

# 人民元切り下げを契機に 不安定化リスク高まるベトナム

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

03-3591-1385

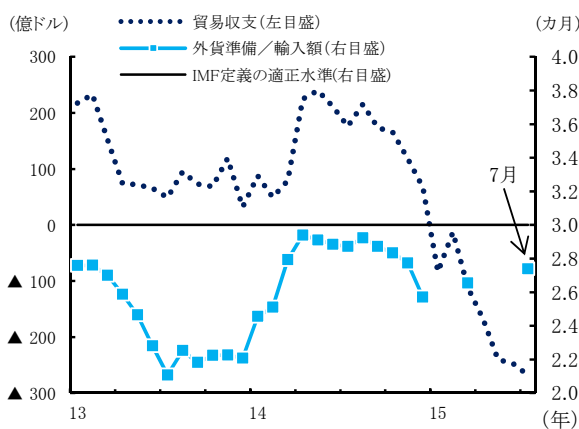
- ベトナム経済は、金融緩和による内需拡大から堅調に推移する一方、経常収支が大幅に悪化していた。このため、外貨準備は減少するとみられたが、2015年7月までは予想に反して増加した
- 背景には、①機動的なドン切り下げと、②外資出資規制緩和など改革期待の高まりによる短期資金流入があった。しかし、8月の人民元切り下げを契機に状況が一変、資金流出圧力に直面している
- 今後、ベトナム政府は、通貨防衛に向けて金融引き締めを迫られ、2016年の成長率は低下しよう。持続的成長に向け、外資出資規制緩和をテコに国有企業を改革し、生産性を高めるべきだ

## 1. 経常収支赤字にもかかわらず、外貨準備は増加

ベトナムの高成長が続いている。2015年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と前期(+6.1%)から高まった。ベトナムの成長率は年初から年末にかけて高まっていく傾向があるが、過去の4～6月期と比較しても、2015年4～6月期の成長率は高水準にあり、景気は堅調に推移していると評価できる。

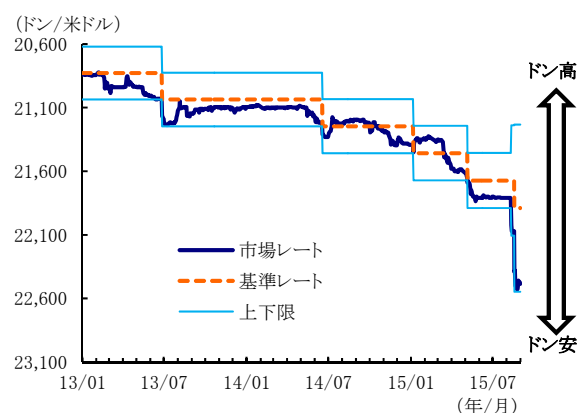
堅調な景気拡大の背景には金融緩和により内需が押し上げられていることがあり、そのため貿易収支は悪化の一途をたどっている(図表1)。2015年1～3月期の経常収支は15四半期ぶりに赤字となり、貿易収支から判断すると、4～6月期の経常収支もおそらく赤字になったとみられる。ベトナムの為替政策は、簡単に言うと、平時は事実上の対米ドルペッグ制であり、状況により対米ドル為替レートを切り下げるというものである。経常収支の面から考えると、通貨下落圧力が高まる中でペッグ制を維

図表1 外貨準備と貿易収支



(注) 脚注2参照。貿易収支は12カ月後方移動平均値。  
(資料) IMF、ベトナム統計総局、CEIC Dataなどによりみずほ総合研究所作成

図表2 対米ドルレート



(注) 為替政策は、1日に許容される対ドル為替レートの変動幅を、政府が定めた基準レートから一定範囲(現在は±3%)に限定するというもの。

(資料) CEIC Data

持するには、米ドル売り・ドン買い介入が必要となることから、外貨準備には減少圧力がかかっていたことになる。

しかし、実際の外貨準備は、意外なほど底堅く推移し、2015年7月まではむしろ増加した可能性が高いとみられる。ベトナムの外貨準備高は、IMFにより2014年12月までの値が発表されているが、ベトナム国家銀行による2015年1～3月期の国際収支統計、およびベトナム国家銀行のグエン・バン・ビン総裁の発言<sup>1</sup>から2015年1月以降を推計すると、7月の外貨準備（金を含む）は輸入額対比で2.74カ月分と1月（2.57カ月分）から持ち直したと考えられる<sup>2</sup>（図表1）。依然として、適正水準の目安とされる3カ月分を下回っていることから、外貨準備が手薄という状況は続いているものの、2015年に入り、外貨準備減少圧力は、いったん大きく後退していた。

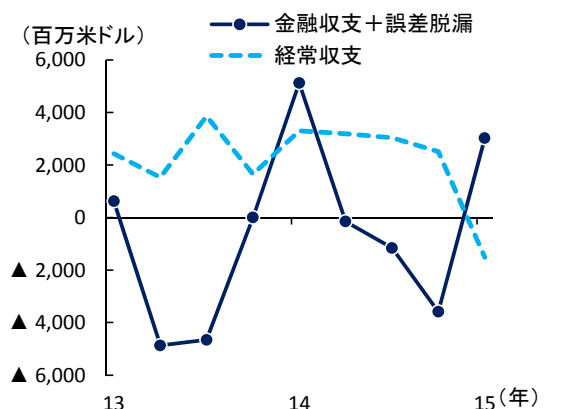
この背景としては、以下の2つの要因が考えられる。

## 2. 機動的なドン切り下げと資金流入が外貨準備減少圧力を緩和

1つは、2014年後半以降、機動的なドン切り下げが行われてきたことだ。かつてベトナムは、無理に米ドルとの連動を目指して米ドル売り・ドン買い介入を行い、外貨準備を大きく減らしてしまうことがしばしばあった。最近では2013年が典型で、年前半にドン下落圧力が高まったにもかかわらず、ドン切り下げは2013年6月28日まで行われなかったが、この間に外貨準備は大幅に減少してしまった。今回は対米ドルレートの維持に固執せず、1月と5月に早々とドン切り下げを実行した（図表2）。

もう1つは、資金流入が予想以上に好調であったことだ。2015年1～3月期の国際収支統計をみると、金融収支と誤差脱漏の合計黒字額が経常収支の赤字を大幅に上回っており、資金流入が増加したことが確認できる（図表3）。金融収支の内訳について、中長期的な株式保有目的が多いとされる直接投資、それ以外の短期の投資目的が多いとされる証券投資・その他投資に分けて、誤差脱漏と合わせてそれぞれ推移を確認してみよう（図表4）。直接投資は常に安定的に流入超過が続いている一方、証券投資・その他投資が2015年1～3月期に前期の大幅な流出超過から流入超過に転換している。誤差脱漏は、常に流出超過傾向にあるが、2015年1～3月期の変動は大きくない。以上から、2015年1～3月期に短期資

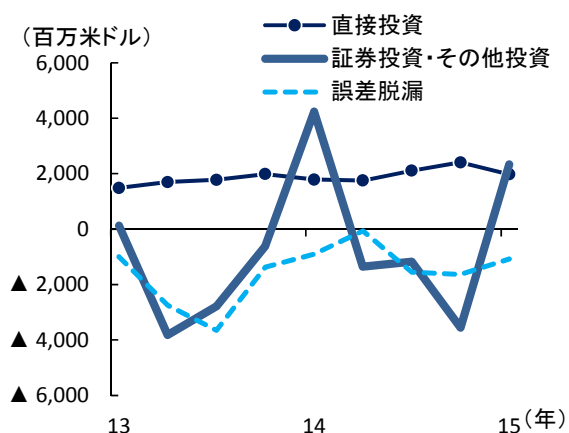
図表3 経常収支、金融収支・誤差脱漏



(注) 2014年1～3月期まではIMF発表値。2014年4～6月期以降はベトナム国家銀行発表値で延伸。

(資料) IMF、ベトナム国家銀行、CEIC Dataによりみずほ総合研究所作成

図表4 金融収支の内訳と誤差脱漏



(注) 2014年1～3月期まではIMF発表値。2014年4～6月期以降はベトナム国家銀行発表値で延伸。

(資料) IMF、ベトナム国家銀行、CEIC Dataによりみずほ総合研究所作成

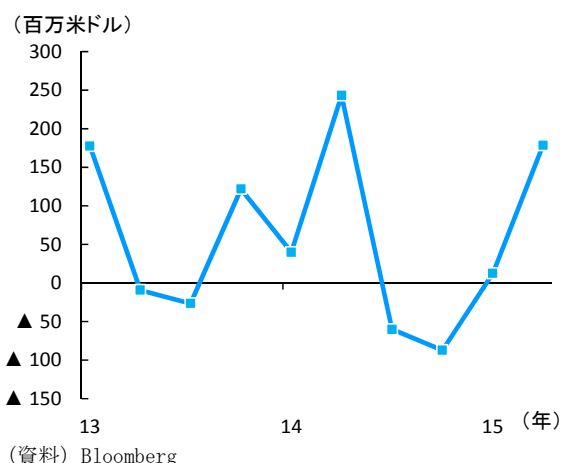
金が流入して証券投資・その他投資が大幅な流入超過になったことで、経常赤字による通貨安圧力が緩和されたことがわかる。図示は省略するが、証券投資・その他投資の内訳をみると、2015年1～3月期では、その他投資が前期までの流出超過傾向から流入超過に転じている。中でも、資産項目（居住者の非居住者に対する債権）の流入が大幅に増加しており、そのほとんどが現預金である。すなわち、2015年1～3月期は、ベトナム居住者が非居住者に対する現預金を減らすことで資金が還流していたと推察される。2014年10～12月期から一転して2015年1～3月期に資金が還流した背景として、①10月の預金金利上限引き下げ後の金融機関によるドン建て預金金利低下の一股、②2014年の実質GDP成長率の好結果発表、③米国の景気減速による米ドル高の一股などの要因が挙げられよう<sup>3</sup>。

2015年4～6月期については、ベトナム国家銀行の国際収支統計は未発表だが、外国人ポートフォリオ投資額（株式+債券）を用いて資金フローを推察すると、少なくとも大幅な資金流出は発生しておらず、むしろ資金が引き続き流入していた可能性が高いと推察される（図表5）。この背景には、①4～6月期の実質GDP成長率の好結果発表、②外資出資規制緩和観測（5月）および発表（6月）、③TPPやEUとのFTA交渉進展といった改革期待の高まりが大きかったとみられる。このうち、とりわけ注目されるのが、サプライズを呼んだ②の外資出資規制緩和の動きだ。細則は未定ながら、上場企業に対する外資の出資は、従来は49%が上限とされていたが、これが原則として撤廃されることとなった<sup>4</sup>。

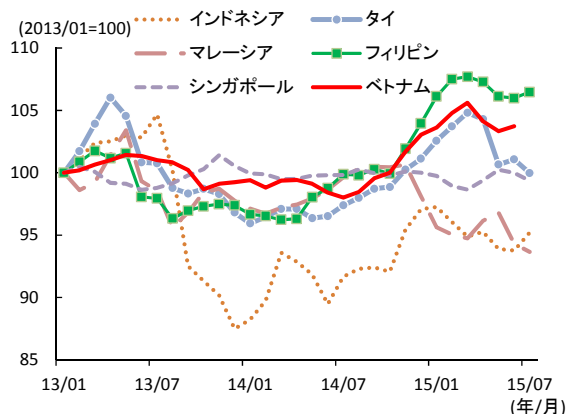
2015年7月については、国際収支を示すデータは発表されていないが、ドン売り圧力が大きく高まったとの報道は目にしておらず、また為替レートも安定的に推移していた。株価の動向などから推測して、外資出資規制緩和などを材料に、資金流入は続いていたと推測される。

以上をまとめると、7月までは資金流入が順調であったことは明らかで、特に外資出資規制緩和のインパクトが大きかった。この結果、貿易赤字にもかかわらず、外貨準備は減少せず、むしろ増えていた可能性が高い。

図表5 外国人ポートフォリオ投資



図表6 ASEAN6の実質実効為替レート



(注) 1. ベトナムの値はみずほ総合研究所による試算のため、幅を持ってみる必要がある。  
 2. ベトナム以外の国はBIS公表値。  
 (資料) BIS、各国統計、CEIC Dataよりみずほ総合研究所作成

### 3. 人民元切り下げを契機とする資金流出によりドン安リスクが再浮上

しかし8月11日に、それまで人民元の対米ドルレートの変動を小幅に抑えてきた中国が、人民元の切り下げを実施すると、状況は一変した。中国の実体経済悪化の懸念が急速に高まり<sup>5</sup>、世界の通貨、株価が広範に下落した。シンガポールでのヒアリングによると、この間、ベトナム国家銀行はかなり大規模な米ドル売り・ドン買いの市場介入を実施した模様で、外貨準備は大きく減少したと見込まれる。これを受けて、ベトナム国家銀行は、米ドルペッグにおける基準レートからの変動幅を12日に上下1%から上下2%に拡大した。ドン売り圧力が強まる中での変動幅拡大であるから、事実上のドン切り下げと同じ効果を持つ。そして、8月19日には、変動幅を上下2%から上下3%に再度拡大するとともに、基準レートを1%切り下げた。この結果、ドンは合計で約3%下落した。

さて、今回の人民元切り下げへのベトナムの対応について、どのように評価すべきだろうか。ごく短期的な対処としては、かつてのように対米ドルレートの維持に固執するよりも、はるかに好ましい選択であったことは明らかだ。もし為替レートの維持に固執していたら、外貨準備はさらに大きく減少したであろう。また、アジア通貨が軒並み下落する中、実質実効ベースでドンが相対的に高止まりしていたことから、ベトナムの輸出競争力はさらに低下してしまっただろう（図表6）<sup>6</sup>。

ただし、ベトナム政府は2013年時点で対GDP比26.5%の外貨建て債務を保有しており、通貨下落はその返済負担を増加させる。このためドン切り下げは、際限なく使える手段でないといえよう。実際、ベトナム政府も当初は、2015年の切り下げは1月と5月の1%ずつ、計2%にとどめるとしていた。実質的にさらに3%のドン下落がもたらされたことで、債務返済による財政への負担は、予定外に増大したことになる。また、債務返済負担の増加が材料となって、さらなるドン売りにつながるような事態は、ベトナム政府としても絶対に避けなければならない。

折しも、米国の利上げ開始が迫っていることに加え、中国の景気下振れに対する警戒感が高く、金融市場をめぐる世界的な環境は不透明感を増している。特に新興国市場へのリスク警戒モードは当面続き、ベトナムもドン安圧力に晒され、通貨防衛を迫られることになろう。ベトナム政府が足元でどれだけの外貨準備を保有しているか、情報の開示がないことからはっきりしたことはわからないが、人民元切り下げ以降、外国人ポートフォリオ投資が流出超傾向になっていることなどから判断すると、おそらく年初ぐらいの水準には既に戻ってしまったのではないだろうか。これ以上外貨準備を取り崩すと、市場が動揺してドン安圧力が大幅に高まった際に介入する余力が著しく低下するため、さらなるドン切り下げを迫られることになろう。仮に、ドン切り下げが新たな切り下げ期待を生んで再びドン安圧力が強まるという悪循環にまで陥ることがあれば、結果としてドンが大幅に切り下がって経済が不安定化し、最終的にはペッグ制を放棄するという事態にまで発展するリスクも否定しきれない。

このように、ベトナム政府の政策的な自由度は確実に狭まっており、7月までのような楽観論は、かなり後退してしまった。再び外貨準備の動向が最大の注目点になってきたようだ。

### 4. 経済政策の見直しが焦点

#### (1) 外資規制緩和に注目～持続的経済発展の基礎になるか

こうした事態を回避するために、ベトナム政府は、金融政策を引き締め方向に転換し、貿易赤字を削減してドン安圧力を緩和するという安定重視の方針にマクロ政策運営を切り替えざるを得なくなる

だろう。その結果、2016年の景気調整圧力が大きくなり、成長率は2015年の高水準から大きく低下しよう。

ベトナムでは生産年齢人口の伸び率は低下傾向にある。持続的経済成長のために求められることは、成長エンジンを労働投入の増加から生産性の上昇に転換していくことだ。このプロセスにおいて、先述の外資規制の緩和は極めて重要な意味を持つ可能性がある。

既にみた通り、外資規制緩和のアナウンスが2015年5～7月頃に外国からの株式投資流入をもたらし、それによる外貨繰り改善が経済の不安定化リスクを後退させたが、中長期の成長という観点から重要なことは、生産性とは直接関係ない外貨繰りの話ではない。

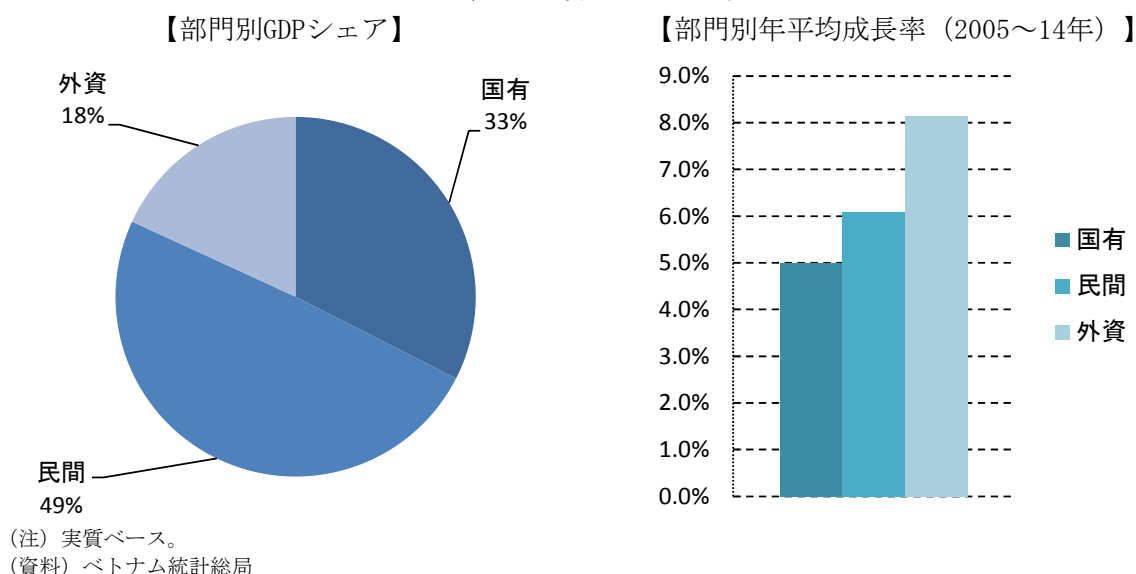
では、外資規制緩和はなぜ重要なのか。GDPを部門別にみると、国有部門のシェアが未だ3割以上を占める一方で、ここ10年の国有部門の成長率は民間や外資と比べて低く、効率性の低さが示される(図表7)。非効率的であるベトナムの国有企業が株式会社化され、政府の保有分が大きく縮小すれば、経営陣のコスト意識は高まり、より効率的な経営が行われるようになるからだ。その場合、高い技術力・資金力を持つ外国企業がこうした国有企業の買い手となれば、企業統治の近代化や技術革新が着実に進む可能性が高まる。それによる生産性の上昇が、経済成長のエンジンになるだろう。外資規制緩和の意義は、こうした文脈で捉えるべきだろう。

## (2) 問われる国有企業改革に対するベトナム政府の本気度

以上をまとめると、ベトナム政府はまず、金融政策を引き締め方向に転換させて貿易収支を黒字化し、外貨準備を底上げしてドンレートを安定させるという、よりマクロ経済の安定を重視した経済運営を行うことが求められる。

そして、金融政策の引き締めによってマクロ経済の安定を図りつつ、外資規制緩和でミクロ面からの産業、企業改革や労働者の技能向上を促して高成長を実現すべきである。したがって、外資規制緩和の適用対象となる業種はなるべく広範にすることが望ましい。また、単なる制度面からの改革にとどまらず、外資によるベトナム企業の買収を実態的にも促進させることが重要であろう。国有企業は、

図表7 部門別 GDP 内訳



官庁・政治家・軍などの様々な利害関係が絡む領域であることから、株式会社化・外資参入拡大は決して容易ではない。しかし、経済成長に対する人口動態面からの後押しに期待できなくなったベトナムが、持続的な高成長を実現するためには、こうした困難な改革を推し進めなければなるまい。

<参考文献>

稲垣博史 (2013)「ベトナムの不良債権問題はどこまで深刻か～景気減速の主因は長引くインフレ圧力～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年3月25日)

—— (2014)「ベトナム経済はなぜ堅調か～安定成長の維持には為替政策変更が有効～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年1月28日)

稲垣博史・宮嶋貴之 (2014a)「ベトナムの景気は持ち直す見通し～政策運営は緊縮型から景気刺激型に転換～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年5月15日)

—— (2014b)「反中デモ後のベトナム経済をどうみるか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年6月2日)

—— (2014c)「サムスン電子のスマートフォン不振はベトナム経済にどう影響するか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年11月26日)

—— (2015)「ベトナム：高成長回帰の危うさ～実力を超える成長の継続による弊害が懸念～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年4月8日)

<sup>1</sup> ビン総裁は金を除いた外貨準備高は7月末時点で370億米ドル、金などを含めた総額は400億米ドルになったと地元紙に発言した (Vietnam News, “Forex reserves hit \$37 billion”, 31 July 2015)。

<sup>2</sup> 外貨準備高の輸入額対比の算出に当たって、2015年以降の値はベトナム国家銀行の国際収支統計、ビン総裁発言などを用いて試算した。なお、輸入は、財貨・サービスの輸入+所得の支払いの12カ月移動平均をとった。未発表月については、通関統計の輸入額を用いて推計した。

<sup>3</sup> なお、2015年3月に為替レートは急激なドン安米ドル高となっているが、この背景には①3月の巨額の貿易収支赤字、②インフレ率低下に伴う金融機関のドン建て預金金利引き下げの実施などから資金流出が発生したことがあると推察されるが、2015年1～3月期の実質GDP成長率が非常に高い数値であったこともあり、4月に入ってからドン安の動きは収まった。

<sup>4</sup> ベトナム財務省は、上場企業に対する外資の出資制限を緩和する政令60号(60/2015/ND-CP)およびガイダンス通達123号(123/2015/TT-BTC)を公布した。

<sup>5</sup> 市場では、中国政府が人民元切り下げによる元安誘導に打って出ないといけないほど、景気の実態は悪化しているという観測が急速に広がった。

<sup>6</sup> その他の理由として、ベトナムにとって中国は最大の貿易赤字相手国であり、人民元安による輸入拡大から赤字額がさらに拡大することを懸念したと考えられる。また、中国との輸出競争関係が強いため、中国以外の第3国市場への輸出において、ベトナムが不利になることも懸念されたと推察される。

[共同執筆者]

アジア調査部主任研究員

稲垣博史

hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com

アジア調査部主任エコノミスト

宮嶋貴之

takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp

●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。