

# みずほアジア・オセアニアインサイト

2008年8月7日発行

## ベトナム経済は安定に向かっているか

～今後のCPIが最大の焦点～

本誌に関する問合せ先  
みずほ総合研究所(株) 調査本部  
アジア調査部 香港駐在 稲垣博史  
Tel 852-2103-3590  
E-mail [hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com](mailto:hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com)

- \* 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は、予告なしに変更されることもあります。

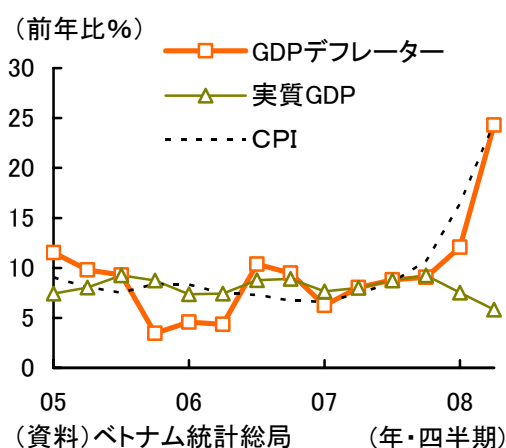
## 1. はじめに

ベトナム経済を巡る情勢が大きく動いている。

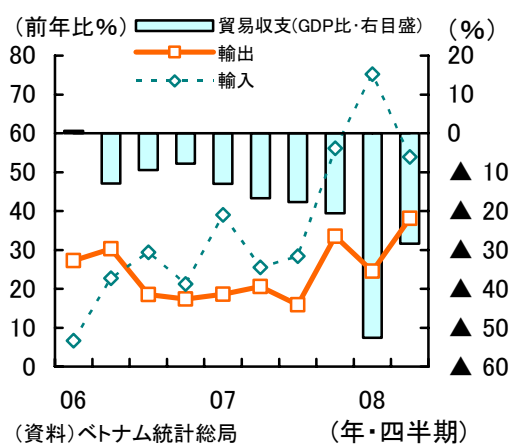
従来ベトナム経済は、「労賃の安さ、勤勉な労働力、政治・社会の安定、WTO加盟で経済自由化進展、中国の次の直接投資先としての魅力が高い」といった類の論調で語られることが多かった。しかし実態としては、06年頃から地域により労働力需給が徐々に悪化しストライキが多発、電力不足問題も顕現した。このため日本貿易振興機構（JETRO）などによる現地からの発信情報は、比較的早くから、ベトナム投資のリスクにも重点を置き始めていた。

そして、07年を通じて消費者物価指数（CPI）上昇率が加速するなかで、政府がいつもの高成長を目指す姿勢を示したことから、マクロ経済の安定性を疑問視する声が出始めた。物価上昇に伴う利上げ警戒感などから、07年10月以降、株価は長い下落局面に入る。そして賃金の大幅上昇により、ベトナムに進出した企業の経営は難しい局面を迎え、ベトナムへの新規進出についてしばらく様子見に入る向きも出始めた。

図表 1 GDPと物価（四半期）



図表 2 通関貿易（四半期）



08年3月25日<sup>1</sup>に、08年1～3月期のCPI急上昇（図表1）と貿易赤字急増（図表2）が明らかとなると、外国為替市場も大きな転換点を迎え、以後ドン売りが支配的となる。08年4・5月もCPI上昇率の加速と高水準の貿易赤字が続いた。こうした経済指標の悪化を受け、みずほ総合研究所では08年6月3日にレポート<sup>2</sup>を公表、ベトナム経済の現状に警鐘を鳴らしつつも、政府が対応を誤らなければ過度に悲観する必要はないと論じた。その頃から、ベトナムが通貨危機に陥るかどうか大きな論点としてクローズアップされることとなったため、当研究所では別のレポート<sup>3</sup>を発表、その可能性は必ずしも高くはないと

<sup>1</sup> ベトナムの経済指標は、当月25日頃に発表される。

<sup>2</sup> 「ベトナム経済の変調について～景気減速は一時的か」（みずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニアインサイト』08年6月3日）

<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/asia-insight/asia-insight080603.pdf>

<sup>3</sup> 「ベトナムは通貨危機を回避できるか」（みずほ銀行・みずほコーポレート銀行・みずほ総合研究所『金

指摘した。さらにアジア通貨危機の再燃まで懸念する論調が出てきたが、当面の議論としては飛躍し過ぎであり、そのような事態に陥る可能性は低いことを別のレポート<sup>4</sup>で示した。

08年8月初旬現在、ベトナム経済の先行きに関する議論は、ビジネス誌等で依然続いている。ここでは、最近発表された指標や情報を織り交ぜつつ、ベトナム経済の現状について取りまとめた。

## 2. 経済安定化のための主な政策

ベトナム政府は、加熱した景気を冷ますため、08年3月に7項目の対策を発表した（図表3）。これらのうち、代表的なものについて、以下で細かくみてゆきたい。

図表 3 7項目のインフレ対策

<p>第1に、政府はさらなる金融引き締めを実施する。2004年以来のマネーサプライと融資残高の持続的な増加が、高インフレの主要な原因である。</p> <p>政府は今年初め、通貨供給と融資を厳密に統制し始めた。しかし緊縮的な金融政策といっても、それは経済活動に必要な流動性、及び銀行・その他の金融機関の業務遂行を確保するものであるべきだ。また政府は、国内生産と輸出を行うための条件も整備すべきである。</p>
<p>第2に、政府は国家財政から支払われる経費と公共投資を縮小する。財政赤字を削減し、かつ経済発展に貢献するため、国営企業の投資を厳格にコントロールする。閣僚と省人民委員会委員長は、国営企業の投資項目を厳しく監視し、非効率な建設工事を終わらせることが要求される。</p>
<p>第3に、悪天候（注1）と感染症の流行（注2）によって引き起こされた結末を克服し、食料の生産性を高めるため、政府は農業と工業の発展を最優先課題とする。生産手段の発展は、国内使用と輸出に利用できる供給を拡大し、インフレを抑制し、副作用を伴うことなく貿易赤字を縮小するためのカギとなる。</p>
<p>第4に、輸出を促進して貿易赤字を縮小するため、財の需要と供給は確実に満たされなければならない。とくに生産と生活に必要な財の需給について、政府が何らかの手段により需給をバランスさせることは、突然の価格変化と投機を防ぐために必要であった。</p> <p>国内生産を安定させるために、政府は今年6月までは燃料とガソリン価格を引き上げず、また農民に対するいくつかのコスト負担を引き下げる。</p> <p>食糧安全保障を確保するため、政府は今年のコメの総輸出量を400万トンとすることを決定した。</p> <p>輸出に悪影響を与えずにインフレを抑制するべく、適切な変動幅（注3）のもと、政府は柔軟な為替レートを採用した。さらに政府は、貿易赤字を縮小するため、輸出の増加と輸入の削減を求めた（注4）。</p>
<p>第5に、政府は生産と消費の節約を奨励した。具体的には、政府・国家機関は、行政経費を10%削減することを求められた。企業は、価格引下げのため支出を再点検することが求められた。国民は、日々の生活のなかで燃料・エネルギー消費を抑えることが奨励された。</p>
<p>第6に、商品投機、とくにガソリン、セメント、鋼鉄、薬品、食品といった必需品の投機を防ぐため、政府は市場運営にいっそう目を光らせるべきである。国境を越える密輸については、政府は直ちに止めさせるべきである。</p>
<p>第7に、国民、とくに貧しい国民が物価上昇を乗り切っていくため、政府は社会福祉政策を実施し、また給料・手当を増やす方針である。</p>

（注） 1. 08年初の寒波を指す。 2. 豚青耳病の流行を指す。 3. ベトナムでは、1日における為替レートの変動幅が制限されている。 4. 誰に対して求めたかは明記なし。

上表はみずほ総合研究所による意識を一部含んだ仮訳。正確を期する場合、原典を参照されたい。

（資料） ”Seven-point plan to ease inflation” (Vietnam News 08年3月31日)

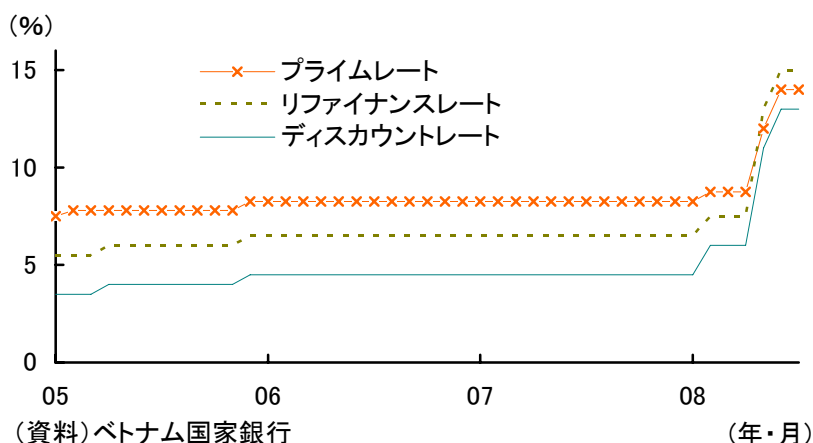
融市場ウィークリー』08年6月20日）、本レポートは一般公開していない。

<sup>4</sup> 東洋経済新報社『週刊東洋経済』8/9号（08年8月4日発売）参照。一般公開していない上記「ベトナムは通貨危機を回避できるか」の内容もほぼ含まれている。

## (1) 金融引き締め

ベトナム国家銀行（中央銀行）は、08年に3回の利上げを実施した（図表4）。最後の利上げは08年6月11日で、3種類の政策金利はいずれも2.0ポイント引き上げられた。民間銀行の貸出金利の基準となるプライムレート（ベースレート）は14.0%に、リファイナンスレート（民間銀行向けの貸出金利）は15.0%に、ディスカウントレート（短期有価証券を買い戻す際の割引率）は13.0%となった。

図表4 政策金利



またベトナム国家銀行は、08年2月に預金準備率を1ポイント引き上げ11%とした<sup>5</sup>。3月には、20兆3,000億ドン分の短期国債（中央銀行債）を商業銀行に強制購入させ、資金を市場から吸収した<sup>6</sup>。

こうした措置の結果、ドン建ての融資残高が伸び悩んだとしても、外貨を借り入れてドン買いを行なう企業が増えれば、実質的な効果が減少してしまう。このため国家銀行は、08年4月10日、外貨建ての借入についても厳しい制限を加える決定（Decision 09/2008/QD-NHNN）を行ない（図表5）、5月16日に発効した。外貨建ての借入は、輸入決済、外貨建て借入の返済、海外直接投資の3つの目的に限り認められることとなり、旧規制（Decision 966/2003/QD-NHNN）では認められていた、外貨収入が見込まれる投資プロジェクトの実行などを目的とする借入はできなくなった。

こうした金融引き締めの結果、商業銀行の融資残高の伸び率は前月比で、08年3月+3.78%、4月+3.36%、5月+2.25%、6月1.22%と減速しており<sup>7</sup>、一定の効果を発揮したようだ。

<sup>5</sup> “Central bank raises compulsory reserve rate” (*Intelliasia* 08年1月22日)

<sup>6</sup> “Higher interest rate announced for compulsory bonds” (*Vietnam Net* 08年6月26日)

<sup>7</sup> “UPDATE 1-Vietnam H1 loans up 20 pct, June credit slows-c.bank” (*Reuters* 08年6月20日)

図表 5 外貨建て借入規制の概要

(A) 新規制下で認められる外貨借入の目的

- ① **財・サービスの輸入決済** (国内生産・国内事業活動は対象外)
- ② 輸出財の生産を目的とした投資向けの**外貨建て融資の返済**
- ③ 投資法・国家銀行指針の下での**海外直接投資**

(B) 新規制の旧規制との相違点

- 1. 海外直接投資のための外貨借入を奨励している
- 2. 以下を目的とする不必要な融資を制限している
  - ①輸出財の生産、ないし海外でのサービス供給を目的とする投資プロジェクト・計画の実行
  - ②ベトナム国内での外貨収入がある投資プロジェクト・計画の実行
  - ③ベトナム人の海外労働者のために必要であると首相が認定した投資プロジェクト・計画の実行
  - ④外貨収入のない事業主の生産・事業活動のための短期資金需要
  - ⑤融資返済を目的とする、有期の外貨購入契約のための短期資金需要
  - ⑥Decision 966 には明示されていないが、国家銀行総裁により認可されたその他の資金需要

(注) 上記はみずほ総合研究所による仮訳に基づいており、正確を期する場合は原典を参照するか、公認会計士などの専門家に相談されたい。

(資料) ドンナイ省共産党執行委員会ウェブサイト

[http://www.baodongnai.com.vn/default\\_en.aspx?tabid=594&ItemID=29269](http://www.baodongnai.com.vn/default_en.aspx?tabid=594&ItemID=29269)

さて、一定の効果が現れたとはいえ、CPI 上昇率が 25%を超えるなか、10%台半ばに止まる政策金利の水準が妥当かについては、議論の余地があろう。先進国のように、インフレ対策の主たる手段が利上げなのであれば、さらなる利上げが必要であったかもしれない。しかし、ベトナムのような旧社会主義国の場合、いくら利上げをしても、地方政府系の企業などがコスト無視・当初計画重視の姿勢で投資を止めないことがある。このため、利上げだけに頼ってインフレを押さえ込もうとすると、非効率な公的企業が生き残り、民間中小企業などが壊滅的な打撃を受けてしまう可能性がある。そのため、以下でみる歳出削減などの対策が同時に取られることになる。

## (2) 歳出削減

ズン首相は 08 年 4 月 17 日、中央政府・地方政府の 08 年度の経費を 10%削減することを決定した<sup>8</sup>。会議、出張旅費、建物改修などが削減の対象となる。また、不要不急あるいは非効率な投資プロジェクトは、延期・縮小・中止・ペースダウンなどの対象とする方針が打ち出された。

08 年 7 月初め時点の計画<sup>9</sup>では、08 年の行政経費は当初計画よりも 2 兆 5,580 億ドン削減

<sup>8</sup> "Vietnam gov't takes lead in fight against inflation" (Thanh Nien News 08 年 4 月 28 日)、「歳出 10%削減を実施、首相が決定に署名」(『NNA』08 年 4 月 21 日)など

<sup>9</sup> "Government strategies to tackle soaring inflation on right track: economic experts" (Vietnam News

され、また08年の投資プロジェクトは、当初計画から5兆6,250億ドン削減されるとのことであった。合計しても07年GDPの0.7%に過ぎない。しかし、その後の報道<sup>10</sup>によると、7月23日の時点では、合計45兆ドンの支出削減が行われることが決まった模様である。内訳は、15の国有企業グループ・国有企業が12.0%削減の29兆3,660億ドン、地方政府が9.1%削減の5兆6,620億ドン、中央政府（国債財源）が10兆ドンとなっている。

### (3) 輸入抑制

輸入抑制策は、貿易赤字を直接減らす効果を期待するものである。平時においては、関税引き上げなどの輸入抑制策はむしろインフレを促進する効果を持つが、貿易収支の悪化がドンに強い下落圧力をかけている場合は、ドンの安定化を通じて物価全体にも好影響が及ぶことが期待される。やはり平時においては、「何を、どれだけ、いくらで輸入するか」は市場で決まるべきだが、貿易赤字急増により通貨危機を招きかねない場合には、不要不急の消費財輸入などを制限することはある程度許容されよう。

ベトナムの輸入抑制策としては、08年6月に発表された金輸入の一時凍結<sup>11</sup>が、金の国際価格にも影響を与えたため最も注目された。他に、金、乗用車、化粧品、携帯電話の関税引き上げが行われたと報じられた<sup>12</sup>。また関税ではないが、ズン首相は08年7月29日、交通渋滞と貿易赤字への対応として、自動車の車両取得費用に対してかかる登録料を現在の5%から10~15%に引き上げる政令に署名した<sup>13</sup>。

### (4) 価格凍結

政府はインフレ対策として、08年3月25日に、6月まで石油製品価格を凍結することを企業に指示<sup>14</sup>した。そして3月27日には、価格凍結品目として石油製品、電力、石炭、上水道、バス、鉄道、航空、セメント、鉄鋼、学費の10品目を指定した<sup>15</sup>。

これらの価格凍結を伝えた報道は、各品目の生産者にどのような政府支援が与えられるかについては触れていない。ガソリンメーカーなどは赤字になっているとされている。財・サービスの提供者が営利（民間）企業であれば、コスト増に見合わない価格では生産・供給しないため、かえって経済に悪影響が及ぶ可能性がある。政府が多額の補助金を支払えば生産・供給は続けられるであろうが、財政悪化を考慮すれば、価格凍結はあくまで一時的な措置とみなせよう。

---

08年7月3日）、“Gov’t axes projects to cut costs”（*Vietnam News* 08年7月5日）など

<sup>10</sup> “Government enterprises find savings to help inflation battle”（*Thanh Nien News* 08年7月24日）、「インフレ対策で公費支出45兆ドン削減」（『NNA』08年7月25日）、*Thái Nguyên Online*（08年7月24日）など。

<sup>11</sup> “Vietnam suspends gold imports”（*Financial Times* 08年6月23日）

<sup>12</sup> 詳しくは、「ベトナム 貿易赤字削減を本格化」（『日本経済新聞』08年7月7日）を参照。

<sup>13</sup> “Car registration fees boosted to up to 15 per cent”（*Vietnam News* 08年7月31日）

<sup>14</sup> “Vietnam keeps lid on fuel prices, mulls stabilization fund”（*Thanh Nien News* 08年3月25日）

<sup>15</sup> 「首相『石油や電力などの値上げ6月末まで凍結』」（『ベトジョー』08年3月31日）

さて価格凍結の期限が過ぎ、08年7月21日にガソリンなど石油製品が平均36%値上げされたが(図表6)、そのCPI押し上げ効果が大きいとみられることから、株価が下がるなど金融市場も一時動揺した。なお、この石油製品価格の引き上げの影響は、08年8月からCPIに表れることになっている。

図表6 石油製品の値上げ(08年7月21日10時～)

	値上げ前	値上げ後
無鉛A92ガソリン	14,500 ドン/リットル	19,000 ドン/リットル
軽油(0.05S)	13,950 ドン/リットル	15,950 ドン/リットル
灯油	13,900 ドン/リットル	20,000 ドン/リットル
重油(mazut)	9,500 ドン/キログラム	13,000 ドン/キログラム

(資料) "Press conference on raising petrol selling price" (The Ministry of Finance, 08年7月21日)、"Petrol price surges to VND19,000/litre, dollar price skyrockets" (Vietnam Net, 08年7月17日)

石油製品以外の価格凍結期限切れ品目については、08年内は価格凍結が続く方針が打ち出されていたが、電気、鋼鉄などについてはその方針が変更されるかもしれないとの見方も出ている<sup>16</sup>。

### 3. 経済指標の動き

ここでは、上記のような経済安定化策が採用された後、主な経済指標がどのように動いてきたかについて確認したい。

#### (1) 実質GDP

インフレ対策が本格化してから初の発表となる08年4～6月期の実質GDP成長率は、前年比+5.8%と1～3月期の+7.5%から一気に1.7ポイント<sup>17</sup>も急減速した。ベトナムの経済成長率がここまで低水準であったのは、00年1～3月期の+5.6%以来である。インフレ対策としての財政・金融両面からの景気引き締めが影響している。

実質GDP成長率を産業別に寄与度分解すると、まず目立つのは、建設、ホテル・レストラン、不動産・レンタル事業といった広義の不動産関連業種の不振である(図表7)。これらを合計すると、08年4～6月期の実質GDP成長率を1～3月期と比べて0.98ポイントも低下させる要因となった。財政・金融の引き締めが効いているほか、建設については建設材価格の高騰による需要減少も大きく影響しているようだ。

<sup>16</sup> "Vietnam may raise electricity, steel prices this year" (Thanh Nien News 08年7月12日)

<sup>17</sup> 07年10～12月期から08年1～3月期にかけても、同じく1.7ポイント減速した。しかし、こちらは実質的には小幅減速と考えられる。詳しくは前出「ベトナム経済の変調について～景気減速は一時的か」で説明してあるので、ここでは繰り返さない。



単独で最大の成長率低下要因となった業種は、鉱業である。工業生産統計をみると、原油の生産量が大きく減少したことが主因のようだ。原油については、趨勢的に生産量が落ちており、また生産量の変動が激しいため、そうした傾向の中でたまたま同期の生産量が大きく落ち込んだだけかもしれない。今後の動向については、もう少し様子をみたくうえで判断すべきであろう。

図表 7 実質GDP成長率の産業別寄与度分解

(単位: %ポイント)

	実質GDP	第一次産業	第二次産業				第三次産業					
			鉱業	製造	電気・水道・ガス	建設	商業・二輪車/個人用用品修理	ホテル・レストラン	不動産・レンタル事業	その他		
05	7.44	0.84	3.52	▲ 0.04	2.71	0.37	0.49	3.09	1.26	0.49	0.19	1.14
	8.04	1.30	3.70	0.20	2.50	0.38	0.62	3.03	1.10	0.57	0.16	1.21
	9.26	1.10	4.63	0.27	2.95	0.44	0.98	3.53	1.29	0.60	0.16	1.48
	8.74	0.14	4.71	▲ 0.18	3.24	0.20	1.45	3.89	1.72	0.50	▲ 0.02	1.69
06	7.35	0.51	3.71	▲ 0.32	3.18	0.36	0.49	3.12	1.18	0.48	0.15	1.31
	7.42	1.00	3.41	▲ 0.37	2.70	0.35	0.73	3.01	1.01	0.40	0.11	1.49
	8.78	0.54	4.63	▲ 0.10	3.48	0.26	1.00	3.60	1.76	0.41	0.04	1.39
	8.91	0.56	4.80	0.97	1.96	0.38	1.49	3.55	1.55	0.44	0.15	1.41
07	7.66	0.31	3.96	▲ 0.00	3.14	0.36	0.47	3.39	1.28	0.51	0.18	1.41
	7.99	0.71	3.84	0.06	2.66	0.33	0.78	3.44	1.06	0.53	0.24	1.61
	8.73	0.66	4.53	▲ 0.31	3.20	0.36	1.29	3.54	1.50	0.49	0.02	1.52
	9.24	0.77	4.88	▲ 0.16	3.12	0.36	1.57	3.59	1.74	0.31	0.14	1.39
08	7.52	0.41	3.49	0.01	2.87	0.41	0.20	3.63	1.27	0.56	0.34	1.46
	5.82	0.76	2.38	▲ 0.69	2.73	0.37	▲ 0.04	2.68	1.01	0.33	▲ 0.17	1.51
《08年4~6月期実績》-《08年1~3月期実績》												
▲ 1.70   0.35   ▲ 1.11   ▲ 0.69   ▲ 0.14   ▲ 0.04   ▲ 0.24   ▲ 0.94   ▲ 0.26   ▲ 0.23   ▲ 0.51   0.05												

(資料)ベトナム統計総局

なお、製造業と商業・二輪車/個人用用品修理業も実質GDP成長率を低下させる要因になっており、特に後者は0.26ポイントもの低下要因となっている。しかし、これは4~6月期に両者の規模が小さくなるという季節要因に伴うものだ。付加価値生産額の前年比伸び率について、08年1~3月期と4~6月期を比較すると、前者は+10.3%から+12.4%にむしろ加速、後者は両期とも+7.3%で一定であり、いずれも減速したわけではない。

以上をまとめると、鉱業の伸び鈍化は判断が難しいものの、輸出の源泉となる第一次産業と製造業が好調を維持したまま、不動産関連業種を減速させることに成功したようにみえる。景気が急減速していることは間違いないが、その内容は必ずしも悲観一色というわけではない。

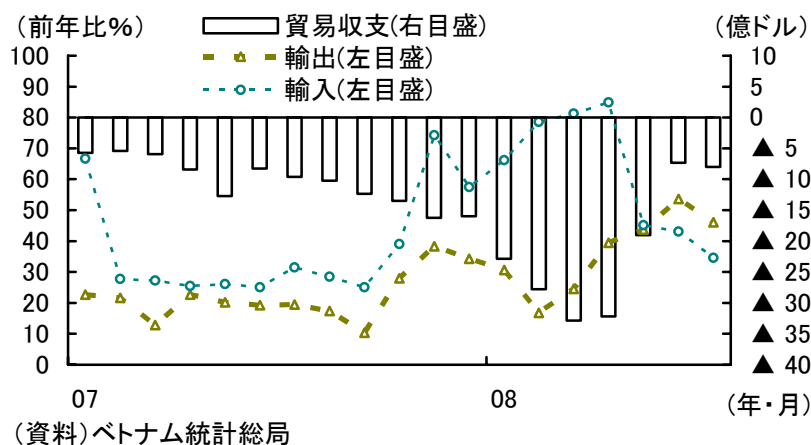
## (2) 貿易

08年1~3月期の輸出はやや伸びが鈍化したものの、その後持ち直している(図表8)。4月以降を見ると、1~3月期よりも農産物、アパレル関係、水産物、原油といった主力輸

出品目が軒並み伸びを高めている。

一方輸入は、08年5月以降急減速した。鉄製品の伸び鈍化が特に目立っているが、おそらく、歳出抑制や利上げなどにより、建設投資が減少に転じたことが主たる要因とみられる。このほか、機械・同部品、自動車、肥料、電子機械といった品目において、輸入の伸びが大きく鈍化した。

図表 8 通関貿易（月次）



以上の結果、貿易赤字は縮小傾向にある。08年7月の貿易赤字は8.0億ドルで、08年6月よりは拡大したものの、水準としては決して高くない。

### (3) C P I

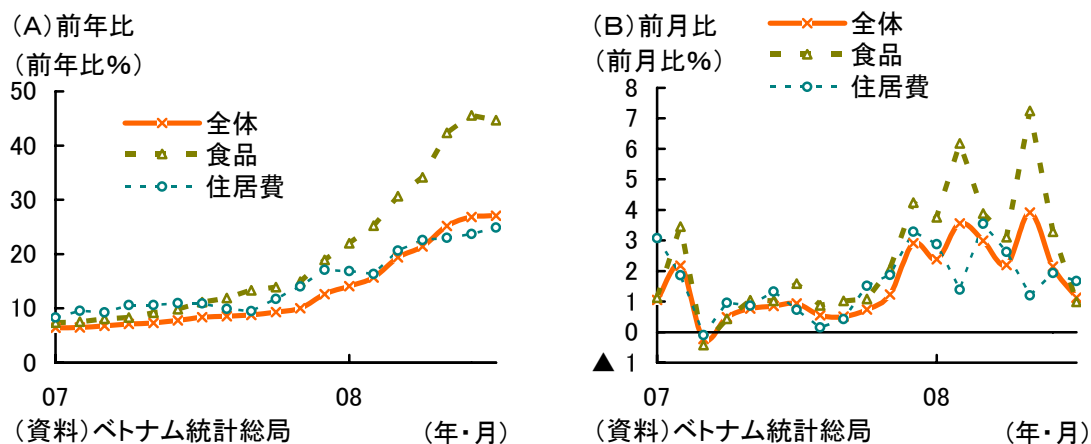
#### a. 08年7月まで

08年7月のC P I上昇率は前年比+27.0%で、6月の前年比+26.8%から小幅加速にとどまった(図表9)。これまでC P I上昇を主導してきた食品価格の前年比上昇率は、小幅ながら7月は減速に転じている。C P I上昇率を前月比でみると、減速はさらに顕著で、08年7月は+1.1%と08年で最低となった。物価は、落ち着きを見せ始めたといえる。

この背景には、豊作を受け、コメの価格が安定してきたことがある模様だ。コメについては、年初の異常寒波が北部での生産に打撃を与える懸念があったが、北部における春～夏期の生産量は大方の想定以上に好調で、07年より20万トン少ないに過ぎない650万トン記録したという<sup>18</sup>。他の主要なコメ生産地の収穫量をみると、南中部地方では洪水の悪影響で07年よりも12万トン少ない82万トンに止まったが、メコンデルタ地方では07年よりも55万トンも多い660万トンであった。

<sup>18</sup> “Rice crop fares well despite last year’s harsh winter spell” (Vietnam News 08年6月18日)

図表 9 C P I



### b. 08年8月以降

いったん落ち着いたかにみえたCPI上昇率だが、8月以降上昇ペースが再加速する懸念がある。しばらくはCPIを注視してゆかなければなるまい。

#### (a) 石油製品

先述の通り、8月からCPIは、石油製品の価格引き上げを反映する。この影響はかなり大きいとみられているが、いったいどの程度かについては図りかねるという見方が現時点では多いようだ。ニ財務大臣は、値上げの直接的な影響として、CPI上昇率を0.5～0.7ポイント押し上げるとしたが<sup>19</sup>、計画投資省のドアン・シニアエコノミストは1.5ポイントとしている<sup>20</sup>。間接的な影響を含めれば、物価上昇圧力はさらに大きくなる。統計総局のラム副局長は、従来08年12月時点のCPI上昇率見通しを前年比+24～25%としていたが<sup>21</sup>、その実現は非常に難しくなったと発言した。

なお短期的にみれば、今回の石油製品価格の引き上げは、確かにインフレ高進要因となる。ただし長期的にみて、財政を悪化させながら石油製品に巨額の補助金を出し続けるのは問題含みであり、ADBも否定的である(図表10)。原油価格が1バレル=145ドルで推移した場合、08年後半の補助金は、石油製品の値上げをしなければ52兆948億ドン<sup>22</sup>(07年GDPの4.6%)にも達し、値上げをすれば32億ドン<sup>23</sup>に止まるという。維持不可能とも思われる巨額の補助金をいずれ削減しなければならなかったため、CPIの上昇ペースが

<sup>19</sup> “Petrol price surges to VND19,000/litre, dollar price skyrockets” (Vietnam Net 08年7月21日)

<sup>20</sup> “Petrol price hike will make CPI grow by 1.5%more: expert” (Vietnam Net 08年7月23日)

<sup>21</sup> “Expert: Petrol price hike “astonishing”” (Vietnam Net 08年7月23日)。なおベトナム政府は従来、CPI上昇率を実質GDP成長率以下に押さえ込むことを目標に掲げてきたが、最近の高インフレを受けこの目標には言及しなくなった模様。

<sup>22</sup> 「ガソリン 30%以上値上げ—懸念される物価動向—(ベトナム)」(JETRO『通商弘報』08年7月22日)

<sup>23</sup> “Vietnam lifts fuel prices, raises inflation risk” (Thanh Nien News 08年7月21日)

やや落ち着いてきたこのタイミングで、石油製品を値上げしたということであろう。

**図表 10 石油製品への補助金の問題点**

① 富裕層によるいっそう多くの燃料利用（燃料価格をいっそう押し上げることにもなる）と大型の自動車購入が促されるのであれば、結局富裕層の利益になる。また、環境をいっそう汚染する。
② 周辺諸国への密輸が促される。
③ 財政を圧迫し、経済の足かせとなる。
④ 将来的に突然の価格調整が不可避となれば、それに伴う経済・政治的な問題に対処することは困難。

（資料）ADB, *Asia Economic Monitor 2008 July 2008*, P63

#### (b) 食品

コメの大産地であるメコンデルタ地方において、コメの収穫に悪影響を及ぼす害虫のトビイロウンカや、病害の拡大<sup>24</sup>が報じられている。ほかに、中部での干ばつや<sup>25</sup>、しばらく影を潜めていた豚青耳病の流行再燃の兆し<sup>26</sup>なども指摘されており、これらはいずれも食品価格の上昇を通じてインフレ加速要因となりうる。

#### (4) 株価

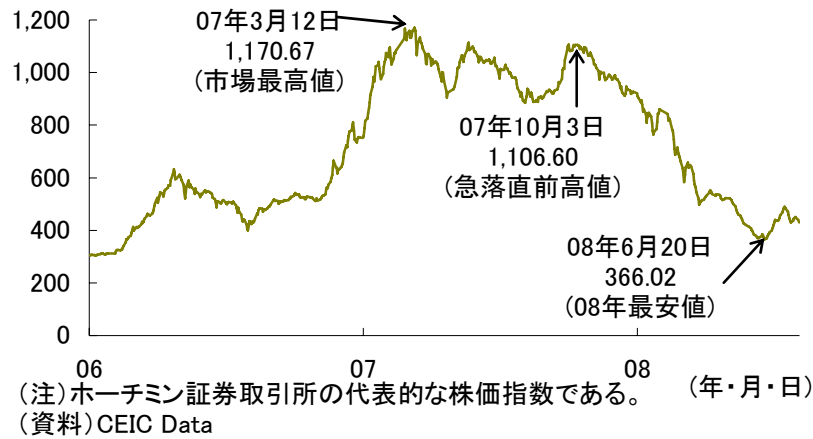
株価は、07年10月3日の戻り高値からわずか8ヶ月の間にほぼ3分の1にまで低下したが（図表11）、08年6月中盤になると徐々に下落ペースが鈍り、底値を模索する展開となった。下げ過ぎに対する警戒感が出始めたことに加え、歳出抑制などの景気過熱対策の効果を見極めたいとする動きが広まったためであろう。

<sup>24</sup> 「ウンカ被害が拡大、メコンデルタ」（『NNA』08年7月16日）

<sup>25</sup> “Droughts suck farmers dry”（*Thanh Nien News* 08年7月28日）

<sup>26</sup> “Pig disease spreads again”（*Thanh Nien News* 08年7月16日）

図表 11 ベトナム株価指数



これを受け 08 年 6 月 16 日、株価値幅制限が同月 19 日から緩和されることが発表された (図表 12)。6 月 17 日には、08 年春におけるコメの作柄が比較的良好であることが判明し、米価が大きく押し上げてきた C P I の上昇率加速が一服する期待が出てきた。そして株価は、08 年 6 月 20 日を底値に反転し始める。その後発表された 08 年 6 月の C P I と貿易統計は、景気過熱がやや沈静化し始めたことを示すものとなった。いっそうの利上げの可能性が低下したことから、株価はその後暫く上昇傾向となった。長期にわたった下落トレンドは、ようやく終了した模様である。

図表 12 株式市場における 1 日の値幅制限 (08 年)

(単位: %)

	ホーチミン 証券取引所	ハノイ 証券取引所
~03月25日	±5	±10
03月26日~	±1	±2
04月07日~	±2	±3
06月19日~	±3	±4

(資料) 各種報道

### (5) 為替レート

ドン、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 (図表 13・図表 14)。ドンは 08 年 3 月末頃から下落傾向にあったが、変動幅は 08 年 6 月 27 日に拡大され、結果的に為替レートは市場実勢に近づくことができた。この頃から、海外からのベトナム株買いに伴う資金流入もありドンへの下落圧力はやや弱まり、いわゆる「ドル不足」<sup>27</sup>も多少緩和された模様である。

<sup>27</sup> ドンの基準レートが人為的にドン高水準に設定されているときは、ドルが市場に十分供給されないことがあり、その場合ドンをドルに交換できなくなってしまう場合がある。

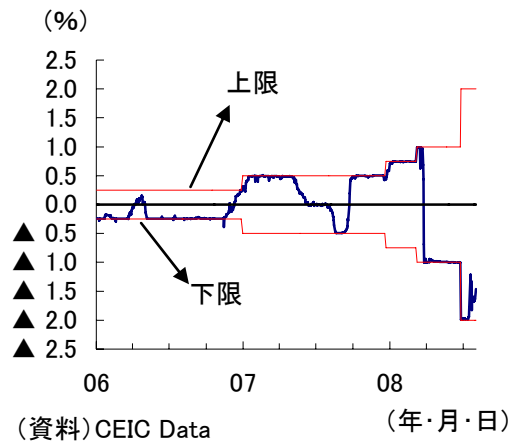
図表 13 ドンの対ドル為替レートにおいて  
1日に許容される基準レートからの変動幅

(単位：%)

99年02月26日～	±0.10
02年07月01日～	±0.25
07年01月02日～	±0.50
07年12月24日～	±0.75
08年03月10日～	±1.00
08年06月27日～	±2.00

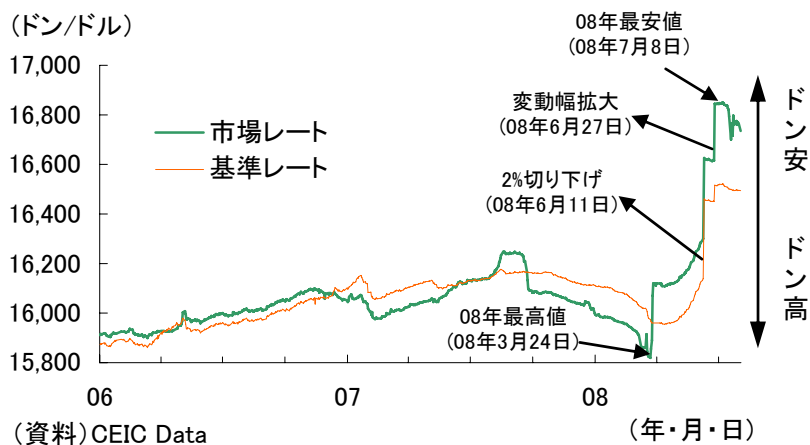
(資料) 各種報道

図表 14 ドンの対ドル為替レートの  
基準レートからの乖離幅



7月8日を境に政府は基準レートを切り上げ始め、これに合わせて市場レートも最安値から上昇に転じた(図表 15)。この動きは、当初はやや時期尚早にみえたが、7年半ばにドンはさらに上昇、対ドル為替レートは変動許容幅の下限に張り付いた状況から脱却した。その後、これまで乖離してきた、銀行間の公式市場の為替レートと、政府の規制・監視が及びにくい自由市場<sup>28</sup>での為替レートがほぼ一致することも起こるようになってきている<sup>29</sup>。

図表 15 対ドル為替レート



このように、かつてに比べれば、外国為替市場は大分落ち着きを取り戻してきた。しかし、この背景には、ベトナム国家銀行による市場介入・商業銀行へのドル供給増加のほか、

<sup>28</sup> 外国為替両替店など。新聞報道ではブラックマーケット(闇市場)と呼ばれることもある。

<sup>29</sup> "SNAPSHOT-Vietnam dong and local gold rates - July 29" (Reuters 08年7月29日)

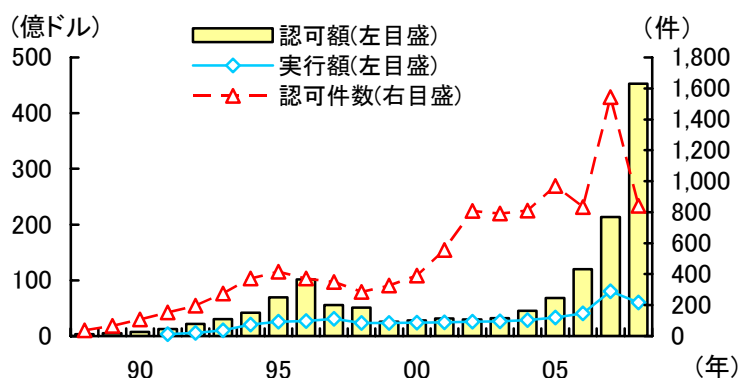
政府による自由市場の取り締まり強化もあった模様である<sup>30</sup>。つまり、市場が自律的に安定を回復したわけではなく、また、いわゆるドル不足の問題も完全に解消されたわけではないようだ。先述の石油製品価格の引き上げに伴うインフレ圧力は、今後ドン売り要因となる可能性もあり<sup>31</sup>、外国為替市場の安定にはまだ暫く時間がかかりそうである。

## (6) 対内直接投資

ベトナムでは、低コストと投資環境の改善を背景にこれまで直接投資が順調に流入してきたが、最近のインフレ高進によるコスト急増や、実質賃金の低下・伸び悩みに伴うベトナム北部での工場スト頻発などで、その流入持続が一時危ぶまれた。

しかし、08年7月までの実績で、対内直接投資の認可額は452.8億ドルと、既に07年通年の倍を超えてしまった(図表16)。実行額は60億ドルに過ぎないが、それでも07年の1~7月期対比で43%増加したという。直接投資の受け入れでライバルとなる中国でも、ベトナムほどではないにせよ物価と人件費の上昇が続いているほか、人民元が急速に上昇しているため、ベトナムの相対的な低コストの魅力は、縮小したにせよ依然消滅していないと考えられる。

図表 16 対内直接投資



(注)08年は1~7月期。

(資料)統計総局、Vietnam News、AP通信

## 4. 終わりに

以上の議論を総括すると、ベトナム政府の景気過熱抑制策は概ね奏功してCPI上昇ペースの鈍化と貿易赤字の縮小がもたらされた。金融市場の動揺・混乱も、かなり収まってきた。直接投資の流入も順調である。これまでのところ、ベトナム経済は、基本的に正常化に向かっていると評価できよう。

<sup>30</sup> “Vietnam dong drops in black market on fuel price rise” (Reuters 08年7月21日)、“Vietnam Money -Bond yields fall as dong crunch eases” (Reuters 08年7月28日)

<sup>31</sup> 石油製品の値上げが発表された段階で、一時的に自由市場でのドン売りを招いた。

図表 17 ADBによるベトナム経済予測 (08年7月時点)

(単位:前年比%)

	05年	06年	07年	08年		09年	
				前回 予測	最新 予測	前回 予測	最新 予測
実質GDP	8.4	8.2	8.5	7.0	6.5	8.1	6.8
CPI	8.3	7.4	8.3	18.3	19.4	10.2	10.2

(注)ここでいう前回予測は、08年04月時点のもの。

(資料)ベトナム政府統計局、ADB

ただし、①石油製品価格の引き上げで、08年8月以降のCPI上昇ペース再加速が確実な情勢となっている、②外国為替市場はいまだ自律的な安定を回復しておらず、上記のCPI上昇ペース再加速の程度次第では、再び不安定化する可能性がある、という2点に注意しなければなるまい。なお、ADBの最新予測は08年のCPI上昇率を+19.4%としているが(図表17)、石油製品価格の引き上げを織り込んでおらず、これよりはかなり上振れする可能性がある。

それ故に、現時点では、緊縮的な財政・金融政策を放棄すべき段階ではないと思われる<sup>32</sup>。政府の08年経済成長率目標は+7.0%だが、これにこだわる必要はなく、CPI上昇率の低下を優先させる方が望ましい。

以上

<sup>32</sup> 08年8月のCPI上昇率が予想外に低ければ、その限りではないかもしれない。