

ベトナム経済事情：金融当局が金融政策の大幅変更を実施

～市中銀行の資金不足への対応から預金金利の上限を撤廃、金融政策は一段と引き締め策を強化～

発表日：2008年5月20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)

- 17日、ベトナム国家銀行は国内の市中銀行におけるドン資金不足に対応するため、預金上限金利の撤廃を公表。貸付金利にのみ適用してきた基準金利を預金金利に援用させることで、新たな銀行規制を行うこととなった。金融当局は今年2月より金融引き締めを行ったが、予てよりドン資金の不足感が強かった市中銀行では預金金利の引き上げ競争に入ったため、預金金利に上限を設けるに至っていた。また、足元のベトナム経済はインフレ圧力が亢進し、4月の消費者物価は対前年比+21.4%と1992年以来の高水準が続いているため、今回の措置に併せて政策金利の引き上げが実施される（公定歩合：500bp引き上げ(11.0%)、リバースレポ金利：550bp引き上げ(13.0%)、基準金利：325bp引き上げ(12.0%)）。
- ベトナム経済は、インフレによりこれまでの高成長を支えてきた内需に下押し懸念が強まる一方、依然として直接投資を中心とした海外からの資金流入は活発に推移している。1-3月期の実質GDPは鈍化したものの、海外資本により生産は足元で上方トレンドにあることから、成長のモメンタムが挫けたと判断するのは早計であろう。一方で、世界的な金融不安が続く中、経常赤字やインフレ率が高いマクロ経済面でのファンダメンタルズの弱さに起因し、証券投資は弱含みの状況が続いており、株式市場は年初から50%超の安値圏で推移している。その結果、通貨ドンも対米ドルで減価基調が続いている。
- 先行きのベトナム経済は、インフレによる景気の下押しは避けられないものの、潜在的市場と地理的要因を背景とした直接投資の勢いは続くものと見られ、引き続き底堅い成長を続けるものと思われる。ただし、中長期的な持続的成長を目指す中では直接投資をさらに受け入れる必要があり、政府による規制のあり方や経済指標の頻度及び質の向上等、取り組むべき課題は多々残されている。

《ベトナム金融当局が市中銀行のドン資金不足とインフレ圧力への対応に乗り出す》

- 17日、ベトナム国家銀行（中央銀行）は、年明け以降に深刻化している国内の市中銀行における同国通貨ドン資金の不足状況に対応する観点から、これまで市中銀行に課してきた預金上限金利（現在は12%）を撤廃する旨を公表した。同制度に代わり、これまで貸付金利にのみ適用されてきた基準金利を預金・貸付双方に適用することとし、基準金利の150%を上限に金利設定が可能となる。
- 足元のベトナムではインフレ圧力が高まっており、直近では4月の消費者物価は対前年同月比+21.4%と1992年以来の高水準にある（図1）。金融当局は今年2月に国内の流動性の吸収を目的に金利引き上げを含む緊縮姿勢を打ち出した一方、ドン資金不足に悩む市中銀行が預金金利の引き上げ合戦を始めたことを憂慮して預金金利の上限を設定。その結果、市中銀行は預金者から十分な預金を集められず、市中銀行のドン資金の不足の深刻化を引き起こすこととなった。
- 銀行間取引では大手銀行を中心に4月後半以降に金利引き上げの動きが顕著になっており（図2）、特に中小銀行を中心とした市中銀行での資金不足は拡大傾向が続く。こうした状況から、金融当局は一連の対応策の中で売りオペを通じた資金供給を行う方針を示しており、さらに中小銀行を中心とした貸出強化策にも取り組むこととしている。

図1 ベトナム 消費者物価の推移(前年比)

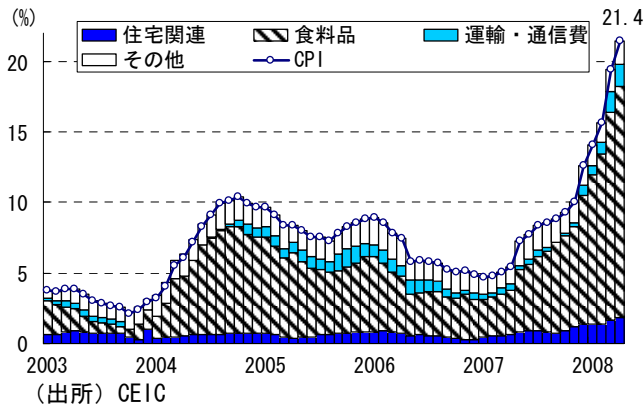
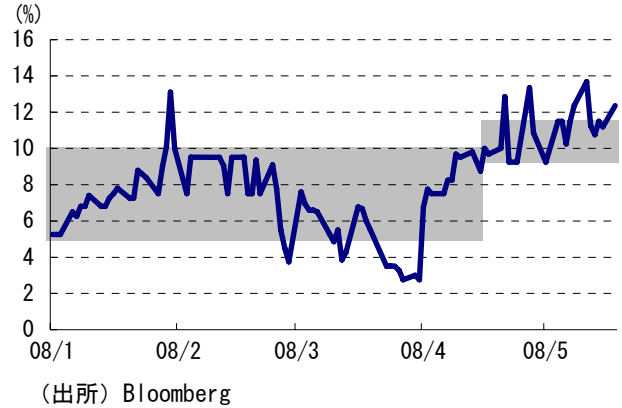
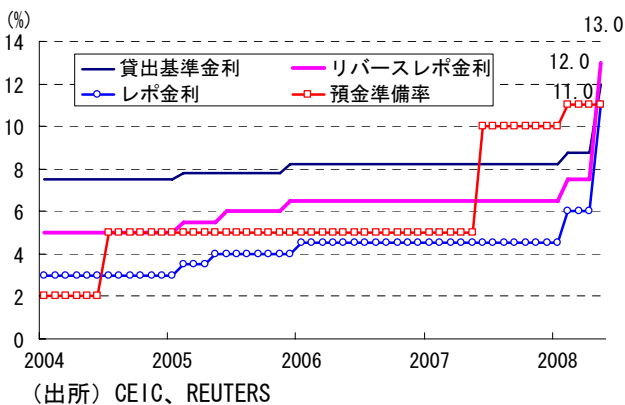


図2 ベトナム 翌日物金利の推移



- また、今回の発表に併せる形で、金融当局はインフレ圧力への対応として、今年2月以降は据え置き状態が続いていた金融政策を緊縮化させることを表明した。具体的には、公定歩合（レポ金利）を50bp引き上げて11.0%、市中銀行への貸出金利であるリバースレポ金利を55bp引き上げて13.0%とするほか、今回の施策において市中銀行の預金金利が含まれることとなる基準金利についても325bp引き上げて12.0%とする（図3）。
- 金融当局は、今回の発表に際して、レポ金利とリバースレポ金利との差が、これまでの150bpから200bpに拡大することで、銀行間金利の規制に効果を期待すると表明している。

図3 ベトナム 金融政策の推移



《足元のベトナム経済はインフレの高まりによる景気下押し懸念も、依然として直接投資流入が旺盛》

- ベトナムの1-3月期実質GDPは、政府公表推定値ベースで対前年同期比+7.4%と前期（同+9.2%）から大幅の減速となる見通しである（図4）。ただし、1-3月期については毎年テト（旧正月）要因から、他の四半期と比較して伸びが減速する傾向があり留意を要する。その上、この4月までの海外からの直接投資流入額を見ると、4ヶ月にも拘らず昨年4割強の額が既に流入しており（図6）、このペースが続くと、昨年の流入額を大幅に超える状況にある。
- さらに、旺盛な海外からの直接投資を背景に、国内では緊縮的な金融政策が採られていることによる金利高状況にあるものの、外国資本部門が牽引する形で足元では鉱工業生産の伸びが上方トレンドを歩んでいる。外国資本部門での効率化の動きは、これまで非効率の温床とされてきた国営部門に改革効果として波及する等、成長のモメンタムが挫けたと考えるのは早計と考えられる。

図4 ベトナム 実質 GDP の推移(前年比)

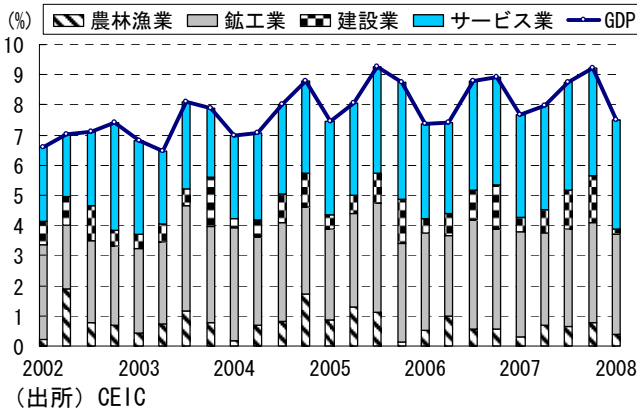


図5 ベトナム 海外直接投資流入額の推移

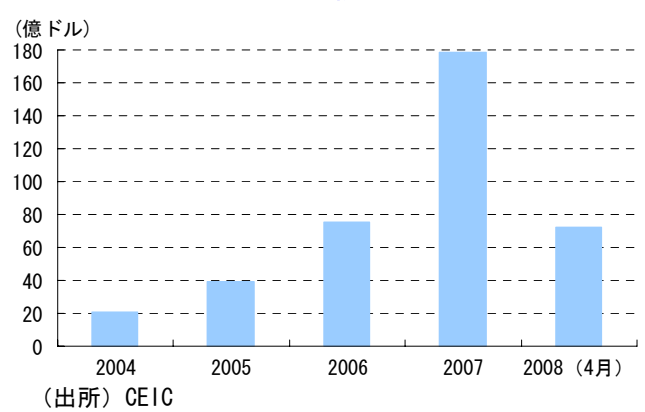
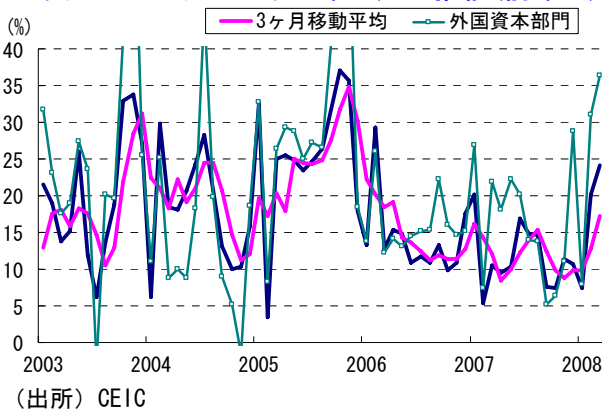


図6 ベトナム 鉱工業生産の推移(前年比)



- ベトナムの国際収支は、ここ数年の高成長に加えて、海外からの投資資金の流入による過剰流動性によって内需が押し上げられ、旺盛な内需が続いていることで貿易収支は大幅な赤字傾向が続いている（図7）。その結果、経常収支は赤字基調が続いているものの、ここ数年は海外からの直接投資に加えて、証券投資も流入したことによる大幅な資本収支黒字によりファイナンスされる状況が続いてきた（図8）。データの制約上、直近の数字について知ることは出来ないものの、直接投資及び証券投資の流入額の大きさや、外貨準備高が順調に積み上がっていること等から（図9）、2007年においても同様の傾向が続いているものと考えられる。
- 昨春の米国サブプライムローン問題の発覚、さらに、今年1月に発生した世界同時株安は、同国投資環境を大きく変化させた。これまで大幅な証券投資を行ってきた外国人投資家のリスク許容度が低下したことで、先進国の金融緩和策により市場に溢れた流動性が新興国に向かうという流れが大きく逆流した。5月16日現在、年初来の外国人投資家による売買額は2.98億ドルの買い越しとなっているものの、昨年同時期に比べると5割以上も低いレベルにある。外国人投資家の不調に併せる形で国内投資家の売買も低調であり、年初から代表的株価指数であるVN指数は低下を続け、年初から50%程度下落している（図10）。
- 同国通貨ドンについても、他の新興国通貨と同様に、昨年まではベトナム経済に対する国際的な信認の高まりを受け、投資資金が流入するのとともに対米ドル為替レートに増価圧力が掛かった。しかし、為替の増価は輸出競争力の減退をもたらすとして、金融当局は大規模な為替介入を実施し、為替レートの実質ドルペッグ制を堅持してきた。しかし、世界的な投資資金の動きが滞るようになると、大規模な経常赤字とインフレ圧力というファンダメンタルズの悪化を根拠に、足元の為替レートは減価基調を強めている（図11）。さらに、為替レートの減価は折からの世界的な原油及び食糧品価格の騰勢

と相俟って輸入物価の押し上げに繋がり、インフレ圧力を高めることとなっている。

図7 ベトナム 輸出入の推移(前年比)

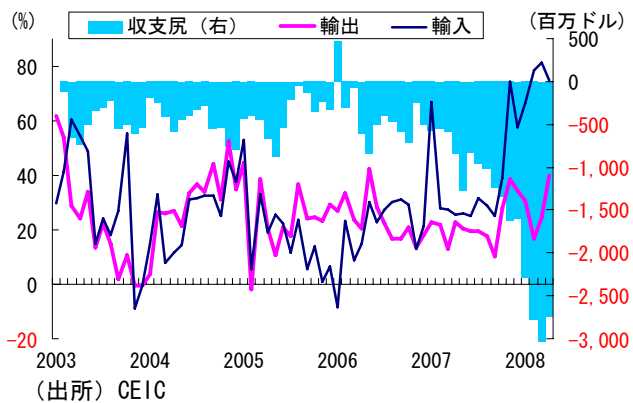


図8 ベトナム 国際収支の推移

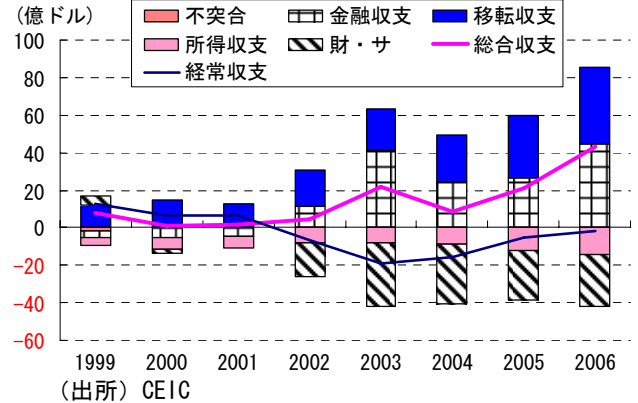


図9 ベトナム 外貨準備の推移

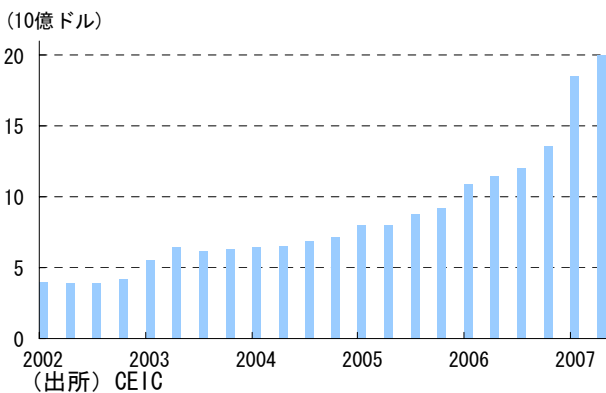


図10 ベトナム 株式相場の推移

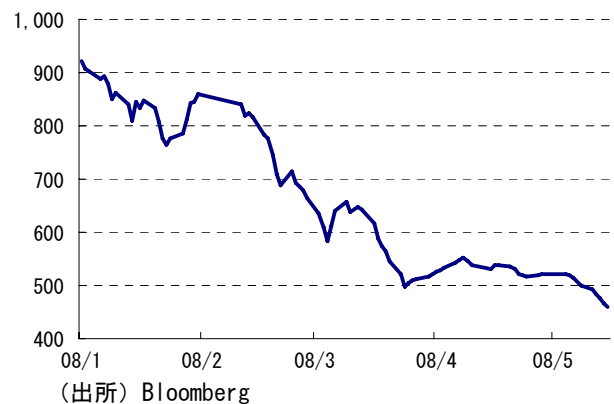
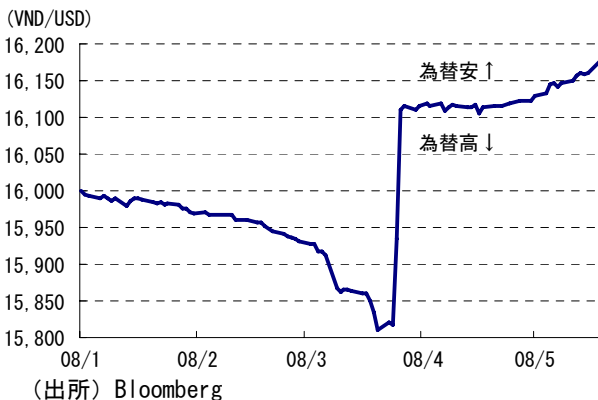


図11 ベトナム 為替相場の推移



《ベトナム経済の先行きは景気下押し懸念あるものの、直接投資による成長のモメンタムは崩れない見通し》

- ベトナム経済の先行きは、政府内でも 2008 年の実質 GDP 成長率の政府見通し (8.5~9.0%) が高いとして見直しを求める機運が高まっている。実際に、足元の世界的な原油及び食料品価格の上昇によるコストプッシュ型インフレ圧力は、依然として貧困層が人口の 3 割弱を占めるとされる中、必需品を中心とした価格上昇をもたらすために、購買力を大きく下押しすることとなる。その結果、実質 GDP の 7 割を占める個人消費への影響は少なくないものと見込まれる。
- 一方、現下の状況においても海外からの直接投資の勢いは、依然として力強く推移している。東南アジアの中心に位置する地理的關係に加えて、8 千万人という人口の多さ、さらにインフラ開発が進むメコン川流域を念頭に入れば、ここ数年「チャイナリスク」を意識させられる機会が多かったことか

ら、ベトナムへの直接投資の流れは当面力強く推移することが期待される。その結果、消費の下押しも、投資が下支えする形で成長のモメンタムは持続するものと見込まれる。

- 足元で強まるインフレ圧力に対しては、政府が主要輸出品であるコメの輸出の抑制策を採っているほか、原油及び石炭についても輸出関税を課す等、ナショナリズム的な施策を進めている。アジア全体を見据えた中では必ずしも薦められるものではないものの、今年の疫病により稲作が被害を受けた現状や、新興国における資源需要の状況を見れば致し方ないと言えよう。鉱物資源については、新興国の台頭による需給逼迫懸念に加え、米国サブプライムローン問題に端を発する先進国の金融当局の金融緩和策の行方に大きく左右される状況が続くと見込まれる。一方で、食料については、収穫期の夏までは少なくとも騰勢が続くと見込まれるものの、今年は世界全体での生産高が史上最高となる見通しであることから、大きな天変地異が起こらなければ、現在の騰勢は一服するものと見られる。
- 米国の格付会社の S&P 社は 5 日、インフレ対策と景気過熱に向けた対策を講じない場合、格付の引き下げの可能性を示唆する旨を公表している。今回の一連の対応によりインフレ対策の面では、国内要因による過剰流動性の吸収が期待されることから、一定の効果が期待されよう。しかし、海外からの直接投資については、依然として力強さが残るものと見られ、海外要因による過剰流動性が残ることが懸念される。金融当局は、海外からの資金の動きに対してきめの細かい監視体制を築いていく必要が出てくるものと思われる。また、現在の指標情報の即時性の無さ、公表項目の粗さは、同国経済に対する不信感を増幅させるものであり、中長期的に持続可能な成長を目指す観点から投資資金の流入を呼び掛けるのであれば、適切な情報開示に向けた対応を行っていく必要がある。そのために、IMF をはじめとする国際機関や日本をはじめとするドナーが支援可能な部分は多々あるものと思われる。

以 上