

## ベトナム、景気の勢いは乏しいものの底離れは確認

～財政悪化、不良債権、金融市場の深化など対応すべき課題は多い～

発表日：2012年12月25日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 世界経済の減速、特に隣国中国の減速はベトナム景気の重石になってきたが、10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.44%と着実に底離れが進んでいることが確認された。物価高や財政・金融引き締めによる内需下押しや外需鈍化が景気の足かせになってきたが、足下ではインフレ率が低下し、政府・中銀による刺激策も景気の底離れを促している。ただし、通年の成長率は13年ぶりの低水準になり、勢いは急速に鈍化している。なお、今年は19年ぶりに貿易黒字を計上したが、これは内需鈍化による影響が大きく、必ずしも望ましい形で改善してはいない。財政悪化や銀行セクターでの不良債権問題が先行きの景気の足かせになるリスクも燃る。中銀は24日付で今年6回目の利下げを実施したが、性急な利下げは物価高を再燃させる可能性もあり、政策対応には慎重さが求められる。
- 世界金融危機前は外国人投資家による資金流入も活発に行われたが、その後は金融市場の混乱や同国経済の不透明感などを理由に資金流入は急速に細る展開が続いてきた。足下では資金回帰の動きもみられるが、依然格付は「投資不適格」級に留まる上、金融市場の不透明さは投資資金の流入を妨げる一因になっている。金融市場及び株式市場の深化のためには、銀行セクターの不良債権処理など抜本的な対応が逸早く進むことが望まれる。一方、通貨ドンの対米ドル為替レートは過去2ヶ年に亘って横這いで推移しており、貿易収支の改善に加えて、当局の為替介入の影響も窺える。当局は世界金融危機前にも同様の対応をみせてきたが、これは過剰流動性を生み、物価高の一因になった経緯もある。持続可能な経済成長を進め、その原資を海外から受け入れるためにも透明性の高い金融市場を構築することが望まれる。

### 《景気の底離れは確認出来る一方、財政悪化や不良債権問題など、景気の足かせになる要素は残る》

- 欧州債務問題による国際金融市場の混乱や世界経済の減速、特に、隣国中国での減速はベトナム景気の重石になってきたが、足下ではようやく景気の底離れが確認されつつある。10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.44%となり、1-3月期を底に緩やかに景気が底離れしていることが窺える。一昨年以降の物価高の長期化は、同国景気をけん引してきた内需の冷え込みに繋がったほか、中国をはじめとする周辺諸国の景気減速は輸出の足かせになり、内・外需ともに下押し圧力が強まった。なお、昨年半ばをピークにインフレ率が低下したことに加えて、年明け以降は景気刺激の観点から5ヶ月連続の利下げに踏み切ったこともあり、足下では実質購買力の向上に伴って個人消費をはじめとする内需に底打ちの動きが窺える。中国などの周辺国や米国など先進国経済の堅調などに伴い輸出も底堅く推移しており、これも景気が最悪期を過ぎていることを示している。ただし、通年の経済成長率は前年比+5.03%と前年(同+5.89%)を下回り、直近の政府目標(同+5.2%)も下回ったほか、1999年(同+4.77%)以来の低い伸びに留まるなど、高成長を背景に「チャイナ+α」の筆頭格のひとつとして台頭してきた同国だが、その勢いは急速に鈍化している。
- 昨年半ばをピークに下落し続けてきたインフレ率は、年明け以降の金融緩和や景気の底入れなどを背景に8月を底に再び上昇しており、インフレ圧力が再度高まることが懸念された。しかし、12月のインフレ率は前年同月比+6.81%と前月(同+7.08%)から低下しており、前月比の伸びも鈍化するなど景気力の強さに乏しい状況を反映して低迷している。こうしたことから、中央銀行は今年24日付で年明け以降6度目となる利下げ実施を決定し、金融政策も景気押し上げに動く姿勢をみせている。同国政府は昨年以降の利上げや融資規制などの金融引き締め策が物価抑制に奏功した一方、国営企業を中心とする資金繰りの悪化が景気低迷を長引かせ

たことに対応して、法人税の減税や売上税の納期延長、地代の減免、ローン金利の抑制など総額 29 兆ドン（約 14 億ドル）規模の企業救済策を実施しており、これも景気の底離れを促している。足下では景気の底入れに加えて、国際金融市場における混乱一服などの影響も重なり、企業部門の資金繰りに改善の動きがみられるほか、低迷が続いてきた国営企業の業績にも底打ちの兆候が窺えることから、先行きについてはこうした動きの裾野が広がることで緩やかな景気回復を促すことも期待される。

- 今年通年の貿易収支は 2.84 億ドルの黒字となり、19 年ぶりに黒字を計上するなど対外収支に改善の動きがみられる。ただし、これはアジア新興国経済の底堅さなどを背景に輸出が比較的堅調に推移した一方、内需鈍化によって輸入の伸びが抑えられたことが影響しており、必ずしも外需の回復が対外収支の改善を促している訳ではない。さらに、景気減速懸念が続いた一方で景気刺激に向けた大規模支援を実施した結果、財政収支の赤字幅は予算時点の目標を大きく上回っており、財政状況は急速に悪化している。こうしたことを受けて、今年 9 月には主要格付機関のうち 1 社が同国の信用格付を 1 ノッチ引き下げて「B 2」にしており、その要因として財政悪化リスクの高まりと中長期的な成長性の低下懸念を挙げている。景気の底入れとともに国営企業の不良債権問題は最悪期を過ぎつつあるものの、依然として銀行セクターの再編など抜本的な対応策は進んでおらず、引き続きこの問題が企業の資金繰りを含め、景気の足かせになる可能性は残っている。さらに、同国の金融市場は整備途上にある中、性急な金融緩和による過剰流動性の発生はインフレ圧力を再燃させる可能性もあり、政策対応には慎重さが求められる。先行きの景気も緩やかな拡大に留まると予想される。

図 1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 2 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《国際金融市場の混乱一服は金融市場に追い風だが、金融システムの深化へ取り組むべき課題は少なくない》

- 世界金融危機以前は、近年の高成長を背景に外国人投資家が同国への資金流入を活発化させてきたものの、その後の景気低迷の長期化に加えて、株式市場で最大のウェイトを占める銀行セクターでの不良債権問題などのマイナス材料が積み重なったこともあり、ここ数年は流出圧力が強まる傾向が続いてきた。ただし、足下では欧米先進国による追加量の金融緩和の影響で国際金融市場の混乱が一服していることに加えて、資金供給量もかつてない規模に達していることもあり、少しずつ同国に資金が回帰する動きもみられる。しかしながら、依然として同国の格付は「投資不適格」級に留まっており、同国の中長期的な成長性に不透明感が出ていることもあり、その勢いは以前に比べて乏しい状況にある。同国政府は今月、外国人投資家による証券口座開設に関する手続きを簡素化するなど海外資金の呼び込みを積極化する姿勢をみせており、景気の底離れが確認されたことは少なからず投資家マインドの改善に繋がると期待される。一方、銀行セクターの整理統合など根本的な問題が解決しない状況では、短期的な投機資金の受け入れに留まり、国際金融市場の動向に左右されやすくなるリスクも高める。金融システムの深化を図るためにも、政府及び中銀には根本的な問題への対処を逸早く進めることが求められる。
- 一方で外国人投資家による取引が縮小する中、高いインフレ率や景気の不透明感を嫌気した動きも重なり、通

貨ドルは過去数年に亘って米ドルに対して大幅に切り下げられる展開が続いてきた。昨年以降のドルの対米ドルレートはほぼ横這いで推移しており、昨年については中銀がドル安圧力を食い止めるべくドル買い（米ドル売り）による為替介入を行っていた可能性があり、IMFが発表しているデータによると、昨年末には外貨準備高が131億ドルまで減少した。一方、年明け以降は貿易収支の改善などを背景に一転してドル高圧力が掛かりやすくなっているにも拘らず、中銀がドル売り（米ドル買い）による為替介入を行っていると思われ、これによる米ドル建資産の増加もあり、7月末時点の外貨準備高は200億ドルを突破している。なお、世界金融危機前には、こうした対応が国内に過剰流動性を生み、物価高を招く一因になってきたことを鑑みれば、これによる弊害は小さくない。中銀は景気刺激の観点から利下げに踏み切るなど、足下の物価下落を背景に金融緩和を推し進める姿勢をみせており、同国ではこれまでも物価高に陥りやすいことから性急な金融緩和は再び物価高を引き起こすリスクもある。

- 同国の金融市場の規模は依然として小さく、海外資金による急激な流出入は金融市場の混乱を招きやすいことから、市場の自由化を性急に進めることのリスクは少なくない。しかし、対外収支が悪化しやすいことを鑑みれば、持続可能な経済成長を達成するためには、海外資金の円滑な受け入れを図っていく必要があり、そのためには現在のような透明性の低い金融システム及び経済指標のあり方について、抜本的に改革を進めていくことが求められる。透明性の高い金融システムの構築が進めば、急激な資金移動による市場の不安定さを回避することにも資すると期待される。

図3 外国人投資家による株式売買動向の推移

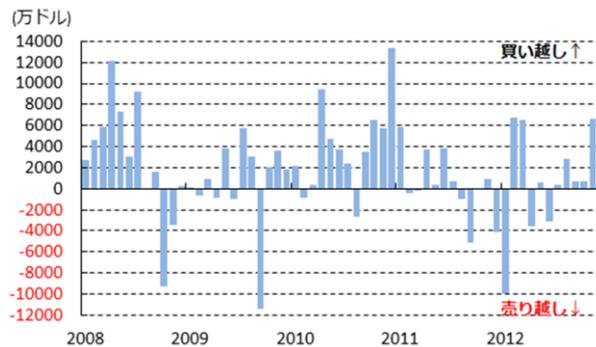


図4 為替レート(対米ドル)の推移



以上