

**ベトナム経済事情：景気の堅調続くも、物価対応は新たな課題**

～過剰流動性が煽る中、金融政策による対応は困難さを増す見通し～

発表日：2010年10月1日（金）

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)**

- 7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.2%と前期（同+6.4%）から加速し、前期比年率でも潜在成長率を上回る景気拡大が続いている。水不足による農業への悪影響が懸念されるなど先行きに不安はあるものの、アジア向け輸出の増加で国内の生産拡大が続いており、雇用環境の改善を通じて内需も盛り上がる好循環となっている。また、中国沿海部でのスト頻発などを背景とした同国への直接投資や、景気対策によるインフラ投資も景気を下支えし、内・外需の好調を受けて国内生産は拡大が続いている。輸出の約半分が先進国向けであるため、これらの先行きに懸念はあるが、アジア向け輸出の堅調が景気を下支えし、景気拡大が続くと期待される。
- 一昨年はインフレ率が30%近傍に達するなど物価上昇に苦しんだが、世界金融危機を機に物価は一事落ち着いた。しかし、昨年以降の景気回復で物価上昇圧力が高まり、昨年12月には利上げを行ったものの、その後は景気に配慮して政策金利などは据え置かれている。足元では景気拡大や食料品価格の上昇、通貨ドンへの減価による輸入物価の上昇で徐々に物価上昇圧力が高まり、9月の消費者物価は前年同月比+8.9%に上昇している。また、金融緩和と海外資金の流入で過剰流動性懸念が煽り、一部の不動産などではバブル懸念も高まっていることから、今後は過剰流動性の抑制による物価対策が急務となろう。ただし、金融当局は政府の影響を受け易く、政府の経済成長率目標の達成を支援する必要があるため、利上げに踏み切ることは難しく、金融政策は難しい対応が迫られそうだ。
- 輸出拡大の一方、内需の堅調を反映して輸入も増加しており、貿易赤字は拡大している。結果、経常収支も赤字基調が続いているが、ODAなど海外資金がこれをファイナンスする脆弱な構造となっている。また、直接投資は流入しているが、外貨準備は3月末時点で輸入の約2ヶ月分まで低下している。昨年の景気対策で財政が急速に悪化しているが、今年も財政赤字は避けられない。昨年末時点の公的債務残高はGDP比50%近くに達しており、新興国の中では比較的高い状況にあることから、景気に配慮しつつ中長期的に財政健全化に取り組む必要があり、わが国を含むドナーとの協調が求められよう。
- 当研究所はこれまで2010年通年の経済成長率の見通しを前年比+6.3%と予想してきたが、1-9月時点での実質GDP成長率が政府目標を上回る前年比+6.52%で推移してきたことを踏まえ、通年の成長率を同+6.5%に上方修正した。政府の成長率目標（6.5%）を達成する可能性は一段と高まっている。

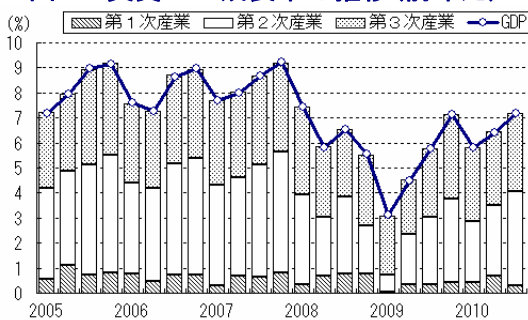
**《内・外需の拡大により7-9月期も大幅拡大が続く。先行きは緩やかに調整圧力が高まる見通し》**

- 同国の7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.2%と前期（同+6.4%）から加速している（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でも+10.7%と前期（同+12.0%）から減速はしたが、潜在成長率を大きく上回る拡大が続いている。中国をはじめアジア景気の堅調を受けて輸出が拡大したことで製造業を中心に生産拡大が続いたほか、海外からの直接投資などにより設備投資も拡大するなど、内・外需ともに拡大している。なお、雨不足に加えて、メコン川流域地域の流量減少による水不足で農業部門に悪影響が出ており、第1次産業で減速感が顕著となっている。同国では農業人口が多く、家計支出に占める食料品比率が高いことから、今後への影響が懸念される。
- アジア経済の堅調や、通貨ドンの切り下げによって輸出が拡大し、足元の輸出額はリーマンショック前を大きく上回っている（図2）。こうした輸出の回復に加え、年明け以降は中国沿海部で大幅賃上げを求めたス

ト頻発もあったことから、安価で豊富な労働力を求めて外資企業による進出意欲が高まり、投資が拡大している。これらを反映して国内の雇用環境は改善しており、物価の落ち着きもあり個人消費の拡大基調が続くなど（[図3](#)）、内需は押し上げられている。同国政府は昨年、総額 85 億ドルの景気対策を実施したが、今年もインフラ投資を中心に開発投資予算を拡充していることから、公共投資も景気の下支え要因となっている。

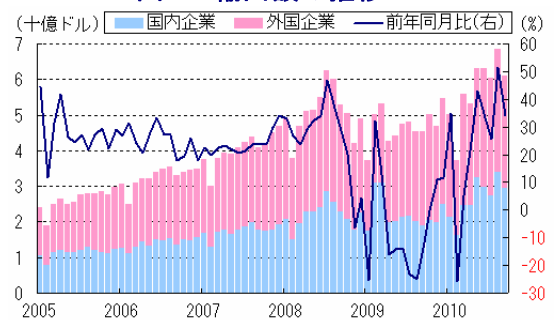
- こうした内・外需の拡大がけん引役となって鉱工業生産は拡大している（[図4](#)）。これまで輸出をけん引してきた中国向けは、中国経済の減速を受けて鈍化は見込まれるが、緩やかな拡大が続くと期待される。今年から開始したASEAN初期加盟6カ国による域内向け貿易の関税撤廃について、同国は2015年から対象となる予定だが、既に輸出促進のため輸出関税は大幅に引き下げられていることから、景気拡大の続くASEAN向けの輸出も景気を下支えしよう。他方、輸出の約半分が欧米や日本など先進諸国向けであり、先行き不透明であることから調整の可能性は高く、今後も景気は拡大基調を続けるものの、緩やかなものになると予想される。

**図1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)**



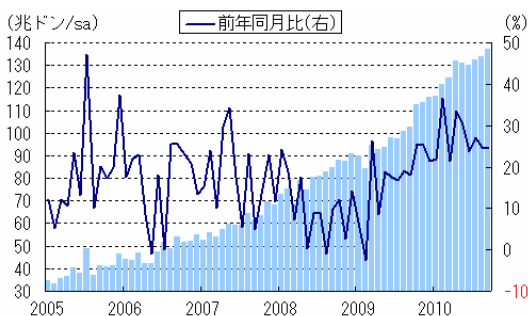
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図2 輸出額の推移**



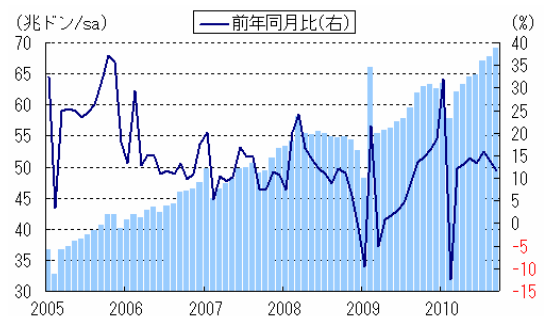
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図3 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4 鉱工業生産の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

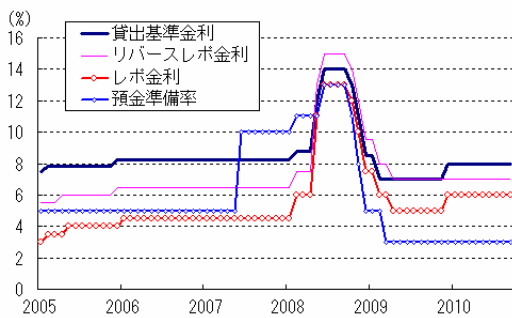
### 《物価上昇圧力や過剰流動性懸念が高まる中、金融政策は困難な対応が予想される》

- 同国はリーマンショック前の2008年半ばに、世界的な商品市況の高騰や農作物の不作による食料品価格上昇の影響を受け、インフレ率が30%近傍に上昇する状況に直面した。しかし、世界金融危機による信用収縮によって同国経済も大打撃を受け、商品市況の下落などもありインフレ率は大幅に下落したが、昨年半ば以降は景気を持ち直しを反映し、緩やかに物価上昇圧力が高まっていた。金融当局は昨年12月、物価上昇を警戒する観点から政策金利である貸出基準金利及びレポ金利を100bp引き上げ、それぞれ8.0%、6.0%として金融引き締めを動いたものの、その後は景気に配慮して9ヶ月連続で据え置かれている（[図5](#)）。
- 他方、年明け以降も堅調な景気が続いていることに加え、夏場の少雨やメコン川における流量低下などによる水不足が原因で農作物が不作となっており、足元では食料品価格に上昇圧力が掛かっている。また、金融当局が輸出振興を図る観点から、昨年11月に通貨ドンの対米ドル相場を5.44%切り下げ、さらに今年2月に3.25%、8月にも2%と断続的に通貨切り下げられたためドン安が進行し（[図6](#)）、輸入物価も押し上げられている。結果、9月の消費者物価は食料品価格や学費の値上げによる影響で前月比+1.3%と前月（同+

0.2%) から急上昇し、前年同月比も+8.9%と前月(同+8.2%)より高まっている(図7)。長期間に亘る金融緩和によって市中の資金供給量が大幅に増加し、株式市場では外国人投資家による買い越し状況が続くなど(図8)、過剰流動性懸念が高まっていることも物価の上昇要因になっている。

- 政府は物価を抑制する観点から、一部の商品に対して値上げ抑制を求める政策を採っているものの、国際商品市況の上昇も危惧される状況下では、関連企業の業績悪化要因となりかねず、景気に悪影響を及ぼす懸念がある。また、過剰流動性によって一部で不動産価格が急上昇するなど、資産バブルも懸念されており、今後は物価抑制を図る観点から過剰流動性抑制に向けた施策が求められよう。政府は今年の経済成長率の目標を前年比+6.5%としているが、1-9月期ベースでは前年比+6.52%と政府目標を若干上回る程度であり、直ちに金融引き締め動くとは考えにくい。さらに、今後の課題として物価上昇圧力の高まりを認識しつつ、銀行金利の高止まりや貿易赤字の拡大に対して懸念を示しており、金融引き締めを控えると見込まれる。当面の金融政策については難しい対応が迫られよう。

図5 金融政策の推移



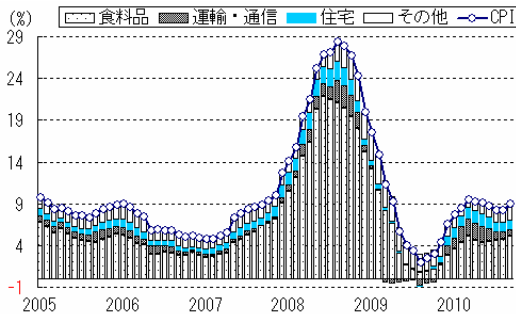
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 為替相場の推移



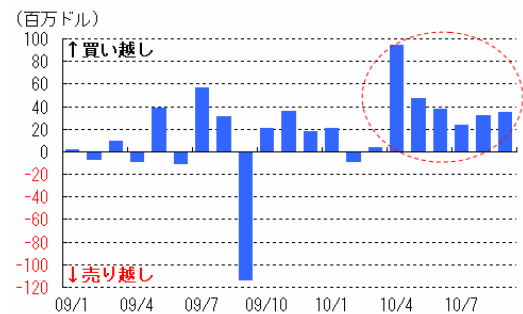
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 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

図8 株式市場における外国人投資家の売買動向



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

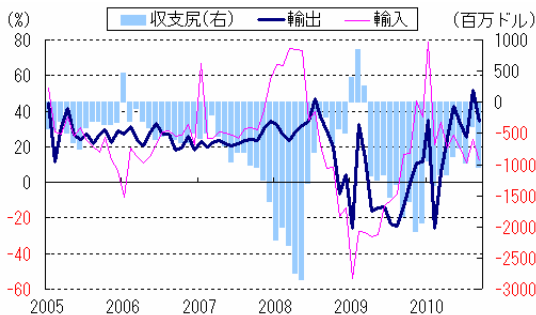
### 《外貨準備の減少は懸念されるが短期的な問題は小さい。中長期的な財政健全化の対応は今後の課題》

- 年明け以降、アジア向けを中心とする輸出拡大が景気をけん引してきたが、内需も堅調に推移したことから、輸入も大きく増加しており、大規模な貿易赤字を抱えている(図9)。同国は基本的に貯蓄過小状態にあるために経常収支は赤字基調が続いており(図10)、ODA(政府開発援助)をはじめとする海外資金の流入によってこれをファイナンスする構造的な脆弱さを抱える。海外資金を安定的に受け入れる観点から、同国政府は直接投資の承認額を増加させるなどの対応を図ってきた(図11)。チャイナリスクが意識される状況もあり、「ネクストチャイナ」の筆頭格として注目度の高い同国には、わが国の直接投資にも復調感がみられ(図12)、中国沿海部での労働コスト上昇で中国資本による直接投資も急増するなど(図13)、一定の効果は挙がっている。他方、通貨ドン安の進行にみられるように、証券投資は流入のみが続いている訳ではなく、これは昨年来外貨準備高が減少し続けていることにも現れている(図14)。3月末時点の外貨準備高は134億ドルと今年の前月平均輸入額の約2ヶ月程度まで減少しており、対外信用力への懸念はあるが、チェンマイイニシアティブなどを通じてアジア域内で外貨融通を行う仕組みが備わっていることから、直ちに危機的

状況に陥る可能性は低いと考えられる。

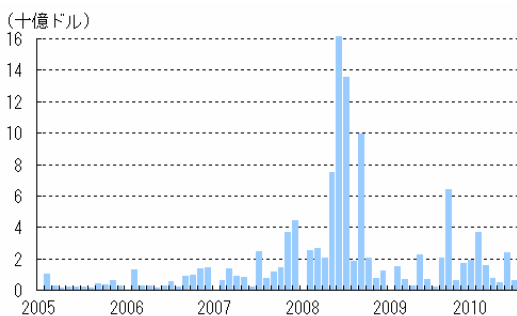
- 他方、昨年は景気対策による歳出拡大で財政赤字が大幅に拡大し、赤字幅はGDP比▲7.2%の▲115.9兆ドンに達した。今年度は、当初予算段階では財政赤字は昨年度を上回る▲119.7兆ドンとなる見通しであったが、予想以上の景気回復で歳入が拡大していることから、赤字幅は予算前提を下回る可能性が高まっている。ただし、昨年末時点における公的債務残高はGDP比50%近くに達していると見込まれ、うち対外債務は同28.7%と新興国の中では高めの水準にある。なお、対外債務についてはODAなどの譲許的な資金が大半を占めるため、急激な外貨ポジションの悪化の懸念は低い。一方、公的債務については、かつて同国の財政が重債務貧困国(HIPCS)に認定される寸前まで悪化したことを鑑みれば、中長期的な財政健全化への道筋を付ける必要がある。なお、急激な緊縮財政への転換は景気の腰折れをもたらす懸念もあり、慎重な対応を要するが、わが国を含むドナーを巻き込んだ取り組みが求められる。

図9 輸出入の推移(前年比)



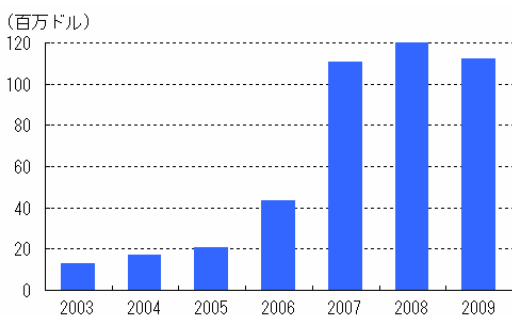
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 直接投資承認額の推移



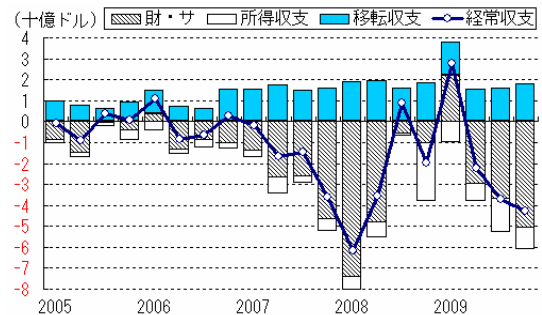
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 中国からの直接投資流入額の推移



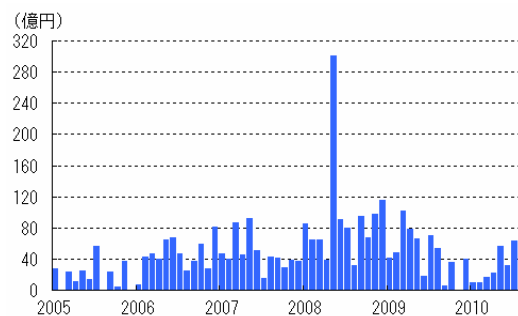
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 経常収支の推移



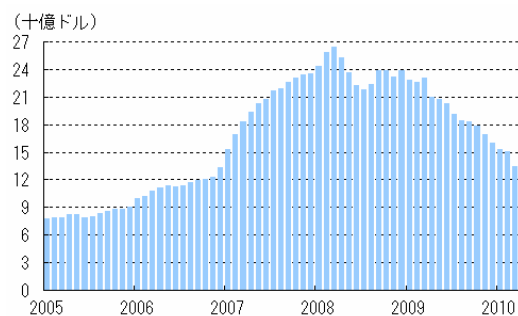
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 日本からの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14 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《7-9月期のGDP統計を受けて通年の経済成長率見通しを上方修正、政府の目標を達成する見通し》

- 当研究所は8月の定例の見直し改訂を経て、これまで同国の今年の経済成長率を前年比+6.3%と予想してきたものの、1-9月期時点における成長率が同+6.52%となったことを反映し、通年の経済成長率を同+6.5%に上方修正する。同国政府は今年の経済成長率の目標を前年比+6.5%と設定しているが、現状におい

てはその達成の可能性は一段と高まっていると判断される。

- 年明け以降、株式相場は外国人投資家による資金流入で上昇基調が続いてきたが、中国の景気減速による悪影響懸念や、銀行部門を中心とする大規模増資が相次いだことを受けて調整圧力が高まった（[図 15](#)）。しかし、足元では外国人投資家の買い越しなどもあり、底値が支えられている。一方、年明け以降2度に亘るドンの切り下げが行われた結果、ドン安基調が続いてきたが、8月の切り下げ以降は安定的に推移している（[図 16](#)）。

**図 15 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 16 為替相場の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上