

ベトナム株の9月以降の下落と今後の見通し

不動産不祥事の影響は限定的で、高成長期待は変わらず

2022年11月22日

お伝えしたいポイント

- 不動産、社債市場の規制強化と金融引き締めで、9月以降株価下落
- 政府が不動産業の規制緩和の検討に転じ、最悪期を通過した模様
- 短期的には、割安感や指数区分の格上げ期待が株価を下支えしよう
- 中長期的には、高成長がベトナム株の投資魅力である点は変わらず

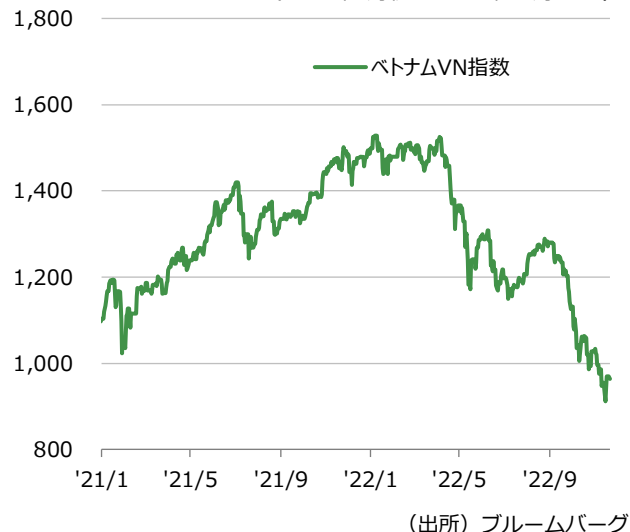
不動産、社債市場の規制強化と金融引き締めで、9月以降株価下落

9月以降、ベトナム株式市場は急速に下げ幅を拡大しました【図表1】。背景に関しては、①米国の金融引き締め加速観測などの外部要因に加え、②ベトナム中銀の大幅利上げによる証拠金取引の金利上昇、③社債発行関連での不動産企業の経営者逮捕による混乱拡大などが重なり、市場心理が悪化しました。特に株価指数で高いウエイトを占める金融と不動産セクター【図表2】の下落幅が大きい中、追加証拠金が発生したことや、社債の事前償還にあたり担保としていた株式を売却せざるを得ないなど、資金対応による売りも株価下落を加速させたようです。

渦中の不動産企業はヴァンチンファット・グループ（以下、VTPグループ）で、3月のFLCグループ、4月のタンホアンミン・グループに続き、今年、経営者が逮捕された3番目の不動産企業となります。その後も、VTPグループと関係が強いとみられるサイゴン商業銀行で取り付け騒ぎが発生し、株式市場では金融株まで大きく売られる展開となりました。但し、10月15日に政府がサイゴン商業銀行を特別管理下に入れたことを受け、事態は沈静化に向かいつつあります。

図表1 ベトナム株価指数の推移

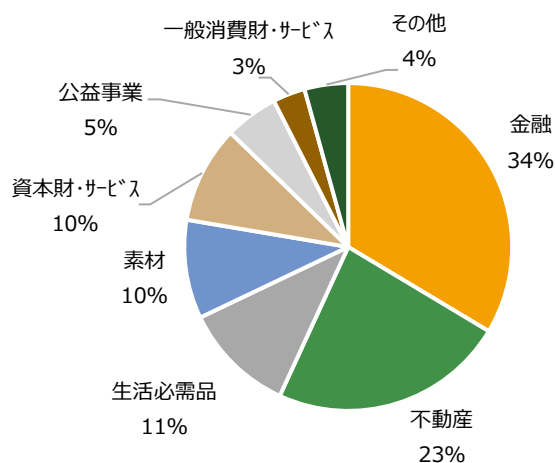
(2021年1月初～2022年11月21日)



図表2 VN指数のセクター構成比

※GICSによる分類

(2021年末時点)



政府が不動産の規制緩和の検討に転じ、最悪期を通過した模様

不動産への規制強化は、社債市場のバブルの芽を摘むことに貢献

政府は、4月の株価下落の原因ともなった不動産企業タンホアンミン・グループの会長逮捕をきっかけに、社債市場の監視強化に本格的に動き出しました。その背景としては、社債市場の急拡大によるバブルの懸念や【図表3】、不動産企業の社債を購入した投資家が損失を被ったことなどがあります。また、一部の不動産企業が社債による調達資金を当初の目的とは異なる土地や不動産の売買に転用したことも明るみに出て、制度の不備が社債及び不動産市場の過熱を招いた構図が浮き彫りになりました。

かかる状況下、9月16日に政府は社債市場の発行や取引に関して政令を発表しました。社債市場の透明性向上や投資家保護を目的に、情報開示の強化、資金用途の指定などについて基準を設けたほか、この政令を満たしていない社債は買戻しも義務付けました。不動産企業にとっては重要な資金調達手段が制約されることになり、短期的には資金繰り面での逆風が強まる格好となりました。

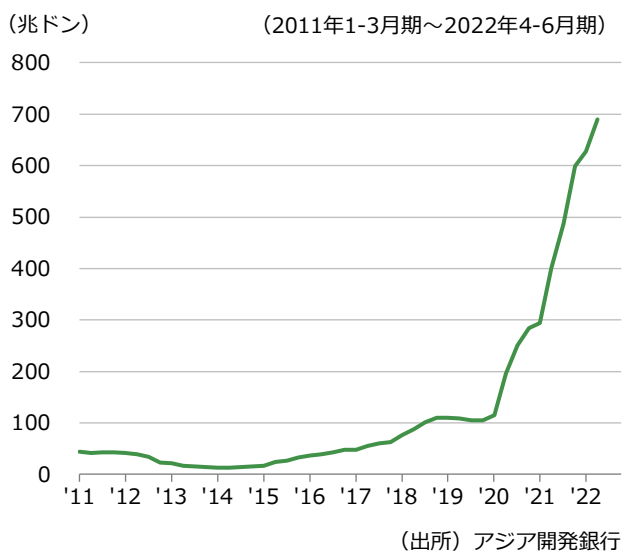
規制強化の効果は早期に表れ、7-9月以降は新規社債発行の大幅減少、および社債の買戻しが進みました。バブル化のリスクは低下したとみられ、政府がこれ以上取り締まりを強化する必要性は後退したと考えられます。

政府は不動産、社債市場の正常化に転じたとみられ、最悪期は通過した模様

社債市場の新規発行が急減速する中、11月8日にレ・ミン・カイ副首相は、ホーチミン市不動産協会などと会談し、資金繰りの改善や社債引き受けの正常化などの提案を聴取しました。さらに、11月18日の現地報道によると、ファム・ミン・チン首相は不動産開発の遅れを解決するために専門チームを設置し、不動産開発の継続などの不動産業が直面する問題に対して、改善のための取り組みを始めました。

これらの政府の動きは、過度な引き締めを回避するために不動産業への監視強化から支援へ素早く方針を転換したと読み取れます。方針の転換は、商業銀行の不良債権比率の低位維持など金融システムや経済の安定に寄与すると予想され【図表4】、市場に安心感をもたらさそうです。結果として、銀行システムの健全性をおおむね維持しながら、不動産と社債市場のバブルの芽を摘んだと言えそうで、最悪期は通過したと考えられます。

図表3 ベトナムの国内社債市場の発行残高



図表4 ベトナムの商業銀行の不良債権比率



■ 与信枠上限の引き上げが検討されており、不動産企業の資金繰りが改善する可能性

ベトナムでは、毎年政府が市中銀行に向けて与信枠の上限を決めます。2022年は高成長による旺盛な資金需要を背景に、多くの銀行が与信枠の上限（対2021年で14%増）に達し、貸出を増やせない状況にありました。これも不動産企業が資金繰りに窮する一つの原因となっていました。

そのような中、首相は11月17日に与信枠引き上げの検討を発表し、不動産企業の資金繰りを支援する用意があることを示唆しました。与信枠が拡大すれば不動産企業の資金繰りが改善すると見込まれるため、不動産株や銀行株にとってポジティブな材料といえます。

短期的には、割安感や指数区分の格上げ期待が株価を下支えしよう

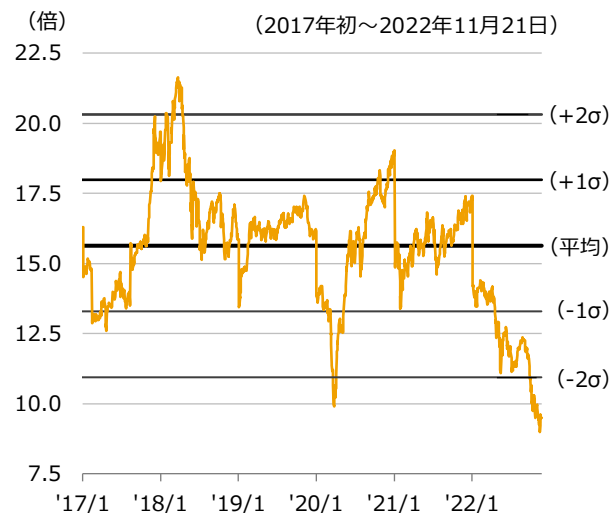
■ 目先は不安定さも残ろうが、指数区分での格上げ期待などが株価を下支え

当面、外部環境では米国の利上げ継続観測が強いことや、ベトナム国内では2023年1月22日のテト（ベトナムの旧正月）まで金融システムの流動性需要が大きいことなどから、株式市場では不安定な動きが続く可能性があります。

しかし、政府の不動産業に対する規制緩和への方針転換や、市中銀行の与信枠拡大の検討に加えて、株式市場の予想PER（株価収益率）が割安な水準にあることなどから【図表5】、株価の下値余地は小さいと想定しています。実際、足元のベトナム株の予想PER（株価収益率）は過去5年で最も割安な水準まで低下しています。需給面でも、11月に政府の規制緩和への方針転換がみられると、外国マネーが急速に流入するなど、改善がみられます【図表6】。

また、ベトナム政府はMSCIなどの世界の主要株価指数において、ベトナムを「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市場改革を進めています。現在はシステム増強のため韓国取引所の株式売買システムをテスト中で、まもなく終了する見通しです。市場環境の整備が一段と進むことで、早ければ数カ月以内に新興国指数への移行の具体的なスケジュールなどが示される可能性があると考えられます。新興国指数への移行が明確になれば、ベトナムを投資対象に含める国際的な機関投資家が増加すると予想されます。

■ 図表5 VN指数の12カ月先予想PERの推移



※σ：標準偏差 ※過去5年の平均と標準偏差
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

■ 図表6 外国人投資家の株式市場への資金フロー



※起点からの累計
(出所) IIFより大和アセット作成

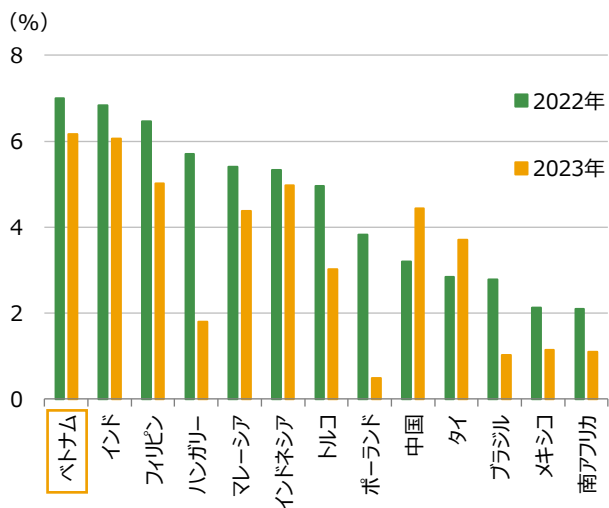
中長期的には、高成長がベトナム株の投資魅力である点は変わらず

■ 高成長見通しや国債格付けの引き上げなどもあり、同国への注目度はますます高まろう

コロナ禍以降、ベトナムに世界から熱い視線が注がれています。その背景の1つは、世界経済が不調な中でも高成長が際立っている点です。IMFの10月の世界経済見通しをみると【図表7】、2022年だけでなく2023年もベトナムの実質GDP成長率見通しは主要新興国の中でもトップとなっています。韓国や欧州連合との自由貿易協定、約23億人のマーケットにアクセス可能なRCEP（東アジア地域包括的経済連携）を原動力に、インフラ投資や構造改革が進んでいます。さらに、米中摩擦が海外からベトナムへの直接投資の増加を加速させています。製造業のノウハウの蓄積により世界的なサプライチェーンの中で重要な地位を確保することで、持続的な高成長の好循環に入ったとみられます。また、ベトナムの上場株式では製造業の割合も大きく、製造業の発展が株式市場の成長や株価上昇のドライバーになると期待されます。

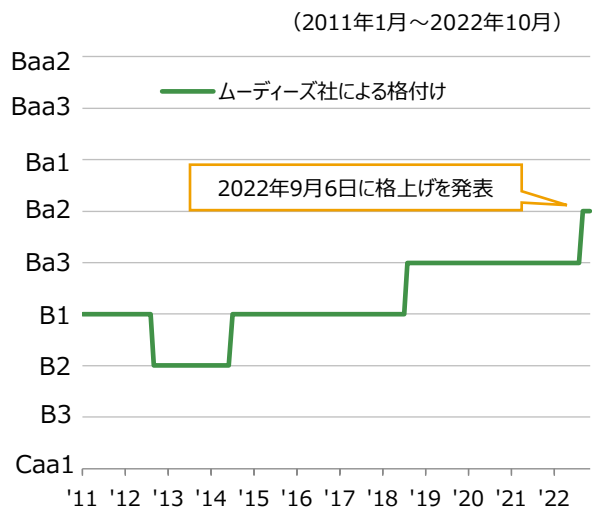
格付会社のムーディーズは、9月6日に同国の信用力を反映する国債の発行体格付けを「Ba3」から「Ba2」へ引き上げ【図表8】、その後ベトナムの主要商業銀行8行に対しても1ノッチの格上げを発表しました。不安定な外部環境や、国内での不動産企業の不祥事はあったものの、格上げによりベトナムの経済や金融システムが安定していることへの格付会社のお墨付きを得たとも考えられます。コロナ後の外的要因による景気下押し圧力からの高い回復力と、中長期的な高い成長力は刮目に値し、同国への注目度は今後ますます高まると見込まれます。

■ 図表7 主要新興国の実質GDP成長率の予測値



※インドは、当該年4月から翌年3月まで
(出所) IMFの2022年10月世界経済見通し

■ 図表8 ベトナム国債の格付けの推移



※現地通貨建て長期国債の格付け
(出所) ムーディーズ社より大和アセット作成

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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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。