



**VIETCOMBANK SECURITIES**

**CÙNG KHÁCH HÀNG VƯỢT TỚI SỰ THỊNH VƯỢNG**

# **BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM QUÝ 1/2012**

**Phòng Nghiên cứu & Phân tích (VCBS)**

**13/04/2012**

# Mục lục

A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI.....	3
B. KINH TẾ VIỆT NAM .....	4
I. Tình hình kinh tế chung.....	4
II. Triển vọng kinh tế 2012 .....	10
C. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....	11
I. Thị trường trái phiếu Chính phủ.....	11
1. Thị trường sơ cấp .....	11
2. Thị trường thứ cấp .....	13
II. Thị trường cổ phiếu niêm yết .....	14

## A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI

Bước sang năm 2012, các nền kinh tế lớn trên thế giới tiếp tục áp dụng các chính sách kinh tế khác nhau nhằm vượt qua những thách thức của riêng mình. Tâm lý giới đầu tư trong 3 tháng đầu năm đã trở nên tích cực hơn nhờ những thống kê về tình hình kinh tế Mỹ tốt hơn mong đợi và những bước tiến đáng kể trong việc xử lý cuộc khủng hoảng nợ châu Âu. Theo báo cáo Triển vọng và tình hình kinh tế thế giới do bộ phận Phân tích và Chính sách phát triển của Liên Hiệp Quốc xuất bản ngày 15/03/2012, trong phần lớn các nước ở khu vực Đông Á, cầu nội địa vững chắc đã bù đắp sự giảm sút về xuất khẩu. Cuộc khủng hoảng ở khu vực đồng tiền chung châu Âu đã hướng các nền kinh tế đang phát triển ở châu Á tới các thị trường trong nước và khu vực, nhằm giảm sự phụ thuộc vào hoạt động xuất khẩu sang các nước phát triển. Những nỗ lực hợp tác khu vực, thúc đẩy thương mại nội vùng đang diễn ra một cách mạnh mẽ. Tuy nhiên, rủi ro địa chính trị khu vực Trung Đông ngày càng gia tăng, cụ thể là các hoạt động quân sự chống lại chương trình hạt nhân của Iran và những bất ổn chính trị ở Siri và Nam Su-đăng, đang làm dấy lên những lo ngại về khả năng xảy ra các cú sốc cung dầu mỏ trong thời gian tới. Mặc dù cầu đang trong giai đoạn yếu nhưng những diễn biến căng thẳng về phía cung khiến giá dầu tăng cao trở lại từ những tháng cuối năm 2011, đe dọa triển vọng phục hồi của nền kinh tế thế giới. Cụ thể, đối với những nước đang phát triển dựa nhiều vào nguồn năng lượng nhập khẩu, những tác động của giá dầu tăng cao sẽ ảnh hưởng tới tình hình tăng trưởng và khiến lạm phát quay trở lại, đặc biệt với các nước châu Á đang phát triển. Do đó, theo báo cáo cập nhật Triển vọng kinh tế thế giới mới nhất của IMF, được xuất bản cuối tháng 01/2012, dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2012 đã được điều chỉnh giảm 0,75% so với con số dự báo đã được công bố vào tháng 9/2011, xuống mức 3,25%. Những kết quả dự báo mới của báo cáo này, được dự kiến công bố vào nửa cuối tháng 4 tới, sẽ được chúng tôi cập nhật trong các báo cáo định kỳ hàng ngày và hàng tuần của VCBS.

Một số diễn biến đáng chú ý tại một số khu vực và nền kinh tế trong quý 1/2012:

- Niềm tin người tiêu dùng, tình hình việc làm và tăng trưởng kinh tế ở Mỹ đã có những dấu hiệu cải thiện khiến giới đầu tư cho rằng FED sẽ không duy trì mức lãi suất thấp kỷ lục hiện tại 0-0,25%/năm cho tới hết năm 2014 như dự kiến.
- Sau cam kết tiến hành kế hoạch cải cách mạnh mẽ đối với cán cân tài khóa và thị trường lao động, Hi Lạp đã nhận được gói cứu trợ quốc tế thứ hai bao gồm một khoản tái cấp vốn lên tới 139 tỷ Euro cho tới năm 2014, giúp quốc gia này tránh được tình trạng vỡ nợ hỗn loạn khi khoản nợ 14,5 tỷ Euro đáo hạn vào ngày 20/03. Về kỹ thuật, quốc gia này đã rơi vào tình trạng vỡ nợ với mức xếp hạng "D" của Standard and Poor's.
- Để ngăn chặn các nền kinh tế rơi vào suy thoái, các nhà lãnh đạo châu Âu đã cam kết thực hiện một loạt cải tổ cấu trúc để kích thích tăng trưởng kinh tế. Đáng chú ý, Ngân hàng Trung ương châu Âu đã triển khai hoạt động tái cấp vốn dài hạn với quy mô lớn lần thứ hai vào cuối tháng 2, giúp 800 tổ chức tài chính tiếp cận với các khoản nợ tổng cộng 529,5 tỷ Euro trong thời hạn 3 năm. Hoạt động này đã được triển khai lần đầu tiên vào tháng 12/2011, khi 523 tổ chức đã vay 489 tỷ Euro.
- Chính phủ Trung Quốc đã hạ mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2012 từ 8% xuống 7,5% với ưu tiên cho chất lượng tăng trưởng kinh tế, sau nhiều năm duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao khiến rủi ro trong hệ thống tài chính ngày càng lớn.
- Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã quyết định nâng quy mô của chương trình APP từ 55 nghìn tỷ Yên lên 65 nghìn tỷ Yên để mua lại trái phiếu chính phủ. Ngoài ra, chính phủ nước này cam kết ổn định giá cả trong trung và dài hạn với mức lạm phát mục tiêu 1%. Những động thái này nhằm mục đích đẩy lùi giảm phát vốn kéo dài từ năm 1999 và phục hồi tiềm năng tăng trưởng kinh tế.
- Ngân hàng Dự trữ Ấn Độ đang có kế hoạch nới lỏng tiền tệ để kích thích hoạt động đầu tư vốn đang rất yếu do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt trong suốt năm 2011. Xuất khẩu giảm sút do khủng hoảng ở khu vực Eurozone khiến thâm hụt thương mại của quốc gia này mở rộng đáng kể.

**Bảng 1: Tăng trưởng kinh tế thế giới và các khu vực**

<b>Tăng trưởng GDP (%)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012*</b>	<b>2013*</b>
<b>Thế giới</b>	5,2	3,8	3,3	3,9
<b>Các nền kinh tế phát triển</b>	3,2	1,6	1,2	1,9
Mỹ	3,0	1,8	1,8	2,2
Khu vực Eurozone	1,9	1,6	-0,5	0,8
Nhật Bản	4,4	-0,9	1,7	1,6
Anh	2,1	0,9	0,6	2,0
Canada	3,2	2,3	1,7	2,0
<b>Các nền kinh tế đang phát triển</b>	7,3	6,2	5,4	5,9
Trung và Đông Âu	4,5	5,1	1,1	2,4
Nga	4,0	4,1	3,3	3,5
Trung Quốc	10,4	9,2	8,2	8,8
Ấn Độ	9,9	7,4	7,0	7,3
ASEAN-5	6,9	4,8	5,2	5,6
Brazil	7,5	2,9	3,0	4,0
Mexico	5,4	4,1	3,5	3,5
Trung Đông và Bắc Phi	4,3	3,1	3,2	3,6
Nam Phi	2,9	3,1	2,5	3,4

**Nguồn: IMF; \*Số liệu dự báo được công bố vào 24/01/2012**

## **B. KINH TẾ VIỆT NAM**

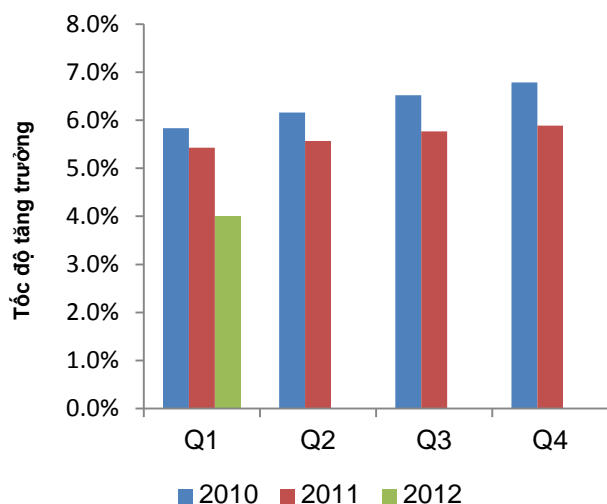
### **I. Tình hình kinh tế chung**

Nền kinh tế Việt Nam đã đi qua quý I/2012 với mục tiêu kiềm chế lạm phát được thực hiện khá thành công, thâm hụt thương mại được cải thiện, cán cân tổng thể thặng dư trong khi thị trường ngoại hối và tỷ giá khá ổn định. Tuy nhiên, nền kinh tế cũng gặp nhiều khó khăn khi tốc độ tăng trưởng GDP thấp, các ngành sản xuất bị đình đốn trong khi sức cầu yếu đi do áp lực lãi suất huy động và cho vay cao và ảnh hưởng của các biện pháp thắt chặt tài khóa và tiền tệ được thực hiện triệt để từ đầu năm 2011.

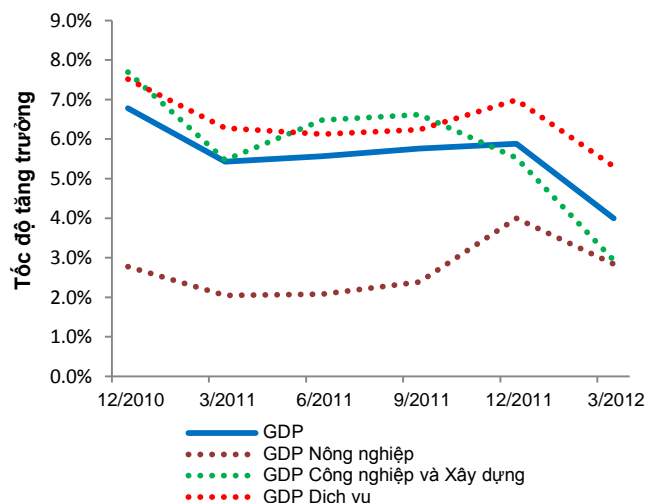
GDP theo giá so sánh 1994 trong quý I/2012 chỉ tăng 4% so với cùng kỳ năm 2011, thấp hơn mức tăng 5,57% của quý I/2011 và mức tăng 6,1% trong quý IV/2011. Bên cạnh yếu tố mùa vụ khi GDP quý I của các năm thường thấp hơn GDP của quý IV, cả hai khu vực chính là khu vực công nghiệp và xây dựng (đóng góp khoảng 40%

trong GDP) và khu vực dịch vụ (đóng góp khoảng 38% trong GDP) đều có tốc độ tăng trưởng giảm mạnh so với cuối năm 2011 là những yếu tố chính dẫn tới sự sụt giảm tốc độ tăng trưởng GDP trong quý I/2012. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng của khu vực công nghiệp và xây dựng đã giảm từ mức 5,5% trong quý IV/2011 xuống mức 2,9% trong quý I/2012, trong đó các ngành xây dựng có mức giảm tới -3,85% do chịu tác động mạnh mẽ của các điều kiện thắt chặt tín dụng. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng của khu vực dịch vụ đã giảm từ mức 7% trong quý IV/2011 xuống mức 5,3% trong quý I/2012 và trong đó, tốc độ tăng trưởng của lĩnh vực bất động sản chịu tác động nặng nề nhất của chính sách tiền tệ thắt chặt.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP hàng quý (y-o-y)**



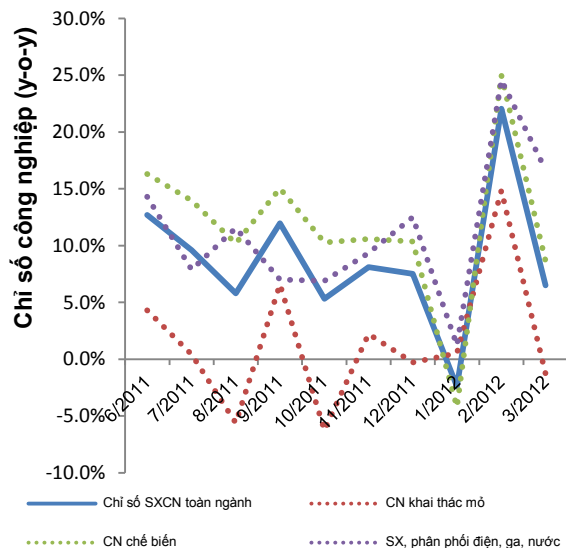
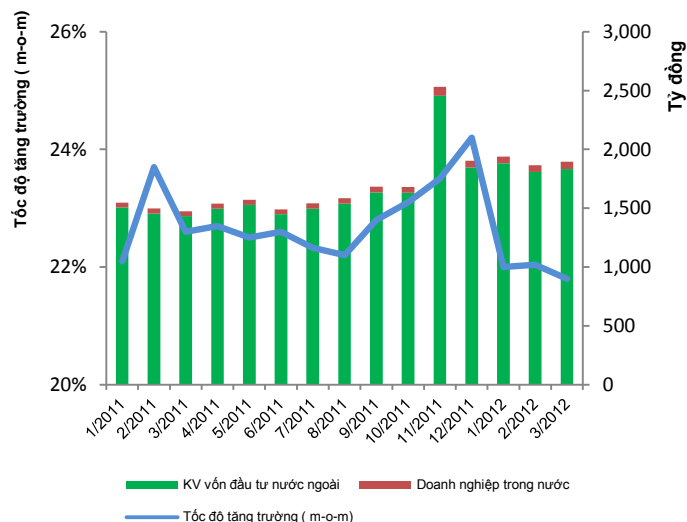
**Biểu đồ 2: Tăng trưởng GDP và GDP khu vực (%)**



**Nguồn: Tổng cục thống kê**

Trong hoạt động sản xuất, chỉ số sản xuất công nghiệp quý I chỉ tăng 4,1% so với cùng kỳ năm 2011, là mức tăng thấp nhất trong vòng vài năm trở lại đây. Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo, chiếm tới 75% giá trị tăng thêm toàn ngành công nghiệp, với mức tăng thấp 3,2% đã kéo lùi tốc độ tăng trưởng của khu vực công nghiệp và từ đó tác động không nhỏ đến việc giảm tốc GDP quý I. Nguyên nhân chính của việc suy giảm tốc độ tăng của ngành là do hoạt động tiêu thụ nội địa và xuất khẩu các hàng hóa của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo sụt giảm mạnh, chỉ số hàng tồn kho tăng mạnh tới 34,9% trong 2 tháng đầu năm khiến cho hàng sản xuất ra không bán được. Trong khi đó, trong khu vực dịch vụ, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng quý I/2012 cũng có tốc độ tăng 21,8% thấp hơn mức tăng 22,6% của cùng kỳ năm 2011. Tuy nhiên, nếu loại trừ yếu tố giá thì mức tăng này chỉ là 5% thấp hơn nhiều so với mức tăng 8,7% của quý I/2011.

Có thể thấy năng lực sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất và phân phối hàng hóa phụ thuộc rất nhiều vào vốn trong khi đó lãi suất ngân hàng cao và các ngân hàng thắt chặt đối tượng cho vay đã khiến cho không ít các doanh nghiệp lâm vào cảnh khó khăn. Bên cạnh đó, chi phí đầu vào như xăng dầu, điện, khí đốt, chi phí nhân công tăng cao nhưng giá bán không tăng nhiều cũng đã làm tăng thêm gánh nặng cho doanh nghiệp. Do đó, nhiều doanh nghiệp đã phải hạn chế hoạt động sản xuất của mình, thậm chí, nhiều doanh nghiệp phải ngừng hoạt động hoặc giải thể trong thời gian qua (có trên 2.200 doanh nghiệp đã làm thủ tục giải thể và trên 9.700 doanh nghiệp đăng ký ngừng hoạt động). Điều này đã tác động không nhỏ đến sự tăng trưởng của nền kinh tế trong quý I.

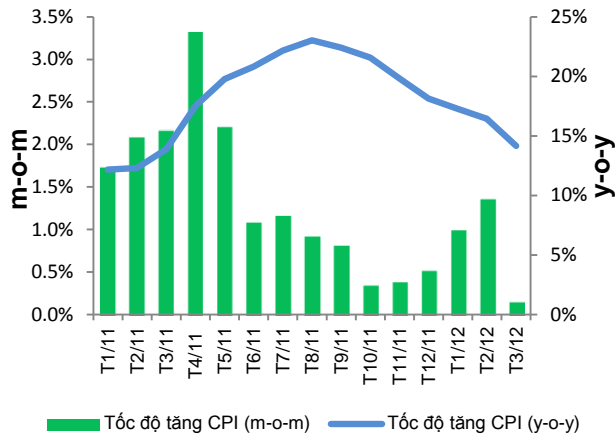
**Biểu đồ 3: Chỉ số sản xuất công nghiệp (y-o-y)****Biểu đồ 4: Giá trị bán lẻ**

**Nguồn: Tổng cục thống kê**

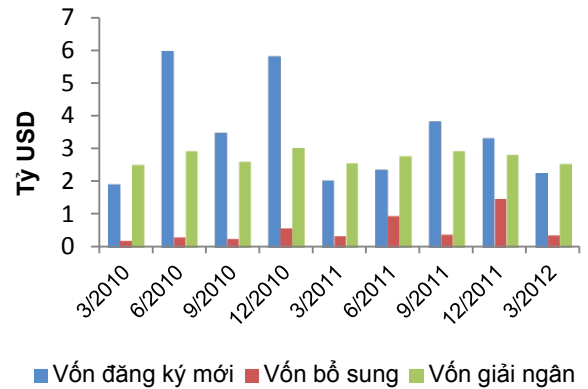
Lượng vốn FDI nước ta thu hút được trong quý I/2012 tiếp tục sụt giảm do bị ảnh hưởng bởi nền kinh tế thế giới còn gặp nhiều khó khăn trong khi tốc độ tăng trưởng kinh tế trong nước chậm lại. Tổng vốn đăng ký mới trong 3 tháng đầu năm chỉ đạt 2,263 tỷ USD, bằng 63,2% so với cùng kỳ năm 2011. Trong đó vốn đăng ký của 120 dự án được cấp phép mới là 2,267 tỷ USD và vốn đăng ký bổ sung là 367,5 triệu USD, đều giảm khá nhiều so với cùng kỳ năm trước. Trong các ngành thu hút vốn FDI thì ngành bất động sản có mức vốn FDI đăng ký mới lớn nhất lên tới 1,2 tỷ USD, bằng 53% tổng lượng vốn FDI thu hút được. Điểm nổi bật là trong số các nước có dự án đầu tư FDI cấp phép mới, Nhật Bản vẫn là nhà đầu tư lớn nhất với tổng mức đầu tư lên tới 2,098 tỷ USD trong khi nước này chịu ảnh hưởng khá nặng nề từ cuộc động đất và sóng thần vào tháng 3/2011. Điều này cho thấy xu hướng dịch chuyển đầu tư ra bên ngoài của các nhà đầu tư Nhật Bản, và do đó Việt Nam nên có những biện pháp để đón dòng vốn này. Mặc dù lượng vốn thu hút giảm khá nhiều so với cùng kỳ năm 2011 nhưng tổng vốn FDI thực hiện chỉ giảm 0,8% và đạt 2,5 tỷ USD trong 3 tháng đầu năm.

Bên cạnh những khó khăn trên, nền kinh tế cũng đã đạt được nhiều thành công trong quý I. Trước hết là thành công về mặt kiềm chế lạm phát. Với việc áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt kể từ đầu năm 2011 theo Nghị quyết 11, kể từ cuối năm 2011 đến nay, áp lực lạm phát liên tục giảm và trong 3 tháng đầu năm, lạm phát đã giảm từ mức 17,3% trong tháng 1 so với cùng kỳ năm trước xuống mức 16,4% trong tháng 2 và mức 14,15% trong tháng 3 bất chấp việc giá xăng dầu tăng 10% từ đầu tháng 3. Giá thực phẩm giảm tốc mạnh do nhu cầu tiêu dùng lương thực và thực phẩm sau Tết không cao trong khi nguồn cung khá dồi dào là yếu tố chính góp phần làm giảm mức tăng chỉ số CPI trong tháng 3 và cả quý I/2012. Trong những tháng tới, khi cung hàng nông sản gia tăng khi đến mùa thu hoạch thì giá lương thực và thực phẩm sẽ tiếp tục giảm trong khi cầu về mặt hàng này cũng như về hàng hóa nói chung chưa tăng nhiều, chỉ số giá tiêu dùng được kỳ vọng tiếp tục giảm trong những tháng tới bất chấp việc lãi suất được điều chỉnh giảm.

**Biểu đồ 5: Tốc độ tăng CPI**



**Biểu đồ 6: Huy động và giải ngân vốn FDI**



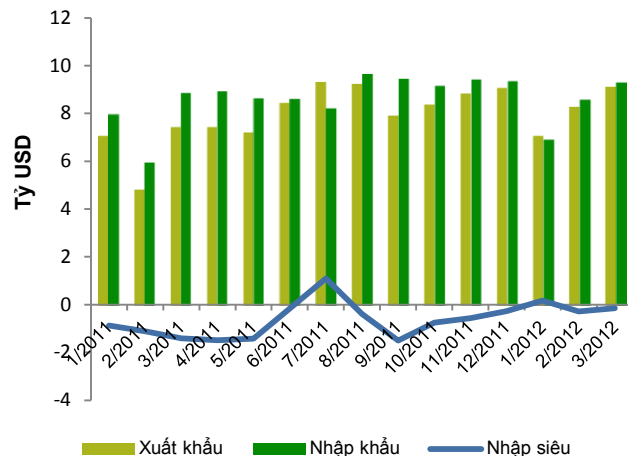
**Nguồn: Tổng cục thống kê**

Cán cân thương mại trong quý I/2012 đã được cải thiện khá nhiều khi mức nhập siêu chỉ là 251 triệu USD so với mức 3,5 tỷ USD của cùng kỳ năm 2011. Mức nhập siêu thấp là do mức kim ngạch xuất khẩu tăng tới 23,6% so với cùng kỳ năm trước và đạt 24,5 tỷ USD trong khi kim ngạch nhập khẩu chỉ tăng 6,9% và đạt 24,8 tỷ USD. Điều đáng ghi nhận là nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc và khu vực đồng tiền chung châu Âu giảm khá nhiều do tăng trưởng của các nước này chậm nhưng xuất khẩu của nước ta vẫn tăng khá mạnh và chủ yếu là do tăng giá cả của một số mặt hàng xuất khẩu như giá điện thoại và linh kiện (tăng 179,8%), chất dẻo (64,7%), máy móc thiết bị và phụ tùng (61,3%), và dầu thô... Trong khi đó, nhu cầu về hàng hóa nội địa cũng như nhập khẩu giảm do người dân không còn mạnh tay chi tiêu và lượng cầu về bán thành phẩm để sản xuất hàng xuất khẩu giảm đã khiến cho kim ngạch nhập khẩu chỉ tăng nhẹ. Trong các khu vực kinh tế, khu vực kinh tế trong nước đã nhập siêu tới 2,75 tỷ USD trong khi khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài lại xuất siêu lên tới 2,5 tỷ USD.

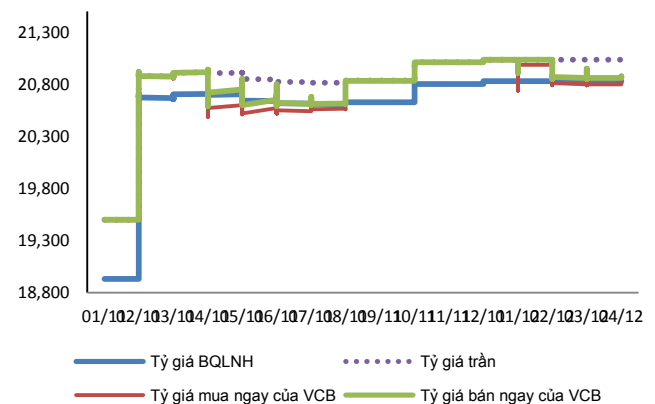
Tỷ giá và thị trường ngoại hối khá ổn định trong quý I khi các biện pháp nhằm kiểm soát thị trường được NHNN thực hiện triệt để và nhất quán từ cuối năm 2011. Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng được duy trì ở mức 20.828 VND/USD trong suốt 3 tháng trong khi tỷ giá trong hệ thống các ngân hàng thương mại cũng được duy trì trong biên độ +/-1% với giá bán ra và mua vào ở mức 20.790 – 20.870 VND/USD, dưới mức trần từ 50 – 200 VND/USD. Một trong những lý do giúp thị trường ngoại hối ổn định là cầu về ngoại tệ không cao do yếu tố mùa vụ, và do nhu cầu nhập khẩu hàng hóa tăng không mạnh trong thời gian vừa qua. Trong khi đó, cung ngoại tệ khá dồi dào khi kim ngạch xuất khẩu khá cao, lượng kiều hối tăng mạnh trong dịp Tết nguyên đán, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài cũng tăng mạnh khi một số quỹ ETF chính thức tham gia vào thị trường, và thông điệp duy trì biên độ tỷ giá 2-3% trong năm 2012 đã khiến cho tình trạng đầu cơ ngoại tệ giảm, niềm tin vào sự ổn định tỷ giá lớn dần lên. Do đó, thanh khoản ngoại tệ của hệ thống ngân hàng cũng khá dồi dào, lãi suất USD liên ngân hàng ít có biến động. Thị trường ngoại hối ổn định cũng đã giúp NHNN mua thêm được hơn 6 tỷ USD trong quý I và đưa mức dự trữ ngoại hối lên khoảng 19 tỷ USD. Mức dự trữ ngoại hối tăng cùng với cán cân thương mại được cải thiện đã giúp cho cán cân thanh toán tổng thể trong 3 tháng đầu năm thặng dư khoảng 2 tỷ USD.



**Biểu đồ 7: Cán cân thương mại**



**Biểu đồ 8: Biến động tỷ giá USD/VND**

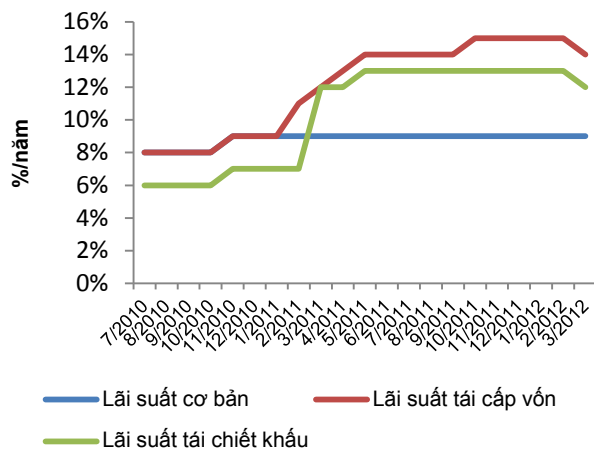
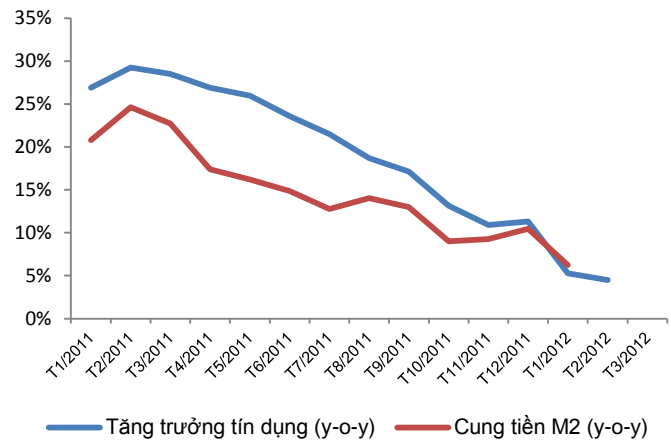


**Nguồn: Tổng cục thống kê**

Thị trường tiền tệ diễn biến khá phức tạp trong quý I với việc can thiệp sâu của NHNN đối với hệ thống ngân hàng. Từ cuối năm 2011, vấn đề tái cấu trúc nền kinh tế trong đó có tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đã được đưa ra và theo đó, trong những tháng đầu năm 2012, NHNN đã tiến hành rà soát lại các ngân hàng thương mại, đưa ra hạn mức tăng trưởng tín dụng đối với các ngân hàng dựa trên tình hình hoạt động kinh doanh. Các ngân hàng đã được phân ra làm bốn nhóm và mức tăng trưởng tín dụng cho từng nhóm lần lượt là 17%, 15%, 8%, và 0% và các ngân hàng nhóm 4 bị giám sát chặt chẽ bởi NHNN. Hiện tại, một số ngân hàng đã và đang được tiến hành sáp nhập hoặc hợp nhất như vụ sáp nhập của Ngân hàng Sài Gòn sáp nhập với Ngân hàng Đệ Nhất và Ngân hàng Việt Nam Tín Nghĩa được tiến hành trong tháng 2 và thỏa thuận sáp nhập giữa Ngân hàng TMCP Sài Gòn – Hà Nội và Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội vào cuối tháng 3. Thêm vào đó, trong quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, vấn đề thanh khoản của các ngân hàng yếu kém được NHNN dự kiến xử lý dứt điểm trong tháng 4 và tháng 5 như trong lộ trình thực hiện đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011-2015” được phê duyệt theo Quyết định 254/QĐ-TTg ngày 01/03. NHNN trong Thông tư 06 ngày 26/3 cũng đã đưa ra cơ chế cho vay đặc biệt đối với các tổ chức tín dụng không có khả năng chi trả nhằm đảm bảo khả năng thanh khoản cho các ngân hàng và điều này đã giúp ổn định tâm lý cho người dân cũng như các doanh nghiệp.

Với chủ trương tái cấu trúc lại hệ thống ngân hàng, tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong quý I giảm mạnh -2,13% so với cuối năm 2011 trong khi tăng trưởng huy động vốn chỉ tăng 1,56%. Chính sách tiền tệ thắt chặt được thực hiện trong năm 2011, đặc biệt là hạn chế tăng trưởng tín dụng trong lĩnh vực chứng khoán và bất động sản, tình trạng đình đốn trong sản xuất và mức lãi suất cho vay cao (khoảng 18%/năm) là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng tăng trưởng tín dụng âm. Đồng thời, các ngân hàng trong quý I cũng còn khá e dè trong việc tăng trưởng tín dụng khi phải chờ đợi hạn mức tín dụng mà NHNN cấp cho mình. Do đó, để hạ nhiệt lãi suất cho vay, vào ngày 13/3, NHNN đã chính thức giảm 1% mức trần lãi suất huy động từ 14%/năm xuống mức 13%/năm, lãi suất tái chiết khấu xuống 12%/năm và lãi suất tái cấp vốn xuống 14%/năm.

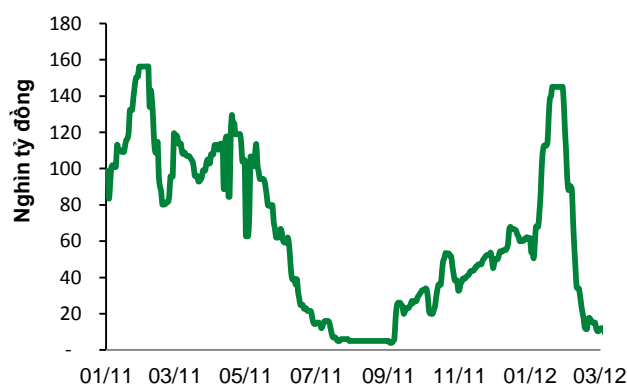


**Biểu đồ 9: Lãi suất điều hành****Biểu đồ 10: Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2**

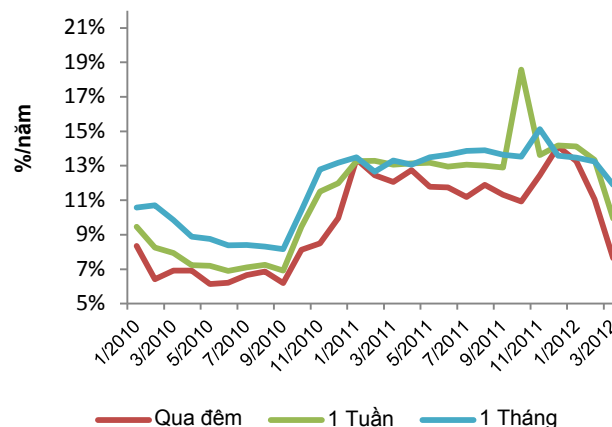
**Nguồn: Tổng cục thống kê**

Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất cho vay VND khá ổn định trong tháng 1 khi NHNN cung tiền hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng trong dịp Tết. Tuy nhiên, mức lãi suất này có phần tăng nhẹ trong tháng 2 và đầu tháng 3 trước khi giảm nhẹ và được giao dịch trong khoảng từ 9,67% - 14,57%/năm cho các kỳ hạn khác nhau. Trong khi đó, lãi suất cho vay USD có xu hướng giảm trong suốt 3 tháng đầu năm. Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm không hoàn toàn phản ánh khả năng thanh khoản của toàn bộ hệ thống ngân hàng được cải thiện. Trên thực tế, chỉ có một số các ngân hàng lớn có thanh khoản được cải thiện nhưng các ngân hàng này trở nên thận trọng hơn khi cho các ngân hàng khác vay.

Không chỉ mạnh tay với hoạt động tín dụng, NHNN cũng ráo riết thực hiện việc rút tiền trên thị trường mở. Sau khi cung 1 lượng tiền lớn tới 83,4 nghìn tỷ đồng trong 3 tuần đầu tiên của năm 2012 nhằm tăng thanh khoản cho các NHTM trong dịp Tết nguyên đán, NHNN đã thực hiện rút ròng tới 57 nghìn tỷ thông qua các giao dịch với kỳ hạn 7 ngày và 14 ngày thông thường. Theo đó số dư trên thị trường mở đã giảm từ mức 145 nghìn tỷ đồng trước Tết xuống mức 4,6 nghìn tỷ đồng vào cuối quý I. Một điểm đáng lưu ý là kể từ giữa tháng 3 NHNN đã thực hiện phát hành tín phiếu NHNN với kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng nhằm hút lượng tiền khoảng 130 nghìn tỷ đồng đã bơm ra để mua ngoại tệ dự trữ. Trong 2 tuần cuối tháng 3, hơn 29,4 nghìn tỷ đồng đã được hút thông qua kênh tín phiếu NHNN này với mức lãi suất là 11,5%/năm, 12%/năm và 12,5%/năm cho các kỳ hạn 28 ngày, 91 ngày và 182 ngày. Biện pháp phát hành tín phiếu này đã giúp NHNN kiểm soát được lượng tiền cung ra cho nền kinh tế, tuy nhiên, với mức lãi suất cao hơn lãi suất tín phiếu và trái phiếu Kho bạc Nhà nước phát hành, hoạt động này đang làm giảm tốc độ phát hành trái phiếu của Chính phủ và có thể ảnh hưởng đến việc huy động vốn của Bộ Tài chính.

**Biểu đồ 11: Số dư trên thị trường mở**

**Nguồn: Tổng cục thống kê, VCBS**

**Biểu đồ 12: Lãi suất liên ngân hàng VND**

## II. Triển vọng kinh tế 2012

Ngay từ đầu năm 2012, chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá đã được định hướng tiếp tục thắt chặt, nhằm thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô với trọng tâm là kiềm chế lạm phát. Trong đó, tổng phương tiện thanh toán dự kiến sẽ tăng khoảng 14-16%, và tín dụng tăng trưởng 15-17%. Kết quả tích cực về chỉ số giá tiêu dùng trong 3 tháng đầu năm, giai đoạn có cầu tiêu dùng mùa vụ thường ở mức cao trong năm, cho thấy những nỗ lực ổn định hóa của Chính phủ đã phát huy tác dụng.

Tuy nhiên, những thống kê về tăng trưởng tín dụng âm trong quý I/2012 và tình hình ngày càng khó khăn của các doanh nghiệp trước mặt bằng lãi suất cao được duy trì trong thời gian dài là những nguy cơ hiện hữu đe dọa khả năng trở về quỹ đạo tăng trưởng của nền kinh tế. Về tầm nhìn chiến lược, tăng trưởng kinh tế cao vẫn được kì vọng là cơ hội để thu hẹp khoảng cách phát triển và thoát khỏi nguy cơ tụt hậu so với các nước trong khu vực. Những khó khăn hiện tại về tình hình kinh tế vĩ mô, một phần do một số sai lầm trong điều hành chính sách tiền tệ trong giai đoạn trước, đang cản trở hành trình tiến nhanh tới sự thịnh vượng của đất nước. Do vậy, động thái điều chỉnh giảm các mức lãi suất điều hành và trần lãi suất tiền gửi nội tệ được NHNN thực hiện vào ngày 13/03 và ngày 10/04 vừa qua, có thể được xem là những tín hiệu nói lòng có kiểm soát, một mặt nhằm giảm áp lực từ cộng đồng doanh nghiệp lên Chính phủ, mặt khác nhằm thể hiện sự nhất quán trong hoạt động tuyên truyền định hướng và thực thi chính sách của NHNN, qua đó, kiến tạo và củng cố kì vọng chung của dân chúng và giới đầu tư quốc tế vào những mục tiêu kinh tế vĩ mô đã được nêu ra.

Có thể thấy rằng, việc duy trì các chính sách thắt chặt và hoạt động rà soát, tối ưu hóa các quy định chính sách trong thời gian qua đã giúp cải thiện nhiều yếu tố để có thể tiến hành hạ dần mặt bằng lãi suất. Việc giảm lãi suất đồng nội tệ, về mặt lý thuyết, sẽ tạo áp lực gia tăng tỷ giá theo điều kiện cân bằng lãi suất thực. Trong quá khứ, áp lực này được tăng lên nhiều lần do hoạt động đầu cơ ngoại hối và sự mất niềm tin vào đồng nội tệ của dân chúng. Tuy nhiên, trong tình hình hiện tại, rủi ro này đã được khống chế bởi khả năng duy trì ổn định tỷ giá chính thức như đã được cam kết có tính khả thi cao, thị trường vàng và thị trường ngoại tệ tự do đã được điều tiết và quản lý chặt chẽ. Hơn nữa, cán cân thanh toán tổng thể thặng dư 2 tỷ USD trong quý I/2012 đã tạo điều kiện cho NHNN mua vào khoảng 6 tỷ USD, nâng mức dự trữ ngoại hối chính thức lên khoảng 19 tỷ USD theo tính toán của chúng tôi. Song song với đó, hoạt động phát hành tín phiếu trên thị trường mở để hút về lượng nội tệ đã cung ra mua ngoại tệ, tương đương khoảng 130 nghìn tỷ đồng, cũng đang được tiến hành gấp rút nhằm giảm thiểu yếu tố lạm phát do nguyên nhân tiền tệ.

Như đã đề cập trong các báo cáo trước, chúng tôi vẫn luôn duy trì quan điểm thận trọng bởi những quan ngại về sự tự do hóa giá cả đang được Chính phủ trì hoãn. Ngoài ra, tình hình bất ổn chính trị ở Trung Đông vẫn đang khiến rủi ro về một cú sốc cung dầu mỏ gia tăng, cùng với tình hình kinh tế thế giới đang có một số dấu hiệu tích cực hơn, những thực tế này rất dễ khiến lạm phát cao quay trở lại. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng, nhờ sự đồng thuận đang ngày càng cao trong kì vọng, mặt bằng lãi suất có thể tiếp tục được hạ dần trong năm nay, với điều kiện giá cả tiếp tục được kiểm soát và vấn đề thanh khoản của các ngân hàng yếu kém được xử lý dứt điểm trong tháng 4 và tháng 5 như trong lộ trình thực hiện đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011-2015” được phê duyệt theo Quyết định 254/QĐ-TTg ngày 01/03. Với các ràng buộc hiện tại trong không gian lựa chọn chính sách, theo chúng tôi, nhiệm vụ trọng tâm của Chính phủ trong các quý tới sẽ là tối ưu hóa các chính sách hiện hành để giúp thúc đẩy tăng trưởng theo chiều sâu. Cụ thể, đó có thể là những điều chỉnh trong cơ chế tín dụng nhằm giảm thiểu gia tăng nợ xấu và phân bổ vốn hiệu quả hơn, hoặc là những quy định mới trong chính sách thuế nhằm tiếp sức và kích thích hoạt động sản xuất-kinh doanh của các doanh nghiệp.

Với những chuyển biến tích cực hơn của môi trường kinh tế vĩ mô và sự nhất quán trong hoạt động định hướng và điều hành chính sách của Chính phủ trong thời gian qua, ở thời điểm hiện tại, dự báo của chúng tôi về một số đại lượng kinh tế vĩ mô vào thời điểm cuối năm 2012 được cập nhật như sau:

**Bảng 2: Dự báo một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012F
Tăng trưởng GDP (%)	6,78	5,89	5,7-5,9
Tỷ lệ lạm phát (%)	11,75	18,13	10-12
Lãi suất huy động tiền gửi (%)	17	14	10-11
Tỷ giá USD/VND chính thức (VND/USD)	18.932	20.828	21.450-21.869

**Nguồn: VCBS Research**

## **C. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

### **I. Thị trường trái phiếu Chính phủ**

#### **1. Thị trường sơ cấp**

##### **Trái phiếu Chính phủ và Chính phủ bảo lãnh**

Trên thị trường sơ cấp, lượng trái phiếu Chính phủ và Chính phủ bảo lãnh phát hành trong quý I/2012 đạt 51.575 tỷ đồng, chiếm 74,34% tổng lượng trái phiếu chào bán và tăng 10% so với cùng kỳ năm 2011. Lượng trái phiếu phát hành lớn nhất là vào tháng 2 với tổng giá trị lên tới 35.380 tỷ đồng, chiếm 68,6% tổng lượng trái phiếu phát hành trong quý I còn tổng giá trị trái phiếu phát hành trong tháng 1 và tháng 3 lần lượt chiếm tỷ trọng 3,6% và 27,8%. Tính theo cơ cấu tổ chức phát hành, trái phiếu Kho bạc Nhà nước có tổng giá trị phát hành lớn nhất, lên tới 29.245 tỷ đồng (chiếm 56,7%) còn trái phiếu của Ngân hàng Phát triển Việt Nam và Ngân hàng chính sách xã hội có tổng giá trị phát hành là 13.000 tỷ đồng và 9.330 tỷ đồng. Như vậy, không kể đến lượng tín phiếu Kho bạc nhà nước có kỳ hạn 364 ngày phát hành là 1.740 tỷ đồng, tổng giá trị trái phiếu Kho bạc Nhà nước phát hành đã cao hơn mức kế hoạch quý I là 25.000 tỷ đồng.

Trong khi đó, lãi suất trái phiếu lại có xu hướng giảm khá mạnh trong quý I/2012 cũng như so với quý IV/2011. Lãi suất Kho bạc Nhà nước cho kỳ hạn 2 năm đã giảm từ mức 12,1% /năm trong tháng 1 xuống mức 11%/năm vào cuối tháng 3 trong khi lãi suất cho trái phiếu có kỳ hạn 3 năm và 5 năm cũng lần lượt giảm từ mức 12,1%/năm và 12,15%/năm xuống mức 10,94%/năm và 11,1%/năm. Điều đáng lưu ý là thị trường trái phiếu sơ cấp hoạt động khá sôi động trong quý I trong khi mức lãi suất trái phiếu giảm tương đối nhiều. Nguyên nhân chủ yếu là do (1) các tổ chức tín dụng mua trái phiếu để bù đắp một lượng lớn trái phiếu (trên 40.000 tỷ đồng) sẽ đáo hạn trong 4 tháng đầu năm; (2) thanh khoản của nhiều ngân hàng sau Tết được cải thiện khi nhu cầu tiền mặt để tiêu dùng trong dịp Tết đã giảm mạnh, cho vay tín dụng chưa được các ngân hàng triển khai mạnh mẽ do còn đợi mức chỉ tiêu tín dụng mà Ngân hàng Nhà nước cấp, và các ngân hàng lớn cần trọng hơn khi cho vay trên thị trường liên ngân hàng; (3) kỳ vọng lãi suất điều hành và lạm phát giảm khiến cho các nhà đầu tư quan tâm hơn đến thị trường trái phiếu.

**Bảng 3: Kết quả phát hành trái phiếu chính phủ và chính phủ bảo lãnh trên thị trường sơ cấp**

Tháng	Tổ chức phát hành	Khối lượng chào thầu (tỷ đồng)	Khối lượng trúng thầu (tỷ đồng)	Cơ cấu phát hành (%)	Thay đổi so với cùng kỳ năm 2011 (%)
1/2012	Kho bạc Nhà nước	2.000	1880	100	-0,06
	Ngân hàng chính sách và xã hội	0	0	0	0
	Ngân hàng phát triển Việt Nam	0	0	0	-1,00
	Tổng công ty đầu tư Phát triển đường cao tốc Việt Nam	300	0	0	0
	<b>Tổng</b>	<b>2.300</b>	<b>1.880</b>	<b>100</b>	<b>-0,88</b>
2/2012	Kho bạc Nhà nước	18.000	15.900	45	0,67
	Ngân hàng chính sách và xã hội	7.250	6.480	18	0,96
	Ngân hàng phát triển Việt Nam	13.000	13.000	37	0,13
	Tổng công ty đầu tư Phát triển đường cao tốc Việt Nam	2.400	0	0	0
	<b>Tổng</b>	<b>40.650</b>	<b>35.380</b>	<b>100</b>	<b>0,45</b>
3/2012	Kho bạc Nhà nước	19.000	11.465	80	35,51
	Ngân hàng chính sách và xã hội	7.430	2.850	20	1,38
	Ngân hàng phát triển Việt Nam	0	0	0	-1,00
	Tổng công ty đầu tư Phát triển đường cao tốc Việt Nam	0	0	0	0
	<b>Tổng</b>	<b>26.430</b>	<b>14.315</b>	<b>100</b>	<b>0,94</b>
	<b>Tổng cộng</b>	<b>69.380</b>	<b>51.575</b>		

**Nguồn: VCBS, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội**

Có thể thấy, trong những tháng vừa qua, Chính phủ đã sử dụng khá tốt lãi suất trúng thầu trái phiếu để điều chỉnh kỳ vọng của nhà đầu tư về một mặt bằng lãi suất thị trường giảm dần. Tuy nhiên, trong hai tuần cuối tháng 3 lãi suất trái phiếu Kho bạc Nhà nước, đã tăng nhẹ trở lại với mức tăng từ 0,15% - 0,25%/năm cho các kỳ hạn khác nhau trong khi khối lượng trái phiếu phát hành giảm. Ngoài lý do là các tổ chức tín dụng đã mua đủ trái phiếu để cơ cấu lại danh mục đầu tư và Kho bạc Nhà nước giảm lượng trái phiếu phát hành sau khi đã phát hành vượt mức mục tiêu đề ra, việc Ngân hàng Nhà nước phát hành tới 29.413 tỷ đồng tín phiếu Ngân hàng Nhà nước với kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng kể từ giữa tháng 3 với mức lãi suất từ 11,5% - 12,5%/năm cũng khiến cho hoạt động trên thị trường sơ cấp trầm lắng hơn. Chúng tôi nhận định rằng, cùng hàng loạt các văn bản nhằm hoàn thiện thị trường trái phiếu như Thông tư 17/2012/TT-BTC và Thông tư số 34/2012/TT-BTC và với kế hoạch phát hành 100.000 tỷ đồng trái phiếu Chính phủ và 59.000 tỷ đồng trái phiếu chính phủ bảo lãnh (trong đó có

33.700 tỷ dự kiến phát hành trong quý II), thị trường sơ cấp sẽ tiếp tục sôi động trong những tháng tiếp theo của quý II, nhất là khi các nhà đầu tư vẫn kỳ vọng lạm phát thấp dưới một con số vẫn như mục tiêu của Chính phủ.

**Biểu đồ 13: Lãi suất trúng thầu TP Kho bạc kỳ hạn 3 năm và 5 năm**



**Nguồn: VCBS, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội**

## Trái phiếu doanh nghiệp

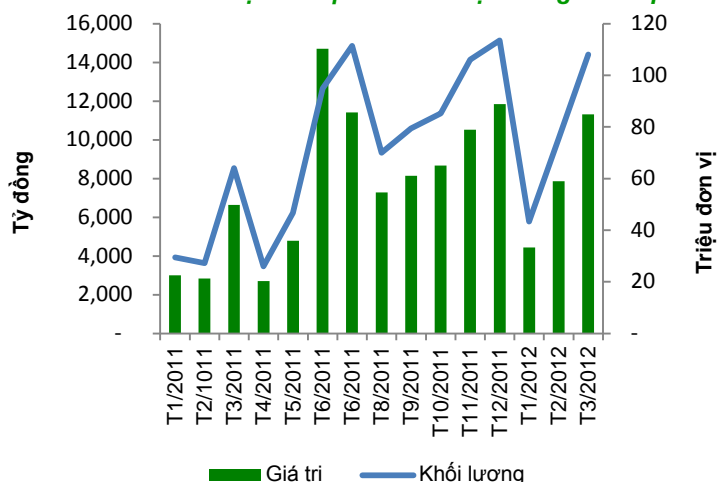
Trong quý I này, lượng trái phiếu doanh nghiệp bằng đồng nội tệ phát hành không nhiều và chủ yếu được thực hiện dưới hình thức thỏa thuận trực tiếp, không chào bán ra thị trường. Tuy nhiên, lượng trái phiếu doanh nghiệp bằng ngoại tệ được phát hành trên thị trường trái phiếu quốc tế có bước tăng trưởng lớn với tổng giá trị trái phiếu phát hành là 340 triệu USD. Trong đó, Tập đoàn Masan Group đã huy động được 155 triệu USD trái phiếu chuyển đổi có kỳ hạn 4 năm của với lãi suất coupon năm thứ nhất là 5% và tăng thêm 1% từ những năm sau và Tập đoàn Vingroup (VIC) đã phát hành 185 triệu USD trái phiếu chuyển đổi có kỳ hạn 5 năm của với lãi suất coupon là 5%/năm. Hiện nay hàng loạt các doanh nghiệp đang lên kế hoạch phát hành trái phiếu bằng đồng nội tệ (dự kiến khoảng 1.600 tỷ đồng) cũng như ngoại tệ (dự kiến khoảng 1.600 – 1.800 triệu USD) trong năm 2012. Khi lạm phát từng bước được kiểm soát, lãi suất được điều chỉnh giảm, thị trường ngoại hối ổn định trong khi nhiều doanh nghiệp vẫn gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn ngân hàng thì chúng tôi kỳ vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những tháng tới.

## 2. Thị trường thứ cấp

Hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp cũng khá sôi động trong 3 tháng đầu năm 2012 với tổng giá trị giao dịch lên tới 23.612 tỷ đồng, tăng 89% so với cùng kỳ năm 2011. Giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp tăng từ mức 4.434 tỷ đồng trong tháng 1 lên 7.863 tỷ đồng và 11.314 tỷ đồng trong tháng 2 và tháng 3. Trong khi đó, mức lãi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp cũng có xu hướng giảm theo đà giảm trên thị trường sơ cấp. Có thể thấy việc thắt chặt chính sách tiền tệ trong suốt năm 2011 đã phát huy tác dụng trong việc kiềm chế lạm phát và từ đó giúp giảm dần được mặt bằng lãi suất và hỗ trợ cho thị trường trái phiếu thứ cấp hoạt động mạnh mẽ. Bên cạnh đó, chính sách cơ cấu lại hệ thống ngân hàng, mặc dù mới bắt đầu được thực hiện, đã phần nào có tác động giúp tăng tính thanh khoản của các ngân hàng cũng như khiến cho trái phiếu trở nên hấp dẫn hơn. Chúng tôi nhận định rằng, với mức lãi suất trong hệ thống ngân hàng trên thị trường trái phiếu sơ cấp đang được điều chỉnh giảm dần, và khi lượng trái phiếu trên thị trường dồi dào, hoạt động của thị trường trái phiếu thứ cấp sẽ tiếp tục sôi động trong quý II/2012.

**Bảng 4: Giao dịch trên thị trường thứ cấp quý I/2012**

Tháng	Khối lượng giao dịch (triệu đơn vị)	Giá trị giao dịch (tỷ đồng)	Thay đổi so với cùng kỳ năm 2011 (%)
Tháng 1	43	4.434	147,87
Tháng 2	76	7.863	276,80
Tháng 3	108	11.314	170,63
<b>Tổng</b>	<b>227</b>	<b>23.612</b>	<b>189,34</b>

**Biểu đồ 14: Giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp**

*Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội*

## II. Thị trường cổ phiếu niêm yết

### DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU NIÊM YẾT VIỆT NAM QUÝ I/2012

Trong bối cảnh khó khăn chung của kinh tế Việt Nam và thế giới, năm 2011 đã chứng kiến xu thế giảm điểm là chủ đạo trên thị trường cổ phiếu niêm yết Việt Nam. Đáng chú ý là bước sang năm 2012, nền kinh tế vĩ mô trong nước tuy chưa hoàn toàn hết khó khăn nhưng cũng đã cho thấy những dấu hiệu chuyển biến tích cực, đặc biệt là việc kiềm chế và ổn định lạm phát. Thị trường cổ phiếu vì vậy cũng đã lập tức phản ánh những kỳ vọng lạc quan kể trên qua hoạt động giao dịch. Nếu như năm 2011 là giai đoạn lao dốc của thị trường thì quý I/2012 lại có thể xem như một quý thăng hoa với đà phục hồi dài và mạnh mẽ của các chỉ số chứng khoán. Đóng cửa ngày 30/03/2012, VN-Index và HNX-Index lần lượt tăng thêm 25,45% và 22,91% so với thời điểm cuối năm ngoái. Với kỳ vọng nền kinh tế vĩ mô trong nước năm 2012 sẽ tiếp tục được duy trì đảm bảo ổn định, từng bước đẩy lùi khó khăn thì thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2012 được dự báo sẽ có một kịch bản lạc quan hơn so với năm 2011.

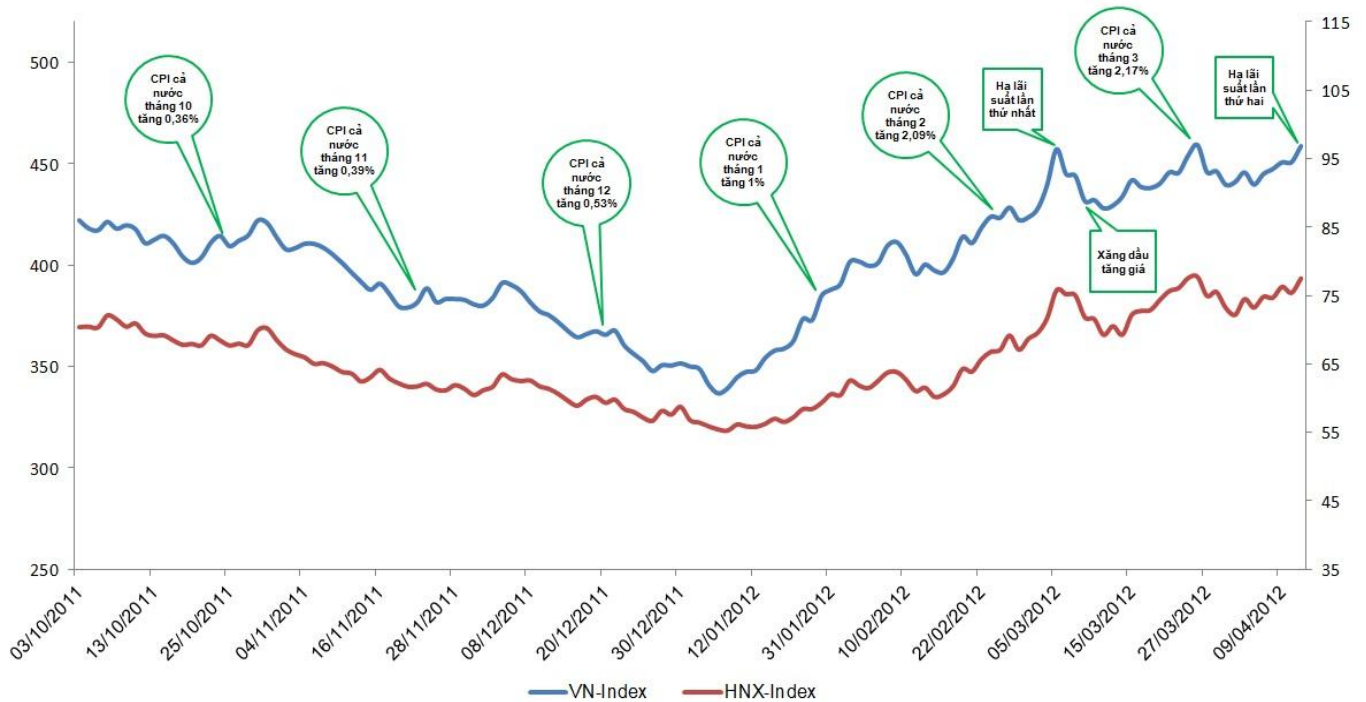
Trong tháng 1, tuần đầu của tháng vẫn là một tuần đi xuống của thị trường cổ phiếu, do ảnh hưởng từ diễn biến xấu của thị trường trong năm trước còn hiện hữu. Đáy của VN-Index và HNX-Index cũng đã được xác nhận với con số 336,73 điểm và 55,27 điểm cùng với đó là sự suy giảm về tính thanh khoản trên cả hai sàn. Tuy nhiên sau đó, thị trường đã bất ngờ phát đi tín hiệu hồi phục. Sự hồi phục này đầu tiên xuất phát từ các cổ phiếu vốn hóa lớn trụ cột, đặc biệt là trên sàn Hồ Chí Minh, dưới sự trợ lực mạnh của dòng vốn ngoại, trong khi đó lúc này phần đông các cổ phiếu còn lại trên thị trường đều giao dịch khá ảm đạm với sự hờ hững của các nhà đầu tư nội, một phần là do ảnh hưởng của kỳ nghỉ lễ Tết Âm lịch đang đến gần.



**Biểu đồ 15: VN-Index và HNX-Index trong Q1/2012**

↑VN Index + 25,45%

↑HNX Index +22,91%



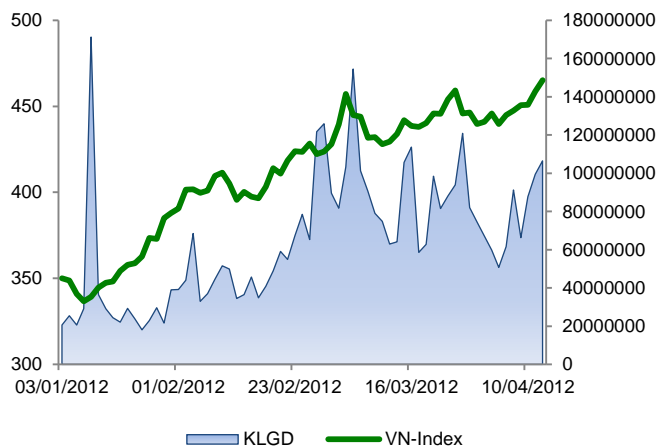
Nguồn: VCBS tổng hợp

Bước sang tháng 2, sau kỳ nghỉ Tết, dòng tiền vào thị trường cổ phiếu dần tăng mạnh, đặc biệt là nỗ lực không ngừng nâng đỡ chỉ số của các mã trụ cột vốn hóa lớn trước đó giúp cho sự đi lên của thị trường trở nên rõ nét hơn. Ngoài ra, từ đầu tháng 2, chỉ số VN30 đã được chính thức áp dụng với phần đông trong đó là các cổ phiếu vốn hóa lớn trên sàn HOSE, càng làm tăng sức hút của các cổ phiếu này với các nhà đầu tư, cả trong nước và nước ngoài. Đà hồi phục thị trường theo đó càng được tiếp thêm sức mạnh, làn sóng tăng điểm cũng nhanh chóng lan ra nhiều cổ phiếu khác trên hai sàn, vốn đang có thị giá ở mức thấp rất hấp dẫn sau năm 2011 sụt giảm. Thêm vào đó, với việc đẩy mạnh tái cơ cấu trong hệ thống tài chính và ngân hàng, nhóm cổ phiếu ngân hàng cũng đã thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư với các thương vụ mua bán, sáp nhập và thu tóm, theo đó cũng đã có tác dụng hỗ trợ tốt cho sự đi lên của toàn thị trường.

Ngoài ra, còn có một nguyên nhân trọng yếu nữa và cũng có thể xem như đây là nguyên nhân quan trọng nhất giúp thị trường cổ phiếu niêm yết hình thành nên một đợt tăng kéo dài trong suốt quý I. Đó là việc nền kinh tế vĩ mô trong nước tuy chưa hoàn toàn hết khó khăn nhưng cũng đã dần trở nên ổn định, đặc biệt là vấn đề lạm phát có dấu hiệu được kiểm soát tốt trở lại trong 3 tháng đầu năm. Mặt bằng lãi suất đã được điều chỉnh hạ lần thứ hai liên tiếp chỉ trong vòng khoảng 1 tháng từ đầu tháng 3 cũng là yếu tố nâng đỡ kỳ vọng của nhà đầu tư.

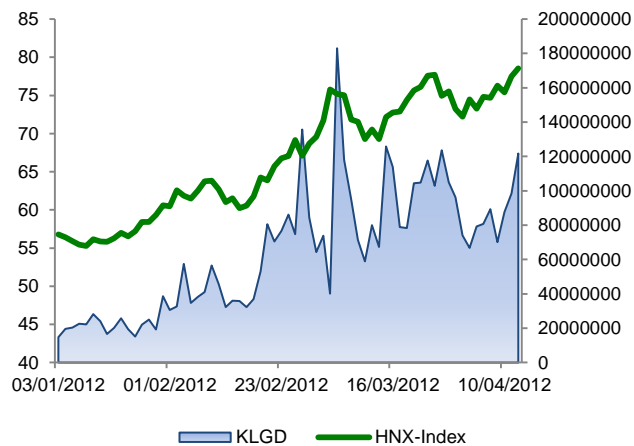


**Biểu đồ 16: Diễn biến sàn HOSE quý I/2012**



Nguồn: VCBS tổng hợp

**Biểu đồ 17: Diễn biến sàn HNX quý I/2012**



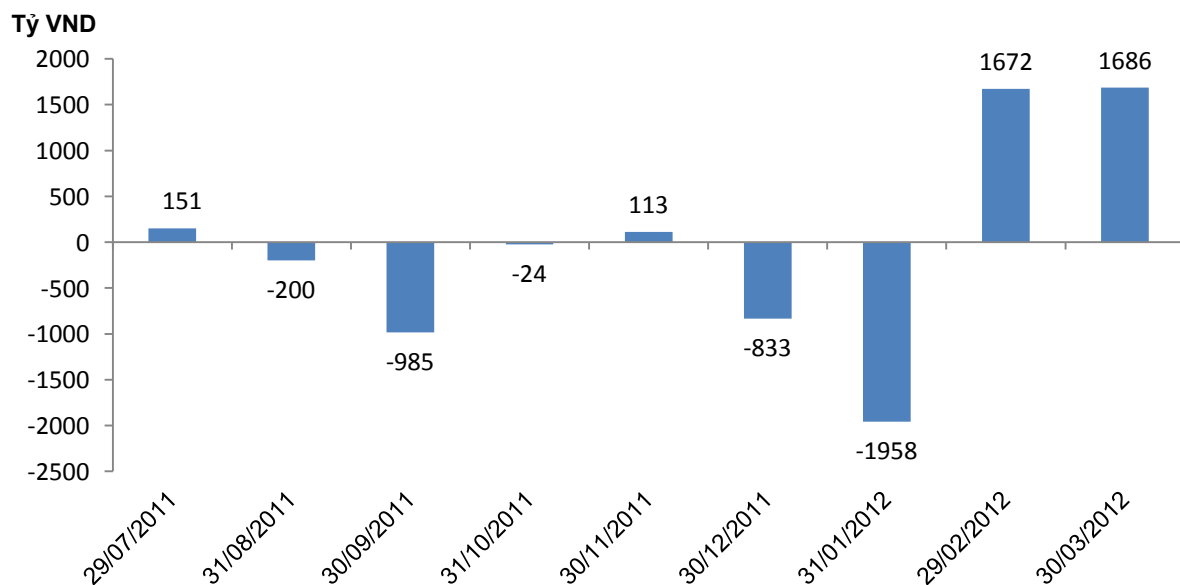
Nguồn: VCBS tổng hợp

## MỘT SỐ ĐIỂM NỔI BẬT CỦA THỊ TRƯỜNG TRONG QUÝ I/2012

- Nhà đầu tư nước ngoài mua ròng mạnh mẽ trở lại, phát huy tác dụng tích cực giúp chắp cánh cho đà tăng của toàn thị trường

Nếu như trong năm 2011, đặc biệt là trong 6 tháng cuối năm, dòng vốn ngoại có dấu hiệu rút khỏi thị trường Việt Nam thì sang đầu năm 2012, các nhà đầu tư nước ngoài đã trở lại mua ròng khá mạnh trên hai sàn với những chuỗi mua ròng liên tục kéo dài trong tháng 2 và tháng 3. Thời điểm này thị trường cổ phiếu niêm yết Việt Nam đã trở nên rất hấp dẫn với dòng vốn ngoại khi mà thị giá của nhiều cổ phiếu, kể cả những cổ phiếu vốn hóa lớn, đã về mức thấp, trong bối cảnh triển vọng kinh tế vĩ mô trong nước đang dần chuyển biến theo hướng tích cực hơn, đặc biệt trong việc ổn định tỷ giá và lạm phát, góp phần củng cố niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài trong việc đầu tư vào thị trường Việt Nam.

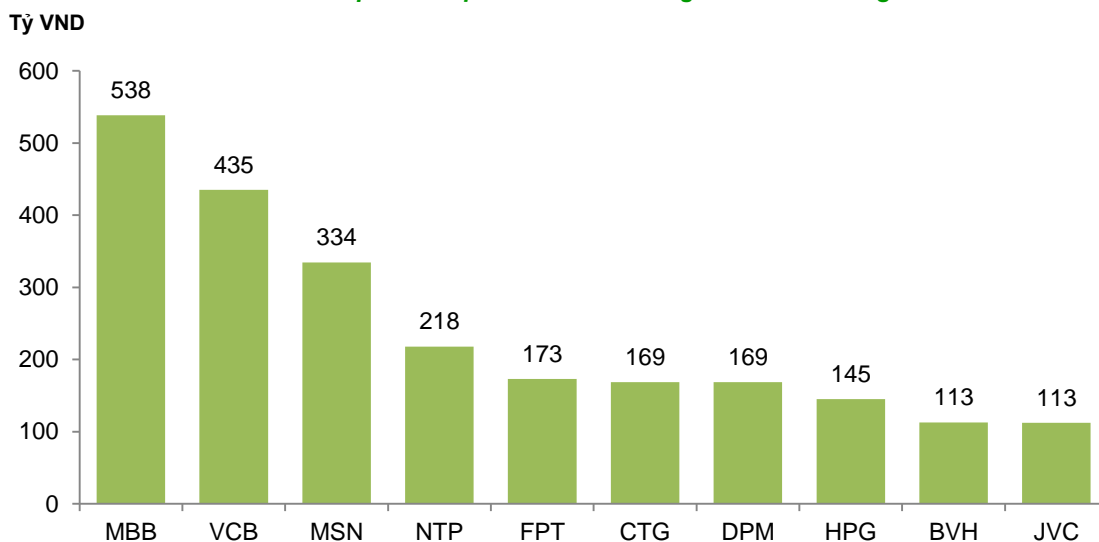
**Biểu đồ 18: Diễn biến giao dịch của NĐTNN**



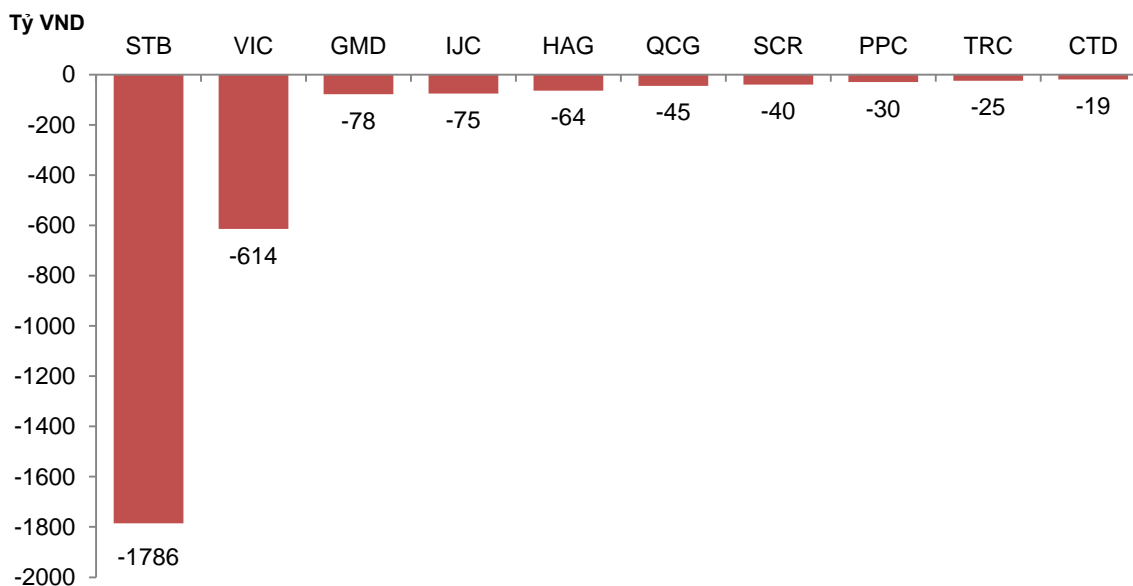
Nguồn: VCBS tổng hợp

Đối tượng giao dịch chủ yếu của các nhà đầu tư nước ngoài vẫn không nằm ngoài nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Theo thống kê của chúng tôi, trong danh sách 10 cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất cũng như chịu áp lực bán ròng mạnh nhất, xét về giá trị, của khối ngoại thì phần đông đều thuộc nhóm cổ phiếu này. Việc mua ròng mạnh, liên tục và tập trung vào nhóm các mã trụ cột đã có tác dụng rất tốt hỗ trợ cho đà tăng điểm chung của toàn thị trường, góp phần kích thích dòng vốn nội tham gia trở lại.

**Biểu đồ 19: 10 Cổ phiếu được NĐTNN mua ròng nhiều nhất trong Q1/2012**



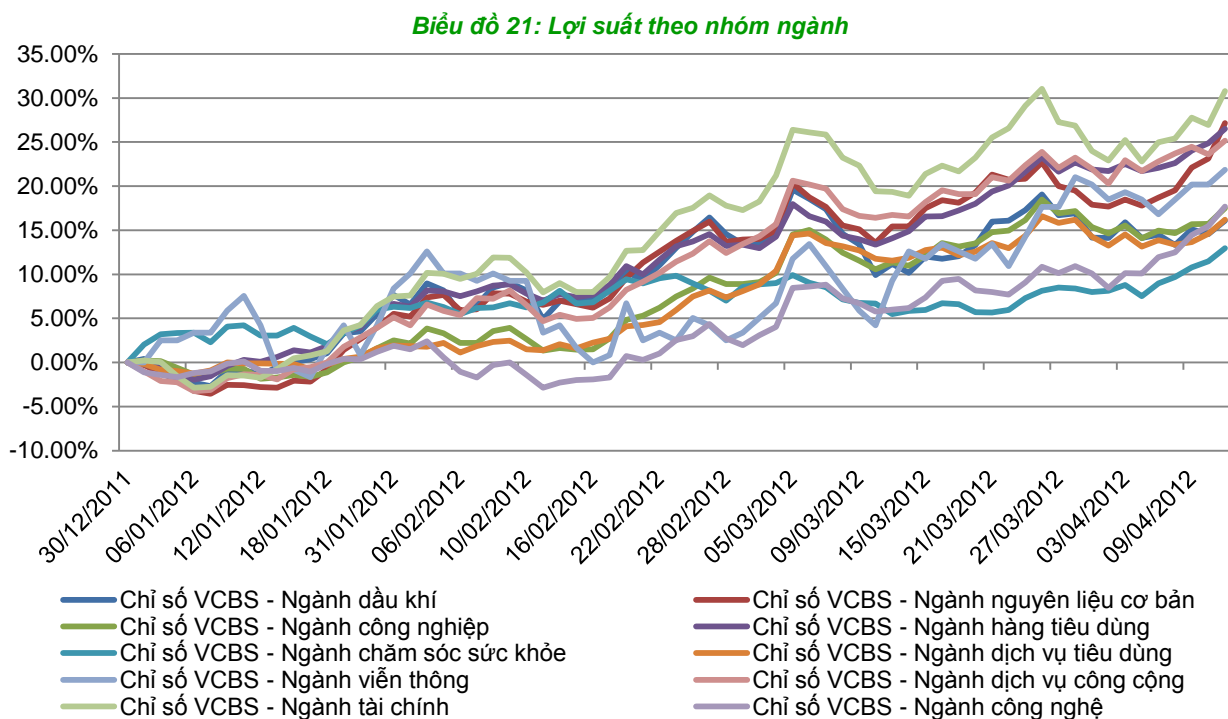
**Biểu đồ 20: 10 Cổ phiếu bị NĐTNN bán ròng mạnh nhất trong Q1/2012**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

- Nhóm cổ phiếu tài chính ngân hàng, chứng khoán và bất động sản là nhóm cổ phiếu nổi bật nhất trong quý I

Đầu năm 2012, nền kinh tế vẫn chưa đầy lùi được hoàn toàn khó khăn nên những ngành như nguyên liệu cơ bản, ngành hàng tiêu dùng và dịch vụ công cộng vẫn có được những ưu thế nhất định. Tuy nhiên nổi trội nhất trong giao dịch lại là cổ phiếu của nhóm ngành tài chính bao gồm ngân hàng, bất động sản và dịch vụ tài chính trong đó có các công ty chứng khoán. Đóng cửa ngày 11/04, so với thời điểm cuối năm ngoái thì mức lợi suất của nhóm ngành tài chính lên đến 30,78%, cao hơn hẳn so với các con số của ngành nguyên liệu cơ bản (27,17%), ngành hàng tiêu dùng (26,51%) hay ngành dịch vụ công cộng (25,17%).



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

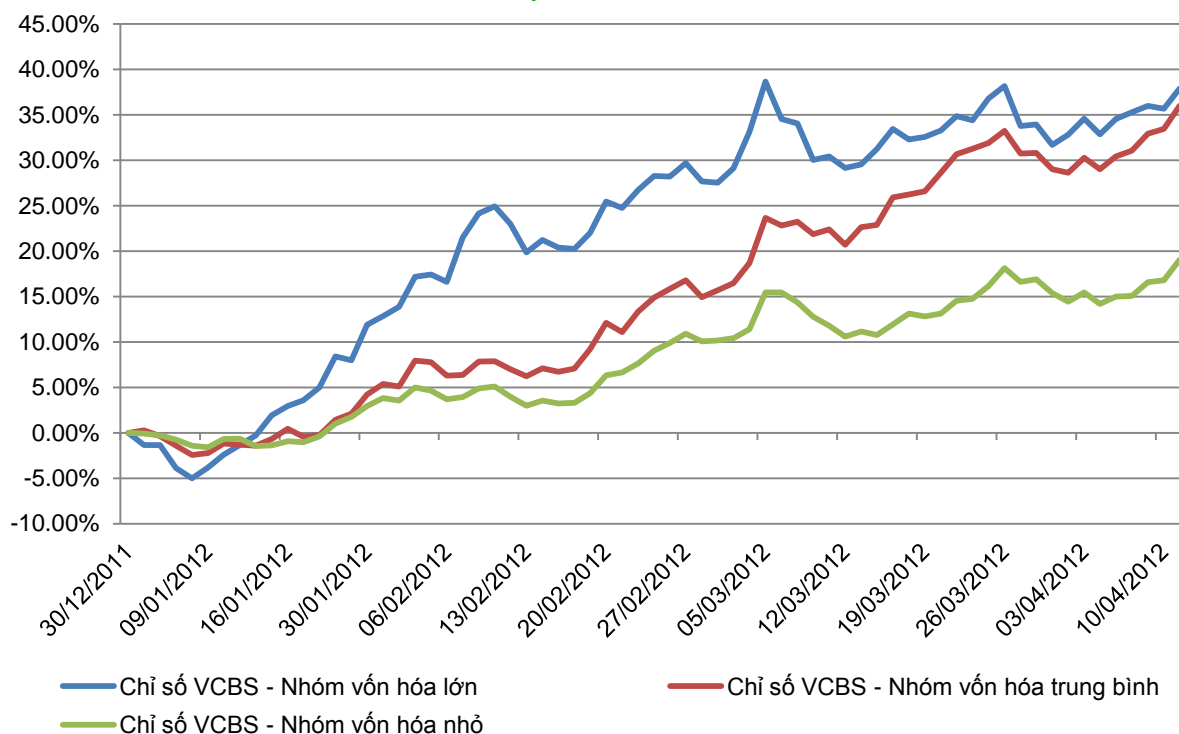
Khác với năm 2011, nền kinh tế Việt Nam bước sang năm 2012 đã có những cải thiện khá rõ rệt. Theo đó triển vọng của nhóm ngành tài chính, vốn trước đây khá xấu do ảnh hưởng nặng nề từ những khó khăn của nền kinh tế, cũng chuyển biến tích cực hơn.

Trong nhóm ngành ngân hàng, với chủ trương sẽ đẩy mạnh việc tái cơ cấu các tổ chức tín dụng thì có thể sẽ tồn tại những cơ hội để các nhà đầu tư tìm kiếm lợi nhuận thông qua việc đón trước các thương vụ mua bán, sáp nhập hay thầu tóm. Đây là lý do quan trọng tạo nên sức bật mạnh của nhóm cổ phiếu này trong quý I vừa qua.

Trong nhóm ngành dịch vụ tài chính, mà cụ thể là các công ty chứng khoán, khi thị trường diễn biến sôi động và nhộn nhịp trở lại, chính các công ty này sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ phí dịch vụ. Không chỉ có vậy, khi mà thị trường phục hồi mạnh, thì nhiều khả năng các công ty sẽ được hoàn nhập dự phòng theo doanh mục tự doanh của mình, giúp cải thiện đáng kể báo cáo kết quả kinh doanh quý I. Theo đó trong giai đoạn hồi phục mạnh vừa qua của thị trường, các cổ phiếu công ty chứng khoán đã được giao dịch rất sôi động với lực cầu mạnh.

- Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tiếp tục thể hiện ưu thế với lợi suất vượt trội hơn hẳn so với hai nhóm cổ phiếu còn lại

**Biểu đồ 22: Lợi suất theo nhóm vốn hóa**



**Nguồn: VCBS tổng hợp**

Nhắc lại báo cáo kinh tế vĩ mô và thị trường năm 2011, chúng tôi đã đặc biệt lưu ý nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Bước sang năm 2012, trong quá trình thị trường hồi phục, tín hiệu hồi phục đầu tiên cũng xuất hiện chính ở nhóm cổ phiếu này, một phần do sự trợ lực mạnh mẽ của dòng vốn ngoại như đã đề cập ở trên, sau đó tạo hiệu ứng tích cực lan ra các nhóm cổ phiếu còn lại. Hơn thế nữa, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn luôn cho thấy tốc độ hồi phục nhanh hơn với đường lợi suất (so với thời điểm cuối năm ngoái) luôn dẫn đầu và có khoảng cách đáng kể so với đường lợi suất của hai nhóm cổ phiếu còn lại.

Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn thường là cổ phiếu của những công ty, tập đoàn đầu ngành, có uy tín thương hiệu tốt trên thị trường, tình hình tài chính lành mạnh với nguồn vốn dồi dào. Thêm vào đó, kinh nghiệm và trình độ của đội ngũ lãnh đạo của các công ty này cũng đã được kiểm chứng qua quá trình hình thành và phát triển dài của các công ty đó. Như vậy, việc cổ phiếu của các công ty này luôn nổi trội so với các cổ phiếu khác, đặc biệt dành được sự ưu ái lớn của các nhà đầu tư nước ngoài, cũng là điều dễ hiểu.

- Thị trường cổ phiếu niêm yết trong quý I đã áp dụng nhiều thay đổi và quy định mới và bước đầu có những tác dụng tích cực

Đầu tiên phải kể đến việc đưa ra chỉ số VN30 với mục tiêu có thể bù lấp phần nào khuyết điểm của VN-Index như phụ thuộc quá nhiều vào một số cổ phiếu vốn hóa lớn nhưng tỷ lệ cổ phiếu tự do lưu hành lại thấp. Chỉ số mới này cũng đã được thị trường hào hứng đón nhận và kỳ vọng sẽ cung cấp thêm cho các nhà đầu tư một công cụ cũng như góc nhìn khác trong việc theo dõi thị trường.

Thay đổi đáng chú ý nhất trong quý I của thị trường phải kể đến việc kéo dài thời gian giao dịch sang buổi chiều trên cả hai sàn. Điều này đã tạo thêm cơ hội cũng như thời gian giao dịch cho các nhà đầu tư, đặc biệt là một số nhà đầu tư nước ngoài lệch múi giờ. Hơn thế nữa, trong bối cảnh thị trường đang phục hồi mạnh mẽ thì sự thay

đổi này được đánh giá là phù hợp và cần thiết, góp phần làm tăng thêm tính thanh khoản cũng như sự hấp dẫn của thị trường.

Ngoài ra, bắt đầu từ cuối tháng 3, sàn Hà Nội đã thay đổi cách tính giá tham chiếu cho phiên giao dịch tiếp theo là giá bình quân của 15 phút cuối phiên trước đó. Cách tính này tuy có thể làm tăng nguy cơ làm giá cổ phiếu nhưng bù lại nó sẽ đem giá tham chiếu cho phiên tiếp theo lại gần hơn so với giá đóng cửa của phiên trước đó, giá tham chiếu vì thế cũng sẽ bám sát hơn những cập nhật cũng như diễn biến mới nhất của thị trường, và như vậy giá trị tham chiếu được đánh giá là sẽ có hiệu quả hơn.

## **TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU NIÊM YẾT TRONG QUÝ I & CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ**

### **Các yếu tố tác động**

- *Kỳ vọng và những chuyển biến tích cực thực sự của nền kinh tế vĩ mô trong nước, đặc biệt là việc kiểm chế và ổn định lạm phát, tạo tiền đề cho việc hạ mặt bằng lãi suất 1%/quý, sẽ là yếu tố hàng đầu hỗ trợ cho khả năng phục hồi hay hình thành nên xu hướng tăng điểm của thị trường.*

Năm 2011 với nhiều khó khăn của nền kinh tế vĩ mô trong nước đã kéo theo sự lao dốc của thị trường cổ phiếu niêm yết. Tuy nhiên chính điều đó cũng đã tạo cơ hội tốt khi bước sang năm 2012, kinh tế vĩ mô trong nước đã có những dấu hiệu khởi sắc khá rõ rệt, có thể kể đến như sự ổn định của tỷ giá, tốc độ tăng của lạm phát được kiểm soát, thanh khoản của các ngân hàng cũng từng bước được cải thiện, tạo cơ sở cần thiết để hạ mặt bằng lãi suất.

Trong một kịch bản lạc quan, lạm phát vẫn ổn định và trong tầm kiểm soát, ảnh hưởng của những cú sốc cung, trong đó có khả năng tăng giá xăng dầu, là không quá lớn, thì việc lãi suất tiếp tục được điều chỉnh hạ khoảng 1%/quý là hoàn toàn có thể xảy ra. Với kịch bản này, triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế nói chung cũng như các doanh nghiệp niêm yết nói riêng sẽ được cải thiện. Khi triển vọng thay đổi theo hướng tích cực thì thị trường cổ phiếu niêm yết cũng sẽ lập tức phản ánh và khả năng tiếp tục tăng điểm của thị trường là không hề thấp.

- *Yếu tố rủi ro từ thị trường thế giới với nguy cơ khủng hoảng nợ công ở Châu Âu và suy thoái kép của nền kinh tế toàn cầu*

Cho đến nay, cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu vẫn chưa có hồi kết. Tuy nhiên với nỗ lực của các nước trong khu vực cũng như cộng đồng quốc tế, con đường để giải quyết cuộc khủng hoảng nợ cũng đã dần trở nên sáng sủa hơn. Đáng chú ý là trong quý I vừa qua, thị trường cổ phiếu niêm yết Việt Nam cũng không thực sự chịu tác động quá nhiều bởi yếu tố này. Thị trường có thể sẽ chỉ chuyển biến xấu khi cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu bất ngờ mất kiểm soát, đẩy nền kinh tế thế giới lâm vào suy thoái kép. Mặc dù vậy khả năng xảy ra điều này, theo chúng tôi đánh giá, là khá thấp.

- *Dòng tiền được kỳ vọng sẽ trở lại thị trường cổ phiếu niêm yết, kênh đầu tư này đang tỏ ra vượt trội hơn so với các kênh đầu tư khác, như vàng và bất động sản.*

Trong thời gian vừa qua, thị trường vàng thế giới cũng như trong nước ít có đợt tăng nóng đột biến. Thêm vào đó, tình hình kinh tế thế giới tuy chưa đẩy lùi được hết những khó khăn nhưng cũng đã ổn định hơn so với năm 2011, nhu cầu về vàng như một tài sản an toàn cũng vì thế mà bị ảnh hưởng. Hơn thế nữa, hiện tại vàng không chỉ thể hiện tính chất như một tài sản an toàn mà đôi lúc cũng thể hiện tính chất như một tài sản rủi ro, trong khi đó lợi suất kỳ vọng lại không thực sự cao. Đáng chú ý là vào ngày 03/04/2012, Nghị định 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng đã được ban hành có hiệu lực thi hành kể từ ngày 25/5/2012. Trong đó quy định rõ không sử dụng vàng làm phương tiện thanh toán, đồng thời hoạt động mua, bán vàng miếng của các tổ chức, cá nhân chỉ được thực hiện tại các tổ chức tín dụng và doanh nghiệp được Ngân hàng Nhà nước cấp Giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng. Theo đó hoạt động kinh doanh vàng sẽ được quản lý và siết chặt hơn, hạn chế tình trạng tăng quá nóng không trong tầm kiểm soát. Ngoài ra, ở Việt Nam, giá vàng trong nước thường cao hơn

giá vàng thế giới khá nhiều, khoảng cách càng rộng sẽ càng làm tăng thêm độ rủi ro khi đầu tư vào vàng, điều này cũng làm giảm sức hấp dẫn của kênh đầu tư này.

Với thị trường bất động sản, mặc dù mặt bằng lại suất đã được điều chỉnh hạ nhưng định hướng chung của chính sách tiền tệ vẫn là chặt chẽ và thận trọng, hạn chế lĩnh vực phi sản xuất. Theo đó thị trường bất động sản được dự báo sẽ vẫn còn trầm lắng và khó có thể so sánh với thị trường cổ phiếu niêm yết về sức hút dòng tiền.

Ngoài ra, với việc mặt bằng lãi suất đã liên tục được điều chỉnh hạ trong thời gian qua thì nhiều khả năng sẽ có một lượng tiền không nhỏ từ kênh gửi tiết kiệm chuyển dịch sang thị trường cổ phiếu niêm yết. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng dòng vốn tín dụng cho chứng khoán trong quý II sẽ khó có khả năng mở rộng khi mà chính sách tài chính và tiền tệ vẫn theo hướng chặt chẽ với chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng thấp lại chủ yếu ưu tiên cho các lĩnh vực sản xuất. Ngoài ra chi phí lãi vay cao sẽ càng làm tăng độ rủi ro và theo đó hạn chế việc sử dụng đòn bẩy trên thị trường chứng khoán.

- *Sự trở lại của dòng vốn ngoại, yếu tố quan trọng góp phần tạo nên sự khởi sắc của thị trường cổ phiếu niêm yết trong quý II cũng như cả năm 2012.*

Năm 2011 chứng kiến sự rút vốn mạnh của các nhà đầu tư nước ngoài ra khỏi thị trường cổ phiếu niêm yết Việt Nam do một phần không nhỏ là những khó khăn từ chính nền kinh tế vĩ mô trong nước. Bước sang năm 2012, khi mà nền kinh tế vĩ mô đã có những chuyển biến tích cực, cụ thể như việc tỷ giá và lạm phát được kiểm soát khá ổn định, thì cũng là lúc dòng vốn ngoại đã đổ mạnh trở lại vào thị trường, thể hiện qua những chuỗi mua ròng dài trên cả hai sàn trong quý I vừa qua. Động thái này cũng tạo sự nâng đỡ mạnh cho các chỉ số, làm tăng sức hút của thị trường cổ phiếu niêm yết với dòng tiền, kích thích dòng vốn nội mạnh dạn quay trở lại thị trường. Xu hướng mua ròng của khối ngoại được dự báo sẽ tiếp tục trong quý II với giả thiết tình hình kinh tế vĩ mô trong nước tiếp tục được duy trì ổn định, đặc biệt là vấn đề lạm phát và tỷ giá.

Thị trường cổ phiếu niêm yết cũng đang tỏ ra hấp dẫn hơn với các nhà đầu tư nước ngoài sau khá nhiều những quy định và thay đổi mới trên thị trường. Có thể kể đến như Thông tư 183 hướng dẫn việc thành lập và quản lý quỹ mở và đặc biệt là việc kéo dài thời gian giao dịch trên cả hai sàn sang buổi chiều giúp gia tăng thời gian cũng như cơ hội giao dịch cho các nhà đầu tư, trong đó có các nhà đầu tư nước ngoài không thuận lợi về múi giờ. Ngoài ra, việc áp dụng chỉ số VN30 trên sàn Hồ Chí Minh cũng tạo thêm cơ sở để các nhà đầu tư nước ngoài, trong đó có các quỹ, bám sát và theo dõi diễn biến của thị trường cổ phiếu niêm yết.

Thêm vào đó, năm 2012 cũng là năm được dự báo việc cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng, theo đó thị trường chắc hẳn cũng sẽ có những thương vụ mua mua bán sáp nhập hoặc thu tóm. Những thương vụ này có thể sẽ thu hút được sự quan tâm không nhỏ của các nhà đầu tư nước ngoài.

- *Nhiều cổ phiếu vẫn đang khá hấp dẫn về mặt định giá cơ bản thấp, nếu so với các thị trường cổ phiếu niêm yết khác trong khu vực*

Mặc dù trong quý I, thị trường cổ phiếu niêm yết đã hồi phục đáng kể, một mặt bằng giá cổ phiếu cao hơn so với thời điểm cuối năm 2011 đã được thiết lập, nhưng thị giá của nhiều cổ phiếu vẫn đang ở dưới mệnh giá. Đón gần cửa ngày 30/03/2012, chỉ số PE của toàn sàn Hồ Chí Minh là 10,83, tăng đáng kể từ con số 7,21 cuối năm ngoái. Tuy nhiên nếu so với các nước trong khu vực, chỉ số PE của VN Index đang ở con số gần thấp nhất, điều này cho thấy tiềm năng của thị trường Việt Nam vẫn khá lớn.

**Biểu đồ 23: PE theo quý của sàn HOSE Q4/2008-Q1/2012**



**Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp**

**Bảng 5: PE của các nước trong khu vực cuối Q1/2012**

<b>VN-Index</b>	<b>10,83</b>
Thái Lan	15,83
Malaysia	16,83
Singapore	9,97
Indonesia	21,34
Phillipines	18,69

- Triển vọng của các doanh nghiệp niêm yết được cải thiện nhưng có khả năng cao thị trường sẽ phân hóa mạnh, nhóm cổ phiếu tài chính chứng khoán và bất động sản có thể sẽ nổi trội

Năm 2011, nhóm cổ phiếu tài chính chứng khoán và bất động sản đã chịu ảnh hưởng nặng nề của những khó khăn từ nền kinh tế vĩ mô trong nước, trong đó có việc lãi suất tăng cao, cũng như việc sụt giảm mạnh chung của toàn thị trường chứng khoán. Bước sang năm 2012 và đặc biệt là trong quý II này, khi mà những yếu tố bất lợi đã dần được đẩy lùi, cụ thể như việc lãi suất liên tục được điều chỉnh hạ dần trong thời gian vừa qua và việc thị trường chứng khoán hồi phục mạnh mẽ với những diễn biến sôi động, thì chính nhóm cổ phiếu tài chính chứng khoán và bất động sản kể trên sẽ có tiềm năng hồi phục mạnh. Đáng chú ý là gần đây, đầu tháng 4, Thống đốc NHNN, trong bài phát biểu của mình, đã bày tỏ quan điểm về khả năng sẽ nới tín dụng cho lĩnh vực bất động sản, rõ ràng thông tin này có tác dụng hỗ trợ mạnh cho nhóm cổ phiếu bất động sản nói riêng và cả thị trường chứng khoán nói chung.

Hiện tại, mặc dù mặt bằng lãi suất đã giảm đáng kể so với thời điểm cuối năm 2011 nhưng không phải doanh nghiệp nào cũng có thể tiếp cận nguồn vốn vay rẻ. Theo đó sẽ có một số doanh nghiệp tận dụng được ưu thế và thuận lợi hơn, ngược lại cũng sẽ có không ít doanh nghiệp vẫn phải tiếp tục đương đầu với khó khăn. Theo chúng tôi, bên cạnh lĩnh vực chứng khoán và bất động sản kể trên thì các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xuất khẩu nguyên liệu, nông sản, thực phẩm, dịch vụ công cộng và y tế cũng có thể sẽ ghi nhận kết quả tích cực. Như vậy, thị trường cổ phiếu niêm yết trong quý II nhiều khả năng sẽ phân hóa mạnh và hoàn toàn có khả năng sẽ xuất hiện những cổ phiếu nổi trội và hấp dẫn về mặt cơ bản.



### **Chiến lược đầu tư**

Trong một kịch bản lạc quan, mà chúng tôi đánh giá là khả năng cao sẽ xảy ra, sẽ tiếp tục có những chuyển biến tích cực hơn trong quý II, những e ngại về tình hình lạm phát và tỷ giá sau ảnh hưởng từ đợt giảm lãi suất gần nhất sẽ được xoa dịu bởi chính nỗ lực kiểm soát ổn định hai yếu tố trên của Chính phủ và NHNN, tạo tiền đề cho khả năng tiếp tục hạ lãi suất trong nửa cuối của năm 2012. Theo kịch bản này thị trường cổ phiếu niêm yết trong quý II nhiều khả năng sẽ hình thành nên một chu kỳ hồi phục hay tăng điểm mới, tiếp nối quý I. Chúng tôi cho rằng hiện tại là thời điểm thích hợp để các nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân. Tuy nhiên kịch bản lạc quan kể trên dựa vào một giả thiết rất quan trọng về sự ổn định của tình hình lạm phát, theo đó các nhà đầu tư cũng nên bám sát diễn biến tình hình giá cả tiêu dùng để có những quyết định đúng đắn và thích hợp.

Với nhận định về khả năng phân hóa cao của thị trường trong quý II, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư nên thận trọng trong việc lựa chọn cổ phiếu để giải ngân. Nên chú trọng những cổ phiếu có tiềm năng cơ bản tốt hoặc thuộc nhóm ngành nhận được sự hỗ trợ mạnh từ những thay đổi trong chính sách kinh tế vĩ mô.

Ngoài ra, với dự báo về sự tham gia thị trường một cách tích cực của khối ngoại, các nhà đầu tư cũng nên tìm hiểu, theo dõi, phân tích và dự báo động thái của các nhà đầu tư nước ngoài, trong đó có các quỹ bao gồm cả quỹ mới được thành lập để đầu tư vào thị trường Việt Nam, từ đó đón trước và tìm kiếm cơ hội đầu tư hợp lý.

## KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo này thuộc bản quyền VCBS và chỉ nhằm mục đích tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào về những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên.

### PHÒNG NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH

#### Bộ phận Kinh tế vĩ mô và Thị trường

Vương Minh Giang

vmgiang@vcbs.com.vn

Trần Minh Hoàng

tmhoang.vcbs@vcbs.com.vn

Phạm Thùy Linh

ptlinh@vcbs.com.vn

# VCBS

---

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM**

**Website:** <http://www.vcbs.com.vn>

**Email:** [headquarter@vcbs.com.vn](mailto:headquarter@vcbs.com.vn)