



ベトナム経済事情：4-6月期GDP大幅減速、実体経済への影響が現実 ～短期的なショックへの体力は十分あるものの、市場には実効性のある次なる対応を求める動き～

発表日：2008年7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）

- 1日に公表されたベトナムの4-6月期の実質GDPは、前年比+5.8%と前期（同+7.4%）から減速した。農業部門が堅調な一方、これまで同国経済を牽引してきた建設関連や金融を中心とするサービス部門での減速が影響したとみられる。
- 世界的な商品市況高騰によるコストプッシュ型インフレに加えて、金融当局による大幅な為替介入で発生した過剰流動性が需要インフレをもたらし、6月の消費者物価は前年比+26.8%と13年ぶりの高い水準を記録。さらに、原油価格高騰で貿易赤字が年明け以降に急拡大、マクロ経済のファンダメンタルズの悪化を材料に通貨ドンが大幅減価し、輸入インフレを招く悪循環に陥っている。年明け以降は、金融当局は引き締め策に舵を切るも、インフレの加速度が高く実効性が低い状況が続いている。
- 先行きはインフレによる内需下押しによる景気減速は避けられないものの、景気の失速には至らないとみられる。一方で市場からは、金融引き締めを求める動きから、為替先物を主導とする売り圧力が進行している。短期資金の少なさや、直接投資やODA等の長期資金の流入が依然旺盛なこと等から通貨危機といった経済混乱を招く恐れは低いとみられるものの、市場に促される形で市場取引の自由度を高める中では、素早い実効性のある政策展開が市場の安定に不可欠となる。

《4-6 月期 GDP はインフレ亢進による実体経済への影響から大幅減速へ》

- 1日に公表されたベトナムの4-6月期の実質GDPは、対前年同期比+5.8%と前期（同+7.4%）から減速、インフレの亢進による実体経済への影響が現実のものとなった（図1）。部門別では、農業・地方開発省の公表資料によると、今年のコメ生産量が前年比+3%程度の伸びになる見通しで、気象条件等が好調に推移していることから、農林漁業は前年比で高い伸びを見せたものの、それ以外の部門は全般的に減速した。特に、建設業や関連する不動産業では、鋼材価格が高騰したことで鈍化したほか、サービス部門では金融当局による引き締め政策の影響から金融機関を通じた取引が減少したものとみられ、金融部門での減速が顕著となった。
- 同国ではここ数年の間、中国に次ぐ潜在的市場として海外からの投資資金の流入が盛んに行われたものの（図2）、輸出競争力確保の観点から金融当局は通貨ドンの対米ドル為替を安値で推移させるべくドン売り/ドル買い介入を実施、実質的なペッグ制を敷いた（図3）。このことで市場にはドン資金の過剰流動性が生じることとなった。昨年後半以降、金融当局はドン高に対する容認姿勢を示したものの、過剰流動性により押し上げられた内需による需要インフレ圧力が強まった上、折からの世界的な原油及び穀物価格の騰勢を背景とするコストプッシュ型インフレによる圧力もあり、インフレの亢進がもたらされた。6月の消費者物価は、対前年同月比+26.8%と過去13年で最大の伸びを示している（図4）。
- インフレの高まりを受ける形で、金融当局は今年2月より金融引き締めに向けて舵を切り始めたものの（図5）、インフレの亢進が金融政策の変化を上回るスピードで進んでおり、足元の実質金利はマイナス化する等、引き締めの効果が上がりにくい状況にある。また、インフレ圧力の高まりと貿易収支

の急激な悪化にも拘らず政府の対応の遅さから、市場では格付機関によるソブリン債格付の見直し引き下げが相次いでいるほか、民間金融機関が通貨ドンの大幅切り下げを予測するレポートを公表する等、疑心暗鬼が強まっている。オフショア先物市場においてノン・デリバラブル・フォワード（NDF）が大幅な減価を折り込む動きを見せる等（図 6）、市場主導で政府に次なる対応を迫っているが、この動きによる為替安は輸入物価を押し上げ、国内インフレ圧力を亢進させる悪循環に陥らせている。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

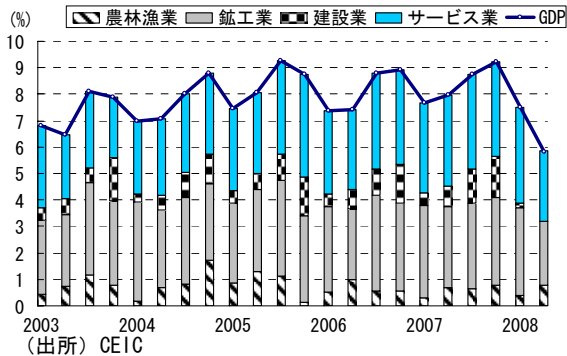


図 2 消費者物価の推移(前年比)

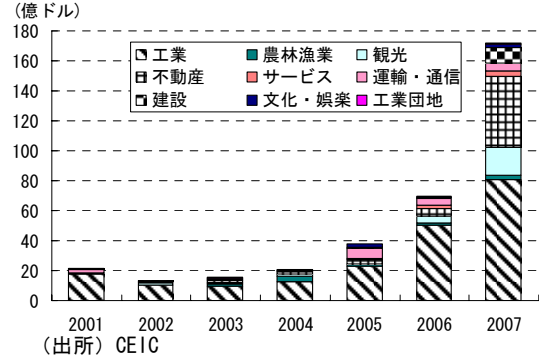


図 3 為替相場の推移

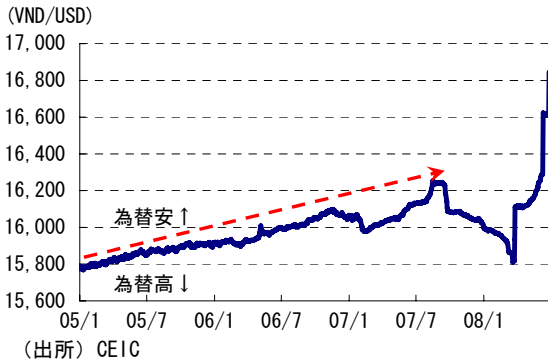


図 4 消費者物価の推移(前年比)

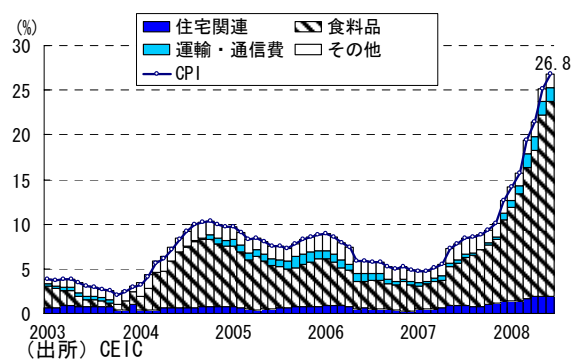


図 5 金融政策の推移

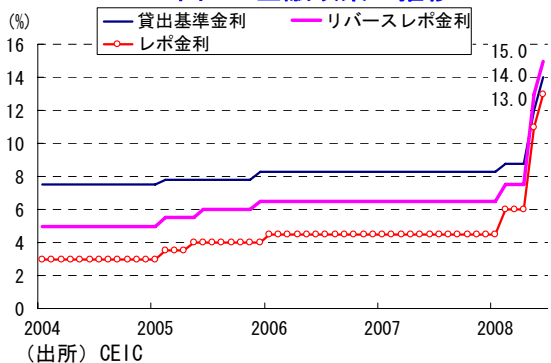
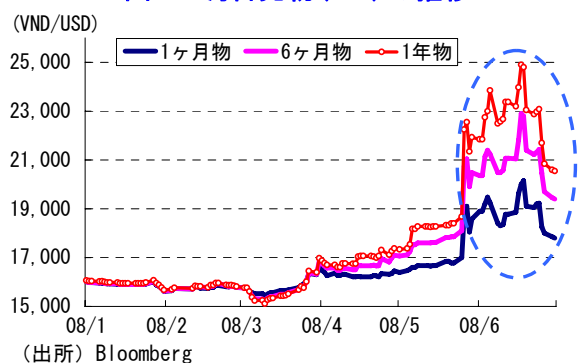


図 6 為替先物(NDF)の推移



- 同国は産油国であるものの国内に精製施設がないという事情から、足元の国際的な原油価格の騰勢にも拘わらず（図 7）、その恩恵を受けられない状況にある。また、同国の主要な外貨獲得手段であるコメも、去年の天候不良による不作から、国内供給を優先すべく今年 4 月に輸出禁止措置を延長したことで、足元では輸入の伸びが輸出を上回る状況が続き、貿易赤字は年明け以降に急拡大した（図 8）。貿易赤字の急拡大は、経常収支が赤字基調にある同国にとって、マクロ経済のファンダメンタルズの脆弱性を高める懸念を市場に与えることとなり、足元における通貨ドンの対米ドル為替の急激な減価に繋がった要因のひとつとなっている。なお、6 月初めには貿易赤字の縮小を目的に、政府が主要輸入

品である金の事実上の輸入停止措置に踏み切る等、輸入の急激な縮小を図ったとみられ、6月の貿易収支の赤字幅は大きく縮小するに至っている。

- なお、経常収支は赤字基調が続いているにも拘らず、報道によると今年5月末時点では辛うじて黒字を確保しているとされ、貿易赤字の大きさを鑑みると、依然として海外労働者からの送金が旺盛であることが考えられる。また、今年は直接投資の流入も依然として旺盛に推移していることを考えると、金融当局がドル売り/ドン買いの為替介入を行っているとの観測があるものの、昨年末時点で239億ドルに達した外貨準備は、依然として高いレベルで推移しているものと見込まれる（図9）。
- 昨春の米国サブプライムローン問題の発覚と今年1月末に発生した世界同時株安は、新興国の投資環境を大きく変えた。潜在的な成長市場として海外の投資家は積極的に新興国向け投資が行ってきたものの、世界の金融市場における信用不安の拡大により、投資家のリスク許容度は大きく低下した。さらに、同国の株式市場は開場から間もないことから上場企業数も少ない上、昨年は政府が掲げる国営企業の民営化計画に沿って数多くのIPOが実施されたことで市場に株式が溢れ、価値が希釈化されることとなる。また、同市場は取引時間が延長されたとはいえ、依然として現地時間で午前中の2時間半に限られており、取引の不便さも手伝う形で昨年の間は不安定な値動きを繰り返した後、昨年末からはマクロ経済のファンダメンタルズの悪化が追い風となって大幅な値下がりが続いている（図10）。

図7 原油先物価格の推移(WTI)

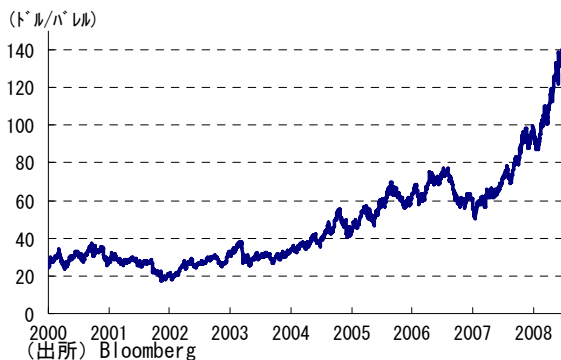


図8 輸出入の推移(前年比)

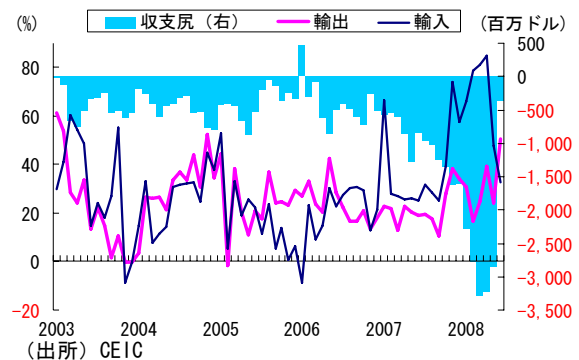


図9 外貨準備高の推移

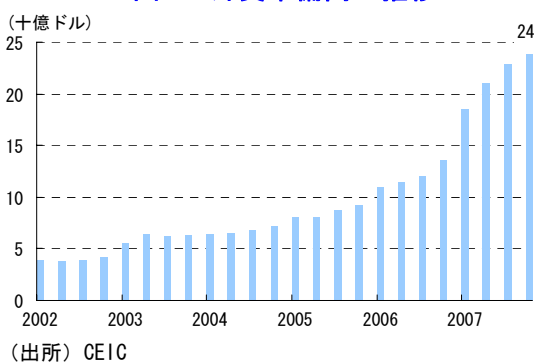
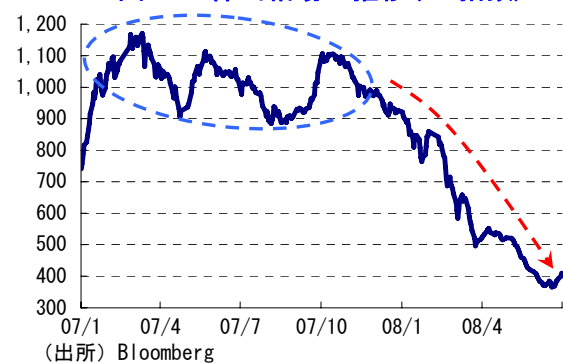


図10 株式相場の推移(VN指数)



《先行きのベトナム経済はインフレ残存による下押し懸念強いも、短期的ショックへの耐性は十分》

- ベトナム経済の先行きは、足元で亢進が続くインフレにより内需が下押しされる懸念から、ここ数年享受してきた高成長からの一服は避けられそうにない。とはいえ、足元では依然として小売売上がインフレ率を上回る水準で伸び続けており（図11）、内需の底堅さが見られる等、景気の失速には至らないものと見込まれる。一方で、足元で騰勢が続く世界的な原油価格及び穀物価格が落ち着きを取り戻すには、世界の金融市場の安定が大前提となろう。先月25日に開催された米国連邦準備委員会にお

いて金利の据え置きが決定され、米国の先行きにおける金融緩和の可能性はなくなったものの、引き締めに転じるには米国経済の自律的回復が不可欠であり、それには依然として相当な時間を要するものと見込まれる。そうしたことから原材料価格の高騰が続き、コストプッシュ型インフレによる圧力は当面残存するものと見込まれるため、全人口の 3 割を貧困層が占める同国では、購買力の下押し圧力が相対的に大きくなる。ベトナム政府は 2008 年の実質 GDP 成長率の見通しを 7% に引き下げたものの、先行きの金融・財政政策の対応がその成否にとって極めて重要になると言える。

- インフレ圧力については、農作物の収穫期に当たる今年初めの異常気象の影響で、食料品の価格上昇の影響が足元でも残存する。しかし、農業・地方開発省の発表では、今年のコメの作柄が良好との見通しから、食料品を中心とするインフレ圧力については、春物の収穫期を迎える夏頃には一旦収束を迎えると見込まれる。その一方、原油市況については依然として騰勢が強まる方向にある上、産油国における政情不安等もそうした動きを煽っており、当面は石油製品によるインフレ圧力は残存するものとみられる。
- これまで同国の高成長を下支えして来た海外からの直接投資流入の勢いは、隣国中国の通貨元の対米ドル為替が増価基調を強めていること（図 13）、さらに中国の労働コストが上昇する等の対中投資環境が変化する中で、「ネクストチャイナ」として筆頭格にある同国への投資の魅力は依然として高く、足元においても投資流入は力強く推移している（図 14）。これまで鈍化基調の著しかった国営部門における生産も足元では前年比でプラスに転化する等、国営企業改革の影響が少しずつ垣間見られるようになってきている（図 15）。さらに、東南アジアの中心に位置する地理的魅力に加えて、8,000 万人という人口の多さと労働力人口の伸びの高さ、さらにアジア開発銀行が主導して進めるメコン川流域開発により、地域全体でのインフラ整備が進んでいることを考えると、先行きも直接投資の力強さが期待される。また、産油国という特色を活かし、国営をはじめ民間部門でも石油精製プラントの開発が進められるといった話もあり、マクロ経済のファンダメンタルズの強化に資する中長期的観点からの投資も進められている。
- こうした事情を勘案し、同国の先行きはインフレによる内需下押しの懸念は高いものの、依然として力強い直接投資の流入、そして ODA を中心とした譲許的な中長期資金の流入により、景気が下支えされるものと見込まれる。また、先物市場で進行する通貨ドルの大幅切り下げ観測については、一部に 1998 年に発生したアジア通貨危機を想起する観測が出されている。しかし、同国の外貨準備高は少なく見積もっても依然として 200 億ドル超はあると見込まれ、往時と比較すれば 10 倍以上の規模を有する等、短期的なショックに十分耐えられる状況にある。加えて、同国では証券投資に関する資金移動規制が厳しく、短期的な資金がこれまで大量に流入することが難しかったことから、逆に大量流出が起りにくい素地もあり、こうした観測は同国に当てはまらないものとみられる。一方、先月 27 日に金融当局は 1 営業日中の為替変動幅の制限を緩和する等、金融取引の自由度を高める規制緩和を進めており、それを実のある改革にしていくためには、同国政府として市場から「レッドカード」を出される前に、素早く実効性のある対応を示すことが求められよう。

図 11 小売売上の推移(前年比)

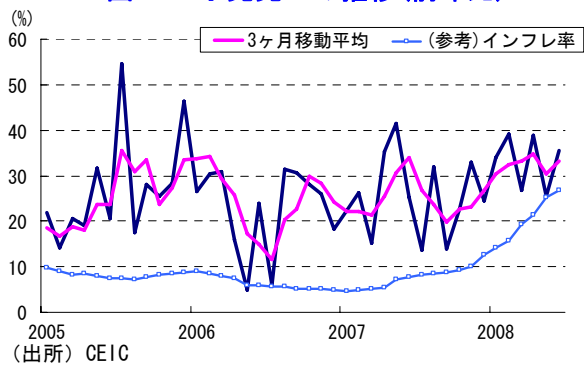


図 12 中国元の対米ドル為替相場の推移

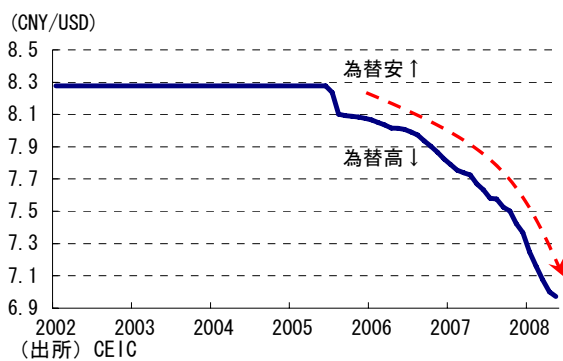


図 13 直接投資流入額の推移

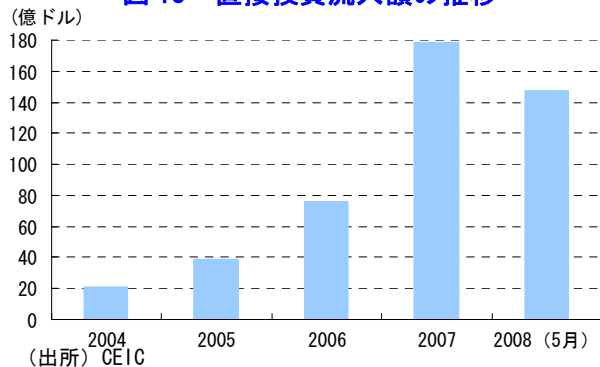
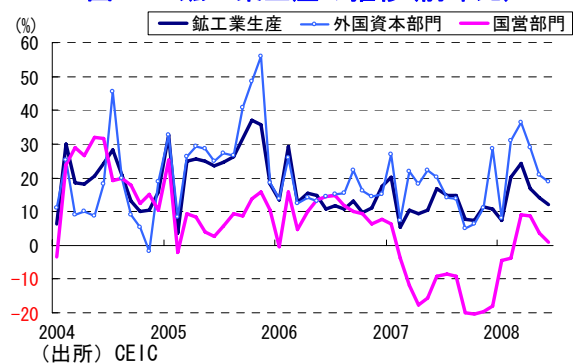


図 14 鉱工業生産の推移(前年比)



以 上