

2015年2月20日

調査レポート

## ベトナム経済の現状と今後の展望

### ～ 高成長よりも不均衡・非効率の解消が必要なベトナム経済 ～

- ベトナム経済は、中国経済と並んで、アジアでも群を抜く高成長と安定性を示してきた。これを可能にした政策面の要因として、外資導入による工業化を軸とした成長路線と、短期資本移動・為替取引の規制によって海外金融市場から国内経済への直接的な影響を遮断したという2点が重要であった。
- 近年のベトナムの経済成長率は、WTO加盟(2007年)直後のブーム期よりも低下している。これは、ベトナム政府が2010年以降、不動産バブルとインフレを退治するため引締めへ転じたことが影響している。引締めにより、景気は鈍化したが、2011年に一時20%を超えていたインフレ率は足元で5%を下回った。
- ベトナムの輸出は、相変わらず好調である。近年、輸出の主役は、従来の一次産品・軽工業品から携帯電話や半導体などのエレクトロニクスへと変わりつつある。輸出の急拡大により、慢性的な赤字だった貿易収支が2012年に黒字に転じ、その影響で恒常的な赤字に陥っていた経常収支も黒字化した。
- 経常収支が黒字に転じた影響で、一方的な下落を続けてきたベトナムドンの為替相場は下げ止まってほぼ横這いとなり、そうした為替相場安定が物価の安定にも寄与する形となった。また、経常黒字を背景に外貨準備も2011年初の100億ドルから2014年初には300億ドルまで積み上がった。ただし、外貨準備は輸入の3カ月分に過ぎず、依然として安全な水準とは言えない。
- 海外からの直接投資は、一件当たりの投資額が小規模化しており、中小企業の進出が増えていることがうかがえる。これは、裾野産業が拡充しつつあることを示すものとも考えられる。日本企業は、生産拠点としてのベトナムの最大の強みは、労働力の質の高さと低賃金にあると考えている。
- ベトナム経済は、近年、成長率が低下したものの、それによって、対外不均衡拡大や物価上昇に歯止めがかかり、マクロ経済が、より持続可能な方向へ移行しているとも言える。今後、中長期的に成長を持続するため、ベトナムの経済運営は、需要を刺激する成長一辺倒の戦略ではなく、不均衡・非効率を解消するような供給サイドの構造改革へと重点を移していくべきである。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 堀江 正人  
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2  
TEL: 03-6733-1070

## はじめに ～ アジアの中でも群を抜く堅調さを維持してきたベトナム経済

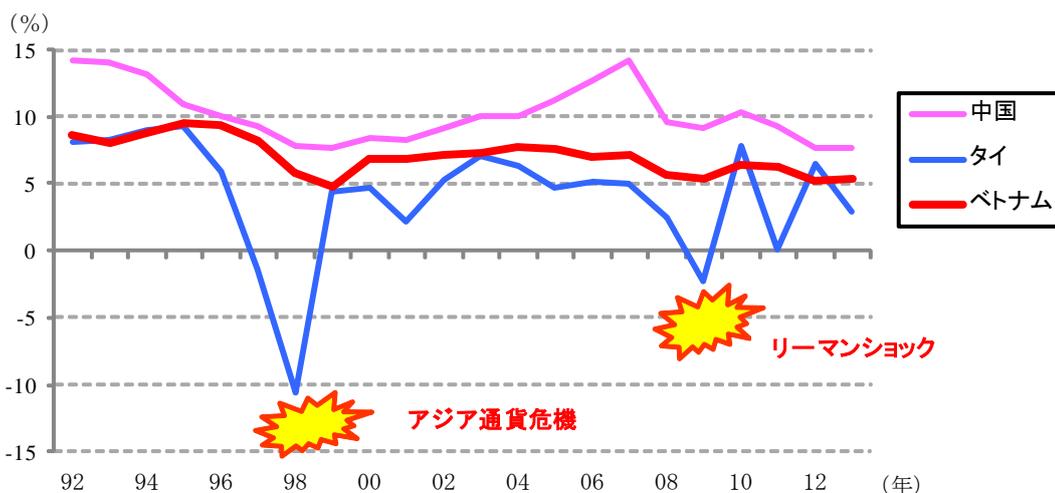
ベトナムは、最近 20 年間、アジア諸国のなかでも、中国と並んで、群を抜く経済の好調さを示してきた。タイなどの ASEAN 諸国がアジア通貨危機やリーマンショックの際に景気後退に見舞われたのとは対照的に、ベトナムは、中国とともに、一度もマイナス成長に陥ることなく、高い経済成長率を維持してきた。

また、ベトナムは、中国と同様に、共産党一党独裁体制を維持しながら市場経済化を進めるというスタイルであり、基本的な経済成長戦略も中国と同じである。すなわち、海外からの支援を活用してインフラを建設するなど投資環境を整備しつつ、外国の民間企業の直接投資を呼び込むことによって、外資企業による輸出拡大を梃子に工業化・経済成長の道を歩んできた。また、ベトナムは、中国と同様に、金融市場を対外開放せず、短期資本移動や為替取引を厳しく規制してきた。そうした慎重で閉鎖的な金融政策ゆえに、ベトナムも中国も、アジア通貨危機やリーマンショックといった海外金融市場の激変による直接的な打撃を免れることができた。

このようにして、ベトナム経済は 1990 年代以降、非常に堅調に推移してきたが、経済成長率を見ると、2000 年代半ばには 7% 台と高かったが、最近は 5% 台に低下していることがわかる。この成長率低下の背景には何があったのか、また、それは、今後のベトナム経済にとって、どのような含意を持つのか？

本稿では、こうした視点を含めて、最近のベトナム経済の動きを考察する。

図表 1. ベトナム、中国、タイの実質 GDP 成長率



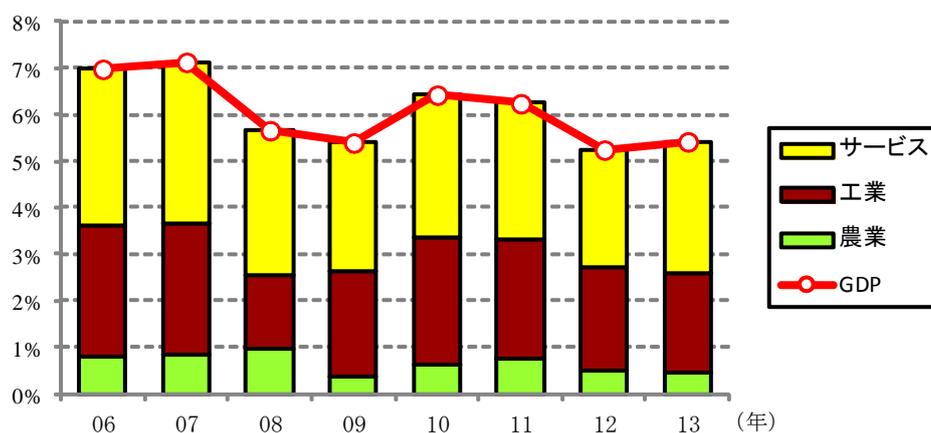
(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

## 1. ベトナム経済の最近の動向

### (1) 2000年代半ばに比べて成長率が減速してきたベトナム経済

ベトナムの景気は、リーマンショックで鈍化した後に一旦回復したが、2012年に再び減速した。ベトナムの経済成長率（実質 GDP 成長率）の産業部門別寄与度を見ると、景気が好調だった2006～2007年や2010～2011年に比べて、2012年には工業もサービス業も寄与度が低くなっている。経済成長率への工業とサービス業の寄与度が低下した主な原因は、工業については建設業の伸び率低下であり、サービス業については不動産部門の伸び率低下であった。こうした建設・不動産関連業種の成長鈍化は、雇用・所得環境の悪化を通じて、消費財需要にも影響を及ぼし、それによって、国内需要向けに生産を行う業種を中心に製造業の成長率も鈍化した。これが、2012年の景気鈍化のアウトラインである。

図表 2. ベトナムの実質 GDP 成長率と産業部門別寄与度

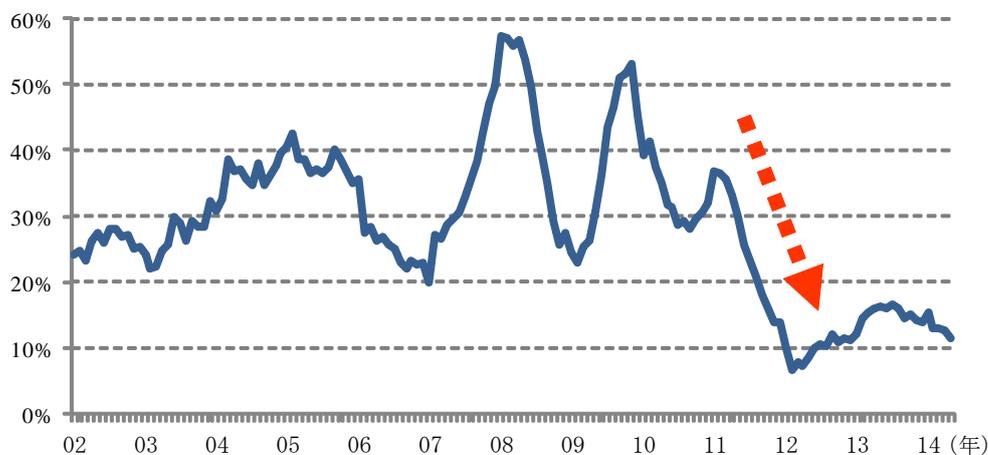


(出所) CEIC

では、2012年の経済成長率を低下させた建設・不動産部門の伸び率鈍化は、なぜ起こったのか？それは、当局の引き締め政策が原因であった。

ベトナムは、2007年のWTO加盟以降、有望投資先として世界的な注目を浴び、海外から多額の資金が流入した。こうしたベトナムブームに後押しされ、国有銀行や国有企業系の不動産開発事業者などに主導される形で、不動産への過剰な投資が行われた。それによって発生した資産バブルは、国内景気を押し上げた一方で、インフレ率を急上昇させるという悪影響をもたらした。こうした状況に危機感を抱いたベトナム政府当局は、2010年末から引き締めへ転じ、不動産業、証券業、消費者金融などの部門向けの過剰融資の抑制を図った。これにより、融資の伸び率が大きく鈍化し、不動産バブルは萎んでいったが、引締めの影響で中小企業の倒産が増加し、また、消費者心理の悪化を招いて自動車やオートバイの販売に急ブレーキがかかるといった副作用も顕在化するなど、経済活動全体を委縮させる結果となった。

図表 3. 融資伸び率（前根同月比）の推移



(出所) CEIC

2012年以降の景気鈍化には、不良債権問題<sup>1</sup>も影響していると考えられる。不動産バブルの崩壊により、多額の不動産融資が回収不能となり、それを引き金に連鎖倒産などの問題が発生するのではないかと疑心暗鬼に陥った企業の投資マインドが委縮している。こうした状況が、国内のビジネス活動を冷え込ませていると見られている。

## (2) 一時急上昇したインフレ率は沈静化

前述のように、ベトナムでは、2007年のWTO加盟を契機に投資ブームが沸き起こって海外からの資金流入が加速し、その影響で景気が過熱し物価も上昇した。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、2008年春には20%を超え、2008年秋には30%に近づいた。これを受けて、中銀は、2005年12月以来据え置いていた政策金利を、物価上昇圧力抑制のため、2008年2月に50bps、5月には325bps引上げ、さらに6月にも200bps引き上げた。

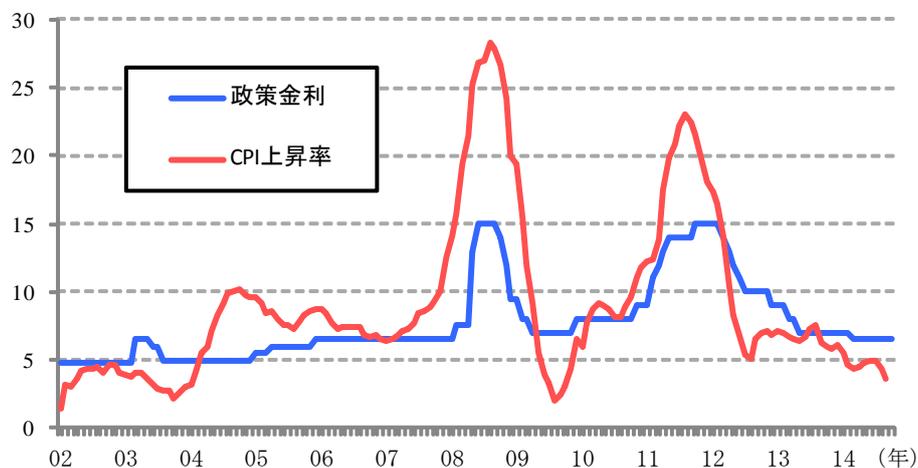
そこへ、リーマンショック（2008年9月）の激震が襲い、国内景気は急減速、インフレ率も低下した。これを受け、中銀は、2008年9月から2009年2月までの間に、景気対策として、5回の利下げで政策金利を合計800bpsも引き下げた。ところが、低金利を背景に銀行融資が拡大し、インフレ率が再び上昇する兆候が見えたことから、中銀は、2009年11月に政策スタンスを「成長重視」から「安定重視」に転換し、2009年11月には、10ヵ月ぶりに利上げ（100bps）を実施した。

2010年にはインフレが再加速したため、当局は、2010年11月以降、本格的な引き締め政策に転じた。引き締めによってインフレ率が低下し景気が減速すると、当局は、2012年3月以降、引き締め政策を見直し、2013年5月までの間に、8回にわたる利下げで政策

<sup>1</sup> 当局発表による2014年末時点の不良債権比率は3.6%であったが、格付け大手のムーディーズやフィッチは、不良債権比率が15%に達する可能性があるとしている。

金利を 800bps も引き下げ、景気の回復を図った。

図表 4. 政策金利（リファイナンス金利）とCPI上昇率（前年同月比）の推移

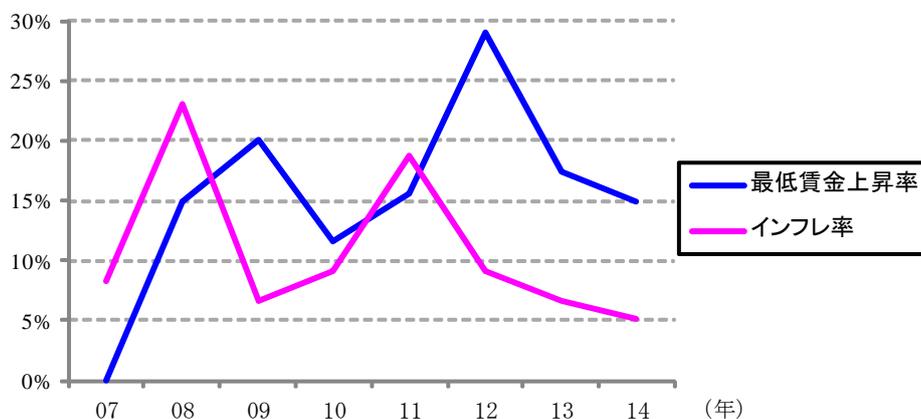


(出所) CEIC

上述のような 2008 年以降のインフレ率の急上昇は、賃金上昇圧力を高めることとなった。例えば、ハノイやホーチミンなど大都市圏の最低賃金の上昇率を見ると、2007 年は前年比横這いであったが、2008 年のインフレ率急上昇を受けて、翌 2009 年には前年比 20% もの大幅な上昇となった。2010 年には、前年のインフレ率沈静化を受けて最低賃金上昇率も鈍化したが、2011 年にインフレが再加速すると、翌 2012 年の最低賃金は 30% 近い上昇率を記録した。

このような最低賃金上昇の影響を受け、ベトナムに進出している労働集約型製造業関連日系企業でも賃金を大幅に引き上げざるを得なくなった。

図表 5. ベトナムのインフレ率と最低賃金上昇率



(出所) CEIC

### (3) 一方的なドン安の流れは一段落し、物価も安定

ベトナム通貨ドンの対米ドル為替相場は、ドイモイ政策による経済の自由化・開放化が本格化した1990年代以降、経常赤字の慢性化、外貨準備不足、国民のドンへの信認がそもそも低いこと、などを背景にずっと下落の一途を辿ってきた。これは、中国の人民元の対米ドル為替相場の動きとは対照的である。最近20年間で、人民元は米ドルに対して4割増価したのに対して、ドンは5割も下落している。

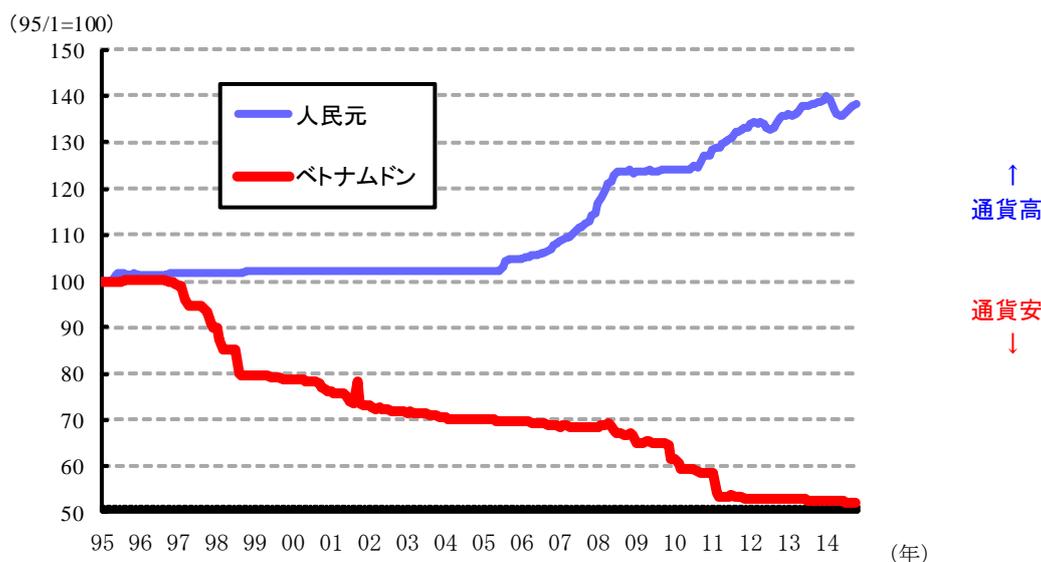
下落を続けてきたドンは、2011年半ば以降、下落ピッチが鈍ってほぼ横這いとなり、一方的なドン安進行に歯止めがかかった形になっている。

ドンの下落に歯止めがかかった理由として、リーマンショック後の米金利低下でドルが外国通貨に対して弱くなったことや、慢性的に赤字だったベトナムの経常収支が黒字化（これについては後述する）したことなどが影響したと見られる。

前述のような2008年以降の賃金急上昇局面では、人件費上昇がドン安によって相殺される形となったため、ベトナムに進出している輸出向け製造業にとっては、ドル建てベースの人件費はそれほど上昇せず収益にもあまり影響は出なかったと見られる。しかし、ドン下落に歯止めがかかって以降、毎年15%を超える賃金上昇率は、ドン安でオフセットされず、ストレートに輸出製造業の収益悪化につながるようになった。

他方、慢性的なドンの下落に歯止めがかかったことは、インフレ期待を低下させるのに寄与し、一時は30%近かったインフレ率が5%程度までスローダウンした。その意味では、ドン為替相場の安定がマクロ経済に与えたプラスの影響も大きかったと言える。

図表6. 人民元とベトナムドンの対米ドル相場（1995年1月=100として指数表示）



(出所) CEIC

#### (4) 2000年代後半に急増した自動車販売台数も足元で一段落

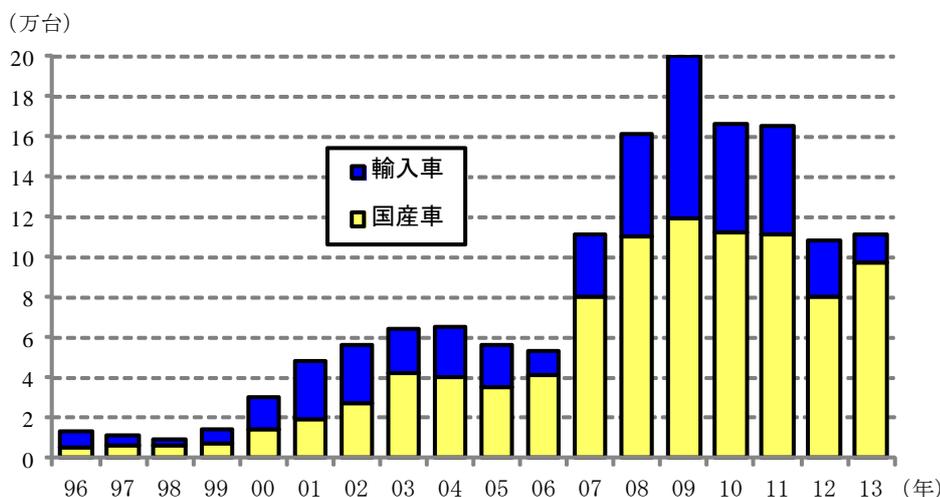
1990年代半ば以降のベトナムの自動車販売台数の動きを見ると、2007年のWTO加盟直後に急増したが、その後は減少し、足元ではピーク時(2009年)の半分程度で推移している。こうした自動車販売の増減には、自動車関連税率や各種手数料の動きが大きく影響していると見られる。

ベトナム政府は、共産党一党独裁のもとで、経済自由化を進めつつも、民間企業のプレゼンス拡大には警戒的なスタンスをとってきた。しかし、2000年に、ベトナム政府が企業法を改正して民間企業設立規制を緩和すると民間企業数が増え、それ以降、自動車販売台数は、法人需要に牽引される形で増加を続けた。その後、自動車販売台数は、2005年に一部車種の特別消費税引上げの影響で減少し、2006年には、翌年のWTO加盟で輸入車税率が低下するとの観測から買い控えが起こってさらに減少した。

自動車販売台数は、2007年には、前年の買い控えの反動もあって急増し、2008年には特別消費税改定前の駆け込み需要もあって大きく増加、また、2009年も景気対策として自動車関連減税が実施された影響で増加した。しかし、2010年は前年の需要先食いの反動で減少し、2012年は交通渋滞緩和策として車輛の急増を制限するために自動車登録料等が引き上げられた影響で前年比大幅減少となった。

最近の販売台数は2007～2009年頃と比べて低水準であるが、これについては、現在の経済環境が以前より安定しているため、消費者が買い急ぐ必要がなくなったためだとする見方がある。こうした見方は、すなわち、現在の経済状態が、2000年代後半のような経済高成長のもとでの「ドン下落・インフレ加速」という状況とは異なり、為替・物価ともに安定的であるため、値上がりを恐れて駆け込み的に車を買う必要がなくなったことを示唆している。

図表7. ベトナムの自動車販売台数の推移



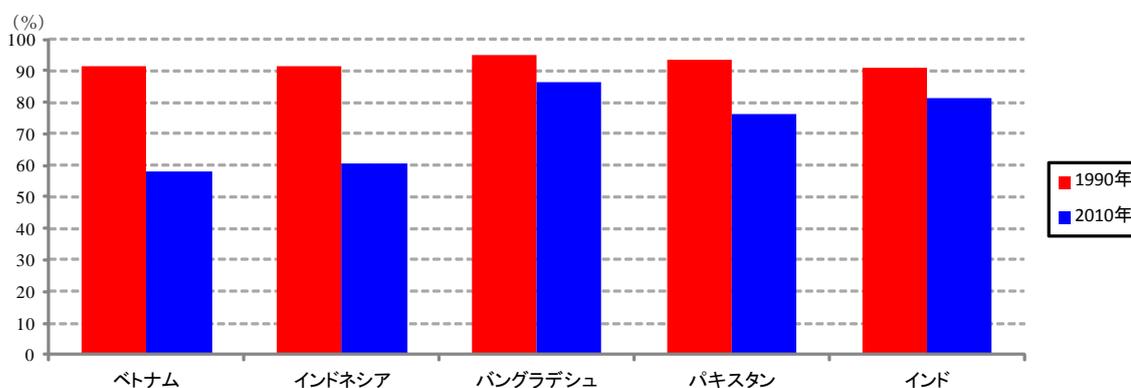
(出所) NNA、CEIC

## 2. ベトナム経済の構造的な変化 ～ 貧困は減ったが、構造改革は未完

### (1) 貧困削減に一定の成果、所得分配不平等も周辺国より小さい

ベトナム経済の中長期のパフォーマンスを見る場合に、まず、貧困削減に成果を上げたことは見逃せないだろう。世界銀行のデータをもとに、1990年の貧困層（購買力平価ベースの生活費が一日2.5ドル以下）の比率が9割程度であったアジア諸国について、20年後の2010年の貧困層比率を見ると、南アジア諸国に比べて東アジア諸国の改善傾向が顕著であり、ベトナムでも、貧困層比率は9割から6割に減っている。これは、ベトナムが、経済発展によって、貧困削減に一定の成果を挙げたことを示すものと言える。

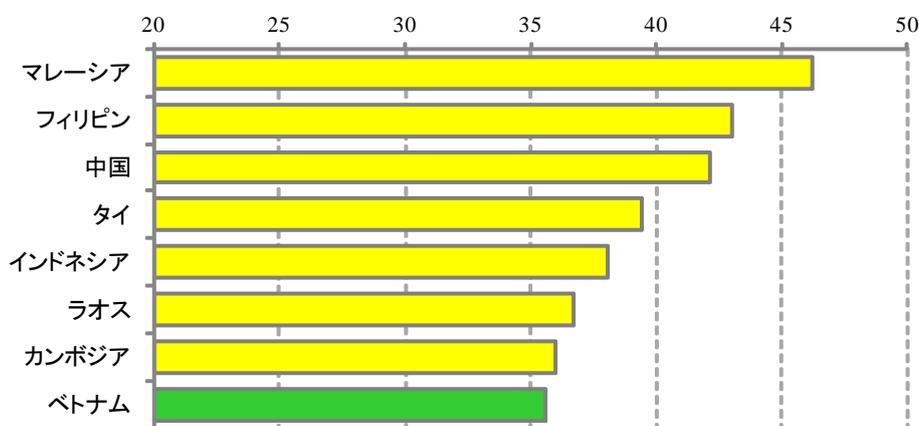
図表8. 一日2.5ドル（購買力平価ベース）以下で生活する人口の比率



(出所) World Development Report 2014 p.301, p.303

ベトナムでは、近年、所得格差問題が顕在化しているが、それでも、近隣諸国ほど深刻ではないと考えられる。例えば、ジニ係数を見ると、ベトナムは近隣諸国に比べて低い。

図表9. 東アジア諸国のジニ係数（2003-2012年）



(出所) UNDP, Human Development Report 2014

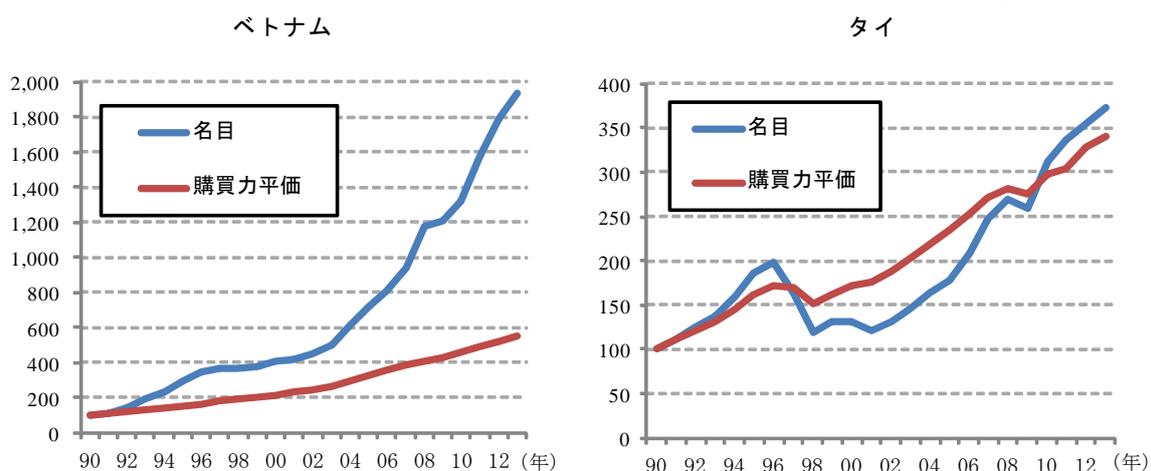
なぜ、ベトナムのジニ係数が低いのか？まず、ベトナムは、かつての社会主義経済体制下で国民全体が「平等に貧しく」なったため所得格差がもともと小さく、民間企業活動への規制緩和が2000年代によく本格化したばかりという歴史的経緯から、富裕層の資産蓄積がまだそれほど進まず富裕層の数も多くない。したがって、ベトナムにおける富の分配は、フィリピンのように華人系財閥など一部の富裕層が富を独占するという状況にはなっていない。また、ベトナムは、所得水準の低い大きな社会集団を国内に抱えておらず、例えば、国内で最大多数のマレー系住民が中国系住民より所得が低い状況が固定化しているマレーシアのようなケースとも異なる。

上述のように、ベトナムは急速な経済発展を遂げつつ、貧困削減にも一定の成果をあげ、所得分布の不平等も周辺諸国に比べればそれほど深刻化せずにすんでいる。では、ベトナム人の暮らしは本当に豊かになったと言えるのか？

それを考えるため、ひとつの手掛かりとして、名目ベースと購買力平価ベースの一人当たりGDPの伸びを比較するという視点から検討してみよう。例えば、タイでは両者の乖離が小さいのに対して、ベトナムでは両者の乖離がかなり大きくなっている。これは、ベトナムでは、一人当たり名目GDPの伸び率が非常に高い割には、国民の生活水準がそれに見合うほど上がっていないことを示唆している。

つまり、現在のベトナムは、所得水準が低い割に物価水準が相当高いため、急速な経済発展に見合うほどベトナム人の暮らしが豊かになったとは必ずしも言えないことが示されている。

図表10. ベトナムとタイの一人当たりGDPの推移（1990年=100）



（出所） International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

## （２）いまだに大きい国有企業のプレゼンス ～ 経済効率化の阻害要因に

ベトナムは、1980年代後半に社会主義経済から市場経済への転換を開始し、ドイモイ（刷新）政策のもとで、経済開放・自由化を進め、急速な経済発展を遂げてきた。

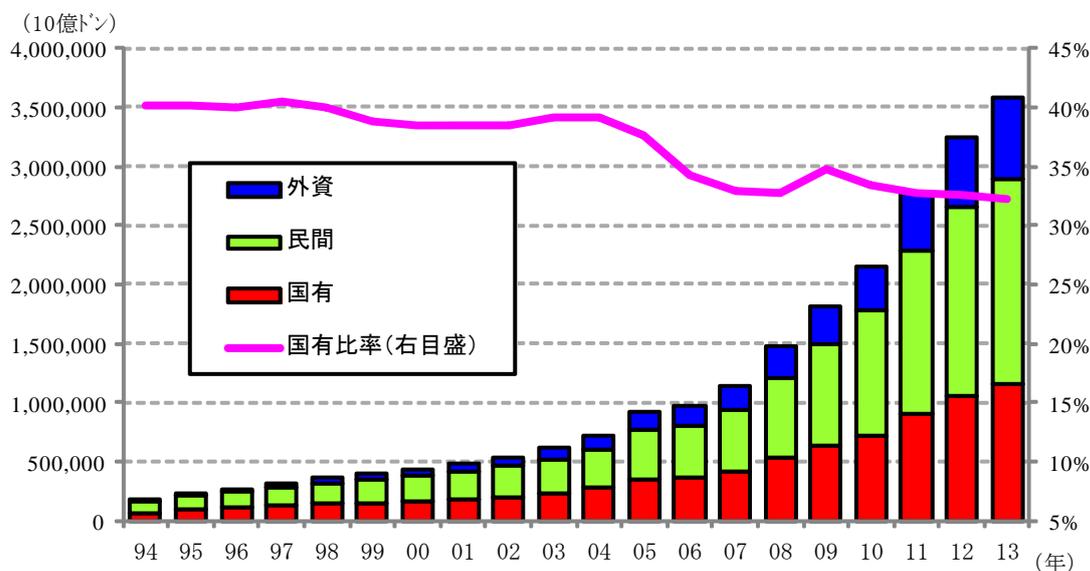
ベトナム経済の高成長の牽引役は、民間部門の急拡大であった。しかし、旧来の国有企業のシェアも依然として大きく、足元ではいまだに名目 GDP の 3 割以上を占める。

国有企業には経営が非効率なものが多く、赤字国有企業を支援するための財政支援や金融支援を行うことで、財政・金融部門の効率的な運用が歪められている。

国有企業の中でも、財務内容が健全と言えるのは、主として、石油、石炭など資源関連や、運輸、エネルギー、通信などの規制業種に属する企業群であり、いわば、法律によって国有企業の利益が守られている業種ばかりである。しかし、そうした国有企業の存在は、民間企業の台頭を排除し結果的に経済効率向上を妨げていることを意味する。こうしたことから、ベトナム経済の効率性を高める観点から、国有企業の整理・淘汰は重要課題といえる。

ベトナムが 2007 年に WTO に加盟した際にも、加盟条件として、国有企業と民間企業の公正な競争条件の確保が義務付けられており、また、現在進行している TPP 交渉においても、ベトナムやマレーシアにおける国有企業の優遇を撤廃し民間企業との対等な条件での競争環境を確保することが重要テーマのひとつとして議論されている。しかし、ベトナムは、市場経済化したとは言っても、依然として共産党一党独裁体制であるため、国有企業が共産党幹部の天下り先になっているなどの事情もあり、国有企業の整理・淘汰が必要なことは認識されているにも拘わらず、その実行は困難なのが実情である。

図表 11. 名目 GDP における所有構造別構成比の変化



(出所) CEIC

### (3) 財政赤字が慢性化し、足元の赤字は拡大

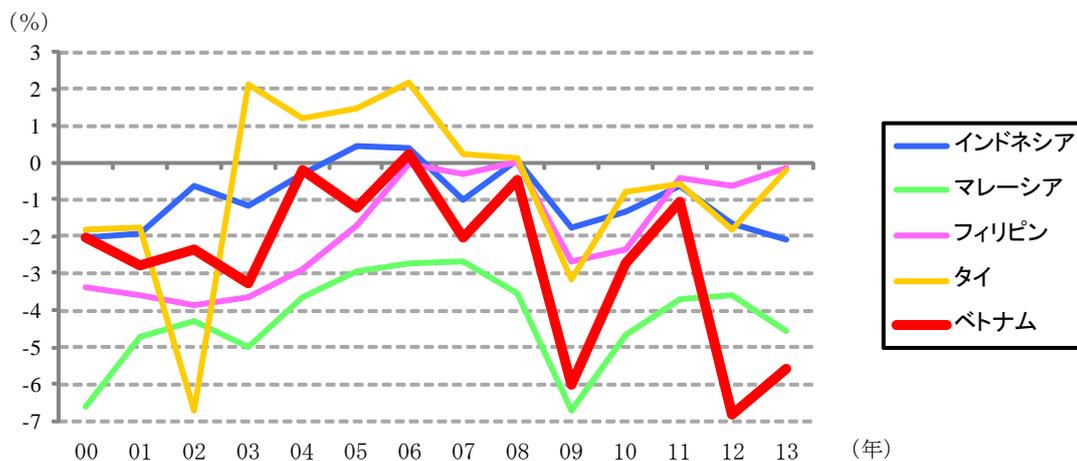
ベトナムは、課税ベースの小さいことや徴税システムの不備などに起因する歳入基盤の脆弱さゆえに、財政収支が慢性的な赤字状態にある。実際、財政赤字の対 GDP 比率をみると、ベトナムは、近隣 ASEAN 諸国よりもかなり大きくなっている。

特に、リーマンショック直後の 2009 年には、原油価格下落による国有石油公社からの歳入減少と、景気刺激策としての歳出増加という 2 つの要因により、大幅な財政赤字を記録した。また、2012 年には、AFTA (ASEAN 自由貿易地域) の協定に基づく 1,600 品目もの関税撤廃実施により歳入が急減したことが響いて、大幅な財政赤字となった。

このまま大幅な財政赤字が継続した場合、政府債務が膨張し、それを返済するための支出が、将来の歳出を圧迫してしまう可能性がある。また、大幅な財政赤字の慢性化は、通貨ドンの信認低下につながり、インフレ圧力を高めることにもなりかねず、マクロ経済の安定・均衡を脅かすリスクが高まってしまう。

そうした事態を防ぐため、ベトナム政府は、今後、新税導入等による歳入ベースの拡大や公共投資における民活利用による財政負担軽減といった取組みによって、財政赤字をコントロールしてゆくことが求められている。

図表 12. ASEAN 諸国の財政収支対 GDP 比率



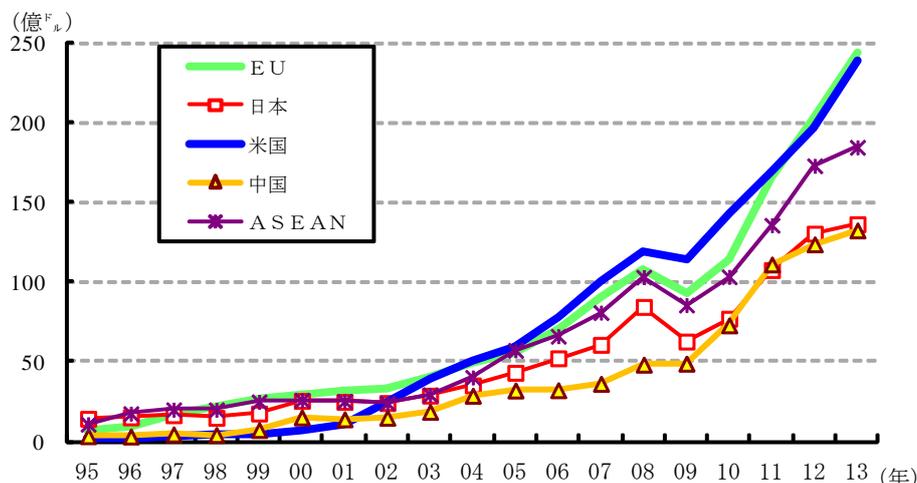
(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

### 3. 好調な輸出 ～ 輸出の主役に躍り出たエレクトロニクス

#### (1) 依然として好調に推移する輸出

前述のように、ベトナムの景気減速は、当局による建設・不動産部門の「バブル退治」のための引き締めが国内経済を失速させたことによるものであった。しかし、他方で、輸出部門については、引き続き好調に推移している。ベトナムの輸出の本格的な拡大は2002年以降である。この輸出増加の主因は、米国との通商協定締結（2000年）およびベトナムのWTO加盟（2007年）であった。2010年には、中国とASEANの間で自由貿易協定（FTA）が発効しており、それ以降は、中国向け輸出の拡大も目立っている。

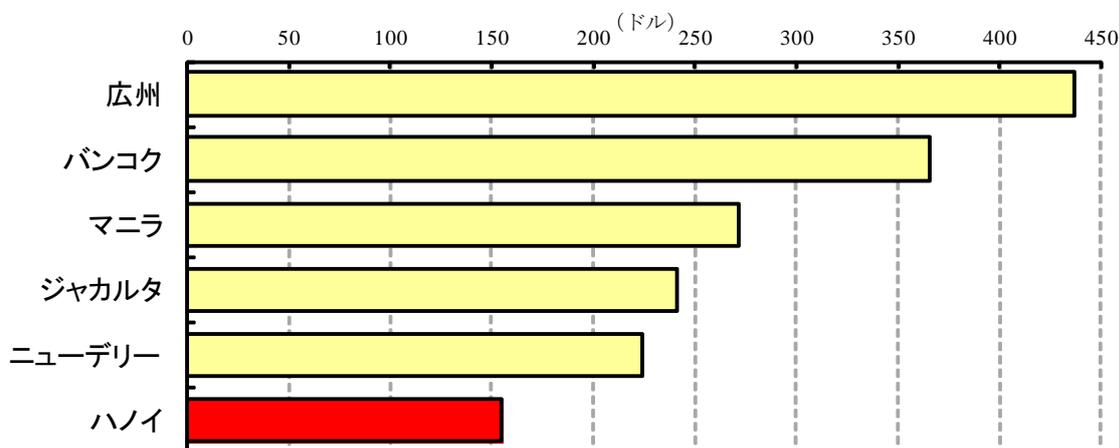
図表13. ベトナムの主要国・地域向け輸出額推移



(出所) CEIC

輸出拠点としてのベトナムの強みは、中国や近隣 ASEAN 主要国に比べて人件費が安いことである。ベトナムのワーカーの賃金は、中国やタイの半分以下であり、これは労働集約型産業にとって大きな強みである。

図表14. アジア各地のワーカー（一般工）の月額基本給



(出所) JETRO 「アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較（2014年5月）」

一方、ベトナムの労働力は、コストだけでなく質の面でも評価が高い。ベトナムに進出している日系企業の間では、ベトナムの労働者の識字率の高さ、勤勉さ、忍耐力、手先の器用さ、といった点に対する評価が高く、労働力の質では、中国と同等もしくはそれ以上との意見も多く聞かれる。

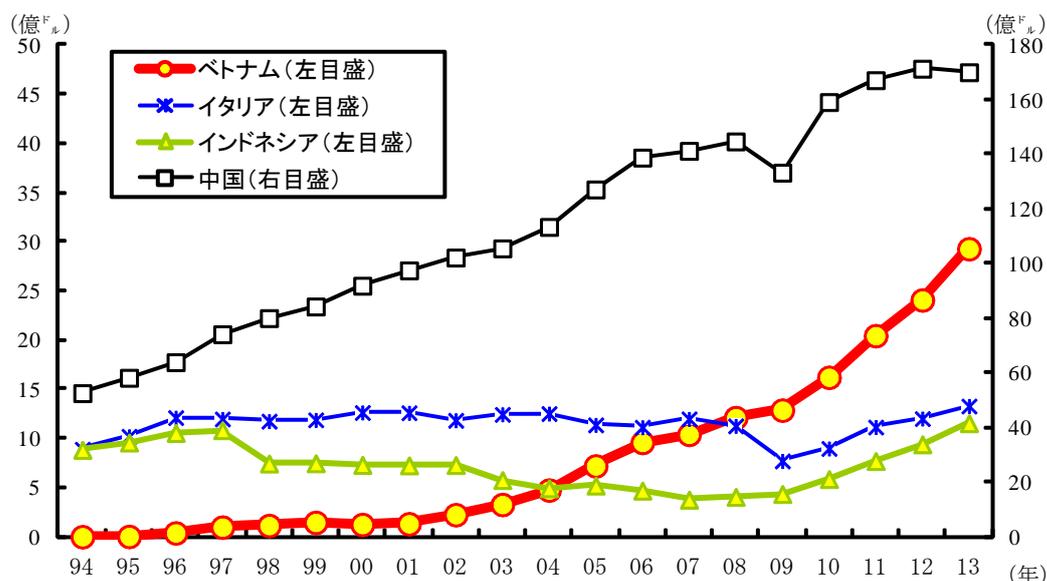
このように質の高い労働力が低廉な人件費で使えることが、外資系製造業のベトナム進出における最大のインセンティブであると言ってよいであろう。

低廉で質の高い労働力を武器に、近年、労働集約型工業製品におけるベトナムの台頭は顕著である。それを示す事例として、米国における履物（HSコード=64）の輸入相手国をチェックしてみよう。1990年代半ば頃には、インドネシアがイタリアと並んで中国に次ぐ主要な輸入相手であったが、1998年以降、インドネシアからの輸入は減少し、2002年頃から急成長してきたベトナムが、2005年にインドネシアを追い抜いた。

こうした動きの背景として、まず、1998年のアジア通貨危機後のスハルト政権崩壊に伴う政治社会情勢混乱が警戒されて、インドネシアへの発注が減ってしまったことが考えられる。また、ベトナムが、2000年に米国との通商協定を締結し、極端に高かった米国の対ベトナム輸入関税が大幅に下がり、ベトナムの対米輸出が急拡大したことも影響したと言える。

しかし、2004年以降、インドネシアの政治社会情勢が安定化したのに、インドネシアからの輸入は足元では1990年代のレベルとあまり変わらず、一方で、ベトナムは右肩上がりで増加している。これは、労働コストの安さだけでなく労働力の質においてもベトナムが優位にあることを反映したものと考えられる。

図表 15. 米国の履物（HSコード=64）の主な輸入相手国の推移



(出所) World Trade Atlas

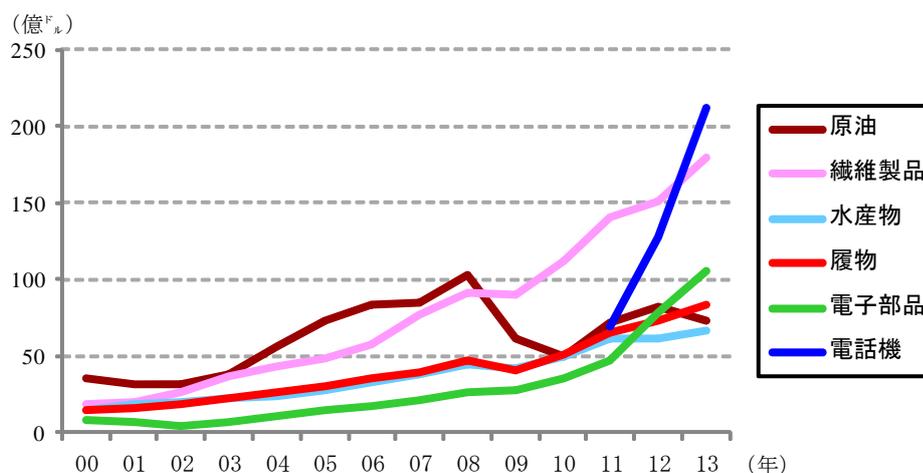
(2) エレクトロニクスが輸出の主役に ～ 携帯電話や半導体の輸出が拡大

ベトナムの輸出の主力は、従来、原油などの天然資源や繊維製品などの軽工業品であったが、最近、急速に伸びているのがエレクトロニクス関連であり、特に、ここ数年、電話機の輸出が急激に伸びている。これは、韓国のサムスンがベトナム北部に携帯電話機の一だ生産拠点を稼働させたことによるものである。恒常的な赤字が続いてきたベトナムの貿易収支が黒字化したのも、サムスンの携帯電話輸出急増による影響が大きかったものと見られる。

また、電子部品の輸出も近年増加しているが、これは、米インテル社の半導体輸出拡大によるものである。インテル社は、2010年に、ベトナム南部のホーチミン市において、同社で最大・最先端となる半導体組立工場の建設を開始し、ノートPC・携帯電話向けのチップセットの生産・輸出に乗り出してきた。

さらに、2015年度中には、韓国のLGがベトナム北部のハイフォン市に、同社の工場の中で世界最大規模となる大型工場（家電・カーナビ・携帯電話等を生産）を稼働予定であり、こうしたエレクトロニクス関連品目がベトナムの輸出を今後も押し上げるものと予想される。

図表 16. ベトナムの上位輸出品目の推移



(注) 電話機のデータは2011年以降しか開示されていない

(出所) CEIC

#### 4. 国際収支 ～ 経常収支は黒字に転換したものの外貨準備は依然低水準

##### (1) 国際収支 ～ 慢性的赤字が続いてきた経常収支が黒字に

ベトナムの経常収支は、慢性的な赤字が続いてきた。経常赤字の主な原因は恒常的な貿易赤字であり、これは、ベトナムの産業構造に起因するものであった。

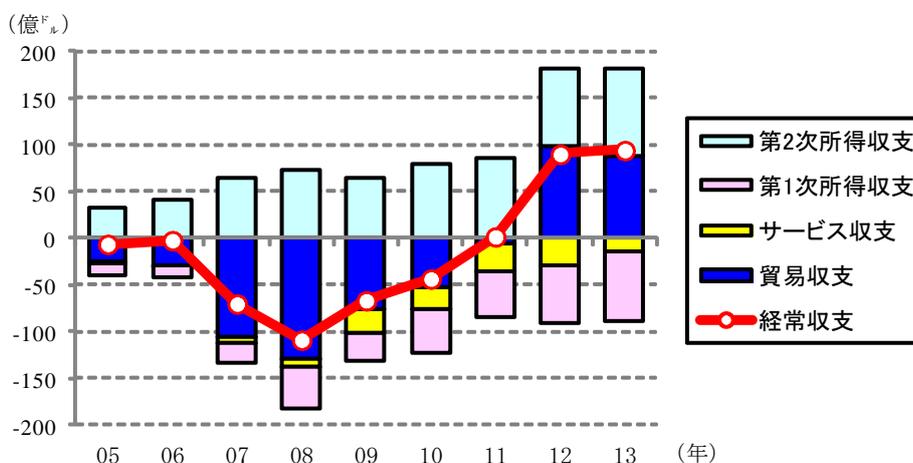
近隣諸国に比べて工業化が大きく立ち遅れていたベトナムでは、輸出品の主力が天然資源や軽工業品など付加価値の低いものが多く、他方、輸入品目については資本財など付加価値の高いものが多かったため、貿易収支は赤字にならざるを得ないという構造に陥っていた。貿易赤字をある程度埋め合わせていたのが、在外ベトナム人からの送金による第2次所得収支黒字であった。

しかし、2012年には、貿易収支が一転して大幅黒字化したことにより、経常収支は100億ドル近い黒字を記録した。この貿易収支黒字化の背景は何か？ひとつは、前述のように、近年、外資系エレクトロニクス企業のベトナム生産拠点稼働によって、携帯電話や半導体などのエレクトロニクス輸出が急増したことがあげられる。もうひとつは、既に述べたような建設・不動産部門を中心とする国内景気鈍化の影響で、輸入が抑制されたことがあげられる。

これまで、ベトナム経済にとって、慢性的な経常収支は、通貨ドンの為替相場の一方的な下落とインフレ率上昇をもたらす元凶となっていた。

しかし、足元で経常収支が黒字化したことにより、近年の為替相場は以前のように一方的に下落することなく安定的に推移しており、また、一時30%に近かったインフレ率も5%以下に低下するなど、ベトナム経済にとってポジティブな影響も表れている。

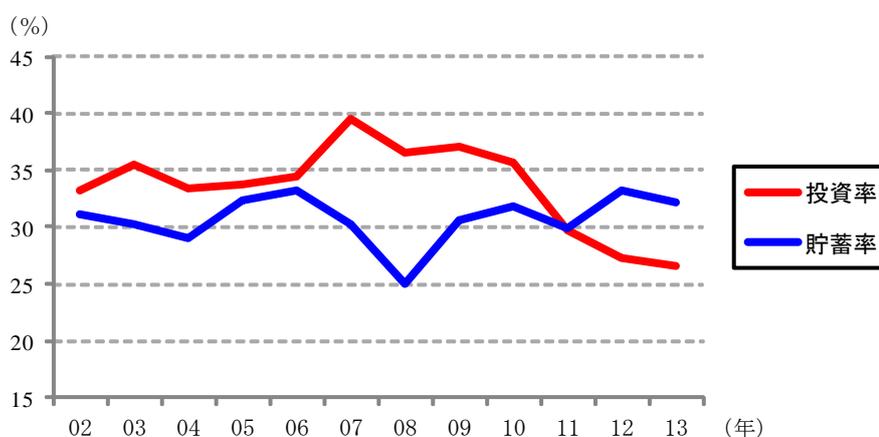
図表17. ベトナムの経常収支と主な収支項目の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

経常収支とは貯蓄と投資の差額でもあるが、ベトナムの場合、2000年代の貯蓄－投資バランスは投資超過で経常収支も赤字であった。しかし、近年は、貯蓄－投資バランスが貯蓄超過となっており、経常収支も黒字化している。近年の貯蓄－投資バランスが貯蓄超過となった主因は、投資率が2007年頃と比べて15パーセントポイントも低下していることである。この投資率低下をもたらした大きな原因は、前述のように2010年以降実施されたバブル退治のための引締めである。つまり、それまでの経常赤字は、ベトナム政府の拡張的な経済運営のもとで過剰な投資が行われてしまい、それに見合う国内貯蓄が不足していたことを反映したものだったとも言える。

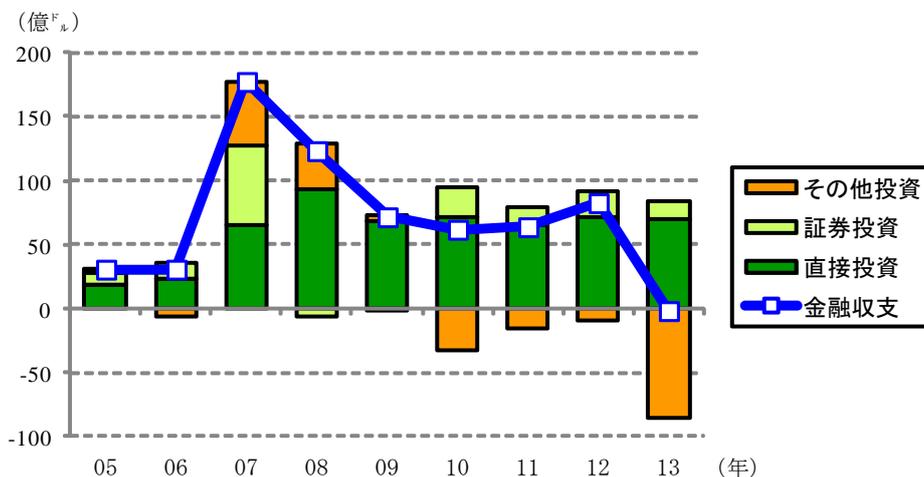
図表18. ベトナムにおける投資率と貯蓄率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

一方、金融収支は、海外からの直接投資流入が続いてきたことに支えられ、黒字基調で推移してきた。しかし、2013年は、ベトナム中銀による金預金制度廃止や、米国の金融緩和縮小観測などを背景に資金流出が進んだこと等を反映し、「その他投資」の赤字が拡大したため、金融収支黒字は大幅な縮小を余儀なくされた。

図表19. ベトナムの金融収支と主な収支項目の推移



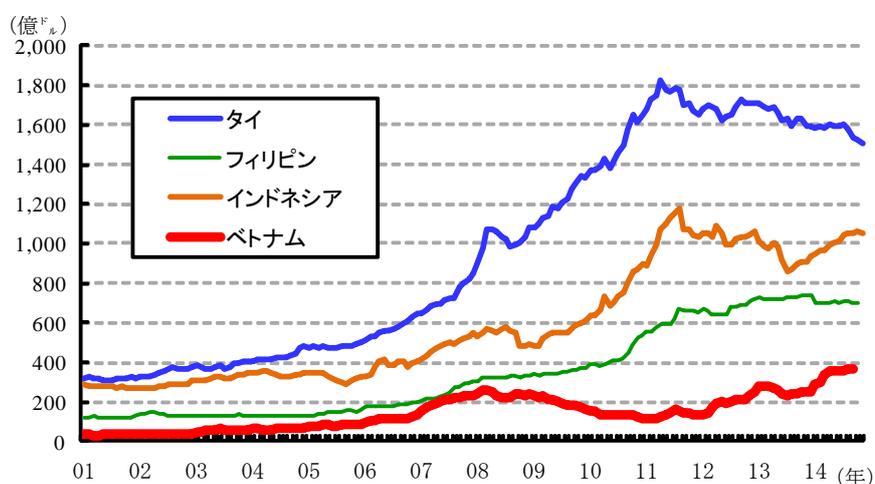
(出所) IMF, International Financial Statistics

(2) 外貨準備 ～ 危機的ではないが依然として低水準にあり要警戒

経常収支が黒字化したことを背景に、ベトナムの外貨準備は近年増加傾向にある。

外貨準備は、2011年初頭には100億ドル程度まで減少し、輸入の1カ月分しかカバーできないという危機的状況に陥っていたが、その後回復して、2014年初めには300億ドル台まで積み上がった。ただし、ベトナムの外貨準備は増えたとは言っても、足元の水準は、近隣ASEAN主要国を大きく下回っており、しかも、外貨準備は輸入の3ヵ月程度しかカバーできないという状況であり、いまだに警戒レベルにあると言わざるを得ない。

図表20. ASEAN諸国の外貨準備の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

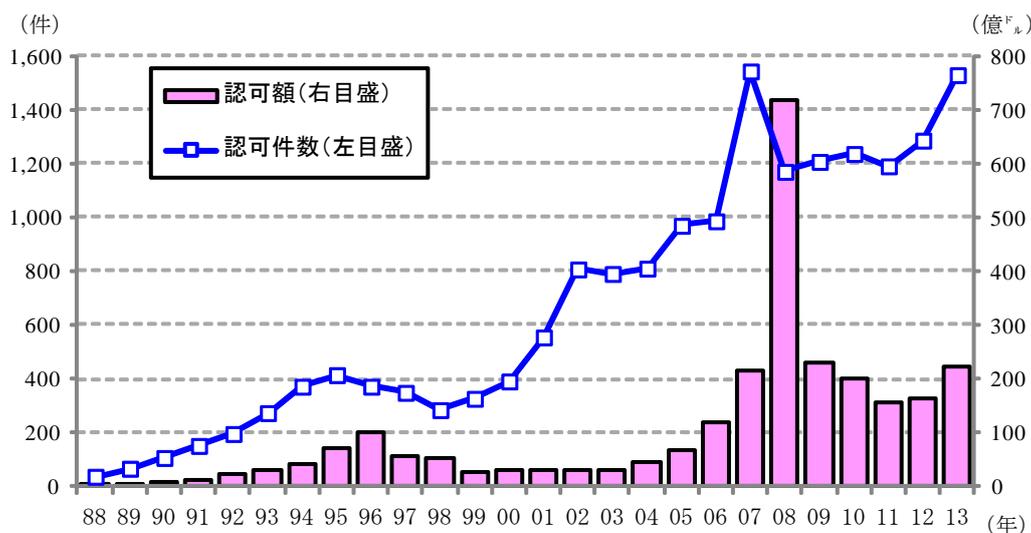
## 5. 投資先としてのベトナム ～ インフラ整備と裾野産業拡充が課題

### (1) 外国からの直接投資動向 ～ 中小企業進出増加、地方にも大規模投資

外国からベトナムへの直接投資（認可ベース）の推移を見ると、1980年代後半の外資受入れ開始以降、これまでに3回のブームがあったことがうかがえる。

最初のブームは、1990年代前半であり、これは、1991年にインドシナ和平が実現しベトナムが国際社会に正式に復帰したことを受けて、ベトナムがアジアのニューフロンティアとして注目された時期である。第2のブームは、2000年に米越通商協定が締結されたことを受け、対米輸出拠点としてベトナムが注目された時期である。そして第3のブームは、2007年にベトナムがWTOに加盟したことで、投資環境が大幅に改善されるとの期待感が盛り上がり、投資先としてベトナムへの注目度が世界的に高まった時期である。特に、2008年には、製油所、製鉄所、港湾といった大型投資案件が入ったことで、投資認可額が700億ドルという未曾有の規模にまで膨らんだ。

図表21. 外国からの直接投資認可件数・認可額の推移



(出所) CEIC

投資認可額は、リーマンショック直後の2009年に急減し2007年の水準まで戻ってしまっただが、足元で再び増加している。一方、投資認可件数についても、2008年に減少したが2012年以降増加に転じており、足元では過去最高水準に近付いている。

投資認可額および投資認可件数の2013年のデータを見ると、投資認可額については2008年の1/3弱にすぎないのに対し、投資認可件数が2008年とほぼ同水準で非常に多い。これは、一件当たり投資規模が小さくなっているということであり、すなわち、中小企業のベトナム進出が増えていることを示唆するものと言える。

実際、近年のベトナム進出は、大手企業による大型組立工場よりも、組立工場へ部品を

供給する事業者が目立っており、また、サービス分野でも小売や飲食等の小規模な案件が増加している。一方、台湾、韓国の中小縫製メーカーがベトナムに投資するケースも目立つようになってきている。これは、現在 TPP 交渉に参加している国の中で縫製品輸出国はベトナムだけであることから、TPP 発効後に縫製品輸出拠点としてベトナムの優位性が高まることを見越したものと見られる。

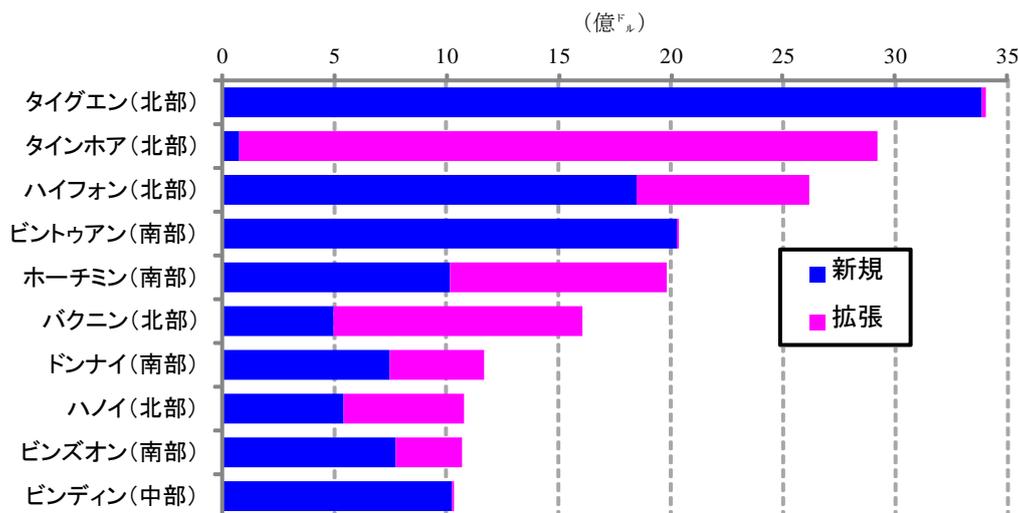
ベトナムへの外国からの直接投資は、2000 年代初め頃までは、南北 2 大都市であるハノイとホーチミンに集中していたが、近年は、両都市から若干離れた地域への投資額が多くなっている。

2013 年の投資認可額の省・市別内訳を見ると、ハノイから 40km 北のタイグエン省、ハノイから 120km 南のタインホア省、ハノイから 100km 東のハイフォン市、といった地域への投資額が多い。これらは、いずれも大型投資案件によるものであり、タイグエン省はサムスの第 2 工場建設、タインホア省は出光興産などによる製油所拡張、ハイフォン市は LG の家電製造工場といった案件が、それぞれの投資額の大半を占める。

このように、外国からの投資先が南北二大都市から外延部へと広がっている背景として、ハノイやホーチミンの近郊では用地と労働力の確保が困難になりつつあること、また、ODA などによって道路・港湾インフラの整備が進んだために、ハノイやホーチミンから若干離れた場所であってもロジスティクス面での不便さが低減されたことが挙げられる。

こうした状況は、ベトナムが外国からの直接投資受入れ先を全土に拡大し経済発展を国全体に波及させていくためには、今後とも、インフラ整備が重要なカギを握っていることを示すものと言える。

図表 2.2. 省・市別の外国からの直接投資認可額（2013 年）ベストテン



(出所) JETRO通商弘報 (2014. 3. 31)

(2) 日本企業のベトナムへの関心 ～ 労働者の質の高さと低賃金に注目

日本企業の投資先としてのベトナムへの関心度は、足元では、ベトナムの WTO 加盟直後のブーム期ほど高くはないものの、東南アジア地域では、インドネシア、タイに次いで人気の高い国となっている。例えば、国際協力銀行（以下 JBIC）が毎年実施している「海外直接投資アンケート」における事業展開先としての有望国ランキングを見ると、ベトナムは、WTO 加盟直後の 2008 年には、ランキングが中国とインドに次ぐ第 3 位であった。しかし、その後は、インドネシアの内需の好調さやタイの投資・輸出環境の良さが見直されたことなどから、インドネシアとタイのランキングがベトナムを上回っている。

図表 23. 日本の製造業が事業展開先として有望と考える国々  
～ 今後 3 年程度のスパン ～

順位	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
1位	中国	中国	中国	中国	中国	インドネシア	インド
2位	インド	インド	インド	インド	インド	インド	インドネシア
3位	ベトナム	ベトナム	ベトナム	タイ	インドネシア	タイ	中国
4位	ロシア	タイ	タイ	ベトナム	タイ	中国	タイ
5位	タイ	ロシア	ブラジル	インドネシア	ベトナム	ベトナム	ベトナム
6位	ブラジル	ブラジル	インドネシア	ブラジル	ブラジル	ブラジル	メキシコ
7位	米国	米国	ロシア	ロシア	メキシコ	メキシコ	ブラジル
8位	インドネシア	インドネシア	米国	米国	ロシア	ミャンマー	米国
9位	韓国	韓国	韓国	マレーシア	米国	ロシア	ロシア
10位	台湾	マレーシア	マレーシア	台湾	ミャンマー	米国	ミャンマー

(出所) 国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」(各年版)

事業展開先としてのベトナムの魅力はどこにあるのか？ 前述の JBIC アンケートにおける各国の有望理由に関する回答結果を見ると、ベトナムで回答率が最も高い項目は「今後の現地市場の成長性」であり、販売市場としてのポテンシャルの大きさが最大の魅力であることがうかがえる。

他方、上記アンケートの有望理由の項目別に、ベトナムとアジア主要国（インド、インドネシア、中国、タイ）を横断的に比較し、ベトナムが 5 カ国中で最も回答率の高い項目をチェックしてみると、生産拠点としてのベトナムの強みが浮き彫りになる。

ベトナムが上記 5 カ国中で最も回答率が高い項目は、まず、「優秀な人材」、「安価な労働力」といった労働力に関するものであり、また、「他国のリスク分散の受け皿」の回答率が 5 カ国中で最も高いことから、中国など特定の国への生産拠点集中に対するリスクヘッジ先として重視されていることもわかる。

また「政治・社会情勢が安定」という項目の回答率もベトナムが最も高く、政情が安定している国として高評価を受けていることがうかがえる。

他方、ベトナムは、インフラ関連の項目や、「産業集積がある」という項目の回答率は、

タイをかなり下回る。

こうしたことから、ベトナムは、労働者の質の高さとコストの安さを武器とした低コスト生産拠点としてアジア屈指の魅力があるものの、産業集積やインフラはタイよりも劣っており、今後、投資先としての魅力を高めていくには、裾野産業の充実とインフラ整備が重要な課題であることが示されている。

図表 2 4. 事業展開先として有望な理由（アジア主要 5 カ国の比較）

項 目		インド	インドネシア	中国	タイ	ベトナム
生産面	優秀な人材	13.6	4.5	8.4	11.6	19.9
	安価な労働力	33.6	28.6	17.8	28.3	53.0
	安価な部材・原材料	6.4	5.9	8.9	9.8	9.9
	組立メーカーへの供給拠点	20.9	25.5	23.4	27.7	14.6
	産業集積がある	11.4	9.5	21.0	35.3	7.9
	他国のリスク分散の受け皿	4.1	10.0	1.4	11.0	19.2
	対日輸出拠点	2.3	4.5	8.9	8.1	12.6
	第三国輸出拠点	12.3	13.6	14.0	27.7	15.2
	原材料調達に有利	1.8	3.2	5.6	5.2	4.0
販売面	現在の現地市場規模	31.8	37.3	57.0	42.2	17.9
	今後の現地市場の成長性	85.0	85.5	68.2	54.3	69.5
	現地市場の収益性	7.3	9.5	9.3	11.6	8.6
	現地向け商品開発拠点	1.4	0.5	4.7	2.3	0.7
インフラ等	インフラが整備されている	0.9	3.2	14.5	27.7	4.0
	物流サービスが発達	0.9	0.9	5.1	13.3	1.3
	投資にかかる優遇税制	0.0	2.3	0.9	19.1	5.3
	外資誘致政策が安定	0.0	1.8	0.9	11.6	3.3
	政治・社会情勢が安定	2.7	4.5	1.9	1.2	11.3

(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、当該項目の回答率が 5 カ国の中で最も高いことを示す。

(出所) 国際協力銀行「2014年度海外直接投資アンケート調査結果」

### (3) 投資のネックは、近隣主要国よりも遅れたインフラ

ベトナムの投資環境における大きな問題点の一つは、インフラの整備状況が近隣のタイやマレーシアなどの先発国に比べて立ち遅れていることである。

ベトナムが市場経済へ移行を開始した 1990 年代以降、日本などからの多額の支援によって、発電所、港湾、空港、道路、橋梁といったインフラの整備が目覚ましい進展を遂げてきた。しかし、経済活動のコアであるハノイとホーチミンの周辺のインフラ整備が一応終わったのは、つい最近であり、そこまで辿り着くのにほぼ 20 年を要している。しかも、道路舗装率や千人当たりの発電設備容量といった指標を見ると、ベトナムは、タイやマレーシアなどの先行組をまだまだ大きく下回っている状態である。

また、ハノイやホーチミン周辺のインフラ整備が進んだことを受けて外資系企業が多数進出した結果、ODA によって建設した幹線道路が車輛の急増によって早くも大渋滞し企業活動に支障が出るという事態も発生するようになった。

こうしたことから、外資企業の中には、ベトナムの人件費の安さに魅力を感じつつも、海外進出をスムーズに進めるためにインフラの整ったタイへの進出を選択するといったケースも見られる。

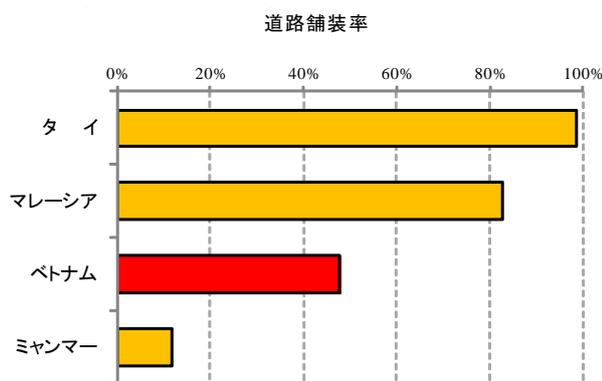
ベトナムが今後も外資企業の受入れを梃子に経済成長・産業発展を図るには、インフラの整備を一層進めることが重要である。

他方、最近新たなフロンティアとして大きな注目を浴びているミャンマーについては、インフラの状態が現時点では非常に劣悪であり、例えば、道路舗装率や千人当たり発電設備容量といった指標を見ても、ベトナムをはるかに下回っている。

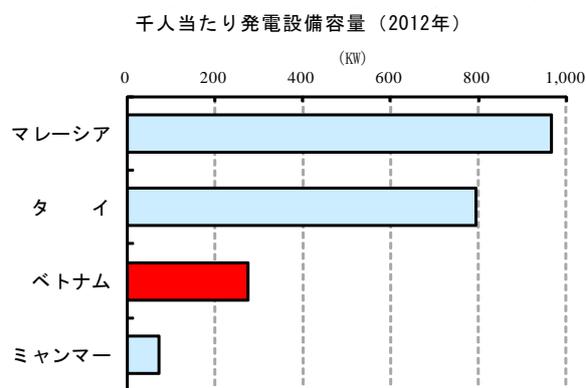
ミャンマーが、既存のインフラの緊急リハビリを終え、産業発展に向けた新たな基幹インフラの建設を終えるまでには、ベトナムのケースからも明らかなように 20 年近い時間がかかってしまう可能性があると考えられる。

したがって、外資企業の進出先としてミャンマーがベトナムの対抗馬となるのはまだ先であって、近年のミャンマーの台頭によって、ただちにベトナムの外資誘致に影響が出るとは考えにくい。

図表 2 5. 道路舗装率と発電設備容量



(出所) ADB, Key Indicator for Asia and the Pacific 2014



(出所) 発電設備容量は米エネルギー省、人口はIMF, WEO Database

#### (4) 現地調達率の低さもネック ～ 素材産業・裾野産業の弱体なベトナム

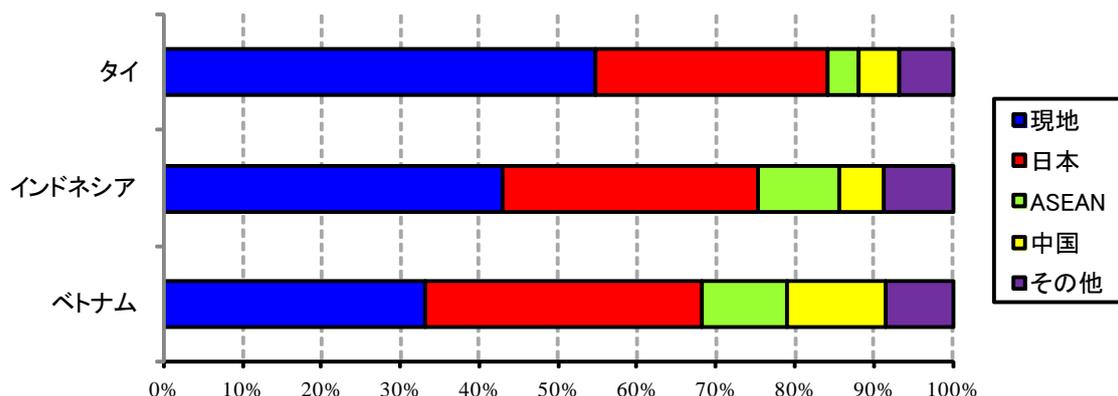
ベトナムの投資環境におけるもうひとつの大きな問題は、材料・部品の現地調達率の低さである。

低廉な人件費を背景とする低コスト生産がベトナムの大きなメリットであるが、材料・部品を国内調達できずに輸入に依存するような状況では、コスト削減に限界があり部材調達のリードタイムが長くなってサプライチェーン形成上も不利である。その点、タイやインドネシアでは、材料・部品の現地調達率が高く、ベトナムよりも有利である。

ベトナムの材料・部品の現地調達率の低さの理由は、裾野産業の貧弱さにある。例えば、大企業が製品組立工場をベトナムで稼働させても、部品を供給するサプライヤーがない

ため、結局、部品調達を輸入に頼らざるを得なくなる。ベトナムでは、原材料・部品の調達先として中国の占める比率が高くなっているが、これは、すでに部品産業の集積がある中国華南地域が地理的に近いため、華南の部品産業からの輸入が多くなっていることを示している。

図表 26. タイ、インドネシア、ベトナムの日系企業における原材料・部品の調達先



(出所) JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査(2014年度調査)」

また、ベトナムには、そもそも鉄鋼や化学などの素材産業がなかったため、自動車・電機産業にとって基幹材料である鋼材やプラスチック類でさえも輸入に依存せざるを得ないという状況である。

今後、現地調達率を向上させるには、素材産業や部品産業のベトナムへの進出増加が必要であるが、それには、インフラをはじめとする投資環境整備を促進することと、組立工場の生産量拡大によってサプライヤーへの発注量が増加することが重要なカギとなろう。

一方、素材産業の不在という問題については、最近、鉄鋼や石油化学といった分野で外資企業による大型プロジェクトがスタートしており、こうしたプロジェクトが本格稼働すれば、ベトナム国内での原材料調達が容易になると期待される。

ベトナムの原材料・部品の現地調達率が向上していけば、生産コストが低減するだけでなく、原材料・部品の輸入を減らすことで貿易赤字の解消と経常収支の改善につながり、それが、ひいては、ドン下落とインフレ圧力を解消して、マクロ経済の安定化にもつながるといふ好循環がもたらされることも期待できる。

## 6. ベトナム経済の今後の展望・課題

### (1) 経済成長率は鈍化したものの、経済の体質は健全化した側面も

ベトナムの経済成長率は、不動産バブル対策としての引締めの影響で鈍化した。

しかし、他方で、従来の成長重視政策によってもたらされた歪みが解消され、ベトナム経済が健全化した側面もある。特に、慢性化していた経常赤字・ドン安体質から脱却し、それによってインフレ圧力も大きく低下したことが注目される。つまり、従来に比べて対外不均衡は縮小し物価も安定し、経済成長がより持続可能な姿になったと言える。

### (2) 中長期的には産業構造の深化を期待させる動きも

一方、ベトナムの経済構造にも変化の兆しが見えつつある。まず、輸出品目の高付加価値化が進み、従来は一次産品と軽工業が輸出の主体であったが、近年はエレクトロニクスなどのハイテク関連品目の輸出が増えてきている。また、従来、ベトナムは、裾野産業が未発達で、それが貿易赤字・経常収支の恒常的赤字化の元凶の一つでもあった。しかし、近年、大手素材産業や部材加工関連中小企業の進出増加が目立つようになり、裾野産業が拡充する兆しも見えてきた。こうした動きが進むことによって、産業構造が深化し、それを通じて貿易赤字・経常赤字が縮小に向かうことが期待される。この動きを加速させるためには、今後も進出企業の受け皿となるインフラ整備を着実に進めることが求められよう。

### (3) 成長一本槍ではなく脆弱性・非効率性の克服に重点を

ベトナム経済は、健全化しつつあるとは言っても、依然として脆弱さを抱えている。外貨準備は輸入の3カ月分程度しかなく、今もし為替相場を完全フロート化すればドンが急落し、そうなれば外貨建て債務とドン建て資産を抱えているベトナム企業の多くは経営破綻してしまう公算が大である。また、国有企業部門がGDPの3割を占めるなど、社会主義時代の非効率な経済構造の残滓が今も残っている。

こうしたことから、今後、ベトナム経済に求められるのは、需要を拡大するだけの成長重視政策ではなく、むしろ、不均衡・非効率を解消するような供給サイドの改革が重要になってくると考えられる。

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。