Nov 1, 2011　　No.2011-225

伊藤忠経済研究所

Economic Monitor

所　　長　三輪裕範　03-3497-3675　miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員　武田　淳　03-3497-3676　takeda-ats@itochu.co.jp

成長鈍化により長期安定を目指すベトナム経済

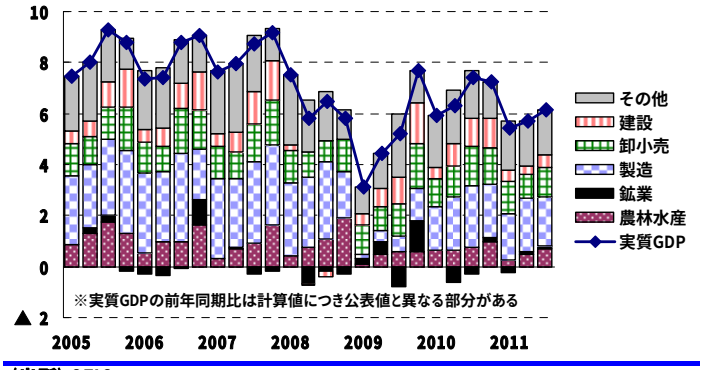
7～9 月期の実質 GDP 成長率は、高インフレなどから個人消費の増勢が鈍化したが、固定資産投資や輸出の好調により伸びが高まった。堅調な景気拡大の下、消費者物価上昇率は伸びの拡大が一服したものの高インフレが続いており、景気失速リスクの払拭には至っていない。欧州ソブリン問題の深刻化によりドン安圧力が高まる中で、外貨準備はドン相場安定の観点から十分とは言えない状況が続いている。こうした中で、金融政策はインフレ沈静化やドン安圧力緩和に向けて引き締めスタンスを継続しており、今後は経済成長ペースが若干鈍化することとなろう。

2011 年 7～9 月期の成長率はやや加速

2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.1%となり、4～6 月期の 5.7%から伸びが高まった。ベトナム経済は、成長率を見る限り、堅調な拡大を続けていると言える。また、1～9 月累計の成長率は前年同期比 5.8%となったため、10～12 月期の成長率が前年同期比 6.5%程度となれば、2011 年通年の成長率は政府が目標とする 6%を達成することとなる。

成長の姿を産業別に見ると、農林水産業が 4～6 月期の前年同期比 2.2%から 7～9 月期は 2.9%に伸びが高まり、実質 GDP 成長率への寄与度は 0.5%Pt から 0.7%Pt へ上昇したほか、国内需要動向の参考となる**卸小売業が 6.3%から 6.7%（GDP 寄与 0.9%Pt→1.2%Pt）へ、建設業が 4.2%から 5.0%（0.3%Pt→0.5%Pt）へ伸びを高めた**。一方で、製造業は 4～6 月期の前年同期比 9.1%から 7～9 月期は 7.1%へ鈍化し、成長率への寄与度は 2.1%Pt から 1.9%Pt へ低下している。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC

国内需要：個人消費は高インフレにより伸び悩むが固定資産投資は堅調

個人消費の代表的な指標である**小売販売は、4～6 月期の前年同期比 20.1%から 7～9 月期は 20.7%へ小幅ながら伸びが高まった**。全体の 8 割弱を占める物販（4～6 月期前年同期比 20.9%→7～9 月期 20.2%）は伸びが鈍化したが、1 割強を占めるレストラン・ホテル（12.7%→23.3%）が好調に推移し全体の伸びを押し上げた。ただし、消費者物価上昇率が 4～6 月期の前年同期比 19.4%から 7～9 月期は 22.5%まで高まっているため、**物価上昇分を除いた実質で見ると、小売販売の伸びはむしろ鈍化している**と言える。

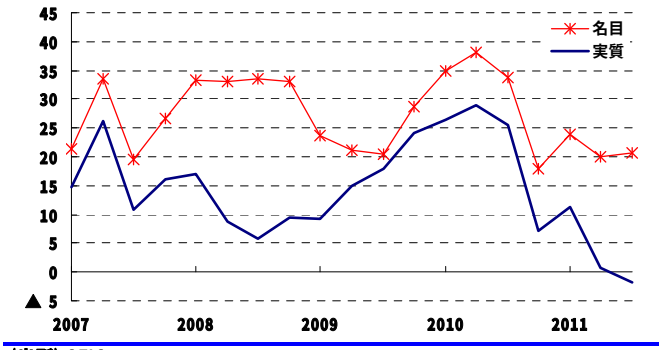
一方、**乗用車販売台数は、4～6 月期の前年同期比 7.8%から 7～9 月期は 41.5%へ大幅に伸びが高まった**。当社試算の季節調整値で見ても、4～6 月期の年率 3.4 万台から 7～8 月平均は 4.8 万台へ 38%も増加している。ただし、ベトナムの消費者市場において乗用車販売の比率はさほど高くない[1]ことから、**個人消費**

[1] 最大の都市ホーチミン市においても消費支出に占める交通関連（含む自動車）の割合は 17.5%（2008 年調査）であり、さらにその多くは自動二輪が占めているとみられる。

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

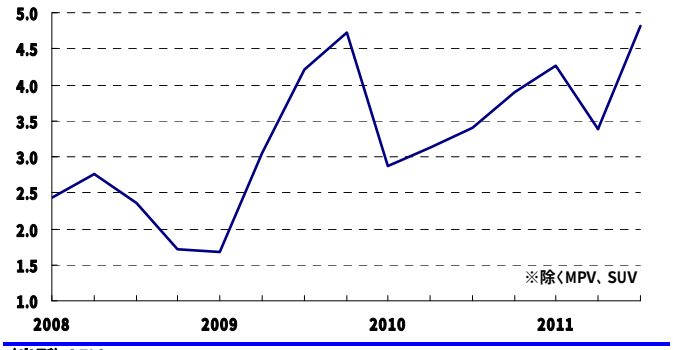
全体で見れば、せいぜい上記の卸小売業における成長率の小幅上昇と同程度の増勢加速であり、実質ベースの小売販売が示すように増勢が鈍化している可能性も十分にあると判断すべきであろう。高インフレの影響が個人消費に少なからず出始めていると考えられる。

小売販売の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC

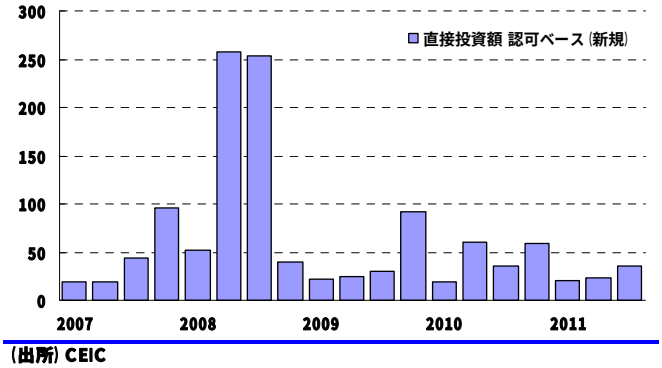
乗用車販売台数の推移（季節調整済年率、万台）



（出所）CEIC

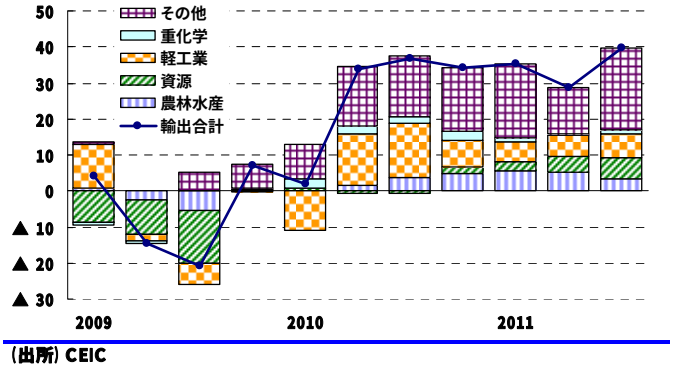
なお、固定資産投資については、先述の建設業の動向のほか、政府の投資予算が年初来、概ね前年を上回る水準を維持しており 1～9 月累計で前年同期比 23.8%となるなど、関連指標は拡大基調を示唆している。さらに、**海外からの直接投資が 4～6 月期の 24 億ドルから 7～9 月期は 35 億ドルまで持ち直し**ていることも踏まえると、**固定資産投資は、堅調に推移している**とみられる。

海外からの直接投資の推移（億ドル）



（出所）CEIC

輸出の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC

輸出入：幅広い分野で輸出が拡大し貿易収支の赤字幅は縮小

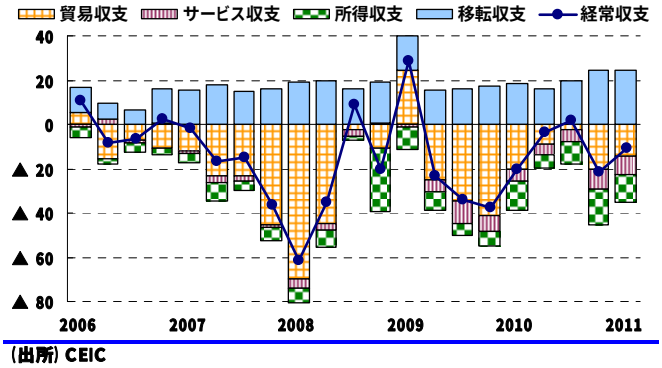
7～9 月期の輸出は、当社試算の季節調整値で前期比 12.0%の大幅増加となり、4～6 月期の 7.2%から増勢が加速した。前年同期比でも 4～6 月期の 28.8%から 7～9 月期は 39.7%まで伸びを高めており、原油を中心に資源分野[2]の増加寄与が高まったほか（4～6 月期前年同期比寄与度 4.5%Pt→7～9 月期 6.0%Pt）、工芸品の急回復や繊維製品の堅調拡大により好調な軽工業（寄与度：6.0%Pt→6.6%Pt）や、電気製品が回復に転じた電気・化学製品（0.4%Pt→1.1%Pt）も輸出全体の増勢加速に貢献した。

一方で、輸入も 7～9 月期に前期比 7.1%と比較的高い伸びを記録したが、前年同期比では 4～6 月期の 26.4%から 7～9 月期は 28.6%と小幅な拡大にとどまるなど、輸出に比べて増勢は弱い。その結果、**貿易収支の赤字幅は当社試算の季節調整値で 4～6 月期の 26 億ドルから 7～9 月期は 17 億ドルまで縮小**、原

[2] 当社による分類。資源分野は、原油、石炭、ゴムの合計、軽工業は、繊維・衣料品、履物、木製品、工芸品、雑貨の合計、電気・化学製品は電線・ケーブル、電子部品、プラスチックの合計。

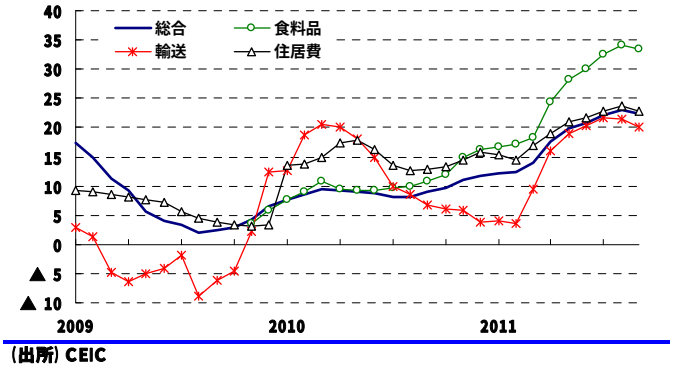
数値では 8 億ドルとなった。貿易赤字の縮小により、**7～9 月期の経常収支は、四半期につき数億ドルのサービス収支赤字、十数億ドルの所得収支赤字と 20 億ドル前後の移転収支の黒字を合わせて、赤字幅が 10 億ドル程度となった可能性が高い**。

経常収支の推移（億ドル）



（出所）CEIC

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC

物価：高インフレ続き景気失速リスク残る

内外需が堅調に推移する中で、物価上昇圧力は引き続き根強い状況にある。**消費者物価上昇率は、8 月の前年同月比 23.0%から 9 月 22.4%、10 月 21.6%と鈍化しているとはいえ、6 月以降、5 ヶ月連続で 20%を上回っている**。物価上昇の主因は、食料品およびエネルギー価格の高騰であり、食料品価格は 6 月以降、前年同月比で 30%を上回る上昇を続けているほか（10 月 31.7%）、燃料価格や光熱費の上昇を背景に住居費が 5 月以降、前年同月比で 20%を上回っており、輸送費も 7 月の 21.7%から 10 月は 19.7%まで低下したとはいえ依然として高い伸びが続いている。

食料品、住居費、輸送費のいずれも、7 月ないしは 8 月をピークに伸びの拡大は一服しているが、**沈静化の兆しが見られる程度にとどまっている**。加えて、上記の通り内需は一部に増勢鈍化が見られるものの全体としては底堅く推移しており国内物価の押し上げ圧力が根強いうえ、後述の通り通貨ドンが下落する（切り下げられる）可能性があり、その場合は輸入物価の上昇が国内物価を押し上げることになる。**インフレ率が再び高まり景気を失速させる可能性は払拭されていない**。

為替相場：ドン安圧力根強く切り下げの可能性も

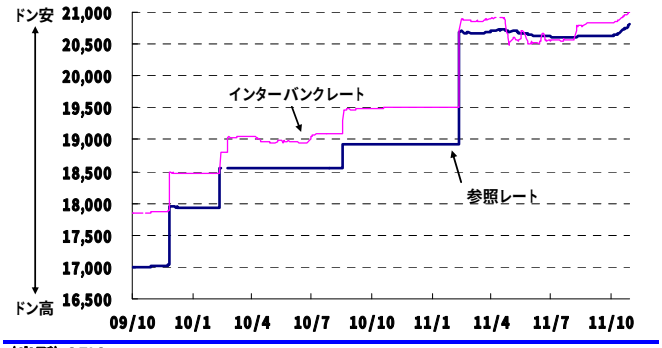
ドルペッグ制を採用しているドン相場は、今年 2 月の大幅切り下げ以降、参照レートが 1 米ドル＝20,700 ドン前後に維持されていた。さらに、実際に銀行間で取引されるレート（インターバンク・レート）は、参照レートの上下 1%の範囲に限定されているため、**9 月に欧州ソブリン問題が深刻化し多くの新興国通貨が大幅に下落する中でも、概ね横ばい圏で推移**していた。

ただし、そうした中でも、**8 月上旬以降はインターバンク・レートが制限いっぱいの下値（参照レートから 1%ドン安方向）で取引される状況が続いており、市場においてドン安圧力が強いことを示している**。また、ベトナム国家銀行（中央銀行）は、米ドル売りドン買い介入により相場の維持に努めると同時に、参照レートを 8 月上旬の 1 ドル＝20,608 ドンから 10 月 28 日には 20,803 ドンへ、2 ヵ月弱で約 1%と極めて緩やかなペースではあるが切り下げを続けており、こうした動きからもドン売り圧力の強さが窺える。

問題はベトナム中銀がこうしたドン安圧力にいつまで耐えられるかである。ドル売りドン買い介入の原資

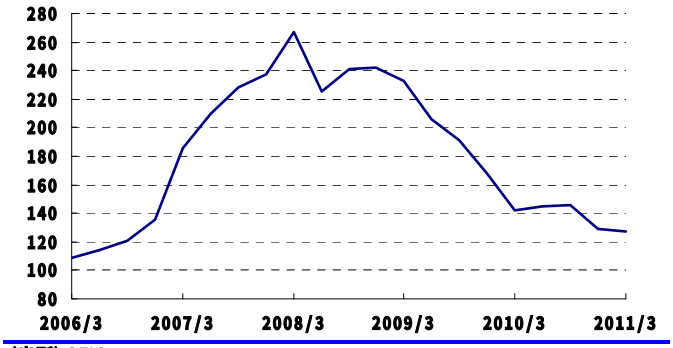
となる外貨準備は、今年 3 月末時点で 127 億ドル（輸入の約 1.7 ヵ月分）まで減少している。その後、4 月から 9 月の間の経常収支の赤字が累計 30 億ドル程度であったとみられる一方で、同期間に海外からの直接投資（承認ベース）は 60 億ドル程度あったことから、外貨準備は最大で差し引き 30 億ドル増加した可能性がある一方で、この間のドル売り介入額が 30 億ドルを超えていれば外貨準備はさらに減少した計算になる。ベトナム中銀の介入額は公表されていないが、8 月上旬から 9 月中旬にかけて 15 億ドルのドル売り介入を行ったという報道もあり、少なくとも**外貨準備がドン相場の安定に十分なほど大幅に増加したと言える状況にはない**。そのため、**今後、ドンの大幅切り下げが避けられなくなる可能性は否定できず**[3]、その場合は、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力がさらに高まることに留意しておく必要があろう。

為替相場の推移（ドン／ドル）



（出所）CEIC

外貨準備の推移（億ドル）



（出所）CEIC

金融政策：今後も利上げを継続

インフレ率の上昇を受けて、ベトナム中銀は、政策金利のリファイナンスレートを今年 2 月から 5 月にかけて 9%から 14%まで引き上げ、さらに 10 月には 15%まで引き上げた。それでもインフレが沈静化しない現状は、**需要拡大ペースを抑制するため今後も利上げを継続する必要性が残っている**ことを示している。さらに、高まるドン安圧力の根底には貿易収支の赤字体質があり、その原因が堅調な内需拡大に伴う輸入の増加であることを踏まえると、**通貨下落回避の観点からも利上げ継続が支持される**。ベトナム政府・中銀は、生産能力を大きく上回りインフレ加速を伴う不安定な高成長よりも、持続可能な成長ペースへ減速し安定成長を目指す方が、直接投資資金を呼び込み中長期的な経済成長を実現できると判断し、**加熱気味の景気を抑制するための利上げ継続をためらわない**とみられる。

景気の見通し：5%台後半の成長が続く

政策的に景気拡大ペースを抑制する結果、**2011 年の実質 GDP 成長率は、政府目標の 6%をやや下回る 5%台後半になる可能性が高い**。2012 年も、インフレ沈静化に向けて景気抑制的な金融政策を継続し、財政政策においても抑制的な投資計画に落ち着くとみられ、成長率は 2011 年と同程度の 5%台後半になると予想する。この場合、海外における資源価格の上昇一服やドン相場の安定も相俟って、インフレは徐々に沈静化しよう。ただし、**今後の政策議論の行方次第で再び景気刺激的な金融・財政政策が取られる可能性もあり、2012 年は一時的に成長が高まり高インフレ状態が長期化するリスクが残っている**。2012 年の経済政策については、現在、国会において議論されており、その行方が注目される。

[3] ベトナム中銀は、10 月 5 日に年内は 1%を超える切り下げを行わないとしていた。しかしながら、10 月 31 日時点で切り下げ幅は 0.85%に達している中で、実勢相場は下限いっぱいで推移しており、依然としてドン安圧力は根強い。