

ベトナム経済事情：2008年の経済成長率は前年比+6.2%に減速

～内需・外需双方の環境悪化に加え、景気を支えた資金流入への悪材料で一段減速は不可避の様相～

発表日：2009年1月5日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 2008年のベトナムの実質GDP成長率は前年比+6.2%と、これまでの8%を超える高成長からの一服が確認された。直近の10-12月期については、昨年10-12月の年明け以降のインフレによる内需の疲弊に加えて、リーマンショック以降の世界経済の後退による外需の鈍化のダブルパンチにより、生産・消費双方で勢いが翳り、前年比+5.5%と前期（同+6.5%）から大きく減速した。
- 世界経済の減速により輸出環境は急速に悪化している一方、内需も勢いが翳っている影響に加えて、政府による実質的な輸入規制により貿易赤字は足元では縮小している。とはいえ、先行きも世界経済が大きく回復する見通しは低い上、輸出の切り札とみられた今春の石油精製施設開業についても原油価格が足元では大きく下落している影響もあり、輸出環境の大幅改善には繋がらないと予想される。
- 対外ポジションを下支えすべく、同国政府は直接投資の受け入れ促進を図っている。しかし、世界経済の後退という環境の悪化に加え、昨年上旬の承認の太宗が不動産業など足元での市況悪化の影響を受けた業種であり、実際の流入は大きく下回る可能性が高い。外貨準備は依然として高レベルにあると期待されるが、資金流出圧力は先行きも続くことが懸念されよう。
- 中銀や政府は景気刺激策に向けて、一転して金融緩和のほか財政拡大を打ち出す方針を明らかにしている。金融緩和による一定の効果は期待されるものの、財政拡大については中身の具体性が乏しい上、同国の財政余力を考えると依然として疑問が残る。さらに、最大の景気下支え元であるODAについては、日本からのODAに絡む汚職に関連して新規供与が止められており、このことも下支えを挫く材料になるとみられる。2009年の実質GDP成長率は前年比+5.5%、2010年は同+6.6%となると予想している。

《10-12月期の成長率は前年比+5.5%まで減速、内需・外需ともに厳しい環境で回復を見込むことは困難》

- 31日に公表された1-12月（2008年）の実質GDP成長率は対前年比+6.2%と、1-9月の同+6.5%から一段の景気減速が明らかとなった。10-12月期だけで再計算すると、同+5.5%と前期（同+6.5%）から大幅に減速した（図1）。同国では例年、年度末に掛けて共産党が定めた成長率目標を達成すべく、年末の10-12月期にはインフラ開発などを加速させて成長率の押し上げを図る傾向にあるが、昨年については原油をはじめとする商品価格の高騰を背景とするインフレ圧力に悩まされたことに加えて、国内で発生していた過剰流動性が内需を押し上げ、インフレをさらに加速させたことへの教訓から年末の公共事業が増大しなかったものと考えられる。
- また、ここ数年の同国の高成長には、安い労働力に魅力を感じた外国資本による直接投資の流入により、輸出志向型の製造業が寄与したところが大きかった。投資資金の流入により通貨ドンには増価圧力が掛かったものの、同国政府は輸出産業保護の観点からドン売り（ドル買い）の為替介入を行っていたと考えられる（図2）。その結果、市中には大量のドン資金が過剰流動性として溢れ、商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレに加えて内需の旺盛さもインフレを加速させた（図3）。インフレが急騰したことで昨年は一転して内需が勢いを失うこととなり、翻って生産にも下押し圧力が掛かることとなった。
- さらに、9月のリーマンショックに端を発する世界的な景気後退によって、輸出に対する需要が大幅に後退したことで内需も外需も勢いを失うこととなり、生産はさらに下押しされることとなった。とりわけ、鉱工

業生産は12月には対前年同月比▲0.2%とマイナスに陥るなど(図4)、これまで「ネクストチャイナ」の筆頭格として注目を集めてきた同国経済も大きくシフトダウンが迫られていることが分かる。また、輸出を中心とする生産の鈍化は、昨年急上昇したインフレと相俟って家計部門にも大きな影を落としており、個人消費に近似すると考えられる小売売上は、価格ベースで依然として高い伸びが続いているものの、インフレを勘案すれば数量ベースで大きく落ち込んでいることは明らかであり(図5)、個人消費を中心とする内需の勢いに翳りが生じていることは明白である。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

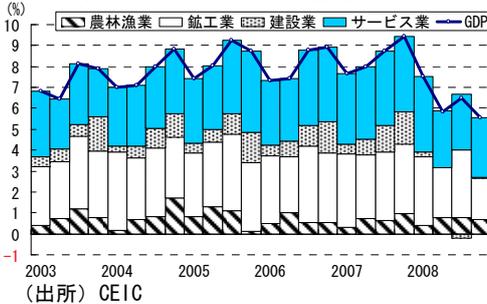


図2 為替相場の推移(前年比)

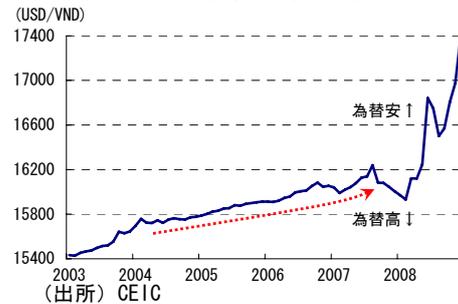


図3 消費者物価の推移(前年比)

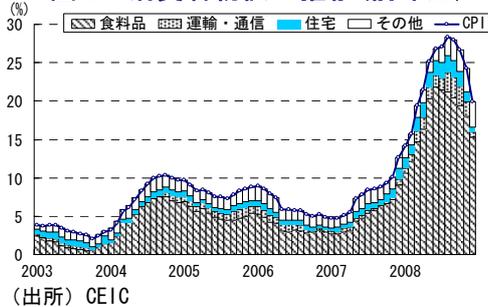


図4 鉱工業生産の推移(前年比)

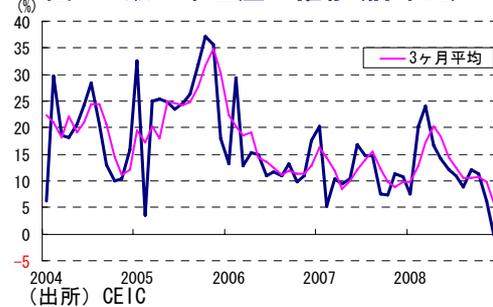
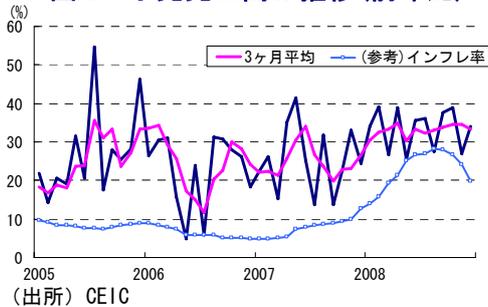


図5 小売売上高の推移(前年比)



《成長を牽引した輸出産業は急速に鈍化、エネルギー輸入依存度の高さが対外ポジションの悪化懸念高めた》

- 同国経済は外国資本による輸出産業を中心とする成長を享受してきたものの、依然として多くの財を輸入に依存しており、とりわけ原油などのエネルギー財は沿岸に海底油田があるにも拘らず、国内に石油精製施設がないことでほぼ全量を輸入していた。こうした要因に加えて、国内の過剰流動性が内需を押し上げたことで輸入の押し上げ圧力が強まり、昨年は貿易収支が莫大な赤字を抱えるに至った(図6)。同国政府は昨年中旬以降、金などの奢侈品について実質的に輸入禁止措置を施すなど、輸入の抑制策に向けて積極的に取り組んだことで貿易赤字は足元では単月ベースで大きく圧縮されているものの、世界経済の後退により輸出に対する需要が足元で大きく鈍っている状況を考えると、先行きの好転を予想することは極めて難しい。
- 貿易収支が大幅に悪化する中、同国政府は経常収支の悪化を阻止すべく長期資金である海外からの直接投資の受け入れに向けて積極的に取り組んでおり、特に昨年については直接投資案件の承認額は急激に上昇する

に至った（図 7）。ただし、これらはあくまで承認額であるため、実際に流入した額については後々にならないと分からないという統計上の不備、さらに、昨年上半に承認された案件の多くは不動産や観光関連といった部門に集中していることから、足元の世界経済の悪化という環境の変化によってこれらのプロジェクトの進捗にマイナスの影響が及ぶことは避けられない。

- 今年春には、同国で初めての国営の石油精製施設が完成するものの、原油価格は昨年 7 月に付けた最高値から大きく調整していることを考えると、同国の輸出入に与える影響は限定的と考えられる。足元では中東情勢の悪化を背景に原油価格に再び上昇圧力が掛かっているものの、昨年の上期に起こったような上昇圧力が回帰するとは考えにくい。一方で、同国が世界 2 位の規模を誇る輸出品であるコメについては、昨年は豊作となったものの、同国政府はインフレの高止まりを背景に依然として輸出に振り分ける量については大幅に制限を行っており、輸出の底上げを図ることは極めて難しい状況にある。先行きについても、貿易を巡る環境は厳しい状態が続くものと予想される。
- なお、同国については短期資金の流出入については政府及び中央銀行が厳しい監視を行っており、これまでも大量の資金移動が起こる状況が発生し得なかった。こうしたことは、金融市場の育成という観点からは大きな障壁になったと考えられる一方、韓国や東欧諸国などのようにリーマンショック以降の金融危機によって資金流出が起こる事態を招かなかった要因になった。足元では、国内での流動性不足に対応する観点から、外国資本による資金流入に対して規制緩和を行う方向性が打ち出されているものの、世界経済を取り巻く環境の悪さに加えて、同国経済自体も減速基調が強まる中で大量の資金流入を見込むことは難しいと考えられる。同国は統計頻度の少なさが情報の非対称性を生んでおり、景気悪化観測を生みやすい土壌にあると考えられるが、昨年 6 月末時点での外貨準備は依然として 200 億ドル超の規模を有しており、それから半年を経た現在も相当規模の外貨準備は確保しているものと考えられる（図 8）。

図 6 輸出入の推移(前年比)

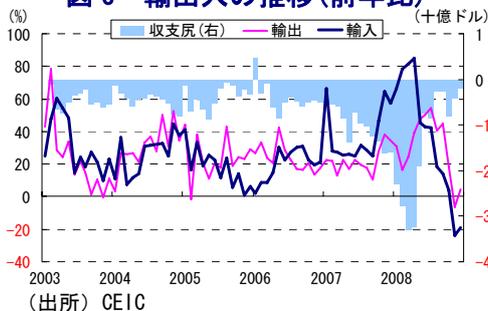


図 7 直接投資承認額の推移



図 8 外貨準備高の推移



《先行きは資金流入への悪材料が続く懸念から、2009 年は一層の景気減速感が強まるものと予想される》

- 9 月のリーマンショック以降の世界金融危機に端を発する世界経済の後退に対して、とりわけ同国では流動性不足に陥る懸念が高まったこともあり、中央銀行は 10 月以降はそれまでの金融引き締め姿勢から一転して利下げによる金融緩和を進めている。直近では、先月 19 日にも 2 ヶ月足らずの間に 5 回目の利下げを公

表し、足元の政策金利は主要金利であるレポ金利が 7.5%、市中銀行への資金貸出金利であるリバースレポ金利が 9.5%、市中銀行の金利設定基準となる貸出基準金利が 8.5%となっており、預金準備率は 5.0%である（図 9）。計 5 回に及んだ金利引下げの幅は 550bp にも及んでおり、景気刺激に向けて必至に取り組んでいる様子が伺える。さらに、インフレ率は依然として前年比+20%近傍と高水準で推移してはいるものの、足元では順調に鈍化していることもあり、先行きも利下げによる景気刺激が期待される。

- その上、中央銀行は輸出事業者の振興を図る目的から、通貨ドンについて事実上の切り下げ容認を公表するなど、景気刺激策に向けてありとあらゆる方策を繰り出す方針を示している。また、同国政府も先月初めには景気対策に向けた歳出拡大策として 10 億ドル規模の公表を行っているものの、政府の一部には歳出拡大策を 100 兆ドン（約 60 億ドル）に拡大させる方針を打ち出しており、インフラ開発や住宅建設の支援といった項目が計画の中心に据えられる見通しとなっている。しかし、同国については、日本の ODA に絡む汚職問題から、日本からの新規の ODA 供与は事実上停止状態となっている。最大の供与国である日本からの円滑な資金供与を促すべく、ベトナム政府内で取り組むべき課題はたくさん残っている。
- さらに、今年 1 月からはベトナム人従業員に対する強制的な保険加入が必要となることで、最低賃金の実質的な引き上げに繋がり、外国企業については平均で 20%超の大幅引き上げが実施されることとなっている。その上、5 月からはさらなる実質引き上げとなる見通しで、これまで同国に進出する外国企業の魅力とされてきた安い労働力という観点は大きく後退する可能性が高い。この結果、同国に進出を予定していた企業の中から進出の取り止めに至る企業も出てくるものとみられ、上述の直接投資承認額から実施額への乖離が大きくなる可能性は高まっていると言えよう。
- 同国の通貨ドンは、1997～98 年のアジア通貨危機を教訓に（実質的な管理）フロート制に移行しており、その観点からは往時の通貨危機に至った国のようにファンダメンタルズに似つかわしくない為替相場の維持を行う必要はない。さらに、短期資金の流出入が起こりにくい制限的な金融市場であることから、資金流出による通貨危機が起こる可能性も極めて低いと考えられる。ただし、同国政府は輸出企業の下支えを理由に通貨ドンの実質的な切り下げ容認をほのめかす発言を繰り返しており、足元では減価基調が強まっている（図 10）。先行きについてもこうした方針が変わる可能性は低く、ドン相場は安値を探る展開が続くと予想される。さらに、株式相場については一昨年来下落が続いていることで底値を探る動きが出始めているとみられるものの（図 11）、同国経済にとっては世界経済の減速といった悪材料が続くとみられる上、内需についても回復には相当の時間を要するとみられ、急激な反転に至ることは難しいと予想される。
- 当研究所では、先月ベトナムの中期経済見通しを公表していたが、2008 年の経済成長率が当社の予想と同じ前年比+6.2%となったことから、現状においては見通しをそのまま据え置くこととした。2009 年の実質 GDP 成長率は同+5.4%、2010 年については同+6.6%と予測している。

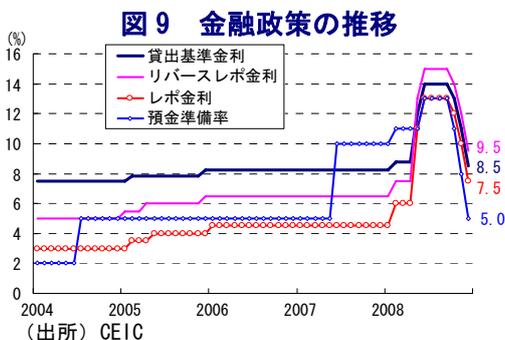


図 11 株式相場の推移



以 上

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。