

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



ベトナムの台頭する 中間所得層への投資



Ngo The Trieu

CEO兼ヘッド・オブ・インベストメント、
イーストスプリング・インベストメンツ（ベトナム）

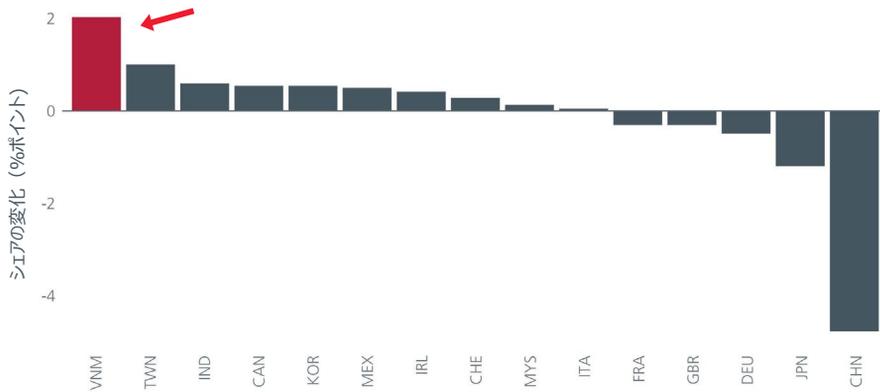
ベトナムでは2026年までに中間所得者層が人口の30%近くを占めると予想されています。ベトナム株式市場への投資に際しては、ベトナムの中間所得層の増加から恩恵を受けるセクターに投資を行うことも一案であり、現地に精通した専門知識は、同国の進化する市場動向や規制をナビゲートするのに役立ちます。

グローバル・サプライチェーンにおけるベトナムの重要性の高まり、ひいては同国の製造業の成長と輸出の拡大はベトナムの経済をけん引してきました。

2012年から2022年にかけて、ベトナムの輸出成長率は年平均12%を記録し、これは世界の同成長率の4倍でした¹。また同期間の経済成長率は年平均6%で、2023年には4.7%、2024年には5.5%に達すると予測されています²。

サムスン、グーグル、マイクロソフト、アップルなどの世界的企業は近年、『チャイナ・プラス・ワン』戦略の一環として、サプライチェーンの一部をベトナムに移転させています。特筆すべきは、2017年から2022年にかけて、米国の輸入に占める国・地域別シェアを見た場合、ベトナムの市場シェアが2%上昇したことです(図表1参照)。

図表 1: 米国の輸入に占める国・地域別シェアの変化(2017年と2022年の比較)



出所：UN Comtrade のデータ(2023年4月)。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

invested in insights.

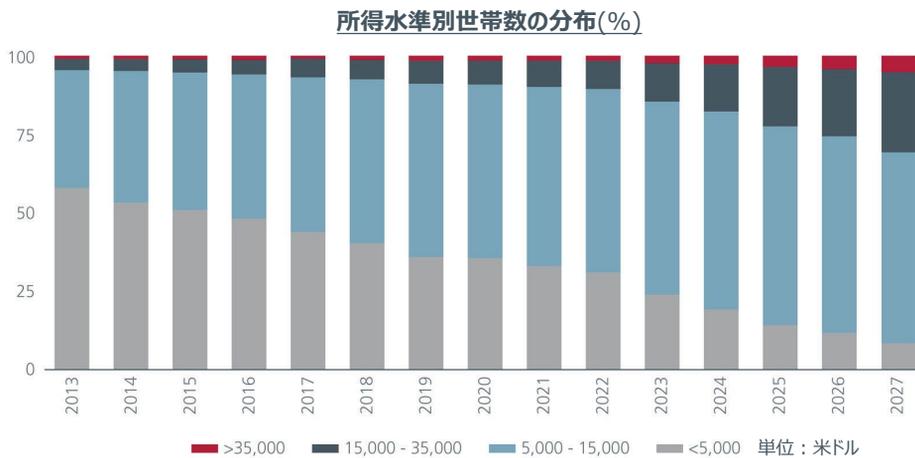
またベトナムへの海外直接投資は、2022年に過去最高の224億米ドルに達し、2023年1～9月期は202億1,000万米ドルを記録しており、その内訳は製造・加工部門が最大のシェアを占めています³。

ベトナムが推進してきた長年にわたる大規模なインフラ投資と、複数の自由貿易協定は、同国の製造業と貿易の発展に役立っています。インフラに対する公共・民間の投資はGDPの5.6%に達し、これは東南アジアで最も高く、アジア全体では中国に次いで2番目に高い数値となっています⁴。

ベトナムの経済改革は、貿易、企業の民営化、海外からの投資誘致を奨励することで経済成長をさらに後押ししてきました。2023年9月、米国は中国(2008年)、ロシア(2012年)、日本(2014年)、インド(2016年)、韓国(2022年)に続く6番目の国としてベトナムと『包括的戦略的パートナーシップ』を締結しました。

力強い経済成長と雇用機会の増加により、ベトナムでは中間所得層が急速に拡大しています(図表2参照)。ベトナムの中間所得層は現在、人口(9,700万人)の13%を占め、2026年までに倍増⁵することが予想されています。また一人当たり所得は2030年までに7,500米ドルに達すると予測されています⁶。

図表 2: 成長を遂げるベトナムの中間所得層



出所: EIUの予想データ、OOSGAの分析データ(共に2023年4月)。

図表 3: ベトナム株式市場の概要

	2013年 12月31日時点	2023年 9月15日時点
市場の時価総額(単位:10億米ドル)	45.2	261.2
市場の時価総額(対GDP比)	31.0%	63.9%
銘柄数	788	1584
時価総額上位5銘柄が占める割合(対市場全体)	52.9%	28.3%
平均日次売買代金(単位:100万米ドル)	66	636
時価総額が10億米ドルを超える銘柄数	7	51
時価総額が5億米ドルを超える銘柄数	16	89
投資可能な銘柄数(ここでは時価総額が25百万米ドルを超える銘柄を対象)	146	540
投資可能銘柄の時価総額の合計(単位:10億米ドル)	42.2	268.1
投資可能銘柄の時価総額の中央値(単位:100万米ドル)	56.0	93.3

出所: Bloomberg L.P. のデータ(2023年9月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(ベトナム)が作成。

invested in insights.

成長するベトナムの株式市場

ベトナム株式市場への投資に際しては、ベトナムの中間所得層の増加から恩恵を受けるセクターに投資を行うことも一案です。

ベトナム株式市場は、ベトナム経済のダイナミズムとほぼ歩調を合わせて成長してきました。2013年12月以降、株式時価総額は米ドルベースで5倍以上に増加し、対GDPの割合はほぼ倍増しています。また、構成銘柄の分散化も進み、ベトナムの代表的な株価指数であるVN指数において株式時価総額の上位5銘柄が占める割合は、10年前の53%から28%に低下しました(図表3参照)。一方、企業収益は2013年から2022年にかけての年平均成長率(CAGR)は16.2%で伸びています⁷。

バリエーション面においては、VN指数は過去平均を1標準偏差近く下回る13.5倍の水準⁸で取引されています。一方、12ヵ月先PER(株価収益率)は10倍で、過去の平均を2標準偏差近く下回っています。非金融セクターの有利子負債比率は60~70%程度で、レバレッジ水準は管理可能なレベルにあります。

中間所得層の拡大がもたらす投資機会

金融

急速に拡大するベトナムの中間所得層は、リテール・バンキング商品やサービスの普及率を押し上げることでしょう。また、ベトナムの製造業部門からの旺盛なローン需要と相まって、ローンの伸びを押し上げることが予想されます。貸出総額は2021年から2030年にかけて12%の年平均成長率(CAGR)で増加し、その額は13億米ドルに達すると予想されています⁹。私たちは、利ざやの拡大、コストの低下、手数料収入の増加が、長期的に金融セクターの収益を押し上げると予想しています。

消費

ベトナムの中間所得層の拡大は消費の伸びもけん引し、小売総売上高は2021年から2027年にかけて6.4%の年平均成長率(CAGR)で増加し、1,670億米ドルに達すると予想されています。オンライン販売チャネルは引き続き重要で、2021年の11%から2027年には小売総売上高の19%をeコマース売上が占めると予想されます。消費者部門の収益は、より収益性の高い商品構成と台頭するオンライン販売チャネルによって後押しされることが予想されます。

不動産

ベトナムの都市化と人口増加は、今後数年間、住宅用不動産の需要をけん引すると予想されています。過去30年間で都市人口が倍増したベトナムは、世界で最も集中的な都市移行を遂げた国の一つに挙げられています。2010年以降のベトナムの都市化スピードは年率で約3%と推定され、東南アジアの同平均2.5%より高い水準にあります。国連の最新の予測によると2022年に39%だったベトナムの都市部の人口割合は都市部への人口集中が進み、2039年には半数を占めるようになり、2050年には60%に達すると予想されています。

多くの新興国がそうであるように、経済成長の軌道が平坦であることは稀です。例えば、ベトナムの不動産市場は現在、流動性の逼迫と販売の低迷という課題に直面しており、銀行の不良債権比率が上昇する可能性があります。ベトナムの消費関連企業もまた、顧客のブランド・ロイヤルティを維持するために、より厳しい企業努力を強いられています。コンサルティング大手の米マッキンゼー・アンド・カンパニーが最近実施した調査¹⁰によると、ベトナムの消費者は、これまで慣れ親しんできた商品から他社製品に切り替える『ブランドスイッチ』をコロナ禍後に行った理由として66%が“価値(より良い価値を求めて)”を挙げています。また同調査では“品質(43%)”と“持続可能性(12%)”が続いています。これらの分野への投資は、長期的な勝者を見極めるための積極的なアプローチが必要となります。

先んじて備えることの重要性

ベトナムは2025年までに、少なくとも1つの世界的な株価指数において、自国株式市場のカテゴリーをこれまでの『フロンティア市場』から『新興国市場』に昇格されることを目指しています。この昇格により、パッシブ運用投資からだけで10億~30億米ドルの資金がベトナムに流入する可能性があります¹¹。外国投資家の参入が増えれば、市場の流動性と効率性の向上も期待できます。現在、この昇格に際しては2つの大きな課題が立ちまわっています。

- 1: 株式購入に際してのプレ・ファンディング規制*
- 2: ベトナム株式市場における外国人持ち株比率制限

現在ベトナム政府はこれらの課題に対処する方法を模索しています。2023年末を目標に導入される新たな株式取引システムは、新たな商品、取引、決済ソリューションをもたらす、同国市場を『新興国市場』の地位に一步近づけるものと期待されています。

* 外国人投資家は株式購入注文を出す前に、十分な資金をベトナムに送金しなければならない(プレ・ファンディング)というベトナムの現在の市場慣行。国際慣行によれば、機関投資家(投資ファンドや保険ファンドなど)は、株式を購入する前にその国に送金する必要は無く、買い注文が成立した後のみ資金を送金する必要があるとするケースが多い。

invested in insights.

ベトナムはまた、セントラル・カウンターパーティー(CCP)方式の清算機関(中央清算機関)の設立も計画しています。この新しい清算・決済モデルにより、ベトナムは市場慣例となっている株式購入に際してのプレ・ファンディング規制の緩和・撤廃に対処しようとしています。一方、『議決権のない預託証券(Non-Voting Depository Receipts = NVDR)』の導入は、市場における外国人持ち株比率規制を回避する手段を提供することにつながり、これは外国人投資家の市場アクセス性を向上させる可能性があります。

ベトナム株式市場は、同国の中間所得層の拡大から恩恵を受ける投資機会を投資家に提供します。同市場はまだ発展の初期段階にあるため、既に投資を開始している“先発組の投資家”は長期的に魅力的なリターンを享受できる可能性があります。しかし、その過程で不確実性や規制の変更に直面する可能性もあります。より先進的な株式市場に比べ、ベトナムは調査対象企業に対する包括的なカバレッジが少ないため、投資家はファンダメンタルズ調査と分析に多くの時間とリソースを費やす必要があります。しかし、カバレッジが少なれば少ないほど、アルファ(超過収益)獲得の機会が増える可能性があります。現地での専門知識とニュアンスを理解することは、投資家がベトナム投資の機会とリスクのバランスを取るのに役立つことでしょう。

(データ出所)

1. 世界銀行(2023年8月)
2. 世界銀行(2023年10月)
3. ベトナム計画投資省外国投資庁
4. Open Development Vietnam (ODV)
5. OECDの報告書『圧迫される中産階級(Under Pressure: The Squeezed Middle Class)』(2019年5月)
6. Enterprise Singapore(シンガポール企業庁)、2023年8月
7. FiinPro(2023年8月)
8. FiinPro(2023年10月18日)
9. Fitch Solutions(2023年)
10. 米マッキンゼー・アンド・カンパニーの報告書『Vietnamese consumer sentiment heading into 2023』
11. CFA協会の報告書『The Emerging Asia Pacific Capital Markets: Vietnam(2021年4月)』

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。