

ベトナム経済事情：成長率は過去最低水準に低下

～景気対策も具体性は依然乏しい、景気底入れには未だ道半ばの様相～

発表日：2009年4月3日（金）

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）

- 中国の次の進出先として投資ブームに沸いたベトナムだが、その環境は大きく変化している。昨年前半はインフレと海外への資金逃避で経済危機寸前に追い込まれ、後半には世界的な信用収縮で内・外需ともに勢いを失い、大幅生産調整に追い込まれた。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+3.1%と過去最低水準に鈍化、サービス部門を除く各産業で著しい生産の落ち込みに直面している。なお、前期比（季節調整値、試算値）はマイナス成長入りするなど、景気が急速に悪化していることが分かる。
- 同国政府は景気刺激に向けて100兆ドン（60億ドル）の景気対策プログラムを公表しているが、「真水」に当たる部分は一部に留まる見通し。さらに、行政組織は極めて官僚的で政策遂行能力は未熟であることから、インフラ開発などの歳出の足の遅さも加わって、景気浮揚効果の発現には時間を要するとみられる。金融当局は昨年10月以降に急速な金融緩和を進めているが、依然として市中の流動性不足懸念が残存し、政府が金融緩和を要請する状況が続く。物価動向を見ながら金融緩和が進むと予想される。
- 先行きのベトナムは、先進国への依存度の高い外需の回復には時間がかかるとみられ、雇用・所得環境の悪化を通じて内需も厳しさに直面すると予想される。労働コストの低さという妙味は今年1月からの制度改正でその魅力が減じられ、直接投資の鈍化で国際収支のポジション改善には政府の期待ほどの効果はないとみられる。今年後半には景気の底入れが期待されるものの、先進国の景気動向に左右されることから、回復の勢いは緩やかなものに留まるとみられる。

《1-3月期の成長率は過去最低水準、景気対策にも拘らず落ち込みが続いており、事態はより深刻さを増す》

- 労働コストの低さや識字率の高さを背景に、製造業を中心に中国に次ぐアジアの生産拠点として進出が続くなど投資ブームに沸いたベトナムだが、足元では状況が大きく変わっている。一昨年以降の商品市況の急騰でインフレ率は一時30%近くまで高騰した結果（図1）、内需の柱である個人消費は力強さを失い（図2）、その後は、金融危機による流動性不足で中小企業を中心に資金不足に陥るなど企業活動は深刻な影響を受けた。また、世界的な景気悪化による外需縮小で輸出も激減し（図3）、内外需の縮小で生産圧縮の動きが進み、鉱工業生産は足元では前年割れとなるなど（図4）、需給双方で深刻な落ち込みが続いている。
- こうした状況から1-3月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+3.1%と前期（同+5.5%）から一段と減速が進み（図5）、四半期ベースの統計開始以来最低の伸びを示した。内外需の縮小で製造業をはじめ工業部門の減速が進んだことに加え、昨年は旱魃と洪水の襲来により主要農作物のコーヒーが不作に陥るなど、農業部門は前年比▲0.5%と厳しい状況にある。サービス部門では依然堅調な伸びが続いているが、来訪者数の激減で観光部門は落ち込むなど、その影響にはバラつきがある。なお、季節調整値（試算値）ベースでは、前期比▲1.6%と統計開始以来のマイナス成長に陥るなど、足元の落ち込みの深刻さがわかる。
- なお、例年の1-3月期は前四半期が年度末であり、政府がGDPの押し上げのために公共投資を前倒しで実施するため、政府需要が低下してGDPの伸びが鈍化する特色がある。しかし、今年は建設部門が前年比+6.9%と大幅な伸びを示すなど、政府による景気対策に伴う建設が進む中での失速であり、実体経済を巡る状況は極めて厳しいものと考えられる。

図1 消費者物価の推移(前年比)

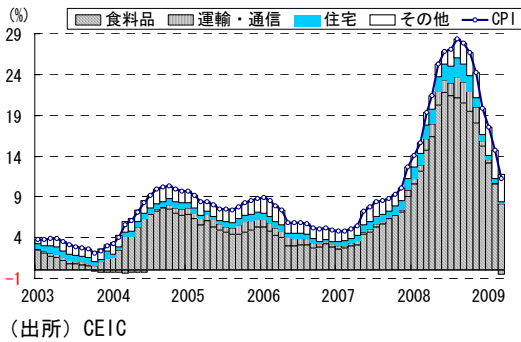


図2 小売売上高とインフレ率の推移(前年比)

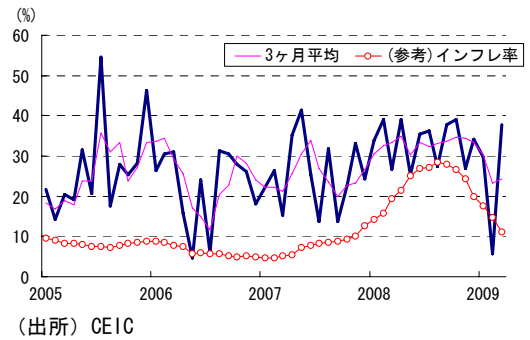


図3 輸出入の推移(前年比)

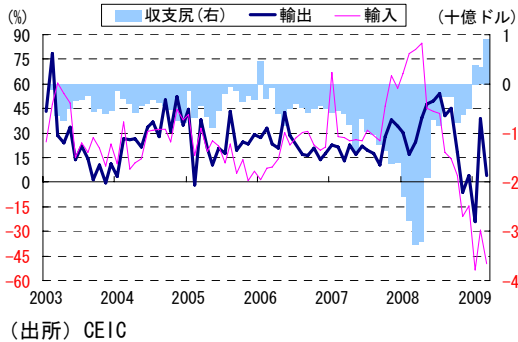


図4 鉱工業生産の推移(前年比)

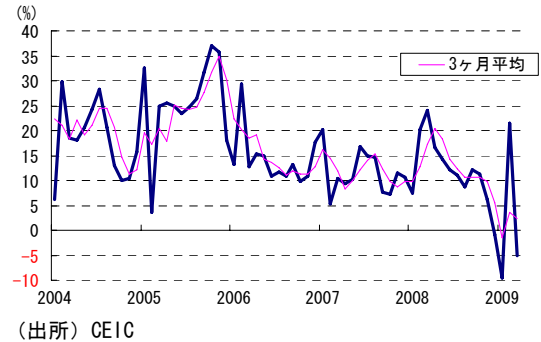


図5 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

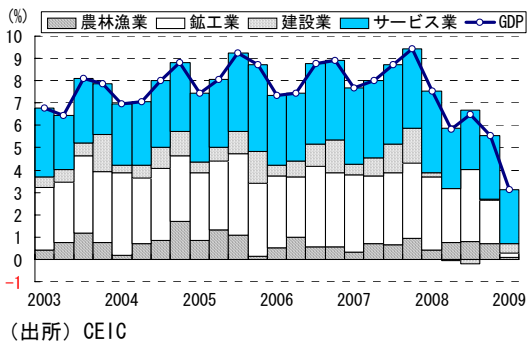
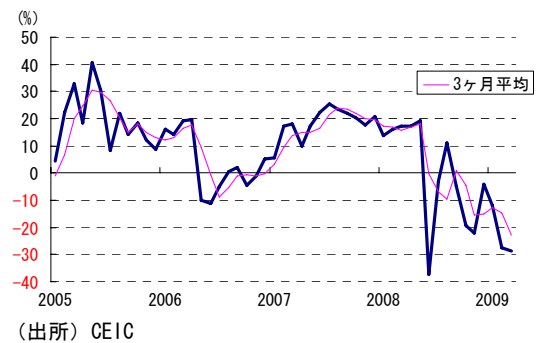


図6 海外からの来訪者数の推移(前年比)



《政府の景気対策も効果発現はまだ先。流動性不足懸念は未だ払拭出来ず、一段の金融緩和が志向される見通し》

- 政府は景気刺激を図る観点から、昨年12月に100兆ドン（60億ドル）規模の景気対策パッケージを打ち出している。財源面で考えると22億ドル程度が歳出拡大を伴う一方、残りについては利子補給や減税・免税による補助金的な性格の景気刺激策に留まる模様である。なお、同パッケージとは別に21億ドル規模の赤字国債発行により地方部のインフラ開発を行う計画が示された。同国は中国と同様に共産党による一党独裁体制であるが、党書記長、国家主席、首相によるトロイカ体制で党と政府の一体感は薄く、党の主張が政策に色濃く反映されることはない。行政組織は非常に「官僚的」で、政策決定から実施までの円滑な進捗は期待出来ない。政策の執行段階に入っても、その効果発現には時間を要するとみられる。
- 金融政策面では、昨年半ばまでは急激なインフレ上昇と経常収支の悪化と景気減速懸念から海外への資金逃避が進み、一時は「金融危機説」まで流布される状況に至り、金融当局は引き締めに奔走した。それが、年後半には世界的な景気悪化による信用収縮により、流動性不足が課題となったことで一転して金融緩和を進めている（図7）。直近では2月1日に主要金利が一律100bp引き下げられ、市中金利の貸出金利の基準となる貸出基準金利は7.0%まで低下している。しかし、依然として家計・企業部門ともに流動性不足の問題は解消されておらず、政府が金融当局に対し再利下げを要請する事態に至った。足元では物価も落ち着いており、

「6%」という政府のインフレ目標を意識しつつ一層の金融緩和が進むとみられる。

- 昨年の海外への資金流出に際して、同国の株式市場や為替は閉鎖的であるため、比較的開放度合いの高いオフショアの為替先物市場（NDF 市場）での売り圧力に繋がった（図 8）。こうした状況に対して、金融当局は金融引き締めに加えて 1 営業日中の為替の変動幅を縮小させたほか、資金流出の要因となった貿易赤字の拡大に対し、政府は金などの奢侈品の輸入停止などの措置を講じるなど、形振り構わない対応を示した。こうした策は、自由貿易においては「禁じ手」ではあるが、金融環境が悪化する中で危機的状況からの回避を促すきっかけに繋がった。先行きの課題は、引き締めから緩和へのタイミングであろう。

図 7 金融政策の推移

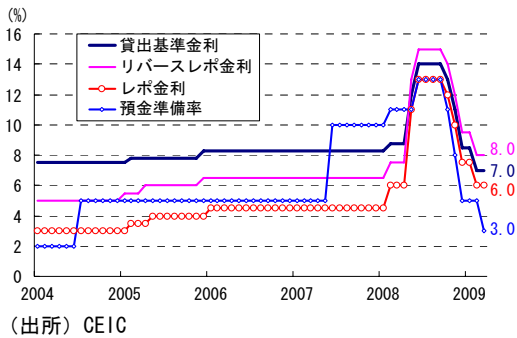
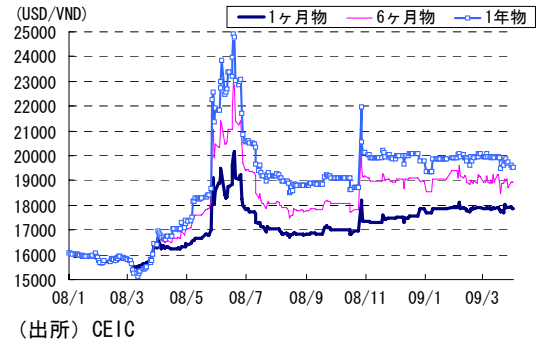


図 8 為替先物相場(NDF)の推移

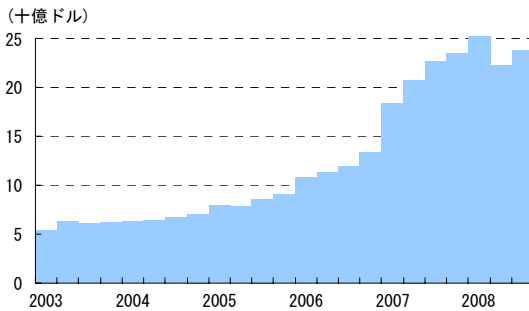


《内外需ともに勢いのない展開が続くとみられ、景気は一段の悪化を予想。回復基調は年後半も勢いは弱い》

- 政府の景気対策では、財源の一部（10 億ドル）に外貨準備を利用する方針が示されている。昨年 9 月末時点の外貨準備高は 241 億ドルと比較的潤沢であり（図 9）、年明け以降は貿易収支も黒字で推移するなど、足元でも規模を有しているとみられ、外準の取り崩しが問題になることはないと思われる。また、国債市場についても足元では昨年初めのレベルに落ち着いており（図 10）、資金調達に懸念が出ることはないであろう。残るは政府の政策遂行能力が重要だが、その点が一番の問題になると考える。一連の対策の太宗はインフラ開発など、足の遅いプロジェクトであることから、早くても景気の押し上げ効果は年後半以降に発現することになる。その意味では、当面は厳しいマクロ経済環境は避けられないことを意味する。
- 輸出総額の 2 割が米国向け、1 割強が日本向けと先進国経済の影響を受け易い貿易構造にある。先進国の景気底入れには依然時間を要するとみられるため、外需の回復も後ずれが避けられない。また、今年 1 月から例年通り最低賃金の引き上げが実施されたほか、ベトナム人従業員に対する各種保険の加入が義務付けられ、大幅な労働コストの上昇を招いているとみられる。1 月からは、2007 年の WTO 加盟以降の課題であった小売部門での外資参入が自由化され、市場としての魅力は高まる一方、外資にとっての魅力の一つであった労働コストの安さは後退が避けられない。政府は昨年、国際収支の構造強化のために直接投資の承認額を大幅に引き上げたが（図 11）、その後の市場環境の変化もあり実際の流入額は大幅な低下が避けられない。
- 金融環境が落ち着いたことを背景に、金融当局は通貨ドンの 1 営業日における為替変動幅を±5%に拡大させた。その結果、年明け以降は落ち着いていた為替相場はドン安方向に大きく振れたが（図 12）、先行きは大きな売り材料がない展開が続くとみられ、為替は安定的に推移するものと予想される。一方の株式相場は、足元の金融環境の落ち着きを背景に投資家のリスク許容度に改善がみられたことで、先月以降は一転して上昇基調を強めた（図 12）。投資家のリスク許容度は、先行きも先進国の金融環境に左右され、特に米国の不良資産の扱い巡る一波瀾の可能性もあり、方向感が定まらない展開が続くものと予想される。
- 当研究所では、今年 2 月にベトナム経済について向こう 2 ヶ年の経済成長率の見通しを公表し、2009 年は前年比+4.4%まで減速、2010 年は力の弱い回復局面に留まるとして同+5.7%になると予想している。なお、同国政府は 2009 年の成長率について前年比+6.5%との目標を設定しているが、5 月に開催される国会におい

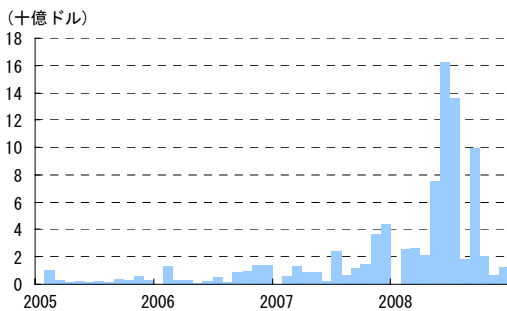
て目標の下方修正を行う方針を明らかにしており、現地報道では同5%程度になるとみられている。なお、国際機関の直近ベースの2009年の成長率見通しは、直近の下方修正によりADBが同+4.5%、IMFは同+4.75%、世界銀行は同+5.5%となっている。

図9 外貨準備高の推移



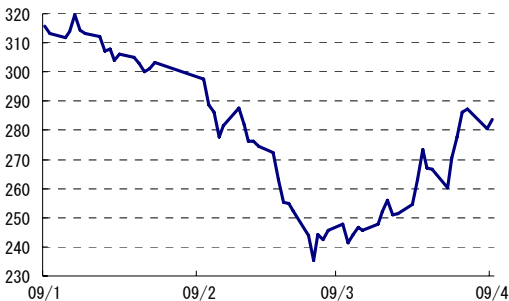
(出所) CEIC

図11 直接投資承認額の推移



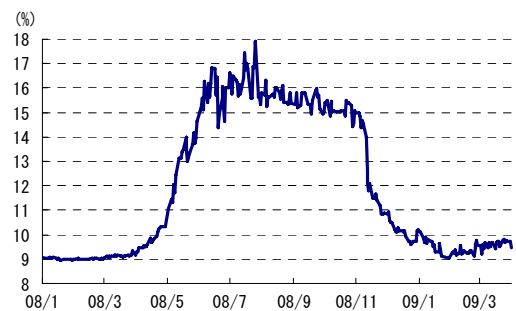
(出所) CEIC

図13 株式相場の推移 (VN 指数)



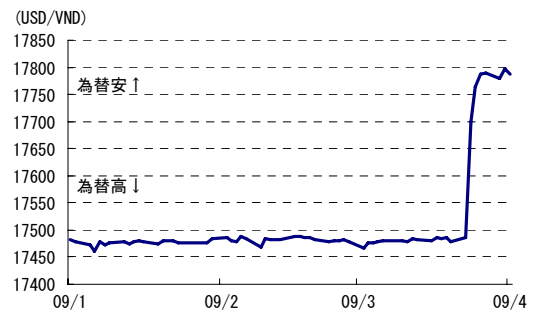
(出所) Bloomberg

図10 国債利回りの推移 (10年債)



(出所) CEIC

図12 為替相場の推移



(出所) Bloomberg

以上