

## 第6章

# グローバル金融危機の影響

——ベトナムの場合——

グエン・フン・クォツ

### 第1節 はじめに

ベトナムは1980年代後半の経済改革以降、目覚ましい経済の成長を達成した。貧困国であった同国は20年間連続して年平均7%を超える成長を実現し、中所得国の仲間入りに成功したのである。しかし2007年はベトナム経済にとって転換の年となった。同年に世界貿易機関（WTO）加盟が認められると間もなく、ベトナム経済は投資ブームと消費ブームで過熱化した。貯蓄・投資ギャップが急速に悪化し（それは巨額の貿易赤字に反映された）、インフレは2008年初めには20%を超え、過去17年間で最高を記録するに至った。これに対応して政府は経済加熱を冷却させるため金融財政の引き締め策を実施した。

しかし不幸なことに、ベトナムが経済の不安定を克服して安定化を実現しようとしていた矢先、数十年来で最悪とされるグローバル金融危機が襲ったのである。このためベトナム政府は急きょ金融の急速な緩和と同時に大規模な財政刺激策に転じ、安定化政策を逆転することを強いられた。実体経済は2009年の世界的景気後退に比較的うまく対処したが、マクロ経済的不均衡と構造的な問題、外部からのショックに対する脆弱さは未解決のまま残った。その一方、10年以上にわたる急速な信用拡大政策、安易な銀行免許付与、放漫な貸し出し政策などの結果、ベトナムでは金融システム上の問題が出現し、

経済成長の足を大きくひっぱり始めた。こうして、グローバル金融危機がベトナム経済と金融システムに及ぼした影響は甚大なものになった。危機は2008年の半ばに政府が経済と金融システムの改革および再編を進めることを妨げただけでなく、経済に一段のゆがみと不安定性を一挙にもたらした。急速な緩和策と大幅な刺激策のために非効率な投資と不良債権が増えたからである。この結果、グローバル金融危機も一因となって、最近のベトナム経済は潜在成長力を下回る成長しか達成していない。

本章ではグローバル金融危機までのベトナム経済の実績を簡単に振り返ることから始める。ベトナムがグローバル金融危機にどのように直面したか、グローバル金融危機のベトナム経済に対する影響、そしてベトナムの政策的対応を分析する。そのうえでベトナムが危機に見舞われた際、解決されないまま残された課題と、持続可能な成長を担保するために、マクロ経済的不均衡と金融的不安定を是正しようと現在実施されている政策を論じる。

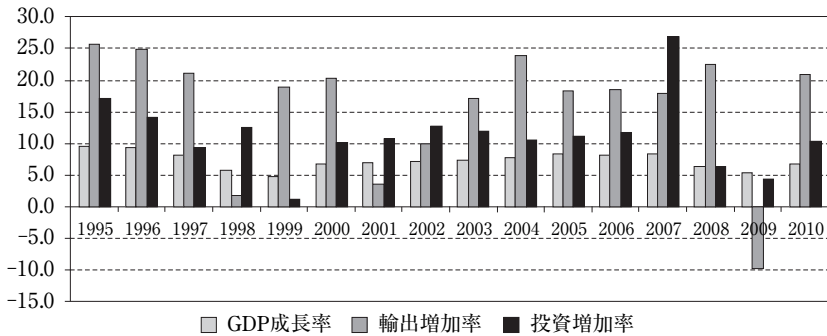
## 第2節 グローバル金融危機前のベトナム経済の状況

### 1. 2008年までの経済実績

ベトナムは1980年代後半のドイモイ（刷新）政策以降、20年間連続して、年平均7%を上回る著しい成長を達成した。そして2008年には一人当たりGDPが1000米ドルという中所得国グループの下位に仲間入りすることに成功した<sup>(1)</sup>。ベトナムの経済成長戦略は、東アジア、ASEAN（東南アジア諸国連合）諸国のそれに似通ったものだった。輸出主導の成長戦略である。危機の数人を別にすれば、ベトナムの輸出は年20%前後という伸びを示した（図1）。その結果、輸出の対GDP比率は2010年末に67.9%に達した。これは1995年の水準を43ポイント上回るものである。

このような目覚ましい実績を達成できたのには三つの要因があった。第1

図1 ベトナムの成長率、輸出増加率と投資増加率の推移 (%)

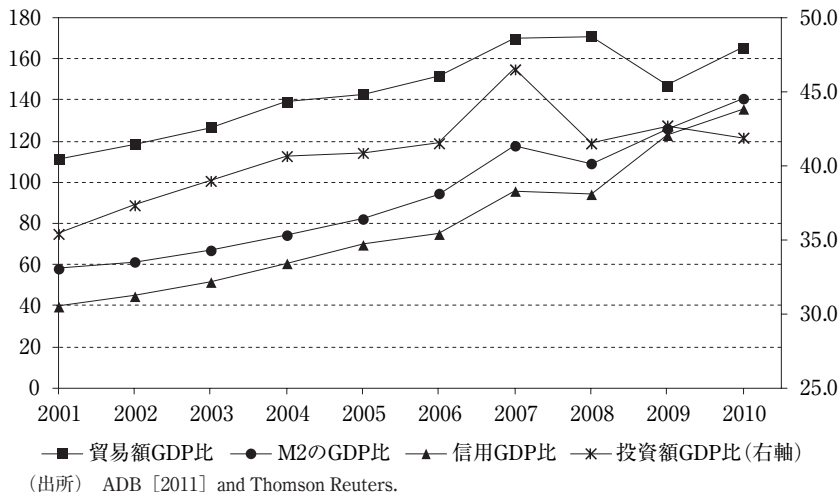


(出所) General Statistics Office [2005, 2011].

に、ベトナムは8700万人という豊富な人口を有しており、これは東南アジア諸国のなかでは第3位、世界でも第13位の規模である。第2に、ベトナムは過去20年間にわたり年平均10%を上回る高い投資増加率を維持してきた(図1)。ベトナムは輸出を振興する一方、経済の開放に努め、比較的高水準の海外直接投資(FDI)の誘致に成功した<sup>(2)</sup>。FDIはベトナムの経済発展に重要な役割を果たしてきている。雇用を創出し、高い投資率を維持するうえで比較的限制された国内貯蓄を補ってきた<sup>(3)</sup>。第3に、法的制度など市場経済に向けた経済の移行の面で制度的な改善が実施された。とくに注目すべきは、2000年の(統一)企業法の制定(2005年に改訂)と2005年の(共通)投資法の制定で、この結果市場参入の規制と条件が緩和され、企業登記と投資手続きが簡略化され、新たな会社設立ベンチャーキャピタルが爆発的に増加した。

しかしベトナムは多くの経済的問題と困難に直面している。第1に、対外部門への依存が高まり過ぎていることだ。輸出の対GDP比と貿易量(輸出と輸入を合わせたもの)の対GDP比はすでにそれぞれ70%、165%に達している。この主因は、輸出を急増させたにもかかわらず、それに必要なサポート・インダストリー(supporting industry)の育成に失敗したことで、輸出が増えればそれ以上に輸入も増えるという皮肉な結果になっている。中国の場合と逆である。第2に、投資と輸出に主導される成長モデルを維持す

図2 ベトナムの貿易額, M2, 信用と投資額の推移 (%)

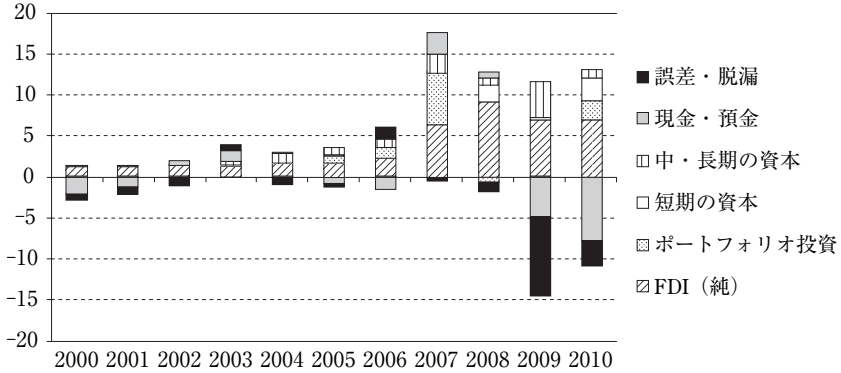


るために、信用と通貨の急激な拡大策を追求したことだ<sup>(4)</sup>。高い投資率は信用政策の緩和を要求する一方、輸出と輸入は貿易信用を要求するからだ。歴史的に、総貿易量、総投資、総国内信用の間には強い相関が存在している(図2)。過去10年間、GDPに対する総国内信用と通貨供給(M2)の比率は3倍になり、2010年末でGDPの150%の水準にある。急速な信用・通貨供給拡大策は、後で論じるように、ここ数年ベトナムが解決しようと苦しんでいる深刻な不安定性を引き起こした主要な要因である。

## 2. 2007後半から2008年初めにかけての経済過熱

2007年はベトナム経済にとっての転換の年となった。ベトナムが同年、WTOに加盟が認められると、ベトナム経済の成功に惹かれて、過大な量の資本流入が起きた(図3)<sup>(5)</sup>。輸出を促進するため通貨が強くなるのを防止しようと、中央銀行であるベトナム国家銀行(State Bank of Vietnam=SBV)は外国為替市場に介入し、巨額の米ドルを買った。不幸なことに、ベトナム国

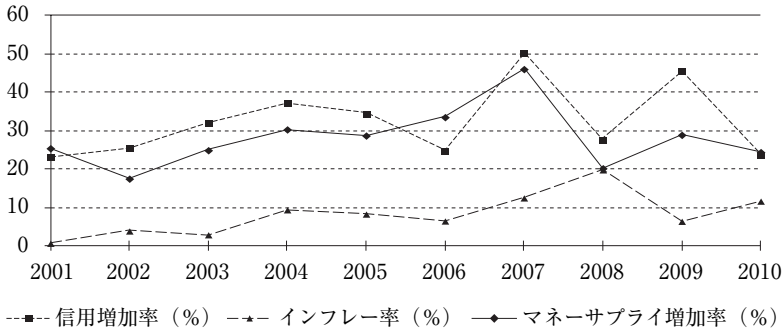
図3 対ベトナム投資インフローの推移 (単位:10億ドル)



(出所) ADB [2011].

家銀行は米ドルを買うのに対応して使った資金の不胎化に失敗し、その結果、信用と通貨供給量が2007年には50%近い高率で膨張した(図4)。

図4 ベトナム信用, マネーサプライとインフレ率の推移



(出所) ADB [2011].

突然の巨額な資本流入, 信用膨張を招いた不適切な金融政策, そしてベトナムに対する国内外の楽観的な見方<sup>(6)</sup>は経済を過熱化させた。とりわけ, 2007年には総投資は27%という記録的な高率で増加し, 消費は10%以上増加した。この結果, ベトナムの貯蓄・投資バランスは急激に悪化した<sup>(7)</sup>。そし

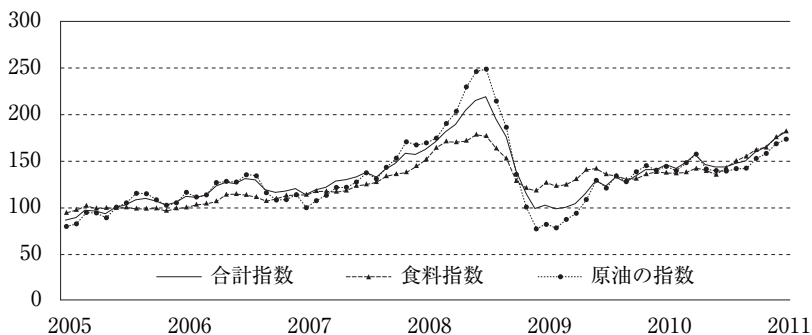
て経済は外部からのショックに対して脆弱になった。国内生産のために輸入への依存度が高まったからである。2007年のベトナム経済はそれまでの10年間で最高の8.5%の成長を達成したが、インフレ率も12.6%と前年の2倍となった(図4)。

一方、国際的な動向も過熱化するベトナムにとっては有利に展開しなかった。2007年の初めから、食料とエネルギーを含む日用品の価格は劇的な上昇を続けた(図5)。経済過熱と国際的な食品やエネルギー価格の急上昇が相まって、2008年始めのインフレ率は20%(前年比)にも高まった(図4)。こうした状況は、政策当局者に経済を冷却させるため引き締め政策を急きよとらせるに至った。

ベトナム国家銀行はまず、2008年2月、政策金利と預金準備率を引き上げるとともに、中央銀行債を発行し、商業銀行はその購入を義務付けられた。それまで不胎化に失敗していた流動性を吸い上げるためである。同年5月には、ベトナム国家銀行は基本金利を8.25%から8.75%、さらに12%へと2度にわたって引き上げ、7月には、さらに基本金利を14%に引き上げ、2008年10月末までその水準を維持した。

4月、政府の行動がこれに続き、「決議 No. 10/NQ-CP」(2008年4月17日)を発表した。これはマクロ経済の安定化と社会的セーフティネットの強化を

図5 商品価格の指数の推移 (2005=100)



(出所) IMF, *Data and Statistics* (<http://www.imf.org/external/data.htm>) より筆者作成。

通じてインフレを抑制し、持続可能な経済成長を確保することをめざすものである。とくに、政府は公的部門と国有企業（SOE）への投資を削減するため財政政策を引き締め、民間および外資部門の投資を奨励した。2008年5月まで政府はおよそ1000の公共投資プロジェクトを削減ないし延期することを掲げた。これは総投資の7.8%に相当するものである。この結果、財政収支は2007年のGDP比5.5%の赤字から2008年上半期にはGDPの0.4%相当の黒字に転じた。これは注目すべき動きだった。

2008年7月以降、ベトナム経済は安定し始めた。通貨供給M1は低下し、9月にはインフレ率は21.89%のピークに達し、その後減少に転じた。貿易収支も大きく改善した。月間の貿易赤字は3月の34億米ドルから7月、8月には10億米ドルに縮小した。不幸なことにこの改善は、グローバル危機に見舞われる直前の短期間に過ぎなかった。

### 第3節 グローバル金融危機

ベトナムにとってグローバル金融危機の影響はまず輸出に現れた。輸出は2008年8月の60億2千万ドルから11月には42億2000万ドルに落ち込み、12月には49億ドルに持ち直したものの、2009年1月になると37億2000万ドルへさらに落ち込んだ。これにともない、農業、製造業などの輸出関連産業は激しい打撃をこうむった。農業部門の成長は2008年の4.7%から0.4%へ、製造業のそれは10.1%からマイナス0.4%へと落ち込んだ。この結果、GDPの対前年比伸び率は2008年の6.3%から2009年第1四半期には3.1%に縮小した（表1）。

輸出、海外からの送金、資本流入の減少によって外国為替の供給が減り、為替レートに圧力をもたらした。ベトナム国家銀行は米ドルとの取引値幅について公定（参考）為替レートのローリングベッグ制を維持しているため、国内通貨VNDの対米ドル交換レート（すなわち為替レート）は2008年10月以

表1 各部門の成長率（2006～2010年，％）

年 四半期	2006	2007	2008	2009				2010			
				I	II	III	IV	I	II	III	IV
合計	8.2	8.5	6.3	3.1	3.9	4.6	5.3	5.8	6.2	6.5	6.8
農・林・魚業	3.7	3.8	4.7	0.4	1.3	1.6	1.8	3.5	3.3	2.9	2.8
工業・建設	10.4	10.2	6	1.5	3.5	4.5	5.5	5.7	6.5	7.3	7.7
鉱業	-2	-2.2	-3.8	4.5	7.3	8.2	7.6	0.5	-6.5	-6.9	-3.7
製造業	13.4	12.4	9.8	-0.3	1.1	2	2.8	5.9	7.6	8.3	8.4
電力・ガス・水	9.9	9.1	10.1	2	5.3	7.1	9	10.4	11.9	11.9	11.3
建設	11.1	12.2	-0.4	6.9	8.7	9.7	11.4	7.1	9.9	10.3	10.1
サービス	8.3	8.9	7.4	5.4	5.5	5.9	6.6	6.6	7.1	7.2	7.5

（出所） General Statistics Office, *Statistical Yearbook of Vietnam* [各年版] より筆者作成。

降，公定市場ではつねに取引値幅の上限にはりついた。しかし，いわゆる並行市場（すなわちヤミ市場）では，ベトナム国家銀行の参考レートと取引レートの格差は2008年末の約3％から2009年7月には9％超に拡大した（図6）。この結果，国内資本の逃避が起こった。経済悪化にともなう大幅な通貨切り下げの不安から，ベトナムの居住者は米ドルの退蔵に走り，銀行や大企業は海外に外貨預金をした。このため，資本勘定に異常に巨額の誤差脱漏および通貨貯蓄が生じた（図3）。外貨準備も急速に枯渇した。ベトナムは2009年1年間で74億ドルを失ったが，これは外貨準備総額の30％に相当する額だった。

グローバル金融危機は，国際金融システムにまだ深く組み込まれていないベトナムの銀行に対しては直接的な影響を与えなかったが，資産市場や外貨建て証券投資の流入などを通して間接的な影響をもたらした。とくに2009年には，ホーチミンの不動産価格は2008年初めのピークから30％下落し，ホーチミン証券取引所のベトナムインデックスは2008年8月に比べ50％を超す落ち込みとなった。資産価格の下落はベトナム金融市場における不良債権を増加させ，それゆえに銀行システムの脆弱さが増した。



## 1. 金融・為替政策

ベトナムは政府とベトナム国家銀行の引き締め施策のおかげでそれまでの不安定性から脱却し始めたばかりだったが、1930年代の世界恐慌以降、最悪の世界的景気後退に対応して、こうした政策を逆転させる以外に手がなかった。金融政策は急速かつ積極的に緩和された。とくに、基本金利はわずか2カ月半の間に4回も引き下げられ、2008年10月の14%から12月には8.5%になった。金利はさらに2009年2月には7%に引き下げられ、同年11月、8%に引き上げられるまでその水準に据え置かれた。公開市場操作（OMO）を通じて流動性が注入され、VNDに対する預金準備率も2008年10月の11%から2009年3月には3%に引き下げられた。

一方、ベトナム国家銀行は為替取引幅とVNDの公定レートを徐々に調整し、同時に米ドルを売却することによって、為替レートに対する切り下げ圧力を弱めようと試みた。当初、ベトナム国家銀行は2008年11月6日、取引幅を2%から3%に拡大し、さらに12月25日には為替レートを2.9%切り下げた。同行はさらに、2009年3月25日、取引幅を5%に拡大した。ベトナム国家銀行は2009年11月25日、為替レートを5.16%切り下げたが、取引幅を3%に縮小した<sup>(8)</sup>。しかし、VNDに対する切り下げ圧力は2010年になっても続いたため、ベトナム国家銀行は為替レートをさらに2回調整した。2010年2月11日に3.3%切り下げ、同年8月17日に再び2.1%の切り下げを実施した<sup>(9)</sup>（図6）。

## 2. 財政政策

政府は2008年12月11日、「決議 No. 30/NQ-CP」を発表し、景気後退に対処し、経済を救うための財政刺激策を実施した。詳細は次のとおりである。

- (1) 中小企業（SME）を支援するための、GDPの0.8%に相当する額の法人所得税の引き下げと延納、GDPの1%の額に相当する4%の利子補給。

図6 ベトナムの名目為替レート，2008～2011年（1ドル当たりのドン）



（出所） ADB, *Asian Development Outlook* [各年版] より筆者作成。

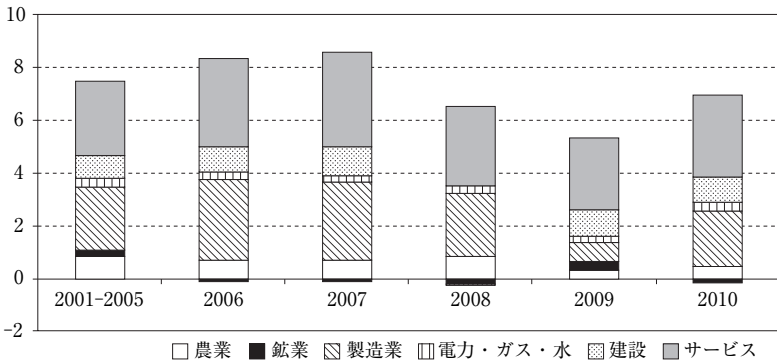
## (2) 需要刺激のために

- ① 個人所得税の引き下げ（GDP の0.4%相当）と特定品目の付加価値税の半減（GDP の0.5%相当）
- ② 農村の灌漑，インフラ設備，輸送，教育，医療，その他の分野への公共投資の増額（GDP の3.4%相当）。
- (3) 貧困層，学生，赤字企業に対する社会的セーフティネットの強化（GDP の0.4%相当）

こうした大規模な刺激策が大きく作用し，ベトナムの政府部門からの投資は35%（前年比）という急拡大を実現し，民間部門からの投資も2009年にはプラス成長となった。一方，個人消費の伸びは2008年の9.3%の半分以下，3.9%にとどまり，政府支出は7.6%増加した。この結果，政府支出と公共投資は2009年の5.3%という成長率に大きく貢献した。

生産サイドからみると，ベトナムの輸出との関係が深い製造業，農業（林業と漁業を含む）は大きな打撃を受けたが，大規模な刺激策のおかげで建設とサービス分野はかなりの好調を維持した。とくに建設とサービス分野はそ

図7 GDP成長の各部門の貢献率(%)



(出所) General Statistics Office [各年版] より筆者作成。

れぞれ11.4%，6.6%拡大し，2009年の経済成長率（5.3%）に大きく貢献した（表1と図7）。

#### 第4節 ベトナムが直面している課題

ベトナムは2009年のグローバル金融危機はかなりうまく凌いだが，2007年  
以来の深刻なマクロ経済的不安定性と不均衡にいまだに直面している。これ  
らは高インフレと大きな貯蓄・投資ギャップ，銀行システムの弱さと脆弱さ  
を引き起こしている。ベトナムが今後10年間に持続可能な高度成長を達成で  
きるかどうかは，政府がこれらの問題にどれほどうまく対処できるかに大き  
くかかっている。

##### 1. マクロ経済的不均衡と通貨の不安定

すでに論じたように，ベトナムには10年の間に主として金融・信用の超緩  
和策によって発生した高インフレと並んで，大きな貯蓄・投資ギャップが存

在する。このギャップは2007年以降の投資率の上昇と貯蓄率の低下によって拡大している。とりわけ、一方で投資ブームが突然の巨額の資本流入や信用の膨張をもたらした不適切な金融政策、そしてWTO加盟後のベトナム経済の発展に関する過大な楽観的な見方によって引き起こされた。もう一方では、ベトナムにおける国と家計の貯蓄率がともに低下している。それは消費ブームとマイナス実質金利によって引き起こされている<sup>10)</sup>。大幅な貯蓄・投資ギャップの裏返しが深刻な貿易赤字である。

高インフレと大幅な貿易赤字は、転じてベトナム通貨 VND に対する信頼と信認を徐々に侵食していった。とりわけ、VND の切り下げ予想から、国内居住者は金融資産の価値を守るかヘッジしようとして米ドルと金を退蔵するようになり、これが為替レートに圧力をもたらした。ベトナム国家銀行が VND を切り下げてこの圧力を緩和しようと動くと、国内物価は上昇した。ベトナムの輸入のおよそ90%は国内生産のための燃料、原料、機械だからである。こうして、2007年以降、ベトナム経済は「切り下げ—インフレ—切り下げ」という悪循環にはまり、同国通貨は不安定になった。

## 2. 金融セクターの脆弱さ

過去10年間、ベトナムの金融セクターは「民間」商業銀行の振興をめざして急速に拡大していた。しかし、2006～2007年に安易に銀行免許が発行されたことが主因で、現在のベトナムは銀行の過剰（オーババンキング）の問題に直面している。2011年10月現在、ベトナムには五つの国有商業銀行（state-owned commercial bank : SOCB）が存在し、これらのシェアは下がっているものの、信用全体の50%を占めている。このほか、株式会社組織の銀行（joint stock bank : JSB<sup>11)</sup>）が37行あり、信用全体の35%を占め、合弁銀行が4行、外国銀行が5行、54の外国銀行の支店がある<sup>12)</sup>。監督と規制の枠組みが緩いことと、規制の執行が弱体なこと、さらには成長圧力が大きな原因となって、小規模の新規設立金融機関の多くは十分なりスク管理能力をもたず、

不動産市場や株式市場からのリスクに大きくさらされている。したがって、これらの金融機関は、ベトナム国家銀行が金融引き締め策に転じ経済がスローダウンすると簡単に流動性問題に直面してしまった。さらに、ベトナム国家銀行が最後の貸し手として振る舞うのに消極的で、かつその能力にも欠けることから、流動性問題に直面する商業銀行は、存続のために銀行間市場や預金市場から資金を引きつけようとして高い金利を提供する傾向があり、それが銀行システム全体の不安定性と金利構造のゆがみを引き起こしている<sup>103</sup>。一方、預金者もこの不安定性に寄与した面がある。当局が銀行を倒産させることはなく、したがって預金は常に安全だという前提のもとに、多少でも高い金利を提供する機関に預金を移し換えることが頻繁に行われるからである。それだけでなく、同じようなモラルハザードと緩慢な監視のゆえに、これらの銀行は、高い資金コストを補うためにハイリスク・ハイリターン（high risk high return）の事業に投資する傾向がある。ベトナムの銀行システムにおける流動性問題はまた、資金の満期の深刻なミスマッチによって引き起こされている。非常に変動の激しいインフレと金利のために、ベトナムにおけるほとんどの預金は非常に短期で、3カ月未満の場合が多く、銀行間をすばやく転々とすることができるのである。

過去10年間のきわめて緩和的な信用・金融政策のおかげで、ベトナムの銀行部門の総資産は急速に拡大し、2011年末までにGDPの200%を超える規模に達した<sup>104</sup>。しかしながら、これら急拡大する資産の質は、とくに経済成長のスローダウンと資産市場におけるにわか景気をともない、経済が非常に波乱に満ちたマクロ経済環境を経験した2007年以降、懸念材料となった。公式に報告された不良債権比率は2009年末には1.9%、2010年末には2.0%だったが、2011年には3.39%に急上昇した。政府とベトナム国家銀行が景気刺激策を放棄し、インフレを抑制するために引き締め策に転じると、不動産価格が約30%下落したからである。それだけでなく、もし国際的に厳格な基準が適用され、厳しく実施されたならば、ベトナム国家銀行のある副総裁が認めたように、不良債権比率はおよそ3倍に膨れ上がるはずである。2011年末

現在、国際的に厳格な基準を適用している銀行は三つに過ぎない。引き締め策の結果、今後ベトナムの経済成長と資産価格がさらに低下するかもしれない、そうなれば銀行部門は不良債権の増大に直面する可能性がある。

ベトナム金融市場にとってのさらなる懸念は、国有企業と多くの商業銀行の「緊密な」関係である。これらの商業銀行には伝統的にコネがしっかりしている国有商業銀行だけでなく、最近になって設立されたJSBも含まれる。近年、積極的な拡張策にともない、大型の国有企業が多くJSBの保有を増やし、これらJSBの数は2005年の5社以下から2010年末には19に増えた。一つのビジネスグループによるJSBの保有は30%以下に制限されているが、国有企業の保有比率の大きい場合には、実質的にJSBの貸し出し決定やその他の活動に影響を及ぼしたり、事実上支配さえすることを防ぐことはできないかもしれない。事実、世界銀行の報告（2011年）が示すように、JSBの国有比率が大きいほど、国有企業への融資も大きくなっている。これは銀行システムと経済にとっては健全なことではない。なぜなら、ビジネスグループ内での貸し付けは査定や監査が甘くなるという問題が往々にしてあり、現在、国有企業に対する信用供与は全信用供与の30%と大きな比率を占めているからである。

ベトナムのマクロ経済と銀行システムの現在の状況のもとでは、グローバル危機の影響は甚大である。とくに、危機はベトナム政府にインフレを抑制し、貯蓄・投資ギャップを是正する安定化政策を逆転させることを強い、同時に銀行システムの改革と再編計画を遅らせることになった。この結果、上述のような不安定性と不均衡が解決されることなく存続し、最近になって再び姿を現わして経済に大きな打撃を与えている。それだけでなく、経済を救済するために2009年に実施された大規模な刺激策が、これらの不安定性と不均衡を悪化させることになり、さらなるゆがみと不良債権を経済に直接加えることになったのである。

### 3. 「決議 No. 11/NQ-CP-2011」と進行中の政策対応

マクロ経済的不安定が2010年後半にベトナムで再発した。この不安定性を引き起こした大きな要因は二つある。第1に、政府が2009年に発動した財政・金融刺激策の撤回の遅れである。第11回ベトナム共産党大会に対する政治的配慮が遅れた理由の一端である。第2に、世界的な食糧・エネルギー価格の高騰が再び襲ったことが挙げられる(図5)。インフレは2010年12月の11.8%から2011年8月には23.0%(前年比)に激化した。この高水準のインフレ率もまた、ベトナム国家銀行がVNDを2011年2月に9.3%切り下げた時の「インフレ—切り下げ—インフレ」という悪循環が一因である。このマクロ経済的不安定性は2008年半ばに起こった不安定性に非常に似通ったものだった。グローバル危機が発生した後も根本的問題が未解決のままになっていたからである。

2008年のように、ベトナム政府は不安定性に取り組むために、2011年2月24日、「決議 No. 11/NQ-CP」を發布して社会的安定性を維持しようとした。この決議は引き締めと慎重な金融財政政策目標、国有企業の改革を含む構造改革へのコミットメント、政策情報のコミュニケーションの改善、貧困層をマクロ経済的不安定性から守ることなどを内容とするものだった。

3月1日、ベトナム国家銀行は、「決議 No. 11」を実施するための「指令1/CT-NHNN」を発令した。この指令は、2011年の信用の成長目標限度を20%、通貨供給M2の成長目標限度を15%とした。これらはそれまでの歴史的な高水準である年率30%超よりもはるかに低いものである。不動産や証券市場といった「非生産」部門に対する金融機関の融資を減らすため、ベトナム国家銀行は銀行、その他の金融機関にこれらの部門に対する信用供与を2011年6月末までに全融資額の22%に、2011年末までに16%に制限するよう指示した。信用と通貨供給の成長を歴史的な高水準に比べ相当低い水準に抑える厳しく慎重な金融政策は、インフレ率の低下をめざしたもので、安定した一桁インフレを達成するまでベトナム国家銀行はこの政策を当分の間維持

するように思われる。

財政面では、大蔵省は財政赤字の目標を2011年は5%以下とし（当初の目標は5.3%、2010年は5.8%だった）、他の省庁は必要不可欠でない経常支出を2011年の残りの期間に10%手控えるよう指示された。

すでに論じたように、ベトナムは投資率の上昇と貯蓄率の低下によって引き起こされた持続不可能な貯蓄・投資不均衡に直面している。持続可能な成長のために、ベトナム政府は、投資率を引き下げ、たとえそれが短期的には低成長をもたそうとも、「少をもって多をなす」ことを試みることによって、貯蓄・投資ギャップを是正する決意を固めたようにみえる。とくに2011年10月、ベトナムにおける事実上の第1の意思決定権者であるベトナム共産党は、三つの緊急経済的課題に対応する決議を発表した。三つの課題とは (i) 国家部門の投資、とくに公共投資の効率を改善すること、(ii) 国家経済グループ (SEG)<sup>15)</sup>と大規模国有企業に焦点を当てて、国有企業を改革すること、(iii) 商業銀行の再編に焦点を当てて金融システムを安定化させ、改革すること、である。すでに論じたように、3番目の課題は金融システムの問題に取り組み、安定した持続可能な経済成長の基礎を築くためのものであり、はじめの二つの課題は投資率を引き下げて経済のひずみを正すためである。

この決議の最初の二つのポイントの底流にある理由は、国家部門からの投資のシェアは減少しつつあるとはいえ、まだ最大であり、総投資の40%、GDPの約16~17%を占めていることだ。しかし、公共投資の非効率さと実行不可能性、そして国有企業の不効率性は大きな懸念材料である。とくに、ベトナムはその乏しい公共資源を、空港、港湾、工業団地、経済地区をほぼすべての省に建設することによって、細分化し適切さに欠ける方法で配分してきた<sup>16)</sup>。この結果、公共投資のシェアが非常に大きく実行不可能であるにもかかわらず、ベトナムは持続可能な発展のために効率的なインフラを建設することには程遠い状態にある。こうしたことから、ベトナム政府は公共投資体制の再編を迫られている。

国有企業、とくにSEGのように大規模なものの改革も、マクロ経済の不



均衡に対処し生産性を向上させるうえで経済改革におけるもう一つ重要な柱である。2009年における占有率で見ると、国有企業のシェアはまだ固定資産(45%)、資本(39%)、信用(27%)であり、雇用(17%)と全生産量(27%)のシェアに対して不釣り合いに大きい。それだけではなく、日本の系列、韓国のチェボル(財閥)などの成功に触発されて、ベトナムは2007年のWTO加盟前にいくつかのSEGを創設し、それらに要素投入へのアクセスの特権を与えた。不幸なことに、監督と規制の弱さ、そして高水準の自立性のために、多くのSEGは投資を精力的に拡大するばかりで<sup>17)</sup>、業務を不動産や金融など自らの能力の範囲外にまで広げた。グローバル危機が襲い、資産市場が崩壊すると、こうしたSEGの一つである国有の造船会社ビナシンは、40億米ドルの負債を抱えて事実上の倒産に追い込まれた。この負債額はGDPのほぼ4%に相当する。ビナシンのようなSEGの倒産の影響を控え目に論じることは許されない。SEGの猛烈な投資拡大は貯蓄・投資ギャップと資源の誤用と配分に直接的に寄与し、金融システムと経済を歪めたのである。以上に加えて、「倒産させるには大きすぎる」SEGを救済するための公的資源は公的財務を悪化させ、ソブリン債務の持続可能性に脅威を与えるに至っているのである。

## 第5節 おわりに

本稿の冒頭ではグローバル金融危機がベトナム経済を襲った文脈を分析した。そこからわかったことは、大規模な刺激策とタイミングのよい緩和策が2009年にはベトナム経済が危機を比較的うまく乗り切るのを助けたということだった。しかし、グローバル金融危機の影響は甚大だった。それは政府が困難に陥った経済の改革と再編を実行することを妨げただけでなく、それまで以上のゆがみと不安定性をベトナム経済に直接もたらすことになった。この結果、危機のわずか前にベトナム経済に生じたマクロ経済の不均衡問題と

金融の不安定性が2010年の遅い時期になって再発し、経済を潜在能力以下に押し下げたのである。しかし、ベトナム政府はついに、短期的には経済成長が低下するかもしれないというコストを払ってでも、経済の構造改革に踏み切る決意を固めたように見える。以上のことから、本章はベトナムが直面している問題に対して現在進行中の政策を論じ、ベトナムが持続可能な成長を維持できるかどうかは、政府がこれらの問題の解決にどれほど成功するかに大きくかかっているということ結論とするものである。

〔注〕

- (1) 注目すべきことは、ベトナムは1990年まで一人当たり GDP98米ドル（現在値換算）の最貧国の一つだったことである。
- (2) 2008年、グローバル金融危機の前、ベトナムにおける海外直接投資額は90億ドル（GDPの11%位）まで達成した。
- (3) しかし、FDIがベトナムに技術移転をもたらしたという証拠は乏しい。
- (4) このことは、中央銀行の独立性の問題と効果的な不胎化能力の欠如を意味する。
- (5) 国際収支の標準ルールに従って、送金は資本流入から取り除かれている。しかし、ベトナムへの送金は巨額で、GDPの約8%を占め、ベトナム国家金融監視委員会によると、その主要な部分は、不動産など資産市場への投資に使われている。
- (6) 当時ベトナムはアジアの次のタイガー（新興）経済の一つと考えられていた。
- (7) この裏返しは巨額の貿易赤字である。
- (8) VNDのさらなる切り下げを防ぐため、中央銀行は同時に金利を引き上げた。
- (9) 最近になって、ベトナム中央銀行は2011年2月11日、為替レートを9.5%切り下げると同時に、取引値幅を1%に縮小するという重要な手段を講じた。
- (10) 貯蓄は実質利率が大きくマイナスだった2008年に大幅に落ち込んだ。
- (11) JSBとは国と民間による混合的な所有で株式所にリストされ、半官半民の銀行である。
- (12) ベトナムにはこのほか18の金融会社、12の金融リース会社、1000以上の人民信用機関がある。
- (13) ベトナムにおける預金金利は銀行間レートやOMOレートよりも異常に高いことが多く、流動性問題が生じているときは、銀行間レートは年率30%にも達する。
- (14) この成長のうち、JSBの間では2007年に95%という記録的な水準に達した。
- (15) SEGとは似通ったビジネスの利益をもつ多数の国有企業（SOE）の緩やかな連合体である。
- (16) もしすべての許可されたインフラプロジェクトが実施されていたなら、ベトナムは経済規模対比で世界で最も多くの港湾、空港、工業団地をもつことになっていただろう。
- (17) 2007年に、国有企業の投資はGDPの6%という記録的高水準に達した。

〔参考文献〕

- Asian Development Bank (ADB) [2011] *Vietnam's Key Indicators 2011*.  
— [2008–2011] *Asian Development Outlook*.  
General Statistics Office [2005–2011] *Statistical Yearbook of Vietnam*. Hanoi.  
International Monetary Fund (IMF) [2003] *Vietnam Statistical Appendix*, Country Report.  
Washington, D.C.: IMF.  
— [2007] *Vietnam Statistical Appendix*, Country Report. Washington, D.C.: IMF.  
— [2010] *Vietnam Statistical Appendix*, Country Report. Washington, D.C.: IMF.  
— “Data and Statistics.” (<http://www.imf.org/external/data.htm> 2012年9月10日アクセス)  
Ketels, Christian, et al. [2010] *Vietnam Competitiveness Report 2010*, Hanoi: Central Institute  
for Economic Management.  
World Bank [2011] *Vietnam Development Report 2012: Market Economy for a Middle-Income  
Vietnam*, Hanoi: Vietnam Development Information Center.

