

## ベトナム景気は底打ちするも、山積する課題は未だ手付かず

～脆弱なファンダメンタルズを抱えるなか、中長期を見据えた環境整備が不可欠～ 発表日：2013年10月8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)

- インフレや不良債権などが経済活動の足かせとなるなか、世界経済の減速なども重石となり景気減速が続いてきたベトナムだが、ようやく薄日が見えてきた。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.14%に加速し、緩やかながら景気の底離れが進む。インフレ率の低下や通貨管理策により内需は底打ちし、中国景気の底入れ期待は外需回復を促すなど、景気は最悪期を過ぎつつある。長年の課題である不良債権処理計画も示され、過度な期待は禁物だが、問題解決が着実に進めば景気は一段と底離れすると見込まれる。
- 長期に亘るインフレで消費が鈍化する中、同国経済は公共投資など公的部門への依存度が高まっており、足下の財政状況は急速に悪化している。公的債務は多くがODAなど譲許的な資金であり、国際金融市場の混乱が直接影響を与える可能性は低いものの、外貨準備の規模も少ないなどファンダメンタルズが絶対的に脆弱なことを勘案すれば、世界経済や国際金融市場の動向に注意が必要である。公的部門の整理統合を含め、国営銀行の不良債権処理などを通じて投資環境の整備を図ることが一段と求められるであろう。
- 直近のインフレ率は前年比+6.30%と低水準で推移しており、景気動向を勘案すれば当面は急上昇するとは想定しにくい。来年も大幅賃上げが予定されるなど火種はくすぶる。金融市場は閉鎖的な上、管理フロート制など国際金融市場の動向に必ずしも左右されにくい。先行きは米国のQE縮小などが予定されるなど無関係では居られない。今後は、金融市場の混乱後の資金回帰を促す努力が一層求められる。

### 《景気によりやく底打ちの兆候。金融市場混乱の余波は比較的小さいが、不良債権など解決すべき課題は山積》

- 長期間に亘るインフレや、国営銀行を巡る不良債権問題などが経済活動の足かせとなる中、国際金融市場の混乱や中国経済の減速などによるアジア新興国を巡る不透明感なども重なり、ベトナム経済は長きに亘る低迷が続いているが、ようやく景気の先行きに薄日がさす兆候がうかがえる。今年1-9月の累計ベースの実質GDP成長率は前年同期比+5.14%と1-6月累計ベース（同+4.90%）から加速しており、当研究所が試算した四半期ベースの成長率についても、7-9月期は前年同期比+

図1 実質GDP成長率(前年比)の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

5.54%と前期（同+4.90%）から加速するなど、緩やかながら景気の底離れが進んでいる。一時は20%を上回る高水準に達したインフレ率も、食料品価格が落ち着きを取り戻していることに加えて、政府及び中銀主導による通貨安定策などにより減速基調を強めており、景気のけん引役である個人消費などの内需に底打ちの動きが出つつある。さらに、減速基調が続いてきた中国景気がここ数ヶ月に亘って底打ちしているほか、米国経済の緩やかな回復なども外需の底離れを促しており、内・外需ともに最悪期を過ぎつつある様子も出ている。なお、米国による量的金融緩和（QE）の継続決定を受けて国際金融市場の混乱は一服しつつあるほか、海外資金の流出が続いてきたアジアをはじめとする新興国にとっては景気下押し要因の後退に繋がることから、当

面の外需は一段と景気の底離れを促すことが期待される。国営銀行の不良債権処理機関として今年7月に設立されたベトナム資産管理会社（VAMC）は、債券発行による資金調達を通じた不良債権処理計画を明らかにしており、これが円滑に進めば経済活動を停滞資金需給の改善も見込まれるが、計画が遅々として進んでいないことを勘案すれば過度な楽観は禁物である。依然国際金融市場や世界経済の不透明さは残ることなどから、先行きの景気については極めて緩やかな底離れに留まると予想される。

- 物価高により個人消費を中心とする内需が鈍化する状況が続くなか、政府による公共投資の拡大が景気を下支えるなど公的部門への依存度が高まっており、過去数年における景気減速による歳入減少などの影響も重なり、財政状態は急速に悪化している。今年前半の財政赤字額は昨年同時期における赤字幅を大きく上回っていることに加えて、足下の景気低迷や物価下落の影響で名目成長率の減速感も強まっていることを勘案すれば、財政赤字のGDP比は一段と拡大しているものと想定される。な

お、公的債務に占める対外債務の太宗は国際機関やわが国からのODA（政府開発援助）などに伴う譲許的な資金であること、為替市場を含む金融市場は外国人投資家にとって極めて閉鎖的な市場であることを勘案すれば、今後米国のQE縮小が行われる場合においても、短期資金が大量に流出する状況は想定しにくい。外貨準備高は今年5月末時点で270億ドル程度に減少しており、今年の月平均輸入額の3ヶ月分に満たない水準になるなど、通常は外貨準備の枯渇が懸念される状況にあるものの、同国金融市場の特殊性やアジア新興国における外貨融通の仕組みが充実していることに鑑みれば、同国発で通貨危機に陥る可能性は低いとみている。ただし、同国経済のファンダメンタルズは明らかに「危険水域」にあることから、国際金融市場の動揺に加えて、日米欧をはじめとする先進諸国や中国経済が予想外の景気減速に見舞われる事態に陥れば、無傷で居ることは難しい。さらに、足下における経済活動の足かせになっている国営銀行の不良債権問題についても、元々はこれらの融資を受けてきた国営企業を中心とする非効率的な経営に端を発していることから、公共投資のみならず企業部門についても効率性や副次的な経済効果などに着目した運営がなされていく必要がある。足下の対内直接投資の承認額は再び増加傾向を強めているものの、実際の流入に繋がるか否かは不透明であり、長年に亘り問題とされてきた不良債権処理をはじめとする銀行部門の整理統合をはじめとする金融市場改革、法制度の整備及び執行の円滑化など投資環境の改善を着実に進めることが求められる。

- 直近9月の消費者物価は前年同月比+6.30%と落ち着いた推移をみせており、足下の景気は力強さを欠く状況などを勘案すれば、当面についてはインフレ圧力が急速に高まるとは見込みにくい。一方、先月には最低賃金に関する政府の諮問機関である賃金評議会が来年1月から最低賃金を15~17%引き上げることで合意しており、今年（16~18%）に比べて引き上げ幅はやや縮小されているものの、為替動向も含めて引き続き物価の行方には注意が必要である。同国の金融市場は他のアジア新興国など

図2 外貨準備高の推移



図3 インフレ率の推移



と異なり資金の出入りが難しい上、為替制度も管理フロート制が採用されており、国際金融市場の動向に必ずしも左右されにくい特色を有するが、今後は米国によるQE縮小実施により新興国から資金流出が起りやすい環境となれば同国も無関係ではなく、通貨ドン安圧力が掛かることも想定される。先行きのベトナム経済をみる上では、海外資金の混乱収縮後に投資資金が回帰する環境整備を進められるかどうかにかかっていると判断される。

以 上