

BÁO CÁO QUÝ 1 2016

thực hiện bởi



Thành viên thuộc VIETCOMBANK

Nội dung

- Tâm điểm
- Chỉ số kinh tế vĩ mô
- Thị trường tài chính
- Kinh tế tài chính thế giới

Trần Minh Hoàng

+84 4 3936 6425 (ext. 112)

tmhoang@vcbs.com.vn

Đinh Thị Huyền Trang

+84 4 3936 6425 (ext. 117)

dthtrang@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 11

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Điểm nhấn

Tăng trưởng chậm lại

- GDP Q1.2016 tăng 5,46% (yoy) thấp hơn đáng kể so với mức 6,12% cùng kỳ 2015. Tăng trưởng sản xuất chững lại kết hợp với sự suy giảm của ngành Nông nghiệp là hai yếu tố chính khiến tăng trưởng kinh tế không như kỳ vọng.
- Việc động lực tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu, với tâm điểm là khối FDI, trong khi cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng chưa bứt phá khiến cho nền kinh tế trở nên nhạy cảm hơn và chịu tác động xấu trước triển vọng kém lạc quan của kinh tế thế giới. Bên cạnh đó, với đặc thù khu vực Nông, lâm nghiệp, thủy sản chiếm tỷ trọng không nhỏ trong cơ cấu nền kinh tế và thu hút hơn 40% lao động, những diễn biến không thuận lợi của thời tiết và biến đổi khí hậu được nhìn nhận sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế trong năm 2016. **Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2016 được dự báo sẽ tăng khoảng 5,7% - 5,8%. Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2016 về mức 6% - 6,2%.**
- Chỉ giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng số 3 tăng 0,57% (mom), tương ứng tăng 1,69% so với cùng kỳ 2015. CPI tháng 4 dự báo tăng 0,15% - 0,2% (mom), tương ứng tăng 1,7%-1,75% (yoy).
- Thị trường ngoại hối và tỷ giá hạ nhiệt, kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong nửa đầu năm 2016. Việc giảm giá VND có thể sẽ là một trong những công cụ được cân nhắc để giảm bớt áp lực lên lãi suất đồng nội tệ, hỗ trợ xuất khẩu cũng như tăng trưởng kinh tế. Theo đó, rủi ro tỷ giá được nhìn nhận là đã giảm bớt nhưng vẫn cần lưu tâm. Chúng tôi hạ dự báo về việc giảm giá của VND so với USD xuống mức 3% - 4% trong năm 2016.
- Lãi suất huy động tại các ngân hàng thương mại có dấu hiệu tăng nhẹ khoảng vài chục điểm cơ bản ở các kỳ hạn. Mặc dù vậy, mức trần lãi suất huy động 5,5%/năm cho các kỳ hạn từ 6 tháng trở xuống vẫn được duy trì. Lãi suất chịu áp lực tăng nhưng NHNN còn nhiều dư địa chính sách và biện pháp điều hành để ổn định mặt bằng lãi suất.
- Thị trường trái phiếu sôi động, nhu cầu trái phiếu ổn định trong Quý 1. Đường cong lợi suất dịch chuyển xuống dưới. Thị trường trái phiếu trong Quý 2 nhiều khả năng sẽ kém sôi động hơn, lợi suất trái phiếu được dự báo sẽ dao động trong biên độ hẹp hơn.
- Lãi suất liên ngân hàng biến động mạnh và hiện ở mức tương đối cao. NHNN hút ròng 93.236 tỷ đồng.

Chỉ số kinh tế vĩ mô Quý 1.2016

Lạm phát: +0,57% (mom) và +1,69% (yoy)

Xuất khẩu: 37,9 tỷ USD ytd (+4,1% yoy)

Nhập khẩu: 37,1 tỷ USD ytd (-4,8% yoy)

Xuất siêu: 776 triệu USD (ytd)

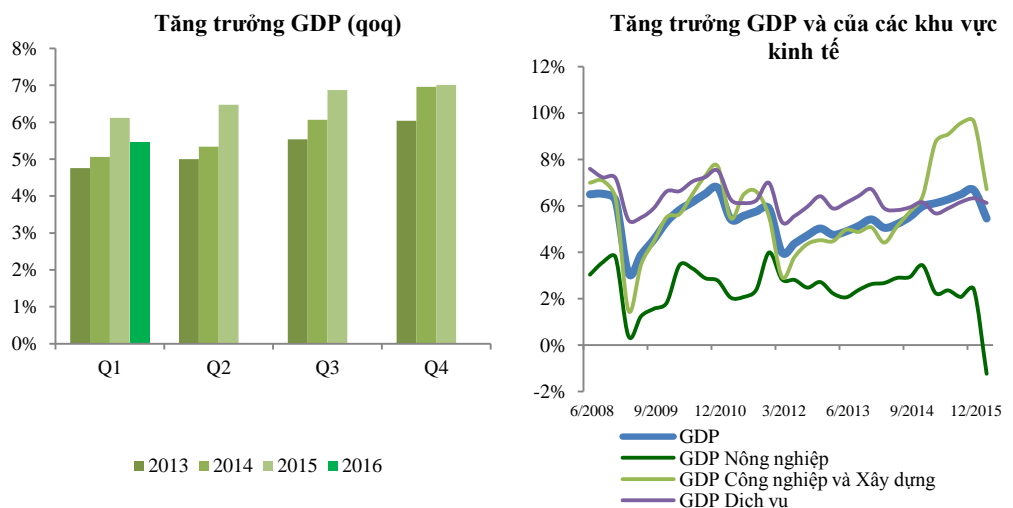
FDI: Tổng vốn đăng ký 3 tháng: 4,02 tỷ USD. Tổng vốn thực hiện: 3,5 tỷ USD (+14,8% yoy)

Tăng trưởng tín dụng: +1,54% ytd

Tăng trưởng chậm lại

GDP Q1.2016 tăng 5,46% (yoy) thấp hơn đáng kể so với mức 6,12% cùng kỳ 2015.

Những dấu hiệu về sự chững lại của tăng trưởng kinh tế được thể hiện khá rõ trong Q1.2016. GDP Q1.2016 tăng 5,46%, thấp hơn đáng kể so với con số 6,12% của Q1.2015. Trong đó, khu vực Công nghiệp và Xây dựng tăng 6,72%, thấp hơn mức 8,74% của cùng kỳ 2015, đóng góp 2,33 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng chung. Khu vực Dịch vụ tăng 6,13% (Q1.2015 tăng 5,68%), đóng góp 2,48 điểm phần trăm cho mức tăng trưởng chung. Đáng chú ý, khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản giảm 1,24 điểm phần trăm làm giảm khoảng 0,16 điểm phần trăm cho mức tăng trưởng chung do chịu tác động tiêu cực từ những diễn biến không thuận lợi của thời tiết, đặc biệt là đối với ngành Nông nghiệp. Như vậy, **tăng trưởng sản xuất chững lại kết hợp với sự suy giảm của ngành Nông nghiệp là hai yếu tố chính khiến tăng trưởng kinh tế không như kỳ vọng.** Theo đó, trong Q1.2016, khu vực Dịch vụ đã thay thế khu vực Công nghiệp và Xây dựng trở thành khu vực đóng góp nhiều nhất cho tăng trưởng.

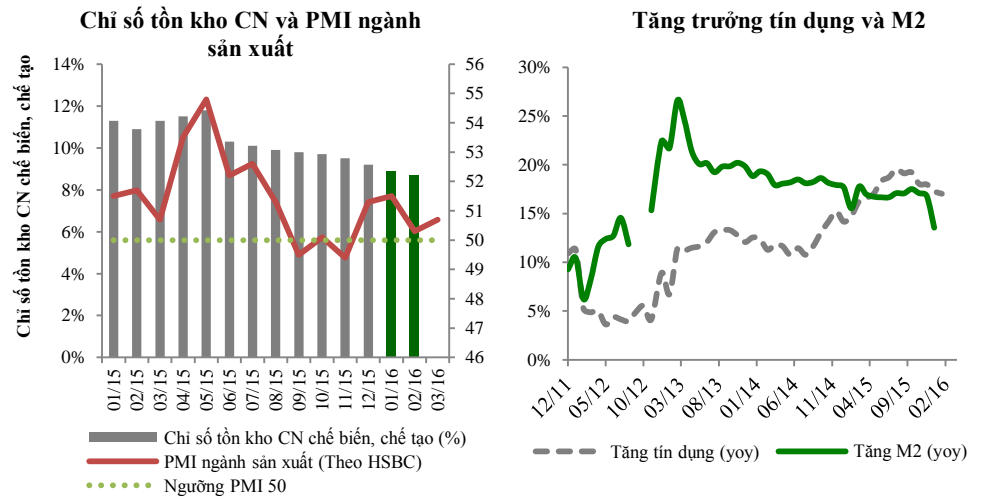


Nguồn: CEIC, VCBS

Tăng trưởng sản xuất giảm tốc. Việt Nam đang chịu những ảnh hưởng xấu từ triển vọng kém lạc quan của nền kinh tế thế giới. Cầu đầu tư và tiêu dùng đều cho thấy sự phục hồi yếu hơn kỳ vọng.

Chỉ số sản xuất công nghiệp chỉ tăng 6,3% yoy, giảm tốc so với mức tăng ấn tượng 9,3% của Q1.2015. Trong đó, không khác biệt so với dự báo trước đó, ngành Khai khoáng ghi nhận mức giảm 1,2% (cùng kỳ 2015 tăng 7,1%), làm giảm 0,3 điểm phần trăm mức tăng chung, do diễn biến không thuận lợi của giá dầu thô thế giới. Ngành Công nghiệp chế biến chế tạo mặc dù tiếp tục khẳng định là yếu tố chính thúc đẩy lĩnh vực sản xuất tăng trưởng nhưng đà tăng cũng đã chậm lại khi tăng 7,9% yoy (đóng góp 5,6 điểm phần trăm mức tăng chung), giảm so với con số 9,7% của Quý 1.2015. Cùng với đó, chỉ số tiêu thụ của ngành Công nghiệp tăng thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ 2015 khi chỉ đạt 9,1% yoy (Q1.2015 đạt 14,7%).

Theo Nikkei, chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) của Việt Nam trong tháng 3 đạt 50,7 điểm, tăng nhẹ so với con số 50,3 của tháng 2. Trong đó, số lượng đơn đặt hàng mới và sản lượng tiếp tục tăng, tuy nhiên việc làm ghi nhận sự suy giảm lần đầu tiên trong 4 tháng qua. Việc ghi nhận tháng thứ tư liên tiếp trên ngưỡng 50 thể hiện **lĩnh vực sản xuất tiếp tục mở rộng, tuy nhiên chỉ số chỉ cao hơn đôi chút so với ngưỡng 50 đang cho thấy tốc độ mở rộng là chậm.** Chúng tôi duy trì dự báo thận trọng về tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất trong thời gian tới do tác động xấu của những diễn biến không thuận lợi trên thị trường thế giới, đặc biệt là nguy cơ giảm tốc hoặc thậm chí là suy thoái của nhiều nền kinh tế lớn.

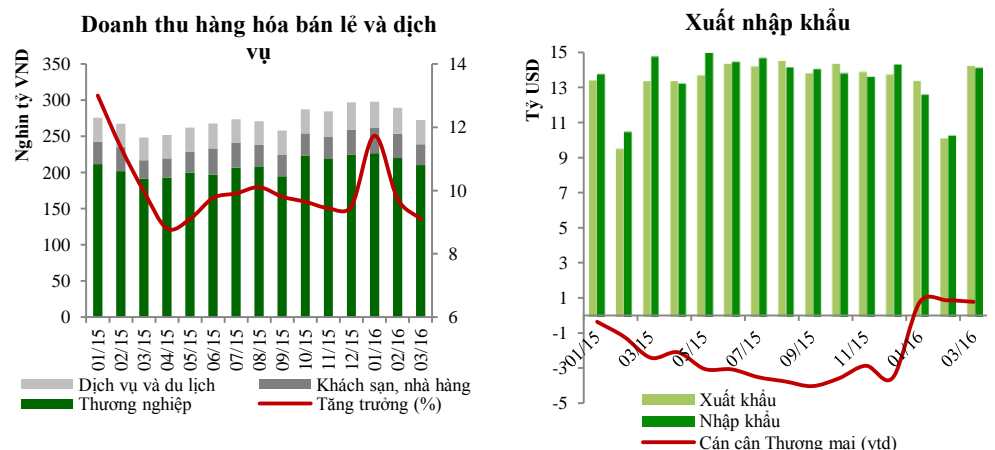


Nguồn: CEIC, NHNN, VCBS

Xét về tăng trưởng tín dụng, tính đến 21/3, tín dụng tăng 1,54% ytd, cao hơn con số 1,25% của cùng kỳ 2015. Sự cải thiện của tăng trưởng tín dụng, theo chúng tôi, chưa hẳn đã cho thấy sự cải thiện của cầu đầu tư do (1) lĩnh vực sản xuất đang cho thấy sự chững lại trong tăng trưởng và (2) trong năm 2015, tăng trưởng tín dụng được đóng góp lớn bởi mảng bất động sản và không loại trừ khả năng điều này vẫn tiếp diễn sang Q1.2016.

Các số liệu về xuất nhập khẩu trong Q1.2016 cũng cho thấy sự giảm tốc của lĩnh vực sản xuất. Việt Nam ghi nhận xuất siêu ước tính 776 triệu USD trong 3 tháng đầu năm 2016. Tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 37,9 tỷ USD, tăng nhẹ 4,1% yoy, thấp hơn con số gần 7% của cùng kỳ 2015. Xuất khẩu tăng trưởng yếu đang cho thấy nhu cầu của hàng hóa Việt Nam trên thị trường thế giới không thực sự lạc quan. Theo chúng tôi, diễn biến này không khó lý giải trong bối cảnh (1) nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới đứng trước nguy cơ giảm tốc và đồng thời (2) hàng hóa Việt Nam đang chịu áp lực cạnh tranh lớn khi nhiều quốc gia trên thế giới giảm giá mạnh đồng nội tệ.

Trong khi đó, tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 37,1 tỷ USD, giảm 4,8% yoy, trái ngược hoàn toàn so với mức tăng ấn tượng hơn 16% của Q1.2015. Đáng chú ý, giá trị nhập khẩu Máy móc thiết bị, dụng cụ, phụ tùng, yếu tố gắn liền với năng lực sản xuất, giảm 14,1% yoy. Với đặc thù đầu vào của nền kinh tế Việt Nam phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu, **việc nhập khẩu sụt giảm là một chỉ báo cho thấy tăng trưởng lĩnh vực sản xuất đang chững lại.**



Nguồn: CEIC, VCBS

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng, thể hiện cầu tiêu dùng, trong Quý 1.2016 tăng 9,1% yoy, thấp hơn con số 10% của cùng kỳ 2015. Khi loại trừ yếu tố giá, mức tăng trong năm 2016 chỉ đạt 7,9%, giảm so với mức 9,2% của cùng kỳ 2015. Như vậy, cầu tiêu dùng chưa bứt phá và đang cho thấy tăng trưởng chậm hơn so với năm 2015. Trong thời gian tới, ít nhất là trong nửa đầu năm, chúng tôi duy trì dự báo thận trọng về cầu tiêu dùng do có thể chịu tác động không tích cực từ (1) việc tăng giá trở lại của một số mặt hàng thiết yếu dưới sự điều hành của Chính phủ và (2) triển vọng không lạc quan của kinh tế thế giới.

Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2016 được dự báo sẽ tăng khoảng 5,7% - 5,8%.

Sau khi ghi nhận quá trình hồi phục khá tích cực trong năm 2014 và 2015, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam có dấu hiệu chững lại trong Quý 1 2016. Việc động lực tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu, với tâm điểm là khối FDI, trong khi cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng chưa bứt phá khiến cho nền kinh tế trở nên nhạy cảm hơn và chịu tác động xấu trước triển vọng kém lạc quan của kinh tế thế giới. Bên cạnh đó, với đặc thù khu vực Nông, lâm nghiệp, thủy sản chiếm tỷ trọng không nhỏ trong cơ cấu nền kinh tế và thu hút hơn 40% lao động, những diễn biến không thuận lợi của thời tiết và biến đổi khí hậu được nhìn nhận sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế trong năm 2016. **Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2016 được dự báo sẽ tăng khoảng 5,7% - 5,8%. Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2016 về mức 6% - 6,2%.**

GDP theo chu kỳ kinh tế



Nguồn: CEIC, VCBS

CPI tăng trở lại nhưng vẫn ở mức thấp

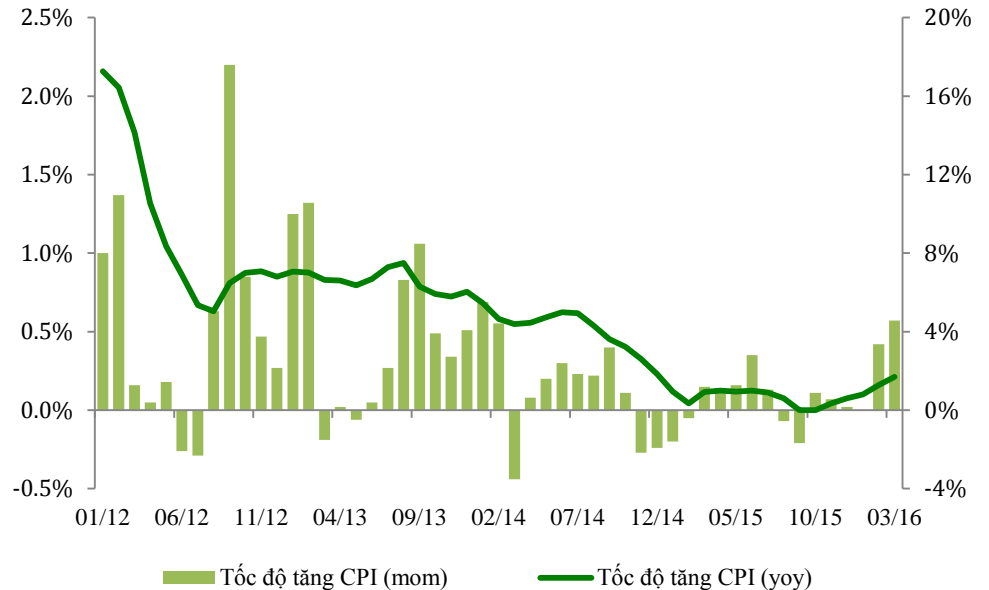
Chỉ giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng số 3 tăng 0,57% (mom), tương ứng tăng 1,69% so với cùng kỳ 2015. CPI tháng 4 dự báo tăng 0,15% - 0,2% (mom), tương ứng tăng 1,7%- 1,75% (yoy).

Diễn biến của CPI trong Quý 1.2016 chịu tác động bởi yếu tố mùa vụ và việc điều chỉnh giá của các mặt hàng thiết yếu. Cụ thể, CPI (theo tháng) không biến động trong tháng 1 do được hỗ trợ từ việc giá xăng dầu giảm, sau đó tăng nhanh trở lại trong hai tháng tiếp theo dưới hiệu ứng nhu cầu tiêu dùng tăng cao theo mùa vụ vào dịp Tết và việc tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu dưới sự điều hành của Chính phủ như Dịch vụ y tế, Giáo dục, Xăng dầu.

CPI tháng 3 ghi nhận mức tăng 0,57% (mom), tương ứng mức tăng 1,69% yoy, cao nhất kể từ tháng 01/2015. Trong đó, không nằm ngoài dự đoán, nguyên nhân chính dẫn đến mức tăng tương đối cao của CPI đến từ việc tăng giá của nhóm Dịch vụ y tế (+24,34% mom) và nhóm Giáo dục (+0,66%). Ở chiều ngược lại, 9/11 nhóm hàng trong rổ tính chỉ số ghi nhận

giảm so với tháng trước. Nhóm Giao thông giảm mạnh nhất với mức giảm 3,64% mom do giá xăng được điều chỉnh giảm giữa tháng 2 trong khi các nhóm còn lại đều giảm nhẹ khi hiệu ứng mùa vụ dịp Tết qua đi.

Tốc độ tăng CPI



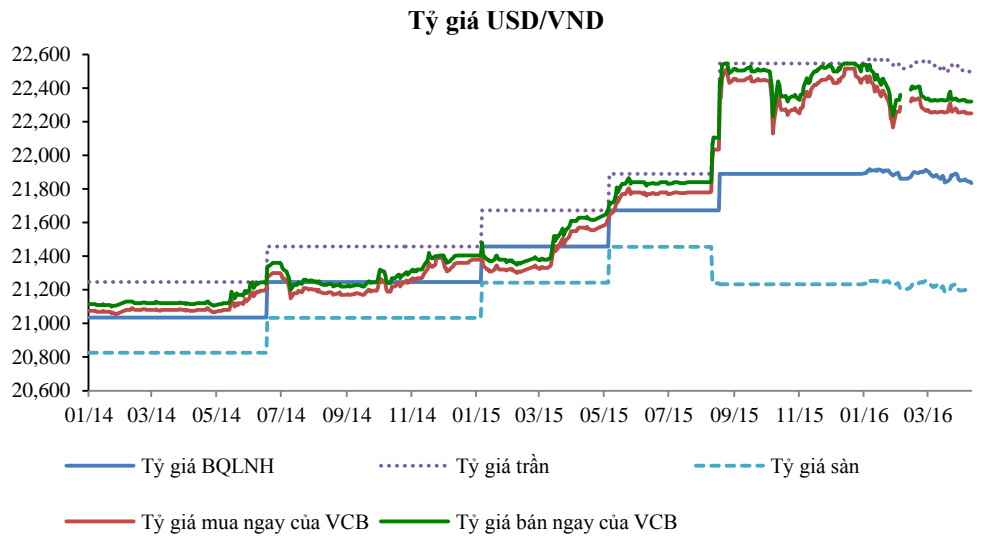
Nguồn: CEIC, VCBS

Trong bối cảnh cầu tiêu dùng phục hồi chưa mạnh như đề cập ở trên, chúng tôi duy trì nhận định diễn biến của CPI trong thời gian tới sẽ phụ thuộc nhiều vào việc điều chỉnh giá, nếu có, của các mặt hàng thiết yếu. Với tác động từ hai lần tăng đáng kể giá xăng vào cuối tháng 3 và đầu tháng 4, **CPI tháng 4 được dự báo sẽ tăng khoảng 0,15% - 0,2% (mom), tương ứng tăng 1,7% - 1,75% (yoy)**. Trong những tháng của Quý 2, chúng tôi kỳ vọng CPI sẽ tăng dần qua từng tháng nhưng nhiều khả năng sẽ không có đột biến như Quý 1 do việc điều chỉnh mạnh giá của các mặt hàng thiết yếu chưa xảy ra. **Kết thúc nửa đầu năm, CPI được dự báo tăng hoảng 1,4% - 1,6% (yoy)**.

Tỷ giá hạ nhiệt

Thị trường ngoại hối và tỷ giá hạ nhiệt, kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong nửa đầu năm 2016. Chúng tôi hạ dự báo về việc giảm giá của VND so với USD xuống mức 3% - 4% trong năm 2016.

Mặc dù chịu nhiều áp lực và tăng cao vào cuối năm 2015 cũng như nửa đầu tháng 1.2016, tỷ giá có dấu hiệu dần hạ nhiệt từ nửa cuối tháng 1 và tiếp tục duy trì ổn định trong suốt Quý 1 2016. Tỷ giá bán tại nhiều NHTM hiện phổ biến vào khoảng 22.320 – 22.330 VND/USD, giảm khoảng hơn 200 đồng (-1%) so với thời điểm cuối năm 2015.



Nguồn: CEIC, VCBS

Trong Quý 1 vừa qua, tỷ giá và thị trường ngoại hối đã nhận được nhiều yếu tố hỗ trợ. Cụ thể:

(1) Trong giai đoạn trước, tỷ giá chịu áp lực lớn nhất từ phía bên ngoài, tuy nhiên bước sang Quý 1, yếu tố này đã lắng dịu đáng kể. Trước hết, đồng USD có thể sẽ tiếp tục mạnh lên nhưng mức độ tăng sẽ không bất phá như cùng kỳ 2015 trong bối cảnh lộ trình tăng lãi suất của FED được dự báo sẽ theo hướng rất thận trọng và chậm rãi, có thể chỉ tăng 1 lần trong năm 2016. Theo chúng tôi, FED nhiều khả năng sẽ chưa đưa ra quyết định tăng lãi suất vào cuộc họp cuối tháng 4 sắp tới. Trong khi đó, diễn biến từ phía nền kinh tế Trung Quốc nói chung và đồng CNY nói riêng dù chưa có chuyển biến tích cực rõ nét nhưng cũng không có tín hiệu xấu hơn.

(2) Từ phía trong nước, hàng loạt những biện pháp và quy định mới trong việc điều hành tỷ giá và thị trường ngoại hối của NHNN phát huy tác dụng trong việc bình ổn thị trường như hạ lãi suất USD, áp dụng cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm hàng ngày,

(3) Xét trên góc độ cung cầu, trong Q1.2016, nguồn cung ngoại tệ được đánh giá là tương đối dồi dào với (i) FDI giải ngân đạt 3,5 tỷ USD trong 3 tháng đầu năm, tăng mạnh 14,8% yoy; (ii) lượng lớn kiều hối thường tập trung vào giai đoạn này, kiều hối 2015 dự báo đạt khoảng 13 - 14 tỷ USD (+10% yoy); (iii) Việt Nam ghi nhận xuất siêu 776 triệu USD trong Q1.2016 và (iv) một số thương vụ đầu tư nước ngoài với giá trị lớn vào doanh nghiệp Việt Nam được ghi nhận. Ở chiều ngược lại, cầu ngoại tệ sau giai đoạn căng thẳng vào cuối năm 2015 cũng dịu lại trong những tháng đầu năm 2016.

Với kỳ vọng diễn biến kinh tế thế giới chưa có những thay đổi lớn trong Quý 2, tỷ giá và thị trường ngoại hối được dự báo sẽ duy trì sự ổn định trong nửa đầu năm 2016. Diễn biến này sẽ là điều kiện thuận lợi để NHNN mua vào ngoại tệ, tăng cường dự trữ ngoại hối và tạo thêm thanh khoản cho VND. Mặc dù vậy, với những tín hiệu cho thấy tăng trưởng kinh tế đang chững lại, việc giảm giá VND có thể sẽ là một trong những công cụ được cân nhắc để giảm bớt áp lực lên lãi suất đồng nội tệ, hỗ trợ xuất khẩu cũng như tăng trưởng kinh tế. Theo đó, rủi ro tỷ giá được nhìn nhận là đã giảm bớt nhưng vẫn cần lưu tâm. Chúng tôi hạ dự báo về việc giảm giá của VND so với USD xuống mức 3% - 4% trong năm 2016.

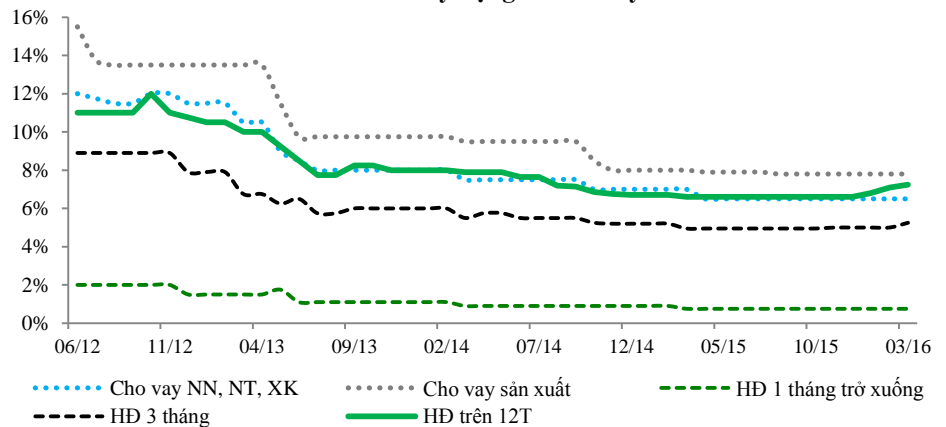
Lãi suất chịu áp lực tăng nhưng kỳ vọng sẽ chỉ tăng nhẹ

Lãi suất chịu áp lực tăng nhưng NHNN còn nhiều dư địa chính sách và biện pháp điều hành để ổn định mặt bằng lãi suất.

Trong Quý 1.2016, lãi suất huy động tại các ngân hàng thương mại có dấu hiệu tăng nhẹ khoảng vài chục điểm cơ bản ở các kỳ hạn. Mặc dù vậy, mức trần lãi suất huy động 5,5%/năm cho các kỳ hạn từ 6 tháng trở xuống vẫn được duy trì. Cụ thể, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4,5% - 5,5%/năm, từ 6 tháng đến dưới 12 tháng trong khoảng 5,4% - 6,8%/năm, từ 12 tháng trở lên trong khoảng 6,5% - 8%/năm.

Trong khi đó, do đặc thù thường biến động sau lãi suất huy động một thời gian, mặt bằng lãi suất cho vay không có nhiều biến động so với cuối năm 2015. Theo NHNN, lãi suất cho vay các lĩnh vực ưu tiên phổ biến ở mức 6% - 7%/năm đối với ngắn hạn và 9% - 10%/năm đối với trung và dài hạn. Lãi suất cho vay các lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường ở mức 6,8% - 9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3% - 11%/năm đối với trung và dài hạn.

Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: CEIC, VCBS

Chúng tôi cho rằng việc lãi suất huy động tăng nhẹ trở lại là không bất ngờ trong bối cảnh lãi suất VND chịu khá nhiều áp lực. Trước hết, tương tự giai đoạn trước, lãi suất trong thời gian qua chịu áp lực từ lạm phát tăng trở lại và rủi ro giảm giá của VND dù giảm bớt nhưng vẫn hiện hữu. Mặc dù vậy, trong Quý 1 2016, **chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính của việc tăng lãi suất đến từ một số diễn biến của hệ thống ngân hàng kéo theo nhu cầu tăng cường huy động vốn**. Có thể kể đến như (i) tăng trưởng huy động (13,59% trong năm 2015) thấp hơn tăng trưởng tín dụng (17,3% trong năm 2015) kéo theo tỷ lệ LDR của một số ngân hàng ở mức khá cao. (ii) Dự thảo sửa đổi Thông tư 36 theo hướng thắt chặt hơn quy định về tỷ lệ vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn ([xem chi tiết trong Báo cáo chuyên đề Dự thảo sửa đổi Thông tư 36](#)).

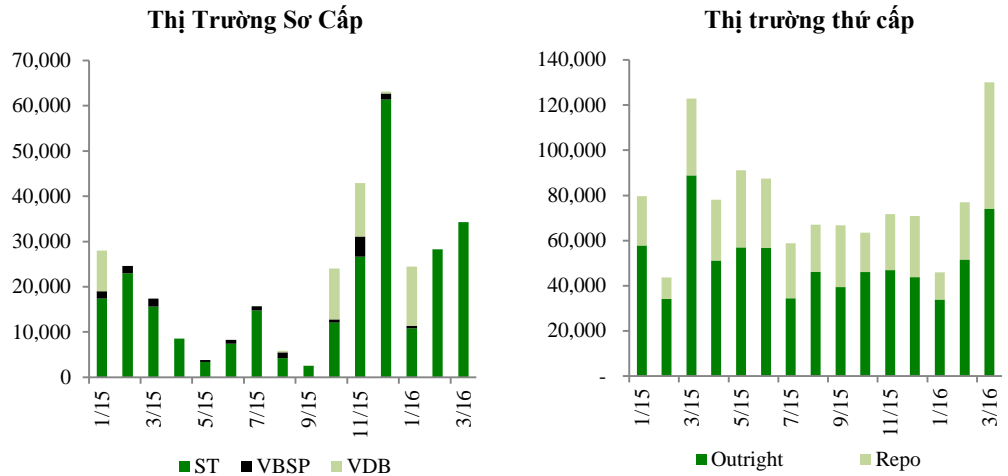
Chúng tôi cho rằng NHNN vẫn còn nhiều dư địa chính sách và biện pháp điều hành để ổn định mặt bằng lãi suất, đặc biệt là khi tỷ giá được điều hành theo hướng linh hoạt hơn. Hơn thế nữa, với những phân tích ở phần trên về tăng trưởng kinh tế có dấu hiệu chững lại, chúng tôi duy trì kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục được định hướng và duy trì ở mức thấp hợp lý nhằm hỗ trợ tăng trưởng.

Chúng tôi kỳ vọng trần lãi suất huy động 5,5% ở các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới. Chúng tôi không thay đổi dự báo về mức tăng nhẹ khoảng 50 điểm cơ bản của mặt bằng lãi suất trong cả năm 2016. Trong khi đó, bắt đầu từ Quý 2, lãi suất cho vay sẽ chịu áp lực từ động thái tăng lãi suất huy động trước

đó trong Quý 1. Tuy nhiên với mức tăng nhẹ của lãi suất huy động chúng tôi không kỳ vọng vào sự đột biến của mặt bằng lãi suất cho vay và sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng cân đối chi phí vốn của từng ngân hàng cũng như sức khỏe tài chính và uy tín của doanh nghiệp đi vay.

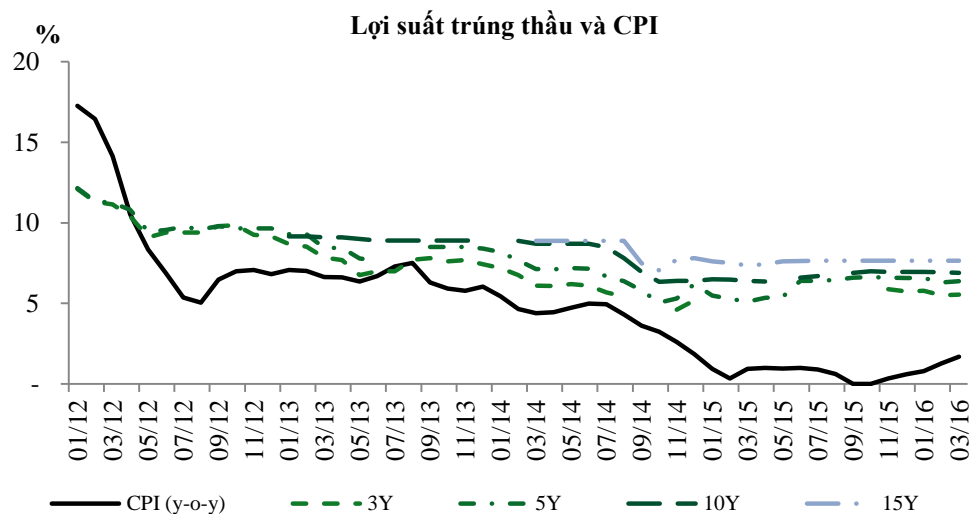
Thị trường trái phiếu sôi động. Nhu cầu trái phiếu ổn định.

Lực cầu trái phiếu nhìn chung tương đối ổn định trong Quý 1. 95.717 tỷ đồng trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước được phát hành, giảm 34% so với Quý 4 2015 nhưng tăng 36% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, giao dịch trên thị trường thứ cấp khá sôi động, giá trị giao dịch đạt 253.326 tỷ đồng (+22,5% qoq, +2% yoy).



Nguồn: HNX, VCBS

Lợi suất trúng thầu các kỳ hạn 3 năm và 5 năm giảm về mức 5,5% và 6,29% trong tháng 2, sau đó tăng trở lại mức 5,55% và 6,38% vào tháng 3, trong khi kỳ hạn 15 năm giữ nguyên ở mức 7,65%. Những dấu hiệu nóng lên của thanh khoản trong hệ thống ngân hàng vào cuối Quý 1 đã tạo áp lực khiến lợi suất trái phiếu tăng nhẹ trở lại sau quá trình giảm trước đó. Nhìn chung cả Quý, so với Quý 4.2015, đường cong lợi suất dịch chuyển xuống dưới.



Nguồn: HNX, VCBS

Lượng trái phiếu đáo hạn trong Quý 2 giảm mạnh từ mức trên 70.000 tỷ đồng của Quý 1 xuống còn 40.000 tỷ đồng, phản ánh nhu cầu tái đầu tư có thể sẽ sụt giảm. Theo đó, thị

trường trái phiếu trong Quý 2 nhiều khả năng sẽ kém sôi động hơn trong khi lợi suất trái phiếu được dự báo sẽ dao động trong biên độ hẹp hơn.

Lãi suất liên ngân hàng biến động mạnh và hiện ở mức tương đối cao. NHNN hút ròng 93.236 tỷ đồng.

Lãi suất liên ngân hàng ghi nhận những biến động khá mạnh trong Quý 1 2016. Cụ thể, lãi suất này tăng mạnh vào dịp cận Tết Nguyên đán, giảm nhẹ sau đó và tăng trở lại trong tháng 3. Khối lượng trái phiếu repo đáo hạn trong tháng 3 khá lớn đã gây áp lực thanh khoản của hệ thống ngân hàng trong giai đoạn này. Trong cả Quý 1, NHNN đã hút ròng 93.236 tỷ đồng trên OMO. Nhìn chung thanh khoản hệ thống ngân hàng không tốt như giai đoạn trước. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục phát huy tốt vai trò điều tiết và đảm bảo thanh khoản hệ thống khi cần thiết.

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

Nền kinh tế Mỹ tăng trưởng chậm.

Nền kinh tế Mỹ hồi phục chậm và đứng trước nguy cơ chịu ảnh hưởng từ những bất ổn của kinh tế thế giới. Tốc độ tăng trưởng GDP năm 2015 đạt 2,4%, tương đương mức tăng của năm 2014. Trong khi đó, tỉ lệ thất nghiệp không có nhiều cải thiện và chỉ ổn định ở mức 4,9% - 5% trong suốt Q1.2016. Ngoài ra, khu vực sản xuất, vốn là điểm sáng của nền kinh tế không lơ trong giai đoạn trước, hiện mở rộng khá yếu so với các tháng liền trước. Chỉ số PMI sản xuất giảm nhanh từ 52,4 trong tháng 1 xuống 51,3 trong tháng 2 và tạm dừng tại 51,5 trong tháng 3.

Đồng thời, lạm phát của Mỹ, dù tăng nhanh trở lại từ 0,7% vào cuối năm 2015 lên 1,4% trong tháng 1, đã giảm tốc còn 0,9% vào cuối tháng 3, tạo ra khoảng cách khá xa với mục tiêu 2% do FED đề ra. Như vậy, cầu tiêu dùng cải thiện tương đối chậm và chưa thể đáp ứng được yếu tố ổn định bền vững cần thiết.

Về tổng thể, kinh tế Mỹ, với các chỉ tiêu kinh tế khá tốt, vẫn đang là điểm sáng của toàn thế giới trong Q1. Tuy nhiên, (1) sự suy yếu và giảm tốc của nền kinh tế toàn cầu; (2) những rủi ro từ phía Trung Quốc; và (3) việc tăng cường nới lỏng của các khu vực kinh tế lớn như EU, Nhật Bản, ... tạo ra những ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế Mỹ. Theo đó, sự tăng trưởng chậm lại của Mỹ là điều tất yếu và ảnh hưởng đến quyết định nâng lãi suất của FED. Chúng tôi cho rằng, nhiều khả năng FED có thể sẽ chỉ tăng lãi suất 1 lần do dấu hiệu hồi phục chậm lại của Mỹ đã bắt đầu hiện hữu. Theo đó, lần tăng lãi suất này có thể sẽ diễn ra vào nửa cuối năm thay vì trong thời điểm Q2 để đảm bảo nền kinh tế Mỹ có đủ thời gian để tăng tốc trở lại và chạm tới mục tiêu lạm phát, cải thiện số liệu việc làm, lương theo giờ và mở rộng mạnh mẽ hơn khu vực sản xuất.

Châu Âu

Nền kinh tế EU phục hồi mong manh.

Theo công bố sơ bộ của cơ quan thống kê EU, tăng trưởng GDP của khu vực EU19 và EU28 đều đạt 0,3% (qoq) trong Q4.2015, gần như không thay đổi với mức tăng trưởng trong quý trước là 0,3% và 0,4%. Bước sang Q1.2016, khu vực lao động ghi nhận sự cải thiện nhẹ với tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 2 giảm từ 10,4% xuống còn 10,3% tại EU19 và giữ không đổi ở 8,9% tại EU28.

Trong khi đó, lĩnh vực sản xuất của EU tiếp tục mở rộng, nhưng với tốc độ chậm lại khi chỉ số PMI sản xuất giảm từ 53,2 trong tháng 12/2015 xuống còn 52,3 trong tháng 1 và chỉ còn

51,6 trong tháng 3. Trái ngược lại, cầu tiêu dùng quay trở về trạng thái âm đậm khi chỉ tăng khá lên 0,3% trong tháng 1 và giảm xuống -0,2% trong tháng 2 và tạm đứng ở 0% trong tháng 3.

Những chỉ báo kinh tế trái chiều cho thấy sự phục hồi mong manh của khu vực EU. Trước tình trạng đó, ECB phải tăng cường kích thích bằng cách cắt giảm lãi suất tái cấp vốn từ 0,05% xuống 0%, lãi suất cho vay thanh khoản từ 0,30% xuống còn 0,25%, và lãi tiền gửi ngân hàng từ âm 0,3% xuống âm 0,4% và tăng quy mô của chương trình nới lỏng định lượng từ 60 tỷ Euro lên 80 tỷ Euro/tháng trong kỳ họp đầu tháng 3. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hiệu quả của các biện pháp nới lỏng còn khá hạn chế, đặc biệt là trong bối cảnh nền kinh tế EU có thể chịu ảnh hưởng từ những bất ổn của Trung Quốc, nguy cơ nước Anh rời khỏi EU và làn sóng di cư ồ ạt kéo theo nhiều vấn đề như an sinh xã hội, trợ cấp, việc làm và khủng bố. Theo đó, khả năng EU có những chuyển biến tích cực mạnh mẽ trong năm 2016 là khá thấp.

Châu Á

Trung Quốc chưa giảm bớt rủi ro.

Nền kinh tế Trung Quốc chưa giảm bớt rủi ro và tiếp tục tiềm ẩn nguy cơ giảm tốc. Tốc độ tăng trưởng năm 2015 của Trung Quốc chỉ đạt 6,9%, mức thấp nhất trong vòng 25 năm qua. Theo đó, mục tiêu tăng trưởng năm 2016 do Chính phủ đặt ra cũng chỉ ở mức khá khiêm tốn 6,5% - 7%. Chỉ số giá sản xuất (PPI) của nền kinh tế không lồ giảm thêm 5,3% trong tháng đầu tiên của năm 2016, đánh dấu 47 tháng giảm liên tục của chỉ số này. Ngoài ra, theo số liệu của Tổng cục Hải quan Trung Quốc, xuất khẩu trong tháng 2/2016 (tính theo USD) giảm 25,4% (yoy) trong khi nhập khẩu cũng giảm 13,8% tháng thứ 16 liên tiếp. Trong khi đó, doanh số bán ô tô trong tháng 2/2016 cũng giảm tới 3,7% so với cùng kỳ năm ngoái.

Cùng diễn biến, khu vực sản xuất tiếp tục thu hẹp khi chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) tháng 3 do Caixin và Markit công bố ở dưới ngưỡng 50 trong 12 tháng liên tiếp. Tuy vậy, con số 49,7 của tháng 3, ít nhiều đã cải thiện so với các tháng liền trước và chạm mức cao nhất trong 13 tháng trở lại đây.

Trong khi đó, những bất ổn của thị trường tiền tệ và thị trường tài chính Trung Quốc thể hiện qua tỷ giá kém ổn định trong khoảng thời gian đầu Quý 1, chứng khoán chạm đáy 2 năm, ... đã khiến cho dòng tiền ngoại liên tục bị rút về; và kho dự trữ ngoại hối khổng lồ của nước này giảm xuống còn 3,2 tỷ USD vào cuối tháng 2, mức thấp nhất trong vòng 4 năm qua.

Trước tình hình này, các biện pháp kiểm soát và trấn an mới tiếp tục được Chính phủ Trung Quốc đưa thêm ra như cam kết ổn định tỷ giá, hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc, cải tổ hệ thống thuế thu nhập, Như một kết quả bước đầu, các chỉ tiêu như dự trữ ngoại hối, niềm tin tiêu dùng và thậm chí là khu vực sản xuất đã có sự khởi sắc nhẹ và cải thiện so với hai tháng trước đó. Chúng tôi kỳ vọng rằng các chính sách này, dù chưa đủ mạnh để vực dậy nền kinh tế đang trong xu thế giảm tốc, cũng sẽ góp phần làm chậm lại đà giảm, xoa dịu lo lắng và giảm bớt rủi ro của Trung Quốc trong ngắn hạn.

Nền kinh tế Nhật Bản chật vật phục hồi.

Sau khi tăng trưởng +0,3% trong Q3, GDP của nền kinh tế lớn thứ ba thế giới đã trở lại mức tăng trưởng -0,4% trong Q4.2015. Sự suy yếu trong cầu tiêu dùng với mức lạm phát lõi (loại bỏ giá thực phẩm và hiệu ứng của việc tăng thuế) rất thấp, thường xuyên ở mức xấp xỉ 0% trong hầu hết các tháng của năm 2015. Con số này hiện đã giảm từ 0,1% trong tháng 12/2015 xuống còn 0% trong tháng 1 và 2/2016, cách xa mục tiêu 2% mà Chính phủ Nhật Bản đặt ra khi bắt đầu thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ.

Ngoài chỉ tiêu lạm phát, cầu tiêu dùng yếu còn thể hiện ở doanh số nhập khẩu tháng 12 giảm rất mạnh tới 18% so với cùng kì năm ngoái. Nhu cầu giảm sút cũng là một trong những nguyên nhân dẫn đến khu vực sản xuất đang có xu hướng chuyển từ mở rộng chậm sang thu hẹp trong các tháng gần đây. Bằng chứng là chỉ số PMI sản xuất của Nhật Bản do Markit công bố đã giảm từ 52,3 trong tháng 1 xuống 50,1 trong tháng 2, và chỉ còn 49,1 trong tháng 3.

Theo đó, BOJ đã phải nói lỏng chính sách tiền tệ bằng cách áp dụng lãi suất âm (-0,1%) với khoản dự trữ vượt mức của các tổ chức tài chính. Đồng thời, BOJ cũng giữ nguyên kế hoạch mua lại tài sản kỷ lục đưa ra trước đó là tăng lượng tiền cơ sở thêm 80.000 tỷ Yên mỗi năm. Mặc dù vậy, chính sách đưa ra hồi tháng 1 dường như không thể phát huy hiệu quả khi chỉ tiêu lạm phát không cải thiện, tốc độ tăng lương chậm chạp, đồng Yên lên giá mạnh nhất thế giới, chỉ sau đồng tiền của Brazil và khu vực sản xuất thu hẹp lần đầu tiên trong 2 năm, Chúng tôi cho rằng, tình trạng này sẽ còn kéo dài trong thời gian tới do các nhà đầu tư đang lựa chọn đồng Yên làm nơi trú ẩn an toàn, đẩy giá đồng Yên, và từ đó cản trở sự tăng trưởng của Nhật Bản dưới góc độ ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu cũng như khả năng cạnh tranh và mở rộng sản xuất trong nước.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771