

ベトナム経済事情：堅調さが残る内需で景気は底入れ

～インフレ後退で消費に底堅さも投資・外需に不透明さが続く～

発表日：2009年7月8日（水）

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）

- 中国に次ぐ生産拠点として注目を集めてきたベトナムだが、昨年のインフレと金融危機で急減速した。しかし、4-6月期の実質GDP成長率は前年比+4.4%と前期（同+3.1%）から加速し、ほぼ全産業で鈍化に歯止めが掛かった。これは、個人消費を中心とする内需のほか、政府の景気対策による投資も景気を下支えしたとみられる。足元では、高収益を目指す資金流入が戻りつつあることも下支え要因になっていると考えられる。
- 金融危機後、当局はそれまでの引き締めから急激な緩和姿勢に転じ、窓口規制で金利調整を行ったことも個人消費の底堅さを促した。また、政府も大規模景気対策で歳出拡大や利子補給などの生活支援を実施した。一方、財政悪化が懸念され始め、信用格付引き下げなどの影響も出ており、財政と景気とのバランスが求められる。
- 金融緩和が一部でバブルの兆候を生み始めたことで、政府は新たな規制強化に動いている。海外からの投資資金が経済成長に不可欠な中、こうした不透明な法制度を重ねれば同国市場の魅力を損なう可能性も否定出来ない。3月以降、株式・通貨は落ち着きを取り戻しているものの、こうした状況は今後悪材料視される可能性もある。先行きのベトナム経済は、消費が底堅い一方、投資や外需に不透明さが続いているため、当研究所は5月に2009年の経済成長率を前年比+4.2%に下方修正している。

《底堅い内需を裏打ちに投資資金に回帰の動き。4-6月期の成長率は前年比+4.4%と前期を底に再加速》

- 近年、中国に次ぐ生産拠点として、労働コストの低廉さに加えて地理的優位性から大規模な直接投資が相次ぎ、海外からのマネーの流入が旺盛な内需を創出して高成長を続けたベトナムだが、昨年のインフレと金融危機を経て大きく減速した。今年 1-3 月期には、実質 GDP 成長率が前年同期比+3.1%と四半期統計の開始以来最も低い伸びを示すなど景気減速が鮮明になったが、足元では国際金融環境が落ち着きを見せ始めたことで風向きに変化が現れている。
- 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.4%と前期から一転加速した（[図 1](#)）。同国の主要輸出材の 1 つであるコメについて、タイでのコメ価格上昇と昨年来の通貨安によって同国の輸出競争力が高まり、農業部門が前年比+2.0%と前期（同+0.2%）から大幅に伸びたことに加え、中国向けなどの資源需要を追い風に鉱業部門も前年比+9.9%と前期（同+4.5%）から増進した。一方、足元で来訪者数は急激に回復に転じているものの（[図 2](#)）、一大産業である観光関連産業が振るわなかったため、第 3 次産業全体は前年比+5.7%と前期（同+5.6%）から僅かな伸びに留まった。ただし、当研究所で独自に試算した季節調整値ベースの GDP は、前期比+2.0%と前期（同▲1.1%）から急激な伸びを示しており、景気の底入れを果たしたと考えることが出来よう。
- なお、こうした状況を裏打ちするように、底堅いながらも減速基調が続いていた個人消費は、インフレ圧力の低下も相俟って底打ち感を強めている（[図 3](#)）。また、輸出は依然低迷が続いているものの、徐々に底打ちの兆しも見えており（[図 4](#)）、生産も足元で底入れ感を強めている（[図 5](#)）。さらに、国際金融を取り巻く環境が好転したことで、投資家が再びリスクマネーの供給を活発化させ始めており、昨年の「ブーム」の頃には及ばないものの直接投資認可額には回復の兆候がみられ（[図 6](#)）、投資対象を物色する動きも再開している。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

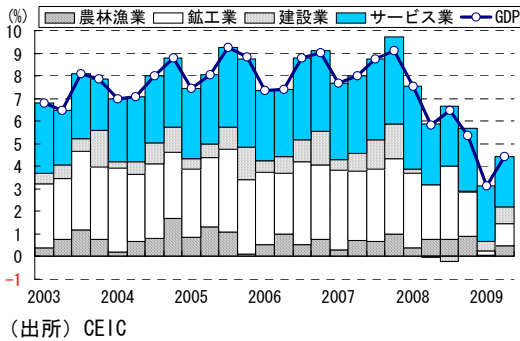


図2 来訪者数の推移(前年比)

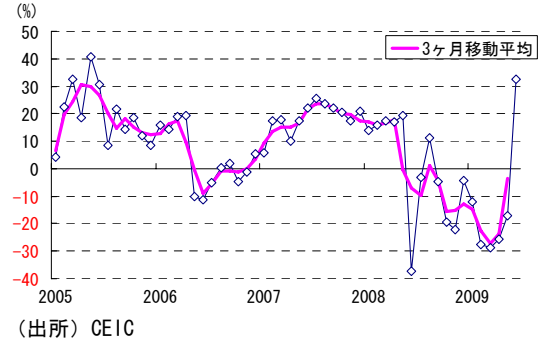


図3 小売売上高の推移(前年比)

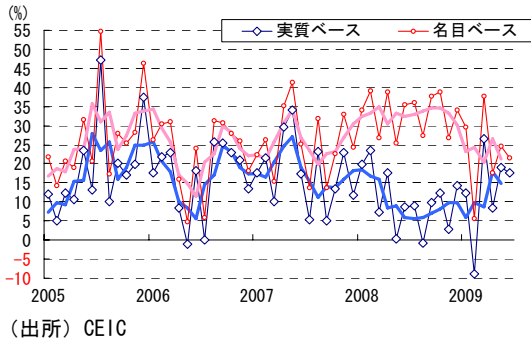


図4 輸出入の推移(前年比)

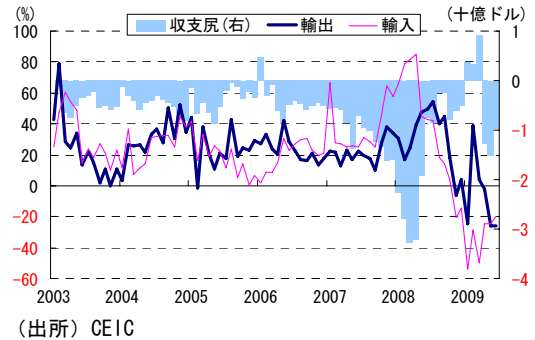


図5 鉱工業生産の推移(前年比)

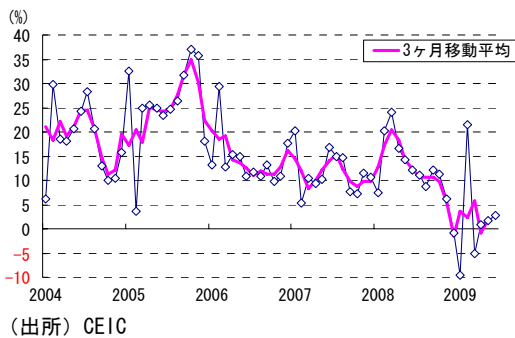
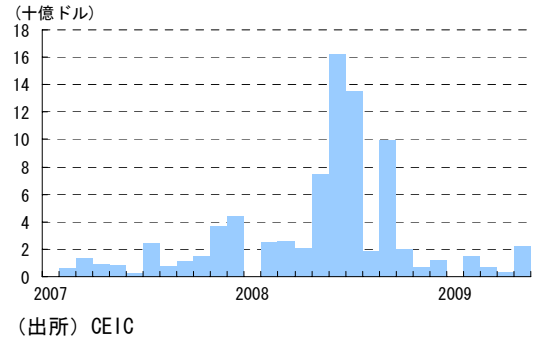


図6 直接投資認可額の推移



《政策を巡る不透明さは残るも、積極的な金融及び財政政策で危機的状況を回避し、足元の底入れを実現》

- 商品市況高騰によるインフレ圧力や、貿易赤字の急拡大による対外ポジション悪化に対する懸念から、株式や通貨は大幅に下落してきた（図7,8）。しかし、商品市況の大幅下落でインフレ圧力が沈静化すると、金融当局は景気の下支えを図るべく急激な緩和姿勢に転じた。主要政策金利であるレポ金利は、昨年上期までの引き締め姿勢から緩和に転じた後、累計 800bp の大幅利下げを実施した（図9）。さらに、当局による積極的な窓口規制で市中金利も抑制され、家計の利払い負担が軽減したことも足元の個人消費の底堅さに繋がったと考えられる。
- また、政府は2回に亘り総額 143 兆ドン（約 80 億ドル）規模の景気対策を打ち出しており、うち 22 億ドル程度を「真水」とするインフラ開発投資、借入金利の 4% 相当分の利子補給による中小企業向けの資金繰り支援、個人所得税及び法人税減税が行われている。結果、歳入減少と同時に歳出拡張策が実施され、GDP 比 12.1% 程度の大幅な財政補填が必要となる状況を受け、フィッチ社は先月末に内貨建信用格付を 1 ノッチ引き下げ「BB-」とした。当局は、一部について外貨準備からファイナンスする方針を示しているが、外貨準備高は昨年末時点で 240 億ドル程度積み上がっており（図10）、直ちに問題が起こる事態は想定しにくいと考えられる。増発が懸念される国債は、インフレ懸念から昨年は大幅に利回りが上昇する局面があったが、足

元では落ち着きを取り戻している（図 11）。同国の対外債務はほとんどが中長期の譲許性資金だが、債務問題が再び注目される可能性は高く、より財政と景気とのバランスが求められよう。

- なお、足元では再び貿易収支は赤字基調を強めているが、政府は昨年来奢侈品に対する輸入規制などの保護主義的な政策により、急激な悪化を免れている側面が強い。市場は開放度合が極めて低く、さらに規制を導入することで短期的に「危機的状況」を回避出来たとしても、持続的な高成長を果たすためには海外からの資本の受け入れが不可欠であり、政策の不透明さが再認識されたことは同国市場の魅力を損なう可能性が高い。今後は、同国経済のボトルネックとされる法制度の不透明さを含め、構造改革への取り組みが求められよう。

図 7 株式相場の推移 (VN 指数)

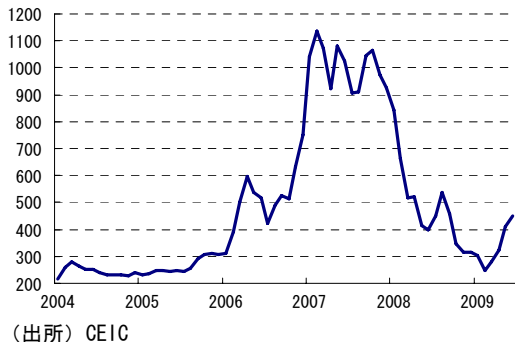


図 8 為替相場の推移

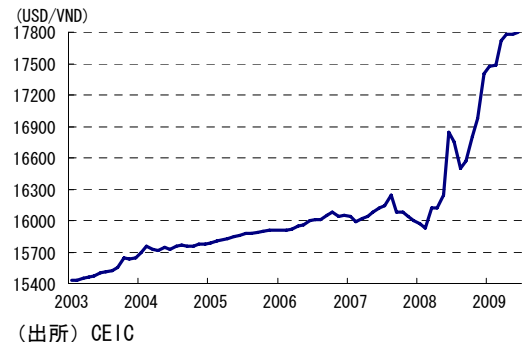


図 9 金融政策の推移

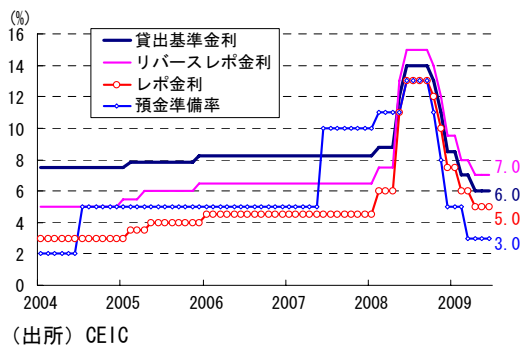


図 10 外貨準備高の推移

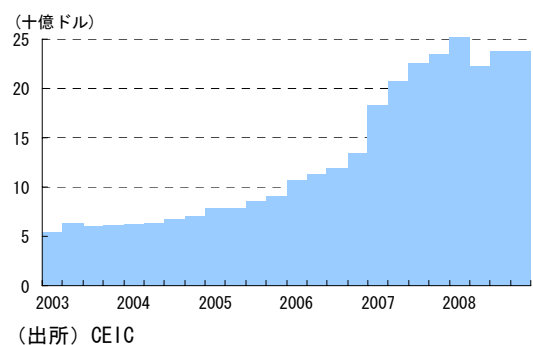
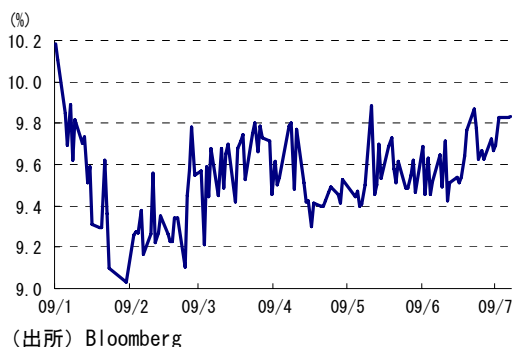


図 11 長期金利の推移 (10 年債利回り)



《景気は底入れするも、投資や外需の厳しさが下押し。2009 年は近年の高成長から大幅鈍化の見通し》

- 先行きの同国経済は、個人消費を中心とする内需が底入れ感を強めていることを背景に、景気全体も回復基調が続くことが期待される。商品市況の下落でインフレ圧力は大きく後退し、6 月の消費者物価は前年同月比 +3.9%まで低下したことも消費を後押ししている（図 12）。一方、足元ではリスクマネーが再び活発化して不動産関連で上昇圧力が高まりつつあり、政府は外銀に対する規制強化に乗り出す姿勢を明らかにしている。しかし、こうした背景には競争劣位にある国内銀行保護の意図も見え隠れするなど、政策を巡る不透明さの

一端を示している。現在同法案は国会審議中だが、実施されれば既に認可された直接投資の実行にも影響が及ぶ上、資本流入の先細りも懸念される。

- また、輸出も比較的米国や日本向けの割合が高く、需要回復の遅れる先進国景気の影響を受け易い体質にある。さらに、昨年のインフレを経て労働コストに上昇圧力が強まっており、中国の「次」を狙う投資先としての魅力は減じられている。政府は対外ポジションの強化に向けて長期資金を受け入れるべく直接投資の認可額を増大させてきたが、実施額は下振れする可能性も高まっている。
- 3月以降、国際金融を取り巻く環境が一服感を強めたことで、昨年来大幅に下落してきた株式相場は一転して上昇基調を強めている（図 13）。しかし、足元では世界経済の回復速度を巡る不透明感が高まっていること、それにより輸出の回復が遅れて景気の足かせになることが懸念され、上値の重い状態が続いている。先行きについても、こうした懸念から一進一退の状況が続くと予想される。一方の為替は、金融環境の落ち着きを背景に当局が1営業日中の値動き幅を拡大させ、一時は大きく通貨安となる場面はあったものの、足元では概ね落ち着きを取り戻している（図 14）。比較的市場の開放度の高いオフショアの為替先物市場では、先行きの通貨安を折り込む動きが続いており（図 15）、今後もこうした状況が続くと予想される。
- 当研究所では、5月に経済見通しの改訂を行い、個人消費をはじめとする内需に底入れ感が出ているものの、先進国向け輸出の回復が遅れる上、直接投資を含む投資資金の早期の回帰を期待することは難しいことから、2009年の経済成長率を前年比+4.2%に下方修正した（修正前は同+4.4%）。なお、同国政府は5月に2009年の経済成長率が前年比+5.0%程度に鈍化するとの見通しが国会承認されている。また、国際機関も相次いで同国の成長率の見通しを引き下げており、直近では、世界銀行が同+3.5%、IMFは同+3.3%としている。

図 12 消費者物価の推移(前年比)

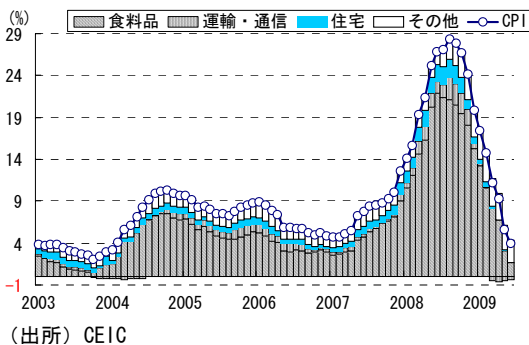


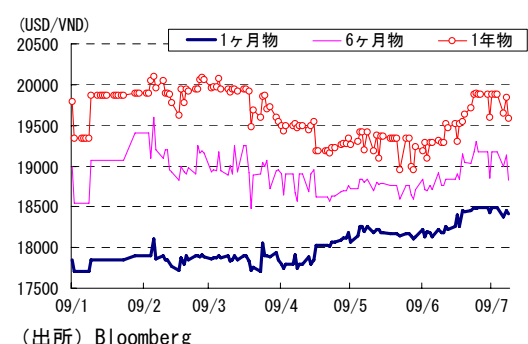
図 13 株式相場の推移(VN 指数)



図 14 為替相場の推移



図 15 為替先物相場の推移(NDF)



以 上