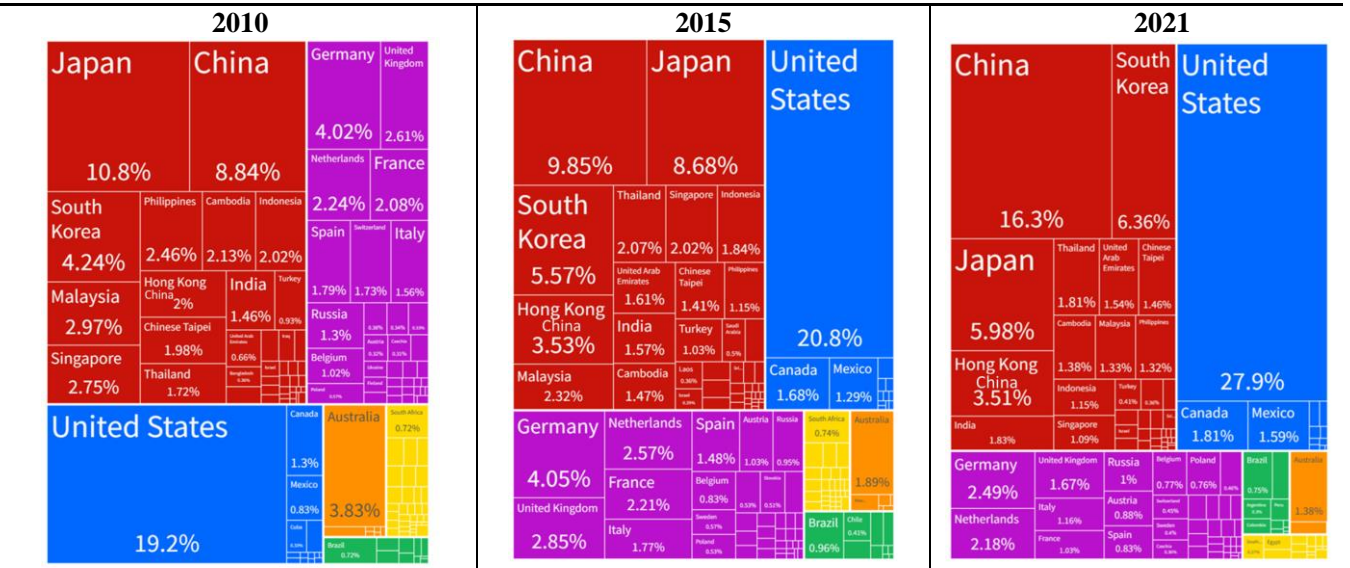
(4) 2015年至2021年间,中越贸易合作更紧密,中越两国在经贸和制造上的关系更倾向于加强合作,而非竞争。根据OEC,2015-21年中国在越南之出口目的地占比从9.85%提升至16.3%,中国在越南之进口来源地的占比从31.9%提升至38.8%。美国在越南的出口目的地占比也显著从20.8%提升至27.9%。越南2010至2021年间产业结构亦发生了显著改变,电子机械产品在出口产品中的占比显著提升。越南机械产品在出口贸易额的占比从2010年的10.4%提升至2015年的29.4%,在2021年进一步提升至39.6%。自越南的轻工纺服的出口产品贸易额占比则相对稳定。

图 14: 越南出口产品类型结构变迁(2010、2015、2021,按贸易金额计算)



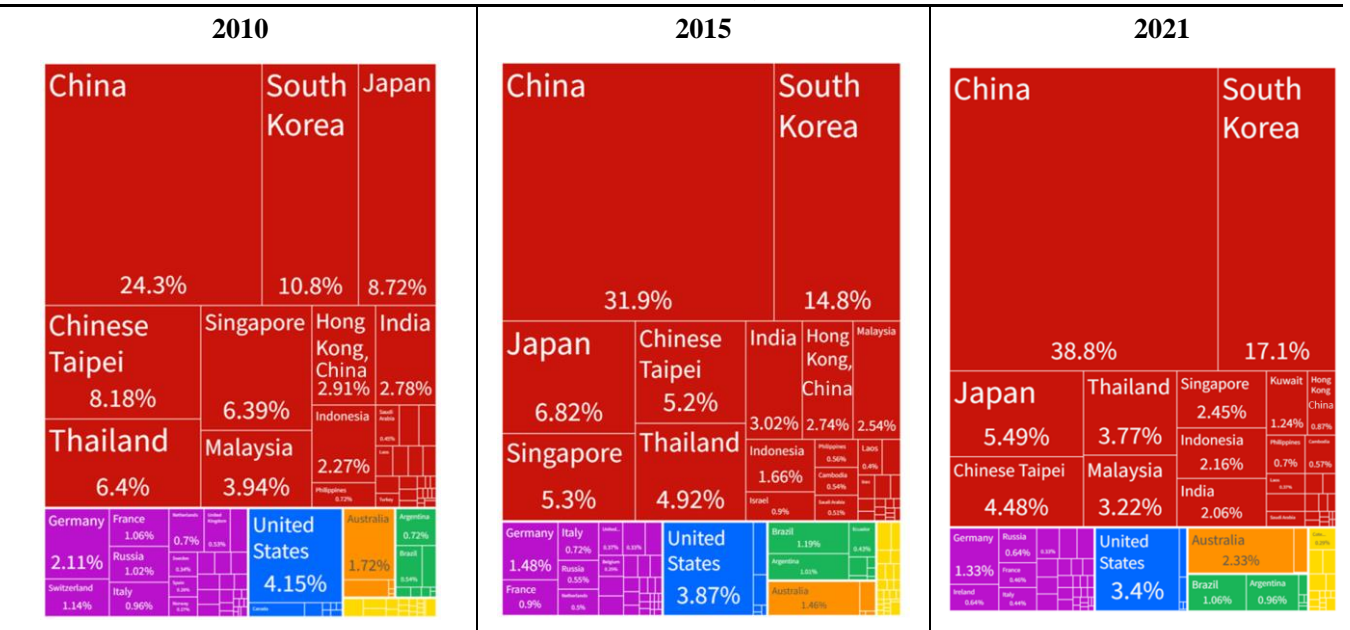
资料来源: OEC, 国元证券经纪(香港)整理;注:服饰及配饰按面料织造方式,可分为针织和非针织,非针织布料包括无纺布等。

图 15: 越南出口目的地结构变迁 (2010、2015、2021, 按贸易金额计算)



资料来源: OEC, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 16: 越南进口来源地结构变迁 (2010、2015、2021, 按贸易金额计算)



资料来源: OEC, 国元证券经纪 (香港) 整理

2. 越南会取代中国成为世界工厂吗？越南承接产业转移的未来展望

(1) 越南承接产业转移过往回顾：

过往越南凭借稳定的社会环境、宽松的贸易环境、劳动力成本优势承接了低附加值的大量劳动密集型产业和部分资本密集型工业。根据上文分析，越南在过去 15 年间承接国际产业转移，在世界通讯制造及电子机械行业供应链的角色从无到有，在世界纺织制造行业供应链中的位置从非核心国家成为核心国家，2021 年成为了世界供应链中与中国、韩国、日本关联度较高的国家。2015 年-2021 年越南出口目的地及进口来源地结构显示，越南对美出口大幅增长的同时，从中国进口的依赖度大幅提升。越南机械产品贸易额占比从 2010 年的 10.4% 提升至 2021 年的 39.6%。

(2) 展望当前阶段：

越南是东南亚其中一环，而东南亚的马来西亚、泰国、印尼等各自分别拥有电子产业、汽车等产业制造集群。制造企业配合下游客户在东南亚进行产地配套，是当前阶段越南承接产业转移的重要动力。对于纺服制造企业而言，贸易协定中的“原产地要求”也是重要考量。从这一角度而言，上一阶段企业入驻越南，主要原因是关税节省及劳动力成本的比较优势。但本阶段可观察到资本密集型企业也会将越南作为设厂地之一。以汽车零部件制造企业为例，供应商于越南设厂，可配套并就近交付位于泰国等地的主机厂或组装厂；以相对成熟的 OA 办公设备行业为例，主要的设备制造商例如施乐、美能达、佳能、兄弟等有于东南亚的越南/印尼或泰国设厂，零部件制造商因应下游客户进行产地配套，贴近客户及提升供应链效率；以消费电子行业为例，三星和苹果于东南亚的布局，亦成为其供应商和组装厂在越南设厂的重要原因。

(3) 展望未来：

尽管当前时点下，制造企业出于下游客户的产业链及产地配套要求、贸易优惠与成本等多重综合因素选择在越南设厂，而越南的产业链配套亦有望得到提升。对于越南制造与中国制造的关系，我们认为中期是合作远大于竞争。中国是越南 FDI 的重要来源及越南制造的上游和研发中心。但越南产业链发展有其制约因素，包括基础设施、技术人才、企业管治水平、社会效率等，且以上要素的提升需要长期努力，存在不确定性。对于中国制造而言，人才、技术、大市场、产业集群、完备的基建与物流效率是中国制造业发展的独特优势。中国未来制造业发展趋势将在产业链方面逐渐由较为成熟的产业链转移至朝阳产业链；在产品方面，由于成本和劳动力的变化，将逐渐脱离低技术低附加值的低端制造行业，依托科技水平的进步逐渐转向高科技高附加值的高端制造行业。长期而言，中国制造业的发展及中国与越南制造的关系，取决于中国科技进步及产业升级进程，以及上述越南要素的提升程度。

2.1 越南是东南亚的其中一环，配合下游客户在东南亚的产地配套是当前产业转移的阶段性重要动力

2.1.1 东南亚的产业制造集群

东南亚国家拥有一系列的产业制造集群，其中主要的产业集群包括：

电子产业（越南、马来西亚）——例如电视、电脑、智能手机等，越南是世界第二大的电子产品生产国，越南北部省份已经逐步成为电子产品的制造重地，电子元器件和手机配件供应商也在越南北部设有配套。而马来西亚是电气与电子(E&E)的重要制造中心。根据马来西亚投资发展局(MIDA)，马来西亚是世界第六大半导体和集成电路(IC)出口商，占出口总额 6.3%，电气电子业占马来西亚出口总额的 61.7%。

汽车（泰国、印尼）——泰国的汽车制造业起步较早，大多领先的汽车制

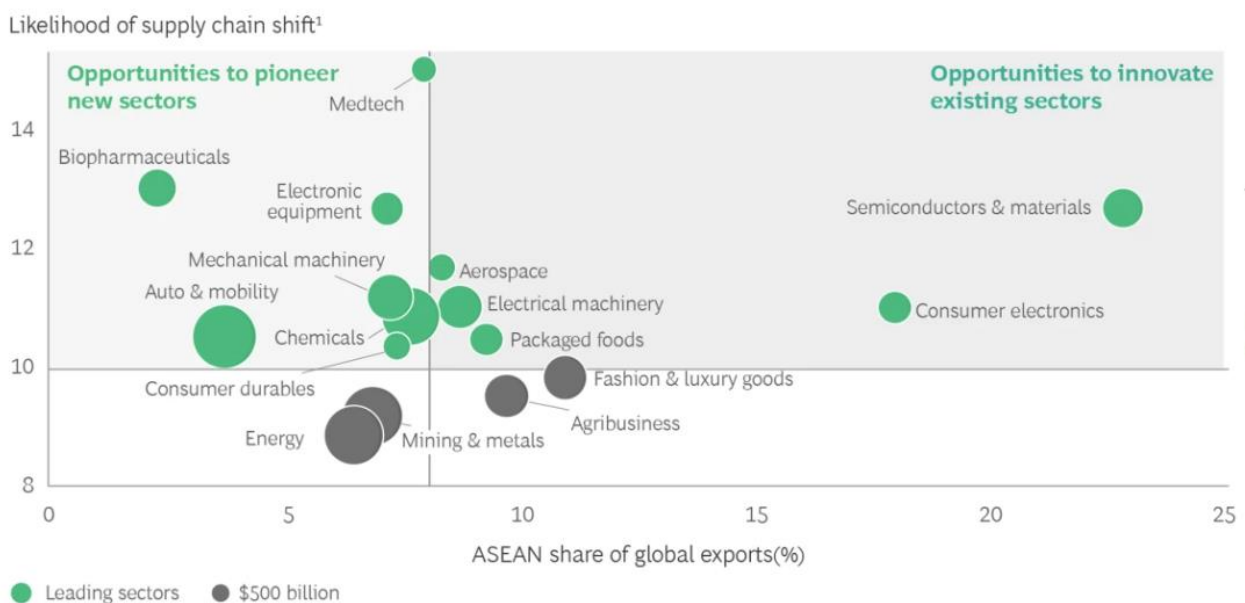
造商和零部件制造商在当地建立了业务，例如福特、丰田、五十铃、本田、三菱、日产、宝马、长城汽车、上汽等。据新闻，拟在泰国设厂的中国车企包括比亚迪、长安汽车、广汽埃安、哪吒汽车等。今年3月，比亚迪的首个海外乘用车生产基地设于泰国，预计2024年投产，并计划在越南建设零部件厂。电动汽车（EV）的兴起，泰国在这一领域也面临着来自印度尼西亚的竞争。印度尼西亚拥有世界上最大的镍储量，可以为电动汽车电池提供有竞争力的劳动力成本和价格。

纺织服装（越南等）——越南是全球纺织服装的主要出口国之一，全球鞋服品牌例如 Nike、Adidas、Lululemon、Uniqlo 等均在越南有布局供应链。部分供应商出于品牌供应链风险分散的要求以及成本考虑，也有在柬埔寨设厂，或考虑印尼设厂。

机械（马来西亚等）——马来西亚是电子电气业专用工艺机械和自动化设备的领先制造国。其尚未发展到制造完整的产品，大多是组件制造或作为 OEM 制造，在马来西亚建立该制造业的公司包括 Vitrox、Pentamaster 等。

石化制品（印尼、泰国、马来西亚）——马来西亚、印尼、泰国等东南亚国家在扩大基础设施建设并加强炼化加工能力，以满足石化需求增长。

图 17：东盟国家（ASEAN）各制造业在全球出口的份额



资料来源：ASEAN Statistics, OECD, HIS, Oxford Economics, BCG, 国元证券经纪（香港）整理

2.1.2 部分企业于越南设厂以配合下游客户的东南亚产能


(1) 纺织服装——产地布局受贸易协议及“原产地要求”、客户产地配套、成本等因素推动

纺织服装行业是中国企业较早往东南亚进行产能配置的行业，在越南的布局一方面是受到国际贸易协议及“原产地要求”的推动，另一方面是应下游客户要求以进行产地配套和成本考虑。过往欧美长期对纺织服装制品施加严格的配额限制，使各国制定限制进口纺织服装数量配额制度的《多种纤维协议》于 2005 年对 WTO 成员失效后，中国纺织制造业快速发展。但“原产地要求”一直影响着纺织制造企业对设厂地的选择。例如 2011 年，欧盟协会表决通过了欧盟纺织品原产地标识协议第二读本，对纺纱、织造、整理、缝制等制造环节的产地提出要求。2019 年生效的由日本、加拿大、越南等 11 国签署的《跨太平洋伙伴关系全面进展协定(CPTPP)》提出了“从纱线开始(Yarn Forward)”的原产地要求，即要求成衣产品所使用的纱线与布料原物料须产自贸易协议的成员国，方能享有 CPTPP 协定成员国的关税优惠待遇。根据商务部，2020 年的《欧盟与越南自贸协定(EVFTA)》对“原产地规则”有着严格要求。在纺织品服装原产地规则上分别要求从纱和从面料认定。根据 EVFTA，若要享受自贸协定框架下的关税优惠待遇，“从布料开始”的原产地规则要求用于制作服装的面料必须在越南或欧盟成员国内织造。

另一方面，产地就近有利于提升供应链效率，这是上游纱线及面料供应商这些资本密集型企业选择在越南或东南亚设厂的重要原因。国际运动鞋服品牌及服装品牌对供应链效率的要求提升（快速反应）。快速反应需要品牌沟通、产品开发、上游纱线供应、面料制造、下游制衣各环节的紧密配合。以超盈国际（全球领先面料制造商）为例，其越南基地于 2017 年投产，该基地距离下游制衣厂晶苑国际及维珍妮仅 1.5-2 小时的车程。而百

隆东方、天虹等纱线巨头亦在越南设有生产基地。

表 4：纺服制造企业在越南设厂及产业链配套案例

	中资企业越南设厂情况	对下游客户的配套情况	其他说明
纺织服装行业	<p>超盈国际越南工厂 2017 年投产，业务为供应面料为资本密集型企业</p> 	<p>超盈越南基地于 2017 年投产，其位于越南北部海阳 VSIP 工业园，承接海外订单，配套下游制衣厂及配合品牌要求。</p> <p>部分下游在东南亚设厂情况：</p> <p>晶苑国际(制衣业务)在越南有设厂，超盈越南基地到晶苑越南工厂车程约 1.5-2h。</p> <p>维珍妮(内衣制造是核心业务)越南工厂 2016 正式投产，位于越南北部海防 VSIP 工业园，超盈到维珍妮基地车程约 1.5-2h。</p>	<p>对于纺服制造行业而言，其布局在越南一方面是贸易政策及“原产地要求”的推动，另一方面则是配套下游产能及成本。品牌对快反的要求提升，而快反需要品牌、产品开发、上游供应及中游面料、下游制衣等各环节的紧密配合，产地就近有利于提升效率。</p>

资料来源：公司官网，公司调研，国元证券经纪（香港）整理

(2) 汽车行业

泰国是东南亚汽车生产重地，大多领先的汽车制造商和零部件制造商在当地建立了业务，例如福特、丰田、五十铃、本田、三菱、日产、宝马、长城汽车、上汽、比亚迪（工厂拟在 24 年投产）等。而越南的汽车工业起步较晚，零部件供应商数量及组装厂数量较泰国少，丰田、本田、福特、现代等部分汽车制造商都在越南投资建厂。印尼拥有世界最大的镍储量，可以为为电动汽车电池生产提供有竞争力的劳动力成本和价格。


以汽车辅助电池供应商理士国际为例，理士于 2018 年设立的越南基地位于越南南部平福，主要承接欧美订单。该厂建设背景是中美贸易摩擦，以及配套下游客户在东南亚的产地，更好维系客户关系。以理士为例，越南的汽车零部件供应商除了直接供应欧美外，还有部分是供应车企在越南或东南亚邻国的主机厂或组装厂，例如福特(越南和泰国有设厂)、长城(泰国有设厂)等。


过往汽车行业在泰国建厂，部分为零部件企业。贸易摩擦和关税节省是重要原因，现在是客户要求，基本都是出口为主。接下来去东南亚建厂的整车厂，部分是瞄准当地市场，先组装，再逐渐建立供应体系。例如根据当地的新闻，**比亚迪**计划在越南建造汽车零部件工厂，越南工厂将向在泰国建造的装配厂出口零部件，瞄准东盟市场。而**舜宇光学科技**计划在越南北部的太原省开发一个光学生产基地，生产车载镜头等光学设备，配套下游车企客户。而新能源车电池企业**宁德时代**、**国轩高科**发力越南，配合越南最大民营企业集团 **VinGroup** 及其旗下的造车新势力 **VinFast**。

(3) OA 设备制造行业

国际 OA 设备商公司主要包括理光、富士施乐、京瓷、佳能、柯尼卡美能达、惠普、戴尔、兄弟等。在越南设有生产基地的大型设备商公司较多，包括富士施乐、京瓷、佳能 Canon、兄弟 Brother；而理光在泰国设厂，柯尼卡美能达是在印尼设厂。而亿和控股作为 OA 零部件供应商，2015 年在越南设厂主要是为了配套两大下游 OA 客户施乐和京瓷，亿和在越南的生产基地是与施乐、京瓷的生产基地位于同一工业园。

表 5：部分制造业及企业在越南设厂及产业链配套案例

	中资企业在越南设厂情况	对下游客户的配套情况	其他说明
汽车零部件行业	<p>理士国际为领先的蓄电池供应商，于 2018 年在越南设厂，业务之一为供应汽车辅助电池</p> 	<p>理士国际的越南基地位于越南南部平福省，主要承接欧美订单，该厂建设背景是贸易摩擦、更好维系客户关系，供应下游客户在东南亚的产地。</p> <p>部分下游在东南亚设厂情况： 福特汽车在越南、泰国设有工厂 长城汽车在泰国设有厂(泰国罗勇工厂)</p> <p>Vinfast：越南本土新能源车品牌</p>	<p>理士在全球有 14 个生产基地，除中国外，在马来西亚、斯里兰卡、印度、墨西哥、越南设有工厂。其建海外工厂目的是贴近客户、缩短供应距离。</p> <p>比亚迪： 计划在越南建零部件厂，计划在泰国建整车厂</p> <p>长城： 长城马来西亚 KD 组装厂</p>

<p>O A 设备 制造 业</p>	<p>亿和于 2015 年在越南设厂，业务之一为供应打印 机零部件</p>  <p>亿和越南(海防)电子产业园 EVA Vietnam (Haiphong) Electronic Industrial Park 越南-北宁-海防-电子工业基地</p>	<p>亿和控股于 2015 年在越南北部海防 VSIP 工业园设生产基地，主要是为了配套 2 大 OA 客户富士施乐、京瓷。</p> <p>富士施乐(于 2012 越南海防设厂)和京瓷(于 2011 在越南设厂)在越南海防 VSIP 工业园有生产基地，<u>亿和在越南海防的工厂与该两大 OA 客户位于同一工业园内。</u></p>	<p>日本 OA 设备商在东南亚布局较多，其中在越南设有生产基地的包括富士施乐、京瓷、佳能 Canon、兄弟 Brother；而理光在泰国设厂，柯尼卡美能达是在印尼设厂。</p>
---	--	--	---

资料来源：公司官网，公司调研，国元证券经纪（香港）整理

(4) 消费电子——三星与苹果的东南亚布局影响产业链供应商越南迁入

越南正式进入世界消费电子行业产业链，开始于 2007 年越南加入世贸组织之后。其中韩国作为最早对越南进行外商直接投资的国家，其一直是越南电子产业发展的重要主导力量。其中规模大布局早的企业便是三星，自 2009 年三星投资近 7 亿美元的越南北宁省设备制造和组装工厂（SEV）开始运行开始，至今三星电子在越南已经雇佣了超 10 万劳动人口，总投资额超过 170 亿美元。三星的投入换来的是电子制造业在越南的飞速发展，现在越南也成为中国之后的第二大智能手机出口国。近年来，国际供应链环境不确定性增加，越来越多的国际电子类企业为了应对和防范例如供应链集中风险、劳动力成本、国际地缘政治因素等，并考虑终端市场因素，选择在全球拓展和多元化自身的产业链布局。例如苹果公司在中国大陆、中国台湾、日本、美国、越南、新加坡、泰国、马来西亚、菲律宾、印度均有供应链布局。

而行业龙头苹果公司的新布局带来的产业链变化，更将不断吸引相关上游供应商、代工厂搬入越南。2019 年，苹果公司开始在越南测试生产 AirPods 生产，目前 AirPods 3 在越南代工生产，约占其无线耳机产品的 15%；根据《日经亚洲评论》，2022 年 6 月苹果将部分平板电脑产能分配至越南，同时 Apple Watch 和 MacBook 的正在进行试生产，若试产顺利，未来或会开启正式生产。

苹果产业链布局更变的决定必然影响到产业上下游公司的工厂的新建或迁移。根据苹果公司的 22 财年供应商名单，位于越南的供应商共 25 家，超过了东南亚其他国家如新加坡(21)、泰国(18)、马来西亚(17)的供应商数，并追平了位于韩国的供应商数目。在这些供应商中，有 14 家来自中国、有 5 家来自韩国、有 4 家来自日本，2 家来自美国，没有越南本地企业。其中不乏一些港股上市公司，如伯恩光学控股(1657.HK)、比亚迪电子(0258.HK)。在这些企业供应商中有三家是 2022 财年新增的，包括美国莫仕在河内的连接器厂、正美集团在北宁的包装印刷厂以及比亚迪电子在富寿的组装厂。

表 6：苹果 FY2022 位于越南的供应商名单及所处的供应链环节

苹果供应商名称	国家	越南工厂地址	所处供应链
环旭电子	中国	Hai Phong	封测
伯恩光学	中国	Bac Ninh	玻璃盖板
比亚迪电子	中国	Phu Tho	组装
仁宝电子	中国	Vinh Phuc	组装
正美集团	中国	Bac Ninh	包装印刷材料
歌尔声学	中国	Bac Ninh	声学组件
富士康	中国	Bac Giang	组装
INB Electronics Limited	中国	Phu Tho	电子元器件
英特尔	美国	Ho Chi Minh	处理器
蓝思科技	中国	Bac Giang	玻璃盖板
LG Display	韩国	Hai Phong	屏幕面板
LGIInnotek	韩国	Hai Phong	光学组件
立讯精密	中国	Bac Giang	组装/连接器
莫仕公司	美国	Da Nang, Hanoi	连接器
村田制造	日本	Da Nang, Tien Giang	MLCC
美盈森	中国	Ha Nam	包装印刷材料
纳峰科技	中国	Hai Duong	真空镀膜
NOK株式会社	日本	Hung Yen	PCB (FPC)
三星	韩国	Bac Ninh	存储
首尔半导体	韩国	Ha Nam	LED芯片
永发印务	中国	Bac Ninh	包装印刷材料
夏普	日本	Binh Duong	屏幕面板
裕同包装	中国	Bac Ninh	包装印刷材料
住友电气	日本	Hanoi	连接器
永丰	韩国	Vinh Phuc	电子元器件

资料来源：苹果公司财报，国元证券经纪（香港）整理

苹果庞大供应链向越南的转移计划影响着供应链企业的设厂布局决定，当下苹果体系的供应商为适配苹果供应链上下游的变化，选择在越南建设工厂。未来越南消费电子行业也许会随着国家大型公司的注入和投资不断提升其规模和制造能力。例如舜宇、京东方、歌尔声学、LG显示、富士康、广达 Quanda、伯恩光学等于 2022 年起分别推出了越南的设厂投资计划。

表 7:苹果公司各地供应商数目

地区	供应商数目
中国大陆	151
中国台湾	41
日本	44
美国	32
韩国	25
越南	25
新加坡	21
泰国	18
马来西亚	17
菲律宾	14
印度	14

表 8:近期苹果供应链的供应商越南建设消息汇总

公司	时间	信息
LG显示	2022年6月	公司将从全球主要金融公司筹集10亿美元资金，用于增设在越南的OLED模块生产线以及建设基础设施等。
富士康	2022年11月	公司在越南北江省工业区获批扩建90公顷，富士康立即登记租50公顷。
京东方	2023年1月	公司计划在越南投资4亿美元建设两家工厂。
富士康	2023年2月	公司计划在越南投资4.28亿元以扩大产能。
歌尔声学	2023年2月	公司正投资2.8亿美元在越南建设新厂。
中国舜宇集团	2023年3月	公司计划在越南太原省扩大投资25亿美元。
广达 (Quanta)	2023年4月	公司宣布将在越南投资5000万美元建设新厂。
伯恩光学	2023年4月	公司确定在越南海阳省将一块20公顷的土地作为越南第二生产基地。

资料来源: Apple Supplier List 22Y, 国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: CINNO Research, 国元证券经纪 (香港) 整理

2.2 越南产业链发展的制约因素及中国制造独特优势

2.2.1 越南产业链发展的制约因素——基础设施、技术、人才、企业管治、社会效率

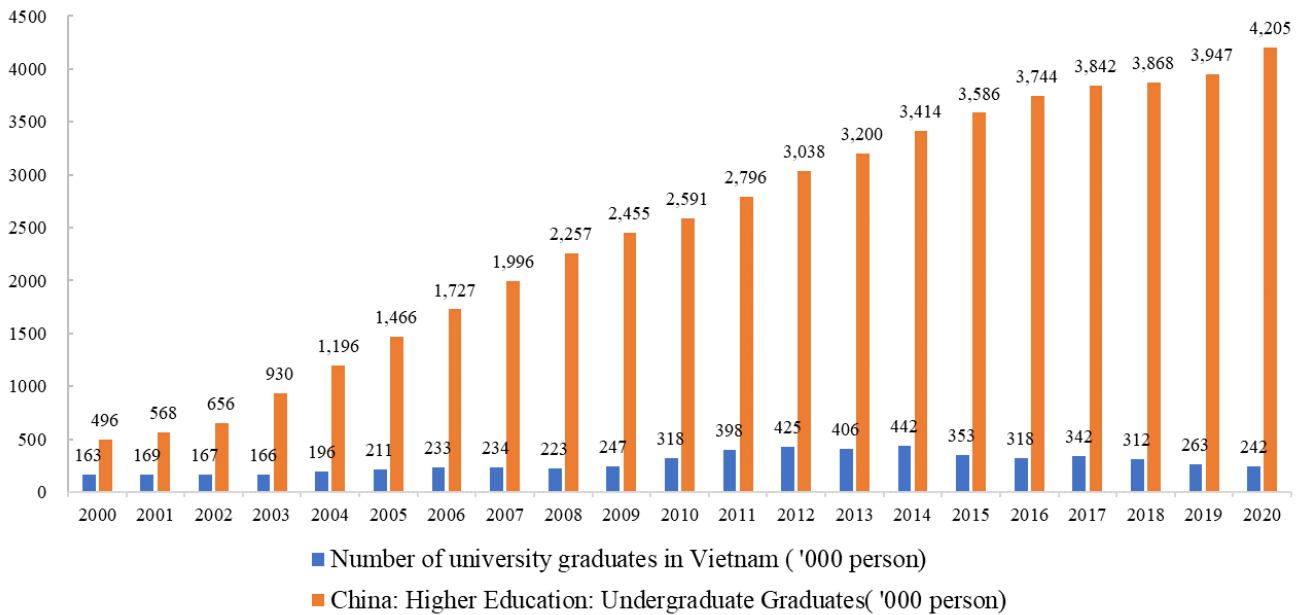
尽管当前时点下，制造企业出于下游客户的产业链及产地配套要求、贸易优惠与成本等多重综合因素选择在越南设厂，而越南的产业链配套亦有望得到提升。但越南产业链发展有其制约因素，包括基础设施、技术人才、企业管治水平、社会效率等，且以上要素的提升需要长期努力，存在不确定性。

基础设施方面，越南的道路建设、物流效率等各方面仍与国内有巨大差距。越南的高速公路和铁路基础设施总体较落后，这造成了越南的物流效率相对中国低。以铁路为例，越南全国仅 34 个省、直辖市有铁路经过，7 条主线 12 条支线总里程 3143 公里。85% 的路段为旧式米轨，标准轨仅占 6%，平均时速在 60 公里以下，铁路货运量仅占全国货运总量的 0.6%，铁路客运量占全国旅客交通运输量的比重不足 1%。

能源电力供应稳定度仍有待提升。越南统计局数据显示 2022 年越南总发电量为 2,587 亿千瓦时，作为对比，广西省 22 年的发电量为 2,024 亿千瓦时。2023 年越南北部缺电，居民用电及工业用电均受到严重影响，包括越南北江省、北宁省在内，该国多个地区正在面临轮流停电的状况，部分工业园区也受到影响。5 月广西与越南正式签署 110 千伏深沟至芒街联网工程购售电协议，时隔七年重启送电工作。越南北部缺电原因包括酷暑造成的用电量增加及水力发电受限、以及电力基建升级速度未能追上工业用电需求的增加。受制于项目制定、设备及投资者选择、场地清理等问题，越南北部大型发电厂的新建进度相对缓慢，天气只是缺电原因之一。

技术人才方面，越南的高端制造业和技术要素十分缺乏。因此工程师培养一方面缺乏产业土壤、培养质量不高、未能满足企业需求；另一方面越南的工程师数量和素质亦和中国有着巨大差距。2020 年中国大学本科毕业生人数达 420 万，而 2010-2020 年间越南每年的本科毕业生不超过 40 万，并且文科占比偏高。从当前阶段看，越南本地人才数量和质量，尤其是理工科人才仍无法支撑中高端产业链的建设。

图 18：越南与中国大学毕业生人数对比（单位：千人）



资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

2.2.2 中国制造业发展的独特优势——人才、技术、大市场、产业集群、基建完备

人才、技术、大市场、产业集群、完备的基建与物流效率是中国制造业发展的独特优势。中国未来制造业发展趋势将在产业链方面逐渐由较为成熟的产业链转移至朝阳产业链；在产品方面，由于成本和劳动力的变化，将逐渐脱离低技术低附加值的低端制造行业，依托科技水平的进步逐渐转向高科技高附加值的高端制造行业。

人才方面，中国的“工程师红利”体现在技术人才的数量和质量。根据中国科协创新战略研究院的《中国科技人力资源发展研究报告(2020)》，截至2020年底，我国科技人力资源总量居世界首位达1.1亿人且呈结构年轻，39岁及以下人群约占3/4。我国工程师数量约占全世界的1/4，每年培养的工程师相当于美国、欧洲、日本和印度的总和。这将为中国制造业的产业升级提供良好基础。

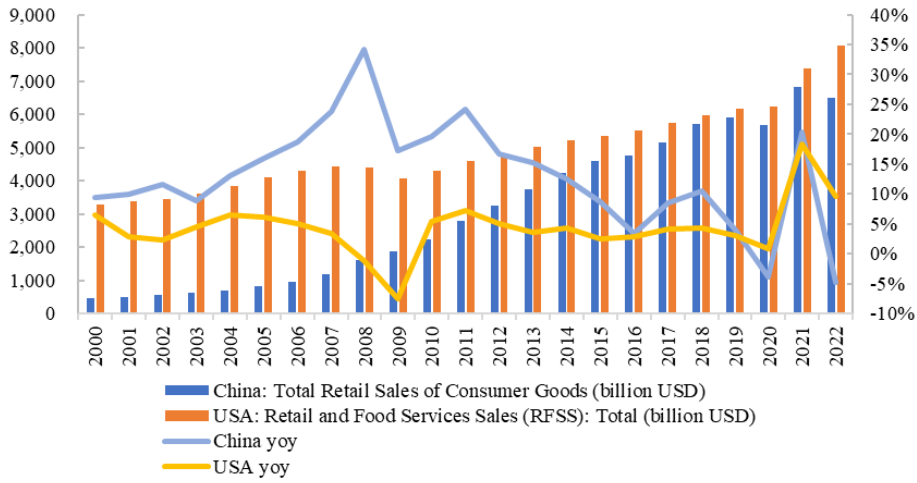
技术方面，制造业的规模、良好产业结构、庞大的市场是中国成为制造业强国的基石，而科技实力、尤其是新兴领域的技术发展是增添制造业活力的重要因素。根据国际贸发会议《2023 年技术和创新报告》的分析，当前美国、中国和部分西欧国家处于前沿技术的领先地位。其中制造业部分的工业 4.0、新能源绿色产业便是当下的技术和创新高地，而当前中国在工业 4.0、绿色前沿技术的出版物占比和美国基本持平，工业 4.0、绿色技术专利数占比分别为 49%、56%，领跑世界。

中国是全球第二大消费市场，21 年中国社会消费品零售规模达美国 9 成以上。2022 年美国消费品零售总额同比增长 9% 至 8.1 万亿美元，同期中国社会消费品零售总额为 6.5 万亿美元，中国消费品零售总额相当于美国的 8 成；而 2021 年受疫情影响较少的年份，同口径下美国与中国的消费市场分别约为 7.4 万亿和 6.8 万亿元，21 年中国消费品零售总额相当于美国的 93%。“十四五”坚定实施扩大内需战略，由过往的融入国际大循环为主转向国内国际双循环，立足国内、依托国内大市场优势、充分挖掘内需潜力。庞大的内需市场仍将持续为产业发展提供土壤。

产业集群方面，中国已形成以深圳为核心的新一代信息通信集群、上海为核心的新能源汽车及关键零部件集群/集成电路集群/张江生物医药产业集群、东莞智能移动终端集群、合肥新型显示产业集群、广州智能装备集群、佛山泛家居集群等一系列的产业集群，并往高附加值的方向发展。

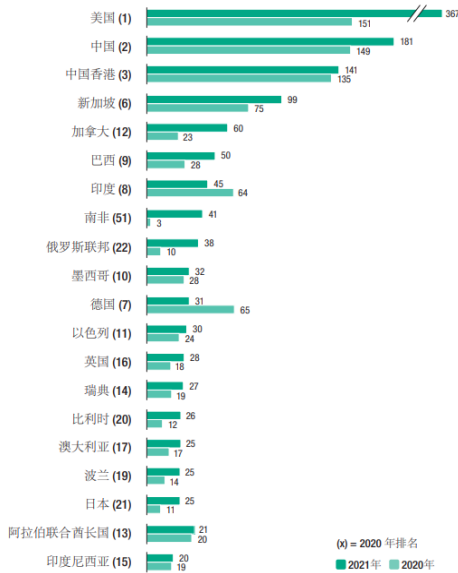
制造业新投资对于经济增长和发展前景至关重要，而繁荣的外部投资是昭示被投资国家经济未来良好成长性的有力佐证。联合国贸发会议数据显示，当今中国依旧是世界上最受欢迎的直接投资国家之一。2021 年的 FDI 达到了 322 亿美元（中国+中国香港），仅次于美国，保持了较高增速。世界经合组织 2023 年 4 月的 FDI 报告中指出，2022 年全球 FDI 回落，但美国和中国依旧是外部资金最青睐的两个国家。

图 19：中国社会消费品零售总额与美国零售和食品服务销售额（单位：十亿美元）



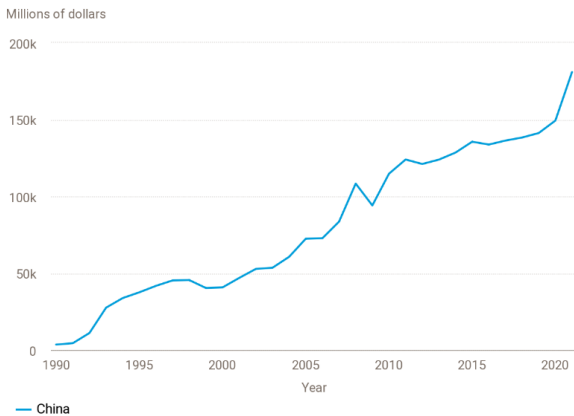
资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

图 20：2020 和 2021 年外国直接投资流入量前 20 的资本输入经济体（单位：10 亿美元）



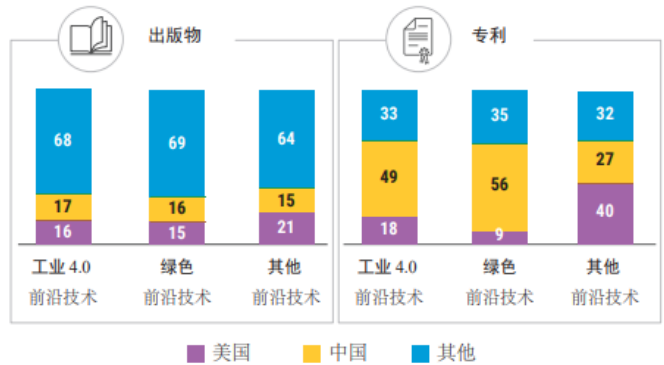
资料来源：国际贸发会议，国元证券经纪（香港）整理

图 22：中国 FDI 持续增长（1990-2021）



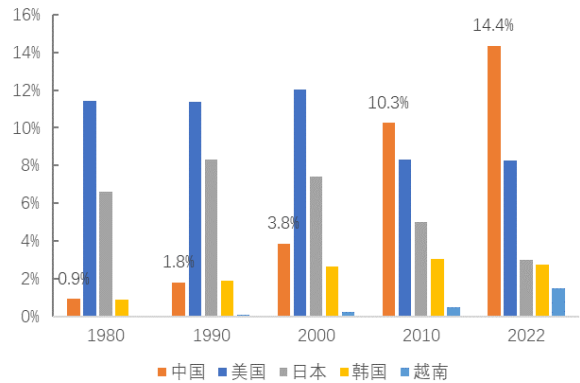
资料来源：国际贸发会议，国元证券经纪（香港）整理

图 21：美国、中国及其他国家在出版物、专利中所占份额，按前沿技术分列（%）



资料来源：国际贸发会议，国元证券经纪（香港）整理

图 23：部分国家商品出口价值占全球比重



资料来源：World Bank，国元证券经纪（香港）整理

3. 越南实地见闻——纪实与思考

3.1 对于越南承接产业转移进程的思考

我们进行了为期一周的越南调研，调研轨迹跨越越南南部胡志明市、平阳省、平福省和北部首都河内、海防、海阳省多地，我们拜访了越南当地零售商、数家中资企业、和十余位越南生产基地的管理层，我们的思考：

(1) 部分制造产业转移至越南的原因？

贴近下游客户进行供应链配套、减缓贸易摩擦造成的关税影响&越南与多地区签署的贸易协定、成本是产业转移至越南的重要原因。当前时点下，配合下游客户进行产地配套是越南设厂的重要原因，而减缓贸易摩擦是过往企业选择在越南设厂的重要催化剂。贸易摩擦期间，越南工业用地的地价在 2018-2019 年快速上升；期间除中资厂商外，部分日资、韩资也将工厂设在越南，以分散中国产地的风险。而某些中资厂商需要配合下游客户的产地，就近进行产地配套，因此也在越南设厂。

(2) 越南制造与中国制造的关系？

我们认为越南制造与中国制造的关系是合作远大于竞争。且在 2015 年以来，中国制造与越南制造的合作紧密度提升。中国的角色是越南 FDI 的重要来源及越南制造的上游、研发中心。原因在于：

(1) 2015-2021 年的 6 年间，中国及越南在国际供应体系中的 4 个重要行业集中度均有稳步提升。2015-2021 年期间，中国的通讯/ 电子机械/ 汽车 / 纺织服装在世界制造业供应链的集中度分别提升 4.0pp/ 3.9pp/ 3.0pp/ 2.9pp/ 3.7pp，分别提升至 56.3%/ 36.0%/ 16.8%/ 48.3%。同期，越南的通讯 / 电子机械/ 纺织服装行业在世界制造业供应链的集中度分别提升 4.7pp/ 2.2pp/ 4.0pp，分别提升至 11.0%/ 4.8%/ 14.7%。

(2) 根据联合国世界制造供应链网络图，对于越南而言，中国是强有力

的供应链合作伙伴，两者存在密切的贸易关系。以世界电子机械行业供应链为例，越南电子行业在 2005 年时不具规模，发展到 2021 年越南电子和机械产业主要依赖中国发展。

(3) 2015 年至 2021 年间，中国在越南出口目的地、进口来源地的重要度均有显著提升。根据 OEC，2015-2021 年中国在越南之出口目的地占比从 9.85% 提升至 16.3%，中国在越南之进口来源地的占比从 31.9% 提升至 38.8%。

(3) 未来越南对产业转移的承接程度？

根据实地走访，目前所走访的中资企业的研发部门仍设在国内，尚未在越南设有研发部门。但从制造端，在贸易摩擦、下游客户产地配套及响应速度要求、客户供应链风险分散要求、成本等各因素的综合影响下，对于劳动密集型或利润率相对低的成熟工业，设厂在越南有利于配合客户要求和控制成本。从这个角度来看，制造企业选择在越南设厂，可看作是多重因素影响下的市场行为，是企业降低成本、追逐利润、寻求贸易比较优势而作出的选择。目前越南产业工程师培养环境、素质与数量、学习曲线仍与国内有较大差距。在生产要素方面，越南当地对于技术这一生产要素较为缺乏，对于成熟的轻工产业而言，越南至今仍未产生强有力的当地竞争对手企业。展望未来，越南具备能力承接附加值较低、出口导向的制造环节。而越南长期的产业承接能力，仍需观察越南人口素质、企业管治水平的提升情况。

3.2 越南制造的成本效率——越南实地工厂走访

(1) 制造成本——工资、用水用电、交通、厂房设备、技术

据实地走访，越南中资企业部分选择设在工业园，越南工业园区部分是私人出资承包建设，承包商与政府洽谈资金投入、基础设施建设、产业入驻税率优惠等。企业入驻园区的好处有企业税优惠政策（例如两免四减半、四免九减半）、水电、环保排污、道路交通等设施相对完善。

建厂成本方面，越南地价上升较快。2018-19年期间设厂地价因中美贸易摩擦而快速上行。尽管此后上涨速度有所减缓，但普遍反映目前工业用地成本较3-5年前上涨5成、1倍至3倍不等，上涨程度视乎地域有所差异。由于越南的劳动力人口充沛，越南的建筑人工成本较国内低。

电力方面，越南南部供电相对越南北部稳定，北部仍有缺电发生。据实地走访反馈，原因是越南南部的供电来源相对丰富，除火电外，水电和风电等其他来源供给相对充足。越南北部有缺电发生，原因在于越南北部发电以火电为主，且近年越南制造业快速发展导致用电需求大，而供电基础设施的建设升级速度未能满足现有的工业用电所需。用电费用据实地反馈，越南用电成本较国内持平或略低，但电力供应稳定度与国内仍有差距。

交通方面，越南现有高速公路里程相对不足，乡镇道路运输效率相对低。2021年越南的高速公路约1200 km，越南高速公路占总公路里程仅0.4%（越南公路总里程接近26万 km，其中乡际公路约15万 km）。越南政府在2021年批准了《2021-2030年及面向2050年公路网发展规划》。根据该规划，到2030年越南全国将建成并运营约5004公里的高速公路（较2021年增加3841公里）；到2050年，基本形成41条线路，总长约9014公里的高速公路网。作为对比，根据交通运输部数据，中国2021年全国公路总里程528.07万 km，高速公路里程16.91万 km，中国高速公路占总

公路里程约 3.2%。

劳动力方面，工资成本具有优势，但劳动力素质及工程师人才供给有待提升，且是长期工程。①工资方面，除疫情两三年间，据反映过往 5-10 年最低工资及平均工资以每年约 10% 的速度上涨，上涨程度视乎地区而有所不同。越南工资调整分为第一地区、第二地区、第三地区和第四地区。越南基本工资的上涨系属于制度性安排，每年会有一定程度的调涨。②劳动力素质方面，根据走访企业反馈，目前越南的大学毕业生中，商科和文科的大学毕业生较理工科大学毕业生好招。且对于越南的理工科大学毕业生，培养成工程师的周期相对国内相似专业毕业生长，在 3-5 年不等。另外，越南大学毕业生对于语言的学习意愿和积极性较强，据反映大学毕业生进入中资企业后，在 3-6 个月便能做到日常沟通，懂中文的大学毕业生在中资企业的工作工资也会略高于同等素质的其他员工。

技术方面，目前高新技术及高新技术人才是越南当地较为缺乏、且政府给予的激励力度较高的要素之一。正如上文所提，高素质工程师在越南的培养周期长。从另一个角度，越南加工制造的工厂中，所用机械设备往往成套从日韩、德国或中国进口。

(3) 越南工厂的生产效率

据实地走访，所走访的劳动密集型的工厂距离国内工厂效率仍有差距（按单位时间出货量），资本密集型工厂的效率已接近国内工厂（按良率计）。对于所走访的某入驻较早且制造效率在业内领先的劳动密集型工厂计算，越南工厂效率为国内的约 8 成，较几年前有逐步提升，原因是该工厂管理水平领先，其雇用的制造工人相对稳定且熟练度提升。另外，制造业效率的提升除工人熟练度提升之外，亦需要工厂管理体系与当地员工文化的融合、工厂工人与机器配套的熟悉程度提升。因此工厂效率提升需要时间，同等条件下，后进入越南的工厂效率往往低于先进入的工厂。

(4) 越南的贸易环境

贸易环境是企业选择在越南设厂的重要原因。越南与日韩、欧盟、东盟国家、跨太平洋伙伴等签署了多项自由贸易协议，有效降低了贸易壁垒。根据实地走访，越南出口往美国、日本等贸易目的地的产品为 0 关税，较从中国国内直接出口美国有关税上的节省，中国产品若直接出口美国，在某些产品类型上需交纳 20% 以上的关税不等，具体关税税率视乎产品类型而定。因此企业往往把研发中心设在国内，核心零部件从国内发货，其他原材料则全球采购，在越南组装后出口。

(5) 所走访企业在越南设厂的原因

贴近下游客户、减缓贸易摩擦关税影响、成本是企业选择在越南设厂的重要原因，减缓贸易摩擦影响是企业选择在越南设厂的重要催化剂。这可以从越南工业用地价格的变化趋势印证，越南工业用地的地价在 2018-2019 年快速上升。贸易摩擦发生前和发生期间，除中资厂商外，部分日资、韩资也将工厂设在越南，以分散中国产地的风险。而某些中资厂商需要配合下游客户的产地，就近进行产地配套，因此也在越南设厂。另外，越南的适龄劳动力数量较为丰富，尤其是对于劳动密集型产业，越南在前几年具有较强的比较优势。

图 24：越南第一地区至第四地区最低工资年度对比

地区	2015 (盾/月)	2016 (盾/月)	2017 (盾/月)	2018 (盾/月)	2019 (盾/月)	2020、2021 (盾/月)	2022 (盾/月)
第一地区	3,100,000 ₫	3,500,000 ₫	3,750,000 ₫	3,980,000 ₫	4,180,000 ₫	4,420,000 ₫	4,680,000 ₫
第二地区	2,750,000 ₫	3,100,000 ₫	3,320,000 ₫	3,530,000 ₫	3,710,000 ₫	3,920,000 ₫	4,160,000 ₫
第三地区	2,400,000 ₫	2,700,000 ₫	2,900,000 ₫	3,090,000 ₫	3,250,000 ₫	3,430,000 ₫	3,640,000 ₫
第四地区	2,150,000 ₫	2,400,000 ₫	2,580,000 ₫	2,760,000 ₫	2,920,000 ₫	3,070,000 ₫	3,250,000 ₫

资料来源：越南中国商会，国元证券经纪（香港）整理

表 9：越南某生产基地的生产要素、效率、贸易环境、供应链、地价情况

	某生产基地 1 (轻工家居行业)	某生产基地 2 (汽车零部件)	某生产基地 3 (轻工纺服制造业)	某生产基地 4 (电子零部件供应)
位置	越南南部, 距胡志明约 40-50km	越南南部, 距胡志明约 90-100km	越南北部, 据河内约 50-60km	越南北部, 据河内约 60-70km
在越设厂主要目的/原因	减缓贸易摩擦关税影响, 人力成本	减缓贸易摩擦关税影响, 贴近客户, 成本	贴近客户、关税、下游客户产地要求	下游客户因贸易摩擦在越南设厂, 贴近下游客户产地配套
类型	人力密集型, 轻工	资本密集型+组装	资本密集型, 轻工	零部件制造, 含组装
企业性质	出口性质	出口性质	出口性质	出口性质
在越设厂时间	约 10 年	约 5 年	约 7-8 年	约 7-8 年
销售目的地	北美为主	欧美为主, 其中 2 成往客户东南亚基地	欧美日为主	欧美日, 以及下游客户附近的生产基地
进口关税	进口设备 0 关税; 从中国进口原材料至越 0 关税	进口设备 0 关税, 进口原材料用于出口 0 关税	进口设备 0 关税, 日本德国设备为主	进口设备 0 关税, 日本设备为主
出口关税	若出口美国, 0 关税	若出口美国, 0 关税	若出口美国和日本, 0 关税	若出口欧美和日本, 0 关税
普通工人工资 (折合人民币)	约 3000+(含加班即 6 日 10h, 保底+计件)	约 4000 人民币(含加班即 8+2 小时)	普通工人约 2700 人民币元	若不含加班约 2000 人民币, 加班则更高
工人培训时间	产品工人约 3 个月至半年, 视工序	车间工人 1 个月至半年, 视不同工序	工人数量较少, 资本密集型	组装工人培养周期 1 个月
人才招聘	/	技术人员本地大学招; 高层管理中方, 基层和中层有越方人员	大学生 3 成以上占比, 越南工厂管理层越南籍过半, 本地大学相关专业毕业	办公室人员招聘标准是大学生, 占约 2-3 成, 技术工程师培养周期 3-5 年
附近地价变化	较 3-4 年前增加 1.5 倍以上	现附近地价是 5 年前 2-3 倍	较进驻时, 上涨 4 成至 1 倍	较进驻时翻倍
原材料供应	原材料全球采购; 核心部件中国	全球采购	全球采购	部分全球采购, 部分从日本进口
其他补充	近 10 年马路基础设施显著改进; 越南厂效率高于墨西哥厂	用电成本较国内产地低约 10%, 越南南部火电/水电/风电	能源成本较国内产地低, 建造成本节省	越南厂效率和成本好于墨西哥厂(工资、生产效率)
金融条件	越南本地银行贷款利率 12-13% 或更高, 工厂在越南本地银行无贷款			
企业所得税率	有效税率约 20%	NA	四免九减半、高新企业认证税率优惠	四免九减半
制造效率与国内对比	越南厂约为国内厂的 8 成效率	在集团全球产地中属中上水平	和国内厂基本持平	良率和国内厂基本持平
研发	核心部件研发在中国, 越南仅制造	设在中国和全球研究院, 越南仅制造	以国内产地为主	设在中国国内

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

图 25: 越南基本路况 (普通乡镇道路为主)



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 26: 越南高速公路



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 27: 越南工业园实景
(越南海阳新加坡 VSIP 工业园)



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 28: 韩资企业在越南的厂房外景



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 29: 超盈国际于越南北部海阳 VSIP 工业园内的生产基地



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 30：亿和控股于越南北部海防 VSIP 工业园内的生产基地



资料来源：实地走访，国元证券经纪（香港）整理



资料来源：实地走访，国元证券经纪（香港）整理

3.3 越南当地生活及消费水平——来自河内和胡志明的实地走访

(1) 工资与生活成本：以越南首都河内的普通居民为例

以越南首都河内为例，根据公开资料及居民访谈，每月平均工资仅能覆盖基本生活成本，首都河内生活成本较高。越南首都河内的平均工资约为 500-600 美金/月的区间，每月食品支出约 1500 元人民币（河粉约 10-20 元人民币，咖啡 5-8 元人民币/杯，每日食品支出约 50 人民币），每月房租单间至少 1000 人民币以上，摩托车通勤油费视乎出行距离在 100-300 元人民币不等。因此对于河内普通居民，每月能剩下用于储蓄的钱非常少。但当地人心态乐观，不会为未来的潜在支出过多担忧。对比位于越南北部的首都河内和位于越南南部的经济中心城市胡志明，胡志明市物价较河内低，原因是胡志明市港口运输方便，物资较为丰富。

(2) 交通与基础设施：摩托车上的国家，向新能源方向迈进

越南从基础设施、交通、贸易环境的角度，与 90s 及 00s 的中国有所相似，社会人口结构较为年轻，并着力发展以出口导向型的经济。在交通方式上，也与当时的中国社会类似。越南经济发达地区的居住密度并不低，南部居住密度高于北部。以越南南部的胡志明市为例，总人口为 1300+万人，面

积为 2,090 平方公里；以越南北部的河内市为例，总人口约 800+万人，面积为 3,340 平方公里，河内有约 600+万台摩托车，100+万台汽车（中国南部的两个城市与之对比，深圳市总人口为 1,700+万，面积约为 2,000 平方公里；广州市总人口为 1,800+万，面积约为 7,434 平方公里）。日系品牌在越南摩托车和汽车市场中占据主导地位，以本田 Honda、雅马哈 Yamaha、铃木 Suzuki、三菱 Mitsubishi 等日系品牌最为常见。

越南的交通成本：以摩托通勤为例，越南的交通成本分为 2 部分，摩托车购买与加油支出。普通居民摩托车购买的常见价格在 10,000-15,000 人民币不等，日系摩托车最为普遍，上牌费用约 1,100 元人民币（350 万 VND），每月油费通勤支出在 100-300 元不等，视乎通勤距离而定。根据走访反馈，越南的摩托车是从国外进口 7-8 成的零部件设备，再在越南当地进行组装以取得优惠关税。若直接全车进口，需要缴纳较高的关税。**公共交通方面，目前公共交通服务对居民出勤的覆盖度较低。**以胡志明市地铁的建设进度为例，通车时间一再延迟。

越南的新能源车发展，越南政府已推出相关政策，但直接对居民消费者端的购车补贴力度弱。根据《越南至 2025 年和远景展望至 2035 年汽车工业发展战略》，越南鼓励生产符合排放标准要求的环保汽车（省油汽车、混合动力汽车、生物燃料汽车、电动汽车等）。

(3) 居民观念与消费生活——与中国 1990s 或 2000s 的异同

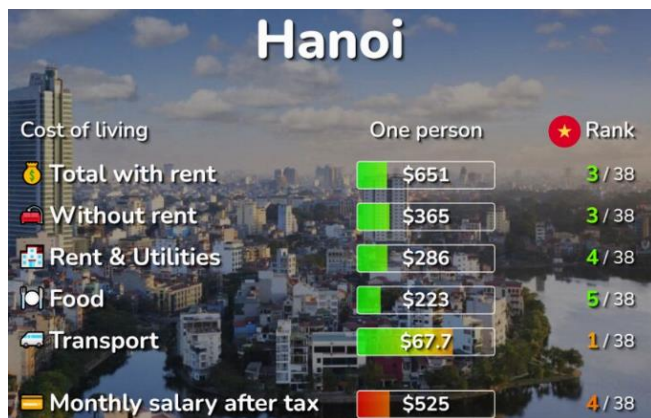
不同之处：与中国 00 年代不同，社交媒体的发展让当地社会观念的普及速度更快。根据观察，当地路上停留在路边刷手机的居民，很多都是在浏览 Tiktok 等社交媒体。结合实地访谈，这使得社会观念的传播速度提升。尽管居民平均收入不高，但居民的社会观念非常现代，消费习惯与国内不同，及时行乐，制造业工人对待工作较为本分。据反馈，居民主要的支出为出行与吃饭租房，储蓄意愿并不强烈。

社会贫富差距水平不低，奢侈消费的价格偏高。在越南首都河内的街道上，高端日式料理、高档餐厅、韩资超市及进口商品（例如 Lotte 超市的澳洲进口西蓝花定价约 80 元人民币/kg）较为普遍。越南河内法拉利、兰博基尼、奔驰、宝马等豪车较多，而在越南购置豪华车需缴纳较高的税。我们亦对比了河内机场 Lotte 免税店和中免免税店在 SK2、雅诗兰黛精华等大单品的价格，河内机场 Lotte 免税的价格显著高于中免价格和国内跨境电商价格，在 1.5 倍以上不等。

相同之处：加班接受度趋同。据实地走访，越南居民对于加班工作以获得加班收入、提升工资水平的接受度较几年前大幅提升，与前几年传言的当地人工作不积极的印象相悖。原因在于越南经济发展，社会贫富差距变大，经济社会环境的变化推动居民提升收入以创造美好生活的意愿增加。

图 31：越南首都河内月工资与生活成本

图 32：越南胡志明在建的地铁口

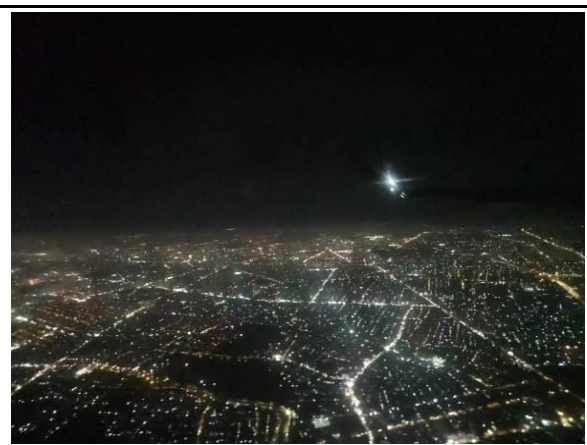


资料来源: livingcost.org, 国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 33：越南胡志明市街景

图 34：于胡志明市机场上空拍摄的夜景



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 35: 越南加油站



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 36: 越南胡志明机场的 Burger King 物价



越南机场
Burger King
售价昂贵

售价 241k/ 288k/
246k VND 不等
折合人民币
约 80 元每套餐

资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 37: 越南河内市中心 Lotte 超市物价 (折合人民币元)

<p>牛奶 500ml, 29,800 VND 折合人民币约 8-9 元</p> 	<p>鸡蛋 折合人民币 约 10 元 10 个</p> 	<p>西瓜 19,900 VND/kg 折合 RMB 6 元/kg</p> 	<p>超市内售卖的河粉 折合约 10 元人民币每碗</p> 
<p>益力多 25,200 VND 折合人民币约 8 元/排 京东售价 11.8 元/排</p> 	<p>Petit Brie 奶酪 125g 108,100 VND 一个 折合人民币 33 元/个 京东售价 36 元/个</p> 	<p>乐芝牛涂抹奶酪 112g 37,000 VND 一个 折合人民币 11 元/个 京东 128g 售价 24.6 元人民币</p> 	

资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 38: 越南河内市中心 Lotte 超市货架上的高价澳洲进口西蓝花 (折合人民币约 80 元/kg)



越南河内市中心
Lotte 超市
澳洲进口西蓝花

售价
259,000VND/kg
折合人民币
约 80 元/kg

资料来源: 实地走访 国元证券经纪 (香港) 整理

图 39: 越南胡志明路边售卖的牛油果 (约 3 元人民币一个)



每个约 500g, 黄瓜大小

资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 40: 越南胡志明街景



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 41: 摩托车和汽车是越南居民的主要交通工具



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 42: 越南胡志明的雅迪电动车售价 1 (27,999,000VND, 折合约人民币 8,600 元)



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 43: 越南胡志明的雅迪电动车售价 2 (15,750,000VND, 折合约人民币 4,800 元)



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 44: 越南的新能源公交车 Vinbus



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 45: Vinfast 充电桩



资料来源: 实地走访, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 46: 越南首都河内三十六街的街铺与租售费用情况



图片的黄色建筑
位于越南首都河内商业旺地三十六街
较好的位置

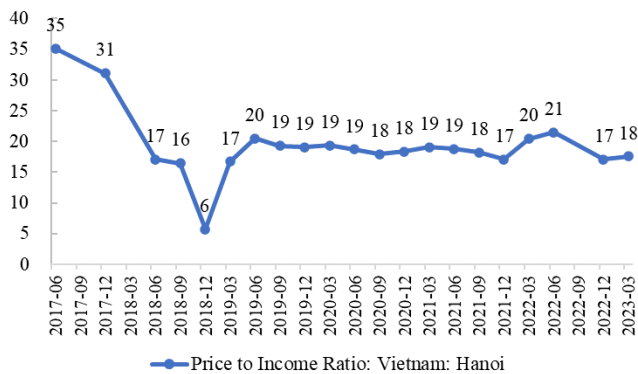
该建筑是五层楼
若整栋出售, 房东报价 500 万 RMB
五层楼月租 13333 元人民币/月
年租金 16 万元人民币

一楼的铺面约 10 平方
用于卖鞋, 二楼面积大一些

(图片引用已征得原创者同意)

资料来源: 实地走访, 元海空间 (图片引用已征得原创者同意), 国元证券经纪 (香港) 整理

图 47: 越南首都河内的房价收入比



资料来源: Wind, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 48: 越南首都河内新区的新盘



资料来源: Vinhomes Ocean Park 官网, 国元证券经纪 (香港) 整理

4. 东亚产业转移历程回顾及启示——越南是东亚产业转移雁阵中的“尾雁”

通过回顾东亚产业转移历程，我们发现越南在过去、现在及未来并不是东亚产业转移的唯一承接者。越南作为东亚产业转移雁阵中的“尾雁”，本轮越南承接产业转移的历程与过往东亚的日本-亚洲四小龙-东盟国家及中国的四轮产业转移浪潮有着相似性，过往东亚产业转移历程亦可作为越南参考。

4.1 东亚产业转移历程——日本-亚洲四小龙-东盟国家及中国

二战后，东亚经历了美国-日本、日本-亚洲四小龙、亚洲四小龙-东盟国家及中国的产业转移浪潮，而目前东南亚后进国家正成为产业转移承接地。关于东亚产业转移模式的理论中，以“雁行模式”最为著名。

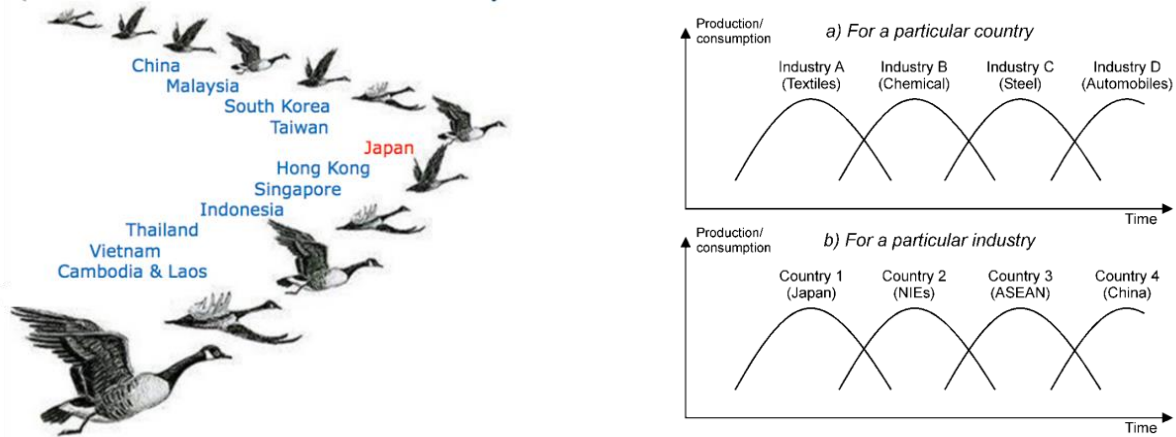
雁行模式论述了东亚经济相继从日本依次往亚洲四小龙、东盟国家及中国、东南亚发展中国家腾飞的现象，并提出东亚先进地区与后发地区间的产业梯度传递进程—东亚各地基于比较优势，通过资金流（FDI）和产品流（工业品贸易进出口），实现各地产业集群发展和结构优化，使得各地经济腾飞及消费水平提升，实现工业先进地区向后发地区产业梯度传递。

东亚产业转移历程的特点：

（1）产业转移过程中制造业发生重定位(Relocation)，先进地区把失去比较优势或拟淘汰的产业向后发地区迁移，而产业承接地发挥其要素禀赋比较优势，产业在区域内扩散后竞争加剧，从而带动区域内产业升级和竞争力提升。（2）东亚产业转移往往需要外部环境的配合，例如欧美市场对产业转移承接国的开放、友好互惠的贸易政策、以及产业承接地对欧美技术的隐含依赖。

(3) 对于东亚产业转移承接的经济体，一般以出口导向战略发展经济，而出口外销市场以欧美为主，因此欧美经济与当地经济增长强关联。

图 49：东亚产业转移的雁行模式（flying-geese model）



资料来源：Schröppel, Christian, and Nakajima Mariko. "The changing interpretation of the flying geese model of economic development." *Japanstudien* 14.1 (2003): 203-236, 国元证券经纪（香港）整理

1960s 至 2000s 东亚发生了四次产业转移浪潮，前三轮产业转移与日本“废旧建新”产业重构紧密联系：

(1) 1960s: 日本劳动力成本上升及开始出现国际贸易摩擦，当时日本提出第一轮“废旧立新”，发展钢铁、化工、汽车和机械等资本密集型工业。亚洲四小龙则承接日本产业转移，轻工纺织等劳动密集型产业快速发展。

(2) 1970s: 日本面临世界石油危机，在 1960s 发展的高度依赖资源的重工业失去比较优势，高能耗工业往亚洲四小龙外迁。而亚洲四小龙的劳动力比较优势亦开始减弱，抓住机会承接日本的部分资本密集型产业，例如钢铁、造船等。东亚四小龙的部分轻纺劳动密集型产业转移至东盟国家。

(3) 1980s: 日本在《广场协议》的背景下日元升值，日本大幅增加对外投资。进一步将电子、汽车等技术标准化且相对成熟的资本密集型产业转移至东亚四小龙和东盟。而亚洲四小龙在对美的高额贸易顺差下，亦开始面临贸易摩擦，在增加对东盟国家投资的同时重视产业升级和科技

(4) 1990s-2000s: 中国加入世贸组织，初期具备劳动力价格优势并以加工贸易作为贸易顺差的主要来源，此后资本密集型工业也陆续引入中国，随着中国人口素质及受教育背景的提升，产业链逐渐完备。

表 10：1960 年代至 2000 年代的东亚产业转移历程

时间	历程	具体历程
1960 年代	第一次东亚产业转移	<p>日本：背景是国内劳动成本的上升、国际贸易摩擦</p> <p>新产业：“第一轮废旧建新”，钢铁、化工、汽车和机械等资本密集型出口导向工业</p> <p>原有产业：作为日本主要出口品的劳动密集型的轻纺工业逐渐失去比较优势，转移至 NIEs</p> <p>新兴工业经济体（亚洲四小龙）：</p> <p>采取出口导向型经济发展战略，其优越的地理位置和相对廉价的劳动力成本，吸收日本产业转移，大力发展轻纺等劳动密集型产业</p>
1970 年代	第二次东亚产业转移	<p>日本：背景是世界经济危机和 2 次石油危机</p> <p>原有产业：重化工业受打击，日本国内资源匮乏及国内市场小，高能耗、高污染的资本密集的重化工业以及其他劳动密集型产业继续向东亚其他国家和地区转移；新产业：技术密集型产业</p> <p>新兴工业经济体（亚洲四小龙）：背景劳动力优势开始减弱，产业调结构，吸收：日本转移的某些资源密集型产业，如钢铁、化工和造船等</p> <p>转移：劳动密集型产业转移到东盟国家（开始失去比较优势）</p> <p>东盟四国：顺利承接轻纺工业</p>
1980 年代	第三次东亚产业转移	<p>日本：</p> <p>背景：日本对美国的贸易顺差不断增加，贸易保护主义倾向，1985 年 9 月《广场协议》，日元大幅升值，日本大幅对外投资</p> <p>原有产业：进一步将一部分附加值较高的轻纺工业、汽车、电子等技术标准化的资本密集型和部分技术密集型产业，转移到 NIEs 和东盟四国</p> <p>新兴工业经济体（亚洲四小龙）：背景借日元升值大量增加对美日的出口</p> <p>出口条件恶化：贸易顺差的急剧增加使美国政府要求其也和日本一样重估货币并进一步开放市场，取消了它们的普惠制待遇</p> <p>开始增加对外投资，产业逐步转移至 ASEAN</p> <p>重视技术：韩国提出“科技立国”，中国台湾强调“科技升级”，新加坡提出“第二次工业革命”，香港则标榜“工业多元化”</p>
1990 至 2000 年代	第四次东亚产业转移	<p>新兴工业经济体（NIES）至中国</p> <p>中国加入世贸，初期具备劳动力优势并以加工贸易作为贸易顺差来源，此后资本密集型工业也陆续引入中国，随着中国人口素质及教育程度提升，技术发展和产业链逐渐完备。</p>

资料来源：政府官网，国元证券经纪（香港）整理

1950s 日本因受益于美国的对日外交政策实现了工业实力的腾飞。1960s 起，日本作为产业转移的“头雁”，东亚的产业转移历程与日本自身的产业升级计划相辅相成。

图 50：日本在 1960s 至 1980s 制造业分行业对外投资的结构

日本分行业对外投资结构(占制造业比例)	劳动密集型轻工制造			技术密集型产业		
	食品饮料	纺织服装	其他	石油化工	钢铁有色金属	机械、运输设备、电气机械
第一次浪潮 (1969-1973)	5%	24%	15%	19%	15%	23%
第二次浪潮 (1978-1985)	4%	5%	11%	17%	25%	38%
第三次浪潮 (1986-1990)	5%	3%	18%	12%	9%	53%

资料来源：《1995 年世界投资报告》，2000，国元证券经纪（香港）整理

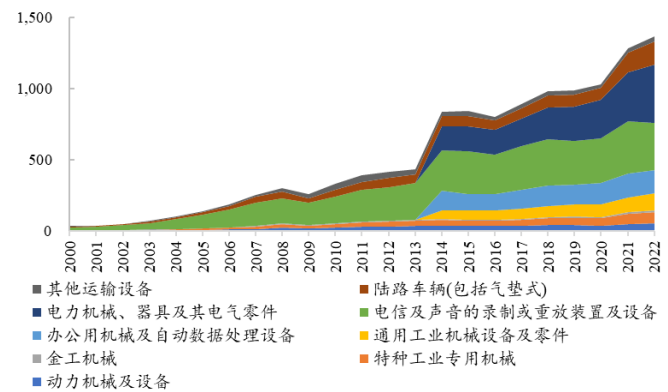
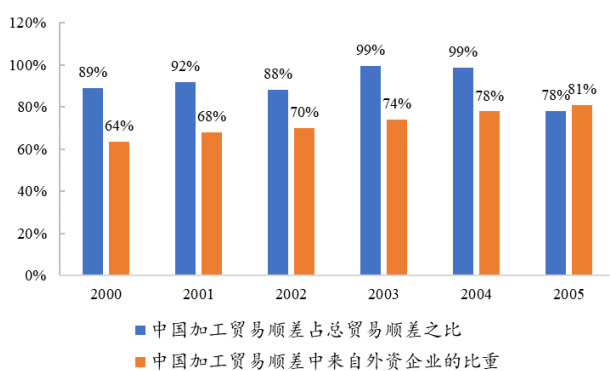
图 51：东亚各地区主要产业的引入成长期及先后顺序

	日本	韩国	中国香港	中国台湾	新加坡	马来西亚
纤维、服饰	1950s	1960-70s	1950s 早期	1960-70s	1960-70s	1970s 后期
玩具钟表鞋类	1950s		1960-70s			
钢铁	1950-60s	1960 后期-70s 早期				
化学	1960-70s	1960s 后期		1970s		
造船	1960-70s	1970s 后期				
电子	1970s	1970s 后期		1980s		1980s 中期
汽车	1970-80s	1980s				1990s 早期
电脑半导体	1980s	1980s 后期				1990s 早期

资料来源：安忠荣《现代东亚经济论》，国元证券经纪（香港）整理

90年代至00年代，中国成为东亚区域产业转移的重要承接地，日本及亚洲四小龙地区向中国转移部分生产环节。例如加工贸易是2000年代初中国贸易顺差的主要来源，即中国大陆向日韩台湾进口高技术或高附加值的零部件或半成品，在中国大陆进行组装加工后再销往欧美等国际市场。在政府产业规划及扶持政策、人口素质提升等多重因素下，沿海地区部分加工贸易型企业逐步从劳动密集型产业，向资金/技术密集型产业升级，从OEM逐步成为ODM或自建品牌，建立自有品牌和自有的知识产权，进行国产化替代（例如电视机、冰洗等家电行业）。

图 52:加工贸易是 2000s 中国贸易顺差主要来源 图 53:中国机械及运输设备细分行业出口金额



资料来源：国家统计局贸易外经统计司，国元证券经纪（香港）整理 资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

风险提示

全球宏观经济风险、越南贸易环境变动风险：越南是出口导向型的经济结构。全球宏观经济（尤其是欧美）的波动将导致贸易需求波动，从而影响越南经济发展。越南过往的快速发展有赖于其友好的对外贸易环境，若贸易环境变动或发生贸易摩擦，越南将面临经济波动的风险；

地缘冲突、政策变动：越南与中国在过往十年曾经发生数次地缘冲突和历史争端，包括中越的南海争端等。近年来越南为提高对外资的吸引力，制定并实施了多项税收优惠政策和产业政策。随着越南经济发展，政府可能出台新的政策来影响市场；

资金风险、汇率变动、流动性风险：越南盾非自由兑换货币，越南实施外汇管制。外国投资者可根据越南外汇管理规定，在越金融机构开设越南盾或外汇账户。此外，越南盾-美元、越南盾-人民币存在汇率波动的风险；

调研数据可能略有偏差，不能完全代表行业整体情况：报告中的调研数据可能与实际略有偏差，所走访的数家中资企业在越南的产能基地的情况亦不能完全代表整体情况。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，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、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本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，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>