

## **BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2018**

**“Chớ thấy sóng cả mà ngã tay chèo”**



## TỔNG QUAN

### Kinh tế vĩ mô

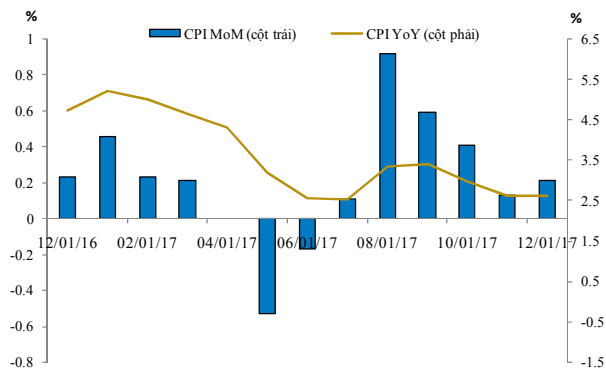
- ❑ Tăng trưởng GDP về đích ngoạn mục trong năm 2017 nhờ sự đóng góp lớn của ngành công nghiệp chế biến chế tạo với động lực đến từ các doanh nghiệp FDI. Dự báo tăng trưởng GDP năm 2018 sẽ ở mức 6,7-7%.
- ❑ Chỉ số CPI bình quân cả năm 2017 đạt mức tăng 3,53%, chủ yếu do tác động của việc tăng giá y tế và giáo dục. Rủi ro tiềm ẩn đối với chỉ số lạm phát chung trong năm 2018 sẽ đến từ xu hướng tăng giá của các loại hàng hóa cơ bản trên thế giới, điển hình nhất là giá xăng dầu và các nguyên vật liệu nhập khẩu. Dự báo lạm phát trung bình năm 2018 sẽ ở mức 3-3,5%.
- ❑ Tỷ giá có một năm bình lặng nhờ cung ngoại tệ trong nước dồi dào và diễn biến giảm của đồng USD trên thị trường thế giới. Với dự báo các yếu tố thuận lợi sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2018, chúng tôi chưa thấy nhiều rủi ro đối với tỷ giá trong năm nay.
- ❑ Về định hướng điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, sự thận trọng có thể vẫn còn trong năm 2018 nhưng mức độ nới lỏng nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì với tổng phương tiện thanh toán M2 và tín dụng sẽ có mức tăng tương đương với năm 2017. Trong kịch bản tích cực, nếu lạm phát trung bình năm 2018 có mức tăng thấp hơn dự báo thì sẽ có cơ hội để các ngân hàng điều chỉnh giảm lãi suất huy động, qua đó giúp mặt bằng lãi suất cho vay giảm thêm nhưng mức độ sẽ không lớn.

### Thị trường chứng khoán

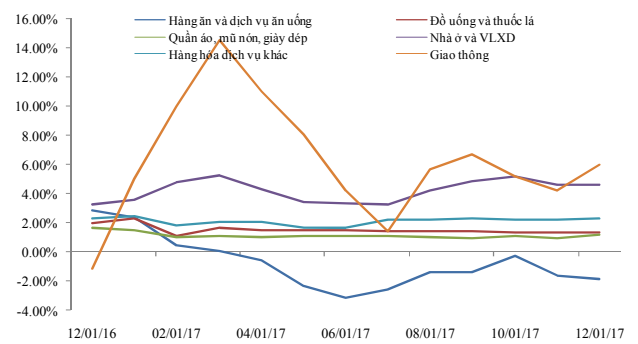
- ❑ TTCK Việt Nam trải qua năm 2017 với mức tăng trưởng ngoạn mục cả về điểm số lẫn giá trị giao dịch.
- ❑ Khối ngoại có năm mua ròng kỷ lục trên TTCK Việt Nam trong năm 2017, đóng góp lớn vào mức tăng của chỉ số Vnindex.
- ❑ Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm đạt được nhiều kết quả tích cực với tăng trưởng ở cả doanh thu, lợi nhuận ở toàn bộ 10 ngành được quan sát.
- ❑ Các yếu tố chính hỗ trợ TTCK trong năm 2018 là chuyển biến tích cực của nền kinh tế, hoạt động SXKD các doanh nghiệp tiếp tục khởi sắc, định hướng nới lỏng tiền tệ của NHNN, sự sôi động trong hoạt động IPO, lên sàn niêm yết mới, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước và kỳ vọng vào việc nâng hạng thị trường của MSCI.

## KINH TẾ VĨ MÔ

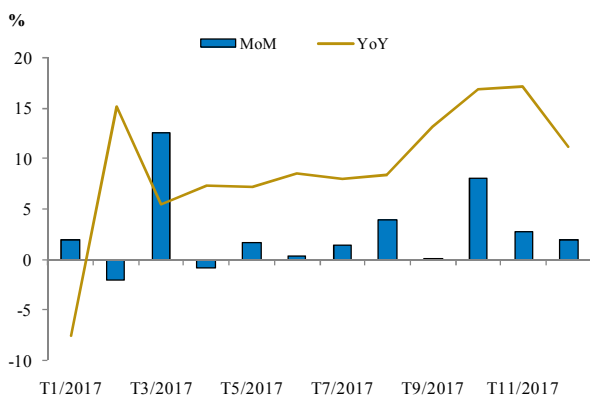
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



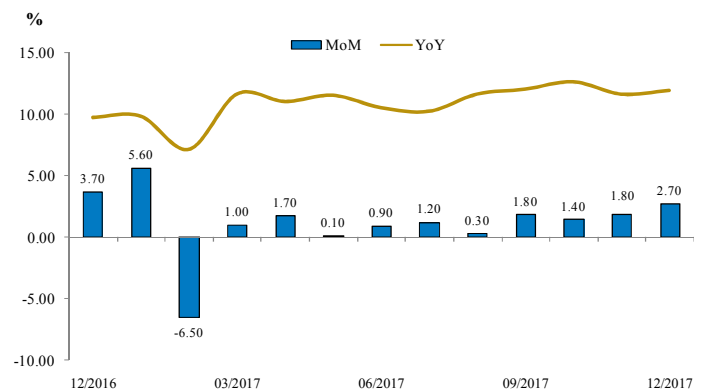
Diễn biến giá một số nhóm hàng



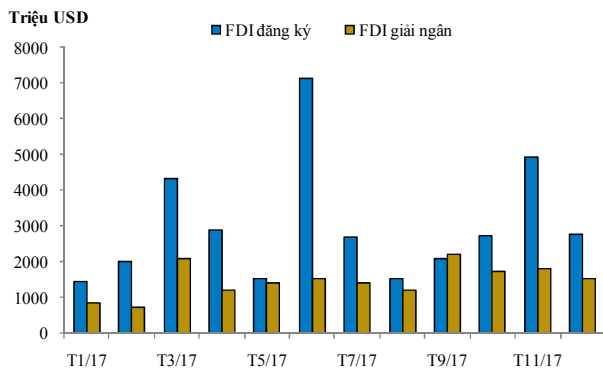
Chỉ số sản xuất công nghiệp



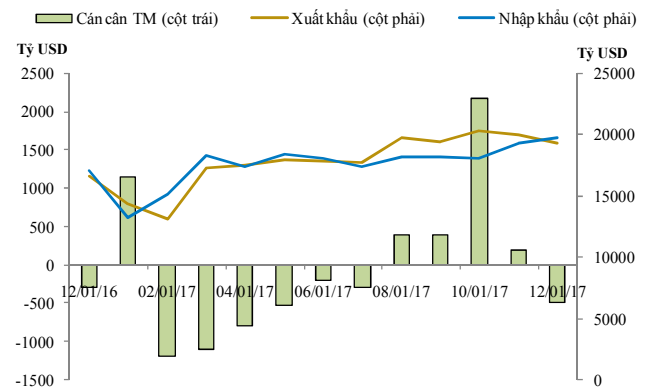
Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng



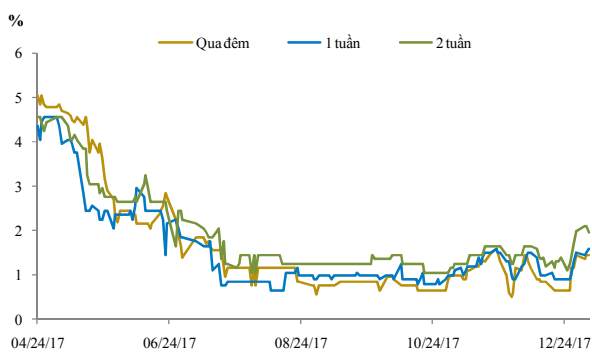
FDI



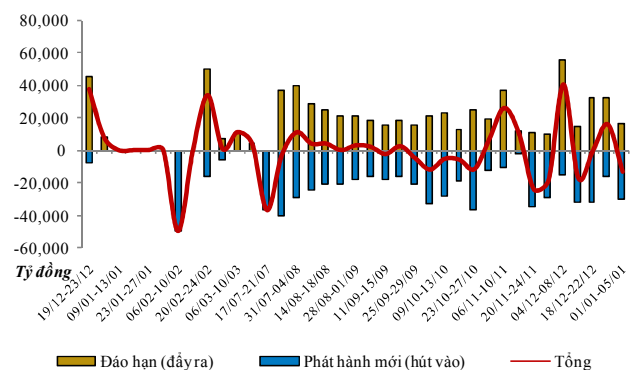
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



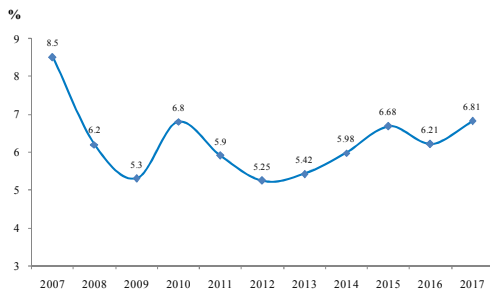
Hoạt động phát hành tín phiếu của NHNN



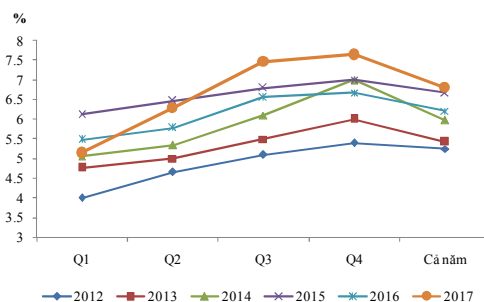
Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

## Tăng trưởng GDP

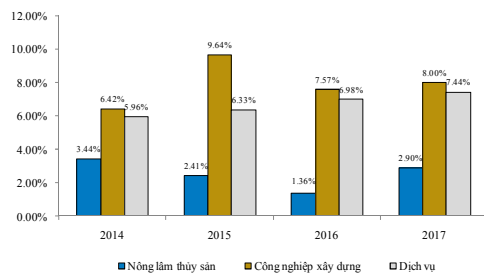
### Tăng trưởng GDP



### Tăng trưởng GDP các quý và cả năm

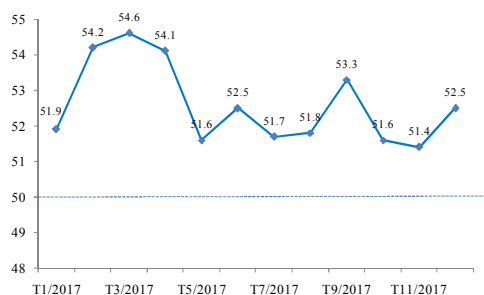


### Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO, BVSC

### Chỉ số PMI



Nguồn: Nikkei, BVSC

### GDP tăng vượt mục tiêu nhờ sự đóng góp lớn của khu vực FDI

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) năm 2017 ước tính tăng 6,81% so với năm 2016, trong đó quý I tăng 5,15%; quý II tăng 6,28%; quý III tăng 7,46%; quý IV tăng 7,65%. Mức tăng trưởng này vượt mục tiêu đề ra 6,7% và cao hơn mức tăng của các năm từ 2011-2016. Trên thực tế, việc hoàn thành, thậm chí vượt mục tiêu tăng trưởng 6,7% đề ra từ đầu năm đã được chúng tôi lưu ý ngay sau khi GDP có mức tăng trưởng mạnh trong quý III. Trong quý IV, các động lực chính của nền kinh tế như sản xuất công nghiệp, xuất khẩu và tiêu dùng nội địa tiếp tục giữ vững được đà tăng trưởng tốt kết hợp với yếu tố mùa vụ cuối năm nên mức tăng GDP vẫn tiếp tục khả quan, qua đó giúp tăng trưởng trong cả năm nay về đích ngoạn mục.

Về cơ cấu kinh tế, những điểm sáng đóng góp vào tăng trưởng của Việt Nam trong năm 2017 bao gồm:

**Khu vực nông lâm thủy sản tăng 2,9%, gấp hơn hai lần mức tăng của năm 2016.** Trong đó, ngành nông nghiệp với tỷ trọng lớn nhất tăng 2,07% (năm 2016 chỉ tăng 0,72%) cho thấy dấu hiệu phục hồi sau những ảnh hưởng nặng nề của thiên tai năm 2016. Ngoài ra, xu hướng chuyển đổi cơ cấu sản phẩm trong nội bộ ngành theo hướng đầu tư vào những sản phẩm có giá trị kinh tế cao đã mang lại hiệu quả.

**Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 8%, cao hơn mức tăng 7,6% của năm 2016.** Điểm sáng của khu vực này là ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với mức tăng 14,4% (mức cao nhất trong 7 năm gần đây). Báo cáo về chỉ số PMI do Nikkei công bố cũng củng cố cho nhận định trên khi cho thấy chỉ số này liên tục duy trì và cách khá xa ngưỡng 50 điểm trong suốt năm 2017. Ngoài lực cầu trong nước (tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 12% YoY) thì lực cầu từ nước ngoài cũng là nguyên nhân quan trọng giúp ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng cao. Cụ thể, xuất khẩu của Việt Nam có mức tăng 21,1% YoY trong năm 2017 (năm 2016 chỉ tăng 9%) với một số mặt hàng tiêu biểu như: điện thoại và linh kiện đạt 45,1 tỷ USD, tăng 31,4%; dệt may đạt 25,9 tỷ USD, tăng 8,8%; điện tử, máy tính và linh kiện đạt 25,9 tỷ USD, tăng 36,5%; giày dép 14,6 tỷ USD, tăng 12,6%; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng đạt 12,8 tỷ USD, tăng 26,4%; thủy sản đạt 8,4 tỷ USD, tăng 18,5%...

Ở chiều ngược lại, ngành khai khoáng tiếp tục năm thứ hai sụt giảm liên tiếp với mức giảm 7,10% (sâu nhất kể từ năm 2011) chủ yếu do sản lượng dầu thô khai thác giảm hơn 1,6 triệu tấn so với năm trước; sản lượng khai thác than cũng chỉ đạt 38 triệu tấn, giảm hơn 180 nghìn tấn.

**Khu vực dịch vụ tiếp tục là một điểm sáng** với mức tăng trưởng cao nhất (7,44%) kể từ năm 2012 đến nay. Khu vực này không những có sự cải thiện qua từng quý mà còn luôn duy trì được mức tăng cao nhất trong số ba khu vực chủ chốt của nền kinh tế. Một số ngành trong khu vực dịch vụ tăng khá so với năm trước là: bán buôn, bán lẻ (tăng 8,36%); hoạt động tài chính, ngân hàng, bảo hiểm (tăng 8,14%); hoạt động kinh doanh bất động sản (tăng 4,07% - mức cao nhất kể từ năm 2011 đến nay).

## Đóng góp lớn từ khu vực FDI

Từ năm 2014 trở lại đây, khi khai thác dầu thô bắt đầu sụt giảm thì tăng trưởng kinh tế của Việt Nam đã chuyển sang dựa khá nhiều vào ngành công nghiệp chế biến chế tạo. Năm 2017, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 14,4% so với năm 2016. Đây là mức tăng trưởng cao nhất trong vòng 6 năm trở lại đây. Trong đó, hai doanh nghiệp Samsung và Formosa đã góp phần đáng kể tạo nên điểm sáng này (đặc biệt là Samsung).

Theo Tổng cục Thống kê, năm 2017, kim ngạch xuất khẩu sản phẩm máy tính và linh kiện của Việt Nam đạt khoảng 25,9 tỷ USD, tăng 36,5%; điện thoại di động và linh kiện xuất khẩu đạt 45,1 tỷ USD, tăng 31,4%. Theo đó, hai loại sản phẩm xuất khẩu này chủ yếu thuộc về Samsung. Tính chung lại, Samsung đóng góp 5,43% vào mức tăng trưởng 14,4% của ngành công nghiệp chế biến chế tạo và 3,8% vào mức tăng trưởng chung của toàn ngành công nghiệp, tương đương mức đóng góp vào GDP chung khoảng 1%.

Với Fomosa Hà Tĩnh, mặc dù mới sản xuất kinh doanh từ năm 2016 nhưng đến năm 2017, doanh nghiệp này đã đóng góp 0,19% vào mức tăng 14,4% của ngành công nghiệp chế biến chế tạo, tương đương mức đóng góp vào GDP chung khoảng 0,03%.

Như vậy, theo ước tính của chúng tôi, cả Samsung và Formosa đã đóng góp khoảng 1,03% vào mức tăng trưởng 6,81% của Việt Nam trong năm 2017.

## Dự báo tăng trưởng GDP năm 2018

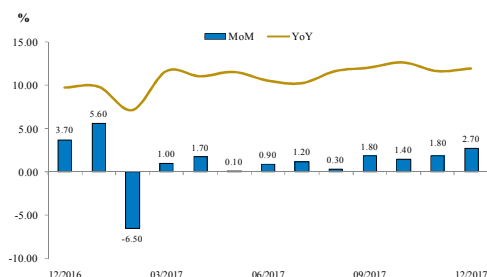
Trong bối cảnh năm 2018 được dự báo không có nhiều thiên tai nghiêm trọng cũng như kỳ vọng kinh tế tiếp tục nằm trong chu kỳ hồi phục thì nhiều khả năng khu vực nông-lâm-thủy sản và khu vực dịch vụ sẽ giữ được mức tăng trưởng tương đương hoặc nhỉnh hơn một chút so với năm 2017.

Riêng đối với khu vực công nghiệp-xây dựng, như chúng tôi đã phân tích ở phần trên, sự đóng góp của các doanh nghiệp FDI lớn vào tăng trưởng của Việt Nam là tương đối đáng kể. Do vậy, tình hình hoạt động của các doanh nghiệp này hoàn toàn có thể làm thay đổi kỳ vọng về mức tăng trưởng GDP, đặc biệt là các dòng sản phẩm mới của Samsung. Bên cạnh đó, trong năm 2017, vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam là 35,88 tỷ USD, đạt mức cao nhất trong vòng 10 năm qua, trong đó vốn giải ngân đạt mức 17,5 tỷ USD – cũng là mức cao nhất kể từ trước tới nay. 5 dự án FDI có vốn đăng ký lớn nhất trong năm qua là: Dự án Đầu tư xây dựng Nhà máy Nhiệt điện BOT Nghi Sơn 2, tổng vốn đầu tư 2,79 tỷ USD; Dự án Nhà máy Nhiệt điện BOT Vân Phong 1, tổng vốn đầu tư đăng ký 2,58 tỷ USD; Dự án Nhà máy Nhiệt điện BOT Nam Định 1, tổng vốn đầu tư 2,07 tỷ USD; Dự án Samsung Display tăng vốn thêm 2,5 tỷ USD ở Bắc Ninh và Dự án Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn, vốn đầu tư 1,27 tỷ USD. Nếu những dự án mới này được tiến hành giải ngân phần lớn số vốn đã đăng ký thì triển vọng hỗ trợ cho tăng trưởng GDP vẫn tương đối khả quan. Bên cạnh đó, các dự án hiện có như nhà máy thép Formosa cũng sẽ tăng công suất hoạt động trong năm 2018 khi cả 2 lò cao cùng hoạt động ổn định với sản lượng thép đạt công suất 6 đến 6,5 triệu tấn thép/năm, ước tính có thể đóng góp vào tăng trưởng GDP thêm khoảng 0,2%.

### Chỉ số sản xuất công nghiệp

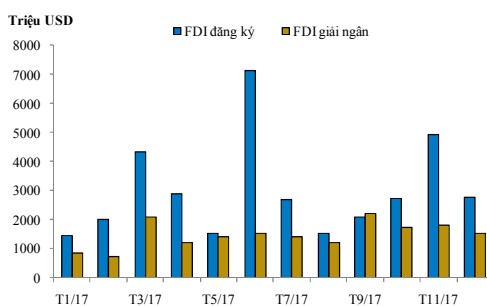


### Doanh số bán lẻ



Nguồn: GSO, BVSC

### Vốn FDI



Nguồn: GSO, BVSC

Từ góc độ đánh giá định tính và kết hợp với mô hình định lượng, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP khu vực nông lâm thủy sản trong năm 2018 tăng trưởng 2,6-2,8%; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 7,8-8%; khu vực dịch vụ tăng trưởng 7,6-7,8%. Qua đó, **tăng trưởng GDP năm 2018 sẽ ở mức 6,7-7%.**

## Lạm phát

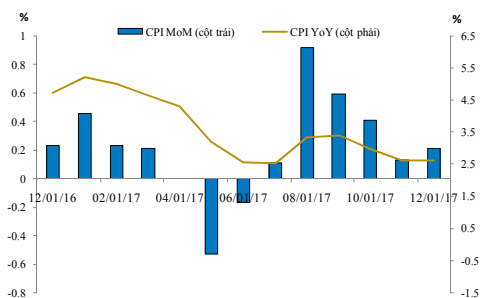
### Chỉ số CPI cả năm tăng thấp

Sau khi có diễn biến bất tăng mạnh trong quý III, chỉ số CPI trong quý IV đã hạ nhiệt nhanh chóng với mức tăng trung bình chỉ 0,25%/tháng (so với mức 0,54% trong quý III, -0,23% trong quý II và 0,3% trong quý I). Diễn biến này khiến cho lạm phát YoY tính đến thời điểm cuối tháng 12/2017 có mức tăng 2,6% và CPI bình quân cả năm 2017 cũng chỉ tăng 3,53% (dưới mục tiêu Quốc hội đề ra). 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) chỉ tăng 1,29% 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 ổn định.

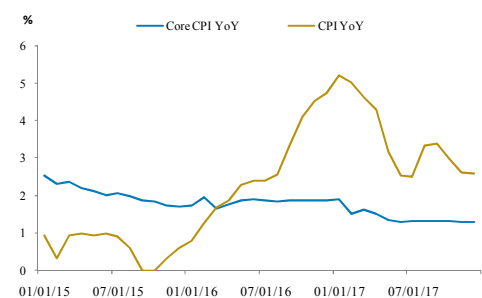
Về cơ bản, CPI bình quân năm 2017 chịu tác động lớn bởi một số nguyên nhân sau:

- ✓ Các địa phương điều chỉnh giá dịch vụ y tế, dịch vụ khám chữa bệnh theo Thông tư liên tịch số 37/2015/TTLT-BYT-BTC và Thông tư số 02/2017/TT-BYT. Riêng việc điều chỉnh giá nhóm hàng y tế (áp dụng cho cả người có bảo hiểm và người chưa có bảo hiểm) đã khiến CPI bình quân năm 2017 tăng 2,04%. Theo thống kê của BVSC, lộ trình điều chỉnh giá dịch vụ y tế theo hai bước của Thông tư 37 đã gần như hoàn tất. Do vậy, chúng tôi cho rằng **năm 2018, chỉ số CPI chung sẽ không chịu nhiều ảnh hưởng từ nhóm hàng y tế như năm 2016 và 2017.** Đây là một thuận lợi đối với chỉ số lạm phát năm 2018.
- ✓ Thực hiện lộ trình tăng học phí theo Nghị định số 86/2015/NĐ-CP làm chỉ số giá nhóm giáo dục tăng 7,29% YoY, tác động làm CPI bình quân năm 2017 tăng khoảng 0,5% so với năm 2016. Lộ trình tăng học phí này dự kiến đến năm 2021 mới kết thúc, do vậy BVSC cho rằng đây sẽ vẫn là nhân tố khiến chỉ số lạm phát chung tăng khoảng **0,5% mỗi năm** trong các năm tới.
- ✓ Giá dầu thế giới trung bình trong năm 2017 bất tăng khoảng 10% khiến giá xăng dầu trong nước liên tục phải điều chỉnh. Chỉ số giá nhóm hàng giao thông tăng 6,8% trong năm 2017, đóng góp khoảng 0,2% vào CPI chung.
- ✓ Ở chiều ngược lại, có một số yếu tố góp phần kiềm chế tốc độ tăng CPI trong năm 2017. Điển hình là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống có mức giảm 1,8% YoY, trong đó riêng nhóm thực phẩm giảm 2,6% YoY (chủ yếu giảm ở nhóm thịt tươi sống).

### Lạm phát

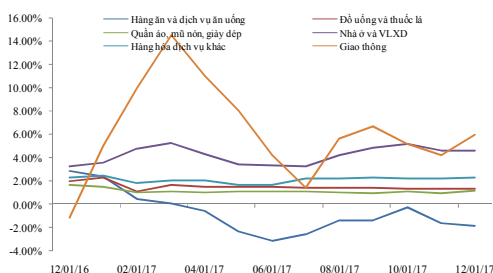


### Lạm phát toàn phần và lạm phát cơ bản



Nguồn: GSO, BVSC

### Diễn biến giá các nhóm hàng hóa



Nguồn: GSO, BVSC



### Dự báo lạm phát 2018

Như phân tích ở trên, nhóm hàng y tế sẽ không ảnh hưởng nhiều đến CPI trong năm 2018 do lộ trình điều chỉnh giá về cơ bản đã hoàn tất. Nhóm hàng giáo dục dự kiến sẽ vẫn làm tăng CPI chung thêm khoảng 0,5%. Như vậy, **ảnh hưởng của giáo dục và y tế đến CPI trong năm nay sẽ chỉ ở mức 0,7-0,8% (giảm mạnh so với mức 2,5% trong năm 2017)**. Rủi ro tiềm ẩn đối với chỉ số lạm phát chung có thể sẽ đến từ xu hướng tăng giá của các loại hàng hóa cơ bản trên thế giới, điển hình nhất là giá xăng dầu và các nguyên vật liệu nhập khẩu để sản xuất hàng hóa phục vụ nhu cầu trong nước. Nếu không có cú sốc hoặc biến cố gì lớn (đặc biệt là liên quan đến khả năng xảy ra cuộc chiến tranh giữa Ả Rập Saudi và Iran) thì giá dầu trung bình trong năm 2018 được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng (khoảng 10%) so với mức trung bình của năm 2017. Với mức tăng này, chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp đến nhóm hàng giao thông có thể sẽ không lớn nhưng tác động vòng hai liên đới đến giá các mặt hàng chung trên thị trường, đặc biệt là giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống (vốn chiếm tỷ trọng lớn nhất, gần 40%) có thể sẽ khó lường hơn. Mặc dù vậy, về cơ bản, những rủi ro khó lường của giá hàng hóa cơ bản tăng sẽ được trung hòa bởi mức độ tác động ít hơn của nhóm hàng y tế lên chỉ số CPI chung trong năm 2018.

Dựa trên mô hình định lượng có hiệu chỉnh các yếu tố định tính, có tính đến rủi ro tăng giá các loại hàng hóa cơ bản trên thế giới, chúng tôi dự báo **lạm phát trung bình trong năm 2018 sẽ có mức tăng từ 3-3,5%**.

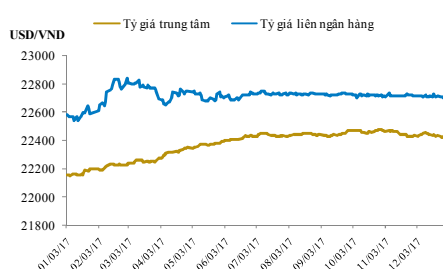
### Tỷ giá

**Tỷ giá trung tâm tăng, tỷ giá giao dịch tại các NHTM không thay đổi nhiều**

Diễn biến tỷ giá USD/VND trong năm 2017 cho thấy sự biến động trái chiều giữa tỷ giá trung tâm do NHNN công bố và tỷ giá giao dịch thực tế tại các NHTM. Theo quan sát của chúng tôi, tỷ giá trung tâm đã liên tục được NHNN điều chỉnh, tuy mức độ tăng qua từng phiên không quá lớn. Tính chung cho cả năm 2017, tỷ giá trung tâm tăng 1,2% so với thời điểm cuối năm 2016. Trong khi đó, tỷ giá bình quân liên ngân hàng lại gần như không có nhiều thay đổi, thậm chí giảm nhẹ 0,2% so với thời điểm đầu năm.

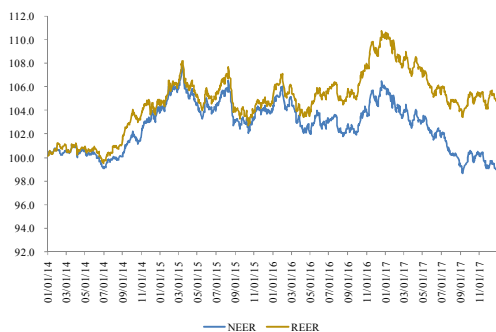
Theo mô hình tính toán của chúng tôi, tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER) của VND trong tương quan với 8 đồng tiền trong rổ tham chiếu (tính theo tỷ trọng thương mại giữa Việt Nam và các nước) có xu hướng giảm khá nhanh trong năm 2017, từ mức 106 điểm vào thời điểm đầu năm xuống còn 102 điểm vào thời điểm cuối tháng 6; 100,3 điểm vào thời điểm cuối tháng 9 và 98,5 điểm vào thời điểm cuối tháng 12. Sở dĩ NEER có xu hướng đi xuống là do đồng USD kể từ đầu năm đến nay đã giảm mạnh so với hầu hết các đồng tiền chủ chốt khác trên thế giới (chỉ số USD Index giảm khoảng 7% trong năm 2017). Do tỷ giá trung tâm và tỷ giá liên ngân hàng giữa VND và các đồng tiền khác vẫn chủ yếu được niêm yết theo USD và không có biến động lớn trong năm nên khi USD giảm giá so với EUR, CNY, JPY thì VND cũng giảm giá so với các đồng tiền này... So trong rổ 8 đồng tiền tham chiếu, VND

Diễn biến tỷ giá



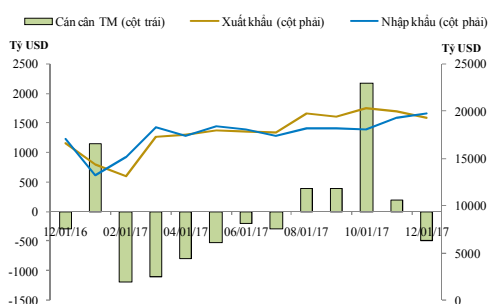
Nguồn: Bloomberg, BVSC

### Diễn biến NEER và REER



Nguồn: Bloomberg, BVSC

### Cán cân thương mại hàng hóa



Nguồn: Bloomberg, BVSC

đã mất giá 14,9% so với EUR; 12,5% so với KRW; 9,6% so với THB; 8,9% so với TWD; 8,2% so với SGD; 7% so với CNY và 4% so với JPY. Số lượng các đồng tiền tham chiếu và trọng số tính theo giá trị thương mại đều nghiêng về hướng VND giảm giá đã khiến cho đường NEER đi xuống khá nhanh. Chúng tôi cho rằng việc VND giảm giá khá mạnh so với các đồng tiền kể trên đã góp phần thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam vào hầu hết các thị trường trọng điểm như EU (38,3 tỷ USD, tăng 12,8%); Trung Quốc (35,3 tỷ USD, tăng 60,6%); ASEAN (21,7 tỷ USD, tăng 24,5%); Nhật Bản (16,8 tỷ USD, tăng 14,2%); Hàn Quốc (15 tỷ USD, tăng 31,1%).

Trên thực tế, diễn biến tỷ giá giao dịch tại các ngân hàng cho thấy diễn biến khá bình lặng và hầu như không thay đổi so với thời điểm cuối năm ngoái. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân một phần đến từ diễn biến thuận lợi của thị trường tiền tệ thế giới (khi NEER của VND so với rổ tham chiếu đi xuống) và phần khác là do diễn biến cung cầu về ngoại tệ thực tế trên thị trường. Cụ thể, cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam tiếp tục ở trạng thái xuất siêu năm thứ hai liên tiếp với 2,7 tỷ USD (tương đương với năm 2016). Ngoài ra, cán cân vốn của Việt Nam cũng đang có thặng dư tốt nhờ dòng vốn FDI và FII. Cụ thể, giải ngân vốn FDI đạt 17,5 USD; tăng 10,8% YoY trong khi vốn FII tiếp tục chảy mạnh vào TTCK Việt Nam với giá trị mua ròng của khối ngoại ở hai kênh trái phiếu và cổ phiếu ước tính đạt gần 2 tỷ USD. Ngoài ra, nguồn kiều hối được nhận định vẫn duy trì ở mức khả quan (riêng nguồn kiều hối về Tp.HCM trong năm 2017 ước đạt 5 tỷ USD). Những yếu tố thuận lợi về nguồn cung nêu trên đã giúp bình ổn tỷ giá, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi để NHNN mua vào một lượng lớn ngoại tệ, đưa dự trữ ngoại hối của Việt Nam lên mức kỷ lục 52 tỷ USD vào cuối năm 2017 (ngay trong tuần đầu tiên của tháng 1/2018, NHNN đã mua thêm được 1 tỷ USD, đưa dự trữ ngoại hối lên mức 53 tỷ USD).

### Sẽ tiếp tục bình ổn trong năm 2018

Nhìn ở góc độ tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER) trong mô hình phân tích của chúng tôi thì hiện NEER đang ở mức tương đối thấp (dưới 100 điểm). Theo quan sát của chúng tôi, xét từ năm 2014 trở lại đây, mỗi khi đường NEER tăng và chạm mốc 106 điểm thì áp lực phá giá VND sẽ xuất hiện (hàm ý VND tăng giá có thể gây bất lợi tới xuất khẩu). Nếu chiếu theo mốc 106 điểm thì hiện NEER đang ở vùng khá an toàn, do vậy chúng tôi chưa thấy nhiều rủi ro đối với tỷ giá trong năm 2018.

Về chính sách tiền tệ của Mỹ, trong cuộc họp mới nhất, FED vẫn giữ nguyên dự kiến sẽ tăng lãi suất thêm 3 lần mỗi năm trong năm 2018 và 2019. Các nhà hoạch định chính sách dự báo lãi suất của FED sẽ tăng lên mức 3,1% vào năm 2020, cao hơn một chút so với mức lãi suất trung tính là 2,8% mà họ mong đợi được duy trì trong thời gian dài. Mặc dù liên tiếp tăng lãi suất trong năm 2017 nhưng theo quan sát của BVSC, động thái này gần như không có sự hỗ trợ đáng kể nào đối với đồng USD (có thể do kế hoạch tăng lãi suất của FED đã được công bố trước đó khá lâu, nằm trong kỳ vọng của thị trường do vậy thông tin đã phản ánh đáng kể vào giá). Trên cơ sở đó, rất có thể thị trường cũng sẽ có phản ứng tương tự đối với các động thái tăng lãi



suất của FED trong năm 2018. Nếu điều này xảy ra, áp lực giảm giá VND cũng sẽ không lớn trong năm nay. **Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND giao dịch tại các NHTM nhiều khả năng sẽ tiếp tục đi ngang hoặc chỉ mất giá nhẹ 1-2% để bù vào yếu tố chênh lệch lạm phát trong năm 2018.**

## Lãi suất

### Thanh khoản hệ thống ngân hàng khá dồi dào trong nửa cuối năm 2017

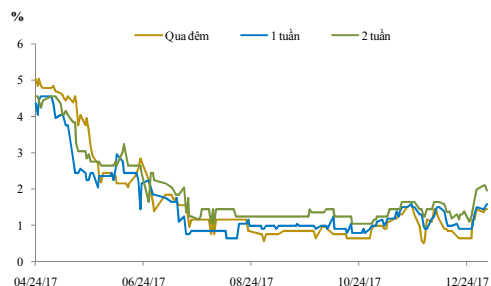
Trong nửa đầu năm 2017, do thận trọng với tình hình lạm phát, NHNN đã giảm mức độ nới lỏng cung tiền bằng cách không đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán M2 (chỉ tăng 5,69% trong 6 tháng đầu năm). Tuy nhiên, trong hai quý cuối năm, khi diễn biến lạm phát đã cho dấu hiệu hạ nhiệt, cung tiền M2 đã được đẩy ra với tốc độ nhanh hơn (tăng 16% cho cả năm 2017, tương đương với mức tăng gần 10% trong hai quý cuối năm). Điều này giúp cho thanh khoản hệ thống ngân hàng ở trạng thái khá dồi dào, thể hiện qua đà sụt giảm mạnh của lãi suất liên ngân hàng, phổ biến chỉ còn khoảng 1,2-1,5%/năm cho các kỳ hạn qua đêm, một tuần và hai tuần. Hoạt động bơm/hút vốn cũng được NHNN sử dụng khá nhịp nhàng qua hai kênh OMO và tín phiếu. Tổng lượng vốn NHNN hút ròng về qua hai kênh này trong năm 2017 đạt 32.690 tỷ đồng.

### Tăng trưởng tín dụng vẫn cao hơn tăng trưởng M2 nhưng khoảng cách đã được thu hẹp so với thời điểm cuối quý II

Tính đến ngày 31/12/2017, tổng phương tiện thanh toán M2 ước tăng 16% so với cuối năm 2016, phần tăng thêm này tương đương 1,13 triệu tỷ đồng. Trong khi đó, tăng trưởng tín dụng có phần vượt trội hơn, đạt 18,17%, tương đương với phần tăng thêm khoảng 1 triệu tỷ đồng. Như vậy, chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và phần tăng thêm tín dụng tại thời điểm 31/12/2017 theo tính toán của chúng tôi là 131.000 tỷ đồng. So với mức -13.000 tỷ đồng vào thời điểm cuối quý II thì phần chênh lệch này đã tăng thêm khoảng 144.000 tỷ đồng.

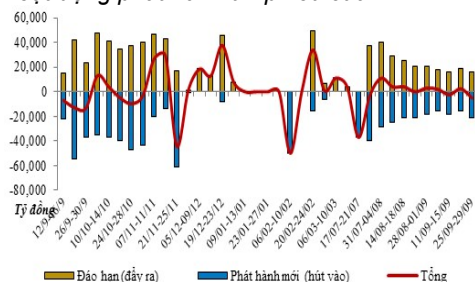
Với mức tăng 18% như trên, tín dụng trong năm 2017 vẫn dưới mục tiêu mà Chính phủ điều chỉnh lại hồi giữa năm (khoảng 21-22%). Chúng tôi cho rằng có một số nguyên nhân dẫn đến hệ thống ngân hàng đã không dùng hết “room” tăng trưởng được nới thêm. Thứ nhất, sức hấp thụ vốn của nền kinh tế là có hạn. Rất có thể điều kiện của nền kinh tế hiện tại chỉ yêu cầu tín dụng tăng ở mức 15-18%/năm là vừa phải mà không gây quá nhiều rủi ro về nợ xấu tiềm tàng. Thứ hai, một số ngân hàng muốn tăng trưởng cho vay thêm nhưng ngay trong hai quý đầu năm đã gần sử dụng hết “quota” như VIB đã tăng 15,7% trên chỉ tiêu 16% cho cả năm 2017; ACB tăng 11,15% so với chỉ tiêu 16%; HDBank tăng gần 18% trên chỉ tiêu 20%. MBB tăng 14,6% trên chỉ tiêu 16%... Thứ ba là các ngân hàng có quy mô vốn lớn nhất hệ thống như Vietcombank, BIDV, Vietinbank đang gặp khó khăn về tăng vốn, hệ số CAR của các ngân hàng này cũng đang tiệm cận dần về mức 9%, gây trở ngại cho việc phát triển tín dụng. Do vậy, nếu không sớm tăng được vốn trong thời gian sắp tới, việc phát triển tín dụng của các ngân hàng lớn chắc chắn sẽ gặp khó khăn, khiến tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống bị ảnh hưởng.

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Hoạt động phát hành tín phiếu của NHNN



Nguồn: Bloomberg, BVSC

### **Định hướng chính sách tiền tệ năm 2018**

Trong năm 2017, lãi suất huy động có xu hướng đi ngang ở các kỳ hạn ngắn và tăng nhẹ tại các kỳ hạn dài (trên 12 tháng). Lãi suất huy động ở các kỳ hạn dưới 6 tháng phổ biến ở mức 4,8-5,4%/năm; kỳ hạn 6-12 tháng phổ biến từ 5,6-7%/năm; kỳ hạn trên 12 tháng khoảng 7-7,8%/năm. Mặt bằng lãi suất cho vay cũng chủ yếu đi ngang hoặc giảm nhẹ tại một số lĩnh vực chọn lọc. Lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến khoảng 6-9%/năm, trung và dài hạn từ 9-11%/năm. Riêng đối với khách hàng tốt, lãi suất cho vay ngắn hạn có thể chỉ từ 4-5%/năm.

Về định hướng chính sách tiền tệ và điều hành lãi suất trong năm 2018, chúng tôi cho rằng: nếu không có cú sốc nào lớn từ giá dầu dẫn đến CPI tăng vượt dự đoán thì chúng tôi đánh giá vẫn còn dư địa để NHNN tiếp tục duy trì định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2018 với liều lượng tương đương 2017 để giữ nhịp tăng trưởng.

Thống kê của BVSC về chênh lệch giữa phần tăng thêm của tổng phương tiện thanh toán M2 và phần tăng thêm của tín dụng trong 5 năm trở lại đây cho thấy phần chênh lệch này đang trong xu hướng giảm (từ mức 311 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2013 xuống còn 131 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2017). Chúng tôi cho rằng xu hướng trên diễn ra là do NHNN đã rút kinh nghiệm từ những sai sót của việc điều hành cung tiền trong giai đoạn 2007-2010 (trung bình tăng trưởng M2 mỗi năm khoảng 35%) và đã gây ra khá nhiều hệ lụy trên phương diện lạm phát và mặt bằng lãi suất. Cũng trong giai đoạn này, tốc độ tăng trưởng M2 có xu hướng đi xuống trong khi tốc độ tăng trưởng tín dụng có xu hướng tăng lên. Động thái này nhằm giảm dần lượng tiền dư thừa trong hệ thống cũng như rủi ro tới lạm phát.

**Bảng tổng hợp cung cầu vốn giai đoạn 2013-2017**

Các khoản mục (tỷ đồng)	2013	2014	2015	2016	2017
Số dư tổng phương tiện thanh toán trong năm liền trước	3,702,867	4,400,692	5,179,216	6,019,609	7,095,915
Tốc độ tăng trưởng M2 trong năm	18.85%	17.69%	16.23%	17.88%	16.00%
<b>Phần tăng thêm M2 trong năm (1)</b>	<b>697,990</b>	<b>778,482</b>	<b>840,587</b>	<b>1,076,306</b>	<b>1,135,346</b>
Dư nợ tín dụng trong năm liền trước	3,090,904	3,477,985	3,970,548	4,655,890	5,527,007
Tốc độ tăng trưởng tín dụng trong năm	12.52%	14.16%	17.30%	18.71%	18.17%
<b>Phần tăng thêm tín dụng trong năm (2)</b>	<b>386,981</b>	<b>492,483</b>	<b>686,905</b>	<b>871,117</b>	<b>1,004,257</b>
<b>Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và phần tăng thêm tín dụng trong năm (3)=(1)-(2)</b>	<b>311,009</b>	<b>286,000</b>	<b>153,682</b>	<b>205,189</b>	<b>131,089</b>

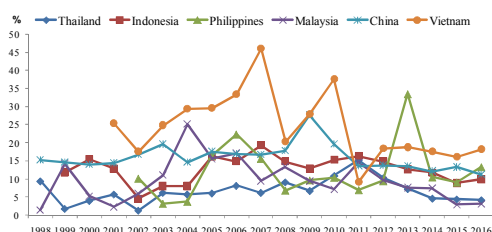
(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Bên cạnh đó, nhân tố quan trọng nhất ảnh hưởng tới định hướng điều hành chính sách tiền tệ của NHNN chính là lạm phát. Lạm phát cơ bản của Việt Nam hiện ở mức khá thấp (chỉ 1,3%) nhưng theo đánh giá của chúng tôi, việc điều hành của NHNN căn cứ chủ yếu vào diễn biến của lạm phát toàn phần (chứ không phải lạm phát cơ bản). Như chúng tôi đã phân tích ở phần trên, rủi ro đối với lạm phát toàn phần trong năm 2018 sẽ đến từ diễn biến khó lường của giá hàng hóa cơ bản trên thế giới. Tuy nhiên, dự kiến tác động của

nhóm hàng y tế tới lạm phát toàn phần trong năm nay sẽ ít hơn hẳn so với năm 2017 và 2016. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng yếu tố tích cực này sẽ trung hòa được rủi ro từ việc giá dầu và giá nguyên vật liệu cơ bản bật tăng. Lạm phát toàn phần năm 2018 theo đó được dự báo sẽ tương đương với năm 2017.

Ngoài ra, theo một nghiên cứu khác của chúng tôi, Việt Nam là nước có tăng trưởng M2 cao nhất khi so sánh với nhóm nước bao gồm Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines và Trung Quốc, kể cả ở giai đoạn khủng hoảng lẫn giai đoạn ổn định hiện nay. Các nước có trình độ kinh tế đi trước Việt Nam như Thái Lan, Malaysia có tốc độ tăng trưởng M2 ở giai đoạn ổn định trung bình khoảng 6%/năm trong khi các nước có trình độ kinh tế tương đồng hơn như Indonesia, Philippines, Trung Quốc có tốc độ tăng trưởng M2 khoảng 12-13%/năm. Về mức độ hiệu quả của việc bơm tiền đối với tăng trưởng GDP, Việt Nam cũng đang kém hiệu quả nhất trong mẫu so sánh. Tỷ lệ tăng trưởng M2/tăng trưởng GDP trung bình của Việt Nam trong giai đoạn gần đây là 2,8 lần trong khi các nước trong khu vực dao động từ 1,5-2,5 lần. Dựa trên những số liệu đó, chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới, nếu trình độ kinh tế Việt Nam phát triển lên mức cao hơn, tăng trưởng GDP dựa vào chất nhiều hơn bằng cách tái cơ cấu nền kinh tế, nâng cao năng suất lao động thì tỷ lệ tăng trưởng M2/GDP sẽ được kéo xuống ở mức khoảng 2-2,5 lần. Khi đó nếu đặt mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 6,5-7%/năm thì M2 cần tăng tương ứng khoảng 13-17,5%/năm. Trong ngắn hạn, BVSC cho rằng khi sự chuyển đổi về chất chưa diễn ra ngay thì mức tăng hợp lý đối với M2 để có thể hỗ trợ cho tăng trưởng GDP mà không tạo ra rủi ro lạm phát có thể sẽ dao động trong khoảng 16-18%.

Tăng trưởng M2 một số nước



Với những lý do trên, **chúng tôi cho rằng sự thận trọng có thể vẫn còn trong định hướng chính sách tiền tệ của NHNN trong năm 2018 nhưng mức độ nới lỏng nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì với tổng phương tiện thanh toán M2 và tín dụng sẽ có mức tăng tương đương với năm 2017 (16-18%).**

Còn khả năng có thể giảm thêm lãi suất hay không, ngoài việc tùy thuộc vào mức độ nới lỏng cung tiền của NHNN thì sẽ phụ thuộc vào kỳ vọng lạm phát có giảm hay không. Trong kịch bản tích cực, nếu lạm phát trung bình năm 2018 có mức tăng thấp hơn dự báo (chỉ 2-2,5%) thì sẽ có cơ hội để các ngân hàng điều chỉnh giảm lãi suất huy động. Chỉ khi lãi suất huy động giảm xuống, lãi suất cho vay mới có thể giảm theo vì chỉ số NIM của hệ thống ngân hàng Việt Nam rất khó giảm tiếp do hiện đã ở mức tương đối thấp so với các nước trong khu vực. **BVSC dự báo mặt bằng lãi suất năm 2018 nhiều khả năng sẽ đi ngang hoặc có thể giảm nhẹ trong kịch bản lạm phát toàn phần tăng thấp hơn dự báo.**

## Kết luận

Tăng trưởng GDP về đích ngoạn mục trong năm 2017 nhờ sự đóng góp lớn của ngành công nghiệp chế biến chế tạo với động lực đến từ các doanh nghiệp FDI. Ngoài ra, sự phục hồi của khu vực nông-lâm-thủy sản cũng rất đáng khích lệ. Dự báo năm 2018, khu vực nông lâm thủy sản trong sẽ tăng trưởng 2,6-2,8%; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 7,8-8%; khu vực dịch vụ tăng trưởng 7,6-7,8%. Nhờ đó, tăng trưởng GDP năm 2018 có thể sẽ ở mức 6,7-7%.

Chỉ số CPI bình quân cả năm 2017 đạt mức tăng 3,53% (dưới mục tiêu Quốc hội đề ra) chủ yếu do tác động của việc tăng giá y tế và giáo dục. 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) chỉ tăng 1,29%. Rủi ro tiềm ẩn đối với chỉ số lạm phát chung trong năm 2018 sẽ đến từ xu hướng tăng giá của các loại hàng hóa cơ bản trên thế giới, điển hình nhất là giá xăng dầu và các nguyên vật liệu nhập khẩu. Dự báo lạm phát trung bình năm 2018 sẽ ở mức 3-3,5%.

Tỷ giá có một năm bình lặng nhờ cung ngoại tệ trong nước dồi dào và diễn biến giảm của đồng USD trên thị trường thế giới. Với dự báo các yếu tố thuận lợi sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2018, chúng tôi chưa thấy nhiều rủi ro đối với tỷ giá trong năm 2018.

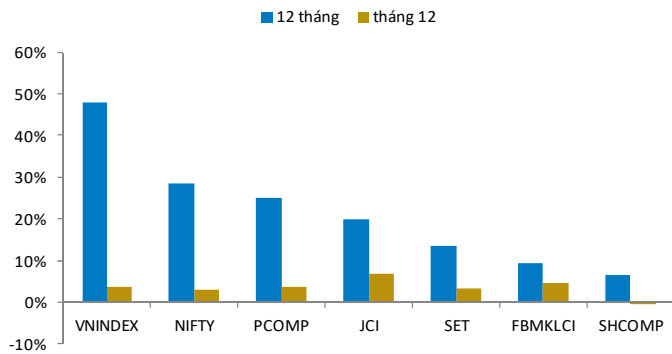
Về định hướng điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, sự thận trọng có thể vẫn còn trong năm 2018 nhưng mức độ nới lỏng nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì với tổng phương tiện thanh toán M2 và tín dụng sẽ có mức tăng tương đương với năm 2017 (16-18%). Trong kịch bản tích cực, nếu lạm phát trung bình năm 2018 có mức tăng thấp hơn dự báo (chỉ 2-2,5%) thì sẽ có cơ hội để các ngân hàng điều chỉnh giảm lãi suất huy động, qua đó giúp mặt bằng lãi suất cho vay giảm thêm nhưng mức độ sẽ không lớn.

### BVSC dự báo các chỉ tiêu vĩ mô chính năm 2018

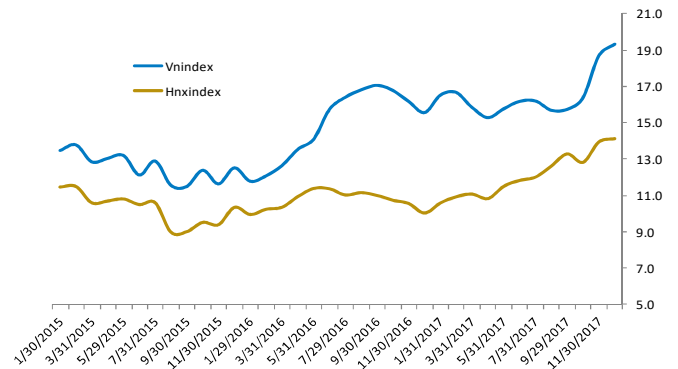
Các chỉ tiêu chính	2017	2018	
		Mục tiêu của Chính phủ	BVSC dự báo
Tăng trưởng GDP (%)	6.81	6.7	6.7-7
Lạm phát bình quân (%)	3.53	4	3-3.5
Biến động tỷ giá USD/VND (%)	-0.2	N/A	1-2%
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	21	N/A	10-15
Tăng trưởng vốn FDI giải ngân (%)	10.8	N/A	5-10
Tăng trưởng tín dụng (%)	18	17	16-18

## PHẦN II: THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

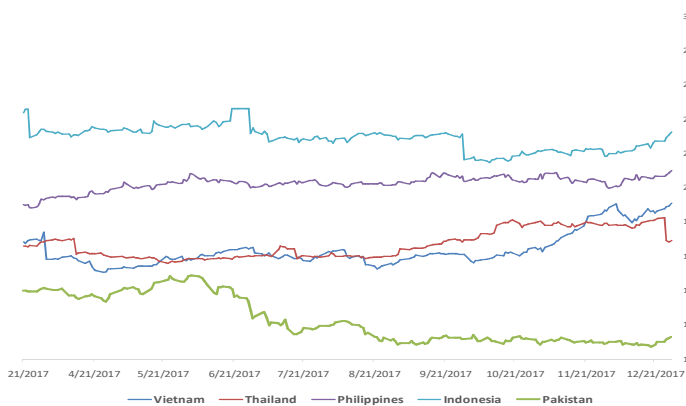
**Biến động một số thị trường kể từ đầu năm**



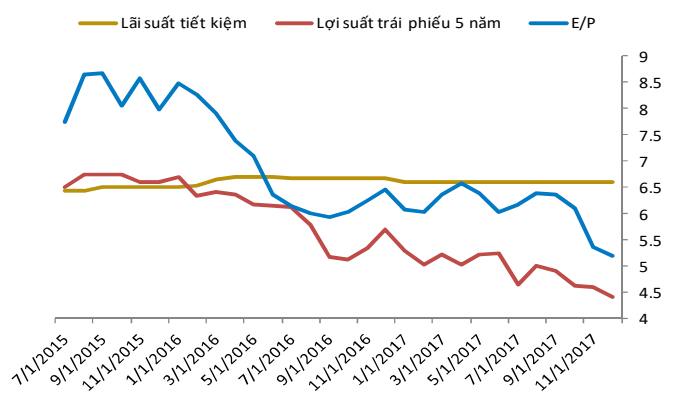
**P/E tại HSX và HNX**



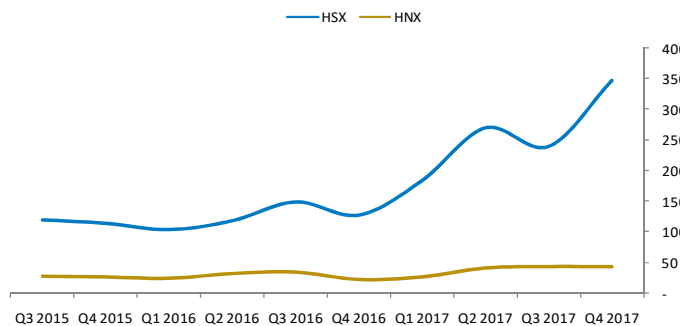
**Biến động chỉ số P/E ở một số thị trường trong khu vực**



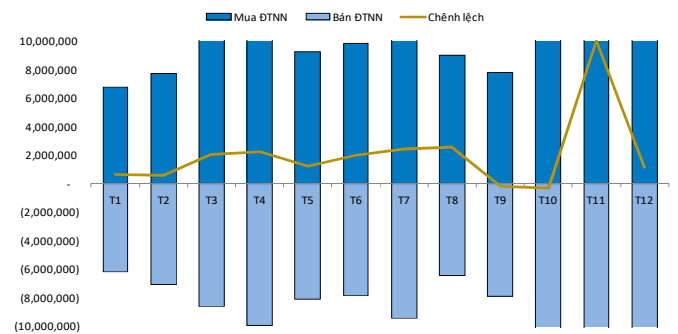
**So sánh lợi suất các kênh đầu tư tại Việt Nam**



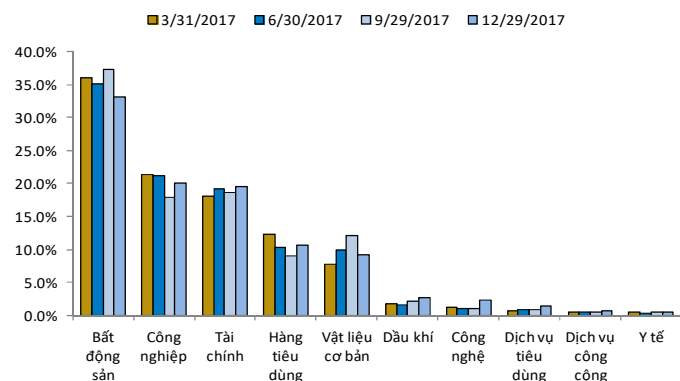
**Giá trị giao dịch trên 2 sàn theo quý**



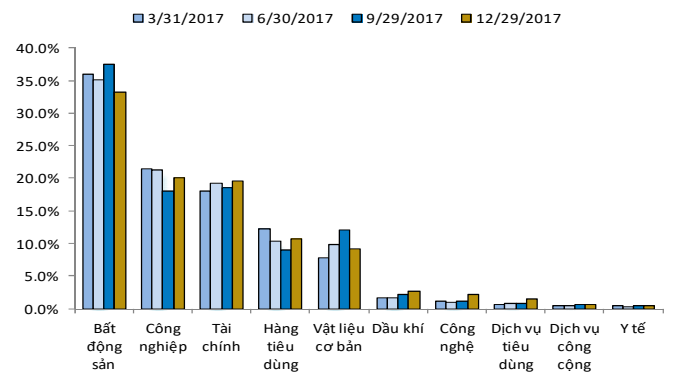
**Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX**



**Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX**



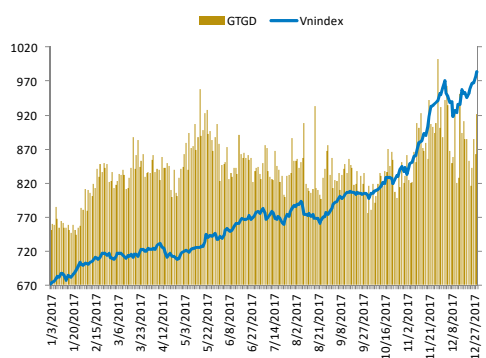
**Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX**



**Nguồn: Bloomberg, IMF, HNX, HSX, BVSC**

## Tổng quan TTCK Việt Nam năm 2017

Diễn biến chỉ số VNINDEX trong năm 2017



(Nguồn: HSX, BVSC)

Các mã tác động lớn nhất đến chỉ số và mức độ ảnh hưởng trong năm 2017

Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
VNM	+50.40
VIC	+35.93
GAS	+29.41
VCB	+27.35
BID	+16.64
Mã đóng góp tiêu cực	Tác động đến chỉ số
BHN	-1.06
HSG	-0.72
SBT	-0.69
HT1	-0.61
VNS	-0.46

(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

Biến động về giá của các ngành năm 2017

5 ngành diễn biến tích cực nhất	Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Bán lẻ	77.25%	PNJ, TLG, SVC, PET...
Đầu tư đa ngành	68.81%	MSN, KBC, KDH, DRH...
Ngân hàng	66.48%	VCB, CTG, BID, STB...
Du lịch	66.40%	VJC, VNS, VNG, DSN...
Thép	65.24%	HSG, NKG, POM, DTL...
5 ngành diễn biến tiêu cực nhất	Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Công nghiệp đa ngành	-1.57%	HGM, PCT, MCF, VCM...
Khai khoáng	-4.71%	HLC, BMC, TVD, DHM...
Công nghiệp phụ trợ	-6.99%	PAN, TIX, COM, THI...
Đa tiện ích	-7.05%	PGD, CNG, CLW, PCG...
Cao su chế biến	-23.87%	DRC, CSM, SRC

(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

TTCK Việt Nam trải qua năm 2017 với mức tăng trưởng ngoạn mục cả về điểm số lẫn giá trị giao dịch. Chỉ số Vnindex áp sát mốc 1.000 điểm trong các phiên giao dịch cuối năm, thanh khoản thị trường đạt mức cao kỷ lục và quy mô vốn hóa thị trường tiệm cận mức 75% GDP. Động lực tăng trưởng của thị trường trong năm 2017 ngoài việc xuất phát từ các yếu tố nền tảng như sự khởi sắc của nền kinh tế và kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN; còn đến từ diễn biến sôi động của các thương vụ IPO lớn, kế hoạch thoái vốn nhà nước, cũng như kỳ vọng của thị trường vào quá trình xem xét nâng hạng của MSCI. Tính cho cả năm 2017, chỉ số Vnindex và Hnindex lần lượt đạt mức tăng trưởng 48% và 45,9% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch tăng 72,3% và 25,8% so với năm 2016. Trong đó, diễn biến đi lên của thị trường bao gồm 2 nhịp tăng chính:

- Nhịp tăng thứ nhất của chỉ số Vnindex từ mức 665 điểm lên 837 điểm kéo dài từ đầu năm cho đến hết tháng 10. Giai đoạn này thị trường tăng trưởng đều đặn và tương đối thoải, với động lực hỗ trợ đến từ những yếu tố cơ bản như chính sách nới lỏng của NHNN và KQKD các doanh nghiệp tăng trưởng ổn định.
- Nhịp tăng thứ hai của chỉ số Vnindex từ mức 837 điểm lên 984 điểm trong các tháng còn lại của năm. Giai đoạn này chỉ số Vnindex có mức tăng khá dốc với động lực chính đến từ hoạt động IPO, thoái vốn các doanh nghiệp lớn, đặc biệt là 2 thương vụ thoái vốn thành công ở VNM và SAB đã tạo hiệu ứng tâm lý tích cực đối với thị trường chung. Câu chuyện tiềm năng được nâng hạng của thị trường được hâm nóng giúp kích hoạt động thái đẩy mạnh mua ròng của khối ngoại. Ngoài ra, sự phục hồi của giá dầu cũng như nhóm cổ phiếu dầu khí trong giai đoạn này cũng đóng góp đáng kể vào đà tăng của thị trường chung.

**Xét về diễn biến các nhóm ngành (theo phân ngành ICB) trong năm 2017, nhóm ngành dẫn đầu có mức tăng trưởng vượt bậc, trong khi nhóm ngành ở top dưới có mức giảm tương đối thấp,** phù hợp với diễn biến tăng mạnh của thị trường chung. Trong đó, 3 ngành có mức tăng trưởng mạnh trong top 5 là bán lẻ (+77,25%), đầu tư đa ngành (+68,81%) và du lịch (+66%) chủ yếu nhờ 3 mã đầu ngành là PNJ, MSN và VJC có mức tăng trưởng đột biến về giá, lần lượt ở mức +106%; +77% và +96%. Hai ngành còn lại trong top 5 là ngân hàng (+66%) và thép (+65%) có diễn biến tăng trên diện rộng ở số đông các mã trong ngành nhờ kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh và đồng đều, cùng với tiềm năng tăng trưởng được đánh giá cao nhờ hưởng lợi từ các yếu tố vĩ mô, bối cảnh nền kinh tế.

Trong khi đó, top 5 các ngành có diễn biến kém tích cực nhất nhìn chung đều thuộc nhóm ngành có vốn hóa nhỏ, mức độ ảnh hưởng đến thị trường chung là không lớn. Trong đó, các ngành cao su chế biến, đa tiện ích giảm điểm sâu nhất, lần lượt ở mức -23,9% và -7,05%. Nhóm cổ phiếu cao su chế biến giảm điểm trên diện rộng ở cả 3 mã trong ngành do KQKD 2017 ở mức kém khả quan, với nguyên nhân đến từ diễn biến tiêu cực của giá cao su tự nhiên, cũng như sự gia tăng mức độ cạnh tranh trong ngành. Các



nhóm ngành đa tiện ích, công nghiệp phụ trợ, khai khoáng đều có diễn biến điều chỉnh nhẹ trên diện rộng.

### Khối ngoại có năm mua ròng kỷ lục trên sàn HoSE

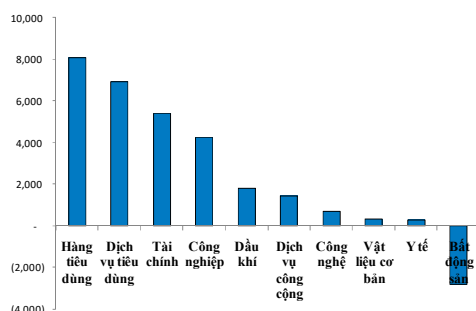
**Khối ngoại có năm mua ròng kỷ lục trên TTCK Việt Nam trong năm 2017, đóng góp lớn vào mức tăng của chỉ số Vnindex.** Cụ thể, trên sàn HSX, khối ngoại trong năm qua đã thực hiện mua vào 166.883 tỷ đồng, bán ra 142.454 tỷ đồng, qua đó giá trị mua ròng đạt 24.429 tỷ đồng. Đây được ghi nhận là mức mua ròng cao nhất từ trước đến nay của khối ngoại tính theo năm trên sàn HSX.

Các mã khối ngoại mua/bán ròng mạnh nhất trên sàn HoSE năm 2017

Top mã mua ròng	Giá trị (tỷ đồng)
VNM	7,759,541,211,000
VRE	5,630,020,341,000
HPG	2,831,558,046,000
PLX	1,701,506,794,000
VCI	1,650,021,887,000
Top mã bán ròng	Giá trị (tỷ đồng)
BMP	-434,907,023,000
PVD	-583,307,971,000
VIC	-970,651,028,000
MSN	-1,166,773,383,000
NVL	-1,603,584,549,000

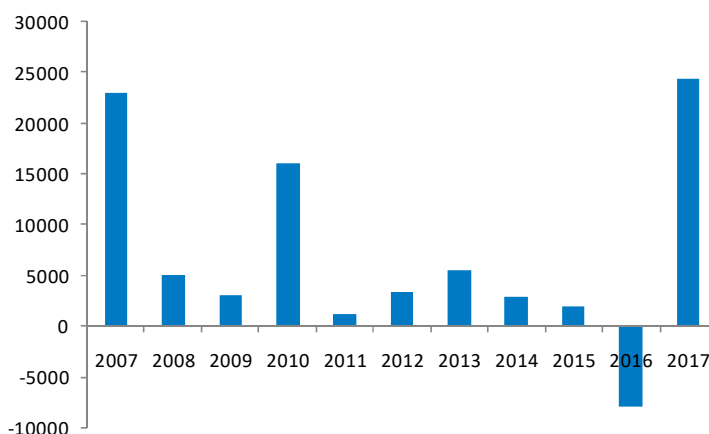
(Nguồn: HSX, BVSC)

Mua/bán ròng của khối ngoại các ngành trên sàn HoSE năm 2017



(Nguồn: HSX, BVSC)

### Giá trị mua ròng của khối ngoại qua các năm trên sàn HoSE



(Nguồn: HSX, BVSC)

Đáng chú ý, sau giai đoạn giảm mua ròng từ năm 2013 đến 2015 và chuyển sang bán ròng trong năm 2016, khối ngoại bất ngờ quay trở lại mua ròng mạnh mẽ trong năm 2017. Bên cạnh nguyên nhân chính đến từ sự sôi động của TTCK Việt Nam với hàng loạt các thương vụ IPO và thoái vốn nhà nước lớn, các quỹ ngoại đã đặt khá nhiều kỳ vọng vào khả năng được nâng hạng của TTCK Việt Nam.

Phân tích sâu hơn về hoạt động mua ròng của khối ngoại, có thể thấy khối này tập trung mua ròng mạnh nhóm cổ phiếu mới lên sàn trong năm 2017 như VRE, PLX, VCI, VPB, VJC... bên cạnh nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn được đánh giá cao về tiềm năng tăng trưởng như VNM, HPG, GAS, MWG... Ngược lại, hoạt động chốt lời của khối ngoại cũng diễn ra sôi động ở nhóm cổ phiếu tăng trưởng mạnh về giá, có thể thấy ở MSN, VIC, PVD...

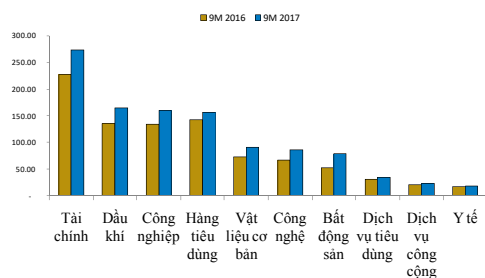
Xét theo nhóm ngành trong năm 2017 đối với giao dịch khớp lệnh trên HSX, khối ngoại mua ròng với giá trị lớn ở các ngành hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng, tài chính... trong khi chỉ bán ròng duy nhất ở ngành bất động sản (tập trung ở VIC và NVL).

### Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm đạt được nhiều kết quả tích cực

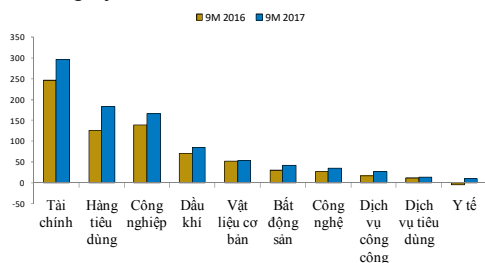
**Hoạt động sản xuất, kinh doanh các doanh nghiệp trên sàn HSX trong 9 tháng đầu năm 2017 có mức tăng trưởng vượt bậc, là động lực quan**

**trọng giúp TTCK tăng điểm.** Tổng doanh thu toàn bộ hơn 300 doanh nghiệp, theo quan sát của chúng tôi, tăng 21,3% về doanh thu trong khi lợi nhuận tăng 27,5%. Theo đó, biên lợi nhuận ròng tăng từ mức 7,99% lên 8,41% với sự khởi sắc trong hoạt động kinh doanh ở tất cả 10 ngành. Trong đó, tăng trưởng dẫn đầu thuộc về nhóm công ty đầu ngành như GAS, VPB, VCB, VNM, HPG... bên cạnh các doanh nghiệp chuyển từ lỗ sâu trong 9 tháng đầu năm 2016 đã ghi nhận lợi nhuận dương trong 9 tháng đầu năm 2017 như HAG, HNG, TTF, JVC, PPC...

**Doanh thu các ngành trên HoSE 9M 2017 so với cùng kỳ**



**Lợi nhuận các ngành trên HoSE 9M 2017 so với cùng kỳ**



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

**Đáng chú ý, cả 10 nhóm ngành trên sàn HSX được chúng tôi quan sát đều có tăng trưởng dương về cả doanh thu và lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm 2017 so với 2016.** Trong đó, các ngành có tỷ lệ tăng trưởng mạnh nhất về lợi nhuận gồm có dịch vụ công cộng, hàng tiêu dùng và bất động sản. Ngành dẫn đầu về tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận là ngành dịch vụ công cộng (+68,16%) nhờ tăng trưởng đột biến về lợi nhuận ở mã đầu ngành PPC sau khi chịu lỗ cùng kỳ do biến động tỷ giá, cùng với đó là lãi nhờ hoàn nhập dự phòng. Nếu ngoại trừ PPC, các doanh nghiệp còn lại vẫn có được KQKD khả quan, tuy nhiên không quá đột biến, có thể thấy ở CHP, TMP, SJD... Nhóm ngành tăng trưởng mạnh thứ hai là ngành hàng tiêu dùng (+45,54%) nhờ một số doanh nghiệp ghi nhận KQKD chuyển biến tích cực sau khi lỗ sâu cùng kỳ như HAG, HNG, TTF... bên cạnh các mã đầu ngành có hoạt động SXKD tiếp tục xu hướng tăng trưởng như VNM, BHN... Nhóm ngành bất động sản cũng có tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ở mức cao (+34,8%) nhờ bối cảnh vĩ mô thuận lợi giúp số đông doanh nghiệp trong ngành có kết quả hoạt động kinh doanh tích cực, có thể thấy ở VIC, DXG, NLG, TDH...

## Yếu tố chính chi phối thị trường trong năm 2018

Các yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Các yếu tố rủi ro	Mức độ tác động
Tình hình hoạt động SXKD các doanh nghiệp tiếp tục khởi sắc	Mạnh	Vnindex dao động quanh vùng đỉnh 11 năm	Mạnh
Triển vọng nâng hạng	Mạnh	Hoạt động IPO, thoái vốn nhà nước ở các doanh nghiệp lớn gây lo lắng cung	Trung bình
Định hướng nới lỏng tiền tệ của NHNN	Trung bình	Các NHTW thực hiện việc thắt chặt dần chính sách tiền tệ	Nhẹ
Hoạt động IPO, thoái vốn nhà nước ở các doanh nghiệp lớn	Trung bình	Xung đột địa chính trị trên thế giới	Nhẹ
Giá dầu tiếp tục đà hồi phục	Trung bình	Diễn biến điều tra các vụ án có ý làm trái quy định về quản lý kinh tế, tham nhũng của Chính phủ	Nhẹ
Triển khai chứng quyền có bảo đảm	Nhẹ		

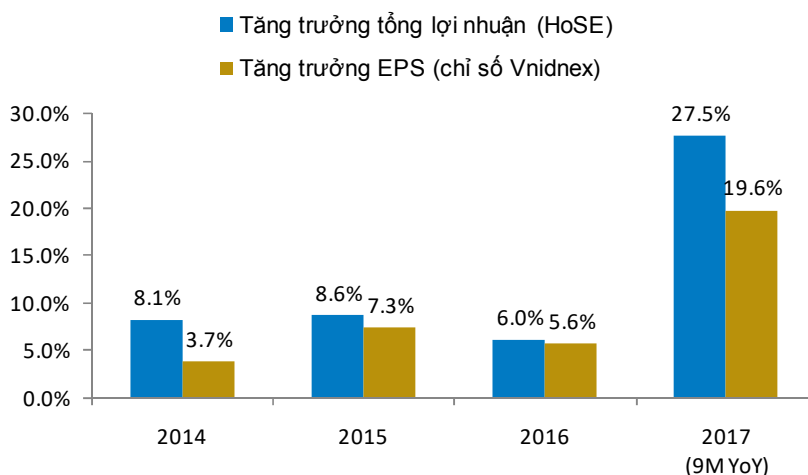
## Hoạt động sản xuất kinh doanh khối các doanh nghiệp – dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh

Yếu tố quan trọng hỗ trợ TTCK Việt Nam tăng trưởng, với mức tăng 48% của chỉ số Vnindex trong năm 2017, là sự khởi sắc trong hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Bên cạnh mức tăng khá đột biến

của tổng lợi nhuận khối các doanh nghiệp trên HSX (+27,5%), mức EPS bình quân của cả thị trường cũng đạt tốc độ tăng trưởng ấn tượng (+19,6%) so với cùng kỳ các năm trước.

Điều này một mặt “đẩy” kỳ vọng của nhà đầu tư lên (phản ánh qua đà tăng của giá cổ phiếu), mặt khác phần nào cân bằng lại mức tăng trưởng của giá cổ phiếu, giúp giữ chỉ số P/E của thị trường không tăng quá cao.

#### Tăng trưởng lợi nhuận và EPS khối các doanh nghiệp trên HoSE qua các năm



(nguồn: Bloomberg, BVSC tự tính)

Dự báo cho năm 2018, BVSC đánh giá với diễn biến tích cực của nền kinh tế, chính sách hỗ trợ của Chính phủ, sức cầu tiêu thụ được cải thiện, lợi nhuận khối các doanh nghiệp trên sàn sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, mức tăng trưởng đột biến như trong năm 2017 (+27,5%) nhiều khả năng sẽ khó lặp lại. Dựa trên dự báo của Bloomberg và hiệu chỉnh theo dự phóng KQKD 2018 của mẫu các doanh nghiệp lớn, BVSC dự báo tăng trưởng EPS của thị trường là +12%. Dự báo này đồng nghĩa với giả định nếu mức định giá P/E của chỉ số Vnindex không đổi, chỉ số Vnindex sẽ tăng trưởng +12% vào thời điểm cuối năm sau.

#### Chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước – vẫn còn dư địa nói lỏng

Định hướng chính sách tiền tệ của Chính phủ về điều hành cung tiền, tăng trưởng tín dụng và mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục có tác động mang tính chi phối đến xu hướng chủ đạo của thị trường trong năm 2018. Như đã phân tích trong phần “kinh tế vĩ mô” của báo cáo, chúng tôi cho rằng nếu không có cú shock nào lớn từ giá dầu (hoặc các yếu tố nằm ngoài dự đoán tương tự như ảnh hưởng của giá thịt lợn trong năm 2017) dẫn đến CPI tăng vượt dự đoán thì vẫn còn dư địa để NHNN tiếp tục duy trì định hướng nói lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2018 với liều lượng tương đương 2017 để giữ nhịp tăng trưởng. Với điều kiện và tình hình phát triển hiện tại của kinh tế Việt Nam, chúng tôi cho rằng, mức độ tăng cung tiền từ 16%-18% được xem là vùng hợp lý, vừa đảm bảo kích thích kinh tế, vừa hạn chế được những ảnh hưởng tiêu cực lên lạm phát và mặt bằng lãi suất. Như vậy đây vẫn được coi là yếu tố quan trọng và một trong những động lực hỗ trợ dòng tiền chảy vào thị trường trong năm 2018.

### **Câu chuyện nâng hạng MSCI – yếu tố tạo kỳ vọng cho thị trường trong trung hạn**

Đối với câu chuyện nâng hạng lên emerging market theo chuẩn MSCI, như đã đề cập trong báo cáo cập nhật “triển vọng nâng hạng lên emerging market” đã được chúng tôi phát hành vào tháng 6/2017, BVSC đánh giá triển vọng nâng hạng của TTCK Việt Nam là hiện hữu. Tuy nhiên quá trình xem xét nâng hạng khả năng sẽ kéo dài và còn khá nhiều vấn đề TTCK Việt Nam cần nỗ lực khắc phục để được MSCI chấp thuận. Ngoài ra, có thêm 1 diễn biến mới trong quý 4/2017 vừa qua là các quỹ ngoại đã dành thêm nhiều sự quan tâm đối với câu chuyện này. Trên thực tế, điều này sẽ tạo chất xúc tác cho MSCI phải đánh giá sát sao hơn và các nhà điều hành của Việt Nam cũng sẽ có thêm động lực để giải quyết một số vấn đề tồn đọng nhằm đạt được mục tiêu này. Đây được coi là yếu tố tạo kỳ vọng cho thị trường trong năm 2018, có thể kỳ vọng MSCI sẽ đưa Việt Nam vào review list (sớm nhất vào năm 2019).

#### **Số tiêu chí được đánh giá “++”, “+” và “-/?” của các thị trường**

		++	+	-/?
Thị trường phát triển	Singapore	18	0	0
	Thailand	10	4	4
Thị trường mới nổi	Indonesia	10	7	1
	Philippines	10	4	4
	Pakistan	10	4	3
	Bangladesh	6	5	6
Thị trường sơ khai	Argentina	6	6	6
	Việt Nam	5	2	10

(Nguồn: MSCI, BVSC)

Đáng chú ý, theo quan sát của chúng tôi, thị trường các nước được nâng hạng trong quá khứ có diễn biến tích cực nhất trong 1, 2 năm trước khi được vào review list của MSCI (do yếu tố kỳ vọng). Sau khi được vào review list, mức tăng của các thị trường có phần chững lại và điều chỉnh. Vì vậy, nếu kỳ vọng 2019 là năm TTCK Việt Nam được đưa vào review list cho việc xem xét nâng hạng, thì 2017, 2018 sẽ là các năm thị trường được hưởng lợi nhiều nhất nhờ vào yếu tố kỳ vọng và việc các quỹ đầu tư nước ngoài tăng cường giải ngân để đi trước đón đầu quyết định của MSCI. Tuy nhiên sau đà tăng trưởng đột biến của năm 2017 thì chúng tôi cho rằng kỳ vọng này trong năm 2018 sẽ được phản ánh có phần giảm bớt và nhà đầu tư sẽ có xu hướng chờ đợi thêm những cơ sở mới trong báo cáo đánh giá hàng năm của MSCI, sẽ được phát hành vào cuối tháng 6. Vì vậy, chúng tôi đặt ra 2 kịch bản phản ứng của thị trường đối với yếu tố này. Kịch bản 1 là thị trường sẽ có thể đi xuống nếu đánh giá của MSCI không đạt kỳ vọng. Kịch bản 2 là thị trường sẽ tăng thêm 1 nhịp nếu MSCI đánh giá tích cực về triển vọng nâng hạng của thị trường Việt Nam. Mặc dù vậy, kể cả trong kịch bản này thì khả năng thị trường cũng sẽ sớm xuất hiện nhịp điều chỉnh sau đó khi các yếu tố kỳ vọng đã được đáp ứng.

**Hoạt động IPO các doanh nghiệp lớn, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước – sẽ phản ánh kỳ vọng sớm hơn và tác động mang tính trái chiều**

**Tổng hợp các thương vụ IPO**

IPO	2017	2016	2015	2014
<b>Số lượng</b>	24	88	81	48
<b>Tổng giá cổ phần bán được (tỷ đồng)</b>	2.722	7.627	6.330	7.909
<b>Thương vụ tiêu biểu</b>	BIDC, IDC...	VEAM, Vissan, DVN...	ACV, SGP, TSJ...	HVN, DCM, VGT...

(Nguồn: Finnpro, Hsx, Hnx, BVSC tổng hợp)

(\*) Chỉ tính các thương vụ IPO qua sàn HoSE, HNX

Mặc dù hoạt động IPO trong năm 2017 đã có phần chững lại so với các năm trước, với chỉ khoảng 24 doanh nghiệp thực hiện IPO qua sàn, tổng số vốn thu về là 2.722 tỷ đồng, tuy nhiên, ngay từ cuối năm 2017, thị trường đã đón nhận nhiều thông tin về các đợt IPO lớn sẽ diễn ra vào đầu năm 2018. Cụ thể, 3 doanh nghiệp BSR, PV Oil, PVPower sẽ lần lượt thực hiện IPO ngay trong tháng 1, lần lượt các ngày 17/01, 25/01 và 31/01 với tổng giá trị thu về ước tính lên tới hơn 13.000 tỷ đồng (giả định toàn bộ số cổ phần được bán hết tại giá khởi điểm). Ngoài ra, còn nhiều doanh nghiệp lớn khác có kế hoạch IPO trong giai đoạn đầu năm 2018 như VRG, Vicem, EVN Genco... Mức giá đầu thành công của các đợt IPO này sẽ có tác động lan tỏa đến diễn biến của nhóm cổ phiếu cùng ngành đang niêm yết trên sàn. Tuy nhiên, điều này sẽ được phản ánh mang tính kỳ vọng, tùy thuộc tình hình hoạt động và triển vọng tăng trưởng của từng doanh nghiệp.

Trái ngược với sự trầm lắng của hoạt động IPO các doanh nghiệp lớn trong năm 2017, hoạt động thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước trong năm nay có mức tăng trưởng đột biến nhờ vào 2 thương vụ lớn là VNM và SAB (nhà nước thu về tổng cộng gần 119 nghìn tỷ đồng). Theo quan sát của chúng tôi, sau 2 phiên đấu giá thành công này, tâm lý thị trường đều chuyển biến theo hướng tích cực, hỗ trợ chỉ số Vnindex tăng điểm. Các phiên chào bán vốn nhà nước trong năm 2018, nếu diễn ra thành công, cũng sẽ là một yếu tố quan trọng hỗ trợ thị trường, cũng như nhóm cổ phiếu có liên quan.

**Một số đợt thoái vốn doanh nghiệp niêm yết đáng lưu ý có thể xảy ra trong năm 2018**

Doanh nghiệp	Đơn vị thoái vốn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ lệ thoái dự kiến
ACV	Bộ Giao Thông	233.317	20,0%
GAS	PVN	188.847	31,0%
PLX	Bộ Công Thương	85.752	24,9%
FPT	SCIC	30.366	N/A
VGC	Bộ Xây Dựng	11.187	20,6%
PPC	SCIC	7.182	N/A
BMP	SCIC	6.917	N/A
NTP	SCIC	6.336	N/A
DVN	Bộ Y Tế	4.908	29,9%
BMI	SCIC	3.234	N/A

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Tuy nhiên, ở chiều ngược lại nhà đầu tư cũng nên thận trọng với nguồn cung cổ phiếu lớn bơm ra thị trường trong năm 2018. Đứng từ góc độ quản lý danh mục của các quỹ đầu tư, để sẵn sàng nguồn lực tham gia vào các thương vụ IPO, thoái vốn nhà nước, thì ngoài việc cố gắng tăng quy mô hoạt động của quỹ thì ít nhiều họ vẫn phải thực hiện tái cấu trúc danh mục. Hệ quả sẽ có một lượng cổ phiếu rơi xuống top dưới và không còn thuộc diện ưu tiên như trước trong danh mục đầu tư của các quỹ, bị bán ra và sụt giảm về giá. Mặc dù vậy, nếu xét tổng thể toàn thị trường thì những tác động tích cực vẫn sẽ nhiều hơn những tác động tiêu cực vì nhóm cổ phiếu bị rơi xuống top dưới này về mặt tương quan sẽ không chiếm tỷ trọng vốn hóa quá lớn và quan trọng hơn, chu kỳ của nền kinh tế và thị trường đang nằm trong giai đoạn tăng trưởng thì xu hướng huy động thêm vốn của các quỹ vẫn sẽ thuận lợi.

### ***Giá dầu – tiếp tục hồi phục nhẹ***

Năm 2017, giá dầu trải qua giai đoạn biến động mạnh với diễn biến sụt giảm trong nửa đầu năm, xuống mức đáy của dầu Brent ở 42 USD/thùng, trước khi hồi phục mạnh mẽ và giao động quanh mức trên 60 USD/thùng trong các tuần cuối năm. Động lực hồi phục của giá dầu trong giai đoạn này, nhờ lực cầu tăng mạnh ở khu vực các nước ngoài OECD và Trung Quốc; trong khi về phía nguồn cung, thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC giúp kiềm chế đà tăng sản lượng của các nước tham gia, bất chấp sản lượng khai thác dầu của Mỹ duy trì ở mức cao.

Trong báo cáo triển vọng thị trường dầu mỏ ngắn hạn (short-term energy outlook) mới đây nhất được công bố, EIA dự đoán sản lượng dầu mỏ năm 2018 sẽ tăng thêm 2 triệu thùng/ngày (với sự đóng góp chính từ sản lượng gia tăng ở Mỹ, Canada, Brazil và Anh...); trong khi về phía cầu, tiêu thụ dầu toàn cầu sẽ tăng thêm 1,6 triệu thùng/ngày (cao hơn so với mức tăng 1,4 triệu thùng/ngày của năm 2017). Với việc đưa ra dự đoán sản lượng khai thác sẽ tăng mạnh hơn so với nhu cầu tiêu thụ dầu toàn cầu, EIA dự báo tồn kho dầu toàn cầu sẽ gia tăng trong năm 2018, qua đó tổ chức này dự báo giá dầu Brent bình quân trong năm 2018 sẽ ở mức 57 USD/thùng, giảm hơn mức hiện tại, tuy nhiên vẫn cao hơn mức bình quân 54 USD/thùng của năm 2017.

Trong khi đó, hàng loạt các ngân hàng mới đây cũng đưa ra các dự báo giá dầu với đánh giá mang tính lạc quan hơn. Đáng chú ý là báo cáo của Goldman Sachs với dự báo giá dầu Brent bình quân sẽ tăng lên mức 62 USD/thùng với kỳ vọng OPEC sẽ tiếp tục thực hiện cam kết cắt giảm sản lượng một cách mạnh mẽ, trong khi tăng trưởng kinh tế sẽ giúp nhu cầu tiêu dầu gia tăng. Các tổ chức tài chính khác như Citigroup, Deutsche Bank AG, BMI Research... đưa ra các dự đoán khác nhau, lần lượt ở mức 54 USD/thùng, 65 USD/thùng và 57 USD/thùng...



## Dự báo giá dầu Brent của các tổ chức tài chính

Dự báo giá dầu Brent bình quân		Năm dự báo	
Tổ chức dự báo	Ngày công bố	2018	2019
Raiffeisen Bank International AG	12/20/2017	58	62
Citigroup Inc	12/20/2017	54	49
Deutsche Bank AG	12/15/2017	65	65
BMI Research	12/13/2017	57	63
Itau Unibanco Holding SA	12/11/2017	49.2	47
Commerzbank AG	12/11/2017	57	60
Norddeutsche Landesbank Girozentrale	12/5/2017	63	62
Intesa Sanpaolo SpA	12/5/2017	54.5	59
DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank	12/4/2017	56.75	
Wells Fargo Securities LLC	11/27/2017	54.75	56.5
Prestige Economics LLC	11/27/2017	63.44	
ABN AMRO Bank NV	11/16/2017	70	78
Toronto-Dominion Bank/Toronto	11/16/2017	63.75	62
Santander UK PLC	11/8/2017	55	55
Landesbank Baden-Wuerttemberg	11/8/2017	64	68
Capital Economics Ltd	11/3/2017	58.13	
Market Risk Advisory Co Ltd	11/2/2017	56.25	59
BNP Paribas SA	11/2/2017	55	
Bình quân		58.59833	60.39285714

(Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp)

Như vậy, nếu không có cú shock hoặc biến cố gì lớn tác động mạnh đến giá dầu (đặc biệt là liên quan đến khả năng xảy ra cuộc chiến tranh giữa Ả Rập Saudi & Iran), BVSC đưa ra dự đoán giá dầu Brent bình quân năm 2018 sẽ ở mức 59 USD/thùng, tăng trưởng xấp xỉ 10% so với mức bình quân 54 USD/thùng trong năm 2017, vừa không gây áp lực quá lớn lên CPI, trong khi tiếp tục hỗ trợ các doanh nghiệp nhóm cổ phiếu dầu khí trong hoạt động sản xuất kinh doanh, đặc biệt là khả năng tái khởi động các dự án lớn của ngành như Lô B Ô Môn, Nam Côn Sơn 2, Cá Rồng Đỏ, Cá Voi Xanh...

### Lộ trình triển khai chứng quyền có đảm bảo

Chứng quyền có đảm bảo (Covered Warrant) dự kiến sẽ được triển khai vào tháng 3 năm 2018 với sự tham gia ban đầu của 4 công ty chứng khoán và dự kiến sẽ có 21 mã cổ phiếu thuộc nhóm VN30 được sử dụng làm chứng khoán cơ sở. Mặc dù trong giai đoạn đầu mới triển khai, sẽ không có lợi thế cho phép nhà đầu tư có thể “bán xuống” khi kỳ vọng giá giảm như hợp đồng tương lai, nhưng ưu điểm đặc trưng của chứng quyền có đảm bảo là mang tính gắn kết chặt chẽ hơn đến hoạt động SXKD cũng như diễn biến của từng mã cổ phiếu. Bên cạnh đó, đây cũng là công cụ giúp nhà đầu tư nước ngoài có thể gián tiếp đầu tư vào nhóm cổ phiếu đã kín room ngoại và thuộc diện được chọn làm cổ phiếu cơ sở để triển khai Cover Warrant.

Tiềm năng tăng trưởng của TTCK phái sinh đã được ghi nhận ở các thị trường lân cận với sự tăng trưởng vượt bậc về quy mô, giá trị giao dịch theo từng năm. Được hưởng lợi nhiều nhất là nhóm các công ty cung cấp dịch vụ tài chính cho nhà đầu tư, đặc biệt là các CTCK. Mặc dù vậy, chúng tôi cũng cho rằng để các sản phẩm phái sinh phát triển mạnh mẽ cần một độ trễ nhất định về thời gian để phổ cập đối với nhà đầu tư cũng như để xử lý các trở ngại phát sinh trong bước đầu triển khai.

***Chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới – xu hướng thắt chặt là chủ đạo***

Với sự hồi phục của nền kinh tế, các NHTW lớn trên thế giới (Mỹ, Nhật, EU, Trung Quốc...) đã bắt đầu thực hiện việc thắt chặt dần chính sách tiền tệ (vốn có định hướng nới lỏng mạnh mẽ giai đoạn hậu khủng hoảng) nhằm mục đích ngăn chặn việc hình thành bong bóng tài sản. Mặc dù tốc độ thắt chặt là khác nhau, chủ yếu phụ thuộc vào yếu tố lạm phát, tuy nhiên nhìn chung TTCK toàn cầu dần sẽ không còn chứng kiến thời kỳ “tiền rẻ” tràn ngập như trong giai đoạn trước.

Trong năm 2017, FED đã tăng lãi suất 3 lần, từ mức 0,5%-0,75% giai đoạn đầu năm lên mức 1,25%- 1,5% hiện tại. Trong biên bản cuộc họp tháng 12, FED tiếp tục đưa ra dự đoán sẽ có 3 lần nâng lãi suất nữa trong năm 2018, bất chấp tổ chức này thừa nhận không nắm chắc về diễn biến lạm phát và đây có thể là yếu tố khiến lộ trình nâng lãi suất thay đổi. Bên cạnh đó, một ẩn số quan trọng có thể có ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ của FED là cải cách thuế của Chính phủ Tổng thống Trump. Cải cách thuế này được kỳ vọng sẽ giúp đưa hàng trăm tỷ USD lợi nhuận của các tập đoàn đa quốc gia hồi hương về Mỹ, gia tăng thu nhập của các hộ gia đình và doanh nghiệp (nhờ cắt giảm thuế), tăng sức cầu tiêu thụ của nền kinh tế... qua đó có thể phần nào giúp đẩy nhanh tốc độ tăng của lạm phát. Mặc dù vậy, nhìn chung các nhà làm chính sách của FED không thực sự đánh giá cao kịch bản trên với đa số quan điểm cho rằng ảnh hưởng của cải cách thuế lên nền kinh tế chỉ diễn ra trong ngắn hạn và tác động đến lạm phát là khá hạn chế.

Đối với chính sách tiền tệ của NHTW Trung Quốc (PBOC), vốn chịu nhiều ảnh hưởng bởi chính sách điều hành của Chính phủ, gần đây cũng đã phát đi thông điệp sẽ hạn chế bớt tăng trưởng tín dụng ngân hàng dành cho người dân cũng như doanh nghiệp trong năm 2018. Thông điệp về định hướng chính sách tín dụng của Trung Quốc được đưa ra tại Hội nghị Kinh tế Trung ương Trung Quốc mới đây nhất. Theo đó, Chính phủ nước này sẽ thắt chặt chính sách tiền tệ và tài khóa nhằm kiểm chế rủi ro cho hệ thống tài chính, bất chấp tăng trưởng kinh tế nước này có thể sụt giảm mạnh. Viện Hàn lâm Khoa học Xã hội Trung Quốc, một cơ quan nghiên cứu trực thuộc chính phủ Trung Quốc, tính toán tăng trưởng kinh tế năm 2018 đạt 6,7%, giảm so với mức ước đạt 6,8% của năm 2017 do chính sách thắt chặt trên.

Đối với chính sách tiền tệ của NHTW Nhật (BOJ), một trong những NHTW được cho là kiên trì nhất trong việc theo đuổi chính sách nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng, với các biên bản cuộc họp gần đây đều cho thấy BOJ vẫn đang duy trì mục tiêu lãi suất ngắn hạn ở mức -0,1% và lãi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm ở mức 0%. Mặc dù vậy, số liệu mới đây công bố của BOJ cho thấy NHTW này đã thực hiện việc bán ra tài sản trong tháng 12, lần đầu tiên kể từ khi chính sách nới lỏng “QQE” được áp dụng từ năm 2012. Cụ thể hơn, trong tháng 12, tổng tài sản đang nắm giữ của BOJ giảm 444 tỷ Yên Nhật, xuống mức 521 nghìn tỷ Yên Nhật. Mặc dù mức giảm là tương đối nhỏ, tuy nhiên đây có thể là tín hiệu cho thấy BOJ đang hướng

tới thời kỳ thắt chặt dần chính sách tiền tệ hậu “QQE”.

Ngoài ra, các NHTW các nền kinh tế lớn khác như EU, Anh, Canada... cũng đều đang theo đuổi việc thắt chặt dần chính sách tiền tệ. Đây là yếu tố có ảnh hưởng tiêu cực đến biến động TTCK toàn cầu trong năm 2018 khi mà nguồn tiền không còn dồi dào như trước. Tuy nhiên, từ góc độ chu kỳ kinh tế, triển vọng tăng trưởng của TTCK toàn cầu 2018 vẫn được đánh giá cao với động lực đến từ đà tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp. Những thay đổi về chính sách tiền tệ của các NHTW sẽ có những tác động nhất định đến tỷ giá giữa các cặp tiền tệ lớn nhưng chưa phải là yếu tố có thể gây ra bất ổn đối với tỷ giá VNĐ như chúng tôi đã phân tích ở trên. Qua đó, chúng tôi đánh giá tác động tiêu cực của chính sách tiền tệ các NHTW đến dòng tiền khối ngoại vào TTCK Việt Nam là chưa quá lớn trong năm 2018.

### Dự báo thị trường

Định hướng chính sách của NHNN, sự khởi sắc của nền kinh tế cũng như hoạt động kinh doanh của khối các doanh nghiệp, sự sôi động trong hoạt động IPO, thoái vốn cùng triển vọng nâng hạng của MSCI... vẫn đang ủng hộ xu hướng đi lên của TTCK Việt Nam trong trung hạn. Mặc dù vậy, xét về mặt định giá, mặt bằng giá cổ phiếu của TTCK Việt Nam đã không còn rẻ như trước nếu so với quá khứ cũng như tương quan với các nước trong khu vực, hoạt động IPO - thoái vốn dồn dập các doanh nghiệp lớn có thể phần nào gây tác động loãng cung.

Qua đó, chúng tôi cho rằng khả năng chỉ số Vnindex tiếp tục tăng trưởng đột biến như trong năm 2017 sẽ khó lặp lại, thay vào đó, chỉ số Vnindex sẽ có mức tăng vừa phải với một vài đợt điều chỉnh ngắn hạn đan xen (đặc biệt lưu ý điểm rơi vào giai đoạn cuối quý 2 đầu quý 3 khi MSCI ra báo cáo đánh giá triển vọng nâng hạng). **Chỉ số P/E của VNINDEX vào thời điểm cuối 2018 được dự báo sẽ đạt mức 18-19 lần trong kịch bản trung bình.** Dự báo này dựa vào kết quả từ mô hình kinh tế lượng phân tích hệ số E/P dựa theo mối liên hệ với các biến số vĩ mô của Việt Nam sau đó được điều chỉnh định tính để sát với thực tế hơn. Từ kết quả này, chúng tôi tham chiếu dự báo tỷ lệ tăng trưởng EPS bình quân dự kiến 2018 ở mức xấp xỉ 12% đã đề cập ở trên, từ đó xác định **vùng điểm bình quân năm của VNINDEX đạt 1.080-1.100 điểm** (tăng khoảng 11% so với mức đóng cửa của năm 2017).

## Top-down một số ngành triển vọng khả quan trong năm 2018

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>- Chu kỳ kinh tế hồi phục hỗ trợ tăng trưởng ở nhóm ngành ngân hàng.</li> <li>- Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2018 ở mức 17%. Chính phủ đặt mục tiêu giảm lãi suất đầu ra, trong khi lãi suất đầu vào khó có thể giảm khiến NIM ngành ngân hàng giảm. Tuy nhiên xu hướng các ngân hàng tăng tỷ trọng mảng bán lẻ, có thể giúp trung hòa tác động tiêu cực từ việc chênh lệch lãi suất đầu ra và đầu vào.</li> <li>- Các ngân hàng có core banking tốt có thể đẩy mạnh mảng dịch vụ, là những ngân hàng có triển vọng tích cực nhất trong năm 2018.</li> <li>- Nợ xấu được kỳ vọng tiếp tục được đẩy nhanh tiến trình xử lý nhờ Nghị quyết 42, Quyết định 1058.</li> <li>- Áp lực tăng vốn có thể là yếu tố rủi ro cho toàn ngành, tuy nhiên chỉ tập trung ở nhóm ngân hàng thương mại nhà nước.</li> </ul>
<b>Bất động sản</b>	NLG, KDH, DXG, LHG...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nằm trong chu kỳ tăng trưởng của nền kinh tế, ngành bất động sản tiếp tục hưởng lợi nhờ lãi suất giảm, tín dụng tăng trưởng ổn định và định hướng của Chính phủ duy trì lãi suất ở mức thấp.</li> <li>- Phân khúc trung bình khá là tâm điểm tăng trưởng của thị trường BĐS trong năm 2018 với tỷ lệ dân số trẻ, tốc độ đô thị hóa cao khiến nhu cầu mua nhà dự đoán tiếp tục tăng.</li> <li>- Hoạt động M&amp;A tiếp tục diễn ra sôi động trong năm 2018.</li> <li>- Tăng trưởng từ các đặc khu kinh tế (Phú Quốc, Vân Đồn, Bắc Vân Phong) ở mức cao.</li> <li>- Riêng bất động sản khu công nghiệp hưởng lợi từ các yếu tố như dòng vốn FDI đăng ký và giải ngân tăng trưởng tích cực, Chính phủ khuyến khích đầu tư khu vực tư nhân, cùng với đó là giá thuê trung bình tăng trưởng ổn định.</li> </ul>
<b>Dầu khí</b>	GAS, PVS, PGS...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đà tăng của giá dầu trong năm 2018, tuy vẫn tiếp tục được duy trì nhưng được dự đoán sẽ không có nhiều đột biến nếu không có biến cố lớn xảy ra.</li> <li>- Triển vọng KQKD các doanh nghiệp dầu khí được đánh giá sẽ có nhiều cải thiện trong năm 2018 với nguồn việc trở lại từ các dự án dầu khí (Cá Rồng Đỏ, Lô B Ô môn...).</li> </ul>
<b>Hàng tiêu dùng</b>	VNM, MSN...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiếp tục hưởng lợi từ tăng trưởng kinh tế, thu nhập khả dụng của người dân và điều kiện nhân khẩu học thuận lợi. Tăng trưởng mạnh ở các lĩnh vực nhu cầu cần thiết và thiết yếu.</li> <li>- Hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển từ bán lẻ truyền thống sang bán lẻ hiện đại.</li> </ul>
<b>Thép</b>	HPG, POM, HSG...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhu cầu tiêu thụ thép thế giới được dự báo tiếp tục ổn định và tăng trưởng.</li> <li>- Nguồn cung từ Trung Quốc cắt giảm do Chính phủ nước này lo ngại các ảnh hưởng ô nhiễm môi trường từ các nhà máy thép. Cụ thể, Chính phủ nước này</li> </ul>

			<p>đã đưa ra chính sách cắt giảm công suất xuống 50% tại các tỉnh miền Bắc các tháng mùa đông (từ tháng 11 - 15/3/2018) và mục tiêu đóng cửa các nhà máy lạc hậu có ảnh hưởng đến môi trường.</p>
<b>Công nghệ thông tin</b>	FPT, CMG...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhu cầu gia công phần mềm ở cả thị trường trong nước và quốc tế đều được dự đoán ở mức cao, trong khi cung còn hạn chế.</li> <li>- Mạng viễn thông trong nước đang dần đến điểm bão hòa.</li> </ul>
<b>Hàng không</b>	VJC, ACV	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nằm trong khu vực Đông Nam Á có tốc độ tăng trưởng ngành cao, tỷ lệ người được bay còn thấp. Tăng trưởng du lịch Việt Nam (đặc biệt là du khách quốc tế) cao nhất khu vực.</li> <li>- Phân khúc nội địa sẽ tăng trưởng chậm lại, tuy nhiên phân khúc quốc tế sẽ có sự tăng trưởng mạnh do các hãng hàng không VN có lợi thế ko bị giới hạn về các giấy phép, thủ tục so với các hãng nước ngoài, dự địa tăng trưởng còn nhiều khi hiện tại 51% thị phần quốc tế vẫn thuộc về hãng bay nước ngoài, tăng trưởng khách du lịch quốc tế cao.</li> <li>- Mô hình các hãng bay giá rẻ phát triển giúp thúc đẩy ngành hàng không nói chung do tạo được hiệu ứng marketing.</li> </ul>
<b>Nhiệt điện</b>	PPC, NT2...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kết thúc Lanina sẽ tác động tích cực hơn đối với các doanh nghiệp nhiệt điện, đồng thời việc giảm sản lượng điện từ nguồn thủy điện có thể giúp gia tăng sản lượng điện từ nguồn nhiệt điện, theo đó giúp cho giá bán trên thị trường điện cạnh tranh tích cực hơn nếu so sánh tương quan với năm 2017.</li> <li>- Giá dầu gia tăng có thể ảnh hưởng tới giá khí đầu vào đối với các doanh nghiệp nhiệt điện khí, tuy nhiên tỷ trọng tham gia thị trường phát điện cạnh tranh chỉ khoảng 10%, do đó mức độ ảnh hưởng tới biên lợi nhuận chưa quá quan ngại.</li> </ul>
<b>Dược phẩm</b>	DHG, IMP, PME...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của ngành dược cao do tiêu thụ thuốc bình quân đầu người còn thấp, thu nhập khả dụng của người dân tăng, tốc độ đô thị hóa cao đi kèm với môi trường sống ô nhiễm, cơ cấu dân số già hơn.</li> <li>- Định hướng về mặt chính sách đẩy mạnh tỷ lệ sử dụng sản xuất thuốc nội địa.</li> <li>- Các thương vụ M&amp;A lớn trong ngành.</li> </ul>
<b>Dệt may và sợi</b>	TCM, TNG...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tăng trưởng xuất khẩu dệt may hồi phục mạnh trong năm 2017 sau thời gian dài tăng trưởng chậm lại. Xu hướng được dự báo tiếp tục duy trì trong năm 2018.</li> <li>- Xu hướng nhập khẩu hàng dệt may của thế giới đang chuyển dịch dần từ Trung Quốc sang các thị trường rẻ hơn như Việt Nam, Bangladesh... nhờ chi phí lao động thấp.</li> </ul>

*(Đây là một số ý tóm tắt triển vọng ngành 2018, để tìm hiểu chi tiết hơn, quý vị có thể tham khảo trong các báo cáo triển vọng ngành của BVSC)*

## 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: Số 72 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 808 Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Số 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)

### Phân tích chiến lược thị trường

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

### Chịu trách nhiệm nội dung

Nguyễn Xuân Bình [nguyentuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyentuanbinh@baoviet.com.vn)