



▶越南出口強，短期來自於疫情錯位，長期源於產業轉移的共性推動。

近年來中國企業開始逐步前往越南積極布局，進行海外生產基地建設，尤其是疫情後海外生產基地的優勢進一步體現，一方面將受益於疫情後越南生產的快速修復，另一方面後續生產出口也將進一步受益於越南良好的貿易環境。在地緣政治衝突加劇、全球供應鏈泛意識形態化和疫情階段性擾動加劇等背景下，「越南能否替代我國出口」再次成為市場焦點，但筆者認為，越南出口利好仍會驅動中國出口表現積極。

越南出口強勁利好中國

視點超群 李超 浙商證券首席經濟學家

2020年末中國對東盟的存量直接投資規模為1276億美元，其中製造業投資規模324億美元，佔比25.4%，是第一大投資行業。根據商務部發布的最新一期《中國對外投資合作發展報告（2020年版）》，2020年末中國對越南的對外投資存量規模為85.75億美元。其中加工製造業是最主要的投資產業，電力生產等領域也有較多投資。

人力成本優勢明顯

從細分行業來看，紡服輕工業對人力成本和稅負較為敏感，出於成本考慮在越南布局較多。越南的低人力成本和優惠稅收環境對製造業而言極具吸引力：

一是人力成本優勢方面，同為全球範圍內重要的製造業加工廠，越南的人力成本已經呈現出極為明顯的比較優勢。根據IHS Markit Technology和Statista統計，2020年越南、中國和墨西哥的平均時薪分別為2.99美元、6.5美元和4.82美元，越南的製造業人力成本分別為中國和墨西哥的46%和62%；從過去五年來看，越南的勞動力成本優勢持續擴大，2016年越南、中國和墨西哥的平均時薪分別為2.38美元、4.99美元和3.82美元，越南的製造業人力成本分別為中國和墨西哥的48%和62%。

二是稅收環境方面，越南為國內的重點行業尤其是外資企業提供了諸多稅收優惠，對外資尤其是製造型企業極具吸引力。從國際橫向比較來看，越南基本稅率在亞洲諸多製造業競爭國裏本就處於較低水平，越南企業所得稅的基準稅率為20%，在亞洲六國中位於最低水平（剩餘五國分別為中國、泰國、菲律賓、印尼、印度，基準所得稅率分別為25%、20%、30%、25%、30%）。從考慮各項稅費後的實際稅率來看，越南39.4%的實際稅率也低於中國、菲律賓和印度。此外，越南還為國內的重點行業尤其是外資企業設置了諸多稅收激勵措施，進一步提升對外資製造業的吸引力。

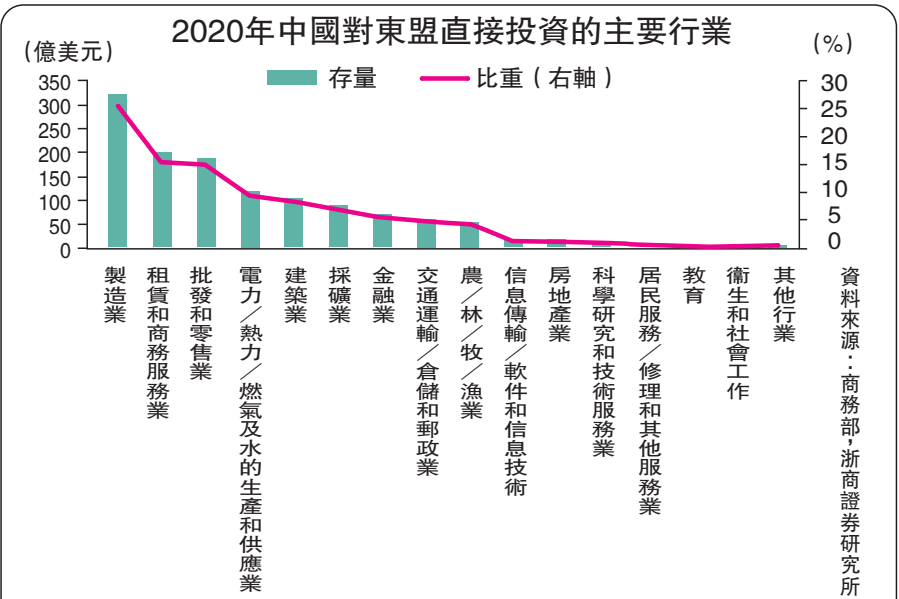
結合越南低人力成本和低稅負的特徵，筆者認為具備以下兩大特徵的行業有前往越南布局的潛質：

一是對人力成本和稅收負擔較為敏感的行業，將生產基地布局在越南可為其獲取更多成本優勢；

二是對中國產業鏈依賴度相對較低的行業，在越南布局生產基地可以減少產業脫節的影響。

通過上述特徵對各類製造業的細分行業進行觀察，筆者發現同時具備兩大特徵的行業（即「對人力成本和稅收負擔較敏感」和「對中國產業鏈依賴度較低」）主要集中在輕工紡服行業，諸如紡織服裝和服飾業、皮革製品和製鞋業、印刷品業、傢具製造業、紡織業、木材加工等製成品業及部分電子設備製造業。上述行業受成本驅動具有較強前往越南布局生產基地的意願。

從當前現狀來看，根據商務部《對外投資合作國別（地區）指南



（越南2021年版），中國當前在越南較大的投資項目包括：鈴中出口加工區、龍江工業園、深圳—海防經貿合作區、天虹海河工業區、賽輪（越南）有限公司（汽車輪胎）、百隆東方（紡織）、天虹集團（紡織）、申州國際（紡織）等。除了部分工業園以外，百隆東方、天虹集團、申州國際等大型項目均隸屬於紡服行業。

除了追求人力和稅負優勢的部分企業外，另有部分新興產業也在越南積極開展戰略布局，清潔能源、數字經濟和電子科技是其中的代表行業。

清潔能源領域，越南受異常氣候影響較為嚴重，過去十五年自然災害每年可以造成越南國內生產總值（GDP）1.5%的損失規模，為此越南政府對清潔能源的重視程度明顯提升。近年來中資企業在越南的新能源領域開展了大量投資，2014年以來共計12家中資企業在越南北江省投資光伏產業，投資總額近20億美元，其中11家中資企業的光伏基地已正式投產，組件總產能達20GW（吉瓦），電池產能達21GW，是中國當前最大的海外光伏產品生產基地。此外，中資企業還承建了越南多數光伏電站項目，其中以中國電建集團為典型代表在越南已參與22個光伏電站建設。另據不完全統計，中資企業參與投資或建設越南風電項目近70個，裝機容量約3.3GW。

數字經濟領域，近年來越南對數字經濟的重視程度顯著提升，規模2025年數字經濟在GDP中的佔比達到20%。其中Shopee、Tiki、Lazada是越南三大電商平台龍頭，阿里和騰訊在上述公司均有大量持股。其中騰訊間接持有Tiki股權的28.9%、持有Shopee母公司股權的39.7%；阿里則持有Lazada股權的83%。

產業結構較為單一

市場關於越南與中國出口關係的討論並不新鮮，早在2018年中美貿易摩擦出現前，就有關於「中國勞動力紅利下降促使越南成為承接中國部分勞動密集型產業的重要目的地」的論點，時至今日，在地緣政治衝突加劇、全球供應鏈泛意識形態化，以及疫情階段性擾動加劇等背景下，這一問題再次成為市場關注熱點。筆者認為越南無法替代中國在全球供應鏈的位置，考慮中越之間的貿易規模相差懸殊、產業耦合度高、貿易合作密切

等邏輯，越南出口利好仍會驅動中國出口表現積極。

首先，不論是出口還是供應鏈維度，越南無法替代中國。2022年以來，由於中國與越南疫情擾動走勢相反，越南出口的持續走強使得部分「替代中國論」的聲音湧現，事實上越南出口規模較中國而言過小，2021年越南出口規模才剛剛突破3000億美元，達到3362.5億美元，僅為中國出口規模的10%，越南無法承接中國出口的巨大體量更難言接替。此外，從全球供應鏈角度來看，中國突出的供應鏈優勢體現在全門類工業體系，2020年以來供給端優勢表現突出，而越南產業結構較為單一，主要以附加值較低的勞動密集型產業為主，難以承接並接替中國在全球產業鏈的樞紐位置。

其次，越南出口強，短期來自於疫情錯位，長期源於產業轉移的共性推動。2022年以來越南短期出口表現出較高增速、顯著高於中國，這與2021年第三季度的走勢顯著相反，但背後邏輯一致都是疫情擾動錯位導致的，2021年中國佔優因而出口較強，2022年則是越南佔優，其背後邏輯並非越南永久性替代了中國的出口。從長期來看，中國與越南出口的持續景氣，背後是2000年以來持續的全球化推動發達經濟體向新興市場國家產業轉移，進而帶動發展中國家出口增速趨勢性走強，因此，對於中國外貿出口而言，更大的風險在於逆全球化和全球供應鏈區域化，而非某個發展中國家對中國出口的替代。

再次，中越貿易合作密切，產業耦合程度高。中國與越南外貿聯繫緊密，相對於承接和替代，中越貿易相伴相生、一榮俱榮的特徵更強。根據中國海關統計，2021年中越雙邊貿易額首次突破2000億美元達2302億美元，按美元計同比增長19.7%，按人民幣計同比增長12%，中國保持為越南第一大貿易夥伴和第二大出口市場，越南也保持為中國在東盟的第一大貿易夥伴和繼美國、日本、韓國、德國、澳洲之後中國在全球的第六大貿易夥伴。此外，中越產業耦合程度高、產業內貿易較多，正是因為產業相似性和耦合程度高，中國出口增速與越南出口增速表現出較強的同步性。

綜合來看，筆者認為中越出口的階段性背離是疫情擾動錯位所致，考慮產業耦合程度高、貿易合作密切程度強和承接發達經濟體產業轉移的長周期共性趨勢等邏輯，越南出口好仍會直接或間接的驅動中國出口好。

大宗商品價格料今年見頂

明若觀火 明明 中信證券固定收益首席研究員

2020年初，隨著新冠疫情在全球範圍內逐步擴散，需求坍塌導致大宗商品價格暴跌，其中包括原油在內的能源品價格跌幅最為明顯。隨後，在需求、供應鏈、流動性等因素的推動下，大宗商品價格重回上行區間，且呈現出全面走高的態勢，包括能源品、工業金屬、農產品在內的大部分大宗商品價格均大幅上漲。

本輪大宗商品價格全面走高的根本原因在於供需矛盾突出，即需求快速反彈、供給修復緩慢。2020年全球疫情爆發後，以能源品和工業金屬為代表的大宗商品面臨「需求反彈速度遠快於供給修復速度」的情況，表現為對應商品的庫存水平大幅走低。具體來看：

（1）原油——美國原油庫存在2020年6月觸及高點後便一路向下，今年二季度以來，美國API原油庫存在4.4億桶水平附近，EIA全美商業原油庫存讀數在4.18億桶左右；

（2）天然氣——2021年夏秋以來，歐洲天然氣庫存顯著低於往年同期水平，冬季臨近導致相應需求季節性走高，庫存去化加速；

（3）工業金屬——2020年年中至今，LME銅庫存均明顯低於2016年以來的同期水平。此外，2021年下半年LME鋁庫存同樣持續去化，尤其是進入2022年，其庫存水平錄得2016年以來同期最低。

俄烏衝突是此輪大宗商品價格進一步上漲的催化劑，包括戰爭本身的客觀影響、西方國家對俄制裁，以及俄羅斯反制裁等因素都加劇了大宗商品供需矛盾。俄烏在全球大宗商品市場上的地位可謂是舉足輕重，其主要生產和出口的大宗商品覆蓋了能源、工業金屬、農產品和貴金屬等多個品類。觀察兩國2020年主要出口大宗商品佔全球的比例，烏克蘭是全球主要的農產品出口國，其大麥和玉米出口佔全球份額超10%；俄羅斯主要出口的大宗商品種類更為豐富，其中天然氣、生鐵、鈹和小麥的出口份額超過20%。

短期來看，俄烏衝突仍是主要大宗商品的重大上行風險。由於俄烏衝突的持續時間、西方國家與俄羅斯之間的制裁與反制裁措施的覆蓋範圍和程度均存在較大不確定性，與俄烏兩國相關性較

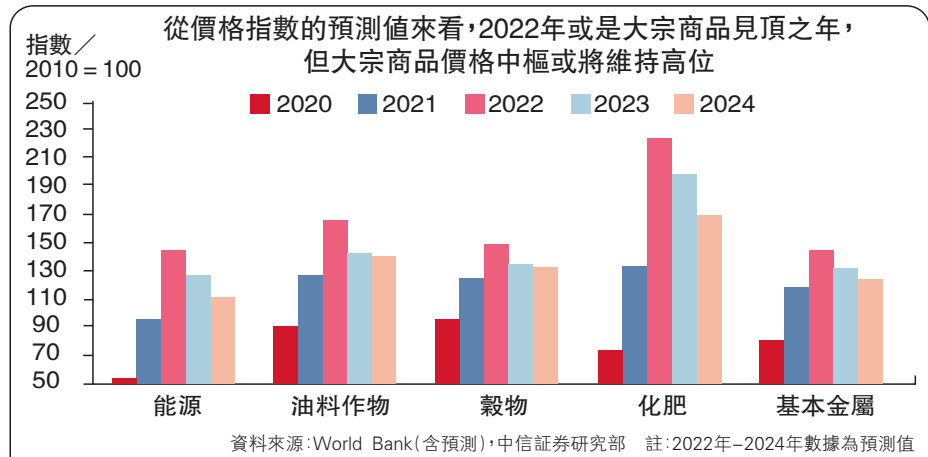
高的大宗商品價格或將繼續維持較高的價格水平，同時其價格的上行風險仍然不容忽視。

具體來看：能源方面，由於開置產能下降、投資規模減少等因素影響，因俄羅斯原油和天然氣出口制裁而導致的供需缺口在短期內或難以抹平；農產品方面，從美國農業部公布的烏克蘭作物日曆來看，7月起烏克蘭的小麥、冬大麥和油菜籽都將進入收穫期，但俄烏衝突的不確定性或其收割作業造成影響；工業金屬和貴金屬方面，來自俄羅斯的鋁、鎳、鈹的供給或面臨制裁程度的不確定性，而俄烏危機對於市場風險偏好的影響或是黃金面臨的上行風險。

中長期來看，大宗商品市場的下行風險則來自於全球經濟衰退預期。2020年年中以來，大宗商品價格飆升、供應鏈瓶頸導致製成品價格上漲、勞動力成本上升等因素使得全球通脹水平快速走高，截至2022年4月，美國、歐元區和英國的消費者物價指數（CPI）同比均處於歷史高位。為應對通脹，美聯儲和英格蘭銀行開啟緊縮周期，而歐央行也在逐步釋放緊縮信號。當前，在高通脹抬高生活/生產成本、海外央行收緊流動性、中國國內產需疲弱的情況下，市場對於全球經濟衰退的擔憂有所增加，5月份美國、歐元區、英國和日本製造業採購經理人指數（PMI）初步數的進一步回落也驗證了全球經濟增速的下行壓力在增大。後續來看，來自需求端的支撐減弱或成為大宗商品市場的主要下行風險。

綜上，2022年或是大宗商品見頂之年，大宗商品價格中樞或將維持高位，其中包括原油、穀物、化肥、鋁等在內的俄烏兩國主要出口商品或具備較強的抗跌屬性。年內來看，無論是大宗商品本身的供需錯配，還是全球供應鏈問題都難以迅速扭轉，疊加俄烏衝突的發酵存在較大不確定性，主要大宗商品或將繼續保持較高的價格中樞。World Bank最新預測顯示，2022年能源、農作物、化肥和基本金屬的價格中樞將較2021年有顯著提高。其中，以原油、穀物、化肥、鋁為代表的俄烏兩國主要出口商品或具備更強的抗跌屬性。

拉長時間維度來看，進入2023年，隨着全球海外主要經濟體緊縮政策的陸續落地，全球經濟衰退預期漸濃，大宗商品價格有望逐步回落，但相較於2019年疫情爆發前的水平，其價格絕對值處於高位的持續時間或長於預期。



曾破產人士申請按揭有法

樓按明曉 張穎曦 經絡按揭轉介營運總監

疫情襲港超過兩年，累積下來的經濟問題逐漸浮現。日前破產管理署公布4月份個人破產及企業強清盤呈請宗數，破產呈請提交達930宗，較3月的130宗急升逾6倍；強清盤呈請涉68宗，較3月的7宗急升逾8倍，兩者均創自2020年5月以來新高。

若不幸陷入財困，申請破產由法院宣布當事人無力償還債務，是解決財務困境無可奈何的方法之一。但相信沒有人主動想破產，因為破產者在未來數年的生活上將受到多項掣肘，例如不得購買高價商品、不得擔任公司董事或參與業務管理、不得從事某些行業及職業等。此外，破產會對當事人信貸能力構成長遠的影響，環聯（TU）信貸資料庫會保留破產紀錄8年，而欠債紀錄則要等到破產令完結及收到破產人士通知後，才會在破產解除日計起5年後消除。

破產人士在破產令生效期間不能購買物業，即使已解除破產令，當事人在承造按揭上亦有可能面對一定程度因

難。若曾經破產人士打算置業及申請按揭，建議預先計劃好周全計劃，以免在申請按揭時「觸礁」。

首先，曾經破產人士要確保破產令已獲解除。一般來說，首次破產人士的破產令為4年，其後破產令理應將自動解除，獲得解除後破產人士應向法院申請「破產解除證明書」，其後向環聯提供證明書並要求重新更新個人紀錄以證明已沒有破產令在身。

其後，當事人要重新建立良好的信貸紀錄，可考慮向銀行申請一張信用卡，持續及有限度地使用，並且準時還款，從而逐步改善個人的信貸評級。一段時間後，待信貸評級改善，方考慮申請按揭貸款置業。

銀行對於曾經破產人士的接受程度不一，要有心理準備按揭息率、按揭成數或會比平常人「打折」，未必能享有市面上最優惠的按揭條款，若需要以按揭保險計劃申請高成數按揭的難度更高。不過，若收入及個人條件不俗的買家，仍有機會獲銀行批出較好的優惠。此外，曾經破產人士應盡量避免向曾拖欠款項之銀行申請按揭，建議最好透過按揭中介，尋找較為易為破產人士承造按揭及按揭條款較佳的銀行或財務機構，令按揭申請更暢通無阻。