

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

Với bình luận thị trường của

Quách Mạnh HàoT: (844) 4456 8668 ext 6666
E: quachhao@thanglongsc.com.vn

Xem thông tin thêm ở trang cuối

TÓM TẮT

Không có biến động kinh tế nào lớn trong tháng 8. Tuy nhiên mức lãi suất cao kéo dài đang cản trở các doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh. Chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam khó có thể hồi phục hoàn toàn trừ khi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) có thể giảm tiếp lãi suất.

Với những nhân tố vĩ mô hiện tại, chúng tôi hạ mức dự báo giới hạn trên trung bình cuối năm của chỉ số Vn-Index từ 536.74 xuống 515.11 nhằm phản ánh những rủi ro mà nền kinh tế và thị trường đang đối mặt. Đây là tháng thứ 3 liên tiếp chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về thị trường và với đánh giá giảm dần. Chúng tôi cũng tin rằng khó có những chuyển biến ngạc nhiên đối với cổ phiếu trừ khi SBV mua trái phiếu với kỳ hạn dài hơn, điều sẽ giúp giảm lãi suất và cung cấp vốn cho nền kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng bước đi đó sẽ xảy ra trong quý cuối cùng của năm và nếu vậy thì định giá thị trường hiện tại là cơ hội tốt để mua.

Kinh tế

- CPI tháng 8 tăng nhẹ 0,23% so với tháng trước. Lạm phát tính theo cùng kì năm trước giảm tháng thứ năm liên tiếp.
- Trừ nhóm hàng giáo dục, hầu hết các mặt hàng đều có giá cả tăng thấp hoặc vừa phải.
- Sản lượng công nghiệp tăng trưởng mạnh. Trong tháng 8, tốc độ tăng trưởng ước đạt 15,2% so với cùng kì năm ngoái.
- Con số thâm hụt thương mại chính thức của tháng 7 được điều chỉnh giảm chỉ còn 0,978 tỉ \$, thấp hơn khoảng 0,17 tỉ \$ so với ước tính ban đầu.
- Ước tính thâm hụt thương mại của tháng 8 vào khoảng 0,9 tỉ \$, hoạt động thương mại quốc tế giảm nhẹ.
- FDI giải ngân 8 tháng đầu năm đạt 7,3 tỉ \$, tăng 3,6% so với cùng kì năm ngoái.
- Mức tỉ giá chính thức được kỳ vọng tiếp tục ở mức cao 19,500 VND/USD trong tháng tới.
- Tính đến hết ngày 26/8/2010, khoảng 5.784 tỉ đồng đã được NHNN bơm ra thông qua hoạt động thị trường mở.
- Lãi suất tiếp tục ở mức cao như dự báo. NHNN công bố duy trì lãi suất cơ bản 8% trong tháng 9. Lãi suất khó giảm tiếp trong thời gian tới trừ khi NHNN có những thay đổi mạnh trong chính sách.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng 9 sẽ vào khoảng 0,22-0,35%.

Thị trường chứng khoán

- Mặc dù các chỉ số vĩ mô vẫn chỉ ra bức tranh đẹp về kinh tế Việt nam, chúng tôi nhận thấy tiềm ẩn rủi ro của hiện tượng lạm phát đình đốn.
- Thị trường chứng khoán giảm 14% trong tháng Tám và các nhân tố được tin là sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới cổ phiếu trong thời gian tới bao gồm (i) tăng cung cổ phiếu quá nhiều, (ii) hiểm họa pha loãng cổ phiếu, và (iii) tăng trưởng tín dụng.
- Một mặt, dường như khả năng tăng trưởng tín dụng là hạn chế do các chính sách không hỗ trợ.
- Mặt khác, rõ ràng rằng chính phủ cần phải chọn một thời điểm để ứng phó với khả năng “lạm phát đình đốn” nên trên.
- Mặc dù thị trường giảm, người nước ngoài vẫn là những người mua ròng trong tháng. Với PE tổng thể khoảng 9.9 lần, doanh thu của 60 doanh nghiệp hàng đầu tăng hơn 50% và thu nhập tăng trưởng hơn 30% hàng năm, chúng tôi tin rằng Việt nam vẫn là sự hấp dẫn về mặt giá trị.
- Với những nhân tố vĩ mô hiện tại, chúng tôi hạ mức dự báo giới hạn trên trung bình cuối năm của chỉ số Vn-Index từ 536.74 xuống 515.11 nhằm phản ánh những rủi ro mà nền kinh tế và thị trường đang đối mặt. Chúng tôi kỳ vọng SBV mua trái phiếu kỳ hạn dài hơn điều sẽ giúp giảm lãi suất và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng vào quý cuối cùng của năm và nếu vậy thì định giá thị trường hiện tại là cơ hội tốt để mua.

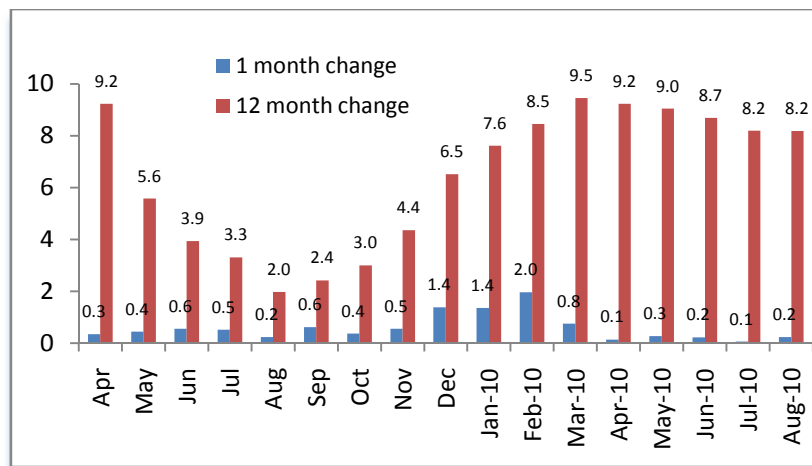
LẠM PHÁT

Trong những tháng gần đây lạm phát đã được kiểm soát tốt. Trong tháng 8, tốc độ tăng CPI chính thức được công bố chỉ tăng 0,23% so với tháng trước, tăng so với mức 0,06% của tháng 7. Con số này khá sát với dự báo của chúng tôi hồi đầu tháng. Trong khi đó, so với cùng kỳ năm ngoái, tốc độ tăng CPI đang có xu hướng giảm trong tháng thứ năm liên tiếp. Trong tháng 8, con số này là 8,18%, giảm so với 8,19 của tháng 7, 8,69% của tháng 6, 9,05% của tháng 5, 9,23% của tháng 4, và 9,46% của tháng 3.

Hầu hết các mặt hàng đều có mức tăng giá thấp hoặc vừa phải. Cụ thể, so với tháng trước giá hàng lương thực & thực phẩm tăng 0,27% trong khi giá hàng phi lương thực & thực phẩm chỉ tăng 0,20%.

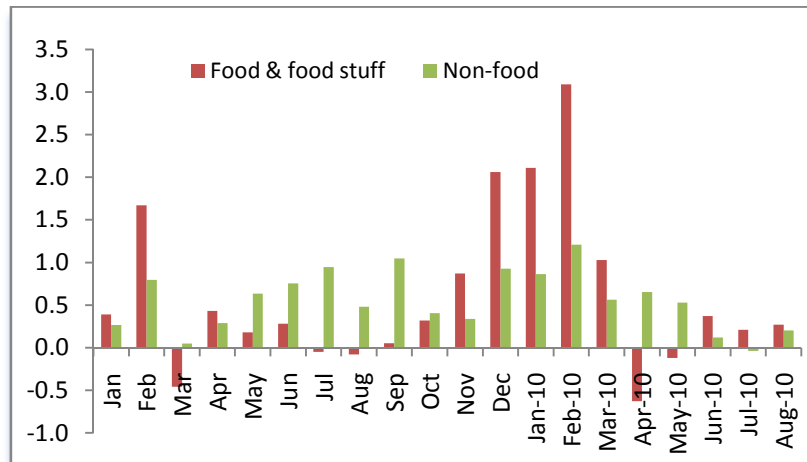
Như dự báo trong báo cáo tháng trước, một số mặt hàng có mức tăng khá cao là giáo dục (1,29%) và lương thực (0,67%) do yếu tố mùa vụ và thời tiết mưa bão. Chúng tôi kì vọng giá cả những mặt hàng này còn tiếp tục tăng cao trong tháng 9 vì những lý do tương tự. Ngoài ra, một số mặt hàng như vật liệu xây dựng và vui chơi giải trí cũng có thể tăng khá do sự phá VND gần đây và do nhu cầu tăng cao trong thời gian tới.

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



Nguồn: GSO

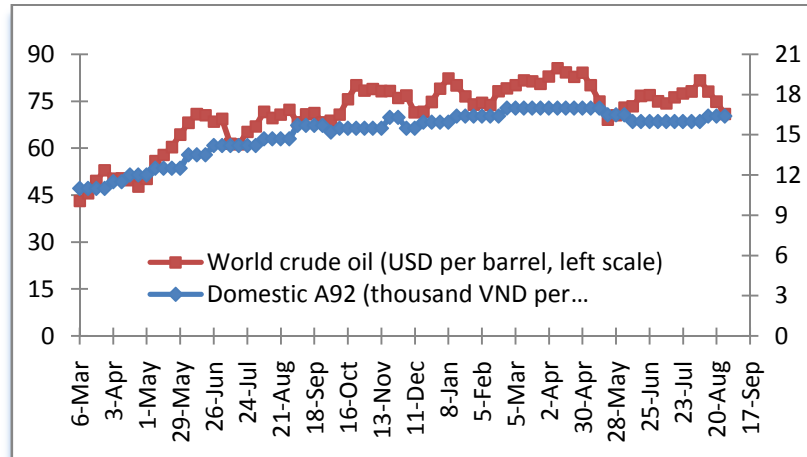
Hình 2: Chỉ số giá hàng lương thực và phi lương thực 2009-2010 (% so với tháng trước)



Nguồn: GSO

Những tín hiệu về tăng trưởng thấp hơn kì vọng của kinh tế giới đã gây sức ép giảm giá dầu. Hiện nay giá dầu thô thế giới chỉ vào khoảng trên 70\$/thùng, giảm so với mức 81\$/thùng vào thời điểm đầu tháng 8. Do vậy, chúng tôi sẽ rất ngạc nhiên nếu như Bộ Tài Chính không thực hiện điều chỉnh giảm giá xăng dầu trong nước trong những ngày tới. Chúng tôi kì vọng lạm phát của tháng tới sẽ ở mức vừa phải không vượt quá 0,35%.

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



Nguồn: EIA và MoF

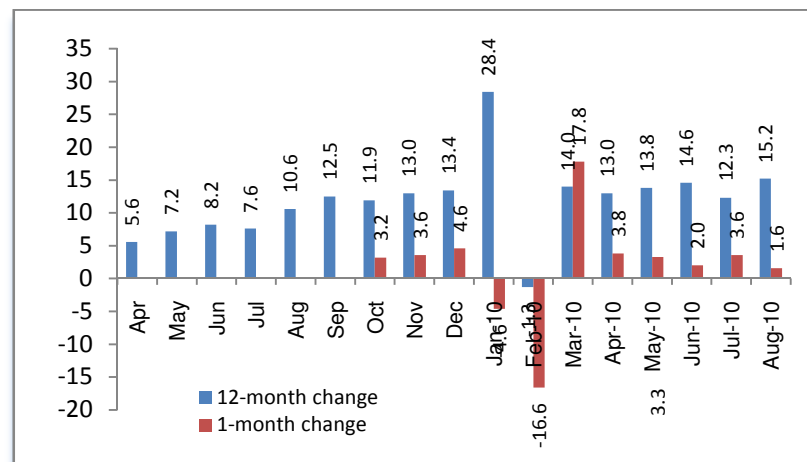
Các chỉ số kinh tế khác

Sản lượng công nghiệp

Sản lượng công nghiệp có tháng thứ 6 tăng cao so với cùng kì năm trước. Trong tháng 8, con số này là 15,2%.

Giá trị sản lượng công nghiệp trong 8 tháng đầu năm ước đạt khoảng 504 ngàn tỉ đồng theo giá so sánh, tăng mạnh khoảng 13,7% so với cùng kì năm trước. Trong đó, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng 17,3%, tiếp theo là khu vực kinh tế ngoài nhà nước tăng 12,7%, và cuối cùng là khu vực kinh tế nhà nước tăng 9,0%. Sự tăng trưởng cao của ngành công nghiệp trong thời gian gần đây là một chỉ số tốt cho tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao của quý 3.

Hình 4: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp 2009-2010 (%)



Nguồn: GSO

Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy những rủi ro nhất định đằng sau con số tăng trưởng cao của sản lượng công nghiệp, so với cùng kì năm trước, chỉ số tiêu dùng của sản phẩm công nghiệp chỉ tăng 12%. Trong khi đó chỉ số hàng tồn kho tăng tới 37,3%. Những con số này cho thấy các doanh nghiệp trong nước đang đối mặt với lực cầu yếu từ cả thị trường trong nước cũng như quốc tế.

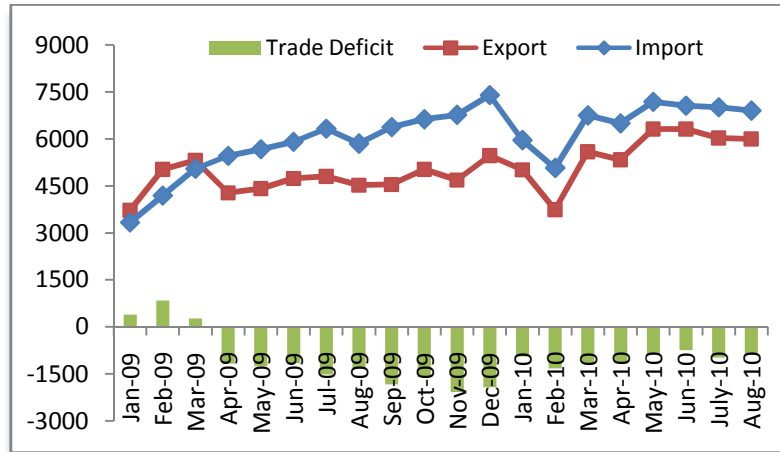
Một số ngày có mức tồn kho cao như sản phẩm nhựa, sắt thép, thức ăn gia súc,... có lẽ cần sự hỗ trợ từ các biện pháp hạn chế nhập khẩu nhằm thúc đẩy tiêu thụ những sản phẩm này từ thị trường nội địa.

Thương mại quốc tế

Số liệu chính thức cho thấy thâm hụt thương mại của tháng 7 thấp hơn 0,17 tỉ \$ so với con số ước tính 1,15 tỉ \$ ban đầu. Trong tháng 7, tổng giá trị nhập khẩu đạt gần 7,01 tỉ \$ trong khi giá trị xuất khẩu đạt khoảng 6,03 tỉ \$. Do vậy, con số thâm hụt thương mại của tháng 7 chỉ ở mức vừa phải là 0,98 tỉ \$.

Trong tháng 8, giá trị nhập khẩu và xuất khẩu lần lượt ước đạt khoảng \$6,90 và \$6,00 tỉ \$. Thâm hụt thương mại do vậy sẽ chỉ vào khoảng 0,9 tỉ \$. Đây là tháng thứ tư liên tiếp con số thâm hụt thương mại được duy trì ở mức dưới 1 tỉ \$.

Hình 5: Thương mại quốc tế (triệu \$)



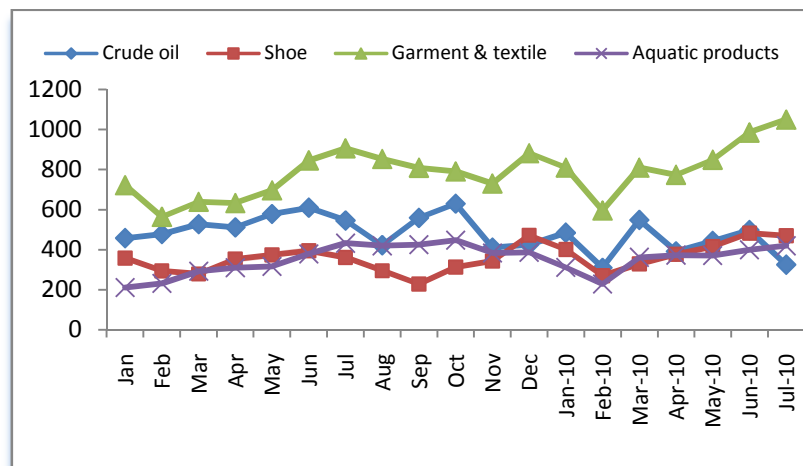
Nguồn: GSO

Cả xuất khẩu và nhập khẩu đều có xu hướng giảm gần đây. Mặc dù thâm hụt thương mại được kiểm soát ở dưới mức 1 tỉ \$ nhưng điều này có lẽ không phải là tín hiệu thực sự tốt như mọi người nghĩ. Sự giảm sút của nhập khẩu có thể là một tín hiệu xấu báo trước sự tăng trưởng chậm lại của sản xuất trong nước trong những tháng tới.

Tổng giá trị xuất khẩu 8 tháng đầu năm tăng 19,7% so với cùng kì năm ngoái. Trừ mặt hàng dầu thô, sự gia tăng diễn ra ở hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chính.

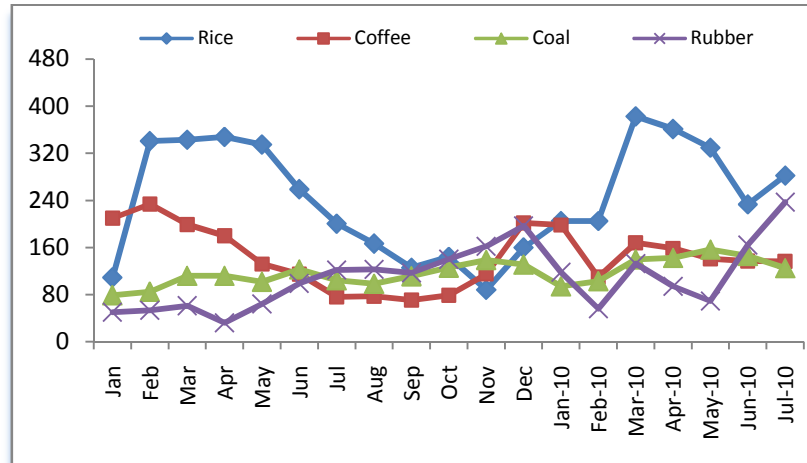
Tổng giá trị nhập khẩu 8 tháng đầu năm tăng 24,4% so với cùng kì năm ngoái. Tuy nhiên, so với cùng kì chúng tôi nhận thấy xu hướng giảm ở một số đầu vào nhập khẩu như vải, nguyên liệu nhựa, nguyên phụ liệu dệt may, và sắt thép. Điều này có thể cho thấy sự chậm lại trong sản xuất của những ngành công nghiệp sử dụng những yếu tố đầu vào này.

Hình 6a: Giá trị xuất khẩu một số mặt hàng chính (triệu \$)



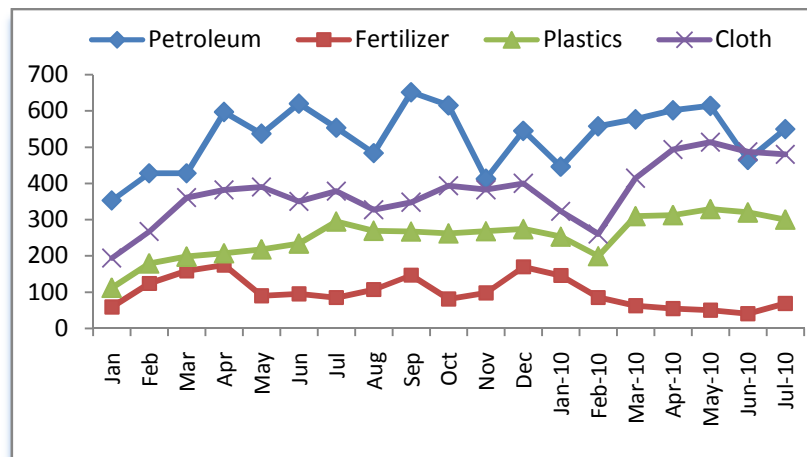
Nguồn: GSO

Hình 6b: Giá trị xuất khẩu một số mặt hàng chính (triệu \$)



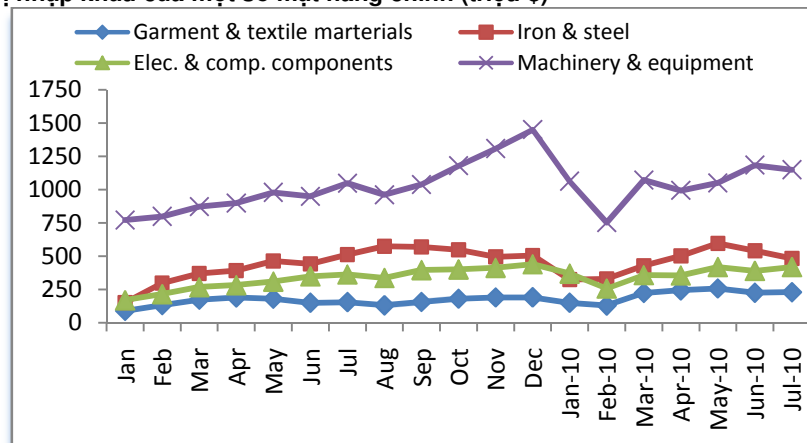
Nguồn: GSO

Hình 7a: Giá trị nhập khẩu của một số mặt hàng chính (triệu \$)



Nguồn: GSO

Hình 7b: Giá trị nhập khẩu của một số mặt hàng chính (triệu \$)



Nguồn: GSO

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Khu vực đầu tư nước ngoài tiếp tục đóng góp đáng kể vào giá trị xuất khẩu của Việt Nam. Trong 8 tháng đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu, trừ dầu thô, của khu vực này ước đạt khoảng 10,7 tỉ \$, tăng 39,9% so với cùng kỳ năm ngoái.

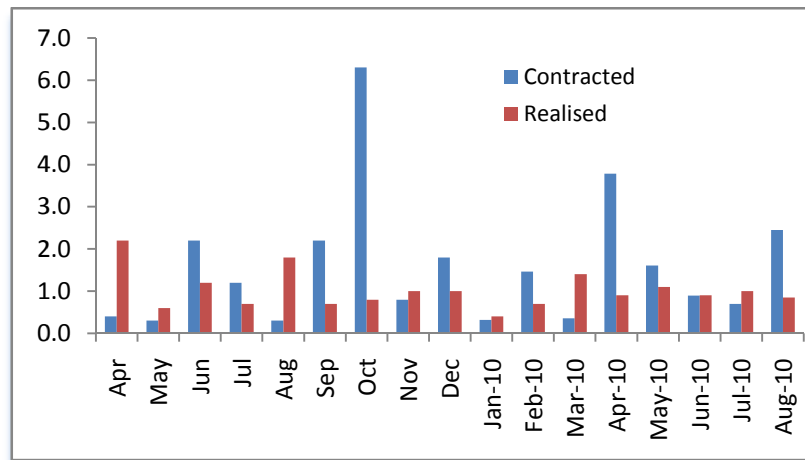
Trong tháng 8, Việt Nam thu hút được thêm một lượng lớn 2,45 tỉ \$ vốn cam kết và gần 0,85 tỉ \$ vốn giải ngân thông qua các dự án FDI cũ và đăng kí mới. Con số giải ngân khá cao trong thời gian qua là một trong những nguồn tài trợ quan trọng cho thâm hụt thương mại.

Kể từ đầu năm, tổng vốn FDI cam kết đạt hơn 11,58 tỉ \$, giảm khoảng 22,3%, tuy nhiên vốn FDI giải ngân đạt 7,25 tỉ \$, tăng xấp xỉ 3,6% so với cùng kỳ năm ngoái.

Đáng chú ý hơn là sản xuất chế biến đã trở thành ngành hấp dẫn nhất đối với các nhà đầu tư nước ngoài với hơn 3,7 tỉ \$ đăng kí, chiếm 31,6%, trong 367 dự án mới và cũ. Ngành sản xuất gas, điện và nước đứng thứ hai với hơn 2,9 tỉ \$ đăng kí, chiếm 25,4% tổng vốn đăng kí. Trong khi đó, lĩnh vực bất động sản hiện tụt xuống vị trí thứ ba với gần 2,4 tỉ \$ đăng kí, chiếm 20,7% tổng vốn đăng kí. Dòng vốn đổ vào ngành sản xuất chế biến sẽ là một tín hiệu tốt đem lại giá trị xuất khẩu cao 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 Đầu tư trực tiếp nước ngoài theo tháng (triệu \$)



Nguồn: GSO

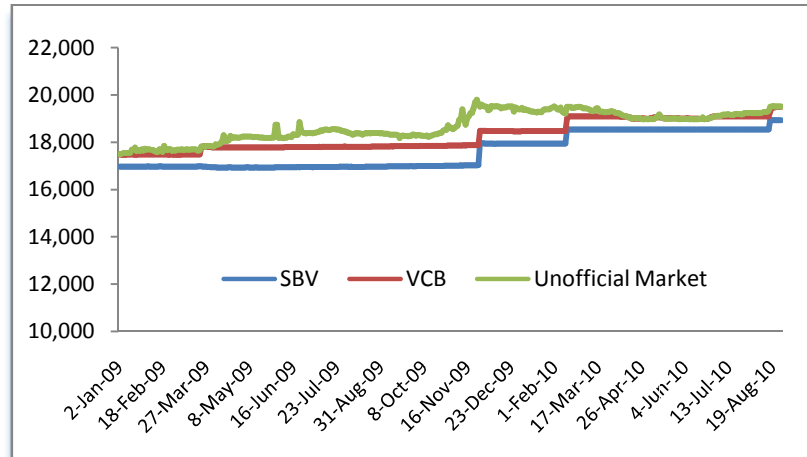
CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Vào ngày 18/8/2010 NHNN đã quyết định phá giá tiền tệ khoảng 2,1% lên mức 18.932 VND/US\$, đồng thời giữ nguyên biên độ dao động cho phép là $\pm 3\%$. Những ngày sau đó tỉ giá VND/US\$ liên tục gia tăng trên ở thị trường tự do lẫn thị trường chính thức. Hiện nay, mức tỉ giá ở thị trường chính thức đã tăng lên mức trần biên độ là 19.500 VND/US\$. Sự phá giá này giúp phần nào làm giảm khoảng cách giữa tỉ giá trên hai thị trường tuy nhiên nó có vẻ như chưa đủ lớn để loại bỏ việc mua tích trữ và kì vọng giảm giá VND, đặc biệt là trên thị trường tự do.

Những doanh nghiệp xuất khẩu sẽ là những người được lợi trong khi những doanh nghiệp nhập khẩu và những doanh nghiệp có khoản vay bằng ngoại tệ sẽ là những người chịu thiệt từ sự phá giá này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động của việc phá giá đến khối lượng nhập khẩu, và do vậy là thâm hụt thương mại, sẽ là rất nhỏ do phần lớn hàng nhập khẩu của Việt Nam là các yếu tố đầu vào quan trọng.

Mặc dù cán cân thanh toán tổng thể có thể thặng dư khoảng 5-6 tỉ \$ trong năm nay, nhưng chúng tôi cho rằng từ giờ đến cuối năm VND có thể mất giá thêm 2-3% nữa khi (i) nhiều khoản vay bằng \$ đến ngày đáo hạn; (ii) thâm hụt thương mại được kì vọng tăng cao vào cuối năm và; (iii) hoạt động găm giữ \$ vẫn còn tồn tại.

Hình 9: Tỷ giá VND/USD bán ra, 1/2009 – 8/2010



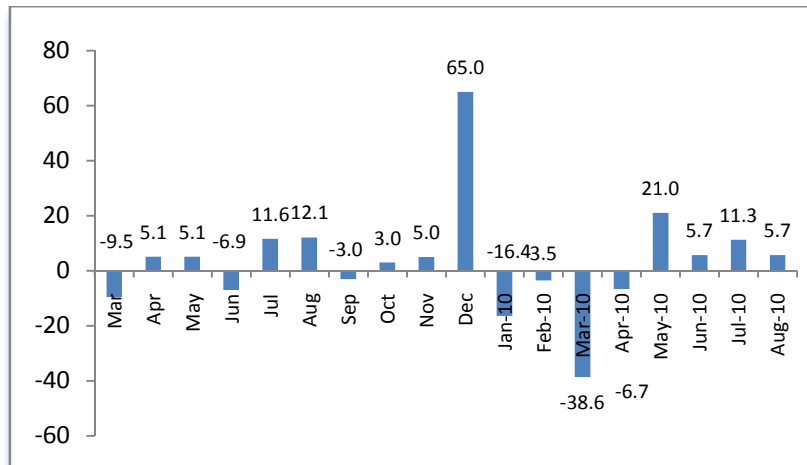
Nguồn: SVB, VCB và khác

Việc lạm phát tiếp tục ở mức thấp đã tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ trong tháng 8. Tính đến hết ngày 26/8, khoảng 5.784 tỉ đồng đã được bơm rông ra thị trường thông qua hoạt động thị trường mở (OMO). Đây là tháng thứ tư liên tiếp NHNN mở rộng cung tiền qua OMO trong những nỗ lực nhằm tăng thanh khoản và hạ lãi suất thị trường.

Tuy nhiên như kì vọng, những hoạt động mở rộng gần đây của NHNN thông qua OMO không giúp làm giảm lãi suất thị trường do các khoản vay trên thị trường này chỉ có thời hạn trong vòng từ 1 đến 4 tuần. Trong tháng 8, cả lãi suất liên ngân hàng và lợi suất trái phiếu chính phủ ở các kì hạn hầu như không thay đổi so với tháng 7.

Lãi suất cao hiện nay đang là rào cản chính đối với sự hồi phục hoàn toàn của nền kinh tế. Trong tháng 8, lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại tồn tại phổ biến ở mức từ 13,5-15,5%/năm đối với các khoản vay trung và dài hạn. Nếu NHNN không có những phản ứng chính sách mạnh mẽ hơn nữa thì chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ rất khó giảm thêm do cả cầu về vốn trong nền kinh đang tăng mạnh trong khi nguồn cung bị hạn chế. Theo kế hoạch, chính phủ còn kế hoạch phát hành khoảng 55 ngàn tỉ đồng trái phiếu trong năm nay. Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp cũng có kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu. Đặc biệt, thông tư 13/2010/TT-NHNN, có hiệu lực từ ngày 1/10/2010, ban hành bởi NHNN sẽ kiểm soát một cách khắt khe hoạt động tín dụng của các ngân hàng thương mại. Cụ thể, một trong những điều khoản quy định của thông tư này là tỉ lệ tổng lượng vốn cho vay/tổng nguồn huy động không được vượt quá 80%, tuy nhiên các khoản tiền gửi không kì hạn của các tổ chức kinh tế, trái phiếu kho bạc, bảo hiểm xã hội, và các tổ chức khác, ước tính vào khoảng 15-20%, không được tính vào tổng nguồn vốn huy động. Do vậy, trên thực tế thông tư này sẽ chỉ cho phép các ngân hàng thương mại cho vay khoảng 65% tổng nguồn vốn huy động.

Hình 10: Lượng tiền bơm rông qua OMO (VND, ngàn tỉ)

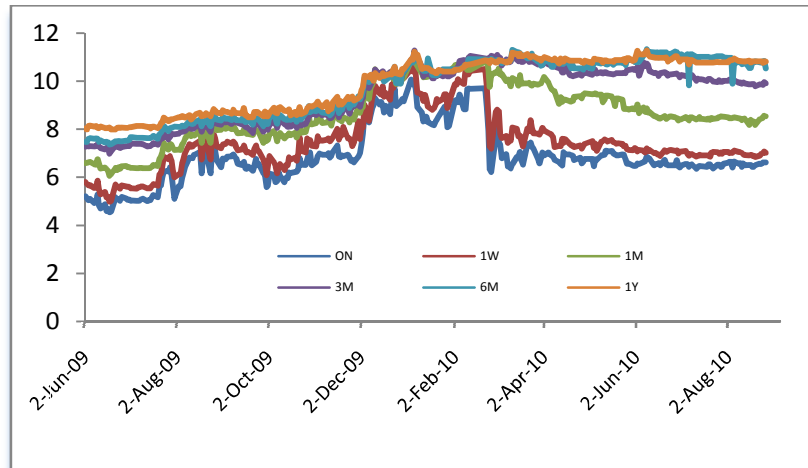


Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Lãi suất cao đang cản trở các đầu tư cũng như tiêu dùng của khu vực tư nhân. Với khi phí vốn vay hiện tại, các doanh nghiệp sẽ rất khó khăn kiếm được lợi nhuận từ việc mở rộng sản xuất kinh doanh. Những con số thống kê cho chúng ta thấy rằng cầu nội địa đang khá thấp trong khi lượng hàng tồn kho đang tăng cao. Hơn nữa, lãi suất cao còn có thể tạo ra những rủi ro cho thị trường ngoại hối khi các doanh nghiệp tiếp tục lựa chọn các khoản vay bằng US\$ nhằm tận dụng mức chênh lệch cao (khoảng 7-8%) giữa chi phí vốn vay bằng VND và US\$. Khi các khoản vay này đáo hạn nó sẽ tạo ra sức ép giảm giá đối với VND. Chúng tôi tin rằng nếu lãi suất không thể giảm, sẽ rất khó cho nền kinh tế có thể hồi phục hoàn toàn.

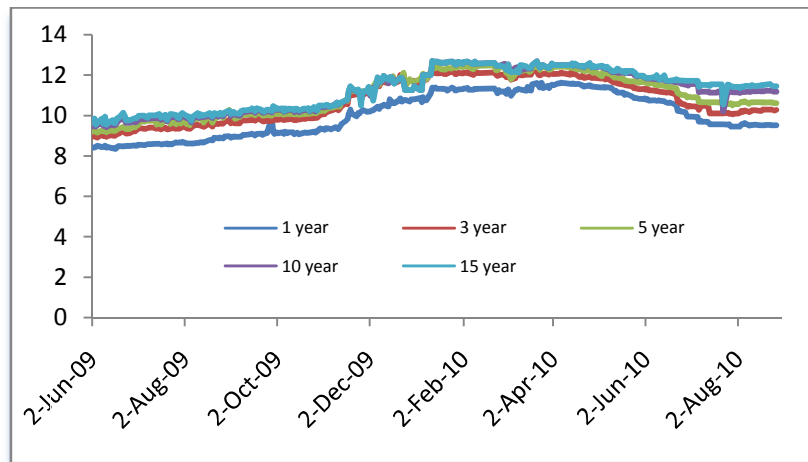
NHNN thông báo tiếp tục duy trì lãi suất cơ bản ở mức 8% trong tháng 9. Tuy nhiên, với việc lạm phát đang ở mức thấp, cầu nội địa đang có tín hiệu giảm, và hàng tồn kho đang gia tăng thì nền kinh tế đang trông chờ một sự phản ứng tích cực đối với vấn đề lãi suất từ phía NHNN. Theo quan điểm của chúng tôi, bên cạnh việc tiếp tục đáp ứng thanh khoản cho các ngân hàng thương mại thông qua OMO, NHNN cần thực hiện việc mua trái phiếu với kì hạn dài hơn nhằm đáp ứng nhu cầu về vốn với chi phí hợp lý cho nền kinh tế. Nếu không thực hiện điều này, lãi suất sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao và sự hồi phục hoàn toàn sẽ khó có thể đạt được trong thời gian tới.

Hình 11: Lãi suất bình quân liên ngân hàng tính đến ngày 27/8/2010



Nguồn: Bloomberg

Hình 12: Lợi suất trái phiếu chính phủ tính đến ngày 27/8/2010



Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9 (F)
GDP (% , yoy)			5.83			6.33			6.8
SL Công Nghiệp (% , yoy)	28.4	-1.3	14	13	13.8	14.6	12.3	15.2	13
Xuất khẩu (triệu \$)	5013	3740	5592	5332	6312	6317	6029	6000	
Nhập khẩu (triệu \$)	5958	5070	6747	6494	7183	7059	7007	6900	
Thâm hụt TM (triệu \$)	-945	-1330	-1155	-1162	-871	-742	-978	-900	-1000
FDI cam kết (triệu \$)	318	1462	359.4	3800	1611	895	670	2.45	
FDI giải ngân (triệu \$)	400	700	1400	900	1100	900	1000	850	
Lạm phát (triệu \$)	1.36	1.96	0.75	0.14	0.27	0.22	0.06	0.23	0.22-0.35
Lãi suất cơ bản (%)	8	8	8	8	8	8	8	8	8
VND/USD (VCB, cuối kì)	18479	19100	19100	19000	19010	19050	19095	19500	19500

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Mặc dù các chỉ số vĩ mô vẫn chỉ ra bức tranh đẹp về kinh tế Việt nam, chúng tôi nhận thấy tiềm ẩn rủi ro của hiện tượng lạm phát đình đốn. Tỷ lệ lạm phát so với năm trước đã giảm năm tháng liên tiếp từ 9.46% trong tháng Ba xuống 8.18% trong tháng Tám. Tuy vậy, chỉ số giá tháng Tám 0.23%, tăng từ 0.06% tháng Bảy có thể sẽ có nghĩa là tỷ lệ lạm phát đã chạm đáy và sức ép lạm phát sẽ quay trở lại trong phần còn lại của năm do tác động mùa vụ cuối năm và do tác động nhập khẩu lạm phát sau khi tiền Đồng mất giá 2.09% vào ngày 18 tháng Tám. Sản xuất công nghiệp tăng 15.2% trong tháng Tám so với cùng kỳ năm trước và sản xuất công nghiệp tám tháng đầu năm cũng tăng 13.7% nhưng khoảng cách giữa nó với tăng trưởng bán lẻ (hiện tại ở mức trung bình 26%) dường như đang tăng. Đáng chú ý là trong giai đoạn trước suy thoái, nghĩa là năm 2008, tăng trưởng bán lẻ luôn nằm trong mức 27-31% trong khi sản xuất công nghiệp chỉ ở mức 14-18%. Điều tốt hiện tại là sản xuất công nghiệp không giảm, nhưng điều xấu là sự tăng lên của chỉ số hàng tồn kho ở mức 37.3% trong tháng Tám. Tất cả những yếu tố trên chỉ ra rằng sẽ có nhu cầu lớn hơn về hàng nhập khẩu trong những tháng tiếp theo trong khi sản xuất công nghiệp sẽ có xu hướng giảm dần do tác động của lãi suất cao và do hàng tồn kho tăng. Chúng tôi kỳ vọng sẽ nhìn thấy sức ép về tiền đồng nhiều hơn nữa vào cuối năm.

Thị trường chứng khoán giảm 14% trong tháng Tám và các nhân tố được tin là sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới cổ phiếu trong thời gian tới bao gồm (i) tăng cung cổ phiếu quá nhiều, (ii) hiểm họa pha loãng cổ phiếu, và (iii) tăng trưởng tín dụng. Trong khi hai nhân tố đầu đã được bình luận khá nhiều, nhân tố thứ ba có thể được nhìn nhận từ hai khía cạnh. **Một mặt, dường như khả năng tăng trưởng tín dụng là hạn chế do các chính sách không hỗ trợ.** Ngân hàng nhà nước thực sự đã bơm tiền cho hệ thống ngân hàng thông qua hoạt động thị trường mở từ tháng Năm 2010 nhưng với kỳ hạn ngắn. Điều này tuy nhiên là không đủ để giúp giảm lãi suất cho vay doanh nghiệp và do vậy là tăng trưởng tín dụng. Hơn nữa, Thông tư 13/2010/TT-NHNN sẽ có hiệu lực từ ngày 1 tháng Mười đòi hỏi một tỷ lệ tổng cho vay trên tổng vốn huy động không vượt quá 80% nhưng với tiền gửi từ các tổ chức kinh tế, kho bạc, bảo hiểm và các tổ chức khác - vốn được coi là ít có rủi ro thanh khoản - không được tính vào tổng vốn huy động. Gần đây, việc giảm giá của tiền Đồng gợi ý rằng sức ép lạm phát có thể sẽ là tâm điểm cho các phản ứng chính sách trong phần còn lại của năm và do vậy làm tăng giả thuyết về việc không có thêm tăng trưởng tín dụng.

Mặt khác, rõ ràng rằng chính phủ cần phải chọn một thời điểm để ứng phó với khả năng “lạm phát đình đốn” nên trên. Chúng tôi nghĩ rằng tất cả chỉ là vấn đề giảm lãi suất và đó hẳn sẽ là rủi ro biến số vĩ mô lớn nhất cho Việt nam. Hãy tưởng tượng một bức tranh kinh tế khi mà lãi suất cho vay trung và dài hạn luôn ở mức cao 13.5-15.5% (tính đến tháng Tám 2010): chúng ta sẽ thấy sản xuất công nghiệp sụt giảm trong khi nhu cầu về hàng nhập khẩu gia tăng tương đối, thâm hụt thương mại lớn hơn, tăng trưởng kinh tế giảm, tiền Đồng giảm giá và chúng ta sẽ nhìn thấy lạm phát tăng. Những kinh nghiệm trong quá khứ cho thấy rằng can thiệp thông qua thị trường mở với kỳ hạn ngắn là không đủ. Kêu gọi hành chính các ngân hàng cùng nhau hành động là không đủ. Vậy đâu là giải pháp? Việc sử dụng Thông tư 13 có thể sẽ giúp ích một phần. Bơm tiền thông qua OMO nhưng hiện tại có thể giúp một phần. Nhưng lựa chọn duy nhất chúng tôi nghĩ là thực tế và khả thi ở hiện tại là việc SBV mua trái phiếu với các kỳ hạn dài hơn. Và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ diễn ra vào quý cuối cùng của năm.

Mặc dù thị trường giảm, người nước ngoài vẫn là những người mua ròng trong tháng. Với PE tổng thể khoảng 9.9 lần, doanh thu của 60 doanh nghiệp hàng đầu tăng hơn 50% và thu nhập tăng trưởng hơn 30% hàng năm, chúng tôi tin rằng Việt nam vẫn là sự hấp dẫn về mặt giá trị. Rủi ro lớn nhất cho người nước ngoài tuy nhiên là vấn đề tỷ giá, được kỳ vọng sẽ có những sức ép vào cuối năm, trừ khi SBV

có những động thái dứt khoát và mạnh mẽ hơn trong việc giảm lãi suất. Do hầu hết những người nước ngoài có cái nhìn dài hạn vào Việt nam, chúng tôi nghĩ rằng họ cũng đã nhận thức được vấn đề rủi ro tỷ giá và do vậy họ sẽ tiếp tục là những người mua ròng ở thị trường này để hưởng lợi từ định giá rẻ và tăng trưởng lợi nhuận cao.

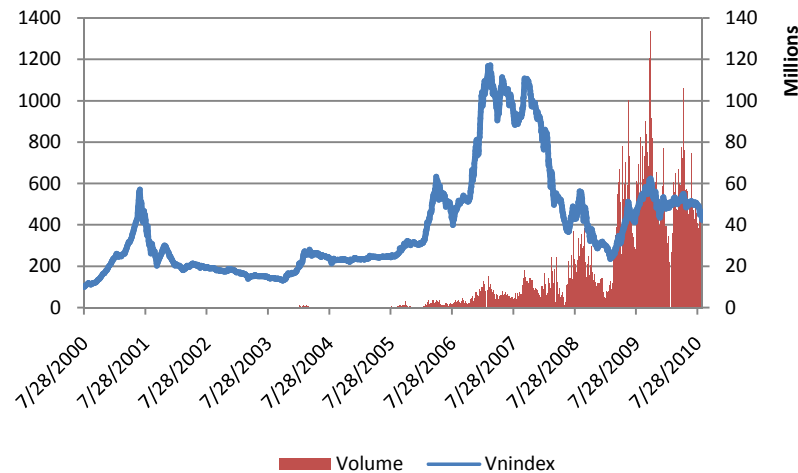
Với những nhân tố vĩ mô hiện tại, chúng tôi hạ mức dự báo giới hạn trên cuối năm của chỉ số Vn-Index từ 536.74 xuống 515.11 nhằm phản ánh những rủi ro mà nền kinh tế và thị trường đang đối mặt. Đây là tháng thứ 3 liên tiếp chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về thị trường và với đánh giá giảm dần. Chúng tôi cũng tin rằng khó có những chuyển biến ngạc nhiên đối với cổ phiếu **trừ khi SBV mua trái phiếu với kỳ hạn dài hơn**, điều sẽ giúp giảm lãi suất và cung cấp vốn cho nền kinh tế. **Chúng tôi kỳ vọng bước đi đó sẽ xảy ra trong quý cuối cùng của năm và nếu vậy thì định giá thị trường hiện tại là cơ hội tốt để mua.**

Bảng 2.1 – Thống kê thị trường và dự báo

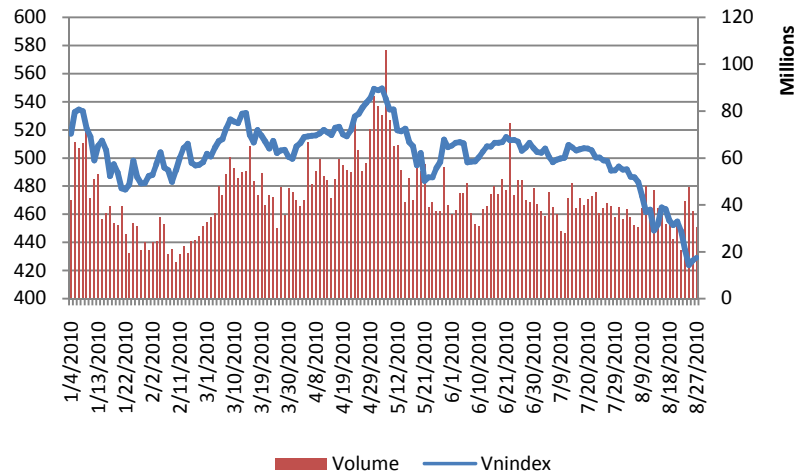
Chúng tôi hạ mức dự báo giới hạn trên trung bình cuối năm của Vn Index từ 536.74 xuống 515.11 do những rủi ro của nền kinh tế và thị trường chứng khoán.

VNINDEX PROJECTIONS		Overall Market Projections Using Historical Earnings Growth Rate				
		Month	EPS	DPS	Acc DPS	Expected targets
Statistical summary		Sep	\$46.70	0.92	0.92	\$486.85
Current P/E:	9.5	Oct	47.50	0.94	1.86	\$496.11
Earnings Yield:	10.5%	Nov	48.31	0.95	2.81	\$505.53
Dividend Yield:	2.7%	Dec	49.14	0.97	3.78	\$515.11
P/BV:	1.8	Jan	49.98	0.98	4.76	\$524.85
Return on Equity:	19.5%	Feb	50.84	1.00	5.76	\$534.76
Payout Ratio:	2.0%	Mar	51.71	1.02	6.78	\$544.85
Expected P/E Ratio-High:	10.9	Apr	52.60	1.04	7.82	\$555.10
Expected P/E Ratio-Low:	9.9	May	53.50	1.05	8.87	\$565.53
Expected P/E Ratio-Mean:	10.4	Jun	54.41	1.07	9.94	\$576.14
Sustainable Growth	19.1%	July	55.35	1.09	11.03	\$586.93

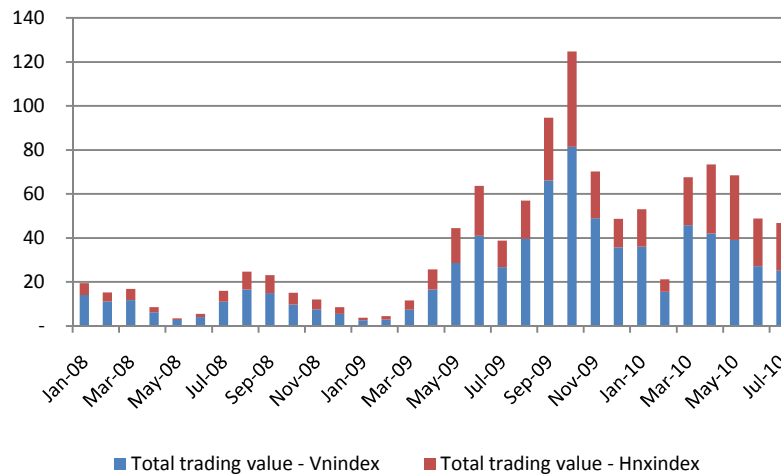
Hình 2.1a – Lịch sử VN-Index: Đạt đỉnh 1170 vào đầu năm 2007, giảm gần 70% vào tháng Hai 2009, và hiện đang giao dịch quanh 450 điểm, thấp hơn nhiều so với đỉnh.



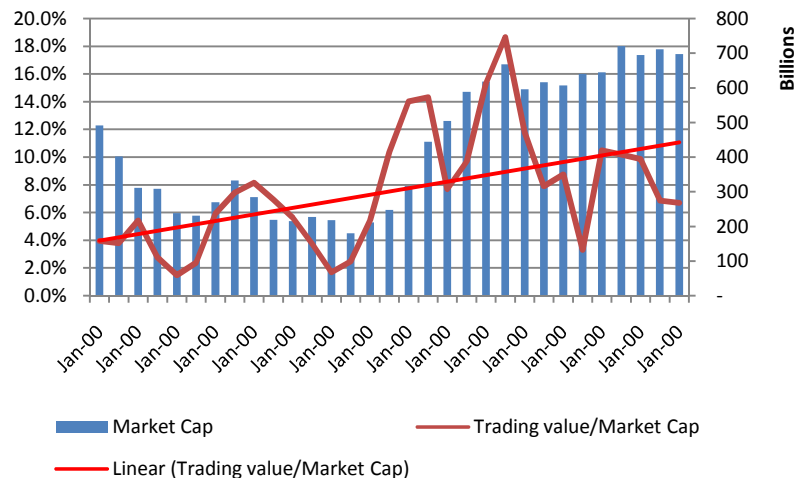
Hình 2.1b – VN- Index từ đầu năm 2010: Thị trường giao dịch dao động trong khoảng 510-520 và giảm mạnh xuống dưới 450 trong tháng 8 do những lo ngại về cung cổ phiếu quá nhiều, chính sách tiền tệ và tỷ giá tiền đồng.



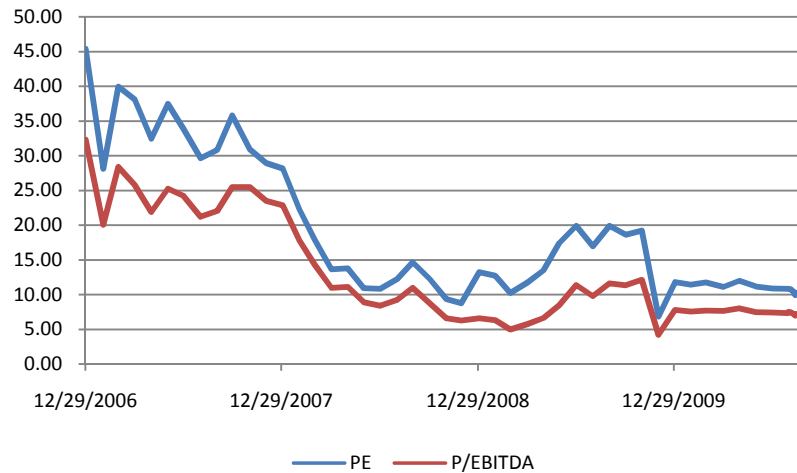
Hình 2.2a – Giá trị giao dịch hàng tháng: Giá trị giao dịch tại HOSE chiếm phần lớn trong tổng giá trị, nhưng phần trăm tăng lên của HNX cho thấy rằng nhà đầu tư đang quan tâm nhiều hơn tái các cổ phiếu có độ rủi ro cao hơn.



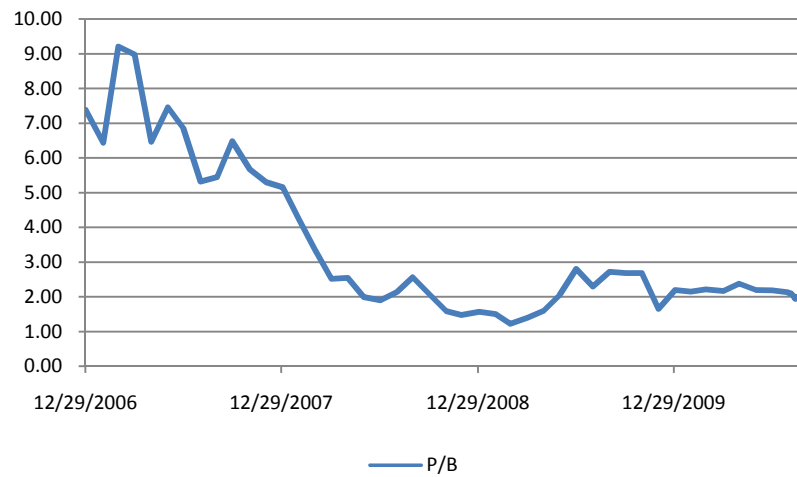
Hình 2.2b – Phần trăm giá trị giao dịch so với vốn hóa: Vốn hóa thị trường hiếm 37% tổng GDP. Giá trị giao dịch tính theo phần trăm vốn hóa đang tăng lên, hàm ý thanh khoản tốt hơn.



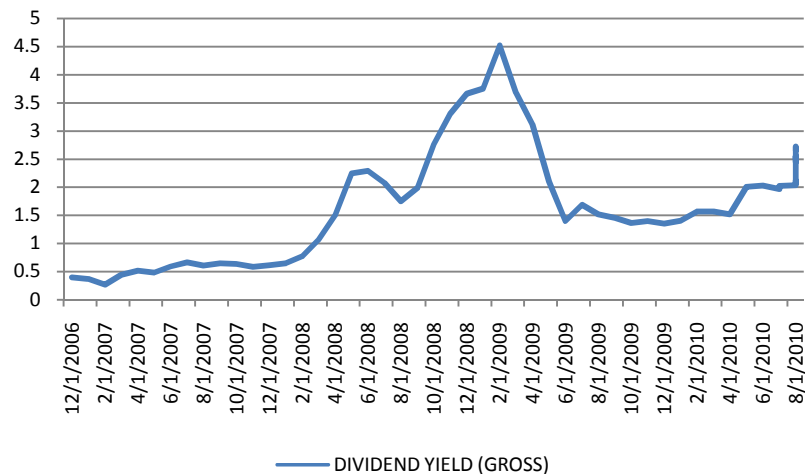
Hình 2.3a – PE và P/EBITDA: Hai chỉ số này giảm mạnh, cho thấy rằng thị trường đã trải qua 2 năm bong bóng vỡ và hiện đang giao dịch tại giá hợp lý.



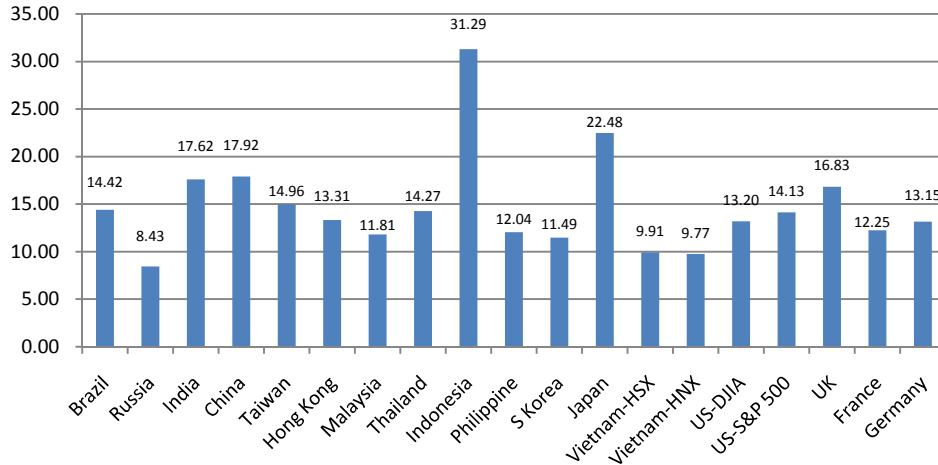
Hình 2.3b – Market PB: tương tự như PE



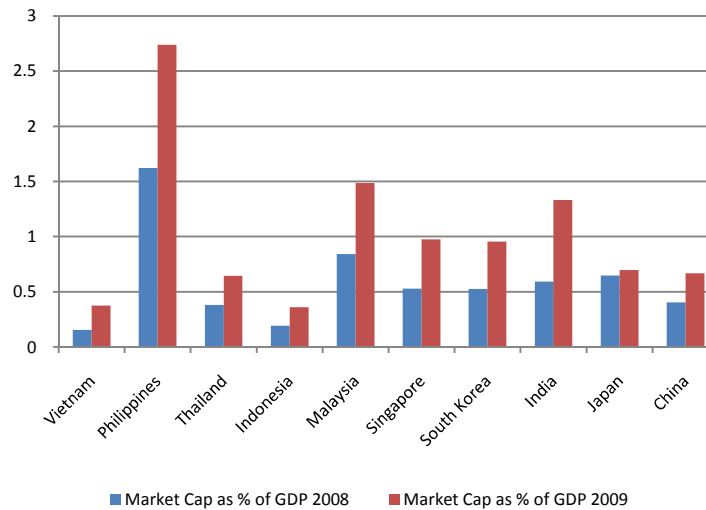
Hình 2.3c – Tỷ suất cổ tức thị trường (%): Tỷ suất lợi tức tại Việt nam vào khoảng 2%. Sự tăng đột biến cuối 2008 là do tác động của thuế đánh vào thu nhập từ đầu tư chứng khoán có hiệu lực từ ngày 1/1/2009. Sự tăng gần nhất chủ yếu phản ánh giá cổ phiếu giảm hơn là tăng cổ tức.



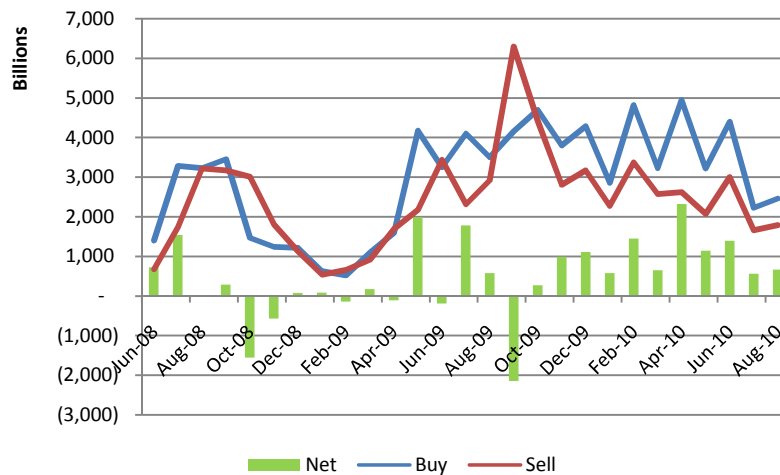
Hình 2.4a – PE và các nước so sánh: Việt nam khá hấp dẫn xét ở khía cạnh định giá theo PE.



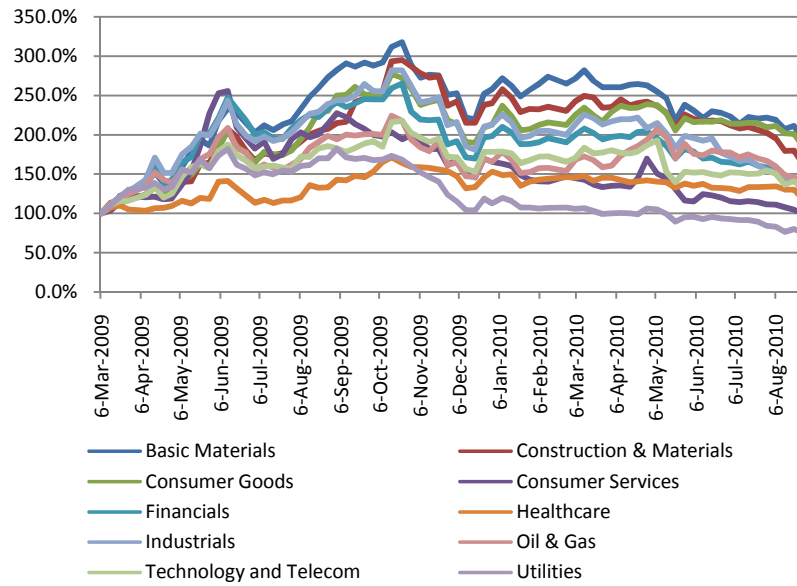
Hình 2.4b – Vốn hóa thị trường theo phần trăm GDP: khoảng 37%, hàm ý rằng còn có nhiều tiềm năng để tăng trưởng và cho các IPOs.



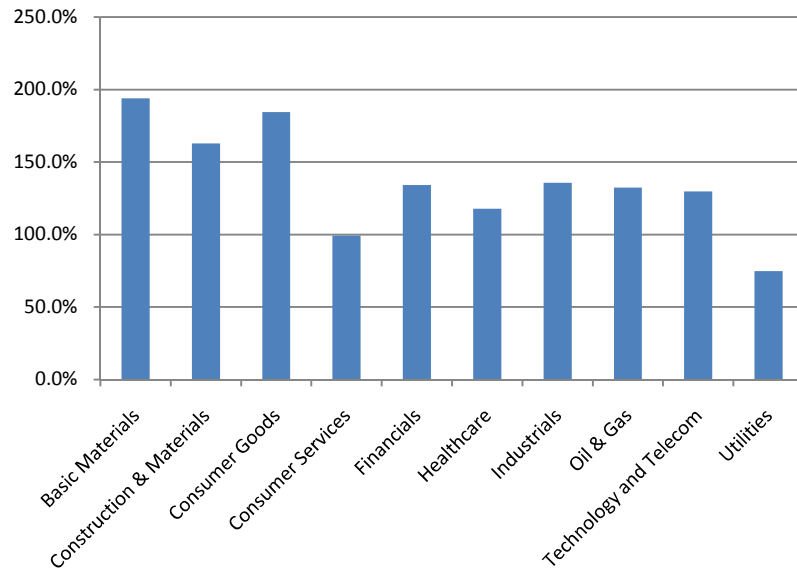
Hình 2.5 – Mua và Bán của nhà đầu tư nước ngoài: mua ròng từ tháng 10/2009, đáng chú ý là họ rất tích cực cả mua và bán.



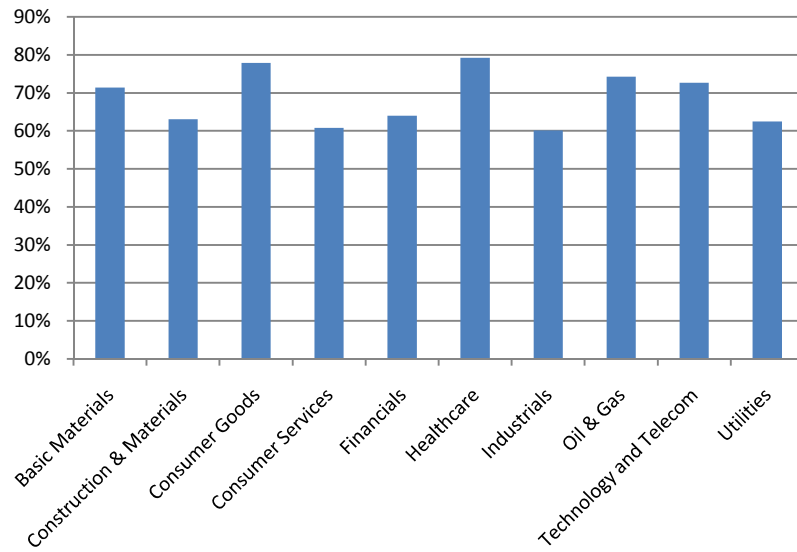
Hình 2.6a – Diễn biến các ngành nghề từ khi hồi phục kinh tế: Vật liệu cơ bản, hàng tiêu dùng và xây dựng – vật liệu là những ngành tốt nhất.



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.

KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

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.thanglongsc.com.vn

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

QUYỀN TỪ CHỐI

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.