

国内外経済の動向

期待と懸念が入り混じるベトナム経済

【ポイント】

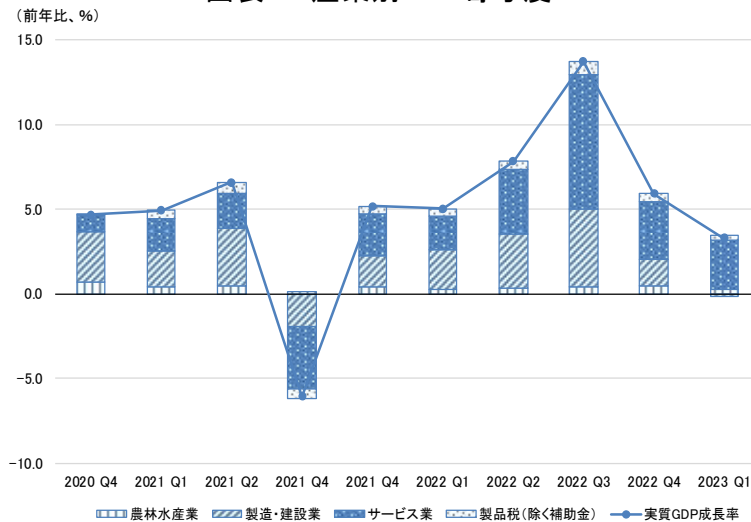
- 2023年第1四半期のベトナムの実質 GDP 成長率は外需の低迷を主因に予想を下回る伸びとなった。ベトナム経済はチャイナプラスワンの主な受益国であり、近年は米国向け輸出を増やしていたため、米国の景気減速の影響を強く受けた。
- また、社債市場の規制強化や急激な利上げによる不動産セクターの混乱が住宅投資に悪影響を及ぼしたことも経済の重しとなった。
- 良好な雇用環境のもと、消費は中国人観光客の回復と政府の景気刺激策によって今後も支えられるだろう。加えて、支出の遅れが解消されることで公共投資が寄与し、ベトナムは今年も ASEAN トップクラスの成長を維持する見込みである。

ベトナムでは堅調な海外直接投資（FDI）と輸出を背景に 2022 年の GDP 成長率は前年比+8.0%となり、およそ 25 年ぶりの高成長を達成した。しかし 2023 年第 1 四半期の GDP 成長率は前年比+3.32%にとどまった。世界経済の減速による貿易活動の低迷に加え、社債市場に端を発した不動産セクターの混乱が住宅投資に悪影響を及ぼしており、ベトナム経済が抱える問題を如実に反映した結果となった。最新の経済指標を確認しながらベトナム経済の現状を整理し、今後の展望を考察する。

1. 2023 年のベトナム経済は予想外に弱いスタート

ベトナムの 2023 年第 1 四半期 GDP 成長率は前年比+3.32%となり、市場予想の同+4.8%を大きく下回った。外需の低迷による影響が予想以上に大きく、産業別では製造業・建設業が同▲0.4%のマイナス成長となったことが響いた（図表 1）。製造業の GDP に対する寄与度は、2022 年第 4 四半期の+1.1 ポイントから一転して、今四半期は▲0.3 ポイントのマイナス寄与となり、建設業の寄与度も同+0.5 ポイントから+0.1 ポイントに縮小した。一方、外国人旅行者数の回復に伴い宿泊施設・飲食サービスなどが堅調となったことからサービス業が同+6.79%の伸びを見せ、引き続きベトナム経済をけん引した。需要項目別では、個人消費が同+3.01%となるも、輸出は同▲8.33%、輸入も同▲10.52%となり貿易活動の低迷が示されている。また、総固定資本形成は同+0.02%とわずかな成長にとどまった。製造業の設備投資の落ち込みとともに、後述する不動産業界の混乱が公共投資や FDI の恩恵を打ち消したとみられる。

図表 1. 産業別 GDP 寄与度

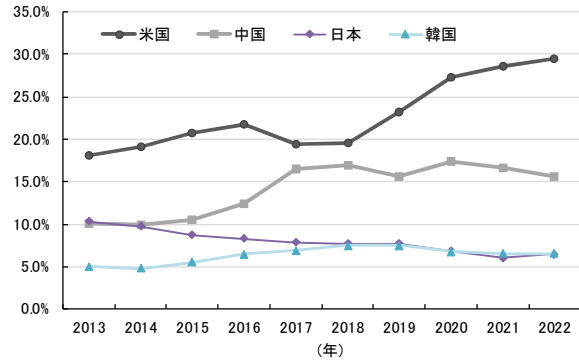


(資料) CEICデータより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

2. 米国経済減速の影響は予想以上に大きい

今四半期の GDP 成長率が予想を下回った一番の要因は外需、特に米国の需要鈍化にある。ベトナムは、製造業の海外拠点を中国以外にも分散させる「チャイナプラスワン」の主な受益者であり、シンガポールや日本、韓国といったアジア先進国からの FDI によってグローバルサプライチェーンでの地位を高めてきた。米中対立が深まった 2018 年以降に米国向け輸出が急増した結果、2022 年の輸出における米国の割合は 29.5% に達し、ベトナム経済に対する米国の影響は一層強まっていった (図表 2)。これはシンガポールやマレーシアなど他の ASEAN 主要国の輸出における米国のシェアが概ね 10~15% であることと比べると突出している。ベトナム税関によれば、今四半期の国別財輸出額は、米国向けが前年比▲18.0% と大きく減少し、アジア (同▲13.0%)、欧州 (同▲11.9%) など、他の主要市場に対する輸出も大きく減少した。製品別では携帯電話 (同▲12.2%)、電子機器・パソコン (同▲9.3%)、繊維・衣服 (同▲17.7%) などベトナムの主要輸出品目で減少がみられた。中央銀行による度重なる利上げやロシアによるウクライナ侵攻によって欧米の景気が減速した影響がかなり強く出ているといえるだろう。最近では米国の地方銀行が数行破綻するなど利上げの影響が金融システムにまで波及しており、外需の低迷はしばらく継続すると思われる。

図表 2. 国別輸出先シェア

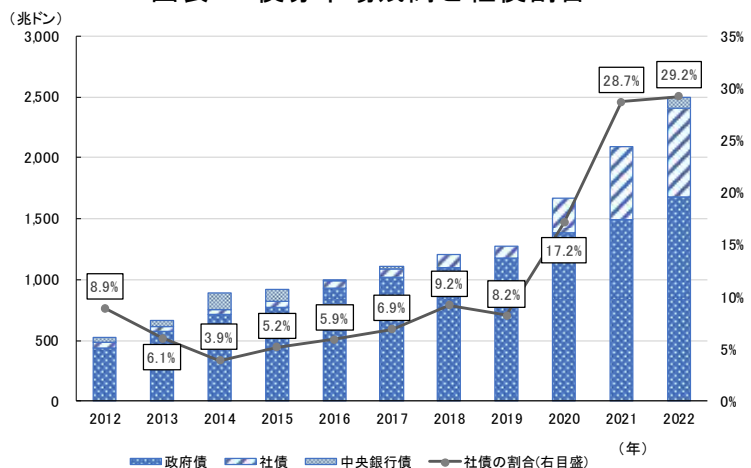


(資料)OECDデータより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

3. 不動産業界の混乱も重しに

第 1 四半期の成長鈍化には外需の落ち込みという外部要因だけでなく、国内要因も影響した。ベトナムでは過去に銀行の貸出残高の急増がインフレと不良債権問題を引き起こした経験から、年間の信用増加に制限をかけている。そのため、銀行の融資枠に限りがあることから、特に資金需要の大きい不動産開発業者は社債市場で資金を調達していた。2020 年から 2022 年半ばにかけて、社債の市場規模が拡大する一方で (図表 3)、社債の発行要件は非常に緩く、私募債の発行に係る詐欺容疑で不動産会社の会長が逮捕される事件も発生した。そのような状況の中、資金使途の明確化や買い手であるプロ投資家の認定条件を厳格化するなど、社債の発行要件に関する追加規制である政令第 65 号が 2022 年 9 月に発効した。この急激な規制強化に加え、ベトナムの中央銀行が 9 月と 10 月の 2 ヶ月連続で計 200bp もの利上げを行ったことで資金調達コストが増大し、対応することができなくなった不動産デベロッパーの資金繰りに問題が発生することとなった。報道によると、2023 年の最初の 2 ヶ月間で、新たに設立された不動産業者の数は前年比 62.4% 減少し、解散した不動産企業の数と同 20% 近く増加した。

図表 3. 債券市場残高と社債割合



(資料)AsianBondsOnlineより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

GDP への影響を見ると、サービス業における住宅関連事業の GDP 成長率は 2022 年第 3 四半期の前年比+11.8%をピークに減速を続け、今四半期は同▲0.1%とマイナス成長に転落した。また、建設業 GDP の前年比の伸びも同時期の+17.5%をピークに今四半期の+2.0%まで減速している。今四半期の GDP に対する寄与度は住宅関連事業が▲0 ポイント、建設業が+0.1 ポイントとかなりプラスを維持したが、2022 年第 3 四半期の+0.4 ポイント、+1.2 ポイントの寄与から縮小した。

今後の不動産市場に関する足元の状況を整理する。社債市場に関して、政令第 65 号の規制を緩和する政令第 08 号が 3 月 5 日に発効した。これにより社債発行額の大幅な増加が報告されたものの、確認された不動産の発行体はあまり市場で知られていない企業が目立ち、債券市場の流動性が広く改善されたというよりも、これらの発行体と銀行との間の個別の債務再編案件が影響しているとの見方もある。また、2023 年第 3 四半期に不動産会社の社債の償還がピークを迎えることから、依然として問題は解決していないとの声も多く聞かれている。

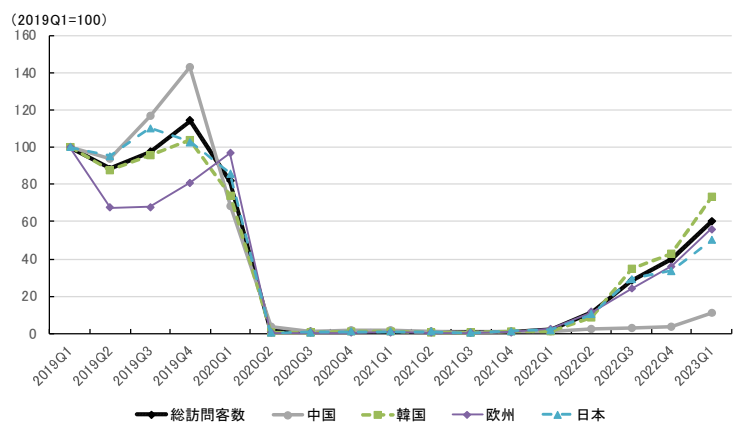
一方で、中央銀行は 3 月 15 日に基準割引率と銀行間翌日物金利を 100bp 引き下げ、それぞれ 3.5%、6.0%とした。さらに、4 月 3 日には貸付基準金利も 50bp 引き下げ 5.5%とし、金融引き締めを緩めた。これは住宅ローン金利や資金調達コストの低下を通じて第 2 四半期以降にポジティブな影響を与える可能性が高い。また、公営住宅プロジェクト向けに 120 兆ドン（約 6,790 億円）の与信パッケージが政府承認されるなど、政府のサポートも活発化している。今後は流動性にアクセスできる質の高い不動産デベロッパーを中心に利下げや政府の支援策のメリットを享受し、不動産市場は緩やかに回復していくだろう。

4. 個人消費の伸びは維持される見込み

2023 年のベトナム経済にとって、引き続き個人消費がカギとなる。ベトナム統計総局は今四半期の財・サービス小売売上高が前年比+13.9%になったと発表した。高止まりするインフレや世界経済の鈍化を受けても、国内の消費需要は堅調だったことが示された。ただ、乗用車やバイクの売上げが前年比で落ち込んでいると報じられており、裁量消費財への需要には陰りが見えている。

次に、雇用と賃金の状況を確認する。ベトナム統計総局の発表によれば、ベトナムの 2023 年第 1 四半期の失業率は 2.25%と、低い水準を記録した。また、平均月給は上昇トレンドを維持し、前年比で約 10%成長した。主要 3 部門をみると、農林水産労働者は同+9.2%、製造業・建設業は同+9.0%となり、サービス業は同 10.1%増加した。サービス業の月給は、今四半期の外国人訪問客数がコロナ禍前の 2019 年第 1 四半期対比で 60%まで回復したことで高い伸びとなったとみられる（図表 4）。2019 年に外国人訪問客の約 30%を占めていた中国人観光客は、今四半期は 2019 年第 1 四半期対比でわずか 11%程度の回復にとどまっており、今後は中国人の海外旅行需要が戻ることでサービス業のさらなる雇用改善と給与増加が期待できるだろう。ただし、前期比で見ると不動産（▲2.6%）や建設（▲1.0%）など、不動産関連セクターの平均月給が減少しており、ここでも不動産業界の混乱による影響がうかがえる。また、S&P グローバル社が発表する 3 月

図表 4. 外国人訪問客指数



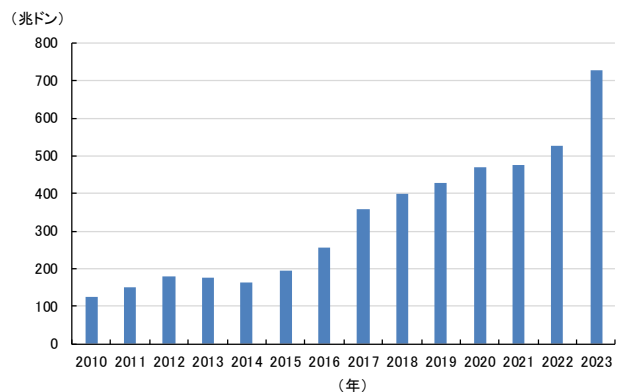
の製造業 PMI ではメーカーの雇用抑制が報告された。全体的な雇用環境は良好であるが、製造業・建設業の雇用環境にはやや鈍化の兆しが見えている。

国民の生活コストの見通しは複雑である。第 1 四半期の平均インフレ率は 4.18%と、中央銀行の目標レンジ上限である 4.5%を下回った。加えて財務省は付加価値税 (VAT) を 2023 年末まで 10%から 8%に引き下げる提案を行っている。これは 2022 年にも行われた施策であり、国民の税負担の軽減につながるだろう。一方で、国営電力会社であるベトナム電力グループの巨額の損失をカバーするため、パンデミック期間中に上げ幅が抑えられていた電気料金を引き上げる動きがみられている。電気料金が 10%上昇した場合はインフレ率を 0.33 ポイント押し上げるとの試算もあり、予想外に早い利下げや OPEC プラスの減産によるエネルギー価格の上昇圧力を考えると、年後半の物価には不透明感が残る。とはいえ、電気料金の値上げといったマイナス要素の影響は中国人観光客の回復や VAT 引下げによって相殺できると予想され、ベトナムの個人消費は良好な雇用・賃金環境に支えられながら堅調に推移するだろう。

5. 公共投資がもう一つのドライバーに

政府は 2021 年に 2025 年までの公共投資計画 2,870 兆ドン (約 16 兆円) を国会で承認し、さらに 2022 年初頭には景気回復を支援するため、約 176 兆ドンの公共投資予算を含む約 350 兆ドンの経済回復プログラムを承認した。政府の発表によれば、このプログラムは 2023 年の 1 月までに約 23%しか支出されなかった。このプログラムの遅延分を含め、政府は 2023 年の公共投資の予算を前年比 38%増の約 727 兆ドンに設定した (図表 5)。2023 年第 1 四半期に政府が支出した開発投資支出は 73 兆ドンで、前年比+19%を達成したが、これは年間計画の約 10%を消化したに過ぎない。ベトナムの公共投資にはボトルネックが存在する。手続きや用地買収の遅さに加え、近年では政府の腐敗摘発キャンペーンにより官僚が委縮して、さらに手続きが遅れているという。この問題を受け、政府は今年 3 月に公共投資の点検や支出加速のために 5 つのワーキンググループを設立した。中央政府主導でボトルネックの解消に向け動き出したことで、今後は公共投資支出の加速が見込まれ、下半期には建設業 GDP や総固定資本形成の伸びが確認できるだろう。

図表 5. 公共投資予算



(資料)CEIOデータより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

6. まとめ

2023 年のベトナム経済は、欧米の景気減速による影響を強く受けた製造業の低迷により 2022 年の高成長を上回ることが難しいだろう。一方で、消費は中国観光客の回復によるサービス業の雇用改善や VAT の引下げに代表される消費刺激策がネガティブ要因を相殺し、堅調さを維持するとみられる。加えて、年後半には公共投資の加速が寄与し、ベトナム経済は第 1 四半期をボトムに持ち直すだろう。各金融機関は現時点で 6.0%前後の着地を見込んでおり、今年も ASEAN でトップクラスの経済成長を維持するとみられる。

(富国生命インベストメント(シンガポール) 田窪 祐規)