2015 年株式市場及びマクロ経済レポート

BSC
ベトナム投資開発銀行証券会社

2015 年マクロ経済

- 当社の予測によると、2015 年におけるベトナム経済はより高い成長率（約 6～6.2%）を達成し続ける。2015 年におけるインフレ率は 5～6%未満で低水準を維持する。貸付成長率は 13～15%維持する。金利と為替レートは安定する。

- FTA 協定はベトナム経済に積極的に影響を与える。原油価格の下落と共に、商品価格の減少のおかげで、多くの製造業界が回復する機会がある。財政赤字は国内の経済回復によって相殺される。また、ベトナムの信用体格付け見通しが高めることから、国際債権発行は順調となる見通しだ

2015 年におけるベトナム株式市場の機会

- 当社の予測によると、2015 年における VN 指数は 600 ポイントに達し、よいサポート情報を受けたら、VN 指数は 650 ポイントに達す可能性がある。

- ベトナム株式市場は 2015 年上半期に積極的に取引するだろう。この期間では、株式市場は順調に取引し、通達第 36 号が 2015 年 2 月 1 月以降有効になり、売買活動及び ETF ファンドの追加発行などの重要な情報を受ける。上場企業は 2015 年 3 月～4 月の時点で 2014 年業績及び株主総会を発表する。2015 年末に金利の引上げに関する FED の重要な会議が 2015 年 4 月に開催する。

- 株式市場は 2015 年の下半期に挑戦する。2015 年下半期における市場傾向は情報、政策が実施されるかどうか、世界の政治経済の傾向、外国人投資家の保有率の引上げ、2 国間、多国間協定の署名などに依存するだろう。

2015 年における注意すべきリスク

- 通達第 36 号から政策リスク：通達第 36 号は、株式保有、株式投資に直接に関する規定を定めるという。これは株式市場におけるキャッシュフロー分化に大きな影響を与える。

- **多くの大手企業は IPO を実施したり、上昇したりする。**現在、8 月 2014 年 11 月の時点まで、432 企業の中 115 企業は 2014 年～2015 年の期間における政府の指導の通り株式化された。私たちは、これが長期的に積極的な情報だと考えております。しかし、株式化プロセスは、2015 年下半期以降上場株式市場に投資するキャッシュフローに影響を与えるだろう。

BSC証券・分析部

本社：
10F, BIDV Tower, 35 Hang Voi, Hoan Kiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 39352722
Fax: (84 4) 22200669
Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店
9F, 146 Nguyen Cong Tru St., Dist. 1, HCMC
Tel: (84 8) 3 8128885
Fax: (84 8) 3 8128510

コメント：2014 年におけるベトナム経済は多くのポジティブな変化があった。ベトナムの 2014 年国内総生産(GDP)成長率は 5.98%に達した。ベトナム製造業購買担当者指数(PMI)は 16 ヶ月連続で 50 ポイントを上回っている。工業生産は 7.6%急増となった。消費者や投資が再び上昇している時に、国内需要はより顕著に回復します。インフレ率は直近 13 年間で最低レベルで、1.84%しか増加しなかった。国家銀行の約束の通りに為替レートと金利の安定性は民間、投資家や企業の信頼を強化する。輸出額は初めて 1,500 億ドルに達した。

しかし、不良債権は、完全に解決されなくて、借金の売却に関する法的枠組みは、今年の初めから期待したものの、完成ことができなかった。また、公的債務は、国営企業の債務から潜在的なリスクがある。一般的に経済、特に銀行システムの再構築のプロセスはより効率的に経済形式への移行するために多くの仕事を持っています。

BSC 証券の 2014 年年株式市場及びマクロ経済

我々は GDP 成長率、貸付成長率、一般的な金利、為替レートの変更及び FDI に対しかなり正確予測しております。特にインフレ指標は我々の予測よりもさらに深く下落した。

2014 年経済指標

指標	**2014 年 BSC の予測**	**2014 年**	**2013 年**
GDP	5,7 – 5,8%	5,98%	5,42%
インフレ	7% - 8%	1,84%	6,04%
工業生産指標	NA	7,6%	5,9%
総小売売上高	NA	6,3%	5,5%
貸付成長率	12% - 14%	12,62%	12,5%
調達金利（12 ヶ月以上）	7% - 8%	6,8% - 7,5%	7,5% - 8,5%
貸付金利(中長的)	9% - 11%	9% - 11%	12% - 13%
為替レート (VND/ドル)	21.246 - 21.456	21.246 (+1%)	21.036
登録 FDI (10 億ドル)	20 - 22	20,2	21,6
実行 FDI (10 億ドル)	NA	12,4	11,5
輸出額 (10 億ドル)	NA	150	132

入出額(10 億ドル)	NA	148	131

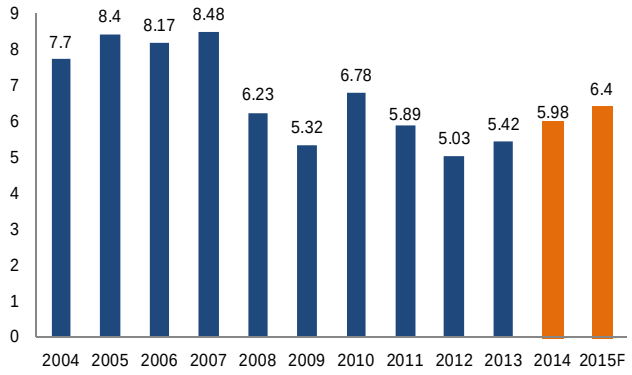
A. 世界とベトナムの 2014 年マクロ経済の評価

I. ベトナムの 2014 年マクロ経済

1. 経済成長率は 6%上昇

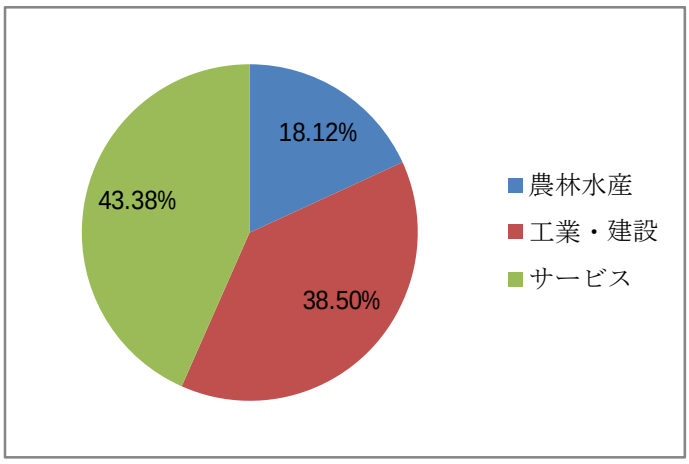
ベトナムの 2014 年国内総生産(GDP)成長率は多くの外内機関の予測及び国家成長率目標の 5.8%を上回り、前年比 5.98%上昇した。2014 年第 1 四半期から第 4 四半期の GDP 成長率はそれぞれ、5,06%、5,34%、6,07%、6,96%上昇した。

2004 年 – 2015 年における GDP 成長率



ソース: GSO, BSC

2014 年上半期 GDP 成長率への経済分野の貢献率（%）

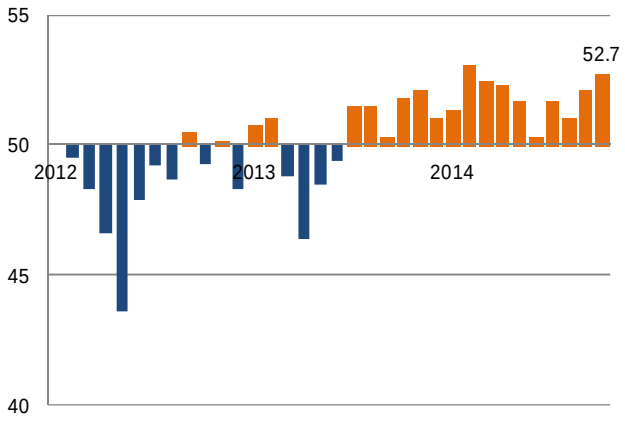


ソース: GSO, BSC

2. 国内生産運営が改善された

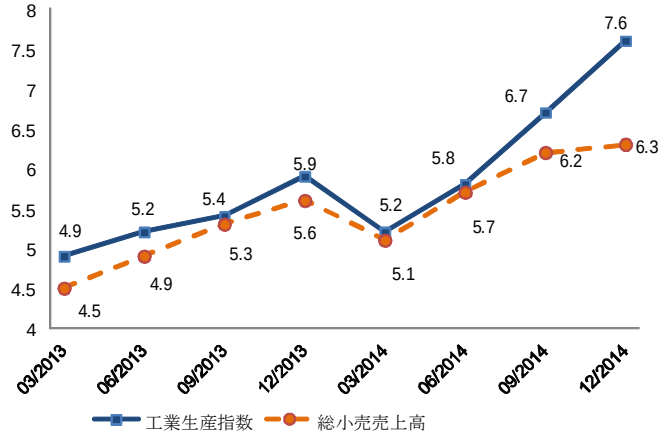
国内の製造業分野の繁栄を反映している製造業購買担当者指数（PMI）は 16 ヶ月連続で 50 ポイントを上回っている。注目すべきは、PMI は 52 ポイントのピークに達したいくつかの月間があった。特に月 2014 年 4 月の PMI は 53.1 ポイントの高い記録に達した。2014 年 12 月のベトナム製造業購買担当者指数(PMI)は、前月の 52.1 から+0.6P 上昇し 52.7 となった。

PMI 指数(HSBC)



Nguồn: Markit, HSBC

工業生産指数及び総小売売上高（%）



Nguồn: GSO, BSC

工業生産指数（IIP）は急増し続け、7.6%となった。

2014 年に新規登録及び追加総資本は 1,027 兆 9,000 億ドンだった。

3.国内需要はより顕著に回復

総小売売上高及び消費者サービスの売上高は前年比 10%増の 2,945 兆 2,000 億ドンに達した。

4. インフレ率は直近 13 年間で最低レベルで、1.84%しか増加しなかった。

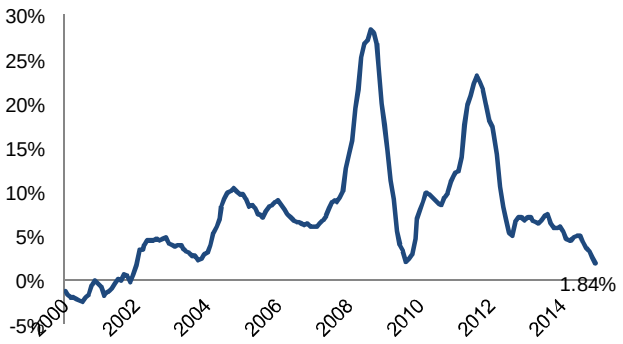
2014 年消費者物価指数（CPI）のは 3 つの原因

2014 年消費者物価指数（CPI）が低く上昇した原意は以下の通り。

- 国内の糧食・食糧の供給量が改善されたので、食品及びケータリングサービスの物価指数サービス（40%を占め）は、前年同期比よりも低い、年間 2.61%の増加となった。
- 世界的な生活必需製品の価格は非常に安定したが、原油の価格は急落したことを受け、国内石油・ガスの価格は下方修正されしている。そのため、住宅･建築材料、交通などの多くの製品の価格も下落した。

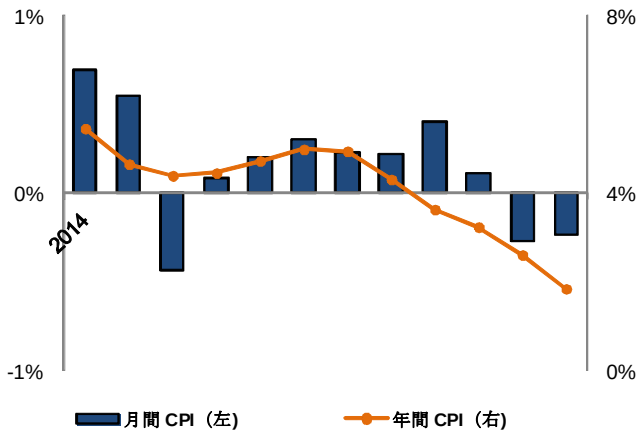
o　国家が管理する教育、医療などの製品グループの下方修正された価格は前年よりも低くなる。

2000 年～ 2014 年におけるインフレ率



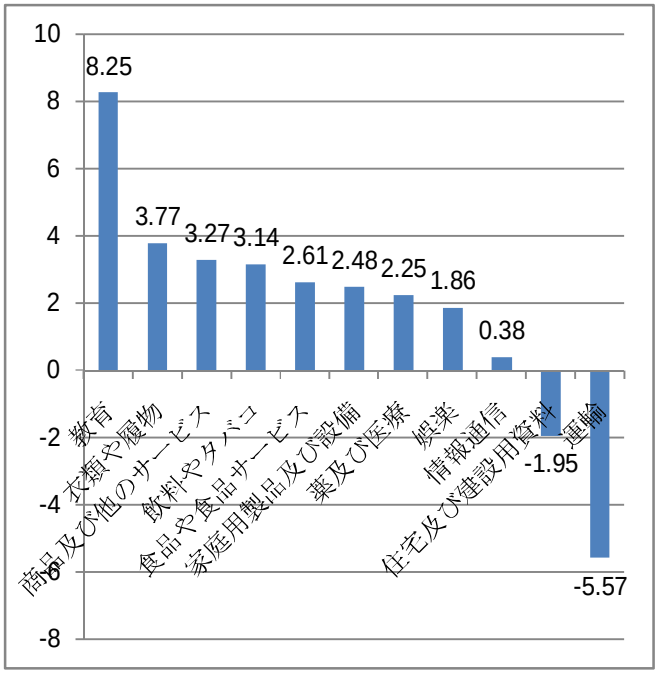
ソース: GSO, BSC

2014 年における CPI



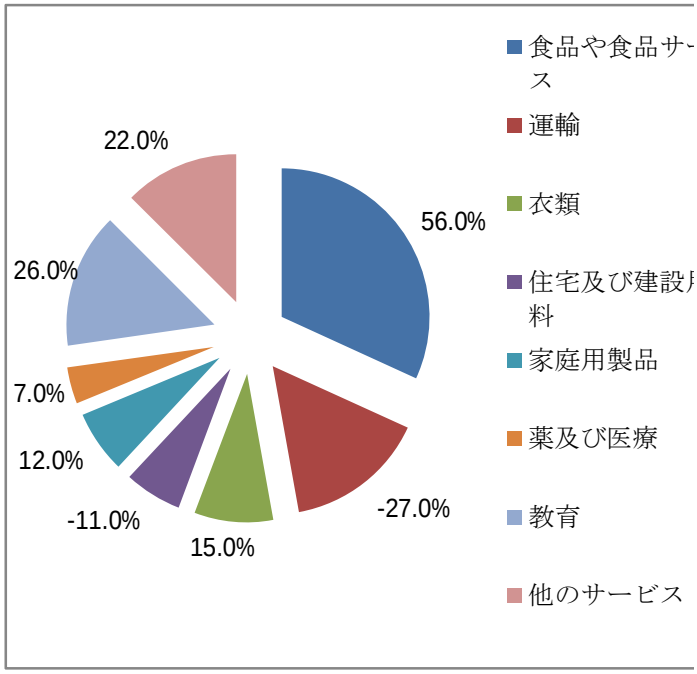
ソース: GSO, BSC

2014 年における各商品･サービス･グループの変動



Nguồn: GSO, BSC

2014 年における CPI 成長の構成

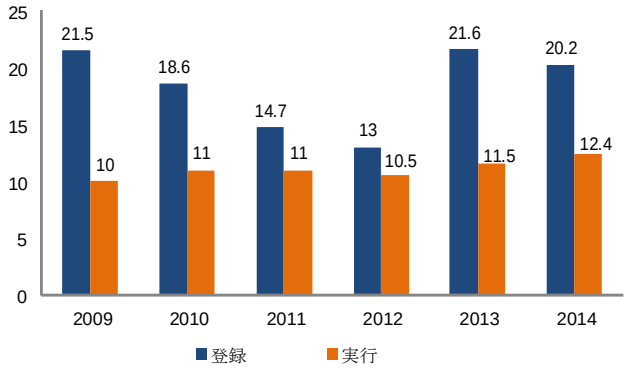


Nguồn: GSO, BSC

5・外国投資フローの積極的な変化

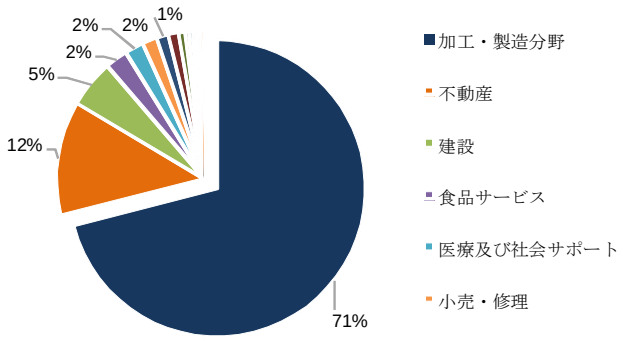
外国直接投資(FDI)実行総額は前年比 7.4%増の 124 億ドルに達し、計画の 2.9%を上回った。外国直接投資(FDI)認可総額は前年の 93.5%に相当し 202 億 3,000 万ドルに達したが、計画の 19%を上回った。

2014 年における FDI 資本



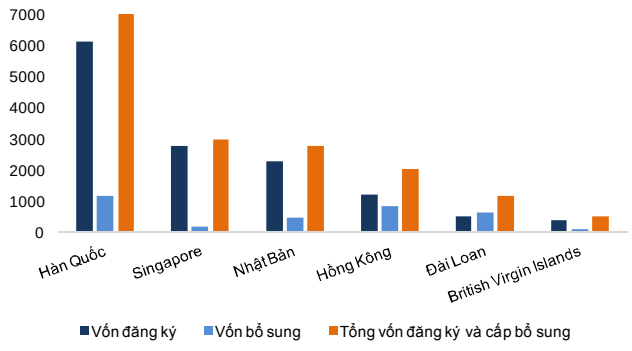
ソース: GSO, BSC

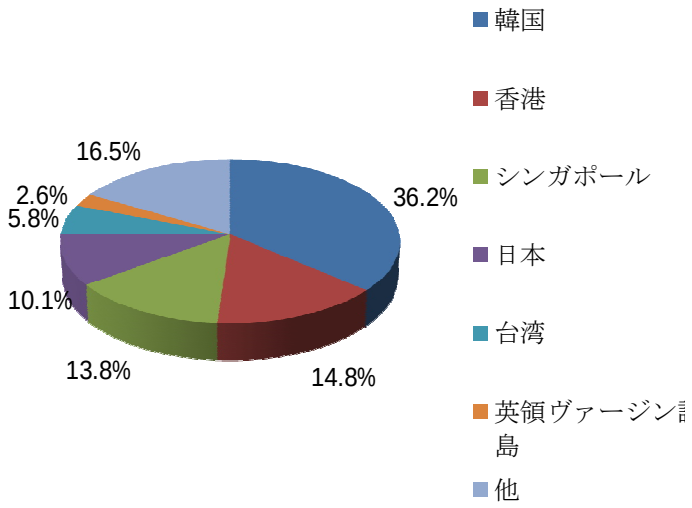
2014 年 1 月 1 日～12 月 15 日における FDI 分野の構成



ソース: FIA, BSC

2014 年 1 月 1 日～12 月 15 日における国別の FDI 資本規模(10 億ドル)





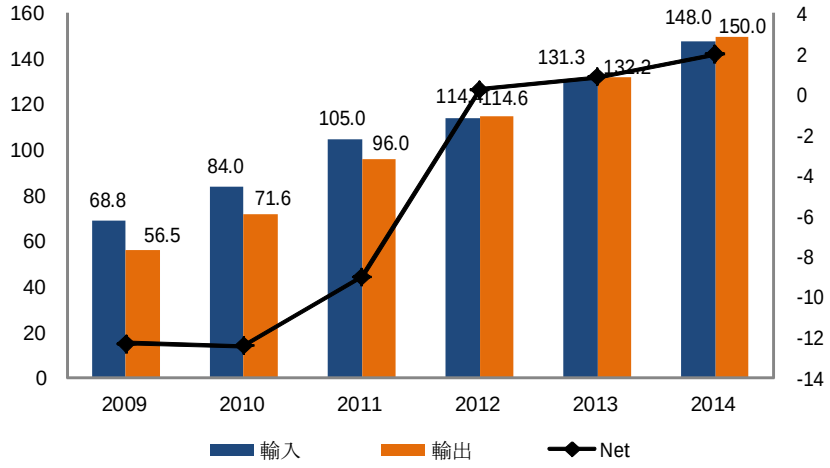
ソース: FIA, BSC

6・輸出額は FDI により急増

輸出額は前年比 13.6%増の 1,500 億ドルに達した。輸入額は同比 12.1%増の 1,480 億ドルに達した。

輸出超過は 3 年間連続で 20 億ドルに達した。

2014 年輸出入状況(10 億ドル)



ソース: GSO, BSC

ベトナムの国際貿易競争性について制限は以下のとおり。

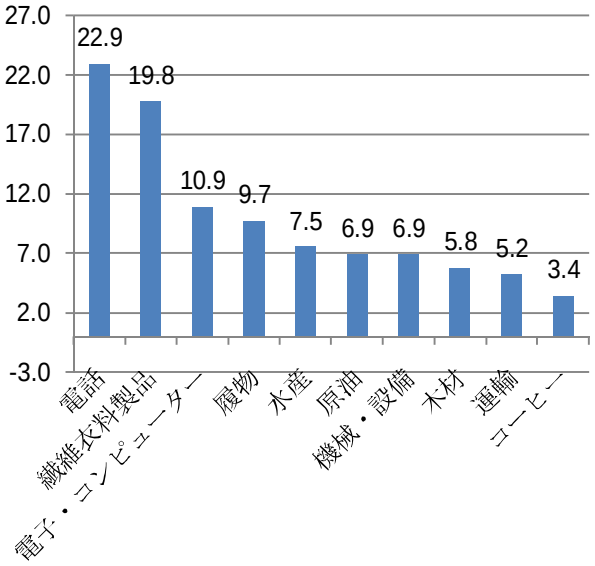
(1) 外国投資の分野に大きく依存する。対国内の貿易黒字は増加している。

(2) 生産向け原材料の輸入率はまだ高くて、世界的な製品の価格に依存している。そのため、ベトナム企業の競争性が減少する。

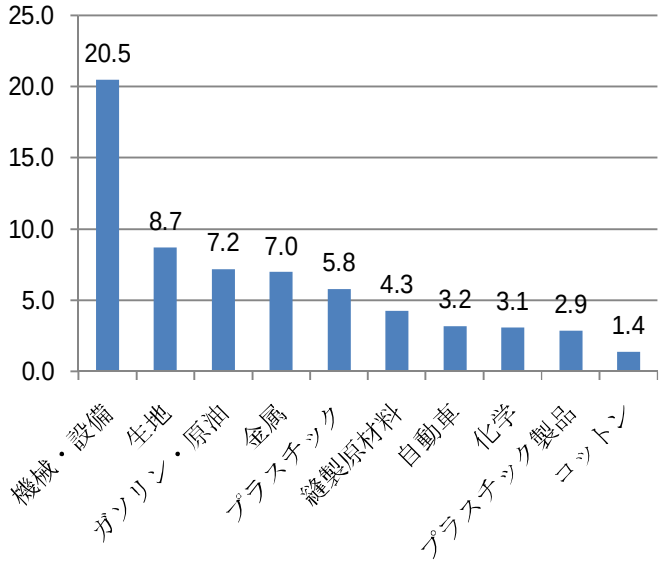
(3)ほとんどの輸出製品は完全な製品ではないので、輸出量が高くても、輸出額の付加価値がまだ低い水準でとどまっている。

(3) また、ベトナムの輸入出は、高度に依存する傾向がある。例えば、輸入は中国に依存し、輸出は米国と EU に依存している。同時に、GDP 比輸出率は 80%以上となっている。貿易、或いは世界的な政治不安に変更がある場合は、潜在的に危険性が高い。

上位 10 の輸出製品(10 億ドル)

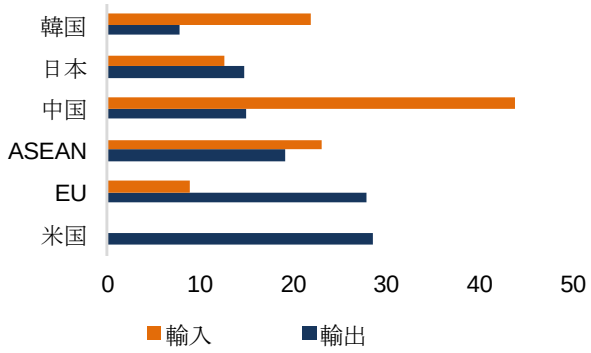


上位 10 の輸入製品(10 億ドル)

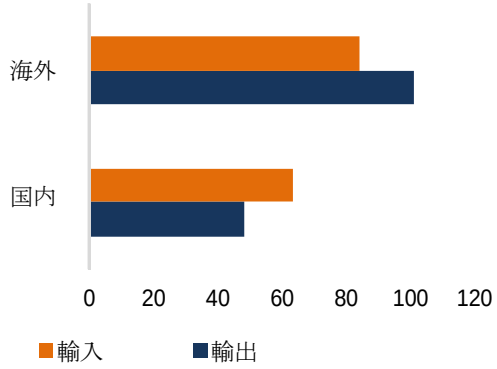


ソース: GSO, BSC

輸入出市場(10 億ドル)



輸入出地域（10 億ドル）



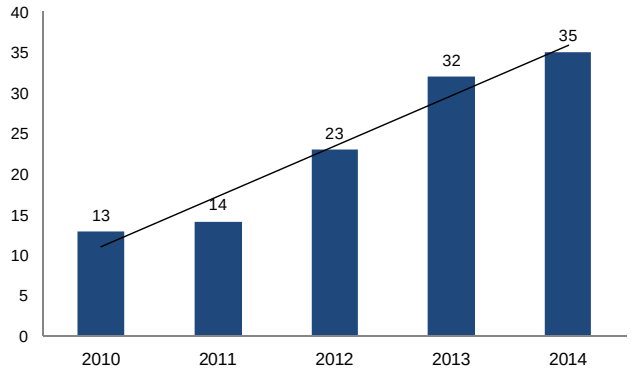
ソース: GSO, BS

7・為替レート市場が安定している

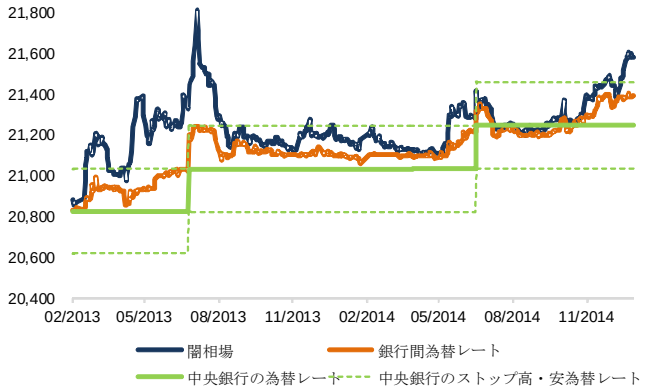
2014 年におけるドンの対ドル為替レートの変動率は狭くて、安定的に維持された。

私たちの予測によると、来年為替相場の安定性がバランスされ、小幅に為替レート修正が 2015 年第 1 四半期に行うという。

外貨準備(10 億ドル)



為替レート(2014 年 1 月 ～12 月)



ソース: Bloomberg, SBV, BSC

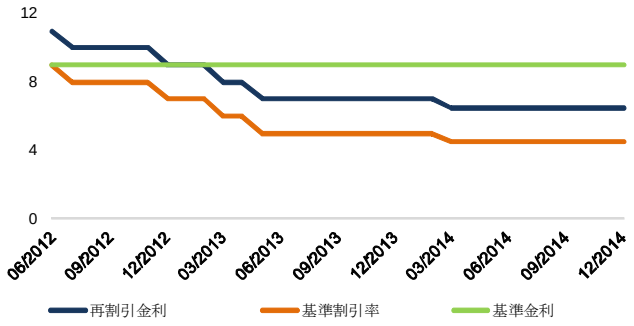
8・銀行システムと金融政策

2014 年金利変動

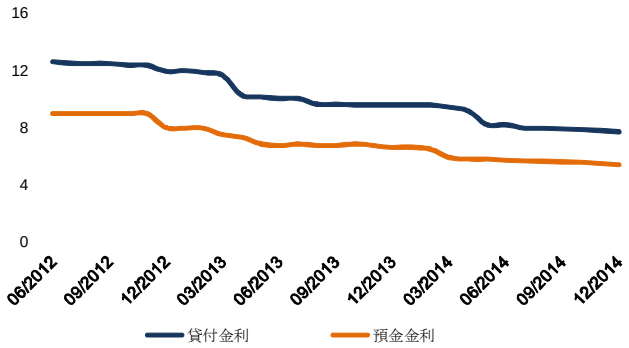
2014 年に主要金利の動向は、2014 年の年末に向かって減少した。一般的な金利は中央銀行が 2014 年年初に設定した目標の通りに前年末比 1.5～2%へ引き下げた。これは為替レートとマクロ経済の安定をサポートし、インフレ制御目標を維持するために事業運営を積極的にサポートしています。

2014 年重要政策金利はわずか 0.5%下落した。具体的では、基準貸付利率が年初の 7%から 6.5%に、基準割引率が年初の 5%から 4.5%に引き下げた。基準金利は 9%の水準レベルに留まっている。

基準金利(%)



預金金利及び貸出金利(%)



ソース:SBV, Bloomberg, BSC

2013 年～2014 年における預金金利

期限	**2013 年**	**2014 年**	**差**
普通金利と 1 ヶ月未満物金利(ドン建て)	1 - 1,2	0,8 – 1,0	0,2
1 か月物 ～12 カ月物	5 - 7,5	5 – 6,8	0 – 0,7
12 カ月物以上	7,5 - 8,5	6,8 - 7,5	0,7 - 1
民間向けドル金利	1,25	0,75	0,5
法人向けドル金利	0,25	0,25	0

預金金利及び貸付金利:2014 年表面利率は引き続き調整した。

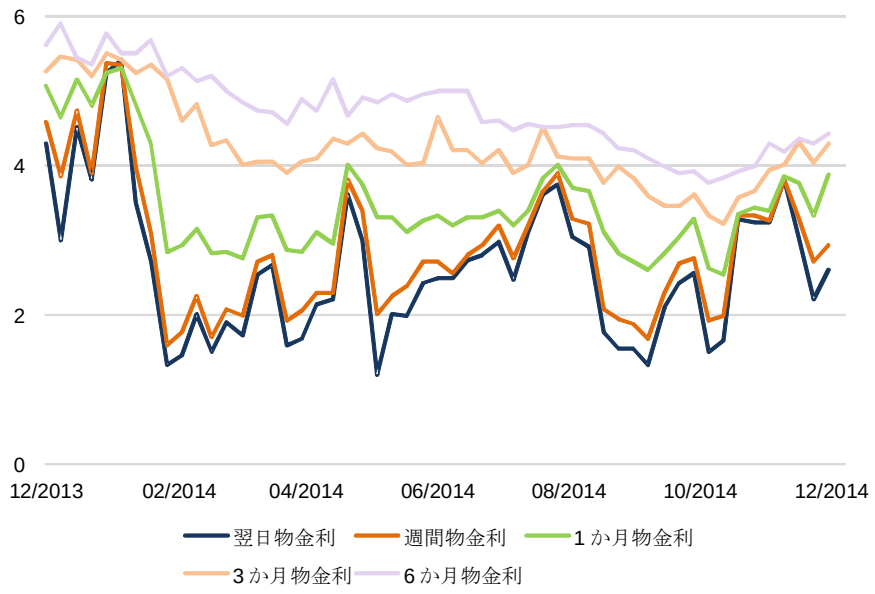
2013 貸付金利が前年末と比較すると、短期期限 2.5%に、中長期限 2%～3%に低下した。調達金利は 0.2%～1%に小幅引き下げた。ドル建て表面利率は小幅引き下げた。

2013 年～ 2014 年における貸付金利

期限	**2013**	**2014**	**差**
短期(ドン建て)	9,5 - 11,5	7 - 9	2,5
中長期(ドン建て)	12- 13	9 - 11	2 - 3
短期(ドルドン建て)	5 - 6	3 - 6	0 - 2
中長期(ドル建て)	6,5 - 7	5,5 - 7	0 - 1

銀行間物金利は前年比小幅低下した。翌日物金利は 2.4%、1 週間～2 週間物金利は 2.7%～3%、1 か月～3 か月物金利は 3.3%～4.5%、6 か月～1 年間物金利は 4.7%～5.5%となった。

2013 年 12 月～2014 年 12 月における銀行間金利の状況



ソース: Bloomberg, SBV, BSC

貸付成長率：2014 年 12 月 22 日の時点で、貸付成長率は 12.62%増となった。中央銀行は 2015 年貸付成長率が 13%～15%と目標を設定した。

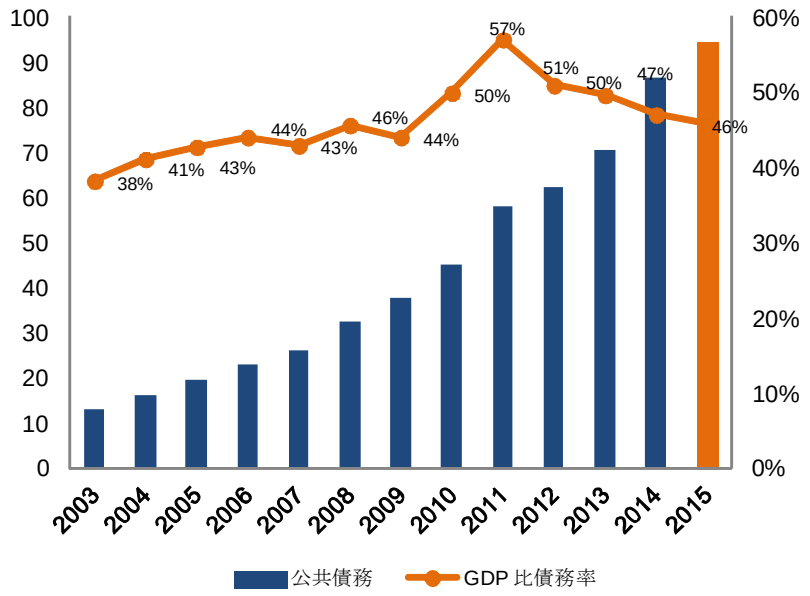
不良債権：現在までにベトナム債権回収公社(VAMC)は 135 兆ドン相当の不良債権を買い取った。しかし、VAMC は不良債権の 4 兆ドン以上しか処理しなかった。現在、VAMC の最大障害は、メカニズムの不足により不良債権を売却することができない。そのため、政府の重要な目標の一つは市場メカニズムに基づく不良債権の売買を含む VAMC の役割を向上することである。

9・財政政策

2014 年国家予算:2014 年年初から 2014 年 12 月 15 日の時点まで財政歳入は 814 兆 1,000 億ドン、年間予算の 104%相当する。2014 年年初から 2014 年 12 月 15 日の時点まで歳出は 968 兆 5,000 億ドン、年間予算の 96.2%相当する。

公共債務:世界的な債務クロックのデータによると、2014 年の公共債務は GDP の 47%を占め、863 億ドルだった。このデータによると、ベトナムの公的債務比率は安全な水準で留まっている。しかし、政府が議会に提案しているいくつかの大案件が今後に実行するために許可されている場合、ベトナムの公共債務は、国会が規定している公共債務の上限 65%に近づく。

2003 年～2014 年における公共債務及び 2015 年公共債務見通し



ソース : The Economists

今後数年間で、公的債務がこの上限を超えた場合は、国内と国際投資家への心理的な懸念を引き起こす可能性がある。これはベトナムの公共債務の安全性について評価を影響するだろう。注目すべきことは、正式に発表されているベトナム公共債務は国有企業の債務が含まれていないということだ。そのため、これは今後数年間でベトナム公共債務の安全性に潜在的なリスクである。

II. 2014 年世界的な経済状況

2014 年における世界的な経済状況は多くの変動があった。米国、英国、特にアジアでの景気回復に加えて、低経済成長への懸念は、欧州連合（EU）、BRICS 諸国の地域で残っている。一方、アフリカ地域、ラテンアメリカ地域、特にアジアとインド、東南アジア諸国連合(ASEAN)で経済成長はうまく行い、それぞれ 4.8%、1.1%、4～5%増となった。それと共に、石油価格の下落傾向が続けるだ。

2015 年に世界的な経済が更に不安定になるだろう。

- ウクライナ、ドン海、中東などの地域における政治的な緊張により、難しく紡糸する当該国の経済をプッシュすることが可能。関連諸国の経済が困難を直面する可能性がある。
- 世界地域で政治的な不安定。
- FED が金利を引き上げる可能性がある背景には、世界的な通貨緊張に関するリスクが来年に話し合われる。世界で大国との間で金融政策のギャップが大きくなると、2015 年の国際通貨市場は大幅に変動する可能性がある。

原油価格は 2015 年に下落し続ける。EIA、ゴールドマン·サックス、モルガン·スタンレーとムーディーズなどの大規模な組織は、原油価格が 2015 年上半期で下落傾向を継続し、第 2 四半期に供給源が需要量を上回し、2015 年下半期で原油価格が回復すると予測している。2015 年における原油価格は 2014 年の平均レベルに比べて 25%減少し、1 バレル 70 ドルの周りに移動すると予測されている。

III. ベトナムの 2015 年マクロ経済見通し

2014 年に達成された目標に基づいて、当社は、ベトナムの 2015 年経済はより高い成長率（6～6.2%）を達成していきます。そのうち、輸出成長率を 10%以上増加する可能性が高い、特に自由貿易協定が強く貿易を促進するため締結されると、輸出が経済成長に貢献する重要な役割を果たすと予測しております。具体的には、2015 年にベトナムは締結された協定の約束を以下の通り実施する。

- ベトナム・韓国との自由貿易協定
- ベトナムとロシア･ベラルーシ･カザフスタンの関税同盟間の自由貿易協定

同時に協定が以下の通りに交渉を継続する。

- ベトナム・欧州連合との自由貿易協定
- 環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)
- 越南與歐洲自由貿易聯盟(EFTA)
- 東アジア包括的経済連携協定（RCEP）
- ASEAN 経済共同体に参加

国内需要は消費と生産の向上おかげで、改善されている。原材料の価格、特に原油価格の急減の背景には、価格及び投入コストも下落している。そのため、中央銀行が金融政策をうまく実施したり、緩やかな水準（目標に 13% - 15%)で貸付成長率を維持できる場合、2015 年のインフレ率は 5～6%未満で低水準を留まる可能性がある。

インフレ率は 2%未満低水準に留まっているので、金利は 2015 年第 1 四半期及び 2015 年上半期で引下げ続ける可能性がある。しかし、インフレ率が 2015 年下半期で上昇すると、金利は再び増加する可能性が高い。

米国の景気回復によりドル高は為替相場に圧力を与える可能性がある。ドン対ドルレートは 2015 年に 2%未満上昇する見込みだ。

原油価格下落は予算に影響を小幅に与えるだろう。2015 年における世界的な原油の平均価格は 40%減の 1 バレル 60 ドルになると、

財政赤字幅は約 40 兆ドンで、2015 年に推定される総予算の約4.5%に相当する。原油から収入割合（10%～12%を占め）があまり高くないことから、原油価格の下落により財政赤字はあまりにも心配しないであろう。収支の赤字は、税金、手数料などの他の収益の増加から相殺される。

2015 年指標見通し

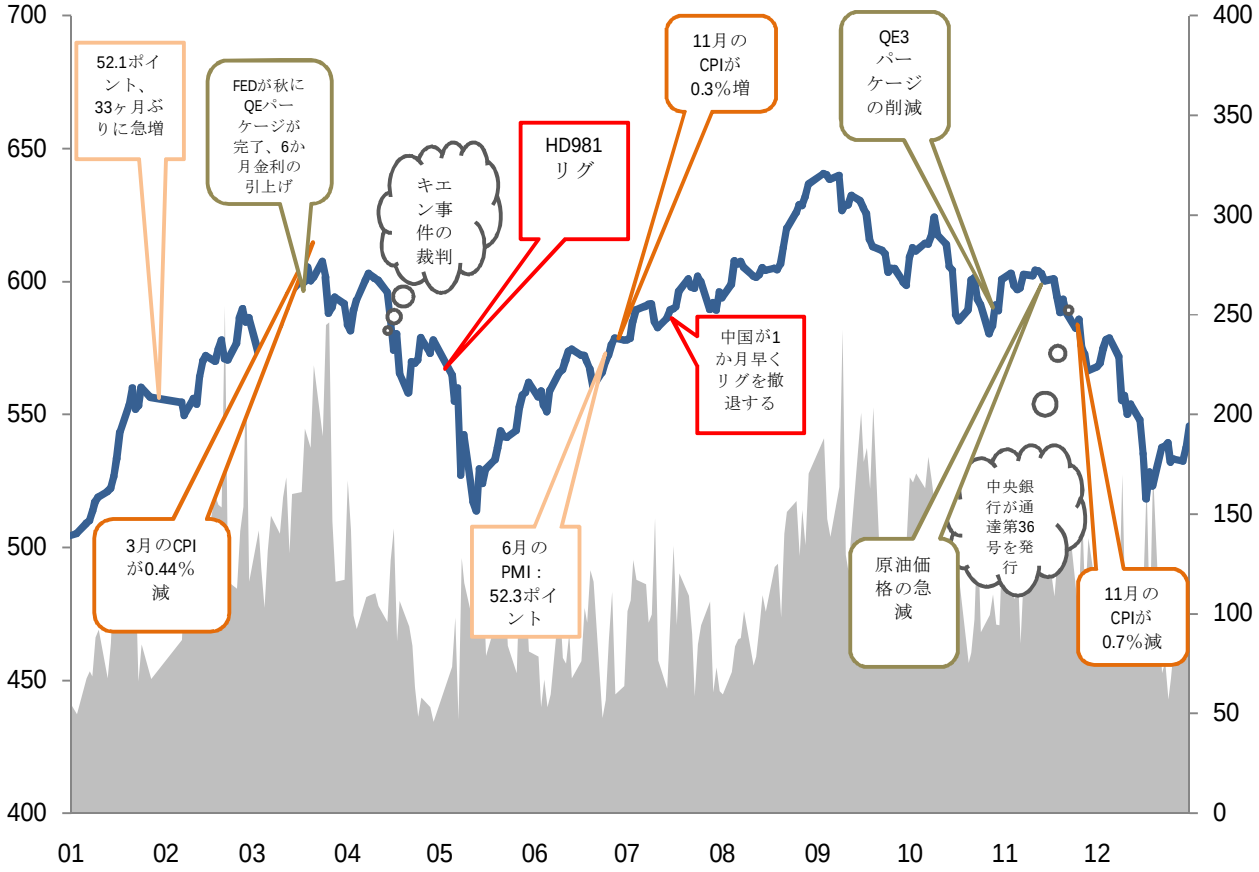
指標	**2014 年**	**2015 年見通し**
GDP (前年比)	5,98%	6 - 6,2%
インフレ (前年比)	1,84%	5% - 6%
貸付成長率	12,6%	13% - 15%
為替レート(VND/USD)	21.246	21.456
貸付金利(中長期)	9% - 11%	9% - 11%
登録 FDI (10 億ドル)	20,2	20 - 22
実行 FDI(10 億ドル)	12,4	11 - 12
輸出額(10 億ドル)	150	170
輸入額(10 億ドル)	148	168

B. 2014 年株式市場

I. 2014 年株式市場の概観

1. VN 指数の概観

12 月 31 日の VN 指数及び HNX 指数はそれぞれ、545.6、82.98 で取引を終えた。株式市場は大きな移動幅で上昇、下落である期間の 2 つを分けた。そのため、指数は 2014 年に上昇ムードを維持しなかった。

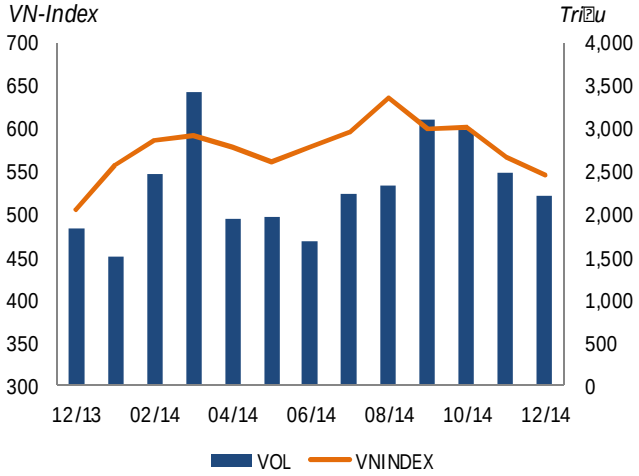


o　ETF ファンドによって増加期間、ドン海のイベントによって減少期間:

FED が QE3 の規模削減から外国人投資家の利益確定売りの圧力により、市場は 2014 年 3 月 25 日以来、調整期間となっている。ACB 創業者のグエン・ドゥック・キエン氏の裁判及びドン海イベントにより、市場の減少は連続で増加していた。VN 指数及び HNX 指数はそれぞれ、15.4%、25.4%下落した。流動性は急減したが、外国人投資家は強く購入したから、市場はいじいじ上昇。

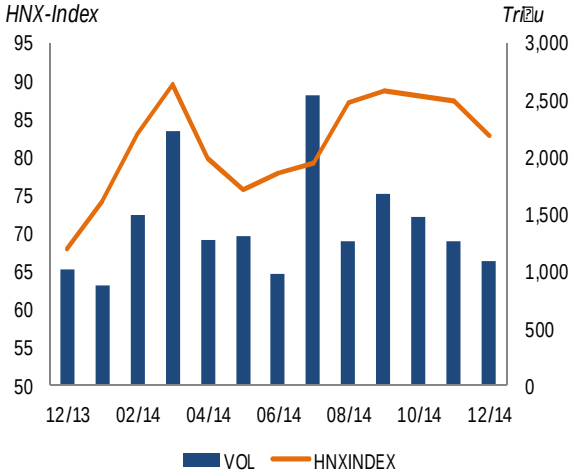
o　石油·ガス関連株のリーダーによって上昇期間及び原油価格が急落したときに、このグループによって減少期間。4 ヶ月連続で上昇した後、原油価格の急減、外国人投資家の売り越し及び通達第 36 号の影響により 4 ヶ月連結で急減した。流動性は平均レベルで維持され、底値拾いの活動は引き続き強化していた。2014 年を終えた VN 指数及び HNX 指数はそれぞれ 14.8%、9.2%減となった。

VN インデックス推移



ソース:HNX、HSX、ブルームバーグ、BSC

HNX インデックス推移

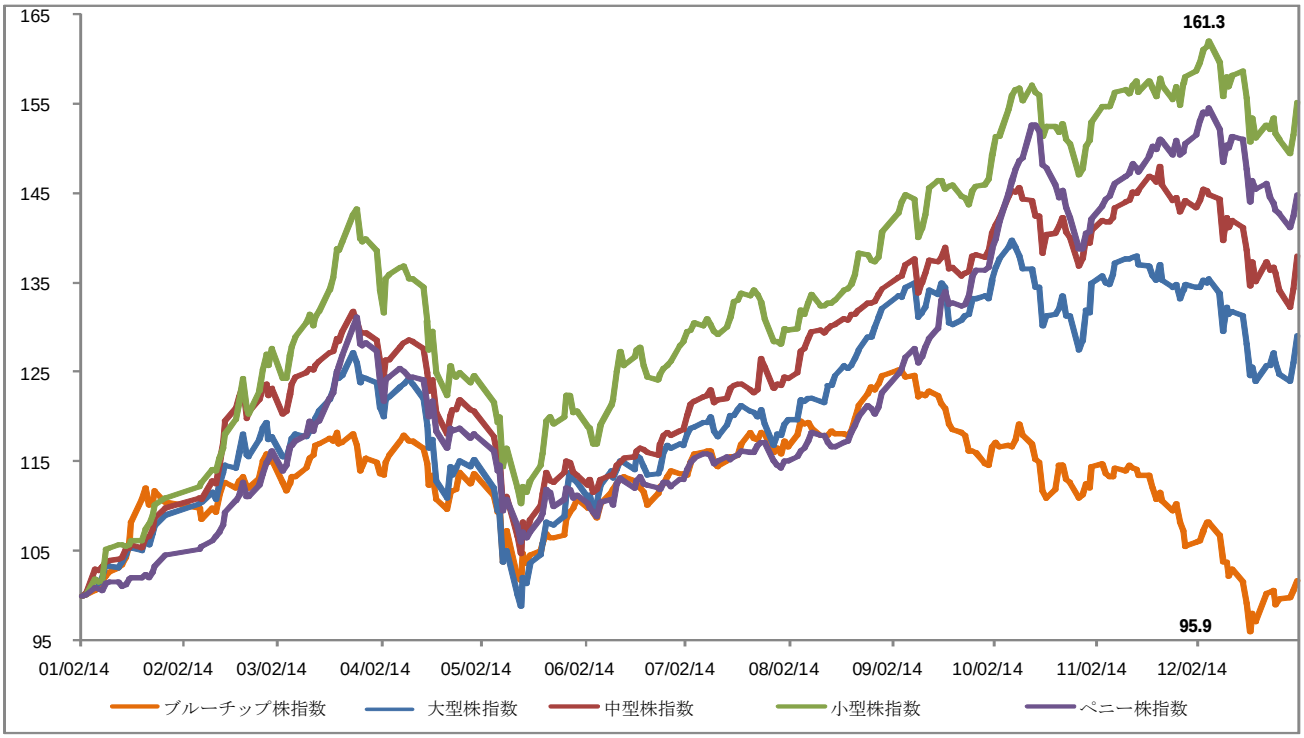


ソース:HNX、HSX、ブルームバーグ、BSC

2. 時価総額に基づく業界

ブルチップ株式は、市場リーダー役割を維持しなくて、小型株、ペニー株は、急速な成長を維持する。

ブルチップ株の取引は、2014 年に市場への多くの不満をもたらした。このグループは、今年の最初の 8 ヶ月で市場リーダーの役割を果たしたが、2014 年最後の 4 ヶ月ですべての成果を失った。



ソース: Bloomberg, BSC

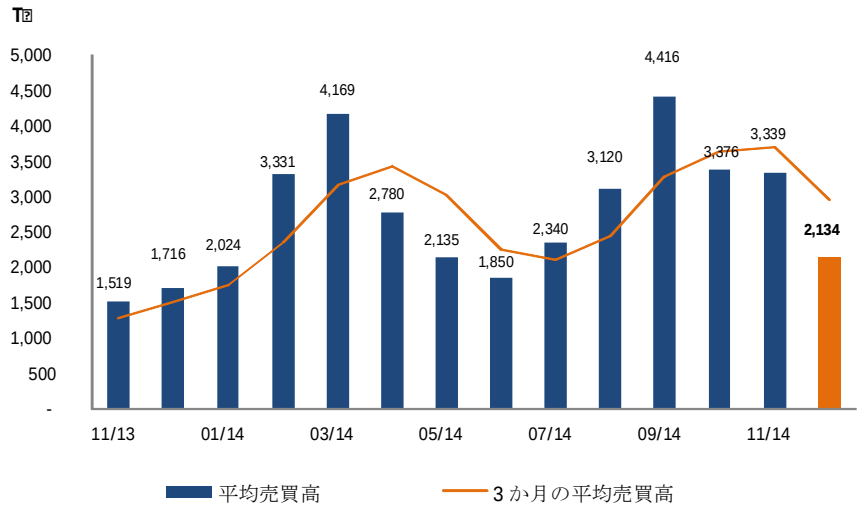
統計データによると、インデックスが大幅に増加しなかったものの、市場は HNX 指数のかなりよい上昇に基づく、多くの銘柄グループで魅力的であることだ。

II. 2014 年株式市場

1. 流動性が過去最高を記録

流動性は 2013 年以来の最高成長率（225%増）、平均売買代金（1 営業日当たる 2 兆 9,180 億ドン）を記録した。

2014 年平均売買代金



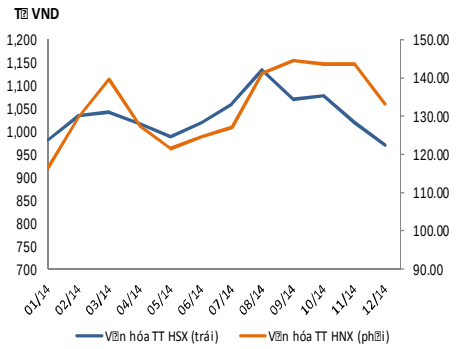
ソース: Bloomberg, BSC

2. 時価総額

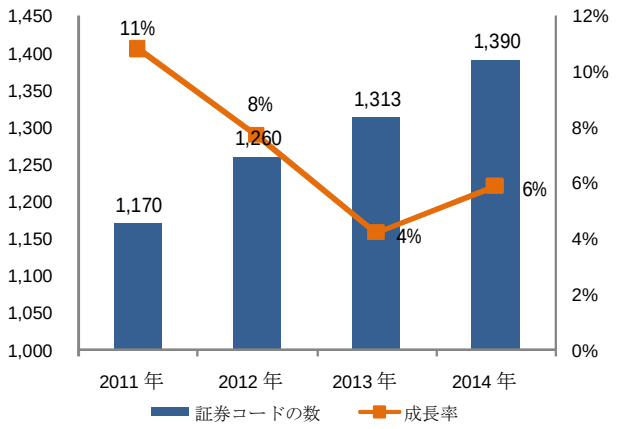
両市場の市場の時価総額は、前年比 16.3%増、GDP の 28.5%に当たる 516 億ドルに達した。両市場の時価総額は 1 兆 1,046 億ドンで、2014 年の時価総額の成長率は約 16.3%増となった。そのうち、HSX と HNX はそれぞれ、15.3%、24.1%増となった。時価総額の増加は主に一般の株価レベルの平均増加（9.8%増）、新規上昇及び上場取消活動及び有償増資から来た。

新規証券コードが安定的に増えて、平均上昇率は 6%レベルで維持している。2014 年 12 月末の時点で証券コードの数は 2014 年年初比 6%増の 139 万口座となった。

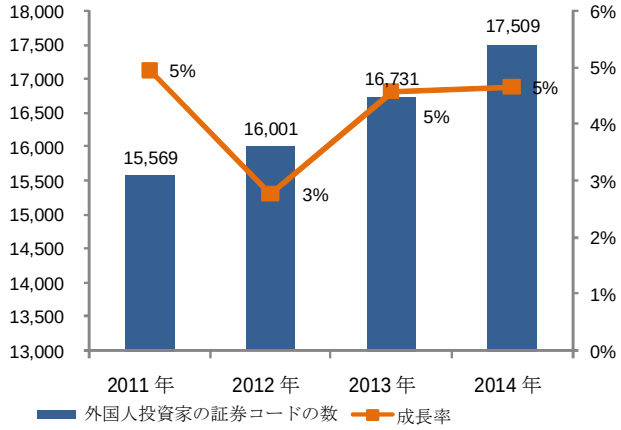
両市場における時価総額



投資家の証券コード数

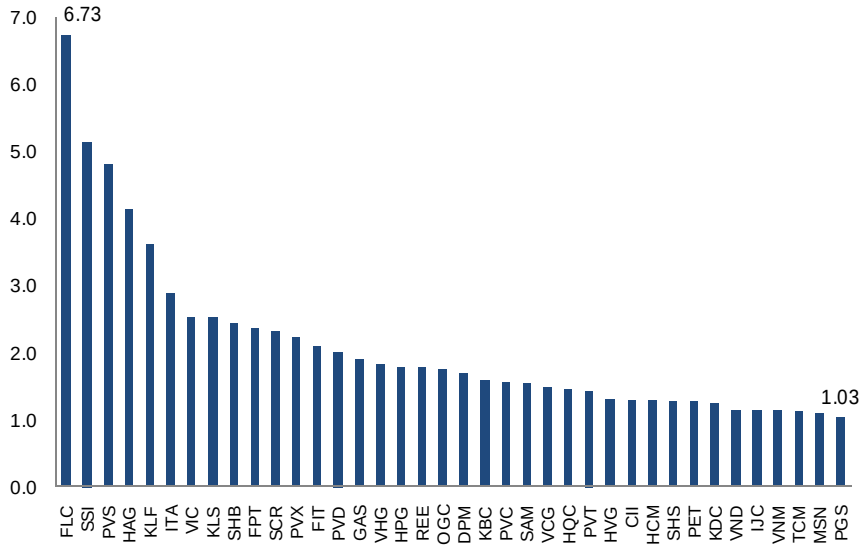


外国人投資家の証券コード数



ソース: VSD, HSX, BSC

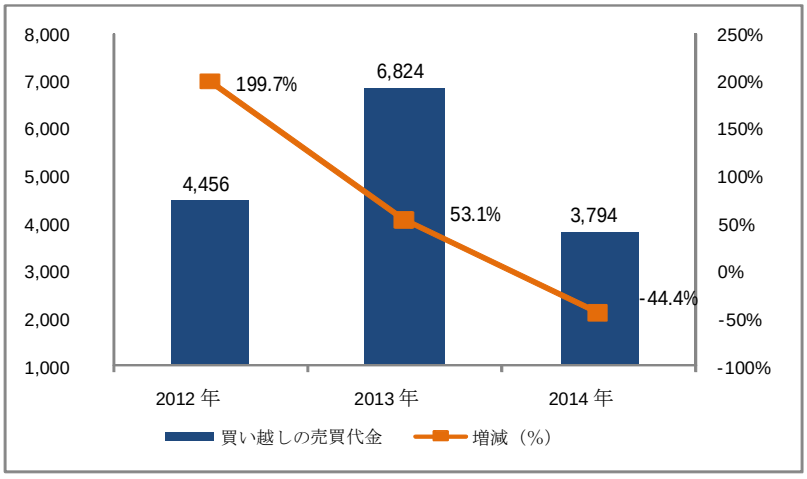
両市場における 1 営業日の平均売買代金が 100 万ドルに達した銘柄は 38 銘柄だった。FLC の流動性は最も高かった。



3. 外国人投資家の売買代金

外国人投資家は前年比 44.4%減、3 兆 7,940 億ドン買い越した。海外のキャッシュフローは 2014 年の年初の 7 ヶ月でベトナム市場に大きく流入し、前年同期比 79.3%増の 7 兆 2,880 億ドンを記録した。FED(米連邦準備制度)が QE3 のパーケージを削減し、金利を引き上げる可能性がある情報を受け、キャッシュフローが株式市場から回収した。この傾向は 2013 年末に外国人投資家の買い越し活動に逆効した。

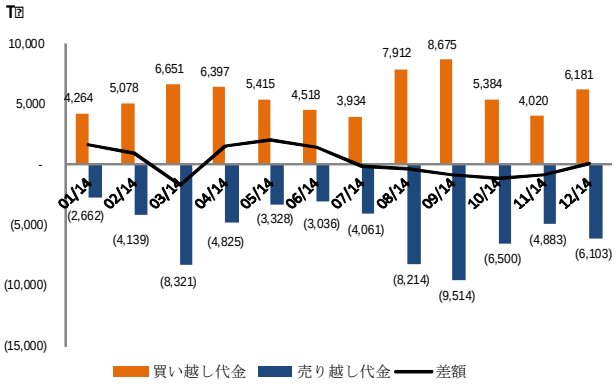
2010 年～2014 年における外国人投資家の売買代金



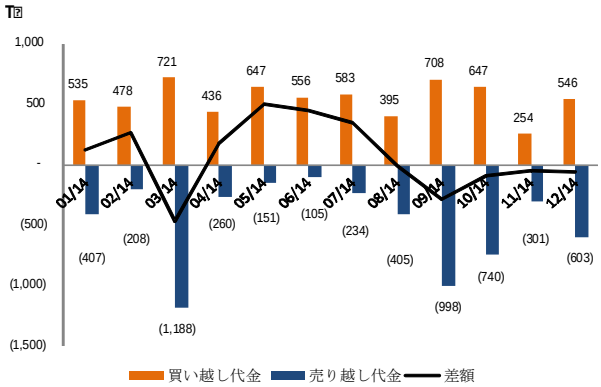
ソース: Bloomberg, BSC

外国人投資家が直近 3 年間の 1 月～3 月の期間に大きく買い越している傾向がある。外国人は QE3 パーケージの削減の影響により 3 月を除く、2014 年上半期に大きく買い越した。彼らは 7 月以来売り越した。

外国人投資家の取引動向（HSX）



外国人投資家の取引動向（HNX）

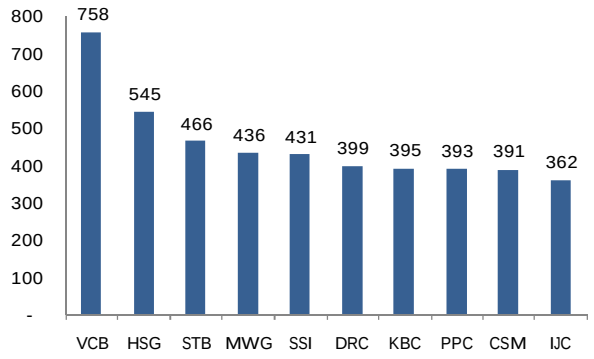


Nguồn: Bloomberg, BSC

ソース: Bloomberg, BSC

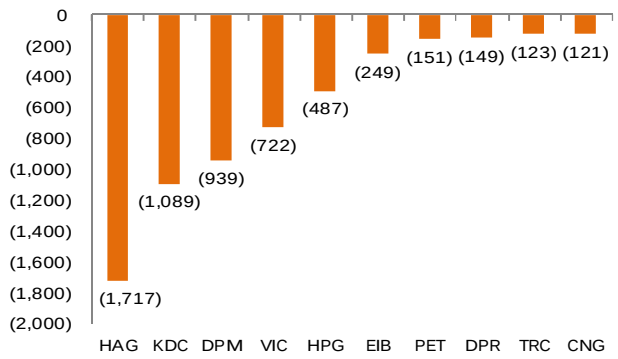
外国人投資家は金融銀行関連株を買い、明らかではない経営戦略がある株式を売った。

外国人投資家に最も買い越された十位株式



ソース:ブルームバーグ、BSC

外国人投資家に最も売り越された十位株式

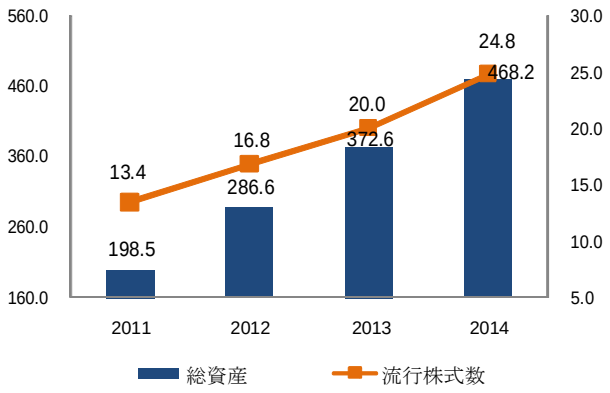


ソース:ブルームバーグ、BSC

4. ETF ファンドの売買代金

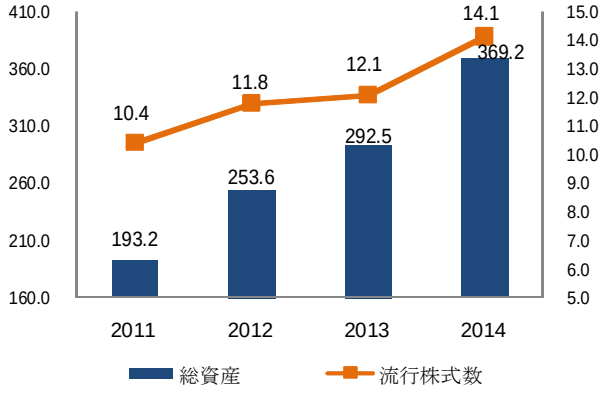
ETF ファンドは外国人投資家の買い越しの総額の 69%を占め、2 兆 6,330 億ドン買い越した。現在、Vietnam Market Vector (VNM), DB x-trackers FTSE Vietnam (FTSE VN) 及び iShare MSCI frontier 100 ETF はベトナムの株式市場に参入している。12 月 31 日の時点でこれらの ETF ファンドの総額は 8 億 5,800 万ドルだった。これらのファンドの取引活動はで連続的に総額の増減により市場に大きく影響を与えている。ETF は、2014 年最初の 9 ヶ月で追加発行や買い越しを維持し、2014 年の残り 3 か月で売り越した。

VNM の総資産及び流行株式数



ソース: Bloomberg, BSC

FTSE VN の総資産及び流行株式数



ソース: Bloomberg, BSC

III. 2014 年株式市場への影響を与えた要素の評価

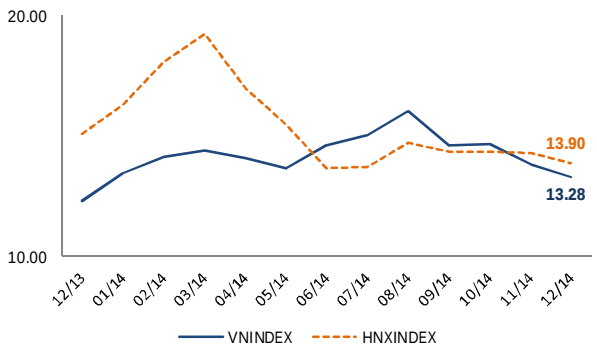
1. マクロ要素及び影響要素

情報	内容	影響度
マクロ情報	CPI のデータ	弱
	PMI のデータ	平均
	GDP のデータ	平均
政策	金利の引下げ	強
	通達第 36 号	すごく強
	30 兆ドンの融資枠	弱
	裁判	すごく強
	土地と住宅法の改正	強
国際情報	QE3 パーケージの削減	強
	原油価格の変動	すごく強
	FED が金利を引き上げ	強
	HD981 リグ	すごく強

2. P/E 要素

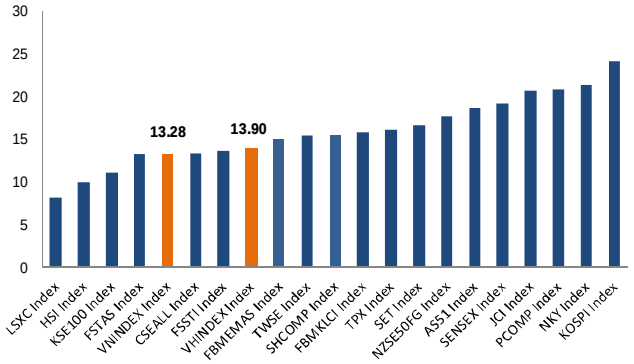
VN 指数及び HNX 指数の P／E はそれぞれ、13.28、13.9 で、地域の株式市場に比べて魅力的な水準である。VN 指数と HNX 指数の P／E はそれぞれ前年比 5.3%増、7.9%減となった

両市場の P/E



ソース: Bloomberg, BSC

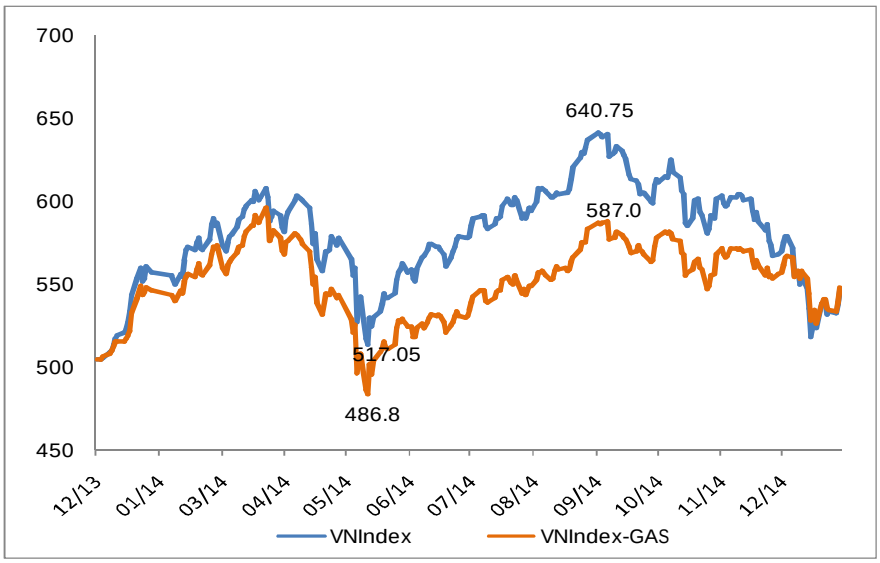
ベトナム P/E 及び他の指数



ソース: Bloomberg, BSC

石油・ガス関連株式は VN 指数に大きく影響を与えた。石油・ガス関連株式の時価総額は VN 指数の時価総額の 24%を占めた。特に

GAS の大幅な変動は 2014 年 5 月～11 月まで VN 指数に大きく影響した。



IV. 2015 年株式市場の見通し

1. 株式市場への影響要素

1.1. 積極的に影響要素

マクロ経済が安定し、ほとんどの指標が達成するまたは、計画を上回ることができる。これらの要素は今後数年間で株式市場のための重要なサポートである。

金利が低水準で維持され、原油価格が 50%以上急減することは多くの上場企業の業績を積極的に影響し、2015 年に新たな機会が多くとなる。原油価格の下落は多くの製品、原材料の価格を下落させる。生産コストの減少のおかげで、企業の業績は改善される。

株式市場への解法：代表的な解法は以下の通り。

- 市場サポートの政策：(1)決定第 51 号/2014/QĐ-TTg によると、企業は 90 日間株式化を実施した後、上場会社を登録しなければならない。上場条件を満たした企業は 1 年間以内証券取引

所に上場しなければならないということ。(2)国家証券委員会は証券市場の健康がよくなるためにで証券会社の再編成を強化する。(3)ベトナム株式市場を MSCI の基準を満たすフロンティア市場から新興国市場に格上げする解法を展開する。

- 株式市場のインフレを向上する新商品を展開する。(1)ETF 製品を展開(ホーチミン証券取引所に上場している E1VFVN30 が VN30 に似せて、あるファンドは HNX30 に似せてある)。(2)派生株式市場を研究し展開する提案は首相により 2014 年 3 月 11 日日付に承認された。派生株式市場の展開期間は 2016 年 3 月予定。(3)追加年金基金、自発年金基金などの製品を研究。

しかし、上記の解法は外内投資家の希望を満たしなかった。2014 年に最も希望したのは外国人投資家保有率の引上げというこである。しかし、このことは今まで実施しなかった。国家証券委員会の代表者によると、この機関は財政省にいくつかの業界における外国人投資家保有率を 49%から 60%への引上げに関する提案を提供している。同案件は政府に 2015 年 10 月に提供される計画。展開している解法と共に、外国人投資家保有率の引上げは 2015 年株式市場に対し重要なイベントである。

TPP 協定及び FTA 協定を参入することを見込まれている:直近の交渉では、参加している国の楽観的な評価は TPP、ベトナムと EU の自由貿易協定(VEFTA)などの協定の交渉が 2015 年締結されることを表示している。ベトナム経済は世界市場及び地域市場に深く統合し続ける。これはベトナム輸出国発展の原動力となる。

1.2. リスク

世界状況からの影響:米国の経済の回復にもかわらず、ヨーロッパ、日本経済の低迷及び BRIC 地域の成長率の減少により、世界的な経済は低迷中だ。

- FED は 2015 年に金利を引き上げる可能瀬がある。これは資本コストの増加により海外投資家に圧力をかけると懸念される。
- ヨーロッパ、日本、中国などの重要な経済は低迷中で、世界的な成長の発展ポテンシャルに影響する。

また、世界的な政治は絶えず変動している。

通達 36 号からの政策リスク：同通達は株式を保有し、投資することに関する規定について言及している。これは株式市場に大きく影響を与える。詳しくは以下の通り。

- 銀行の株式投資向け貸出は銀行の資本金の 5%を超えないという規定。これは株式市場及び証券会社の活動に大きく影響を与える。
- リスク率を 250%から 1505に引き下げる規定。この規定は証券会社のマージン活動がこっちゃになるだろう。高マージン率がある銘柄及び一般的な市場の流動性が変動する可能性がある。
- 株式投資向け貸出について規定はこれらの投資株式こそで確保されないし、マージン活動が制限させる可能性がある。計上面では、証券会社の政収支は困難を直面するだろう。

大手企業は IPO を実施し、上場する。これは外国人投資家及び国内法人のキャッシュフローを誘致する機会である。しかし、外国人投資家保有率の引上げは株式市場に大きな圧力を作るだろう。

2. 2015 年市場変動の予測

マクロ経済は 2015 年株式市場へ楽観的な期待をもたらす。

まず、VN 指数のポイント

2015 年マクロ経済予測、外国人投資家のキャッシュフロー及び世界的な経済の変動、企業の業績予測、2006 年～2014 年における PE の変動について分析方法の要素に基づいて、当社は株式市場のシナリオを以下の通り挙げる。

シナリオ	内容	2015 年末の時点で VN 指

		数
積極的なシナリオ	• マクロ経済はうまく行い、経済成長は計画を達成するか上回る。FDI 資金及び財政歳入は優れた維持される。政府は経済をサポートする合理的な方法（公共投資及び政策改革）がある。 • 経済の再編成の強化、株式化、国営企業、銀行システムの再編成、VAMC を通じる不良債権を解決。公共投資を強化し、貸付を効率的に広がる。 • TPP に参加し、EU、韓国と FTA 協定を締結し、税関連盟協定、投資環境の改善、世界経済に深く統合する。 • 外国人投資家保有率の引上げ、MSCI の基準に基づく株式市場を格上げする、追加年金基金、自発年金基金などを設立 • 世界的に政治、財政ショック、製品などについて大きく変動がない。	約 650 ポイント
平均シナリオ	• マクロ経済は安定し続け、国会と政府が設定する目標を達成できる。FDI の資本は引き続き増加し、輸入出額は安定し、外貨準備が上昇。 • TPP 協定、VEFTA 協定、ベトナムーロシア自由貿易協定、RCEP 協定の締結を通じる世界経済に深く統合して • 銀行システムの再編成と不良債権の解決の進捗、貸付成長率が大きくない。 • 海外のキャッシュフローが大きくない水準でシフトし、政策は遅進捗で発行される。	約 600 ポイント
ネガティブシナリオ	• 経済の低迷、公共投資及び FDI 投資の減少、金利の引上げ、貿易黒字の増加、世界変動によりインフレが戻る。 • VAMC の不良債権の処理及び銀行システムの再編成が遅く行う、企業の営業活動が改善されない。 • 株式市場を発展する新たな解法はない、新たな政策の発効は連続で延期する。 • 不動産市場が改善されなくて、自由貿易協定が延長される。 • 世界的に政治、財政ショック、製品などについて大きく変動がある。	約 550 ポイント

次、2015 年株式市場の動き

株式市場は 2015 年上半期に活発となる。低流動性、通達第 36 号の影響により制限されるキャッシュフロー、ETF のキャッシュフローは 2015 年 1 月と 2 月に市場の傾向を決定する。最近の取引活動に基づく、ETF の資本が実行し始まることを表示している。

市場は年初の 3 か月から 6 か月に活発となると予測される。2015 年第 2 四半期における市場の増減は金利の引上げか引下げについて FED の決定、害古希人投資家の売買活動に従属する。しかし、当社は、市場が 2015 年第 2 四半期及び上半期でよく上昇すると予測しております。

株式市場は 2015 年下半期に大きな挑戦を直面する。2015 年下半期における株式市場の傾向は起こるかどうか期待された情報、世界的な政治経済傾向、外国人投資家保有率の引上げに従属する。

2015 年下半期に株式市場の予測は 2015 年上半期にマクロ経済及び株式市場レポートにアップデートされる。

最後、2015 年に株式市場をリーダーする株式グループ

投機的な銘柄は 2015 年に高く評価されない。中型株及び大型株は 2015 年に最も最良成長すると考えております。

付録：重回帰モデルに基づく VN 指数を推定する

2014 年株式市場の動きは、市場が外要素により影響されたことにより、かなり複雑で、予測しにくい。2015 年株式市場に影響する要素を十分に評価するために、当社が**重回帰モデルに基づく**に基づく VN 指数を推定する。

重回帰モデルで推定することを通じる、我々はマクロ経済と VN 指数との間に相関関係を発見した。海外と国内マクロ経済要素からの影響を研究することに基づいて、このモデルは短期的で VN 指数に関する予測を提供しています。

データ：私たちはマクロ経済指標を含むモデルを利用する。

- 工業生産指数（IIP）
- CPI 指標
- 小売売上高
- 世界的な原油価格
- 世界的な金価格
- 輸出額
- 輸入額
- FDI 資本
- 金利率
- ベトナムのクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)指数

モデルを研究する期間：データを研究する期間はモデルを建設する十分なデータがあるために最低 7 年間である。

デートを処理する。

予測結果は以下の通り。

予測	2014 年 11 月～ 2015 年 6 月			
	VN-指数		**VNI_F**	
2014M10	600.84		600.84	
2014M11	566.58	-5.70%	564.0044	-6.13%
2014M12	545.63	-3.70%	562.4732	-0.27%
2015M01			**577.1197**	2.60%
2015M02			**575.9272**	-0.21%
2015M03			**582.1534**	1.08%
2015M04			**621.1105**	6.69%
2015M05			**630.0403**	1.44%
2015M06			**624.9956**	-0.80%

上記のモデルに基づく、私たちは VN 指数が 2015 年上半期に 575～630 の周りに小幅上昇する可能性がある。

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社（BSC）の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社（BSC）・分析部

Tran Thang Long
（部長）
longtt@bsc.com.vn

Bui Nguyen Khoa
khoabn@bsc.com.vn

Nguyen Hoang Viet
vietnh@bsc.com.vn

Luong Thu Thuong
huonglt@bsc.com.vn

Nguyen Hong Ha
hanh@bsc.com.vn

コンタクト

ハノイ本社

10F, BIDV Tower
35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 2220 6647
Fax: (84 4) 2220 0669
Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,
Dist.1, HCMC
Tel: (84 8) 3812 8885
Fax: (84 8) 3812 8510

投資コンサルタント

Phan Minh
（部長）
Tel: 0439352722 (155)
Email: minhp@bsc.com.vn

法人投資家向けの投資コンサルタント

Nguyen Ngoc Anh
（担当者）
Tel: 0439352722 (175)
Email: anhnn@bsc.com.vn

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。