

みずほレポート

2013年3月25日

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

- ◆2012年4月末頃から、ベトナムの不良債権増加が大きな問題となっており、同年9月にはムーディーズによる国債の格下げを招いた。そして、経済成長に悪影響を及ぼすとの論調が一時強まった。
- ◆不良債権処理に必要な財政負担は最大でGDP比10%強とみられるが、対処不可能なほど過大とは言えない。政府は現在、漸進的な不良債権処理に取り組んでいる。
- ◆現状、不良債権問題に起因する政府の信用低下や、信用収縮といった問題は顕著ではない。景気減速の主因は、不良債権問題ではなく、インフレ圧力の残存を背景とする緊縮政策である。
- ◆足元のインフレ圧力は和らぎつつあるため、緊縮政策は今後ある程度緩和される見通しである。当面の景気に大きな心配は必要なく、緩やかに加速するとみている。
- ◆中期的な経済成長を考えた場合、不良債権処理を通じた産業の新陳代謝は必要だ。国営企業改革など、その他の構造問題への取り組みと同時並行で進めることが求められよう。

アジア調査部主任研究員 稲垣博史
03-3591-1379 hiroshi.inagaki@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。

目 次

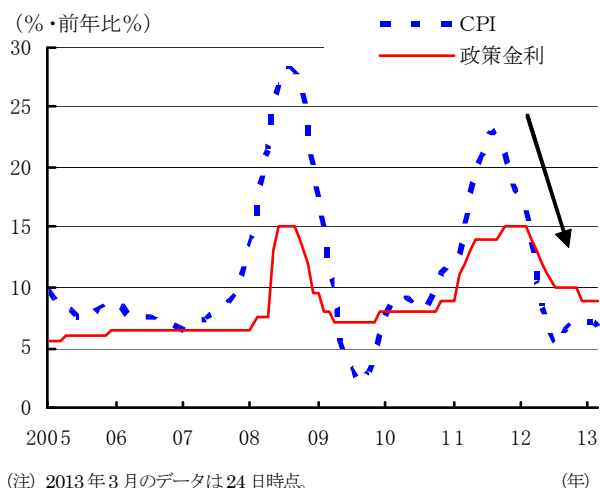
I. はじめに	1
II. 不良債権問題の背景と現状	2
1. 不良債権増大の背景～国営企業による多角化投資の失敗	2
2. 不良債権の規模	3
(1) 金融機関の自己査定を集計	3
(2) 国家銀行の検査	4
(3) 民間調査機関の見方	5
3. 不良債権比率の国際比較と不良債権処理の財政負担	6
4. 不良債権問題への政府の取り組み	7
III. 不良債権問題と実体経済	9
1. 不良債権問題と足元の景気	9
(1) 政府の信用は低下したか	9
(2) 与信鈍化の主因は不良債権問題か	11
(3) 景気減速の主因はインフレ懸念が払拭できないこと	13
2. 当面の景気に過度な心配は不要	13
IV. 終わりに—課題は不良債権処理だけではない	14

1. はじめに

ベトナム経済は、2007 年後半から 2011 年にかけて、インフレ高進や外貨準備減少などに直面して不安定な状況が続いてきた¹。ところが、2011 年以降の緊縮財政・金融政策が奏功し、消費者物価指数（CPI）上昇率は、2011 年 9 月以降急速に低下（図表 1）、外貨準備も 2012 年以降は増加基調となり、2012 年 9 月時点で 222.4 億ドル（輸入の 2.2 カ月分）と前年末から 82 億ドル増加した（図表 2）。赤字基調で推移してきた経常収支が 2011 年後半以降黒字化したことが（図表 3）、外貨準備増加の主たる要因である²。この結果、2012 年 3 月以降に政策金利が 6 回引き下げられるなど、緊縮政策はある程度緩和された。当初、こうした経済の安定化が評価され、2012 年に入って株価は上昇した（図表 4）。また大手格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ（2012a）は、2012 年 6 月 6 日、ベトナム国債の格付を維持しつつも経済安定化を評価、格付見通しを「ネガティブ」から「安定的」に引き上げた。

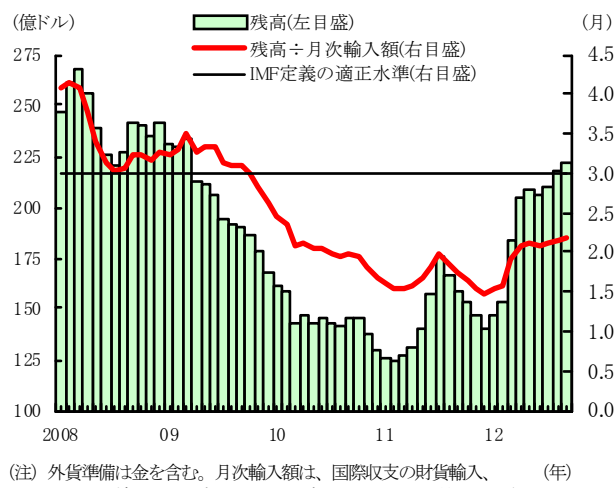
しかし、2012 年 4 月下旬に、1～3 月期の金融機関の決算内容が良くないことが伝わると³、不良債権問題が深刻であるとの見方が次第に有力となり、5 月初旬に株価は下落に転じた。そして、不良債権問題に起因する信用収縮等が、経済成長の足枷になるとの懸念が強まった。ベトナム国会の経済委員会が、「ベトナムは IMF の支援を必要とする可能性があり、不良債権処理で迅速に行動しなければ長期的な低迷に直面するリスクがある」といった内容の報告書を 2012 年 9 月 4 日付で発表したことが、

図表 1 CPI と政策金利



(注) 2013 年 3 月のデータは 24 日時点。
 (資料) ベトナム統計総局、ベトナム国家銀行

図表 2 外貨準備



(注) 外貨準備は金を含む。月次輸入額は、国際収支の財貨輸入、サービス輸入、所得支払の四半期データを月次に 3 等分して合計したうえで、過去 12 カ月平均をとった。
 (資料) IMF, "International Financial Statistics"

¹ ここまでの詳しい経緯については、稲垣（2008）・（2011）を参照されたい。外貨準備が減少した背景には、インフレ高進によるドンの実質為替レート上昇や、ドンの先安感に起因する資本逃避があったことから、根本的な原因はインフレと言える。
² なお、実質的に資本逃避を示すとされる誤差脱漏の流出超過も、外貨準備減少の主因であったが、2012 年 7～9 月期においても依然マイナスとなっている。
³ 例えば、“NPL ratios increase sharply, worrying bankers”（VietnamNet Bridge, 30 April 2012）を参照。

そうした懸念に拍車をかけてしまった⁴。不良債権処理の過程で財政に負荷がかかるとの見方から、スタンダード・アンド・プアーズと並ぶ大手格付機関のムーディーズ（2012）は、2012年9月28日にベトナム国債の格付けを引き下げた⁵。10月には、主要な国際機関が、2013年のベトナム経済見通しを一斉に引き下げた⁶。

ところが、2012年終盤以降は株価に再度持ち直しの動きが出ている。後に見るサコムバンク問題が終息に向かい、市場の不安感が和らいだことが影響していると思われる。

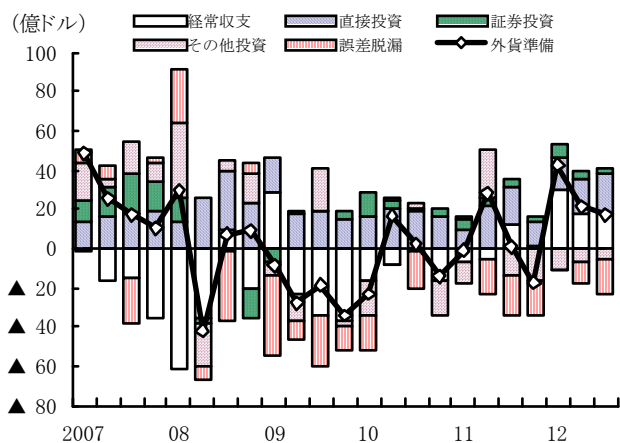
このように、インフレや経常赤字の問題が改善に向かった後も、ベトナム経済に対する見方は不良債権問題を起点に大きく揺れ動いている。本稿の目的は、不良債権問題はどの程度深刻なのか、実体経済にどの程度の影響が及びそうかといった点について検討することである。

II. 不良債権問題の背景と現状

1. 不良債権増大の背景～国営企業による多角化投資の失敗

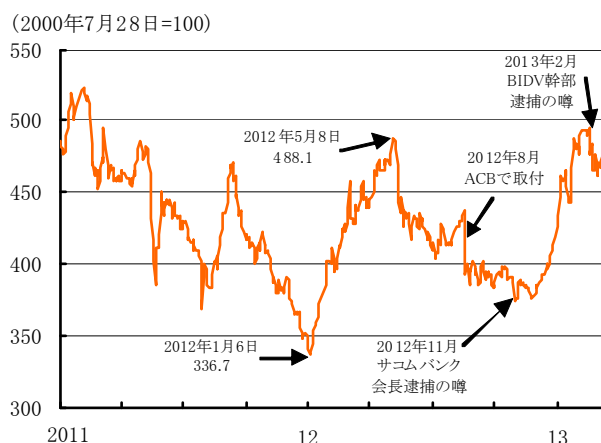
ベトナムの不良債権問題は、2007年までの高経済成長の時期、あるいは2009・10年に急増した金融機関の与信が、2011年以降の本格的な緊縮財政・金融政策の実施後に、焦げ付いたことで発生したとされている。不良債権は規模や業種にかかわらず多数の企業向けの与信において発生していると思われるが、世界銀行（2012f）が「不良債権問題は、経営状態が良くない国営企業に対する与信と、密

図表 3 国際収支



(注) 2011年10～12月期の経常収支は、7,600万ドルの黒字である。(年)
(資料) IMF, "International Financial Statistics"

図表 4 ベトナム株価指数



(資料) CEIC Data (年)

⁴ 「銀行の資本増強目指すベトナム－国会はIMF支援にも言及」（『ブルームバーグ』2012年9月7日）。「金融システムは250兆～300兆ドンの資金注入を必要としている」と、巨額の財政負担が生じるとも記されている。

⁵ スタンダード・アンド・プアーズ(2012b)は、2日前の2012年9月26日にベトナムのBICRA(銀行業界のカントリーリスク評価)を引き上げており、ムーディーズとの差が際立っている。

⁶ ADBは+6.2%(4月)から+5.7%(10月)に、世界銀行は+6.3%(5月)から+5.7%(10月)を経て+5.5%(12月)に、IMFは+6.3%(4月)から+5.9%(10月)に、それぞれ実質GDP成長率予測を引き下げた。ADB(2012)、世界銀行(2012a)・(2012c)・(2012f)、IMF(2012a)・(2012b)参照。

みずほ総合研究所は、5月に設定した+5.4%の見通しを、その後2012年中は改定していない。

接に関わっている」と指摘するように、とりわけ国営企業向けの与信が不良債権拡大に大きく関わっている。国営という信用力を背景に与信を受けた国営企業が、ノウハウを十分に持たないにも拘らず多角化投資にのめりこんで失敗したことが、不良債権問題の大きな原因と言えよう。こうした国営企業の代表例が、造船を中核事業としていたビナシンである。同社は、不動産、証券、旅行代理店、自動車販売、鉄鋼、二輪車製造などに進出してコングロマリット化した⁷、事業に失敗、2010年に86兆ドン（43億ドル）⁸もの巨額の負債を抱えて破綻した。

こうした事態を受けベトナム政府は、2011年9月の決議⁹で「国営企業は本業に集中し、特に金融・保険・不動産・証券といった専門外の分野には投資しないよう求める。既に専門外の分野に投資している企業は、撤退計画を提出しなければならない」としたが、これら4業種において、国営企業の投資失敗が目立つということであろう。中でも不動産投資の失敗事例は多いとみられており、不動産バブル崩壊¹⁰とともに不良債権が大きく拡大したと思われる。さらに2012年7月の国営企業再構築計画¹¹では、「本業以外のビジネスは、2015年までに止めなければならない」とされている。

チュオン・チー・チュン財務次官は、2013年2月、不良債権残高の53%は国営企業向けであるとしたうえで、同年6月までに国営企業・総公社52グループを再編するためのロードマップを発表する予定であることや、国家が100%出資する企業は国防関連など一部に止め、大半は50~75%まで出資比率を引き下げる方針であることを明らかにしている¹²。

2. 不良債権の規模

ベトナムの不良債権がどのくらいあるかについては、見方が分かれている。以下、主なものについて見てゆきたい。

(1) 金融機関の自己査定を集計

金融機関の自己査定を集計したベースでは、不良債権比率（与信に占める不良債権の割合）は、2012年9月時点で4.93%である（図表5）。他のデータと比べると、明らかに低い。9月時点の詳細は不明だが、6月時点については借り手の業種別・貸し手の業態別のデータも報じられている（図表6）。まず借り手を見ると、不動産業に限られず、幅広い業種に及んでいる。不良債権比率が高いのは、運輸・倉庫業と不動産・サービス業である。ただし、使途まで明らかになっているわけではないので、どの業種に分類された不良債権にせよ、実態としては不動産投資が占める割合が高かった可能性もあろう。

⁷ “Vietnam May End Up Paying for Vinashin’s Default” (*Vietnamica*, 22 January 2012), 「【第1位】43億ドルの負債抱え造船ビナシン破綻[経済]」(『NNA』2010年12月30日)などを参照。

⁸ “Vinashin Gets Vietnam Government Loans at 0% Interest Rate to Pay Workers” (*Bloomberg*, 28 December, 2010)

⁹ ベトナム政府 “Resolution No. 94/NQ-CP”

¹⁰ 現地ヒアリングによれば、不動産価格は2009年にピークに達した後、リーマン・ショック後の不況や金融引き締めなどを背景に、ここ数年は下落基調をたどった模様である。

¹¹ “PM approves Project on restructuring SOEs” (*VGP News*, 21 July 2012)。記事には明記されていないが、本計画は、7月17日に首相が承認した“Decision 929/QĐ-TTg” (Prime Minister)を指すと思われる。

¹² “Vietnam Targets June Plan to Revamp State Firms, Trung Says” (*Bloomberg*, 5 February 2013)

次に貸し手を見ると、不良債権の大半を占めるのは、国営商業銀行や民間商業銀行といった商業銀行である。ただし、これは元々の与信規模が大きいため、不良債権比率が高いのはファイナンス・カンパニーやファイナンス・リーシング・カンパニーといった業態である。ちなみに、前出の造船コングロマリットのビナシンも、「ビナシン・ファイナンス・カンパニー」や「海運業ファイナンス・リーシング・カンパニー」を傘下に抱えていた模様である¹³。

(2) 国家銀行の検査

ベトナムの中央銀行で、金融機関を監督する国家銀行の検査に基づく不良債権比率は、2012年9月時点で8.82%と、金融機関の申告よりもかなり高い。自己査定の方が甘くなったこと自体は、特に驚くべき結果ではないが、両者のデータ乖離の一因として、金融機関が債権分類のルールに適切に従っていないことが指摘されている。図表7は、債権分類と貸倒引当金の積み増しに関する規則をまとめたもので、このうち下3段の破綻懸念先債権、実質破綻先債権、破綻先債権が不良債権と定義されている。

大部分の金融機関は、債権分類に際し、この規則のうち定量的分類（第6条）にのみ従い、定性的分類（第7条）をほとんどしてこなかった。2011年10月の報道によれば、第7条に基づく債権分類

図表5 不良債権の規模

	国家銀行の査定		金融機関の自己査定の集計	
	不良債権比率 (%)	不良債権残高 (兆ドン)	不良債権比率 (%)	不良債権残高 (兆ドン)
2012年3月	8.60	202	N.A.	N.A.
2012年4月	N.A.	N.A.	4.14	108.6
2012年5月	N.A.	N.A.	4.47	117
2012年6月	8.80	N.A.	4.49	119.1
2012年9月	8.82	238.1	4.93	N.A.

以下の不良債権比率は時点不明(2012年の報道)

- ・国家銀行総裁:10%
- ・ベトナム経済・政策研究センター:8.25~14%
- ・フィッチ・レーティングス:15%
- ・パークレイズ:20%

(注) 国家銀行査定は2012年9月時点の不良債権残高は、出所資料に記載されていた与信残高の約2,700兆ドンに、不良債権比率を掛け合わせた金額

(資料) 各種報道等による¹⁴。

図表6 不良債権の内訳 (2012年6月)

(A) 借り手の業種別 (単位: %)		
	不良債権比率	残高のシェア
製造・加工産業	4.33	22.50
不動産業・サービス業	7.83	19.25
卸小売業、自動車・二輪車修理業	4.16	18.52
運輸・倉庫業	11.61	11.00
建設業	4.81	9.50
その他	—	19.23
合計	4.49	100

(B) 貸し手の業態別 (単位: %)		
	不良債権比率	残高のシェア
国営商業銀行	3.76	44.26
民間商業銀行	4.73	35.30
ファイナンス・カンパニー	12.27	7.20
ファイナンス・リーシング・カンパニー	44.72	6.70
中央人民信用基金	1.40	0.45
外資系銀行	2.86	5.20
不明	—	0.89
合計	4.49	100

(注) 外資系銀行には外国銀行の支店を含む

(資料) "Six economic sectors make up nearly 100tr dong of bad debts" (Intelliasia, 12 November 2012)

¹³ ビナシン幹部の上告を伝える報道に、この2社の役員が記載されている。"Former Vinashin officials appeal before court" (VietnamNet Bridge, 29 August 2012)を参照。

¹⁴ 2012年3・5月は"Vietnam's bad debts hit \$9.6b as of March: Central bank" (Intelliasia, 16 June, 2012)。2012年4月は"CORRECTED-UPDATE 1-Vietnam's bad debts at 4.14 pct as of end-April report" (Reuters, 19 June 2012)。2012年6月は"Six economic sectors make up nearly 100tr dong of bad debts" (Intelliasia, 12 November, 2012)。2012年9月は"Vietnam's central bank says 8.82 percent of loans are bad, pledges action" (Thanh Nien News, 16 November 2012)。国家銀行総裁発言は"UPDATE 1-Vietnam central bank says bad debt 8.6 pct at end-March" (Reuters, 14 July 2012)。ベトナム経済・政策研究センターは"Central bank urged to tread carefully with bad debt bailout" (Thanh Nien News, 15 June 2012)。フィッチ・レーティングスは同(2012)。パークレイズは"Vietnam's banks are clearly in trouble" (The Nation, 5 October 2012)。

を行っていたのは、ベトナム投資開発銀行（BIDV）、ベトナム農業開発銀行（アグリバンク）、ベトナム外資銀行（ベトコムバンク）の大手3行だけであった¹⁵。

なお、国家銀行が正式に発表した不良債権比率の他に、不良債権比率は10%であるとの国家銀行総裁の発言もあった模様だが、その根拠は不明である¹⁶。

（3）民間調査機関の見方

国家銀行の検査に基づく不良債権比率でも、まだ実態と比べ低過ぎると主張している民間調査機関は少なくない。例えば、大手格付機関のフィッチ・レーティングス（2012）は、定性的な債権分類を行なっている金融機関でさえも、リスクのある債権の大部分を、不良債権に該当しない要注意先債権

図表 7 債権分類と引当の規則

分類名	決定第6条に基づく定量的定義	決定第7条に基づく定性的定義	引当率
正常債権	<ul style="list-style-type: none"> 返済期限通りに元利払いが見込まれる流動債権 10日未満の延滞債権 	<ul style="list-style-type: none"> 返済期限通りに元利払いが見込まれる債権 	0%
要注意先債権	<ul style="list-style-type: none"> 10日以上90日以下の延滞債権 1回限り返済条件を変更した債権（変更後の貸出条件であれば、顧客が十分な元利返済能力を有していることを示す根拠が必要） 	<ul style="list-style-type: none"> 元利払いの返済が見込まれるが、顧客の返済能力が悪化する兆候がある債権 	5%
破綻懸念先債権	<ul style="list-style-type: none"> 91日以上180日以下の延滞債権 1回限り返済条件を変更した債権（要注意先債権に分類される場合を除く） 契約通りに金利を返済する能力が顧客にないために、金利が減免された債権 	<ul style="list-style-type: none"> やがて元利が回収できなくなると見込まれる債権。債権元利の一部が毀損する可能性がある 	20%
実質破綻先債権	<ul style="list-style-type: none"> 181日以上360日以下の延滞債権 1回限り返済条件を変更した債権のうち、変更後の返済条件で90日未満の延滞債権 返済条件を2度変更した債権 	<ul style="list-style-type: none"> ひどく毀損した債権 	50%
破綻先債権	<ul style="list-style-type: none"> 360日を超える延滞債権 1回限り返済条件を変更した債権のうち、変更後の返済条件で90日以上延滞債権 返済条件を2度変更した債権のうち、2度目の変更後の返済条件での延滞債権 返済条件を3度変更した債権 未清算の焦げ付いた債権 	<ul style="list-style-type: none"> 回収不能であり、損失と評価される債権 	100%

(注) 1. みずほ総合研究所による仮訳。正確を期す場合、出所資料を参照のこと。

2. 網掛けは不良債権。

3. 一般貸倒引当金は、債権残高の0.75%が必要とされる。

4. 国家銀行総裁が2013年1月21日に発表した“Circular No.02/2013/TP-NHNN”が2013年6月から適用され、債権分類がより厳しくなる模様。ただし、執筆時点においては英文版が入手できず、またプレスリリースを見ても詳細は不明である。

(資料) ベトナム国家銀行 “Decision of the Governor No.493/2005/QD-NHNN”・“Decision of the Governor No.18/2007/QD-NHNN”・“Press release on Circular No. 02 on asset classification, risk provisioning and use of provision against credit risks by credit institutions and foreign bank branches” (24 January 2013)

¹⁵ “How bad is the Vietnamese bad debt?” (*VietnamNet Bridge*, 13 October 2011)。なお、第7条に基づく債権分類を開始した時期は、BIDV(2007)によると同行は2006年、ベトコムバンク(2011)によると同行は2010年である。アグリバンクについては不明。

¹⁶ このほか、2013年には、政府と国家銀行の当局者が相次いで「不良債権比率は8.82%から6%に低下した」と発言したとの報道があった。時点や低下理由等が不明なので、本稿ではこの情報を重視しなかった。政府については“UPDATE 1-Vietnam says bad debt trimmed, interest rate cut ahead” (*Reuters*, 28 February 2013)を、国家銀行については“Bad debt ratio decrease raises worry than joy” (*VietnamNet Bridge*, 9 March 2013)を参照。ちなみに、“Vietnam Forms Panel to Restructure Banks by 2015 to Boost Growth” (*Bloomberg*, 15 March 2013)では、不良債権比率が6%に低下したのは2013年2月末であると解釈できる表現 (as of Feb. 28) が出てくるが、政府当局者が発表した日と混同されている恐れがある。

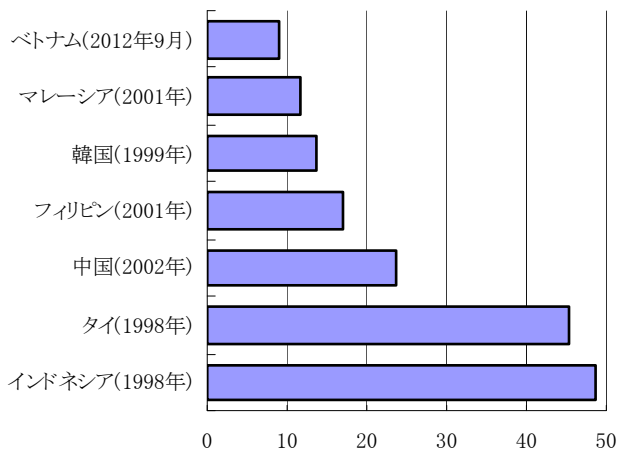
に分類していると主張している。また、豪銀大手・ANZ のファム・エコノミストは¹⁷、ベトナムの基準において、①貸出条件緩和後に監視期間を経っていない債権が正常と分類されていることと、②適正な書類が添付されていない債権がしばしば不良債権として分類されていないことを問題視している。そして、フィッチ・レーティングスは不良債権比率を 15%、英銀大手バークレイズは 20%に達しているとみている。

3. 不良債権比率の国際比較と不良債権処理の財政負担

ベトナムの不良債権比率は、過去に不良債権問題に直面した国と比べると、どの程度の高さなのであろうか。1997 年の通貨危機時に深刻な不良債権問題に直面したアジア諸国などと比較すると、国家銀行が主張する 8.82%の不良債権比率は相対的に低いと言える（図表 8）。一方、バークレイズが主張する 20%に達していた場合は、通貨危機の影響が比較的軽微とみられたフィリピンを上回る高水準となる。ただし、それでも、深刻な金融不安に直面したタイやインドネシアの不良債権比率と比べれば、ずっと低い。

次に、不良債権残高から貸倒引当金と担保価値を引いた額を不良債権処理に必要な金額であると仮定し、どの程度の財政負担が発生しうるか、簡易なシミュレーションにより考えてみたい。この際、①不良債権の 84%は担保付でその簿価は 135%に達している、②保守的に判断するため担保は簿価から 8割下落する、③貸倒引当金の残高は

図表 8 不良債権比率



(注) ベトナム以外は年末で、過去に不良債権問題が発生した後のピーク。
(資料) 世界銀行 (2011)、ベトナムは図表 5 と同じ

図表 9 不良債権処理に必要な金額

不良債権 比率 (%)	(A) 不良債権額 (兆ドン)	(B) 貸倒引当金 (兆ドン)	(C) 担保価値 (兆ドン)	(A) - (B) - (C) (兆ドン)	12年GDP比	13年GDP比	14年GDP比	15年GDP比
					(%)	(%)	(%)	(%)
8.82	238.1	78.6	54.0	105.5	3.6	3.2	2.9	2.6
10.0	270.0	78.6	61.2	130.2	4.4	3.9	3.5	3.1
15.0	405.0	78.6	91.9	234.5	7.9	7.1	6.3	5.7
20.0	540.0	78.6	122.5	338.9	11.5	10.3	9.2	8.2

(注) 1. 名目GDPは、2012年実績をIMFの予測で延長した。

2. 不良債権比率が15~20%の場合の所要額は、概ね脚注4で挙げた250~300兆ドンと一致する。

(資料) 図表 5、ベトナム統計総局、IMF, “World Economic Outlook October 2012 Database”

¹⁷ “NPLs in Vietnam are cause of lower GDP growth: ANZ” (Asiamoney, 1 September 2012)

78.6兆ドン、という3点を前提とした。ちなみに、①は2012年3月時点¹⁸、③は2012年11月時点¹⁹の実績である。すると2012年の名目GDP比で、不良債権比率8.82%の場合は3.6%、不良債権比率20%の場合は11.5%となる(図表9)。

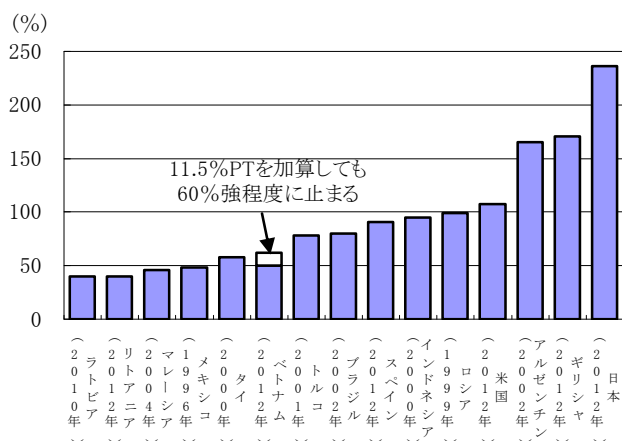
なお、現実の財政負担は、GDP比11.5%という数字から受ける印象ほど重いものとはならないだろう。そう考える理由は、第1に、上記の試算は不良債権が全額回収不能という前提となっているが、実際には返済される部分もあると見込まれることである。第2に、デフレと低成長に苦しんでいたかつての日本と異なり、ベトナムではある程度の経済成長が期待できることである。例えば、2013年の名目GDP(IMF予測)対比で不良債権処理負担は10.3%まで低下する。第3に、財政の支援を受けずに処理される不良債権もあると予想されることである。利益²⁰や増資を通じて得た資金を用いて、金融機関が自助努力で不良債権を処理するほか、健全な金融機関が合併を通じて、経営が悪化した金融機関の不良債権を処理することも考えられる。

一方、ベトナムの一般政府債務残高はGDP比で約50%に過ぎない(図表10)。仮に11.5%PTを足しても、せいぜい6割強であり、スペインなど債務問題を抱える先進国と比べれば、ずっと低水準である。こうした状況を踏まえると、不良債権の規模は、ベトナムにとり独力で対処不能なほど過大な水準ではないとみている。ただし、不良債権処理等のための国債発行が円滑に進むかは別の話で、この問題については後に論じたい。

4. 不良債権問題への政府の取り組み

不良債権問題の表面化を受け、国家銀行は2012年以降、先述の通り厳しい姿勢で資産査定に臨んでおり、この結果金融機関は貸倒引当金を積み増している。一方政府は、2012年3月、金融システムの強化を目指し「2011-2015年金融機関のシステム再構築の枠組み」を発表した(図表11)。同枠組みは、貸倒引当金の積み増しに止まらず、不良債権のオフバランス化と自己資本拡充を強く意識したものだ。2013

図表10 一般政府債務残高



(注) 日本、米国、スペイン、ギリシャは、債務問題を抱える先進国の代表例として取り上げており、データは直近の2012年。ベトナムのデータも直近の2012年とした。リトアニアとラトビアはリーマン・ショック後の、その他の国は通貨危機後の最高値。

(資料) IMF, "World Economic Outlook Database October 2012"

¹⁸ "Banking: Loans of Vietnam's Banking System Hit \$96B: Parliament Speaker" (*Vietnam News Brief Service*, 18 October 2012)。同記事によると、担保の殆どは不動産である。

¹⁹ "Non-Performing Loan Ratio Has Declined, Says Deputy Governor" (*Stoxplus*, 4 February 2013)

²⁰ "Banking system expands 2.54% last year" (*VGP News*, 19 February 2013)によると、不良債権処理の原資となる業務純益(banking profit)は、2012年時点で28.6兆ドンと報じられている。

年3月には、こうした方針を実現するための委員会設置を決めた²¹。以下、この枠組み文書を中心に、不良債権処理への取り組みを見てゆきたい。

同枠組みによると、まず不良債権比率が比較的低い国営商業銀行については、不良債権比率を3%未満に引き下げることを目指すとともに、自己資本拡充のため政府出資の増額が示唆されている²²。対象行には規模が大きい健全行が多く、不良債権処理については、自助努力に期待している部分が大いように見える。なお、不良債権比率を「国内基準で」3%以下に引き下げるとされており、フィッチ・レーティングスやバークレイズが主張するような規模の不良債権処理に取り組みもうとしているわけではないと判断される。

次に、民間商業銀行等の項目では、不健全な金融機関について、(健全行による吸収) 合併、外資への売却、国家銀行による資本注入などを進めることが目指されている。これらの措置によって、自己資本を充実させ、不良債権処理を進めるということであろう。

図表 11 「2011-2015年 金融機関のシステム再構築の枠組み」の概要

<p>1. 【国営商業銀行】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・アジア地域レベルで競争力を持つ国営商業銀行を1~2行育成する ・国家が支配権を維持しつつ、株式会社化を継続する ・<u>2015年までにバーゼルIIの規定に合致するために、政府の出資分を含め自己資本を拡充させる</u> ・国内基準に準ずる不良債権比率を、3%未満に引き下げる ・2015年までに預貸比率を90%未満に引き下げる <p>2. 【民間商業銀行、ファイナンス・カンパニー、ファイナンス・リーシング・カンパニー】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・財務面の強固さ等に準じて3つのグループに分ける <ul style="list-style-type: none"> ① 健全な金融機関 規模と競争力を増強するための、自主的な合併を促す。これらの金融機関は、不健全な金融機関に対し、流動性の供給で支援するか、あるいは合併することが期待される ② 一時的な流動性不足の金融機関 国家銀行から財務面からの支援を受けつつ、国家銀行の監督のもと、財務状態、業務体制、経営体制を強化する。流動性不足の金融機関同士の合併や、健全な金融機関との合併などが推奨される。国家銀行は、業務内容の制限や、より高度な規制を要求する可能性がある ③ 不健全な金融機関 国家銀行の厳格かつ包括的な監督の下、資本金額を上限に国家銀行から財務面の支援を受ける。健全な国営商業銀行と民間商業銀行は、借り手側の資金繰りに悪影響が出ないよう、優良な顧客向けの与信を買い取る。<u>国家銀行は、これらの金融機関を特別な監視下に置き、配当やその他の支払を制限し、経営陣を解雇し、合併を強制し、そして外資系金融機関による合併を許可し、あるいは直接的に資本注入を行なう</u> ・不良債権を、資産買取会社や民間企業への売却、あるいは株式への変更により償却する ・<u>政府指示融資で生じた不良債権を、財政で償却する</u> ・2015年までに、バーゼルIIの原則に合致するために、自己資本の強化が求められる ・2015年までに、預貸比率の上限を85%に引き下げる

(注) 1. 原典を参照しつつ、IMFがまとめた資料をみずほ総合研究所が仮訳した。正確を期す場合、原典を参照されたい。

2. 原典には、さらに小規模な金融機関についても言及があるが、省略した。

3. 下線は政府の支出を伴う項目。

(資料) IMF(2012c), ベトナム首相 “Decision No.254/QD-TTg”・“Scheme on the restructuring of credit institutions in the 2011-2015 period”

²¹ “Vietnam Forms Panel to Restructure Banks by 2015 to Boost Growth” (Bloomberg, 15 March 2013)

²² 政府による資本注入については、不良債権処理の原資というよりは、バーゼルII達成との関連で言及されている。

外資への売却と関係するが、国家銀行は、外資出資比率の規制緩和も検討している²³。具体的には、①経営基盤が脆弱な銀行の場合、上限である30%を超える外資出資比率を容認することと、②その他の銀行の場合、現行15%の戦略的外国人投資家の出資比率上限を20%に緩和することである。なお、三菱東京UFJ銀行のベトナム工商銀行（ヴィエティンバンク）への出資比率が20%²⁴となることが決まったように、現在でも個別事情により20%が認可されることもあるようだ。

さらに民間商業銀行等の項目では、政府が創設を目指す資産買取会社への不良債権売却に加え、デット・エクイティ・スワップの活用による不良債権償却も目指されている。また、政府の命令で行なった融資が不良債権化した場合は、政府が直接償却するとしている。ちなみに、資産買取会社による不良債権買取は、総額100兆ドンが予定されている²⁵。以上のような枠組みによって、政府は、2015年にかけて不良債権を毎年30%ずつ減らすことを計画している。

なお、政府が目指す不良債権のオフバランス化（売却）が順調に進むかは、現段階では不透明である。これは、①不動産の権利関係が複雑であること、②金融機関が低価格での不動産売却を好まないこと、などの理由による。

III. 不良債権問題と実体経済

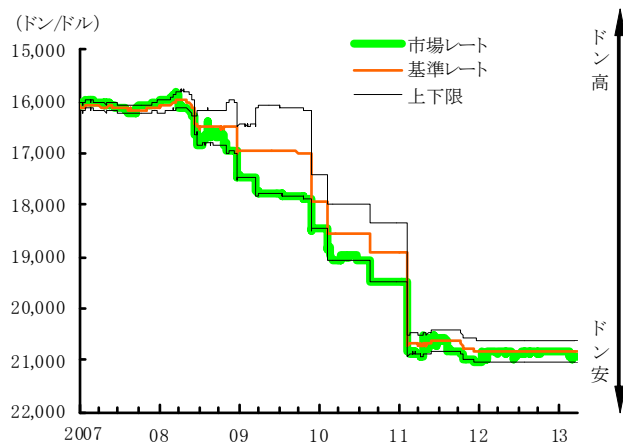
不良債権問題が表面化してから、先述の通りベトナム経済について悲観論が増えた。大別すると、①不良債権処理の過程で多くの財政負担が必要となることが見込まれるため、政府の信用が低下するという議論と、②金融機関の与信姿勢が慎重になり、企業の設備投資が阻害されるという議論である。ここでは、不良債権問題がどの程度景気に悪影響を与えているのか、あるいは今後与えるのか考えてみたい。

1. 不良債権問題と足元の景気

(1) 政府の信用は低下したか

不良債権処理の過程で、政府の負担をゼロにすることは困難であり、先に見た通り、実際に公的資金の注入などが検討されている。この負担が大きくなりそうであれば、政府の将来的な債務が増加するために政府の信用が低下し、結果的に政策の自由度が低下する

図表 12 ドンの名目対ドル為替レート



(注) ベトナムの為替政策は、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±1%)とするもの。
(資料) ベトナム国家銀行

²³ “Foreign stakes to rise in ‘weak’ banks” (VietnamNet Bridge, 9 January 2013)

²⁴ 三菱東京UFJ銀行プレスリリース『ヴィエティンバンクとの資本・業務提携について』（2012年12月27日）

²⁵ “Central bank promises to reduce bad debts in 2013” (VGP News, 28 December 2012)

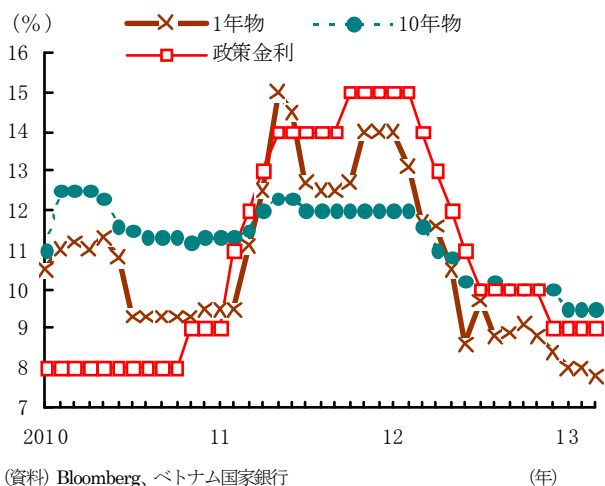
だろう。しかし、現実には、政府の信用は、このところむしろ上昇しているように見受けられる。

まず、国家全体に対する信託をもっとも端的に示す為替レートを見たい。ドンとの対ドルレートは、経常赤字や資本逃避を背景とする下落圧力に長く直面し、下落傾向が続いてきた（図表 12）。しかし、資本逃避は依然続いているものの、経常収支が大幅な黒字となったため、このところ概ね安定するようになった。経常収支が黒字化した背景には、電子製品などの輸出が好調に推移していることに加え、緊縮的な財政・金融政策が奏功し、内需が鈍化したことがある。

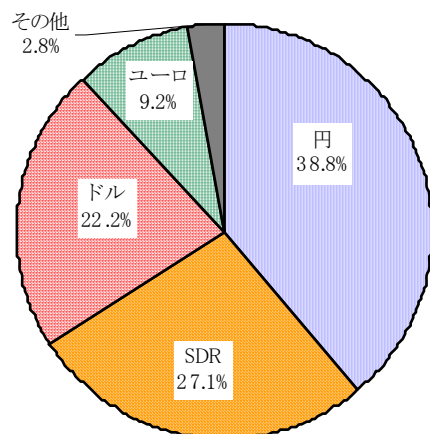
次に、政府の返済能力に対する市場の信託を示す国債金利を見ると、むしろ低下傾向にある（図表 13）。ムーディーズが 2012 年 9 月に国債を格下げした後、小幅に低下した。金利低下には、3つの理由が考えられる。第 1 に、インフレ抑制により利下げが可能になったことだ。国債金利は概ね政策金利と連動して動いているので、これが主因であろう。第 2 に、長く続いた円高傾向が逆転し、対外債務の返済負担が軽くなったことである。2010 年時点で、政府対外債務の 38.8% が円建てとなっており（図表 14）²⁶、円安の恩恵は大きいとみられる。ちなみに、みずほ総合研究所では、円安は一過性の現象ではなく、中期的にみて為替レートが円高ドル安に戻る可能性は低いとみている。第 3 に、景気が減速する中、金融機関の国債投資意欲が強くなったことだ²⁷。

このように、不良債権問題が注目されるようになってからも、為替レートと国債金利で判断する限り、政府の信用はむしろ高まっている。財務省の当局者によれば、2012 年の国債発行額は過去最高の 141 兆ドンであったが、2013 年は 150 兆ドンを予定しているという²⁸。不良債権問題が政府の信用を落とし、その結果として景気が低迷しているという議論は、あまり説得力がないように見える。

図表 13 国債金利と政策金利



図表 14 政府対外債務の通貨別内訳(2010年)



²⁶ 世界銀行の 2013 年版国際債務統計によれば、対外債務全体では、2011 年時点で 31.4% が円建てとなっている。

²⁷ “Vietnam’s banks to increase bond buying” (Asiamoney, 14 November 2012)

²⁸ 「ベトナム、13 年の国債発行は 6920 億円規模を計画—過去最高へ」(『ブルームバーグ』2013 年 3 月 11 日)

(2) 与信鈍化の主因は不良債権問題か

ベトナムの金融機関の与信は、2010年の前年比+27.65%²⁹に対し、2011年+10.90%、2012年+8.91%³⁰となっており、伸び悩んでいることは間違いない。しかし、それが不良債権問題によって引き起こされているかについては、詳細な検討が必要だろう。

図表 15 は、与信鈍化を原因別に4つに分類したもので、不良債権問題が引き金になりうるのは、(1)の預金流出と、(2)の自己資本比率維持だ。このうち(1)については、実際に起こっていたようで、アジア商業銀行(ACB)問題の際などに、「健全とされる国営商業銀行に預金が集中し、一部金融機関

図表 15 与信伸び悩み原因の分類

現象	背景	足元の状況
(1) 預金流出に伴う金融機関の貸出余力低下	不良債権増加、政府・通貨への信認低下など	① 現地ヒアリング：「一時見られた現象」。もっとも、金融システム全体の預金は既に持ち直している
(2) 自己資本比率維持を目的とした、金融機関の貸出態度慎重化・預貸スプレッド拡大	不良債権増加	② 筆者見解：審査は厳格化したのが、優良企業さえ貸し割がされているといった、極端な事例は耳にしない ③ IMF データ：預貸スプレッドは、2012年4～6月期以降、1.5～2.0%PT程度上昇
(3) 事業会社の信用低下を理由とする、金融機関の貸出態度慎重化・預貸スプレッド拡大	事業会社の業績不振、担保価格下落など	④ 匿名の金融機関幹部：「金融機関は、不良債権を増やさないために、厳しい選択を迫られている」 ⑤ 現地ヒアリング：「ベトナムは担保主義。担保価格下落が与信伸び悩みの主因」
(4) 事業会社の資金需要鈍化	景気低迷下、インフレ懸念から緊縮的な金融政策が続く	⑥ 国家銀行データ：足元の預金金利上限8%、貸出金利上限12%と、利下げの「のりしろ」は大きい ⑦ 国家銀行金融政策局当局者：「商業銀行は貸出を増やそうとしているが、景気低迷で資金需要が乏しい」

(注) (2)と(3)は一見似ているが、背景が異なる。事業会社の信用が低下している状況で、低利で与信を増やしたりすることは適切ではない。

(資料) ③はIMF, “International Financial Statistics”。④は“Vietnam banks restrict loans on bad debt concerns” (*Thanh Nien News*, 8 March 2013)。⑥はベトナム国家銀行 “SBV reduces interest rates” (24 December 2012)。⑦は“What Vietnam focuses on, reducing interest rates or clearing bad debts?” (*VietnamNet Bridge*, 17 November 2012)。

図表 16 金融システムや株式市場に動揺が走ったスキャンダルの例

- ・ 2012年8月、創業者と頭取の逮捕をきっかけにACBで取り付けが発生。国家銀行がACBに対する流動性支援を約束
- ・ 2012年11月、サコムバンクの会長が辞任に追い込まれて事情聴取を受けた際、株式市場が動揺。国家銀行が同行に対する28兆ドンの支援を打ち出した
- ・ 2013年2月、大手の国営商業銀行のBIDVの幹部が逮捕されるとの噂が流れた。これは全くの無根拠であった

(資料) “Vietnam arrests second top official in ACB bank case” (*BBC News Asia*, 24 August 2012), “ACB assures customers of sufficient liquidity” (*Talk Vietnam*, 23 August 2012), “Sacombank’s former chairman under investigation: new chairman” (*Tuoi Tre*, 4 November 2012), “Vietnam’s banking problems reflect turbulence in the economy” (*The Guardian*, 9 November 2012), “Vietnam Blames ‘Rumors’ for Stock-Market Fall” (*Dow Jones Business News*, 21 February 2013)

²⁹ “UPDATE 1-Vietnam 2011 credit growth dips to 10.9 y/y -c.bank” (*Reuters*, 18 January 2012)

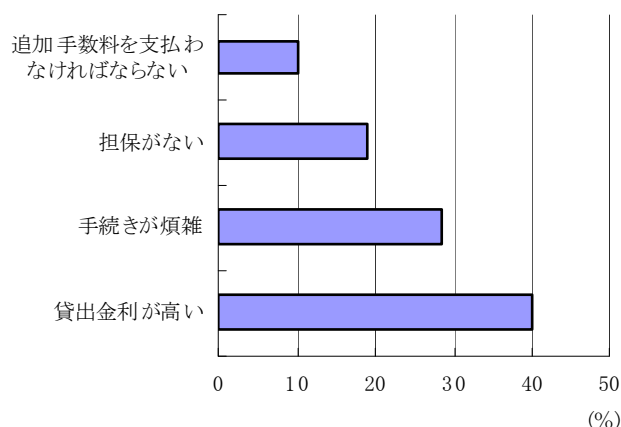
³⁰ “Vietnam may start buying bad debt in Q1 - newspaper” (*Reuters*, 13 January 2013)

の貸出余力が低下した」（現地ヒアリング）という現象が見られた（図表 16）。しかし、金融システム全体の預金残高は、むしろ持ち直している³¹。この背景には、第 1 に、インフレ率低下で財政・金融政策の自由度が増す中、国家銀行による流動性支援といった政策対応³²が実施されたことがある。第 2 に、「貸出姿勢が厳格化したことで、金融機関に対する信認が向上した」（現地ヒアリング）ことが挙げられよう。

次に(2)の、自己資本比率維持のため貸出が抑制される、という問題について考えたい。優良企業から貸し剥がすといった、あからさまな貸し渋りが起こっていると報道は目にしないが、貸出金利が高過ぎるので、銀行から借りられないという企業側の意見は非常に多い（図表 17）。実際、不良債権問題への注目が高まった 2012 年 4 月以降、預貸スプレッドは拡大しており、このことが金利高止まりの一因となっている。ただし、以下の 2 点に注意が必要だ。

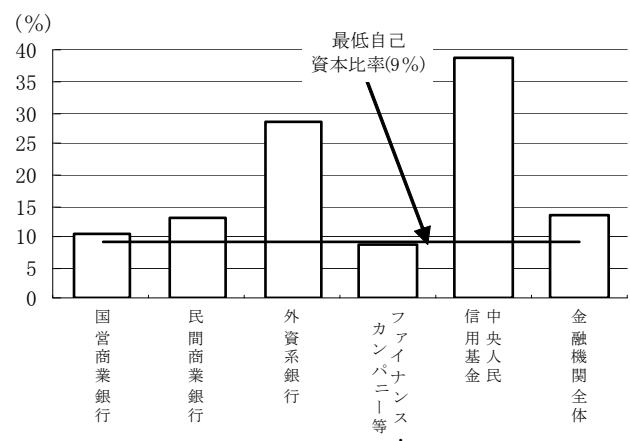
第 1 に、金融機関の自己資本比率維持のために預貸スプレッドが拡大しているとは限らないという点である。自己資本比率を業態別に見ると、不良債権比率が高いファイナンス・カンパニー等は最低ラインの 9%をやや下回っているが（図表 18）、金融機関全体の平均では 13.6%に達している。また、国家銀行の当局者は「商業銀行は貸出を増やそうとしている」と明言している。むしろ、担保価格の下落などを背景に、事業会社サイドの信用力が低下しているという(3)の問題が主因である可能性が高いのではないか。

図表 17 企業が銀行から借り入れない理由



(注) 中央経済管理研究所 (CIEM) 調査。調査時点は掲載されず。
 (資料) 「企業 42%が『銀行融資をあてにしない』と回答」（『ベトジョー』、2012 年 10 月 4 日）。原文は “42% doanh nghiệp ‘nội’ không cần vốn ngân hàng” (VnExpress, 28 September 2012).

図表 18 自己資本比率(2013 年 1 月)



(注) ファイナンス・リーシング・カンパニーはファイナンス・カンパニー等を含む。外資系近郊は外国銀行の支店を含む。
 (資料) ベトナム国家銀行ウェブサイト、ベトナム国家銀行 ‘Circular of the Governor of the State Bank of Vietnam, No. 13/2010/TT-NHNN’

³¹ 国家銀行のウェブサイトのデータによると、2012 年 4 月の個人預金は前年比+11.8%、企業預金は▲5.6%であったが、直近の 2012 年 11 月時点では、個人預金が+28.7、企業預金は+5.7%となっている。

³² 今後も似たようなケースでは、金融システムや株式市場が動揺することが予想されるため、事前に個別の流動性支援策を打ち出しておくべきであろう。なお、ベトナムにも預金保険は存在するが、政令 (Decree No.109/2005/ND-CP of the Government) が定める保護上限は 5 千万ドン (1 円=218 ドンで換算すると約 23 万円) に過ぎない。

第2に、預貸スプレッド拡大の原因が何であれ、その拡大幅よりも、利下げの「のりしろ」の方がはるかに大きいという点だ。現在の制度では、国家銀行³³は、預金金利や貸出金利の上限を直接的に引き下げることができる（現時点で引き下げるべきであるかは別問題）。

(3) 景気減速の主因はインフレ懸念が払拭できないこと

政府がさらに公共投資を拡大しないのは、不良債権問題に起因して国債発行環境が悪化したからではない。また、貸出金利が高止まりしていることと不良債権問題が無関係であるとまでは言えないにせよ、国家銀行がその気になれば、いつでも引き下げられる。それにも拘らず、公共投資拡大や利下げが慎重なペースで進められているのは、インフレ懸念が依然払拭しきれないためであろう。

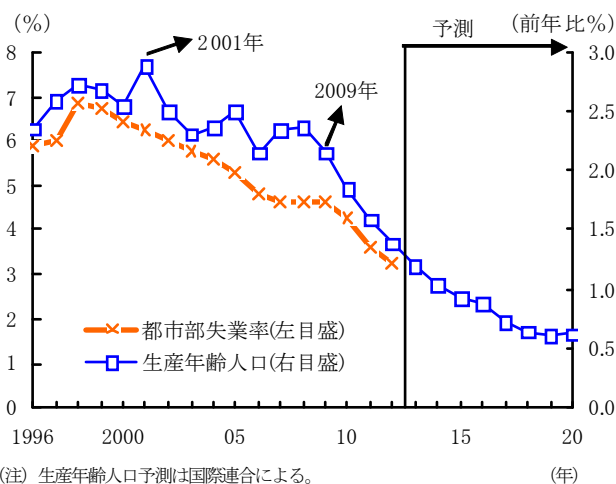
インフレ圧力が根強い背景には、労働力需給の逼迫があると思われる。2007年以降にインフレ率が高まった発端は、内需の過熱と国際商品市況の上昇であったが、2009年以降は生産年齢人口増加率がはっきりと低下した（図表19）。労働集約産業が主体のベトナムにおいて、労働力需給が非常に逼迫したため、賃金インフレが起りやすくなってきたと言えよう。

ちなみに、最近のCPI上昇率は、かつてに比べれば大分落ち着いており、2012年10月から2013年2月にかけて+7%前後で推移、3月は+6.6%となった。一方、2013年の社会経済開発計画での政府目標は、足元の実績を下回る+6.0~6.5%³⁴となっている。したがって、2013年についても、インフレ抑制は引き続き重要なテーマとなるだろう。

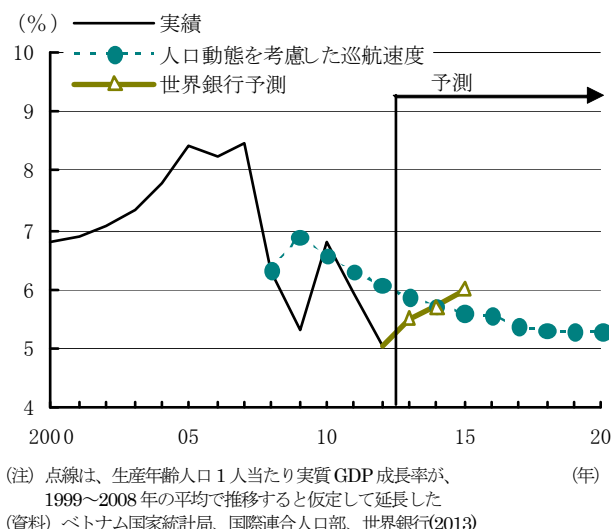
2. 当面の景気に過度な心配は不要

では、インフレ抑制を重視する姿勢が続くことを前提にした場合、当面の景気はどのように推移するだろうか。

図表19 生産年齢人口増加率と都市部失業率



図表20 人口動態の経済成長への影響



³³ 厳密に言うと、現在の規定では、金融政策の手段は首相と国家銀行の共同管轄事項である。ベトナム国家銀行“Law No. 46/2010/QH12”の第3条第4項参照。

³⁴ “Gov’t announces solutions for socio-economic development in 2013” (VGP News, 10 January 2013)。

まず、インフレ圧力はどうなるだろうか。図表 20は、今後の生産年齢人口1人当たり実質GDP成長率が、労働力人口増加率が明確な低下傾向に入る直前の10年間（1999～2008年）の平均に等しいと仮定して、実質GDP成長率を延長したものである。経済成長の巡航速度として、一つの目安になるだろう。2012年の+5.0%という成長率は巡航速度対比で低めであり、インフレを抑制しつつ、緊縮的な財政・金融政策を緩和するというシナリオが十分に描ける水準であったと判断している。実際、2012年以降、「ホーチミン近郊では2012年3月頃から、ハノイ近郊では同年5月頃から労働力需給が緩み始め、現在は需給がほぼ均衡している状況」（現地ヒアリング）になった。

こうした状況から、インフレ率は、3月の+6.6%からさらに低下していくことが予想される。これを受け、緊縮政策は引き続き漸進的に緩和されるとみており、当面の景気は持ち直していくことが予想される。

では、不良債権問題と当面の景気との関係については、どのように考えるべきであろうか。現在の不良債権処理の枠組みは、今後3年間をかけて、国内基準に基づく不良債権を処理しようとしているという点において、漸進的なものであると言える。従って、自己資本比率低下による急激な信用収縮が発生する可能性は低いとみている。

ただし、不良債権のオフバランス化が進むかがはっきりしないという点に、やや注意が必要である。現地ヒアリングによれば、下落が特に激しいのは日本円で3千万～5千万円にも達する実需がほとんどない超高級住宅で、今後も価格下落は続く見通しとなっている。このため、不動産融資がいっそう劣化したり、担保不動産の価格下落が進んだりすることを通じて、金融機関の自己資本比率が低下する恐れがある。もっとも、政府の信用が改善して国債発行が容易になっているため、資産内容が劣化した金融機関に対し、資本注入などで機動的な対応をとることは可能とみている。また、慎重なペースではあるものの、利下げが見込まれることも、不動産価格に対する下落圧力を緩和するだろう。

以上をまとめると、人口動態の変化が背景にあるのでインフレ圧力は根強いが、ベトナム政府が緊縮的な経済運営を続けてきたため、徐々に和らいできた。このため、緊縮政策の一部緩和が見込まれることから、当面の景気に大きな心配は必要ないとみている。また、景気に大きな下押し圧力をかけることなく、不良債権を処理していくことは可能と考えている。

いずれにせよ、政府・国家銀行は、今後も緊縮政策を慎重なペースで緩和していくというスタンスを維持すべきであろう。景気浮揚を急いだ結果、再度インフレを招いてしまえば、政府の信用は失墜し、政府の信用を裏付けとする不良債権処理の枠組みは機能しなくなるだろう。

IV. 終わりに—課題は不良債権処理だけではない

人口動態から判断すると、経済成長の巡航速度は徐々に落ちる方向にある。世界銀行が予想する通りに実質GDP成長率が加速すれば、2015年頃には巡航速度を超えるため、いずれかの段階でインフレ圧力が高まる可能性がある。労働投入量に限界がある以上、これまでのような労働集約型産業主体の経済成長は、そう遠くない将来に限界を迎えるであろう。このため、生産性向上を目指した改革が必

要であり、そうすることが、単純な組み立てではない、部品産業などの育成にも役立つであろう。中長期的に経済成長を持続するために、ベトナムが取り組むべき課題は多いと思われる。

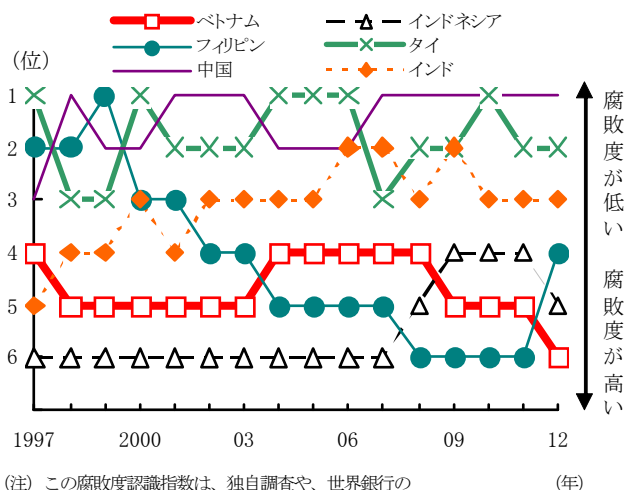
第1に、不良債権の処理を進めることは、こうした中長期的な経済成長の観点から重要である。貸倒引当金の積み増しが強化される中、金融機関は不良債権を回収し、より少ない引当で済む、信用の高い顧客向けの与信を増やそうとするだろう³⁵。この結果、不動産開発のような非生産的部門から、より生産的な部門に資金が移動することが予想される。こうして産業構造が変化してゆくことで、生産性向上を通じた潜在成長率の上昇が期待できる。

第2に、国営企業の改革が重要だ。本業回帰の方針は既に打ち出されているが、さらに一步押し進め、政府の介入をなるべく減らし、市場経済化をいっそう進めることが大事であろう。国営企業改革は政治的な利害関係が絡む微妙な問題であり、なかなか取り組むのが難しいが、それだけに改革の本丸とも言える³⁶。

第3に、汚職との戦いを強化することだ。インドネシアのユドヨノ政権や、フィリピンのアキノ政権の取り組みが評価を高める中、ベトナムの評価は一向に高まらず（図表 21）、改革の遅れが目立っている。この問題を放置すれば、直接投資先としてのベトナムの魅力は低下するだろう。

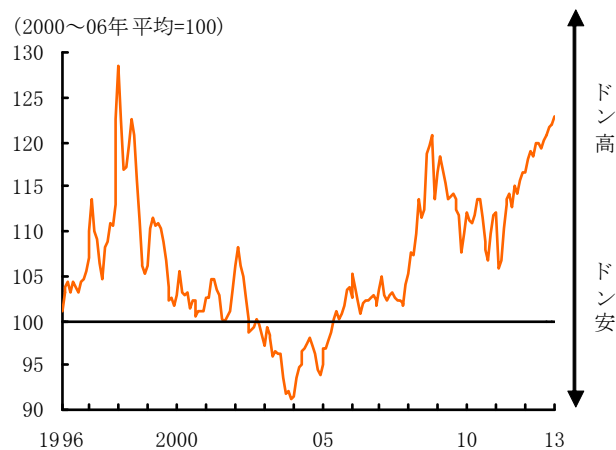
第4に、生産年齢人口の伸びが鈍化する中では、個々の労働者の生産性を高めるために、教育水準を向上させてゆくことも重要だ。世界銀行とCIEMがハノイ・ホーチミン両市及び近郊の350社に対して実施した共同アンケート調査では、外資系企業の6割・地場企業の4割が「労働者のスキル不足で生産性

図表 21 腐敗認識指数のアジア 6 カ国順位



(注) この腐敗認識指数は、独自調査や、世界銀行のデータなどを用いて、Transparency International が評点したもの。2012年調査の対象国数は176カ国(年により異なる)。そのうち、アジア主要国の中で比較的腐敗度が高い6カ国を抽出し、順位付けを行なったもの。
(資料) Transparency International, "Corruption Perceptions Index" (various issues)

図表 22 ドンの実質実効為替レート



(注) ドンの対ドル、ユーロ、人民元、円、ウォン、バーツ、(年)リングの為替レートを、CPIで実質化し、直近1年間の貿易シェア加重平均で合算。一部の未発表月のCPIは、直近月の前年比伸び率を用いて延長した。
(資料) IMF, "International Financial Statistics", 各国統計

³⁵ オフバランス化が進めば、より多くの資金が生産的な企業に流れる可能性があるため、資産買取会社の役割は重要となる可能性がある。ただし、オフバランス化するかどうかは、最終的には金融機関の判断の問題であろう。現在は不良債権でも、将来的に有望な企業への与信(あるいは値上がりが見込まれる担保不動産)は、貸倒引当金を積み増した上で保有し続けるという選択があり得るからだ。

³⁶ ベトナムが交渉に参加する環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)では、国営企業保護の見直しが論点の1つになっている。このため、TPPに加盟することは、国営企業改革を促すことに繋がるだろう。

が上がらない」、また外資系企業の66%・地場企業の36%が「ベトナムの教育機関における教育・訓練内容に満足していない」と回答したという³⁷。

第5に、健全なマクロ経済運営を維持することだ。2011年までのように景気の変動が激しいと、企業の設備投資意欲が減退する可能性がある。その点への反省から、財政政策と金融政策については、これまでのところ経済安定を重視した保守的な運営となっており、今後も同様の運営が続くことが求められる。

マクロ経済運営の中では、為替政策をどうするかも問題となる。足元、ドンへの信認回復が依然大きな課題となっているため、当面は対ドル為替レートの維持を重視した現行政策を維持しても良からう。しかし、ドル連動は、かつてタイで通貨危機を引き起こした為替政策であり、長くは続けられまい。物価が安定してきたとはいえ、ベトナムのインフレ率は米国よりも恒常的に高いため実質的な通貨価値が増価（図表 22）、輸出競争力が低下してしまうためだ。現実的な選択肢は、タイのような管理フロート制（為替レートの変動は容認するが、市場介入等により急激な変動を回避する制度）か、クローリング・ペッグのように漸次為替レートを切り下げる政策と思われる。

ベトナムが、中期的に高い経済成長を維持し、将来的にその内販市場が魅力を増すかどうかは、こうした改革を実現できるかにかかっているだろう。ベトナムの内販市場に期待する日本企業は、不良債権処理がきちんと進んでいるかという点に加え、その他の改革の帰趨にも注目すべきだろう。

³⁷ 「『スキル不足で生産性上がらず』：外資の6割超が回答＝世銀調査〔労働〕」（『NNA』2012年11月21日）。原文は“Doanh nghiệp ngoại coi nhân lực Việt là lực cản”（*VietnamNet*, 9 November 2012）

[参考文献]

- ADB [Asian Development Bank] (2012), *Asian Development Outlook 2012 Update*
- Allens Pte Ltd (2012), *Vietnam Legal Update September 2012 Edition*
- Anne Ho and R. Ashle Baxter (2011), *Banking Reform in Vietnam*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Country Analysis Unit
- ベトナム銀行 [Bank for Foreign Trade of Vietnam] (2011), *Annual Report 2010*
- BIDV [Bank for Investment and Development of Vietnam] (2007), *Annual Report 2006*
- フィッチ・レーティングス [Fitch Ratings] (2012), “2013 Outlook: Vietnamese Banks – Low Ratings Reflect Heightened Risks”, *Outlook Report*
- IMF [International Monetary Fund] (2012a), “Growth Resuming, Dangers Remain”, *World Economic Outlook April 2012*
- (2012b), “Coping with High Debt and Sluggish Growth”, *World Economic Outlook October 2012*
- (2012c), “Vietnam – 2012 Article IV Consultation”, *IMF Country Report No.12/165*
- ムーディーズ [Moody’s] (2012), “Rating Action: Moody’s downgrades Vietnam’s govt bond rating to B2, outlook stable”, *Global Credit Research*
- スタンダード・アンド・プアーズ [Standard & Poor’s] (2012a), *Vietnam Outlook Revised To Stable From Negative; ‘BB-/B’ Sovereign Ratings Affirmed*
- (2012b), *BICRA On Vietnam Revised To Group ‘9’ From Group ‘10’*
- ベトナム国家銀行 [The State Bank of Vietnam] (2013), *Press Release on Performance of banking sector in 2012 and tasks for 2013*
- Vietcombank Securities, Research & Analysis Department (2012), *Banking Sector Update Q3.2012*
- 世界銀行 [The World Bank] (2011), “Securing the Present, Shaping the Future”, (*East Asia and Pacific Economic Update 2011 – Volume 1*)
- (2012a), “Capturing New Sources of Growth”, *East Asia and Pacific Economic Update 2012 – Volume 1*
- (2012b), *Taking Stock - An Update on Vietnam’s Recent Economic Developments*
- (2012c), *East Asia and Pacific Data Monitor*
- (2012d), *Corruption from the perspective of Citizens, Firms and Public Officials*
- (2012e), “What skills are employers looking for in Vietnam’s workforce?”, *East Asia & Pacific on the rise*
- (2012f), “Remaining Resilient”, *East Asia and Pacific Economic Update 2012 – Volume 2*
- (2013), *Global Economic Prospects January 2013*
- 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』2008年11月)
- (2011) 「ベトナム経済はなぜ安定しないのか～求められる経済成長至上主義との決別～」 (み

ずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニアインサイト』2011年10月)
日本貿易振興機構（2012）『在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査（2012年度調査）』