

## 調査レポート

# ベトナム経済の現状と今後の展望

## ～ 経常赤字拡大とドン安進行を解消できるか？ ～

ベトナムは、共産党一党独裁下で市場経済化を進めるという「中国型」政治経済体制のもと、東アジアで中国に次ぐ高い経済成長率を維持しており、さながら「東南アジアのミニ中国」といった様相を示している。

ベトナム経済は、リーマンショックの激震を乗り越え、タイやマレーシアのような大幅な景気後退を回避した。ベトナムがアジア通貨危機やリーマンショックなどから国内経済を守れたのは、基本的には、中国と同様に金融市場を対外開放していなかったためであると言える。しかし、堅調な動きを見せるベトナム経済も、近年、経常赤字の増加、ドン安の急加速、といった不均衡の拡大に直面している。

経常赤字増加の主因は、貿易赤字拡大である。ベトナムは産業基盤が脆弱であり、一次産品や軽工業品など低付加価値品を輸出し、付加価値の高い中間財や資本財は輸入に依存している。つまり、経済成長が貿易赤字を誘発するような産業構造であると言える。また、貯蓄率が投資率を大幅に下回っていることも、経常赤字拡大につながっている。

ベトナム通貨ドンの対ドル為替相場は、1986年のドイモイ政策開始以降、ほぼ一貫して下落を続けてきた。最近では、金価格高騰を背景に、ベトナム国民の間で、ドンを売って得たドルで金を買う動きが強まり、それがドン安を加速させた。また、経常赤字の慢性化によるドン先安感の高まりも、ドン下落につながっている。

日本企業の投資先としてのベトナムへの関心は非常に高い。しかし、最近、ハノイやホーチミン周辺を中心に労働市場が逼迫しており、労働集約型の大規模量産工場の進出は難しくなりつつある。また、運輸・エネルギー・裾野産業といった投資インフラも、依然として、中国やタイに比べて改善すべき課題が多い。

ベトナムは、今後、貯蓄の向上と裾野産業の充実による経常赤字の是正や、一方的なドン安の是正といった構造的問題の解決に向けて、長期的視点で取り組む必要がある。ただ、中国とASEANのFTA形成により関税障壁がなくなりつつあるなかで、ベトナムでの裾野産業育成の先行きには不透明感も漂う。経常赤字とドン安を短期間で是正するのは難しいことから、ベトナム経済は、当面、成長は続けるものの、経常赤字やドン安という不均衡も解消できないというシナリオが濃厚である。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 堀江 正人 ( chosa-report@murc.jp )

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

はじめに ～ 中国に次ぐ高成長を遂げたベトナム経済に顕在化する不均衡

ベトナムは、最近 20 年間、東アジアで中国に次ぐ高い経済成長率を維持してきた。ベトナム経済が中国経済と同様の堅調ぶりを示している要因のひとつには、ベトナムの政治経済体制が基本的に中国と同じであることがあげられる。

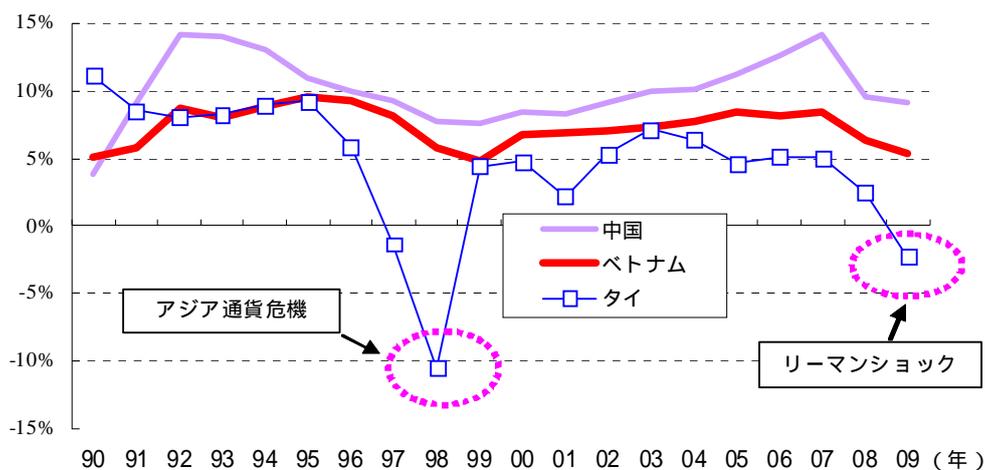
ベトナムは、中国と同様、共産党一党独裁を堅持しつつ市場経済化を進め、ODA を活用してインフラを整備し、外資企業を呼び込んで輸出を拡大させるなど、「成長重視」の経済政策を採ってきた。また、ベトナムは、中国と同様に、金融市場を対外開放せず為替取引も厳しく規制してきた。こうした慎重な金融政策ゆえに、アジア通貨危機やリーマンショックによる激震から国内経済を守れたという点でも、ベトナムと中国は共通している。

さらに、ベトナムは、2000 年代に入ると、中国一極集中からのリスクヘッジ先、すなわち「チャイナ・プラス・ワン」の投資先として注目されてきた。中国における SARS や反日暴動等による操業中断リスクへの対策を迫られた日本企業は、生産拠点の一部機能を中国からベトナムに移管する動きを強めたのである。こうしたことから、ベトナムは、いわば、「東南アジアのミニ中国」のような様相を示している。

しかし、ベトナムと中国には相違点もある。中国は経常黒字が膨張し続け人民元高の動きが強まっているが、これとは対照的に、ベトナムは、経常赤字が慢性化し通貨ドンの下落が止まらなくなっている。なぜ、ベトナムは、こうした状況に陥ったのだろうか？

本稿では、堅調に見えながらも次第に顕在化する不均衡や構造的問題に焦点を当てつつ、ベトナム経済の現状について考察する。

図表 1 . 中国、タイ、ベトナムの実質 GDP 成長率推移



(出所) CEIC

## 1. ベトナム経済の最近の動向 ~ リーマンショックから短期間で回復

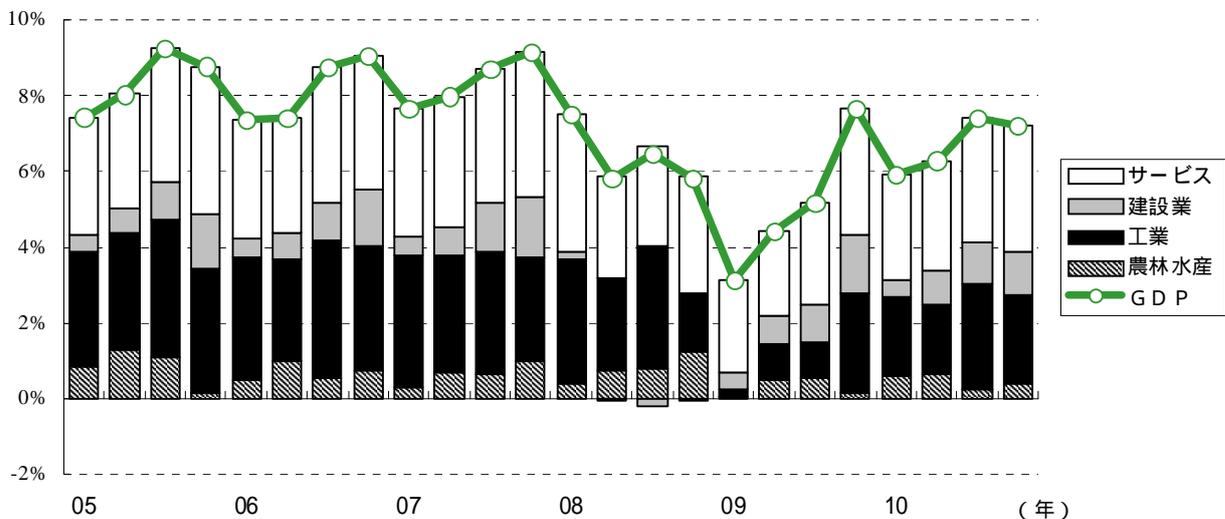
### (1) 財政金融政策の後押しもあって短期間で景気回復したベトナム

ベトナムの景気は、リーマンショック後に大きく鈍化したものの、タイやマレーシアのようなマイナス成長転落はなく、底堅い動きを見せた。リーマンショック後の世界的景気後退を引き起こした主因は、欧米系金融機関の経営悪化による信用収縮・資金海外流出であった。しかし、ベトナムの金融市場は海外からほぼ遮断されていたため、欧米系金融機関のベトナムでのエクスポージャーが小さかったため、そうしたダメージはなかった。これが、リーマンショック後にベトナムが大幅な景気後退を免れた最大の理由である。

四半期毎の経済成長率（実質 GDP 成長率：前年同期比）の推移を見ると、2005～2007 年にかけては 7～9% 台の高成長を続けていたが、リーマンショック発生後に景気が急速に鈍化し、2009 年 1-3 月期には、工業部門の大幅な減速などにより、3.1% へと急低下した。

しかし、後述のように、ベトナム政府当局が、利下げや利子補給<sup>1</sup>、財政出動などの景気対策を実施したことや、海外景気の好転で輸出が持ち直したことなどを受けて、2009 年 1-3 月をボトムに、景気は回復に転じた。経済成長率は、2010 年 10-12 月期には 7.2% まで回復しており、2010 年通年でも 6.8% と、リーマンショック前の伸び率に近づいている。

図表 2. ベトナムの実質 GDP 成長率（前年同期比）と産業別寄与度



(出所) CEIC

今般のリーマンショック前後の経済状況の変化にベトナム当局がどう対応したかを、インフレ率と政策金利の動きを見ながら振り返ってみよう。

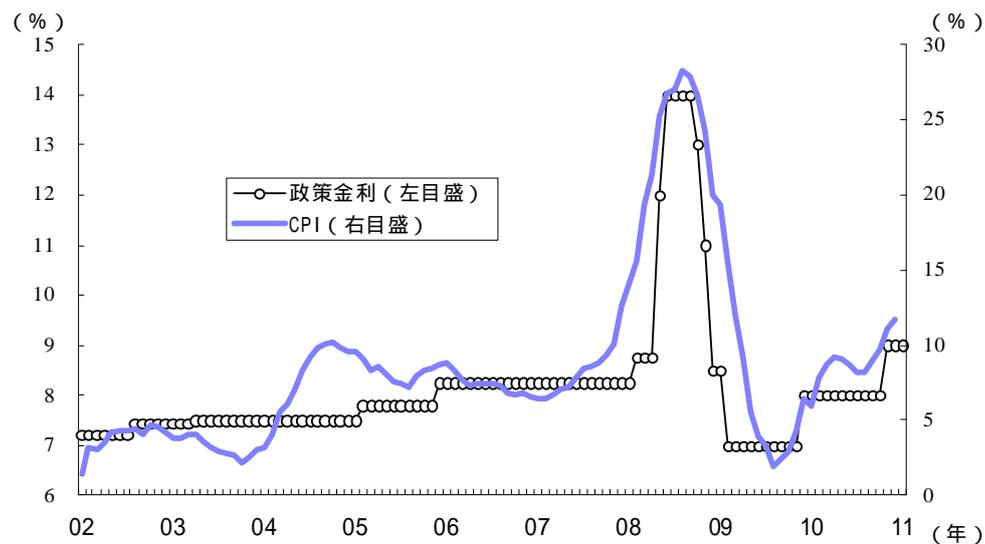
まず、リーマンショック以前のベトナムの景気は、どうだったか? 当時、ベトナム WTO 加盟（2007 年 1 月）を契機とする「ベトナム投資ブーム」で海外資金流入が加速していたため、四半期ベースの経済成長率が一時 9% を超え、インフレが加速するという、景気過熱状態にあった。インフレ率（CPI 上昇率：前年同月比）は、2007 年末には 10% 台に達し、

<sup>1</sup> 銀行融資の金利を国が補助する制度であり、2009 年 2 月から 12 月まで実施された。

2008年春には20%を超え、2008年夏には30%近い高い伸びとなった。中銀は物価上昇圧力抑制のため、2005年12月以降据え置いていた政策金利（基準金利）を相次いで切り上げ、2008年2月に50bps、5月には325bps、さらに6月にも200bpsもの利上げを実施した。

そこへ、リーマンショックの激震（2008年9月）が襲ったのであった。リーマンショック以降、国内景気は急減速し、一方、景気鈍化にコモディティ国際価格急落の影響が重なってインフレ率も低下した。こうした状況を受け、中銀は、景気対策として、2008年9月から2009年2月までの間に4回の利下げを実施し、基準金利を合計で700bpsも引き下げた。こうした利下げに加えて、ベトナム政府当局による財政出動等もあり、前述のように、景気は2009年1-3月を底に回復へ向かった。ところが、その後、低金利を背景に銀行融資が増加し景気が拡大したことで、インフレが再び加速する兆候が見えた。このため、中銀は、2009年11月に政策スタンスを「成長重視」から「安定重視」に転換し、2009年12月には10ヵ月ぶりに利上げ（100bps）を実施した。

図表3．ベトナムのCPI上昇率（前年同期比）と政策金利の動向



(出所) CEIC

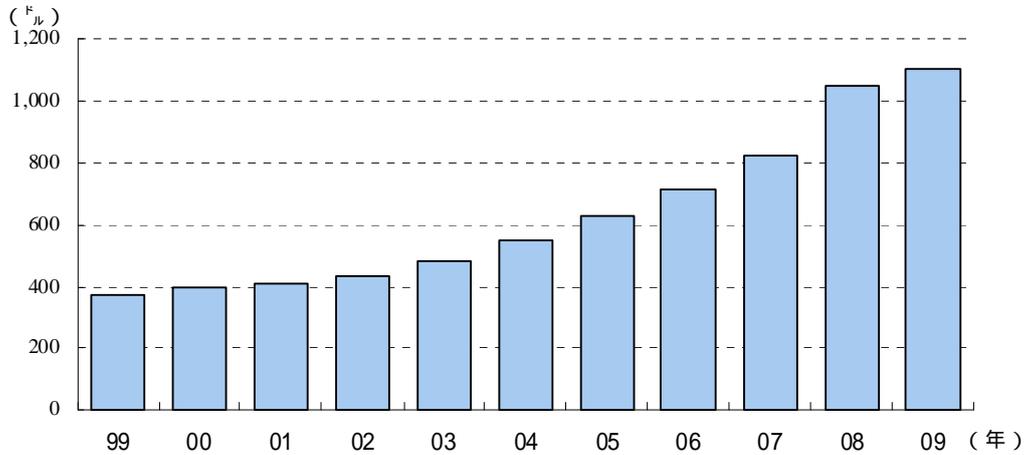
## (2) 所得水準向上で消費市場としても注目されるベトナム

ベトナムは、1990年代初頭には、ASEAN諸国中、カンボジアやラオス等とともに、最も所得水準の低い国であった。しかし、経済が高成長を続け、また、外資系企業進出等により雇用・所得環境が好転し、さらに、海外投資家のベトナム投資ブームがもたらした株高や地価高騰などの資産効果も加わり、2005年以降、所得水準の上昇傾向が鮮明となっている。一人当たりGDP（ドル換算）を見ても、2000年には400ドル程度にすぎなかったが、2008年には1000ドルを超えている。2010年のベトナム支援国会合（CG）では、ベトナムが低所得国から低中所得国へ格上げされた<sup>2</sup>。ベトナムが低所得国から中所得国へとステ-

<sup>2</sup> これにより、今後は、従来よりも無償援助が減少するなど、ベトナムへのODA支援における援助条件が厳しくなる見通しとなった。

ジアップしたことで、今後、消費市場としてのベトナムへの注目度が一段と高まってくると見られる。

図表４．ベトナムの一人当たりGDP（米ドル換算）の推移

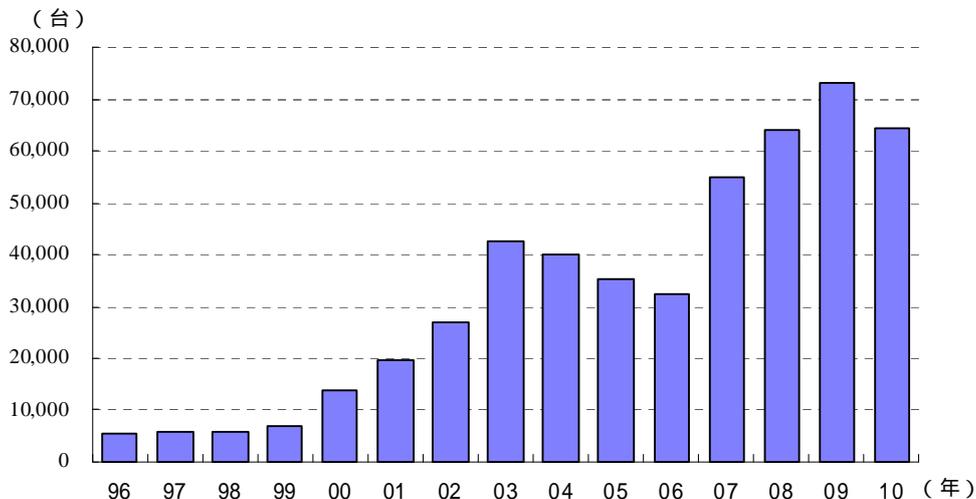


(出所) IMF, International Financial Statistics

ベトナムの所得水準上昇は、近年の耐久消費財の売れ行き好調さにも反映されている。例えば、ベトナムの外資系自動車メーカーの新車販売台数を見ると、2000年以降急増しており、2004～2006年には税率変更による混乱から買い控えが起こり一時低迷したが、2007年には再び急拡大した。経済成長を背景とする所得上昇やオートローンの導入などに後押しされて、足元の新車販売台数は、2000年代前半の2倍近くに増えており、今後も高水準で推移するものと見られる。

こうした動きを背景に、近年、ベトナム国内消費市場への参入を目的とする外資企業のベトナム進出も増えている。

図表５．外資系自動車メーカーの販売台数



(出所) NNA

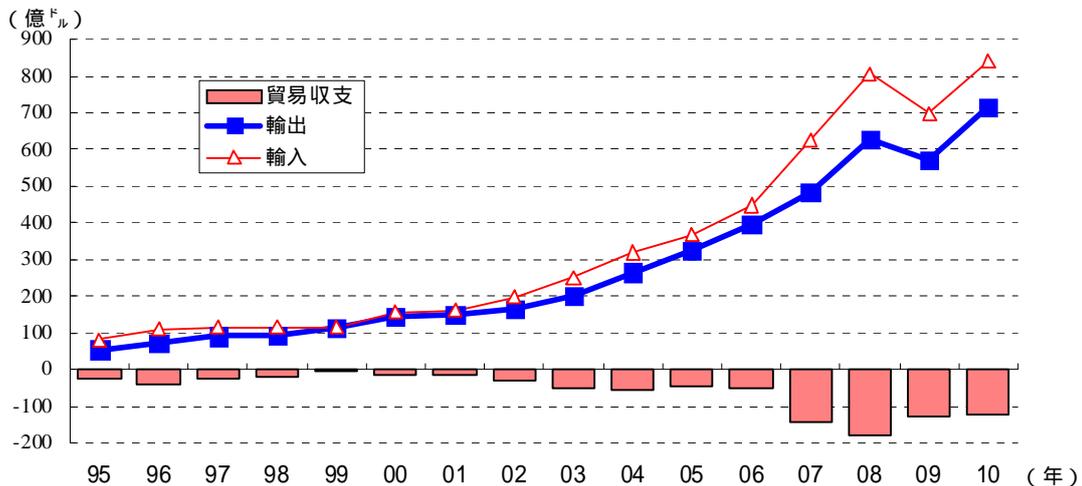
2. 輸出動向 ~ 輸出は拡大したが輸入もさらに拡大し、多額の貿易赤字を計上

(1) 対外経済関係深化と外資導入を背景に拡大を続けてきた輸出

ベトナムの近年の経済成長の牽引役のひとつが、輸出の急拡大であった。これは、1990年代に外資受入れを本格化したベトナムに、日本、韓国、台湾などの外資企業が多数進出し、日米欧市場向けの輸出拠点を設立したことによるものである。こうした輸出関連産業による投資・生産・雇用の拡大が、ベトナム経済を大きく押し上げるのに貢献した。

ベトナムの輸出は、1995年以降、アジア通貨危機(1998年)、ITバブル崩壊(2001年)、リーマンショック(2009年)といった世界規模の経済混乱期を除けば、右肩上がりでの拡大を続けてきた。ただ、輸出が伸びる一方で、輸入も急増しており、特に、2007年以降は、輸入が輸出を大きく上回ったため、多額の貿易赤字を計上している。

図表6. ベトナムの輸出入と貿易収支の推移

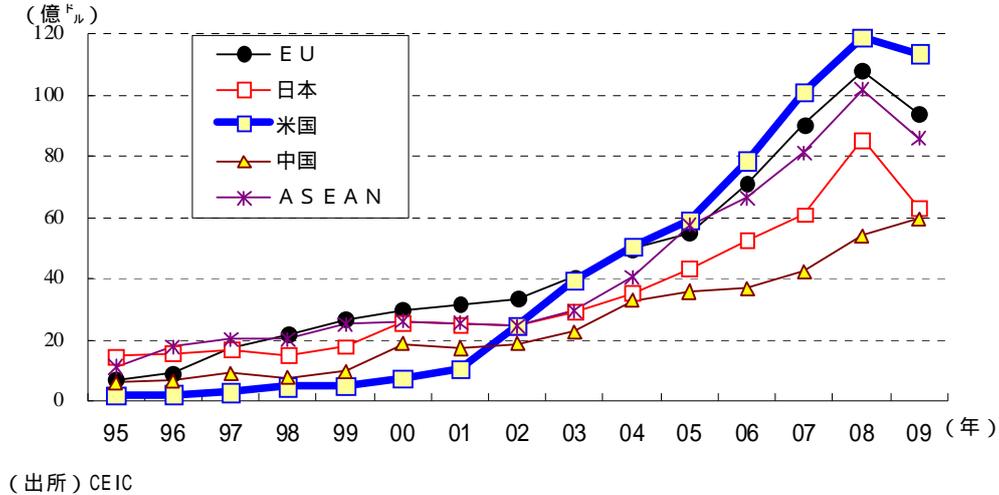


(出所) CEIC

ベトナムの輸出の本格的な拡大が目立つようになったのは、2002年以降である。この輸出増加の主因は、米国との通商協定発効(2001年)およびベトナムのWTO加盟(2007年)であった。ベトナムの輸出先のなかで、2002年以降、米国向けが著しく増加しており、対米輸出増加がベトナムの輸出拡大に大きく寄与したことが示されている。

2009年の相手国別輸出を見ると、景気の低迷する先進国向けが前年比減少したのとは対照的に、景気の堅調な中国向けが増加基調を維持したことがわかる。2010年1月には、中国とASEANの間で自由貿易協定(FTA)が発効しており、これも、ベトナムの中国向け輸出増加に貢献したと見られる。ただし、このFTAは、ベトナムの中国からの輸入も急増させ、対中貿易赤字をさらに拡大させるとの懸念も高まっている。

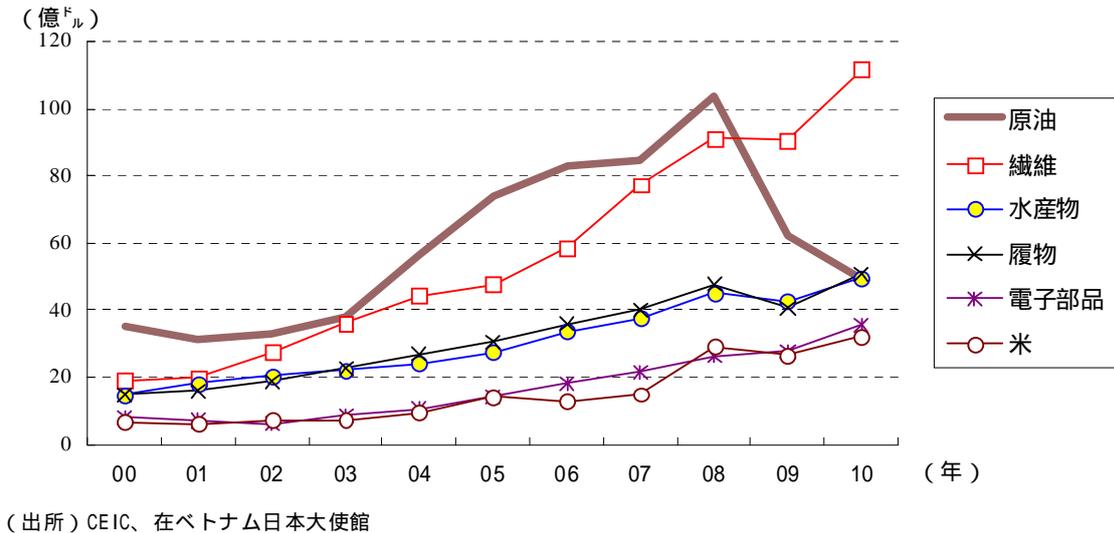
図表7. ベトナムの主要な輸出相手国と輸出額



(2) 赤字に陥りやすいベトナムの貿易構造

付加価値の低い輸出 ~ 主要輸出品目は一次産品や労働集約型軽工業製品が中心  
 ベトナムの主な輸出品目を見ると、繊維製品・履物などの軽工業品や、水産物・米・コーヒーなどの一次産品が上位を占めており、最近では、繊維製品の輸出が急激に拡大している。一方、2003年以降、原油高を背景にベトナム産原油の輸出が大きく増加してきたが、リーマンショック後の原油価格急落や、ベトナム国内での石油精製設備稼働に伴い原油輸出が減少したことなどから、2010年の輸出額は2008年の半分程度に減っている。

図表8. ベトナムの主要品目別輸出額



ベトナムの軽工業製品の競争力はかなり高く、それは、米国の輸入におけるベトナムの急速な台頭ぶりからも明らかである。2001年12月に米越通商協定が発効し、米国のベトナム製品への輸入関税が大幅に引下げられたことを受け、米国のベトナムからの輸入が2002年以降急増している。特に、人件費の安いベトナムが比較優位を持つ労働集約的な製品の伸びの高さが目立つ。

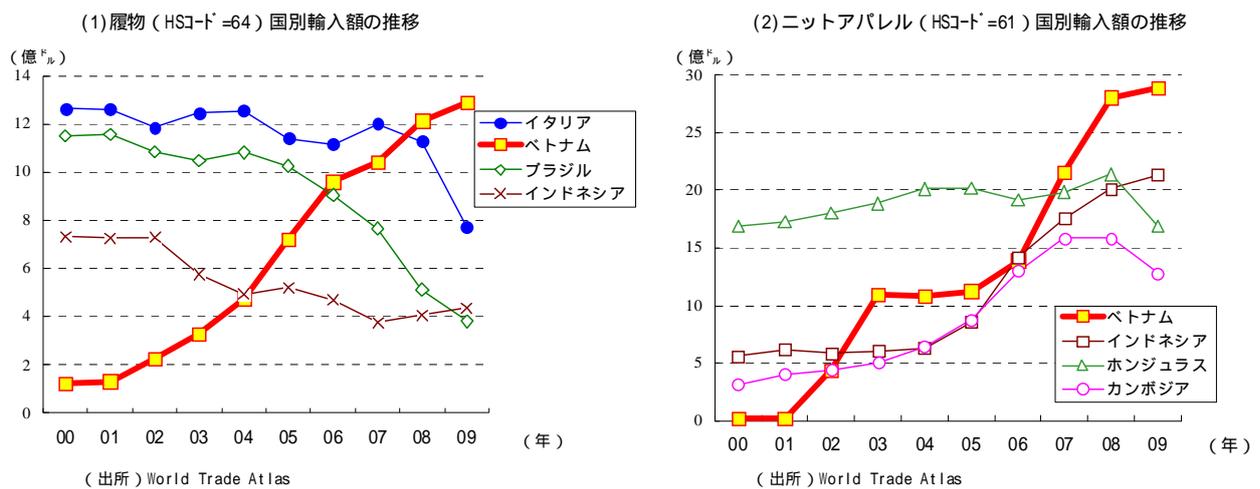
米国における履物（HS2 桁コード = 64）およびニットアパレル（HS2 桁コード = 61）の国別輸入額のランキング推移を確認してみよう。上記 2 品目とも、輸入相手先の第 1 位は中国であるが、2 位以下のランキングの変遷を辿ると、米越通商協定発効以降の、ベトナムの躍進ぶりが顕著である。

履物については、ベトナムからの輸入額が 2002 年以降右肩上がり急増し、インドネシア、ブラジル、イタリアを次々に抜き去り、2009 年には、中国以外では最も多くなった。また、ニットアパレルについても、2002 年以降、ベトナムからの輸入が急増し、カンボジア、インドネシア、ホンジュラスを次々に抜いて、2008 年には、国別輸入額で、中国以外では最大となった。

このほか、アパレル（HS2 桁コード = 62）や家具ベッド（HS2 桁コード = 91）などでも、ベトナムからの輸入が、急激に拡大している。

こうしたことは、ベトナムの労働集約型産業が、アジアや中南米のライバル国に対して、強い競争力を持つことを示すものと言えよう。

図表 9 . 米国の履物とニットアパレルの輸入相手国（2 位以下の国々）



しかし、タイ、マレーシアなどでは、既に輸出の中心が自動車やエレクトロニクスなどの工業製品となっているのに対し、ベトナムの輸出構造は、まだ、一次産品と労働集約型軽工業品が中心であり、付加価値が低い。電子部品などの輸出産業もあるが、原材料の大半は輸入に依存している。つまり、今のベトナムは、輸出額は拡大しているものの、多額の貿易黒字を稼げるような輸出産業は持っていないのが実情である。

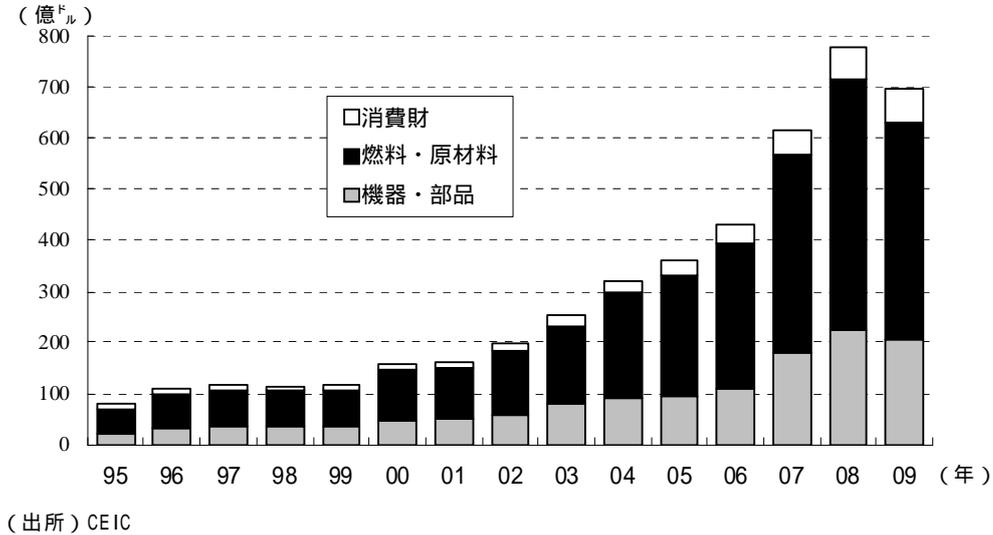
付加価値の高い中間財・資本財を輸入に依存するベトナム

一方、ベトナムの輸入構造を見ると、機器部品が 3 割、燃料・原材料が 6 割を占めている。特に、高機能部品・素材やインフラ建設用資材（橋梁用鉄骨等）など付加価値の高いものは、工業基盤の脆弱なベトナム国内で生産できないため、日本、韓国、台湾、ASEAN、中国などから輸入せざるを得ない。

つまり、ベトナムは、輸出品は軽工業製品や一次産品等が主体で付加価値が低く、輸入品は付加価値の高い生産財・資本財が多いという貿易構造になっている。こうした貿易構

造のもとでは、ベトナムの消費・投資・生産が拡大すればするほど、資本財・中間財の輸入が増えて貿易赤字が膨らむことが避けられない。

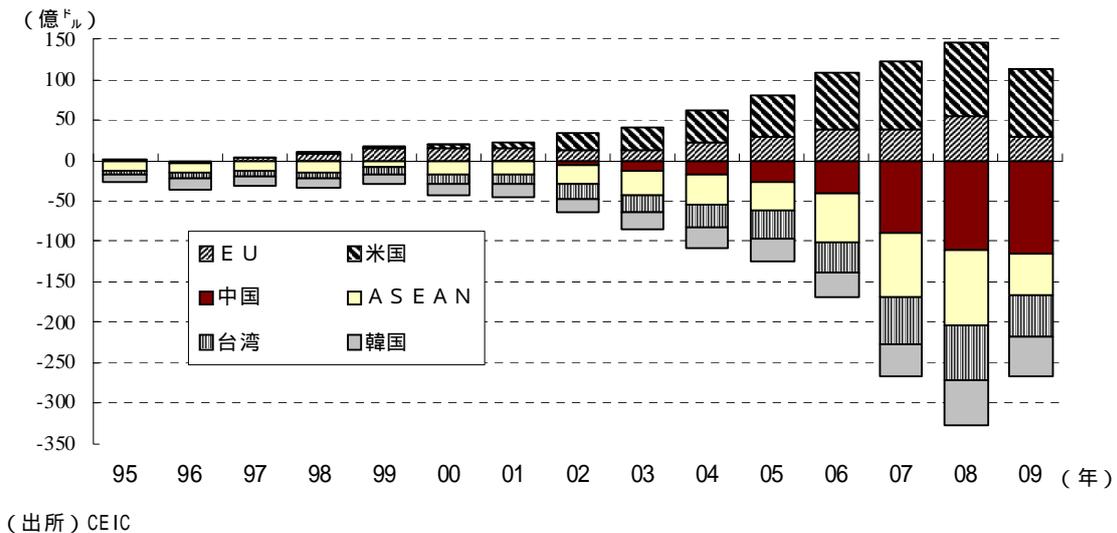
図表 10 . ベトナムの輸入の主な品目別内訳



ベトナムの貿易収支を、主な国・地域別にブレイクダウンしてみよう。

ベトナムは、米国とEUに対して貿易黒字を計上しているが、中国、ASEAN、台湾、韓国といったアジア諸国に対しては、大幅な貿易赤字を計上している。これは、ベトナムに進出している外資系企業のビジネスモデルに起因するところが大きいと見られる。つまり、ベトナムに輸出用生産拠点を構える外資系企業は、アジア域内から調達した資本財・中間財をベトナムに持ち込んで生産し、製品を欧米に輸出するというパターンが多く、それが下図のような結果をもたらす原因になっていると考えられる。

図表 11 . ベトナムの貿易収支 (主な国・地域別)



### 3. 国際収支 ～ 経常赤字の急拡大と外貨準備減少に直面するベトナム

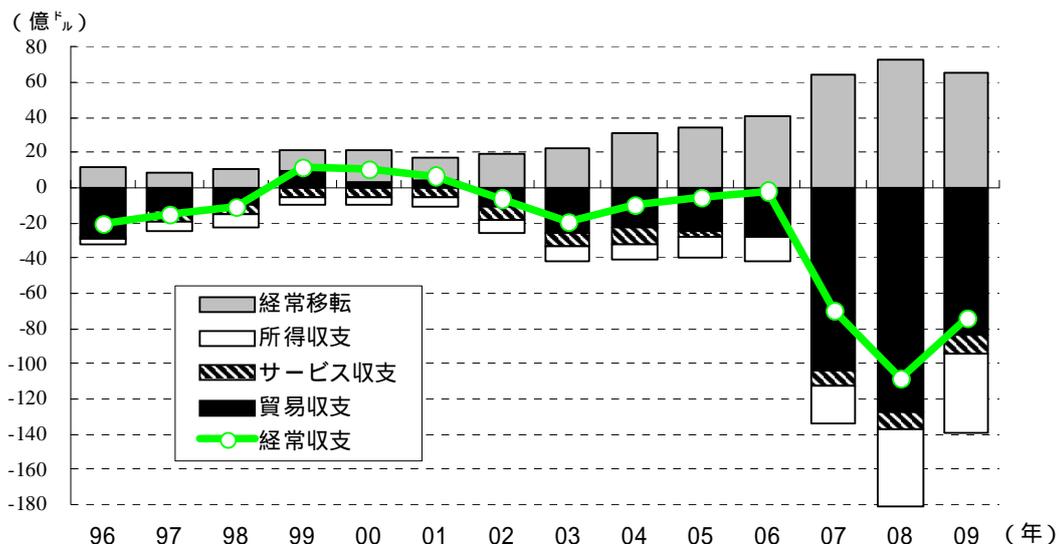
#### (1) 拡大するベトナムの経常赤字

ベトナム経済は、高成長を続ける一方で、大きな不均衡を抱えている。その代表例は、経常赤字の急拡大である。

ベトナムの貿易収支は、1990年代からずっと赤字であったが、貿易赤字を越僑（在外ベトナム人）からの送金（経常移転黒字）である程度カバーし、大幅な経常赤字に陥るのを免れてきた。しかし、ベトナムがWTOに加盟した2007年以降、貿易赤字は、経常移転黒字でカバーできないほど拡大し、そのため大幅な経常赤字に陥ってしまった。

ベトナムのWTO加盟を契機とする外国から直接投資流入拡大にともなって、資本財・中間財の輸入が拡大し、また、コモディティーの国際価格も急騰した。こうした要因が、貿易赤字拡大に拍車をかけたものと考えられる。

図表12. ベトナムの経常収支の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

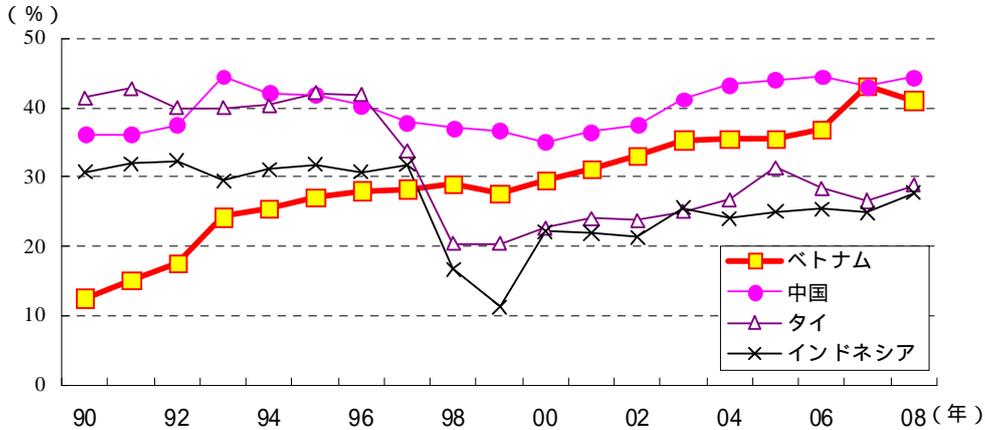
中国とASEAN諸国における経常収支の対GDP比率を比較してみると、中国・タイ・インドネシアの経常収支が近年黒字基調にあるのとは対照的に、ベトナムの最近の経常赤字はGDPの10%程度にも達している。アジア通貨危機直前のバブル期におけるタイでさえ、経常赤字の対GDP比率は8%程度であったことを想起すれば、ベトナムの足元の経常赤字は、かなり大きなものと言えそうだ。

ベトナムの経常収支赤字を、貯蓄と投資のギャップという視点から捉えてみよう。投資率（固定資本形成/GDP）を近隣諸国と比較してみると、ベトナムは、足元で、高成長を続ける中国に匹敵する高さであり、タイやインドネシアを大きく上回っている。一方、貯蓄率（貯蓄/GDP）を見ると、ベトナムは、タイやインドネシアとほぼ同水準である

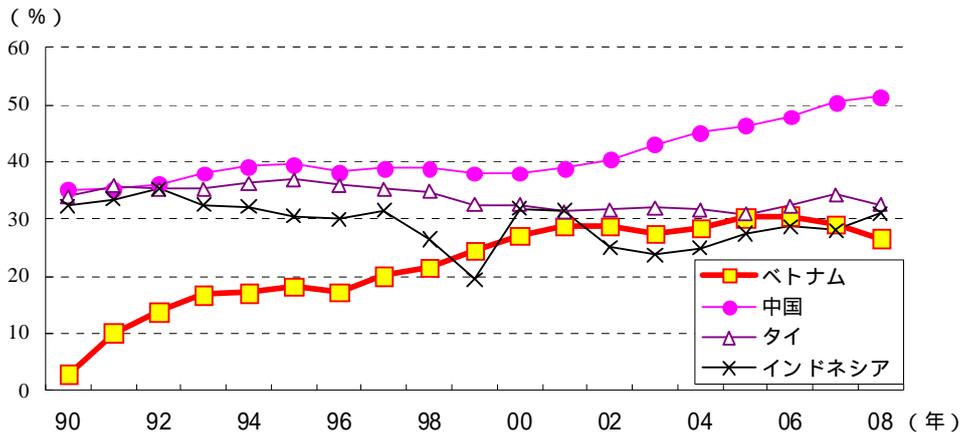
が、中国を大きく下回っている。

図表 13 . 東アジア主要国の投資率と貯蓄率

(1) 投資率



(2) 貯蓄率



(出所) ADB, Key Indicator for Asia and the Pacific

ベトナムの投資は中国並みの高水準だが、他方で、国内貯蓄がかなりの低水準という構図が読み取れる。この貯蓄と投資のギャップ（投資超過）が経常赤字に他ならない。

経常赤字を縮小する手段は、投資抑制・貯蓄向上であるが、資本ストックが不十分なベトナムにおいては、安易に投資を抑制するのではなく貯蓄を増やす方がより望ましいと考えられる。

では、ベトナムの貯蓄率が伸びない最大の原因は何か？それは、銀行システムにベトナム国民の資金が入ってこないからである。後述のように、ベトナム国民は、自国の通貨や銀行への信認が低く、ドルや金などの形態で資産を退蔵する傾向にある。このため、国内資金が金融システムを通じて投資活動へと還流される仕組みが機能していないのである。

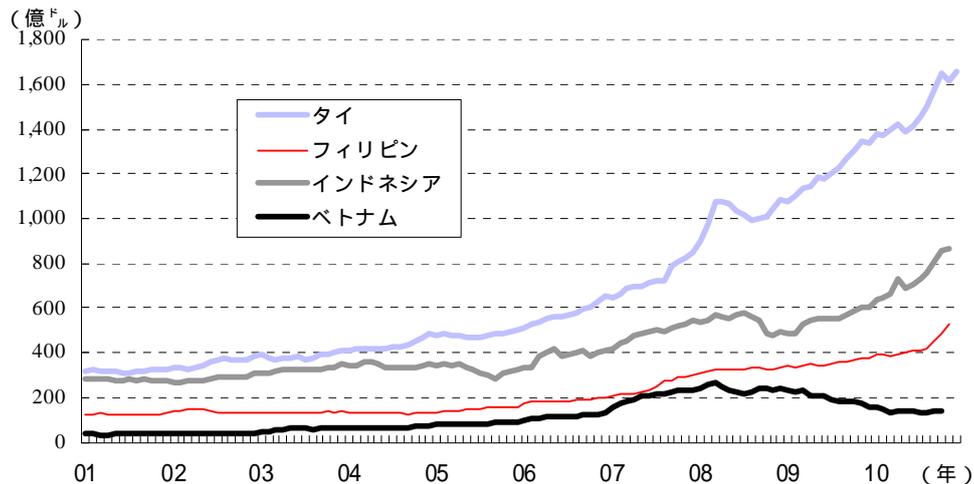
(2) 経常赤字を上回る資本収支黒字があるのに外貨準備減少の謎

ベトナムの経常収支は大幅な赤字に陥っているが、他方で、資本収支が経常赤字を上回

る多額の黒字になっている。例えば、IMFのデータを見ると、ベトナムの2009年の経常赤字が80億ドル、資本収支黒字は120億ドルであった。これならば、2009年の外貨準備は前年比40億ドル増加しているはずである。

ところが、実際には、2009年以降、タイ、フィリピン、インドネシア等では外貨準備が増加しているのに対し、ベトナムでは外貨準備が減少しているのである。

図表14 東南アジア諸国の外貨準備の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

経常赤字を上回る規模の資本収支黒字があるのに、なぜ外貨準備が減るのか？

それは、公式の国際収支統計に把握されない多額の取引(いわゆる「誤差脱漏」)があるためである。巨額の誤差脱漏が生じる理由については、輸入額の計上洩れ、投資流入額の過大計上などの可能性が指摘されているが、最大の要因は、ベトナム国民による「闇市場でのドル・金の購入と退蔵」であると見られている<sup>3</sup>。つまり、ベトナム国民が通貨ドンや国内銀行を信用しておらず、非公式ルートでドンをドルや金に換え自宅に退蔵してしまい、それが原因で、上記のような統計上の不整合が発生しているというわけである。

このような状況のもとでは、大幅な経常赤字が慢性化してしまえば、通貨ドンの下落観測が強まり、それがドル・金への資産逃避を加速させて通貨への信認を一層低下させるという悪循環に陥りかねない。こうしたことを考えれば、経常赤字をもたらしている貿易赤字の是正や貯蓄・投資バランスの改善といった構造的な問題への対応が、今後のベトナムにとって大きな課題であると言えよう。

<sup>3</sup> 2011年1月にMURC調査部がベトナムで実施した国際機関や民間金融機関へのヒアリングによる。

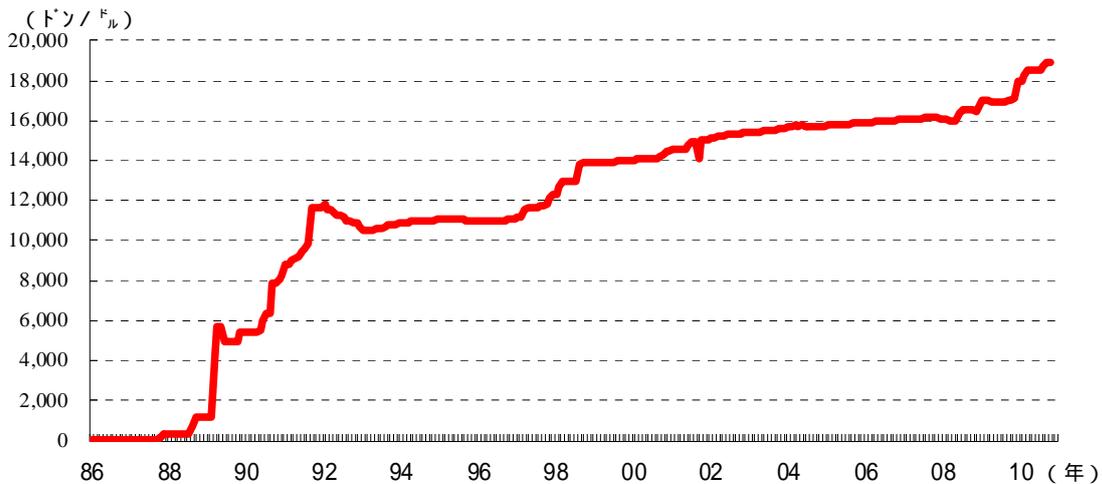
#### 4. 金融市場 ~ 通貨ドンの下落が止まらず株価も停滞

##### (1) ドンの長期的下落が続く背景

ベトナム通貨ドンの対ドル為替相場は、ベトナムがドイモイ（刷新）政策のもとで市場経済化に本格的に取り組み始めた1989年～1992年の3年間で1/10に下落した。このドン急落は、市場経済への移行にともない価格統制を廃止したことで激しいインフレを招くなど、マクロ経済情勢が著しく混乱したことに起因するものであった。

1992年以降、マクロ経済の安定化を受け、ドン為替相場もやや落ち着いた。しかし、その後、一時的なドン高局面があったものの、トレンドとしては、ドイモイ政策開始（1986年）から現在に至るまでの25年間、一貫してドン安が続いている。これだけ長期間ドン下落が続けば、国民の間にドン先安感が定着してしまい、通貨の信用が失われたのもやむを得なかったとも言えよう。ベトナムでは、日用品や食材等の購入のような小額取引にはドンを使うが、資産運用や高額取引の手段としては、ドルや金を使うのが一般的となっており、いわば、ドン・ドル・金が並立する三重通貨制のような状況に陥っている。

図表15. ベトナムドンの対米ドル為替相場の推移

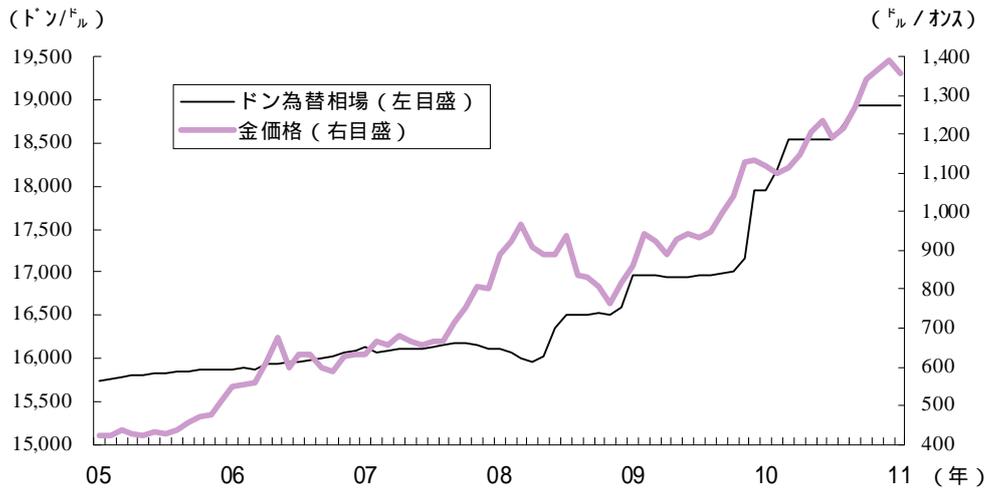


(出所) CEIC

ベトナムの金融市場は、前述のように、国際金融市場との自由な取引がほぼ遮断されている。ドルの送金は、実需に基づく取引が原則であり、基本的には、輸入決済用ドルの国外送金しか認められていない。外貨を国外へ移すには全てエビデンスが必要であり、輸入の際には、輸入品が国内に入ったことを確認したうえで、その対価として正当なドルでなければ、海外送金はできない。ホットマネーは海外から入ってきたとしても国外に出ることはできないので、ベトナムが、1997年のアジア通貨危機のような状況に陥ることはありえない。外国投資家の為替市場での投機的な動きは封じられているので、ドンの相場は、国内市場でのベトナム人の投機動向によって左右されている。それを最近のドンと金の相場の動きから読み解いてみよう。

ベトナム人は伝統的に金を蓄財手段としてきた。金を買うにはドルが必要なので、ドン売ってドルを買い、それで金を購入している。金価格とドン為替相場の動きを対比してみると、2009年以降、金価格高騰を受けて、ドン安が進んでいる状況が読み取れる。これは、金価格がさらに上昇すると見たベトナム国民がドン売ってドルに換え、そのドルで購入した金を価格高騰時に売り抜けることで利鞘を稼ごうとしたためと見られる。

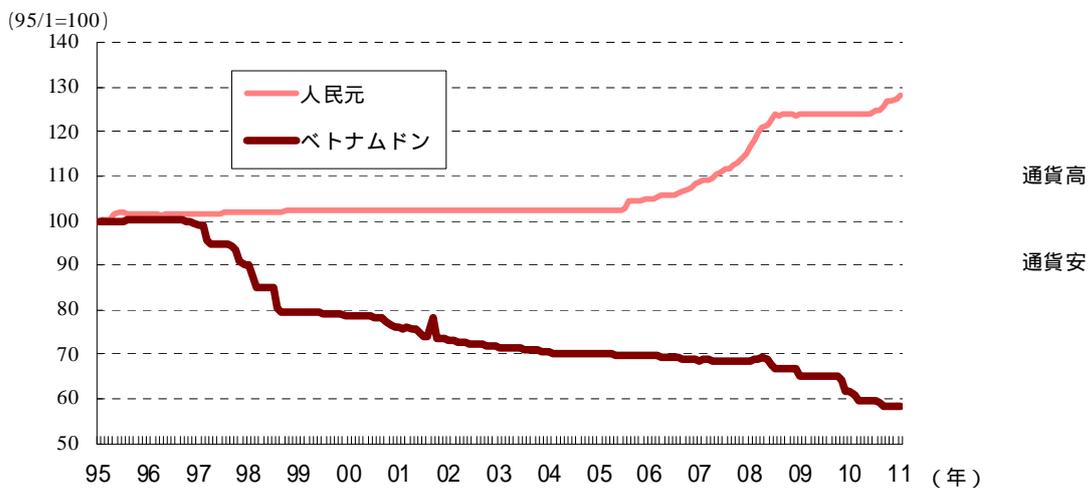
図表16．ドンの為替相場と金価格の推移



(出所) CEIC

ベトナム当局は、なぜ、今までドン安を容認してきたのだろうか？それは、「輸出で稼ぐ」ためと見られる。ベトナム当局は、安易に通貨安を抑えようとするれば、輸出が減り、雇用が失われるなど悪影響が出ることを懸念しているものと考えられる。この点に関して、人民元とドンの為替相場の動きを比較してみよう。人民元の対ドル為替相場が近年上昇しているのとは対照的に、ベトナムドンの対ドル為替相場は下落している。1995年からの15年間で、人民元は3割上昇しているのに対し、ベトナムドンは4割下落している。

図表17．人民元とベトナムドンの対米ドル為替相場動向（1995年1月＝100）



(出所) CEIC

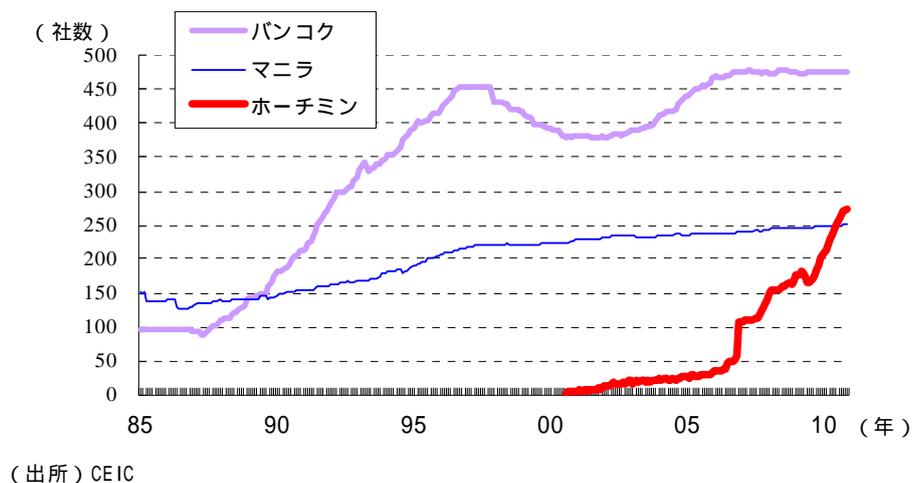
今、中国では、賃金上昇と人民元のダブルパンチで、輸出向け産業が打撃を受けている。一方、ベトナムでは、賃金は上昇しているものの、ドン安によって、ドルベースで見たコスト上昇が減殺されるため、輸出競争力の後退がある程度緩和されている。

つまり、ドン安は、中国や周辺ASEAN諸国に対してベトナムの輸出競争力を高める観点ではプラス要因である。しかし、一方で、ドン安は、ベトナム国民の購買力上昇を妨げており、消費拡大や生活水準向上の観点からはマイナスである。近隣ASEAN諸国の例を見ても、為替相場の上昇（もしくは安定）は消費水準を向上させるが、逆に、持続的な通貨下落はインフレ期待を高め経済活動を歪める結果を招いていると言える。

## （２）株価も低迷、ベトナムに対する信認も低下の兆し

最近、通貨ドンの下落が加速する一方で、ベトナムの株価にも、停滞感が見られる。ベトナムの株式市場では、2007年のベトナムWTO加盟を契機に、外国人による投資ブームが沸き起こり、株価は急騰した。ホーチミン証券取引所の上場企業数も、2007年以降急増し、2010年には、マニラ市場を追い抜くまでに成長した。

図表18．証券取引所上場企業数の推移



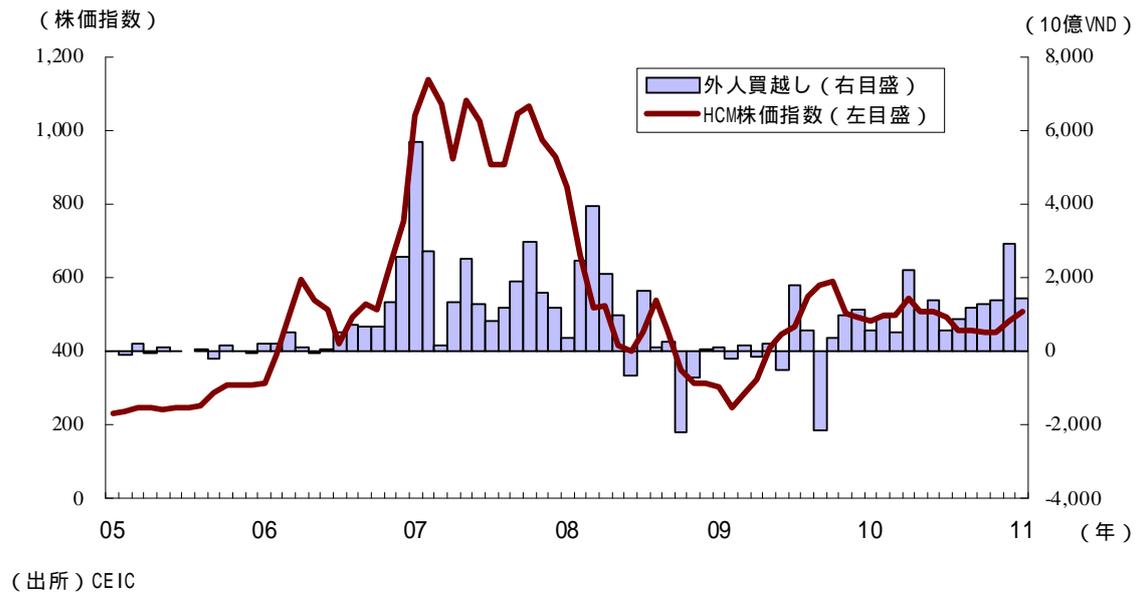
しかし、2007年2月に過去最高を記録したベトナムの株価は、2008年に、インフレ対策として急激な利上げが実施されたことやリーマンショックの影響などもあって急落した。その後、株価は、再び上昇に転じたものの、足元でいまだにWTO加盟前の2006年頃の水準に停滞している。外人買越し額を見ても、2007年のブーム時を大きく下回る規模となっている。

株価の停滞が続く背景には、金価格上昇に伴い資産運用手段が金ヘシフトしたことや、インフレ再燃による利上げに対する投資家の警戒感などがあるものと見られる。

また、そもそも、ベトナム企業の「質」に対する投資家の信認が向上したとは言えず、それも株価の回復を妨げる要因と言えそうだ。

2010年には、国有企業ビナシンが乱脈経営により実質デフォルト状態に陥るなどのスキャンダルもあり、ベトナムの政府や企業のガバナンスに対する信認は大きく低下した。こうした状況を受けて、大手格付け会社ムーディーズとS & Pは、2010年12月にベトナムのソブリン格付けを引き下げた<sup>4</sup>。

図表19．ホーチミン証券取引所株価指数と外人買越し額の推移



<sup>4</sup> ムーディーズは、12月15日に「Ba3」から「B1」に引き下げ、S&Pは、12月23日に「BB」から「BB-」に引き下げた。

## 5. 生産拠点としてのベトナム ～ 外資の人気は高いが投資環境の改善が課題

### (1) 投資先としての人気の高さとその背景 ～ 人件費の低さが大きな魅力

投資先としてのベトナムへの日本企業の関心は非常に高い。国際協力銀行（JBIC）の海外直接投資アンケート調査結果を見ても、中期的スパンで見た有望な事業展開先のランキングにおいて、ベトナムは、中国、インドに次ぐ第3位の地位を固めている。また、ベトナムの順位は、タイなどを上回って ASEAN のなかでは最も高い。さらに、長期的スパンで見た有望な事業展開先としても、ベトナムの人気は高いと言える。ベトナムの最近の順位は、4位～5位と、ブラジルやロシアといった新興経済大国と肩を並べている。

図表20. 日本の製造業が有望な事業展開先と考える国・地域のランキング推移

(1) 今後3年程度の中期的スパン

順位	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
1位	中国							
2位	タイ	タイ	インド	インド	インド	インド	インド	インド
3位	米国	インド	タイ	ベトナム	ベトナム	ベトナム	ベトナム	ベトナム
4位	ベトナム	ベトナム	ベトナム	タイ	タイ	ロシア	タイ	タイ
5位	インド	米国	米国	米国	ロシア	タイ	ロシア	ブラジル
6位	インドネシア	ロシア	ロシア	ロシア	米国	ブラジル	ブラジル	インドネシア
7位	韓国	インドネシア	韓国	ブラジル	ブラジル	米国	米国	ロシア
8位	台湾	韓国	インドネシア	韓国	インドネシア	インドネシア	インドネシア	米国
9位	マレーシア	台湾	ブラジル	インドネシア	韓国	韓国	韓国	韓国
10位	ロシア	マレーシア	台湾	台湾	台湾	台湾	マレーシア	台湾/マレーシア

(2) 今後10年程度の長期的スパン

順位	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
1位	中国	中国	中国	中国	インド	インド	中国	インド
2位	インド	インド	インド	インド	中国	中国	インド	中国
3位	米国	タイ	ベトナム	ロシア	ロシア	ロシア	ロシア	ブラジル
4位	タイ	ベトナム	ロシア	ベトナム	ベトナム	ブラジル	ブラジル	ベトナム
5位	ベトナム	米国	タイ	米国	ブラジル	ベトナム	ベトナム	ロシア
6位	ロシア	ロシア	米国	タイ	タイ	タイ	タイ	インドネシア
7位	インドネシア	インドネシア	ブラジル	ブラジル	米国	米国	インドネシア	タイ
8位	韓国	ブラジル	インドネシア	インドネシア	インドネシア	インドネシア	米国	米国
9位	ブラジル	韓国	韓国	韓国	メキシコ	南アフリカ	南アフリカ	マレーシア
10位	マレーシア	台湾	マレーシア	マレーシア	トルコ	メキシコ	マレーシア/メキシコ	台湾

(出所) 国際協力銀行「海外直接投資アンケート結果(各年版)」

事業展開先としてベトナムの人気が高いのはなぜか？JBICアンケートにおける各国の有望理由について、ベトナム、中国、タイ、インドを比較して見ると、ベトナムで回答率が最も高い項目は「安価な労働力」と「今後の現地市場の成長性」であり、また、他の3カ国と比べて「優秀な人材」の回答率が高い。つまり、低コストで優秀な労働力を活かした生産拠点としての魅力、さらに、8000万人の人口を有する消費大国としての潜在性、この2つがベトナム人気の最大の理由であることが読み取れる。さらに、ベトナムは、他の3カ国に比べて「他国のリスク分散の受け皿」と「政治・社会情勢が安定」の回答率が高い。これは、反日暴動など不安要因の多い中国や、反政府暴動・テロが発生したタイ・インド

などと比べて、ベトナムの社会治安情勢が安定しており、安心できるリスクヘッジ先としての魅力が高いことを示唆するものと言えよう。近年、「チャイナ・プラス・ワン」としてベトナムへの注目度が高まっているが、その理由がここに示されていると言えるだろう。

ただ、原料・部材調達、輸出環境、インフラなどに関連する項目では、ベトナムは、中国やタイを大きく下回っている。つまり、ベトナムは、魅力はあるが、必ずしも「投資しやすい国」ではないことが示されている。短期間での円滑な海外移転を最重視するなら、ベトナムよりも、むしろ、中国やタイへ進出する方が、効率的であると言えそうだ。

図表 2 1 . 事業展開先として中期的に有望と考えられる理由

項目	ベトナム	中国	タイ	インド	
生産面	優秀な人材	20.6	12.7	15.9	19.4
	安価な労働力	61.2	35.3	44.7	43.9
	安価な部材・原材料	7.3	18.5	10.6	10.6
	組立メーカーへの供給拠点	13.3	25.9	31.8	21.9
	産業集積がある	4.2	16.2	22.7	4.2
	他国のリスク分散の受け皿	18.8	0.5	7.6	4.8
	対日輸出拠点	10.9	9.9	12.1	1.6
	第三国輸出拠点	16.4	17.5	27.3	7.7
	原材料調達に有利	4.2	9.4	3.0	4.2
	販売面	現在の現地市場規模	10.3	38.1	22.0
今後の現地市場の成長性		61.2	87.8	49.2	89.0
現地市場の収益性		4.2	11.2	15.2	7.4
現地向け商品開発拠点		2.4	5.8	3.8	1.9
インフラ等	インフラが整備されている	4.8	14.0	26.5	2.9
	物流サービスが発達	2.4	5.1	9.8	-
	投資にかかる優遇税制	8.5	6.3	15.9	2.6
	外資誘致政策が安定	6.7	1.5	9.1	1.6
	政治・社会情勢が安定	12.1	3.8	3.0	5.5

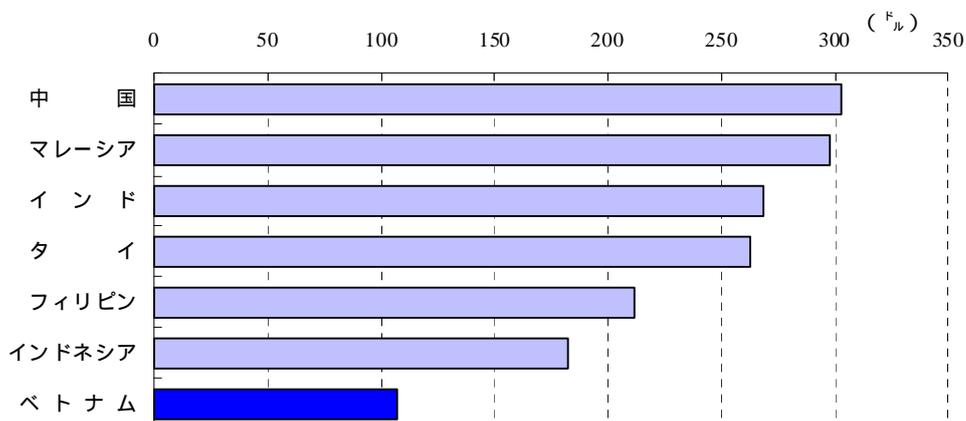
(注1) 数字は回答した企業数の比率(%)

(注2) 太字の数字は当該国で最も回答率が高い項目。で囲んだ数字は、当該項目の回答率を4カ国で比較したなかで最も高いもの。

(出所) 国際協力銀行「2010年度海外直接投資アンケート調査結果」

ベトナムの国際競争力の最大の源泉は、人件費の低廉さにある。JETRO 調査をもとにアジア主要国における製造業の基本給を比較すると、ベトナムは、中国やタイの1/3程度であり、また、インドネシアやフィリピンよりも安いことがわかる。

図表 2 2 . アジア諸国における日系製造業の月給基本額(作業員)

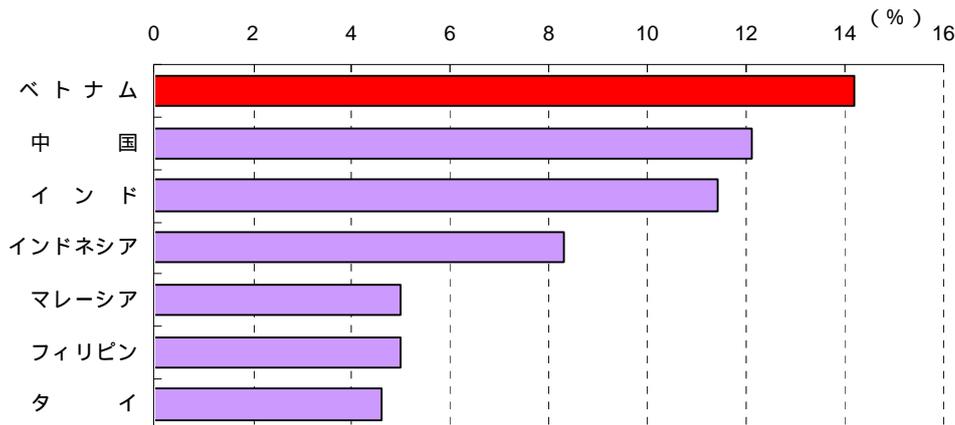


(出所) JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2010年度調査)」

これは、労働コストの点で、ベトナムが、アジア域内ではかなり競争力が高いことを示すものと言える。

しかし、安いと言われるベトナムの人件費も、最近急ピッチで上昇している。賃金ベースアップ率と見ると、ベトナムは、中国やインドを上回り、最も高い上昇率となっている。ベトナムでは、2008年にインフレ率が一時30%を越え労働者のストライキが発生したことなどから、最低賃金が大幅に上昇した。インフレ圧力はなお強いことから、賃金上昇率の高い状態が今後も続く可能性がある。また、ベトナム国内でも、ハノイ、ホーチミンの二大都市の周辺では、労働市場が逼迫しており、これが賃金上昇に拍車をかけることも懸念されつつある。ただ、ベトナムの賃金水準はまだ非常に低い水準であるため、当面は、ベトナムの賃金が周辺国を追い抜くようなことは考えにくい。ただし、今後、ベトナムへ進出する企業は、労働力確保が難しく賃金上昇傾向が顕著なハノイ・ホーチミンの二大都市を避けて地方へ進出するなどの戦術転換も必要となる。実際、最近では、メコンデルタ地域や中部のダナン等に進出する日系企業も目立つようになっている。

図表 2 3 . アジア諸国における日系企業の人件費ベースアップ率



(出所) JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2010年度調査)」

## (2) 投資先としてのベトナムの最大の課題はインフラ整備

投資先としてのベトナムの最大の弱みは、インフラ整備が遅れていることである。

前述のJBICアンケートにおける事業展開先での課題について見ると、ベトナムで最も回答率が高い項目は「インフラ未整備」である。また、「法制が未整備」、「地場裾野産業が未発達」といった項目でも、回答率が他の3カ国に比べて高い。これは、ベトナムの投資環境が、輸送・エネルギーなどのハードインフラだけでなく、法制面でも、また産業構造深化という面でも、改善すべき点が多いことを示している。

一方、同アンケートで、ベトナムは、「技術系人材確保難」という回答率が他の三カ国に比べて高い。これは、「管理職人材確保難」や「労働コスト上昇」などの回答率の高さと併せて考えれば、労働市場が逼迫しつつあることを示すものと言える。

また、ベトナムは、「通貨物価が不安定」との回答率が他の三カ国に比べて高い。ベトナムでは、2008年にインフレ率が一時30%近い高い伸びとなったことで、賃金の急上昇を招いた。こうした点に対する企業側の懸念が表れたものと見られる。

図表24. 中期的有望事業展開先での課題

項目	ベトナム	中国	タイ	インド	
法 制 度	法制が未整備	(24.3)	15.8	5.8	16.9
	法制の運用が不透明	30.9	(55.7)	5.8	29.2
	徴税システムが複雑	5.9	13.1	6.7	(23.5)
	税制の運用が不透明	16.2	(32.4)	7.7	21.9
	課税強化	5.9	(21.1)	10.6	7.7
	外資規制	15.4	(24.7)	15.4	11.5
	投資許可手続	11.0	(20.2)	6.7	13.8
	知的財産権の保護が不十分	8.1	(47.3)	6.7	7.7
	為替規制・送金規制	12.5	(37.8)	8.7	12.7
	輸入規制・通関手続き	8.8	(18.5)	2.9	10.8
労 務	技術系の人材確保難	(19.9)	7.1	16.3	9.6
	管理職クラスの人材確保難	29.4	20.8	(29.8)	15.8
	労働コスト上昇	27.2	(56.3)	26.9	16.5
	労務問題	14.0	18.2	7.7	(20.0)
販 売	他社との競争が激しい	10.3	(50.3)	38.5	29.6
	代金回収が困難	4.4	(28.3)	3.8	7.3
イ ン フ ラ 等	資金調達が困難	2.9	(8.6)	-	5.8
	地場裾野産業未発達	(17.6)	3.6	1.9	11.9
	通貨・物価が不安定	(12.5)	3.3	5.8	5.4
	インフラが未整備	33.8	14.6	3.8	(46.9)
	治安・社会情勢が不安定	6.6	13.1	27.9	(30.0)
	投資先国の情報不足	15.4	2.4	3.8	(20.0)

(注1) 数字は回答した企業数の比率(%)

(注2) シャドール表示された太字の数字は当該国で最も回答率が高い項目。  
で囲んだ数字は、当該項目の回答率が4カ国中で最も高いもの。

(出所) 国際協力銀行「2010年度海外直接投資アンケート調査結果」

ベトナムのインフラのなかでも大きな問題となっているのが電力供給不足である。ベトナムの発電能力(発電設備容量)は、近年増加しているとはいえ、現在のタイと比べれば半分以下にすぎず、15年前のタイとほぼ同水準である。また、ベトナムは、水力発電への依存度が高いため、渇水による電力供給不足が起こりやすいと指摘されており、実際、夏場には、日系企業などでも計画停電により操業中断を余儀なくされるケースが発生している。ベトナム政府当局は、国内電力不足に対処するため、中国雲南省から電力を購入するなどの対応策を講じている。ただ、電力インフラ整備は、ODA案件や民活による案件などが進行中であり、中長期的のスパンで見れば、状況は改善に向かうと考えられる。

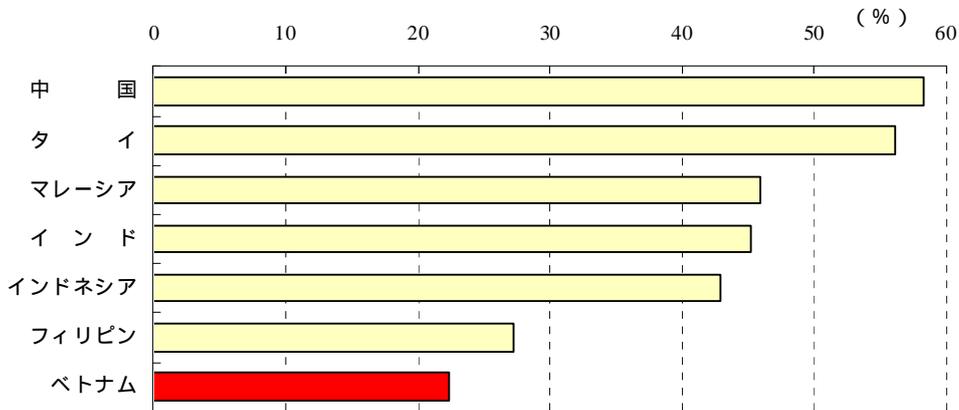
### (3) 裾野産業の未成熟も対ベトナム投資における大きな悩み

対ベトナム投資における主要な問題点として、インフラ未整備のほかにも裾野産業の脆弱さが指摘されることが多い。例えば、JETRO調査をもとに、アジア主要国の現地調達率を比較してみると、ベトナムが最も低くなっていることがわかる。

現地調達率が低いということは、原材料・部品の多くを海外から輸入せざるを得ないため、輸出産業が国内で創出する付加価値が小さいことを示すものである。また、現地調達

率が低いままでは、コスト競争力も向上しない。今後は、現地調達率を高めコスト競争力を向上させることが必要であるが、そのためには、裾野産業の拡充が求められている。裾野産業が拡大すれば、ベトナムにおける雇用拡大にもつながるだろう。

図表 2 5 . 在アジア日系企業の原材料・部品の現地調達率

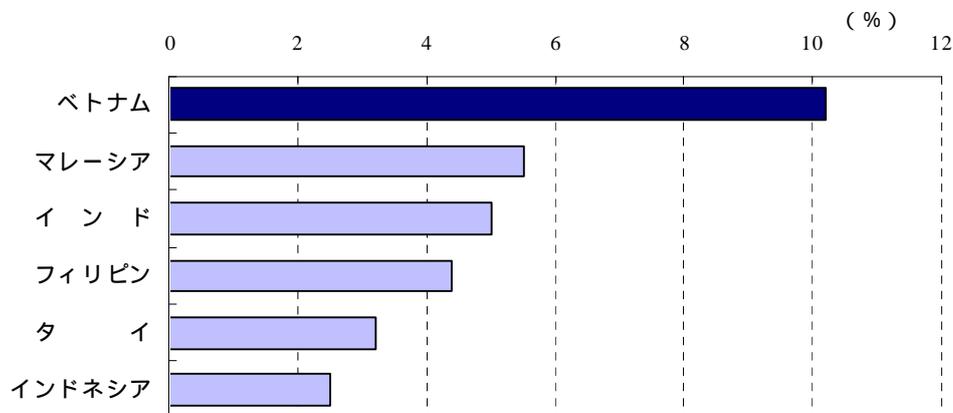


(出所) JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2010年度調査)」

ベトナムにおける日系企業の部品・材料調達の特徴点のひとつが、中国からの調達の多さである。上記 JETRO 調査をもとに、ASEAN 主要国における日系企業の中国からの部材調達比率をチェックしてみると、ベトナムが最も高くなっていることがわかる。

ベトナムは中国と陸続きであり、中国華南とベトナム北部のハノイの間には、すでに高速道路・高規格道路が開通している。こうした物流上の利点から、特にベトナム北部では、中国華南地域からの調達率が高くなっていると見られる。2010年に中国とASEANとのFTAが発効したこともあり、今後も、ベトナムでは、北部を中心に、中国とのサプライチェーン形成の動きが活発化するものと予想される。

図表 2 6 . 在アジア日系企業の中国からの部品・原材料調達率

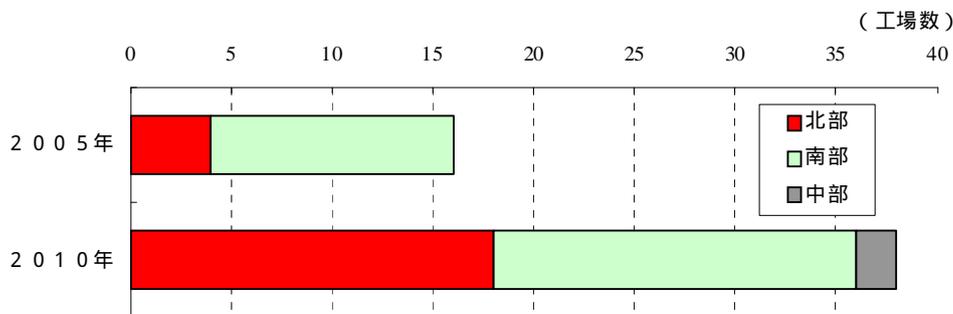


(出所) JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2010年度調査)」

近年の日系企業のベトナム進出の特徴として、地域的には、ハノイを中心とする北部への進出が増えていることが指摘されている。1990年代には、主として南部に多数の日系企業が進出した。これは、南部のインフラが北部より良好であり、また、旧南ベトナム（1975年以前のベトナム共和国）時代に南部が市場経済国であったことから、市場経済への適応力も高いとみなされたためである。

しかし、南部のホーチミン市周辺で労働力不足や工場用地不足が顕在化するにつれ、労働力と工場用地の確保が比較的容易な北部に進出する日系企業が増えていった。特に、大規模工場のベトナム北部進出増加が顕著であった。ただ、最近では、前述のように、ホーチミンだけでなくハノイの周辺でも、労働市場は逼迫している。このため、ハノイでも、労働集約型の大規模量産工場が進出するのは次第に困難となりつつあり、今後は、裾野産業関連をはじめとする中小企業が進出の主体とならざるを得ないと見られる。

図表 27 . ベトナムの従業員千人以上の日系企業工場の数（地域別）



（出所）東洋経済新報社、海外進出総覧（国別編）

日系企業のベトナム北部進出増加の背景には、前述のような中国とのサプライチェーン形成を意識した側面もあったと見られる。中国とASEANとのFTAが2010年に発効したこともあり、今後、ベトナムが中国から部材を輸入しやすくなり、中国 - ベトナム間のサプライチェーン形成はさらに進展する可能性がある。しかし、そうなると、ベトナム国内での裾野産業育成は遅れることになり、結局、貿易赤字を生み出す原因となっている産業構造の未成熟さがそのまま温存されてしまうことにもなりかねない。

## 今後の展望 ～ 経済成長は持続するが経常赤字・ドン安の解消は当面困難

### (1) 当面、堅調に成長を続けることが可能なベトナム経済

ベトナム政府の経済運営は、実物経済面においては対外開放・自由化を進め外資導入と輸出振興を図り、一方、金融面においては保守的姿勢を維持し市場を安易に対外開放しないことを基本路線としてきた。こうした政策により、ベトナムでは、外資進出が増え輸出や雇用が拡大し経済が高成長を遂げることができ、しかも、アジア通貨危機やリーマンショックによる国際金融危機の国内への伝播を免れることができた。その意味では、上記の基本政策はベトナム経済にとってプラスであったと評価でき、今後もこの路線は大筋では変わらないと考えられる。また、ベトナムでは、若年人口が増え続けており、労働力供給は拡大してゆく見込みである。さらに、ベトナムの大きな強みである「低廉な人件費」についても、最近上昇しているとは言え、中国やタイを追い抜くほどに上昇するとは当面考えにくい。こうした点を踏まえれば、ベトナム経済は、今後も、輸出を梃子に拡大してゆく余地が大きいと言える。

### (2) 経常赤字とドン安は解消されるのか？

ベトナム経済には、経常赤字の拡大やドン安の慢性化といった不均衡が顕在化している。経常赤字やドン安は、短期的な政策による是正が困難である。その理由は、まず、ベトナムが金融市場を対外開放していないため、金融政策によって為替市場や国際収支に影響を与えるルートが機能しないからである。もうひとつの理由は、そもそも、ベトナムは外貨準備が少ないため中銀の市場介入によるドン高誘導が難しいからである。

ドンへの信認を高めるためには、経常収支の改善が必要である。それには、貯蓄の向上や裾野産業の充実が不可欠である。しかし、これは、短期間で解決するのは非常に困難であり、長期的・構造的な視点で取り組むべき課題である。ベトナム当局には、問題解決への長期戦略やロードマップが必要であろう。

ただ、上述の裾野産業育成を通じた貿易赤字・経常赤字の解消というのは、言うべくして難しいことも事実である。なぜなら、中国とASEANで広域的なFTAが形成され関税障壁がなくなりつつある今、わざわざベトナムで裾野産業を育てるよりも、中国やタイなど既に裾野産業集積のある拠点で集約生産する方がコストメリットが高い可能性があるからである。

こうしたことを踏まえると、ベトナム経済は、当面、成長路線を維持するが、一方で、経常赤字やドン安という不均衡も解消されずに残る、というシナリオが見えてくる。

今後、経常収支赤字が改善せずドンの為替相場が一段と下落すればどうなるか？ベトナムに進出している多くの外資系輸出型企業は、販売収益は外貨建て、ベトナムでの人件費等の支払いはドン建てであることから、ドン安はメリットである。しかし、ベトナム国内

市場での販売に参入した外資系企業にとって、ドン安は収益圧迫要因となる。また、ドン安は、輸入物価上昇を通じてベトナム国民の個人消費や家計を圧迫する恐れがある。

ただ、ベトナムの経常赤字拡大が外貨準備危機を引き起こすような極端な事態に至る可能性は極めて小さいと考えられる。その理由は、IMF、世銀、ADB、日本による対ベトナム支援体制が強固であり、国際収支危機に際しては、アジア通貨危機後に実施したような支援融資を速やかに供与すると見られるからである。

ベトナムは、今後も、中国やタイと並ぶアジアの生産拠点として有望であり経済成長を続けてゆけるだろう。ただし、経済成長の成果が通貨価値の上昇を通じてベトナム国民の消費生活水準の向上をもたらすまでには、まだ多くの時間がかかりそうである。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。