

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

改善続くも不良債権の重石が残るベトナム経済

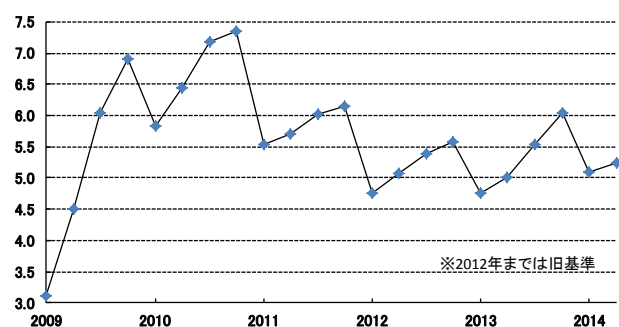
4～6 月期の実質 GDP 成長率は 1～3 月期から若干高まり、景気は改善傾向を維持している。輸出が主力の軽工業品を中心に拡大を続けるなかで、固定資産投資や個人消費など内需が持ち直している。ただし、不良債権の存在により金融緩和の効果は減殺されており、また、消費者物価上昇率の低下は一巡したとみられ個人消費の増勢加速は期待薄である。そのため、今後も景気の改善ペースは緩やかなものにとどまり、2014 年の実質 GDP 成長率は政府目標の前年比 5.8%には届かない可能性が高い。なお、ドン相場は安定度を増すが追加切り下げの可能性を残す。

4～6 月期の実質 GDP 成長率は景気の改善傾向を示唆

2014 年 1～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 5.18%となり、1～3 月期の 5.09%から伸びが高まった。4～6 月期については 5.25%と発表されており、1～3 月期から伸びが高まった。ベトナムの成長率は例年、年末にかけて伸びが高まる傾向にあるため、その分を割り引いて評価する必要はあるものの、4～6 月期だけで比較しても今回の 5.25%という伸びは最近 3 年（2012 年 5.08%、2013 年 5.00%）の中で最も高いことを踏まえると、成長率で見た景気の状態は改善傾向にあると言える。

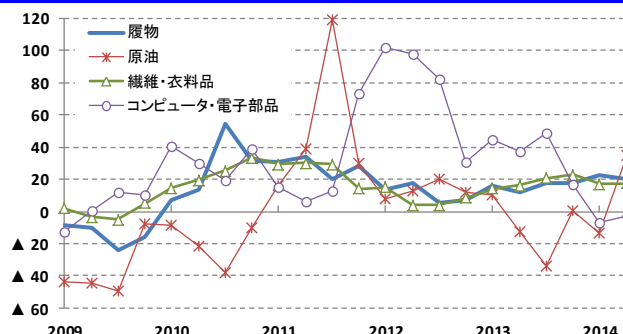
実質 GDP を業種別に見ると、全体の約 2 割を占める製造業（1～3 月期前年同期比 7.30%→4～6 月期 7.89%）や 6%程度を占める建設業（3.40%→4.60%）が大きく伸びを高め、4%程度の電気・ガス業（9.2%→10.8%）は二けたの伸びに達した。また、全体の 4 割強を占めるサービス業（5.95%→6.01%）は比較的高い伸びを維持したが、2 割弱を占める農林水産業（2.37%→2.96%）は伸びを高めたとはいえ依然として低成長にとどまっている。なお、サービス業のなかではホテル・レストラン（7.58%→8.50%）の好調さが目立った。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC

主な財別の輸出動向（前年同期比、%）



(出所) CEIC

輸出拡大が続き貿易黒字は拡大傾向

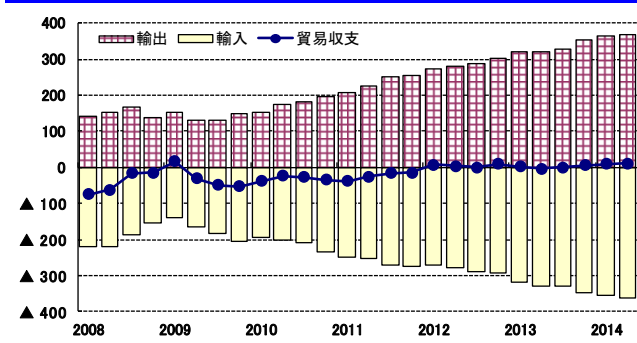
製造業の好調さの背景には輸出の堅調な拡大がある。通関輸出額（ドルベース）は、2014 年 1～3 月期の前年同期比 12.2%から 4～6 月期は 14.9%へ伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも、1～3 月期の前期比 3.1%から 4～6 月期も 1.8%と、減速したものの増勢を維持した。

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。

内訳を見ると、全体の 13.5%（2013 年）を占める繊維・衣料品（1～3 月期前年同期比 17.1%→4～6 月期 17.6%）が伸びを高めたほか、6.3%を占める履物（22.4%→20.3%）が高い伸びを維持するなど、主力である軽工業品は総じて堅調な拡大を見せた。また、シェア 5.5%の原油（▲13.7%→35.2%）が大幅プラスに転じ、8.0%を占めるコンピュータ・電子部品（▲6.7%→▲3.0%）のマイナス幅が縮小するなど、その他の主力分野についても持ち直しの動きが見られる。

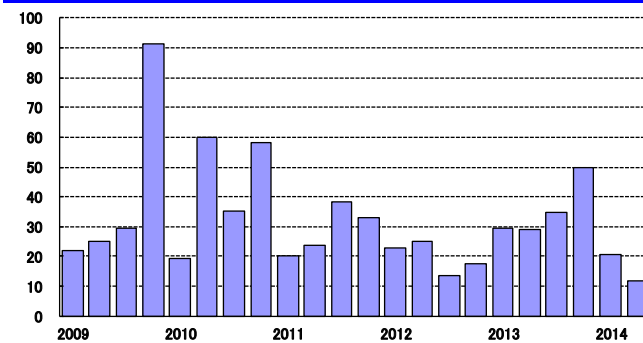
輸出の堅調な拡大が続くなかで、輸入は 1～3 月期の前年同期比 10.4%から 4～6 月期は 10.1%へ若干減速した。そのため、貿易収支は 1～3 月期の+6.97 億ドル（前年同期比 5.61 億ドル改善）に対して 4～6 月期も+2.42 億ドル（同 14.45 億ドル改善）と黒字を維持した。当社試算の季節調整値では、1～3 月期の+9.01 億ドルから 4～6 月期は+11.08 億ドルへ黒字幅が拡大しており、貿易収支は明確な改善傾向にあると言える。

輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、億ドル）



(出所) CEIC

対内直接投資の推移（新規認可ベース、億ドル）



(出所) CEIC

固定資産投資の持ち直しは一時的の可能性

固定資産投資については、前述の通り GDP 統計において 4～6 月期に建設業の伸びが高まったことから、足元で持ち直している模様である。しかしながら、不良債権問題の影響などから銀行貸出が伸び悩んでいるため、固定資産投資の持続的な拡大を期待できる状況にはない。政府は 2014 年通年の銀行貸出残高の伸びを 12～14%とする目標を掲げており、これを実現すべく、ベトナム中銀は 3 月にも政策金利の追加引き下げ（リファイナンス金利 7.0%→6.5%）を行ったが、6 月末の銀行貸出残高は目標を大きく下回る前年比 3.52%にとどまっている¹。

また、海外からの投資が落ち込んでいることも、固定資産投資が再び減速に向かう可能性を高める要因となる。対内新規直接投資（認可ベース）は、2014 年 1～3 月期の前年同期比▲30.1%から 4～6 月期は▲59.0%へマイナス幅が拡大した。この結果、上半期（1～6 月）では前年同期比▲44.5%の大幅な落ち込みとなったが、主な国別の動向を見ると、前年に大口案件があった反動でシンガポールからの投資が▲94.7%（1.2 億ドル）と急減したほか、2012 年は全体の約半分を占めた日本からの投資が▲77.1%（2.2 億ドル）と存在感を低下させたことが大きく寄与している。その一方で、韓国からの投資は+83.1%（8.5 億ドル）、中国からの投資も+43.5%（1.2 億ドル）と大幅に増加している²。

こうした金融環境や直接投資の状況を踏まえると、足元で見られる固定資産投資の持ち直しは一時的な動

¹ その理由として、中銀は、資金需要自体の弱さのほか、不良債権問題や融資手続きの煩雑さを指摘している（NNA 報）。

² ただし、韓国、中国とも 1～3 月期の大幅増に対して 4～6 月期は減少に転じており、増勢が一服した可能性がある。

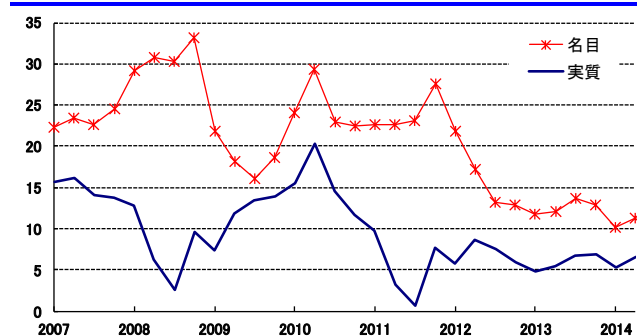
きにとどまり、今後については、少なくとも増勢を強めていく姿を描くことは難しい。

個人消費は物価の落ち着きなどから持ち直し

個人消費も4～6月期に持ち直しの動きが見られた。小売販売は、1～3月期の前年同期比10.2%から4～6月期は11.3%へ伸びを高め、物価上昇分を除いた実質でも5.4%から6.6%へ増勢が加速している。名目の伸びを業態別に見ると、物販（1～3月期前年同期比8.1%→4～6月期16.3%）が大きく回復したほか、GDP統計でも好調さが確認されたレストラン・ホテル（12.1%→14.3%）も伸びを高めた。ただ、伸びを高めたとはいえ、実質で6%を超えた程度の伸びは、二桁が続いた2009～2010年頃には遠く及ばず、2012年以降においても平均的なものであり、リバウンドの域を脱していないと評価すべきであろう。

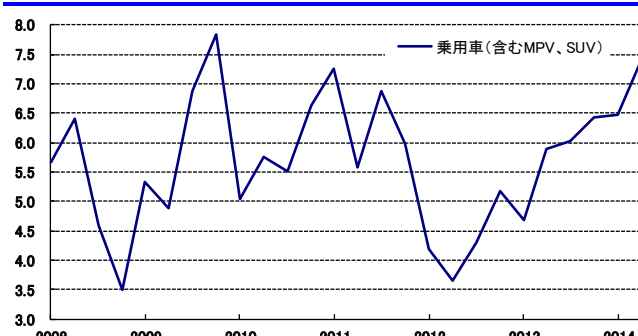
自動車販売は好調であった。乗用車（含むMPV、SUV）販売台数は、1～3月期の前年同期比36.5%から4～6月期は25.9%へ伸びが鈍化したが、当社試算の季節調整値では1～3月期の年率6.5万台から4～6月期は14.4%増加し年率7.4万台へ増加、2008年以降では、2009年10～12月期に記録した年率7.8万台に次ぐ水準となった。耐久消費財の本格的な普及期は一般的に一人当たりGDP3,000ドル超とされており、2013年に1,900ドルを若干上回ったベトナムにおいては、長い目で見れば自動車販売の増勢が加速していく可能性が高いと考えられる。

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）

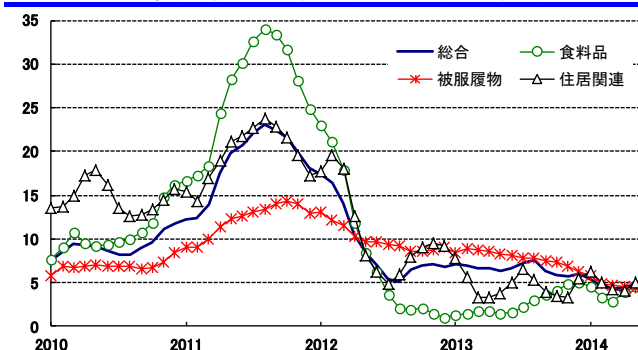


(出所) CEIC

上記の通り、リバウンド程度とはいえ個人消費が持ち直した背景の一つとして、物価上昇率の低下が考えられる。消費者物価上昇率は、2014年1月の前年同月比5.45%から3月には4.39%まで鈍化、以降も2009年以来となる5%以下の落ち着いた伸びにとどまっている。

ただし、4月以降の消費者物価上昇率は、食材価格やエネルギー価格の上昇を受けて、徐々に伸びを高めていることも事実である。さらに、中銀は6月19日にドンの対ドル参照レートを1ドル=21,036ドンから21,246ドンへ1%切り下げており、小幅とはいえ通貨の下落は輸入依存度の高いベトナム経済にとって物価上昇圧力を高める要因となろう。そのため、今後の個人消費は、物価上昇率の低下という追い風を失う可能性が高く、不良債権処理という重石が所得環境やマインドに与える影響も勘案すると、景気の牽引役とな

消費者物価の推移（前年同月比、%）



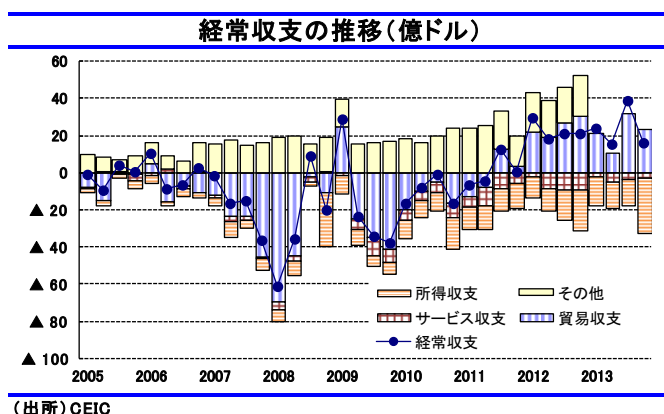
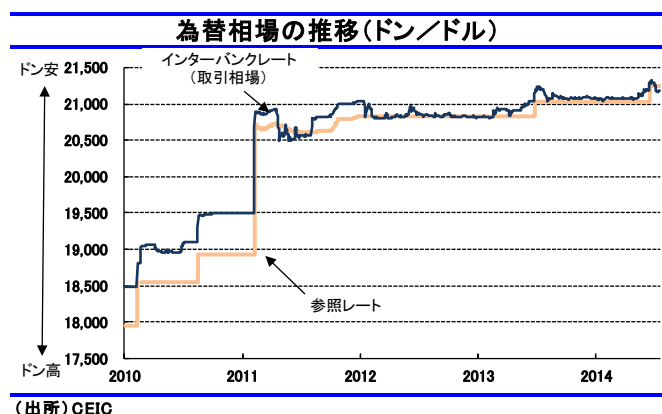
(出所) CEIC

るほどの拡大を期待することは当面難しいであろう。

ドン相場は安定しているが切り下げ懸念は残る

中銀は今回のドン切り下げの理由について、輸出拡大を促進するためとしている。実際に、他のアジア新興国通貨の動きを見れば、最近 1 年間に対米ドルでフィリピン・ペソは 0.5%、インド・ルピーは 1% 下落、タイ・バーツは約 4%、インドネシア・ルピアに至っては 16% も下落した。この間、ベトナムドンは、前回の切り下げ³を合わせて 2% の下落であり、近隣諸国に対する価格面での輸出競争力維持という意味で妥当な切り下げ幅であったと評価できる。

また、切り下げと言え、かつてのような需給面からのドン売りドル買い圧力の高まりが想起されるが、経常収支は、貿易収支の改善と安定した所得収支の黒字⁴を背景に、2011 年 7～9 月期以降、黒字が続いており、経常的な取引に伴う通貨下落圧力は大きく低下している。ただし、外貨準備は過去最高の 360 億ドル程度まで増加した模様⁵であるが、それでも輸入の 3.3 カ月分に過ぎない。一般的に、通貨を安定させるために最低限必要な外貨準備は輸入の 2～3 カ月分とされていることに基づけば、決して十分とは言えない。そのため、堅調な景気拡大が続く米国で近い将来見込まれる利上げ局面入りに伴って、昨年 5 月に見られた状況と同様、新興国通貨の売り圧力が高まった際には、不十分な外貨準備では相場を維持できず、ドン切り下げを迫られる可能性が残る点に留意が必要であろう。



2014 年の成長率は前年から若干高まる程度にとどまる見通し

以上で見た通り、ベトナム経済は、輸出の拡大が続くなかで国内需要が持ち直しており、改善が進んでいる。しかしながら、不良債権の存在が金融緩和の効果を減殺していることに加え、物価上昇率低下の動きが一巡したこともあり、内需が増勢を強め景気の回復を牽引することを期待し難い。輸出は海外景気の持ち直しやドン切り下げの効果もあり拡大傾向が続く可能性が高いが、景気全体で見れば今後も緩慢なペースの改善にとどまるとみておくべきであろう。

ベトナム政府は、2014 年の実質 GDP 成長率の目標を前年比 5.8%としているが、その実現はハードルが高く、当社は 2013 年の 5.4%を若干上回る 5.6%程度にとどまると予想している。不良債権処理が順調に進めば、2015 年は 5 年ぶりの 6%成長が視野に入ろう。

³ 前回の切り下げは 2013 年 6 月 28 日で、1 ドル＝20,828 ドンから 21,036 ドン（切り下げ幅 1%）。

⁴ 主に海外労働者による本国あて仕送り。

⁵ 6 月 17 日 NNA 報によると、中銀査察部次長は外貨準備が 360 億ドル余りに達したことを明言した模様。