

Bình luận Kinh tế

Phạm Thế Anh,
Kinh tế trưởngT: (844) 4456 8668 ext 6669
E: anhpt@thanglongsc.com.vn

Bình luận Thị trường

Quách Mạnh HàoT: (844) 4456 8668 ext 6666
E: quachhao@thanglongsc.com.vn**TLS Vietnam Research**Website: www.tls.vn

Bloomberg: TLSV <GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

TÓM TẮT

Các điều kiện kinh tế hầu như không được cải thiện trong tháng qua. Lạm phát tiếp tục cao và đồng nội tệ đang chịu sức ép phá giá lớn. Hơn nữa, việc trái phiếu chính phủ được phát hành trở lại với số lượng lớn cùng với quyết định tăng lãi suất cơ bản từ Ngân hàng Nhà nước sẽ khiến cho lãi suất thị trường tiếp tục ở mức cao trong thời gian tới.

Dựa trên những nền tảng kinh tế vĩ mô nêu trên, chúng tôi không kỳ vọng vào một sự tăng trưởng đột biến của chỉ số Vn-Index trong phần còn lại của năm. Mô hình dự báo của chúng tôi dự kiến cuối năm 2010 chỉ số sẽ đạt mức 461 điểm, giảm nhẹ so với dự báo tại số phát hành trước, và tháng 11 được dự báo ở mức 465 điểm. Như vậy, đây là tháng thứ 6 liên tiếp chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về thị trường và với thông điệp rằng rủi ro thanh khoản sẽ là trọng tâm của thị trường.

Kinh tế

- CPI tháng 10 được chính thức công bố tăng cao ở mức 1,05% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái cũng tăng lên trên 9,66% so với mức 8,9% của tháng 9.
- Giá lương thực & thực phẩm và giá vật liệu xây dựng là nguyên nhân chính, với giá cả mỗi nhóm hàng tăng lần lượt 1,32% và 1,04%.
- Sản lượng công nghiệp tiếp tục có mức tăng trưởng cao. Trong tháng 10, sản lượng công nghiệp ước tính tăng khoảng 13,5% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Thâm hụt thương mại chính thức của tháng 9 được công bố ở mức dưới 0,88 tỉ \$, thấp hơn khoảng 0,18 tỉ \$ so với con số công bố ban đầu.
- Thâm hụt thương mại của tháng 10 được ước tính ở mức cao khoảng 1,1 tỉ \$.
- FDI giải ngân của 10 tháng đầu năm đạt hơn 9,0 tỉ \$, tăng khoảng 7,1% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Tỷ giá được kỳ vọng tiếp tục ở mức cao quanh 21.000 VND/\$ trên thị trường tự do trong tháng 11.
- Trong tháng 10, hơn 14 ngàn tỉ đồng đã được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) bơm rông ra thông qua hoạt động thị trường mở (OMO).
- Khoảng hơn 9 ngàn tỉ đồng trái phiếu chính phủ đã được phát hành trong tháng 10.
- Kể từ ngày 5/11 NHNN công bố tăng lãi suất cơ bản lên mức 9%.
- Việc thực hiện Thông tư 13 đã gây sức ép lớn đối với thanh khoản của các ngân hàng và do vậy là thị trường liên ngân hàng.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng 11 sẽ vào khoảng 0,8-1,2%.

Thị trường chứng khoán

- Trong tháng Mười, mặc dù định giá cổ phiếu được cho là hấp dẫn (PE = 10), chỉ số Vn-Index đã gần như không thay đổi so với một tháng trước đó.
- Sự tham gia tích cực của nhà đầu tư nước ngoài với tư cách là những người mua ròng chủ động là điểm sáng của thị trường.
- Thị trường thế giới trong tháng Mười cũng chứng kiến sự tăng trưởng đột biến của cả thị trường cổ phiếu và hàng hóa. Các chỉ số chứng khoán chính và giá hàng hóa (Vàng, Dầu) trên thế giới đều lập đỉnh cao mới, được cho là kết quả của những chính sách nới lỏng định lượng, và đáng chú ý là gói hỗ trợ 600 tỷ USD của Mỹ mới được thông qua trong tuần trước.
- Diễn biến bất thường trên thị trường ngoại hối và hàng hóa đã đưa tới hai quyết định quan trọng, được thông báo bởi Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia: (i) bán USD ra để can thiệp thị trường và tuyên bố không phá giá và (ii) thực hiện thả nổi lãi suất và nâng LSCB lên 9% lần đầu tiên sau nhiều tháng giữ ở mức 8% thay vì yêu cầu giảm lãi suất như trước đây.
- Rủi ro lớn nhất với các nhà đầu tư chứng khoán trong thời gian tới, ít nhất là tới hết năm 2010 sẽ tiếp tục là những vấn đề thuộc về kinh tế vĩ mô.
- Dựa trên những nền tảng kinh tế vĩ mô nêu trên, chúng tôi không kỳ vọng vào một sự tăng trưởng đột biến của chỉ số Vn-Index trong phần còn lại của năm. Mô hình dự báo của chúng tôi dự kiến cuối năm 2010 chỉ số sẽ đạt mức 461 điểm, giảm nhẹ so với dự báo tại số phát hành trước, và tháng 11 được dự báo ở mức 465 điểm.

LẠM PHÁT

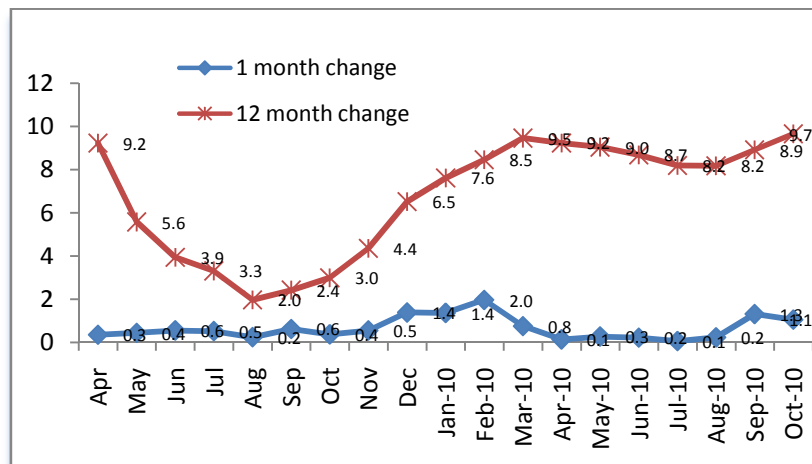
CPI tháng 10 được chính thức công bố tăng 1,05% so với tháng trước. Con số lạm phát cao này là do sự gia tăng giá cả ở nhiều nhóm hàng như giáo dục, lương thực & thực phẩm, vật liệu xây dựng, và đồ uống. Trong khi đó, lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái cũng đang trong xu hướng tăng. Trong tháng 10, con số này là vào khoảng 9,66%, tăng so với mức 8,92% của tháng 9, và khoảng 8,2% trong tháng 7.

So với tháng trước, nhóm hàng có mức đóng góp mạnh nhất vào sự gia tăng của CPI là lương thực & thực phẩm. Giá cả của nhóm hàng này tăng mạnh khoảng 1,32%, đóng góp khoảng 0,53% vào mức tăng 1,05% của CPI, do lũ lụt bất thường ở miền trung và do hậu quả của việc mất giá của đồng nội tệ gần đây.

Sự gia tăng mạnh của CPI tháng này cũng được đóng góp nhiều bởi các nhóm hàng giáo dục, vật liệu xây dựng, và đồ uống. Giá của những mặt hàng này lần lượt tăng 3,90%, 1,04%, và 0,90%. Sự gia tăng của nhóm hàng vật liệu xây dựng là do nhu cầu đang tăng theo mùa vụ và do giá các mặt hàng nhập khẩu tăng cao.

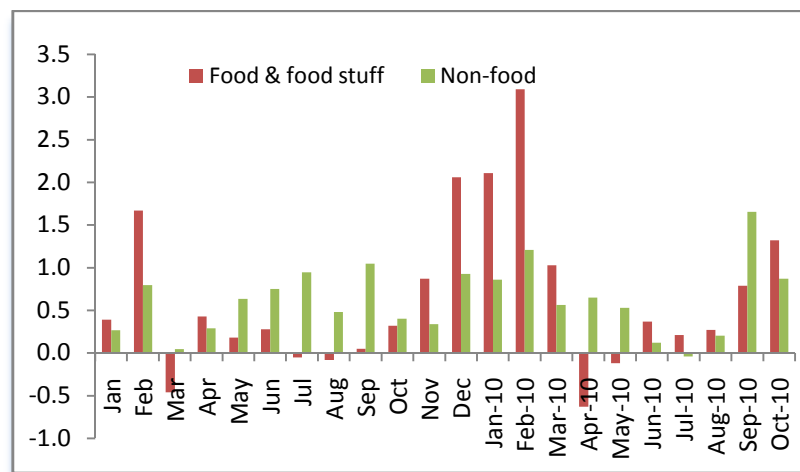
Việc lạm phát tiếp tục cao trong những tháng gần đây đã đặt các nhà hoạch định chính sách vào thế tiến thoái lưỡng nan giữa hạ lãi suất và kiểm soát lạm phát. Mục tiêu kiềm chế lạm phát ở mức 8% đã gần như không thể đạt được và gây ra những lo ngại về một sự thất bại tiền tệ. Ngoài ra, sự mất giá hiện nay của đồng nội tệ sẽ gây sức ép nhập khẩu lạm phát và khiến cho lãi suất thị trường khó có cơ hội giảm.

Hình 1: Chỉ số giá tiêu dùng CPI giai đoạn 2009-2010 (%)



Nguồn: GSO

Hình 2: Chỉ số giá lượng thực và phi lương thực giai đoạn 2009-2010 (% so với tháng trước)

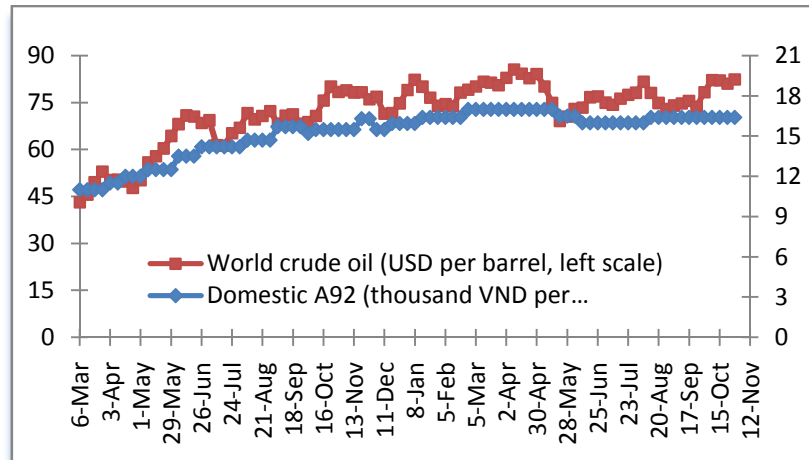


Nguồn: GSO

Trung bình trong tháng 10 giá dầu thô thế giới ở mức 81\$/thùng, tăng so với mức 75\$/thùng của tháng trước. Tuy nhiên, quỹ bình ổn giá đang được sử dụng nhằm giữ cho giá xăng dầu trong nước không đổi. Chúng tôi cho rằng giá dầu thô thế giới sẽ tiếp tục ở quanh mức 80\$/thùng trong tháng 11 nhờ những tín hiệu tích cực về sự hồi phục kinh tế ở Mỹ.

CPI tháng 11 được kỳ vọng tiếp tục đà gia tăng do thời tiết xấu ở khu vực miền trung và miền nam, và do sự mất giá của đồng nội tệ. Nhu cầu tiêu dùng mang tính mùa vụ cao vào cuối năm cũng có thể khiến cho giá cả tăng mạnh.

Hình 3: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)

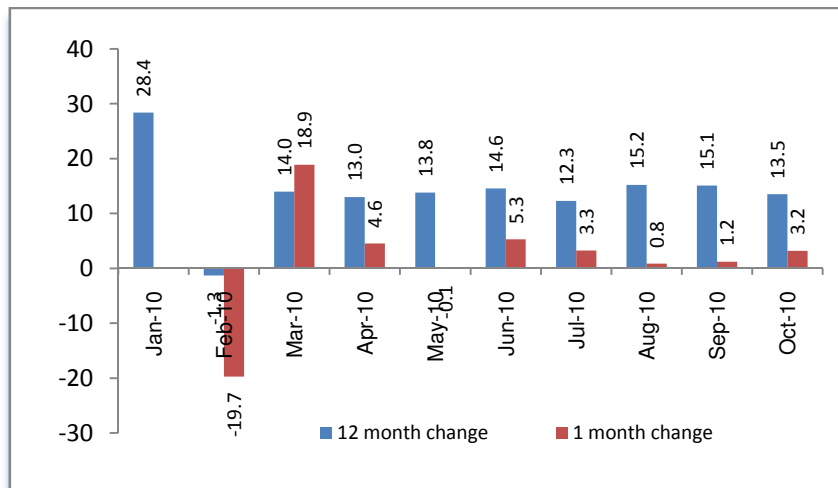


Nguồn: EIA và MoF

SẢN LƯỢNG CÔNG NGHIỆP

Sản lượng công nghiệp có mức tăng cao trong nhiều tháng liên tiếp. Trong tháng 10, sản lượng công nghiệp tăng khoảng hơn 13.5% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong 10 tháng đầu năm, giá trị sản lượng công nghiệp được ước tính vào khoảng 645,7 ngàn tỉ đồng theo giá so sánh, tăng mạnh khoảng 13,7% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng 17,4%, tiếp theo là khu vực kinh tế tư nhân tăng 12,7%, và cuối cùng là khu vực kinh tế nhà nước chỉ tăng 8,6%.

Hình 4: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp năm 2010 (%)



Nguồn: GSO

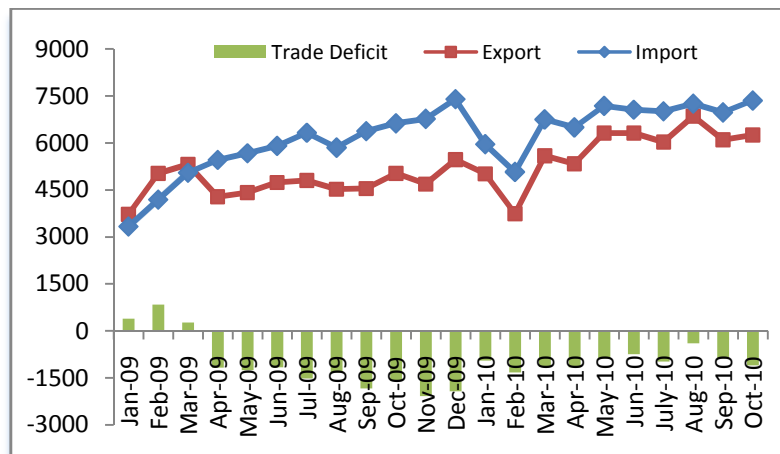
Cũng trong 10 tháng đầu năm, một số ngành có mức sản lượng tăng ấn tượng bao gồm khí hóa lỏng (125,8%), sơn hóa chất (32,6%), sữa bột (26,1%), xi măng (16,1%), quần áo người lớn (17,9%),... Ngược lại, một số ngành có sự giảm sút bao gồm khai thác dầu thô (-12,8%), than đá (-1,9%), tivi (-8,9%), và đường (-9,1%).

THƯƠNG MẠI QUỐC TẾ

Số liệu thống kê chính thức cho thấy thâm hụt thương mại của tháng 9 thấp hơn khoảng 0,18 tỉ \$ so với con số ước tính 1,05 tỉ \$ ban đầu. Trong tháng 9, tổng giá trị nhập khẩu đạt hơn 6,97 tỉ \$, trong khi giá trị xuất khẩu đạt khoảng 6,10 tỉ \$. Con số thâm hụt thương mại thấp hơn ước tính này trong tháng 9 chủ yếu là do nhập khẩu xăng dầu thành phẩm và nhập khẩu phương tiện vận tải & phụ tùng giảm.

Trong tháng 10, giá trị nhập khẩu và xuất khẩu lần lượt ước tính vào khoảng \$7,35 và \$6,25 tỉ \$. Thâm hụt thương mại do vậy sẽ tương đối cao vào khoảng 1,10 tỉ \$. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng con số này nhiều khả năng sẽ thấp hơn nhờ nhập khẩu xăng dầu thành phẩm có thể giảm do tồn kho từ nhà máy lọc dầu Dung Quất đã gần chạm mức tối đa. Chính phủ đang yêu cầu các doanh nghiệp nhập khẩu xăng dầu hủy hoặc tạm dừng các đơn hàng. Ngoài ra, xuất khẩu dầu thô được kì vọng là sẽ tăng trong tháng tới vì lý do tương tự.

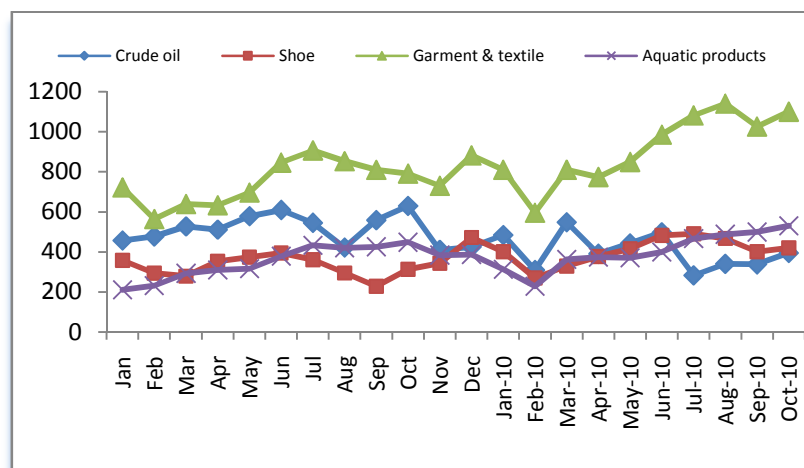
Hình 5: Thương mại quốc tế (triệu \$)



Nguồn: GSO

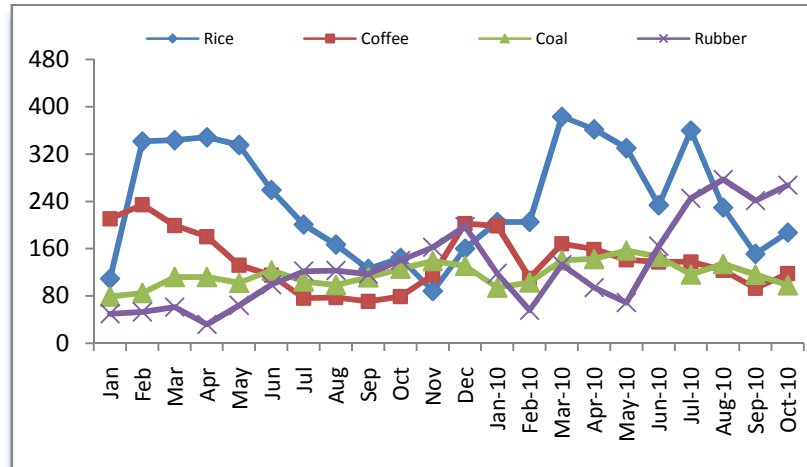
Kể từ đầu năm đến nay, tổng thâm hụt thương mại ước khoảng 9,5 tỉ \$. Cụ thể, tổng giá trị xuất khẩu ước khoảng 57,8 tỉ \$, tăng mạnh 23,3%, trong khi tổng giá trị nhập khẩu ước khoảng 67,3 tỉ \$, tăng 20,7% so với cùng kì năm ngoái. Nhiều khả năng tổng mức thâm hụt thương mại của Việt Nam trong năm nay sẽ ở dưới 12 tỉ \$, thấp hơn so với mức kì vọng hồi đầu năm.

Hình 6a: Xuất khẩu một số mặt hàng chính (triệu \$)



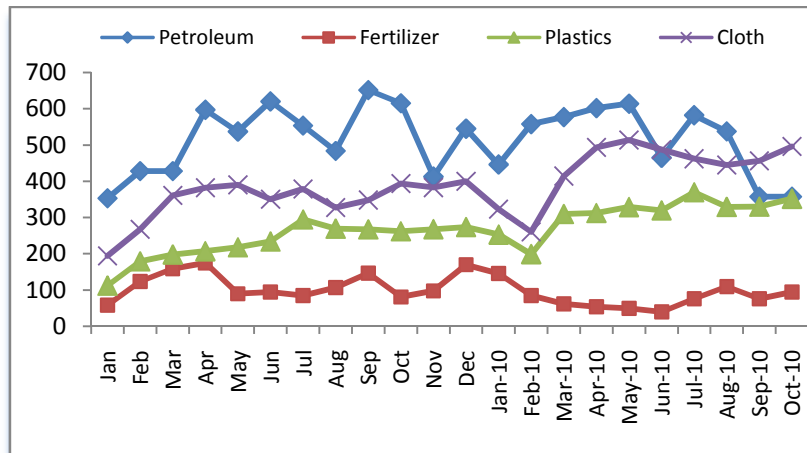
Nguồn: GSO

Hình 6b: Xuất khẩu một số mặt hàng chính (triệu \$)



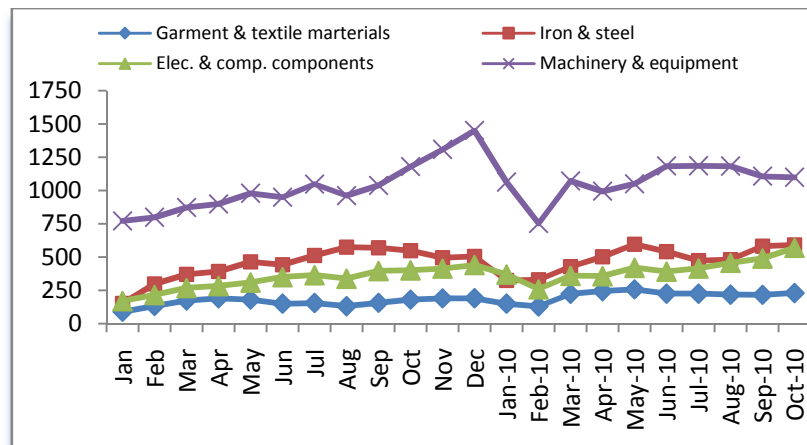
Nguồn: GSO

Hình 7a: Nhập khẩu một số mặt hàng chính (triệu \$)



Nguồn: GSO

Hình 7b: Nhập khẩu một số mặt hàng chính (triệu \$)



Nguồn: GSO

ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI

Khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục đóng góp đáng kể vào giá trị xuất khẩu của Việt Nam. Trong 10 tháng đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu, trừ dầu thô, của khu vực này ước đạt khoảng 27,0 tỉ \$, tăng 25,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, tổng giá trị nhập khẩu của khu vực này thậm chí còn cao hơn, vào khoảng 29,1 tỉ \$ và tăng tới 41,2%.

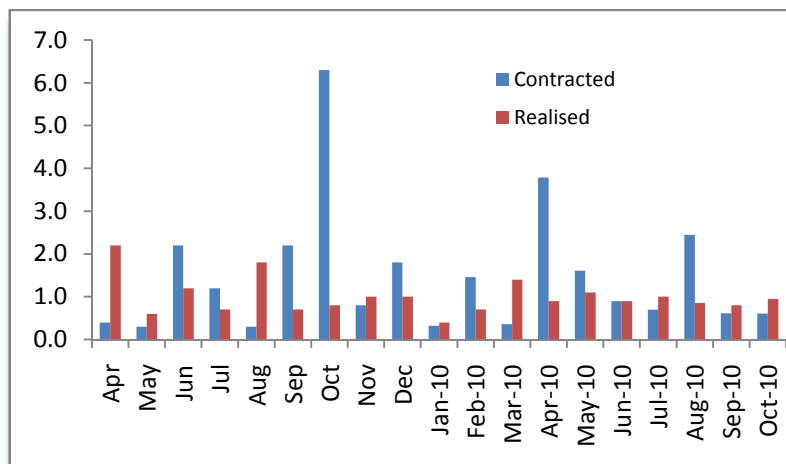
Trong tháng 10, Việt Nam chỉ thu hút thêm được khoảng 0,60 tỉ \$ vốn cam kết nhưng gần 0,95 tỉ \$ vốn giải ngân thông qua các dự án FDI cũ và đăng kí mới. Con số giải ngân khá cao trong thời gian qua là một trong những nguồn tài trợ quan trọng cho thâm hụt thương mại.

Kể từ đầu năm, tổng vốn FDI cam kết đạt hơn 12,8 tỉ \$, giảm mạnh khoảng 41,9%, tuy nhiên vốn FDI giải ngân đạt 9,0 tỉ \$, tăng xấp xỉ 7,1% so với cùng kỳ năm ngoái, nhờ nguồn vốn cam kết cao trong những năm trước.

Đáng chú ý là sản xuất chế biến đã trở thành ngành hấp dẫn nhất đối với các nhà đầu tư nước ngoài với hơn 4,1 tỉ \$ đăng kí, chiếm 31,8%, trong 451 dự án mới và cũ. Ngành sản xuất gas, điện & nước và ngành bất động sản lần lượt đứng thứ hai và thứ ba với khoảng 2,9 tỉ \$, chiếm khoảng 23,0% tổng vốn đăng kí ở mỗi ngành.

Mức đăng kí FDI cao ở ngành sản xuất chế biến là một tín hiệu tốt đối với nền kinh tế trong việc thu hẹp thâm hụt thương mại trong tương lai. Chúng tôi kì vọng tổng vốn FDI giải ngân và cam kết sẽ lần lượt đạt khoảng 11 tỉ \$ và 15 tỉ \$ trong năm nay.

Hình 8: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (triệu \$)



Nguồn: GSO

CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

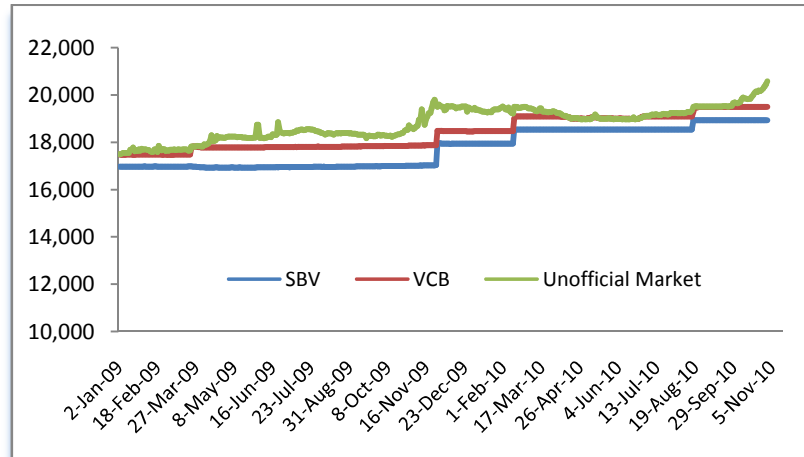
Tháng 10 chứng kiến sự lên giá mạnh của đồng \$ trên thị trường tự do. Trong khi đó, mức tỉ giá chính thức được giữ ở mức kịch trần trong cả tháng. Khoảng cách tỉ giá trên hai thị trường đã lên tới khoảng 1.400 VND/\$ trong những ngày đầu tháng 11, tuy nhiên NHNN có vẻ như không muốn phá tiền tệ.

Nếu NHNN chính thức phá giá tiền đồng, chúng tôi không chắc liệu nó có đủ hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường Việt Nam hay không khi những bất ổn về kinh tế và tương lai chính sách vẫn chưa được giải quyết.

Sự mất giá của tiền đồng được cho là do hoạt động đầu cơ \$ khi người dân kì vọng giá vàng sẽ tiếp tục gia tăng nếu ngân hàng trung ương Mỹ thực hiện kế hoạch nới lỏng tiền tệ lần hai, và cũng do người dân kì vọng cầu về đồng đôla sẽ cao hơn do nhu cầu nhập khẩu gia tăng và nhiều khoản vay bằng đôla sẽ đáo hạn vào cuối năm.

Thông tư 22-2010/TT-NHNN ra ngày 29/10/2010 ban hành bởi NHNN yêu cầu các ngân hàng thương mại phải mua lại số vàng huy động đã chuyển đổi thành tiền trước ngày 30/6/2011. Chính sách này rõ ràng sẽ gây ra sức ép nhất định đối với cầu về vàng của các ngân hàng. Do đó, việc đầu cơ đôla để nhập khẩu vàng qua các kênh khác nhau có thể sẽ cao hơn. Các ngân hàng có thể trả giá đắt nếu giá vàng thế giới tiếp tục leo thang trong thời gian tới.

Hình 8: Giá bán US\$ từ 1/2009 – 2/11/2010



Nguồn: SVB, VCB và nguồn khác

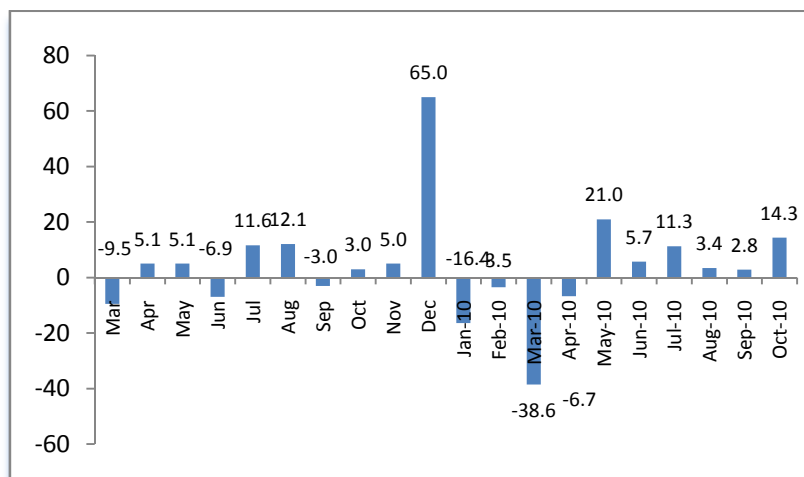
Trong tháng 10, NHNN đã bơm ròng một lượng khá lớn, khoảng trên 14,3 ngàn tỉ đồng, thông qua hoạt động thị trường mở nhằm cung ứng thanh khoản cho các ngân hàng sau khi Thông tư 13 có hiệu lực. Thị trường liên ngân hàng đang chịu ảnh hưởng bởi Thông tư này. Thanh khoản của các ngân hàng giảm mạnh và lãi suất liên ngân hàng tăng cao.

Việc bơm ròng của NHNN có vẻ như chưa đủ lớn để đáp ứng nhu cầu của các ngân hàng thương mại. Trong tháng 10, tổng lượng chào ra của NHNN chỉ vào khoảng 1/3 lượng cầu của các ngân hàng thương mại. Điều này khiến lãi suất qua đêm và lãi suất các kì hạn ngắn khác tăng vọt lên gần 12%/năm trong những ngày đầu của tháng 11.

Chúng tôi cho rằng lãi suất liên ngân hàng sẽ tiếp tục cao sau khi NHNN gần đây đã yêu cầu các ngân hàng thương mại thực hiện nghiêm túc các điều khoản của Thông tư 13 và một số ngân hàng cổ phần nhà nước lớn có thể sẽ không muốn bán vốn với giá rẻ cho các ngân hàng thương mại cổ phần. Đặc biệt là khi nhu cầu về vốn đang gia tăng vào cuối năm.

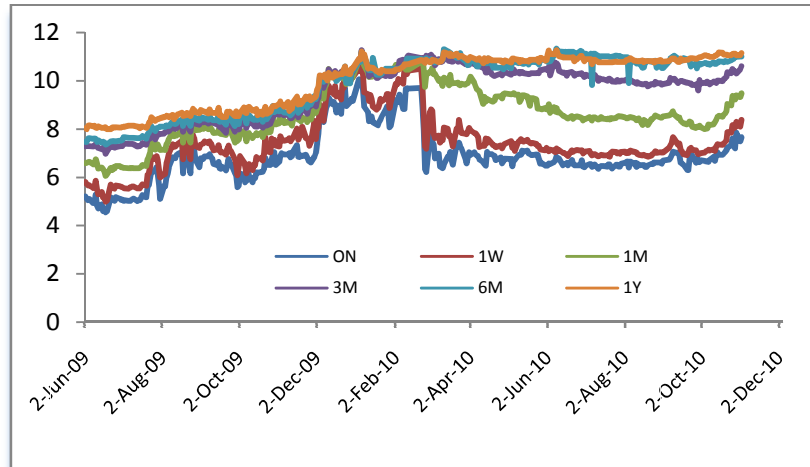
Lượng bơm ròng qua OMO được kì vọng cũng sẽ gia tăng nhằm đáp ứng thanh khoản cho các ngân hàng thương mại trong thời gian tới.

Hình 9: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỉ đồng)



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Hình 10: Lãi suất liên ngân hàng (chào mua) cho tới hết ngày 2/11/2010



Nguồn: Bloomberg

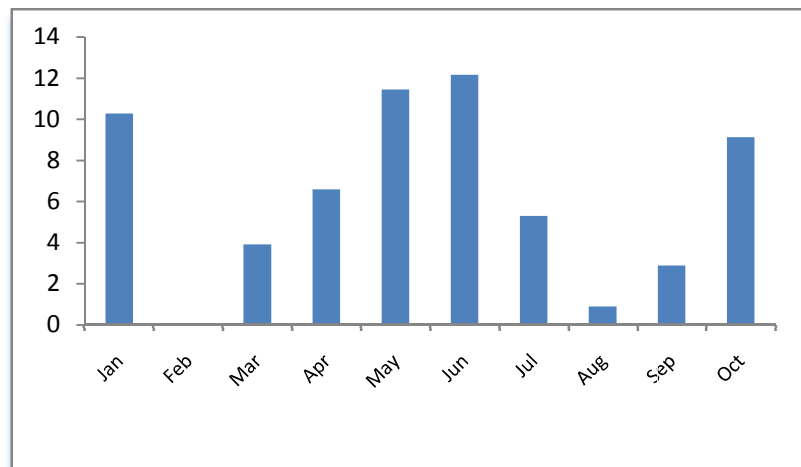
Trong tháng 10, lượng trái phiếu chính phủ phát hành tăng mạnh trở lại tới hơn 9,1 ngàn tỉ đồng. Từ đầu năm tới nay, khoảng 65 ngàn tỉ đồng trái phiếu chính phủ đã được phát hành. Chính phủ cũng có kế hoạch phát hành khoảng 16 ngàn tỉ đồng trong hai tháng cuối năm.

Hiện nay, lợi suất trái phiếu dao động trên dưới 10% và thấp hơn nhiều so với lãi suất cho vay trên thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, trái phiếu chính phủ vẫn có sức hấp dẫn nhất định đối với một số ngân hàng thương mại bởi họ có thể kiếm được biên lợi nhuận lớn thông qua việc bán những trái phiếu này trên thị trường mở rồi sau đó cho vay lại trên thị trường liên ngân hàng.

Việc tiếp tục phát hành trái phiếu chính phủ với lượng lớn cùng với sức ép lạm phát đang tăng cao khiến cho lãi suất sẽ tiếp tục ở mức cao trong thời gian tới.

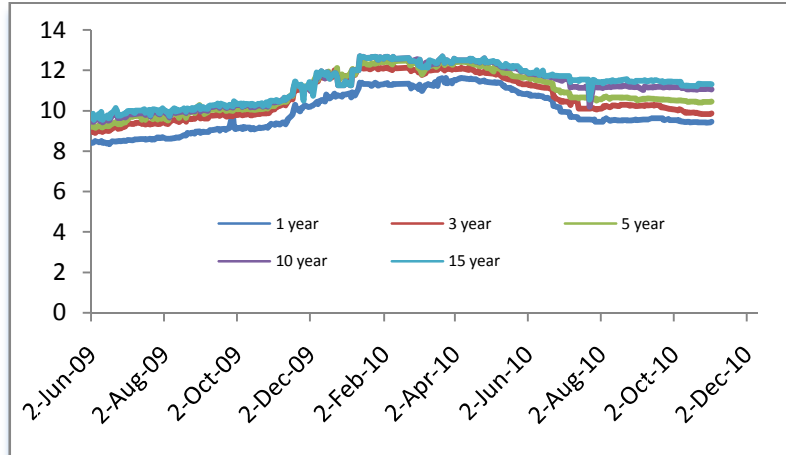
Trong tháng 10, lãi suất cho vay tiếp tục ở mức cao khoảng 12,5-15,5%/năm đối với các khoản vay trung và dài hạn. Chúng tôi cho rằng thất bại trong việc giữ lạm phát ở mức thấp và tiếp tục phát hành mạnh trái phiếu chính phủ sẽ khiến cho lãi suất tiếp tục ở mức cao và ảnh hưởng xấu tới tăng trưởng kinh tế trong tương lai.

Hình 11: Phát hành trái phiếu chính phủ năm 2010 (ngàn tỉ đồng)



Nguồn: HNX và MoF

Hình 12: Lợi suất trái phiếu chính phủ cho tới hết ngày 2/11/2010



Nguồn: Bloomberg

NHNN công bố tăng lãi suất cơ bản thêm 1 điểm phần trăm lên 9% kể từ ngày 5/11. Theo đó, các lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn cũng được tăng thêm 1 điểm phần trăm. Quyết định này được coi là nỗ lực nhằm kiểm soát lạm phát năm nay ở mức một con số và giảm bớt áp lực tỉ giá.

Chính sách thắt chặt này có thể tạm thời chưa giảm được áp lực lạm phát do hầu hết sự gia tăng giá cả hiện nay là do áp lực từ phía cung (thời tiết xấu) và do sự mất giá của đồng nội tệ. Tuy nhiên, nó có thể giúp giảm lạm phát trong thời gian sau với cái giá phải trả là thu hẹp sản xuất. NHNN gần đây cũng thông báo sẵn sàng sử dụng dự trữ ngoại hối nhằm ổn định thị trường. Tuy nhiên mức độ can thiệp là chưa rõ ràng và chính sách này có thể có ít tác dụng trong việc hạ giá ngoại tệ do nhu cầu đồng đôla đang có xu hướng gia tăng vào cuối năm.

PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11
GDP (% yoy)			5,83			6,33			7,16		
SLCN (% yoy)	28,4	-1,3	14	13	13,8	14,6	12,3	15,2	15,1	13,5	14
Xuất khẩu (triệu \$)	5013	3740	5592	5332	6312	6317	6029	6857	6098	6250	
Nhập khẩu (triệu \$)	5958	5070	6747	6494	7183	7059	7007	7252	6973	7350	
Thâm hụt TM (triệu \$)	-945	-1330	-1155	-1162	-871	-742	-978	-395	-875	-1100	-850
FDI cam kết (triệu \$)	318	1462	359,4	3800	1611	895	670	2,45	610	600	
FDI giải ngân (triệu \$)	400	700	1400	900	1100	900	1000	850	800	950	900
Lạm phát (triệu \$)	1,36	1,96	0,75	0,14	0,27	0,22	0,06	0,23	1,31	1,05	1
Lãi suất cơ bản (%)	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
VND/USD (VCB, cuối kì)	18479	19100	19100	19000	19010	19050	19095	19500	19500	19500	20000

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Trong tháng Mười, mặc dù định giá cổ phiếu được cho là hấp dẫn (PE = 10), chỉ số Vn-Index đã gần như không thay đổi so với một tháng trước đó. Lý do giải thích cho điều này được đa số nhìn nhận là sự thiếu hụt của dòng tiền, được thể hiện qua việc KLGD ở mức rất thấp. Nhưng những lý do thực sự đằng sau KLGD thấp là những lo ngại rủi ro vĩ mô bao gồm thâm hụt thương mại (dự báo 12 tỷ), sức ép tỷ giá (thị trường tự do lên tới 21,000 so với trần chính thức là 19,500), sự trở lại của lạm phát (trong tháng Mười tăng 1.05% sau khi tăng 1.31% trong tháng Chín, đưa mức dự báo lạm phát cả năm khoảng 9%) và mặt bằng lãi suất cao (theo nghiên cứu của chúng tôi, mức huy động thấp nhất trong khoảng 11-12% và giá thành cho vay thấp nhất cũng trên 13%). Những nhân tố này làm cho lợi tức đầu tư kỳ vọng cao hơn và giá cổ phiếu trở nên đắt hơn dù PE đã giảm khá nhiều.

Sự tham gia tích cực của nhà đầu tư nước ngoài với tư cách là những người mua ròng chủ động là điểm sáng của thị trường. Tính trong tháng Mười, họ đã mua ròng 1,527 tỷ so với tháng Chín là 1,192 tỷ và tháng 8 là 664 tỷ. Việc mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài cũng tạo ra những câu chuyện truyền miệng về mục đích mua của họ khi mà họ mua khá tập trung vào những cổ phiếu có trọng số lớn ảnh hưởng tới chỉ số. Nếu bỏ qua những mã cổ phiếu được mua nhiều có ảnh hưởng tới chỉ số, thì chỉ số VN Index thực sự có thể đã nằm ở mức thấp hơn 420 điểm. Nói cách khác, chỉ số dường như không thay đổi nhưng số lượng cổ phiếu giảm giá trong tháng Mười chiếm đa số. Điều này, theo chúng tôi, trong một chừng mực nào đó cho thấy rằng thị trường đã có một bước tiến tích cực trong cách tiếp cận đầu tư khi nhà đầu tư nhìn chung đã chọn mua cổ phiếu thay vì chạy theo cả thị trường.

Thị trường thế giới trong tháng Mười cũng chứng kiến sự tăng trưởng đột biến của cả thị trường cổ phiếu và hàng hóa. Các chỉ số chứng khoán chính và giá hàng hóa (Vàng, Dầu) trên thế giới đều lập đỉnh cao mới, được cho là kết quả của những chính sách nới lỏng định lượng, và đáng chú ý là gói hỗ trợ 600 tỷ USD của Mỹ mới được thông qua trong tuần trước. Trong khi kết quả tích cực của chứng khoán thế giới hầu như không tác động gì tới tâm lý nhà đầu tư Việt nam, thì sự tăng giá của vàng thế giới ngay lập tức đẩy giá vàng trong nước lên cao ở các mức kỷ lục mới. Giá vàng tăng cũng ngay lập tức tạo ra tác động tương hỗ và đẩy giá đô la Mỹ tại thị trường nội địa tăng mạnh. Hệ quả là, quan tâm của các nhà đầu tư được đẩy qua thị trường hàng hóa (vàng) và ngoại hối (USD) thay vì thị trường cổ phiếu.

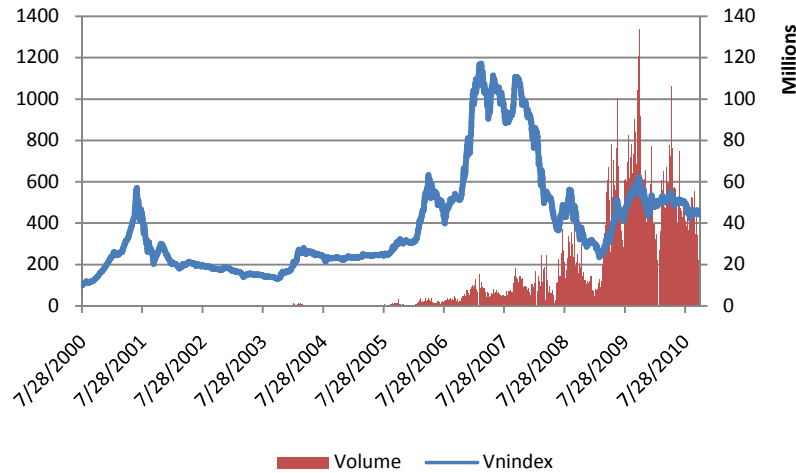
Diễn biến bất thường trên thị trường ngoại hối và hàng hóa đã đưa tới hai quyết định quan trọng, được thông báo bởi Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia: (i) bán USD ra để can thiệp thị trường và tuyên bố không phá giá và (ii) thực hiện thả nổi lãi suất và nâng LSCB lên 9% lần đầu tiên sau nhiều tháng giữ ở mức 8% thay vì yêu cầu giảm lãi suất như trước đây. Cả hai quyết định này thực tế đã giúp thị trường hạ nhiệt trong 2-3 ngày, nhưng gần như ngay lập tức, các sức ép trở lại và đẩy tỷ giá lên sát 21,000 và giá vàng thậm chí lên cao hơn trước đó, đạt mức gần 36 triệu đồng/lượng. Trong khi quyết định can thiệp tỷ giá được cho là có thể lý giải do mong muốn tránh ấn tượng xấu về việc phá giá thường xuyên, thì quyết định nâng lãi suất cơ bản được nhìn nhận là một bước đi khó hiểu. Theo quan điểm của chúng tôi, chủ trương giảm lãi suất là hoàn toàn đúng đắn, việc thả nổi lãi suất cũng là một giải pháp đúng đắn để tránh sự méo mó của thị trường, nhưng việc nâng lãi suất cơ bản như một sự khẳng định rằng mặt bằng lãi suất không thể giảm lại rất có thể đã tạo ra một tín hiệu lệch vì thực trạng thị trường tín dụng không thay đổi nhiều sau quyết định này, thậm chí có thể còn tồi hơn về mặt tâm lý.

Rủi ro lớn nhất với các nhà đầu tư chứng khoán trong thời gian tới, ít nhất là tới hết năm 2010 sẽ tiếp tục là những vấn đề thuộc về kinh tế vĩ mô. Việc tỷ giá đồng Việt nam tăng trở lại sau thông báo can thiệp thị trường tiền tệ có thể là một tín hiệu cho thấy kỳ vọng giảm giá đồng Việt nam là khá lớn và chúng ta cần những biện pháp mạnh hơn, chẳng hạn kết hối có thể là một lựa chọn. Thị trường tín dụng theo quan điểm của chúng tôi không thay đổi nhiều về bản chất sau sự thả nổi lãi suất, nhưng việc nâng LSCB có thể đã ra hiệu (có thể là) sai với thị trường rằng thanh khoản trong nền kinh tế trở nên khó khăn hơn. Việc mặt bằng lãi suất không thể giảm chủ yếu do sự trở lại của sức ép lạm phát và điều này càng khẳng định rằng thanh khoản sẽ là vấn đề lớn với thị trường chứng khoán trong thời gian tới khi mà các thông điệp chính sách đều tập trung vào kiềm chế lạm phát ở mức một con số và mục tiêu lạm phát năm 2011 ở mức 7%.

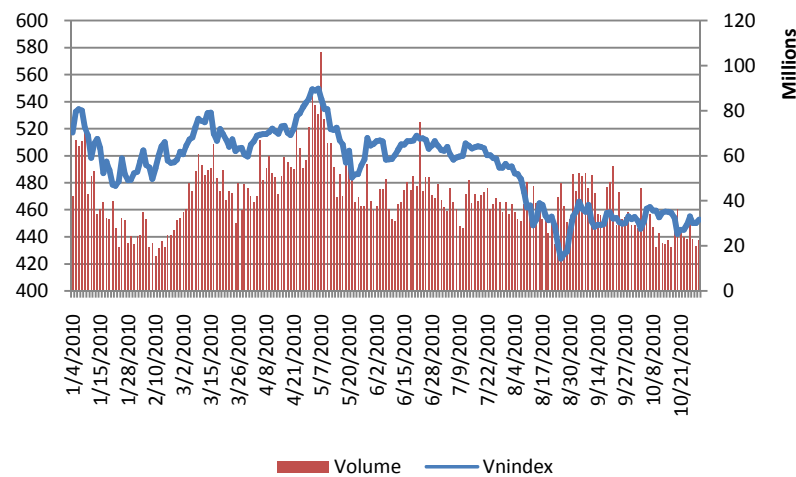
Dựa trên những nền tảng kinh tế vĩ mô nêu trên, chúng tôi không kỳ vọng vào một sự tăng trưởng đột biến của chỉ số Vn-Index trong phần còn lại của năm. Mô hình dự báo của chúng tôi dự kiến cuối năm 2010 chỉ số sẽ đạt mức 461 điểm, giảm nhẹ so với dự báo tại số phát hành trước, và tháng 11 được dự báo ở mức 465 điểm. Như vậy, đây là tháng thứ 6 liên tiếp chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về thị trường và với thông điệp rằng rủi ro thanh khoản sẽ là trọng tâm của thị trường.

VNINDEX PROJECTIONS		Overall Market Projections Using Historical Earnings Growth Rate				
		Month	EPS	DPS	Acc DPS	Expected targets
Statistical summary		Nov	\$43.03	0.83	0.83	\$464.59
Current P/E:	10.5	Dec	42.67	0.83	1.66	\$461.51
Earnings Yield:	9.5%	Jan	42.31	0.82	2.48	\$458.45
Dividend Yield:	2.5%	Feb	41.95	0.81	3.29	\$455.42
P/BV:	1.9	Mar	41.60	0.81	4.10	\$452.41
Return on Equity:	19.3%	Apr	41.25	0.80	4.90	\$449.43
Payout Ratio:	1.9%	May	40.90	0.79	5.69	\$446.47
Expected P/E Ratio-High:	11.1	Jun	40.55	0.79	6.48	\$443.54
Expected P/E Ratio-Low:	10.5	July	40.21	0.78	7.26	\$440.64
Expected P/E Ratio-Mean:	10.8	Aug	39.87	0.77	8.03	\$437.75
Sustainable Growth	19.0%	Sep	39.54	0.77	8.80	\$434.90

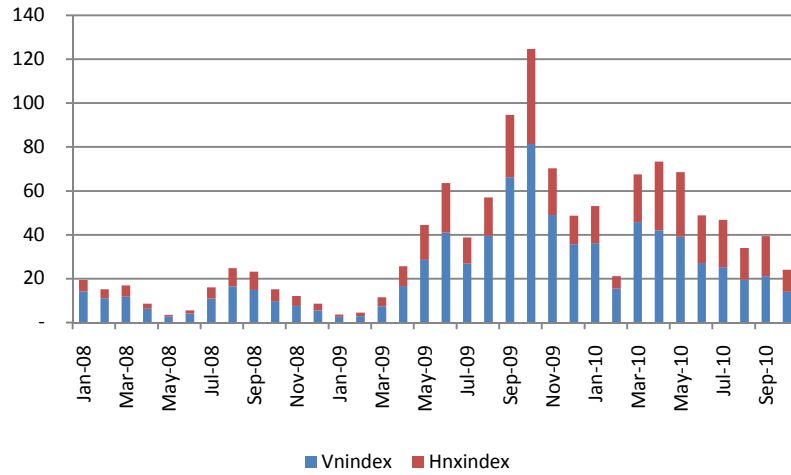
Hình 2.1a – Lịch sử VN-Index: Đạt đỉnh 1170 vào đầu năm 2007, giảm gần 70% vào tháng Hai 2009, và hiện đang giao dịch quanh 450 điểm, thấp hơn nhiều so với đỉnh.



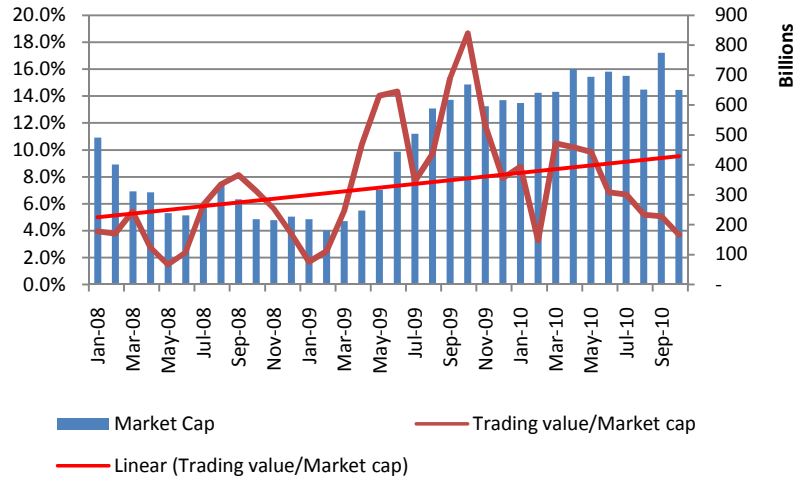
Hình 2.1b – VN-Index từ đầu năm 2010: Thị trường giao dịch dao động trong khoảng 510-520 và giảm mạnh xuống dưới 450 trong tháng 8 do những lo ngại về cung cổ phiếu quá nhiều, chính sách tiền tệ và tỷ giá tiền đồng.



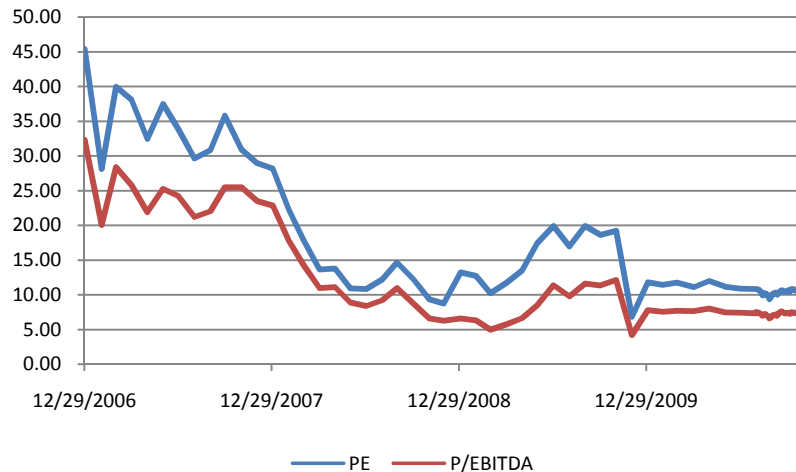
Hình 2.2a – Giá trị giao dịch hàng tháng: Giá trị giao dịch tại HOSE chiếm phần lớn trong tổng giá trị, nhưng phần trăm tăng lên của HNX cho thấy rằng nhà đầu tư đang quan tâm nhiều hơn tái các cổ phiếu có độ rủi ro cao hơn.



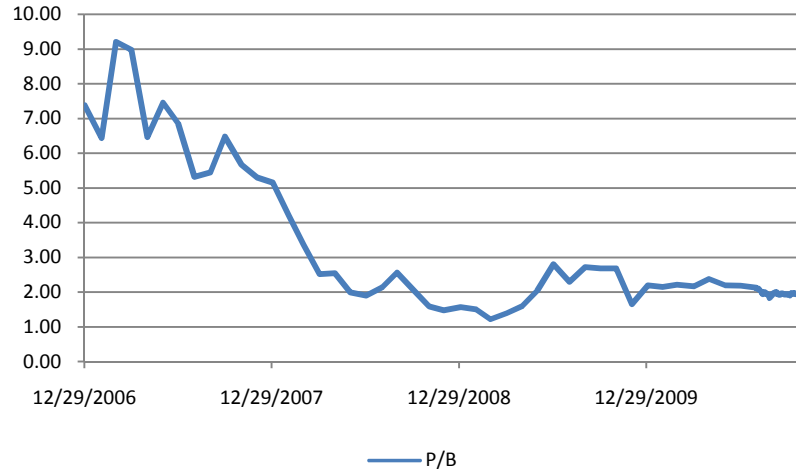
Hình 2.2b – Phần trăm giá trị giao dịch so với vốn hóa: Vốn hóa thị trường hiếm 37% tổng GDP. Giá trị giao dịch tính theo phần trăm vốn hóa đang tăng lên, hàm ý thanh khoản tốt hơn.



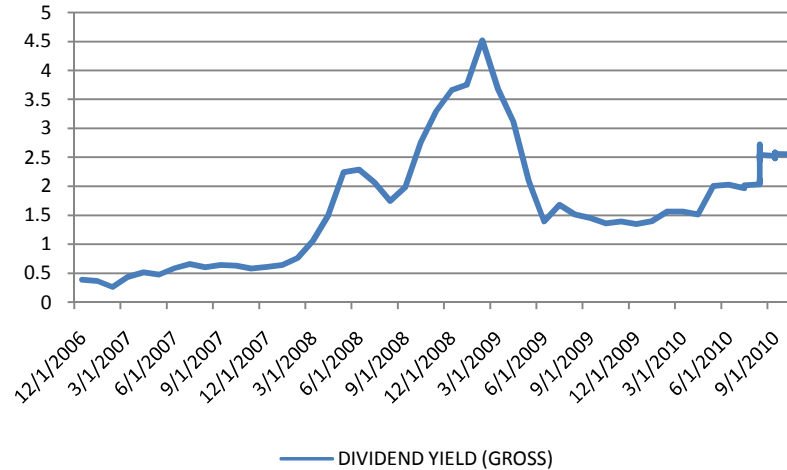
Hình 2.3a – PE và P/EBITDA: Hai chỉ số này giảm mạnh, cho thấy rằng thị trường đã trải qua 2 năm bong bóng vỡ và hiện đang giao dịch tại giá hợp lý.



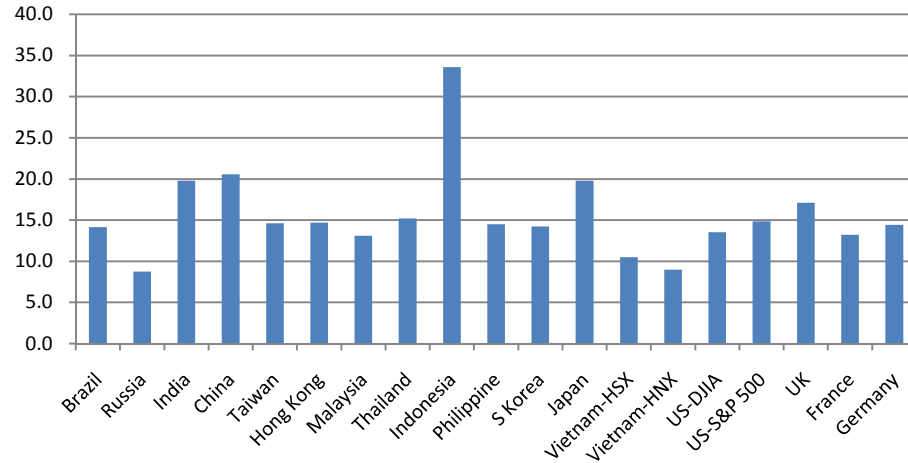
Hình 2.3b – Market PB: tương tự như PE



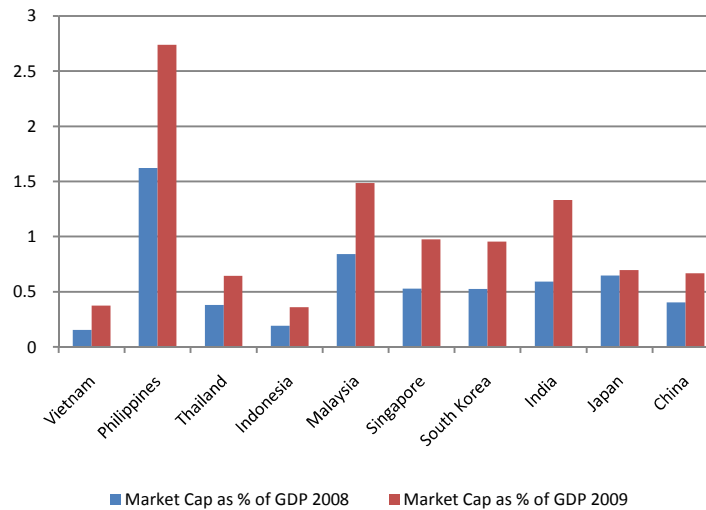
Hình 2.3c – Tỷ suất cổ tức thị trường (%): Tỷ suất lợi tức tại Việt nam vào khoảng 2%. Sự tăng đột biến cuối 2008 là do tác động của thuế đánh vào thu nhập từ đầu tư chứng khoán có hiệu lực từ ngày 1/1/2009. Sự tăng gần nhất chủ yếu phản ánh giá cổ phiếu giảm hơn là tăng cổ tức.



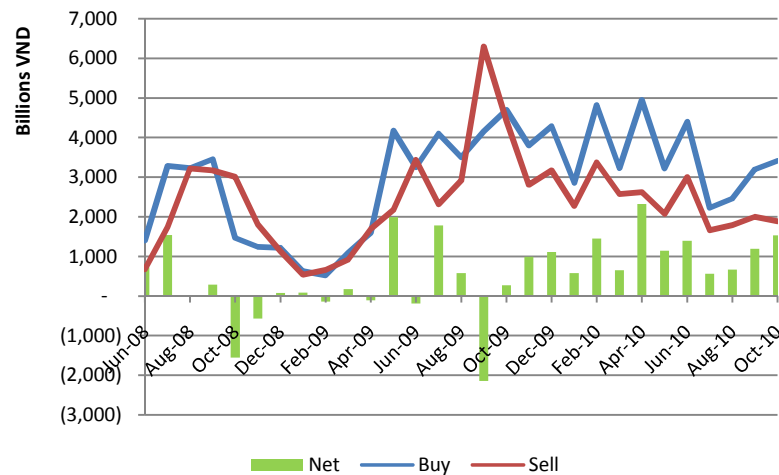
Hình 2.4a – PE và các nước so sánh: Việt nam khá hấp dẫn xét ở khía cạnh định giá theo PE.



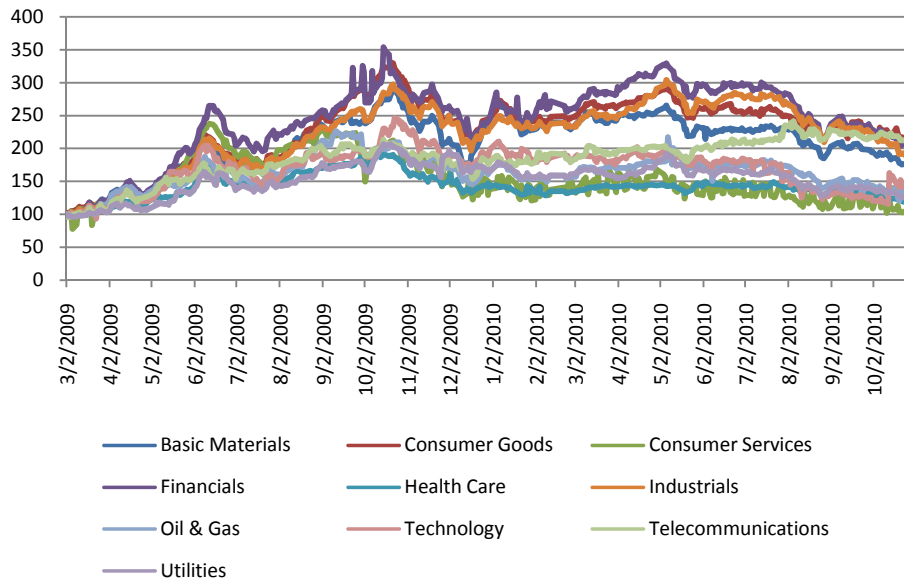
Hình 2.4b – Vốn hóa thị trường theo phần trăm GDP: khoảng 37%, hàm ý rằng còn có nhiều tiềm năng để tăng trưởng và cho các IPOs.



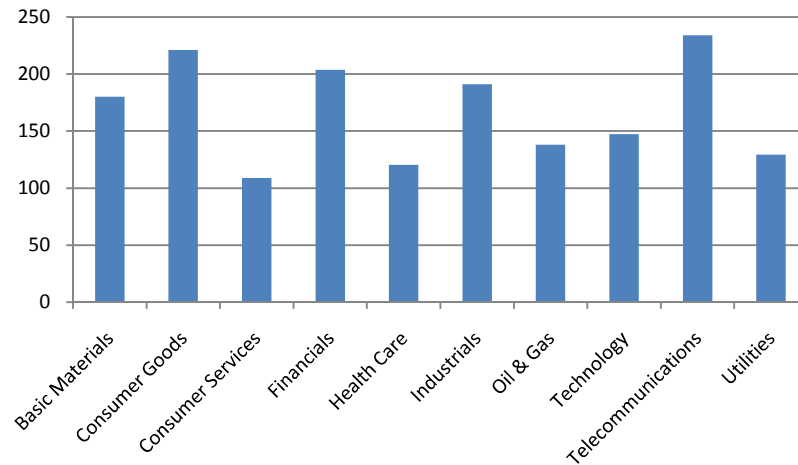
Hình 2.5 – Mua và Bán của nhà đầu tư nước ngoài: mua ròng từ tháng 10/2009, đáng chú ý là họ rất tích cực cả mua và bán.



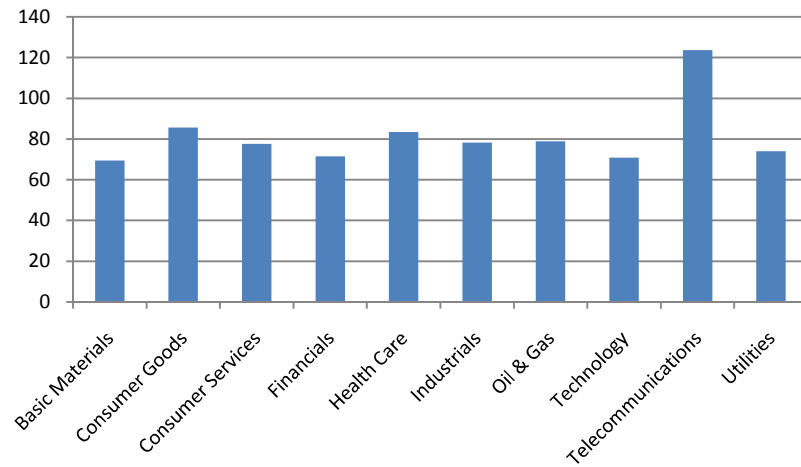
Hình 2.6a – Diễn biến các ngành nghề từ khi hồi phục kinh tế: Vật liệu cơ bản, hàng tiêu dùng và xây dựng – vật liệu là những ngành tốt nhất.



Hình 2.6b – Lãi vốn theo ngành từ khi hồi phục (xuất phát =100%): Vật liệu cơ bản, hàng tiêu dùng và xây dựng – vật liệu là những ngành tốt nhất.



Hình 2.6c – Lãi vốn theo ngành nghề từ đầu năm 2010 (xuất phát = 100%): Cổ phiếu dầu khí là những cổ phiếu phòng vệ tốt nhất khi thị trường giảm.



SẢN PHẨM

Sản phẩm này được phát triển dựa trên phiên bản trước đây có tên gọi là **Báo cáo Lạm phát và Chính sách Tiền tệ hàng tháng**. Trong phiên bản mới **Triển vọng Việt nam**, chúng tôi gắn các chuyển động kinh tế với diễn biến thị trường chứng khoán. Sự thay đổi này phản ánh những kết quả nghiên cứu thực nghiệm của chúng tôi về mối liên hệ chặt chẽ giữa chỉ số thị trường và những thay đổi về chỉ số lạm phát và chính sách tiền tệ. Bình luận về kinh tế bao gồm lạm phát, chính sách tiền tệ và những chuyển dịch kinh tế được viết bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ Kinh tế, ĐH Manchester, Anh). Bình luận về những tác động tới thị trường chứng khoán được viết bởi Quách Mạnh Hào (Tiến sỹ Kinh tế Tài chính, ĐH Birmingham, Anh). Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này, nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả. Chúng tôi cảm ơn khách hàng đã đọc và gửi phản hồi về các sản phẩm của chúng tôi.

KHÓI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG

Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn. Bloomberg: TLSV <GO>

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: Research@tls.vn

QUYỀN TỰ CHÓI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.