

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI DƯƠNG

Đ/C: Số 4 Láng Hạ - Ba Đình - Hà Nội

Tel: 04.37726699 Fax: 04.3772673

Website: <http://www.ocs.com.vn>

Giám đốc Khối Phân tích – Đầu tư

Phùng Việt Long Longpv@ocs.com.vn

Trưởng phòng Phân tích

Trần Trọng Thắng Thangtt@ocs.com.vn

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Mạnh Tiến Tiennm@ocs.com.vn

Đỗ Huyền Trang Trangdh@ocs.com.vn

Lê Minh Hải Hailm@ocs.com.vn

Trần Thành Cam Camtt@ocs.com.vn

Toàn bộ báo cáo phân tích nhận định này được xây dựng trên cơ sở nhận định khách quan của Phòng phân tích OCS. Báo cáo chỉ mang tính chất tham khảo, vì vậy chúng tôi không khuyến nghị mua bán chỉ tiết và không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước mọi quyết định đầu tư của quý nhà đầu tư.

I. TÌNH HÌNH VĨ MÔ

1. Vĩ mô trong nước

Tăng trưởng kinh tế 9 tháng đầu năm 2010 đạt kết quả khả quan, tăng 6.52% so với cùng kì. Tuy nhiên lạm phát tháng 9 tăng đột ngột lên 1.31% khiến lo ngại về lạm phát quay trở lại.

Lãi suất trên thị trường tiền tệ và thị trường vốn vẫn ổn định, chưa có diễn biến mới ngoại trừ một đợt tăng lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng hồi đầu tháng 9. Tuy nhiên, sau đó, lãi suất liên ngân hàng cũng quay về mức cân bằng của ba tháng. Tăng trưởng tín dụng tính đến 15/9 đạt 19.27%, vẫn theo sát kế hoạch đặt ra đầu năm.

NHNN ban hàng TT19, sửa đổi một số vấn đề của TT 13, trong đó có một số qui định nới rộng các khoản mục tính vào nguồn vốn huy động khi xác định tỷ lệ cho vay/ tổng huy động. Đồng thời NHNN cũng đưa ra TT 20, trong đó qui định giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các NHTM có tỷ lệ cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn cao. Tuy lãi suất khó có khả năng giảm trong ngắn hạn, lãi suất trên thị trường đang được trông chờ sẽ giảm vào cuối quý IV. Theo đánh giá của OCS khả năng này hoàn toàn có thể xảy ra vì: nút thắt TT13 được cởi bỏ, thâm hụt ngân sách thấp hơn so với kế hoạch.

2. Vĩ mô thế giới

Kinh tế vĩ mô tháng 9 nhìn nhận qua một số nền kinh tế chủ chốt trên thế giới thì có thể thấy 3 đặc điểm nổi bật sau: 1. *Tốc độ phục hồi của các nền kinh tế đã xuất hiện trở lại tạo ra vùng trũng trong quý 2.2010 và nhiều nhận định cho rằng suy thoái lần 2 sẽ không xảy ra*; 2. *Những biện pháp lợi lỏng tiền tệ hoặc chi tiêu mạnh để thúc đẩy nền kinh tế đang là trọng tâm và hi vọng của các nền kinh tế này*; 3. *Chỉ số niềm tin trên thế giới đã có dấu hiệu chạm đáy và bắt đầu phục hồi*. 3 yếu tố cơ bản này theo chúng tôi sẽ tiếp tục là yếu tố dài hạn nâng đỡ thị trường chứng khoán thế giới trong thời gian tới.

II. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố dòng tiền từ tín dụng sẽ khó có thể tạo ra đột biến trong ngắn hạn nhưng niềm tin thị trường đang có dấu hiệu đuối sức. Với mức P/E trung bình của thị trường hiện nay chỉ ở mức 9 – 10 lần thì rõ ràng cơ hội đầu tư giá trị vào cổ phiếu là chấp nhận được nhưng chiến lược này chỉ phù hợp với mục đích đầu tư trung và dài hạn. Còn trong ngắn hạn, yếu tố dòng tiền và tâm lý chưa thật sự ủng hộ thị trường. Thông thường, trong một xu hướng thị trường yếu như hiện tại thì giao dịch ngắn hạn nhiều chưa chắc đã hiệu quả mà nhà đầu tư nên chờ đợi những tín hiệu bứt phá đủ mạnh hoặc tín hiệu rõ ràng hơn từ điều hành chính sách.

I. TÌNH HÌNH VĨ MÔ

1. Vĩ mô trong nước

Tăng trưởng

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) 9 tháng năm 2010 ước tính tăng 6,52% so với 9 tháng năm 2009, trong đó quý I tăng 5,83%; quý II tăng 6,4% và quý III tăng 7,16%. Đây là mức tăng khá cao so với mức tăng 4,62% của cùng kỳ năm trước. Đóng góp vào sức tăng lớn của GDP và lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ (trên 3% tăng trưởng GDP). Như vậy, với đà tăng trưởng trên, Việt Nam có thể đạt được mức tăng trưởng 7% trong năm nay như dự báo của các tổ chức tài chính lớn.

Chỉ số giá cả

CPI tháng 9 có mức tăng khá bất ngờ so với dự báo. Quyết định tăng tỷ giá VND/USD, sự tăng trở lại của giá lương thực (chỉ số giá lương thực tăng 2.32%): gạo, đường, giá nguyên liệu thô trên thế giới và tăng giá đột biến của mặt hàng giáo dục (tăng 12.02%) đã khiến CPI tăng mạnh. Với mức tăng lớn trong CPI tháng 9, nỗ lực giữ cho lạm phát năm 2010 dưới 8% đang ngày càng khó khăn. Theo tính toán của chúng tôi, để đạt được mức này, mức tăng CPI trung bình các tháng còn lại không quá 0.5%/tháng. Vì áp lực tăng giá đã được thể hiện trong CPI tháng 9 nên áp lực tăng giá các mặt hàng từ nay đến cuối năm sẽ giảm bớt. Mục tiêu lạm phát dưới 8% nhiều khả năng vẫn sẽ đạt được.

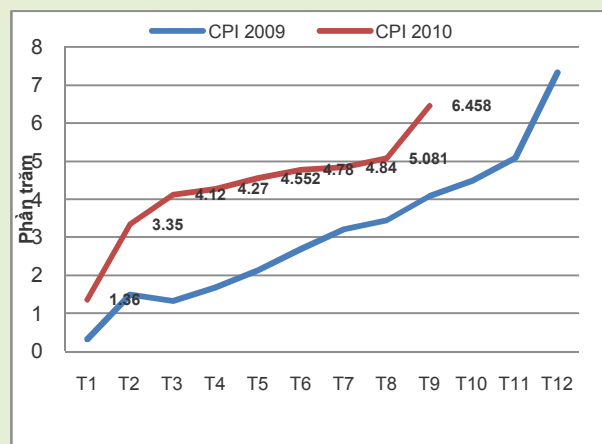


Figure 1: Diễn biến CPI (Nguồn: SBV, OCS)

Xuất nhập khẩu và tỷ giá

Giá trị xuất khẩu tháng 8 điều chỉnh lên 6.8 tỷ thay vì 6 tỷ như thông báo tháng trước. Giá trị nhập khẩu điều chỉnh tăng từ 6.9 tỷ lên 7.2 tỷ.

Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu tháng 9/2010 ước tính đạt 6,1 tỷ USD, giảm 11% so với tháng trước và tăng 32,2% so với cùng kỳ năm 2009. Tính chung chín tháng, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 51,5 tỷ USD, tăng 23,2% so với cùng kỳ năm trước (Nếu loại trừ xuất khẩu vàng và các sản phẩm vàng thì tăng 24,6%). Trong khi đó, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu tháng 9/2010 ước tính đạt 7,2 tỷ USD, giảm 1,4% so với tháng trước và tăng 8,2% so với cùng kỳ năm 2009. Tính chung 9 tháng, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu đạt 60 tỷ USD, tăng 22,7% so với cùng kỳ năm trước.

Nhập siêu hàng hóa 9 tháng đầu năm ước tăng 8.6 tỷ USD, tăng 19.8% so với cùng kì. Nếu loại bỏ vàng thì nhập siêu 9 tháng lên 11.4 tỷ USD.

Con số nhập siêu của Việt Nam như vậy đang khá cao, đặc biệt nếu so với lượng dự trữ ngoại hối của Việt Nam (ước chừng chỉ khoảng 16 tỷ USD). Tuy nhiên, lượng kiều hối và FDI và vốn gián tiếp chảy vào Việt Nam năm nay tương đối cao. Do vậy, cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam năm nay có thể vẫn dương nếu như nhập siêu không quá 13 tỷ USD.

Tỷ giá niêm yết tại các Ngân hàng thương mại vẫn sát mức trần quy định là 19.500 VND/USD. Trên thị trường tự do, USD giao dịch ở mức khá cao là 19.630-19.670 VND/USD. Tuy nhiên, thị trường USD, chưa xảy ra tình trạng căng thẳng đáng kể nào. Với khả năng thâm hụt thương mại không quá 13 tỷ USD, thì sức ép đối với NHNN phải phá giá tỷ giá VND/USD sẽ nhỏ từ nay đến cuối năm, đặc biệt là trong bối cảnh USD đang giảm giá khá mạnh so với các đồng tiền khác trên thế giới. Tuy nhiên, nguồn cầu USD sẽ lớn dần vào cuối năm khi các hợp đồng vay bằng USD sẽ đáo hạn nhiều trong khoảng cuối năm nay và đầu năm sau, do đó nếu NHNN không có biện pháp ứng phó, thị trường ngoại tệ sẽ được chứng kiến nhiều cơn sốt “nóng” vào cuối năm, ảnh hưởng tới nỗ lực ổn định vĩ mô của chính phủ.

Lãi suất và tín dụng

Thị trường tiền tệ

Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng có những biến động mạnh trong nửa đầu tháng 9. Lãi suất qua đêm có thời điểm lên đến 8%. Tuy nhiên, mức lãi suất này đã hạ nhiệt vào cuối tháng 9, hiện xoay quanh mức 6.5%/năm. Lãi suất liên ngân hàng kì hạn 3 tháng đã đột ngột tăng trên 10% vào những ngày cuối tháng 9. Có thể nói, diễn biến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng chưa cho dấu hiệu

tích cực
nào của
khả
năng
giảm lãi
suất.

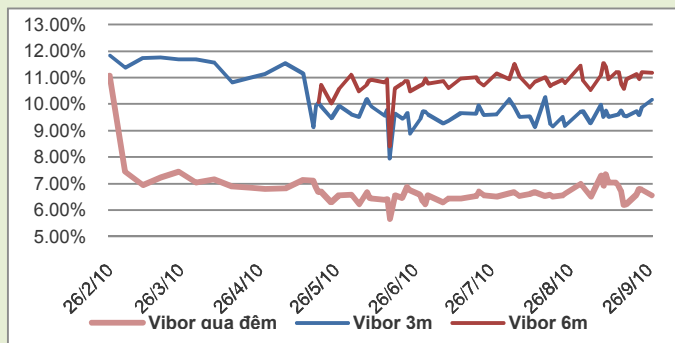


Figure 2: Lãi suất liên ngân hàng (nguồn SBV)

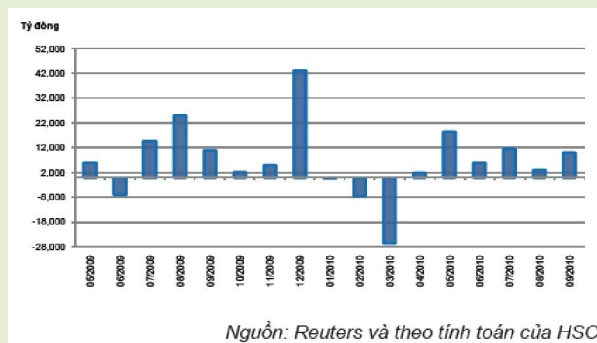


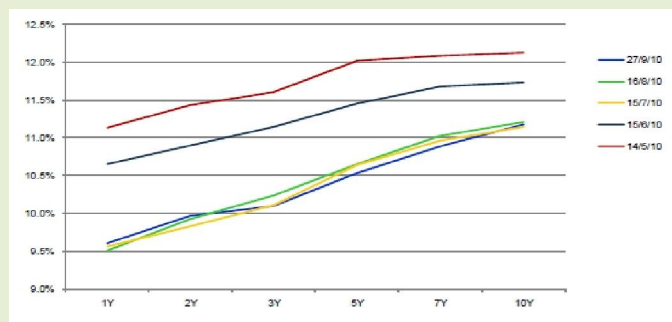
Figure 3: Lượng tiền bơm qua OMO

Trên thị trường mở, NHNN đã có hai tuần liên tiếp rút về 10.5 tỷ đồng. Tuy nhiên, tổng lượng tiền bơm ròng trong 3 tuần tháng 9 vẫn cao hơn nhiều so với tháng 8. Khối lượng giao dịch trên thị trường mở giảm dần vào những tuần cuối tháng 9 với khối lượng đấu thầu thấp hơn khối lượng chào thầu. Trong khi đó, hồi đầu tháng, khối lượng đấu thầu vượt xa khối lượng chào thầu. Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng hạ nhiệt trong nửa cuối tháng 9, khiến cơ hội kinh doanh chênh lệch lãi suất bằng việc vay trên thị trường mở và thị trường liên ngân hàng không còn hấp dẫn nên các NHTM giảm hoạt động vay chiết khấu qua OMO.

Tuần kết thúc ngày	Lợi suất TPCP kì hạn 1 năm		
	Đầu tuần	Cuối tuần	Chênh lệch
6-Aug	9.46%	9.64%	0.18%
13-Aug	9.51%	9.55%	0.04%
20-Aug	9.52%	9.53%	0.01%
27-Aug	9.53%	9.52%	-0.01%
1-Sep	9.55%	9.54%	-0.01%
10-Sep	9.56%	9.57%	0.01%
17-Sep	9.63%	9.64%	0.01%
24-Sep	9.64%	9.54%	-0.10%

Figure 2: Đường cong lợi suất TPCP (nguồn: Bloomberg)

Thị trường trái phiếu



Lợi suất TPCP kì hạn 1 năm về cơ bản không có biến động nhiều trong tháng 9. Đường cong lợi suất Tháng 9 nằm sát đường cong tháng 8 và tháng 7. Như vậy, lợi suất trên thị trường trái phiếu không có nhiều biến động lớn, đang ở trạng thái khá cân bằng.

Tín dụng

Theo thông tin từ Thống đốc Nguyễn Văn Giàu, tính đến ngày 27/09/2010, tăng trưởng tín dụng đạt 19.27% và đến cuối tháng có thể đạt 19.5%. Với đà tăng trưởng tín dụng như trên, mức mục tiêu 25% không khó đạt được, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu tín dụng cuối năm thường tăng cao.

Trong con số tăng trưởng tín dụng trên, cho vay phát triển nông nghiệp – nông thôn tăng 19% và doanh nghiệp sản vừa và nhỏ lên tới 20%. Đây là hai khu vực sản xuất ưu tiên và là động lực tăng trưởng của nền kinh tế. Tín dụng tăng trưởng cao ở khu vực sản xuất sẽ

hỗ trợ cho tăng trưởng GDP rất nhiều.

Chính sách tiền tệ

- Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam chính thức ban hành Thông tư số 19/2010/TT- NHNN ngày 27/9/2010 về việc sửa đổi, bổ sung một số Điều của Thông tư số 13/2010/TT-NHNN ngày 20/5/2010. Điểm đáng chú ý là nguồn vốn huy động làm căn cứ xác định mức cấp tín dụng được huy động nói rộng thêm bằng cách thêm một số khoản mục:
 - Tiền gửi có kì hạn của Kho bạc Nhà nước
 - Nguồn vốn huy động được đem cho vay bao gồm 25% tiền gửi không kỳ hạn của tổ chức kinh tế (trừ tổ chức tín dụng)
 - Tiền vay của tổ chức tín dụng khác có kỳ hạn từ 3 tháng trở lên

Theo đánh giá của OCS, hướng mở rộng trên tuy không nhiều nhưng tạm thời giảm áp lực vốn huy động và tăng room tín dụng cho các ngân hàng.

- Ngày 29/9, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành Thông tư số 20/2010/TT-NHNN hướng dẫn thực hiện các biện pháp điều hành công cụ chính sách tiền tệ để hỗ trợ tổ chức tín dụng cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn. Cụ thể:
 - Đối với tổ chức tín dụng có tỷ trọng dư nợ cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn trên tổng dư nợ bình quân cuối các quý trong năm tài chính liền kề từ 70% trở lên: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam bằng 1/20 (một phần hai mươi) so với tỷ lệ dự trữ bắt buộc thông thường tương ứng với từng kỳ hạn tiền gửi.
 - Đối với tổ chức tín dụng có tỷ trọng dư nợ cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn trên tổng dư nợ bình quân cuối các quý trong năm tài chính liền kề từ 40% đến dưới 70%: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam bằng 1/5 (một phần năm) so với tỷ lệ dự trữ bắt buộc thông thường tương ứng với từng kỳ hạn tiền gửi.

Mặc dù, nhìn bên ngoài, định hướng TT20 là muốn NHTM hướng dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực phát triển nông nghiệp, nông thôn nhưng quyết định này sẽ ảnh hưởng khá mạnh đến tổng cung tiền của nền kinh tế. Đây có thể nói là một biện pháp mở rộng cung tiền.

Kết luận về khả năng giảm lãi suất trong tháng 10

Không chỉ các nhà đầu tư chứng khoán mà Chính phủ, NHNN, NHTM và các doanh nghiệp đều mong đợi lãi suất sẽ giảm trong quý tới. Lãi suất hầu như không thay đổi nhiều trong quý 3 mặc dù vẫn đang nằm ở mức cao: lãi suất huy động nằm trên 11%, lãi suất cho vay phổ biến ở mức 13.5%-15%. Hầu hết các thành phần kinh tế đều không muốn duy trì mức lãi suất cao như vậy nhưng tại sao lãi suất không thể giảm?. Theo quan điểm của OCS, nguyên nhân đến từ các vấn đề sau:

- **Lãi suất TPCP cao**
Chính sách kích cầu mạnh tay trong năm 2009 đã gây khó khăn cho ngân khố quốc gia và phát hành TPCP là phương pháp được Chính phủ lựa chọn để bù đắp và sẵn sàng chấp nhận mức lãi suất cao. Có thời điểm, Chính phủ phát hành TP với lãi suất trên 11%/năm. Lãi suất hiện tại của Trái phiếu Chính phủ kì hạn 1 năm đang ở mức 9.6% và là lãi suất phi rủi ro. Với sàn lãi suất cao như vậy, NHTM và doanh nghiệp không thể huy động với lãi suất thấp.
- **Lạm phát**
Lạm phát khổng lồ trong năm nay của Việt Nam trong kế hoạch đặt ra là 6.5%. Con số này đến tháng 9 là không thể đạt được. Tuy nhiên, theo mục tiêu mới 8% thì vẫn có khả năng giữ được. Tuy nhiên, theo thống kê lịch sử, lạm phát mục tiêu của Việt Nam nên duy trì ở mức 6%-7% thì nền kinh tế sẽ đạt hiệu quả tốt nhất. Như vậy, NHNN chưa thể yên tâm về lạm phát nên chưa dám mở rộng cung tiền.
- **Thông tư 13**
Thông tư 13 với những qui định chặt chẽ hơn: nâng cao tỷ lệ CAR từ 8% lên 9% và hạn chế tỷ lệ cho vay/ huy động. Chính sách này của NHNN đã làm gia tăng chi phí vốn của ngân hàng và gây áp lực lên lãi suất.

Những vật cản trên là nhân tố quyết định khiến lãi suất không thể giảm hơn nữa trong tháng 9 và quý 3 vừa qua. Tuy nhiên, theo đánh giá của OCS, chúng ta có thể kì vọng vào khả năng giảm lãi suất trong thời gian tới, vì:

- **Nhu cầu phát hành Trái phiếu để bù đắp thâm hụt ngân sách của Chính phủ giảm nên lãi suất TPCP có thể sẽ giảm trong thời gian tới**

Theo thông tin từ Bộ Kế hoạch - Đầu tư, bội chi ngân sách tính đến ngày 15/09 ước đạt 44.6 ngàn tỷ bằng 37.3% kế hoạch bội chi đề ra đầu năm (kế hoạch đặt ra là 119,7 ngàn tỷ đồng). Theo xu hướng này, tình hình bội chi ngân sách năm nay sẽ thấp hơn rất nhiều con số kế hoạch đưa ra đầu năm. Vì vậy, nhu cầu vốn từ Chính phủ sẽ giảm và lãi suất trên thị trường vốn cũng sẽ giảm theo.

- **Những ngày cuối tháng 9, việc NHNN đưa ra TT19 sửa đổi, bổ sung TT 13 trong đó qui định mở rộng về nguồn vốn huy động trong cách tính tỷ lệ cho vay/ tổng huy động. Cùng với TT19, TT20 ra đời qui định giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc cho những Ngân hàng ưu tiên cho vay hoạt động phát triển nông nghiệp nông thôn.**

Hai Thông tư này đưa ra đã cho thấy NHNN đang tiến hành nới rộng cung tiền từng bước thận trọng. Quyết định này không tạo tiền một cách nhanh chóng mà sẽ có theo hướng ngầm dần. Và đây có thể là những biện pháp đầu tiên trong một chuỗi những biện pháp nới lỏng từng bước sau này. Hành động nới lỏng tiền tệ của NHNN thời điểm này là hoàn toàn hợp lý để tạo động lực tăng trưởng cho năm sau.

- **Lạm phát năm 2011 hoàn toàn có thể dưới 7%**

Theo thống kê về mối quan hệ giữa lạm phát và cung tiền, lạm phát tại Việt Nam thường là hệ quả của cung tiền mở rộng năm trước đó. Theo tính toán, lạm phát năm nay có thể đạt 8%, cao hơn con số lạm phát mục tiêu 6.5% đề ra đầu năm là hệ quả của cung tiền và tín dụng tăng mạnh trong năm 2009. Tín dụng năm 2009 tăng tới 37%. Tuy nhiên, cung tiền và tín dụng năm 2010 tăng trưởng hạn chế. Tăng trưởng tín dụng sẽ dừng con số 25% và cung tiền khoảng 20-22%. Trong khi đó GDP tăng tới 7.2%. *Với cung tiền tăng chậm trong khi GDP tăng nhanh thì việc giá cả nhẩy vọt trong năm sau là điều khó xảy ra, nhất là thời điểm 6 tháng đầu năm 2011.*

Với những đánh giá trên đây, OCS cho rằng lãi suất có thể bắt đầu giảm dần vào cuối quý IV.

2. Vĩ mô quốc tế

Thị trường chứng khoán thế giới tháng 9 đón nhận nhiều thông tin quan trọng trong xu hướng tâm lý nhà đầu tư toàn cầu khá vững vàng. Nhìn chung, sự quan tâm hàng đầu của giới đầu tư trên thế giới lúc này là những bài toán chính sách tiền tệ mà Mỹ và Nhật đã và sẽ áp dụng trong thời gian tới.

Tại Nhật, trung tâm của vấn đề vẫn là nỗ lực ngăn cản sự tăng giá của đồng yên so với đồng đô la Mỹ. Bộ tài chính Nhật đã bán ra 2.12 nghìn tỷ USD trong vòng một tháng kết thúc tại ngày 28.9.2010 trong nỗ lực hạ giá đồng yên. Đây là động thái đã được dự báo trước tuy nhiên so với mức giá cao nhất 82.88 yên/usd thiết lập ngày 15.9 thì hiện tại đồng yên đang có dấu hiệu tăng giá trở lại, hiện đang ở tỷ lệ 83.21 yên/usd (tính đến hết ngày thứ sáu 1.10.2010). Nếu đồng yên không có dấu hiệu hạ nhiệt thì xuất khẩu nước này sẽ gặp khó khăn và nhiều chuyên gia cũng cho rằng NHTU Nhật sẽ tiếp tục có những biện pháp mạnh tay hơn trong thời gian tới.

Tại Trung Quốc, chỉ số sản xuất tháng 9 tăng trưởng tháng thứ 2 liên tiếp, từ mức 52.9 so với mức 51.9 của tháng 8 cho thấy đầu tàu tăng trưởng kinh tế thế giới này đang tiếp tục mở rộng sản xuất khá tích cực. Ngoài ra, trong tháng 9, chính phủ Trung Quốc cam kết sẽ hoàn thành những dự án xây dựng đã được đưa ra trước đó trong kế hoạch chi tiêu kích thích phát triển của mình. Theo ý kiến của một số chuyên gia, triển vọng của các công ty sản xuất đang được cải thiện, lo lắng về khả năng nền kinh tế đi xuống tại Trung Quốc đã dịu bớt ngay cả khi chính phủ nước này đã áp dụng nhiều biện pháp để hạ nhiệt nền kinh tế, ngăn bong bóng tài sản trong giai đoạn nửa đầu năm 2010.

Tại Mỹ, nền kinh tế lớn nhất thế giới hiện nay cũng đang được kỳ vọng sẽ có những biến chuyển đáng kể xoay quanh những gói kích thích mà FED và chính phủ Mỹ đã lên kế hoạch trong tháng 9 này. Chương trình nới lỏng tín dụng được thị trường mong đợi hơn cả bởi chỉ số giá tiêu dùng (CPI) luôn duy trì ở mức thấp, xóa đi nghi ngại về khả năng lạm phát và nhu cầu việc làm cao trong những tháng cuối năm buộc các nhà hoạch định chính sách phải thúc đẩy kinh tế tăng trưởng trở lại.

Bên cạnh đó, những biến số vĩ mô công bố trong tháng 9 tại Mỹ cũng phần nào phát đi những tín hiệu lạc quan bước đầu cho thấy nền

kinh tế này đang “chuyển động” trở lại. Thông tin quan trọng nhất trong tháng đó là chỉ số tăng trưởng GDP quý 2 (số liệu cuối cùng) đạt 1.7%, cao hơn số liệu công bố lần 2 trước đó là 1.6%, tuy chưa bằng một nửa tỷ lệ tăng trưởng trong quý 1.2010 nhưng con số này vẫn cao hơn kỳ vọng của giới chuyên gia. Trong báo cáo GDP cuối cùng được đưa ra, thông tin củng cố niềm tin cho thị trường đó là tiêu dùng của người dân (consumer spending), vốn chiếm tới 70% trong rổ GDP tăng 2.2% trong quý 2, đóng góp 1.54% vào số liệu tăng trưởng GDP quý 2. Tuy nhiên, lợi nhuận doanh nghiệp giảm và đầu tư ở khu vực tư nhân yếu kém đã khiến chỉ số chung GDP chậm lại bên cạnh những chính sách

đầu tư của chính phủ trong quý 2 là không hiệu quả.

Chỉ số niềm tin tiêu dùng và sản xuất tháng 9 tại Mỹ công bố ở mức tăng trưởng vừa phải. Chỉ số sản xuất PMI tháng 9 đạt 54.4 điểm, giảm nhẹ so với tháng 8 trước đó và vẫn duy trì ở mức trên 50 điểm cho thấy nền kinh tế đi lên với tốc độ thấp. Tuy nhiên, đơn đặt hàng hóa lâu bền tăng mạnh (2%) trong tháng 8 cho thấy giới chủ đầu tư đã chuẩn bị cho giai đoạn đẩy mạnh sản xuất sau đó. Theo đánh giá của nhiều chuyên gia, những tín hiệu phục hồi rõ nét nếu có thì ban đầu sẽ xuất hiện ở khu vực sản xuất tư nhân bởi chính khu vực này có mức tăng trưởng chậm nhất trong quý 2 và những chính sách kích thích sản xuất của CP Mỹ dự kiến sẽ tập trung tại đây với mong muốn là cải thiện phúc lợi lao động và tình trạng lao động trong các nhà máy. Chỉ số niềm tin tiêu dùng trong tháng 9 do đại học Michigan công bố dự kiến ở mức 68.2 điểm là mức trung bình trong 4 tháng liên tiếp gần nhất, thấp hơn khoảng 15% so với trung bình giai đoạn cuối quý 2.2010 cho thấy người tiêu dùng vẫn chưa thể lạc quan ngay cả khi chính phủ Mỹ và FED hứa hẹn sẽ tiếp tục các chương trình hỗ trợ của mình.

Như vậy, kinh tế vĩ mô tháng 9 nhìn nhận qua một số nền kinh tế chủ chốt trên thế giới thì có thể thấy 3 đặc điểm nổi bật sau.

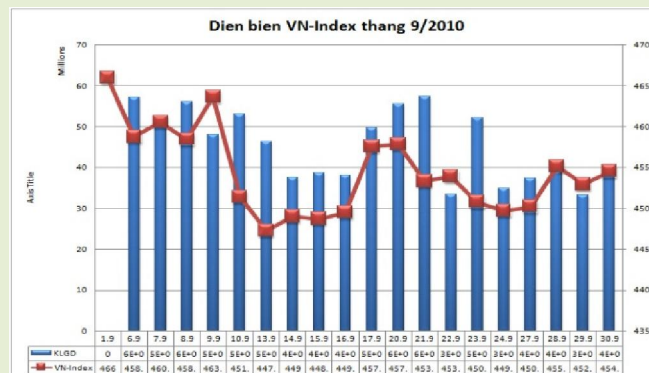
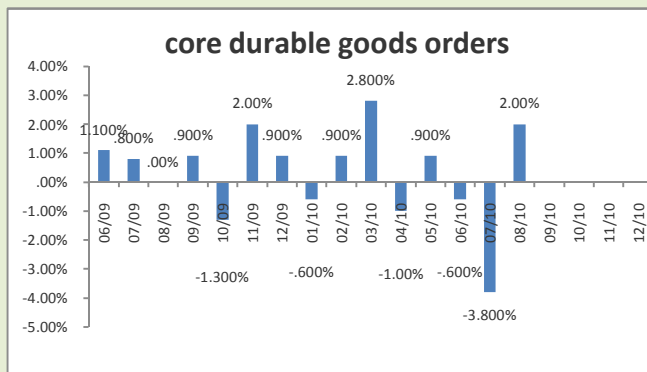
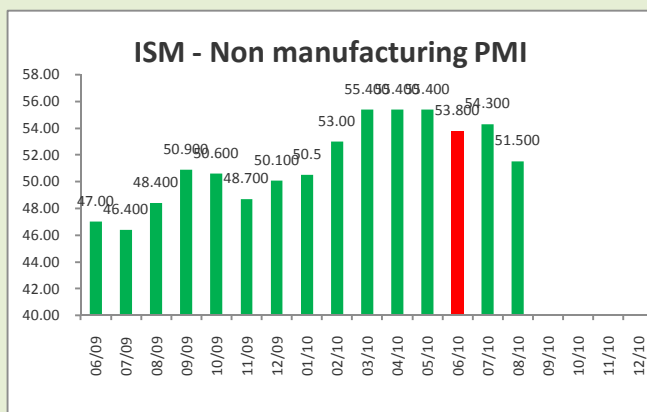
1. Tốc độ phục hồi của các nền kinh tế đã xuất hiện trở lại tạo ra vùng trũng trong quý 2.2010 và nhiều nhận định cho rằng suy thoái lần 2 sẽ không xảy ra. 2. Những biện pháp lới lòng tiền tệ hoặc chi tiêu mạnh để thúc đẩy nền kinh tế đang là trọng tâm và hi vọng của các nền kinh tế này. 3. Chỉ số niềm tin trên thế giới đã có dấu hiệu chạm đáy và bắt đầu phục hồi. 3 yếu tố cơ bản này theo chúng tôi sẽ tiếp tục là yếu tố dài hạn nâng đỡ thị trường chứng khoán thế giới trong thời gian tới.

II. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 10

1. Chứng khoán Việt Nam đi ngang trong kênh giá hẹp

Chỉ số VN-Index sau khi chạm mức điểm cao nhất kể từ đầu năm 2010, mốc 551.40 điểm vào ngày 06/5/2010, đã cho những dấu hiệu phân phối rất mạnh và ngay sau đó là một sự lao dốc xuống mức đáy 481.68 điểm vào ngày 20/05/2010. Tiếp đó thị trường đi ngang chu kỳ 2 tháng từ cuối tháng 5/2010 đến cuối tháng 7/2010. Xu hướng hiện tại của thị trường tháng 9 có nhiều nét tương đồng với giai đoạn đi ngang cuối tháng 5.

Kết thúc phiên giao dịch cuối cùng của tháng 9, chỉ số VN-Index mất nhẹ 0.56 điểm so với phiên giao dịch cuối cùng của tháng 8 (tương



đương để mất 0.12%). Mặc dù chỉ mất điểm nhẹ so với tháng 8, tuy nhiên, nếu tính từ mức đỉnh 469.25 điểm của tháng 9 (thiết lập trong phiên ngày 06/09), thì chỉ số VN-Index đã để mất 14.73 điểm (tương đương mất 3,14%). Xu hướng chủ đạo của thị trường CK tháng 9 là đi ngang ngắn hạn và giảm trung hạn, những phiên giao dịch giằng co trong biên độ hẹp, kèm theo đó là sự sụt giảm của thanh khoản. Tổng KLGD đạt 908,113,356 đvcp, tương đương với giá trị đạt 23.239,30 tỷ đồng. Bình quân mỗi phiên KLGD đạt 45,405,667.8 đvcp, tương đương giá trị 1.161.965 tỷ đồng.

Tâm lý NĐT trong tháng 9 bị “xáo trộn” rất lớn bởi các thông tin xung quanh Thông tư 13. Tại thời điểm cuối tháng 8 đầu tháng 9 NĐT kì vọng rất nhiều vào việc sửa đổi thông tư 13 của NHNN, hi vọng vào một sự khơi thông về dòng tiền vào thị trường. Chính sự hoài nghi của các NĐT trong giai đoạn đó đã giúp thị trường có những phiên tăng điểm xen kẽ theo xu hướng tích lũy tích cực. Và trong phiên giao dịch ngày 06/09 chỉ số VN-Index có mức cao nhất tiếp cận ngưỡng 470 điểm. Tuy nhiên, khi NHNN chính thức có những sửa đổi Thông tư 13 cũng chỉ giúp đà hưng phấn của các NĐT kéo dài được không quá 2 phiên giao dịch. Và tâm lý e ngại và thận trọng vẫn bao trùm thị trường, và kênh giá hẹp: 445-470 điểm đã được tạo ra trong những phiên giao dịch của tháng 9.

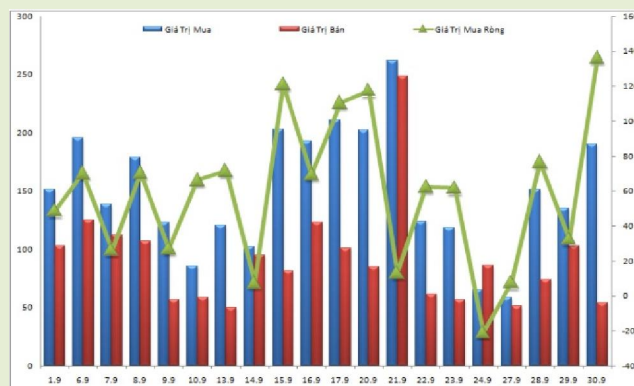
Có lẽ trong tháng 9 trên thị trường có 2 mã cổ phiếu gây được nhiều sự chú ý của các NĐT trên 2 sàn. Đầu tiên phải kể đến là mã OGC của Công ty cổ phần Đại Dương, với phiên giao dịch kịch tính có nhiều dấu ấn của một sự chuyển dịch dòng tiền lớn trên thị trường trong phiên giao dịch ngày (21/9). Trong phiên hôm đó có tới gần 15 triệu cổ phiếu OGC được chuyển nhượng thành công và chiếm tới trên 26% tổng KLGD của toàn thị trường. Mã thứ hai cũng gây được nhiều sự chú ý và cũng có sự ảnh hưởng không nhỏ đến thị trường là các tin đồn xung quanh giao dịch “làm giá” cổ phiếu AAA của CTCP Nhựa và Môi trường xanh An Phát. Bởi sau vụ việc này, nhiều công ty chứng khoán thận trọng hơn trong việc cho khách hàng sử dụng đòn bẩy tài chính. Bên cạnh đó, tình hình giảm mất bằng lãi suất của NHNN cũng đang gặp những trở ngại lớn, khi mà Thông tư 13 bắt đầu có hiệu lực kể từ ngày 01/10.

2. Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục là điểm tựa cho VN-Index

NĐTNN mua ròng trên 3000 tỷ đồng trong tháng 9

Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) trong tháng 9 tiếp tục sôi động. Tháng 9 tiếp tục là tháng mua ròng của NĐTNN. Như vậy đây là tháng thứ 3 liên tiếp khối ngoại mua ròng và là tháng thứ 6 họ mua ròng trong năm nay (kể từ tháng 3/2010 khối ngoại chủ yếu mua ròng). Tổng khối lượng mua ròng đạt 80,501,952 đvcp, tương đương giá trị 3.008,3 tỷ đồng; Tổng khối lượng bán ròng đạt 53,940,452 đv, tương đương giá trị 1.831,27 tỷ đồng. Chênh lệch mua bán của NĐTNN đạt 1.177,03 tỷ đồng. Bình quân mỗi phiên giao dịch giá trị khối này mua 4,025,098 đv, tương

đương giá trị 150,415 tỷ đồng; bán 2,697,023 đvcp, tương đương 91,5635 tỷ đồng và chênh lệch mua bán của NĐTNN bình quân mỗi phiên đạt 58,8515 tỷ đồng. Nhóm cổ phiếu mà khối NĐTNN mua vào nhiều nhất trong tháng 9 gồm có: OGC, BVH, HPG và nhóm cổ phiếu bất động sản: ITA, ITC, KBC,...



Giao dịch của NĐT nước ngoài trong tháng 9

Như vậy có thể thấy trong thời gian qua mặc dù giao dịch thị trường là khá ảm đạm, trong khi NĐT trong nước sốt ruột muốn thoát khỏi thị trường thì khối NĐTNN liên tiếp mua ròng và chưa có dấu hiệu bán cổ phiếu mà họ nắm giữ trong suốt hơn 6 tháng qua. Điều này một lần nữa khẳng định NĐT trong nước vẫn đang là người dẫn dắt xu thế của thị trường vào thời điểm hiện tại. Mặc dù có nhiều dự báo cho rằng NĐTNN đang rút dòng vốn khỏi Việt Nam, nhưng những con số thống kê trên thị trường niềm yết cho thấy khối ngoại vẫn đang mua ròng và đây chính là điểm tựa và là động lực có thể giúp thị trường có thể vượt qua được giai đoạn khó khăn này. Vào thời điểm khó khăn nhất của kinh tế thế giới và trong nước tháng 10 năm 2008, bán ròng của NĐTNN cũng chưa tới 2.000 tỷ đồng/tháng. Tính từ đầu năm 2010 đến nay giá trị mua ròng của NĐTNN trên 12.000 tỷ đồng.

3. Kết luận và nhận định xu hướng của thị trường tháng 10

Như vậy, VN-Index đã có một tháng giao dịch đầy thất vọng, chỉ số chung về cơ bản trong xu hướng đi ngang với chênh lệch giá trị tuyệt đối không lớn. Tuy vậy, diễn biến giao dịch khó lường, tâm lý nhà đầu tư không ổn định, dòng tiền yếu là những nguyên nhân chính khiến thị trường khó có thể phục hồi bền vững.

Trước hết, những kỳ vọng lớn nhất trong tháng 9 phải kể đến là thông tư 13 và những vấn đề xoay quanh thông tư 13. Thông tư 13 được coi là rào cản tâm lý chủ đạo bởi những nội dung trong thông tư này đã được đề cập từ tháng 5 hay nói một cách khác là dòng tiền từ tín dụng đã được định hình trước đó. Thông tư này vẫn sẽ được áp dụng từ 1.10.2010 nhưng đã có sửa đổi bằng thông tư 19.

Theo đánh giá của nhiều chuyên gia, thông tư 19 đưa ra về cơ bản đã có sự nới lỏng hơn so với thông tư 13, đồng nghĩa với việc khơi thông dòng vốn tín dụng. Tuy nhiên, một thực tế mà thị trường vốn đang nhận được đó là lãi suất hiện vẫn còn khá cao (huy động và cho vay) và những động thái giảm lãi suất nếu có cũng chỉ là manh mún, tất nhiên điều này chưa thể tạo hiệu ứng tâm lý cho nhà đầu tư chứ đừng nói đến dòng tiền thật vào nền kinh tế. Bên cạnh đó, lạm phát tháng 9 bất ngờ tăng mạnh, cao hơn nhiều so với mức dự kiến của giới chuyên gia và thị trường cũng là yếu tố tâm lý ảnh hưởng xấu đến thị trường. CPI tháng 9 tăng 1.31% tuy rằng chỉ mang tính chất cục bộ và đột biến (không tạo thành xu hướng) nhưng những lo ngại về khả năng lạm phát tăng cao trong những tháng cuối năm không hẳn là không có, điều này càng khiến nhà đầu tư băn khoăn về khả năng tăng trưởng cung tiền bởi lạm phát và cung tiền luôn chuyển động cùng chiều với nhau.

Một kỳ vọng nữa trong tháng 9 đó là lực đỡ thị trường từ khối ngoại khi ngày chốt NAV quý 3 kết thúc vào tuần cuối của tháng 9. Diễn biến trong những tuần cuối của tháng 9 đã phản ánh đúng kỳ vọng này khi khối ngoại liên tục mua vào số lượng lớn trong các phiên giao dịch cuối tháng. Một số bluechips chiếm vốn hóa lớn trong danh mục của khối ngoại như BVH, VIC, MSN... luôn có tỷ lệ mua ròng trên 80% giá trị khớp lệnh trong phiên nên mức giá luôn được đẩy lên, đặc biệt là BVH hiện đã có mức giá là 55.500 đ, là mức giá cao nhất kể từ ngày lên sàn vào tháng 6 năm ngoái. Theo quan sát của chúng tôi, khối nhà đầu tư trong nước kỳ vọng dòng tiền bên cạnh sự giúp sức của khối ngoại sẽ là động lực kéo thị trường nhưng thực tế lại cho thấy: dòng tiền loay hoay thoát tại phần lớn các mã trên 2 sàn (chủ yếu là nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình và nhỏ) khi không thể lợi dụng đà kéo của nhóm này. Điều này càng làm rõ hơn vấn đề: dòng tiền trên thị trường thật sự đang yếu đi càng làm tâm lý nhà đầu tư nhỏ chán nản hơn.

Kết luận: Xu hướng chủ đạo của thị trường chứng khoán trong tháng 9 là đi ngang với biên độ hẹp. Mọi lý giải cho thị trường đều xoay quanh niềm tin và yếu tố dòng tiền. Theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố dòng tiền từ tín dụng sẽ khó có thể tạo ra đột biến trong ngắn hạn nhưng niềm tin thì đang có dấu hiệu đuối sức. Với mức P/E trung bình của thị trường hiện nay chỉ ở mức 9 – 10 lần thì rõ ràng cơ hội đầu tư giá trị vào cổ phiếu là chấp nhận được nhưng chiến lược này chỉ phù hợp với mục đích đầu tư trung và dài hạn. Còn trong ngắn hạn, rõ ràng yếu tố dòng tiền và tâm lý chưa thật sự ủng hộ thị trường. Thông thường, trong một xu hướng thị trường yếu như hiện tại thì giao dịch ngắn hạn nhiều chưa chắc đã hiệu quả mà nhà đầu tư nên chờ đợi những tín hiệu bứt phá đủ mạnh để quyết định tham gia (hoặc rời bỏ) thị trường.

4. Phân tích kỹ thuật và chiến lược đầu tư tháng 10: Quan sát điểm break out.

VN-Index đóng cửa phiên giao dịch ngày đầu tiên của tháng 10 tại 451 điểm. Tín hiệu từ phân tích kỹ thuật cho thấy một trạng thái thị trường trung lập khá rõ, các chỉ báo phần lớn đều đang ở vùng cân bằng, xu hướng chính vẫn là đi ngang trong biên độ hẹp nhưng bất kỳ một thay đổi nào mạnh về giá cũng có thể dễ dàng tạo nên xu hướng mới (đi lên hoặc đi xuống) trong ngắn hạn.

Về chuyển động giá: Tính từ ngày 6.8.2010 khi VN-Index bắt đầu rơi từ mốc 485 điểm đến điểm thấp nhất là 421 điểm xác lập quanh ngày 25 – 27.8.2010 thì VN-Index đã hoàn thành đủ 2 quá trình: Giảm giá - Phục hồi – Tích lũy nên đây có thể đánh giá là một nhịp trung gian ngắn hạn trong xu hướng chính dài hạn. Nếu xu hướng dài hạn là đi lên thì chắc chắn xu hướng sắp tới là đi lên hoặc ngược

lại. Theo quan điểm của TA về dài hạn thì rõ ràng xu hướng tích lũy ngắn hạn đang là nhịp nghỉ của xu hướng đi lên dài hạn (biên độ $\pm 10\%$ quanh mức giá 450 điểm hiện tại).

Rủi ro ngắn hạn: Trạng thái linh xình của thị trường đang hội tụ đến điểm cuối cùng. Mô hình tam giác cân (**Symmetrical triangle**) đang đi vào giai đoạn cuối cùng khi 2 kênh hỗ trợ và kháng cự (2 cạnh tam giác) đang hội tụ tại 453 điểm, khối lượng giảm dần tại đỉnh tam giác củng cố tín hiệu hội tụ mạnh. Chú ý rằng, mô hình tam giác cân thường là mô hình củng cố (tỷ lệ là 62%) còn đảo ngược (38%) xu hướng. 2 kịch bản đưa ra khi mô hình này phá vỡ như sau.



VN-Index	Break out mô hình hội tụ ngắn hạn trong 1 đến 2 tuần nữa		
Điểm break out	Vượt qua 457	Rơi xuống 443	Đi ngang ở 450
Kịch bản sẽ xảy ra	Tăng đến điểm cân bằng hoàn thành mô hình là ngưỡng 485	Quay trở lại hỗ trợ mạnh 421	Tiếp tục xu hướng đi ngang cho đến khi xảy ra kịch bản 1 hoặc 2
Xác suất xảy ra kịch bản	40%	40%	20%

Trong cả 2 kịch bản ngắn hạn 1 đến 2 tuần nữa này, rõ ràng TA đánh giá cao khả năng hội tụ và thoát khỏi xu hướng giá linh xình hiện tại. Cân nhắc rủi ro và lợi nhuận đạt được thì thông thường phần lớn giao dịch sẽ trở lại khi mô hình bị phá vỡ nghĩa là giá đã ở trên hoặc dưới điểm mấu chốt (457 hoặc 443), đặc biệt là chú ý đến cách thức mà thị trường đấu tranh tại 2 ngưỡng này (càng quyết liệt càng tốt).

Về tín hiệu dòng tiền và tâm lý thị trường: Trung tính

Money flow Index ngắn hạn : MFI hiện ở ngưỡng 50 là ngưỡng trung tính, bắt đầu rơi khỏi 40 là dấu hiệu dòng tiền thoái lui, tăng lên 60 là tín hiệu đầu cơ tăng dần.

Dao động RSI: sức mạnh thị trường ngắn hạn đang ở mức 46 trong xu hướng tạo đỉnh. Tín hiệu này là không tốt nếu tiếp tục giảm. Dao động tâm lý ngắn hạn Stochastic Oscillator hiện ở 49 và cũng bắt đầu cắt đường MA3 ngày trở xuống cho thấy tâm lý nhà đầu tư bắt đầu lung lay. Nếu rơi qua mức 40 điểm thì sẽ là tín hiệu xấu và xảy ra hiện tượng bán tháo trước khi vào vùng quá bán (dưới 30).

Quan sát dòng tiền và tâm lý hiện tại, rõ ràng dòng tiền đang suy yếu và chưa hề có dấu hiệu nào sẽ phục hồi trong ngắn hạn, tâm lý nhà đầu tư và sức mạnh thị trường mới chỉ có tín hiệu yếu trong ngắn hạn nhưng cũng ở ngưỡng do dự và dễ thay đổi, bất kỳ một sự thay đổi lớn nào cũng sẽ tạo thành xu hướng ngắn hạn cho dòng tiền và tâm lý.

Kết luận: Quan sát giá và dòng tiền thì chúng tôi cho rằng thị trường nhiều khả năng sẽ có những chuyển biến lớn trong vòng 1 đến 2 tuần nữa bởi các yếu tố kỹ thuật dường như đã hội tụ đến điểm cuối cùng. Về xu hướng dài hạn (1 đến 3 năm) thì VN-index rõ ràng vẫn trong xu hướng đi lên, rủi ro dài hạn sẽ là ngưỡng thấp nhất 400 – 420 điểm. Trong ngắn hạn, chú ý theo sát diễn biến thị trường, dòng tiền và tâm lý tại các điểm break out (443 – 457) để xác định vùng giá mục tiêu tiếp theo và xác suất nếu giá đạt đến đó rồi đi ngang là rất cao.