

**Ngày 05 tháng 01 năm 2011**



# **BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2011**

**CTCP Chứng khoán**

**Rồng Việt – VDSC**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

**Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư**

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

[phanhich@vdsc.com.vn](mailto:phanhich@vdsc.com.vn)

## TỔNG QUAN

Năm 2010 khép lại đánh dấu năm không thành công của TTCK Việt Nam do chịu tác động từ bên ngoài lẫn nội tại nền kinh tế. Thanh khoản suy yếu trong một thời gian dài khiến NĐT trở nên nhạy cảm và phản ứng mạnh hơn với thông tin tiêu cực. Trong khi đó, các tin tức tích cực không mang lại sự khởi sắc đáng kể nào cho thị trường. Đóng cửa ngày 31/12/2010, VN-Index và HNX-Index lần lượt đạt 484,66 và 114,24 điểm, so với phiên ngày 31/12/2009, các chỉ số này đã giảm lần lượt 2% đối với VN-Index và 32% đối với HNX-Index.

Mặc dù nhóm bluechips không thực sự có đợt khởi sắc mạnh mẽ nào trong năm, một vài cổ phiếu thuộc nhóm này vẫn hoàn thành xuất sắc nhiệm vụ giữ điểm cho thị trường (MSN, OGC, VIC, BVH, DPM...). Ngược lại, nhóm vốn hóa trung bình và thấp tăng điểm luân phiên giữa các ngành vào quý II (thép, cao su, mía đường, giáo dục...). Cổ phiếu ngành dầu khí dẫn đầu thị trường về mức tăng giá trong giai đoạn này. Sau gần một năm đi xuống, cổ phiếu ngành bất động sản, tài chính và dịch vụ tài chính bắt đầu có đợt tăng điểm ngắn vào cuối tháng 11 và được xem là khởi đầu cho chu kỳ tăng điểm mới của thị trường.

Yếu tố tích cực theo chúng tôi trong năm 2011 là khả năng chỉ số CPI tuy không đạt kế hoạch đề ra nhưng tăng thấp hơn so với 2010 và đạt khoảng từ 7,8% - 9,1%. Một khi lạm phát được kiểm chế, chính sách tiền tệ sẽ có nhiều thuận lợi, cụ thể mặt bằng lãi suất sẽ giảm và những áp lực tỷ giá sẽ bớt căng thẳng, dòng tiền vào thị trường chứng khoán sẽ mang tính chất bền vững hơn.

Bên cạnh đó, yếu tố hỗ trợ giúp cho thị trường trong năm 2010 khó giảm sâu là các nhà đầu tư nước ngoài vẫn có khả năng tiếp tục được duy trì. Chúng tôi kì vọng khi nền kinh tế ổn định hơn, cùng với những chính sách mới sẽ được ban hành trước năm bản lề 2012 sẽ là một lực hút khá lớn các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2011.

Ngoài ra, với một nền kinh tế đang phát triển, hầu hết các doanh nghiệp đều đang trong chu kì tăng trưởng sẽ là một thuận lợi lớn cho thị trường. Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận trong năm 2011 sẽ lần lượt tăng khoảng 20% - 25% và 15% - 18% so với 2010.

Ngoài những yếu tố tích cực, áp lực tăng vốn của các ngân hàng và việc phát hành thêm cổ phiếu cũng như niêm yết mới sẽ là một lực cản cho sự tăng điểm của thị trường.

Dựa vào những đánh giá trên chúng tôi cho rằng năm 2011 thị trường sẽ dao động trong khoảng 400 - 600 điểm đối với VN-Index và 90 - 150 điểm đối với HNX-Index, tương ứng với mức P/E sẽ dao động trong khoảng 9,5 - 14 lần đối với HSX và 8 - 14 lần đối với HNX.

## KINH TẾ THẾ GIỚI

### Kinh tế Mỹ

Kinh tế Mỹ trải qua một năm với nhiều thách thức, những khó khăn từ gói hỗ trợ lần thứ nhất kết thúc và buộc Cục Dự trữ liên bang Mỹ phải thực hiện gói nới lỏng lần thứ 2, cuộc khủng hoảng nợ công tại châu Âu cũng như những tranh cãi xung quanh vấn đề tỷ giá là những tiêu điểm chính của kinh tế Mỹ năm 2010. Nền kinh tế vẫn còn nhiều khó khăn trên con đường phục hồi sau suy thoái kinh tế. Tỷ lệ thất nghiệp vẫn không có nhiều thay đổi so với đầu năm – tương ứng đạt 9,8%. Thị trường nhà đất đã sụt giảm nghiêm trọng khi chương trình ưu đãi thuế kết thúc, doanh số bán nhà vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm trước trong khi giá nhà vẫn chưa có nhiều cải thiện. Thị trường tiêu dùng tuy đã có sự phục hồi nhưng cũng đã trải qua những tháng suy giảm liên tiếp do niềm tin người tiêu dùng giảm sút, trong khi đó sản xuất công nghiệp là yếu tố đáng tích cực nhất trong năm qua. Tăng trưởng GDP quý III trong lần công bố thứ 3 tăng khoảng 2,6% so với quý trước, cao hơn 0,9% so với lần công bố đầu là 1,7%, lũy kế theo năm GDP tăng trưởng 3,1%. Với những dấu hiệu tích cực trong thời gian gần đây, đặc biệt với việc chỉ số CPI vẫn ở mức thấp (tháng 11 chỉ tăng khoảng 1,2% so với cùng kỳ thấp hơn rất nhiều so với mục tiêu 2%) là cơ sở để FED tiếp tục thực hiện gói hỗ trợ thông qua việc mua trái phiếu Chính phủ. Khả năng kinh tế Mỹ sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2011 dù mức độ tăng trưởng không cao. Theo dự báo của FED trong lần gần đây nhất vào tháng 11/2010, tăng trưởng GDP trong năm 2011 sẽ ở mức 3% - thấp hơn so với lần dự báo trước là 3,5% - 4,2%, tỷ lệ thất nghiệp được dự báo sẽ giảm nhẹ so với hiện tại và khả năng đến 2012 - 2013 mới rơi xuống dưới 8%.

**Lĩnh vực lao động:** Số liệu trên lĩnh vực lao động Mỹ tháng 11 được công bố thấp hơn rất nhiều so với các kỳ vọng trước đó. Số lao động trong lĩnh vực phi nông nghiệp chỉ tăng nhẹ thêm 39 nghìn người (thấp hơn rất nhiều so với con số của tháng 10 là 172 nghìn người), đồng thời sự gia tăng này diễn ra trong các lĩnh vực sức khỏe và dịch vụ tạm thời trong khi số lao động trong lĩnh vực bán lẻ giảm đến 28 nghìn người đã gây ra những lo ngại nhất định. Tỷ lệ thất nghiệp tháng 11 lại tăng lên 9,8%, mức cao nhất trong vòng 7 tháng trở lại đây. Điểm tích cực là số người nộp đơn xin việc gia tăng cho thấy niềm tin của người dân về sự phục hồi của nền kinh tế. Điểm tích cực trong thị trường lao động còn được thể hiện qua số giờ lao động trung bình 1 tuần của lĩnh vực phi nông nghiệp vẫn giữ ở mức 34,3 giờ và thu nhập bình quân một giờ tăng thêm 1 cent so với tháng trước lên 22,75 USD. Bên cạnh đó, số người nộp đơn xin thất nghiệp lần đầu, tái thất nghiệp trong nửa đầu tháng 12 lần lượt xoay quanh mức 420 nghìn người và 4,1 triệu người – thấp hơn so với con số tháng trước 430 nghìn và 4,2 triệu người của tháng 11.

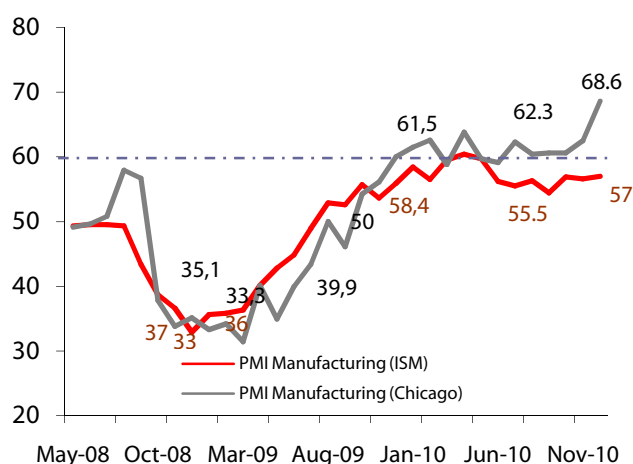
**Lĩnh vực tiêu dùng:** Tiêu dùng tháng 11 của Mỹ tiếp tục có tháng thứ 5 tăng trưởng liên tiếp với mức tăng 0,8% so với tháng trước và tăng 7,7% so với cùng kỳ, doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 378,7 triệu USD. Dưới tác động của mùa lễ tết, mức tiêu thụ các mặt hàng lương thực – thực phẩm, quần áo lần lượt tăng 0,8% và 2,7% so với tháng trước, trong khi đó trái ngược với các tháng trước mức tiêu thụ xe hơi, nội thất và thiết bị điện giảm 0,8%, 0,5%, 0,6% so với tháng 10. Tuy chỉ số niềm tin người tiêu dùng tháng 12 giảm 1,8 điểm so với tháng 11 nhưng với sức tiêu thụ khá mạnh trong kỳ nghỉ cuối năm, đặc biệt doanh số bán lẻ thuần (loại trừ ô tô, dầu và vật liệu xây dựng) tăng 1,2% so với

mức tăng tháng 10 là 0,2% và tháng 9 là 0,4%, chúng tôi kì vọng sẽ có sự tăng trưởng trong doanh số bán lẻ tháng 12.

**Lĩnh vực nhà đất:** Sau khi có sự suy giảm trong tháng 10, thị trường nhà đất Mỹ có nhiều cải thiện. Doanh số bán nhà mới tháng 11 đạt 290 nghìn đơn vị, tăng 5,5% so với con số tháng trước nhưng vẫn thấp hơn 21,2% so với cùng kì năm trước. Doanh số bán nhà cũ ước đạt 4,68 triệu căn, tăng 5,6% so với tháng trước và thấp hơn 27,9% so với cùng kì năm trước, cùng với đó giá bán nhà trung bình đạt 170.600 USD/căn – tăng nhẹ 0,4% so với tháng 10. Ngoài ra, số nhà mới khởi công sau khi giảm khá mạnh trong tháng 11 đã có sự đảo chiều khi tăng 3% so với tháng trước. Thông tin không mấy lạc quan đối với thị trường nhà đất tháng 11 đó là số nhà xin cấp phép tiếp tục có xu hướng giảm (giảm 4% so với tháng 10 và 14,7% so với cùng kì năm trước). Bên cạnh đó, thông thường vào thời điểm mùa đông nhu cầu mua bán nhà diễn ra khá ít nhưng với tín hiệu tháng 11 và mức lãi suất tín dụng tăng nhẹ lên 4,3% từ mức 4,23% của tháng trước, kì vọng thị trường nhà đất sẽ tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới.

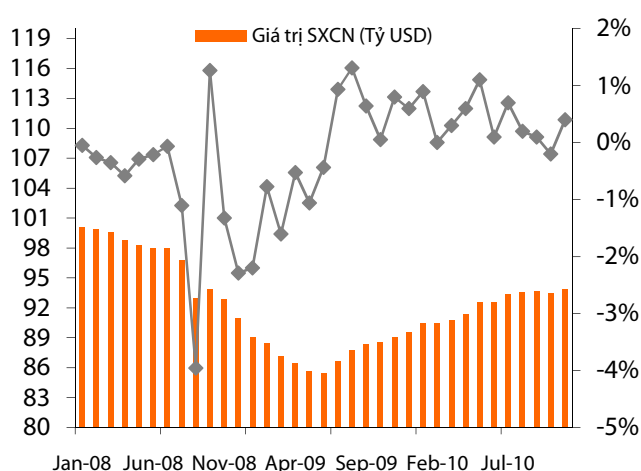
**Lĩnh vực công nghiệp:** Giá trị sản xuất công nghiệp tháng 11 tăng nhẹ 0,4% so với tháng 10 và tăng 5,4% so với cùng kì năm trước. Đóng góp cho sự tăng trưởng trong giá trị tháng 11 thuộc lĩnh vực công nghiệp tiện ích, với mức tăng khá mạnh (1,9%) do nhu cầu sử dụng gia tăng bởi yếu tố mùa vụ, trong khi đó lĩnh vực công nghiệp sản xuất tăng nhẹ thêm 0,3% so với tháng trước. Tuy có sự gia tăng trong giá trị sản xuất nhưng chúng tôi cho rằng lĩnh vực này sẽ còn gặp nhiều trở ngại khi lượng hàng tồn kho tháng 11 tăng 1,6% lên mức 319,1 triệu USD. Ngoài ra, số đơn đặt hàng lâu bền tháng 11 tiếp tục giảm 1,3% so với tháng 10, tương ứng đạt 193,7 triệu USD, đồng thời lượng hàng lâu bền xuất khẩu có tháng thứ 3 giảm điểm trong vòng 4 tháng trở lại đây và chi tiêu cho tư liệu sản xuất giảm 6,8%.

## Chỉ số PMI



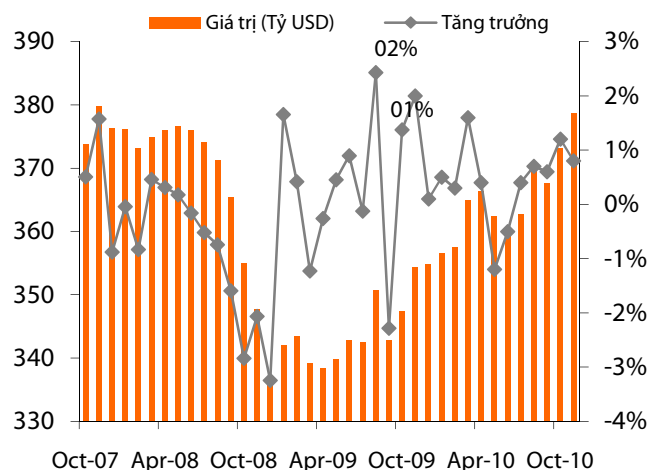
Nguồn: ISM, kingbiz.com

## Tăng trưởng sản xuất công nghiệp



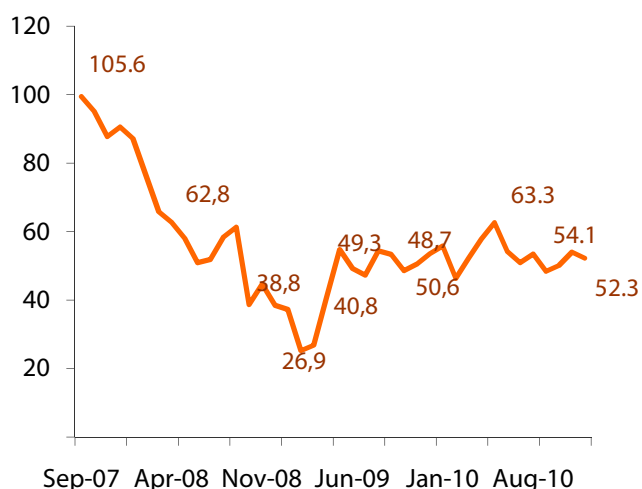
Nguồn: federalreserve.gov

## Tăng trưởng giá trị bán lẻ



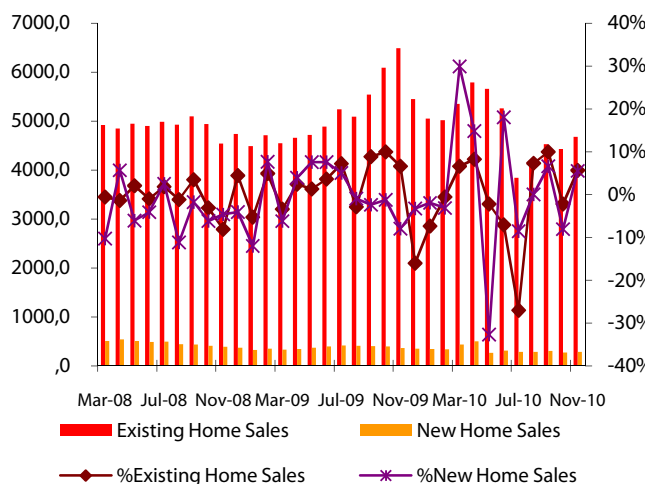
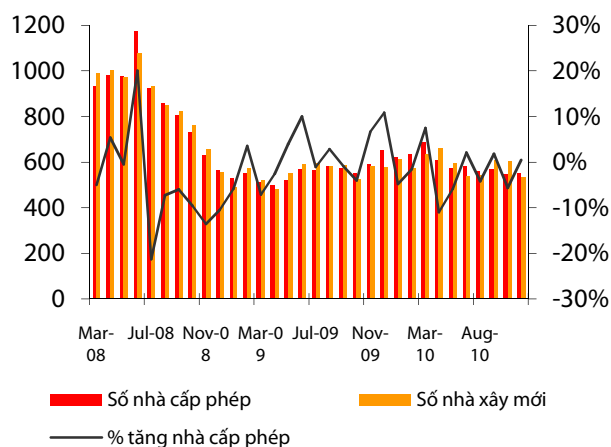
Nguồn: [www.census.gov](http://www.census.gov)

## Chỉ số niềm tin tiêu dùng



Nguồn: [www.conference-board.org](http://www.conference-board.org)

## Biến động các chỉ số trên thị trường nhà đất Mỹ



Nguồn: US Census Bureau, Federal Housing Finance Agency

### **Kinh tế Trung Quốc**

Trong khi hầu hết các nền kinh tế phát triển trên thế giới đều trải qua một năm kinh tế tăng trưởng chậm, lạm phát ở mức khá thấp nhưng tại Trung Quốc, cũng giống như những năm trước suy thoái, nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng nóng. Chỉ số CPI của nước này tiếp tục tăng cao và vượt mục tiêu đề ra đầu năm của Chính phủ. Theo công bố mới đây của cơ quan thống kê Trung Quốc, CPI tháng 11 tiếp tục tăng 5,1% so với cùng kỳ năm trước (cao hơn so với con số của tháng 10 là 4,4%). Trong số 8 mặt hàng được tính vào chỉ số CPI, có đến 6 mặt hàng tăng giá như lương thực – thực phẩm tăng 11,7%, thuốc lá, rượu tăng 1,6%, lĩnh vực nhà ở tăng 5,8%..., 2 lĩnh vực có mức giá giảm thuộc về giao thông và bưu chính viễn thông giảm 0,7%, quần áo giảm 0,7%. Lũy kế 11 tháng đầu năm, chỉ số CPI tăng đến 3,2% và vượt mục tiêu đề ra ban đầu của Chính phủ nước này là kiểm chế CPI dưới mức 3%. Những khó khăn do kinh tế phát triển quá nóng khiến NHTW Trung Quốc 6 lần tăng dự trữ bắt buộc từ mức 15,5% lên 18,5% và 2 lần tăng lãi suất cơ bản lên mức hiện tại là 5,81%. Với những biện pháp thắt chặt tiền tệ, kỳ vọng lạm phát năm 2011 của quốc gia này có thể kiểm chế dưới mức 4% như mục tiêu đề ra. Bên cạnh lạm phát, Trung Quốc còn chịu sức ép lớn từ việc điều chỉnh giá trị đồng NDT do việc neo tỷ giá quá lâu kể từ sau suy thoái kinh tế và dù có những bước đi từ giữa năm 2010 nhưng tỷ giá USD/NDT vẫn chưa có nhiều thay đổi lớn.

Những biện pháp điều chỉnh của Chính Phủ cũng ảnh hưởng lớn tới tốc độ phát triển của nền kinh tế trong thời gian gần đây, tốc độ tăng trưởng sản xuất công nghiệp tháng 11 so với cùng kỳ năm trước ước đạt 13,3%, trong khi đó giá trị bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 18,7%. Tăng trưởng GDP quý III tăng 9,6% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn so với con số của quý I là 11,9% và quý II là 10,3%, dự kiến GDP năm 2010 sẽ ở mức 9%. Tuy chỉ số PMI tháng 12 giảm từ 55,3 điểm xuống còn 54,4 điểm nhưng kỳ vọng những mục tiêu tăng trưởng sản xuất công nghiệp năm 2011 khoảng 12% và GDP khoảng 8% là có thể đạt được. Điểm tích cực của kinh tế Trung Quốc năm 2010 là xuất siêu tiếp tục tăng mạnh, lũy kế 11 tháng đầu năm xuất siêu đạt 171,4 tỷ USD, bằng 95,4% so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên khả năng xuất siêu của Trung Quốc trong thời gian tới sẽ gặp khó khăn do vấn đề tỷ giá.

Thị trường bất động sản Trung Quốc năm 2010 chịu tác động khá lớn từ sự tăng trưởng nóng của nền kinh tế. Với mục tiêu hạn chế sự tăng trưởng nóng của thị trường, giảm thiểu nguy cơ bong bóng bất động sản, chính phủ Trung Quốc đã thực thi một số biện pháp như hạn chế cho vay mua nhà, và 4 ngân hàng lớn nhất Trung Quốc đã ngưng cho vay các dự án bất động sản. Với mục tiêu kiểm chế lạm phát cũng như hạn chế sự tăng trưởng nóng của thị trường này, khả năng thị trường bất động sản năm 2011 tiếp tục trải qua một năm đầy khó khăn.

### **Kinh tế Nhật Bản**

Cũng giống như những nền kinh tế lớn khác trên thế giới, kinh tế Nhật Bản năm 2010 trải qua một năm không có nhiều đột biến, tăng trưởng GDP theo quý của quý III tăng 1,1%, cao hơn 0,4% so với lần công bố đầu tiên, GDP theo năm tăng 4,5% cao hơn 1,8% so với con số của quý II. Tỷ lệ thất nghiệp vẫn không có nhiều thay đổi khi vẫn duy trì ở mức 5,1%. Điểm tích cực trong nền kinh tế là thặng dư thương mại trong 11 tháng đầu năm

đạt 6.081 tỷ Yên gấp gần 3 lần so với cùng kì năm trước, tuy nhiên với việc đồng Yên tăng giá khá mạnh trong thời gian gần đây các doanh nghiệp xuất khẩu Nhật đang gặp rất nhiều khó khăn, bằng chứng là xuất siêu tháng 11 giảm xuống còn 162 tỷ Yên từ mức 822 tỷ Yên trong tháng 10, trong thời gian tới nếu tình hình tỷ giá không nhiều cải thiện, nền kinh tế xuất khẩu của Nhật sẽ còn gặp nhiều khó khăn.

Bên cạnh đó, vấn đề lâu nay đối với nước Nhật là tình trạng giảm phát, chỉ số CPI tháng 11 tuy tăng 0,4% so với tháng trước nhưng so với cùng kì năm trước chỉ số CPI chỉ tăng 0,1%, thấp hơn so với con số của tháng 10 là 0,2%. Nếu loại trừ lương thực – thực phẩm chỉ số CPI giảm 0,6% so với cùng kì năm trước. Với những chuyển biến trong những tháng gần đây cùng với gói hỗ trợ của Chính phủ trong thời gian qua và việc thông qua gói ngân sách kỉ lục 1,1 nghìn tỷ USD, giữ mức lãi suất ở mức thấp, tình trạng giảm phát có thể được cải thiện trong năm 2011. Trong tương lai xa hơn nữa, kinh tế Nhật sẽ gặp nhiều thách thức do mức thâm hụt ngân sách cao trong khi nợ công hiện đang ở mức 200% GDP, cao nhất trong các nước phát triển hiện nay. Kỳ vọng chỉ số CPI của Nhật năm 2011 sẽ lên mức dương, tỷ lệ thất nghiệp sẽ có những cải thiện nhờ vào các chương trình kích cầu của Chính Phủ nhưng tăng trưởng kinh tế sẽ không có nhiều đột biến so với 2010.

### **Kinh tế châu Âu**

Năm 2010, kinh tế châu Âu đã trải qua một năm đầy khó khăn, khủng hoảng nợ công khởi đầu tại Hy Lạp sau đó kéo dài sang Ireland, hiện tại vẫn chưa có dấu hiệu kết thúc bởi những mối lo ngại vẫn đang thường trực đối với Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha. Tuy khủng hoảng tại các nước này được giải quyết bằng các gói cứu trợ khoảng 110 tỷ Euro cho Hy Lạp trong 4,5 năm và 85 tỷ cho Ireland trong 7 năm từ ủy ban châu Âu và IMF nhưng hậu quả của nó đối với các nước nhận cứu trợ là không nhỏ. Trong lúc kinh tế thế giới vẫn đang trải qua nhiều khó khăn, các quốc gia này buộc phải cắt giảm thâm hụt ngân sách, kinh tế gặp khá nhiều khó khăn, tăng trưởng GDP tại Hy Lạp theo năm trong quý III giảm đến 4,5% so với cùng kì, tỷ lệ thất nghiệp ở mức 12,6% cao hơn so với trung bình của khu vực là 10%, thâm hụt thương mại trong 10 tháng đầu năm lên đến 24,5 tỷ Euro. Chúng tôi kì vọng năm 2011, những vấn đề nợ công tại châu Âu sẽ có những chuyển biến theo chiều hướng tích cực hơn, đặc biệt là ở hai nước Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha.

Tuy kinh tế tại một số nước châu Âu gặp phải khó khăn nhưng nhìn chung cả khu vực và một số nước lớn như Đức, Pháp,... tăng trưởng tương đối tốt (kinh tế Đức trong quý III tiếp tục tăng 3,9% so với cùng kì năm trước, cao hơn so với quý II là 3,7% và dự báo kinh tế Đức năm 2010 sẽ đạt mức 3,6% - cao nhất trong vòng 2 thập kỉ trở lại đây). Tốc độ tăng trưởng GDP quý III/2010 so với cùng kì năm ngoái tăng đến 1,9%, cao hơn so với con số của quý II là 1,7%, quý I là 0,6%. Theo dự báo của OECD, kinh tế châu Âu năm 2010 có thể đạt mức tăng trưởng 1,7% và có thể tiếp tục đạt ở mức này trong năm 2011. Điểm khó khăn trong năm 2011 là tỷ lệ thất nghiệp hiện vẫn trên 10% trong khi lạm phát tăng cao, duy trì ở mức 1,9% trong những tháng gần đây và theo dự báo của ECB lạm phát 2011 vẫn ở mức 1,8%.

### **Thị trường chứng khoán thế giới**

TTCK thế giới năm 2010 đã trải qua một năm đầy biến động do những hậu quả để lại sau các chương trình hỗ trợ của các Chính Phủ, tuy nhiên nhìn chung năm 2010 vẫn là một năm thành công đối với chứng khoán thế giới. Tại Mỹ và châu Âu, sau khi có sự tăng trưởng tốt trong 4 tháng đầu năm, dưới tác động của cuộc khủng hoảng nợ châu Âu cũng như sự sụt giảm trong các chỉ số kinh tế khiến thị trường có những bước sụt giảm trước khi có sự phục hồi trở lại trong những tháng cuối năm khi gói hỗ trợ QE2 của FED và tình hình Châu Âu có dấu hiệu tạm lắng. Kết thúc năm, chỉ số công nghiệp Dow Jones tăng 11,02% so với cuối năm trước, S&P 500 tăng 12,78%, Nasdaq tăng 16,91%, FTSE 100 tăng 8,94%, DAX tăng 16,06%, trong khi chỉ số CAC 40 lại giảm 3,61%.

Trong xu hướng chung của thị trường chứng khoán thế giới, chứng khoán các nước châu Á cũng có sự tăng trưởng so với năm trước nhưng cũng có sự phân hóa giữa các thị trường. Tại Trung Quốc, lạm phát tăng cao khiến Chính phủ nước này thực hiện các biện pháp thắt chặt tiền tệ đã tác động làm cho chỉ số SSE giảm 10,28%. Trong khi đó tại Nhật, sự phục hồi của nền kinh tế còn yếu cùng với sự tăng giá mạnh của đồng Yên khiến thị trường chứng khoán trở nên kém hấp dẫn và so với năm trước chỉ số Nikkei 225 giảm 3,01%. Tại thị trường chứng khoán các nước mới nổi như Indonexia, Malaysia,... nền kinh tế tăng trưởng tốt đã thu hút một lượng lớn các nhà đầu tư nước ngoài khiến cho các chỉ số JKSE tăng 46,13% và KLSE tăng 19,34%,...

Với những tín hiệu tích cực trong thời gian gần đây của kinh tế Mỹ như thị trường nhà đất và tiêu dùng tiếp tục có sự phục hồi, lạm phát hiện vẫn khá thấp (khoảng 1,2%) gói hỗ trợ QE2 của FED tiếp tục được thi hành, chúng tôi kì vọng kinh tế Mỹ năm 2011 dù tăng trưởng không cao nhưng sẽ tiếp tục được cải thiện và tác động tốt đến thị trường chứng khoán thế giới.

Thông tin có thể gây trở ngại cho sự tăng trưởng của thị trường Châu Âu là cuộc khủng hoảng nợ (Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha) vẫn chưa có kết quả, và những hậu quả sau khi nhận viện trợ tại các nước Hy Lạp, Ireland,... có thể gây ra những lo ngại về sự sụp đổ của đồng Euro, tuy nhiên chúng tôi kì vọng những vấn đề này sẽ chuyển biến theo chiều hướng tích cực hơn, khả năng sụp đổ khó xảy ra và ít tác động tiêu cực tới thị trường.

Ngoài các vấn đề tại châu Âu và Mỹ, sức khỏe của nền kinh tế Trung Quốc ngày càng đóng vai trò quan trọng, chúng tôi kì vọng với những biện pháp thắt chặt tiền tệ trong thời gian gần đây, lạm phát năm 2011 có thể được kiểm chế dưới mức 4% và tác động tích cực tới thị trường chứng khoán nước này.



			31/12/10		
Chứng khoán	31/12/09	30/11/10	Index	± sv 31/12/09	± sv 30/11/10
Chứng khoán Mỹ					
Dow Jones	10,428.05	11,052.49	11,577.51	11.02%	4.75%
S&P 500	1,115.10	1,180.55	1,257.64	12.78%	6.53%
Nasdaq	2,269.15	2,498.23	2,652.87	16.91%	6.19%
Chứng khoán Châu Âu					
FTSE 100	5,415.94	5,528.27	5,899.94	8.94%	6.72%
CAC 40	3,947.17	3,610.44	3,804.78	-3.61%	5.38%
DAX	5,957.43	6,688.49	6,914.19	16.06%	3.37%
Chứng khoán Châu Á					
Nikkei 225	10,546.44	9,937.04	10,228.92	-3.01%	2.94%
SSE (Shanghai)	3,277.14	2,952.32	2,940.22	-10.28%	-0.41%
Hang Seng (Hongkong)	21,872.50	23,007.99	23,035.45	5.32%	0.12%
TSEC (Taiwan)	5,623.26	5,653.95	6,116.61	8.77%	8.18%
Kospi (Korean)	1,682.77	1,904.63	1,904.63	13.18%	0.00%
Strait Times	2,897.62	3,144.70	3,190.04	10.09%	1.44%
JKSE (Indonesia)	2,534.36	3,531.21	3,703.51	46.13%	4.88%
KLSE (Malaysia)	1,272.78	1,484.63	1,518.91	19.34%	2.31%
VNIndex (Vietnam)	494.77	451.59	484.66	-2.04%	7.32%
HNX-Index (Vietnam)	168.17	108.43	114.24	-32.07%	5.36%
Giá vàng bình quân	1,101.30	1,386.10	1,378.80	25.20%	-0.53%
Giá dầu	79.63	85.92	93.05	16.85%	8.30%

Nguồn: Tổng hợp từ Bloomberg, Yahoo finance

## KINH TẾ VIỆT NAM

### Chính sách tiền tệ

#### Lãi suất

Dù đã có những đồng thuận trong việc giữ mặt bằng lãi suất huy động dưới 12% trong thời điểm cuối tháng 11, nhưng trái với kì vọng của nhà điều hành chính sách, mặt bằng lãi suất tháng 12 có những biến động ngoài mong đợi khi có thời điểm lên tới 17% - 18% và chỉ được điều chỉnh giảm xuống còn mức 14% trước những áp lực hành chính của NHNN. Về mặt bằng lãi suất cho vay, theo báo cáo của NHNN đến nửa sau tháng 12 vẫn dao động ở mức 12,5% - 20%. Thị trường liên ngân hàng cũng có nhiều biến động, doanh số VND/ngày tăng khoảng 19% so với thời điểm đầu tháng, và doanh số giao dịch USD /ngày không có nhiều thay đổi, đồng thời mặt bằng lãi suất cũng không có nhiều thay đổi so với tháng trước khi lãi suất qua đêm ở mức 10,5% - 13% và lãi suất các kì hạn khác vẫn xoay quanh mức 13%. Ngoài ra trong 3 tuần đầu tháng 12, NHNN đã tiến hành nâng lãi suất tái cấp vốn kì hạn 7 ngày từ mức 9% lên 10% và hút về khoảng 11 nghìn tỷ đồng, những động thái này có thể thấy quyết tâm của NHNN trong việc thắt chặt tiền tệ.

Nhìn chung diễn biến mặt bằng lãi suất năm 2010 không có nhiều thuận lợi so với những kì vọng đầu năm và tăng lên rất nhiều so với năm 2009. Lãi suất huy động phổ biến ở mức từ 11% - 18%, cao hơn rất nhiều so với mặt bằng lãi suất 2009 là 6,8% - 10,5%, và lãi suất cho vay từ mức 12% - 20%, cao hơn khoảng từ 3% - 4% so với năm trước, cùng với đó là những biến động theo chiều hướng tăng trong mặt bằng lãi suất liên ngân hàng. Nguyên nhân gây ra những biến động này chủ yếu do chính sách tiền tệ thắt chặt, hạn chế tăng trưởng tín dụng để kiềm chế lạm phát khi kinh tế có dấu hiệu phục hồi. Bên cạnh đó, áp lực lạm phát năm 2010 cũng tương đối lớn, chỉ số CPI tháng 12/2010 tăng đến 11,75% so với 12/2009, cao hơn rất nhiều so với con số 6,52% của cùng kì năm trước. Ngoài ra những biến động về tỷ giá, thị trường trái phiếu, những chính sách mới cũng như những khó khăn của hệ thống ngân hàng vào thời điểm cuối năm đã ảnh hưởng khá lớn tới lãi suất trong thời gian qua.

Thị trường tiền tệ, cụ thể hơn là mặt bằng lãi suất, năm 2010 theo chúng tôi sẽ chịu tác động bởi các yếu tố sau:

**Thứ nhất**, biến động lãi suất phụ thuộc khá lớn vào CPI. Với diễn biến trong những tháng cuối năm 2010 và đầu năm 2011, CPI vẫn có khả năng giữ mức cao do yếu tố mùa vụ nên lãi suất huy động khó có sự biến động nhiều so với mức 14%/năm ở thời điểm hiện tại. Tuy nhiên chúng tôi kì vọng, khoảng thời gian sau Tết Nguyên Đán áp lực lạm phát do cầu kéo sẽ giảm và nguồn tiền nhàn rỗi sẽ gia tăng – mặt bằng lãi suất sẽ có những chuyển biến tích cực từ cuối quý I kéo dài đến cuối quý II và có thể về mức 11%/năm.

**Thứ hai** là ảnh hưởng từ thị trường ngoại hối, cụ thể hơn là lãi suất huy động USD. Mức chênh lệch tỷ giá chính thức và tự do hiện tại khá cao, khoảng 7% - 10%, do đó mức lãi suất huy động USD chưa có nhiều dấu hiệu hạ nhiệt. Tuy nhiên chúng tôi kì vọng NHNN sẽ có những điều chỉnh để đưa tỷ giá về sát với thị trường tự do, đồng thời mức lãi suất huy động USD cũng sẽ được điều chỉnh hợp lý hơn. Như vậy, khả năng tác động của yếu tố này trong thời gian tới theo chúng tôi là không lớn.

**Thứ ba**, những thay đổi trong hệ thống ngân hàng. Năm 2011 các giới hạn về huy động vốn

đối với các tổ chức tín dụng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam sẽ được dỡ bỏ theo cam kết WTO – theo chúng tôi đây là những yếu tố gây áp lực về mặt cung – cầu cho lãi suất huy động cũng như cho vay.

**Thứ tư** là những tác động về mặt chính sách. Với định hướng phát triển kinh tế bền vững thay cho tăng trưởng nhanh trong thời gian sắp tới nên mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 23% - thấp hơn so với mục tiêu năm 2010 là 25% và thực tế 2010 là 27,6%. Nhiều khả năng chính sách tiền tệ sẽ không quá nới lỏng trong thời gian tới và do vậy, kì vọng mặt bằng lãi suất sẽ không có nhiều thay đổi.

Thông tin tích cực trong ngắn hạn theo chúng tôi là nhu cầu vốn thời gian sau Tết sẽ có xu hướng giảm và lãi suất sẽ biến động tích cực hơn. Bên cạnh đó, nếu Chính phủ thành công trong việc kiểm chế lạm phát như mục tiêu đề ra, khả năng mặt bằng lãi suất sẽ chuyển biến tích cực vào cuối quý I/2011. Riêng thời gian tháng 1/2011, do yếu tố mùa vụ, mặt bằng lãi suất trong thời gian tới khó có những chuyển biến theo chiều hướng tích cực.

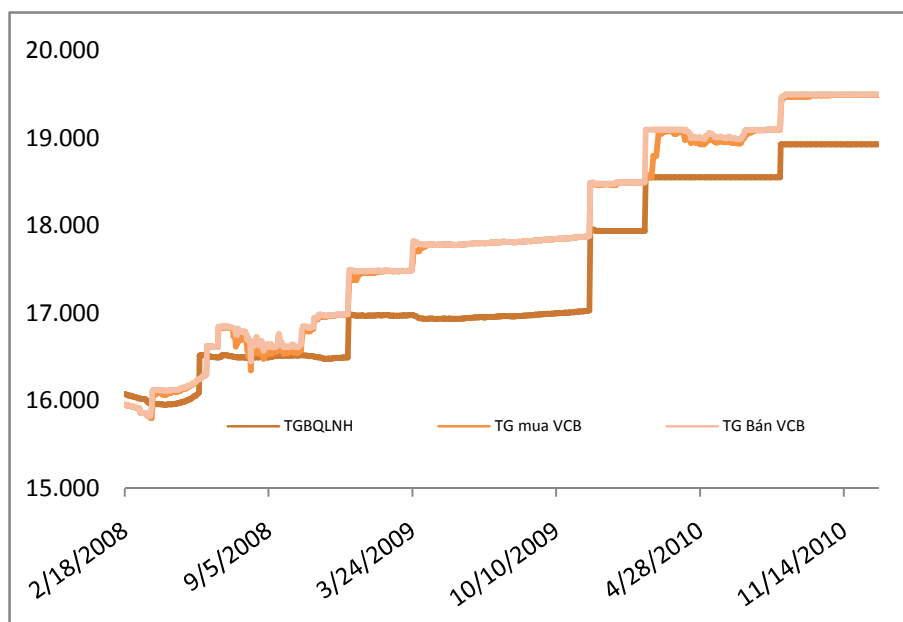
### **Tỷ giá hối đoái**

Trong năm 2010, NHNN đã có những biện pháp thực thi chính sách tỷ giá linh hoạt hơn so với 2009 khi tiến hành điều chỉnh tăng tỷ giá 2 lần với mức tăng là 5,5% (cao hơn so với con số năm 2009 là 5%), tương ứng đưa mức tỷ giá bình quân liên ngân hàng từ 17.941 VND/USD lên mức 18.932 VND/USD, tuy nhiên tại thời điểm cuối năm 2010 mức tỷ giá trên thị trường tự do vẫn cao hơn so với tỷ giá niêm yết tại các ngân hàng vào khoảng 7% - 10%. Nguyên nhân dẫn đến căng thẳng tỷ giá có thể được lý giải do lượng dư nợ tín dụng ngoại tệ năm 2010 tăng 37,7%, đa số các khoản vay này xảy ra vào quý II và đáo hạn trong quý IV làm cho nhu cầu USD cuối năm tăng cao. Bên cạnh đó, yếu tố cần được nhắc tới là lạm phát, mức chênh lệch lạm phát giữa Mỹ và VND vào khoảng 10% trong năm 2010 đã gây ra áp lực khá lớn cho tỷ giá USD/VND. Ngoài ra, yếu tố đóng vai trò hết sức quan trọng trên thị trường đó là tâm lý, những dự báo về việc dự trữ ngoại hối Việt Nam tiếp tục giảm cùng với sự tăng giá của vàng đã đẩy tỷ giá USD/VND có lúc lên tới 21.700 USD/VND.

Năm 2011, với con số lạm phát tại Việt Nam theo ước tính vào khoảng 7,8% - 9,1% trong khi ở Mỹ vào khoảng dưới 2%, vì vậy chênh lệch lạm phát có thể làm tỷ giá USD/VND tăng thêm khoảng 5,8% - 7,1%. Bên cạnh áp lực lạm phát, yếu tố không thể không nhắc đến đó là tâm lý thị trường. Những thông tin khác nhau về dự trữ ngoại hối sẽ ảnh hưởng khá lớn tới biến động của tỷ giá. Chẳng hạn IMF dự báo dự trữ ngoại hối của Việt Nam năm 2010 vào khoảng 15,4 tỷ USD, bằng 1,8 tháng nhập khẩu và tăng thêm khoảng 1,3 tỷ USD so với năm 2009, nhưng Bộ KHĐT dự báo giảm xuống còn 10 tỷ USD, tức giảm khoảng 4 tỷ USD so với đầu năm. Ngoài ra, một yếu tố đáng quan tâm đó là dư nợ ngoại tệ năm 2011 có khả năng tiếp tục tăng mạnh nếu mức chênh lệch lãi suất giữa VND – USD gia tăng, cùng với đó là yếu tố mùa vụ có thể ảnh hưởng xấu đến tỷ giá.

Yếu tố được chúng tôi đánh giá tích cực trong năm 2011 là khả năng NHNN sẽ cho phép sử dụng các đồng tiền mạnh khác như Yên, Nhật, Euro để nhập khẩu hàng hoá và khả năng chính sách tỷ giá sẽ được neo vào một rổ tiền tệ thay cho USD trong tương lai. Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng NHNN sẽ có những biện pháp tốt để kiểm soát mức chênh lệch lãi suất giữa USD-VND. Từ những đánh giá trên, chúng tôi kì vọng tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục được điều hành theo sự vận động của thị trường và tỷ giá USD/VND bình quân liên ngân hàng vào khoảng 20.390 VND tại thời điểm cuối năm 2011 – tăng khoảng 7,7% so với thời điểm hiện tại.

## Biến động của tỷ giá hối đoái trong thời gian gần đây



Nguồn: GSO, VDSC database

### Lạm phát

Chỉ số CPI tháng 12 tiếp tục tăng 1,98% so với tháng trước – đây là mức tăng cao nhất kể từ tháng 7/2008, so với cùng kì năm trước chỉ số CPI tăng đến 11,75% vượt xa so với kì vọng của các nhà điều hành. Dẫn đầu trong các mặt hàng tăng giá là lĩnh vực giáo dục với mức tăng 19,38% so với cùng kì năm trước do tăng học phí từ 30% đến 200%. Nhóm có đóng góp lớn nhất trong cơ cấu CPI là hàng lương thực – thực phẩm có mức tăng 16,18% do những ảnh hưởng của thời tiết và lễ tết, kế tiếp là nhóm nhà ở và điện nước (15,47%) do giá điện tăng 6,8% và nước tăng khoảng 50%. Ngoài ra, hầu hết các mặt hàng khác đều có mức tăng thấp dưới 10%, ngoại trừ nhóm hàng hóa khác (tăng 11,83%) và bưu chính viễn thông giảm 4,95%.

Trước sức ép lạm phát từ cuối năm 2009, năm 2010 NHNN đã hạn chế khá nhiều lượng cung tiền cho nền kinh tế khi đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 25% so với con số 37,3% của năm 2009 và tăng dự trữ bắt buộc từ 7% lên 8% và 9% vào cuối năm 2010. Tuy nhiên trên thực tế lượng cung tiền  $M_0$  vẫn không có nhiều thay đổi so với năm trước, nguyên nhân được lý giải là do chính sách tài khóa. Năm 2011, với mức thâm hụt ngân sách dự kiến ở mức 5,3% GDP – thấp hơn so với 5,9% so với 2010, nhưng nếu xét về mặt giá trị thâm hụt ngân sách vẫn ở mức khoảng 120 nghìn tỷ đồng (cao hơn khoảng 3 nghìn tỷ đồng so với năm trước), được bù đắp bằng đi vay – do vậy dù đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2011 ở mức 23% - thấp hơn 2% so với mục tiêu và 4,6% thực hiện của năm 2010 nhưng chúng tôi cho rằng cung tiền  $M_2$  vẫn ở mức tương đương con số của 2010 là khoảng 23% - 25% và khả năng chính sách tiền tệ khiến chỉ số CPI tăng khoảng 4,6% như tính toán của

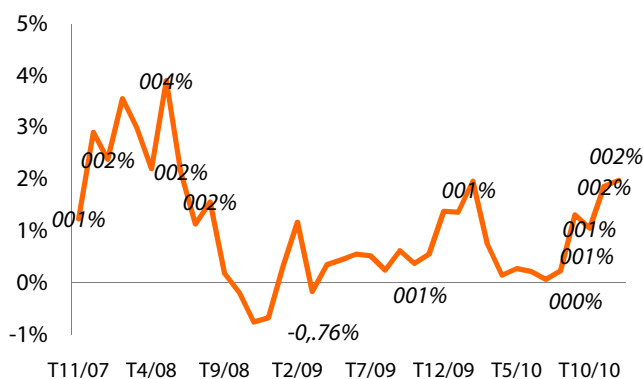
Tổng cục Thống kê.

Một áp lực khác đối với lạm phát năm 2011 là việc tăng giá của các mặt hàng cơ bản như điện, nước, than sẽ được tăng vào quý I/2010. Giá nước tăng thêm 5% - 15% trong đầu tháng 1, giá điện theo đề xuất của Hiệp hội năng lượng Việt Nam trong tháng 08/2010 sẽ tăng tới 48% mới bù đủ giá thành – cao hơn 7 lần so với mức tăng năm 2010 là 6,8%. Việc điều chỉnh tăng giá than đối với các nhà tiêu thụ lớn trên mức 47% như 2010 là hoàn toàn có thể xảy ra khi than xuất khẩu đã lãi bằng 3 lần than bán trong nước. Ngoài ra chúng tôi giả định giá sắt thép, xi măng và vật liệu xây dựng khác sẽ ít biến động như năm 2010 do tình hình kinh tế vẫn chưa tăng trưởng mạnh. Với những cơ sở trên, theo tính toán, mặt hàng bị ảnh hưởng trực tiếp là nhà ở và vật liệu xây dựng (chiếm khoảng 10% trong cơ cấu CPI) tăng khoảng 20% đến 30% và CPI tăng thêm khoảng 2% - 3%.

Trong năm tới, áp lực tăng giá xăng dầu có khả năng sẽ được giảm thiểu phần nào khi nhà máy lọc dầu Dung Quất dự kiến sẽ tăng công suất lên 10 triệu tấn/năm (đáp ứng gần 45% nhu cầu trong nước) và những kiến nghị giảm thuế nhập khẩu xăng dầu và quỹ bình ổn giá. Tuy nhiên tại thời điểm ngày 31/12/2010 theo giá xăng niêm yết của Petrolimex, các doanh nghiệp xăng dầu đang lỗ khoảng 2.000 - 2.500 VND/lít, cao hơn khoảng 5 lần so với mức tăng giá năm 2010 là 400 - 450 VND/lít. Với xu hướng giá dầu thế giới tiếp tục tăng do kinh tế phục hồi, áp lực tăng giá xăng dầu năm tới vẫn khá lớn. Chúng tôi dự kiến giá xăng dầu sẽ tăng khoảng 1.000 - 1.500 VND/lít – tương ứng từ 6% đến 9,1% cao hơn khoảng 2 - 3 lần so với mức tăng 2010. Như vậy mặt hàng có ảnh hưởng trực tiếp là giao thông sẽ tăng 6% - 9,1% do giá xăng tăng và đóng góp vào mức tăng của CPI là 0,5% - 0,8%.

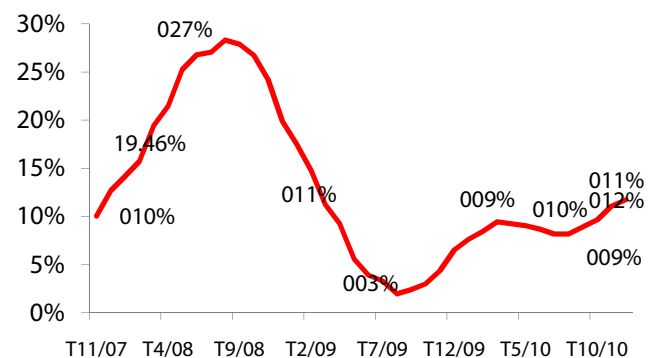
Với những giả định trên và chúng tôi kì vọng sẽ không có nhiều yếu tố bất thường khác như lũ lụt, biến động giá lương thực – thực phẩm và quỹ bình ổn giá sẽ tiếp tục phát huy tác dụng. Bên cạnh đó, dựa trên cơ sở năm 2010 chúng tôi dự tính CPI của các yếu tố khác vào khoảng 0,7%. Từ những cơ sở trên chúng tôi dự tính chỉ số CPI năm 2011 sẽ biến động trong khoảng từ 7,8% đến 9,1%, thấp hơn khoảng 2,65% - 3,95% so với con số năm 2010.

Tốc độ tăng trưởng CPI theo tháng



Nguồn: GSO, VDSC database

Tốc độ tăng trưởng CPI theo năm



Nguồn: GSO, VDSC database

Cán cân thanh toán

**Cán cân thương mại**

Nhập siêu tháng 12/2010 tiếp tục tăng nhẹ thêm khoảng 100 triệu USD so với tháng trước, nguyên nhân nhập siêu tháng 12 tăng do sự gia tăng của giá cả đầu vào của các mặt hàng làm giá trị nhập khẩu tháng 12 tăng 7% so với tháng trước (nếu tính theo giá bình quân tháng 11/2010, giá trị nhập khẩu chỉ tăng 1,3%). Lũy kế cả năm 2010, nhập siêu ước đạt 12,4 tỷ USD – giảm nhẹ khoảng 5,2% so với năm trước và bằng 17,3% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa, tuy nhiên nếu loại trừ yếu tố vàng và kim loại quý nhập siêu năm nay ước đạt 14,2 tỷ USD, bằng 20,7% kim ngạch xuất khẩu hàng hóa.

Nhìn chung cả năm 2010, cán cân thương mại có nhiều chuyển biến tích cực, giá trị xuất khẩu 71,6 tỷ USD tăng 25,5% so với năm 2010. Sự gia tăng mạnh trong các mặt hàng xuất khẩu một phần do giá nguyên vật liệu trên thế giới tăng mạnh, điển hình như cao su tăng 81%, dầu thô tăng 33,7%, than đá tăng 52,9%... Một số mặt hàng có giá trị tăng trưởng xuất khẩu cao như dệt may (tăng 23,2% và đạt 11,2 tỷ USD), giày dép (tăng 24,9% và đạt 5,1 tỷ USD), hàng máy tính điện tử (tăng 28,8% và đạt 3,6 tỷ USD), thủy sản (tăng 16,5% và đạt 4,9 tỷ USD),... Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế trên 7%, khả năng xuất khẩu tiếp tục có sự tăng trưởng cao trong năm tới và theo dự báo của chúng tôi nếu loại trừ yếu tố tăng giá, xuất khẩu sẽ tăng khoảng 10% về sản lượng so với 2010 và tính chung giá trị xuất khẩu tăng khoảng 18,6% so với năm 2010, tương ứng đạt khoảng 84,8 tỷ USD.

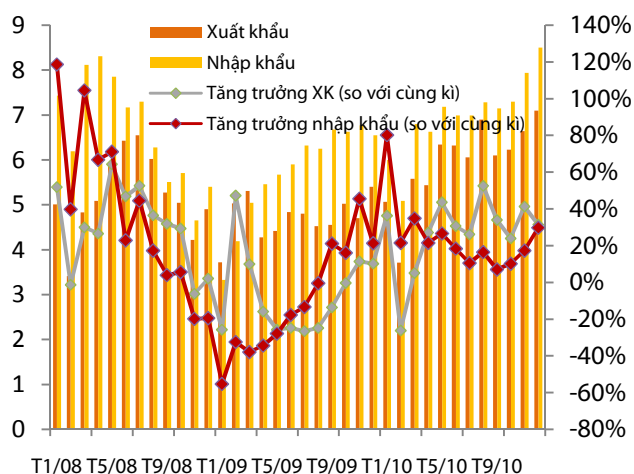
Kim ngạch nhập khẩu năm 2010 ước đạt 84 tỷ USD, tăng 20,1% so với cùng kì năm trước, trong đó một số mặt hàng nhập khẩu có tốc độ tăng trưởng cao so với cùng kì năm trước như lúa mì (tăng 70,4%), chất dẻo (tăng 33,9%), cao su (tăng 56,8%), bông (tăng 69,2%), vải (tăng 27,2%), nguyên phụ liệu dệt may, giày dép (tăng 36%),... Điểm tích cực là với việc đưa nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động, nhập khẩu xăng dầu đã giảm đến 28,6% về lượng và 8,2% về giá trị. Về cơ cấu thương mại, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tổng kim ngạch đạt 17,9 tỷ USD và chiếm 24,9%, chúng tôi cho rằng sự phụ thuộc này sẽ khó được cải thiện trong năm tới. Chúng tôi dự báo các mặt hàng nhập khẩu tiếp tục giảm về mặt giá trị trong năm tới như xăng dầu, phân bón,...trong khi hầu hết các mặt hàng khác đều gia tăng và giá trị nhập khẩu năm 2011 ước đạt khoảng 97,8 tỷ USD – tăng 16,6% so với năm 2010.

Như vậy giá trị nhập siêu năm 2011 ước đạt khoảng 13,0 tỷ USD – tăng 9,2% so với năm 2010. Sở dĩ có sự gia tăng trong giá trị nhập siêu bởi chúng tôi không đưa vào dự báo mảng vàng, kim loại quý do trong thời gian tới giá trị xuất khẩu mặt hàng này có thể giảm do thuế xuất khẩu tăng lên 10%.

**Cán cân dịch vụ**

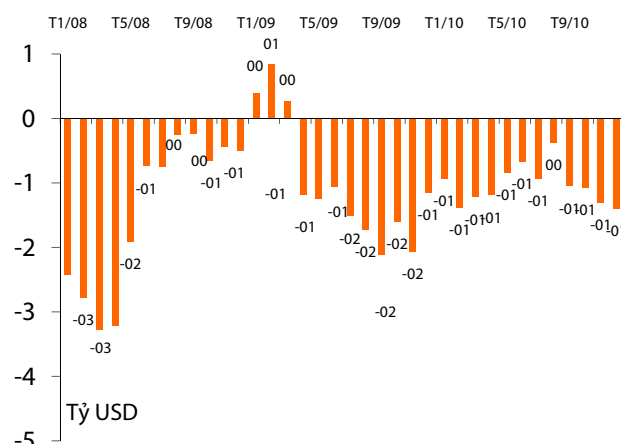
Kim ngạch xuất khẩu dịch vụ đạt 7,46 tỷ USD, tăng 29,4% so với năm trước, trong khi đó kim ngạch nhập khẩu ước đạt 8,3 tỷ USD, tăng 20,6% so với 2009. Nhập siêu dịch vụ năm 2010 ước đạt 860 triệu USD – giảm 24,2% so với năm 2009. Chúng tôi dự báo cán cân dịch vụ tiếp tục có những chuyển biến tích cực trong năm tới và nhập siêu trong lĩnh vực này tiếp tục giảm xuống còn 700 triệu USD.

### Kim ngạch XNK trong những tháng gần đây



Nguồn: GSO, VDSC database

### Nhập siêu trong những tháng gần đây



Nguồn: GSO, VDSC database

### Vốn đầu tư nước ngoài

Thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài ước đạt 18,6 tỷ USD, chỉ bằng 82,2% so với cùng kì năm 2009, trong đó có 17,2 tỷ USD từ các dự án đăng kí mới và lượng vốn từ các dự án bổ sung ước đạt 1,4 tỷ USD. Tuy lượng vốn FDI đăng kí thấp nhưng FDI năm 2010 có điểm tích cực là lượng vốn FDI thực hiện đạt 11 tỷ USD, tăng 10% so với 2009, trong đó giá trị giải ngân của các nhà đầu tư nước ngoài ước đạt 8 tỷ USD. Dẫn đầu trong lượng vốn đăng kí bất ngờ có sự thay đổi trong tháng 12 so với 11 tháng đầu năm, và tính cả năm 2010 số vốn đăng kí từ các dự án bất động sản bất ngờ đạt 6,8 tỷ USD, trong khi lĩnh vực công nghiệp chế biến và sản xuất phân phối khí, điện, nước, lần lượt đạt 5 tỷ USD và 3 tỷ USD.

Với mục tiêu thu hút vốn đầu tư nước ngoài trong năm 2011 khoảng 20 tỷ USD, theo chúng tôi mục tiêu này khó có khả năng hoàn thành, tuy nhiên khả năng lượng vốn FDI thực hiện năm 2011 từ 11 tỷ USD – 11,5 tỷ USD, trong đó vốn nước ngoài vào khoản 8 tỷ USD – 8,5 tỷ USD theo đánh giá của chúng tôi là hoàn toàn có thể đạt được.

### Vốn khác

Lượng kiều hối năm 2010 ước đạt trên 8 tỷ USD, tăng khoản 14,3% so với năm trước, dự báo trong năm tới lượng ngoại tệ chuyển về Việt Nam của kiều bào tiếp tục tăng và có thể đạt khoảng 8,5 - 9 tỷ USD. Bên cạnh đó lượng vốn ODA giải ngân năm 2010 ước đạt 3,5 tỷ USD, năm lượng vốn ODA cam kết khoảng 7,88 tỷ USD, chúng tôi dự kiến lượng giải ngân 2011 ước đạt 4 tỷ USD. Ngoài ra chúng tôi kì vọng lượng vốn đầu tư gián tiếp tiếp tục đổ vào Việt Nam trong thời gian tới và ước đạt khoảng 1 tỷ USD trong năm 2011. Đối với việc phát hành trái phiếu quốc tế của các tập đoàn nhà nước như PVN, TKV dự kiến sẽ phát hành khoảng từ 500 triệu USD đến 1 tỷ USD trái phiếu quốc tế trong thời gian tới, tuy nhiên với những khó khăn do việc hạ bậc tín dụng đối với trái phiếu Việt Nam, chúng tôi không kì vọng nhiều vào sự thành công của việc phát hành trong thời gian tới.

Từ những đánh giá trên, cán cân thanh toán của Việt Nam năm 2011 không tính đến khoản



mục sai số dự kiến thặng dư khoảng 300 – 800 triệu USD.

### **Tăng trưởng kinh tế**

#### **Tốc độ tăng trưởng công nghiệp**

Sản xuất công nghiệp tháng 12 ước đạt 77,1 nghìn tỷ đồng, tăng 16,2% so với cùng kì năm trước. Lũy kế năm 2010, giá trị sản xuất công nghiệp ước đạt khoảng 794,2 nghìn tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kì năm trước. Bên cạnh đó, điểm tích cực trong sản xuất công nghiệp 2010 là lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo có mức tăng đến 14,9% so với năm trước và chiếm đến 89,5% giá trị toàn ngành năm 2010, trong khi đó lĩnh vực công nghiệp điện, khí, nước dù tăng 14,8% nhưng chỉ chiếm 5,6% và công nghiệp khai khoáng chiếm 4,9% do khai thác than và dầu thô giảm. Xét cụ thể từng ngành, các ngành có mức tăng trưởng cao so với năm trước như khí hóa lỏng tăng 62,4%, sơn hóa học tăng 34,7%, sữa bột tăng 22%, giày thể thao tăng 20,7%, bia tăng 19,8%, kính thủy tinh tăng 17,1%, tủ lạnh, tủ đá tăng 15,6%, khí đốt thiên nhiên dạng khí tăng 15,4%,... Với tình hình kinh tế năm 2011 được dự báo không có nhiều thay đổi so với 2010, chính sách tiền tệ và tài khóa vẫn không có nhiều thay đổi chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng công nghiệp năm 2011 có khả năng duy trì như 2010 và đạt khoảng 14%.

#### **Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ**

Giá trị bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tháng 12 ước đạt khoảng 135,8 nghìn tỷ đồng, lũy kế năm 2010, giá trị bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 1.561 nghìn tỷ đồng – tăng 24,5% so với năm trước, nếu loại trừ yếu tố tăng giá, giá trị bán lẻ tăng 14% cao hơn so với con số 2009 là khoảng 11%. Với một nước có cơ cấu dân số trẻ, mức thu nhập bình quân đầu người hiện vẫn còn thấp nhưng gia tăng khá mạnh trong các năm qua chúng tôi dự báo tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ năm 2011 ước tăng 23,5% so với năm 2010.

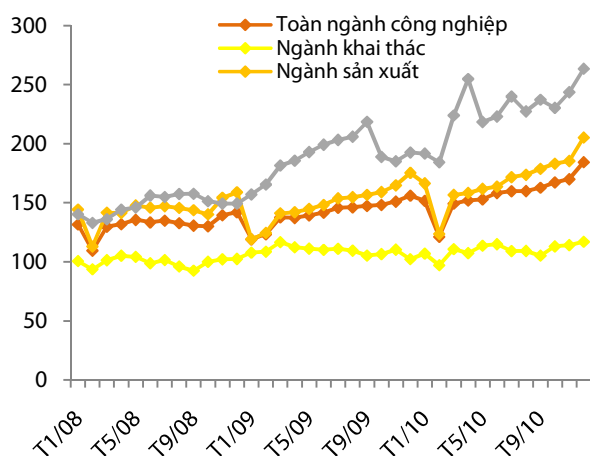
#### **Đầu tư**

Tổng vốn đầu tư năm 2010 ước đạt 830,3 nghìn tỷ đồng, tăng 17,1% so với năm 2009, trong đó lượng vốn đầu tư của khu vực kinh tế nhà nước chiếm 38,1%, tư nhân chiếm 36,1% và nước ngoài chiếm 25,8%. Điểm tích cực trong cơ cấu vốn đầu tư là vai trò của các thành phần kinh tế ngoài nhà nước có tốc độ tăng trưởng cao ngày càng chiếm vị trí quan trọng. Với mục tiêu tỷ lệ đầu tư/GDP năm 2011 đạt khoảng 41% theo chúng tôi là có thể đạt được dù tình hình lãi suất dự báo không có nhiều thay đổi lớn so với 2010.

Tốc độ tăng trưởng GDP quý IV/2010 ước đạt khoảng 7,34% so với cùng kì năm trước, lũy kế năm 2010 giá trị GDP ước tính tăng 6,78% vượt 0,28% so với kế hoạch đặt ra là 6,5%. Trong cơ cấu GDP các ngành công nghiệp và dịch vụ vẫn chiếm vai trò đầu tàu của nền kinh tế với mức tăng lần lượt là 7,7% và 7,52% tương ứng đóng góp khoảng 3,2% và 3,11% vào cơ cấu GDP, đối với ngành nông nghiệp mặc dù có mức tăng đến 2,78% cao hơn so với mức tăng năm ngoái là 1,82% nhưng cũng chỉ đóng góp khoảng 0,47%. Yếu tố mang tính tích cực về mặt tâm lý là GDP năm 2010 đạt khoảng 1.980,914 nghìn tỷ đồng – chính thức vượt mốc 100 tỷ USD. Dù định hướng kinh tế năm 2011 ưu tiên tăng trưởng bền vững, kiểm chế lạm phát và mục tiêu tăng trưởng GDP được hạ từ mức 7,5% xuống còn 7% nhưng chúng tôi kì vọng tăng trưởng GDP năm 2011 có thể đạt từ 7,2% - 7,5%.

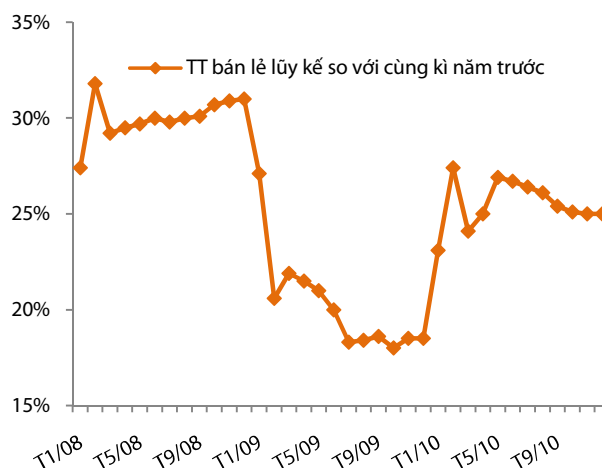


## Tốc độ tăng trưởng lĩnh vực công nghiệp



Nguồn: GSO, VDSC database

## Tốc độ tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: GSO, VDSC database

### Chính sách tài khóa

Tổng thu ngân sách năm đến giữa tháng 12 ước đạt 109,3% so với dự toán đầu năm, trong khi đó tổng chi ngân sách ước đạt 98,4% so với dự toán. Như vậy cho đến giữa tháng 12 mức thâm hụt ngân sách đạt khoảng 3,43% GDP, tuy nhiên với các khoản chi lớn vào dịp cuối năm khả năng mức thâm hụt ngân sách bằng với dự tính của Bộ Tài Chính là 5,9% GDP tương đương khoảng 117 nghìn tỷ đồng.

Năm 2011, mức thâm hụt ngân sách được dự tính vào khoản 5,3% GDP – tương đương khoảng 120 nghìn tỷ đồng, trong đó các khoản thu ngân sách ước đạt 595 nghìn tỷ đồng và chi ngân sách khoản 725,6 nghìn tỷ đồng. Mức thâm hụt ngân sách 120,6 nghìn tỷ đồng sẽ được bù đắp bằng nguồn vốn vay trong nước khoảng 92,6 nghìn tỷ đồng và vay nước ngoài khoản 28 nghìn tỷ đồng. Điểm chúng tôi muốn nhắc tới trong chi ngân sách năm 2011 là các khoản chi trả nợ và viện trợ lên đến 86 nghìn tỷ đồng – tăng 22,4% so với dự toán 2010, khả năng các khoản trả nợ và viện trợ năm 2011 sẽ tăng cao hơn so với mức dự toán do sự mất giá của VND so với USD và các đồng tiền khác giống như năm 2010.

Về mức nợ công/GDP năm 2010 ước bằng 56,6%, theo dự báo của chúng tôi con số này năm 2011 sẽ xoay quanh mức 59% - 60%, trong đó các khoản nợ nước ngoài/GDP vào khoản 42%, dự trữ ngoại hối/ dư nợ ngắn hạn vẫn ở mức thấp và dao động quanh mức từ 2 -3 lần, không có nhiều thay đổi so với 2 năm gần đây.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### Diễn biến thị trường

Năm 2010 khép lại đánh dấu năm không thành công của TTCK Việt Nam do chịu tác động từ bên ngoài lẫn nội tại nền kinh tế. Thanh khoản suy yếu trong một thời gian dài khiến NĐT trở nên nhạy cảm và phản ứng mạnh hơn với thông tin tiêu cực. Trong khi đó, các tin tức tích cực không mang lại sự khởi sắc đáng kể nào cho thị trường.

Kỳ vọng kinh tế thế giới nói chung và trong nước nói riêng đã bước vào giai đoạn đầu của sự tăng trưởng trở lại, TTCK Việt Nam khởi sắc ấn tượng ngay trong tuần đầu tiên của năm mới. VN-Index lấy lại mốc điểm 500 và đạt được mức cao nhất trong 4 tháng đầu năm 2010: 543,46 điểm.

Gói kích cầu của Chính phủ đã chấm dứt trong năm 2009 dẫn đến nhiều nghi ngại về khả năng lãi suất tăng cao, ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Chính sách tiền tệ của NHNN cũng thể hiện xu hướng thắt chặt và thận trọng trước bối cảnh CPI tháng 01/2010 bất ngờ tăng cao (1,36%). Tuy vậy, những nhận định lạc quan về triển vọng kinh tế đã đưa thị trường đi vào giai đoạn tích lũy thay vì sụt giảm sâu, Vn-Index dao động trong biên độ hẹp (480 – 520). Khối lượng giao dịch bình quân giai đoạn này vẫn ở mức khá.

Kết quả CPI tháng 04/2010 chỉ tăng nhẹ 0,14%, mức thấp nhất kể từ tháng 03/2009, cùng với kỳ vọng lạc quan về kết quả kinh doanh 02 quý đầu năm của các doanh nghiệp đã giúp thị trường phục hồi từ cuối tháng 03 đến đầu tháng 05. Điểm số cao nhất của năm được VN-Index thiết lập trong giai đoạn này: 549,51 điểm vào ngày 06/05/2010. HNX-Index có tháng tăng trưởng vượt trội VN-Index nhờ sự trở lại của dòng tiền đầu cơ. Penny stocks tăng điểm mạnh và đóng vai trò giữ nhịp cho thị trường trong khi bluechips vẫn ở giai đoạn ‘đi ngang’.

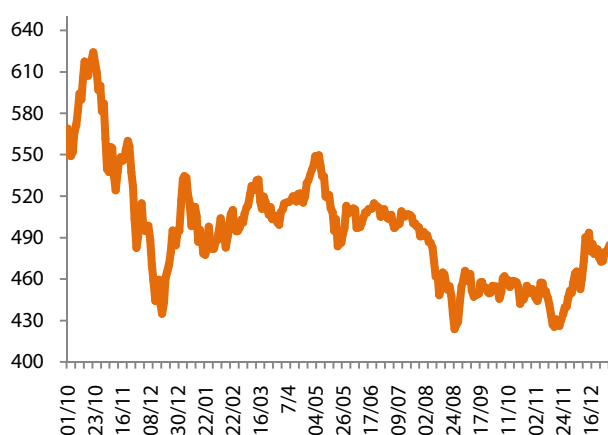
Trong khoảng thời gian từ cuối tháng 5 đến giữa tháng 11, thị trường chịu ảnh hưởng nặng nề từ hàng loạt các tin tức bất lợi: khủng hoảng nợ công châu Âu, quỹ đầu tư nước ngoài trước nguy cơ bị thoái vốn, lãi suất không thể đưa về mức đồng thuận của các ngân hàng, nỗi lo về cung tiền do áp lực từ Thông tư số 13, sức hấp dẫn của thị trường vàng và ngoại tệ, áp lực lạm phát trong quý cuối của năm và vấn đề Vinashin. Các tin tức tiêu cực chỉ là bề nổi của các đợt suy giảm của thị trường. Nguyên nhân sâu xa đến từ nguồn cung cổ phiếu quá lớn và những bất ổn vĩ mô trong năm 2010. Thanh khoản suy giảm xuống mức yếu và VN-Index thiết lập đáy tại 421 điểm.

“Đỉnh lạm phát là đáy của chứng khoán”. Thị trường có vồn vện 3 tuần khởi sắc cả về điểm số lẫn thanh khoản bất chấp kết quả CPI tháng 11 tăng cao bất thường so với 8 tháng liền trước đó, tăng 1,86% và giữ mức cao nhất so với các tháng 11 trong 15 năm qua. Sự trở lại của dòng tiền giúp giao dịch được cải thiện rõ rệt trong tháng 12: Bình quân một phiên trên HSX có 73 triệu cổ phiếu được giao dịch, tăng gấp đôi so với tháng 11 và cao hơn khối lượng bình quân của cả năm 54% (47,4 triệu đv). Trên HNX, bình quân 1 phiên của tháng 12 có 58,2 triệu cổ phiếu được chuyển nhượng, tăng 98% so với mức bình quân của tháng trước và cao hơn 66,3% so với mức bình quân của cả năm (35 triệu đv).

Đóng cửa ngày 31/12/2010, VN-Index và HNX-Index lần lượt đạt 484,66 và 114,24 điểm, tương ứng tăng 7,32% và tăng 5,36% so với tháng 11/2010. So với phiên ngày 31/12/2009, các chỉ số này đã giảm lần lượt 2% đối với VN-Index và 32% đối với HNX-Index.

Mặc dù nhóm bluechips không thực sự có đợt khởi sắc mạnh mẽ nào trong năm, một vài cổ phiếu thuộc nhóm này vẫn hoàn thành xuất sắc nhiệm vụ giữ điểm cho thị trường (MSN, OGC, VIC, BVH, DPM...). Ngược lại, nhóm vốn hóa trung bình và thấp tăng điểm luân phiên giữa các ngành vào quý II (thép, cao su, mía đường, giáo dục...). Cổ phiếu ngành dầu khí dẫn đầu thị trường về mức tăng giá trong giai đoạn này. Sau gần một năm đi xuống, cổ phiếu ngành bất động sản, tài chính và dịch vụ tài chính bắt đầu có đợt tăng điểm ngắn vào cuối tháng 11 và được xem là khởi đầu cho chu kỳ tăng điểm mới của thị trường.

### Biến động của chỉ số VN-Index



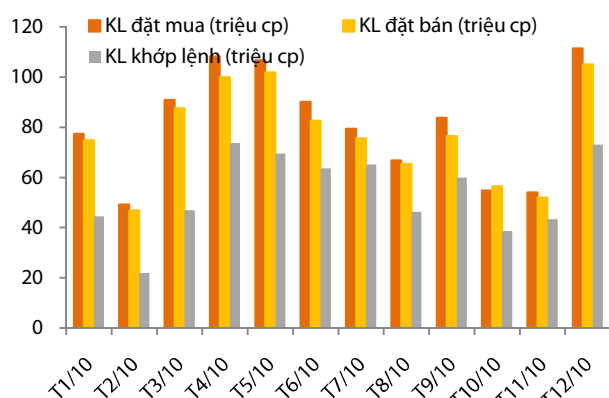
Nguồn: VDSC database

### Biến động của chỉ số HNX-Index



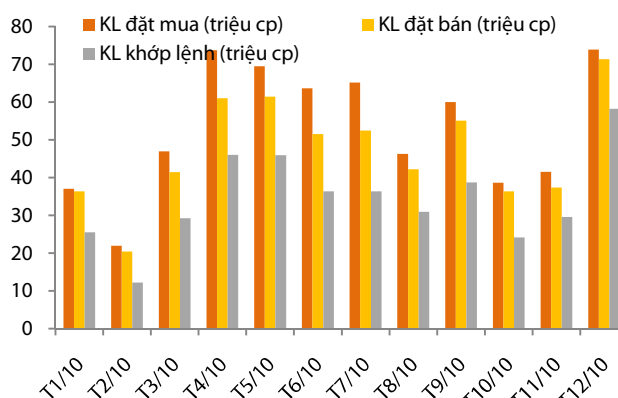
Nguồn: VDSC database

### Khối lượng giao dịch bình quân theo tháng (HSX)



Nguồn: VDSC database

### Khối lượng giao dịch bình quân theo tháng (HNX)

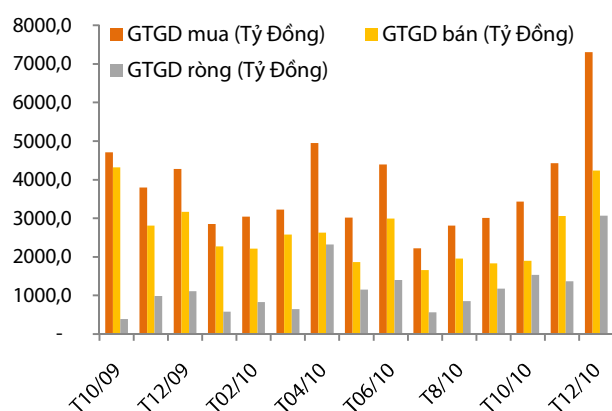


Nguồn: VDSC database

Trái với sự bi quan của NĐT trong nước, NĐT NN đẩy mạnh mua ròng trong năm 2010. Tính riêng tháng 12, trên sàn HSX, khối ngoại mua ròng 14/21 phiên, đạt giá

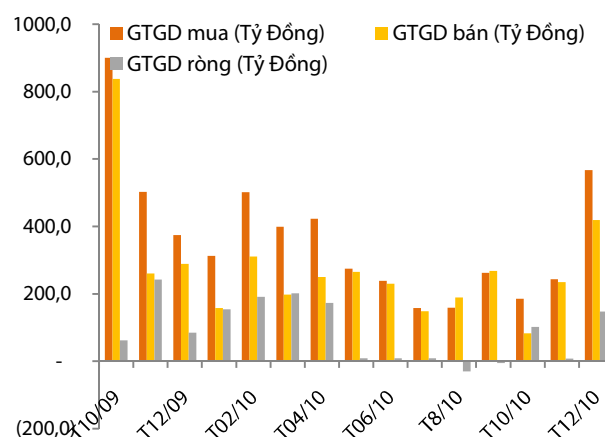
trị trên 2.940 tỷ đồng. Con số này trên sàn Hà Nội là 12/21 phiên, đạt xấp xỉ 148 tỷ đồng. Tổng cộng năm 2010, khối này có đến 214/250 phiên mua ròng với tổng giá trị đạt khoảng 15.370 tỷ đồng trên HSX và có 162/250 phiên mua ròng với tổng giá trị đạt hơn 807 tỷ đồng trên HNX. Như vậy, nếu tính chung cả hai sàn, tổng vốn ngoại đổ vào TTCK Việt Nam trong năm 2010 đạt 16.202,7 tỷ đồng (không bao gồm trái phiếu), tập trung vào nhóm cổ phiếu bluechips. Trong năm, các cổ phiếu được khối ngoại mua ròng nhiều nhất là HAG (25,2 triệu đv), BVH (23,2 triệu đv), KBC (21 triệu đv), OGC (19,9 triệu đv), VIC (17,6 triệu đv), HPG (15,8 triệu đv), DPM (14,8 triệu đv), VCB (13,6 triệu đv), PVF (11,7 triệu đv), PVX (11 triệu đv)... Các mã bị bán ròng nhiều nhất trong năm là ITA (11 triệu đv), VSH (9,9 triệu đv), VIP (5,3 triệu đv), BTP, VPL...

### Giá trị giao dịch của khối ngoại trên HSX



Nguồn: VDSC database

### Giá trị giao dịch của khối ngoại trên HNX



Nguồn: VDSC database

Trong năm 2010, trên sàn HSX có đến 78 doanh nghiệp lên sàn, với 2,9 tỷ cổ phiếu niêm yết mới tương đương với giá trị vốn hóa trong ngày niêm yết đầu tiên vào khoảng 73 nghìn tỷ đồng.

Trên sàn HNX, số lượng doanh nghiệp lên sàn đạt 112 doanh nghiệp với 1,6 tỷ cổ phiếu được niêm yết, giá trị vốn hóa trong ngày đầu tiên lên sàn vào khoảng 34 nghìn tỷ đồng.

### Khối lượng cổ phiếu niêm yết từ đầu năm 2010

Tháng	HSX			HNX		
	SLDN niêm yết	SLCP niêm yết (cp)	Giá trị thị trường (tỷ đồng)	SLDN niêm yết	SLCP niêm yết (cp)	Giá trị thị trường (tỷ đồng)
1	12	308.626.920	10.328	8	56.486.965	1.348
2	3	64.898.000	3.784	1	13.900.000	182
3	3	70.351.857	1.667	8	127.973.084	3.794
4	12	358.291.029	12.355	12	173.881.406	3.961
5	6	389.000.000	14.822	10	104.926.573	2.785
6	12	275.630.161	6.399	10	104.801.888	2.587
7	9	351.275.710	12.341	17	172.082.032	3.443
8	2	70.157.495	2.683	6	24.871.026	598
9	5	276.171.705	4.808	10	164.012.677	3.003
10	7	133.576.196	4.672	11	155.695.240	3.771
11	4	50.546.797	978	6	422.800.000	5.881
12	3	47.300.000	1.089	13	137.100.000	3.214
Tổng cộng	78	2.395.825.870	75.926	112	1.658.530.891	34.566

Nguồn: VDSC database

### Triển vọng thị trường

#### *Thanh khoản thị trường, cung tiền, lạm phát và lãi suất.*

Bên cạnh các vấn đề cơ bản như thu nhập và lợi nhuận của doanh nghiệp hiện tại cũng như triển vọng tương lai, chúng tôi cho rằng yếu tố quan trọng hơn cả để một thị trường chứng khoán phát triển là thanh khoản và cung - cầu cổ phiếu, tức dòng tiền gia nhập của thị trường lớn và bền vững. Vậy yếu tố nào ảnh hưởng tới thanh khoản của thị trường? Đó là tốc độ tăng trưởng cung tiền M2, khi cung tiền gia tăng cao hơn so với nhu cầu thực tế của nền kinh tế, mức chênh lệch này sẽ được chuyển vào các lĩnh vực phi sản xuất như chứng khoán, bất động sản... Một khi CPI được kiểm soát, lãi suất sẽ ở mức thấp, nhu cầu vay mượn tăng và thanh khoản của thị trường sẽ gặp nhiều thuận lợi.

Theo quan sát của chúng tôi, trong những năm gần đây khi cung tiền có sự tăng trưởng vượt trội so với tăng trưởng GDP, thị trường chứng khoán thường có sự tăng trưởng mạnh. Năm 2010, sở dĩ thị trường chứng khoán hầu như chỉ đi ngang bởi vì mức chênh lệch giữa hai yếu tố này là khá thấp: tăng trưởng cung tiền M2 theo ước tính của chúng tôi vào khoảng 21,7%, trong khi đó tăng trưởng GDP theo giá thực tế là 20,39%. Năm 2011, chúng tôi dự kiến mức độ tăng trưởng cung tiền M2 vào khoảng 23% - 25%, trong khi đó tăng trưởng GDP theo giá thực tế vào khoảng 15% - 17%, như vậy mức chênh lệch tăng trưởng giữa cung tiền M2 vào khoảng 6% - 10%, tương đương khoảng từ 124 nghìn tỷ đồng - 207 nghìn tỷ đồng và bằng khoảng 19% - 31,8% vốn hóa thị trường, tuy lượng vốn này sẽ không đổ vào hết thị trường chứng khoán nhưng đây là yếu tố thuận lợi cho thị trường 2011.

***Vai trò của nhà đầu tư nước ngoài.***

Từ giữa năm 2010, lượng vốn đầu tư nước ngoài là động lực tăng trưởng chính tại thị trường chứng khoán các nước châu Á. Tại Việt Nam các nhà đầu tư nước ngoài vẫn chưa có nhiều tác động giúp thị trường chứng khoán tăng điểm nhưng đã có những ảnh hưởng nhất định khi chính khối ngoại là lực đỡ khá tốt giúp VN-Index khó giảm sâu trong thời gian qua. Các nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng liên tiếp trong 12 tháng qua dù diễn biến thị trường chứng khoán trong nước cũng như thế giới có những lúc không thuận lợi cho thấy niềm tin vào sự tăng điểm của thị trường.

Chúng tôi kì vọng năm 2011 sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ lớn hơn khi tình hình kinh tế sẽ trở nên ổn định, các chính sách kinh tế mới tập trung vào tăng trưởng bền vững. Bên cạnh đó, năm 2011 là năm bản lề cho 2012 – 5 năm sau khi gia nhập WTO, chúng tôi không loại trừ khả năng các nhà điều hành sẽ có những bước đi nhằm giúp nền kinh tế cũng như thị trường vốn thích nghi hơn trước khi phải thực hiện các cam kết của WTO.

***Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp tăng trưởng ổn định.***

Kinh tế trong nước năm 2010 không nhiều thuận lợi như năm 2009: lạm phát tăng cao và mặt bằng lãi suất không nhiều thuận lợi, nhưng nhìn chung kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tương đối khả quan. Nếu tính lũy kế 3 quý đầu năm 2010 hoạt động kinh doanh vẫn khá tốt và ổn định với doanh thu tăng 26,5% so với cùng kì và lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 13,7%. Tuy lợi nhuận quý IV dự kiến ko có nhiều đột biến nhưng chúng tôi kì vọng mức lợi nhuận năm 2010 của các doanh nghiệp có thể tăng khoảng 10% - 15%.

Năm 2011, với tốc độ tăng trưởng kinh tế dự kiến khoảng 7,2% - 7,5% GDP, lạm phát được kiểm chế ở mức thấp, nền kinh tế được duy trì ổn định, khả năng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tiếp tục có mức tăng trưởng tốt. Doanh thu dự kiến tăng khoảng 20% - 25%, lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 15% - 18%.

***Những thay đổi mới trong chính sách.***

Vào đầu năm 2010, giới đầu tư đã kì vọng khá lớn vào việc rút ngắn thời gian thanh toán bù trừ từ T+3 xuống T+2 nhưng cho đến nay vẫn chưa có nhiều thay đổi. Chúng tôi kì vọng trong năm 2011, qui định giao dịch T+2 sẽ được thi hành. Điều này sẽ giúp dòng vốn quay vòng nhanh hơn và thanh khoản sẽ tốt hơn. Ngoài ra với những biện pháp mạnh tay của các nhà điều hành do thao túng giá cổ phiếu, thị trường sẽ ngày càng được minh bạch hơn và niềm tin của các nhà đầu tư gia tăng.

***Phát hành thêm và niêm yết mới.***

Phát hành thêm tăng vốn và trả cổ tức bằng cổ phiếu luôn là một trào lưu của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua và điều này dường như là không thể tránh khỏi trong năm 2011. Nếu thị trường tăng trưởng, việc phát hành thêm và niêm yết mới sẽ trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, tuy nhiên nếu thị trường không có nhiều đột biến, chúng tôi cho rằng yếu tố này sẽ là lực cản của thị trường. Bên cạnh đó, trong năm 2011, một số doanh nghiệp nhà nước

như Tổng Công ty Thép sẽ tiến hành IPO, các công ty thành viên của Tập đoàn Sông Đà,... sẽ thu hút một lượng vốn từ thị trường chính thức.

***Áp lực từ việc tăng vốn của hệ thống ngân hàng.***

Việc hoãn lộ trình tăng vốn của các ngân hàng cho đến cuối năm 2011 cho thấy những khó khăn trong thị trường vốn tại thời điểm hiện tại, tuy một số ngân hàng đã hoàn thành việc tăng vốn nhưng đến cuối năm 2010 vẫn còn khoảng 20 ngân hàng cổ phần chưa hoàn thành việc tăng vốn. Bên cạnh đó, theo qui định của NĐ141 các ngân hàng phải hoàn thành việc tăng vốn lên 5.000 tỷ đồng vào năm 2012 và 10.000 tỷ đồng vào năm 2015, chúng tôi cho rằng năm 2011 nếu không có nhiều thương vụ sáp nhập, quá trình tăng vốn của các ngân hàng có thể là một lực cản cho quá trình tăng điểm của thị trường trong tương lai.

**Kịch bản thị trường 2011**

**Kịch bản 1: Thị trường khởi sắc và có thể tiệm cận mức 700 điểm đối với VN-Index và 180 điểm đối với HNX-Index.** Chúng tôi đánh giá kịch bản này chỉ xảy ra khi lạm phát được kiểm chế dưới 7% và lãi suất huy động về dưới 10%, cung tiền cho nền kinh tế tăng và luồng vốn nước ngoài gia nhập lớn đủ giúp cho thị trường tăng điểm. Cho đến thời điểm hiện tại chúng tôi cho rằng xác suất để kịch bản này xảy ra là thấp.

**Kịch bản 2: Thị trường dao động trong vùng 400 – 600 điểm đối với VN-Index và 90 – 150 điểm đối với HNX-Index.** Chúng tôi kì vọng đây là kịch bản có xác suất lớn trong năm 2011. Dựa trên những đánh giá của chúng tôi ở phần trên, khả năng CPI sẽ không đạt được mục tiêu đề ra nhưng có thể thấp hơn so với 2010, lãi suất tuy có giảm nhưng mức giảm không lớn, tốc độ tăng trưởng cung tiền không có nhiều đột biến để thị trường có thể bức phá mạnh. Dựa trên triển vọng của nền kinh tế, chúng tôi kì vọng mức lợi nhuận của các doanh nghiệp năm 2011 có thể tăng 15% - 18% so với 2010 và chúng tôi kì vọng mức P/E đối với sàn HSX khoảng 9,5 – 14 lần và HNX dao động khoảng 8 – 14 lần.

**Kịch bản 3: Thị trường giảm dưới 420 điểm đối với VN-Index và 90 điểm đối với HNX-Index.** Chúng tôi cho rằng kịch bản này chỉ xảy ra khi tỷ giá gặp nhiều khó khăn, dự trữ ngoại hối suy giảm mạnh và có các vấn đề về nợ công. Bên cạnh đó, chỉ số CPI tăng cao khiến lãi suất và cung tiền gặp nhiều khó khăn, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp không thuận lợi. Cho đến thời điểm hiện tại chúng tôi đánh giá kịch bản này khó xảy ra trong năm 2011.

**Kịch bản thị trường tháng 01/2011**

**Kịch bản 1: Thị trường sẽ khởi sắc và vượt qua mức 520 điểm.** Chúng tôi không có nhiều thay đổi trong việc đánh giá như các tháng trước, với tính mùa vụ vào thời điểm cuối năm âm lịch, dòng tiền trong tháng 1/2011 khó mang tính bền vững để có thể giúp thị trường vượt mốc 520 điểm.

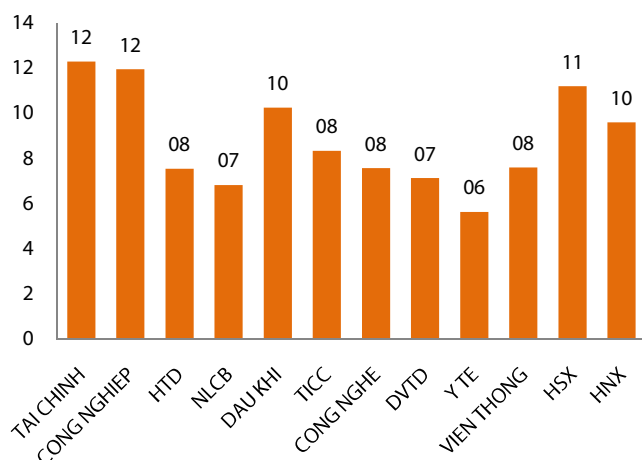
**Kịch bản 2: Thị trường đi ngang và dao động trong vùng 450 – 500 điểm.** Tuy dòng tiền không đủ lớn để có thể giúp thị trường vượt mốc 520 điểm nhưng theo quan điểm của chúng tôi, một mặt bằng giá mới đã được hình thành và thị trường khó có sự sụt giảm sâu nếu không có thông tin về mặt vĩ mô hoặc chính sách quá xấu.

**Kịch bản 3: Thị trường mất mốc 450 điểm và tiệm cận 420 điểm.** Chúng tôi cho rằng kịch bản này khó xảy ra trừ phi nền kinh tế gặp phải những cú sốc. Sự kiện Vinashin có lẽ là thông tin đáng chú ý trong tháng 1/2011, tuy nhiên chúng tôi kì vọng vấn đề này sẽ được giải quyết theo hướng có lợi cho cả chủ nợ và con nợ.

## Khuyến cáo đầu tư

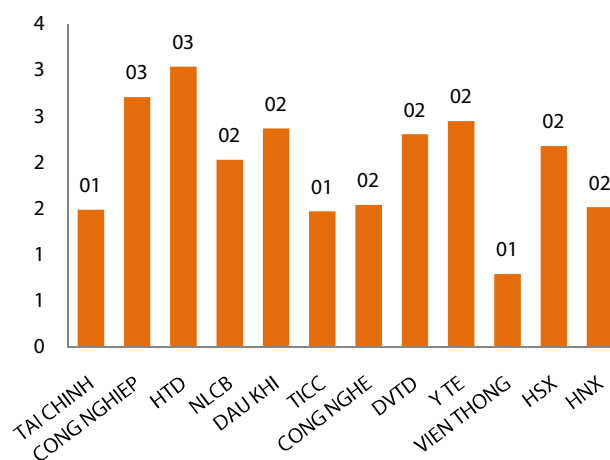
Dựa trên những kịch bản chúng tôi đưa ra trong năm 2011, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để các nhà đầu tư trung và dài hạn mua và nắm giữ để chờ đợi một đợt tăng trưởng trong thời gian sắp tới. Các nhà đầu tư nên nắm giữ tỷ lệ cổ phiếu: tiền mặt 70: 30 trong những lúc thị trường điều chỉnh và khi thị trường tăng điểm cũng như đã được mức lợi nhuận kì vọng thì có thể giảm tỷ lệ này xuống 50: 50. Riêng tháng 1/2011, chúng tôi cho rằng thị trường khó có sự biến động mạnh nên chỉ thích hợp cho việc mua và nắm giữ, các nhà đầu tư tham gia lướt sóng lúc này sẽ không mang lại lợi nhuận cao.

## Chỉ số P/E tại thời điểm cuối tháng 12



Nguồn: VDSC database

## Chỉ số P/B tại thời điểm cuối tháng 12



Nguồn: VDSC database



NGÀNH	NHÌN LẠI KẾT QUẢ KINH DOANH	TRIỂN VỌNG	QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ
<b>NHÓM A</b>	<b>Nhóm công ty có tỷ suất LNST/DT gia tăng và đạt mức cao ở cả 03 quý 2010. Tốc độ tăng trưởng doanh thu (DT) và lợi nhuận (LN) cao khi tính lũy kế 9 tháng 2010 so với cùng kỳ.</b>		
<b><i>Dầu khí</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Có sự gia tăng trong Tỷ suất LNST/DT ở 03 quý 2010.</li> <li>Tốc độ tăng trưởng lũy kế so với cùng kỳ: DT là 68,5% và LN là 24%.</li> <li>Tỷ suất các khoản chi phí: tài chính, bán hàng, quản lý trên doanh thu có sự giảm xuống.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá dầu được dự báo tiếp tục tăng do kinh tế thế giới phục hồi mạnh, OPEC giảm sản lượng khai thác trong khi các nước ngoài OPEC không đủ khả năng cung cấp như trước đây, do vậy gây thiếu hụt nguồn cung.</li> <li>PetroVietNam có kế hoạch đầu tư mở rộng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí, theo đó các dịch vụ liên quan đến dầu khí được đẩy mạnh phát triển. Đây là một yếu tố thuận lợi cho các doanh nghiệp đang niêm yết ở 2 sàn vì đa phần các doanh nghiệp này cung ứng dịch vụ trang thiết bị cho ngành dầu khí.</li> </ul>	<b>Tăng tỷ trọng</b>
<b><i>Thực phẩm và đồ uống</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất LNST/DT cao ở quý I, giảm ở quý II, tăng trở lại vào quý III/2010.</li> <li>Lũy kế 3 quý 2010, tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ: DT là 19,3% và LN là 65,4%.</li> <li>CPTC/DT có giảm, tuy nhiên có gia tăng trong CPBH.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thực phẩm và vật dụng cá nhân, gia đình là 02 ngành mang tính thiết yếu, do vậy có tính ổn định hơn so với các ngành khác.</li> <li>Tuy nhiên, vì cũng là ngành mang tính mùa vụ rõ nét, nhu cầu tiêu thụ của người dân tăng cao trong dịp Lễ tết, kết quả kinh doanh những doanh nghiệp trong ngành này sẽ tốt vào thời điểm quý III - IV và kéo dài cho đến quý I năm sau.</li> </ul>	<b>Tăng tỷ trọng</b>

<b>Vật dụng cá nhân và gia đình</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất LNST/DT liên tục gia tăng từ quý I đến quý III/2010.</li> <li>Tốc độ tăng trưởng lũy kế 3 quý so với cùng kỳ: DT là 30,6% và LN là 59%</li> </ul>		
<b>Hóa chất (Cao su tự nhiên và phân bón)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất LNST/DT ở mức cao so với các ngành khác, mặc dù có sự sụt giảm trong quý III.</li> <li>Lũy kế 9 tháng năm 2010 so với cùng kỳ: DT và LN tăng tương ứng là 14,8% và 30,1%</li> <li>Các khoản CP trên doanh thu đều giảm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cao su: Ngành cao su Việt Nam được hưởng lợi kép từ giá bán và tỷ giá. Giá cao su thế giới được dự báo tiếp tục tăng do nguồn cung đang có xu hướng sụt giảm cho đến 2012 trong khi nhu cầu đang tăng. Do vậy, các DN cao su tiếp tục đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khả quan.</li> <li>Phân bón: Giá phân bón tiếp tục tăng cộng với nhu cầu lớn trong vụ Đông Xuân 2010 – 2011 là 2 yếu tố thuận lợi cho các doanh nghiệp trong ngành này.</li> </ul>	<b>Tăng tỷ trọng</b>
<b>Công nghiệp chung</b> <b>(Tập đoàn CN lớn và những DN thuộc lĩnh vực bao bì nhựa và xi măng)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất LNST/DT ở mức cao, tuy có sự giảm đôi chút trong quý III</li> <li>Lũy kế 3 quý, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ lần lượt là 36% và 30%</li> <li>Các khoản CP trên doanh thu đều giảm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Những tập đoàn công nghiệp như MSN, HPG, HAG, REE, QCG,... đều có kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong quá khứ, do đó kỳ vọng các tập đoàn này tiếp tục thời có kết quả kinh doanh khả quan trong gian tới.</li> <li>Ngành bao bì (liên quan đến nhựa): Diễn biến giá hạt nhựa tiếp tục được dự báo tăng, theo đó giá bao bì cũng tăng theo. Thêm vào đó, nhu cầu bao bì cho sản xuất bánh kẹo, thực phẩm,... vào cuối năm tăng mạnh. Do vậy, những DN ngành này đạt KQKD tốt vào cuối năm và những tháng đầu năm 2011.</li> <li>Ngành xi măng: yếu tố mùa vụ không thuận lợi vì quý I hàng năm không rơi vào chu kỳ ngành, do vậy KQKD của các công ty ngành xi măng và bao bì xi măng không thật sự tốt.</li> </ul>	<b>Tăng tỷ trọng nhưng không bao gồm những DN thuộc lĩnh vực xi măng</b>
<b>NHÓM B</b>	<b>Nhóm công ty có tỷ suất LNST/DT tăng không đều ở các quý. Nhưng tăng trưởng DT và LN cao khi tính lũy kế 9 tháng 2010 so với cùng kỳ.</b>		

<b>Vận tải</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tỷ suất LNST/DT liên tục gia tăng từ quý I là 4,9% lên 6,1%</li> <li>• Lũy kế 9 tháng, chỉ tiêu tăng trưởng DT và LN so với cùng kỳ là 40% và 63%</li> <li>• CPTC và CPQL trên doanh thu liên tục gia tăng mạnh, đặc biệt là CPTC/DT ở mức cao thứ 2 so với các ngành khác</li> <li>• Cấu trúc Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu cao</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mặc dù công ty tăng trưởng lợi nhuận khá cao (chủ yếu đến từ các khoản bán tài sản) nhưng các khoản chi phí lãi vay và chênh lệch tỷ giá được đánh giá lại vào cuối năm khá lớn, do đó các DN vận tải khó có thể cải thiện lợi nhuận vào quý IV và tình trạng này sẽ kéo dài qua năm tới.</li> <li>• Về triển vọng trung và dài hạn: Cùng với sự hồi phục của những nền kinh tế lớn, kỳ vọng ngành vận tải sẽ có bước tăng trưởng trở lại. Tuy nhiên, việc Trung Quốc thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, nhu cầu vận chuyển hàng hóa giảm (quặng sắt) sẽ tác động đến ngành vận tải biển. Riêng ngành vận tải container thì vẫn tăng trưởng theo hoạt động thương mại thế giới.</li> </ul>	<b>Tiếp tục theo dõi tìm cơ hội đầu tư thích hợp</b>
<b>Phần mềm</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tỷ suất LNST/DT của quý III sụt giảm mạnh từ 4,8% xuống 2,2%.</li> <li>• Tuy nhiên lũy kế 9 tháng năm 2010 so với cùng kỳ thì tốc độ tăng trưởng DT và LNST lần lượt là 27,7 % và 30,6%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vì theo tính chất chu kỳ của ngành, DT và LN của ngành đạt cao nhất vào quý IV và thấp lại vào quý I và quý 2 năm sau do các hợp đồng mới bắt đầu ký kết tại thời điểm này nên chưa thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Do đó, kỳ vọng sự tăng trưởng của những DN thuộc ngành này không cao.</li> <li>• Về trung và dài hạn: Ngành công nghệ vẫn đạt tốc độ tăng trưởng cao do chính sách phát triển của Chính phủ và lợi thế của ngành là chi phí gia công phần mềm trong nước thấp nên khả năng cạnh tranh khá cao.</li> </ul>	<b>Tiếp tục theo dõi tìm cơ hội đầu tư thích hợp</b>

<b>Dược</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quý III/2010 có tỷ suất LNST/DT giảm mạnh từ 11,5% quý I xuống 7,2%</li> <li>Tốc độ tăng trưởng lũy kế 3 quý 2010 so với cùng kỳ: DT là 8,9% và LN là 18%</li> <li>CPBH và CPQL/DT rất cao.</li> <li>Có sự tăng mạnh cơ cấu Nợ ngắn hạn/VCSH ở quý III</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cũng theo tính chất chu kỳ, DT và LN của ngành được đặt cao nhất vào quý IV, nhưng giảm lại vào quý I</li> <li>Theo như dự thảo, ngành dược sắp tới có thể chịu sự chi phối của Thông tư hướng dẫn quản lý giá thuốc dùng cho người do ngân sách nhà nước và Quỹ Bảo hiểm y tế chi trả. Theo đó giá bán của DN sẽ bị ảnh hưởng bởi quy định về trần số bán buôn tối đa toàn chặng, do vậy DT và LN của ngành có thể bị thu hẹp.</li> </ul>	<b>Tiếp tục theo dõi tìm cơ hội đầu tư thích hợp</b>
<b>Khai khoáng</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất LNST/DT quý III sụt giảm từ 8,7% ở quý II xuống còn 5%.</li> <li>9 tháng năm 2010, tốc độ tăng trưởng DT và LN so với cùng kỳ tương ứng là 22% và 65%</li> <li>CPQL/DT cao</li> <li>Cấu trúc Nợ ngắn hạn/VCSH cao</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cùng với sự phục hồi của kinh tế thế giới, nhu cầu nguyên liệu cơ bản cũng tăng theo, giá khoáng sản được kỳ vọng tiếp tục tăng.</li> <li>Trong nước, giá bán than cho các DN sản xuất xi măng, giấy, phân bón, điện thấp hơn giá xuất khẩu 40%. Do đó, Tổng công ty Khoáng sản Việt Nam đã đề xuất tăng giá bán than cho điện; theo đó, từ đầu năm 2011, giá bán than cho điện ít nhất đảm bảo bù đắp chi phí sản xuất và từ quý 4/2011, giá bán than sẽ theo cơ chế thị trường. Như vậy, triển vọng về DT và LN của ngành than trong thời gian sắp tới sẽ được cải thiện đáng kể.</li> </ul>	<b>Tăng tỷ trọng</b>

<b><i>Bất động sản</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất LNST/DT luôn ở mức cao nhất, tuy có sự sụt giảm nhẹ trong quý III so với quý II, nhưng nhìn chung có sự gia tăng từ quý I là 27,6% lên 29% trong Quý III.</li> <li>Tăng trưởng DT và LN của 9 tháng năm 2010 so với cùng kỳ là 5,6% và 27%</li> <li>CPTC và CPQL trên DT ở mức cao, đặc biệt là CPTC /DT ở mức cao nhất so với các ngành khác.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thời điểm quý I luôn là thời điểm mà ngành BĐS và xây dựng có kết quả kinh doanh khá thấp vì theo tính chu kỳ của ngành, do vậy kỳ vọng DT và LN của 2 ngành trong thời gian này không khả quan</li> <li>Riêng đối với BĐS, tăng trưởng DT và LN cũng chia theo từng phân khúc dòng sản phẩm. Hiện nay phân khúc nhà ở dành cho người thu nhập thấp đang sôi động do nhu cầu lớn và tiếp tục tăng trưởng, trong khi phân khúc cao ốc, văn phòng cho thuê, nhà ở cao cấp vẫn đóng băng; phân khúc đất nền trầm lắng do phải chịu sự điều chỉnh của NĐ71.</li> <li>Tuy nhiên vì là nhóm ngành mang tính dẫn dắt thị trường và bật mạnh khi thị trường hồi phục, do đó, theo dõi quan sát tìm cơ hội đầu tư vào những DN tốt vẫn được chúng tôi quan tâm.</li> </ul>	<b>Tiếp tục theo dõi tìm cơ hội đầu tư thích hợp</b>
<b><i>Xây dựng</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ suất LNST/DT giảm, sau khi đạt đỉnh vào quý II/2010</li> <li>Lũy kế 9 tháng 2010, tốc độ tăng trưởng DT và LN là 11,8% và 50%.</li> <li>CPQL/DT cao</li> </ul>		

NHÓM C	Nhóm công ty có tỷ suất LNST/DT tăng không đều ở các quý. Tăng trưởng DT và LN không cao, thậm chí âm khi tính lũy kế 9 tháng 2010 so với cùng kỳ		
<b>Ngân hàng</b>	Lũy kế 9 tháng năm 2010, LNST tăng so với cùng kỳ là 7,9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngành NH được kỳ vọng vẫn tăng trưởng nhưng tốc độ chậm lại trong năm 2011 vì ảnh hưởng bởi sự cạnh tranh với NH nước ngoài khi mà giới hạn với những ngân hàng này được dỡ bỏ một phần hay toàn phần.</li> <li>Mục tiêu kiểm chế lạm phát của Chính Phủ sẽ tác động đến DT và LN của 2 ngành ngân hàng và chứng khoán. Lợi nhuận ngành NH được cải thiện bắt đầu từ quý II/2010 do mặt bằng lãi suất ổn định trở lại sau Tết Âm lịch nếu lạm phát ở mức thấp. Qua đó tác động tích cực đến thị trường chứng khoán. Tuy nhiên triển vọng tích cực còn tùy thuộc vào mức độ thành công của chính sách vĩ mô.</li> </ul>	<b>Tiếp tục theo dõi tìm cơ hội đầu tư thích hợp</b>
<b>Chứng khoán</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quý III/2010 LNST/DT giảm rất mạnh, từ 29% vào quý I xuống 4% vào quý III.</li> <li>Lũy kế 3 quý 2010, tăng trưởng so với cùng kỳ: DT là 8,7% và LN là -37,1%</li> <li>CPTC và CPQL trên doanh thu rất cao và có xu hướng tăng lên ở quý III.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vì là nhóm ngành có vốn hóa lớn và mang tính dẫn dắt thị trường, do đó theo dõi, quan sát, tìm cơ hội đầu tư thích hợp khi thị trường chung tăng điểm.</li> </ul>	

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2010.



## CTCP CHỨNG KHOÁN

### RÔNG VIỆT – VDSC

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

#### Chi nhánh Sài Gòn

Tầng 4 – 5 Tòa nhà Estar  
147 – 149 Võ Văn Tần – Quận 3  
– TP.HCM  
Tel: (84 8) 6299 8599  
Fax: (84 8) 6299 2007

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang  
Tel: (84 58) 382 0006  
Fax: (84 58) 382 0008

#### Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ  
Tel: (84 71) 381 7578  
Fax: (84 71) 381 7579

#### Điểm nhận lệnh trực tuyến Sài Gòn

28-30 Huỳnh Thúc Kháng –  
Quận 1 - TP. HCM  
Tel: (84 8) 3915 1972  
Fax: (84 8) 3914 3150

#### Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm –  
Hà Nội  
Tel: (84 4) 6288 2006  
Fax: (84 4) 6288 2008

#### Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng  
Tel: (84 0511) 386 7084  
Fax: (84 0511) 386 7085

#### Điểm nhận lệnh trực tuyến Binh Dương

244 Đại lộ Bình Dương – TX.  
Thủ Dầu Một – Bình Dương  
Tel: (84 0650) 383 4264  
Fax: (84 0650) 383 4265