

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

底ばい状態が続くベトナム経済

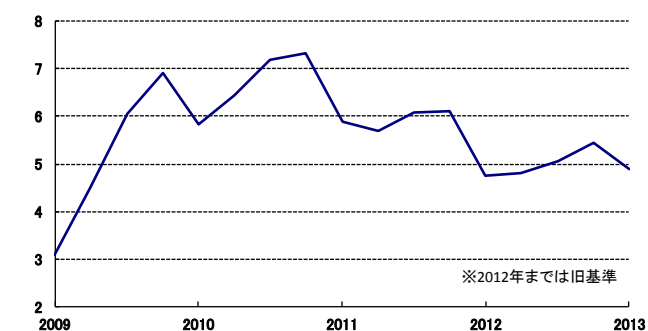
ベトナム経済は、2013 年 1～3 月期の実質 GDP が前年同期比で 3 四半期ぶりの 4% 台に低下し、底ばい状態が続いている。個人消費はマインド悪化により伸び悩み、固定資産投資については不良債権問題が金融緩和効果を弱めるなど、内需は回復力に欠ける。輸出は持ち直しの動きを維持しているが、輸入の増加により貿易収支が赤字に転じており、通貨下落懸念が再び意識されやすい状況に。不安定要因多く、2013 年の実質 GDP 成長率は前年比 5% 強にとどまる見込み。

実質 GDP 成長率は再び低下

2013 年 1～3 月期の実質 GDP は前年同期比 4.89% となり、2012 年 10～12 月期の 5.44%¹ から伸びが鈍化した。ベトナム経済は、実質 GDP 成長率が 2012 年前半の前年同期比 4% 台から年後半に 5% 台へ回復したことをもって底入れは確認されたが、2013 年に入って再び 4% 台に低下したことで、底ばい状態からは脱し切れていないと判断できる。

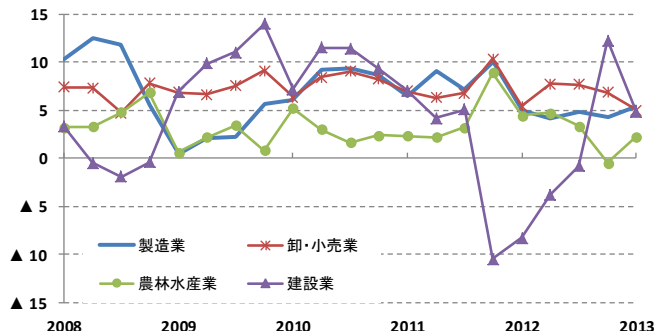
1～3 月期の実質 GDP を産業別に見ると、全体の 25.7%² を占める製造業が 10～12 月期の前年同期比 4.3%³ から 5.4% へ、ホテル・レストラン（シェア 3.9%）が 5.4% から 7.6% へそれぞれ伸びを高め、GDP 全体の成長を下支えした。一方で、卸小売（シェア 17.6%、10～12 月期前年同期比 6.8% → 1～3 月期 5.0%）や金融（シェア 2.3%、8.1% → 6.3%）は、比較的高い伸びを維持したが、増勢は弱まっている。さらに、鉱業（シェア 3.7%、3.5% → 2.1%）や不動産業（シェア 2.8%、0.1% → 1.7%）、農林水産業（シェア 15.8%、▲0.5% → 2.2%）は低成長にとどまり、景気底ばいの大きな要因となった。そのほか、景気底入れに貢献した建設業（シェア 8.6%、12.2% → 4.8%）が大きく伸びを鈍化させ、失速の兆しを見せた。

実質 GDP 成長率の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC

主要産業の実質 GDP の動向（前年同期比、%）



(出所) CEIC

個人消費はマインド悪化により回復力に乏しい

上記の通り、GDP 統計では個人消費に関連の深いホテル・レストランが堅調な一方で卸小売の増勢鈍化が確認されているが、需要側の統計が示す個人消費の状況も概ね同様である。

¹ 2013 年 1～3 月期の実質 GDP は 2010 年基準、2012 年以前は旧基準（1994 年基準）。

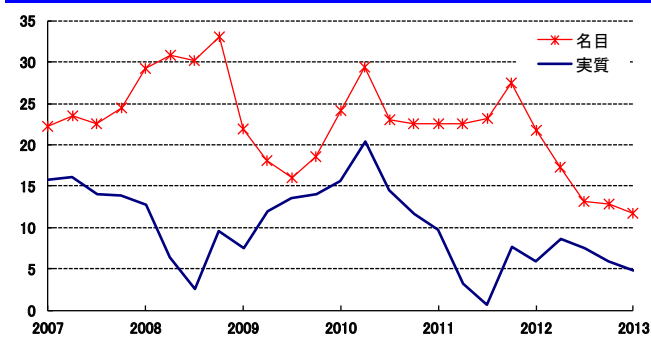
² 旧基準の実質ベース。他の産業も同じ。

³ 旧基準の実数（年初来累計）に基づく当社の試算値。他の産業も同じ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

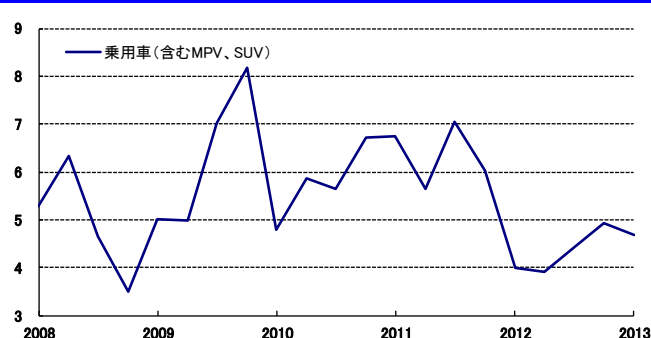
個人消費の代表的な指標である小売販売額は、2012年10～12月期の前年同期比12.9%から2013年1～3月期は11.7%へ伸びが鈍化、物価上昇分を除いた実質⁴でも10～12月期の6.0%から1～3月期は4.8%へ鈍化した。内訳を見ると、ホテル・レストランは伸びが高まったが、全体の8割近くを占める物販の伸びは鈍化している。

小売販売の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC

乗用車販売台数の推移(季節調整済年率、万台)



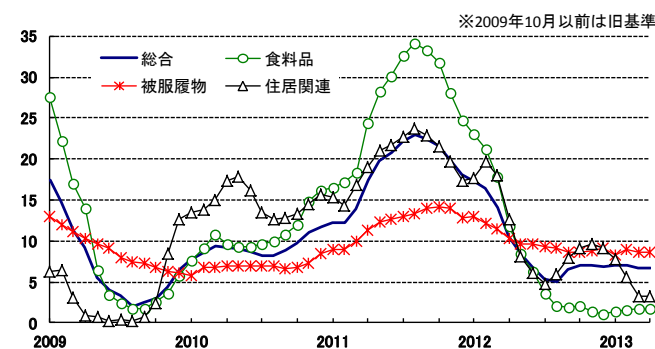
(出所) CEIC

また、乗用車販売台数(含むMPV、SUV)は、10～12月期の前年同期比▲15.7%から1～3月期は19.0%のプラスに転じたが、前年同期に特殊要因で落ち込んだ⁵反動に過ぎず、当社試算の季調値では年率4.9万台から4.7万台へ減少している。乗用車販売は、持ち直し傾向にはあるものの、その回復力は弱い。

以上の通り、個人消費はサービス関連の一部に明るさが見られるものの、全体としては停滞感が強い。景気が低迷する中でインフレ率は下げ渋っているため、消費者のマインドの改善が遅れていることが主因と考えられる。

なお、消費者物価上昇率は、景気の底ばい状態が続く2012年後半以降も目立った低下は見られず、概ね前年同月比7%前後での推移が続いている。2012年8月に一旦5.04%まで低下したが、その後は輸送費や住居関連費の上昇などによってやや伸びが高まり、2013年に入っても1月の前年同月比7.07%から4月の6.61%への極めて緩やかな低下にとどまっている⁶。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC

固定資産投資の回復は当面見込めず

金融緩和の効果などから2012年後半に下げ止まったとみられる固定資産投資も、回復に向かっているとは言い難い。固定資産投資に関連の深い建設業のGDPは、前述の通り2013年1～3月期に前年同期比4.8%へ伸びが鈍化しており、不動産業も1.7%と低い伸びにとどまっている。

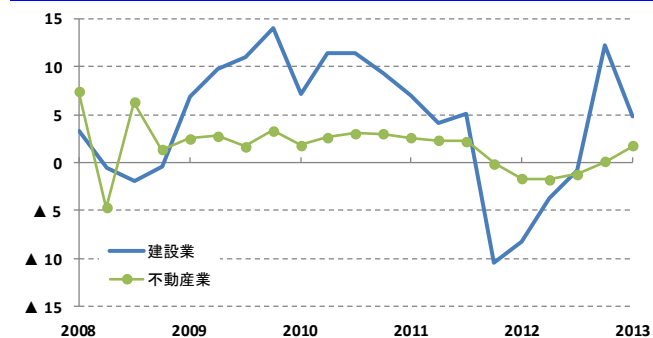
⁴ 消費者物価指数の上昇率を差し引いたもの。

⁵ ハノイとホーチミン市で2012年1月から自動車登録料などが引き上げられ、1～3月期の販売台数は前年同期比▲43.4%(前期比▲34.0%)と大きく落ち込んだ。

⁶ 過去に比べて低成長にもかかわらず物価上昇率が高止まりしている背景には、固定資産投資の抑制などによる潜在成長率の低下があるとみられる。詳細は、2013年1月30日付けEconomic Monitor「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」参照。

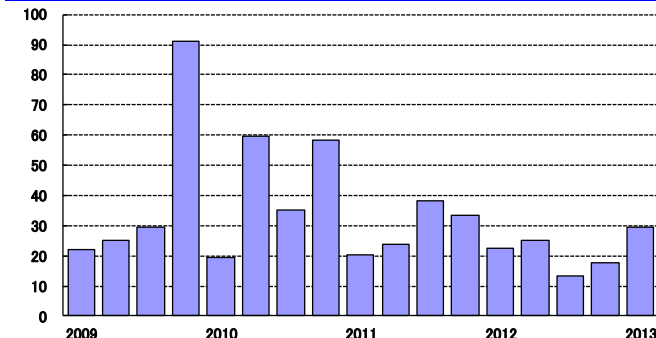
そうした中で、海外からの直接投資が、2012年10～12月期の前年同期比▲47.4%から2013年1～3月期は29.1%へ大きく改善していることは明るい材料である。しかしながら、1～3月期の総額29.3億ドルのうちシンガポールからの投資が22.5億ドルと大部分を占める一方で、2012年に全体の51%を占めていた日本からの投資が前年同期比▲85.7%の3.0億ドルにとどまっており、まだ安定的な拡大が見込まれるほどの状況ではない。

建設、不動産業の実質GDP(前年同期比、%)



(出所) CEIC

海外からの直接投資(新規認可ベース、億ドル)



(出所) CEIC

ベトナム中銀は、前述の通り物価上昇率が下げ渋っているにもかかわらず、景気テコ入れのため、2012年12月に続き、2013年3月にも政策金利であるリファイナンス・レートをそれぞれ1%Pt引き下げ、8%とした。ただし、金融緩和の効果は、以下に述べる通り不良債権問題により減殺される可能性がある点に留意が必要である。

現在、政府は金融機関の不良債権問題の解決に向けた対応を本格化⁷しており、その結果、金融機関は不良債権処理に耐えられるように資本増強が求められることになる。日本など他国における不良債権処理の前例を踏まえれば、金融機関は、金融緩和によって資金調達コストが低下したとしても、それによって得られる利益の大部分を資本増強に充当し貸出金利の低下には結び付き難いほか、景気低迷下では貸出スタンスを慎重化せざるを得ないため、最終的に期待したほど貸出の増加にはつながらないことが多い。実際に、金融機関の貸出などの与信残高は、2013年1～4月で前年同期比1.4%にとどまっており、経済規模の拡大ペース⁸を大きく下回っている。

そのため、少なくとも今後当分の間は、金融緩和によって本来期待される貸出金利の低下や貸出額の増加という追い風を多くは見込めず、固定資産投資の伸びが高まり難いと考えられる。

輸出は復調するも輸入増が上回り貿易収支は再び赤字へ

このように国内需要が回復力に欠く状況にある中で、製造業の実質GDPが持ち直した背景にあるのは、輸出の復調である。通関輸出(ドルベース)は、2012年7～9月期の前年同期比13.1%から10～12月期17.8%、2013年1～3月期19.2%と2四半期連続で伸びが高まった。牽引役は、繊維関連を中心とする軽工業品(10～12月期前年同期比10.0%→1～3月期19.8%)や電機・化学製品(9.3%→35.9%)であり、関連する製造業の生産拡大に結び付いたとみられる。一方、農林水産物(11.8%→1.9%)は伸びが大きく

⁷ ベトナム中銀は、金融機関の健全性維持や不良債権の正確な実態把握のため、金融機関の貸出など債権の分類基準を厳格化する方針を示している(ただし、業界の反対により実施時期は当初予定の6月1日から延期される見込み)。

⁸ 1～3月期の名目GDPは前年同期比25.3%拡大した。

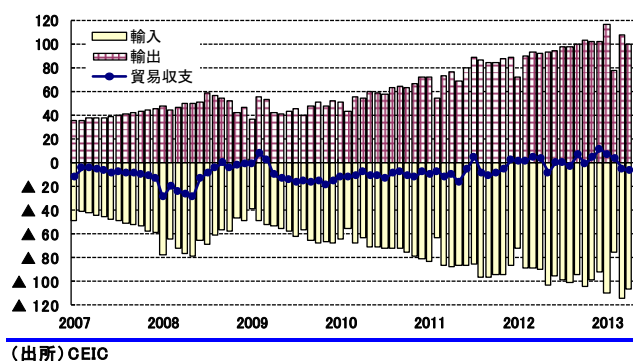
鈍化、資源・エネルギー（▲0.4%→4.7%）はプラスに転じたものの低い伸びにとどまった。前述の農林水産業や鉱業における生産活動の低迷と概ね整合的な状況と言える。

輸入も10～12月期の前年同期比7.4%から1～3月期は20.2%へ伸びを高めた。機械・部品（▲4.6%→16.4%）や鉄鋼製品（▲18.4%→4.3%）がプラスに転じたほか、国内自動車販売の持ち直しを受けて自動車及び部品（▲30.2%→▲4.7%）のマイナス幅が大きく縮小した。

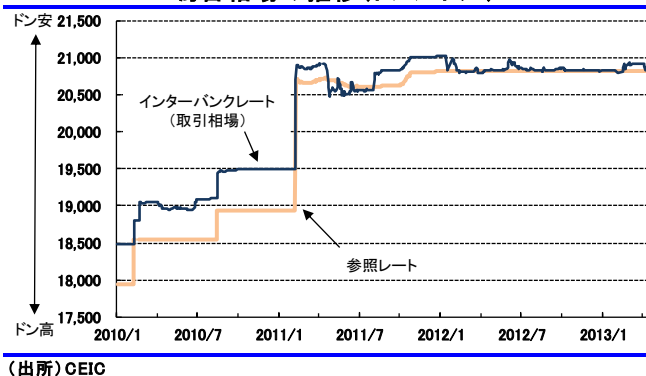
このように、1～3月期は輸出入とも10～12月期に比べ前年比の伸びが高まったが、輸入の改善度合いが輸出を上回ったことから、貿易収支は10～12月期の10.5億ドルから1～3月期に1.4億ドルへ、当社試算の季節調整値でも15.0億ドルから5.4億ドルへ黒字幅が縮小した。

さらに、4月は輸出の伸びが前年同月比8.2%へ鈍化する中で、輸入は19.4%と高い伸びを維持したため、貿易収支は単月で10億ドルの赤字（季節調整値で6.8億ドル）となっている⁹。なお、4月の輸出は農林水産物や資源・エネルギーのマイナス幅が拡大する一方で、軽工業品や電機・化学製品の伸びが一段と高まっており、1～3月期に見られた製造業の持ち直しと農林水産業、鉱業の停滞という景気の構図が、輸出動向を見る限り4月にはより鮮明となっている。

輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、億ドル）



為替相場の推移（ドン／ドル）



通貨下落懸念が再び意識されやすい状況に

貿易収支の悪化は、ベトナム経済のアキレス腱とも言える通貨ドンの不安定化につながる恐れがある。ドン相場は、2011年2月に対米ドルで大幅に切り下げられた後、小幅な調整はあったものの基本的に参照レートは概ね同水準に維持されている。さらに、貿易収支の改善が明確となった2012年は、年間を通じて実際の取引レート（インターバンクレート）と参照レートとの乖離が極めて小さく、ドン相場は総じて安定的に推移していた。ところが、貿易収支が赤字に転じた2013年2月頃から、取引相場はドン安方向に乖離することが多くなり、ドン安圧力が高まりつつあることを示唆している。

ただし、今のところは、海外からの直接投資が10～12月期の前年同期比▲47.4%の17.5億ドルから1～3月期は+29.1%の29.3億ドルまで拡大し、貿易黒字の縮小分（9.1億ドル）を十分にカバーしている。そのため、最近のドン安圧力の高まりは、今後、貿易収支の赤字が定着し外貨需要（ドン売り需要）が増大することへの懸念を反映したものと考えられる。

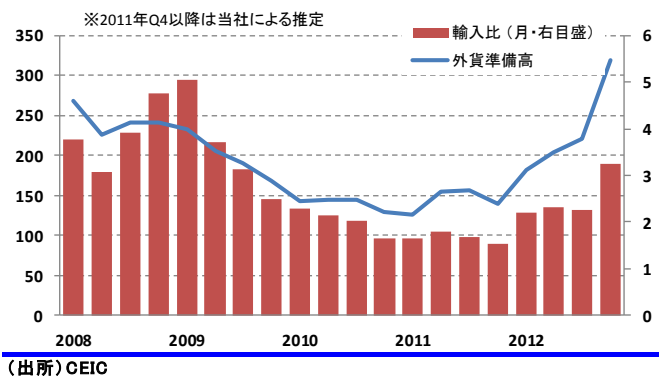
⁹ 月次ベースの貿易収支は原数値で2月に、季節調整値で3月に赤字に転じている。

また、ドン売り需要の急増に対する安全弁となる外貨準備は、2012 年末時点で 300 億ドルを超え、輸入額の 3 ヶ月相当を上回った模様である¹⁰。一般的に外貨準備高の必要額は輸入の 2～3 ヶ月相当程度とされており、これに基づく必要最低限はクリアしていることになる。

そのため、今後も貿易収支の悪化を対内直接投資の持ち直しによって補うことができれば、切り下げを迫られるほどドン安圧力が強まることは避けられるとみられるが、ベトナム経済は不良債権問題や根強いインフレ圧力、通貨下落リスクを抱え、今後も不安定な状況が続くこととなろう。

当社は 2013 年の実質 GDP 成長率を前年比 5.5%と予想していたが、1～3 月期の成長鈍化や内需の回復力の弱さを踏まえ、5.2%へ下方修正する。また、2014 年についても、従来の前年比 6.2%から 6.0%へ修正する。

外貨準備高(億ドル、月)



¹⁰ NNA がタイニエン電子版報として伝えたところによると、ベトナム中銀総裁は外貨準備高が昨年 1 年間に 180 億ドル増加したとしており、これを 2011 年末時点の推定値 139 億ドルに加えると、2012 年末の外貨準備高は 319 億ドル（輸入額の 3.25 ヶ月相当）となる。