

出走越南

过去几十年，中国经济实现了持续高速增长的奇迹。但同时，随着近几年中国生产成本的提高，许多投资者开始担忧制造产业会否转移至人工成本更低廉的邻国 - 越南，从而动摇中国“世界工厂”的地位。而这一年的中美贸易战，使这种担忧进一步升级。我们持有的一家上市公司，也效仿其他一些中国制造商，于 2018 年 6 月开始在越南建厂，这是在考察过其他许多国家（包括泰国、菲律宾、柬埔寨、缅甸、印度尼西亚和巴西）之后，为应对中美贸易摩擦而施行的战略举措。为了更直观地了解制造业向越南转移的趋势，我们在 18 年后再次到访越南。而本次越南之行让我们更为确信，越南只会取代一些中国的低端产能。如果想成为一个更广泛的全球制造业基地，越南还将面临许多挑战。



中越相似处

<1> 大量的低收入人口确保了制造业的劳动力供应

到 2017 年，越南的人口总数为 9,550 万，在全世界排名第 15，国土面积 33 万平方公里，相当于我国云南省的大小，世界排名第 67 位。越南人口密度非常高，同时也很年轻，65 岁以下的人口占总人口的 93%。根据越南统计局 2016 年的调查和我们自己的估算，越南人均可支配收入约为 2,100 美元，约为中国的一半。越南工人的组织纪律性好，勤奋，也渴望通过付出更多的劳动来赚取更多的钱。我们持有的上市公司向我们透露，他们在越南的工人工资约为中国惠州工人工资的 60%。越南工人目前的工作效率也是中国的 60% 左右，并预计有进一步提升空间。不过，近几年当地的劳动力成本也迅速增加。

<2> 越南近年来经济增长迅速

越南在过去 10 年间实现了年化 6% 的 GDP 增长。越南的 GDP 为 2,238 亿美元，位列世界第 23 位。人均 GDP 为 2,343.1 美元，约相当于 2009 年中国人均 GDP 的 63%。中国和越南的政治制度形态也比较类似，早期中国经济改革的成功就吸引了越南领导人的注意，他们多次来中国拜访学习。实际上，越南在 1986 年也开始实行改革开放政策，仅仅比中国晚了八年。他们也效仿中国对外企在国内设厂提供各种优惠，以吸引外资来获取更快的经济发展。

CHART 1: VIETNAM GDP & CPI

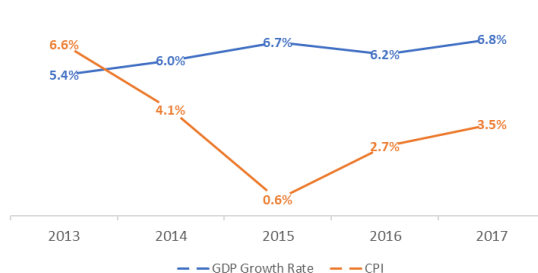
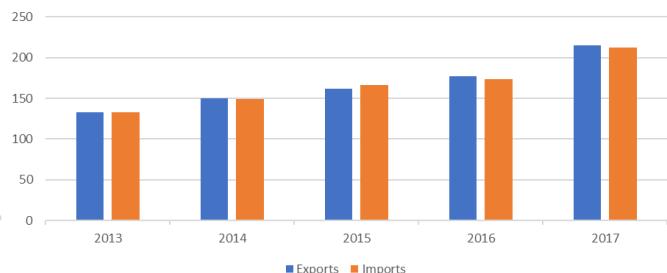


CHART 2: IMPORTS AND EXPORTS in BN USD



来源：彬元资本

<3>越南也由共产党执政

一党制有政权稳定的好处。当外企评估和选择在一个国家建厂的可行性时，当地的政治稳定性也是他们必须考虑的重要因素之一。

<4>两国都提供税收优惠

越南的普通企业所得税率为 20%。但和之前的中国类似，为了吸引外资，越南给予超过一定落地投资额的外企有 4 年的税收减免。越南的增值税最高也仅为 10%，比中国的 16% 更低。

<5>越南房地产价格近几年上涨很快

随着经济的发展，这几年越南的生活水平正在不断提高。当地居民想要买新房子，工厂需要土地新建工厂，于是房地产也蓬勃发展。房价在过去 3 年几乎翻倍，但土地价格的过快上涨可能会削减当地的成本优势。下图是一个在胡志明市市中心的公寓房子，每平方米售价 4000 美金。



中越间的差异

虽然中国和越南之间有很多相似之处，但差异亦不容忽视。在可以完全复制中国的成功之前，越南还需要克服一些关键的障碍。

<1>越南的基础设施直到今天仍然非常落后

胡志明市的基础设施建设还停留在中国三线城市的水平，第一条地铁线仍在建设中，已经比计划晚了 6 年。越南还没有高速公路，我们从胡志明市中心到以北 35 公里的工厂花了一个半小时，还为支付通行费停了 6 次车。这种不发达的物流使得运输效率非常低。

<2>腐败仍然司空见惯

通过与当地人的聊天，我们了解到，越南的腐败现象仍然十分普遍，几乎做什么事都需要向政府官员支付疏通费，大到地铁项目的招标，小到对非法停车的处理。相比之下在中国，尤其是习主席的反腐运动之后，每个人都能亲身感受到社会风气的改善。一个有趣的例子是，此行我们午夜到达越南海关，而我们中的一位成员无缘无故被扣押了四小时。这让我们想起之前某次到访越南，曾为了把一件小型木制手工艺品带入境，向当地海关人员支付了 200 美金的小费。很明显，腐败会影响效率和运营成本，同时也会让外企担心在当地的合规。

<3>越南的教育水平不如中国

根据越南综合统计办公室的数据，2017 年当地有接近 32 万名大学毕业生，仅占总人口的 0.33%。而在中国，2017 年就有 800 多万名大学毕业生，占总人口的 0.60%。这种比例的差距会对越南未来的人才供应产生负面影响。更不用说中国的总人口是越南的 13 倍，我们的人才在绝对数量上要比越南多得多，可以享受人才和技术的溢出效应和规模效应带来的好处。

<4>本土制造商仍然太弱，无力与国际制造商竞争

越南一直是摩托车大国，这和我们 18 年前第一次去没有太大改变。在高峰时段，马路的摩托车挤得满满当当。但大多数摩托车和汽车仍然是国外品牌，包括丰田和 YAMAHA 雅马哈，很难看到本地车品牌的身影，同样的情况也发生在当地消费品上，包括家用电器。和越南不同，中国的国内乘用车品牌已经占到中国汽车市场的 35%，家用电器的国产品牌更是占据了 80% 的国内市场。为什么中国在过去 40 多年来可以形成如此多的国内龙头企业，甚至开始威胁全球产业巨头呢？我们认为，这要归功于曾经那样一个独特的经济环境和时代，包括当年国际巨头出于对中国大市场的看重而同意通过合资公司的形式转移技术；包括我国快速崛起的物流基础设施和完善的上下游产业链配套设施；还包括中国的财富效应吸引了很多高科技人才回到祖国的怀抱。相较而言，如果没有这些天时地利，无法取得先进技术，只是单靠产能转移，越南很难复制中国真正成为全球的制造基地。过去的许多经验都证明，缺乏技术积累和高科技人才，一个国家很容易长期陷入低附加值制造的漩涡。



结论

越南确实在很多方面和中国有相似的地方，包括文化、政府、经济改革的路径、人口密度，还有很重要的，越南也拥有很多其他国家所缺乏的充裕的有组织的劳动力群体。虽然基础设施和制造水平还有待提高，但其提供给外企的优惠税收政策以及低廉的劳动力成本仍然会继续吸引一批低端劳动密集型产业去越南，特别是考虑到中美贸易摩擦的问题。但越南要想进入像中国一样的良性循环，还需要克服不少关键障碍。其中最为重要的一环，也是越南之前没有太关注到的，就是积累技术和高科技人才，这是一个国家不断提高生产力，逐渐走向高端制造业必不可少的元素。这可能也是为什么越南在 1986 年就开始实施改革开放，仅晚于中国 8 年，然而在这 30 年间，两国的发展差距却越拉越大。因此，我们认为，如果越南想要复制中国的成功，不仅要控制腐败问题，加快基础建设投资，还要加强通过和外企的合作真正获取制造技术，甚至坚持反向研发，像当年日本、韩国和中国一样。虽然，在目前民族保护主义抬头的大环境下，通过转移技术来获取技术的突破变得越来越不容易。

总之，一些低端产业确实会继续向越南转移，但中国会依靠之前已经建立起来的完整的制造产业链，保持在全球范围的竞争力水平。在可预见的未来，只要中国保持对外开放的态度，作为全球制造业基地的地位几乎不可能被动摇。一些低端制造产业从中国转移到越南，对两国，甚至对全球经济最终都是有利的。

市场回顾与展望

2018年年底和2019年开年的中国经济数据喜忧参半。2018年12月生产者价格指数（PPI）同比上涨0.9%，低于11月的2.7%。12月消费者物价指数（CPI）为1.9%，低于11月的2.2%。官方制造业采购经理人指数（PMI）从12月的49.4小幅回升至2019年1月的49.5，但仍低于荣枯线。而官方非制造业PMI从12月的53.8上升至1月的54.7，主要来自于服务业的贡献。12月铁路货运量同比增长14.0%至3.46亿吨。

中国政府已开始对个人实施减税，同时推出优惠政策以促进电动车、旅游、家电、农产品等消费品的需求。商用5G证书的推出将加速信息基础设施的升级。这些举措将提高人均可支配收入，进一步促进消费升级。低线城市呈现出强劲的增长趋势，这意味着消费产品和服务的市场扩张潜力巨大。

2019年，国家将深化企业减税改革。1月9日发布了年度首次减税政策。对月销售额10万元以下的增值税小规模纳税人，免收增值税，即刻生效。税务机关还将对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。投资于科技初创企业的创投公司的税负可减少70%，仅此一项减税额就超过200亿人民币。我们预计未来几个月将会有更多政策出台，税制改革将提高企业的盈利能力，刺激个人消费，促进高附加值产品和服务的产业升级，有助于增强对经济稳定发展的信心。我们的持仓也会随之受益，特别是在家纺、家电、汽车售后服务、饮料、智能终端、娱乐和医疗保健服务等领域。

➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

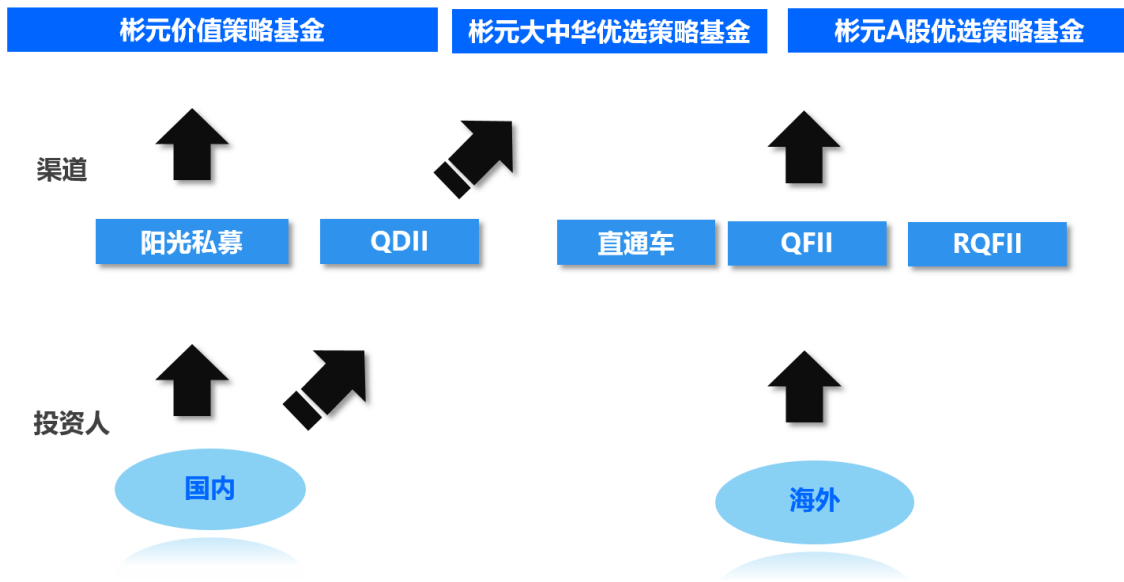
公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

【彬元资本】微信公众号：
binyuancapital



➤ 产品架构:

产品



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: CR@binyuancapital.com