

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

外資流入による国内の過剰流動性問題とベトナム経済

(財)国際通貨研究所

主任研究員 西村陽造

nishimura@iima.or.jp

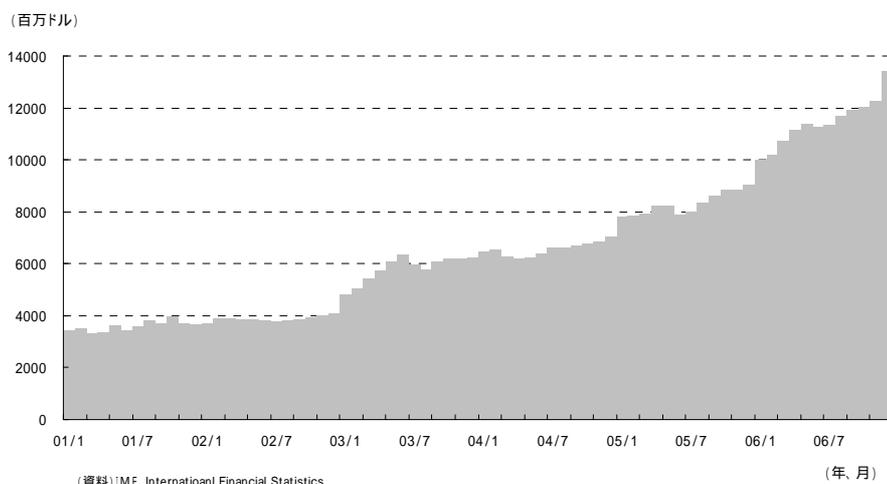
要旨

ベトナムでは他のアジア諸国と同様に、外貨準備の増加と国内流動性増加によるインフレ率の上昇や株式相場のバブル的様相が見られる。ベトナムの経常黒字は僅小であり、外貨準備の増加のほとんどは、直接投資を中心にした海外からの資本流入を通貨当局が外為市場での介入で購入した結果である。この政府の外貨購入と引き換えに市中へのドン資金の供給（国内流動性）が近年急増した。この流動性の増加はマネーサプライの急増に表れており、政策目標の7%を上回るインフレ率の上昇や、株価のバブル的高騰の背景にもなっていると考えられる。当局は金融調節や株式投資への貸出の抑制などを図っているが十分な効果をあげておらず、今後のリスク要因となっている。

【増加ペースが加速した外貨準備】

ベトナムでは他のアジア諸国と同様に、外貨準備の増加がみられる。IMFのデータによると、金を除く外貨準備額は、2002年末41億ドルであったものが、2004年以降増加ペースが加速し、2006年末に134億ドルに達した（第1図）。2004年以降の約100億ドルの増加は、ベトナムのGDP規模がドル換算で608億ドル（2006年）であることを考慮すると極めて大きな増加である。また、外貨準備残高の短期対外債務に対する比率は約8倍に達している。

(第1図)ベトナムの外貨準備高(金を除く)の推移



【外貨準備の増加の主因は資本流入拡大】

ベトナムの外貨準備の増加は、経常黒字よりも直接投資を中心にした海外からの資本流入によるものである(次ページ第1表)。IMFのデータによると(2006年第2四半期まで)、経常収支は2005年にそれまでの赤字から2億ドルの小幅な黒字に転じ、2006年も通年で若干の黒字になったとみられる。この主因は輸出の急速な拡大であり、高水準の原油価格(ベトナムは原油輸出国)と外資系企業の輸出拡大に支えられている。また、ベトナム特有の要因として、海外のビジネスで成功をおさめた「越僑」や出稼ぎ労働者からの送金が増加していることも指摘できる¹。

ベトナムの場合、輸出、輸入ともにGDP比約60%と高率であり、輸入の大半は国内消費のためよりも、輸出財を生産するために必要な原材料、中間投入財、資本財の海外からの購入である。そのため輸出と輸入は比較的均等に伸びており、大きな貿易黒字とはなりにくい。

一方、対内直接投資を中心にした資本流入額が2005年頃から顕著な拡大傾向をみせている。対内直接投資は2003年の15億ドルから、2004年16億ドル、2005年20億ドルと拡大、2005年には7.5億ドルの対内証券投資も確認されている(第1表)。国際収支統計とはベースが異なるため、金額が大きく異なるが、認可ベースの直接投資額は、2004年43億ドル、2005年68億ドル、2006年102億ドルと増加した。したがって、国際収支ベースの対内直接投資の数値も

¹ この送金が計上される移転収支の黒字は毎年拡大し、2005年は34億ドルの黒字であり、その後も拡大が続いているとみられる。

2006年は前年からさらに拡大しているとみられる。ベトナムは、2006年11月にWTO加盟が承認され、2007年1月に正式加盟した。これを受けて、対内直接投資の先行きについても、強気の見方が多い。また、ODAなどによる資本流入も従来どおり続いている。

このように経常収支が小幅ながら黒字となる一方で、直接投資を主因とした資本流入額の拡大で、外貨がベトナムに流入した。この流入した外貨は為替市場でベトナムドン買い・ドル売り圧力になるが、為替相場を安定させるため、通貨当局がドン売り・ドル買い介入を行って来た。その結果、外貨準備が拡大したのである。

ベトナムは、為替相場制度として、事実上、ドルに対するクローリング・ペッグ制を採用してきた。通貨当局は、内外の物価上昇率格差とベトナムの輸出競争力を踏まえて、ドンの対ドル相場をコントロールしている。ベトナムの物価上昇率は、米国のそれを恒常的に上回っているため、通貨当局はそれを踏まえて、近年、緩やかなドン安トレンドに為替相場を誘導してきた。海外からの資金流入はドン相場の上昇圧力を生み、ドンの対ドル相場が上昇する局面が、2007年第1四半期にみられた。しかし政府の介入操作などにより相殺され、その後はややドン安に戻り、ならしてみれば、緩やかなドン安の経路を辿っている。

(第1表)ベトナムの国際収支動向

(百万ドル)

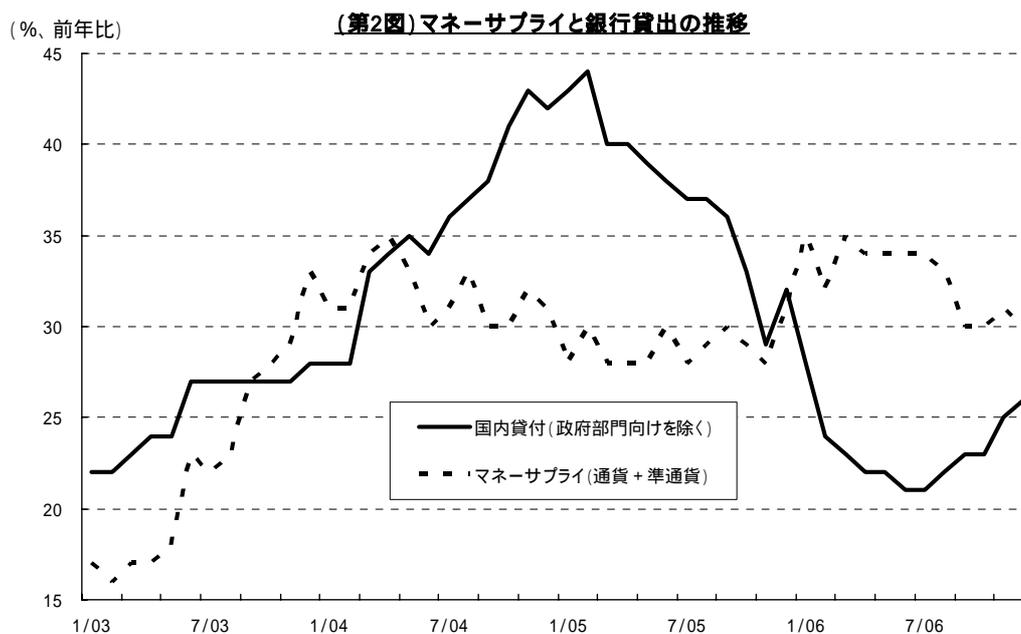
	2002	2003	2004	2005	2005			2006	
					4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
経常収支	-604	-1931	-957	217	-725	579	287	1275	-706
貿易収支	-1054	-2581	-2287	-838	-1040	385	211	961	-767
サービス収支	-750	-778	-872	-1106	-240	-215	-371	-381	-280
所得収支	-721	-811	-891	-1219	-247	-246	-488	-455	-424
移転収支	1921	2239	3093	3380	802	655	935	1150	765
資本収支	2090	3279	2807	2926	771	453	502	818	838
対内直接投資	1400	1450	1610	1954	598	247	724	480	556
対内証券投資	-	-	-	750	-	-	750	20	40
誤差脱漏	-1038	798	-915	-1059	-154	-242	-331	-388	278
外貨準備増減等	-448	-2149	-935	-2084	108	-790	-458	-1705	-410

- (注) 1. 経常収支 + 資本収支 + 誤差脱漏 + 外貨準備増減等 = 0
 2. 資本収支はプラスは資本流入、マイナスは資本流出を示す。
 3. 外貨準備増減等は、プラスは外貨準備の減少、マイナスは増加を示す。
 (資料) IMF, International Financial Statistics

【介入 外貨準備の増加 国内の流動性の増加 インフレ圧力の上昇】

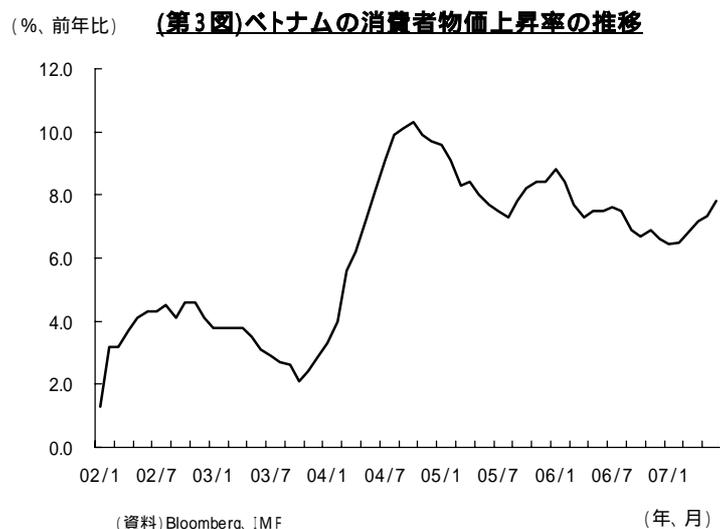
以上の通り、外貨準備の拡大は通貨当局が為替市場でドン売り・ドル買いを行った結果であるが、そのことでドン資金が銀行を通じて市中に供給されて来た。中央銀行であるベトナム国家銀行は、この増加したドン資金を市中から吸

い上げるべく、公開市場操作などを行って来た。しかし、国債の流通市場などは未整備であり、不胎化操作は十分な成果をあげてはいないようである。国内貸出（政府部門向け貸出を除く）は伸び率が鈍化してきたが、マネーサプライ（IMFのデータによる通貨、準通貨の合計）の伸び率は、2003年に急騰後、2004年以降年率で30%前後の高い水準に止まっている（第2図）。



(資料) IMF, International Financial Statistics

この影響は物価上昇率に現れている。消費者物価上昇率は、2004年に大幅に上昇後、7%~9%と高止まりしている。好調な景気や食料品価格の上昇を背景に、国内流動性の増加がインフレ率を押し上げていると考えられる（第3図）。



(資料) Bloomberg, IMF

(年、月)

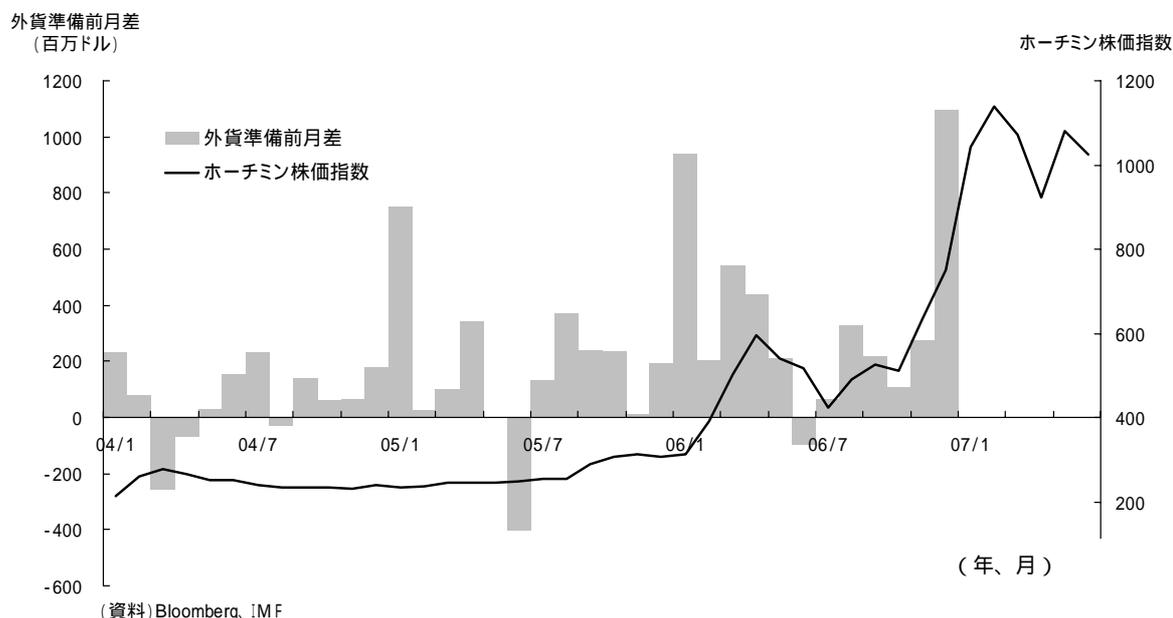
【株価高騰の構図】

もう一つの懸念は株価のバブル的高騰である。ベトナムの株価指数(VN Index、ホーチミン市証券取引所の株価指数)は、2005年は200前後の水準で推移していたが、2006年から急騰した。2007年に入ってから、概ね1000~1100の水準で推移している(第4図)。英国エコノミスト誌によると、2006年平均のホーチミン市証券取引所上場の大手20社の株価収益率(PER)は70倍であり(IMF試算)、マレーシア、インドネシア、タイが10~20倍であることを考えると(ベトナム以外は大手20社ではなく、株価指数の対象企業全体の数値であるが)、著しく高い。地場の市場関係者で、実態のPERは70倍ではなく、30~40倍であるとの指摘もあるが、隣国と比較して著しく高いことにはかわりない。外貨準備の急増傾向の開始に少し遅れて株価が急騰した点で、ベトナムの状況は中国と似ている。

勿論、こうした大幅な株価上昇の背景には、ベトナムのWTO加盟と好調な経済成長がある。また、2005年に上場企業の外資比率規制が30%から49%に引き上げられたことが外資流入を促進した影響もある。さらに、2007年1月より新規上場企業への課税優遇がなくなることから、駆け込み的に、2006年の上場ラッシュが起きたことも、株価上昇の背景として指摘されている。本来、上場ラッシュは株式の供給増加要因であるので通常では株価押し上げ要因ではないはずである。しかし、流動性の乏しかった株式市場での上場ラッシュが投資家の株式投資ブームに火をつけ、結果的に株価上昇の一因になった。これはベトナム特有の現象ではなく、他のエマージング市場でも株式ブーム時に良くみられる現象である。

こうした株式高騰の背景に国内の流動性増加の影響が働いていることを当局は意識しているようである。当局は銀行からの株式購入資金の融資や系列証券会社への融資に対する規制を強めたが、十分な効果はあがっていないように思える。

(第4図) ベトナムの株価指数(VN Index)と外貨準備(金を除く)前月差の推移



【国内流動性の管理のために求められる改善】

これまでのところ、公開市場操作などの金融調節や銀行融資への規制を通じた国内流動性の抑制策は、物価上昇率の抑制や、株価のバブル的高騰の沈静化に十分な効果を発揮したとはいえない。もちろん、株価の水準調整については、金融政策だけでは限界があることは事実である。外資流入による国内流動性の増加に対して、より有効に対処するためには、金融政策の側面については、以下のような改善が今後必要であろう。

不胎化政策の強化と金融市場整備：為替市場での通貨当局のドン売り・ドル買い介入によって、市中に供給される流動性を十分に吸い上げるための不胎化操作を十分に行うことが求められる。それを可能にするためには短期金融市場の整備、国債の流通市場整備が必要である。

ドン相場の柔軟化：為替相場の変動幅をより柔軟にすれば、介入の必要額も減少し、その分、国内流動性の増加が抑えられる。中央銀行であるベトナム国家銀行は、2007年初より、ドンの対ドル相場の日中の許容変動幅を、それまでの $\pm 0.25\%$ から 0.5% に拡大し、中長期的にも為替相場制度をより柔軟なものにする姿勢を示しているものの、さらに柔軟な制度に変える必要があろう。

「ドル化」の是正：IMFによると、国内の銀行預金の2割強はドル建てである。銀行貸出についても、預金とほぼ同水準のドル建て貸出しが存在する。これまでは、通貨当局がドンの対ドル相場を緩やかに下落するように誘導して

いたため、ドン預金（貸出）とドル預金（貸出）が並存していても、あまり問題視されることはなかった。しかし、今後内外の資本移動規制を段階的に緩和するならば、為替相場の先行きの予想、あるいはドンとドルの金利格差次第で、無視できない規模でドンとドル建て資産・負債の間で資金シフト（＝為替持高）が発生し、金融政策の有効性を弱め、あるいは市場の不安定要因になるリスクが考えられる。

ドル化を放置した場合の弊害を具体的に考えると、例えばドル資産に対するドル債務超過が大きくなった場合、ドンの対ドル相場下落が必要な状況になってもドル債務超過持高が国内で為替損を発生させることから、機動的かつ柔軟に自国相場の切り下げを実現できず、対外的な不均衡を調整できないリスクが考えられる（その反対もあり得る）。これまで当局はドル化の是正を目標に掲げてきたものの、実効ある政策は採られてこなかった。

さらに将来を考えた場合、ドル化の放置は次のようなリスク要因となり得る。現状では人民元は主要通貨の通貨バスケットに対する為替相場を基準とした管理変動相場制であるが、実質的にはドルとの連動性が高い。したがって、ベトナム・ドン、人民元、ドルの3つの通貨間の相場は安定的に維持されている。しかし、今後、中国の人民元がドルに対して変動性を増した場合、ベトナム・ドンの対ドルでの事実上のクローリング・ペッグ制が維持されると、ドンと人民元の間での為替相場は不安定になる。これを避けるために対人民元でのドン相場の連動性を高めようとすると、国内にあるドル建て債権、債務のバランス次第で大きな為替リスクを生み、ドン相場の調整の足かせになる可能性があるだろう。こうした事態に対応するためにも、「ドル化」した金融システムの是正が求められよう。

【求められる通貨・為替制度の将来ビジョン】

要するにベトナムに求められているのは、将来の通貨・為替制度の総合的なビジョンであろう。最終的に自由変動相場制の下での資本移動の自由と国内金融政策の独自性を維持する道を選ぶのであれば、ドル化は払拭されるべきであろう。一方、現行の事実上のドルに対するクローリング・ペッグの維持を目指すのであれば、内外資本移動に対する規制・管理を続け、あるいは金融政策はある程度米国の金融政策に連動し、介入による不胎化政策を厳格化しなくてはならないだろう。

アジアでは中国を中心に、経常黒字の拡大と外資流入を背景とした外貨準備の増加、それを反映した国内の流動性の増加とインフレ、資産価格の高騰などバ

ブル的な様相が濃くなっている。10年前のアジア通貨危機は、内外資本移動の自由、固定的な相場制度、国内の金融政策の独自性という同時に3つを実現することが不可能である「不可能のトライアングル」の原理を犯したことが危機の温床を生んだ。これを教訓として、3つの政策目的の内、どの2つを取り、どれを捨てるのか、政策ビジョンとしての明確化が求められているといえよう。

以上

参考文献

IMF, “Vietnam: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation,” *IMF Country Report* No. 06/421, November 2006

Copyright 2007 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3235-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>