

ベトナム通貨危機説の背景について

— 経済指標は改善方向、ただしインフレ懸念は残る —

ベトナム経済を巡る状況が大きく動いている。2007年までは魅力ある投資先との評価が多かったが、貿易収支などの経済指標が急速に悪化。2008年5月には、ベトナム通貨危機説まで登場した。ベトナム経済にいったい何が起きたのか、また今後どうなるのか。

2007年までのベトナムは、おおむね高い経済成長を維持し、また直接投資や株式投資の対象国として大きな注目を集めてきた。しかし、ここ1年ぐらいを振り返ると、長期にわたる株価下落や、貿易赤字急増など、各種経済指標はベトナム経済の変調を示すようになった。そして、ついにベトナム通貨危機説が広まるに至った。

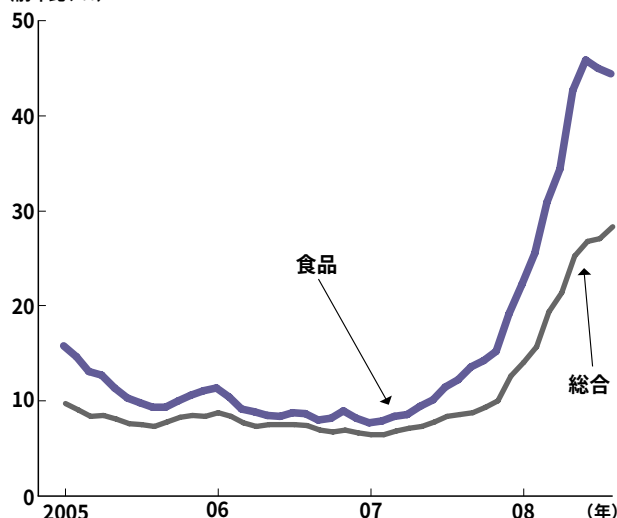
ここでは、こうした事態に陥ることになった経緯を振り返ってみるとともに、ベトナム経済が抱える今後の課題について考えてみたい。

通貨危機説登場までの経緯

ベトナム経済は、2007年からやや過熱気味であった。背景には、株式投資や直接投資の形で、海外から大量の資金が流入し、カネ余りが生じたことがあったとみられる。2007年を振り返ると、消費者物価指数(CPI)上昇率は、1月の前年同月比+6.5%から12月の+12.6%まで、毎月加速し続けた(図表1)。また、2007年においては、貿易赤字も趨勢的に増え続け(図表2)、通年で

●図表1 消費者物価指数(CPI)

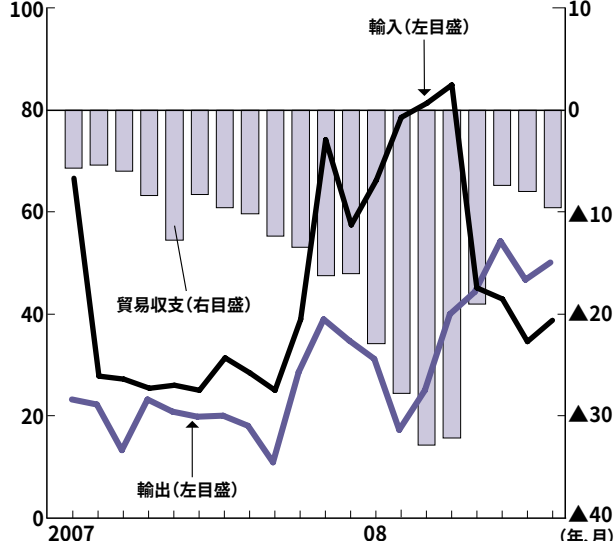
(前年比、%)



(資料) ベトナム統計総局

●図表2 貿易

(前年比、%)



(資料) ベトナム統計総局

は124億ドルと、2006年の48億ドルの倍以上となった。
 このような状況にもかかわらず、政府・議会の危機意識は総じて薄く、2007年11月には、2008年の経済成長率目標を前年比+8.5~9.0%とすることを決定した(2007年実績は同+8.5%)。

カネ余りが根底にあったことに加え、原燃料・穀物などの国際的な価格上昇と、感染症拡大による豚の供給減や2008年初の寒波による農作物の不作への懸念が、物価上昇に追い討ちをかけた。また、建設ラッシュが続くなか、鉄製品などの輸入価格高騰は、貿易赤字の急増をもたらした。

そして、2008年3月までの主要統計が出揃うと、ベトナム経済に対する悲観的な見方が強まった。とりわけ、2008年1~3月期の貿易赤字が、名目GDP比52.6%に相当する83億5千万ドルに達したインパクトが大きかったとみられる。ベトナムの通貨・ドンに対する売り圧力が強まり、ドンはドルに対し下落し始めた。ベトナム政府も事態が深刻であることを認識、景気過熱対策に本腰を入れ始めた。

続く2008年4・5月も、物価上昇と輸入の増加に歯止めはかからなかった。インフレ急加速に伴う生活苦などから、ストライキが多発するようになり、直接投資の対象としての魅力が損なわれる懸念も強まった。そして2008年5月末頃に、急速にベトナム通貨危機説が広まり、ドンに対する下落圧力はますます強くなった。

ベトナム通貨危機説の妥当性

今後通貨危機に至るか否かは、ベトナム政府の政策対応がポイントとなるが、今のところ通貨危機は、回避できる可能性が高いと考えられる。以下、理由を3点指摘したい。

第一に、2007年まで一貫して、ベトナムにおける経常収支(おおむね貿易収支+サービス貿易収支に相当)の赤字は、直接投資・中長期融資という、簡単には流出しない中長期資金でファイナンスされてきた(図表3)。2008年1~3月期については、貿易赤字の急拡大により、経常赤字が中長期資金の流入額を超えていた可能性がある。したがって、政府が経済の高成長に固執し続けていれば、いずれ通貨危機に陥る可能性が高まったかもしれない。しかし、後述するように、政府は、財政・金融政策を緊縮路線に既に転換している。

第二に、ベトナムの為替政策は、特定為替レートの維持に固執するものではない。ドンは、前日の取引値を参考に政府が定めた対ドル基準レートから、一定範囲での変動のみが許容される。これは、あくまで為替レートの急変を防ぐための政策であり、基準レートは通常、市場実勢に合わせる形で毎日変更される。実際、ドンの対ドル為替レートは、2008年3月以降おおむね低下傾向にある。1997年のアジア通貨危機当時、タイの中央銀行が、市場介入により自国通貨の対ドル為替レートの維持を試みたものの、外貨準備を枯渇させ、結局失敗したのと対症的である。

第三に、ベトナムではアジア通貨危機当時のタイやマレーシアほど、資本移動(海外との投資資金のやり取り)が自由化されていない。このため、大規模な資金流出は起こりにくい。

●図表3 国際収支

(単位: 億ドル)

	2000	01	02	03	04	05	06	07
経常収支 (GDP比%)	6.4 (2.1)	6.7 (2.1)	▲6.7 (▲1.9)	▲19.4 (▲4.9)	▲15.7 (▲3.4)	▲5.0 (▲0.9)	▲1.6 (▲0.3)	▲69.9 (▲9.8)
財貨の貿易収支	3.8	6.3	▲10.5	▲25.8	▲22.9	▲24.4	▲27.8	▲103.6
サービスの貿易収支	▲6.2	▲5.7	▲7.5	▲7.8	▲8.7	▲2.2	▲0.1	▲8.9
所得収支(投資収益)	▲6.0	▲6.4	▲7.9	▲8.1	▲8.9	▲12.2	▲14.3	▲21.7
移転収支	14.8	12.5	19.2	22.4	24.9	33.8	40.5	64.3
資本収支	▲5.3	▲4.8	11.4	40.9	24.5	26.3	44.9	175.4
直接投資	5.0	4.3	16.1	13.0	13.4	14.3	17.6	65.5
中長期融資	7.3	6.2	5.2	9.7	14.0	13.6	11.4	20.5
短期融資	▲17.6	▲15.3	▲10.0	18.1	▲2.9	▲10.3	2.8	0.8
ポートフォリオ投資	—	—	—	—	—	8.7	13.1	62.4
現預金	—	—	—	—	—	—	—	26.2
誤差脱漏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲3.5
外貨準備の増減(▲は増加)	▲1.2	▲1.9	▲4.6	▲21.5	▲8.8	▲21.3	▲43.2	▲102.0

(注) 2006年まではIMF、2007年はベトナム国家銀行を出所とする世界銀行のデータによる。厳密な連続性については不明だが、大きな趨勢をつかむことは可能と思われる。
 (資料) IMF、世界銀行、CEIC Data

ベトナム政府の対応

それでは、実際にベトナム政府が、どのようなインフレ・貿易赤字の抑制策をとったか、以下で主なものをみたい。

まず、金融の引き締めである。2008年2月、5月、6月と計3回の利上げが実施され、この結果、商業銀行の貸出金利の基準となるプライムレートは、2008年初の8.25%から、14.0%まで引き上げられた。預金準備率の引き上げや、外貨建て借入れ規制の強化なども実施された。

次に、歳出の抑制である。2008年4月に、政府は、2008年度の経費を10%削減することを決定した。また、国有企業などの、不要不急あるいは非効率な投資プロジェクトについては、延期、縮小、中止、ないしペースダウンする方針も打ち出された。2008年7月時点で、合計45兆ドン(2007年名目GDP比約4%)の支出削減が決まったと報じられた。

そして、輸入抑制策である。金輸入の一時凍結や、金、乗用車、化粧品、携帯電話の関税引き上げなどが実施された。また、2008年7月、交通渋滞と貿易赤字への対応として、首相は、自動車の車両取得費用に対してかかる登録料を、これまでの5%から10~15%に引き上げる政令に署名した。

さらには、価格凍結である。2008年3月、政府は2008年6月まで石油製品価格を凍結することを決めた。後日、価格凍結品目として、電力、石炭、上水道、バス運賃、鉄道運賃、航空運賃、セメント、鉄鋼、学費も指定した。ただし、価格維持のための補助金負担が財政を圧迫することなどから、価格凍結はあくまでごく短期的な措置と思われる。

ベトナム経済の当面の展望

以上のような政策対応の効果もあって、2008年8月時点で判断する限り、ベトナム経済はおおむね正常化に向かいつつある。外国為替市場でのドン売り圧力は緩

和され、2008年7月8日の1ドル=16,850ドンを底に、ドンの対ドル為替レートはわずかに上昇に転じた。株価の長期下落もようやく終わり、貿易赤字は減少した。直接投資の流入も、これまでのところ順調である。

ただし、CPI上昇率は、2008年8月時点で前年同月比+28.2%と依然高水準である。インフレの先行きからは、まだ不透明感が払拭できておらず、したがって緊縮的な財政・金融政策は当面維持されるべきである。政府は既に、2008年における経済成長率の目標を、当初の前年比+8.5~9.0%から+7.0%に下方修正しているが、目標にこだわる必要はなく、まずはインフレ抑制を優先すべきであろう。

中期的課題—資本移動自由化と情報開示

一方、中期的な課題としては、ベトナム政府は、資本移動自由化の進め方と情報開示について、今後のあり方を検討していく必要がある。

外国人による国内株式投資を解禁するなど、ベトナムは、既に海外からの短期資金を受け入れ始めている。一方、国際収支統計や外貨準備高などの金融統計の開示状況において、ベトナムは立ち遅れている。これらの統計が適切な頻度で開示されないと、2008年3月末以降に外国為替市場でみられたように、「中長期資金の流入が減っているのではないか」、「外貨準備が減っているのではないか」といった疑心暗鬼を、再び投資家から招く恐れがある。

将来、一層増加した短期資金が、こうした憶測や噂に基づいて動き始めると、今度は本物の通貨危機を招きかねない。今後、資本移動の自由化をさらに進めたいのであれば、ベトナム政府は、情報開示体勢を一層整備しなければなるまい。□

みずほ総合研究所 アジア調査部 香港駐在
主任研究員 稲垣博史
hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com