

Chiến Lược Cổ phiếu
Báo cáo tháng 02/2025

Quan sát lãi suất, dõi theo dòng vốn ngoại



Niên Nguyễn – Associate Manager

☎ Tel : (84-8) 6299-7009

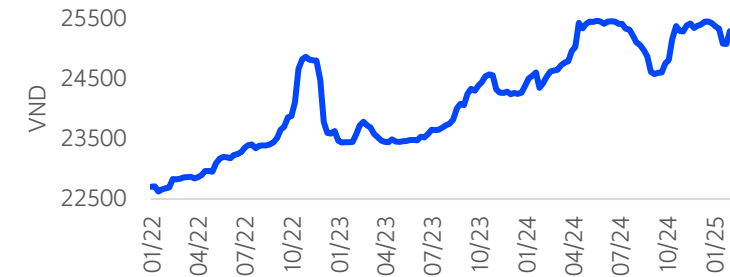
✉ nien.nh@shinhan.com

Đi tìm điểm đảo chiều của dòng vốn ngoại

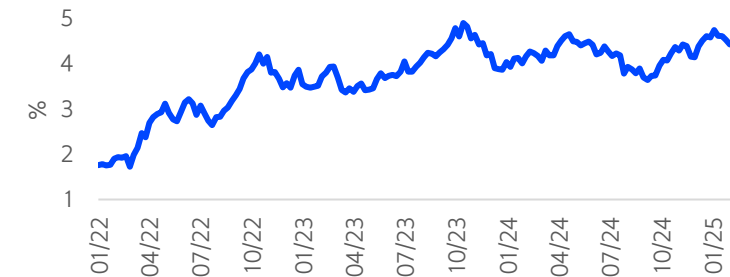
Tóm tắt

- Các quỹ đang dần có ảnh hưởng đáng kể lên thanh khoản của toàn thị trường nên việc liên tục bán ròng của khối ngoại đã ảnh hưởng đến đà tăng của thị trường chung. Khối ngoại đã bán ròng liên tục các cổ phiếu vốn hóa lớn trong năm 2024 và tháng 1 đầu năm 2025. Thông thường, các quỹ ngoại sẽ mua ròng (xét theo cả khối lượng hoặc giá trị) vào tháng 1 mỗi năm vì đây là khoảng thời gian tái cơ cấu danh mục của các quỹ đầu tư toàn cầu, nhưng trong tháng 1 năm 2025, khối ngoại đã bán ròng 144 triệu cổ phiếu tương ứng với 6.5 nghìn tỷ VND trên HOSE theo số liệu từ Fiinpro.
- Thị trường đi ngang một phần đến từ việc khối ngoại liên tục bán ròng. Chính vì thế, việc khối ngoại ngưng bán sẽ tác động tích cực đến thị trường. Chúng tôi sẽ cho rằng có các yếu tố cần theo dõi để kỳ vọng về sự đảo chiều của dòng vốn ngoại. Các yếu tố bao gồm: (1) thị trường Việt Nam được nâng hạng và (2) lãi suất toàn cầu (Fed và trái phiếu Chính phủ Mỹ 10 năm) giảm hoặc ổn định ở vùng giá mới. Khi lãi suất ổn định thì tỷ giá cũng sẽ ổn định. Một khi các yếu tố này đồng loạt xuất hiện, dòng vốn ngoại sẽ quay trở lại. Về yếu tố (1), vấn đề nâng hạng cũng được đề cập trong báo cáo [“Triển vọng đầu tư năm 2025 – Mở khóa tăng trưởng”](#).
- Về yếu tố lãi suất, chúng tôi nhận thấy mặt bằng lãi suất toàn cầu vẫn tiếp tục duy trì ở mức năm 2023 và 2024. Lợi suất trái phiếu Chính Phủ (TPCP) Mỹ ở tất cả các kỳ hạn thay vì giảm tương ứng với các đợt cắt lãi suất của Fed thì lại tăng mạnh quay về đỉnh cũ năm 2023. Hơn nữa, lãi vay mua nhà 30 năm của Mỹ không hề giảm mà vẫn duy trì ở mức cao của 2 năm trước theo số liệu của Fed of Saint Louis. Lợi suất TPCP của các nước EU cũng có hiện tượng tương tự. Việc lợi suất trái phiếu và lãi suất cho vay duy trì ở mức hiện tại có thể làm thay đổi mặt bằng định giá của chứng khoán của các nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu Việt Nam khi phần bù rủi ro cao hơn.

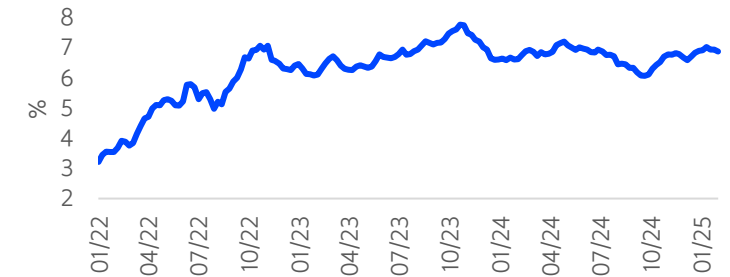
Tỷ giá USD VND



Lợi suất trái phiếu Mỹ kỳ hạn 10 năm



Lãi vay mua nhà cố định 30 năm trung bình tại Mỹ



Source: Bloomberg, Fed of Saint Louis, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam


01

Dòng vốn từ các quỹ đầu tư

Nhà đầu tư tổ chức có tác động đáng kể lên thanh khoản của toàn thị trường trong năm 2024. Tỷ trọng thanh khoản của nhà đầu tư tổ chức (cả trong và ngoài nước) trong 2024 chiếm 19.4% thanh khoản của toàn thị trường, tăng hơn 50% so với con số 12.7% trong năm 2023.

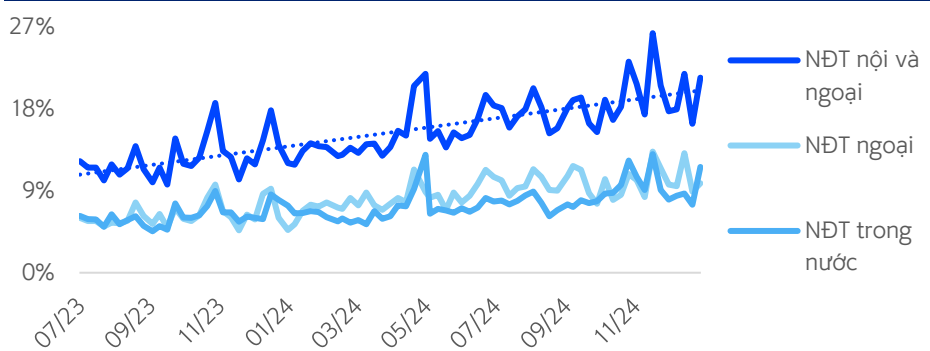
Các quỹ chủ động vẫn tích cực đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhưng các quỹ thụ động đã bị rút ròng liên tục trong năm 2024 gây ra áp lực bán lên thị trường chung.

Dòng vốn từ các quỹ đầu tư

Nhà đầu tư tổ chức dần có tỷ trọng lớn hơn trong tổng giá trị giao dịch

- Nhà đầu tư tổ chức có tác động đáng kể lên thanh khoản của toàn thị trường trong năm 2024. Tỷ trọng thanh khoản của nhà đầu tư tổ chức (cả trong và ngoài nước) trong 2024 chiếm 19.4% thanh khoản của toàn thị trường, tăng hơn 50% so với con số 12.7% trong năm 2023. Xu hướng tăng dần có thể thấy rất rõ trong tỷ trọng thanh khoản hàng tuần của các nhà đầu tư tổ chức, từ khoảng 15%-16% trong tháng 5 năm 2024 tăng dần đến khoảng 20% mỗi tuần vào cuối năm.
- Các quỹ đầu tư có xu hướng đầu tư vào các cổ phiếu có vốn hóa lớn, đặc biệt là các quỹ nước ngoài. Vì vốn hóa của các cổ phiếu này lớn, nên mức tăng giảm của các cổ phiếu ảnh hưởng đáng kể vào mức tăng giảm của thị trường chung trong năm. Việc các cổ phiếu lớn gặp phải áp lực bán cao liên tục trong cuối năm 2024 cũng khiến cho thị trường gặp khó khăn trong việc bứt phá lên một vùng giá mới cao hơn. Trong năm 2024, VCB bị bán ròng 2.3 nghìn tỷ VND trong năm, VHM bị bán ròng 19.4 nghìn tỷ VND... Đặc biệt là FPT bị bán ròng 6 nghìn tỷ VND khi giá cổ phiếu tăng mạnh trong năm 2024. Cổ phiếu FPT luôn kín room ngoại trong suốt nhiều năm liền trước 2024.
- Chúng tôi cho rằng xu hướng nhà đầu tư nước ngoài bán ròng và tập trung bán ở các cổ phiếu lớn sẽ tiếp tục ít nhất trong Q1 2025 khi mà thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ chờ đợi các thông tin hỗ trợ từ việc nâng hạng thị trường để dòng vốn ngoại có thể trở lại. Ngoài ra, yếu tố đổi mới trong chính sách cũng có thể được kỳ vọng. Các chính sách về thuế, phí có thể được SSC cân nhắc để thu hút các công ty quản lý quỹ quốc tế tham gia nhiều hơn vào thị trường Việt Nam.

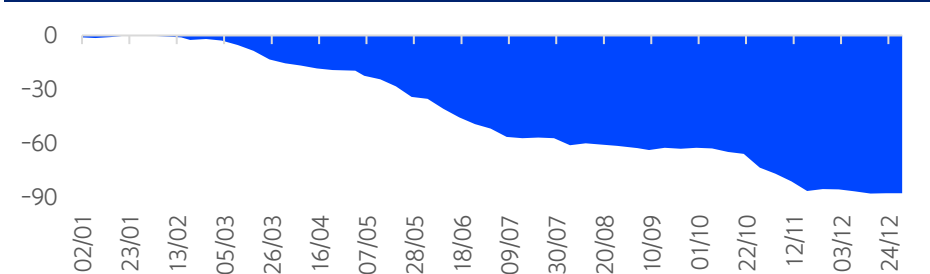
Tỷ lệ giao dịch hàng tuần của các nhà đầu tư tổ chức trên toàn thị trường



Tổng giá trị mua bán hàng tuần của các nhà đầu tư tổ chức (nghìn tỷ VND)



Lũy kế bán ròng của khối ngoại năm 2024 (nghìn tỷ đồng)



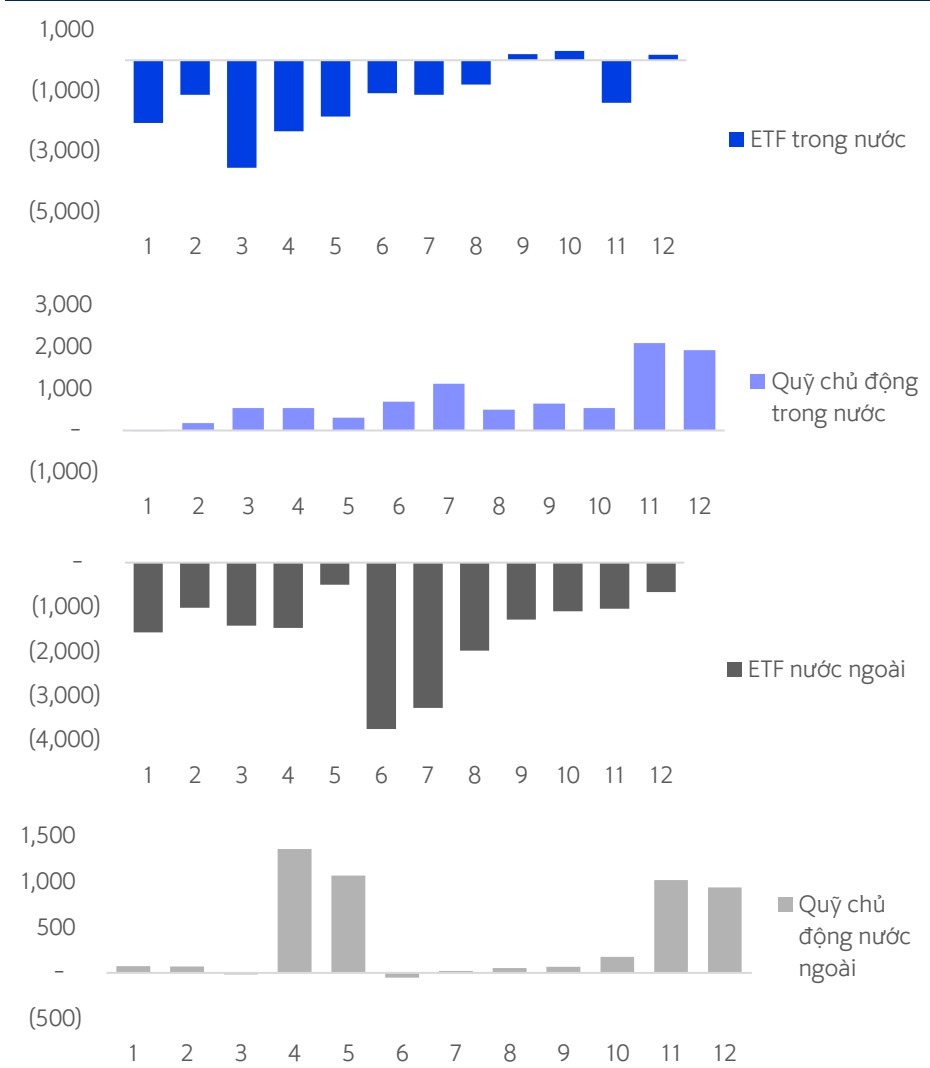
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dòng vốn “chủ động”

Quỹ thụ động rút lui. Quỹ chủ động tích cực tham gia.

- Năm 2024, các quỹ chủ động và thụ động có những mục tiêu đầu tư cổ phiếu khác nhau, dẫn đến việc thiếu vắng sự dẫn dắt thị trường từ các nhóm cổ phiếu lớn. Các quỹ chủ động thu hút hơn 13 nghìn tỷ đồng, với sự đóng góp đáng kể từ Eastspring Investments, Dragon Capital và Vinacapital. Các quỹ chủ động nước ngoài như VEF và K-VIETNAM cũng huy động được vốn đáng kể. Nguồn vốn huy động cao nhất là từ Quỹ đầu tư cổ phiếu ESG của Eastspring Invesments Vietnam, được thành lập vào H2 2024, với số vốn hơn 3 nghìn tỷ VND.
- Các quỹ chủ động có thể linh hoạt hơn trong đầu tư, ví dụ như việc có thể đầu tư các cổ phiếu niêm yết ở Upcom, không giống như các quỹ thụ động (ETF) chỉ tập trung vào các chỉ số trên HOSE. Ngược lại với bức tranh của các quỹ chủ động, cả ETF trong nước và nước ngoài đều chứng kiến dòng vốn rút ròng đáng kể, có thể kể đến như việc giải thể quỹ iShares MSCI Frontier and Select EM ETF của Blackrock vào tháng 7, hay các dòng vốn rút ròng lớn từ Fubon ETF và các ETF trong nước. Fubon đã bị rút ròng hơn 6 nghìn tỷ VND vào năm 2024. Các ETF trong nước cũng phải đối mặt với tình hình tương tự. FUEFVND (VNDiamond ETF do Dragon Capital quản lý) đã bị rút ròng hơn 9 nghìn tỷ VND và FUESSVFL (VNFinlead ETF do SSIAM quản lý) đã bị rút ròng hơn 2 nghìn tỷ VND...
- Các quỹ thụ động, đóng vai trò quan trọng đối với các chiến lược phân bổ tài sản toàn cầu, đã phải đối mặt với tình trạng rút vốn do rủi ro hệ thống gia tăng như rủi ro tỷ giá, rủi ro chính trị hay từ sự bất ổn của nền kinh tế toàn cầu... Áp lực bán từ các đợt rút vốn sẽ tập trung vào các cổ phiếu vốn hóa lớn, gây sức ép lên thị trường.

Dòng vốn ra vào các quỹ theo loại hình quỹ theo tháng trong năm 2024 (tỷ VND)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

02

Lãi suất toàn cầu đang không giảm tương ứng với lãi suất chính sách

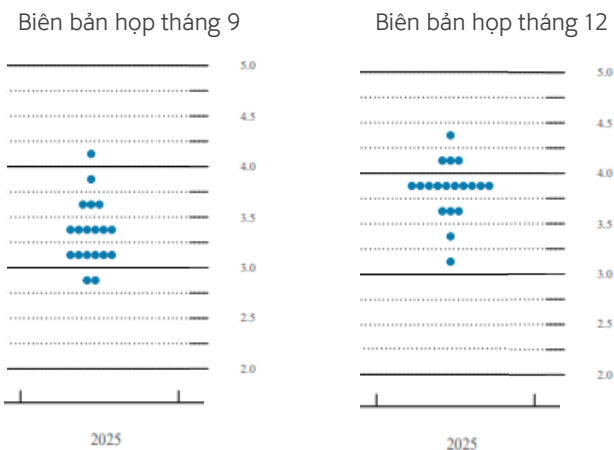
Mặt bằng lãi suất toàn cầu đang có xu hướng tăng nhẹ khiến cho định giá chứng khoán cơ sở bị ảnh hưởng khi phần bù rủi ro cao hơn. Việc quan sát biến động của lãi suất toàn cầu như lợi suất Trái phiếu Chính Phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm có thể nắm bắt được diễn biến của dòng vốn ngoại đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

Lãi suất toàn cầu đang không giảm tương ứng với lãi suất chính sách

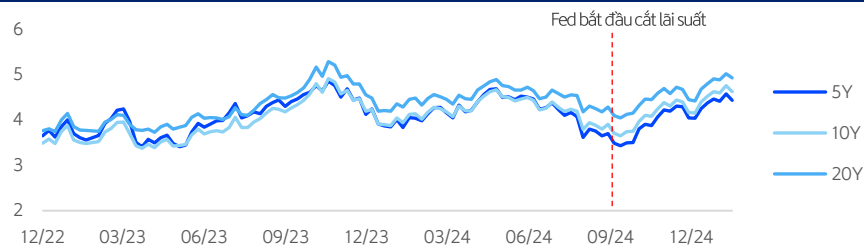
Mặt bằng lãi suất hiện tại có thể ảnh hưởng đến định giá chứng khoán cơ sở

- Tại cuộc họp tháng 12 của Fed, mặc dù Fed vẫn tiếp tục cắt giảm lãi suất thêm 25 điểm cơ bản, xuống mức 4.25% - 4.5%. Tuy nhiên, Fed đã phát đi tín hiệu sẽ cắt giảm lãi suất chậm lại trong năm 2025. Lãi suất kỳ vọng cho năm 2025 được thể hiện qua đồ thị dot plot từ mức lãi suất kỳ vọng 3% - 3.25% vào tháng 9 tăng lên mức 3.75% trong tháng 12.
- Fed tiếp tục giữ nguyên lãi suất tại cuộc họp tháng 1 và có lẽ sẽ tiếp tục duy trì lãi suất ở mức hiện tại cho đến khi các chính sách từ chính quyền Trump được công bố. Theo CME FedWatch, hơn 90% dự đoán Fed sẽ giữ nguyên lãi suất trong kỳ họp tháng 3.
- Dù Fed bắt đầu giảm lãi suất từ tháng 9 nhưng lợi suất trái phiếu Mỹ lại không giảm tương ứng. Lợi suất trái phiếu Mỹ tiến gần về đỉnh cũ năm 2023. Việc lãi suất liên tục neo ở mức cao trong vòng 3 năm gần nhất thể hiện kỳ vọng về lạm phát có thể sẽ ở mức cao trong giai đoạn sắp tới. Mối quan ngại của các nhà đầu tư toàn cầu về các chính sách thuế quan và chính sách nhập cư của ông Trump sẽ làm tăng lạm phát. Thuế quan tăng lên có thể sẽ làm tăng giá bán ra thị trường tiêu dùng và chi phí đó có thể sẽ bị đẩy cho người tiêu dùng cuối cùng. Còn việc quản lý nhập cư có thể sẽ khiến mặt bằng lương trong nước Mỹ tăng lên.
- Nếu so sánh chênh lệch lợi suất của TPCP Việt Nam và Mỹ ở các kỳ hạn để làm tham chiếu thì mặt bằng lãi suất Việt Nam khó có thể tiếp tục duy trì ở mức hiện tại. Chênh lệch cần phải được thu hẹp nhỏ hơn nữa, lợi suất TPCP Việt Nam có thể sẽ tăng để thu hẹp khoảng cách này. Điều này sẽ ảnh hưởng đến định giá chứng khoán cơ sở khi phần bù rủi ro cao hơn.

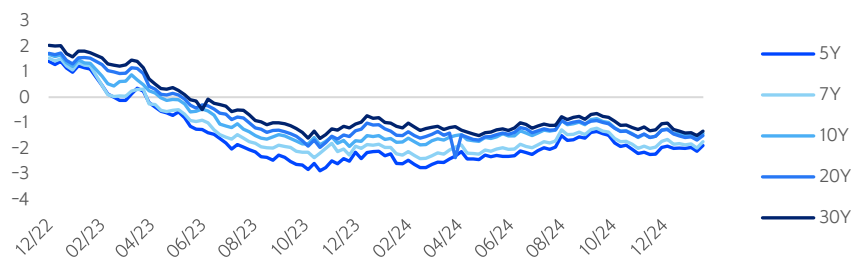
Fed dot plot



Lợi suất trái phiếu Mỹ (%)



Chênh lệch lợi suất TPCP giữa Việt Nam và Mỹ (%)



03

Chiến lược đầu tư

Trong bối cảnh chờ đợi những biến động bất ổn về lãi suất, tỷ giá giảm dần hoặc nằm ổn định ở mặt bằng mới; nhà đầu tư có thể chọn lựa đầu tư các cổ phiếu phòng thủ với biến động thấp hoặc có những câu chuyện riêng ít bị ảnh hưởng bởi hoạt động mua bán của khối ngoại.

Đi tìm alpha

- Khi thị trường chưa có được sự đồng thuận từ các bên (quỹ đầu tư chủ động và thụ động) thì việc tìm kiếm những cổ phiếu có câu chuyện riêng để dòng tiền hướng đến sẽ là chiến lược có thể được cân nhắc. Các cổ phiếu trong báo cáo Chiến lược tháng 11 vẫn được chúng tôi đề xuất tham khảo trong Báo cáo tháng này. Các cổ phiếu này ít được quan tâm bởi các quỹ ETF thụ động và có biến động giá thấp. Chúng tôi thêm vào danh sách 4 cổ phiếu mới để nhà đầu tư có thể theo dõi. Đó chính là CLX, DVN, SAS và MML.
- Các cổ phiếu ở HNX và UpCom thường được ít các quỹ thụ động hiện tại quan tâm. Bên dưới là bảng danh sách cổ phiếu có beta bé hơn 1 và được niêm yết ở sàn HNX và UpCom.

Mã CK	Sàn	Beta	Thay đổi giá			Giá thị trường (VND)	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E	P/B
			Thay đổi 1M	Thay đổi 3M	Thay đổi 6M				
VEA	UpCom	0.52	5.5%	-1.7%	2.6%	39,900	53,019,120	8.5	2.1
PPT	HNX	0.36	14.5%	-0.8%	-2.3%	12,600	229,194	24.6	1.2
NTP	HNX	0.71	-1.1%	2.0%	3.1%	59,700	8,509,177	12.4	2.5
QNS	UpCom	0.61	10.4%	4.7%	1.6%	50,800	18,676,526	7.1	1.8
QTP	UpCom	0.49	3.4%	8.1%	1.5%	13,800	6,210,000	10.1	1.2
VLB	UpCom	0.96	37.3%	18.2%	15.6%	45,200	2,111,769	17.0	3.5
FOX	UpCom	0.60	4.3%	-1.7%	0.6%	95,500	47,034,625	22.0	5.4
ACV	UpCom	0.49	9.5%	-1.1%	0.0%	120,000	261,234,052	36.2	5.2
CLX	UpCom	0.73	15.3%	11.7%	11.7%	18,100	1,567,460	9.2	0.9
DVN	UpCom	0.56	-2.2%	10.2%	12.6%	25,900	6,138,300	18.6	2.1
SAS	UpCom	0.30	59.4%	37.8%	32.8%	47,000	6,272,240	24.9	4.2
MML	UpCom	0.54	21.6%	30.8%	42.2%	32,700	10,760,020	109.0	2.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, Số liệu được cập nhật tại ngày 10 tháng 2 năm 2025

Công bố quan trọng

Cổ phiếu

- MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lý nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền © 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

Mạng lưới Shinhan Investment

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

HONG KONG

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

INDONESIA

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

SHANGHAI

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

HO CHI MINH

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang Street, Thu Thiem Ward
Thu Duc City , Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

HA NOI

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,
Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000



Shinhan
Securities