

經濟與策略

了解越南：明日之星

星展集團研究部

2019年5月

Irvin Seah
資深經濟學家

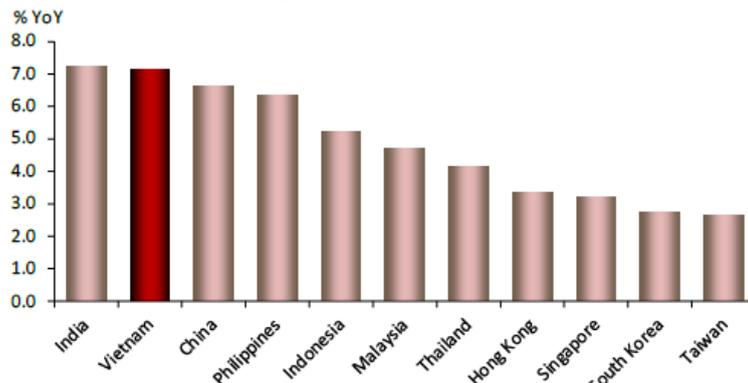


- 越南日臻完善。
- 下列因素吸引全球投資者競相投入越南市場：人口動能優勢、勞動素質具生產力、基礎建設大幅改善、政治穩定。
- 中美之間正在進行的貿易戰說明了越南的潛力
- 越南位於區域供應鏈的地理位置，以及範圍廣泛的自由貿易協定(FTA)網絡，皆為關鍵優勢。
- 今年 1-4 月來自中國和香港的巨額外商直接投資，可能顯示著一種新趨勢的開始
- 考量國內基本面，我們預估越南在未來中期內，有成長6%-6.5%的潛力
- 如果能夠保持這種成長速度，越南經濟將日趨壯大，濟規模十年後超越新加坡

新興的越南

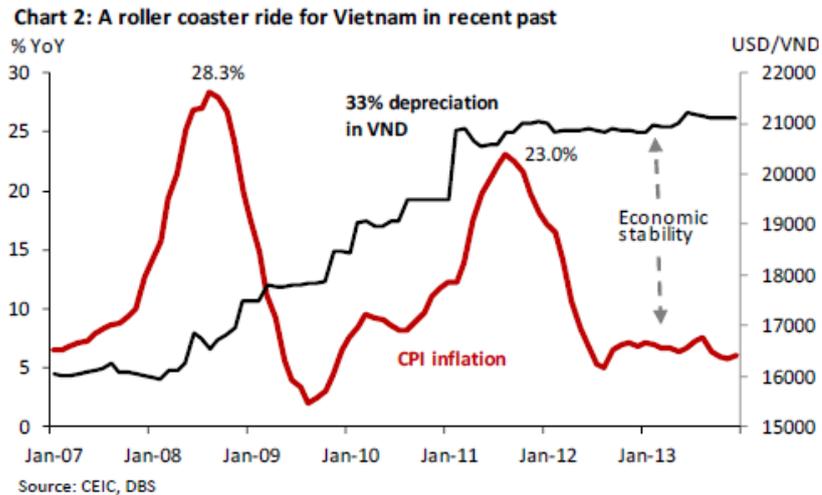
2018年越南驚人的GDP成長率為7.1%。它是亞洲經濟體中，僅次於7.2%的第二成長快速（圖表1）。然而，近年來這個新興經濟體並非完全一帆風順。

Chart 1: Second fastest in Asia, 2018



Source: CEIC, DBS

大約十年前，越南正面臨著下列風險：極高的通膨（高達 28%）、成長疲弱、越南盾大幅貶值及國際收支平衡危機（圖表 2）。加入 WTO(世界貿易組織)後的快速自由化、無法管理國內失衡及在全球金融危機中過度依賴美國出口市場，是當時經濟動盪的一些關鍵因素。從 2012 年中期開始，經濟穩定性才開始扎根，而這是在一些極端的貨幣緊縮措施受到譴責之後，才開始出現的情況[1]。



經濟騷動為越南的經濟轉型播下了種子。第 11 號決議於 2012 年初通過，重點在於經濟穩定，同年 11 月國家議會通過社會經濟發展計劃 (SEDP, 2011-2015) 側重於國有企業 (SOEs)、金融部門和公共投資之改革。

經濟永續是關鍵

從那時起，經濟表現一直令人鼓舞。過去 3 年平均成長率為 6.4%，而同期通膨約為 3.2%，尚屬穩定。除了新聞頭條數字之外，最有趣的可能是越南在其他方面開始超越許多同地區的競爭對手。

更重要的是，政策制定者現在關注的是長期經濟穩定性和永續性，而非本身的成長速度。國內改革雖未如火如荼進行，但一直持續。此一經濟體的長期前景是正向的，就經濟規模（即實質 GDP）而言，預計越南將在未來十年內名列該地區較為開發之經濟體。

投資未來

一個關鍵的政策重點是培育長期成長的能力，而這需要鼓勵投資和改善基礎建設。越南是該地區最大的外商直接投資國家之一。它在 2017 年獲得了大約 141 億美元的外商直接投資（佔名義 GDP 的 6.3%），是東協中第三高（附表 1）。越南提供的主要優勢包括高度整合和專業的工業/經濟區、在區域供應鏈中的戰略位置、鄰近中國、有吸引力的稅賦優惠和低企業稅率[2]，以及具競爭力的勞動力。

附表 1：2017 年東協國家的外商直接投資

國家	十億美元	百分比
新加坡	62.0	45.7
印尼	23.1	17.0
越南	14.1	10.4
菲律賓	10.1	7.4
馬來西亞	9.4	7.0
泰國	8.0	5.9
緬甸	4.0	3.0
柬埔寨	2.7	2.0
寮國	1.7	1.3
汶萊	0.5	0.3
東協	135.6	100.0

附表 2：越南的外商直接投資來源

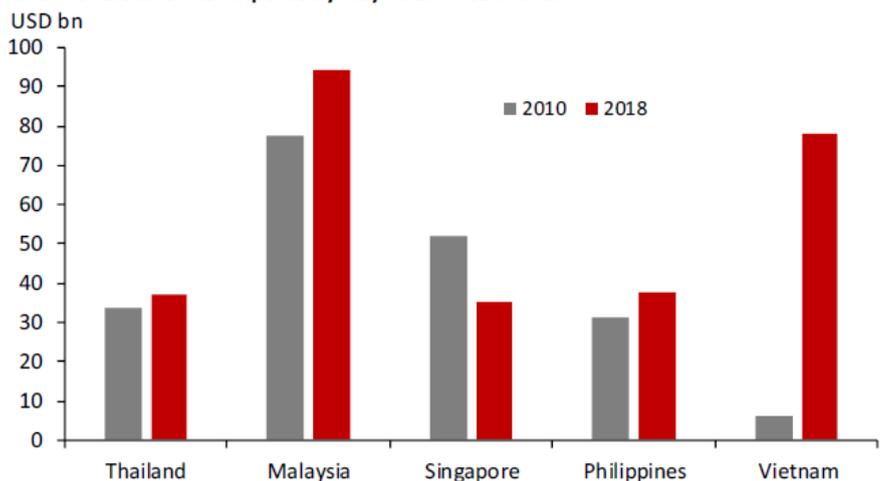
FDI 來源	登記資本額, 2018 (十億美元)	百分比
日本	6.6	18.6
南韓	3.7	10.3
新加坡	1.4	4.0
中國	1.2	3.4
香港	1.1	3.2
泰國	0.9	2.5
法國	0.5	1.5
台灣	0.5	1.4
總計	35.5	100.0

一個新興電子強權

越南的主要投資國是日本 (18.6%)、韓國 (10.3%)、新加坡 (4.0%)、中國 (3.4%) 和香港 (3.2%) (附表 2)。投資範圍也非常多元，包括房地產、基礎建設、銀行、電信、製造業。在這些行業中，製造業最吸引投資者，尤其是電子業。

越南電子產業聚落的崛起部分來自於區域電子供應鏈的結構轉變[3]。越南已從許多同地區競爭對手中奪下市場佔有率。在亞洲常見的經驗為：早期的參與者發現薪資成本上漲，轉向低成本生產者。越南是最近的新崛起的低勞動成本市場。

Chart 3: Electronics exports by key ASEAN countries

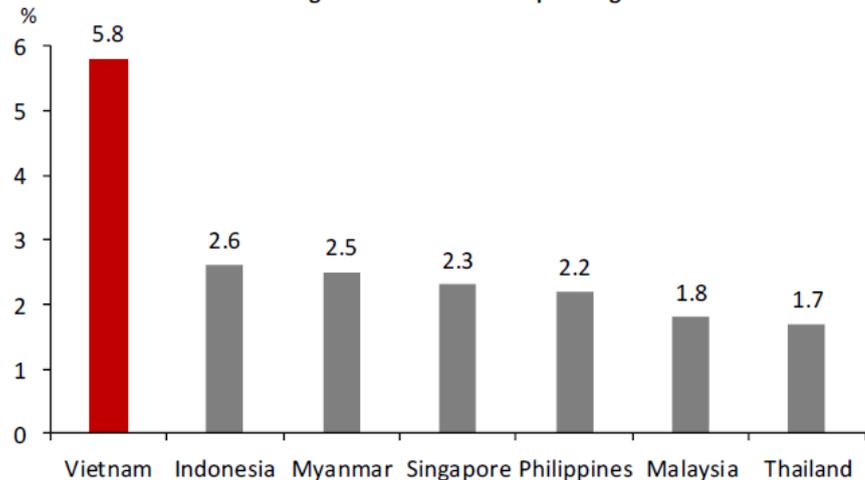


Source: CEIC, DBS

對電子業的投資正快速成長，近年來高科技電子業廠商已在越南設立據點。三星、英特爾、LG、松下和微軟等全球科技龍頭已從中國轉移至此擴展。此種趨勢可能持續，迄今為止效果已很明顯。

在不到十年的時間，越南已經超越了一些較成熟的電子製造中心，成為東協第二大電子出口國，僅些微落後於馬來西亞（圖表3）。的確，按照目前的成長速度，如果未來幾年越南成為東協的頂尖電子產品製造國，也不令人意外。

Chart 4: Vietnam has the highest infrastructure spending as % of GDP in ASEAN

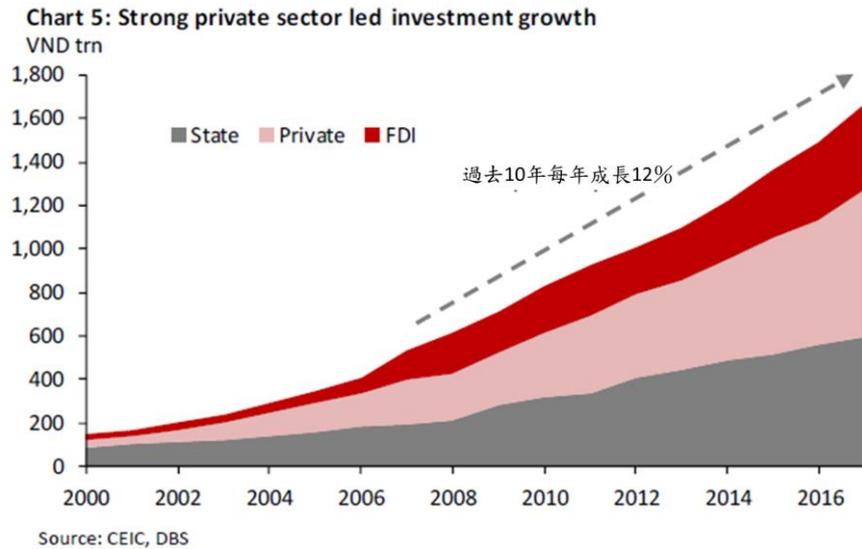


Source: Asian Development Bank, ADB

私人投資成長強勁

為了支持 FDI 的強勁流入，越南正大力投資基礎建設。雖然許多同地區競爭對手也是如此，但相對於經濟規模而言，越南動作更大。越南基礎建設投資佔 GDP 比例，為許多鄰近競爭對手望塵莫及。根據亞洲開發銀行，2017 年越南基礎建設支出佔 GDP 比例為 5.8%，遠高於東協中許多成員（圖表 4）。投資主要集中在經濟園區、工業園區與聚落、高科技園區和農業科技園區。因此，基礎建設發展帶來的動力為越南提供了經濟長期擴張的能力，並繼續吸引更多 FDI 流入。

刺激投資成長的努力有了回報。在過去十年中，投資每年平均成長 12%（圖表 5）。也許最令人鼓舞的是，這種成長主要是由民營部門主導。早在 2000 年，國家投資就佔總投資的 60% 左右。自 2004 年情況發生變化，由民營部門開始主導。截至 2017 年，國家主導的投資下降至 35.7%，由國內民營部門（40.6%）和 FDI（23.7%）取代成為主要投資推手。隨著國內自由化（例如國有企業改革）和全球化繼續推動經濟更加走向市場導向發展，我們預計未來數年此趨勢將持續。

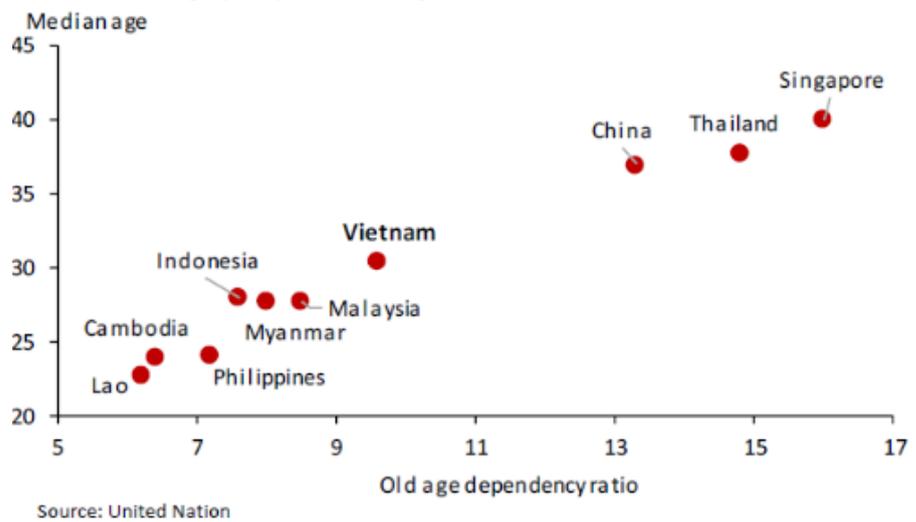


專注於人力資本

人力資本的品質
同樣重要

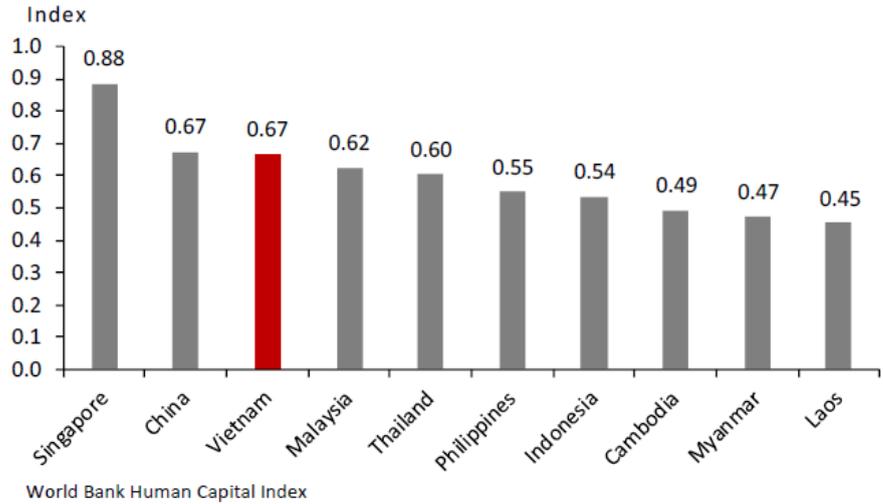
越南也有相對有助益的人口統計資料。儘管其人口比鄰近競爭對手略微成熟，主要是由於戰後嬰兒潮已達到中年，然與該地區一些較開發經濟體如新加坡、泰國和中國等相比，它仍然有利。2015 年的中位年齡約為 30 歲，而老年人撫養比為 9.6 (65 歲以上的人口/15 歲至 64 歲人口*100) (圖表 6)。

Chart 6: Demographic profile among selected Asia economies



決定經濟體長期成長方面，人力資本的品質同等重要。在這方面，越南的表現超過了許多東協鄰國。世界銀行人力資本指數將越南排名在東協中第二，與中國相當 (圖表 7) [4]。除了勤勞的勞動力，優異的排名可能是持續教育投資的成果。在過去的二十年裡，政府一直將總支出的 20% 用於教育，在全球標準中這算很高。

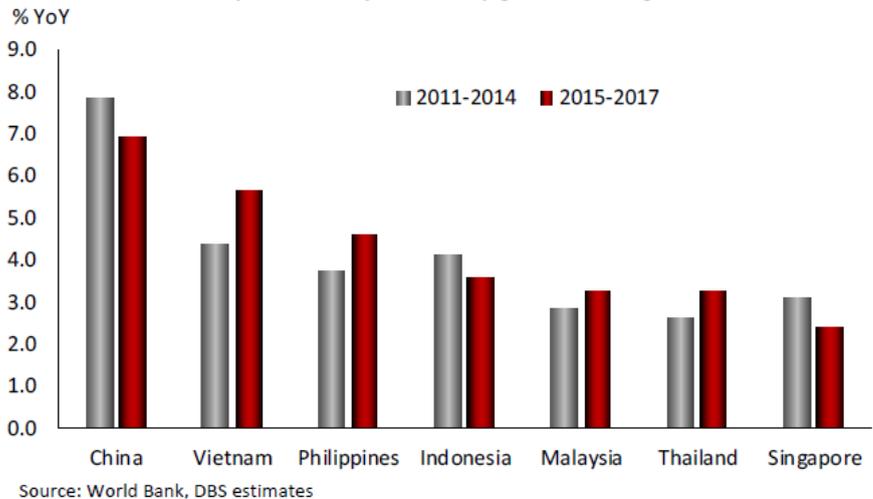
Chart 7: Vietnam outperforms in Human Capital Index



越南有很高的生產力/薪資比率

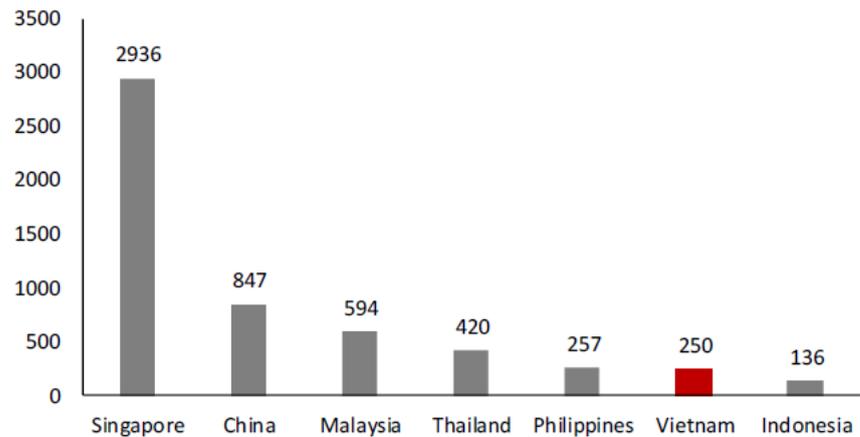
在勞動生產力方面這算成功。近年來鉅額 FDI 流入科技業，成為助益提升勞動生產力之因。越南的生產力成長不僅近年來有所改善（2015 - 2017 年間平均為 5.7%），也超越許多鄰近經濟體，僅次於中國（圖表 8）。的確，確保生產力提升對於維持長期經濟成長至關重要，特別是越南人口將持續高齡化。

Chart 8: Vietnam outperforms in productivity growth amongst Asia economies



然而，儘管生產力成長快速，在薪資成本方面，越南仍然是區域中最具競爭力的其中之一（圖表 9）。越南的平均月薪資僅為中國的三分之一。這種成本競爭力是越南穩定獲益於區域電子業供應鏈的主要原因之一，並可能成為美中貿易爭端的主要受益者之一。

Chart 9: Vietnam has one of the lowest average monthly wages in the region
USD per month



Source: World Bank, DBS estimates

貿易戰的受益者

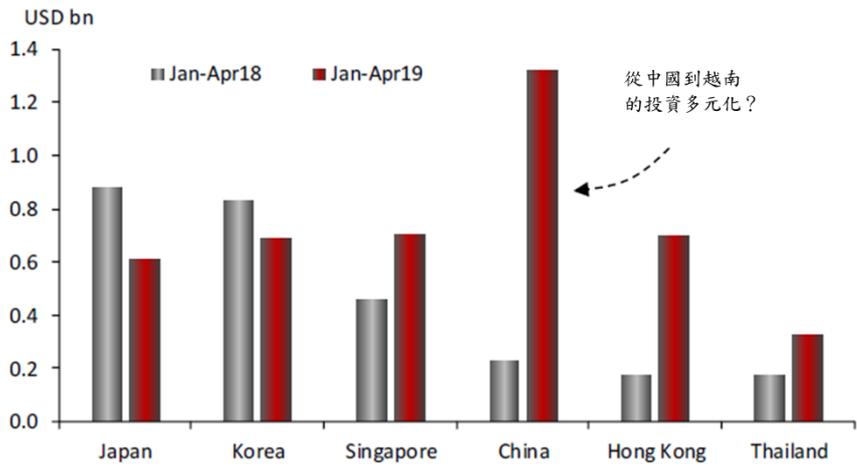
越南將成為貿易戰的主要受益者

越南處於有利位置，可從美中之間持續貿易爭端中受益 [5]。此經濟體策略性地融入區域製造供應鏈。過去年間鉅額 FDI 流入和技術轉移有助於越南的製造能力。在連結性方面，它擁有一大約 44 個海港，總吞吐量約為 5 億噸/年，並可直接進入南海，全球約有 20% 的海上貿易將行經此重要航線。越南還擁有廣泛的自由貿易協定 (FTA) 網絡。它是若干多邊貿易協定的積極成員，(例如東協自由貿易區(AFTA)、東協經濟共同體(AEC)、跨太平洋夥伴全面進步協定(CPTPP)、區域全面經濟夥伴協定(RCEP)、東協 - 中國、東協 - 日本)，並且與一些主要貿易夥伴簽定高品質雙邊貿易協定，包括日本和韓國。

此外，經過多年的快速成長，中國現在的薪資比越南高出 3 倍多。這導致利潤下降，迫使製造商重新尋找生產基地。除了成本優勢，地理位置也起著重要作用。越南鄰近中國，使得目前以中國為基地的公司更容易整合進入現有的供應鏈。越來越多的中產階級支撐國內需求，進一步增添了越南對全球製造商的整體吸引力，特別是在美中貿易爭端不斷的背景下。

確實，最近的一個現象是來自中國的 FDI 已較以往顯著增加。今年前四個月，來自中國的 FDI 正式達到 13 億美元 (圖表 10)。這已超過所有其他主要投資者的投資金額，不論計算期間是從今年初迄今為止，或是去年同期。事實上，今年 1 月至 4 月，中國對越南的直接投資總額已超過去年全期在越南的投資總額，這絕非巧合。我們認為 這可能是初期徵兆，顯示分散化的投資已從中國轉進至區域市場，例如越南。事實上，人們可以合理地假設，如果美中之間的雙邊和貿易關係繼續惡化，這種現象在未來幾個季度可能會加速。

Chart 10: FDI from China outstripped others in Jan-Apr19



Source: CEIC, DBS

2029年以前，越南的GDP可能高過新加坡

考慮到國內基本面和外部環境動態，我們試圖預測此經濟體的中期潛在成長。從潛在強勁的投資流量來看，我們認為在未來幾年，越南的生產力成長平均可達5.5%左右。儘管在戰後嬰兒潮世代逐漸高齡化的背景下，近期勞動年齡人口成長率約1%且逐漸減至0.5%，我們卻認為未來十年越南有潛力達到約6.0%-6.5%的成長速度。

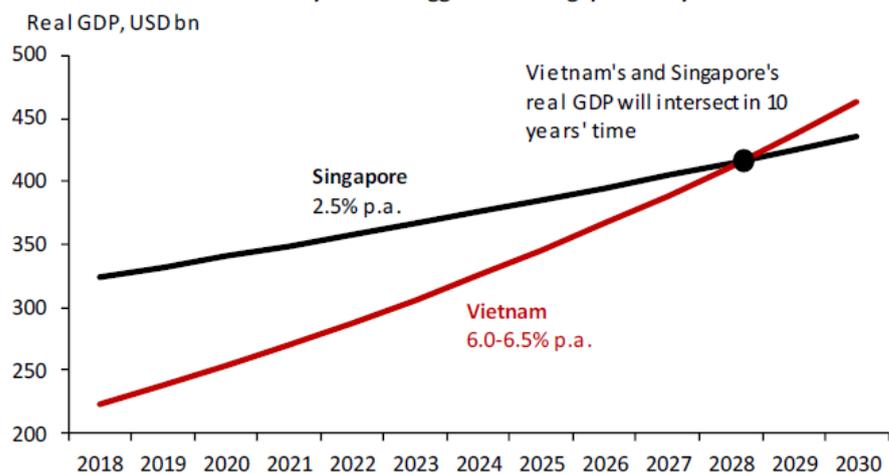
2029年以前，超過新加坡經濟規模

從不同的角度來看，將越南的成長與一些鄰近競爭對手相比較，將會很有趣。如果在短期內越南能夠保持約6%-6.5%的成長速度，並且鄰近的經濟體能繼續保持中期潛在成長率（例如新加坡為2.5%，泰國4%，印尼5%等），該地區經濟規模（實質GDP）的啄食順序(pecking order)將發生變化[6]

目前，越南經濟規模約為2240億美元，約從不同的角度來看，將越南的成長與一些鄰近競爭對手相比較，將會很有趣。如果在短期內越南能夠保持約6%-6.5%的成長速度，並且鄰近的經濟體能繼續保持中期潛在成長率（例如新加坡為2.5%，泰國4%，印尼5%等），該地區經濟規模（實質GDP）的啄食順序(pecking order)將發生變化[6]

簡言之，十年後越南經濟規模將大於新加坡經濟規模。對於希望分一杯羹的公司和投資者來說，這意味著巨大的成長機會。

Chart 11: Vietnam economy will be bigger than Singapore's by 2029



區域中明日之星

越南並非完美，需要解決一大堆國內問題。例如，國有企業改革一直腳步緩慢，而金融部門自由化速度低於預期，往往受到銀行逾期放款的拖累。不明確的國內法規和不良的公司管理，都是一些外國投資者面對的痛點。然而，這些是所有新興經濟體的共同挑戰，越南也不例外。可以肯定的是，越南的政策方向是正確的，而經濟基本面也是有利的。在全球經濟的不確定性中，公司和投資者將必須開始有更多關注在這個「明日之星」，以利用其成長遠景。事實上，相對於該地區而言，經濟的長期前景極為正面。

備註：

[1]越南國家銀行在2008年上半年將再融資利率提高了850個基點(bps)，並在2010年底至2011年期間的12個月中，再次將政策利率提高了700個基點，以遏制兩次失控的通膨。

[2]越南的企業所得稅率預計將在2019年中降至20%，明顯低於包括中國（25%）在內的許多區域競爭對手。事實上，經濟特區的企業所得稅率甚至更低（例如5%-10%）

[3]見星展銀行報告「越南：亞洲最新電子星火」(Asia's latest electronics spark)，發佈於2015年7月1日。

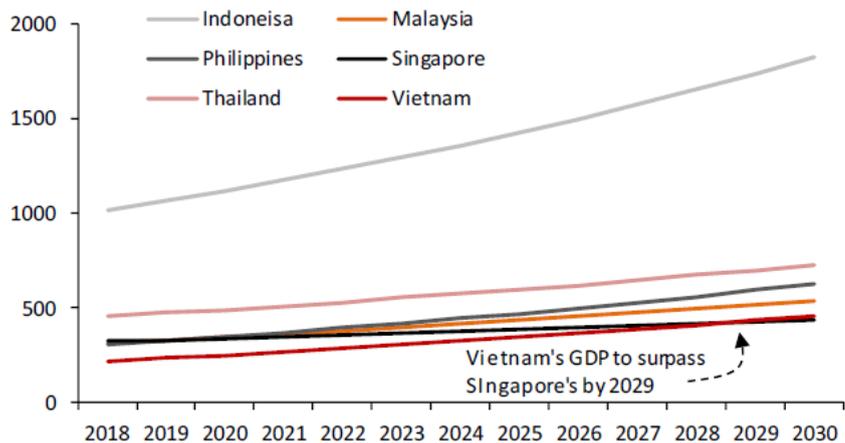
[4]人力資本指數(HCI)資料庫提供國家層級資料，關於HCI的每個組成部分，以及HCI整體(按性別分類)。該指數衡量的是，一個今日出生的嬰兒在18歲以前預期能實現的人力資本數量，假設在她所居住的國家普遍存在健康不佳和教育水準低落的風險。它旨在突顯當前健康和教育的改善成果如何影響下一代工作者的生產力，假設今天出生的孩子在未來18年內，所經歷的教育機會和健康風險和目前一樣。

[5]日本事務機器製造商理光公司和台灣建大輪胎公司最近表示，他們正在將一些生產線從中國分別轉移到泰國和越南，以避免貿易戰風險。大型消費品牌如新秀麗(Samsonite International SA)、梅西百貨和化石集團(Fossil Group Inc)都表示他們將繼續把生產和採購從中國轉移出去。

[6]我們根據直到2030年的潛在成長率，來預測東協主要經濟體的實質GDP。由此，未來十年內該地區經濟規模(實質GDP)的排名將有所變化。特別的是，2029年以前，越南將在這方面超越新加坡。

Real GDP projection of ASEAN economies

USD mn



Source: CEIC and DBS estimates

免責聲明

本資訊是由星展銀行集團公司（公司註冊號：196800306E）（以下簡稱“**星展銀行**”）發佈僅供參考。其所依據的資訊或意見搜集自據信可靠之來源，但未經**星展銀行**、其關係企業、關聯公司及聯屬公司（統稱“**星展集團**”）獨立核實，在法律允許的最大範圍內，星展集團針對本資訊的準確性、完整性、時效性或者正確性不作任何聲明或保證（含明示或暗示）。本資訊所含的意見和預期內容可能隨時更改，恕不另行通知。本資訊的發佈和散佈不構成也不意味著星展集團對資訊中出現的任何個人、實體、服務或產品表示任何形式的認可。以往的任何業績、推斷、預測或結果模擬並不必然代表任何投資或證券的未來或可能實現的業績。外匯交易蘊含風險。您應該瞭解外匯匯率的波動可能會給您帶來損失。必要或適當時，您應該徵求自己的獨立的財務、稅務或法律顧問的意見或進行此類獨立調查。

本資訊的發佈不是也不構成任何認購或達成任何交易之要約、推薦、邀請或招攬的一部分；在以下情況下，本資訊亦非邀請公眾認購或達成任何交易，也不允許向公眾提出認購或達成任何交易之要約，也不應被如此看待：例如在所在司法轄區或國家/地區，此類要約、推薦、邀請或招攬係未經授權；向目標物件進行此類要約、推薦、邀請或招攬係不合法；進行此類要約、推薦、邀請或招攬係違反法律法規；或在此類司法轄區或國家/地區星展集團需要滿足任何註冊規定。本資訊、資訊中描述或出現的服務或產品不專門用於或專門針對任何特定司法轄區的公眾。

本資訊是星展銀行的財產，受適用的相關智慧財產權法保護。本資訊不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

星展集團及其相關的董事、管理人員和/或員工可能對所提及證券擁有部位或其他利益，也可能進行交易，且可能向其中所提及的任何個人或實體提供或尋求提供經紀、投資銀行和其他銀行或金融服務。

在法律允許的最大範圍內，星展集團不對因任何依賴和/或使用本資訊（包括任何錯誤、遺漏或錯誤陳述、疏忽或其他問題）或進一步溝通產生的任何種類的任何損失或損害（包括直接、特殊、間接、後果性、附帶或利潤損失）承擔責任，即使星展集團已被告知存在損失可能性也是如此。

若散佈或使用本資訊違反任何司法轄區或國家/地區的法律或法規，則本資訊不得為任何人或實體在該司法轄區或國家/地區散佈或使用。本資訊由 (a) 星展銀行集團公司在新加坡；(b) 星展銀行（中國）有限公司在中國大陸；(c) 星展銀行（香港）有限責任公司在中國香港[DBS CY1]；(d) 星展（台灣）商業銀行股份有限公司在台灣；(e) PT DBS Indonesia 在印尼；以及 (f) DBS Bank Ltd, Mumbai Branch 在印度散佈。