



# VIETNAM EQUITY RESEARCH

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-935-869  
ホームページアドレス: <http://www.orient-sec.com>

## ベトナム株式市場、大きな転換点(Turning point)?

### High light:

ベトナム市場は世界で最高レベルの成長力があると考えられる。6~7月は、ベトナム株式市場にとって、UpCOM市場での取引開始、銀行最大手の上場、保険最大手の上場など大きなイベントが並ぶ。経済回復と共に、ベトナム株式市場も大きな転換点を迎えられるのか? そのタイミング、金融セクターへの期待が高い。

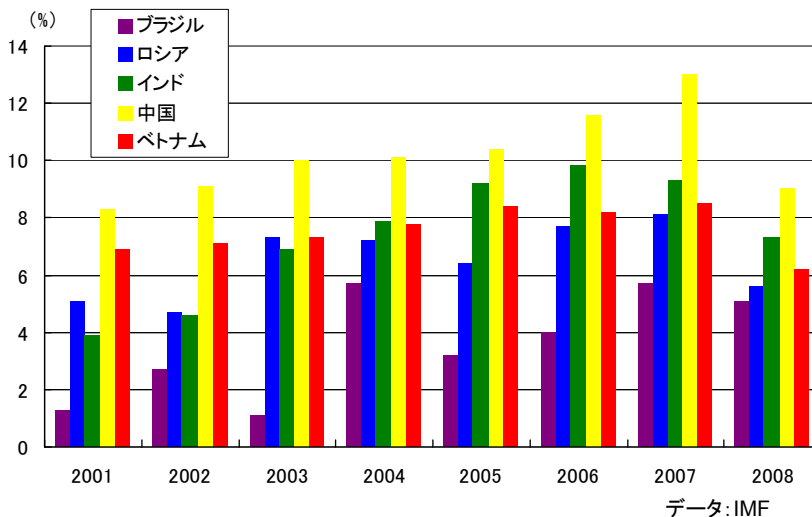
### (1) 高い成長率の期待

ベトナム政府は成長率を6.5%から5%に下方修正したが、その目標を実現する可能性が十分あると思われる。アジア開発銀行(ADB)は2009年のベトナムの実質成長率は4.5%、2010年は6.5%と予測した。世界銀行(WB)は5.5%(2009年)、国際通貨基金(IMF)も3月発表の経済予測でベトナム経済について、09年の実質成長率は4.75%と予測した。これらの数字をみると、08年の6.18%から低下はするが、世界全体の-1.7%(WBの予測)、東南アジア全体の0.7%などと比べ、ベトナムは経済リセッションではなく、成長減速だ。中期的なベトナム経済は7~7.5%を回復するとの期待が高い。また一人当たりGDPは2008年に1000ドル突破した。経験的に、中流層が多くなると自動車ブームが起こり始め、消費が経済をけん引するようになる。やはり、ベトナムは中国やインドと並び、世界の最高レベルの成長力があると考えられる。

### (2) 大底からリバウンドの力が強い

リーマン・ショックから9ヶ月が経過し、世界の株式市場は急落してから一部回復した。ベトナムVN指数は安値から+110%と世界の上昇率を記録した。経済回復すれば、新興国が一番早いペースでリバウンドするだろう。その理由は、①輸出と海外直接投資(FDI)が予想以上に明るい。②政府の柔軟的対策により、国内金融システム・経済が安定している。③インフレ増加率が縮小しており、年間10%以下となる見通し、などである。6月に大手銀行や保険会社が上場することにより、市場ムードが好感するだろう。リスクもあろうが、魅力の大きな市場である。

<グラフー1>ベトナム・BRICsの実質GDP成長率の推移

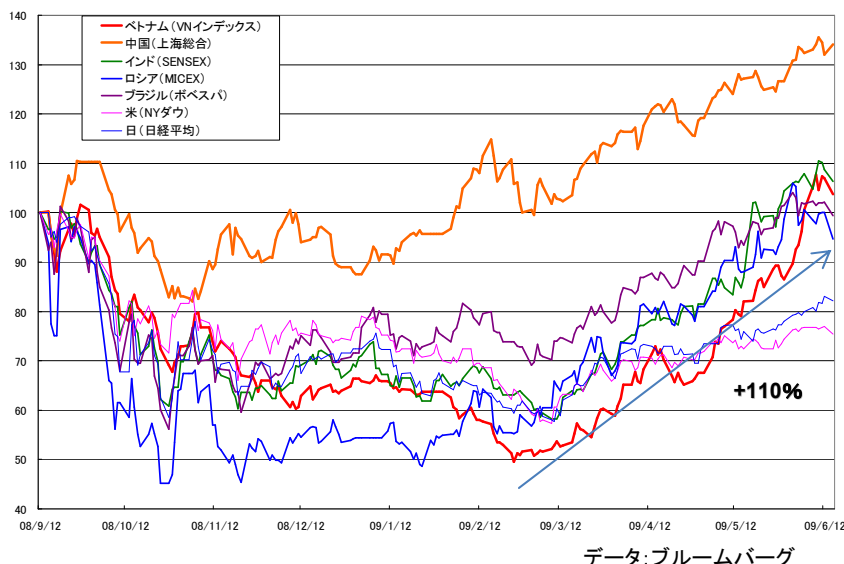


<表ー1>2009年GDP成長率比較(2009年3月~4月予)

	世界銀行	IMF	ADB
ベトナム	5.50%	4.75%	4.50%
中国	6.50%	6.70%	6%
インド	4.00%	5.25%	5%
世界全体	-1.70%	-0.50%	-

データ: 各機関の発表データより作成

<グラフー2>リーマン・ショック後の推移



オリエント証券株式会社【関東財務局長(金商)第54号】

加入協会 日本証券業協会 主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式へのご投資には、基本取扱手数料(約定代金×2.10%(最低手数料 800,000円)) (税込)が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。

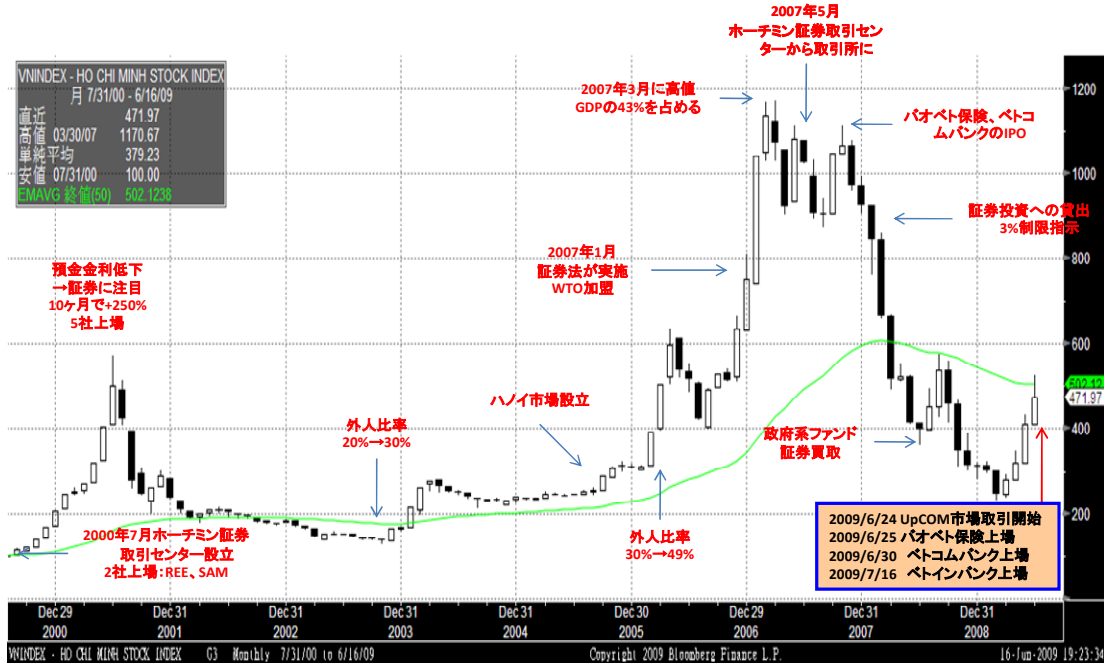


# VIETNAM EQUITY RESEARCH

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-935-869  
ホームページアドレス: <http://www.orient-sec.com>

## (3) 市場規模拡大するたびに、急上昇する傾向がある

<グラフ3> VN指数の推移(2000~2009年)



ホーチミン株式市場の設立以来、市場改革、外国人保有比率を拡大或いは大手企業が新規上場するたびに、指数は大幅上昇する傾向がある。

ホーチミン市場は2000年に設立、その後国内の預金金利が低下し、資金が株式市場に流入した。半年で、VN指数(ホーチミン取引所上場全株で構成)は+250%。外国人比率が20%から30%、30%から49%に拡大する際は、市場が非常に好感ムードになる。2007年3月に1170ポイントの史上最高値を更新、未成熟な市場に大きな資金が入り込んだ結果と見られる。その反動として、調整を続けたが、再びこの3ヶ月で最安値から110%上昇した。

2009年に入ってから、新規上場が続々と発表された。特に、6~7月の間は、大きなイベントが注目されている。

- 6月24日: 未上場公開市場(UpCOM)取引開始。
- 6月25日: 最大手保険パオベトグループ上場。
- 6月30日: ベトナム最大手銀行ベトナムバンク上場。
- 7月16日: 4大銀行の1つベトナム銀行(工商銀行)上場。

この3つの大手会社が上場すれば、ベトナム市場の時価総額は15~20%増加する。ベトナム市場はこれでまたひとつの転換点を迎えると考えられる。

<図-1> 大手金融IPO・上場は市場改革のカギ

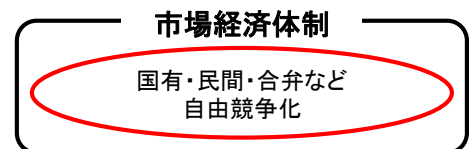
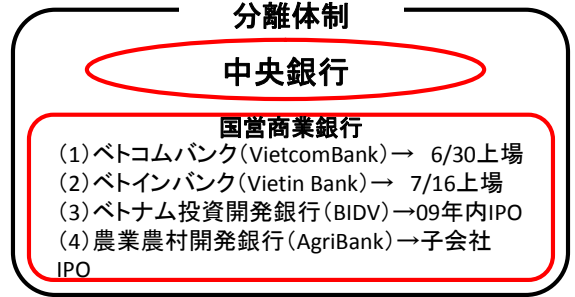
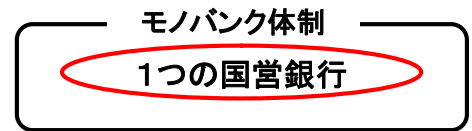
**1986年以前:** 1つの国営銀行が金融業務を独占、銀行システムを支えてきた。

**1986年:** ドイモイ(刷新政策)が導入。

**1988年:** 中央銀行と国営商業銀行が分離され、モノバンク体制から脱した。

**2007年:** ベトナムバンクやパオベト保険のIPOを実施、金融改革が狙い。

**2009年6月:** 商業銀行や保険最大手の上場、金融改革のステップアップ。



データ: 政府関連機関発表より作成

オリエント証券株式会社【関東財務局長(金商)第54号】

加入協会 日本証券業協会 主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、基本取扱手数料(約定代金×2.10% (最低手数料 800,000円)) (税込)が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



# VIETNAM EQUITY RESEARCH

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-935-869  
ホームページアドレス: <http://www.orient-sec.com>

## (4) 上場間近の大手銀行

### 銀行最大手ベトナムバンク(VCB)とベトインバンク(工商銀行)

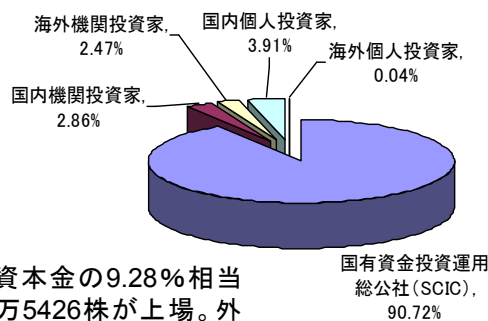
#### 1. ベトナムバンク

- ▶ ベトナム外国貿易銀行とも呼ばれる。1963年設立。1988年の改革までは海外取引を行う唯一の銀行であった。
- ▶ ハノイに本店を置く国有最大手商業銀行。預金、外国為替取引、融資、送金、国際決済などの個人および法人向け銀行業務などを手掛ける。外国為替取引においては、ベトナム国内で大きな存在。
- ▶ 1990年、VISAの国内最初の代理店
- ▶ 2007年12月に資本金の9.28%分の株式がIPOされ、上場準備に。
- ▶ 国内に1本社、1支社、60本支店、約210の支店網を持ち、全国をカバー。資産規模では国内3位、国内の銀行システム総資産の9.96%を占める。ただし、株式会社化している国有銀行としては最大手。従業員: 9150人。
- ▶ 08年12月末時点で総資産は220兆ドン。筆頭株主は国有資金投資運用総会社(SCIC) 90.72%。今後、海外機関戦略投資家を探し、順次に保有率を引き下げる方針。
- ▶ 08年: 利息収益11兆ドン、純利益1兆3416億ドン。

#### 2. ベトインバンク

- ▶ ドイモイ政策導入後、1988年設立。預金、外国為替取引、融資、送金、国際決済などの個人および法人向け銀行業務などを手掛ける。国営製造・商業企業向け貸出は多かったが、2003年以降民間セクターへの貸出残高が増加。中小企業をターゲットとし、現在顧客数の80%、貸出残高の40%を占める。
- ▶ 本社をハノイに置き、144本支店、約188の支店網を持ち、全国をカバー。資産規模では国内4位(2007年)。従業員: 約14500人。
- ▶ 世界の800銀行、金融機関とのネットワークを持ち、国内の銀行システム総資産の10%を占める(2008年)。
- ▶ 2008年12月に資本金の10%分の株式をIPOした。2009年7月16日に株数の4%を上場予定。筆頭株主は国有資金投資運用総会社(SCIC) 80%。
- ▶ 業績: 資産成長率は、2005年17.8%、2006年18%、2007年24.75%。2008年総資産195億ドン、税引前利益1兆5630億ドン。

<グラフ4> ベトナムバンクの株主構成

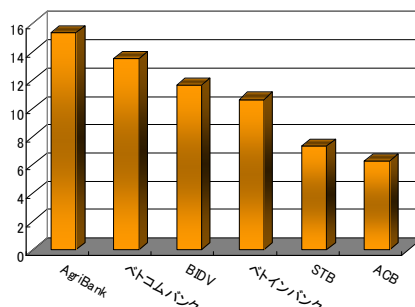


6月30日に資本金の9.28%相当の1億1228万5426株が上場。外国人保有可能率は2.784%。

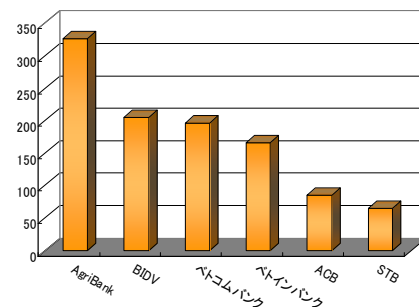
**残りの保有可能株は約30万株!**  
(弊社計算)

データ: ベトナムバンク目論見書2008年

<グラフ5> 株主資本比較(07年)

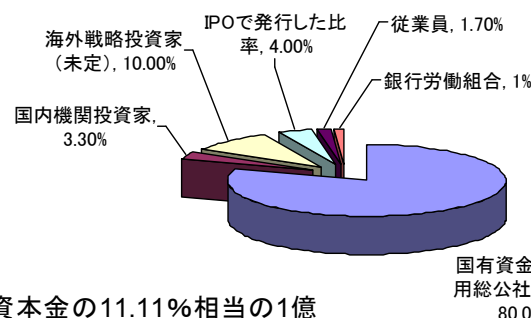


<グラフ6> 総資産比較(07年)



単位: 兆ドン、データ: ベトナムバンク目論見書2008年

<グラフ7> ベトインバンクの株主構成



7月16日に資本金の11.11%相当の1億3400万株が上場。従業員や銀行労働組合の2.7%は3年の譲渡制限があるため、実際取引できる株数は7408万株。**外国人保有可能株は446万株。**(弊社計算)

データ: ベトナムバンク

オリエント証券株式会社【関東財務局長(金商)第54号】

加入協会 日本証券業協会 主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式へのご投資には、基本取扱手数料(約定代金×2.10% (最低手数料 800,000ドン)) (税込)が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



# VIETNAM EQUITY RESEARCH

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-935-869  
ホームページアドレス: <http://www.orient-sec.com>

## (5) 上場間近の大手保険

### 保険最大手バオベトグループ(BVH)

#### 1. 保険業界

▶ ベトナム保険セクターは生命保険と非生命保険に分かれる。2008年における保険プレミアム収入はGDPの1.5%占める21.6兆ドン(前年比+21%)を達成した。その内、非生命保険セグメント+18%、生命保険セグメント+24%と好調。

▶ バオベトグループのレポートによると、2002~2008年平均成長率は+21%(生命保険+16.4%、非生命保険+27.1%)であり、2013年まで21%の平均成長率を予想。

▶ 若い人口とバイク・自動車新規購入台数が毎年2ケタ増を記録するなど、GDP成長が5~8%の発展している市場。それにも関わらず、GDPに占める保険収入の比率は1.5%。この比率はオーストリアの6.04%、中国の3.75%、インドの3.96%、マレーシアの5.09%などと比べて、低い水準。ベトナムの保険セクターの伸びる余地が大きいと考えられる。

#### 2. バオベトグループ

▶ 1964年財務省100%出資会社として設立。1989年に保険総公社に転身、規模を拡大。2007年12月にIPO。

▶ ベトナムの最大国営保険グループ。生命保険、非生命保険(航空、海上、自動車、障害保険など)を提供、再保険事業も行う。その他、銀行、証券、投資業務も提供する。

▶ 国内に1本社、120子会社の網を持ち、全国をカバー。08年12月末時点で総資産は25.3兆ドン。筆頭株主はベトナム財務省77.54%、HSBC保険アジア10.31%。従業員:5180人。

▶ グループは5社から成る: バオベト保険、バオベト生命保険、バオベト証券、バオベト銀行、バオベトファンドマネジメント。

▶ 1996年に生命保険業務開始。生命保険は33.13%のシェアを持つ。競合相手はプルデンシャル、Manulifeなど。

▶ 英HSBC保険アジアと業務提携。2008年の非生命保険市場でシェア27.3%と業界1位に。

▶ 2008年1-12月期は保険収入が8674億ドン、純利益が5295億ドン。

<表-2> ベトナム保険業界概要

	2008年(億ドン)	2008年(百万ドル)
<b>非生命保険セグメント</b>		
2008年保険プレミアム収入	108,550	621
2008年~2013年保険代金収入	142,030	853
2008年~2013年平均成長率	18%	19%
対GDP(%)	0.70%	
<b>生命保険セグメント</b>		
2008年保険プレミアム収入	108,100	618
2008年~2013年保険代金収入	211,264	1260
2008年~2013年平均成長率	24%	25%
対GDP(%)	0.70%	
<b>合計</b>		
2008年保険プレミアム収入	216,650	1239
2008年~2013年保険代金収入	21%	22%
対GDP(%)	1.50%	

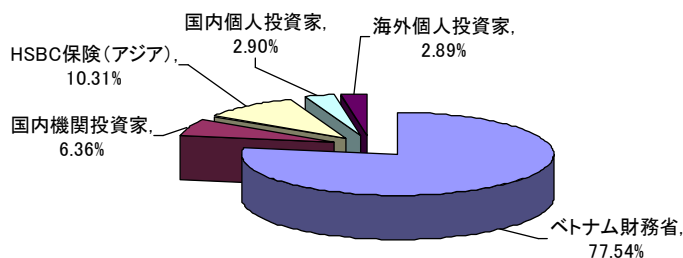
データ: BMI ベトナム保険レポート2009Q2

<表-3> ベトナム上場保険企業比較

銘柄	資本金	2007年純利益	2008年純利益	PER(6/19)
BVH(*)	5730.3	n/a	529.5	n/a
バオベト保険	1000	126.2	155.5	n/a
バオベト生命保険	1500	182.8	185.8	n/a
PVI	1035.5	250	171.7	18.36
BMI	755	132.7	205.6	22.39
VNR	672.2	73.1	159.6	16.13

単位: 10億ドン、データ: 各社の発表資料より作成

<グラフ-8> バオベトグループの株主構成



6月25日に資本金の100%相当の5億7303万株が上場。外国人保有可能枠は最大49%である。実際、財務省の77.54%、HSBCの10.31%、国内機関投資家6.36%を除いても、**保有可能枠は十分ある!**

データ: バオベトグループ

オリエント証券株式会社【関東財務局長(金商)第54号】

加入協会 日本証券業協会 主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式へのご投資には、基本取扱手数料(約定代金×2.10% (最低手数料 800,000ドン)) (税込)が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。