

## ベトナム経済事情：景気拡大は続くも前途多難 ～対外信用力低下に課題。物価対策や構造改革の進捗が求められる～

発表日：2011年1月6日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

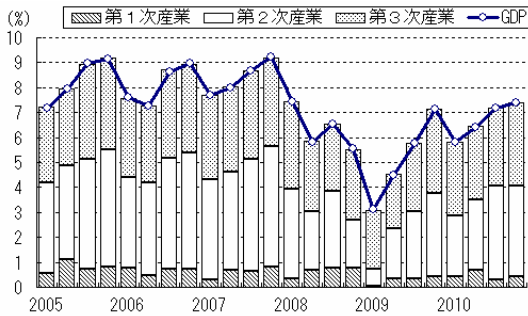
### （要旨）

- 10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.34%に加速し、景気拡大が続いている。アジア経済の堅調を受けて輸出は拡大し生産は順調だが、物価上昇により消費に悪影響が出ており、先行きに不透明感が出ている。なお、消費の勢いは陰りつつあるが、原材料需要やドンの信認低下による貴金属需要により輸入が拡大し、これがさらなる対外信用力の低下をもたらしている。
- 一昨年以降の景気対策や金融緩和により同国経済は下支えされているが、足元ではこれが物価上昇要因となっている。国際商品市況の高騰も物価を押し上げ、足元のインフレ率は約2年ぶりに二桁%に達したため、金融当局は昨年11月に金融引き締め動きを始めたが、政策の方向性は不透明となっている。政府は物価統制を強化しているが、これが市場経済に歪みをもたらす懸念もあり、政府や金融当局には金融引き締めに向けた果敢な取り組みが求められる。
- 足元では、貿易赤字の拡大で対外信用力が低下しているが、昨年12月のCG会合で「中進国」に認定されたことで、今後は譲許的資金へのアクセスが難しくなる可能性がある。今月開催される共産党大会では「新10ヵ年計画」が採択されるが、目標とされる10年後の工業国化には直接投資の受入が不可欠であり、積極的な構造改革が必要である。これは対外信用力の強化にも資するであろう。

### 《10-12月期は高い経済成長が続いたが物価上昇で内需の勢いに陰り》

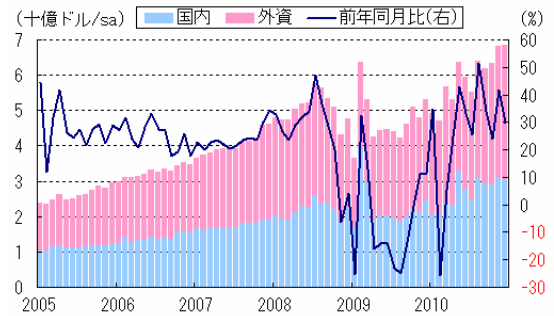
- 同国の2010年通年の経済成長率は前年比+6.8%と、前年（同+5.3%）から加速し、高成長軌道に回復した。10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.34%と、前期（同+7.18%）から拡大し（[図1](#)）、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率も+13.8%と前期（同+11.2%）を上回り、3四半期連続で二桁%の高成長が続いた。しかし、堅調な輸出が景気を下支えする一方、物価上昇圧力の高まりにより内需に下押し圧力が高まるなど、先行きに不透明感が出始めている。
- 12月の輸出額は前年同月比+29.9%と、前月（同+41.7%）から伸びは鈍化したが、単月の輸出額は過去最高となり、堅調が続いている（[図2](#)）。特に、中国などアジア経済の拡大に加え、中国沿海部における賃金の大幅引き上げにより、同国が「チャイナ・プラス・ワン」の筆頭核としてサプライチェーンの一角を担う中、輸出が押し上げられた。12月の鉱工業生産は前年同月比+14.3%と前月（同+10.8%）を上回り、前月比も+2.4%と前月（同▲0.8%）から増加に転じるなど、堅調が続く（[図3](#)）。他方、昨年7月に国営造船コングロマリットが経営破綻したが、政府による救済にも拘らず同社は12月に対外債務の債務不履行を申請するなど、国営部門は経済の足を引っ張っている。
- 同国経済は近年、生産拡大による雇用増加で中間層人口が拡大し、旺盛な消費が景気をけん引してきたが、足元では物価上昇圧力の高まりを受けて実質所得は下押しされている。12月の小売売上高は前年同月比+11.6%と、前月（同+22.4%）から大幅に伸びが鈍化し、実質ベースでは約2年ぶりにマイナスとなるなど個人消費の勢いは陰りつつある（[図4](#)）。他方、12月の輸入額は過去最高となり、企業の生産拡大に伴い原材料需要が拡大しているほか、通貨ドンの信認低下も背景に金などの宝飾品需要が高まっている。結果、貿易赤字は年明け以降拡大基調にあり（[図5](#)）、これがさらなる対外信用力の低下を招いている。

図1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)



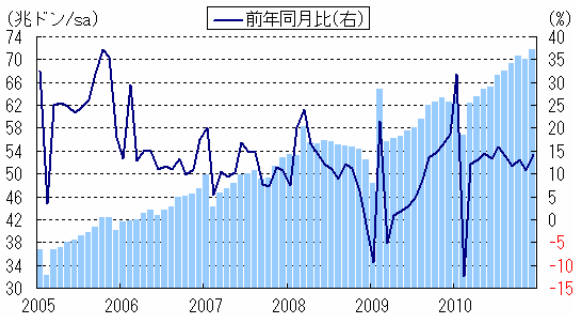
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 輸出額の推移



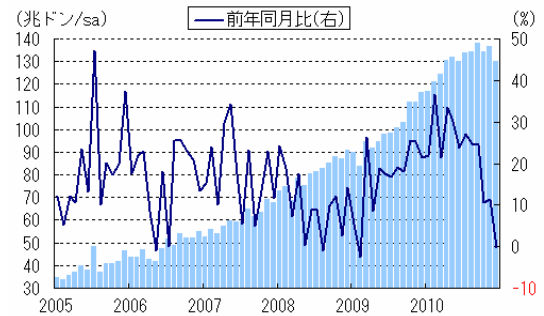
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 鉱工業生産の推移



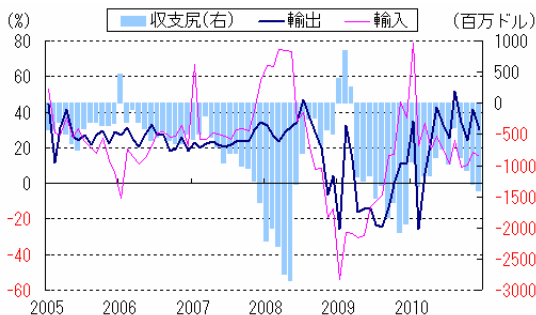
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 小売売上高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 輸出入の推移 (前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

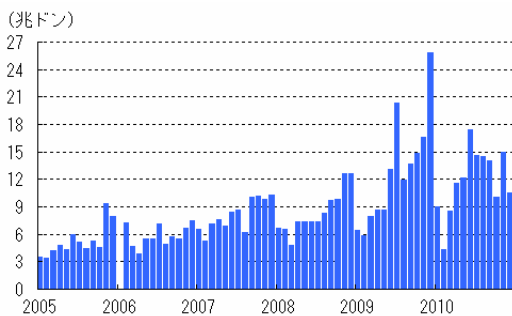
### 《物価上昇が進み、政府は物価統制を強める。金融引き締めに向けた果敢な取り組みが求められる》

- 同国経済は、政府によるGDP比約10%規模の景気対策より景気が下支えされ、一昨年も前年比+5.3%の経済成長を達成した。昨年度予算では歳出規模を抑制する方針が打ち出されたが、公的部門の投資額は堅調に推移していることから(図6)、歳出規模は相当額になると見込まれる。他方、金融当局も景気下支えのために積極的な金融緩和を実施し、長期間に亘って金利が据え置かれるなど(図7)、金融緩和が続けられてきた。結果、市中の資金供給量は大幅に拡大しており(図8)、低金利によって民間部門に対する信用残高も拡大し、内需を押し上げた。
- 資金供給量の拡大などにより、足元では物価上昇圧力が高まっている。12月の消費者物価は前年同月比+11.8%と、前月(同+11.1%)から加速し(図9)、前月比も+1.98%と前月(同+1.86%)を上回るペースで上昇している。水不足による不作で食料品物価が上昇し、世界的な商品市況の高騰でエネルギー価格も上昇。さらに、海外資金の流入で不動産価格が高騰するなど、一部に資産バブルの懸念もみられる。特に、食料品など必需品の価格上昇は実質所得の押し下げ効果が大きく、足元で内需の勢いを低下させている。金融当局は、物価抑制の観点から昨年11月に11ヶ月ぶりの利上げを実施し、金融引き締めを強化させたが、金利上昇による景気への悪影響を懸念して翌12月には預金金利の上限を14%とするなど、政策の方向性は不

透明である。さらに、短期金融市場の安定化を目指し、国内4銀行に対して預金準備率の引き下げを命じており、物価上昇圧力に繋がる要素は燻っている。

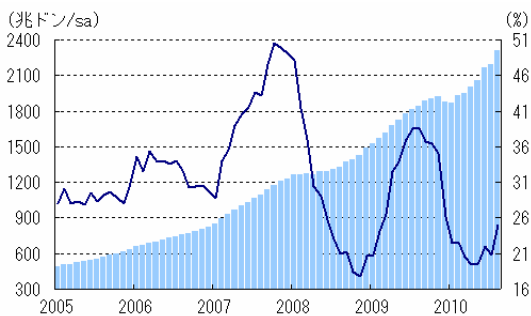
- 政府は物価抑制の観点から価格統制を敷く「価格管理法」を制定し、昨年10月から対象品目を取り扱う150社に対して価格登録を義務付けする通達を出した。さらに、ガソリンやセメント、建設用鋼材、液化ガス、化学肥料を対象に買い占め行為を罰するなど、実質的な需給調整を行い、社会主義色の強い政策を採っている。ただし、国際商品市況の高騰が続く中での物価統制は、対象企業の業績悪化要因となり、雇用などを通じて景気に悪影響を与える懸念がある。足元の物価上昇は、供給要因に加えて過剰流動性などが複合的に影響したものであり、市場に歪みを与える政策は最適解とならない。金融引き締めを通じて流動性を調整する必要があり、政府及び金融当局には果敢な取り組みが求められよう。

図6 公的部門による投資額の推移



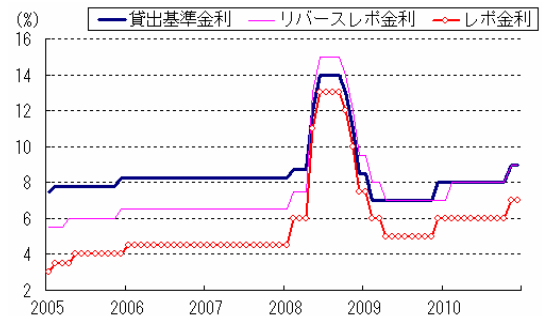
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 ベースマネーの推移



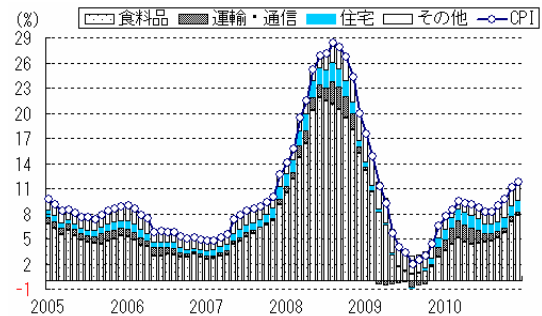
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

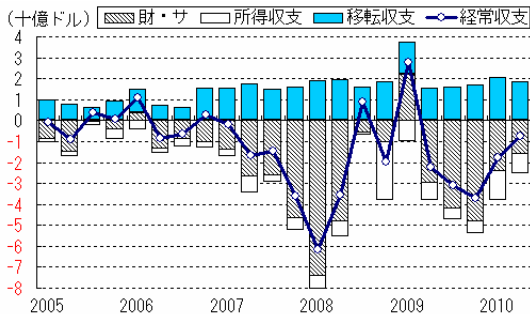
### 《対外信用力の低下は著しく、格付機関は相次いで格下げを実施。信用力強化は喫緊の課題となっている》

- 昨年前半は、中国向けを中心とする堅調な輸出で貿易赤字は縮小し、経常赤字も縮小基調が続いた(図10)。しかし、年後半にかけての輸入増加で貿易赤字は拡大し、経常赤字の拡大により対外信用力は低下している。同国は慢性的な投資超過にも拘らず、海外からのODA(政府開発援助)など海外資金の受入によりファイナンスする構造上の脆さがある。先月開催されたCG(支援国会合)では、一昨年の同国の1人当たりGDPが1000ドルを突破したことで「中進国」と認定されたため、今後はODAなど譲許的資金へのアクセスは難しくなる。一昨年末時点の対外債務残高はGDP比約4割に及んでおり、商業借入の拡大はDSR(債務支払/輸出比率)の急上昇を招く可能性もあり、慎重な対応が求められる。
- 他方、対外信用力の低下は通貨ドンに対する信認を低下させており、銀行間レートは金融当局による公定レートの数%程度安値で取引され(図11)、市中の「非公式レート」では10%程度の安値で取引されている模様である。これまで金融市場では度々ドンの切り下げ観測が喧伝されてきたが、金融当局はドン買い介入による為替安定を図っており、昨年9月末時点の外貨準備高は137億ドルまで減少(図12)。昨年の月平均輸入額の2ヶ月分に満たない水準にある。チェンマイ・イニシアティブなどアジア域内での外貨融通の仕組みがあるため、直ちにソルベンシー(支払い余力)に問題が生じる可能性は低い、国営造船コングロマリッ

トが対外債務の債務不履行を申請するなど、既に厳しい状況に直面している。主要格付機関は同国の長期信用格付を相次いで引き下げており、対外信用力の強化は喫緊の課題となっている。

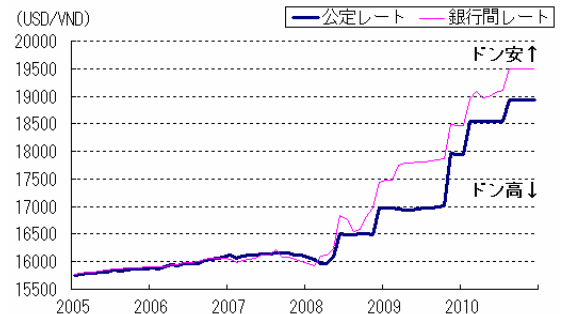
- 今月 12 日には 5 年に 1 度の共産党大会が開催され、次期指導部の顔ぶれが正式に決定する。また、先月開催された中央委員会総会では、産業界からの入党容認や、党内選挙による書記長人事の決定など、党の「民主化」を通じてドイモイ（刷新）による市場経済化の加速が確認された。党大会では、2020 年までの「新 10 カ年計画」が採択され、優先課題として市場経済化、人的資源開発、均衡あるインフラ投資を通じて 2020 年までに工業国になる目標を掲げている。この目標達成のためには、構造改革などによる海外資本の誘致が必要であり、これは対外信用力の強化に資すると期待される。

図 10 経常収支の推移



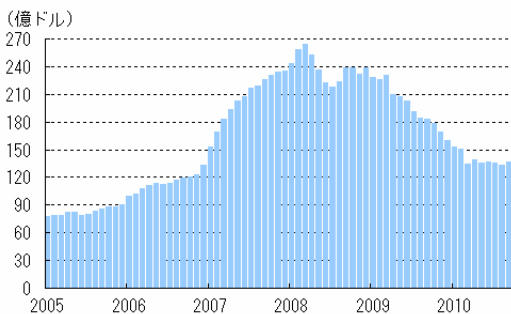
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 11 為替相場の推移(対米ドル)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《海外資金の流入などが株式相場を下支え。通貨ドンは当局の介入で横這い推移》

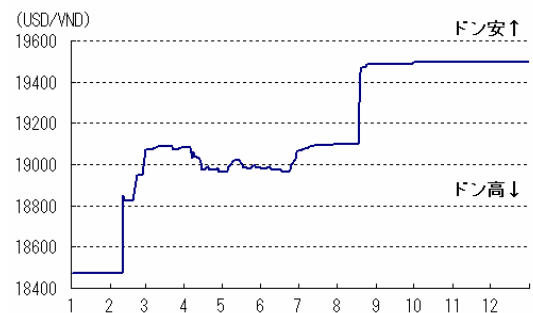
- 昨年の株式相場は、年初こそ外国人投資家による資金流入期待で上昇基調にあったが、中国の景気減速懸念の高まりや、政府が商業銀行に対し最低法定資本金を課したことで相次いで大規模増資が実施された結果、夏前を境に急速に調整した。なお、昨年秋以降は世界的なカネ余りによる外国人投資家の買い越しや、先月の預金金利制限に伴う株式市場への資金流入により持ち直しつつある（図 13）。他方、市場でのドン安観測にも拘らず、8月の切り下げ以降は為替介入により安定的な推移が続いている（図 14）。

図 13 株式相場の推移 (VN 指数)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 為替相場の推移(対米ドル)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上