

**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

Lãi suất tiếp tục cao trong tháng 9 và đe dọa tăng trưởng kinh tế trong tương lai. Mức độ lãi suất có thể cắt giảm sẽ phụ thuộc nhiều vào tiến độ phát hành trái phiếu và sức ép lạm phát trong thời gian tới.

Với những nhân tố vĩ mô hiện tại, mô hình dự báo của chúng tôi gợi ý hạ mức kỳ vọng giới hạn trên cuối năm trung bình của chỉ số Vn-Index từ 515.11 xuống 469.50 nhằm phản ánh những rủi ro mà nền kinh tế và thị trường đang đối mặt. Đây là tháng thứ 4 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 ngoạn nhiên đối với thị trường cổ phiếu trừ khi các biện pháp giảm mặt bằng lãi suất hoạt động hiệu quả.

Kinh tế

- Tăng trưởng GDP thực tế của 2010Q3 đạt 7,16%, tăng mạnh so với mức 6,33% của 2010Q2. Mục tiêu tăng trưởng 6,5% trong năm nay là hoàn toàn có thể đạt được.
- Sự cải thiện kinh tế diễn ra ở hầu hết các lĩnh vực.
- CPI tháng 9 tăng mạnh 1,31% so với tháng trước. Lạm phát tính theo cùng kì năm trước cũng tăng lên trên 8,9% so với mức 8,2% của tháng trước.
- Nhóm hàng giáo dục, với mức tăng trên 12,02%, là nguyên nhân chính gây ra lạm phát cao trong tháng này.
- Con số thâm hụt thương mại chính thức của tháng 8 được điều chỉnh giảm chỉ còn chưa đầy 0,40 tỉ \$, thấp hơn khoảng 0,50 tỉ \$ so với ước tính ban đầu.
- Ước tính thâm hụt thương mại của tháng 9 vào khoảng 1,05 tỉ \$, hoạt động thương mại quốc tế được kỳ vọng tăng vào cuối năm.
- FDI giải ngân 9 tháng đầu năm đạt hơn 8,0 tỉ \$, tăng 4,8% 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.
- Trong tháng 9, khoảng 840 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 10.
- Thông tư 13/NHNN được nới lỏng và phát hành trái phiếu chính phủ được dự kiến giảm trong thời gian tới, tuy nhiên lãi suất có thể khó giảm sâu do sức ép lạm phát cao vào cuối năm.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng 9 sẽ vào khoảng 0,4-0,6%.

Thị trường chứng khoán

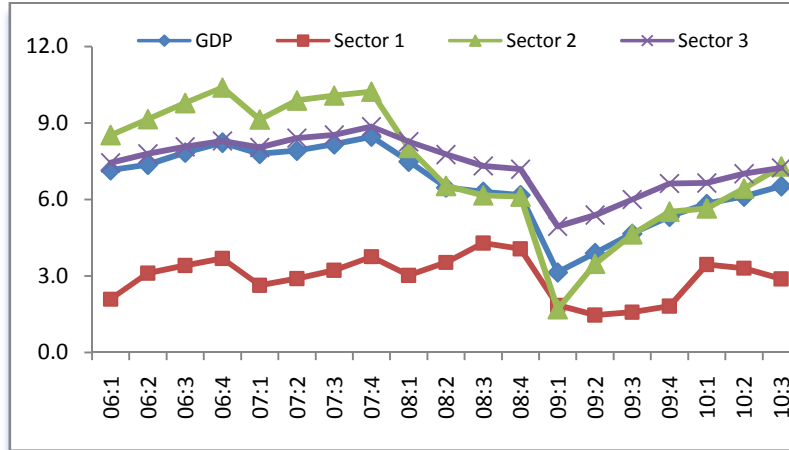
- Thị trường chứng khoán trong tháng Chín chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố, trong đó nhà đầu tư quan tâm và bình luận nhiều nhất tới các nội dung của Thông tư 13 và khả năng sửa đổi.
- Chỉ số giá cả tháng Chín ở mức 1.31% có thể là một bất ngờ về con số nhưng lại là một sự hợp lý đã được dự báo do đặc điểm mùa vụ và việc tiền Đồng giảm giá 2.01% trong tháng Tám.
- Sức ép lạm phát cũng sẽ là một nhân tố ảnh hưởng tiêu cực tới nỗ lực giảm mặt bằng lãi suất chung trong nền kinh tế và điều này sẽ tạo ra những khó khăn đối với các doanh nghiệp sản xuất trong nửa đầu của năm 2011.
- Tăng trưởng kinh tế Việt nam đang được duy trì tốt với kỳ vọng gần nhất GDP sẽ đạt khoảng 7% trong năm 2010, cao hơn mức mục tiêu 6.5%. Mức tăng trưởng này cũng gợi ý rằng các phản ứng chính sách sẽ không hướng nhiều tới việc tăng trưởng, mà sẽ phải ưu tiên cho việc kiềm chế lạm phát và đặc biệt là nỗ lực giảm mặt bằng lãi suất.
- Thâm hụt thương mại 9 tháng đầu năm ước đạt 8.58 tỷ đô la, mặc dù được bù đắp khá tốt bởi dòng dãi ngân FDI ở mức 8.0 tỷ đô la cùng kỳ, nhưng được cho là đang tạo ra những sức ép nhất định lên tỷ giá.
- Kỳ vọng giảm giá tiền Đồng thực sự đã tạo ra tâm lý chờ đợi đối với giới đầu tư và do vậy thị trường chứng khoán được kỳ vọng sẽ tiếp tục không có chuyển biến tích cực theo nghĩa một xu thế.
- Một đặc điểm nổi bật trong thời gian qua là sự tăng vọt của giá vàng trên thị trường toàn cầu và nội địa. Tại thị trường nội địa, giá vàng liên tục phá các mức đỉnh kỷ lục và có lúc đạt tới 33.5 triệu/lượng còn trên thị trường thế giới, giá có lúc đạt 1,366 đô la/lượng.
- Mặc dù việc tăng giá vàng thường là cảnh báo trước về tương lai ảm đạm của thị trường chứng khoán, nhưng dường như lần này tác động đó không quá nghiêm trọng do tác nhân chính là tiền rẻ hơn là sự chạy trốn rủi ro.

TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

Trong 9 tháng đầu năm 2010, GDP của Việt Nam tính theo giá hiện hành đạt 1.364.191 tỉ đồng, tương đương với khoảng 70 tỉ USD. Trong khi đó, GDP thực ước tăng khá vào khoảng 6,52% so với cùng kì năm trước.

Đóng góp chủ yếu vào mức tăng trưởng này là khu vực 2 (công nghiệp & xây dựng) và khu vực 3 (dịch vụ). So với cùng kì năm ngoái, khu vực 2 tăng mạnh 7,29% trong khi khu vực 3 tăng 7,24%. Tín hiệu lạc quan hơn là tăng trưởng của cả hai khu vực này đều tiếp tục xu hướng đi lên kể từ quý 1 năm 2009. Duy nhất tăng trưởng của khu vực 1 (nông, lâm & ngư nghiệp) giảm nhẹ, tuy nhiên có lẽ là do thời tiết xấu trong quý 3.

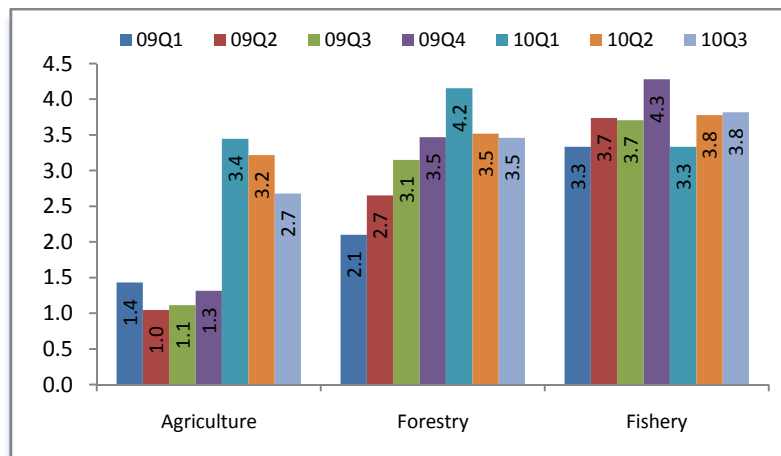
Hình 1: Tăng trưởng GDP 2001-2010 (% , so với cùng kì, cộng dồn)



Nguồn: GSO

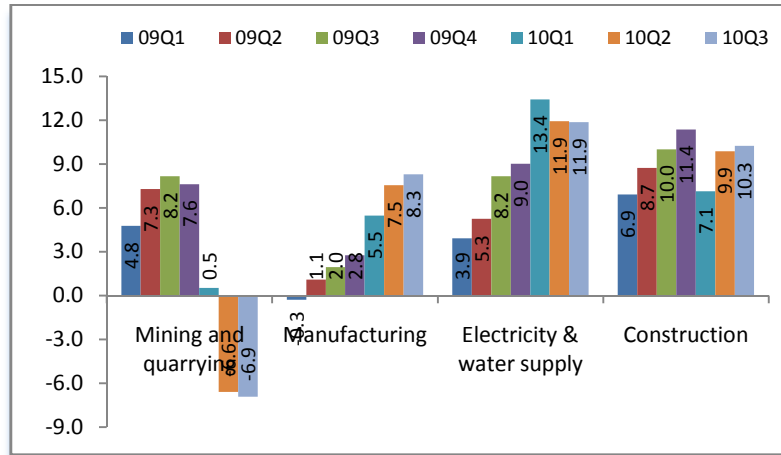
Nhiều ngành tiếp tục có sự cải thiện đáng kể trong 9 tháng đầu năm. Cụ thể, ngoại trừ sự sụt giảm mạnh của ngành công nghiệp khai thác thì hầu hết các ngành khác của khu vực 2 đều có mức tăng trưởng mạnh so với cùng kì năm ngoái. Ngành công nghiệp chế biến tăng trưởng nhanh dần trong khi ngành sản xuất điện & nước và ngành xây dựng duy trì mức tăng cao lần lượt khoảng 11,9% và 10,3%. Trong khu vực 3, sự cải thiện cũng diễn ra ở nhiều ngành bao gồm nhà hàng & khách sạn (8,3%), vận tải, bưu điện, & du lịch (8,8%), tài chính, ngân hàng & bảo hiểm (7,9%).

Hình 2: Tăng trưởng của khu vực 1 trong năm 2009-2010 (% , so với cùng kì, cộng dồn)



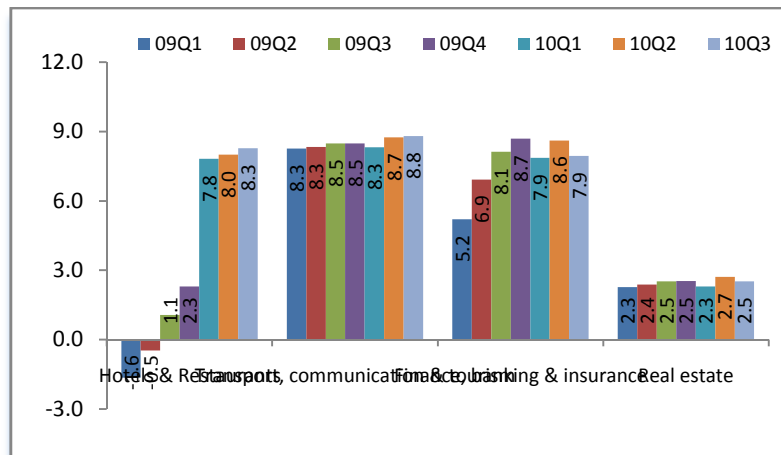
Nguồn: GSO

Hình 3: Tăng trưởng của khu vực 2 trong năm 2009-2010 (% , so với cùng kì, cộng dồn)



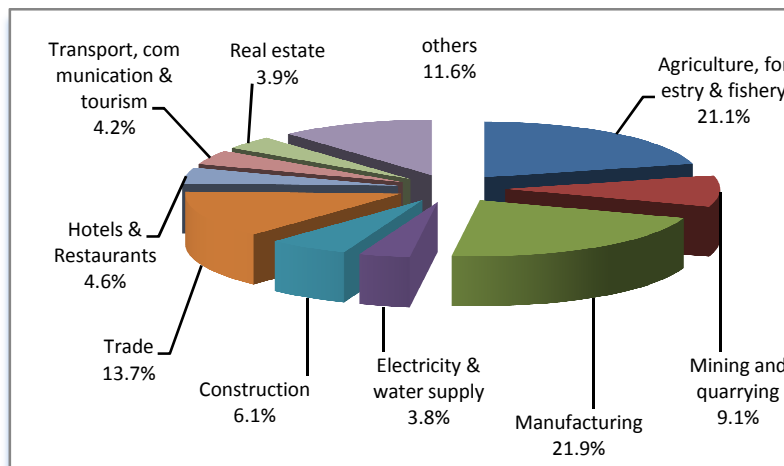
Nguồn: GSO

Hình 4: Tăng trưởng của khu vực 3 trong năm 2009-2010 (% , so với cùng kì, cộng dồn)



Nguồn: GSO

Hình 5: Tỷ trọng GDP 9 tháng đầu năm 2010 (giá hiện hành)



Nguồn: GSO

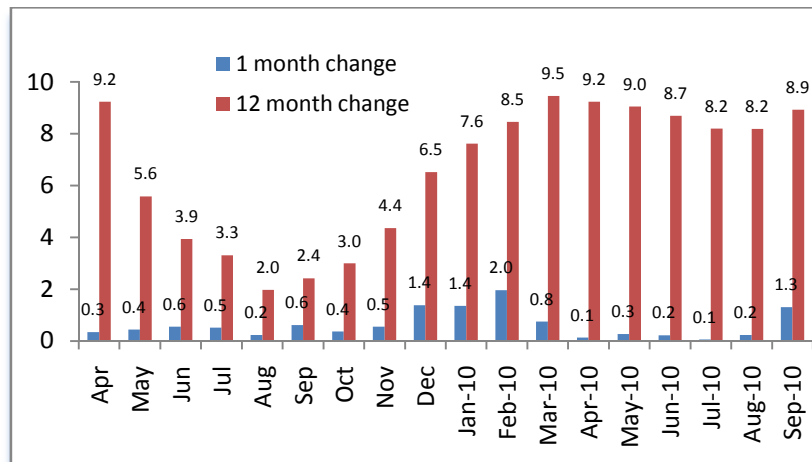
LAM PHÁT

CPI tháng 9 chính thức được công bố tăng 1,31% so với tháng trước, tăng đột biến so với mức 0,23% của tháng 8. Con số này cao hơn rất nhiều so với dự báo của chúng tôi hồi đầu tháng chủ yếu do sự gia tăng đột biến của nhóm hàng giáo dục. Trong khi đó, lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái cũng tăng trở lại. Con số này của tháng 9 là vào khoảng 8,92%, tăng so với khoảng 8,2% của tháng 7 và 8.

So với tháng trước, mặt hàng đóng góp chủ yếu vào sự gia tăng của CPI tháng này là giáo dục. Giá nhóm hàng này đã tăng tới 12,02%. Với tỉ trọng chiếm 5,75% trong giỏ hàng tính CPI, nhóm hàng này đã đóng góp khoảng 0,69% trong tổng mức gia tăng 1,31% của CPI. Lương thực & thực phẩm, nhà ở & vật liệu xây dựng, và giao thông là những nhóm hàng khác có mức tăng cao trong tháng 9. Cụ thể, lương thực & thực phẩm tăng 0,79% trong khi nhà ở & vật liệu xây dựng và giao thông lần lượt tăng 1,08% và 0,91%.

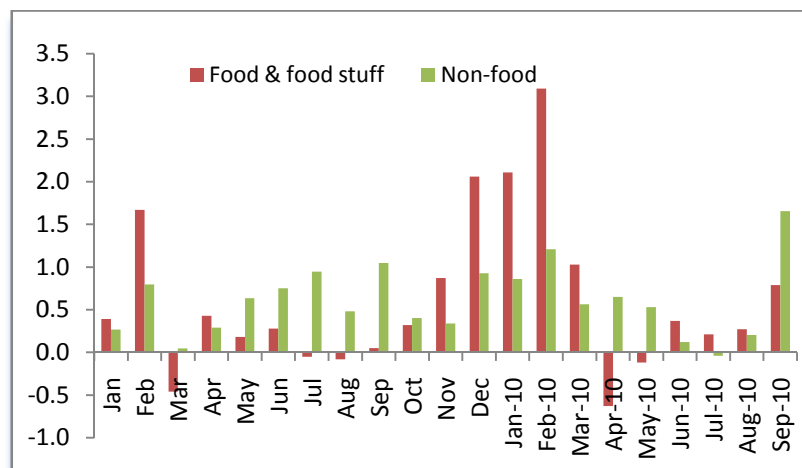
Mức tăng cao của CPI tháng này khiến cho mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 8% nhiều khả năng sẽ gặp rất nhiều khó khăn. Tuy nhiên, hơn một nửa mức tăng của CPI tháng 9 là do sự gia tăng tạm thời một lần của mặt hàng giáo dục. Do vậy, chúng tôi cho rằng sẽ là quá sớm để nói về những chính sách tiền tệ thắt chặt, đặc biệt là khi Việt Nam đang đặt ưu tiên hàng đầu cho việc cắt giảm lãi suất.

Hình 6: Chỉ số giá tiêu dùng 2009-2010 (%)



Nguồn: GSO

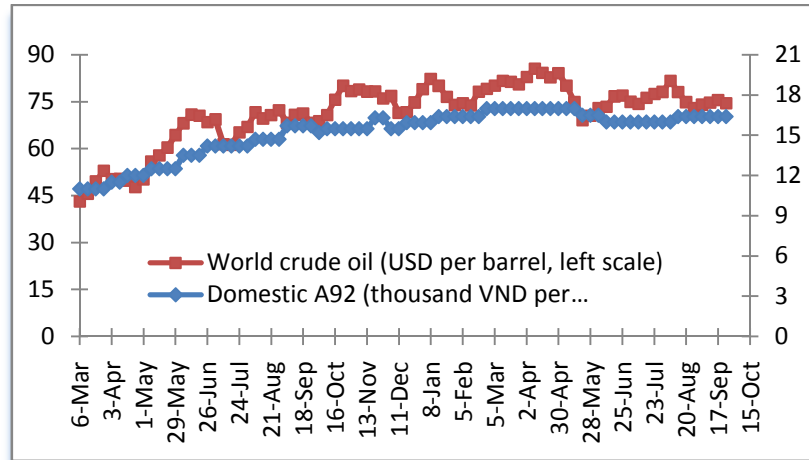
Hình 7: Chỉ số giá hàng lương thực và phi lương thực 2009-2010 (% so với tháng trước)



Nguồn: GSO

Tính trung bình trong tháng 9, giá dầu thế giới đã giảm khoảng 2,5\$/thùng so với tháng trước. Tuy nhiên, giá xăng dầu trong nước vẫn cố định. Trong những ngày cuối của tháng 9, giá xăng dầu thế giới có xu hướng tăng trở lại do những tín hiệu tích cực về sự hồi phục của kinh tế Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá xăng dầu trong nước sẽ khó có thể được điều chỉnh tăng trong tháng tới khi chính phủ đang nỗ lực kiềm chế lạm phát.

Hình 8: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)



Nguồn: EIA và MoF

CÂN CÁN THANH TOÁN VÀ TỈ GIÁ

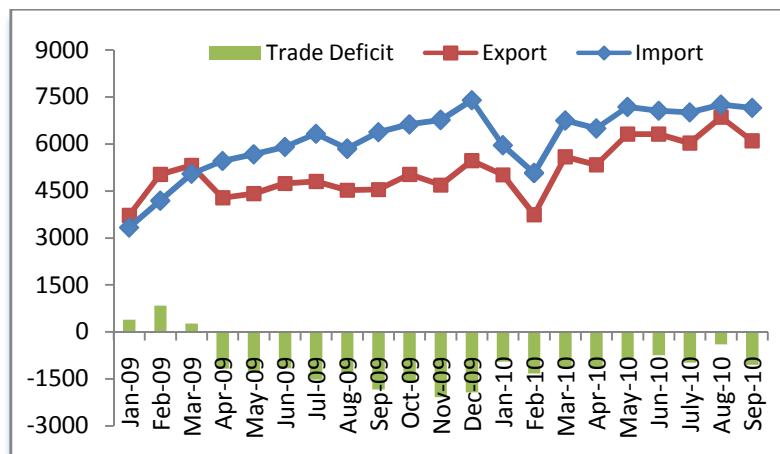
Thương mại quốc tế

Số liệu chính thức cho thấy thâm hụt thương mại của tháng 8 thấp hơn khoảng 0,50 tỉ USD so với con số ước tính 0,90 tỉ USD trước đó. Trong tháng 8, tổng giá trị nhập khẩu đạt gần 7,25 tỉ \$ trong khi tổng giá trị xuất khẩu tăng mạnh lên mức 6,86 tỉ \$ nhờ việc tái xuất khẩu vàng và đá quý trị giá gần 0,77 tỉ \$ trong nửa cuối của tháng.

Trong tháng 9, giá trị nhập khẩu và xuất khẩu ước lần lượt đạt 7,15 tỉ và 6,10 tỉ \$. Do vậy mức thâm hụt sẽ vào khoảng 1,05 tỉ \$. Cả nhập khẩu và xuất khẩu được kì vọng sẽ gia tăng trong những tháng cuối năm.

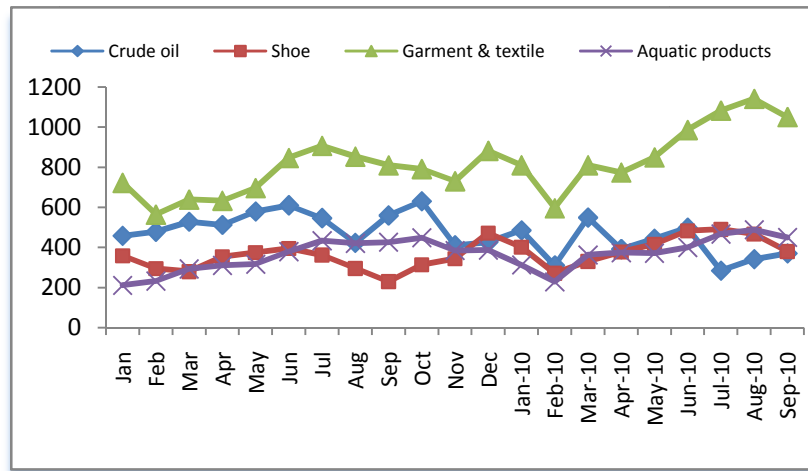
Kể từ đầu năm, tổng mức thâm hụt thương mại đã lên tới gần 8,58 tỉ \$. Cụ thể, tổng giá trị xuất khẩu ước tính vào khoảng 51,5 tỉ \$ tăng 23,2% trong khi giá trị nhập khẩu ước tính vào khoảng 60,8 tỉ, tăng 22,7%, so với cùng kì năm ngoái. Nhiều khả năng Việt Nam sẽ kết thúc năm nay với mức thâm hụt thương mại dưới 12 tỉ \$, thấp hơn so với con số kì vọng hồi đầu năm.

Hình 9: Thương mại quốc tế (tỉệu \$)



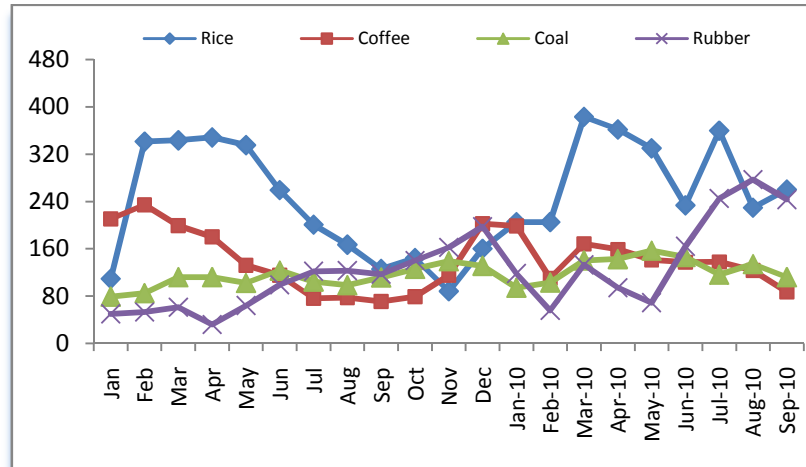
Nguồn: GSO

Hình 10a: Xuất khẩu hàng tháng của một số mặt hàng chính (tỉệu \$)



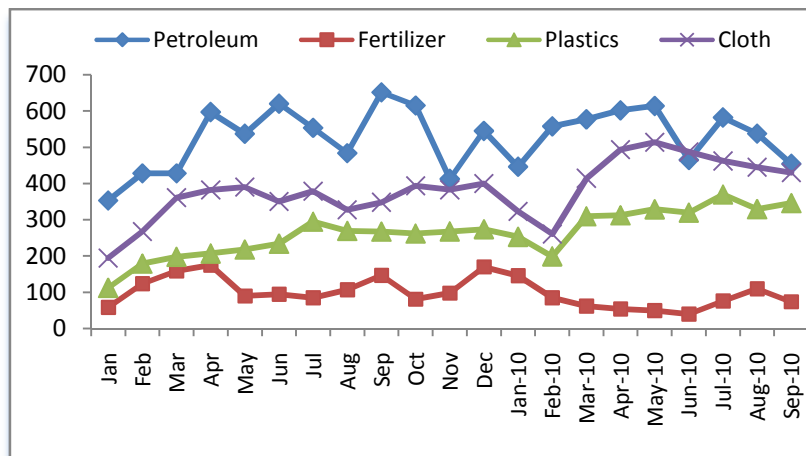
Nguồn: GSO

Hình 10b: Xuất khẩu hàng tháng của một số mặt hàng chính (triệu \$)



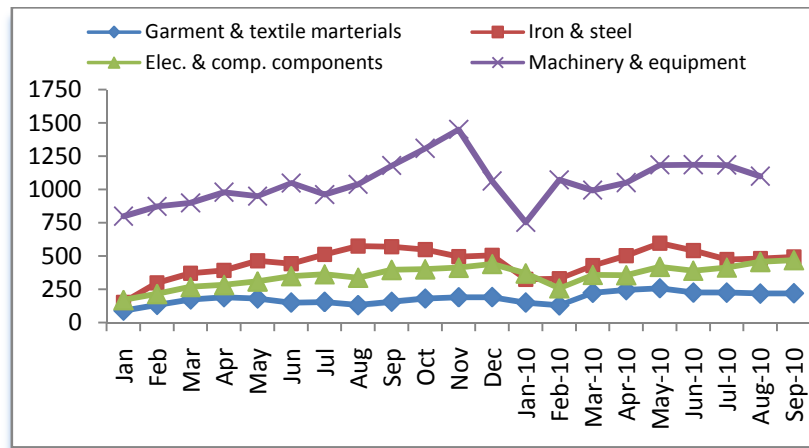
Nguồn: GSO

Hình 11a: Nhập khẩu một số mặt hàng chính trong năm 2009- 2010 (triệu \$)



Nguồn: GSO

Hình 11b: Nhập khẩu một số mặt hàng chính trong năm 2009-2010 (triệu \$)



Nguồn: GSO

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Khu vực đầu tư nước ngoài tiếp tục đóng góp khá vào giá trị xuất khẩu của Việt Nam. Trong 9 tháng đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu, bao gồm cả dầu thô, của khu vực ước đạt 27,3 tỉ \$, tăng tới 26,5% so với cùng kì năm ngoái.

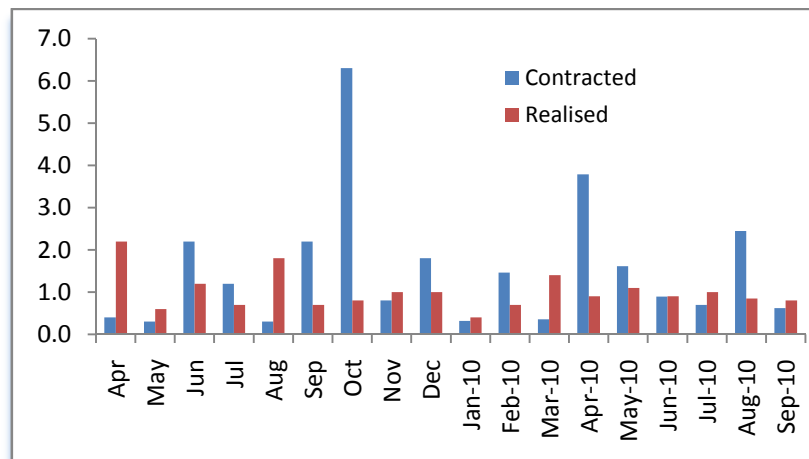
Trong tháng 9, Việt Nam thu hút khoảng 0,62 tỉ \$ vốn FDI cam kết và gần 0,8 tỉ \$ vốn FDI giải ngân thông qua các dự án cũ và đăng kí mới. Con số giải ngân FDI tương đối cao tiếp tục là một trong những nguồn quan trọng tài trợ cho thâm hụt thương mại.

Kể từ đầu năm, tổng vốn FDI cam kết đã vượt 12,2 tỉ \$USD, giảm khoảng 12,7% tuy nhiên, tổng FDI giải ngân đạt 8,0 tỉ \$, tăng khoảng 4,8% so với cùng kì năm ngoái.

Đáng chú ý là sản xuất chế biến đã vươn lên trở thành ngành hấp dẫn nhất đối với các nhà đầu tư nước ngoài với hơn 3,7 tỉ \$ đăng kí, chiếm 30,2% tổng vốn FDI đăng kí, qua 367 dự án. Lĩnh vực cung ứng điện nước đứng thứ hai với 2,9 tỉ \$ đăng kí, chiếm 24,1%. Trong khi đó, lĩnh vực bất động sản đã tụt xuống vị trí thứ 3 với gần 2,8 tỉ \$ đăng kí, chiếm 21,2% tổng vốn FDI.

Chúng tôi kì vọng rằng cam kết và giải ngân FDI trong năm nay sẽ lần lượt đạt khoảng 11 tỉ \$ và 15 tỉ \$. Ngoài ra, nguồn ODA cam kết và giải ngân 9 tháng đầu năm ước đạt 2,2 tỉ \$ và 1,9 tỉ \$ sẽ cùng với FDI là nguồn quan trọng để tài trợ cho thâm hụt thương mại.

Hình 12: Đầu tư trực tiếp nước ngoài hàng tháng 2009-2010 (triệu \$)



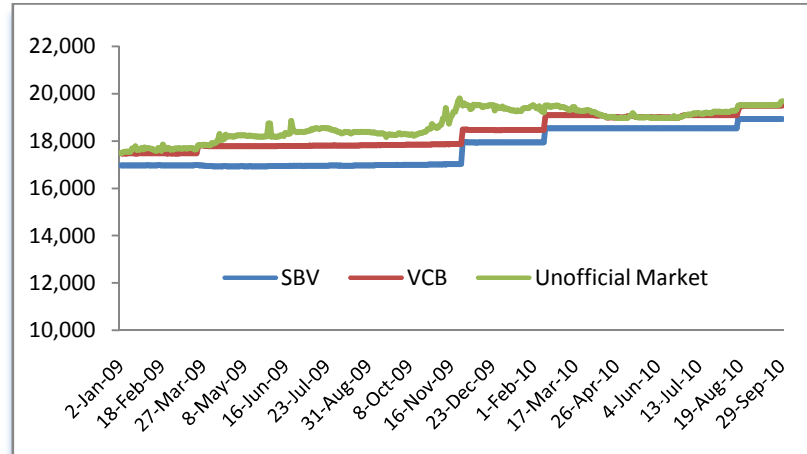
Nguồn: GSO

CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Sau khi có sự phá giá vào giữa tháng 8, tỉ giá VND/USD đã duy trì ở mức cao quanh 19.500 VND/US\$ trong hầu hết suốt tháng 9 trên cả thị trường chính thức và tự do. Tuy nhiên, vào những ngày cuối tháng, tỉ giá này đã tăng vọt lên khoảng 19.700 VND/USD trên thị trường tự do.

Sự mất giá này của tiền đồng có thể xuất phát từ cầu đầu cơ do giá vàng trong nước tăng cao hơn so với giá vàng thế giới, làm tăng nhu cầu nhập khẩu vàng, và do người dân kì vọng về việc nhiều khoản vay bằng US\$ đang sắp đáo hạn.

Hình 13: Tỉ giá VND/USD bán ra, 1/2009 – 9/2010



Nguồn: SVB, VCB và khác

Những ngày cuối tháng 8, NHNN đã rút về một lượng tiền lớn thông qua hoạt động thị trường mở, khiến cho tổng mức bơm ròng trong cả tháng là âm. Trong tháng 9, lượng tiền bơm ròng qua OMO tiếp tục được kiểm soát thận trọng với chỉ trên 844 tỉ đồng khi sức ép lạm phát bắt đầu gia tăng. Tuy nhiên, thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá ổn định trong tháng 9.

Trong hai tháng qua cả lãi suất liên ngân hàng và trái suất chính phủ ở các kì hạn khác nhau có xu hướng đi ngang. Có vẻ như những cố gắng cắt giảm lãi suất của chính phủ chưa đem lại nhiều hiệu quả.

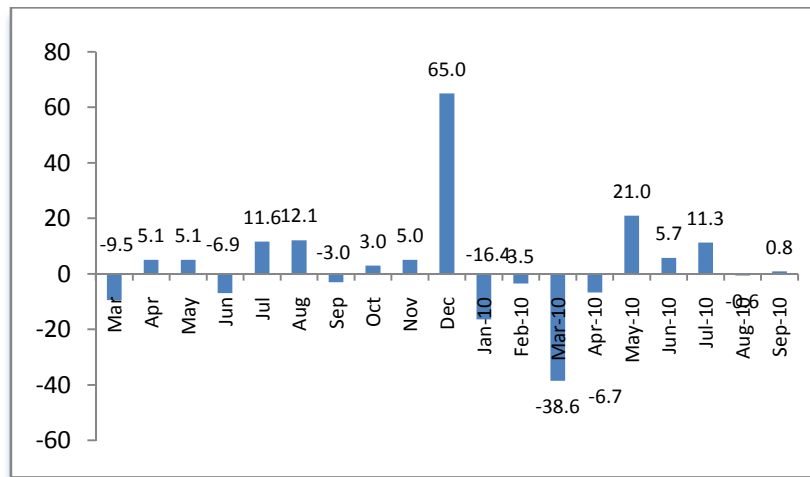
Theo NHNN, trong tháng 9 lãi suất cho vay của các ngân hàng tiếp tục ở mức cao khoảng 13.5-15.5% đối với các khoản vay trung và dài hạn. Các số liệu kinh tế từ Tổng cục Thống kê cho thấy mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong năm nay là hoàn toàn có khả năng đạt được. Tuy nhiên, mức lãi suất cao hiện tại đang cản trở các doanh nghiệp mở rộng sản xuất và điều này có thể ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng trong tương lai.

Trong những phân tích trước đây chúng tôi cho rằng có hai cách chính phủ Việt Nam có thể cắt giảm lãi suất: (i) NHNN có thể mua lại trái phiếu chính phủ với thời hạn dài hơn hoặc; (ii) chính phủ phải hạn chế phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp. Tuy nhiên, sự gia tăng đột biến của CPI tháng 9, mặc dù có thể chỉ là tạm thời do sự gia tăng của nhóm hàng giáo dục, sẽ làm cho sự lựa chọn thứ nhất trở nên khó thực hiện hơn.

Cho tới cuối tháng 9, tổng lượng trái phiếu chính phủ phát hành từ đầu năm lên tới khoảng 51.512 tỉ đồng. Tuy nhiên, lượng phát hành gần đây đã có xu hướng giảm rõ rệt. Trong hai tháng 8 và 9, tổng lượng phát hành chỉ vào khoảng 900 tỉ đồng mỗi tháng, giảm mạnh so với mức trên 11.000 ngàn tỉ đồng mỗi tháng hồi giữa năm. Hơn nữa, ước tính lượng tiền gửi của Kho bạc Nhà nước tại các ngân hàng thương mại hiện nay vào khoảng 57.000 tỉ đồng. Con số này thậm chí còn cao hơn so với tổng giá trị trái phiếu phát hành từ đầu năm và là tín hiệu tốt cho việc hạn chế phát hành trái phiếu, và tạo điều kiện để cho lãi suất thị trường có cơ hội giảm trong thời gian tới.

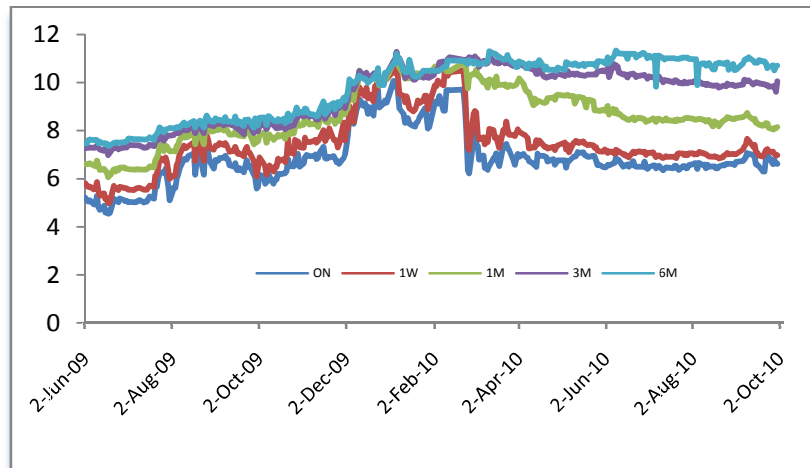
Thông tư 13/2010/TT-NHNN đã được điều chỉnh theo hướng nới lỏng nhẹ hơn các điều kiện tín dụng cho các ngân hàng. Đồng thời, NHNN công bố tiếp tục duy trì lãi suất cơ bản tại mức 8% trong tháng 10. Chúng tôi cho rằng việc kiểm soát lạm phát ở mức thấp và hạn chế phát hành trái phiếu chính phủ là những điều kiện cần thiết để cắt giảm lãi suất trong thời gian tới.

Hình 14: Lượng tiền bơm ròng qua OMO (VND, ngàn tỉ)



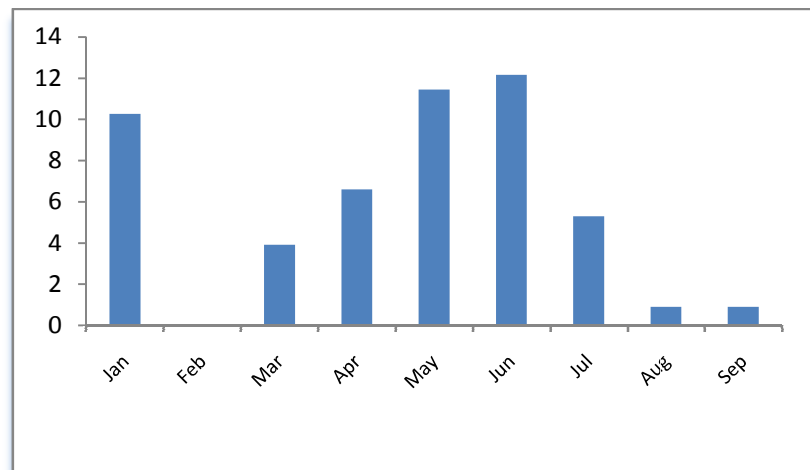
Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Hình 15: Lãi suất bình quân liên ngân hàng tính đến ngày 27/8/2010



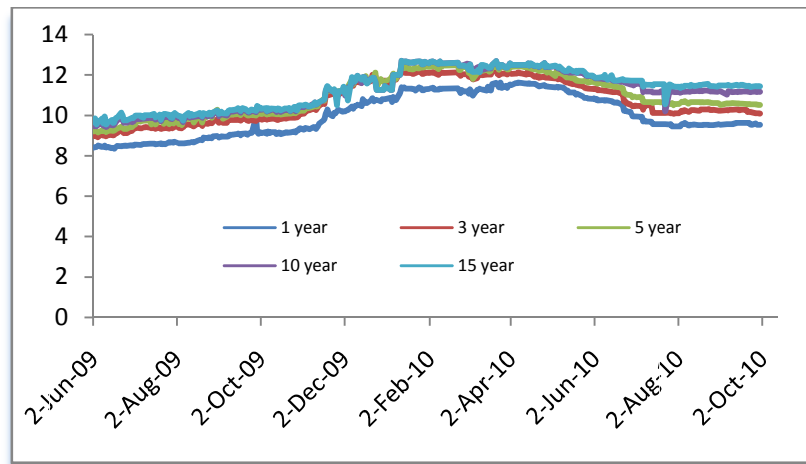
Nguồn: Bloomberg

Hình 16: Lượng trái phiếu phát hành cho tới ngày 30/9/2010



Source: HNX and MoF

Hình 17: Lợi suất trái phiếu chính phủ tính đến ngày 30/9/2010



Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10
GDP (%. yoy)			5.83			6.33			7.16	
SL Công Nghiệp (%. yoy)	28.4	-1.3	14	13	13.8	14.6	12.3	15.2	15.1	15
Xuất khẩu (triệu \$)	5013	3740	5592	5332	6312	6317	6029	6000	6100	
Nhập khẩu (triệu \$)	5958	5070	6747	6494	7183	7059	7007	6900	7150	
Thâm hụt TM (triệu \$)	-945	-1330	-1155	-1162	-871	-742	-978	-900	-1050	-1000
FDI cam kết (triệu \$)	318	1462	359.4	3800	1611	895	670	2.45	620	
FDI giải ngân (triệu \$)	400	700	1400	900	1100	900	1000	850	800	900
Lạm phát (triệu \$)	1,36	1,96	0,75	0,14	0,27	0,22	0,06	0,23	1,31	0,4
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	19500

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Thị trường chứng khoán trong tháng Chín chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố, trong đó nhà đầu tư quan tâm và bình luận nhiều nhất tới các nội dung của Thông tư 13 và khả năng sửa đổi. Chỉ số VN-Index đã dao động trong biên độ 442-469 và kết thúc tháng gần như không đổi so với đầu tháng. Thông tư 19 ra ngày 27/9 đã giải tỏa những mong đợi của giới đầu tư, nhưng những nội dung thay đổi được cho là không đáng kể so với những gì đã được thể hiện trong Thông tư 13. Chúng tôi đã có những bình luận về sự kiện này trong các bản tin trong tháng và nhấn mạnh rằng Thông tư 13 và 19 là những nhân tố được kỳ vọng sẽ tạo ra sự phát triển bền vững và an toàn của hệ thống ngân hàng – những điều sẽ giúp nền kinh tế phát triển khỏe mạnh trong dài hạn. Nhưng điều này cũng đồng nghĩa với việc thị trường chứng khoán sẽ trở nên khó khăn hơn trong ngắn hạn khi dòng tín dụng sẽ được kiểm soát một cách chặt hơn.

Chỉ số giá cả tháng Chín ở mức 1.31% có thể là một bất ngờ về con số nhưng lại là một sự hợp lý đã được dự báo do đặc điểm mùa vụ và việc tiền Đồng giảm giá 2.01% trong tháng Tám. Các chuyên gia kinh tế vĩ mô kỳ vọng rằng trong ba tháng còn lại trong năm, mức CPI trung bình hàng tháng sẽ vào khoảng 0.5% và nếu vậy thì chỉ tiêu lạm phát trong năm 2010 có thể sẽ cao hơn mục tiêu 8%. Mặc dù có nhiều phân tích khác nhau về phản ứng chính sách, nhưng nhìn chung điều này sẽ đồng nghĩa với việc những kỳ vọng về nới lỏng tín dụng sớm là không thực tế, đặc biệt trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng tín dụng 25% gần như sẽ đạt được một cách bình thường. **Sức ép lạm phát cũng sẽ là một nhân tố ảnh hưởng tiêu cực tới nỗ lực giảm mật bằng lãi suất chung trong nền kinh tế và điều này sẽ tạo ra những khó khăn đối với các doanh nghiệp sản xuất trong nửa đầu của năm 2011.**

Tăng trưởng kinh tế Việt nam đang được duy trì tốt với kỳ vọng gần nhất GDP sẽ đạt khoảng 7% trong năm 2010, cao hơn mức mục tiêu 6.5%. Mức tăng trưởng này cũng gợi ý rằng các phản ứng chính sách sẽ không hướng nhiều tới việc tăng trưởng, mà sẽ phải ưu tiên cho việc kiểm chế lạm phát và đặc biệt là nỗ lực giảm mật bằng lãi suất. Nếu không giải quyết được bài toán lãi suất, tăng

trường kinh tế sẽ gặp khó khăn trong nửa đầu của năm 2011 do vấn đề “kiềm chế tín dụng” sẽ làm giảm động lực cho vay của ngân hàng trong khi các doanh sẽ trở nên mạo hiểm hơn để trang trải lãi suất cao.

Thâm hụt thương mại 9 tháng đầu năm ước đạt 8.58 tỷ đô la, mặc dù được bù đắp khá tốt bởi dòng dài ngân FDI ở mức 8.0 tỷ đô la cùng kỳ, nhưng được cho là đang tạo ra những sức ép nhất định lên tỷ giá. Thực tế, tỷ giá chính thức và tự do đã ổn định ở mức 19,500 đồng kể từ khi điều chỉnh giảm giá tiền Đồng trong tháng Tám cho đến khi đột ngột tăng lên trên 19,700 đồng và sát 20,000 đồng vào những ngày cuối tháng Chín, đầu tháng Mười. Kỳ vọng giảm giá tiền đồng của giới đầu tư dựa trên những nhận xét gần đây của giới chuyên gia kinh tế vĩ mô cho rằng thâm hụt thương mại của Việt nam có thể tới 12-14 tỷ đô la trong năm 2010 – nghĩa là kỳ vọng một sự thâm hụt khá cao trong Quý 4. Điều này có thể là do tác động đường cong J và theo thống kê thì giá trị xuất khẩu tháng 9 cũng đã có sự sụt giảm. **Kỳ vọng giảm giá tiền Đồng thực sự đã tạo ra tâm lý chờ đợi đối với giới đầu tư và do vậy thị trường chứng khoán được kỳ vọng sẽ tiếp tục không có chuyển biến tích cực theo nghĩa một xu thế.**

Một đặc điểm nổi bật trong thời gian qua là sự tăng vọt của giá vàng trên thị trường toàn cầu và nội địa. Tại thị trường nội địa, giá vàng liên tục phá các mức đỉnh kỷ lục và có lúc đạt tới 33.5 triệu/lượng còn trên thị trường thế giới, giá có lúc đạt 1,366 đô la/lượng. Sự tăng trưởng của giá vàng trên thị trường toàn cầu nhiều khả năng là hệ quả của cuộc chiến giảm giá tiền tệ, hoặc có thể do lo ngại của giới đầu tư về triển vọng kinh tế và do vậy cần tìm một nơi trú ẩn an toàn. **Mặc dù việc tăng giá vàng thường là cảnh báo trước về tương lai âm ảm của thị trường chứng khoán, nhưng dường như lần này tác động đó không quá nghiêm trọng do tác nhân chính là tiền rẻ hơn là sự chạy trốn rủi ro.**

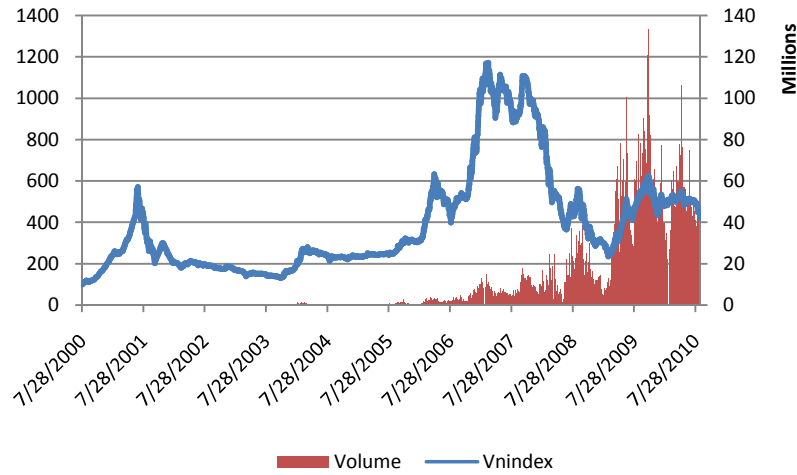
Với những nhân tố vĩ mô hiện tại, mô hình dự báo của chúng tôi gợi ý hạ mức kỳ vọng giới hạn trên cuối năm trung bình của chỉ số Vn-Index từ 515.11 xuống 469.50 nhằm phản ánh những rủi ro mà nền kinh tế và thị trường đang đối mặt. Đây là tháng thứ 4 liên tiếp chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về thị trường và với đánh giá giảm dần. Chúng tôi cũng tin rằng khó có những chuyển biến ngạc nhiên đối với thị trường cổ phiếu trừ khi các biện pháp giảm mặt bằng lãi suất hoạt động hiệu quả.

Bảng 2.1 – Thống kê thị trường và dự báo

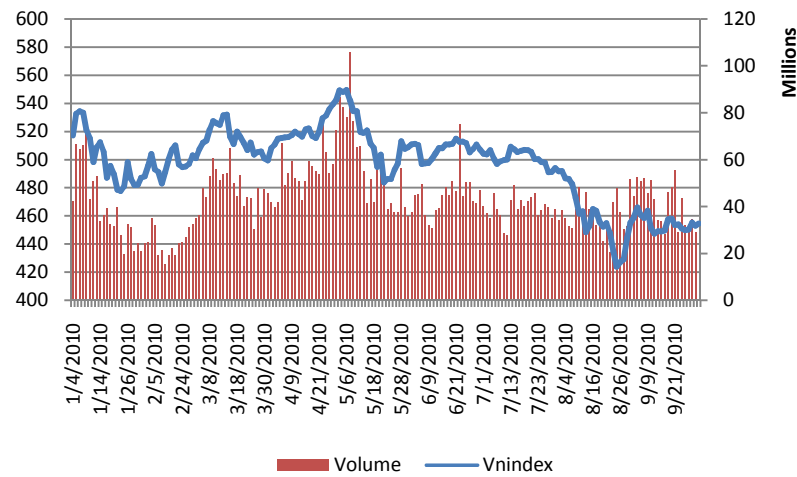
Chúng tôi hạ mức dự báo giới hạn trên trung bình cuối năm của Vn Index từ 515.11 xuống 469.50 do những rủi ro của nền kinh tế và thị trường chứng khoán.

VNINDEX PROJECTIONS		Overall Market Projections Using Historical Earnings Growth Rate				
		Month	EPS	DPS	Acc DPS	Expected targets
Statistical summary		Oct	\$46.70	0.92	0.92	\$467.08
Current P/E:	9.5	Nov	47.50	0.94	1.86	\$468.29
Earnings Yield:	10.5%	Dec	48.31	0.95	2.81	\$469.50
Dividend Yield:	2.7%	Jan	49.14	0.97	3.78	\$470.71
P/BV:	1.8	Feb	49.98	0.98	4.76	\$471.93
Return on Equity:	19.3%	Mar	50.84	1.00	5.76	\$473.14
Payout Ratio:	2.1%	Apr	51.71	1.02	6.78	\$474.35
Expected P/E Ratio-High:	10.5	May	52.60	1.04	7.82	\$475.56
Expected P/E Ratio-Low:	9.4	Jun	53.50	1.05	8.87	\$476.78
Expected P/E Ratio-Mean:	10.0	July	54.41	1.07	9.94	\$477.99
Sustainable Growth	18.9%	Aug	55.35	1.09	11.03	\$479.21

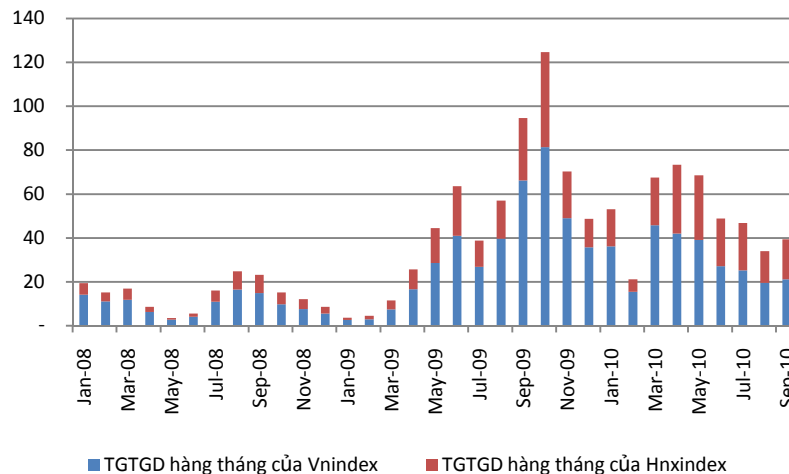
Hình 2.1a – Lịch sử VN-Index: Đạt đỉnh 1170 vào đầu năm 2007, giảm gần 70% vào tháng Hai 2009, và hiện đang giao dịch quanh 450 điểm, thấp hơn nhiều so với đỉnh.



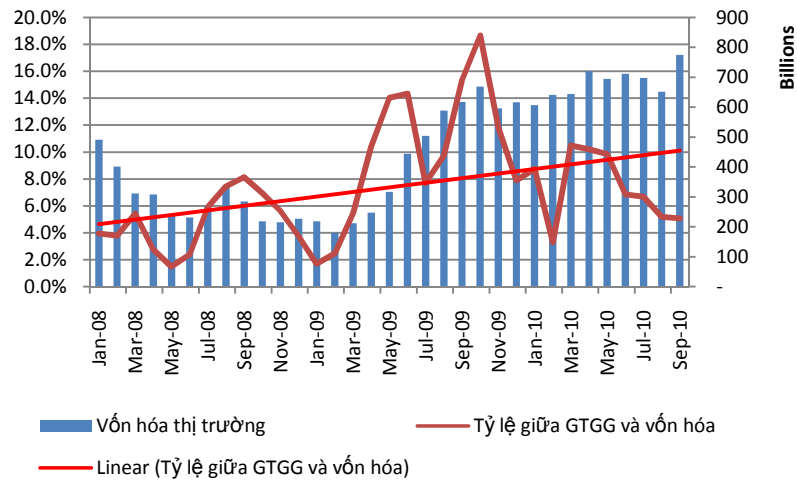
Hình 2.1b – VN- Index từ đầu năm 2010: Thị trường giao dịch dao động trong khoảng 510-520 và giảm mạnh xuống dưới 450 trong tháng 8 do những lo ngại về cung cổ phiếu quá nhiều, chính sách tiền tệ và tỷ giá tiền đồng.



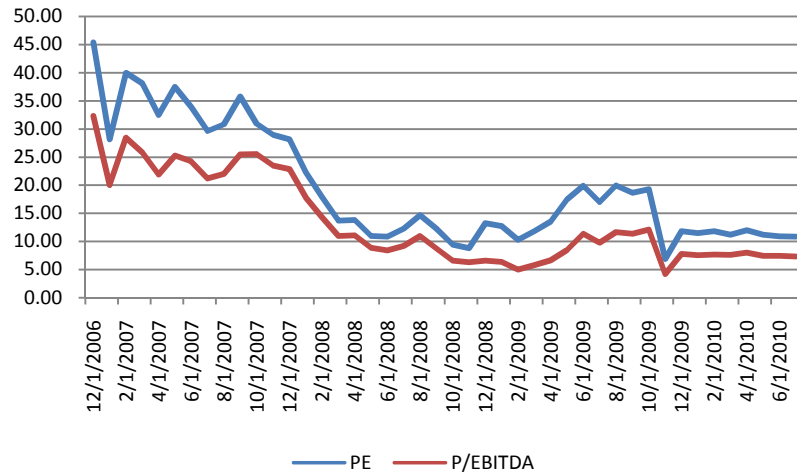
Hình 2.2a – Giá trị giao dịch hàng tháng: Giá trị giao dịch tại HOSE chiếm phần lớn trong tổng giá trị, nhưng phần trăm tăng lên của HNX cho thấy rằng nhà đầu tư đang quan tâm nhiều hơn tái các cổ phiếu có độ rủi ro cao hơn.



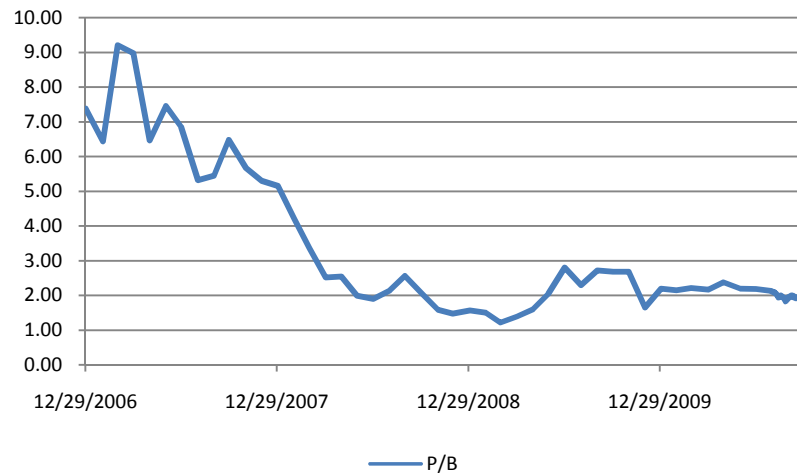
Hình 2.2b – Phần trăm giá trị giao dịch so với vốn hóa: Vốn hóa thị trường hiếm 37% tổng GDP. Giá trị giao dịch tính theo phần trăm vốn hóa đang tăng lên, hàm ý thanh khoản tốt hơn.



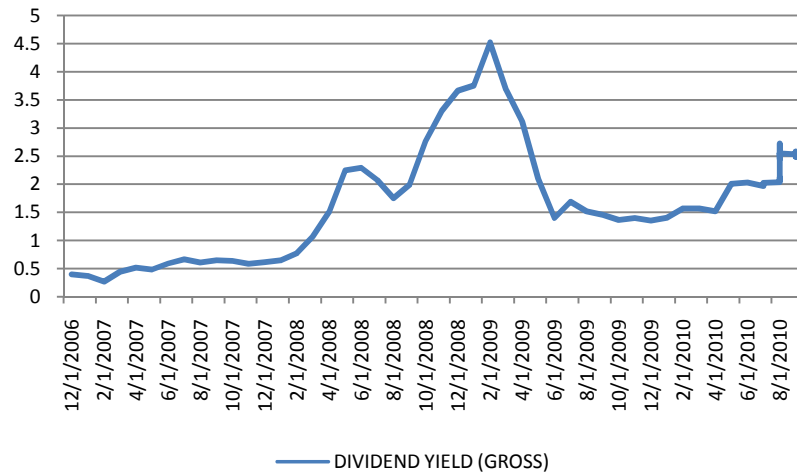
Hình 2.3a – PE và P/EBITDA: Hai chỉ số này giảm mạnh, cho thấy rằng thị trường đã trải qua 2 năm bong bóng vỡ và hiện đang giao dịch tại giá hợp lý.



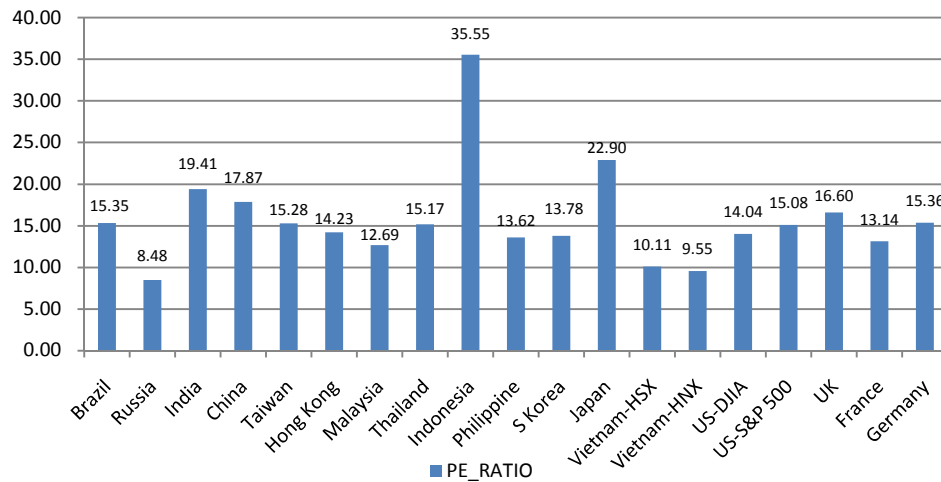
Hình 2.3b – Market PB: tương tự như PE



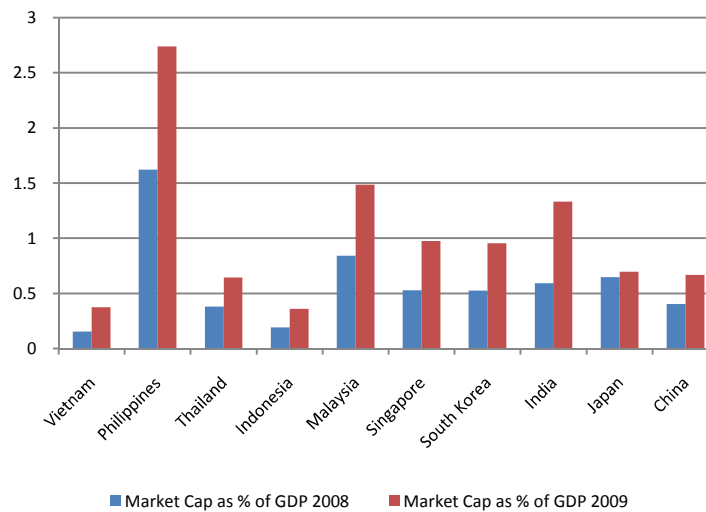
Hình 2.3c – Tỷ suất cổ tức thị trường (%): Tỷ suất lợi tức tại Việt nam vào khoảng 2%. Sự tăng đột biến cuối 2008 là do tác động của thuế đánh vào thu nhập từ đầu tư chứng khoán có hiệu lực từ ngày 1/1/2009. Sự tăng gần nhất chủ yếu phản ánh giá cổ phiếu giảm hơn là tăng cổ tức.



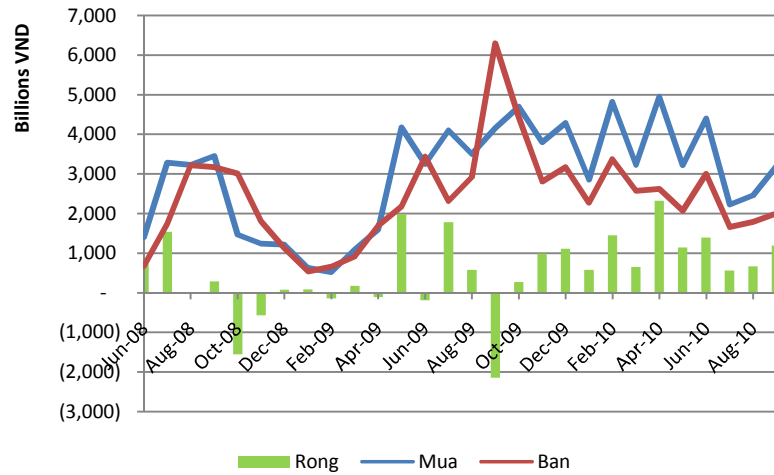
Hình 2.4a – PE và các nước so sánh: Việt nam khá hấp dẫn xét ở khía cạnh định giá theo PE.



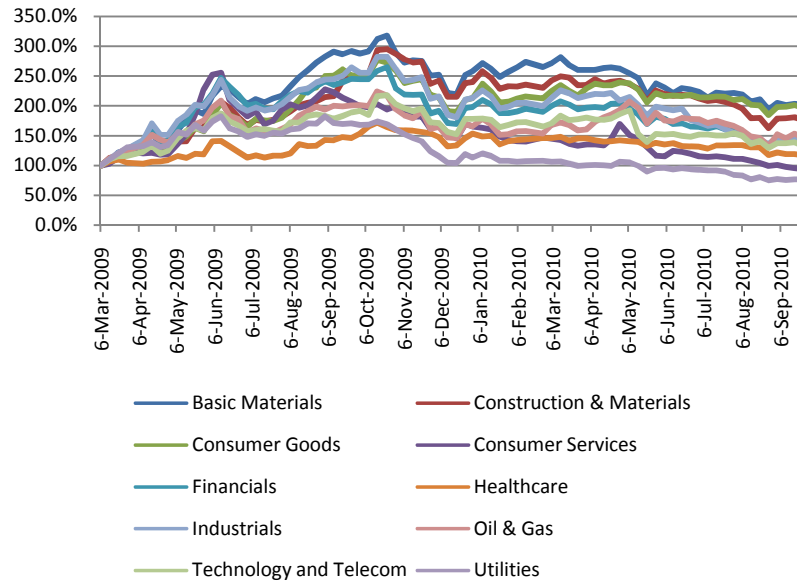
Hình 2.4b – Vốn hóa thị trường theo phần trăm GDP: khoảng 37%, hàm ý rằng còn có nhiều tiềm năng để tăng trưởng và cho các IPOs.



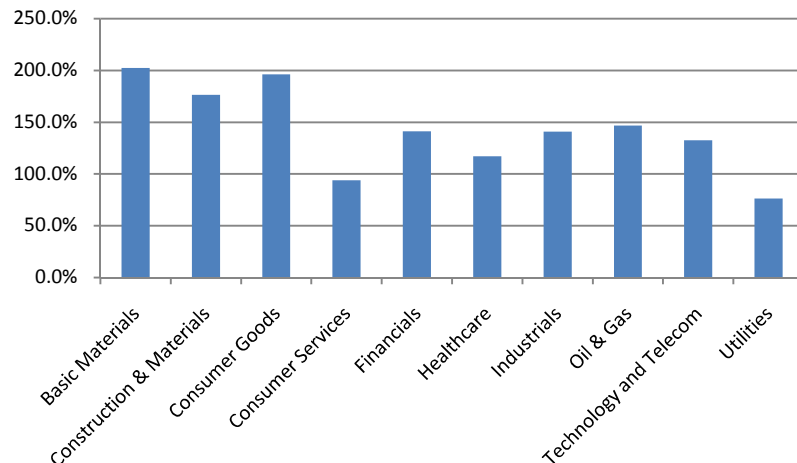
Hình 2.5 – Mua và Bán của nhà đầu tư nước ngoài: mua ròng từ tháng 10/2009, đáng chú ý là họ rất tích cực cả mua và bán.



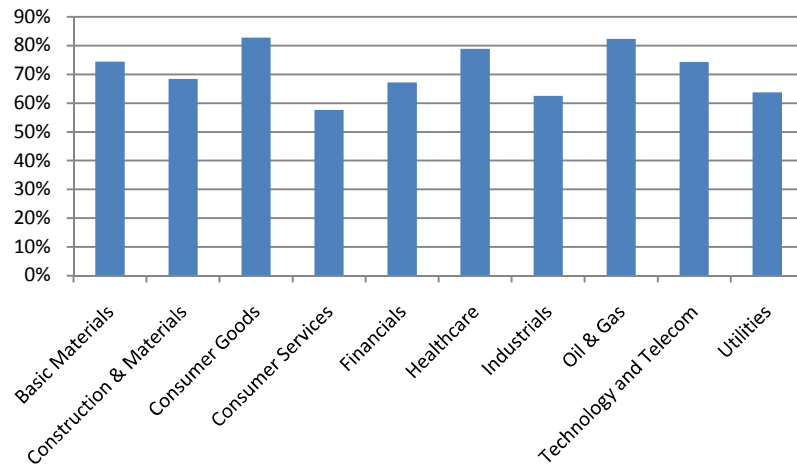
Hình 2.6a – Diễn biến các ngành nghề từ khi hồi phục kinh tế: Vật liệu cơ bản, hàng tiêu dùng và xây dựng – vật liệu là những ngành tốt nhất.



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.

KHỐI 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 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.