

ベトナムETF市場…過去・現在・未来

グエン ティ フォン タン

一、はじめに

上場投資信託（ETF）は近年、株式市場で重要な役割を果たしている。世界のETF運用資産残高（AUM）は二〇二四年七月に一二・六兆米ドルを超えた。世界最大の資産運用会社であるブラックロックは、ETF業界は二〇三〇年までに二五兆米ドルに成長し、二〇二四年の二倍になると推定している。ETFによるAUMはまだ米国を中心とする先進国の株式市場に集中しており、

多くの新興市場や発展途上市場においてETFの重要性は高くない。しかしながら、ETFは他の投資商品と比べても多くのメリットがあり、今後の新興国の経済成長を考えると、特に外国人投資家にとって、ETFを通じた投資がもたらす価値は非常に大きいと期待される。本レビューでは、ベトナムETF市場の発展と現状を紹介しながら、これからの同市場について予測をいくつか提供する。

二、ETFとは

ETF⁽¹⁾は株式と同様に証券取引所に上場され、取引することが可能な上場投資商品の一種である。世界初のETFは一九九〇年にカナダで導入された。トロント総合指数をシミュレートしたTIP三五である。ETFは米国で大きく発展してきた。米国で最初のETFは一九九三年一月に上場したスタンダード&プアーズ五〇〇指数（S&P500）に連動するSPDRである。その後、ETFは米国で大きく発展してきた。アジアでは、一九九五年に日本で最初のETFが導入されている。

⁽²⁾ 市場の監督者である米証券取引委員会（SEC）のパブリッシングによれば、ETFは一九四〇年投資会社法を根拠法としてオープンエンド型

投資会社もしくはユニット・インベストメント・トラストの形態でSECに登録する必要がある。

米国における最初のETFは、S&P500などの株価指数のパフォーマンスに連動するインデックス型のみであった。その後ETFの多様化がすすみ、債券や外国証券のインデックスに連動するETFが登場した後、最近では単に受動的に指数に連動することを目指すのではなく、能動的な投資戦略を用いて特定の投資目的を達成するアクティブ型のETFも増加傾向にある。わが国でも二〇二三年九月からアクティブ運用型のETFの上場が解禁となっている。

⁽³⁾ 二〇二四年七月一二日までに、世界のETF AUMは一二・六兆米ドルとなり、全世界で四、九三一本のETFが運用されている。地域別では、米国のAUMが九・八兆米ドルでトップ、EMEA（欧州に中東とアフリカ）が二兆米ドルA

UMで二位、APAC（アジア太平洋地域）のUMが〇・七六兆米ドルである。

わが国では、一九九五年五月に日経三〇〇に連動するETF（日経三〇〇株価指数連動型上場投資信託）が設定されたのを皮切りに、現在では日本株、外国株、債券、REIT、コモディティなど、さまざまなカテゴリーのETFが三〇〇本超上場している。ブルームバーグ社のデータによると、二〇二四年三月までに日本市場のAUMは五、九六〇億米ドルに達し、日本のETFの過去一〇年の年平均成長率は二二％で、世界の平均成長率一七％を上回っている。

ETFが近年人気の投資商品となつているのは、ETFが他の投資商品よりも複数の利点を有しているからである。いくつかの利点を挙げる、第一の利点は、低コストで分散した投資ポートフォリオを組む事が可能であり、個人投資のよ

うな小口の投資から行うことができる。第二に、ETFへの投資は、投資家が個別銘柄を調査する必要がある。第三に、上場商品であるため取引所の上場規則に沿っており安心して投資ができる、第四に、外国人持株比率の上限に達した銘柄であつても外国人投資家はETFを通じて間接的にその銘柄を保有することが可能である。

当然ながらETFへの投資にもリスクと弱点はある。第一は、利益が突出しないことである。インデックス型のETFであれば指数に連動するため、指数よりもはるかにリターンの良い個別銘柄を購入する機会を逃してしまふ。第二のリスクは、分散投資とはいえ、投資は市場のボラティリティの影響を受ける可能性があり、市場全体の価格が下落すると投資家は損失を被る。レバレッジ型のETFであれば、市場の下落よりも大きな損失を被る。第三のリスクは価格差に起因するもの

である。ETFは原資産の価格に忠実に連動しようとするが、それでも価格の乖離が生じる可能性がある。ETFの投資ポートフォリオは、対象インデックスを構成する証券ポートフォリオから乖離する可能性があり、ETFのリターンがインデックスのリターンと異なる原因となる。

三、ベトナムETF市場の過去から現在

他の国の市場と同様に、ベトナムの株式市場にも国内ETFと外国ETFの二種類がある。国内ETFはベトナム国内の銘柄で組成され、外国ETFはベトナム以外の国の銘柄で組成される。ベトナムでは二〇二四年七月現在で、外国ETFが八本、国内ETFが一五本、合計二三本のETFが上場している。ベトナムの株式市場の時価総額

は約二七億米ドルであるが、外国ETFで最も資産規模が大きいのはFubon ETFで九億米ドル超、それに次ぐETFはVanEckとなっている。

ベトナムでは、外国ETFは約二〇年前に初めて導入された。二〇〇八年にFTSEベトナム・ファンドが正式に運用を開始し、二〇〇九年にはVanEckがベトナム市場で取引されるようになった。その後、さらに多くの外国ETFが導入されている。

二〇二四年三月時点で取引されている八本の外国ETFは、Fubon FTSE Vietnam、VanEck Vietnam、Xtrackers FTSE Vietnam Swap、KIM ACE Vietnam VN30、iShares MSCI Frontier and Select EM、Premia MSCI Vietnam、Global X MSCI Next Emerging & Frontier、CSOP FTSE Vietnam 30である。

一方で、国内ETFについては、二〇一四年一

図表1 2024年7月現在、ホーチミン証券取引所に上場しているETF

No.	基礎指数	証券記号	上場会社名	リスティング 登録 vol.	上場日
1	VN ダイヤモンド	FUEVFNVD	DCVFMVN ダイヤモンド ETF	366,200,000.00	5 / 7 / 2020
2	VN30インデックス	E1VFN30	DCVFMVN30 ETF	328,900,000.00	9 / 29 / 2014
3	VN30インデックス	FUEKIV30	KIM グロース VN30 ETF	150,700,000.00	12 / 21 / 2021
4	VNFIN リード	FUESSVFL	SSIAM VNF リード ETF	32,200,000.00	3 / 11 / 2020
5	VNDIAMOND	FUEMAVND	MAFM VN ダイヤモンド ETF	31,700,000.00	3 / 28 / 2023
6	VNMIDCAP	FUEDCMID	DCVFMVNMIDCAPETF	26,400,000.00	9 / 14 / 2022
7	VN100	FUEVN100	ピナキャピタル VN100ETF	26,200,000.00	7 / 14 / 2020
8	VN30インデックス	FUEMAV30	MAFM VN30 ETF	24,600,000.00	11 / 17 / 2020
9	VNFINSELECT	FUEKIVFS	KIM グロース VNFINSELECT ETF	24,400,000.00	10 / 26 / 2022
10	VN30インデックス	FUESSV30	SSIAM VN30 ETF	9,300,000.00	8 / 7 / 2020
11	VNX50インデックス	FUESSV50	SSIAM VNX50 ETF	6,400,000.00	10 / 17 / 2017
12	VNX50	FUEFCV50	FTP キャピタル VNX50ETF	5,700,000.00	5 / 10 / 2023
13	VN100	FUEIP100	IPAAM VN100ETF	5,700,000.00	9 / 29 / 2021
14	VN ダイヤモンド	フエキヴンド	キム・グロース VN ダイヤ モンド ETF	5,100,000.00	4 / 10 / 2024
15	VN ダイヤモンド	FUEBFVND	BVFNVN ダイヤモンド ETF	4,000,000.00	8 / 2 / 2023

ホーチミン証券取引所

○月六日にVN30指数をシミュレートした国内初のETFが二年間の準備期間を経てH O S E（現ホーチミン証券取引所）に正式上場した。

二〇二四年七月までにH O S Eに上場されるETFは以下の図表1の通り一五銘柄となる。この一五本のETFのうち、一三本は二〇二〇年以降に上場されたものである。図表から、ベトナムにおけるETF市場はまだ小規模で、発展は遅れていることがわかる。最も人気のある国内ETFは、DCVFMVN Diamond ETF、DCVFMVN30 ETF、SSIAM VN30 ETFである。

ベトナムのもう一つの証券取引所であるHNX（ハノイ証券取引所）では、SSI証券が発行するEISSHN30というETFが二〇一七年まであった。しかし、このETFは後にETF SSIAM VNX50に名称を変更し、H O S Eへと上場を乗り換えた。現在ではVNX50指数⁴⁾に連動したET

Fとなっている。

取引方法については、ベトナムは世界一般の仕組みに従っている。ファンドの創始者や指定参加者（機関投資家）は、ETFの組成時（プライマリー市場）にユニット・ロット一〇万株単位で有価証券のポートフォリオを購入し、小口のETF証券に分けてセカンダリー市場（証券取引所）で売却する。これにより、個人投資家などは分割されたロットを買うことができる。投資家がETF証券を売却する場合、(1)分離したETFを証券取引所を通じて他の投資家に売却するか、(2)ETFの所有者にユニット・ロットを売り戻すかを選択することができる。

四、法的基盤

ベトナムでは、証券法が法的基盤を構築し、ベ

トナム証券市場の持続可能な発展と安全性を確保している。ベトナム証券法第四条第四二項の規定によると、ETFは、ファンド証券と有価証券の交換を受けることに基づいて設立されるオープンエンド型ファンドと定義される。ETFは上場証券の取引システムで上場され、取引されなければならない。

また、ベトナムでETFを設立・運用するため
の主な法的基盤は二〇一三年九月一日に発効した
財務省の通達第229/2012/TT-BTC号である。基
本的に、ETF設立に関する規制はオープンエン
ド型ファンドと同様であり、ファンド管理会社
は、登録書類を提出し、国家証券委員会から募集
登録証明書を付与された後にのみ、ファンド設立
のための募集を行うことができる。ETFの募集
を行い、ETFの証券を一括して配布した後、
ファンド管理会社はファンド設立登録書類を国家

証券委員会に提出しなければならない。

ベトナムにおけるETF取引に適用される税制は、主に法人所得税法と個人所得税法が管轄する。さらに、政令第218/2013/ND-CP号、通達第103/2014/TT-BTC号、通達第111/2013/TT-BTC号など、財務省からの通達と政令が、ETF関連の法律施行に際し、詳細やガイダンスを提示している。一般的に、ベトナム株式市場におけるETFに対する税金は、直接税と間接税の二種に分けられる。現行は直接税が中心となり、市場内の事業体所得を直接に規制する。間接税は、商品やサービスの価格に税金が含まれており、商品やサービスの取引を通じて規制される。

現行の規定では、個人投資家が証券取引所でETFの証書を譲渡した場合、その所得は有価証券譲渡所得（キャピタルゲイン）として個人所得税の課税対象となり、譲渡の都度、個人所得税を納

付しなければならない。個人投資家がETFに出資する場合、出資時に証券譲渡所得税を申告・納付する必要はないが、投資家がETFから出金する場合は、ETFへの出資時の証券譲渡所得と出金時の証券譲渡所得について申告・納税する必要がある。

五、近年のベトナムETFの業績と傾向

二〇二三年は、成長機会を捉える洞察力とポートフォリオのリスク管理能力により、多くのETFが市場平均を上回る事業効率の伸びを記録した。H O S Eに上場する全企業の株価指数であるVN-Indexは二〇二三年末までに約一二%の成長を記録したが、それよりも大幅に高い成長を記録したETFもある。図表2に示すように、騰落率

図表2 ベトナムにおけるETFのパフォーマンス

No.	証券記号	上場会社名	3ヶ月 リターン	1年間の リターン	YTD リターン	3年間の リターン
1	FUEVFNVD	DCVFMVN ダイヤモンド ETF	14.83%	31.75%	25.08%	11.88%
2	E1VFN30	DCVFMVN30 ETF	10.21%	13.28%	17.24%	-0.75%
3	FUEKIV30	KIM グロース VN30 ETF	2.98%	12.34%	15.33%	—
4	FUESSVFL	SSIAM VNF リード ETF	8.97%	17.71%	14.58%	1.03%
5	FUEMAVND	MAFM VN ダイヤモンド ETF	13.15%	32.66%	25.98%	—
6	FUEDCMID	DCVFMVN MIDCAPE TF	8.49%	24.13%	11.38%	—
7	FUEVN100	ピナキャピタル VN10 OETF	10.78%	16.63%	15.26%	0.77%
8	FUEMAV30	MAFM VN30 ETF	10.76%	13.01%	15.94%	-1.27%
9	FUEKIVFS	KIM グロース VNFINSELECT ETF	10.77%	20.79%	18.40%	—
10	FUESSV30	SSIAM VN30 ETF	8.79%	12.49%	16.03%	-2.26%
11	FUESSV50	SSIAM VNX50 ETF	8.65%	11.05%	17.37%	-2.12%
12	FUEFCV50	FTP キャピタル VNX50ETF	1.17%	-3.28%	-5.77%	—
13	FUEIP100	IPAAM VN100ETF	24.00%	4.08%	3.09%	—
14	フエキヴンド	キム・グロースVNダイヤモンドETF	—	—	—	—
15	FUEBFVND	BVFNVN ダイヤモンド ETF	—	—	—	—

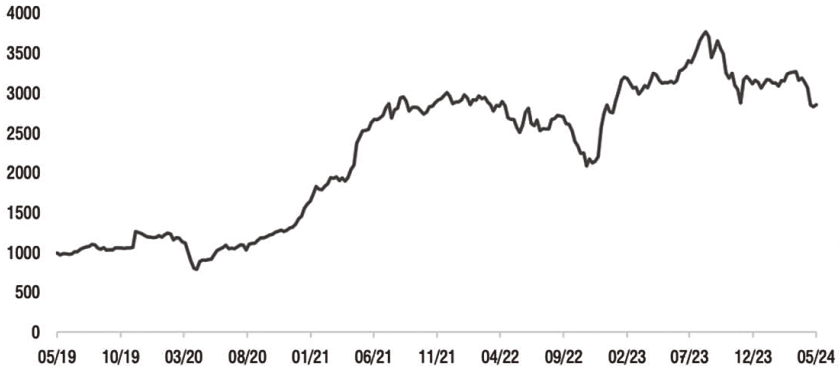
ソースブルームバーグ

が三〇%を超えるETFさえある。具体的には、H O S Eで運用されている約一三本のETFのうち、二〇二三年の利益がVN指数の成長率を下回っているファンドは三本しかなく、残りは指数を上回っている。

しかしながら、過去六年間のベトナムETF市場の発展を見ると、ベトナムETF市場はまだ小さく、外国投資ファンドにとっても国内投資家にとっても魅力的な投資先とは言えないことが分かる。図表3は、ベトナムのETFの総資産のボラティリティを示している。総資産額は三〇億米ドルに満たず、GDPの1%未満である。当時の同地域で所得水準が同程度の他の国、例えばタイ（二〇%）や中国（一〇%）と比べると非常に小さい。二〇二一年以降現在に至るまで、総資産の躍進は見られない。

図表4は二〇二三年一月から二〇二四年四月ま

図表3 ベトナムにおけるETFファンドの総資産(百万米ドル)

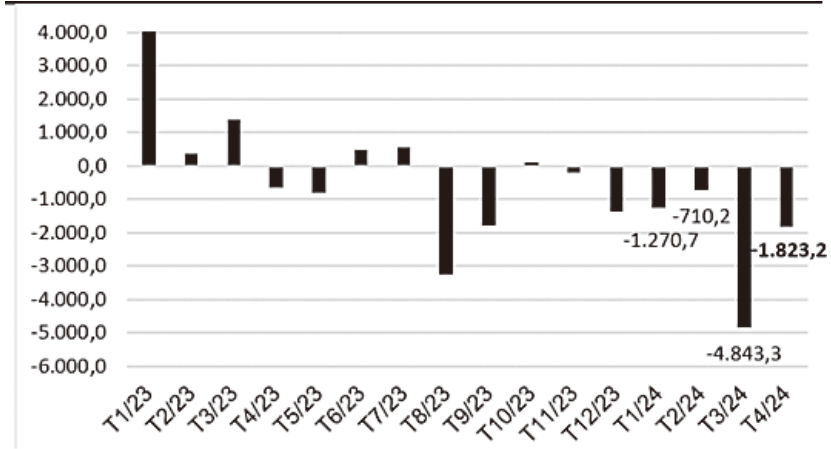


ソース Vneconomy⁽⁵⁾

でのETFの資金流入に関する動きを示している。二〇二四年四月もベトナムETFは一兆八、二二〇億ドルを超える純資金流出額を記録した。二〇二四年一〜四月の累計純資本流出額は八兆六〇〇億ドルを超えている。国内ETFと外国ETFの両方で資本の引き出しが観察されている。さらに、ほとんどの外国ETFファンドがマイナスのパフォーマンスを記録している。二〇二四年四月、VanEck Vectorsはマイナス八・九二%、Xtrackers FTSE Vietnam ETFはマイナス八・七五%、Premia MSCIはマイナス八・四六%、Fubonはマイナス八・二六%を記録した。

純引出しについては、二〇二四年前半に先進国、発展途上国ともにグローバル株式ファンドで非常に劇的な純引出がみられた。⁽⁶⁾ベトナム市場も同様であり、このような状況においてETFファンドの純減額傾向は理解できる。しかしながら、

図表4 ベトナムにおけるETFファンドの純資本流出入額
(単位：億 VND)



5
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

ファンド戦略の失敗や国内の個人投資家の好みの変化により、ETFが魅力を失いつつあることも注意しなければならない。

これにはいくつかの理由がある。第一に外国ETFの場合、Fubon Vietnam（台湾の大手金融グループ）やVanEck（米資産運用会社）のようなETFの利益の伸びは、台湾や米国の母国市場のインデックスが記録した利益よりも低い。第二に、ベトナム株式市場自体がFTSEやMSCIによって格付けが低いフロンティア市場に分類されているため、外国投資ファンドからの新たなキャッシュフローを呼び込むことが難しい。第三に、ETFに投資している国内の個人投資家の数は一〇〇万人強と決して多くはなく、ベトナムの人口の1%にしか相当しない。このことは、ETF投資が国内の個人投資家から大きな注目を集めていないことも示している。

六、ベトナムETF市場の現状と 将来展望

先進国の株式市場では、大多数の人がファンドに投資している。しかし、ベトナムではETFへの投資参加はまだ限定的で、国内の個人投資家からETF投資が注目されるには至っていない。現在の海外のETFでみられる純売りの状況と合わせて、ベトナムETFの将来が問われている。

ベトナムETF市場の見通しは、今年か来年に前向きなニュースがあれば変わる可能性がある。その中でも、株式市場の格付けの引き上げが最大の希望だろう。この過去何年にもわたって、政府、財務省、国家証券委員会の決意が具体化された。FTSEが二〇二四年九月か二〇二五年初頭にベトナムの株式市場をフロンティアからセカン

ダリー・エマージングに格上げすることが予想されており、またMSCIが二〇二六年にベトナム市場を格上げすると期待されている。ベトナム株式市場が格上げされれば、外国からの投資資金の誘致も可能となろう。外国人投資家は再びEMEAへ資金投入をすると期待される。

さらに、最新のデータによると、ベトナムのGDPは二〇二四年第2四半期に六・九三%成長し、一―三月期の五・六六%を上回り、パンデミックからの回復が著しい。世界で最も経済成長率の高い国の一つとして、ベトナムは二〇二四年に国内総生産を六―六・五%増加させることを目標としている。株式市場が格上げされ、経済成長の可能性が期待を上回れば、外国投資資金を呼び込むチャンスは大きく広がるだろう。

しかしながら、より重要な課題は、継続的に資金を引き出す外国人投資家が多い中、資金の流れ

をいかに「保つ」かということである。外国人投資家にとっての投資環境を改善し、より質の高い商品を持つことが、海外からの持続可能な資本を呼び込むための前提条件となる。

また、一億人の人口を抱える国内市場にも注意を払う必要がある。国内市場では、中間層が徐々に増加し、現在約一三%、二〇二六年には二六%になると予想されている。ベトナムETF市場についても、次のような多くの課題が指摘される。

第一に、ETFをさらに多様化とする必要がある。ベトナムのETFの形態はまだ単純で、インデックスも多様性に欠ける。現在、ほとんどのETFは、主にVN30指数を追従するパッシブファンド (Passive ETF) である。近年では、金融企業 (VnFin Lead) や外国人保有比率の高い銘柄 (VNDiamond) のインデックスが増えている。しかし、常に変化する投資の世界では、市場の嗜好

も常に変化するため、一定期間が経過すると、これらのETFの魅力は徐々に失われていく可能性がある。ETFに求められる多様化として、まずは業種別インデックスを運用対象とするETFが必要である。金融業界のETFとは別に、不動産、消費、産業など他の重要な業界も考えられる。さらに、成長投資、バリュー投資、配当投資など、特殊な戦略に従ったETFも考えられる。

アクティブ型のETFも研究対象として検討する必要がある。パッシブ型 (インデックス型) ETFのように純粋にインデックスに追従するだけでは、収益率が非常に悪くなるが多々ある。ツールや法的規制の面ではまだ一定の限界があるが、アクティブ型のETFも多様な投資家ニーズに応えるために研究開発が必要であろう。

第二に、投資家をETFに参加させ、ETFが発展する基盤を作るためには、インセンティブ・

メカニズムが必要であり、その中でも税制は重要なツールである。有価証券譲渡所得税については、有価証券譲渡所得に対する二〇%の税額計算が非常に複雑であることに加え、登録や申告の手続きも困難であるため、多くの投資家は有価証券の売却額の〇・一%を納税する方法を選択することが多い。しかしながらこの納税方法では、損失が出たにもかかわらず納税しなければならない。この不備を解消するためには、個人所得税法および個人所得税法を指導する政令を早急に改正し、特にETFや株式市場一般に参加して損失を出した投資家が税金を支払わなくても済むようにする必要があるのである。今後ベトナム政府は、ETFが国内の資本を引き付ける魅力を生み出すために、この問題に関する法律や規制の改正に取り組み必要がある。

上場投資信託の開発は、ベトナムの株式市場に

とって避けられないトレンドであり、投資環境の改善、より質の高い商品の提供、ETFを奨励するための合理的な税制優遇メカニズムの構築は、持続可能な資本を呼び込むための前提条件でとる。

(脚注)

- (1) 投資信託とETFは、ベトナムで人気のある二種類の投資ファンドである。ベトナムの株式市場では、投資家が個人のニーズや好みに合わせて選択できるよう、より多くのファンド証券が登場している。人気のあるファンド証券には、以下のようなものがある：VESAF (VinaCapital), Techcombank-iFUND (Techcom Capital), DCDS (Dragon Capital), DCBC (Dragon Capital)。
- (2) <https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf>
- (3) <https://www.trackinsight.com/global-etf-survey/2023#register>
- (4) VNX50指数は、HNXまたはHOSEに上場しているベトナムの資本金、流動性、自由譲渡比率の上位五〇社を含む株価指数である。VNX50指数は、ベトナム株式市場の時

価総額の七五%を占めていた。

- (5) <https://vneconomy.vn/3-ly-do-khien-chung-khoan-viet-nam-dang-thieu-suc-hap-dan-trong-mat-mha-dau-tu-ngoai.htm>
- (6) <https://www.reuters.com/markets/global-markets-flows-2024-04-26/>
- (7) <https://asia.nikkei.com/Economy/Vietnam-GDP-grew-6.93-in-Q2-with-risks-to-recovery-high#:~:text=One%20of%20the%20world's%20fastest,minister%20and%20other%20top%20leaders.>

(参考文献)

- (1) トラッキングインサイト、J. P. モルゲイン・アセット・マネジメント、ステート・ストリートによるグローバルETFサーベイ二〇二三年結果
<https://www.trackinsight.com/global-etf-survey/2023>
- (2) <https://hnx.vn/en-gb/van-ban-phap-ly.html>
- (3) 個人所得報告 <https://hnx.vn/en-gb/van-ban-phap-ly.html>

(グエン ティ フォン タン・当研究所研究員)