

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

体質改善進むも成長力の低下が懸念されるベトナム経済

ベトナム経済は、実質 GDP が 2012 年 10～12 月期にかけて 3 四半期連続で前年同期比の伸びが高まり、底入れから回復を窺う状況にある。景気底入れの主因は、物価の落ち着きを受けた金融緩和であり、固定資産投資は下げ止まり、個人消費は底堅く推移、輸出にも持ち直しの動きが見られるものの、内外需とも回復と言えるほどの状況にはない。輸入の増勢鈍化により貿易収支が黒字に転じたことは明るい材料であるが、一方で潜在成長率は低下している可能性があり、当面は高成長が望み難い。2013 年の実質 GDP 成長率は 5%台にとどまると予想する。

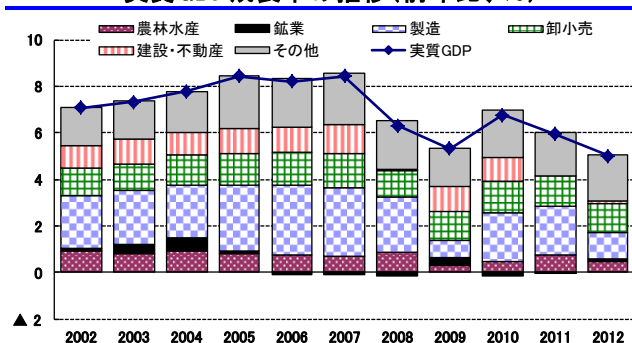
実質 GDP 成長率の持ち直しが続き景気は底入れ

2012 年 10～12 月期の実質 GDP は前年同期比 5.44%となり、7～9 月期の 5.05%から伸びが高まった。実質 GDP の前年同期比が拡大するのは 3 四半期連続であり¹、ベトナム経済は既に底入れし、回復への道筋を探る状況にあると言える。

なお、2012 年通年の実質 GDP は前年比 5.03%にとどまり、2011 年の 5.89%から大幅に減速した。業種別の内訳を見ると、全体の約 25.7%（2012 年）を占める製造業が 2011 年の前年比 8.3%から 2012 年は 4.5%へ減速し、実質 GDP 成長率の押し下げに最も大きく寄与した（実質 GDP に対する寄与度 2.1%Pt→1.2%Pt）。また、全体の 15.8%を占める農林水産業も、2011 年の前年比 4.5%から 2012 年は 2.7%へ伸びが鈍化し（寄与度 0.7%Pt→0.4%Pt）、成長鈍化の一因となった。

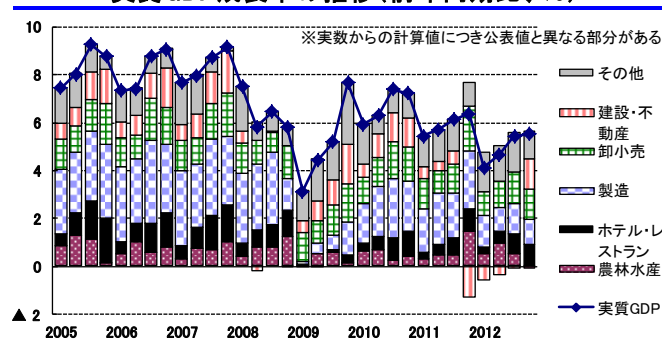
一方で、3 次産業（シェア 42.6%）は、不動産業が減少に転じたこと（2011 年前年比 1.8%→2012 年▲1.2%）などから伸びは鈍化したものの、比較的高い伸びを維持した（8.2%→6.4%）。また、鉱業（シェア 3.7%）は 3 年ぶりの拡大に転じている（前年比▲0.1%→3.5%）。

実質GDP成長率の推移（前年比、%）



(出所) CEIC

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC

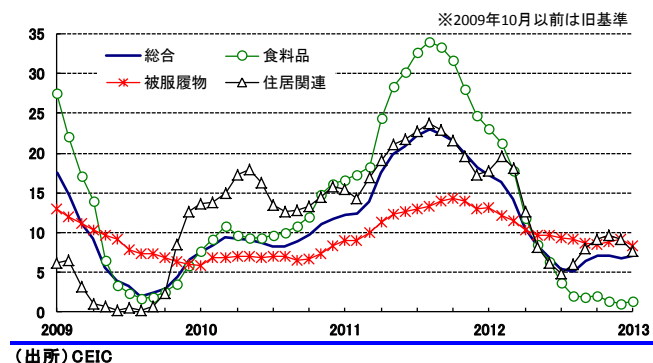
物価の落ち着きを受けた金融緩和が持ち直しの背景

景気が底入れし、緩やかながらも持ち直しの動きが見られた主因は、インフレ率の上昇に歯止めが掛かり、金融政策が引き締めから緩和に転じたことであろう。

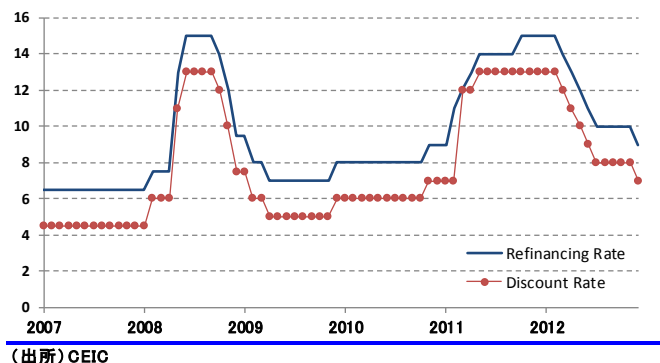
¹ 1～3 月期は前年同期比 4.64%、4～6 月期は 4.80%であった。

消費者物価指数は、食料品価格の上昇やドン安、景気の回復を受けた需給面からのインフレ圧力の高まりなどを背景に、2011年8月に前年同月比23.0%まで上昇率が高まった。そのため、ベトナム中銀は、政策金利であるリファイナンス・レート²を2011年1月の9%から10月には15%まで引き上げた。その結果、景気は減速し、さらにベトナム中銀はドン相場の対米ドル参照レートを2011年2月の大幅切り下げ以降据え置いたため、消費者物価上昇率は低下に転じ、2012年8月には前年同月比5.04%まで上昇率が低下した。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



政策金利の推移(%)



こうした消費者物価の落ち着きを受けて、ベトナム中銀は、2012年3月から金融政策を緩和方向に転じており、リファイナンス・レートを7月にかけて10%まで、さらに12月には9%まで引き下げた。

固定資産投資は下げ止まるも回復は見込めず

金融緩和の恩恵が顕著に見られたのは、建設業である。建設業の実質付加価値生産額(GDP)は、金利の上昇や政府の予算執行の遅れなどから建設投資が減少したため、2011年10~12月期以降、前年比マイナスで推移していたが、2012年10~12月期にはプラスに転じた(7~9月期前年同期比▲0.9%→10~12月期12.2%)。また、不動産業も、小幅ながら2012年10~12月期に5四半期ぶりのプラスに転じており(7~9月期▲1.2%→10~12月期0.1%)、これらの動向を踏まえると固定資産投資は下げ止まったと判断される。

そのほか、金融業の付加価値生産額も2012年前半の前年同期比5.9%から7~9月期7.1%、10~12月期8.1%と伸びが高まっており、金融緩和による利鞘の拡大が寄与した模様である。しかしながら、不良債権の水準は高く²、その処理のため金融機関の業績は芳しくない³。特に運輸・倉庫や不動産業向け貸出において不良債権比率が高いため、これらの分野を中心に、固定資産投資は未だ資金供給面からの制約を受けているとみられる。

さらに、海外からの直接投資(新規認可、ドルベース)は、2012年前半こそ前年同期を上回る水準で推移したものの、7~9月期は▲64.9%、10~12月期も▲47.7%と大幅な落ち込みが続き、通年では前年比

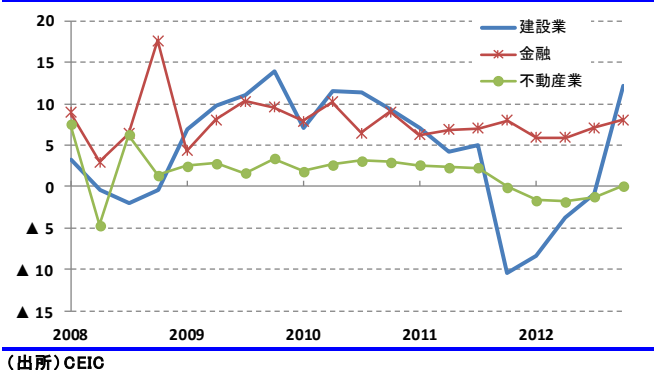
² ベトナムの商業銀行が抱える不良債権は、業界報告ベースで4%台半ば(2012年6月末時点)であるが、ベトナム中銀は9%弱と見積もっており、一部にはさらに大きいとの見方もある。なお、日本の金融機関の不良債権比率は、都市銀行が1.86%、地方銀行が3.01%、第二地銀が3.77%(いずれも2012年9月末時点)であり、金融機関の体力が懸念されているスペインの銀行は10.7%(2012年9月)に達している。

³ 付加価値生産額は企業会計における粗利の概念に近く、特別損失に分類される不良債権処理額を含まないため、こうしたギャップが生じる。なお、GDP統計では、付加価値に中立である不良債権処理を、金融機関から企業(家計)への資本移転(資金の贈与)として処理する。

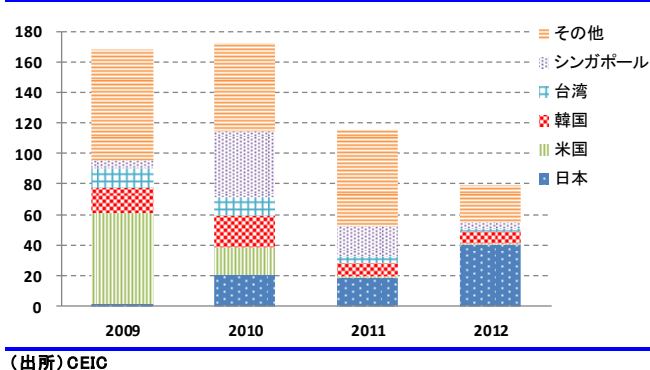
▲32.0%と低迷した。こうした状況を踏まえると、今後も当面は、固定資産投資の力強い拡大を期待できないと考えられる。

なお、2012 年の海外からの直接投資を国別に見ると、日本からの投資が前年比倍増し全体の 51.0%と圧倒的なシェアを占めており、以下、韓国（9.6%）、シンガポール（6.2%）、中国（3.8%）、台湾（2.4%）とアジア諸国が続くが、いずれも前年比マイナスである。ベトナムへの直接投資において、日本の存在感が際立っている。

建設・不動産および金融業の実質GDP（前年同期比、%）



海外からの直接投資（億ドル）

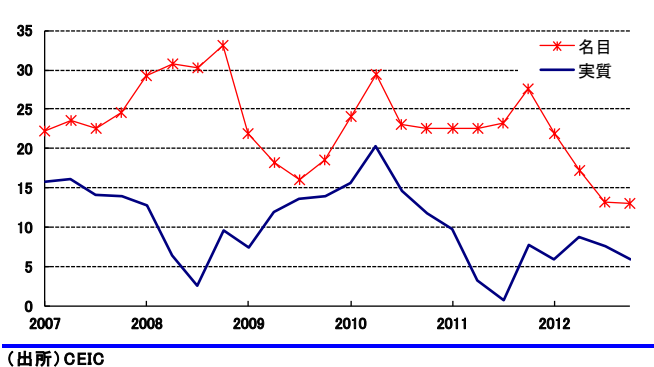


個人消費は底堅く推移するも明確な回復は見られず

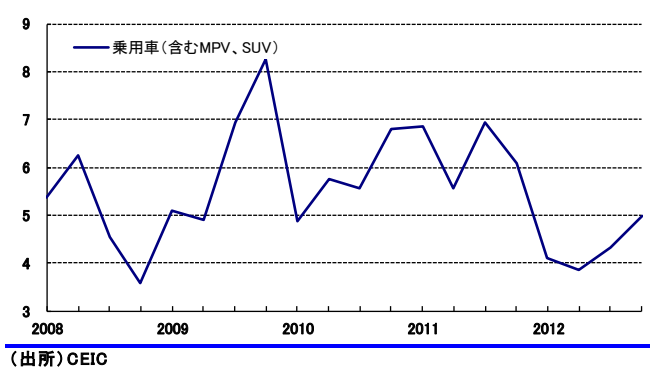
個人消費の代表的な指標である小売販売額は、2011 年の前年比 24.2%から 2012 年は 16.0%まで伸びが鈍化した。四半期の推移を見ても、2012 年 1～3 月期の前年同期比 21.8%から 10～12 月期の 12.9%へ、年間を通じて伸びが鈍化した。

こうした小売販売額の伸びの鈍化は、物価上昇率の低下によるところが大きく、消費者物価の上昇分を除いた実質では、2011 年の前年比 5.5%から 2012 年は 6.9%へ伸びが高まっている。その意味で、個人消費は底堅く推移していると言えるが、四半期の推移を見ると 2012 年 4～6 月期の前年同期比 8.7%から 7～9 月期 7.5%、10～12 月期 6.0%と伸び悩んでおり（左下図）、物価上昇率の鈍化によって購買力が回復傾向にある中で、個人消費が回復に向かっているとは言い難い状況である。

小売販売の推移（前年同期比、%）



乗用車販売台数の推移（季節調整済年率、万台）



なお、乗用車販売台数（含む MPV、SUV）は、2012 年に入り大きく落ち込んだが、7～9 月期に前期比 12.1%の年率 4.3 万台（当社試算の季節調整値）、10～12 月期には前期比 15.3%の 5.0 万台と持ち直しつつ

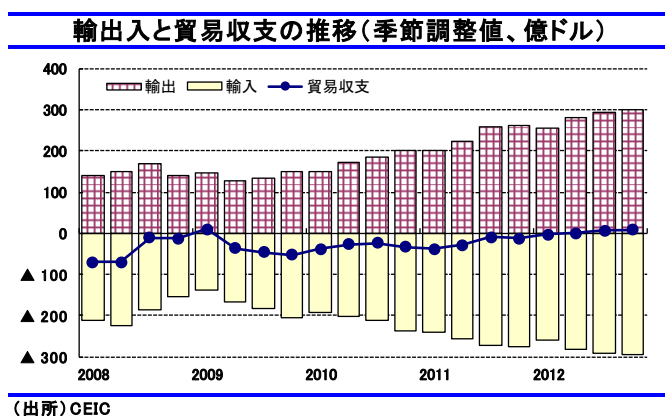
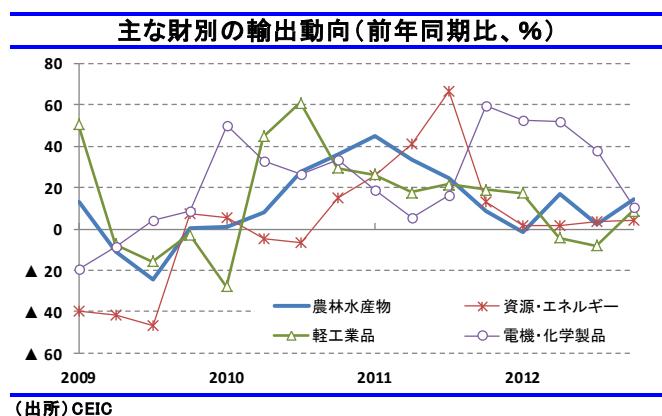
つある。年初の落ち込みはハノイとホーチミンで自動車登録料などが引き上げ⁴られたためであり、その影響は徐々に緩和されているが、10～12月期においても前年同期比▲15.7%と水準は低く、乗用車販売は回復には至っていない。

輸入が輸出以上に減速し貿易収支が改善

輸出も、芳しくない。通関輸出（ドルベース）は、2011年の前年比33.1%から2012年は20.0%へ伸びが鈍化した。四半期推移を見ても、2012年1～3月期の前年同期比28.3%から、4～6月期23.4%、7～9月期13.1%と鈍化が続いた後、10～12月期に18.0%へ若干持ち直した程度である。

主な財別の動向を見ると、全体の25.9%（2012年）を占める軽工業品⁵が、4～6月期から7～9月期にかけて前年同期比マイナスが続き、10～12月期はプラスに転じたが小幅な伸びにとどまった（左下図）。そのほか、農林水産物（シェア14.5%）は一進一退、原油を中心とする資源・エネルギー（シェア10.9%）は低い伸びにとどまり、大幅な増加が続いていた電機・化学製品（8.8%）も年末にかけて失速している。

このように、内外需とも下げ止まり、ないしは持ち直しの動きは見られるものの、いずれも回復と言えるほどの状況ではない。



一方で、内需の減速もあり、輸入は2011年の前年比24.4%から2012年は8.6%へ伸びが大幅に鈍化した。全体の5.3%（2012年）を占める鉄鋼製品が建設投資の低迷などにより2011年の前年比4.5%から2012年は▲7.0%と減少に転じたほか、自動車販売の落ち込みを反映して自動車及び部品（シェア1.8%）が大幅に減少した（2011年前年比7.1%→2012年▲33.6%）。ただし、電機製品（シェア11.6%）の輸入は急拡大しており（53.1%→64.3%）、個人消費の底堅さも見て取れる。

輸入の伸びが輸出以上に鈍化したため、貿易収支は2011年の▲88.5億ドルから2012年には13.1億ドルの黒字に転じた。

外貨準備が回復し通貨下落リスクは低下

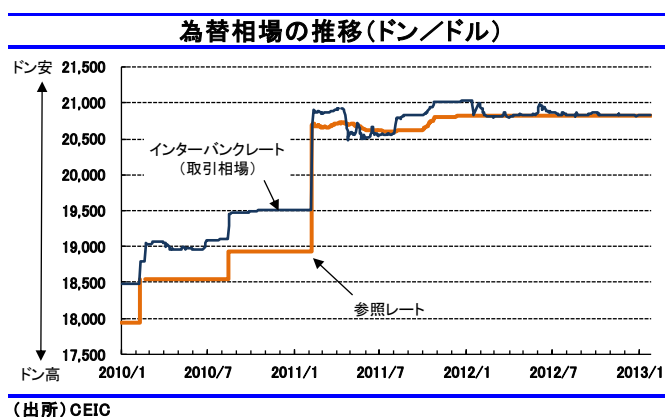
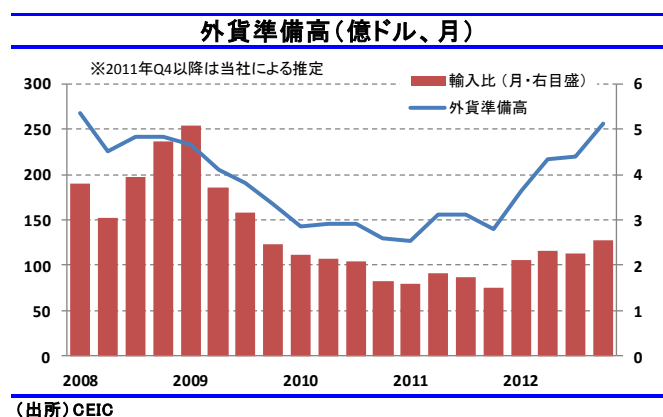
貿易収支の黒字転化により、通貨下落リスクを高めていた外貨準備不足の状況は改善しつつある。外貨準

⁴ 9人乗り以下の自動車登録料がハノイ市で車両価格の12%から20%へ、ナンバープレート交付手数料が200万ドンから2,000万ドンへ、ホーチミン市では登録料が10%から15%へ、それぞれ引き上げられた。

⁵ 当社による分類で、繊維・衣料品、履物、木製品、工芸品、雑貨の合計。他の分類も同様で、農林水産物は米、コーヒー、カシュナッツ、こしょう、水産品、野菜、資源・エネルギーは原油、石炭、ゴム、電機・化学製品は電線・ケーブル、電子部品、プラスチックの合計。

備高は、貿易赤字や海外からの直接投資の減少などを背景に、2011年3月末には127億ドルまで落ち込んだ。その後は底ばい状況が続き、2011年末も140億ドル程度（輸入の約1.5ヵ月分）の低水準にとどまっていた。しかし、2012年に入ると貿易収支の改善を受けて外貨準備高は徐々に持ち直し、2012年末には250億ドル程度⁶（輸入の約2.5ヵ月分）まで回復した模様である。

一般的に、外貨準備高は輸入の2～3ヵ月程度は必要とされており、これに照らせば、ようやく必要最低限の水準まで回復したことになる。こうした情勢を受けて、最近のドンに対する米ドル相場は、取引レート（インターバンクレート）がベトナム中銀の設定する参照レート付近で安定しており（右下図）、ドンの切り下げ圧力が弱まっている様子が窺える。

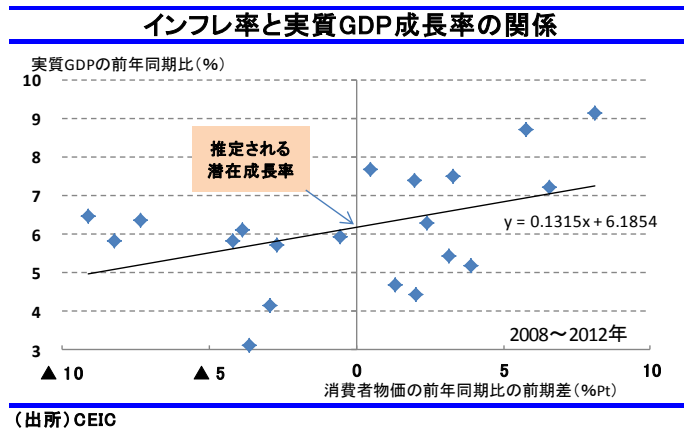


潜在成長率の低下により当面は高成長望めず

以上の通り、昨年のベトナム経済は一段と減速したが、その結果、インフレ率は徐々に低下し、輸入の抑制が貿易収支の改善を通じてドン相場下落リスクを低下させるなど、持続的な成長を実現するための体質改善が進んだと評価できる。

しかしながら、その一方で、ここ数年の固定資産投資の抑制により、潜在成長率が低下した可能性がある点には留意が必要であろう。固定資産投資（固定資本形成）は、2000年から2007年にかけて前年比二桁の伸びが続き、2007年には前年比26.8%もの高成長を記録したが、その後は2008年6.3%、2009年4.3%と鈍化し、2010年は10.4%に高まったものの、2011年は▲9.2%と大きく落ち込んでいる。2012年は未発表ながら、前述の通り低迷した可能性が高い。

固定資産投資の抑制は供給力の拡大ペースを鈍化させるため、潜在成長率は、2008年以降、それまでの8%弱から6%程度まで鈍化⁷したとみられる（右図）。そのため、今後、景気は持ち直しに向かうとみられるものの、実質GDP成長率が6%前後になるとインフレ圧力が高まり、6%を大きく上回る高成長は持続不可能となろう。



⁶ IMF データや報道などに基づく当社の推定値。

⁷ インフレ率の伸びが前期差ゼロとなる実質GDP成長率を潜在成長率とした（上図）。同様の試算を2003～2008年のデータで行うと、潜在成長率は7.7%程度となる。

先述の通り、金融機関の不良債権問題が固定資産投資の増勢加速を阻む可能性も考慮すると、供給力の拡大ペースが加速することも期待できない。そのため、当社は 2013 年の実質 GDP 成長率を前年比 5.5%、2014 年は 6.2%と予想している。