

# 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

アジア調査部主任研究員

稲垣博史

03-3591-1379

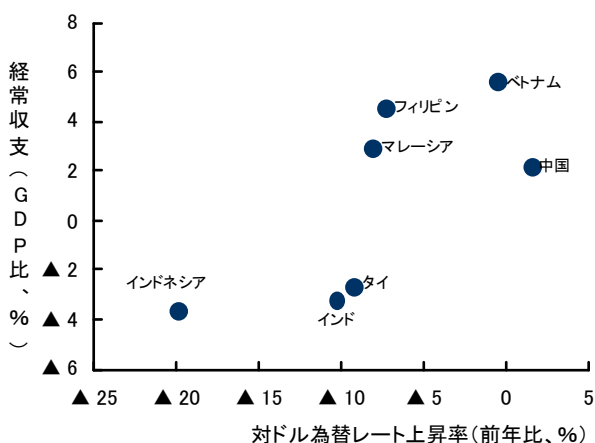
hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

- 2013年は、QE3縮小観測の台頭で大規模なドル買い・新興国通貨売りが起こり、多くの新興国がインフレ高進と景気減速に直面した。一方、ベトナム経済は、安定を保ちつつ成長を加速させた
- この背景には、対ドル連動の為替政策維持のためベトナム政府が安定重視のマクロ経済運営を続ける中、日韓企業による対越直接投資が活発化したことがある
- ドル高は長期化する可能性があり、現行為替政策の弊害は今後大きくなりうる。一方で、直接投資の堅調な流入が続くという保証はない。安定成長維持のためには、為替政策の変更が有効だろう

## 1. はじめに

2013年においては、5月22日のバーナンキ発言<sup>1</sup>を起点とする米国の量的金融緩和第3弾（QE3）の縮小観測が、新興国の金融市場や実体経済を大きく揺さぶった。QE3縮小によりリスクマネーの供給が絞られるとの見方から大量の資金が新興国から流出したためだ。アジアをみると、インドやインドネシアといった経常赤字国（図表1）は、通貨が大きく下落したことを一因に消費者物価指数（図表2）は大幅に上昇、この結果として緊縮的な財政・金融政策の採用を迫られた。また、黒字ながら経常収

図表1 対ドル為替レートと経常収支



図表2 消費者物価上昇率

(単位：%)

|        | 2009  | 2010  | 2011  | 2012 | 2013 |
|--------|-------|-------|-------|------|------|
| 中国     | ▲ 0.7 | 3.3   | 5.4   | 2.6  | 2.6  |
| インドネシア | 4.8   | 5.1   | 5.4   | 4.3  | 7.0  |
| タイ     | ▲ 0.9 | 3.3   | 3.8   | 3.0  | 2.2  |
| マレーシア  | 0.6   | 1.7   | 3.2   | 1.7  | 2.1  |
| フィリピン  | 4.2   | 3.8   | 4.7   | 3.2  | 2.9  |
| ベトナム   | 6.9   | 9.2   | 18.7  | 9.1  | 6.6  |
| インド    | N. A. | N. A. | N. A. | 9.7  | 10.1 |

(資料) 各国統計

(注) 対ドル為替レートは、2013年末の5月22日対比上昇率。経常収支は、ベトナムのみ2013年のIMF見込みで、その他の国は2013年7～9月期までの実績。

(資料) 各国統計、IMF、みずほ総合研究所

支が急速に悪化していたマレーシアについても、財政健全化策の導入などを余儀なくされた。こうした緊縮政策などから、アジア新興国の景気は総じて減速した（図表 3）<sup>2</sup>。

これに対し、ベトナム経済は、数年前までは資金流出に対して非常にぜい弱であったが、2013年のQE3縮小観測台頭後の資金流出圧力は、うまく乗り切ったと言えよう。経常黒字の維持とインフレ率低下を実現するなど経済の安定を保ちつつ、図表 3 に掲げたアジア主要新興国では唯一、小幅ながら実質 GDP 成長率を加速させたとみずほ総合研究所は見込んでいる。

なぜベトナム経済は、かつてぜい弱だったにもかかわらず、今回は底堅く推移したのだろうか。また、2014年1月からQE3縮小が開始される中、今後も底堅さを維持できるだろうか。以下では、データを交えながら、こうした点について考えてみたい。

## 2. 成長よりも安定重視が鮮明になったベトナムのマクロ経済運営

### （1）QE3縮小観測台頭前の経済政策と経済状況

QE3縮小後の議論に入る前に、それ以前のベトナムのマクロ経済運営と経済状況について、簡単に振り返っておきたい。

かつてベトナム政府は、安定よりも経済成長を重視した財政・金融政策を採用していたことから景気が過熱し、高インフレと経常収支悪化に直面した。経常収支が悪化したにもかかわらず、対ドル連動に固執した為替政策を続けた結果、外貨準備は激減した。このため、2007年終盤から2011年にかけて、ベトナム経済は極めて不安定な状況となっていた<sup>3</sup>。

高インフレを押さえ込み、経常収支の改善を通じて外貨準備を増やすため、2011年以降は経済の安定を重視した財政・金融政策が運営された。具体的にみると、2008年は、インフレがピークを過ぎると直ちに急激な利下げ方向に金融政策の舵を切って景気加速を目指したが、2011年は、インフレが抑

図表 3 実質 GDP 成長率

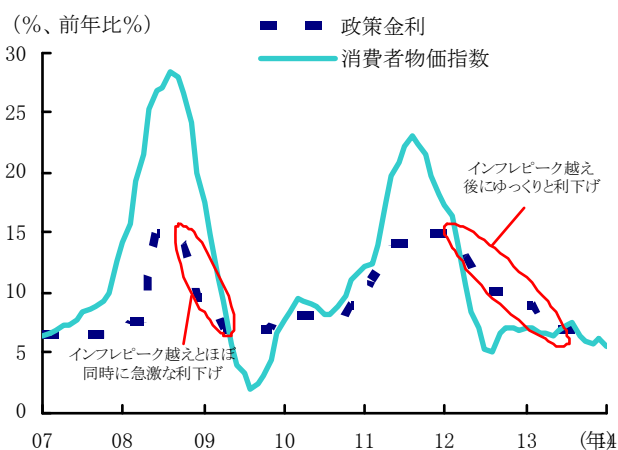
(単位：%)

|        | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|-------|------|------|------|------|
| 中国     | 9.2   | 10.4 | 9.3  | 7.7  | 7.6  |
| インドネシア | 4.6   | 6.2  | 6.5  | 6.2  | 5.7  |
| タイ     | ▲ 2.3 | 7.8  | 0.1  | 6.5  | 2.7  |
| マレーシア  | ▲ 1.5 | 7.4  | 5.1  | 5.6  | 4.4  |
| フィリピン  | 1.1   | 7.6  | 3.6  | 6.8  | 6.8  |
| ベトナム   | 5.4   | 6.4  | 6.2  | 5.3  | 5.4  |
| インド    | 6.5   | 9.7  | 7.5  | 5.1  | 4.7  |

(注) 2013年は、中国とベトナムは実績。その他はみずほ総合研究所による見込み。

(資料) 各国統計、みずほ総合研究所

図表 4 政策金利とインフレ



制されていることを確認しつつ、非常に慎重なペースで利下げを実施、バーナンキ発言直前の 2013 年 5 月 10 日まで利下げは続いた（図表 4）。また、国家部門による投資（公共投資に近い概念）が 2011 年に大幅に減少（図表 5）、2012 年についても慎重なペースでの増加にとどめるなど、財政政策も緊縮的な運営がなされた。

以上の結果、インフレ率が漸次低下し、また経常収支が改善するなど、経済は安定に向かった。

## （２）QE3 縮小観測台頭後の経済政策と経済状況

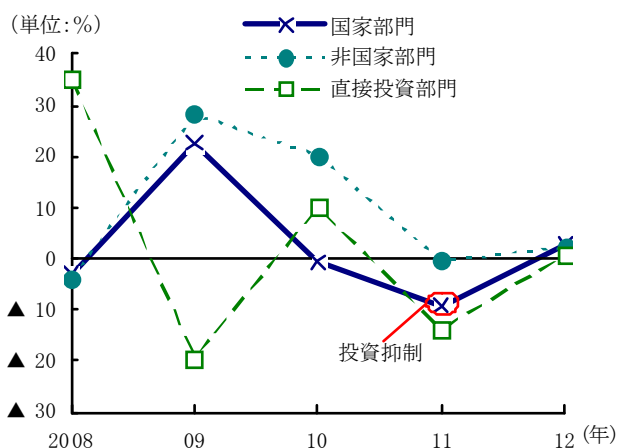
そして、2013年5月22日にバーナンキ発言を迎えた。これ以降、インドネシア・ルピアなどの周辺国通貨と同様に、ベトナムの通貨ドンにも下落圧力がかかり、対ドル為替レートは下限に張り付いた（図表 6、ベトナムの為替政策については同図表の脚注参照）。

QE3 縮小観測台頭に伴うドン安圧力を受け、対ドル連動の為替政策を維持するため、ベトナム政府は政策運営を再度緊縮方向とした。ドンの対ドル為替レートの切り下げは 6 月 28 日の 1%PT にとどめる一方で、それまで行なってきた漸進的な利下げを停止し、また 4~6 月期以降、国家部門の実質建設投資<sup>4</sup>の伸びが低下していることから（図表 7）、公共投資も抑制姿勢に転じたとみられる。こうした成長よりも安定を重視するベトナム政府の姿勢が、経常黒字の維持、インフレの抑制といった経済の安定化に貢献したと言えよう。

## 3. 日韓企業のベトナム生産シフトが緊縮政策の悪影響を凌駕

さて、こうした緊縮的な財政・金融政策の採用は、インフレ率の抑制や経常収支改善といった経済の安定にはつながるが、経済成長率は下押しされるはずだ。このため、みずほ総合研究所では、QE3

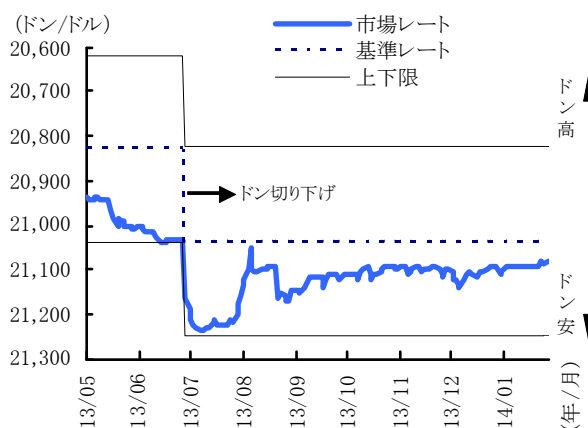
図表 5 実質投資



(注) 投資は、「社会全体の実質的・精神的な生活水準を改善する生産能力や資源の維持・増加のための支出」と定義されており、固定資産だけでなく在庫など全ての投資を含む。

(資料)CEIC Data

図表 6 ドンの対ドル為替レート



(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%）に限定するというもの。事実上、対ドル連動に近い運用となっている。

(資料)CEIC Data

縮小観測の台頭はベトナム経済に、比較的大きな悪影響を及ぼすと予想していた<sup>5</sup>。しかし現実には、ベトナム経済は意外なほど堅調に推移し、2013年通年の実質GDP成長率は、結局2012年を小幅に上回った。

景気堅調の理由としては、対内直接投資実行額が3年ぶりの増加に転じたことが挙げられる(図表 8)。対内直接投資の実行額(2013年は115億ドル)は、国別・業種別の詳細が非開示だが、実行額に若干先行するとみられる同認可額(2013年は216億ドル)をみると、国別には日本、シンガポール、韓国、中国が多い(図表 9)。なお、シンガポールの43.8億ドルのうち、少なくとも30億ドルがサムスングループによるものであり、実質的には韓国が1位と言っても良い。

業種別には、製造業が突出しており、これに電気・ガス・水道業が続く(図表 10)。製造業については、中国・タイなどの人件費上昇や、日本の場合は日中関係の悪化などが影響し、日韓企業のベトナムへの生産シフトが加速したため拡大したと言えよう。

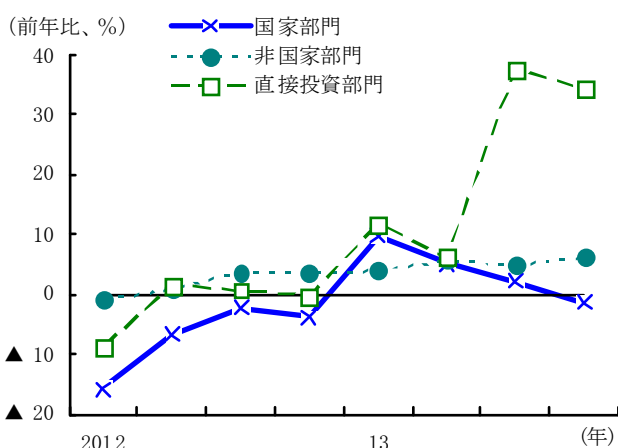
2013年は大型の認可案件が多く、具体的には出光興産等による製油所(28億ドル)、韓国サムスングループによるスマートフォンや電子部品の工場(3案件で42億ドル、シンガポール経由を含む)、韓国LG電子によるテレビ・家電等の工場(15億ドル)<sup>6</sup>、中国南方電網等による石炭火力発電所(20億ドル)<sup>7</sup>、などとなっている。この4社グループの案件を合計すると、105億ドルと半分近くに達する。

以上のような、日韓製造業を中心とするベトナムでの投資拡大の動きは、雇用増加を通じて個人消費拡大を促す要因となったと考えられる。この結果、金融緩和が停止され財政政策は緊縮方向となったにもかかわらず、景気はむしろ加速したと言えよう。

#### 4. 今後の展望～安定成長維持には為替政策の変更が有効

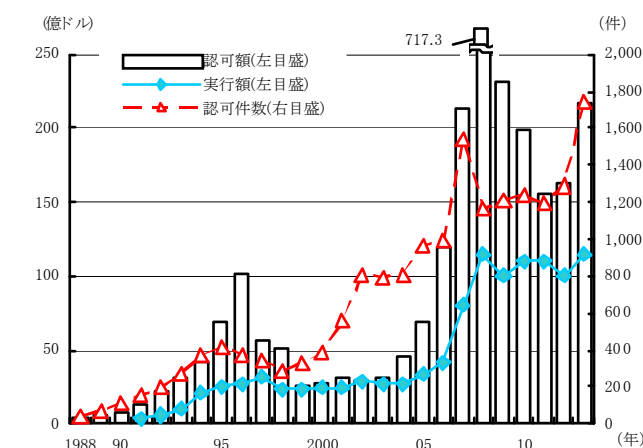
ベトナム政府の経済運営を振り返ってみると、2011年以降は、インフレ抑制・経常収支黒字化を実現するなど、経済の安定を重視する姿勢が鮮明である。その姿勢に揺るぎは無く、今後も安定重視を

図表 7 実質建設投資



(注) 統計上の制約から、速報値かつ年内の累計値。  
(資料) ベトナム統計総局

図表 8 対内直接投資



(資料) ベトナム統計総局

続けるとみられる。成長重視・安定軽視のマクロ経済運営に端を発する、2007年終盤以来の経済不安定化の局面は、基本的に終わったと言ってよいのではないだろうか<sup>8</sup>。

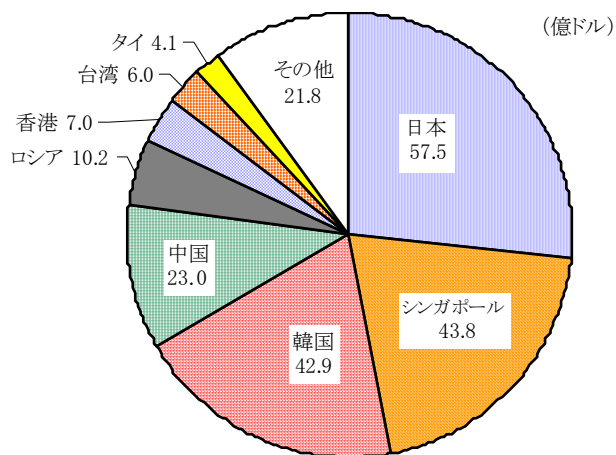
一方、緊縮政策にもかかわらず景気が堅調に推移したのは、直接投資の流入増大によるものであった。直接投資については、当面は堅調に流入する可能性が高い。そう考える理由は、第1に、上述したような大型案件は、長い期間にわたることだ。例えば、出光の製油所プロジェクトは2017年の開業予定、サムスンの携帯電話プロジェクトは2015年の完成、LG電子のテレビ等の工場は2024年<sup>9</sup>にわたる長期プロジェクトとなっている。第2に、欧米景気が緩やかに持ち直しており、企業の間で生産能力増強の動きが出やすいことだ。第3に、日中関係改善の目処が立たず、またタイが深刻な政治混乱に陥るなど、ライバルの投資先としての魅力が低下していることである。第4に、ベトナムでは徐々に中間層が台頭しつつあり、家電等の市場としての魅力がいつそう高まっていることである。

もっとも、直接投資の流入が当面堅調となる可能性が高いとはいえ、その堅調さが長続きするという保証は無い。例えば、先進国や中国といった主要輸出先国の景気減速や、主力輸出品目となった携帯電話の世界的需要の鈍化などをきっかけとして、対内直接投資は急減する恐れがある。また、より労賃の低い国の投資環境が改善し、ベトナムのライバルとして台頭する可能性もあろう。2015年にティラワ工業団地が開業するミャンマーが、ライバルとしては最有力候補だ。こうした状況を踏まえると、直接投資の流入に依存し過ぎるのはリスクが大きい。

一方で、QE3 縮小から利上げへと、ゆっくりとながらも米国で金融政策が引き締め方向に向かうのであれば、ドル高局面は長引く可能性がある。ベトナムがドル連動の為替政策を維持する利点は、輸入物価の上昇を回避することで物価の安定を維持できることにあるが、ドル高局面があまりに長引くと、ドル連動のために緊縮金融政策が長期化したり、あるいはドンの実質為替レート上昇を通じて輸出に下押し圧力がかかったりする<sup>10</sup>といった、弊害の方が大きくなるのではないかと。

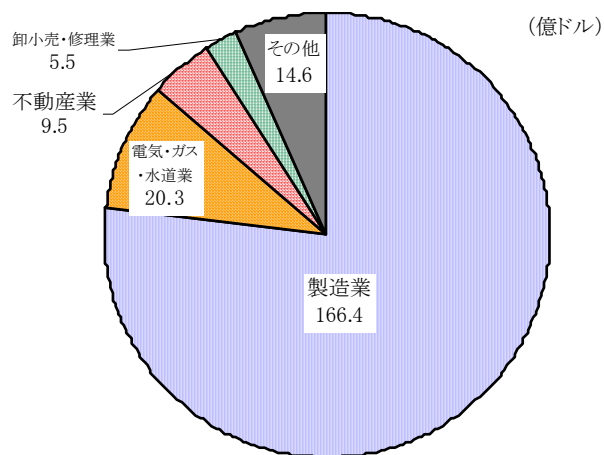
そうした事態を避けるためには、ベトナムが対ドル連動を基本とする為替政策を見直すことが望ましい<sup>11</sup>。例えば、タイのような管理フロート（市場介入で相場急変は防ぐが、平時の相場変動はある

図表 9 2013年の国別対内直接投資認可額



(資料) ベトナム計画投資省

図表 10 2013年の業種別対内直接投資認可額



(資料) ベトナム計画投資省

程度容認)<sup>12</sup>を導入すれば、ドル連動のために緊縮政策を採用する必要性は無くなるはずだ。ベトナムでは、安定重視の健全なマクロ経済運営が行なわれる中、経常収支は既に黒字化し、またインフレ率もだいぶ落ち着いてきた。この結果、ある程度のドン下落は許容できるようになってきているため、為替政策を変更できる環境が整いつつあるように思われる。

#### 【参考文献】

- 稲垣博史 (2010) 「通貨危機回避のために東アジア諸国政府に求められる経済運営～アジアは過去の通貨危機の教訓を生かしているか」(みずほ総合研究所『みずほレポート』2010年4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『みずほインサイト』2011年10月)
- (2013a) 「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『みずほレポート』2013年3月)
- (2013b) 「QE3 縮小のアジアへの影響を考える～経常赤字国に打撃、ドルペッグ国にも悪影響」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年7月)

<sup>1</sup> 「引き続き景気改善が見られ、その改善が持続的だと確信した場合、今後数回の会合で債券購入のペース減速を決定することもあり得る」(FRB 議長:今後数回の会合で債券購入のペース減速もあり得る)、『ブルームバーグ』2013年5月23日)。

<sup>2</sup> タイの大幅な景気減速は、QE3 縮小に伴う資金流出よりも、2012年に実施されていた自動車購入促進策の反動などによりもたらされたという側面が強い。また中国は、QE3 縮小の影響をあまり受けなかった。

<sup>3</sup> 詳しくは稲垣 (2011) 参照。

<sup>4</sup> 図表 5 の実質投資は、2013年実績が未発表であり、かつ四半期毎に発表されていないため、ここでは実質建設投資で代用した。

<sup>5</sup> 詳しくは稲垣 (2013b) 参照。

<sup>6</sup> 日韓のデータは、「FDI 認可、前年比3割増：目立つ韓国勢の大型投資、日本が国別でトップ」(『NNA』2013年12月30日)による。

なお、出光等のプロジェクトは、投資総額90億ドルとも報じられており、うち40億ドルは同プロジェクトに出資する出光興産(出資比率35.1%)、クウェート国際石油(同35.1%)、ペトロベトナム(同25.1%)、三井化学(同4.7%)が出資比率に応じて負担する。また、残りの50億ドルは、国際協力銀行(JBIC)、韓国輸出入銀行(KEXIM)、及び国内外民間銀行から借り入れる。「出光興産：ベトナム製油所建設の投資を決定、90億ドル」(『ブルームバーグ』2013年1月15日)、「出光興産、ギーンソン製油所の設備投資に総額50億ドル借り入れ」(『ベトジョー』2013年6月7日)などを参照。

<sup>7</sup> 20億ドルという数字の出所は、『2013年10月ベトナム経済事情』(在ベトナム日本国大使館)。

<sup>8</sup> 不良債権問題が深刻であるとの見方もあるが、みずほ総合研究所では同問題が経済を不安定化させたり、あるいは経済成長の深刻な制約要因になったりすることはないとみている。詳しくは稲垣 (2013a) 参照。

<sup>9</sup> 「越北部にLG村建設へ、15億ドル投じ生産拠点統合」(『NNA』2013年9月11日)。

<sup>10</sup> タイやインドネシアなどの通貨はドルに連動しないので、ドル高局面ではベトナムの輸出競争力は低下する。

<sup>11</sup> 外的ショックを和らげるためには資本規制の強化も有効だが、資金の配分を歪めるため、あまり望ましいとは言えない。

<sup>12</sup> クローリング・ペッグなど、ドル連動以外のその他の為替政策も検討に値する。詳しくは稲垣 (2010) を参照。

●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。