

ベトナム、久々の高成長を謳歌の一方、先行きには減速懸念

～米中貿易摩擦激化による下振れ懸念の一方、FDI 受入に向けた改革が期待される～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

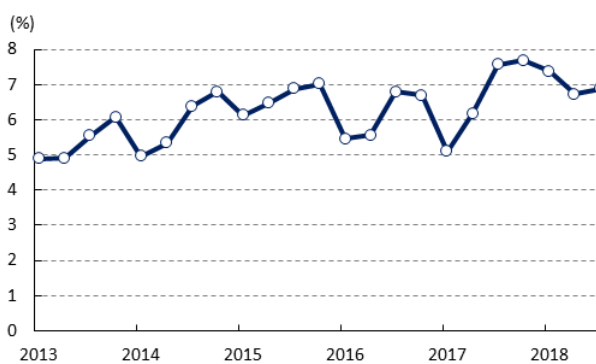
- 足下の世界経済は先進国を中心に拡大が続く一方、米中貿易摩擦による悪影響が懸念され、米中経済への依存度が高いベトナムはその懸念が高い。ただし、足下の経済成長率は久々の高いのびが続くなど高成長を謳歌する。外需拡大の動きが続くなか、生産拠点移転に伴う対内直接投資の受入も景気を押し上げる。また、足下のインフレ率も比較的安定的に推移するなど、家計消費の堅調さも景気の下支えに繋がっている。
- 米中貿易摩擦による生産拠点移転の動きは輸出押し上げに繋がる期待がある一方、足下では中国依存度を高めてきたことを勘案すれば過渡期的な下押しは避けられない。成長率の伸びが加速する一方、足下では出荷・在庫バランスが悪化しており、先行きは在庫調整の動きも景気の重石になろう。対外収支構造は平時に問題になる懸念は後退したが、脆弱な状況は依然変わらず、耐性強化に向けた改革は不可避である。国有企業改革も道半ばであり、中長期的な持続可能な成長実現には改革の一層の深化が望まれよう。

足下の世界経済を巡っては、先進国を中心に拡大傾向が続く一方、米中貿易摩擦の動きが一段と激化するなか、米国及び中国双方に対して経済的な依存度が大きいベトナム経済においては、直接及び間接的に悪影響が及ぶことが懸念される。1-9月の

実質GDP成長率は前年同期比+6.98%と昨年の同時期(同+6.41%)を上回る伸びとなったほか、2011年以来の7年ぶりの高水準となるなど久々に高成長を謳歌している。なお、7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.88%と前期(同+6.73%)から伸びはわずかに加速したものの、1-3月期(同+7.45%)を下回る伸びに留まるほか、昨年10-12月期(同+7.68%)をピークに頭打ち感を強めるなど、徐々に勢いに陰り

が出始める動きもみられる。世界経済の自律回復の動きが続くなかで、米中貿易摩擦による制裁発動対象が一部に限られているため、現時点では目にみえる形で貿易摩擦による悪影響が表面化するに至らず、結果的に輸出が堅調な伸びをみせていることが景気押し上げに繋がっている。なお、輸出額の伸びについては、今年は春節の時期のズレが影響する形で1月(前年同月比+40.2%)に最も高い伸びを記録して以降、伸びそのものは鈍化傾向を強めているものの、4-6月に比べて7-9月の伸びは再び加速感を強めるなど外需が底入れする動きがみられた。結果、製造業を中心に鉱工業生産の伸びが加速感を強める動きが鮮明になったほか、幅広い分野での経済活動の活発化を反映して発電量の伸びも加速感を強め

図1 実質GDP成長率(前年同期比)の推移



(出所)ベトナム統計総局, CEIC より第一生命経済研究所作成

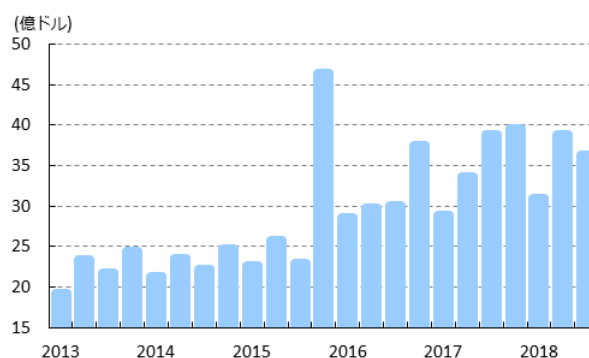
ている。また、米中貿易摩擦の激化を受けて中国国内から周辺国などに生産拠点を移転させる動きが活発化しており、隣国のベトナムはその有力な拠点となるなか、対内直接投資は旺盛な流入が続いており、企業部門による設備投資需要を押し上げている。さらに、近年は輸出拡大の動きを反映して経常収支は黒字基調を強めるなど対外収支構造は大きく改善しており、足下のドン安は輸出の押し上げに繋がる一方でインフレ率は政府が掲げるインフレ目標（4%）の近傍で推移するなど比較

的落ち着いている。よって、対内直接投資の活発化などによる雇用・所得環境の改善が続くなか、物価安定による家計部門の実質購買力押し上げも相俟って家計消費は堅調に推移しており、サービス業の底堅さを促している。先行きについてはドン安の進展に伴う輸入物価を通じたインフレへの影響が懸念されるものの、昨年後半は世界経済の持ち直しに伴う原油相場の底入れによるインフレ圧力が高まりやすい状況にあったことを勘案すれば、インフレ率が大きく上振れする事態は見通しにくい。結果、家計部門を取り巻く状況は比較的安定した展開が続くことが期待される。

他方、先月24日付で米トランプ政権による対中貿易制裁措置の「第3弾目」が発動されるなど、米中貿易摩擦は抜き差しならない状況となるなか、米トランプ大統領は中国政府による報復措置を理由に中国からの輸入品すべてに制裁関税を課す方針を示すなど、さらなる激化も懸念される。なお、上述したように米中貿易摩擦の激化に伴い中国進出企業のなかには、中国国内での生産継続に見切りを付けて周辺国に生産拠点を移転させる動きがみられる上、同様の動きは中国企業にも出ており、その筆頭格として隣国の同国に触手が向かう傾向がみられる。ただし、このところの堅調な景気拡大を促した外需拡大の動きについては、中国向け輸出の伸びが米国向け輸出の伸びを大きく上回って推移してきた

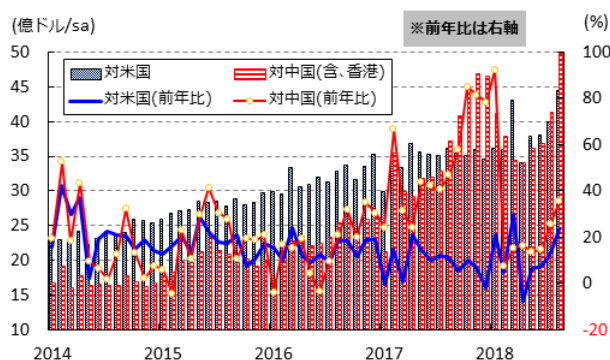
ことから、中国からベトナムへの生産移管の動きが円滑に進めば中国向け輸出への下押しの影響を相殺することは可能な一方、そのすべてをカバーし得るかは極めて不透明である。さらに、短期的にみれば対中貿易摩擦の激化に伴い中国を中心とするサプライチェーンの再構築が迫られるため、過渡期的には中国向け輸出のみならず、米国向け輸出にも下押し圧力が掛かる可能性も予想され、結果的に当面の景気には足かせとなることが懸念される。なお、ベトナム政府は今年4月、1-3月期の実質GDP成長率の上振れを理由に今年通年の経済成長率目標を従来の「6.5~6.7%」から「6.7%以上」に引き上げたが、その後も堅調な景気拡大が続いていることを勘案すれば目標実現の可能性は依然として高い。ただし、足下の景気拡大のけん引役となっている外需を巡る不透明感が高

図2 対内直接投資流入額の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図3 対米・対中輸出額の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

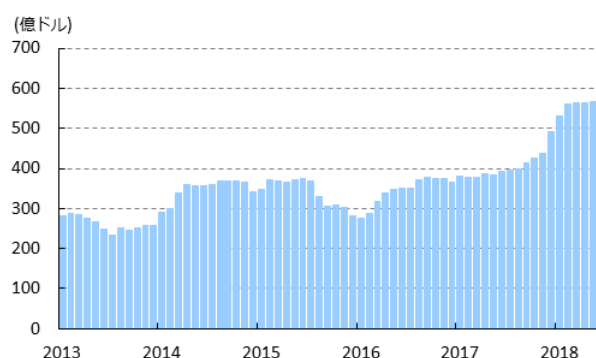
まっていることから、これまでのペースで景気拡大を続ける可能性は大きく後退しており、結果的に減速感を強めると予想される。さらに、足下では生産拡大の動きが成長率の押し上げに繋がる一方、製造業の出荷・在庫バランスは悪化基調を強めるなど出荷の動き以上に生産が拡大するなど在庫の積み上がりが経済成長率の押し上げ要因となっている可能性がある。その意味では、先行きについては米中貿易摩擦の激化などに伴う外需を巡る不透明感をきっかけに在庫調整圧力が強まり、結果的に成長率の押し下げ要因となることにも注意が必要である。なお、ベトナムといえば長年に亘って経常赤字状態にあつたほか、外貨準備高も過小であるなど対外収支

を巡る脆弱性に注目が集まりやすいが、6月末時点の外貨準備高は635億ドルと月平均の輸入額の3.4ヶ月を上回るなど、平時における外貨準備の過小が懸念される事態は後退している。他方、今夏以降のいわゆる『トルコ・ショック』に際しては周辺国通貨が米ドルに対して下落圧力を強めるなか、当局は管理変動相場制を採用する通貨ドンの実質切り下げに動いた。なお、ベトナム金融市場については対外的な開放度が

低く、短期的な資金の流出入の影響が及びにくいとみられ、通貨ドン相場の切り下げが2015年の中国による人民元相場の実質切り下げに端を発する『チャイナ・ショック』のように資金流出圧力に繋がるかは不透明である。ただし、足下の外貨準備高は国際金融市場の動揺に際しては充分とは言い難い水準に留まり、耐性強化に向けては輸出産業の育成などを通じたさらなる対外収支構造の強化は不可欠である。現政権が進める国有企業改革も道半ばの状況が続いており、さらなる深掘りを通じて海外資金の流入に向けた受け皿作りを進めることにより、対外収支構造の着実な改善を進めることは、中長期的にみた持続可能な経済成長を実現する観点からも望まれよう。

以上

図4 外貨準備高の推移



(出所)CEIC, ベトナム国家銀行より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。