

BÁO CÁO TTCK THÁNG 9 VÀ CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 10

Ngày 6 tháng 10 năm 2010

Tóm Tắt Báo Cáo

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

CTCP Chứng Khoán Trí Việt (TVSC)

Số 142 Đội Cấn, Ba Đình, Hà Nội

Tel : (84) 4 6273 2059

Fax : (84) 4 6273 2058

NỘI DUNG CHÍNH

- Kinh tế vĩ mô thế giới
- Kinh tế vĩ mô trong nước
- Diễn biến TTCK tháng 9
- Các yếu tố tác động tới TTCK tháng 10
- Phân tích kỹ thuật
- Chiến lược đầu tư tháng 10

Kinh tế trong nước tiếp tục tăng trưởng khá, GDP 9 tháng đầu năm tăng 6,52% trong khi giá trị SXCN tăng 13,8%, đảm bảo mức tăng mục tiêu 6.7% cho cả năm có thể đạt được.

Lạm phát đột ngột tăng mạnh vào tháng 9 (1.31%), khiến lạm phát lũy kế 9 tháng đầu năm đã đạt 6,46%. Nhu cầu lương thực tăng cao vào cuối năm, giá hàng hóa cơ bản thế giới có xu hướng tăng và tỷ giá còn sức ép giảm sẽ khiến lạm phát các tháng cuối năm còn phức tạp.

Thị trường chứng khoán trong tháng 10 chưa có nhiều yếu tố mang tính đột biến cả về cơ bản và kỹ thuật có khả năng tạo nên một xu hướng rõ nét và đủ mạnh. TVSC nhận định thị trường sẽ giao dịch đi ngang xung quanh ngưỡng cân bằng 450 điểm với khoảng giao động xấp xỉ 20 điểm, tương đương 430 – 470 điểm.

Thị trường sẽ chứa đựng nhiều rủi ro đối với các nhà đầu cơ ngắn hạn trong khi lại tạo ra nhiều cơ hội mua vào tích lũy cho các nhà đầu tư giá trị. Nhà đầu tư có thể chọn lựa một số cổ phiếu có khả năng đạt hoặc vượt kế hoạch kinh doanh năm 2010 trong các nhóm ngành triển vọng như Bất động sản, Xây dựng, Mía đường, Cao su tự nhiên, Thép...với mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Kinh Tế Vĩ Mô Tháng 9/2010

Kinh tế vĩ mô thế giới

Kinh tế các khu vực trên thế giới tăng trưởng chậm lại

Các báo cáo kinh tế trong quý 3 năm 2010 cho thấy nền kinh tế Mỹ dường như vẫn chứa đựng nhiều yếu tố kinh tế vĩ mô bất ổn định không chỉ ở lĩnh vực sản xuất, dịch vụ mà còn ở cả lĩnh vực việc làm và bất động sản. Lĩnh vực sản xuất và dịch vụ đều trong xu hướng tăng trưởng chậm lại, là nguyên nhân khiến cho tăng trưởng kinh tế quý 2 của Mỹ chỉ đạt 1,6% (so với mức 3,7% của quý 1) trong khi tỷ lệ thất nghiệp tăng lên mức 9,6%. Quý 3 còn chứng kiến sự sụt giảm kỉ lục của thị trường nhà đất Mỹ khi doanh số bán nhà mới tháng 7 xuống mức thấp nhất kể từ năm 1963, còn doanh số bán nhà qua sử dụng chỉ đạt 3,83 triệu căn, mức thấp kỉ lục trong vòng 15 năm. Tình hình thâm hụt thương mại của Mỹ cũng lên cao mức kỉ lục 49,9 tỷ USD vào tháng 7, và đã giảm nhẹ xuống 42,8 tỷ USD trong tháng 8.

Trước tình hình này, Tổng thống Obama đã đưa ra một số kế hoạch nhằm giúp cho nền kinh tế phục hồi cũng như hỗ trợ cho thị trường việc làm vốn đang trì trệ, bao gồm: (i) kéo dài thời gian áp mức thuế thu nhập thấp đối với cá nhân có mức thu nhập dưới 200,000USD/năm, và cặp vợ chồng có mức thu nhập dưới 250,000USD/năm; (ii) giảm thu thuế doanh nghiệp trong lĩnh vực nghiên cứu và phát triển trong 1 năm; và (iii) chi tới 50 tỷ USD cho cải tạo, xây dựng đường bộ và đường sắt, hiện đại hóa hệ thống kiểm soát đường hàng không. Các kế hoạch này dự kiến sẽ tạo thêm nhiều việc làm cũng như khuyến khích người dân tăng chi tiêu, nhưng nó cũng làm tăng lo ngại về khả năng tăng thâm hụt ngân sách.

Cùng hỗ trợ cho các chính sách tài khóa, FED cũng cam kết sẽ tiếp tục thực thi các biện pháp nới lỏng tiền tệ trong điều kiện cho phép. Bên cạnh việc tiếp tục duy trì các mức lãi suất cơ bản ở mức thấp kỉ lục từ 0-0,25%, FED sẽ tiến hành mua 27 tỷ USD trái phiếu kho bạc Mỹ từ ngày 15/9 đến ngày 6/10/2010. Trước đó, cơ quan này cũng đã hoàn tất việc mua trái phiếu kho bạc Mỹ trị giá 17,64 tỷ USD từ ngày 17/8-13/9. Mục đích động thái này của FED là nhằm kéo dài lãi suất dài hạn xuống thấp hơn nữa, và giữ cho vòng xoáy giảm phát không trở nên tồi tệ hơn.

Đà tăng trưởng chậm không những ở Mỹ và còn đang diễn ra ở các khu vực kinh tế khác của thế giới như Nhật, châu Âu hay Trung Quốc. Sự tăng giá liên tục của JPY trong thời gian gần đây cũng như sự phục hồi kinh tế chậm trễ của Mỹ và Eurozone đã gây ảnh hưởng không nhỏ tới sự phục hồi kinh tế của Nhật Bản, một nền kinh tế vốn dựa chủ yếu vào xuất khẩu. Báo cáo mới nhất cho thấy mức tăng trưởng trong kim ngạch xuất khẩu tháng 7 của Nhật Bản đã giảm tháng thứ 5 liên tiếp trong khi chỉ số giá tiêu dùng liên tục ở mức âm. Sự phục hồi chậm và không ổn định này có thể khiến cho Nhật Bản phải nới lỏng hơn nữa chính sách tiền tệ, và nhiều khả năng sẽ can thiệp trên thị trường ngoại hối nếu như JPY tiếp tục tăng giá. Trong khi đó, ở châu Âu, ngoại trừ Đức vẫn duy trì được mức tăng trưởng khá tốt trong

quý 2 một phần nhờ đồng Euro yếu đi, phần lớn các quốc gia còn lại đang có mức tăng trưởng rất thấp hoặc âm (Tây Ban Nha 0,2%, Hy Lạp -1,5%,...), hệ quả của khủng hoảng nợ và sự thắt chặt chi tiêu mạnh của các chính phủ. Những biện pháp liên quan đến thắt chặt thị trường bất động sản gần đây cũng đã khiến cho kinh tế Trung quốc tăng trưởng chậm lại trong quý 2 cũng như tháng 7, trong khi rủi ro lạm phát đang trở nên rõ ràng khi chỉ số giá tiêu dùng tính theo năm tăng mạnh lên mức 3,3% trong tháng 8. Trước tình hình này, nhiều khả năng Trung Quốc sẽ thay đổi chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng dần và hạ giá đồng nhân dân tệ, bất chấp những phản ứng quyết liệt từ Mỹ.

Thị trường tiền tệ thế giới nhiều biến động khi chính phủ các nước can thiệp thay đổi tỷ giá

Nhật đã chính thức can thiệp trên thị trường ngoại hối nhằm giảm giá JPY thông qua việc bán JPY và mua USD. Đây là lần đầu tiên Ngân hàng Trung ương Nhật (BOJ) tiến hành can thiệp trên thị trường ngoại hối kể từ tháng 3 năm 2004, sau khi JPY tăng lên mức kỉ lục so với USD vào ngày 14/9 với 1 USD chỉ đổi được 82,87 JPY. Động thái này hoàn toàn dễ hiểu bởi sự tăng giá liên tục của JPY trong thời gian qua đã khiến xuất khẩu của Nhật tăng trưởng chậm lại, ảnh hưởng tiêu cực đến đà phục hồi kinh tế của nền kinh tế vốn dựa nhiều vào xuất khẩu này. Ngoài ra, hành động can thiệp này có thể giúp cho Nhật ngăn chặn đà giảm phát của nền kinh tế. Trước đây BOJ thường tiến hành can thiệp trên thị trường ngoại hối với sự hỗ trợ của các NHTW khác như FED hay Bundesbank. Tuy nhiên, lần này do Mỹ và khu vực Eurozone cũng không muốn tăng giá tiền tệ của họ nên động thái mang tính đơn phương của BOJ có thể sẽ khó đem lại hiệu quả như mong muốn. Thực tế cho thấy, JPY lại tiếp tục tăng giá vào cuối tháng 9.

Trong bối cảnh kinh tế thế giới còn khó khăn, một số nước cũng đang cố gắng tìm cách giảm giá trị đồng tiền quốc gia để tăng năng lực cạnh tranh hàng hóa xuất khẩu. Các quốc gia như Đài Loan, Hàn Quốc và Thái Lan (châu Á) và Brazil, Colombia và Peru (châu Mỹ la tinh) đã có những can thiệp để đẩy giá đồng nội tệ xuống, trong bối cảnh các dòng vốn từ các nước phát triển vẫn tiếp tục đổ vào khiến đồng nội tệ tăng giá mạnh.

Trong khi đó, những đợt điều chỉnh tăng giá đồng Nhân dân tệ trong quý 3 hầu như không đáng kể. Từ khi Ngân hàng Nhân dân Trung quốc thông báo theo đuổi chế độ tỷ giá linh hoạt hơn (ngày 19/6/2010), NDT mới chỉ tăng 1,7% so với USD. Quá trình điều chỉnh nhẹ của NDT có lẽ bắt nguồn từ chính nội tại của nền kinh tế khi cán cân thương mại liên tục đạt mức thặng dư kỉ lục, và luồng vốn FDI tăng mạnh khiến cán cân thanh toán của TQ luôn thặng dư. Tuy nhiên, TQ vẫn giữ đồng NDT ở mức thấp hơn so với thực tế để hỗ trợ tăng trưởng, và điều này đang đe dọa quan hệ thương mại giữa TQ và Mỹ, khi Mỹ đang xem xét dự thảo đánh giá chính sách tỷ giá của TQ và có thể áp thuế nhập khẩu các mặt hàng từ TQ.

Cuộc chiến về tỷ giá sẽ vẫn là vấn đề lớn của kinh tế thế giới trong quý 4, khi các quốc gia vẫn phải cạnh tranh gay gắt với nhau về thương mại, để đảm bảo mức tăng trưởng ổn định, trong bối cảnh những động lực tăng trưởng của thế giới đang dần thoái trào.

Châu Âu nỗ lực vượt qua cuộc khủng hoảng nợ công

Đầu tháng 7, Ủy ban giám sát các ngân hàng châu Âu (CEBS) đã tiến hành thanh kiểm tra về tác động của các cú sốc kinh tế tới hoạt động của 91 ngân hàng thuộc khu vực eurozone, và 3 nước khác thuộc châu Âu (bao gồm Anh, Thụy Điển và Đan Mạch). Đợt stress test này đã mô phỏng các áp lực tài chính tới các khoản tín dụng và các tài sản có khác của ngân hàng khi nền kinh tế rơi vào 1 trong 3 kịch bản sau: (i) kinh tế tiếp tục tăng trưởng, (ii) kinh tế rơi vào suy thoái, cụ thể là khi GDP của EU bị giảm 3% trong vòng 2 năm, (iii) nền kinh tế bị một cú sốc thanh khoản như một cuộc khủng hoảng tài chính giống như Hy Lạp vừa rồi (với giả thuyết các trái phiếu chính phủ mất 25% giá trị). Ngoài ra các ngân hàng sẽ bị kiểm tra xem tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 trên tổng tài sản của họ có đạt được mức 6% hay không.

Kết quả thanh tra ngày 23/7 cho thấy 7/91 ngân hàng thuộc châu Âu (bao gồm 1 NH Đức, 1 NH Hy Lạp, và 5 NH Tây Ban Nha) đã không vượt qua được đợt kiểm tra này khi mà tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu thấp hơn 6%. Tuy nhiên, số lượng vốn cần tăng thêm của 7 ngân hàng này tổng cộng khoảng 4,5 tỷ USD, con số khá thấp so với số lượng vốn phải tăng thêm của 10 ngân hàng lớn nhất của Mỹ trong đợt thanh tra năm ngoái là 74,6 tỷ USD. Tuy nhiên, chính kết quả quá tốt này lại khiến cho giới phân tích và đầu tư nghi ngờ về độ tin cậy và chính xác của đợt kiểm tra. Mặc dù còn nhiều nghi ngờ về kết quả thanh tra nhưng giới đầu tư quốc tế phản ứng khá tích cực với thông tin này. Tổng kết thị trường sau 1 tuần công bố kết quả, giá cổ phiếu ngân hàng tăng 6%, mức bù rủi ro (risk premium) đối với trái phiếu chính phủ châu Âu giảm, còn EUR thì tăng giá so với USD.

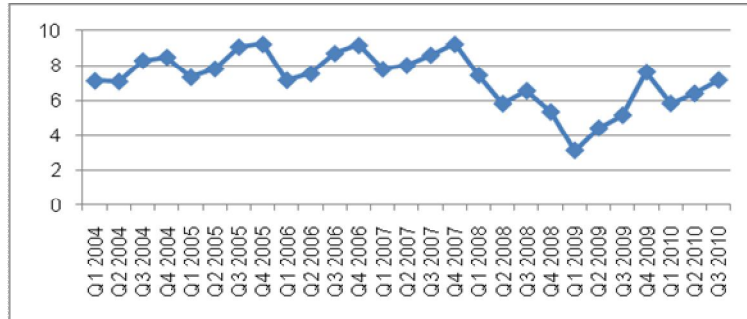
Cho đến cuối quý 3, những quan ngại về nợ công đã dần được tháo gỡ, các quốc gia châu Âu vẫn đang tiến hành những biện pháp thắt chặt tài khóa gắt gao và cải cách lại hệ thống tài chính tiền tệ. Các đợt phát hành trái phiếu của các quốc gia trong tâm khủng hoảng trước đây đều thành công cho thấy niềm tin về khủng hoảng nợ công có thể được giải quyết đang trở lại.

Kinh tế vĩ mô trong nước tháng 9

Nền kinh tế đạt mức tăng trưởng khá, mục tiêu trên 6.5% cho cả năm có thể đạt được

Báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư cho thấy, tốc độ tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm đạt 6,52% so với cùng kỳ năm 2009, trong đó tăng trưởng cho riêng quý 3 là 7,16%. Mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% cả năm 2010 được đánh giá là có khả năng thực hiện được. Theo các mô hình kinh tế lượng của TVSC, GDP quý 4 năm 2010 có thể sẽ đạt mức tăng trưởng là 7,2-7,5%, và tăng trưởng GDP năm 2010 sẽ dao động quanh mức 6,73%-6,82%.

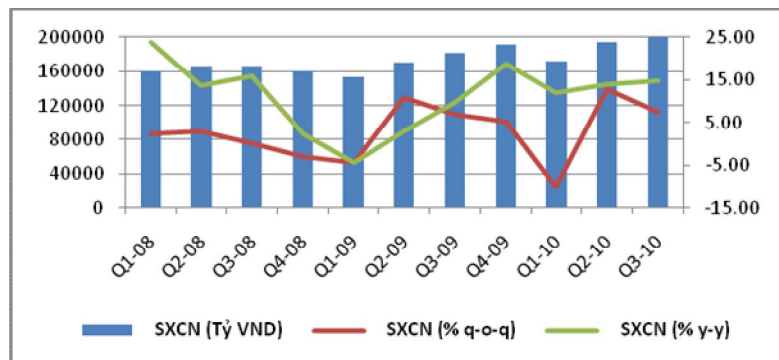
Hình 1. Tốc độ tăng trưởng GDP từ quý 1/2004-4/2010



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Một trong những động lực chính cho tăng trưởng GDP là giá trị SXCN. Trong 9 tháng đầu năm 2010, giá trị sản xuất công nghiệp đã tăng 13,8% so với cùng kỳ năm 2009, cao hơn mức kế hoạch cả năm là 12%. Không nằm ngoài xu thế chung của các tháng trước, giá trị SXCN nhóm ngành khai khoáng tiếp tục giảm khi chỉ bằng 96,2% so với cùng kỳ năm ngoái. Đây sẽ là xu thế trong tương lai của nhóm ngành này do điều kiện khai thác ngày càng trở nên khó khăn và chủ trương hạn chế của Nhà nước. Nhóm ngành công nghiệp chế biến tiếp tục đóng góp rất lớn vào tốc độ tăng trưởng sản xuất công nghiệp khi tăng tới 14,8%. Một số ngành công nghiệp chế biến có tốc độ tăng trưởng tốt là sữa bột (tăng 26,8%), bia (21,6%), may mặc (20,2%), sơn hóa học (20,5%), kính thủy tinh (22,8%).

Hình 2. Giá trị sản xuất công nghiệp từ quý 1/2008-3/2010



Nguồn: GSO và tính toán của TVSC

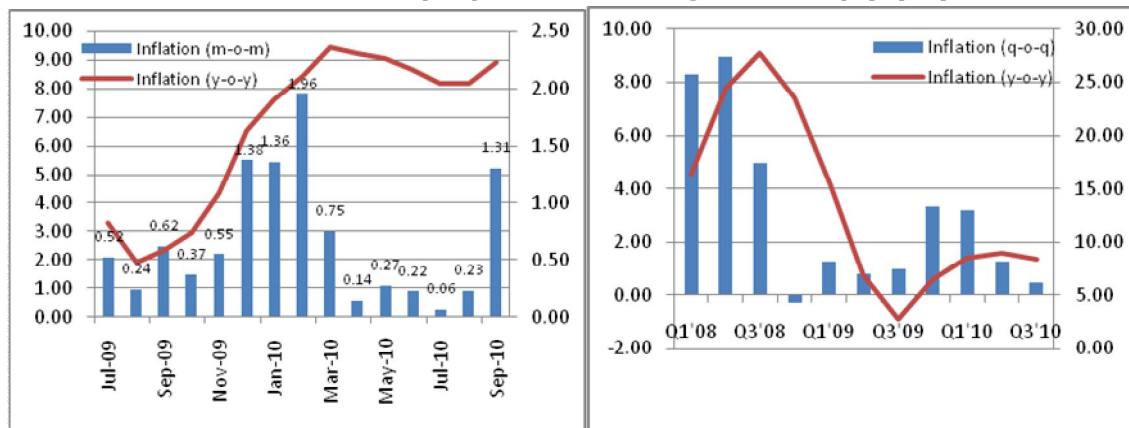
Lạm phát giảm tốc trong đầu quý và tăng mạnh vào cuối quý 3, đánh dấu sức ép lạm phát đang trở lại

Diễn biến lạm phát trong quý

Theo đà của quý 2, lạm phát trong tháng 7 đã giảm tốc khá nhanh chóng (chỉ tăng 0.06%). Mức lạm phát của tháng 8 đạt 0.23% tương ứng với thời điểm tháng 5 và 6. Tuy nhiên, lạm phát đột ngột tăng mạnh trong tháng 9 với mức 1.31% và tăng 8.92% so với cùng kỳ năm ngoái. Nếu tính cho cả quý, lạm phát quý 3 đã tăng 8.43% so với quý 3 năm ngoái, thấp

hơn con số 8.99% của quý 2. Lạm phát lũy kế của cả 9 tháng đầu năm đã lên đến 6.3%. Những con số trên cho thấy mục tiêu lạm phát dưới 8% của Chính phủ có nguy cơ khó thực hiện được.

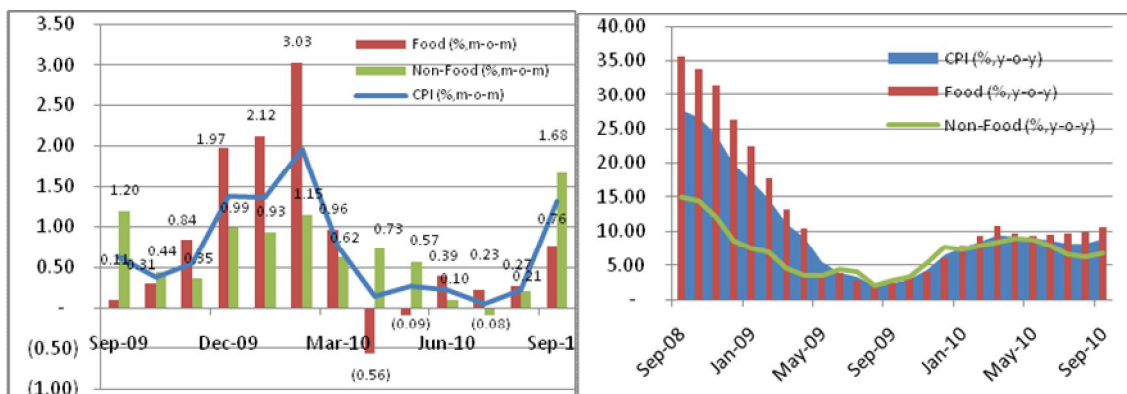
Hình 3. Lạm phát theo tháng và theo quý (%)



Nguồn: GSO và tính toán của TVSC

Quý 3 chứng kiến sự biến động lạm phát của hai chỉ số lạm phát lương thực và phi lương thực. Trong khi đầu quý, chỉ số phi lương thực giảm 0.08% khiến lạm phát chỉ dừng ở con số 0.06% thì đến tháng 9, sự tăng đột biến của chỉ số phi lương thực (1.68%) đã kéo lạm phát thời điểm cuối quý tăng cao. Tuy nhiên, một loạt những diễn biến như thời tiết, bệnh dịch và nhu cầu thực phẩm của nước ngoài cũng đã khiến chỉ số giá lương thực tăng 0.76% so với 0.27% ở tháng 8. Với tỷ trọng hàng hóa lương thực lớn trong giỏ hàng CPI, yếu tố này cũng đã đóng góp phần quan trọng vào lạm phát cuối quý. Điều này được thể hiện rõ hơn nếu tính chỉ số theo năm, theo đó, bắt đầu từ quý 3, chỉ số lạm phát lương thực chính là yếu tố dẫn dắt lạm phát.

Hình 4. Chỉ số lạm phát lương thực và phi lương thực



Nguồn: Tính toán của TVSC

Nguyên nhân

Việc lạm phát quý 3 có những biến động đột ngột, tăng mạnh vào tháng 9 có lẽ không xuất phát từ yếu tố tiền tệ. Tín dụng và cung tiền thường có tác động lên lạm phát lõi (cơ bản) với độ trễ 6-8 tháng, vì thế việc thắt chặt cung tiền ở quý 1 khiến lạm phát tiền tệ được loại trừ. Vì thế, nguyên nhân chính chủ yếu xuất phát từ các yếu tố biến động giá hàng hóa, xuất phát từ cung và cầu, cụ thể:

- Về cú sốc cung: Tháng 9 đang mùa mưa bão, dịch bệnh vẫn tiếp tục hoành hành tại một số địa phương, lượng xuất khẩu gạo vẫn tiếp tục gia tăng do các nước nhập khẩu gạo đang gặp nhiều thiên tai cần nhu cầu về gạo đột biến, khiến giá hàng lương thực thực phẩm tăng mạnh (tăng 0.79%). Động thái phá giá 2% tiền đồng vào thời điểm giữa tháng 8 cũng là nguyên nhân khiến giá các đầu vào của nền kinh tế tăng.
- Về cú sốc cầu: Bước vào năm học mới với học phí và nhu cầu về hàng hóa giáo dục gia tăng, người dân cũng có nhu cầu tiêu dùng cao hơn vào ngày lễ Độc lập được nghỉ kéo dài và Tết Trung thu nên giá một số mặt hàng tăng mạnh (đặc biệt là giáo dục, tăng tới 12%).

Dự báo lạm phát quý 4 năm 2010

Thực ra, yếu tố phi lương thực tăng cao trong tháng 9 là theo tính quy luật hàng năm (xem hình 4) do thời điểm này có nhiều ngày nghỉ lễ và vào năm học mới nên nhu cầu đi lại, mua sắm, ... gia tăng, khiến giá một số hàng hóa tăng (giao thông, hàng tiêu dùng, giáo dục...). Tuy nhiên, bước vào quý 4, yếu tố lương thực mới là nguyên nhân chính của lạm phát. Từ nay đến cuối năm, lạm phát có thể sẽ không tăng cao như tháng 9 khi những yếu tố mùa vụ qua đi, nhưng sức ép vẫn còn căng thẳng, bởi những nguyên nhân sau:

- Càng về cuối năm, theo quy luật, nhu cầu các mặt hàng lương thực và thực phẩm tăng mạnh, và thường đóng góp chính vào lạm phát quý 4. Đại lễ Nghìn năm Thăng Long cũng có thể khiến chỉ số lạm phát lương thực ở một số địa phương (như Hà Nội) tăng mạnh. Nhu cầu lương thực của thế giới vẫn tiếp tục gia tăng cũng sẽ khiến giá lương thực trong nước tăng.
- Rủi ro tỷ giá là một nguyên nhân khiến chi phí đầu vào của nền kinh tế tăng. Ngay cả khi NHNN không chính thức phá giá lần nữa vào thời điểm cuối năm, các DN có thể vẫn phải mua USD với giá cao trên TT tự do hoặc từ các NHTM với phí bổ sung để đáp ứng nhu cầu nhập khẩu, trong tình trạng USD thường khan hiếm vào quý 4.
- Giá xăng dầu thế giới có thể sẽ tăng vào cuối năm do nhu cầu tiêu dùng xăng dầu vào mùa đông cao. Hơn nữa, các quốc gia (Mỹ, Nhật, EU) đang nỗ lực trong phục hồi kinh tế với các gói kích thích kinh tế, đồng USD có xu hướng giảm do FED dự định sẽ can thiệp để giữ lãi suất tiếp tục ở mức thấp, nên giá các hàng hóa cơ bản khác có thể vẫn có xu hướng tăng.

- Kỳ vọng lạm phát đã gia tăng trở lại, cùng với nút thắt khác (thông tư 13, các quy định trên TT liên NH, cung cầu vốn cuối năm,...) khiến mặt bằng lãi suất tiếp tục khó giảm sâu, chi phí vốn của doanh nghiệp theo đó vẫn chưa có dấu hiệu giảm.

Theo các mô hình kinh tế lượng của TVSC, lạm phát cả năm 2010 có thể sẽ đạt mức 8.21 - 8.68%, trong đó riêng tháng 10, lạm phát có thể đạt mức 0.5-0.76%.

Thông tư 13 ảnh hưởng mạnh đến thị trường tài chính

Thông tư 13 có ảnh hưởng mạnh đến thị trường tài chính vào thời điểm cuối tháng 8 và đầu tháng 9, với những quy định mới quan trọng áp dụng trong Thông tư bao gồm i) tăng quy định tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) từ 8% lên 9%, ii) tỷ lệ cấp tín dụng không được vượt quá 80% nguồn vốn huy động đối với các NH và 85% đối với các TCTD, iii) hệ số rủi ro tối đa đối với cho vay bất động sản và chứng khoán ở mức 250%.

Một số quan điểm ủng hộ thông tư 13, cho rằng việc thực hiện là cần thiết để lập lại an toàn hệ thống, chống những rủi ro hệ thống và khủng hoảng ngân hàng trong trung và dài hạn, và đây là một trong những chỉ dấu cho thấy NHNN đã thể hiện quyết tâm mục tiêu chính sách ổn định vĩ mô. Tuy nhiên, một số quan điểm khác cho rằng, thực hiện thông tư 13 ở thời điểm này có thể khiến khả năng cấp tín dụng cho nền kinh tế giảm mạnh, mục tiêu về lãi suất khó đạt được, hiệu quả hoạt động của ngân hàng giảm, những méo mó trên TT có thể xảy ra (biến tiền gửi không kỳ hạn thành có kỳ hạn,...), thị trường BĐS và TTCK bị ảnh hưởng nặng nề, giám sát khu vực ngân hàng trở nên khó khăn,....

Hệ quả bước đầu ngay trước khi thông tư 13 được thực hiện là lãi suất huy động mặc dù không tăng chính thức, nhưng những hình thức khuyến mãi, trả thưởng lại bắt đầu nở rộ. Bên cạnh đó, lãi suất vàng và USD cũng đã tăng mạnh vào thời điểm cuối tháng 9 (lãi suất huy động USD trung bình lên tới 5,5%/năm). Nguyên nhân là do các NH đang cố gắng tăng nguồn vốn huy động bằng mọi cách (kể cả bằng ngoại tệ và vàng) để đáp ứng quy định về tỷ lệ tín dụng trên tổng nguồn vốn huy động là 80%.

Thông tư 19 sửa đổi Thông tư 13, nhưng tác động sẽ không đáng kể

Trước những sức ép từ nhiều phía, NHNN cũng đã có những sửa đổi và bổ sung thông tư 13 ngay trước khi thông tư chính thức được thực hiện đúng 3 ngày.

- Theo TT 13, để đảm bảo khả năng chi trả, các TCTD phải duy trì tổng tài sản có thanh toán ngay tối thiểu bằng 15% tổng nợ phải trả. Thông tư 19 đã mở rộng thêm tổng tài sản thanh toán ngay nên giảm được sức ép cho các NH trong việc đảm bảo thanh khoản qua đêm. Theo đó, thị trường liên NH sẽ đỡ căng thẳng hơn khi các NH ít phải đồn đoán tìm nguồn đảm bảo chi trả cho ngày hôm sau.
- TT 19 vẫn giữ nguyên tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động là 80% (đối với NH) và 85% (đối với TCTD), tuy nhiên thay thuật ngữ "so" thành "từ", do đó, vốn tự có, vốn chủ sở hữu NH được toàn quyền sử dụng, trong đó có cho vay. Tuy nhiên,

các NH ít khi dùng toàn bộ vốn tự có để cấp tín dụng mà còn dùng để mua sắm các tài sản.

- TT 19 đã loại bỏ phần bảo lãnh trong khái niệm cấp tín dụng sử dụng trong tỷ lệ cấp tín dụng. Tuy nhiên, nội dung bảo lãnh ở Việt Nam còn chưa phổ biến, nên sự thay đổi này không tác động nhiều đến phần tử số của tỷ lệ cấp tín dụng, và do đó ít tác động đến dư nợ cho vay.
- So với TT 13, TT 19 đã mở rộng phần mẫu số của tỷ lệ cấp tín dụng (bao gồm thêm tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc NN, 25% tài khoản không kỳ hạn của các TCKT và tiền vay từ các TCTD khác có kỳ hạn trên 3 tháng. Những sửa đổi mới làm tăng khả năng cấp tín dụng của các TCTD so với TT 13, nhưng những thay đổi là khiêm tốn bởi:
 - Số tiền Kho bạc NN gửi các NHTM khoảng 60 nghìn tỷ bao gồm cả có KH và không KH, trong đó phần lớn là không KH. Tuy nhiên, theo Luật NH 2010, kho bạc phải gửi tiền ở NHNN, và chỉ gửi ở các NHTM khi có quy định của NHNN. Như vậy, khoản tiền này sẽ có xu hướng giảm khi Luật NH được thực hiện nghiêm túc.
 - Tiền gửi của tổ chức hiện chiếm khoảng trên 50% trên tổng vốn huy động của hệ thống ngân hàng, trong đó, tiền gửi KKH chiếm khoảng 15-20%. Như vậy, việc bổ sung thêm 25% số tiền gửi KKH này vào để tính nguồn huy động không ảnh hưởng nhiều đến khả năng cấp tín dụng. Đó là chưa kể so với trước khi có TT 13, 75% nguồn vốn rẻ này đã bị loại trừ khỏi nguồn huy động của các NH.
 - Trên TT liên ngân hàng, các NH chủ yếu vay nợ để đảm bảo thanh khoản ngắn hạn nên giao dịch qua đêm là chủ yếu (khoảng 40% tổng giao dịch), giao dịch kỳ hạn trên 3 tháng chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ. Trong thời gian tới, có thể TT liên NH sẽ sôi động hơn ở những kỳ hạn này khi các NH tận dụng sửa đổi ở TT 19 để tiếp cận vốn giá rẻ. Tuy nhiên, các NH vẫn bị ràng buộc bởi quy định 20% nên việc mở rộng vay nợ trên TT này còn hạn chế.

Như vậy, việc chỉnh sửa TT 13 chỉ tập trung vào những yếu tố chiếm tỷ trọng nhỏ hoặc không ảnh hưởng lớn đến khả năng cấp tín dụng của hệ thống NH trong thời gian trước mắt. Việc chỉnh sửa này cũng chỉ có ý nghĩa tích cực đối với các NH lớn, khi phần lớn tiền gửi không kỳ hạn của các tổ chức và tiền gửi KBNN được gửi tại các NH này. Trong khi đó, những nội dung cơ bản nhất của Thông tư 13 đều không được chỉnh sửa (như tỷ lệ hệ số an toàn vốn tăng từ 8% lên 9%, tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động, hệ số rủi ro cho vay BĐS và chứng khoán tăng lên 250%). Điều này cho thấy quyết tâm của NHNN trong việc nâng cao tính an toàn của hệ thống, và do đó, trong ngắn hạn, tín dụng cho nền kinh tế, mặc dù sẽ được cải thiện, nhưng không đáng kể, lãi suất cũng khó có thể giảm sâu.

Lãi suất thị trường sẽ khó giảm sâu từ nay cho đến cuối năm

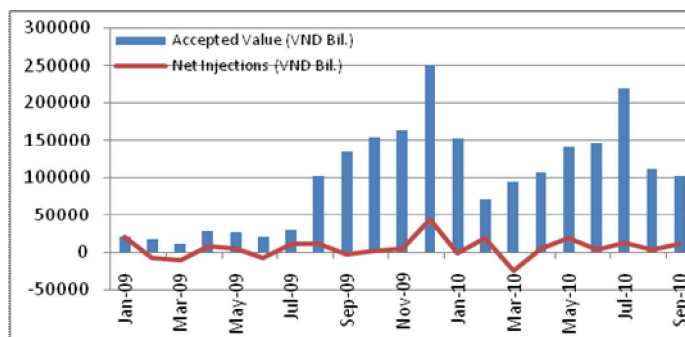
Trong quý 3, mặt bằng lãi suất vẫn tiếp tục ở mức cao, chưa giảm sâu như mong muốn của chính phủ, thậm chí lãi suất huy động thực tế tăng lên ở thời điểm cuối quý trước khi TT 13

có hiệu lực. Đến cuối tháng 9, lãi suất huy động vẫn giữ nguyên tại mức trung bình từ 11%-11.2%, bằng với mức đồng thuận hồi đầu tháng 7.

Quá trình giảm lãi suất sẽ tiếp tục gặp khó từ nay cho đến cuối năm, bên cạnh nguyên nhân kỳ vọng lạm phát gia tăng trở lại, còn bởi các nguyên nhân sau:

- Mặc dù thông tư 13 được sửa đổi một số nội dung, nhưng nhìn chung tác động sẽ không đáng kể đến thị trường tài chính tiền tệ, những nội dung cơ bản nhất, tác động mạnh đến hệ thống vẫn được giữ nguyên, vì thế lãi suất vẫn khó giảm sâu, van tín dụng vẫn chưa được mở rộng, đặc biệt ở hai thị trường bất động sản và chứng khoán.
- Chính sách tiền tệ từ cuối quý 3 đã có dấu hiệu thận trọng hơn so với quý 2 (xem hình 5). Cùng với quyết tâm giữ nguyên thời điểm thực hiện TT 13 và những nội dung chính, có thể thấy mục tiêu chính sách của NHNN có vẻ như rõ ràng hơn – đặt mục tiêu ổn định vĩ mô lên hàng đầu. Tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm đã đạt 19.5% so với 25% mục tiêu cho cả năm khiến cho quý 4, NHNN không nhất thiết phải nới lỏng chính sách tiền tệ. Nguy cơ lạm phát tăng cao ở thời điểm cuối năm cũng khiến chính sách tiền tệ sẽ thận trọng hơn.

Hình 5. Khối lượng cung tiền và cung tiền ròng trên thị trường (tính đến 26/9/2010)

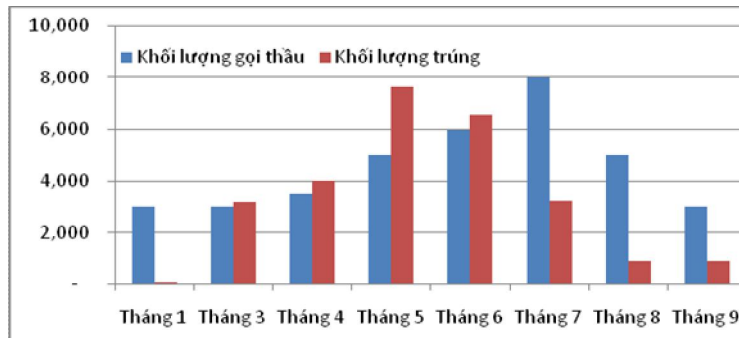


Nguồn : Thomson Reuteur

- Việc giảm lãi suất trái phiếu chính phủ trong quý 3 đã khiến các NHTM đã không còn mặn mà với trái phiếu. Trong cả quý 3, chỉ có hơn 5 nghìn tỷ đồng được phát hành trên tổng số 16 nghìn tỷ đồng gọi thầu (xem hình 6). Các NH vẫn rất quan tâm đến TPCP, thể hiện qua số lượng tham gia đấu thầu luôn gấp hơn nhiều lần so với khối lượng gọi thầu, tuy nhiên mức bỏ thầu thấp nhất của các NH thường cao hơn khoảng 0.2% so với lãi suất trúng thầu. Lạm phát trong năm 2010 được ước tính 8-8.5%, vì vậy lãi suất trúng thầu hiện nay của các kỳ hạn 3, 5 và 10 năm tương ứng là 9.8% ,10.4% và 10.8% là không hấp dẫn. Nhu cầu huy động trái phiếu vẫn còn nhiều từ nay đến cuối năm, gây sức ép đáng kể đến lãi suất trái phiếu chính phủ, vào theo đó là mặt bằng lãi suất thị trường.

- Đặc điểm thị trường ngân hàng của Việt Nam cũng là một trở ngại trong quá trình giảm lãi suất. Các NHTM chủ yếu cạnh tranh với nhau về lãi suất chứ không phải chất lượng dịch vụ. Với khá nhiều NH nhỏ vẫn tồn tại, thì chỉ cần một vài NH tăng lãi suất do thiếu vốn huy động là có thể dẫn đến mặt bằng lãi suất tăng lên.

Hình 6. Khối lượng gọi thầu và trúng thầu trái phiếu chính phủ



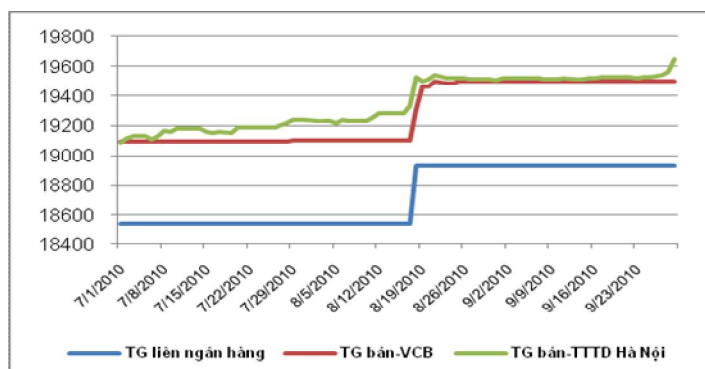
Nguồn: HNX

NHNN phá giá 2% VND nhưng sức ép tỷ giá còn khá lớn cho đến cuối năm

Sau hơn 6 tháng neo cố định tỷ giá bình quân liên ngân hàng ở mức 1USD=18544VND, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã quyết định điều chỉnh tỷ giá này lên mức 1USD=18932VND vào ngày 18/8. Nguyên nhân chính của đợt phá giá này không phải để kiểm chế nhập siêu bởi lẽ mặc dù mức thâm hụt thương mại trong 7 tháng đầu năm tuy khá cao nhưng cũng không quá lo ngại khi các nguồn tài trợ như giải ngân FDI, FII, ODA và kiều hối vẫn tăng khá tốt. Nhập siêu mang tính cơ cấu của nền kinh tế và để giải quyết không phải chỉ từ yếu tố tỷ giá. Không những thế, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy không có mối quan hệ rõ ràng nào về việc VND giảm giá với việc cải thiện cán cân thương mại. Nguyên nhân là do hệ số cơ giãn xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam rất thấp, và tác động của tỷ giá VND lên giá hàng hóa xuất nhập khẩu hàng hóa có một độ trễ nhất định (3-9 tháng).

Trước những diễn biến về cung cầu ngoại tệ trên thị trường tự do cũng như tại các NHTM trong thời gian gần đây, động thái điều chỉnh tỷ giá lần này của NHNN có lẽ nhằm mục đích ngắn hạn trước mắt đó là khơi thông nguồn cung ngoại tệ tại hệ thống ngân hàng từ đó góp phần giảm căng thẳng trên thị trường ngoại hối, tránh áp lực cho nguồn dự trữ ngoại hối hiện đang khá mỏng. Ngoài ra, việc điều chỉnh tỷ giá liên ngân hàng thực ra là một bước đi đưa VND về gần hơn với giá trị thực

Hình 7. Diễn biến tỷ giá USD/VND trên các thị trường từ 1/7/2010-28/9/2010



Nguồn: www.sbv.gov.vn, www.vietcombank.com và TVSC

Sau khi điều chỉnh tỷ giá, giá USD trên các thị trường khá ổn định (quanh mức 19480-19520) cho đến thời cuối tháng 9, USD trên thị trường tự do đột ngột tăng vọt lên mức 19700. Diễn biến tỷ giá sẽ còn nhiều phức tạp bởi các nguyên nhân sau:

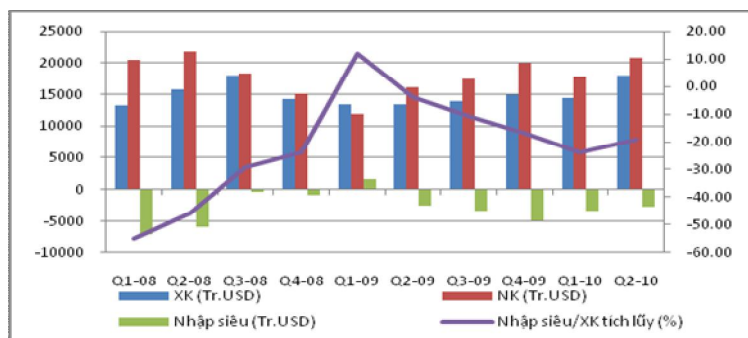
- Nhập siêu vẫn còn căng thẳng. Mức nhập siêu rất thấp của tháng 8 (395 tr.USD) chủ yếu là do lượng vàng tái xuất mạnh (774 tr.USD) do giá vàng trên thị trường thế giới tăng. Nếu loại bỏ xuất vàng thì nhập siêu tháng 8 lên tới 1,14 tỷ USD. Tháng 9 cũng không ngoại lệ. Nhập siêu tháng 9 là 1,05 tỷ USD, và nếu loại bỏ vàng, nhập siêu lên tới 1,5 tỷ USD. Nhập siêu trong 9 tháng đầu năm đã lên tới 11,409 tỷ USD (do trừ đi lượng vàng xuất khẩu trong thời gian này là 2,781 tỷ USD), chiếm tới 22,2% tổng kim ngạch xuất khẩu, vượt con số 20% mục tiêu của chính phủ.
- Hoạt động xuất vàng chỉ mang tính thời điểm. Nếu VN xuất siêu vàng thì đến lúc sẽ phải nhập lại vàng. Mặc dù các doanh nghiệp khá "được giá" trong tháng 8 khi xuất vàng, nhưng từ đó cho đến nay giá vàng liên tục lập các kỉ lục. Nếu phải nhập vàng lại phục vụ cho nhu cầu trong nước thì sẽ khó tránh khỏi các DN phải gom nhiều ngoại tệ hơn để mua vàng
- Lượng dự trữ ngoại hối hiện nay khá mỏng (12-13 tỷ USD, tương đương 8-9 tuần nhập khẩu) trong khi đó nhiều thông tin cho thấy cán cân thanh toán năm 2010 có thể thâm hụt tới 4 tỷ USD.
- Tín dụng ngoại tệ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong tháng 7, 8 dẫn đến nhu cầu mua USD để trả nợ tiền vay trong quý 4, tăng thêm áp lực về tỷ giá trong quý 4, thậm chí là đầu quý 1 năm 2011.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NHNN khó có thể điều chỉnh tiếp tỷ giá vào cuối năm 2010 bởi nguy cơ lạm phát dường như đang trở nên hiện hữu vào cuối năm. Trong trường hợp sức ép gia tăng quá lớn thì NHNN có thể điều chỉnh tỷ giá vào thời điểm sát Tết nguyên đán 2011 (giống như năm 2010, tăng tỷ giá vào ngày 28 Tết), tức là giữa quý 1 năm 2011. Đây là một thời điểm khá hợp lý để tăng tỷ giá khi lạm phát các tháng xung quanh Tết thường cao và nguyên nhân do tỷ giá sẽ ít bị đánh giá.

Nhập siêu vẫn căng thẳng và nhiều khả năng sẽ tiếp tục gia tăng vào cuối năm

Báo cáo sơ bộ của Tổng cục thống kê cho biết kim ngạch xuất khẩu tháng 9 ước đạt 6,1 tỷ USD, giảm 11,04% so với tháng 8, nhưng tăng tới 34,24% so với tháng 9/2009. Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu ước đạt khoảng 7,15 tỷ USD, giảm 1,41% so với tháng trước nhưng tăng khoảng 12% so với tháng cùng kỳ năm trước. Như vậy, tình trạng nhập siêu tháng 9 tăng khá mạnh, lên tới 1,05 tỷ USD, mức cao nhất kể từ tháng 5/2010 đến giờ. Như vậy, trong 9 tháng đầu năm 2010, tổng kim ngạch xuất khẩu đã đạt gần 51,29 tỷ USD, bằng khoảng 84% kế hoạch cả năm. Kim ngạch nhập khẩu tương ứng đạt 60 tỷ USD, bằng 81,5% kế hoạch năm. Nhưng đồng thời, nhập siêu đã lên đến con số 8,628 tỷ USD, bằng 16,82% tổng kim ngạch xuất khẩu cùng thời kỳ và thấp hơn so với mục tiêu khống chế dưới 20%.

Hình 8. Kim ngạch xuất nhập khẩu và nhập siêu từ quý 1/2008-quý 3/2010



Nguồn: GSO và tính toán của TVSC

Tuy nhiên, việc chính phủ đưa xuất khẩu vàng vào kim ngạch xuất khẩu là không phù hợp do vàng được coi là tiền tệ chứ không phải hàng hóa. Nếu loại bỏ kim ngạch xuất khẩu vàng (khoảng 450 tr.USD) trong tháng thì nhập siêu tháng 9 lên đến 1,5 tỷ USD, một mức nhập siêu khá cao. Tương tự, số liệu nhập siêu 9 tháng đầu năm 2010 sẽ lên đến 11,409 tỷ USD do lượng vàng xuất khẩu trong thời gian này là 2,781 tỷ USD. Như vậy, nhập siêu đã chiếm tới 22,2% tổng kim ngạch xuất khẩu, vượt con số 20% mục tiêu của chính phủ. Sự tăng trở lại của nhập siêu trong tháng 9 đã khiến cho những lo lắng về xu hướng gia tăng nhập siêu về cuối năm ngày càng trở nên hiện hữu.

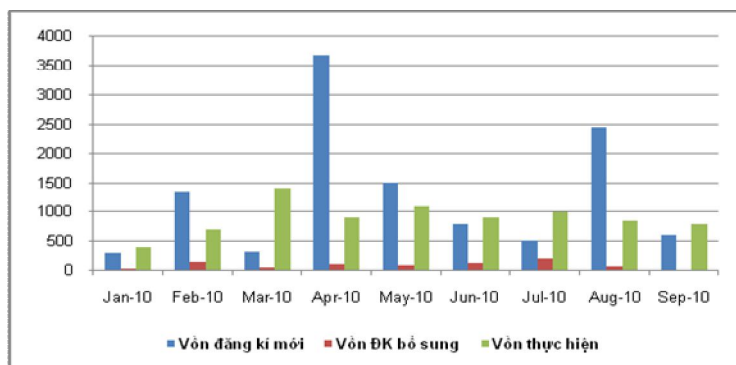
Cán cân vốn không còn quá dồi dào để tài trợ cho thâm hụt thương mại

Báo cáo của Cục Đầu tư Nước ngoài (Bộ Kế hoạch và Đầu tư) cho biết đã có 62 dự án FDI được cấp mới với tổng số vốn đăng ký đạt 616 triệu USD trong tháng 9/2010, giảm khá mạnh so với các con số tương ứng của tháng 8 (72 dự án và 2,5 tỷ USD). Như vậy, tính chung 9 tháng đầu năm, cả nước đã thu hút được 720 dự án đăng ký cấp mới với tổng vốn đăng ký 11,4 tỷ USD, tăng 37,3% so với cùng kỳ 2009. Tuy nhiên, tổng số vốn đăng ký bổ sung thêm từ đầu năm đến thời điểm báo cáo chỉ là 783 triệu USD, chỉ bằng 13,8% so với cùng kỳ năm 2009.

Lượng vốn FDI giải ngân trong tháng 9 đạt khoảng 800 triệu USD, đưa tổng số vốn thực hiện 9 tháng đầu năm lên mức 8,05 tỷ USD, chỉ tăng 4,8% so với cùng kỳ năm 2010. Như vậy, mức giải ngân tháng này đã thấp hơn 50 triệu USD so với tháng 8 và kém xa con số giải ngân bình quân 9 tháng đầu năm, gần 900 triệu USD/tháng.

Có một điểm cần chú ý là con số 8,05 tỷ USD giải ngân mà bộ KH và ĐT công bố là con số giải ngân từ cả nhà đầu tư nước ngoài và đối tác trong nước. Còn số giải ngân của riêng nhà đầu tư nước ngoài sẽ thấp hơn (được ghi chép trong phần cán cân vốn và dùng để tài trợ cho thâm hụt thương mại), chỉ dao động khoảng 65-75% con số trên. Điều đó có nghĩa là trong khi thâm hụt thương mại có xu hướng tăng lên thì giải ngân FDI lại đang có xu hướng giảm xuống – đây là nguyên nhân khiến cho tỷ giá chịu thêm sức ép vào cuối năm.

Hình 9. Lượng vốn đăng kí mới, đăng kí bổ sung, và giải ngân từ đối tác nước ngoài và liên doanh trong nước từ 1/2010-9/2010 (Tr. USD)



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Cùng với giải ngân vốn đầu tư trực tiếp, luồng vốn ODA được coi là một nguồn tài trợ khá quan trọng nhằm tài trợ cho sự thâm hụt của cán cân thương mại. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong 9 tháng đầu năm 2010, tổng giá trị vốn ODA được ký thông qua các Hiệp định với các nhà tài trợ đạt 2.209 triệu USD; trong đó vốn vay đạt 2.108 triệu USD và vốn viện trợ không hoàn lại đạt 101 triệu USD. Giải ngân ODA 9 tháng đầu năm ước đạt khoảng 1.920 triệu USD, bằng 79% kế hoạch cả năm và tăng 11% so với cùng kỳ năm 2009. Tuy nhiên, những diễn biến về thâm hụt thương mại cũng như giải ngân FDI cho thấy cán cân thanh toán năm 2010 sẽ gặp khá nhiều sức ép.

Tóm tắt và nhận định chung quý 4 năm 2010

- Kinh tế thế giới đã chứng kiến đà giảm sút rõ nét trong quý 3. Tăng trưởng của hầu hết các nước lớn như Mỹ, châu Âu, Nhật Bản và Trung Quốc đều có dấu hiệu suy giảm, và do đó, một số nước đã và sẽ tiếp tục can thiệp vào thị trường ngoại hối để tăng khả năng cạnh tranh hàng xuất khẩu, nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng đang èo uột, đánh dấu một cuộc chiến tỷ giá có thể xảy ra trong quý 4. Trong khi đó, vấn đề nợ công châu Âu đã qua thời kỳ nặng nề nhất, các nước Eurozone đang nỗ lực thắt

chặt tài khóa và lành mạnh hóa hệ thống tài chính tiền tệ, mặc dù phải đối mặt với tăng trưởng giảm sút.

- Kinh tế trong nước tiếp tục tăng trưởng khá, GDP 9 tháng đầu năm tăng 6,52% trong khi giá trị SXCN tăng 13,8%, đảm bảo mức tăng mục tiêu 6.7% cho cả năm có thể đạt được.
- Lạm phát đột ngột tăng mạnh vào tháng 9 (1.31%), khiến lạm phát lũy kế 9 tháng đầu năm đã đạt 6.3%, và con số mục tiêu 8% trong năm có thể khó đạt được. Nhu cầu lương thực tăng cao vào cuối năm, giá hàng hóa cơ bản thế giới có xu hướng tăng và tỷ giá còn sức ép giảm sẽ khiến lạm phát các tháng cuối năm còn phức tạp. Dự báo lạm phát tháng 10 có thể ở mức 0.5-0.75%, và lạm phát cả năm có thể đến 8.21 - 8.68%.
- Những nội dung quan trọng nhất của thông tư 13 vẫn không được sửa đổi khiến cho khả năng cấp tín dụng của hệ thống ngân hàng vẫn gặp khó khăn, đặc biệt ở hai thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán
- Lãi suất từ nay đến cuối năm tiếp tục khó có thể giảm sâu do kỳ vọng lạm phát đã gia tăng trở lại, nút thắt thông tư 13 và các quy định trên TT liên NH, sức ép trên thị trường trái phiếu chính phủ và chính sách tiền tệ thận trọng.
- Tính đến hết tháng 9, tăng trưởng tín dụng đã đạt gần 20%, NHNN sẽ không tìm mọi cách để mở rộng cung tiền, đặc biệt là khi sức ép lạm phát trở lại vào cuối năm. Chính sách tiền tệ thận trọng đã được thể hiện ở tháng 8 và tháng 9 khi lượng tiền giao dịch trên thị trường mở đã giảm mạnh.
- Sau khi phá giá tiền đồng vào ngày 18/8, thị trường ngoại hối tạm thời bình ổn trước khi có biến động trở lại vào cuối tháng 9. Sức ép nhập siêu gia tăng vào cuối năm, cộng với FDI giải ngân không quá dồi dào có thể gây áp lực đến cán cân tài khoản thanh toán vào cuối năm, và gia tăng thêm lo ngại về giá trị VND.

TÓM TẮT DIỄN BIẾN TTCK THÁNG 9

TTCK đã bước vào tháng 9 cùng với những kỳ vọng về việc chỉnh sửa thông tư 13/2010/TT-NHNN, hé lộ báo cáo tài chính quý 3 sẽ mang lại một xu thế phục hồi sau một tháng 8 sụt giảm tồi tệ nhất kể từ đầu năm 2010. Tuy nhiên, tâm lý thận trọng của nhà đầu tư cộng thêm các mối quan ngại về kinh tế vĩ mô (lạm phát, thâm hụt thương mại, tỷ giá...) quay trở lại khiến thị trường không thể tiếp tục đà hồi phục mà chuyển sang một xu thế đi ngang do dự với các đợt sóng dao động nhỏ biên độ hẹp dần trong vùng 442 – 465 điểm.

Tâm lý hưng phấn của đợt phục hồi cuối tháng 8 từ đáy 421 điểm đã không kéo dài sau kỳ nghỉ lễ 2/9. Việc chốt lời tại vùng kháng cự mạnh 465 - 470 điểm, trong điều kiện dòng tiền trên thị trường tương đối yếu, đã kéo theo sự suy giảm trở lại vùng 440 điểm. Tuy vậy, việc hỗ trợ các cổ phiếu chủ chốt từ các nhà tạo lập thị trường và nhà đầu tư nước ngoài cũng giúp cho VNIndex xác lập được mức đáy 442 tương đối vững chắc. Nỗ lực thứ hai xuyên phá vùng kháng cự 465 điểm nhanh chóng thất bại bởi những lo ngại trước khi thông tin CPI tháng 9 của 2 thành phố lớn là Hà Nội, Hồ Chí Minh và cả nước được công bố. Thông tin CPI tháng 9 cao đột biến hơn kỳ vọng ở mức 1,31% khiến thị trường giảm lại về mức cân bằng xung quanh 450 điểm. Những kỳ vọng còn lại của tháng 9 dồn vào việc sửa đổi thông tư số 13, hiệu ứng giữ NAV cuối quý 3 của các quỹ đầu tư và hé lộ báo cáo tài chính quý 3 tích cực. Tuy nhiên, tác động thực sự của các yếu tố này tới thị trường chung là không đủ lớn, VNIndex tiếp tục thu hẹp biên độ dao động với KLGD suy giảm dần quanh mức cân bằng 450 điểm.

Chúng tôi xin điểm lại một số nhân tố chính tác động tới diễn biến của thị trường trong tháng 9:

- i. **Yếu tố tâm lý:** Yếu tố tâm lý đóng một vai trò tương đối lớn đối với diễn biến đi ngang trong tháng 9. Mặc dù có những kỳ vọng nhất định nhưng tâm lý thận trọng vẫn chi phối các quyết định mua bán của nhà đầu tư trong phần lớn tháng 9. Do vậy, các đợt hồi phục của thị trường đã không thu hút được lượng cầu đủ lớn để tạo nên sự đột phá. Ở phía ngược lại, tâm lý nhà đầu tư cũng nhanh chóng lấy lại thăng bằng khi các thông tin không tích cực như thông tin CPI tháng 9 được công bố. Tâm lý thận trọng tăng dần được thể hiện ở sự suy giảm KLGD giảm từ mức trên 50 triệu đơn vị/phiên trên sàn HOSE tuần đầu tháng 9 xuống mức bình quân xấp xỉ 32 triệu đơn vị/phiên vào tuần cuối tháng 9.
- ii. **Thông tin chính thức về thông tư số 13/TT-NHNN:** Mặc dù được coi là một nhân tố sẽ tác động mạnh nhất tới xu hướng thị trường tháng 9, trên thực tế, việc thông tư 19 sửa đổi bổ sung một số quy định của thông tư 13 được công bố vào ngay trước hạn thông tư 13 chính thức đi vào thực hiện (1/10/2010) đã không gây nhiều biến động đối với thị trường. Những sửa đổi và bổ sung của thông tư 19 so với thông tư 13 là không nhiều; trong đó chủ yếu là sửa đổi theo hướng mở rộng nguồn vốn được xác định vào nguồn vốn huy động để cho vay (phần vốn từ Kho bạc Nhà nước, vốn vay các tổ chức tín dụng khác có kỳ hạn từ 3 tháng trở lên, hay 25% tiền gửi không kỳ hạn của tổ chức

kinh tế). Các nội dung như tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu CAR, hệ số rủi ro đối với các khoản cho vay kinh doanh chứng khoán, bất động sản không có thay đổi. Thời hạn áp dụng Thông tư số 13 vẫn giữ nguyên từ 1/10/2010. Nhìn chung, các vấn đề về thông tư 13 đã được mổ xẻ khá kỹ càng và các nội dung sửa đổi đã được thị trường dự báo trước do đó đã phản ánh tương đối đầy đủ trước khi thông tin chính thức được công bố.

- iii. **Thông tin CPI tháng 9 tăng cao hơn dự báo ban đầu:** Thông tin CPI tháng 9 tăng đột biến 1,31% cao hơn các dự báo trước đó của Cục quản lý giá (0,3-0,4%) và dự báo của các chuyên gia kinh tế. Thông tin này khiến VNIndex thất bại trong nỗ lực vượt qua vùng kháng cự mạnh hiện thời 460 – 465 điểm. Tuy vậy, ảnh hưởng tiêu cực của thông tin này lên thị trường cũng ở mức vừa phải (VNIndex giảm khoảng 3% từ mức 462 điểm xuống thấp nhất 447 điểm) do các số liệu đã chỉ ra mức tăng CPI tháng 9 có sự đóng góp đột biến mang tính thời vụ của nhóm chi phí giáo dục, đã đóng góp 0,68% vào mức tăng tổng thể 1,31% của CPI tháng 9.
- iv. **Dòng tiền của các nhà đầu tư dài hạn và hiệu ứng giữ NAV cuối tháng 9:** Đặc điểm này được phản ánh trong tháng 9 khi các phiên giao dịch giảm điểm về gần vùng hỗ trợ mạnh 440 – 445 điểm thường có KLGD gia tăng nhờ lượng cầu mua vào của các tổ chức phục vụ đầu tư trung và dài hạn. Đó là một sự chuyển giao giữa các nhà đầu tư có khuynh hướng ngắn hạn và các nhà đầu tư trung dài hạn. Nếu 450 điểm được coi là mốc cân bằng của VNIndex, mức P/E bình quân toàn bộ thị trường là 9,83 lần, P/BV tương ứng 1,86 lần. Mức P/E bình quân này chỉ cao hơn 13% so với P/E bình quân tại đáy 235 điểm (8,5 lần) trong năm 2009. Khoảng 22% số cổ phiếu trên cả 2 sàn giao dịch có mức P/E trailing nhỏ hơn 6 lần và xấp xỉ 15% tổng số cổ phiếu có mức P/BV nhỏ hơn 1. Bên cạnh dòng tiền đầu tư dài hạn, giao dịch NĐTNN cũng đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định thị trường. Đặc biệt trong tuần cuối tháng 9, lượng cầu của NĐTNN với một số cổ phiếu chủ chốt như BVH, DPM, FPT, HAG, HPG, ITA... đã giúp thị trường đứng vững trên 450 điểm mỗi khi tâm lý khối đầu tư trong nước có dấu hiệu chùng xuống và gia tăng bán ra.
- v. **Thị trường thiếu nhóm cổ phiếu dẫn dắt:** Thị trường trong giai đoạn hiện tại thiếu một/một vài nhóm cổ phiếu có vốn hóa đủ lớn và yếu tố thông tin hỗ trợ mạnh để có thể dẫn dắt xu hướng, gây ảnh hưởng lên các nhóm cổ phiếu khác. Các nhóm cổ phiếu blue-chips chỉ giao dịch mạnh khi thị trường trở về các mốc hỗ trợ chủ chốt, do hiệu ứng giữ NAV và mua vào trung dài hạn của các tổ chức đầu tư, khối nước ngoài. Bên

cạnh đó, kết quả kinh doanh quý 3 của các nhóm có vốn hóa lớn như ngân hàng, chứng khoán, Bất động sản...dự kiến sẽ không có nhiều điểm nhấn nổi bật. Các nhóm cổ phiếu đầu cơ sau thời gian ngắn hồi phục mạnh từ đáy, tiếp tục rơi vào giai đoạn thoái trào hoặc đi ngang tích lũy; không còn khả năng thu hút các dòng tiền “nóng” như trước kia và hầu như không có khả năng gây ảnh hưởng lớn lên xu hướng thị trường.

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG TỚI TTCK TRONG THÁNG 10

Theo chúng tôi, một số yếu tố chủ đạo sau đây sẽ tác động tới xu hướng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 10:

- i. **Tác động của yếu tố Đại lễ Thăng Long 1000 năm:** Mặc dù trong lịch sử giao dịch, thị trường thường không giảm điểm vào các dịp lễ, tuy nhiên, chúng tôi cũng không cho rằng có nhiều mối tương quan tác động giữa dịp lễ hội này với diễn biến của TTCK trong nước. Các kỳ vọng về tác động tâm lý khiến thị trường khởi sắc vào dịp lễ là không thực sự thuyết phục.
- ii. **Báo cáo tài chính quý 3:** Theo chúng tôi đánh giá, báo cáo KQKD quý 3 của các doanh nghiệp niêm yết sẽ không có nhiều yếu tố đột biến – do đó sự tác động lên thị trường sẽ không thực sự đáng kể. Các nhóm ngành lớn chiếm tới 70% vốn hóa thị trường gồm có ngân hàng, chứng khoán, BĐS đều chịu những áp lực lớn về lợi nhuận trong năm nay. Một số ngành có sự thuận lợi kinh doanh trong quý 3 như cao su tự nhiên, thép, đường nhưng khả năng tác động tới xu hướng thị trường chung là thấp. Sự đột biến chỉ xảy ra ở một số trường hợp riêng lẻ.
- iii. **Dòng tiền của các nhà đầu tư dài hạn và khối đầu tư nước ngoài:** Chúng tôi cho rằng sức cầu của các nhà đầu tư dài hạn và khối đầu tư nước ngoài tiếp tục là một động lực hỗ trợ thị trường trong tháng 10. Dòng tiền này có vai trò rất quan trọng trong các thời điểm tâm lý các nhà đầu cơ ngắn hạn xấu đi khiến thị trường có khả năng suy giảm. Nhìn chung dòng tiền dài hạn sẽ xuất hiện ở các mức hỗ trợ chủ chốt của VNIndex như 450, 445, 440...Nhìn chung, một số nhóm cổ phiếu blue chip như DPM, HPG, FPT, HAG và nhóm cổ phiếu ngân hàng (STB, EIB) đang có diễn biến giá tốt hơn so với thị trường chung và nhóm midcap, small-cap do nhận được sự trợ giá từ các nhà đầu tư tổ chức và khối nước ngoài.

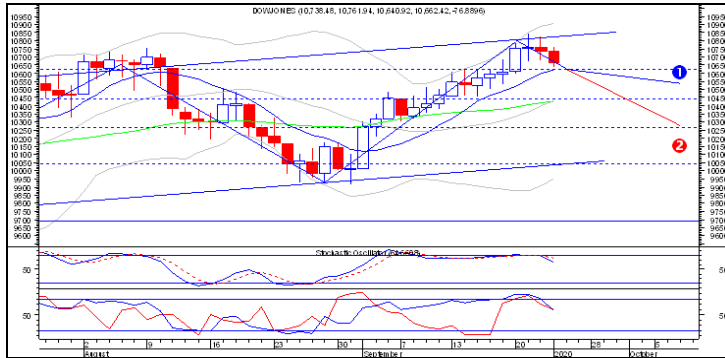
- iv. **Xu hướng lạm phát trong tháng 10:** Chỉ số lạm phát trong tháng 10 là một yếu tố vĩ mô được chú ý đặc biệt sau khi CPI tháng 9 tăng đột biến. Hiệu ứng “Đại lễ” tại Hà Nội sẽ là một yếu tố có ảnh hưởng nhất định tới mức tăng CPI của Hà Nội nói riêng và cả nước nói chung. Theo dự báo của TVSC, CPI tháng 10 có thể tăng từ 0,5 – 0,78% tùy theo mức độ đóng góp của tăng CPI thành phố Hà Nội vào tăng CPI chung của cả nước. Một mức tăng CPI vừa phải quanh 0,5% sẽ góp phần ổn định hơn tâm lý thị trường và giải tỏa quan ngại về lạm phát cao quay trở lại. Ngược lại, mức CPI tăng trên 0,7% sẽ là một tin tức gây ảnh hưởng tiêu cực lên xu hướng thị trường chứng khoán tháng 10.
- v. **Việc các ngân hàng cam kết hạ lãi suất huy động từ 15/10:** Khả năng thực hiện giảm lãi suất sẽ phân hóa giữa các ngân hàng. Các ngân hàng lớn, đặc biệt là các ngân hàng quốc doanh/thương mại cổ phần lớn có điều kiện thuận lợi hơn để giảm lãi suất huy động do nguồn vốn khả dụng dồi dào và đã đáp ứng được các yêu cầu của Thông tư 13. Trong khi đó, một số ngân hàng nhỏ vẫn gặp khó khăn về nguồn vốn và làm chậm lại quá trình giảm lãi suất toàn ngành. Vấn đề giảm lãi suất huy động sẽ tương đối khó khăn hơn về cuối năm khi nhu cầu rút tiền thanh toán, chi tiêu của người dân là lớn và áp lực lạm phát đang gia tăng. Nhìn chung, đây là một tín hiệu tốt cho nền kinh tế, tuy nhiên khả năng thực hiện còn cần tiếp tục theo dõi. Thị trường chứng khoán sẽ khó có khả năng phản ứng quá tích cực trước cam kết giảm lãi suất.

Tóm lại, thị trường chứng khoán trong tháng 10 chưa có nhiều yếu tố mang tính đột biến cả về cơ bản và kỹ thuật có khả năng tạo nên một xu hướng rõ nét và đủ mạnh. TVSC cho rằng thị trường sẽ giao dịch đi ngang xung quanh ngưỡng cân bằng 450 điểm với khoảng giao động xấp xỉ 20 điểm, tương đương 430 – 470 điểm. Nhóm cổ phiếu có vốn hóa lớn sẽ có diễn biến giá tốt hơn (outperform) so với nhóm cổ phiếu đầu cơ midcap và small-cap để duy trì sự cân bằng của toàn bộ thị trường. Do đó, thị trường sẽ chứa đựng nhiều rủi ro đối với các nhà đầu cơ ngắn hạn trong khi lại tạo ra nhiều cơ hội mua vào tích lũy cho các nhà đầu tư giá trị.

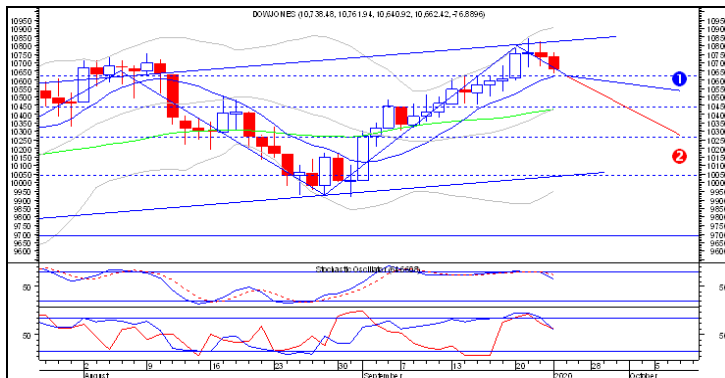
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Thị trường chứng khoán Mỹ:

Dow Jones trong trung hạn

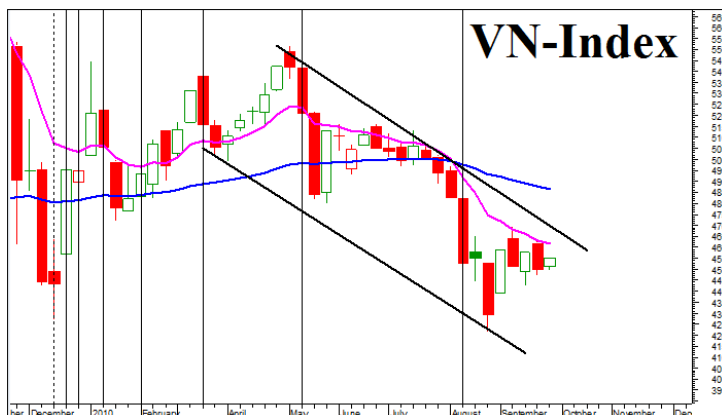


Dow Jones trong ngắn hạn



Thị trường chứng khoán Việt Nam:

Đồ thị tuần theo dõi những biến trong trung hạn của VN-Index



Dow Jones trung hạn:

Các chỉ báo

- MFI(14); RSI(14) đi ngang, chưa báo hiệu xu hướng mới.
- MACD tăng qua mức 0, cho tín hiệu mua vào.

Kết luận

Đồ thị của Dow Jones có xu hướng đi ngang sau khi lên quanh mức 10.800 điểm. Xu hướng sắp tới có khả năng đi ngang hoặc giảm nhẹ.

Dow Jones ngắn hạn:

Các chỉ báo

- MFI(5); RSI (5); STO điều chỉnh giảm khi vào vùng quá mua cho thấy khả năng tiếp tục giảm của sức cầu.
- MA(20) có xu hướng cắt MA(50) từ dưới lên, hỗ trợ xu hướng tăng trung hạn.

Kết luận

Đồ thị của Dow Jones Industries có xu hướng điều chỉnh giảm sau khi tạo đỉnh gần mức 10850. Xu hướng điều chỉnh có khả năng thay đổi vào đầu tháng 10.

Thị trường trong trung hạn:

Các chỉ báo

- MFI(14 month) rơi xuống ngưỡng quá bán, cho thấy dòng tiền sắp tới có khả năng cải thiện mạnh.
- MA(20 month) phân kỳ dương so với đường giá.

Cả VN-Index và HNX-Index vẫn đang dịch chuyển trong xu hướng giảm trung hạn.

Đồ thị tuần theo dõi những biến trong trung hạn của HNX-Index



Đồ thị ngày theo dõi những biến trong ngắn hạn của VN-Index



Đồ thị ngày theo dõi những biến trong ngắn hạn của HNX-Index



Kết luận

Đồ thị tuần của VN-Index và HNX-Index đang tiếp cận với xu hướng giảm trung hạn, đường đã giới hạn các đỉnh của các sóng phục hồi tạm thời và mức cản cho 2 chỉ số này hiện tại là 460 và 135. Việc vượt qua các mức này và break xu hướng giảm trung hạn cần có sự tích lũy lớn.

Thị trường trong ngắn hạn:

Các chỉ báo

- MFI(5) đi vào vùng quá bán, có khả năng bật lại trong thời gian tới;
- Chỉ báo Stochastic Oscillator cũng đang tiến tới vùng quá bán.

Kết luận

Đồ thị của VN-Index có xu hướng tích lũy đi ngang khi đáy sau cao hơn đáy trước, đỉnh sau thấp hơn đỉnh trước, hình thành mẫu hình củng cố xu hướng lên dạng tam giác cân mà vùng cản bởi kênh trên hiện tại là ở khu vực quanh 455 cho VN-Index và 130 cho HNX-Index. Việc vượt lên các mức này có lẽ sẽ có sự giằng co lớn và có thể tạo ra động lực tăng mạnh.

Kịch bản cho tháng 10/2010:

- Kịch bản 1 (50%): Dao động trong vùng 430-475. VN-Index sẽ tạo đỉnh quanh mức 475 trong tháng 10, điều chỉnh giảm dần về 430 trong tháng 12/2010.
- Kịch bản 2 (30%): VN-Index giảm về quanh mức 430 trong tháng 10, sau đó tăng dần đến quanh vùng 475 trong tháng 12/2010.

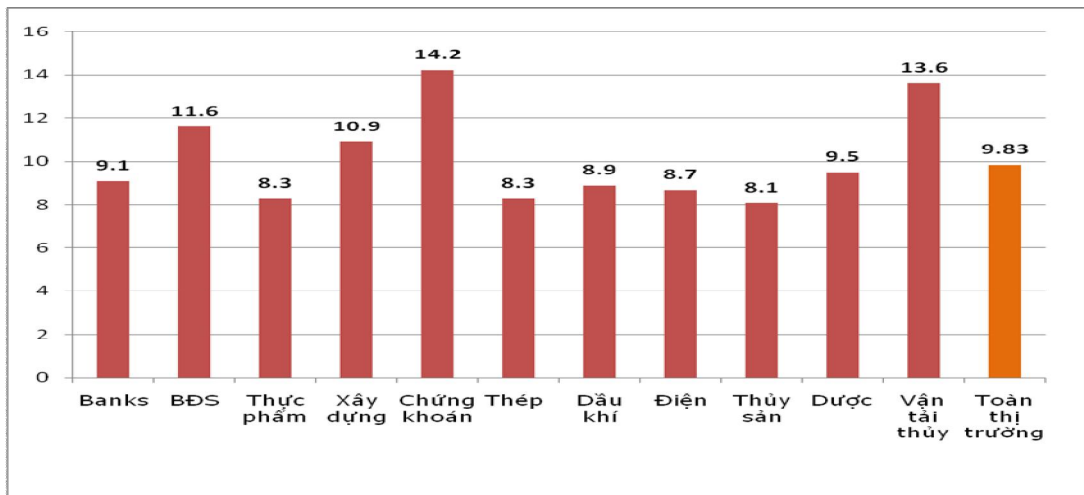
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ TRONG THÁNG 10

Với 450 điểm được coi là mức cân bằng tương đối của thị trường trong tháng 10, TVSC cho rằng mặt bằng giá hiện tại là hấp dẫn, phù hợp đầu tư trung dài hạn:

- P/E bình quân 600 cổ phiếu niêm yết trên 2 sàn: 9,83 lần (450 điểm); 134 cổ phiếu có P/E trailing < 6 lần (22%)
- P/BV bình quân: 1,86 lần, có 90 cổ phiếu có mức P/B < 1 (15%)
- So sánh với thời kỳ đáy khủng hoảng (P/E toàn thị trường ~ 8,5, P/BV ~ 1,2, VNIndex 235 điểm). Mức P/E giả định tại VNIndex 420 điểm cao hơn khoảng 8%; P/BV cao hơn 42%. Nhiều cp blue-chip nằm thấp ngang mức đáy 235: PVD, VSH, PPC...
- Mức P/E bình quân toàn thị trường Việt Nam tương đương với thị trường Trung Quốc và thấp hơn so với mức P/E của chỉ số MSCI toàn thị trường Châu Á (12,6 lần)

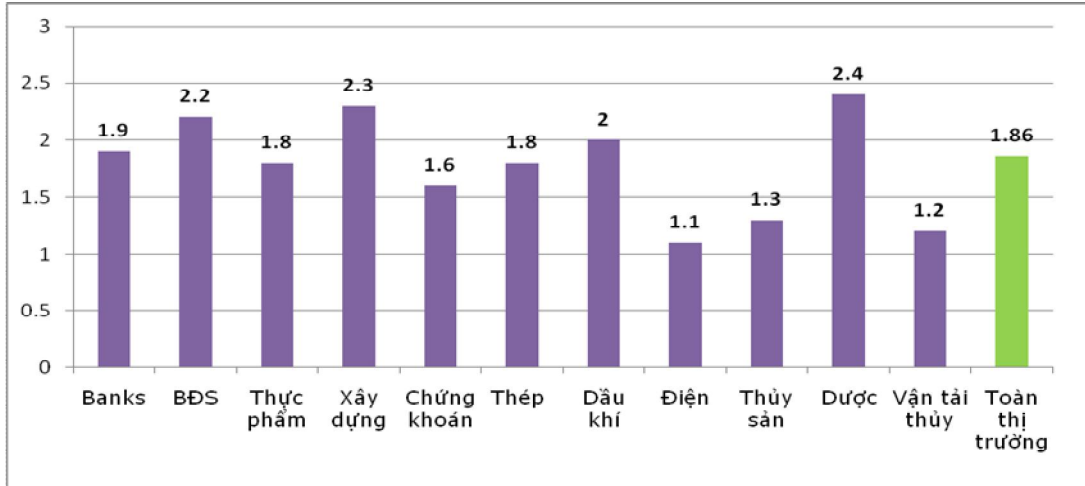
11 nhóm ngành tiêu biểu chiếm xấp xỉ 68% tổng vốn hóa toàn thị trường có các chỉ số định giá (P/E, P/BV) ngành như sau, tương ứng với mức VNIndex 450 điểm:

P/E bình quân các ngành



Nguồn: TVSC tính toán

P/BV bình quân các ngành:



Nguồn: TVSC tính toán

Đối với triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trong quý 3 và quý 4 cuối năm, chúng tôi tóm tắt các khó khăn và thuận lợi cũng như khuyến nghị một số các công ty có khả năng hoàn thành hoặc vượt kế hoạch lợi nhuận trong năm 2010 trong các nhóm ngành ngân hàng, chứng khoán, bất động sản, cao su tự nhiên, thép, mía đường, xây dựng, vận tải biển như bảng dưới đây:

Stt	Ngành	Thuận lợi	Khó khăn	Triển vọng lợi nhuận
1	Ngân hàng		<ul style="list-style-type: none"> Tín dụng toàn hệ thống tăng trưởng chậm hơn kế hoạch. Doanh thu từ mảng tín dụng bị thu hẹp. Việc gấp rút thực hiện TT 13 khiến hoạt động tín dụng trở nên thận trọng. Cạnh tranh huy động vốn gay gắt. Biên lợi nhuận giảm Các mảng kinh doanh vàng, chứng khoán khó khăn Hiệu ứng tăng vốn, pha loãng → mất đi tính hấp dẫn 1 số ngân hàng lớn bị Fitch rating hạ định mức tín nhiệm (ACB, VCB) Phải dự phòng các khoản cho vay có liên quan Vinashin 	Khó có lợi nhuận đột biến, tuy nhiên lợi nhuận cũng không sụt giảm đáng kể. Một số ngân hàng có lợi nhuận ổn định: VCB, STB, CTG

2	Chứng khoán		<ul style="list-style-type: none"> ○ Cạnh tranh gay gắt trong lĩnh vực môi giới, nguồn thu từ phí giảm. Thị trường đi ngang, KLGD, GTGD thấp ○ Hoạt động tự doanh khó khăn ○ Hiệu ứng tăng vốn, pha loãng → mất đi tính hấp dẫn 	Chỉ 1 số ít công ty duy trì được lợi nhuận do có thị phần ổn định, hoạt động tự doanh hiệu quả vì có nguồn hàng sẵn: SSI, VNDS. 1 số CTCK có thể lỗ.
3	Bất động sản		<ul style="list-style-type: none"> ○ Tăng trưởng tín dụng nền kinh tế thấp, thị trường BĐS trầm lắng. Giá BĐS đang ở mức cao. ○ Sự ra đời của Nghị định 71 khiến thị trường BĐS có thể trầm lắng hơn. ○ Nhiều công trình hạ tầng bị chậm so với tiến độ 	1 số công ty có khả năng cao đạt kế hoạch lợi nhuận: SJS, DIG, HDG, CLG, XMC, NTB
4	Cao su tự nhiên	<ul style="list-style-type: none"> ○ Giá xuất khẩu cao su bình quân quý 3 (58 – 60 tr/tấn) tăng 10% so với quý 2. ○ Vào vụ mùa XK: tháng 9, tháng 10 ○ Điều chỉnh tỷ giá USD/VND → tăng doanh thu 		1 số công ty có khả năng đạt vượt kế hoạch: HRC, DPR, TRC
5	Thép	<ul style="list-style-type: none"> ○ Sản lượng tiêu thụ trong quý 3 đạt cao ~ 1,4 tr tấn, đảo ngược tính chu kỳ. ○ Giá bán tại nhà máy tăng khoảng 20% so với đầu tháng 6 (14,5 tr/tấn) ○ Lượng phôi tồn kho từ cuối quý 2 đầu quý 3 tạo nên mặt bằng giá thành thấp → 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Hoạt động XD – BĐS trầm lắng trong quý 3. Sản lượng tiêu thụ tăng có thể xuất phát từ lý do đầu cơ tích trữ của các đại lý ○ Giá phôi thép trên thị trường thế giới có xu hướng tăng trở lại (khoảng 100USD/tấn) trong quý 3. 	Các công ty thép có khả năng đạt doanh thu và lợi nhuận tốt trong quý 3. 1 số công ty: HPG, HSG, SMC, DNY

		tăng tỷ suất LN		
6	Đường	<ul style="list-style-type: none"> Giá đường trên thế giới có xu hướng phục hồi trở lại. Giá đường trong nước tăng trở lại và đứng ở mức cao 18.000 – 19.000 đồng/kg. Bước vào mùa vụ tiêu thụ đường mạnh (tháng 9, tháng 10) 	<ul style="list-style-type: none"> Nhà nước dần bỏ việc bảo hộ ngành đường. Quote nhập đường năm 2010 là 300 ngàn tấn (2009: 100 ngàn tấn). Trong 5 tháng cuối năm còn quota nhập 150 ngàn tấn. Thuế suất bình quân 5% → cạnh tranh về giá giữa đường nhập khẩu và đường SX trong nước Lượng hàng tồn kho còn tương đối nhiều Các cổ phiếu đường hiện không được thị trường yêu thích, ít có sóng 	Các DN đường có thể đạt lợi nhuận tốt trong quý 3 nhưng các yếu tố thuận lợi đang mất đi dần, giá đường có thể giảm vào năm 2011. Các cổ phiếu đáng chú ý trong ngành: LSS, BHS, SEC
7	Xây dựng		<ul style="list-style-type: none"> Hoạt động XD – BĐS trầm lắng trong quý 3. Quý 3 chưa phải thời điểm các DN xây dựng được quyết toán các công trình. Các cổ phiếu xây dựng phần lớn là các cổ phiếu penny, ảnh hưởng lên thị trường không nhiều. Sự tăng giá cổ phiếu nhiều khi không xuất phát từ các yếu tố cơ bản 	Các DN Xây dựng khó có lợi nhuận đột biến trong quý 3, ngoại trừ 1 số DN có thể phát sinh thu nhập từ việc chuyển nhượng/bán, định giá lại dự án: VE9, HBC, VC3, SJC, SDH... Các DN Xây dựng có thể đầu tư trung hạn cho quý 4: PVX, HBC, SDT, SJE, ICG
8	Vận tải biển		<ul style="list-style-type: none"> Nhiều công ty vận tải biển vẫn hoạt động dưới mức hòa vốn. BDI đang ở mức 2.500 sau đợt giảm mạnh từ 4000 từ quý 2. Lợi nhuận đột biến chủ yếu xuất phát từ hoạt động thanh lý tàu Tăng tỷ giá USD/VND → rủi ro tỷ giá đối với các khoản vay bằng USD Xu hướng hồi phục của thị trường vận tải biển là chưa rõ ràng 	Thích hợp đầu tư trung dài hạn P/BV thấp. Một số doanh nghiệp đáng chú ý: VOS, VST, VIP

Điều Khoản Miễn Trừ / Khuyến Cáo

Báo cáo phân tích này do Phòng Phân tích Đầu tư, Công ty Cổ phần Chứng khoán Trí Việt (TVSC) thực hiện. Báo cáo được lập trên cơ sở thu thập, tổng hợp, nghiên cứu từ các nguồn số liệu, thông tin đáng tin cậy và có tính chính xác cao tại thời điểm phát hành. Tuy nhiên chúng tôi không cam kết hay đảm bảo đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các nguồn số liệu và thông tin đó. Trong bản báo cáo có thể thể hiện quan điểm cá nhân của nhóm phân tích, chứ không phải là quan điểm của TVSC. Báo cáo phân tích này chỉ mang tính chất tham khảo, do đó TVSC không chịu trách nhiệm đối với bất cứ rủi ro nào phát sinh từ việc tham khảo hay sử dụng những thông tin trong bản báo cáo này. Chúng tôi khuyến cáo nhà đầu tư, ngoài việc tham khảo báo cáo phân tích của TVSC thì nên kết hợp với việc tìm hiểu thêm các thông tin khác trước khi ra quyết định đầu tư.

Phòng Phân Tích Đầu Tư**Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Trí Việt**

Địa chỉ: 142 Đội Cấn, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +084 043 6273 2059

Fax: + 84 043 6273 2058

<http://www.tvsc.vn>