

ポジティブな中長期の成長見通し

運用本部長執行役員の岡栄一氏が語る

現状のベトナム株は割安感強まる

キャピタルアセットマネジメントは、11月上旬にベトナム（ハノイ市）の視察を行った。同社は、2010年8月10日に「CAMベトナムファンド」、14年8月20日に「ベトナム成長株インカムファンド」を設定・運用を行っている。ベトナム株式およびベトナム関連企業の株式の中から業績の成長や配当が魅力的な銘柄に選別投資し、分散されたポートフォリオを構築することを目指しているファンドである。今回のベトナム視察は、ベトナムの最新情報を得ることが目的である。同社は現地出張を終えて、このほど報告会を開催した。ベトナムファンドの運用を担当している、同社運用本部長執行役員の岡栄一氏がベトナム経済や金融の現状と見通し、「ベトナム成長株インカムファンド」の運用状況、ベトナム企業の動向などについて語った。岡氏は1985年野村総合研究所入社、シンガポール拠点にてアセアン経済の調査・分析業務に従事。92年より野村アセットマネジメントに移籍して、アジア株式の運用・調査を開始。同氏は、アジア各国にも駐在し、アジア株式運用歴は27年と長い、アジア株運用のプロである。

■ベトナム株式市場の現状

ベトナム株の株式指数であるベトナムVN指数は、昨年までは順調に推移したが、今年の4月以降、下落に転じた。9月以降も下落を続け、低迷している。この背景は、基本的にはグローバルの金融環境が劇的に変わったことに求められると考えている。昨年までの金融緩和から一転、今年3月以降、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会が量的緩和を終了し、利上げに踏み切ったわけであるが、その後もインフレに歯止めがかからない中で利上げペースを加速したという状況にある。よく言われている3倍速（ $0.25\% \times 3 = 0.75$

%）の利上げを4会合連続で行うという急激な引き締めスタンスに転じたということである。結果として、世界景気の不透明感が広がり、ベトナムの株式市場も下落を余儀なくされている。これが一番大きな背景と考えている。また、ベトナム国内に目を転じると、ベトナム株式市場の下落を背景にマージンコール（信用取引における証拠金回収通知）圧力が高まってきたことや、ベトナムの中央銀行であるベトナム国家銀行も、9月、10月と1%の利上げに踏み切ったことで、不動産業界を中心に資金調達環境がタイト化してきていることに対する警戒感が広がってきたこと、不動産業界への貸出債権が不良化してしまうことへの懸念などで市場心理も不安に傾いてきたことが、足元の相場低迷につながってきていると考えている。ベトナム中銀の利上げについても、米国の中央銀行が利上げペースを加速させた中で、ベトナム通貨のドンに売り圧力がかかり、ドン防衛のためにも利上げに踏み切らざるを得なかったわけであるが、その原因はグローバルの金融環境の変化にあり、それが足元のベトナム市場の下落・低迷につながっているとみている。

ベトナムの今年のセクター別パフォーマンスを見ると、不動産、金融の2つのセクターを中心に市場が下落基調にあるが、11月半ばぐらいから相場に落ち着き兆しも出始めてきている。ベトナム政府が不動産業界と会合を持つなど、政府が問題を把握して、市場の安定化に向けて対応策を検討し始めていることを好感する形で、相場が徐々に持ち直しつつあるのではないかと考えている。

■ベトナムのファンダメンタルズは堅調

株式相場は不安定な状況にあるもののベトナムのファンダメンタルズ



ルズ自体は堅調である。ベトナムの実質GDP成長率は、7～9月期は13.67%と2ケタのプラス成長を記録した。昨年7～9月期がマイナス6%成長であったため、その反動で数値が高く出ている面もあるが、経済の回復基調は続いている。GDPと同様に、小売売上高は、昨年の夏場にコロナの拡大に伴ってロックダウンが実施された影響で冷え込んだが、そこから順調に回復し、コロナ禍からの経済の正常化が実現している。さすがに足元の伸び率自体は少し低下しつつあるが、10月時点で17.1%と堅調な成長が続いている。対外貿易の動向は、貿易収支は10月に23億ドルの黒字で、これにより1～10月期で94億ドルの黒字となっている。2021年通期の黒字が41億ドルであり、今年は既に昨年の2倍を上回る黒字額を達成している。16年以降連続して黒字を維持できている状況にある。

■ベトナムの金融市場

ベトナムドンの対米ドルレートは、足元で下振れしているが、これに対してベトナム中銀は2回にわたって利上げを行っている。結果としてドンは足元で安定を取り戻している状況にある。他のアジア諸国の通貨の対米ドルレートの下落率を見ると、今年は米ドル一強ともいえる中で、アジア諸国通貨も軒並み下落しているが、ドンは8%下落と、相対的には下げ幅が抑制されている。貿易黒字がサポート要因になっていると考えている。

■ベトナム株式市場の見通し

ベトナムのファンダメンタルズはこのように順調である。足元のEPS（1株利益）は今年、来年と2割程度の増益が見込まれている。一方で、株価が下落していることで、予想PERは10月末時点で8.6倍まで低下して、20年3月のコロナショック時を上回る割安な水準に来ている。ベトナムの中長期の成長についてはポジティブな展望が描けるとみており、それを含めて現状は割安感が強まっていると考えている。



キャピタルアセットマネジメントの山崎年喜社長(中央)とハノイの調査チーム