

ベトナム経済事情：経済変調が強まる中での金利引き上げ実施

～インフレ抑制に向けた金利引き上げも実質金利は依然マイナスが持続、効果は限定的の見通し～

発表日：2008年6月11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）

- ベトナム国家銀行（中央銀行）は10日、足元のインフレ圧力に対応するため、政策金利である公定歩合（レポ金利）、リバースレポ金利、基準金利をそれぞれ13%、15%、14%に引き上げる決定を行った。
- 足元のインフレは、国際的な商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレに加えて、直接投資や海外労働者送金の流入による過剰流動性が内需を押し上げていることによる需要インフレ要因で増幅しており、5月のインフレ率は前年比+25.2%となっている。この結果、利上げによっても実質金利は依然マイナスとなっており、利上げによるインフレ抑制効果は限定的になると見込まれる。
- インフレの亢進により、先行きのベトナム経済は内需の押し下げによる景気下押し圧力が強まるものとみられる。その一方、中国の投資環境の変化により「ネクストチャイナ」筆頭格の同国向けの直接投資は依然として旺盛であり、景気の下支えになるものとみられる。
- 今回の対応の契機として、先物市場での通貨ドンの切り下げ観測があり、市場には一部に同国が通貨危機の引き金を引くのではないかと懸念があった。しかし、同国は過去10年の間で潤沢な外貨準備を積み上げているほか、資本移動規制により急激な資本流出を免れる体制を整えており、短期的ショックへの耐性は備わっている。それ故に、同国政府は早急に実効性のあるインフレ抑制策を出すことが求められよう。

《市場主導によるさらなる金融引き締め要請に、金融当局は対応を迫られる》

- 10日、ベトナム国家銀行は、足元で加速が進むインフレ圧力に対応する観点から、政策金利である公定歩合（レポ金利）、市中銀行への貸出金利であるリバースレポ金利、市中銀行の預金金利の基準となる基準金利を200bp引き上げ、それぞれ13%、15%、14%とする旨を公表した（図1）。金利の引き上げは、2005年12月から今年1月末までの約2年間はまったく実施されなかったものの、今年に入ってから今回で3度目となる。
- 足元のベトナム経済は、世界的な原油及び食料品価格高騰や、投資資金や海外からの労働者送金の流入により発生した過剰流動性による内需の押し上げの影響を受ける形でインフレ圧力が亢進しており、5月の消費者物価は対前年同月比+25.2%と1992年以来の高水準を記録している（図2）。一方、市中金利は基準金利の150%を上限に金利設定されるため、今回の金利引き上げにより市中銀行の預金金利は上限の21%近傍に張り付くものと見込まれる。その結果、当面は実質金利がマイナスの状況が続くこととなり、金利引き上げによるインフレ抑制効果は限定的となるものと見込まれる。
- インフレ圧力の亢進と貿易収支の急激な悪化にも拘らず、同国政府の対応が遅いことに対して、市場では格付機関によるソブリン債の格付見通しの引き下げが相次いだほか、通貨ドンの大幅切り下げを予測するレポートが民間金融機関から公表される等、疑心暗鬼が強まっていた。そうした中、今回の利上げは今月初めには通貨ドンのオフショア先物市場において、1年物のノン・デリバラブル・フォワード（NDF）が大幅に減価する等（図3）、市場主導で対応を迫る形となった。

図1 政策金利の推移

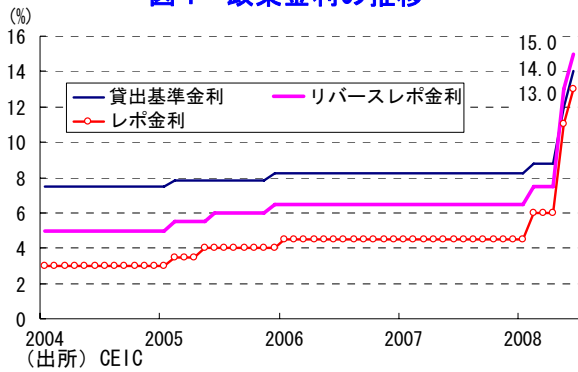


図2 消費者物価の推移(前年比)

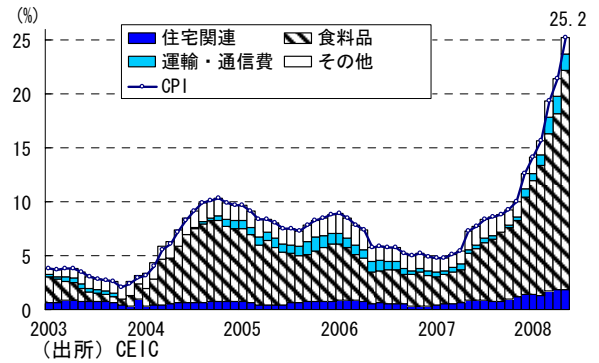
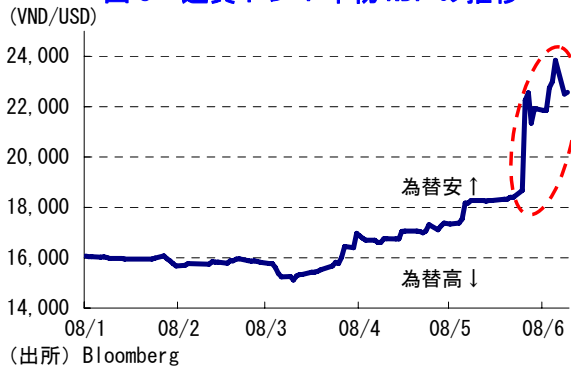


図3 通貨ドン1年物NDFの推移



《インフレ亢進による景気下押し懸念あるも、直接投資流入の旺盛さが景気を下支えする見通し》

- ベトナム経済は、インフレ圧力が強まる中で内需が押し下げられることによる景気下押し懸念が強まっている。なお、供給サイドにおける1-3月期の実質GDPは対前年同期比+7.4%と前期(同+9.2%)から大幅に減速している(図4)。減速の要因として旧正月という特殊事情が考えられるものの、同国では、共産主義国家の特色として年後半に成長率を維持する観点から公的部門を中心とする生産拡大がなされる傾向が強いことから、今回の数値で景気減速を判断するのは早計と考えられる。
- ただし、国内では既に今年に入って2度の金利引き上げによる金利高により、これまで外国資本部門が牽引する形で好調な推移を見せてきた鉱工業生産の伸びが鈍化基調を見せる等(図5)、景気変動の兆しが見え始めているのは事実であろう。しかし、先行きについては、非効率の温床となってきた国営企業部門において、民営化を控える中で改革が進捗する過程での効率化が期待されるほか、依然として力強い直接投資の流入による生産改善も期待される。
- 5月までの海外からの直接投資流入額は147億ドルに達しており、昨年1年間(179億ドル)の約82%に至る等、依然として旺盛な直接投資の流入が続いている(図6)。今年流入した直接投資の約半分は不動産部門向けの投資であり、不動産等の資産価格バブルを発生させる懸念はある。しかし、中国が通貨元高や労働コストの増大等で投資環境が変化する中、「ネクストチャイナ」の筆頭格としての同国向け直接投資の魅力が大きく減速するとは見込みにくく、景気の下支え効果も期待される。

図4 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

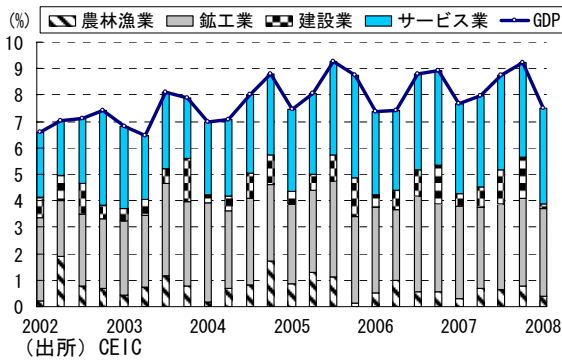


図5 鉱工業生産の推移(前年比)

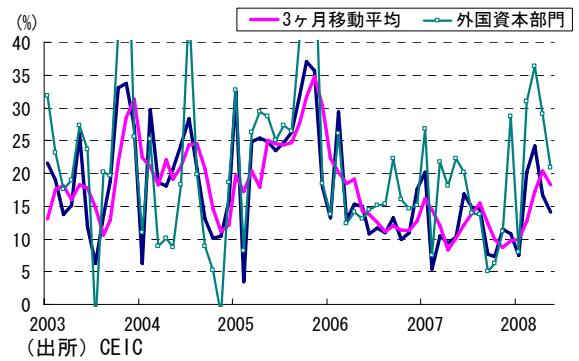
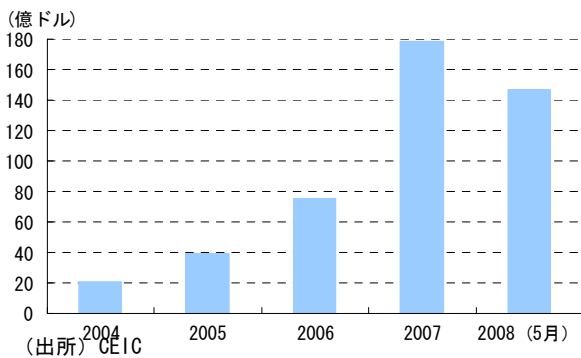


図6 直接投資流入額の推移



- 国際収支面では、ここ数年の高成長が持続していることに加えて、海外からの投資資金や越僑による労働者送金の流入により発生した過剰流動性は内需を大きく押し上げ、輸入の上ぶれをもたらしている。さらに、同国は産油国でありながら、国内に精製施設を有さないため、生産した原油を全量一度輸出し、燃料の形で再輸入する形を取っている。折からの国際的な資源価格上昇に加えて、今年に入って以降、アジアを中心としたコメ価格の上昇の影響もあり、貿易赤字が大幅に拡大する状況が続いている(図7)。
- 経常収支はここ数年赤字基調が続いたものの、6日に会見を行ったズン首相は、1-5月期の経常収支が10億ドルの黒字となったと指摘をしており、同期の貿易収支が144億ドルの赤字であることを鑑みると、海外労働者送金の流入が旺盛であることが示されたと言える。また、同期の直接投資の流入額を勘案すると、資本収支も堅調に推移していると見込まれ、2007年末時点で239億ドルに達している外貨準備は(図8)、依然として積み上がっているものと見込まれる。
- 昨年春の米国サブプライムローン問題の発覚、そして、今年1月末の世界同時株安は、世界の証券投資環境を劇的に変化させた。それまで、成長市場のひとつとして海外投資家の多くが新興国向けの投資を行ってきたものの、そのリスク許容度が低下し、さらに、インフレ圧力と経常収支赤字を抱える同国には、それまで流入してきた資金が逆流することとなった。6月10日時点において、年初からの外国人投資家による証券投資売買は依然として3.32億ドルの買い越しとなっているものの、昨年と同時期と比較すると大幅に縮小した。そのため、国内投資家も外国人投資家の不調に歩調を合わせる形で売りが先行し、代表的な株価指数であるVN指数は、年初から6割近く下げている(図9)。
- 同国通貨ドンについては、他の新興国通貨と同様、昨年までは同国経済への国際的な信認の高まりを受けける形での投資流入により、対米ドル為替レートは増価圧力が掛かっていた。しかしながら、為替増価による輸出競争力の減退を嫌った同国政府は、金融当局を通じて大規模な為替介入を実施し、実質的なドルペッグ制を維持した。介入に際して市場に供給された通貨ドンは過剰流動性として、足元

のインフレ圧力の遠因のひとつになったと考えられる。しかし、足元ではインフレ圧力と経常収支赤字というマクロ経済のファンダメンタルズの悪さを根拠に為替レートは減価基調を強めている（図10）。さらに、為替レートの減価は輸入物価の押し上げ要因となり、折からの世界的な原油及び食料品価格の騰勢の影響を増幅する形でインフレ圧力を高めている。

図7 輸出入の推移(前年比)

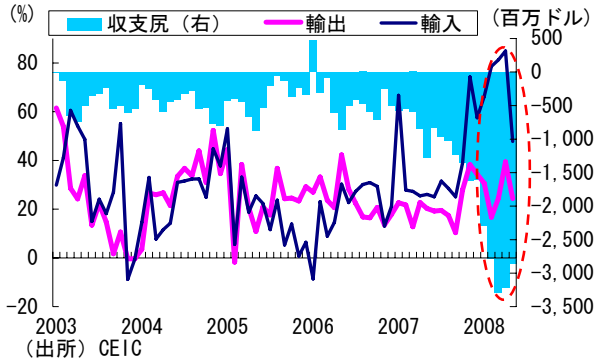


図8 外貨準備高の推移

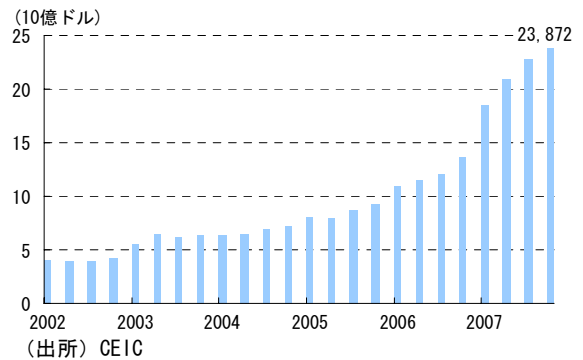


図9 株式相場の推移

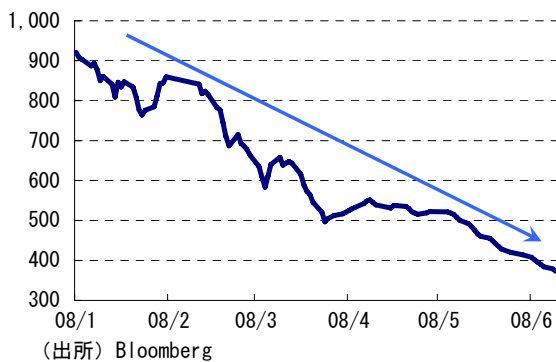


図10 為替相場の推移



《ベトナム経済の先行きは景気下押し懸念が強まっているが、短期的ショックへの耐性は備わっている》

- ベトナム経済の先行きを展望すると、インフレの亢進による内需下押しの影響から、これまでのような8%超という高い成長からの一服は避けられない。特に、足元で進行する世界的な原油及び食料品価格の騰勢を背景とするコストプッシュ型インフレは必需品価格の押し上げに繋がることから、全人口の3割を貧困層が占める同国にとっては全体的な購買力を押し下げることになる。ベトナム政府も2008年の実質GDP成長率見通しを従来の9%から7%に引き下げる等の動きを見せており、7%近傍の成長率に落ち着く可能性は高いものと見込まれる。
- 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、食料品価格の上昇を招くに至っている。しかし、農業省の発表によると、今年のコメの作柄は良好であるとの見通しが出されており、足元で亢進が続く食料品を中心としたインフレ圧力は、春物の収穫期を迎える夏頃には一旦収束を迎えるものと見込まれる。ただし、国際的な原油市況については、足元でも依然として騰勢が已む気配がなく、また、その要因となっている先進国の金融政策も、更なる緩和には至らないものの、引き締め姿勢に転じるには時間を要するものと見られる中、当面は石油製品によるインフレ圧力は残存するものと見られる。
- これまで同国の高成長を下支えして来た海外直接投資の勢いは、中国における通貨元の対米ドルレートの増価基調や労働コストの上昇圧力等の投資環境の変化により、「ネクストチャイナ」筆頭格である同国への魅力は依然として高く、足元も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

要因に加えて、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（ADB）主導によるメコン川流域開発に沿ったインフラ開発が進んでいることを考えれば、先行きにおいても直接投資が力強く推移するものと期待される。また、産油国である同国で石油精製プラントの開発が進められる等の話もあり、マクロ経済のファンダメンタルズの改善に資する投資も行われる見通しがある。

- これらを勘案して、同国の先行きについてはインフレによる内需下押しの懸念は高まっているものの、依然として力強い直接投資の流入が景気を下支えするものと見込まれる。また、先物市場主導で進行している先行きの通貨ドンの減価については、一部に 1998 年のアジア通貨危機のような状況を想起する動きがあるものの、同国の外貨準備高は昨年 12 月末時点で 239 億ドルと、当時と比較して 10 倍以上に積み上がっており、短期的ショックに十分耐え得るだけの余力が備わっている。さらに、同国は証券投資の移動規制が厳しいことから、短期的な大量流出が起こりにくい素地も備えられており、そうした観測は短期的に当てはまらないものと見込まれる。それゆえに、政府には素早く実効性のある対応が求められると言えよう。

以 上