瀚亞投資 eastspring investments

英國保誠集團成員

把握越南私營範疇增長帶來的優勢

Le Hoang Vu ，瀚亞投資越南股票部主管

越南是少數在新冠肺炎疫情之下仍有望在2020年錄得經濟增長的市場。越南的私營範疇現時佔當地勞動力的83%，長遠將成為推動越南經濟的主要力量。此外，私營範疇發展蓬勃亦有助建立一批具上市潛力的公司，以維持越南股市的動力。

越南至今的新冠肺炎感染個案不多，經濟保持相對穩健，證明一個發展中國家亦能成功抗疫。雖然2020年第一季的越南國內生產總值跌至3.68%的十年低位，但2020年第二季以輕微的正增長(+0.36%)優於市場預期。國際貨幣基金組織預測，越南經濟將在2020年增長2.7%，是少數在2020年錄得國內生產總值正增長的國家[1]。隨著疫情的影響逐漸減退，越南經濟可望在2021年顯著反彈至7%。除了當地需求及政府的寬鬆措施有助鞏固2020年上半年的經濟表現外，越南私營範疇亦在提升長遠經濟動力方面擔當重要角色。

私營範疇在越南股市的角色

胡志明市證券交易所（越南股市的主要交易所）的市值在過去11年錄得31%的複合平均增長率，而私營企業上市集資成為主要的支持因素。期內，股市指數每年回報為14.2%[2]。

以市值計算，上市私營企業佔胡志明市證券交易所50大股票的49%[3]，其中12家公司的市值超過10億美元，並且是所屬行業的翹楚。在過去三年，胡志明市證券交易所50大股票的私營公司收益及每股盈利分別增加34%和29%[4]。圖1顯示這些私營企業的股本回報率(17.8%)遠超國有企業，估值也更具吸引力(9倍市盈率)。

勇往直前

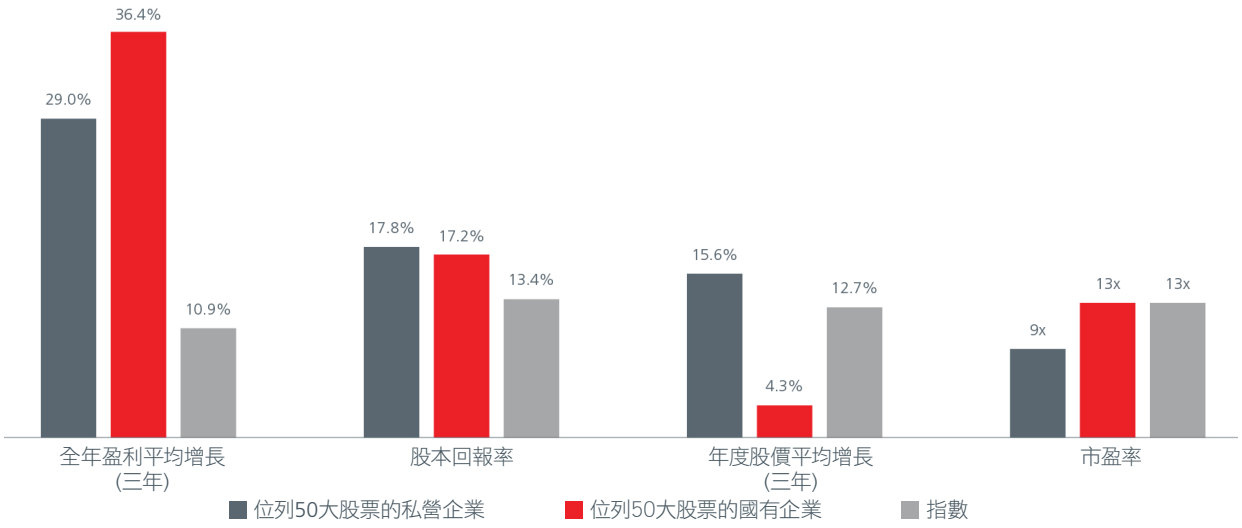
越南政府在1986年推出了經濟革新政策(越南語：Doi Moi)，並致力推行結構性改革以實現經濟現代化，而越南私營範疇在當時正式獲確認為多範疇經濟體系的一部份。

在1999年通過的《新企業法和投資法》透過精簡註冊程序、消除准入壁壘，並提高公司的企業管治水平，使之與國際標準看齊，從而進一步加強私營範疇的法律框架。重要的是，這些新法律改變了政府機關、部門及地方政府對私營企業的觀念[5]。

自此以後，越南的私營範疇迅速發展。在2000年至2015年間，該範疇吸引了5,460億美元的資本投資總

資料來源：[1]《世界經濟展望：2020年6月。[2]彭博通訊社。2009年至2019年底。[3]彭博通訊社。截至2020年2月。[4]彭博通訊社。截至2019年第四季所有已公佈業績的公司 。[5]越南私營範疇－生產力及繁榮前景(Vietnam Private Sector – Productivity and Prosperity)。河內，2018年。

圖1：胡志明市證券交易所私營企業對比國有企業



資料來源：彭博通訊社。2019年2月11日。上市不足三年的公司在三年來的年度股價平均增長，以該股的一年或兩年數據計算。

額，甚至超越流入越南的外國直接投資額。從2017年至2018年，來自新註冊私營企業的資本投資總額增長17.8%，高於11%至12%的整體經濟資本投資增幅。在2018年，私營範疇佔該國資本投資總額的43.3%，

而在運用資本方面，私營企業較國有企業更具效益（以增量資本產出率量度[6]）(見圖2)。在2015年，私營企業平均需要5.13個單位的資本便可額外生產一個單位的產出，幾乎是國有企業的一半。

另外，私營範疇為政府預算帶來的稅務貢獻亦可證明其重要性日漸增加。在2018年，私營範疇佔政府稅收總額的38.2%，其次是外國直接投資公司(33.94%)及國有企業(27.9%)[7]。私營範疇在2018年繳納的稅項總額按年增長15.9%，而外國直接投資公司繳納的稅項僅按年增長8.25%。另一方面，國有企業的稅項貢獻較前一年下降了26.4%，延續自2016年開始的跌勢。

調整焦點

在2019年初舉行的越南改革與發展論壇上，總理阮晉福再次強調私營範疇的重要性。他認為具動力的私營範疇有助創造競爭優勢，同時提升經濟的靈活性。政府希望到了2030年可達到擁有200萬家註冊公司[8]的目標，其中大部份為私營企業。為求公平競爭，阮晉福承諾將繼續為私營範疇提供有利條件、貸款、信貸、土地、人力資源及市場資訊。政府的最終目標是將私營範疇對國內生產總值的貢獻從2018年的42%，增至2025年的55%及2030年的60%至65%。

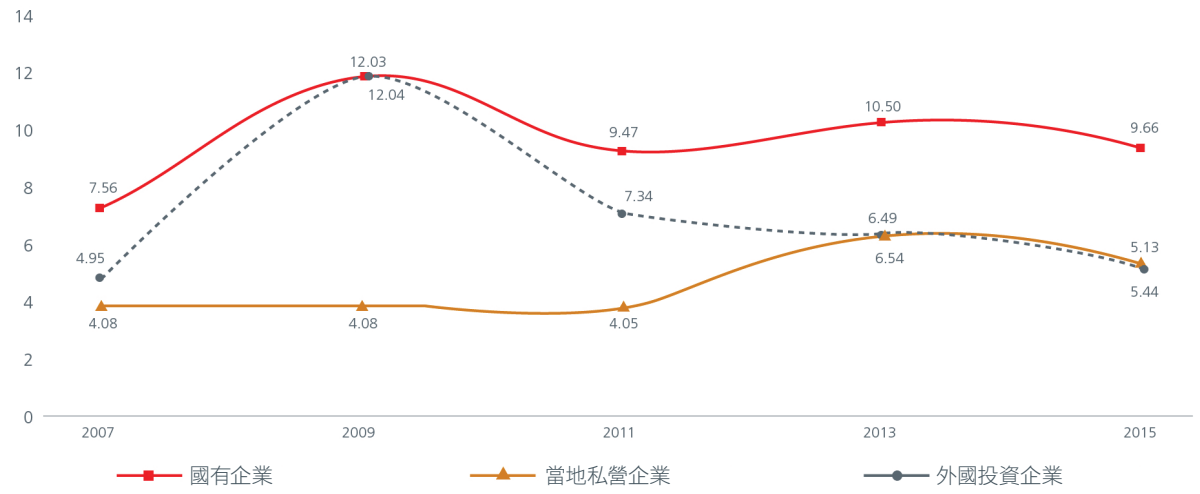
為實現這個目標，越南需要提高私營範疇的競爭力[9]。鑑於越南的工資在2007年至2015年間達到雙位數字的增幅，加上勞動年齡人口已屆頂峰，當地私營企業必須在成本以外的因素與同業競爭。儘管私營企業具備資本及投資效益(以增量資本產出率計算)，但勞動力使用率的效益則較低(見圖3)。

導致私營範疇生產率偏低的主要原因是微型和小型企業數量眾多，這類公司佔2017年國內私營企業總數的97%[10]。這些公司規模較小及正規化不足，不利經營專業業務、妨礙投資於研發、科技及創新，而這些都是提升生產力的關鍵因素。

政府可以協助這些小型公司發展成為中型以至大型企業。若政府能夠制訂鼓勵公司把利潤再投資或進行併購的政策，可以刺激這些私營企業採納更長遠

資料來源：[6]增量資本產出率用於量度額外生產一個單位產出所需的額外資本額。 [7]稅務局－財政部(越南)。[8]越共第十二屆五中全會決議。[9]越南私營範疇－生產力及繁榮前景(Vietnam Private Sector – Productivity and Prosperity)。河內，2018年。 [10]越南統計總局(2018年)。

圖2：越南的增量資本產出率（按企業類別分）



資料來源：越南統計總局。

的發展目標，致力取得可持續增長。政府可以進一步降低營運成本，加強私營和國有/外國企業之間的聯繫，並提供資源來支援企業採用科技。

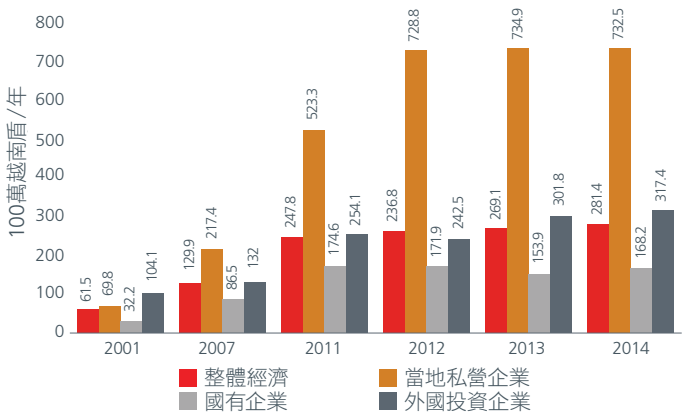
大型企業的生產力不只較高，亦可以為價值鏈或業務群創造有利的溢出效益[11]。此外，大型公司的企業管治水平通常較高，並且能夠吸引更優秀的人力和財政資源，這有助它們成為更具吸引力的上市集資候選公司。

長期投資者的機會

儘管新冠肺炎疫情帶來短期挑戰，但越南經濟的長期前景仍然樂觀。龐大的就業年齡[12]人口(佔整體人口的70%)、高速城市化及中等收入階層增長將帶動消費。此外，隨著全球公司尋找替代/其他製造地點，**使其供應鏈多元化**及應對中美緊張關係，越南亦處於有利位置。中國在疫情發生之初封鎖主要城市，導致全球供應鏈中斷，反映企業需要深入考慮「中國+1或2」的策略，這可能會加快全球供應鏈遷往越南的步伐。在這個環境下，加上政府的支持，越南私營範疇的前景似乎充滿潛力。

與此同時，越南的上市股票市場亦有望擴張，為長期投資者創造投資機會。隨著更多（大型）私營公司上市，這亦有助改善市場流動性，現時不少外國投資者都關注流動性問題。另外，市場流動性偏低及定價缺乏效率能為經驗豐富、具廣博當地知識及深入了解市場特質的投資者帶來吸引的機會。

圖3：越南企業的勞工生產力(以100萬越南盾 / 年計算)



資料來源：越南統計總局(2016年)。

資料來源：[11]越南私營範疇－生產力及繁榮前景(Vietnam Private Sector – Productivity and Prosperity)。河內，2018年。[12]即15歲至64歲的人口。越南統計總局。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資（香港）有限公司(「瀚亞投資香港」)編制，僅供數據參考。未經事先書面同意，不得翻印、刊發、傳閱、復制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前，不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益，可跌亦可升。投資涉及風險，投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和Prudential plc. 與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。

瀚亞投資
eastspring investments

英國保誠集團成員