



ベトナム：成長物語

新興国市場株式チーム

2023年8月

「ベトナムは新たな製造拠点となりつつあり、アップル、サムスン、インテルといったグローバル企業からの投資を引きつけています。」

先日の視察でホーチミンとハノイ訪れた際、ベトナムはインフラ整備が必要だと実感しました。5年前のジャカルタ同様に、交通渋滞はひどく、ハノイでは街の整備が進む過程にあります。一方、ベトナム政府は、今後3～5年間で300億米ドルを投じ、海外からの投資の妨げとなっている幹線道路と物流網の近代化を目指しています¹。

ベトナムの一人当たりのGDP成長率は、今後数年で約9.7%と予想され、ASEANで最も急成長すると期待されています²。ベトナムとその他のASEAN諸国が、ここ数年のグローバル・サプライチェーンの移転による恩恵を受けるなか、ベトナムは新たな製造拠点となりつつあり、アップル、サムスン、インテルといったグローバル企業からの投資を引きつけています。ただ、中国からベトナムへのサプライチェーンの移転は未だに、低い人件費が優位となる最終組立といった付加価値が低いものが中心です。



ホーチミンのアジア商業銀行の新オフィス

1 ドラゴン・キャピタル、2023年7月

2 IMF、2023年7月

視察における議論の中心は、不動産市場の悪化、不正取締強化や社債市場の規制改革に伴う流動性の急激な低下といった、ベトナムが昨年から抱える課題でした。これに米国金利の急上昇が重なり、ベトナム国家銀行（SBV）は通貨の安定を維持するため、同じペースでの利上げを余儀なくされました。半年後には、SBVによる流動性改善策、インフレ圧力の緩和による金利の急低下により、状況は大きく改善しました。さらに、SBVにより、過剰な貸出増加を抑制するため貸出限度額を設定するといった実効性のある政策が採られたことで、システム全体に及ぶ資産の質の低下は食い止められました。

今回の視察では、若年層人口の増加と所得水準の上昇（中間所得層は3,700万人増加していくと見込まれています³）という堅固な構造変化に下支えされた成長ストーリーを確認できました。こうした構造変化は、現代的な小売形態が浸透し、増えていくのと相まって、ベトナム国内消費の急速な拡大を支えていくと期待されます。

直近、不動産業界における問題が騒がれましたが、一人当たりGDPの上昇が、今後数年間に亘る住宅に対する強い需要を支えていくと予想しています。住宅価格を見てみると、特に中間層向けものは、引き続き健全な水準にあります。一方、住宅供給は、ここ2～3年でライセンス発行のペースが鈍化したため、依然として十分ではありません。このような状況のため、2025年末までに100万戸の住宅需要が推定されています⁴。ベトナム最大手の不動産デベロッパーを訪問しましたが、病院や学校を備えた同社の目玉となる開発地区を視察させてくれました。なんと、各開発地区に電気自動車の充電スタンドが完備されていました！

株式市場は2022年11月の安値から反発したものの、ベトナムのバリュエーションは、2024年ベースの株価収益率（PER）が12.5倍と、ここ10年でほぼ最低の水準にあることから、非常に魅力的と思われます⁶。外国人投資家としては、引き続き同国における外国人持株比率に対する制限が課題となります。優良な企業はあるものの、制限によって投資機会が、ほんの一握りの企業に限られてしまいます。長期的には、こうした問題は、改善していくでしょう。それよりも、ベトナムが長年にわたり新興市場インデックスのウォッチリストであること、そして、「新興市場」への格上げを目指して改革に取り組んではいないものが、ベトナム自らが設定した2025年という期限に間に合いそうにないことが、問題です。現地視察から察するに、こうした遅れは、決済や外国人持株比率に対する制限、また、同国の政府機関内同士の小競り合いが原因となっているようです。

長期的に見れば、ベトナムは、この地域において、国内消費や金融セクターの発展といった複数のテーマを推進力を持つとても投資興味のある国だと考えています。



(上段右図) ベトナム 食料品小売りチェーン、ウィンマート (上段左図) ホーチミンのショッピング・モール、ヴィンコム (下段左図) ハノイのオーシャン公園にあるヴィンホームズ小学校 (中央図) ハノイのオーシャン公園にあるパール・アイランド (下段右図) ローレンス・ベンサフィPM(ポートフォリオ・マネジャー)兼新興国株式部部长 ベトナム車を背景に

3 ドラゴン・キャピタル、2023年7月

4 JPMorgan: Vinhomes: ASEAN's new residential champion、2023年6月

5 www.vinhomes.vn

6 Bloomberg、2023年7月

アシュナ・ヤラシ・シャ, CFA

ポートフォリオ・マネジャー、新興国市場



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントにおいて北米以外の運用を担当）の新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャー。新興国株式プロダクトのスペシャリストとして2017年に当社に入社。同社以前は、大手グローバル金融機関でアジア太平洋地域を担当する株式営業に従事。その間、欧州、欧州・中東・アフリカ（EMEA）地域の金融商品開発も務めた。金融業界には2012年より従事。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによってされたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	Emerging 債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)

運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合には、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上