

# 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

## 安定成長に向けて正念場を迎えるベトナム経済

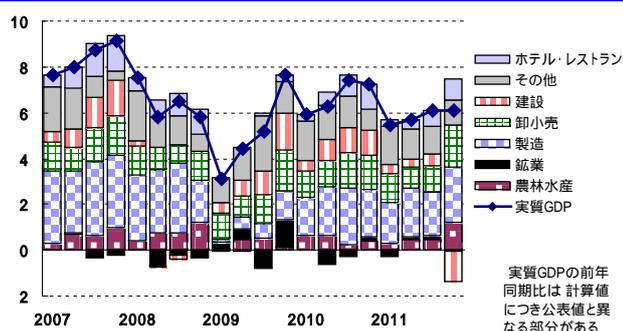
10～12月期の実質 GDP 成長率は7～9月期並みの前年同期比 6.1%となった。輸出が減速し固定資産投資も低迷したが、個人消費の堅調な拡大により比較的高い成長ペースを維持した。消費者物価上昇率は緩やかに低下しているが、1月も前年同月比 17.3%と高水準にあり、インフレ沈静化には程遠い。そのため政府は、成長ペースの抑制によりインフレ沈静化を目指す方針を示し、2012年の成長率目標を6～6.5%とした。海外経済が減速する中、不安定な通貨を抱えるベトナム経済は、過熱状態からソフトランディングできるかどうかの正念場を迎えている。

### 2011年10～12月期の実質 GDP は比較的高い成長を維持

2011年10～12月期の実質 GDP 成長率は7～9月期と同水準の前年同期比 6.1%となり、ベトナム経済は2011年後半も比較的速いペースの成長が続いた。この結果、2011年の成長率は前年比 5.9%となり、前年の 6.8%から減速、政府目標の 6%をも若干下回ったが、後述の通りインフレ率が依然として前年比 2割近い高水準にあることから、ベトナム経済は少なくとも昨年中は過熱状態が続いていたと言える。

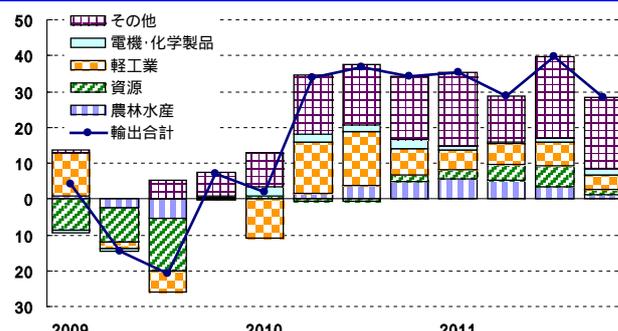
実質 GDP 成長率を産業別に見ると、農林水産業が7～9月期の前年同月比 3.2%から10～12月期は 7.3%へ大きく伸びを高めたほか、製造業 (7.1% 10.0%) や卸小売業 (6.7% 10.3%)、ホテル・レストラン (6.5% 10.2%) なども好調に推移し高成長に貢献した。輸出は減速したものの個人消費が堅調に拡大したことが、これらの産業の生産活動を押し上げたとみられる。その一方で、建設業は7～9月期の 5.1%から10～12月期は 10.5%と大幅なマイナスに転じ、不動産業 (2.2% 0.1%) も低調であったことから、固定資産投資は低迷した模様である。

実質GDP成長率の推移 (前年同期比、%)



(出所)CEIC

輸出の推移 (前年同期比、%)



(出所)CEIC

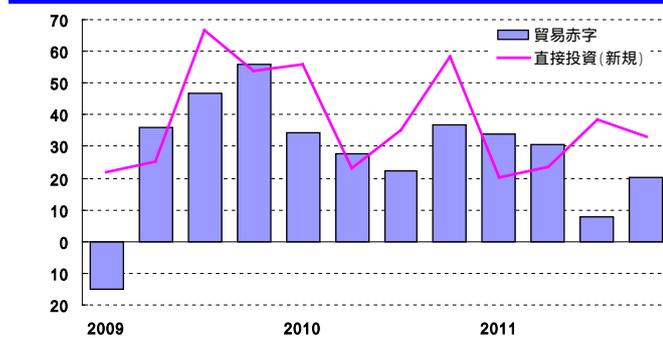
### 輸出の減速により貿易赤字は横ばい

輸出は、7～9月期の前年同期比 50.0%から、10～12月期は 38.1%へ伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値でも10～12月期は前期比 2.0%にとどまり、輸出の増勢は鈍化している。

輸出の前年同期比の動きを財別<sup>1</sup>に見ると、輸出全体の16.1%（2011年）を占める農林水産物が7～9月期の前年同期比24.8%から10～12月期は8.4%へ鈍化した。主力輸出品である米の輸出価格が上昇し競争力低下により落ち込んだことが主因である。そのほか、原油などの資源分野（シェア12.7%）が66.6%から13.8%へ大幅に減速している。また、軽工業（シェア30.4%）も小幅ながら海外景気の減速を受けて伸びが鈍化した（21.6% 17.4%）。その一方で、電機・化学製品は電気製品の増勢加速により伸びが高まった（14.6% 32.4%）。

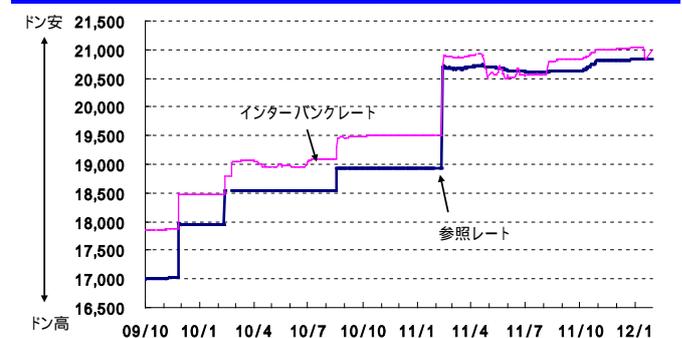
輸入も7～9月期の前年同期比28.6%から10～12月期は17.2%へ伸びが鈍化し、当社試算の季節調整値で10～12月期は前期比2.0%にとどまった。輸出入とも前期比で同程度まで減速した結果、10～12月期の貿易収支は7～9月期と同程度の16億ドルとなった（当社試算の季節調整値、原数値は7～9月期8億ドル、10～12月期20億ドル）。つまり、貿易赤字は2011前半まで四半期あたり30億ドル程度で推移していたが、2011年後半には概ね半減している。この結果、2011年の貿易赤字は93億ドルと4年ぶりに100億ドルを下回り、前年の121億ドルから大きく減少した。

貿易赤字と対内直接投資（億ドル）



(出所)CEIC

為替相場の推移（ドン/ドル）



(出所)CEIC

## 海外からの直接投資が貿易赤字を上回りドン安圧力はやや低下

また、海外からの新規直接投資（認可ベース）は、7～9月期の38億ドルから10～12月期は33億ドルと小幅減少したものの、年前半の20億ドル程度からは水準が高まっており、上記の貿易赤字の額を上回る状況が続いている。さらに、昨年越僑など海外居住者などからの送金が90億ドルに上ったとみられること<sup>2</sup>から、これら海外からの直接投資と送金が貿易赤字をカバーし、外貨不足の状況は一時より緩和されている模様である。

ドンの銀行間取引レートは、昨年8月以降、参照レートを約1%下回る下限いっぱいの水準が続き、2011年の終わり頃には参照レートの切り下げに伴って1ドル=21,033ドンまで下落していたが、上記のようなドン需要の増加を背景に、今年1月半ば頃には小幅ながらもドン高方向に振れる局面も見られるなど、ドン安圧力はやや低下している<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 当社による分類。農林水産物は、米、コーヒー、カシュナッツ、こしょう、水産品、野菜の合計、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、電機・化学製品は電線・ケーブル、電子部品、プラスチックの合計。

<sup>2</sup> 世界銀行の推計による。2010年は83億ドル。

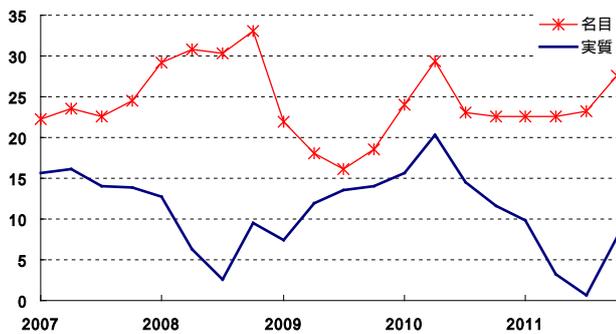
<sup>3</sup> ドル建て預金の上限金利が2%とされていることから、高金利のドン預金へ資金がシフトする動きが出ているとの指摘もある。

## 個人消費は底堅さを取り戻す

10～12月期の内需については、前述の通り固定資産投資は低迷したとみられるが、個人消費は好調であった。個人消費の代表的な指標である小売販売は、7～9月期の前年同期比 23.2%から10～12月期は27.5%へ伸びが高まった<sup>4</sup>。小売販売全体の8割弱を占める物販の伸びが7～9月期の22.9%から10～12月期に26.8%へ高まったことが主因であるが、1割強を占めるレストラン・ホテルの増勢加速も目立った(26.2% 40.2%)。物価上昇分を除いた実質の小売販売は、インフレ率の高まりを受けて7～9月期は前年同期比 0.6%まで伸びが鈍化した<sup>5</sup>が、10～12月期はインフレ率がやや低下したこともあり、7.7%まで持ち直している。

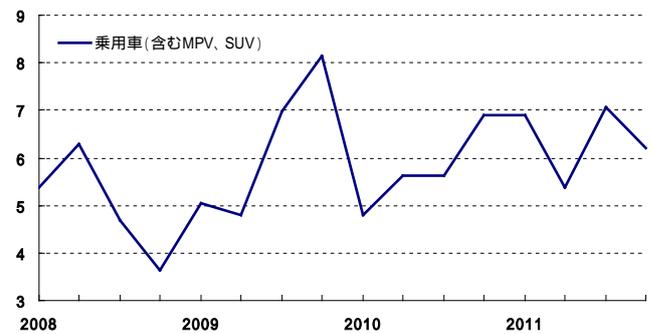
その一方で、10～12月期の乗用車販売台数(含むMPV、SUV)は前年同期比 8.7%、当社試算の季節調整値で前期比 11.9%(年率6.2万台)と低調であった。12月は自動車登録料引き上げ<sup>5</sup>前の駆け込み需要により前月比13.6%と持ち直したが、タイにおける洪水被害の影響などにより、9月以降、大幅な落ち込みが続いたことが響いた(9月前月比 6.4% 10月 12.2% 11月 10.2%)。

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

## インフレ率は低下しつつあるが依然高水準

消費者物価上昇率は、2011年8月の前年同月比23.0%をピークとして、12月は18.1%、2012年1月は17.3%まで低下した。ただ、それでも2割近い高水準であり、その内訳も、消費者マインドへの影響が大きい食料品価格の上昇率は、ピークの3割超からは低下したとはいえ2012年1月でも前年同月比23.0%という高さである。さらに、被服履物(12月前年同月比12.9% 1月13.1%)や住居関連(17.3% 17.7%)など、上昇率の低下が一服している分野もあるため、インフレが沈静化しつつあると言えるほどの状況ではない。

また、2011年平均の消費者物価は前年比18.7%となり、2010年の9.2%からインフレが急速に加速した。そのため、2011年の月額平均賃金は前年比19.6%と

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC

<sup>4</sup> 公表されている年初来累計値の前年同月比に基づく当社による試算値。

<sup>5</sup> 2012年1月1日から、ハノイ市の自動車登録料が車両価格の12%から20%に、ホーチミン市では10%から15%に引き上げられた。また、ハノイ市では同時にナンバープレート交付手数料が200万ドンから2,000万ドンへ引き上げられている。

なったが、物価上昇分を除くと実質ではわずか 0.9%にとどまる。個人消費が景気を牽引するほどに堅固な拡大を続けるためには、さらに大幅なインフレ率の低下が必要であろう。

## 政府は 2012 年の成長率目標を 6%程度と設定

ズン首相は、12 月 6 日のベトナム支援国会合において、2012 年も金融引き締め策を継続し、消費者物価上昇率を 9%以下に抑える方針を表明した。また、その結果、成長ペースは鈍化し、実質 GDP 成長率は前年比 5.8~6.0%になるとの見通しも示した。その後、12 月 22~23 日の政府報告においてズン首相は、2012 年の経済成長率について政府の公式な目標を 6~6.5%としている。

このような姿は、当社の見通しとも概ね一致している<sup>6</sup>。すなわち、2012 年のベトナム経済は、インフレによる実質所得の伸び悩みや、インフレ抑制のための引き締め政策により前半は成長ペースが鈍化し、年後半になってインフレが徐々に沈静化し、個人消費など内需主導で成長ペースが高まるというシナリオである。

このシナリオが示すような、現在の高インフレを伴う過熱気味の成長から低インフレ下で安定した成長へのソフトランディングを実現するためには、ドン相場の安定が望ましい。原油価格が WTI で 1 バレル = 100 ドル前後まで再上昇している中でドン安が進めば、インフレ圧力が高まってしまうためである。

ドン相場を安定させるためには、次の 2 つの条件を満たす必要がある。1 つ目は、貿易収支改善のための輸入の抑制であり、成長ペースの抑制に伴ってある程度実現されるであろう。さらに、政府は貿易赤字抑制のため、2011 年に続いて宝石や乗用車、バイクなど贅沢品を中心に輸入制限を行う方針であり、こうした政策も輸入抑制に寄与すると考えられる。

2 つ目は、海外からの直接投資の水準維持である。輸出が伸び悩む中で貿易赤字の解消には時間を要するとみられ、貿易赤字が続く間は、通貨暴落につながる外貨不足を回避するために貿易赤字を十分に上回る直接投資の水準を確保する必要がある。さらに、外資系企業の進出は、国内の生産能力や輸出競争力を高め、貿易赤字体質からの脱却に貢献する要因ともなる。

一方で、インフレや輸入を抑制させるための経済成長ペースの鈍化は、ドン相場の安定に必要な海外からの直接投資を抑制する要因ともなり得るというジレンマもある。さらに、海外経済の減速傾向を前提とすれば、輸出の増勢加速は期待し難いため、過度に内需を抑制すると景気の下ぶれリスクを高めることにもなる。

したがって、ベトナム政府には、景気が腰折れしない程度に成長ペースを鈍化させインフレを抑制すると同時に、中長期的な成長期待を損なわず海外からの直接投資を一定量確保するという、極めて高度な景気のコントロールが求められることになる。2012 年のベトナム経済が、政府の描く姿に向けてソフトランディングできるかどうかは、経済政策のハンドリング次第であることは言うまでもないが、成長期待を維持するため政策運営に対して海外からの信頼を高めることも重要になるであろう。

<sup>6</sup> 2011 年 11 月 1 日付け Economic Monitor 「成長鈍化により長期安定を目指すベトナム経済」参照。