

ベトナム経済事情：堅調な景気拡大の一方、財政面の脆弱性は残る

～10-12月期の成長率は前年比+6.9%。通貨の信認低下など脆さはあるが景気拡大に期待～

発表日：2010年1月20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）

- 新たな生産拠点として注目を集めるベトナムだが、2009通年の経済成長率は前年比+5.32%と前年（同+6.18%）を下回ったが、政府目標（5%）を達成し、さらに10-12月期は前年比+6.9%となり、中国の景気拡大や景気対策の効果で堅調な拡大が続いている。政府は世界経済危機後に2度に亘る大規模景気対策のほか大胆な金融緩和で景気刺激を図り、内需喚起に努めた。また、中国の景気拡大により越境貿易が拡大しており、輸出の回復も進んでいる。内・外需ともに堅調な拡大が続いたことで生産も回復しており、中国資本による同国への生産拠点のシフトなども生産を押し上げている。ASEAN域内の交易環境の整備や、労働コストなどの競争力を鑑みれば、今後も貿易の活発化による景気押し上げが期待される。
- 一昨年国際金融市場で喧伝された金融危機観測に対応するため、金融当局は大胆な金融緩和や資金供給を行ったため、市中の資金供給量は大きく拡大している。結果、足元ではインフレ圧力が懸念される状況となり、昨年11月末に利上げを行うなど、金融緩和の修正が行われている。一方、堅調な内需や資源価格の上昇で輸入が大幅に伸びたため貿易赤字が拡大しており、対外信用力の低下が懸念される。通貨ドン・の信認低下阻止に向けた為替介入で外貨準備高も減少が続いており、輸出拡大などの信用力強化策は待ったなしの状況である。昨年の大規模景気対策で財政悪化が課題となっているが、政府は今年度について景気対策の見直しによる歳出抑制・歳入拡大を打ち出しており、危惧される程の財政悪化には至らない可能性は高い。今後もインフレと景気とのバランスある財政運営が求められる。
- 外国人投資家による資金流入を背景に上昇してきた株式相場は、財政リスクの懸念や金融政策の修正もあり一時調整したが、足元では再び上昇基調を強めている。今年は多くの国営企業がIPOを予定していることから需給悪化も懸念されるが、堅調な景気拡大と海外資金の流入が相場を支えると期待される。一方、通貨ドンは信認低下で通貨安圧力が掛かり易い状態が続いているが、昨年11月の通貨切り下げに際して、取引時間中の値幅制限が圧縮されたほか、国際金融市場でのドル離れの動きも一服しつつあるため、足元では落ち着きを取り戻しつつある。

《金融・財政面での景気対策と中国との貿易拡大が追い風となり、景気拡大が続いている》

- 生産拠点として「ネクストチャイナ」の筆頭格に挙げられるベトナムだが、中国の景気拡大の影響や景気対策の効果もあって堅調な景気拡大が続いている。昨年末発表された2009年通期の経済成長率（速報値）は前年比+5.32%と前年（同+6.18%）を下回り1999年以来の低成長に留まったが（[図1](#)）、政府の経済社会計画の目標（5%）は上回った。なお、10-12月期の経済成長率は前年同期比+6.9%と前期（同+6.04%）から伸びが拡大しており、政府の大規模景気対策や中国との越境貿易拡大で鉱業や製造業など第2次産業が大幅に回復し、サービス業全般で回復感が強まったことも景気を大きく押し上げた。
- 政府は世界経済危機後、2度に亘りGDP比10%規模となる総額152.8兆ドンの景気対策を行っており、インフラ開発の促進、中小企業の資金繰り対策としての利子補給、個人・法人所得税の減税、自動車購入促進策としての付加価値税の半減措置など、幅広い対策を展開してきた。さらに、金融当局もインフレ圧力が低下したことから、政策金利を累計700bp、預金準備率も同800bp引き下げるなど大胆な金融緩和に踏み切った。結果、一昨年のインフレで勢いを失っていた個人消費は大きく押し上げられており（[図2](#)）、GDPの7割弱を占める個人消費の盛り上がり景気回復を牽引している。

- また、隣国中国の景気拡大に伴って越境貿易が拡大しており、昨年 7 月に中国政府が ASEAN との貿易で人民元建の決済承認したことも交易の活性化に繋がり（[図 3](#)）、輸出の回復を促した。足元では輸出は前年比プラスとなっている上、単月ベースの輸出額もボトムの昨年 1 月から 50% 近く上昇するなど拡大が続いている（[図 4](#)）。一方、旺盛な内需を反映して輸入の拡大は輸出を上回り、貿易収支は大幅な赤字が続いていることから、対外的信用力の低下が懸念される。
- このように堅調な内需や中国向けを柱とする輸出の回復により、国内の生産は昨年春を底に急速に回復している（[図 5](#)）。特に、中国での人件費上昇を背景に、より人件費が低い同国への進出が活発化するなど、直接投資の流入も生産拡大に寄与している（[図 6](#)）。なお、この 1 月からは ASEAN の初期加盟 6 ヶ国が域内関税を撤廃させるほか、中国やインドとの FTA も発効するなど、貿易環境の整備が進む。同国は初期加盟 6 ヶ国ではないが、メコン川流域での貿易が活発化すると思われ、労働コストなどで競争力を有する同国には輸出拡大による景気押し上げが期待されよう。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

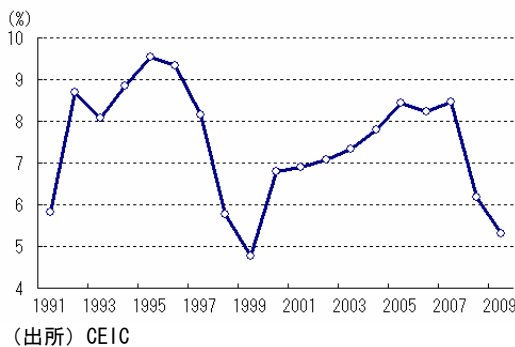


図 2 小売売上高の推移(前年比)

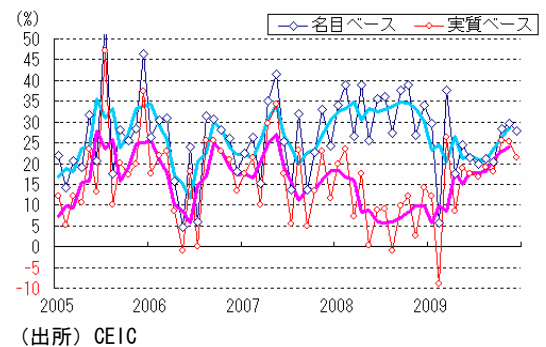


図 3 中国向け輸出額の推移

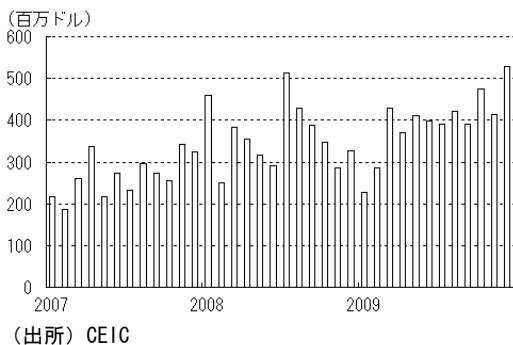


図 4 輸出入の推移(前年比)

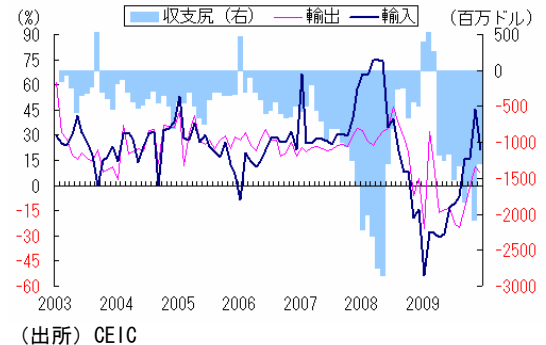


図 5 鉱工業生産の推移(前年比)

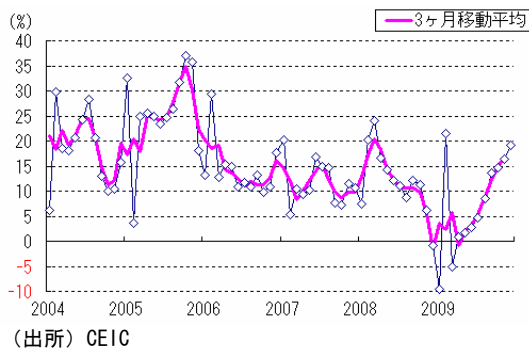
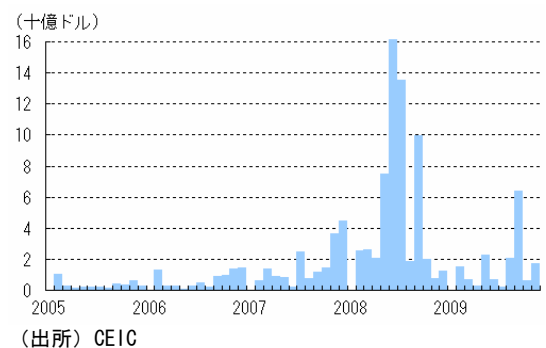


図 6 直接投資承認額の推移



《インフレや外貨準備減少などのリスク要因も抱え、財政健全化に向けた取り組みが中長期的な課題》

- 金融当局による大幅な金融緩和に加えて、一時は国際金融市場で通貨危機説が喧伝されて、金融機関に大規模な資金供給を行ったことから、市中の資金供給量は大幅に増加した（[図 7](#)）。結果、昨年 12 月の消費者物

価は前年同月比+6.5%と前月（同+4.4%）から上昇しており、前月比も+1.4%と前月（同+0.6%）から加速するなど、インフレ圧力が高まっている（図8）。昨年夏の台風襲来やその後の少雨により農業生産が低迷していることから、食料品価格の上昇がインフレをもたらすことが懸念されている。なお、金融当局は11月末に緊急金融政策委員会を開催して、国内銀行の貸出金利の基準となる基準金利とレポ金利を100bp引き上げた（図9）。一方、当局は同時に信用力低下に伴い減価圧力が強まっていた通貨ドンの対米ドル公定レートを5.44%切り下げた（図10）。したがって、今後の金融政策は緩やかに引き締め志向が強まると考えられる。

- 同国政府は、2008年の資源価格高騰による輸入拡大で貿易収支が急速に悪化したことに対応して、同年6月に金輸入を停止する措置に出た。後に輸入は資源価格の下落とともに急速に減少したが、昨年春以降の資源価格上昇による回復で貿易赤字は拡大しており、足元では経常収支が急速に悪化している（図11）。経常収支の悪化に加え、ドンの信認低下による通貨安阻止のための為替介入で外貨準備高は一昨年後半以降徐々に減少しており、昨年8月末時点で約184億ドルとなっている（図12）。その後もドン安が続いていることを考えると、昨年末時点の外貨準備高は一段と低下している可能性が高く、健全な外貨準備高の目安とされる輸入決済の3ヶ月分程度に近付くことが懸念される。日中韓3ヶ国とASEANの間の外貨融通の枠組みであるチェンマイイニシアティブに基づく弾力的な外貨融通が可能であるため、直ちに問題化する可能性は低いが、輸出促進を含めた対外信用力拡大への取り組みは待ったなしである。
- 大規模な景気対策により歳出が大きく上振れした一方、景気低迷で歳入は当初予算を下回ったと考えられ、予算段階では中央・地方政府合わせた財政赤字はGDP比▲4.82%の▲87.3兆ドンとされていたが、直近では▲142.4兆ドン（GDP比約▲8%）程度まで拡大した見通しである。また、政府（計画投資省）は直近の経済見通しにおいて、2010年も前年同様に景気対策を行った場合、中央政府の財政赤字はGDP比▲6.5%になるとの見通しを示している。ただし、政府は昨年10月段階で2010年には減税措置を実施しない方針を明らかにしている上、12月には短期融資に対する利子補給を昨年で打ち止めすることを決定し、自動車優遇税制も昨年末で廃止するなど景気対策の終結を明らかにしている。予想以上の景気拡大により歳入拡大と歳出圧縮が進み財政収支の悪化に歯止めが掛かると考えられるものの、足元のインフレ圧力やドンの信認低下を鑑みれば、さらなる歳出合理化が不可欠である。
- 2008年末時点の同国の公的債務残高はGDP比44.4%、対外債務残高も同29.8%と、開発途上国の中ではやや高い水準にある。急激な財政の引き締めは景気の腰折れを引き起こす懸念があるため、今後の財政運営を巡っては、景気下支えの観点と財政規律とのバランスがより求められる。さらに、今後は財政赤字のファイナンス財源がより重要であり、政府は2009年に続いて2010年も積極的に国債発行による資金調達を計画しているが、その円滑な消化に向けて債券市場の整備が求められる。また、これまで海外からの援助資金への過度な依存が懸念されてきたが、市場整備に向けた過渡期には譲許性資金は有効な調達手段であり、わが国を含むドナーの動きも同国経済を左右するであろう。

図 9 金融政策の推移

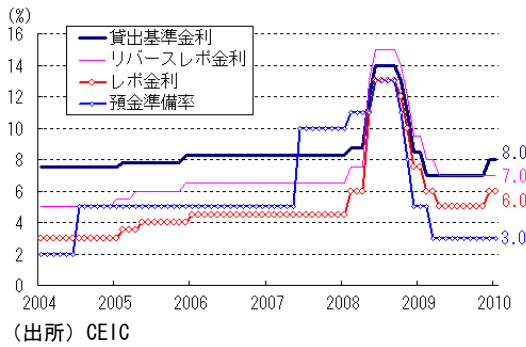


図 10 為替相場の推移 (USD/VND)

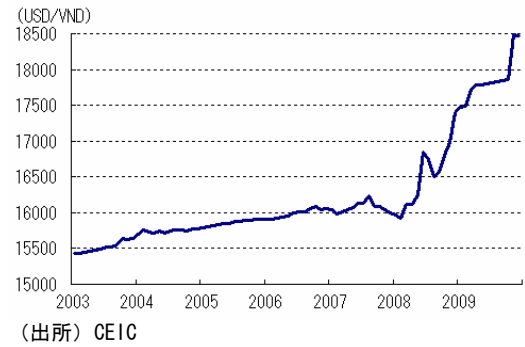


図 11 経常収支の推移

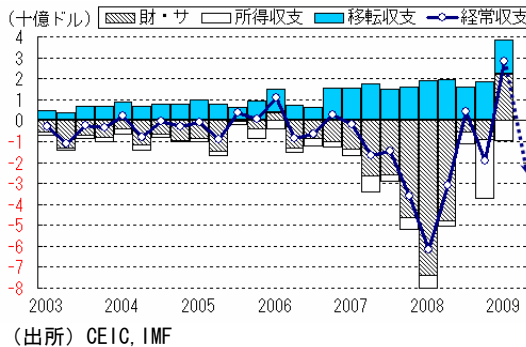
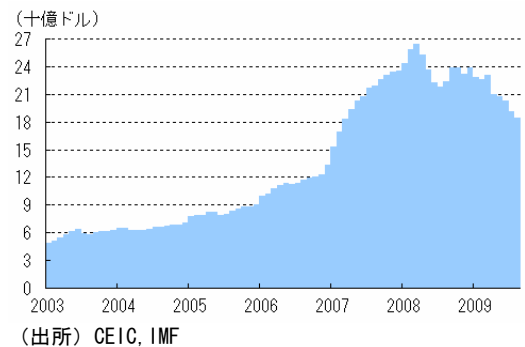


図 12 外貨準備高の推移



《通貨ドンの信認低下により引き続き為替安圧力が煽る》

- 外国人投資家の買いで株式相場は上昇基調を辿ってきたが、昨年末に財政リスクが懸念され、政策金利の利上げも重なったことから一時調整したが、先月半ばから再び上昇基調を強めている (図 13)。外国人機関投資家による売買額の推移をみると、同国の市場が未整備であることもあり回復度合いは緩やかなものに留まっている (図 14)。その一方、国内の投資家層が育ち始めており、投資意欲の向上も窺える。今年は国営銀行であるベトナム投資開発銀行のほか、多くの国営企業が新規上場 (IPO) を予定しているために需給悪化も懸念されるものの、堅調な景気拡大や海外資金の流入が下支えすると期待される。
- 一方、通貨ドンは信認低下から通貨安圧力が掛かり易い状況が続いている。2008年6月に停止された金の輸入は、その後の国内での供給逼迫懸念が高まったために昨年11月に再び解禁されたが、国内での金需要の高さを背景に米ドル需要は高止まりし続けており、ドン安圧力に繋がっている。ただし、昨年11月の通貨切り下げに際して、金融当局は取引時間中の値幅制限を圧縮させる措置を採ったが、足元では米ドル離れの動きに落ち着きもみられ、金の国際価格も弱含んでいることから、ドン安圧力も落ち着きを取り戻しつつある。

図 13 株式相場の推移 (VN 指数)



図 14 外国人投資家の買い越し額の推移

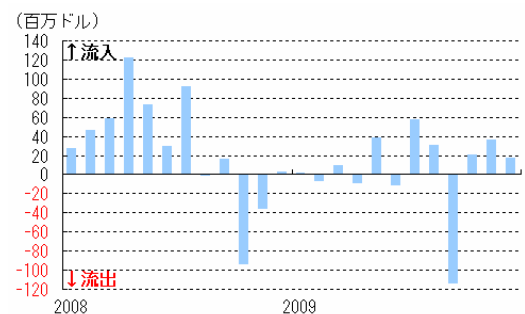
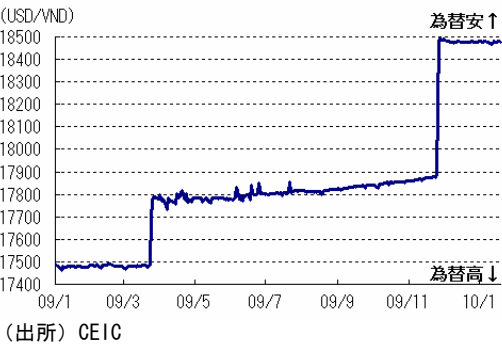


図 15 為替相場の推移 (USD/VND)



以 上