



2024年4月15日

君行丝路·一带一路国家系列报告：

东南亚区域研究系列二

印尼与越南产业结构发展变迁

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 wangxiao019787@gtjas.com

戴璐（联系人） 从业资格号：F03107988 dailu026543@gtjas.com

孙嘉良（联系人） 从业资格号：F03129093 sunjialiangu029630@gtjas.com

报告导读：

东盟作为当今全球发展最为迅速的地区之一，近年来区域内生产总值实现了显著且稳定的增长。在中国的“一带一路”政策和区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）落实的过程中，基础设施项目投资加强了与东南亚沿线国家的贸易往来。印尼和越南作为两大东南亚最具活力的市场，近年来所展现出亮眼的经济增长皆离不开大规模外资的涌入、出口贸易提振和政策的推动。两国在产业的升级和发展上也极具代表性，前者则积极探索优势产业下优化，完成向生产更高附加值产品的方向迈进。后者以发展劳动密集型制造业为主，在全球电子机械和纺织业供应链转移中承接了附加值较低和出口导向的制造一环。

印尼的经济结构在 20 世纪 60 年代开始工业化以来出现转变，其经济重心从农业转向外向型工业，并在当下逐渐向服务业转移。其中制造业较高附加值的行业竞争力增强，而附加值较低的行业竞争力出现减弱，微观层面上，这样的产业升级也体现在印尼出口结构逐渐向高附加值方向转变，高附加值商品出口份额不断提升。以镍金属产业为例，印尼近十年来正积极寻求镍产业链的“下游化”，在其政策的推动下，印尼镍金属产业吸引了大量的海外投资，也实现了从出口镍矿原石到出口镍精炼品的飞跃，实现了第一阶段的升级后，印尼镍产业正在酝酿朝向动力电池的第二阶段升级。

在全球供应链布局发生转变和中美贸易摩擦的催化之下，越南则以自身劳动力成本的优势逐渐承接了包括纺织服装和电子机械为主的低附加值劳动密集型产业。大量外资的融入，以及越南对外贸易逐步从逆差向顺差的转变形成了其近年来经济增长的根本动能。当前，中越两国在 RCEP 的框架之下建立了密切的供应链合作伙伴关系。越南在生产贸易环节中和中国分工协作实现了对美国贸易的顺差，近年来在越南对美国出口大幅提振的同时，对中国进口中间品和原材料的依赖程度也有所加深。

目录

1. 印尼：产业升级中酝酿新的增长动力	3
1.1 印尼经济与商品概览：大基数下保持高增速，输出重要大宗商品	3
1.2 经济与出口结构的转变：向更高附加值方向迈进	6
1.3 印尼镍产业升级之路：镍原矿-镍冶炼-锂电池	8
2. 越南：全球产业链转移与重构下的制造业中心	错误!未定义书签。
2.1 越南经济增长概览：外需回暖之下，经济与出口展现强劲复苏潜力	错误!未定义书签。
2.2 探寻越南经济经济增长动能：出口贸易、制造业发展和外资流入	12
2.3 “越南制造”承接“中国制造”？供应链转移下中越两国的合作机遇	14
3. 总结	20

(正文)

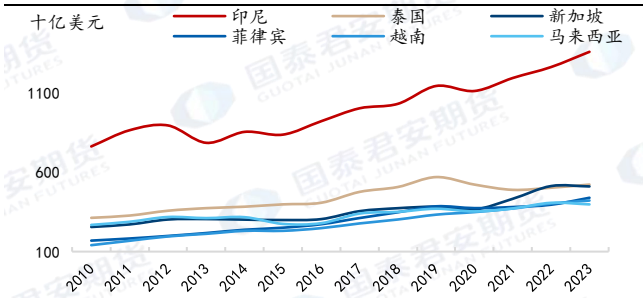
东盟作为当今全球发展最为迅速的地区之一，近年来区域内生产总值实现了显著且稳定的增长。在中国的“一带一路”政策和区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）落实的过程中，基础设施项目投资加强了与东南亚沿线国家的贸易往来。本文希望带领读者更加深入地了解越南和印尼两大东南亚最具活力的市场，从经济基本面和主要产业方面更加深入地介绍关于两国的发展趋势、增长动能以及潜在的机遇。

1. 印尼：产业升级中酝酿新的增长动力

1.1 印尼经济与商品概览：大基数下保持高增速，输出重要大宗商品

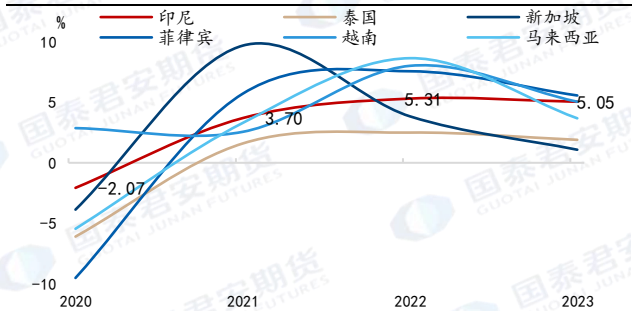
作为东盟国家中经济总量最大的经济体，印尼仍保持着经济高增速。从经济体量上看，印尼以13570亿美元的名义GDP总量位居东盟国家榜首，同时也是东盟国家中唯一进入“GDP万亿美元俱乐部”的国家。截至2023年底，其名义GDP总量为东盟第二大经济体泰国的2.6倍左右，甚至几乎与泰国、新加坡、菲律宾三国之和相当。在经济增速方面，印尼从2011年以来总体上保持着5%左右的实际GDP同比增速，即便在公共卫生事件爆发的影响下，也是东南亚六国中经济韧性最强的经济体，2020年实际GDP同比增速-2.07%，远高于泰国、菲律宾、马来西亚，公共卫生事件正常化以后，印尼经济增长稳中求进，2023年实际GDP同比增速高达5.05%，在东南亚六国中仅次于经济体量为其三分之一的菲律宾。即便是放眼整个“GDP万亿美元俱乐部”，印尼2023年的经济增速也仅次于印度、俄罗斯、中国，位居第四。此外，印尼的人均GDP在东南亚六国中仍处于较低水平，2022年人均GDP只有4788美元，远低于马来西亚和泰国的人均GDP水平，侧面印证当前人口仍是印尼经济的主要支撑，但印尼只用了6年时间便将人均GDP从1000美元提升至2000美元，远低于同期印度所用的11年，与中国所用时间持平，足见在庞大人口基数的支撑下，一旦印尼经济结构持续优化，经济总量与人均水平都将保持高增速。

图1：东南亚六国名义GDP趋势



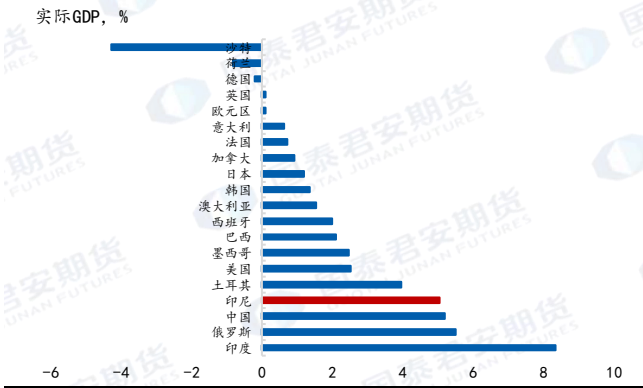
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图2：东盟六国实际GDP增速



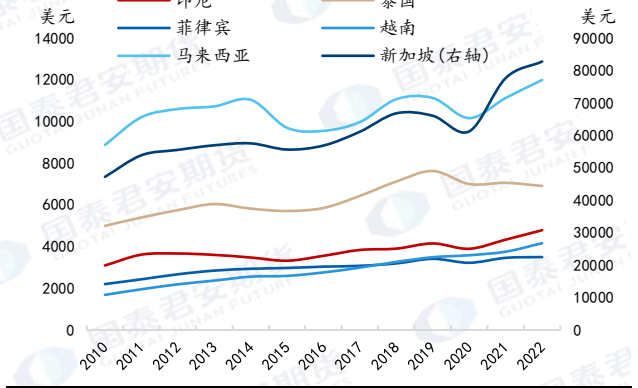
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：“万亿俱乐部”实际 GDP 同比增速一览



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

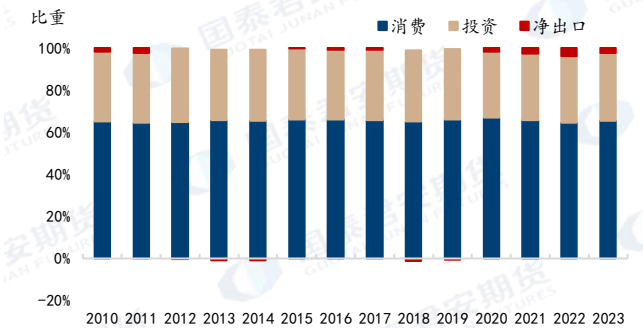
图 4：东盟六国人均 GDP 趋势



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

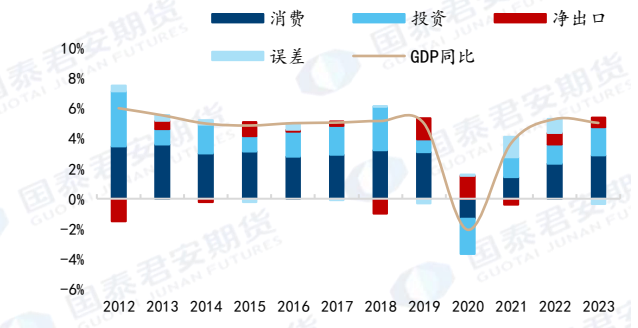
印尼净出口占经济整体比重较低，但增速远高于经济扩张水平，成为经济边际变化的重要驱动力。按照消费、投资、净出口三个板块拆分印尼经济结构后，可以发现消费常年占据印尼经济总量的 60% 以上，投资占比达 30% 以上，而净出口占比较低，只有 3% 左右。虽然印尼净出口规模较小，但是同比增速在整体上远超经济扩张的速度，在 2019 年高达 175.78%，即便在 2020 年公共卫生事件的影响下，仍录得 73.59% 的年度增长，成为当年印尼经济的主要拉动。在国际贸易中，印尼长期保持相对较大的商品贸易顺差与较小的服务贸易逆差，商品贸易顺差从 2012 年开始不断扩大，服务贸易逆差则从 2017 年以来逐渐扩大而在 2023 年出现收紧。

图 5：印尼 GDP 构成



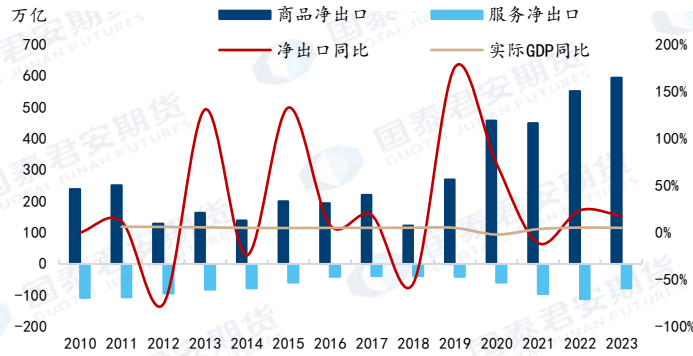
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：印尼 GDP 拉动拆分



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

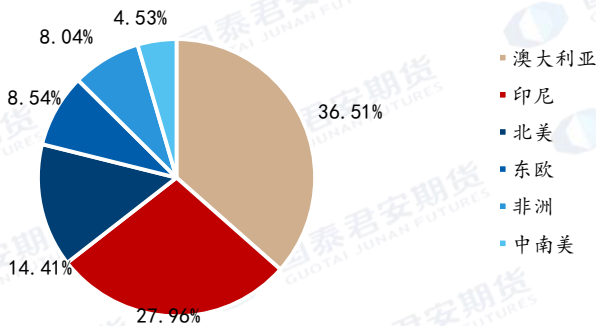
图 7：印尼净出口拆分



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

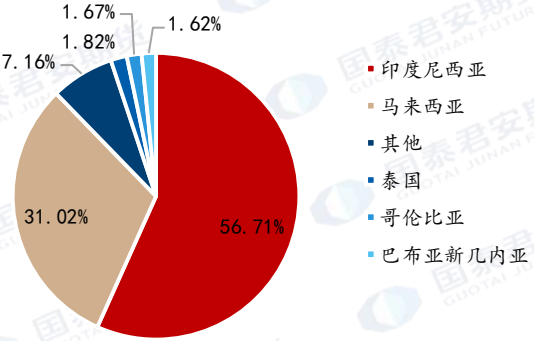
印尼在煤炭、有色金属、油料作物等大宗商品的输出方面具有重要地位。印尼在 2023 年输出了全球 27.96% 的煤炭，年输出量高达 1.68 亿吨，位列全球第二。同时，印尼是全球最大的油棕与镍资源国，储备量分别高达 56.71% 和 42.31%，其中镍主要应用于不锈钢、电镀和电池等制作领域，随着全球新能源汽车行业的迅猛扩张，镍作为制造动力电池的重要金属元素，其地位不断攀升，当前印尼也是全球最大的镍生产国，据国际镍业研究组织（INSG）预测，印尼的镍产量将占全球总产量的 57%。近年来，印尼政府也在积极推进镍产业的转型，逐步从出口镍矿原石转向出口精炼镍产品（后文将会进行更为深入的分析），这一转型也成为印尼近些年经济增长的重要驱动力。

图 8：全球煤炭出口占比



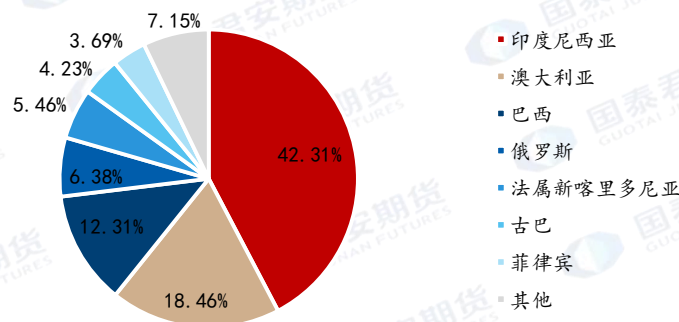
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 9：全球棕榈油出口占比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：全球镍储量占比

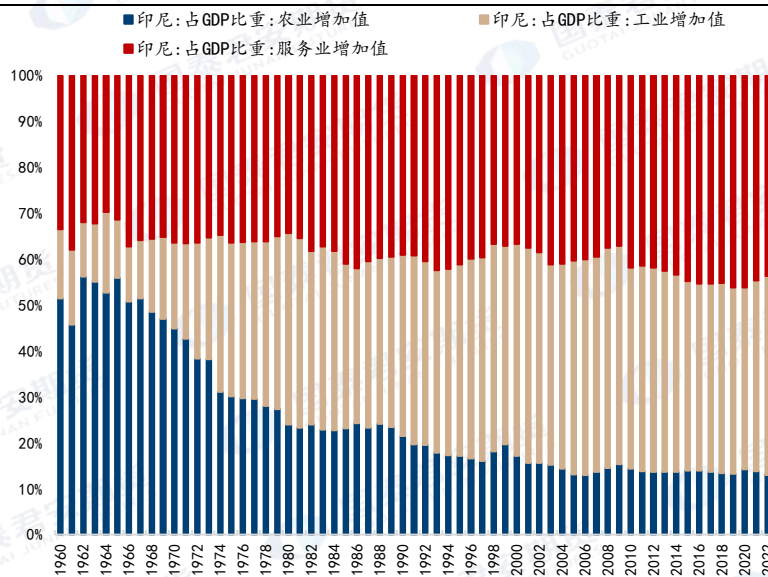


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

1.2 经济与出口结构的转变：向更高附加值方向迈进

印尼经济两极发生转变与替代。20 世纪 60 年代以前，印尼经济的增长主要靠农业与服务业拉动。作为拥有 8000 万公顷耕地与 4200 万农耕人口的东南亚国家，印尼的农业主要以分散式的家庭经营为主，其生产效率较为低下。20 世纪 60 年代是印尼的工业化元年，印尼以加工出口的外向型工业开始崭露头角，并在千禧年前后迅速取代农业成为新的经济驱动，自此印尼工业与服务经济的双极结构正式确立。2000 年以来，印尼的经济结构逐渐向第三产业转移，去工业化的影响下，工业占 GDP 的比重开始下降，而服务业比重逐渐上升，服务业也成为该经济体的第一支柱。

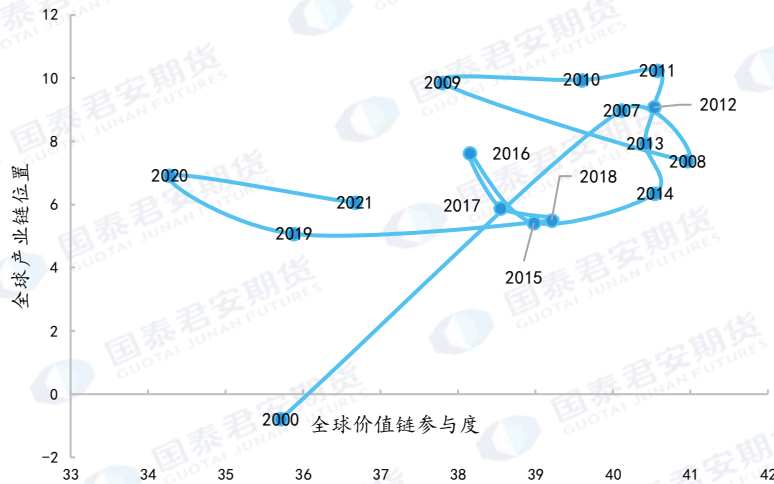
图 11：印尼产业结构变化



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

印尼全球产业链位置与全球价值链参与度均在 2011 年左右达到峰值，后出现回落。根据 UIBE 构建的 GVC（全球价值链）指标，发现印尼经济的前向参与度显著高于后向，前向参与度在下降的同时后向参与度整体保持平稳。我们用前向参与度-后向参与度刻画经济体的产业链位置，通常位置更靠前（数值更大）的经济体具有更高的技术水平，也就在全球贸易活动中享有更高的话语权。而印尼经济的全球产业链位置在 2000 后开始快速攀升，直至 2011 年达到顶峰，后在 2021 年回落至 2017 年左右的水平。用前向参与度+后向参与度刻画经济体全球价值链参与度，发现印尼对全球产业链的参与也是在 2011 年达到峰值水平，而在 2018 年开始的去全球化与全球产业链重构的影响下，参与度在 2021 年降至 2000 年左右的水平。

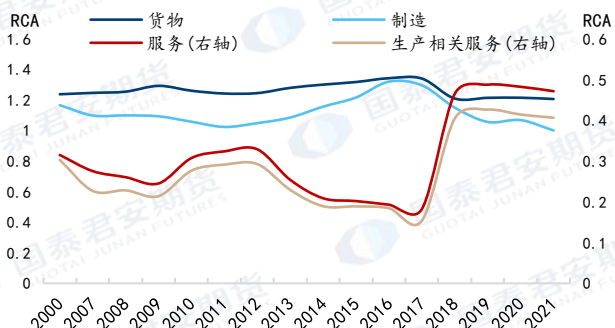
图 11：印尼 GVC 变化历程



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

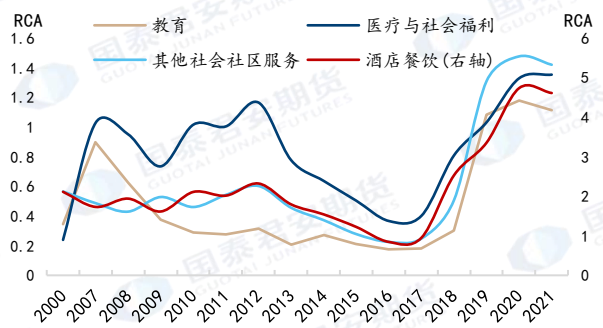
从行业发展角度看，印尼不同行业的竞争力出现分化。UIBE 构建的 RCA 指数可以衡量一个经济体出口产品的国际竞争力，其代表某一品类商品占该经济体出口总值中份额，与全球范围内该类商品占全球出口总值中份额的比值。2000 年以来，印尼货物与制造类出口 RCA 水平高于 1 且相对平稳，而在 2018 年后分别下降至 1.2 和 1 左右的水平，在去全球化的影响下，印尼这两类出口竞争力出现减弱。服务类出口 RCA 水平在 2018 年出现显著提升，但总体上仍低于 1，处于相对弱势的地位。服务类细分行业中，酒店餐饮业表现最为亮眼，常年处于强势地位，且在近些年快速上升至 5 左右的水平，这也源自于印尼得天独厚的旅游资源禀赋和该国政府对旅游业的大力发展。制造业中，附加值相对较高的基本金属制造业与运输装备制造制造业也稳步从相对弱势发展进入相对强势的水平，印尼部分传统强势但附加值较低的行业，例如采矿采石业与原木加工业，均出现一定程度上的发展停滞，甚至竞争力出现小幅回落。行业发展分化体现出印尼政府在本世纪以来追求的经济转型，稳定传统低附加值行业的同时，集中资源引导高附加行业快速发展，这样的产业结构优化在更为微观的出口额维度也有所体现。

图 12：印尼不同产业 RCA 出现分化



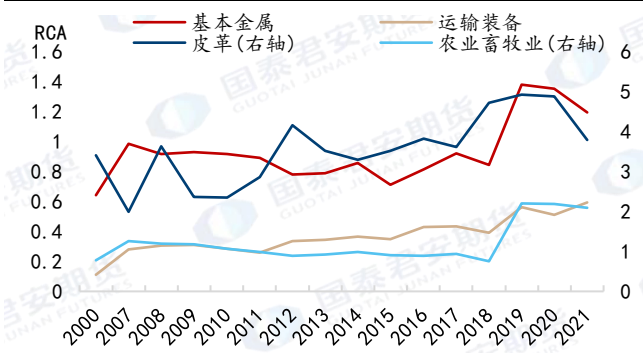
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 13：服务业 RCA 快速上行



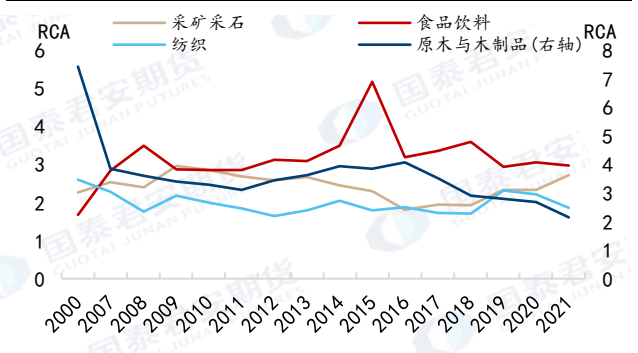
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：制造业 RCA 稳步上行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15：初级产业 RCA 出现下降



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

商品出口额在更微观的层面上显示出印尼经济结构的演变。根据不同类别商品出口金额的排名，印尼出口结构逐渐向高附加值方向转变，高附加值商品出口份额不断提升。2000 年左右，印尼出口额前十大的商品以中低附加值的产品为主，到了 2023 年，出口额前十大的商品中出现了越来越多的高附加值商品。以镍矿石为例，

表 1：印尼出口结构升级

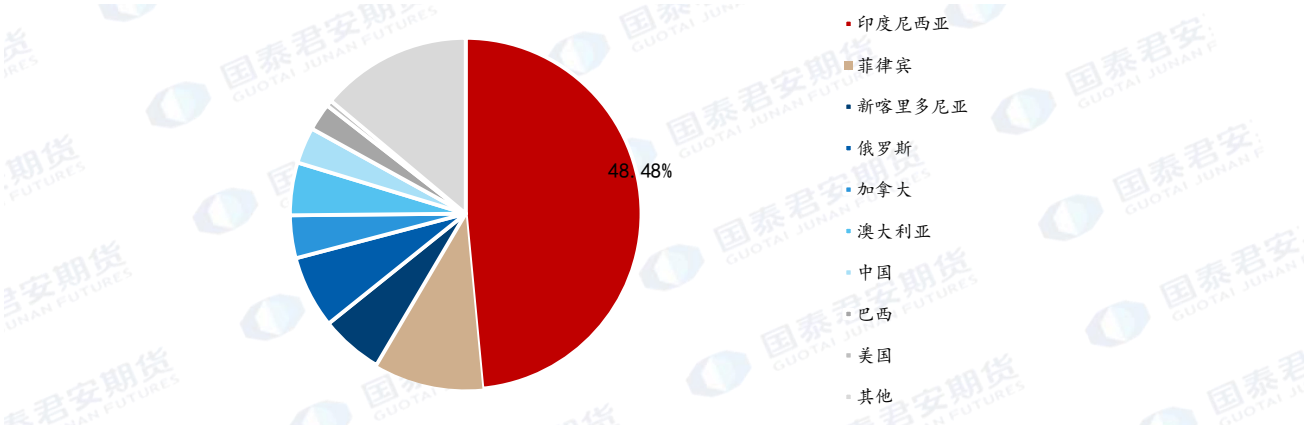
出口额排名	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
TOP1	煤炭	煤炭	煤炭	棕榈油	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭	煤炭
TOP2	基本金属制	基本金属制	基本金属制	基本金属制	棕榈油	棕榈油	棕榈油	棕榈油	棕榈油	棕榈油	棕榈油	棕榈油	棕榈油	棕榈油
TOP3	棕榈油	棕榈油	棕榈油	煤炭	基本金属制	纺织品及其	纺织品及其	纺织品及其	纺织品及其	纺织品及其	纺织品及其	纺织品及其	纺织品及其	纺织品及其
TOP4	电气设备,测	电气设备,测	纺织品及其	纺织品及其	基本金属制	基本金属制	基本金属制	电气设备,测	电气设备,测	电气设备,测	电气设备,测	电气设备,测	纺织品及其	加工橡胶
TOP5	纺织品及其	纺织品及其	电气设备,测	电气设备,测	电气设备,测	电气设备,测	电气设备,测	基本金属制	基本金属制	基本金属制	加工橡胶	加工橡胶	基本金属制	基本金属制
TOP6	加工食品	加工食品	加工食品	加工食品	加工食品	加工食品	加工食品	加工食品	加工食品	加工食品	基本金属制	基本金属制	电气设备,测	电气设备,测
TOP7	铜矿石	铜矿石	加工橡胶	非货币黄金	加工橡胶	加工橡胶	加工橡胶	加工橡胶	加工橡胶	加工橡胶	加工食品	加工食品	铜矿石	铜矿石
TOP8	机动车	鞋类	化学品	加工橡胶	鞋类	鞋类	鞋类	鞋类	鞋类	鞋类	鞋类	鞋类	纸张和纸制	加工食品
TOP9	鞋类	化学品	鞋类	鞋类	纸张和纸制	化学品	化学品	黄金制品	加工木制品	加工木制品	纸张和纸制	化学品	化学品	化学品
TOP10	黄金制品	脂肪酸	铜矿石	纸张和纸制	化学品	纸张和纸制	纸张和纸制	加工木制品	纸张和纸制	化学品	加工木制品	鞋类	纸张和纸制	加工木制品

资料来源：Wind，国泰君安期货研究 注：1. 根据不同出口类别的年度出口额将其排序，展示出出口金额排名前十大商品类别；2. 根据出口商品类别附加值水平，将这些商品依照附加值水平大概分为四类，颜色越深，附加值水平越高

1.3 印尼镍产业升级之路：镍原矿-镍冶炼-锂电池

作为当前镍产量最大的国家，印尼近十年正积极寻求镍产业链的“下游化”。2023 年，印尼镍金属年度产量高达 160 万吨，占当年全球总产量 48.48%，连续 5 年成为最大的镍金属生产国。早在 2009 年，印尼便开始不断调整矿业政策，限制镍原矿出口，2014 年正式禁止所有镍矿石出口，镍矿石须冶炼成中间品或精炼品后方可出口。2017 年又重新开放了镍原矿出口，但也仅限于承诺在 5 年内完成镍矿冶炼建设的矿场出口高品位的矿石。2020 年再次禁止出口后，多次与世贸组织在内的国际组织周旋，不惜违反 WTO 协定也要实施镍原矿出口禁令。

图 16：全球镍金属产量占比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

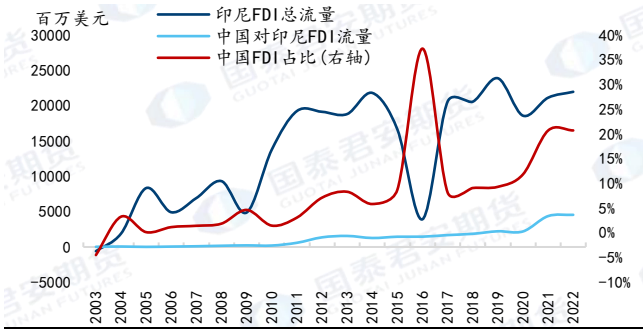
表 2：印尼镍产业政策转变

时间	印尼镍产业政策转变
2009	印尼新矿业法规定出口镍产品含镍量需大于等于6%，2014年生效
2011.8	印尼矿业法草案禁止镍铁、镍冰铜、含镍生铁出口，于2014年生效
2012.3	印尼能矿部要求矿主递交建厂计划，否则禁止镍矿出口
2013.8	印尼废除当年下半年配额出口制度，对出口镍矿石征收20%关税
2014.1	印尼禁止所有镍矿出口，唯有精炼后才可出口
2017.1	承诺5年内完成镍矿冶炼项目建设的矿场才允许镍矿与铝土矿出口，计划于2022.1.2暂停原矿石出口
2019	将原定于2022实施的出口禁令提前至2020.1
2020.1	印尼在与欧盟就镍矿出口问题协商后，仍严禁镍矿出口
2022.8	印尼领导人称年内将对镍产品征收出口税
2022.11	世贸组织裁定印尼禁止镍矿出口违法WTO规定后，印尼在G20峰会上提出建立“镍输出国组织”(ONEC)
2022.12	印尼就世贸组织裁定其违反WTO规定一案提出上诉
2023.5	印尼宣布延迟原定于2022年内征收的镍产品出口税，同时考虑制定印尼镍价指数
2023.7	国际货币基金组织（IMF）呼吁印尼解除镍矿石出口禁令
2023.8	印尼政府在开展廉政调查的过程中暂停签发镍矿企业“工作计划和预算（RKAB）”，延缓矿山开发
2023.9	印尼规定RKAB保有3年有效期，并启用新的配额申请系统
2024.1	印尼收紧RKAB审批，市场担忧镍矿紧缺

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

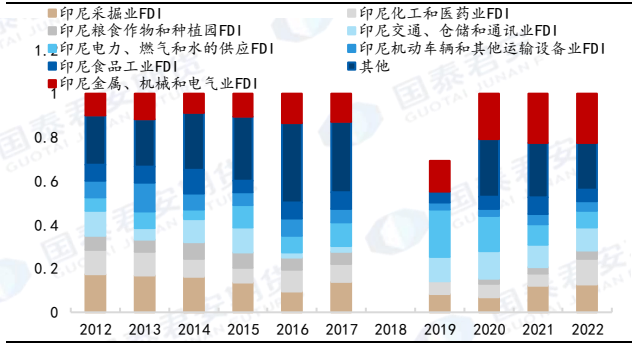
印尼政府在镍产业实施的“下游化”政策，为印尼吸引来大量的海外投资。从2009年新矿业法出台开始，印尼FDI年流量出现了显著的提升，从2009年当年的48.77亿美元飙升至2010年的137.71亿美元，随后整体维持较高的水平，这其中也离不开中国对其的投资，中国FDI流入量占比也从5%逐渐增长至2022年的21%。结构上采掘业和金属、机械与电气业也出现了相反的走势，由于印尼当局对镍产业升级的引导，采掘业FDI占比从2012年的17.32%下降到2022年的12.62%，期间也出现过6.99%的最低占比。相反金属、机械与电气业FDI则从9.98%一路攀升至22.59%，成为2022年海外对印尼投资的最大流入行业。在政策的倒逼下，大批海外企业开始投资印尼镍冶炼也，法国镍业巨头埃赫曼、德国化工巨头巴斯夫、韩国LG新能源以及浙江华友钴业、中国青山控股、洛阳钼业、宁德时代在内的新能源上游核心企业均已投资印尼镍产业，为镍产业的产业升级做出了不可小觑的贡献。

图 17: 印尼 FDI 流量及中国对印尼 FDI 占比



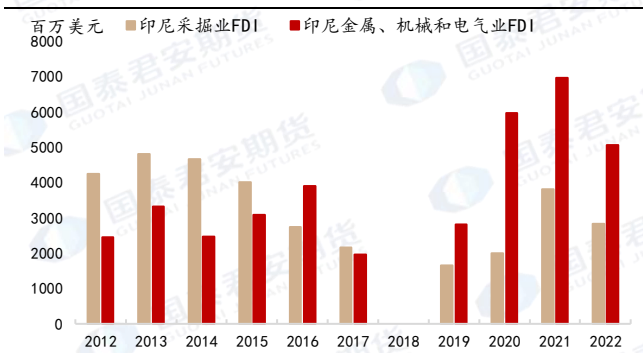
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 18: 印尼 FDI 流量分行业占比



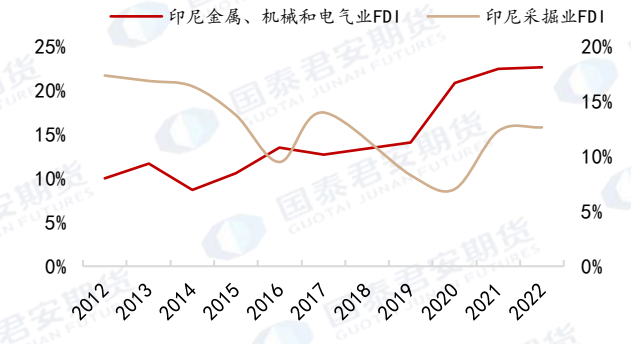
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 19: 采掘和金属、机械与电气业 FDI 流量



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

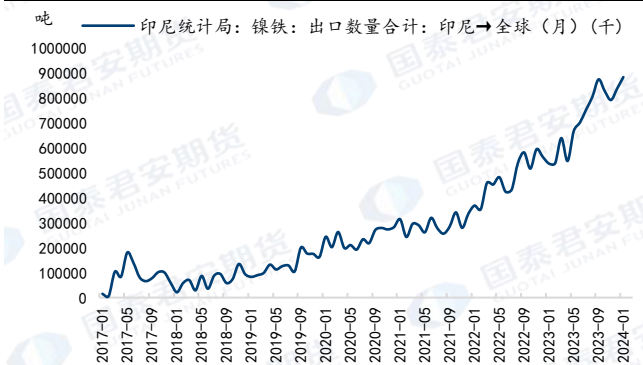
图 20: 采掘和金属、机械与电气业 FDI 增速



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

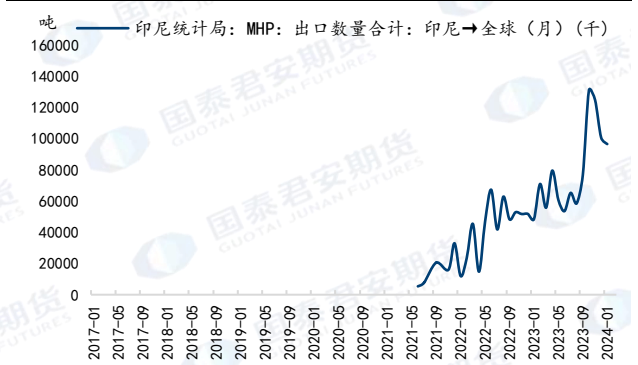
在巨量投资的推动下，印尼镍产业的第一阶段升级已初见成效。2023 年底，印尼镍冶炼产业已逐渐完备，共建成 116 家镍冶炼厂，其中 97 家为火法冶炼厂，19 家为湿法冶炼厂，另有 25 家仍在建设。镍初级冶炼品的出口量也快速上升，其中镍铁的月出口量在 2024 年初上升至 88 万吨，超过中国一跃成为全球最大的镍铁供应国。近期镍精炼产品也开始放量，其中作为动力电池重要原材料的硫酸镍开始出口中国，月出口量达万吨级，标志着印尼镍产业在新能源领域中迈出了里程碑式的一步，预计到 2026 年，印尼将建设完成超 30 万吨硫酸镍产能。

图 21: 印尼镍铁(初级冶炼品)出口



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 22: 印尼 MHP(初级冶炼品)出口



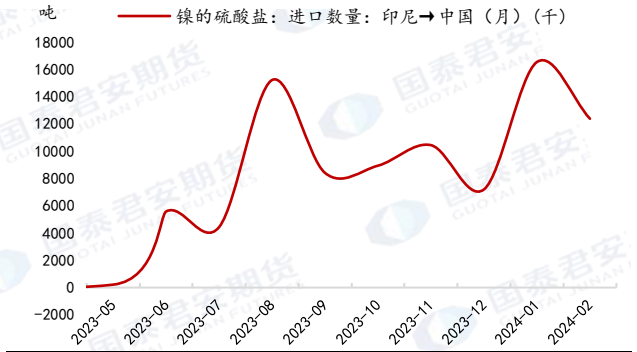
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 23：印尼镍精炼产品对中国出口



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 24：印尼镍硫酸盐对中国出口



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

印尼镍产业朝向动力电池的第二阶段升级也正在酝酿。2018 年以来，国内锂电池龙头企业陆续布局印尼，亿纬锂能、盛新锂能等锂电池领军企业陆续落子印尼。此外，韩国 LG 牵头组建“K 电池联盟”在印尼推动锂电池产业链，首个 10GWh 电池工厂在 2023 年底完成建设，即将开始量产。印尼海洋与投资统筹部预测称，印尼将在 2026 年前迎来超过 309 亿美元的动力电池生态系统项目投资。

2 越南：全球产业链转移与重构下的制造业中心

2.1 越南经济增长概览：外需回暖之下，经济与出口展现强劲复苏潜力

自上世纪 80 年代实行开放政策以来，越南经济增长强劲。1990-2020 年，越南的国内生产总值平均增速达到 5.8%，且一直维持在较高水平。尽管 2020 年受到疫情影响，经济增速受到一定拖累，但 2.9% 的增长在与东南亚地区整体横向对比之下却十分亮眼。2022 年在全球经济严峻的背景之下，越南展现出强劲复苏力和庞大潜能，GDP 增长高达 8.02%，创下了 25 年来最快和 10 年来最高的增长记录，并且远远超过了 6.0%-6.5% 的增长预期。

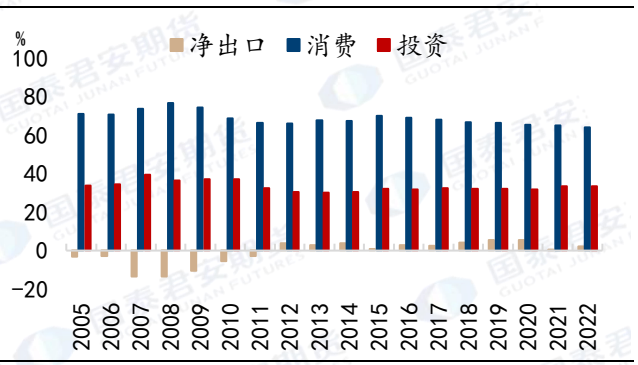
以主要支出法来看，消费和投资是越南最为主要的 GDP 贡献项。越南的最终消费主要由居民消费拉动，当前来看居民端需求疲弱，较疫情前处于偏低水平。从净出口项来看，2012 年之前，越南对外贸易常年为逆差，虽然在大力推动制造业出口的政策导向之下，净出口自 2012 年起由负转正，但占 GDP 的比重依旧偏低，主要因为越南随制造业发展和加强区域经济合作后，加工贸易型经济体形成对进出口两端都有提振作用。随全球需求回暖，美国库存见底对出口的利好作用，世界银行预计 2024-2025 年间，越南经济将持续上行，并在 2036 年成为东盟第二大经济体。

图 25: 越南经济增速与中国和东盟其他国家对比

	越南	中国	新加坡	泰国	菲律宾	马来西亚	印度尼西亚
2028	6.83	3.38	2.48	3.00	6.41	3.94	4.96
2027	6.84	3.66	2.49	3.00	6.33	3.93	4.95
2026	6.84	4.07	2.52	3.00	6.21	4.41	4.96
2025	6.94	4.10	2.46	2.00	6.10	4.40	5.00
2024	5.80	4.60	2.15	4.40	6.00	4.30	5.00
2023	4.70	5.20	1.04	2.50	5.30	4.00	5.00
2022	8.02	3.00	3.65	2.60	7.60	8.70	5.30
2021	2.56	8.40	8.88	1.50	5.70	3.30	3.70
2020	2.87	2.24	-3.90	-6.16	-9.52	-5.53	-2.07
2019	7.36	5.95	1.33	2.12	6.12	4.41	5.02
2018	7.47	6.75	3.58	4.22	6.34	4.84	5.17
2017	6.94	6.95	4.55	4.18	6.93	5.81	5.07
2016	6.69	6.85	3.60	3.44	7.15	4.45	5.03
2015	6.99	7.02	2.98	3.13	6.35	5.01	4.88

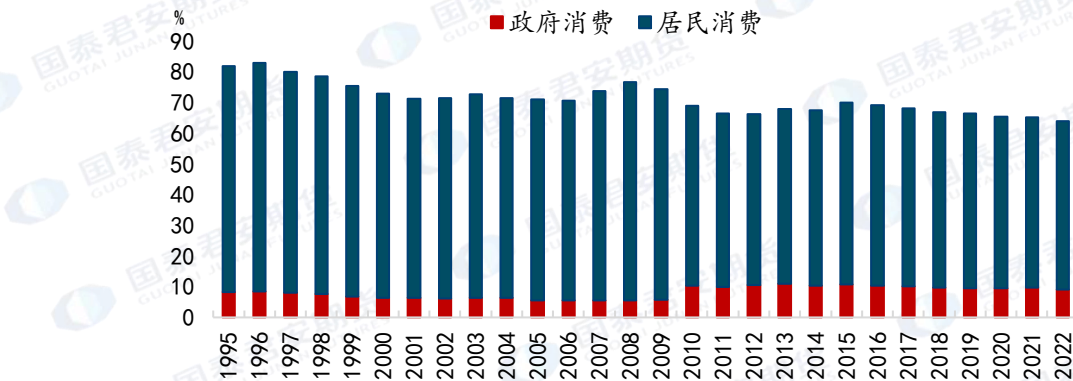
资料来源: 世界银行, 国泰君安期货研究

图 26: 越南 GDP 结构按主要支出法



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 27: 越南居民和政府消费占 GDP 比重



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

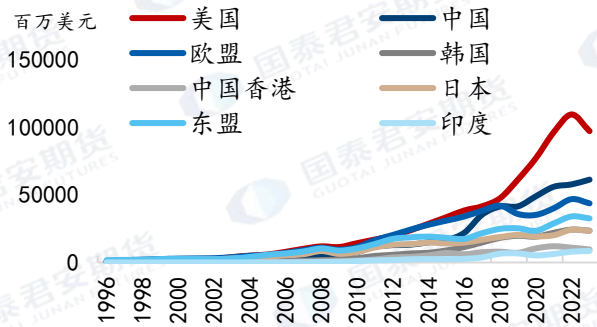
2.2 探寻越南经济经济增长动能: 出口贸易、制造业发展和外资流入

进出口贸易方面, 越南对外奉行独立开放, 多样化, 和多边化的国际一体化政策, 与中美间的贸易伙伴关系持续加深。1995 年加入东盟, 1986 年实施 Đổi Mới 经济改革之后, 贸易活动和金额显著上行。2006 年加入了世贸组织, 迄今为止, 越南已经和 30 多个全球战略伙伴建立了贸易协定。当前已经落实了《跨太平洋伙伴关系全面和渐进协定》(CPTTP), 《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA), 以及《区域全面经济伙伴协定》(RCEP) 等。近年来, 出口的大幅提升改善了越南自 80 年代以来的贸易逆差。从 2012 年开始, 越南已实现了稳定的贸易顺差, 然而由于越南对外依存度较重, 原料和零部件高度依赖国外进口, 因此越南的贸易顺差偏低, 净出口对 GDP 的拉动不显著。当前越南最大的贸易伙伴为美国、欧盟、中国、东盟、韩国和日本, 从出口地来看, 美国当前占据越南出口的最大份额, 其次为中国。在 2018-2022 年, 越南向两国的出口额皆有所扩张, 去年对中国的出口额维持上行趋势, 而对美国的出口额则有所放缓。

从生产行业来看, 工业和服务业是最大的经济贡献项, 劳动力也显示出了从农业向工业和服务业拓展的趋势。同时, 制造业大规模蓬勃发展奠定了越南经济增长的基石, 较 2015 扩张了 116%, 2022 年制造业就业人数超过 11767000, 同比增加 5%。就制造不同业部门来看, 2021-2022 年, 皮革加工业和服装制造业工业产值呈明显逐年上涨的趋势。越南当前相对有竞争力的劳动力成本使其在劳动密集型产业上极具优势, 其经济发展模式本质上为典型的以外向型出口经济主导的“东亚模式”, 当前的出口板块以偏低附加

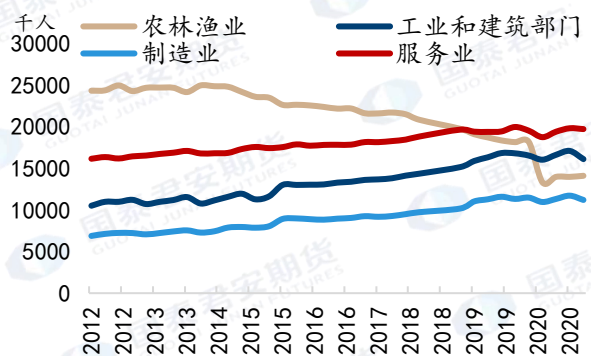
值产品为主，往往包含了来自其他国家的中间品和服务。就 2023 年的产品出口数据来看，最主要产品集中于以纺织品、服装，制鞋为主的劳动密集型产业和以计算机、手机和零部件为主的组装行业。

图 28：越南主要出口地



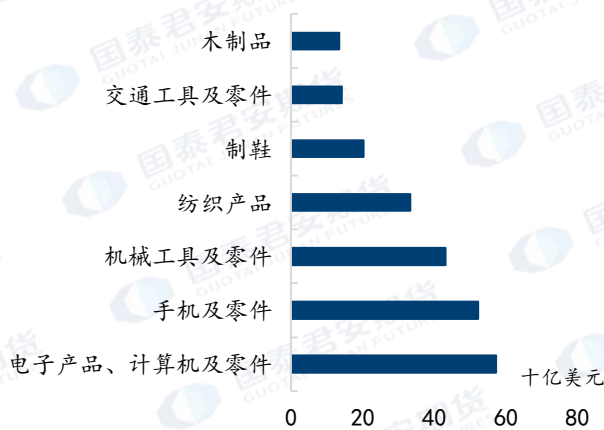
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 29：越南 15 岁以上就业人口



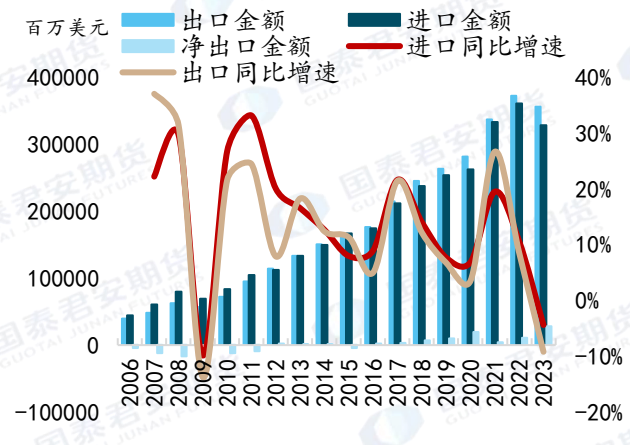
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 30：越南主要商品出口金额（十亿美元）



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 31：越南主要商品出口金额（十亿美元）



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

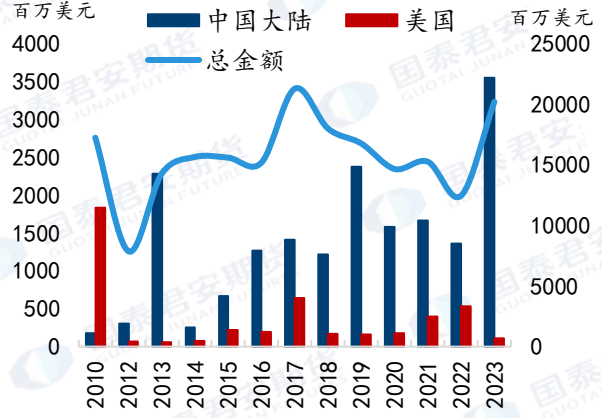
从外国直接投资 FDI 角度来看，流入越南的外资近年强劲增长，占 GDP 总额比例较 2014 年前大幅上升，是越南制造业发展和经济增长的重要支柱。2023 年外商直接投资总额高达 201.8 亿，同比上涨 62.2%。中国投资规模仅次于位于最前列的新加坡，直接投资项目注册资金较上一年扩大 1.6 倍。而从项目数量上来看，同年来自大陆的新项目有 707 个，占全球总项目的 22%，是美国在越南直接投资项目数量的 5.7 倍。从 2023 年前三个季度外资流入的产业来看，计算机电子产品和电子器械分别占 19% 和 20%。计划与投资部外国投资局的数据显示，2024 年 1 月流入越南的外资同比增长 40%，达到 24 亿美元，其中流入加工和制造业的外资达到 9.26 亿美元，占总注册投资的约 40%，仅次于流入房地产的外资占比较额。制造业同时也在调整资本项目中的比重最高，超过 73%。

图 32: 国外直接投资净流入 (%GDP)



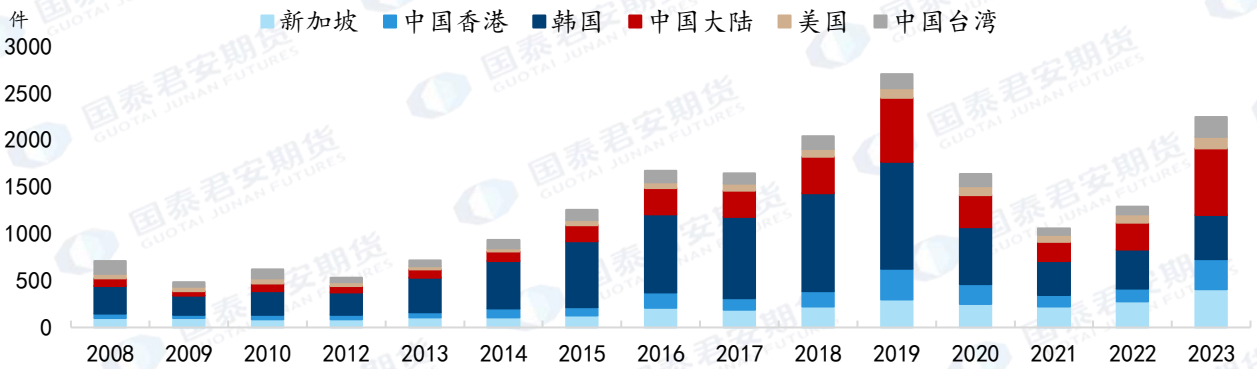
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 33: 外商直接投资项目注册资金总金额



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 34: 外商直接投资项目数量



资料来源: Wind, 世界银行, 国泰君安期货研究

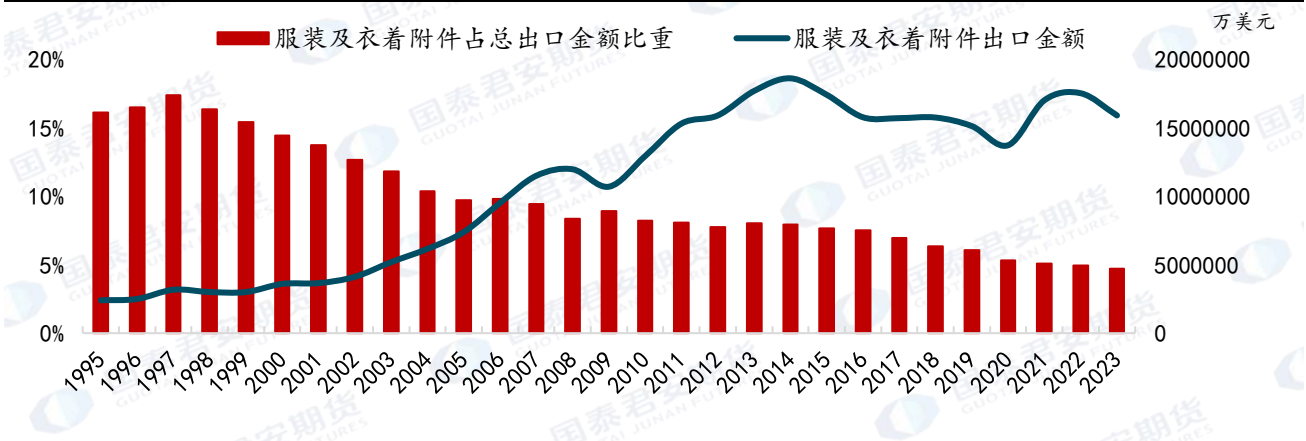
2.3 “越南制造”承接“中国制造”？供应链转移下中越两国的合作机遇

越南在制造业上的发展源自近年来包括服装纺织和电子产品劳动密集型制造业的外迁为越南提供的商业机遇。根据国家统计局的数据来看，2014 年中国服装及衣着附件出口总额达到峰值，且占总出口额比率逐年下跌。2018-2020 年，纺织品出口额和占比进一步走弱，同期越南的纺织品出口却得到迅速发展。由于全球公共卫生事件导致全球多个国家生产力疲弱，2021 年纺织品及服装订单回流至中国，虽然 2021 年出口额同比增长 8.4% 之高至 3156 亿美元，但行业盈利利润率低于 5%，且从我国总体出口结构上看，服装及纺织品的占比依旧在下降。

越南电子设备行业的增长得益于外商在东南亚的大量投资以及设立工厂。2018 年后，中国对美国的电子产品出口额相较 2018 年显著下降，中国对越南的出口以及越南对美国的出口却在增长。过去十年，电子工业出口总额持续排名越南制造业前列，2022 年电子工业出口总额占全国出口的 30%，贸易顺差达到 112.46 亿美元。近年来，苹果三星等消费电子行业将产品逐渐退出中国制造，越来越多的龙头厂家将产业链布局于越南。三星原本位于广东的工厂迁移至越南，使其成为了三星全球第三大生产基地，且承接了其全世界约一半的手机产品生产。苹果主要供应商也获准在越南国内建设两个工厂。除了国外传统大厂，中国手机公司品牌在越南市场的份额也在逐渐扩张，其中包括富士康、立讯精密、和硕、歌尔等也在越南

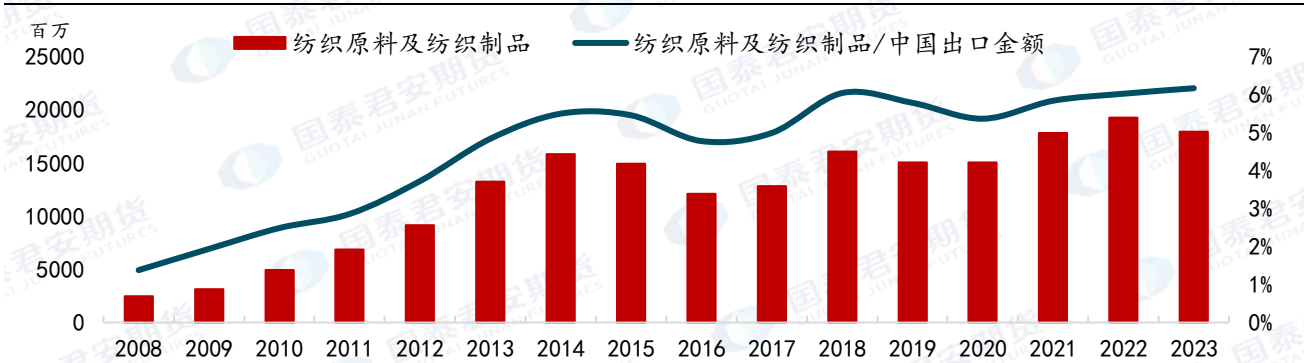
开始设立工厂。近年来，随电子制造业快速发展，越南自 2012 年也一直保持了东盟最大半导体产品进口国的地位。2022 年，越南出口了 70 亿美元的半导体器件，成为全球第六大半导体出口国，主要出口目的地为美国（45.7 亿美元），中国（8.45 亿美元），加拿大（2.59 亿美元），中国、美国和台湾也成为了最大的出口市场。同年，越南进口 36.7 亿美元的半导体器件，成为了全球第十三大半导体进口国。主要进口来源为中国（11.6 亿美元），而泰国、柬埔寨以及台湾则是近年来增长最快的越南半导体进口来源区域。

图 35：中国服装衣着附件出口金额和占我国总出口金额比重



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 36：中国纺织原料和纺织制品占我国总出口金额比重



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

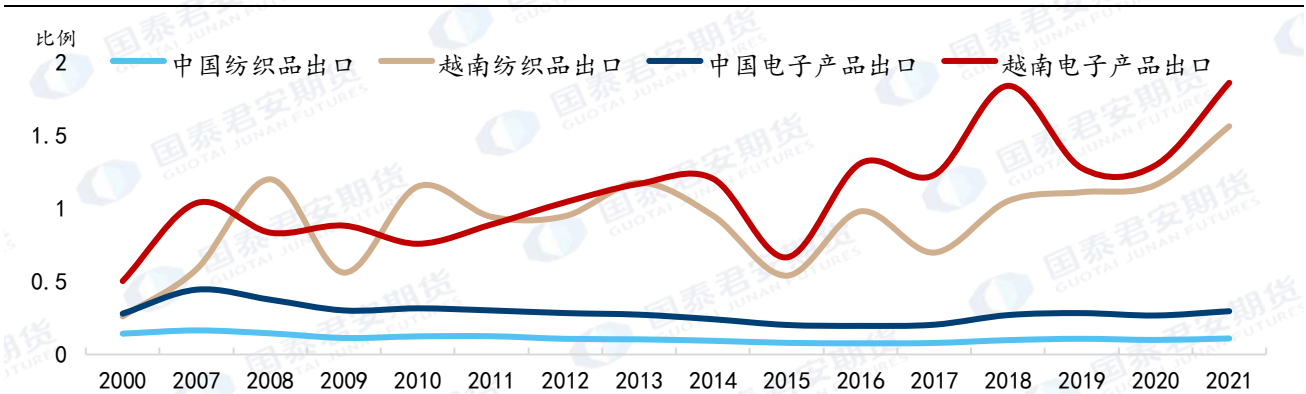
在这些制造产业整体高速发展的趋势之下，越南似乎在一定程度上已经显现取代中国而成为“世界工厂”的雏形，然而，制造业向越南发生的转移实质反映的是中国供应链的溢出而非完全脱钩式外迁。在全球价值链中，贸易参与国从上游进口中间品后在本国完成增值生产，随后出口至下游国家，增加值在不同国家之中累积形成贸易闭环。根据 Koopman 所发展的 KWW 模型，一国出口总价值可以被拆分为 4 大模块：1) VAX（即一国净出口，包含由出口国创造并被国外消费和吸收的增加值出口）2) RDV（即由本国创造并通过进口方式回流至国内并在本国消费吸收的出口价值）。VAX 与 RDV 之和为 DVA，即国内增加值出口。3) FVA（隐含在本国总出口中的他国增加值 GDP，即由上游国家创造的价值并纳入了出口国的总出口

价值中) 4) PDC (中间品移动过程中重复计算的增加值, 又称核算剩余, 不属于任何国家 GDP)。

通过 UIBE GVC 所提供的国际贸易增加值贸易核算数据衡量一国在出口至世界各个国家的特定商品中所隐含的来自其他经济体贡献的增加值 (FVA) 以及国内贡献的增加值 (DVA), 不难发现越南在生产活动中高度依赖进口来自其他经济体的中间品。从向世界所有国家出口的纺织品和电子产品来看, 越南的 FVA/DVA 比例显著高于中国, 且在近年来有上涨趋势, 表明出口商品中由他国创造的增加值高于本国创造的增加值, 体现出越南对国际市场上游原材和中间品的需求在不断走强。

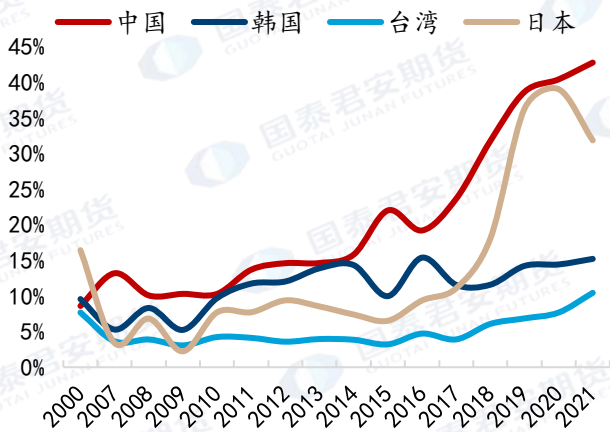
从出口不同地区 (中国和美国) 的同类商品 (纺织和电子产品) 看, 越南出口商品价值结构中的 DVA 也都显著低于 FVA, 且差值在逐渐走扩。在出口至美国的纺织品中, 中国是最大的 FVA 来源地之一, 2021 年越南服装出口的增加值有 37% 来自中国, 是 10 年前的 2.8 倍。在越南对中国出口的纺织品中, 42% 的 FVA 来自我国本身。信息科技制造业方面, 越南则高度依赖韩国和中国的手机零部件进口。2000 年, 在出口美国的电子产品中, 中国的 FVA 占比首次超越韩国, 且呈逐年上行的趋势。对中国出口的电子产品中, 我国也占有 37% 较大的 FVA 份额。因此, 在越南出口的纺织品和电子产品中, 中国于上游供应环节扮演着重要角色, 当前主要是通过转移供应链中的加工环节, 与越南的产业链融合来创造更有效益的新分工模式。

图 37: 越南与中国出口商品中 FVA/DVA 对比



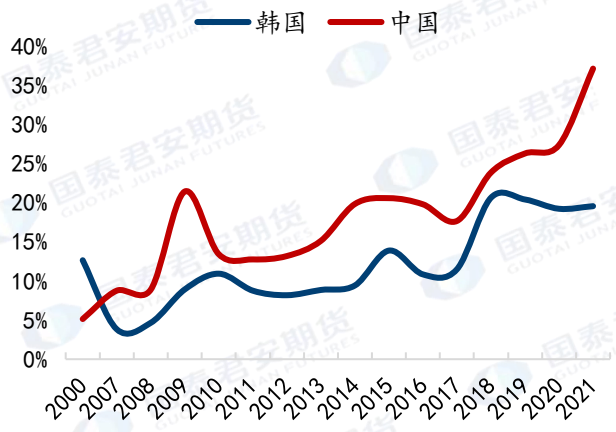
资料来源: UIBE GVC, 国泰君安期货研究

图 38: 越南对美出口的纺织品中各国 FVA 占比



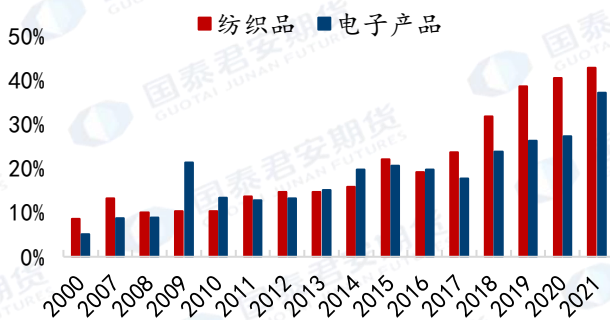
资料来源: UIBE GVC, 国泰君安期货研究

图 39: 越南对美国出口的电子产品中韩国与中国 FVA 占比



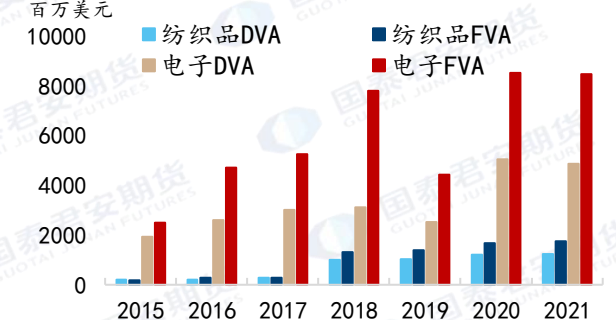
资料来源: UIBE GVC, 国泰君安期货研究

图 40: 越南对中国出口的商品中来自中国 FVA 的占比



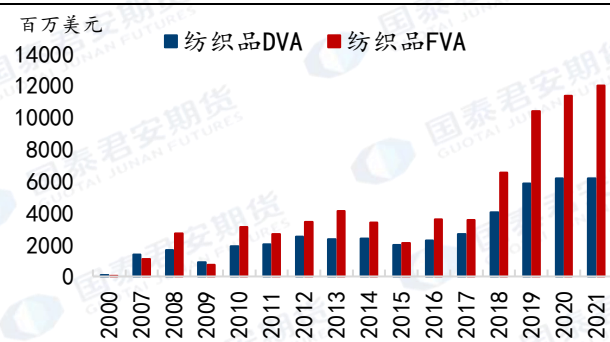
资料来源: UIBE GVC, 国泰君安期货研究

图 41: 越南对中国出口的电子和纺织品中 DVA 和 FVA 金额



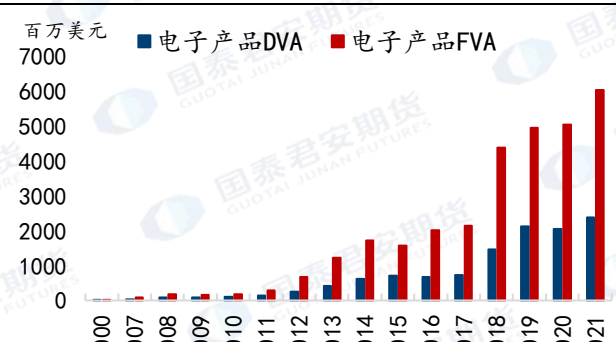
资料来源: UIBE GVC, 国泰君安期货研究

图 42: 出口美国的纺织品中 DVA 与 FVA 金额



资料来源: UIBE GVC, 国泰君安期货研究

图 43: 出口美国的电子产品中 DVA 与 FVA 金额



资料来源: UIBE GVC, 国泰君安期货研究

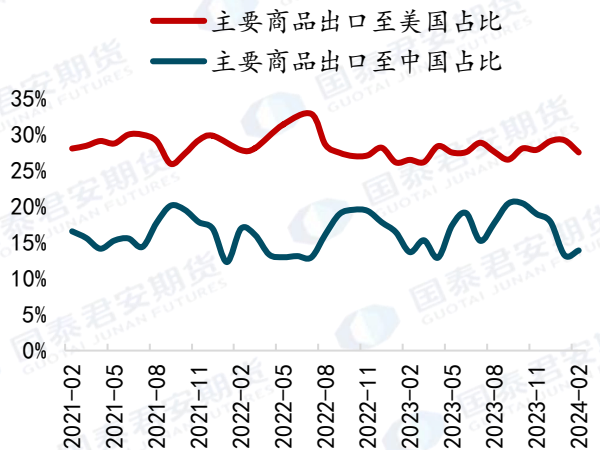
当前全球纺织和电子制造业供应链经历重塑，其中加工环节外迁至越南，而中国则在原材料生产上衍生。中国主要通过与越南之间的产业链分工，合作和互补有助实现中国自身的产业链布局优化升级。越南依旧在纺织服装和电子制造上依旧高度依赖中国价值链，后向参与度较高，以偏低端的产品组装加工等劳动密集型任务为主。当前基本形成了从中国进口上游原材料和生产器械，越南进行零件和原材加工组装之后出口至发达国家的模式。当前美国是越南加工组装产品的最大买家，占越南总出口额 27%，而进口额 32%来自中国，主要进口货物为纺织业和电子产品行业的材料、零件和机械设备。46%的纺织、皮革、鞋类材料和辅助材料，49%的机械设备工具仪器，85%的电话手机零件来自中国，以及 30%的计算机电器产品零件在加工之后制成的消费品，31%的计算机电器产品，43%的纺织服装、23%的电话手机和 38%的机械设备最终出口到美国。较去年同期，当前越南对华贸易逆差与对美贸易顺差同步走扩。2024 年 1 月数据显示，越南对美国的贸易差额为 88 亿美元，同比上涨 68.63%，而对中国的贸易差额为 73 亿美元，同比下跌 118.21%。从出口市场的角度看，越南对于中国市场依赖性较低，服装和纺织消费品主要流向美国和日本，而电信产品出口主要流向美国和韩国。

图 44：越南主要商品从中国进口占比（总体）



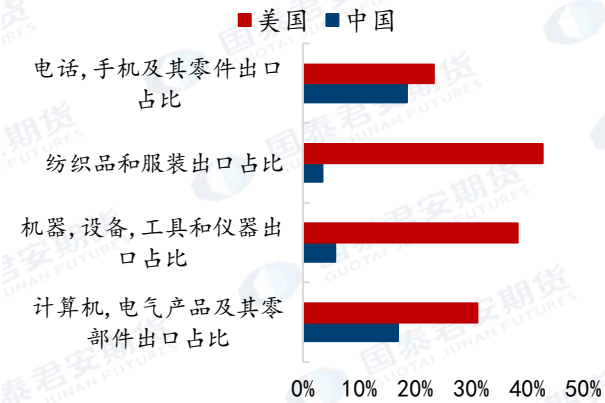
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 45：越南主要商品出口至中美的占比（总体）



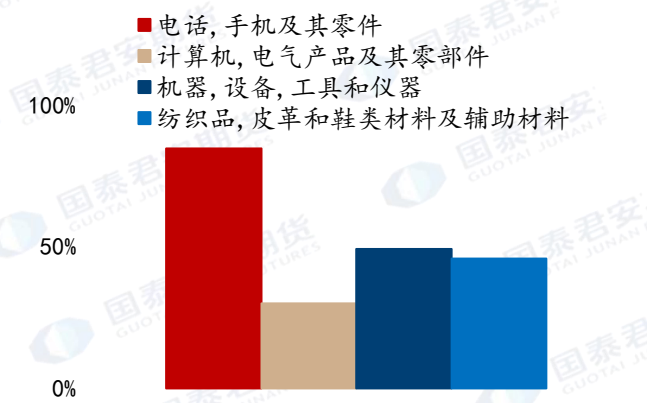
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 46: 越南主要商品出口至中美占比(分类别)



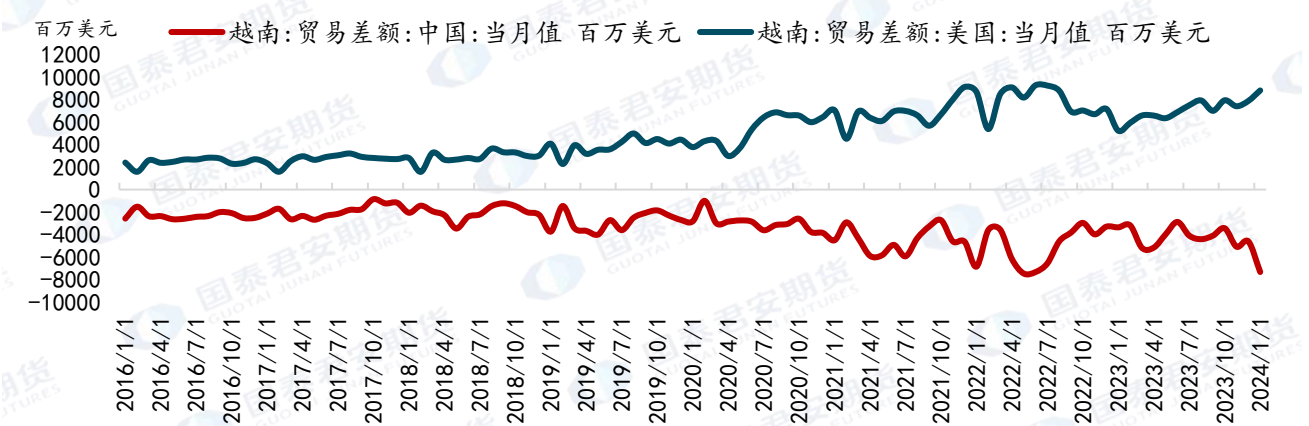
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 47: 越南主要商品从中国进口占比(分类别)



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

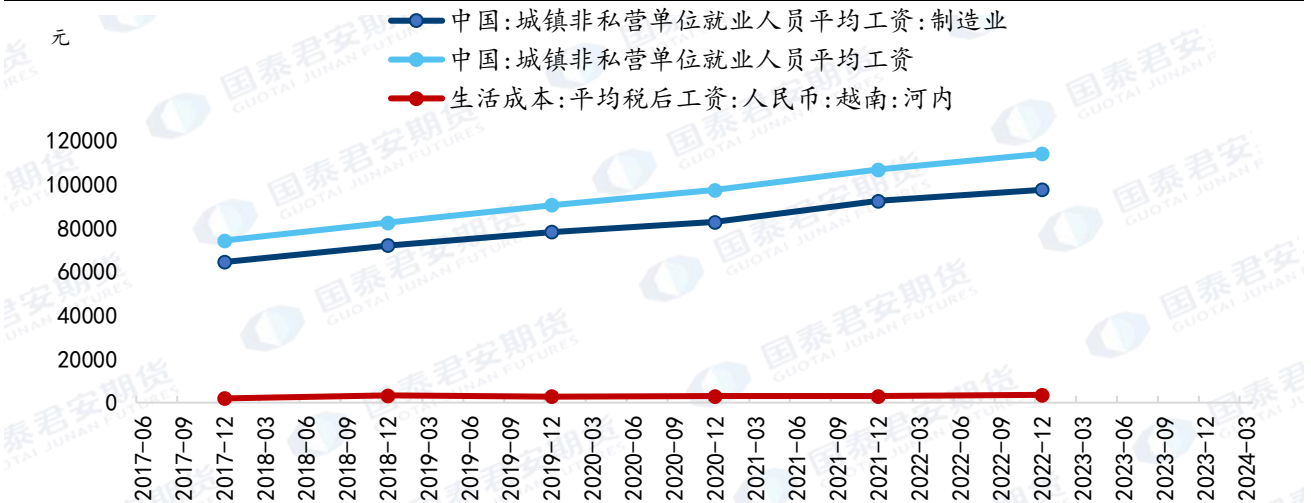
图 48: 越南对中国和美国贸易逆差



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

除土地价格, 自由贸易协议所带来的关税优势, 中美贸易关系恶化等因素之外, 劳动力成本的变化是低端制造业和劳动密集型产业链环节加速转移至越南的关键因素。随国内人力成本的上行, 我国产业链承受外部竞争压力。对比中越平均工资水平, 2022 年中国城镇非私营单位制造业就业人员平均薪资为 97528 元/月, 而越南的平均税后工资则是中国的约 1/3, 显著低于中国。然而, 自 2019 年来越南由于劳动力成本的逐年提升, 同时叠加外需疲弱的原因, 2023 的纺织品出口金额同比也有所放缓, 未来越南的劳动密集型产业或将同样受到外移的压力。

图 49：中国与越南劳动力成本对比



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

2. 总结

印尼和越南两国近年来所展现出亮眼的经济增长皆离不开大规模外资的涌入、出口贸易的发展,以及在产业上的升级与转型。印尼方面,产业升级也体现在印尼出口结构逐渐向高附加值方向转变,高附加值商品出口份额不断提升。以镍金属产业为例,印尼近十年来正积极寻求镍产业链的“下游化”,在其政策的推动下,印尼镍金属产业吸引了大量的海外投资,也实现了从出口镍矿原石到出口镍精炼品的飞跃,实现了第一阶段的升级后,印尼镍产业正在酝酿朝向动力电池的第二阶段升级。越南在制造业的发展来自劳动密集型产业外迁,得益于全球供应链转移、劳动力成本优势、各类贸易协定的签署,越南承接了加工制造的环节,在手机、电子产品和服装纺织业的出口强劲,但当前的生产活动依旧高度依赖进口其他经济体的中间品,出口板块以偏低附加值产品为主。虽然全球公共卫生事件和海外需求走弱对两国经济发展带来一定阻碍,但展望 2024 年,在资本流动性改善、外需和出口回暖之下,两国复苏之路逐渐明朗。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。