



ベトナム経済事情 (08/4) : インフレ対応による景気の一服は不可避 ～景気一服も成長のモメンタムは崩れず、依然底堅い成長を持続する見通し～

発表日：2008年4月2日（水）

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)

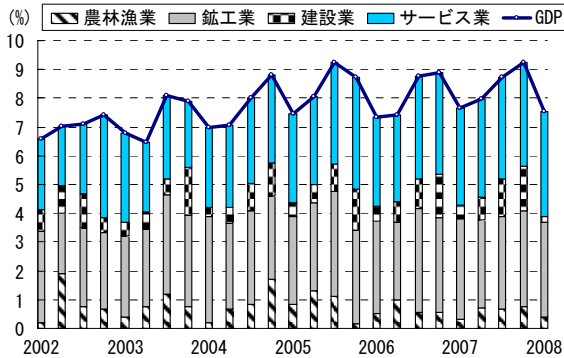
- ベトナム政府が26日に公表した、1-3月期の実質GDP成長率（推定値）は前年比+7.4%と前期（同+9.2%）から大幅に後退する見通しとなった。ただし、1-3月期には旧正月等の要因も重なり、毎年成長率が低くなる傾向があるため、その点に留意が必要である。一方、生産部門では海外直接投資の流入を背景に、足元での鉱工業生産の改善が見られる等の明るい材料もあり、成長のモメンタムが挫けたと考えるのは早計であろう。
- 一方で、これまでの海外からの投資資金の流入により底上げされた国際収支を背景に、通貨ドンには増価圧力が掛かったものの、金融当局は為替介入により為替相場を維持。結果として、国内に過剰流動性が発生したことで、国内の需要インフレが高まる結果に。さらに、国際的な市況品価格の上昇による輸入物価の押し上げもインフレ圧力を一段と高め、3月の消費者物価は前年比+19.4%に達する見通しである。
- 年明け以降、米国経済の減速を発端とした国際的な金融不安により、世界の投資資金が大きく引いている中、同国に流入した外国人投資家による投資資金も後退。株価はおおよそ50%下落した。一方で、金融当局はインフレ対策の観点から過剰流動性の吸収を図ったことで短期のドン資金が逼迫、対米ドル為替相場は増価傾向にあったものの、供給緩和策の検討がなされた報を受け、足元では急減展開に。アジアでは経済収支を中心に、マクロ経済のファンダメンタルズを背景とした為替相場の売り買いが進んでおり、経常赤字を抱えるベトナム通貨ドンは、今後は減価圧力を強めていくものと見込まれる。
- 先行きのベトナム経済は、内需を押し上げた過剰流動性の解消による下押し圧力による景気の一服があるものの、援助機関によるプロジェクト投資や直接投資により下支えされ、底堅い成長を持続するものと見込まれる。ただし、引き続きインフレ懸念が残る中、緊縮的な金融政策が堅持される一方、世界的な金融不安の中では証券投資の流入も見込めず、為替相場の減価圧力が当面は続くと思われる。

《これまでのベトナム経済 ～海外からの投資資金と力強い内需による成長を達成～》

- ベトナム政府が 26 日に公表した 1-3 月期の実質 GDP 成長率（推定値）は、前年同期比+7.4%と前期（同+9.2%）から大幅に減速した（図 1）。ただし、これまで各年の 1-3 月期の実質 GDP 伸び率は、ベトナム暦の旧正月（テト）といった要因もあり、その他の四半期の伸び率と比較して概ね低調となる傾向にあり留意が必要である。しかも、1-3 月期も引き続き海外からの順調な直接投資が流入しており、その太宗は依然として不動産部門に集中する傾向が続いている（図 2）。順調な直接投資をはじめとする投資資金の流入により、足元の鉱工業生産は外国資本部門での伸び率改善が牽引する形で全体的な回復基調を強めている。しかも、直近までは前年比マイナスで推移した国営部門もプラスに転化する等の影響が出る等（図 3）、成長のモメンタムが挫けたと判断するのは早計と言える。
- これまでの同国経済は、直接投資をはじめとする海外からの投資資金の流入により国際収支を底上げし、外貨準備が大幅に積み上がる状況にあった（図 4）。しかし、金融当局は通貨ドンの為替制度に管理フロート制を採用する一方、対米ドルレートを一定範囲に抑えるべく（1 営業日中の対米ドル為替変動幅を±0.5%に限定（昨年 12 月末より変動幅を±0.75%に拡大））大規模な為替介入を行う等、実質的なクローリングペッグ制を採用したことから、マネー市場に通貨ドンがあふれる所謂「過剰流動

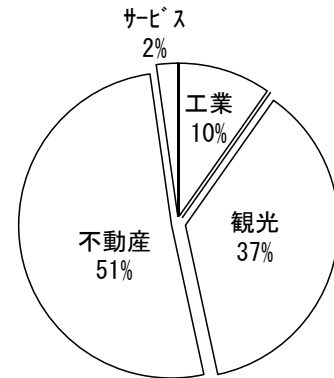
性」が発生した。過剰流動性は国内需要を押し上げ、同国の力強い内需を形成するのに役立った一方、需要インフレに対する懸念を生んだ。その上、ここ数年の国際的な資源及び市況品価格の上昇の影響もあり、足元のインフレ圧力は増大傾向を強めるに至った。3月の消費者物価指数（推定値）は対前年同月比+19.4%と前月（同+15.7%）よりもさらに加速する見込となっている（図5）。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



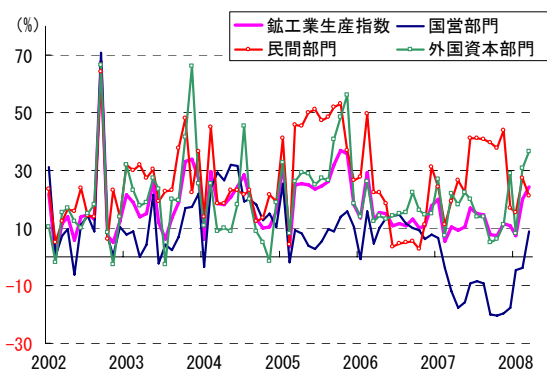
(出所) CEIC

図2 1-3月期の海外直接投資の内訳



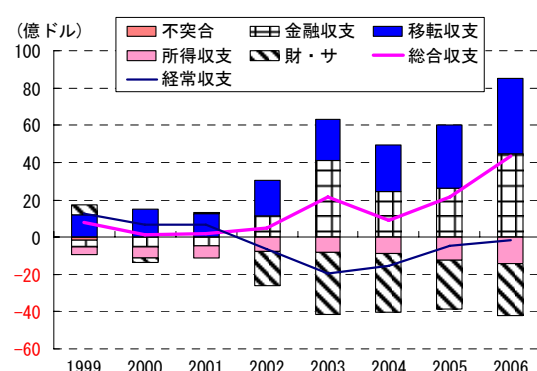
(出所) CEIC

図3 鉱工業生産の推移(前年比)



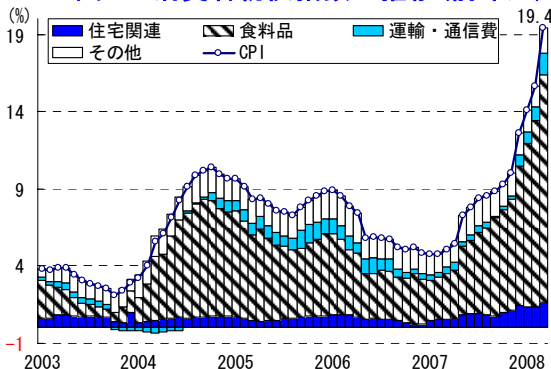
(出所) CEIC

図4 国際収支の推移



(出所) CEIC

図5 消費者物価指数の推移(前年比)



(出所) CEIC

《1月の世界同時株安後の潮目の変化 ～世界的な金融不安に伴う投資流入停滞が映す経済の脆弱性～》

- 1月末の新興国市場を発端とした世界同時株安は、同国経済を巡る潮目を大きく変化させることとなった。同国はここ数年、堅調な内需に支えられる形で輸入が大幅な伸びを示したことから、貿易赤字は拡大傾向を示しており（図6）、経常収支は赤字傾向にあった。一方で、先進国における2000年代前

半の金融緩和による世界的なマネーの余剰感は、潜在成長率の高さと高金利に着目した証券投資資金を大幅に新興国市場に流入させ、そうした資金の一部が同国に流入したことで、同国の国際収支は底上げされた。しかし、米国サブプライムローンに端を発する世界的な金融不安は、外国人投資家のリスク許容度を大きく低下、世界中の新興国に拡散した外国人投資家の資金は急速に引き揚げられた。

- 一方、ベトナム株式市場で取引をする外国人投資家は 1 万人にも満たない状況であり、市場での資金の流れはこうした動きとは一線を画する状況にある。今年 1 月からの外国人投資家によるネットの証券投資取引額は 4.5 億ドル（4/1 時点）の買い越し状態にあるものの、昨年の同時期に比べると買い入れ額は 2 割程度低い。外国人投資家の不調に呼応する形で国内の個人投資家による売りが重なり、株式相場は昨年末以来下落傾向を強めている。同国政府は、株価維持オペ（PKO）に基づく株式市場での株式取得を実施する等、株価維持に向けた取り組みを進めているものの、株式市場の主要指標である VN 指数は年初から 50% 近く下落する状況となっている（図 7）。
- さらに、同国政府は足元における国内インフレ圧力に対する警戒感を強め、株価が下落傾向にある最中にも拘らず、過剰流動性の吸収によるインフレ圧力縮小を目的として 20 兆ドン強の債券発行による資金吸収を行ったほか、1 月末には政策金利の引き上げ及び預金準備率の引き上げ等による金融政策の引き締めを断行した（図 8）。その結果、国内のマネー環境は大きく逼迫感を強め、株価をさらに押し下げることとなった。さらに、政策金利の引き上げが発表された 1 月末には国内のインターバンク市場において、翌日物が 1 ヶ月物の金利を上回る等、国内におけるドン不足が浮き彫りとなった（図 9）。
- 為替政策においては、金融当局は通貨ドン高抑制姿勢を改め、1 営業日中の対米ドル為替相場の変動幅を昨年 12 月には $\pm 0.75\%$ 、今年 3 月には $\pm 1.0\%$ に拡大させた。さらに、同国政府がインフレ圧力の抑制を主眼に国内の過剰流動性の吸収に向けた施策を展開し始めたこと、その上、輸入物価抑制のため為替増価容認姿勢を明確化させたことでドンの需給が逼迫。為替相場は変動幅の最高値で推移し、実質的な切り上げ状況となった。その後、3 月 21 日に金融当局が国内のドン資金逼迫への対応から、商業銀行に輸出外の獲得外貨の交換を認める旨の検討を開始したとの報道がなされると、需給緩和期待から、一転してドンが大幅に売られる事態に陥っている（図 10）。
- 足元のアジア市場では、通貨間での対米ドル為替相場の強弱が大きく二分化する傾向が強まっている（図 11）。世界的な金融不安に伴い証券投資資金の流動性が著しく低下している中、経常収支赤字を抱える同国は、マクロ経済のファンダメンタルズの弱い国との評価から、為替減価圧力が掛かり易い状況にある。しかし、同国では国内市場での通貨ドン逼迫という特殊要因もあり、為替増価傾向が続いてきたが、通貨ドンの外貨交換の窓口を狭めてきたことによる需給関係の歪みが修正される可能性が高まり、先行きの為替相場は減価圧力を強めていくものと見込まれる。

図 6 輸出入の推移(前年比)

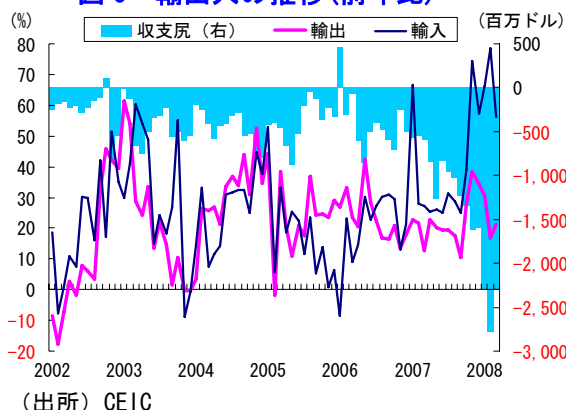


図 7 株式市場の推移(VN 指数)



図 8 金融政策の推移

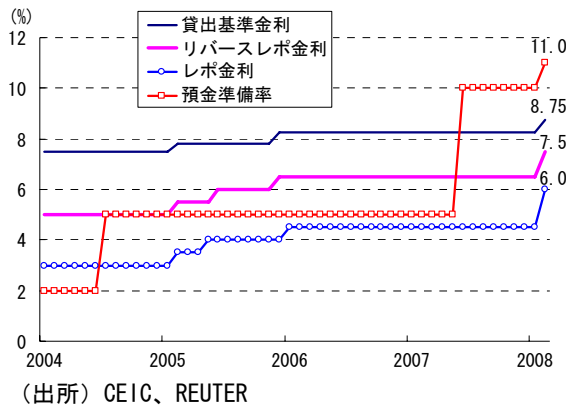


図 9 インターバンク金利の推移

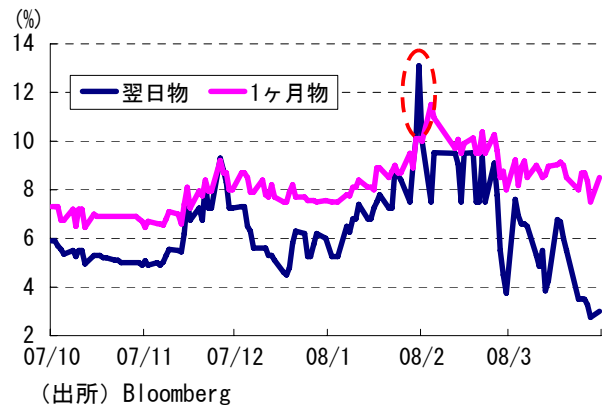


図 10 為替相場の推移

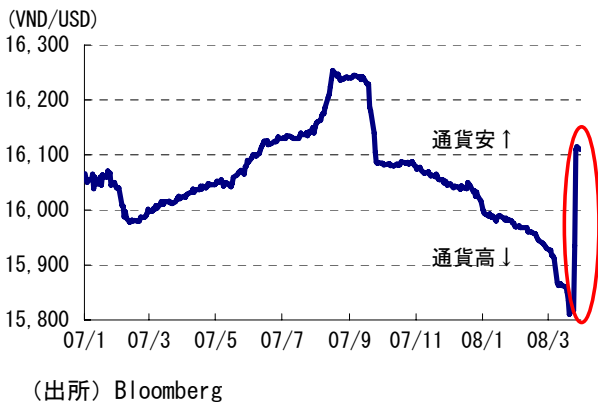
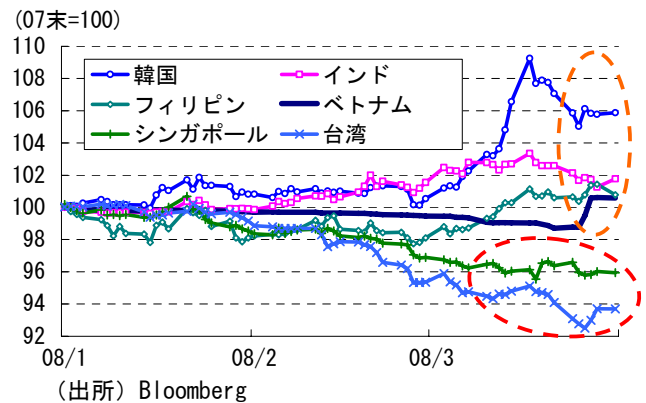


図 11 アジア諸国の為替相場の推移



《先行きのベトナム経済 ～政府は経済見通しを下方修正、経済の過熱感は薄れ潜在成長力近傍に収束～》

- ベトナム政府は 28 日、世界的な景気の減速懸念に加えて、国内インフレ圧力の高まりを背景に、2008 年の経済成長率の目標値を当初目標の 8.5～9.0%から 7.5%に引き下げる旨を公表した。昨年来、IMF をはじめとする国際機関は、同国の景気について「過熱」との警告を与えていたことを鑑みれば、今般の経済成長とインフレ抑制という相反する目標の舵取りを迫られた中で、インフレ抑制に重点を置く姿勢を示したことは一定の評価が出来る。
- 足元の通貨ドンの減価は、輸出産業に良い影響をもたらす一方、輸入物価の上昇をもたらし、国内インフレ圧力を高める可能性がある。食料品については純輸出国である一方、産油国でありながら、国内に精製施設がなく、石油製品をほぼ輸入に依存する同国にとってはコストインフレ圧力を高めることになり、今後も金融当局は厳しい政策の舵取りを迫られることになる。当面は、緊縮姿勢を堅持した状態で推移するものと見込まれる。
- 一方で、日本をはじめとする製造業が、アジア市場に生産拠点をシフトさせる中、同国は進出先として依然として有望であり、そうした投資をシードマネーにして国内産業の効率性の向上を図ることは、中長期的な同国の経済成長に不可欠である。日本をはじめとするドナーによるインフラ開発プロジェクトは今後も実施される見通しである上、国際機関を中心に財政強化に向けた支援も実施されており、当面のところ、援助機関による同国に対する支援姿勢に変化はないものと見込まれる。
- さらに、タイ、ラオス、中国等の 6 カ国で組織する「メコン川流域計画 (GMS)」の枠組みに沿った協力関係が進められており、先月開催された第 3 回首脳会合ではインフラ開発に加え、税関手続等で共通した制度整備を進める旨の共同文書を採択された。こうした取り組みが進めば、東西回廊域の人口 2

億人に加え、中国雲南省を巻き込んだ大経済圏が出来上がることとなり、中長期的なベトナムの潜在性を高めることになろう。

- こうした点を鑑みれば、先行きのベトナム経済は、政府がインフレ抑制を目的に内需、とりわけ個人消費を底上げした過剰流動性の吸収を図っており、これまでの 8%超といったレベルからの一服は避けられない。その上、国際的な市況品価格の上昇による輸入物価主導のインフレ懸念は消えておらず、金融当局は当面、緊縮的な金融政策を堅持することとなろう。さらに、証券監督当局は 25 日、株式市場における 1 日の株価変動率をそれまでの 5%から 1%に縮小、証券規制を厳しくしたことで証券投資の流入が見込めなくなり、為替相場は減価圧力が強まることとなろう。一方で、国際機関や日本による開発プロジェクトによる資本投資が下支えする形が続くこと、さらに、直接投資が依然として旺盛であり、生産部門での効率性の改善が見られる等、成長のモメンタムを減じるには至っておらず、底堅い成長を持続するものと見られる。

以 上