

硬币的两面：越南在中美贸易变化中扮演的角色

核心要点：

中国占美的进口份额由2018年的21.2%回落7.7个百分点至2023年8月的13.5%，同期增速由6.6%下滑至当前的-25.2%。而同期美国自越南的进口份额则由1.9%上升1.7个百分点至3.6%，进口增速也从2018年的5.7%上升到2022年底的25.2%。

美国自越进口增幅在多个产品类别持续扩大,形成对我国部分产品出口的替代效应。在中美爆发贸易冲突初期,越南对我国的出口替代更多体现在劳动密集型产品,2018-2020年期间,越南对美出口鞋帽、家具类商品份额分别上升7.6和10.7个百分点,同期中国对美出口鞋帽和家具类商品的份额则分别下降18.5和15.1个百分点。2018-2020年中国对美机电出口份额整体维持稳定,同期越南对美机电出口份额增幅迅速,由2.1%上升到5.2%,份额增幅超过一倍以上。2021年至今,中国对美出口机电产品的占比份额则开始趋势性持续下降,至2023年8月下降至18.9%,份额下滑5.8个百分点,同期越南对美出口机电产品的份额小幅变化-0.16%,基本稳定。

越南对美出口份额提升变化的背后,是来自中国进口的大幅提升。中国占越南进口总额的比例从2017年的27.5%上升到2021年的33.4%,从商品流向来看,越南当前的贸易模式主要是从中韩等国进口中间品与资本品,然后再加工后出口到美国。以从中国进口商品的BEC分类为例,消费品的份额从2018年的15.6%下降至2022年的12.7%,同期中间品份额由66.7%小幅升至68.3%,资本品份额由14.8%小幅变动至14.3%。可见,越南仍处于产业链中下游,其迅速增长的出口仍较大程度依赖从我国进口大量的中间品和资本品作为支撑。

从FDI数据来看,中国对越南的FDI流量自18年以来增长迅速,2018—2021年期间3年复合增速达到24%。从外商直接到越南投资项目数来看,18-19年间增长最为显著。实际上,日韩自2012年左右开始在越南加速产业布局,中国自2015年左右亦有明显提速。

从中国自身角度来看,逆全球化进程下全球产业链重构是大势所趋,部分产业外迁不可避免。从上述我国向越南转移的产业趋势变化来看,初期主要集中在纺织、家具玩具、鞋帽等产业,这在一定程度上有利于倒逼国内产业结构的转型升级,也符合国际产业迁移有梯度的产业分级规律。在这一趋势演变下,未来我国出口增速将呈现结构分化的现象,即处于低技术链条产业的出口增速中枢或将继续下降,高价值链上游产业的出口增速有望维持韧性,或成为我国未来出口的重要支撑。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

宏观分析师：许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

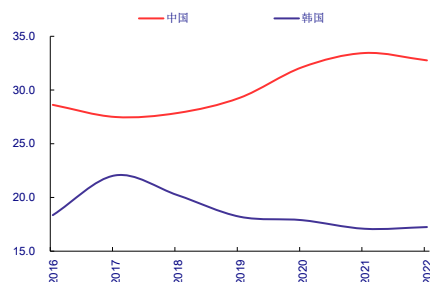
分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

风险提示：

- 1.海外加息及经济衰退的风险
- 2.地缘局势升级全球再通胀风险
- 3.逆全球化的风险

图：中韩是越南进口主要来源地（%）



一、中国和越南出口趋势变化

近年来，越南出口增速快速上升，且外商投资带动贸易增长态势明显。2018—2022 年，越南出口金额由 2447 亿美元增至 3719 亿美元，增幅 51.9%，外商直接投资带来的出口占比约为七成，其中，2022 年外商直接投资出口占比为 74.9%。2023 年受全球外需走弱等因素影响，越南出口增速同样出现下滑，9 月累计同比-8.2%。从产品类别看，越南主要出口商品包括计算机、电气产品及零配件，电话、手机及零部件，机器、设备、工具和仪器，纺织品和服装等，2023 年上述四类产商品分别占总出口比重的 16%、15%、11.9 和 9.7%，合计占比 52.6%。

图 1. 越南出口金额与增速（亿美元，%）

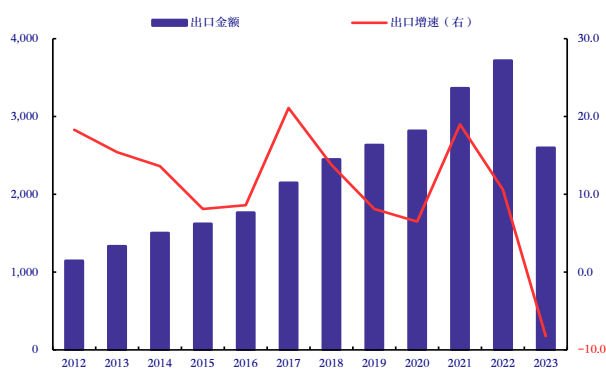
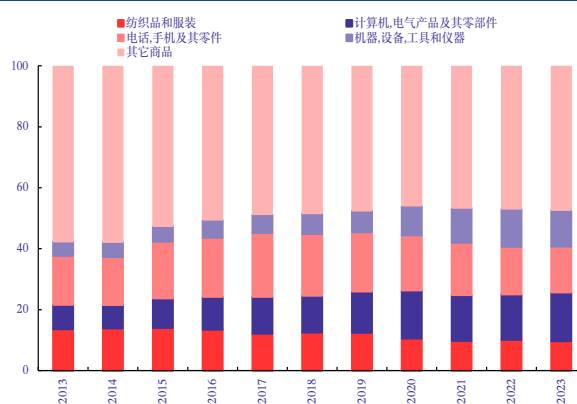


图 2. 越南主要商品出口占总额比重 (%)

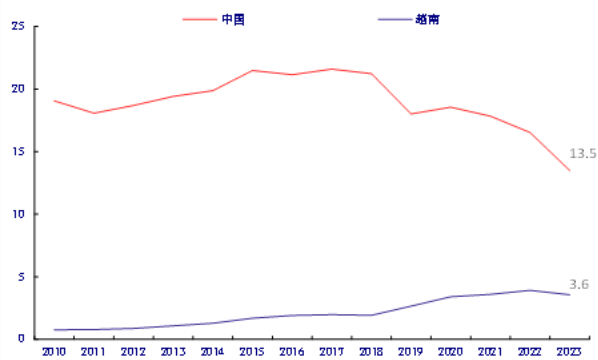


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

与越南出口快速上升相伴的是我国订单外流和部分加工链条外迁带来的出口金额和增速的下降。以中越两国与美贸易为例，从中国占美进口的份额和增速来看，2018 年以来中国占美的进口份额由 2018 年的 21.2% 回落 7.7 个百分点至 2023 年 8 月的 13.5%，同期增速由 6.6% 下滑至当前的 -25.2%。而同期美国自越南的进口份额则由 1.9% 上升 1.7 个百分点至 3.6%，进口增速也从 2018 年的 5.7% 上升到 2022 年底的 25.2%。

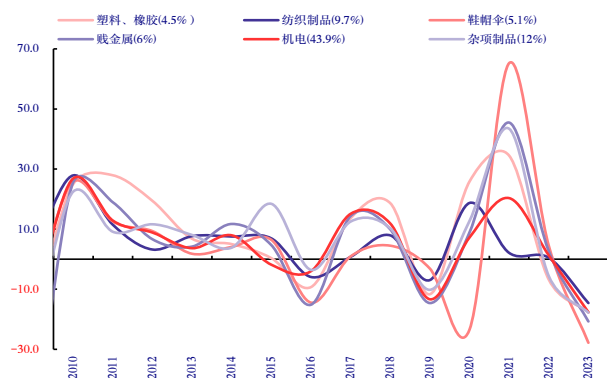
图 3. 中国与越南占美国进口权重 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

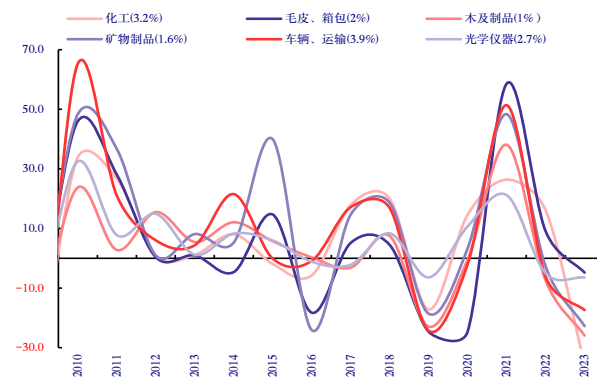
分产品类别来看，自 2000 年以来中国对美出口份额均值在 4% 以上的六大品类商品中，鞋帽伞（HS 12 类）、贱金属（HS 15 类）、塑料与橡胶（HS 7 类）、杂项制品（HS 20 类）等今年出口累计同比增速分别下滑 28、21、18、18 个百分点；对美出口份额均值在 1%--4% 的六大品类商品中，化工（HS 6 类）、木及制品（HS 9 类）、矿物制品（HS 13 类）、车辆及运输（HS 17 类）等今年出口累计同比增速分别下滑 35、26、23、17 个百分点。

图 4. 中国对美出口份额均值在 4% 以上商品出口增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5. 中国对美出口份额均值在 1-4% 商品出口增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、中越出口替代的阶段特征

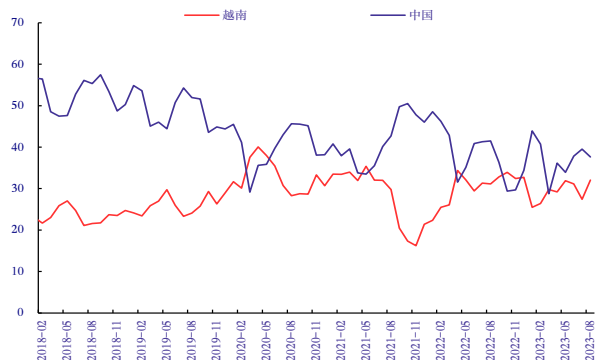
美国自越进口增幅在多个产品类别持续扩大，形成对我国部分产品出口的替代效应。进一步把中越出口的结构变化趋势细分为两个阶段，具体为 2018-2020 年以鞋帽品类和家具品类为代表的出口替代效应和 2021 年至今以机电产品为代表的出口替代效应。

（一）2018-2020：鞋帽和家具品类为代表的出口替代效应

从结构上看，在中美爆发贸易冲突初期，越南对我国的出口替代更多体现在劳动密集型产品，如纺织品类（HS 11 类）、鞋帽品类（HS 12 类）、家具、玩具品类（HS 20 类），其中鞋帽、家具品类订单的替代最为明显。2018-2020 年期间，越南对美出口鞋帽、家具类商品份额分别上升 7.6 和 10.7 个百分点，同期中国对美出口鞋帽和家具类商品的份额则分别下降 18.5 和 15.1 个百分点。此后两类商品的份额基本维持稳定。

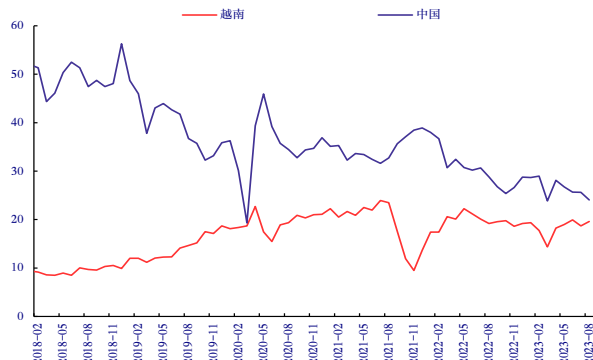
之所以鞋帽、家具等行业最早出现出口替代现象，主要原因在于鞋类加工、家具玩具等属于传统劳动密集型产业。相对于机电等产业链上游技术、资本更加密集的行业，传统劳动密集型产业在产业外迁、重新投产操作上更具便捷性，相对成本也更低。此外，劳动密集产业人力成本在支出的占比较大，越南相对于中国的主要优势之一是劳动力成本较低，根据国际劳工组织（ILO）的数据，越南的平均月工资比中国低约 40%，这种成本优势吸引了许多制造商将生产转移到越南。

图 6. 2018 年以来美国进口鞋类进口份额变化 (%)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 7. 2018 年以来美国进口家具进口份额变化 (%)

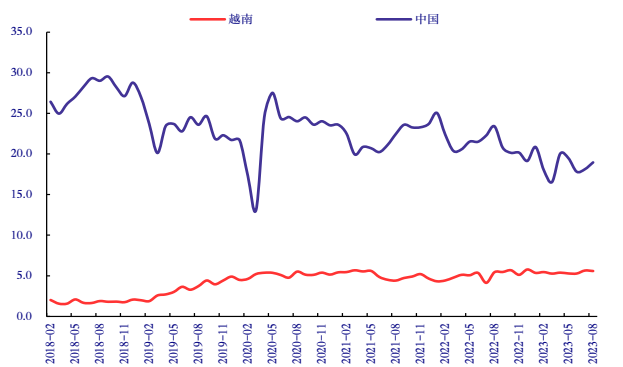


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(二) 2021 至今: 机电产品为代表的出口替代效应

2018 年以来, 中越对美机电产品出口的替代效应呈现另一种特征, 即 2018-2020 年中国对美机电出口份额整体维持稳定, 变化幅度为-5.4%, 同期越南对美机电出口份额增幅迅速, 由 2.1% 上升到 5.2%, 份额增幅超过一倍以上。2021 年至今, 中国对美出口机电产品的占比份额则开始趋势性持续下降, 至 2023 年 8 月下降至 18.9%, 份额进一步下滑 5.8 个百分点, 同期越南对美出口机电产品的份额增速下滑, 期间小幅变化-0.16%, 基本稳定。

图 8. 2018 年以来美国进口机电产品进口份额变化 (%)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

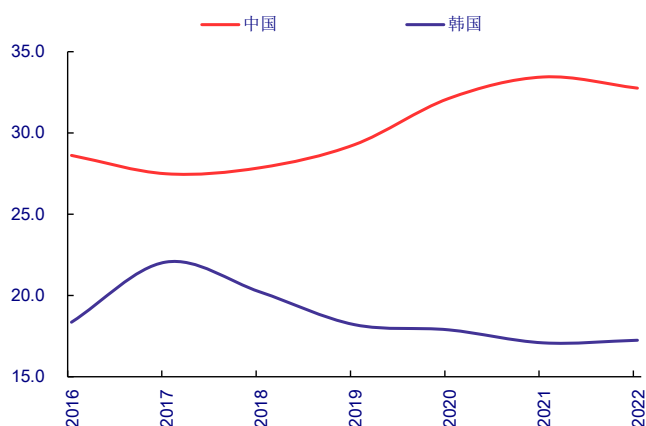
与前两类产品相比, 尽管在初期几年期间, 越南对美出口机电产品份额增幅较快, 但考虑到越南本身机电产品占美进口份额较低, 我国机电产品占美进口份额整体平稳, 实际上越南在机电产品领域对我国出口替代效应并不显著。主要原因或许在于机电领域属于技术密集型产品, 产业布局在越南尚处于初始阶段, 短期内产能难以大幅扩充, 对我国“让”出来的出口份额难以迅速填充, 另一方面, 受益于近岸外包策略, 在软件、电气等部分产业链拥有优势的墨西哥或许及时补充了这一部分的份额。

(三) 越南自中国进口的变化

越南对美出口份额提升变化的背后，是来自中国进口的大幅提升。自 2017 年以来，中国对越南出口增速迅速抬升，从 16 年的-7.4% 迅速上升至 17 年的 16.2%，此后稳步上升至 2021 年的高点增速 21.2%，占越南进口总额的占比也从 17 年的 27.5% 上升到 22 年的 33%。同期韩国占越南进口比重由 2017 年的 22.1% 下滑至 2022 年的 17.3%。

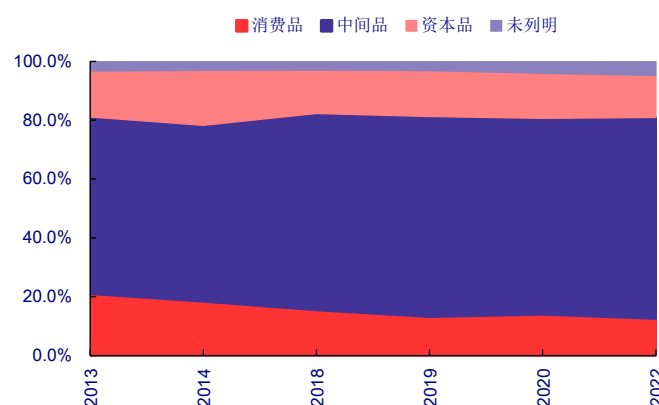
从商品流向来看，越南当前的贸易模式主要是从中韩等国进口中间品与资本品，然后再加工后出口到美国。当前越南产品出口的目的地主要是美国，美国占越南出口总额的比重由 2018 年的 20% 迅速上升至 2022 年的 30%，同时越南从中国进口的比例也在上升，可能一定程度上形成了从中国进口，再加工后出口至美国的模式。以越南从中国进口商品的 BEC 分类为例，消费品的份额从 2018 年的 15.6% 下降至 2022 年的 12.7%，同期中间品份额由 66.7% 小幅升至 68.3%，资本品份额由 14.8% 小幅变动至 14.3%。可见，越南仍处于产业链中下游，其快速增长的出口仍较大程度依赖从我国进口大量的中间品和资本品作为支撑。

图 9. 中韩是越南进口主要来源地 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. BEC 分类中国出口越南商品结构 (%)

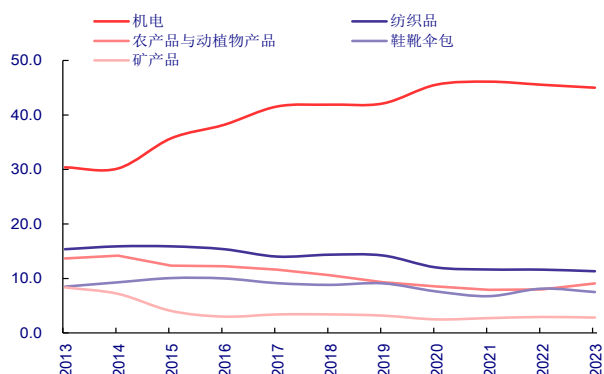


资料来源: UN Comtrade, 中国银河证券研究院

从越南贸易产品结构来看，出口商品方面，自 2013 年以来，农产品和矿产品等初级产品出口份额逐渐减少，同时机电产品的出口份额不断提升，由 2013 年的 30% 提升至当前 45%，份额增长 50%。除机电产品外，纺织品一直以来也是越南出口的重要商品，2023 年其出口份额也有 9.7%。

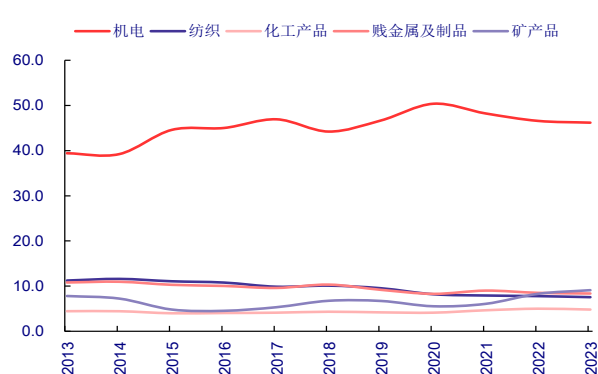
进口商品方面，机电类商品占比一直处于首位，约占越南进口总额的一半，这主要与越南整体的制造业基础、国内缺乏较为完整的产业链有关，其生产与出口较为依赖进口中间品与生产设备。

图 11. 机电和纺织是越南出口核心商品 (%)



资料来源：越南海关，中国银河证券研究院

图 12. 越南进口以机电产品为主 (%)

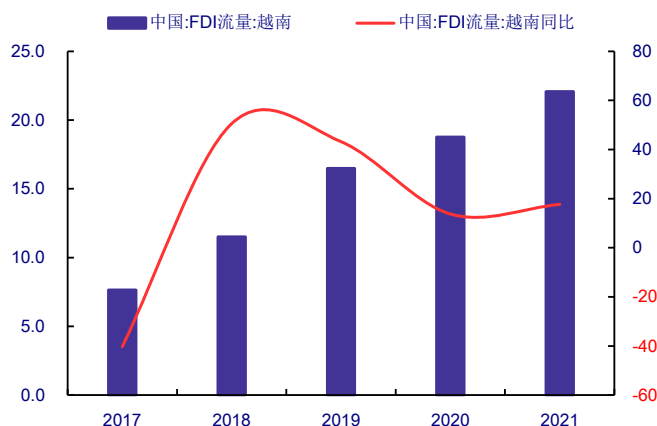


资料来源：越南海关，中国银河证券研究院

三、FDI 视角下的中越产业转移

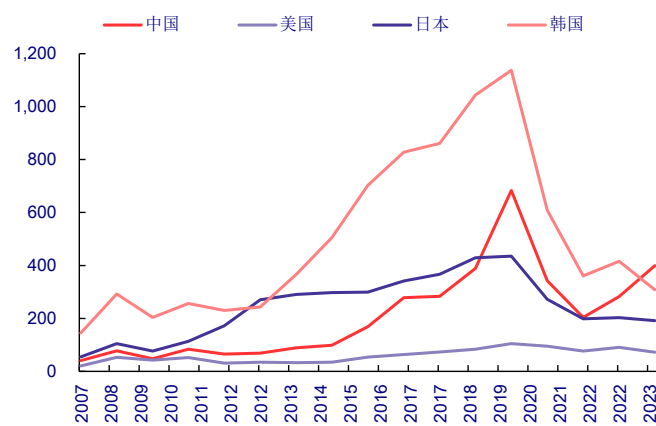
FDI 是国际产业转移的主要表现形式，国际产业转移可以看成是跨国公司国际直接投资作用的结果。中国对美出口份额下降同时越南出口份额的上升，并不意味着中国将相关的产业转移至越南，也可能是越南出口竞争力的提升，可以进一步观察 FDI 的趋势变化加以佐证。

图 13. 中国对越南投资增长迅速 (亿美元, %)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14. 外商对越直接投资项目数量 (个)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 FDI 数据来看，中国对越南的 FDI 流量自 18 年以来增长迅速，由 2018 年的 11.5 亿美元增长至 2021 年的 22.1 亿美元，3 年复合增速达到 24%。从外商直接到越南投资项目数来看，18-19 年间增长最为显著。从中国对越的外商直接投资金额和项目数量可以看出，2018 年之后几年中国向越南的产业转移确实在迅速发生。实际上，从图 14 可以看出，日韩自 2012 年左右开始在越南加速产业布局，中国自 2015 年左右亦有明显提速，背后的原因包括：进入 2010 年之后中国的土地、劳动力等要素成本开始显著上升，而越南拥有着较丰富的适龄劳动力水平，在土地、水电等要素成本上具有相对优势；毗邻中国，能充分与中国内地供应链融合；越南属于东盟主要成员国，参与 RCEP，与欧盟、英国都签订贸易协定，同时越南属于美国“友岸”外贸政策的范围圈，这些因素共同促进了国际产业迁移规律的演变。

四、越南对中国产业转移的趋势展望

2018 年以来，贸易摩擦、疫情冲击的供应链稳定性等因素加速了我国一轮产业外迁的步伐，以越南为代表的东盟国家成为了首要承接国。通过前文分析，从产业结构来看，产业转移最快也是最明显的体现在鞋帽、家具玩具等劳动密集型领域，越南的机电产品替代转移在数量上并不显著，且后期出现扩张乏力之势。从商品流向来看，越南当前的贸易模式主要是从中韩等国进口中间品与资本品，然后再加工后出口到美国。从 FDI 视角来看，产业转移的背后既有国内企业产业外迁的重新布局，也有跨国企业产业链的异地重新布局，这些变化或许对我国未来的出口结构产生影响。

从中国自身角度来看，逆全球化进程下全球产业链重构是大势所趋，部分产业外迁不可避免。从上述我国向越南转移的产业趋势变化来看，初期主要集中在纺织、家具玩具、鞋帽等产业，这在一定程度上有利于倒逼国内产业结构的转型升级，也符合国际产业迁移有梯度的产业分级规律。在这一趋势演变下，未来我国出口增速将呈现结构分化的现象，即处于低技术链条产业的出口增速中枢或将继续下降，高价值链上游产业的出口增速有望维持韧性，或成为我国未来出口的重要支撑。

图表目录

图 1. 越南出口金额与增速（亿美元，%）	2
图 2. 越南主要商品出口占总额比重（%）	2
图 3. 中国与越南占美国进口权重（%）	2
图 4. 中国对美出口份额均值在 4%以上商品出口增速（%）	3
图 5. 中国对美出口份额均值在 1-4%商品出口增速（%）	3
图 6. 2018 年以来美国进口鞋类进口份额变化（%）	4
图 7. 2018 年以来美国进口家具进口份额变化（%）	4
图 8. 2018 年以来美国进口机电产品进口份额变化（%）	4
图 9. 中韩是越南进口主要来源地（%）	5
图 10. BEC 分类中国出口越南商品结构（%）	5
图 11. 机电和纺织是越南出口核心商品（%）	6
图 12. 越南进口以机电产品为主（%）	6
图 13. 中国对越南投资增长迅速（亿美元，%）	6
图 14. 外商对越直接投资项目数量（个）	6

分析师简介及承诺

分析师：**章俊**，中国银河证券首席经济学家。

分析师：**许冬石**，宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn