

ベトナム経済事情：ガソリン価格引き上げによるインフレ高進続く ～インフレと金利高の共存で景気減速は不可避、先行きは国際収支強化に向けた改革が不可欠～

発表日：2008年8月26日（火）

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)

- 25日に公表されたベトナムの8月の消費者物価は、対前年比+28.3%と前月（同+27.0%）から加速、前月比でも+1.6%と前月（同+1.1%）から加速した。先月末のガソリン価格引き上げが影響した。今月には足元の原油価格の調整を背景にガソリン価格が一部引き下げられたものの、先行きも国際的な原油及び穀物価格の高止まりの影響を受ける形でインフレ圧力は持続するものとみられる。
- 1-8月期の貿易統計から試算した8月の輸出入状況は、貿易赤字幅の縮小が図られていることから、政府が進める輸入抑制策の効果が出たものとみられる。ただし、先行きはコメや原油・石炭などで国内需要を優先させるべく輸出関税賦課が計画されるなど輸出鈍化が懸念される。したがって、貿易収支は弱含みの状況が続くと予想される。
- 年明け以降、インフレと貿易収支の悪化を材料に通貨ドンが大幅減価しているほか、株式相場も大幅安の状況が続いている。しかし、同国には旺盛な直接投資のほか越僑送金などの厚い資本流入が続いている上、制度上短期資金の流入が困難なため通貨危機の起点とはなりにくい。足元の売り圧力は国内の個人及び企業によるものであると考えられる。
- 先行きのベトナム経済はインフレと金融引き締めによる金利高の共存による景気下押しは避けられない。その中で旺盛な直接投資を武器に投資の流入を通じた中長期的なマクロ経済のファンダメンタルズ強化を進めることが必要である。ASEANの中心に位置することや人口の多さ等の魅力が高い中、非効率な運営が続く国営部門の効率化や複雑な法体系、未成熟なインフラなど、投資環境整備が不可欠となる。

《先月末の燃料価格引き上げでインフレは再加速、今月に急遽引き下げもインフレ圧力の残存は当面不可避》

- 25日に公表されたベトナムの8月の消費者物価は、対前年同月比+28.3%と前月（同+27.0%）から加速した（図1）。なお、対前月比では+1.6%と一旦は伸びが鈍化した前月（同+1.1%）から再加速し、世界的な原油価格の上昇を背景に先月21日にガソリン価格を31%、ケロシン価格を44%引き上げたことで、燃料価格を中心に押し上げられた。ただし、足元で原油市況が調整局面を迎えていることを受け（図2）、今月14日には一転してガソリン価格を5.3%引き下げる決定を行うなど、同国政府は過去15年で最高レベルに至るインフレ対策に迷走する様子が伺える。
- 先行きのインフレ動向については、食料品についてコメを中心に輸出量を抑制することで国内供給量の確保に奔走しているほか、原油や石炭などに対する輸出税率上限の引き上げを計画するなどの措置を講じる計画が示されている。しかし、依然として国内のエネルギー需要が高止まりしていることを考えると、現在建設中の同国初の石油精製施設の運用が始まる来年2月までは、少なくともエネルギーを輸入に依存する構造は大きく変化しない。金融当局は今年に入って以降、インフレ圧力の高まりを受ける形で計3度の政策金利の引き上げを実施しており、足元ではアジア新興国の中で最も高いレベルとなっている（図3）。同国政府は国内信用の伸びを前年比+30%、歳出を同+10%以下に抑えることを目標としているが、データの入手が難しい中、足元の状況については知る術がなく、その効果についても不透明な状況が続いている。
- さらに、原油価格は調整局面を迎えているとはいえ、依然として高止まりしていることから当面は原油を要因とするインフレ圧力は残存するものと予想される。また、穀物価格についても、8月も食料品価格は前月

比で減速するなどの兆候が見られる一方、国際価格は一時のピークは過ぎたものの、足元では再び騰勢を強める兆しがあるなど（図 4）、当面は高止まりが避けられないとみられる。したがって、同国にとってはコストプッシュ型インフレによる物価の押し上げ圧力が残存するとみられる。

図 1 消費者物価の推移(前年比)

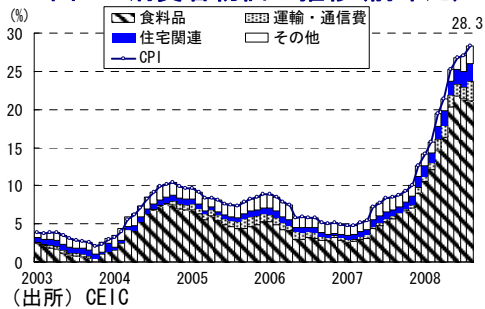


図 2 原油先物相場の推移(WTI)



図 3 金融政策の推移

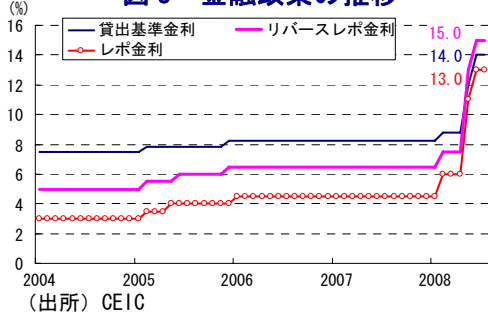
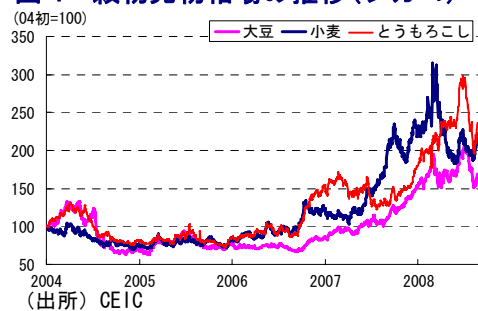


図 4 穀物先物相場の推移(シカゴ)



《8月の貿易収支は黒字転化の見通し、先行きの輸出鈍化懸念あるも潤沢な外貨準備を確保出来る見込み》

- 1-8 月期の輸出は対前年同期比+39.2%と前月（同+38.8%）から加速し、一方で、同時期の輸入は同+57.0%と前月（同+61.2%）から鈍化した。この結果を元に 8 月単月ベースでの輸出入の動向を試算すると、8 月の輸出は対前年同月比+41.4%と前月（同+54.2%）から大きく鈍化しているものの、輸入は同+31.2%と前月（同+42.2%）からさらに大きく鈍化していることが分かる。この結果、8 月の貿易収支は▲9 億ドルと前月（▲8.5 億ドル）から若干悪化したものの、年明け早々の大幅赤字に比べると赤字幅は大きく縮小しており（図 5）、同国政府が実施してきた輸入抑制策の効果が現れたものと考えられる。
- 同国では年明け以降に貿易赤字が急拡大したこと、国際収支統計が適時適切に公表されないことを背景に国際収支の脆弱性が懸念され、その上、足元のインフレの高さも相俟って為替が大幅に減価した（図 6）。ただし、同国通貨ドンは年明け以降に 1 営業日中の値動き幅が制限されていることから、外国人投資家による取引はオフショア市場の為替先物に集中し、1 年後には通貨ドンの対米ドル為替が 3 割程度減価するとの欧米の銀行による見通しに連られる形で一時的に大幅に減価した（図 7）。しかし、金融当局が大幅な利上げに踏み切ったことで足元ではそうした動きは落ち着きを見せており、8 月 22 日時点での外国人投資家による証券投資流入額は 4.7 億ドルの買い越し状態にある。さらに、直接投資流入額は依然として旺盛な状況が続いており、7 月末時点で昨年の実績の約 2.5 倍に上る 445 億ドルの流入がある（図 8）、また越僑を通じた送金額も GDP の数%規模で流入しており、依然として潤沢な外貨準備を確保しているものとみられる。
- さらに、同国では投資資金に対する流入規制があるほか、海外からの借入や国内での外貨建の借入の実施に対しても厳しい規制が行われている。したがって、短期的な投資資金の流入が起こりにくい状況にある。さらに、同国の対外債務は昨年 12 月末時点で約 193 億ドルと対 GDP 比 27%程度と過去と比べて大きく低下していることも、同国が危機的な状況に陥る可能性を大きく低下させている。加えて、昨年 12 月末時点における外貨準備高は 239 億ドルと 1997~8 年に発生したアジア通貨危機の頃に比べると大幅に積み上がってい

る（図 9）。こうしたことを勘案すると足元では依然として海外からの証券投資は流入超の状況にあるにも拘らず、同国の為替が減価姿勢を強め、株式市場が大きく値を下げている要因には（図 10）、国内の家計及び企業による売り越し状態が続いていると言うことが可能である。

図 5 輸出入の推移(前年比)

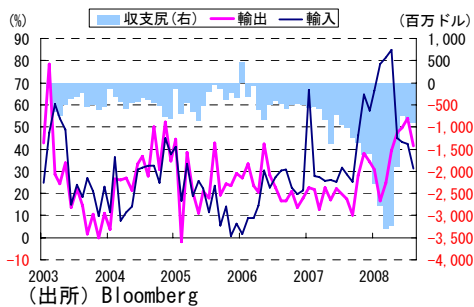


図 6 為替相場の推移

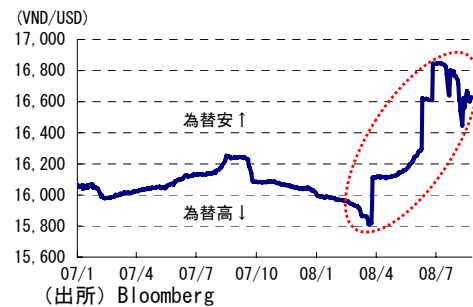


図 7 為替先物(NDF)の推移

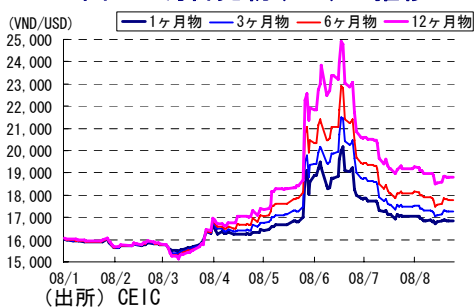


図 8 外貨準備高の推移

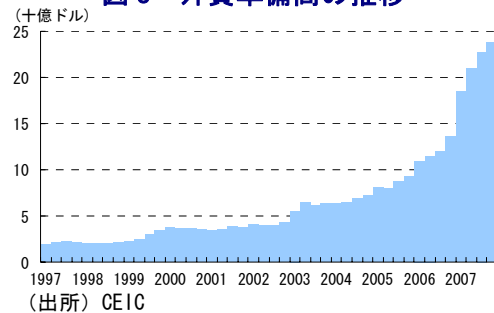


図 9 直接投資流入額の推移

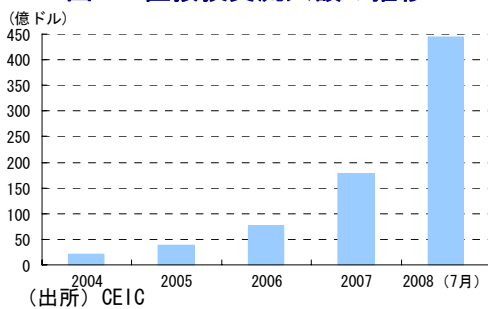
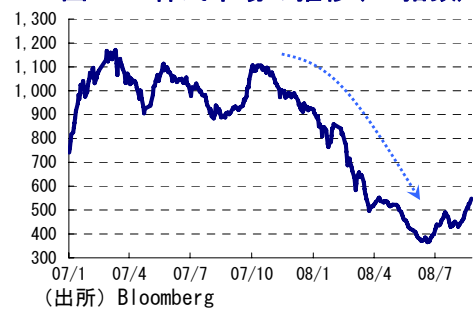


図 10 株式市場の推移(VN 指数)



《足元のベトナム経済はインフレと金利高が实体经济を直撃、大幅な景気鈍化は避けられない見通し》

- 足元のベトナム経済は、インフレと金融当局が金融引き締め姿勢を強めていることによる金利高が共存する中、企業部門における設備資金需要が鈍化しているとみられ、足元では鉱工業生産の伸びが鈍化するなどの影響が出始めている（図 11）。こうしたことから、実質 GDP 成長率も年明け以降は鈍化基調が強まっており、直近の 4-6 月期は対前年同期比+5.8%と前期（同+7.5%）から大幅に減速している（図 12）。需要サイドによる GDP 統計は年に 1 度しか公表されないという統計上の問題があるため、足元の状況を正確に掴むことは難しいものの、小売売上は依然として高い伸びが続いている一方で、足元ではインフレ率との差が縮小しており、実質ベースでの需要は減速傾向が強まっているものとみられる（図 13）。
- こうした状況を踏まえ、同国財務省は 25 日に GDP 成長率に関する見通しを公表し、最新の見通しでは政府目標を 8.5~9.0%としている一方、それを下回る 7.0%程度にまで鈍化する可能性を示唆した。とりわけ、過去数年の GDP 成長率の推移を見ると、1-3 月期の伸びが例年鈍化しているのに比べて、10-12 月期に向かうに従って伸びが加速する傾向が見られる。これは、同国が共産党独裁政権であることにも起因するが、年の成長率見通しを達成するため、例年は年後半に公共支出を拡大させたことが影響していると言える。しか

し、今年はインフレの抑制が大きな課題となる中、公共支出の増大はインフレの押し上げに繋がる懸念から、投資プロジェクトについても削減される見通しが強く、その結果景気の大幅な減速は避けられないとみられる。

図 11 鉱工業生産の推移(前年比)

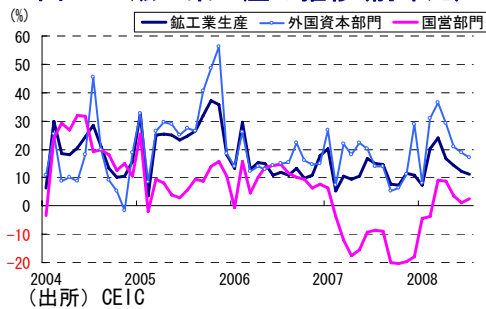


図 12 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

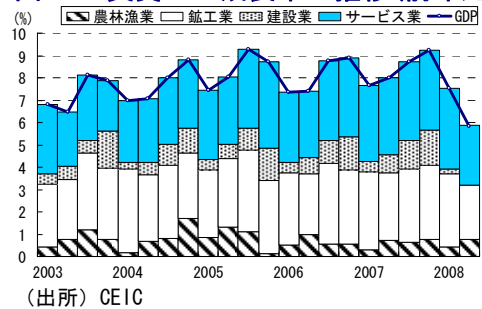
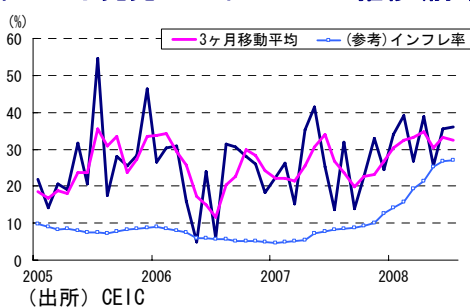


図 13 小売売上とインフレの推移(前年比)



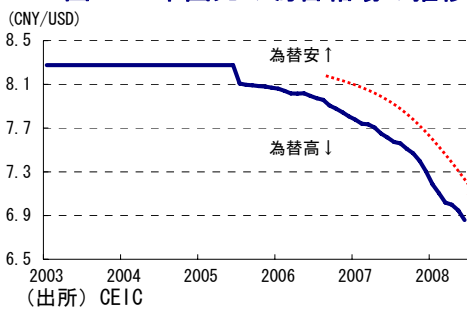
《先行きのベトナム経済は景気減速不可避も通貨危機の可能性は低い、投資誘致へ向けた改革が求められる》

- 先行きのベトナム経済は、世界的な原油及び穀物価格の高止まりによるコストプッシュ型インフレによる物価押し上げ圧力が残存するとみられる中、景気への下押しの影響は避けられないとみられる。また、原油価格によるインフレ圧力は同国初の石油精製施設が稼動予定となる来年春までは基本的には残存するものとみられ、一方の食料品は足元では前月比ベースで減速基調が出始めており、先行きもその傾向は強まるものとみられる。ただし、財務省の見通しでは今年の成長率の見通しを 7.0%としているものの、先行きの原油及び穀物価格の動向によっては、同水準を切る可能性も十分にあると考えられ予断を許さない。今月には、足元の原油価格の調整局面を背景にガソリン価格の引き下げが行われたが、低所得者層対策と称して補助金などによる価格体系を歪めることは過剰需要を生むことに繋がり、輸入の上振れを通じた国際収支の悪化から輸入インフレのさらなる押し上げに繋がると考えられることから、避けるべきと言える。
- インフレ抑制に向けて金融当局は今年に入って以降 3 度の利上げを実施しており、政策金利はアジア新興国で最も高い水準にある。足元におけるここまでのインフレを招いた要因としては、投資資金の流入が旺盛であった昨年中も輸出競争力を担保すべくドン売り（ドル買い）の為替介入を行ったことで過剰流動性が生じたことが大きな要因と言える。しかし、今月には銀行間翌日物貸出金利を引き上げるなど、金融当局は引き締め姿勢を強化させている。先行きもインフレ圧力が持続する中ではこうした姿勢も持続するとみられ、金利高との共存による景気への下押しの影響は避けられないであろう。外国人投資家により一時は先物市場主導で為替が大きく売られる展開に至ったものの、大幅な利上げを断行したことにより足元で落ち着きを見せていることは、同様に足元でインフレに苦しむアジア新興国にとっての手本となるものと考えられる。
- 貿易収支面では同国は世界 2 位のコメ輸出国であるものの、自国内での供給を優先するために輸出量は前年比で減少する見通しである一方、国際価格が高止まりした影響で輸出額は大きく増加する見通しである。ただし、今月には、コメ以外にも原油や石炭に対する輸出税率の引き上げが計画されているほか、鉱物採掘税

の大幅引き上げが提案されるなど、国内向けの供給を優先する故に輸出が大きく減速する可能性もある。そのため、逆に自動車向けの消費税率が大幅に引き上げられるほか、今年 7 月には金の輸入が実質的に禁止されるなど輸入の引き締めにも取り組んでいるものの、2007 年 1 月に WTO に加盟したにも拘らず急進的な引き締めを行っていることで、先行きにはこうした方針に対して国際的に修正が求められる可能性がある。そうならないためにも、国内外価格差の縮小に取り組むほか、輸入代替産業に向けた多角化など外国資本の導入によって克服すべき課題は依然として多いと言える。

- ここ数年の同国の高成長を下支えしてきた海外からの直接投資の流入は、依然足元でも旺盛な状態が続いている。その要因として、隣国中国通貨人民元の増価基調が強まっていることに加えて（図 14）、中国における労働コストが大幅に上昇するなど、中国向けの投資環境が急速に厳しくなっていることが挙げられる。こうした投資による生産性の改善効果の影響か、国営企業改革の影響が少しずつ垣間見られるなど、足元では国営部門の生産の伸びが上昇している。一方で年明け以降は最低賃金の引き上げのほか、賃金の引き上げを求める違法ストが韓国系企業を中心に頻発するなどの問題も発生しているものの、依然として労働コストは中国の半分程度とされる中、「ネクストチャイナ」の筆頭核として直接投資先としての魅力は依然として高いと言える。

図 14 中国元の為替相場の推移



- さらに、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 万人という域内人口の多さ、そして労働力人口の伸びが高いことによる豊富な労働力、アジア開発銀行（ADB）や日本が中心になって進められているメコン川流域開発により、インドシナ半島全体でのインフラ整備が進められていることを考えると、投資先としての魅力は高いと言える。また、アジアで数少ない産油国という特色を生かし、現在は国営石油精製施設の建設が進められているほか、民間部門でも精製プラントの開発が進められており、国際収支面で中長期的なファンダメンタルズ強化に資する投資が進められている。依然として旺盛な直接投資の流入を先行きにおいても維持させるには、同国内の法令の運用面での不透明さなどを危惧する声が依然として高いことを鑑みるに、投資環境を積極的に整えていくことが求められる。
- インフレ圧力と貿易収支の問題から、当面は政府による様々な形での調整が必要になるものと思われる。しかし、こうした状況が長く続けば投資家からの信任を失うのみならず、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。

以上