

### 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>

– tư

P @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

tích OCS.

ất cứ

ầu tư.

## I. TÌNH HÌNH VĨ MÔ

### 1. Vĩ mô trong nước

Tăng trưởng Việt Nam vẫn rất khả quan, được thể hiện ở GT SX CN tháng 10 tăng trưởng tốt hơn so với tháng 9 và tăng tới 13.7% so với cùng kì. Con số tăng trưởng 7% trong năm nay hoàn toàn có thể đạt được nếu diễn biến thiên tai những tháng cuối năm không quá bất lợi. Trong khi tăng trưởng khả quan thì những biến liên quan đến ổn định kinh tế vĩ mô đang diễn biến không tốt. Lạm phát tăng cao vượt kì vọng do giá lương thực và khó đạt được mức dưới 9%. Tỷ giá chợ đen đang có những diễn biến bất thường. Có thể nói, những con số thống kê của tháng Mười đang cho thấy bức tranh kinh tế Việt Nam chứa đựng nhiều bất ổn, những bất ổn mang tính cơ cấu.

### 2. Vĩ mô thế giới

Trong tuần sau, một thông tin rất quan trọng có ảnh hưởng lâu dài đến nền kinh tế Mỹ là kết quả cuộc bầu cử và chính sách của FED liên quan đến chương trình lãi lỗ định lượng lần 2. Chính sách của 2 đảng đưa ra tranh cử là khá khác biệt nhưng đều đặt trong bối cảnh phải thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nên vấn đề mà giới đầu tư quan tâm chỉ là mức độ hỗ trợ đối với nền kinh tế. Còn FED thì nhiều khả năng số tiền mà FED bơm ra để hỗ trợ nền kinh tế sẽ lớn hơn con số 500 tỷ trong chương trình mua lại trái phiếu, dự kiến con số này sẽ nằm trong khoảng 1.500 – 2000 tỷ là rất lớn (xấp xỉ 15% GDP) đủ sức mạnh để kích thích nền kinh tế như giới đầu tư đang kỳ vọng, ngay cả khi hiệu quả và những ảnh hưởng của nó vẫn đang được tranh luận.

## 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 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, 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.

### - Phân tích kỹ thuật và chiến lược đầu tư tháng 11

Khi cả VN-Index và HNX-Index đều đang cho tín hiệu hội tụ trong chu kỳ cuối sóng điều chỉnh thì điều mà các nhà phân tích kỹ thuật quan tâm lại là khi nào thì những tín hiệu tăng giá đầu tiên xuất hiện. Theo chúng tôi, nếu thị trường khởi sắc để hình thành xu hướng giá lên dài thì cần thu hút được dòng tiền mới vào thị trường. Thông thường, giá tăng thì cầu và dòng tiền sẽ tăng nên chúng tôi kỳ vọng nếu VN-Index vượt ngưỡng 470 và HNX-Index trở lên trên ngưỡng 120 điểm thì nhiều khả năng dòng tiền sẽ nhanh chóng trở lại thị trường.

Điều này cũng đồng nghĩa với khuyến nghị nhà đầu tư ngắn hạn nên tạm thời đứng ngoài thị trường, còn đối với mục tiêu trung và dài hạn thì đây có thể là cơ hội thu gom cổ phiếu bền bỉ mà không gây lên những xáo trộn lớn về giá cổ phiếu.

## I. TÌNH HÌNH VĨ MÔ

### 1. Vĩ mô trong nước

#### 1.1 Lạm phát

CPI tháng 10 đột ngột tăng 1.05%, tính chung 10 tháng đã tăng 7.58%. Mặc dù con số này thấp hơn tháng 09 nhưng lại vượt xa những kì vọng trước đó. Nếu như CPI tháng 09 tăng mạnh do tăng học phí và giá lương thực bắt đầu tăng nhẹ thì thủ phạm làm CPI tháng 10 tăng mạnh là nhóm hàng lương thực, thực phẩm, ăn uống và nhóm hàng nhà ở và Vật liệu xây dựng. Nhóm hàng ăn uống, lương thực, thực phẩm tăng tới 1.32% so với tháng 9. Trong đó đáng chú ý là giá lương thực tăng 1.89%. Giá lương thực tại khu vực đồng bằng sông Cửu Long tăng tới trên 2%. Giá gạo nứt mà các DN xuất khẩu thu mua đang ở mức 7500 VND/kg, tăng tới 7% so với hồi cuối tháng 9 và là mức giá cao nhất trong năm 2010. Như vậy, giá gạo tăng mạnh trong tháng 10 là nguyên nhân trực tiếp khiến chỉ số giá tháng này tăng cao. Lũ lụt lớn tại Việt Nam, Thái Lan, hai nước xuất khẩu gạo lớn nhất thế giới đã khiến sản lượng gạo giảm mạnh.... Trong khi đó, nhu cầu gạo trên thế giới không giảm khiến giá gạo xuất khẩu tăng mạnh. Bên cạnh đó, tỷ giá tháng 10 tăng nhanh khiến giá thu mua lúa, gạo trong nước nhanh chóng tăng theo.

Có thể nói, diễn biến CPI tháng 9 và tháng 10 không có nguồn gốc từ tiền tệ mà là do những tác động ngắn hạn của giá lương thực và ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá. Đây sẽ vẫn là hai nhân tố then chốt chi phối biến động của CPI trong hai tháng cuối năm.

- Thứ nhất là về giá lương thực mà mặt hàng quan trọng nhất là gạo. Giá gạo trên thế giới hai tháng tới có thể sẽ tiếp tục tăng vì:
  - Sản lượng vụ mùa vừa qua của Thái Lan giảm 20% so với năm ngoái do ảnh hưởng của lũ lụt trong khi nhu cầu gạo không giảm.
  - Theo thông tin từ Cục Bảo vệ thực vật, vụ mùa đông xuân của Việt Nam sắp tới sẽ có nguy cơ đối mặt với năng suất giảm do dịch bệnh và lũ vùng đồng bằng sông Cửu Long năm nay về thấp.

**Giá gạo xuất khẩu tăng sẽ khiến giá gạo thu mua trong nước tăng theo**

- Thứ hai là về tỷ giá. Tỷ giá tự do hiện đang tăng khá nhanh. Áp lực giá VND đang ngày càng cao. Tỷ giá tăng cao sẽ gây áp lực lớn lên giá hàng hóa trong nước.

Như vậy, CPI hai tháng cuối năm sẽ gặp phải áp lực rất lớn, đặc biệt hai tháng cuối năm là hai tháng cao điểm về tiêu dùng. Tuy nhiên, mức tăng CPI trung bình hai tháng sau có thể không cao bằng tháng 10 nhưng khó dưới 0.7%. Với đà tăng đó, lạm phát năm nay nhiều khả năng sẽ vào khoảng 9%.

#### 1.2 Xuất nhập khẩu và tỷ giá

Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu tháng 10/2010 ước tính đạt 6,3 tỷ USD, tăng 2,5% so với tháng trước và tăng 23,2% so với cùng kỳ năm 2009. Tính chung 10 tháng, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 57,8 tỷ USD, tăng 23,3% so với cùng kỳ năm 2009.

Trong khi đó, nhập khẩu ước tính đạt 7,4 tỷ USD, tăng 5,4% so với tháng trước và tăng 8,7% so với cùng kỳ năm 2009. Tính chung mười tháng, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu đạt 67,3 tỷ USD, tăng 20,7% so với cùng kỳ năm trước.

Thâm hụt thương mại tháng 10 đạt 1.1 tỷ USD. Tính chung 10 tháng con số này đạt 9.5 tỷ USD.

Như vậy, xuất khẩu của Việt Nam năm 2010 đạt con số tăng trưởng rất tốt. Với mức tăng trưởng xuất khẩu cao hơn nhập khẩu, thâm hụt thương

Ngày	Giá lúa NL loại 1		Gạo 5% tằm	
22-Oct	7350	7550	8700	9450
15-Oct	7175	7425	NA	NA
1-Oct	6950	7000	8500	8600
24-Sep	6750	7050	8200	8450

Figure 1: Giá gạo và lúa đồng bằng sông Cửu Long

(Nguồn: Hiệp hội lương thực Việt Nam)

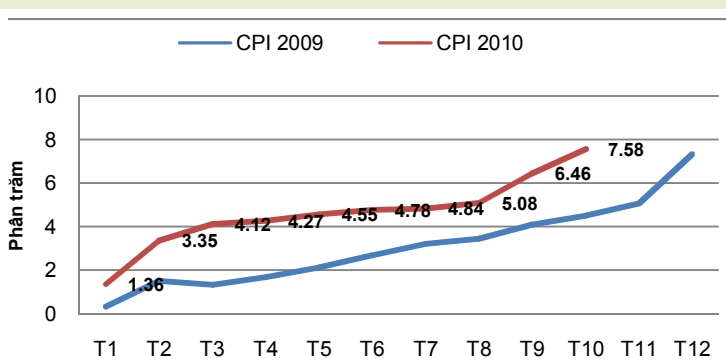


Figure 2: Diễn biến CPI

Nguồn: Tổng cục thống kê

mại của Việt Nam đang được co hẹp dần. Nếu như năm 2009, thâm hụt thương mại bằng 21.6% nhập khẩu thì 10 tháng năm 2010 con số này chỉ là 16.6%. Mức thâm hụt hàng tháng thấp hơn khá nhiều so với năm ngoái và xoay quanh mốc 1 tỷ USD.

Những tháng cuối năm là cao điểm xuất khẩu. Trong khi đó, tỷ giá tăng sẽ làm cho chi phí hàng nhập khẩu cao hơn, kiềm chế nhập khẩu. Do vậy, **thâm hụt thương mại hai tháng cuối năm sẽ không vượt quá con số 2.5 tỷ USD, cả năm vào khoảng 12 tỷ USD**. Mức thâm hụt này hoàn toàn có thể được bù đắp bởi FDI, ODA và kiều hối. **Cán cân thanh toán của Việt Nam nhìn trên sổ sách thì không có gì đáng lo ngại.**

Tuy nhiên, việc USD được giao dịch tràn lan trên thị trường chợ đen mà không nằm trong ngân hàng đã làm bóp méo cán cân thanh toán của Việt Nam. Ngân hàng nhà nước đã không thể kiểm soát được lượng USD tại Việt Nam. Do vậy, tỷ giá giữa VND và USD dễ dàng bị thao túng bởi giới đầu cơ.

Thực tế, những ngày tháng 10 vừa qua, USD tự do đã tăng giá liên tục lên 20,350VND/USD, giữ khoảng cách khá xa với mức tỷ giá trần qui định của NHNN là 19500 VND/USD. Hiệu ứng này bắt nguồn từ mối lo mất giá VND do lạm phát cao và chốt lãi ở vàng chuyển sang tích trữ USD vì vàng đang ở đỉnh cao và khó tăng giá và sự ra đời của thông tư 22, hạn chế huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD.

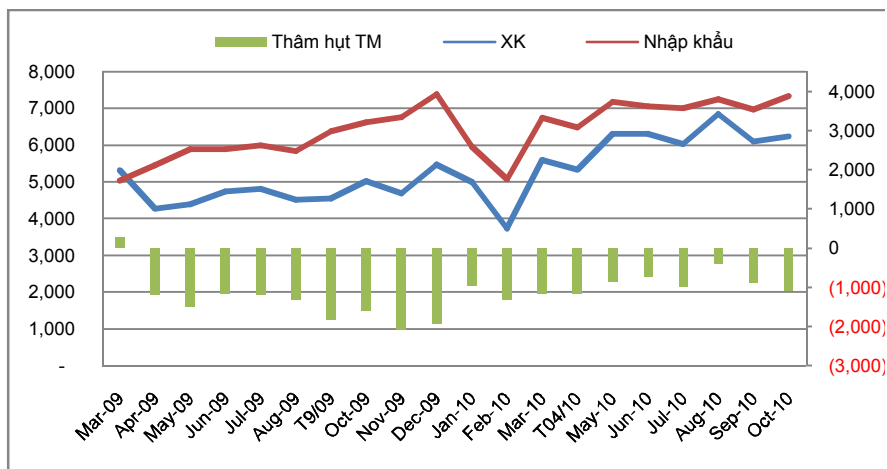


Figure 3: Cán cân thương mại của Việt Nam

Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam

### 1.3 Lãi suất

#### Thị trường tiền tệ

Lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng tháng 10 đột ngột tăng mạnh lên 8%.

Lãi suất huy động VND bình quân trên thị trường đã giảm đáng kể, dao động ở mức **10.44%/năm**, chủ yếu do từ ngày 15/10/2010, các NHTM nhà nước và hầu hết các NHTM cổ phần đã điều chỉnh giảm lãi suất huy động xuống mức tối đa 11%/năm theo nội dung đồng thuận giữa các Thành viên Hiệp hội Ngân hàng.

Lãi suất cho vay VND bình quân cũng giảm nhẹ. Tuy nhiên, lãi suất cho vay các lĩnh vực ưu tiên (nông nghiệp, nông thôn và xuất khẩu) giảm tới **0.3% - 0.5%/năm**. Cụ thể là từ ngày 15/10/2010, 03 NHTM nhà nước (Ngoại thương, Đầu tư và Phát triển Việt Nam; Nông nghiệp và Phát triển nông thôn) điều chỉnh giảm lãi suất cho vay đối với các đối tượng ưu tiên xuống mức 10,5% – tối đa 12,3%/năm. Như vậy, thông tư 20 ban hành hồi tháng 9 đã tác động đáng kể đến lãi suất cho vay của các ngân hàng.

#### Thị trường trái phiếu

Diễn biến trên thị trường TPCP trên thị trường sơ cấp tháng 10 diễn biến khá sôi động. Tổng giá trị TPCP đấu thầu thành công lên tới **10,635 tỷ đồng**. Tuy nhiên lãi suất trúng thầu lại giảm đáng kể.

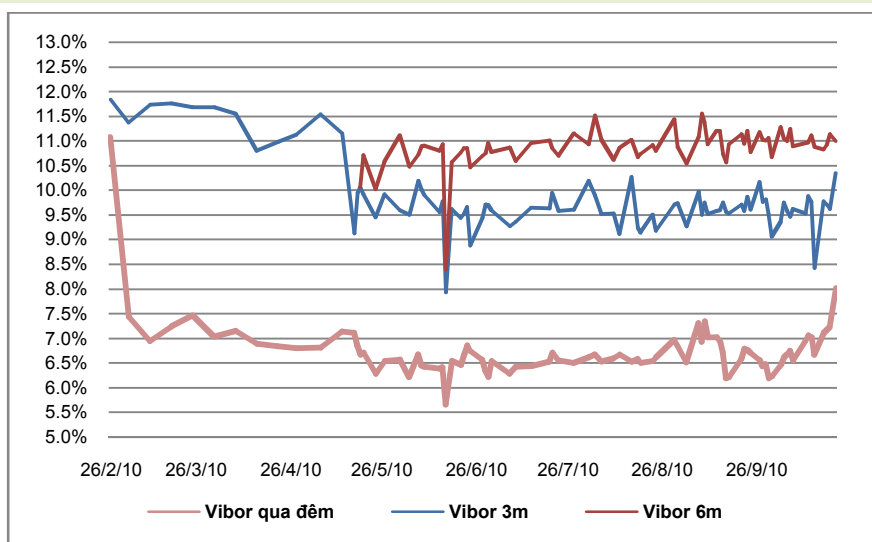


Figure 4: Lãi suất liên ngân hàng

STT	Tên TCPH	KH	Ngày mở thầu	KL trúng thầu (tỷ Đ)	LS trúng thầu
3	KBNN - Bộ Tài chính	3	21/10/10	300	9.60%
6	KBNN - Bộ Tài chính	3	14/10/10	2,135	9.65%
10	KBNN - Bộ Tài chính	3	7/10/10	1,300	9.68%
16	KBNN - Bộ Tài chính	3	29/7/10	300	9.80%
20	KBNN - Bộ Tài chính	3	2/7/10	550	9.80%
23	KBNN - Bộ Tài chính	3	17/6/10	1,000	10.60%
28	KBNN - Bộ Tài chính	3	3/6/10	900	10.95%

Figure 5: Thị trường TPCP sơ cấp kì hạn 3 năm

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội

STT	Tên TCPH	KH	Ngày mở thầu	KL trúng thầu (tỷ Đ)	LS trúng thầu
2	Ngân hàng chính sách XH	5	26/10/10	200	10.32%
4	KBNN - Bộ Tài chính	5	21/10/10	700	10.25%
7	KBNN - Bộ Tài chính	5	14/10/10	2,485	10.29%
9	KBNN - Bộ Tài chính	5	7/10/10	1,915	10.30%
12	KBNN - Bộ Tài chính	5	16/9/10	600	10.40%
13	KBNN - Bộ Tài chính	5	26/8/10	400	10.40%
15	KBNN - Bộ Tài chính	5	12/8/10	500	10.40%
18	KBNN - Bộ Tài chính	5	29/7/10	350	10.40%
19	KBNN - Bộ Tài chính	5	15/7/10	550	10.30%
21	KBNN - Bộ Tài chính	5	2/7/10	950	10.40%
24	KBNN - Bộ Tài chính	5	17/6/10	1,000	10.95%
26	KBNN - Bộ Tài chính	5	11/6/10	1,000	11.05%
27	KBNN - Bộ Tài chính	5	4/6/10	1,200	11.20%
30	KBNN - Bộ Tài chính	5	28/5/10	200	11.20%

Figure 6: Thị trường TPCP sơ cấp kì hạn 5 năm

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội

#### 1.4 Giá trị sản xuất công nghiệp

Giá trị sản xuất công nghiệp tháng 10/2010 theo giá so sánh 1994 ước tính tăng 13,5% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung mười tháng, giá trị sản xuất công nghiệp theo giá so sánh 1994 ước tính đạt 645,7 nghìn tỷ đồng, tăng 13,7% so với cùng kỳ năm 2009. GTSXCN tháng mười không hề giảm mặc dù lũ lụt miền Trung gây ra thiệt hại khá lớn. Xu hướng của GTSXCN vẫn giữ đà tăng qua các tháng. GTSXCN hai tháng cuối năm có thể sẽ tiếp tục tăng do chu kì sản xuất cuối năm thường tăng. Tuy nhiên, chúng ta cũng cần quan tâm rất lớn đến vấn đề thời tiết. Thiên tai năm nay diễn biến khá mạnh và bất thường, có thể ảnh hưởng nhất định đến tăng trưởng của Việt Nam trong quý 4.

#### 1.5 Kết luận

**Tăng trưởng Việt Nam vẫn rất khả quan, được thể hiện ở GTSX CN tháng 10 tăng trưởng tốt hơn so với tháng 9 và tăng tới 13.7% so với cùng kì. Con số tăng trưởng 7% trong năm nay hoàn toàn có thể đạt được nếu diễn biến thiên tai những tháng cuối năm không quá bất lợi.**

**Trong khi tăng trưởng khả quan thì những biến liên quan đến ổn định kinh tế vĩ mô đang diễn biến không tốt. Lạm phát tăng cao vượt kì vọng do giá lương thực và khó đạt được mức dưới 9%. Tỷ giá chợ đen đang có những diễn biến bất thường.**

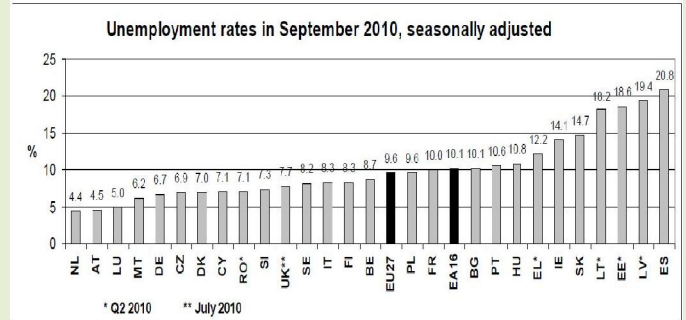
**Có thể nói, những con số thống kê của tháng Mười đang cho thấy bức tranh kinh tế Việt Nam chứa đựng nhiều bất ổn, những bất ổn mang tính cơ cấu.**

#### 2. Vĩ mô quốc tế

Kinh tế vĩ mô tháng 10 ghi nhận những chuyển biến sâu sắc của các nền kinh tế lớn trên thế giới. Một bức tranh toàn cảnh đang được phác họa với những vấn đề nổi bật của từng khu vực kinh tế mà trong đó đáng kể nhất là 2 khu vực đóng góp vào GDP thế giới nhiều nhất Trung Quốc và Mỹ.

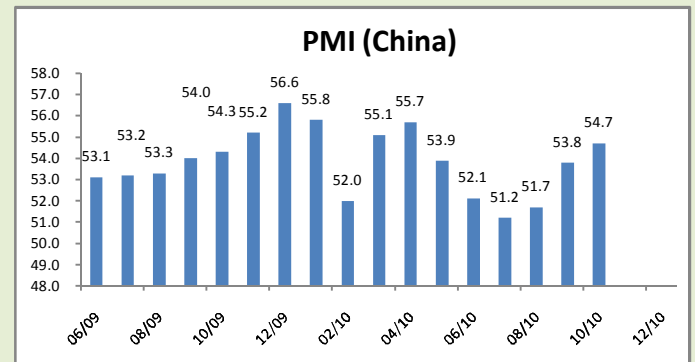
**Trước hết, tại Châu Âu, khu vực này đang đối mặt với nguy cơ lạm phát leo thang** khi Cơ quan thống kê Châu Âu công bố chỉ số giá tiêu

dùng CPI bất ngờ tăng mạnh 1.9% trong tháng 10, từ mức tăng 1.8% trong tháng 9 trước đó, và đây là tỷ lệ lạm phát cao nhất tại khu vực này trong 2 năm qua. Bên cạnh đó, xu hướng mất việc làm cũng ngày càng gia tăng so với thời điểm hiện tại và 1 năm về trước. Cụ thể, khu vực 16 nước (EA16) có tỷ lệ thất nghiệp là 10.1% đến tháng 9.2010, tăng 0.1% so với tháng 8 và tăng 0.3% so với tháng 9 năm ngoái. Khu vực 27 nước (EU 27)\* thì duy trì được tỷ lệ thất nghiệp ở mức 9.6% không đổi so với tháng 9 và cũng tăng 0.3% so với cách đây 1 năm. Thống kê nổi bật thì có thể thấy một số quốc gia có tỷ lệ thất nghiệp thấp nhất như Hà Lan (4.4%), Austria (4.5%) và cao nhất thuộc về Tây Ban Nha (20.8%), Latvia (19.4%), và Estonia (18.6%). Đức duy trì tỷ lệ thất nghiệp ở 6.7% thấp hơn mức trung bình của khu vực khá nhiều là tín hiệu đáng ghi nhận và rõ ràng nền kinh tế đứng đầu Châu Âu này đang là trụ cột chống đỡ cho khu vực chung Euro Zone này. Như vậy, theo số liệu của ủy ban Châu Âu thì xu hướng thất nghiệp nhiều khả năng khó giảm trong những tháng cuối năm 2010 bởi những số liệu về tình trạng sản xuất vẫn chưa có sự mở rộng đáng kể và đồng Euro tiếp tục tăng giá so với USD hiện nay tiếp tục gây khó khăn cho nền kinh tế dựa nhiều vào xuất khẩu này.



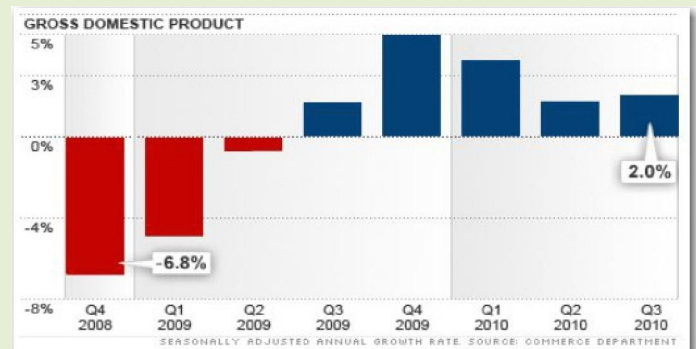
**Khu vực châu Á với những sự kiện đáng quan tâm tập trung tại Trung Quốc** trong tháng 10 khi NHTW TQ quyết định nâng lãi suất cơ bản lên

25 điểm (0.25%). Sự kiện này đưa ra trong bối cảnh nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới này có dấu hiệu giảm tốc tăng trưởng kể từ quý 2.2010 và cho đến thời điểm này thì rõ ràng chính sách này đang phản ánh sự tự tin của chính phủ TQ trong việc điều hành vĩ mô. Chỉ số sản phẩm tiêu dùng tháng 10 duy trì được đà tăng lên 54.7 điểm, cao hơn con số 53.8 của tháng 9 trước đó là bằng chứng cho thấy nền kinh tế này vẫn duy trì được mức tăng trưởng ngay cả khi CP sẽ áp dụng nhiều biện pháp để hạn chế hệ lụy của việc tăng trưởng nóng. Giới chuyên gia vẫn đưa ra nhận định về GDP của Trung Quốc sẽ đạt trên 10% trong năm 2010, giảm dần xuống quanh mức 9.5% trong năm sau đó, tỷ lệ lạm phát ở dưới 3.8% trong tầm kiểm soát của chính phủ. Rõ ràng, Trung Quốc vẫn sẽ là đầu tàu tăng trưởng kinh tế cho cả thế giới trong quý 4.2010 và giai đoạn 2011 trong xu hướng đồng nhân dân tệ vẫn sẽ tăng giá.



**Tại Mỹ, tháng 10 vừa qua nền kinh tế và thị trường chứng khoán cũng đón nhận nhiều thông tin quan trọng.** Xét đến khía cạnh doanh

nghiệp trên thị trường theo thống kê của giới chuyên gia thì trên 70% doanh nghiệp trong rổ S&P 500 đại diện cho 500 doanh nghiệp lớn nhất nước Mỹ có kết quả kinh doanh vượt kỳ vọng, sự phân hóa cũng khá rõ nét khi các công ty dịch vụ tiếp tục duy trì mức lợi nhuận ổn định bên cạnh ngành công nghệ và khai khoáng, tuy nhiên lĩnh vực ngân hàng vẫn còn nhiều khó khăn khi thực chất nền tín dụng tại Mỹ vẫn chưa có sự cải thiện đáng kể (tỷ lệ nợ xấu đã giảm nhưng tăng trưởng tín dụng vẫn gặp khó khăn). Bức tranh mùa báo cáo tại Mỹ được cho là khá đồng đều và điều này phần nào giúp thị trường ổn định hơn nhưng động lực để thị trường tăng mạnh là không nhiều.



Bên cạnh những thông tin về tỷ lệ thất nghiệp chưa có biến chuyển lớn, lạm phát chưa đáng lo ngại hay chỉ số sản xuất và niềm tin tiêu dùng chưa đột phá thì tháng 10 vừa qua nước Mỹ ghi nhận một mức đầu tư ròng (TIC) lớn đột biến trong tháng 8 (số liệu có độ trễ 45 ngày) khi tổng giá trị mua ròng của NĐT nước ngoài lên tới 128 tỷ USD, tăng hơn 2 lần so với tháng 7 trước đó, tương đương với giai đoạn tháng 11.2009 và tháng 3.2010. Lý giải cho điều này được giới đầu tư kỳ vọng rằng chương trình nới lỏng định lượng lần 2 mà FED nếu áp dụng sẽ khiến dòng vốn đầu tư tập trung mạnh vào các tài sản rủi ro như chứng khoán vì USD sẽ mất giá, hay lý giải theo dòng vốn đầu tư cơ nhìn nhận theo yếu tố kỹ thuật thì dường như chỉ số Dow Jones neo ở mức quanh 11.000 điểm sẽ kích thích dòng tiền nhiều hơn nếu xu hướng giá tiếp tục tăng lên. Theo giới phân tích, thị trường chứng khoán Mỹ nhiều khả năng sẽ tiếp tục thu hút được lượng vốn lớn trong những tháng cuối năm 2010.

Tháng 10, chỉ số tăng trưởng GDP số liệu công bố lần đầu quý 3 đã công bố. Theo số liệu tổng cục thống kê kinh tế Mỹ thì GDP quý 3 tại Mỹ tăng trưởng 2.0%, cao hơn mức 1.7% số liệu cuối cùng trong quý 2. Số liệu này khá sát với kỳ vọng của giới đầu tư, một quý tăng trưởng GDP được cho là yếu và khó có thể tạo ra sự thay đổi trong vấn đề việc làm. Tỷ lệ tăng trưởng được kỳ vọng cho quý 4 là 2.5% và cả năm sẽ ở mức 2.8%, tất nhiên số liệu này chưa tính đến kỳ vọng chương trình nới lỏng định lượng lần 2 và kế hoạch kích thích kinh tế mới mà CP Obama đang dự kiến. Như vậy, số liệu



GDP quý 3 tại Mỹ phần nào phản ánh đà chứng lại của nền kinh tế này trong quý 2 và quý 3 và kỳ vọng đang được hướng về quý 4.2010 và quý 1.2011.

Trong tuần sau, một thông tin rất quan trọng có ảnh hưởng lâu dài đến nền kinh tế Mỹ là kết quả cuộc bầu cử và chính sách của FED liên quan đến chương trình gói cứu trợ định lượng lần 2. Chính sách của 2 đảng đưa ra tranh cử là khá khác biệt nhưng đều đặt trong bối cảnh phải thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nên vấn đề mà giới đầu tư quan tâm chỉ là mức độ hỗ trợ đối với nền kinh tế. Còn FED thì nhiều khả năng số tiền mà FED bơm ra để hỗ trợ nền kinh tế sẽ lớn hơn con số 500 tỷ trong chương trình mua lại trái phiếu, dự kiến con số này sẽ nằm trong khoảng 1.500 – 2000 tỷ là rất lớn (xấp xỉ 15% GDP) đủ sức mạnh để kích thích nền kinh tế như giới đầu tư đang kỳ vọng, ngay cả khi hiệu quả và những ảnh hưởng của nó vẫn đang được tranh luận.

**Tựu chung lại**, kinh tế vĩ mô tháng 10 phần nào vẽ ra bức tranh toàn cảnh cho nền kinh tế thế giới mà nổi bật lên là khu vực Euro Zone vẫn đang đối mặt với khó khăn về tình trạng lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp tăng cao, chính phủ Euro Zone chưa có động thái rõ ràng gì cho bước đi kế tiếp. Trung quốc vẫn sẽ là đầu tàu kéo nền kinh tế thế giới phục hồi và nước Mỹ sẽ có những thay đổi lớn mang tính dài hạn ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi kinh tế bởi những biện pháp mạnh tay của FED và chính phủ Obama. Thị trường chứng khoán vốn là phong vũ biểu của các nền kinh tế này được giới chuyên gia kỳ vọng sẽ tiếp tục đi lên trong trung và dài hạn.

## II. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 10

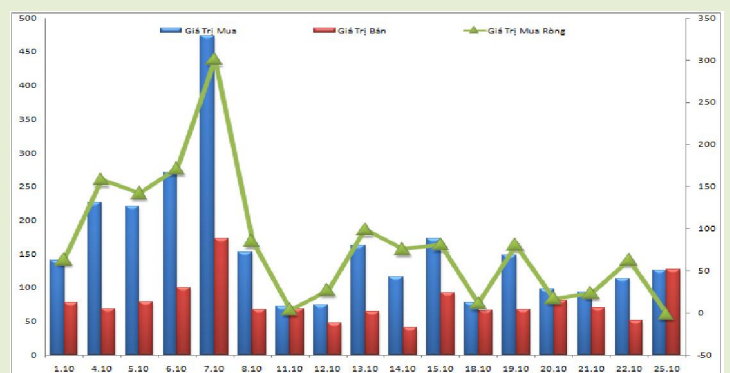
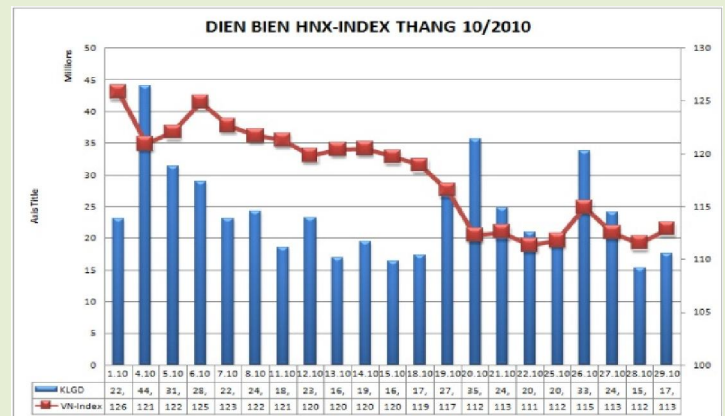
### 1. Vn-Index tiếp tục đi ngang trong kênh giá hẹp

Chỉ số VN-Index sau khi chạm mức đỉnh 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 VN-Index trong tháng 10 vẫn chưa có một sự thay đổi lớn nào đáng kể so với tháng 9 và có nhiều nét tương đồng với giai đoạn tích lũy đi ngang cuối tháng 5/2010.

Kết thúc phiên giao dịch cuối cùng của tháng 10, chỉ số VN-Index mất nhẹ 1.89 điểm so với phiên giao dịch cuối cùng của tháng 9 (tương đương mất 0.42%). Mặc dù về mặt điểm số chỉ mất điểm nhẹ so với tháng 9, 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跌 mất 16.62 điểm (tương đương mất 3.54%). Xu hướng chủ đạo của thị trường CK tháng 10 vẫn 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 658,214,718 đvcp, giảm 27.52%; tương đương với giá trị đạt 12624.72 tỷ đồng, giảm 45.67%. Bình quân mỗi phiên KLGD đạt 31,343,558 đvcp, tương đương giá trị 742.63059 tỷ đồng.

### 2. HNX-Index đánh mất 11.34% trong tháng 10

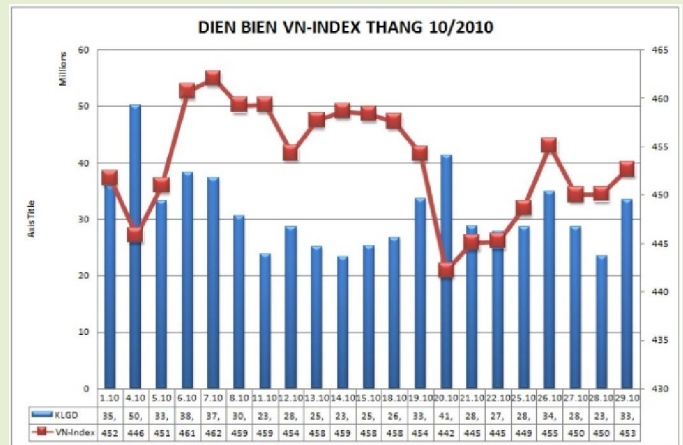
Tính trong cả tháng VN-Index chỉ giảm 0.42%, trong khi đó HNX-Index lại mất tới 11.34% và nhìn vào đồ thị giá của chỉ số sàn HNX, thì chúng ta sẽ có cái nhìn thực tế hơn về những gì đang diễn ra trên TTCK Việt Nam. Như vậy, đây là giai đoạn có sự chênh lệch nhau khá lớn giữa 2 chỉ số này. Thông thường trong chu kỳ 1 năm của TTCK, thì hầu hết ở các giai đoạn dù tăng trưởng hay thoái lui, thì hai chỉ số này thường có mức tương quan khá khít. Vậy đâu là nguyên nhân dẫn đến điều này, theo đánh giá của chúng tôi sự biến động của VN-Index trong tháng 10 đã bị “méo mó” bởi sự tác động có chủ ý của các nhà tạo lập và đặc biệt là của khối NĐTNN, sự tăng lên “bất thường” của một số cổ phiếu chủ chốt do khối ngoại mua nhiều, tiêu biểu phải kể đến là các mã: BVH, MSN, VIC, DPM, FPT, HAG, OGC, PVF,... Còn những cổ phiếu không được khối ngoại nâng đỡ đã giảm mạnh tương tự như những cổ phiếu trên sàn HNX.



## 2. Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trong tháng 10 vẫn là một ẩn số

**Tháng 10 khối ngoại mua ròng nhiều nhất kể từ đầu năm 2010 với trên 1.600 tỷ đồng được đổ vào thị trường**

Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) trong tháng 10 tiếp tục sôi động và đây cũng là tháng có giá trị mua ròng lớn nhất kể từ đầu năm 2010. Tổng khối lượng mua ròng đạt 96,095,072 đvcp, tương đương giá trị 3665.5 tỷ đồng; Tổng khối lượng bán ròng đạt 57,107,081 đv, tương đương giá trị 1981.69 tỷ đồng. Chênh lệch mua bán của NĐTNN đạt 1683.81 tỷ đồng. Bình quân mỗi phiên giao dịch giá trị khối này mua 4,575,956 đv, tương đương giá trị 174.54762 tỷ đồng; bán ra 2,719,385 đvcp, tương đương 94.3661905 tỷ đồng và chênh lệch mua bán của NĐTNN bình quân mỗi phiên đạt 80.1814286 tỷ đồng. Nhóm cổ phiếu mà khối NĐTNN mua vào nhiều nhất trong tháng 10 gồm có: BVH, STB, FPT, VNM, DPM, OGC và nhóm cổ phiếu bất động sản: KBC, ITA, ITC, KDH, NTL,... Trên sàn HNX khối NĐTNN chỉ mua vào rất khiêm tốn với 180.06 tỷ đồng, bán ra 75.3415683 tỷ đồng, chênh lệch mua bán (mua ròng) đạt 104.71843 tỷ đồng. Những mã mua nhiều của khối ngoại trên HNX là: VCG, OCH, PVX,...



## 3. Kết luận và nhận định xu hướng của thị trường tháng 11

Trong tháng 10 TTCK Việt Nam đón nhận khá nhiều những thông tin vĩ mô quan trọng như: GDP 9 tháng đầu năm, lạm phát, tỷ giá và các thông tin quan trọng của NHNN và Bộ tài chính hoàn thiện và ổn định sự phát triển của TTCK. Chỉ số VN-Index hiện nay mặc dù không có nhiều sự thay đổi về mặt điểm số và mốc 450 điểm vẫn được giữ vững trong hơn 2 tháng qua. Tuy nhiên cách thức và diễn biến giao dịch thì lại thay đổi đáng kể theo chiều hướng tiêu cực hơn. Tháng 10 TTCK đi ngang là chủ đạo, tuy nhiên cũng có những đợt phục hồi ngắn hạn, do có sự phân hóa mạnh giữa các nhóm cổ phiếu bước vào mùa công bố KQKD Quý 3 và 9 tháng đầu năm.

TTCK Việt Nam vẫn lạc nhịp với hầu hết các TTCK Quốc tế, vì vậy việc tăng mạnh của các thị trường này gần như không mang lại một sự tích cực đáng kể nào cho thị trường. Những thông tin vĩ mô không mấy tích cực trong nước, đặc biệt là chỉ tiêu kiềm chế lạm phát của chính phủ ở mức 8% có nguy cơ không đạt; Kết quả kinh doanh Quý 3 không mấy khả quan; Diễn biến giao dịch trên hai kênh đầu tư khác là Vàng và Ngoại hối vẫn cho thấy sức hấp dẫn của hai thị trường này trong thời gian qua, mặc dù đã có phần hạ nhiệt đáng kể. Tuy nhiên, tính hấp dẫn trên hai kênh đó có thể tiếp tục được duy trì trong thời gian tới do nhiều yếu tố vĩ mô vẫn còn tiềm ẩn khá nhiều rủi ro và tình hình lạm phát vẫn đang đứng ở mức báo động, khả năng tiếp tục tăng điểm của hai thị trường trên là vẫn còn và nó sẽ cản trở dòng tiền đầu cơ quay trở lại thị trường chứng khoán. Thị trường Vàng và Ngoại hối hấp dẫn cũng đồng nghĩa với việc, TTCK khó có khả năng tăng điểm trở lại ít nhất là trong ngắn hạn, ... Theo đánh giá của chúng tôi việc thị trường chưa có sự cải thiện trong tháng 10 chủ yếu là do niềm tin của nhà đầu tư đã bị đánh mất trong các giai đoạn thị trường đổ đèo trong tháng 8 và cách thức giao dịch âm ảm đến khó chịu của tháng 9.

Giai đoạn vừa qua chứng kiến hiện tượng tương đối mới, TTCK tăng điểm chỉ phụ thuộc vào một số mã chính có vốn hóa lớn và ảnh hưởng chính đến điểm số của thị trường. Đây là một yếu tố cho thấy TTCK Việt Nam đang bị "méo mó" và điểm số của VN-Index không phản ánh đúng những gì đang diễn ra trên thị trường và đương nhiên một sự tăng trưởng dựa trên những yếu tố không vững chắc sẽ dễ dàng bị đổ vỡ. Hoạt động rời bỏ thị trường và chấp nhận bán lỗ của các NĐT cá nhân mỗi khi thị trường có sự phục hồi nhỏ. Trong tháng 10, vấn đề đáng lưu ý là việc mua ròng mạnh của nhà đầu tư nước ngoài với giá trị lên đến trên 1.600 tỷ đồng. Đây là mức lớn nhất trong kể từ đầu năm 2010 trở lại đây.

P/E trailing và P/B quý gần nhất của thị trường Việt Nam đang ở mức thấp nhất so với nhiều thị trường ở Châu Á và Mỹ. Theo các số liệu thống kê mà chúng tôi có được, thì hiện nay P/E của 50% số mã chứng khoán trên thị trường hiện nay nhỏ hơn 8, thấp hơn cả mức thị trường ở 400 điểm trong năm 2009, mức này cũng là mức "rẻ" hơn nhiều so với bất kỳ thị trường nào khác trong khu vực. Và nếu so với Hàn Quốc, Singapore, Indonesia, Đài Loan, Hồng Kông..., thì VN-Index đang đi sau khoảng 30 - 40%. Chỉ với những con số thống kê sơ bộ như trên, thì TTCK Việt Nam thực sự là một thị trường đang rất rẻ cho các cá nhân và tổ chức bắt đầu nghĩ đến việc giải ngân cho chiến lược dài hạn.

Có lẽ đây cũng chính là nguyên nhân khiến các NĐTNN mua ròng không ngừng nghỉ trong suốt hơn 8 tháng qua. Trong khi 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 8 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 niêm yết cho thấy khối ngoại vẫn đang mua ròng và đây cũng là một ẩn số lớn nhất của thị trường trong xu hướng hiện tại. 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 đạt gần 14.000 tỷ đồng. Có lẽ họ có niềm tin hơn và có chiến lược dài hơi hơn các NĐT trong nước về triển vọng của nền kinh tế và TTCK Việt Nam.

**Nhận định:** Với những con số thống kê và những phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng VN-Index có khả năng tiếp tục linh xình trong biên độ hẹp trong tháng 11 và tháng còn lại của năm 2010. Các chỉ báo phân tích kỹ thuật đang ủng hộ cho một sự khép đáy dài hạn, thị trường có thể vẫn sụt giảm tiếp trong những biến động ngắn hạn, song triển vọng trung và dài hạn của TTCK Việt Nam rõ ràng là cơ hội cho các nhà đầu tư. Về mặt tâm lý, chúng tôi cho rằng những phiên phục hồi của thị trường cuối tháng 10 sẽ có tác dụng tích cực đến tâm lý thị trường trong những phiên giao dịch của tuần đầu tháng 11. Sự nâng đỡ của khối ngoại, có thể tiếp tục là điểm tựa giúp kích thích các NĐT trong nước quay lại với thị trường, dòng tiền sẽ đổ vào những cổ phiếu đang ở vùng giá rẻ. Ngoài ra, về việc chi trả cổ tức dự kiến cũng phần nào kích thích những nhà đầu tư giá trị. Tuy nhiên, chúng ta cũng cần đặc biệt lưu ý đến những rủi ro hiện tại của nền kinh tế như biến động khôn lường của giá vàng, tỷ giá, lãi suất và sức ép lạm phát và chính sách có thể tạo ra những hiệu ứng tiêu cực đối với thị trường. Kịch bản đáng tin cậy nhất của thị trường trong thời điểm hiện tại vẫn là dao động trong biên độ hẹp ít nhất cho đến hết tuần thứ 3 của tháng 11.

#### 4. Phân tích kỹ thuật và chiến lược đầu tư tháng 11: VN-index tạo ngôi sao Doji, HNX-Index khép góc tại Falling wedge

VN-Index kết thúc phiên giao dịch cuối cùng của tháng 10 tại mốc 452 điểm, HNX-Index dừng lại ở 112.86 điểm. Xét về trạng thái thị trường thì rõ ràng HNX-Index tiếp tục xu hướng đi xuống trong trung hạn, ngược lại, với diễn biến từ VN-Index khi chỉ số này tiếp tục được neo ở mức cao (trên 450 điểm).

##### VN-Index tháng 10: Ngôi sao Doji thứ 2 xuất hiện...

Ngôi sao Doji là trạng thái giao dịch cân bằng của thị trường, cân bằng của tâm lý, của cung và cầu sau khi biến động mạnh (thể hiện ở bóng nến). Trong hình mẫu nến của VN-Index tạo ra trong tháng 9 và tháng 10 là một Doji kép.

- Tháng 9: Doji với giá đóng cửa và mở cửa ở quanh mức 455 điểm, mức giá cao nhất đạt được trong tháng 9 là 469 điểm, thấp nhất là 442 điểm, biên độ biến động của mẫu doji quanh trục (trên và dưới) lần lượt là 3.0% và 2.8%.

- Tháng 10: Doji đóng cửa ở 452 điểm, mức giá cao nhất đạt được là 467, thấp nhất là 440, biên độ biến động quanh trục là 3.3% và 2.6%.



Như vậy, chỉ xét riêng hình dạng và vị trí của các ngôi sao Doji thì rõ ràng chỉ số VN-Index đang có dấu hiệu cân bằng rõ nét. Biên độ biến động của Doji tuy tăng nhẹ nhưng về cơ bản vẫn xoay quanh trục 455 điểm cho thấy tín hiệu hội tụ mạnh. Vị trí của Doji nằm sau những bóng nến dài dõ



tháng 6,7, 8 trước đó tạo tín hiệu tạo đáy với khối lượng giao dịch suy kiệt. Khi 2 ngôi sao đứng cạnh nhau thì xác suất VN-Index tạo đáy càng rõ nét hơn bởi hình mẫu Đáy xoay tròn - spinning bottom có độ tin cậy rất cao (trên 65%). Tuy nhiên, đây vẫn chỉ là tín hiệu cần còn tín hiệu đủ là cần thêm một bóng nến dài rộng nữa, vượt lên trên phạm vi cao nhất của 2 bóng nến spinning bottom, tương đương với nền đóng của ở trên 470 điểm thì xu hướng trung hạn của VN-Index sẽ rất sáng sủa.

Bên cạnh đó, xét đến chu kỳ sóng lớn VN-Index kể từ năm 2009 thì chúng tôi nhận thấy sóng 3 của chu kỳ thứ cấp (secondary trend) cũng có dấu hiệu bất thường. Tính từ tháng 2.2009 đến tháng 10.2010, VN-Index đã hình thành 2 chu kỳ sóng lớn: sóng tăng và sóng điều chỉnh.

Chu kỳ tăng trưởng chính (primary trend) kéo dài 20 tháng bao gồm cả sóng điều chỉnh kéo dài từ tháng 11.2009 đến tận tháng 10.2010 có khả năng còn tiếp diễn. Có thể nói chu kỳ kéo dài quá nhiều của sóng thứ cấp về mặt thời gian so với sóng tăng trưởng (8 tháng so với 12 tháng) đã là điều bất hợp lý bởi thông thường chu kỳ này chỉ kéo dài tối đa 2/3 độ dài sóng tăng trưởng. Tuy nhiên, về tỷ lệ tăng trưởng giá thì vẫn như vẫn được bảo toàn khi sóng điều chỉnh chỉ phản ứng lại (retracement) không vượt quá 50% sóng trước, điều này bảo đảm quy luật về tăng trưởng giá trong một xu hướng giá lên kéo dài từ 2009 đến nay.

Như vậy, VN-Index tháng 10 tiếp tục hình thành thêm một ngôi sao Doji nữa, khối lượng giảm dần khiến các chỉ báo dòng tiền và động lực đều suy yếu so với tháng 9 trước đó. Đặt trong bối cảnh dài hạn thì nhiều kỳ vọng cho rằng sóng điều chỉnh thứ cấp đã và đang đi vào giai đoạn cuối và nếu trong tháng 11 sẽ là một cây nến rộng trên mốc 470 điểm thì chúng tôi sẽ tin tưởng hơn vào chu kỳ đi lên của sóng 3 trong “primary trend” kéo dài suốt từ 2009 đến nay.

#### **HNX-Index tháng 10: Mẫu hình đảo ngược cái nêm hướng xuống falling wedge đã có tín hiệu khép góc**

Falling wedge là mẫu hình cái nêm hướng xuống, thuật ngữ “falling” thể hiện sự hội tụ dốc xuống bởi 2 kênh hỗ trợ và kháng cự. Mẫu hình này xuất hiện thường là mẫu hình đảo ngược “reversal pattern” phục thuộc vào xu hướng chủ đạo trước đó.

Khi xu hướng chủ đạo của HNX-Index kể từ 2009 đến nay là đi lên thì rõ ràng Falling wedge kéo dài từ giữa tháng 7.2010 đến nay đang cố gắng đảo ngược lại xu hướng giảm điểm từ cuối tháng 10.2009 đến nay. Mẫu hình này về cơ bản có giá trị sử dụng lớn nhất tại điểm hội tụ cuối cùng của giải hỗ trợ - kháng cự nếu tại đây xuất hiện đột biến về khối lượng và vùng giá bứt được lên trên của kênh kháng cự. Chú ý rằng falling wedge hội tụ tại điểm mà sóng điều chỉnh đã vượt qua 70% của sóng tăng trưởng chính và có dấu hiệu đe dọa tính đúng đắn trong chu kỳ đi lên trước đó của HNX-Index từ đáy 77 điểm xác lập hồi tháng 2.2009.

Như vậy, xét đến tính chu kỳ thị trường thì falling wedge là tín hiệu cho thấy HNX-Index đang có dấu hiệu hội tụ tại vùng 110 điểm.



**Kịch bản nào cho VN-Index và HNX-Index trong tháng 11?**

*Như vậy, khi cả VN-Index và HNX-Index đều đang cho tín hiệu hội tụ trong chu kỳ cuối sóng điều chỉnh thì điều mà các nhà phân tích kỹ thuật quan tâm lại là khi nào thì những tín hiệu tăng giá đầu tiên xuất hiện. Theo chúng tôi, nếu thị trường khởi sắc để hình thành xu hướng giá lên dài thì cần thu hút được dòng tiền mới vào thị trường. Thông thường, giá tăng thì cầu và dòng tiền sẽ tăng nên chúng tôi kỳ vọng nếu VN-Index vượt ngưỡng 470 và HNX-Index trở lên trên ngưỡng 120 điểm thì nhiều khả năng dòng tiền sẽ nhanh chóng trở lại thị trường.*

*Điều này cũng đồng nghĩa với khuyến nghị nhà đầu tư ngắn hạn nên tạm thời đứng ngoài thị trường, còn đối với mục tiêu trung và dài hạn thì đây có thể là cơ hội thu gom cổ phiếu bền bỉ mà không gây lên những xáo trộn lớn về giá cổ phiếu.*