

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

緩やかに改善が進むベトナム経済

7～9 月期の実質 GDP 成長率は 4～6 月期から高まり、景気の改善が続いている。輸出が主力の軽工業品を中心に拡大を続けるなかで、原油価格の下落などを受けた物価の安定もあり個人消費は堅調に拡大、固定資産投資も底堅く推移している。ただし、不良債権の存在が金融緩和の効果を減殺する状況に大きな変化はなく、海外からの直接投資も減少が続くなど、未だ成長ペースの加速を期待できる状況にはない。個人消費の好調により 2014 年の実質 GDP 成長率は政府目標の 5.8%を達成する可能性が高まったが、成長率が 2015 年に 6%を超え、その後も更に高まっていくためには、不良債権処理の進展ないしは対内直接投資の回復が必要であろう。

景気の改善傾向が続く

ベトナム経済は、緩やかな改善傾向が続いている。2014 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +6.19%となり、4～6 月期の +5.42%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、7～9 月期だけで比較しても今回の +6.19%という伸びは 2011 年 7～9 月期の +6.02%を上回る 3 年ぶりの 6%台であり、GDP 成長率は景気の順調な回復を示している。

政府の 2014 年の成長率目標は前年比 +5.8%であるが、1～9 月累計の実質 GDP 成長率は前年同期比 +5.62%まで高まったことに加え、上記の通り 7～9 月期の成長ペースは 2011 年を上回り、かつ、2011 年の成長率は通年で +5.89%を記録したことを踏まえると、目標達成の可能性は高まったと言える。

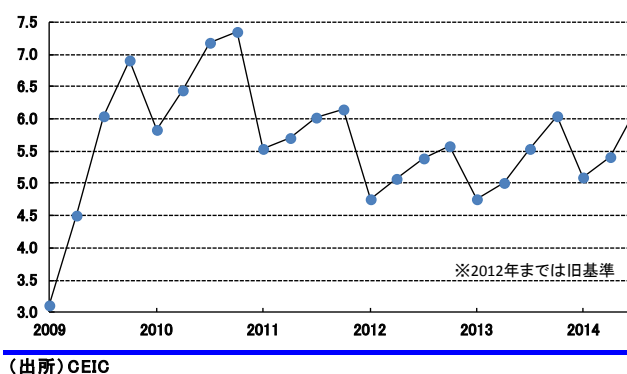
1～9 月累計の実質 GDP を業種別に見ると、全体の約 2 割を占める製造業（1～6 月期前年同期比 +7.89%

→1～9 月期 +8.57%）や 6%程度を占める建設業（+4.60%→+6.30%）が伸びを高め、全体を牽引した。そのほか、全体の 4%を占めるホテル・レストラン（+8.50%→+7.34%）が高い伸びを維持した。製造業の好調は後述の通り輸出の拡大が主因であり、ホテル・レストランについては中国や韓国からの来訪者増が背景にある¹。一方で、6%弱を占める不動産（+2.65%→+2.93%）は、取引件数が増加に転じるなど復調の兆しはあるものの依然として低迷しており、2 割弱を占める農林水産業（+2.37%→+2.96%）も生産性が高まらず伸び悩んでいる。

輸出の拡大が続くが輸入増により貿易収支はやや悪化

製造業の好調さの背景にある輸出動向を見ると、通関輸出額（ドルベース）は、2014 年 4～6 月期の前年同期比 +15.7%から 7～9 月期は +11.9%へ鈍化したが二桁増が続いた。当社試算の季節調整値でも、4～

実質 GDP 成長率の推移（前年同期比、%）



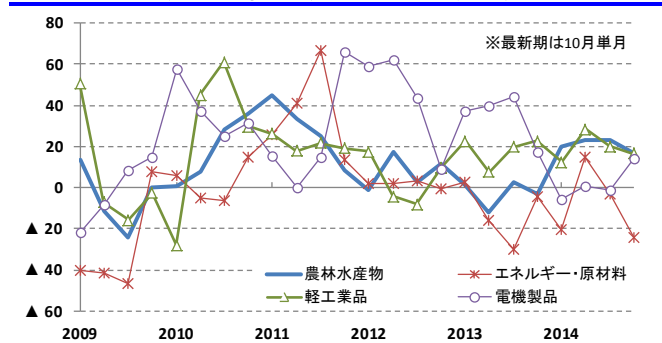
¹ 7～9 月期に伸びが鈍化したのは、反中デモの発生を受けて中国からの来訪客が落ち込んだことが主因とみられる。

6月期の前期比+4.7%から7～9月期も+0.9%と増勢を維持しており、4～6月期の高い伸びの後ということも踏まえると、引き続き堅調な拡大基調にあると言える。

内訳を見ると、全体の 13.5%（2013 年）を占める繊維・衣料品（4～6 月期前年同期比+20.7%→7～9 月期+18.1%）が高い伸びを維持したほか、6.3%を占める履物（+20.8%→+28.4%）が伸びを高めるなど、主力である軽工業品は総じて堅調な拡大を見せた。一方で、シェア 8.0%のコンピュータ・電子部品（▲0.1%→▲1.6%）のマイナス幅が拡大、5.5%を占める原油（+33.2%→+5.9%）の伸びが大きく鈍化し、全体の伸びが鈍化する主因となった。電子部品はスマートフォン関連の増勢一服、原油は価格の下落²が背景にあると考えられる。

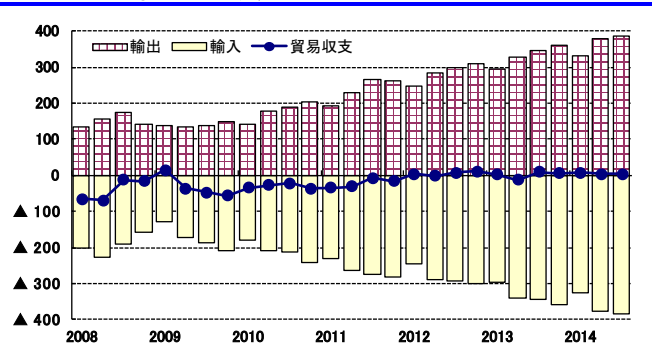
なお、10月の輸出は、前年同月比+4.7%と伸びが大きく鈍化したが、当社試算の季節調整値では、7～9月期の水準を3.7%上回っており、失速を意味するものではない。内訳を見ると、原油（10月前年同月比▲26.9%）が一段と落ち込んだが、一方でコンピュータ・電子部品（+15.5%）が大幅なプラスに転じ、米（7～9月期前年同期比+6.9%→10月+20.6%）が伸びを高めている。

主な財別の輸出動向（前年同期比、％）



(出所)CEIC

輸出入と貿易収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC

輸入も、国内景気の持ち直しを反映して増勢を強めている。通関輸入額（ドルベース）は、4～6 月期の前年同期比+10.5%から 7～9 月期には+12.3%へ、当社試算の季節調整値でも 4～6 月期の前期比+1.6%から 7～9 月期は+4.9%へ伸びを高めた。10 月は前年同月比+8.7%にとどまったものの、水準は 7～9 月期を 5.9%も上回っており、むしろ増勢は強まっている。

こうした輸入の拡大を受けて、貿易収支は 9 月に 5.8 億ドル、10 月も 4.0 億ドルの赤字となった。貿易収支は、景気の減速を主因に四半期ベースでは 2013 年 7～9 月期から 5 四半期で黒字が続いていたが、景気の改善を受けて再び赤字基調となる可能性が出始めている。

内需も底堅いが懸念材料も残る

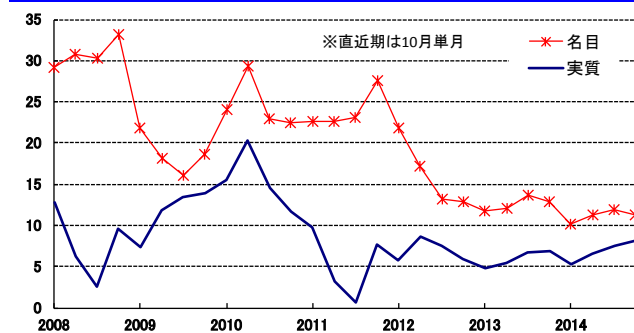
内需も底堅く推移している。個人消費の数少ない指標である小売販売（含むサービス）は、4～6 月期の前年同期比+11.3%から 7～9 月期には+11.9%へ伸びを高め、物価上昇分を除いた実質でも+6.6%から +7.6%へ増勢が加速している。10 月も、名目では前年同月比+11.3%と 7～9 月期に比べて伸びが若干鈍化したものの、実質では+8.1%と逆に伸びを高めており、物価の落ち着き（詳細後述）を背景に購買力

2 原油輸出を数量ベースで見ると、4～6 月期の前年同期比+26.2%に対して 7～9 月期は+19.3%であり、金額ベースほど伸びが鈍化していない。

が高まり消費活動が活発化している様子が窺える。

個人消費の堅調さは、乗用車の販売動向からも確認できる。乗用車（含む MPV、SUV）販売台数は、4～6 月期の前年同期比+25.9%から 7～9 月期は+33.7%へ伸びが高まっている。当社試算の季節調整値でも 4～6 月期の年率 7.4 万台から 7～9 月期は 9.6%増加の年率 8.1 万台となり、過去最高を更新した。

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）

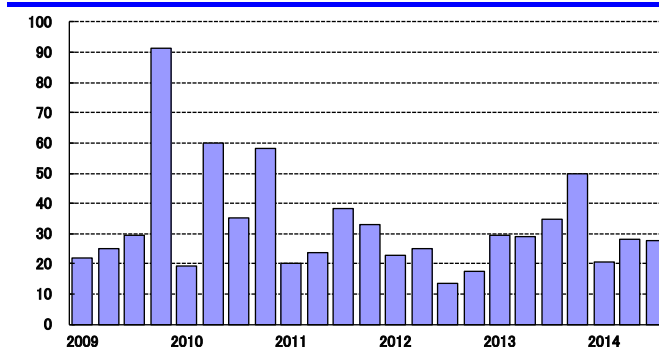


（出所）CEIC

固定資産投資も、前述の通り GDP 統計において建設業の伸びが高まっていることもあり、持ち直し傾向が続いている模様である。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ことが、固定資産投資の更なる拡大を阻む要因となる可能性が高い。政府は 2014 年中に銀行貸出残高を 12～14% 拡大させる目標を掲げているが、9 月末時点の実績は年初から 7.26%の増加にとどまっている。8 月 26 日時点の貸出残高は年初比 4.5%増であったことから、ベトナム中銀総裁は、8 月から 9 月にかけて貸出の増勢が加速したことを根拠に、目標達成は十分に可能との見方を示しているが、逆に実体経済に比べ速過ぎる貸出の増加は、資本蓄積が追い付かず銀行の体力低下につながるほか、貸出審査の質が低下し不良債権の温床になり易いという問題を孕んでいる。その意味でも、今後の銀行貸出の動向と内容には十分注意する必要がある。

また、海外からの直接投資が落ち込んでいることも、固定資産投資の先行きを見通す上での懸念材料である。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▲2.5%へマイナス幅が縮小したが、7～9 月期には▲20.2%へ再び拡大、1～9 月累計では前年同期比▲17.8%の落ち込みとなった。1～9 月累計の国別内訳を見ると、2013 年に前年比約 4 倍へ拡大し首位に躍り出た韓国が前年同期比+15.0%と更に増加し、シェアを 33.7%まで拡大させた（2013 年は 26.3%）。2 位は前年同期比約 2.3 倍増の香港（シェア 17.8%）、3 位は前年同期比▲26.1%の日本（10.9%）と続いている。最近でも、サムソン電子が大型投資を継続しているほか、サムソン重工が初の海外造船所をベトナムに建設すると報道されるなど、引き続き韓国企業の投資意欲は旺盛なようである。2012 年はシェア 51.0%を占めた日本からの投資も、7～9 月期は前年同期比約 2.3 倍と大幅に増加し復調の兆しが見られる。今後、直接投資が全体としても増勢に転じれば、ベトナム経済が高成長を取り戻すきっかけとなろう。

対内直接投資の推移（新規認可ベース、億ドル）

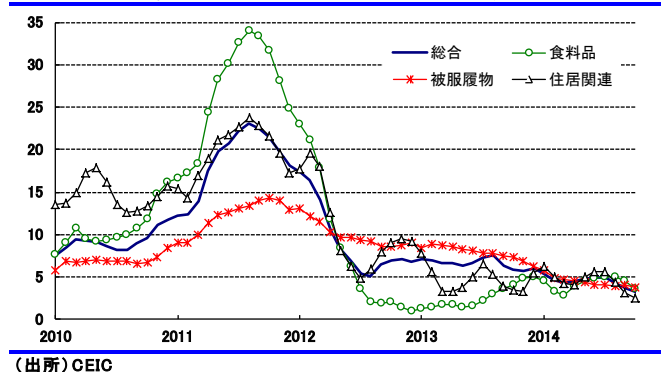


（出所）CEIC

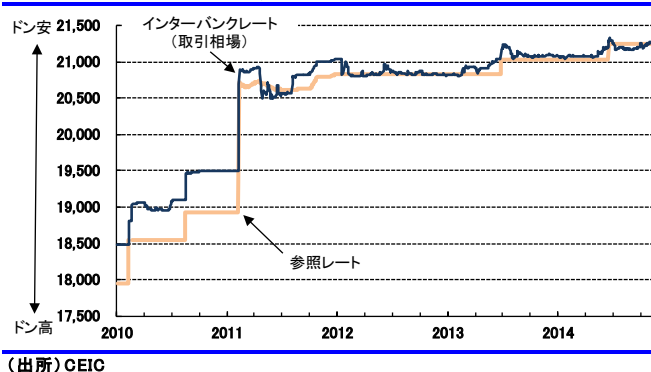
原油価格下落によりインフレリスクは後退

先に触れた通り、物価は安定度を高めている。10月の消費者物価上昇率は、前年同月比+3.23%となり、2009年10月(+2.99%)以来の低い伸びにとどまった。最近の動きを見ると、2013年8月の+7.50%をピークとして低下傾向にあるが、特に2014年7月(+4.94%)以降は低下ペースが加速している。その主因は、住居関連(7月+5.67%→10月+2.50%)や交通(7月+3.32%→10月▲0.37%)分野での物価低下であり、通貨が安定する中で原油価格の下落がこれらの価格を押し下げたとみられる。今年春頃から夏場にかけて物価上昇圧力がやや高まり、景気への悪影響が懸念されたが、原油価格の下落によりインフレリスクは大きく後退した。

消費者物価の推移(前年同月比、%)

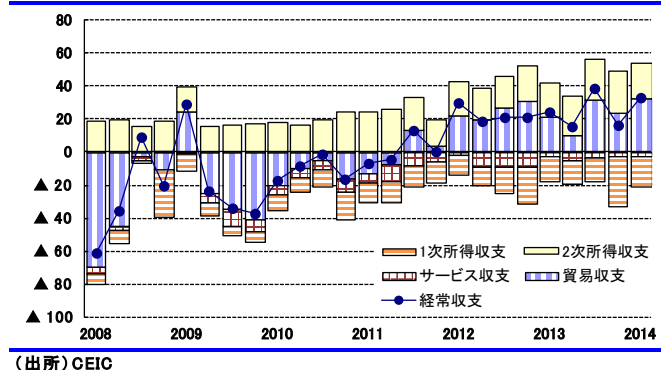


為替相場の推移(ドン/ドル)

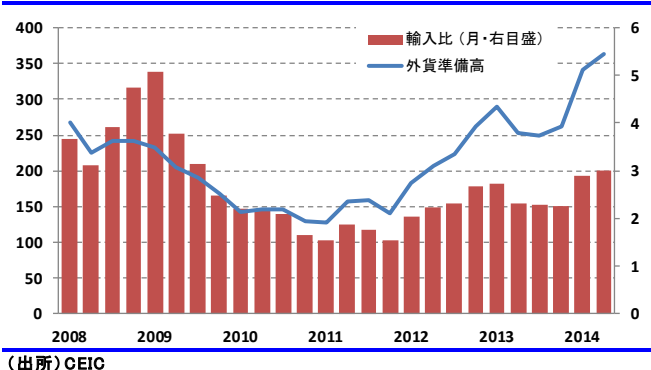


ドン相場は、中銀が6月19日に対ドル参照レートを1ドル=21,036ドンから21,246ドンへ1%切り下げて以降、実際の取引相場は概ね参照レート近傍で推移しており、落ち着いている。こうした通貨安定を支えているのは、良好な対外収支である。経常収支は、貿易収支の改善と安定した第2次所得収支(移転収支)の黒字³を背景に、2011年7~9月期以降、黒字が続いており、2014年1~3月期も33億ドルの黒字となった。先述の通り、9月以降は貿易収支がやや悪化しているものの、現状程度であれば第2次所得収支の黒字で十分にカバーし、経常黒字を維持できるとみられる。

経常収支の推移(億ドル)



外貨準備高(億ドル、月)



また、外貨準備が緩やかに拡大していることも、ドン相場の安定に一定の貢献をしている。外貨準備高は、2014年6月末時点で362億ドル、輸入の3.0ヵ月分に相当する水準まで増加した。一般的に、外貨準備高の必要最低水準は、輸入の2~3ヵ月分とされており、ようやく最低限をクリアし余裕のある水準への

³ 主に海外労働者による本国あて仕送り。

積み上げを目指す状況となりつつある。ただし、今後は米国の金融緩和終了に伴って資金が流出する恐れがあり、経常収支が赤字に転じるなど通貨を不安定化させる要因が生じれば、通貨維持のため外貨準備の取り崩しを迫られる可能性がある点には留意が必要であろう。

緩やかな拡大が続く見込み

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も底堅く推移しており、循環的な回復局面にあると言える。さらに、通貨の安定と原油価格の下落により物価が落ち着きつつあることが、景気拡大の持続性を高めている。しかしながら、金融機関の不良債権は、処理を進めているにもかかわらず未だ増加しており、引き続き金融緩和の効果を減殺するなど成長を抑制する要因となろう。不良債権処理を進めるためには、景気の回復が続き、金融機関が自らの業績を改善させ処理のための原資を積み上げていく必要があるため、不良債権処理に目途が付くまでには相応の時間を要する。そのため、ベトナム経済は引き続き、かつての高成長に比べると緩やかなペースの拡大にとどまるとみられる。2014年の実質GDP成長率は、予想以上の物価安定により、政府が目標とする前年比+5.8%を達成するとみられるが、2015年に5年ぶりとなる6%台を回復し、その後も更に高まっていくためには、不良債権処理の進展ないしは海外からの直接投資の拡大が必要であろう。