



EMPIRICAL STUDIES ON PUBLIC DEBT: THE CASE OF VIETNAM

Nguyen Thi Ngoc Anh

(Degree)

博士（経済学）

(Date of Degree)

2017-03-25

(Date of Publication)

2018-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第6957号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1006957>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



学位請求論文審査結果報告要旨

博士学位論文

論文内容の要旨および審査結果の要旨

氏 名	NGUYEN THI NGOC ANH
学位の種類	博 士（経済学）
学位授与の条件	神戸大学学位規程第5条1項該当
学位論文の題目	EMPIRICAL STUDIES ON PUBLIC DEBT: THE CASE OF VIETNAM（政府債務についての実証分析ーベトナムの場合）
審査委員	主査 教授 藤田 誠一 教授 松永 宣明 准教授 樹神 昌弘 准教授 川畑 康治

論文内容の要旨

論文題目： *Empirical Studies on Public Debt : The Case of Vietnam*

氏名： Nguyen Thi Ngoc Anh

本論文は、ベトナム経済が抱えるインフレーション、財政赤字、銀行の不良債権といった問題を国内債務（domestic debt）の観点から関連づけることにより、国内債務の増大がそれらの問題の根源にある点を明らかにした意欲的な論文である。第2章、第3章、第4章では、各テーマに関する先行研究を的確に整理した後、それぞれに適合した計量手法により実証分析が行われている。

第1章 Introduction では、1986年のドイモイ以降のベトナムにおけるマクロ経済指標の推移を示しながら、財政赤字の結果発生する債務について、ベトナムの場合には一人当たりGDPが1000ドルを超え中進国となって以降、対外債務ではなく国内債務が増加する構造となっており、また対外債務と比較して国内債務は満期が短く高金利であるため高コストとなっている点が明らかにされる。また、特に途上国での国内債務の重要性を指摘したChristensen, Reinhart and Rogoffなどの先行研究が紹介される。その上で本論文の課題が、国内債務が国際的信用（第2章）、インフレーション（第3章）、銀行の不良債権（第4章）それぞれの問題に影響していることを実証的に示すことにあるとしている。

第2章 Domestic Debt and Sovereign Credit Risk では、国内債務がベトナムの国家債務リスクの指標であるCDS(Credit Default Swap)スプレッドに及ぼす影響を検証している。CDSは国際的な債券保有者が債務不履行の時の保険として利用する金融資産であるが、1990年代後半から市場が急拡大し、その価格であるCDSスプレッドは当該国の信用リスクの指標として活用されている。本章では、2005年1月から2014年12月の月次データを用い、ベトナムのCDSスプレッドを国内要因（成長率、交易条件の変動、外貨準備高、インフレ率、国内債務、国有企業の倒産ダミー）および対外要因（VIX（シカゴオプション取引所のvolatility index）、中国の成長率）のいずれが説明しているかを、ARDL（Autoregressive Distribution Lag）モデルを用いて長期および短期の変数間の関係を分析し、①初期においては対外要因がCDSスプレッドに強い影響を及ぼすが長期的には国内要因が支配的となる、②国内債務は長期においても短期においてもCDSスプレッドに強い影響を及ぼす、③ベトナムの経済成長は長期的にはCDSスプレッドを増大させる、といった結果を得ている。③については先行研究および期待した効果とは異なっているが、筆者はベトナムの場合経済成長が主として安価な労働や直接投資の増大に依存しており、不安定で、バランスを欠いた質の低いものであるためと解釈している。

第3章 Domestic Debt and Inflation in Vietnam では、ベトナムが抱える大きな問題であるインフレーションを取り上げ、国内債務がインフレの要因となっているかどうかを検証している。先行研究の整理により、近年物価水準の財政理論（Fiscal Theory of Price Level）

にみられるように、金融面だけでなく財政のインフレへの影響に研究の重点が移っていると、本章の意義が述べられている。本章では、2000年第1四半期から2015年第4四半期の四半期データを用い、インフレ率を財政赤字、国内債務の対外債務比率、対民間信用、貸出金利のいずれかで説明できるかを、VECM (Vector Error Correction Model) およびその推定結果に基づくグレンジャー因果性検定を用いて検証し、①長期的には財政要因よりも金融要因がインフレに影響する、②短期的には財政要因の方が金融要因よりインフレに影響している、③財政赤字は銀行の対民間信用や貸出金利に対する因果性を持っておりベトナムにおける金融政策に対する財政の優位を説明している、といった結果を得ている。最後の点は、ベトナムにおいてインフレを抑制するためには、中央銀行の独立性が重要である点を実証的に示したものとなっている。

第4章 Public Debt and Bank's Non-performing Loan では、国内債務がベトナムの銀行の高い不良債権比率に影響を及ぼしているかどうかを検証している。ベトナムでは国債の流通市場が狭いため80%を銀行が保有する一方、政府の債務には国有企業の債務は含まれておらず国内債務残高が過小評価される構造となっていることは、銀行の不良債権の70%が国有企業向け貸し出しであることを考えると、銀行の不良債権問題が国内債務と密接に関連していることがわかる。しかし、データの制約から銀行の国有企業への貸し出しは説明変数としては利用できない。本章では、2004年から2014年までの32の銀行（内4行は国有銀行）の年次データを用いて、不良債権比率を銀行固有の変数（規模、ROA、コスト）、マクロ経済変数（国内債務GDP比率、成長率、インフレ率）、国有企業関連指標（国有企業への貸出GDP比率、国有企業の非効率性）、および3つのダミー変数（世界金融危機、住宅バブル、債務管理会社（VAMC）の設立）で説明できるかを、システムGMM (Generalized Method of Moments) の手法を用いて検証し、①マクロ経済的要因や国有企業への貸出は不良債権比率を高める効果を持つが銀行固有の要因はほとんど影響しない、②経済成長は短期的には不良債権比率を低下させるが長期的には上昇させる、③国内債務の増加はその時の不良債権比率を低下させるが将来の不良債権比率を高める、④債務管理会社の設立は不良債権にほとんど影響しなかった、⑤4大国有銀行を除いた分析では銀行のROAが不良債権に負の効果を持つ、といった結果を得ている。②の結果は先行研究や期待された効果と異なるが、筆者は経済成長の結果不良債権の負担が軽減された銀行が貸出を増加させる過程でリスクの高い融資を行うためと解釈している。また③についても先行研究の結果と異なり、筆者は不良債権比率が高い不況期には国内債務が安全な投資先としての国債需要に応じて供給されるためと説明している。

第5章 Concluding Remarks では、本論文の簡単なまとめと今後の研究課題が整理されている。

論文審査結果の要旨

論文題目: *Empirical Studies on Public Debt: The Case of Vietnam*

氏名: Nguyen Thi Ngoc Anh

本論文は、ベトナムが抱えるマクロ経済問題の根源が国内債務の増大にあることを実証的に明らかにした意欲的な論文であり、その意義は以下の点にまとめられる。

第1に、本論文ではベトナムの債務構造の特徴を整理した上で国内債務に焦点を当て、国家の信用リスク、インフレ、銀行の不良債権との関係を実証的に明らかにすることにより、ベトナム経済が直面している諸問題の根源に国内債務の増大があることを体系的に示した。特に、これまでの研究が対外債務の維持可能性を中心としていたのに対し、一部の先行研究で指摘されていた国内債務の重要性を、ベトナムのデータを用いて明らかにした点は大きな貢献である。

第2に、1990年代後半以降に活発に取引されるようになったCDSを取り上げ、急速な成長を実現しながらも対外的な脆弱性を抱えるベトナム経済の国際信用力が低い原因を実証的に明らかにした。国際信用力を表すCDSスプレッドについて、グローバルな要因が初期には影響力を持つが、長期的には国内の経済状況が重要であり、特に国内債務の増加が重要な要因であることを明確に示している。また、経済成長が短期的には信用力を高めるが長期的には低下させるという先行研究とは異なる結果を導き出したが、これに対し筆者は「中進国の罠」で主張されるベトナムの経済成長の質に起因すると説得的に説明している。

第3に、第2章において中国の成長率を説明変数として追加することにより中国の経済のベトナムの国際信用力への影響が強いことを、また第3章における銀行の対民間貸し出しを説明変数に加えることで国内債務の増加がインフレの主たる原因ではあるが、金融緩和がその傾向を補強していることをそれぞれ明らかにしたことである。これらの指摘は、対外経済関係における中国の比重を低下させる、中央銀行の独立性を強化するというベトナムが直面する政策課題を実証的に明らかにした点で評価できる。

本論文にさらに望まれる点は以下の通りである。

第1に、本論文ではデータの入手可能性から期間およびデータ頻度が異なっている。またこの期間中にもWTO加盟、AFTAへの加盟などベトナムにとって節目となる出来事が挟まっている。第2章では国有企業の破綻の影響をダミー変数として扱ったように、構造変化の可能性についても検討することが望まれる。

第2に、国内債務には国有企業の債務は含まれていないが、この「隠れた債務」は銀行（特に4大国有銀行）の不良債権問題を考える時には重要な要因であるため、国内債務と並ぶ変数として分析の対象とすることが望まれる。

第3に、国有銀行、国有企業の問題に垣間見られるように、ベトナムの経験はベトナム

特有の問題である。債務問題に関する先行研究がこれまでに形成してきた理論的な知見と比較した際に、本論文が明らかにしたベトナムの経験はどのように位置づけることができるのか。この点を理論的に整理することにより、債務問題に関するより一般的な知見の深化に貢献することが望まれる。

しかしながら、これらの点はいずれも今後の研究に待つべきものであって、本論文の意義を損ねるものではない。以上を総合して、下記審査委員は一致して、本論文の提出者が博士（経済学）の学位を授与される資格を持つものと判断する。

平成 29 年 2 月 3 日

密 査 委 員 主査 教 授 藤田 誠一

教 授 松永 宣明

准教授 樹神 昌弘

准教授 川畑 康治