

みずほアジア・オセアニアインサイト

2009年10月2日発行

ベトナム経済に不安定化の兆し

～景気対策主導の成長率上昇に限界が近づく～

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 稲垣博史
Tel 03-3591-1379
E-mail hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

みずほフィナンシャルグループは
「お客様のより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

- * 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

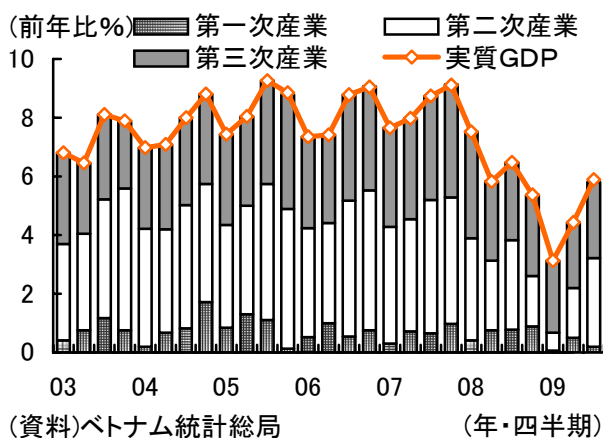
概ね 2007 年まで魅力的な投資先として評価されてきたベトナムだが、07 年末頃から 08 年前半にかけ、貿易赤字の拡大と消費者物価指数（CPI）上昇率の高まりという、景気過熱の様相を呈するようになった。08 年 5 月には通貨危機説が流布されるに至ったが、ベトナム政府は緊縮的な財政・金融政策の採用で景気過熱に対処、08 年 7～9 月期に入ると経済はいったん安定化に向かった。

その後、08 年 9 月にリーマン・ショックが発生、それ以降の世界経済は停滞した。08 年前半までは国内経済問題への対処で難しい舵取りを迫られてきたベトナムだが、以後はむしろ、海外経済の減速にどう対応するかが最大の問題となった。ここまでの経緯については、詳しくは稲垣（2008）を参照されたい。

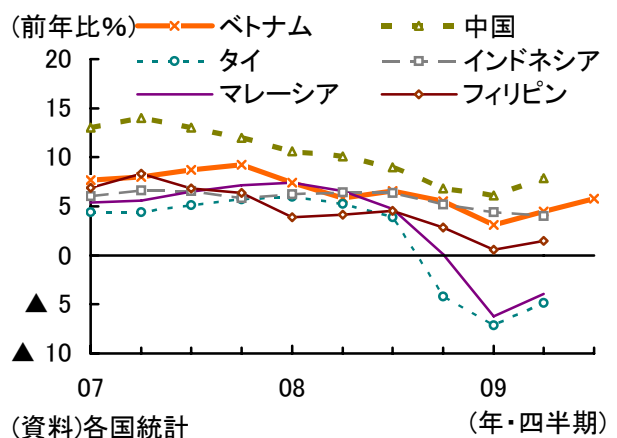
さて、その後のベトナム経済の経過をみたい。世界的な景気後退から輸出不振に直面、製造業を中心に経済は急減速した。実質 GDP 成長率は、08 年 7～9 月期は前年比+6.6%であったが、09 年 1～3 月期は前年比+3.1%となった（図表 1）。近年のベトナムとしては、異例なほど低い実績である。ただし、この時期の景気減速は世界的な趨勢であり、アジアでもNIEsを中心に大幅なマイナス成長に陥った国・地域がかなり多かった。これらと比べれば、ベトナム経済はまずまず堅調に推移したと言えよう。09 年 4～6 月期には、実質 GDP 成長率は前年比+4.5%まで加速、東アジア・東南アジア主要国のなかで、中国に次ぐ高成長となった（図表 2）¹。同年 7～9 月期は前年比+5.8%である。

本稿では、08 年 10～12 月期から 09 年 4～6 月期²にかけ、ベトナムがこのように相対的に高成長を持続できた理由について、まず輸出の面から、次に内需の面から考えたい。そして最後に、今後も経済は順調に拡大を続けることができるか、検討したい。

図表 1 実質 GDP 成長率



図表 2 ASEAN5・中国の実質 GDP 成長率



¹ 図表 2 には出ていないが、09 年 4～6 月期におけるアジアNIEs4 カ国・地域の経済成長率は、いずれも前年比でマイナスである。

² 他のアジア諸国の 09 年 7～9 月期 GDP は、執筆時点で未発表なので、同期の比較はできない。

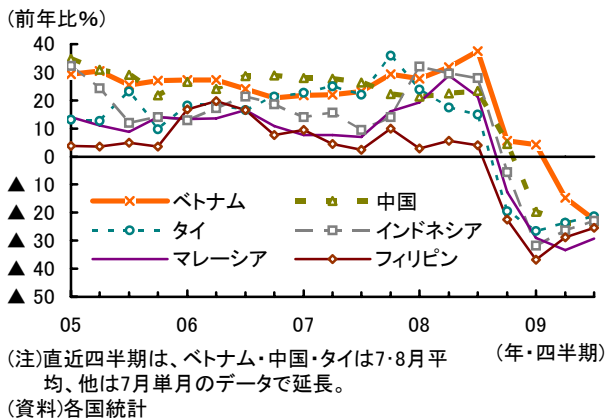
2. 輸出は減速から減少へ、しかし減少率は相対的に小さい

まず輸出だが、ベトナムは四半期GDPを需要項目別に発表していないため、通関統計で比較したい。

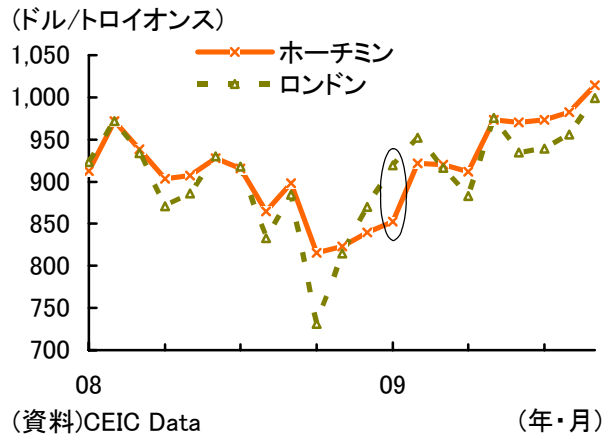
05年からリーマン・ショック発生までの輸出増加率を四半期単位で見ると、近年のベトナム投資ブームで外資系企業がベトナムでの生産を拡大する動きが続いたため、一貫して20%以上の高い伸びで推移した(図表3)。同ショックが発生した08年7~9月期、ベトナムの輸出増加率は前年比+37.6%で、ASEAN4・中国を上回っていた。

そして、世界経済の低迷が本格化した08年10~12月期、ベトナムの輸出も前年比+5.7%と他国同様に急減速した。ただし、ASEAN4の輸出はいずれも前年比でマイナス成長に陥っており、またプラス成長を維持した中国の前年比+4.4%よりも高かった。

図表3 ASEAN5・中国のドル建て輸出



図表4 金の内外価格

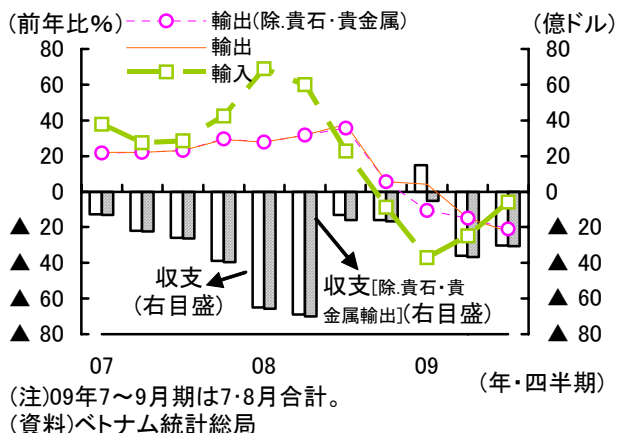


09年1~3月期は、他のアジア諸国の輸出がさらに落ち込むのを尻目に、ベトナムの輸出は前年比でプラスの伸びを維持、貿易収支は黒字に転換した。ただし同期については、金輸出が急増したという特殊要因があった。金の内外価格差拡大に際し(図表4)、外貨繰り改善を目指すベトナム国家銀行(中央銀行)が、企業・金融機関に合計10トン³の金輸出を許可したと報じられている。この金輸出は、統計上は財貨の輸出だが、その大部分はもともと過去に輸入した金とみられ⁴、実態としては金融取引に近い。そこで輸出から「貴石・貴金属」を除くと(図表5)、同期の輸出は前年比約▲10%となる。いずれにせよ、同期におけるASEAN4や中国の輸出は、前年比でさらに大幅なマイナス成長となっており、やはりベトナムの輸出の減少度合いは相対的に小さかった。

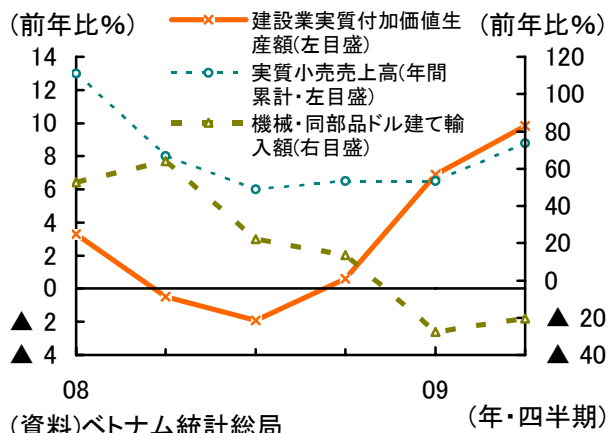
³ “Vietnam: Vietnam sees trade surplus despite falling exports” (*Thai News Service*, March 3, 2009)

⁴ ベトナム人は、金融機関に対する不信感などから、資産として金を保有したがる傾向にあるという。内需をまかなうため、毎年多くの金が輸入されている模様である。

図表 5 ベトナムの貿易



図表 6 内需関連指標



09年4～6月期、ベトナムの輸出は大きく減速、前年比▲14.7%となった。一部のアジア諸国・地域で輸出底打ちの兆しが見えるなか、この減速は方向感としては芳しくないが、水準で見ると、やはり ASEAN4・中国よりは前年比の減少率が依然小さかった。

このように、ベトナムの輸出パフォーマンスは決して良好ではなかったものの、前年比伸び率の水準という意味では、常に ASEAN4・中国を上回ってきた。その理由としては、①先述のベトナム投資ブームを背景に、メーカーが生産をベトナムに移管する動きが依然続いていて、②ベトナムの輸出品目は低級品が多く、先進国の景気悪化によるマイナスの影響が大きかった中高級品を多く輸出していた国と比べれば、ベトナム製品に対する需要は相対的に堅調推移となった、といったものが考えられる。

3. 内需拡大は、景気対策により建設投資が主導

内需は、輸出が振るわないなかで GDP がプラスの伸びを維持したのであるから、それなりに堅調推移であったと判断できる⁵。需要項目別 GDP が四半期単位で発表されないため、代理指標として、それ以外の関連する統計をいくつか確認したい。

まず設備投資は、密接に関連する機械・同部品ドル建て輸入額をみる限り、08年7～9月期以降は好調であったように見えない(図表6)。輸出環境が悪化し、また対内直接投資の流入が細っていることから、設備投資は実際に不振が続いていると推測される。

次に、個人消費と密接に関連する実質小売売上高は、08年1～9月期が前年比+6.0%、同年10～12月期が+6.5%以上⁶、09年1～3月期が前年比+6.5%となっている。ここまでは一進一退の状況であったと言える。雇用・所得環境や消費者マインドの悪化で個人消費

⁵ 輸入減少や、あるいは内需といっても(最終需要ではなく)単なる在庫投資が経済成長を牽引していることも理論上はありうるが、確認が難しく、本稿ではそうした可能性については割愛した。

⁶ 年間累計の統計なので、08年1～12月期(通年)が前年比+6.5%と発表されているのみで、同年10～12月期に限定した数値は不明。ただし、08年1～9月期が前年比+6.0%なので、同年10～12月期が前年比+6.5%以上でない、08年通年の伸び率は+6.5%にはならない。

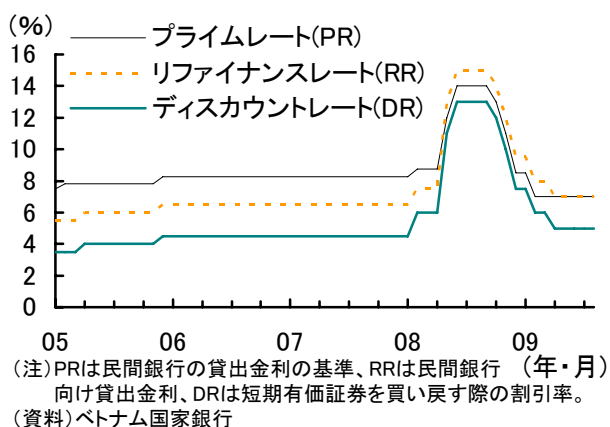
が前年比で減少した国・地域が目立つなかでは、ベトナムは相対的に持ち堪えた方であろう。09年1～6月期は、前年比+8.8%で明確に伸び率が上昇した。

最後に、公共投資⁷の影響を受けやすい建設投資だが、密接にかかわる建設業実質付加価値生産額の伸び率は、08年7～9月期はマイナス成長であったものの、同年10～12月期にはプラス成長に転換した。09年1～3・4～6月期と連続で、さらに加速している。

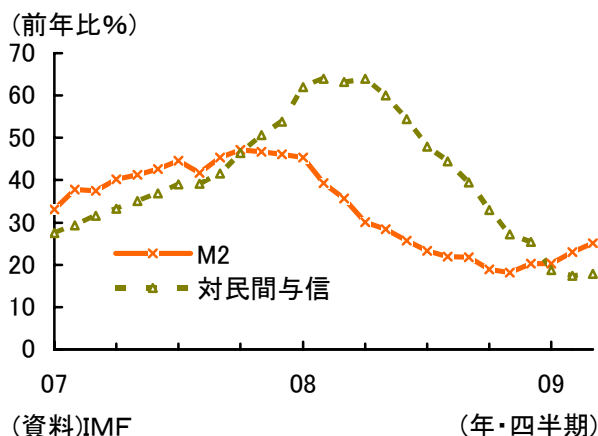
以上から、公共投資を中心に建設投資が経済成長を牽引しており、一進一退であった個人消費も、やや遅れて拡大基調に転じた、という状況が推測できる。この背景には、08年前半の貿易収支悪化が収束に向かったことを受け、08年10～12月期以降に景気対策が本格化したことがある。

まず金融政策を見ると、内需を刺激するため、10月21日の1%PTを皮切りに09年2月1日にかけてプライム・レートが6回切り下げられた(図表7)。08年前半の引き締め政策からの、完全な転換である。この結果、M2の伸びが回復に向かい、09年に入ると金融機関の対民間与信にも底打ちの兆しが見られる(図表8)。

図表7 政策金利



図表8 M2と銀行の対民間与信



次に財政政策だが、まず08年12月、外貨準備10億ドルを投資プロジェクトに充てることなどを定めた、景気対策(自然災害の被災者支援も含まれる)の指針が発表された(図表9)。上記指針中の具体策は②の用水路浚渫ぐらいで、その他の大部分については、後日個別に策定・発表された。それらを全部合計した規模について、08年12月時点で副首相は、最大100兆ドン(60億ドル)まで拡大する⁸との構想を明らかにしていたが、規模が大き過ぎるとしてIMFからは懸念の声が上がっていた⁹。しかし09年5月には、政府はさら

⁷ 公共投資の影響を強く受けるほか、民間企業設備投資の一部や住宅投資も建設投資に含まれる。

⁸ “Economic stimulus package may reach \$6 billion” (Vietnam Net Bridge, December 15, 2008)

⁹ Statement at the Conclusion of the 2008 Article IV Consultation Mission to Vietnam (International Monetary Fund, Press Release No. 08/344, December 23, 2008)

に大型の「143兆ドン（90億ドル弱、GDP比8.7%）相当の景気対策」を発表した。景気対策の詳細については、説明が長くなるため次章で取り上げるが、いずれにせよ、金融緩和と、こうした大規模な財政面からの景気対策により、建設投資を中心に内需拡大が促されたと考えられる。

図表 9 08年12月発表の景気対策指針

①外貨準備10億ドルを、主要で優先順位の高い開発プロジェクトに割り当てるよう財務省に指示。
②紅川の灌漑用水路浚渫に8,900万ドルを投入。
③投資規制の改革・合理化を、計画投資省などに指示。
④法人税の引き下げや納税時期延期、特定の原料に対する輸入関税の引き下げ等を検討。
⑤国家銀行に対し、輸出促進のために為替レートを規制し、また国際収支を厳格に管理するよう指示。
⑥国家銀行に対し、特に中小を中心に、企業が与信を受け易くなるような手段を考案するよう指示。
⑦自然災害の被害を受けた農民に対する融資条件の調整を、国家銀行に指示。また洪水被害を受けた地域に対し、住宅や所得補助を含め、支援策策定を財務省に指示。

(資料) "Vietnam's PM announces economic stimulus package" (*Asia Pulse*, December 4 2008)

4. 景気対策の規模とその評価

景気対策の内容・規模については、情報が錯綜・不足しており、把握することが容易ではないが、ここでは世界銀行の開示データや報道により、可能な範囲で対策の全体感を説明したい。

ここでは、時系列に、①08年12月発表の指針を受けて策定された具体策、②さらなる増額を目指す09年5月の政府案「143兆ドン相当の景気対策」、③左記政府案を受けた09年6月の国会決議、という順で見てゆく。

(1) 08年12月指針を受けて策定された具体策

08年12月発表の指針を受け、政府は具体策の策定に移った。ただし政府は、景気対策の包括パッケージを示すのではなく、企業借り入れの4%相当の利子補給などの具体策を、個別ばらばらに策定・発表していった。このため当初、景気対策の全体感がわかりにくかったが、後に世界銀行がそれらをまとめた表を作成している(図表10)。これによると、景気対策の規模は総額55.8兆ドンで、直接的に財政負担になる部分に限れば25.4兆ドンとなる。

図表 10 景気対策とその規模 (09年6月の国会決議前)

(単位：兆ドン)

歳入縮小項目	
08年10～12月期から09年10～12月期にかけての、中小企業に対する法人減税。	3.0
6業種（サブセクター）に対する法人税を、09年の9ヶ月間納税延期。減税ではない。	(7.3)
個人所得税を、09年の5（後に6）ヶ月間納税延期。減税ではない。	(6.1)
輸入品を含め、特定品目・特定業種に対し、付加価値税の支払いを50%免除。	7.2
小計	10.2
歳出増加項目	
企業への利子補給。最終的には事実上財政に影響してくるかもしれないが、現時点では国家銀行がコストを負担。	(17.0)
追加の予算外支出。	8.0
旧正月における、1人20万ドン、1家計最大100万ドンの貧困層向け一時金。	1.7
最貧困の61地区に対する支援。	1.5
貧困者に対する住宅支援。	3.6
低所得公務員に対する支援	0.4
小計	15.2
合計	25.4

(注) 1. 出所資料より抜粋、仮訳。

2. カッコ内は直接的には財政負担とならない項目で、小計・合計欄からは除外してある。カッコ内も加えると、合計は55.8兆ドンとなる。

(資料) The World Bank (2009)、「[ベトナム] 個人所得税の納税延期の再延長」(『NAC Global.NET』2009年6月19日)

(2) 09年5月発表の「143兆ドン相当の景気対策」

政府は09年5月、「143兆ドン相当の景気対策」案を打ち出した(図表11)。世界銀行によれば、これは純粋な追加対策ではなく、図表10で見た従来対策を包含しており、また単なる資金調達項目も含んでいるため、実質的な追加歳出は43.3兆ドンである。従来対策のうち、直接的に財政負担となる25.4兆ドンを合わせて68.7兆ドンとなる。

政府は同時に、09年財政赤字の上限を、従来のGDP比4.8%から8%に変更することを求めた。

(3) 09年6月の国会決議

09年6月、この「143兆ドン相当の景気対策」に関して国会決議が行われ、報道によればほぼ政府案が認められた模様である。しかし、財政赤字の上限をGDP比8%とすることは認められず、7%までとなった¹⁰。

¹⁰ “NA passes far-reaching rules on economy, drugs” (Vietnam News, June 20, 2009)

なお、図表 10の段階では納税延期とされていた個人所得税は、この国会決議において、結局 09 年上半期について免税となった。ただし、証券、著作権、営業権（フランチャイズ）¹¹などの投資・譲渡から得られる所得については、09 年末まで免税となる。さらに 09 年後半について、毎月 20 万ドンの所得控除が導入された¹²。

図表 11 143 兆ドンの景気対策（09 年 5 月の政府案）

（単位：兆ドン）

	出所：世界銀行		(参考)
		実質的な追加額	出所：各種報道
歳入減少項目			
①法人税、所得税、付加価値税の納税延期・減税等	28.0	0	28.0
歳出増加項目			
②重要プロジェクトの 10 年からの前倒し	37.2	14.9	37.2
③企業への利子補給	17.0	0	17.0
④セーフティネット等	7.2	0	7.2
⑤08 年プロジェクトの 09 年への繰越	22.5	8.4	30.2
⑥予算外国債の追加発行(によるプロジェクトへの投資)	27.7	20.0	20.0
②～⑥小計	111.6	43.3	111.6
資金調達項目			
⑦未実施プロジェクトの 08 年における前払い金の回収	3.4	3.4	3.4
⑧予算外国債の追加発行(⑥を資金調達面から見たもの)	27.7	27.7	—
参考：①～⑦の合計	143.0	46.7	143.0

- (注) 1. 本景気対策については、情報・データが錯綜しており、また世界銀行が取りまとめた一覧表も難解なため、非常に理解しにくい。ここでは、データを含め出所表記との厳密性を捨象、わかりやすさを重視して取りまとめた。
2. ①については、世界銀行は従来の景気対策に含まれているために追加額を 0 と見込んだとしている。しかし、既に発表されていたのは 23.6 兆ドン規模（10.2 兆ドンの減税と 13.4 兆ドンの納税延期）であり、28.0 兆ドンとの差額 4.4 兆ドンの取り扱い是不明である。
3. ②については、未実施プロジェクト等からの資金流用が予定されるため実質的な追加額はより小さい。
4. ③は従来と同額。④も、従来の貧困層対策・低所得層対策を合計した額と同じ。
5. ⑤のうち、14.1 兆ドンは従来の景気対策に含まれるため、実質的な追加額は減額されている。
6. ⑥は、報道では単に「国債追加発行」とされていたが、世界銀行は支出項目にも分類しており、「国債発行による追加投資」と考えられる。運輸・灌漑・保険衛生等のプロジェクトに充てられるとの報道もある。このうち 20 兆ドンが新規追加投資分であり、7.7 兆ドンは単なる追加の歳入補填であるという。

(資料) The World Bank (2009)、“Breakdown of \$8b demand stimulating package released” (*Intellasia News Services*, May 13, 2009)、“House passes weighty revisions to several laws” (*Thanhnie News*, June 20, 2009)、「景気刺激策 143 兆ドンの内訳を発表」(『ベト・ジョー』2009 年 5 月 19 日)

(4) 景気対策に対する評価

景気対策の規模（財政の直接負担分）と、それに対応する財政赤字の規模を一覧にする

¹¹ “Personal Income Tax Exemption Approved” (*Vietnam Briefing*, June 22, 2009)

¹² 以上をすべて合算すると、ベトナムの景気対策の規模はかなり大きくなってしまいが、世界銀行は「ベトナム政府の支出は通常、執行の遅れから計画を下回る」とも指摘している [The World Bank (2009)]。

と、図表 12の通りとなる。国会決議後、景気対策の規模がどうなったか報道からははっきりしないが、GDP比財政赤字の上限が7%となったため、68.7兆ドンよりは多少少ない水準に落ち着いたと見られる。なお、ベトナム政府の財政赤字算出方法は特殊であるため、世界銀行が国際基準¹³に則った方法でも算出している。これによると、「143兆ドン相当の景気対策」の政府案を前提にすると、GDP比で12%にも達する。国会決議後の水準はわからないが、景気対策が幾ばくか減額されたとしても、GDP比で10%¹⁴を超える可能性が高そうである。

図表 12 景気対策による財政負担と財政赤字見通し

		景気対策規模 (財政の直接的負担分) (兆ドン)	財政赤字のGDP比	
			政府発表 (%)	国際基準 (%)
08年度実績		—	2.0	4.5
09年度見通し	国会決議前	25.4	上限4.8	8.3
	143兆ドン政府案	(25.4+43.3=)68.7	上限8.0	12.0
	国会決議後	—(68.7から減額?)	上限7.0	—

(注) 財政赤字の08年政府発表実績は、出所資料に載っていないため、ADB *Key Indicators 2009* の中央政府財政赤字実績より引用。なお、一般政府財政赤字のIMF見込みは1.6%となっている。
(資料) The World Bank (2009)

さて、こうした大規模な対策が、景気を下支えしたことは間違いない。もし景気対策がなければ、09年前半の経済成長率は、実績よりもだいぶ低かったのであろう。また現時点においては、政府財政の悪化により、政府が深刻な資金調達難に陥ったとの報道も目にしない。これまでの景気対策については、ある程度評価されるべきであろう。

ただし、仮に政府の資金調達に問題がないとしても、建設財などの輸入拡大を通じて、景気対策が貿易収支の悪化要因となることは確実である。貿易収支が悪化すれば、ドン売り圧力も高まる。従って、民間の経済活動が極度に低迷し、輸入低迷から貿易収支が改善傾向をたどっている局面であれば、景気対策(財政政策)は有効である。しかし、貿易赤字が拡大する局面に入ると、ベトナムのように経常赤字国の場合、景気対策による経済成長率上昇には、自ずと限界が出てくる。

5. 今後の展望

これまでベトナムは、果敢な景気対策を実行に移すことで、相対的に高い経済成長を続

¹³ 世界銀行は、①実質的に財政を構成する要素であるにもかかわらず、「予算外項目」と称して財政収支の計算に反映されない項目がある点及び②債務の償還を、資金調達の減少ではなく「歳出」として取り扱う点が国際基準と異なっており、さらに名目GDP成長率見通しを何%と置くかによっても異なってくる、としている。143兆ドンの景気対策のなかでは、国債の追加発行は予算外扱いとなっている。

¹⁴ 世界銀行試算との厳密な連続性はないが、ADBは、予算外項目等も含めGDP比10.1%になると試算している。

けてきた。しかし、今後については不透明感が漂ってきた。当面、ベトナムの経済成長について、あまり楽観はできないと思われる。

(1) 輸出不振

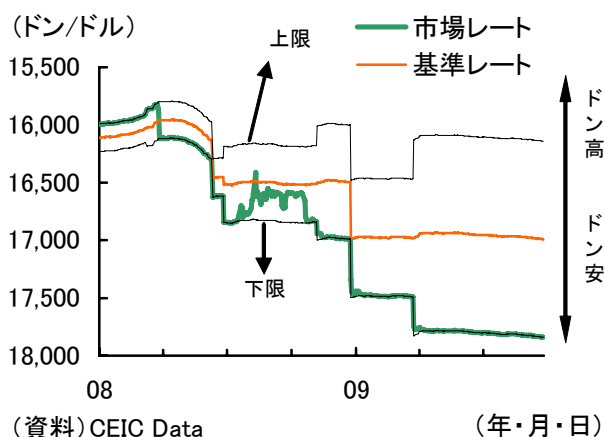
輸出の伸び率を見ると、これまで他国よりも高かった（あるいは減少率が低かった）ものの、09年4～6月期から7～9月期にかけ、状況が変わってきた。韓国やシンガポールなど、多くのアジア諸国で輸出が持ち直してきたのに対し、ベトナムの輸出は減速傾向に歯止めがかかっていない（前掲図表3）。

この背景には、主要輸出先である日米欧景気が依然振るわないなか、需要が回復して、他のアジア諸国の輸出持ち直しに寄与した中国向けのIT関連製品の生産拠点として、ベトナムの重要性が低いことなどがあるとみられる。

(2) ドン売り圧力の高まり・外貨準備減少

ドン売り圧力が、しばしば高まっている。ドンの対ドル為替レートは、08年10月末頃から一貫して下限に張り付いたままである（図表13）。なお、ベトナムの為替政策は、政府が定めた対ドル基準レートから一定範囲（図表14）での変動のみを許容するというものである。外貨不足が深刻化した際には、この図表には現れないが、いわゆる自由市場¹⁵においてドンが下限以下の為替レートで取引されるケースもしばしば発生していたようだ。

図表 13 ドンの対ドル為替レート



図表 14 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乖離幅

(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
08年11月07日～	±3.00
09年03月24日～	±5.00

(資料) 各種報道

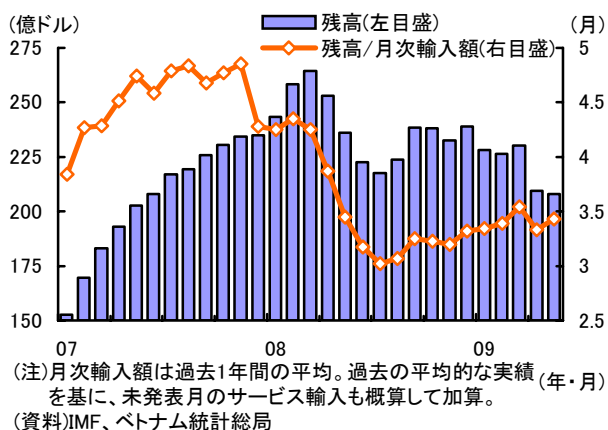
ドンの対ドル為替レートが、下限に張り付き始めたのは08年10月21日の利下げ直後頃からであり、時期からみて、金融緩和が一貫してドン売りの大きな原因になっていることは間違いあるまい。加えて、09年4～6月期以降の貿易収支悪化が、一時ドン売りに拍車を

¹⁵ 外国為替両替店など銀行以外の外貨両替所を指す。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。

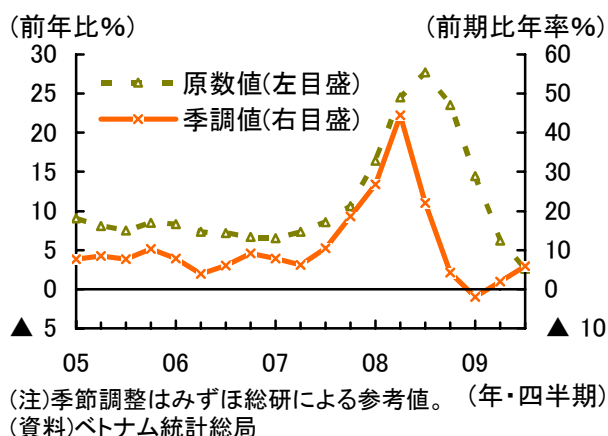
かけた。輸出不振と、景気対策に伴う内需拡大が同時進行したことで、09年4～6月期の貿易収支は、GDP比▲15.4%と07年4～6月期（▲16.7%）に迫る水準まで上昇した。09年7・8月実績を見る限り、09年7～9月期の貿易赤字はさらに拡大する可能性がある。

政府はドン防衛のためのドル売り介入を実施、この結果、08年後半に一時増加していた外貨準備は、減少傾向に転じた（図表15）。09年4月には約21億ドルも減少、5月も減少した。外貨準備の残高は、健全性の目安とされる輸入3ヶ月分を依然上回っているものの、バッファはさほど大きくない。貿易・投資の動向次第で、近い将来、この水準を割り込む危険性は決して低くない。

図表15 外貨準備（金を除く）



図表16 消費者物価指数



(3) インフレ

CPI上昇率は、09年7～9月期時点で、前年比ではいまだ減速しているものの、季節調整値（みずほ総研による季節調整）の前期比では09年1～3月期を底に加速傾向となっている（図表16）。09年7～9月期は前期比年率+5.8%で、ベトナムのような後発新興国にとり、この水準はまだ許容範囲と思われる、その意味では外貨準備ほど明確な不安定化の兆しが出ているわけではない。しかし過去を振り返ってみると、07年4～6月期はこれと近い水準の同+6.2%であったが、同年7～9月期+10.4%、10～12月期+18.7%とわずかの期間でインフレが急加速したこともある。このため、ベトナム政府・国家銀行は今後、インフレにもいっそう気配りしなければなるまい。もはや、景気対策としての追加利下げは相当難しく、逆にそう遠くない将来、利上げを迫られる可能性もある。

(4) 終わりに

ベトナム国会は、09年6月の決議で、09年の実質GDP成長率目標を、+6.5%から+5.0%に引き下げた。①09年前半の実質GDP成長率が前年比+3.9%に止まったこと¹⁶、②

¹⁶ 後日発表された09年1～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.6%。

外貨準備減少（貿易赤字拡大）とインフレ加速への対処から、これ以上拡張的な財政・金融政策を採用するのが難しくなったこと、③輸出環境が依然芳しくないこと、などを考慮すれば、この判断は妥当であろう。ただし、引き下げ後においても目標達成はなお容易とは言えず、それに固執した経済政策運営を行えば、マクロ経済の安定性を損なう恐れがあり、望ましくない。そもそも、計画経済から市場経済への移行が進み、輸出や外資系企業の設備投資など政府が直接コントロールできない需要項目の重要性が高まった現状においては、GDP成長率に目標を設定すること自体が難しくなっている。

マクロ経済の安定性維持と、経済成長率の上昇が両立するためには、輸出の回復が必要であろう。みずほ総合研究所は、米国経済は足元で最悪期を脱したとみており、対米輸出の減少が経済成長の足枷となる状況からは徐々に脱却できる見通しである。しかし米国の景気回復力は弱く、対米輸出主導で輸出全体が目立って増加する状況ではあるまい。10年に入っても、ベトナムの経済成長率はさほど加速しない可能性が高く、+6%程度に止まるのではないかと。

とはいえ、低廉で優秀な労働力の魅力が損なわれたわけではないので、中期的に見たベトナム経済の成長力については、現時点であまり悲観的に見る必要はない。暫くは低成長を甘受する必要があるが、世界経済が安定成長に復帰すれば、直接投資と輸出が主導する形で、+7%を上回る高成長を回復できる可能性は十分にある。

なお、貿易赤字の拡大とインフレの高進を背景に、08年1～3月期頃から7～9月期頃にかけて、ベトナムは通貨危機に陥るのではないかと懸念が高まった。通貨危機の定義は必ずしも明確ではないが、97～98年に進行したタイ通貨危機の事例では、タイ銀行（中央銀行）がパーツを買い支える過程で外貨準備が事実上枯渇、パーツの対ドル連動を維持できなくなり、対ドル為替レートは一時危機前の半分以下まで下落してしまった。タイ政府は、外貨不足を受けIMFに金融支援を要請したが、資金流出は容易に収束せず、資金不足や、パーツ防衛のための緊縮政策から実体経済にも大打撃が及び、実質GDP成長率は前年比で8四半期もの連続でマイナスとなった。このタイの事例を典型的な通貨危機とするならば、08年のベトナムの場合、①ドンの為替レートは10%程度に止まっている、②為替政策の骨格は依然維持されている、③IMFに支援を要請することなくほぼ自力でマクロ経済の安定を回復した、④経済成長率はプラスが維持されている、といった点がタイと大きく異なっており、結局通貨危機と呼べるほどの状況には陥らなかったと言える。

翻って足元の状況は、貿易赤字の拡大とインフレ率の上昇が見られるという点において08年と似ているが、既に見た通り09年4～6月期の貿易赤字（GDP比）は07年4～6月期並み、09年7～9月期のCPI上昇率（季節調整値の前期比年率）は07年4～6月期並みの水準である。すなわち、結局通貨危機に陥らなかった08年と比べても、事態が切迫しているわけではない。足元でベトナム経済に不安定化の兆しが出ていることは事実であり、

先行きにやや慎重な見方を要するが、政府がマクロ経済の安定性に十分配慮した経済運営に転換できれば、通貨危機と呼べるほどの事態にまで至ることはなかろう。

参考文献

- 稲垣博史 (2008) 「08 年ベトナム経済の変調を振り返って～何が起こったのか、政府はどう対応したのか、今後どうなるのか」 (みずほ総合研究所『みずほりポート』)
- International Monetary Fund (2009), *Vietnam: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement and Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Vietnam*
- The World Bank (2009), *Taking Stock – An Update on Vietnam’s Recent Economic Developments* (Prepared by The World Bank For the Mid-year Consultative Group Meeting for Vietnam, Buon Ma Thuot, June 8–9, 2009)