

成長急減速もインフレ懸念を払拭できないベトナム経済

1～3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 4.0%へ急減速。これまでの金融引き締め効果により主に建設・不動産関連が落ち込んだ。輸出は電子部品の復調により増勢が加速、輸入の増勢を上回ったため、貿易赤字は大幅に縮小し為替相場は安定。インフレ率は低下傾向ながら依然として 10%超という水準の下での金融緩和は、インフレ再加速の懸念を残す。

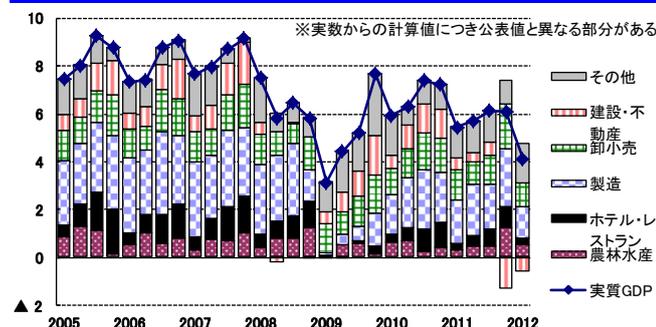
2012 年 1～3 月期の成長率は大幅に減速

2011 年のベトナム経済は、インフレ率が前年同月比 2 割を超える水準まで高まる中で、政策金利が複数回にわたって引き上げられるなど引き締めの経済政策がとられていたが、実質 GDP 成長率は 1～3 月期の前年同期比 5.4%から 10～12 月期には 6.1%まで高まり、景気は過熱感を残していた。ところが、2012 年に入り、1～3 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比 4.0%へ急減速するなど、ここにきてようやく引き締め政策の効果が表れたようである。

2012 年 1～3 月期の実質 GDP を産業別に見ると、金利上昇の影響を受けた不動産市場の低迷により、建設業が 10～12 月期の前年同期比▲1.0%から▲3.9%へマイナス幅が拡大し、不動産業は 1.8%から▲1.0%とマイナスに転じたほか、製造業も 3.0%の低い伸びにとどまった。その一方で、政府サービス（10～12 月期前年同期比 7.1%→1～3 月期 6.7%）や保健・社会サービス（7.3%→6.6%）といった公的部門は比較的高い伸びを維持し、運輸・倉庫・通信（7.1%→6.1%）や金融（7.3%→6.0%）、ホテル・レストラン（7.4%→6.0%）など個人・企業向けのサービス分野も、鈍化したものの全体の成長ペースを上回る堅調な拡大を見せた。

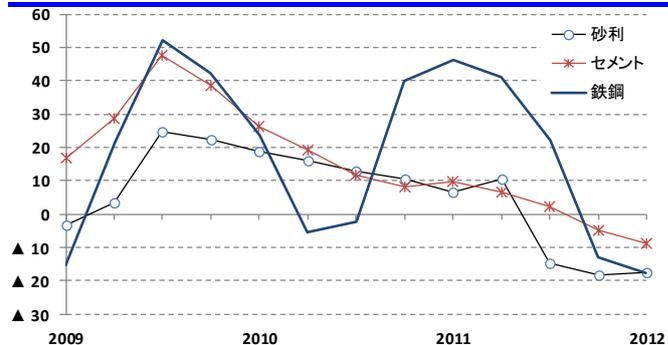
また、鉱工業生産指数でも、製造業全体は 2011 年 10～12 月期の前年同期比 6.6%から 2012 年 1～3 月期は 3.9%¹へ伸びが鈍化しているが、なかでも鉄鋼（前年同期比▲17.5%）や砂利（▲17.4%）、ワイヤ・ケーブル（▲19.4%）、セメント（▲8.9%）といった建設資材関連の業種で生産の落ち込みが目立っており、建設需要の低迷が製造業へ波及している様子がうかがえる。

実質 GDP 成長率の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC

建設関連財の生産動向（前年同期比、%）



(出所) CEIC

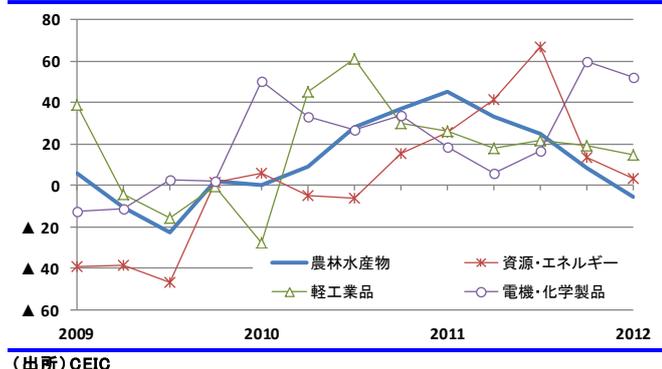
¹ 月次指数の四半期平均値に基づく計算値。業種別の前年同期比も同様。

輸出入：輸出の増勢が輸入に勝り貿易赤字は縮小

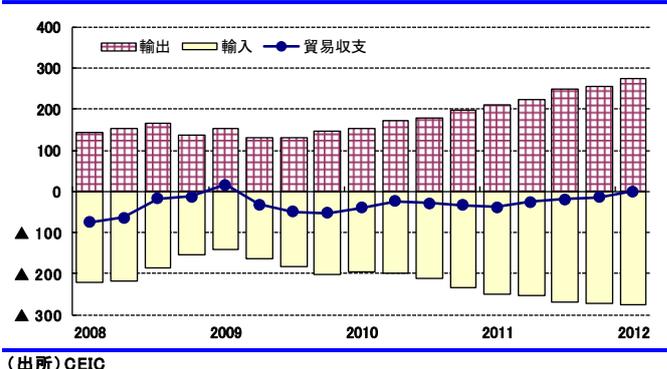
主な需要項目の動向を見ると、輸出（通関ドルベース）は、10～12月期の前年同期比 29.3%から 1～3月期は 26.6%へ伸びが鈍化したが、当社試算の季節調整済前期比では10～12月期の2.1%から1～3月期は7.2%へ増勢が加速しており、持ち直しの兆しが見られる。

財別では、電子部品が10～12月期の前年同期比73.5%から1～3月期は101.7%へ急拡大したほか、貴金属や陶磁器などの工芸品が高い伸びを維持した（10～12月期前年同期比50.2%→1～3月期43.1%）。その一方で、米の落ち込みにより農林水産物（8.7%→▲5.5%）はマイナスに転じ、ゴム（▲1.8%→▲9.4%）はマイナス幅が拡大、原油（30.4%→9.1%）や履物（28.0%→14.0%）は大幅に伸びが鈍化した。

主な財別の輸出動向（前年同期比、%）



輸出入と貿易収支の推移（季節調整値、百万ドル）



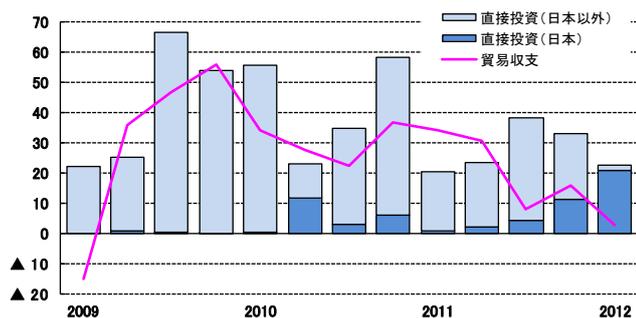
輸入は、10～12月期の前年同期比 16.2%から 1～3月期は 8.9%まで伸びが鈍化、季節調整済前期比では 0.1%から 1.8%へ増勢が加速したが、輸出の増勢が輸入を上回ったため、貿易収支は10～12月期の▲15.9億ドルから1～3月期は▲2.6億ドルまで赤字幅が縮小した（当社試算の季節調整値では▲13.1億ドル→+0.6億ドル）。なお、1～3月の輸入において顕著な落ち込みが見られたのは、化学製品（前年同期比▲40.0%）、自動車及び部品（▲33.0%）、石油製品（▲19.8%）などであり、生産の抑制に伴う原材料輸入の減少や政策変更に伴う自動車販売の減少（詳細後述）がその要因として挙げられる。

ドン相場：落ち着きつつあるが貿易赤字と直接投資の行方に留意

貿易赤字が縮小傾向となる中で、海外からの新規直接投資（認可ベース）は10～12月期の 33.2億ドルから 1～3月期は 22.7億ドルへ減少したが、それでも 2011年 7～9月期以降、3四半期連続で直接投資額は貿易赤字を上回る水準を維持している。その結果、外貨不足懸念は後退しており、通貨ドンの銀行間取引レートは、2月中旬以降、参照レートから大きく下方に乖離することなく安定的に推移している。

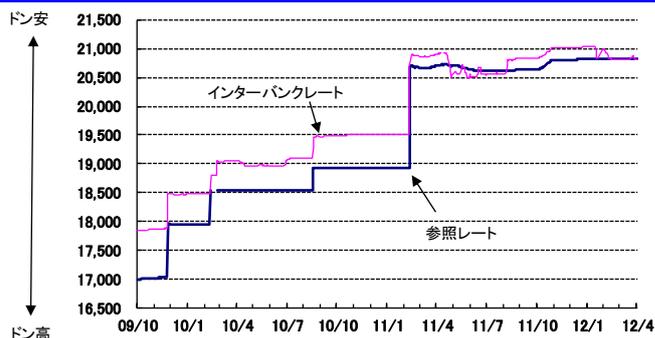
ただし、貿易赤字の縮小に寄与した輸入の減少には、不動産投資のみならず企業の設備投資が抑制されたことに伴う部分も含まれており、今後、海外景気が回復した際には生産余力、すなわち輸出の拡大余地が狭まる可能性が指摘されている。さらに、1～3月期の直接投資 22.7億ドルのうち、日本からの投資が 21.0億ドルと実に 9割以上を占める偏った状況にあり、その持続性に不安を残している。そのため、今後も海外からの直接投資が貿易赤字を上回る水準を維持できるかどうか、注視する必要がある。

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)



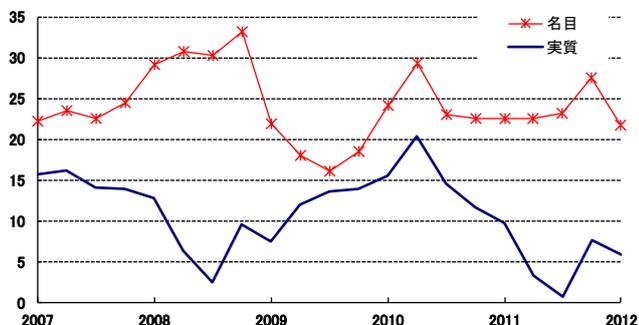
(出所) CEIC

個人消費：底堅く推移

国内需要に目を移すと、個人消費の代表的な指標である小売販売は、10～12月期の前年同期比 27.5%から1～3月期は 21.8%へ伸びが鈍化した²ものの、比較的高い伸びを維持した。物価上昇分を除いた**実質小売販売**でも前年同期比 7.7%から 5.9%へ減速したが 2011年 4～6月期の 3.2%や 7～9月期の 0.6%を上回る伸びであり、個人消費は底堅く維持していると言える。

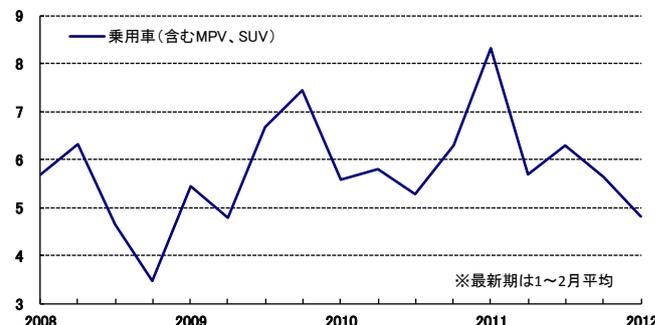
乗用車販売台数(含むMPV、SUV)は、1～2月平均の水準が10～12月期を 14.6%も下回っており(当社試算の季節調整値)、低迷している。今年1月に自動車登録料などが引き上げられた³影響により、需要が減退している。

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

物価：高インフレ続き景気失速リスク残る

景気が大きく減速する中で、消費者物価上昇率は、2011年 8月につけた前年同月比 23.0%のピークから、3月には 14.2%まで低下した。8月に前年同月比 34.1%まで高まった食料品価格の上昇率が3月には 17.9%へ低下したほか、昨年2月に行われたドン相場的大幅切り下げから1年以上が経過し、前年比で見た場合の通貨安による物価押し上げの影響が弱まりつつあることも、その背景だと考えられる。

しかしながら、低下したとはいえ消費者物価上昇率は全体で未だ 10%を超え、消費者マインドへの影響が大きい食料品価格に至っては2割近いという現状では、インフレの沈静化にメドが付いたとは言えない。

² 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。

³ 2012年1月1日から、ハノイ市の自動車登録料が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。

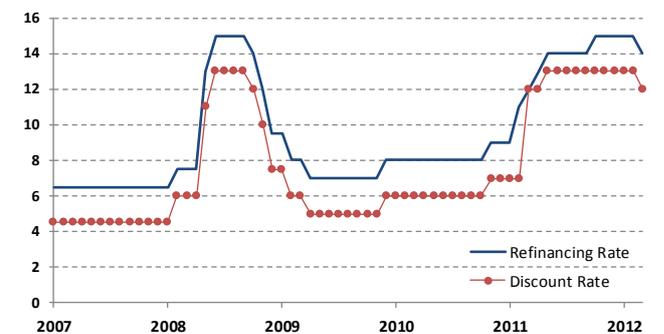
加えて、2011年1月に10~15%程度引き上げられた最低賃金は、物価の急激な上昇を背景に2012年分の引き上げが10月に前倒しで行われており、その引き上げ率が3割程度と大きいことから、今後は人件費の上昇が一段と物価を押し上げることとなろう。政府は2012年の消費者物価上昇率を通年で前年比9%に抑えることを目標としているが、物価と賃金が大幅かつ相乗的に上昇する構図の中で、インフレが沈静化に向かうかどうか予断を許さない。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC

政策金利の推移(%)



(出所) CEIC

こうした状況にもかかわらず、ベトナム国家銀行は、3月13日に政策金利であるリファイナンスレート(再割引金利)を15.0%から14.0%へ、公定歩合を13.0%から12.0%へ引き下げた。利下げは2009年12月に利上げに転じて以降で初めてであり、景気の減速とインフレ率の低下を受けて金融引き締め局面が終了したわけである。

今回の利下げにより、物価上昇分を除いた実質の政策金利は再びゼロないしは若干のマイナスとなり、金利水準は景気刺激的である。そのため、国内需要の持ち直しによる成長ペースの回復は期待できるが、その一方で輸入の拡大による貿易収支の悪化リスクも高まった。今後の金融緩和のペース次第では、再びインフレ圧力の上昇や対外収支の悪化により経済を不安定化させる可能性がある点に留意が必要であろう。

政府目標の6%成長は困難に

政府は、2012年の成長率目標を前年比6%としているが、1~3月期の成長率が大きく落ち込んだため、その実現は難しくなった。早いタイミングで金融緩和に踏み切ったことや、今後見込まれる米中景気の持ち直しにより、ベトナム経済も年後半にかけて景気が復調し、年初の落ち込みをある程度カバーするとみられるが、2012年の成長率は5%前半程度に落ち着く可能性が高いと考えられる。成長率は2011年の5.9%からは鈍化するが、その結果インフレが沈静化すれば、中長期的な安定成長の実現につながるため、歓迎すべきである。

一方で、当面の成長を優先し金融緩和を急ぎ過ぎれば、インフレ圧力の高まりなどにより2013年以降の成長が抑制されることとなろう。少なくともインフレの状況を踏まえると今回の利下げ判断は早過ぎたと思われるため、そのリスクが高まったことは間違いない。ベトナム経済は、インフレや金融政策を含めた政府の経済政策の方向性により、その行方が大きく左右する状況が今後も続くことになろう。