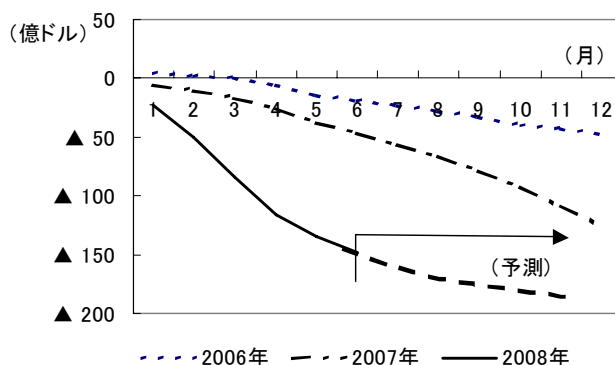


ベトナムは通貨危機に陥るか ～ 求められる政策的矛盾の解消 ～

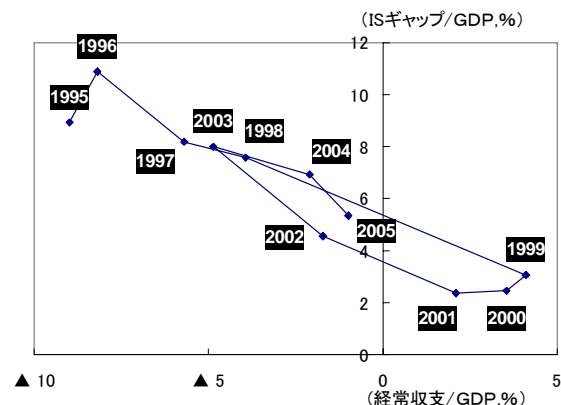
- (1) ベトナム経済は大きな転換点に差し掛かっている。わずか半年程前に中国、インドに次ぐ有望市場になることが確実であるように思われていたのが一転、現在は物価の上昇、株価の下落、貿易赤字の拡大、ドン安など、先行きの見えない不安に覆われている。欧米系銀行のなかには「通貨危機に陥ったタイのようにIMF（国際通貨基金）の支援を仰がざるを得なくなるであろう」とする見方も。2008年1～6月期の貿易赤字は148億ドルと前年実績を上回り、通年では過去最高の200億ドルに達する見込みで（図表1）、やがて資本の国外逃避が起こり、経常収支赤字が「維持不可能」になるとするのがその理由。
- (2) 2007年末に239億ドルとされる外貨準備高は08年に入り減少に転じた。また、5月以降ドン安は政府の予想を上回るスピードで進んでいる。インターバンク・レート（1ドル＝16,847～16,849ドン）とブラックマーケット（17,600ドン）との乖離幅は依然として大きく（7月4日時点）、今後もさらなるドン安が予想される。貿易収支、外貨準備高、為替をみれば危機説にかなりの説得力があるようにみえる。
- (3) しかし、貿易赤字の拡大は航空機の購入や外国直接投資に伴う資本財の輸入といった一時的な要因が作用していること、また、外国直接投資、証券投資、海外在住ベトナム人（「越僑」）の送金などを通じた資本流入は堅調に推移すると見込まれることから、上の材料だけで危機とみなすのは早計である。ベトナムは短期の対外借入が規制されていることもあり、対外純資産は2007年6月時点でGDP比0.07%のプラス。1997年のタイ（同▲18.7%）とは置かれている状況が異なる。ドン売りを仕掛けているのは外資ではなく、物価上昇とドン安による資産の減価を回避しようとしている国内の家計と企業。経常収支はISギャップを表すという視点からみても、08年に限りギャップが拡大していることを示す証拠はなく、経常収支赤字が際限なく拡大すると考えるのは合理性に欠ける。
- (5) とはいえ、ベトナム経済が順風満帆というわけではない。政府は4月に2008年の実質GDP成長率見通しを昨年末に示した8.5～9.0%から大幅に引き下げ7.0%とした。物価の沈静化に目処がたたないため、金融引き締め策の一段の強化が必要となり、これまで成長を牽引してきた投資と個人消費に影響が及ぶことは避けられないと判断した結果である。実際には、1～6月期の実質GDP成長率は前年同期比6.5%の伸びにとどまり、その達成すら危ぶまれる状況。現在のベトナムは危機とまではいえないものの、外的環境の変化に極めて脆弱で、見かけの成長率ほどには成長の持続性が高まっていなかったことを露呈。
- (6) 当面、物価と為替の動向から目が離せない。しかし、ドン安は物価上昇期待の高まりを受けて進んでいる側面があり、先行きを見通すうえで最も重要なのはやはり物価である。6月の消費者物価上昇率は前年同月比+20.3%と周辺諸国に比べて際立って高い。物価は異常気象による食料の供給減少や原油や穀物価格の高騰といった要因だけでなく、次に述べるベトナム特有の政策的矛盾を反映しており、それらの矛盾を解消しない限り、グローバル化は経済発展を促すのではなく、経済をかく乱するリスクとして作用する可能性が大。

（図表1）貿易収支



（資料）CEICより作成

（図表2）経常収支とISギャップ



（資料）ADB, Key Development Indicators 2007より作成

(7) 政策的矛盾のなかで最も深刻なのが金融政策である。2007年末のマネーサプライは前年比49.9%増と極めて高く(図表3)、過剰流動性の発生がベトナムの物価上昇率を際立たせる原因のひとつであることは明らか。08年も同様。中央銀行は2月以降、引き締め策の一層の強化を図ったが、大規模な売りオペを開始した直後に買いオペを行うなど場当たりの対応に終始。背景には中央銀行が金融政策の目標および手段のいずれにおいても政府から独立していないことがある。経済成長を重視する政府の意向が金融政策に反映されることで、引き締め策は導入のタイミングが遅れるとともに、機能不全に陥る傾向にある。

(8) 成長重視路線は為替政策にも影響。過剰流動性が発生したそもそもの原因は、越僑の送金、証券投資、外国直接投資の三つを介して大量の資金が流入したにもかかわらず、輸出競争力を維持するため、政府がドル買い介入を行ったこと。07年3~8月のドン安は政府の介入によるもので、その規模は100億ドル超。08年3月以降は再びドン安に。これはドル買い介入によってドン安誘導を図った結果であるが、5月以降は介入によらないドン安が進行(図表4)。政府はドン安への懸念を強め、為替政策はドン安誘導からドン安阻止へ。政府はドル売り介入を示唆することで為替の安定を図ろうとしているが、貿易赤字が拡大する一方で外貨準備高の情報開示が遅れがちであるため、市場の不安は高まる一方。

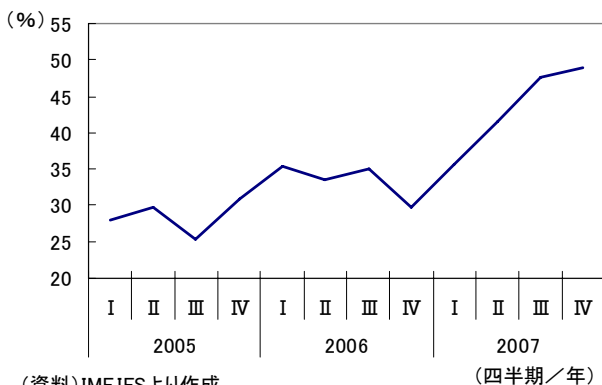
(9) 国営企業が金融市場に与える歪みも無視できない。市場にあふれた資金は07年前半に証券市場、後半に不動産市場に流れ、相場の異常な高騰を招来した。大規模国営企業によって設立された証券、金融、不動産関連の子会社設立はこの動きを先導する役割を担った。また、そうして設立された中小規模の株式銀行は引き締め策が強化された08年2月以降経営が悪化、金融危機の引きがねを引きかねないとして、金融政策の一貫性を損なわせる存在に。豊富な資金を背景に肥大化する大規模国営企業の存在を見直すことなしに、金融市場の健全な成長は期待できない。

(10) WTO加盟に伴う自由化圧力の高まり、国外から流入する資金の増大、資源や穀物価格の高騰といった環境の変化が先行き不透明感を高める要因であることは間違いない。しかし、現在の混乱は、物価の抑制と高成長を両立させようとする政策のもとで金融、為替、国営企業といった主要な政策課題における政策的な矛盾が表面化した結果にすぎず、決して外的環境の変化を受けた一過性のものではない。

(11) 2007年までは経済が安定しており、人口や外国直接投資の規模といった潜在性を中長期的な成長の持続性に読み替えることができた。08年から経済が不安定化したことを受けて、物価や為替の動向に象徴される安定性が当面の成長率を左右する指標として注目されるように。ベトナムに対する楽観と悲観が混在する背景には、この潜在性と安定性に対する評価が全く異なるうえ、それらが成長の持続性と混同されていることがある。潜在性、安定性、持続性の問題は分けて考える必要がある。

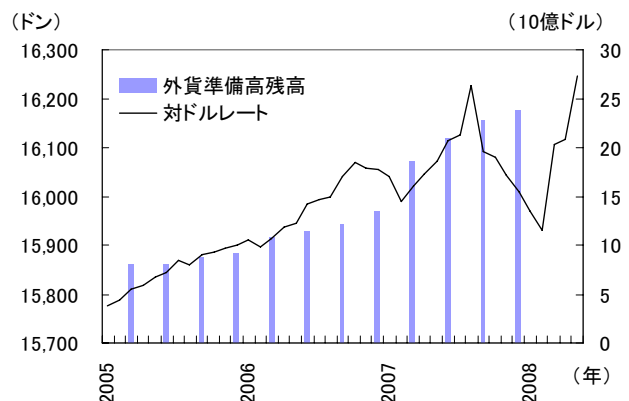
(12) 計画経済時代の規制を緩和し、市場原理に委ねる、あるいは、現状を追認することで政策に替えるという従来の政策設計ではグローバル化を経済発展の梃子として活用しながら、そのリスクをいかに抑えるかという課題に対応できない。リスクだけを排除できる安易な解決策はなく、改革の停滞と政策の矛盾は下ぶれリスクに直結している。政府は部分的あるいは表面的な改革の積み上げによって生じた歪みを洗い出し、抜本的かつ全面的な改革を推進していく必要がある。成長の持続性を左右するのは、結局のところどれだけ真摯に改革に取り組んできたかであり、それは安定性や潜在性にも影響を与える最も基礎的な変数であると考えられる必要がある。

(図表3) マネーサプライの伸び率(前年同期比)



(資料) IMF IFSより作成

(図表4) 為替レートと外貨準備高



(資料) CEICより作成