

Phòng Phân tích Đầu tư  
CTCP Chứng khoán FPT

**Trụ sở chính**

Tầng 2, 71 Nguyễn Chí  
Thanh  
Quận Đống Đa - Hà Nội  
ĐT: (84.4) 3773 7068  
Fax: (84.4) 3773 9056

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Số 31, Nguyễn Công Trứ  
Phường Nguyễn Thái Bình  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh  
ĐT: (84.8) 290 86 86  
Fax: (84.8) 290 60 70

**Chi nhánh Đà Nẵng**

Số 124, Nguyễn Thị Minh  
Khai, Quận Hải Châu, TP.  
Đà Nẵng  
ĐT: (84.511) 355 36 66  
Fax: (84.511) 355 38 88

*Các nghiên cứu và báo cáo  
khác được công bố tại:  
<http://ezsearch.fpts.com.vn>*

*Các tuyên bố quan trọng  
nằm ở cuối báo cáo này.*

## NỘI DUNG

<b>CÁC TỪ VIẾT TẮT .....</b>	<b>1</b>
<b>KINH TẾ THẾ GIỚI .....</b>	<b>2</b>
<b>KINH TẾ VIỆT NAM.....</b>	<b>7</b>
Tăng trưởng GDP.....	7
Cán cân Thương mại .....	12
Chỉ số giá tiêu dùng - CPI.....	15
Thị trường tài chính.....	17
<b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....</b>	<b>18</b>
Thị trường chứng khoán Quý II/2009.....	19
Phân tích Kỹ thuật .....	23
<b>KẾT LUẬN .....</b>	<b>26</b>

## CÁC TỪ VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng phát triển Châu Á
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
ECB	Ngân hàng Trung Ương Châu Âu
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GSO	Tổng cục Thống kê
HOSE	Sở giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh
HNX	Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội
ODA	Viện trợ phát triển nước ngoài
PMI	Chỉ số quản lý sản xuất
SBV	Ngân hàng nhà nước Việt Nam
USD	Đồng đô la Mỹ

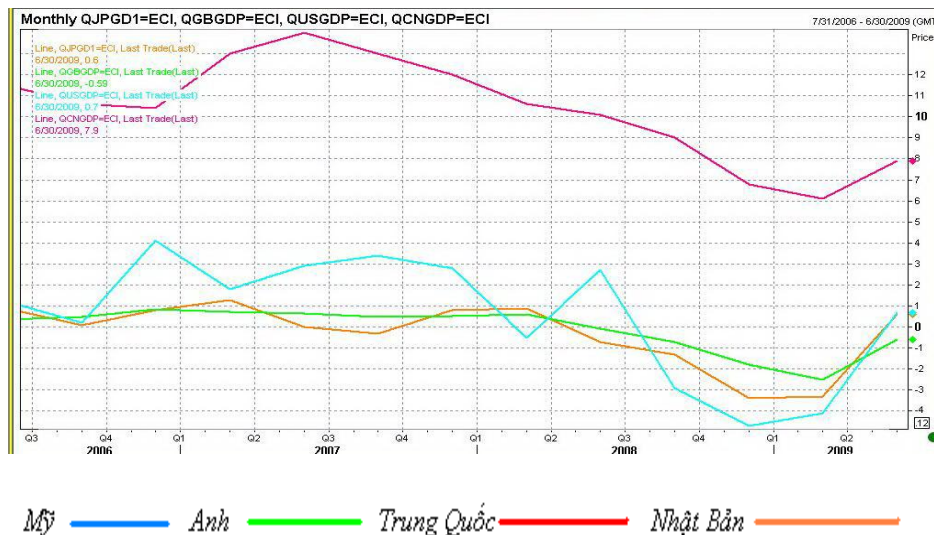
## KINH TẾ THẾ GIỚI

Sự phục hồi của nền kinh tế thế giới ngày một được củng cố. Các số liệu kinh tế đang cho thấy sự tăng trưởng trở lại trong Quý 3 của các nền kinh tế lớn trên thế giới. Sự cải thiện về tình hình tài chính, hiệu quả của các gói kích cầu cộng thêm nhiều số liệu thống kê trong nhiều hoạt động kinh tế khác đã khiến các chuyên gia kinh tế đưa ra nhiều nhận định khả quan về sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu.

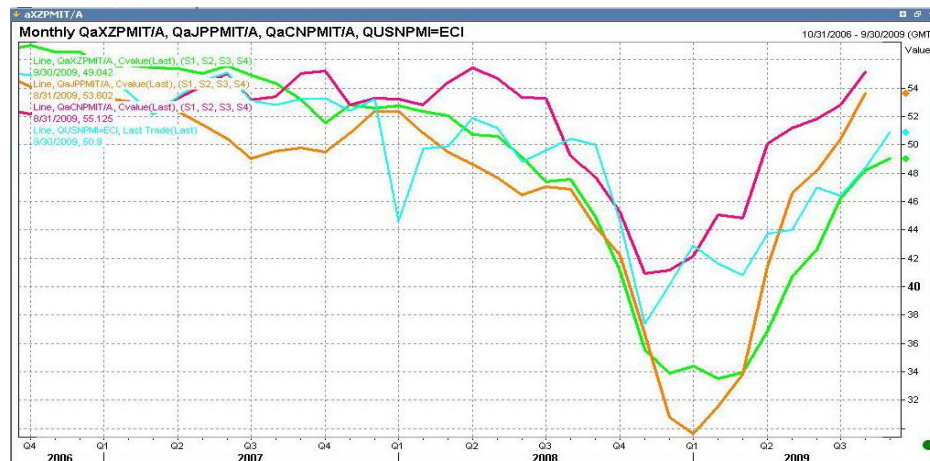
Với mức lạm phát thấp tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, sự hồi phục của nền kinh tế sẽ khó dẫn đến các hành động thắt chặt tiền tệ, và các Ngân hàng Trung ương dự kiến sẽ giữ các lãi suất chính ở mức thấp cho tới khi các sự tăng trưởng và phục hồi trở nên rõ ràng hơn.

Tổng sản phẩm Quốc nội (GDP) của 16 nền kinh tế lớn nhất thế giới đã có dấu hiệu tăng trưởng trong các tháng cuối năm 2009 và dự kiến sẽ có mức tăng trưởng mạnh hơn nữa trong năm 2010. Kèm theo đó, cơ sở của các dự báo về tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp, sự tăng trưởng của các tài sản tài chính rủi ro và hiệu quả của các gói kích cầu càng được củng cố.

### Tăng trưởng GDP của Mỹ, Anh, Trung Quốc, Nhật Bản



## Chỉ số quản lý sản xuất PMI của Mỹ, Anh, Trung Quốc, Nhật Bản

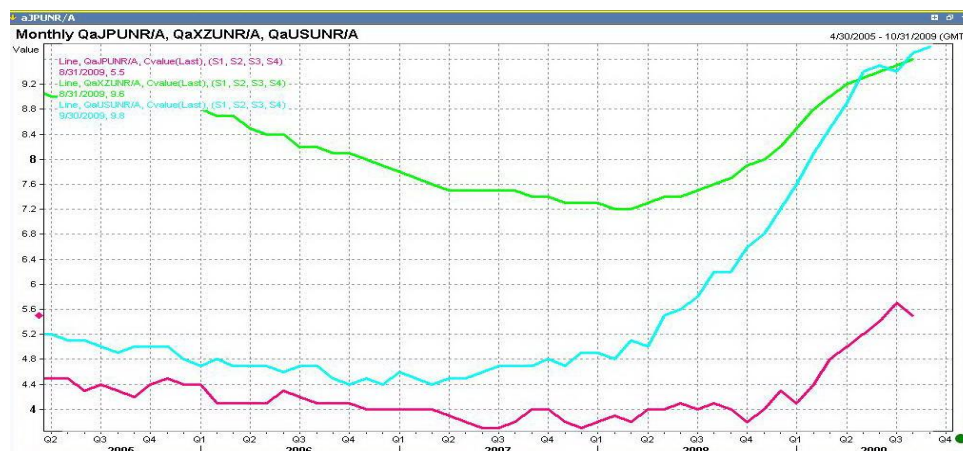


Mỹ — Anh — Trung Quốc — Nhật Bản

## Mỹ

Mặc dù còn khá nhiều cản trở, tuy nhiên các số liệu kinh tế đã chính thức cho thấy nền kinh tế Mỹ đang tăng trưởng trở lại. Thị trường bất động sản đang ấm dần lên, các chỉ số sản xuất và tiêu dùng cũng đang gia tăng. Tuy nhiên tổng quan tình hình tài chính các doanh nghiệp vẫn chưa chuyển biến nhiều và tỷ lệ thất nghiệp gia tăng sẽ là yếu tố cản trở sự tăng trưởng của nền kinh tế nước này. Nguy cơ thiếu phát cũng được đề cập đến, tạo áp lực cho sự gia tăng các mức lãi suất trong thời gian tới.

## Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản



Mỹ — Châu Âu — Nhật Bản

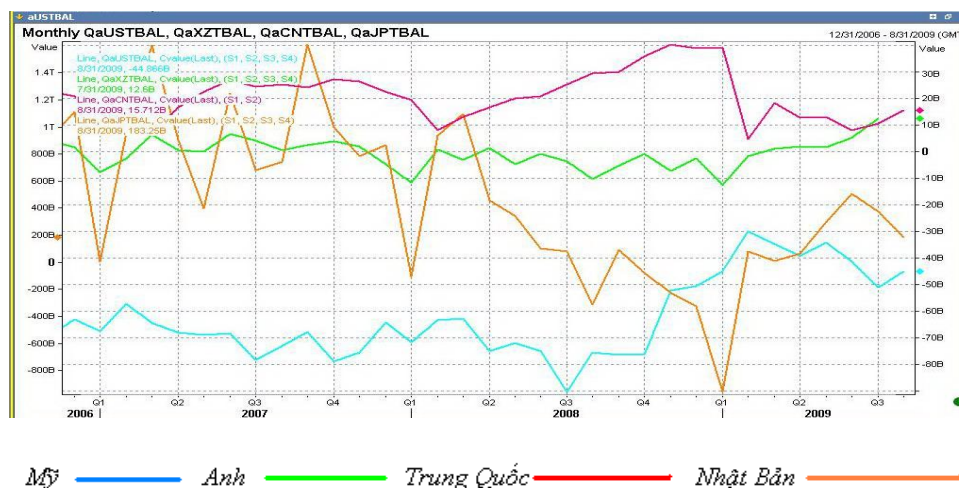
Hội nghị G20 vào tháng 9 năm 2009 đã đề cập và chỉnh sửa các đánh giá về sự mất cân bằng cán cân thương mại tại nhiều quốc gia và đồng thời đưa ra các nhận

định lạc quan hơn về quá trình cân bằng lại cán cân thương mại. Khá rõ ràng là sự mất cân bằng đã suy giảm thể hiện qua sức cầu giảm trên thị trường Mỹ, sự sụt giảm sản lượng xuất khẩu tại Trung Quốc và các quốc gia xuất khẩu dầu mỏ.

Thực chất các số liệu đã cho thấy ngay từ đầu năm 2009 sự phân bổ điều chỉnh cán cân thương mại trên toàn cầu đã thể hiện khá rõ ràng. Đối với Mỹ, sự thâm hụt thương mại chủ yếu đến từ các yếu tố giá và doanh thu. Khá rõ ràng là ở quốc gia này sự mất cân bằng về yếu tố dự trữ tiết kiệm trong nước và các khoản đầu tư trong nước đã tạo ra sự mất cân bằng. Tỷ lệ tiết kiệm trên đầu người của Mỹ nhiều khả năng sẽ giảm xuống mức 4% so với mức 5% của Quý 2, dẫn tới nhu cầu tiêu dùng và nhập khẩu gia tăng.

Giá của các mặt hàng tiêu dùng, đặc biệt là dầu mỏ, đã ảnh hưởng nhiều tới sự thâm hụt thương mại. Trong các năm 2003-2004, lượng nhập khẩu xăng dầu chiếm 11% tổng sản lượng nhập khẩu của Mỹ; con số này gia tăng lên 21% trong năm 2008 và hiện tại đang là 17%. Với giá dầu sụt giảm trong năm ngoài thâm hụt thương mại Mỹ cũng giảm tương ứng. Không chỉ bị ảnh hưởng bởi giá, thâm hụt thương mại còn chịu ảnh hưởng lớn bởi khối lượng dầu nhập khẩu. Lượng dầu nhập khẩu trong năm 2007 là 13,5 triệu thùng cao hơn khá nhiều so với năm 2001 là 11,5 triệu thùng, tuy nhiên dự kiến năm nay con số này sẽ giảm xuống còn 12,5 triệu thùng.

### Cán cân thương mại của Mỹ, Anh, Trung Quốc, Nhật Bản



### Trung Quốc

Sự hồi phục kinh tế tại Trung Quốc tiếp tục diễn ra nhanh hơn và khả quan hơn dự kiến. Nhu cầu về bất động sản trong nước vẫn đang gia tăng tạo lực đỡ vững chắc cho ngành bất động sản tại nước này. Kèm theo đó là sự hồi phục của chỉ số CPI sau khi đã chính thức thoát đáy đã tạo ra giới hạn nhất định cho sự tăng trưởng tín dụng của nước này. Rủi ro lạm phát có thể gia tăng, tuy nhiên vẫn chưa là mối lo ngại trong thời điểm này. Chỉ số sản xuất công nghiệp 8 tháng đầu năm đã gia tăng 12,3% so với cùng kỳ năm trước và có khả năng giữ mức 13% trong năm sau.

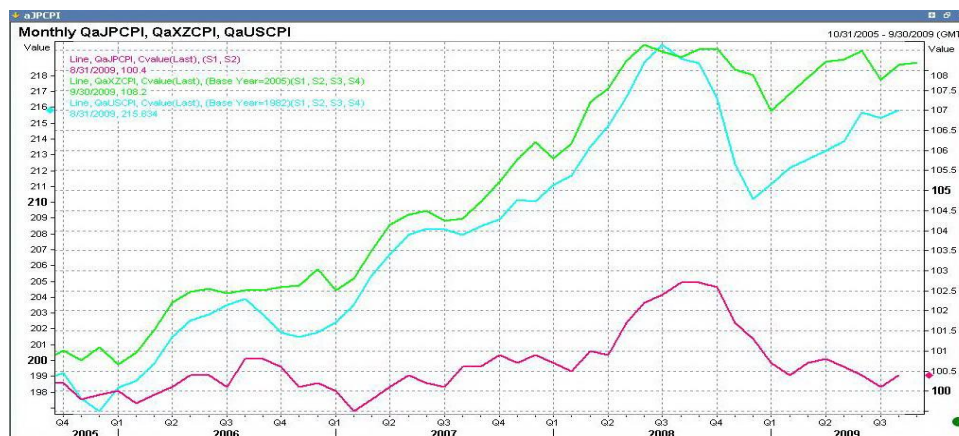


Thặng dư thương mại của Trung Quốc trong 8 tháng đầu năm nay nhỏ hơn 20% so với cùng kỳ năm trước. Xuất khẩu trong Quý 3 đã giảm 23% so với cùng kỳ trong khi nhập khẩu chỉ giảm 15%. Dữ liệu cho thấy lượng hàng xuất khẩu của các nước Châu Á tới Trung Quốc đã gia tăng nhiều hơn tới các quốc gia khác. Trong thời gian gần đây, tỷ giá đồng Nhân Dân Tệ đã suy giảm khoảng 15% so với cùng kỳ khiến cho thặng dư thương mại của Trung Quốc vẫn có chiều hướng gia tăng. Ngoài ra chỉ số tiết kiệm tại các hộ dân cư và cả ở các doanh nghiệp đều gia tăng.

## Nhật Bản

Kinh tế Nhật Bản nhiều khả năng sẽ giữ mức tăng trưởng đều trong năm tài chính sắp tới. GDP nước này trong Quý 3 và Quý 4 năm nay dự kiến sẽ ở mức 2,3% và có khả năng gia tăng lên mức 3,3% trong Quý 1 năm 2010. Tỷ lệ lạm phát thể hiện qua chỉ số CPI sẽ ở mức rất thấp từ nay cho tới hết năm sau, đi đôi với các mức lãi suất nhiều khả năng sẽ vẫn được chính phủ Nhật Bản giữ ở mức thấp.

## Chỉ số giá tiêu dùng CPI của Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản



Mỹ — Châu Âu — Nhật Bản —

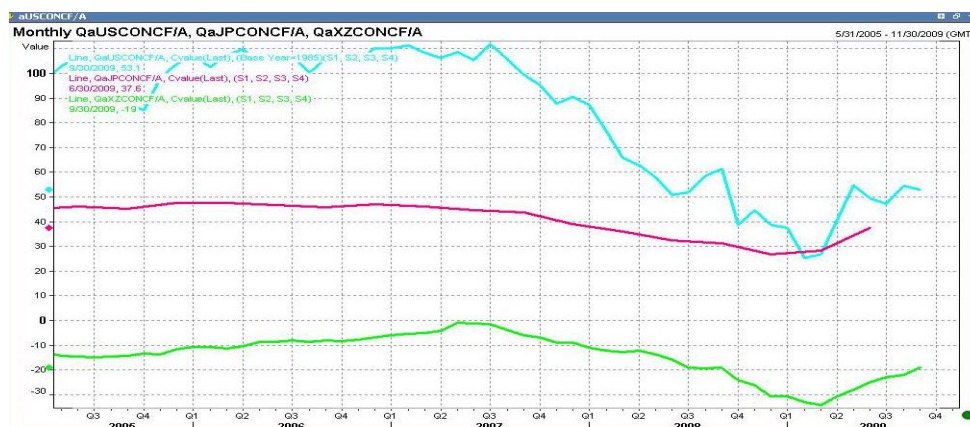
## Châu Âu

GDP của khu vực đồng tiền chung Châu Âu có thể tăng trưởng âm trong năm 2009 so với năm trước, tuy nhiên nhiều khả năng sẽ tăng lên 1,4% trong năm tới. Sự hồi phục và gia tăng của xuất khẩu cùng với các chính sách thúc đẩy tăng trưởng tiền tệ sẽ là các yếu tố chính cho sự tăng trưởng GDP của Châu Âu. Tuy nhiên với các gói kích cầu có quy mô nhỏ hơn, sự hồi phục tại đây có khả năng sẽ chậm và khiêm tốn hơn các khu vực khác trên thế giới.

Với sự phục hồi chậm của nền kinh tế như hiện nay, chủ yếu là do khối Ngân hàng, thì các nhà tạo lập chính sách tài khóa của Châu Âu và Ngân hàng Trung Ương Châu Âu (ECB) vẫn cho rằng hiện tại là quá sớm để chấm dứt các gói kích cầu tại

khu vực này. Tuy nhiên chính phủ các nước này đang rất cảnh giác với nguy cơ thâm hụt ngân sách trong dài hạn do tỉ lệ nợ hiện tại đang gia tăng. Nhiều khả năng ECB sẽ cắt giảm các khoản hỗ trợ và thu hồi nhiều khoản nợ lớn trong vòng cuối năm 2010 và giữ mức lãi suất cơ bản quanh mức 1% cho tới Quý 4 năm 2010.

### **Chỉ lòng tin người tiêu dùng của Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản**



Mỹ ————— Châu Âu ————— Nhật Bản —————

## KINH TẾ VIỆT NAM

### Tăng trưởng GDP

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) hiện đang thể hiện xu hướng tích cực. Đạt tốc độ tăng trưởng thấp nhất trong quý I 2009 với 3,1%, GDP đã không ngừng tăng lên trong quý II và quý III với tốc độ tăng lần lượt 4,5% và 5,8%. Tính lũy kế 9 tháng, GDP cả nước đạt tăng trưởng 4,6% so với cùng kỳ năm 2008 với tương quan so sánh lũy kế 2 quý – 3 quý từ năm 2005 đến 2009 theo các ngành chi tiết như sau:

Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm (%)	2005	2006	2007	2008	2009
Nông – lâm – thủy sản	4,23	3,00	2,67	3,04	1,25
Công nghiệp – Xây dựng	9,50	9,30	9,88	7,00	3,48
Dịch vụ	7,60	7,70	8,41	7,60	5,50
<b>GDP</b>	<b>7,63</b>	<b>7,40</b>	<b>7,87</b>	<b>6,50</b>	<b>3,90</b>
Tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm (%)	2005	2006	2007	2008	2009
Nông – lâm – thủy sản	4,10	3,32	3,02	3,57	1,60
Công nghiệp – Xây dựng	10,00	9,85	10,15	7,09	4,50
Dịch vụ	8,20	8,03	8,54	7,23	5,90
<b>GDP</b>	<b>8,10</b>	<b>7,84</b>	<b>8,16</b>	<b>6,52</b>	<b>4,56</b>

Nguồn: Tổng cục thống kê

Nhìn vào bảng so sánh trên, có thể dễ dàng nhận thấy nền kinh tế Việt Nam đã đi qua đáy với mức tăng trưởng lũy kế thấp nhất trong quý II và sự đi lên đáng kể đến cuối quý III. Sự tiến bộ này thể hiện trên cả 3 ngành chính, tuy nhiên đáng chú ý nhất là ngành Công nghiệp – Xây dựng với mức tăng mạnh từ 3,48% lũy kế quý II lên 4,5% lũy kế quý III so với cùng kỳ năm 2008 (tính theo giá so sánh). Đây là kết quả được tạo ra từ chính sách kích cầu của Chính phủ với mục tiêu mũi nhọn đẩy mạnh nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản (chuyển vốn từ năm 2008 sang 2009 và ứng vốn xây dựng cơ bản theo kế hoạch 2010 để thực hiện một số công trình cấp bách). Kết quả này cũng cho thấy thành công bước đầu của Chính phủ trong điều hành vĩ mô ngăn chặn suy thoái kinh tế và thể hiện rõ nét hơn xu hướng hồi phục của nền kinh tế Việt Nam.

Trừ một số vùng sản xuất nông nghiệp gặp nhiều khó khăn như khu vực Tây Nguyên, Miền Trung bị ảnh hưởng thiên tai, bão lũ, nhìn chung sản xuất nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản trong 9 tháng đầu năm phát triển khá thuận lợi. Tính đến trung tuần tháng 9/2009, cả nước đã gieo cấy được 1.704 nghìn hecta lúa mùa, tăng 2,6% so với cùng kỳ năm trước. Ước tính cả năm, diện tích gieo trồng lúa mùa cả nước đạt 2008 nghìn hecta, giảm hơn 10 nghìn hecta do một phần diện tích được chuyển sang gieo cấy lúa hè thu, tuy nhiên năng suất bình quân vẫn có thể đạt 52,6 tạ/hecta, tăng 0,3 tạ/hecta so với năm 2008.



Đối với Lâm nghiệp, kết quả khá từ trồng rừng do thời tiết thuận lợi hiện chưa đủ bù đắp các thiệt hại do cháy rừng, chặt phá rừng và khai thác lâm sản trái phép. Tỷ trọng đóng góp từ lâm nghiệp cho GDP theo đó cũng giảm đi. Trong lĩnh vực thủy sản, mặc dù gặp nhiều khó khăn trong tiêu thụ cá tra nhưng sản lượng thủy sản nuôi trồng 9 tháng ước tính vẫn đạt 1.945,6 nghìn tấn, tăng 1,8% so với cùng kỳ năm 2008, chủ yếu do một số địa phương chuyển sang hướng đa canh, đa con, kết hợp trồng lúa và nuôi cá.

#### - Sản xuất công nghiệp

Giá trị sản xuất công nghiệp tháng 9/2009 theo giá so sánh 1994 đạt 63,3 nghìn tỷ đồng, tăng 13,8% so với cùng kỳ năm 2008. Tính chung 9 tháng năm 2009, giá trị sản xuất công nghiệp tăng 6,5%. Kết quả này chủ yếu bắt nguồn từ tăng trưởng khu vực ngoài nhà nước (8,4%) và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (7%) (trong khu vực này dầu mỏ và khí đốt tăng mạnh 13,1%).

Trong 9 tháng đầu năm 2009, chi tiết sản lượng một số sản phẩm công nghiệp quan trọng biến động như sau:

Sản phẩm	Tăng/Giảm 9 tháng 2009	% Tăng/Giảm 9 tháng 2009	Tăng/Giảm 9 tháng 2008	% Tăng/Giảm 9 tháng 2008
Điều hòa nhiệt độ	Tăng	48,2%	Giảm	3,6%
Tủ lạnh, tủ đá	Tăng	30,9%	Tăng	26,7%
Xà phòng giặt	Tăng	21,3%	Tăng	20,3%
Thép tròn	Tăng	18,8%	Giảm	1%
Xi măng	Tăng	18,3%	Tăng	10,9%
Dầu thô khai thác	Tăng	17,6%	Giảm	7,6%
Dày, dép, ủng da	Tăng	16,8%	Giảm	14%
Thuốc lá điếu	Tăng	13,5%	n/a	n/a
Xe tải	Giảm	3,1%	Tăng	72,2%
Thủy hải sản chế biến	Giảm	5,6%	Tăng	24,6%
Phân hóa học	Giảm	5,7%	Giảm	1,8%
Gạch lát ceramic	Giảm	6,7%	n/a	n/a
Xe chở khách	Giảm	9,7%	Tăng	67,4%

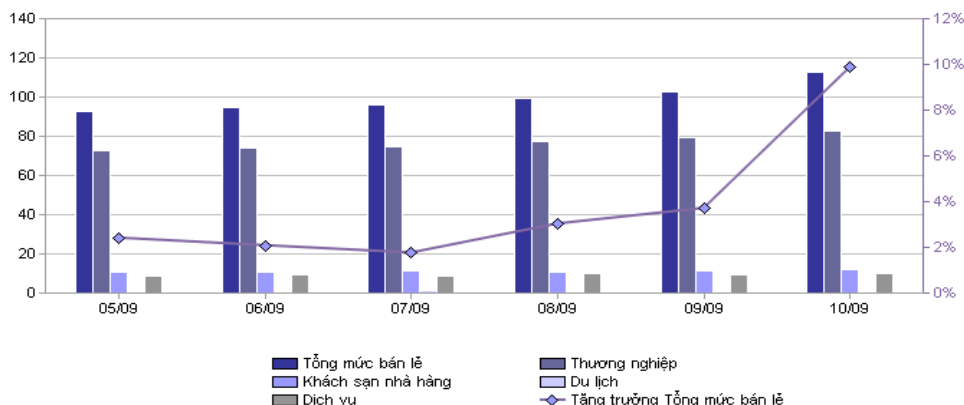
*Nguồn: Tổng cục Thống kê*

Nhìn vào số liệu trên, có thể thấy giá trị sản xuất công nghiệp các nhóm ngành vật liệu xây dựng tăng không ngừng từ năm 2008 đến 2009. Đây là kết quả từ chủ trương phát triển cơ sở hạ tầng và xây dựng các công trình trọng điểm, đồng thời là đích đến của gói kích cầu thời gian vừa qua. Nhóm khai thác dầu thô tăng trong giai đoạn vừa qua chủ yếu do vận hành nhà máy lọc dầu Dung Quất trong quý I 2009. Trong thời gian tới, giá trị sản xuất công nghiệp cho cả hai nhóm ngành vật liệu xây dựng và khai thác dầu thô được dự báo vẫn đạt tốc độ tăng trưởng bình quân trên 15% do độ trễ về kết quả gói kích cầu vẫn chưa được phản ánh hết trong quý III.

#### - Tổng mức bán lẻ hàng hóa và tiêu dùng cuối cùng

Trái ngược với những khó khăn trong hoạt động xuất khẩu 9 tháng đầu năm 2009, thị trường hàng hóa trong nước lại có những dấu hiệu khả quan. Nằm trong mục tiêu gói kích cầu thứ nhất thúc đẩy tiêu dùng hàng sản xuất nội địa, hoạt động của

thị trường hàng hóa trong nước dần sôi động trở lại và trở thành động lực cho các ngành sản xuất nội địa. Chứng lại trong hai tháng đầu năm, ảm đạm trong các tháng quý II, tổng mức bán lẻ hàng hóa thực sự tăng trở lại vào các tháng quý III với một số mặt hàng như vật liệu xây dựng, máy móc thiết bị cơ khí.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Theo đó, tổng mức lưu chuyển hàng hóa và dịch vụ xã hội tháng 9 đạt 101,5 nghìn tỷ đồng, đưa tổng mức lưu chuyển hàng hóa và dịch vụ xã hội 9 tháng đầu năm lên 845,4 nghìn tỷ đồng, tăng 18,6% so với cùng kỳ 2008. Nếu loại trừ yếu tố trượt giá, tốc độ tăng cùng kỳ đạt khoảng 12%. Độ trễ của gói hỗ trợ lãi suất của Chính phủ vẫn tiếp tục phát huy tác dụng và thúc đẩy tiêu dùng cuối cùng ở các mặt hàng trọng yếu liên quan tới vật liệu xây dựng và máy móc sản xuất nông nghiệp.

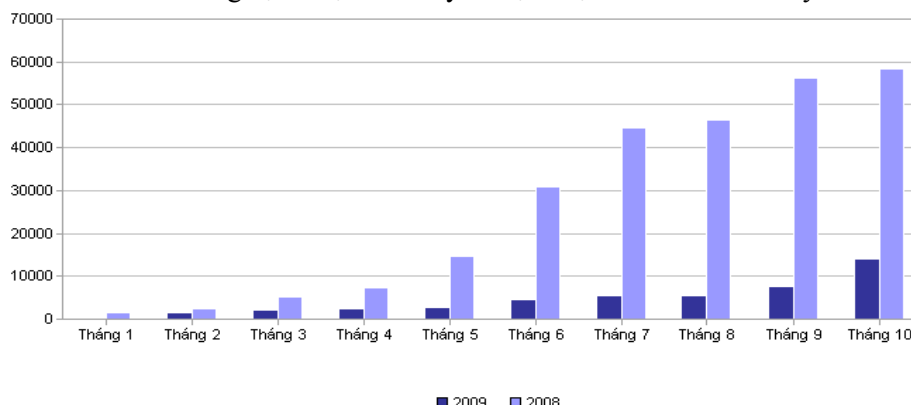
### - **Vốn đầu tư toàn xã hội**

Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội 9 tháng ước đạt 483,2 tỷ đồng, tăng 14,4% so với cùng kỳ năm 2008, trong đó gói kích cầu 1 đã đẩy vốn khu vực nhà nước tăng mạnh 45,5%, chiếm 36% cơ cấu vốn đầu tư. Vốn đầu tư ngoài khu vực nhà nước hiện vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất 39,3%, tỷ trọng thấp nhất là vốn FDI 24,7% tuy nhiên tăng trưởng vốn đầu tư từ hai khu vực này trong 9 tháng đầu năm chỉ đạt trên 11% so với cùng kỳ năm 2008.

Tính đến ngày 21 tháng 10, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 18,93 tỷ USD với 658 dự án mới (vốn đăng ký 14,05 tỷ USD) và 179 dự án đăng ký bổ sung (vốn đăng ký 4,87 tỷ USD). Phần lớn các dự án này tập trung vào 3 lĩnh vực chính là dịch vụ lưu trú & ăn uống (8,7 tỷ USD), kinh doanh bất động sản (5,67 tỷ USD) và công nghiệp chế biến – chế tạo (2,65 tỷ USD). Với cơ cấu này, mũi nhọn đầu tư vẫn tập trung vào lĩnh vực có thời gian thu hồi vốn nhanh, tuy nhiên hai lĩnh vực còn lại với mức độ rủi ro đầu tư khá cao và thời gian thu hồi vốn chậm cũng dần được đẩy mạnh. Riêng trong tháng 9 và tháng 10, nhiều dự án bất động sản lớn đã được cấp phép với lượng vốn đăng ký lên tới hơn 6 tỷ USD.

Vốn FDI giải ngân trong 10 tháng đầu năm 2009 đạt 8 tỷ USD, bằng 87,9% so với cùng kỳ năm 2008. Riêng trong tháng 10, việc tái khởi công dự án Hà Nội City Complex đã góp phần không nhỏ trong tổng số 800 triệu USD FDI thực hiện. Như vậy, so với mục tiêu giải ngân 10 tỷ USD năm 2009, tiến độ thực hiện của các dự

án FDI có thể khẳng định mục tiêu này sẽ đạt được đến cuối năm nay.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Một đặc điểm có thể nhận thấy thời gian qua, đó là sự chuyển đổi chủ đầu tư của nhiều dự án bất động sản. Dự án Hà Nội City Complex được chuyển giao từ Công ty TNHH Coralis Việt Nam sang tập đoàn Lotte Hàn Quốc. Chủ mới của dự án Khách sạn Hoa Sen với tổng đầu tư 500 triệu USD đã được chuyển giao từ Tập đoàn Riviera Nhật Bản sang Tổng công ty Phát triển Hạ tầng Kinh Bắc do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính. Một số chủ đầu tư của các dự án bất động sản khác cũng đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư mới do năng lực tài chính không đủ đảm bảo cho dự án có tính khả thi.

#### - **Vốn hỗ trợ phát triển ODA**

Thu hút vốn ODA đến 21/9/2009 đạt hơn 3,2 tỷ USD, trong đó vốn vay đạt hơn 3,1 tỷ USD, vốn viện trợ không hoàn lại đạt 113,5 triệu USD. Vốn ODA giải ngân 9 tháng đạt 1,72 tỷ USD, bằng 90% kế hoạch đặt ra cả năm.

Riêng trong tháng 9/2009, nhiều dự án ODA có giá trị lớn đã được thống nhất giữa Chính phủ Việt Nam và các nhà tài trợ.

Dự án ODA lớn	Nhà tài trợ	Vốn tài trợ
Dự án nâng cấp đô thị	Ngân hàng Thế giới	160 triệu USD
Dự án phát triển năng lượng tái tạo	Ngân hàng phát triển Châu Á	151 triệu USD
Dự án tăng cường quản lý hải quan	Nhật Bản	9,2 triệu USD
Dự án phát triển hạ tầng quy mô nhỏ cho người nghèo	Nhật Bản	17,9 tỷ Yên
Dự án xây dựng nhiệt điện Thái Bình	Nhật Bản	20,7 tỷ Yên
Dự án tài trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ giai đoạn 3	Nhật Bản	17,3 tỷ Yên
Dự án xây dựng tuyến tránh thành phố Cần Thơ	Nhật Bản	4,1 tỷ Yên

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Với tác động của các giải pháp kích cầu đầu tư và chủ trương khai thác tối đa nguồn vốn ODA cho phát triển cơ sở hạ tầng, mục tiêu giải ngân 2 tỷ USD vốn ODA trong năm 2009 là mục tiêu hoàn toàn có thể đạt được. Riêng trong đợt 1 (hiệu lực từ 1/4/2009 đến 31/3/2010) tổng số vốn ODA cam kết tài trợ cho Việt

Nam đạt 64,9 tỷ Yên, tương đương 704 triệu USD. Chính phủ Việt Nam và Nhật Bản chuẩn bị cam kết vốn đợt 2 cho nửa cuối năm với số vốn tương đương đợt 1.

**- Kết quả gói kích cầu 1 tính đến cuối tháng 9/2009:**

Sau khi đi vào thực hiện, gói kích cầu đã góp phần tăng nguồn lực đầu tư khiến nền kinh tế không bị suy giảm mạnh, tốc độ tăng trưởng GDP vẫn được đảm bảo. Tuy nhiên, tỷ lệ tăng trưởng này chưa phản ánh được khả năng phát huy nội lực của Việt Nam sau giai đoạn khủng hoảng.

Yếu tố đầu tiên có thể nhận thấy, đó là sự gia tăng 20% chỉ số ICOR, từ mức 6,6 năm 2008 lên mức 8 năm 2009. Chỉ số này đo lường hiệu quả đầu tư tính trên một lượng vốn tăng thêm để tạo ra một mức gia tăng giá trị sản lượng. Đồng thời với việc gia tăng nguồn vốn kích cầu đầu tư vào nền kinh tế, chỉ số này cũng không ngừng tăng lên. Điều này có nghĩa vốn đầu tư cho nền kinh tế gia tăng nhưng hiệu quả tạo ra từ đồng vốn đầu tư đó lại đang ngày càng giảm đi.

Cuối năm 2008, Chính phủ đã điều chỉnh lại chính sách tiền tệ và cắt giảm nhiều dự án đầu tư công không hợp lý hoặc thiếu hiệu quả. Tuy nhiên, có tới gần 80 nghìn tỷ đồng từ gói kích cầu 1 đã được đầu tư vào các dự án công, vượt xa so với gói hỗ trợ lãi suất 17 nghìn tỷ đồng trong khi hiệu quả mang lại từ các dự án này chưa xác định được.

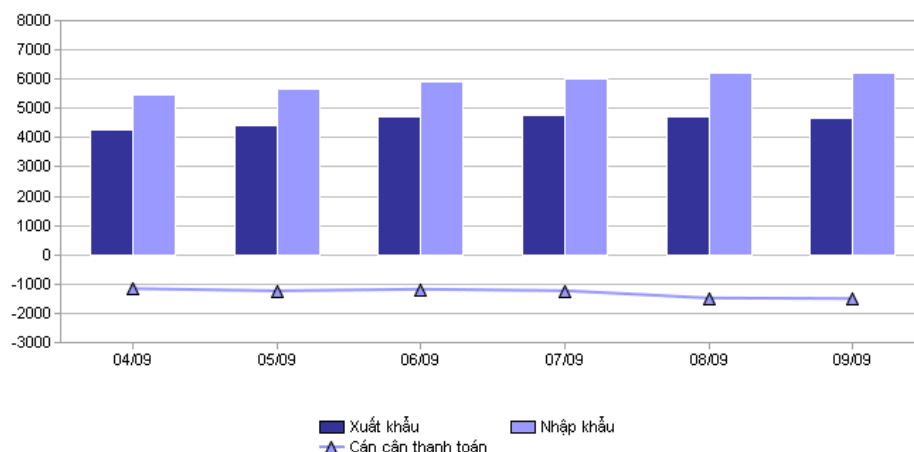
Bên cạnh đó, gói kích cầu thứ nhất được thực hiện trên phạm vi tương đối dàn trải, hỗ trợ cho nhiều ngành nghề, lĩnh vực mà bản thân từng đơn vị tiền kích cầu chưa xác định đúng điểm đầu tư đối với các dự án tiềm năng và có khả năng phục hồi. Việc chỉ có 20% doanh nghiệp được thụ hưởng lợi ích từ gói kích cầu đang thể hiện khả năng thiếu tính bao quát và chọn lọc đối tượng hỗ trợ trong nền kinh tế và thiếu tính công bằng với đại đa số các doanh nghiệp đang khát vốn.

Về bản chất, gói kích cầu thứ nhất đang có tác dụng kích cung nhiều hơn. Lượng vốn hỗ trợ cho khu vực nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản không nhiều, trong đó bản thân nông dân khó tiếp cận với nguồn vốn hỗ trợ từ chính phủ do thực tế tiêu dùng của họ không đồng nhất với các tiêu chí đặt ra từ gói kích cầu (kích tiêu dùng hàng hóa nội địa). Đa phần nguồn vốn hướng về hỗ trợ doanh nghiệp nhằm gia tăng sản xuất đồng thời kích cung sản phẩm ra xã hội. Như vậy, mục tiêu kích cầu thực tế đã bị pha loãng đi khá nhiều.

Như vậy, có thể nói, ngoài các điểm tích cực đưa nền kinh tế thoát khỏi đáy khủng hoảng, bản thân gói kích cầu thứ nhất cũng đang đặt ra các bài toán khó trả lời trong thời gian tới, khi Ngân hàng Nhà nước thu hồi lại các khoản cho vay hỗ trợ lãi suất, Chính phủ tiếp tục đề xuất gói kích cầu thứ 2 những ảnh hưởng mang tính độ trễ về mặt thời gian đối với nền kinh tế vĩ mô chưa lộ diện hết.

## Cán cân Thương mại

### Xuất khẩu



Nguồn: FPT, Tổng cục Thống kê

Lũy kế 9 tháng đầu năm cho thấy kim ngạch xuất khẩu vẫn tiếp tục xu hướng giảm rõ rệt so với cùng kỳ năm 2008. Tuy nhiên, tháng 9/2009 đã đánh dấu bước tiến bộ khi mức giảm của xuất khẩu đã chậm xuống còn 14,38% sau khi chạm đỉnh trong tháng 8 với mức giảm 14,76% so với 8 tháng đầu năm năm 2008. Sự phục hồi chủ yếu là nhờ sự cải thiện của khối doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và nhóm xuất khẩu dầu thô, trong khi khối doanh nghiệp xuất khẩu trong nước tiếp tục suy giảm và chưa có tín hiệu phục hồi.

### Các nhóm hàng xuất khẩu

Mặc dù trong những tháng của quý II đã cho thấy dấu hiệu phục hồi của một số nền kinh tế kéo theo nhu cầu nhập khẩu tăng trở lại giúp cải thiện đáng kể về kim ngạch và sản lượng của một số sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, khó khăn chủ yếu vẫn liên quan đến sự sụt giảm về giá đối với các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực gồm dầu thô, nông thủy sản và dệt may.

Trong hơn 20 nhóm hàng xuất khẩu chủ lực, chỉ có 6 mặt hàng tăng về kim ngạch, còn lại đều giảm, có một số mặt hàng giảm trên 40% kim ngạch như dầu thô, cao su. Sản lượng giành cho xuất khẩu dầu thô năm nay thấp hơn đáng kể so với năm ngoái, khoảng 1,8 triệu tấn (tương đương 14% kế hoạch). Nguyên nhân chủ yếu là do nhà máy lọc dầu Dung Quất đang hoạt động cũng cần một lượng lớn phục vụ cho lọc dầu. Trong khi đó nhóm hàng nông sản và dệt may mặc dù đã tăng tốc nhằm tối đa sản lượng và kim ngạch cũng khó có thể bù đắp phần thiếu hụt của chỉ tiêu do sản phẩm đều là hàng thô và sơ chế giá trị xuất khẩu không cao và vừa phải trải qua giai đoạn sụt giảm giá mạnh trong nửa đầu năm 2009. Cụ thể, trong 9 tháng đầu năm 2009, sản lượng gạo xuất khẩu tăng lên gần 5 triệu tấn tương đương tăng 33% nhưng kim ngạch giảm xuống còn 2,2 tỷ (giảm 8,2%) so với cùng kỳ năm 2008. Cà phê cũng chịu kịch bản tương tự khi sản lượng tăng 15,7% đạt hơn 880 ngàn tấn nhưng giá trị giảm tới hơn 18%. Mặc dù giá xuất khẩu bình quân



các mặt hàng nông sản giảm mạnh so với cùng kỳ và nhờ sản lượng được gia tăng nhưng phần kim ngạch xuất khẩu tăng do lượng chỉ có thể bù đắp được khoảng 75% kim ngạch xuất khẩu do giá giảm. Dự báo tổng kim ngạch năm 2009 của hai nhóm xuất khẩu chủ lực này sẽ giảm 5,9% so với cùng kỳ 2008.

Để đạt được kế hoạch tăng trưởng xuất khẩu là 3% trong năm 2009 tương đương với 64,7 tỷ USD thì kim ngạch trong 3 tháng còn lại phải đạt là 23,2 tỷ (khoảng 7,7 tỷ USD bình quân mỗi tháng). Nhưng với tình hình diễn biến xuất khẩu như hiện nay thì rất khó có thể đạt được chỉ tiêu này, do đó nguy cơ tăng trưởng âm đối với xuất khẩu là rất rõ. Theo Bộ Công thương, nếu giá dầu thô quốc tế tiếp tục được duy trì ở mức trên 60 USD/thùng, mặt bằng giá các nhóm hàng xuất khẩu nông thủy sản không có biến động lớn và sự phục hồi tiếp tục rõ nét tại các thị trường xuất khẩu truyền thống của Việt Nam thì khả năng cuối năm 2009 kim ngạch xuất khẩu có thể đạt 59 tỷ USD.

### **Nhập khẩu**

Nhập khẩu nửa cuối năm 2009 có xu hướng tăng nhanh hơn những tháng đầu năm tuy nhiên so với cùng kỳ năm 2008 tổng kim ngạch nhập khẩu 9 tháng 2009 giảm 25,2%, đạt khoảng 48,3 tỷ USD. Trong đó, khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 17,33 tỷ USD, giảm 19,9% chiếm tỷ trọng 36% tổng kim ngạch cả nước, phần còn lại thuộc về khu vực doanh nghiệp trong nước đạt 30,94 tỷ USD, giảm 28,4% so với cùng kỳ năm 2008.

#### **Các nhóm hàng nhập khẩu**

Kim ngạch nhập khẩu các mặt hàng truyền thống tiếp tục giảm trong tháng 9 bao gồm vi tính, máy móc, thiết bị điện tử, nguyên liệu đầu vào trong ngành dệt may... So với cùng kỳ năm ngoái hầu hết các nhóm mặt hàng là nguyên liệu phục vụ sản xuất và hàng tiêu dùng đều giảm, kể cả những mặt hàng thuộc nhóm cần hạn chế nhập khẩu cũng giảm mạnh như ô tô nguyên chiếc giảm 17,1%, linh kiện ô tô giảm 27,9%... Trong hơn 25 nhóm hàng nhập khẩu chính, chỉ có kim ngạch của lúa mì và tân dược là tăng, còn lại các nhóm khác đều giảm. Nhập khẩu phôi thép giảm tới 48%, ô tô giảm 24%; phân bón giảm 22,47%...so với cùng kỳ 9 tháng đầu năm 2008. Về sản lượng có một số nhóm hàng nhập khẩu có mức tăng đột biến lớn như sợi dệt (16%), chất dẻo (25%), đặc biệt là lúa mì (74%).

Tuy nhiên một điểm cần chú ý đó là tốc độ nhập khẩu đã có chiều hướng tăng trở lại từ tháng 5/2009 nhưng chủ yếu tập trung vào các mặt hàng tiêu dùng, máy móc thiết bị, dụng cụ, phụ tùng, thức ăn gia súc và nguyên liệu và một số nhóm hàng hoá khác. Đây là những nhóm hàng nhập truyền thống của Việt Nam.

Thị trường nhập khẩu chính vẫn là Châu Á chiếm tới 77% tỷ trọng của tổng kim ngạch nhập khẩu. Trong đó bao gồm ASEAN (19%), Đông Á (54%), Trung Quốc chiếm hơn 23% trong tổng kim ngạch nhập khẩu cả nước.

Cho đến hết quý III/2009 kim ngạch nhập khẩu so với cùng kỳ năm 2008 đã giảm mạnh nguyên nhân chính do sản lượng và giá trị nhập khẩu đều giảm đáng kể. Tuy

nhiên, giá nhập khẩu đã có xu hướng nhích lên từ những tháng cuối quý II/2009, đặc biệt là mặt hàng nguyên liệu sản xuất. Tiếp tục chủ trương kích cầu của Chính phủ, thông tư 21 vừa qua của Ngân hàng Nhà nước nhằm tiếp tục duy trì kích cầu thông qua hỗ trợ lãi suất 4% (tập trung vào vay dài hạn đến hết 2011) sẽ có tác động đáng kể đến nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu. Trong 3 tháng cuối năm 2009, đây sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp tiếp cận vốn vay để gia tăng nhập khẩu tại mức giá rẻ trên thị trường thế giới, đồng thời tích trữ nguyên liệu phục vụ sản xuất trong giai đoạn sắp tới, đồng thời gia tăng năng lực để cạnh tranh khi kinh tế thế giới phục hồi. Nhập khẩu các mặt hàng tiêu dùng cũng sẽ tăng mạnh do nhập khẩu hàng hóa phục vụ dịp Tết Âm lịch.

Do đó nhập khẩu trong quý IV/2009 được dự đoán sẽ tăng mạnh hơn phản ánh đúng tính chu kỳ của nền kinh tế. Để khống chế nhập siêu trong chỉ tiêu không quá 20% tổng kim ngạch xuất khẩu của Chính phủ thì kim ngạch nhập khẩu cần phải được kìm hãm dưới mức 70 tỷ USD cho cả năm 2009, tương ứng với với khoảng 22 tỷ trong quý IV/2009. Như vậy, các chính sách thuế suất, hạn ngạch có thể được sử dụng đặc biệt đối với các mặt hàng xa xỉ có giá trị nhập khẩu cao

### **Cán cân thương mại**

Đơn vị: triệu USD

	09/09	08/09	07/09	06/09	05/09	04/09	03/09	02/09	01/09	12/08	11/08	10/08
<b>Xuất khẩu</b>	<b>4,680</b>	<b>4,700</b>	<b>4,750</b>	<b>4,700</b>	<b>4,415</b>	<b>4,278</b>	<b>5,312</b>	<b>5,028</b>	<b>3,719</b>	<b>4,947</b>	<b>4,219</b>	<b>5,044</b>
Trong nước	1,988	2,320	2,230	2,000	1,998	1,989	3,081	3,083	1,750	2,269	1,767	2,079
FDI	2,692	2,380	2,520	2,700	2,417	2,289	2,231	1,945	1,969	2,678	2,452	2,965
<b>Import khẩu</b>	<b>6,200</b>	<b>6,200</b>	<b>6,000</b>	<b>5,900</b>	<b>5,669</b>	<b>5,457</b>	<b>5,043</b>	<b>4,189</b>	<b>3,329</b>	<b>5,639</b>	<b>4,651</b>	<b>5,706</b>
Trong nước	3,950	3,900	3,830	3,800	3,676	3,601	3,293	2,667	2,114	3,312	2,616	3,237
FDI	2,250	2,300	2,170	2,100	1,993	1,856	1,750	1,522	1,215	2,327	2,035	2,469
<b>Cán cân thanh toán</b>	<b>-1,520</b>	<b>-1,500</b>	<b>-1,250</b>	<b>-1,200</b>	<b>-1,254</b>	<b>-1,179</b>	<b>269</b>	<b>839</b>	<b>390</b>	<b>-692</b>	<b>-432</b>	<b>-662</b>

Tổng hợp từ: Tổng cục thống kê

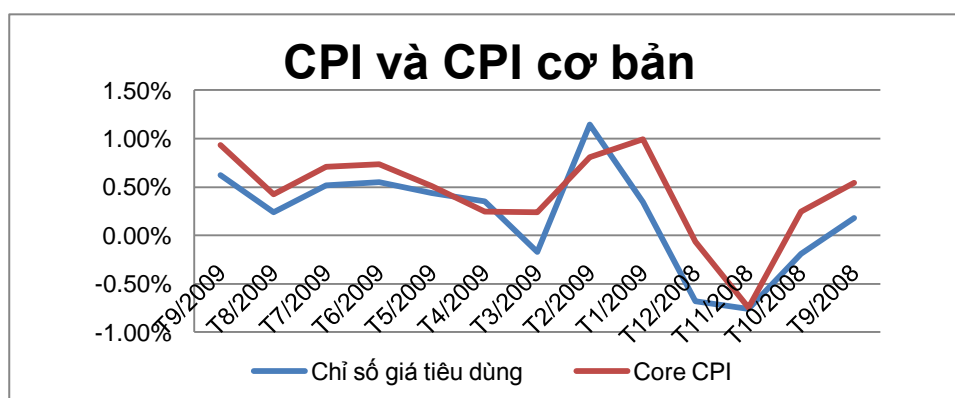
Xu hướng nhập siêu đã được phản ánh rõ ràng sau khi kết quả xuất nhập khẩu được công bố trong quý III/2009. Riêng tháng 9/2009 nhập siêu đã tăng 14,3% so với tháng trước đạt 1,52 tỷ USD, đánh dấu 2 quý liên tiếp nhập siêu, với mức bình quân mỗi tháng trên 1 tỷ USD. Theo số liệu ước tính 9 tháng đầu năm 2009, kim ngạch nhập khẩu đã đạt 48,3 tỷ USD, mặc dù giảm 25,2% so với cùng kỳ năm trước nhưng vẫn khiến kim ngạch nhập siêu đạt khoảng 6,5 tỷ USD, tương đương 15,7% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước.

So với tỷ lệ 30% nhập siêu trên tổng kim ngạch xuất khẩu cùng kỳ năm 2008 tương đương với 12 tỷ USD thì mức nhập siêu 6,5 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm 2009 là không quá lớn và đã giảm đáng kể. Kết quả này một phần thể hiện nỗ lực của Chính phủ trong quản lý hoạt động xuất nhập khẩu, giúp hạn chế gia tăng trong cán cân thương mại.

Tuy nhiên, xu hướng nhập siêu tiếp diễn đang dẫn đến tình trạng mất cân bằng về ngoại tệ. Hiện Việt Nam đang trong tình trạng thâm hụt thương mại tương đối lớn và tốc độ diễn ra tăng rất nhanh. Riêng quý 3/2009 nhập siêu đã tăng thêm 4,5 tỷ USD.

Theo đó, dự báo trong 3 tháng cuối năm kim ngạch nhập khẩu sẽ tiếp tục còn tăng mạnh do nhu cầu sử dụng theo mùa vụ và lễ tết và có thể sẽ khiến kim ngạch nhập siêu tăng lên mức khoảng 11 tỷ USD, chiếm khoảng 19% trên tổng kim ngạch xuất khẩu nhưng sẽ vẫn nằm trong giới hạn không quá 20% mà Quốc hội đề ra cho năm 2009.

### **Chỉ số giá tiêu dùng - CPI**



Nguồn: Tổng cục thống kê

Sau hai tháng “giảm nhiệt”, tháng cuối Quý, chỉ số giá tiêu dùng bất ngờ “nóng” trở lại với mức tăng 0,62%. Góp phần đáng kể vào hiện tượng này phải kể đến sức tăng bất thường do đặc tính thời vụ của nhóm hàng “Giáo dục” trong dịp khai giảng năm học mới 2009 – 2010 (+4,34%) và ảnh hưởng của việc giá xăng dầu tăng trong Quý (3 lần điều chỉnh tăng tổng cộng giá xăng thêm 2200 đồng/lít) khiến chỉ số giá nhóm hàng “Phương tiện đi lại, bưu điện” tiếp tục được duy trì ở mức cao (2,37%). Tuy nhiên, với tỉ trọng không quá lớn trong CPI của hai nhóm hàng này (5,41% và 9,04%), hiện tượng tăng của CPI trong tháng 9 còn được giải thích bởi việc tăng nhẹ của hầu hết các nhóm hàng khác, đặc biệt là các nhóm hàng thuộc CPI cơ bản (Core CPI) khiến cho Core CPI tăng cao nhất trong vòng 8 tháng kể từ tháng 1/2009 (tăng 0,94%).

Như vậy, tổng quan trong Quý III, chỉ số giá tiêu dùng đã tăng 1,39%, trong khi CPI cơ bản tăng 2,01%, cao hơn các con số tương ứng của quý II là 1,34% và 1,5%, cho thấy mặt bằng chung về giá tiêu dùng đang bị nâng lên ngay cả ở những hàng hóa ít biến động. Điều này càng trở nên đáng ngại khi Quý IV thường chịu áp lực tăng giá do tăng trưởng tiêu dùng cuối năm

### **Dự báo tình hình hình lạm phát Quý III/2009.**

Hai nguyên nhân có thể khiến cho lượng cầu tiêu dùng tăng mạnh trong Quý IV đó là (i) đẩy mạnh hoàn thành kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2009, tăng dự trữ nguyên vật liệu và hàng tồn kho nhằm đón đầu cơ hội phục hồi kinh tế; và (ii) chuẩn bị lễ, Tết cuối năm (mức tăng bình quân 3 tháng cuối năm của CPI và CPI cơ bản là: 2006: +0,47%/tháng và +0,36%/tháng; năm 2007: +1,63%/tháng và

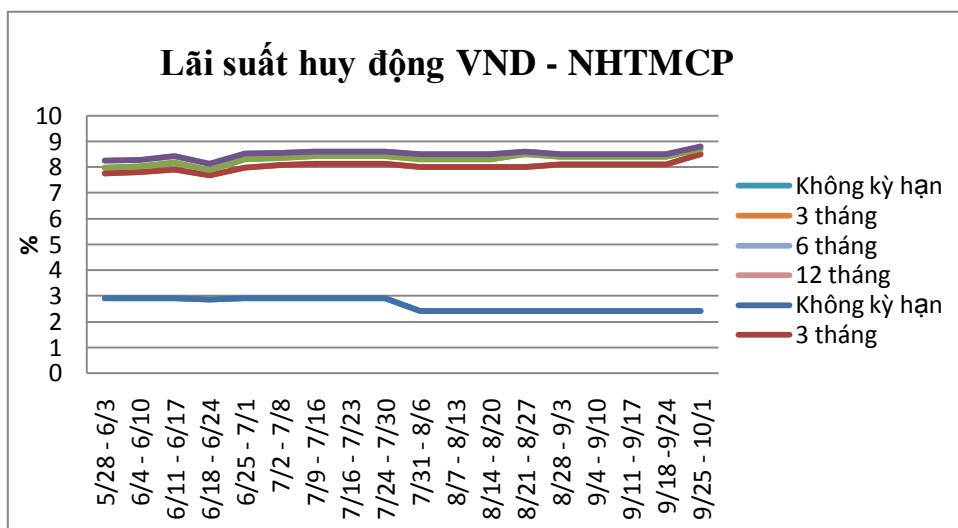
+0,84%/tháng; riêng năm 2008, do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ, CPI và CPI cơ bản là -0,54%/tháng và -0,19%/tháng). Như vậy, hầu hết các nhóm hàng đều có thể chịu áp lực tăng giá do Cầu kéo, ngoại trừ nhóm “Giáo dục”. Riêng nhóm “Dược phẩm, y tế”, do diễn biến bất thường của dịch bệnh thời gian gần đây (cúm A, sốt xuất huyết), cộng với thời tiết bất lợi của mùa lạnh, đây cũng là nhóm hàng có khả năng tăng giá.

Tính từ đầu năm tới thời điểm này, chỉ số giá tiêu dùng đã tăng 4,11%. Như vậy, mặc dù Quý IV được đánh giá là sẽ phải đối mặt với những yếu tố bất lợi, song chỉ tiêu kiểm soát lạm phát dưới 10% hoàn toàn có thể đạt được, góp phần kiến tạo một mặt bằng giá ổn định hơn trong năm 2010. Cùng với một chính sách thận trọng về lãi suất như hiện nay (và có thể sẽ được tiếp tục duy trì ít nhất tới thời điểm cuối năm), chỉ số CPI trong quý IV sẽ không trở thành một yếu tố cản trở đáng kể tới tốc độ phục hồi của nền kinh tế Việt Nam cuối năm 2009 này.

## Thị trường tài chính

**Ưu tiên duy trì sự ổn định hệ thống tài chính, lãi suất cơ bản đang là rào cản tăng trưởng tín dụng**

Lãi suất cơ bản và các lãi suất điều hành đều được giữ nguyên trong quý II, và không thay đổi trong vòng 7 tháng liên tiếp tính đến cuối tháng 9/2009. Trong khi đó, lãi suất cho vay vẫn bị khống chế bởi lãi suất trần (10,5%) thì lãi suất huy động lại có xu hướng tăng lên tương đối trong quý này. Như vậy mức độ chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động ngày càng thu hẹp đang gây khó khăn cho các ngân hàng thương mại cũng như là tăng trưởng tín dụng. Các ngân hàng thương mại chính là những doanh nghiệp chịu nhiều khó khăn trong mảng kinh doanh tín dụng của mình trong quý IV của năm 2009.



Nguồn: SBV

Không những vậy, việc điều chỉnh tỉ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 40% xuống còn 30% càng làm cho hệ thống ngân hàng khó khăn khi các NHTM phải tăng cường huy động dài hạn nhằm điều chỉnh tỉ lệ này cũng như để phục vụ hoạt động tín dụng của mình. Trong khi đó, khi các kênh thu hút vốn khác như chứng khoán, bất động sản vừa trải qua thời kì sôi động càng làm cho việc hút tiền nhàn rỗi vào hệ thống ngân hàng gặp khó khăn. Do vậy, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động dài hạn có thể tiếp tục điều chỉnh theo hướng tăng nhằm phục vụ nhu cầu vốn vay dài hạn của doanh nghiệp. Bởi khi nền kinh tế vượt qua thời kì khó khăn thì các doanh nghiệp có nhu cầu vốn vay dài hạn lớn nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh nhiều hơn.

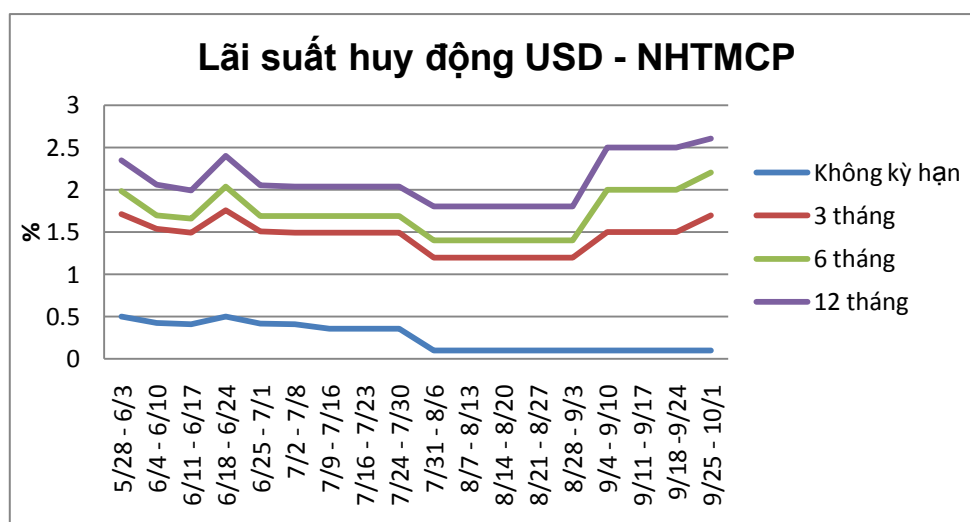
Tăng trưởng tín dụng trong 9 tháng đầu năm đã đạt 28% gần tới mức kế hoạch cho cả năm (30%). Có thể nói động lực của tăng trưởng tín dụng trong quý III chính từ gói kích cầu hỗ trợ lãi suất, có tốc độ giải ngân cao. Mặc dù, lượng vốn hỗ trợ lãi suất ngắn hạn cũng gần hoàn thành, thì nhu cầu vốn của nền kinh tế trong quý IV nhiều khả năng sẽ đẩy mức tăng trưởng tín dụng vượt kế hoạch đặt ra cho cả năm. Tăng trưởng tín dụng sẽ là thước đo chính xác phản ánh tình hình kinh tế đang có xu hướng tăng trưởng, đòi hỏi lượng vốn lớn. Xét trong những năm gần đây, ngoại trừ năm 2007 có mức tăng trưởng tín dụng rất cao là 53% thì các năm trước và sau



đó đều có mức tăng trưởng tương ứng là 26% và 21%; đồng thời mức tăng lạm phát thấp hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế danh nghĩa trong các năm này. Rõ ràng, trong các năm gần đây tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam thường đi kèm theo việc mở rộng của Cung tiền và năm 2009 cũng không phải ngoại lệ.

Khi Chính phủ đã đặt ra chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2009 là 30% thì SBV sẽ kiểm soát chặt nguồn vốn cho vay nhằm hạn chế khả năng vượt quá chỉ tiêu này trong quý cuối năm 2009. Một hệ quả khó tránh khỏi là các doanh nghiệp thực sự có nhu cầu vốn, cả các doanh nghiệp nằm trong và ngoài diện hỗ trợ lãi suất của Chính phủ, sẽ khó tiếp cận nguồn vốn ngân hàng hơn. Như vậy, ngoài việc tích cực là kiểm soát tăng trưởng và chất lượng tín dụng thì thị trường chứng khoán cũng bị ảnh hưởng gián tiếp do nguồn tiền sẽ bị cạnh tranh bởi các kênh khác đặc biệt là các ngân hàng nhằm đáp ứng nhu cầu huy động tăng cao.

Bên cạnh đó, việc suy giảm nguồn vốn FDI và kiều hối, kèm theo tình hình nhập siêu tiếp tục gia tăng trong quý III đang gây áp lực lên cung cầu USD và tỉ giá VND – USD.



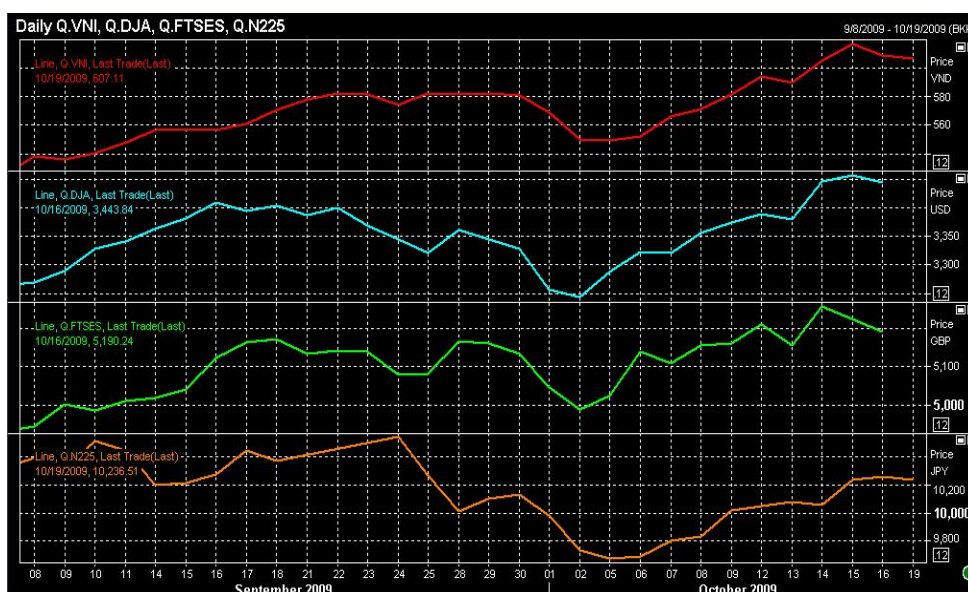
Nguồn: SBV

Trong quý III/2009 lãi suất huy động các kỳ hạn dài đồng USD đang có xu hướng tăng thể hiện nhu cầu vay bằng USD phục vụ cho việc xuất nhập khẩu tăng lên trong các tháng cuối năm. Đồng thời, khi thời hạn của gói hỗ trợ lãi suất huy động 4% đang gần hết thì các doanh nghiệp có xu hướng vay ngoại tệ với lãi suất quy đổi thấp hơn đồng nội tệ. Trong khi hiện tại cơ chế 2 tỉ giá (tỉ giá niêm yết tại các ngân hàng thương mại và tỉ giá giao dịch ngoài chợ đen) vẫn đang được sử dụng có thể gây tâm lý tích trữ USD nhằm phục vụ cho chính nhu cầu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp; điều này sẽ gây áp lực lớn lên tỉ giá vào quý IV/ 2009.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

## Thị trường chứng khoán Quý III/2009

HOSE tăng 29,58% trong Quý, trong khi HNX ghi nhận mức tăng của 3 tháng qua là 23,6% , giảm tương ứng là 23.4 và 6,4 điểm phần trăm so với sức tăng Quý trước. Mức tăng chậm lại của cả hai thị trường chủ yếu do chịu ảnh hưởng của đợt điều chỉnh từ giữa tháng 6 tới giữa tháng 7 khiến HOSE mất 98,58 điểm (-19,43%) và HNX giảm 47,69 điểm (-25,61%) so với đỉnh giá. Bên cạnh đó tâm lý thận trọng của nhà đầu tư khi thị trường đã đạt tới vùng giá trị thực (mức tăng trưởng của TTCK được đánh giá là tương xứng với tốc độ và triển vọng phục hồi của nền kinh tế) cũng góp phần giảm nhiệt sức tăng mạnh mẽ của hai Quý trước đó.



**VN-Index** — **Dow Jones** — **FTSE 100** — **Nikkei 225** —

Nguồn: Reuters

Các thị trường chứng khoán lớn của nhiều Quốc gia trên thế giới luôn có mối liên quan nhất định và mức ảnh hưởng nhất định với nhau. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng chịu sự chi phối tương đối mạnh từ biến động của thị trường chứng khoán Thế giới. Mức tương quan vận động giữa VN-Index và Dow Jones lên tới trên 80% trong một vài thông kê tính toán gần đây. Trước sự ảm đạm lên của tình hình kinh tế Thế giới, các chỉ số chứng khoán lớn trong Quý III đều giữ vững xu hướng tăng trưởng và xu hướng này nhiều khả năng vẫn sẽ tiếp diễn trong Quý IV.

Quý	HOSE		HNX	
	Khối lượng	Giá trị	Khối lượng	Giá trị
III	3.230	141.045	1.717	60.167
II	2.742	89.047	1.632	48.808
I	657	14.000	362	7.116

Nguồn: HOSE và HNX

Trong Quý III, khối lượng và giá trị giao dịch đã gia tăng mạnh mẽ. Giá trị giao

dịch tại 2 sản tuy chỉ gia tăng khoảng 12% nhưng giá trị giao dịch đã tăng cao gần 60%. Hiện tượng này một mặt do kỳ vọng lớn của nhà đầu tư vào triển vọng của nền kinh tế nói chung, của các đơn vị niêm yết nói riêng (đặc biệt là ở các nhóm ngành tiềm năng như Bất động sản và Vật liệu Xây dựng); mặt khác do tác động của hiện tượng sử dụng đòn bẩy tài chính mạnh mẽ.

Các nhà đầu tư nước ngoài tham gia giao dịch rất sôi nổi trong Quý III. Khối này đã tăng cường mua ròng rất mạnh trong giai đoạn điều chỉnh của thị trường vào nửa cuối tháng 6 cho tới suốt giai đoạn tháng 7 tháng 8 để rồi sau đó có các phiên bán ròng với khối lượng lớn trong tháng 9 ngay sau thời điểm Indochina Capital Vietnam (ICV) tuyên bố thoái vốn tại Việt Nam.

Tháng	Giá trị giao dịch (triệu đồng)			GT mua - GT bán
	Toàn thị trường	ĐTNN (mua)	ĐTNN (bán)	
<b>9</b>	67.851	4.007.756	6.089.651	- 2.081.895
<b>8</b>	44.767	3.475.030	2.854.254	620.776
<b>7</b>	28.426	4.047.428	2.250.527	1.796.901

Nguồn: Reuters

Trong danh mục đầu tư của mình ICV nắm giữ một khối lượng khá lớn cổ phiếu niêm yết (phần lớn là các cổ phiếu bluechips) với tổng giá trị lên tới gần 2000 tỷ đồng tính tại thời điểm quỹ này thoái vốn vào ngày 12 tháng 9. Tính từ ngày này thị trường chứng kiến một chuỗi dài gần 30 phiên bán ròng của khối ngoại. Tổng giá trị trung bình một ngày mà khối ngoại bán ròng trong tháng 9 lên tới gần 100 tỷ đồng một phiên. Theo số liệu tính toán giá trị bán ra bình quân ngày của ICV vào khoảng 42 tỷ đồng chiếm tỷ lệ 42% giá trị bán ròng của khối này. Tuy nhiên trong giai đoạn tháng 9 có thể thấy rằng động thái bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài nói chung và của ICV nói riêng không ảnh hưởng nhiều tới thị trường khi mà tính thanh khoản của thị trường đã được đẩy lên rất cao.

Các đặc điểm giao dịch nổi bật trong Quý:

- Thị trường tăng trưởng bền vững phần lớn do 02 yếu tố:
  - + Điều chỉnh luân phiên giữa các nhóm ngành
  - + Sức tăng chủ yếu dựa trên sức bật của nhóm chứng khoán tiềm năng
- Nhóm chứng khoán tiềm năng: nhóm Bất động sản.

Mã CK	Tăng trong tháng	PE hiện tại	EPS trượt
<b>Nhóm BDS và VLXD</b>			
HAG	30.56%	38.39	3.23
LCG	3.75%	9.2	8.86
NTL	33.33%	10.54	11.77
TDH	31.70%	10.63	9.69
<b>Nhóm CP Vinaconex</b>			
VCG	53.39%	24.38	2.29
VC1	77.33%	8.44	6.09
VC2	22.16%	10.99	4.86
VC3	129.11%	19.86	4.28

VC5	75.88%	11.03	2.53
VC6	93.38%	9.89	3.59
VC7	84.57%	12.14	2.48
<b>Nhóm CP Sông Đà</b>			
SJS	24.18%	36.58	5.06
SD2	65.44%	10.63	4.52
SD3	41.26%	10.72	3.45
SD4	80.74%	15.51	1.78
SD5	1.01%	7.12	10.44
SD6	38.15%	9.54	4.79
SD7	30.30%	11.32	4.85
SĐT	26.82%	9.26	6.75

*Một số chứng khoán BĐS đại biểu (tính tới 30/09/2009)*

Mã CK	Tăng trong tháng	PE hiện tại	EPS trượt
<b>BCs khác</b>			
REE	10.66%	14.45	3.63
HPG	2.88%	20.06	3.49
FPT	-2.81%	13.35	6.36
DPM	-5.60%	17.32	2.72
VNM	13.92%	19.23	4.58
<b>Nhóm Ngân hàng</b>			
ACB	-3.53%	11.75	3.9
CTG	-5.40%	22.75	1.6
SHB	-3.42%	15	2.02
STB	5.52%	16.48	1.96
VCB	-6.96%	19.23	2.73
<b>Nhóm Chứng khoán</b>			
BVS	9.24%	--	--
CTS	-7.76%	173.1	0.17
HCM	14.29%	22.45	3.43
HPC	3.78%	--	--
KLS	22.17%	--	--
SSI	8.50%	21.66	3.74

*Nguồn: FPTS tổng hợp*

Giao dịch của NĐTNN: Sau khi tích lũy ròng trong 2 tháng đầu Quý III, khối NĐTNN bắt đầu bán ròng trong tháng 9 khi thị trường đã tăng trưởng khoảng 30%. Mặc dù động thái của NĐTNN luôn có những ảnh hưởng nhất định tới tâm lý và diễn biến của Thị trường, song không mang tính đại diện cho vận động của thị trường. Chiến lược và chiến thuật đầu tư không giống nhau giữa nhóm NĐTNN (phần lớn là các tổ chức) với khối NĐT nội (được đại diện chủ yếu bởi các NĐT cá nhân) đã tạo ra độ lệch pha, trái chiều giữa hai bộ phận này của thị trường. Tuy vậy, hiện tượng này chưa gây nên những tác động xấu đối với thị

trường trong Quý III.

**Đánh giá diễn biến TTCK Quý III:**

- *Sức tăng chậm nhưng thực chất*
- *Tâm lý nhà đầu tư ổn định và lạc quan*
- *Công cụ đòn bẩy tài chính có dấu hiệu bị lạm dụng*

**Thị trường Chứng khoán Quý IV**

- *Những yếu tố tích cực*

+ Kinh tế vĩ mô: Kinh tế vĩ mô Quý IV được đánh giá là tiếp tục có những cải thiện. Chỉ tiêu tăng trưởng kinh tế 2009 có thể đạt được, trong khi triển vọng thời kỳ “hậu khủng hoảng” được kỳ vọng sẽ mang đến cho kinh tế Việt Nam cơ hội lấy lại đà tăng trưởng trước bão tài chính 2008. Đây là yếu tố tích cực sẽ hậu thuẫn cho TTCK Việt Nam thời gian tới.

+ Gói kích cầu thứ hai được xem xét và quyết định trong tháng 10 có thể sẽ là yếu tố củng cố niềm tin cho thị trường.

+ Tâm lý nhà đầu tư tiếp tục ổn định sau những điều chỉnh giảm tạm thời và cần thiết nhằm đảm bảo cho thị trường duy trì được mức tăng trưởng thực chất. Báo cáo tài chính Quý III của các đơn vị niêm yết được dự báo tích cực sẽ góp phần củng cố niềm tin và kích thích đầu tư.

+ Các nhóm ngành tiềm năng: Chứng khoán, Ngân hàng và Bất động sản là những nhóm ngành có vốn hóa thị trường lớn và có ảnh hưởng đáng kể tới vận động của thị trường hiện vẫn khá tiềm năng, thể hiện trên 2 khía cạnh: (i) mức P/E thấp và (ii) triển vọng kinh doanh tốt.

- *Những yếu tố tiêu cực :*

+ Đòn bẩy tài chính tiếp tục được khai thác khiến cho thị trường có những diễn biến thái quá, đặc biệt khi có các sự kiện công hưởng, do vậy thị trường khó thiết lập được một sức tăng ổn định. Những thời điểm đáng chú ý của hiện tượng này là đầu và cuối tháng 10 (thời điểm trước và sau khi BCTC Quý III được công bố), nửa cuối tháng 11 (dự kiến điều chỉnh giảm theo sóng 4 bộ sóng Elliott thực hiện cho VN-Index – xem phần Phân tích kỹ thuật) và cuối tháng 12 (thời điểm chốt KQKD năm 2009)

+ Sự quay vòng dòng vốn giữa các nhóm ngành có xu thế tăng nhanh trong thời gian cuối Quý III và đặc biệt tập trung trong nhóm cổ phiếu Bất động sản và Xây dựng cho thấy thời điểm điều chỉnh thị trường đang khá gần. Bên cạnh đó, Bất động sản và Xây dựng cũng khó gánh vác vai trò trung tâm nhằm nâng đỡ thị trường trong suốt Quý IV, do vậy, nếu không có những địa chỉ mới cho dòng vốn luân chuyển, tăng ảo và đảo chiều sẽ là những khả năng mà thị trường phải đối mặt.

**Kết luận:** *Cân đối những yếu tố tích cực và tiêu cực, bối cảnh TTCK Quý IV được đánh giá là vẫn có nhiều thuận lợi. Những bất lợi sẽ là nguyên nhân của những đợt điều chỉnh, song không tác động sâu sắc tới cục diện chung của thị trường toàn giai đoạn này.*



## **Phân tích kỹ thuật**

+ *Xu thế vận động*: Mặc dù Quý III được khởi đầu bởi xu thế giảm trong quá trình điều chỉnh từ 512,46 điểm về 412,88 điểm, song kênh xu thế chung cả Quý là tăng, nối tiếp đà tăng trưởng đã thực hiện từ cuối Quý I/2009. Kênh xu thế này cho phép VN-Index tạm thời được đỡ trong khoảng 550 điểm – 580 điểm, trong khi cũng mở ra khả năng vươn tới mức 630 điểm trong tháng 10/2009. Tuy nhiên, đây là kênh xu thế ngắn hạn, và khả năng bị phá vỡ xu thế của kênh bởi những điều chỉnh trong Quý nhiều khả năng sẽ xảy ra.

+ *Các mức hỗ trợ, kháng cự*

- ➔ Mức hỗ trợ và kháng cự ngắn hạn tạo bởi kênh xu thế: 550 điểm và 630 điểm (xem phần trên)
- ➔ Mức hỗ trợ và kháng cự ngắn hạn tạo bởi Bollinger Bands (20): với giả thiết VN-Index tiếp tục vận động theo kênh xu thế ngắn hạn (bao gồm cả khả năng điều chỉnh), phân tích độ mở của BB(20), upper band và lower band của chỉ báo này cho thấy chỉ số sàn HOSE sẽ được khống chế trong khoảng 530 điểm (mức hỗ trợ) – 630 điểm (mức kháng cự)
- ➔ Mức hỗ trợ và kháng cự tạo bởi Fibonacci Retracement: Vận động của VN-Index thời điểm cuối tháng 9/2009 chịu sự chi phối chủ yếu bởi hai áp lực trái chiều là: (i) tăng trưởng để bù giá trị quá trình giảm dài hạn từ 10/2007 đến 2/2009, và (ii) điều chỉnh giảm nhằm hoàn giá trị của quá trình tăng trung hạn từ 2/2009 đến 9/2009. Hiện tại, giá trị của VN-Index đang nằm trong khoảng FR23,6% (tương đương mức 500 điểm) đo quá trình hoàn giá trị trung hạn (giảm) và FR38,2% (tương đương mức 570 điểm) đo quá trình bù giá trị dài hạn (tăng). Như vậy, hai mức điểm này cũng được coi là những thử thách mà VN-Index phải vượt qua để xác định xu thế vận động trong trung và dài hạn của mình.
- ➔ Mức hỗ trợ và kháng cự của mô hình giả định: Với mô hình giả định vận động của chỉ số sàn HOSE trong Quý IV (xem phần dưới), thị trường này đang trong quá trình hoàn thiện sóng 3 (sóng tăng), với mức tăng giới hạn của đỉnh sóng này vào khoảng 630 điểm. Sóng 4 điều chỉnh giảm dự kiến thực hiện trong tháng 11 với mức đáy có thể chạm tới khoảng giá 500 điểm – 530 điểm.

### **Kết luận:**

- **Mức hỗ trợ và kháng cự mạnh trong Quý IV là 530 và 630 điểm**
- **Các mức hỗ trợ và kháng cự khác: 500 điểm, 550 điểm và 570 điểm**

(Chú ý: Các mức hỗ trợ và kháng cự khi bị phá vỡ sẽ chuyển thành các ngưỡng kháng cự và hỗ trợ gần nhất)

+ *Mô hình*: Diễn biến của VN-Index thời gian qua cho phép đặt ra hai mô hình khá phù hợp với những đánh giá về triển vọng của kinh tế vĩ mô nói chung và TTCK nói riêng, với:

- (i) Mô hình Đỉnh – Đầu – Vai ngược: quá trình hình thành mô hình này diễn ra từ tháng 10/2009. Theo mô hình này, xu thế sắp tới của VN-

Index là tăng trưởng mạnh với những điều chỉnh ngắn hạn xen kẽ. Đích đến cuối năm của mô hình vận động này là khoảng điểm 700 điểm – 750 điểm.

- (ii) Mô hình bộ sóng Elliott: Với giả thiết chân sóng 1 (sóng tăng) thực hiện tại mức đáy 235,5 điểm, hiện VN-Index đang trong quá trình hoàn thành sóng 3 (sóng tăng). Với mô hình này, thời điểm cuối năm, chỉ số sàn HOSE sẽ tạo xong sóng 4 (sóng điều chỉnh) để bắt đầu xu thế tăng của sóng 5. Mức điểm kỳ vọng của quá trình điều chỉnh này từ 550 điểm – 600 điểm.

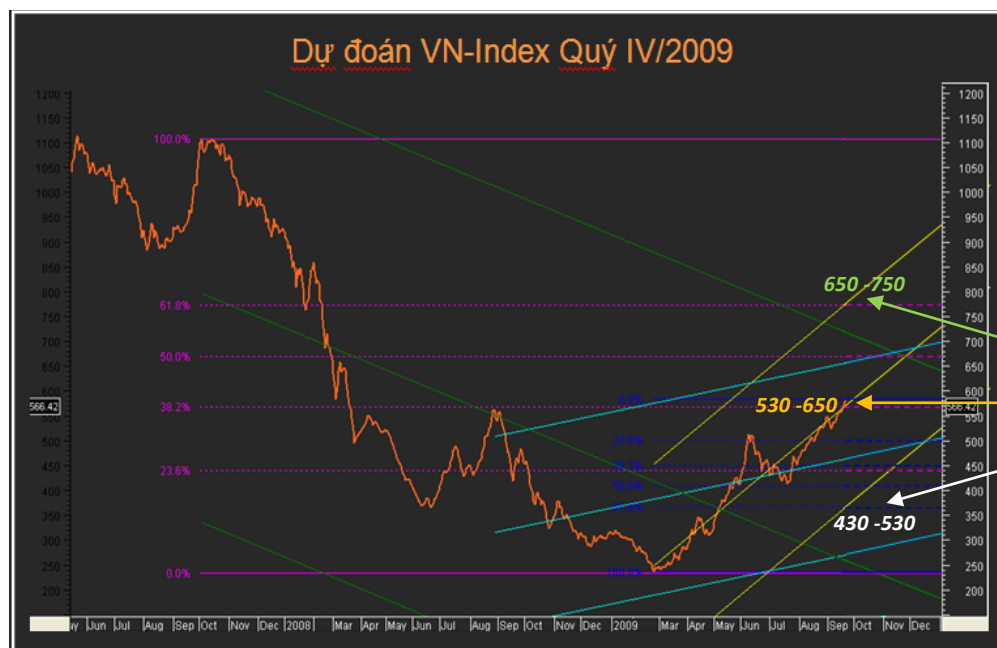
*Kết luận: Mô hình bộ sóng Elliott có ưu thế hơn mô hình Đỉnh – Đầu – Vai trong kịch bản tăng trưởng kinh tế tương đối thận trọng như đã phân tích ở trên; bên cạnh đó, ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính (có thể một lần nữa lại bị sử dụng thái quá) sẽ tạo ra những đợt điều chỉnh làm gián đoạn sức tăng của thị trường.*

+ *Hồi qui :*

Sử dụng hệ kênh hồi quy ngắn, trung và dài hạn, 03 kịch bản vận động của VN-Index trong Quý IV như sau:

- ➔ *Kịch bản 1: Tăng trưởng mạnh:* Ở kịch bản này, VN-Index sẽ về đích cuối năm trong khoảng giá trị 650 điểm – 750 điểm. Kịch bản này phù hợp với mô hình Đỉnh – Đầu – Vai ngược, với giả thiết kinh tế vĩ mô 3 tháng cuối năm có nhiều tín hiệu tích cực và ấn tượng. Bên cạnh đó, thị trường được đảm bảo tăng trưởng tự nhiên với việc giảm thiểu ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính (đặc biệt trước các sự kiện kinh tế).
- ➔ *Kịch bản 2: Củng cố và Tăng trưởng:* Khoảng giá trị dự kiến cho kịch bản này tại thời điểm cuối năm là 530 điểm – 650 điểm. Kịch bản này được đảm bảo với bối cảnh nền kinh tế Quý IV tiếp tục tăng trưởng bền, mặc dù không có những đột biến. Kịch bản này chấp nhận cả sự ảnh hưởng có thể có của đòn bẩy tài chính.
- ➔ *Kịch bản 3: Suy thoái:* Kịch bản này phù hợp với một đợt điều chỉnh giảm của TTCK phản ứng với bối cảnh kinh tế vĩ mô đang có những dấu hiệu xấu đi trong Quý IV. Mức điểm cho kịch bản này dự đoán trong khoảng 430 điểm – 530 điểm.

*Kết luận: Phù hợp với bối cảnh kinh tế tăng trưởng thận trọng, và đã xét đến ảnh hưởng có thể có của đòn bẩy tài chính, kịch bản 2 được đánh giá là kịch bản chính của Quý IV/2009.*



**Chú giải các chỉ báo sử dụng**

*LRS: Linear Regression Slope*

*DI: Direction Indicator*

*ADX: Average Directional Movement Index*

*EMA: Exponential Moving Average*

*MACD: Moving Average Convergence Divergence*

*CMF: Chaikin Money Flow*

*MFI: Money Flow Index*

*ROC: Rate of Change*

*RSI: Relative Strength Index*

*STO: Stochastic Oscillator*

## KẾT LUẬN

*Mặc dù vẫn còn nhiều khó khăn trong quá trình phục hồi của nền kinh tế sau khi trải qua “khủng hoảng”, quý III/2009 đã cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ của các lĩnh vực kinh tế; thị trường chứng khoán Việt Nam đã phản ứng tích cực với nhiều kỷ lục về khối lượng giao dịch và cả sự tăng trưởng của điểm số VN-Index. Nền kinh tế trong quý IV/2009 vẫn sẽ tiếp tục hấp thụ từ các biện pháp nới lỏng tiền tệ và chính sách tài khóa mở rộng của Chính phủ. Do vậy, chúng tôi cho rằng vận động của chỉ số thị trường HOSE ba tháng cuối năm tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng mạnh nhưng không đều do bị gián đoạn bởi những điều chỉnh ngắn hạn xen kẽ, cũng như một đợt điều chỉnh chu kỳ (điều chỉnh sâu) tương ứng với sóng 4 (sóng giảm) của bộ sóng Elliott có thể diễn ra trong tháng 11. Khoảng điểm vận động trong Quý IV của VN-Index từ 530 điểm – 650 điểm. Các kịch bản thay thế nên được xem xét khi các ngưỡng kháng cự 630 điểm và 550 điểm bị phá vỡ.*

## **Công ty cổ phần chứng khoán FPT (FPTS)**

**Trụ sở chính:** tầng 2, 71 Nguyễn Chí Thanh, Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84.4) 3773 7070

### **Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Địa chỉ: 31 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Điện thoại: (84-8) 6290 8686

### **Chi nhánh Đà Nẵng**

Địa chỉ: Số 124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam

Điện thoại: (84.511) 3553 666

### **Liên hệ:**

Giám đốc Phân tích đầu tư

Giang Trung Kiên: [KienGT@fpts.com.vn](mailto:KienGT@fpts.com.vn)

Tel: (84.4) 3773 7070, Ext: 4303

## **Tuyên bố miễn trách nhiệm**

*Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.*

*Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Chúng tôi từ chối mọi trách nhiệm xảy ra đối với bất kỳ việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần nội dung của bản báo cáo cho mục đích đầu tư.*

*Các thông tin có liên quan có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.*

*Bản quyền © 2008 Công ty chứng khoán FPT*