

ベトナムの景気は持ち直す見通し

政策運営は緊縮型から景気刺激型に転換

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

03-3591-1379

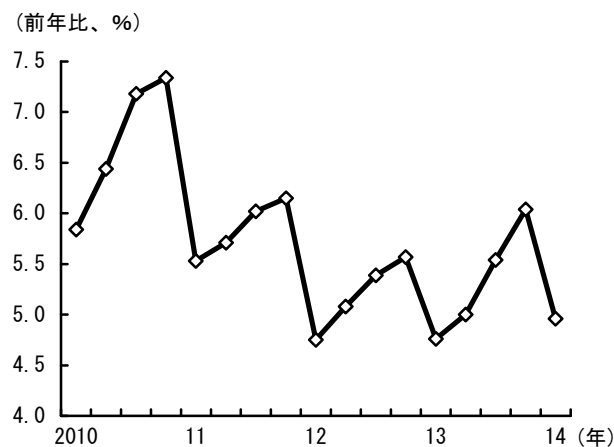
- ベトナム経済は、2002～2007年には+7%台の成長を実現した。しかし、生産年齢人口増加率の鈍化により、経済成長の実力は2013年時点で+5%台後半まで低下している。
- 2013年の実質GDP成長率は、+5.4%と実力をやや下回った。その主たる原因は、外貨準備不足に伴って緊縮政策が採用されたことである。
- 2014年は、緊縮政策の転換やスマートフォンの輸出拡大を背景に、景気は持ち直す可能性が高い。ただし、同年終盤以降はインフレ圧力が徐々に上昇する可能性がある。

1. はじめに

2013年のベトナムの実質GDP成長率は+5.4%で、2012年の+5.3%から小幅に加速した。これについて稲垣（2014）では、インドネシアなどアジア主要国が減速傾向となるなかで、ベトナム経済は底堅さをみせたと評価した。2014年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%であったが（図表1）、例年成長率が低下する傾向にある同期としては、まずまずの水準であったとみている。

ところが、こうした実質GDP成長率の実績は、不良債権問題に伴う銀行の貸し渋りにより抑えられているとの見方が、国際機関や民間エコノミストの間では根強いようだ。例えば世界銀行は、「国営企業¹と銀行の構造問題に直面し、経済成長は潜在力以下に抑え続けられている」「銀行部門の不良債

図表 1 四半期実質 GDP 成長率



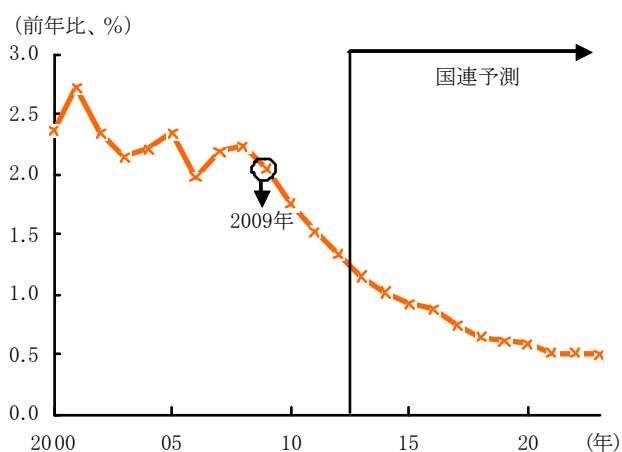
権問題を緊急に解決する必要性がある」と主張している²。IMFも、「銀行と国営企業の構造的な脆弱性がベトナムの潜在成長力を弱めている」と、世銀とほぼ同様の見方をしている³。2014年の+5.8%というベトナム政府の成長率目標を、「不良債権問題が改善しなければ達成できない」とするADBも、似た認識であろう⁴。民間では、オーストラリア・ニュージーランド銀行が、「高水準の不良債権への対処が遅れていることが、国内需要を潜在水準以下にとどめている」と主張している⁵。

しかし、不良債権問題に伴う銀行の貸し渋りが成長を制約しているとの主張には、疑問を感じる。みずほ総合研究所では、稲垣（2013）において不良債権問題に対する過度な心配は不要であると既に指摘済みだが、本稿ではその後の実体経済の情勢も踏まえ、改めて考え方を整理しておきたい。そのうえで、景気の先行きについて展望したい。

2. ベトナムの経済成長の実力は+5%台後半まで低下

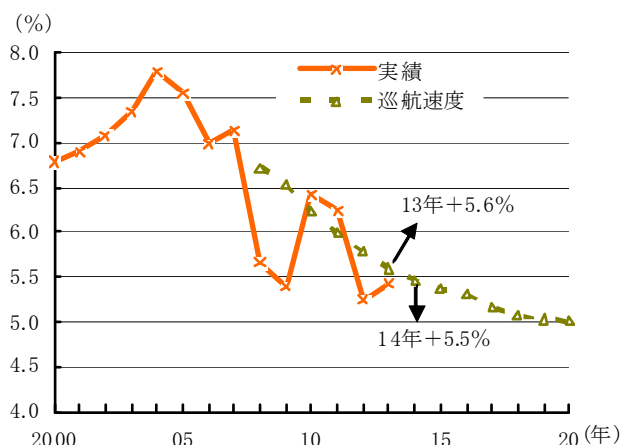
国際機関などが不良債権問題を強調する背景には、上述のIMFが指摘するように、「同問題が、ベトナム経済の成長力を弱めている」との基本認識があるのだろう。みずほ総合研究所でも、ベトナム経済の成長力が従前に比べて低下していると認識しているが、それは以下にみる通り、2009年以降に生産年齢人口の増加率が明確な低下傾向に入っていることが主因であると考えている（図表2）。直前10年間（1999～2008年）平均の「生産年齢人口1人当たり実質GDP成長率」と「生産年齢人口増加率」がその後も続いたと仮定すると、ベトナムの実力に見合った実質GDP成長率は+6.8%となる。しかし、現実には「生産年齢人口増加率」が大幅に鈍化したため、2013年時点では実力に見合った実質GDP成長率は+5.6%まで低下していた（図表3）。つまり、生産年齢人口増加率の鈍化により、

図表2 生産年齢人口



(注) 生産年齢人口は15～64歳とした。国連予測は中位推計。
(資料) 国連人口部

図表3 年次実質GDP成長率



(注) 巡航速度は、以下の式について、①1999～2008年平均の生産年齢人口1人当たり実質GDP成長率が、2009年以降も維持される、②生産年齢人口増加率が国連予測通り鈍化する、と仮定したうえで延長したもの。
GDP=生産年齢人口1人当たりGDP×生産年齢人口

(資料) ベトナム統計総局、国連人口部

ベトナムの経済成長の実力は1.2%PTも押し下げられたことになる。2013年における+5.4%という成長率実績は、確かに+5.6%の実力と比べてもやや低めだった。その要因については次節で検討するが、仮に不良債権問題による景気下押しがあったにせよ、特に強調しなければならないほど大幅な下押しとなったわけではない。

3. 不良債権問題の景気への影響は顕著ではない

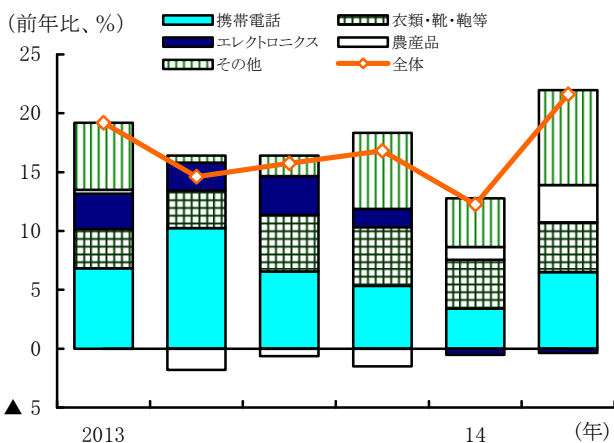
(1) 2013年の成長率抑制要因は不良債権問題ではなく外貨準備不足

では、2013年の実質GDP成長率は、不良債権問題により、実力対比で多少低めとなったのだろうか。2013年の需要項目別GDPは未発表だが、通関輸出が一貫して二桁成長を維持したことから推測すると（図表4）、不良債権問題の影響を受けやすい内需がやや停滞気味であったことは、おそらく事実であろう。

しかし、ベトナムの内需は、事実上の対ドル連動を志向するその為替政策に強い制約を受けるといふ点を考慮する必要がある。景気拡大に伴う輸入の増加や、外的ショック等による資金流出などの結果、限りがある外貨準備に減少圧力がかかると、為替政策を維持できなくなってしまうからだ。

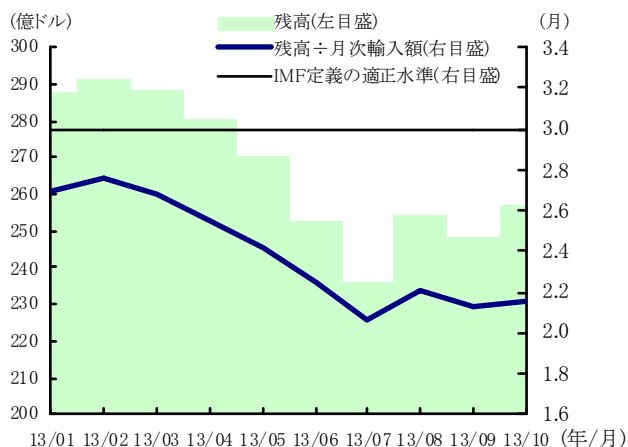
そこで2013年を振り返ってみると、実際、前半に輸入増加により貿易収支が悪化したことに加え、5月のバーナンキ発言に伴うQE3（米国の量的金融緩和第3弾）縮小早期開始観測の台頭で資金が流出した。このため外貨準備は、「輸入の3カ月分」というIMFが健全性の基準とする水準に一度も達しなかったばかりか、2月の291.5億ドルをピークに一時減少傾向となり、2カ月分に近づいていた（図表5）。こうした中、ドンに対する下落圧力が高まり、6月には対ドルで1%のドン切り下げを迫られた（次ページ図表6）。

図表4 通関輸出



(注) 2014年4~6月期は4月実績。
(資料) ベトナム関税局、ベトナム統計総局、CEIC Data

図表5 外貨準備



(注) 外貨準備は金を含む。月次輸入額は、国際収支の財貨輸入、サービス輸入、所得支払の四半期データを月次に3等分して合計したうえで、過去12カ月平均を取った。国際収支未発表月は、通関輸入の前年比伸び率で延長。
(資料) IMF、ベトナム統計総局

以上のような状況を受け、ベトナム政府は、それまで断続的に進めてきた利下げを打ち止めとし、また公共投資を抑制した。すなわち、2013年の成長率を制約したのは、不良債権問題ではなく、こうした緊縮政策である。外貨準備への減少圧力が低減し、2014年に緊縮政策が平時のモードに切り替われば、実力である+5%台後半まで成長率を高めることは十分可能だろう。

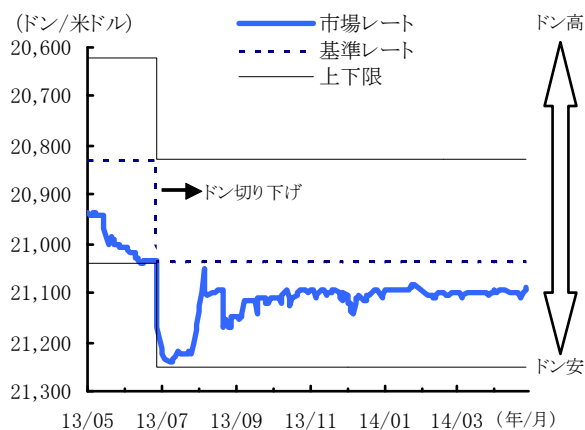
ちなみに、足下で銀行貸出が伸び悩んでいることをもって、「現実には銀行は自己資本不足で貸し渋っている」ことの根拠とする主張も散見される⁶。しかし、不良債権化した不動産向けなどの貸出圧縮が進んでいる状況では、貸出総量が堅調に増加すると考える方がむしろ不自然ではないだろうか。銀行の自己資本の厚さにかかわらず、不動産市場で過剰な在庫が発生している限り、不動産融資の圧縮は続くだろう。

(2) 今後も不良債権問題による景気への大きな影響はない見込み

不良債権問題は、今後も景気にはあまり影響しないだろう⁷。稲垣（2013）で述べたのでここでは詳細については繰り返さないが、不良債権処理に必要な金額は最大でGDP比10%強程度とみられる。QE3縮小観測が高まった2013年中盤、一時的に通貨ドンやベトナム国債への信認がやや低下したものの、その後はドンの対ドル為替レートは安定的に推移し（図表 6）、また国債利回りも低下している（図表 7）。このため、必要に応じて、公的資金により銀行への資本注入などを行なっていくことは可能だろう。足下で、優良企業が貸し渋りによって倒産したといった報道を目にすることはないが、資本注入などを機動的に実施すれば、今後もそうした事態は回避できるとみる。

また、ベトナムの不動産市況は、依然厳しい状況が続いているものの、一部で底打ちの兆しがみえる。このことは、不良債権増加圧力の緩和につながるだろう。大手不動産調査会社のCBREの最新レポートによれば、特にホーチミン市の不動産市況は、足下で改善している。2014年1~3月期のオフィ

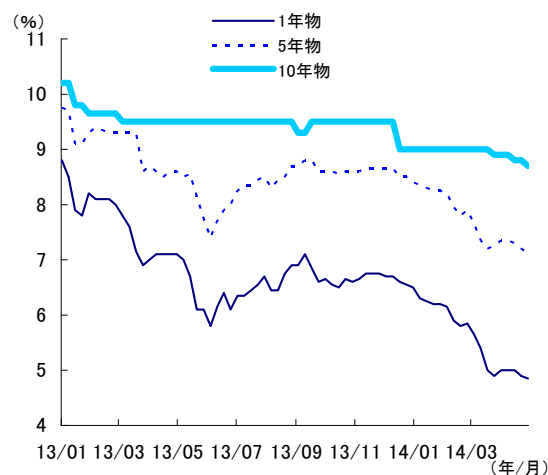
図表 6 対ドル為替レート



(注) ベトナムの為替政策は、1日に許容される対ドル為替レートの変動幅を、政府が定めた基準レートから一定範囲(現在は±1%)とするもの。

(資料) CEIC Data

図表 7 ベトナムの国債利回り



(注) 値は週次。

(資料) Bloomberg

オフィスの賃料は6四半期連続で上昇、空室率も10四半期連続で低下している。高級住宅では、依然価格や賃料の下落が続いているものの、空室率が低下傾向となるなど、市場に底打ちの兆しが出始めている。一方、ハノイ市の状況を見ると、オフィスの空室率が高水準で推移するなど、ホーチミン市と比べて不動産市況の回復が遅れている。もっとも、オフィスの賃料や、高級住宅の価格が下げ止まりつつあり、市況回復の期待が徐々に出てきている。

4. 今後の展望

以上を前提に、先行きのベトナムの景気を見通すと、短期的には持ち直す期待が大きいと言える。その背景に①外貨準備持ち直しを背景とする財政・金融政策発動余地の拡大と、②対内直接投資流入による輸出・投資の拡大が挙げられる。

(1) 外貨準備回復により財政・金融政策の発動が可能に

みずほ総合研究所では、政府が緊縮的な政策運営を景気刺激型に転換して、利下げや公共投資などの財政・金融政策が発動されて景気が今後、下支えされるとみている。実際、2月にベトナム国家銀行は利下げを実施したが、状況によっては年内にさらなる利下げを行う可能性もあるとみている。

財政・金融政策が転換されつつあるのは、これまで政策の制約要因となってきた外貨準備の減少が止まり、足下で増加傾向に戻ったためだ。ベトナム国家銀行のグエン・バン・ビン総裁によれば、4月の外貨準備高は推定350億ドルに達したという。この背景には、外資系企業の輸出拡大などから貿易収支が黒字傾向で推移していることに加え、インフレ率が低水準で推移していることから国内投資家のドン売り意欲が低下していることがあるとみられる。

(2) スマートフォン生産能力拡充により輸出の大幅増が持続

韓国企業や日本企業を中心に2013年の対内直接投資認可額は大きく増加しており（稲垣（2014）参照）、足下4月までの実行額も前年比プラスを維持している。先行きも、中国やタイなど他の投資受入国と比べて、安価な労働力や政情の安定などから、ベトナムへの投資は底堅く推移するとみられる。輸出型企業の実産能力増強が目立つことに加え、欧米景気の持ち直しも予想されることから、輸出も大幅に増加すると予想される。

特に注目されるのが、スマートフォンを中心とする携帯電話関連の投資である。韓国のサムスン電子は2012年に年間生産能力1億2千万台の工場を創設したが、2014年3月には新たに年間生産能力1億2千万台の工場が竣工、サムスン電子だけで計2億4千万台の携帯電話が生産可能となった。また、フィンランドのノキアも2013年10月末に年間生産能力1億8千万台の携帯電話工場の稼働を開始した。

この結果、2013年まで年間1億2千万台程度であったベトナムの携帯電話生産能力は、2014年に4億2千万台と、約3.5倍に増加する。JEITAは、2014年におけるベトナムのスマートフォン生産台数を1億687万台、世界シェアを9%と予測しているが（次ページ図表8）、仮にベトナムの全工場がフル稼働したと仮定した場合は、その予測値を大きく凌駕することになるだろう。なお、ベトナムで生産さ

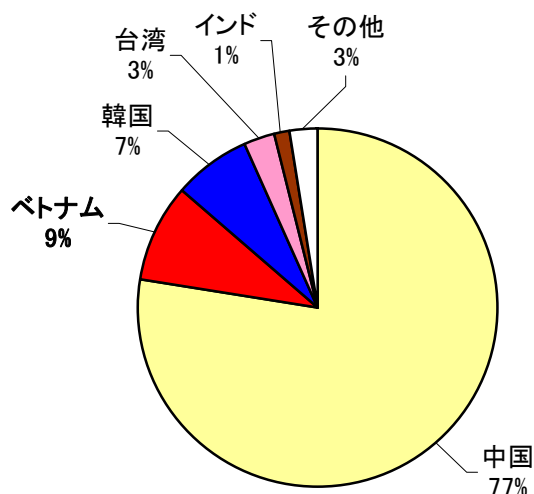
れるスマートフォンのほとんどは輸出されているとみられ、2012年以降、携帯電話生産能力拡充に伴って携帯電話・同部品の輸出額も急増、多額の貿易黒字を生み出している（図表 9）。

（3）結論：2014年の景気は加速、徐々にインフレ圧力が高まる可能性も

以上から、「不良債権問題により景気の低迷が長引く」とは考えにくく、ベトナムの景気は、今後むしろ加速するだろう。最終的に、2014年の成長率は+6%前後を達成すると予想する。

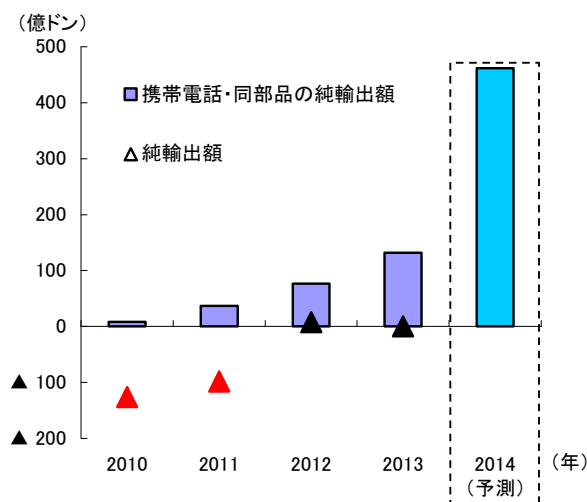
ただし、すでに述べた通り、ベトナムの経済成長の実力は+5%台後半であり、生産年齢人口の伸び率は今後も低下するため、中期的にみて実力はさらに低下する見通しである（前掲図表 3）。したがって、+6%程度の成長が長続きする状況ではないと考えられる。2014年終盤には労働力不足が再燃し、インフレ圧力が徐々に高まる可能性がある。高い成長率を維持するためには、国有企業改革やTPP参加による生産性の向上、汚職対策やインフラ整備による投資環境の改善など、ベトナム政府が取り組むべき課題は多い。

図表 8 JEITA による世界のスマートフォン生産台数予測（2014年）



（資料）JEITA「主要電子機器の世界生産状況」（2014）

図表 9 携帯電話・同部品の純輸出額



（注）2014年の予測は携帯電話生産拠点がフル稼働した場合を想定。2010～2013年の携帯電話・同部品の輸出と輸入の伸び率はほぼ連動しているため、輸出と輸入が3.5倍になる（フル稼働時の生産台数伸び率が3.5倍）と想定して純輸出額を算出。

（資料）ベトナム関税局よりみずほ総合研究所作成

<参考文献>

稲垣博史 (2013) 「ベトナムの不良債権問題はどこまで深刻か～景気減速の主因は長引くインフレ圧力」 (みずほ総合研究所『みずほりポート』2013年3月)

稲垣博史 (2014) 「ベトナム経済はなぜ堅調か～安定成長の維持には為替政策変更が有効」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年1月)

ADB (2014), *Asian Development Outlook*, April 2014

ANZ (2014), “Vietnam Q1 Update” (*Asia Pacific Economics Update*, April 2014)

CBRE Global Research and Consulting (2014a), *HANOI MarketView Q1 2014*

CBRE Global Research and Consulting (2014b), *Ho Chi Minh City MarketView Q1 2014*

IMF (2014), *World Economic Outlook*, April 2014

World Bank (2014), *East Asia Pacific Economic Update*, April 2014

¹ 不良債権の多くの部分が、国営企業向け貸出といわれている。

² World Bank (2014)。

³ “WB, IMF warn reforms critical” (*Vietnam Investment Review*, January 13, 2014)。

⁴ 同上。

⁵ ANZ(2014)。

⁶ “Sluggish lending attributable to bad debts but not interest rates” (*Stocksplus*, May 9, 2014)、「多くの銀行で資金が過剰に」(『亜州 IR ベトナム株ニュース』2014年2月21日)など。

⁷ 不良債権処理は、短期の景気変動とはあまり関係ないとみているが、稲垣 (2013) では、不動産開発などの非生産的部門から生産的な部門にヒト・モノ・カネをシフトさせることを通じて、中期的な経済成長を高める効果を持つと指摘した。

[共同執筆者]

アジア調査部主任研究員

稲垣博史

hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

アジア調査部研究員

宮嶋貴之

takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。