

B-Guide

Vietnam Market In Crises

What beyond the crackdown?

ตลาดหุ้นเวียดนามในภาวะวิกฤต

อะไรอยู่เบื้องหลังจากตรวจสอบของทางการ



วันที่ 17 พฤษภาคม 2565



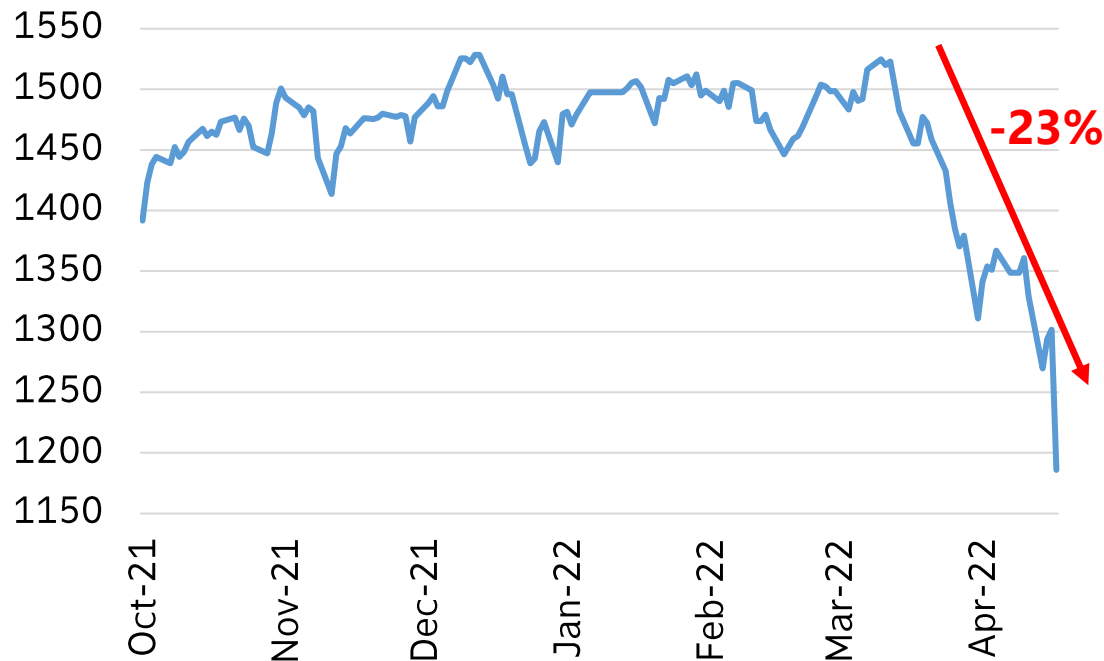
วิภุตตลาดหุ้ญเวียดนาม
ฟองสบูในภาคอสังหาริมทรพ์กับตลาดหุ้ญกั้ไม่มีระเบียบ



ตลาดหุ้นเวียดนาม: Hanoi ลดลงกว่า -39% และ Ho Chi Minh ลดลงกว่า -23%

ตลาดหุ้นเวียดนามปรับลดลงแรง โดย Hanoi Stock Market Index ลดลงกว่า 39% และ Ho Chi Minh Stock Market Index ลดลงกว่า 23% เนื่องจากความกังวลกระแสเงินทุนไหลออก หลังธนาคารกลางสหรัฐขึ้นดอกเบี้ย และในเดือนเมษายน รัฐบาลเวียดนามเข้าจับกุมและตั้งข้อหาทั้งเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ หน่วยงานกำกับหลักทรัพย์ ผู้บริหารหลักทรัพย์ และผู้บริหารจดทะเบียน หลังพบการกระทำความผิดในการออกหุ้นกู้และการลงทุนในตลาดหุ้น

Ho Chi Minh Stock Market Index



HaNoi Stock Market Index

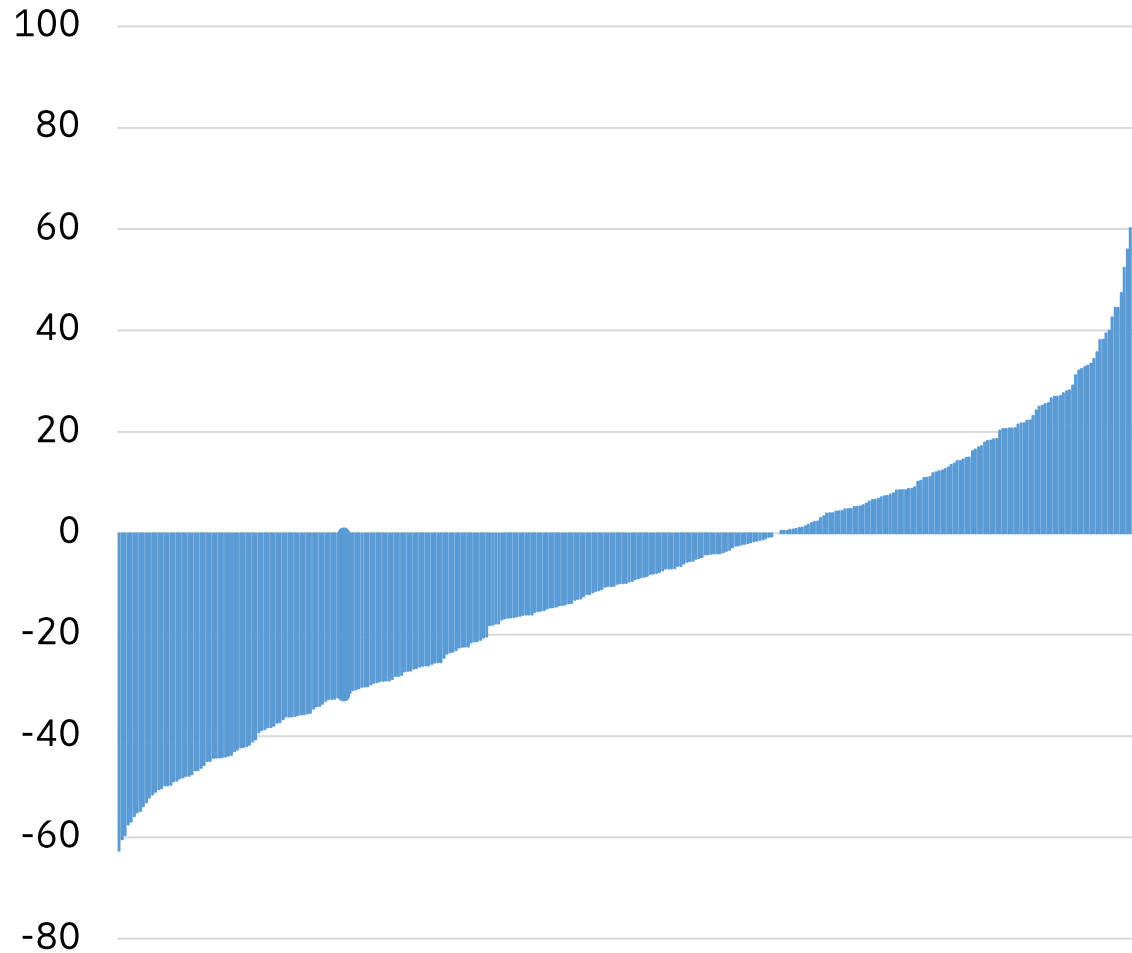


ที่มา: Bloomberg



Crackdown: Hanoi หุ่นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และหลักทรัพย์ลดลง

ผลตอบแทนของ Hanoi Market ในปี 2565 (%)



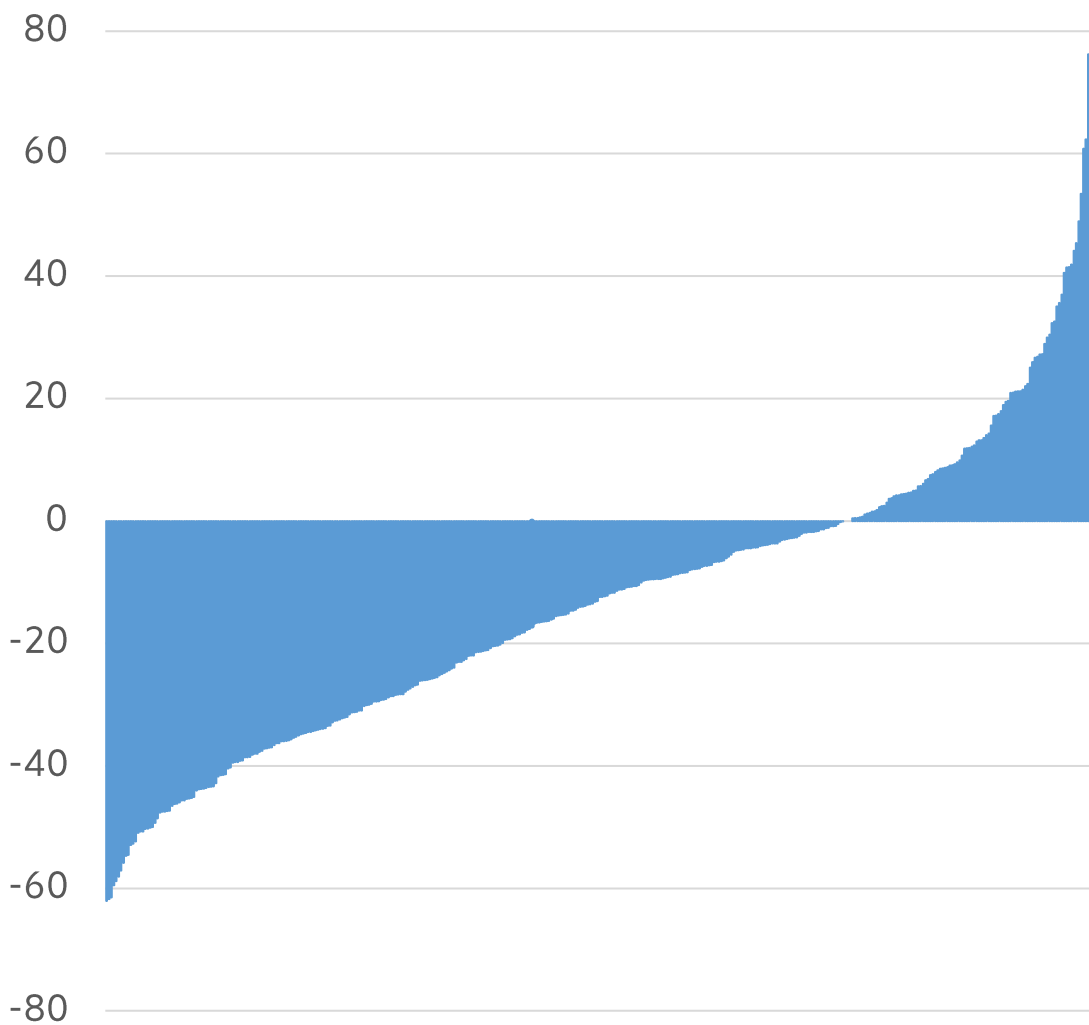
ที่มา: Bloomberg

ตลาดหุ้น Hanoi ปรับลดลงแรงจากจุดสูงสุดกว่า -39% ในช่วงที่ผ่านมา โดยตลาดหุ้น Hanoi เป็นตลาดสำหรับกิจการขนาดกลางและเล็ก และเป็นเป้าหมายที่ทางการเข้าตรวจสอบและจับกุมเจ้าหน้าที่ระดับสูงด้านกำกับตลาดหลักทรัพย์ ผู้บริหารด้านการเงินและอสังหาริมทรัพย์ โดยเข้าตรวจสอบการออกหุ้นกู้ที่ผิดวัตถุประสงค์ ทำให้เกิดความกังวลต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์

- หุ้นที่ปรับลดลงแรงส่วนใหญ่จะเป็นหุ้นด้านอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนกังวลผลกระทบของการควบคุมด้านเครดิต ประกอบการชะลอตัวภาคการท่องเที่ยวและบริการ ทำให้ภาคอสังหาริมทรัพย์มีผลประกอบการชะลอตัวมาต่อเนื่อง และหลายบริษัทจำเป็นต้องเพิ่มการกู้ยืมเพื่อรักษาบริษัทในดำเนินธุรกิจต่อไปได้
- ขณะที่หุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะเป็นกลุ่มภาคการผลิต อุตสาหกรรม กลุ่มสาธารณูปโภคที่ฟื้นตัวจากการเปิดเศรษฐกิจ



Systematic Risk เข้าสู่หุ้นขนาดใหญ่ในทุกกลุ่ม



ที่มา: Bloomberg

ตลาดหุ้น Ho Chi Minh มีการปรับลดลง-23%

โดยตลาดหุ้นได้รับผลลบไม่ต่างจากตลาดหุ้น Hanoi จากกลุ่มหลักทรัพ์และอสังหาริมทรัพย์ แต่ตลาดปรับลดลงน้อยกว่า เนื่องจาก นักลงทุนส่วนใหญ่กระจายไปหลายกลุ่ม ซึ่งต่างจากตลาดหุ้น Hanoi ที่มีหุ้นขนาดใหญ่ในภาคอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพ์สูงมาก นอกจากนี้ เฟดขึ้นดอกเบี้ย ทำให้นักลงทุนต่างประเทศลดการลงทุน

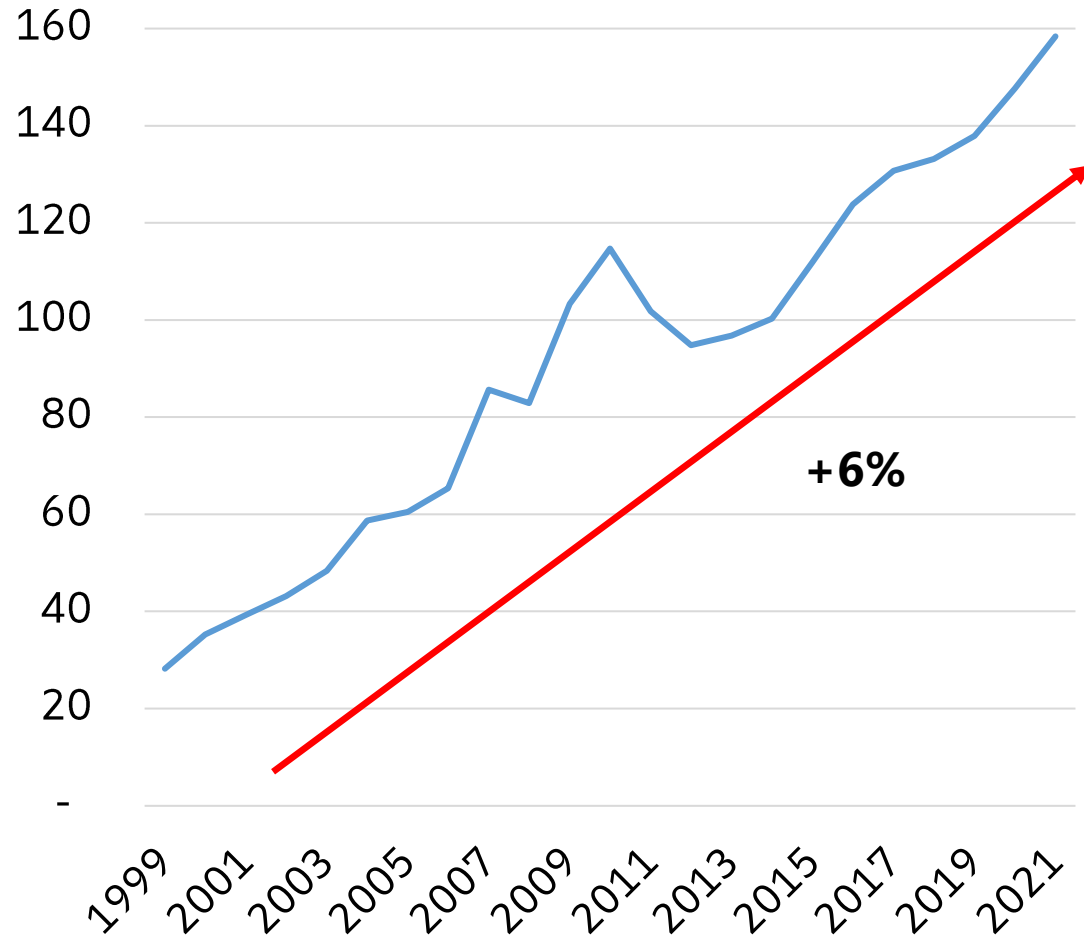
- หุ้นที่ปรับลดลงแรงส่วนใหญ่จะเป็นหุ้นด้านอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพ์ รวมถึงภาคการผลิต และการบริโภค เนื่องจากผลกระทบการควบคุมเครดิต ได้ส่งผลต่อความเชื่อมั่น และอาจกระทบต่อภาวะหนี้เสียในอนาคต ตัวอย่างบริษัทลดลงแรงเช่น Vingroup, Vietnam Rubber, Masan Group, Saigon - Hanoi Commercial
- อย่างไรก็ตาม หุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะเป็นกลุ่มภาคการผลิตอุตสาหกรรม กลุ่มสาธารณูปโภค สื่อสาร และธนาคารขนาดใหญ่ที่พ้นตัวจากการเปิดเศรษฐกิจ



Credit Bubble Risk:

สินเชื่อผลักดันเศรษฐกิจ Miracle สร้างฟองสบู่ด้านการเงิน

Private Credit to GDP



ที่มา: World Bank การประมาณการของผู้เขียนในปี 2021

เศรษฐกิจเวียดนามมีการขยายตัวแบบ
Miracle ในช่วงกว่า 20 ปี โดยถูกผลักดันจาก

- FDI (Foreign Direct Investment) การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ซึ่งในปี 2564 สูงถึง 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ โดย 60% ของ FDI เป็นภาคอุตสาหกรรม และ 30% ของ FDI เป็นภาคอสังหาริมทรัพย์
- การเพิ่มขึ้นของสินเชื่อ (Credit Miracle) โดยสินเชื่อภาคเอกชนของเวียดนามมีการเติบโตสูงต่อเนื่องตลอด 20 กว่าปีที่ผ่านมา จากทั้งการพัฒนาระบบสถาบันการเงินและการผ่อนคลายกฎระเบียบ ทำให้ระดับสินเชื่อภาคเอกชนอยู่ที่ประมาณ 158% ของ GDP ในปี 2564 โดย 1 ใน 3 เป็นสินเชื่อจากภาคครัวเรือน และที่เหลือเป็นสินเชื่อภาคธุรกิจเป็นหลัก โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ **ทำให้มีความเสี่ยงฟองสบู่ภาคธุรกิจและอสังหาริมทรัพย์สูง**



Real Estate Bubble Risk:

ราคาที่ดินในเวียดนามประมูลล่าสุดที่ 110,000 ดอลลาร์ต่อตารางเมตร

ราคาอสังหาริมทรัพย์ในเวียดนามเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และการเปิดตลาดหุ้นกู้ในเวียดนามที่ยังไม่มีระเบียบการควบคุม ทำให้บริษัทอสังหาริมทรัพย์ปั่นราคาที่ดิน โดยใช้ช่องทางหาเงินทุนในตลาดหุ้นกู้ หลังจากการควบคุมของสินเชื่อจากภาคการเงิน

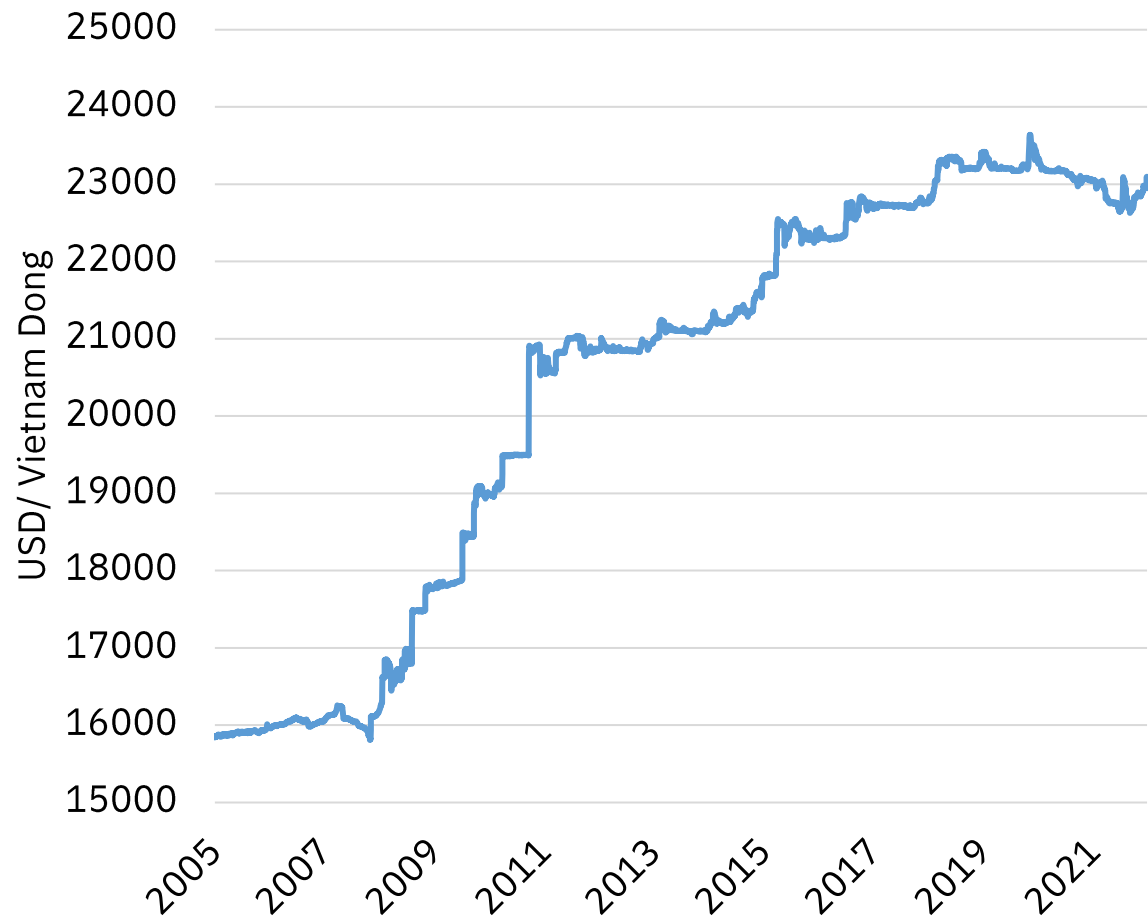
- ราคาอสังหาริมทรัพย์ในเวียดนามมีราคาเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เช่น การประมูลล่าสุดในพื้นที่พัฒนาใหม่ในเขต Thu Thiem ในเมืองโฮจิมินห์ ที่ราคาประมูลสูงถึง 110,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อตารางเมตร (*หรือประมาณ 15 ล้านบาทต่อตารางวา*) ขณะที่ปริมาณการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์กลับปรับตัวลดลงจากราคาที่แพง ทำให้อำนาจซื้อของประชาชนต่ำ
- การปั่นราคาของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่ผ่านมามีผลทำให้ราคาที่ดินและอสังหาริมทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ช่วยหนุนราคาหุ้นกลุ่มดังกล่าวเพิ่มขึ้นอย่างมาก



Currency Risk:

Soft Peg Exchange Rate ย่อมหนุ่นภาวะฟองสบู่ทางการเงิน

ธนาคารกลางเวียดนามเป็นผู้กำหนดทิศทางค่าเงิน



ที่มา: Bloomberg

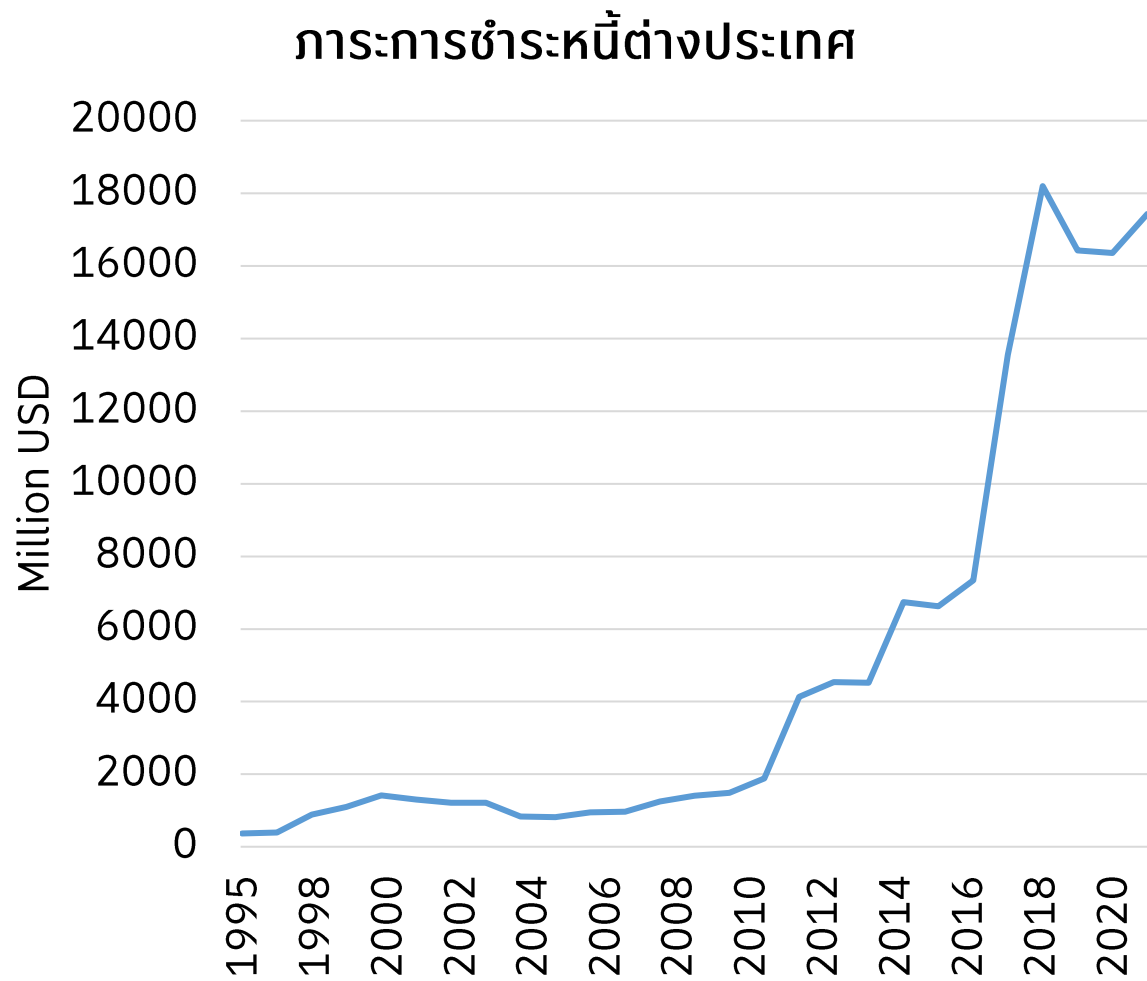
การใช้โยบายค่าเงินแบบคงที่ย่อมหนุ่นให้
กระแสเงินทุนไหลเข้า ภายใต้ความเสี่ยงที่
จะเกิด ฟอง ส บู่ ภ า ค ก า ร เ ฉิ น แ ล
ะ อ ส ง ห า ร ิ ม ทร ั พ ย์

- IMF ระบุนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนในเวียดนามแบบ Soft Peg ถึงแม้ธนาคารกลางเวียดนามจะมีการระบุว่าใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น โดยธนาคารกลางเวียดนามยังคงกำหนดค่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลัก ทำให้การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนโดยตลาดทำได้จำกัด ขณะที่เคลื่อนย้ายเงินทุนยังมีการควบคุมสูง
- เวียดนามยังไม่มี การเปิดเสรีตลาดอัตราแลกเปลี่ยน Offshore ซึ่งเป็นปัจจัยที่ขาดความโปร่งใสในการกำหนดค่าเงิน รวมถึงเป็นเงื่อนไขที่ MSCI ยังไม่สามารถให้หุ้นเวียดนามเข้าสู่ Emerging Market



Long-Term Risk:

มีความเสี่ยงจากหนี้ต่างประเทศสูง หลังกลับมาขาดดุลการค้า



ที่มา: Bloomberg

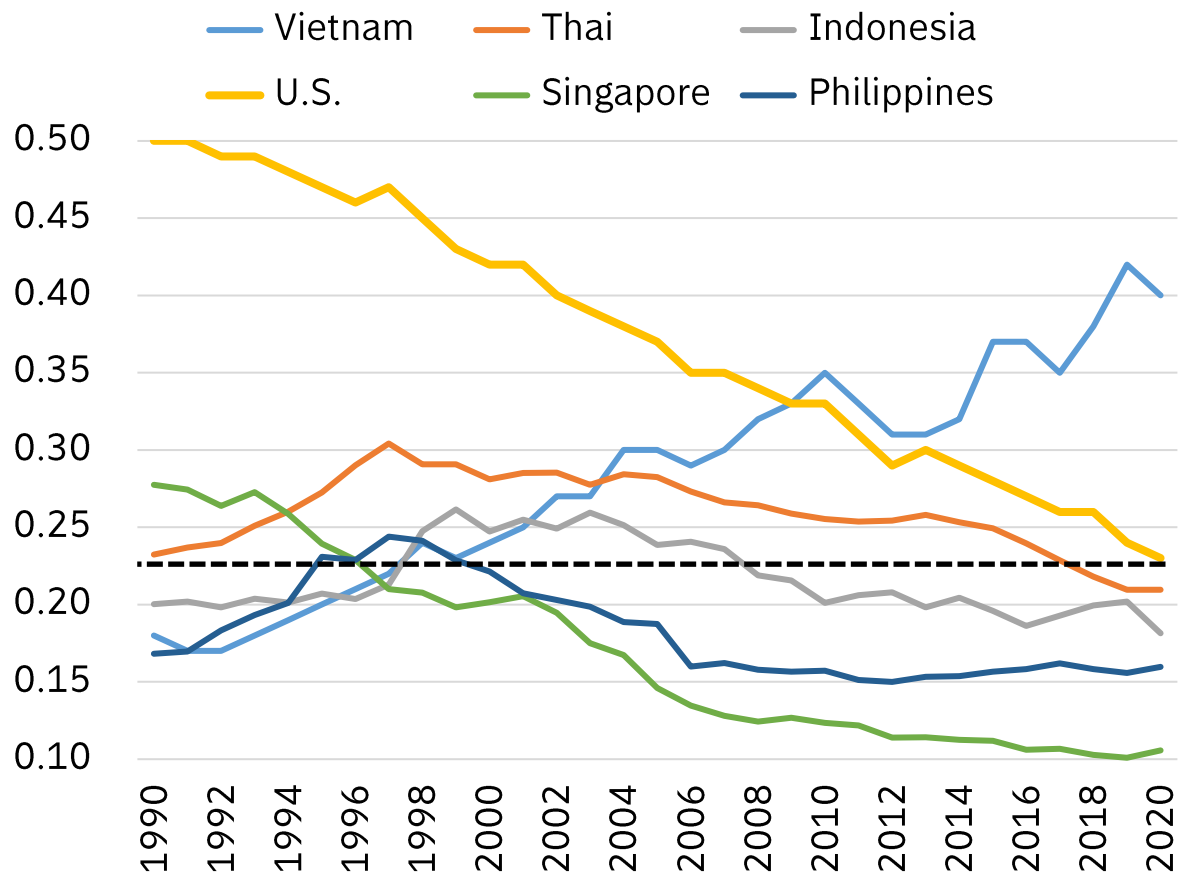
โครงสร้างหนี้ต่างประเทศในเวียดนามยังมีความเสี่ยงจาก หนี้ต่างประเทศอยู่ระดับสูงกว่า 130 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่มีทุนสำรองระหว่างประเทศ 109 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และมีภาระหนี้ต่างประเทศเกือบ 18 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี

- ด้านภาระหนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างมากจากระดับหนี้ที่สูง ขณะที่การชะลอตัวเศรษฐกิจโลก ทำให้การเกินดุลการค้าและการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดลดลง โดยตัวเลขล่าสุดในช่วงครึ่งปีหลัง เวียดนามมีการขาดดุลการค้าในไตรมาส 1 ปี 2565 และไตรมาส 4 ปี 2564 ที่ 14.6 และ 13.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- ขณะที่การท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวได้ช้า ทำให้เวียดนามกลับมาขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในครึ่งปีหลังของปี 2564 ที่ 10.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ



Long-Term Risk: ESG Risk จากปัญหาสิ่งแวดล้อม กดดันการลงทุนในอนาคต

CO2 Emission to GDP



โครงสร้างพลังงานในเวียดนามยังเป็นถ่านหินกว่า 40% ทำให้การปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ในเวียดนามสูงขึ้นต่อเนื่อง และปัจจุบันอยู่สูงกว่าประเทศหลักในอาเซียนและสูงกว่าสหรัฐ

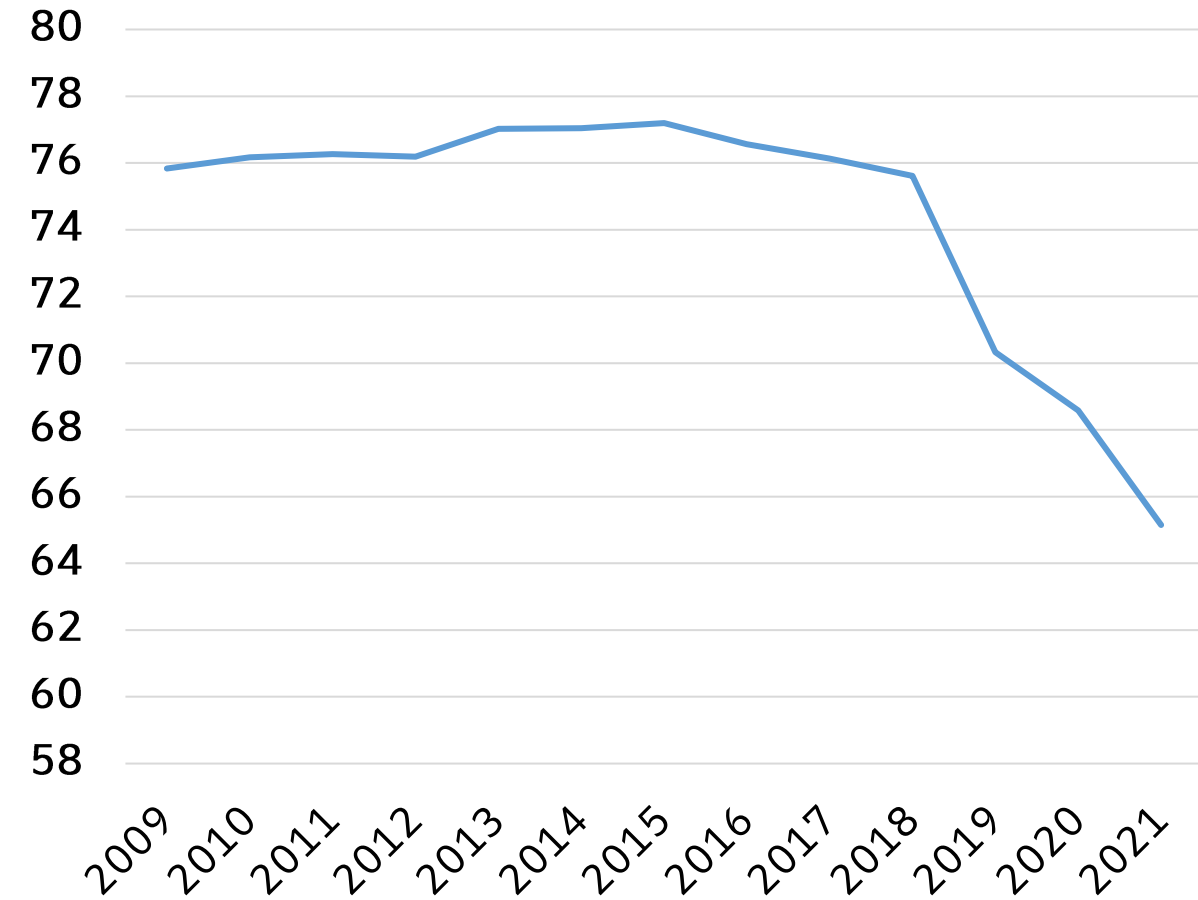
ขณะที่ความเข้มงวดด้านสิ่งแวดล้อม และความร่วมมือของบริษัทข้ามชาติในการลดมลพิษ จะเป็นอุปสรรคให้บริษัทข้ามชาติอาจจะไม่เลือกที่ขยายการลงทุนในเวียดนามเพิ่ม จากต้นทุนสิ่งแวดล้อมที่สูงกว่าหลายประเทศในอาเซียน



Long-Term Risk:

Production Hub under threat จากปัญหาภาคแรงงาน

Labor Force Participation Rate %



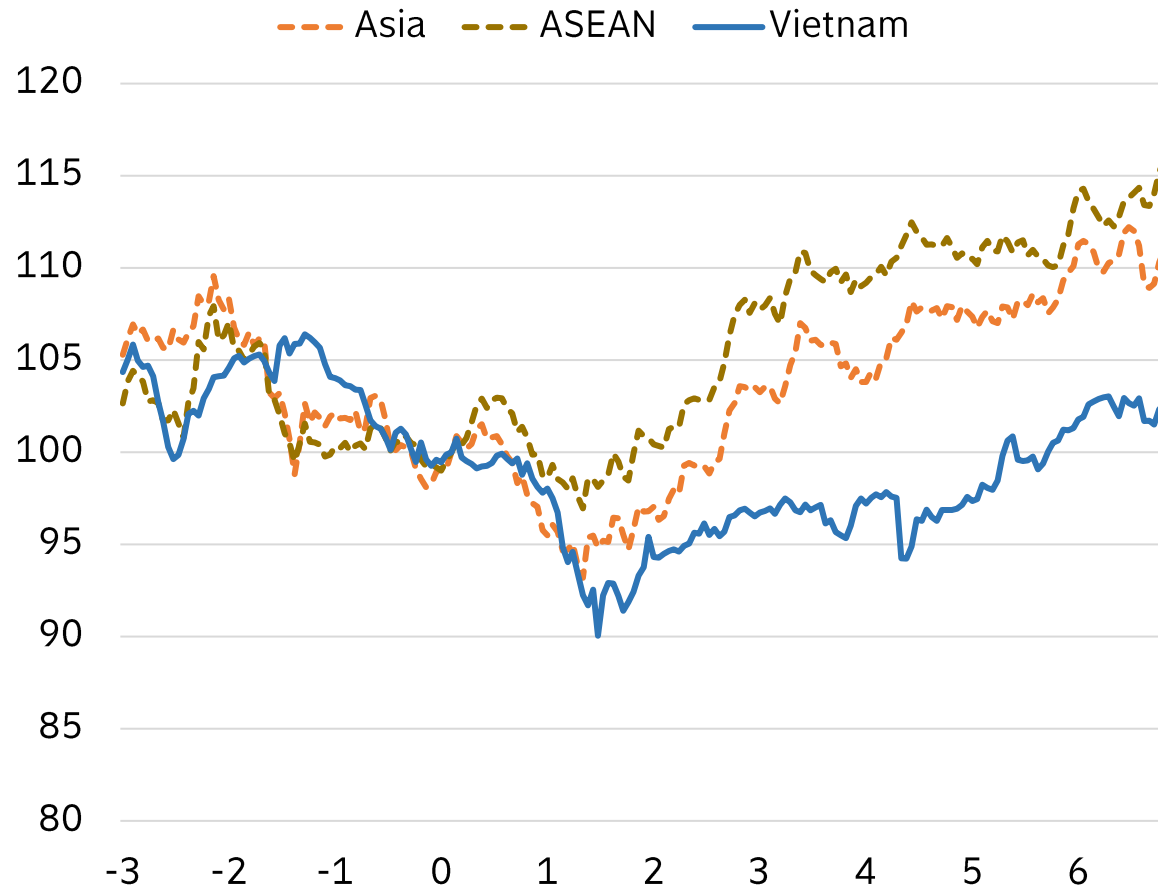
เศรษฐกิจเวียดนามพึ่งพาแรงงานถูก และสนับสนุนการลงทุน FDI จากต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม แรงงานในเวียดนามกำลังออกจากระบบ โดย Labor Force Participation Rate ลดลงจาก 76-78% มาอยู่ที่ 65-68% เนื่องจากค่าแรงที่ต่ำไม่จูงใจ และปัญหาค่าครองชีพที่สูงในเมือง รวมถึงปัญหา Covid ทำให้แรงงานเลือกจะกลับสู่ชนบทมากกว่าใช้ชีวิตในเมือง

ดังนั้นการลงทุนจากต่างประเทศเพิ่มเป็นฐานการผลิตสุดท้ายจะประสบปัญหาขาดแคลนแรงงานและปัญหาโครงสร้างพื้นฐานที่เป็นคอขวด (Infrastructure Bottleneck) และบริษัทข้ามชาติอาจประสบกับเงินจม (Sunk Cost) ที่ต้นทุนการลงทุนสูงขึ้นกว่าคาดอย่างมาก



FED Risk: หุ่นเวียดนามอ่อนไหวกับดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐ

ผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐต่อหุ้นเวียดนาม



ตลาดหุ้นเวียดนามจะมีความอ่อนไหวต่อนโยบายดอกเบี้ยขาขึ้นของสหรัฐมากกว่าตลาดเอเชียและอาเซียน

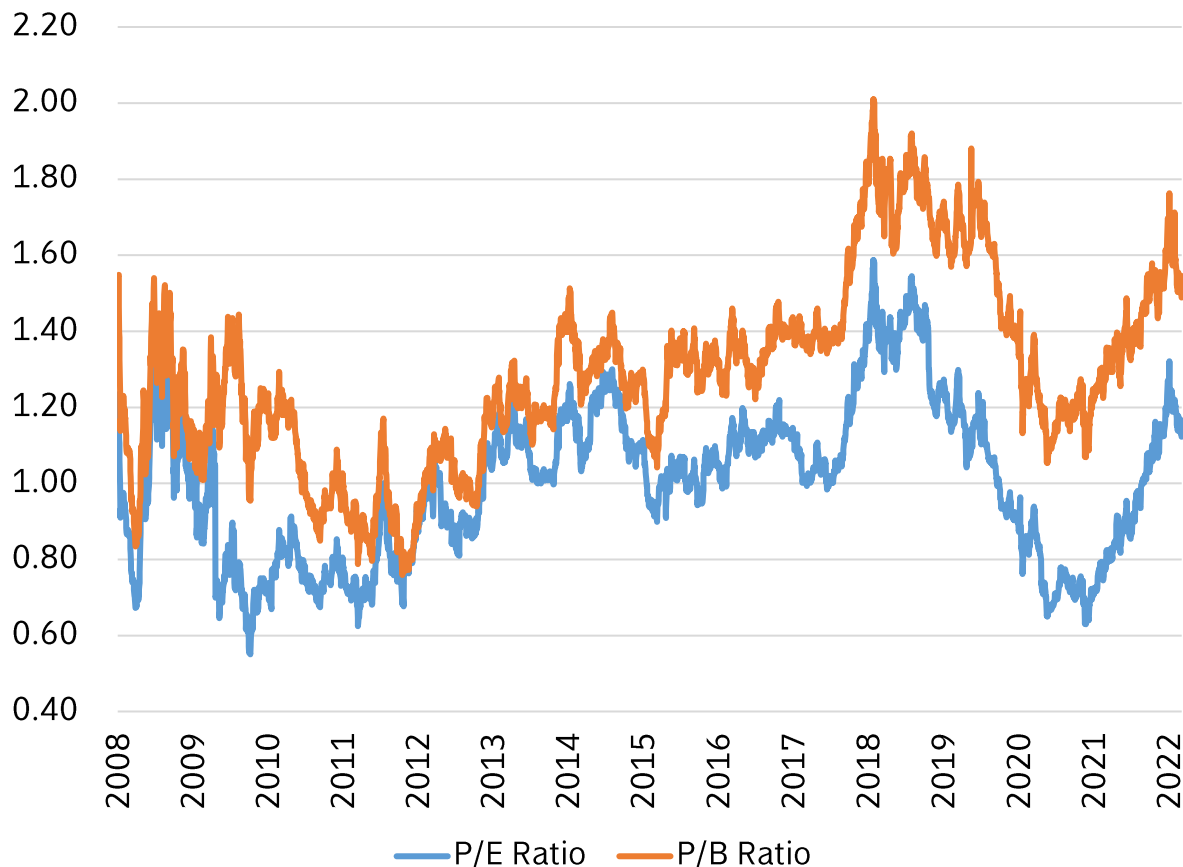
- หุ้นเอเชียและอาเซียนมักจะฟื้นตัวกลับมาหลังเฟดขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกได้ช่วง 3 เดือน หลังจากปรับลดลงจากการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดครั้งแรก
- ขณะที่ตลาดหุ้นเวียดนามจะปรับลดลงแรงกว่าหุ้นเอเชียและอาเซียน รวมถึงการฟื้นตัวช้ากว่า โดยใช้เวลา 5-6 เดือนในการฟื้นตัว สาเหตุหลักมาจาก
 - ตลาดหุ้นมีสภาพคล่องที่ต่ำ จึงมีความอ่อนไหวต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนสูง
 - นโยบายค่าเงินคงที่ เวียดนามใช้นโยบายค่าเงินคงที่ ซึ่งไม่สามารถปรับเปลี่ยนค่าเงินให้อ่อนค่าในช่วงกระแสเงินทุนไหลออก เพื่อฟื้นเศรษฐกิจและรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจได้สอดคล้องกับภูมิภาค

ที่มา: การวิเคราะห์ของผู้เขียนค่าเฉลี่ยของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2004 และ 2015 โดยมีการปรับฐาน = 100 ในวันที่ธนาคารกลางสหรัฐปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก



Valuation: หุ้นเวียดนามขายลง จะซื้อขายมูลค่าต่ำกว่าเอเชีย

มูลค่าหุ้นเวียดนามเทียบกับเอเชีย



ที่มา: การเปรียบเทียบมูลค่าหุ้นเวียดนามกับ MSCI Asia ex Japan

มูลค่าหุ้นตลาดเวียดนามจะอ่อนไหวมากกว่าภูมิภาคอื่นในเอเชีย เนื่องจากสภาพคล่องที่จำกัด และการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน รวมถึงอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เสรี ทำให้ Risk Premium จะสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงตลาดเลวร้าย

- มูลค่าปัจจุบันของหุ้นเวียดนาม ซื้อขายที่ P/E ratio ที่ 13 เท่า และมูลค่า P/B Ratio ที่ 2.1 เท่า ซึ่งสูงกว่าตลาดเอเชีย ไม่รวมญี่ปุ่นที่ซื้อขาย P/E ratio ที่ 11.7 เท่า และมูลค่า P/B Ratio ที่ 1.4 เท่า
- มูลค่าหุ้นเวียดนาม ซื้อขายเทียบกับของตลาดหุ้นเอเชีย ที่ 1.12 เท่า ตามค่า P/E ratio และที่ 1.5 เท่า ตามค่า P/B Ratio
- ในกรณีเลวร้ายช่วง Subprime Crises ตลาดหุ้นเวียดนามเคยซื้อขายที่ 0.55 เท่า และ 0.76 เท่า ของมูลค่าในเอเชีย ตามค่า P/E ratio และ P/B ratio



รายชื่อคณะผู้จัดทำ

ดร.สุรเกียรติ์ เกษะบุญศิริหรรษา, CFA Surakiat.kahaboonsirihansa@bangkokbank.com

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้ ไม่ใช่เพื่อแนะนำการลงทุนหรือนำเสนอผลิตภัณฑ์การลงทุน โดยจัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเผยแพร่โดยทั่วไป ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ จัดทำขึ้นโดยใช้ข้อมูลที่ได้มีการเผยแพร่ต่อสาธารณะ และได้มีการตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่มีอาจยืนยันความถูกต้องของข้อมูลได้อย่างสมบูรณ์ และข้อมูลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ทั้งนี้ การวิเคราะห์ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ไม่ใช่การให้ความเห็นหรือคำแนะนำในการตัดสินใจทางธุรกิจ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์หรือกองทุนแต่อย่างใด ผู้ใช้ข้อมูลต้องรับผิดชอบในความเสี่ยงเองทั้งสิ้น จึงขอให้ผู้ใช้ข้อมูลใช้ดุลยพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน



คำเตือน

- การลงทุนมิใช่การฝากเงินและมีความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนอาจไม่ได้รับเงินลงทุนคืนเต็มจำนวนเมื่อไถ่ถอน (ไม่คุ้มครองเงินต้น)
- ผู้ลงทุนต้องศึกษาและทำความเข้าใจลักษณะสินค้า ข้อมูลสำคัญ นโยบายการลงทุน เงื่อนไขผลตอบแทน ความเสี่ยง ผลการดำเนินงาน เงื่อนไขการลงทุนและผลกระทบกรณีผิดเงื่อนไขการลงทุน และผลการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมซึ่งเปิดเผยตามเอกสารหนังสือชี้ชวนส่วนสรุปข้อมูลสำคัญ และเอกสารเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในกลุ่มเดียวกัน และค่าความผันผวนของผลการดำเนินงานแบบเปอร์เซ็นต์ไทล์ หรือผู้ลงทุนสามารถสอบถามข้อมูลจากผู้แนะนำการลงทุนก่อนตัดสินใจลงทุน
- กองทุนที่มีการลงทุนในต่างประเทศมิได้มีนโยบายป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมด ทั้งนี้ อยู่ในดุลพินิจของผู้จัดการกองทุน ดังนั้น ผู้ลงทุนอาจขาดทุนหรือได้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจากการลงทุนในกองทุนดังกล่าว หรืออาจได้รับเงินคืนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มแรกได้
- ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวม มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต

หมายเหตุ

1. พอร์ตการลงทุนที่แนะนำเป็นเพียงแนวทางในการวางแผนการออมและการลงทุนในปีแรกเท่านั้น โดยพอร์ตการลงทุนในปีถัดไปอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ ขึ้นอยู่กับระยะเวลาการออมของแต่ละเป้าหมายทางการเงิน
2. พอร์ตการลงทุนแนะนำของเป้าหมายทางการเงินทั่วไปไม่รวมแผนการออมเพื่อประหยัดภาษี (การลงทุนใน LTF SSF และ RMF)
3. สัดส่วนการลงทุนที่แนะนำอาจไม่สามารถบรรลุผลตอบแทนคาดหวังที่สูงเกินกว่า 10% ได้ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนใกล้เคียงตามที่ท่านต้องการ กรุณาสอบถามเจ้าหน้าที่ผู้ให้คำปรึกษา
4. เพื่อให้ได้ผลตอบแทนคาดหวังตามที่ท่านกรอกข้อมูลไว้ แนะนำให้ท่านลงทุนในระยะยาว (อย่างน้อย 5 ปี)

รับคำแนะนำการลงทุน หรือขอรับหนังสือชี้ชวนได้ที่ธนาคารกรุงเทพ โทร.1333 www.bangkokbank.com
โทร. 0 2 674 6488 กด 8 www.bblam.co.th

