

# ベトナム株式市場緊急レポート

(2022年11月22日)

ベトナムの株式市場は地政学的緊張やグローバルな商品価格の急上昇、中国のゼロコロナ方針、米国連邦準備理事会(FED)の金利引き上げ等世界的な変動によりベトナムVN指数は1月6日のピーク1,528ptから11月16日には911ptをつける調整局面を迎えており、緊急レポートを作成することとした。CPVNによる現状分析と今後の見通しを整理した。結論から言うと長期投資家にとって絶好の投資機会を与えていると考えている。

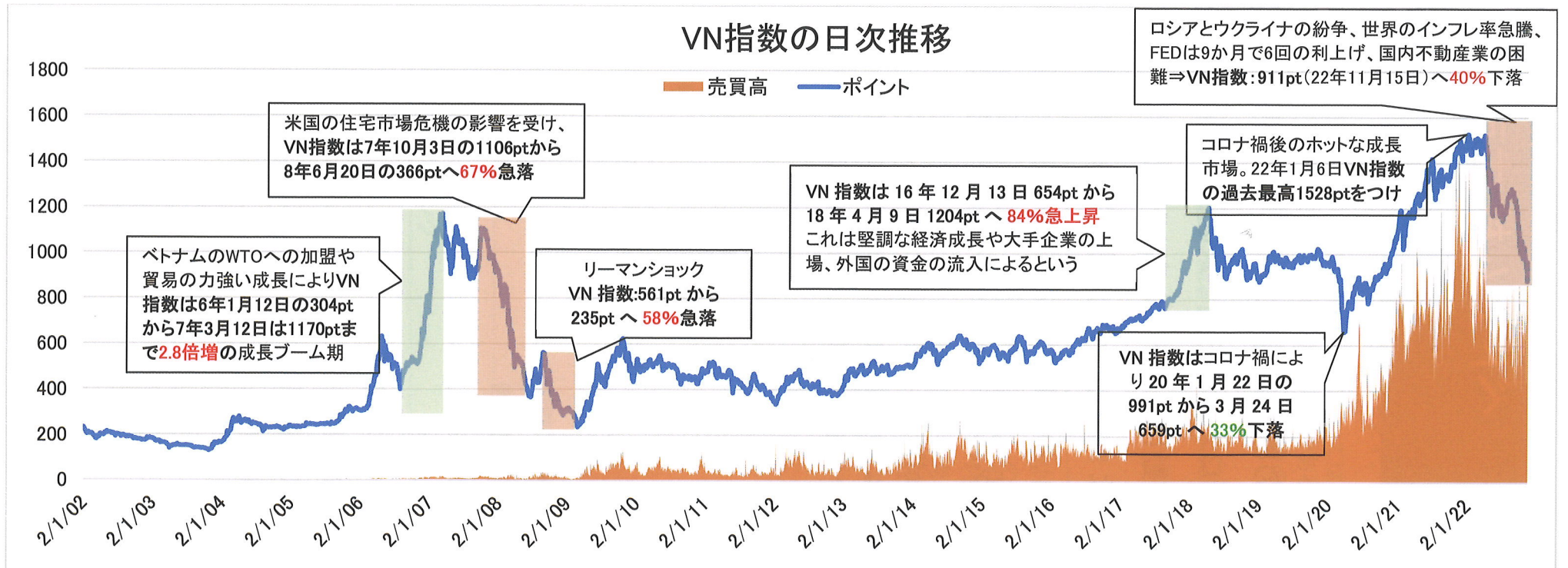
- 市場が国内外の影響を受け40%下落した(1と2ご参照)
- 堅調なマクロ経済と政府の柔軟で効率的な対策、企業の好業績により、現状は900台で値固めに入っている模様、来年以降、長期的な上昇局面を迎える見込み(3ご参照)

## 目次

1.	株式市場の現況	2
2.	今回の下落要因	3
2.1.	国際要因	3
2.2.	国内要因	4
3.	株式市場の見通し	5
3.1.	着実な経済成長	5
3.2.	政府の効果的な政策	6
3.3.	今後の見通し	7

## 1. 株式市場の現況

2000年以降のVN指数のチャートは以下の通り。2006年の黎明期の上昇相場では1,170でピークを付け、その後リーマンショック後に-80%に相当する235まで急落する。その後、2018年に1,207まで約5倍高を演じる。そこからVN指数はコロナ禍の最中2020年3月24日の659まで47%の急落。しかし、ベトナム政府の効果的な疾病予防対策・経済発展政策のおかげでVN指数は2021年末まで上昇を続け22年1月6日に最高値1,528.57を付けた。この間の上昇は2.4倍に達した。その後、海外市場の調整などの影響を受けてベトナム株式市場も調整期に入った。ロシアとウクライナの地政学的対立、米国連銀による連続的な金利引き上げ、中国のゼロコロナ政策、世界的な景気後退のリスクの高まりに加え、VN指数は国内の不動産市場に対する信用不安の懸念が出て、11月15日には年初と比較して40%減の911まで急落している。20年余の経緯を俯瞰すると、ベトナム市場も他の新興国市場と同様にボラティリティの高さが特徴といえる。しかし、その下落率は80%→58%→40%と減少傾向である。



出所:ブルームバーグ、CPVN 編集

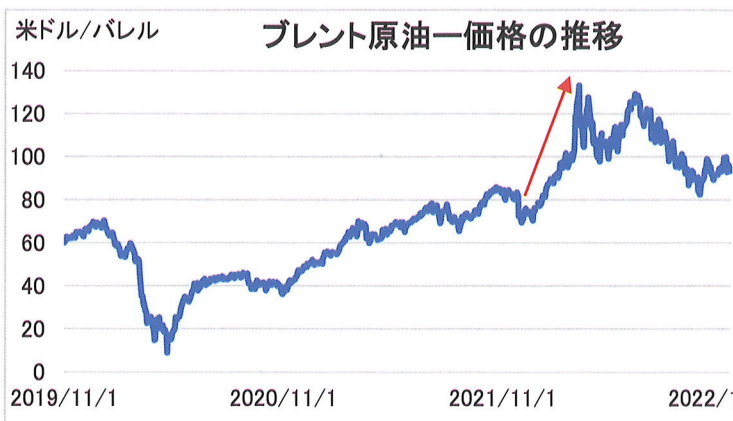


## 2. 今回の下落要因

### 2.1. 国際要因

#### ・ロシアとウクライナ戦争

ロシアとウクライナの紛争は、ガソリン、天然ガス、小麦価格の高騰、石油輸出機構プラス(OPEC+)の減産計画と相まって原油価格への上昇圧力を強めるきっかけとなった。その結果、エネルギー価格や食料価格の上昇をもたらし、世界的なインフレ圧力を強めている。企業の収益面にも大きな影響を与えている。マクロ的には、インフレによる個人消費の低迷と投資支出の停滞で2023年の景気後退(リセッション)の予想が増え始めている。

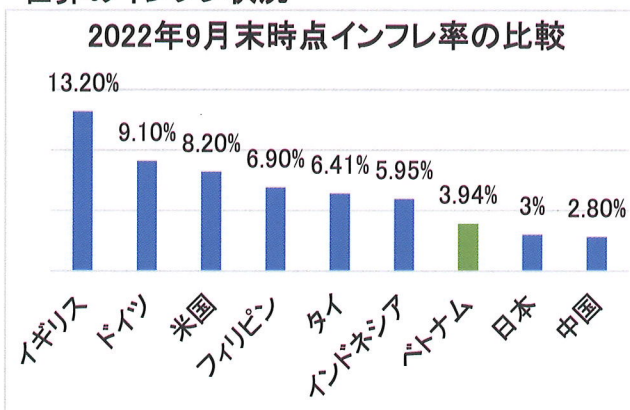


出所: CPVN 編集

#### ・中国の「ゼロコロナ」政策

ベトナムにとって原材料の最大輸入先であり最大の輸出先でもある中国<sup>1</sup>の「ゼロコロナ」政策により、商業ゲートウェイや上海、広西、陝西などの主要な貿易地域が長期にわたって封鎖された。中国との貿易障壁が高まり、原材料価格が上昇した結果、中国との貿易に悪影響を与えている。

#### ・世界のインフレ状況



出所: 各国の統計局、CPVN 編集

2022年を通してインフレ傾向が続いている。その要因はサプライチェーンの混乱、コロナ禍後の労働力不足、エネルギー価格の上昇にある。トルコ、アルゼンチン、ブラジル等の新興経済国はいうに及ばず、欧州、米国、英国等の先進国でもCPIは7.6%~10.2%まで急上昇している。特に、米国の2022年9月のCPIは前年同月比8.2%上昇した。8月に比べて若干鈍化したものの40年ぶりの水準となった。欧州連合統計局(Eurostat)によると、ヨーロッパのCPIは9月の同9.9%から10月には同10.6%上昇へと加速した。

#### ・世界的な景気後退リスク

##### 2022年のGDP成長率予測 (出所: IMF)

国名	4月時点予測	10月時点予測
アメリカ	3.7%	1.6%
ドイツ	2.1%	1.5%
イギリス	3.7%	3.6%
フランス	2.9%	2.5%
日本	2.4%	1.7%
中国	4.4%	3.2%
ベトナム	6.0%	7.0%

国際通貨基金(IMF)が10月に発表したレポートによると主要国の経済成長予測は4月時点と比べて大幅に下方修正された。また、グローバルPMI<sup>2</sup>は7月の50.8ポイントから9月は49.7ポイントへ悪化した。米国、EU、中国等のベトナムの主要貿易相手国で成長減速や景気後退リスクが高まっている兆しが出ている。

<sup>1</sup> 中国はベトナムの21年の総貿易額の約24.8%も占め、ベトナムの主要な貿易パートナーである。

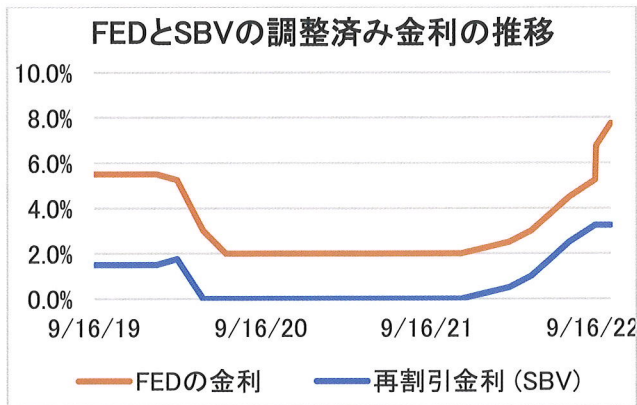
<sup>2</sup> <https://www.pmi.spglobal.com/>



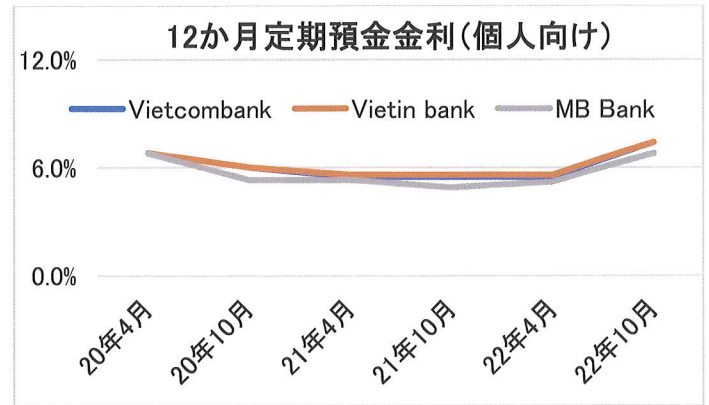
## 2.2. 国内要因

### ・ベトナム国家銀行も金利引き上げ

FED の金利引き上げによるドル高継続が、ドン安を招き、ベトナムのインフレに拍車がかかった。ベトナム国家銀行は9月末と10月末に公定レートと預金金利上限を2回で合計2%引き上げた。これは2年ぶりの引き上げである。10月17日に対US\$のスポット値幅も±3%から±5%に拡大された。市場を安定させるために、中央銀行はドルを売却し続けた。各商業銀行も定期預金金利と貸出金利はその分約1.8~2pct上昇した。2021年末に約1,100億米ドルあった外貨準備は8月には939億ドルまで減少した。



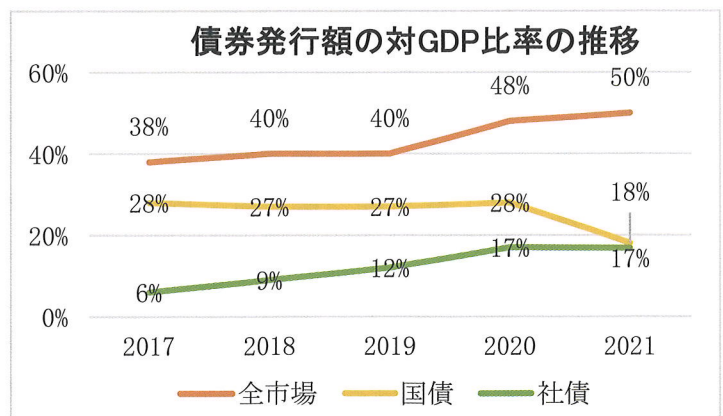
出所: FED、SBV(ベトナム国家銀行)



出所: CPVN 編集

### ・2019-2021年間に社債市場で資金調達が集積、一部の不動産会社の社債に短期的なリスク

2019~2021年間に社債市場の発行総額は年平均64.8%増加した。銀行からの信用が監視される中、不動産セクターにとり社債の発行が徐々に重要な資本調達チャネルになっていた。ベトナム債券市場協会(VBMA)によれば、社債発行経由で資金を調達している不動産会社は280社以上に達した。2021年を抜き出すとこの数字は174社であり、市場全体の総発行額の35.3%を占めていた。



\*保証付国債と地方債は含まない数字

出所: VBMA、CPVN 編集

①発行形式で私募が95.4%圧倒的に占めていること、②発行体は80%以上が未上場企業やプロジェクト企業、新設企業等で銀行借入のアクセスが困難な企業であり、財務力が低い、レバレッジ比率が高い企業であること、③発行券種は70%近くが1-3年の満期(平均満期が3.37年)であるため、2022年第4四半期から2024年までに満期となって社債保有者へ返済するためのキャッシュフロー懸念が広がっていたこと、④法的な制限等の解決に関する短期的な問題点が噴出したこと、などが社債市場でリスクをもたらした要因として挙げられる。さらに、タン・ホアン・ミン社やFLC社、ヴァン・ティン・ファット社等の大手不動産企業の経営陣の逮捕、社債発行の検査等が投資家心理へ悪影響を与えてきた。

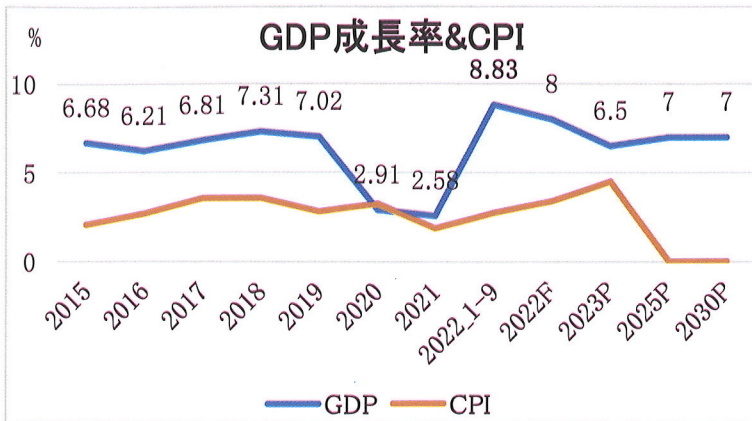
一方、不動産不祥事の影響は限定的且つ短期的と考えられ、ベトナム経済全体としては変わらず高成長を維持することが期待されている。



### 3. 株式市場の見通し

ベトナム株式市場は国内外の変動を受けて1月7日の最高値1,528.5から11月15日には911.9まで40%前後下落した。しかし、CPVNでは、堅調なマクロ経済と政府の柔軟で効率的な対策により、今年は900台で値固めに入っており、来年以降、長期的な上昇局面にする入ると楽観的に見ている。

#### 3.1. 着実な経済成長

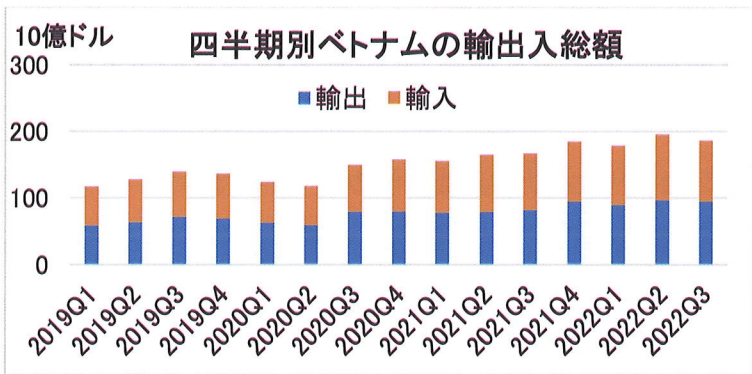


出所:ベトナム統計総局

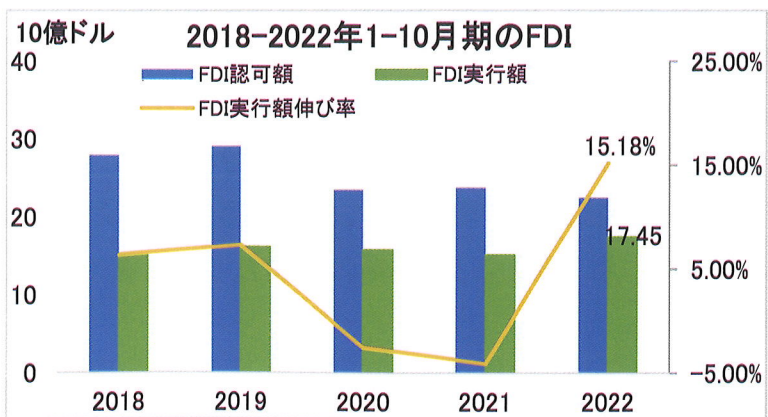
2022年第3四半期のGDPは製造業とサービス業の力強い回復により、前年同期比+13.67%と大きく成長した。年初9か月累計のGDP成長率は+8.83%となった。9か月累計では2011年以降で最高成長率を示した。23年の政府目標GDP成長率は6.5%である。

インフレ圧力の高まりに直面しながらも、今年第3四半期のCPIは前年同期比+3.32%、累計1-10月期に年初10か月のCPIは同+2.89%に抑えられた。

第3四半期の輸出入総額は1,853億米ドルと推定され、前年同期比+11.47%増加した。関税局によれば、累計年初10か月の輸出入総額は6,163億米ドルとなり、同+14.10%増加した。貿易黒字は95.9億米ドルに達した。この結果はベトナムがCPTPP、EVFTA等のFTAをうまく活用しているからだと評価されている。



出所:関税局、統計総局



出所:ベトナム統計総局

2022年1-10月期のFDI実施額は174.5億米ドルに達し、前年同期比+15.2%増加した。これは過去3年で最も高い伸び率である。認可額に対するFDI実施額の比率も過去最高の77.7%となった。

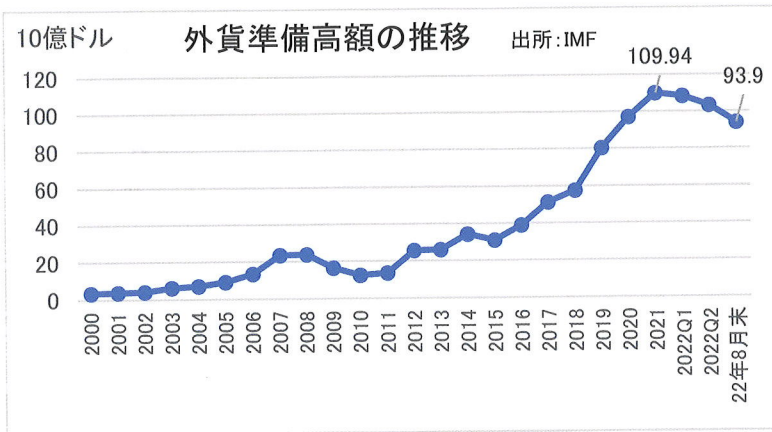
欧州商工会議所(EUROCHAM)によると、ベトナムのビジネス環境指数は22年第3四半期に60.2ポイントへ上昇、コロナ禍前の19年第4四半期の50ポイントから10.2ポイント改善した。

	VND/ USD	JPY/ USD	EUR/ USD	CNY/ USD	GBP/ USD
22年1月1日	22,650	115	0.8877	6.352	0.7425
22年11月15日	24,808	139	1.0392	7.085	1.1904
減価率	8.91%	18%	14.58%	10.35%	37.63%

出所:CPVN 編集

通貨としてのベトナム VND はアセアン域内や世界主要国と比べて、最も安定した通貨の1つだと評価されている。米ドルに対する年初来減価率が約9%にすぎないからである。この減価率はユーロの14.6%、英国ポンドの37.6%、日本円の18%を大きく下回っている。これはベトナム国家銀行の柔軟的且つ適時な対策によるといえる。





2008-2010 年の世界的な金融危機の後、ベトナム政府は外貨準備高を 2011 年の 135.4 億米ドルから 2021 年末には約 1,100 億米ドルへと着実に増やしてきた。2 月以降、通貨と金融の安定性を維持するために、ベトナム国家銀行は米ドルを売却したため、同国の外貨準備高は 8 月末時点で 939 億米ドルになったと IMF では推定している。

### 3.2. 政府の効果的な政策

- マクロ経済を安定化し、インフレ率の安定 (4%未満) を維持し、適時に金利引き上げを実施すること等で主要なバランスを確保している。
- 商工省は燃料、食品、食品、建設資材の価格を厳しく管理し、電気、ガソリン、その他のエネルギーの供給を確保している。
- 生産開発に焦点を当て、科学技術の適用やデジタル変換・外国投資誘致の促進を優先している。
- 財政支援パッケージ(291 兆ドン=約 1.6 兆円<sup>3</sup>)と金銭的支援パッケージ(46 兆ドン=約 2,576 億円)を支出する計画。9 月 2 日時点で、この実行額は約 55.5 兆ドン(約 3,108 億円)となった。
- 不動産業界の短期的な困難性にも政府は対処している。不動産業界の困難性を解決して同市場を発展させるために、政府は財務省(MOF)に対し、国内市場と外国向けの債券の発行・取引に関する 2019 年の政令 153 号の条文を訂正・補足した政令 65/2022/ND-CP に集中すること、短期的には社債に関連する問題にタイムリーな解決策を出すこと、中長期的には市場の健全な発展を促進する責任があることを要求した。さらに、国家銀行(SBV)に対し、製造業や、経済成長のドライバーとなる優先分野に焦点を当て、十分な与信を提供すること、潜在的にリスクのある分野の信用を厳格に管理すること、企業にとって最も重要な 2 つの資本チャネルである株式市場と社債市場の安定化に取り組むこと、市場の透明性と投資家を保護し法律などの制度を整備することを要求した。

今後の政府の包括的かつ効果的なマクロ経済の安定化および調整政策により、2022 年の第 4 四半期の経済状況について楽観的な見方を政府側が維持していると CPVN では捉えている。

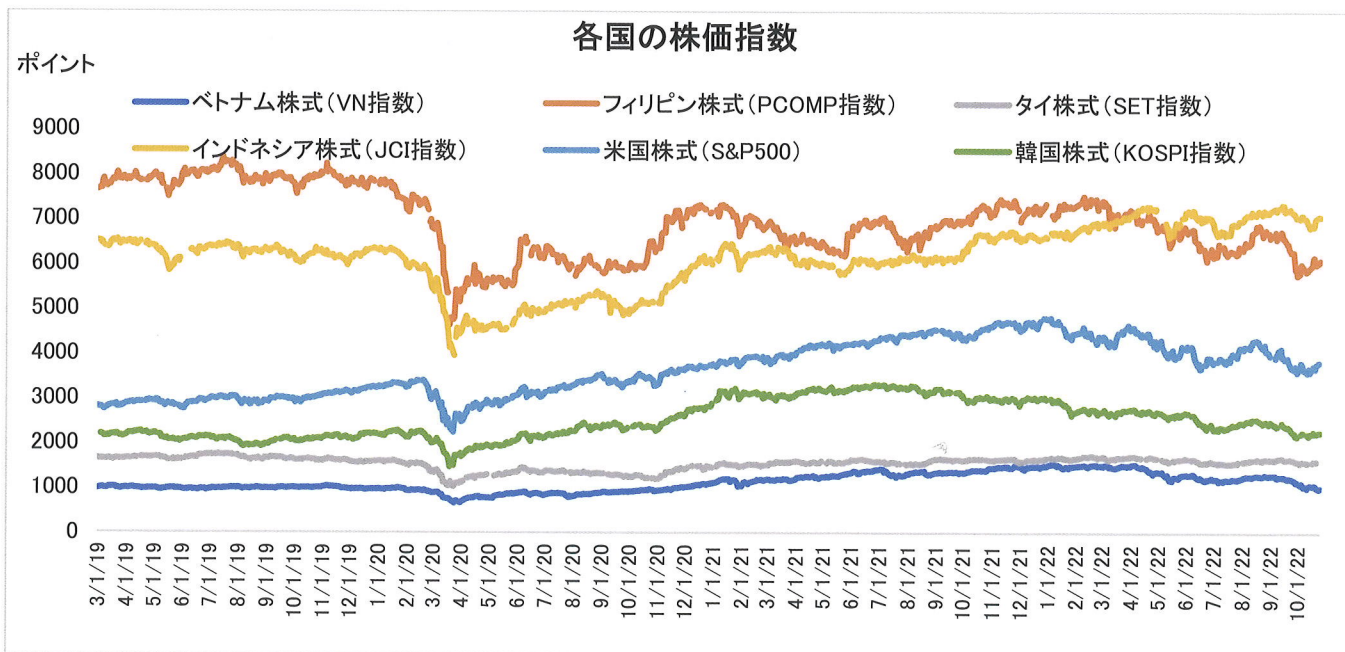
<sup>3</sup> 本レポートで 10,000VND=56 円の為替レートで換算しておく。



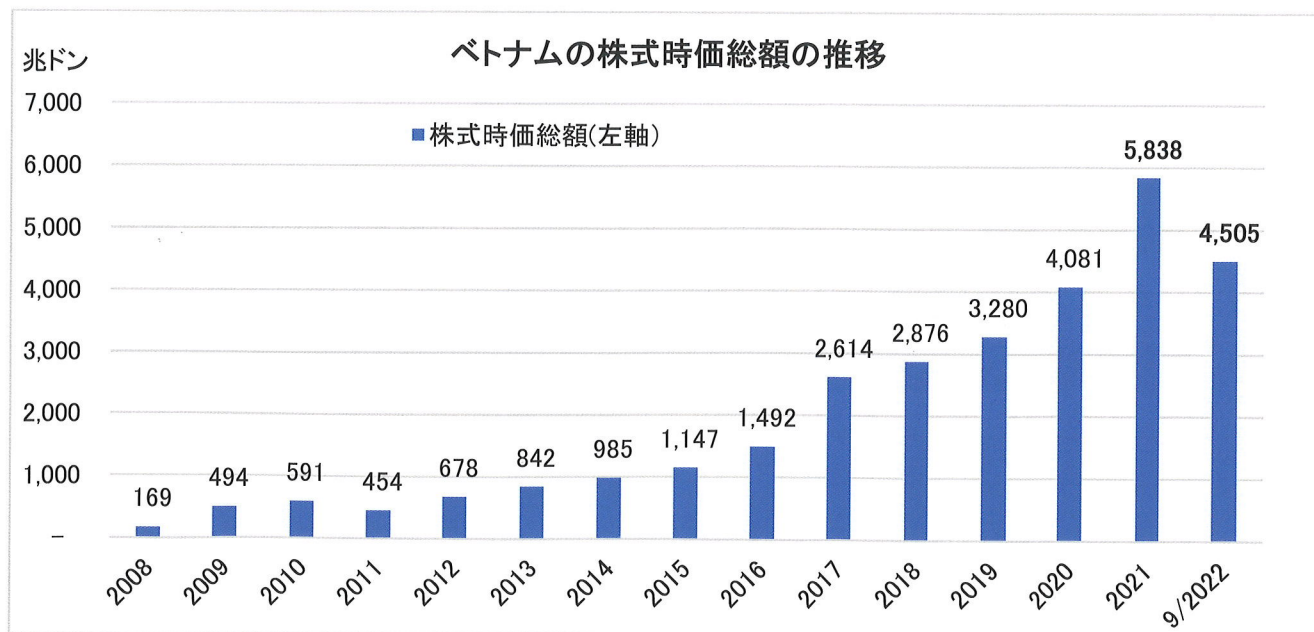
### 3.3. 今後の見通し

上記の通り、ベトナム市場は2年間大きく上昇した後、国内外の変動の影響を受け、調整した。各国の株価指数のグラフから、ベトナム市場が国際市場と連動していることが理解できる。世界市場が回復していることに加え、国内の課題も徐々に解決されているため、ベトナム株式市場は今後回復に向かい、中長期的にさらなる発展を遂げていくとCPVNでは予想している。

グローバル経済と国内由来のリスク・圧力にもかかわらず、比較的低いインフレ率や堅調な為替レートなど、ベトナムは依然としてマクロ経済のファンダメンタルズを制御していることと、同時に(5頁のGDP成長率に表現したように)高い経済成長力も維持していることを強調しておきたい。



- 株式市場の規模は急激に拡大している。2021年に株式時価総額は5,838兆ドン(約32.7兆円)に達し、2008年の34.5倍となった。今後も拡大していく見通しである。





- 社会経済活動の再開により、企業の生産活動が力強く回復していることは基本的にポジティブである。主要上場企業約 200 社について、2022 年第 3 四半期の税引き後利益(集計値)は前年同期比で 42%増加、9 か月(1~9 月)累計では 30%増加した。これは株式市場の牽引役の一つだと考えられる。

代表的なブルーチップ企業の 22 年 1~9 月期の業績

番号	証券コード	業界	売上高				税引き後利益			
			2022 年第 3 四半期	2022 年 1~9 月	2021 年同四半期比	2021 年 1~9 月比	2022 年第 3 四半期	2022 年 1~9 月	2021 年同四半期比	2021 年 1~9 月比
1	FPT	情報技術	11,149	30,977	28.3%	24.1%	1,756	4,856	27.7%	28.3%
2	TCB	銀行	10,338	31,475	17.8%	16.9%	5,368	16,864	21.1%	23.0%
3	DGC	化学	3,696	11,333	75.5%	86.0%	1,514	4,917	210.1%	341.7%
4	DCM	化学薬品、肥料	3,458	11,887	82.3%	87.7%	731	3,272	95.5%	297.7%
5	PDR	不動産	11	1,490	-99.1%	-37.7%	711	1,399	17.2%	26.1%
6	VHC	シーフード	3,376	10,976	51.3%	72.4%	460	1,815	79.5%	179.7%
7	HSG	鉄鋼	12,234	41,938	-6.2%	26.8%	265	1,138	-84.4%	-66.3%
8	DHG	薬品	1,162	3,346	23.0%	15.0%	262	752	30.3%	24.2%
9	PNJ	金属	7,443	25,815	736.2%	104.3%	252	1,340	-258.1%	132.8%
10	VGC	建材	3,213	11,319	45.3%	50.6%	265	1,710	26.9%	104.0%

出所: ホーチミン取引所、企業データに基づき CPVN 編集

- 中期的にベトナムの見通しは国際的な信用格付け機関に「ポジティブ」と評価されている。2022 年 10 月末にフィッチ・レーティングスはベトナムの長期外貨発行体をポジティブな見通しで「BB」に格付けた。政府債務、対外債務、財政赤字は同様の国と比べて依然として低いとの評価である。
- ベトナム株式市場の PER は魅力的な水準にある

現在ベトナムの株式市場はかなり割安であるといえる。PER は 10.16 倍(22 年 11 月 6 日現在)で、アジア地域や世界の他の国よりも低めの水準にある。以下の表から、高水準な経済成長率を維持しつつ、比較的 low 水準な PER を示すベトナムの魅力を感じ取ることができよう。

ベトナムと他の国の GDP 成長率・PER の比較

	PER	GDP 2022F	GDP 2023F
インド	22.97	6.8%	6.1%
米国	18.22	1.6%	1.0%
タイ	15.28	2.8%	3.7%
中国	13.77	3.2%	4.4%
フィリピン	15.33	6.5%	5.0%
インドネシア	14.02	5.3%	5.0%
<b>ベトナム</b>	<b>10.16</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.2%</b>

出所: ブルームバーグ、IMF の WorldEconomicOutlook(22 年 10 月)



他の小規模な新興国市場と同様、ベトナムの株式市場も国際的なイベントに直面した際のボラティリティが高いという特徴を有している。米国の住宅市場危機とリーマンショックに端を発した景気後退時には、VN 指数は 1,106 ポイントのピークから約 80%下落した。その後、ベトナム市場も回復し、2017~2021 年にかけて VN 指数は 1,528 という新たなピークに達したが、11 月 15 日にかけて約 40%下落した。米連邦準備理事会(FED)による金利上げペースの減速期待を背景に回復していた米国など海外の株式市場に比べ、不動産業界の短期的困難性にも直面したベトナム株式市場の回復は遅れていたが、11 月 16 日に付けたザラ場 900 割れ(873.78)を底として、ベトナム株式市場も回復基調に転じた可能性がある。高い成長力を併せもったベトナム市場が低水準の PER にあることは、ベトナム市場の魅力が高いことを意味しており、投資家にとって長期的に投資する好機だと捉えることができよう。

世界中の株価指数の PER と EPS の成長の予測

株式市場	指数	時価総額 (10 億米ドル)	パフォーマンス						EPS の成長 (%)				PER		
			3 か月	6 か月	9 か月	1 年	2 年	3 年	2021	過去 12 カ月	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
Vietnam	VNINDEX	157.28	-26.6%	-25.9%	-37.7%	-36.6%	1.7%	3.6%	34.5	11.1	18.3	17.8	17.4	9.5	8.1
US	SPX	34,473.73	-7.9%	0.6%	-9.3%	-16.1%	10.6%	26.4%	56.1	7.2	14.8	6.4	24.7	17.8	16.8
Korea	KOSPI	1,391.59	-2.3%	-6.7%	-10.7%	-16.9%	-3.7%	15.3%	108.1	(11.6)	(10.2)	(2.2)	12.5	11.4	11.7
Japan	NKY	3,480.61	-3.6%	3.7%	2.9%	-5.7%	8.5%	20.6%	100.6	(15.3)	6.5	(2.0)	16.4	15.0	15.2
China	SHCOMP	6,187.01	-5.0%	0.9%	-10.8%	-11.6%	-7.0%	7.0%	16.7	(2.3)	20.5	14.4	15.9	11.3	9.9
Hong Kong	HSI	2,543.70	-9.0%	-12.8%	-26.0%	-28.9%	-32.2%	-33.1%	38.0	0.3	(31.3)	14.4	8.9	10.1	8.8
Taiwan	TWSE	1,451.80	-5.8%	-11.0%	-20.4%	-18.7%	5.3%	24.7%	74.9	3.9	5.7	(15.4)	13.8	10.4	12.3
India	SENSEX	1,483.15	2.2%	13.6%	6.5%	3.3%	39.4%	51.5%	62.9	14.2	15.0	17.9	25.0	23.0	19.5
Thailand	SET	546.55	-1.3%	-0.3%	-5.7%	-2.2%	18.3%	1.1%	158.3	8.9	9.2	5.3	17.4	15.6	14.8
Malaysia	FBMKLCI	213.62	-4.5%	-6.4%	-9.7%	-5.0%	-10.0%	-9.5%	46.9	(15.5)	(2.7)	11.9	15.0	14.3	12.7
Indonesia	JCI	602.25	-1.4%	4.3%	2.8%	6.7%	27.5%	15.1%	151.7	68.0	52.4	(0.6)	21.5	15.1	15.2
Philippines	PCOMP	157.02	-6.0%	-4.6%	-13.5%	-12.1%	-9.0%	-18.8%	55.4	27.0	23.7	16.0	21.0	15.3	13.2
Singapore	STI	371.68	0.5%	2.4%	-4.7%	1.4%	2.3%	-10.3%	210.3	22.5	17.9	12.5	13.7	12.2	10.8

出所: Bloomberg、CPVN 編集(2022 年 11 月 17 日時点の為替レートと時価総額)

## 結論

昨今のベトナム株式市場の調整局面は、長期投資家にとって絶好の投資機会を与えていると CPVN では考えている。

着実なマクロ経済成長、政府の柔軟的かつ効果的な経済対策、企業の持続的な成長力に加えて、2025 年に MSCI の「フロンティア市場」から「新興国市場」へと昇格することをベトナム財務省が目標設定していること、その目標を達成するために必要とされる施策に積極的かつスピーディーに取り組んでいることなどを考慮すれば、現状のベトナム株式市場は非常に魅力的であるといえる。



(メモ用)

## 免責事項

本レポートは投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。本レポートに記載されている情報および記述は、CPVN が信頼できる、入手可能な、正当なものとする情報源に基づいたものであり、CPVN が提供するものです。しかしながら、CPVN はこの情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解は、予告なしに変更されることがあります。

CPVN は、本レポートまたはその内容の使用から生じる直接的または間接的な損失については一切の責任を負いません。本レポートの利用者は、本レポートの記述が CPVN アナリストの主観的意見であることに留意すべきです。本レポートに記載された情報、予測、記述などは、ご利用につきましては、ご利用者のご判断において、ご利用者ご自身の責任においてご利用ください。

本レポートに関する知的所有権は、CPVN に帰属し、承諾なしに、複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

CPVN: 13F, No.4, Lieu Giai Street, Hanoi, Vietnam

電話: +84-4-3232-1581; E-mail: info@cpvn.vn

本レポートは、ベトナムの CapitalPartnersVietnamConsultingCompanyLimited (CPVN) 社が作成したものです。本レポートは、信頼できると考えられる公開情報に基づき作成されたものですが、その内容の正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、今後、予告なく変更されたことがあります。本レポートは投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。本レポートに含まれる情報につきましては、投資家ご自身の判断と責任においてご利用ください。キャピタル・パートナーズ証券はグループ会社を通じてCPVN社に対価を支払っています。

商号等: キャピタル・パートナーズ証券株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第62号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.capital.co.jp/>

[事業所]

本社・本店

〒101-0047 東京都千代田区内神田 1-13-7 四国ビルディング

電話番号: 03-3518-9300 (代表)

大阪支店

〒541-0041 大阪府大阪市中央区北浜 1-3-14 リバーポイント北浜

電話番号: 06-6232-8370 (代表)

福岡支店

〒810-0801 福岡県福岡市博多区中洲 5-5-13KDC 福岡ビル

電話番号: 092-272-0873 (代表)