

# 不動産 投資 レポート

## 長期的な経済成長期待から注目される ベトナム不動産市場

金融研究部門 不動産投資分析チーム 准主任研究員 増宮 守  
([masumiya@nli-research.co.jp](mailto:masumiya@nli-research.co.jp))

### 要 旨

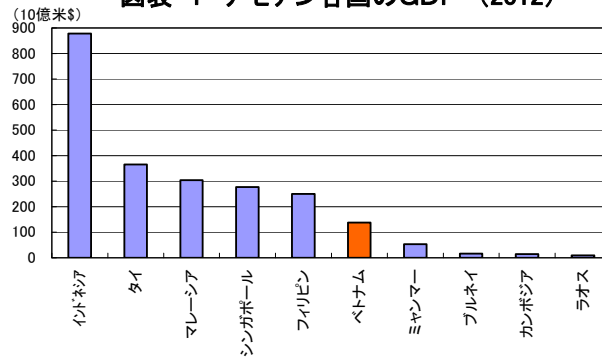
- ベトナムは、国民の平均年齢が低く、国土や人口の規模に対する経済規模が小さいなど、長期的に経済成長の余地が大きい。しかし、リーマンショック以降、アジア各国が早期の高成長回帰を実現する中、高いインフレ率に悩むベトナムの経済成長は相対的に鈍化してきた。
- ベトナムの不動産市場は、景気減速に伴い多数の開発計画が延期されるなど低迷している。賃貸オフィス市場も振るわず、他のアジア諸都市に対する割高感もあって賃料下落が続いている。
- 日本企業は、ベトナムの景気減速にもかかわらず、製造コストの低さや市場としての可能性を評価し、事業進出を加速している。不動産市場においても、韓国企業との競争のなか、日本企業の進出増加がみられる。長期の経済成長期待を背景に、住宅市場やオフィス市場の拡大が見込まれ、プライムビルの開発や取得といった事業機会も少なくないとみられる。今後も、日本企業を含む海外企業によるベトナム不動産市場への進出増加が見込まれる。

## 1. 長期成長期待と景気減速

ベトナムは約 33 万<sup>2</sup> (日本は約 38 万<sup>2</sup>) の国土面積とアセアン第 3 位の約 9 千万人の人口を有する。しかし、これらの国土面積や人口に対し、経済規模はアセアンの中でも小さいグループに入る(図表-1)。1986 年の経済自由化(ドイモイ政策)を皮切りに近年目覚ましい経済成長を遂げてきたものの、依然として経済成長の余地は大きいといえる。人口動態についても国民の平均年齢が約 28 歳と低く、人口の拡大に基づいた経済成長が期待できる。長期的な見方では、ベトナムの経済成長率がインドに次ぐ高水準で推移する(図表-2)、あるいは 2050 年には購買力平価ベース GDP がイタリアや韓国を上回り世界の上位に並ぶなどの予測がある(図表-3)。

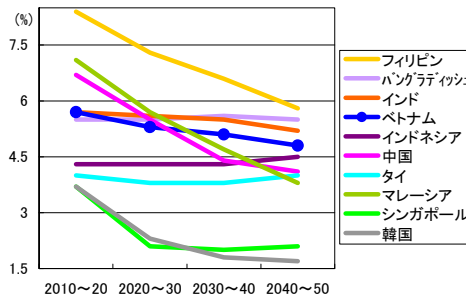
長期の経済成長に伴い、主な内需産業である不動産市場の成長も期待できる。人口や所得増加から需要拡大を見込める住宅開発や、都市化やサービス業の発達を見据えたオフィス投資などが有力な事業と考えられる。

図表-1 アセアン各国の GDP (2012)



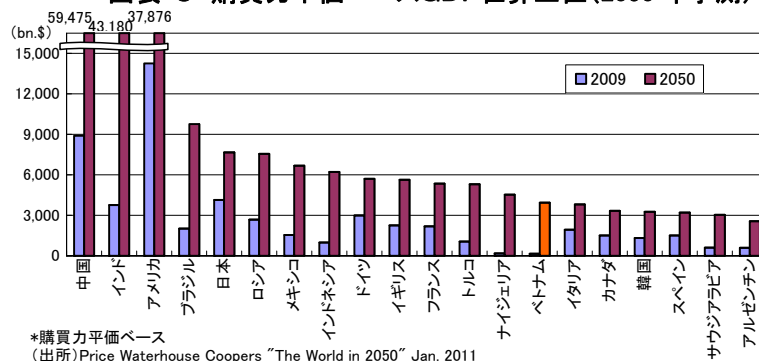
(出所)IMF "World Economic Outlook Apr. 2013"

図表-2 アジア各国の長期GDP成長率(2050年までの予測)



(出所)HSBC "The World in 2050"

図表-3 購買力平価ベースGDP世界上位(2050年予測)



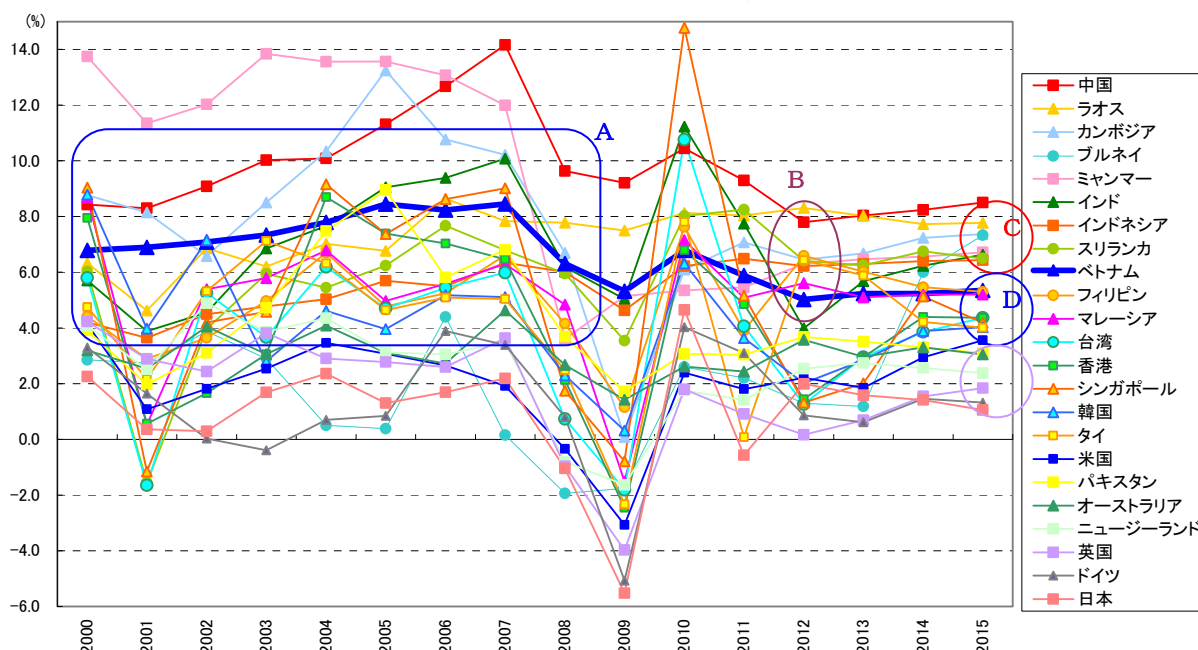
\*購買力平価ベース  
(出所)Price Waterhouse Coopers "The World in 2050" Jan. 2011

このように長期の成長期待が大きい一方、ここ数年はベトナム経済の成長速度は相対的に鈍化し

てきた。リーマン・ショック以降、アジア各国は早期の高成長回帰を実現し、中国を筆頭に世界経済の牽引役を担ってきた。先進各国に比べアジア各国は総じて財政状態が健全であり、大胆な金融緩和や財政出動により景気浮揚を実現してきた。

ベトナムについてみると、2008年までアジア新興国<sup>1</sup>の中でも高い経済成長を示していたものの(図表-4-A)、2012年の経済成長率はアジア新興国のなかで最も低い水準に止まった(図表-4-B)。IMFの予測では、今後数年は高成長国である中国やインドネシアなど(図表-4-C)との差は埋まらず、比較的成熟度の高いタイやマレーシア、あるいはアジア先進国の香港やシンガポールなど(図表-4-D)と同水準の経済成長率に止まる。

図表-4 アジア各国のGDP成長率



(出所)IMF World Economic Outlook Database April, 2013

ベトナム経済の抱える大きな課題のひとつは高いインフレ率である。特に2011年にはアジアでも突出して高い数値に苦しみ(図表-5)、大胆な金融引き締めが不可避となった。

高いインフレ率の理由のひとつに、労働集約型産業が中心で高付加価値産業に乏しい経済構造が挙げられる。たとえば、地下資源には恵まれているものの、精製能力の不足から原油を輸出し、石油製品などを輸入している。高付加価値の輸出品目に乏しい一方、生産能力不足により広く消費財を輸入するため、国内消費拡大による輸入増が貿易赤字を招く。貿易赤字は自国通貨ベトナムドンの下落に繋がり、ドン安による輸入物価の上昇がさらにインフレを助長する悪循環となってきた。

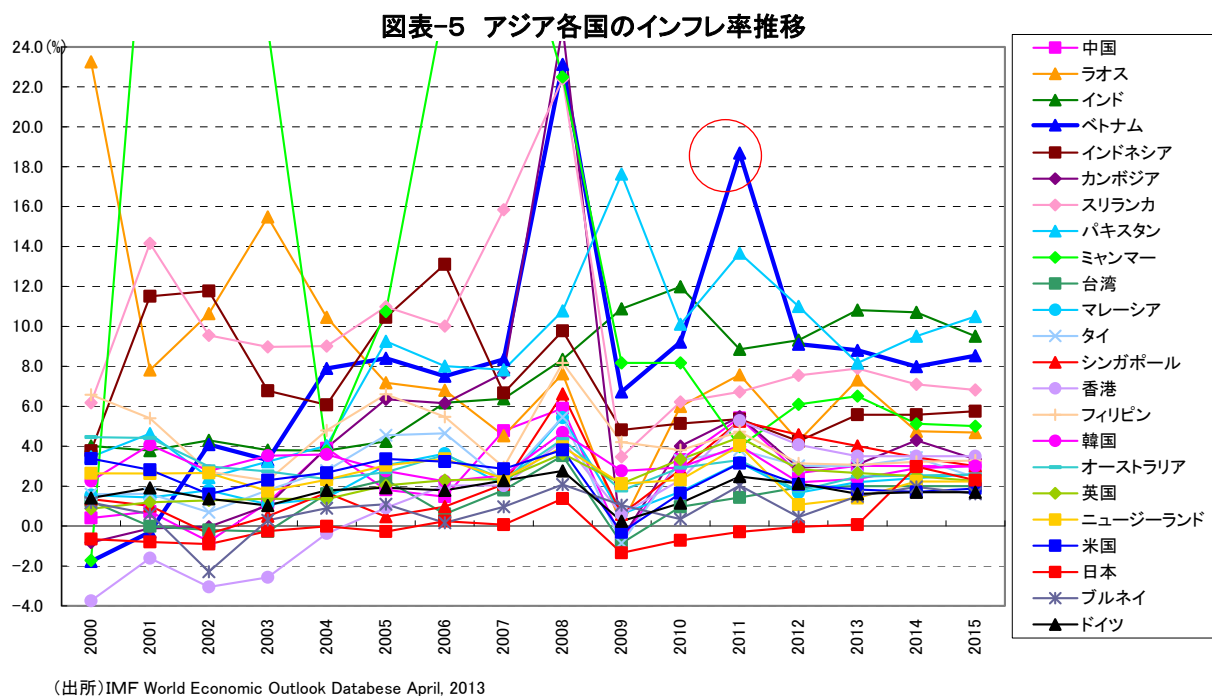
2011年からのインフレ抑制を目指した金融引き締めにより、2012年も銀行貸出の伸びが鈍化するなど景気減速が続いた。しかし、インフレの沈静化や自国通貨の安定的推移から、金融緩和の実施が進んだ。加えて、サムスン電子の生産拡大<sup>2</sup>など、輸出産業拡大による貿易収支の黒字化もみられ<sup>3</sup>、

<sup>1</sup> ここでは日本、香港、シンガポール、韓国、台湾以外のアジア各国をアジア新興国としている。MSCIなどは依然韓国、台湾を新興国に留めている。

<sup>2</sup> サムスン電子は2009年からベトナムをスマートフォンの輸出拠点とし、今後も生産拡大の方向。2012年のベトナム輸出額の11.1%をスマートフォン等が占めており、ノキアもベトナム生産を開始する。

<sup>3</sup> 2012年の貿易収支の黒字化は輸入増鈍化の寄与も大きい。13年1Qは輸入増が輸出増を上回り貿易黒字が縮小、4月単月では再び貿易赤字に転じた。

依然力強さには欠けるものの総じて景気は最悪期を脱しつつある。



## 2. 低迷する不動産市場

リーマンショック以前、多くの事業会社や地方政府系企業などが不動産開発に参入していた。楽観的な計画や不十分な調査に基づいた開発案件も多く、それらに対する融資は後に不良債権化した。2011年の金融引き締めによってさらに不良債権が増加し、銀行の与信力が低下するなか、オフィスビルや大規模住宅開発の多数が延期された。

景気減速のもと、賃貸オフィス市場も低迷が続いている。中国をはじめアジアの多くの都市ではオフィス賃料の回復が顕著で、既にリーマンショック以前の水準を上回っている<sup>4</sup>。一方、ベトナムでは、リーマンショック以降オフィス賃料が継続的に下落している。

こうした下落原因のひとつはオフィス賃料の割高感と考えられる。社会主義国であるベトナムでは、86年の経済自由化(ドイモイ政策)以降、96年の工業化宣言などを経て商業活動の活発化が進んだ。しかし、相対的にサービス業の歴史は浅く、ハイグレードなオフィスストックは小さい。そのため、リーマンショック前の好況時に外資系企業の進出が増加した際、希少性からグレードAオフィス賃料が高騰した<sup>5</sup>。以後に大きく下落したものの、現在でも他のアジア諸都市より高水準にあり(図表-6)、経済格差を考慮すれば国際的な割高感は否めない(図表-7)。

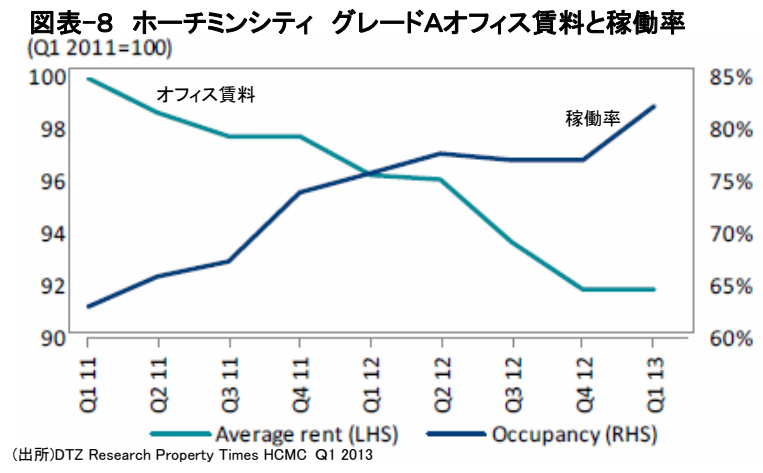
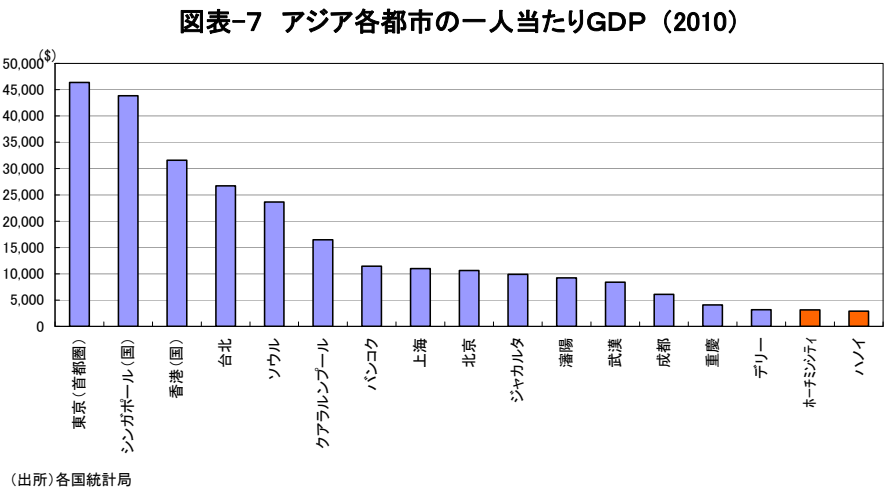
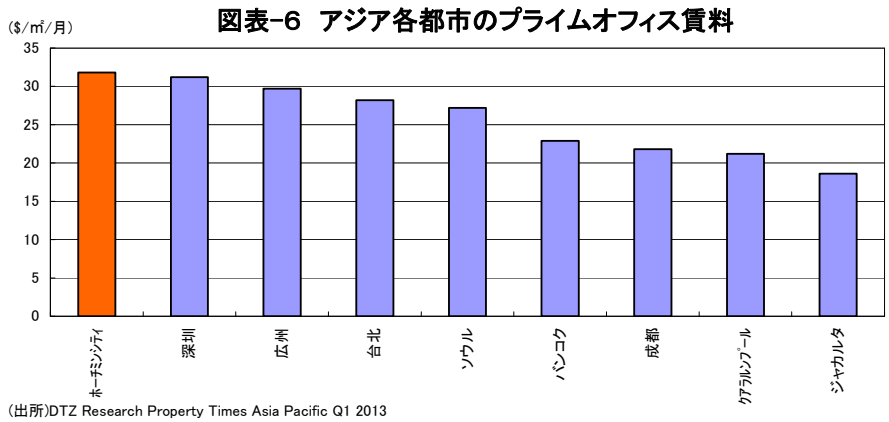
最近の開発延期による新規供給減からオフィス空室の消化が進んでいるが<sup>6</sup>、依然として稼働率水準が低く、賃料が上昇に転じる状況にはなっていない(図表-8)。今後も、国際的に割高な賃料水準

<sup>4</sup> 北京を筆頭とする中国各都市やジャカルタなどの成長都市、加えて先進国でも香港などでは、オフィス賃料がリーマンショック以前を大幅に上回っている。

<sup>5</sup> 新興国都市での経済成長ブームに際しては、オフィス需給が急激に締まる傾向がある。たとえば、現在のミャンマーでは希少なハイグレードオフィスビルが欧米都市以上の賃料を得ている。

<sup>6</sup> 2011年末に3割程度であったホーチミンシティのハイグレードオフィス空室率は、大幅に改善したものの依然15%程度と高水準である。

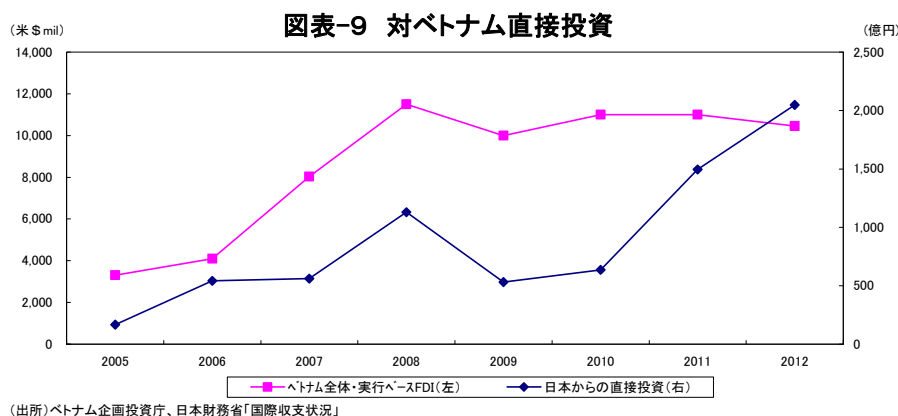
に加え、延期開発案件が竣工に向かうなどの需給懸念もあるため、オフィス賃料の回復は当面難しいとみられる。



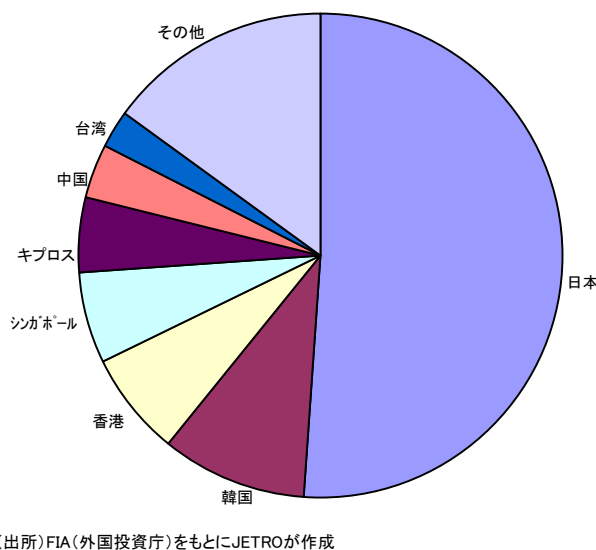
### 3. 海外企業の事業機会

景気減速にもかかわらず、製造拠点に適したコストベースの低さや市場としての可能性を評価し、多くの海外企業がベトナムに進出している。90%を超える識字率の高さや安定した政治体制なども海外企業のベトナム進出を後押ししている。

特に、親日的文化背景などから日本企業の間でベトナムの人気は高い<sup>7</sup>。日本企業は製造業を中心に直接投資拡大を継続しており、2010年以降、円高を背景に進出を加速した(図表-9)。ここ数年、景気減速のもと海外からベトナムへの直接投資は伸び悩んでいたため、日本企業の存在感が飛躍的に拡大している(図表-10)。



**図表-10 対ベトナム直接投資の国別比率  
(2012年、金額ベース、新規案件のみ)**



また、日本と同様に海外に成長を求める韓国もベトナム進出に積極的である。韓国企業は最大手のサムスングループをはじめ、多くの分野でベトナムに進出している(図表-11)。

このように、既に日本企業や韓国企業が幅広くベトナム事業を展開していることは、今後事業進出を検討する企業にとって心強い。たとえば不動産事業では、多くの進出企業がテナント候補となる点がオフィス投資のリスク緩和に繋がる。実際に日本企業や韓国企業の不動産事業進出も増加している。

両者のベトナムでの不動産事業を比較すると、国内市場が巨大で海外進出の必要性が小さい日本企業に比べ、韓国企業は大型不動産開発に一層積極的である。たとえば、日本企業はホーチミンシ

<sup>7</sup> みずほコーポレート銀行の駐在経験者によるアンケート(2012/10/22)によると、経済水準はるかに高い香港やシンガポールと比べても、ホーチミンシティ、ハノイを含む東南アジア各都市(メコン川周辺圏)は精神的豊かさの面で遜色ない評価を得た。

ティ中心部でオフィス投資を始めたものの<sup>8</sup>ハノイにはまだ進出していない。これに対し、韓国企業はホーチミンシティとハノイの両都市に進出しており、複数の超高層ビルの開発主体として存在感を發揮している<sup>9</sup>。

図表-11 代表的な韓国企業のベトナム事業

企業グループ	業種	事業種類
Samsung (CJ) (E-Mart)	製造	スマートフォン製造
	小売	食品、店舗、映画等 スーパーマーケットチェーン
LG	製造	家電製品製造
GS	小売	ホームショッピング
	不動産	大規模住宅開発
Lotte	小売	スーパーマーケット、飲食チェーン
	不動産	オフィスホテル商業複合開発
Posco	素材	製鉄
	不動産	オフィスホテル商業複合開発
Hyundai	製造	自動車製造販売
Kumho Asiana	製造	タイヤ製造
	不動産	オフィスホテル商業複合開発
Doosan Heavy	製造	プラント製造
Daewoo	不動産	オフィスホテル商業複合開発
Keangnam	不動産	オフィス住宅商業複合開発
Charmvit	不動産	オフィスホテル商業複合開発

(出所)ニッセイ基礎研究所

参考までに中国本土の不動産市場をみると、主要都市中心部のプライムビルの多くを香港企業やシンガポール企業が保有し、ビルオーナーとして存在感を示している<sup>10</sup>。また、最近の大型開発でも、現地企業以外では香港企業が主体となる例が多い。中国では、言語やネットワークの面で有利な香港企業やシンガポール企業との競争を制し、後発の日本企業が有望な投資機会を得ることは容易ではない。しかし、ベトナムでは、香港企業やシンガポール企業も圧倒的な存在感を示すには至っておらず、日本企業や韓国企業も対等の立場で競争可能といえる。

また、アジア主要都市の東京<sup>11</sup>や香港<sup>12</sup>などでは、プライムビルの多くは有力な現地不動産会社が長期保有しており、海外企業がこれらへの投資機会を得ることはほとんどない。一方、ベトナムでは、有力現地企業がプライムエリアを占めている状況ではなく、海外企業によるプライムビル開発が進んでおり、今後の余地も残っている。さらに、景気減速で財務状況が悪化した現地企業もあり、それらが保有する既存プライムビルの取得機会もあり得る。このように、ベトナムでは日本企業が有力な海外企業として進出し、中心部のプライムビルを開発あるいは取得して存在感を示すことも可能である。

また、住宅開発などにおいても、ベトナム市場の開かれた事業機会を確認することができる。日本企業による不動産事業の進出形態についてみると、アジア最大の住宅開発市場である中国では、現地企業とのパートナーシップ形態が多い(図表-12-赤)。その際、現地企業が開発や販売などを主導し、日本企業はマイナー出資者として資本調達や技術面のサポート役を担っている。これに対し、

<sup>8</sup> ホーチミンシティ中心部では、以前から丸紅がサンワタワーに出資している他、2012年にダイビルがサイゴンタワーを取得。また、東神開発(高島屋)が超高層のオフィス商業複合施設であるサイゴンセンター2の開発に出資し、高島屋を出店する。

<sup>9</sup> 韓国企業による代表的な開発例は、ハノイ西部地区にあるベトナム最高層建築物のカンナムランドマークタワー、開発中の超高層ビルであるロッテセンターなど。

<sup>10</sup> 増宮守「[拡大続く上海オフィス市場](#)」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2012年7月2日

<sup>11</sup> 増宮守「[J-REITポートフォリオに期待されるAクラスビルの組み入れ増加](#)」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2012年4月11日

<sup>12</sup> 増宮守「[香港オフィス市場の特徴](#)」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2012年5月28日

ベトナムでは現地企業主導のパートナーシップはみられず、香港やシンガポール企業と組んでの進出や、日本企業が主導する進出形態となっている(図表-12)。

中国では地方政府とのネットワークなどで現地企業に有利な面が多く、海外企業による事業展開は難しい。一方、ベトナムでは海外企業連合や日本企業主導での事業展開もみられ、相対的に開放的な市場といえる。十分なノウハウや資本力を有する現地企業が不足するなか、外国資本による経済発展期待も大きく、政府も海外企業の進出に好意的とみられる。

図表-12 日本企業による不動産事業の進出形態(中国とベトナム)

開発地	主導企業による分類	事業種類	日本企業	過半出資	パートナー企業	
中国	現地企業主導	分譲マンション開発	住友商事		江蘇友誼	
			三井不動産		SSTC(政府系)、長成	
			東京建物、(京阪電鉄)		万科	
			三菱商事		金地	
			三井不動産、伊藤忠		杉杉(伊藤忠28%出資)	
	香港・シンガポール企業主導	分譲マンション開発	アウトレット開発	三菱地所		シンフォニー
			分譲マンション開発	三菱地所(地所レジ)		サバナ(キャピタル)
			オフィス商業複合ビル開発	丸紅、東急不動産		新華
			オフィス商業複合ビル開発	森ビル	○	-
			分譲マンション開発	大和ハウス	○	-
日本企業主導	戸建・分譲マンション開発	戸建・分譲マンション開発	積水ハウス	○	-	
		分譲マンション開発	三菱地所		キャピタルランド、GIC	
		オフィス商業複合ビル開発	東神開発(高島屋)		ケッペル	
		オフィスビル投資	丸紅		新華	
		工業団地開発(タウンシップ開発)	三菱商事		セムコーブ	
ベトナム	香港・シンガポール企業主導	分譲マンション(ニュータウン)開発	東急電鉄	○	ベカメックスIDC	
		オフィスビル投資	ダイビル	○	-	
		工業団地開発	双日、大和ハウス	○	(一部現地企業)	
		分譲マンション開発	三菱地所		キャピタルランド、GIC	

(出所)ニッセイ基礎研究所

このように、景気減速のもとベトナム不動産市場は低迷してきたが、親日的文化背景や既に多くの日本企業が事業展開している点は、今後事業進出を検討する企業にとって心強い。長期の経済成長に伴う住宅市場やオフィス市場の拡大期待は大きく、プライムビルの開発や取得といった事業機会がある点も戦略的に検討に値する。今後も日本を含む海外企業の進出が増加するとみられ、ベトナム不動産市場は長期的に注目すべき市場である。

以上

(ご注意) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。