

ベトナム経済事情：物価高騰は景気の下押し圧力に

～大震災の影響もあり、年前半の景気は低調な推移が予想される～

発表日：2011年5月27日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

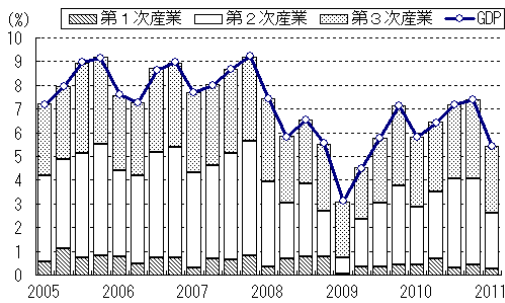
- 同国では物価上昇が顕著となっており、それを嫌気して海外資金の流入も細り、景気に下押し圧力が高まったことから、1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.43%に減速した。物価上昇はこれまでの景気をけん引してきた個人消費を下押ししているが、公共投資や対内直接投資が景気を下支えしており、輸出も底堅い。しかし、輸入の増加が景気を下押ししており、対外収支の悪化も危惧される。
- 国際商品市況の高騰や過剰流動性により物価上昇圧力は高まっており、5月のインフレ率は前年比+19.75%に達している。金融当局は年明け以降金融引き締めを進めており、特に今月は一層の強化を図っているが、金融市場の構造的問題を背景に十分な効果を挙げていない。しかし、実質マイナス金利を放置していることでインフレの加速をもたらしており、今後の景気に大きな悪影響を与える可能性が高いことから、当局には果敢な対処が求められよう。
- 同国は、ASEAN諸国内では東日本大震災による部材供給網寸断の影響を相対的に受けやすい可能性が高く、短期的な景気への下押しが懸念される。物価上昇による悪影響も大きいと見込まれることから、当研究所では今年の経済成長率を前年比+6.1%に下方修正している。国営造船コングロマリットの破たん処理の遅れは同国政府への信認を損なう要因になっているが、政府主導による経済構造改革の成否が中長期的な経済成長に影響しよう。

《物価上昇により景気に調整圧力が高まる。ファンダメンタルズの悪化も懸念要因》

- 世界金融危機後、同国政府も景気対策や金融緩和を通じて景気の下支えを図った。そして景気対策の終了などにも拘らず、昨年の経済成長率は前年比+6.78%と2年ぶりに6%を上回る高成長に回復した。しかし、足元では国際商品市況の高騰などを背景に物価上昇が顕著となっており、ファンダメンタルズの悪化を嫌気して海外資金の流入が細る動きもあり、景気に下押し圧力が掛かっている。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.43%となり、前期(同+7.40%)から減速(図1)。当研究所が試算した季節調整値ベースの前期比もマイナス成長に転じており、これは全産業とも同様であるなど、減速感は顕著となっている。特に近年の経済成長をけん引してきた第2次産業の落ち込みは大きく、隣国中国との競争激化も景気を下押ししている。
- 足元の物価上昇を背景に、小売売上高は実質ベースで前年同月比ゼロ%近傍まで減速しており(図2)、GDPの約7割を占める個人消費に頭打ち感が強まっている。一方、政府は足元の景気減速懸念を受けて、年明け以降公共投資を活発化させている(図3)。さらに、隣国中国沿海部の大幅賃金上昇で同国のコスト面での優位性が注目され、海外からの直接投資は続いている。海外経済の緩やかな回復で輸出も堅調に推移しており、5月の輸出額は単月ベースで過去最高額となっている(図4)。こうした内・外需の底堅さを反映して、足元の鉱工業生産は堅調に推移しており(図5)、特に外資部門の増産がけん引している。
- 輸出が堅調な一方、内需の伸びも続いていることから、足元では再び貿易赤字が拡大しており(図6)、これによって経常赤字の拡大も見込まれるなど、対外収支の構造は脆弱である。慢性的な投資超過状態であるものの、海外からのODA(政府開発援助)などで経常赤字の一部をファイナンスする状況が続いている。しかし、直近のCG(支援国会合)では、一人当たりGDPが1000ドルを上回ったことから「中進国」と認定されており、今後は供与条件が厳しくなる可能性が高い。他方、ファンダメンタルズの悪化が投資資金の

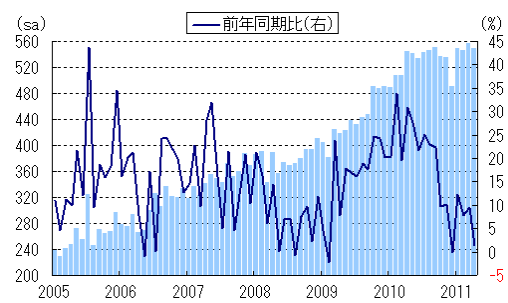
流入に悪影響を与える可能性もあり、昨年春以降、外貨準備高は落ち着いた推移が続いてきたが、足元では再び減少している可能性もあろう（図7）。

図1 実質 GDP 成長率(前年比)の推移



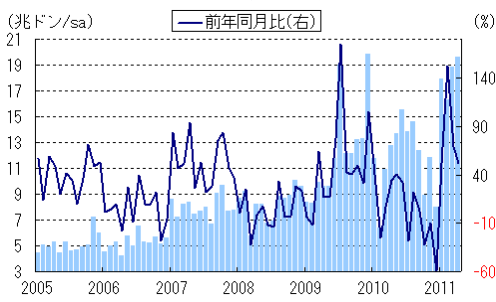
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 実質小売上高の推移



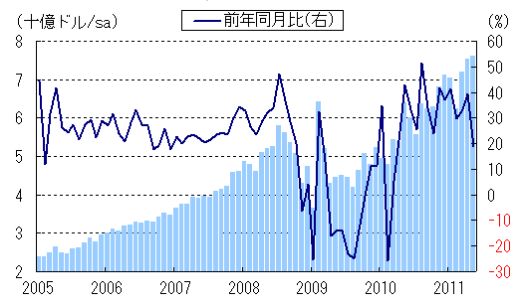
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 公共投資実行額の推移



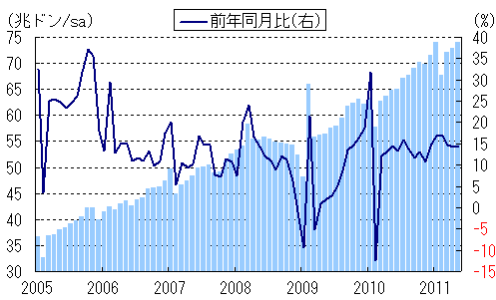
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 輸出額の推移



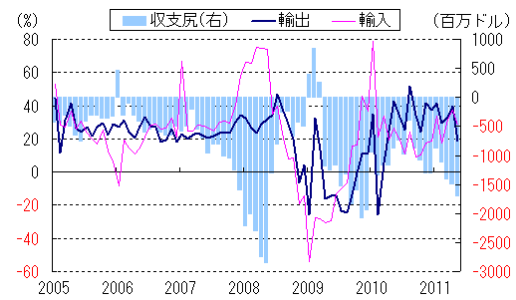
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 鉱工業生産の推移



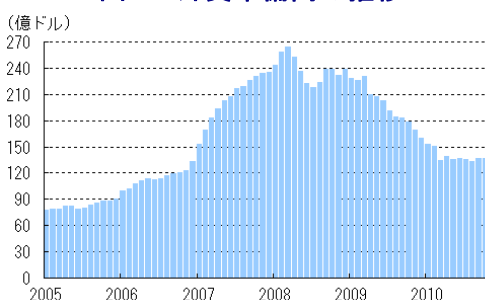
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 輸出入(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

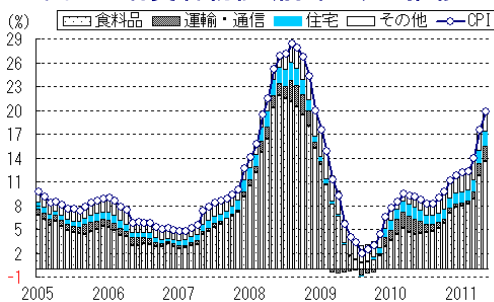
「インフレ率の高進は続く見通し。当局にはさらなる金融引き締めが求められよう」

- 国際商品市況の高騰を背景に食料品やエネルギー価格の上昇圧力が高まり、さらに海外資金の流入による不動産開発の活発化で不動産バブル懸念が出ているほか、人件費の上昇も物価上昇圧力を高めている。5月の消費者物価は前年同月比+19.78%と（図8）、前月（同+17.52%）から加速して29ヶ月ぶりの高水準となっており、インフレ警戒感が強まっている。前月比こそ+2.21%と前月（同+3.32%）から鈍化しているが、

コア物価も加速しており物価上昇圧力は高い。海外からの投資資金の流入は落ち着いたとみられるが、市中のマネーサプライは依然拡大しており（図9）、過剰流動性も物価の上昇要因となっている。

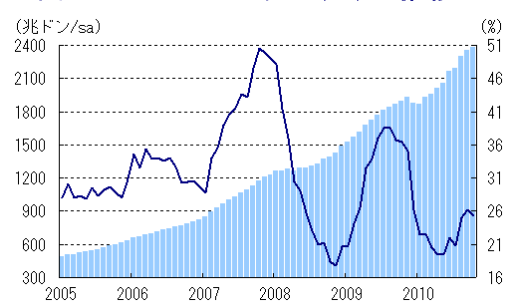
- 金融当局は物価を抑制するため、昨年11月に11ヶ月ぶりに主要政策金利である3つをすべて利上げしており、年明け以降もリファイナンス金利とディスカウント金利（公定歩合）を引き上げている（図10）。直近では、今月1日から両金利ともに100bp引き上げられ、同4日にはリバースレポ金利を100bp、17日にはレポ金利を100bp引き上げて急速な引き締めに動いている。ただし、同国の家計部門においては金融機関からの借入は依然一般的ではなく、多くは「頼母子講」のような親族などの資金に依存していることから、利上げによる直接的な効果は十分でない。さらに、年明け以降の金融引き締め局面においても、政府は景気に配慮して貸付基準金利を引き上げず、一方で預金金利の上限を14%に抑えるなど、政策の方向性は不透明であり、金融引き締めの効果を弱めている。足元では実質マイナス金利となっており、当面はインフレ率の高止まりが続くと見込まれることから、今後も引き締めを強化する必要性は高まっている。
- 政府は物価上昇対策のため、「価格管理法」を制定して対象品目の取扱企業に価格登録を義務付け、事実上の需給調整を行うなど社会主義的な価格統制を敷いている。それでも物価上昇が収まらない主因は実質マイナス金利状態が放置されているなど流動性管理が不十分なためであり、短期的な景気対策に囚われて物価上昇への対応が後手に回ることからは後々の景気に深刻な影響を与えよう。当局は、金融・財政政策の両面から物価対策を強化する方針を表明しているが、より実効性の高い政策に努めることが望まれる。

図8 消費者物価(前年比)の推移



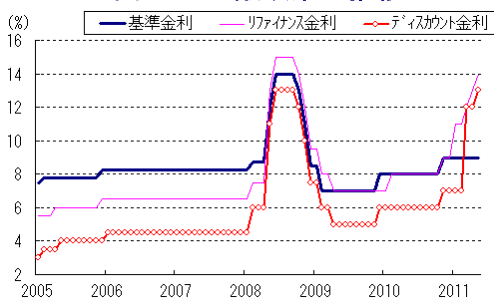
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 マネーサプライ(M2)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

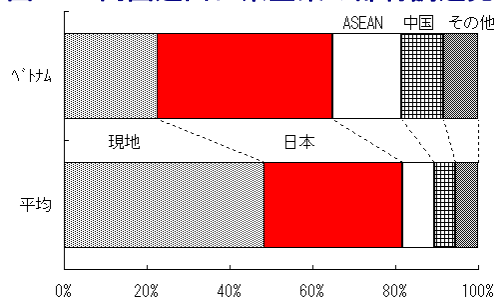
《大震災による影響は相対的に大きい可能性。インフレの影響も鑑みて経済成長率予想を下方修正》

- 1-3月期の実質GDP成長率は大きく減速しており、足元では物価上昇が消費などの重石になり、金融引き締めの影響も見込まれることから、同国の景気はしばらく低調な推移が予想される。また、東日本大震災による部材供給網の寸断による影響については、JETRO（日本貿易振興機構）が行ったアジア・オセアニア地域に進出する日系企業に対する調査によると、同国進出企業は地域平均に比べて日本からの部材調達比率が高く（図11）、今回の大震災による部材調達難の影響をより受け易い可能性がある。さらに、売上高に占める輸出額の割合が高く、輸出仕向地も日本向けの割合が高いことから、日本国内の需要縮小の影響を受

け易い。同国は日本からの輸入と総輸出との相関がASEAN諸国の中でも高く（図 12）、震災による景気への下押し圧力は比較的大きい可能性がある。なお、年後半にはインフレも徐々に落ち着き、日本経済の回復も見込まれることから、同国の景気も回復基調に転じると見込まれる。今月発表した当研究所の短期経済予測においては、今年の経済成長率の見通しを前年比+6.1%として、2月時点（同+6.7%）から▲0.6p 下方修正している。

- 昨年7月に経営破たんした国営造船コングロマリットは、その後の政府による救済策にも拘らず、対外債務の債務不履行申請に追い込まれている。足元においても、政府主導による債務返済は進んでおらず、これも同国政府に対する信認低下を招いている。なお、今年度予算は歳出規模を前年比+25%とする拡張型予算となっており、堅調な景気による歳入増加を前提に財政赤字をGDP比▲5.3%に抑える方針を示しているが、景気減速により財政状況が想定より悪化する可能性もある。現状、同国政府は物価抑制を中心政策に据えるべきであり、財政支出の再考が求められよう。
- 年明け以降の株式相場は、年初早々は外国人投資家による資金流入期待があったものの、インフレ懸念が高まる一方で、金融引き締めが遅れているとみなされたことから軟調な値動きが続いてきた。さらに、今月に入って金融引き締めが強化された一方、大幅な物価上昇は続いており、景気減速懸念が高まり大幅な下落に繋がっている（図 13）。他方、金融当局は2月に昨年8月以来となる通貨ドンへの切り下げを発表したが、その後は比較的安定的な推移が続いており、足元では当局が金融引き締めを強化するとの観測が高まっていることから、緩やかにドン高に振れている（図 14）。

図 11 同国進出日系企業の部材調達先



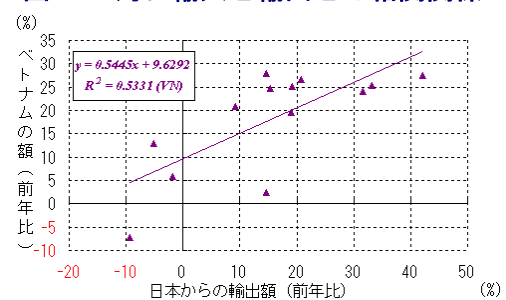
（出所）JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査」より作成

図 13 株式相場 (VN 指数) の推移



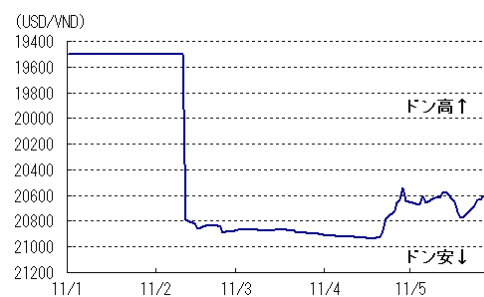
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 対日輸入と輸出との相関関係



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 為替相場 (対米ドル) の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

以上