

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

厳しい調整局面を迎えたベトナム経済

—インフレ亢進、株価急落、貿易収支赤字拡大の三重苦—

(財)国際通貨研究所

経済調査部 研究員 上野義之

ueno@iima.or.jp

要旨

ベトナム経済はこれまで 8%を超える高い経済成長率を維持してきたが、ここに来てインフレの亢進、貿易収支赤字の拡大、通貨ドン相場下落、株価の大幅下落など変動が著しい。

5月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比 25.2%に達し、昨年12月以来7カ月連続で2桁のインフレが続いている。通貨当局は、これまで金融引き締めや公開市場操作を実施してきた。しかし、インフレが収まる気配はまだ見られない。貿易収支赤字も急拡大し、2008年5月までの赤字額は、2007年通年の赤字額をすでに上回った。原油価格の高騰など世界的な資源・商品市況の上昇により輸入額が増加する一方で、米国の景気失速による対米輸出の停滞が背景にある。

また、通貨ドン相場に売り圧力が強まり、公定相場と自由市場での相場の乖離が広がっている。昨年来下落基調が続いている株価は、ベトナムVN指数で400ポイントを割り込み、2007年3月に記録した最高値の3分の1の水準まで落ち込んだ。株式相場下落基調は、比較的大きな株式投資残高を保有している金融機関や国営企業の経営悪化というリスクを孕んでいる。

格付け機関フィッチやムーディーズは、ベトナムの外債建て長期債格付けのアウトルックを「ポジティブ」から「ネガティブ」に引き下げた。経済成長の推進力である海外からの直接投資は昨年を上回るペースで流入しているものの、政府は今年の経済成長率目標を修正し、インフレ抑制を最優先課題に掲げており、景気の減速は避けられそうにない。通貨・金融危機へと深刻化するリスクを回避し、安定的な経済成長軌道に

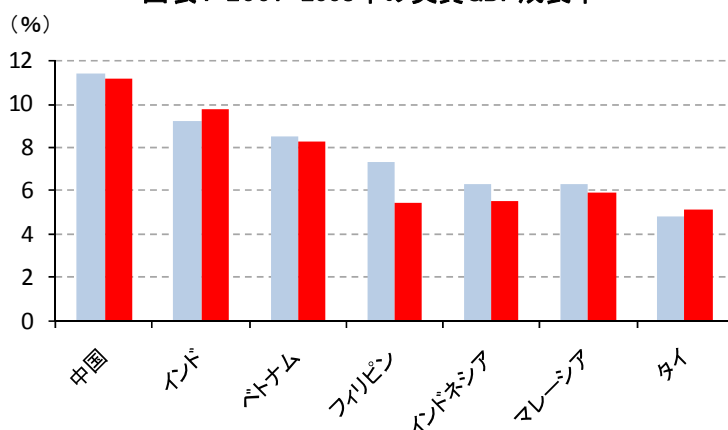
戻れるか、大きな岐路に直面している。

【インフレの背景にある過剰流動性とそのリスク】

ベトナム経済は、安価で質の高い労働力と安定した政情を背景に海外からの直接投資流入が増え、これを推進力に中国やインドに次ぐ高い成長を維持してきた(図表1)。2007年1月のWTO加盟や中国一極集中リスクを避ける多国籍企業の動向もそうしたトレンドを後押しした。

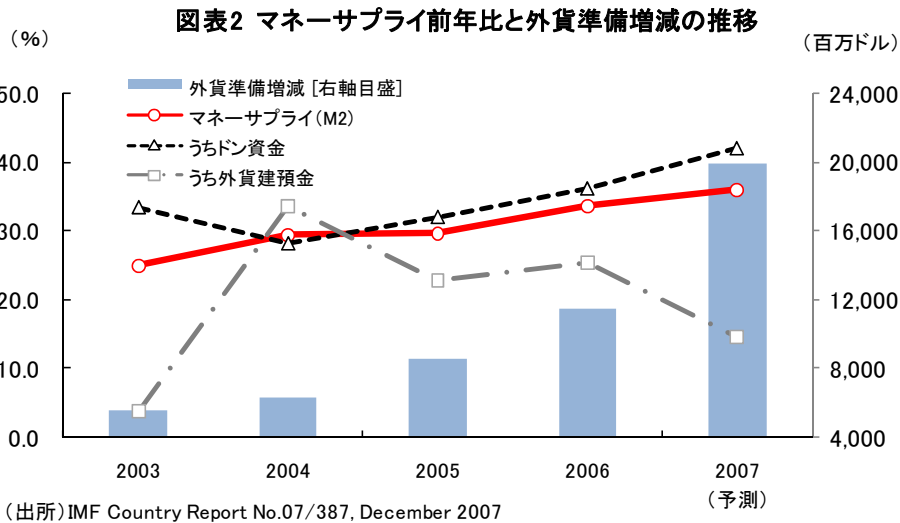
直接投資を中心とした海外からの大量の資本流入は、ベトナム通貨ドンの上昇圧力を生んだ。ベトナムは米ドルに対するクローリング・ペッグ制¹を採用しており、通貨当局は、自国通貨ドンの急激な変動の抑制や輸出産業の価格競争力維持の点から、近年ドンの対米ドル相場を緩やかなドン安トレンドに誘導してきた。外為市場へドル買い・ドン売り介入を実施して来た結果、外貨準備(07年末 240億ドル弱)が増加すると同時にマネーサプライが急増、2003年から07年のマネーサプライ伸び率(前年比)平均は30%を超えており、2007年は36%に達したと見られている(図表2)。

図表1 2007-2008年の実質GDP成長率



(出所) IMF, World Economic Outlook, April 2008

¹ 中央銀行のベトナム国家銀行(State Bank of Vietnam)が、当日の市場レートを参考に翌日のドン/米ドルの中銀コアレートを決定し発表している。この中銀コアレートを基準に上下1.0%の範囲内で取引が可能。一方で、市場の需給を反映した銀行間市場レートがあり、二重相場制となっている。

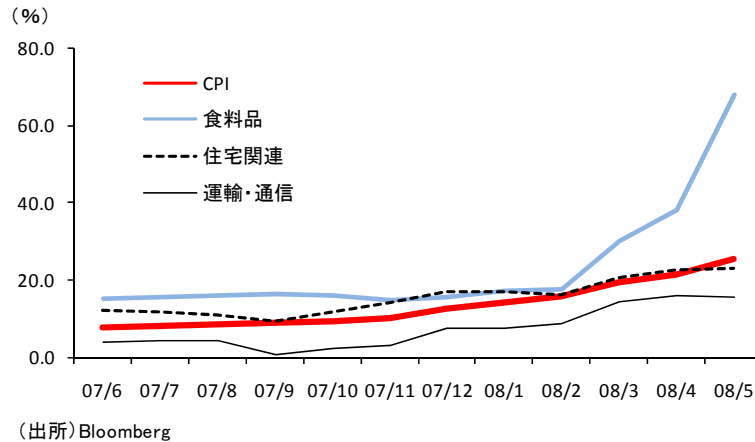


経済の高成長を背景にした信用の膨張、マネーサプライの大幅な増加が続いた結果、インフレが加速、5月に発表された消費者物価指数(CPI)は前年同月比25.2%に達し、昨年12月以来7カ月連続で2桁のインフレとなった(図表3)。特に、食料品の価格上昇は顕著で、米価の上昇や家畜の感染症被害の影響もあり大きく上昇を続け、5月は前年同月比67.8%となった。

世界的な資源・商品市況の高騰も、輸入物価上昇を通じてインフレ圧力を強めている。ベトナムは産油国ではあるが(06年の輸出に占める鉱物性燃料のシェアは25.8%)、国内の石油精製施設に乏しく、石油や石油製品を輸入に依存している。

インフレの亢進に対して、通貨当局は1月に利上げによる金融引き締めを行ったほか、20兆ドン(約12億ドル)近い債券発行による資金吸収を図ってきた。しかしながら、今までのところ十分な効果は見られず、3月の消費者物価指数は前年同月比19.4%、4月21.4%と物価の騰勢が続いている。

図表3 消費者物価指数(CPI)前年比の推移



こうした状況に対して、通貨当局は5月19日に大幅な再利上げを発表した。具体的には、レポ金利(公定歩合)を5.0%引き上げ11.0%に、市中銀行への貸出金利であるリバースレポ金利を5.5%引き上げ13.0%に、民間銀行の貸出金利の基準となる基準金利を3.25%引き上げ12.0%とした。さらに6月10日には、レポ金利(公定歩合)を13.0%に、リバースレポ金利を15.0%に、基準金利を14.0%に引き上げ、今年3度目の金融引き締めを実施した。

ベトナムではドイモイ政策が開始された1986年に消費者物価指数が前年比700%を超えるハイパーインフレーションを経験している。そうした事態を繰り返さないために、政府はインフレ抑制を最優先課題として取り組むことを表明しており、一連の金融引き締めのインフレ抑制効果が今後どの程度出てくるか注目が集まっている。しかし、同時に厳しい金融引き締めが実体経済の成長を大きく失速させてしまうことも懸念されている。

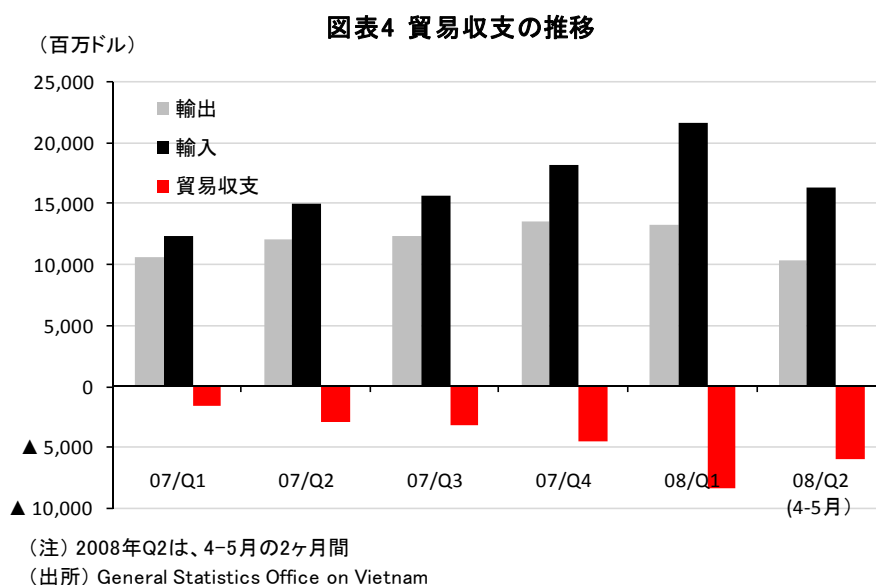
【貿易収支赤字の膨張と通貨相場急落のリスク】

政府発表の貿易統計によると、2008年最初の5ヶ月間で貿易収支赤字は144億ドル(約1.5兆円)に達し、2007年通年の赤字額124億ドルを超過した(図表4)。これまで貿易収支は恒常的に赤字を計上してきたが、2008年に入り赤字額が急速に拡大した。

特に顕著なのが輸入額の増加である。2008年第1四半期の輸入は、前年同期比75.2%、前期比18.8%の215億ドルとなった。前期比では、2007年第3四半期4.2%、第4四半期16.5%、2008年第1四半期18.8%と大きく伸びており、輸入は増加の一途を辿っている。

この背景には、世界的な資源・商品市況の高騰により、輸入価格の上昇に伴う輸入額の増加が考えられる。特に、石油、鉄鋼や化学肥料などの価格上昇が目立ち、また

輸入量も大きく増加している(図表 5)。また、直接投資の流入により、工場設備に必要な付加価値の高い機械類や電子機器・コンピュータなど資本財の輸入額が大きく増加している。自動車の輸入も増えているが、ベトナムの 1 人当り GDP は 800 米ドル程度であることを考えると、輸送など業務用の自動車が増加しているのではないかと推測できる。また、2007 年 1 月に WTO に加盟したものの、工業製品や農産物にはまだ比較的高い関税がかけられており、今後の輸入関税の段階的な引き下げは輸入需要を喚起し、一層の輸入増加要因となる可能性を指摘できる。



一方、輸出については、2008 年第 1 四半期の輸出額は 131 億ドル、前年同期比 24.6%、前期比▲2.7%となった。輸出は 2007 年第 4 四半期まで漸増してきたが、ここに来て前期比▲2.7%の減少に転じた。減少に転じた理由は、ベトナム最大の輸出先である米国(輸出全体の 2 割程度)向け輸出が、米国の景気失速で打撃を受けていることが考えられる。予想される米国の景気後退が長期化すると、ベトナム経済への影響度は甚大になる。

これまで貿易収支赤字は、直接投資を中心とした海外からの資本流入と海外の出稼ぎ労働者からの送金によりファイナンスされてきた。今年に入っても海外からの直接投資は前年を上回る勢いで流入してきている。90 年台後半のアジア通貨危機におけるタイなどのアセアン諸国に比較して、ベトナムの為替取引、資本移動規制は厳しく、海外資本や短期資金が急激に流出する事態は起こり難いとの見方はできよう。

しかしながら、インフレによる経済混乱により、今後長期にわたり海外からの直接投資が継続するかどうかは予断を許さない。たとえ、アジア通貨危機型の事態には至らなくても、急激な金融引き締めにより経済活動の混乱は避けられず、一時的にせよ海

外からの投資についても慎重な動きがでてくる懸念される。

図表5 2008年1-5月輸入実績

[単位] 輸入量:1000トン、輸入額・価格:100万ドル

	2008年1-5月			前年同月比		
	輸入量	輸入額	価格	輸入量	輸入額	価格
輸入総額	-	37,817	-	-	67.0	-
国内経済セクター	-	26,340	-	-	80.0	-
FDIセクター	-	11,476	-	-	43.2	-
主な輸入品目						
機械類	-	5,715	-	-	42.5	-
石油	5,837	4,855	0.83	6.2	68.7	58.9
鉄鋼	5,607	4,150	0.74	84.3	137.8	29.0
電子機器・コンピュータ	-	1,475	-	-	43.1	-
自動車	-	1,306	-	-	292.4	-
プラスチック原料	762	1,280	1.68	19.3	37.7	15.4
化学肥料	2,061	921	0.45	39.4	164.3	89.6
化学品	-	777	-	-	41.0	-
化学製品	-	615	-	-	29.2	-

(注) 価格は、輸入額/輸入量で算出

(出所) General Statistics Office on Vietnam

【インフレ亢進と貿易収支赤字急拡大を受けてドン相場が急落】

これまで見てきた通り、インフレ亢進による経済成長の減速・停滞への懸念、貿易収支赤字の急拡大とその持続可能性への懸念から、これまで比較的安定して推移してきたドン相場が急落し始めた。消費者物価指数、貿易収支、GDPなどの主要経済統計が発表された3月下旬以降、ドンに対して大きな下落圧力がかかっている(図表6)。

図表6 ドン・米ドル相場の推移



(出所) Bloomberg

更に、通貨当局は一向に収まらないインフレに対しドル資金流通抑制として外貨貸

出規制²を4月に打ち出した。ところが、この規制はドル借入の返済にあてるドル買いの急増を招き、ドン安ドル高に拍車をかける結果となってしまった。ベトナム経済はかねてより、一部ドル化しており、金利の低いドル借入(期間1年のドル貸出金利は9%程度、短期のドン貸出金利は16%程度)を増やし、国内での事業資金に投じる持高が、規模は不詳ながら、ある程度積み上がっていたものと推測される。

今回の外貨貸出規制には、ドル化自体の是正というもう一つの目的がある。ベトナムでは米ドルが支払手段や保蔵手段として広く流通しており、IMFによるとマネーサプライに占める外貨預金の割合は2割程度と言われている³。ドル化が進むと、ドンを対象とした金融政策や通貨供給管理の効果が相対的に低くなると考えられている。昨年7月、金融政策の有効性を確保する観点からドル化是正に向けた首相決定が出されている。

ベトナム・ドン相場の先行きの下落を見込んで、保有しているドンを外貨両替店でドルに交換する動きも目立っている。ハノイ市内の外貨両替店での売買レートは18,000ドン/1米ドルを超えるところもある⁴(6月6日の中銀コアレートは16,124ドン/1米ドル)。公式には外貨両替店はドルを買うことはできてもドルを売ることは出来ないが、水面下でドルの売買が行われている。通貨当局は、こうした動きに神経を尖らせており、外貨両替店でのドル売りを牽制するため外貨両替店への取り締まりを始めている。

6月に入り自由市場レートは18,000ドン/1米ドルを超え、市場レートと中銀コアレートの乖離が進んでいる。こうした状況の下、中央銀行は、6月11日の中銀コアレートを前日の16,139ドン/1米ドルから2%減価させ16,461ドン/1米ドルに設定した。中央銀行は、中銀コアレートを実際の需給が反映する市場レートに近づけるため措置としているが、ドンの実質的な切り下げを行った。しかしながら、依然として市場レートと公定レートの乖離が大きい状態が続き、輸入決済用のドル手当てができないというような事態が続いている。

今後も為替市場がうまく機能せず、ドン相場下落に歯止めがかからない事態が続くと、ドン安による輸入物価の上昇を通して、インフレ圧力を高めるとともに、経済活動の混乱が長期化するリスクも孕んでいる。

【株価の下落と金融機関・国営企業の経営悪化リスク】

株式市場に目を向けると、インフレ亢進、貿易収支赤字急拡大、ドン相場急落という悪循環の中で、株価の下落も止まらない(図表7)。2006年暮れ以降、WTOへの加盟や上場企業の外資規制比率の緩和、国内の過剰流動性などを背景に、株式市場はバブル的様相を呈していた。しかしながら、サブプライム問題に端を発する世界的

² Decision09/2008/QĐ-NHNN 居住者の国内銀行からの外貨借入を、財・サービスの輸入決済資金、借入の期限前返済資金、海外への直接投資資金の3つに制限。

³ IMF Country Report No.07/387, December 2007

⁴ Vietnam Net Bridge, "US\$ price soars to VND 18,500/US\$", 05/06/2008

な金融不安を契機に、昨年暮れ以降株価は下げ基調が鮮明となり、その後もドン安と金融引き締め、さらにソブリン格付けのアウトルック引き下げなどが追い打ちをかけ、大きく値を下げる要因となっている。足元では、ベトナム VN 指数は 380 ポイントを割り込み、最高値を記録した 2007 年 3 月の 1,171 ポイントの約 7 割も落ち込んだ。

2006 年後半に始まった株式投資ブームの中で、多くの金融機関は株式投資や株式投資への融資を行ってきており、また国営企業も本業とは別に株式投資を行ってきたと言われている。現在のこうした株式相場の低迷は、景気減速とは別のルートで金融機関や国営企業の経営悪化につながるリスクを孕んでいる⁵。また、ベトナムでは依然、国際会計に準じた会計制度が整備されておらず、上場企業の情報公開についても十分とは言い難い。こうした状況が現地の投資家のみならず海外からの投資家の不信感を生んでいる側面もある。

図表7 ベトナムVN指数の推移



(出所) Bloomberg

【安定的成長軌道を回復できるか？－岐路に立つベトナム経済】

インフレ亢進の可能性については、マネーサプライや外貨準備の増加、バブル的な株式市場などから以前より指摘されており、IMFも早期の金融引き締めを示唆してきた。しかしながら、政府や通貨当局には、利上げによる国内経済の減速や株式相場の下落といった悪影響を懸念し、経済成長を優先させてきた。また、中央銀行は政府の一部門という色彩が濃くその独立性は高くない。リスクの過小評価や政策決定の遅れがあった感が否めない。適時適切な政策を怠ったことが現状の事態を招いたことは言う

⁵ 民間商業銀行大手のアジア商業銀行 (ACB) は、07 年 12 月末時点で約 10 兆ドン弱 (約 670 億円) の証券投資残高を保有していたことから (決算報告書)、株価下落で巨額の含み損が生じたとの見方が広まり、株価が急落している。ただし同行は「株式投資は投資全体の 2.8%に過ぎない」と記者会見で述べ、経営不安を否定している。また、大手国営企業の多くが総資産の 20%から 50%を超える本業とは関係のない株式や不動産などリスク資産の投資残高を保有していると、今年 4 月に政府が発表している。(日経ヴェリタス 5 月 18 日 08 年より)

までもないが、こうした制度的・体制的な問題点やドル化という特殊事情も事態の收拾を難しくしていると言えよう。

ベトナム経済が直面している問題は、①米国の景気減速による輸出の鈍化と原油・国際商品市況の高騰による輸入増加、これらによる貿易収支赤字の急速な悪化、②為替市場での介入と過去の緩和的な金融政策による国内の過剰流動性とインフレ亢進、③中央銀行の独立性など制度・体制に起因する政策決定プロセスにおける歪みなどである。今日のベトナムで先鋭化した形で生じているこうした諸問題は、アジアの途上国にある程度共通に見られ、次の3点で共通性のあるアジア途上諸国の経済成長政策が大きな調整局面を迎えていると言えよう。

- ・直接投資への開放と外資導入の積極化
- ・対ドルでの固定的な相場制度の維持による輸出振興
- ・開発・成長志向の財政・金融政策

ベトナム政府は2008年の実質GDP成長率を8.5～9%から7%に引き下げることを決定した。また、インフレの抑制を最優先課題として取り組むことを表明しており、景気の一時的な減速は避けられそうにない。金融引き締めを中心とする政策により、不均衡の調整と安定成長軌道を回復することができるか、ベトナム経済は大きな岐路に立たされている。

以上

Copyright 2008 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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>