

# BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG

9 tháng đầu năm 2016

Ngày 07/10/2016

## **Phòng Phân Tích CTCP Chứng Khoán Bảo Việt**

**Trụ sở chính Hà Nội**  
Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN  
Tel: (84-4)-3928 8080  
Fax: (84-4)-3928 9888  
Email: [research-bvsc@baoviet.com.vn](mailto:research-bvsc@baoviet.com.vn)  
Website: [www.bvsc.com.vn](http://www.bvsc.com.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**  
Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM  
Tel: (84-8)-3914 6888  
Fax: (84-8)-3914 7999

## KINH TẾ VĨ MÔ

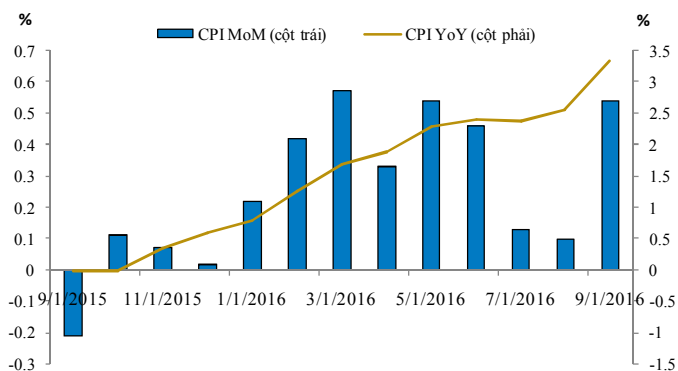
- *Tăng trưởng GDP trong quý III mặc dù đã có sự cải thiện so với hai quý đầu năm với tín hiệu dần hồi phục trở lại của khu vực nông – lâm – thủy sản nhưng về cơ bản, Chính phủ sẽ cần rất nhiều nỗ lực để có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng từ 6,3-6,5% cho cả năm nay.*
- *Lạm phát cơ bản trong 9 tháng đầu năm nay nhìn chung vẫn duy trì ở mặt bằng khá thấp. Dự báo chỉ số lạm phát toàn phần YoY vào thời điểm cuối năm sẽ dao động quanh mức 5%.*
- *Tỷ giá ổn định và thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào là những điểm sáng của kinh tế vĩ mô trong quý III. Đây cũng là điều kiện thuận lợi để NHNN xem xét điều hành giảm mặt bằng lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng trong quý IV.*

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

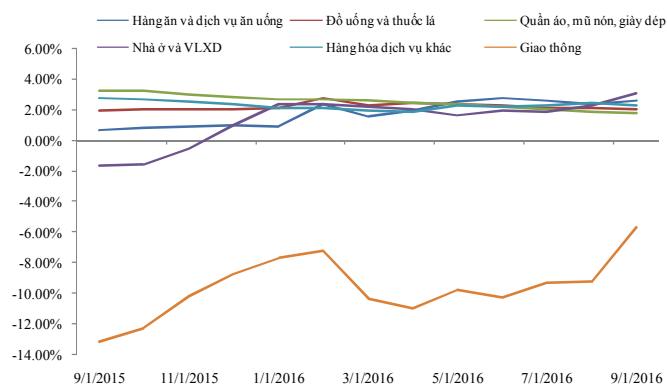
- *Thị trường chứng khoán quý III diễn biến với các nhịp tăng giảm đan xen nằm trong xu hướng tăng chủ đạo.*
- *Khối ngoại bán ròng hơn 3.500 tỷ trên sàn HoSE trong quý III.*
- *Biến động lãi suất, chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới, diễn biến giá dầu hay các thông tin liên quan đến việc thoái vốn, niêm yết các doanh nghiệp nhà nước lớn... sẽ có tác động đến diễn biến TTCK trong quý 4.*

# KINH TẾ VĨ MÔ

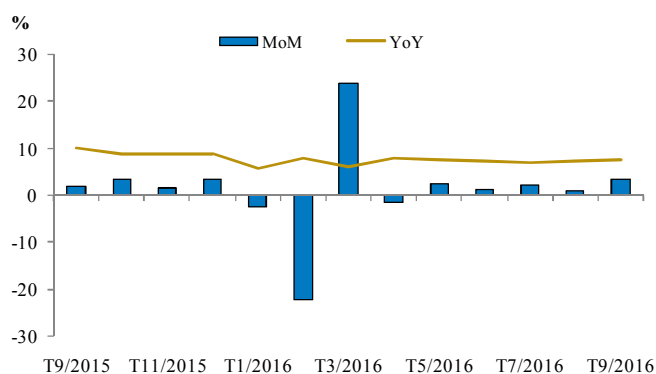
## Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



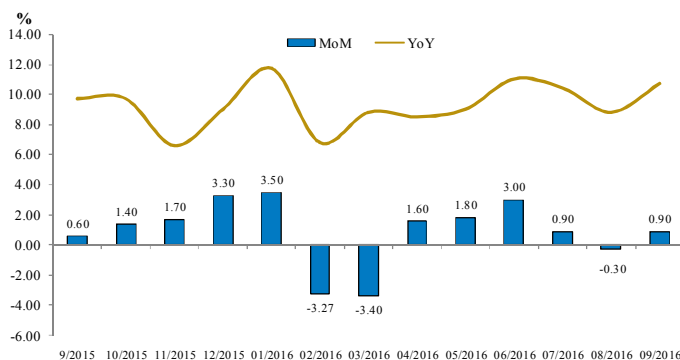
## Diễn biến giá một số nhóm hàng



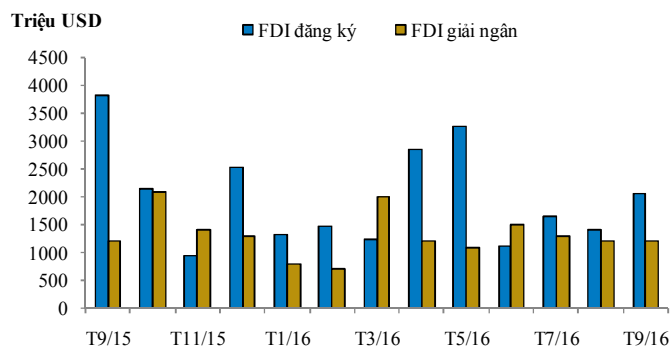
## Chỉ số sản xuất công nghiệp



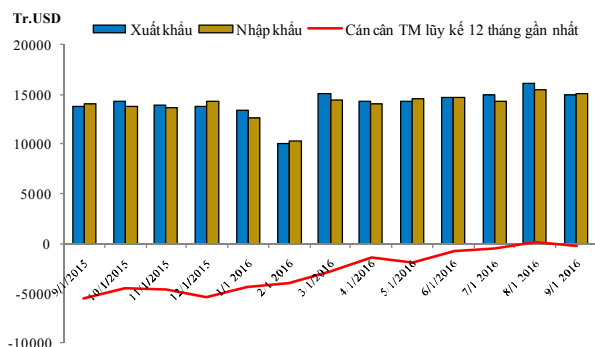
## Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng



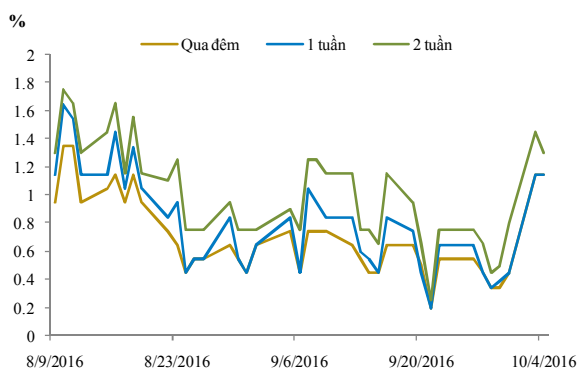
## FDI



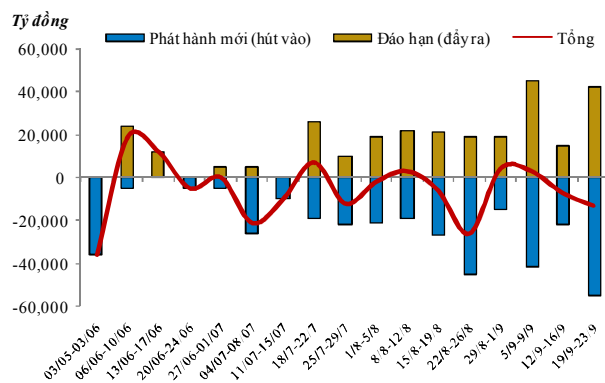
## Cán cân thương mại



## Lãi suất liên ngân hàng



## Hoạt động phát hành tín phiếu của NHNN

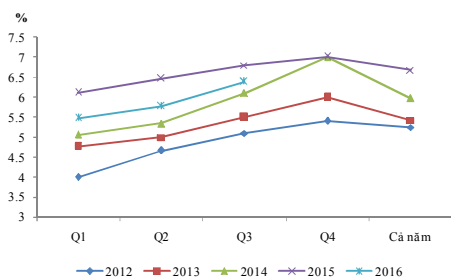


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- **Tăng trưởng GDP trong quý III mặc dù đã có sự cải thiện so với hai quý đầu năm với tín hiệu dần hồi phục trở lại của khu vực nông – lâm – thủy sản nhưng về cơ bản, Chính phủ sẽ cần rất nhiều nỗ lực để có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng từ 6,3-6,5% cho cả năm nay.**
- **Lạm phát cơ bản trong 9 tháng đầu năm nay nhìn chung vẫn duy trì ở mặt bằng khá thấp. Dự báo chỉ số lạm phát toàn phần YoY vào thời điểm cuối năm sẽ dao động quanh mức 5%.**
- **Tỷ giá ổn định và thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào là những điểm sáng của kinh tế vĩ mô trong quý III. Đây cũng là điều kiện thuận lợi để NHNN xem xét điều hành giảm mặt bằng lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng trong quý IV.**

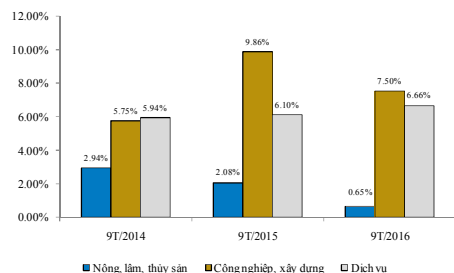
## Tăng trưởng GDP

Tăng trưởng GDP theo quý (%)



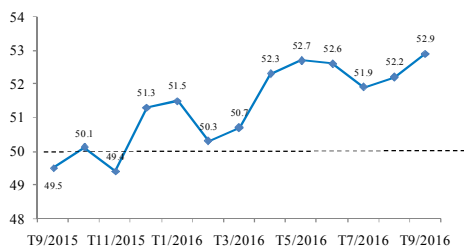
Nguồn: GSO, BVSC

Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO, BVSC

Chỉ số PMI



Nguồn: Nikkei, BVSC

**Khu vực nông lâm thủy sản đã có mức tăng trưởng dương sau khi liên tục suy giảm trong hai quý đầu năm. Mặc dù vậy tốc độ tăng GDP chung vẫn chưa đạt mục tiêu.**

Tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm nay đạt mức 5,93%. Mặc dù vẫn có sự cải thiện khá rõ nét qua từng quý (quý I tăng 5,48%; quý II tăng 5,78%; quý III tăng 6,4%) nhưng về cơ bản những mức tăng trên đều thấp hơn hẳn so với cùng kỳ năm 2015. Nguyên nhân chủ yếu do ngành công nghiệp khai khoáng tiếp tục giảm sút (chỉ số sản xuất ngành khai khoáng quý I tăng 0,2%; quý II giảm 5,3%; quý III giảm 6,8%) và ngành nông nghiệp tăng trưởng thấp. Trong mức tăng 5,93% của toàn nền kinh tế 9 tháng đầu năm nay, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ tăng 0,65%, là mức tăng thấp nhất so với cùng kỳ 6 năm gần đây, do vậy chỉ đóng góp 0,11 điểm phần trăm vào mức tăng chung. Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 7,5%, đóng góp 2,52 điểm phần trăm. Riêng chỉ có khu vực dịch vụ có tốc độ tăng trưởng cao hơn so với năm ngoái (6,66% so với 6,1%), đóng góp 2,55 điểm phần trăm.

Đáng chú ý, trong khu vực công nghiệp và xây dựng, mặc dù mức tăng của toàn khu vực chỉ đạt 7,5% - thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2015 (tăng 9,86%) nhưng ngành công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn duy trì được mức tăng khá tốt (11,22%). Diễn biến chỉ số PMI cũng thể hiện rõ điều này khi liên tục cách khá xa ngưỡng 50 điểm, thậm chí lên mức cao nhất trong vòng một năm rưỡi trở lại đây vào tháng 9 vừa qua với 52,9 điểm. Từ đó có thể thấy tốc độ tăng của cả khu vực chậm lại chủ yếu do ngành khai khoáng 9 tháng đầu năm nay tăng trưởng âm 3,6% với sự suy giảm của hoạt động khai thác dầu thô và khai thác than. Trong khi đó, ngành xây dựng tiếp tục tăng trưởng khá với tốc độ 9,1%, cho thấy sự phục hồi của thị trường bất động sản vẫn đang diễn ra.

## Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng 6,3-6,5% cho cả năm 2016

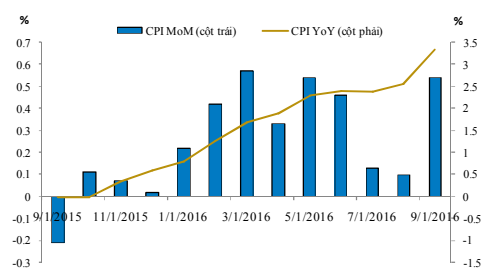
Trong phiên họp thường kỳ tháng 9, Thủ tướng nhấn mạnh Chính phủ sẽ nỗ lực để đạt mục tiêu tăng trưởng cao nhất là 6,3-6,5% cho năm nay. Với mức tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm chỉ là 5,93%, để đạt mục tiêu trên thì GDP riêng trong quý IV ước tính phải tăng 7,1-7,3%. Theo yếu tố mùa vụ hàng năm thì mức tăng trưởng GDP trong quý cuối năm thường cao nhất trong bốn quý do đây là giai đoạn cao điểm trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá để đạt mức tăng 7,1-7,3% như trên sẽ là nhiệm vụ không dễ dàng (mức tăng GDP của quý IV hai năm gần đây cũng chỉ xoay quanh 7%).

Theo BVSC, các giải pháp Chính phủ sẽ tập trung để thúc đẩy tăng trưởng trong ba

tháng còn lại sẽ là đẩy mạnh việc đưa tín dụng vào phát triển sản xuất kinh doanh, giảm lãi suất cho vay. Việc các ngân hàng thương mại gốc quốc doanh mới cắt giảm lãi suất huy động vào ngày 26/09 vừa qua có thể là tín hiệu mở đường cho thấy định hướng giảm mặt bằng lãi suất cho vay của NHNN. Bên cạnh đó, thúc đẩy mạnh mẽ giải ngân vốn đầu tư công cũng là giải pháp khả thi khi hoạt động phát hành TPCP đã hoàn thành kế hoạch và vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước trong 9 tháng đầu năm nay ước tính mới đạt 180 nghìn tỷ đồng, chỉ bằng 69,1% kế hoạch năm. Do vậy, dư địa giải ngân vốn đầu tư công còn lại vẫn khá lớn. Ngoài ra, thông tin Chính phủ mới đây đã giao Tập đoàn dầu khí Việt Nam tăng sản lượng khai thác dầu thêm 1 triệu tấn trong năm nay cũng sẽ tác động tích cực tới tăng trưởng GDP (theo một tính toán của Tổng cục Thống kê, mỗi tấn dầu khô khai thác sẽ giúp GDP tăng trưởng thêm 0,3%). BVSC dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam cho cả năm 2016 sẽ ở mức từ 6-6,3%.

## Lạm phát

### Lạm phát



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Diễn biến lạm phát trong cả quý III không có nhiều biến động trong tháng 7 và tháng 8 (chỉ tăng quanh mức 0,1%) nhưng tăng khá mạnh trong tháng 9 (0,54%) với nguyên nhân chủ yếu là do sự tăng giá bất thường của nhóm hàng giáo dục (tăng 7,19% MoM) do đồng loạt 53 tỉnh thành trên cả nước tăng học phí theo Nghị định của Chính phủ. Diễn biến này khiến cho lạm phát YoY tính đến thời điểm cuối tháng 9/2016 có mức tăng 3,34%. Trong khi đó, chỉ số lạm phát cơ bản (CPI sau khi loại trừ lương thực, thực phẩm tươi sống; năng lượng và mặt hàng do Nhà nước quản lý bao gồm dịch vụ y tế và dịch vụ giáo dục) mới chỉ tăng 1,85% so với cùng kỳ năm trước, cho thấy mức tăng giá của các nhóm hàng tiêu dùng chung (vốn không chịu bởi các diễn biến giá thất thường hay các quyết định điều chỉnh mang tính hành chính) vẫn duy trì ở mức khá thấp (tương đương với mức của cùng kỳ năm 2015).

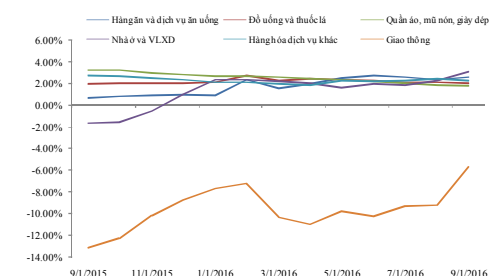
Cụ thể trong rổ tính CPI, giảm mạnh nhất vẫn là nhóm hàng giao thông (-5,7% YoY). Mức giảm trên đã thu hẹp đáng kể so với thời điểm cuối quý II (-10,24% YoY) sau các đợt tăng giá xăng dầu liên tiếp gần đây. Mười nhóm hàng hóa còn lại đều tăng giá so với cùng kỳ năm trước, trong đó tăng mạnh nhất là nhóm hàng thuốc và dịch vụ y tế (33% YoY), tiếp đến là nhóm hàng giáo dục (10,3% YoY). Nhóm chiếm tỷ trọng lớn nhất trong rổ tính CPI là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống chỉ tăng giá nhẹ (2,62% YoY).

Theo BVSC, diễn biến lạm phát cuối năm sẽ vẫn chịu một số áp lực tăng. Thứ nhất, giá xăng dầu có thể tiếp tục xu hướng phục hồi sau quyết định cắt giảm sản lượng dầu thô của các nước thành viên OPEC. Thứ hai, giá nhóm hàng thuốc và dịch vụ y tế ước tính vẫn tăng trong các tháng 10, tháng 11 và tháng 12 theo quyết định của bộ Y tế trong lộ trình điều chỉnh giá lần lượt tại các tỉnh thành. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá những áp lực này nhìn chung sẽ không quá lớn. Trong kịch bản trung bình, BVSC dự báo chỉ số lạm phát toàn phần YoY vào thời điểm cuối năm sẽ dao động quanh mức 4,5-5%.

## Tỷ giá

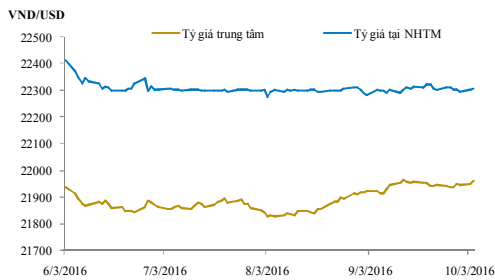
**Tỷ giá ổn định trong 9 tháng đầu năm.** Tính đến ngày 24/9/2016 tỷ giá trung tâm VND/USD chỉ tăng nhẹ 0,3% so với thời điểm cuối năm 2015. Trong 9 tháng đầu năm, tỷ giá trung tâm khá ổn định do USD có xu hướng giảm giá trên thị trường quốc

### Diễn biến giá các nhóm hàng hóa



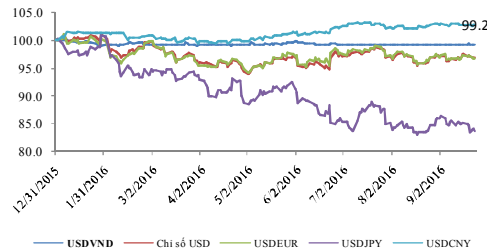
Nguồn: Bloomberg, BVSC

**Tỷ giá**



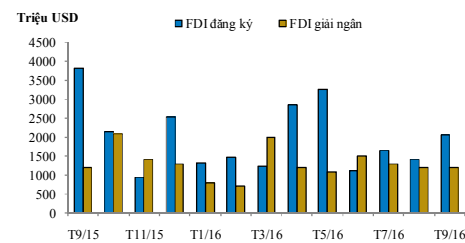
Nguồn: Bloomberg, BVSC

**Tỷ giá VND so với một số ngoại tệ chủ chốt**



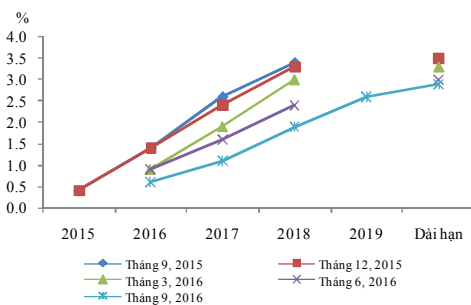
Nguồn: Bloomberg, BVSC

**Vốn FDI**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

**Dự báo lãi suất FED Fund rate**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

tế. Theo số liệu của Bloomberg, chỉ số đo lường giá trị của USD so với một số đồng tiền chủ chốt thậm chí giảm gần 4% so với cuối năm 2015. Diễn biến của tỷ giá dường như phụ thuộc nhiều vào thời điểm Ủy ban thị trường mở liên bang của Mỹ (FOMC) có cuộc họp về bình thường hóa lãi suất. Trong quý 3, tỷ giá trung tâm có diễn biến tăng kể từ giữa tháng 8 cho tới trước khi kết quả cuộc họp của FOMC được công bố. Tuy nhiên, việc tiếp tục trì hoãn nâng lãi suất của FOMC một lần nữa đã hỗ trợ cho tỷ giá VND. Tương tự như tỷ giá trung tâm, tỷ giá trung bình mua vào-bán ra trên thị trường cũng khá ổn định; giảm nhẹ 0,8% so với thời điểm cuối năm 2015.

**Thặng dư trong cán cân thanh toán tổng thể là cơ sở quan trọng để tỷ giá tiếp tục ổn định trong Quý 4/2016.** Số liệu công bố chính thức của NHNN cho thấy trong hai quý đầu năm 2016, cán cân thanh toán tổng thể luôn được duy trì trạng thái thặng dư với giá trị lần lượt là khoảng 3,5 tỷ và 3,2 tỷ USD. Cán cân thanh toán tổng thể đạt thặng dư có đóng góp đáng kể của thương mại hàng hóa, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, và chuyển giao vãng lai (kiều hối). Số liệu của Tổng cục Thống kê cho biết tính chung 9 tháng đầu năm, Việt Nam đã xuất siêu 2,76 tỷ USD, trong đó khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 14,38 tỷ USD; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài xuất siêu 17,14 tỷ USD. Trong khi đó, vốn FDI giải ngân trong ba quý qua ước tính đạt 11,02 tỷ USD, tăng 12,4% so với cùng kỳ năm 2015.

Thặng dư cán cân thanh toán, cộng với diễn biến ổn định của USD trên thị trường quốc tế đã tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN đẩy mạnh mua vào USD, giúp gia tăng quỹ dự trữ ngoại hối. Tính đến cuối quý 2, dự trữ ngoại hối của Việt Nam ước tính vào khoảng 35 tỷ USD. Tuy chưa có số liệu chính thức về cán cân thanh toán trong quý 3, nhưng thông tin từ phiên họp thường kỳ Chính phủ tháng 9 cho thấy trong 9 tháng đầu năm NHNN đã mua vào tổng cộng 11 tỷ USD. Lượng mua vào này đã đẩy quy mô quỹ dự trữ ngoại hối lên khoảng 40 tỷ USD, tương đương với 3 tháng nhập khẩu.

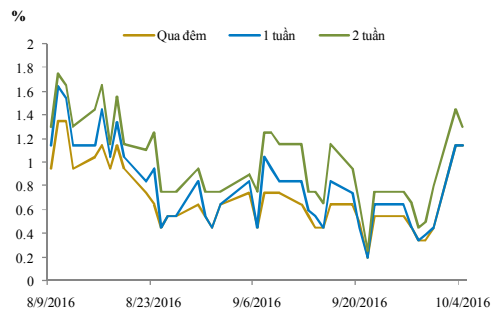
**Lộ trình tăng lãi suất của Fed sẽ không gây áp lực nhiều lên tỷ giá.** Các dự báo lãi suất của Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) kể từ thời điểm tháng 9/2015 đến nay (3 tháng/lần) đã liên tục điều chỉnh giảm quy mô của các đợt tăng lãi suất. Chẳng hạn, các dự báo lãi suất cho cuối năm 2016 đã liên tục giảm từ mức 1,5%, xuống 0,9%, và gần đây là 0,6%. Như vậy, tuy FED vẫn giữ nguyên cam kết bình thường hóa (tăng) lãi suất nhưng mức độ tăng đã được điều chỉnh giảm xuống khá nhiều so với các dự báo trước đây. Dự báo mới nhất về lãi suất công bố vào cuối tháng 9 cho thấy Fed dự kiến sẽ nâng lãi suất lên 0,6% vào cuối năm 2016 và lên mức 1,1% vào cuối năm sau. Những biến động trên thị trường tài chính quốc tế kể từ thời điểm Vương quốc Anh quyết định rời khỏi Liên minh châu Âu và sự phục hồi chậm của kinh tế thế giới đã khiến FED cân trọng hơn trong quyết định nâng lãi suất của mình. Những thay đổi này trong chính sách tiền tệ của Mỹ là cơ sở quan trọng cho dự báo của chúng tôi là tỷ giá sẽ không có biến động nhiều vào quý 4/2016.

**Lãi suất**

**Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tiếp tục giảm trong quý 3 và xác lập mức thấp nhất trong lịch sử nhiều năm trở lại đây.** Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm xuống dưới mức 1% cho tất cả các kỳ hạn qua đêm, 1 tuần và 2 tuần. Xu hướng giảm này tiếp tục được duy trì sau đợt giảm mạnh cuối quý 2 xuống dưới 2%, từ mức bình quân 4% – 5% trước đó. Lãi suất giảm do Ngân hàng Nhà nước đã chủ động bơm tiền ra hệ thống và được thực hiện chủ yếu qua kênh tăng mua dự trữ ngoại



### Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Bảng 1: Lãi suất huy động

	< 1 tháng	1 - 6 tháng	6 - 12 tháng	> 12 tháng
Tháng 1	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 2	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 3	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 4	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 5	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 6	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 7	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 8	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
Tháng 9	0.8 - 1.0	4.5 - 5.4	5.4 - 6.5	6.4 - 7.2
26/9	0.3 - 0.5	4.3 - 4.8	5.3 - 5.5	6.5 - 6.8

Bảng 2: Lãi suất cho vay

	Lãi suất cho vay		Ngân hàng thương mại Nhà nước	
	Ngắn hạn	Trung và dài hạn	Ngắn hạn	Trung và dài hạn
Tháng 1	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.8	9.3 - 10.5
Tháng 2	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.8	9.3 - 10.5
Tháng 3	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.8	9.3 - 10.5
Tháng 4	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.8	9.3 - 10.5
Tháng 5	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.5	9.3 - 10.3
Tháng 6	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.5	9.3 - 10.3
Tháng 7	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.5	9.3 - 10.3
Tháng 8	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.5	9.3 - 10.3
Tháng 9	7.8 - 9.0	10.0 - 11.0	6.8 - 8.5	9.3 - 10.3

hối quốc gia. Bên cạnh đó, thanh khoản trong hệ thống có dấu hiệu dư thừa khá lớn từ giữa quý 2 đến nay còn do tốc độ tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán luôn cao hơn tăng trưởng tín dụng. Số liệu cập nhật đến ngày 20/9 của Tổng cục Thống kê cho thấy tổng phương tiện thanh toán tăng 11,76% so với cuối năm 2015; cao hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng trong cùng thời kỳ ở mức 10,46%.

**Dư thừa thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng đã tạo tiền đề cho việc cắt giảm lãi suất huy động vào cuối quý 3.** Tuy nhiên, dường như chưa có sự liên thông tức thời giữa lãi suất trên thị trường liên ngân hàng với lãi suất huy động từ các tổ chức và dân cư. Chúng tôi cho rằng sự lệch pha về kỳ hạn giữa dòng vốn trên thị trường 2 liên ngân hàng, đa phần mang tính ngắn hạn trên khung tuần, và thị trường 1 từ tổ chức và dân cư, đa phần với các kỳ hạn 1 tháng trở lên có thể là nguyên nhân gây ra độ trễ. Thêm vào đó, động lực chủ yếu giúp tăng trạng thái dư thừa thanh khoản của hệ thống đến từ hoạt động mua dự trữ ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), lại rất khó đoán định về mức độ cũng như khả năng tiếp diễn, nên các NHTM cũng giữ tâm lý thận trọng nghe ngóng. Chỉ đến khi Tổng cục Thống kê công bố số liệu lạm phát tháng 9 vẫn ở mức tương đối thấp, tăng 3,34% so với cùng kỳ năm trước, và không loại trừ khả năng có tín hiệu bật đèn xanh từ NHNN nên tốp các ngân hàng lớn đã yên tâm hơn và có quyết định cắt giảm lãi suất huy động vào cuối tháng 9. Theo đó, kể từ ngày 26/9/2016 lãi suất huy động từ dân cư và các tổ chức của các ngân hàng thương mại lớn có sở hữu nhà nước, bao gồm Vietcombank, Vietinbank, và BIDV đồng loạt giảm từ 0,3% - 0,5% cho tất cả các kỳ hạn ngắn dưới một năm.

**Xu hướng lãi suất trong thời gian tới tiếp tục phụ thuộc chủ yếu vào hoạt động điều tiết cung tiền của NHNN và một phần từ quyết định tăng lãi suất của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED).** NHNN sẽ phải cân đối giữa việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng tín dụng và những áp lực từ hai yếu tố lạm phát – tỷ giá theo tính mùa vụ cuối năm. Chúng tôi cho rằng, mặc dù áp lực từ lạm phát và tỷ giá có thể sẽ tăng dần trong những tháng cuối năm nhưng rủi ro chưa quá lớn (được nhận định trong các phần tương ứng của báo cáo). Trong bối cảnh đó, việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng tín dụng nhiều khả năng sẽ được ưu tiên hơn, nhất là khi mức tăng trưởng đang có phần chậm lại so với cùng kỳ. Tuy vào cuối tháng 9, Kho bạc Nhà nước lại tiếp tục điều chỉnh kế hoạch phát hành trái phiếu tăng thêm 31.000 tỷ đồng, sau khi hoàn thành sớm kế hoạch phát hành 250.000 tỷ cho cả năm 2016, nhưng mức điều chỉnh này không gây nhiều áp lực lên lãi suất. Với những cơ sở đó, mặt bằng lãi suất được dự báo sẽ tiếp tục giảm nhẹ và có thể lan tỏa trên diện rộng hơn, bao gồm cả sự tham gia của nhóm các NHTM tốp trung, hoặc đi ngang giữ ở mức thấp tương đối, trong kịch bản FED tăng lãi suất, trong thời gian tới – trong kịch bản này, mặc dù có thể gây ra những biến động ngắn hạn đối với tỷ giá nhưng lại giúp làm giảm áp lực đối với giá hàng hóa và lạm phát nói chung.

**Về trung hạn, việc xử lý các vấn đề mang tính cấu trúc của hệ thống ngân hàng thương mại, trong đó có nợ xấu và cơ cấu lại hệ thống sẽ có ảnh hưởng đến mặt bằng lãi suất tín dụng.** Mục tiêu cắt giảm lãi suất cho vay đang gặp phải một rào cản rất lớn mang tính cấu trúc là nợ xấu. Tính đến cuối tháng 6, 2016, tổng nợ xấu trong hệ thống ngân hàng thương mại là 129,979 tỷ đồng – tính theo tỷ lệ 2,58% dư nợ tín dụng trong cùng thời kỳ. Theo số liệu của NHNN, tổng nợ xấu được xử lý trong 6 tháng đầu năm là 59.700 tỷ đồng; trong đó 52% do khách hàng tự trả nợ, 15% bán lại cho Công ty quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng (VAMC), 12% do các ngân hàng dùng dự phòng rủi ro để xử lý nợ xấu, phần còn lại là các hình thức khác. Như vậy phần nhiều trong kết quả xử lý nợ xấu là do khách hàng tự trả nợ, nhưng bao nhiêu

phần trong số này là do khách hàng vay nợ mới để trả nợ cũ trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng trở lại? Xử lý nợ xấu vẫn cần những luật lệ rõ ràng hơn về quyền tài sản, thực thi các giao dịch có tài sản đảm bảo, và thực thi phá sản để có thể giải quyết vấn đề một cách thực chất hơn. Hơn nữa, việc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thương mại cũng cần được đẩy mạnh để không những hỗ trợ giải quyết nợ xấu mà còn giúp hệ thống ngân hàng thương mại phát triển lành mạnh hơn trong tương lai.

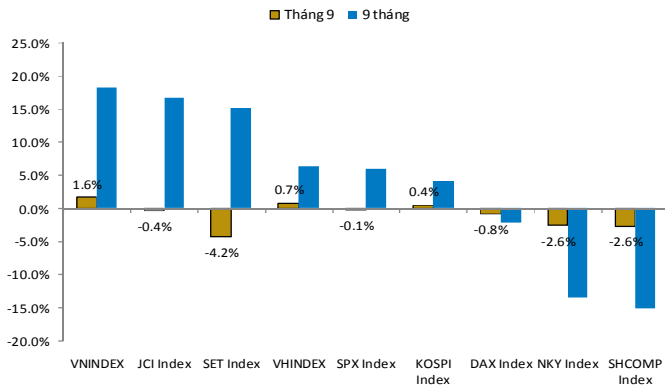
### **Kết luận**

Tăng trưởng GDP trong quý III mặc dù đã có sự cải thiện so với hai quý đầu năm với tín hiệu dần hồi phục trở lại của khu vực nông – lâm – thủy sản nhưng về cơ bản, Chính phủ sẽ cần rất nhiều nỗ lực để có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng từ 6,3-6,5% cho cả năm nay. Giảm lãi suất cho vay, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công là những giải pháp được đánh giá là tương đối khả thi để thực hiện mục tiêu trên. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP cả năm sẽ đạt khoảng 6-6,3% - thấp hơn so với mục tiêu của Chính phủ.

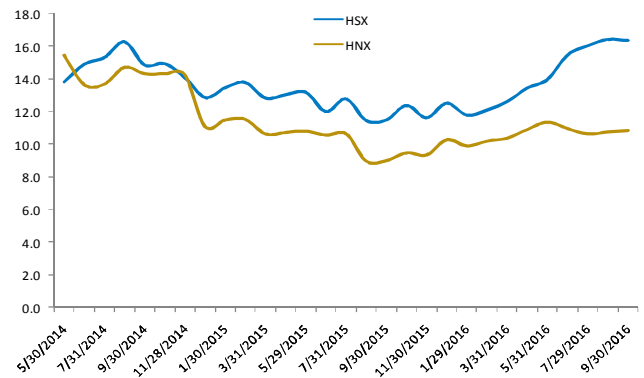
Lạm phát cơ bản trong 9 tháng đầu năm vẫn duy trì ở mặt bằng khá thấp. Bên cạnh đó, tỷ giá ổn định đã giúp NHNN mua vào một lượng lớn ngoại tệ nhằm cải thiện dự trữ ngoại hối. Dưới tác động của động thái này, thanh khoản hệ thống ngân hàng luôn ở trạng thái dồi dào trong phần lớn thời gian của quý III. Đây là những điểm sáng của kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong quý vừa qua đồng thời là điều kiện thuận lợi để NHNN xem xét điều hành giảm mặt bằng lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng trong quý IV.

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

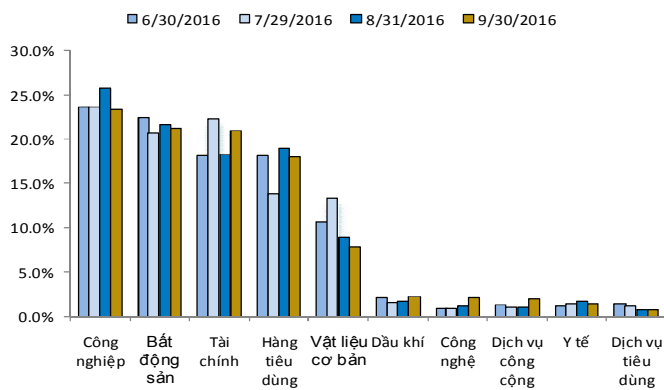
## Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



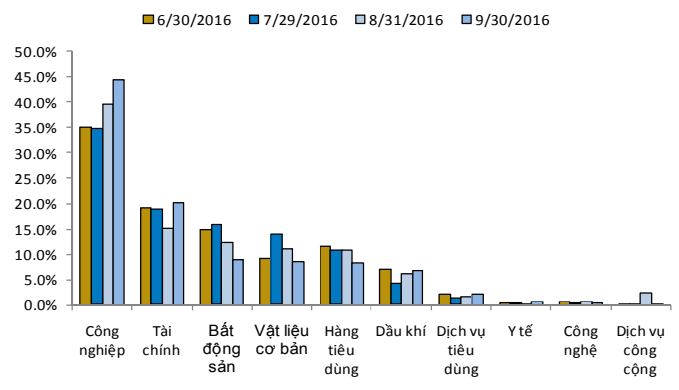
## P/E tại HSX và HNX



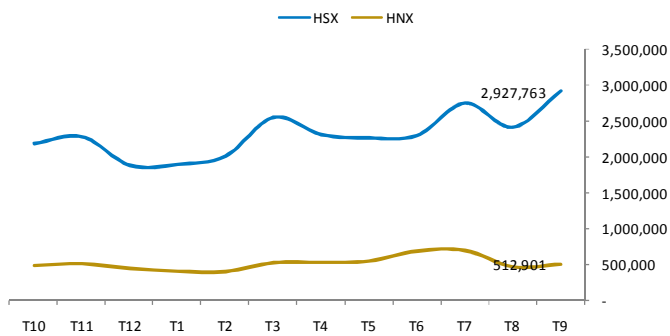
## Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



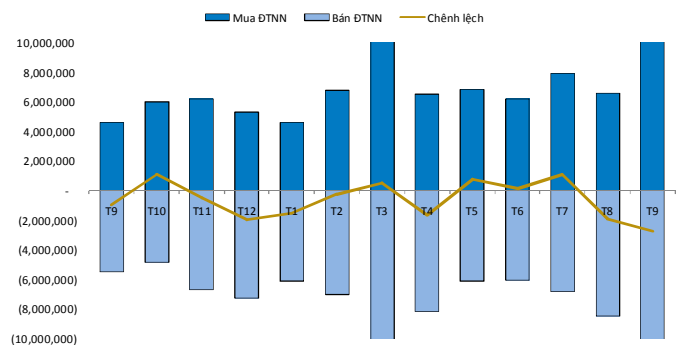
## Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



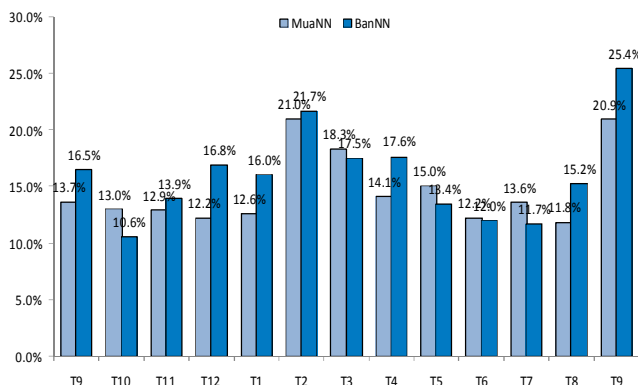
## Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



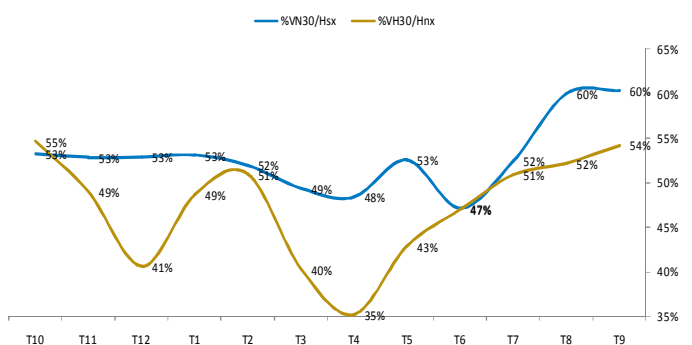
## Giao dịch nhà ĐTTN trong tháng tại HSX



## Tỷ trọng giá trị GD ĐTTN/giá trị GD toàn thị trường



## Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và Hnx30



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC



- **Thị trường chứng khoán quý III diễn biến với các nhịp tăng giảm đan xen nằm trong xu hướng tăng chủ đạo.**
- **Khối ngoại bán ròng hơn 3.500 tỷ trên sàn HoSE trong quý III.**
- **Biến động ở mặt bằng lãi suất, chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới, biến động giá dầu hay các thông tin liên quan đến việc thoái vốn, niêm yết các doanh nghiệp nhà nước lớn... sẽ có tác động đến diễn biến TTCK trong quý 4.**

### Thị trường chứng khoán quý 3 diễn biến với các nhịp tăng giảm đan xen nằm trong xu hướng tăng chủ đạo

Diễn biến các ngành có biến động lớn về giá trong quý 3

5 ngành diễn biến tích cực nhất	Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Vật liệu xây dựng	22.9%	HTI, NTP, BMP, BCC, VCS...
Du lịch	21.5%	VNS, TCT, RIC, DSN, GTT...
Thép	21.0%	HSG, POM, TLH, DTL, VIS...
Bảo hiểm	20.3%	BVH, PVI, VNR, BMI, BIC...
Thực phẩm	19.1%	VNM, KDC, HVG, VHC, SBT...

5 ngành diễn biến tiêu cực nhất	Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Thiết bị điện	-3.3%	SAM, PAC, TAG, TYA, TIE...
Khai khoáng	-7.8%	FCM, BMC, TVD, KSA, NBC...
Đa tiện ích	-8.0%	PGD, CNG, CLW, PCG, PGT
Dệt may	-8.9%	TCM, GMC, KMR, KHA, TNG...
Đồ gia dụng	-15.9%	DQC, EVE, TTF, LIX, RAL...

Đóng góp đến điểm số của VNINDEX trong quý 3 từ 10 mã có tác động mạnh nhất

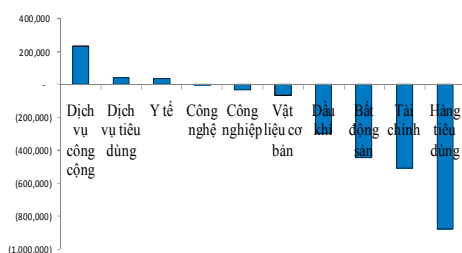
Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
VNM	+15.94
GAS	+7.83
VCB	+5.61
ROS	+4.76
VIC	+4.63
Mã đóng góp tiêu cực	Tác động đến chỉ số
TTF	-2.09
STB	-1.49
HNG	-0.98
DRH	-0.91
HAG	-0.82

**Thị trường chứng khoán quý 3 diễn biến với các nhịp tăng giảm đan xen nằm trong xu hướng tăng chủ đạo và thanh khoản được duy trì ở mức cao.** Sau sự kiện Brexit xảy ra cuối tháng 6, TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng có sự hồi phục mạnh mẽ. Chỉ số Vnindex lần đầu tiên vượt đỉnh 8 năm vào giai đoạn giữa tháng 7 trước khi bước vào nhịp điều chỉnh kéo dài cho tới hết tuần đầu tháng 8. Từ tuần thứ 2 tháng 8 cho đến hết quý 3, chỉ số Vnindex quay lại xu hướng hồi phục khá tích cực, tiếp tục xác lập đỉnh cao mới vào cuối quý bất chấp hai tuần giảm điểm nhẹ vào đầu tháng 9 do những ảnh hưởng tiêu cực từ đợt tái cơ cấu danh mục của 2 quỹ. Đáng chú ý là trong quý 3, độ rộng thị trường nghiêng hoàn toàn về số mã giảm điểm với 358 mã giảm trong khi chỉ có 290 mã tăng, bất chấp chỉ số Vnindex đã có mức tăng tương đối tích cực. Diễn biến trên cho thấy trên thực tế cơ hội tìm kiếm lợi nhuận của nhà đầu tư cá nhân trong khoảng thời gian này không thực sự cao do đã tăng phần lớn tập trung ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Tính chung cho cả quý, chỉ số Vnindex và Hnindex tăng/giảm lần lượt +8.5% và -0.2% và điểm số trong khi giá trị giao dịch tăng/giảm lần lượt +22.8% và -2% so với quý 2.

**Theo dõi các nhóm ngành (theo phân ngành ICB) trong quý 2, nhìn chung các nhóm ở top đầu có mức tăng tương đối tốt trong khi các nhóm ở top dưới có mức giảm vừa phải.** Trong đó, mức tăng ấn tượng nhất thuộc về ngành vật liệu xây dựng (+22.9%) với các mã tăng đột biến trong ngành có thể kể đến NTP, BMP và VCS... có nguyên nhân bên cạnh kết quả kinh doanh và tiềm năng tăng trưởng tích cực còn đến từ câu chuyện thoái vốn của SCIC tại NTP và BMP. Ngành có mức tăng trưởng đứng thứ 2 là du lịch (+21.5%), tuy nhiên đóng góp cho mức tăng này chủ yếu đến từ diễn biến tích cực ở mã đầu ngành VNS. Các ngành tăng trưởng mạnh còn lại trong top 5 còn có thép (+21%), bảo hiểm (+20.3%) và thực phẩm (+19.1%). Ở chiều ngược lại, các ngành giảm mạnh nhất gồm có đồ gia dụng (-15.9%), dệt may (-8.9%) và đa tiện ích (-8%), đều là những ngành chiếm tỷ trọng nhỏ và không gây tác động lớn đến chỉ số Vnindex.

### Khối ngoại bán ròng hơn 3.500 tỷ trên sàn HoSE trong quý 3

Giá trị mua, bán ròng ở giao dịch khớp lệnh của nhà ĐTNN tại HSX trong quý 3



Khối ngoại bán ròng hơn 3.500 tỷ đồng trên sàn HoSE, trong đó nếu xét riêng giao dịch khớp lệnh trên sàn HoSE, khối này đã bán ròng hơn 1.900 tỷ đồng. Giá trị bán tập trung ở giai đoạn tháng 8, tháng 9 trong khi khối này vẫn duy trì hoạt động mua ròng trong tháng 7. Động thái bán ròng của khối ngoại tăng mạnh giai đoạn đầu tháng 8 đến nửa cuối tháng 9, với nguyên nhân bên cạnh việc chốt lời ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn sau giai đoạn tăng điểm nóng, còn xuất phát từ việc lo ngại cho khả năng FED sẽ nâng lãi suất trong kỳ họp tháng 9. Trên thực tế, sau khi cuộc họp kết thúc và FED quyết định chưa nâng lãi suất, giao dịch khối ngoại đã diễn ra theo

Top các mã được mua bán ròng qua giao dịch khớp lệnh của nhà ĐTNN tại HSX trong quý 3

Top mã mua ròng	Giá trị (tỷ đồng)
NT2	185,934,224
PVT	183,162,331
SSI	154,976,498
BVH	128,490,660
DRC	106,141,199
Top mã bán ròng	Giá trị (tỷ đồng)
VCB	-328,899,958
MSN	-344,265,926
PVD	-390,807,236
VIC	-430,168,250
VNM	-991,626,858

chiều hướng ổn định và cân bằng hơn.

Xét riêng giao dịch khớp lệnh trên cả 2 sàn, khối này mua ròng mạnh các ngành dịch vụ công cộng (233 tỷ đồng), dịch vụ tiêu dùng (43 tỷ đồng) và y tế (38 tỷ đồng) trong khi bán ròng mạnh các ngành hàng tiêu dùng (877 tỷ đồng), tài chính (507 tỷ đồng) và bất động sản (445 tỷ đồng). Các mã được mua ròng mạnh qua giao dịch khớp lệnh trong quý 3 gồm có NT2 (186 tỷ đồng), PVT (183 tỷ đồng) và SSI (155 tỷ đồng) trong khi các mã bị bán mạnh gồm có VNM (992 tỷ đồng), VIC (430 tỷ đồng) và PVD (391 tỷ đồng).

### Các yếu tố tác động đến diễn biến thị trường trong 3 tháng cuối năm

#### *Yếu tố mùa vụ:*

Thống kê của BVSC từ dữ liệu trong 10 năm trở lại đây (2006-2015), nhìn chung quý 4 là quý có hiệu suất sinh lời thấp nhất trong 4 quý trên TTCK Việt Nam.

#### BIẾN ĐỘNG VNINDEX THEO QUÝ

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Q4	42.7%	-11.4%	-30.9%	-14.8%	6.6%	-17.8%	5.4%	2.4%	-8.9%	2.9%
Q3	2.2%	2.2%	14.3%	29.6%	-10.4%	-1.1%	-7.1%	2.4%	3.6%	-5.1%
Q2	2.4%	-4.4%	-22.7%	59.7%	1.6%	-6.2%	-4.2%	-2.0%	-2.3%	7.6%
Q1	63.8%	42.5%	-44.2%	-11.1%	0.9%	-4.9%	25.5%	18.7%	17.2%	1.0%

(nguồn: BVSC)

Trong 10 năm, quý 4 có 5 năm giảm điểm, con số này ở mức trung bình nếu so với 4 năm giảm của quý 3, 6 năm giảm của quý 2 và 3 năm giảm của quý 1. Tuy nhiên, lợi nhuận bình quân trong 10 năm của quý 4 chỉ ở mức -2,4%, trong khi lợi nhuận bình quân trong 10 năm của các quý 1, quý 2 và quý 3 lần lượt đạt +10,9%; +2,9% và +3,1. Ngoại trừ mức tăng đột biến của quý 4 năm 2006, các năm tăng điểm khác của quý 4 đều có mức tăng tương đối thấp (<7%) trong khi trong các năm giảm của quý 4, chỉ số Vnindex giảm điểm mạnh.

Đánh giá về hiện tượng trên, BVSC cho rằng có liên quan đến yếu tố mùa vụ, nhu cầu sử dụng vốn của doanh nghiệp và người dân trong các tháng cuối năm. Giai đoạn này, các doanh nghiệp thường chốt đơn hàng và lượng tiền mặt cần để thanh toán hợp đồng lẫn chuẩn bị lương thưởng cho nhân viên là rất lớn. Bên cạnh đó, cũng có những nhu cầu khác như mua sắm trang thiết bị, sửa sang phòng ốc, nhà cửa, mua sắm chuẩn bị cho tết dương và tết âm... của cả khách hàng cá nhân lẫn doanh nghiệp. Tương tự như hiện tượng cao điểm tín dụng của ngân hàng giai đoạn cuối năm, nhu cầu vốn tăng cao cũng khiến dòng tiền trên TTCK bị rút bớt trong quý 4, gây tác động xấu đến điểm số. Mặc dù vậy, đây là yếu tố thống kê từ dữ liệu lịch sử và chỉ có tính chất tham khảo. Trên thực tế, trong 5 năm trở lại đây, chỉ số Vnindex cũng có 3 năm tăng điểm nhẹ trong quý 4, cho thấy mặc dù yếu tố mùa vụ có ít nhiều ảnh hưởng, tuy nhiên không phải yếu tố quyết định tác động đến diễn biến chỉ số.

#### *Biến động của mặt bằng lãi suất:*

Thị trường chứng khoán Việt Nam 9 tháng đầu năm được hưởng lợi lớn từ chính sách tiền tệ nới lỏng của Ngân hàng Nhà nước, thể hiện qua cung tiền M2 được mở rộng, lãi suất trên thị trường 2 giảm mạnh, thanh khoản của hệ thống ngân hàng thương mại ở trạng thái dư thừa. Tín hiệu tích cực ở mặt bằng lãi suất huy động đã xuất hiện giai đoạn cuối tháng 9 khi mà hàng loạt các Ngân hàng lớn là BIDV,

Vietcombank, Vietinbank và Agribank đồng loạt giảm lãi suất huy động kỳ hạn ngắn. Bằng phương pháp kinh tế lượng chúng tôi nhận thấy ảnh hưởng ở mặt bằng lãi suất tác động đến diễn biến TTCK rõ nét nhất sau 3 tháng.

Trong phần đầu của báo cáo về đánh giá xu hướng lãi suất các tháng cuối năm, chúng tôi có đưa ra nhận định mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục giảm nhẹ và có thể lan tỏa diện rộng hơn, bao gồm cả sự tham gia của nhóm các NHTM tầm trung. Trong kịch bản FED tăng lãi suất trong các tháng cuối năm, lãi suất dự kiến đi ngang và giữ ở mức thấp. Như vậy có thể nhận xét yếu tố về mặt chính sách tiền tệ trong nước sẽ tiếp tục hỗ trợ diễn biến TTCK các tháng cuối năm, đặc biệt ở nhóm cổ phiếu ngân hàng (NIM tăng do lãi suất huy động giảm trong khi tốc độ giảm ở lãi suất cho vay có độ trễ nhất định), cổ phiếu bất động sản (lãi suất thấp kích thích nhu cầu mua nhà), cổ phiếu vật liệu xây dựng (được hưởng lợi gián tiếp từ thị trường bất động sản) và cổ phiếu nhóm các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy vay nợ ở mức cao...

### ***Các thông tin trong nước có tầm ảnh hưởng lớn:***

*Tiến trình cổ phần hóa và thoái vốn ở các doanh nghiệp nhà nước, niêm yết các doanh nghiệp lớn trên sàn sẽ có tác động đến diễn biến của TTCK trong quý 4.* Trong đó, đáng chú ý là các thông tin liên quan đến việc niêm yết các doanh nghiệp vốn hóa lớn như Sabeco, Habeco, ACV... giúp thanh khoản và vốn hóa thị trường tăng mạnh, gia tăng tính hấp dẫn của TTCK Việt Nam. Theo thông tin mới nhất, Sabeco dự kiến sẽ được niêm yết trên sàn HoSE ngay trong tháng 12 tới đây, nếu giá cổ phiếu của Sabeco duy trì mức trên 100.000 đồng/cổ phiếu, vốn hóa thị trường của doanh nghiệp này sẽ ở mức hơn 64 nghìn tỷ đồng, đủ sức cạnh tranh vị trí top 5 doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất sàn với CTG và chắc chắn biến động của giá cổ phiếu Sabeco trong giai đoạn đầu mới lên sàn sẽ có tác động rất lớn đến chỉ số Vnindex.

*Lộ trình thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp lớn đang niêm yết như FPT, BMP, NTP... và đặc biệt là VNM sẽ tiếp tục thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư trong nước và quốc tế.* Mặc dù đa số các cổ phiếu trong danh sách thoái vốn của SCIC đã có nhịp tăng trưởng khá ấn tượng thời gian vừa qua nhưng yếu tố này sẽ còn tiếp tục tạo kỳ vọng trong thời gian tới. Tại quanh các thời điểm có thông tin cụ thể về lộ trình thoái vốn của SCIC, các cổ phiếu liên quan sẽ còn thu hút sự chú ý của dòng tiền đầu tư và được hưởng lợi về biến động giá.

*Câu chuyện mở room ngoại sẽ tiếp tục hâm nóng diễn biến TTCK trong quý 4,* đặc biệt với nhóm ngành dược với các kỳ vọng của thị trường về việc mở room ở các mã đầu ngành như DHG, IMP... sau khi DMC đã chính thức được mở room vào đầu tháng 9. Bên cạnh đó, câu chuyện mở room ngoại ở ngân hàng lên trên mức 30% hiện nay có thể sẽ được nhắc đến trong quý 4, khi mà mới đây Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc cho biết Việt Nam có thể nâng giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong các ngân hàng nội lên trên mức 30% trong buổi gặp mặt hôm 15/9 với 16 quỹ đầu tư trong khuôn khổ chuyến thăm Hồng Kông Trung Quốc (các cổ phiếu ngân hàng đã kín hoặc gần kín room có thể kể đến ACB, CTG, EIB, MBB...). Bên cạnh đó, liên quan đến giao dịch của khối ngoại ở nhóm cổ phiếu ngân hàng, một sự kiện có tầm ảnh hưởng lớn đến diễn biến của chỉ số là nếu không được nói room, VCB đang đứng trước khả năng bị loại khỏi danh mục 2 quỹ ETFs nếu ngân hàng này phát hành riêng lẻ thành công cho nhà đầu tư nước ngoài (số cổ phiếu bị bán ra ước tính đạt khoảng 26 triệu cổ phiếu).

*Lộ trình triển khai các sản phẩm phái sinh trên TTCK cũng sẽ thu hút được sự quan*

*tâm của nhà đầu tư.* Theo thông tin mới nhất, công tác chuẩn bị cho xây dựng hệ thống giao dịch và thanh toán cho TTCK phái sinh đang đúng kế hoạch và sẵn sàng từ quý 1/2017, trong khi công tác hoàn thiện khung pháp lý đã hoàn tất. Như vậy là nếu đúng như kế hoạch, nhà đầu tư có thể có thêm các công cụ phái sinh, phục vụ cho hoạt động đầu tư trên TTCK ngay từ đầu năm 2017, giúp tăng tính hấp dẫn của thị trường, thu hút nhà đầu tư mới tham gia và cũng là một bước tiến quan trọng giúp TTCK Việt Nam tiến gần hơn với các tiêu chuẩn để được nâng hạng lên thị trường mới nổi theo chuẩn của MSCI. Yếu tố này cũng có thể tạo kỳ vọng về khả năng hưởng lợi cho nhóm các công ty chứng khoán.

### **Các thông tin quốc tế có tầm ảnh hưởng lớn:**

*Thông tin đáng chú ý đầu tiên liên quan đến lộ trình nâng lãi suất của FED.* Theo đánh giá của CME Group (Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade), dựa vào giao dịch ở các hợp đồng tương lai, xác suất FED nâng lãi suất trong các kỳ họp tới được đánh giá như sau:

**Lộ trình nâng lãi suất (Fed fund rate) của FED**

Lãi suất	11/2/2016	12/14/2016	2/1/2017	3/15/2017
0.25%-0.50%	86.60%	41.10%	37.90%	32.80%
0.50%-0.75%	13.40%	51.80%	50.90%	49.20%
0.75%-1%	0	7.10%	10.60%	16%
1%-1.25%	0	0	0.60%	1.90%

*(theo CME group ngày 5/10/2016)*

Trong cuộc họp chính sách vào tháng 9, chủ tịch Fed, bà Yellen, đã tuyên bố “nâng lãi suất 1 lần trong năm nay là việc làm thích hợp” nếu diễn biến nền kinh tế theo đúng kỳ vọng của FED cũng như không có rủi ro mới nào xuất hiện. Từ đánh giá của CME Group, có thể thấy thị trường đang đánh giá khả năng FED nâng lãi suất trong kỳ họp đầu tháng 11 tới đây ở mức rất thấp (chỉ 13.4%), với nguyên nhân chính đến từ lo ngại biến động bất lợi của thị trường tài chính trong cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ diễn ra ngay sau đó sẽ cộng hưởng với việc nâng lãi suất, làm xáo trộn thị trường tài chính ở nước này. Việc nâng lãi suất trong kỳ họp tháng 12 trở nên thực tế hơn với xác suất giữ nguyên như hiện tại chỉ ở mức 41,1%. Điều này phù hợp với các tuyên bố của các quan chức FED trong cuộc họp tháng 9, cũng như xu hướng tốt lên của thị trường việc làm. Mặc dù vậy, số liệu về tăng trưởng GDP yếu, lạm phát không đạt kỳ vọng, hay các rủi ro mới xuất hiện (tăng trưởng chậm lại ở Trung Quốc, các NHTW khác đẩy mạnh nới lỏng tiền tệ, kết quả bầu cử tổng thống gây nhiều xáo trộn cho thị trường tài chính, rủi ro khủng hoảng kinh tế quay trở lại...) đều có thể tiếp tục trì hoãn việc FED nâng lãi suất trong tháng 12. BVSC đánh giá xác suất FED nâng lãi suất vào tháng 12 ở mức 60% là phù hợp, các đánh giá mới sẽ liên tục được chúng tôi cập nhật.

Trong lần nâng lãi suất đầu tiên vào tháng 12/2015, dòng tiền FII đầu tư vào Việt Nam đã trực tiếp bị ảnh hưởng, với tổng giá trị bán ròng trong giai đoạn từ nửa đầu tháng 11/2015 đến giữa tháng 2/2016 lên tới hơn 200 triệu USD, tác động đáng kể vào diễn biến lao dốc của chỉ số Vnindex trong giai đoạn này. Nếu FED nâng lãi suất vào cuối năm nay, xu hướng bán ròng của khối này nhiều khả năng sẽ tái diễn, mặc dù quy mô có thể không lớn bằng lần nâng lãi suất đầu tiên nhưng vẫn sẽ tác động tiêu cực đến diễn biến chỉ số.

Ngoài ra, chính sách tiền tệ của ECB và BOJ cũng sẽ có ảnh hưởng lớn đến biến động của TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng. Với nhiều dự đoán cho thấy 2 NHTW này vẫn sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng để kích thích kinh tế, thậm chí quy mô mua tài sản của BOJ có thể được gia tăng, đây vẫn là yếu tố có ảnh hưởng tích cực đến biến động TTCK. Kỳ họp chính sách tiền tệ của ECB sẽ diễn ra vào ngày 20/10 và 08/12 trong khi kỳ họp của BOJ sẽ diễn ra vào các ngày 31/10 và 19/12.

*Biến động giá dầu thô trong quý 4 tiếp tục ảnh hưởng đến diễn biến TTCK nói chung và cổ phiếu ngành dầu khí nói riêng.* OPEC trong buổi họp không chính thức mới đây diễn ra tại Algeria đã đồng ý phác thảo cho một thỏa thuận về việc cắt giảm sản lượng sản xuất dầu mỏ lần đầu tiên sau 8 năm. Theo đó OPEC dự kiến sẽ giảm 750 ngàn thùng/ngày, đưa sản lượng sản xuất về quanh mức 32,5 đến 33 triệu thùng/ngày. Đây là một tín hiệu hết sức tích cực đối với ngành dầu khí. Sự nhượng bộ giữa các bên quan trọng hơn nhiều so với việc sản lượng cắt giảm bao nhiêu. Chính động thái nhượng bộ giữa một trong các bên sẽ là điều kiện tiên quyết giúp cắt giảm sản lượng và giá dầu tăng ổn định trong dài hạn. Tuy nhiên, đây chỉ là một số thỏa thuận ban đầu, việc OPEC có cắt giảm chính thức hay không cũng như sản lượng cắt giảm cụ thể cho cả khối và cho từng thành viên sẽ được quyết định vào cuộc gặp chính thức của OPEC vào ngày 30/11/2016 tại Vienna (Áo). Ngoài ra, ngay cả khi khối OPEC đạt được thỏa thuận cắt giảm sản lượng mà không có sự tham gia của các nước ngoài OPEC, chênh lệch cung cầu dự kiến sẽ khó có thể được thu hẹp đáng kể do nguồn cung từ các nước ngoài OPEC, đặc biệt là dầu đá phiến ở Mỹ, sẽ nhanh chóng gia tăng trong khi Trung Quốc có thể sẽ cắt giảm lượng dầu nhập khẩu do nhu cầu suy yếu.

Tạm thời trong ngắn hạn tâm lý lạc quan của các nhà đầu tư với thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC sẽ giúp giá dầu cũng như giá cổ phiếu dầu khí có phản ứng tích cực (có thể giúp giá dầu WTI vượt lên trên 50 USD/thùng). Giai đoạn cuối quý, biến động giá dầu sẽ phụ thuộc vào kết quả cuộc họp chính thức của OPEC diễn ra tại Vienna vào ngày 30/11. Nếu thỏa thuận bị phá vỡ, kịch bản giá dầu quay về mức 30-40 USD/thùng có thể lặp lại. Trong trường hợp cuộc họp ở Vienna có thể đưa ra một thỏa thuận toàn diện, chi tiết, mức độ cam kết cao với sự tham gia của nhiều bên, có thể kỳ vọng giá dầu hướng đến mốc quanh 60 USD/thùng.

### **Giới thiệu quan điểm đầu tư**

Thị trường chứng khoán Việt Nam 9 tháng đầu năm đã đạt được mức tăng trưởng tích cực nhờ vào bối cảnh thuận lợi của chính sách vĩ mô trong nước, cùng sự hồi phục của giá hàng hóa thế giới. Mặc dù vậy, xu hướng đi lên trong quý 4 sẽ gặp nhiều thử thách khi mà có một số yếu tố rủi ro ngoại biên tiềm ẩn. Bên cạnh đó, với mức P/E hiện nay quanh 16.3 của chỉ số Vnindex, mặc dù chưa phải là đắt so với các nước mới nổi trong khu vực như Thái Lan (19.9), Indonesia (29.7), Philippine (21.39) nhưng cũng không còn rẻ so với mức P/E quanh 10 tại giai đoạn đầu năm và so với 1 số nước trong cùng nhóm thị trường cận biên như Pakistan (12.95) và Srilanka (13.2)...

Trong kịch bản tích cực, chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ được duy trì, mặt bằng lãi suất giảm, cuộc họp OPEC mang lại thỏa thuận thực tế, FED chưa nâng lãi suất trong khi các NHTW Nhật và Châu Âu tăng cường các gói nới lỏng, cuộc bầu cử tổng thống Mỹ không gây nên các xáo trộn trên thị trường tài chính... có thể



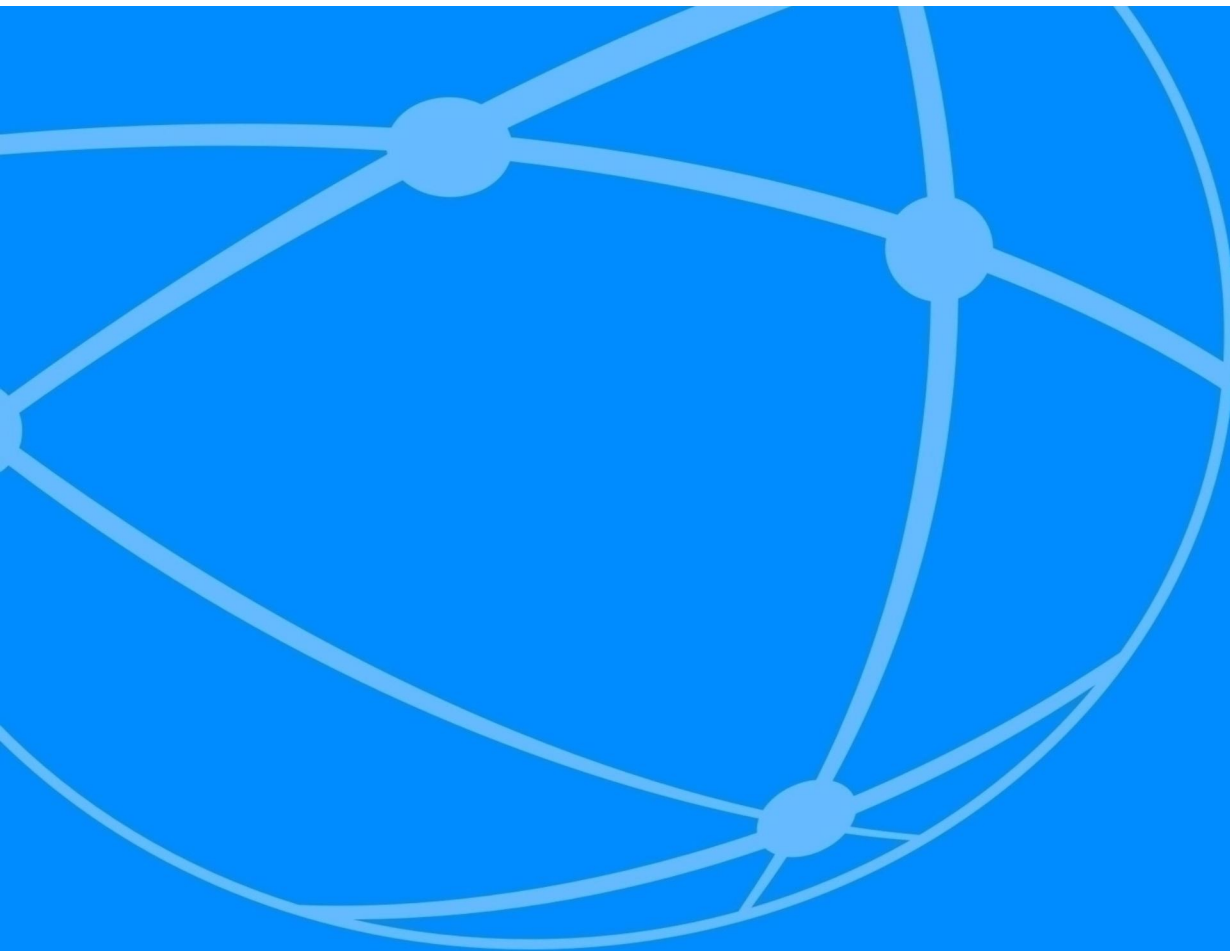
kỳ vọng chỉ số Vnindex kéo dài đà tăng điểm trong quý 4 với đích hướng tới quanh vùng 720-730 của chỉ số (có thể xuất hiện các nhịp giảm điểm ngắn trước các thời điểm mang tính then chốt như các phiên họp chính sách của các NHTW, cuộc họp OPEC cuối tháng 11 hay cuộc bầu cử tổng thống Mỹ đầu tháng 11...).

### Cập nhật quan điểm đầu tư ngành

Ngành	Mã tiêu biểu	Triển vọng	Điểm đáng chú ý
<b>Ngân hàng</b>	VCB, CTG, BID...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tín hiệu tích cực từ mặt bằng lãi suất huy động (giúp tăng NIM), cùng với lộ trình tái cơ cấu đang trong giai đoạn then chốt</li> <li>- Kỳ vọng từ việc nới room lĩnh vực ngân hàng</li> </ul>
<b>Bất động sản, xây dựng</b>	VIC, KDH, DXG, SJS, CTD...	Tích cực (mang tính phân hóa tùy vào quỹ đất và phân khúc dự án)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mặt bằng lãi suất thấp tương đối kết hợp sự phục hồi của nền kinh tế giúp kích thích nhu cầu mua nhà</li> </ul>
<b>Chứng khoán</b>	SSI, HCM, VND, BVS...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KQKD quý 3 dự kiến tăng trưởng tích cực nhờ tăng trưởng giá trị giao dịch thị trường so với các quý trước trên cả 2 sàn</li> <li>- Tiềm năng từ chứng khoán phái sinh, giao dịch T0, bán chứng khoán chờ về.</li> <li>- Mặt bằng giá cổ phiếu còn tương đối rẻ so với thị trường chung và chưa tăng trong nhịp vừa qua</li> </ul>
<b>Dầu khí</b>	GAS, PVS, PGS...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kỳ vọng đà hồi phục của giá dầu, đặc biệt sau khi OPEC đạt được thỏa thuận sơ bộ về cắt giảm sản lượng trong kỳ họp vừa qua tại Algeria</li> <li>- Nhóm dịch vụ dầu khí có thể được hưởng lợi từ việc tăng sản lượng khai thác dầu trong 3 tháng cuối năm.</li> <li>- Tuy nhiên đà hồi phục của giá dầu còn phụ thuộc vào kết quả cuộc họp chính thức của OPEC cuối tháng 11</li> </ul>
<b>Vật liệu xây dựng</b>	HPG, BMP, NTP...	Trung tính	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiếp tục hưởng lợi từ đà hồi phục ở thị trường bất động sản</li> <li>- Câu chuyện thoái vốn của SCIC có thể tiếp tục củng cố đà tăng ở các mã có liên quan</li> <li>- Tuy nhiên mặt bằng giá đa số các cổ phiếu đã ở mức cao và có thể xuất hiện các đợt rung lắc mạnh.</li> </ul>
<b>Khu công nghiệp</b>	KBC, LHG, D2D...	Trung tính	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FDI vào Việt Nam tăng mạnh, hứa hẹn tiềm năng cho các doanh nghiệp kinh doanh hạ tầng KCN</li> <li>- Mặc bằng giá cổ phiếu đã tăng mạnh khiến rủi ro xuất hiện các nhịp rung lắc khá lớn.</li> </ul>
<b>Điện</b>	PPC, VSH...	Trung tính (có sự phân hóa cao giữa các doanh nghiệp)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trong dài hạn, thị trường bán buôn bán lẻ điện phát triển và khi giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng lên sẽ hỗ trợ cho các DN</li> <li>- Lợi nhuận các doanh nghiệp như PPC, NT2... sẽ chịu tác động mạnh bởi biến động tỷ giá.</li> <li>- Hiện tượng Lanina xác suất cao sẽ</li> </ul>



			xảy ra giúp các doanh nghiệp thủy điện miền Trung như CHP, VSH, SBA hưởng lợi trong khi doanh nghiệp thủy điện miền Bắc như TBC chịu thiệt hại
<b>Công nghệ thông tin</b>	FPT, CMG, ELC...	Tích cực	- Cơ hội tăng trưởng từ hội nhập. Hưởng lợi từ việc chi tiêu đầu tư tăng từ khối ngân hàng và Chính phủ. Dịch vụ 3G và các dịch vụ GTGT khác tăng trưởng tốt.



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

### **Phân tích vĩ mô**

Trần Hải Yến

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)

### **Chịu trách nhiệm nội dung**

Ts. Bạch Ngọc Thắng

[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)

### **Phân tích chiến lược thị trường**

Trần Đức Anh

[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)

Ths. Nguyễn Xuân Bình

[nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn)