



マクロ経済

- ガソリン及びガス価格が連続して引き下げられていることにより、インフレ率は低水準に留まった。2015 年 1 月の全国消費者物価指数(CPI)は前月比で-0.2%低下し、前年同期比 0.94%増となった。2015 年 2 月の CPI は 0.1~0.2%上昇となると予測された。2015 年下半年における CPI も通しは上昇し、2015 年の CPI 見通しは 5%未満上昇する。
- 鉱工業生産指数(IIP)の成長率はよい水準に維持した。1 月の鉱工業生産指数(IIP)は前年同期比 17.5%増加した。ベトナムの 2015 年 1 月の製造業購買担当者指数(PMI)は、51.5 だった。
- ベトナムの 2015 年 1 月の海外直接投資(FDI) の状況は積極的だった。FDI 企業による 1 月の輸出入状況は、輸入額は輸出額に比べて増加した。1 月の貿易収支は輸出額の 3.9%に当たり-5 億ドルの赤字となった。
- 貸付金利はさらに引き下げる可能性がある。
- 2015 年上半期における銀行の不良債権の処理プロセスは強化されると予測された。

証券市場

- 前月末の上昇力を続いて、1 月半ばにおける VN 指数は大幅上昇し、1 月後半における VN 指数は横に移動した。両指数はそれぞれ、7%、5%増となり、月間最高値となった。しかし、1 月の最後の営業日で市場が急激に下落したことにより、1 月の VN 指数と HNX 指数はそれぞれ、5.5%、3.1%増となった。2015 年 1 月 30 日では、VN 指数は 7.21 ポイント(1.24%)下落し、576.1 で取引を終えた。HNX 指数は 1.39 ポイント(1.6%)下落し、85.56 で取引を終えた。
- 外国人投資家のキャッシュフローは前年同期比大幅下落し、HSX での 990 億ドン買い越し、HNX での 1,780 億ドン売り越した。外国人投資家のキャッシュフローは直近 4 年間のようにはベトナム市場に流れなかった。

株式市場の 2 月の動向についての評価

- キャッシュフローの制限は 2 月の投資活動に影響する。市場が横に取引するのは好調な業績を持っているし、よい基本的な株式を長期的に投資することを適用する。投資機会は、優れた業績、2015 年の積極的な見通しを持つ株式に存在する。
- タイヤ、銀行、不動産、建設用原材料、海運などの業界に関する株式及び大型株式を 2 月に購入するべきだ。

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

A. 2015 年 1 月ベトナムのマクロ経済

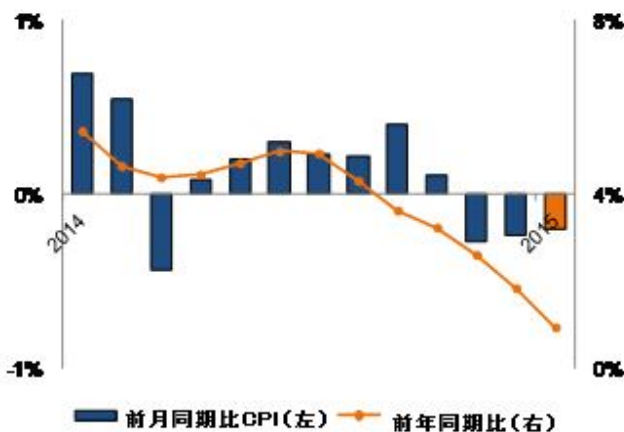
1. インフレ率は、ガソリン連続値下げで低水準に留まった

2015 年 1 月の全国消費者物価指数(CPI)は前月比で-0.2%低下し、前年同期比 0.94%増となった。

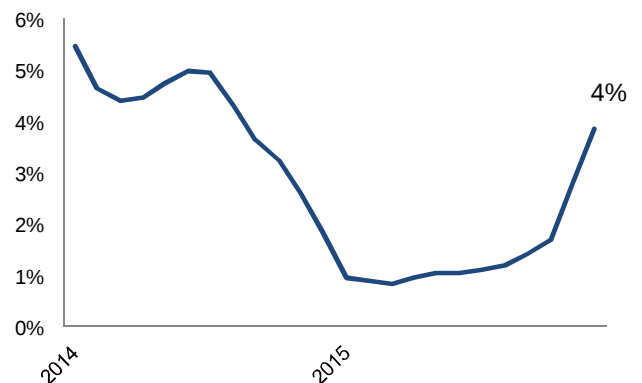
予測:2015 年 2 月の CPI は 0.1~0.2%上昇となると予測された。2015 年 2 月に迎える旧正月(テト)で製品需要は食料品・飲食サービスを中心に高まる。また、世界的なガソリン価格の下落が中止する背景には、国内ガソリン価格は調整回を減少する。

2015 年下半期における CPI も通しは上昇し、2015 年の CPI 見通しは 5%未満上昇する。

消費者物価指数(2014 年~2015 年 1 月)



2015 年における消費者物価指数予測



ソース: GSO, BSC

2. 生産運営活動

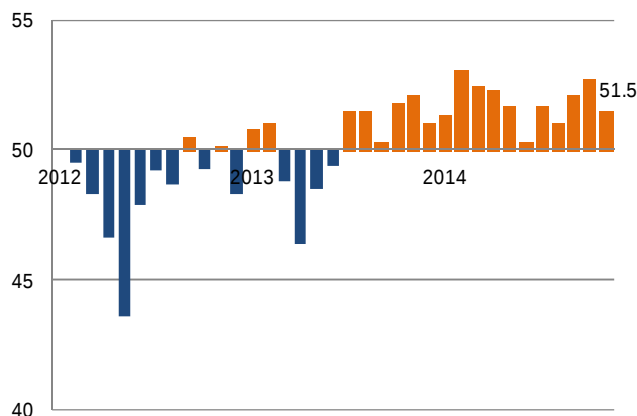
鉱工業生産指数(IIP)の成長率はよい水準に維持した。1 月の鉱工業生産指数(IIP)は前月比 2.8%減、前年同期比 17.5%増加した。

2015 年 1 月の小売売上高は前月比 2.2%増、前年同期比 13%増の 275 兆 5,000 億ドンだった。

香港上海銀行(HSBC)の発表によると、ベトナムの 2015 年 1 月の製造業購買担当者指数(PMI)は、前月の 52.7 から-1.2P 低下の 51.5 だった。ベトナムの 2015 年 1 月の製造業購買担当者指数(PMI)は下落したものの、年の最初の数ヶ月の生産は今年末より通常低いので、これは予測可能と考えられている。

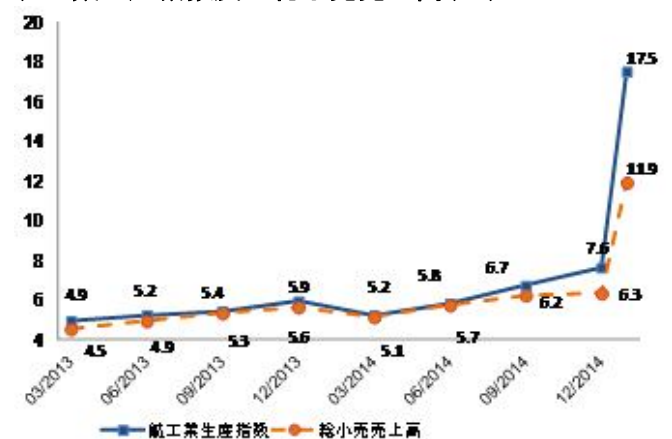
PMI は 2013 年 9 月以降 17 ヶ月にわたり、業況判断の分岐点である 50 以上を維持した。旧正月(テト)を迎える 2 月で 2 月の PMI は少し下落すると予測された。

PMI 指数



ソース: Markit, HSBC

鉱工業生産指数及び総小売売上高(%)



ソース: GSO, BSC

3. 外国直接投資(FDI)

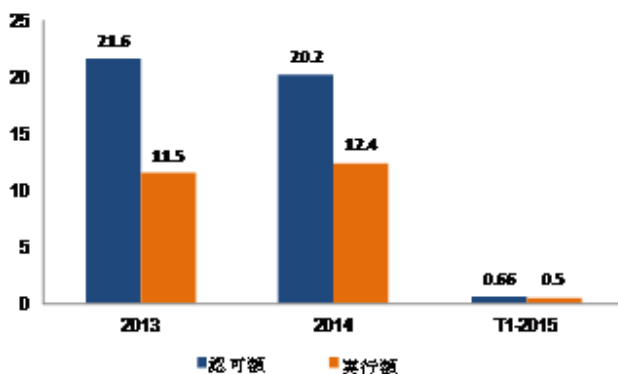
ベトナムの 2015 年 1 月の海外直接投資(FDI) の状況は積極的だった。

具体的には、1 月の実行額は前年同期比 8.6%増の 5 億ドルとなっている。2015 年 1 月の FDI 認可額は 6 億 6,000 万ドルで、前年同期比 67.1%増となった。

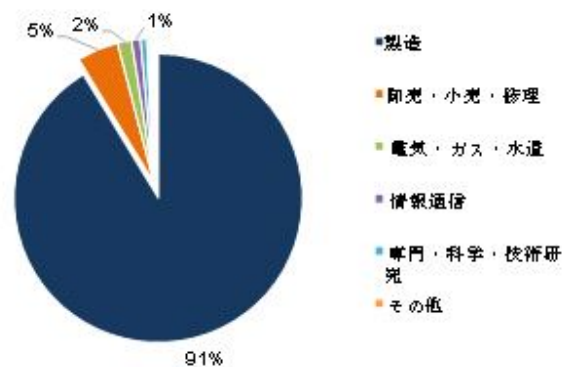
私たちは、今後数ヶ月における外国投資の誘致は活発になると考えております。現在、ベトナムは、FTA ベトナム-EU 協定などの世界

中のパートナーとの貿易協定を完了するために交渉を強化している。
締結される後の同協定は特に繊維と革靴及び各業界及びベトナム
経済に影響する。

FDI (2013 年～2015 年 1 月)(10 億ドル)

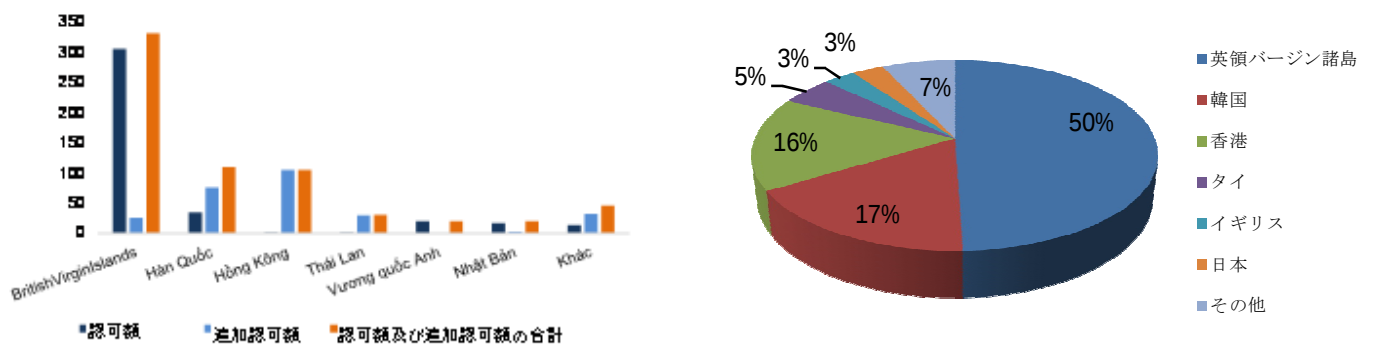


FDI セクターの構成(2014 年 1 月 1 日～2014 年 12 月 15 日)



ソース: GSO, BSC

2015 年 1 月の FDI 認可額内訳(国・領域別) (2014 年 1 月 1 日～2014 年 12 月 15 日)(10 億ドル)



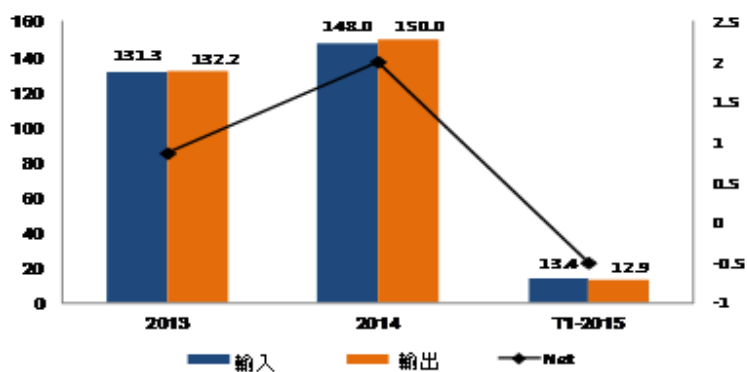
ソース: FIA, BSC

4. FDI 企業による 1 月の輸出額は急増

1 月の輸入状況は大きく成長し、輸出を宇上回った。1 月における貿易収支は輸出額の 3.9%に当たり 5 億ドルの赤字となった。そのうち、輸入額は 12 億ドル、FDI 企業の輸出額(原油含む)は 7 億ドルとなった。

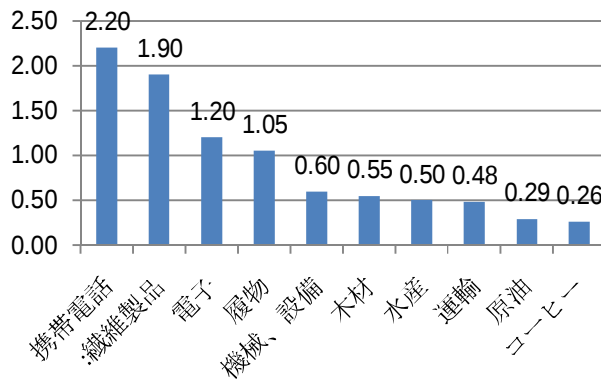
輸出額は前月比 0.2%増、前年同期比 9.7%増の 129 億ドルとなった。輸入額は前月比 4.5%減、前年同期比 35.5%増の 134 億ドルとなった。

輸入出額 (2013 年～2015 年 1 月) (10 億ドル)

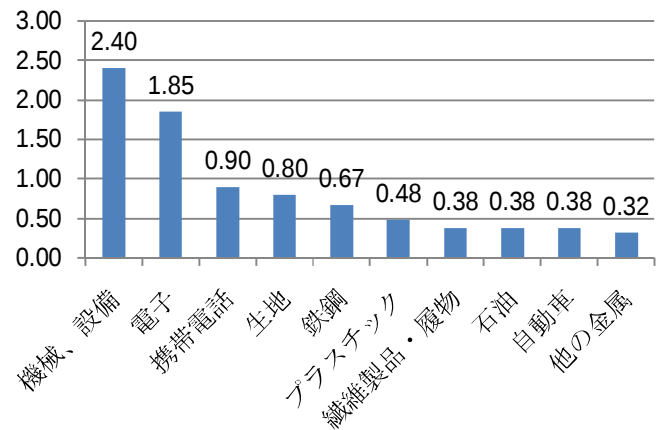


Nguồn: GSO, BSC

トップ 10 の輸出製品(10 億ドル)

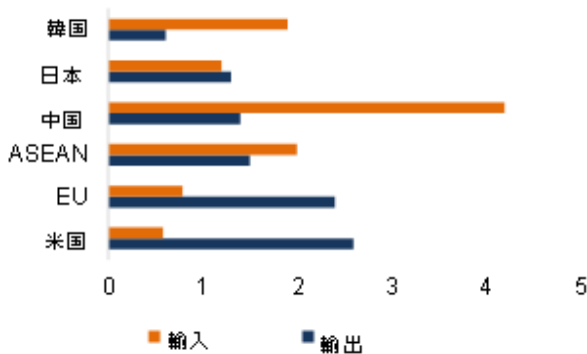


トップ 10 の輸入製品(10 億ドル)

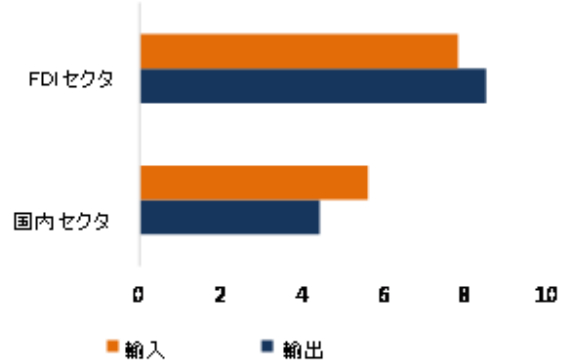


Nguồn: GSO, BSC

輸出入市場の構成(10 億ドル)



貿易収支の分布(10 億ドル)



ソース: GSO, BSC

5. 為替レート

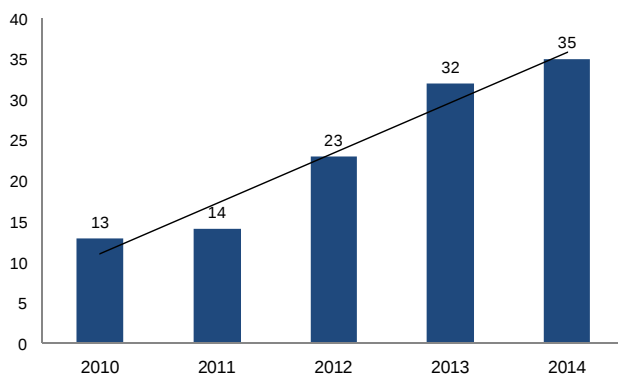
ベトナム国家銀行(中央銀行)は 6 日夕方、対 USD 銀行間為替レート(中銀公定レート)を 1USD=2 万 1,246VND から+212VND(+1%)切り下げて 1USD=2 万 1,458VND とした。7 日より適用する。

根本的な原因は、米国経済回復の背景に他の通貨に対するドル高である。VND 値は USD 高により間接的な影響を与えている。同影響は 2014 年末の時点で VND 対 USD の買値と売値が連続で上限

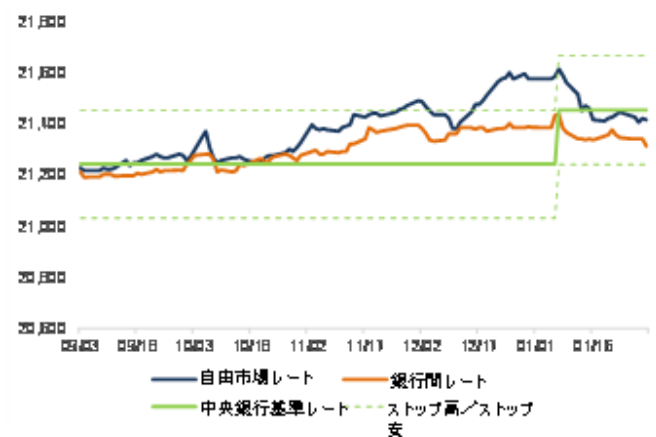
に迫ったことがある。中央銀行の今回の動きは、市場の実情を追認したものと考えられている。

しかし、中央銀行の今回の動きは、一定のリスクを存在していることを見つけております。中央銀行が 2015 年の 2%中(+1%)を利用することは 2015 年末までに中央銀行のツールを限定する。残り最高 1%に対し、為替安定化は 2015 年末の時点までに中央銀行の挑戦である。

外貨準備 (10 億ドル)



為替レート(2014 年 9 月～2015 年 1 月)



ソース: Bloomberg, SBV, BSC

中央銀行は 2015 年における銀行活動に関する指示書を発出した。したがって、2015 年に重要な目標は以下の通り。中長期貸付金利を更に年 1～1.5%引き下げる。貸付成長率は 13～15%増となる、総支払は 16～18%増加。整可能な為替レートは 2%を超えない

6. 銀行・金利

期間 12 か月未満のドン建て預金金利は 0.2～0.5%と引き下げた。具体的には、商業銀行における期間 12 か月のドン建て預金金利は 6～7%、期間 6 か月のドン建て預金金利は 5～6%、期間 1 か月の

ドン建て預金金利は 4～5%だった。期間 1 か月未満及び普通預金金利は 0.8～1%だった。

ドン建て貸付金利は安定している。現在、優遇分野に対するドン建て短期貸付金利は 7%、優遇分野に対するドン建て中長期貸付金利は 9～10%。普通分野に対するドン建て短期貸付金利は 7～9%、普通分野に対するドン建て中長期貸付金利は 9～11%だった。

つまり、2015 年のインフレ率は 5%未満に留まると予測されたので、預金金利がさらに引き下げるのは難しいだろう。預金金利は 5～6%に留まる。しかし、貸付金利が更に引き下げる可能性がある。一般の中長期金利レベルは更に 1～1.5%を引き下げるといふ。

不良債権:2015 年上半期における銀行の不良債権の処理プロセスは強化されると予測された。中央銀行は 2015 年末までに 3%の下で不良債権を減少し、不良債権を処理するためソリューションに関する指示第 2 号を発出した。総裁は、金融機関が貸倒引当金についてソリューションを達成し、2015 年 6 月 30 日の時点で不良債権の少なくとも 60%を処理し、2015 年末まで VAMC に不良債権の少なくとも 75%を売却しなければならないと要求する。

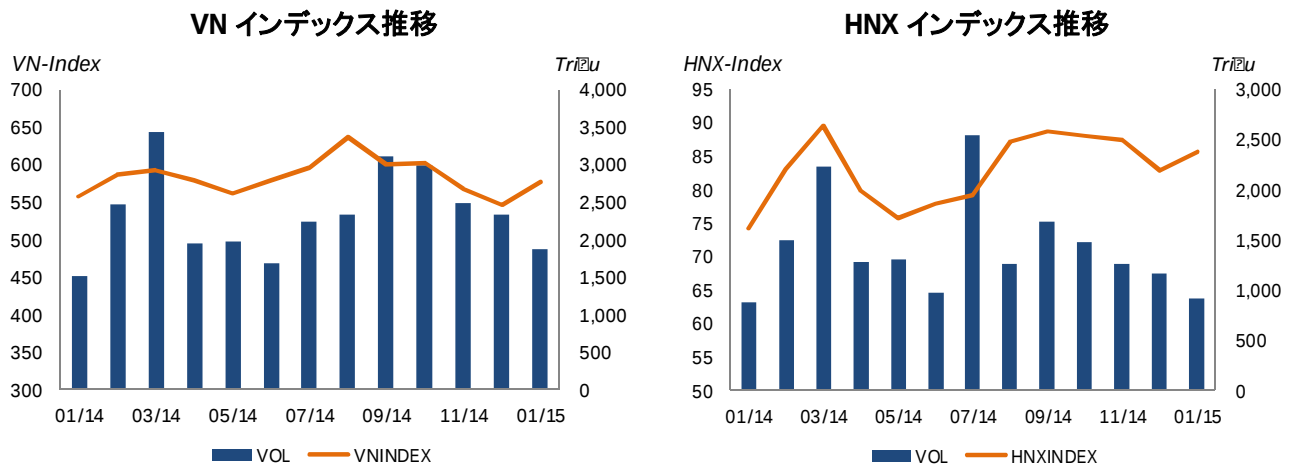
2015 年 1 月マクロ指標及び 2015 年見通し

指標	2015 年 1 月	2015 年見通し
インフレ(前年比)	0,94%	5%未満
貸付成長率	N.A	13% - 15%
FDI 認可額(10 億ドル)	0,66	20 – 22
FDI 実行額(10 億ドル)	0,5	11 – 12
貿易収支(10 億ドル)	- 0,5	2
為替レート (VND/USD)	21.458	21.458 - 21673
貸付金利	9% - 11%	8% - 10%
預金金利	5% - 6%	5% - 6%

B. 2014 年 10 月の株式市場

I. 株式市場の概観

1. VN 指数の動き



ソース: HNX, HSX, Bloomberg, BSC

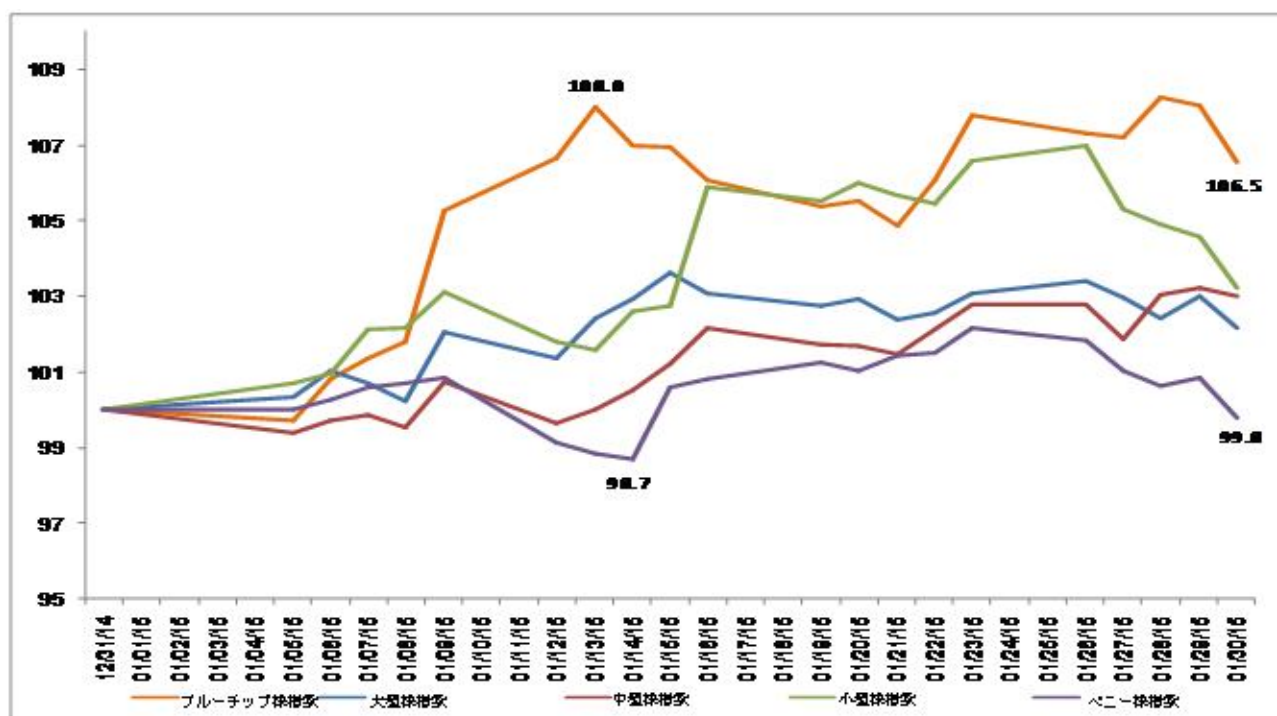
ソース: HNX, HSX, Bloomberg, BSC

- 銀行株の上昇及び ETF の支援により上昇期間(2015 年 1 月 1 日～13 日): 銀行株は軒並み値を上げ、10.2%増となり、VN 指数の上昇に 6.4%を貢献した。ETF の購入活動は市場の傾向を小幅に影響したが、ETF が 4,530 億ドン買い越したことのおかげで、一般の株価レベルは安定し、成長した。銀行株は活発に取引されたが、あまり広がっていなかった。
- 横に取引した期間(2015 年 1 月 14 日～30 日): 銀行株は大きく上昇した後、休み信号を出た。キャッシュフローが不動産株、石油・ガス株及び投機的な株式などの大型株式グループを集中したた努力は成功しなかった。ETF が取引しなかったことや、通達 36 号発効前の投資家の慎重姿勢で、市場はキャッシュフローのサポートがなかった。

2. 時価総額の規模に基づく指数の動向

特に銀行株、ブルチップ株は市場をリーダーする役割を戻った。ペニー株は前年末比マイナスに成長した。直近数年間と同じ、ブルチップ株は年初の数ヶ月に市場をリーダーする役割を果たしている。

銀行株は ETF のポートフォリオの中に株式と差し替え、ブルチップ株の上昇動力となり、市場をリーダーする役割を果たした。グループ株の成長率は 6.54%、小型株、中型株と大型株の成長率はそれぞれ、3.21%、2.98%、2.17%だった。ペニー株の成長率は-0.2%だった。



ソース: *Bloomberg, BSC*

II. 株式市場への影響の要素を評価する

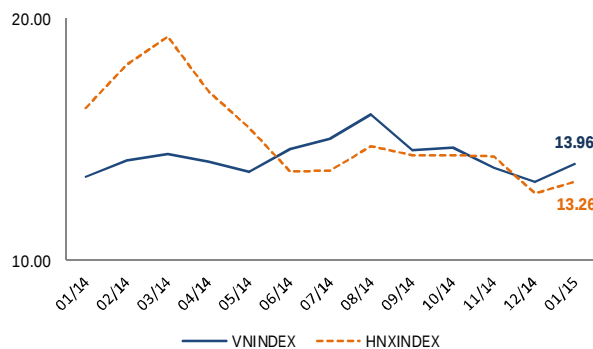
1. マクロ要素

マクロ経済は安定。年を経て経済成長率は、2015 年における株式市場の上昇傾向をサポートし続ける。例えば、数年間で値を上げた後、銀行株は活発に取引された。不動産市場をサポートする新規定、大規模貿易協定に関する情報、株式市場向け新政策などは株式市場に積極的に影響すると期待される。原油価格の変動、FED、BOJ と EU の決定によりキャッシュフローのシフトは市場に参加するキャッシュフローを大幅に影響する。

2. P/E 要素

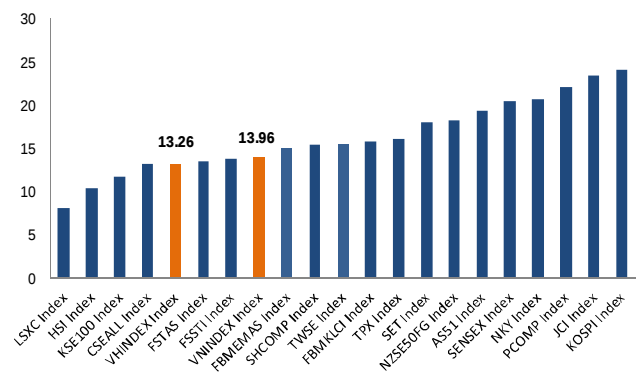
VN 指数及び HNX 指数の P/E は、それぞれ 13.9、13.3 である。VN 指数と HNX 指数の P/E は地域に比べて魅力的な水準に留まっている。VN 指数と HNX 指数の P/E はそれぞれ 5 位、8 位となっている。一般の株価レベルはそれぞれ、5.5%、3.1%増加となったが、VN 指数と HNX 指数の PE は変わらなかった。これは上場企業の業績が 2014 年第 4 四半期に好調になっている。現在、2014 年第 4 四半期業績を公表した企業数は両市場では 407 だった。PE は、市場が 2 月に横に取引すると、引き続き減少すると予測された。

両市場の P/E



ソース: Bloomberg, BSC

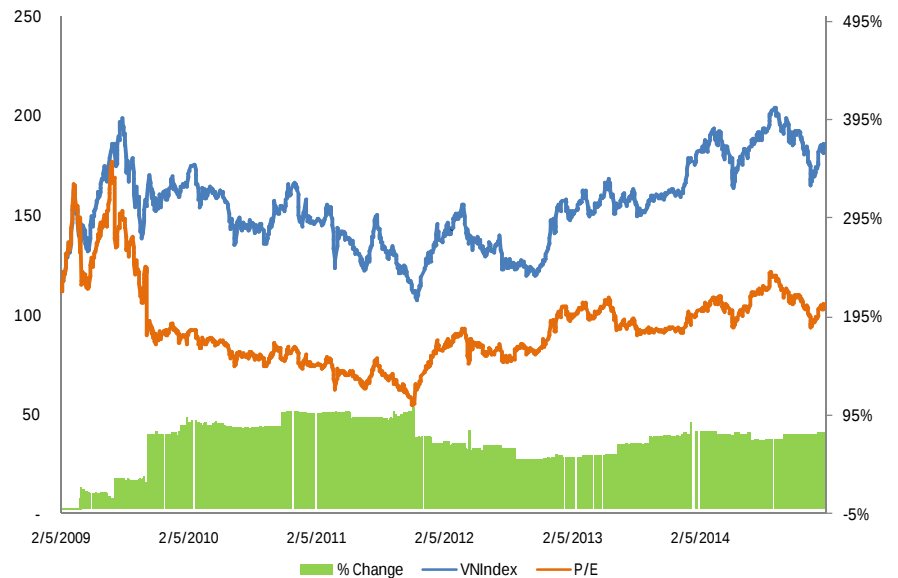
ベトナム P/E 及び他の指数



ソース: Bloomberg, BSC

両指数の PE は 12 月に低水準に留まり、過去の PE に比べて魅力的な水準である。

P/E と VN 指数の推移

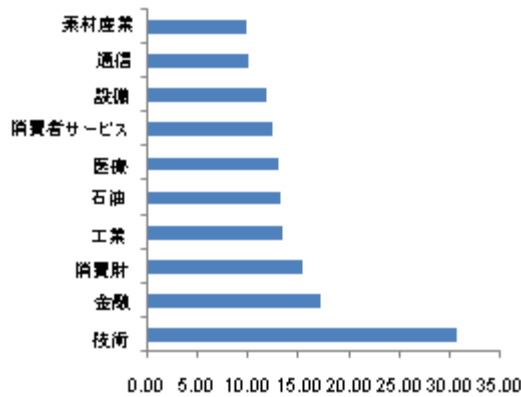


III. 各業界・企業

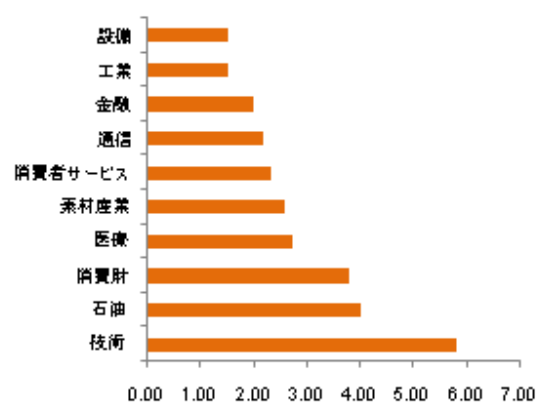
2015 年 1 月の時点で 2014 年第 4 四半期の業績を公表した企業数は両市場では 409 であり、そのうち、黒字を計上した企業数は 358 企業であり、赤字を計上した企業数は 51 企業であった。黒字を計上した企業のうち、210 企業の利益成長率は前年同期比増加した。

ベトナム株式市場は地域における他の市場に比べて、魅了な評価レベルに留まっている。1 月末の時点で VN 指数及び HNX 指数の P/E は、それぞれ 13.82、13.07 で、P/E は地域における市場の P/E に比べて低いレベルである。マレーシア市場の P/E は 14,94 - 15,75、タイ市場の P/E は 16,98 - 17,96、インドネシア市場の P/E は 17,43 - 20,06、フィリピンの P/E は 21,76)

各業界の P/E(2015 年 1 月 30 日時点)



各業界の P/B(2015 年 1 月 30 日時点)

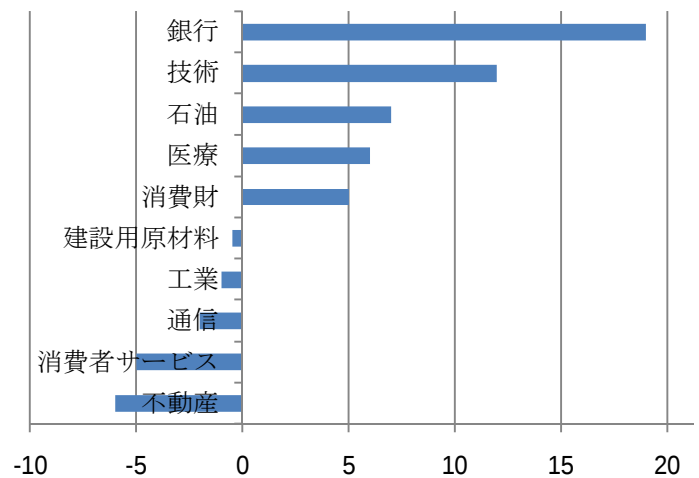
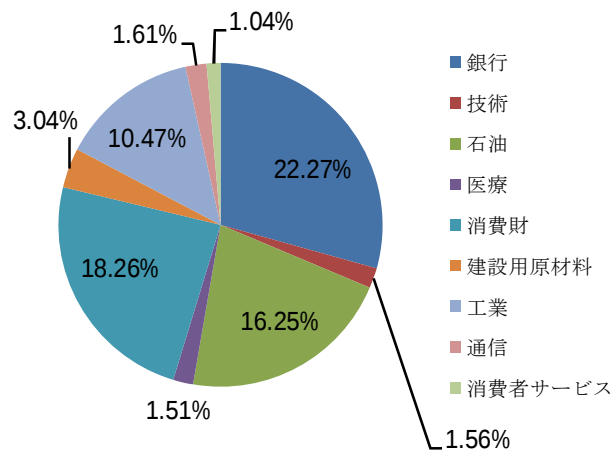


ソース: Bloomberg, BSC

最高成長率を達した業界は銀行(19.59%増)、テクノロジー(11.92%増)だった。一方、不動産、消費サービスの成長率はそれぞれ、5.5%減、4.45%減で、最も低かった。1 月における市場は強く分化した。キャッシュフローは銀行株が多くのサポート情報を受けたことから、主に銀行株を集中していたため。原因は、(1)2014 年の好調な業績、(2)再構成・合併のプロセスを実施した後、業績は 2015 年以來積極的に改善されると期待し、(3)他の業界に比べて、銀行株は 2014 年中に小幅上昇し、株価は一般の株価レベルに比べてかなり安い。大きく上昇している株式は BID(37.8%増)、CTG(30.4%増)、VCB(11.9%増)だった。ということだ。

2015 年 1 月各業界の構成比率(%)

2015 年 1 月各業界の成長率(%)



ソース: Bloomberg, BSC tổng hợp

IV. 株式市場の 2 月の動向についての評価

2015 年の初月における市場はよく成長したが、投資機会はあまり大きくなくて、機会を取りにくい。指数は 1 月、積極的に移動したが、月末時点で突破がなかった。原因は以下の通り。

- 銀行株に大きく依存: 上昇ムードは 1 月前半、銀行株から来た。上場銀行 6 行は全市場の時価総額の 20.2% を占め、GAS (14%)、VNM (10%) より高くなった。銀行株の上昇率は両指数の上昇率 5.3% より高い、9.5% だった。
- 市場はキャッシュフローが他の株式との間でシフトするために銀行株と一緒に十分な影響力を持つ強力な銘柄を欠いている。市場を観察すると、銀行株の利益確定売りのキャッシュフロー

は短期的に不動産株、石油・ガス株、投機的な株式にシフトしたが、あまり広がっていなかった。銀行株は蓄積の短い時間を持っていた後、利益確定売りの圧力により、1 月末の時点でターニング・ポイントを作成できなかった。

- c. 流動性は安定していたものの、通達 36 号発効で懸念と ETF が株式の購入を中止したことを受け、キャッシュフローが制限され、市場は抵抗線で征服できなかった。

通達 36 号発効前の最終取引で、多くの証券会社はマージ比率の変更を発表した。これは投資家の心理に消極的に影響した。売り圧力は投資家の警戒心理学により、2 月の最初初いくつかの営業日に発生する可能性がある。2 月のテト(旧正月)を前後に市場は回復し、株式を追加購入するだろう。長く続いた休日(テト)により、投資活動が中断され、流動性が減少する。

我々は重回帰モデルに基づく、私たちが「2015 年における株式市場及びマクロ経済のレポート」の中に予測した 2015 年上半期における各月 VN 指数を比較すると、予測された 1 月の VN 指数は 577P、実現の VN 指数 576.1P に近かった。私たちは、2 月における VN 指数が 565～585 の範囲で累積する可能性があるし、低流動性を維持すると予測する根拠の一つである。

予測		2014 年 11 月 2015 年 6 月		
	VN-指数		VNI_F	
2014 年 10 月	600.84		600.84	
2014 年 11 月	566.58	-5.70%	564.0044	-6.13%
2014 年 12 月	545.63	-3.70%	562.4732	-0.27%
2015 年 1 月			577.1197	2.60%
2015 年 2 月			575.9272	-0.21%
2015 年 3 月			582.1534	1.08%
2015 年 4 月			621.1105	6.69%
2015 年 5 月			630.0403	1.44%
2015 年 6 月			624.9956	-0.80%

投資アドバイス:

我々は、2015 年上半期における市場にプラスの見解を変更しない。しかし、キャッシュフローは制限されると予測したので、2 月における投資活動は順調にならないだろう。市場は横に取引することから、良い基本的な株式を投資すべきだ。投資機会は 2015 年に積極的な見通しを持っているし、好調な業績を発表したいくつかの銘柄に出るだろうと信じております。タイヤ株、銀行株、建設用原材料株、海運株などは 2 月に中長期投資するために追加購入すべき。

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

Luong Thu Huong
huonglt@bsc.com.vn

Đo Nam Tung
phongvt@bsc.com.vn

Nguyen Quoc Truong
phongvt@bsc.com.vn

Nguyen Hoang Viet
vietnh@bsc.com.vn

Nguyen Hong Ha
hanh@bsc.com.vn

Vu Thanh Phong
phongvt@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
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

投資コンサルタント

Le Thi Hai Duong
(部長)

Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@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。