

CÁC BIẾN SỐ VĨ MÔ VÀ CỔ PHIẾU NGÂN HÀNG



NGHIÊN CỨU VĨ MÔ

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Giám đốc:	Võ Văn Minh	email: minh.vo@lvs.com.vn
Chuyên viên:	Nguyễn Minh Giang	email: giang.nguyen@lvs.com.vn

CÁC BIẾN SỐ VĨ MÔ VÀ CỔ PHIẾU NGÂN HÀNG

Ngân hàng là mạch máu của nền kinh tế. Ngân hàng cung cấp một loạt các dịch vụ thiết yếu cho cá nhân, doanh nghiệp và nền kinh tế như: quản lý tài khoản, huy động và cho vay, dịch vụ thanh toán, bảo lãnh. Báo cáo này sẽ phân tích và đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô như lãi suất, tỷ giá, giá vàng, DJ index tới sự vận động của cổ phiếu ngành ngân hàng cũng như VnIndex.

1. Cơ sở lý luận

Năm 2010 đánh dấu những sự kiện vĩ mô nhiều chú ý. Tỷ giá, giá vàng, lãi suất, chỉ số CPI là tâm điểm. Những biến số này là quan trọng tác động trực tiếp đến thị trường chứng khoán nói chung và cổ phiếu ngân hàng nói riêng. Chỉ bằng những quan sát định tính, chúng ta có thể nhận thấy mối tương quan rõ ràng giữa những biến động của thị trường với những biến động từ phía các biến số vĩ mô trên. Vấn đề là những tác động này mang chiều hướng nào và liều lượng bao nhiêu? Chúng ta sẽ trả lời câu hỏi này trong phần phân tích định lượng.

a) Tỷ giá và cổ phiếu ngân hàng

Tỷ giá mặc dù được Ngân hàng Nhà nước sử dụng các công cụ điều tiết và điều chỉnh 2 lần trong năm nay tuy nhiên, những tăng tỷ giá không chính thức trong tháng vừa qua đã tác động mạnh tới kết quả kinh doanh của các ngân hàng và do vậy là cổ phiếu ngân hàng đặc biệt là các ngân hàng có hoạt động kinh doanh ngoại hối chiếm tỷ trọng lớn. Ngoài ra tỉ giá còn ảnh hưởng tới cổ phiếu ngân hàng thông qua tác động gián tiếp đến lạm phát, tâm lý các nhà đầu tư .v.v.

Các giả thiết

- Tỷ giá tăng (VND giảm giá so với USD) thì nguồn thu từ các hoạt động cho vay ngoại hối
- Tỷ giá tăng làm tăng chi phí huy động ngoại tệ
- Tỷ giá biến động thì tác động tới hoạt động kinh doanh ngoại hối nhiều rủi ro hơn
- Tỷ giá tăng dẫn đến lạm phát tác động xấu chung tới nền kinh tế, thị trường chứng khoán và giá cổ phiếu ngân hàng

Như vậy, tỷ giá tăng có tác dụng theo nhiều chiều hướng khác nhau. Kết quả lượng hóa sẽ xác định xu hướng tác động chính.

b) Lãi suất và cổ phiếu ngân hàng

Lãi suất là một biến số vĩ mô có ảnh hưởng khá mạnh đến thị trường chứng khoán, tới tâm lý các nhà đầu tư. Sự thay đổi lãi suất không chỉ tác động tới các doanh nghiệp nói chung mà có ảnh hưởng đặc biệt tới kết quả của ngân hàng – các doanh nghiệp kinh doanh bằng nghiệp vụ đi vay và cho vay. Sự tăng giảm của lãi suất huy động, cho vay tác động trực tiếp vào chi phí vốn, doanh thu, lợi nhuận sau thuế của ngân hàng và giá cổ phiếu ngân hàng. Lãi suất cũng là chiếc van điều chỉnh dòng tiền của nền kinh tế, một trong các yếu tố quyết định cơ cấu phân bổ dòng tiền đầu tư vào thị trường chứng khoán nói chung cổ phiếu ngân hàng nói riêng.

Các giả thiết

- Lãi suất cơ bản tăng dẫn đến lãi suất cho vay tăng và nếu như tín dụng không thắt chặt và có chất lượng thì lợi nhuận sẽ tăng
- Lãi suất cơ bản tăng thì lãi suất huy động tăng, tạo ra nguồn thanh khoản nhưng cũng tăng chi phí vốn, giảm lợi nhuận
- Lãi suất tăng sẽ hút tiền vào hệ thống tiết kiệm, kìm chế lạm phát
- Lãi suất tăng thu hút dòng tiền vào tiết kiệm, giảm dòng tiền vào chứng khoán, tác động tiêu cực tới giá cổ phiếu nói chung và giá cổ phiếu ngân hàng

Như vậy lãi suất tăng có tác dụng theo nhiều chiều hướng khác nhau. Kết quả lượng hóa sẽ xác định xu hướng tác động chính.

c) Giá vàng và cổ phiếu ngân hàng

Giá vàng là biến số được các thành viên trên thị trường chứng khoán chú ý. Hệ thống ngân hàng có hoạt động huy động cho vay vàng thì lợi nhuận và giá cổ phiếu sẽ bị tác động trực tiếp bởi giá vàng.. Vàng cũng là một kênh đầu tư cạnh tranh dòng tiền với cổ phiếu ngân hàng, thị trường chứng khoán, bất động sản. Ngoài ra sự vận động của giá vàng có ảnh hưởng chéo tới cổ phiếu ngân hàng thông qua những áp lực lạm phát mà nó gây ra đối với tâm lý các nhà đầu tư chứng khoán.

Các giả thiết

- Giá vàng tăng thì hoạt động huy động cho vay vàng nhiều biến động. Huy động sẽ tốn nhiều chi phí và cho vay cũng khó khăn hơn vì khách hàng sẽ cân nhắc chi phí trả nợ
- Giá vàng tăng tác động tốt nếu ngân hàng nắm giữ nhiều vàng và chuyển đổi tài sản
- Giá vàng tăng sẽ hút dòng tiền sang đầu tư vàng, giảm dòng tiền đầu tư chứng khoán và tiết kiệm
- Giá vàng tăng làm áp lực lạm phát tăng lên và gây tác động xấu đến thị trường chứng khoán nói chung và cổ phiếu ngân hàng nói riêng.

Như vậy giá vàng tăng có tác dụng theo nhiều chiều hướng khác nhau. Kết quả lượng hóa sẽ xác định xu hướng tác động chính.

d) Dow Jones Index và cổ phiếu ngân hàng

Sự thăng trầm của thị trường chứng khoán thế giới mà đặc biệt là thị trường chứng khoán Mỹ có tác động tới thị trường chứng khoán toàn cầu trong đó có Việt Nam là điều hiển nhiên. Cổ phiếu ngân hàng Việt Nam cũng sẽ chịu tác động dây chuyền từ những mối liên hệ toàn cầu này. Cùng với quá trình phát triển và độ mở của nền kinh tế, các cổ phiếu ngân hàng sẽ càng trở nên nhạy cảm hơn với sự biến động thị trường chứng khoán thế giới không chỉ của Mỹ.

Các giả thiết

- Chỉ số DJ tăng sẽ tác động tốt tới tâm lý thị trường chứng khoán Việt Nam và kéo theo sự tăng của cổ phiếu ngân hàng hoặc chỉ số DJ ít ảnh hưởng tới thị trường Việt Nam.

Trên đây là những giả thiết định tính về mối quan hệ giữa các biến số trên và cổ phiếu ngân hàng. Phân tích định lượng sẽ kiểm định lại những giả thiết trên giả thiết nào là đúng và lượng hóa được sự ảnh hưởng của từng biến số đến sự vận động của cổ phiếu ngành ngân hàng.

2. Phân tích định lượng mức độ ảnh hưởng

a) Phương pháp nghiên cứu và số liệu

Báo cáo này sẽ sử dụng mô hình kinh tế lượng để thực hiện mục tiêu nghiên cứu. Chúng tôi sẽ sử dụng cơ sở dữ liệu của LVS. VNIndex, giá cổ phiếu và các biến số khác như tỷ giá, lãi suất, giá vàng, DJ Index được cập nhật đến 9/11/2010 trong vòng 3 tháng. Các số liệu được sử lý logarit hóa để xem xét những biến động có tính % thay vì những con số tuyệt đối. Biến đổi theo % sẽ có nhiều ý nghĩa hơn về mặt kinh tế cũng như thống kê kinh tế lượng.

Phương pháp luận của phân tích kỹ thuật chính là căn cứ vào những biến động giá trong quá khứ để dự báo xu hướng giá trong tương lai. Hiện nay các nhà đầu tư sử dụng phổ biến các phần mềm vẽ biểu đồ giá chứng khoán và các công cụ đi kèm để xác định mức hỗ trợ, kháng cự, đường xu hướng, tỷ lệ Fibonancy, các mẫu hình.

Phương pháp luận của mô hình kinh tế lượng cũng chính là căn cứ vào dữ liệu quá khứ để dự báo xu hướng cho tương lai. Lãi suất, tỷ giá, giá vàng và chỉ số Dow Jones là một trong những biến số quan trọng tác động tới giá cổ phiếu ngân hàng nói riêng cũng như VnIndex.

b) Biến số vĩ mô và VnIndex

Với dữ liệu và sự biến động của Vnindex trong 3 tháng trở lại đây, rõ ràng chỉ số VnIndex chịu tác động bởi tỷ giá, lãi suất, giá vàng cũng như DJ. Tác động đó ở mức độ nào?

Estimation Command:

```
=====
LS LOG(VNINDEX) LOG(TYGIA) LOG(GOLD) LOG(LS) LOG(DJ) C
```

Estimation Equation:

```
=====
LOG(VNINDEX) = C(1)*LOG(TYGIA) + C(2)*LOG(GOLD) + C(3)*LOG(LS) + C(4)*LOG(DJ) + C(5)
```

Substituted Coefficients:

```
=====
LOG(VNINDEX) = -1.619407029*LOG(TYGIA) - 0.7440800112*LOG(GOLD) + 0.1059938856*LOG(LS)
+ 0.2648663961*LOG(DJ) + 24.76782606
```

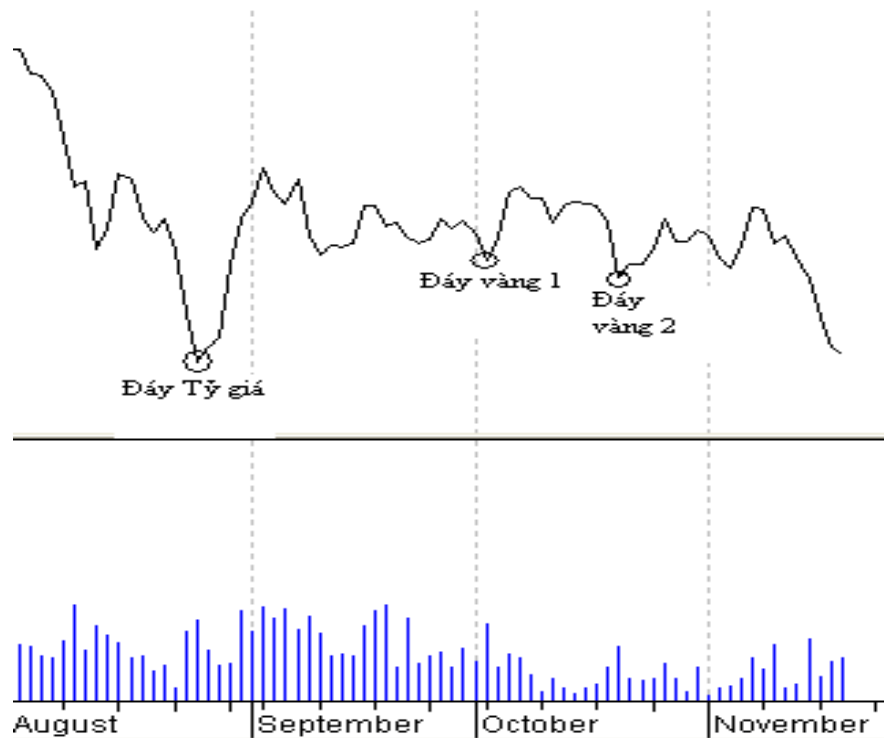
VnIndex có tương quan thuận chiều với lãi suất, DJ nhưng lại vận động ngược chiều với tỷ giá, giá vàng với mức giải thích là 42% (mức thấp). Cụ thể:

- Giá vàng tăng 1% thì VnIndex giảm 0,74 %
- Tỷ giá tăng 1% thì VnIndex giảm 1,61 %
- Lãi suất tăng 1% thì VnIndex tăng 0,1 %
- Chỉ số DJ tăng 1% thì VnIndex tăng 0,59 %

Như vậy ta thấy tác động của tỷ giá, giá vàng tới chỉ số VnIndex là mạnh. Lãi suất tác động ít hơn.

Chúng ta điểm lại các cột mốc quan trọng sau để khẳng định độ chính xác của kết quả hồi qui:

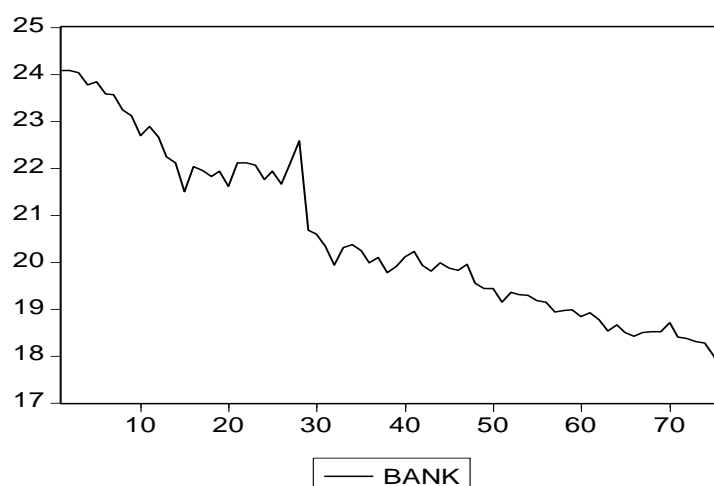
- Ngày 18/8/2010, tỷ giá được điều chỉnh và tác động này kéo chỉ số VnIndex xuống mạnh và xuống đáy sau 1 tuần vào ngày 25/8/2010 (Đáy tỷ giá)
- Giá vàng thế giới lập đỉnh vào ngày 28/9/2010 thì ngay sau đó VnIndex bị kéo xuống nhẹ đạt đáy vào 4/10/2010 (Đáy vàng 1)
- Giá vàng tiếp tục lập đỉnh mới kể từ 13/10/2010 đến 19/10/2010, VnIndex cũng bị kéo theo và đạt đáy vào 20/10/2010 (Đáy vàng 2)
- Điều chỉnh lãi suất cơ bản lên 9% ngày 5/11/2010 có tác động nhỏ và không rõ rệt tới VnIndex.



VNIndex và các cột mốc quan trọng của tỷ giá, giá vàng

c) *Biến số vĩ mô và Cổ phiếu Ngành ngân hàng*

Chúng tôi tổng hợp giá trung bình của 7 cổ phiếu ngân hàng đang niêm yết trên thị trường để có được sự biến động giá chung trong 75 ngày giao dịch gần nhất. Kết quả hồi qui tác động tỷ giá, lãi suất, giá vàng, DJ tới cổ phiếu ngành ngân hàng như sau:



Estimation Equation:

$$\text{LOG(BANK)} = C(1) \cdot \text{LOG(DJ)} + C(2) \cdot \text{LOG(GOLD)} + C(3) \cdot \text{LOG(LAISUAT)} + C(4) \cdot \text{LOG(TYGIA)} + C(5) \cdot \text{LOG(VNINDEX)} + C(6)$$

Substituted Coefficients:

=====

$\text{LOG}(\text{BANK}) = 0.003659533837 \cdot \text{LOG}(\text{DJ}) - 0.159013284 \cdot \text{LOG}(\text{GOLD}) - 0.3624491864 \cdot \text{LOG}(\text{LAISUAT})$
 $- 0.6850967206 \cdot \text{LOG}(\text{TYGIA}) + 0.4190056691 \cdot \text{LOG}(\text{VNINDEX}) + 9.023451632$

R-squared

0.5243

Đánh giá kết quả hồi quy

Giá trung bình cổ phiếu ngân hàng có tương quan thuận chiều với Vnindex, DJ nhưng lại vận động ngược chiều với tỷ giá, giá vàng, lãi suất với mức giải thích là 52%. Cụ thể:

- *Giá vàng và cổ phiếu ngân hàng:* Giá vàng có tác dụng tổng hợp âm tới giá cổ phiếu ngân hàng. Giá vàng tăng 1% thì giá trung bình cổ phiếu giảm 0,15 %. *Khả năng rằng giá vàng tăng khiến chi phí huy động vàng tăng, cho vay khó khăn ảnh hưởng tới lợi nhuận, cổ phiếu ngân hàng. Vàng cũng hút dòng tiền đầu tư khiến thị trường bớt tính thanh khoản và giảm điểm.*
- *Tỷ giá và cổ phiếu ngân hàng:* Tỷ giá có tác dụng tổng hợp âm tới giá cổ phiếu ngân hàng. Tỷ giá tăng 1% thì giá trung bình cổ phiếu giảm 0,68 %. *Khả năng rằng tỷ giá tăng tác động mạnh tới lạm phát, tâm lý, tăng chi phí huy động và cho vay ngoại tệ, tăng rủi ro kinh doanh ngoại hối.*
- *Lãi suất và cổ phiếu ngân hàng:* Lãi suất có tác dụng tổng hợp âm tới giá cổ phiếu ngân hàng. Lãi suất tăng 1% thì giá trung bình cổ phiếu giảm 0,36 %. *Lãi suất tăng làm tăng lãi suất huy động, tăng chi phí vốn. Cho vay bị thắt chặt nên lợi nhuận giảm. Tác dụng kìm chế lạm phát không phát huy nhiều. Lãi suất tăng dòng tiền bị hút sang tiết kiệm, tác động tiêu cực tới thị trường chứng khoán và cổ phiếu ngân hàng.*
- *Chỉ số DJ và cổ phiếu ngân hàng:* DJ có tác dụng tổng hợp dương tới giá cổ phiếu ngân hàng. Chỉ số DJ tăng 1% thì giá trung bình cổ phiếu tăng 0,0036 %. *Mối quan hệ này dương tuy nhiên rất nhỏ bé. Trong thực tế, chỉ số DJ vận động rất qui luật và phản ứng theo các thông tin vĩ mô toàn cầu. Theo đà phát triển và hội nhập của kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam thì hệ số tác động này sẽ tăng lên và phản ứng của thị trường Việt Nam cũng sẽ lý trí hơn, dễ giải thích hơn.*
- *Chỉ số VNIndex và cổ phiếu ngân hàng:* Chỉ số VNIndex có tương quan thuận chiều với giá cổ phiếu ngân hàng. Chỉ số Vnindex giảm 1% thì giá trung bình cổ phiếu giảm 0.41 %. *Thực ra mối quan hệ giữa VNIndex và giá cổ phiếu ngân hàng có mối quan hệ biện chứng qua lại. Index giảm dẫn đến giá cổ phiếu ngân hàng giảm và ngược lại.*

3) Kết luận

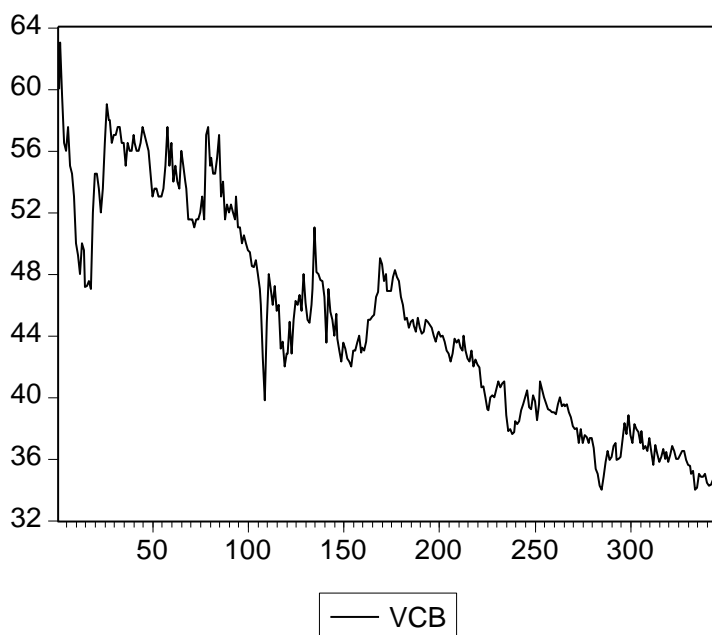
Các kết quả định lượng kết luận rằng *giá vàng, tỷ giá, lãi suất đều có cùng tác động tổng hợp ngược chiều tới giá cổ phiếu ngân hàng*. Các liệu pháp bình ổn thị trường vàng, bình ổn thị trường ngoại tệ là các lựa chọn chính sách đúng không chỉ cho nền kinh tế nói chung mà còn cho cổ phiếu ngân hàng nói riêng. Việc duy trì lãi suất cao như hiện tại nhằm kiềm chế lạm phát có tác động xấu tới cổ phiếu và hoạt động ngân hàng. Tuy nhiên, đây là lựa chọn đúng vì mục ưu tiên kiềm chế giá.

PHỤ LỤC

Phần phụ lục này sẽ trình bày một số kết quả định lượng tác động của các nhân tố vĩ mô tới từng cổ phiếu riêng và tiêu biểu như VCB, ACB, CTG.

Định lượng ảnh hưởng các yếu tố vĩ mô tới cổ phiếu VCB

Chúng tôi có dữ liệu giá cổ phiếu ngân hàng Ngoại thương kể từ 30/6/2010 đến 9/11/2010. Đồ thị biến đổi giá như sau:



Cổ phiếu VCB có tương quan ra sao với tỷ giá, lãi suất, giá vàng, chỉ số DJ và VnIndex:

Estimation Equation:

$$\text{LOG}(\text{VCB}) = \text{C}(1) * \text{LOG}(\text{TYGIA}) + \text{C}(2) * \text{LOG}(\text{LS}) + \text{C}(3) * \text{LOG}(\text{GOLD}) + \text{C}(4) * \text{LOG}(\text{DJ}) + \text{C}(5) * \text{LOG}(\text{VNINDEX}) + \text{C}(6)$$

Substituted Coefficients:

$$\text{LOG}(\text{VCB}) = -0.3202886227 * \text{LOG}(\text{TYGIA}) - 0.2486664778 * \text{LOG}(\text{LS}) + 0.1804528379 * \text{LOG}(\text{GOLD}) - 0.5619719768 * \text{LOG}(\text{DJ}) + 0.5507674568 * \text{LOG}(\text{VNINDEX}) + 7.825472053$$

R-squared 0.752569

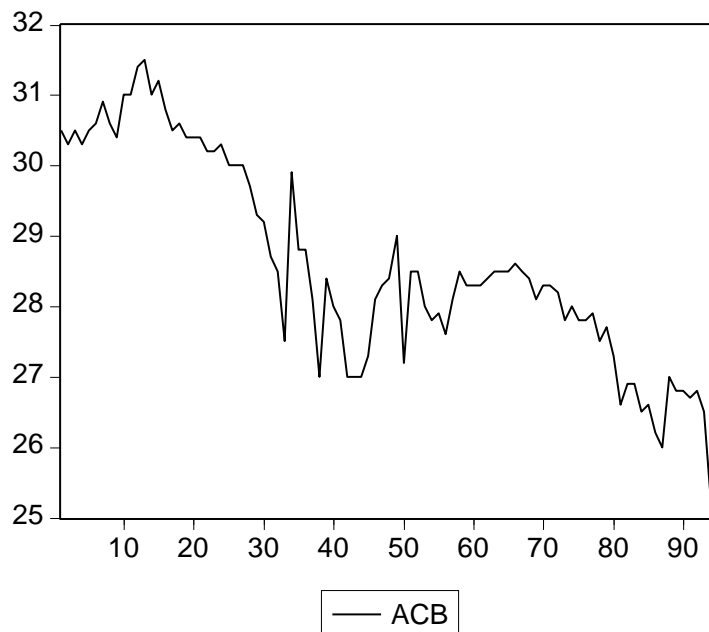
Như vậy, giá cổ phiếu VCB có tương quan thuận chiều với VnIndex, giá vàng nhưng lại vận động ngược chiều với tỷ giá, lãi suất, chỉ số DJ với mức giải thích là 75%. Cụ thể:

- Giá vàng tăng 1% thì giá cổ phiếu VCB tăng 0,18 %
- VnIndex giảm 1% thì giá cổ phiếu VCB cũng giảm theo 0,55%
- Tỷ giá tăng 1% thì giá cổ phiếu VCB giảm 0,32 %

- Lãi suất tăng 1% thì giá cổ phiếu VCB giảm 0,24 %
- Chỉ số DJ tăng 1% thì giá cổ phiếu VCB giảm 0,56 %

Định lượng ảnh hưởng các yếu tố vĩ mô tới cổ phiếu ACB

Chúng tôi có dữ liệu giá cổ phiếu ngân hàng Á Châu kể từ 90 ngày đến 9/11/2010. Đồ thị biến đổi giá như sau:



Cổ phiếu ACB có tương quan như sau với tỷ giá, lãi suất, giá vàng, chỉ số DJ và VnIndex:

Estimation Equation:

$$\text{LOG(ACB)} = C(1) \cdot \text{LOG(TYGIA)} + C(2) \cdot \text{LOG(GOLD)} + C(3) \cdot \text{LOG(LS)} + C(4) \cdot \text{LOG(DJ)} + C(5) \cdot \text{LOG(VNINDEX)} + C(6)$$

Substituted Coefficients:

$$\text{LOG(ACB)} = 0.03300904239 \cdot \text{LOG(TYGIA)} - 0.3289655955 \cdot \text{LOG(GOLD)} - 0.3128576577 \cdot \text{LOG(LS)} + 0.03604854189 \cdot \text{LOG(DJ)} + 0.6162857728 \cdot \text{LOG(VNINDEX)} + 1.911903591$$

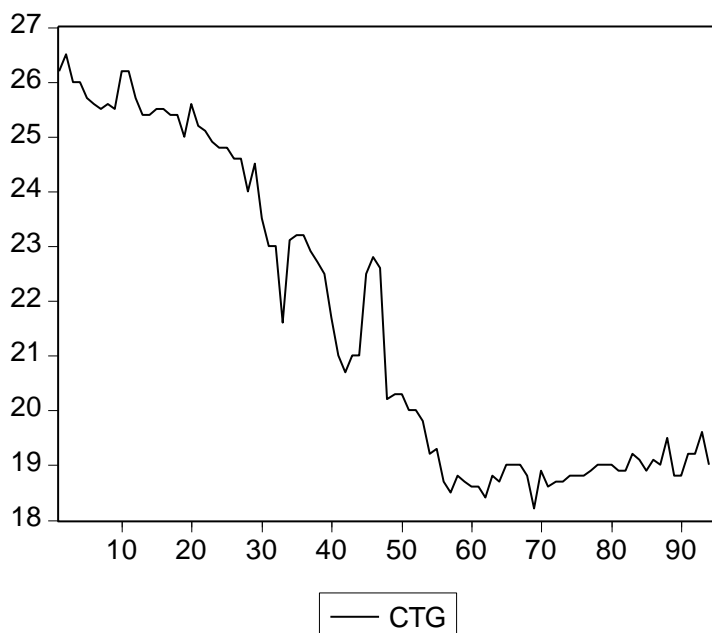
R-squared 0.851312

Giá cổ phiếu ACB có tương quan thuận chiều với VnIndex, DJ, tỷ giá, nhưng lại vận động ngược chiều với giá vàng, lãi suất với mức giải thích là 85%. Cụ thể:

- Giá vàng tăng 1% thì giá cổ phiếu ACB giảm 0,32 %
- VnIndex giảm 1% thì giá cổ phiếu ACB cũng giảm theo 0,61%
- Tỷ giá tăng 1% thì giá cổ phiếu ACB tăng 0,03 %
- Lãi suất tăng 1% thì giá cổ phiếu ACB giảm 0,31 %
- Chỉ số DJ tăng 1% thì giá cổ phiếu ACB tăng 0,03 %

Định lượng ảnh hưởng các yếu tố vĩ mô tới cổ phiếu CTG

Chúng tôi có dữ liệu giá cổ phiếu ngân hàng Công thương kể từ 45 ngày đến 9/11/2010. Đồ thị biến đổi giá như sau:



Cổ phiếu CTG có tương quan như sau với tỷ giá, lãi suất, giá vàng, chỉ số DJ và VnIndex:

Estimation Equation:

$$\text{LOG(CTG)} = C(1) \cdot \text{LOG(TYGIA)} + C(2) \cdot \text{LOG(GOLD)} + C(3) \cdot \text{LOG(DJ)} + C(4) \cdot \text{LOG(LS)} + C(5) \cdot \text{LOG(VNINDEX)} + C(6)$$

Substituted Coefficients:

$$\text{LOG(CTG)} = -1.12502797 \cdot \text{LOG(TYGIA)} - 1.481529475 \cdot \text{LOG(GOLD)} - 0.5932798404 \cdot \text{LOG(DJ)} + 0.5619850024 \cdot \text{LOG(LS)} + 0.9627026186 \cdot \text{LOG(VNINDEX)} + 23.16307874$$

R-squared 0.873127

Giá cổ phiếu CTG có tương quan thuận chiều với lãi suất, Vnindex nhưng lại vận động ngược chiều với tỷ giá, giá vàng, DJ, với mức giải thích là 87%. Cụ thể:

- Giá vàng tăng 1% thì giá cổ phiếu CTG giảm 1,48 %
- VnIndex giảm 1% thì giá cổ phiếu CTG cũng giảm theo 0,96%
- Tỷ giá tăng 1% thì giá cổ phiếu CTG giảm 1,12 %
- Lãi suất tăng 1% thì giá cổ phiếu CTG tăng 0,56 %
- Chỉ số DJ tăng 1% thì giá cổ phiếu CTG giảm 0,59 %

Bản báo cáo này được lập bởi Khối Phân tích & Tư vấn Đầu tư – Công ty cổ phần Chứng khoán Liên Việt và chỉ mang tính tham khảo cho nhà đầu tư. Thông tin trong báo cáo được LVS tổng hợp và phân tích dựa trên các nguồn tin đáng tin cậy và phổ biến. LVS không chịu trách nhiệm đối với những quyết định mua bán chứng khoán của nhà đầu tư do việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần thông tin trong báo cáo này.