

### 3

## ヴェトナムの経済発展と金融制度改革最終報告

堀内 昭義  
東京大学

黒柳 雅明  
日本輸出入銀行

森 和之  
日本開発銀行

斎藤 英人  
株式会社大和総研

桜井 宏二郎  
日本開発銀行

### 1.はじめに

1986年に始まった本格的な市場経済化政策（ドイ・モイ政策）を受けて、ヴェトナム経済は非常に急速な発展を続けてきた。たとえば実質GDP成長率は90年と91年に若干の停滞をみせたものの、92年以降は年率8%を超える高い水準を保ってきた。また消費者物価上昇率でみたインフレ率は、80年代後半における3桁の高水準から1990年代に入ってから二桁、そして96年には4%の低水準へと急速に引き下げられてきた。財政赤字も対GDP比で見ると順調に引き下げられてきた（表1を参照）。このように、ヴェトナムは市場経済化の第一段階を順調にパスしてきた。この第一段階では、中央集権的計画経済のもとで維持されてきた財政・金融制度を最小限に手直しするだけで経済発展を進めてきたのである。

それでは、ヴェトナムはこのような発展を今後も継続できるであろうか。われわれの見るところでは、市場経済化の第一段階における成功は、必ずしも第二段階以降の成功を保証するものではない。第二段階では、財政・金融制度のさらに本格的な改革を推進しなければならないであろう。今後ヴェトナムが順調に経済発展を継続できるためには、より規模が大きく、より高度な技術的基盤をもった企業組織や産業の構築が不可欠であり、そのためには国内の資本蓄積を促進し、効率的な資金配分を可能とする財政金融制度改革が必要である。

財政金融制度を本格的に改革できなければ、ヴェトナムの経済発展は頓挫する危険すらある。

以下の第2節では、まず1990年代前半のヴェトナムのマクロ経済政策のパフォーマンスを展望する。多くの専門家が既に指摘しているように、過去10年間のヴェトナム経済は非常に良好な成果を達成してきた。これはヴェトナム政府が採用し続けてきたマクロ経済政策の成果である。われわれは、この政策上の成功がドル化(dollalized)された経済におけるドル・ヘッグ政策と深く関わっていることを強調する。ドル・ヘッグ政策はヴェトナム政府のインフレ抑止政策に対してディシプリンを与えたのである。しかしドル化された経済という特徴が今後の経済発展のあり方に重要な影響を及ぼすことにも注意しなければならない。これが第3節の主題の一つとなる。

第3節では、経済発展の第二段階のモデルを既に発表されている5カ年計画(1994~2000年)に求め、この第二段階のモデルの実現可能性、あるいは問題点を分析する。この5カ年計画は野心的な資本蓄積プランを内包しているが、それは非常に多額の資本流入を前提とするという問題点を抱えている。高度にドル化されたヴェトナム経済にとって、多額の資本流入に依存することは不安定要因となる。短期的には安定的な資本流入を確保することが重要であり、中長期的には貿易収支赤字の拡大を抑制すること、そしてさらには国内貯蓄の引き上げを目指さなければならない。とりわけ順調な経済発展を持続させるためには、資本形成のより多くの部分が国内の貯蓄に依存できる条件を作り出すこと、すなわち財政金融制度の改革が重要である点をわれわれは強調したい。

第4節は金融制度の現状を展望し、国内貯蓄を動員するための条件が十分に整っていない点を明らかにする。この問題点を克服するための方策、とくに制度改革のプランを論じる。とくにわれわれは銀行制度の貯蓄動員能力の問題、そして企業向けの資金供給能力に関する問題を重視する。銀行を経由する金融仲介メカニズムが、一種の隠れた財政赤字として、ソフトバジェットの手段となりがちであることはよく知られている。とくに銀行部門が十分に高い審査能力を備えていない場合、銀行融資はソフトバジェットの道具に墮する危険が高い。しかし他方では、国内貯蓄動員は多くの点で銀行部門の機能に依存せざるを得ない。かくして、ヴェトナム経済の発展の成否は金融仲介メカニズムの効率化、あるいはそれを保証する制度改革に依存すると言っても過言ではない。

最後の第5節では、第4節までの分析を踏まえて、今後の金融制度改革の具体的な手順について議論する。金融制度改革の必要性や方向性に関しては、既に多くの方面からの提言が示されている。しかし、全ての改革を同時並行的に進めることは必ずしも合理的ではない。金融制度を構成する様々な要素の相互連関を理解した上で、それらの改革の順番(sequence)を示すことが必要であろう。第5節は金融制度改革を円滑に進めるための手順についてのわれわれの提案を示している。

しかし銀行部門を中心とする効率的な金融システムの構築は短期間で実現できる目標ではない。この目標は10年程度の期間をかけて追求されるべきものと考えられる。それまでの期間においては、ヴェトナムは不完全な金融システムの下で経済発展を進めなければならない。われわれは長期的な視野に立った制度改革案ばかりではなく、この第5節において当面の対応策についても考察し若干の提案を示すことにしたい。

表1：主要マクロ経済指標

年	実質 GDP 成長率	消費者物価 上昇率	財政赤字 対 GDP 比	貿易収支 対 GDP 比	金融深化 M2/GDP	M2 増加率
1986		774.7	6.18		0.185	
1987	3.66	231.8	4.74		0.164	324.3
1988	5.90	393.8	7.62		0.167	445.4
1989	8.53	34.7	10.26		0.295	233.8
1990	5.10	67.5	8.03		0.271	32.4
1991	5.96	67.5	3.71	2.9	0.265	78.8
1992	8.65	17.4	3.71	0.4	0.246	33.7
1993	8.07	5.2	6.21	-7.3	0.236	19.0
1994	8.84	14.4	2.61	-11.4	0.253	33.2
1995	9.54	12.7	1.47	-13.4	0.237	22.6
1996	9.34	4.5		-16.6	0.250	22.7

(出所) International Monetary Fund(1996), Japan International Cooperation Agency(1996).

## 2. ヴィエトナムの金融政策運営

ヴィエトナムにおける金融政策をマクロ経済の視点から見ると、これまでのパフォーマンスは非常に良好であった。財政制度改革によって国営企業に対する補助金を銀行融資（とくに国営商業銀行貸出金）に切り替えることによって財政赤字を縮小させると同時に、銀行融資を直接的な貸出上限規制によってコントロールすることによって、インフレ率の急速な引き下げに成功した。

### 2.1. ドル化されたヴィエトナムにおける金融政策

1990年代前半のヴィエトナムの金融政策は、マクロ的に見ると、高い規律付けが与えられてきたと評価できる。われわれの考えでは、高度な通貨代替の状況の下でヴィエトナム政府が追及せざるを得なかったドル化 (dollarization) 政策が、結果的には国内金融政策に強いディシプリンを与えたのである。比較的価値が安定している通貨に自国通貨をベッグすることは、それが投資家の信認を得ている限りにおいて、有効なインフレ抑制策であると評価できよう。なぜならば、国内においてインフレ政策を採用すればそれは、有力な国の通貨との交換比率を固定的に維持することができないからである。ヴィエトナムはドル・ベッグ政策を採用することによって、アメリカの相対的に安定した通貨価値を「輸入」できたのである。

ヴィエトナムの通貨制度は、アメリカ・ドルの強い影響を受けてきた。とくに3桁のインフレーションが継続する過程においては、人々が価値貯蔵手段としてのドンを信頼せず、ドル通貨自身、あるいはドル建ての銀行預金を保有する傾向を示したのは当然である。またヴィエトナム政府は、国内の決済システムにおいてドルが重要な役割を演じることを公認するドル化政策をとり続けてきた。インフレーションが沈静化した90年代前半には、次第にドンに対する人々の信認の向上が見られるものの、ヴィエトナム経済におけるドルの影響力は依然として強力である。表2によれば、銀行部門の預金総額に占める外貨預金（ほとんどがドルであると思われる）の比率は90年代初頭には50%を上回っていたが、次第に低下して、96年には30%強の水準になっている。一方、銀行部門の貸付側においては、外貨建ての比重が90年以降上昇し続けている。91年には総貸出に占める外貨建ての比率は10%であったが、96年にはほとんど40%の水準に達している（表2）。このように銀行部門の負債側で相対的にドン建て比率が上昇する一方、資産の側でドン建て比率が低下している理由は、

ベトナムにおけるインフレの沈静化とともに、次第にドン建ての実質金利が、外貨建て金利に比較して上昇してきたことに伴い、銀行が積極的にドル売り持ち（ショート）ポジションをとったためと考えられる。

表2:ベトナム国内における外貨建て預金、外貨建て貸付の構成比

	総預金 (外貨預金比率)	総貸付 (外貨貸付比率)
1991年	13.6 (61.5)	10.1 (18.6)
1992年	16.3 (50.4)	15.1 (26.3)
1993年	18.0 (41.2)	23.2 (32.0)
1994年	24.3 (39.2)	30.6 (34.6)
1995年	33.0 (33.5)	43.1 (38.0)
1996年	41.4 (31.7)	50.7 (39.2)

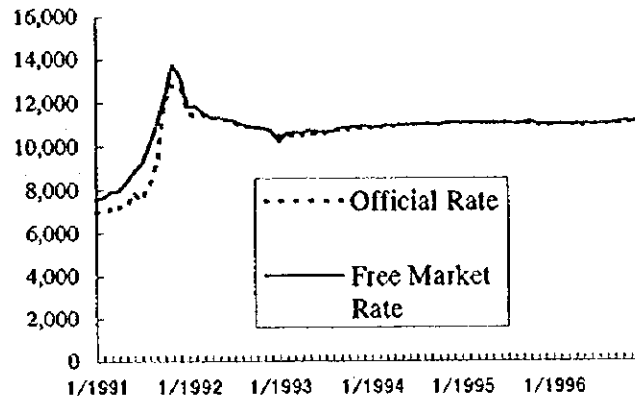
(出所) State Bank of Vietnam

ベトナム国内においては、銀行部門のドル預金提供は全く自由である。この状況の下では、人々のポートフォリオにおけるドン建て資産からドル建て資産への急速な乗り換え（あるいはドルからドンへの乗り換え）は常に生じ得る。たとえば経常収支（あるいは貿易収支）の赤字拡大が、人々の間に為替レート切り下げの憶測を生み出すと、ドンからドルへのポートフォリオのシフトが生じ、対ドル為替レートを安定的に維持しようとする為替管理政策に対する困難を惹起すると予想される。

図1は、ベトナム・ドンの対ドル公表為替レート（Vietcom Bank が提示するドル買い値）と平行市場の為替レートの推移を比較して示している。この図によると、1993年以降、ドンの公表レートは1ドル11,000ドン前後の水準に安定しており、しかも平行市場のレートとの乖離幅も狭まっている。このことはベトナムが自国通貨をドルにベッグする政策を採用したことを示唆している（Dodsworth et al. (1996) を参照）。ドル・ベッグ政策によってベトナムは金融政策の自律的運営をある程度犠牲にしたが、他方では金融政策を強く外的条件に従属させ、インフレ抑制政策の信頼性を高め、かつそれを成功に導いたといえる。ベトナム経済の現状からは、ドル・ベッグ政策は、国内向け金融政策の自由度を縛ってしまうにもかかわらず、さし当たり好ましい選択肢である。

このドル・ベッグ政策は活発な資本流入によるドル供給の増大によって支えられてきた。ベトナム中央銀行（SBV）の外貨準備は1991年末に2,700万ドルに過ぎなかったが、94年末には8億7,500万ドル、96年末には18億ドルへと急増している。このような状況の下では、ドン為替レート変更はベトナム金融市場を混乱させ、政府がこれまで成功してきたインフレ抑制政策に対する人々（とくに海外の）信認を低下させる危険をはらんでいる。たとえば、ドン・レートの減価は国内物価水準を上昇させるばかりではなく、一層のドン減価の期待を生みだし、ドンからドルへのポートフォリオ・シフトを促して、さらにドンを減価させるというスパイラルを惹起する危険がある。このような状況と、1990年代前半のベトナムの金融政策がドン・レート水準の実質的固定化を通じて、インフレ抑制に成功した事実とを考えあわせると、名目為替レートの急速な減価を許容することは金融的混乱を惹起する危険を伴うであろう。

図1：ヴィエトナムの為替レート（ドル建て）  
1991年1月～1996年12月



コラム：他国通貨へのベッグは金融政策の規律付けに有効か？

様々な理由から規律ある金融政策の運営が困難な経済は、たとえばドルなどの有力な通貨と自国通貨との交換レートをベッグすることで規律を回復しようとする。これは多くの国で効果を発揮したと考えられる。

たとえば、1950年代から1960年代の日本においては1ドル=360円の固定為替レートを維持し続けた。このために国内の景気過熱はしばしば貿易収支の赤字を拡大し、このため急激な金融引き締め政策を余儀なくされた。一部の専門家は、固定為替相場制度の下で経済成長の急上昇を抑制する国際収支不均衡の拡大を「国際収支の天井」と呼んだが、この天井の存在が、日本におけるインフレ政策の継続を防止したとみなせるであろう。

ヨーロッパでは1979年に、ドイツ・マルクを軸とするEMS体制が採用された。このEMS体制は当初、フランス、ドイツ、イタリア、ベルギー、デンマーク、ルクセンブルグ、オランダ、アイルランドの8カ国によって構成されてきたが、次第にその範囲を広げてきた。このEMS体制は、基本的には固定為替相場制度によって特徴づけられるが、加盟国にとっての最大のメリットは、自国通貨を非常に価値が安定しているドイツ・マルクに連動させることによってインフレ抑制的な金融政策を追求できたという点であろう。実際、1970年代末から90年代初頭にかけて、EMS加盟国のインフレ率は、次第に安定したドイツのインフレ率に収束してきた。

Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, 3rd Edition, Harper Collins, pp.603-611 を参照。

2.2.金融調整の手段

1994年以来採用されている貸出規制（日本銀行がかつて採用していた「窓口指導」に類似した規制）に対してはヴィエトナム国内でも批判がある（たとえば Hung(1996)）。しかし、マネー・マーケットが未発達、より正確に表現すれば不在であるヴィエトナムの状況においては、これは避けられない政策手段である。中央銀行が厳格な金融コントロールを実行する上では、現段階でこの政策手段を放棄するのは現実的ではない。ただし、貸出規制という金

融政策手段が導入されたのは1995年である。この時点では、ヴェトナムのインフレーションは十分に抑制されており、この手段がインフレーション対策に貢献したわけではない。

準備預金制度をてことして、ハイパワード・マネー供給量をコントロールすることによって金融コントロールを実現できるはずであるとする見解もある。しかし、こうした間接的な金融政策運営が有効であるためには、商業銀行の準備保有行動が、預金債務などとの関係で十分に安定していなければならない。現実には、後掲の表7が示しているように、商業銀行の準備保有行動には大幅な変動や不確実性が見られるようであるから、これがヴェトナムにとって非常に有効な金融政策の手段であるとは言い難い。

しかし貸出規制を継続すべきだとしても、銀行による金融仲介機能を高める上では、個別の融資対象の選別について中央銀行が指示をする方式を続けるべきではない。個別銀行の自主的判断によって融資対象が選別される条件を早急に作り出さなければ、銀行の仲介機能の向上は望めないであろう。貸出規制は個々の銀行の融資総額、あるいは融資総額の増加率に上限を設定することにとどめるべきである。

国内通貨建てのインターバンク市場は1992年に、また外貨建てインターバンク市場は93年にそれぞれ発足したが、その機能はきわめて不十分と思われる。金融政策は、当面、伸縮的な銀行間市場の存在を前提とせずに運営されなければならない。しかし銀行間マネー・マーケットの構築は早急に進められるべきである。銀行間のマネー・マーケットが伸縮的な機能を発揮すれば、そこで形成される短期金利が金融市場全体の需給状況を示すシグナルとして重要な役割を演じる。現在は銀行間マネー・マーケットが不在であるが故に、ヴェトナムの金融市場全体の状況を的確に把握するための指標が存在しないのである。

Vu Van Hoa 教授(1997)が提案しているように、インターバンク・マネー市場を発達させる点で、商業手形市場の創設は有効であろう。商業銀行が商業手形の割引を通じて行う融資は、銀行の審査機能が未発達である経済においては、短期金融の領域において安定的な銀行融資を実現する役割を演じると期待できる。銀行間で商業手形の再割引市場を作り出すことは、さほど困難ではないであろう。また中央銀行が一定の基準に即して優良な(あるいは適格な)商業手形を再割引する方法を導入すれば、その再割引金利を操作するという新たな金融政策手段を作り出すことができる。中央銀行が決定する再割引金利(すなわち公定歩合)はインターバンク・マネー市場における金利の核を形成するはずである。

### 2.3. マクロ・パフォーマンスから見た懸念材料

これまでに概観したように、1990年代前半のヴェトナムのマクロ経済状況はきわめて良好である。しかし、今後の経済発展の可能性を展望する上で、いくつかの懸念される材料も指摘しなければならない。

#### 2.3.1. 低迷する貯蓄率

第一の懸念材料は、国内貯蓄率が良好なマクロ経済環境にもかかわらず、あまり上昇していない点である。IMFの統計によると、国内貯蓄率(対GDP比)は1992年、93年には20%を上回る水準を維持したが、94年、95年にはそれぞれ17.9%、16.3%と低下傾向を示している。国内貯蓄率の頭打ちは、当然のことながら、国内資本形成の重大な制約条件となる。2000年までの経済発展計画が多額の外国資本の流入に依存する形になっているのも国内貯蓄率の低さを反映している。

ただし、貯蓄率の統計についてはかなり曖昧な点が残されていることに注意しなければならない。国内貯蓄率に関するヴェトナムGSOの統計はIMF統計とはかなり乖離しており、それによると国内貯蓄率は1990年代前半に順調に上昇し続けており、1996年にはほぼ20%の水準に達している。仮にGSOの統計の方が正しいとすると、少なくとも今後数年間のヴェトナムの経済発展計画について、以下に論じる内容よりも楽観的な見通しを提示できる。たとえば、西暦2000年までの経済発展5カ年計画によれば、平均して対GDP

比 30%の国内資本形成のうち半分(15%)を海外からの資本流入に依存することになっているが、国内貯蓄率を20%という水準に維持できるのであれば、計画達成に必要な資本輸入はGDP比で10%程度にとどまるはずである。

### 2.3.2.貿易収支赤字の急拡大

第二の懸念材料は、第一の材料と表裏一体の関係をなしているが、貿易収支赤字の急速な拡大である。表1からも明らかなように、93年以降、ベトナムの貿易収支赤字(対GDP比)は急速に増大している。これはベトナム国内における投資が大幅に国内貯蓄を上回り続けていることの反映である。発展途上国がある程度の貿易収支赤字を継続することは不自然ではないが、それにも限界がある。ベトナム政府は早晩、貿易収支赤字をファイナンスする資本の円滑な流入を図るか、あるいは貿易収支赤字を縮小するための為替レート切り下げ政策の採用に迫られるであろう。これは、まさに今後の経済発展計画の核心にかかわる重大な問題である。

### 2.3.3.銀行部門の非効率性

第3の懸念材料は、ベトナムの銀行部門が必ずしも十分にその機能を高めていないことである。表1には広義マネーサプライ(M2)をGDPで割った比率(これは「金融深化(financial deepening)」の尺度と呼ばれる)が示されているが、この指標はマクロ経済において銀行部門が演じている役割の重要性を示す尺度と考えられている。この金融深化度が90年代以降、ベトナムにおいてほとんど上昇していない。発展途上国の経済成長は、ほとんど例外なく金融深化の進展と歩調をあわせており、それは程度の差こそあれ、銀行の仲介機能が経済発展を支える重要な役割を果たすことを示唆している。したがって、ベトナム経済の今後の発展を占う意味で、銀行の仲介機能の改善・発展は非常に重要なポイントとなるものと思われる。ベトナム国内の貯蓄を長期的な視野で増加させるためには、効率的な銀行部門を中核とする金融システムの確立が必要であろう。

次の第3節においては、ベトナムが現在取り組んでいる2000年までの経済発展計画を金融的側面から評価し、その実行可能性を評価するが、そこで重要な考察の対象となるのは、ここで指摘した3つの懸念材料である。

### コラム：「金融深化」と経済発展の関係

金融深化度 ( $M2/GDP$ ) が銀行部門の成熟度を示す尺度として適切かどうかについては若干の議論の余地があるであろう。もちろん、この指標だけが銀行制度や金融制度の機能を測定できる変数というわけではない。しかし、この指標の背後には経済全体の集計された貨幣需要関数、あるいは銀行預金に対する需要関数が存在しており、その点を考慮すれば、この指標が銀行制度の効率性を示す尺度として無意味ではないことが分かるであろう。

人々が価値貯蔵手段として、あるいは決済手段としての銀行預金の利便性を高く評価するほど、彼らの銀行預金に対する需要は高くなる。仮に銀行預金の名目額の総額 ( $M$ ) が中央銀行の金融コントロールによって厳格に決められているとすれば、人々の銀行預金に対する需要がいかに高くとも、彼らが保有する名目預金総額は (仮定によって)  $M$  を上回ることはない。しかし、人々が保有できる実質預金額はいかようにも変化する。人々が積極的に銀行預金を保有しようとすることは、人々が財サービスに対する支出需要を抑えて銀行預金の積み増しを行うことと表裏一体の関係にある。したがって、人々の銀行預金需要が高い場合には財サービスの価格水準 ( $P$ ) が相対的に低下し、その結果人々が保有する銀行預金の実質額 ( $M/P$ ) は増加する。一方、実質  $GDP$  ( $y$ ) がこのような人々の選択行動に直接影響されないとすれば、実質預金額 (あるいは実質貨幣残高) と実質  $GDP$  の比率 ( $M/Py$ ) も上昇する。しかしこの比率は、名目貨幣量  $M$  と名目  $GDP$  ( $P$  と  $y$  の積をそのように近似できる) の比率にほぼ対応している。したがって、人々に利便性の高い預金を提供できる銀行制度が存在している経済においては、他の条件が一定である限り、金融深化度の指標が高くなる。

一方、中央銀行が金融緩和政策を採用して、 $M2$  の増加率を高めた場合を考えてみよう。名目貨幣残高 ( $M2$ ) 増加率の上昇は  $M2/GDP$  を上昇させるであろうか。その答えは「否」である。 $M2$  を積極的に増加させる金融緩和政策は長期的には、物価上昇 (あるいはインフレ率の上昇) を惹起し、物価上昇の期待 (インフレ期待) を生み出し、銀行預金や貨幣を保有することに伴う「機会費用 (opportunity cost) を上昇させてしまう。具体的には、金融市場で成立する名目利子率が、インフレ期待の上昇を反映して引き上げられる。

人々にとって、銀行預金を保有することは、物価上昇による実質価値の減耗というコストを覚悟しなければならない。したがって、急速な貨幣供給額の上昇に伴う物価上昇は人々の実質貨幣残高に対する需要を減少させ、銀行預金から財サービスへという人々の需要のシフトを誘発する。この需要のシフトが一層物価を上昇させる。その結果、名目貨幣残高 ( $M2$ ) を (名目)  $GDP$  で割った金融深化度指数は、 $M2$  自体の急速な上昇にもかかわらず低下するのである。

### 3.5 5カ年計画の実行可能性について

西暦2000年までの5カ年計画によれば、ベトナムは96年から2000年までの5年間に410億ドルから420億ドルの国内資本形成を予定している。この投資は年率に直して  $GDP$  比30%という高水準の率であり、1990年代前半の同じ投資率の実績が19.1%であったことを考慮すると (表3) きわめて野心的な計画である。



表3 ヴィエトナムの経済発展5カ年計画における投資と資金調達

(億ドル(1995年基準))

	1991-1995 (実績)	1996-2000 (計画)
投資額	180	410-420
国家	77	156
直接投資	49	140
民間企業	54	124
資金調達額	180	410-420
ODA	20*	80
直接投資	45	140
国内貯蓄	115*	210
投資/GDP比率	19.1**	30.0
(%)		
国内貯蓄/GDP	12.2**	
(%)		

(注) \*実行ベース、\*\*IMF統計に基づく計算

(出所) Japan International Cooperation Agency(1996).

5カ年計画における420億ドル程度の資本形成の中で、50%強(つまりGDP比で年率15%程度)の220億ドルを海外からの資本流入に依存することが予定されている。このような資本流入依存は、国内の貯蓄率が急速な経済発展の過程で思ったほどに上昇していない(むしろ停滞している)ことを考慮すると当然のことであるとも言えるかも知れない。しかし、このような規模の大きな資本流入計画は現実的であろうか。主要な項目ごとに、その実行可能性について検討してみよう。

経済発展計画の実行可能性に関しては、次の二つの角度から検討する。

- (1) 発展計画が想定している国内資本形成と国内貯蓄のギャップが、十分に外国資本流入によって支えられるか否か。
- (2) 想定されている国内資本形成と国内貯蓄のギャップは、経常収支赤字、あるいはその太宗を占める貿易収支赤字を示しているが、投資-貯蓄ギャップが想定する経常収支赤字、あるいは貿易収支赤字は現実的か否か。

これらの二つの角度は、マクロ経済分析でお馴染みの会計学上の恒等式に即したものであることは言うまでもない。

### コラム：投資・貯蓄ギャップと資本流入、貿易収支赤字の関係

国内資本形成額は国内総貯蓄額と国内への資本純流入額に均しくなければならない。すなわち、

$$(\text{国内資本形成}) - (\text{国内貯蓄}) = (\text{資本純流入額}) \quad (1)$$

一方、国内資本形成額と国内総消費額の合計（アブソープション）は GDP から輸出額を控除した額に輸入額を加えた額に等しい。（ただし、ここでは説明を単純にするために、貿易外収支は無視している。）つまり

$$(\text{国内資本形成}) + (\text{国内消費}) = \text{GDP} - (\text{輸出額}) + (\text{輸入額})$$

GDP - (国内消費) は (国内貯蓄) に等しいから、次の式が導き出される。

$$\begin{aligned} (\text{国内資本形成}) - (\text{国内貯蓄}) &= - [(\text{輸出額}) - (\text{輸入額})] \\ &= (\text{貿易収支赤字}) \quad (2) \end{aligned}$$

上記の表3は、国内資本形成と国内貯蓄の予想されるギャップが、どのような形で海外からの資本流入によって埋められるかを示している。これは上の(1)式の関係である。しかし、同時に(2)式、つまり国内資本形成と国内貯蓄の予想されるギャップが予想される貿易収支赤字と整合するかについても検討する必要があることは言うまでもない。

### 3.1. ODAによる調達について

表3によれば、5カ年計画においてODAを通じて累計80億ドル程度のネットの資本流入が見込まれている。これに過去の元利返済予定額を算入すると、5年間で110億ドル程度、年間で22億ドル強のODA受入が必要ということになる。この必要額は満たされるであろうか。現在、日本を含む多くの先進国がODA供与の見直しを始めており、ODAの今後の見通しについては、必ずしも楽観を許さない。しかし差し当たり、われわれは、以下に述べる理由によって、このODA導入を全く不可能とは判断しない。

1993年から1995年にかけて、援助国が既に約束（ブレッジ）した援助額は62億ドルであり、95年末までの段階で実行済みの額は17億ドル（実行率27.4%）である。さらに1996年12月の援助国会議で、24億ドルの援助が追加的に約束された。従って、今後新たなODAの支援約束がないとしても、69億ドル（=62-17+24億ドル）のODA流入は約束されている。

従って、今後1997年から2000年までの間に、110億ドルと69億ドルの差額41億ドルのODA流入が受け入れられれば計画通りとなる。仮に今後4年間に96年と同額の24億ドルが援助額として毎年約束されるものとすれば、援助約束額は合計96億ドルとなる。援助の実行率を40%強とすれば、2000年までの4年間にODAを通じて41億ドルを調達することはできる。しかし実行率が過去の実績値30%程度であるとする、ODA調達額は28億ドル程度にとどまることになる。今後のベトナム政府の課題は、援助の実行率を着実に高めることであろう。

### 3.2. 直接投資による資金調達について

5カ年計画では、1996年から2000年までの5年間に累積130～150億ドル、年平均26～30億ドルの直接投資流入が計画されている。ベトナムの計画では96年に28億ドル、97年に30億ドル、98年に35億ドルの直接投資流入が想定されているから、最大値150億ドルに累積額が達するためには、99年と2000年の2年間に合計5

7億ドル、年平均28.5億ドルのネット流入が必要となる。この直接投資流入の想定は実現可能であろうか。

この問題を検討するために、次のような仮定をおいて、簡単な予測を行う。現実には、認可ベースの直接投資の数値は、ベトナム側パートナーによる投資額、および実際に投資されないものが含まれている。そこで、国際収支統計上のネット流入額として実現する直接投資は、認可ベースの2分の1とし、これが5年間にわたってデイスパースされると仮定する。この仮定を正当化する明確な根拠はないが、この想定はインドネシア中銀が国際収支を予測する際に直接投資によるネットの外貨流入額を予測する時の仮定と同じである。ちなみに、この想定に基づいて過去のネットの直接投資流入額を推定し、それを実現値と比較すると、下の表4のようになる。実現値と予測値は比較的接近しており、われわれの想定が極端的に的外れてはいることを示唆していると思われる。

表4：ネットの直接投資流入額の実現値と予測値（億ドル）

年	1993年	1994年	1995年
ネット流入額	8.3	10.5	17.8
上記方法による予測額	6.6	9.9	15.9

次に、1997年以降の認可ベースの直接投資額については、悲観的な見方と楽観的な見方の両方があり得るであろう。1996年の直接投資流入額は、12月までの認可額がおおよそ50億ドルで、95年の実績を大幅に下回った。この事実を直視して、悲観論は、ベトナムの直接投資環境は必ずしも良好とは言えず、しかもベトナムに関心を持っていた外国企業は既に進出を果たしてしまったので、96年12月の実績が示すように、今後はベトナムへの直接投資は伸びないであろうと主張する。一方、楽観論は96年12月までの認可実績が停滞したのは、この年に5年に1回の共産党大会と国会の開催とが重なったために、政府の認可手続きが遅滞した結果であり、基調としてはベトナムへの直接投資流入は依然として増加傾向にあると主張する。

実際には、ベトナム政府が96年12月31日に2件31億ドルという巨大案件を駆け込み的に認可したため、96年の認可ベース直接投資は前年の認可額を上回った。ここでは、悲観論、楽観論のいずれが現実的かを判断できないので、悲観論に対応する予測を下限、楽観論に対応する予測を上限として計測してみる。

下限： 1997年以降2000年までに、認可ベースの直接投資が年間53億ドルあると想定する。この想定は、96年12月31日に認可された2件31億ドルの案件を例外とみなし、96年1月1日から12月30日までに認可された年間53億ドルのベースが今後も継続するという意味である。

上限： 1996年の認可実績額84億ドルが、97年以降2000年まで継続すると仮定する。

以上のような想定に基づいて、96年から2000年までの直接投資のネット流入額を予測すると、現在のマクロ経済状況が変化せず、また基本的な経済政策も変化しなければ、ネット流入累積額の上限は170億ドル、下限は139億ドルとなる。

### 3.3.資本流入の実現可能性：要約

既に見たように、ODAによる資金調達累積額は2000年までに、やや控えめに見て97億ドル（＝69億ドル＋28億ドル）程度を期待できる。一方、直接投資によって流入するネット累積額は139～170億ドルと見積もられる。したがって、ODAと直接投資によ

る資金調達合計は、5カ年計画が予定している資本流入額220億ドルを若干上回るものである。このように考えると、5カ年計画は実行可能に見える。

ただし、円滑な資本流入、とくに直接投資を確保するためには、受入条件をさらに整備する必要がある。この点で木下(1996)が指摘した条件整備の諸項目は重要である。とくに、以下の点に注意すべきである。

- (1) 外国人投資家へのライセンス付与手続きを迅速、透明にすること、
- (2) 土地価格、土地使用権について賃借権、担保権に関する法制度を整備し、これらの権利が直接投資と有効に連結できる条件を作り出すこと、
- (3) 港湾、道路、発電・送電、工業用地の建設・拡大などインフラストラクチャーの整備を進めること。
- (4) 商業銀行が海外から調達する資金の返済などに関して、国際標準に従った行動を強く求めること。政府、中央銀行は個別の銀行の不適切な行動がヴィエトナムの銀行制度全体に対する信用の失墜に結びつくという「外部性」を認識し、事態の処理に果敢に介入すること。

### 3.4.貿易収支に関する見通し

表3の国内資本形成とそれに対応する資金調達、とりわけ海外からの資本流入の可能性に焦点を合わせると、既定の5カ年計画は決して無謀な計画ではないという結果が得られる。しかし、この結果だけから発展計画の実現可能性に対して楽観的になることは慎むべきである。というのは、5カ年計画が想定している貿易収支の見込み、より具体的には輸入見込みに大きな問題点があると思われるからである。

表3が示しているように、2000年までの5カ年計画では、およそ対GDP比で30%に上る国内資本形成の半分を海外からの資本流入でまかなうことになっている。このことは2000年までの間、ヴィエトナムは貿易収支赤字の規模をGDP比で15%程度に抑える（抑えることができる）という意味でもある。1990年代前半のヴィエトナムの輸出入の推移を見ると、この前提の実現可能性はかなり厳しいとわれわれは判断している。

表5は発展計画における貿易収支に関する前提の実現可能性を、単純なシミュレーションでチェックしている。このシミュレーションは1996年から2000年までのヴィエトナム経済に関して次のような前提をおいている。

- (1) 名目GDPは年率15%で成長する。5カ年計画は実質GDP成長率を9~10%と設定している。そこで、GDPデフレーターの上昇率を年率5~6%にとどめられると想定する。
- (2) 実質為替レートは一定水準にとどまり、貿易輸出額は97年から2000年にかけて年率28%で増加する。1991年から94年までの5年間の輸出額の平均増加率は24.8%であるから、28%という輸出増加率の想定はかなり「楽観的」というべきであろう。ただし、1996年の速報値によれば、この年の輸出増加率は対前年比36.6%であった。
- (3) 1997年から2000年までの貿易収支赤字額は、対GDP比で15%の水準にとどまる。この想定は、GDP比15%の国内資本形成の半分を海外からの資本流入でまかなうという計画から導き出される。

これらの想定の下で導き出される輸入額の推移が、直近の輸入動向と比較して現実的なものか否かを調べる。このシミュレーションによると、5カ年計画が想定しているように97年から2000年までの期間に貿易収支赤字が対GDP比で15%にとどまるためには、輸出が年率28%とかなり高い増加を示す一方で、輸入増加率が年率23%弱程度にとどまらなければならない。91年から95年までの輸入増加率の平均値が34.2%であるから、輸入の伸びは極端に低くなるという想定がこのシミュレーションの背後にある。

逆に97年以降の輸入増加率を、90年代実績値にほぼ等しい年率34%に設定すると、対GDP比の貿易収支赤字が15%の水準にとどまり続けるためには、96年から2000年までの5年間の輸出増加率は平均42.6%でなければならない。91年～95年に輸出額は平均24.8%で増加したが、これに倍増するような急速な輸出増が必要である。この想定もかなり実現性が疑わしいと言わざるを得ない。

表5：経済発展5カ年計画と輸出入額の推移 (\$ million)

	名目GDP	輸出額	輸入額	貿易収支赤字 対GDP比 (%)
1991	8,671 (82.8)	2,042 (18.0)	2,105 (18.8)	0.7
1992	9,872 (44.1)	2,475 (21.2)	2,535 (20.4)	0.6
1993	12,820 (23.6)	2,985 (20.6)	3,532 (39.3)	4.3
1994	15,519 (24.7)	4,054 (35.8)	5,245 (48.5)	7.7
1995	20,178 (30.9)	5,198 (28.2)	7,543 (43.8)	11.6
1996	23,433 (16.1)	7,100 (36.6)	11,100 (47.2)	17.1
1997	27,036 (15.0)	9,088 (28.0)	13,144 (18.4)	15.0
1998	29,470 (15.0)	11,633 (28.0)	16,053 (22.1)	15.0
1999	32,122 (15.0)	14,890 (28.0)	19,708 (22.8)	15.0
2000	35,013 (15.0)	19,059 (28.0)	24,311 (23.4)	15.0

(注) 1996年までの各年の名目GDPは年平均の為替レートでドル換算してある。また97年以降は1ドル=11,000ドンでドル換算している。括弧内の数値は対前年比変化率。

(出所) GSO

ただし、われわれのシミュレーションが貿易外収支の項目を無視している点にふれておきたい。とくに投資収益、およびその他のサービス収支は、時として重要な役割を演じる。ヴェトナムは海外から多額の送金を受け入れており、このことがこれまでも厳しい貿易収支不均衡の制約を緩和させる効果を発揮してきたと思われる。したがって貿易外収支項目をも考慮することで、われわれが示している少々悲観的な展望が若干は修正される可能性もある。

しかしながら、現下の経済発展5カ年計画が従来に増して多額の資本流入に依存し続けることを考えると、楽観は禁物である。なぜならば多額の資本流入の継続につれて、金利や配当などの海外支払いも増加するものと予想されるからである。したがって、今後の発展計画の展望に貿易外収支の項目を含めて考えても、5カ年計画の実現可能性についてのシミュレーションから得られるメッセージを基本的に変更する必要はないであろう。

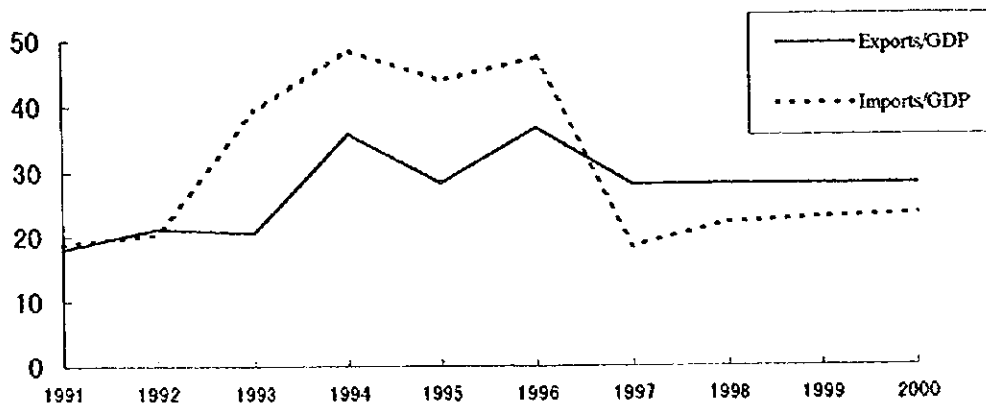
以上のようなシミュレーションから、われわれは既定の5カ年計画は貿易収支に関する過度の楽観的見通しによって支えられていると判断する。今後5年間に貿易収支赤字を15%にとどめれば、既に見たようにそれに見合う資本流入を期待できる。しかし、そのためには輸入額が従来のテンポに比較して大幅に低い伸びにとどまるか、あるいは輸出額が急速に成長し続ける必要がある。つまり既定の5カ年計画が実現可能であるためには、輸出促進政策かあるいは輸入代替政策（あるいは両者の組み合わせ）が顕著な成功を取めなければならない。そうでないとすると、貿易収支の赤字は拡大し、ある程度順調に流入すると期待できる外国資本の枠を超えてしまう懸念が生じる。

実際、90年代前半の急速な経済成長の過程で、貿易収支赤字が急激に拡大してきた点（表1、あるいは表5）は既に述べた。経済成長が貿易赤字拡大に直結しないような施策が望まれる。そのような状況に対してヴェトナム政府が採用できる政策は、（1）実質為替レートを切り下げるか、あるいは（2）国内資本形成の規模を縮小して、貿易収支赤字の拡大を回避することである。後者の政策は、国内貯蓄をいかに高めるかという問題に直接関係する

ので、次の節で論じることとし、以下、この節では、経済発展計画の実現性と為替レート調整について検討することにしよう。

図2：輸出、輸入の増加率（実績値と予測値）

図2はこの節で分析したシミュレーションをグラフ化したものである。1996年までの輸出入の増加率（実績値）に、表5に示した1997年以降のシミュレーションから導かれる輸出入増加率の推移を付け加えてある。この図が明らかにしているように、シナリオ通りに貿易収支赤字が抑制されるためには、とくに輸入増加率が極端に低下しなければならない。



### 3.5. 経済発展と為替レート管理

長期にわたる経常収支（ないし貿易収支）の赤字拡大は、よほど良好な資本流入に恵まれない限り、為替レートの水準を安定的に維持することを困難にすると予想される。貿易収支赤字の拡大は為替レート切り下げの圧力を生み出すのではないかと予想されるのである。1996年から97年にかけて、既に為替レート調整の面で微妙な問題が現出しつつあるのではないだろうか。既に見たように、ベトナムは過去数年間に急速な貿易収支赤字の拡大を経験している。この貿易収支不均衡の拡大は、為替レートを減価させる方向に強い圧力を発揮しつつあると思われる。ベトナム中央銀行（SBV）はインターバンクの為替取引レートをレファレンス・レートの上下0.5%の範囲に限定してきたが、96年4月にその幅を上下1%に、さらに97年2月からは上下5%に拡大した。これは貿易収支赤字の拡大に対して、ベトナム・ドンが段階的に切り下げられることをSBVが容認したことを示唆しているのではないかと、われわれは考えている。

実際、ベトナム・ドン・レートは、1996年12月の11,155VND/US\$から1997年3月の11,650VND/US\$へと漸次的ながら下落し続けている。これはベトナム政府が貿易赤字の急速な拡大に対応して、ベトナム・ドンの段階的切り下げを容認してきた証左である。また政府は、輸入抑制政策、とりわけ消費財輸入の直接禁止措置を開始した。加えてL/Cに基づく輸入増加を抑制するために、1996年6月以降、中央銀行は商業銀行がL/Cを発行する際に、企業からL/C価格の80%相当額の預金の積み立てを要求するよう指令している。こうした直接的な輸入抑制策が功を奏して、1996年には40億ドルであった貿易赤字を、97年1月-5月期間に11億ドル強に抑制できたと報じられている。（Vu Van Hoa(1997)）

しかし、このような輸入抑制政策は、結局のところ輸入代替産業助成政策を意味していることに注意すべきである。直接的に輸入を制限することによって、ベトナム国内の資源配分は、輸出指向産業から輸入代替産業へシフトするであろう。この政策は長期的にはベトナム経済の国際競争力を弱体化させかねない。

急激な貿易収支赤字の拡大に対応するためには、むしろドンの漸次的な切り下げの方が好ましい。なぜならば、ドン・レートの切り下げは、非交易財産業を相対的に縮小させるが、交易財産業、とくに輸出財産業を活性化させるものと期待できるからである。このように、ヴェトナムが為替レート変動幅を拡大し、漸次的に為替レート切り下げを進めることは、貿易収支赤字の拡大に対する現実的な対処法と評価できるかも知れない。しかし、あくまでも急速なドン切り下げを回避し、基本的な政策スタンスとしては、実質為替レート水準を維持する範囲で、名目為替レートの変動を許容することに止めるべきである。したがって為替レートの大幅な調整を通じて、貿易収支不均衡の拡大を抑止しようとする政策はヴェトナムにとって得策とは言えないであろう。ヴェトナムの金融システムは、現在でも通貨代替(currency substitution)の問題に直面していると考えられる。John R. Dodsworth et al. (1996)を参照。

要するに、西暦2000年までの5カ年計画は、かなり楽観的な貿易収支見通しに立脚しており、その見通しが実現しない場合には、ドン・レート減価の圧力が生じる。しかしドンの減価を許容することは、高度な通貨代替が存在するヴェトナムにおいては無視できない金融的攪乱をもたらすであろう。その意味では、現在進行中の5カ年計画は非常に不安定な基盤の上に立脚していると言わざるを得ないのである。

ヴェトナム政府は既定の5カ年計画の基本的枠組みを維持すべきだとしても、実質成長率、実質為替レート、および貿易政策(貿易収支赤字抑制の長期政策)の相互間の整合化に向けて、早急に計画を再検討することが必要であろう。またヴェトナムの銀行による対外借入に関しては、国際標準に即した行動が期待される。最近の報道によれば(Asian Wall Street Journal, May 8 1997)一部の銀行は海外からの借入を必ずしも誠実に返済しようとしていない。こうした国際標準から逸脱した行動は、ヴェトナム銀行制度全体に対する国際的信用を失墜させる危険が大きい。このような「負の外部効果」を排除するために、ヴェトナム金融当局は積極的な介入を行うべきである。

#### 4.国内貯蓄の引き上げと金融システムの効率化

第3節で説明したように、ヴェトナムの経済発展5カ年計画は外国資本の導入と貿易収支に関してかなり楽観的な見通しを内包している。われわれの判断では、国内貯蓄をさらに効率的に動員しなければ、比較的早い段階で対外不均衡問題に直面する危険が高いと思われる。いずれにしても、高率の経済成長を持続するためには、国内貯蓄をさらに高めて資本形成のより大きな割合が国内貯蓄の動員に依存できるようにならなければならない。既に述べたように、いささか低迷しているヴェトナムの国内貯蓄率をいかに引き上げるかが重要な政策課題となる。

ヴェトナムにおいて国内貯蓄を増進するためには、差し当たり二つの方法があると考えられる。すなわち、

- (1)税制を改革することによって政府の税収を高め、公共部門の貯蓄を増加させること、
- (2)金融制度を改革して、国内貯蓄率を高めること。

もちろん、これら二つの政策は相互に対立するものではなく、同時並行的に進められるべきである。このうち税制改革に関する詳細な分析は別稿(田近・服部(1997))に委ねるが、国内貯蓄動員との関係で、次のような点に注意する必要がある。第一に、税制の如何によっては、公共部門の貯蓄増加が国営企業を含む民間部門の貯蓄低下につながる危険がある。これまでのヴェトナムの税制は、国営企業部門の負担に大きく依存してきたが、これは国営企業の内部貯蓄を抑制する方向に作用したと思われる。また今後も多額も多額の資本流入(とくに直接投資)に依存して経済発展を進める計画であるから、外資への課税はむしろ軽減されるべきであろう。このように考えると、企業課税や外資課税を軽減し、付加価値税を整備する方向の税制改革が必要であることは明らかである。

#### 4.1. 税制改革とその金融的含意

1990年代のベトナム政府の税率（対GDP比）は11%弱から20%弱に急速に上昇してきたが、われわれが本年3月に実施したベトナムにおける調査によると、ベトナム政府は税率を22%程度にとどめるとの方針を決定しているようである（SBVにおけるインタビュー）。さらに、この税率の下で財政赤字の増大を回避するために、国営企業部門の投資活動を銀行融資により大きく依存させる方針が打ち出されている。

企業の投資活動を財政資金の配分ではなく、銀行部門の融資に依存させるという方針は、市場経済化を押し進める基本的な目標と整合的である。一般的に、この方針が市場経済化をさらに促進する役割を演じるか否かは、銀行融資が「偽装された財政赤字」とならないことが必要である。とりわけ非効率的な経営を進めている国営企業を補助金で直接補助するのではなく、銀行融資をロール・オーバーすることによって補助することになれば、表面的には財政赤字は増加しないが、実質的には財政赤字の貨幣化（monetization）が進められていることになる。これは銀行融資を用いたソフト・バジェットिंगであるということもできる。銀行融資が財政赤字に代わって非効率的な国営企業を支えることが一般的に生じれば、実質成長の停滞とインフレーションとが同時に生じるという最悪の事態を招くことになる。

現在までのところ、ベトナムでは銀行融資経由のソフト・バジェットिंगは回避されているというのが一般的評価のようである。表1に戻ってみると、GDP比の財政赤字の縮小と広義マネーサプライ増加率の低下とは、ほぼ足並みを揃えている。実際にWorld Bank(1995)によると、1986～90年の中央政府の財政赤字累積額5兆8,230億ドンのうち、55%が中央銀行からの直接的な借入によってまかなわれた。しかし91年から94年までの財政赤字累積額12兆4,940億ドンのうち中央銀行借入に依存した割合は7.5%へ低下している。

この良好なパフォーマンスは、ベトナム政府が銀行部門の貸出行動を厳しくコントロールすることに成功してきたことを示唆している。別の表現をすれば、少なくとも1990年代前半には、ベトナムの商業銀行が主体的に貸出を拡大し、積極的に開発融資にかかわってきたとは言えそうにない。

しかし今後の経済発展は、銀行部門の融資に従来よりも強く依存せざるを得ないであろう。銀行が経済発展を金融的側面から支えるためには、商業銀行が自主的に金融仲介機能を発揮する基盤を形成しなければならない。その基盤が不安定である場合には、銀行融資の拡大は企業部門への不良貸付増大に結びつき、銀行融資を介したソフト・バジェットの困難を引き起こす危険がある。銀行部門を合理化するための制度改革がベトナムにとって重要であることは、いかに強調しても強調しすぎることはない。この点を以下に議論する。

#### 4.2. 銀行制度改革の重要性

市場経済を基盤として経済発展を図る社会にとって、銀行制度は二つの側面で重要な役割を担う。すなわち、

(1) 国内の貯蓄（とくに分散した零細貯蓄）の動員、  
および

(2) 効率的な資金配分の実現、および企業経営の監視・規律づけ、

の両面である。ベトナム経済の金融の現状を展望すると、国内貯蓄を増進するためにも、資金配分の効率性を増進する上でも、銀行部門の機能を大幅に向上させる必要がある。1988年に国家銀行（State Bank of Viet Nam: SBV）に統合されていた中央銀行機能と商業銀行機能が分離され、四大商業銀行が設立された。さらに1990年10月に施行された銀行法によって、中央銀行（SBV）の金融政策運営の権限や銀行・金融機関に対する監督権限が強化され、形の上では二層（two-tier）銀行制度が本格的に機能し始めた。しかし、このような経緯にもかかわらず、現在の銀行部門は依然として低い機能水準に留まっている。これはGoldsmithやShawが導入した「金融深化」の指標によって推測できる。この指標はマ



ネーサプライ (M2) 残高を名目GDPで割った単純な尺度であるが、銀行部門が経済の中でどの程度重要な位置を占めているかを見るためには有効である。簡単な国際比較では、金融深化の程度は先進諸国間でも大きくばらついているが、順調な経済発展と金融深化の進展とが密接に相関していることは明らかである。

ベトナムの金融深化の程度を上指標で測ると、1994～95年に0.23から0.25という値が得られる。表1によれば、1980年代末にはこの数値は0.16～0.18であったから、過去10年間に金融深化は若干進んだと言える。しかし、1990年代に入って、ベトナムの金融深化度はあまり上昇していないことにも注意すべきである。ベトナムの金融深化度は、たとえば中国が市場経済化政策を開始した1978年時点において実現していた指数0.28をやや下回っている。しかし中国は1980年代に入ってから急速な金融深化を実現した。すなわち中国の金融深化度は1985年には0.61、1990年には0.86へと急速に上昇したのである。ちなみに、日本の高度成長期の金融深化度は0.80前後であった。つまり、ベトナムの銀行部門は現在までのところ、十分に高い機能を発揮していないのであり、今後機能を高める余地が大きいと判断される。

表6：金融深化の程度：ベトナム、中国、日本 (M2/GDP)

ベトナム	中国	日本
		1955年 0.50
		1965年 0.71
		1970年 0.74
		1975年 0.85
	1978年 0.28	1978年 0.88
	1985年 0.61	1985年 0.92
1990年 0.27	1990年 0.74	1990年 1.12
1991年 0.27	1991年 0.82	1991年 1.11
1992年 0.25	1992年 0.89	1992年 1.10
1993年 0.24	1993年 0.86	1993年 1.10
1994年 0.25	1994年 0.88	1994年 1.12
1995年 0.24		
1996年 0.25		

(出所) 堀内昭義(1995)

二層銀行制度の機能がどの程度発展しているかを評価する尺度としては、銀行部門全体の国内向け貸付額と中央銀行が民間向けに供給する中央銀行貸付の比率が有効かも知れない。この比率が高いほど商業銀行・金融機関が中央銀行からの資金に依存する程度を低めて融資活動を展開しているとみなすことができる。ベトナムにおいては、この比率は1990年の1.5から1995年の4.8へと急上昇している。これは中国における同じ数値4.1よりも若干高くなっており、二層銀行制度の一応の進展を示唆している。ちなみに、1995年時点の日本の指数は21.3である。ただし、ベトナムの商業銀行が保有する中央銀行預け金や現金などは非常に高いことにも注意することが必要である。

既に渡邊(1996)が論じているところによれば、ベトナムにおける金融深化の停滞は必ずしも実質所得の変化(現実には実質所得は顕著に増加している)やインフレ率の変化(インフレ率が急速に低下してきた点は既に見たとおり)では十分には説明できない。ベトナムの人々の預金需要を規定する構造的要因、さらには銀行部門の融資活動水準が鍵を握っているものと思われる。ベトナムの人々の銀行預金に対する信認は、インフレが抑制されたとしても直ちには回復しないのかも知れない。銀行預金の保有者に対する決済サービスな

だが、これまでのところ十分でないことも考えられる。また銀行の融資活動が派生的に預金を生みだし、それが人々の決済手段や貯蓄手段として利用される契機となるという側面を考慮すると、銀行部門の融資活動が必ずしも活発でないことが派生預金額を低め、金融深化の程度を低い水準にとどめている可能性もある。

### 4.3. 銀行部門の活性化とコントロールのバランス

ヴィエトナム政府は企業部門の投資資金配分を商業銀行に委ねる方針を打ち出している。われわれの調査では、政府は公共投資計画と国有企業の投資計画を形式的には区分しているようである。また国営商業銀行は国有企業への資金配分計画に対して自主的に審査し融資を拒否する権限を与えられている。このように投資計画の決定基準の明確化や銀行の権限と責任を明確にする努力が続けられている。しかし現状では、商業銀行部門の企業部門向け融資は積極性を欠いているし、融資業務の手続き面で合理化の余地が大きい。

したがってヴィエトナムの経済発展を促進する上で、銀行がさらに活発な金融仲介活動、融資活動を展開することが望ましい。ただし、銀行部門が全く無制限で大胆な融資活動を展開すべきであるとは言えない。多くの銀行が安易に融資を拡大した場合には、国内経済が加熱する一方で、国内生産能力の十分な拡大を伴わないために、インフレーションの再発、貿易収支赤字の拡大という困難を惹起するであろう。同時に、銀行部門の不用意な融資拡大は不良貸付資産を増加させ、その後遺症から銀行の仲介機能が長期にわたって低下する、また銀行部門の経営再建を助けるために中央銀行が商業銀行向けに追加資金を供給し、結果的に金融的膨張を招く危険も生じる。

すなわち、銀行部門を中心とする金融システムの機能を改善するためには、明確に次の2つの方向のバランスを勘案して、同時に追求しなければならない。第一に、国内投資を金融的に仲介する機能を銀行部門がより積極的に担うための自主性や責任を彼らに与えることである。しかし同時に、銀行の融資活動が非効率的で過度な拡張主義に墮することがないように制度的なコントロールの仕組みを整備することである。この第二の側面を追求するためには、銀行自体の融資機能、情報生産機能を高めることが必要であるが、同時に銀行の経営健全性を適切にモニターし、必要な場合には改善命令が出せるような金融当局の監視・監督体制の整備も必要である。

現在のところ国営商業銀行は、中央銀行総裁が定めているかなり詳細なガイドラインに従って融資手続きを進めることになっている。われわれの調査から得られた印象では、このようなガイドラインは、どちらかと言えば商業銀行の審査能力を高めるというよりも、むしろ融資手続きを硬直化させ、融資拡大を妨げている。しかしながら、中央銀行によるこのようなガイドラインを直ちに撤廃し、商業銀行により自由な融資活動を認めるべきかどうかは、商業銀行の側に本格的な審査能力が整備できているかどうかによって依存する。商業銀行の側に十分な融資審査の経験がなく、また借り手企業の側に十分なディシプリンが確立していない段階で、中央銀行のコントロールを一挙に撤廃することは、既に述べたような混乱を引き起こす危険を伴うであろう。そこで次の節で議論するような、制度改革の手順が重要になるのである。

以上の基本的な視点に立脚して、以下ではヴィエトナムの銀行システム、金融システムの現状とその問題点を、いくつか例示的に取り上げる。それらの議論を踏まえて、次節で金融制度改革の方向、具体的手順について、われわれの考え方を提示する。

#### 4.3.1. 効率的決済システムの構築

銀行制度が核となる決済制度を合理化することは、人々の銀行預金に対する信認を高め金融深化を促進すると期待される。商業銀行、および非国営商業銀行の間で準備（reserve money）をトランスファーする決済ネットワークを構築するとともに、そのネットワークが中央銀行（SBV）と連結される必要がある。このような決済システムの構築によって、一般預金

者にとって銀行預金の利便性が高まり、彼らの銀行預金に対する需要も増加するであろう。われわれは、世界銀行の資金支援の下で、決済ネットワーク構築のプランが既に動き始めているという情報を得ている。そのプランの早急な実現を強く期待する。われわれの現地調査によれば、商業銀行の決済・送金システムは急速に改善されつつある。たとえば各商業銀行のネットワーク内の送金は、既存のネットワークを通じて即日完了するとのことである。しかし、銀行間ネットワークは未整備であり、中央銀行のファシリティーを利用した送金が、現在でも利用されている。また、各地域では、ローカルの銀行間市場が存在しないため、各銀行とも本支店間の資金移転を通じて資金過不足を調整しているという指摘があった。

中央銀行を核とした決済・送金ネットワーク構築は非常に重要な課題である。現在は中央銀行内部においてさえ送金システムが十分に機能していないために、本店と支店の間で営業区域毎に決済している。これはマクロ経済政策の有効性という点で見ると、SBVの支店毎に地域の銀行に向けて再割引を実行するという事になっている。これはマクロ経済政策の統一性を損なう危険をもっている。また商業銀行、および外国銀行のヴィエトナム支店のレベルでは、銀行間の決済メカニズムが非効率的で、かつ銀行間マネー市場が機能していないために、多額の準備を保有するという費用を負担している。所要準備率が10%であるにもかかわらず、商業銀行が保有する現金と中央銀行預け金の合計額は10%を大幅に上回っている（表7を参照）。商業銀行が驚くほど多額の準備を保有している背景には、企業向け貸出に商業銀行が消極的であるという事実も指摘される。

表7：主要商業銀行の準備保有率 (準備/預金：%)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vietcombank	2.9	15.8	20.0	14.9	19.3	14.0
Agribank	20.5	25.6	33.8	39.3	52.5	55.5
BIDV	81.6	79.2	56.3	53.9	41.6	44.8
Incombank	12.9	20.1	16.7	33.6	31.2	26.7
Joint stock banks	9.5	17.6	17.3	24.8	28.4	30.9
全銀行	6.9	21.8	24.8	28.4	30.9	28.8

(注) 準備は現金と中央銀行(SBV)への預け金の合計額。

(出所) State Bank of Vietnam

さらに、銀行の中には時とともに準備保有比率(対預金比率)が低下しているものもあれば、上昇しているものもあるというように準備保有行動に不安定性が見られる。商業銀行の準備保有行動に、このような不安定性がある限り、商業銀行の準備保有行動をベースとして金融政策を運営することに伴う不確実性も大きいであろう。したがって、アメリカやイギリスで標準となっている準備供給量のコントロールを基盤とする金融政策の運営方式をヴィエトナムが採用することは、差し当たり重要な意味をもたないであろう。

#### 4.3.2. 銀行部門の支店網の整備

多くの人々に銀行預金の利便性を理解させるためには、適切な規模の店舗(および出張所)ネットワークを構築することが有効であろう。個々の商業銀行が店舗と出張所を設置することにはかなりの自由が認められているとのこと(国営商業銀行におけるインタビューから)であるが、個別銀行にとって預金量を積極的に拡大する誘因があるかどうか問題であろう。

農村部の比較的零細な貯蓄を、銀行預金を通じて動員することが経済発展の促進に非常に有効であることは、1980年代の中国の経験が示唆している。その点で、商業銀行の支店ネットワークと並んで、あるいはそれ以上に期待されるのが信用合作社、人民信用基金(PCF)である。中央政府、地方政府は農村地域に展開するこれら小規模金融機関の経営健全性

に十分に配慮するとともに、何らかの形の預金保険制度を導入することで、これらの金融機関の信用補完に努めるべきである。農村部において動員された貯蓄の一部は、銀行間の資金市場を通じて、資金需要の旺盛な中央部へ移転され、資本形成に投入されるであろう。

日本の経験では、全国に広範なネットワークを持つ郵便局が、「国家信用」を背景として、地方に分散にしている零細貯蓄の動員にある程度貢献したが、ヴィエトナムの場合には、信用合作社や人民信用基金へのテコ入れが同じような効果を発揮するのではないと思われる。Vu Van Hoa(1997)は西暦 2000 年までに 1 店舗あたり 15,000 人を目標に、店舗網の拡充を拡充すべきであると提案している。また各省ごとに国営地方商業銀行を設立することも有効な対策であろう。

#### 4.3.3. 銀行部門に対する「抑圧 (repression)」の除去

市場経済において重要な役割を担う金融仲介機関に対して不必要な課税や規制が、金融メカニズムの効率性を阻害することは、多くの専門家によって指摘されてきた。金融仲介メカニズムに負の効果を及ぼす課税・規制は「金融抑圧」と呼ばれる。現在のヴィエトナムの銀行部門は、この金融抑圧に近い状態におかれていると思われる。1996年には、それまで銀行に課せられていた売上税は、さすがに廃止された。しかし商業銀行に対する課税は無視できないものであり、その収益性を損なっているという指摘もある(天野(1997))。

1996年7月以来、短期貸出の上限金利は月利1.6%、中長期貸出の上限金利は月利1.65%とされ、96年10月以降、それぞれの上限金利は1.25%、1.35%と定められている。金利上限規制がどの程度実効的かは明らかではないが、金利の上限規制が銀行の仲介機能の発達を妨げているという主張(Hao(1997))もある。金利上限規制の表面的な目的は、資金調達者にとって資金調達コストを引き下げ、彼らの投資活動を活性化することであるとされているが、経済理論の観点からは、金利に上限を課することは銀行の融資拡大インセンティブを阻害し、かえって資金調達者への資金供給額を削減させる方向に働くであろう。

貸出金利規制と0.35%(月利)という狭いマージン(スプレッド)規制は、銀行部門に対する典型的な金融抑圧となっているのではないか。銀行は積極的に預金を集め、それをベースに貸出を拡大する誘因を持っていない。ヴィエトナム政府もマージン規制を撤廃する方向で検討を進めているとのことである。

一般的には、銀行業においても銀行間の有効な競争が金融仲介の効率化に結びつき、効率的資金配分をもたらすであろう。しかしヴィエトナムの金融システムにおいて競争的な銀行業を設立すること(たとえば、国営商業銀行をさらに分割して有力な銀行の数を増加させるといった政策)は、差し当たって緊急度の高い政策とは思われない。むしろ個々の商業銀行の経営自律性を高め、審査・監視能力や金融市場におけるオペレーションの能力を高めることが最優先されるべきであろう。一部のヴィエトナム専門家は、銀行業における競争の欠如が、「高金利」の原因になっていると主張しているが(Hao(1996)、p.31)、現在のヴィエトナムにおいて銀行業の競争促進が金利の引き下げに結びつくか否かは明らかではない。

#### 4.3.4. 銀行部門の審査能力の向上

銀行が企業部門等への資金配分に積極的にかかわって、金融仲介を効率化する誘因を持つためには、融資活動から銀行(の経営者や従業員)が利益を獲得できること、また銀行の選択するリスクの責任の範囲が確定されていること(限定されていること)が必要である。ヴィエトナムの現行規則では、不良債権に関して銀行経営者が罪を問われるとされているが、これは国営商業銀行を官僚組織の一部として捉え、発生する不良債権を「官僚腐敗」の現れとみなしていることを示唆している。このような規定の下では、銀行は積極的な信用供給を躊躇わざるを得ない。商業銀行に対するこれらの「抑圧」は、企業部門に対する信用供給の制約になっていると考えられる。

われわれの調査では、商業銀行は貸倒れリスクから免れられるという点で、もっぱら国営企業向けに融資を集中し、さらには国債を積極的に購入しているようである。商業銀行のこの

ような安全第一主義は、たとえば中国に見られるような深刻な不良債権問題を回避することに貢献していると評価できるかも知れないが、他方では、銀行部門を経由する企業部門とくに民間企業への投資資金配分を抑制している。預金の形で動員された貯蓄の多くが、国債などの購入を通じて政府に流れ、政府がその配分のコントロールしているという図式は、金融仲介が市場メカニズムにまだ十分に適合していないことを示しているのである。中国では、一面では多額の不良債権が発生しているが、他方では中小規模の民間企業が、経済発展の一翼を担っている。ヴィエトナムの銀行部門の現状では、中小規模の企業部門における活力を引き出すことは容易ではないと思われる。

銀行融資に対応する担保制度、とくに土地利用権をベースとする担保制度は、銀行部門の審査能力が未成熟な状況においては、重要な制度である。担保の存在は、信用を供給する銀行のリスク負担を軽減するという意味でも重要であるが、そればかりではない。担保制度の下では、債務不履行に陥った借り手は土地利用権という価値のある資産を失うことになる。したがって、彼らは担保制度によって一定の規律を与えられることになるであろう。

しかし、担保制度にも欠陥がないわけではない。とくに現在のヴィエトナムにおける担保制度は、資金配分の上で歪みをもたらす危険性を孕んでいることを指摘したい。まず第一に、担保物件を保有している企業が有望な投資プロジェクトを持っている必然性はない。有望な投資プロジェクトを持っているにもかかわらず、適当な担保を保有していないために資金調達が困難となる企業も少なくないであろう。担保制度に専ら依存する銀行融資には限界がある。担保となっている土地使用権を処分する市場が未発達であることも、それを基盤とする担保制度の実質的な意味を低減させていると思われる（服部(1997)）。

またヴィエトナムの担保制度には、付加的な問題がある。すなわち土地利用権を担保として利用できるのは国営企業に限られていること、さらに外国銀行や合併銀行は担保融資を禁じられていることである。こうした規制は、銀行部門の金融仲介能力が有効に利用されることを妨げている。資金配分の効率性を高めるためには、これらの規制を早急に撤廃すべきである。

#### 4.3.5. ヴィエトナムにおける不良債権問題

われわれの調査では、ヴィエトナムにおける不良債権問題がどの程度深刻なのかは不透明であった。関係者からの聞き取りによると、銀行部門の不良貸付の規模は深刻ではないという印象を得た。しかし調査過程で入手した統計では、銀行部門における不良貸付の規模は決して無視できない。表8は銀行部門の不良貸付残高の貸付総額に対する比率を示しているが、たとえば農業銀行(Agribank)の不良貸付比率は16%以上の高い数値を示している。また銀行部門全体でも不良貸付比率は9%にも上っているのである。

こうした不良貸付の中には、既に凍結されている過去の不良貸付がかなり含まれている模様である。しかし、今後、商業銀行その他の銀行が、主体的に融資の審査・選別をして資金配分に有効な機能を発揮するためには、過去の不良資産を不透明な形でバランス・シートにとどめておくことは望ましいことではない。凍結された不良資産を一括して政府の特別勘定に移し、融資機能を担う銀行は新しいバランス・シートに基づいて業務を展開するべきであろう。いずれにしても、不良貸付の正確な規模やそれが商業銀行の貸出行動に及ぼしてきた影響については、今後厳密に分析する必要がある。

さらに企業間の信用供与の拡大も、金融逼迫期には重大な不安定要因となる。CIEM(1997)の国営企業200社を対象とするサーヴェイ調査によると、国営企業の負債の55.9%が銀行借入であるが、同時に34.7%が他企業からの借入になっている(1996年8月時点)。このように企業間信用(買掛金)はヴィエトナム国営企業の資金調達構造において少なからぬ比重を占めている。しかもCIEM(1997)は次のような懸念を表明している。

"despite its low proportion of 34.68%, debts to other enterprises are a widespread reality which causes misappropriation of capital between enterprises and negative impacts on their business operations." (CIEM(1997: p.65))

今後、金融引き締め政策がとられ、企業向けの銀行融資が削減された場合に、企業間の融資がその引き締め効果を相殺する形で拡大する危険がある。とくに企業間融資は経営状態の悪化した企業同士が、経営内容を取り繕うために利用されがちであり、放置すれば資源の消失につながりかねない。この問題は金融システムの問題というよりも、国営企業の経営をいかに監視し、経営の悪化した企業（とくに国営企業）をいかにリストラクチャーするべきかという問題である。金融システムの効率化問題は、このように国営企業などの経営合理化問題と密接に関連しあっているのである。

表8：主要銀行の不良貸付比率（％）

	1994年	1995年	1996年9月
Vietcombank	16.5 (18.0)	8.7 (10.2)	9.6 (9.1)
Agribank	14.3 (13.6)	13.9 (13.3)	16.6 (17.8)
BIDV	3.0 (2.9)	3.3 (3.1)	5.2 (5.0)
Incombank	7.7 (8.7)	9.3 (6.3)	12.1 (8.2)
Others banks	3.6 (6.1)	3.0 (2.5)	3.1 (3.0)
合計	9.6 (9.7)	7.7 (6.6)	9.1 (7.5)

(注) 不良債権 (overdue loans) を総融資額で除した比率。括弧内の数値は国営企業向け融資に関する不良債権比率。

(出所) State Bank of VietNam

ヴェトナムの銀行制度の中で四大国営商業銀行のシェアが徐々に低下し、それに代わって株式銀行のシェアが高まりつつある。しかし、その株式銀行の経営の健全性については、不透明な部分も少なくない。いくつかの株式銀行は、かなり深刻な不良債権問題に直面していると指摘するヴェトナム専門家もいる（1997年3月の現地調査ヒヤリング）。

#### 4.3.6. 中央銀行による商業銀行部門の検査・監督体制の確立

上に見たように、ヴェトナムの銀行部門の不良貸付は微妙な規模に達しているように思われる。また一方で、銀行は積極的な融資活動を通じて企業の投資活動を支援することが求められている。おそらく商業銀行の審査能力を十分に高めなければ、銀行の融資活動の拡大は不良貸付問題を深刻化する方向に作用することを示唆している。商業銀行の当面の課題は審査能力を高めることである。

しかし銀行部門全体を検査・監督する中央銀行の役割はさらに重大である。とくに個々の銀行が、特定の企業などの借り手に過度に融資を集中しないような経営健全性のルールを確立し、実効性をもって実施する必要がある。健全経営規制としては、預金/自己資本比率が20以下であること、単一主体向け融資は自己資本の10%未満、借入上位10人の借入総額が総貸付額の30%未満であること、融資額は担保価値額の70%を上限とする等の規定が既に導入されている。

ヴェトナムでは1990年に大規模な預金取付騒ぎが生じ、比較的古くから存在してきた農村信用組合を含む7,000余りの信用組合の大半が清算されるか、営業停止に追い込まれた（渡邊(1996)、服部(1997)）。このような経験が、とくに農村部において銀行、金融機関の預金に対する不信感を醸成し、それが今日でも残存しているかも知れない。こうした状況の

下では、預金者の預金の払い戻しを公的に保障する制度（預金保険制度など）の導入が貯蓄動員に効果を発揮する可能性がある。実際、国営商業銀行に比較して株式銀行（joint-stock banks）は相対的に高い預金金利を支払うことを余儀なくされている（Note by Vietnamese Delegation 1997、7ページ）。預金保険制度によって、このようなプレミアムは解消され、純民間の銀行が国営銀行と競合できるようになる。もちろん、このような公的保障制度に付加して、商業銀行の経営の健全性を監視する仕組みが必要である。銀行部門に対する中央銀行などによる監視体制が有効に機能しなければ、預金保険制度自体が銀行部門によるモラル・ハザードの温床となりかねない。しかし現在のSBVの能力の下で、国営銀行と民間銀行を監視する体制を構築できるであろう。

一般的に、銀行業にはある程度の規模の経済が働くものと思われる。効率的な銀行システムの構築のためには、それが無数の小規模銀行によって構成されるよりも、比較的数の限られた大規模銀行（幅広い地域ネットワークを構築できるような銀行）によって構成される方が望ましいであろう。またヴィエトナムのレポートでは、国営企業が支配的な株主となっている株式銀行が存在する（Note by Vietnamese Delegation, 1997, p.10）とのことであるが、これは銀行が株主である企業に対する融資を集中的におこなう「機関銀行」に墮する危険がある。さらに、設立が進められている general corporation の一部に、傘下企業として銀行を保有しようとする動きがあるとも伝えられている。特定の企業に融資や資金供給を集中するような機関銀行の発生を防止するルールが今後必要となるとと思われる。

#### 4.3.7.長期金融のシステムの重要性

ヴィエトナム銀行部門の資金調達、融資は短い期限に集中しているという議論が一般的である。関係者からの聞き取りによれば、相対的に期限の長い投資プロジェクトに対して非常に短期の資金調達方法で対応するという姿勢が不自然とは考えられていないようである。この傾向は民間企業向け融資についてとくに著しいようであるが、決して国営企業が長期資金の必要から免れているわけではないようである。CIEM (1997) によれば、調査対象国営企業200社の中で、長期ローン借入の面で困難に直面していると答えている企業は91.5%にも上る。ただし、その困難の原因となっているのは高金利(63.4%)や担保不足(29.5%)よりも、事務手続き上の困難が大きい(74.9%)ようである(pp.65-66)。このことは、長期金融の分野では、資金不足もさることながら、長期金融を仲介する機関の効率性に問題があることを示唆していると考えられる。

また入手した統計を整理した表9によると、94-96年平均で「長期貸付」の比率は30%強となっており、決して低いとは言えない。一方、1996年6月に中央銀行総裁は、商業銀行の中長期貸出の比重を高めるよう指示している。この指示はヴィエトナムにおいて中長期融資が不十分であるという政策当局の認識を反映していると考えられる。

理論的には、長期金融の問題は二つの側面から考える必要がある。ひとつは、従来から強調されてきたように、長期の懐妊期間をもつ投資プロジェクトに対して、その期限にマッチした資金調達手段としての長期貸付の必要性である。さらに、この必要性を満たすためには商業銀行の期間変換(maturity transformation)能力が問題となる。確かに、この意味での長期融資は重要である。ここで強調されているのは、ヴィエトナムの経済発展との関連で見た、この期間変換の問題である。しかし同時に、資金調達企業の経営に対して規律付けを与えるコーポレート・ガバナンスの手段としての融資期限の役割にも注意を払う必要がある。一般的に言うと、借り手企業の経営統治に問題がある場合、資金供給者にとって長期の期限で資金を融資することには危険を伴う。企業経営者が長期資金を非効率的経営によって費消してしまうことをチェックすることが比較的困難だからである。これに対して、短期融資の場合には貸し手が短期融資のロール・オーバーの際に経営者に適切な圧力を加えることができるので、比較的短いインターバルで借り手企業の経営をモニターできるのである。つまり、企業部門の経営統治に問題があり、かつ銀行の監視能力が未成熟であると判断される場合に、長期融資を積極的に推進することには困難もあることをわれわれは理解しなければならない。

われわれの判断では、これまでの企業部門の投資は懐妊期間のあまり長くないものが多かったために、長期金融の不備は深刻な問題とはならなかった。しかしベトナムの経済発展が第二段階に入ると、長期金融の不備は重大な桎梏となるであろう。したがって企業部門の経営統治の効率性を高めることと並行して、金融システム全体としてより積極的な期限変換を促進する工夫が必要となろう。

現在、ベトナム国営商業銀行は債券を発行することを許されており、BIDVは2年もの、5年ものを、またAgribank、Incombankも1, 2年もの債券を発行して資金を調達している。表9には各種の商業銀行の貸付に占める長期ローンの比重と並んで、それらの銀行の資金調達における金融債発行の比重が示されている。この表によると、長期ローンを重要な業務としているBIDVやVietcombankの金融債発行依存度がむしろ低く、むしろ長期ローンの比重が相対的に低いAgribankが、金融債発行にかなり大きく依存している。これは好ましくないアンバランスである。銀行部門の長期貸付を円滑に拡大するためには、金融債によって比較的長期の貯蓄を動員すると同時に、個々の銀行の期間変化が極端に大きくならないような制度的配慮が必要である。われわれは、こうした問題を解決する一つの方法として、長期信用銀行制度の設立を提案したい。

表9：長期貸付の重要性

	総貸付に占める中長期貸出の比率 (%)					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vietcombank	10.3 (0.0)	12.1 (0.0)	19.8 (0.0)	34.2 (2.5)	32.9 (4.6)	26.7 (3.7)
Agribank	6.5 (0.4)	6.9 (9.4)	26.4 (42.1)	29.4 (42.9)	31.3 (51.3)	32.2 (42.8)
BIDV	73.8 (1.7)	76.7 (2.9)	75.8 (0.6)	70.8 (9.4)	55.6 (12.6)	53.3 (9.1)
Incombank	3.8 (4.1)	6.3 (0.3)	13.5 (22.0)	16.1 (30.5)	18.6 (25.9)	20.1 (26.2)
Joint stocks	0.0 (0.0)	1.0 (0.0)	4.4 (0.0)	19.5 (0.0)	18.1 (0.0)	23.4 (0.0)
Total	16.7 (0.9)	18.3 (1.7)	29.8 (15.4)	37.0 (21.7)	34.2 (23.8)	32.4 (21.2)

(注) 括弧内の数値は預金と債券発行による資金調達合計のうち債券発行による資金の比率 (%)。

(出所) State Bank of VietNam

銀行が比較的期限の長い債券を発行することは、それらの銀行を長期融資を促すという意味で重要である。しかし、最終的な貯蓄供給者である個人や家計が、比較的期限の短い流動的資産の保有に強い選好を示している場合に、銀行が彼らに向けて長期債券を販売することには限界がある。むしろ一部の銀行、たとえばBIDVが主として中長期の債券を発行し、それを他の銀行が購入するという期限変換の分業体制を導入することに意味があるかも知れない。中長期債券を発行する銀行は、極端な期限変換なしで集めた資金を中長期融資の形で企業部門へ供給できる。また流動的な預金を通じて資金を集めた吟行は、かなり多くの資金を短期貸付へ投入するとともに、他の銀行の発行する中長期債券に資金を投入しても、期限変換はあまり極端にはならないのである。実際、高度成長期の日本で重要な役割を果たしたと言われる長期信用銀行制度は、零細な貯蓄を動員して企業の長期資金需要に応えるための一種の分業体制であった。



### コラム：長期信用銀行制度について

商業銀行についての伝統的な考え方によると、銀行部門は専ら短期金融に特化し、企業部門の長期資金調達には証券市場によるべきである。しかし証券市場が円滑に機能するための基礎的条件を構築するのは時間がかかる。また、零細な貯蓄者を直接的に証券市場の投資家にするには容易ではない。したがって、相対的に整備されている銀行制度を活用して、経済発展に必要な長期金融システムを構築する必要がある。

われわれが提案している長期信用銀行は、銀行預金よりも期限の長い金融債を発行し、その資金を主として長期貸出へ投入する専門金融機関である。金融債が長貸付の平均的な期限よりも短いとすれば、商業銀行が長期信用銀行の発行する金融債の少なくとも一部を保有することによって、金融システム全体としての期間変換を拡大できるのである。中央銀行は、この金融債を担保として商業銀行へ貸出を行うことによって、金融債の流動性を補強し、金融システムにおける期間変換の長期化を促進できるであろう。

銀行部門の期間変換における長期信用銀行の役割は、直感的に明らかであると思われるが、この点を単純な数値例で説明してみよう。ここで想定する銀行は、どのような銀行も資産の平均期限を最大で債務の平均期限の2倍にできるという期間変換能力をもっている。また本源的な貯蓄者は期限1年の預金しか保有しようといせず、他方、銀行貸付としては期限1年の短期貸付と5年の長期貸付の2種類が存在する。貯蓄者から動員される銀行預金の総額を100単位とすると、商業銀行がその預金を短期、長期の貸付に変換する場合には、銀行の期間変換能力に関する仮定によって、長期貸付に向けることができる資金は、最大限25単位である。この場合、商業銀行の預金債務の平均期限は1年である。一方、資産の側の変換期間は4分の3の1年もの貸付と、4分の1の5年もの貸付を保有するから、平均期限がちょうど2年となる。(下の図の(A)を参照されたい。)

次に、政府が長期信用銀行を設立するものとしよう。この長期信用銀行は、期限2.5年の金融債を発行し、それによって集めた資金を期限5年の長期貸付に運用する。長期信用銀行の資産の期限は債務の期限のちょうど2倍になっている。ただし最初の仮定によって、本源的貯蓄者はこの期限の長い金融債を保有しようとしなない。商業銀行が長期信用銀行の発行する金融債への投資者となるのである。商業銀行が期限1年の預金で集めた資金100単位のうち $x$ 単位を長期貸付に、また $y$ 単位を金融債保有に、そして残りの $100 - (x + y)$ 単位を短期貸付に向けるとすると、銀行の期間変換能力が2であることから、次の関係式が成立する。

$$100 \times 2 \geq 5x + 2.5y + (100 - x - y)$$

あるいは、

$$100 \geq 4x + 1.5y$$

ところで、長期貸付の総額は商業銀行によるもの $x$ と長期信用銀行によるもの $y$ の合計額、つまり $(x + y)$ である。上の式から、

$$(x + y) \leq 25 + (5/8)y$$

この式から、商業銀行が金融債への投資額 $y$ を増やすほど、経済全体の長期貸付供給額が増加することがわかる。たとえば商業銀行が40単位の金融債を保有すれば( $y = 40$ )、経済全体の長期貸付の上限( $x + y$ )は50単位に、また商業銀行の金融債保有額を80単位とすれば、長期貸付の上限は75単位にまで引き上げられるのである(図(B)を参照されたい)。

図 (A) : 商業銀行の期間変換

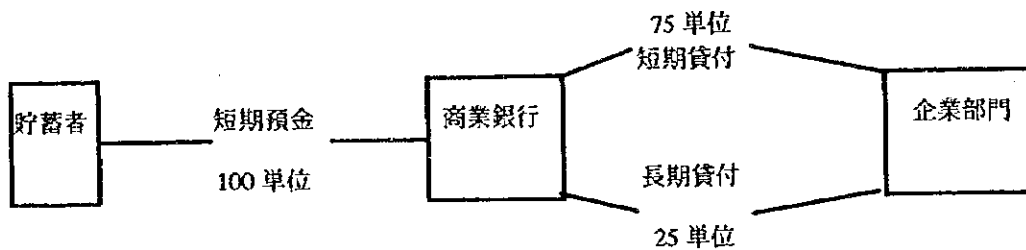
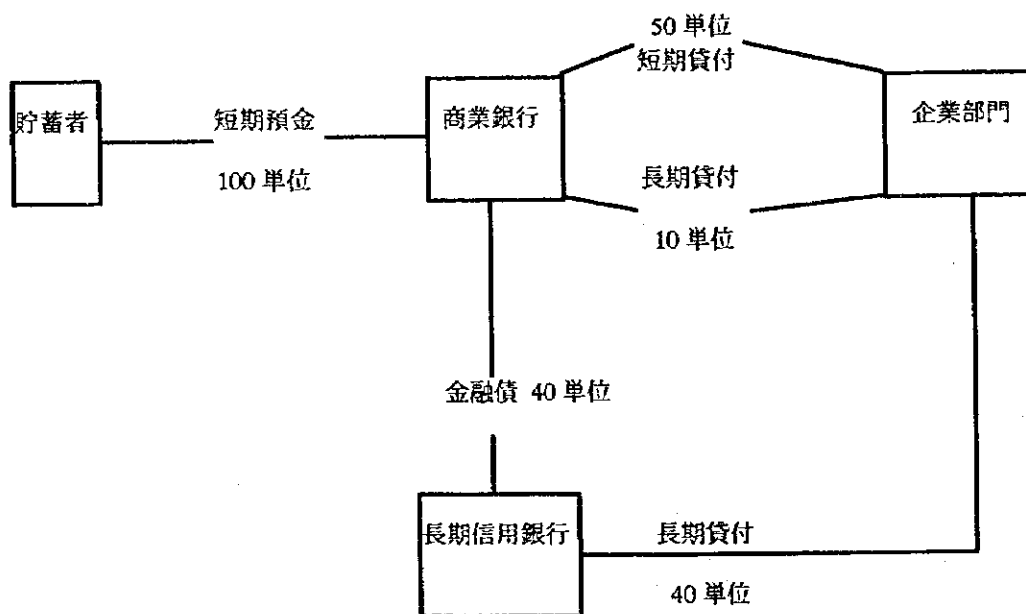


図 (B) : 長期信用銀行による期間変換 (x=40 の場合)



#### 4.3.8.証券市場の可能性

1996年11月に証券委員会 (National Securities Board) の設立に関する指令が出された。この指令は、ヴィエトナム政府が証券市場の発展も経済成長を推進する上で必要であると感じていることを物語っている。それでは政府は、証券市場の発達を促進するプログラムに大きなエネルギーを投入すべきであろうか。

金融システムがバランスよく発展すべきであるという視点からは、銀行部門を中心とする間接金融システムの改善ばかりではなく、株式や債券を発行する発行市場 (primary markets) と既発の証券を売買する流通市場 (secondary markets) の構築、整備が必要である。確かに、このような証券市場が伸縮的に機能すること自体は、金融システムの効率性を高めることに貢献するであろう。しかし、証券市場が十全に機能するためには、それを支える法制度の整備、拡充も不可欠である。証券市場は、不特定多数の投資家の資産運用の受け皿となる必要があり、彼らの合理的な投資活動を支援する、企業の情報開示、証券市場における公正取引規定、投資家保護規定などを法的に整備しなければならない。一般の投資家が、証券市場における取引に習熟するためには、それなりの学習期間も必要であり、そうした前提条件が金融システムにおいて満たされるのをヴィエトナム経済が待つ余裕はないであろう。

したがってベトナム政府は、当面銀行部門の効率性を高め、安定的な金融仲介が主として銀行部門を通じて提供されるシステムの構築に優先的に力を注ぐべきである。その傍ら、証券市場の発達を支える法制度の整備を徐々に押し進めるべきと思われる。ベトナム中央銀行（SBV）副総裁の Le Van Chan 氏は未成熟な金融システムに株式市場を拙速に導入すべきではないと述べている（Viet Nam News, May 1997）が、この判断は基本的に正しいと思われる。

## 5.金融制度改革の手順

第4節においてはベトナムの金融システムの現状とその問題点、さらには金融制度改革の方向について概観した。この節では金融制度改革の計画と実施の手順（すなわち sequence）を、できるだけ具体的に検討する。ただしここで示している金融制度改革は、いずれもそれが効果を発揮するまでには少なからぬ時間を必要とするものと予想される。したがって、ベトナムは当面の間、不完全な金融制度の下で経済発展を推進しなければならない。不完全な金融制度、銀行組織の下で、一時的にせよ金融仲介機能を効率化する方策をこの節の最後において考察する。

### 5.1.改革の手順についての基本的な考え方

改革の実施計画を策定するためには、まず改革の出発点（現状）と着地点（目標）が明らかにされなければならない。すなわち、ベトナムの金融システムが市場経済への移行過程のどのような段階にあるか、またベトナムはどのような金融システムへ到達しようとしているのかを明確に位置づける必要がある。ベトナムの市場経済化の改革は、それが開始されてから既に10年を経ており、今後の改革もその成果を前提としたものでなければならない。また、明示された目標に到達するための具体的な改革項目と、その実施順序が慎重に組み立てられなければならない。

#### 5.1.1.出発点

ベトナム政府が財政金融の分野で既に実施したり、あるいは着手した改革は下の表10にまとめられている。まず1988年に国営銀行の中央銀行機能と商業銀行機能とを分離し、二層銀行システムの創設に着手した。次いで専門銀行は商業銀行化され、株式銀行、合併銀行、外国銀行の創設、ないし新規参入も促進された。

一方、税制改革、国営企業に対する補助金の廃止、歳出削減などにより急速なインフレーションの原因であった財政赤字の削減を図り、非常に良好な成果をあげてきた。金融の側面から見ると、財政赤字を中央銀行の通貨増発によって貨幣化する（monetization）ことは中止され、国営企業に対する中央銀行の直接貸付は停止され、さらに国営銀行の融資に対する規律づけにも政府は一応成功してきたと思われる。

さらに実物価格の正常化と並行して為替レートが一本化され、各種の金利も段階的に「正常化」されてきた。すなわち、実質金利をプラスにする見直しがなされ、部門別の差別的貸出金利のシステムは廃止された。また1996年には、それまで逆転していた長短金利の正常化が実現された。

以上概説したように、ベトナムの金融システムは二層化された銀行部門を核として、市場経済に対応する制度枠組みが一応できあがっている。しかし第4節において論じたように、制度枠組みのワーキングについては多くの問題点が残されている。

### 5.1.2.到達点

ベトナムがさらに順調に経済発展を続けていくための財政金融制度の強固な基盤を作り上げることが改革の目標である。ベトナムの現状からは、銀行制度を中心とする金融システムの効率化を図り、産業発展に見合った資金配分の達成と、国内貯蓄の動員を目指すべきである。そのためには、現在見られる以上に商業銀行の積極的な融資活動が求められる。銀行部門の効率的な活動は今後のベトナム経済の発展の基礎となるであろう。

しかし同時に、銀行部門の活動が経済のソフトバジェット化につながることは厳格に阻止されなければならない。もし銀行融資が非効率的企業や産業の支援や延命に向けられるとすれば、銀行経営そのものの健全性が失われ、銀行部門を救済するために中央銀行の資金援助がなされるとすれば、産業部門の生産性が停滞すると同時に、貨幣供給の急増とそれに伴うインフレーションがもたらされるであろう。これは市場経済化を目指すベトナムが是が非でも回避すべき事態である。つまり、金融制度改革の目標（到達点）は、銀行部門が積極的な仲介機能を発揮できると同時に、銀行融資を通じるソフト・バジェット化が防止できる制度枠組みを整えることである。

この最後の点は、銀行部門や金融システムにとどまらず、広くベトナムの経済制度にかかわる問題である。市場経済の本質は、個々の経済主体が自由に市場を通じて取引を実行すると同時に、自由な取引の結果についての責任を引く受けることにある。この本質が、市場を通じる効率的な資源配分を達成するのである。したがって、金融の分野においても、銀行・金融機関ばかりではなく、借り手企業や個人の自主的判断の範囲、責任の範囲（そして保護されるべき範囲）が明確されなければならない。これは金融取引を幅広く規定する法律や行政ルールの確立を意味している。個別的な金融制度改革と、包括的な法律・行政（いわばインフラ・ストラクチャー）の整備が、少なくとも同時並行的に進められなければならないことは言うまでもない。

表10：ヴェトナム政府が既に実施した財政金融制度改革

分野	改革の内容 ・ 為替レートの本格化
マクロ経済部門	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 土地使用権の確立</li> <li>・ 財政赤字の削減</li> </ul>
財政セクター	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ODA手続き法の制定</li> <li>・ 中央銀行による財政赤字の貨幣化廃止</li> <li>・ 税制改革による税収増</li> <li>* 第二次税制改革 (付加価値税など)</li> <li>・ P I P作成</li> <li>・ 工業製品価格の自由化</li> <li>・ 経常収支予算からの補助金の廃止</li> </ul>
国有企業セクター	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 所有と経営の分離 (G C創設、破産法制定)</li> <li>・ 二層銀行制度創設</li> <li>* 新規参入による競争促進</li> <li>・ 銀行組織の中央集権化</li> <li>・ ポジティブな実質金利の実現</li> </ul>
金融セクター	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 預貸金利差正常化</li> <li>・ 部門別差別的貸出金利の廃止</li> <li>・ 長短金利イールドの正常化</li> <li>* ドン貨、外貨インターバンク市場の創設</li> <li>* 短期国債入札販売の導入</li> <li>* 銀行法の改正</li> </ul>

(注) \*は現在実施中の項目

ヴェトナム政府は、これまでも積極的に金融制度改革に取り組み (表10参照)、一定の成果を挙げてきたが、これらの制度改革は、中央銀行による財政赤字の貨幣化廃止、金利規制体系の変更など、行政レベルで比較的容易に実行できるものが中心であった。今後は、より本質的な精度改革、とくに会計制度、監査制度、決済制度、国営企業の経営統治構造の抜本的見直し (民営化を含む) などに早急に取り組むべきである。それらの制度改革には、非常に長い時間を要すると思われるからである。

## 5.2. 中央銀行機能の改革整備

中央銀行は1990年代はじめ以来、採用し続けてきたインフレーション抑制の政策を堅持しなければならない。また外国為替市場への適切な介入を通じて、為替レート的大幅な変動を回避する介入政策を採用し続けるべきである。さらに、金融市場、銀行制度の発達を助けると同時に、より複雑な金融市場メカニズムの下で、有効な金融政策運営を可能にする金融手段の多様化を準備しなければならない。中央銀行機能の改善という点では、マクロ的経済政策の観点からの改善と、金融システムの安定性維持の観点からの改善に大別できる。

### 5.2.1.金融政策の有効性向上のための制度改革

順番としては、(a) 決済機構の確立、(b) 銀行間金融市場の整備、(c) 銀行間金融市場における政策オペレーション手段の導入、そして(d) 証券市場の確立・整備、となるであろう。このうち、(a)と(b)は同時並行的に進められるべきである。(a)は預金者にとっての銀行預金の利便性を高め、零細貯蓄の動員にも貢献するであろう。(c)は当然に(b)の後に推進されるべき項目であるが、中央銀行が準備供給量をきめ細かに調整することで銀行間市場で形成される短期金利をコントロールするという政策運営のシステムが早晩必要になるであろう。

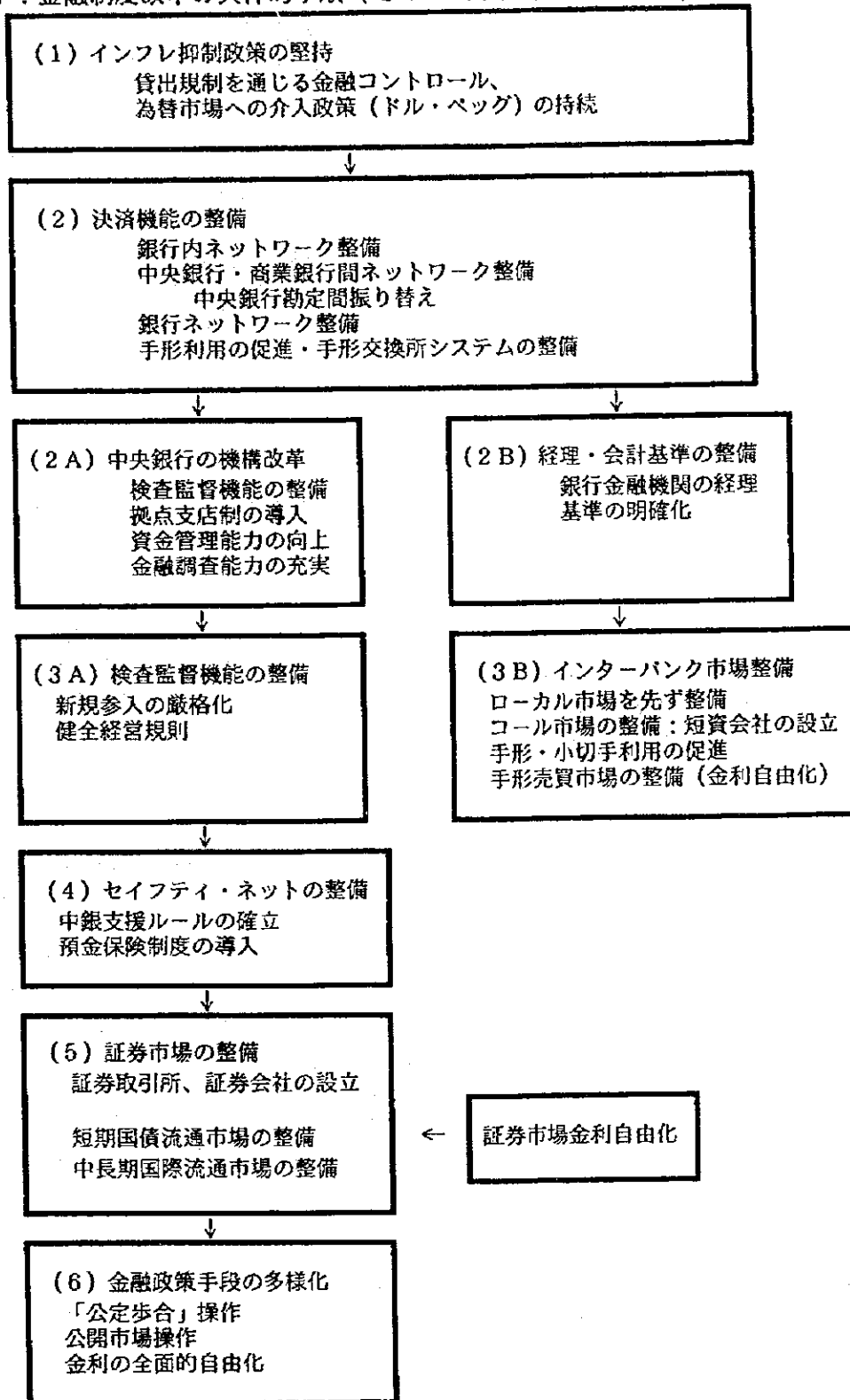
### 5.2.2.金融システムの安定性向上のための制度改革

ベトナム中央銀行は単に金融政策を運営するばかりでなく、金融システムの安定性を維持する機能を高めなければならない。この側面では、次のような改革の手順が考えられる。

(a) 経理・会計基準の確立、(b) 銀行・金融機関に対する検査・監督機能の強化、(c) 預金保険制度の導入、および銀行・金融機関の破綻処理ルール明確化。このうち、(a)はもっとも基本的な改革であり、金融に限らず、企業部門全体をカバーする会計基準を早急に確立する必要がある。

(b)と(c)は対となる制度改革である。預金保険制度は銀行預金に対する人々の信認を高め、貯蓄動員の推進に役立つであろうし、銀行制度の安定化に寄与する。しかし、銀行の健全経営を追求するためには同時に金融当局による適切な検査・監督が不可欠である。また銀行の経営破綻に対する公的な処理のルールも重要である。とりわけ銀行部門が海外から資金を調達する場合には、破綻処理に関するルールが不透明であると、調達条件は悪化するし、安定的な資金調達が困難となる。

表 1 1 : 金融制度改革の具体的手順 (その 1-中央銀行の機能整備)



### 5.3. 商業銀行機能の改善

ベトナムにおいて市場経済メカニズムが順調に発展し続けるためには、銀行による金融仲介機能が一層効率的なものとなる必要がある。現在のベトナムの銀行部門は、銀行預金に対する人々の信認の向上や経済活動の活発化などを反映して、次第に預金動員が拡大しつつある一方、企業部門への融資に対してはむしろ消極的であり、そのために資金調達者側からは、銀行融資の枯渇に対する不満が見られる。したがって銀行融資を活性化する施策が望まれる。たとえば、現在のところ企業への融資に関わる担保制度に不透明な部分があると言われる。（1996年8月に担保などに関する規則が制定されたが、銀行にとって担保物件である土地や建物を自由に処分できない。また、民間企業は国営企業に比較して、担保の面で不利な取扱を受けている。）

しかし、銀行部門の融資活動を活性化させるだけでは、必ずしも状況は改善しない。なぜならば、企業部門の経営状態は不安定性、不透明性が高く、融資の健全性に関する評価が銀行にとって困難だからである。つまり、銀行融資を闇雲に活性化させ、需要に応じて融資を拡大するのは「ソフト・バジェット化」につながりかねないのである。こうした状況を打開することは、必ずしも容易ではない。しかし、国営企業を中心とする企業部門の経営内容の透明度を高める制度改革を早急に進め、融資の健全性を評価できる体制を構築することが銀行融資拡大のもっとも重要な前提条件となる。

また商業銀行が担うべき機能を商業ベースに立脚した融資活動に集中させ、政策的金融の機能をそこから分離する必要がある。政策金融と商業金融が混在する銀行機能は、決して効率的とは言えない。しかし、この分離を実施するためには、銀行業務を担う人材が豊富でなければならない。したがって、現行の商業銀行がさらに融資活動などの経験を経た後で、分離を実行することが望ましい。

銀行部門に対しては、長期金融の担い手としての期待が高まっているようである。銀行部門として企業部門へ積極的に長期資金を供給する場合には、銀行の債務の側の期限とのミス・マッチが問題となる。長期資金を供給する銀行は、債務の側でも長期の期限の債務で資金調達できる状況を実質的に作り出す必要がある。ベトナムでは現行制度の下でも、銀行は比較的期限の長い債券（金融債）を発行できる。しかし、それを一般の投資家（個人）へ直接発行して長期資金を動員することには大きな限界がある。個人は、多くの場合、流動性の高い短期の貯蓄手段の保有を望んでいるからである。実際、ベトナムの銀行は金融債を発行する一方、その流動性を保証するために保有者からの買い取りを行っている。つまり金融債は、実質的には、比較的期限の短い預金と変わらない。このような状況の下で、銀行が積極的に長期金融を展開することは困難である。

そこで、われわれは長期信用銀行制度を導入することを提案する。この制度の下では、たとえば BIDV を長期融資を専門とする長期信用銀行として位置づけ、その資金調達を原則として金融債の発行によるものに限定する。また、他の商業銀行が長期信用銀行の発行する金融債を購入することを許し、場合によっては、預金で集めた資金の一定割合を金融債の購入に向けるように義務づける。つまり、設立される長期信用銀行が発行する金融債の主要な投資者として、預金を通じて貯蓄を動員する商業銀行を位置づける。商業銀行は、金融債の購入の他には、主として短期貸付を業務とする。ただし、商業銀行に金融債の発行を認めてもよいであろう。

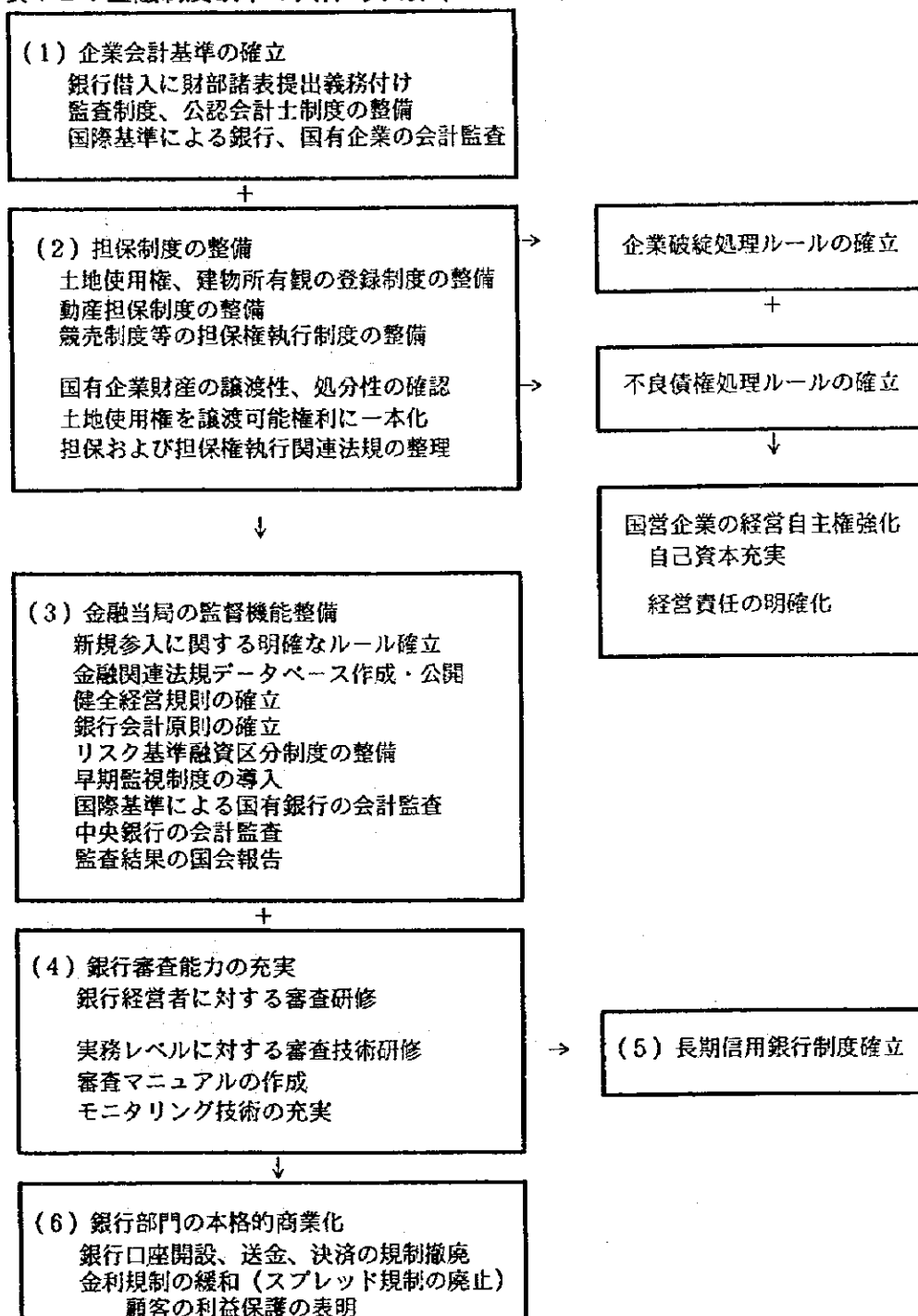
この制度の狙いは、制度によって長期金融に専門化する銀行を特定し、その期間変換を助ける仕組みを明示的に設定することである。預金によって貯蓄を動員する一般の商業銀行は、直接に企業へ長期融資を供給するよりも、長期信用銀行の金融債へ投資することによって期間のミス・マッチの程度を緩和できる。もっぱら金融債で資金を導入する長期信用銀行は、商業銀行へ多額の金融債を売却することによって、長期の貯蓄動員の困難を克服できる。もちろん、実際に日本で見られたように、経済成長が長期に続き、最終的な貯蓄者が多額の資産を保有することになれば、この制度のメリットは弱まる。なぜならば、最終貯蓄者自身が

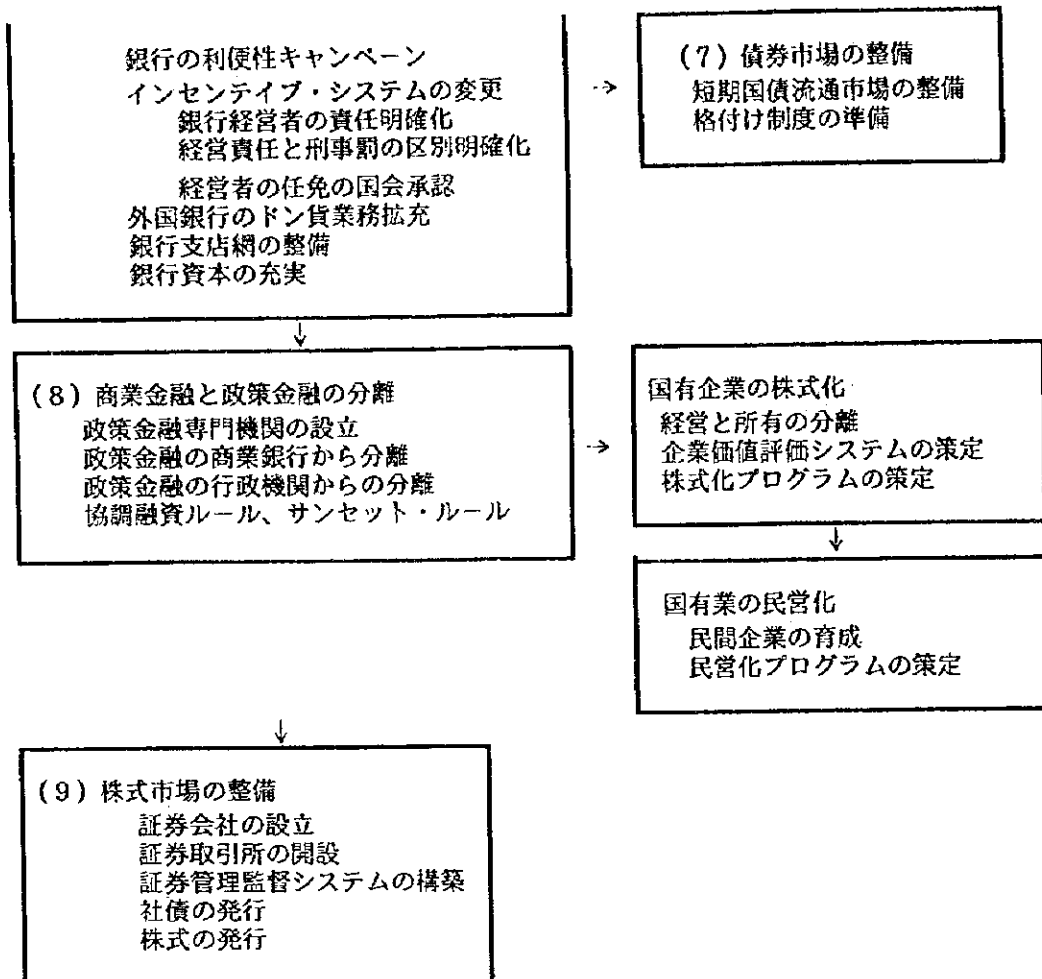


期限の長い貯蓄手段を積極的に保有できるようになるからである。しかし、ベトナムの現状では、専門的な長期信用銀行の存在する意義は少ないと思われる。

市場メカニズムに全面的に依拠した投資配分、資金配分を実現するためには、企業部門における経営自主権の強化が必要となる。おそらく国営企業の経営自主権の強化・確立と国営商業銀行の経営自主権強化とが、並行して進められるべきであろう。その過程において、商業銀行が現在負っている公的な役割、すなわち政策金融機能を新たに設立される政策金融機関に移転させる必要があるであろう。

表 1 2 : 金融制度改革の具体的手順 (その 2 - 商業銀行の機能改革)





## 5.4.当面の対応策

この節では、長期的視野に立った金融制度改革の手順について、説明してきた。多くの国々の経済発展過程における金融システムの役割を展望した場合、われわれが示した改革案はとりたててユニークなものであるわけではない。それは多くの点で、世界銀行やIMFをはじめ、様々な機関や研究者がこれまで示してきた改革案と共通している。

しかしベトナムに限らずどこの国においても、安定的で効率的な金融制度、銀行制度を一朝一夕に構築することは不可能である。より完全な銀行制度が形成されるまでの（おそらくは短くても）数年間は、不完全な銀行制度の下で国内資本形成の拡大を進めなければならない。つまり銀行融資の拡大を通じて企業部門の投資を推進する一方で、杜撰な投資プロジェクト選択や監視体制の不備、銀行部門における不良貸付の累増といった状況を回避しなければならない。以下では、ベトナム政府が不完全な金融制度、銀行制度の下で当面採用できる方策について手短かに議論する。

### 5.4.1.シンジケート・ローンの利用

銀行部門において十分なプロジェクト審査能力や借り手に対する監視能力が蓄積されていない場合、これらを合理的に節約する工夫が必要である。その方法として、個別企業に対して複数の銀行が協調して融資する方法が考えられる。協調融資の場合、融資をアレンジし借り手企業を審査・監視する責任を負う銀行と、そのような協調融資の核となる銀行に審査・監

視を委託し、専ら貸付資金だけを供給する銀行との分業体制がとられる。現実的には BIVD のように、プロジェクト審査などに比較的実績と経験がある銀行を核とし、その銀行をオーガナイザーとする一種の協調融資体制を形成できるのではないと思われる。ただし、融資は特定の開発プロジェクトや融資案件に限定されるのではなく、借り手企業全体に対する融資を協調体制で供給することになる。その結果、多くの商業銀行は、差し当たっては審査・監視機能を求められることなく、融資を拡大できるであろう。こうした一種の協調融資体制は、高度成長期の日本で広範に見られた融資体制である。

#### 5.4.2. 外銀、合弁銀行の役割

外国銀行は、母国から優れた審査・監視能力や多様な融資の経験を既にเวียดนามに持ち込んでいると思われる。合弁銀行についても、同様なことが言えよう。したがって、審査・監視能力が不足しているเวียดนามにおいては、こうした銀行の金融仲介能力を合理的に利用すべきである。表 13 はเวียดนามにおける各種の銀行のシェアを示している。外銀と合弁銀行の融資、預金に占めるシェアは徐々に上昇しつつあるが、それでも低い水準にとどまっている。これらの銀行のเวียดนาม国内における活動は、現在のところ厳しく制約されていることがその一因であると思われる。たとえば、土地利用権を担保とした融資は外銀には認められていない。またドン預金の取り入れに関しても、総資本の 20% までしか認められないというような規制がある。

しかし、これらの銀行がもっと幅広くเวียดนาม国内の融資にコミットできる条件を作り出すことが、差し当たっては望ましい。もちろん、外銀や合弁企業が、特定の優良企業だけを融資対象に限定し、よりリスクの大きな企業向け融資を回避するというクリーム・スキミング行為はเวียดนาม経済にとって好ましくない。従って、เวียดนาม政府は、外銀や合弁銀行に対して積極的にリーテール分野など国内金融により深く浸透する誘因を与えることを考えるべきである。เวียดนาม国内の商業銀行の仲介機能が十分に発達するまでの期間、これら銀行が国内融資を活発化させ、国内商業銀行の金融仲介能力を補完する役割をになうべきである。

表 13: 銀行部門における貸付と預金の比率 (%)

	1991	1994	1995	1996
預金総額	100	100	100	100
国営商業銀行	91	88	80	76
Agribank	27	26	23	22
Incombank	27	24	20	20
BIVD	16	22	19	18
Vietcombank	21	16	18	16
株式銀行	6	8	9	10
合弁銀行	1	2	3	3
外国銀行 (支店)	2	2	8	11
貸出総額	100	100	100	100
国営商業銀行	89	85	75	74
Agribank	18	18	17	17
Incombank	29	33	31	25
BIVD	6	4	3	8
Vietcombank	36	30	24	24
株式銀行	7	11	15	14
合弁銀行	1	2	3	5
外国銀行 (支店)	3	2	7	7

(Source) State Bank of Vietnam

## 6.むすび

本稿はベトナムが、1990年代前半の良好なパフォーマンスを受けて、分権的な市場経済体制の下でさらに順調に経済発展を継続するための条件を、主として金融制度の構造の観点から考察した。われわれの考えでは、ベトナムの商業部門は国内貯蓄の動員や企業部門への資金配分の効率化、企業経営への規律付けという側面において、もっと積極的な役割を担う必要がある。しかし、そのためには銀行部門自体の仲介機能を高める制度的な手直し、さらには中央銀行による商業銀行の監視体制、国営企業の経営体制の整備など多くの制度改革が必要である。これらの点についてのわれわれの提案は、世界銀行やIMFなど他の機関が既に示している提案と大差はない。ベトナム政府は本稿の第5節に例示されているような手順にしたがって、商業銀行の金融仲介機能を高めることに不可欠な制度基盤の整備、法制度の整備にいち早く着手すべきである。

しかし、既に繰り返し述べてきたように、それらの制度改革が実質的な効果を発揮するにはかなりの時間を要する。個々数年間の間に限って言えば、ベトナムは商業銀行の脆弱な金融仲介能力を前提としながらも、商業銀行を中心に国内貯蓄の動員、経済発展計画に即した資金の配分を推進しなければならない。本稿では当面の望ましい対応策についても、いくつかの選択肢を提示している。それらは(1)長期信用銀行制度の導入、(2)たとえばBIVDを中心とするシンジケート・ローン体制の活用、(3)外国銀行・合併銀行の活用、などである。短期的な視野からの緊急的な対応策についても、場当たりの政策を回避し、商業銀行部門の金融仲介能力を改善することに役立つ政策を採用すべきである。

最後に、われわれの議論が多少なりとも、ベトナム政府の政策立案や政策運営の参考になることを切望していることを付記したい。

## 参考文献

1. International Monetary Fund, Vietnam: Recent Economic Development, November 1996.
2. Japan International Cooperation Agency, The Economic Development Policy in the Transition toward a Market-Oriented Economy in the Socialist Republic of Vietnam: Fiscal and Monetary Policies, June 1996.
3. Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, International Economics: Theory and Policy, 3rd Edition, Harper Collins 1994.
4. John R. Dodsworth et al., "Vietnam: Transition to a Market Economy," IMF Occasional Paper 135, March 1996.
5. World Bank, Viet Nam, Economic Report on Industrialization and Industrial Policy, 1995.
6. Tran Kim Hao, "The informal forms of financial mobilization and development of the small and medium enterprises," Vietnam's Socio-Economic Development, Winter 1996, 22-34.
7. Nguyen Dac Hung, "Problems in implementing monetary policy in Vietnam," Vietnam Banking Review, November 1996.
8. Central Institute for Economic Management, Report: Study on State Owned Enterprise Reform in Vietnam, April 1997.
9. Edward S. Shaw, Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press 1973.
10. Raymond W. Goldsmith, Financial Structure and Development, Yale University Press 1969.
11. Vu Van Hoa, "Monetary policy and its relation with the national financial policy in Vietnam," Paper presented at the Vietnamese-Japanese Joint Studies Hanoi

Workshop June 1997.

12. Tran Van Ta, "Financial policies: Problems and solutions," Paper presented at the Vietnamese-Japanese Joint Studies Hanoi Workshop June 1997.
13. Note by the Vietnamese Delegation, "Economic Reform and Financial System in Vietnam," Centre for Co-Operation with the Economies in Transition, March 1997.
14. 木下俊彦「外国資本の動員—とくに直接投資と対外債務管理について」未刊行メモ、1996年。
15. 田近・服部(1997)
16. 堀内昭義「市場化を目指す経済における金融システムのあり方：中国の金融改革プラン」伊東和久編『発展途上国の金融改革と国際化』アジア経済研究所、1995年。
17. 渡邊慎一「金融メカニズムの変化と今後の展望」未刊行メモ、1996年。
18. 天野貞夫「越国金融的発展の現状と問題点」未刊行メモ、1997年1月。
19. 服部亮三「ヴィエトナムの銀行危機と金融規制」未刊行メモ、アジア経済研究所金融研究会、1997年。



## 貯蓄投資行動に関する家計調査データと

### その金融政策に対する含意

渡辺 慎一

国際大学

小野 達也

株式会社三菱総合研究所

#### 1.はじめに

1997年の4月から5月にかけて、JICA、ヴィエトナム政府統計局、ヴィエトナム投資計画省の3者が協力して、家計部門の貯蓄・投資行動に関する家計調査を実施した（以下、この調査をSISH97と呼ぶ）。いうまでもなく、家計部門の貯蓄・投資行動は、金融制度のデザインや金融政策のあり方を規定する最も基本的な要因の一つである。本稿では、家計調査によって得られたいくつかの観察事実を基に、それらの事実が金融政策に対してどのような含意を持っているかを検討する。

ヴィエトナムにおける成長政策をあり方を議論する時、国内貯蓄、あるいは、国内貯蓄率が繰り返し問題になる。よく知られているように、ヴィエトナムは、1990年代の前半を通して、実質成長率の増加とインフレ率の低下に、同時に成功した。実質GDPの成長率は、1990年の5.1%から出発して、徐々に増加し、95年には9.5%に達するまでになった。他方、CPIで測ったインフレ率の方は、1990年の67.5%という高水準から、95年には12.7%、96年には4.5%にまで低下した。問題は、この過程で、国民貯蓄/GDP比率が増加しなかったという点である。

多くの実証研究で、実質GDPの成長率の増加、インフレ率の低下の双方が、国民貯蓄/GDP比率を増加させる効果をもつことが見出されている。ところが、ヴィエトナムでは、国民貯蓄/GDP比率は、1993年以来、17%付近に止まったままである。なぜ国内貯蓄/GDP比率が低いのか、なぜそれは低水準にとどまっているのか。この問題は、ヴィエトナムの成長過程を理解する上で、あるいは、そのポテンシャルを評価する上で、基本的な重要性をもっている。

特に、政府貯蓄を除く、民間貯蓄/GDP比率は、政府統計、WB統計、IMF統計などの間で大きな違いがあるものの、1995年、あるいは、96年までには、11%前後の値にまで、共通して低下してきている。マクロの基本的な変数が、貯蓄率の増加を示唆している時に、なぜ、ヴィエトナムでは、民間貯蓄/GDP比率が低下してきているのだろうか。

家計調査S I S H 9 7は家計部門の貯蓄と投資行動に関するミクロな事実を見出すことを目的にしており、それらの観察事実から、直接、上述のマクロの問題に答えることができるわけではない。家計調査のデータとマクロの統計データの間には、概念上のさまざまな問題が存在するためである。しかしながら、両者の間には、密接な関連もあり、本稿では、概念上の相違に注意しながら、ミクロな事実を手懸りにして、家計部門の貯蓄・投資行動が、マクロの成長過程に及ぼす影響について考察してみる。

今までベトナムで実施されたどの家計調査とも異なる家計調査S I S H 9 7の特徴は、家計がそのなかで貯蓄と投資行動を選択する制度的な環境をできるだけ、浮き彫りにしようとした点にある。制度的な環境という観点からみると、貯蓄率を低位にとどめる要因は、次の2つのカテゴリーに分類できる。

ひとつは、適当な制度あるいは仕組みが欠如しているために、貯蓄率が低い場合である。これは、さらに、個々の家計の貯蓄行動をサポートするような制度あるいは仕組みが欠如している場合、もしくは、個々の家計の貯蓄行動を家計部門全体の貯蓄に集約する仕組みが欠如している場合に分けて考えることができる。例えば、家計が容易に利用できる預金金融機関が存在しないような場合である。そのために、初などの実物で貯蓄したり（これは国民所得統計では消費として処理されている）、あるいは、煉瓦を買ってきて将来の家の改築、増設などのために、庭に積んでおく（自分の貯蓄を自分が直接保有する投資機会に、たとえリターンが負であっても投資する）といったことが生ずる。

もうひとつは、逆に、貯蓄率を低位にとどめてしまうような制度あるいは仕組みが存在するような場合である。例えば、家計部門内部で、結婚式や葬式などのためのインフォーマルな消費金融が行われるような場合である。活発な消費金融の仕組みが社会的に存在すると、それがセーフティーネットとして機能し、不時の場合に備えて貯蓄しようとする動機が弱くなる。また、家計が貯蓄をそのような場で活用するため、家計部門内部でだけ資金が動いて、そこから資金が流出せず、その他の部門との資金フローが生まれてこない。

このような問題意識から見てS I S H 9 7に最も近い内容をもった調査に、1992年から93年にかけて実施されたベトナム生活水準調査（Vietnam Living Standard Survey、V L S S 9 3）がある。家計がどのような貯蓄・投資機会をもっているかという観点から最も興味深く、また、さまざまな機会に広く引用されているのは、家計の保有する資産、特に金融資産の、ポートフォリオに関するデータである。すなわち、「平均的な」家計は、その資産の47.7%を金またはドル（ほとんどは金）、22.3%をドン現金とドン金融資産（ほとんどは現金）、25.3%を実物資産、として持っているというものである。<sup>1</sup>金・ドルが、家計の金融資産の3分の2を占めており、ドン現金が10.0%で、預金は7.9%に過ぎない。これは、預金金融機関へのアクセスが一部の家計に限定されていることを示している。

また、V L S S 9 3からは、家計部門の金融取引の多くが、家計部門内部でのインフォーマルな金融取引によって担われていることがわかる。<sup>2</sup>借入をしている家計の借入額の構成についてみると、平均して、借入額の42.3%が利子を伴わない個人的な関係による借入、28.5%が利子付の（金融業者を含む）個人的な関係による借入、22.7%が銀行などのフォーマルな金融機関からの借入、2.6%が信用組合などの協同組合からの借入、3.9%がその他、となっている。

V L S S 9 3のデータから得られるこれらの知見は、貨幣的資産としての金・ドルの重要性、預金金融機関へのアクセスの困難、活発なインフォーマル金融市場の存在、家計部門全体としての貯蓄率の低さ、といった現象が、実は相互に独立でなく、むしろ相互に作用しあって、ヴィエ

<sup>1</sup> 地域間の格差が大きく、統計的にみた「平均像」は、ベトナムの大部分の家計の資産保有の状況から大きくかけ離れている点に注意しておくことが肝要である。ホーチミン市を含む第6区の高所得階層の資産保有の状況が、平均値を大きく左右している。

<sup>2</sup> 政府・中央銀行（State Bank of Vietnam、S B V）の管理下でない金融取引の全体を、インフォーマルな金融市場と呼ぶ。



トナム経済を非効率な貨幣的均衡に閉じ込めている可能性を示唆している。しかしながら、このような貨幣的均衡は、それが、金・ドルの保有によって支持されているために、何らかの理由によってそれに外的なショックが加えられると、ドンから金・ドルへの逃避をひき起こし、ハイパーインフレへと落ち込んでしまう不安定性を抱えている。

このような構造的な不安定性を抱えた経済における政府の政策的な選択の余地は、非常に限られたものになる。すなわち、インフレ率と為替レートの安定、それによる国内通貨ドンへの信頼の確立が、経済政策のあり方の全体を規定する第一義的な最重要課題になる。実際、1990年代にはいつから、ベトナム政府は、インフレ率と為替レートの安定をその主要な政策課題としてきたし、おおよそその目的を達成することができた。

ここで生ずる一つの疑問は、インフレ率と為替レートの安定は、VLSS93のデータから得られる非効率な貨幣的均衡にどのような影響を与えたか、という疑問である。ベトナム経済は、インフレ率と為替レートの安定にもかかわらず、依然として、非効率な貨幣的均衡にとらわれたままになっているのだろうか。国民通貨ドンは、金・ドルに比べ、貯蓄手段としては、依然として第二義的な重要性しかもっていないのだろうか。フォーマルな金融機関は、インフォーマルな金融市場に比べて、未だに、限界的な役割しか果たしていないのだろうか。

もしインフレ率と為替レートの安定が国民通貨ドンに対する信認を高めることに成功しているとしたら、それは、経済を、非効率な貨幣的均衡から、それに優越したより効率的な貨幣的均衡へ突き動かす役割を果たしていないだろうか。

1996、97年になると、この疑問に答えることのできる、いくつかの興味深い変化が観察できるようになった。その一つは、1995年の一年間に、商業銀行における預金が36.1%増加したという事実である。これは、同じ期間中のドン通貨の保有量の増加率5.2%よりもずっと高い。1995年中のインフレ率12.7%を考慮した実質値で見ると、ドン通貨残高の7.5%の減少に対し、実質預金残高の増加率が23.4%にも達した。

この著しく印象的な新しい事実は、ベトナム経済が、非効率な貨幣的均衡から、より効率的な貨幣的均衡へと移動しつつある可能性を示唆している。ベトナム経済は、金融的深化の新しい段階に入りつつあるのだろうか。

SISH97のデータに基づいて、これらの疑問に答えるのが、本稿の目的である。議論を整理するため、次の4つの政策課題に答えるという形で、分析を進める。

- 1) インフレ政策。なぜベトナムではインフレ率が急速に安定したか。現在の低いインフレ率は、ベトナム経済が、将来さまざまなインフレショックに直面した時、それを有効にコントロールすることができるための客観的な条件が経済の中に生み出されていることを示しているか。
- 2) 金・ドル政策。金・ドルは、家計部門の貯蓄手段として、依然圧倒的な重要性をもっているか。
- 3) 銀行政策。家計部門の預金金融機関へのアクセスは高まっているか。フォーマルな金融市場とインフォーマルな金融市場との関係に、変化がみられるか。
- 4) 貯蓄率政策。個々の家計レベルでみた貯蓄率は、本当に低い<sup>3</sup>か。もし低いとしたら、どうしてか。貯蓄率を上げるためには、どのような政策が有効か。

<sup>3</sup> 貯蓄率に関する調査は、SISH97が最初だと思われる。VLSS93では、一般的に所得より消費支出の方が大きく、貯蓄率は計算できない。SISH97では、貯蓄率が計算できるように、さまざまな工夫がしてある。

## 2.インフレ政策

インフレ政策を考える上で、基礎になるのは、家計部門の実質貨幣需要の変化である。付表A10では、VLSS93とSISH97の両調査に共通な家計パネルの実質貨幣需要が、1993年から97年にかけてどのように変化したかを、実質貨幣保有量の5分位クラスの推移確率行列によって、地域、都市、農村別に、詳しく示してある。次の表1は、それを更に簡単にしたものである。

表1 実質ドン通貨の保有量の変化

0: ドン通貨を持っていない家計  
 +: ドン通貨を持っている家計  
 割合(0): ドン通貨を持っていない家計の割合  
 割合(+): ドン通貨を持っている家計の割合  
 貨幣化(ドン化)の状態:  
 (割合(0), 割合(+)) = (0.551, 0.449) VLSS93  
 (割合(0), 割合(+)) = (0.104, 0.896) SISH97  
 推移確率行列:

		SISH97	
		0	+
VLSS93	0	0.129	0.871
	+	0.073	0.927

表1は、1993年には、調査家計の44.9%がドン通貨を持っていたこと、1997年には、その同じ調査家計の89.6%がドン通貨を持っていたことを示している。これは、1993年から97年にかけて、全国的な市場の限界部分に分散して存在した非常に多くの家計が、全国的な貨幣経済のなかに巻き込まれ、ドン通貨による経済活動の貨幣化が急速に進行したことを示唆している。貨幣経済化は、地域的に分散して存在する非常に狭い伝統的市場の集まりからなる経済が、全国的に統一された近代的市場経済へと転換していく上での、基礎的な歴史的過程である。表1は、それが、4年間という短期間に急速に進行したことを示している。

付表A10からは、また、単位家計が保有する実質ドン通貨残高が、4年間に、平均して、30万7000ドンから、295万8000ドンに、ほぼ10倍になったことがわかる。これは、家計部門が、毎年およそGDPの4%に相当するドン通貨をその資産として蓄積したことを意味しており、家計部門が非常に強い実質貨幣需要を持っていたことを示している。急速な貨幣経済化と、それに伴う実質貨幣需要の増大が、インフレ率の急速な低下をもたらした基礎的な原因に他ならない。財政政策の観点から見ると、毎年、GDPの4%に相当する貨幣創出による収入(シニョーレッジ収入)を政府はあげていたことになる。これは、ほぼこの間の政府貯蓄の増加に相当している。

他方、ドン通貨を持たない家計が家計全体の10%にまで減少したことは、貨幣経済化、全国的な市場への地域経済の統合という歴史的な過程がほぼ完了し、それを原因とした実質貨幣需要の増大が、ほぼ頭打ちになってきていることを意味している。これは、更に、財政政策の観点からみると、貨幣創出による収入の余地が少なくなっていること、政府の財政赤字がインフレにつながり易い条件ができてきていることを示している。

### 3.金・ドル政策と銀行政策

前節では、実質貨幣需要の増大という現象を、貨幣経済化の進行という観点から検討した。年率にして77.8%にも達する実質貨幣（ドン通貨）需要の増大は、このような大きな変化が基底にあるのでなければ生ずることはないと思われる。しかしながら、もちろん、それが唯一の原因ではない。この間、家計の実質所得も大きく増大しており、それが、インフレ率の低下と並んで、交換手段としてのドン通貨に対する需要を増大させたもう一つの大きな要因である。

それでは、ドン通貨以外の、貯蓄性の高い貨幣的資産に対する需要は、どのような形で、満たされたのだろうか。インフレ率の低下や実質所得の増大は、貯蓄性の高い貨幣的資産に対する需要を高めているはずである。

付表A11、12、13、17は、貯蓄性の高い貨幣的資産に対する需要が、ほとんど専ら、輸入された金の蓄積によってまかなわれたこと、銀行預金を貯蓄手段として使っているのは、都市部に住む一部の高所得階層に限られていることを示している。

ドル保有は、ハノイ地域に限られた局地的な現象で、量的にも重要ではない。しかしながら、金の保有残高は、4年間に、単位家計当たり78万4300ドンから185万3400ドンに増えている。この増加分は、ほぼ15億ドルに相当し、それだけの金を輸入して、家計がその資産につけ加えたことになる。これは、1995年末における外貨準備13.7億ドルよりも大きい。家計部門が、貯蓄性の貨幣需要をまかなうために、大量の金を輸入していることがわかる。

他方、銀行などのフォーマルな預金金融機関に預金をもつ家計の割合は、SISH97とVLS93の間で、ほとんど全くといって良いほど変化しておらず、各々4.9%、5.1%に過ぎない。

この2つの事実が示しているのは、家計部門は貯蓄性の高い安全な金融資産に対する強い需要をもっていること、しかし、銀行などの金融機関はその需要に全く答えることができていないこと、そのため、家計は金によってその需要を満たしていること、などである。

手軽に利用でき、信頼に足る金融機関の創設に全く成功していない。そのために、4年間で、外貨準備を超えるほどのコストを払って、金を輸入しているのである。これほど、現在の貨幣的均衡の非効率性を端的に表わしているものはないであろう。

なぜ銀行などの預金金融機関の利用率がこれ程低いのだろうか。付表A17は、預金を保有している家計だけについてみると、その預金残高の平均が、1943万ドンにも達していることを示している。実質的に、非常に高額な最低預金残高が、家計が預金を創設する時の条件になっており、多くの家計にとって、預金が手軽に貯蓄手段として利用できるような条件を満たしていないことが推察できる。その大きな原因の一つが、預貸利子率のスプレッドに対する規制であることは、疑いの余地がないと思われる。

### 4.貯蓄政策

付表A19から22は、貯蓄行動に関するデータを読み取ることができる。個々の家計単位でみた貯蓄率は、テレビ、バイクなどの耐久消費財を現在の消費支出から除いた場合は、28.6%、それらを現在の消費支出に含めた場合は、17.1%になる。これらの数字は、必ずしも低い数字ではない。しかしながら、そのような貯蓄の多くは、家や土地の取得や改修のために使われており、金融資産の蓄積にまわされる部分は少ない。後者の場合でも、その多くは、ドン通貨の蓄積あるいは2次的に金の蓄積に当てられており、銀行などのフォーマルな金融機関に預金するというのは、ほんのわずかである。

貯蓄をよりリターンの高い投資にまわすといった金融仲介機能は、依然としてインフォーマルな金融市場にその大部分が委ねられている。

## 5.結論

全国的な市場の限界部分に分散して存在した非常に多くの家計を、全国的な市場の内部に包摂する歴史的な過程が、貨幣経済化によって支持されて進行している。それに促されて、家計部門は、非常に大きな実質貨幣需要をもつようになっている。しかしながら、それは、依然として、金の蓄積という非常に非効率な貨幣的均衡から抜け出せておらず、銀行部門の強化、整備の遅れは、ベトナム経済にとって、ますます高くつくものになっている。銀行政策の抜本的な修正が必要である。