

第 2 章

ベトナム経済と金融資本市場 ～Benchmarking と 国際機関の評価～

第1節

はじめに—ベトナム概観

ベトナムは、日本よりやや小さい32万9,241km²の国土を持ち、人口（2016年・ベトナム統計総局）は約9,270万人と、東南アジアの中ではインドネシア、フィリピンに次ぎ大きな国である。民族としては、キン族（越人、ベト族とも言う）が全国民の約86%を占め、他に53の少数民族が暮らす。言語はベトナム語で、宗教は仏教が中心であり、その他カトリック、カオダイ教等が存在する。

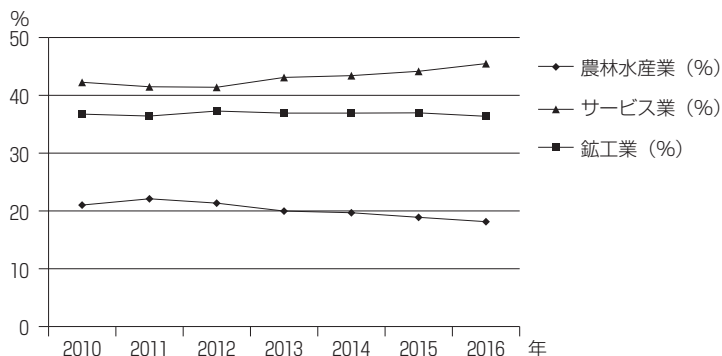
政体は、社会主義共和国であり、2018年2月現在、元首はチャン・ダイ・クアン国家主席、政権党は唯一の合法政党である共産党で、党首のグエン・フー・チョン書記長が最高実力者と言われる。行政府の長はグエン・スアン・フック首相である。

近年の内政を見ると、1986年の第6回党大会で採択された「ドイモイ（刷新）」路線を継続し、国際経済へ積極的に参入してきている。他方、近年、貧富の差の拡大、汚職の蔓延、官僚主義の弊害、環境破壊などのマイナス面が顕在化してきたため、党・政府は汚職防止の強化、行政・公務員改革を推進しているとされる。

主要産業は、コメ、コーヒー、ゴム等の農林水産業、南部沖油田等に代表される鉱業、携帯電話や衣料等の製造業が中心となっている。主要輸出品目は縫製品、サムソン電子等の携帯電話・同部品、PC・電子機器・同部品、履物、機械設備・同部品等であり、米国・中国・日本・韓国・香港が主要仕向地となっている。また主要輸入品目は、機械設備・同部品、PC・電子機器・同部品、布地、携帯電話・同部品等、中間財・資本財が多く、内需や輸出が増えれば輸入も増える貿易構造になっている。主要輸入国・地域は、中国・韓国・日本・台湾・タイである。為替相場制度は、管理フロート制（バンドの中のクローリング・ベッグ制）で、毎日公示される中心相場の±3%の取引バンド内での取引が認められている。

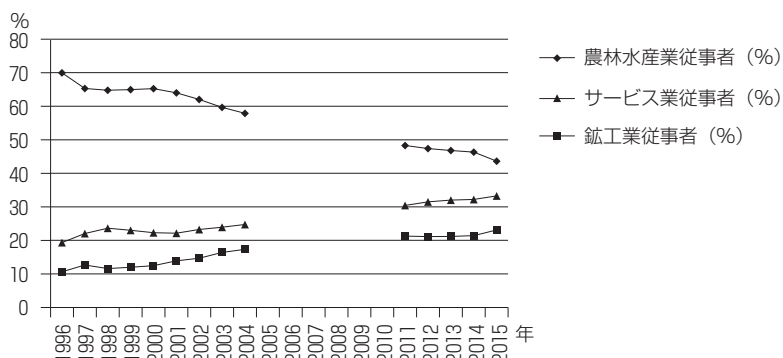
農林水産業の付加価値割合は2割弱に落ちているものの、依然として全雇

図表 2－1 産業分野別付加価値 / GDP 比 (%)



(出所) World Bank (2018) より筆者作成

図表 2－2 産業分野別従事者 / 全雇用者 (%)

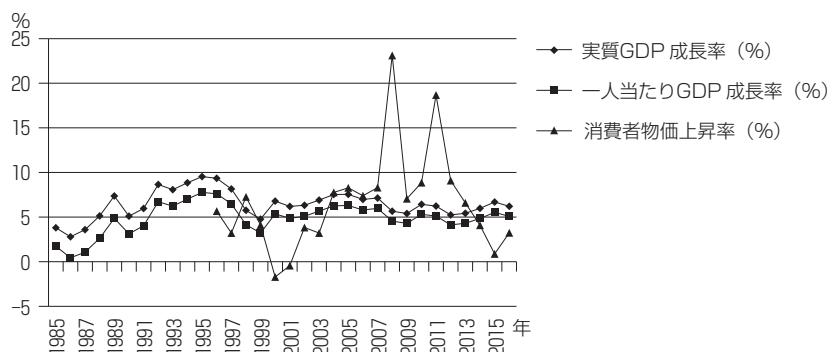


(出所) World Bank (2018) より筆者作成

用者の40%以上が農林水産業に従事している（図表 2－1、2－2 参照）。

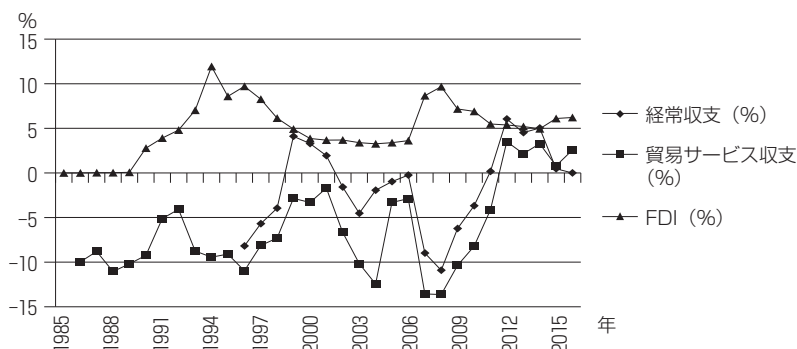
近年のベトナム経済は、1989年頃よりドイモイ政策の成果が上がり始め、1995～96年には9%台の経済成長率を記録した。アジア経済危機の影響から一時成長が鈍化したが、対内直接投資（FDI）の増加もあり、2000～2010年の平均経済成長率は7.26%の高成長を記録し、（低位）中所得国となった。2011年以降、マクロ経済安定化への取り組みに伴い、成長率が若干鈍化した一方でインフレを抑制しつつ安定的に成長を続けている（図表 2－3、2－4 参照）。ベトナムは2007年の WTO 加盟・2015年の EU との自由貿易協定

図表 2－3 経済成長率・インフレ率の推移



(出所) World Bank (2018) より筆者作成

図表 2－4 貿易サービス収支・経常収支・FDI（純流入）の対 GDP 比 (%)



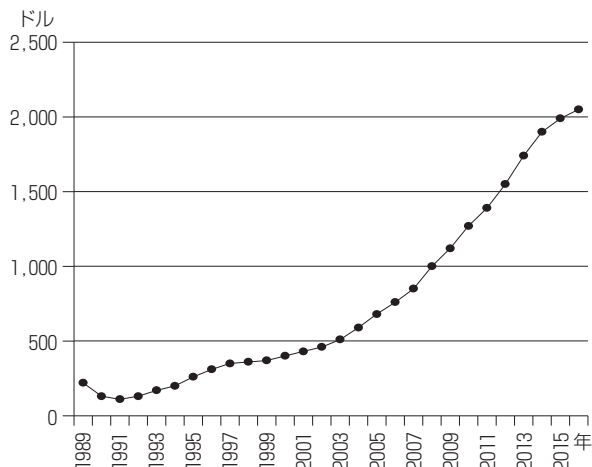
(出所) World Bank (2018) より筆者作成

である EVFTA 合意・TPP11参加といった FTA/EPA（経済連携協定）の推進など、一層の市場経済化と国際経済への統合を推進しているが、未成熟な投資環境・国営企業の非効率性・国内地場産業の未発達等の課題を未だに抱えているといわれる。¹

ベトナムの開発指標と援助について見ると、一人当たり GNI は1989年の220ドルから2016年には2050ドルへと急速に増加している（図表 2－5 参

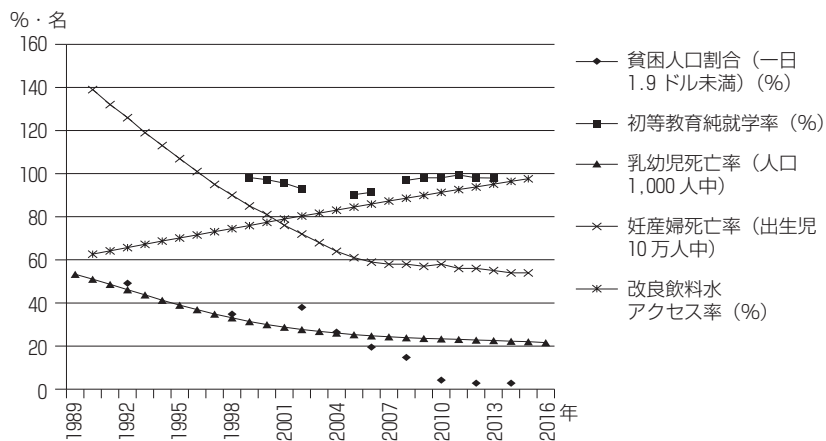
1 外務省ホームページより。

図表 2-5 ベトナム一人当たり GNI の推移 (ドル)



(出所) World Bank (2018) より筆者作成

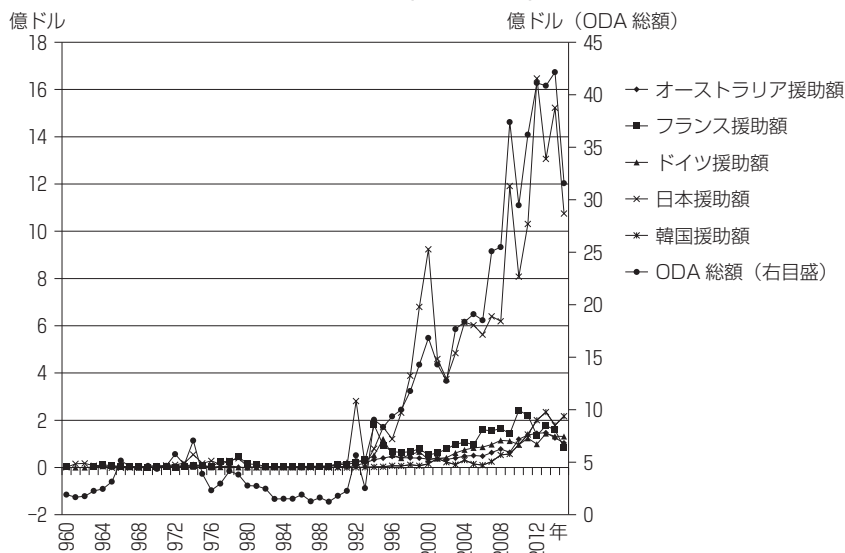
図表 2-6 ベトナム開発指標の推移



(出所) World Bank (2018) より筆者作成

照)。また、貧困・医療・衛生指標も大幅に改善している（図表 2-6 参照）。主要援助ドナーは日本・韓国・ドイツ・オーストラリア・フランスだが、1995年以降日本が OECD 加盟国の中では圧倒的なトップドナーとなっている（図表 2-7 参照）。

図表 2-7 対ベトナム ODA の推移（各国左目盛）



（出所）World Bank (2018) より筆者作成

このような中、近年のベトナムの良好な経済パフォーマンスは、急速な信用増加と財政緩和に依存しており、「中期的な金融・財政リスクが増大している」との国際機関の評価がある（World Bank (2016)）。このような認識はどこから来ているのであろうか。以下本章では、近年のベトナム経済を国際機関の報告書を基に概観した後、国際通貨基金（IMF）/世界銀行等の国際機関で各国の最適な金融深度・アクセス・多様性を測定するために用いられるようになった「金融可能性フロンティア」の概念、その導出のためのベンチマーキングについて説明し、各金融指標のベンチマークを推定した上で、ベトナムでの推計値と実態との乖離（Gap）を用いてベトナムの金融機関と証券市場の課題を検討する。更に、IMF/世銀のベトナム金融資本市場についての評価を概観し、ベンチマーキングによる評価の重要性を指摘する。最後に、補論として、IMFで開発され「金融部門評価プログラム」（FSAP）や「IV条コンサルテーション」でも用いられるようになった包括的指標である「金融発展度指数」の概要とベトナムへの適用結果を示す。

第2節

近年のベトナム経済

世界銀行、国際通貨基金（IMF）、アジア開発銀行（ADB）等の国際機関の分析を基に、近年のベトナム経済を概観してみよう。

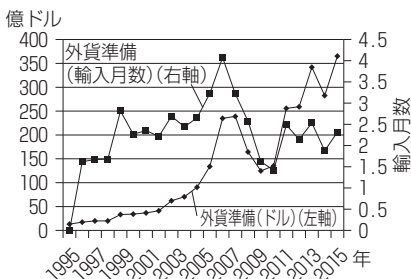
I 経済成長とインフレ・国際収支

世界的な景気低迷の中で、ベトナム経済は、頑健な国内需要と輸出志向型の製造業に支えられて活況を継続している（World Bank（2016））。

近年のベトナムは堅調な成長を持続するとともに、インフレ率は低く、国際収支も黒字化してきた。物価については、2015年に記録的な低インフレ率となった後、インフレ率は医療・教育関連公共料金の引き上げで上昇したが、基調的なコア・インフレは低水準で、2017年1－8月には政府目標の5%を下回り、3.8%の上昇にとどまった（ADB（2017））。

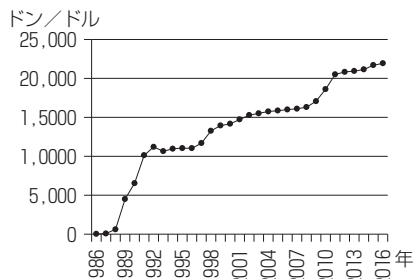
経常収支は輸入の低迷により黒字幅が拡大したものの、2017年前半には輸入が増えGDP比△1.2%の赤字となっている（ADB（2017））。FDIの流入も堅調で、2017年前半には前年比5.1%増となっている（ADB（2017））。ベトナム向け証券投資は限定的だったことから近年の金融危機等で大きな影響は受けなかった。国際収支ポジションの改善により、ベトナムドン為替レート

図表2－8 外貨準備（総額と輸入月数）



（出所）World Bank（2018）より筆者作成

図表2－9 ベトナムドン/ドル為替レート



（出所）World Bank（2018）より筆者作成

は安定的に推移してきたが、先ごろの米ドルレートの上昇によりドンは減価している（図表2－9参照）。外貨準備は2016年末で輸入の2.2か月分と低水準にあるものの増大傾向にある（IMF（2017））（図表2－8参照）。しかし、米ドルの増価・主要貿易相手通貨の減価により、ドンの実質実効為替レートが増価・輸出競争力への悪影響が懸念されている（World Bank（2016））。

Ⅱ 財政状況

ベトナムの財政状況は必ずしも良好ではない。財政赤字が大きく、政府は中期的な財政再建にコミットしている。財政赤字/GDP比は、2015年までの5年間平均で5.5%となり、2016年も約6%の赤字となっている²。債務危機のリスクは低いものの、公的債務は上限であるGDP比65%に接近している（IMF（2017））によれば、2016年末で62.4%）。

中期的に財政の持続可能性を確保するため、2016年11月9日にベトナム国会で採択された「中期財政計画2016－20」では、2020年までに財政赤字をGDP比3.5%まで縮小していくことを目指している。World Bank（2016）によれば、目標達成のためには歳入・歳出面の施策と歳出の効率化が必須の状況となっている。

Ⅲ 構造改革

World Bank（2016）によれば、生産性向上による成長モデルを支えるためには、「構造改革の深化と加速が極めて重要」とされている。現在のベトナムの経済成長は、生産要素の増大（資本・天然資源・低技能労働）とマクロ経済政策（財政・金融緩和）に過度に依存し、全要素生産性増加の寄与が低減する構造的な制約に直面している。2016年11月国会で採択された「経済再建計画2016－20」は、全要素生産性向上のために、①銀行システムの安定と資本市場の育成、②国有企業部門の効率改善、③公共投資の強化、④民間

2 他方、ADB（2017）によれば、国有資産売却、天然資源税導入により、2017年前半の財政赤字は0.9%へと大幅に縮小した。

部門の生産性・ダイナミズムの向上の4分野を5年間の構造改革における優先分野として再確認した。このように、ベトナム政府も持続的な経済成長を図るため、銀行システムの安定と資本市場の育成が極めて重要であることに同意している。

IV 経済見通し

ベトナムの近年のマクロ経済パフォーマンスと中期見通しを図表2-10に示す。ベトナムの中期経済見通しは良好である。堅調な内需と輸出志向の製造業に支えられて2016年のGDP成長率は6.2%となった。2017年には農業部門・世界経済の回復によりGDP成長率は6.3%へと若干改善した見込みである。インフレ率は2016年には目標の5%を下回り、2017年には公共料金の引き上げが落ち着きインフレ目標内にとどまった。経常収支は貿易収支の改善により黒字が続くが、2017年は輸入の増大により経常黒字が減少した模様である。財政赤字は2016年にはGDP比6%程度と高いままだが、中期的には政府のコミットメントに合わせて調整される見込みである。

図表2-10 ベトナムのマクロ経済指標の推移

(下表右側は、ADB “Asian Development Outlook-Update” 2017年11月)

年	2013	2014	2015	2016 (f)	2017 (f)	ADO2017Update		
						2016	2017	2018
GDP 成長率 (%)	5.4	6.0	6.7	6.0	6.3	6.2	6.3	6.5
消費者物価上昇率(年率%)	6.6	4.1	0.6	2.7	4.5	2.7	4.5	5.5
消費者物価上昇率(年末比%)	6.0	1.8	0.6	4.9	3.7			
経常収支(GDP 比%)	4.5	5.1	0.5	1.5	0.8	3.3	1.0	2.0
財政収支(GDP 比%)	-7.4	-6.2	-6.0	-6.0	-4.5		-3.5	-4
公債残高(GDP 比%)	54.5	59.6	62.2	64.6	65.2			

(出所) World Bank (2016)、ADB (2017) より筆者作成

ベトナム金融資本市場のベンチマーキングと金融可能性フロンティア

I 「金融可能性フロンティア」とは（理論）

近年、各国経済の金融発展の最適値を示す「金融可能性フロンティア」の研究が進んでいる。ここでは、Beck.et.al.（2013）に基づき、その理論を紹介する。

1. 状態変数（State variables）

まず、「金融可能性フロンティア」を形成する「状態変数」（State variables）について説明する。「状態変数」とは、短期的には政策策定者が動かせない、金融サービスの需給に影響する要因で、「構造特性」と「長期政策変数」を含む。

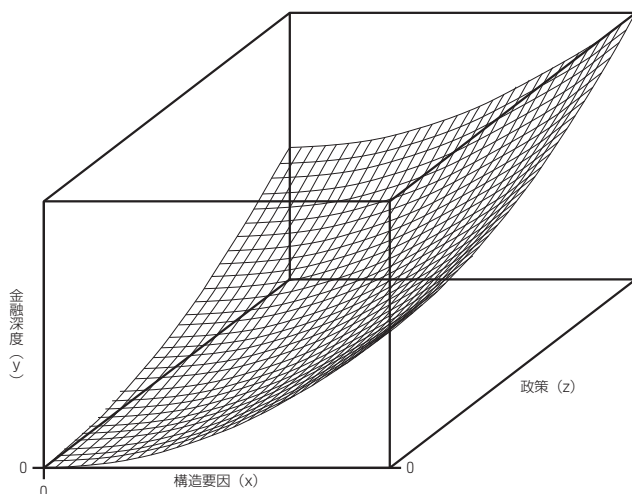
「構造特性」（構造状態変数）には、①市場規模（多様化・リスクヘッジの可能性、集中リスクに影響）、②人口年齢構成（貯蓄行動・金融サービス需要に影響）、③地理的構造・人口分布（金融サービス配分コストに影響）、④所得水準（採算の取れる需要量、金融サービス提供コストに影響）などが含まれる。

他方、金融深化に影響する「長期政策変数」には、マクロ経済基盤、技術、契約・情報枠組み、規制・監督枠組み等、金融部門に直接関連する制度政策変数が含まれる。

2. 金融可能性フロンティア

「金融可能性フロンティア」とは、このような状態変数や市場の欠陥を考慮した上での最適な需給均衡であり、①持続可能な最大「深度」（信用量・預金量）、②「アウトリーチ」（サービスにアクセスできる人口シェア）、③

図表 2-11 金融可能性フロンティアの概念図



(出所) Beck.et.al. (2013)

金融システムの「広がり」（銀行・長期債・株式市場・非上場株式・契約貯蓄組織等、国内長期金融機関等の多様性）で定義される。

しかし、実際の金融の深度・アウトリーチ・広がりとはフロンティアから乖離しており、フロンティア以下の状態であれば長続きするが、フロンティアを超える金融システムは持続可能でない。図表 2-11 は典型的な「金融可能性フロンティア」を示している。この三次元図の x 軸（横軸）は構造状態変数の大きさ、 z 軸（縦軸）は政策状態変数の大きさを示し、 y 軸（高さ軸）が金融発展の「深度」を表している。 x 軸では右に行くほど構造状態変数（規模、人口動態構造、社会・政治状況等）が改善し、金融深化が進む。 z 軸では奥に行くほど長期の制度・政策（マクロ経済安定、契約枠組み等）が改善し、金融深化が進む。

このようにして形成される「金融可能性フロンティア」平面は、一定の構造・政策変数の下で長期的に持続可能な金融発展水準と言える。フロンティア平面より下では、現在の需給制約の下で最適な実行可能水準に達していない。他方、金融深度がフロンティア平面より上であれば、持続不可能で脆弱な状態と言える。「構造特性」が劣る国は、金融可能性フロンティアを高め

るには、良好な「制度・政策」の構築・実施が特に重要となる。

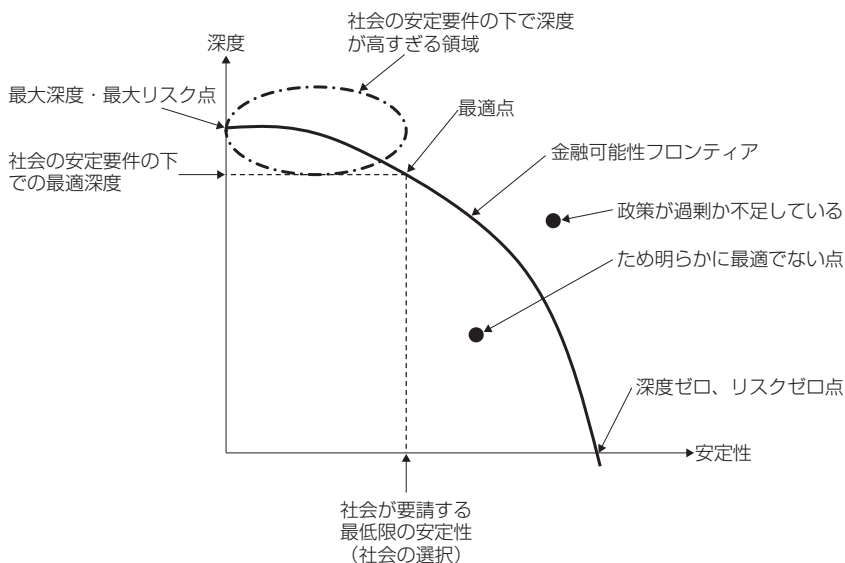
3. 持続可能な金融部門深化に対する課題

「金融深化」が最適でないか持続可能でないケースとして、以下の3つが考えられる。

- ①状態変数の欠陥により、同等の経済発展レベルの国より金融可能性フロンティアが低い。この場合には、更なる制度改革が必要となる。小規模経済であれば、貿易開放度を高めグローバリゼーションの恩恵を受けるべきであるし、希薄な人口であれば、技術革新や、支店網に頼らないサービスの提供が必要となる。
- ②状態変数は良好だが、需給制約により金融システムがフロンティア以下の場合、最適ではない。(i) 需要側の制約として、金融リテラシー不足やマクロ経済悪化等による投資プロジェクト不足に基づく、融資希望数の低さ等が考えられる。また、(ii) 供給側の制約として、競争の欠如、規制によるアクセス・新商品の提供・信用情報共有に対する制約等が考えられる。
- ③金融システムがフロンティア以上に位置している場合には、金融システムがファンダメンタルズを超えて持続不能な水準まで拡大しており、システムミックな金融危機に晒されている。例えば、金融緩和政策に促された経済の「過熱・崩壊」サイクル、拙劣な規制・監督枠組みの下での信用膨張と崩壊、金融イノベーションと規制緩和による金融深化と不安定化、途上国のガバナンス問題（監督・市場規制不足）による金融可能性フロンティア超過などが考えられる。

このように「金融深化」と「安定化」との間にはトレードオフの関係がある。社会によって、深度ある金融システムを達成するため高リスクを辞さない社会もあろうし、安定性を確保するため金融深化を制限する社会もあろう（図表2-12）。そのため、金融システムをフロンティアに近づかせるが、超過させかねないような政策（例えば、新規市場参加者・新商品・新規サービスの増大等の「競争促進政策」）を採る場合、イノベーションを促進するとともに過剰なリスクを取らないような規制枠組みが必要となる。

図表 2-12 深度・安定性のトレードオフ



（出所）Beck.et.al.（2013）より筆者作成

このような課題に対処し、持続可能で最適な金融部門の発展を達成する適切なポリシー・ミックスを策定するには、ベンチマーキングの手法で推定された金融可能性フロンティアとの比較でその国の金融システムがどこにあるかを特定することが必要となる。その国の金融システムとフロンティアとの位置関係に基づき、①「市場発展政策」(Market developing policies)（金融可能性フロンティアを外側にシフトさせる長期的政策）、②「市場活用政策」(Market enabling policies)（金融システムを金融可能性フロンティアに近づける中短期の政策や規制改革）、③「市場抑止政策」(Market harnessing policies)（金融システムが金融可能性フロンティアを超えることを抑止する政策）のいずれを採用するかを決めることになる。

その他、一定の金利で商業的に採算の取れる形で金融機関・証券市場から資金調達できる中小企業の最大シェアを表す「アクセス可能性フロンティア」も、各国のミクロデータを用いてベンチマーキングを行うことにより推定できる。「アクセス可能性フロンティア」も上記の状態変数やその国の貸

付技術・リスク管理手段・信用登録等の状況に依存している。

II 金融構造のベンチマーキングー金融可能性フロンティアの導出(実証分析)

近年、各国経済の金融発展の最適値を示す「金融可能性フロンティア」の研究が進んでおり、その関係で各国の需給関係を示す所得水準・人口規模（市場規模の代理変数）・人口密度（金融取引の容易さの代理変数）・高齢依存人口（貯蓄動向の代理変数）で、各国の構造特性から導かれる金融発展の水準（構造的深化ライン）等を「ベンチマーク」する試みがなされている。

各金融サービスは、以下の推定式により「ベンチマーク」水準が求められる。

$$FD_{i,t} = \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ここで、FD は特定の金融発展指標（自然対数値）、X は一連の各国に特有な構造要因、i は国、t は時間を表す。

Beck et.al. (2013)、De la Torre et. al. (2013) は、初期の一人当たり GDP と成長率、その交差項、人口規模、石油輸出国・オフショア金融センター・体制移行国の各ダミー変数を説明変数として、各金融発展指標の「分位値回帰」（Quantile regression）を行い、中位値の係数推定値でベンチマーク水準を推計している。

本章の推定式も、各国の金融発展度と共に変化すると考えられる以下の構造特性を含んでいる。

- ①一人当たり GDP（自然対数値）及び（非線形性を考慮して）その二乗値（低所得に伴う需給制約の代理変数）
- ②人口規模（自然対数値）（「規模の経済」を考慮した市場規模の代理変数）
- ③人口密度（自然対数値）（地理的制約や金融サービス提供の容易さの代理変数）
- ④高齢依存比率（自然対数値）（人口動態と貯蓄行動の代理変数）

他方、Beck et.al. (2013) 等が用いたダミー変数（オフショア金融センター、市場移行国、石油輸出国）については、金融システムの発展に影響を与える特定の環境がこれらに限定される訳ではないので、今回の推定から外

図表2-13 各金融変数のベンチマーキングのためのパネル推定

被説明変数 説明変数	Ln(銀行預金/GDP (%))	Ln(国内銀行間信用/GDP (%))	Ln(国内民間信用/GDP (%))	Ln(上場株 価総額/GDP (%))	Ln(株式取引高/ GDP (%))	Ln(株式回転率 (%))	Ln(債務/GDP (%))	Ln(年金資産/GDP (%))	Ln(銀行信用/預金 比率(%))	Ln(銀行貸付/利用全 業比率 (%))	Ln(政府・ SOE信用/GDP(%))
定数	-1.502*** (-7.72)	-0.704*** (-2.78)	-0.578** (-2.27)	-6.468*** (-9.05)	-15.82*** (-10.95)	-9.484*** (-8.43)	-3.237* (-1.88)	4.099*** (3.51)	5.079*** (29.93)	1.517*** (4.09)	-6.903*** (-14.46)
Ln(一人当たりGNI)	0.840*** (18.99)	0.501*** (8.74)	0.451*** (7.84)	0.968*** (5.92)	0.648** (2.07)	0.460* (1.78)	-0.164 (-0.45)	-0.434* (-1.66)	-0.242*** (-6.30)	0.523*** (5.02)	1.262*** (11.77)
(Ln(一人当たりGNI)) ²	-0.033*** (-11.99)	-0.010*** (-2.88)	-0.007** (-2.04)	-0.020** (-2.08)	0.025 (1.39)	6.94E-05 (0.005)	0.048** (2.34)	0.094*** (6.09)	0.017*** (7.10)	-0.031*** (-4.50)	-0.064*** (-9.94)
Ln(人口規模)	-0.013*** (-3.38)	0.011** (2.05)	0.022*** (3.92)	0.188*** (17.23)	0.594*** (30.01)	0.477*** (32.42)	0.150*** (6.86)	-0.088*** (-3.20)	0.013*** (4.41)	-0.082*** (-38.26)	0.121*** (12.18)
Ln(人口密度)	0.131*** (22.77)	0.067*** (10.32)	0.059*** (9.08)	0.166*** (12.95)	0.201*** (7.93)	0.074*** (4.31)	0.052* (1.86)	-0.168*** (-5.69)	-0.067*** (-13.68)	0.038*** (4.06)	0.197*** (17.48)
Ln(高齢(65歳以上) 人口比率)	0.079*** (4.45)	0.195*** (10.69)	0.194*** (10.64)	-0.458*** (-13.34)	-0.423*** (-5.00)	0.071 (1.13)	0.415*** (8.31)	-1.679*** (-12.50)	0.160*** (12.33)	0.471*** (15.84)	0.117*** (2.82)
自由度修正済みR ²	0.830	0.753	0.742	0.810	0.798	0.800	0.552	0.715	0.271	0.932	0.510
国数/サンプル数	176/1533	178/1565	178/1567	111/519	111/569	106/502	108/623	89/290	178/1552	135/214	172/1184

(出所) GFDD、WDI より筆者推定。括弧内はt値で、*、**、*** はそれぞれ、10%水準、5%水準、1%水準で有意であることを表す。

した。

ベンチマークの推定結果は前頁の（図表2-13）の通りである。データは、世界銀行のGlobal Financial Development Database (GFDD) と World Development Indicators (WDI) を用いて、最大178ヶ国、1960～2015年の1期5年平均値（12期）によるパネル・データを構築した。推定手法は、クロスセクション・ウエイト一般化最小二乗法（GLS）によるパネル推定である。Beck et.al.（2013）等は分位値回帰の中位値を用いてベンチマークを構成しているが、分位値回帰推定値を用いる特段の理由は無いので、通常のパネル回帰で係数（平均値）を推定した³。図表2-13に示す通り、係数推定値はほぼすべて有意で符号条件に合致している。

Ⅲ ベトナム金融資本市場のベンチマーキング

この章の主題であるベトナムの金融資本市場は、ベンチマークに比べどの程度発展しているのであろうか。以下、図表2-13の係数推定値とベトナムの構造変数を用いて、各金融発展指標のベンチマーク推定値を推計し、現実値と比較した結果を示す。

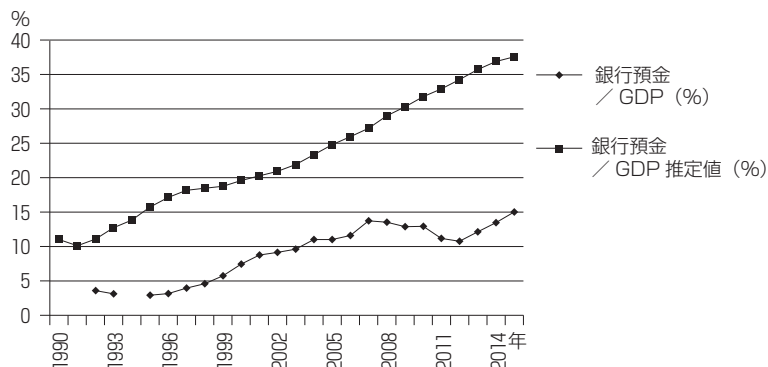
1. 金融機関・証券市場の「深度」

(1) 金融機関

銀行の原資（負債）である「銀行預金/GDP」比（図表2-14）を見ると、ベトナムの比率は総じてベンチマーク推定値より低く、比較的発展が遅いことがうかがえる。他方、貸出（資産）側の「国内銀行民間信用/GDP」（図表2-15）は、2000年代に入りベンチマーク推定値を大きく超え、著しく進展していることが見て取れる。ここには示さないが、銀行以外の金融機関を含めた「国内民間信用/GDP」もほぼ同じ動きをしている。

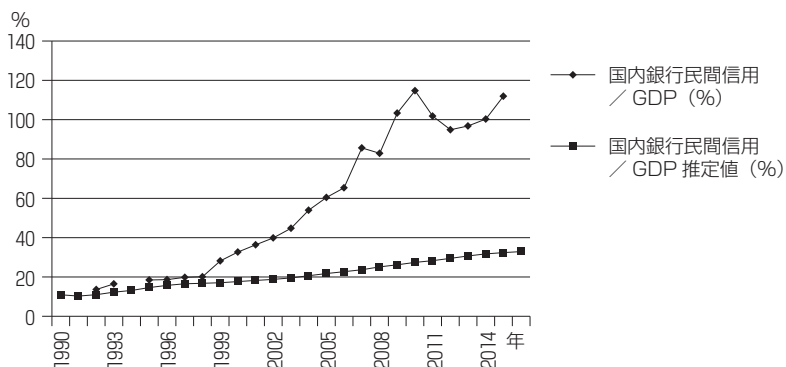
³ Beck et.al.（2013）では5%未満、95%以上の「異常値」を除去した上で分位値回帰を行っているが、この閾値が異常値とは必ずしも言えないため、ここではすべてのデータを用いた。

図表 2-14 ベトナムの銀行預金 / GDP (%) (現実値とベンチマーク推定値)



(出所) 筆者作成

図表 2-15 ベトナムの国内銀行民間信用 / GDP (%) (現実値とベンチマーク推定値)

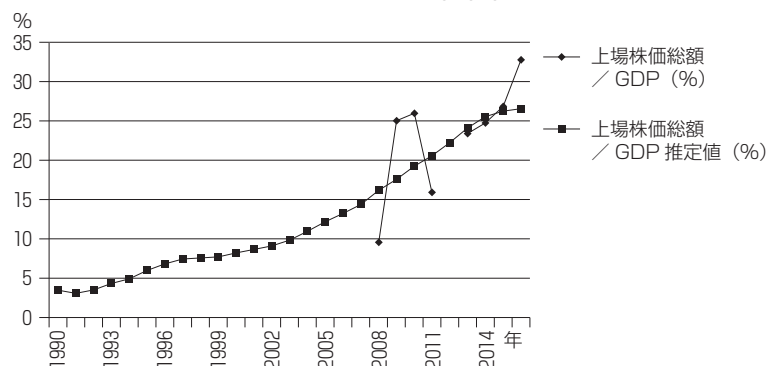


(出所) 筆者作成

(2) 株式市場

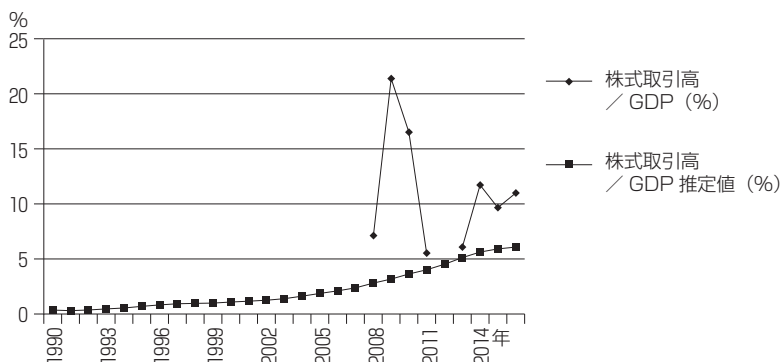
証券市場の深度を示す指標の一つである「上場株式時価総額 / GDP」(図表 2-16) は、ほぼベンチマーク推定値に沿って進展しているが、変動が大きい。「株式取引高 / GDP」(図表 2-17) も同様に、ベンチマーク推定値を超えて発展しているが、変動が大きい。株式市場深化のもう一つの指標である「株式回転率」(株式取引高 / 株式時価総額) も、ベンチマーク推定値を超えているが、変動が大きい。

図表 2-16 ベトナムの上場株価総額 / GDP (%) (現実値とベンチマーク推定値)



(出所) 筆者作成

図表 2-17 ベトナムの株式取引高 / GDP (%) (現実値とベンチマーク推定値)



(出所) 筆者作成

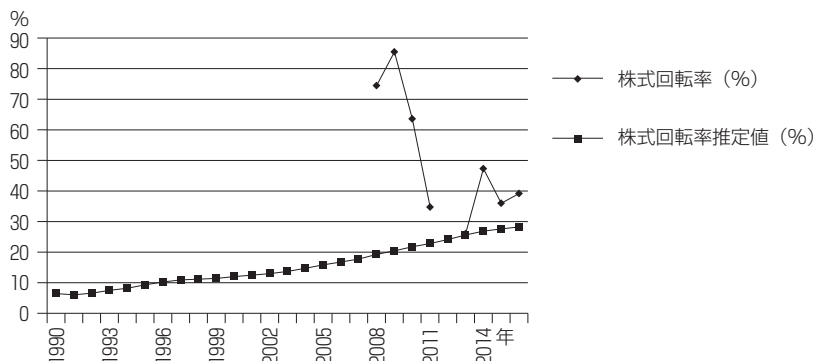
(3) 債券市場

一方、証券市場の中でも債券市場の発展は遅い。国内・国際公社債を含む「債券残高 / GDP」比 (図表 2-19) はベンチマーク推定値に比べ、未だに低迷している⁴。

上記の金融機関・証券市場の現実値とベンチマーク推定値との比較から、

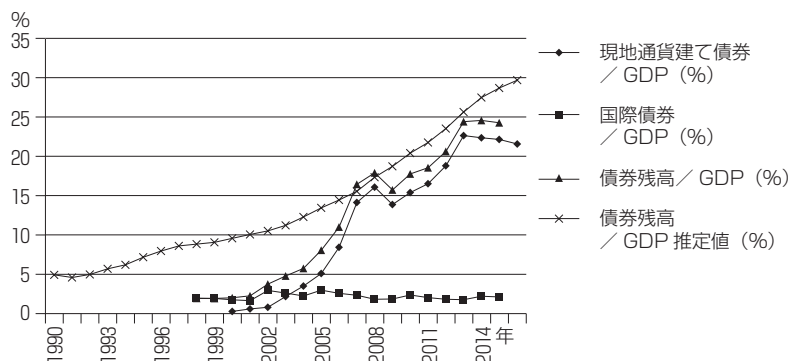
⁴ 世界銀行の Global Financial Development Database にはベトナムの国際債券のデータしか存在しない。そのため、国内債のデータとして、Asian Bond Online の現地通貨建て公社債 (LCB) のデータを用い、両者を足して債券総額とした。LCB には国際債も含まれると考えられ、債券総額は過大評価となっている可能性もある。ちなみに、IMF/World Bank (2014) はベトナムの債券残高が2011年末で15%程度としている。

図表 2-18 ベトナムの株式回転率（％）（現実値とベンチマーク推定値）



（出所）筆者作成

図表 2-19 ベトナムの債券残高/GDP（％）（現実値とベンチマーク推定値
（有意な係数））

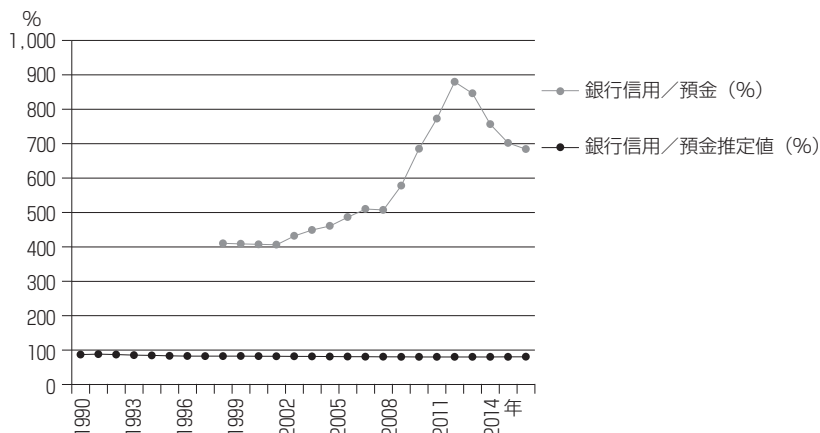


（出所）筆者作成

「金融深度」指標については、以下のように総括できる。

- ①ベンチマーク推定値に比べ、銀行部門等の信用供与は2000年代以降著しく増大しているが、預金はベンチマークに比べて少なく、レバレッジの高さや過剰な信用供与が疑われる。金融可能性フロンティアの理論に照らせば、フロンティアを超えた持続不能の状態にあるため、監督・規制の強化等の「金融抑止政策」が必要と言える。
- ②株式市場については、ベンチマーク推定値と同等以上の発展を遂げている

図表2-20 ベトナムの銀行信用／預金比率(%) (現実値とベンチマーク推定値) (有意な係数)



(出所) 筆者作成

が、変動が大きく、安定的な進展を図る必要がある。株式市場もフロンティアを超えている可能性があるが、他の東南アジア諸国に比べれば深度は浅く⁵、むしろフロンティア自体を引き上げる「市場発展政策」が必要であろう。

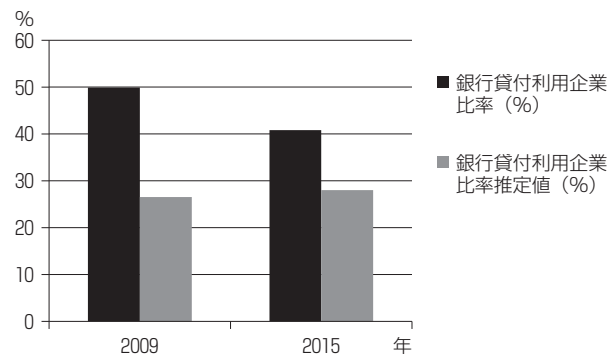
- ③債券市場の規模は、ベンチマーク推定値を下回って低迷しており、今後とも現地通貨建て等の債券市場育成が望まれる。政策としては、債券発行・流通をフロンティアに近づける信用保証⁶等の「市場活用政策」が必要である。

なお、レバレッジの高さを示す「銀行信用／預金比率」を見てみると、ベンチマーク推定値の4倍から9倍も高く、また近年大きく増大してきた（但し2012年以降は低下傾向）。上記①からも予想されるが、ベトナムの金融機関信用供与はレバレッジが高すぎ、今後、信用不安の可能性も否定できない。

5 例えば、上場株式時価総額/GDPを見ると、2016年でインドネシア45.6%、マレーシア121.4%、フィリピン78.6%、シンガポール215.7%、タイ106.4%に対し、ベトナムは32.8%と未だに低い。

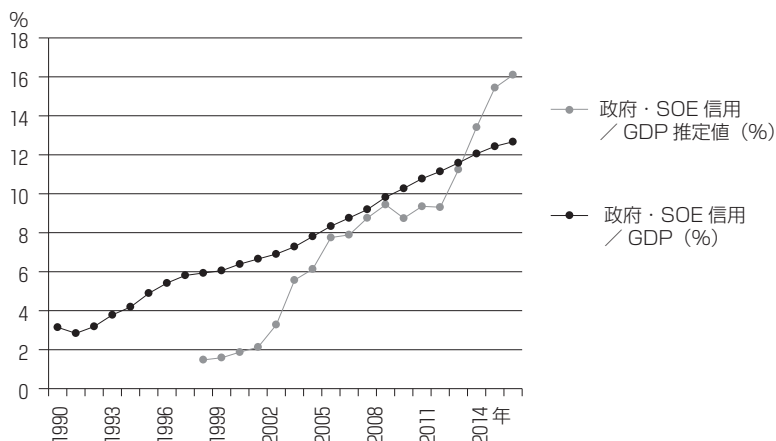
6 アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の一環である信用保証・投資ファシリティー（CGIF）はその一例であろう。

図表 2-21 ベトナムの銀行貸付利用企業比率 (%) (現実値とベンチマーク推定値) (有意な係数)



(出所) 筆者作成

図表 2-22 ベトナムの政府・国有企業 (SOE) 信用 / GDP (%) (現実値とベンチマーク推定値) (有意な係数)



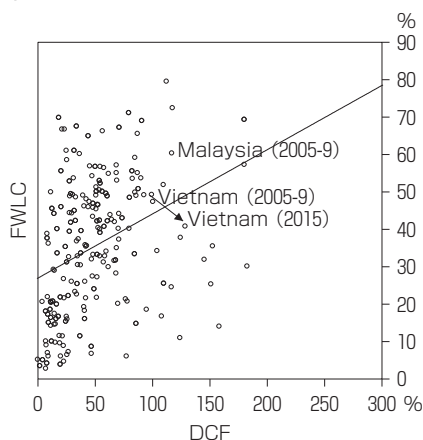
(出所) 筆者作成

(4) 金融機関の「アクセス」

金融アクセスの指標である「銀行貸付利用企業比率」は、ベンチマーク推定値より高くアクセスには優れているが、2009年に比して2015年には比率が低下し、推定値とのギャップが縮小（アクセスが悪化）している。

他方「政府・国有企業信用 / GDP 比率」(図表 2-22) は近年急速に上昇

図表 2-23 金融機関国内信用 / GDP (%) (横軸) と銀行貸付企業比率
(%) (縦軸) の相関



(出所) 筆者作成

し、2012年まではベンチマーク推定値に比べて低かったが、2013年以降ベンチマーク推定値を超えた。すなわち、ベトナムの極めて高水準の信用供与は公的部門というより民間部門向けであったものが、近年は（生産性の低い）公的部門への信用も急速に伸びベンチマーク以上となっており、信用不安に陥る危険は更に増大してきていると言えよう。

上の図表 2-23は、世界各国の2005-9年、2010-14年、2015年の「金融機関国内信用」（GDP 比：横軸 DCF）と「銀行貸付利用企業比率」（%：縦軸 FWLC）との関係を示したものである。両者の間には正の相関が見られ（相関係数0.358）、2005～9年の期間ではベトナム（DCF：84.49%、FWLC：49.9%）はほぼ回帰直線より上にあるが、2015年には金融機関国内信用 / GDP 比（128.35%）に比べ銀行貸付利用企業比率（40.8%）が低く、回帰直線を下回っている。ちなみに2005-9年の期間にマレーシアは同様の銀行信用 / GDP 比（117%）を持っていたが、貸付利用企業比率は60%と高かった。また上記のように、近年、政府・国有企業信用 / GDP 比が急速に上昇している。従って、近年の急速な金融機関信用の増大は、大企業や政府・国有企業向けの増大によるとことが大きいと言え、多くの中小企業は銀

図表 2-24 世界銀行「Enterprise Survey Vietnam 2015」によるベトナム
金融のミクロ特性

金融（2015年）	ベトナム				東アジア 太平洋	低位中所 得国
		小企業	中企業	大企業		
当座・貯蓄勘定保有企業（％）	55.8	55.2	55.2	61.6	85.3	74.9
銀行ローン・信用ライン保有企業（％）	40.8	28.8	55.7	57.4	26.8	25.0
内部資金による投資（％）	67.3	71.9	66.4	56.2	85.9	71.0
銀行借入による投資（％）	15.4	10.8	18.3	20.2	6.2	14.6
サプライヤークレジットによる投資（％）	3.6	4.8	2.0	5.1	2.2	2.9
株式発行・売却による投資（％）	8.1	3.1	10.9	14.3	3.6	5.7

（出所）World Bank（2015）より筆者作成

行信用から除外されている可能性が否定できない。

ミクロレベルでも金融アクセスの問題が指摘される（図表 2-24 参照）。世界銀行の「企業サーベイ」（Enterprise Surveys）（World Bank（2015））によれば、ベトナムでは当座・貯蓄口座保有企業割合は東アジア太平洋平均より低いにも拘らず、銀行借入を行っている企業割合は高く、特に中・大企業に顕著である。投資ファイナンスの仕方としては、銀行借入・株式ファイナンスが東アジア太平洋平均に比べて高いが、小企業と中・大企業とで大きな差があり、中・大企業の割合が高い。このように、ミクロレベルのサーベイで見ても、小企業は未だにフォーマルな金融から除外されている可能性が高い。

第 4 節

国際機関の評価に見るにベトナム 金融資本市場の課題

ベンチマーキングで明らかになったベトナムの金融機関・証券市場の課題は、IMF・世銀等の国際機関の評価にも反映されている。以下では、IMF/

世銀の「金融部門評価プログラム」(FSAP)とIMF第Ⅳ条コンサルテーションに示された評価を見てみよう。

I IMF/世銀の「金融部門評価プログラム」(FSAP)

1. ベトナムの金融構造

IMF/世界銀行は、近年FSAPに則って、先進国を含む各国の金融資本市場を評価している。ベトナムについて行った直近のFSAP(2014年)は、ベトナムの金融資本市場の現状と課題を以下のように評価している。

ベトナムの金融システムは、低位中所得国としては大きく、2011年で金融資産はGDPの200%に及ぶ。銀行部門が金融システムを席捲(資産総額はGDPの183%、金融機関資産の92%)しており、高い貯蓄率・経済成長率と他の貯蓄機関の未発達から、国際的に見て銀行部門の預金・与信規模は大きいとされる。

ベトナムの金融システムは国際的に見て大きいのが、不安定な国際環境やマクロ経済政策を反映し、近年変動が大きい。与信は2006年以降変動が大きくなっている。2007年にはベトナムのWTO加盟に伴う大規模資金流入により54%も増加(GDP比20%増)したが、世界経済危機の影響で2008年末にかけて与信・経済活動は低迷した。これに対しベトナム政府は拡張的財政金融政策で対応し、2009～10年に与信が急増した。その後引き締め政策に転じ、2011年には与信が低迷した。ベトナム国立銀行は過度の引き締めを懸念して、2012年以降緩和政策(政策金利引き下げ等)を採ったが、与信は低迷したままであった。FSAPは、「2012年以降マクロ経済は安定化したが、金融脆弱性は一貫性ある政策で対処すべき」と評価している。

ベトナムの金融構造を見ると、銀行部門は大きいものの、非銀行金融機関や証券市場は依然として狭隘である。2011年末で非銀行金融機関(信用組合を含む)の規模は、GDP比17%、金融機関資産比8%に過ぎず、そのうち金融会社(プロジェクト・ファイナンス、消費者金融等)がGDP比6%、資産比3%、保険会社がGDP比4%、投資信託はGDP比1%未満、民間年金基金は極めて小さなシェアを占めるに過ぎない。社会保障基金が唯一の

大規模機関投資家であり、運用年金準備は GDP 比6.5%に上る。

株式市場は急速に拡大しているが未だに発展の初期段階にある。国有企業（SOEs）の株式会社化によりハノイ・ホーチミンの2大証券取引所での上場企業数は顕著に増大したが、ベトナムの上場企業は小企業がほとんどであるため株式時価総額は比較的小規模にとどまっている（GDP 比約20%）。債券市場も小規模で、国債が支配的である。

2. 銀行部門の構造とパフォーマンス

ベトナムでは銀行部門における国の関与が大きく、国が直接・間接の所有権を有している。2011年末で、国有商業銀行は全資産のうちほぼ40%、全預金の48%を占める。他方、総商業銀行資産に占める外国銀行の割合は小さく、10%程度で安定的に推移している。

銀行部門の中では、銀行・企業間の株式持ち合い比率が高い。そのため、利益相反や関係機関の問題案件への融資等が懸念される。事実、銀行部門のパフォーマンスは近年悪化しており、体質は脆弱化してきている。全銀行自己資本利益率（ROE）は2007年の1.8%から2012年には0.5%に低下した。この数字自体も、ROE、不良債権（NPL）比率、資本比率等の金融データの質の悪さにより過大評価されているとされる。

ベトナムでは多くの銀行で、ローン・ポートフォリオの質や資本の水準に大きな懸念が示されている。報告金融データの調整の仮定が甘く、2012年末の不良債権比率は12%に上昇し、自己資本規制比率（CARs）を大きく引き下げた

上場企業部門のマイクロデータによる補完的な分析でも同様の懸念を生む結果となっている。特に、主要国有企業（特に大企業）への融資の質は悪い。主要国有企業は、債務超過・流動性ポジションの低さ・低業績産業への集中により、民間企業に比べ債務返済が困難となっている。

3. 資本市場の進展

(1) 債券市場

ベトナム国内の債券市場の規模は小さくなく、国債がほとんどを占めてい

る。2011年末で債券残高/GDP比は15%程度で、その90%は公債（財務省債券、政府保証債、地方債）である。国債は3～5年物の発行が多く、平均満期は3.2年と短い。社債市場は成長しているが、未だ萌芽期にある。

ベトナム財務省は国債市場育成のための重要な施策を取り始めたが、信用できるベンチマーク・イールド・カーブができるにはまだ多くのことが必要とされる。債券市場育成の制約要因として、①発行市場の問題（過大な新発債、ベンチマークとなる新発債の不在、プライマリー・ディーラー制度の不確実性）、②流通市場の流動性不足、③核となる機関投資家の不在（銀行が内国国債の80%以上を保有）、④必要な債券インフラ・補助サービスの不在等が指摘されている。FSAPは、「国債市場の育成が社債市場の健全な育成の前提条件となる」としている。

(2) 株式市場

株式市場では、上場企業数は多いが、平均残高が小さい。二大証券市場であるホーチミン証券取引所（HSX：2000年開設）・ハノイ証券取引所（HNX：2005年開設）での上場企業数は2011年末で約700と、ベトナムの所得水準や開設後間もないことを考えると、上場企業数が異常に多い。これは、国有企業の株式公開を通じる「株式会社化」に起因している。大企業株はHSXを中心に取引されているが、HNXは債券取引の中心で、比較的小規模の企業が上場し、非上場の公企業の取引プラットフォーム（UpCom）も存在している。

2014年のFSAPによれば、株式市場は「これまで「株式化」の導線の役割を果たしてきたが、もっと意味のある役割を果たし得る」とされる。株式時価総額/GDPは2011年末で約20%と、ベトナムの所得水準相応の規模だが、他の東アジア諸国に比べれば極めて低い。これは、上場企業のほとんどが小規模で、上場企業数の割に株式時価総額が低いためである。ベトナムでは業績の良い国有企業は上場しておらず、家族経営企業はディスクロージャーを嫌がる傾向がみられる。そのため、業績の良い大企業を株式化し、ガバナンスや業績改善に資する戦略的な投資家に投資させることにより、上場企業の広がりや質の改善が期待できる。

4. 金融包摂性（金融アクセスの拡充）

FSAP によれば、「ベトナムは金融アクセスの拡充にある程度の進展があったが、更なる拡充の余地が大きい」とされる。中小企業や個人の融資口座普及率は他の国に比べて高水準だが、担保 / 融資比率は2011年で218%と他の国に比べて高く、担保要件が厳しい。他方、預金口座普及率は他の国に比べて低い。

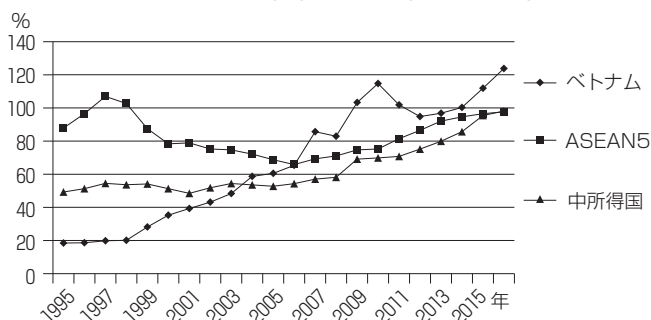
ベトナム政府による金融包摂性の拡充政策は、基本的に、政策銀行と少数の国有商業銀行の介入に依存している。金融包摂性を進めるため、ベトナム政府は二つの政府系銀行（ベトナム社会政策銀行（VBSP）とベトナム農業・農村開発銀行（VBARD））を活用している。貸出は規制金利が一般的で、政府系銀行への財政支援により低所得顧客に対する市場金利以下の貸し出しが可能となっている。特に農村ではVBSPとVBARDが信用供与を独占している。FSAPによれば、「金融包摂性の更なる進展のためには、金融インフラの強化、制度改革、商品開発が必要」とされている。

II IMF 第 IV 条コンサルテーション（2017年 6 月）

IMF 加盟国は定期的に IMF 協定第 IV 条に規定する IMF スタッフによる「コンサルテーション」を受けねばならず、その結果は「IV 条コンサルテーション・ペーパー」として理事会で審議され、理事会の審議内容とともに公開される。近年は途上国のコンサルテーションにおいても金融資本市場の分析が大きなテーマとなっており、ベトナムの直近のコンサルテーション（2017年 6 月：以下「2017CP」と呼ぶ）でも、Selected Issueとして「金融深化」の問題（特に与信増大）が取り上げられ、以下のような分析結果が示されている。

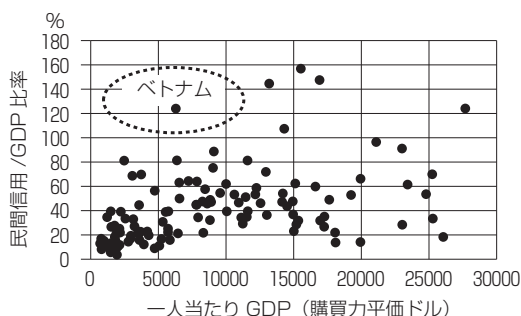
1. ベトナムの金融制度は「銀行中心」で「国有銀行支配」が継続している。他方、非銀行金融機関は小規模で現在育成下にある。ベトナムの金融制度は中所得国としては大きく、与信機関が最大のシェアを持っている。2016年で見ると、銀行資産は GDP 比194%で金融部門全資産の96%を占

図表 2-25 民間部門信用 / GDP (%) の推移 (1995~2016)



(出所) World Bank (2018) より筆者作成

図表 2-26 一人当たり GDP (購買力平価) と民間部門信用 / GDP (2016年)



(出所) World Bank (2018) より筆者作成

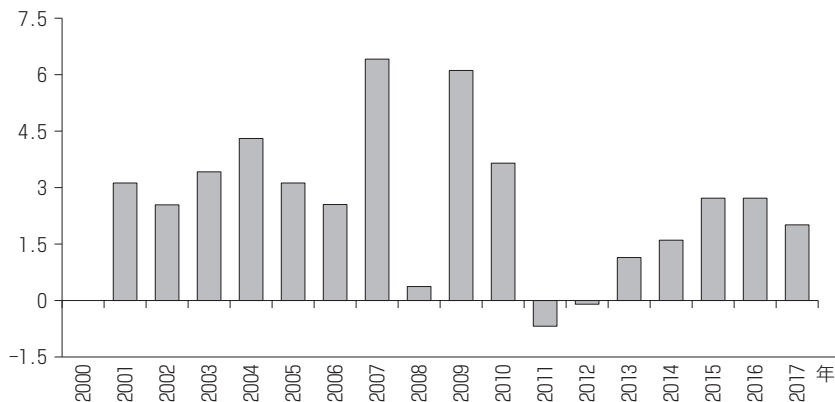
める（保険 3 %、証券・投資管理 1 %）。特に、4 大国有銀行⁷が全銀行資産の45%、与信の半分を受け持ち、近年減少はしているものの、著しく国有企業に偏向したポートフォリオとなっている。

株式時価総額 / GDP 比は2015年の27 %から2016年には33 %に大幅に増大したが、(i) 分散投資できる証券商品の欠如、(ii) 未発達な社債市場、(iii) 企業の国有株の多さ、(iv) 資本移動の不自由さと手続き上の制約のため、海外投資家の参加が課題となっている。

2. ベトナムの過去10年の急速な経済発展は、民間部門等への急速な銀行信

7 ベトナム農業農村開発銀行 (Agri Bank)、ベトナム投資開発銀行 (BIDV)、ベトナム商工銀行 (Vietin Bank)、ベトナム外商銀行 (Vietcom Bank)

図表 2-27 成長の信用集中度（実質信用増加率 / 実質 GDP 成長率）



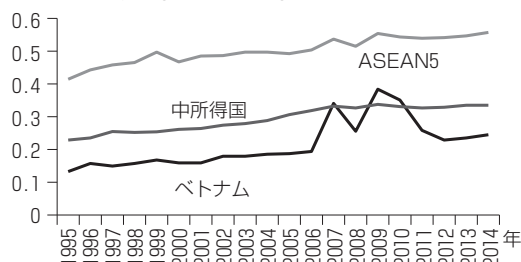
（出所）IMF（2017b）

用の拡大を反映している。銀行信用は過去10年間に年平均24%で拡大した。その結果、民間信用 / GDP 比率は2000～2015年の間で年平均4.8%で増加を続け、2016年には124%に達し（図表 2-25）、ASEAN 5、中所得国平均と同様の所得水準の国を凌駕している（図表 2-26）。

3. 著しい信用増加の中で、信用の生産性（成長の信用集中度（Credit intensity of Growth））や投資収益率は悪化してきている。「成長の信用集中度」（実質信用増加率 / 実質 GDP 成長率）（図表 2-27）は上昇し、信用増加率は GDP 成長率のほぼ 3 倍にまで上昇した。これは一定の成長を達成するために必要な貸出が増加しており、銀行信用の生産性が低いことを示している。2017CP によれば、「信用増加目標」の設定が非効率な資金配分を招いているとされる。非効率性の一因である国有企業と信 / 全与信比率は低下（2016年で15%）したが、業績の悪い国有企業へのレバレッジは未だに高い。過去10年間、住宅を含む不動産、金融、個人部門での融資が増加しており、特に、不動産融資は年平均実質29%で急速に増加してきた。しかしながら、不動産部門の生産は実質年率5.2%しか増えておらず、ここにも「融資の低生産性」が見られる。

4. 金融アクセス（金融包摂性）はどうであろうか。2017CP によれば、ベトナムでは「中小企業（SME）が信用制約に直面し、資金配分は非効率」

図表 2-28 金融発展度指数（1995-2014）



（出所）IMF（2017b）

とされる。そのため GDP に占める投資シェアは2005年以来10%ポイントも低下し、ベトナムは高成長軌道から外れてきている。

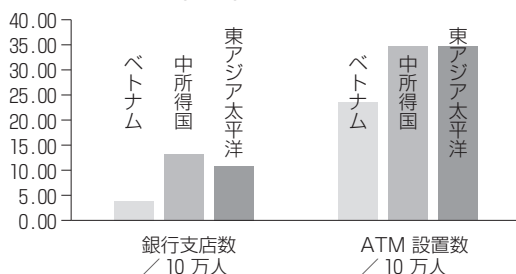
2015年の「企業サーベイ」で見ると、中小企業ビジネスの主な制約要因は「資金へのアクセス」であり、大企業（従業員100名以上）では57%が融資枠を保有しているのに対し、小企業（従業員0-20名）の融資枠保有割合は29%に過ぎない（図表2-24参照）。その結果、国有企業・大企業と競合する中小企業は内部資金で投資せざるを得ない。国有企業が投資を削減しても、民間企業の投資は増加せず、GDPの12%程度で低迷している。公共投資も、厳しい財政状況や政府機関（特に地方政府・国有企業）間の協調の欠如により、非効率なままである。

5. IMF が新たに作成した「金融発展度指数」⁸を見ると、ベトナムの金融部門の発展度は過去20年間に改善は見られるものの、新興国の中では未だに低水準にある（図表2-28）。特に、「金融発展度指数」の構成要素を見ると、「金融深度」と「効率」は近隣国・新興国と同程度であるが、「金融アクセス」は、人口10万人中の銀行支店数（4）、ATM数（24）の少なさから、低水準にとどまっている（図表2-29）。

6. 2017CPによれば、ベトナムは「更なる金融発展、金融サービスへのアクセス改善、資本市場育成や制度改善により利益」を得る（一人当たり成長率の増大が可能である）とされる。前述のとおり、実証分析によれば、

8 金融発展度指数の作成方法と成長率等との関係、ベトナムの位置については章末の「補論」参照

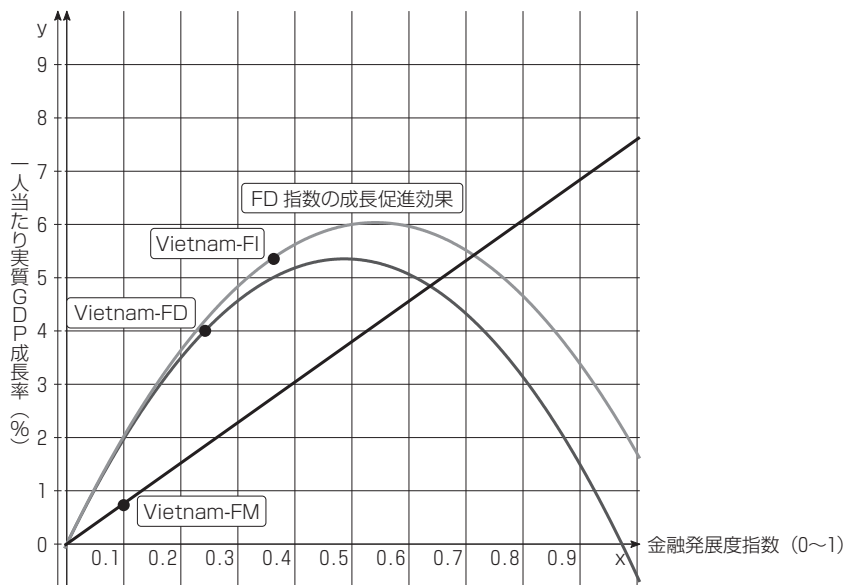
図表 2-29 金融機関アクセス (2014)



(出所) IMF (2017b)

図表 2-30 金融発展度指数の成長促進効果 (寄与度) とベトナム

(FD: 金融発展度指数 (全体)、FI: 金融機関指数、FM: 証券市場指数)



(出所) Sahay.et.al (2015)、Svirydzenka (2016) より、筆者推計。定数項はゼロとした。

総合的な「金融発展度指数」(FD) (及び金融機関指数 (FI)) と成長との関係は逆 U 字の関係にあり、金融発展度指数が 0.45~0.7 程度までは成長率を高めるが、その水準を超えると成長促進効果は低下する (図表 2-30

図表 2-31 2013年「金融発展度指数」国別ランキングに見るベトナム

(183ヶ国中：最大値＝1、最小値＝0)

	総合		深度		アクセス		効率	
	順位	指数	順位	指数	順位	指数	順位	指数
金融発展度	95位	0.236						
金融機関	96位	0.364	64位	0.266	126位	0.150	28位	0.684
資本市場	76位	0.103	71位	0.165	107位	0.001	51位	0.125

(出所) Svirydenka (2016) より筆者作成

参照)。また、過大な「金融深化」が高発展度で成長促進効果を低下させており、ベトナムの場合、個人・中小企業の金融アクセスを改善すれば、成長率が上昇する可能性が高い（図表 2-31 参照）。

7. なお、2017CP もベンチマーキング等から、「ベトナムの信用/GDP 比率はマクロ経済を不安定化させる水準に迫っており、今後の潜在的なリスクが懸念される」としている。ベトナムでは、過去の信用急増は銀行のバランスシートの悪化と高インフレを帰結した。2008～11年の信用増大の大部分は国有企業と不動産向けであり、それがインフレを悪化（20%以上）させ、不良債権の急増を招き、銀行部門を弱体化させ、未だに実態経済への重荷となっている。

8. 2017CP は結論として、「ベトナム経済は金融セクター改革で大いなる利益を得る」と述べている。すなわち、①銀行・国有企業改革（信用増加目標⁹のフェーズアウト等）、②金利規制の撤廃、③公平な競争条件による信用アクセスの確保により、資金配分を改善し、市場の歪みを無くし、民間投資と生産性を高めることができる。また、金融機関・証券市場の更なる深化は、インフラ等の投資ファイナンスにも必要とされる。

9 ADB (2017) によれば、2017年の年間増加目標は18～20%

図表 2-32 ベトナムの不良債権

(単位：兆ドン、%)

	総融資	不良債権	内訳			不良債権比率 (2016年12月)	不良債権比率 (2015年6月)
			NPL	VAMC	決定780		
全銀行部門	5575	470	139	195	136	8.4	12.7
国有銀行	2638	150	43	78	29	5.7	13.7
民間銀行	2937	321	97	117	107	10.9	11.7

(出所) IMF (2017b) より筆者作成

Ⅲ Legacy Issues : 不良債権と国有企業改革

ここでベトナム経済の「負の遺産」(Legacy Issues)と言われる不良債権問題と国有企業改革についての2017CPの見解を見てみよう。

1. 不良債権

ベトナムの「負の遺産」である不良債権処理には進展がみられる。すなわち、国有商業銀行(SOCBs)の不良債権(impaired loan = Non-performing loans (NPLs) + ベトナム資産管理会社(VAMC)保有NPLs + 条件緩和貸付(restructured loans))比率は2015年6月の13.7%から2016年12月には5.7%にまで大幅に減少した。これは、①貸倒引当金勘定繰り入れの進展(VAMC保有NPLsの簿価の20%を毎年引当)、②以前の支払い猶予法制(決定780)の下での条件緩和貸付の減少、及び③急速な信用・経済成長によるところが大きい。ただし、NPLs対応の進展は各国有銀行によって差がある。

民間銀行の不良債権は若干減少して10.9%となった。不良債権の大部分は少数の民間銀行に集中し、不良債権処理も多様である。不良債権の整理が相当進展している銀行もあれば、ベトナム国立銀行に買収された銀行など、リストラが必要な銀行もある¹⁰。

10 ADB (2017) によれば、2017年3月末でNPLsは総融資残高の2.6%だが、不良債権は10.1%となっている。

2017CP によれば、不良債権処理のファーストベスト政策は、早急なNPL解消と、銀行にハードな予算制約を課しつつ資本注入することであり、このような政策により、融資配分の質を改善し成長を高めることができるとしている¹¹。

2. 国有企業改革

ベトナムでは、国家の活動範囲を縮小すべく、国有企業改革を進めており、国有企業改革の新たな法的枠組みでは以下の措置を採ることにより、国家の経済への介入削減を謳っている。

- ①国有企業として存続する戦略セクターの国有企業リストの明示
- ②非中核分野への国有企業の投資禁止
- ③資産収奪を困難にする国有企業ガバナンスの強化
- ④民営化の加速化候補となる十大健全国有企業名の明示

他方、国有企業や不動産部門は未だに過大な融資シェアを持ち、国有企業は規制上の暗黙の利益を享受しているとされる。IMFの分析によれば、国有企業は民間企業より低い金利で借り入れ、脆弱な国有企業がバランスシートの縮小を防ぐために銀行から借り入れているとの実証結果が出ている。すなわち、国有企業への融資が政府と関係のない民間企業（特に中小企業）の借り入れを「押し出し」、経済成長を低下させたとされる。適正な経済成長を維持するためにも、国有企業改革の一層の進展が求められる¹²。

第5節

結語

本章では、ベトナム経済・金融資本市場について、Benchmarking でも各

11 日本の主要銀行の不良債権比率は、最も高かった平成14年3月期で8.4%であったが、不良債権処理により、平成17年3月期には2.9%まで減少した（金融庁（2002））。

12 ADB（2017）によれば、2017年に株式会社化される45社の国有企業のうち、8月までに株式売り出しが行われたのは22社のみで、目標達成は6社のみであった。他方、株式売り出しによる歳入増加はほぼ予想通りで、半年で5億1000万ドル（GDP比0.5%）の歳入があった（年間目標はGDP比1.0%）。

国際機関でも以下のような同様の評価がなされていることを示すことにより、金融資本市場評価における Benchmarking の有用性を確認した。すなわち、ベトナムの金融資本市場では、

- (1) 銀行信用 /GDP 比が金融可能性フロンティアを超え、危険水準にある。そのため、信用増加目標のフェーズアウト等、過度の金融緩和を適正化することが必要となっている。
- (2) 個人・中小企業の金融アクセスには制約があり、ベンチマーク水準を越えてはいるものの、アクセスが悪化してきている。そのため、国有企業への優遇貸付停止等、公平な競争条件の確保が必要となっている。
- (3) 株式市場はほぼベンチマーク水準にあるが、多数の小規模企業が上場し、不安定な状態になっている。株式市場の更なる発展のためには、大規模な国有企業の株式会社化・株式公開・上場が必要となっている。
- (4) 債券市場はベンチマーク水準に比べ低迷している。金融発展の成長促進効果を持続させるためにも、現地通貨建て債券市場等の更なる育成が必要である。
- (5) ベトナムでは国有企業・不動産への異常な与信増大など過度の金融緩和と、それに続く金融引き締めで不良債権問題が悪化し、ベトナム経済の「負の遺産」となっている。これに対しては、早急な不良債権処理と銀行への資本注入、国有企業改革と政府の関与削減が必要となっている。

ベトナムでは、経済状態が良好な今こそ、「負の遺産」の解消とともに、金融・資本市場の改革・健全化を実施すべきであり、持続的な高成長を維持するためにも、証券市場の育成や金融アクセスの改善等、更なる金融発展が求められる。

■ 補 論

「金融発展度指数」とベトナム

「金融発展度指数」(Financial Development Index : FD) (総合) は、世界銀行の世界金融発展データベース (GFDD) 等のデータを用いて、図表 2-33 に示す金融機関・市場の深度・アクセス・効率性指標を、(極端なサン

図表 2 - 33 金融発展指数 (FD) の構築指標

	金融機関 (銀行・保険等)	証券市場 (株式・債券)
深度	1. 民間部門信用 /GDP (%) 2. 年金基金資産 /GDP (%) 3. ミューチュアル・ファンド資産 /GDP (%) 4. 生命・損害保険料収入 /GDP (%)	1. 株式時価総額 /GDP (%) 2. 株式取引高 /GDP (%) 3. 政府国際債券残高 /GDP (%) 4. 非金融機関債券総額 /GDP (%) 5. 金融機関債券総額 /GDP (%)
アクセス	1. 成人人口10万人当り商業銀行支店数 2. 成人人口10万人当り ATM 数	1. 10大企業以外の株式時価総額シェア (%) 2. 債券発行体総数 (内外、金融・非金融)
効率性	1. 純金利マージン 2. 預貸金スプレッド 3. 非金利収入 / 総収入 4. 一般管理費 / 総資産 5. 資本収益率	1. 株式回転率 (株式取引高 / 株式時価総額)

(出所) Sahay.et.al. (2015) p.34

ブルの影響を避けるため 5 % 以下・95 % 以上のデータを足切りした上で) 最低 0・最高 1 となるよう「基準化」して作成し、主成分分析により求めた各指標のウェイトで (算術) 加重平均したものである。

I 金融発展度指数 (Financial Development Index : FD) の成長促進効果

以下の図表 2 - 34は、Sahay.et.al. (2015) による金融発展指数 (FD) 増大の成長促進効果についての GMM 推定結果と、その定数項を含む二次関数の推定結果に基づいた曲線の最高点に対応する FD の値、及び Svirydzenka (2016) に示されたベトナムの2013年の金融機関・証券市場の深度・アクセス・効率性に基づく金融発展度指数である。また、図表 2 - 35は、Sahay.et.al. (2015) の推定結果に基づく FD (総合指数、金融機関指数 (FI)、証券市場指数 (FM)) の効果を示す曲線 (二次関数もしくは一次関数) と、Svirydzenka (2016) に示されたベトナムの各 FD の位置 (総

図表 2-34 金融発展度指数（FD）の成長促進効果

（被説明変数：一人当たり実質 GDP 成長率、GMM（一般モーメント法）推定）

FD の種類 説明変数	全体指数		金融機関	証券市場
	全サンプル	除 OFC	全サンプル	全サンプル
FD	0.220*** (4.567)	0.206*** (3.450)	0.223*** (4.397)	0.076* (1.724)
FD ²	-0.226*** (-3.656)	-0.204*** (-2.881)	-0.206*** (-4.054)	-0.092 (-1.544)
定数	0.008** (2.097)	0.094*** (2.833)	0.065* (1.695)	0.067** (2.008)
最高点对応 FD	0.487	0.505	0.541	単純増加
ベトナムの FD	0.236		0.364	0.103
国数 / サンプル数	128/575	111/497	128/573	118/440

（注）括弧内は z 値

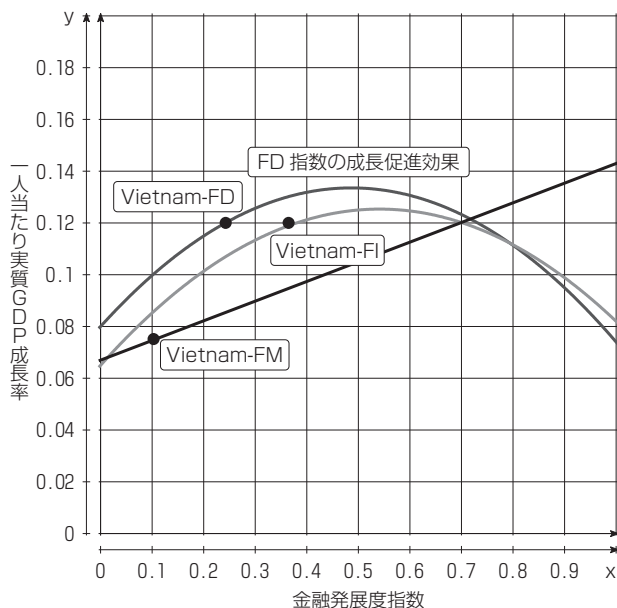
（出所）Sahay.et.al.（2015）及び Svirydzenka（2016）より筆者作成

合：Vietnam-FD、金融機関：Vietnam-FI、証券市場：Vietnam-FM）を示したものである¹³。

図表 2-34、2-35を見ると、金融発展度と成長との関係は金融全体、金融機関（銀行・保険等）の発展度では一次項（正）・二次項（負）いずれの係数推定値も有意で逆 U 字型の関係にあるが、証券市場指数による推定では二次項の係数推定値が有意でなく、単調増加の一次関数となっている。Svirydzenka（2016）によれば、ベトナムは総合指数・金融機関指数ともに最大の成長促進効果を持つ金融発展度指数よりも小さく、成長促進のためには更に金融を発展させるべきであるが、ベトナムの金融機関発展度（FI）（0.364）は最大の成長効果をもたらす FI（0.541）に近く、銀行等の発展による成長促進効果は今後低下していく可能性がある。他方、ベトナムの証券市場発展度（FM）（0.103）は未だに低く、証券市場の発展（証券市場指数

13 Svirydzenka（2016）は、金融機関の効率性の構築指数に「資産収益率」を含んでいるが、本章ではこれを除いても各国の発展度指数は同様と想定してベトナムを位置づけた。

図表 2-35 金融発展度指数（FD）の成長促進効果とベトナム（定数項を含む）



（出所）Sahay.et.al.（2015）及びSvirydzenka（2016）より筆者作成

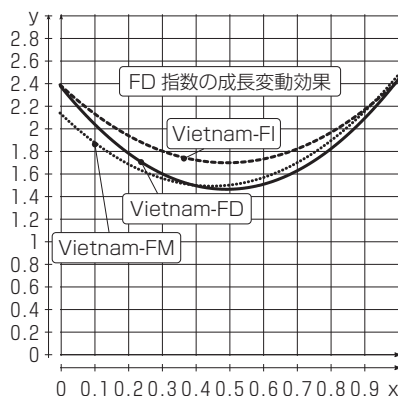
の増大）は一人当たり実質 GDP 成長率を単調に増加させるため、今後は証券市場の発展がベトナムの成長に大きく寄与することが期待される¹⁴。

Ⅱ 金融発展度指数の成長変動効果・金融安定化効果

成長促進効果と同様に、金融発展度指数の増大が成長変動（成長率標準偏差の5年移動平均）、金融安定度（ z スコア = （資本資産比率 + 資産収益率） / （資産収益率の標準偏差））に与える効果を推定することができる。以下の図表 2-36、2-37は Sahay.et.al.（2015）のパネル推定結果に基づく全体指数、金融機関指数（FI）、証券市場指数（FM）、金融機関深度指数

14 この推定結果はまた、経済や金融システムが発展するにつれて金融機関の成長促進効果は相対的に低下し、証券市場の成長促進効果が相対的に増大することを再確認する結果となっている。木原（2017）参照。

図表 2-36 FD 指数の成長変動効果



(出所) Sahay.et.al. (2015) 及び Sviryzdenka (2016) より筆者作成

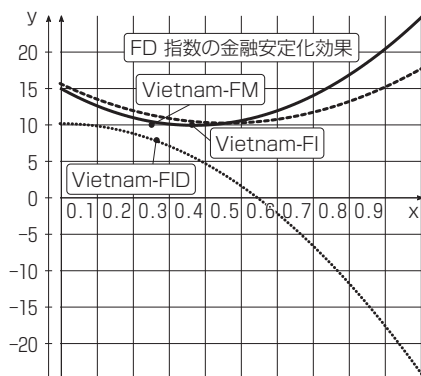
(FID) の成長変動効果・金融安定化効果を示す曲線と、ベトナムの各金融発展度の位置（全体：Vietnam-FD, 金融機関：Vietnam-FI, 証券市場：Vietnam-FM、金融機関深度：Vietnam-FID）を示したものである¹⁵。

FD の成長変動効果を示した図表 2-36を見ると、金融発展度と成長変動との関係は、金融全体・金融機関（銀行・保険等）・証券市場いずれの発展度でも（一次項（負）・二次項（正）いずれの係数推定値も有意で）U 字型の関係にあり、FD が0.45～0.5程度で変動は最低となる。ベトナムはいずれの指数も最小の変動効果を持つ金融発展度指数よりも小さく、成長率の変動を小さくするためには更に金融を発展させるべきであるが、ベトナムの金融機関発展度（FI）（0.364）は成長変動率が最小となる FI（0.491）に近く、銀行等の発展が今後は成長率の変動を拡大させる可能性がある。他方、ベトナムの証券市場発展度（FM）（0.103）は未だに低く、成長変動が最小になる証券市場指数0.445とは大きな差があるので、今後は証券市場の発展がベトナムの成長変動の縮小に寄与することが期待される。

また FD の金融安定化効果を示した図表 2-37を見ると、金融発展度と金融安定性との関係は金融全体、金融機関（銀行・保険等）の発展度では（一

15 成長変動・金融安定化効果の推定結果はここでは省略した（Sahay.et.al. (2015) 参照）。

図表 2-37 FD 指数の金融安定化効果



(出所) Sahay.et.al. (2015) 及び Svirydzhenka (2016) より筆者作成

次項（負）・二次項（正）いずれの係数推定値も有意であり）U字型の関係にあるが、「金融機関深度」でみた発展度（FID）では一次項の係数推定値は有意でなく、二次項の係数推定値が有意に負となり単調減少の二次関数となっている。Sahay.et.al. (2015) は、金融機関の深度増大とともにzスコア（収益ショック時のバッファ）が低下していることに注目しており、ベトナムの金融機関深度（民間信用/GDP比等）は0.266とさほど高くはないものの、今後深度が増大すれば金融危機時のバッファを減少させることが懸念される。

このようにベトナムの成長促進・変動緩和・金融収益安定のためには、金融機関の深化より、株式・債券等の証券市場の深化が求められていると言えよう。

<参考文献>

- ・ ADB (Asian Development Bank) (2014) “*Vietnam – Financial Sector Assessment ; Strategy and Road Map*”
- ・ ADB (2017) “*Asian Development Outlook 2017 Update*”
- ・ ADB (2018) “*Asian Bond Online*”

- ・ Barajas, Adolfo, Thorsten Beck, Era Dabola-Norris and Seyed Reza Yousefi (2013) “*Too Cold, Too Hot Or Just Right? Assessing Financial Sector Development across Globe*” IMF Working Paper WP/13/81
- ・ Beck, Thorsten and Erik Feyen (2013) “*Benchmarking Financial Systems ; Introducing the Financial Possibility Frontier*” World Bank Policy Research Working Paper 6615
- ・ De la Torre, Augusto, Erik Feyen and Alain Ize (2013) “*Financial Development: Structure and Dynamics*” THE WORLD BANK ECONOMIC REVIEW, VOL. 27, NO. 3, pp. 514-541
- ・ IMF (International Monetary Fund) (2017a) “*Vietnam – Staff Report for the 2017 Article IV Consultation*”
- ・ IMF (2017b) “*Vietnam – Selected Issues*” IMF Country Report No. 17/191
- ・ IMF/World Bank (2014) “*Financial Sector Assessment ; Vietnam*”
- ・ Sahay, Ratna, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzienka, and Seyed Reza Yousefi (2015) “*Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*” IMF Staff Discussion Note SDN/15/08
- ・ Svirydzienka (2016) “*Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*” IMF Working Paper WP/16/5
- ・ World Bank (2015) “*Enterprise Survey Vietnam 2015 Country Profile*”
- ・ World Bank (2016) “*Taking Stock: An Update on Vietnam’s Recent Economic Development*” ,
- ・ World Bank (2017) “*Global Financial Development Database*”
- ・ World Bank (2018) “*World Development Indicators*”
- ・ 外務省 (2017) 「外務省ホームページ」
- ・ 金融庁 (2002) 「日本の不良債権問題と金融再生」(第3回国際コンフェレンス「金融の安定と金融部門の監督－過去10年の教訓と今後の対応」

- ・ 木原隆司（2017）「金融構造と経済成長～東南アジアの証券市場育成支援は正しい方向か～」アジア資本市場研究会『アジアのフロンティア諸国と経済・金融』第1章、日本証券経済研究所