

ベトナム経済事情：利下げ実施も過度な金融緩和を志向せず

～世界金融不安への対応で流動性供給も、引き締めを堅持する方針に大きな変化はない～

発表日：2008年10月29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)

- 20日、ベトナム国家銀行は足元の世界的な金融不安から、同国内でも短期流動性の逼迫感が高まっていることに対応し、すべての政策金利を100bp引き下げた。同国では年明け以降、原油や穀物価格の急騰を背景にインフレの急進、貿易赤字の急拡大というファンダメンタルズの悪化が露呈、一時は「危機説」が囁かれたが、金融当局による引き締め姿勢で小康状態を取り戻していた。しかし、世界的な金融不安は、引き締め姿勢を続けてきた同国にも流動性の逼迫感をもたらしたため、利下げにより貸出金利の引き下げを狙ったとみられる。その一方で、依然インフレが高止まりする状況に配慮して流動性供給の過大な拡大を防ぐ手立てを施すなど、基本的には引き締め姿勢を緩めてはいないと考えられる。
- 同国では、原油をはじめとする原材料価格高騰や金融引き締めの影響から、生産の鈍化基調が強まっており、昨年までの高成長から大きく一服する状況が続いている。しかし、商品価格のピークアウトとともにインフレに鈍化の兆しも見え始め、この収束に沿って勢いが戻る可能性はあるものの、そのためには暫く時間を要すると考えられる。証券投資は大きく細った一方で直接投資は依然として勢いがあり、その運用が始まる頃には生産の上向きも予想されるが、今年は6%台前半への成長鈍化は避けられない。
- 年明け以降に急拡大した貿易赤字は、政府による奢侈品に対する実質的な輸入停止もあり、月次ベースでの赤字幅は足元で圧縮されている。しかし、主要輸出財のコメは今年豊作になったものの、価格高止まりの影響で国内供給が優先され、輸出の拡大に必ずしも貢献せず、年内は貿易赤字が再拡大する見通しが強まっている。国際収支の構造的脆弱性が「危機説」の遠因となったが、外貨準備は依然として200億ドル超を確保しているとみられる上、短期資金の流入が困難な市場特性を考えると、直ちに外貨準備に懸念が生じる可能性は低いと考えられる。
- 当面はインフレの高止まりと経常赤字に苦しむ状況が続くとみられるが、直接投資の流入を梃子に輸出拡大を図ることが求められる。利下げによって足元では再び為替に売り圧力が強まっているものの、基本的な引き締め姿勢を堅持する状況下では、これまでの教訓にあるように遅かれ早かれ収束が期待される。日本とのEPAの基本合意などの明るい材料もあり、制度や体質の改善を通じて投資流入を促し、国際収支の底上げを図りつつ、産業構造転換を図ることは潜在性の向上には不可欠な取り組みとなる。

《世界金融不安による金融市場の流動性逼迫から利下げを実施も、利下げ幅は小さく引き締め姿勢は持続》

- 20日、ベトナム国家銀行は緊急の金融政策委員会を開催し、政策金利であるレポ金利及びリバースレポ金利、そして貸出基準金利を100bp引き下げ、それぞれ12.0%、14.0%、13.0%とする決定を行った（図1）。同国では原油価格の急騰に起因するインフレ圧力の高進から、年明け以降はインフレが高止まりしている。さらに、国内に油田を抱えるも精製施設のない同国にとって原油価格の高騰は、輸入額の大幅増大を通じて貿易収支の急激な悪化に繋がった。同国は統計の公表頻度が低く短期で正確な数値を認識することは難しいものの、先行きの経常収支の悪化が予想され、インフレと経常収支の悪化というファンダメンタルズの急激な悪化観測から通貨ドンが大きく売られた（図2）。しかし、今年1月に金融当局が利上げを踏み切った以降は、金融引き締め姿勢を貫いてきたことで徐々にドン相場は落ち着きを取り戻す方向に向かっていた。
- しかしながら、9月の米国大手証券の破綻以降は、同国内には元々ドル資金が少なかったことに加えて、輸

入決済のためのドル需要が高い上、投資家によるドル需要も高まったことで金融市場における流動性の逼迫感が高まった。こうしたことから、金融当局は国内金融市場における短期流動性の確保を重視し、小幅の利下げによって対応したものと考えられる。さらに、依然としてインフレ懸念が熾り続けていることもあり、商業銀行によるドン建の預金準備に対する金利を 500bp 引き上げて 10.0% とするなど過大に流動性供給を行わない姿勢を崩していないことから、引き続き金融引き締め姿勢は堅持していると考えられる。

- とはいえ、足元では利下げの実施によって、特に、世界的な金融不安から新興国の景気減速懸念が高まっていることもあり、外国人投資家を中心に投資資金の逃避が進んでいることもあり、通貨ドンにも売り圧力が掛かっているとみられ、為替スポットレートが減価基調を強めているほか、海外資金のやり取りが比較的容易な NDF（ノン・デリバラブル・フォワード）市場での先物売りを招いている（図 3）。インフレ率は依然として高止まりしているものの、10 月は前月比で若干のマイナスに至るなどインフレが収束する兆しも見えつつある。ただし、GDP に占める輸出入の割合がそれぞれ 7 割弱、8 割超（2007 年）と高い同国にとって、為替の減価は輸出の押し上げに作用する一方で、輸入物価の押し上げを通じてインフレを上振れさせる懸念があることから、先行きについては再び金融引き締め政策が堅持され続けると予想される。

図 1 金融政策の推移

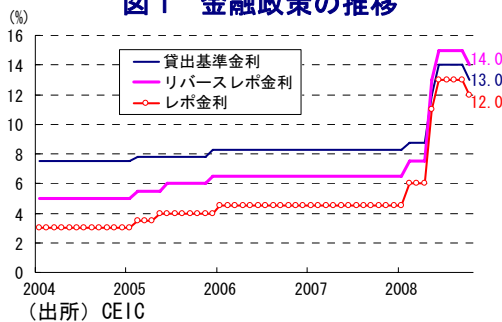


図 2 為替相場の推移

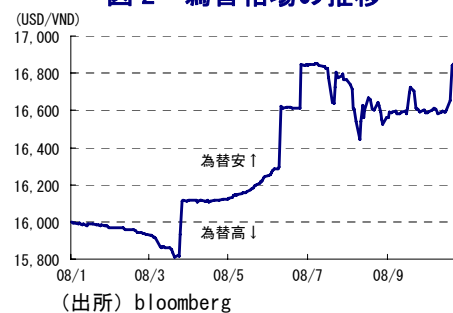
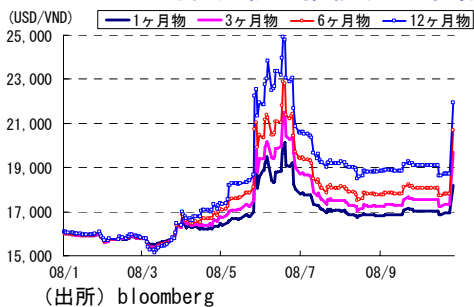


図 3 為替先物の推移 (NDF 市場)



《商品価格のピークアウトでインフレ鈍化の兆しも、当面の経済成長は鈍化基調が続く見通しが強まる》

- 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+6.5%と前期（同+5.8%）から若干加速している（図 4）。鋼材価格の高止まりや金利高の影響から、建設部門で同▲1.9%と前期（同▲0.5%）と伸びの鈍化が顕著になっている一方、昨年の不作から一転してコメが豊作となったことで農業部門は同+4.8%と前期（同+3.3%）から加速したほか、製造業を中心とする工業部門で底堅い伸びが続いたことで、全体的な生産が押し上げられた格好となった。なお、先行きの生産は、足元では原油価格をはじめとする原材料価格はピークアウトしているものの、実際の価格低下にはタイムラグが生じることから依然として高止まりが続いている上、金利高による資金の逼迫感が高まったことも影響して生産の伸びは鈍化基調が強まっている（図 5）。こうしたことから、先行きの GDP も減速基調が強まっていくものと考えられる。
- 同国では需要サイドの GDP 統計の公表頻度が少ないことから、足元の需要について正確に知ることは難しい。しかし、内需の太宗を占める個人消費の動きとの関連性の高い小売売上を見ると、年明け以降はインフレの

高進の影響から伸びの差が大きく縮まっており、実質ベースでの小売売上は鈍化基調が強まっていることが分かる（図 6）。足元ではインフレが鈍化の兆しを見せていることで実質ベースの小売売上は拡大基調に転ずる可能性が高まっているものの、以前と比べると力強さに欠けている上、先行きも金融当局による引き締め姿勢が継続される可能性が高いことを考えると直ちに急拡大することは難しく、回復には依然として時間を要するものと見込まれる。

- 一方、年明け以降は原油や穀物価格の急騰に引っ張られる形でインフレが上昇したが、足元ではこれらの商品価格がピークアウトしていることもあり、10月の消費者物価は対前年同月比+26.7%と前月（同+27.9%）から伸びが鈍化した（図 7）。また、前月比ベースでは、コメの豊作に伴う食料品価格の低下や、ガソリン価格の引き下げの影響などもあり、▲0.19%と前月（同+0.19%）から減速しており、この傾向は先行きも強まっていくものとみられる。さらに、足元の同国経済を見ると、インフレの高進によって内需は大きく弱含んでいることから需要インフレが起きる可能性は極めて低いと考えられる。その一方、輸入の対GDP比率の高さを考えると、足元の通貨ドンの減価が輸入物価の押し上げを通じてインフレが上振れする懸念が残っている。したがって、金融当局がインフレの抑制に注視している状況を考えて、為替減価を誘発する金融緩和を先行きも進めるとは考えにくく、実施されるとしても漸進的な緩和に留まると予想される。

図 4 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

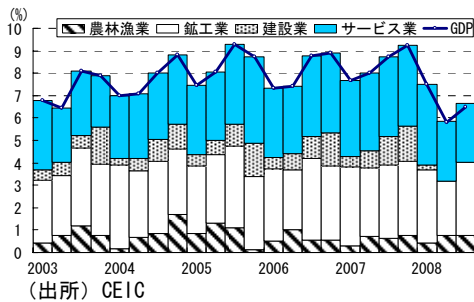


図 5 鉱工業生産の推移 (前年比)

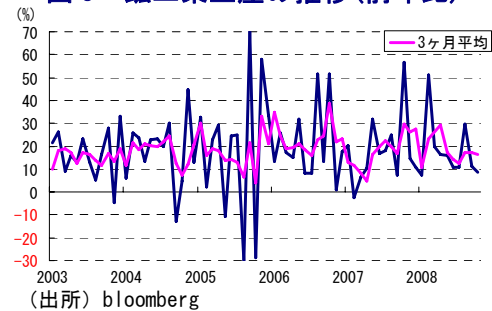


図 6 小売売上の推移 (前年比)

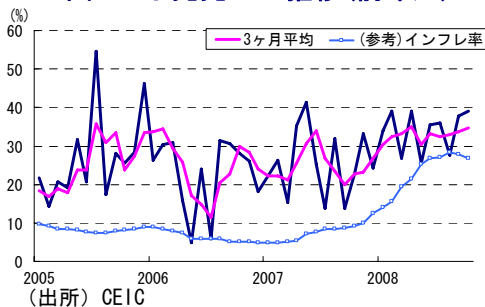
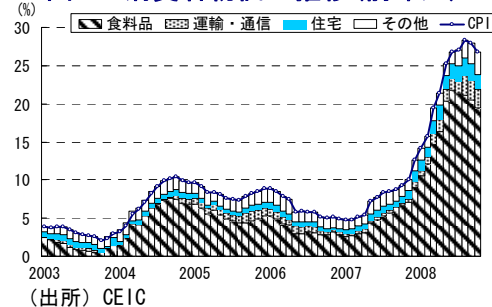


図 7 消費者物価の推移 (前年比)



《資源価格はピークアウトするも、輸出構造の問題から国際収支上の脆弱性は依然として残されている》

- 同国では、年明け以降の原油や穀物価格の急騰を背景に輸入の伸びが急上昇したことで、貿易収支は大幅な赤字を記録することとなった（図 8）。そこに、コストプッシュ型インフレが相俟ってファンダメンタルズの脆弱性が露呈することとなり、一時は為替先物を主導として外国人投資家に売り圧力が強まったほか、株式市場にも売り圧力が強まるに至った。この一連の売り圧力に対して、市場の一部には 1997～98 年に発生したアジア通貨危機を連想して「危機説」が流布されるに至ったものの、金融当局が利上げによる引き締め姿勢を強めたことに加えて、その後も金利高状態を継続したことで次第にそうした懸念は収束することとなった。また、貿易赤字の急拡大に対して同国政府は、WTO 協定に抵触する可能性は依然として残っているものの、金などをはじめとする奢侈財に対する輸入を実質的に停止し、輸入を大きく鈍化させることで貿易赤字の圧縮を図るなど、様々な施策を総動員する対応が採られてきた。

- 今年は主要輸出財であるコメが豊作となったものの、依然としてインフレが高止まりしている影響から国内向けの供給を優先する姿勢が採られており、結果として足元では輸出の伸びが大きく鈍化している。アジアのコメ市場はその規模の小ささも影響し、小麦やトウモロコシなどの主要穀物の国際価格がピークアウトを迎えて大きく下落している一方で依然として高止まりが続いているにも拘らず、輸出数量が大きく絞られている影響から、10月の輸出は対前年同月比+19.2%と前月（同+44.8%）から大きく鈍化する結果となった。その一方でインフレと金利高により内需が弱含んでいることから、同月の輸入も同+3.0%と前月（同+14.1%）から大きく鈍化したものの、貿易収支は▲7億ドルの赤字と前月（▲2.63億ドルの赤字）から赤字幅が大きく拡大した。これから年末に掛けては輸出がさらに鈍化する可能性が高まっており、貿易赤字の拡大は避けられず、結果として経常収支の悪化に繋がる懸念される。
- しかしながら、同国は過去数年に亘る高成長を背景に、海外からの直接投資を中心とする投資資金の流入が盛んに行われた（図9）。その勢いは今年になっても衰えておらず、10月末時点での年初累計は583億ドルに及んでいる。こうした投資資金の流入によって、経常収支は基本的に貿易赤字を背景に弱含んできたにも拘らず、外貨準備の増減を示す総合収支は黒字基調を続けてきたことで外貨準備高を積み上げてきた。足元では外国人投資家による売り圧力が強まっていることに加えて、金融当局が通貨ドンの為替安定化のために減価圧力に対抗する形でドン買い（ドル売り）介入を行ったことで減少したものの、依然として6月末時点においても約210億ドルを確保している。7月以降は為替相場が落ち着いていること、さらに、貿易赤字の幅も大きく圧縮されていることから、依然として外貨準備は一定程度確保されているものと予想される。
- 前述のように、ファンダメンタルズの急激な悪化という事態が外国人投資家を中心に同国からの資金逃避誘因となり、通貨や株式に売り圧力が強まったことも相俟って（図12）、アジア通貨危機を連想する動きから「危機説」に繋がった。しかし、往時に通貨危機に陥った国と比べると外貨準備高の規模が大きく異なっていることに加えて、通貨ドンは為替フロート制を採用しており、通貨危機時分のようにファンダメンタルズの悪化から通貨価値に疑念が生じた場合でも、価値を維持する観点から義務的に為替介入を行う必要がないことが、当時との大きな違いと言うことが出来る。こうしたことのほか、外国資本の出入りが必ずしも容易でないことで短期資金の流入が難しいことも、逆に短期的な資金流出が起こらない要因となり、危機的状況が起こる素地になかったと判断される。先行きについては、世界的な金融不安が深刻度を増す中で、ファンダメンタルズの弱い同国に証券投資の回帰を期待するのは難しい一方、労働コストの上昇や違法ストの頻発などの問題はあるものの、依然として直接投資の進出先としての魅力は続いているとみられる。

図8 輸出入の推移(前年比)

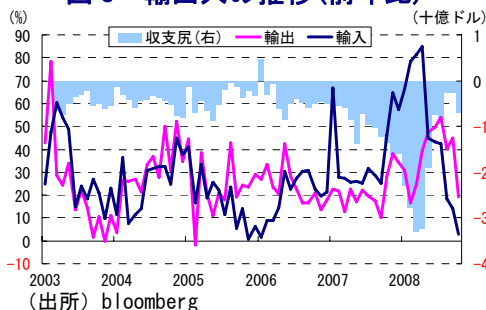


図9 直接投資流入額の推移

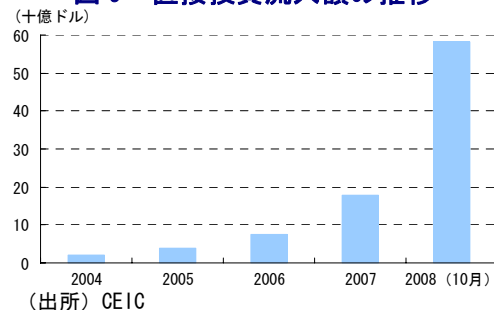


図 10 国際収支の推移

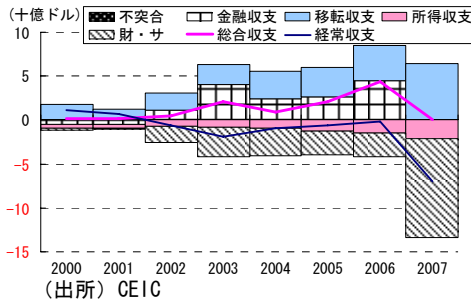


図 11 外貨準備高の推移

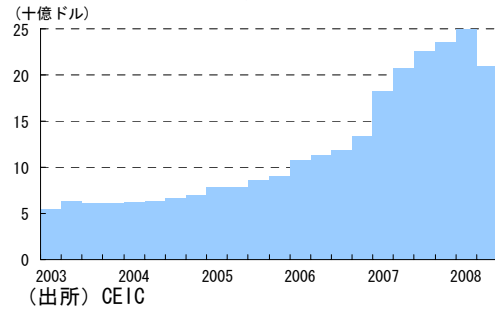
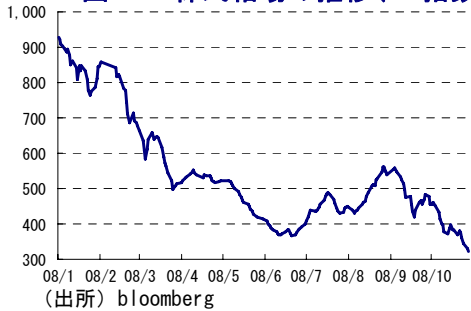


図 12 株式相場の推移 (VN 指数)

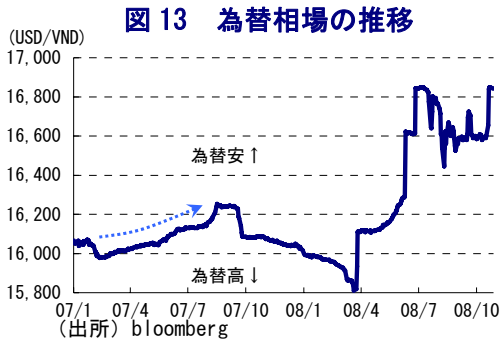


《商品価格のピークアウトによるインフレ鈍化期待も、成長率は弱含むことで減速基調を強める可能性大》

- 先行きの同国経済動向を左右するのは、ここ数年の経済成長を牽引してきた内需を大きく鈍化させたインフレの見通しである。インフレを大きく上振れさせる要因となった原油や穀物価格については、既にピークアウトを迎えており、インフレの急上昇の引き金となったガソリン価格も 8 月以降は引き下げ方向で進んでいることから、足元でもインフレ圧力の鈍化という形で見え始めている。さらに、来春にはペトロベトナムによる待望の国内初の石油精製施設の稼働開始が予定されており、石油製品の国内需要をすべて輸入に依存せざるを得ず、このことがコストプッシュ型インフレを招いたことを考えると、同施設の稼働によって国内で一部でも供給が賄えるようになることは、インフレのさらなる抑制に寄与するものと期待される。さらに、消費者物価の最もウェイトの高い食料品価格については、今年は主食のコメが豊作となっている上に、政府が国内供給を最優先とする姿勢を示していることで実質的な輸出制限に繋がっていることもあり、インフレ圧力は先行きも緩和が進むとみられる。
- 世界的な金融不安に伴う国内金融市場での短期流動性の逼迫感の高まりから、金融当局は利下げによる流動性供給に踏み切ったものの、過去との金利レベルを考えると依然として高水準で保たれている。さらに、今回の一連の措置の中でも、金融当局による引き締めによって中小事業者を中心に資金が回らない状況に陥っていることに配慮して預金準備率の引き下げは行わないものの、8 月に引き上げられた国内商業銀行の預金準備に対する金利をさらに 2 倍 (5%→10%) にすることで貸出金利引き下げに向けたインセンティブを与えている。こうした姿勢から、先行きも急激な資金供給量の拡大に至る可能性は依然低いと考えることが出来る。さらに、年明け以降のインフレ圧力を上振れされる要因になったものとして、昨年まで同国の高成長を期待して海外からの投資資金が流入したことで通貨ドンに増価圧力が掛かったにも拘らず、輸出競争力を確保する観点から、金融当局はドン売り (ドル買い) 介入を行っていたとみられ (図 13)、その結果として市場に大量のドン資金が溢れる過剰流動性を生んだことが挙げられる。足元では、海外からの投資資金の動きは逆向きになっていることもあり、過剰流動性が生じる恐れは全くなくなったと言える。金融引き締め姿勢を堅持したことで落ち着きを取り戻しつつあった為替や国債金利などが、先日の金融緩和策で再び弱含んでいることに注意する必要があるが、以前の教訓を元に引き締め姿勢が求められる。

- 構造的な問題を抱える国際収支については、同国が世界 2 位のコメ輸出国ということでコアな輸出財を抱える一方、昨年の不作が今年の輸出の伸びの鈍化に繋がった一因となったことを考えると、今年は豊作となっているにも拘らず、政府が国内向けの供給を優先するとの姿勢を示していることを考えると、必ずしも輸出の増大には繋がらないと予想される。さらに、コメ以外の輸出財である石炭などについても、世界経済の減速懸念が強まる中で輸出そのものが下押しされる懸念も強まっていると考えられる。その一方で、輸入については自動車向けの消費税率の大幅な引き上げや、金などでは実質的な輸入禁止措置が実施されるなど、輸入の急激な引き締めで対応している。WTO 加盟後のこうした措置には、先行きにおいて国際的な修正が求められる恐れもあり、輸出入額調整に収支する場当たり的な対応から、国内外の価格差の縮小に向けた取り組みや、国内での輸入代替産業の育成に向けて外国資本を積極的に取り込んでいく必要がある。幸いにも、日本との間では、先月末には経済連携協定（EPA）の締結に向けた基本合意がなされたこともあり、協定発効後の 10 年間で双方の貿易額の 9 割超について関税が撤廃される予定であり、そのためにも法体系の整備や手続面での簡素化に加えて、このところ韓国企業の進出で度々問題となっているビジネス環境の整備など、取り組むべきハードルは依然として多々存在している。
- ここ数年、同国経済の高成長の下支え要因となってきた海外からの投資資金については、特に、証券投資は国家計画に沿って昨年から国営企業の民営化に伴う IPO が乱発したことで、一株あたりの価値が希釈化した上、米国サブプライムローン問題を発端とする投資家のセンチメントの悪化から株式指数の下落が続いていることで国内外の投資家マインドは冷え切っているとみられる。しかし、同国向けの証券投資流入額は、足元では減少基調が続いているものの、依然として 4 億ドル弱の流入超であることを考えると、以前ほどの力強さは期待出来ないものの、細々とした流入は続くと思われる。一方の直接投資については足元でも力強い推移が続いている。その要因としては、中国において外資政策の変更に伴う労働コストが上昇していることのほか、メラミン入り粉ミルク問題などに象徴される「チャイナリスク」を回避する意図が考えられる。鉱工業生産は、足元では原油を初めとする原材料価格の高止まりの影響から以前のような力強さはないものの、これまで同国の製造業のネックとされてきた国営企業部門が、民営化に向けた改革などにより生産が改善するなどの良い影響も出始めている。今年になってからも最低賃金が度々引き上げられるなど、同国でも労働コストの上昇が今後は課題になることも懸念される上、韓国企業を中心に賃上げや労働待遇の改善を求めて違法ストが頻発するなどの問題があるものの、こうした問題を加味しても、労働コストの相対的な低さや労働人口の成長率の高さ、初等教育就業率の高さを背景とする識字率の高さなど、労働の質を加味した場合には、他の ASEAN 諸国を含む周辺国と比較しても「ネクストチャイナ」の筆頭核であると考えられる。
- 同国は ASEAN の中心に位置する地理的な魅力に加えて、約 8,000 万人という人口の多さと労働力人口の伸びが高いことによる豊富な労働力の供給源となっている。さらに、アジア開発銀行（ADB）が中心となって実施中のメコン川流域開発により、インドシナ半島全体として物流インフラの整備が進められるなど、タイやタイと FTA を締結しているインド、ASEAN との FTA を締結した豪州・ニュージーランドなどを見据えた投資先として魅力は高い。産油国という特色を生かして中部で石油精製施設の建設が進められている上、北部や南部でも外国資本が主導する形で石油精製プラントの開発が進められるなど、中長期的な国際収支構造の強化に向けた投資も進んでいることは、今後の潜在成長性を高めるために不可欠である。
- 当面はインフレが高止まりし続けるとみられることに加えて、貿易赤字についても構造的な問題から解消が暫くは難しいとみられ、今後も政府によって引き続き人為的な形での国際収支に対する介入が必要になるとみ

られる。ただし、こうした手法は同国が WTO に加盟した段階で「禁じ手」であり、このような状況を野放しにし続けることになれば投資家からの信任を失い、直接投資先としての魅力をも失うことに繋がる。同国の潜在性を生かすためには、中長期的な展望に立ちつつ不採算の国営部門の健全化を進めるなど、直接投資の受け入れに向けた投資環境を整えることが求められる。ただし、足元で流入が続く直接投資についても運用が始まるには相当の時間を要するとみられることから、10-12 月期にかけてはさらに景気の下押し状況は避けられず、2008 年通期でも 6% 台前半の成長に落ち着くものと予想される。



以 上