

# ベトナム株式市場の現況と展望



## 《好調なファンダメンタルズ》

IMF（国際通貨基金）は9月にベトナムの2022年の経済成長率予測を4月時点の5.3%から7.2%へ上方修正した。同じ期間の比較でみると世界全体を含めて多くの国と地域が下方修正となったが、大幅な上方修正となった。また、10月に公表された2023年の経済成長率予測は世界経済の減速の影響を受けて6.7%（前回予測は7.2%）へ下方修正されたが、中国の4.4%、インドの6.1%を上回る高い水準での成長が予測されている。

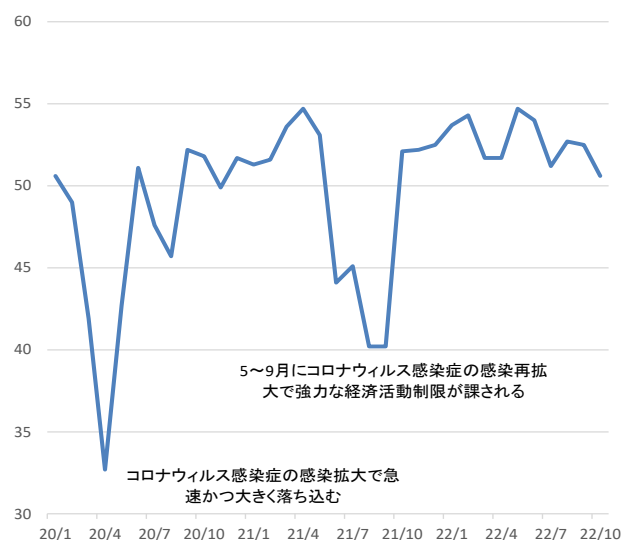
IMFによると2023年の世界経済は厳しい状況に陥るリスクが高まっているとのことである。ベトナムの輸出や設備投資も減速が予想される。しかし、物価上昇が落ち着いていることや、小売売上高の好調に裏打ちされた内需拡大が見込めること、中国からの生産移管が設備投資減速を緩和することといった要因が強い成長見通しをサポートしている。

ベトナムの2022年7-9月期の実質GDPの前年同期比成長率は13.67%増（速報値）となった。前年同期には強い経済活動制限の実施によりGDPが同6.0%減と落ち込んでいたため、その反動が加わって大きな成長率となった。2022年1-9月累計の実質GDPは同8.83%増となり、2022年のベトナムの経済成長は政府目標6.0~6.5%、IMFの最新の予測7.0%を上回るペースで進捗しているようだ。一段の経済成長率の上振れも十分に期待できる状況にあると考えられる。

10月の経済統計も堅調となっている。鉱工業生産は前年同月比6.3%増、小売売上高は同17.1%増、FDI（海外直接投資）認可額は同136.3%増の37.6億ドルと生産、消費、投資は前年を上回って推移している。貿易収支は22.7億ドルの黒字（前年同期は28.2億ドルの黒字）を確保している。CPI（消費者物価指数）は同4.3%とベトナム中央銀行の政策目標4.0%を若干上回ったが、その程度は欧米に比べて小さく、管理可能な水準とみて良さそうだ。

全く懸念点がないわけでもない。例えば10月FDI認可額は増加しているが、2022年1-10月累計では前年同期比5.4%の減少となっている。期待されていた中国からの生産拠点移転などによるFDI増加は滞っているようだ。また、製造業PMIは5月をピークに頭打ちになっており、10月は前月から1.9ポイント低下して50.6となった。好不況の分かれ目となる50に接近している。世界景気の減速懸念、9月に実施された政策金利引き上げなどによって経済成長ペースの減速リスクが高まっている可能性はあるが、IMFのベトナム経済の成長率予想を大きく覆すようなリスクとして考えるのは行き過ぎだろう。

図表1 ベトナムの製造業PMI推移



出所 ACB証券（ベトナム）の資料をもとに当社作成

### ニュース証券株式会社【関東財務局長（金商）第138号】

加入協会 日本証券業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 主な事業 金融商品取引業

有効期限作成日より180日

News20221117

本資料は情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は信頼できる情報源から作成したものです。その正確性を保証するものではありません。統計数値は過去の実績であり将来の成果を保証するものではありません。株式は、価格変動リスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク（カウンターパーティーリスク）、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。

## ベトナム株式市場の現況と展望



## 《2022年1-9月期のベトナム上場企業の業績は全体として堅調》

ベトナム企業の業績も堅調に推移している。ACB証券（ベトナムの大手商業銀行であるアジア商業銀行の証券子会社）の集計によると、2022年1-9月期のホーチミン証券取引所の上場企業の業績（合計）は売上高が前年同期比20.1%増、税引後利益が同15.9%増になったとのことである（図表2）。2022年7-9月期でみると売上高は同28.7%増、税引後利益は同14.7%となっており、1-6月期実績（売上高同16.6%増、税引後利益同18.8%増）からみると売上高の増加ペースは加速している一方、税引後利益は若干減速している。前年の7-9月が厳しい経済活動制限が実施されていたため、2022年7-9月期に反動増があった業種（各種消費関連や空運を中心とした運輸等）とそうでない業種（証券を中心としたその他金融や建設資材を中心とした素材）との間に大きな格差がみられる点には注意が必要だが、全体としてみれば2桁を超える利益成長が続いている。

時価総額ウェイトが最大の銀行セクターは大手行を中心に貸倒引当金が前年同期から大きく減少したことが業績拡大加速に繋がり、全体を牽引している。同第2位の不動産セクターは売上高、税引前利益ともに回復を示している。遅れていた住宅の販売が2022年7月以降本格化し始めていることが貢献しているようだ。同第3位の食品・飲料・タバコセクターは税引後利益の増加ペースが減速したものの安定した成長を続けている。同第4位の素材セクターは主に鉄鋼業界の不振によって業績悪化が加速している。建設用鋼材需要が伸び悩んでいるため鋼材の販売価格が下落する一方、原材料の価格は上昇あるいは高止まりしているため、採算が急速に悪化したようだ。

以上のように、全体としてみれば堅調だが、業種個別でかなりのばらつきが生じていること、業績拡大の牽引役が銀行セクターであること、2022年10-12月期以降は世界経済の低迷の影響を受けて業績成長が鈍化する可能性があることには留意する必要があるだろう。

図表2 2022年1-9月累計税引後利益の前年同期比増減ランキング（単位、%）

業種	代表的な銘柄 (ティッカー)	時価総額 (十億VND,9月末時点)	2022年7-9月期		2022年1-9月期	
			売上高	税引後利益	売上高	税引後利益
運輸	VJC	157.0	202.5	53.3	110.3	77.1
消費財	PNJ,TCM	42.1	123.8	736.8	53.6	61.5
ハイテク機器流通・設置	DGW	10.0	58.6	68.2	37.8	59.8
銀行	VCB,MBB	1,338.3	27.5	56.6	19.9	40.9
公益	GAS,POW	323.5	31.5	2.2	24.6	35.7
ソフトウェア	FPT	89.4	26.3	29.4	23.2	30.3
医薬品	DHG,IMP	27.3	14.4	31.1	14.4	25.6
食品・飲料・タバコ	MSN,VNM,VHC	501.4	8.4	8.0	8.5	21.3
小売	MWG,FRT	93.1	53.3	55.2	29.2	20.4
資本財	GEX,VGC	163.3	36.6	3.3	19.4	7.8
不動産	VIC,VHM	850.9	0.3	51.6	-29.6	-6.7
保険	BVH	50.1	14.8	-20.1	10.1	-15.2
その他金融	SSI,BCG	89.0	-21.7	-66.1	-1.8	-37.1
素材	HPG,DGC	275.4	-0.8	-93.3	17.9	-38.9
エネルギー	PVD,PGC	54.6	101.5	20.1	80.8	-71.4
合計		4098.4	28.7	14.7	20.1	15.9

注 業種分類はベトナムのACB証券の分類に基づいているが、時価総額10兆VNDを下回る業種は割愛している

出所 ACB証券(ベトナム)の資料をもとに当社作成

## ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

有効期限作成日より180日

News20221117

主な事業 金融商品取引業

本資料は情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は信頼できる情報源から作成したものです。その正確性を保証するものではありません。統計数値は過去の実績であり将来の成果を保証するものではありません。株式は、価格変動リスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。

# ベトナム株式市場の現況と展望



## 《株価下落はパニックによるもの》

好調なベトナム経済や企業業績といった良好なファンダメンタルズに反し、株価のパフォーマンスは厳しい状況となっている。11月11日のVN指数の終値954.53は2021年末と比較すると36%の下落となっている。また、営業日ベースの1年移動平均値（240日移動平均値）からの乖離率は、コロナウィルス感染症の感染拡大によるパニック以来、この10年で2度しかない低水準にまで落ち込んでいる。ベトナムの経済成長の長期的な可能性や足元の企業業績動向を考慮すると株価の下落は行き過ぎている可能性があるといえよう。

2022年4月に発覚した上場大手不動産企業の関与が疑われる株価操縦事件の発覚以降に株価の下落が始まり、米国のインフレ抑制のための急激な利上げ、低いインフレ率にもかかわらずVND（ベトナムドン）防衛のために政策金利の引き上げに追い込まれたこと、非上場不動産大手企業による不正社債発行疑惑に端を発した中堅商業銀行の信用不安などの悪材料が下落を促したと考えられる。また、ACB証券は10月下旬以降の下落要因については以下の5点を挙げている。



- ① 株式市場の売買の8～9割を占める個人投資家の資金が、発行企業の開示情報に対する不信の高まりや預金金利の上昇によって株式市場から逃避し始めていること
- ② 中国、米国、欧州の景気後退懸念が高まっていることから業績の先行き不安が台頭し、投資マインドが冷え込んでいること
- ③ 上場不動産大手が株式分割を延期したことにより信用不安の思惑が台頭したこと
- ④ 政府と不動産業界の代表が状況の改善を目指して会合を持ったが具体案が出てこなかったことに対する失望
- ⑤ 追加証拠金を補填するための処分売りが雪だるま式に膨らんだこと

以上の下落要因をみると、これから人口ボーナスが期待できるベトナムの中長期的な経済成長の可能性に大きなマイナスを与えるものではないといえる。前回の1年移動平均値30%水準になった時と同様にパニック的な株式市場からの資金退避が発生したとみるべきだろう。しかし、今回のパニックは外的ショックではなく、ベトナム国内の歪みが原因である。この歪みの解消されるペースがリバウンドのペースに大きな影響を与える点には注意が必要だろう。

### ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 主な事業 金融商品取引業

有効期限作成日より180日

News20221117

本資料は情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は信頼できる情報源から作成したものです。その正確性を保証するものではありません。統計数値は過去の実績であり将来の成果を保証するものではありません。株式は、価格変動リスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。

# ベトナム株式市場の現況と展望



## 《ベトナム株式の展望～国際競争力に注目》

2022年に株式市場下落のカタリストになった事件の多くは不動産業界に関連するものである。その不動産業界は社債発行や銀行融資によって資金を調達し、業容を急速に拡大してきた。この急成長の過程で歪みが生じ、守られるべきモラルの一部が破綻したと考えられる。

不動産や銀行業界はこの歪みの修正を迫られるだろう。そして、それは業界や債務の再編を伴うものになるだろう。再編の執行は各企業の業績に対して大きなマイナスのインパクトを与えるイベントになる可能性がある。政治の介入が必要になる場合もあるだろうし、政府の資金的なサポートが必要になる可能性もある。傷は何れ癒えるとはいえ、投資家への利益還元体制確立や情報開示体制の整備までは時間がかかる可能性がある。

不動産と銀行セクターのVN指数時価総額に占めるウェートは53%に達する（図表1参照）。この2業種が業績に不安を抱える状況が続くと仮定すると、政府の積極的な介入による早期決着が図られない限り、VN指数の戻りは限定的になる可能性がある。逆に中長期的に考えると、VN指数の戻り及び持続的な上昇はこの2業種以外の業種の業績成長にかかっているといえよう。

その他の業種についても慎重な吟味が必要だろう。今後は「1970～80年代の日本と同じ」というような単純な見方は避けた方がよいかもかもしれない。例えば当時日本は産業育成のために自国産業を徹底的に保護していたが、ベトナムはFTA(自由貿易協定)を積極的に締結して産業保護政策は行っていない。国内市場でも海外市場でも国際的に競争力のある企業により注目が集まるとみられる。

### ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 主な事業 金融商品取引業

有効期限作成日より180日

News20221117

本資料は情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は信頼できる情報源から作成したのですが、その正確性を保証するものではありません。統計数値は過去の実績であり将来の成果を保証するものではありません。株式は、価格変動リスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。