

4月からのベトナム株の下落について

不動産企業の不祥事がきっかけだが、影響は限定的と予想

2022年4月27日

お伝えしたいポイント

- 不動産企業の経営者逮捕をきっかけに市場心理が悪化し、株価下落
- 不動産業への規制が銀行システムの不安定化につながる可能性は低い
- 経済・株式市場の構造的な変化への期待が、外国からの資金流入を促そう

不動産企業の経営者逮捕をきっかけに市場心理が悪化し、株価下落

年初まで史上最高値を更新していたベトナム株式市場ですが、4月に入り大きく下落しました【図表1】。特に4月25日は、主要株価指数のVN指数が▲5.0%と大幅に下落しました。株価下落の背景に関しては、FRB（米国連邦準備制度理事会）の金融引き締め加速観測など外部要因に加え、ベトナム国内では、不動産企業の経営者逮捕のニュースが相次いだことが挙げられます。これらを受け、国内投資家中心に利益確定の動きが強まった模様です。

渦中の不動産企業は、自社株売却をめぐる相場操縦容疑で3月29日に会長およびその親族が逮捕されたFLCグループ【図表2】と、違法な社債発行を繰り返したことで4月5日に会長が逮捕されたタンホアンミン・グループ（Tan Hoang Minh group）です。後者のタンホアンミン・グループは、非上場会社ですが、不動産企業の重要な資金調達源が社債市場であるため、その悪影響への懸念が不動産株の下落を招きました。

図表1 ベトナム株価指数の推移



図表2 FLCグループの株価推移



不動産業への規制が銀行システムの不安定化につながる可能性は低い

Ⅰ 当局の調査や規制強化は、株式市場と社債市場の透明性の高まりに寄与しよう

不動産企業の経営者逮捕が相次いだため、政府当局は業界の調査や規制強化に動いており、足元では市場心理の悪化要因になっています。ただし、長い目で見れば株式市場や社債市場の透明性の高まりに寄与すると考えられます。

FLCグループの経営者による相場操縦では、経営者が事前の情報開示なく同社株を売却し不正に株価上昇の利益を得たとされていますが、あくまで個別企業の問題とみられます。経営者逮捕後、一部プロジェクトの停止や銀行の融資回収が報じられたことが不安視されましたが、同社の規模は限定的であり、また現地報道では事業計画の継続などが伝えられたため、やや不安感が後退しています。

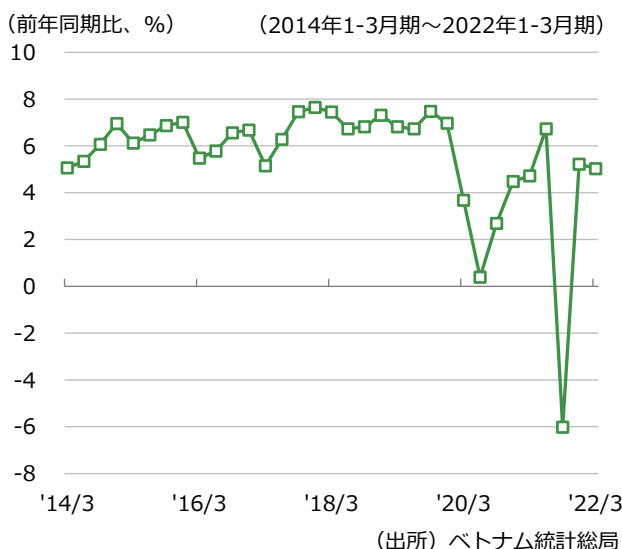
タンホアンミン・グループに関しては、不正の発端は2021年12月に異例の高値で土地を落札したことです。その後、同社が異常な高金利での社債発行や、資金調達時の説明とは異なる用途の土地売買に資金を転用したことが発覚し、ベトナム国家証券委員会が同社の9回分の社債発行を取り消す展開となりました。なお、当局は社債投資家を保護するため、負債比率の高い企業に担保設定を義務付けることや、社債発行時の資金用途に関して他社への融資を禁止するなどの規制強化に取り組み始めています。

Ⅰ ベトナムの銀行システムは健全とみられる

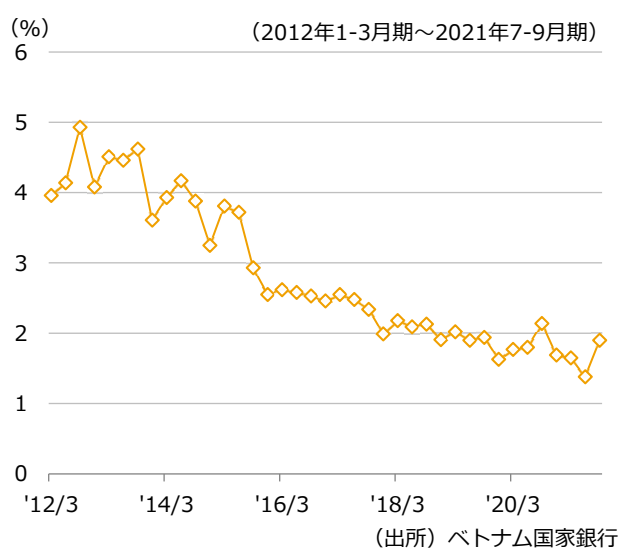
不動産業への規制や社債市場の調整が銀行システムの安定を脅かすことが懸念されますが、ベトナムの場合は長年にわたり不良債権処理を進めてきたこともあり、銀行システムは相対的に健全とみられます。不良債権比率は、2012年以降低下傾向にあり、コロナ禍でも大幅な上昇はみられていません【図表4】。今月には政府が「銀行業界の不良債権の試験的処理」を2023年末まで継続することを発表したことも安心感をもたらします。

また、ベトナムはゼロコロナ政策からウィズコロナ政策に転換していますが、製造業部門と建設部門がけん引役となり、景気回復は順調です。政府の2022年の経済成長目標値の「6.5%前後」が実現される可能性は高く【図表3】、成長率の加速が不良債権比率を抑制するとも考えられます。

Ⅰ 図表3 ベトナムの実質GDP成長率



Ⅰ 図表4 ベトナムの不良債権比率



経済・株式市場の構造的な変化への期待が、外国からの資金流入を促そう

■ 株価調整の局面で、外国投資家は買い増しに動く

今般のベトナム株の下落は、国内勢の売りが主導したとみられます。一方で、2021年に利益確定の傾向が強かった外国人投資家は、株価が調整した局面で一転買い増しに動いています【図表5】。

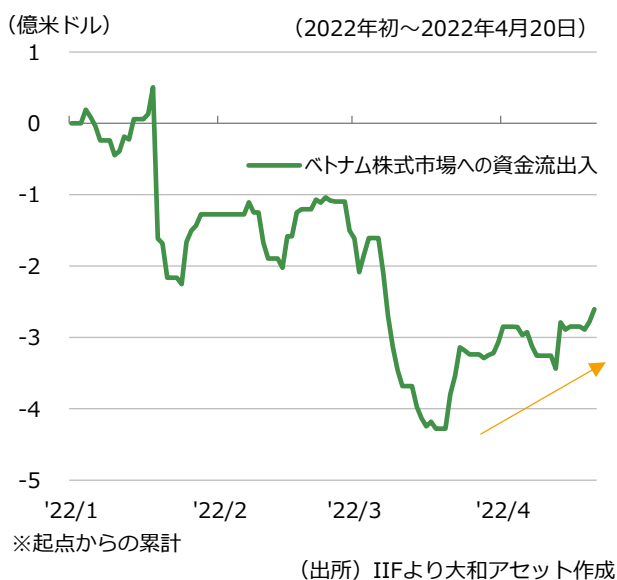
政府当局は不動産業界の規制強化に動いていますが、中国でみられた恒大集団の経営不安のような行き過ぎた規制強化が行われていないことも、外国人投資家にとっては安心材料と考えられます。市中銀行の発表によれば、不動産企業向けの融資も継続されており、不動産企業の資金繰りが急速に悪化する可能性は低いとみられます。ベトナム株の予想PER（株価収益率）は過去5年レンジの下限近辺まで調整しており【図表6】、割安感が強まっていることも外国人投資家の買いにつながっている可能性があります。

■ 中長期的には、経済・株式市場の構造的な変化への期待が資金流入を促そう

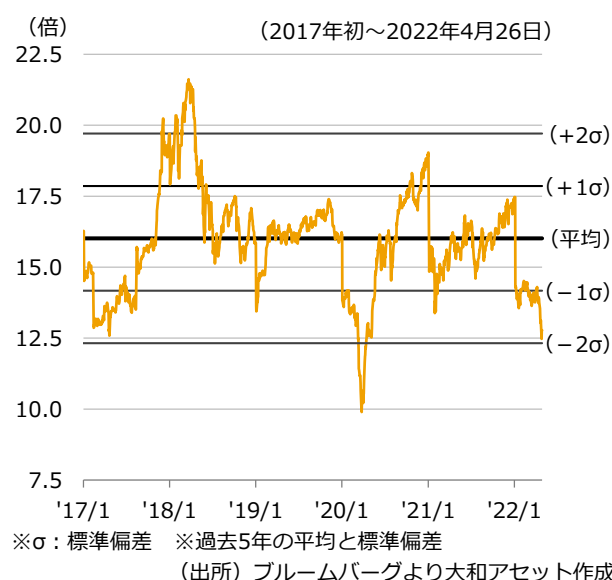
中長期的には、RCEP（東アジア地域包括的経済連携）などの貿易協定や、中国からの製造業の移転などによる海外からの直接投資の増加を背景とした製造業のノウハウの蓄積が、高い経済成長をもたらし、株式市場上昇のドライバーになると考えます。

国家証券委員会は、MSCIなどの世界の主要株価指数において、ベトナムを現在の「フロンティア指数」採用国から「新興国指数」採用国へ格上げすることを狙って証券市場改革を進めており、2023年までの格上げに自信を示しています。今回のFLCグループの相場操縦の摘発は、このような政策方針の中での市場の健全性を高める事例とも考えられます。新興国指数への格上げ期待も、海外から中長期的な資金流入を促す要因になると考えられます。

■ 図表5 外国人投資家の株式市場への資金フロー



■ 図表6 VN指数の12カ月先予想PERの推移



当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。