

# **BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG**

## **Q1/2021**

---Tháng 04/2021---

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

**Trụ sở chính Hà Nội**  
Số 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, HN  
Tel: (84-24)-3928 8080  
Fax: (84-24)-3928 9888  
Email: [research-bvsc@baoviet.com.vn](mailto:research-bvsc@baoviet.com.vn)  
Website: [www.bvsc.com.vn](http://www.bvsc.com.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**  
Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM  
Tel: (84-28)-3914 6888  
Fax: (84-28)-3914 7999

## **NỘI DUNG CHÍNH**

### **Kinh tế vĩ mô**

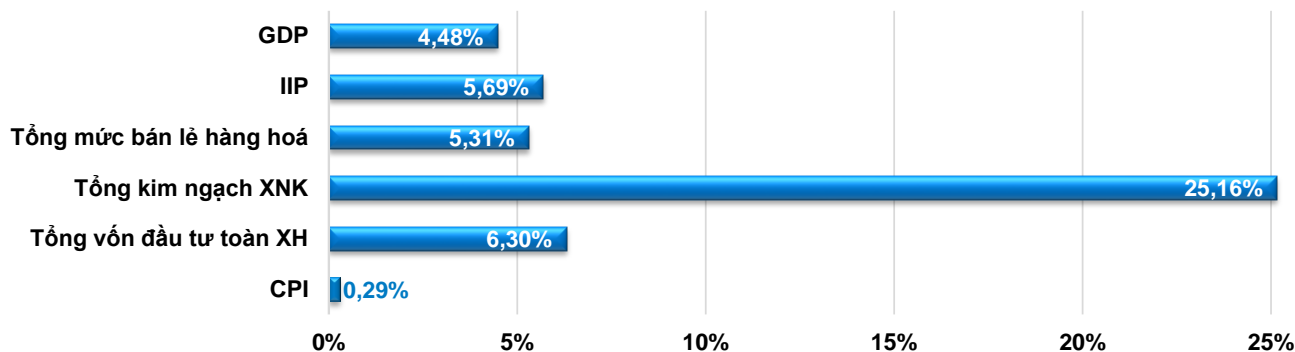
- Tăng trưởng GDP quý I đạt 4,48%. Nếu diễn biến kiểm soát dịch bệnh tiếp tục tốt như hiện nay, chúng tôi dự báo GDP quý II có thể tăng trưởng quanh 8% từ nền thấp 2020 và tăng trưởng cả năm đạt từ 6,5% đến 7% năm 2021.
- Hiện CPI trung bình sau 3 tháng vẫn ở mức 0,29%, nhưng trong các quý tiếp theo, do so sánh với nền giá thấp của năm 2020 nên CPI có thể tăng và đạt đỉnh vào tháng 05-06. Dự báo lạm phát YoY trung bình cả năm ở mức 3-3,5%.
- Đồng VND là một trong những đồng tiền có diễn biến ổn định so với đồng USD, nhờ nền tảng vĩ mô ổn định, tăng trưởng GDP dương và thặng dư cán cân thương mại. Chúng tôi duy trì dự báo biến động của VND trong năm 2021 sẽ ở mức 1%.

### **Thị trường chứng khoán.**

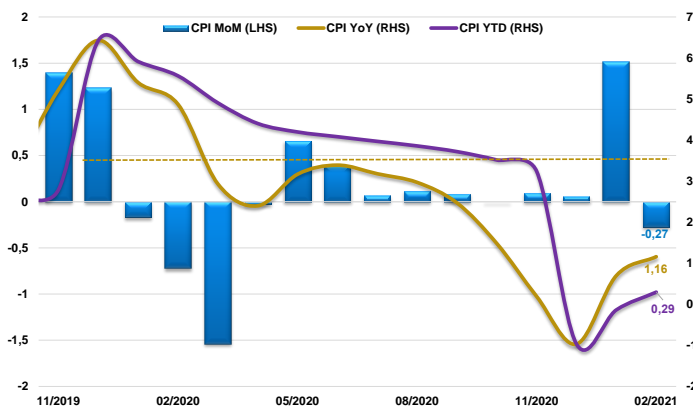
- Tính đến hết ngày 09/04/2021, chỉ số VnIndex đóng cửa ở mức 1.231,66 điểm, xác lập các mức điểm cao mới trong lịch sử. Thanh khoản thị trường trung bình phiên trong quý I đạt 15.684,69 tỷ VNĐ/phiên, cao nhất từ trước tới nay.
- Khối ngoại bán ròng -20.987,73 tỷ VNĐ trên cả 3 sàn HSX, HNX và UPCOM, tuy nhiên mức ảnh hưởng từ giao dịch của khối ngoại không còn lớn do tỷ trọng mua, bán của nhà ĐTNN so với giá trị giao dịch ở mức thấp.
- Thị trường vẫn đang được sự hỗ trợ cho một xu hướng tăng dài hạn của các yếu tố mang tính nền tảng như tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết, định giá hấp dẫn và khả năng được nâng hạng lên thị trường mới nổi.
- Lạm phát, lãi suất tăng trên toàn cầu tăng là một rủi ro, nhưng chưa quá đáng ngại do theo quan sát trong quá khứ thị trường thường đảo chiều và rơi vào thị trường giá xuống ở lần tăng lãi suất thứ ba của các NHTW.

# KINH TẾ VĨ MÔ

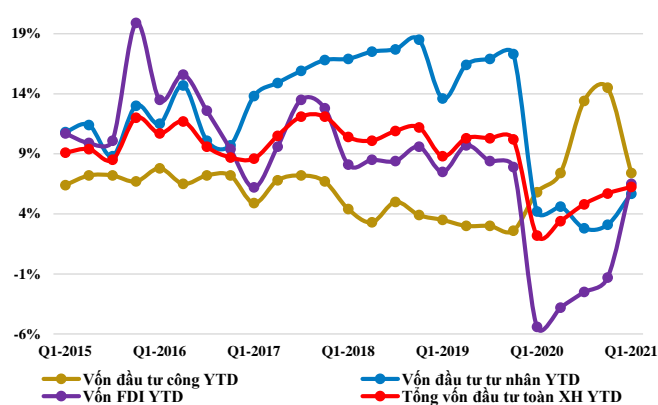
**Biến động của một số chỉ tiêu vĩ mô trong Q1 so với cùng kỳ**



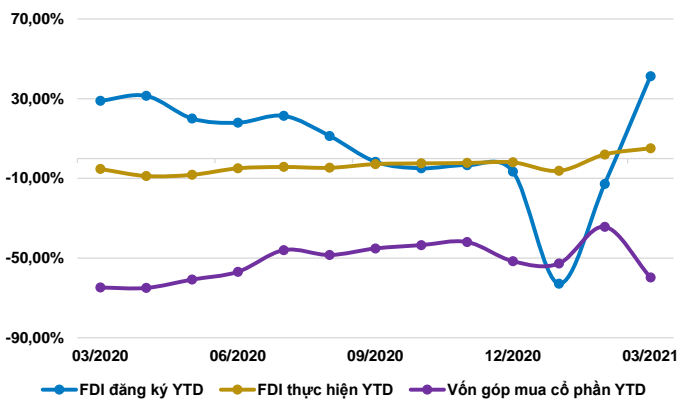
**Chỉ số CPI**



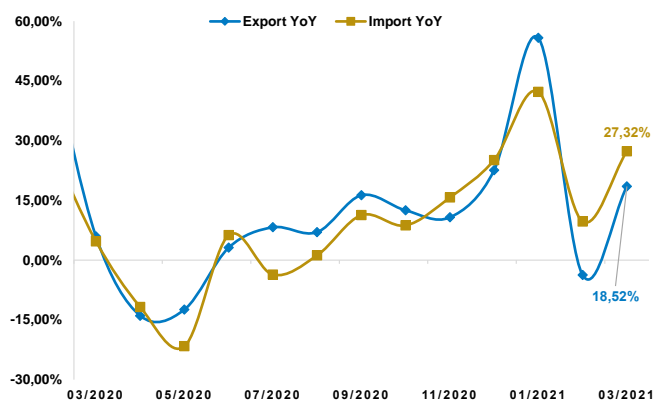
**Vốn đầu tư toàn xã hội**



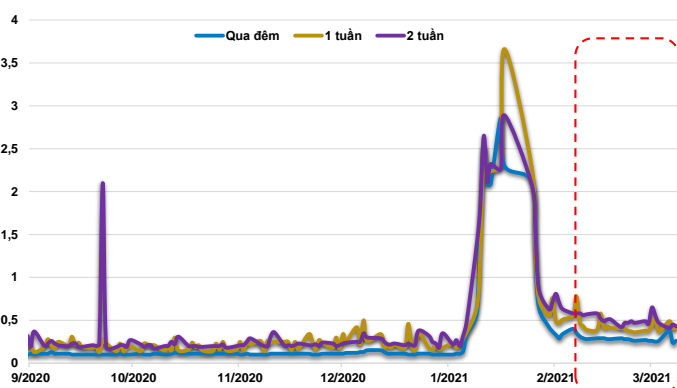
**FDI**



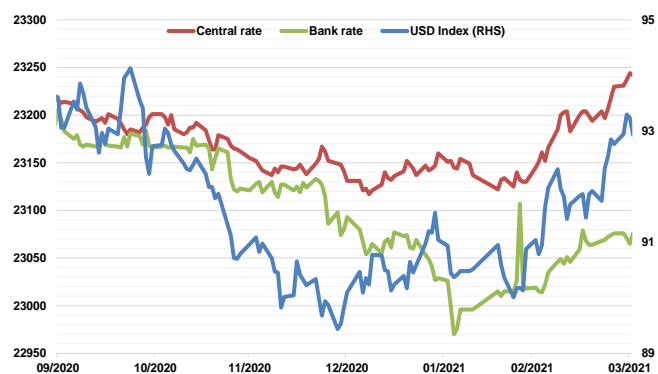
**Tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu YTD**



**Lãi suất liên ngân hàng**

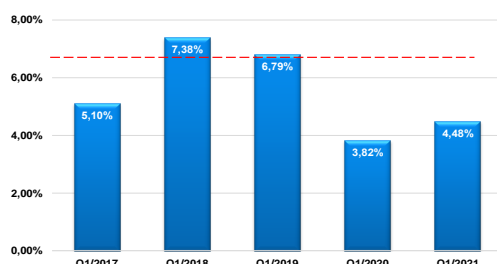


**Tỷ giá**



Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- **Tăng trưởng GDP quý I đạt 4,48%. Nếu diễn biến kiểm soát dịch bệnh tiếp tục tốt như hiện nay, chúng tôi dự báo GDP quý II có thể tăng trưởng quanh 8% từ nền thấp 2020 và tăng trưởng cả năm đạt từ 6,5% đến 7% năm 2021.**
- **Hiện CPI trung bình sau 3 tháng vẫn ở mức 0,29%, nhưng trong các quý tiếp theo, do so sánh với nền giá thấp của năm 2020 nên CPI có thể tăng và đạt đỉnh vào tháng 05-06. Dự báo lạm phát YoY trung bình cả năm ở mức 3-3,5%.**
- **Đồng VND là một trong những đồng tiền có diễn biến ổn định so với đồng USD, nhờ nền tảng vĩ mô ổn định, tăng trưởng GDP dương và thặng dư cán cân thương mại. Chúng tôi duy trì dự báo biến động của VND trong năm 2021 sẽ ở mức 1%.**

**Tăng trưởng GDP**


**Tăng trưởng GDP – nếu dịch bệnh tiếp tục được kiểm soát tốt, GDP sẽ tăng mạnh vào quý II/2021**

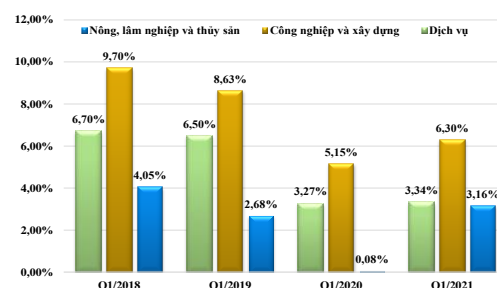
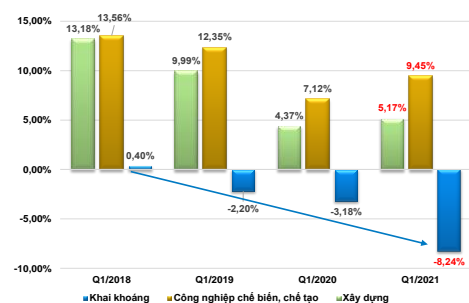
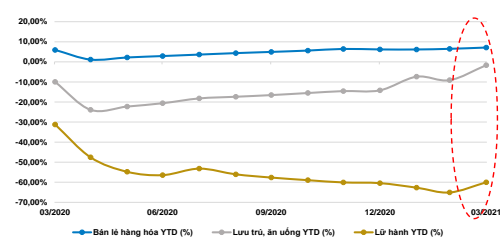
**GDP quý I/2021 tăng 4,48%, cao hơn so với cùng kỳ. Dự báo GDP từ quý II sẽ tăng trưởng mạnh từ nền thấp**

Theo công bố của Tổng cục Thống kê, tăng trưởng GDP quý I/2021 đạt 4,48% - cao hơn so với mức 3,68% của cùng kỳ năm 2020. Đây được coi là nỗ lực đáng ghi nhận của kinh tế Việt Nam trong bối cảnh đại dịch Covid-19 vẫn đang là yếu tố ảnh hưởng tới nền kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, nếu so với thời điểm trước dịch, nền kinh tế vẫn chưa trở lại với trạng thái bình thường, mức tăng trưởng hiện tại vẫn dưới tiềm năng. Trung bình 3 năm 2017-2019, GDP quý 1 đạt 6,42%.

Diễn biến tăng trở lại tới từ cả ba lĩnh vực: trong đó nông, lâm nghiệp và thủy sản (tăng 3,16% so với mức 0,08% của Q1/2020, mức tăng mạnh nhất); công nghiệp và xây dựng (6,3% so với 5,15%) và dịch vụ (3,34% so với 3,27%). Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục đóng góp mức tăng lớn nhất, 1,83 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP, chủ yếu nhờ lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo (1,2 điểm phần trăm). Khu vực dịch vụ đóng góp 1,43 điểm phần trăm; trong khi khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản đóng góp dưới 0,01 điểm phần trăm.

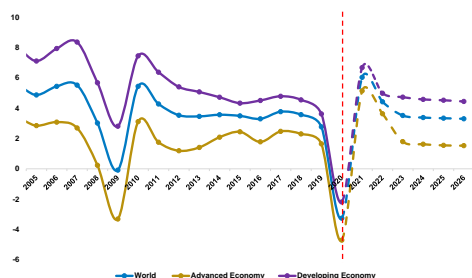
Trong khu vực công nghiệp và xây dựng, ngành trụ cột là công nghiệp chế biến chế tạo cũng cho thấy xu hướng hồi phục, với mức tăng 9,45% YoY. Chỉ số PMI trung bình trong 3 tháng đầu năm nay hiện đang ở mức 52,2 điểm, tăng mạnh so với mức 47,17 điểm của quý 1/2020, đồng thời cao hơn một số quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Trung Quốc và Indonesia (48,3-52,1 điểm). Tuy nhiên, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) trong Q1/2021 chỉ đạt mức tăng 5,69% YoY, mức tăng Quý 1 thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây.

Động lực tăng trưởng chính trong Q1 của lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục đến từ sản xuất kim loại với mức tăng 30,89% YoY, tăng mạnh so với mức 2,8% trong Q1/2020 và sát mức tăng 37,3% của Q1/2019. Đặc biệt, tính riêng trong tháng 3, sản xuất đồ uống đạt mức tăng YoY cao nhất, 24,52%, cũng là mức tăng cao nhất của mảng này trong vòng 8 năm trở lại đây. Tuy nhiên, nguyên nhân khiến chỉ số IIP đạt mức tăng thấp trong Q1/2021 là do ngành khai khoáng tiếp tục có mức giảm mạnh nhất trong vòng 4 năm qua, ở mức âm 8,23%. Mảng khai thác dầu khí tiếp tục đã giảm

**Tốc độ tăng trưởng các khu vực**

**Tăng trưởng các lĩnh vực cụ thể trong khu vực công nghiệp-xây dựng**

**Dịch vụ lưu trú, ăn uống và lưu hành có dấu hiệu hồi phục trong Q1/2021**


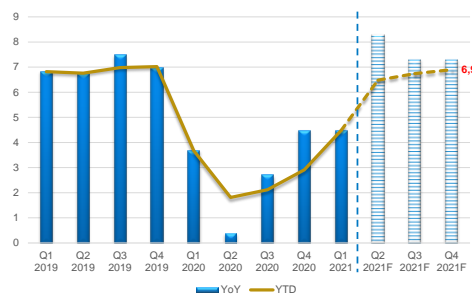
Nguồn: GSO, BVSC

### Dự báo của IMF về tăng trưởng toàn cầu



Nguồn: IMF

### Dự báo tăng trưởng GDP trong năm 2021



Nguồn: GSO, BVSC

mạnh từ năm 2015 tới nay và đạt mức thấp nhất trong vòng 7 năm trở lại đây, ở mức âm 13,74%.

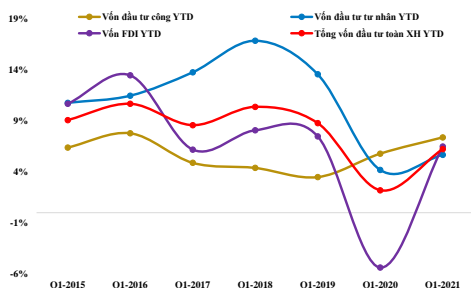
Nhóm các ngành Bán buôn và bán lẻ, sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy; Tài chính, ngân hàng; Giáo dục đào tạo và Y tế và hoạt động trợ giúp xã hội (tổng 4 nhóm ngành chiếm 21,16% GDP) cũng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trở lại trong Q1/2021, trên 6%. Các nhóm ngành đạt mức tăng trưởng khả quan khi nền kinh tế nói chung đang hồi phục sau đại dịch Covid-19, hoạt động khám chữa bệnh và tiêm ngừa đang được tích cực triển khai. Chúng tôi kỳ vọng các nhóm ngành này sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng trong các quý tiếp theo do đây là các hoạt động có khả năng hồi phục nhanh, và được hỗ trợ lớn khi dịch bệnh được kiểm soát.

Nhóm ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống trong quý 1 tiếp tục phản ánh tác động tiêu cực của đợt dịch Covid-19 thứ 3, khi vẫn ghi nhận tăng trưởng âm, ở mức âm 4,9%.

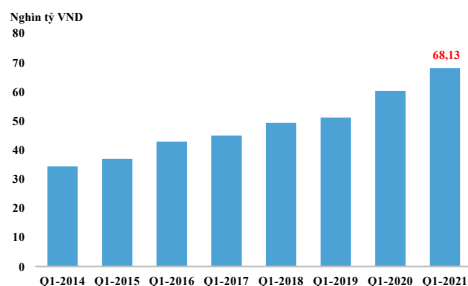
BVSC duy trì dự báo GDP trong năm 2021 sẽ tăng 6,5 đến 7%, trong đó tăng trưởng GDP quý II có thể đạt mức quanh 8% từ mức nền thấp của cùng kỳ năm 2020 và tiếp tục duy trì đà tăng ở mức quanh 7% trong 2 quý cuối cùng của năm. Động lực tăng trưởng trong các quý tiếp theo của năm tiếp tục đến từ những ngành chủ lực và các ngành chịu thiệt hại nặng nề do đại dịch Covid-19, bao gồm công nghiệp chế biến chế tạo, xây dựng, vận tải kho bãi và dịch vụ lưu trú và ăn uống ... Đặc biệt trong quý II/2021, tăng trưởng của một số nhóm ngành kinh tế sẽ cao do nhiều hoạt động kinh tế gần như ngừng trệ, dừng lại vào quý II/2020.

## Tổng vốn đầu tư toàn xã hội - Đầu tư công giữ nhịp ngay từ những tháng đầu năm

### Tăng trưởng Q1 vốn đầu tư toàn xã hội



### Đầu tư từ NSNN tăng 13% YoY



Nguồn: GSO, BVSC

Theo Tổng cục thống kê, tổng vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện trong quý I/2021 ước tính đạt 507,53 nghìn tỷ đồng, bằng 26,5% GDP và tăng 6,24% so với cùng kỳ năm trước.

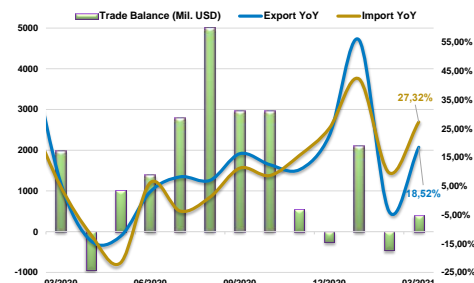
Về cấu thành vốn đầu tư, khu vực ngoài Nhà nước đạt 290,1 nghìn tỷ đồng, chiếm 57%, tăng 5,68% so với cùng kỳ; khu vực FDI đạt 95,1 nghìn tỷ đồng, chiếm 19% và tăng 6,49% YoY; khu vực đầu tư công đạt 122,3 nghìn tỷ, chiếm 24% và tăng 7,4% so với cùng kỳ. Tăng trưởng đầu tư công trong Q1/2021 đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Tăng trưởng Q1 của khu vực ngoài nhà nước và vốn đầu tư nước ngoài cũng ghi nhận sự hồi phục hình chữ V sau mức nền thấp của cùng kỳ năm 2020. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này vẫn thấp hơn so với mặt bằng trước dịch.

Năm 2021 là năm đầu tiên chính phủ thực hiện kế hoạch đầu tư công 2021-2025, với tổng mức đầu tư 2,75 triệu tỷ đồng cho cả giai đoạn, tập trung chủ yếu vào hạ tầng và chuyển đổi số. Với việc Đại hội Đảng diễn ra thành công và Việt Nam có nhân sự chủ chốt mới, đầu tư công trong thời gian tới được kỳ vọng sẽ tiếp tục được đẩy mạnh. Tính tới cuối năm 2020, tỷ lệ nợ công/GDP đạt 55,3%, giảm mạnh so với mức 63,7% của năm 2016. Do đó, đầu tư công vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng, không chỉ trong năm nay

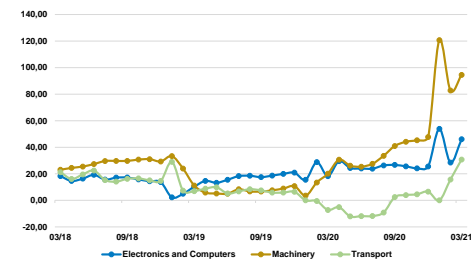
mà còn những năm tiếp theo, đặc biệt khi nguồn vốn đầu tư tư nhân có thể tăng chậm hơn do bối cảnh chưa thực sự thuận lợi kinh tế.

## Xuất nhập khẩu – Thặng dư thương mại là xu hướng khó đảo ngược

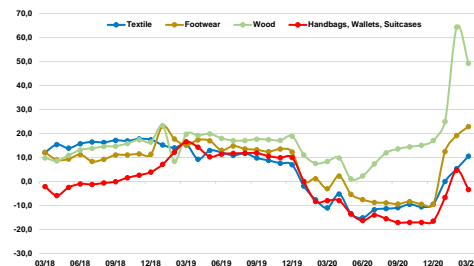
Tăng trưởng XNK và cán cân thương mại



XK các mặt hàng điện tử tiếp tục tăng

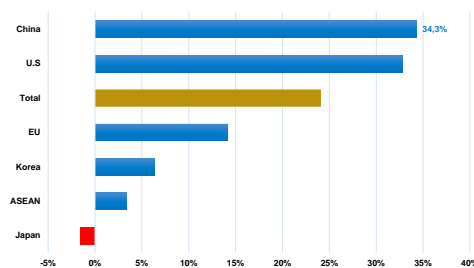


XK công nghiệp chế biến gia tăng



Nguồn: GSO, BVSC

Tăng trưởng xuất khẩu các thị trường chính



Nguồn: GSO, BVSC

Ở một khía cạnh khác, đà tăng trở lại của GDP trong quý đầu năm nay còn đến từ sự hồi phục mạnh mẽ của hoạt động xuất nhập khẩu. Trong quý 1/2021, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu ước đạt 153,96 tỷ USD, tăng 25,16% so với cùng kỳ năm 2020. Cán cân thương mại hàng hoá quý 1 ước tính xuất siêu 2,83 tỷ USD, thấp hơn cùng kỳ do tốc độ tăng của kim ngạch nhập khẩu lớn hơn so với xuất khẩu, lần lượt ở mức 26,29% và 22,01% YTD.

Sự hồi phục mạnh mẽ của hoạt động xuất khẩu tiếp tục đến từ các mặt hàng chủ lực, bao gồm xuất khẩu máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác (77,19%) và máy ảnh, máy quay phim và linh kiện (70,34%). Đặc biệt, xuất khẩu cao su đạt mức tăng mạnh 116,49% YoY, do mức nền thấp trong cùng kỳ năm trước. Các mặt hàng điện thoại, máy móc thiết bị, điện tử và linh kiện tiếp tục chiếm tỷ trọng xuất khẩu lớn, 12-18% tổng giá trị xuất khẩu.

Nhóm hàng nguyên liệu sản xuất cũng có mức tăng giá trị xuất khẩu tương đối tốt, ở mức 30-65% YoY, như sản phẩm hoá chất, sản phẩm từ chất dẻo, xơ, sợi dệt các loại, sắt thép. Ngược lại, các nhóm hàng dệt may, túi xách và thủy sản – các nhóm hàng được kỳ vọng tăng mạnh nhờ các hiệp định thương mại như EVFTA và CPTPP lại có mức tăng tương đối thấp và thậm chí giảm, lần lượt ở mức 1,12%; âm 9,92% và 3,27%. Cùng chung với diễn biến giảm của mảng khai thác dầu khí, xuất khẩu dầu thô và xăng dầu cũng có mức giảm mạnh nhất trong giá trị xuất khẩu các mặt hàng Q1/2021, ở mức 21,64% và 50%.

Xét về khu vực kinh tế, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục chiếm trên ¾ tổng tỷ trọng xuất khẩu, với mức tăng trưởng 28,48% trong quý 1, so với 4,94% của khu vực kinh tế trong nước. Điều này tiếp tục cho thấy sự phụ thuộc của hoạt động xuất khẩu vào các doanh nghiệp FDI, đặc biệt trong bối cảnh các mặt hàng điện tử trở thành hàng hoá xuất khẩu chủ lực. Tổng vốn FDI đăng ký tính tới hết quý 1 tăng 41,29% YoY, mức cao nhất trong vòng 4 năm qua. Trong bối cảnh dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu, Việt Nam nhiều khả năng sẽ tiếp tục hưởng lợi trong việc đa dạng hóa các nguồn cung cấp.

Về thị trường xuất khẩu, Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, với kim ngạch 21,2 tỷ USD. Trong khi đó, Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu có mức tăng mạnh nhất, với mức tăng 34,3%. Ngược lại, giá trị xuất khẩu vào Nhật Bản giảm 1,5%.

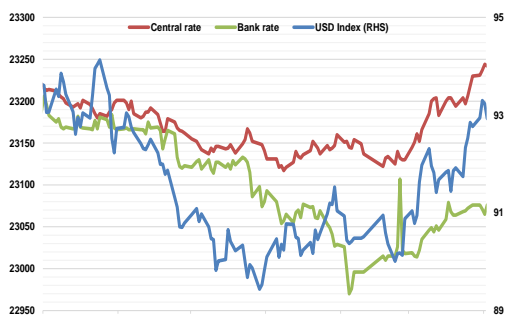
Trong các năm trở lại đây, cán cân xuất nhập khẩu của Việt Nam chủ yếu nghiêng về phía xuất khẩu, với thặng dư thương mại tương đối lớn (19,1 tỷ USD trong năm 2020, cao nhất trong 5 năm xuất siêu liên tiếp kể từ năm 2016). Với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu lên tới trên 200% GDP, có thể thấy, Việt Nam ngày càng là nền kinh tế mở. Tuy nhiên, khác Singapore hay Hongkong là nơi trung chuyển và cung cấp dịch vụ thương mại, dịch vụ



trung gian, Việt Nam nằm trong chuỗi sản xuất toàn cầu dựa vào các doanh nghiệp FDI, do đó các doanh nghiệp Việt Nam sẽ tiếp tục được định hướng theo để tham gia vào chuỗi sản xuất toàn cầu này.

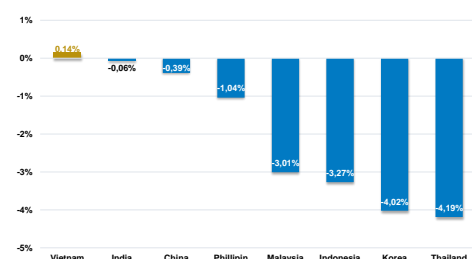
### Tỷ giá – VND duy trì sự ổn định

Diễn biến tỷ giá VND/USD



Nguồn: NHNN, BVSC

Đồng tiền của một số EMs so với USD



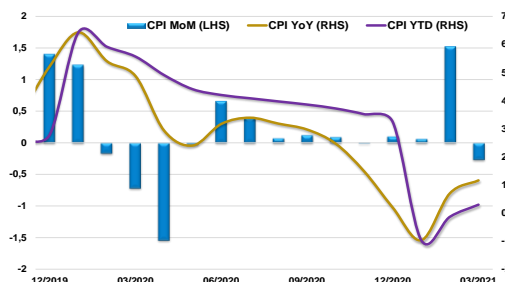
Nguồn: Bloomberg, NHNN, BVSC

Trong quý I, đà tăng mạnh của đồng USD đã tạo áp lực đáng kể lên đồng tiền tại các nước mới nổi ở châu Á, khiến các đồng tiền này giảm giá khá mạnh so với USD, trong giai đoạn từ đầu năm tới nay. Cụ thể, tính tới hết Q1/2021, các đồng tiền giảm giá mạnh nhất trong số các đồng tiền của EMs (theo mẫu theo dõi của BVSC) là đồng Bath của Thái Lan (-4,19%); Won của Hàn Quốc (-4,02%); đồng Rupiah của Indonesia (-3,27%); Ringit của Malaysia (-3,01%). Ngược lại, đồng VND của Việt Nam là đồng tiền có sự ổn định tốt nhất trong quý vừa qua. So với cuối năm 2020, tỷ giá trung tâm và tỷ giá giao dịch thực tế tại NHTM đang có diễn biến trái chiều, trong khi tỷ giá trung tâm tăng 0,49%, tỷ giá NHTM lại đang giảm 0,14%. Diễn biến này đã khiến cho chênh lệch giữa tỷ giá trung tâm và tỷ giá thực tế mở rộng với biên độ khá lớn, phá vỡ thể bám sát của cặp tỷ giá này trong giai đoạn Q2-Q3/2020.

Diễn biến tích cực của VND, phần nào phản ánh được thực tế kiểm soát dịch bệnh, duy trì ổn định và tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát tốt, thặng dư từ cán cân thương mại và phần nào cũng có thể thể hiện thiện chí của các cơ quan điều hành trong việc đáp ứng các yêu cầu của phía Mỹ, trong bối cảnh Việt Nam bị phía Mỹ gán mác thao túng tiền tệ. BVSC cho rằng, VND sẽ tiếp tục có diễn biến ổn định, biến động không quá 1% trong năm 2021.

### Lạm phát – Áp lực do nền thấp trong quý II, quý III/2020 nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Chỉ số CPI



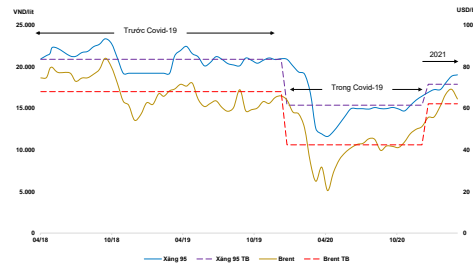
Nguồn: GSO, BVSC

#### CPI trung bình 3 tháng đầu năm ở mức thấp

Trung bình 3 tháng đầu năm, chỉ số CPI YoY hiện đang ở mức 0,29%. Đây là mức tăng thấp nhất của Quý 1, kể từ năm 2007 tới nay. Mức tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng thấp trong thời điểm đầu năm tạo điều kiện cho NHNN tiếp tục duy trì trạng thái nới lỏng tiền tệ và lãi suất ở mức thấp.

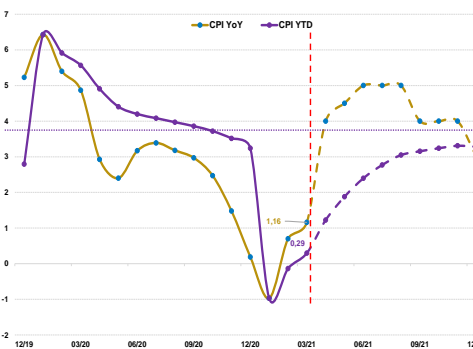
Chỉ số CPI trong Q1/2021 tăng chủ yếu do giá lương thực thực phẩm tăng so với cùng kỳ, đặc biệt là giá gạo tăng theo giá gạo xuất khẩu, và giá dịch vụ giáo dục tăng do ảnh hưởng từ đợt tăng học phí năm học 2020-2021 theo lộ trình của Nghị định 86/NĐ-CP (ngày 2/10/2015 do Chính phủ phát hành). Tuy nhiên, việc giảm điểm của chỉ số giá nhóm giao thông và nhóm nhà ở, điện, nước, chất đốt và VLXD đã giúp giảm áp lực lên đà tăng của chỉ số giá tiêu dùng CPI. Theo đó, giá điện sinh hoạt bình quân trong Q1/2021 giảm 7,28% so với cùng kỳ, nhờ gói hỗ trợ của Tập đoàn Điện lực Việt Nam EVN, và giá xăng dầu Q1 giảm 9,54% YoY (xăng 95 trung bình trong Q1 giảm 1,32% YoY).

### Giá dầu Brent thế giới và xăng 95 Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, BVSC

### Dự báo lạm phát 2020



Nguồn: GSO, BVSC

### Nền giá thấp của nhiều mặt hàng trong quý II và III năm 2020 sẽ tạo áp lực lên lạm phát trong các tháng tới

Về diễn biến của thị trường dầu thế giới, cầu dầu được dự báo sẽ tăng trở lại, với khả năng kinh tế thế giới mở cửa trở lại, nhiều nền kinh tế bước vào giai đoạn tăng tốc, khôi phục sản xuất, giao thông... Với kỳ vọng về phục hồi kinh tế, sự hồi phục của nhiều ngành cũng được chờ đón, bao gồm các ngành sử dụng nguyên liệu đầu vào là dầu, như giao thông vận tải và du lịch, đặc biệt là ngành hàng không..

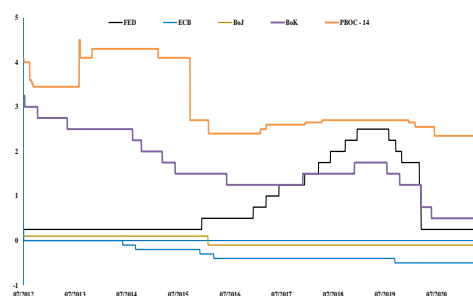
Bên cạnh đó, trong năm 2021, giá điện cũng không còn được hỗ trợ và giá dịch vụ giáo dục cũng tăng theo lộ trình của Chính phủ, khi dịch Covid-19 vẫn đang được kiểm soát tốt và việc tiêm ngừa Covid vẫn đang được triển khai. Diễn biến này cũng được kỳ vọng sẽ kích thích cầu du lịch, qua đó, nhóm ngành văn hoá du lịch nhiều khả năng cũng sẽ ghi nhận hồi phục, tăng giá so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng trong các quý tiếp theo trong năm 2021, chỉ số CPI YoY nhiều khả năng sẽ tăng trở lại, do mức nền thấp của CPI quý II và III năm 2020 và nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát nên nhu cầu của nhiều mặt hàng trở lại nhịp bình thường. Như trong năm 2020, chỉ số giá nhóm ngành giao thông giảm mạnh 19,57% do giá xăng dầu giảm mạnh. Giá xăng 95 đóng cửa tháng 4/2020 tại đáy 11.631 VND/lit. Hiện tại, kết thúc quý 1/2021, giá xăng 95 đã tăng lên mức 19.045 VND/lit, cao hơn 38,12% so với mức đáy hồi tháng 4/2020. Do đó, chúng tôi cho rằng mức dự báo tăng trung bình 23% của giá xăng 95 cũng sẽ có tác động đẩy CPI trung bình năm 2021 tăng lên so với cùng kỳ (khiến chỉ số giá xăng dầu tăng khoảng 5,12%, tác động làm CPI tăng lên 0,18 điểm phần trăm).

Do vậy, mặc dù chỉ số CPI YoY hiện tại vẫn đang ở mức thấp, chúng tôi duy trì quan điểm cho rằng chỉ số này sẽ tăng trong các quý tiếp theo, đạt đỉnh vào khoảng Q2-Q3 và đạt mức trung bình 3-3,5% trong năm 2021.

### Lãi suất

#### Chính sách tiền tệ nới lỏng các nước vẫn được duy trì

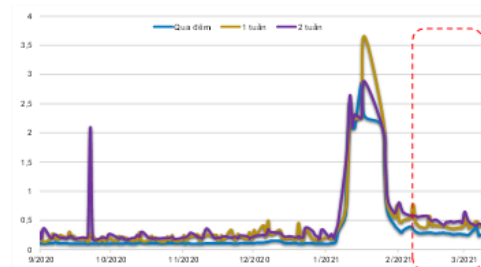


Nguồn: Bloomberg, BVSC

#### Môi trường lãi suất thấp vẫn duy trì trên toàn cầu trong phần còn lại của năm 2020

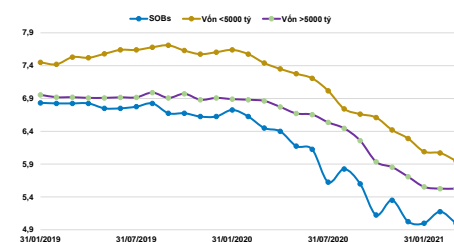
Đối với chính sách tiền tệ, mặc dù nền kinh tế đang có sự hồi phục tích cực và triển vọng lạc quan, nhưng nhiều ngân hàng trung ương lớn vẫn sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng tại thời điểm hiện tại. Trong cuộc họp chính sách tháng 2 và tháng 3 vừa qua, ngân hàng trung ương (NHTW) châu Âu ECB, NHTW Nhật Bản BoJ và Cục dự trữ liên bang Mỹ vẫn tuyên bố sẽ tiếp tục duy trì lãi suất điều hành ở mức thấp, sau khi giảm xuống mức kỷ lục trong năm 2020 trước các diễn biến tiêu cực của đại dịch Covid-19. Cả 3 NHTW này đều cho biết sẽ duy trì chính sách này cho tới khi dịch Covid-19 được đánh giá dưới tầm kiểm soát. Đặc biệt, Fed cam kết sẽ không nâng lãi suất cho tới năm 2023 (hiện đang ở mức 0%) và sẵn sàng cho phép chỉ số lạm phát vượt lên trên ngưỡng 2%, miễn là mức trung bình dài hạn vẫn được duy trì tại mục tiêu này. Xu hướng duy trì nới lỏng, mặt bằng lãi suất thấp của các NHTW lớn, cùng với CPI vẫn trong tầm kiểm soát là điều kiện thuận lợi để mặt bằng lãi suất trong nước chưa có áp lực tăng.

### Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: SBV, BVSC

### Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng tiếp tục giảm trong Q1/2021



Nguồn: Fiinpro, BVSC

## Tuy nhiên lãi suất trong nước khó hạ thêm

Hiện tại, lãi suất liên ngân hàng ở cả 3 kỳ hạn qua đêm, 1 tuần và 2 tuần tiếp tục duy trì dưới 0,5% và dưới mức trung bình của năm 2020. Thanh khoản hệ thống ngân hàng cũng đang ở trạng thái tương đối dồi dào. Cùng chung diễn biến với lãi suất liên ngân hàng, trung bình lãi suất huy động kỳ hạn dài (12 tháng) tại cả ba nhóm ngân hàng vẫn đang được duy trì ở mặt bằng tương đối thấp, thấp nhất kể từ năm 2017 tới nay. Mức lãi suất cao nhất cho kỳ hạn 12 tháng ghi nhận được trên thị trường (theo mẫu thông kê của chúng tôi) hiện đang ở mức 6,9%/năm và trung bình mức 5,61%, giảm 20,14% YoY.

Tính tới nửa cuối tháng 3, tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (M2), tăng trưởng huy động vốn của các tổ chức tín dụng và tăng trưởng dư nợ tín dụng lần lượt ở mức 1,49%; 0,54% và 2,93% (theo Tổng cục thống kê). So sánh tốc độ tăng trưởng với cùng kỳ, tăng trưởng huy động vốn và tăng trưởng tín dụng đều cao hơn so với mức 0,51% và 1,31% vào cuối tháng 3/2020. Tăng trưởng tín dụng đang có dấu hiệu diễn ra mạnh mẽ hơn, tăng mạnh, từ 0,68% trong cùng kỳ 2020 lên 2,93%, trong khi tăng trưởng huy động vốn tăng với độ chậm hơn (từ 0,51% lên 0,54%). Nếu tín dụng tăng quá nhanh do nhu cầu vốn trong mở rộng sản xuất, đầu tư đón nhận các cơ hội mới, tăng trưởng tín dụng phần nào có thể sẽ tạo áp lực lên các ngân hàng trong việc đẩy mạnh huy động, từ đó khiến mặt bằng lãi suất khó giảm thêm. Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ ổn định trong nửa đầu năm và có diễn biến tăng nhẹ trở lại vào cuối năm.

## Nhận định

Kinh tế vĩ mô Việt Nam Q1/2021 cho thấy sự bật tăng lại so với cùng kỳ, tăng trưởng GDP đạt 4,48%, với sự gia tăng ở cả ba lĩnh vực nông nghiệp, công nghiệp và dịch vụ. Mặc dù chưa thể quay về mức tăng trưởng trong điều kiện bình thường nhưng kết quả đạt được là điểm sáng so với các nền kinh tế khác.

Chúng tôi duy trì dự báo GDP trong năm 2021 sẽ tăng trưởng từ 6.5% đến 7%. Và tăng trưởng sẽ tiếp tục duy trì đà hồi phục trong các quý tiếp theo, đặc biệt mức tăng mạnh trở lại từ quý II khi so với nền thấp trong năm 2020. Trong quý II/2020 rất nhiều hoạt động kinh tế đã bị đình trệ với mục tiêu kiểm soát tình hình dịch bệnh, còn trong năm 2021, không ít ngành đã trở lại hoạt động như trong điều kiện bình thường. BVSC dự báo, nếu tình hình dịch bệnh ở Việt Nam vẫn được kiểm soát tốt, GDP quý II/2021 có thể tăng trưởng quanh 8%, và quý III, quý IV có thể tăng quanh 7%. Động lực tăng trưởng trong các quý tiếp theo của năm tiếp tục đến từ những ngành chủ lực và các ngành chịu thiệt hại nặng nề do đại dịch Covid-19, bao gồm công nghiệp chế biến chế tạo, xây dựng, vận tải kho bãi và dịch vụ lưu trú và ăn uống ...

Trong Q1/2021, lạm phát trung bình vẫn ở mức thấp 0,29%, tuy nhiên, trong các quý tiếp theo, với mức nền thấp của năm ngoái, dự báo giá các mặt hàng sẽ có diễn biến tăng so với cùng kỳ, qua đó đẩy CPI lên cao trong quý



II và quý III/2021. Dự báo lạm phát YoY trung bình cả năm vẫn được duy trì ở mức 3-3,5%.

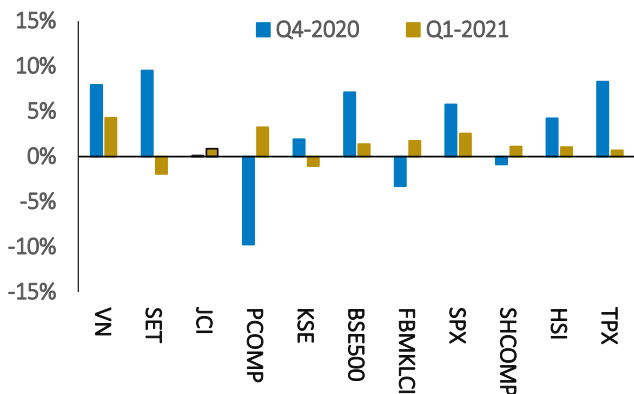
Ngân hàng TW các nước vẫn đang cho thấy khả năng duy trì mặt bằng lãi suất thấp. Các NHTW của Mỹ (Fed), châu Âu (ECB) hay Nhật Bản (BoJ) vẫn tiếp tục duy trì lãi suất điều hành ở mức thấp kỷ lục sau khi điều chỉnh trong năm 2020 và cho biết sẽ duy trì chính sách này cho tới khi dịch Covid-19 được đánh giá dưới tầm kiểm soát. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng trong nước đang có dấu hiệu tăng mạnh so với cùng kỳ và tăng nhanh hơn tăng trưởng huy động vốn, điều này làm giảm đi cơ hội cho lãi suất có thể giảm thêm trong những tháng còn lại của năm 2021.

#### BVSC duy trì dự báo các chỉ tiêu vĩ mô 2021

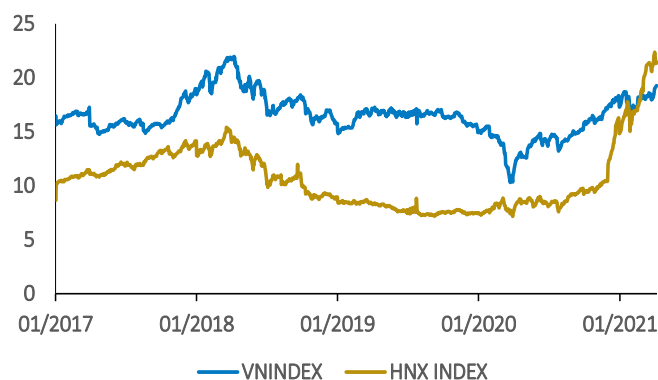
Các chỉ tiêu chính	2020	2021	
		Mục tiêu của Chính phủ	BVSC dự báo
Tăng trưởng GDP (%)	2.9	6%	6,5 - 7%
Lạm phát bình quân (%)	3.24	Khoảng 4	3-3.5%
Tăng trưởng tín dụng (%)	12.13	12	12-14%
Biến động tỷ giá USD/VND (%)	0.1	N/A	1%

## PHẦN II: THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

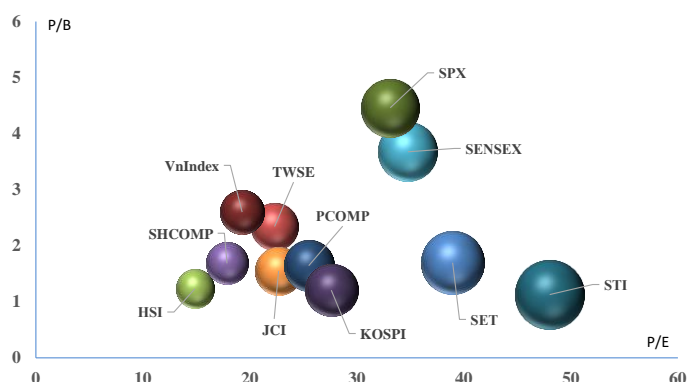
**Biến động một số thị trường kể từ đầu năm**



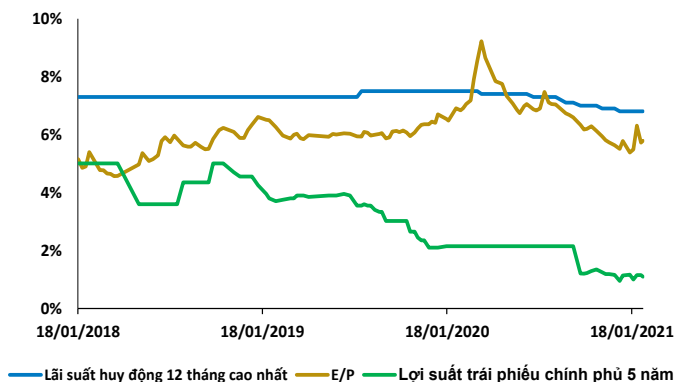
**P/E tại HSX và HNX**



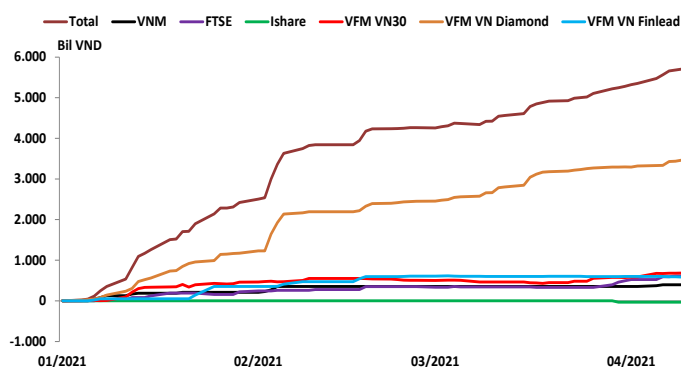
**Chỉ số P/E, P/B ở một số thị trường trong khu vực**



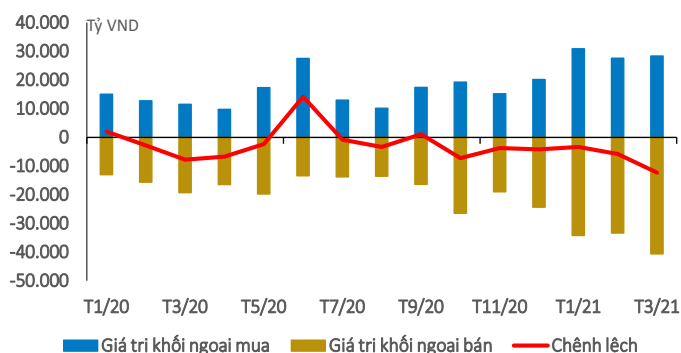
**Số sánh lợi suất các kênh đầu tư tại Việt Nam**



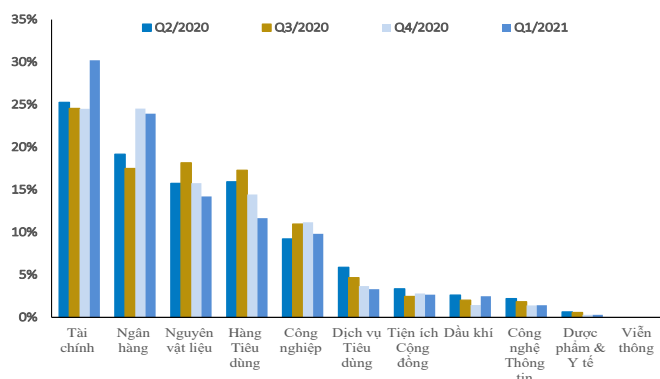
**Bơm/rút ròng lũy kế của vốn ngoại tại các quỹ ETF**



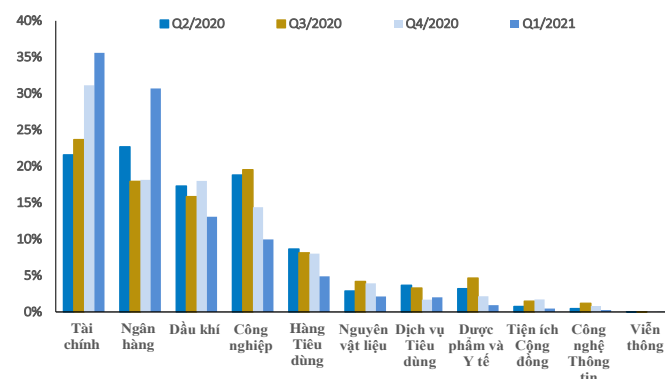
**Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX**



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



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

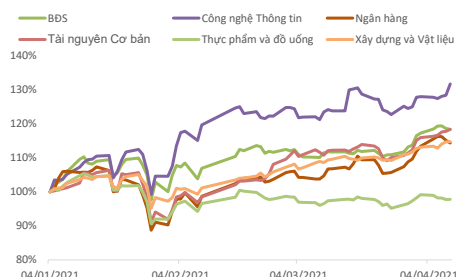


Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC, Fiiipro

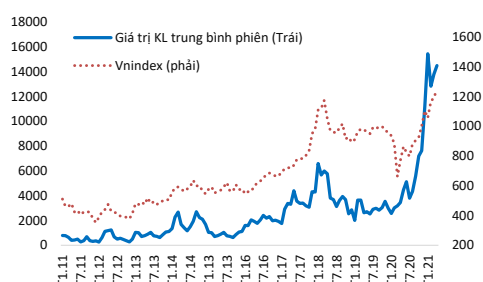
- Tính đến hết ngày 09/04/2021, chỉ số VnIndex đóng cửa ở mức 1.231,66 điểm, xác lập các mức điểm cao mới trong lịch sử. Thanh khoản thị trường trung bình phiên trong quý I đạt 15.684,69 tỷ VNĐ/phiên, cao nhất từ trước tới nay.
- Khối ngoại bán ròng -20.987,73 tỷ VNĐ trên cả 3 sàn HSX, HNX và UPCOM, tuy nhiên mức ảnh hưởng từ giao dịch của khối ngoại không còn lớn do tỷ trọng mua, bán của nhà ĐTNN so với giá trị giao dịch ở mức thấp.
- Thị trường vẫn đang được sự hỗ trợ cho một xu hướng tăng dài hạn của các yếu tố mang tính nền tảng như tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết, định giá hấp dẫn và khả năng được nâng hạng lên thị trường mới nổi.
- Lạm phát, lãi suất tăng trên toàn cầu tăng là một rủi ro, nhưng chưa quá đáng ngại do theo quan sát trong quá khứ thị trường thường đảo chiều và rơi vào thị trường giá xuống ở lần tăng lãi suất thứ ba của các NHTW.

## Thanh khoản cùng chỉ số lập những mức cao mới trong lịch sử

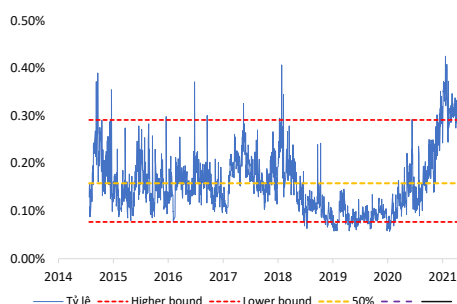
**Biến động về giá của các ngành từ đầu năm đến hết 09/04/2021**



**Thanh khoản tăng nhanh hơn mức tăng của chỉ số Vnindex.**



**Tỷ lệ giá trị giao dịch/vốn hóa đang đạt giá trị cao nhất từ trước đến nay**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

## Vượt 1200, Vnindex xác lập các mức điểm cao mới trong lịch sử

Tính đến hết ngày 09/04/2021, chỉ số VnIndex đóng cửa ở mức 1.231,66 điểm, tăng +127,79 điểm - tương đương với +11,58% so với mức đóng cửa năm 2020.

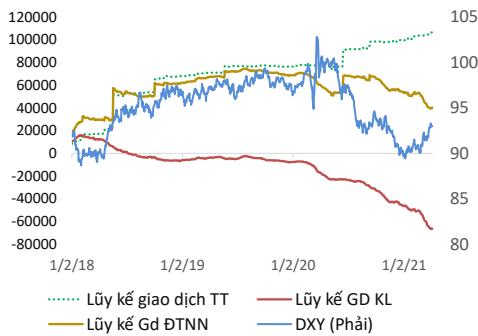
Về diễn biến các nhóm ngành, tính đến 09/04/2021, có tới 16 trên 19 nhóm ngành tăng điểm. Cụ thể, ngành có ảnh hưởng tích cực nhất đến VnIndex là Ngân hàng (+16,88%), hỗ trợ VnIndex tăng +51,57 điểm. Xếp thứ 2 là nhóm Bất động sản với mức tăng +19,81%, đóng góp vào mức tăng của VnIndex +48,56 điểm. Tiếp đến là các nhóm ngành lớn khác như Tài nguyên cơ bản (+20,95%), Công nghệ thông tin (+34,16%) hay Xây dựng và Vật liệu (+16,63%) cũng đóng góp lần lượt +10,45 điểm, +5,19 điểm và +4,15 điểm vào mức tăng của VnIndex. Ở chiều ngược lại, nhóm ngành có ảnh hưởng tiêu cực nhất đến VnIndex là Thực phẩm & Đồ Uống (-1,25%), lấy đi của chỉ số -6,43 điểm. Các cổ phiếu có ảnh hưởng tiêu cực nhất trong ngành này là VNM (-7,43%), SAB (-10,05%) và HNG (-15,81%) lấy đi của VnIndex -4,48, -3,35 và -0,69 điểm.

## Thanh khoản tăng nhanh hơn mức tăng của VnIndex, thị trường chứng khoán thu hút dòng tiền mới

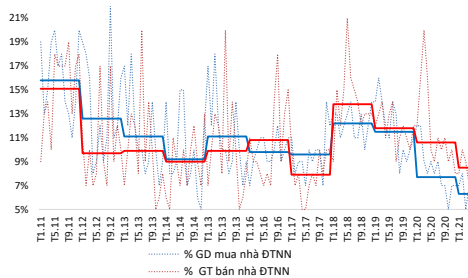
Theo quan sát của chúng tôi, thông thường trong quá khứ, giá trị giao dịch khớp lệnh thường có mức tăng trưởng tương đồng với mức tăng điểm của VnIndex. Tuy nhiên, từ nửa cuối năm 2020 tới nay, giá trị giao dịch tăng mạnh và nhanh hơn so nhiều so với mức tăng của VnIndex. Thanh khoản thị trường tăng vọt từ mức 3.948,82 tỷ VNĐ/phiên trong năm 2019 và 4.728,63 tỷ VNĐ/phiên trong nửa đầu năm 2020 lên mức 15.684,69 tỷ VNĐ/phiên (tại HSX) trong quý 1 năm 2021. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán đã và đang thu hút dòng tiền đầu mới. Nguyên do của việc này đến từ việc môi trường tiền rẻ được duy trì ở cả trong nước và trên thế giới trong suốt thời gian qua, và do dịch bệnh nên việc tìm được kênh đầu tư hiệu quả là không dễ dàng.

## Nhà ĐTNN bán ròng giá trị lớn, nhưng không còn ảnh hưởng lớn tới xu hướng như các năm trước

**Giá trị mua bán ròng lũy kế của khối ngoại tại HSX từ 2018**

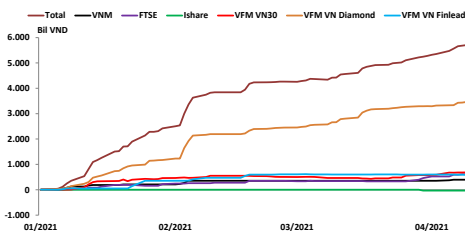


**Tỷ lệ giá trị mua, bán của nhà ĐTNN trên giá trị khớp lệnh toàn thị trường các tháng.**



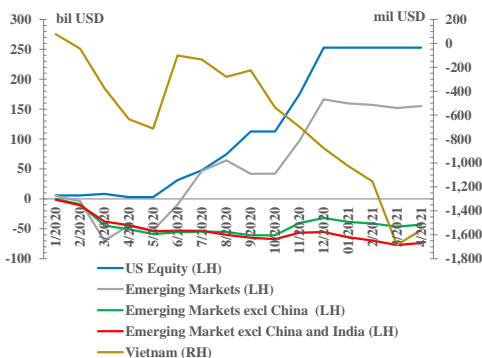
Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

**Bơm/rút ròng lũy kế của vốn ngoại tại các quỹ ETF từ đầu năm đến hết 09/04/2021**



Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

**Diễn biến mua bán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài tại các thị trường chứng khoán**



Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

Nhìn bức tranh dài hơn trong 03 năm vừa qua, kể từ đầu năm 2018, có thể nhận thấy khối ngoại đã liên tục bán ròng, và giá trị bán ròng lũy kế thông qua hình thức giao dịch khớp lệnh lên tới -66 nghìn tỷ đồng. Bù lại, dòng tiền của khối ngoại lại được mua ròng thông qua các lô thỏa thuận lớn, tập trung chủ yếu ở các mã blue chips với giá trị đạt tới trên +100 nghìn tỷ đồng. Mua ròng qua hình thức giao dịch thỏa thuận giúp dòng tiền của khối ngoại vẫn chảy ròng vào thị trường chứng khoán kể từ năm 2018, với giá trị trên +40 nghìn tỷ đồng.

Tuy nhiên, nếu chỉ tính từ đầu năm 2021 đến hết ngày 09/04/2021, khối ngoại đã thực hiện bán ròng tổng cộng -11.456 tỷ VNĐ trên cả 3 sàn HSX, HNX và UPCOM. Trong đó, khối ngoại bán ròng -20.978,73 tỷ VNĐ thông qua khớp lệnh nhưng mua ròng +9.522,73 tỷ VNĐ thông qua phương thức giao dịch thỏa thuận. Tính riêng sàn HSX, nhà đầu tư nước ngoài bán ròng -11.033 tỷ đồng, trong đó bán ròng -20.589 tỷ đồng qua hình thức khớp lệnh nhưng mua ròng +8.425 tỷ đồng qua hình thức thỏa thuận.

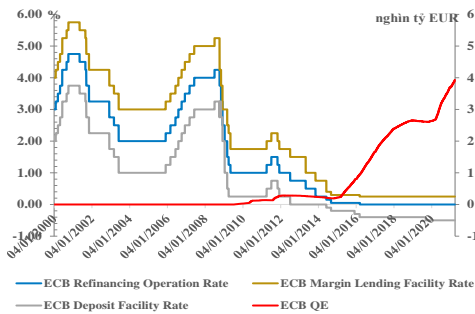
Khối ngoại bán ròng mạnh trong thời gian vừa qua đến từ nhiều nguyên nhân, đó có thể là khối ngoại thực hiện cơ cấu lại danh mục giữa các thị trường, các quốc gia và giữa các nhóm cổ phiếu, chốt lời sau khi nhiều cổ phiếu đã tăng giá vượt đỉnh... Nhưng về tầm nhìn dài, chúng tôi cho rằng thị trường Việt Nam vẫn rất hấp dẫn với các động lực từ sự ổn định của kinh tế chính trị, định giá hấp dẫn, kỳ vọng nâng hạng, những điều này sớm thu hút khối ngoại trở lại mua ròng.

Điểm đáng chú ý, giá trị bán ròng của khối ngoại trong những tháng đầu năm 2021 lớn về giá trị tuyệt đối, tuy nhiên mức độ ảnh hưởng của khối ngoại tới diễn biến thị trường không lớn do khi so tỷ lệ giá trị mua bán/giá trị giao dịch khớp lệnh ở mức thấp. Tính riêng năm 2021, tỷ lệ giá trị bán của khối ngoại chỉ còn chiếm tỷ trọng 8,5% thấp hơn nhiều so với mức 11,8% của 2019 hay và 10,6% của năm 2020. Động lực đi lên của thị trường nhờ dòng tiền nội, là do dòng tiền mới chảy vào thị trường khi các kênh đầu tư khác đang đóng băng, thiếu sự hấp dẫn.

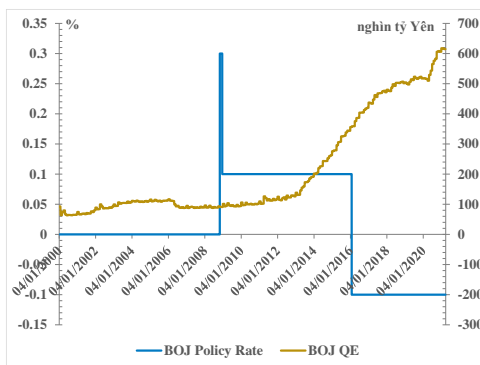
Bên cạnh đó, mặc dù bán ròng mạnh trên cả 3 sàn trong quý đầu năm nhưng nhà đầu tư nước ngoài lại mua ròng thông qua các quỹ ETFs. Các quỹ ETFs niêm yết tại nước ngoài có giao dịch khá tích cực trong 3 tháng đầu năm. VanEck và X-tracker FTSE Vietnam ETF đều mua ròng, mức mua ròng lần lượt là +395 tỷ VNĐ và +594 tỷ VNĐ. Chỉ có quỹ Ishare là bán ròng nhẹ -34 tỷ đồng. Còn đối với các quỹ ETFs niêm yết trong nước, đa phần các quỹ đều được mua ròng với giá trị lớn. Đứng đầu là VFMVN Diamond ETF với lượng mua ròng là +3.463 tỷ đồng. Xếp sau đó là VFMVN30 và SSIAM VNFin Lead với giá trị mua ròng lần lượt +682 tỷ đồng và +585 tỷ đồng. Quỹ MAFM Vn30 mặc dù mới đi vào hoạt động nhưng cũng thu hút được nhà đầu tư nước ngoài mua ròng hơn +16 tỷ đồng.

**Môi trường tiền rẻ được duy trì, nhưng khó có thể nới lỏng thêm**

**Đồ thị Quantitative Easing và các mức lãi suất tại EU**

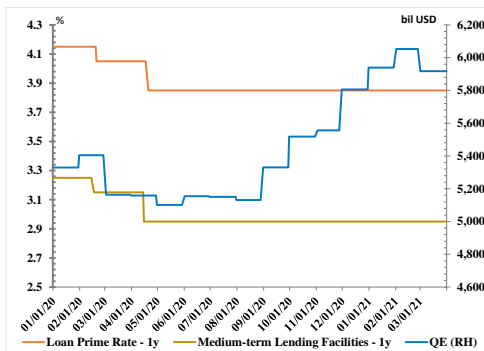


**Đồ thị Quantitative Easing và các mức lãi suất tại Nhật Bản**



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

**Đồ thị Quantitative Easing và các mức lãi suất tại Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Việc tiêm chủng vaccine ngừa Covid-19 đang được diễn ra trên thế giới đã tạo ra kỳ vọng về khả năng hồi phục của nền kinh tế thế giới, chính yếu tố này lại tạo ra rủi ro về khả năng lạm phát có thể sẽ tăng cao. Có thể thấy trong thời gian gần đây, kỳ vọng nền kinh tế toàn cầu sẽ hồi phục mạnh mẽ trong năm 2021 đã dẫn tới dự báo về nhu cầu nguyên vật liệu sẽ tăng cao – đặc biệt là giá dầu. Thêm vào đó, việc nhu cầu tăng mạnh trong khi sản xuất chưa có sự hồi phục được cho là có thể sẽ dẫn tới hiện tượng thắt cung (supply bottleneck), tạo ra áp lực lạm phát từ cầu kéo (demand-pull inflation). Rủi ro lạm phát đã đẩy lên lo ngại về việc ngân hàng trung ương các nước có thể sẽ thu hồi nới lỏng định lượng (Quantitative Easing – QE) và tăng lãi suất điều hành.

Tuy vậy, theo quan điểm của chúng tôi, nhà đầu tư không nên quá lo sợ lạm phát và rủi ro các ngân hàng trung ương lớn trên thế giới chấm dứt QE và tăng lãi suất điều hành trong năm nay bởi những nguyên nhân chính sau.

*Thứ nhất*, như đã đề cập ở phần trước, mặc dù giá dầu trên thế giới đã có sự hồi phục và tăng mạnh mẽ trong thời gian vừa qua. Tuy nhiên, sau khi so sánh tương quan giữa cung và cầu hiện tại và trong tương lai, chúng tôi cho rằng giá dầu không còn nhiều dư địa để có thể tiếp tục duy trì đà tăng giá trong năm 2021 và được dự báo sẽ dao động quanh mức trung bình \$65-\$70/thùng. Do đó, rủi ro lực lạm phát chi phí đẩy (cost-push inflation) đến từ việc giá dầu duy trì đà tăng sẽ không phải là điều đáng lo ngại.

*Thứ hai*, kể cả khi điều trên không xảy ra, theo quan sát của chúng tôi về hành động của FED trong 2 cuộc khủng hoảng 2001 và 2007 cho thấy chỉ báo CPI YoY của Mỹ thường vượt lên trên mức 2% trong khoảng thời gian trước khi Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ (FED) thực hiện việc thắt chặt tiền tệ. Nguyên nhân của việc này đến từ việc FED ngoài nhiệm vụ duy trì ổn định giá còn có nhiệm vụ hỗ trợ ổn định kinh tế vĩ mô thông qua việc giúp nền kinh tế đạt mức toàn dụng lao động. Thêm vào đó, trong năm 2020, FED cũng đã thay đổi tiêu chuẩn lạm phát từ mức mục tiêu cứng 2% sang mục tiêu trung bình 2%. Điều đó cho phép FED có thể để cho lạm phát vượt lên trên 2% trong 1 thời gian dài hơn nhằm hỗ trợ nền kinh tế mà không mất đi sự đáng tin cậy của mình. Do đó trong bối cảnh CPI của Mỹ trong tháng 2 đã tăng lên đến mức 1,7%, nhưng với mức thất nghiệp vẫn ở mức 6,77%, còn cách khá xa mức thất nghiệp tự nhiên của nền kinh tế Mỹ (4,47%) thì nhiều khả năng FED vẫn sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ mang tính chất hỗ trợ (accommodative) như hiện tại.

*Thứ ba*, đối với trường hợp của các ngân hàng trung ương các quốc gia khác như ECB của EU và BoJ của Nhật Bản, kết quả các cuộc họp gần đây của 2 ngân hàng trung ương này cho thấy, 2 tổ chức này vẫn quyết định duy trì chính sách tiền tệ mang tính nới lỏng nhằm hỗ trợ nền kinh tế hồi phục hậu dịch. Thêm vào đó, thực tế trong thời gian gần đây, chúng ta có thể thấy ECB và BoJ phải đối mặt với rủi ro thiếu hụt nhiều hơn lạm phát, do cơ cấu dân số già và nhu cầu yếu. Do đó, nhiều khả năng 2 ngân hàng trung ương này



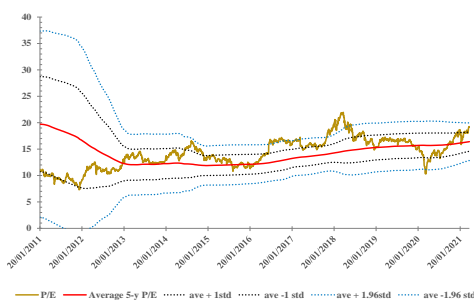
vẫn sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ mang tính nới lỏng và hỗ trợ trong thời gian tới.

Tuy nhiên, đó là những dự kiến trong năm 2021, còn năm 2022, khi kinh tế bắt đầu phục hồi, hay lạm phát thực sự trở thành rủi ro, bối cảnh chính sách tiền tệ sẽ không còn hỗ trợ thị trường chứng khoán như vừa qua. Điều này, có thể thấy tại Trung Quốc. Đối với ngân hàng trung ương Trung Quốc, mặc dù đây 1 trong những tổ chức tiền tệ của nền kinh tế lớn thực hiện việc dừng nới lỏng tiền tệ, tổ chức này được dự báo sẽ tiến hành việc này một cách từ tốn và chia thành các đợt nhỏ. Trong các văn bản về diễn biến cuộc họp gần đây của ngân hàng trung ương quốc gia này, có thể thấy, tổ chức này dù chưa có ý định đảo ngược chính sách tiền tệ hiện hành mà chỉ có những động thái hạn chế để tránh hệ quả tiêu cực đến từ việc kích thích quá mức (stimulus overshoot). Nhưng những động thái này đã ngay lập tức ảnh hưởng tới diễn biến các chỉ số chứng khoán của thị trường chứng khoán. Chỉ số Shanghai Composite của Trung Quốc giảm từ mức 3.696,16 điểm vào ngày 19/02/2021 xuống mức 3.357,73 điểm vào ngày 10/03/2021 - giảm -338,43 điểm, tương đương -9,16%. Chỉ số CSI 300 cũng của nước này thậm chí còn giảm từ mức 7.348,26 điểm vào ngày 19/02/2021 xuống 6.321,12 điểm vào ngày 10/03/2021 - giảm -1.027,14 điểm tương đương mức giảm -13,98%.

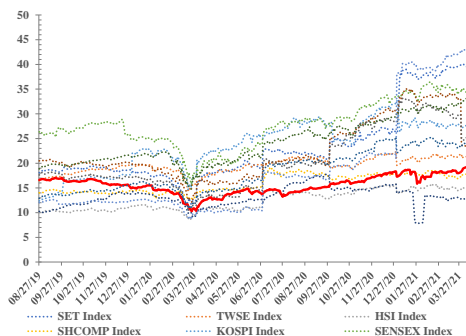
Nếu có thể tìm điểm tích cực từ các động thái của NHTW Trung Quốc thì đó là việc giảm bớt kích thích kinh tế của quốc gia này cũng giảm bớt áp lực lạm phát đến từ sự tăng giá của các nguyên vật liệu đầu vào trên thế giới, do nước này chiếm tới 50-60% nhu cầu nguyên vật liệu đầu vào trên thế giới.

### Định giá thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn hấp dẫn so với các thị trường chứng khoán khác trong khu vực

Đồ thị diễn biến P/E của VnIndex



Dải P/E của Việt Nam so với các thị trường chứng khoán khác trong trên thế giới

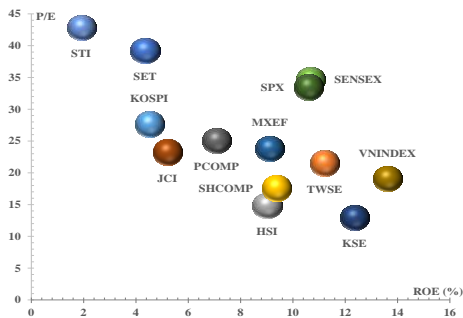


So với diễn biến của VnIndex trong quá khứ, hiện tại P/E của VnIndex đã ở cao hơn mức trung bình 5 năm và đường biên trên của dải  $\pm 1$  phương sai, nhưng vẫn còn ở dưới đường biên trên của dải  $\pm 1.96$  phương sai. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, tại mức P/E hiện tại, xác suất thị trường giảm điểm sau khi cất lên trên đường biên trên của dải  $\pm 1$  phương sai là không cao. Thêm vào đó, với sự hồi phục của nền kinh tế, theo dự báo của chúng tôi lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết sẽ tăng trưởng 27,3% vào năm 2021 (so với năm 2020). Với mức tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết, P/E của VnIndex có thể sẽ giảm về mức 15 lần đây là mức thấp hơn so mức trung bình trượt 5 năm – 16,41 của VnIndex, mức PE 2021 của thị trường vẫn có được sự hấp dẫn.

Thị trường Việt Nam đang có hấp dẫn so với các thị trường khác trong khu vực, tuy nhiên điều rất cần là khả năng thu hút vốn ngoại, liên thông với dòng vốn đầu tư trên thế giới để mặt bằng định giá của các cổ phiếu Việt Nam về mặt bằng chung. Đến nay, thanh khoản của thị trường, cùng các quỹ ETF tham gia vào thị trường cũng đã góp phần giúp mặt bằng định giá của thị trường Việt Nam tiến sát hơn tới các thị trường khác trên thế giới.

Tính đến ngày 09/04/2021, so với mẫu 12 thị trường mà chúng tôi quan sát bao gồm các quốc gia ở thị trường cận biên, mới nổi và phát triển, P/E của VnIndex hiện ở mức 19,11 – mức thấp thứ 4 trong số 13 thị trường mà chúng

P/E và ROE của TTCK Việt Nam so với các TTCK khác



Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

tôi đánh giá và chỉ cao hơn P/E của chỉ số Shanghai (17.61) của Trung Quốc, Hang Seng (14,86) của Hồng Kông và KOSPI (12,99) của Hàn Quốc. Đây cũng là 3 thị trường có mức giảm mạnh hơn 10%, trong tháng 2 và 3 vừa qua. Trong khi đó, tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HSX lại ở mức cao nhất trong số các thị trường được chúng tôi theo dõi. Điều này cho thấy nhìn chung, với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao, các mã cổ phiếu nằm trong rổ chứng khoán VnIndex đang được giao dịch tại vùng giá rất hấp dẫn khi so sánh tương quan với các thị trường chứng khoán khác trong khu vực và quốc tế.

## Nâng hạng lên thị trường mới nổi - Dòng vốn ngoại đón đầu xu hướng nâng hạng gia nhập thị trường sớm hơn

Vào ngày 29/03/2021, FTSE đã công bố kết quả kỳ đánh giá phân loại thị trường tháng 03/2021. Tại kỳ đánh giá lần này, FTSE ghi nhận nỗ lực cải thiện hành lang pháp lý của Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước và việc Luật Chứng Khoán Sửa Đổi có hiệu lực từ tháng 01/2021 được kỳ vọng sẽ mở lối cho việc cải thiện chất lượng thị trường. Tuy nhiên, do chỉ thỏa mãn 7 trên 9 điều kiện tiên quyết để được nâng hạng lên thị trường mới nổi loại hai mà FTSE đưa ra, nên thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục nằm trong danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi loại 2 của FTSE cho kỳ đánh giá tháng 09/2021.

Mặc dù, vẫn tiếp tục nằm trong danh sách theo dõi nâng hạng bởi FTSE trong kỳ đánh giá tháng 03/2021, tuy nhiên BVSC giữ quan điểm lạc quan về triển vọng Việt Nam sẽ được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi loại 2 tại kỳ đánh giá nâng hạng năm 2022. Theo ước tính của chúng tôi, trong trường hợp Việt Nam được FTSE chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi loại 2, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ thu hút dòng tiền lên tới 1,4 tỷ USD đến từ các quỹ tracking theo hoặc benchmarking theo chỉ số FTSE Global All-Cap, FTSE All-World và FTSE Emerging Markets.

Ngoài các quỹ tracking hoặc benchmarking theo 3 chỉ số trên, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể sẽ hấp dẫn dòng vốn đầu tư từ các quỹ được lập ra để tracking theo các chỉ số chỉ riêng về Việt Nam như FTSE Vietnam Index hoặc FTSE Vietnam 30 Index, do việc được nâng hạng là 1 tín hiệu khá là tích cực về sự cải thiện chất lượng thị trường.

Từ thực tiễn quan sát diễn biến thị trường quốc tế trong quá khứ, thông thường trong khoảng ít nhất 9 tháng thị trường chứng khoán 1 quốc gia được FTSE công bố chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi, thị trường chứng khoán quốc gia đó thường sẽ đón nhận dòng vốn đầu tư từ nước ngoài đóng đầu xu hướng nâng hạng, và các chỉ số thường có đà tăng điểm là ẩn tượng.

Với kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam có thể sẽ được FTSE nâng hạng trong 2 kỳ đánh giá của năm 2022, chúng tôi kỳ vọng có thể sẽ xuất hiện dòng tiền ngoại đón đầu xu hướng này chảy vào thị trường chứng khoán Việt Nam từ nửa cuối năm 2021. Dựa theo bộ tiêu chí của FTSE đưa ra, nhiều khả năng các mã được hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng này sẽ là các mã

có vốn hoá lớn, thoả mãn các điều kiện về thanh khoản, room ngoại và free-float mà FTSE như: VIC, VNM, VHM, HPG, VCB, MSN, VRE, .....

### **Nhận định chung**

Theo quan sát của chúng tôi, dù có đối diện với đợt tăng lãi suất vào năm 2022, thông thường thị trường cổ phiếu vẫn có thể hồi phục và sau đó tăng điểm trở lại sau những lần thất bại tiền tệ đầu tiên. Lý do của việc này là do ngân hàng trung ương các nước thường thực hiện việc thắt chặt tiền tệ từ khi nền kinh tế vẫn đang ở trong pha tăng trưởng, khi đó các doanh nghiệp vẫn có được kết quả kinh doanh khả quan và làm giảm bớt tác động của việc tăng lãi suất điều hành. Do đó, chúng tôi cho rằng cũng không phải quá lo ngại khi ngân hàng trung ương các nước thực hiện việc tăng lãi suất hay thắt chặt tiền tệ ở những lần đầu tiên. Trong quá khứ, thị trường thường đảo chiều và rơi vào giai đoạn giá xuống ở lần tăng lãi suất thứ ba của các NHTW.

Hiện nay, với bối cảnh tăng trưởng GDP đang tăng tốc trở lại và có thể tăng trưởng ấn tượng trong quý II; các chỉ số vĩ mô khác đang điều hành ổn định, hỗ trợ cho các hoạt động kinh doanh; các doanh nghiệp niêm yết sẽ có tăng trưởng tốt trong năm 2021, đặc biệt nhiều ngành có tăng trưởng cao ngay trong quý I như ngân hàng, thép...; và xa hơn, dòng vốn ngoại sẽ tiếp tục chảy vào thị trường Việt Nam nhờ khả năng được nâng hạng và sự hấp dẫn của nền kinh tế năng động, tăng trưởng nhanh. Đây là những yếu tố hỗ trợ cho xu hướng tăng trưởng của thị trường trong cả năm 2021.

Tuy nhiên, rủi ro trong ngắn hạn đã tiềm ẩn: khi những thông tin tích cực đã được phản ánh vào giá, dòng tiền mới hút vào thị trường không kịp với tốc độ tăng của giá, dòng tiền bị rút ra từ các cổ đông lớn – hay các công ty bán cổ phiếu quỹ... Bên cạnh đó, khi các cơ hội thu lợi từ cổ phiếu thuần túy xuất phát từ yếu tố dòng tiền, thiếu sự hỗ trợ trong sự thay đổi tích cực mang tính cốt lõi của doanh nghiệp, sẽ tạo ra rủi ro tiềm ẩn về khả năng điều chỉnh trong ngắn hạn của thị trường.

### **Kinh nghiệm thị trường Mỹ: Thời kỳ phục hồi, ngành bất động sản thường tăng trưởng mạnh**

Kinh nghiệm từ thị trường chứng khoán thế giới từ năm 1976 đến hết năm 2011 cho thấy, khi nền kinh tế toàn cầu bước vào giai đoạn hồi phục, trong các lớp tài sản thì cổ phiếu chứng khoán và bất động sản là 2 lớp tài sản có sự hồi phục mạnh mẽ nhất, khi so với các lớp tài sản khác trong cùng giai đoạn và khi so với các giai đoạn khác của chu kỳ kinh tế. Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận và tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro của lớp tài sản Bất Động Sản cũng ở mức cao nhất trong giai đoạn này. Việc chính sách tiền tệ mang tính nới lỏng cùng với chính sách tài khóa kích thích được duy trì ở các nền kinh tế toàn cầu trong giai đoạn đầu của chu kỳ kích thích đã tạo ra hiệu ứng tích cực lên cả 2 lớp tài sản là cổ phiếu và bất động sản. Thêm vào đó, sự đồng pha của 2 lớp tài sản này còn cho thấy nhà đầu tư không phải quá lo ngại về việc sự tăng giá của thị trường bất động sản sẽ có ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường cổ phiếu.

### Diễn biến của các nhóm cổ phiếu tại Mỹ trong các chu kỳ kinh tế trong giai đoạn 1962-2016

Sector	Recovery	Expansion	Slowdown	Downturn
Financials	+			
Real Estate	++			--
Consumer Discretionary	++	-	--	
Technology	+	+	--	--
Industrials	++			--
Materials	+	--	++	
Consumer Staples			++	++
Health Care	--		++	++
Energy	--		++	
Communication Services		+		-
Utilities	--	--	+	++

Chú thích: ++ thỏa mãn điều kiện đánh giá về mức tăng và xác suất tăng, + chỉ thỏa mãn 1 trong 2 điều kiện về mức tăng và xác suất tăng

Nguồn: Fidelity Investment Research, 2020.

Thêm vào đó, trong lớp cổ phiếu, từ kinh nghiệm của thị trường chứng khoán Mỹ có thể thấy từ năm 1962 đến năm 2016, có thể thấy, trong giai đoạn nền kinh tế hồi phục, thì cổ phiếu thuộc các nhóm ngành như Bất Động Sản – được hưởng lợi từ việc thị trường bất động sản trở nên sôi nổi, Hàng Hóa Tiêu Dùng Phi Thiết Yếu và Công Nghiệp là nhóm cổ phiếu có sự mạnh mẽ nhất và thường xuyên nhất. Cổ phiếu đến từ các nhóm ngành khác như Tài Chính, Công Nghệ và Nguyên Vật Liệu cũng chứng kiến sự hồi phục trong giai đoạn này, nhưng không cho thấy sự mạnh mẽ và nhất quán qua các chu kỳ.



## 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

Hoàng Thị Minh Huyền [hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn](mailto:hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn)

### Chịu trách nhiệm nội dung

Phạm Tiến Dũng [phamtien.dung@baoviet.com.vn](mailto:phamtien.dung@baoviet.com.vn)

### Phân tích chiến lược thị trường

Lê Hoàng Phương [lehoangphuong@baoviet.com.vn](mailto:lehoangphuong@baoviet.com.vn)

Khiếu Trọng Huy [khieutronghuy@baoviet.com.vn](mailto:khieutronghuy@baoviet.com.vn)