

PHÒNG PHÂN TÍCH

Lê Quang Minh – Trưởng phòng
minh.le@miraeasset.com

Phan Khánh Hoàng
hoang.phan@miraeasset.com

Phạm Bình Phương
phuong.pham@miraeasset.com

Triển vọng vĩ mô và thị trường chứng khoán: Thị trường lặng lẽ tạo đáy mới?



Các chỉ tiêu vĩ mô quan trọng

Chỉ tiêu	11-2012	10-2012
CPI (y/y, %)	7.08	7.00
Chỉ số SXCN (y/y, %)	6.70	5.70
Doanh thu bán lẻ (y/y, %)	6.40	6.80
Cán cân TM (tỷ USD)	0.16	-0.05

Suất sinh lời thị trường (%)

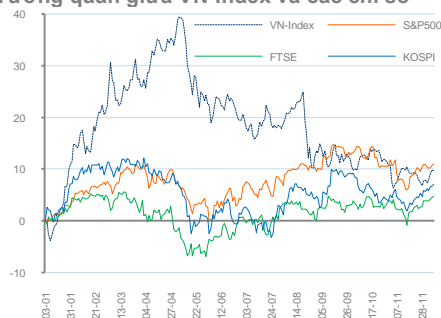
	HSX	HNX
Chỉ số	397.51	60.39
1 Tháng	-6.90	-14.69
3 Tháng	-8.18	-19.57
1 Năm	-13.57	-21.35
Đầu năm	13.57	6.34

Thống kê và định giá thị trường ngành

Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	PE	PB
Dầu khí	12,392	4.1	0.9
Nguyên vật liệu	55,179	6.0	2.0
Công nghiệp	47,959	10.9	0.8
Hàng Tiêu dùng	179,754	13.2	4.0
Dược phẩm và Y tế	9,132	6.4	1.9
Dịch vụ Tiêu dùng	6,607	9.5	1.1
Tiện ích Cộng đồng	41	8.4	0.3
Tài chính	89,686	11.9	2.4
CNTT	150,341	22.4	2.7
Ngân hàng	12,165	8.8	1.3
HOSE	631,219	10.3	2.5
HNX	80,296	11.8	1.4
HOSE & HNX	711,515	10.5	2.4

Nguồn: Stoxplus

Tương quan giữa VN-Index và các chỉ số



CẬP NHẬT TÌNH HÌNH VĨ MÔ

<Trang 2>

- Lạm phát giảm tốc trở lại nhờ vào giá lương thực
- Tiêu dùng có dấu hiệu chậm lại mặc dù trong thời gian cao điểm
- Công nghiệp tăng trưởng yếu, tồn kho tăng nhẹ
- Cán cân thương mại có thể thâm hụt nhẹ trong tháng 11/2012
- Thâm hụt ngân sách 11 tháng giảm tốc
- Tỷ giá nhiều khả năng không biến động đến hết 2012
- Nợ công của Việt Nam được hé mở
- Hệ thống NHTM thừa gần 90 nghìn tỷ đồng trong năm nay

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

<Trang 6>

- Nguồn cung trái phiếu 2013 sẽ giảm đáng kể
- ADB: Thị trường trái phiếu Việt Nam tăng mạnh nhất trong các nền kinh tế mới nổi
- Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh về mức thấp nhất trong 4 tháng qua, nhu cầu huy động thấp
- Thị trường sơ cấp: Nhu cầu trái phiếu cao nhất từ tháng 4/2012, lãi suất trúng thầu tiếp tục giảm
- Thị trường thứ cấp: Giao dịch sôi động bằng mức tháng 5/2012

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

<Trang 9>

- Thị trường kéo dài chuỗi giảm điểm bởi các thông tin tiêu cực
- Thanh khoản của thị trường cũng cạn kiệt với niềm tin của giới đầu tư ở mức rất thấp
- Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm: Tăng gấp 4, lỗ ròng toàn thị trường tiến đến con số 3,000 tỷ đồng
- Khả năng tạo đáy của thị trường

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

<Trang 10>

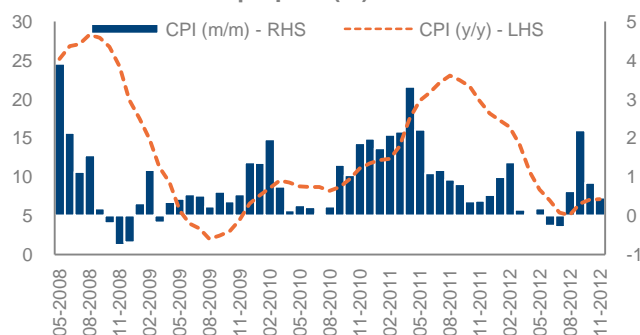
- Đáy mới có thể sớm được tạo, một thị trường đầu cơ có thể đang hình thành trong sự ảm đạm và tâm lý bi quan của NĐT

TÌNH HÌNH VĨ MÔ: Thanh khoản dư thừa, kinh tế đang dò đáy.

Kinh tế Việt Nam đã dần ổn định trở lại, lạm phát đã giảm tốc trở lại, cán cân thương mại tiếp tục thăng dư... nhưng cũng phản ánh nhu cầu nội địa vẫn đang ở mức yếu. Chính phủ không đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ tăng trưởng trong thời gian qua mà tập trung giải quyết các rủi ro lớn: giảm nợ xấu - tái cấu trúc ngành ngân hàng, tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước và hâm nóng thị trường bất động sản. Thủ tướng cho rằng lạm phát năm 2013 sẽ được kiểm chế ở mức 6% và theo đó tăng trưởng GDP cũng chỉ mức 5,5% tăng nhẹ so với mức 5,2% của 2012. Mặc dù các biện pháp kiểm chế lạm phát thời gian tới chưa thực sự rõ ràng, nhưng kế hoạch cắt giảm lãi suất thêm 1% khá chắc chắn.

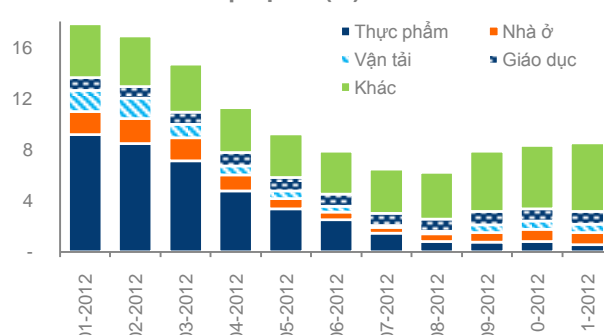
Lạm phát giảm tốc trở lại nhờ vào giá lương thực. Mức tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 11/2012 được kìm hãm nhờ vào giá lương thực thực phẩm giảm (chiếm tỷ trọng 40% trong CPI). Nhóm hàng Thực phẩm và Dịch vụ ăn uống đã giảm 0,08% so với tháng trước, trong đó lương thực giảm 0,21%. Nhiều mặt hàng thiết yếu khác cũng hạ nhiệt so với tháng trước như nhóm Y tế (5,16%), Giáo dục (0,13%)... Do đó, tăng trưởng CPI tháng 11/2012 giảm một nửa từ mức 0,85% của tháng trước xuống 0,47%, theo đó lạm phát đang mất dần đà tăng và chỉ đạt 7,08%.

Biểu đồ 1: Diễn biến lạm phát (%)



Nguồn: GSO

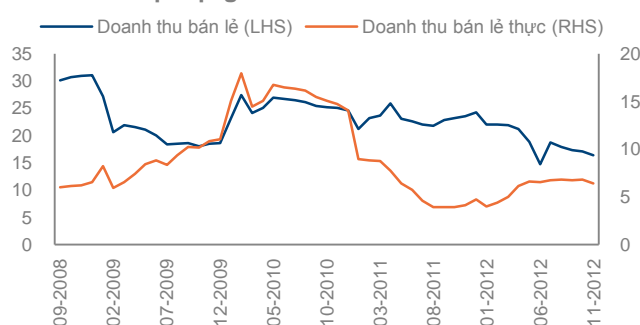
Biểu đồ 2: Cấu trúc lạm phát (%)



Nguồn: GSO

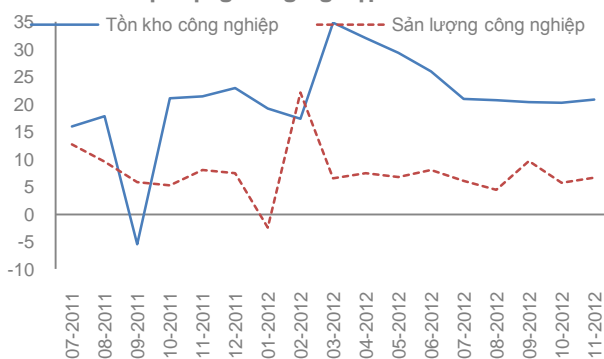
Nhìn chung, lạm phát cả năm 2012 có thể dưới mức 7,5%, thấp hơn mục tiêu 8% của Chính phủ. Tuy nhiên, vẫn khá sớm để khẳng định lạm phát được kiểm chế, áp lực từ lạm phát lương thực có thể tái diễn vào những tháng đầu năm sau. Giá thịt đã bắt đầu tăng trở lại vào giữa tháng 11/2012 và được dự báo sẽ tăng nhẹ cho đến dịp Tết cổ truyền.

Biểu đồ 3: Hoạt động bán lẻ



Nguồn: GSO

Biểu đồ 4: Hoạt động công nghiệp



Nguồn: GSO

Tiêu dùng có dấu hiệu chậm lại mặc dù trong thời gian cao điểm. Sự suy yếu của lạm phát có thể nói lên một phần niềm tin tiêu dùng bị sụt giảm bởi lạm phát cao trong thời gian qua,

người dân đang cắt giảm chi tiêu ngay cả các mặt hàng thiết yếu. Doanh số bán lẻ hàng 11 tháng đầu năm mặc dù cao hơn cùng thời kỳ năm trước nhưng đang cho thấy dấu hiệu giảm tốc. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ 11 tháng đầu năm loại bỏ yếu tố giá giảm nhẹ từ mức 6,8% của 10 tháng xuống 6,40% so với năm trước.

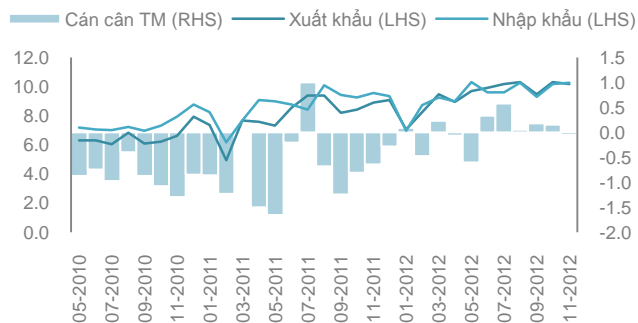
Công nghiệp tăng trưởng yếu, tồn kho tăng nhẹ. Cùng với tăng trưởng tín dụng thấp nên hoạt động sản xuất công nghiệp cũng không thể tăng trưởng nhanh. Tăng trưởng tín dụng 11 tháng đầu năm chỉ đạt 4,15% so với cuối 2011. Sản lượng sản xuất công nghiệp 11 tháng đầu năm tăng 6,7% so với năm trước từ mức 5,7% của 10 tháng đầu năm. Tuy nhiên, lượng hàng tồn kho công nghiệp tăng nhẹ từ mức 20,3% của tháng trước lên 20,9%.

Cán cân thương mại có thể thâm hụt nhẹ trong tháng 11/2012. Theo số liệu ước tính của GSO, nhập siêu tháng 11/2012 ước tính 50 triệu USD, bằng 0,5% kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Theo đó, xuất siêu 11 tháng đầu năm 14 triệu USD, bằng 0,01% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu.

Kim ngạch xuất khẩu tháng 11/2012 ước tính đạt 10,2 tỷ USD, giảm 1,2% so với tháng trước và tăng 14,2% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 11 tháng đầu năm, xuất khẩu đạt 104 tỷ USD, tăng 18,4% so với cùng kỳ năm 2011, bao gồm: Khu vực kinh tế trong nước đạt 38,4 tỷ USD, tăng 0,9%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) đạt 65,6 tỷ USD, tăng 31,8%.

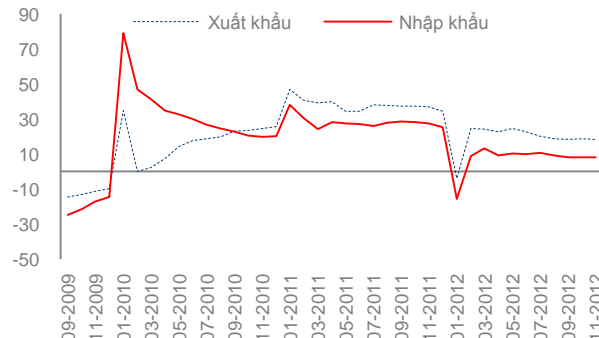
Kim ngạch nhập khẩu tháng 11/2012 ước tính đạt gần 10,3 tỷ USD, tăng 0,8% so với tháng trước và tăng 7% so với cùng kỳ năm trước. Nhập khẩu 11 tháng đầu năm đạt gần 104 tỷ USD, tăng 6,8% so với cùng kỳ năm 2011.

Biểu đồ 5: Cán cân thương mại



Nguồn: GSO

Biểu đồ: Tăng trưởng xuất – nhập khẩu



Nguồn: GSO

Thâm hụt ngân sách 11 tháng giảm tốc. Theo số liệu ước tính của Tổng cục Thống kê (GSO), thâm hụt ngân sách đã giảm từ mức 155,2 nghìn tỷ đồng của 10 tháng đầu năm xuống còn 153,8 nghìn tỷ đồng trong 11 tháng, cao hơn 9,70% mục tiêu của cả năm do Chính phủ đề ra. Trong 11 tháng đầu năm, thu ngân sách đạt 593 nghìn tỷ đồng (đạt 80,1% kế hoạch năm), trong khi đó chi ngân sách là 747,2 nghìn tỷ đồng đạt 82,7% kế hoạch năm.

Tỷ giá nhiều khả năng không biến động đến hết 2012. Tiền đồng tiếp tục giữ vững giá trị trong tháng 11 nhờ vào sự hỗ trợ của cán cân thương mại ổn định, kiều hối tăng.... Theo NHNN dự báo cán cân thanh toán có thể đạt 8 tỷ USD từ mức 4 tỷ USD trong báo cáo cuối Quý 1/2012. Lượng kiều hối về Việt Nam cả năm được Ngân hàng Thế giới dự báo đạt 9 tỷ USD. Như vậy những số liệu này đang đồng thuận với kỳ vọng tỷ giá sẽ không thay đổi ít nhất trong thời gian tới.

Tỷ giá kỳ hạn NDF USD/VND có xu hướng chung là giảm. Các kỳ hạn 1 và 3 tháng giảm lần lượt 0,38% và 0,17%, kỳ hạn 6 và 9 tháng không thay đổi và kỳ hạn 12 tháng giảm 0.09%.

Bảng 1: Biến động (%) tỷ giá kỳ hạn NDF

	NDF1M	NDF3M	NDF6M	NDF9M	NDF12M
Hiện tại	20,960	21,229	21,695	22,269	22,856
1 tuần trước	-0.38	-0.29	-0.89	0.03	-0.01
1 tháng trước	-0.38	-0.17	0.00	0.00	-0.09
1 năm trước	-2.96	-3.48	-4.09	-4.64	-3.36

Nguồn: Bloomberg

Nợ công của Việt Nam được hé mở. Bộ trưởng Bộ Tài chính - Vương Đình Huệ báo cáo với Quốc hội về tình hình nợ của doanh nghiệp nhà nước (DNNN), Chính phủ cũng công bố nợ công. Theo đó ông đưa ra 2 chuẩn để thống kê là chuẩn của quốc tế và chuẩn của Việt Nam.

Nợ công theo định nghĩa của Việt Nam chỉ bao gồm nợ của Chính phủ (gồm cả chính quyền trung ương và địa phương) hoặc nợ được Chính phủ bảo lãnh. Nợ bao gồm nợ vay ngân hàng và nợ qua phát hành công trái, cũng như chi phí phải trả mà chưa trả được.

Nợ công theo định nghĩa quốc tế bao gồm nợ theo định nghĩa của Việt Nam và nợ của doanh nghiệp nhà nước. Nợ theo định nghĩa quốc tế rõ ràng là phù hợp với tình hình Việt Nam. Chính vì nhà nước làm chủ sở hữu của DNNN do đó mà nhà nước không thể phủi tay để chủ nợ đòi bán tài sản thu nợ theo đúng luật phá sản, như ta đã thấy là nợ của Vinashin đã được chính quyền dồn cho các DNNN khác phải trả.

Như vậy nợ công vào cuối 2011 theo định nghĩa Việt Nam đạt khoảng 66,8 tỷ USD, chiếm 55% GDP, trong khi đó nếu tính theo chuẩn quốc tế, nợ công ở mức 128,9 tỷ USD bằng 106% GDP.

Bảng 2: Nợ công Việt Nam tính đến cuối 2011

	Tỷ đồng	Tỷ USD	So với GDP
Nợ công theo định nghĩa Việt Nam	1,391,478	66.8	55%
Nợ của Chính phủ	1,085,353	52.1	43%
Nợ Chính phủ bảo lãnh	292,210	14	12%
Nợ chính quyền địa phương	13,915	0.7	1%
Nợ công theo định nghĩa quốc tế	2,683,878	128.9	106%
Nợ công theo định nghĩa Việt Nam	1,391,478	66.8	55%
Nợ của DNNN (trong và ngoài nước)	1,292,400	62.1	51%

Nguồn: Báo cáo của Bộ Tài chính

Các tập đoàn, tổng công ty nợ gần 1,3 triệu tỷ đồng. Bộ trưởng Bộ Tài chính – Vương Đình Huệ cho hay tổng số nợ phải trả của tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước là 1.292.400 tỷ đồng, tăng 18,9% so với 2010. Hệ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu bình quân năm 2011 là 1,77 lần. Đặc biệt, có đến 30 tập đoàn, tổng công ty tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu lớn hơn 3 lần. Trong đó có 8 đơn vị có tỷ lệ trên 10 lần, 10 doanh nghiệp từ 5 – 10 lần, 12 tập đoàn, tổng công ty từ 3 - 5 lần. Như vậy các tập đoàn, tổng công ty nhà nước đang hoạt động phụ thuộc phần lớn vào nguồn vốn vay, dẫn đến chi phí tài chính lớn và khả năng thanh toán nợ đến hạn thấp.

Với nợ nước ngoài, Bộ trưởng Huệ cho hay, theo quy định của Luật Quản lý nợ công thì trong trường hợp doanh nghiệp khó khăn Bộ Tài chính sẽ ứng tiền từ quỹ tích lũy trả nợ để trả nợ thay, không lấy từ ngân sách hàng năm. Các doanh nghiệp phải nhận nợ bắt buộc và có trách nhiệm hoàn trả dần số tiền được ứng cho quỹ. Cho tới thời điểm hiện tại, quỹ tích lũy trả nợ đang ứng trả thay cho Tổng công ty giấy Việt Nam, Tổng công ty xây dựng công nghiệp Việt Nam, Tập đoàn Sông Đà, Tổng công ty công nghiệp Xi măng, đều là các doanh nghiệp nhà nước được Chính phủ bảo lãnh vay và đang gặp khó khăn trong việc trả nợ với tổng số tiền là 109,7 triệu USD.

Hệ thống NHTM thừa gần 90 nghìn tỷ đồng trong năm nay. Theo công bố của NHNN, con số tuyệt đối tăng trưởng tín dụng đến 31/07/2012 là 2.880.061 tỷ đồng. Từ tháng 8 đến nay,

cũng theo NHNN, tăng trưởng tín dụng chỉ tăng, không giảm, mặc dù mức tăng rất thấp. Như vậy, 3,36% của tăng trưởng tín dụng ở mức 96.770 tỷ đồng.

Với con số huy động/cho vay ở mức 90%, ước lượng số dư tuyệt đối tổng vốn huy động ước 3.168.067 tỷ đồng và 14% của số này là 443.530 tỷ đồng. Hiện nay theo quy định, dự trữ bắt buộc tiền đồng là 3% tổng vốn huy động và nó tương đương 13.300 tỷ đồng.

Thực hiện phép tính từ những phát biểu của Thống Đốc, 443.530 tỷ đồng (vốn huy động) trừ đi các khoản như sau: tăng trưởng tín dụng 96.770 tỷ đồng, dự trữ bắt buộc 13.300 tỷ đồng, tiền gửi tại NHNN 50.000 tỷ đồng, NHNN rút về 30.000 tỷ đồng và tiền đảm bảo thanh toán, ký quỹ ở các NHTM 40.000 tỷ đồng, như vậy hệ thống NHTM sẽ còn dư ra 213.460 tỷ đồng. Giả sử lượng vốn trên được các NHTM đầu tư vào thị trường trái phiếu, nơi mà họ chiếm khoảng 90% giá trị giao dịch thì lượng vốn tham gia của NHTM vào thị trường này ở mức 125,000 tỷ đồng (tính đến 30/11). Như vậy các NHTM có thể dư thừa đến 90 nghìn tỷ đồng trong năm nay.

Giải pháp xử lý nợ xấu nhìn từ Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Tăng trưởng tín dụng đột ngột giảm tốc từ mức trung bình 30% của các năm trước xuống còn khoảng 5% trong năm 2012. Cùng lúc kinh tế rơi vào khó khăn khiến hoạt động doanh nghiệp đình trệ. Kết quả là các nhiều doanh nghiệp rơi vào tình trạng thiếu vốn sản xuất và đứng trước nguy cơ phá sản. Nợ xấu của hệ thống ngân hàng gia tăng và hoạt động tín dụng cũng ngưng trệ. Một trong những phương án giảm nợ xấu là thành lập công ty mua bán nợ quốc gia (VAMC). Tuy nhiên, quy mô và phương thức hoạt động của VAMC chưa được công bố chính thức. Theo kinh nghiệm của các nước đi trước và tính chất nợ xấu chủ yếu rơi vào các khoản nợ ngắn và trung hạn, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng phương án xử lý nợ xấu sẽ được thực hiện tương tự như cách của một số doanh nghiệp lớn như Thủy sản Bình An và EVN đã và dự kiến triển khai.

EVN sẽ phát hành trái phiếu để trả các khoản nợ ngắn hạn: Theo thông báo của Văn phòng Chính phủ, EVN sẽ hành trái phiếu doanh nghiệp để chi trả khoản nợ tiền điện, mua nhiên liệu từ tập đoàn Dầu khí Việt Nam, tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản và một số doanh nghiệp khác. Như vậy việc phát hành trái phiếu để chi trả các khoản nợ tiền điện, mua nhiên liệu của tập đoàn Dầu khí Việt Nam và một số doanh nghiệp khác là động thái tái cơ cấu các khoản nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn, thực chất EVN đã mất khả năng thanh toán nợ ngắn hạn. Giá điện có thể tiếp tục tăng trong thời gian tới để giúp EVN tăng nguồn thu chi trả các khoản vay này.

Phương án này có thể sẽ được VAMC thực hiện, khi hiện nay nợ xấu của các doanh nghiệp Việt Nam tập trung nhiều là các khoản nợ ngắn hạn. Nhiều khả năng NHNN sẽ tiến hành mua lại các khoản nợ xấu này, tiến hành các biện pháp khoanh nợ (doanh nghiệp phát hành trái phiếu; chuyển các khoản nợ này thành vốn góp...). Như vậy các doanh nghiệp này sẽ có thể tiếp tục vay vốn lưu động từ NHTM để phục vụ cho mục đích kinh doanh, dòng vốn kích thích sẽ được hướng đến việc hồi phục hoạt động kinh doanh lõi của doanh nghiệp thay vì bị lái sang các hoạt động đầu tư mà đặc biệt là đầu tư vào bất động sản.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Nguồn cung trái phiếu 2013 sẽ giảm đáng kể. Chính phủ đạt mục tiêu thâm hụt ngân sách năm 2013 ở mức 162 nghìn tỷ đồng tương đương 4.80% GDP (3,375 nghìn tỷ đồng), bao gồm thu ngân sách ở mức 816 nghìn tỷ đồng và chi ngân sách ở 978 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, Quốc hội chỉ thông qua mục tiêu huy động từ 55 đến 60 nghìn tỷ đồng trái phiếu và tín phiếu kho bạc trong năm tới để phục vụ nhu cầu chi tiêu ngân sách, chỉ bằng một nửa so với mức 120 nghìn tỷ đồng của kế hoạch 2012.

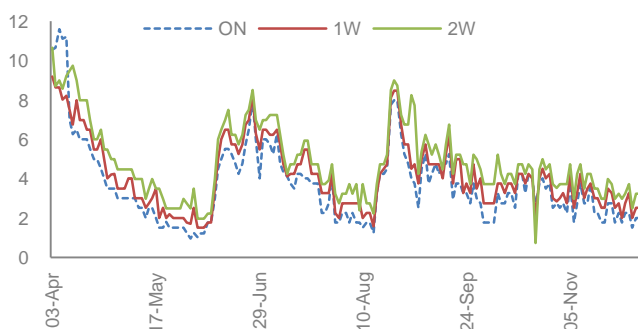
ADB: Thị trường trái phiếu Việt Nam tăng mạnh nhất trong các nền kinh tế mới nổi. Ngày 22/11, Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) đã công bố Báo cáo Theo dõi Trái phiếu Châu Á (Asia Bond Monitor) và đưa ra cảnh báo, mặc dù các thị trường trái phiếu bằng đồng nội tệ ở các nền kinh tế Đông Á mới nổi đang tiếp tục mở rộng và vận hành tốt nhưng vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro. Theo Báo cáo, thị trường trái phiếu bằng đồng nội tệ của Việt Nam đang có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong số các nền kinh tế Đông Á mới nổi trong quý 3 năm 2012. Tại thời điểm cuối tháng 9, Việt Nam có lượng trái phiếu đang lưu hành có tổng giá trị 21 tỷ USD, tăng 21,4% so với thời điểm cuối tháng 9 năm 2011.

Ngân hàng thương mại chiếm gần 90% thị trường trái phiếu. Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) cho biết, tính đến ngày 21/11/2012 đã có 132.274 tỷ đồng trái phiếu được trúng thầu. Trong đó, 89% các thành viên tham gia là ngân hàng. Nhóm ngân hàng trong và ngoài nước đã mua tổng cộng 117.755 tỷ đồng trái phiếu. Cụ thể, ngân hàng trong nước chiếm thị phần 78%, ngân hàng nước ngoài chiếm 11%. Phần còn lại rất nhỏ đến từ các công ty chứng khoán và một số tổ chức tài chính khác.

Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh về mức thấp nhất trong 4 tháng qua, nhu cầu huy động thấp. Lãi suất liên ngân hàng đã giảm so với cuối tháng 10 cùng với mức giảm của lạm phát, giá trị giao dịch cũng giảm mạnh cho thấy nhu cầu vốn trên thị trường liên ngân hàng hạ nhiệt. Như vậy lãi suất liên ngân hàng không mang nhiều ý nghĩa trong việc phản ánh thanh khoản ngắn hạn của hệ thống ngân hàng. Lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn giảm như qua đêm: 2%; 1 tuần: 2,5%; 3 tuần: 3,25% có mức giảm 50-100 điểm cơ bản. Các kỳ hạn 1 tháng trở lên hầu như không thay đổi.

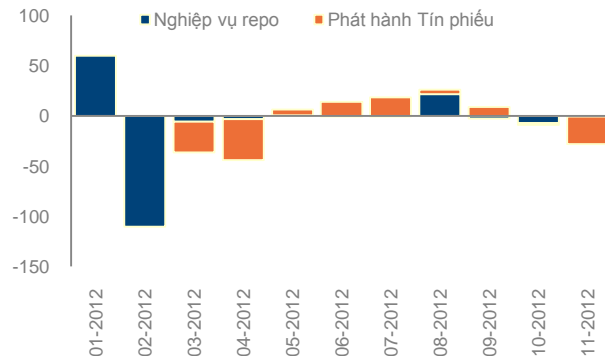
NHNN gia tăng hút ròng trên thị trường mở. Trong tháng 11/2012, lượng hút ròng thông qua nghiệp vụ repo reverse đạt 0,6 nghìn tỷ đồng và thông qua phát hành tín phiếu ngắn hạn (91 và 56 ngày) là 27,6 nghìn tỷ đồng. Như vậy lượng hút ròng trên thị trường mở đạt 28,2 nghìn tỷ đồng tăng mạnh so với mức hút ròng 8.9 nghìn tỷ đồng trong tháng trước đó.

Biểu đồ: Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: SBV và Bloomberg

Biểu đồ: Diễn biến OMO



Nguồn: Bloomberg

Thị trường sơ cấp: Nhu cầu trái phiếu cao nhất từ tháng 4/2012, lãi suất trúng thầu tiếp tục giảm. Các NHTM lớn tiếp tục dư thừa thanh khoản và họ buộc phải lựa chọn kênh đầu tư

thay thế, do dòng vốn tín dụng chưa được khơi thông. Vì vậy, trái phiếu trở thành lựa chọn được nhóm này ưu tiên hiện nay. Điểm đáng chú ý trong các đợt đấu thầu tháng này là kỳ hạn 5 năm ít thu hút dòng tiền khi có đến 5 đợt chào thầu của kỳ hạn này đã thất bại. Các NHTM đang ưu tiên mua vào các kỳ hạn ngắn với kỳ vọng những chính sách nhằm khai thông dòng tín dụng sẽ được công bố tạo cơ hội giải ngân trong thời gian tới.

Trong tháng 11/2012 có tổng cộng 11 đợt đấu thầu, bao gồm 4 đợt đấu thầu Trái phiếu Chính phủ, 4 đợt đấu thầu trái phiếu do Ngân hàng Chính sách Xã hội (VBSP) và 3 đợt đấu thầu trái phiếu Ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB). Nhìn chung, lãi suất trái Chính phủ bảo lãnh vẫn cao hơn nhiều so với trái phiếu Chính phủ nhưng vẫn nằm trong xu hướng giảm so với các tháng đầu năm.

- VBSP chào bán 2,820 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong tháng 11/2012 và tỷ lệ trúng thầu đạt 42,6%. Lãi suất trúng thầu phiên cuối cùng cho kỳ hạn 3 và 5 năm lần lượt ở mức 10,9% và 11,1%/ năm, giảm nhẹ 10 điểm cơ bản so với trước đó.
- Trái phiếu VDB có sự cải thiện mạnh nhất trong tháng 11 sau hơn 4 tháng “đóng băng”, với lượng chào bán thành công đạt 5,5 nghìn tỷ, tương đương tỷ lệ trúng thầu 19,6%. Lãi suất trúng thầu cũng có xu hướng giảm nhẹ và ổn định ở mức 10,5%, 10,6% và 10,8% cho các kỳ hạn 2, 3 và 5 năm.
- KBNN bán thành công 8 nghìn tỷ đồng trong 10 nghìn tỷ đồng trái phiếu chào bán (tỷ lệ thành công 80%). Lãi suất trái phiếu Chính phủ có mức giảm mạnh nhất, trong phiên đấu thầu cuối cùng của tháng lãi suất trúng thầu kỳ hạn 2 và 3 năm ở mức lần lượt 9,00% và 9,25%/năm giảm 70 và 60 điểm cơ bản so với cuối tháng trước.
- Tỷ lệ trúng thầu Tín phiếu KBNN ở mức cao 82,5%. Trong đó, 6 nghìn tỷ đồng tín phiếu kỳ hạn 26 tuần bán thành công với tỷ lệ trúng thầu 100% ở mức lãi suất thấp nhất 8,15/năm, 600 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 56 tuần bán thành công trong 2 nghìn tỷ đồng chào bán ở mức lãi suất 8,5%/năm.

Bảng 3: Hoạt động đấu thầu trái phiếu trong 11/2012

Kỳ hạn	Lượng chào bán	Lượng đăng ký	Tỷ lệ đăng ký/chào bán	Lượng trúng thầu	Tỷ lệ trúng thầu	Lãi suất trúng thầu BQ (%)
1. Trái phiếu Chính phủ						
2	5,000	17,878	3.58	5,000	1.00	9.25
3	3,000	9,170	3.06	3,000	1.00	9.36
5	2,000	800	0.40	-	-	-
Tổng cộng	10,000	27,848	2.78	8,000	0.80	
2. Trái phiếu VBSP						
3	500	900	1.80	500	1.00	10.90
5	2320	1050	0.45	700	0.30	11.05
Tổng cộng	2,820	1,950	0.69	1,200	0.43	
3. Trái phiếu VDB						
2	7000	4700	0.67	3,100	0.44	10.50
3	4000	2900	0.73	1,600	0.40	10.60
5	17000	1500	0.09	800	0.05	10.78
Tổng cộng	28,000	9,100	0.33	5,500	0.20	
4. Tín phiếu KBNN						
26-W	6000	n.a	-	6,000	1.00	8.32
52-W	2000	n.a	-	600	0.30	8.50
Tổng cộng	8,000	-	-	6,600	0.83	

Nguồn: HNX và MAS Research

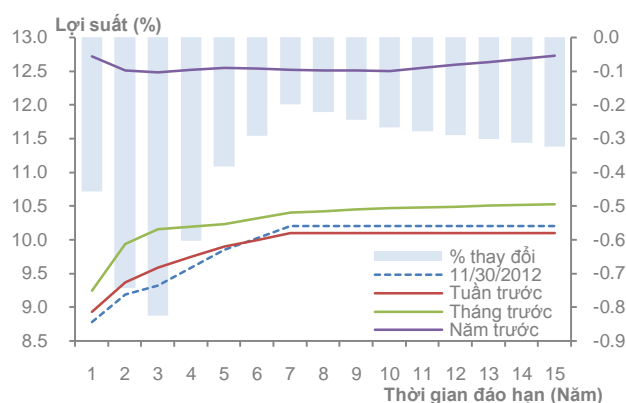
Thị trường thứ cấp: Giao dịch sôi động bằng mức tháng 5/2012

Tổng giá trị giao dịch trong tháng 11 đạt gần 15,700 tỷ đồng, cao gấp 1,81 lần so với tổng GTGD của tháng trước đó. Sự tích cực của thị trường sơ cấp đã lan tỏa sang thị trường thứ cấp khi nhu cầu mua trái phiếu đã tăng mạnh trong tháng. Ngoài việc các NHTM chuyển sang

trái phiếu để giải tỏa trạng thái thừa tiền của mình, việc CPI được dự báo sẽ dưới 8% đã khơi lên kỳ vọng lãi suất trần sẽ tiếp tục được điều chỉnh giảm làm tăng nhu cầu đầu cơ trái phiếu. Các kỳ hạn ngắn dưới 3 năm đã chiếm tỷ trọng lớn trong tổng giá trị giao dịch khi đạt hơn 77% tổng giá trị.

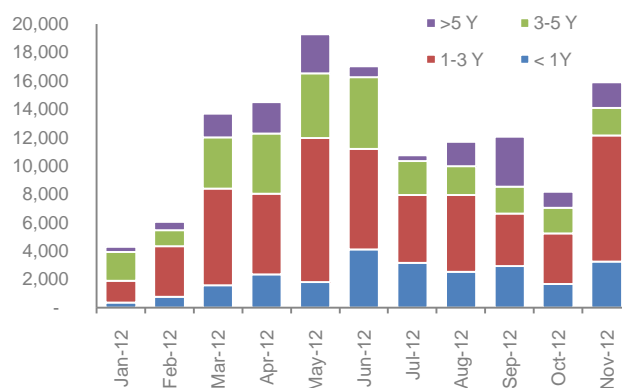
Chúng tôi đánh giá khả năng sự sôi động này sẽ tiếp tục được duy trì trong tháng 12 khi áp lực thanh khoản của NHTM hiện tại là không cao. Hiện tượng căng thẳng thanh khoản cuối năm của các năm trước có thể được chuyển đổi thành trạng thái dư thừa khi các NHTM sẽ tiếp tục quyết liệt thu hồi nợ.

Biểu đồ: Lợi suất trái phiếu



Nguồn:

Biểu đồ: Diễn biến thị trường sơ cấp



Nguồn:

Trái phiếu doanh nghiệp:

S&P hạ xếp hạng tín nhiệm của Vinacomin xuống B+. Hãng xếp hạng tín nhiệm Standard & Poor's (S&P) ngày 22/11 đã hạ 1 bậc tín nhiệm của Tập đoàn Công nghiệp Than Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) xuống mức B+ song vẫn giữ nguyên mức triển vọng ổn định.

Theo S&P, những rủi ro về tài chính của Vinacomin đang tăng lên do chi tiêu vốn lớn và lợi nhuận từ các mỏ than sụt giảm. S&P hạ xếp hạng tín nhiệm dài hạn từ mức BB- xuống B+ và xếp hạng sức mạnh tài chính độc lập từ bb- xuống b+. Xếp hạng tín nhiệm dài hạn theo thang đo khu vực ASEAN được giữ ở mức axBB. Hãng cho biết, triển vọng ổn định phản ánh niềm tin của S&P rằng những rủi ro về tài chính của Vinacomin sẽ suy giảm trong vòng 2 năm tới.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Thị trường kéo dài chuỗi giảm điểm bởi các thông tin tiêu cực. Sự việc gia đình ông Đặng Văn Thành – Chủ tịch HĐQT NHTMCP Sacombank được cơ quan điều tra ngày 01/11 mời làm việc, tâm lý giới đầu tư tiếp tục hoang mang và kết quả là hiện tượng bán tháo đã xuất hiện trong phiên sau đó (02/11). VN-Index đã mất hơn 12 điểm (gần 2.5%) về 375.26 còn HNX-Index cũng mất đến 1.6 điểm (gần 3.5%) về 51.06 trong phiên 02/11. Xu hướng chính của tháng là đà giảm liên tục về vùng đáy hình thành vào tháng 5/2012.

Thanh khoản của thị trường cũng cạn kiệt với niềm tin của giới đầu tư ở mức rất thấp.

Tổng khối lượng khớp lệnh của thị trường toàn tháng 11/2012 chỉ đạt hơn 974.05 triệu đơn vị, bằng 76.54% tổng khối lượng khớp lệnh tháng trước đó. Theo quan sát của chúng tôi, cả người mua và người bán cũng trở nên chán nản, người mua bị cảm giác lo ngại những điều kiện bất lợi sẽ tiếp diễn và tài sản của họ bị “bốc hơi” nhanh chóng, trong khi đó người bán cũng bắt đầu nhận thấy hành động bán ra hiện tại không còn mang nhiều ý nghĩa.

Khối ngoại mua gom bluechips có yếu tố cơ bản tốt trong tháng 11. Cổ phiếu thuộc rổ chỉ số VN30 vẫn thu hút dòng vốn của khối ngoại, tuy nhiên khối này trong tháng lại có sự quan tâm nhiều hơn đến các bluechips có hoạt động kinh doanh tốt. Những mã được mua mạnh đáng chú ý như DPM (hơn 35 tỷ đồng), GAS (32 tỷ đồng), HSG (46 tỷ đồng), KDC (26 tỷ đồng), VCB (45 tỷ đồng), VIC (1,039 tỷ đồng). Trong nhóm trên chỉ duy nhất VIC là thuộc ngành bất động sản và giá trị mua ròng của khối ngoại đến từ hành động mua thỏa thuận hơn 14,4 triệu VIC trong phiên 30/11. Nhìn chung, họ mua vào doanh nghiệp sản xuất và những doanh nghiệp phi sản xuất đáng chú ý như BVH (40 tỷ đồng), HAG (54 tỷ đồng), STB (101 tỷ đồng).

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm: Tăng gấp 4, lỗ ròng toàn thị trường tiến đến con số 3,000 tỷ đồng. Thống kê trên tổng số 580 doanh nghiệp niêm yết đã công bố kết quả kinh doanh đơn lẻ và hợp nhất 9 tháng đầu năm cho thấy có đến 111 doanh nghiệp báo lỗ với gần 2,950 tỷ đồng, tăng đột biến về số lượng lẫn giá trị so với cùng kỳ năm trước. Trong khi cùng kỳ năm trước, con số báo lỗ chỉ dừng ở 55 doanh nghiệp và tổng giá trị cũng chỉ 715 tỷ đồng, chỉ bằng 1/4 giá trị lỗ kỳ này.

Top 10 doanh nghiệp niêm yết dẫn đầu mức lỗ 9 tháng đầu năm 2012 chiếm đến gần 60% tổng giá trị lỗ của 111 doanh nghiệp. Tổng lỗ lên đến 1,715 tỷ đồng.

Bảng 4: Top 10 doanh nghiệp lỗ ròng lớn nhất 9 tháng

Mã CK	Doanh thu thuần		Lợi nhuận sau thuế	
	9T/2012	% chênh lệch	9T/2012	9T/2012
PVX	3,202	-52.7%	(482)	159
KBC	188	-53.6%	(233)	(15)
SGT	145	178.8%	(228)	(69)
LAF	666	6.2%	(145)	52
VOS	1,829	-19.4%	(130)	(46)
SJS	41	-59.0%	(125)	1
SHN	37	-78.5%	(110)	3
ALP	489	-66.5%	(102)	11
VST	1,119	-21.2%	(90)	10
VHL	881	-7.9%	(72)	37
Tổng cộng	8,597	-39.6%	(1,717)	143

Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp

Trong 10 doanh nghiệp lỗ cao nhất trong 9 tháng đầu năm, có đến 7 doanh nghiệp bắt đầu lỗ từ năm 2012, ngoài ra nhiều doanh nghiệp như LAF, SHN đang có mức lỗ gần bằng hoặc thậm chí cao hơn mức vốn chủ sở hữu. Rủi ro phá sản đang bắt đầu xuất hiện trên nhiều doanh nghiệp.

Tháng 11 tiếp tục là tháng khó khăn cho NĐT khi 2 chỉ số tiếp tục mất điểm, tâm lý của số đông hiện tại có lẽ đã tiếp tục giảm sút so với tháng 10 thông qua việc KLGD trở nên cạn kiệt vào những phiên cuối tháng. Nỗ lực kéo chỉ số cũng chỉ xuất hiện trong 1, 2 phiên ngắn ngủi và hầu như không nhận được sự ủng hộ của dòng tiền bên ngoài. Tuy nhiên hành động bán ra cũng đã suy yếu tại vùng đáy được lập vào đầu tháng. Diễn biến của KLGD có thể là 1 chỉ báo cho khả năng tạo đáy của thị trường, tuy nhiên từ trạng thái mỗi một, muốn tạo nên diễn biến tích cực có lẽ NĐT còn cần thêm thời gian để củng cố niềm tin.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT: Thị trường lặng lẽ tạo đáy mới

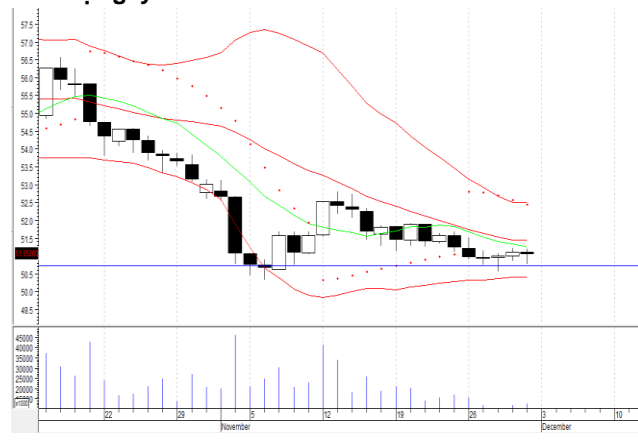
Kết thúc tháng 11/2012, cả hai chỉ số đã đóng cửa trong trạng thái giảm điểm tại ngưỡng kháng cự MA 10, chúng tôi lo ngại thị trường có thể điều chỉnh trở lại trong vài phiên tới. Hỗ trợ quan trọng ngắn hạn của thị trường vẫn là vùng đáy cũ tại 370 - 377 của VN-Index và 50,5 của HNX-Index.

Trong ngắn hạn, hai chỉ số kiểm tra thất bại ngưỡng kháng cự MA 10. Diễn biến của khối lượng khiến chúng tôi cho rằng rủi ro giảm mạnh sẽ không cao, vùng đáy của thị trường có thể gần mức thấp nhất của phiên ngày 05/11. Đáy mới có thể sớm được tạo, một thị trường đầu cơ có thể đang hình thành trong sự âm thầm và tâm lý bi quan của NĐT.

Đồ thị ngày VN-Index



Đồ thị ngày HNX-Index



Đồ thị tuần VN-Index



Đồ thị tuần HNX-Index



KHUYẾN CÁO

Các thông tin, dự đoán trong báo cáo phân tích này, bao gồm các nhận định cá nhân là dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy. Nhận định được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận. Theo đánh giá chủ quan của chúng tôi là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin tham khảo mà không hàm ý khuyến nghị người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Mirae Asset sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất cứ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset (Việt Nam). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của Mirae Asset đều trái luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset.