

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

国営企業改革が課題となるベトナム経済

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 研究員
竹山 淑乃
yoshino_takeyama@iima.or.jp

はじめに

ベトナムは長年、政府開発援助（ODA）を活用してインフラ整備を進め、外資系企業の誘致に力を入れてきた。特に、2007年の世界貿易機関（WTO）加盟以降、海外からの投資や貿易が加速し、貧困国から低中所得国へと経済は順調に発展してきている。しかし、海外からの援助資金（借款）に一部依存した経済発展メカニズムは、ベトナムの財政に負担をかけており、財政健全化が喫緊の課題となってきた。また、中国と同様に依然として共産党一党の独裁的な政治体制を敷いており、競争原理を働かせる市場経済化は十分に進んでいない。中でも、国営企業は、財政に負担をかけているうえ、現在の高い経済成長率を持続するうえで障害となるおそれもある。ベトナムでは長年、国営企業改革に取り組みつつも目に見える成果が得られていないが、いよいよ同改革に本腰を入れることが求められている。

本稿では、まずベトナムの経済状況を確認し、財政健全化の必要性をみた後に、国営企業改革の現状と課題について説明する。

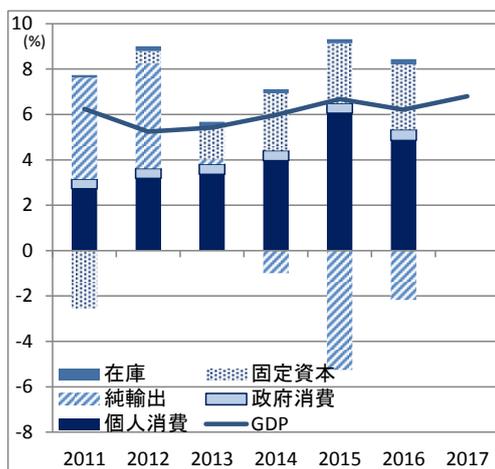
1. ベトナム経済の概観

(1) 経済成長

ベトナムの実質 GDP 成長率は、ここ 2~3 年、前年比+6%を上回っている（図表 1）。他のアセアン諸国と比べても、ベトナムは相対的に高い成長を続けている（図表 2）。所得上昇や人口増加に伴う内需の拡大と、世界経済の復調に伴うエレクトロニクスを中心とした輸出増加が、高成長の背景にある。

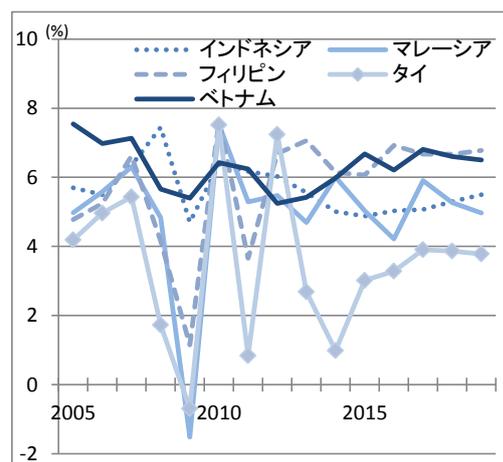
今後も賃金の上昇、地方から都市への労働力の移転及び中流階級の増加に伴って、個人需要が拡大し、引き続き高い経済成長が続く見込みである。加えて、他のアセアン諸国と比べて急激に拡大しているベトナムの輸出は（図表 3）、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）の締結なども相まって、中期的に増加を続け、経済成長全体をけん引していくと期待される。

図表 1 実質 GDP 成長率の推移（寄与度別）



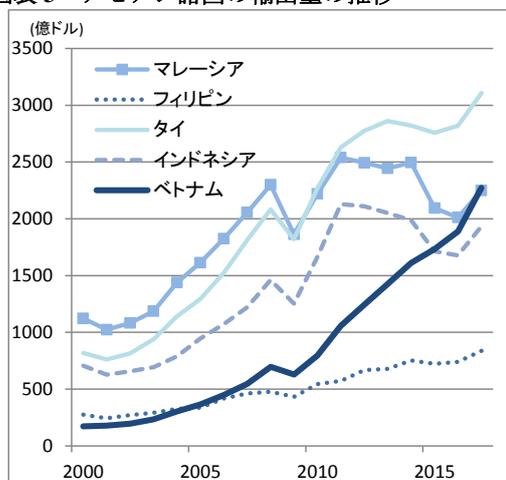
（出所）ベトナム中銀

図表 2 アセアン諸国の実質 GDP 成長率の推移



（出所）IMF 注：2018 年以降は推計

図表 3 アセアン諸国の輸出量の推移



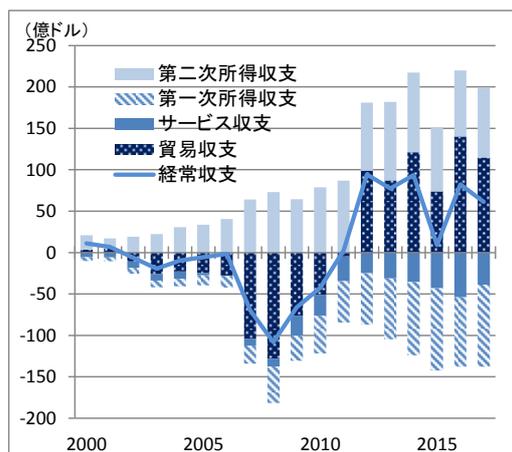
（出所）IMF

(2) 国際収支

ベトナムの経常収支は2010年までは、貿易赤字が続くなか、海外移住者からの本国送金による第二次所得収支の黒字により、その赤字をある程度穴埋めする構図であった(図表4)。しかし、2012年以降は貿易収支が黒字に転じたことから、経常収支も一気に大幅な黒字になっている。これは、外資系製造業の誘致が奏功し、従来の輸出品目の主力であった原油や繊維製品だけでなく、エレクトロニクス関連の輸出量が大幅に拡大したことによるものである。

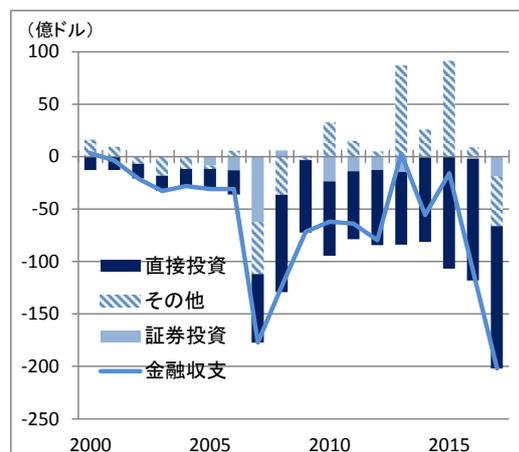
海外からの資本流入は2000年代後半から拡大し、金融収支の流入超が続いている(図表5)。特に2007年以降は、海外からの直接投資を安定的に取り込んでいる。一方、証券投資の流入はなかなか拡大していない。証券取引の制度整備が遅れ国内金融機関等に証券投資が浸透していないため、証券市場の活性化が進まないことに加え、後述するように国営企業改革が遅滞していること等が背景にある。

図表4 経常収支内訳



(出所) ベトナム中銀

図表5 金融収支内訳



(出所) ベトナム中銀

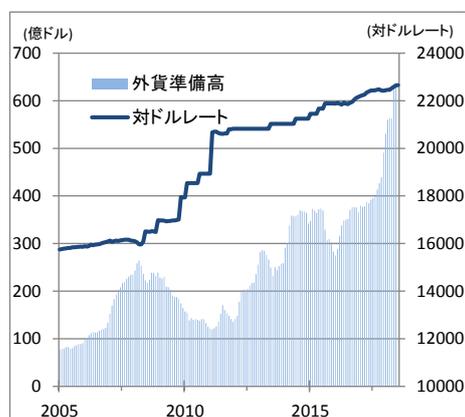
経常収支の黒字化に伴い、外貨準備高は2018年6月には635億ドルまで積み上がっている(図表6)。同月時点の外貨準備高の月間輸入金額に対する割合は一般に必要とされる3ヶ月を上回る3.8ヶ月であり、外貨準備の枯渇リスクは低下しつつある。ただし、国際通貨基金(IMF)によると、ベトナムの「外貨準備高の適正額の目安¹(ARA)」に対する比率は77%と安全とされる100~150%に達しておらず、今後も注意を要する。

ベトナム・ドンとの対ドルレートは、中銀が為替介入を通じて一定のレンジ内に維持している。政策金利は2014年以降、安定的に低位で推移している(図表7)。2017年7月

¹ IMFが新興国を対象に設定した、各国の外貨準備高の適正水準を示す指標。5%×輸出額+5%×広義マネーサプライ+30%×短期負債+15%×その他負債の合算値を算出し、それに対する実際の外貨準備高の比率が100~150%であることを安全性の目安としている。

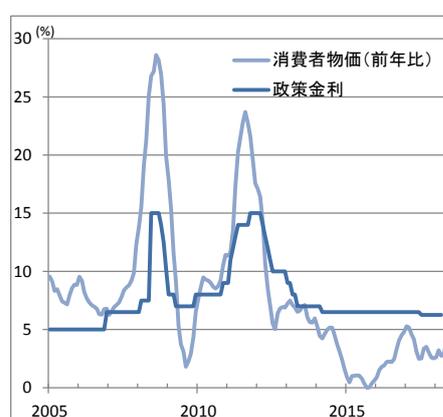
には景気刺激策として0.25%引き下げ、その後も据え置いている。インフレ率（消費者物価）は食品価格が落ち着いているため、前年比+5%以内で推移している。ただし、原油価格の上昇に伴い、今後は上昇するおそれが残る。

図表 6 外貨準備高と対ドルレートの推移



(出所) ベトナム中銀、ロイター

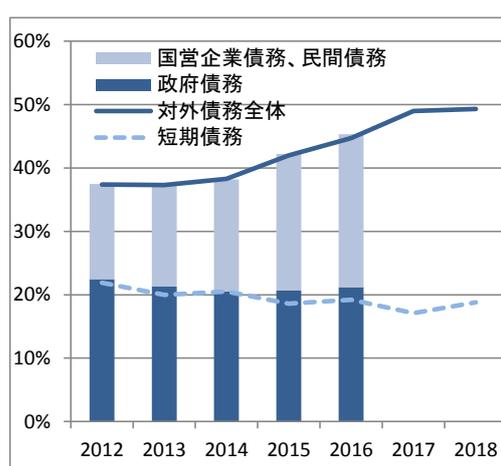
図表 7 政策金利とインフレ率（消費者物価）



(出所) ベトナム中銀、IMF

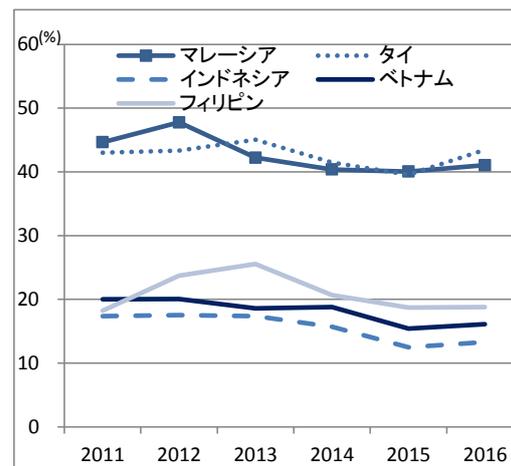
ベトナムは、外資系企業の誘致を念頭に置いたインフラ整備に重点を置いており、海外からの援助や投資を積極的に受け入れてきた。2017年の対外債務残高はGDP比で50%近くまで拡大した（図表 8）。もっとも、その7割は返済期間が長く、金利も低い借款であるため、短期対外債務残高はGDP比20%前後と他のアセアン諸国に比べて低い（図表 9）。なお、仮に国営企業の民営化が今後加速した場合には、民間の対外債務の拡大に一定の注意が必要となろう²。

図表 8 対外債務内訳



(出所) ベトナム中銀 注：2018年以降は推計

図表 9 アセアン諸国の短期対外債務



(出所) 世界銀行

² 本文で後述するように、海外投資家によるベトナム国営企業の株式取得は進捗が遅れているが、それでも例えば、2017年には国営アルコール飲料商社 SABECO の株式会社化において、タイの飲料企業タイ・ビバレッジからベトナムの子会社向けに SABECO 株式取得のための短期貸出が発生した。

(3) 財政の現状

ベトナムの財政は、他のアセアン諸国に比べて歳出の GDP 比率が高く、また、税収等の安定的な歳入基盤が十分に確立されていないことから、赤字が恒常化している（図表 10,11）。特に、2012 年から AFTA（ASEAN 自由貿易地域）の協定に基づき、1,600 品目の輸入関税が撤廃されたことや、原油価格の低迷により原油収入が減少したことから、歳入確保は厳しい状況が続いている。

また、インフラ整備のために公共投資を進めているが、日本を中心とした海外からの開発援助資金に依存してきたため、公的債務残高³が GDP 比で年々拡大してきた（図表 12）。現時点では、ベトナム政府が毎年必要な資金調達額（GFN⁴）は、政府の返済負担が大きいといわれる GDP 比 15%を下回っており、債務規模は危機的な状況までは到っていない。

しかし、今後、債務膨張に伴う金利支払いや元本返済の負担が増加し、財政赤字が拡大するおそれがある。このため、2016 年 11 月に国会決議にて、GDP 比の公的債務残高：65%、同政府債務残高：54%、同対外債務残高：50%の上限を再度設定すると共に、債務抑制政策を一層強化することが決定された。2016 年末の公的債務残高の GDP 比は 63.3%と上限に近付いたため、ベトナム政府は 2017 年から日本の ODA 事業を含むインフラ整備の支払いを遅らせるようになっている⁵。また、2017 年以降は国営企業の新規借入に対する政府保証の付与（政府保証債務全体の 2 割を占める）を停止する等、更なる公的債務の抑制に努めている。このようにプライマリーバランスの改善が進められると同時に、2017 年末の公的債務残高は GDP 比で 61.3%まで小幅減少した（図表 13）。

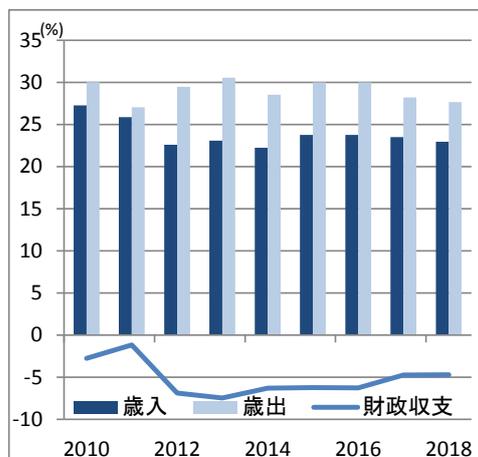
また、2017 年 11 月には改正公的債務管理法が成立し、2018 年 7 月 1 日より施行されている。これは、政府保証が付かない国営企業の債務は公的債務に含まれないことを明確にし、国営企業が債務不履行に陥った場合でも、民間企業と同様に扱い、破産手続きを実施すると規定したものである。さらに、従来は財政省、ベトナム中央銀行、計画投資省の 3 機関が公的債務管理を担当し、役割分担が不明確であったため、同管理を財務省に一元化して効率性及び透明性の向上を図っている。

³ 公的債務残高はベトナム政府と公的セクターの債務を合計した数値。

⁴ Gross Financing Needs (GFN)=財政赤字額+元本返済額

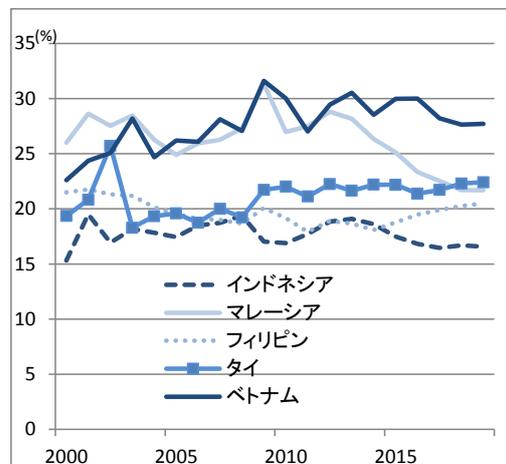
⁵ ODA 資金によるインフラ建設工事は、一定の工事進捗の度に工事業者がベトナム政府に工事代金を請求し、日本政府はベトナム政府宛てにその工事代金分の貸出を実行する。2017 年以降、公的債務の拡大を抑制するために、ベトナム政府は意図的に支払い作業を遅らせており、2017 年度の日本政府からベトナム政府宛ての新規貸出金額は前年度の 30%程度まで急減した。

図表 10 財政収支と歳入・歳出（GDP 比）



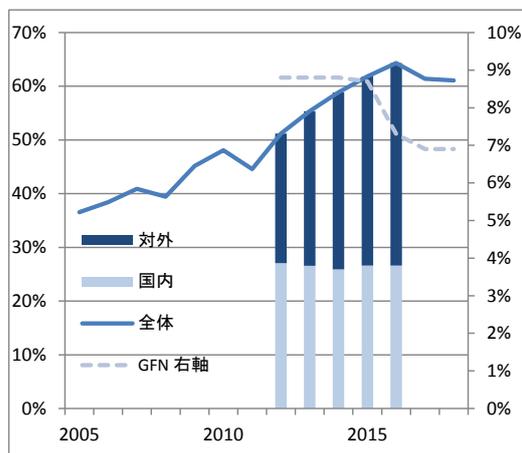
(出所) IMF 注：2018 年は推計

図表 11 アセアン諸国の歳出（GDP 比）



(出所) IMF

図表 12 公的債務（内訳）と GFN（GDP 比）



(出所) ベトナム中銀、IMF 注：2018 年以降は推計

図表 13 公的債務とプライマリーバランス（GDP 比）



(出所) AMRO 注：2018 年以降は推計

(4) 財政健全化のための各種改革

ベトナム政府は財政赤字を解消し、公的債務を早急に削減することを目標に掲げている。しかし、前述のように、同国の経済発展は財政政策に頼ってきた部分が小さくない。ベトナム政府は海外からの援助資金（借款）をもとに外資誘致のためのインフラ整備を進め、海外からの直接投資を取り込んできた。先に経済発展したタイ、マレーシア及び中国に比べると賃金が安く、若い労働力が豊富なこともあり、外資系製造業がベトナムに集積し、輸出拡大に成功した。

しかし、その間に財政赤字が積み重なり、公的債務残高は大幅に拡大してきた。加えて、ベトナムは貧困国から低中所得国へと成長したため、世界銀行やアジア開発銀行からの新規借款において実行頻度の減少や優遇措置の撤廃が予定されているなど、これま

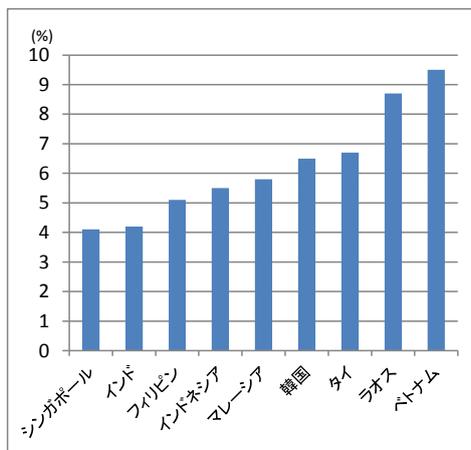
でと同様の条件で援助を受けることは難しい。すなわち、ベトナムは海外からの援助資金に一部依存した経済発展メカニズムから徐々に脱却せざるを得ない状況にある。これを踏まえると、今後も持続的に経済発展を進めるためには、財政健全化を軸とした以下のような改革が必要と考えられる。

第1に、財政赤字を削減するために、歳出の削減と歳入の拡大が必要である。IMFの4条協議報告書では、ベトナムが新興国の中でもGDP比でみた公務員賃金の支払い負担が大きいことが指摘されている（図表14）。省庁再編や国営企業の民営化を通じた公務員数の削減と賃金水準の抑制が求められる。また、歳入拡大策として、財政省は2016年から2020年までの5ヶ年財政計画を発表し、各種税率の引き上げや課税範囲の拡大を進めている（図表15）。また、税込徴収時に電子インボイスを活用する計画である。

第2に、公的債務の削減のために、海外援助に頼らない資金調達手段を検討すべきである。ベトナムは、他のアセアン諸国に比べて資本市場の規模が小さく、株式や債券等の取引が活性化されていない（図表16）。インフラ整備のための援助資金や直接投資を容易に取り扱ったためであるが、今後は、株式市場や債券市場等も活用し、資金調達の仕組みを多様化すべきである。具体的には、海外投資家による証券投資の拡大に向けて、規制や複雑な手続きの見直しが必要である。また、地方政府や省庁のインフラプロジェクトを見直し、公共投資を抑制する必要と共に、PPP（官民パートナーシップ）等の民間資金を活用した新しい投資スキームを構築し、インフラ整備の原資を公的資金から民間資金に切り替えることも求められる。

第3に、財政負担を通じて公的債務の増加をもたらしている国営企業には、更なる改革の推進が求められる。具体的には、財政支援を受けている赤字の国営企業の解散や民営化を通して、財政支出を削減すると共に外資系企業からの投資流入を拡大させる必要がある。

図表 14 新興国の公務員賃金（GDP 比）



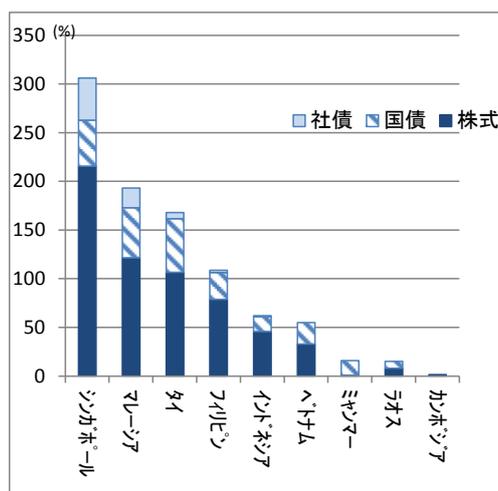
(出所) IMF

図表 15 歳入拡大のための計画

付加価値税VAT	<ul style="list-style-type: none"> ・2019年から基礎税率を10%から12%に引き上げ ・控除対象である物品・サービスへの課税
物品税	<ul style="list-style-type: none"> ・2019年から加糖飲料に対する10%の課税 ・2019年からタバコ製品に係る税率を70%から75%へ引き上げ
法人税	<ul style="list-style-type: none"> ・既存のインセンティブ制度の見直し
環境保護税	<ul style="list-style-type: none"> ・石油・石油製品に対する税率の引き上げ
不動産税	<ul style="list-style-type: none"> ・既存の複雑な「土地税」に関する制度を比較的簡素な「不動産税」に入れ替え

(出所) AMRO

図表 16 アセアン資本市場の規模（GDP 比）



(出所) Asia Bond Online、WB、各国財務省等

2. ベトナムにおける国営企業改革の現状と課題

ベトナムでは長年、国営企業改革に取り組んでいるが、目に見える成果が得られていない。しかし、前述のように、海外からの援助資金に一部依存した経済成長メカニズムから脱却する必要が生じている。こうしたなか、これまでの高い経済成長率を維持するためにも、そして財政健全化を進めるためにも、国営企業改革に本腰を入れることが求められている。

以下では、ベトナム政府が特に力を入れようとしている国営企業改革について、詳しく説明していきたい。

(1) 国営企業改革の歴史

ベトナムでは、ベトナム戦争後に敷かれた計画経済体制により経済発展が停滞したことから、1986年の共産党大会で、市場経済化と対外開放政策への移行を推進するドイモイ政策が決定された。その政策の一環として、1992年にベトナム政府は国営企業改革に着手した。これは、国営企業経営の効率化を目指して、国営企業の民営化、合併、買収、再編及び解散を実施するものである。改革初期の1990年代は企業法や証券市場の環境が整えられておらず、省庁や地方政府が管轄する中小規模の国営企業を中心に再編が行われた。一方、国家戦略上の重要産業⁶については複数の国営企業を集約し、グループごとに再編した。

2005年頃からは重要産業の国営企業が本業以外にも進出し、コングロマリットグループが形成された。その後、グローバル金融危機に伴い、ベトナムでも大規模な金融緩和が進められて資金調達が容易になり、コングロマリットグループは経営効率を無視した形で不動産や株式に投資し、さらに巨大化した。しかし、インフレ抑制のために金融引締め政策に転じた際に、コングロマリットグループでは多額の不良債権が表面化し、債務不履行や実質破綻に陥るところが出てきた。

国営企業を株式会社化したうえで民営化（株式の民間への売却）を試みるようになったのは、2000年代に入った頃からである。世界貿易機関（WTO）に加盟するために国営企業を国際基準に合わせた企業とする必要があったためである⁷。そのために、2005年に政府の国営企業への出資分を統括管理・運用する政府投資会社（ベトナム国家資本投資会社。以下、SCIC）を設置した。また、株式会社化した企業は、資金調達方法の多様化とガバナンスの改善を目的に証券市場に上場させようとした。しかし、国営企業

⁶ 通信、小売、ガス、インフラ、エネルギー業等。

⁷ 国営企業に対する優遇的扱いを廃止し、国有企業の経営の健全化と効率化が進められた。

は需給や価格の調整を通じた政府のマクロ経済操作や雇用確保等の社会的任務を担っていることから、さまざまな中央・地方の政府機関の経営介入があり、株式会社化や上場は計画通りには進まなかった。

2011年になると、ベトナム政府は経済成長重視の政策運営から、経済の安定と成長のバランスを重視した政策運営に転換し、国会において、2015年までに政府が取り組むべき最重要課題の一つとして国営企業改革を掲げた。2014年には国が保有すべき資本割合に応じて国営企業を3つに分類したうえで、株式会社化の対象となる国営企業を売却予定株式割合と共にリスト化した。この頃から、株式の一部を民間企業へ売却する動きがようやく本格化した。

2016年に発足した新内閣は、国営企業改革の加速を決定し、2014年の分類基準の見直しと2016年から2020年の間に株式会社化を予定する137社のリストを公表した。2017年8月には、2020年までの国営企業の株式売却計画を発表した。これは、スケジュールや資本金に対する売却比率を公表するだけでなく、国営企業の管轄省庁に四半期ごとに売却状況を財政省に報告することを義務付けるものである。さらに、2018年2月に政府は、国営企業を一括管理する新組織「国家資本管理委員会」を設立した。省庁、SCIC、地方政府などがそれぞれに管理し縦割りになりがちだった状況を解消し、国営企業改革を加速することが目的である。

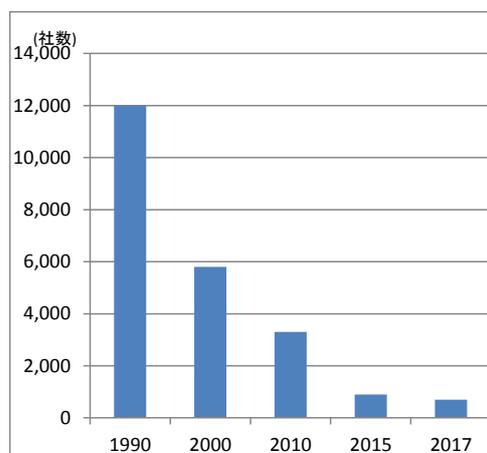
(2) 国営企業の規模

上記のように、ベトナムの国営企業改革は20年以上の期間をかけて進められてきた。しかし、目に見える成果は限定的である。

ベトナムの国営企業数⁸は改革開始前の1990年に1万2,000社あったが、足元では700社まで削減された(図表17)。削減された企業の大半は、利益を生む可能性のない企業や事業規模が小さい企業であり、それら企業の解散や再編は比較的容易に進めることができた。しかしながら、ベトナムの年間GDPの分配における国営企業の割合は、足元でも約3割もある(図表18)。1990年代は4割であったが、それからさほど減っていない。すなわち、国営企業の存在感は、企業数が大幅に減ったにもかかわらず依然として小さくない。実際、重要産業を担う国営企業やそのコングロマリットグループは多く残っている。そのため、セクター別にベトナムの企業規模の平均値を比較すると、国営企業は従業員数や資本が多く、売上高も多い(図表19)。

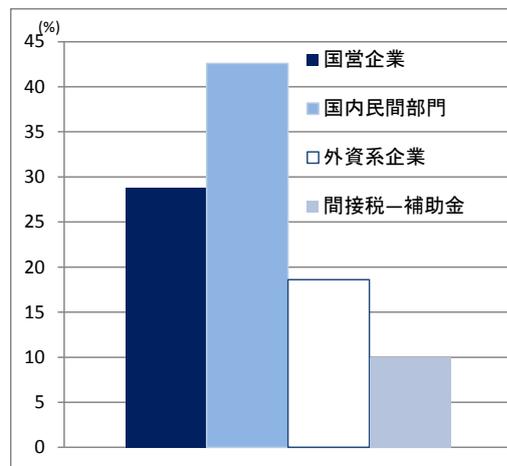
⁸ 国営企業は、州が100%の資本を所有し、中央や地方政府が管理する企業、中央や地方政府が管理する有限責任会社、50%以上の株を政府が所有する株式会社と3つのタイプに分類される。

図表 17 国営企業数推移



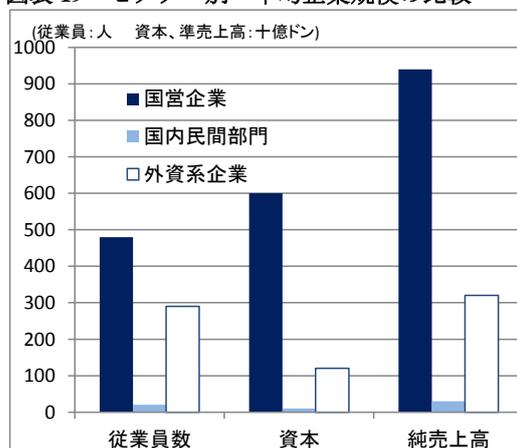
(出所) 各種報道

図表 18 GDP の分配における各セクターの割合



(出所) 統計総局 注：2016年の数値

図表 19 セクター別 平均企業規模の比較



(出所) AMRO 注：2015年

(3) 国営企業民営化における課題

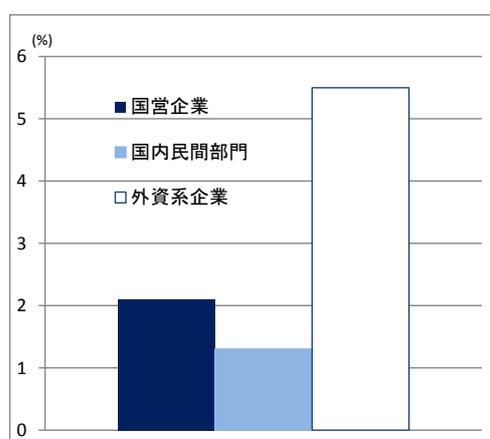
ベトナムは2017年にTPP参加を決定しており、2007年に加盟したWTOよりも一段と高いレベルで公正な競争が行われるよう、市場環境を整える必要がある。このため政府は、国営企業の特恵を廃し、国際レベルの会社法や会計基準を導入して、国営企業改革をいよいよ完遂せざる得なくなっている。また、上述のようにベトナムの財政は悪化しているため、政府は赤字の国営企業を可能な限り高い金額で売却し、その資金で財政赤字を補うことを意図している。

こうしたことから、長年続いた国営企業改革の集大成として、政府は国営企業の民営化を近年積極的に推進しているが、スケジュール通りに進捗するかは不透明である。まず、国営企業への出資者が現れないことが大きな問題として挙げられる。国内の金融市場は他のアセアン諸国と比べて整備が遅れており、また、国内に保険会社や年金基金等

の機関投資家が育っておらず、上場企業の株式を大量取得する個人や企業も不在である。一方、資金力のある海外投資家は、非居住者による株式取得等の投資手続きが煩雑であることに加え、企業の財務内容の情報開示が不十分なことから、ベトナムへの投資を避けている。また、国営企業は長年競争環境にさらされていなかったため、総資本経常利益率（ROA）が外資系企業に比べて低いうえに、負債資本倍率は高く、海外投資家にとりリスクを取る割にはリターンを得にくい投資案件となっている（図表 20、21）。さらに、海外投資家は、出資先に対して先進的な技術や経営手法の指導をするように政府から要求される一方、持分比率制限があるため出資先の経営全体の権限を握ることが原則としてできず、投資のメリットを十分に享受することが難しい。

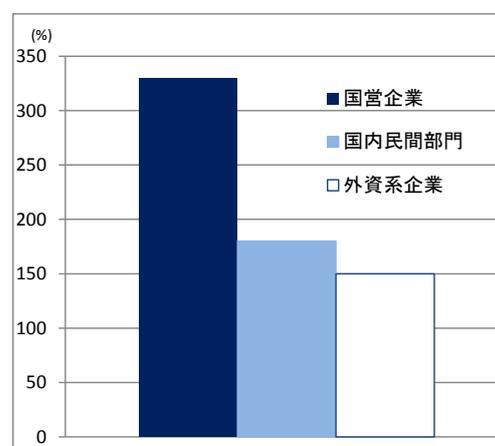
前述のようにここ数年、ベトナム政府は国営企業改革を進めるためのロードマップを制定し、改革の進捗管理を徹底しようとしている。しかし、国営企業改革は国内だけでは完結しない段階に入ってきている。まずは、国営企業の不透明な財務状況や経営手法を正すための各種規制・制度を導入するとともに、海外投資家にとって、わかりやすい株式取得の手続きを制定することが求められる。

図表 20 セクター別 企業の総資本経常利益率



(出所) AMRO 注: 2015 年

図表 21 セクター別 企業の負債資本倍率



(出所) AMRO 注: 2015 年

おわりに

ベトナムは海外からの援助資金を取り込み、これまで高い経済成長を遂げてきた。しかし、この援助資金をベースとした経済発展メカニズムは公的債務が拡大する等、財政悪化にもつながっており、見直しが必要である。また、TPP への加盟も決定し、海外との自由貿易を活性化する上で、国営企業に一部依存した現在の経済構造には限界が生じている。こうしたなか、長年取り組んでいる国営企業改革を本格的に進める必要が出てきた。具体的には、国営企業の民営化を加速すると同時に、海外からの民間投資を取り

込めるよう国際基準の法規制の整備が課題である。

国営企業改革の進捗は、ベトナムの持続的な経済成長、および、財政健全化のカギを握るため、今後も注視する必要があるだろう。

以上

参考文献

- “2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Vietnam” 2018年7月 IMF
- “Vietnam : Selected Issues” 2018年7月 IMF
- “AMRO Annual Consultation Report Vietnam 2017” 2018年7月 IMF
- 「ベトナム経済の現状と今後の展望」 三菱UFJリサーチ&コンサルティング
2018年3月、調査部主任研究員 堀江正人

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>