

ベトナムは通貨危機に陥るのか

ーグローバル化で高まる脆弱性の本質を読み解くー

調査部 環太平洋戦略研究センター

主任研究員 三浦 有史

要 旨

1. ベトナムの経済成長を牽引しているのは投資と消費である。過去10年の改革を振り返ると、ベトナムは農業国から工業国への脱皮、さらには、計画経済から市場経済への移行において少なからぬ成果をあげており、中所得国入りへの階段を順調に上っているように見える。しかし、計画投資省は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%とするなど、ここにきて先行き不透明感が高まっている。物価の上昇に加えて株価と不動産価格の下落も著しい。
2. 物価上昇の背景には市場に大量の資金が供給されたことがある。2007年は越僑の送金、証券投資、外国直接投資を通じて大量の資金が流入した。政府は輸出競争力の低下を懸念し、ドル買い介入によってドン安を維持しようとしたため、過剰流動性が発生した。市場に溢れた資金は2007年前半に証券市場に、そして、年後半に不動産市場に流れ、異常ともいえる相場の上昇と金融不安を招く要因となった。
3. 引き締め策は証券および不動産投資の抑制に成功した。しかし、肝心の物価上昇の勢いはおさまる様子がない。公開市場操作や金利規制を巡る中央銀行の対応は場当たりので、これにより金融政策が機能不全に陥ったことが影響している。
4. 金融政策に一貫性が欠如している理由のひとつに中央銀行の能力の問題がある。しかし、この問題を突き詰めると、ベトナムは物価の上昇を促すとともにそのコントロールを難しくするいくつかの構造的な問題を抱えていることがわかる。それは、①中央銀行が政府から独立していないため、金融政策が緩和の方向に向かいやすいこと、②ドン安期待が家計資産のドン離れ（ドルや金へシフト）を促し、結果的に金融政策の実効性を低下させていること、③国営企業が証券および不動産投資を先導する役割を果たしたことである。
5. 消費者物価上昇率は先行きを見通すうえで最も重要な経済指標となる。基準金利の引き上げによって過剰流動性の問題が解消に向かっているか否かがポイントとなろう。経常収支の「維持可能性」は金利引き上げに伴う投資抑制効果と資本収支黒字を組み入れて考える必要があることから、現段階で維持不可能と判断するのは早計である。対外純資産はプラスであり、1997年のタイのような「資本収支危機」に陥るとは考えにくい。
6. 大規模国営企業による金融子会社の設立が金融市場の健全な成長を阻害したこと、あるいは、国営セクターのシェア低下は必ずしも市場経済化の進展を意味するものではなく、なってきたことを踏まえると、国営企業の存在が経済に与える歪みは想像以上に大きく、その影響は広範囲に及んでいるとみなさなければならない。グローバル化を経済発展の梃子として活用しながら、そのリスクを抑えるには、国営企業改革の功罪を点検し、改革のロードマップを作り直す必要がある。

目次

はじめに

I. 楽観と非観が混在

1. 良好なパフォーマンス
2. 開発と市場経済化の進展
3. 先行き不安を強める政府

II. グローバル化の功罪

1. 資金流入に伴う過剰流動性の発生
2. 証券から不動産へ-株式銀行の役割
3. 迷走する中央銀行

III. 混乱の根本原因は何か

1. 問われる中央銀行の独立性
2. ドン安と物価上昇の悪循環
3. 国営企業改革は進んだのか

IV. 今後の展開

1. 試される基準金利引き上げの効果
2. 市場の不安が為替をかく乱
3. 国営企業が与える歪み

おわりに

はじめに

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。欧米系銀行のエコノミストのなかには「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」とする見方まであらわれた。

ベトナムで何が起きているのか。本稿はこの問題を明らかにすることを目的としている。第1章は、まず高成長を支えてきた要因を明らかにするとともに、他のアジア諸国との比較を通じてベトナムがどのような発展段階にあるのかを検証する。そして、経済の不透明感が急速に高まった背景に何があるのか。物価上昇と証券および不動産バブル崩壊の現状をみる。

目下の最大の懸念材料は物価である。ベトナムの消費者物価上昇率は中国を含む他の東アジア諸国より高く、政府と中央銀行の物価抑制策が十分に機能していない可能性が高い。とりわけ深刻なのが過剰流動性の問題である。第2章は、過剰流動性がどのようにして発生し、そして、証券および不動産バブルを引き起こすこととなったのか、それぞれのプロセスをみていく。過剰流動性の問題は一

向に解消に向かう様子はなく、物価の先行きは依然不透明である。この背景には金融政策が一貫性を欠き、機能不全に陥ったことがあることを指摘する。

金融や為替など物価に影響を与える政策がどのようなメカニズムによって動いているかをみると、ベトナムは物価の上昇を促すとともにそのコントロールを難しくするいくつかの構造的な問題を抱えていることがわかる。第3章ではこの問題を金融、為替、国営企業改革という3つの政策課題を通して検証する。第4章では基準金利引き上げの効果と為替の先行きについて展望するとともに国営企業改革の功罪を点検することで、改革のロードマップを作り直す必要があることを指摘する。

ベトナムは人口規模が大きく、成長率も高いことから「China+1」、「VISTA」(注1)、「Next 11」(注2)として脚光を浴びてきた。中長期的な潜在性に対する評価は依然として高いものの、マクロ経済が安定的でなければそうした潜在性は発揮されない。安定を脅かす要素としては、第一に原油価格高騰などの外的環境の変化があげられ、それらがベトナム経済にどのような影響を及ぼすかに目を凝らす必要があることは言うまでもない。

しかし、ベトナムの物価上昇率を外的要因だけで説明することは出来ない。問題は外的環境の変化に対して脆弱な点にある。これまでの改革の成果を検証すると、中央銀行が政

府から独立していない、あるいは、介入によってドン安を維持してきたため金融政策が機能しにくくなっていると同時に、大規模国営企業の金融子会社の設立が金融市場の健全な成長を阻害してきたことがその根底にあることがわかる。現在の混乱は決して外的環境の変化を受けた一過性のものではなく、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によるものといえる。

成長の持続性を検証した分析は少ない。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出来たからである。ところが2008年に入って経済が急速に不安定化したことを受けて、今度は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なった。楽観と悲観が混在する背景には、潜在性と安定性に対する評価が全く異なることに加え、それらが成長の持続性と混同されていることがある。

当然のことながら、潜在性、安定性、持続性の問題は分けて考える必要がある。現在の焦点はもっぱら安定性に当てられているが、ベトナム経済が不安定化した背景には高成長下で改革の積み残しが見過ごされてきたことがある。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いうのが

本稿の主張である。

なお、本稿で取り上げた問題の多くは統計による十分な裏づけが取れないものが多い。公表されている統計や資料は限られ、それらが発表されるタイミングも極端に遅いためである。根拠となる情報の多くを新聞記事などの断片的な情報に依拠している。それらは可能な限り脚注に記した。また、本稿は2008年6月初旬までの情報に依拠していることを付記しておく。

(注1) BRICsに次ぐ新興国群を指す造語。ベトナム (Vietnam)、インドネシア (Indonesia)、南アフリカ (South Africa)、トルコ (Turkey)、アルゼンチン (Argentina) が含まれる。

(注2) ゴールドマン・サックスが、BRICsに続く有力な新興諸国に挙げた11カ国。具体的には、メキシコ (Mexico)、ナイジェリア (Nigeria)、エジプト (Egypt)、トルコ (Turkey)、イラン (Iran)、パキスタン (Pakistan)、バングラデッシュ (Bangladesh)、韓国 (Korea)、フィリピン (Philippine)、ベトナム (Vietnam)、インドネシア (Indonesia) をさす。

I. 楽観と非観が混在

まず、近年の経済成長を支えた要因を需要面から整理する。また、過去10年の経済発展の軌跡を他のアジア諸国と比較することで、ベトナムがどのような発展段階にあるのかを検討する。最後に悲観論が台頭した背景にある物価、証券、不動産市場の動きをみていく。

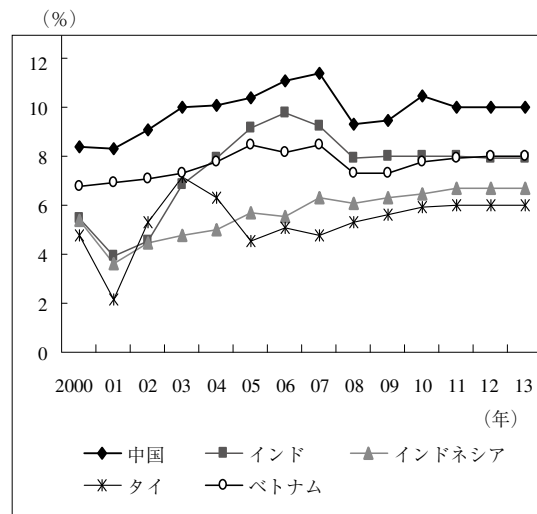
1. 良好なパフォーマンス

ベトナムは、2000年以降、東アジアでは中国に次ぐ高い成長率を示現している。アメリ

カのサブプライムローン（信用力の低い低所得者向け住宅ローン）の焦げ付きに端を発する世界的な金融不安、資源や穀物価格の上昇といった不安要素はあるものの、この勢いは当面続くというのがこれまでの一般的な見方である。IMFは2008年4月の「世界経済見通し」（図表1）で8%前後の成長が続くと予測した。世界銀行の2008年4月時点の見通しも、2008年が8.0%、2009年が8.5%となっている。

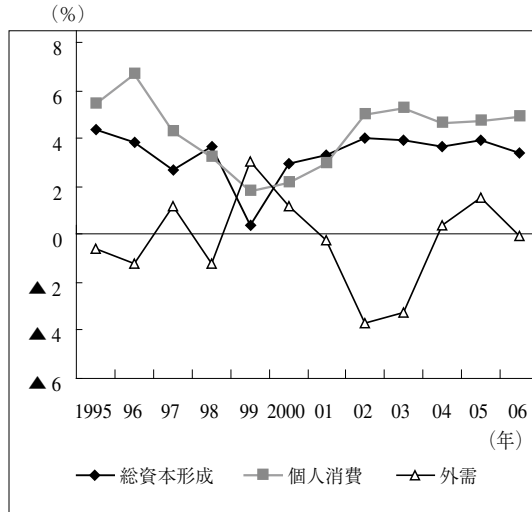
成長を牽引しているのは投資と消費である。いずれも1997年の通貨危機の影響で一時的に停滞したものの、2000年を境に回復に向かっていく（図表2）。投資を支える原動力の一つは国内民間投資である。2000年から施

図表1 アジア主要国の実質GDP成長率



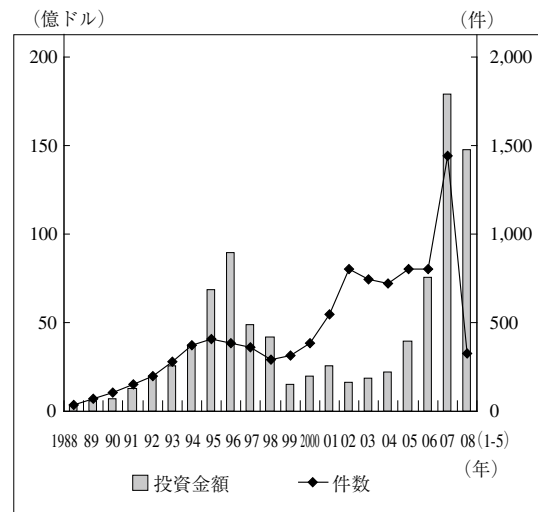
(注) インドは2007年、その他は2006年以降が予測値。
(資料) IMF, World Economic Outlook Database, April 2008

図表2 需要項目別の寄与度



(資料) CEICデータより作成

図表3 外国投資認可実績



(注) 追加・拡張投資分および地方政府・工業団地認可分は含まない。

(資料) 統計総局資料より作成

行された私企業法は、死蔵されていた民間資金を投資に向かわせただけでなく、雇用環境の改善にも貢献した。都市部の失業率は1999年の7.4%をピークに低下傾向にある。

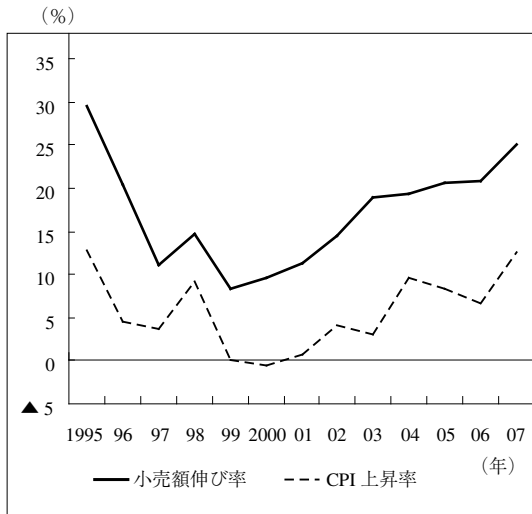
外国直接投資の貢献も大きい。ベトナムへの外国直接投資（認可ベース）は1996年をピークに低迷が続いていたが、2005年に増勢に転じ、2007年は過去最高の179億ドルに達した（図表3）。中国における人件費の上昇や労働集約的な産業に対する優遇措置の見直しを受けて、主に日本、韓国、台湾企業が生産拠点分散化の候補地としたことが大きい。2007年1月のWTO（世界貿易機関）への加盟によって投資環境改善に対する期待が高まったことも追い風となった。2008年1～5

月の外国直接投資は前年同期比3.9倍の147億ドルとなり、通年では220億ドルに達する見込みである（注3）。

雇用環境の改善と所得の上昇を受けて、個人消費も好調である（図表4）。1999～2006年に1人当たり所得（月当たり）は2.2倍に増加した（注4）。この間の消費者物価上昇率は35.7%であったことから、実質所得の上昇がいかに顕著であったかがわかる。ベトナム自動車工業会は、2007年の自動車販売台数は前年比倍増の8万台となり、この背景にはバイクから自動車への切り替えが進んでいることがあるとしている。

中間層が厚みを増しているとする指摘は、

図表4 小売額と消費者物価指数の伸び率



(資料) ベトナム統計年鑑各年版および統計総局Web (http://www.gso.gov.vn/default_en.aspx?tabid=491) 資料より作成

大規模小売店の出店競争の激化からも読み取ることが出来る(注5)。ベトナムには約160の大規模小売店があるとされるが、ドイツのメトロ(Metro)やフランスのビッグシー(Big C)といった外国勢とサイゴン・コープ・マート(Saigon Co-op Mart)などの国内勢はいずれも店舗網の拡張に積極的である。WTO加盟によって2009年には小売業投資に対する規制緩和が期待されることから、カルフル(Carrefour)やウォールマート(Wal-Mart)なども進出準備を進めているとされる。ベトナムの1人当たりGDPは2007年でもわずか834ドルにすぎないが、GDPの14.1%に相当する100億ドル(注6)の海外在住ベトナム

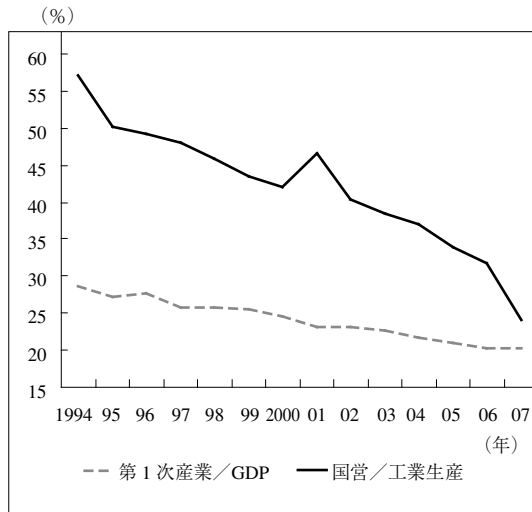
人(「越僑」と呼ばれる)からの送金やインフォーマルな経済活動による副収入があるため、消費市場は統計でみるより大きいというのが共通した見方である。

2. 開発と市場経済化の進展

ベトナムの高成長シナリオは広い範囲で共有されるようになってきている。ゴールドマン・サックスは、ベトナムでは資本と労働の投入量の増加に加えて生産性の向上もみられるとし、2007～2020年までの年平均成長率を8%と予想するレポートを発表した(Qiao [2008]) (注7)。また、プライス・ウォーターハウス・クーパーズは、中国やインドを含む新興国20カ国の2007～2050年の年平均成長率を予測し、ベトナムのそれを9.8%とトップに位置づけた。外国直接投資が成長を牽引するというのがその理由である(Hawksworth and Gordon [2008])。前者が2008年4月、後者は同年3月に発表されたもので、世界的な金融不安や資源あるいは穀物価格の上昇といった要素を加味しても、ベトナム経済は底堅いと評価している点が注目される。

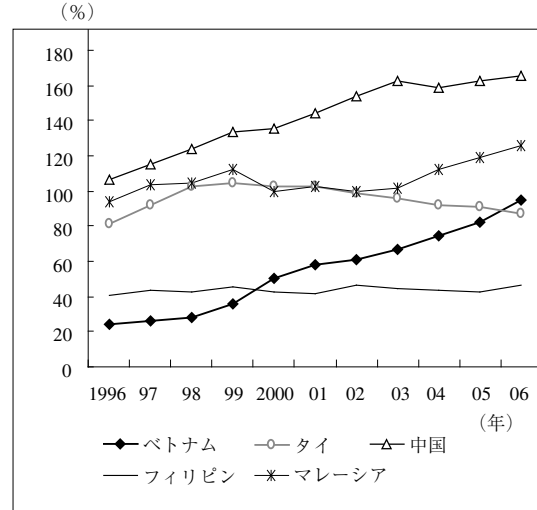
過去10年の改革を振り返ると、ベトナムが農業国から工業国への脱皮、さらには、計画経済から市場経済への移行において少なからぬ成果をあげてきたことが確認出来る。GDPに占める農業、および工業に占める国営セクターの割合はこの10年間で著しく低下し

図表5 開発と市場経済化



(資料) ベトナム統計年鑑2006年および統計総局Webより作成

図表6 金融深化 (M2/GDP比)

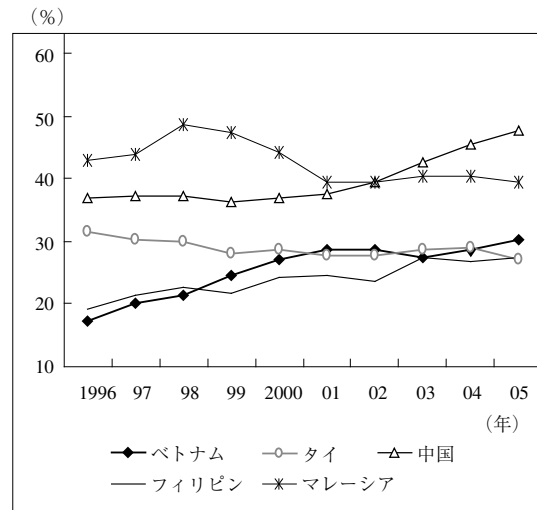


(資料) ADB, Key Development Indicators 2007より作成

た(図表5)。前者は開発、後者は市場経済化が進んだ証左といえ、ベトナムがタイなどの先発ASEAN諸国をキャッチアップしつつあることを暗示している。

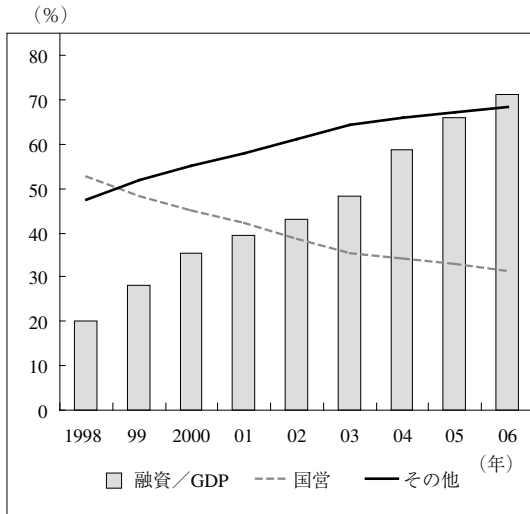
成長に伴い金融セクターの発展も促された。金融深化の度合いを示すとされるM2/GDP比率をみると、ベトナムは過去10年間でフィリピンを追い抜き、タイと同等の水準に達した(図表6)。金融深化を支えたのは貯蓄率の上昇である。1990年にわずか2.9%に過ぎなかった国内総貯蓄/GDPの比率は、2005年には30.2%とフィリピンやタイを上回る水準に達した(図表7)。金融深化は金融機関による信用創出が機能し、家計-金融機関-企業の間で資金が循環し始めたことを示

図表7 国内総貯蓄 (GDP比)



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

図表8 融資規模（GDP比）と融資先構成

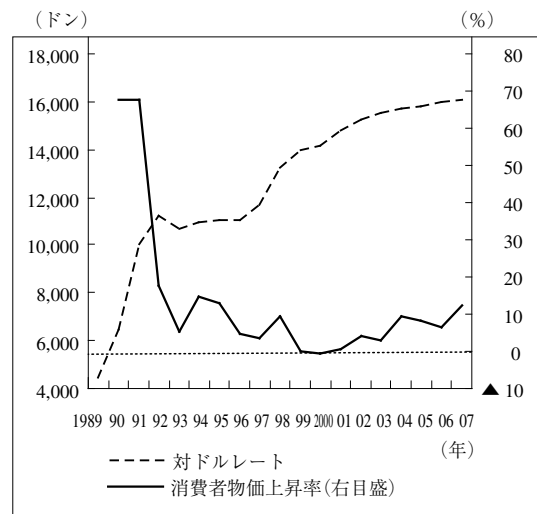


(資料) IMF (2003,2007b) より作成

唆する。銀行の融資構造も変わりつつある。国営企業以外の部門が融資先としての比重を増す傾向にあり（図表8）、金融深化は市場経済化と統合的に進んでいるようにみえる。

貯蓄率上昇の背景には、為替や物価が安定したことで自国通貨のドンに対する信認が高まったことがある。ドイモイ（ベトナム語で「刷新」）による為替の調整は1992年まで続いたが、その後、ドンの対ドルレートは安定し、長期にわたって「緩やかなドン安」が続いている（図表9）。物価も同様に推移し、1996～2006年までの上昇率は一桁台で推移している。この間の成長率を考えればベトナムでは「緩やかなインフレ」が続いていたといえる。

図表9 為替レートと物価

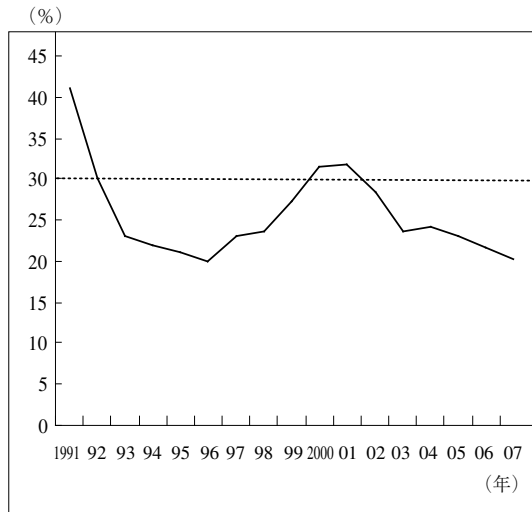


(資料) IMF ,IFSおよびCEICより作成

ドンに対する信認の高まりはドル化（dollarization）が弱まったことから指摘出来る。一般的にM2に対する外貨預金の比率が3割を超えると、「ドル化の進んだ国（highly dollarized economies）」と認定される（畑瀬 [2001]）。ベトナムは1997年のアジア通貨危機に伴うドン安と物価上昇を受けてドル化が進み、一時的にこの水準を超えたことはあるものの、2002年以降はドル化経済からの脱却を図りつつある（図表10）。

ドル化は、家計にとっては物価上昇およびドン安下でも資産が減価しないというメリットがある一方、政府や中央銀行にとっては流通量や金利を自由に決定出来ない通貨が存在することで、金融政策の独立性や実効性が損

図表10 外貨預金／M2比率



(資料) 渡辺 (2004) およびIMF (2003,2006) より作成

なわれるというデメリットがある。ドンに対する信認の高まりは、中央銀行が物価と景気の安定をはかるという本来の機能を取得しつつあることを意味する。開発と市場経済化の進展を受けてベトナムは中所得国入りへの階段を順調に上っているようにみえる。

3. 先行き不安を強める政府

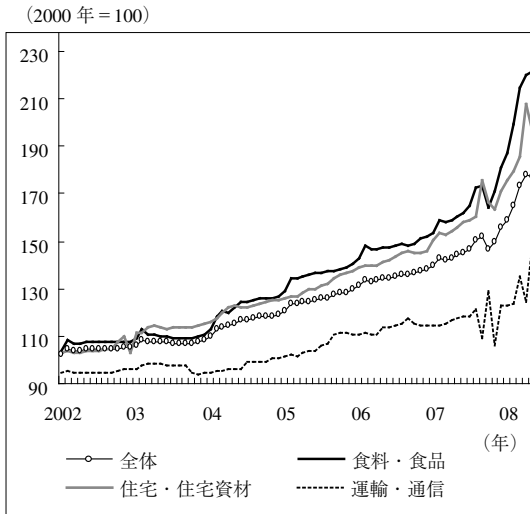
2008年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比7.4%と前年同期の7.8%からやや低下した。世界銀行やIMFは2007年の経済は過熱状態にあり、2008年は引き締めによる成長の減速が避けられないという見方を示している(注8)。問題はその度合いであるが、世界銀行が6月時点でも7.5%を下回ることは

ない(注9)として小幅な調整を予想しているのに対し、国内では悲観的な見方が広がっている。

計画投資省は、2008年4月、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。政府の成長率見通しが国際金融機関のそれを下回るのは異例で、危機感の高まりを象徴するものといえる。

実際、潮目が変わったことを実感させる材料は多い。最大の懸念材料は物価である。2008年5月の消費者物価上昇率は前年末比+16.0%、前年同月比+25.2%となり、政府はこれを「危機的水準」と表現している(図表11)。物価指数の上昇は主にその半分のウエイトを占める食料・食品の値上がりを受けたものである。2008年4月時点における食料・食品の小売価格は、コメが前年同月比+81.8%、小麦が同+108.3%、豚肉が同+68.9%と上昇の勢いが強い。コメと小麦は世界的な穀物および肥料価格の高騰、豚肉は伝染病による供給量の減少を受けたものである。このほか全量を輸入に依存するガソリン、原材料の輸入依存度が高いセメントや鉄鋼の価格上昇も著しく、運輸・通信と住宅・建設資材の指数を上昇させる要因となっている。

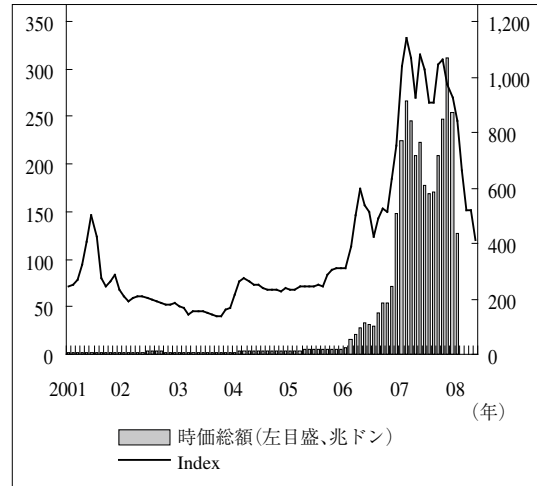
図表11 消費者物価指数



(資料) CEICより作成

株価と不動産価格の下落も深刻である。ホーチミン市証券市場の株価指数 (VN Index) は、2007年5月に1,081 (月中平均値、以下同じ) と過去最高を記録した。2006年5月が539、2005年5月が247であったことから2年間に亘って倍増のペースを保ってきたことになる。市場の時価総額も急増し、2007年11月には311兆ドンとなった (図表12)。これは同年のGDPの27.2%に相当する規模である。しかし、株価は2007年に調整色を強め、2008年に入ると急落した。6月初旬には400を下回り、ピーク時の半分以下の水準に落ち込んだ。時価総額も200兆ドンを割り込み、GDPの1割に相当する価値が消失した計算となる。

図表12 証券市場



(注) 2008年2月以降の時価総額はN.A.
(資料) CEICより作成

不動産価格の下落も鮮明である。都市における土地および住宅の価格は証券市場が調整局面に入った2007年から急速に上昇した。ハノイおよびホーチミン市の土地価格 (平方メートル当たり、以下同じ) は年初の3,120~3,750ドルから5,000ドルとなり、優良地には6万2,500ドルの値がついた (注10)。また、ホーチミン市の住宅は年初の1,200ドルから4,500ドルに上昇したという (注11)。しかし、2008年に入ると価格は頭打ちの状況となった。外資向けの高級オフィスについては需要が旺盛で値崩れは見られない (注12) もの、ホーチミン市の2008年4月の土地価格は年初から40%、住宅は30%値下がりしたとされる (注13)。

- (注3) *Vietnam Investment Review*, "FDI Disbursement, commitments soar with more on the way", No.864/ May 5-11,2008
- (注4) 具体的には、1999年の1人当たり所得(月)は29.5万ドン(1ドル=1.6万ドン換算で14.1ドル)であったが、2006年のそれは63.6万ドン(39.3ドル)。
- (注5) *Vietnam Economic Times*, "Retail rush", March, 2008
- (注6) 日本経済新聞「在外ベトナム人 本国送金100億ドル超へ 07年5割増 規制緩和が奏効」2008年1月7日朝刊
- (注7) これは長期のトレンドであり、同社は2008年5月、2008～2009年のベトナムの成長率見通しを8.5%から7.3%、7.5%に引き下げた。詳細は*VietNamNet Bridge Website*, "Goldman Sachs: high inflation the biggest problem now for Vietnam", 22 May 2008 (<http://english.vietnamnet.vn/biz/2008/05/784420/>)
- (注8) 詳細はWorld Bank (2008) および*Vietnam Investment Review*, "Government Lower GDP growth estimate", No.863/April 28-May,4 2008参照
- (注9) *Intellaisa .Net*, "Vietnam's GDP growth could rally more quickly than estimation: WB", 11 June 2008
- (注10) *Vietnam Investment Review*, "Property fever and burnt fingers", No.857/March 17-23,2008
- (注11) *Dow Jones Factiva*, "Banking: Banks in HCMC Lend\$2.187Bln for Property Projects", 2008年2月21日
- (注12) *Vietnam Investment Review*, "Property merry-go-round continues", No.865, June 9-15,2008
- (注13) *Vietnam Investment Review*, "property free falls unabated", No.863/April 28-March 4,2008

II. グローバル化の功罪

問題は山積しているが、政府が最も関心を払っているのは物価である。物価は2007年に上昇し、2008年に入っても一向におさまる様子がない。原油をはじめとする資源や穀物の国際価格の高騰が影響していることは間違いないが、それだけでは、なぜベトナムの消費者物価上昇率が中国を含む他の東アジア諸国より高いかを説明出来ない。

物価上昇率が高い理由を一言で言えば政府

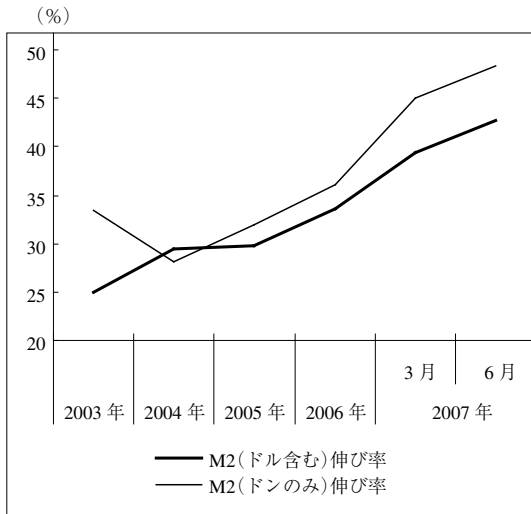
と中央銀行の物価抑制策が十分に機能していないことにある。物価は異常気象による食料・食品の供給減や資源・穀物価格の高騰といった不可避的な要因だけでなく、次章で述べるような価格統制の効果、ドン安の進行、商品市場への投機資金の流入といったベトナム特有の事情を反映した個別的要因によっても左右される。

個別的要因のなかで最も重要と思われるのが過剰流動性の問題である。まず、マネーサプライがどのように変化したかを1997年に遡ってみていく。この問題は証券および不動産バブルの発生とも関係している。両市場の過熱に中央銀行がどのように対応してきたかを整理する。最後に2008年に入っても物価の上昇が続いているのはなぜか。その背景に場当たり的な金融政策があることを指摘する。

1. 資金流入に伴う過剰流動性の発生

2007年6月までのM2の伸び率を見ると、過剰流動性の問題は悪化の一途にあり(図表13)、これがベトナムの物価上昇率を際立たせている原因のひとつであることは間違いない。この資金はどこからきたのであろうか。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国外から流入したことがある。送金は越僑のビジネスや住宅購入に対する規制緩和、あるいは、中東などへの出稼ぎ労働者の増加を受けて年々その規模が拡大する傾向にあり、2007年は前年の倍となる100

図表13 M2の伸び率（前年比ないし前年同月比）



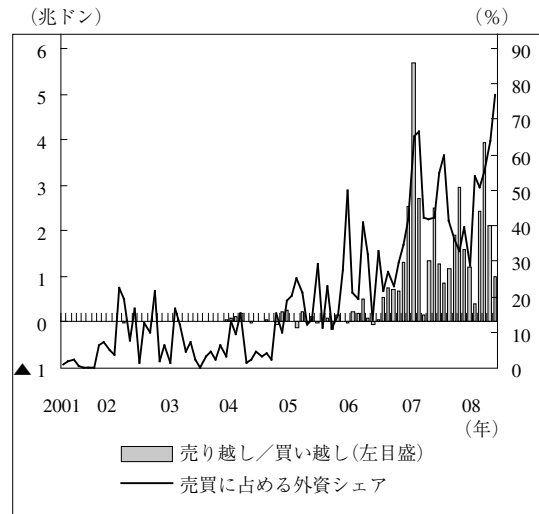
(資料) IMF (2007b)

億ドルとなった。

証券投資は世界的な金余りに加えて、2005年9月に上場株式に対する外国投資家の保有比率の上限が30%から49%に引き上げられたこと、さらには、税制上の優遇措置の期限である2006年に新規上場が相次いだことから急増し、2007年に海外から流入した資金は180億ドルに達したとされる（注14）（図表14）。

一方、外国直接投資を介して流入した資金は80億ドルとされる（注15）。もちろんこれら資金の一部は資機材の輸入決済に用いられるため、その全てがドンに交換され国内で流通するわけではないものの、2007年は送金、証券投資、直接投資を通じておよそGDPの半分に相当する資金が流入したことになる。

図表14 証券市場における外国投資家

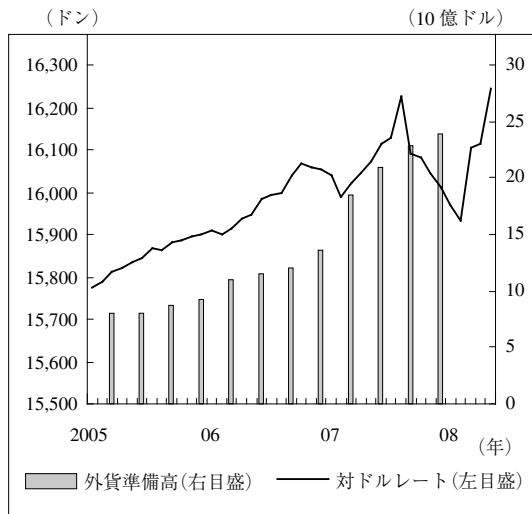


(資料) CEICより作成

これに伴い対ドルレートは2006年11月からドン高に転じた（図表15）。ベトナムの外国為替制度は前日のインターバンク市場の平均値を中央銀行が基準レートとして発表し、各銀行はその上下0.25%の範囲内で取引出来る管理フロート制を採用している。中央銀行は2007年1月にWTO加盟に伴う規制緩和の一環としてこの変動許容幅を0.25%から0.5%に広げるなど、ドン高を容認する方針を示したかに見えた。

しかし、実際には中央銀行はこの時のドン高は越僑の送金が増加する旧正月前に例年みられる一時的現象と捉え、長期化するとは考えていなかったようである。事実、変動許容幅を拡大した時点では、中央銀行は年間で2%

図表15 為替レートと外貨準備



(資料) CEIC Databaseより作成

のドン安を予想していたほどである(注16)。政府は輸出競争力の低下に伴う貿易赤字の拡大や外資誘致に与える影響を懸念し(注17)、ドル買い介入によって「緩やかなドン安」を維持する方針を固めた。2007年3月以降のドン安は、この介入によってもたらされたものと考えer必要がある(注18)。2007年末の外貨準備高は239億ドルと、前年末より103億ドル増えた(図表14)。とりわけ9月までの外貨準備高の増加は著しく、ドル買い介入はこの間のドン安を説明する有力な材料とみなすことができる。

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にドル買い介入を続けたことが過剰流動性を発生させたそもそも

の原因である。ベトナム経済の先行き不安を象徴する物価の上昇は2008年に顕在化した問題であるが、その種は2007年にまかれていたのである。

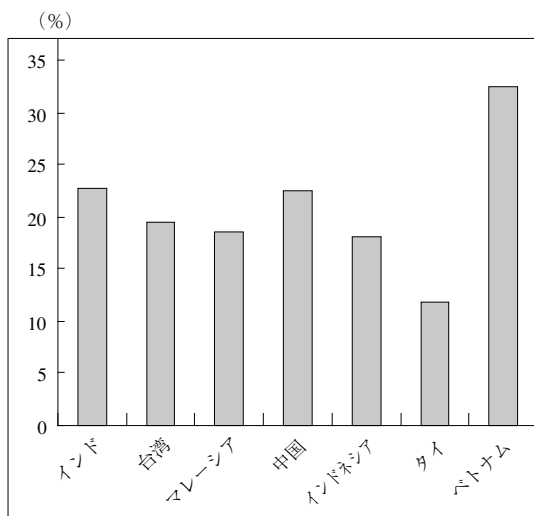
2. 証券から不動産へ—株式銀行の役割

2007年の消費者物価上昇率は前年末比12.6%と12年ぶりに10%を超える水準に達した。中央銀行は2007年6月に預金準備率を4%から一挙に10%に引き上げたほか、ドル買い介入により市場に流入した100億ドル相当のドンの9割を売りオペで吸収したとしている(注19)。しかし、準備率引き上げ後もインターバンク・レートが低位で推移したことからも、それらの効果は限られたものでしかなかった。

市場に溢れたドンは証券市場に向けられた。非上場株式を扱うインフォーマルな市場は正規の証券市場を上回る規模に達しているとされており(World Bank [2006b])、これも受け皿となった(注20)。しかし、個人投資家のなかには親戚から借金までして投資する人もあり(注21)、あまりにも大量の資金が流入したことで相場は実勢から乖離することとなった。2007年央の上場企業の株価収益率(Price-Earning Ratio; PER)は32.4%と中国やインドの水準をも上回った(図表16)。

この動きを後押ししたのが中小規模の株式銀行(Joint-Stock Bank)の証券担保融資であり、一部の銀行では同融資が融資残高の

図表16 株価収益率（2007年央）



(資料) IMF (2007a) より作成

30～40%に達したとされる (IMF [2007a])。証券担保融資の増加により金融機関の抱えるリスクは拡大し、IMFや世界銀行は金融不安に陥る危険性を警告するようになった。中央銀行は2007年1月に証券担保融資のリスク・ウェイトを100%から150%に引き上げるとともに、5月には証券担保融資を2007年末までに融資残高の3%以下に抑制するよう指示し、投資の抑制をはかった。ここに新株発行が相次ぎ、供給過剰感が高まったことで証券市場は2007年後半から調整色を強めることとなった。

行き場を求める資金が次に向かったのは外国直接投資による大規模開発で活況を呈していた不動産市場である。ここでも金融機関は

需要と供給の両サイドに積極的な融資を展開し、2007年後半の価格上昇に一役買った。しかし、2008年に入ると、政府と中央銀行は不動産融資の拡大によって金融機関が新たなリスクを抱えることへの懸念を強め、市場冷却に向けた措置を打ち出した。

中央銀行は2008年1月に2005年末から据えてきた政策金利を引き上げ、公定歩合 (discount rate) を4.0%から4.5%とした。また、2008年の融資残高の伸び率を30%以下に抑える方針を明らかにした。2007年のそれが前年比53% (注22) であったとされることから30%という上限は緩やかなようにも見えるが、実際には2007年に約定済みで未実行の分が多く残っていることから、銀行によっては新規融資の伸び率を一桁に抑える必要がある。

主なターゲットとされたのは株式銀行の不動産融資であり、一部の銀行では住宅ローンの新規取り扱いを中止せざるを得なくなるところもでてきた (注23)。財政省も多くの物件を所有すればその分税率が高くなる累進税制度の導入の検討を始めるなど、投資抑制に動いた。

2008年に入ってから株および不動産価格の下落は顕著で、2008年6月初旬においても回復に向かう気配はない。上述の措置が一定の効果を発揮したことは間違いないが、決定的な役割を果たしたのは物価上昇に危機感を覚えた政府が政策の軸足を成長重視から物価

抑制に移したことである。中央銀行はこれを受け、強力な金融引き締め策を相次いで打ち出した。

中央銀行は、2008年2月、預金準備率を過去最高となる11%に、そして、公定歩合を4.5%から一挙に6.0%に引き上げた。また、20.3兆ドン（12.6億ドル）の中銀短期証券の購入を義務付ける売りオペを行うと発表した。これは2007年6月時点の商業銀行の融資残高（817.7兆ドン）の6.1%に相当する。銀行は資金不足への懸念を強め、2月末にはインターバンク・レートが40%に、商業銀行の短期金利も10%を超える水準に達した。

金利の上昇を受けて資金は証券および不動産市場から預金にシフトし、株価や不動産価格下落に拍車がかかった。証券市場は2007年とは逆のサイクル、つまり、価格下落への期待が投資を減退させ、それがさらなる価格下落を促すという悪循環に陥った（注24）。程度の差はあれ、不動産市場も同様の展開が予想される。

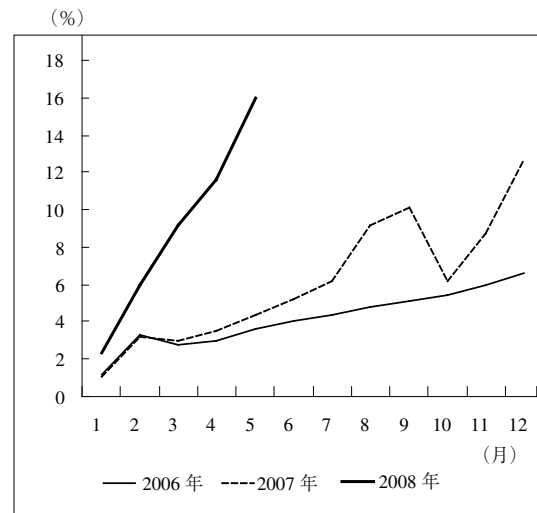
3. 迷走する中央銀行

引き締め策は証券および不動産投資の抑制という点では成果をあげた。しかし、肝心の物価は上昇が続いている（図表17）。前月比でみた物価上昇率は1月が+2.3%、2月が+3.6%、3月が+3.0%、4月が+2.2%とやや低下傾向にあり、政府と中央銀行には楽観論が広がったものの、5月は+4.4%と再び

急上昇した。食料・食品と建設資材の値上がりが続いていることが主因である。

原油、資源、穀物の国際価格が最高値を更新していることから、物価は引き続き予断を許さない状況にある。しかし、ベトナムにとってより重要な問題は、行き場を求める資金が価格上昇を睨んでコメやセメントなどの商品市場に流れている（注25）とされるように、過剰流動性の問題が一向に解消されていないことにある。2008年1～4月の融資伸び率が前年同期を上回るなど（注26）、引き締め策の効果が疑われる結果となっている。要となるのは中央銀行であるが、以下でみるように金融政策の目的および手段ともに一貫性に欠ける場当たりの対応が目立つ。

図表17 消費者物価上昇率（前年末比）



（資料）統計総局資料より作成

その一つとして公開市場操作の問題がある。中央銀行は2008年2月中旬に20.3兆ドルの売りオペを行うと発表したものの、規模の小さい一部の株式銀行が支払不能に陥る危険性があるとして、この発表からわずか1週間後に10兆ドル（6.3億ドル）の買いオペを行った（注27）。さらに、4月上旬には繊維、履き物、水産物などの主力の輸出企業の資金繰りが悪化したことから、再度資金を供給したとされる（注28）。公開市場操作の実態は明らかではないが、中央銀行は売りオペと買いオペをほぼ同時に行う状況に陥り、引き締め策の効果が損なわれたことは確かである。

同様の問題は金利規制を巡る中央銀行の対応にもみることが出来る。売りオペ発表後、多くの銀行は資金不足に陥ることを懸念し、金利の引き上げに踏み切った。しかし、これは金利引き上げ競争に発展し、経営状態の悪い銀行ほど金利を引き上げて資金を集める「逆選択」、あるいは、短期で調達した資金を長期の融資に向ける「期間のミスマッチ」といったリスクが高まった。ここに資金調達コストの上昇は景気を悪化させかねないという声が加わり、中央銀行は売りオペ発表の2週間後に12%を上限とする金利規制を導入した。

しかし、この上限金利規制も長続きせず、5月には新たな金利規制が導入された。新規制は中央銀行の発表する基準金利（base rate）の150%を超えない範囲で自由に金利を設定

出来るとするものである（注29）。上限金利規制は銀行が自由に金利を決定出来るそれまでのものとは対極にある制度であり、新規制は両者の中間に位置する制度といえる。

新規制は政策金利の実効性を高め、市場経済原理に沿ったマクロ経済運営を容易にする進歩的な措置とされているが、実際には先に導入した上限金利規制が行き詰り、修正を余儀なくされたことを受けたものといえる。行き詰まりを象徴するのが中小規模の株式銀行を震源とする金融不安の高まり（注30）である。

上限金利規制下では金利差が縮小し、預金者の多くが規模の大きい銀行に預金を移した方が安全であると考えたため、中小規模の株式銀行から大規模国営商業銀行への資金移転が起こる。中央銀行は上限金利規制導入時にこうした事態が起こりうることを予想し、資金不足に陥った銀行に対する資金貸出を約束し、3月にも同様の通達を出したものの（注31）、この約束は実際には履行されなかった。

追い撃ちをかけたのが、国営商業銀行からの政府資金の引き上げである。政府は、4月、国営商業銀行に預入していた30兆ドル（20億ドル）の資金を段階的に引き揚げ（9月まで）、中央銀行に移すと表明した。金融市場を寡占する国営商業銀行の資金も絞られることになったため、インターバンク・レートは22%に上昇し（注32）、株式銀行の資金調達はますます立ち行かなくなった。

さらに、上昇の勢いが衰えない物価も上限金利規制の廃止を促す要因となった。同規制の導入を決定した中央銀行でも、そもそも物価上昇率を下回る金利水準では過剰流動性は解消出来ない、あるいは、銀行からの資金流出を促し、コメやセメントなどの商品投機を引き起こすといった見方(注33)が広がった。

金利規制を巡る中央銀行のこうした迷走は、ベトナムでは金融政策そのものが発展途上にあり、新規制が経済安定化の切り札になるか否かは定かではないことを示唆している。事実、新規制が導入されて以降、金利は中小規模の株式銀行を中心として引き上げられ、1年物の定期預金金利は14%、貸出金利は18%となった(注34)。資金は株式銀行に戻つつあるものの、銀行間の金利引き上げ競争は激化しており、資金の移動に対応出来ず資金不足に陥る、あるいは、金利スプレッドの縮小により経営が悪化する銀行が現れないとはいいきれない。新規制下でも金融不安の懸念がなくなることは明らかであり、これに資金調達コストが上昇した産業界からの反発が加われば、金利規制を巡る議論が再燃する可能性がある。

(注14) 日本経済新聞「昨年、ベトナム株投資、海外から2兆円」2008年1月10日付朝刊

(注15) *Vietnam Investment Review*, "No quick fix solutions for trade deficit", No.867/May 26-June 1,2008

(注16) *Dow Jones Factiva*, "Vietnam Eases FX Restrictions On Trade, Invest", 2007年1月4日

(注17) *Dow Jones Factiva*, "Vietnam to keep dong weak AROUND THE MARKETS BUSINESS ASIA by Bloomberg", 2007年6月26日

(注18) *Dow Jones Factiva*, "Dollar/dong exchange rate on par with SBV level", 2007年6月13日

(注19) *THANH NIEN NEWS*, "Monetary policy not enough to control inflation: bank strategist", 15 May 2008

(注20) 例えば、上場企業の数にはホーチミンとハノイの両市場を合わせても、2008年5月時点で300社に満たないが、2008年2月時点でOTC(店頭取引)銘柄は833ある。また、株式企業そのもの数は2005年末でも1万1,600社存在する。

(注21) *Vietnam Investment Review*, "Market ready for change of fortune", No.865, March 10-16,2008

(注22) 別の現地報道ではこれを37.8%とするものもある。*Dow Jones Factiva*, "Vietnam: Central bank urged to adopt flexible money policies", 2008年1月10日

(注23) *Vietnam Economic Times*, "Hidden difficulties", Issue 169, march 2008

(注24) 中央銀行は、2008年2月、これまで融資残高の3%としていた証券担保融資の上限を登記資本の20%とする投資緩和策を、国家証券取引委員会は、2008年3月、証券市場に上場する銘柄の一日の値幅制限を5分の1とする(ホーチミンは変動幅を5%から1%へ、ハノイは10%から2%に制限する)措置を採ったが、株価の下落はその後も続いている。また、国家証券取引委員会は2008年5月、株価下落にともなう市場の取引低迷を受けて、ファンドや証券会社の新規設立を当面認めない方針を示した。*Vietnam Investment Review*, "SSC pulls the plug on new stock companies" No.864/May 5-11,2008ほか。

(注25) *Vietnam Investment Review*, "Credit growth rising despite stop gaps" No.862/May 5-11,2008。

(注26) *Vietnam Investment Review*, "Bank split on rate cap" No.863/April 28-March 4,2008

(注27) *Dow Jones Factiva*, "Banking: Vietnam Central Bank to Inject USD10T into Market Thu to ease Cash Shortage", 2008年2月21日

(注28) *Vietnam Investment Review*, "Bank split on rate cap" No.863/April 28-March 4,2008。一方、*Far East Economic Review*(Thuy[2008])は32兆ドン(20億ドル)としている。

(注29) 新しい制度は「ドン金利は基準金利(base rate)の150%を超えてはならない」という民法規定に依拠することで機能すると考えられている。民法は1996年から施行されており、制度を支える法律は以前から存在していたといえる。しかし、これまでは同規定が金融機関で意識されたことはほとんどなく、基準金利は政策金利としての役割を果たしていなかった。基準金利は公定歩合とともに毎月発表されているが、実際には上位15行の優遇金利の平均を事後的に算出したものにすぎず(Trung et, al. [2006])、金融機関にとっては参考程度の意味しかなかった。

(注30) *Vietnam Investment Review*, "Interest rate cap hurts small commercial banks" No.862 / April 28-May 4,2008

(注31) *State Bank Official Letter No 3764/NHNN-CSTT, 24 April 2008*

(注32) *Vietnam Investment Review*, "Bank deposits take big hit in the south" No.862/April 21-27, 2008

(注33) *Vietnam Investment Review*, "Credit growth rising despite stop gaps" No.862/May 5-11, 2008。

(注34) *Dow Jones Factiva*, "Vietnam: Depositors flock to enjoy higher interest rates", 2008年5月21日

Ⅲ. 混乱の根本原因は何か

ベトナムの物価抑制策が機能しない理由を周辺諸国との政策メニューやその効果の比較から検証することは容易ではない。しかし、金融や為替など物価に影響を与える政策がどのようなメカニズムによって動いているかというベトナム特有の事情を明らかにすることで、かなりの部分は説明出来るように思われる。

以下では金融、為替、国営企業改革の3つの政策課題を通してこの問題にアプローチする。それぞれにおける矛盾が過剰流動性の発生および引き締め策の機能不全と深くかかわっており、現在の混乱は決して外的環境の変化を受けた一過性のものではなく、ベトナムが物価の上昇を促すとともにそのコントロールを難しくする構造的な問題を抱えていることによるものであることがわかる。

1. 問われる中央銀行の独立性

中央銀行の迷走は同行の抱える課題を如実に表している。売りオペを通じて金融引き締めのメッセージを発しながらも、買いオペを

余儀なくされたのは、公開市場操作が資金量や経営状態の異なる銀行にどのような影響を及ぼすかを事前に把握出来ていなかったことを示す。市場経済化は金融深化を伴っていることを先述したが（図表6参照）、中央銀行がそれに見合った能力を備えているとはいいがたい。

背景には中央銀行のデータ収集および分析能力の低さがある。ベトナムの中央銀行のホームページ (<http://www.sbv.gov.vn/vn/home/index.jsp>) にアクセスして得られるデータは少なく、中国はもちろんインドネシアやフィリピンと比べても見劣りする。中央銀行はそもそも景気動向や資金循環を見極めるための調査を行っていない。ベトナムの発展段階を考慮すれば、ある程度やむをえない面もあるが、グローバル化の進展に伴い金融政策が経済の安定に及ぼす影響は日々大きくなっており、発展段階を理由にこの問題への取り組みを遅らせることは許されない。

データ収集および分析能力の低さは金融政策に限った問題ではなく、経済政策全般に見てとれる。政府は影響を見極めながら修正を施すことで政策の完成度を高めようとする傾向があり、現状の追認を政策の実行にすり替えることも珍しくない。こうしたスタイルは現実的な対応といえなくもないが、的確な状況判断と微妙なさじ加減が要求される金融政策においては経済の安定を損ない、景気の下ぶれリスクを拡大する原因となる。

また、金融政策における一貫性の欠如は中央銀行の権威、ひいては、金融政策の実効性を損なう。例えば、融資の伸び率をいかにコントロールするかは中央銀行の重要な任務であるが、ベトナム中央銀行は「2007年から銀行に融資の伸び率を抑制するよう指示してきたものの、この指示は全く無視され、2008年についても30%の目標を上回る可能性がある」（注35）として、自らその任務を果たす能力がないことを認めている。違反した場合の罰則が明確でないといった制度面の問題もないわけではないが、金融政策の実効性に問題があることは否めない。

このほかにも2月に導入された上限金利規制を全ての銀行が遵守していたわけではないことがわかっている。同規制は中央銀行と銀行協会との協議によって導入が決定され、公式には中央銀行からの通達を受けた銀行協会が自主ルールとして上限金利を決定する仕組みになっている。銀行協会が介在することによって通達は紳士協定の性格を帯び、拘束力は必然的に弱くなる。4月下旬には、インターバンク・レートの上昇を受けて短期金利は規制を上回る18～20%に上昇したとされ（注36）、規制は廃止前に効力を失っていたことになる。

これらは技術的ないし制度的な問題であり、改善は難しくないように見える。中央銀行は、2008年5月、金融不安の未然防止という理由で、銀行に毎日の報告を義務

付け（注37）、新しい金利規制に従わない銀行には罰則を課すことを検討しはじめた（注38）。しかし、なぜ中央銀行のデータ収集および分析能力が低いのかという根本的な問題に立ち返ると、中央銀行の独立性の問題に突き当たり、中央銀行の能力向上、つまり、金融政策の実効性を高めるにはかなり時間が必要といわざるをえない。

ベトナムでは中央銀行は他の省庁と横並びの行政組織の一つと位置づけられており、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。このため金融政策は政府、とりわけ政府に強い影響力を持つ国営企業の意向が反映され、金融緩和の方向に向かいやすい。物価や金融システムの安定といった役割は政府が特にその必要性を認めた時にだけに要求されるものであり、能力向上に対するインセンティブが働く環境下にはない。

2008年1月の国家銀行会議におけるグエン・タン・ズン首相の発言は、中央銀行の置かれた状況を端的に示している。同首相は、2008年の中央銀行の任務は物価の抑制と9%の経済成長を可能とする金融環境の整備にあるとした（注39）。引き締めか緩和か。この二つの任務は明らかに矛盾するもので、首相発言は政府が経済を実体面と金融面の両面から捉えるのではなく、金融をあくまで実体に従属する存在と位置づけていることの証左といえよう。同じ時期、ベトナムより物価上昇

率の低い中国で温家宝首相が景気加熱防止と物価抑制の指示を出していた（注40）のとは対照的である。

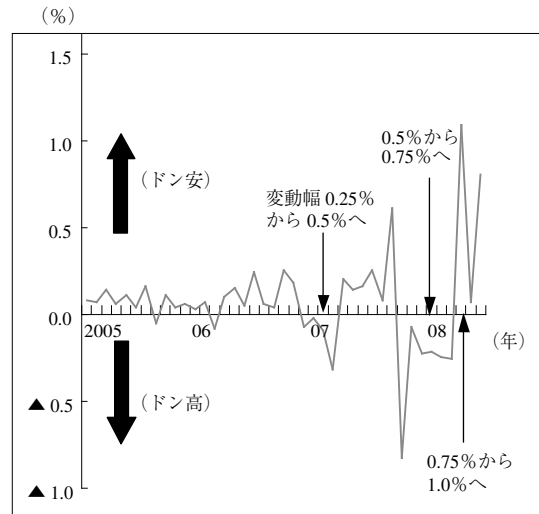
中央銀行は能力を向上しようというインセンティブに欠け、金融政策の実効性も高まらないというジレンマに陥っている。これは物価の抑制と高成長を両立させようとする政策によって表面化した問題であり、決して新しい問題ではない。グローバル化の進展にともない金融サービスの重要性は増すことはあっても減ることはない。グローバル化を経済発展を促すチャンスと捉え、環境の変化に迅速に対応する経済に変えるには何が必要か。政府は中央銀行のあり方を早急に見直す必要がある。

2. ドン安と物価上昇の悪循環

経済成長を重視する政策は為替政策を歪める原因にもなっている。ドンの対ドルレートは2007年に入ると変動幅が拡大する傾向にあり（図表18）、もはや従前のような「緩やかなドン安」を期待出来ない状況にある。以下では、対ドルレートの変動とその背景にあるドンとドン需給バランスの変化およびそれに影響を与えた政策を整理し、為替政策の課題を検討する。

最初の為替レートの変調は2006年11月に起きた。証券市場に国外からの資金が流入したことが発端となりドン高に転じ、これに旧正月を前にした越僑の送金や外貨の持ち込みが

図表18 対ドルレートの変動（前月比）



（資料）CEICより作成

加わって一層のドン高が進んだ。前述したように、この時のドン高圧力は中央銀行の予想を上回るもので、輸出産業に与える影響を懸念した政府は2007年3月にドル買い介入を通じてドン安誘導をはかった（注41）。

この時点までの為替政策は政府にとって自由度の高いものであった。変動許容幅が狭く、物価や景気の先行きに対する懸念も小さかったことから、政府は介入を通じて為替レートを自らが望ましいと考える方向に誘導することが可能であった。しかし、この自由度が高いことが災いし、為替政策は貿易赤字の解消を目的としたドン安誘導論に支配され、金融政策との整合性を失うこととなった。これが過剰流動性を発生させる原因となったことは

前述したとおりである。

2007年9月に対ドルレートは再びドン高となった。この背景には、アメリカの利下げを受けてドル金利が低下したこと、また、物価上昇が鮮明となり、政府が引き締め策強化の必要性を強く認識するようになったことがある。中央銀行が2007年7月に準備率の引き上げと売りオペによって金融引き締め策に転じると、政府はドル買い介入を控えるようになった。中央銀行は2007年末に変動許容幅を0.5%から0.75%に、2008年3月に1.0%に拡大しており、政府と中央銀行の間にはドン高を容認することで物価の抑制をはかろうというコンセンサスが形成されていたようにみえる。

これは為替レートを固定している開発途上国に共通する問題で、①為替レートの固定、②自由な国際的な資本移動、③独自の金融政策の発動という三つの政策目標のうち二つは矛盾なく成立するが、三つを同時に達成することは出来ない「三目標同時達成の不可能性(impossible trinity)」（岡部〔2003〕）と呼ばれる。恒常的な資本流入に対応して政府がドル買い介入を続ければ、やがてドンは供給過剰となり、経済の安定が損なわれる。資本の国際移動と金融政策の自立性を両立させるには、最終的にドンの変動幅を広げ、ドン高を容認せざるを得ない。

しかし、引き締め策の影響でドン不足が深刻化するとともに輸出産業の競争力が低下す

ることへの懸念から、政府は2008年3月末にドル売り介入を再開した（注42）。4月にはグエン・タン・ズン首相が介入の継続によってドン安誘導を続けることを表明するなど（注43）、為替政策は2007年8月以前の状況に逆戻りした。輸出に占める高付加価値品の割合が低く、貿易赤字が拡大しているベトナムには、中国のように自国通貨高を容認する余裕はない。政府はドン高に物価抑制効果があることを承知しながらも、貿易赤字拡大に対する危機感から再び实体经济優先へと舵を切ったのである。

金融政策が十分に機能していないにもかかわらず、政府がドル買い介入を再開すれば物価の上昇に拍車がかかることは必定である。この方針転換によって景気の先行き不透明感は一層高まった。しかし、2008年5月に入ると、事態は一変し、為替政策は新たな局面を迎える。政府の介入によらないドン安の進行である。この背景には証券市場の低迷を受けて資金の流入が細っている一方で、貿易赤字の拡大によりドル需要が拡大するという構造的変化があるとされている。

政府と中央銀行は輸出競争力の強化につながることからこれを静観してきたが、1～5月の貿易赤字が144億ドルと前年同期の3.4倍となり、ドン安は政府の思惑を超えたスピードで進んだ。急激なドン安は為替差益を見込んだ投機資金を呼び込み、ドン安に拍車をかけている。中央銀行の発表する基準レートは

1ドル=16,000ドンをわずかに超える程度であるが、ブラックマーケットでは18,000ドン、海外先物市場（12カ月）では22,000ドン台で取引されている（いずれも5月末時点）。

このため、5月末、中央銀行は投機資金の流入を抑制するため、今後もドン安が続いた場合、1ドル=17,500ドンを目安にドル売り介入を行うと発表し（注44）、6月には変動許容幅を2%に拡大した（注45）。為替政策はわずか2カ月の間でドン安誘導からドン安阻止へ転じたことになる。ドン安を回避する目的で政府がドル売り介入を行うのは、ドイモイ政策が採用されてから初めてのことであり、グローバル化に伴いベトナムを取り巻く環境が大きく変化したことを物語っている。

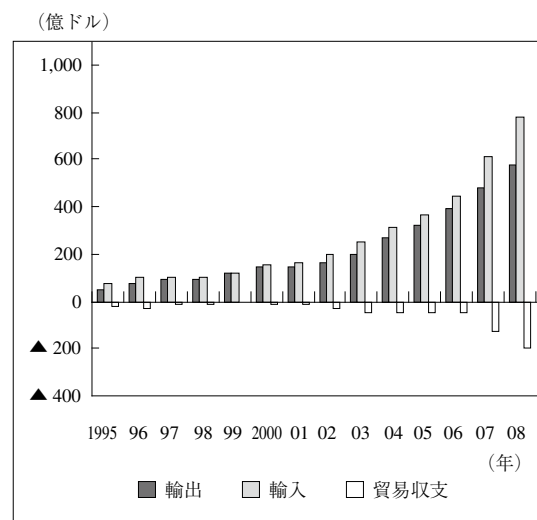
ドン安は輸出競争力を高めることから歓迎すべき現象であるように見えるが、デメリットも少なくない。最も懸念されるのは輸入価格の上昇によって喫緊の課題である物価沈静化の目処がたたなくなることである。終着点の見えない世界的な資源および穀物価格の高騰によってこの懸念は決して杞憂ではなくなったといえよう。

物価上昇はドンの実質的な減価を意味することから、物価上昇期待の高まりは必然的にドン安期待を高める。このドン安期待は家計資産のドン離れ（ドルや金へシフト）を促し、一層のドン安を招来し、輸入価格を押し上げる。ベトナムは既にこの悪循環に陥っている可能性が高い。このほかにもドン安は外国投

資家の証券市場への投資を躊躇させ、株価の低迷を長引かせるほか、対外債務の拡大を招来するというデメリットもある。

欧米系銀行のエコノミストのなかには、現在のドン安はベトナムの置かれた危機的状況を象徴しており、ベトナムは「早晩、通貨危機に陥ったタイのようにIMFの支援を必要とすることになる」とする声がある（注46）。2008年の貿易赤字は通年で200億ドルに達すると見込まれることから（図表19）、資本の国外逃避が起り、経常収支赤字が「維持不可能（unsustainably large）」（注47）になるというのがその理由である。この問題については次章で詳しく検討するが、維持不可能と断

図表19 貿易動向



(注) 2008年は商工省の予測値
(資料) 統計総局資料

定するのは早計であり、取り組むべき政策を間違った方向に導く可能性がある。

政府と中央銀行が憂慮すべき問題は、ドン安がドル化を促し、金融政策の実効性が低下する、つまり、マクロ経済をコントロールする能力を失うことである。ドル化を推進している主体は家計であり、高まる一方のドン安期待を鎮めるためには輸入抑制や為替介入よりも、物価抑制の方がはるかに効果的であると考えなければならない。

3. 国営企業改革は進んだのか

政府は、2008年に入ると金融・為替政策以外の政策（注48）を模索するようになった。グエン・タン・ズン首相は、3月の閣議で燃料、電力、運輸、セメント、鉄鋼、水道、石炭などの10品目について値上げの凍結を関係国営企業に指示した。当初、値上げ凍結は6月までの期限付きであったが、政府内には凍結解除後の反動を警戒する声も強く（注49）、さらに半年延長される可能性がある。

これら品目の値上げ凍結は、物価上昇の主な因とされる食料や食品の価格にはあまり影響しないことから、その効果は限定的であると思われる。それでも凍結に踏み切った背景には、政府が採りうる政策を総動員しなければならぬところまで追い込まれていること、あるいは、国営企業に負担を求めることで政府に対する批判を回避しようとしたことがあると考えられる。

しかし、値上げ凍結は決して有益無害の政策ではない。むしろ、ベトナム経済の今後に深刻な影響を及ぼす可能性がある。まず懸念されるのはマクロ経済上の問題である。政府は凍結に伴う企業の損失をどのように扱うかについて明言を避けているが、仮に凍結によって生じた損失を補てんすることになれば財政赤字の拡大は免れず、さらなる物価の上昇やドン安を誘発する可能性がある。

問題はそれだけにとどまらない。値上げ凍結は改めて政府と国営企業の関係が曖昧で、企業の財務と政府の財政に明確な境界がないことを示した。国営企業は輸入原材料価格の高騰によって赤字転落が不可避であると主張しながらも、現在は一企業の財務状況のあり方を超越した事態にあるとして、凍結の指示に従っている。両者の間には損失処理は「事後的な交渉」によって決めるという暗黙の了解が成立しているようである。

このことは、政府と国営企業の関係が放漫経営による損失を財政で穴埋めしていた時代（三浦〔1998〕）から本質的には変化していないのではないかという疑念を抱かせる。また、ベトナムでは中国に倣い経営の独立性を高めることで効率性を引き上げるという改革のシナリオのもとで所有と経営を分離する改革が進められた。政府内にはこれが国営企業の経営改善に寄与したとする意見があるが、そうした通説の信憑性も疑わざるを得ない。

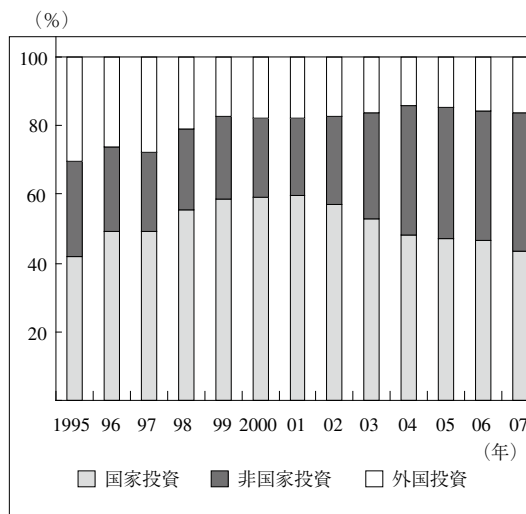
同様の問題は政府が損失を補てんしない場

合でも起こりうる。政府は赤字に陥った企業を放置出来ず、企業は政府に対する「貸し」を取り戻そうとするからである。企業は銀行融資に対する政府保証など損失補てんに代わる補償を求め、政府もこれを容認せざるを得なくなることから、政府と国営企業との関係はますます不透明なものとなろう。価格統制下では政府は国営企業が赤字に陥ってもはやそれが放漫経営によるものか、値上げ凍結によるものかを判断出来なくなる。国営企業に経営改善のインセンティブは働かず、ガバナンスの悪化と偶発的債務（contingent liability）の拡大は避けられない。

この国営企業のガバナンスを巡る問題は高成長下で見過ごされていたにすぎず、実は今日の混乱を招いたそもそもの原因もここに求めることが出来るといっても過言ではない。投資に占める政府と国営企業の割合（「国家投資」）は2001年を境に低下しつつあるものの、2007年でも43.3%を占める（図表20）。その割合が3割に満たない中国と比べると（三浦〔2008〕）、ベトナムの投資における市場経済化は道半ばといえる。2007年の証券および不動産投資ブームにおいても国営企業がその一翼を担ったことは明らかである。

事実、造船企業であるピナシン（Vietnam Ship Building Industry Group: VINASHIN）は資本金の1.1倍に相当する3.3兆ドン（2億ドル）を証券、金融、不動産などの子会社設立に投資したとされる（注50）。これは後述するよう

図表20 資本建設投資のセクター別内訳



(注) 現行価格
(資料) 計画投資省資料

に他の大規模国営企業にも言えることで、国営企業はむしろ証券や不動産投資を先導する役割を果たしたと考える必要がある。

政府がこの動きを抑制した形跡はない。政府が国営企業に対し本業以外の投資を投資全体の30%以下に抑制するよう指示したのは2008年4月に入ってからのことである（注51）。この指示によって投資は抑制されるかもしれない。しかし、国営企業のガバナンスを巡る問題は残されたままである。政府は大規模国営企業のあり方について改めて検証する必要がある。

(注35) *Vietnam Investment Review*, "State Bank holds its ground against banks", No.862/April 21-27, 2008

(注36) *Vietnam Investment Review*, "Greenbacks get the love" No.863/April 28-May 4, 2008

- (注37) *State Bank of Vietnam*, No.1255/NHNN-TD dated May,13 2008
- (注38) *Vietnam Investment Review*, "Banks get ultimatum", No.867/May 26 June 1,2008
- (注39) *Dow Jones Factiva*, "Vietnam: Central bank urged to adopt flexible monetary policies", 2008年1月10日
- (注40) 人民日報日本語版「中国国務院、物価安定のための会議を開催」2008年1月10日
- (注41) ドン安要因としては、そのほかにも証券市場が調整局面に入ったことで外国投資家による利益確定の売りがでたこと、また、貿易赤字が急速に拡大したことでドル需要が高まったことなどの外的要因が指摘されている。*Dow Jones Factiva*, "State Bank plays with a straight bat", 2008年4月28日
- (注42) *THANH NIEN NEWS*, "Vietnam central bank to buy dollars, exporters have", 25 May 2008.
- (注43) *Dow Jones Factiva*, "Vietnam: defusing Vietnam's Hidden Detonators", 2008年5月2日
- (注44) *Dow Jones Factiva*, "Vietnam: State bank able to prevent exchange rate changing a lot", 2008年5月29日
- (注45) *THANH NIEN NEWS*, "Central bank raises interest rate to highest in Asia", 12 June 2008
- (注46) *IntellAsia.Net*, "Vietnam raises interest rate to highest in Asia, lets dong fall", 2 June 2008, "Bank warns of looming dong dilemma" 2 June 2008
- (注47) *IntellAsia.Net*, "Vietnam raises interest rate to highest in Asia, lets dong fall IMF says it isn't in talks with Vietnam on loans", 12 June 2008
- (注48) 政府はこのほかにも財政および国営セクターの支出削減をはかっている。ズン首相は中央省庁、地方政府、国営企業に対して不要不急のプロジェクトをリスト化し、5月末までに提出するよう義務付けた。実際には各主体が他の動きとそれに対する首相の反応を見定めようとして最小限の譲歩しかしないことが予想されるため、支出削減は限られた範囲にとどまるものと見込まれる。
- (注49) *Dow Jones Factiva*, "Vietnam: Ministry of Finance tries to prevent price hikes", 2008年5月28日
- (注50) *IntellAsia.Net*, "SOEs warned not to step outside of core business", 8 April 2008
- (注51) *Vietnam Investment Review*, "Non core business catches up on SOEs", No.861/ April 14-20 ,2008

IV. 今後の展開

最後に、基準金利引き上げの効果とドン安の行方について展望する。また、国営セクター

のシェアの低下はかならずしも市場経済化の進展を意味するものではなく、国営企業改革の功罪を点検する時期を迎えていることを指摘する。

1. 試される基準金利引き上げの効果

政府のシンクタンクである中央経済管理院(CIEM)は、5月、2008年の成長率を7.2%とする見通しを発表したものの、そこには成長率が6.6~6.7%に落ち込むワースト・シナリオも併記された。世界銀行は、6月に2008年のGDP成長率が7.5%を割り込むことはないとしてそうした悲観論をけん制しているが、物価上昇の勢いは依然として強いことから、ワースト・シナリオを下回る成長率を視野に入れる必要がでてきた。

英エコノミスト誌はまだ楽観ムードが支配的であった時期にベトナム経済の先行きに警鐘をならしていた。①物価上昇に伴い都市の低所得階層の生活が悪化することで、ストライキなど社会秩序の不安定化が誘発される、②貿易自由化によって淘汰されるはずの競争力のない国営企業がロビー活動を通じて改革を遅らせる、③証券および不動産市場の低迷により、一部の企業や金融機関が破産に追い込まれる等のリスクがあり、成長率が5%を割り込むこともありうることを指摘した(Collins [2008])。

悲観論は現実味を増しつつある。6月には日系企業が多く入居する北部のタンロン工業

団地でストライキが連鎖的な広がりを見せるなど、この見方はもはや極論ではなくなりつつある。消費者物価上昇率が先行きを見通すにあたって最も重要な経済指標になることは言うまでもない。

ただし、物価上昇率は、①食料・食品の供給不足、②世界的な資源・穀物価格の高騰、③それぞれの市場への投機的な資金の流入といった過剰流動性以外の要因にも左右されることから、それらを峻別しなければ指標としての有用性が失われかねない。仮に過剰流動性の問題が解消に向かっているのであれば、物価に変化はなくとも下ぶれリスクは低下しているという判断も可能である。まずはこの部分に焦点をあてて、金融政策の効果を精査していくべきであろう。

中央銀行は6月に基準金利を14%に引き上げており、これによって融資の伸びが抑制されるか否かが年後半の経済をみるうえでのポイントとなろう。需要が抑制されればドン安圧力の緩和はもちろん貿易赤字の縮小にもつながろう。ドン安は本来輸入を抑制する効果があるが、一方で物価上昇期待から投機目的の輸入が増加したため、その効果が減殺されていた可能性がある（注52）。金利引き上げによって物価上昇期待が低下すれば投機目的の輸入が減少し、ドン安に伴う輸入抑制効果が顕現化することが期待される。

2. 市場の不安が為替をかく乱

年後半の為替はどのように推移するであろうか。貿易赤字の拡大を背景としたドン安期待は容易には収まらないと思われることから、ドン安の勢いが衰える見込みは少ない。中央銀行はドル投機を沈静化するため許容変動幅の拡大に踏み切ったが、銀行とブラックマーケットの価格差は依然として大きい。最終的には両者の価格差がなくなるところまで、変動許容幅を広げる、つまり、さらなるドン安を容認せざるを得ないものと思われる。

中央銀行は急激なドン安を回避するためにドル売り介入を行うとしているが、外貨準備高が2008年に入り減少に転じたとされることから、介入によって為替レートを誘導することが望ましい政策といえない。中国と異なり為替を誘導出来るほどの外貨準備が存在するか否かが不透明で、市場の不安を増幅するからである。まずは金利の引き上げを通じて為替差益を当て込んだ投機を抑制することが先決である。

ドン安期待は、経常収支赤字が「維持不可能な水準」と判断されたことだけでなく、市場の不安によって底上げされている部分がある。実際、過去には「証券市場からの外国投資家の撤退」といった噂によってドン安が進んだこともあり、政府と中央銀行には国際収支に関する情報を迅速に公開することでこう

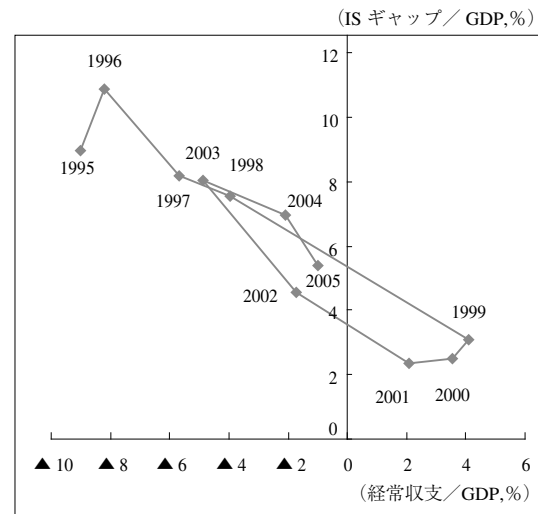
した不安を払拭し、相場のかく乱要因を除去していく努力が求められる。

現時点では、輸入の急増は外国直接投資に伴う資機材の輸入や航空機の購入といった一時的な要因に起因していること（World Bank〔2008〕）、また、外国直接投資や越僑の送金、証券市場における外国人の買い越し、援助を通じた資金の流入に大きな変化はないと見込まれることから経常収支赤字を「維持不可能」と判断するのは早計であるように思われる。

経常収支はISギャップ（投資と貯蓄の格差）を表しているが、ベトナムのGDP比でみた経常収支赤字はISギャップの縮小にあわせて概ね縮小傾向にある（図表21）。経常収支赤字がISギャップから乖離して際限なく拡大すると考えるのは合理性に欠ける。ベトナムは他の開発途上国と同様、貿易収支の赤字を資本収支の黒字でカバーすることで経常収支のバランスをとっており、経常収支の維持可能性は金利引き上げに伴う需要抑制効果と資本収支黒字という二つの要素を組み入れて考える必要がある。

また、ドン安期待がドン売りを促し、一層のドン安期待を生むという悪循環を引き起こしているのは、外国人ではなく、ベトナム人であることにも注意する必要がある。ベトナムの資本市場は全面的に開放されているわけではなく、2007年6月時点のマネタリーサーベイ（中央銀行勘定と預金取扱機関勘定の合計）をみても国外資産は430兆ドンと負債（49

図表21 経常収支とISギャップ



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

兆ドン）を大きく上回る。純資産はプラスであり、しかもその規模はGDPの0.1%に満たない。1997年のタイの純資産がGDP比マイナス18.7%であったのと対照的で、直ちに「資本収支危機」（吉富〔2003〕）に陥るとは考えにくい。

金利引き上げによって過剰流動性を解消し、物価上昇に歯止めをかけ、その上で、情報公開を通じてドン安期待を鎮めることが出来れば、上記の悪循環を止めることは不可能ではない。不安を募らせる市場とどう向き合うか。中央銀行に求められているのは市場との対話能力である。

3. 国営企業が与える歪み

2007年以降の状況を改めて整理すると、投資の受け皿となった証券および不動産市場は市場経済化に対応した制度の整備が遅れている分野であり、こうした弱い部分に景気過熱の弊害が顕在化したと捉えることが出来る。また、金融セクターにおいては規模の小さい株式銀行が両市場に資金を誘導し、金融不安を高める一方で、引き締め策下では資金不足に陥りかねないという理由でやはり金融不安を招く要因となった。金融深化は進んだものの市場は未熟であり、これが混乱を深める一因となったことも否めない。

これらはベトナムに限らず市場経済化を進める多くの開発途上国に共通する問題といえる。しかし、問題の深刻さはそれぞれの国が置かれた状況によって異なる。BRICsに次ぐ有望市場とみなされるベトナムでは経済規模に比して多くのモノとカネが出入りする。そういう意味ではベトナムは他の国に比べ経済発展を加速するチャンスに恵まれているといえるが、そこにはチャンスと同等のリスクがある。このリスクを抑制するためには改革を通じて発展段階を上回るレベルまで金融市場の成熟度を引き上げる必要がある。

残念ながらこの目標は簡単には実現出来そうにない。金融市場の未熟さは国営企業改革が正しい方向に進んでいない結果であり、その成熟度が自らの発展段階を超えとは到底

考えられないからである。前章では大規模国営企業におけるガバナンスの問題を取り上げ、そのあり方を見直す必要があることを指摘したが、この問題は経営基盤の弱い中小規模の株式銀行の増加、すなわちオーバーバンキング（銀行過剰）という別の問題を引き起こし、金融市場の健全な成長を阻害してきた。

企業改革発展委員会の報告（注53）によれば、国営企業、とりわけ「総公司（General Cooperation）」と呼ばれる70の大規模国営企業のうち28社が証券、金融、不動産などの子会社を設立しており、その総投資額は23兆ドン（14億ドル）、総資本金の8.7%に相当するとされる。驚くことに、国営ないし政府の資金の入った銀行21行がなお認可待ちとされる（注54）。大規模国営企業による銀行の設立を認める国営企業改革の基本戦略の見直し抜きには金融市場の質的成長を期待しようがない。

大規模国営企業の出資を受けた株式銀行の増加は、預金や貸し出しにおける国営商業銀行のシェアの低下が必ずしも金融セクターにおける市場経済化の進展を示す指標にならないことを意味する。これはベトナム経済全体にみられる問題である。ベトナムでは、1990年代の初めに12,000社あった国営企業が市場経済化とともに統廃合や株式企業への転換によって低下し、2005年には4,086社となった。これにあわせて工業生産に占める国営セクターの割合も低下したことから（図表22）、企業数の減少や生産額に占めるシェアの低下

はそのまま市場経済化の進展を象徴する指標として取り上げられるようになっていく。

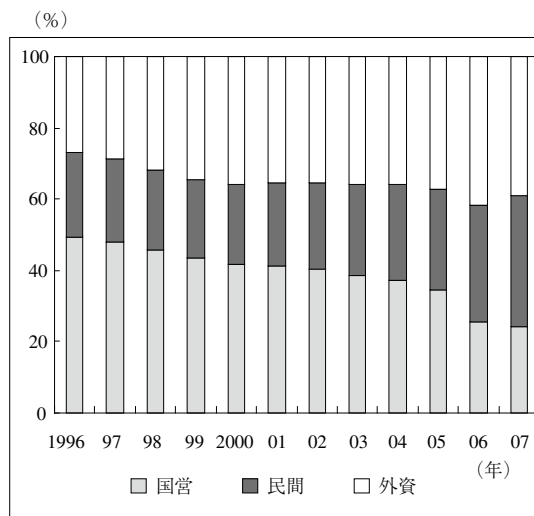
しかし、国営企業数の減少は必ずしも市場経済化の進展度合いを表す指標とはならない。民間セクターにカウントされる株式企業のなかには国営企業の出資を受けているものが少なからず存在する。株式企業は純粋な民間資本によってだけでなく、総会社と呼ばれる大規模国営企業が子会社を設ける、あるいは、国営企業が株式化されることによって増えていく。これらはいずれも法律的には民間企業であるが、なかには経営的には国営企業に近い「擬似」民間企業がある。これらの企業による投資や付加価値を民間セクターに含めると、市場経済化を過大評価することに

なりかねない。

企業センサスでは株式企業を政府資本の有無によって分けているため、この問題がどのように進行しているかを知ることが出来る(図表23)。企業数の点では、政府資本が入った株式企業は年平均30社程度の増加にとどまり、政府資本の入っていない株式企業の400社を下回るものの、1社当たりの売り上げをみると、政府資本の入った株式企業は政府資本のない株式企業を圧倒している。資金やマーケットなど様々な面で国営企業の庇護を受けていることがその背景にあると判断するのが妥当であろう。

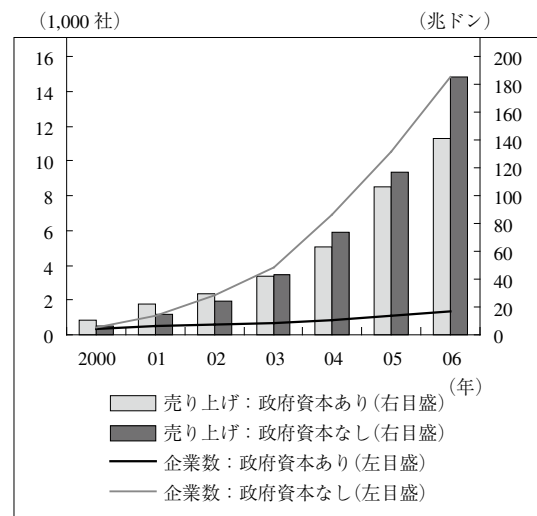
このような環境下ではたして持続的な成長が望めるのであろうか。ゴールドマン・サッ

図表22 工業生産のセクター別構成



(資料) 統計総局資料

図表23 株式企業の数と売り上げ



(資料) 統計総局資料より作成

クスはベトナムでは生産性の向上がみられるとしている。しかし、生産性の向上は極端に生産性の低い農業から工業やサービス業へ就業人口が移動する都市化、あるいは、民営企業の台頭によっても促される側面があり、必ずしも市場経済化が正しい方向に進んでいることを保証するものではない。成長の持続性は不断の見直しを伴った改革がなければ容易に高まるものではない。

国営企業のガバナンスを巡る問題は開発にも影響を与えている。ベトナムではここ数年、乾季に電力不足が深刻化する傾向にあるが、問題の真因は、一般的に言われるような水力発電への依存度が高いことではなく、電力公社（Electricity of Vietnam; EVN）が電力不足を予想しながらも、目先の利益を追求し、通信や不動産事業など本業以外の投資を拡大してきたことの結果であるという指摘（注55）がある。国営企業の存在が経済に与える歪みは想像以上に大きく、その影響は広範囲に及んでいるとみなさなければならない。政府は国営企業改革の功罪を点検し、改革のロードマップを作り直す必要がある。

(注52) *THANH NIEN NEWS*, "Monetary policy not enough to control inflation: bank", 15 May 2008

(注53) *Vietnam Investment Review*, "Business warned about dipping into cookie jar", No.863/ April 28-May 4, 2008

(注54) *Dow Jones Factiva*, "Hurting Vietnam banks woo depositors goodies", 2008年3月13日

(注55) *Vietnam Investment Review*, "SOEs fix bayonets to stab at inflation", No.860/ April 7-13, 2008

おわりに

ベトナムは1986年の第6回共産党大会で「ドイモイ」を採択し、市場経済化と対外開放に向けた歩みを始めた。改革の軌跡を振り返ると、現在は3度目の転換点に差し掛かっているようにみえる。

最初の転換点は1980年代末から90年代初頭の時期である。ゴルバチョフ政権の誕生を受けて旧ソ連が「ペレストロイカ（再構築）」に踏み切り、ベトナム向け援助も大幅に見直されることとなった。これによりベトナムでも計画経済の象徴である配給制と価格統制の廃止を余儀なくされた。この改革はハイパーインフレという痛みを伴ったが、市場経済の基盤を築くとともにその後の経済安定化に寄与した。

二度目の転換点は新企業法が施行された2000年である。通貨危機に伴う外国直接投資の低迷と貿易自由化圧力の高まりに伴う国営企業の業績悪化が重なり、経済は牽引役不在の状況に陥った。それまで「必要悪」でしかなくなった民営セクターに牽引役が託されることとなり、民営企業の設立を認可制から登録制に変更するなどの規制緩和策が打ち出された。この改革は市場経済化を加速し、自立的な経済発展を可能とする基盤をつくった。

2007年以降が三度目の転換点である。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は改革が新たな局面に突入したことを暗示している。計画経済時代の規制を緩和し、市場原理に委ねるという従前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、いかにそのリスクを抑えるかという課題に対する答えを見つけられないことは明らかである。

改革の停滞と政策の矛盾は下ぶれリスクを高める。リスクだけを排除出来る安易な解決策はなく、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。冒頭でも述べたように、成長の

持続性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によって左右される。

この1年半でこれまで見えにくかった課題の多くがみえるようになってきた。証券および不動産市場にかかわるインフラの整備など取り組むべき課題は多いが、グローバル化に伴う脆弱性を克服するための中心課題はやはり中央銀行そして国営企業の改革である。もはや外国直接投資が堅調である、あるいは、市場経済化が進んでいるという理由だけでベトナムの将来が明るいとは判断出来る時代ではない。危機感が高まっている現在こそが成長の持続性を高めるチャンスである。

参考文献

1. 岡部光明 (2003) 「金融市場の世界的統合と政策運営－総合政策学の視点から」慶応大学21世紀COEプログラム「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点」総合政策学ワーキングペーパーシリーズNo.9
2. 畑瀬真理子 (2001) 「最近のドル化 (dollarization) ・ユーロ化 (euroization) を巡る議論について」海外事務所ワーキングペーパーシリーズ01-2 日本銀行
3. 三浦有史 (1998) 「国営企業改革の株式化の現状」、江橋正彦編著『21世紀のベトナム 離陸への条件』日本貿易振興会所収
4. 三浦有史 (2003) 「体制移行における企業改革」、日本総研『RIM別冊 ベトナムの経済改革と日本の支援』
5. 三浦有史 (2008) 「堅調を維持する中国経済」日本総研『BER』2008年6月号
6. 吉富勝 (2003) 『アジア経済の真実 奇蹟、危機、制度の進化』東洋経済新報社
7. 渡辺慎一 (2003) 「インドシナ3国における『ドル化』と金融システムの発展」、国宗浩三・久保公二編著『金融グローバル化と途上国』アジア経済研究所所収
8. Collins, Peter (2008), *The Economist*, "Half-way from rags to riches", April 24, 2008
9. Hawksorth, John and Gordon Cookson (2008), The word in 2050 Beyond the BRICs: a broader look at emerging market growth prospect, PricewaterhouseCoopers
10. IMF(2003), *IMF Country Report No.3/382*
11. IMF (2006), *IMF Country Report No.6/421*
12. IMF(2007a), *IMF Country Report No.07/385*
13. IMF(2007b), *IMF Country Report No.07/386*
14. IMF(2007c), *Global Financial Stability Report Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies*, Oct 2007
15. Qiao, Helen Hong (2008a), *Vietnam: The Next Asian Tiger in Making*, Global Economic Paper No:165, Goldman Sachs
16. Qiao, Helen Hong (2008b), *Vietnam: Rising inflation, growth setback and a likely roadmap of policy response*, Asia Economic Flash, Goldman Sachs
17. Purfield, Catriona, Hiroko Oura, Charles Kramer, and Andreas Jobst (2006), *Asian Equity Market: Growth, Opportunities, and Challenges*, IMF Working Paper WP 06/266
18. Trung, Pham Duc et, al. (2006), Regulation of Interest Rate by The State Bank of Vietnam, Grobal Finance.
19. Thuy, Le Tran (2008), *Far Eastern Economic Review*, "Vietnam: Defusing Vietnam's Hidden Detonators", May 2008
20. World Bank (2006a), *Vietnam Development Report 2007 Aiming High*, Joint Donor Report to the Vietnam Consultative Group Meeting, Hanoi, December 14-15, 2006
21. World Bank (2006b), Overview of the Capital Market in Vietnam and Directions for Development
22. World Bank (2007), *Taking Stock: For the Annual Consultative Group Meeting for Vietnam*, Hanoi, December 6-7, 2007
23. World Bank (2008), *East Asia: Testing Times Ahead*, East Asia Update, April 2008