

# みずほレポート

2008年11月26日発行

## 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**

本誌に関するお問い合わせは  
みずほ総合研究所株式会社 アジア調査部香港駐在 稲垣博史  
hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com  
電話 (852) 2102-5290 まで。

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、法務・貿易・投資等の助言やコンサルティング等を目的とするものではありません。また、本資料は、当社が信頼できると判断した各種資料・データ等に基づき作成されておりますが、その正確性・确实性を保証するものではありません。利用者が、個人の財産や事業に影響を及ぼす可能性のある何らかの決定や行動をとる際には、利用者ご自身の責任においてご判断ください。

## 要旨

1. ベトナムでは、2007年に始まる消費者物価指数（CPI）上昇率と貿易収支の持続的な悪化が、08年に入ると加速。これを受け08年3月末頃からドン売り圧力が高まり、08年5月末頃にはベトナム通貨危機説が登場するに至った。  
インフレ高進と貿易赤字拡大の背景には、ベトナムではかねてから金融政策が相対的に緩めであったことに加え、07年に海外からの資金流入が加速し、過剰流動性が生じたことがあったとみられる。国際的なコモディティ価格の上昇と、冷害・病害で農畜産物の供給に悪影響が出たことが追い討ちをかけた。
2. ベトナム政府のインフレ・貿易赤字対策は、当初は遅れ気味であった。しかし、ドン売り圧力が高まった08年3月末以降は、緊縮的な財政・金融政策を導入するなど、経済指標の悪化に速やかに対処した。この結果、CPI、貿易収支、ドンの対ドル為替レートといった指標は、概ね安定化しつつある。
3. ベトナムが通貨危機をこれまでのところ回避できた要因としては、①中長期資金による経常赤字のファイナンス、②特定為替レートに固執しない柔軟な為替政策、③資本移動が自由化されていない、④高成長路線から緊縮財政・緊縮金融路線への政策転換、などが挙げられる。
4. 景気が減速するなか、物価が安定してきたこともあり、ベトナム国家銀行（中央銀行）は、08年9月から段階的な金融緩和に動き始めた。CPI上昇率が再加速しない限り、今後も金融緩和は続くであろう。ただし、インフレ懸念やドン売り圧力が再び高まる懸念が消滅していないことを考慮すれば、金融緩和は慎重に進められることになる。直接投資の流入も、比較的順調である。コストの低さなどを考慮すれば、ベトナム投資ブーム自体は、まだ暫く続くであろう。確かに、世界経済の停滞がいっそう深刻化するとみられる09年については、実行ベースの対内直接投資が減少に転じるかもしれない。しかし、直接投資の流入とそれに続く輸出拡大の動きは、周辺諸国対比では依然活発であろう。  
09年には日米欧経済が不振に陥り、輸出環境の悪化などが見込まれるものの、以上の状況を踏まえると、ベトナム経済は、相対的には堅調に推移しそうである。  
そしてインフレが沈静化するであろう10年以降を目処に、ベトナム経済は再び高成長に復帰する可能性がある。

（アジア調査部香港駐在 稲垣博史）

## 目次

1. はじめに	1
2. ベトナム経済の変調	2
(1) 07年におけるCPI・貿易収支の悪化	2
(2) 金融市場の反応	3
(3) 08年以降の動き	5
3. ベトナム経済悪化の背景	6
(1) 過剰流動性	6
(2) コモディティの国際価格上昇	7
(3) 冷害・病害	8
4. ベトナム政府の対応	9
(1) 緊縮金融政策	10
(2) 緊縮財政政策	11
(3) 外国為替市場・株式市場の安定化策	12
(4) 輸入抑制	13
(5) 価格凍結	14
5. 経済指標の動き	15
(1) 貿易収支	15
(2) CPI	16
(3) GDP	17
(4) 株価と為替レート	19
(5) 結論	20
6. ベトナムはなぜ通貨危機を回避できたか	20
(1) 中長期資金による経常赤字のファイナンス	21
(2) 柔軟な為替政策の採用	21
(3) 資本移動自由化が途上	22
(4) 緊縮政策の実施	22
(5) 補論—アジア通貨危機再燃説	22
7. ベトナム経済の課題と展望	23
(1) インフレ圧力と金融政策	23
(2) 直接投資の動向	25
(3) 当面の経済見通し	27
a. 金融危機の直接の影響は小さい	27
b. 日米欧経済減速の悪影響は今後本格化	28
c. 09年も低成長持続へ	29
(4) 資本移動の自由化と情報開示	29
8. 終わりに	30
9. 参考文献	31

## 図表目次

図表 1	実質 GDP と物価 .....	2
図表 2	通関貿易（四半期） .....	2
図表 3	ベトナム株価指数（終値） .....	3
図表 4	ドンの対ドル為替レート .....	4
図表 5	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 .....	5
図表 6	対ドル市場レートの 基準レートからの乖離幅 .....	5
図表 7	GDP に対する外貨準備増加額の割合(07 年) .....	7
図表 8	マネーサプライ（M2） .....	7
図表 9	輸出入物価指数 .....	8
図表 10	7 項目のインフレ対策 .....	9
図表 11	政策金利 .....	10
図表 12	外貨建て借入規制の概要 .....	11
図表 13	1 日の株価値幅制限（08 年） .....	13
図表 14	石油製品の価格変更（08 年 7 月の値上げ以降） .....	14
図表 15	石油製品への補助金の問題点 .....	15
図表 16	通関貿易（月次） .....	15
図表 17	C P I .....	16
図表 18	実質 GDP・産業別付加価値生産額（カッコ内は寄与度） .....	18
図表 19	リーマン・ショック後のアジア株価変化率 .....	19
図表 20	リーマン・ショック後のアジア通貨の対ドル為替レート変化率 .....	20
図表 21	ベトナムの国際収支構造 .....	21
図表 22	経常収支（GDP 比） .....	23
図表 23	最低賃金（月額） .....	24
図表 24	ベトナム国家銀行による金融緩和（08 年） .....	25
図表 25	対内直接投資 .....	25
図表 26	08 年 1 月時点のワーカー賃金（月額） .....	26
図表 27	実質為替レート（CPI ベース） .....	27
図表 28	地域別輸出シェア（07 年） .....	28
図表 29	08・09 年経済見通し .....	29

## 1. はじめに

2003年頃に第二次ベトナム投資ブームが始まった直接の契機は、SARS（重症急性呼吸器症候群）騒動により広東省と香港が大混乱に陥り、「中国一極集中リスク」が強く認識されるようになったことである。SARSはベトナムにも伝播したものの、ベトナム政府は早期の封じ込めに成功、感染症対策で国際的な評価を高めた<sup>1</sup>。

その後中国では、電力不足、労働力不足、人民元上昇、反日デモなど、感染症以外のリスクが次々に浮上。マレーシアとタイは既に人件費が高く、フィリピンとインドネシアは政治・社会に安定感がないということで、消去法でベトナムの注目度が高まった。こうしてベトナム経済は、「勤勉で安価な労働力、政治・社会の安定、日本との文化的な近さ・親日感情の高さ、WTO加盟で経済自由化進展、中国の次の直接投資先としての魅力が高い」といった論調で評されるようになった。

こうした論調は、一部では08年に入っても健在で、場合によっては08年半ば近くに至るまで、調査レポート等で見かけることがあった。そうしたなか、08年5月末頃、ベトナム通貨危機説が登場<sup>2</sup>。「魅力ある投資先」と「通貨危機」との落差の大きさに、戸惑う向きも多かったようだ。しかし実際には、07年からベトナム経済には変調の兆しが出始めており、そして08年3月までの主要統計が出揃った段階<sup>3</sup>でベトナム経済の悪化は明確化、通貨・ドンには大きな売り圧力がかかっていた。

こうした事態を受け、みずほ総合研究所では、08年6月3日以降、ベトナム経済に関するレポートを複数作成<sup>4</sup>。ベトナム経済が悪化していたことは間違いないが、適切な措置を取れば、その将来について過度な悲観は必要ないとの論調を維持してきた。

これまでのところ、当社の想定から大きく外れることなく事態は推移してきた。ベトナムの経済状態は、現時点ではまだ磐石とは言い難いが、各種指標をみると、大分落ち着きを取り戻してきたと言える。その後、韓国通貨危機説が流布され、さらに米国の金融危機が深刻化したこともあり、既にベトナム通貨危機説は忘れ去られてしまったかのようだ。おそらく実際問題として、今後の経済政策を大きく誤らない限り、あるいは外部環境（外国経済、気象条件、衛生状態など）がよほど大きく悪化しない限り、これからベトナムが通貨危機に向かう可能性は大きくないと思われる。

そこで本レポートでは、ベトナム経済変調の経緯を振り返った上で、どのようにして経済の安定化に努めてきたのか、今後のベトナム経済はどのように展開するか、といったことについて取りまとめた。

---

<sup>1</sup> 詳しくは稲垣（2006）参照。

<sup>2</sup> ある証券会社のレポート発表が契機となっている。こうしたレポートが発表されるに至った背景にあるベトナムの経済指標悪化については、後ほど説明する。

<sup>3</sup> 具体的には3月25日。ベトナムでは、GDP、貿易、消費者物価指数といった主要統計は、当月25日前後には早くも発表されてしまう。

<sup>4</sup> 稲垣（2008a）（2008b）（2008c）（2008d）

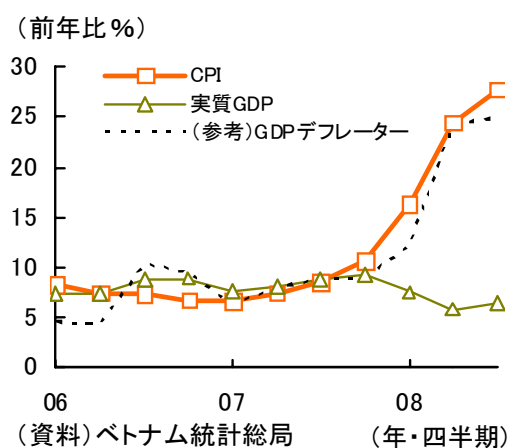
## 2. ベトナム経済の変調

07年までのベトナムは、概ね高い経済成長率を維持し、また直接投資や株式投資の対象国として大きな注目を集めてきたが、その一方で経済にはひずみが出始めていた。そして08年に入ると、先述の通り経済指標の悪化から通貨危機説が流れるに至った。ここでは、それまでの経緯を振り返ってみたい。

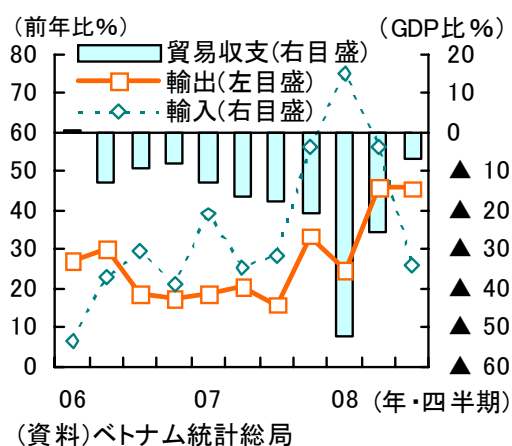
### (1) 07年におけるCPI・貿易収支の悪化

消費者物価指数（CPI）上昇率の望ましい水準については、特定の決まりがあるわけではなく、一般に発展段階が遅れている国ほど、高インフレ率はある程度許容される。ただ、ここでは是非論については踏み込まないが、CPI上昇率の水準で判断するならば、ベトナムの金融政策はアジア主要国のなかでは緩めであったことは間違いない。CPI上昇率の水準がもともと高めであったことに加え、07年については年間を通じて上昇傾向にあった（図表1）<sup>5</sup>。ベトナムは、CPI上昇率を実質GDP成長率以下に抑制することを目標としてきたが、07年10～12月期に前者は前年比+10.7%まで上昇、小幅ながら後者の前年比+9.2%を上回るに至った。

図表 1 実質 GDP と物価



図表 2 通関貿易 (四半期)



CPI上昇率の高進と同時並行で起こったのが、貿易赤字の拡大である。通関ベースの貿易収支は概ね07年を通じて悪化（図表2）、同年の貿易赤字は124億4,300万ドルと06年（48億500万ドル）の倍以上となった。こうした貿易収支の悪化により、07年の経常収支はGDP比で9.9%の赤字となった。これは、通貨危機前年（96年）のタイ（7.9%）を越える高水準である。

このように、ベトナム経済は07年からやや過熱気味であったが、ベトナム政府は高経済

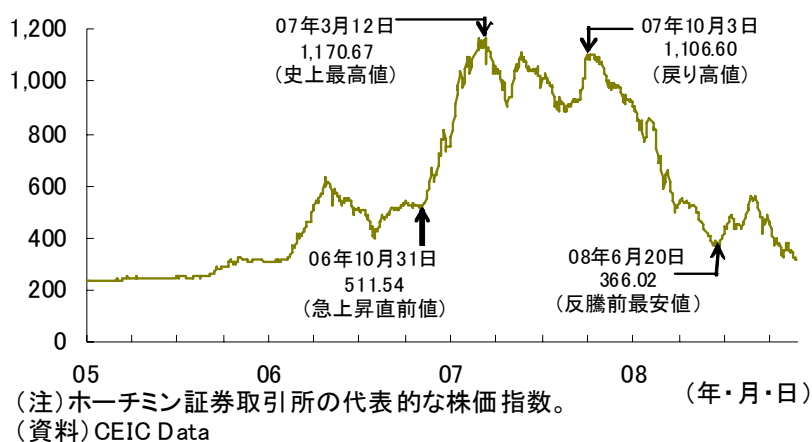
<sup>5</sup> 07年1月の前年比+6.45%から07年12月の前年比+12.63%まで、CPI上昇率は毎月加速した。

成長を重視し、結局同年中には利上げに踏み切らなかった。そればかりか、ベトナム国会は07年11月12日、08年の実質GDP成長率目標を+8.5~9.0%として07年(+8.5%)からむしろ加速させ<sup>6</sup>、さらに+9.0%以上<sup>7</sup>も視野に入れることを決議するなど、当時は危機感が薄かった。二桁の高経済成長を続ける中国への、対抗意識が強かったのかもしれない。

## (2) 金融市場の反応

こうしたなか、07年10月から、株価は下落傾向に入った(図表3)。代表的な株価指数であるベトナム株価指数の動きを振り返ってみると、06年10月31日には511.54ポイントであったが、ベトナム株投資ブームに乗り、07年3月12日には1,170.67ポイントと2倍以上になった。ここで株価はいったん調整局面に入るが、07年4月から5月にかけて株価は再上昇した。当時のベトナム政府は株価下落よりもバブル拡大を警戒しており、07年5月30日、ベトナム国家銀行(中央銀行)は「銀行の証券投資向け融資は融資全体の3%以下とする」との通達を出し<sup>8</sup>、また同じ頃、国家証券委員会は駐在員事務所を経由した外国人投資家による株式投資禁止案<sup>9</sup>を打ち出した。この結果、株価は再び下落に転じた。

図表3 ベトナム株価指数(終値)



ベトナム株投資ブームは容易には収まらず、株価は再び持ち直し、07年10月3日にベトナム株価指数は1,106.60ポイントを記録した。しかし、欧米経済の見通しが急速に悪化したことに加え、月を追うごとにCPI上昇率が高まって金融引締め懸念が生じたことから、その後は下落傾向に入った。上記の証券投資向け融資規制が緩和されるとの観測が一

<sup>6</sup> “Vietnam house wants economy to grow stronger next year” (*Thanh Nien News*, 13 November 08)

<sup>7</sup> “NA approves 2008 economic plan” (*Vietnam News*, 13 November 08)

<sup>8</sup> “SBV tightens lending at banks” (*Intellasia*, 1 June 07)

<sup>9</sup> “SSC to clamp down of funds trading shares via representative offices” (*Intellasia*, 1 June 07)



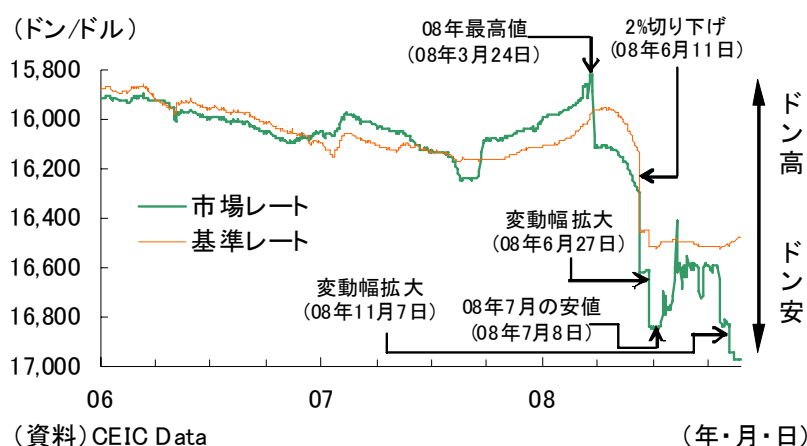
時出ていたものの、ベトナム国家銀行は07年11月6日にこの観測を明確に打ち消したため<sup>10</sup>、株価の下落傾向に拍車がかかった。

ベトナム政府は、もともと株式市場におけるバブル潰しを目指していたこともあり、株価下落を暫く放置した。株価下落がもたらす実体経済への悪影響も、限定的なものであった模様だ。07年10月時点で、ベトナム株式市場の時価総額はGDP比で36.9%<sup>11</sup>と非常に小さい。投資家層の広がりも、相対的には小さいとみられ、株価下落による逆資産効果を通じた実体経済への悪影響は大きなものではなかった。

次に外国為替市場だが、為替レート of 具体的な動きをみる前に、ベトナムの為替政策について説明したい。ベトナムの為替政策の基本は、政府が前日の取引値を参考に定めた対ドル基準レートから、一定範囲<sup>12</sup>での変動のみを許容する、というものである。この政策の目的は、為替レートを長期間にわたり人為的に特定の水準に止めておくことではなく、その急変に伴う経済の混乱を回避することであり、一定の合理性を持つと考えられる。

07年10月以降の株価下落の背景に、外国人によるベトナム株売りがあったのだとすれば、それは資金流出につながるため、普通に考えればドン下落要因にもなるはずである。しかしこの時期、ドンはドルに対し、むしろ上昇し続けた(図表4)。株式投資に代わり、現預金などの形態での投資が増加した模様だ。景気過熱に伴う利上げ観測の高まりは、株価下落要因となると同時に、実体経済さえ堅調であれば、ドン買い要因ともなり得るということであろう。すなわちこの時点では、投資家の大勢は、株式のバブル崩壊は避けられないものの、実体経済は堅調推移と判断していたと思われる。

図表4 ドンの対ドル為替レート



こうしたドン買いの進展は、外国為替市場において、いわゆるドン不足をもたらしたと

<sup>10</sup> “State Bank reaffirms 3% lending limit” (Vietnam News, 7 November 08)

<sup>11</sup> IMF(2008a)

<sup>12</sup> 時期により異なる。図表5参照。

される。変動相場制を採用している国であれば、自国通貨は買い進められれば外国通貨に対して上昇するが、ベトナムでは既にみた通り為替レートに上下限が設定されており、一定水準までしかドン高は進まない。実勢よりも安過ぎる為替レートの下では、投資家はドンを売ろうとしないため、ベトナム国家銀行がドル買い・ドン売り介入を行なわない限り、ドン不足が発生することになる。ベトナム政府は、外国為替市場で強力なドン買いが進んだことに対応し、07年12月24日に為替レートの許容乖離幅を拡大した（図表5）が、それでも為替レートは上限にほぼ張り付いた（図表6）。

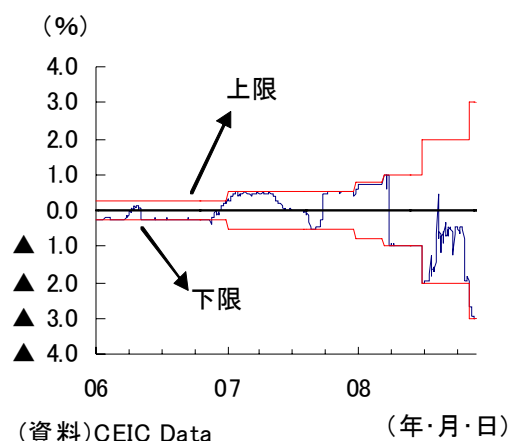
**図表5 ドンの対ドル為替レートにおいて  
1日に許容される基準レートからの乖離幅**

(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

(資料) 各種報道

**図表6 対ドル市場レートの  
基準レートからの乖離幅**



### (3) 08年以降の動き

08年に入っても、貿易赤字とCPI上昇率は高水準で推移した。そして08年2月1日、ベトナム国家銀行は漸く金融引き締めを踏み切った。まず預金準備率の引き上げで、満期12ヶ月未満の預金及び要求払い預金については10%から11%に、満期12ヶ月以上の預金については4%から5%に、それぞれ引き上げられた<sup>13</sup>。次に利上げで、民間銀行の貸出金利の基準となるプライムレート（ベースレート）は8.25%から8.75%に、リファイナンスレート（民間銀行向けの貸出金利）は6.5%から7.5%に、ディスカウントレート（短期有価証券を買い戻す際の割引率）は4.5%から6.0%に、それぞれ引き上げられた<sup>14</sup>。08年3月17日には、ベトナム国家銀行は民間銀行に対し、満期1年・総額20兆3,000億ドン（約12億ドル）の中銀債を強制売却<sup>15</sup>、ドン資金を吸収した。

株安とドン高も、引き続き進行した。08年2月1日、ベトナム国家銀行は、漸く株価のテコ入れに動き、前述の「銀行の証券投資向け融資は融資全体の3%以下とする」との規制

<sup>13</sup> “Central bank raises compulsory reserve rate” (*Intellasia*, 22 January 08)

<sup>14</sup> “State Bank raises prime rate” (*Vietnam News*, 31 January 08).

<sup>15</sup> “Higher interest rate announced for compulsory bonds” (*Vietnam Net*, 26 June 08)

を撤廃、新たに「銀行の証券投資向け融資は資本金の 20%以下とする」<sup>16</sup>との規制を導入した。しかし、株価の反応は鈍かった。一方、08年2月1日に利上げが行なわれたこともあり、さらなるドン買いが促された。この結果、ドン不足はいっそう深刻化した。ドン不足は、獲得したドルをドンに換金したい輸出業者を苦しめたことから、貿易収支が悪化する局面では非常に大きなマイナスであった。08年3月10日には、ドンの対ドル為替レートの許容乖離幅がさらに拡大され、上下1%となった（図表5）。

外国為替市場の状況が大きく変わったのは、08年1~3月期の主要統計が出揃った08年3月25日である。まず、08年1~3月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.5%と07年10~12月期の+9.2%から1.7ポイント減速<sup>17</sup>した。減速の主因は建設業の停滞で、建設資材の高騰により、不動産需要が減退し始めたことが背景にある。次に、同期のCPI上昇率は前年同期比+16.4%で、実質GDP成長率以下に抑えるという政府目標にはるか及ばず、08年通年でみた場合でも、その目標を達成することは早くも相当困難になった。さらに、とりわけインパクトが大きかったのが貿易赤字で、07年10~12月期の45.7億ドルから08年1~3月期には83.5億ドルへと急増、名目GDP比で52.6%とにわかには信じられないほどの高水準に達した。

このように、ベトナム経済が悪化していることが誰の目にも明らかとなると、3月25日以降、ドンに対する売り圧力も急激に高まることとなった。許容乖離幅の上限に張り付いていたドンの対ドル為替レートは、3月28日には下限まで下落した（図表6）。そして、ドン不足は速やかに解消、今度は一気に深刻なドル不足が訪れることとなった。

### 3. ベトナム経済悪化の背景

では、ベトナム経済は、CPIの急上昇や貿易赤字の急拡大など、なぜ景気過熱のシグナルを強めていったのであろうか。以下、みてゆきたい。

#### (1) 過剰流動性

既に述べた通り、07年以前においても、ベトナムの金融政策は他のアジア主要国と比べると、もともとやや緩めであった。それに加え、07年においては直接投資・株式投資などの形で対内資金流入が好調に推移<sup>18</sup>、その結果外貨準備は、06年末の134億ドルから07年末の236億ドルへと、102億ドルも急増した<sup>19</sup>。外貨準備増加額をGDP比で見ると、中国をやや上回る14.3%にも達した（図表7）。この背景には、ドンの対ドル為替レートが急

<sup>16</sup> “New State Bank rules may stop market decline” (*Vietnam News*, 4 February 08)。なお、融資全体の3%と資本金の20%のボリューム感については不明。

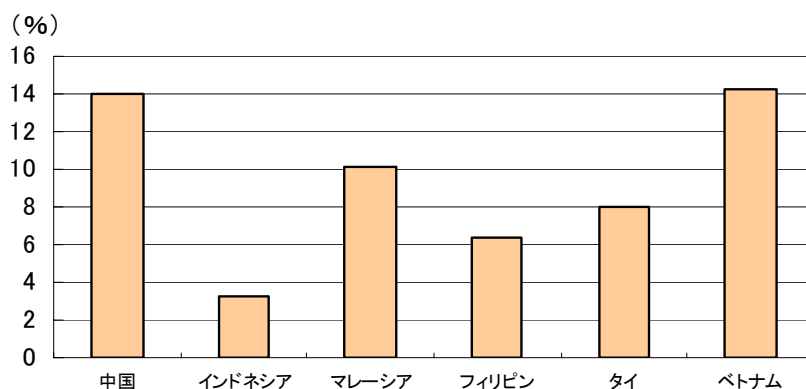
<sup>17</sup> ベトナムでは、公的部門によるとみられる建設投資が、年後半に加速する傾向にあるが、その傾向は年々強まっていた。そのため1~3月期は、実質GDP成長率が減速するのが毎年恒例となっている。その要素を差し引けば、実態としては小幅減速と考えられる。詳しくは稲垣（2008a）参照。

<sup>18</sup> 国際収支統計の07年実績については、後述する。

<sup>19</sup> データはARIC(2008)より。

上昇することを回避するため、ベトナム国家銀行が外国為替市場でのドン売り・ドル買い介入を続けたことがあると考えられる。統計上の制約からはっきりしたことはわからないが、おそらく不胎化のための債券売り介入はあまり行なわれなかったのではないかと。そして、このことが、過剰流動性につながっていったと思われる。

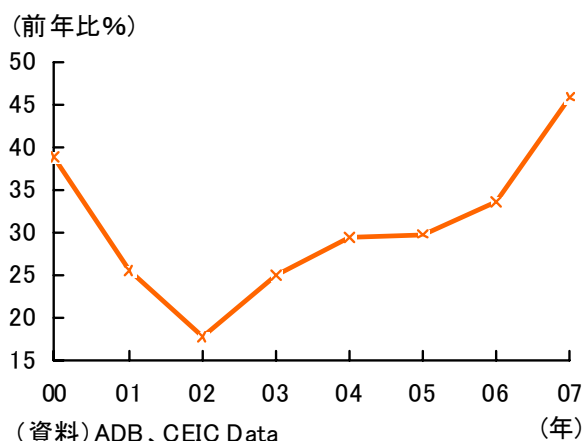
**図表 7 GDP に対する外貨準備増加額の割合(07 年)**



(資料)各国統計、ADB

マネーサプライの伸び率をみると、02 年の前年比+17.6%を底に加速傾向にあったが、07 年については前年から一気に 12.4 ポイントも加速、前年比+46.0%と非常に高水準となった(図表 8)。

**図表 8 マネーサプライ (M2)**



(資料)ADB、CEIC Data

## (2) コモディティの国際価格上昇

原油、鉄鉱石、穀物といったコモディティ価格の急騰は、07 年後半から 08 年の中盤にかけて、アジア全体に、あるいは世界中に深刻なインフレをもたらした。ベトナムでも輸入物

価が上昇した（図表 9）ほか、コメなどベトナムの有力な輸出品の国内価格も上昇した。コモディティ価格の上昇は、インフレの原因になったほか、建設ラッシュが起こっていたベトナムでは特に鉄製品などの輸入が金額ベースで急増、貿易収支を大きく悪化させる要因ともなった。

図表 9 輸出入物価指数

（単位：前年比％）

	06				07				08	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
輸入物価	5.1	4.6	3.1	2.2	0.8	1.6	3.2	8.6	17.4	22.1
食品	4.5	4.0	4.0	3.5	1.2	4.2	17.6	27.8	35.8	34.0
消費財(除.食品)	1.4	1.2	0.5	0.2	0.5	1.1	2.0	3.4	9.9	7.9
原材料	7.1	6.0	4.3	3.1	1.2	2.2	4.1	12.3	24.5	33.2
機械	1.5	0.9	0.8	0.1	▲ 0.3	0.3	▲ 0.2	1.0	3.3	5.4
輸出物価	9.6	9.9	6.7	3.4	1.1	2.9	7.4	17.6	25.5	33.7
食品	9.8	6.5	5.2	5.2	5.5	10.3	12.8	14.5	17.4	33.6
消費財(除.食品)	2.0	1.4	0.3	0.8	0.4	1.3	2.1	3.3	8.0	8.9
原材料	18.3	23.5	15.8	3.8	▲ 2.8	▲ 2.8	6.8	38.0	56.4	66.9
機械	3.1	1.0	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 1.2	3.6	7.5	11.1	17.3	15.2

（資料）ベトナム統計総局

ただし、多くの国がコモディティ価格の上昇によってインフレに悩まされていたのは事実だが、アジア主要国のなかで CPI 上昇率が一時 30% 近くにも達したのはベトナムだけであり、やや度が過ぎている。また、輸入物価に直接の影響を受けない GDP デフレーターも大きく上昇しており、先にみたような過剰流動性に伴う国内発のインフレという側面も強かったと考えられる。

### (3) 冷害・病害

以下に挙げる冷害・病害は、個別には経済全体に大打撃を与えるような問題ではないが、いずれも国際的な商品市況の上昇局面という、あまり好ましくない時期に発生した。これらは、物価を押し上げる要因となったほか、食肉については輸入増加を通じて貿易収支悪化要因ともなった。

ベトナム北部では、08 年初頭の気温が異常に低下した。このため、北部ベトナムにおける冬～春期のコメの作付面積のうち 4 割<sup>20</sup>が寒波の打撃を受けた模様で、後のコメ価格高騰の原因となった。さらに、寒波により 08 年 2 月 17 日までに牛 59,962 頭が死ぬなど<sup>21</sup>、一部では食肉価格の上昇要因ともなった。

また、豚青耳病<sup>22</sup>が 07 年から散発的な流行を繰り返しており、豚肉生産が大打撃を受け

<sup>20</sup> “PM calls for drastic measures to cope with cold weather” (Vietnam News Agency, 15 February 08)

<sup>21</sup> “Cold weather kills 60,000 cattle in Vietnam” (Xinhua, 18 February 08)

<sup>22</sup> 正式には豚繁殖・呼吸障害症候群、Porcine Reproductive and Respiratory Syndrome (PRRS)。妊娠豚の繁殖障害、子豚の呼吸器障害、肥育豚の死亡率上昇などをもたらすという。詳しくは、家畜疾病総

た。08年6月時点で、338,736頭が感染、288,000頭が殺処分となったという<sup>23</sup>。ベトナムでは、消費される食肉の8割<sup>24</sup>が豚肉であり、こうした殺処分の増加に伴う豚肉価格上昇の影響は、決して小さくなかった模様である。

#### 4. ベトナム政府の対応

ベトナム政府は、このような経済変動に対応し、3月末に総合的な対策を発表した（図表10）。主たる内容は、金融政策と財政政策を引き締め気味に運営することで、他に為替政策、価格統制などが言及されている。以下、主な施策について具体的にみてゆきたい。

図表 10 7項目のインフレ対策

<p>第1に、政府はさらなる<b>金融引き締め</b>を実施する。2004年以来のマネーサプライと融資残高の持続的な増加が、高インフレの主要な原因である。</p> <p>政府は今年初め、通貨供給と融資を厳密に統制し始めた。しかし緊縮的な金融政策といっても、それは経済活動に必要な流動性、及び銀行・その他の金融機関の業務遂行を確保するものであるべきだ。また政府は、国内生産と輸出を行うための条件も整備すべきである。</p>
<p>第2に、政府は<b>国家財政から支払われる経費と公共投資を縮小</b>する。財政赤字を削減し、かつ経済発展に貢献するため、国営企業の投資を厳格にコントロールする。閣僚と省人民委員会委員長は、国営企業の投資項目を厳しく監視し、非効率な建設工事を終わらせることが要求される。</p>
<p>第3に、悪天候〔訳者注：冷害〕と感染症〔訳者注：豚青耳病〕の流行によって引き起こされた結末を克服し、食料の生産性を高めるため、政府は農業と工業の発展を最優先課題とする。生産手段の発展は、国内使用と輸出に利用できる供給を拡大し、インフレを抑制し、副作用を伴うことなく貿易赤字を縮小するためのカギとなる。</p>
<p>第4に、輸出を促進して貿易赤字を縮小するため、財の需要と供給は確実に満たされなければならない。とくに生産と生活に必要な財の需給について、政府が何らかの手段により需給をバランスさせることは、突然の価格変化と投機を防ぐために必要であった。</p> <p>国内生産を安定させるために、政府は<b>今年6月までは燃料とガソリン価格を引き上げず</b>、また農民に対するいくつかのコスト負担を引き下げる。</p> <p>食糧安全保障を確保するため、政府は今年のコメの総輸出量を400万トンとすることを決定した。</p> <p>輸出に悪影響を与えずにインフレを抑制するべく、適切な許容乖離幅の下、政府は<b>柔軟な為替レートを採用</b>した。さらに政府は、貿易赤字を縮小するため、<b>輸出の増加と輸入の削減</b>を求めた（訳者注：誰に対して求めたかの明記はない）。</p>
<p>第5に、政府は生産と消費の節約を奨励した。具体的には、政府・国家機関は、行政経費を10%削減することを求められた。企業は、価格引下げのため支出を再点検することが求められた。国民は、日々の生活のなかで燃料・エネルギー消費を抑えることが奨励された。</p>

合情報システムのウェブサイト (<http://tksn.syskyo.or.jp/pig/pi22.html>)、農業・食品産業技術総合研究機構 動物衛生研究所のウェブサイト (<http://niah.naro.affrc.go.jp/disease/fact/74.html>)などを参照。

<sup>23</sup> “Vietnam pig industry; Blue-ear disease update” (*Pig Progress*, 6 June 08)。残りの5万頭余りがどうなったかについては記述なし。病死した個体も多かったとみられる。

<sup>24</sup> “Vietnam to import meat by year-end if shortage continues: ASSOC” (*Asia Pulse*, 12 August 08)

(図表 10続き)

第 6 に、商品投機、とくにガソリン、セメント、鋼鉄、薬品、食品といった**必需品の投機を防ぐ**ため、政府は市場運営にいつそう目を光らせるべきである。国境を越える密輸については、政府は直ちに止めさせるべきである。

第 7 に、国民、とくに貧しい国民が物価上昇を乗り切っていくため、政府は社会福祉政策を実施し、また給料・手当を増やす方針である。

(注) 1. 上表はみずほ総合研究所による意識を一部含んだ仮訳。正確を期する場合、原典を参照されたい。

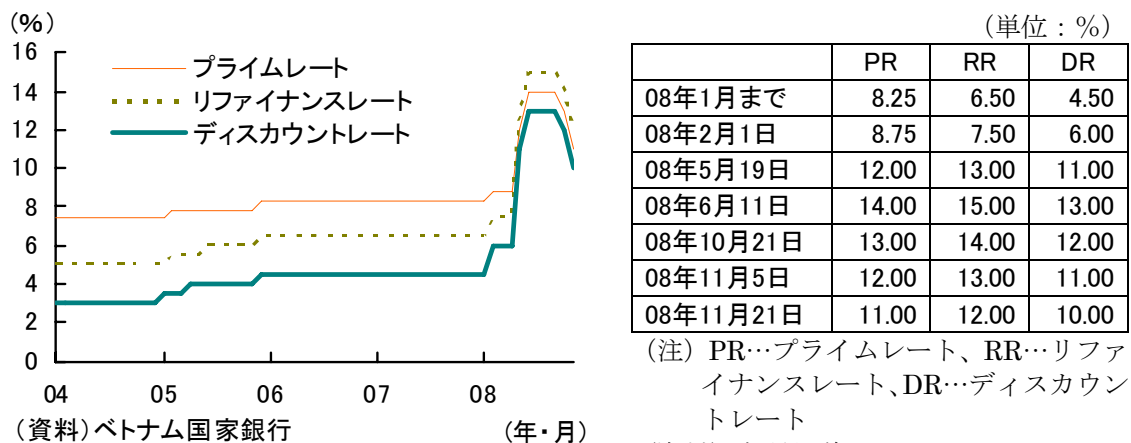
2. タイトルの「インフレ対策」は原典に準じたが、インフレ抑制よりも貿易赤字削減に焦点を当てた施策も含まれている。

(資料) "Seven-point plan to ease inflation" (*Vietnam News*, 31 March 08)

### (1) 緊縮金融政策

ベトナム国家銀行（中央銀行）は、既にみた 2 月に加え、08 年においてはさらに 2 回の利上げを実施した（図表 11）。5 月 19 日の利上げは、かなり大幅となっている。最後の利上げは 08 年 6 月 11 日で、いずれも 2 ポイント引き上げられており、この結果プライムレートは 14.0%に、リファイナンスレートは 15.0%に、ディスカウントレートは 13.0%になった。

図表 11 政策金利



(注) PR…プライムレート、RR…リファイナンスレート、DR…ディスカウントレート

(資料) 各種報道

利上げの結果、ドン建ての融資残高が伸び悩んだとしても、外貨建てで借り入れてドン買いを行なう企業が増えれば、実質的な効果が減少してしまう。このため国家銀行は、08 年 4 月 10 日、外貨建ての借入についても厳しい制限を加える決定<sup>25</sup>を行ない（図表 12）、5 月 16 日に発効した。外貨建ての借入は、輸入決済、外貨建て借入の返済、海外直接投資の 3 つの目的に限り認められることとなり、旧規制<sup>26</sup>では認められていた、外貨収入が見込

<sup>25</sup> Decision 09/2008/QD-NHNN

<sup>26</sup> Decision 966/2003/QD-NHNN



まれる投資プロジェクトの実行などを目的とする借入はできなくなった。

## 図表 12 外貨建て借入規制の概要

(A) 新規制下で認められる外貨借入の目的

- |  |
|--|
| ① <b>財・サービスの輸入決済</b> (国内生産・国内事業活動は対象外) |
| ② 輸出財の生産を目的とした投資向けの <b>外貨建て融資の返済</b>   |
| ③ 投資法・国家銀行指針の下での <b>海外直接投資</b>         |

(B) 新規制の旧規制との相違点

- |  |
|--|
| 1. 海外直接投資のための外貨借入を新たに認めた。  |
| 2. 以下を目的とする融資を認めないこととした。<br>①輸出財の生産、ないし海外でのサービス供給を目的とする投資プロジェクト・計画の<br>実行<br>②ベトナム国内での外貨収入がある投資プロジェクト・計画の実行<br>③ベトナム人の海外労働者のために必要であると首相が認定した投資プロジェクト・<br>計画の実行<br>④外貨収入のない事業主の生産・事業活動のための短期資金需要<br>⑤融資返済を目的とする、有期の外貨購入契約のための短期資金需要<br>⑥旧規制には明示されていないが、国家銀行総裁により認可されたその他の資金需要 |

(注) 上記はみずほ総合研究所による仮訳に基づいており、正確を期する場合は原典を参照するか、公認会計士などの専門家に相談されたい。一部意識を含む。

(資料) The Official Organ of Dong Nai Province's party Executive Committee (2008)

こうした金融引き締めの結果、商業銀行の融資残高の伸び率は前月比で、08年3月+3.78%、4月+3.36%、5月+2.25%、6月1.22%<sup>27</sup>、7月0.70%<sup>28</sup>と減速しており、一定の効果を発揮したようだ。

## (2) 緊縮財政政策

ズン首相は08年4月17日、会議費、出張旅費、建物改修費などを縮小することで、中央政府・地方政府の08年度の経費を10%削減することを決定した<sup>29</sup>。また、不要不急あるいは非効率な投資プロジェクトは、延期、縮小、中止、ないしペースダウンする方針が打ち出された。

08年7月23日の時点では、合計45兆ドン(07年GDP比で3.9%)の支出削減が行われることが決まったと報じられた<sup>30</sup>。内訳は、15の国営企業グループ・国営企業が12.0%削減の29兆3,660億ドン、地方政府が9.1%削減の5兆6,620億ドン、中央政府(国債財

<sup>27</sup> "UPDATE 1-Vietnam H1 loans up 20 pct, June credit slows-c.bank" (Reuters, 20 June 08)

<sup>28</sup> "Credit growth rate climbed at slowest pace this year" (Thanh Nien News, 13 August 08)

<sup>29</sup> "Vietnam gov't takes lead in fight against inflation" (Thanh Nien News, 28 April 08)、「歳出10%削減を実施、首相が決定に署名」(『NNA』08年4月21日)など

<sup>30</sup> "Government enterprises find savings to help inflation battle" (Thanh Nien News, 24 July 08)、「Tập đoàn, tổng công ty nhà nước giảm đầu tư gần 30.000 tỷ đồng」(Thai Nguyen Online, 24 July 08)、「インフレ対策で公費支出45兆ドン削減」(『NNA』08年7月25日)など。



源) が 10 兆ドンとなっている。

また、上記の国営企業による支出削減との整合性は不明だが、ズン首相は 08 年 8 月 8 日、55 の国営企業が 1,445 件・34 兆ドンのプロジェクトを停止したと発表した<sup>31</sup>。

こうした財政支出の削減をみると、1997 年のアジア通貨危機が想起される。当時、IMF は融資条件として、通貨危機国に緊縮的な財政政策を求めたが、タイなどでは、政府の放漫財政が経常赤字の主因ではなかった。日米アジアの政界・学界・官界などの一部は、緊縮財政を求めても投資家からの信頼回復には繋がらず、かえって経済危機が深刻化すると主張、大論争となった。一方ベトナムでは、経常赤字全体を説明できるわけではないが、07 年の中央政府財政赤字は GDP 比で▲5.4%<sup>32</sup>にも達していた。だからこそ、IMF の強制ではなく、自ら進んで緊縮財政を採用したのであろう。

このところベトナムでは、国営企業がリゾート開発や異業種への進出などを積極化しており<sup>33</sup>、その過程で将来的な採算性が判然としない投資支出が拡大したことが、財政赤字をもたらした大きな原因の 1 つとみられる。利上げをしても、ベトナムのような旧社会主義国の国営企業は、採算よりも当初計画を重視する傾向にあるため、投資を止めるとは限らない。国営企業が非効率な投資を続ける一方で、民間企業が大打撃を被る可能性がある。このため、国営企業を直接行政指導して、非効率な投資を止めさせることは有効であろう。08 年 8 月半ばには、国営企業が本業以外の投資を行なう際には首相の認可を必要とするという、政令案が作られていることが明らかになった<sup>34</sup>。

比較的早い段階から、国営企業の非効率な投資を押さえ込む方針をベトナム政府が打ち出したことが、その後の経済安定化に大きく貢献したと考えられる。

### (3) 外国為替市場・株式市場の安定化策

ベトナム政府は、07 年 12 月 24 日・08 年 3 月 10 日と 2 度にわたって、為替レートの許容乖離幅を既に拡大していたこともあり、ドン売り圧力が高まっても直ちにこれを再拡大することはせず、暫くは基準レートの段階的な切り下げで対応しようとした。しかし、ドン売り圧力が収まらなかったため、08 年 6 月 11 日、基準レートの 2.0%切り下げに踏み切った (図表 4)。そして 08 年 6 月 27 日、許容乖離幅を 1 ポイント拡大、上下 2.0%とした (図表 5)。

さらに、ベトナム国家銀行による外国為替市場への介入や、商業銀行へのドル供給増加を実施したほか、外国為替両替店など銀行以外の外貨両替所、いわゆる自由市場<sup>35</sup>に対する

<sup>31</sup> “State corporations key to stabilisation” (*Vietnam News*, 9 August 08)

<sup>32</sup> ADB, *Key Indicators 2008*. ちなみに、タイ中央政府の財政収支は、GDP 比で 96 年 0.9%、97 年▲1.5%であり、経常赤字の主因が財政赤字ではなかったことは明らかである。

<sup>33</sup> “Insight - Getting to grips with a growing threat” (*Vietnam Investment Review*, 25 March 08)、「国営造船グループなどが乱脈投資」(『NNA』08 年 4 月 29 日) など。世界銀行など国際機関も、かねてから指摘している。

<sup>34</sup> “Tight investment monitoring proposed for state-owned corps” (*Thanh Nien News*, 14 August 08)

<sup>35</sup> 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。

取り締まり強化も行なわれた<sup>36</sup>。当局の規制が及びにくかった自由市場では、ドル不足の高まりに対応し、許容乖離幅を超える為替レートでの取引が行なわれていた。

また、08年3月26日には、1日に許容される株価の値幅が縮小された（図表13）。この措置は、直接的には株価対策である。しかし、株価が下落してもそれまでは有効な対策をほとんど採らなかったベトナム政府が、ドン売り圧力が高まると急にこのような措置を導入した点を踏まえると、外国人のベトナム株売りに伴う資金流出のスピードを緩和させる狙いもあったとみられる。その意味において、この措置は、単なる株価対策だけでなく、ドン売り圧力への対策の一環とも捉え得る。

**図表 13 1日の株価値幅制限（08年）**

（単位％）

	ホーチミン 証券取引所	ハノイ 証券取引所
～03月25日	±5	±10
03月26日～	±1	±2
04月07日～	±2	±3
06月19日～	±3	±4
08月18日～	±5	±7

（資料）各種報道

#### (4) 輸入抑制

08年6月に発表された金輸入の一時凍結<sup>37</sup>が、金の国際価格にも影響を与えたため、比較的よく知られた措置である。他に、金、乗用車、化粧品、携帯電話の関税引き上げが行われたと報じられた<sup>38</sup>。また関税ではないが、ズン首相は08年7月29日、交通渋滞と貿易赤字への対応として、自動車の車両取得費用に対してかかる登録料を現在の5%から10～15%に引き上げる政令に署名した<sup>39</sup>。

なお関税引き上げは、輸入減少を通じて貿易収支を改善させるが、物価に対する影響は微妙で、直接的にはインフレ促進要因となる。しかし当時のベトナムでは、通貨危機の懸念、すなわち貿易収支の悪化がドン売り圧力を招き、その結果通貨下落と物価上昇がスパイラル的に進行する恐れがあった。もし通貨危機を回避できなければ、より広範な物価に上昇圧力がかかっていたはずである。従ってこうした状況下では、関税引き上げは、物価対策という意味においても妥当な措置であったと考えられる。

<sup>36</sup> “Vietnam dong drops in black market on fuel price rise” (*Reuters*, 21 July 08)、 “Vietnam Money -Bond yields fall as dong crunch eases” (*Reuters*, 28 July 08)

<sup>37</sup> “Vietnam suspends gold imports” (*Financial Times*, 23 June 08)

<sup>38</sup> 詳しくは、「ベトナム 貿易赤字削減を本格化」（『日本経済新聞』08年7月7日）を参照。

<sup>39</sup> “Car registration fees boosted to up to 15 per cent” (*Vietnam News*, 31 July 08)

## (5) 価格凍結

政府はインフレ対策として、08年3月25日に、6月まで石油製品価格を凍結することを企業に指示<sup>40</sup>した。そして3月27日、ズン首相は、価格凍結品目として石油製品のほか、電気、石炭、上水道、バス運賃、鉄道運賃、航空運賃、セメント、鉄鋼、学費、医療費の10品目も指定した<sup>41</sup>。

多くの品目では08年7月以降も価格凍結が続いているが、石油製品については、08年7月21日に平均3割以上の値上げが実施された（図表14）。インフレ進行下での凍結解除は早過ぎるとの論調もみられたが、財政からの補助金<sup>42</sup>で石油価格を抑えることについては問題点も指摘されており（図表15）、もともと長くは続けられない措置である。インフレがある程度抑制されてきたため、このタイミングでの値上げに踏み切ったのであろう。なお08年8月14日以降、原油価格の下落に合わせ、石油製品価格の引き下げが進んでおり、既に値上げ前の水準にまで低下している。

図表 14 石油製品の価格変更（08年7月の値上げ以降）

	無鉛A92 ガソリン (ドン/リットル)	軽油 [0.05S] (ドン/リットル)	灯油 (ドン/リットル)	重油 [mazut] (ドン/kg)
値上げ前	14,500	13,950	13,900	9,500
7月21日	19,000	15,950	20,000	13,000
8月14日	18,000	15,950	19,000	—
8月27日	17,000	15,950	18,000	—
9月16日	—	15,500	—	—
10月1日	—	—	17,000	—
10月8日	16,500	—	—	—
10月17日	16,000	15,200	16,500	—
10月18日	15,500	14,500	16,000	12,000
10月31日	15,000	14,000	15,500	11,500
11月8日	14,000	13,000	14,500	10,500
11月15日	13,000	—	13,500	9,000

(資料) ベトナム財政省、各種報道。

<sup>40</sup> “Vietnam keeps lid on fuel prices, mulls stabilization fund” (*Thanh Nien News*, 25 March 08)

<sup>41</sup> “Inflation target hard to reach: minister” (*Vietnam News*, 29 March 08)。なお、化学肥料と医薬品についても、価格凍結品目に指定されたとの報道もあった[“PM sets a course for economy to ride out global instability” (*Thanh Nien News*, 31 March 08)]。

<sup>42</sup> 「[ベトナム経済]寝耳に水 ガソリンが突然31%アップ」(『アジアンバリュー』08年7月21日)によれば、値上げをしなければ59兆5,190億ドン(07年GDP比約4.5%)に達していたという。

図表 15 石油製品への補助金の問題点

- ① 富裕層によるいっそう多くの燃料利用（燃料価格をいっそう押し上げることにもなる）と大型の自動車購入が促されるのであれば、結局富裕層の利益になる。また、環境をいっそう汚染する。
- ② 周辺諸国への密輸が促される。
- ③ 財政を圧迫し、経済の足かせとなる。
- ④ 将来的に突然の価格調整が不可避となれば、それに伴う経済・政治的な問題に対処することは困難。

（資料）ARIC(2008)、P63

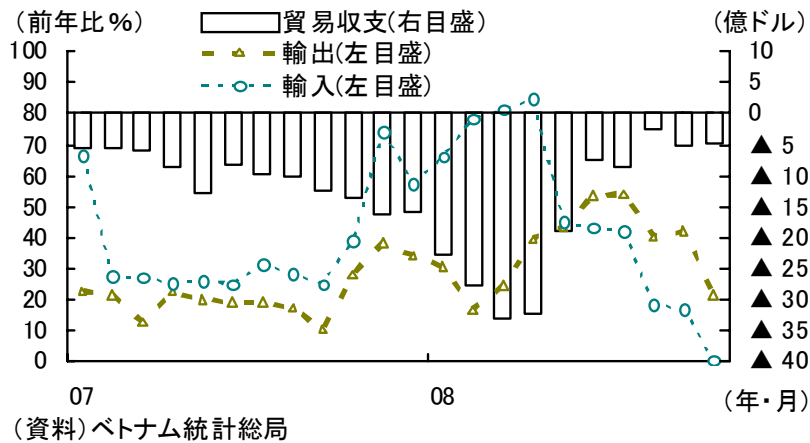
### 5. 経済指標の動き

ここでは、ドン売り圧力の高まりに対して政府が一連の措置を講じた後に、経済指標がどのように動いたかについてみてゆきたい。結論としては、あらゆる指標が改善に向かっており、あるいは懸念されたような悪化を示すことなく推移しており、ベトナム政府の対応は概ね正しかったと評価できる。

#### (1) 貿易収支

建設投資関連とみられる鉄製品の輸入は伸びが鈍化し、08年8～10月は3ヶ月連続で前年比マイナスとなった。景気が停滞し始めたため、自動車、化学、機械などの輸入も伸び悩んでいる。このため、輸入全体の伸びは大きく鈍化した（図表 16）。

図表 16 通関貿易（月次）



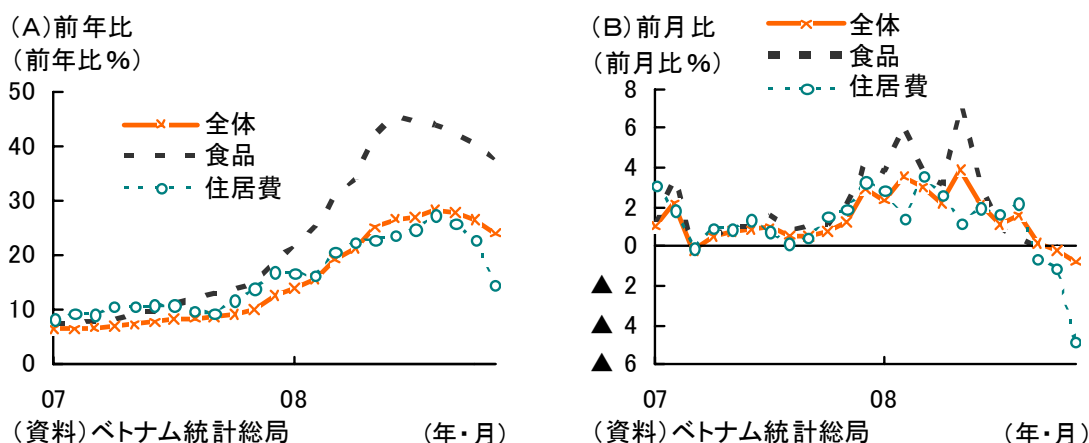
一方輸出は、原油・石炭、繊維製品・衣類、コメなどが好調に推移したため、このところ輸入を上回る伸びとなっている。08年6月以降、貿易赤字は大きく縮小し、もはや異常に多いということはなくなった。単月の貿易赤字は、一時30億ドルを超えていたが、直近

の08年10月は約5億ドルとなった。

## (2) CPI

インフレ圧力には、沈静化の兆しが出ている。前年比でみると依然 30%近い高水準の伸びが続いているが、前月比でみると、08年5月の+3.9%をピークに、6月+2.1%、7月1.1%となった(図表17)。最大のインフレ要因であった食品価格の上昇が、ほぼ止まってきたためである。この背景には、豊作を受け、コメの価格が安定してきたことがある模様だ。コメについては、年初の異常寒波が北部での生産に引き続き打撃を与える懸念があったが、北部における春～夏期の生産量は大方の想定以上に好調で、07年より20万トン少ないに過ぎない650万トンを記録したという<sup>43</sup>。他の主要なコメ生産地の収穫量をみると、南中部地方では洪水の悪影響で07年よりも12万トン少ない82万トンに止まったが、メコンデルタ地方では07年よりも55万トンも多い660万トンであった。

図表 17 CPI



8月は、石油製品価格の引き上げ(図表14)が反映され始めたため、前月比+1.6%と加速した。しかし、当時の報道<sup>44</sup>をみる限り、懸念されたほどの上がり方ではなかったようである。9月は、8月の石油製品価格引き下げが反映され始めたこともあり、前月比+0.2%と極めて低い水準に収まった。そして10月、前月比▲0.2%と、マイナスを記録するに至った。水害がインフレを再加速させる懸念があった11月も、前月比▲0.8%と2ヶ月連続のマイナスであった。

さて、石油製品以外の価格凍結品目についても、いずれは凍結を解除しなければなるまい。その意味でまだインフレ懸念は残されているが、反面、米国発金融危機の影響で、コモディティ価格の下落が急速に進んでいる。世界的にみても、もはやインフレは大きな懸

<sup>43</sup> "Rice crop fares well despite last year's harsh winter spell" (Vietnam News, 18 June 08)

<sup>44</sup> "Less-than-2% CPI increase in Aug. no surprise: MOF" (Vietnam Net, 27 August 08)などを参照。

念ではなくなりつつあるのではなかろうか。ベトナムでは、CPIの前年比上昇率は08年10月時点で+26.7%と依然高いが、そのデータから受ける印象ほど、現実の物価上昇に勢いがあるわけではない。インフレの高進は、いったん峠を越えたと思われる。

### (3) GDP

ベトナムは、四半期毎には需要項目別GDPを開示していないので、ここでは08年4~6月期・7~9月期の産業別付加価値生産額について、簡単に見てゆきたい。

GDP全体をみると、4~6月期は+5.8%、7~9月期は+6.5%と、これまでに比べ低水準の伸びに止まっている（図表18）。理由は、①もともと振れが大きい鉱業が、原油生産の伸び悩み等により落ち込んだ、②建設業の2四半期連続マイナス成長、4~6月期における不動産・レンタル事業のマイナス成長<sup>45</sup>、ホテル・レストランの2四半期連続の減速など、緊縮政策の影響で広義の不動産関連業種が不振に陥った、という2点である。

08年7~9月期になると、個人消費に密接に関わる「商業、二輪車・個人用品修理」も、4~6月期の前年同期比+7.3%から、+4.7%へと目立って減速している。インフレで実質所得が伸び悩んでいるためであろう。

ただし、貿易収支の改善に役立つ製造業と第一次産業は、堅調に拡大している。景気が減速しているとは言っても、主たる原因は不動産関連業種の減速であり、必ずしも悲観一色というわけではないと考えられる。

---

<sup>45</sup> 不動産・レンタル事業は08年7~9月期に大きく加速しているが、同期は06年が前年同期比+0.9%、07年が+0.7%と2年連続で低成長に止まっており、単なる反動増の可能性はある。

図表 18 実質 GDP・産業別付加価値生産額（カッコ内は寄与度）

（単位：％）

	実質 GDP	第一次産業		第二次産業				第三次産業				
				鉱業	製造	電気・水道 ・ガス	建設	商業、二輪車・ 個人用品修理	ホテル・ レストラン	不動産・ レンタル事業	その他	
03	6.8	2.7 (0.4)	8.1 (3.3)	5.6 (0.4)	8.2 (1.9)	14.4 (0.4)	7.6 (0.5)	7.1 (3.1)	7.5 (1.3)	7.9 (0.3)	5.0 (0.3)	7.1 (1.2)
	6.5	2.7 (0.8)	9.6 (3.3)	9.8 (0.6)	10.6 (1.9)	6.0 (0.1)	8.3 (0.6)	6.4 (2.4)	5.7 (0.8)	5.7 (0.2)	7.2 (0.3)	6.8 (1.2)
	8.1	6.0 (1.2)	10.4 (4.0)	9.4 (0.6)	13.2 (2.8)	5.2 (0.1)	6.1 (0.6)	7.0 (2.9)	7.3 (1.3)	5.0 (0.2)	4.7 (0.2)	7.7 (1.3)
	7.9	3.4 (0.8)	13.2 (4.8)	▲ 0.5 (▲0.0)	13.7 (2.7)	22.5 (0.5)	17.3 (1.7)	5.6 (2.3)	6.8 (1.2)	2.1 (0.1)	4.1 (0.1)	5.3 (0.9)
04	7.0	1.3 (0.2)	9.8 (4.0)	16.7 (1.3)	9.3 (2.3)	5.9 (0.2)	4.9 (0.3)	6.3 (2.8)	7.5 (1.3)	1.8 (0.1)	4.2 (0.2)	6.8 (1.2)
	7.1	2.5 (0.7)	10.0 (3.5)	13.2 (0.9)	9.7 (1.8)	10.7 (0.3)	7.4 (0.6)	7.6 (2.9)	8.7 (1.2)	7.4 (0.2)	4.2 (0.2)	7.5 (1.3)
	8.0	4.3 (0.8)	10.5 (4.2)	12.8 (0.8)	9.7 (2.1)	13.1 (0.3)	10.4 (0.9)	7.3 (3.0)	8.0 (1.4)	6.9 (0.2)	5.0 (0.2)	7.2 (1.2)
	8.8	8.0 (1.7)	10.5 (4.0)	▲ 10.2 (▲0.5)	14.1 (2.9)	17.4 (0.4)	10.8 (1.1)	7.7 (3.1)	7.2 (1.2)	16.5 (0.4)	3.9 (0.1)	7.4 (1.3)
05	7.4	6.0 (0.8)	8.3 (3.5)	▲ 0.5 (▲0.0)	11.0 (2.7)	11.4 (0.4)	8.0 (0.5)	7.1 (3.1)	7.3 (1.3)	12.7 (0.5)	3.8 (0.2)	6.6 (1.1)
	8.0	5.1 (1.3)	10.2 (3.7)	2.8 (0.2)	13.2 (2.5)	15.0 (0.4)	8.3 (0.6)	8.0 (3.0)	7.9 (1.1)	19.1 (0.6)	4.0 (0.2)	7.0 (1.2)
	9.3	5.9 (1.1)	11.4 (4.6)	4.2 (0.3)	13.1 (2.9)	16.1 (0.4)	10.6 (1.0)	8.7 (3.5)	7.5 (1.3)	18.8 (0.6)	3.8 (0.2)	9.2 (1.5)
	8.7	0.7 (0.1)	12.1 (4.7)	▲ 4.8 (▲0.2)	14.8 (3.2)	7.3 (0.2)	13.7 (1.4)	9.8 (3.9)	10.1 (1.7)	17.1 (0.5)	▲ 0.5 (▲0.0)	10.1 (1.7)
06	7.3	3.7 (0.5)	8.7 (3.7)	▲ 4.1 (▲0.3)	12.4 (3.2)	10.9 (0.4)	8.1 (0.5)	7.2 (3.1)	6.8 (1.2)	11.8 (0.5)	3.2 (0.2)	7.6 (1.3)
	7.4	4.0 (1.0)	9.2 (3.4)	▲ 5.5 (▲0.4)	13.6 (2.7)	13.2 (0.4)	9.6 (0.7)	7.9 (3.0)	7.3 (1.0)	12.2 (0.4)	2.8 (0.1)	8.7 (1.5)
	8.8	3.0 (0.5)	11.2 (4.6)	▲ 1.6 (▲0.1)	14.9 (3.5)	9.0 (0.3)	10.7 (1.0)	8.9 (3.6)	10.4 (1.8)	11.8 (0.4)	0.9 (0.0)	8.7 (1.4)
	8.9	2.8 (0.6)	11.9 (4.8)	29.0 (1.0)	8.5 (2.0)	14.1 (0.4)	13.5 (1.5)	8.9 (3.6)	9.0 (1.6)	13.9 (0.4)	5.5 (0.2)	8.4 (1.4)
07	7.7	2.3 (0.3)	9.2 (4.0)	▲ 0.0 (▲0.0)	11.7 (3.1)	10.6 (0.4)	7.6 (0.5)	7.8 (3.4)	7.4 (1.3)	12.2 (0.5)	3.8 (0.2)	8.2 (1.4)
	8.0	2.9 (0.7)	10.2 (3.8)	1.0 (0.1)	12.6 (2.7)	11.7 (0.3)	10.2 (0.8)	9.0 (3.4)	7.7 (1.1)	15.4 (0.5)	6.8 (0.2)	9.3 (1.6)
	8.7	3.8 (0.7)	10.7 (4.5)	▲ 5.7 (▲0.3)	13.0 (3.2)	12.3 (0.4)	13.6 (1.3)	8.8 (3.5)	8.7 (1.5)	13.9 (0.5)	0.7 (0.0)	9.5 (1.5)
	9.2	4.1 (0.8)	11.8 (4.9)	▲ 4.1 (▲0.2)	13.5 (3.1)	12.9 (0.4)	13.6 (1.6)	9.0 (3.6)	10.1 (1.7)	9.6 (0.3)	5.2 (0.1)	8.3 (1.4)
08	7.5	3.2 (0.4)	8.0 (3.5)	0.1 (0.0)	10.3 (2.9)	11.5 (0.4)	3.3 (0.2)	8.3 (3.6)	7.3 (1.3)	12.8 (0.6)	7.5 (0.3)	8.4 (1.5)
	5.8	3.3 (0.8)	6.2 (2.4)	▲ 12.2 (▲0.7)	12.4 (2.7)	12.6 (0.4)	▲ 0.5 (▲0.0)	7.0 (2.7)	7.3 (1.0)	9.1 (0.3)	▲ 4.7 (▲0.2)	8.6 (1.5)
	6.5	4.8 (0.8)	7.0 (3.0)	▲ 4.1 (▲0.2)	11.9 (3.0)	13.3 (0.4)	▲ 1.9 (▲0.2)	6.6 (2.7)	4.7 (0.8)	5.1 (0.2)	6.3 (0.2)	8.9 (1.4)

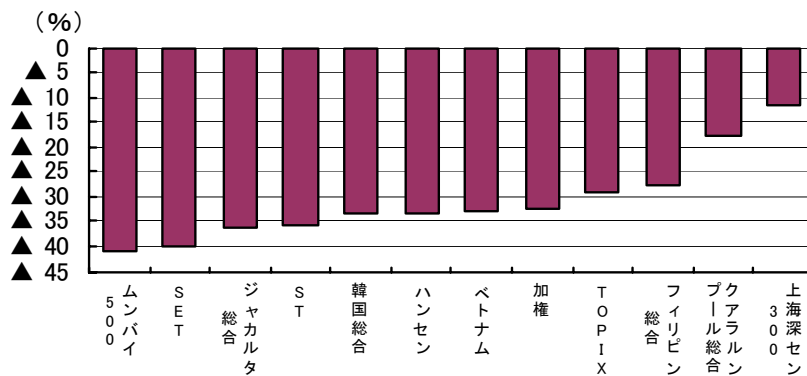
（資料）ベトナム統計総局

#### (4) 株価と為替レート

まず株価は、07年10月3日の戻り高値1,106.60から、08年6月20日の366.02まで、わずか10ヶ月弱の間にちょうど3分の1まで落ち込んでしまった(図表3)。しかしそれ以降、08年9月上旬まで、株価は一時持ち直していた。CPIや貿易収支に改善の兆しが出始めたことなどにより、ベトナム経済の先行きに対する一方的な悲観論が後退し始めたためであろう。

その後、いわゆるリーマン・ショック以降の世界的な金融危機深刻化のあおりで株価は再び下落、08年最安値を更新したが、これは世界的な傾向であり、ベトナムの国内問題が再びクローズアップされてきたということではない。実際、ベトナム株の下落率は、アジア諸国対比で特に目立つわけではない(図表19)。

図表19 リーマン・ショック後のアジア株価変化率



(注)9月12日終値から11月25日終値までの変化率。

(資料)CEIC Data

次に、ドンの対ドル為替レートをみたい。08年7月8日を境に政府は基準レートを切り上げ始め、これに合わせて市場レートも最安値から上昇に転じた(図表4)。この動きは、当初はやや時期尚早にみえたが、7月半ばにドンはさらに上昇、対ドル為替レートは変動許容幅の下限に張り付いた状況から脱却した。7月末頃からは、乖離していた、銀行間の公式市場の為替レートと、政府の規制・監視が及びにくい自由市場での為替レートは、概ね一致し始めた<sup>46</sup>。

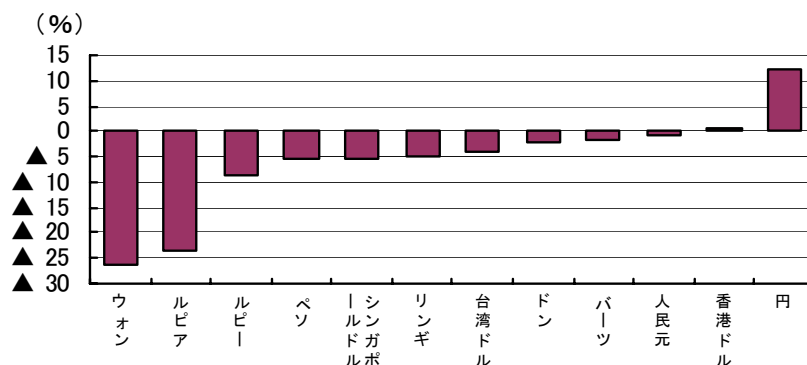
その後、やはりリーマン・ショックのあおりで、新興国通貨に下落圧力が加かった。欧米投資家が投資資金を引き揚げたため、ハンガリー、ウクライナ、パキスタンなどの通貨が特に影響を受けたようだ。しかし、既にみた通りベトナムは、一連のインフレ対策を通じてリーマン・ショック以前に経済体質の強化を図っていたこともあり、ドンは相対的

<sup>46</sup> "SNAPSHOT-Vietnam dong and local gold rates - July 29" (Reuters, 29 July 08)



に堅調である（図表 20）<sup>47</sup>。ベトナムの次に通貨危機懸念が指摘されたこともある韓国ウォンと、インドネシア・ルピアの下落がやや目立っている。

図表 20 リーマン・ショック後のアジア通貨の対ドル為替レート変化率



(注)9月12日終値から11月25日終値までの変化率。

(資料)CEIC Data

## (5) 結論

以上のように、建設投資が減速したことなどにより実質 GDP 成長率は低下したものの、貿易赤字は縮小し、CPI には改善の兆しが出始め、株価は他のアジア諸国並みのパフォーマンスに戻り、ドンは概ね他のアジア通貨よりも良好なパフォーマンスとなっている。こうして見てゆくと、08 年前半に懸念が強まったベトナム経済の変調は、ひとまず収束したと判断される。外国為替市場参加者の主たる関心は、もはやベトナム・ドンではなく、アイスランド、ウクライナ、パキスタン、韓国などの通貨に移っているように見える。08 年 5 月末から台頭していた、「数ヶ月以内にベトナムが通貨危機に陥る可能性がある」といった懸念は、どうやら杞憂であったようだ。

無論、ベトナム経済の危機が完全に去ったということではないが、最大のリスクは、これまでの景気過熱から、米国を起点とする金融危機による世界経済の先行き不透明感に移ってきたようだ。08 年 5 月末頃に最初にベトナム通貨危機説を唱えた証券会社も、「経済成長の（障害となる）リスクは、国内問題から国外問題に移動した」と表明した<sup>48</sup>。ベトナム経済の先行きについては、後ほど改めて考察したい。

## 6. ベトナムはなぜ通貨危機を回避できたか

ベトナム政府は、これまでのところ通貨危機を回避してきたが、その理由をどう考えるべきであろうか。08 年央を境に、コモディティの国際価格が落ち着きを見せ始めたことが貿易赤字の縮小に繋がった、という点は別にして、それ以外の理由を 4 点指摘したい。

<sup>47</sup> ただし後述する通り、利下げが始まった 08 年 10 月 21 日以降、ドン売り圧力が高まる局面もある。

<sup>48</sup> “VN’s growth risks no longer domestic” (*Vietnam News*, 23 October 08)

## (1) 中長期資金による経常赤字のファイナンス

ベトナムにおける経常収支の赤字は、07年まで一貫して、直接投資と、ODAを中心とする中長期融資という、安定的な資金によりファイナンスされてきた(図表21)。このため、経済が変調をきたし、ドン売り圧力が高まったとしても、投資資金が容易には流出しない国際収支構造になっている。

図表 21 ベトナムの国際収支構造

(単位: 億ドル)

	00	01	02	03	04	05	06	07
経常収支 (GDP比%)	11.1 (3.6)	6.8 (2.1)	▲ 6.0 (▲ 1.7)	▲ 19.3 (▲ 4.9)	▲ 9.6 (▲ 2.1)	▲ 5.6 (▲ 1.1)	▲ 1.6 (▲ 0.3)	▲ 69.9 (▲ 9.8)
財貨の貿易収支	3.8	4.8	▲ 10.5	▲ 25.8	▲ 22.9	▲ 24.4	▲ 27.8	▲ 103.6
サービスの貿易収支	▲ 5.5	▲ 5.7	▲ 7.5	▲ 7.8	▲ 8.7	▲ 3.0	▲ 0.1	▲ 8.9
所得収支(投資収益)	▲ 4.5	▲ 4.8	▲ 7.2	▲ 8.1	▲ 8.9	▲ 12.1	▲ 14.3	▲ 21.7
移転収支	17.3	12.5	19.2	22.4	30.9	33.8	40.5	64.3
資本収支	▲ 5.3	▲ 4.8	11.4	40.9	24.5	26.3	44.9	175.4
直接投資	5.0	4.3	16.1	13.0	13.4	14.3	17.6	65.5
中長期融資	7.3	6.2	5.2	9.7	14.0	13.6	11.4	20.5
短期融資	▲ 17.6	▲ 15.3	▲ 10.0	18.1	▲ 2.9	▲ 10.3	2.8	0.8
ポートフォリオ投資	—	—	—	—	—	0.0	0.0	62.4
現預金	—	—	—	—	—	—	—	26.2
誤差脱漏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 3.5
外貨準備の増減(▲は増加)	▲ 1.2	▲ 1.9	▲ 4.6	▲ 21.5	▲ 8.8	▲ 21.3	▲ 43.2	▲ 102.0

(注) 1. 06年まではIMF、07年はベトナム国家銀行を出所とする世界銀行のデータによる。厳密な連続性については不明だが、大まかな趨勢を掴むことは可能と思われる。

2. IMFは、経常収支のGDP比を▲9.9%と発表している。為替レートの取り方により、若干のズレが生じているものと思われる。ここでは、ベトナムの日報売買レート中値の年平均を取っている。

(資料) IMF、世界銀行、CEIC Data

確かに、08年1～3月期については、貿易赤字の急拡大により、経常赤字が中長期資金の流入額を超えていた恐れがある。従って、政府が従来のように高経済成長に固執し続けていけば、いずれ通貨危機に陥る可能性が高まったかもしれない。しかしベトナム政府は、既にみた通り、政策を転換した。

## (2) 柔軟な為替政策の採用

既にみた通り、ベトナムの為替政策は、政府が前日の取引値を参考に定めた対ドル基準レートから、一定範囲での変動のみを許容するというものである。この政策は、2つの意味で通貨危機に対する耐性を備えており、「(2)柔軟な為替政策の採用」と次節「(3)資本移動自由化が途上」で説明したい。

この為替政策は、特定為替レートの維持に固執するものではないため、市場実勢に合わせる形でレートを切り下げ可能である。実際、ドン売り圧力が高まった08年3月末以降、為替レートは適宜切り下げられてきた。97年のアジア通貨危機当時、事実上パーツをドルに連動させてきたタイの中央銀行が、市場介入により自国通貨の対ドル為替レートの維持を目指したものの、外貨準備を枯渇させ、結局失敗したのと対照的である。

当時タイ企業は、パーツとドルが連動することを前提に、金利が低いドルで借入れ、国

内不動産投資などに充ててきたとされる。このため、バーツが下落するとドル建ての債務返済負担が一気に増大してしまうことから、タイ中央銀行はバーツ防衛に動かざるを得なかった。ベトナムが現在置かれた状況は、かつてのタイとはやや異なっており、インフレが極端に高進しない範囲で為替レートの下落をある程度許容できる。

### (3) 資本移動自由化が途上

現行の為替政策の下では、ドン売り圧力が強い局面では、市場実勢よりもドン高の水準で為替レートが決まる。こうした為替レートの下では、投資家はドルを売ろうとしないため、ドルとドンの売買があまり成立しなくなる（いわゆるドル不足）。ドンを外貨に交換できないので、結果的に、短期間に大量の資金流出は発生しにくくなる。すなわちベトナムでは、実質的に、アジア通貨危機当時のタイやマレーシアほど、資本取引が自由化されていない。

為替レートに関する政府の規制が従来は及びにくかった、自由市場（銀行以外の外国為替両替店）における取引が抜け穴になり得たが、政府は同市場に対する取り締まりを強化した。

### (4) 緊縮政策の実施

以上の3点が、ベトナムが通貨危機に陥らなかった大きな要因と考えられる。しかし、もしドン売り圧力が高まった08年3月末以降も、政府が貿易赤字の拡大を放置する政策を取っていれば、いずれは外貨繰りが行き詰まり、通貨危機に至っていた可能性がある。もしそうなれば、通貨下落とCPI伸び率の上昇がスパイラル的に進行し、实体经济は大打撃を被っていたであろう。

しかしベトナム政府は、実際には緊縮的な財政・金融政策を実施した。国営企業等の建設投資を圧縮することで、高騰していた建設財の輸入が減り、これが貿易収支改善に大きく貢献したと考えられる。既にみた通り、その他にも利上げなどを実施した。

### (5) 補論—アジア通貨危機再燃説

ベトナム通貨危機説の台頭と同じ頃、ベトナムを発火点とするアジア通貨危機が再燃するのではないかとの懸念も出された。しかし08年8月、当研究所は、アジア通貨危機再燃論は、当面の議論としては飛躍し過ぎではないかと指摘した<sup>49</sup>。

主たる根拠は、①アジア通貨危機発生前年の96年と、ベトナム通貨危機説が流布された前年の07年とで、経常収支の状況が大きく異なっている、という点である。96年当時、シンガポールなど一部を除き、アジア主要国はほとんどが経常赤字国であった（図表22）。大雑把に言って、こうした経常赤字は短期資金でファイナンスされていたが、それがタイ

<sup>49</sup> 東洋経済新報社『週刊東洋経済』8/9号（08年8月4日発売）参照。

での不動産バブル崩壊などを契機に逆流したのがアジア通貨危機の特徴であった。翻って、アジア主要国の中で、07年に深刻な経常赤字を抱えていたのはベトナムだけで、他にはインドが多少目立つという程度であった。無論、07年に経常黒字国であったからといって、通貨危機には陥らないということが保証されるわけではない。しかし、ベトナムが通貨危機に陥るのではないかとの懸念はあり得ても、近い将来に、危機がアジア全体に波及してゆくという事態は想定しにくいと思われた。

図表 22 経常収支 (GDP 比)

(単位: %)

	1996	1997	2007	2008 (予測)	2008		
					1Q	2Q	3Q
中国	0.8	3.9	11.3	9.5	—		
香港	N.A.	▲ 4.4	13.5	11.7	12.6	8.6	—
韓国	▲ 4.1	▲ 1.6	0.6	▲ 1.3	▲ 2.3	▲ 0.1	—
台湾	3.8	2.3	8.6	7.8	8.4	7.1	2.0
インドネシア	▲ 3.4	▲ 2.3	2.5	0.1	1.9	▲ 1.1	—
マレーシア	▲ 3.3	▲ 4.4	15.6	14.8	13.6	19.6	—
フィリピン	▲ 4.8	▲ 5.3	4.4	2.4	2.2	1.9	—
シンガポール	15.0	15.5	24.3	19.1	15.9	14.6	16.8
タイ	▲ 7.9	▲ 2.1	6.4	3.1	3.8	▲ 1.4	▲ 3.6
インド	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 2.8	▲ 3.1	▲ 0.3	▲ 3.6	—
ベトナム	▲ 8.2	▲ 5.7	▲ 9.9	▲ 11.7	—		

(注)96・97年はADB、07・08年はIMF(予測は08年10月時点)、四半期データは各国統計。

このほか、②アジア諸国は、概ね潤沢な外貨準備を有している、③香港を除き、硬直的な対ドルペッグの為替政策は既に放棄されている(自国通貨に下落圧力がかかった場合、無理な防衛はせずに通貨下落を甘受するという選択肢もあり得る)、④そもそも、発火点と目されるベトナムが通貨危機に陥るか疑わしい、といった根拠が挙げられる。

さてその後、韓国など一部の国で、経済に変調がみられたことは事実である。しかし、今のところ(08年11月時点)、アジアで通貨危機に陥った国はない。

## 7. ベトナム経済の課題と展望

ここでは、これまでの議論を踏まえた上で、ベトナム経済の当面の展望や、直面する課題などについて述べたい。

### (1) インフレ圧力と金融政策

既にみた通り、CPI 上昇率は、前月比でマイナスの領域に入ってきている。世界経済の停滞により、当面コモディティ価格も軟調に推移しそうである。いわゆる下駄<sup>50</sup>を履いているため、09年のCPI 上昇率はそれなりに高水準に到達するかもしれないが、実態としては

<sup>50</sup> 08年11月から09年12月まで、CPI 上昇率が前月比0%で推移したとしても、09年通年のCPI 上昇率は4.9%となる。

08年と比べると物価上昇圧力はだいぶ弱まっているであろう。

08年10月13日に、09年1月1日以降の最低賃金が発表された。CPIを大きく超える最低賃金上昇率が設定され、それによって賃金インフレに繋がるのではないかとの懸念もあったが、上昇率は、外資系企業が15.0～35.0%、地場企業が20.4%～37.9%となっている（図表23）。日系企業も多数進出しているハイフォン市やドンナイ省などは、3種地域から2種地域に変更されたため、35.0%もの上昇率となっているものの、今回の最低賃金改定について企業サイドは「比較的冷静に受け止めている」<sup>51</sup>模様である。インフレに対応し、企業は既に、08年初よりも賃金を大幅に引き上げ済みであるためだ。今後の労働争議の状況などにもよるが、今のところ本格的な賃金インフレは回避できそうである。

図表 23 最低賃金（月額）

（単位：万ドン）

(旧) 地域 区分	(新) 地域 区分	外資企業			地場企業		
		08年	09年	上昇率 (%)	08年	09年	上昇率 (%)
1	1	100	120	20.0	62	80	29.0
2	1	90	120	33.3	58	80	37.9
2	2	90	108	20.0	58	74	27.6
3	2	80	108	35.0	54	74	37.0
3	3	80	95	18.8	54	69	27.8
3	4	80	92	15.0	54	65	20.4

（注）1. 最低賃金と同時に地域区分も変更。詳しくは下記『NNA』記事参照。

2. 地場については、下記『NNA』を基に当研究所にて計算。

（資料）”Minimum wage to increase”（*Thanh Nien News*, 22 November 07）、*Molisa*(2008)、「09年最低賃金、外資は最大35%上げ」（『NNA』08年10月15日）

こうした情勢を受け、景気が減速していることもあいまって、ベトナム国家銀行は既に金融緩和に動いている（図表24）。最初は利下げ以外の手段が採られたが、ベトナム国家銀行は08年10月21日に、ついに利下げに踏み切り、その後さらに2度の利下げを行なった。CPI上昇率が再加速の兆しをみせない限り、ベトナム国家銀行は、今後も漸進的に金融緩和を進めてゆくことになりそうである。ただし、金融緩和を急ぎすぎるとインフレ懸念を再燃させ、ドン売りを招くことになるため、緩和ペースは慎重なものとならざるを得ない。実際、10月21日や11月21日の利下げ後には、ドン売り圧力がかなり強まっている。内外経済情勢の今後の展開次第では、直ちに政策スタンスを転換しなければならない可能性もある。

<sup>51</sup> 「09年1月から最低賃金引き上げへー外資企業で平均20%増加ー（ベトナム）」（日本貿易振興機構『通商弘報』08年10月16日）

図表 24 ベトナム国家銀行による金融緩和（08年）

9月1日	<ul style="list-style-type: none"> <li>「銀行による貸出金利の引き下げを支援するため」として、準備預金に対して付与する金利を、1.2%から3.6%に引き上げ（注1）</li> <li>この措置を受け、アグリバンク、ベトコムバンク、BIDV（投資開発銀行）などの主要行は、貸出金利の引き下げを発表</li> </ul>
10月1日	<ul style="list-style-type: none"> <li>準備預金に対して付与する金利を、3.6%から5.0%に引き上げ</li> <li>08年3月17日に銀行に対して強制売却した中銀債（強制中銀債）を、ベトナム国家銀行での借入・割引の際の担保として認めるとともに、ベトナム国家銀行による公開市場操作の対象とする（注2）ことを決定</li> </ul>
10月21日	<ul style="list-style-type: none"> <li>準備預金に対して付与する金利を、5.0%から10.0%に引き上げ</li> <li>政策金利を1ポイント引き下げ</li> <li>強制中銀債（満期1年）を、銀行側の要請があれば買い戻すことを決定</li> </ul>
11月5日	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利を1ポイント引き下げ</li> <li>預金準備率を1ポイント引き下げ</li> </ul>
11月21日	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利を1ポイント引き下げ</li> <li>預金準備率を2ポイント引き下げ</li> </ul>

（注）1. 当時、利下げをしなかったのは「緊縮金融政策を維持しているという姿勢を示すため」、預金準備率を引き下げなかったのは「非常時における銀行の流動性を引き続き確保するため」（いずれも現地ヒアリング）ではないかとみられる。

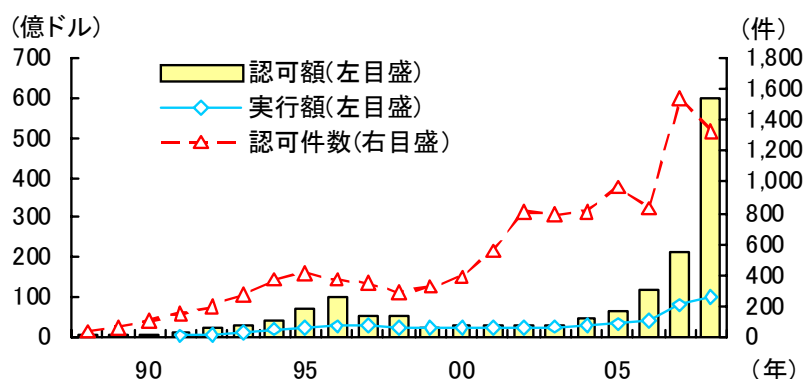
2. 「公開市場操作の対象とする」とは、出所の原文に明示はないが、文脈から判断して買いオペの適格債券としたということであろう。

（資料）SBV(2008a)(2008b), "Central bank moves to help banks cut lending rates" (*Thanh Nien News*, 30 August 08), "Central bank triggers lower interest rates" (*Vietnam News*, 4 September 08), "Central bank trims prime interest rate" (*Vietnam News*, 4 November 08), "State Bank cuts prime rate to lift liquidity" (*Vietnam News*, 21 November 08)

## (2) 直接投資の動向

ベトナムでは、低コストと投資環境の改善を背景にこれまで直接投資が順調に流入してきたが、最近のインフレ高進によるコスト急増や、実質賃金の低下・伸び悩みに伴うベトナム北部での工場スト頻発などで、その流入持続が一時危ぶまれた。

図表 25 対内直接投資



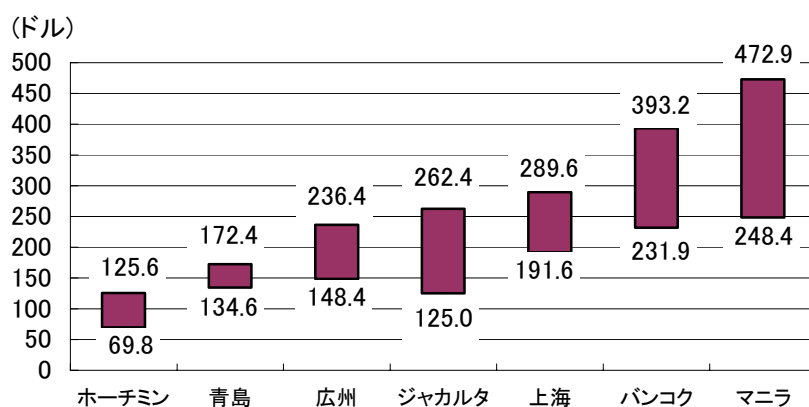
（注）08年は1～11月期。

（資料）統計総局、Vietnam News Agency

しかし、08年11月までの実績で、対内直接投資の認可額は600億ドル<sup>52</sup>と、既に07年通年の2.8倍に達した(図表25)。これまでに申請された案件の認可ペースを、急に上げただけとの見方もあるようだが<sup>53</sup>、実行額も100億ドルと07年通年実績の80億ドルを既に上回っている。

直接投資の受け入れでライバルとなる中国では、08年1月時点のデータだが、依然ベトナムよりもかなりワーカーの賃金が高い(図表26)。比較的賃金が高いとされる青島でも、ホーチミンを完全に上回っている。中国でも人件費等のコストが上昇してきたほか、人民元も上昇したため、ベトナムの相対的な低コストの魅力は、高インフレで縮小したにせよ依然消滅していない。

図表 26 08年1月時点のワーカー賃金(月額)



(資料)日本貿易振興機構

このほか、東南アジアで多くの直接投資を集めてきたタイは、中国よりも人件費が高く、ある程度ベトナムとは住み分けができています。カンボジアやラオスはインフラの整備が遅れているうえ、周辺諸国よりも人口が相対的に少ないことから、大きな直接投資ブームは起こりにくい。ミャンマーは、人権問題から欧米との関係が良くないうえ、政治的に安定していると言える状況ではない。このように考えると、ベトナムの投資先としての注目度は容易には消滅しない可能性が高く、ベトナム投資ブームは、まだ当分続くと考えるのが妥当ではないか。

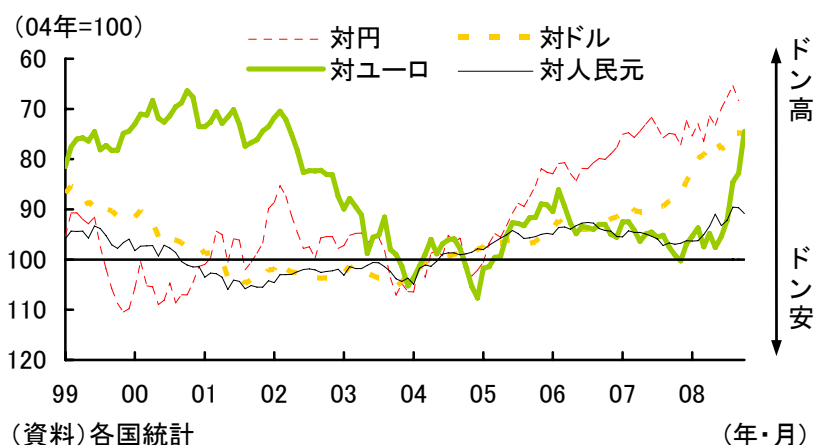
以上から、ベトナムの対内直接投資(実行ベース)は、金融危機(米国)の影響で09年については伸び悩むものの、それなりに高水準を維持しそうだ。直接投資は、設備投資という形でGDPを直接的に押し上げるほか、製造業であれば将来的な輸出の拡大にもつながるため、当面のベトナム経済にとり追い風となる見通しである。

<sup>52</sup> “FDI nears \$60 billion in first ten months: ministry” (*Thanh Nien News*, 27 October 08)

<sup>53</sup> その意味では、09年については、対内直接投資の認可額は大きく減るであろう。そもそも、認可額とはいえ、600億ドルという数字はベトナム経済にとり大き過ぎ、持続可能な水準ではなからう。

ただし、インフレ率が高いこともあり、ドンには主要通貨に対して実質ベースで上昇する傾向にある。ベトナム投資ブーム初期の04年と比べると、円やドルに対する上昇は明らかである（図表 27）。足元で、ユーロや人民元に対しても上昇しつつある。ベトナムが、低コストな投資先という魅力を保つためには、インフレを10年頃までに押さえ込むことが望ましい。

図表 27 実質為替レート（CPI ベース）



### (3) 当面の経済見通し

ベトナム経済を苦しめてきたインフレ圧力は低下しつつあるが、金融危機（米国）の影響なども踏まえつつ、当面の景気見通しについて述べたい。

#### a. 金融危機の直接の影響は小さい

米国の金融危機による、金融機関の経営不安や株価下落など、金融面を通じたベトナム経済への直接の悪影響は、どうやら小さそうである。

ベトナムの金融機関が、サブプライム関連など価格が急落している米国の金融商品にどの程度投資していたかははっきりしないが、これまでのところ巨額損失が生じたとの報道はないようだ。おそらく、米国債や外銀への預金<sup>54</sup>などが主たる対外資産なのであろう。また、市場開放が遅れていることが幸いし、欧米金融機関の存在感は、そもそもベトナムではあまりない。このため、金融仲介機能の低下や、金融機関のリストラに伴う雇用環境の悪化といった問題は小さいようである<sup>55</sup>。

また、ベトナムも世界的な株価下落に巻き込まれているものの、ベトナム株式市場の時

<sup>54</sup> 大手行のベトコムバンクが、海外で運用する外貨の40%を国内に引き揚げたことを伝えた報道「ベトナム最有力銀、海外資金の4割引き揚げ 金融危機対策で」（『Nikkei Net』08年10月21日）をみると、同行は主として預金の形で外貨を持っていたようである。

<sup>55</sup> ベトナムの場合、米国金融危機とは関係なく、国営企業向けの貸出の不良債権化という問題はある。これは、将来的に大きな問題となる可能性はあるが、ここでは取り上げない。



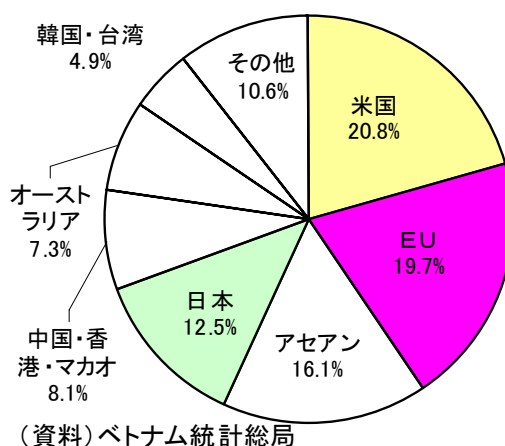
価総額は 08 年 7 月時点で GDP 比 14.8%<sup>56</sup>と非常に小さく、やはり存在感が薄い。少なくとも短期的<sup>57</sup>には、実体経済に大きな悪影響が及ぶことはなかろう。

また一部途上国は、欧米金融機関の投資引き揚げに伴い通貨危機に直面しているが、既にみた通り、ドン下落は今のところ限定的である。

#### b. 日米欧経済減速の悪影響は今後本格化

ただし、欧米実体経済の悪化は、これから本格化する見通しである。では、ベトナムにはどの程度の影響が及ぶのだろうか。輸出、越僑や出稼ぎ労働者といった海外在住ベトナム人からの国内送金、対内直接投資、ODA などには、下押し圧力がかかりそうである。とくにベトナムの場合、輸出において、景気状態が良くない日・米・EU 向けシェアの高さが非常に目立っている点が気がりである（図表 28）。

図表 28 地域別輸出シェア（07 年）



輸出鈍化で景気は減速の方向だが、政府が打てる手立ては限られよう。鉄などの輸入を促進して貿易収支の悪化要因となるため、歳出の大幅拡大が難しいためだ。歳出拡大よりも金融緩和の方が、輸出企業にも好影響が及ぶため景気対策としては望ましいが、金融緩和が進められるかどうかはインフレの状況次第であろう。

このような厳しい経済環境を踏まえれば、09 年の実質 GDP 成長率は、08 年よりも低下すると考えるのが妥当であろう。政府は 08 年 11 月、09 年の経済成長目標を、+6.5%に設定した<sup>58</sup>。

ただし、ベトナム投資ブームは、勢いが弱まりながらも当面続きそうである。08 年に認可された案件の実行は続くであろうし、その結果、企業の生産能力が増強されることから、

<sup>56</sup> IMF(2008a)

<sup>57</sup> 株価下落で、国営企業の株式会社化・上場計画に遅れが出ることは考えられる。

<sup>58</sup> “NA raises GDP target by 6.5% for ‘09” (Vietnam News, 7 November 08)。

輸出も辛うじて増勢を保てる可能性がある。直接投資が、当面の景気を下支えすることが期待される。

### c. 09 年も低成長持続へ

ベトナム経済の減速基調は、09 年まで続きそうである。ただし、直接投資や輸出はある程度堅調に推移するため、経済が急減速して危機的状況に陥る可能性は低いと思われる。個人消費も、コモディティ価格のいっそうの下落により、ある程度下支えされそうである。

景気回復の時期については、先進国経済の動向に左右されるため、現時点では何とも言えないが、CPI 上昇率の一桁台への低下が見込まれる 10 年頃からは、景気も多少力強さを回復してくることが見込まれる。ベトナム投資ブームは、10 年時点ではおそらくまだ去っておらず、直接投資と輸出が主導する形で、その後暫くはある程度の高成長が見込まれるのではないかと。

09 年の実質 GDP 成長率予測は、IMF が +5.5%、ADB が +6.0% となっている（図表 29）。リーマン・ショック後の 08 年 11 月に発表された IMF 予測の方が、より実態に近いとみられる。同ショック後に、日米欧経済の見通しがかなり悪化したためだ。ベトナム経済は、10 年以降の再飛躍に向け、暫くは低成長に耐える必要があるだろう。

図表 29 08・09 年経済見通し

（単位：％）

	05年	06年	07年	08年 予測	09年 予測	予測機関
実質GDP成長率	8.4	8.2	8.5	6.3	5.5	IMF
				6.5	6.0	ADB
CPI上昇率	8.3	7.4	8.3	24.0	15.0	IMF
				25.0	17.5	ADB
経常収支(GDP比)	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 9.8	▲ 11.7	▲ 10.4	IMF
				▲ 13.5	▲ 7.0	ADB

（注）IMFの予測は、経常収支のみ08年10月時点、その他は08年11月時点。

ADBの予測は08年9月時点。

（資料）ベトナム政府統計局、ADB(2008)、IMF(2008b)、IMF(2008d)

### (4) 資本移動の自由化と情報開示

より中期的な課題として、ベトナム政府は、資本移動自由化の進め方と情報開示について今後の望ましいあり方を検討してゆかなければなるまい。08 年におけるドン売り圧力の高まりをみると、このまま資本移動の自由化を進めることには、危うさを感じる。

ベトナムでは、外国人による国内株式投資を解禁するなど、既に海外からの短期資金<sup>59</sup>流

<sup>59</sup> 無論、株式を長期運用する投資家も存在する。ここでは、容易に引き揚げが可能な資金という意味で用

入が始まっている。一方、金融統計の開示状況において、非常に立ち遅れている。ベトナム国家銀行は、自ら直接は国際収支統計や外貨準備高などのデータを開示しておらず、世界銀行や ADB などの国際金融機関を通じて、低頻度で発表するのみである。こうした統計が適切な頻度で開示されないと、08 年 3 月末以降に外国為替市場でみられたように、「中長期資金の流入が減っているのではないか」、「外貨準備が大きく減っているのではないか」といった様々な疑心暗鬼を、再び投資家から招く恐れがある。

将来、一層増加した短期資金が、こうした憶測や噂に基づいて動き始めると、今度は本物の通貨危機を招きかねない。今後、資本移動の自由化をさらに進めたいのであれば、ベトナム政府は、情報開示体勢を一層整備しなければなるまい。

## 8. 終わりに

ベトナムの経済構造、投資環境、行政機構などをみると、改革に向け政府が取り組まなければならない問題は山積している。具体的には、脆弱な銀行部門、未発達な株式市場、蔓延する汚職、情報開示体制整備の遅れ、運輸インフラの未整備などである。

ただし、過去を振り返ってみると、経済問題ではないが 03 年の SARS、03～05 年の鳥インフルエンザといった重大な危機を、ベトナム政府は、適切な対策を速やかに講じていち早く押さえ込み、国際的な評価を高めた<sup>60</sup>。ベトナム政府は、取り組むべき問題の存在に気付くまでに時間がかかることはあるものの、いったん問題を認識すると、平時と比べ驚くほど迅速かつ的確に対処する。中央政府が、国際機関や先進国の助言にもきちんと耳を傾けながら、危機感・責任感を持ってリーダーシップを発揮するからであろう。

本レポートでみてきたように、ベトナムは 08 年 3 月末以降、CPI・貿易収支の急激な悪化、ドン売り圧力の高まりという試練の時を迎えた。今回も、これまでのところ、この試練にうまく対処できたように見える。

こうした政府の姿勢が維持される限り、ベトナムを取り巻く様々な問題を、徐々に克服してゆくことは可能ではないか。また、政治・社会の安定、優秀なワーカー、WTO 加盟による規制緩和など、ベトナムの魅力は依然健在である。アジア NIEs にキャッチアップしてゆけるかといった、遠い将来の議論はさておき、低コストを背景に、労働集約産業を中心として当面の経済発展を図ってゆくことは十分に可能であろう。

---

いている。

<sup>60</sup> 詳しくは稲垣（2006）参照。

## 9. 参考文献

- 稲垣博史 (2006) 「ベトナムは新型感染症にどう対応したか ～中国との比較を交えながら」 (みずほ総合研究所『みずほアジアインサイト』2006年10月4日)
- (2008a) 「ベトナム経済の変調について」 (みずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニアインサイト』2008年6月3日)
- (2008b) 「ベトナムは通貨危機を回避できるか」 (みずほ銀行・みずほコーポレート銀行・みずほ総合研究所『金融市場ウィークリー』2008年6月20日号)
- (2008c) 「ベトナム経済は安定に向かっているか ～今後のCPIが最大の焦点」 (みずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニアインサイト』2008年8月7日)
- (2008d) 「ベトナム通貨危機説の背景について ～経済指標は改善方向、ただしインフレ懸念は残る」 (みずほ銀行・みずほコーポレート銀行・みずほ総合研究所『みずほリサーチ』2008年10月号)
- Asian Development Bank [ADB] (2008), *Asian Development Outlook 2008 Update*
- Asia Regional Integration Center of Asian Development Bank [ARIC] (2008), *Asia Economic Monitor 2008 - July 2008*
- International Monetary Fund [IMF] (2008a), *Global Financial Stability Report - Financial Stress and Deleveraging ~ Macroeconomic Implications and Policy - October 2008*
- IMF (2008b), *World Economic Outlook October 2008 - Financial Stress, Downturns, and Recoveries*
- IMF (2008c), *World Economic Outlook Update - Rapidly Weakening Prospects Call for New Policy Stimulus*
- IMF (2008d), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*
- Ministry of Labour – Invalids and Social Affairs of Vietnam [MoLISA] (2008), “Tù 01/01/2009, sẽ điều chỉnh mức lương tối thiểu vùng áp dụng đối với các loại hình doanh nghiệp” (MoLISA Website, *Việc làm - Tiền lương*, 14 October 2008 <http://www.molisa.gov.vn/details.asp?mbien1=01&mbien2=202&mbien4=12735&mbien3={57F84A60-1198-4F93-99B5-8457F1367448}>)
- Pablo Bustelo (1998), *The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey*, ICEI Working Paper
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998), *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development
- The Official Organ of Dong Nai Province's party Executive Committee, “Decision No. 09/2008/QĐ-NHNN: Central bank tightens up on loans made in foreign currency” (Bao Dong Nai Website, *New Policies*, 5 May 2008)

[http://www.baodongnai.com.vn/default\\_en.aspx?tabid=594&ItemID=29269](http://www.baodongnai.com.vn/default_en.aspx?tabid=594&ItemID=29269))

The State Bank of Vietnam [SBV] (2008a), “SBV maintains unchanged prime interest rate” (SBV Website, *E. Web News & Event*, 26 September 2008

<http://www.sbv.gov.vn/en/home/tinHDNH.jsp?tin=82>)

———— (2008b), “SBV cuts down prime interest rate” (SVB Website, *E. Web News & Event*, 21 October 2008

<http://www.sbv.gov.vn/en/home/tinHDNH.jsp?tin=151>)

The World Bank (2008), *Taking Stock - An Update on Vietnam's Recent Economic Developments*.