

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG

Quý I năm 2018
04/2018

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
Website: 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

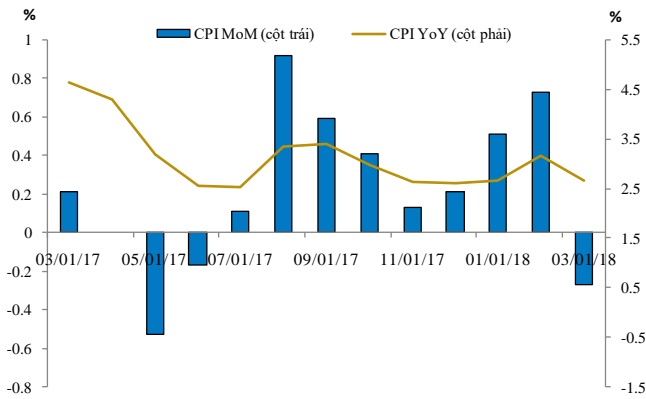
- Tăng trưởng GDP trong quý I vượt mức kỳ vọng với sự đóng góp lớn từ khu vực công nghiệp-xây dựng. Với kết quả này, mục tiêu tăng trưởng 6,7% cho cả năm 2018 của Chính phủ là tương đối khả thi;
- Chỉ số CPI mặc dù có mức tăng cao ngoài kỳ vọng trong 2 tháng đầu năm nhưng đã nhanh chóng hạ nhiệt trong tháng 3 vừa qua. Tuy vậy, lạm phát vẫn đang là rủi ro lớn nhất đối với Việt Nam trong năm 2018;
- Thanh khoản hệ thống ngân hàng trong quý I/2018 ở trạng thái dồi dào nhờ tổng phương tiện thanh toán M2 tăng cao hơn tín dụng. Hoạt động mua vào ngoại tệ nhằm cải thiện dự trữ ngoại hối là kênh bơm tiền chính giúp cung tiền tăng cao;
- Tỷ giá trong 3 tháng đầu năm có xu hướng tăng nhẹ. Lộ trình tăng lãi suất của FED nhiều khả năng sẽ chưa gây nhiều sức ép đối với tỷ giá trong năm 2018.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

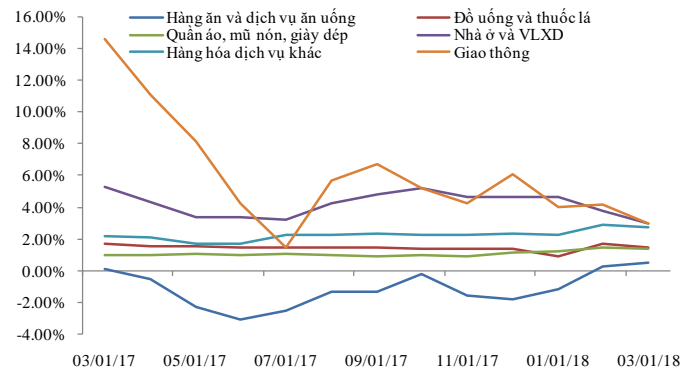
- TTCK Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng điểm trong quý 1 với mức tăng trưởng vượt trội về giá trị giao dịch.
- Mặc dù bán ròng nhẹ trong tháng 3, khối ngoại vẫn có quý mua ròng thứ 5 liên tiếp trên sàn HoSE.
- Hoạt động sản xuất, kinh doanh các doanh nghiệp trên cả 2 sàn trong quý 4 năm 2017 đạt kết quả ấn tượng về tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước.
- Xu hướng tăng điểm của thị trường trong quý 2 vẫn được duy trì mặc dù có thể sẽ xuất hiện các nhịp tăng/giảm điểm mạnh đan xen, đi kèm diễn biến phân hóa ở mức cao giữa các nhóm cổ phiếu.

KINH TẾ VĨ MÔ

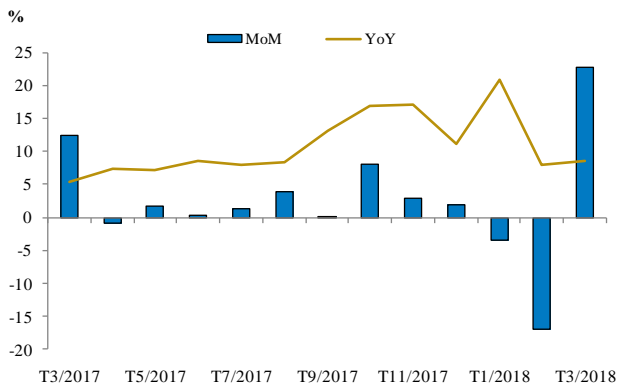
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ



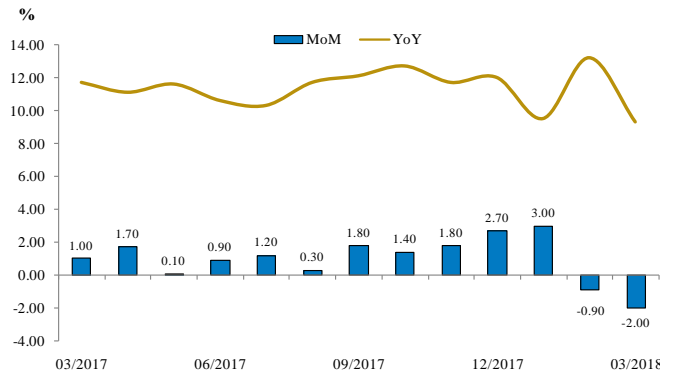
Diễn biến giá một số nhóm hàng (YoY)



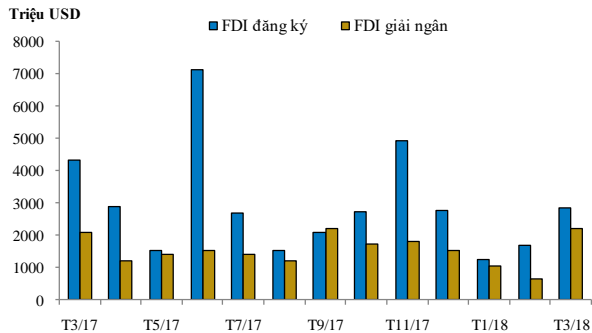
Chỉ số sản xuất công nghiệp



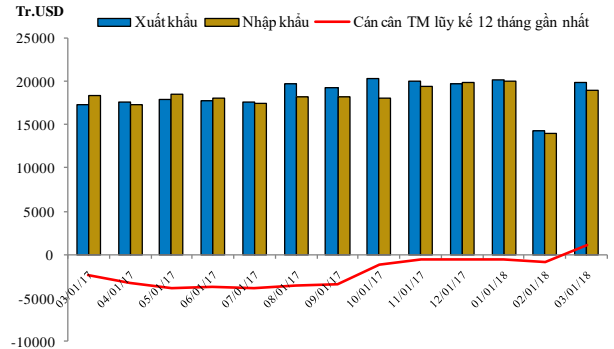
Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng



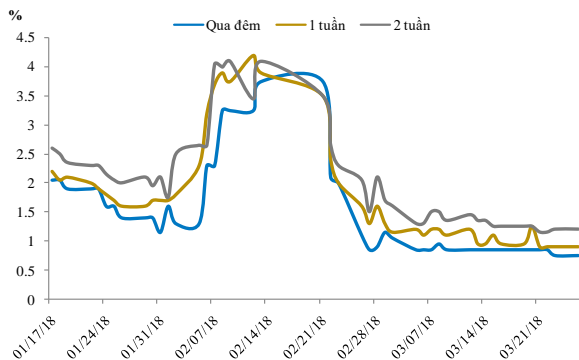
FDI



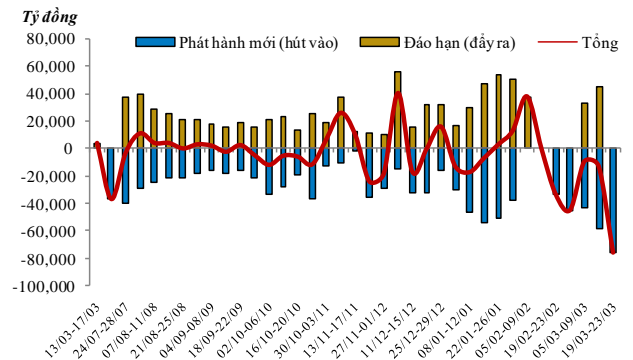
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



Hoạt động phát hành tín phiếu của NHNN

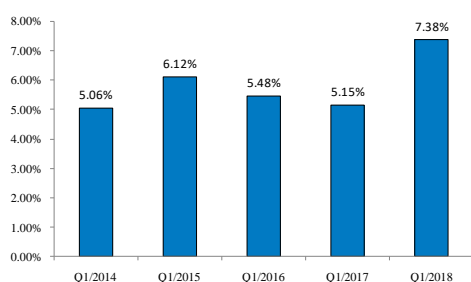


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- **Tăng trưởng GDP trong quý I vượt mức kỳ vọng với sự đóng góp lớn từ khu vực công nghiệp-xây dựng.** Ngoài ra, khu vực nông-lâm- thủy sản cũng có mức tăng cao hơn hẳn so với cùng kỳ. Với kết quả này, mục tiêu tăng trưởng 6,7% cho cả năm 2018 của Chính phủ là tương đối khả thi.
- **Chỉ số CPI mặc dù có mức tăng cao ngoài kỳ vọng trong 2 tháng đầu năm nhưng đã nhanh chóng hạ nhiệt trong tháng 3 vừa qua.** Tuy vậy, lạm phát vẫn đang là rủi ro lớn nhất đối với Việt Nam trong năm 2018. Dự báo lạm phát toàn phần bình quân năm 2018 sẽ tăng từ 3,3-3,8% so với năm 2017.
- **Thanh khoản hệ thống ngân hàng trong quý I/2018 ở trạng thái dồi dào nhờ tổng phương tiện thanh toán M2 tăng cao hơn tín dụng.** Hoạt động mua vào ngoại tệ nhằm cải thiện dự trữ ngoại hối là kênh bơm tiền chính giúp cung tiền tăng cao.
- **Tỷ giá trong 3 tháng đầu năm có xu hướng tăng nhẹ.** Lộ trình tăng lãi suất của FED nhiều khả năng sẽ chưa gây nhiều sức ép đối với tỷ giá trong năm 2018.

Tăng trưởng GDP: tích cực hơn kỳ vọng

Tăng trưởng GDP Q1 các năm gần đây

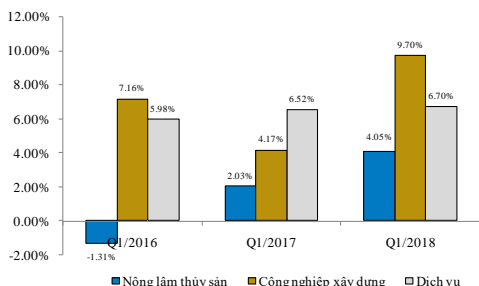


Nguồn: GSO, BVSC

Tăng trưởng GDP quý I/2018 đạt 7,38%

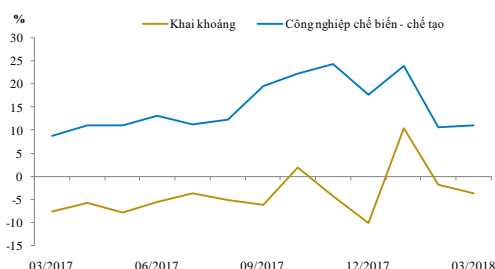
Tăng trưởng GDP của Việt Nam trong ba tháng đầu năm nay đạt mức tăng đột biến 7,38%- mức tăng cao nhất của quý I trong vòng 10 năm trở lại đây. Mức tăng này cũng xấp xỉ mức tăng của quý III và quý IV/2017 - vốn là thời điểm nền kinh tế có xu hướng tăng tốc mạnh nhất trong năm. Còn nếu so với mức bình quân của quý I các năm từ 2012-2017 (đạt khoảng 5%) thì mức tăng 7,38% như trên là khá vượt trội. Đáng chú ý, sự khởi sắc đến từ cả ba khu vực của nền kinh tế, trong đó khu vực nông- lâm - thủy sản và khu vực công nghiệp-xây dựng có mức cải thiện mạnh nhất.

Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO, BVSC

Tốc độ tăng YoY của các ngành công nghiệp



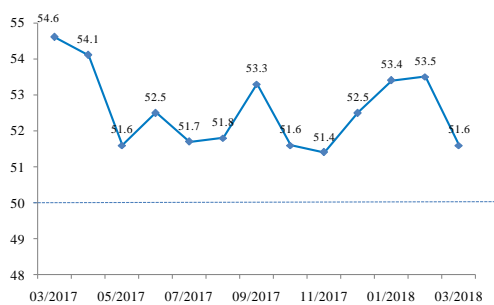
Nguồn: GSO, BVSC

- **Khu vực công nghiệp - xây dựng đạt mức tăng trưởng vượt trội 9,7% và vẫn là yếu tố tạo đà chính cho tăng trưởng.** Trong khu vực công nghiệp và xây dựng, ngành công nghiệp tăng 10,08% so với cùng kỳ năm trước, đóng góp 3,01 điểm phần trăm vào mức tăng chung. Điểm sáng của khu vực này là sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với mức tăng 13,56% (là mức tăng cao nhất trong 7 năm gần đây). Trong số các địa phương, hai tỉnh có chỉ số sản xuất công nghiệp tăng trưởng mạnh nhất là Hà Tĩnh và Bắc Ninh (lần lượt tăng 260% và 38%). Chúng tôi cho rằng hai doanh nghiệp Formosa và Samsung là nhân tố chính giúp sản xuất công nghiệp của hai địa phương trên tăng trưởng mạnh trong quý I vừa qua. Trong số các sản phẩm công nghiệp thì sản xuất sắt thép có mức tăng mạnh nhất (37,2% YoY).

Một điểm đóng vai trò hỗ trợ khác giúp ngành công nghiệp khởi sắc mạnh là ngành khai khoáng quý I năm nay đã đạt mức tăng trưởng dương 0,4% (trong đó khai thác than tăng 2,9%; khai thác quặng tăng 9,7%; khai thác dầu thô và khí đốt giảm 0,5%) sau hai năm liên tục giảm (năm 2016 giảm 0,2%; năm 2017 giảm 10%).

Ngoài ra, báo cáo về chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) do Nikkei công bố cũng cho thấy lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo của Việt Nam vẫn tăng trưởng tốt. Theo Nikkei, PMI của Việt Nam trong 3 tháng đầu năm lần lượt đạt mức 53,4 điểm; 53,5 điểm và 51,6 điểm. Đây đều là những mức điểm cách khá xa ngưỡng 50 điểm, cho thấy khu vực sản xuất của Việt Nam đang được mở rộng với

Chỉ số PMI



Nguồn: Nikkei, BVSC

tốc độ nhanh chóng.

- Khu vực nông lâm thủy sản đạt mức tăng trưởng 4,05%, gấp đôi so với mức tăng cùng kỳ năm 2017.** Trong đó, ngành nông nghiệp tăng 3,76%, cao hơn mức tăng của quý I các năm 2011-2017 (trung bình ngành nông nghiệp chỉ đạt mức tăng 1,5% trong giai đoạn này), đóng góp 0,31 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng chung. Điều này cho thấy 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. Ngành thủy sản cũng diễn biến tích cực khi đạt mức tăng trưởng cao nhất trong 8 năm trở lại đây với 4,76%. Với kết quả này, chúng tôi kỳ vọng khu vực nông lâm thủy sản có thể đạt mức tăng 2,5- 3% trong cả năm nay.
- Khu vực dịch vụ tăng trưởng 6,7% - cải thiện nhẹ so với mức tăng 6,52% của cùng kỳ năm 2017.** Mặc dù vẫn giữ được đà tăng trưởng khá tốt nhưng mức độ cải thiện so với mức tăng cùng kỳ của khu vực dịch vụ là khá khiêm tốn nếu so với khu vực nông-lâm-thủy sản và khu vực công nghiệp-xây dựng. Trong khu vực dịch vụ, đóng góp của một số ngành có tỷ trọng lớn vào mức tăng trưởng chung là: bán buôn, bán lẻ (tăng 7,45%); dịch vụ lưu trú và ăn uống (tăng 7,6%); tài chính, ngân hàng, bảo hiểm (tăng 7,72%); kinh doanh bất động sản (tăng 3,56%).

Mục tiêu tăng trưởng 6,7% là tương đối khả thi

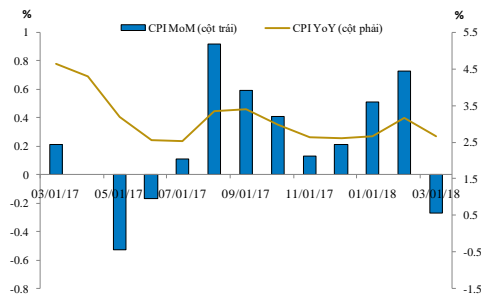
Mức tăng trưởng vượt kỳ vọng của GDP trong quý I vừa qua giúp khả năng hoàn thành mục tiêu tăng trưởng 6,7% cho cả năm 2018 của Chính phủ trở nên khả thi vì thông thường các năm gần đây, quý I luôn là thời điểm “trũng” nhất của tăng trưởng. Tuy nhiên điểm cần lưu ý là GDP quý I/2018 sở dĩ tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ là do có phần đóng góp lớn từ điểm rơi ghi nhận tăng trưởng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của hai doanh nghiệp FDI lớn là Samsung và Formosa, trong khi nền tảng tăng trưởng của quý I/2017 không phải ở mức quá cao. Tiêu biểu nhất là hoạt động của khu vực công nghiệp xây dựng quý đầu năm ngoái chỉ tăng 4,17% do những trục trặc liên quan đến sản phẩm Note 7 của Samsung đã khiến cho hoạt động sản xuất của tập đoàn này bị ảnh hưởng. Do vậy, tốc độ tăng trưởng cao trong 3 tháng đầu năm nay là diễn biến tích cực nhưng nó không hàm ý tăng trưởng sẽ chắc chắn đạt những mức cao hơn thế trong các quý tiếp theo. Tuy nhiên, về tổng thể, khả năng hoàn thành mục tiêu tăng trưởng 6,7% của Việt Nam trong năm nay vẫn được chúng tôi đánh giá cao.

Lạm phát: tăng tốc ngay trong 2 tháng đầu năm

Lạm phát bình quân quý I tăng 2,82%

Theo Tổng cục Thống kê, trong quý I/2018, chỉ số giá tiêu dùng CPI lần lượt tăng 0,51% và 0,73% trong tháng 1 và tháng 2 trước khi giảm nhẹ 0,27% trong tháng 3. Về yếu tố thị trường, tháng 1 và tháng 2 là tháng có dịp Tết Nguyên Đán nên nhu cầu mua sắm tăng cao, đẩy giá các mặt hàng lương thực tăng 3,99% so với cùng kỳ năm trước, góp phần khiến CPI tăng 0,18%.

Chỉ số CPI



Nguồn: GSO, BVSC

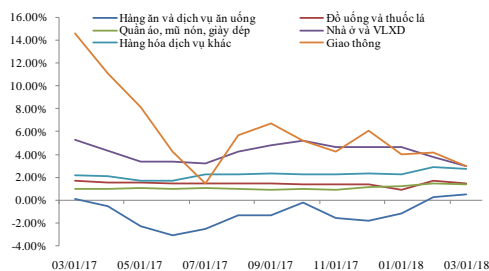
Giá các mặt hàng đồ uống, thuốc lá và các loại quần áo may sẵn cũng chịu ảnh hưởng từ dịp Tết nên lần lượt tăng 1,36% và 1,39% YoY. Giá dịch vụ giao thông công cộng cũng tăng 1,87% so với quý trước do giá xe khách và giá vé tàu hỏa tăng. Bên cạnh đó, giá nhiên liệu trên thị trường thế giới trong ba tháng đầu năm 2018 tăng khá mạnh (tăng khoảng 15% so với bình quân quý 1/2017) cũng khiến giá xăng dầu trong nước tăng theo. Bên cạnh những yếu tố gây tăng giá đề cập ở trên, trong ba tháng đầu năm 2018 cũng có những yếu tố góp phần kiềm chế chỉ số CPI. Đó là chỉ số giá nhóm thực phẩm giảm 1,47%, góp phần làm cho CPI chung giảm 0,33% so với cùng kỳ năm trước.

Với kết quả trên, lạm phát toàn phần bình quân quý I tăng 2,82% so với bình quân cùng kỳ năm 2017. Trong khi đó, lạm phát cơ bản có mức tăng thấp hơn (chỉ 1,34%).

Vẫn cần thận trọng

Mặc dù chỉ số CPI hạ nhiệt vào tháng 3 giúp rủi ro lạm phát tăng cao vượt kỳ vọng đã được giảm bớt so với thời điểm cuối tháng 2 vừa qua nhưng chúng tôi cho rằng vẫn cần thận trọng với lạm phát, nhất là trong bối cảnh các yếu tố bên ngoài như giá dầu tăng vẫn đang là ẩn số rất khó lường. Ngoài ra, diễn biến giảm mạnh của giá mặt hàng thịt lợn vào quý II/2017 nhiều khả năng cũng không còn lặp lại trong năm nay. Do đó, giá nhóm hàng thực phẩm có thể sẽ tăng nhanh trong quý II năm nay, đặc biệt là vào thời điểm tháng 5 khi so sánh với mặt bằng giá thấp của cùng kỳ năm ngoái (giá mặt hàng thịt lợn giảm mạnh trong tháng 05/2017). Khi lạm phát YoY tăng nhanh trở lại, NHNN nhiều khả năng sẽ phải thận trọng hơn trong việc điều hành chính sách tiền tệ, cụ thể là hạn chế đà tăng nhanh của tổng phương tiện thanh toán M2. Điểm tích cực là lộ trình điều chỉnh giá dịch vụ y tế theo bước 2 cho người không có thẻ bảo hiểm y tế đã hoàn tất tại 63 tỉnh thành nên nhiều khả năng nhóm hàng y tế sẽ không còn tác động nhiều đối với chỉ số CPI chung trong các tháng tới. Thay vào đó, đề xuất tăng thuế bảo vệ môi trường trong giá xăng thêm 1.000 đồng/lít của Bộ Tài chính nếu được thông qua sẽ chính thức được áp dụng vào ngày 1/7 tới đây. Tác động trực tiếp của việc giá xăng tăng trong nhóm hàng giao thông không quá lớn (do mặt hàng này chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 3% trong rổ CPI) nhưng tác động vòng 2 liên đới tới rất nhiều mặt hàng khác là rất khó lường. Ngoài ra, kinh tế Việt Nam đang trong chu kỳ hồi phục sẽ tiếp tục khiến cầu trong nền kinh tế tăng, từ đó gây áp lực lên mặt bằng giá cả. **Theo dự báo của BVSC, lạm phát toàn phần bình quân trong năm 2018 sẽ có mức tăng 3,3-3,8%.**

Diễn biến giá các nhóm hàng hóa



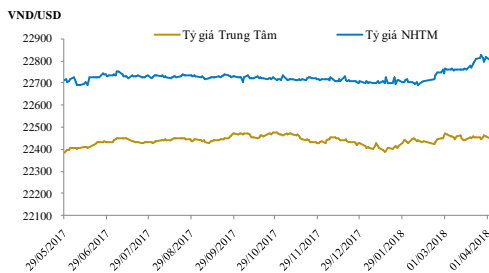
Nguồn: GSO, BVSC

Tỷ giá: xu hướng tăng nhẹ trong quý I

Tỷ giá có xu hướng tăng nhẹ

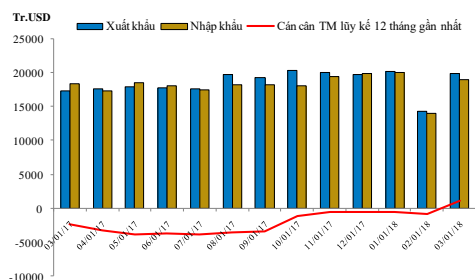
Diễn biến tỷ giá USD/VND trong quý I có xu hướng tăng nhẹ ở cả tỷ giá trung tâm và tỷ giá giao dịch tại các NHTM. Cụ thể, so với thời điểm cuối năm 2017, tỷ giá trung tâm do NHNN công bố vào thời điểm cuối tháng 3 tăng 33 đồng, tương đương khoảng 0,15%. Trong khi đó, tỷ giá giao dịch tại các NHTM có mức tăng mạnh hơn (96 đồng, tương đương 0,42%). Diễn biến tăng của tỷ giá chủ yếu diễn ra trong tháng 3.

Diễn biến tỷ giá VND/USD



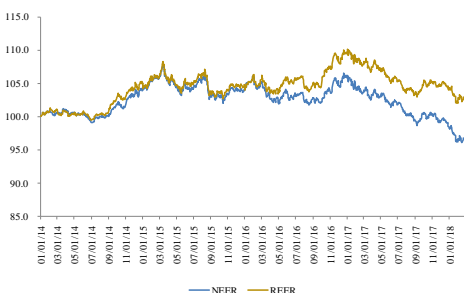
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Cán cân thương mại



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Diễn biến NEER và REER



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Theo BVSC, có hai nguyên nhân chính khiến tỷ giá USD/VND có chiều hướng tăng nhẹ trong quý vừa qua:

Thứ nhất, đồng USD có xu hướng hồi phục nhẹ vào thời điểm cuối tháng 2. Chỉ số USD Index tăng từ mức 88,59 điểm vào ngày 15/02 lên mức 90,61 điểm vào ngày 28/02 (tương đương mức tăng 2,2%). Diễn biến này khiến VND có xu hướng mất giá nhẹ so với USD vào thời điểm đầu tháng 3. Ở một khía cạnh khác, trong quý I, mặc dù dòng vốn nước ngoài liên tục chảy vào Việt Nam khiến nguồn cung USD tăng lên nhưng NHNN đã nhanh chóng mua vào ngoại tệ. Động thái này nhắm đến hai mục tiêu: một là cải thiện dự trữ ngoại hối; hai là giữ cho VND không lên giá quá mạnh so với USD, khiến xuất khẩu của Việt Nam gặp bất lợi.

Thứ hai, xét các yếu tố chủ quan, cán cân thanh toán của Việt Nam trong quý I vẫn khá tích cực nhờ sự thặng dư của cán cân thương mại (xuất siêu 1,3 tỷ USD) và các dòng vốn FDI (vốn giải ngân đạt 3,88 tỷ USD), kiều hối vẫn chảy vào thị trường Việt Nam. Diễn biến này đã giúp cho nguồn cung USD khá dồi dào trên thị trường. Tuy nhiên, việc nhanh chóng mua vào ngoại tệ của NHNN đã khiến nguồn cung ngoại tệ còn lại thực tế trên thị trường không phải quá nhiều. Ngoài ra, lạm phát có xu hướng tăng vượt kỳ vọng ngay trong hai tháng đầu năm cũng là nguyên nhân đẩy tâm lý nắm giữ và đầu tư USD ngắn hạn tăng lên.

Rủi ro chưa lớn

Do đồng USD về tổng thể vẫn đang trong xu hướng giảm giá nên chúng tôi chưa thấy quá nhiều rủi ro đối với tỷ giá trong năm nay. Theo mô hình tính toán của chúng tôi, hai đường tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER) và tỷ giá hữu hiệu thực (REER) hiện đang ở vùng khá an toàn, hàm ý sức ép giảm giá VND không lớn trong năm nay. So với đồng tiền của một số nước trong khu vực có sự cạnh tranh về hàng xuất khẩu với Việt Nam như Trung Quốc hay Thái Lan thì tiền Đồng đang ở vị thế thuận lợi hơn ở khía cạnh hỗ trợ xuất khẩu (cụ thể, VND giảm giá 3% so với CNY và 3,5% đối với THB trong quý I). Trong các quý sắp tới, nếu đồng USD phản ứng tích cực hơn với lộ trình tăng lãi suất của FED thì VND có thể sẽ tăng giá trở lại so với đồng tiền của các nước có cạnh tranh hàng xuất khẩu với Việt Nam. Tuy nhiên, mức tăng này sẽ chưa đủ lớn để tạo nên sức ép buộc NHNN phải điều chỉnh mạnh tay tỷ giá. Thêm vào đó, trong trường hợp sức ép lớn hơn dự kiến, NHNN cũng có thể sử dụng đến quỹ dự trữ ngoại hối (vốn đã được cải thiện nhiều trong thời gian gần đây) để bình ổn tỷ giá. Về cơ bản, **chúng tôi dự báo tỷ giá không phải rủi ro lớn đối với kinh tế Việt Nam trong năm nay. Tỷ giá USD/VND nhiều khả năng sẽ có mức tăng 1-2% cho cả năm 2018.**

Thanh khoản ngân hàng: dồi dào do cung tiền tăng trưởng cao

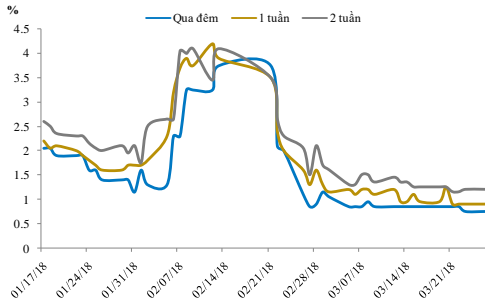
Thanh khoản ngân hàng dư thừa do M2 tăng trưởng cao hơn tín dụng

Theo số liệu công bố của Tổng cục Thống kê, tính đến ngày 20/03/2018, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ngân hàng đạt mức 2,23% so với cuối năm 2017, tương đương với phần tăng thêm là 145 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, ở phía cung vốn, tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán M2 đạt 3,23% so với cuối năm 2017, phần tăng thêm này tương đương 264 nghìn tỷ đồng.

Trong suốt năm 2017, tốc độ tăng trưởng của tổng phương tiện thanh toán M2 qua từng tháng phần lớn có xu hướng thấp hơn so với tăng trưởng tín dụng (mức chênh lệch nhỏ nhất là 0,54% tại thời điểm cuối tháng 03/2017 và lớn nhất là 3,27% tại thời điểm cuối tháng 12/2017). Theo đánh giá của BVSC, điều này cho thấy sự thận trọng của NHNN trong việc điều hành cung tiền dù lạm phát trong năm 2017 vẫn trong tầm kiểm soát của Chính phủ (CPI bình quân năm 2017 tăng 3,53%, dưới mục tiêu 4% Quốc hội đặt ra). Tuy nhiên, diễn biến trong 3 tháng đầu năm 2018 đã cho thấy sự đảo chiều khi tốc độ tăng trưởng M2 đã cao hơn so với tăng trưởng tín dụng (mức chênh lệch đạt 1%). Chính điều này đã giúp cho phần chênh giữa tăng trưởng M2 và tăng trưởng tín dụng tăng lên mức 119 nghìn tỷ đồng tại thời điểm 20/03/2018 (mức cao nhất kể từ tháng 2/2017) thay cho mức 54 nghìn đồng vào thời điểm 31/12/2017.

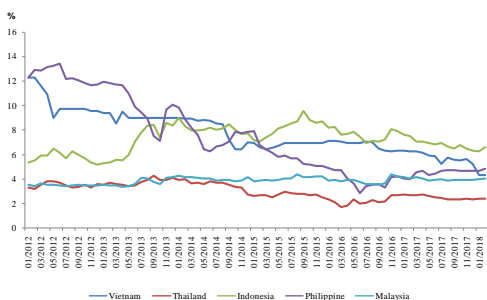
Mặc dù không có đủ số liệu tăng trưởng M2 và tăng trưởng tín dụng hàng tháng nhưng qua việc theo dõi diễn biến lãi suất liên ngân hàng và sự cải thiện của quỹ dự trữ ngoại hối, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng việc mở rộng cung tiền trở lại đã được NHNN thực hiện mạnh trong tháng 1 và tháng 3/2018. Cụ thể, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn qua đêm, 1 tuần và 2 tuần trong quý I nhìn chung vẫn duy trì ở mặt bằng khá thấp (ngoại trừ hai tuần tăng mạnh lên quanh mức 4%/năm do ảnh hưởng của Tết Nguyên Đán vào thời điểm giữa tháng 2). Kể từ đầu tháng 3 cho đến nay, lãi suất liên ngân hàng đã giảm mạnh trở lại và chỉ còn dao động từ 1-1,5%/năm cho cả ba loại kỳ hạn trên.

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lợi suất TPCP 10 năm của các nước



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lãi suất TPCP đã và đang thiết lập vùng đáy

Do thanh khoản dư thừa trong quý I, các ngân hàng đã đẩy mạnh đầu tư vào kênh TPCP, khiến lãi suất trúng thầu liên tục lập đáy lịch sử tại tất cả các kỳ hạn. Cụ thể, lãi suất trúng thầu cho kỳ hạn 5 năm chỉ còn 3%/năm, kỳ hạn 10 năm còn 4%/năm, kỳ hạn 30 năm còn 5,4%/năm. Bên cạnh đó, KBNN cũng giới hạn khối lượng phát hành TPCP trong năm 2018 chỉ ở mức khoảng 200.000 tỷ đồng, tức tương đương với năm 2017. Nguồn cung không tăng lên trong khi cầu dồi dào đã khiến cho giá trái phiếu có xu hướng tăng, đồng nghĩa với lãi suất giảm rất mạnh trong quý I/2018.

Mặc dù vậy, theo quan điểm của chúng tôi, nhiều khả năng lãi suất TPCP đã và đang thiết lập vùng đáy bởi hai lý do. Thứ nhất là nếu so sánh với các nước trong khu vực thì mức lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam hiện đang thấp hơn khoảng 2% so với Indonesia; cao hơn so với Thái Lan (hiện là 2%), Malaysia (hiện là 3,8%) và đã xấp xỉ với Philippines (quanh 4%). Nếu tiếp tục giảm tiếp, lợi suất TPCP Việt Nam sẽ về mức tương đương với Thái Lan và Malaysia, điều được coi là không hợp lý xét trong

tương quan điều kiện kinh tế và trình độ phát triển giữa Việt Nam và hai nước kể trên. Nguyên nhân thứ hai là nhiều khả năng thanh khoản hệ thống ngân hàng trong các tháng tới sẽ không còn dư thừa nhiều như trong quý I vừa qua (như phân tích ở phần trên). Khi đó, nhu cầu mua TPCP của các ngân hàng có thể sẽ giảm bớt, khiến lãi suất TPCP bật tăng trở lại.

Kết luận

Tăng trưởng GDP trong quý I vượt mức kỳ vọng với sự đóng góp lớn từ khu vực công nghiệp-xây dựng mà điển hình là lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo. Ngoài ra, khu vực nông-lâm- thủy sản cũng có mức tăng cao hơn hẳn so với cùng kỳ. Với kết quả này, mục tiêu tăng trưởng 6,7% cho cả năm 2018 của Chính phủ là tương đối khả thi.

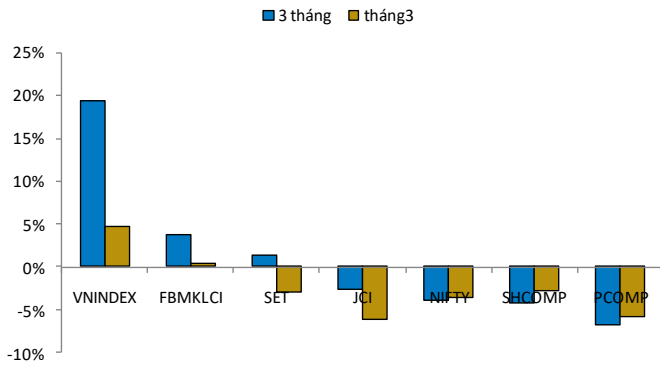
Chỉ số CPI mặc dù có mức tăng cao ngoài kỳ vọng trong 2 tháng đầu năm nhưng đã nhanh chóng hạ nhiệt trong tháng 3 vừa qua. Tuy vậy, lạm phát vẫn đang là rủi ro lớn nhất đối với Việt Nam trong năm 2018 xét trong bối cảnh các yếu tố bên ngoài như giá dầu tăng vẫn đang là ẩn số rất khó lường. Dự báo lạm phát toàn phần bình quân năm 2018 sẽ tăng từ 3,3-3,8% so với năm 2017.

Thanh khoản hệ thống ngân hàng trong quý I/2018 ở trạng thái dồi dào nhờ tổng phương tiện thanh toán M2 tăng cao hơn tín dụng. Hoạt động mua vào ngoại tệ nhằm cải thiện dự trữ ngoại hối là kênh bơm tiền chính giúp cung tiền tăng cao. Thanh khoản dồi dào trong khi tín dụng chưa bước vào giai đoạn cao điểm đã khiến các NHTM đẩy mạnh mua vào TPCP, khiến lãi suất TPCP giảm sâu. Tuy vậy, nhiều khả năng lợi suất TPCP đã và đang thiết lập vùng đáy.

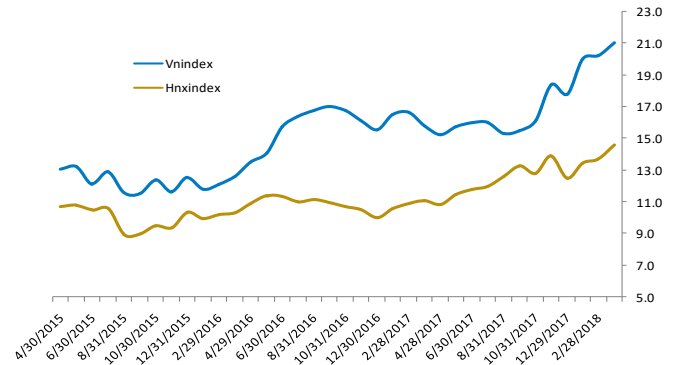
Tỷ giá trong 3 tháng đầu năm có xu hướng tăng nhẹ nhưng chưa đáng lo ngại. Lộ trình tăng lãi suất của FED nhiều khả năng sẽ chưa gây nhiều sức ép đối với tỷ giá trong năm 2018. Trong trường hợp xấu nhất, NHNN vẫn có thể sử dụng quỹ dự trữ ngoại hối để bình ổn tỷ giá. VND được dự báo sẽ chỉ mất giá 1-2% so với USD trong năm 2018.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

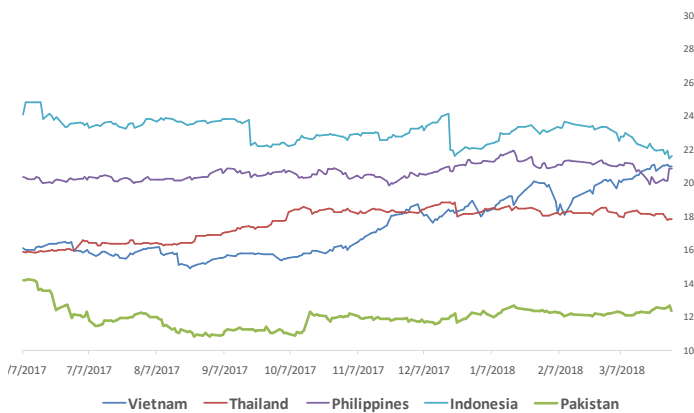
Biến động một số thị trường trong khu vực



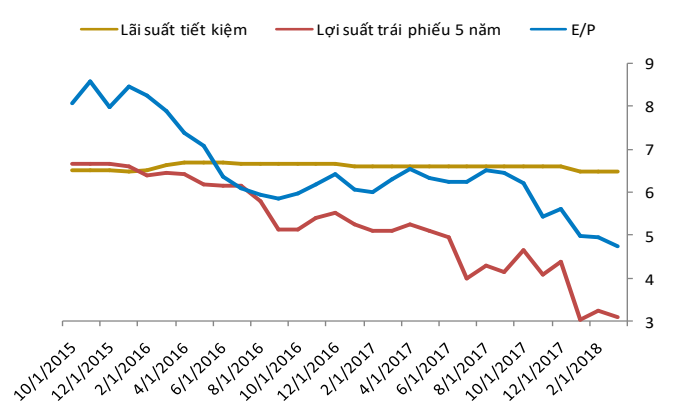
P/E tại HSX và HNX



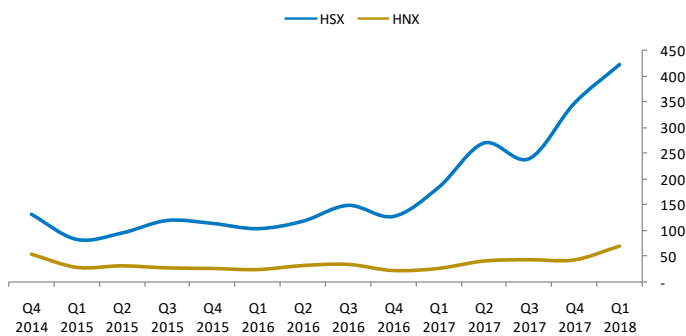
Biến động P/E một số thị trường trong khu vực



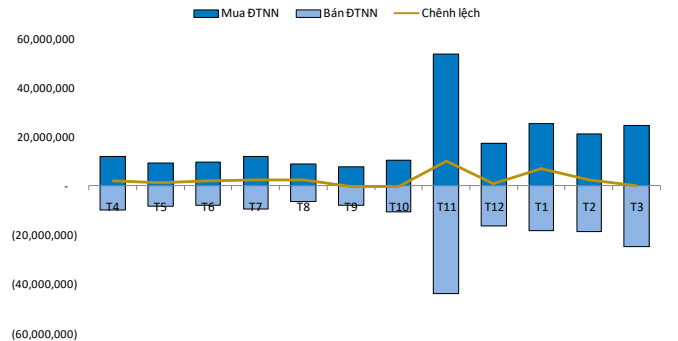
So sánh lợi suất các kênh đầu tư tại Việt Nam



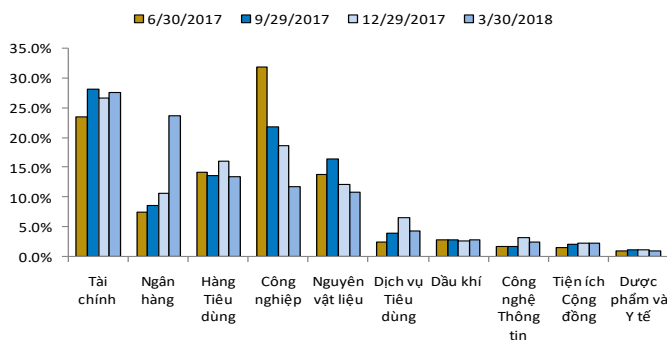
Giá trị giao dịch 2 sàn theo quý (nghìn tỷ VNĐ)



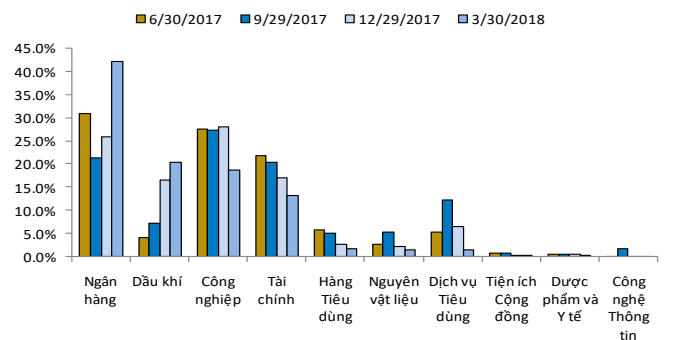
Giao dịch nhà ĐTNN trên HSX theo tháng



Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX

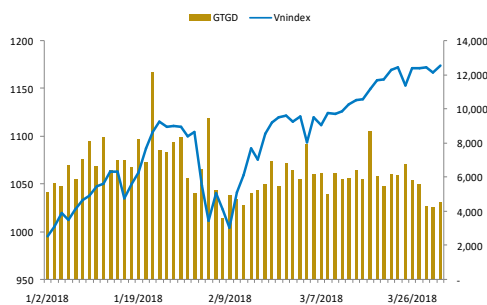


Nguồn: Bloomberg, IMF, HSX, HNX, FiinPro

- **TTCK Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng điểm trong quý 1 với mức tăng trưởng vượt trội về giá trị giao dịch.**
- **Mặc dù bán ròng nhẹ trong tháng 3, khối ngoại vẫn có quý mua ròng thứ 5 liên tiếp trên sàn HoSE.**
- **Hoạt động sản xuất, kinh doanh các doanh nghiệp trên cả 2 sàn trong quý 4 năm 2017 đạt kết quả ấn tượng về tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước.**
- **Xu hướng tăng điểm của thị trường trong quý 2 vẫn được duy trì mặc dù có thể sẽ xuất hiện các nhịp tăng/giảm điểm mạnh đan xen, đi kèm diễn biến phân hóa ở mức cao giữa các nhóm cổ phiếu.**

Tổng quan TTCK Việt Nam quý 1 2018

Diễn biến chỉ số VNINDEX trong quý 1 2018



(Nguồn: HSX, BVSC)

Các mã tác động lớn nhất đến chỉ số và mức độ ảnh hưởng trong quý 1 2018

Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
VIC	+38.60
GAS	+23.89
BID	+22.40
VCB	+21.37
MSN	+15.67
Mã đóng góp tiêu cực	Tác động đến chỉ số
ROS	-8.15
VNM	-2.94
MWG	-2.11
CTD	-1.95
SAB	-1.15

(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

Biến động về giá của các ngành trong quý 1 2018

S ngành diễn biến tích cực nhất	Thay đổi	Các mã tiêu biểu
Ngân hàng	40.40%	VCB, BID, CTG, VPB...
Bất động sản dân cư	39.90%	VIC, NVL, KDH, DXG...
Bảo hiểm	35.20%	BVH, PVI, BIC, BML...
Phân phối xăng dầu & khí đốt	33.80%	GAS, PGD, PGS, PGC...
Nuôi trồng thủy hải sản	31.30%	VHC, ANV, FMC, HVG...
S ngành diễn biến tiêu cực nhất	Thay đổi	Các mã tiêu biểu
Dịch vụ kho bãi	-10.10%	GMD, PHP, DVP, VSC...
Khai khoáng	-11.30%	KSB, HGM, BMC, BKC...
Nhựa	-13.10%	AAA, RDP, DAG, HIL...
Thiết bị và Dịch vụ Dầu khí	-14.70%	PVS, PVD, PVC, PVB...
Lâm sản và Chế biến gỗ	-16.10%	TTF, DLG, GTA

(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

TTCK Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng điểm trong quý 1 với mức tăng trưởng vượt trội về giá trị giao dịch. Diễn biến thị trường trong quý 1 có thể chia làm 2 giai đoạn chính. Giai đoạn 1 kéo dài từ đầu quý cho đến trung tuần tháng 2 có biến động khá mạnh. Trong giai đoạn này, chỉ số Vnindex khởi đầu với nhịp tăng trưởng hưng phấn với sự hỗ trợ chính bởi diễn biến bứt phá ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn như VCB, GAS, HPG, MSN...; trước khi xuất hiện nhịp điều chỉnh sâu do chịu ảnh hưởng bởi diễn biến tiêu cực của TTCK toàn cầu. Giai đoạn 2 là phần còn lại của quý, chỉ số Vnindex quay trở lại xu hướng tăng và đóng cửa ở mức áp sát mốc đỉnh lịch sử 1178. Tính riêng cho cả quý, chỉ số Vnindex và Hnindex tăng lần lượt 19,3% và 12,8% về điểm số; trong khi giá trị giao dịch lần lượt đạt mức tăng vượt trội 129% và 166% so với cùng kỳ.

Xét về diễn biến các nhóm ngành (theo phân ngành ICB) trong quý 1, có thể thấy đa số các ngành tăng trưởng mạnh nhất đều có vốn hóa lớn, trong khi nhóm ngành giảm mạnh nhất thuộc các ngành vốn hóa tầm trung và mức giảm tương đối thấp. Trong đó, tăng trưởng nổi bật nhất thuộc về nhóm ngành ngân hàng (+40,4%) với diễn biến tăng đồng đều ở tất cả các mã trong ngành nhờ KQKD 2017 cũng như triển vọng 2018 tích cực. Nhóm ngành tăng trưởng mạnh thứ 2 là ngành bất động sản dân cư (+39,9%) với diễn biến tăng mạnh tập trung ở các mã vốn hóa lớn trong ngành như VIC, KDH, DXG... trong khi các mã vốn hóa vừa và nhỏ có diễn biến phân hóa. Ngành bảo hiểm có mức tăng mạnh thứ 3 (+35,2%) chủ yếu nhờ mức tăng đột biến ở mã vốn hóa đầu ngành BVH.

Ở chiều ngược lại, các giảm điểm sâu nhất gồm có lâm sản và chế biến gỗ (-16,1%); thiết bị và dịch vụ dầu khí (-14,7%) và nhựa (-13,1%). Trong đó, đáng chú ý là diễn biến giảm mạnh của nhóm cổ phiếu thiết bị và dịch vụ dầu khí do chịu các ảnh hưởng tiêu cực liên quan đến việc dự án Cá Rồng Đổ bị tạm ngưng triển khai do chịu tác động bởi yếu tố địa chính trị. Trong khi đó, giá dầu mặc dù có xu hướng hồi phục nhưng đan xen các nhịp giảm, biến động mạnh và khó lường trong quý 1.

Khối ngoại có quý mua ròng thứ 5 liên tiếp trên sàn HoSE

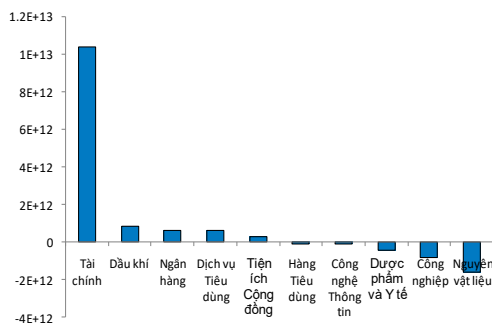
Khối ngoại tiếp tục mua ròng trong quý 1 với giá trị duy trì ở mức cao. Cụ thể, trên sàn HoSE, khối ngoại mua vào 71,2 nghìn tỷ đồng và bán ra 61,6 nghìn tỷ đồng, giá trị mua ròng đạt hơn 9,6 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý

Các mã khối ngoại mua/bán ròng mạnh nhất trong quý 1

Top mã mua ròng	Giá trị (VND)
VRE	4,267,875,654,500
VIC	3,067,710,546,000
E1VFN30	1,528,208,160,000
MSN	1,171,715,003,900
DXG	1,027,956,630,000
Top mã bán ròng	Giá trị (VND)
DHG	-416,798,709,500
VCB	-632,870,112,000
CTD	-839,043,996,000
VNM	-1,479,446,996,000
HPG	-2,243,958,906,000

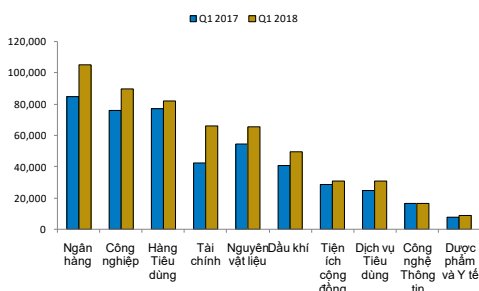
(Nguồn: HSX, BVSC)

Mua/bán ròng của khối ngoại trong quý 1 theo ngành

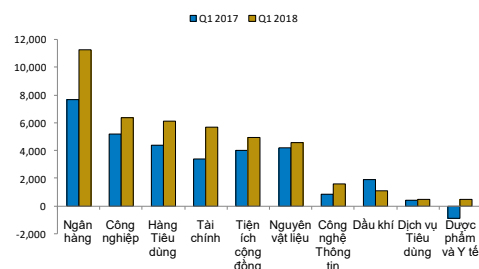


(Nguồn: HSX, BVSC)

Doanh thu các ngành Q1 2018 so với cùng kỳ



Lợi nhuận các ngành Q1 2018 so với cùng kỳ



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

là sau 4 tháng mua ròng liên trước, khối này đã bán ròng nhẹ trong tháng 3 với giá trị đạt gần 12 tỷ đồng, với nguyên nhân đến từ việc các quỹ chỉ số bị rút vốn mạnh trong tháng 3 trong bối cảnh nhà đầu tư nước ngoài lo ngại rủi ro gia tăng với câu chuyện FED tăng lãi suất và nguy cơ chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc.

Trong quý 1, khối ngoại mua ròng mạnh các mã trong ngành tài chính (10,3 nghìn tỷ đồng), tập trung ở các mã bất động sản như VRE, VIC, DXG, PDR... Các ngành còn lại được mua ròng nhưng với giá trị không lớn như dầu khí (852 tỷ đồng), ngân hàng (632 tỷ đồng), dịch vụ tiêu dùng (595 tỷ đồng) và tiện ích cộng đồng (273 tỷ đồng). Trong khi đó, các ngành bị bán ròng gồm có nguyên vật liệu (-1,6 nghìn tỷ đồng), công nghiệp (-850 tỷ đồng), dược phẩm và y tế (-418 tỷ đồng), công nghệ thông tin (-116 tỷ đồng) và hàng tiêu dùng (-114 tỷ đồng). Đáng chú ý khối ngoại đẩy mạnh bán ròng 2 mã đầu ngành vốn hóa lớn là HPG (-2,2 nghìn tỷ đồng) và VNM (-1,5 nghìn tỷ đồng) trong quý 1 sau khi đã mua ròng mạnh 2 mã này trong năm 2017 với tổng giá trị lần lượt 2,8 nghìn tỷ đồng và 7,7 nghìn tỷ đồng.

Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong quý 4 2017 đạt nhiều kết quả tích cực

Hoạt động sản xuất, kinh doanh các doanh nghiệp trên cả 2 sàn trong quý 4 2017 tiếp tục đạt kết quả ấn tượng về tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước. Tổng doanh thu toàn bộ 631 doanh nghiệp, theo quan sát của chúng tôi, tăng 20,2% về doanh thu và tăng 36,6% về lợi nhuận. Theo đó, biên lợi nhuận ròng tăng từ mức 6,88% lên 7,81%. Trong đó, tăng trưởng dẫn đầu thuộc về nhóm các doanh nghiệp đầu ngành như VIC, VCB, MSN, FPT, GAS... Bên cạnh các doanh nghiệp chuyển từ lỗ sâu trong quý 4 2016 đã ghi nhận lợi nhuận dương trong quý 4 2017 như JVC, STB, VOS...

Đáng chú ý, cả 10 ngành chúng tôi quan sát có tăng trưởng dương về doanh thu, trong đó có 9 ngành tăng trưởng dương về lợi nhuận trong quý 4 2017 so với cùng kỳ. Trong đó, ngành có tỷ lệ tăng trưởng mạnh nhất về lợi nhuận gồm có công nghệ thông tin, tài chính (ngoại trừ ngành ngân hàng) và ngân hàng. Ngành dẫn đầu về tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận là ngành công nghệ thông tin (+92%) với nguyên nhân chủ yếu đến từ tăng trưởng đột biến ở mã đầu ngành FPT nhờ lợi nhuận đột biến đến từ việc thái vốn ở 2 mảng FPT Retail và FPT Trading. Mặc dù vậy, số đông các doanh nghiệp còn lại trong ngành này cũng đạt các mức tăng trưởng khả quan, có thể thấy ở CMG, SRA, SGT... Ngành có tăng trưởng mạnh thứ 2 là ngành tài chính (+66%), với tăng trưởng tập trung ở các doanh nghiệp bất động sản (VIC, NVL, SCR...) và các công ty chứng khoán (SSI, HCM, SHS...) nhờ bối cảnh vĩ mô thuận lợi cho tăng trưởng hoạt động kinh doanh cốt lõi. Nhóm ngành ngân hàng cũng có mức tăng trưởng mạnh về lợi nhuận trong quý 4 2017 (+47%) với tăng trưởng diễn ra ở hầu hết các ngân hàng niêm yết (ngoại trừ CTG giảm nhẹ do chi phí hoạt động tăng mạnh).

Ở chiều ngược lại, ngành duy nhất có sự sụt giảm về lợi nhuận là ngành

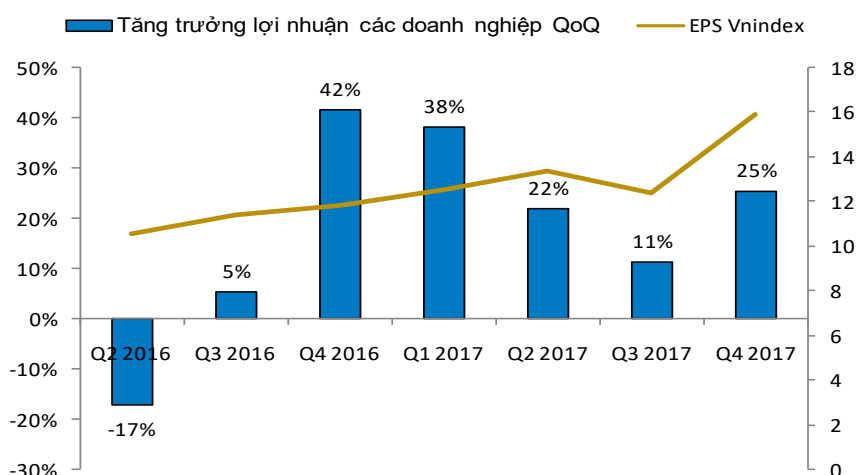
dầu khí do chịu tác động bởi diễn biến giảm mạnh về lợi nhuận ở doanh nghiệp đầu ngành PLX (do giá vốn bán hàng tăng mạnh). Trong khi đó, các doanh nghiệp còn lại trong ngành như PVD, PVS, PVB và PVC cũng còn gặp nhiều khó khăn trong hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi.

Yếu tố chính chi phối thị trường trong quý II năm 2018

Các yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Các yếu tố rủi ro	Mức độ tác động
KQKD Q1 và triển vọng Q2 của các doanh nghiệp tiếp tục khả quan	Trung bình	Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn dao động ở vùng giá cao	Mạnh
Nhiều doanh nghiệp lớn dự kiến lên sàn trong quý 2	Trung bình	Rủi ro từ biến động TTCK toàn cầu	Trung bình
Kỳ vọng vào việc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp của Chính phủ	Trung bình	Báo cáo cập nhật MSCI nhiều khả năng chưa đưa Việt Nam vào danh sách review list	Trung bình
Định hướng nới lỏng tiền tệ của NHNN	Nhẹ	Khả năng UBCK quyết định giảm tỷ lệ cho vay margin tối đa	Trung bình
Sản phẩm chứng quyền có đảm bảo ra đời	Nhẹ		

KQKD Q1 và triển vọng Q2 các doanh nghiệp tiếp tục khả quan – động lực tăng trưởng của thị trường

Theo thống kê của chúng tôi, khối các doanh nghiệp trên cả 2 sàn đã có 6 quý liên tiếp tăng trưởng dương về tổng lợi nhuận so với cùng kỳ (chỉ xét với các doanh nghiệp có mặt trên cả 2 sàn từ Q2 2015 đến Q4 2017), giúp EPS chỉ số Vnindex quý sau cao hơn quý trước (ngoại trừ Q2 2017 do hoạt động tăng vốn, phát hành thêm của doanh nghiệp). Tăng trưởng ở các doanh nghiệp trên sàn diễn ra khá đồng đều ở hầu hết các nhóm ngành nhờ bối cảnh vĩ mô thuận lợi, kinh tế tăng trưởng tốt, lãi suất thấp, nhu cầu tiêu dùng gia tăng... Đây là một trong những động lực quan trọng hỗ trợ chỉ số Vnindex tăng điểm trong hơn 2 năm trở lại đây.



(nguồn: Bloomberg, BVSC)

*Chỉ xét các doanh nghiệp có mặt trên 2 sàn từ Q2 2015 đến Q4 2017

Tuy nhiên chúng tôi cho rằng những con số tích cực trong KQKD Q1 của các doanh nghiệp đã được phản ánh tương đối đầy đủ vào diễn biến tăng của giá cổ phiếu trong thời gian gần đây. Quan sát diễn biến 1 số cổ phiếu bluechips lớn vừa mới tổ chức ĐHCĐ 2018 cũng cho thấy không còn tạo được hiệu ứng mạnh trên diện rộng. Vì vậy chúng tôi cho rằng yếu tố này, ngoại trừ với 1 số thông tin tích cực ngoài kỳ vọng, có thể chỉ còn tác động tích cực đến một số cổ phiếu và gây ra hiệu ứng phân hóa ngắn hạn.

Ở 1 góc độ khác, triển vọng KQKD Q2 của các doanh nghiệp có thể sẽ có tác động mạnh hơn đến giá cổ phiếu, đặc biệt điểm rơi sẽ vào nửa sau của Q2. Mặc dù vậy Q2 thông thường cũng không phải là quý cao điểm ghi nhận lợi nhuận của các doanh nghiệp trong năm nên hiệu ứng tích cực của yếu tố này đến diễn biến thị trường có thể sẽ chỉ ở mức trung bình.

Nhiều doanh nghiệp vốn hóa lớn dự kiến lên sàn niêm yết – mang lại luồng gió mới, đi kèm những hiệu ứng tích cực

Trong quý 2, dự kiến sẽ có thêm nhiều doanh nghiệp vốn hóa lớn lên sàn niêm yết như TPBank, FPT Retail, Vinhomes, Techcombank, Hải Phát Invest, VEAM... Trong đó, FPT Retail và Vinhomes đã nộp hồ sơ niêm yết lên HoSE, trong khi TPBank đã được HoSE chấp thuận và thời điểm niêm yết chính thức trên sàn HoSE của doanh nghiệp này dự kiến sẽ diễn ra ngay trong tháng 4. Đối với ngân hàng Techcombank, tuy chưa có lộ trình cụ thể, tuy nhiên kế hoạch niêm yết đã được cổ đông thông qua trong cuộc họp ĐHCĐ gần đây và ngân hàng cũng xác định năm 2018 là thời điểm phù hợp để niêm yết cổ phiếu, kỳ vọng sớm nhất có thể diễn ra vào thời điểm cuối quý 2... Đây đều là những doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn, nền tảng cơ bản vững chắc, thu hút được nhiều sự quan tâm của các quỹ đầu tư nước ngoài và sẽ tạo được các hiệu ứng tích cực lên thị trường trong thời gian đầu mới lên sàn.

Kỳ vọng vào việc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp của Chính phủ - chờ đợi thêm các thông tin chính thức

Tại Diễn đàn Thương đỉnh kinh doanh GMS6, Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc cho biết Chính phủ có ý định cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp từ 20% - 22% xuống còn 15% - 17%, nhằm biến Việt Nam trở thành địa điểm đầu tư hấp dẫn nhất khu vực ASEAN. Thông tin trên giúp TTCK trải qua các phiên diễn biến tích cực đầu tháng 4. Mặc dù vậy, Thủ tướng chưa cho biết rõ thời điểm áp dụng cũng như những đối tượng cụ thể sẽ được giảm thuế. Phát biểu trên của Thủ tướng khá tương đồng với đề xuất của Bộ Tài chính đưa ra hồi tháng 8 năm 2017 là áp dụng mức thuế thu nhập doanh nghiệp cho doanh nghiệp siêu nhỏ và doanh nghiệp nhỏ và vừa lần lượt là 15% và 17% với mục đích tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp siêu nhỏ, nhỏ và vừa phát triển trong khi không tạo nhiều áp lực lên ngân

sách.

Theo chúng tôi đánh giá, nếu việc giảm thuế mới chỉ áp dụng cho doanh nghiệp siêu nhỏ, nhỏ và vừa thì mức độ tác động đến diễn biến TTCK trong thời gian đầu là tương đối hạn chế, mặc dù xét trong dài hạn chính sách này có thể tạo hiệu ứng tích cực lan tỏa ra toàn nền kinh tế cũng như các doanh nghiệp quy mô lớn hơn. Trong điều kiện ngân sách hiện tại, chúng tôi không đánh giá cao khả năng nhóm các doanh nghiệp lớn sẽ được điều chỉnh giảm thuế, tuy nhiên đây vẫn là yếu tố kỳ vọng, trong bối cảnh chưa có thông tin chính thức về đối tượng được điều chỉnh trong khi Chính phủ đang nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua nhiều chính sách cả về tài khóa và tiền tệ.

Định hướng nới lỏng tiền tệ của NHNN – duy trì chính sách nới lỏng ở mức độ hạn chế

Như đã đề cập trong phần vĩ mô, chúng tôi nhận thấy rủi ro lạm phát tăng trở lại trong quý 2 là hiện hữu bởi 2 yếu tố chính là diễn biến khó lường của giá dầu và diễn biến giá nhóm hàng thực phẩm (tháng 5 2017 giá thịt lợn giảm mạnh tạo nền mặt bằng giá thấp) có khả năng tăng nhanh so với cùng kỳ. Ngoài ra, đề xuất tăng thuế bảo vệ môi trường trong giá xăng thêm 1.000 đồng/lít của Bộ Tài chính nếu được thông qua sẽ chính thức được áp dụng vào ngày 1/7 tới đây. Trong kịch bản lạm phát YoY tăng nhanh trở lại, NHNN sẽ phải thận trọng hơn trong chính sách điều hành tiền tệ thông qua việc hạn chế đà tăng của tổng phương tiện thanh toán M2.

Ở một diễn biến khác, với việc tỷ giá đã có dấu hiệu nhích lên từ cuối Q1, hoạt động mua tăng dự trữ ngoại hối của NHNN có thể sẽ tạm dừng trong thời gian tới. Trong khi đó, đây lại là kênh bơm cung tiền chính của NHNN trong vài quý gần đây và nếu hoạt động này dừng lại ít nhiều cũng sẽ ảnh hưởng đến mức độ nới lỏng cung tiền.

Nhìn chung, với nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ, định hướng hạ lãi suất, nới lỏng cung tiền của NHNN vẫn sẽ được duy trì. Tuy nhiên, với dự báo các điều kiện khách quan sẽ diễn biến không thuận lợi, đặc biệt liên quan đến lạm phát và tỷ giá, mức độ nới lỏng trong quý 2 sẽ là khá hạn chế, sau khi đã tăng khá mạnh trong quý 1.

Chính thức triển khai chứng quyền có đảm bảo – có thể tạo hiệu ứng cho cổ phiếu cơ sở

Chứng quyền có đảm bảo (Covered Warrant) dự kiến sẽ được triển khai vào tháng 5 tới đây với sự tham gia ban đầu của 5 công ty chứng khoán với 23 mã cổ phiếu đủ tiêu chuẩn làm tài sản cơ sở. Bên cạnh việc gia tăng cầu đối với các cổ phiếu được chọn làm tài sản cơ sở do công ty chứng khoán phải mua vị thế phòng ngừa rủi ro, cover warrant còn là công cụ giúp nhà đầu tư nước ngoài có thể gián tiếp đầu tư vào nhóm cổ phiếu này dù đã bị

kín room ngoại.

Mặc dù vậy, theo tìm hiểu của chúng tôi, mức giá dự kiến mà các CTCK đưa ra trong đợt chào bán đầu tiên sẽ ở mức tương đối cao, xấp xỉ 10% mức giá của cổ phiếu cơ sở tại thời điểm chào bán với kỳ hạn 3 tháng. Điều này có nghĩa nếu mua chứng quyền, đến thời điểm đáo hạn sau 3 tháng cổ phiếu cơ sở phải tăng giá 10% thì nhà đầu tư mới hòa vốn. Nếu tính bình quân giản đơn theo năm thì còn số này là 40% và sẽ rất ít nhà đầu tư chịu mạo hiểm tại mức giá này. Như vậy mặc dù tiềm năng phát triển là rất lớn như đã quan sát thấy ở các thị trường lân cận, tuy nhiên đây là 1 câu chuyện trong trung – dài hạn khi các CTCK đã cân đối được yếu tố rủi ro và có thể đưa ra mức giá hợp lý hơn cho nhà đầu tư.

Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn dao động ở vùng giá cao tương đối – tiềm ẩn rủi ro trong ngắn hạn

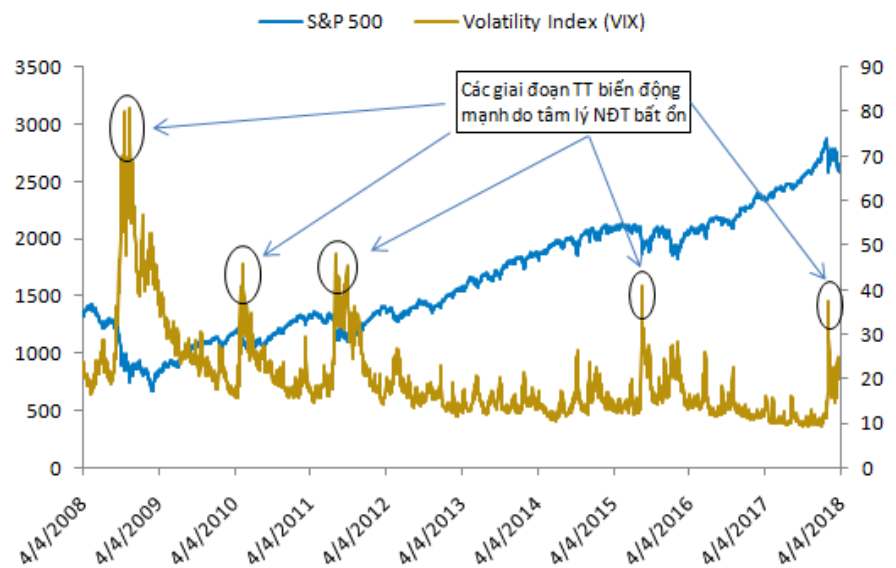
Với P/E ở mức 21,2 thời điểm đầu tháng 4, là mức cao nếu so với các nước lân cận trong khu vực như Thái Lan (17,8), Pakistan (12,4), Philippine (20,8) và Indonesia (21,6), TTCK Việt Nam đang được đặt nhiều kỳ vọng trong việc tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai, trong bối cảnh các điều kiện vĩ mô đang diễn biến thuận lợi.

Đáng chú ý trong nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn trong rổ VN30, có 14 doanh nghiệp có P/E trên 25, trong đó các doanh nghiệp P/E cao đột biến có thể kể đến ROS (69), VIC (57), BVH (47), MSN (36), VJC (34), VNM (31)... do đã trải qua nhịp tăng trưởng mạnh về giá. Mặc dù nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn có sức hấp dẫn không thể phủ nhận khi là nhóm hưởng lợi đầu tiên từ chu kỳ tăng trưởng của nền kinh tế với lợi thế cạnh tranh, quy mô vốn hóa, tiềm lực tài chính, thị phần chi phối và chuỗi cung ứng... Tuy nhiên sau 1 nhịp tăng trưởng mạnh, trong ngắn hạn, giá cổ phiếu có thể sẽ cần 1 nhịp điều chỉnh và nghỉ chân để xác lập mặt bằng giá mới. Đây cũng là lúc thị trường cần thêm những chuyển biến mới, câu chuyện mới để thuyết phục thêm sự tham gia của dòng tiền.

Biến động TTCK toàn cầu - xuất hiện nhiều hơn những nhịp biến động mạnh

Thị trường chứng khoán Mỹ, vốn có sự ảnh hưởng lớn đến biến động TTCK toàn cầu, có diễn biến tương đối thuận lợi trong 2 năm trở lại đây với xu hướng tăng là chủ đạo. Điều này được thể hiện qua chỉ số VIX (chỉ số đo lường lòng tham và sợ hãi trên TTCK Mỹ) luôn được duy trì ở mức thấp trong khoảng 2 năm trở lại đây.

Diễn biến S&P 500 và chỉ số VIX



(nguồn: Bloomberg)

Mặc dù vậy, ngay trong quý đầu tiên của năm 2018, thị trường đã chứng kiến sự tăng vọt của chỉ số VIX (thể hiện nỗi sợ hãi chiếm ưu thế), đi kèm với đó là các nhịp điều chỉnh mạnh của TTCK Mỹ, gây ảnh hưởng lớn đến diễn biến TTCK toàn cầu với nguyên nhân chính đến từ những động thái, chính sách có tính chất “bất thường và khó dự đoán” của Nhà Trắng, đặc biệt liên quan đến chính sách chống toàn cầu hóa, bảo hộ thương mại. Ngoài ra, việc nền kinh tế Mỹ khởi sắc, lạm phát diễn biến theo đúng kỳ vọng khiến thị trường dự đoán FED sẽ mạnh tay hơn trong việc nâng lãi suất cũng là yếu tố góp phần khiến chỉ số VIX tăng cao. Với việc năm 2018 là năm thứ 2 trong nhiệm kỳ 4 năm của Tổng thống Mỹ Donald Trump, các chính sách của ông Trump nhiều khả năng sẽ mang tính chất “bất thường và khó dự đoán” hơn so với năm 2017. Qua đó, TTCK Mỹ nói riêng và TTCK toàn cầu nói chung được dự báo sẽ không còn yên bình như trong gần 2 năm trở lại đây, các nhịp tăng/giảm mạnh sẽ xuất hiện thường xuyên hơn và TTCK Việt Nam cũng sẽ không nằm ngoài tầm ảnh hưởng.

Đối với vấn đề chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, như đã cập nhật trong báo cáo chuyên đề “cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung liệu có leo thang lên quy mô lớn”, vì mối quan hệ cộng sinh giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới, về cơ bản một cuộc chiến tranh thương mại quy mô lớn không phải là giải pháp ưa thích cho cả Mỹ và Trung Quốc. Nhiều khả năng Trung Quốc sẽ là nước nhượng bộ hơn, thông qua việc mở cửa thị trường trong nước, chủ yếu ở các lĩnh vực ô tô, dịch vụ tài chính..., nhằm tìm kiếm lợi ích cân bằng với Mỹ. Đổi lại chính quyền Trump có thể sẽ xem xét lại hoặc giảm mức thuế áp đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Tuy vậy, đây vẫn là một biến số ảnh hưởng mang tính khách quan rất khó định lượng nên nhà đầu tư vẫn nên thận trọng với rủi ro này, đặc biệt trong trường hợp các cuộc đàm phán tới đây giữa Mỹ và Trung Quốc không mang lại kết quả như kỳ vọng.

Câu chuyện nâng hạng MSCI – yếu tố tạo kỳ vọng cho thị trường trong dài 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 06/17” và “báo cáo triển vọng năm 2018”, BVSC duy trì quan điểm triển vọng nâng hạng của TTCK Việt Nam là hiện hữu. Tuy nhiên, sau khi đã cân nhắc những cải thiện của thị trường trong gần 1 năm trở lại đây, chúng tôi đánh giá rằng khả năng Việt Nam được đưa vào review list (danh sách thị trường các nước được cân nhắc cho việc nâng hạng) ngay trong năm nay vẫn ở mức thấp.

Cụ thể, mặc dù yếu tố room ngoại đối với những ngành nghề kinh doanh không có điều kiện đã được gỡ bỏ và đã có 1 số công ty niêm yết chủ động cắt giảm những ngành nghề đăng ký kinh doanh thuộc diện có điều kiện và được ĐHCĐ thông qua để mở room ngoại lên 100%, nhưng nếu nhìn tổng thể toàn thị trường và từ góc độ của 1 tổ chức đánh giá xếp hạng thì BVSC cho rằng những nỗ lực này vẫn chưa đủ để được ghi nhận. Bên cạnh đó, những điểm trừ về các yếu tố hạ tầng thị trường như thanh toán bù trừ, chuyển nhượng, cho vay chứng khoán và bán khống nhìn chung chưa có thêm những cải tiến mới trong thời gian gần đây. Hiện các nhà đầu tư đang kỳ vọng cơ chế thanh toán bù trừ và chuyển nhượng chứng khoán trong thời gian tới sẽ đạt được mốc T+2 đúng chuẩn chứ không phải T+2,5 như hiện nay. Trong kịch bản tích cực, TTCK Việt Nam có thể được nhắc đến trong việc đã đạt được một số cải thiện từ lần review cuối (06/17), đặc biệt trong các vấn đề như “quyền công bằng với nhà đầu tư nước ngoài”, “đăng ký đầu tư mở tài khoản” và “luồng thông tin”.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng yếu tố này đã bắt đầu được phản ánh mang tính kỳ vọng đón đầu từ Q4/2017 cùng với động thái mua ròng mạnh mẽ của khối ngoại, tập trung vào nhóm bluechips vốn hóa lớn. Vào tháng 6/2018, khi MSCI ra báo cáo cập nhật, nếu không có gì bất ngờ như đã phân tích ở trên thì Việt Nam sẽ chưa được nhắc đến như 1 ứng viên tiềm năng cho việc nâng hạng. Điều này có thể sẽ không gây ra ảnh hưởng quá tiêu cực đến diễn biến thị trường nhưng có thể tạo ra 1 khoảng “nghĩ”, 1 điểm tạm dừng trong chiến lược giải ngân của các quỹ đầu tư để chờ đợi thêm những diễn biến mới. Áp lực bán sẽ chưa gia tăng mạnh nhưng lực cầu có thể sẽ chững lại và khiến thị trường điều chỉnh.

Khả năng UBCK quyết định giảm tỷ lệ cho vay margin tối đa – có thể gây áp lực điều chỉnh trong ngắn hạn

Mặc dù việc giảm tỷ lệ ký quỹ cho vay margin đã được UBCK đề cập đến và lấy ý kiến các CTCK trong tháng 1, tuy nhiên đã được hoãn lại và chưa

có thông tin chính thức về thời điểm áp dụng trở lại. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường tăng trưởng khá nóng trong thời gian gần đây cả về điểm số, giá trị giao dịch và lượng vốn vay margin, UBCK có thể sẽ muốn tái khởi động lại câu chuyện này nhằm mục đích ổn định và giảm thiểu rủi ro cho thị trường trong dài hạn. Nếu việc tăng tỷ lệ ký quỹ được chính thức áp dụng trong quý 2, thị trường có thể chịu ảnh hưởng trong ngắn hạn do nhà đầu tư chịu tác động về mặt tâm lý và 1 bộ phận sẽ chủ động bán ra để giảm tỷ lệ về mức an toàn. Mặc dù vậy, về trung, dài hạn, tác động của yếu tố này đến biến động thị trường là không lớn, do việc tăng hay giảm tỷ lệ cho vay margin không tác động đến các yếu tố nền tảng cơ bản của thị trường. Trong chu kỳ hồi phục của nền kinh tế và tăng trưởng tích cực về KQKD của doanh nghiệp thì các dòng vốn đầu tư tiềm năng sẽ tự tìm ra cách để chảy vào thị trường và trên thực tế, một số CTCK vẫn lách qua 1 bên thứ 3 để cung cấp các khoản vay margin ngoài mức cho phép của UBCK.

Dự báo thị trường

Với triển vọng tích cực của các yếu tố cơ bản doanh nghiệp và chính sách hỗ trợ của Chính phủ, TTCK Việt Nam trong quý 2 được dự báo vẫn sẽ nằm trong xu hướng tăng điểm chủ đạo. Tuy nhiên, một số yếu tố rủi ro liên quan đến khả năng điều chỉnh của nhóm cổ phiếu bluechips sau 1 giai đoạn tăng trưởng nóng, MSCI chưa đưa Việt Nam vào danh sách review hay kịch bản UBCK điều chỉnh giảm tỷ lệ cho vay tối đa có thể khiến thị trường xuất hiện các nhịp điều chỉnh đan xen trong quý 2. Khả năng xảy ra nhịp lao dốc kéo dài và trên diện rộng không được đánh giá cao, trừ khi thị trường chịu tác động mạnh bởi các yếu tố bên ngoài, trong đó có thể kể đến rủi ro diễn ra chiến tranh thương mại Mỹ - Trung hay việc FED mạnh tay trong việc nâng lãi suất.

Đối với triển vọng tăng trưởng các nhóm ngành trong quý 2 cũng như trong trung hạn, chúng tôi đánh giá cao các ngành ngân hàng, bất động sản, công nghệ thông tin và nhiệt điện khi kỳ vọng đây sẽ tiếp tục là những ngành có tính dẫn dắt trong xu hướng đi lên của thị trường nhờ triển vọng KQKD 2018 tăng trưởng mạnh mẽ, đã được thể hiện phần nào qua KQKD Q1, cũng như kế hoạch kinh doanh 2018 được trình trong mùa ĐHCĐ. Tuy nhiên như đề cập ở trên, do 1 số yếu tố rủi ro hiện hữu và khá nhiều cổ phiếu trong những nhóm ngành này đã trải qua nhịp tăng điểm kéo dài nên chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên chờ đợi các nhịp điều chỉnh với biên độ 10% - 15% để lựa chọn điểm mua hiệu quả hơn cho danh mục.



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. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (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 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: 72 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 24) 3928 8080 Fax: (84 24) 3928 9888

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

Tel: (84 28) 39146888 Fax: (84 28) 39147999

Phân tích vĩ mô

Trần Hải Yến tranhaiyen@baoviet.com.vn

Phân tích chiến lược thị trường

Trần Đức Anh tranducanh@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung

Nguyễn Xuân Bình nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn