

►越南今年經濟增長預測達6.5%，汽車業發展如火如荼，市傳新能源車企Vinfast赴美IPO。



上周五召開了政治局會議之後，A股終於迎來久違的反彈。但從2020年疫情爆發至今年4月底以來的表現看，全球126個主要指數中，中國的深成指、滬綜指和恒生指數均排名靠後，而越南指數以232%的漲幅排名第二。指數大漲的背後，是越南經濟在疫情期間的繁榮發展，中國產業鏈越來越多搬至越南，帶動越南出口的大幅增長，上一季度出口貿易總額顯示再次超過深圳。

「越南製造」復刻中國故事

春風夏語 夏 春
銀科金融
首席經濟學家

越南在疫情期間，經濟基本面受到衝擊，但市場投資人對越南未來的發展依然保持樂觀，越南河內指數在2021年以129.78%的漲幅在全球主要股指中排名第一，胡志明指數在2021年11月突破1500點，創越南股市新高。近兩周通過資金流向監測機構EPFR口徑統計，越南市場獲得資金淨流入，而泰國、菲律賓等其他東南亞國家則呈現出資金淨流出態勢。

去年年中的時候，越南疫情快速蔓延，防疫政策上升，三季度GDP出現6%負增長，但2021年10月過後，越南防疫政策轉向改為「與疫情共存」的策略後，政府擴大財政支出，維持低利率環境，政府發力基建，經濟活動逐漸回暖，出口恢復拉動四季度GDP大幅反彈，錄得增長5.22%。

2021年四季度進出口成為拉動越南經濟的最大亮點，熱度延續到今年，1月PMI（製造業採購經理人指數）達到53.7，是去年4月以來最高水平，今年3月越南貿易出口總額340億美元，環比增長了45%，超過了深圳的240億美元。今年一季度，越南以891億美元的出口總額，完勝深圳的約600億美元的出口總額。

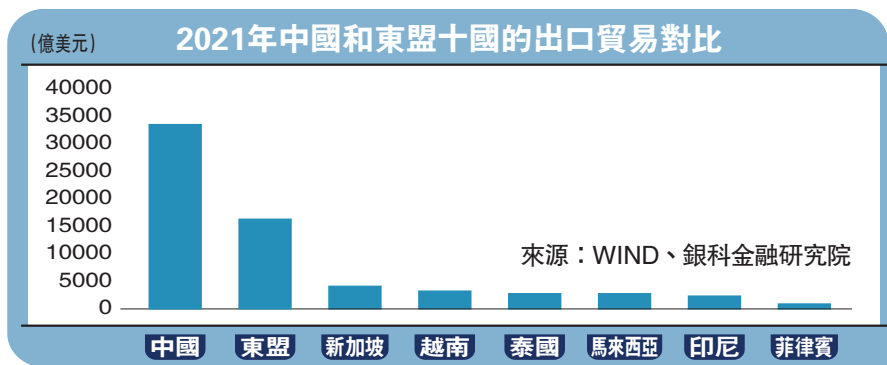
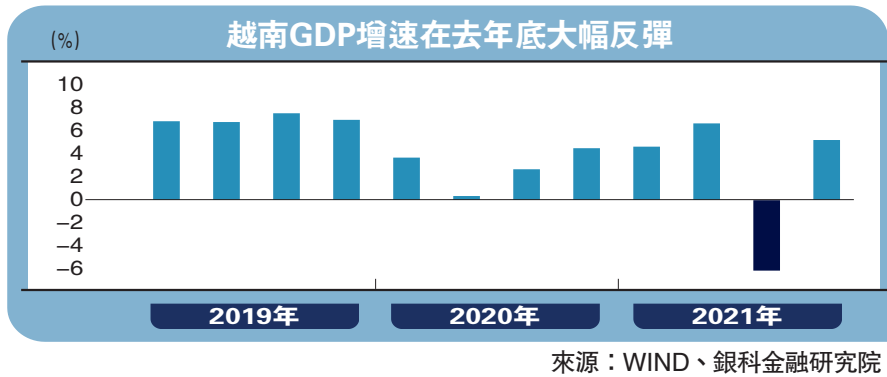
出口替代效應明顯

從出口的總量來看，2021年中國的出口規模大約是3.36萬億美元，是東盟十國總和1.64萬億美元的兩倍，除去發達經濟體的新加坡，越南是東盟十國中出口貿易額最高的國家，其次是泰國、馬來西亞和印尼等。

回首2020年新冠爆發初期，中國的產業鏈首先受到衝擊，出口大幅下降。從Wind數據看到，2020年一季度的中國出口佔全球份額已經從2019年一季度的12%下降到11.1%，而印尼、越南等東南亞國家的出口份額有所增加。等到2021年年中，越南、馬來西亞等國家疫情趨惡化，越南收緊防疫政策，大量企業停工停產，越南的出口份額又出現了下降，中國的份額出現小幅上升。整體呈現出一定範圍的彼此替代和此消彼長的情況。

另外，從東盟十國出口的商品類別來看，2021年的出口情況，佔比最高的前六類產品分別是機械和電子設備、塑膠、賤金屬製品、化學產品、紡織品、汽車飛機等設備；而反觀中國出口商品的大類佔比前六名分別是機械和電子設備、紡織品、賤金屬、化學產品、車輛飛機設備、塑膠。從深圳和上海的出口數據看，2021年上海的機電產品佔到出口份額的68%，深圳更是高達80%，而越南的第一大出口商品類別就是電機、電氣等設備，佔比為40%左右。深圳和上海在疫情管控期內出口受阻，根據深圳海關數據披露，今年3月出口下降14%，部分需求會落到越南，出現一定的替代現象。

綜合上述，看得出中國和東盟十國的出口大類商品有一定的重疊。這麼看，東盟國家的產業鏈和中國有一定的替代關係，但如果細分具體產品看，替代難度就很大。比如「汽車、



飛機設備」這個大類，下面可細分至發動機、變速箱、傳動系統、底盤等上萬個零件，現代企業不僅僅只是需要零部件本身一對一的替代，而是需要整體產業鏈的整合和完整度。

從用工成本上看，越南每月平均320美元，泰國和馬來西亞在700美元左右，中國勞動力平均在990美元左右，越南確實有一定優勢。但勞動力的質量遠不如中國，中國在2020年受過高等教育的人口數量就超過2億，比越南總人口還多出兩倍。

越南要完整復刻中國完整的產業鏈並不容易。筆者認為，此輪越南出口的大幅增長，更多是來自中國產業鏈訂單的暫時性轉移，而非產業鏈的永久轉移。

本土車企赴美上市

不管越南是否真正開始替代中國的產業鏈，越南確實趁中國疫情封控期間，經濟大幅走強，亞洲開發銀行預測2022年越南經濟增長將達到6.5%。強勁的經濟勢頭開始蔓延到全國各個行業，汽車行業也發展得如火如荼，4月有消息傳出越南第一家新能源汽車企業赴美IPO，車企正是越南最大的民企Vingroup旗下的Vinfast。

Vinfast是越南第一家汽車企業，在4月傳出秘密向美國證監會遞交了IPO申請，估值區間的上限高達600億美元，如果成功的話，將是越南歷史上最高市值的公司。2018年蔚來赴美上市時市值只有約64億美元，理想上市時市值也不足100億美元，在2020年11月小鵬、蔚來市值高點也只有500到700多億，為何誕生自汽車工業這麼薄弱的國家的電動車品牌Vinfast可獲得這麼高的估值？

我們細看Vinfast會發現許多和中國造車新勢力不同的點，Vinfast的起步是通過簽訂合約的方式獲得通用汽車在越南的全部業務，具備造車資質，管理經驗也是使用通用汽車的美國企業運作方式，Vinfast的九位董事就有六名美國人，剩餘的三名越南人也曾經在美國工作。

不僅公司理念貼近西方，且海外布局也領先「蔚小理」（蔚來、小鵬與理想），Vinfast一早進入美國市場，今年3月，Vinfast宣布在北卡羅來

納州投資40億美元，規劃產能為15萬輛汽車，大手筆的投資吸引了拜登在推特上公開祝賀。

擁有符合美國價值觀的董事成員，又在美國設廠帶動就業，符合拜登政府的新能源發展規劃，實車也在去年12月已經下線。Vinfast管理層諳西方資本運作，不僅僅只是一個會給歐美資本講故事的公司，還是一個「實幹派」，這麼看，高估值似乎情有可原。

別看Vinfast在美國資本市場上的風光，汽車產業雖然是越南的重要產業，也依然停留在低端的產業鏈上。根據越南《西貢經濟》的描述，經過十年的發展，越南汽車產業也只限於組裝，發展停留在焊接、漆料清潔、組裝等三道工序上。越南汽車的配套能力比較弱，全國350家汽車零部件廠商，外國企業的比例高達80%，其餘是越南企業，且以中小型企業為主，生產的汽車零部件技術含量低，主要是鏡子、坐墊、電池等，整體汽車產業的國產化率僅為10%。

全國汽車產業規模較小，2019年越南全國汽車銷量38.5萬輛，國產汽車18.6萬輛，這麼小規模的市場由十家車企分割，導致每一款車型的銷量每年普遍都不足1萬輛，2019年銷量最高的豐田威馳達到罕見的2.7萬輛。在中國，普通的國產品牌五菱旗下的宏光Mini電動車在今年1月的銷量就達到3.7萬輛。

結尾

全球開啟了「疫情共存模式」，胡志明的夜晚，越南鼓躁動的音樂已經開始在酒吧街傳開，夾雜着東南亞味道，又有西方電子音樂的律動，兼容並蓄，好像回到九十年代深圳的迪廳，聽起來有一股野性的追逐。正如越南近四十多年的改革開放，靈活變通、思想解放，嘗試復刻中國故事，又努力向西方學習，引進世界的技術和資本。

越南，這匹在後疫情時代快速奔跑的黑馬，儘管基礎薄弱，但依然值得我們注意。因為面對全球產業鏈處於地緣政治，而引發的安全顧慮上的轉移，關乎的不是一個城市一個省份的事，而是整個國家的未來。

改善供應鏈為當務之急

遠見卓識 王 涵
興業證券
首席經濟學家

4月份製造業PMI（採購經理人指數）錄得47.4%，是2005年以來除2008年金融危機、2020年初疫情衝擊時期之外的最低點，較3月下滑2.1個百分點。除中小型企業之外，大型企業製造業PMI也低於臨界值。在疫情衝擊下，全社會生產普遍走低。而服務業相較製造業受到更大衝擊，4月非製造業商務活動指數為41.9%，較上月下滑6.5個百分點。同時，4月製造業PMI從業人員指數47.2%，較上月下行1.4個百分點，也處於歷史較低水平。考慮到3月城鎮調查失業率為5.8%，已處於較高水平，4月PMI從業人員進一步下滑，或意味着穩就業面臨較大壓力。

筆者曾提示，從全國高頻數據來看，4月經濟活動放緩相較3月更加顯著，4月經濟及就業受疫情拖累或更加明顯，因此穩增長、穩就業相關政策發力對沖的必要性進一步提高。4月29日中央政治局會議要求抓緊謀劃增量政策工具，加大相機調控力度，把握好目標導向下政策的提前量和冗余度，整體政策態度較為積極。

新訂單和生產是製造業PMI走低的主要原因。供應商配送時間在計算PMI合成指標時為逆指數，因此如果剔除供應商配送時間對PMI的「虛假」貢獻的1.4個百分點，實際PMI約為46.0%。拆分製造業PMI來看，新訂單和生產分別拖累製造業PMI約1.86、1.28個百分點，是4月PMI走弱的最主要拖累。

具體而言，需求下滑快於生產，企業被動累庫。4月產需兩端降幅皆有所擴大，需求下滑速度快於生產。4月生產指數和新訂單指數分別為44.4%和42.6%，比上月下降5.1和6.2個百分點。自3月疫情反覆以來，需求下滑速度持續快於生產，這導致企業開始被動累庫，4月PMI產成品庫存為50.3%，升至2013年以來高點。同時，4月PMI採購量為43.5%，較上月下滑5.2個百分點，下滑速度遠快於原材料庫存下降

速度，這或意味着企業後續生產動力也較為不足。

外需方面，新出口訂單大幅下滑，後續出口或承壓。4月新出口訂單指數為41.6%，較上月下滑5.6個百分點，這意味着後續出口或承壓。筆者亦曾寫到，4月港口吞吐量相較正常水平仍有較大距離，疫情對出口的衝擊在4月或有更明顯的體現。同時除疫情之外，全球貿易需求也進入下行趨勢，後續出口走弱是大概率事件。

餐飲旅遊備受衝擊

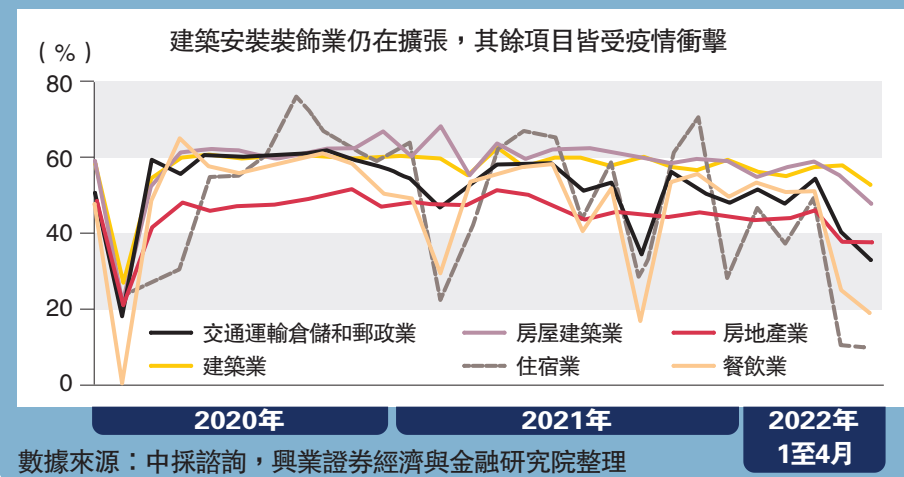
當前供應鏈的改善成為生產恢復的關鍵之一。自2020年新冠疫情之後，隨着生產和消費的復甦，PMI多數分項皆出現修復，但是供應商配送時間始終位於歷史較低水平。而2022年3月疫情反覆衝擊之後，供應商配送時間再次跌至歷史較低水平。4月供應商配送時間指數為37.2%，僅略高於2020年2月的32.1%。當前物流環節已成為生產復甦的最大堵點，也是商品價格持續位於高位的主要原因之一。

分行業看，食品、紡服等必需消費較為強勁，住宿、餐飲位於歷史低位。

從製造業來看，保障基本民生的必需消費表現較好。農副食品加工業4月PMI仍位於臨界值之上，並且高於季節性。紡織服裝4月PMI也高於季節性，或與口罩、防護服等相關疫情製品有關。除此之外，與生產相關的資源品加工和中游製造業4月PMI皆位於臨界值以下。並且，4月計算機、電子及通信行業新出口訂單僅為38.1，較上月下行6.8個百分點。

從服務業來看，建築業保持擴張，餐飲旅遊則受疫情衝擊顯著。4月建築業商務活動指數為52.7%，雖較上月下滑5.4個百分點，但仍然保持擴張。受疫情影響較為明顯的交通運輸及倉儲、餐飲和旅遊則出現明顯下滑。其中4月交通運輸及倉儲業商務活動指數為32.8%，較3月下行6.8個百分點；4月餐飲業商務活動指數為18.9%，僅略高於2020年2月的13.6%；住宿業受衝擊最為明顯，4月住宿業商務活動指數為9.9%，甚至低於2020年2月的水平。

中國主要非製造業商務活動指數



解決土地房屋問題建議(三)

樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

香港的深層次矛盾：房屋問題。需要解放的其實不只是土地，也包括是人的思想。

前文分享，為私樓、居屋和公屋第二市場做好「供求管理」，的確可令市場短期大增數以萬計的放盤量，樓市還有什麼板塊可以增加短期供應呢？

當然，我們可以再用前特首梁振英競選時的理念，大意是：將五年後才能推出的供應提早到三年後推出、將原本三年後推出的土地提早到兩年、將兩年後推出的供應提早到一年後推出。對的！用管理和效率可以以一定程度解決問題，但必然地應增加一些三年後可以推出的新土地供應。有了供應新血，原本發展中的土地就可以提早推出，成為短期供應。

因此，筆者同意發展「郊野公園邊陲地帶」等綠化地，一些近公路、相對容易配合水電的綠化地，為何不建樓解決民生？起樓並不等於破壞環保，社會資源有限，我們應追求兩者平衡，發揮最高效益。很多海外地區，如倫敦的巴斯（Bath），加拿大維多利亞市，及新加坡等，就是盡量爭取兩者平衡的成功例子。

環保是一個管理的議題，城市發展不等於破壞環境，環保規劃做好，可以改善環境和達到可持續發展。筆者認為，若「反造地者」的意見影響供應計劃，有關論者同時必須申報利益。社會要進步，環保更必須向前行，正因為環保是重中之重，我們更要保證方法正確，支持香港的房屋規劃與發展，改善市民生活環境。

行政長官候選人李家超在政綱中提出，「多元發展，拓居住空間」，包括全面審視現時佔地逾1.6萬公頃的「綠化地帶」，及佔地約1600公頃的「棕地」，積極探討包括用作安老院舍、住宅等不同發展的可行方案。筆者非常同意。



▲城市發展不等於破壞環境，做好環保規劃，支持香港的房屋規劃與發展。