

# **BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG**

**6 tháng đầu năm 2014**  
Ngày 14/07/2014

**Phòng Phân Tích**  
**CTCP Chứng Khoán Bảo Việt**

**Trụ sở chính Hà Nội**  
Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN  
Tel: (84-4)-3928 8080  
Fax: (84-4)-3928 9888  
Email: [research-bvsc@baoviet.com.vn](mailto:research-bvsc@baoviet.com.vn)  
Website: [www.bvsc.com.vn](http://www.bvsc.com.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**  
Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM  
Tel: (84-8)-3914 6888  
Fax: (84-8)-3914 7999

## **KINH TẾ VĨ MÔ**

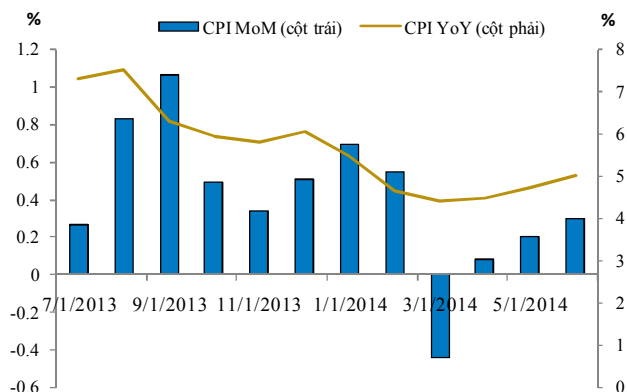
- *Kinh tế Việt Nam trong quý II đã có những tín hiệu hồi phục vững chắc hơn ở cả khía cạnh tổng cung và tổng cầu. Tăng trưởng GDP sáu tháng đầu năm vẫn chủ yếu dựa vào khu vực dịch vụ nhưng khu vực nông – lâm – ngư nghiệp và công nghiệp - xây dựng đang dần lấy lại đà hồi phục.*
- *Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý II tiếp tục đà tăng thấp, đưa lạm phát YoY xuống mức thấp nhất trong vòng 8 năm trở lại đây. Điều này là hệ quả của sức cầu nội địa yếu. Dự kiến chỉ số CPI có thể sẽ có mức tăng đột biến vào tháng 9 tới đây khi có sự điều chỉnh giá nhóm hàng giáo dục theo lộ trình.*
- *Xung đột chính trị xung quanh vấn đề biển Đông đã có tác động nhất định tới thị trường tài chính Việt Nam tại một số thời điểm, đặc biệt trên khía cạnh thanh khoản ngân hàng và thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, NHNN đã có những động thái can thiệp hợp lý, giúp tình hình nhanh chóng bình ổn trở lại.*

## **THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

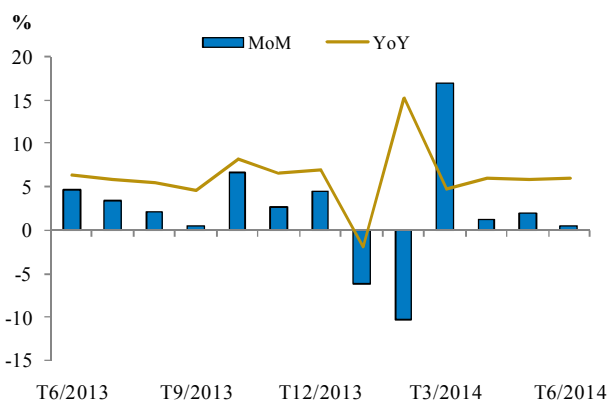
- *Trong 6 tháng đầu năm, các chỉ số và thanh khoản diễn biến tích cực. Dù điều chỉnh giảm trong quý II, tuy nhiên VnIndex vẫn tăng 14,6%, còn HnxIndex tăng 14,8% kể từ đầu năm. Giá trị giao dịch trung bình phiên tại HSX trong 6 tháng qua tăng trên 90%, còn tại HNX tăng trên 300% so với trung bình phiên 6 tháng cuối năm 2013.*
- *Rủi ro của thị trường có thể đến từ những bước đi khó lường của Trung Quốc, một phần dòng tiền có thể chuyển hướng sang những đợt IPO doanh nghiệp lớn hay khả năng hai quỹ ETF rút vốn khi lãi suất tại Mỹ tăng trở lại.*
- *Tuy nhiên với sự ổn định của các chỉ số kinh tế vĩ mô, mặt bằng lãi suất thấp kênh chứng khoán vẫn sẽ hấp dẫn dòng vốn trong nước. Duy trì quan điểm như trong Báo cáo năm 2013, BVSC dự báo VnIndex sẽ nằm trong khoảng từ 590-630 ở thời điểm cuối 2014.*

## KINH TẾ VĨ MÔ

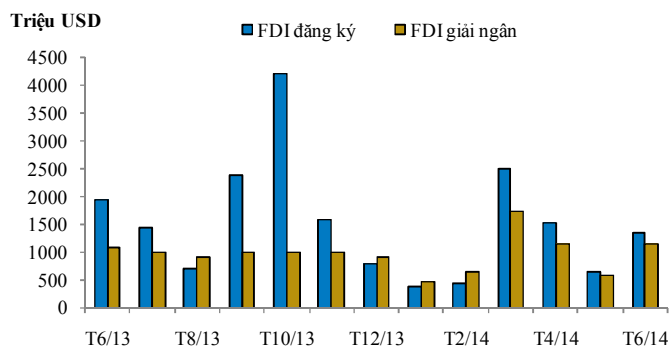
### Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



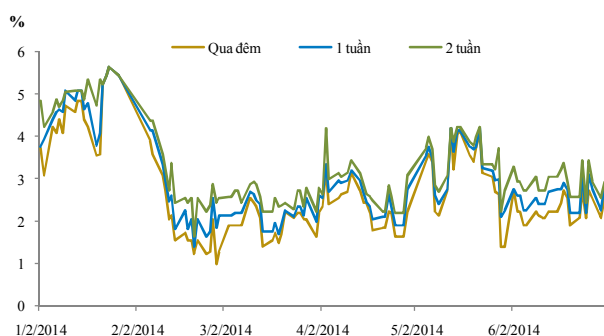
### Chỉ số sản xuất công nghiệp



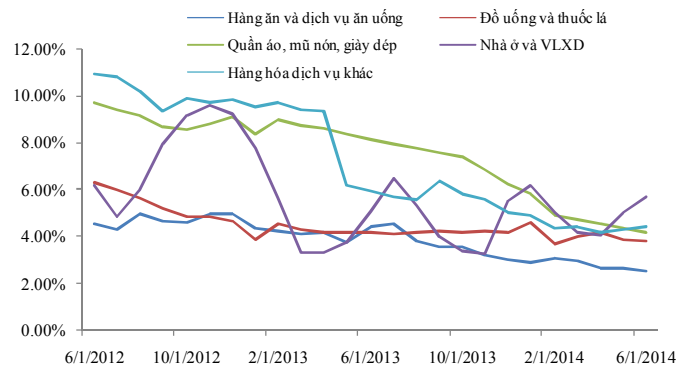
### FDI



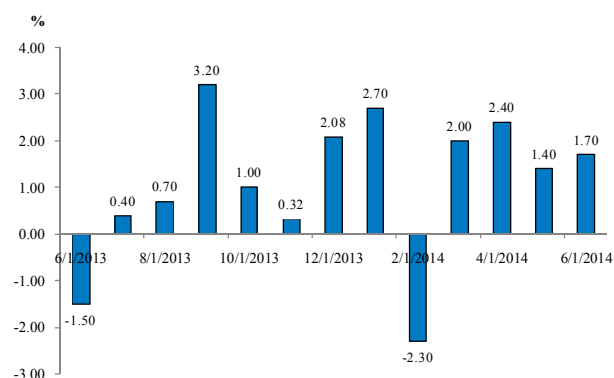
### Lãi suất liên ngân hàng



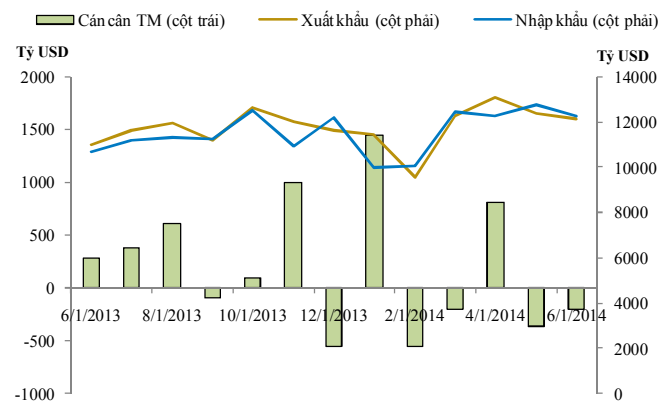
### Diễn biến giá một số nhóm hàng



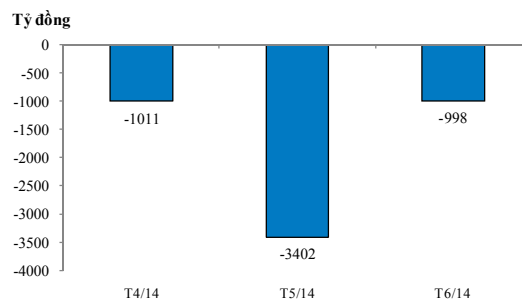
### Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng (MoM)



### Cán cân thương mại



### Thị trường OMO trong quý II

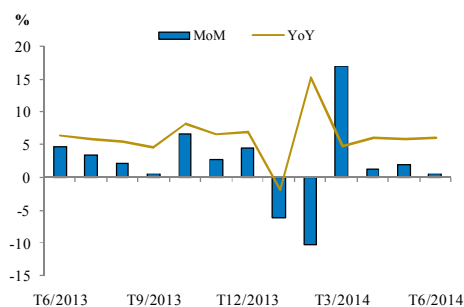


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- **Kinh tế Việt Nam trong quý II đã có những tín hiệu hồi phục vững chắc hơn ở cả khía cạnh tổng cung và tổng cầu. Tăng trưởng GDP sáu tháng đầu năm vẫn chủ yếu dựa vào khu vực dịch vụ nhưng khu vực nông – lâm – ngư nghiệp và công nghiệp - xây dựng đang dần lấy lại đà hồi phục.**
- **Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý II tiếp tục đà tăng thấp, đưa lạm phát YoY xuống mức thấp nhất trong vòng 8 năm trở lại đây. Điều này là hệ quả của sức cầu nội địa yếu. Dự kiến chỉ số CPI có thể sẽ có mức tăng đột biến vào tháng 9 tới đây khi có sự điều chỉnh giá nhóm hàng giáo dục theo lộ trình.**
- **Xung đột chính trị xung quanh vấn đề biển Đông đã có tác động nhất định tới thị trường tài chính Việt Nam tại một số thời điểm, đặc biệt trên khía cạnh thanh khoản ngân hàng và thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, NHNN đã có những động thái can thiệp hợp lý, giúp tình hình nhanh chóng bình ổn trở lại.**

### Tổng cung: chỉ số PMI hồi phục vững chắc

Chỉ số sản xuất công nghiệp (YoY)



Nguồn: GSO, BVSC

### Chỉ số sản xuất công nghiệp

Tính chung sáu tháng đầu năm, chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 5,8%, cao hơn mức tăng 5,3% của cùng kỳ năm trước. Mặc dù mức tăng riêng trong quý II đã có sự cải thiện so với quý I nhưng tốc độ tăng theo tháng (MoM) trong ba tháng gần đây khá thấp (dao động từ 0,5-2%) trong khi cùng kỳ năm ngoái mức tăng này dao động từ 1,6-4,6%.

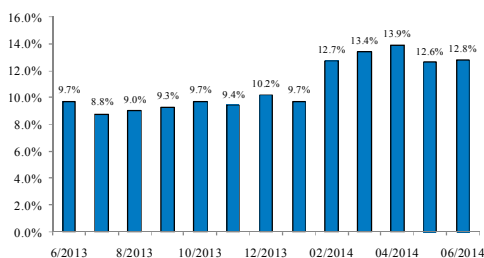
Trong các ngành công nghiệp, ngành chế biến- chế tạo đóng vai trò trụ cột với mức tăng khá (7,8%), cao hơn nhiều mức tăng 6,1% của quý I/2013, đóng góp phần lớn (5,5 điểm phần trăm) vào mức tăng chung. Trong khi đó, ngành khai khoáng tiếp tục giảm 2,5% (khai thác dầu thô và khí đốt tự nhiên giảm 2,5%, khai thác than cứng và than non giảm 4,4%), làm giảm 0,5 điểm phần trăm của mức tăng chung.

### Chỉ số hàng tồn kho ngành công nghiệp chế biến chế tạo

Chỉ số hàng tồn kho ngành công nghiệp chế biến chế tạo tính đến ngày 1/6/2014 tăng 12,8% so với cùng kỳ năm ngoái, cao hơn so với mức tăng 9,7% của cùng thời điểm năm trước. Sau khi tạo đáy trong tháng 1, chỉ số này đã liên tục đi lên và đạt mức cao nhất (13,9%) vào tháng 4 năm nay.

Một số ngành có chỉ số tồn kho tăng cao hơn nhiều so với mức tăng chung là: Sản xuất sản phẩm điện tử, máy vi tính và sản phẩm quang học tăng 138%; sản xuất da và các sản phẩm có liên quan tăng 62,1%; sản xuất trang phục tăng 32,6%; sản xuất thuốc, hoá dược và dược liệu tăng 30,4%; sản xuất kim loại tăng 25,3%.

Chỉ số tồn kho ngành CN chế biến- chế tạo



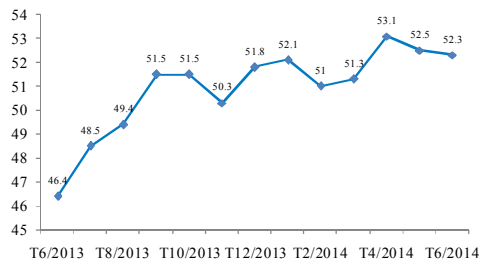
Nguồn: GSO, BVSC

### Chỉ số PMI duy trì trên ngưỡng 50 điểm tháng thứ 10 liên tiếp

Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) do HSBC công bố đã liên tục duy trì trên ngưỡng 50 điểm trong sáu tháng đầu năm, thậm chí đạt mức cao nhất với 53,1 điểm vào tháng 4. Hai tháng trở lại đây mặc dù chỉ số này đã giảm nhẹ trở lại nhưng vẫn đang duy trì ở mặt bằng khá cao, cách khá xa mốc 50 điểm.

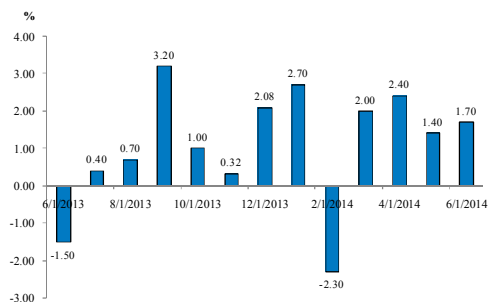
Hai chỉ số phụ quan trọng trong PMI là số đơn đặt hàng mới và sản lượng tiếp tục có diễn biến tích cực. Số lượng đơn đặt hàng mới tăng tháng thứ bảy liên tiếp trong khi sản lượng cũng tăng trưởng theo. Để đáp ứng các đơn hàng đang tăng lên, các hoạt động thu mua nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng tháng thứ 10 liên tiếp. Tuy nhiên việc thắt chặt quy định về tải trọng xe đã làm tăng chi phí và tăng thời gian giao hàng của doanh nghiệp sản xuất, ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của nhiều doanh nghiệp. Để ứng phó với gánh nặng chi phí cao hơn,

### Chỉ số PMI do HSBC công bố



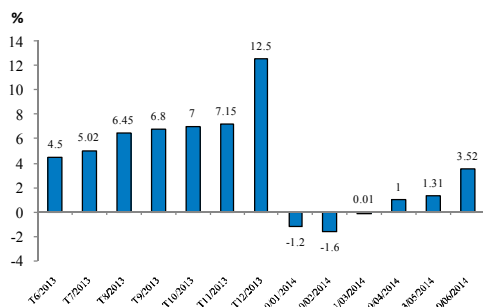
Nguồn: Bloomberg, BVSC

### Doanh số bán lẻ



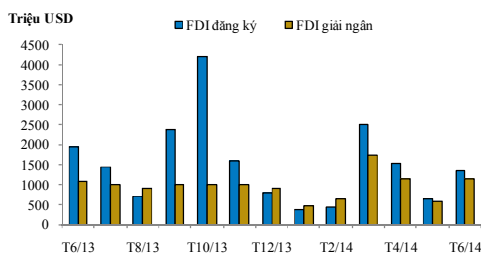
Nguồn: GSO, BVSC

### Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: SBV, BVSC tổng hợp

### Vốn FDI



Nguồn: GSO, BVSC

trong tháng 6, các nhà sản xuất đã quyết định tăng giá thành lần đầu tiên kể từ đầu năm nay và là lần tăng mạnh nhất trong vòng 15 tháng.

Tổng hợp các chỉ báo về tổng cung cho thấy tình hình sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam trong 6 tháng đầu năm tiếp tục xu hướng hồi phục. Đà hồi phục cũng cho dấu hiệu vững chắc hơn khi chỉ số PMI liên tục duy trì trên ngưỡng 50 điểm trong một thời gian dài. Bên cạnh đó, sự phục hồi của ngành công nghiệp chế biến-chế tạo là rất đáng ghi nhận. Chúng tôi kỳ vọng sự khởi sắc của ngành này sẽ tạo ra hiệu ứng lan tỏa tới các ngành sản xuất khác, đồng thời góp phần cải thiện cầu tiêu dùng.

## Tổng cầu: thêm tín hiệu hồi phục vững chắc

### Tiêu dùng cá nhân và hộ gia đình

Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng sáu tháng đầu năm tăng **10,7%** so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 5,7%. Kể từ tháng 3 trở lại đây, mức tăng theo tháng của doanh số bán lẻ là khá đều và tích cực (mức tăng MoM dao động từ 1,4% đến 2,4% trong khi cùng kỳ năm 2013 mức tăng cao nhất đạt được chỉ là 0,9%). Đây là tín hiệu bước đầu cho thấy sự hồi phục của tiêu dùng cá nhân và hộ gia đình đang diễn ra cho dù tốc độ còn chưa như kỳ vọng.

### Đầu tư tư nhân

Theo số liệu mới nhất được NHNN công bố, tín dụng tính đến cuối quý II đạt mức tăng trưởng **3,52%** so với cuối năm 2013. Đáng chú ý, tín dụng đã có sự cải thiện rất mạnh trong tháng 5 và tháng 6, trái ngược hẳn với mức tăng chậm trong ba tháng đầu năm. Nhưng nếu so với tín dụng thời điểm cùng kỳ năm 2013 thì mức tăng hiện tại (3,52%) vẫn thấp hơn 1%. Tuy vậy, theo đánh giá của chúng tôi, với đà tăng tốc khá nhanh trong hai tháng vừa qua và sáu tháng cuối năm thường là thời điểm cao điểm về sản xuất kinh doanh nên vẫn có khả năng tín dụng sẽ hoàn thành mục tiêu tăng trưởng từ 12-14% trong năm nay.

### Đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI

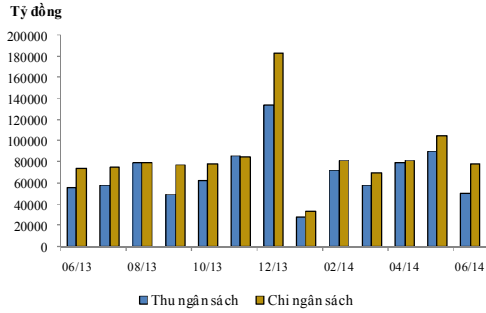
Thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong sáu tháng đầu năm ước đạt **6,8 tỷ USD**, giảm 35,3% so với cùng kỳ năm 2013. Về giải ngân, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện ước tính đạt **5,75 tỷ USD**; tăng nhẹ 0,9% so với cùng kỳ năm 2013.

Sau những vụ bạo động của công nhân tại khu công nghiệp Bình Dương và nhà máy thép Formosa tại Vũng Ánh, nhiều nhà đầu tư rất lo ngại điều này có thể ảnh hưởng đến triển vọng thu hút FDI của Việt Nam trong thời gian tới. Tuy vậy, Chính phủ đã có những hành động hết sức kịp thời giúp trấn an đồng thời cùng khắc phục tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp bị thiệt hại trong các vụ bạo động. Nhờ vậy, tâm lý các doanh nghiệp FDI đã sớm ổn định trở lại. Trong bối cảnh phục hồi của khu vực kinh tế trong nước còn khá yếu như hiện nay, sự đóng góp của khu vực kinh tế FDI là rất quan trọng trong việc giải quyết một lượng lớn lao động, giúp Việt Nam đạt được các mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong năm 2014.

### Đầu tư từ ngân sách Nhà nước

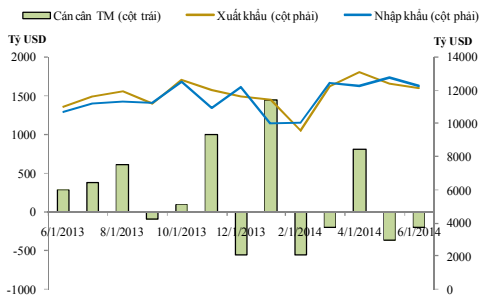
Vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước trong hai quý đầu năm ước tính đạt 90 nghìn tỷ đồng, bằng 48,6% kế hoạch năm và tăng 1,6% so với cùng kỳ năm 2013. Tốc độ giải ngân vốn từ ngân sách Nhà nước trong quý II đã cải thiện đáng kể so với quý I (cả

### Thu chi ngân sách



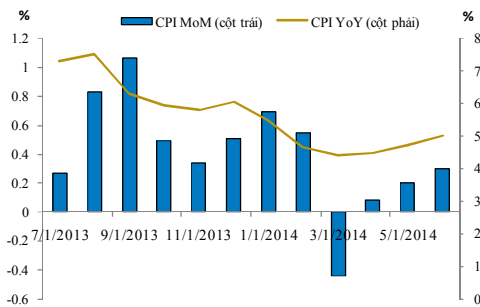
Nguồn: GSO, BVSC

### Cán cân thương mại

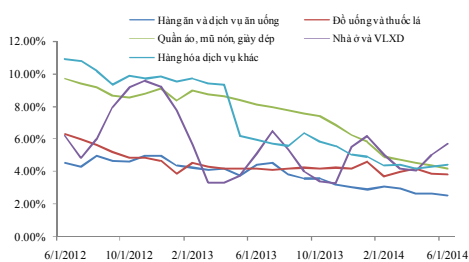


Nguồn: Bloomberg, BVSC

### Lạm phát



### Diễn biến giá các nhóm hàng hóa



quý I chỉ đạt khoảng 20 nghìn tỷ) là một điểm sáng đáng ghi nhận, được kỳ vọng sẽ có tác dụng lan tỏa nhiều hơn đến đà tăng trưởng chung của nền kinh tế.

### Tình hình xuất nhập khẩu

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa sáu tháng đầu năm ước đạt 70,9 tỷ USD, tăng 14,9% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, khu vực kinh tế trong nước đạt 23,1 tỷ USD, tăng 11,5%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) đạt 47,8 tỷ USD, tăng 16,6%. Nhập khẩu trong hai quý đầu năm ước đạt 69,6 tỷ USD, tăng 11% so với cùng kỳ năm 2013. Khu vực kinh tế trong nước đạt 30,3 tỷ USD, tăng 10,3%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 39,3 tỷ USD, tăng 11,6%.

Tính chung sáu tháng đầu năm, Việt Nam đạt mức **xuất siêu 1,3 tỷ USD**, bằng 1,9% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Quý II cũng là quý thứ hai liên tiếp Việt Nam duy trì trạng thái xuất siêu. Tuy vậy, thành tích xuất siêu hoàn toàn thuộc về khu vực kinh tế nước ngoài (8,5 tỷ USD, tăng 47,5%) trong khi khu vực kinh tế trong nước tiếp tục phải nhập siêu 7,2 tỷ USD (tăng 6,5%).

Tổng hợp các yếu tố từ phía cầu chúng tôi nhận thấy đà hồi phục của tiêu dùng nội địa đang dần có sự khởi sắc trong quý II với đà tăng trưởng theo tháng khá ổn định. Đầu tư tư nhân cũng đang dần tăng tốc, đặc biệt trong tháng 5 và tháng 6. Giải ngân vốn đầu tư từ NSNN cũng hoàn thành gần 50% kế hoạch năm. Xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng tốt trong quý II nhưng chủ yếu nhờ vai trò đầu tàu từ khu vực FDI. Khu vực kinh tế trong nước có đà tăng trưởng thấp hơn nhiều và phải chịu mức nhập siêu lớn.

### Lạm phát: không nhiều rủi ro

#### Lạm phát quý II duy trì ở mặt bằng thấp

Theo số liệu được Tổng cục Thống kê công bố, chỉ số CPI của cả nước trong tháng 6 chỉ tăng 0,3% so với tháng 5, nhích nhẹ so với mức tăng 0,2% của tháng 5 so với tháng 4. Như vậy, hiện lạm phát đã xuống mức rất thấp: CPI đến cuối tháng 6 chỉ tăng 1,38% so với cuối tháng 12 năm 2013 và tăng 4,98% so với cùng kỳ năm ngoái. Đây đều là những mức tăng thấp nhất trong vòng 8 năm trở lại đây.

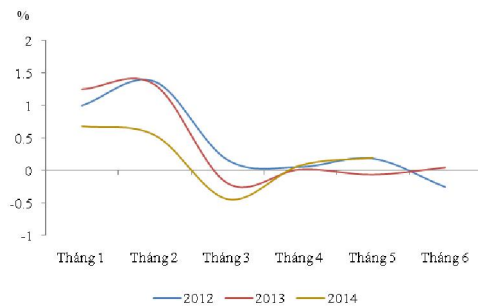
Trên thực tế, quý II luôn là thời điểm “trũng nhất” của diễn biến lạm phát các năm gần đây. So sánh mức tăng CPI của tháng 4, tháng 5 và tháng 6 năm nay với mức tăng cùng kỳ năm 2012 và năm 2013 (là hai năm có bối cảnh kinh tế tương đối giống năm 2014) thì thấy mức tăng thấp như ba tháng vừa qua không có gì là bất thường. Điểm mấu chốt khiến lạm phát sáu tháng đầu năm nay có mức tăng thấp hơn hẳn là do giá cả trong tháng Một và tháng Hai (tháng có Tết Nguyên Đán) đã được kiểm soát ở mức rất tốt (tổng mức tăng CPI hai tháng đầu năm 2014 chỉ là 1,24% so với mức 2,57% năm 2013 và 2,37% năm 2012). Trong đó, với mức tăng tương đối thấp vào thời điểm Tết Nguyên Đán (tăng 0,77% trong tháng 1 và 1,15% trong tháng 2), nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống đã đóng vai trò chính giữ cho lạm phát chưa thể thoát khỏi xu hướng đi ngang ở mức thấp.

#### Sẽ tăng đột biến do nhóm hàng y tế và giáo dục?

Mặc dù xét về cung-cầu các mặt hàng cơ bản, lạm phát trong ngắn hạn sẽ không chịu nhiều sức ép, tuy vậy chỉ số CPI sẽ có thời điểm tăng cao đột biến do tác động của việc điều chỉnh giá nhóm hàng y tế và giáo dục. Kể từ năm 2012 trở lại đây, giá hai nhóm hàng này luôn tăng cao bất thường vào tháng 8 và tháng 9 khi các tỉnh thành,



Mức tăng CPI theo tháng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

địa phương điều chỉnh giá theo lộ trình tăng đã được Chính phủ phê duyệt.

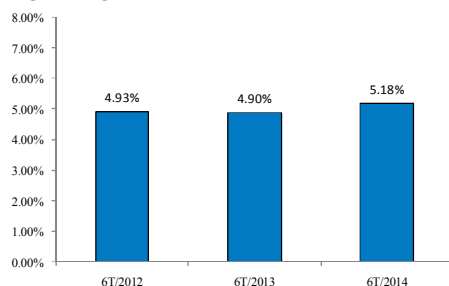
Đối với nhóm hàng y tế, Tp.HCM đã có quyết định điều chỉnh khiến giá nhóm hàng này tăng 0,74% trong tháng 6 nhưng lộ trình tiếp tục tăng giá nhiều khả năng sẽ tiếp tục được áp dụng tại Hà Nội trong thời gian tới.

Đối với nhóm hàng giáo dục, theo lộ trình điều chỉnh học phí của Bộ Giáo dục và Đào tạo, trong năm học 2014-2015, học phí các cấp học phổ thông, cao đẳng đại học và trường dạy nghề sẽ được điều chỉnh tăng thêm khoảng 10-15%. Điều này cũng có thể khiến giá cả nhóm hàng giáo dục tăng mạnh vào tháng 9 (thời điểm bắt đầu năm học mới). Với tỷ trọng khoảng 5,7% trong rổ tính CPI, dự kiến nếu loại trừ tác động của các nhóm hàng khác thì chỉ riêng nhóm hàng giáo dục sẽ khiến chỉ số giá tiêu dùng trong tháng Chín có thể tăng thêm khoảng 0,6-0,8% so với tháng Tám.

Về cơ bản, nhiều khả năng diễn biến lạm phát trong năm nay sẽ giống với năm 2013 khi giá cả các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu có mức tăng thấp trong khi nhóm hàng y tế và giáo dục sẽ khiến CPI một vài tháng có mức tăng cao đột biến. Tuy nhiên, xét tổng thể, sẽ không có nhiều rủi ro đối với chỉ số CPI trong năm 2014. BVSC dự báo lạm phát cho cả năm nay nhiều khả năng sẽ ở mức từ 5-5,5%.

## Tăng trưởng GDP: còn cách đích xa

Tăng trưởng GDP



Nguồn: GSO, BVSC

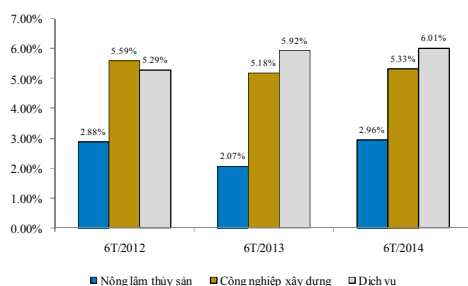
### Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm đạt mức 5,18%

Tăng trưởng GDP trong sáu tháng đầu năm nay đạt mức 5,18%, trong đó GDP riêng trong quý II tăng 5,25%, cao hơn không nhiều cho với mức tăng 5,09% của quý I. So với hai năm trở lại đây thì mức tăng 5,18% như trên cũng đã có sự cải thiện (GDP trong 6 tháng đầu năm năm 2012 và năm 2013 chỉ tăng lần lượt ở mức 4,93% và 4,9%) tuy nhiên mức độ khởi sắc là không nhiều, phản ánh đà hồi phục chậm của nền kinh tế kéo dài suốt từ năm 2012 cho đến nay.

### Lĩnh vực dịch vụ đóng vai trò đầu tàu

Nổi bật trong tăng trưởng GDP hai quý đầu năm là sự đóng góp của khu vực dịch vụ (tăng tới 6,01%) với các lĩnh vực chiếm tỷ trọng lớn như bán buôn bán lẻ (tăng 5,78% so với cùng kỳ, chiếm 13,39% GDP); kinh doanh bất động sản (tăng 2,65% yoy, chiếm 5,82% GDP); dịch vụ lưu trú và ăn uống (tăng 8,5% yoy, chiếm 4,13% GDP); tài chính ngân hàng bảo hiểm (tăng 5,51% yoy, chiếm 4,06% GDP). Đặc biệt, khu vực dịch vụ cũng là khu vực duy nhất duy trì được đà tăng trưởng liên tiếp trong ba năm trở lại đây cho dù mức độ tăng của 6 tháng đầu năm nay đã có phần chậm lại. Với tỷ trọng trong GDP lớn (hiện là 43,6%), chỉ riêng khu vực dịch vụ đã đóng góp gần một nửa vào tăng trưởng GDP trong sáu tháng đầu năm.

Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO, BVSC

Hai khu vực còn lại là công nghiệp- xây dựng và nông- lâm- thủy sản cũng đang dần lấy lại đà tăng trưởng. Đáng chú ý, sự cải thiện của khu vực nông- lâm- thủy sản là khá ấn tượng với tốc độ tăng đạt 2,96%, cao hơn hẳn mức 2,07% của cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, khu vực công nghiệp- xây dựng có mức độ khởi sắc khiêm tốn hơn, đạt mức tăng 5,33% so với mức 5,18% của cùng kỳ năm 2013. Động lực chính của khu vực công nghiệp và xây dựng là ngành chế biến chế tạo đang có xu hướng tăng trưởng khá nhanh và ổn định trong ba năm gần đây (6 tháng đầu năm năm 2012 tăng 5,71%; 6 tháng đầu năm 2013 tăng 5,83%; 6 tháng đầu năm 2014 tăng 7,89%). Diễn biến này chủ yếu xuất phát từ nhu cầu của các thị trường bên ngoài đối với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam khá tích cực vì đa phần ngành công nghiệp chế

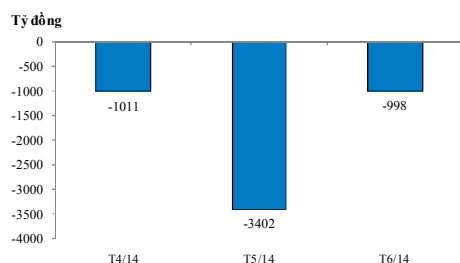
biến chế tạo gắn liền với hoạt động xuất khẩu các mặt hàng điện tử, may mặc, da giày, gỗ...

### **Mục tiêu tăng trưởng 5,8% khó hoàn thành**

Trong cuộc họp thường kỳ mới nhất, Chính phủ cho biết sẽ không điều chỉnh các chỉ tiêu, mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội được đề ra cho năm 2014. Điều này đồng nghĩa với việc giữ nguyên mục tiêu tăng trưởng GDP trong năm nay ở mức 5,8%. Cho dù xu hướng cải thiện qua từng quý là khá chắc chắn do quý III và quý IV là thời điểm cao điểm về sản xuất kinh doanh nhưng để đạt mức tăng trưởng 5,8% cho cả năm thì GDP trong sáu tháng cuối năm sẽ phải đạt mức tăng trên 6%. Chúng tôi cho rằng đây là một thử thách không dễ cho Việt Nam, nhất là trong bối cảnh những căng thẳng từ xung đột biển Đông sẽ dần cho thấy tác động rõ nét hơn đến nền kinh tế trong nửa cuối năm nay. Ngoài ra, nhìn vào các cấu thành của GDP là tiêu dùng hộ gia đình, tổng vốn đầu tư toàn xã hội, chi tiêu Chính phủ và xuất nhập khẩu ròng thì cũng không có nhiều cơ hội để GDP có thể bứt phá mạnh mẽ. Chúng tôi dự báo GDP trong cả năm nay nhiều khả năng sẽ chỉ tăng trưởng quanh mức 5,5%.

### **Thị trường tiền tệ: thanh khoản hệ thống ngân hàng vẫn được đảm bảo sau sự kiện biển Đông**

#### **Thị trường OMO**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

#### **Thị trường OMO**

Trong quý II, NHNN đã hút ròng tổng cộng khoảng 5.411 tỷ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở, giảm mạnh so với mức hút ròng 35.000 tỷ đồng trong quý I. Sau sự kiện biển Đông, thanh khoản của hệ thống ngân hàng cũng có một vài tuần xáo trộn (từ 12/05 đến 23/05/2014) khiến nhu cầu vay mượn qua kênh OMO tăng nhưng ngay sau đó tình hình đã sớm bình ổn trở lại. NHNN đã thực hiện hút ròng trong cả ba tháng của quý II với mức hút ròng mạnh nhất thuộc về tháng 5 (hơn 3.000 tỷ đồng). Nhìn chung, hoạt động trên thị trường OMO tiếp tục xu hướng trầm lắng kể từ đầu năm cho đến nay do thanh khoản dồi dào đã giúp các ngân hàng không có nhiều nhu cầu vay mượn qua kênh này.

#### **Thị trường liên ngân hàng**

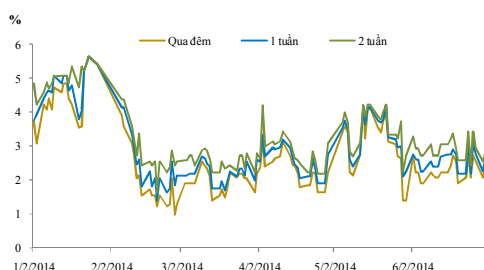
Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tiếp tục xu hướng đi xuống trong quý II, trung bình chỉ còn 2,57%/năm cho kỳ hạn qua đêm; 2,82%/năm cho kỳ hạn một tuần và 3,11%/năm cho kỳ hạn hai tuần (lần lượt so với mức 2,8%/năm; 3%/năm và 3,5%/năm trong quý I). Cũng giống như thị trường OMO, căng thẳng chính trị xung quanh biển Đông cũng đã có lúc khiến lãi suất liên ngân hàng có mức tăng đột biến (lên mức hơn 4%) vào thời điểm giữa tháng 5 nhưng nhờ hoạt động điều tiết bơm ròng vốn qua kênh OMO và kênh tín phiếu của NHNN, thanh khoản các ngân hàng đã sớm ổn định trở lại, đẩy mặt bằng lãi suất liên ngân hàng giảm trở lại.

Theo dự báo của chúng tôi, với diễn biến tăng trưởng tín dụng còn khó khăn như hiện nay (6 tháng tăng 3,52%) trong khi nguồn vốn huy động vẫn ổn định, vượt mức tăng trưởng tín dụng thì thanh khoản hệ thống ngân hàng nhiều khả năng sẽ vẫn ở trạng thái tích cực trong 6 tháng cuối năm. Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng vì thế cũng sẽ duy trì ở mức thấp như hai quý đầu năm.

#### **Hoạt động phát hành tín phiếu**

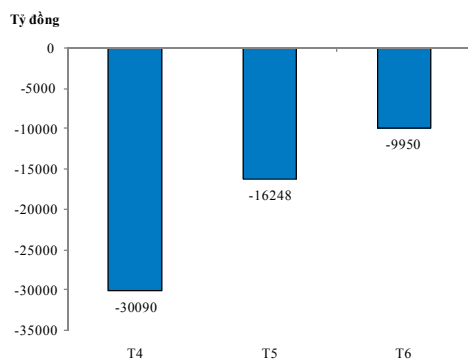
Ngoài việc hút ròng qua OMO, kênh tín phiếu cũng được NHNN tiếp tục sử dụng trong quý II nhằm điều tiết thanh khoản hệ thống. Thống kê cho thấy đã có 214.716

#### **Lãi suất liên ngân hàng**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

### Hoạt động hút ròng vốn về qua kênh tín phiếu



Nguồn: Bloomberg, BVSC

tỷ đồng tín phiếu được NHNN phát hành mới trong quý II, thấp hơn mức 244.814 tỷ đồng tín phiếu phát hành mới trong quý I. Tính chung 6 tháng đầu năm, chỉ riêng kênh tín phiếu đã giúp NHNN hút ròng về hơn 174.000 tỷ đồng từ hệ thống ngân hàng thương mại. Kỳ hạn phát hành tín phiếu chủ yếu là các kỳ hạn ngắn (dưới 91 ngày); lãi suất phát hành tín phiếu cũng ở mức khá thấp (2,5-3%/năm cho kỳ hạn 28 ngày; 3-3,3%/năm cho kỳ hạn 56 ngày và 3,85 - 4,2%/năm cho kỳ hạn 91 ngày) nhưng kênh tín phiếu vẫn thu hút sự quan tâm lớn của các ngân hàng. Điều này là biểu hiện cho thấy sự dồi dào thanh khoản của các ngân hàng trong 6 tháng đầu năm.

Ngoài kênh tín phiếu, để giải quyết bài toán đầu ra cho nguồn vốn, các ngân hàng tiếp tục tìm đến kênh trái phiếu Chính phủ (TPCP). Các ngân hàng đã mua vào 39.035 tỷ đồng TPCP trong quý II, thấp hơn khá nhiều so với mức 68.475 tỷ đồng trong quý I. Như vậy là trong 6 tháng đầu năm, tổng lượng trái phiếu bán ra ước đạt 109.510 tỷ đồng, bằng 52% tổng lượng trái phiếu Chính phủ dự kiến phát hành trong năm nay. Lợi suất TPCP các kỳ hạn 2 năm, 3 năm, 5 năm trong quý II đều có xu hướng giảm (khoảng 0,5%) so với quý I. Mặc dù mức sinh lời đã không còn nhiều như trước nhưng kênh TPCP vẫn còn sức hấp dẫn nhất định đối với các NHTM trong bối cảnh thanh khoản dư thừa và tăng trưởng tín dụng ở mức thấp.

### Thị trường ngoại hối: tăng tỷ giá thêm 1%

#### Sức ép khuếch đại sau sự kiện biển Đông

Sau ba tháng đầu năm hầu như không có nhiều biến động, tỷ giá bắt đầu xu hướng tăng khá vững chắc kể từ ngày 14/05/2014 với mức độ tăng được tích lũy dần qua từng phiên. Biên độ tăng trung bình khoảng 15 đồng/USD mỗi phiên, trong đó có những phiên tăng đột biến với biên độ lớn nhất khoảng 50 đồng/USD. Có hai nguyên nhân chính khiến tỷ giá có những chuyển động mới trong quý II.

*Thứ nhất*, căng thẳng chính trị tại biển Đông khiến tâm lý bất ổn gia tăng. Các ngân hàng co về trạng thái phòng thủ thanh khoản trong khi người dân có xu hướng tìm đến các kênh trú ẩn an toàn như vàng và ngoại tệ. Sự chuyển hướng của “dòng tiền thông minh” trong thực tế có thể không quá lớn, bằng chứng là tiền gửi huy động tiết kiệm tính đến cuối tháng 5 vẫn tăng 4,2% so với cuối năm 2013 (cao hơn 1% so với mức tăng trưởng 3,09% vào thời điểm cuối tháng 4) nhưng sự khuếch tán của yếu tố tâm lý cùng sự bất cân xứng trong việc tiếp cận thông tin đã tạo điều kiện để dòng tiền đầu cơ tạo sóng trên thị trường ngoại hối.

*Thứ hai*, kỳ vọng giảm giá VND trong toàn xã hội ở mức khá lớn. Kể từ lần giảm giá VND gần nhất (tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1% ngày 27/06/2013) thì đã gần tròn 1 năm tỷ giá hầu như đứng yên, không có biến động nào đáng kể. Thêm vào đó, trong thông điệp đầu năm, Thống đốc Nguyễn Văn Bình cũng đề cập đến khả năng tiếp tục giảm giá VND trong năm 2014 nhưng biên độ giảm giá sẽ không quá 2%. Điều này càng làm tăng kỳ vọng của thị trường vào khả năng VND sẽ giảm giá vào thời điểm tháng 6 năm nay, tương đương với thời điểm của lần điều chỉnh trước.

#### Chính thức tăng tỷ giá thêm 1%

Vào cuối ngày 18/06/2014, NHNN đã có quyết định chính thức tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1%. Diễn biến thị trường ngoại hối sau quyết định của NHNN cho thấy rõ tính chất đầu cơ trước đó. Ghi nhận tại các NHTM cho thấy, tỷ giá chính thức sau điều chỉnh giao dịch phổ biến ở mức 21.310- 21.315 VND/USD, cao hơn khoảng 60-70 đồng so với trước khi điều chỉnh nhưng vẫn cách khá xa mức trần mới



tại 21.458 VND/USD. Tâm lý đầu cơ chờ NHNN giảm giá VND đã nhanh chóng được giải tỏa khi NHNN đáp ứng gần như trọn vẹn kỳ vọng của thị trường.

### Rủi ro từ tín dụng ngoại tệ

Sau khi kỳ vọng tăng tỷ giá đã được đáp ứng, cung-cầu thị trường ngoại hối trong ngắn hạn nhiều khả năng sẽ có diễn biến theo chiều hướng thuận lợi cho nguồn cung. Cụ thể, cung ngoại tệ sẽ dồi dào hơn khi người dân và các doanh nghiệp xuất khẩu có nguồn thu bằng USD sẽ đẩy mạnh bán ra sau một thời gian găm giữ chờ tỷ giá tăng.

Tuy vậy, ở một góc độ khác, hệ quả của quyết định điều chỉnh tỷ giá vừa qua có thể sẽ gây ra áp lực cho thanh khoản ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng các tháng sắp tới. Các số liệu mới nhất cho thấy tính đến ngày 12/06/2014, tín dụng ngoại tệ đã tăng gần 10% so với cuối năm 2013, tăng gần 3% so với mức tăng 7,2% vào thời điểm cuối tháng 4. Trong khi đó, huy động tiền gửi ngoại tệ tính đến giữa tháng 6 lại giảm hơn 4% so với cuối năm ngoái. Do khả năng NHNN giảm giá tiếp VND trong ngắn hạn không còn nhiều nên các doanh nghiệp đáp ứng đủ điều kiện có thể sẽ đẩy mạnh hoạt động vay ngoại tệ trong thời gian tới nhằm hưởng mức lãi suất cho vay thấp (khoảng 4-7%) trong khi không phải lo ngại về rủi ro tỷ giá. Ở chiều ngược lại, huy động tiền gửi ngoại tệ có thể sẽ có sự sụt giảm do người dân và doanh nghiệp đẩy mạnh bán USD đổi lấy tiền đồng nhằm hưởng lãi suất tiết kiệm cao hơn khi không còn tâm lý đầu cơ găm giữ. Như vậy, xu hướng ngược chiều giữa huy động và cho vay bằng USD nhiều khả năng sẽ ngày càng mở rộng, tạo áp lực lên thanh khoản ngoại tệ toàn hệ thống.

### Kết luận

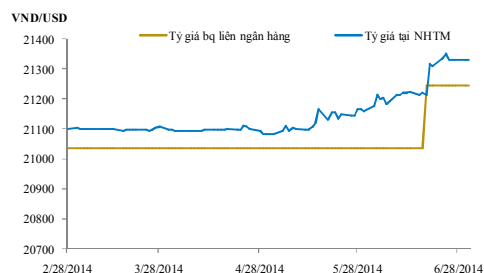
Nền kinh tế trong quý II đang cho những dấu hiệu hồi phục vững chắc hơn ở cả khía cạnh tổng cung và tổng cầu. Trong đó, chỉ số PMI duy trì trên ngưỡng 50 điểm tháng thứ mười liên tiếp là một tín hiệu tích cực nổi bật. Ngoài ra, tiêu dùng hộ gia đình tăng khá ổn định, tín dụng đang bắt đầu tạo sự bứt phá và giải ngân vốn từ NSNN đạt mức khá cũng là những tín hiệu đáng ghi nhận. Tăng trưởng GDP vẫn chủ yếu dựa vào khu vực dịch vụ nhưng khu vực nông-lâm- ngư nghiệp và công nghiệp-xây dựng cũng đang dần lấy lại đà hồi phục.

Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý II tiếp tục đà tăng thấp, đưa lạm phát YoY xuống mức thấp nhất trong vòng 8 năm trở lại đây. Điều này là hệ quả của sức cầu nội địa yếu. Dự kiến chỉ số CPI có thể sẽ có mức tăng đột biến vào tháng 9 tới đây khi có sự điều chỉnh giá nhóm hàng giáo dục theo lộ trình.

Xung đột chính trị xung quanh vấn đề biển Đông cũng đã có tác động nhất định tới thị trường tài chính Việt Nam tại một số thời điểm, đặc biệt trên khía cạnh thanh khoản ngân hàng và thị trường ngoại hối. Sự kiện này cũng đã phần nào tạo ra sức ép, khiến NHNN phải ban hành quyết định điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1% ngày 18/06 vừa qua. Ngay sau quyết định này, tâm lý đầu cơ đã được giải tỏa, giúp thị trường ngoại hối nhanh chóng bình ổn trở lại.

Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có thêm nhiều giải pháp nhằm đẩy mạnh vốn ra nền kinh tế. Trong đó, các giải pháp giải quyết nợ xấu cần được thực hiện quyết liệt và hiệu quả hơn. Nếu điều kiện thuận lợi, mặt bằng lãi suất được kỳ vọng sẽ có thể giảm thêm khoảng 0,5-1%. Bên cạnh đó, cần tiếp tục tái cơ cấu khối DNNN và hỗ trợ nhiều hơn cho khối doanh nghiệp tư nhân, giúp tăng trưởng của Việt Nam giảm bớt sự phụ thuộc vào khối FDI.

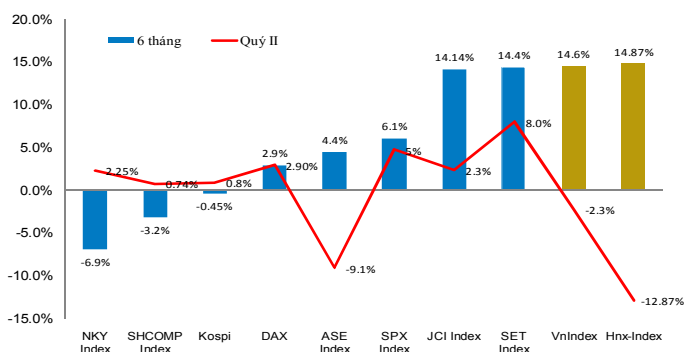
Tỷ giá



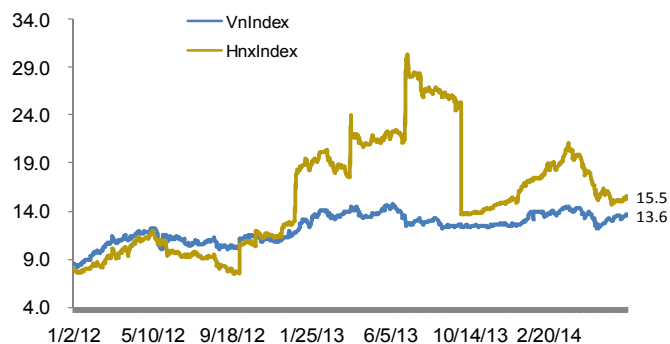
Nguồn: Bloomberg, BVSC

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

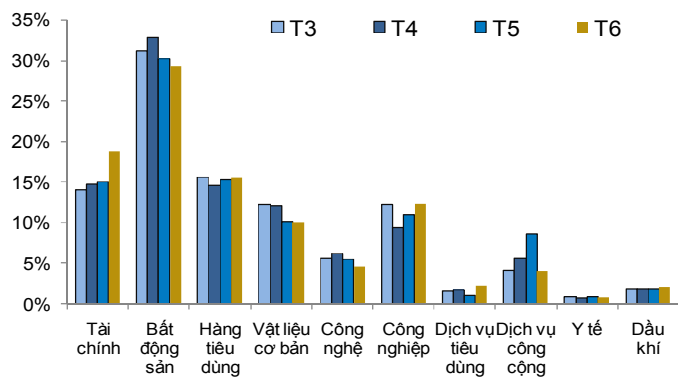
## Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



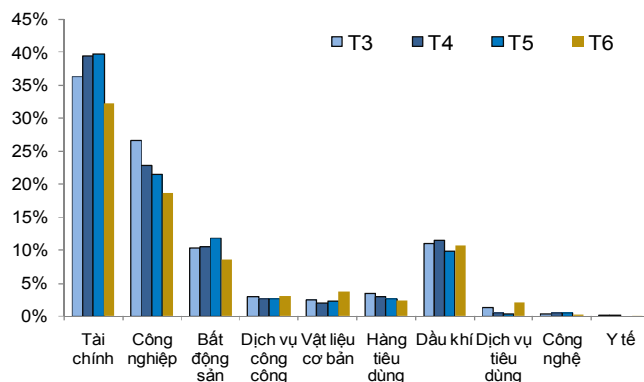
## P/E tại HSX và HNX



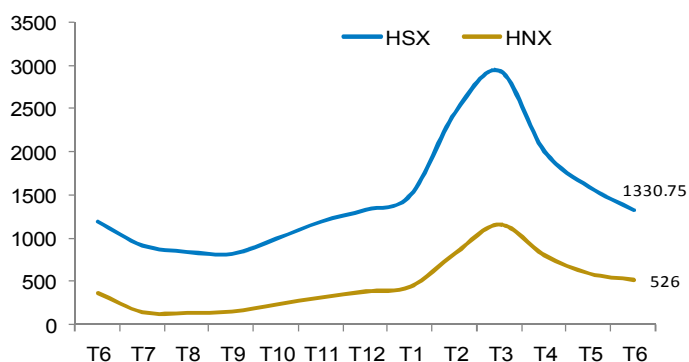
## Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



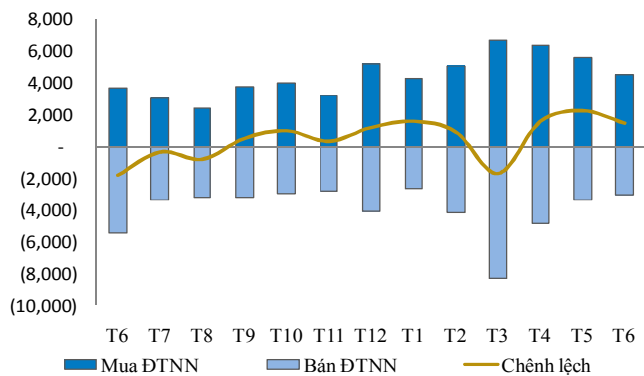
## Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



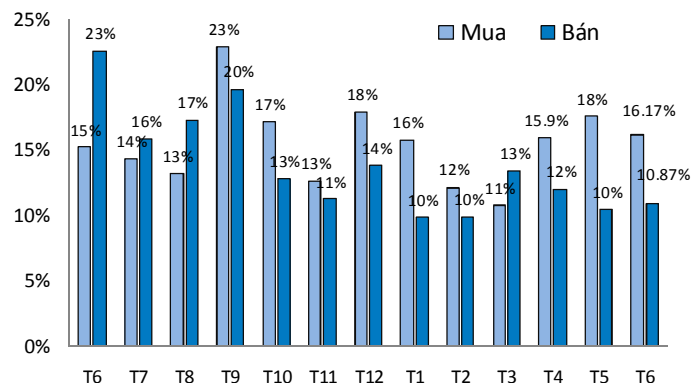
## Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



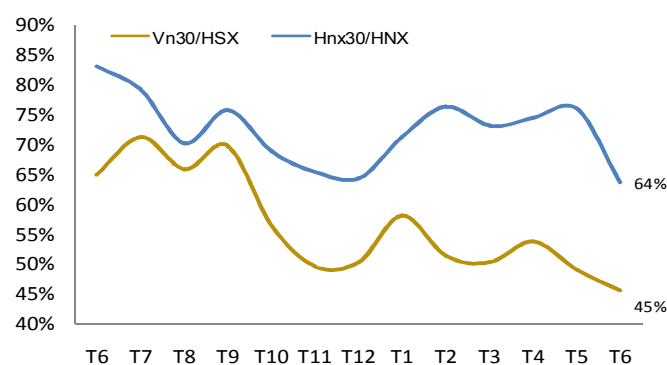
## Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX



## Tỷ trọng giá trị GD ĐTNN/giá trị GD toàn thị trường



## Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và Hnx30

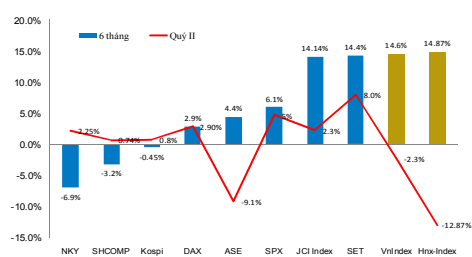


Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

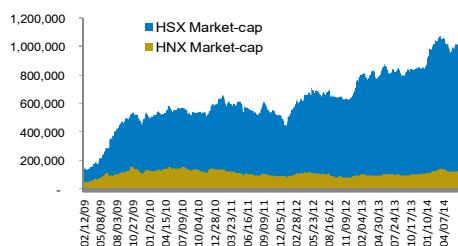
- Trong 6 tháng đầu năm, các chỉ số và thanh khoản diễn biến tích cực. Dù điều chỉnh giảm trong quý II, tuy nhiên VnIndex vẫn tăng 14,6%, còn HnxIndex tăng 14,8% kể từ đầu năm. Giá trị giao dịch trung bình phiên tại HSX trong 6 tháng qua tăng trên 90%, còn tại HNX tăng trên 300% so với trung bình phiên 6 tháng cuối năm 2013.
- Rủi ro của thị trường có thể đến từ những bước đi khó lường của Trung Quốc, một phần dòng tiền có thể chuyển hướng sang những đợt IPO doanh nghiệp lớn hay khả năng hai quỹ ETF rút vốn khi lãi suất tại Mỹ tăng trở lại.
- Tuy nhiên với sự ổn định của các chỉ số kinh tế vĩ mô, mặt bằng lãi suất thấp kênh chứng khoán vẫn sẽ hấp dẫn dòng vốn trong nước. Duy trì quan điểm như trong Báo cáo năm 2013, BVSC dự báo VnIndex sẽ nằm trong khoảng từ 590-630 ở thời điểm cuối 2014.

Trong sáu tháng qua, các chỉ số kinh tế vĩ mô tiếp tục được kiểm soát, mặt bằng như lạm phát, lãi suất về mức thấp, tỷ giá ổn định đây là bối cảnh thuận lợi để thị trường chứng khoán tăng trưởng. Tuy nhiên, việc xuất hiện thông tin bất lợi liên quan tới vụ việc giàn khoan HD 981, đã khiến tình trạng bán tháo xuất hiện ở một số phiên trong nửa đầu tháng 05. Khi VnIndex sụt giảm về vùng dưới 550 điểm, lực cầu từ phía nhà đầu tư nước ngoài đã tăng mạnh, ngăn chặn xu thế giảm, tạo đà phục hồi và giúp nhà đầu tư trong nước lấy lại niềm tin vào giá trị doanh nghiệp.

*Biến động một số thị trường kể từ đầu năm*

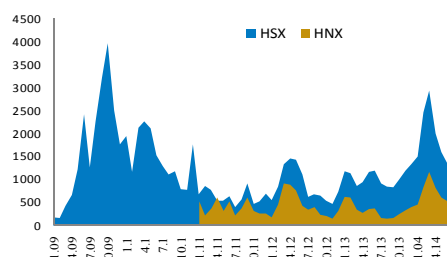


*Diễn biến vốn hóa 02 sàn*



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

*Giá trị giao dịch trung bình phiên theo tháng tại HSX*



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Mặc dù điều chỉnh giảm trong hai tháng 04 và 05 khiến cho quý II/2014 các chỉ số diễn biến không tích cực, VnIndex giảm 2,3%, còn HnxIndex giảm 12,8%. Tuy nhiên, nếu tính chung cả 6 tháng đầu năm, các chỉ số, thanh khoản và vốn hóa của thị trường vẫn có được xu hướng tích cực. Cụ thể, VnIndex tăng 14,6%, HnxIndex tăng 14,8% so với thời điểm cuối năm 2013. Thanh khoản trung bình phiên tại HSX trong 6 tháng đầu năm tăng trên 90%, còn tại HNX tăng trên 3 lần so với trung bình 6 tháng cuối năm 2013.

## 6 THÁNG ĐẦU NĂM, KỶ VỌNG CHÍNH SÁCH VÀ DÒNG VỐN NGOẠI

### Kỳ vọng vào chính sách giúp chỉ số, thanh khoản diễn biến tích cực

Với mức tăng trưởng khá, lần lượt tăng 14,6% và 14,8%, hai chỉ số VnIndex và HnxIndex nằm trong nhóm các chỉ số chứng khoán tăng trưởng mạnh kể từ đầu năm. Cụ thể, mức tăng của một số thị trường khác trong 06 tháng đầu năm như sau SET Index (Thái Lan) tăng 14,4%, JCI Index (Indonesia) tăng 14,14%, DAX (Đức) tăng 2,9%, Nikkei (Nhật bản) giảm 2,25%, hay Shanghai Composite (Trung Quốc) giảm 3,2%.

Đóng góp vào sự tăng trưởng của các chỉ số là nhờ diễn biến tích cực của các cổ phiếu vốn hóa lớn như GAS, FPT, HPG, tại HSX hay như PVS, SHB, KLS.. tại HNX. Chiếm tỷ trọng vốn hóa cao, kết quả kinh doanh ổn định, có tăng trưởng, nhóm cổ phiếu này đã giữ vai trò là điểm tựa giúp tạo lập xu hướng chính của thị trường. Bên cạnh đó, mức tăng trưởng của các blue chips này cũng tác động tích cực tới diễn biến của giá trị vốn hóa.

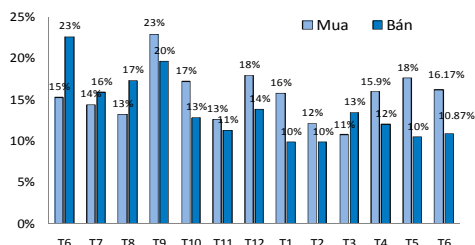
Các blue chips tăng điểm giúp giá trị vốn hóa hai sàn tăng mạnh. Tính đến 30/06, giá trị vốn hóa hai sàn đạt gần 55 tỷ USD, tăng 20,5% so với thời điểm cuối năm 2013 và đạt khoảng 40% GDP. Ngoại trừ việc niêm yết mới cổ phiếu BID, phần lớn giá trị vốn hóa tăng nhờ vào mức tăng giá của GAS.

Thanh khoản thị trường tăng tốc, ghi nhận phiên giao dịch với khối lượng lớn nhất trong lịch sử. Dù chưa đạt mức đỉnh cao như năm 2009, tuy nhiên 6 tháng qua, giá

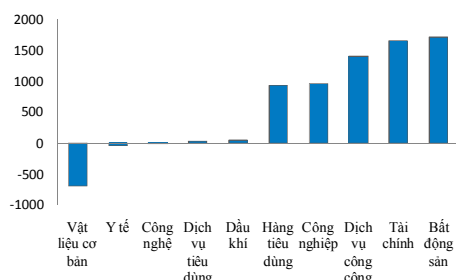
trị giao dịch hai sàn đã tăng mạnh so mức trung bình 6 tháng cuối năm 2013. Giá trị giao dịch trung bình phiên cả tại HSX trong 6 tháng qua đạt giá trị 1.972 tỷ, tăng 93% so với giá trị giao dịch trung bình phiên trong 06 tháng cuối năm 2013. Còn tại HNX, mức tăng thậm chí còn mạnh hơn, với thanh khoản gấp hơn 3 lần so với 6 tháng cuối năm 2013, đạt trên 730 tỷ.

### Nhà ĐTNN mua mạnh khi thị trường giảm sâu

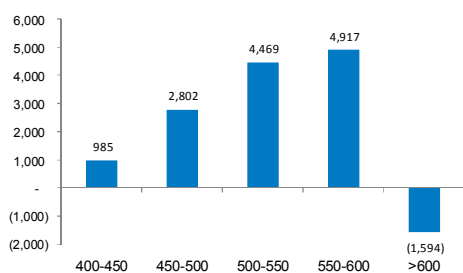
Tỷ trọng giá trị GD ĐTNN/giá trị GD toàn thị trường



Giá trị mua, bán ròng các ngành của nhà ĐTNN tại HSX trong 06 tháng đầu năm



Giá trị mua, bán của nhà ĐTNN từ 1/1/2013



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Trong 06 tháng đầu năm nay, khối ngoại đã mua ròng 6.012 tỷ, với giá trị mua chiếm 15% giá trị giao dịch tại HSX. Giá trị mua trong 06 tháng qua cơ hơn rất nhiều so với mức cùng kỳ năm 2013, khi giá trị mua ròng nửa đầu năm 2013 chỉ đạt 3.499 tỷ, với giá trị mua chiếm 18% giá trị giao dịch toàn thị trường.

Không chỉ mua ròng mạnh tại HSX, một số cổ phiếu niêm yết tại HNX cũng được khối ngoại quan tâm mua vào. Đó là các cổ phiếu như PVS, KLS, VND... Giai đoạn 06 tháng vừa qua, khối ngoại đã mua ròng 836 tỷ tại HNX, tăng gấp 3,3 lần so mức gần 249 tỷ của nửa cuối năm 2012.

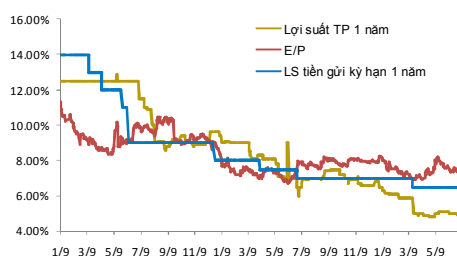
Hai quỹ ETF tiếp tục huy động được vốn, chiếm tỷ trọng cao trên tổng giá trị mua ròng của nhà ĐTNN. Trong những tháng đầu năm giá của hai quỹ ETF là DB X-Trackers FTSE Vietnam Index ETF và The Market Vector Vietnam ETF duy trì diễn biến tích cực và các quỹ này đã liên tục phát hành thành công chứng chỉ mới. Tổng giá trị mua ròng của hai quỹ này đạt khoảng 3.000 tỷ, chiếm xấp xỉ 40% trên tổng giá trị mua ròng của khối ngoại. Với tổng giá trị NAV trên 900tr USD, tập trung sở hữu chủ yếu ở các cổ phiếu vốn hóa lớn, mức độ ảnh hưởng của hai quỹ này tới các chỉ số ngày càng lớn. Điểm đáng lo ngại về áp lực bán ròng sẽ xảy ra khi lãi suất tại Mỹ tăng trở lại, mức độ hấp dẫn của cổ phiếu của các thị trường mới nổi sẽ giảm bớt.

Thống kê kể từ đầu năm 2013 có thể nhận thấy giá trị mua ròng của khối ngoại đã chấp nhận mua vào ở vùng giá cao hơn so với các năm trước. Khối ngoại vẫn thực hiện mua mạnh ở các vùng VnIndex trên 550 điểm. Tuy nhiên, khi VnIndex trên 600 điểm, khối ngoại đã đẩy mạnh bán ra. Việc bán ra được thực hiện ngay ở các quỹ ETF, dù các quỹ này vẫn trong xu hướng hút được thêm vốn mới. Cụ thể, ở vùng điểm trên 600, khối ngoại đã bán ròng với giá trị trên 1.500 tỷ. Khi các doanh nghiệp chưa có tăng trưởng bất phá về kết quả kinh doanh để tạo mặt bằng mới cao hơn mặt bằng hiện tại, chúng tôi cho rằng động thái này còn có thể tiếp diễn trong thời gian tới.

## 6 THÁNG CUỐI NĂM, ĐÀ TĂNG PHỤ THUỘC VÀO

### Lãi suất thấp tiếp tục tạo lợi thế cho kênh chứng khoán

Diễn biến lợi suất trái phiếu, E/P tại HSX và LS tiền gửi kỳ hạn 1 năm



Trong 6 tháng cuối năm, mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp điều này giúp kênh chứng khoán tiếp tục duy trì là vị trí hấp dẫn. Dựa trên mặt bằng lãi suất thấp, doanh nghiệp được hưởng lợi, chi phí vốn nhà đầu tư giảm, kênh chứng khoán còn tăng sức cạnh tranh với kênh gửi tiết kiệm, trái phiếu có thể kích thích nhu cầu đầu tư của nhà đầu tư trong nước khiến dòng vốn nội sẽ dần chiếm ưu thế. Nếu so lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm, lợi suất trái phiếu và chỉ số E/P của thị trường chứng khoán, thì chỉ số E/P của thị trường chứng khoán vẫn cho thấy mức độ hấp dẫn trong ngắn hạn. Đây vẫn là giai đoạn thích hợp để dòng vốn đầu tư trong nước quan tâm tới kênh chứng khoán, điều này có thể khiến dòng vốn nội chiếm ưu thế và có vai trò quan trọng hơn

Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

trong việc xác lập xu hướng thị trường.

Tuy nhiên, dù có được lợi thế so với các kênh đầu tư khác, thị trường niêm yết lại phải chịu sự cạnh tranh từ những đợt IPO, bán phần vốn nhà nước sắp tới. Lượng bán ra theo kế hoạch khá lớn sẽ là thách thức không nhỏ đối với quy mô dòng tiền như hiện nay.

### Ra mắt quỹ ETF trong nước

Đầu tháng 07, quỹ ETF nội đầu tiên đã được ra mắt, thời gian IPO dự kiến từ ngày 21/7 đến ngày 14/8/2014. Sau khi hoàn tất giai đoạn IPO, Quỹ ETF nội đầu tiên sẽ được niêm yết trên sàn giao dịch TP HCM. Việc xuất hiện và huy động vốn của quỹ ETF nội, đầu tư mô phỏng theo Vn30 sẽ tạo thêm sản phẩm, sự lựa chọn cho nhà đầu tư. Thời gian đầu, quy mô quỹ có thể chưa lớn, tuy nhiên với ưu thế của loại hình quỹ ETF, chúng tôi cho rằng đây sẽ là kênh huy động và quản lý vốn thích hợp.

Các cổ phiếu blue chips có vốn hóa lớn trên thị trường. Việc cho phép thành lập các quỹ ETF ở Việt Nam sẽ khiến dòng vốn của các quỹ này, cũng các quỹ ETF nước ngoài đang tồn tại có thể phải cạnh tranh để có thể sở hữu các blue chips trên sàn. Bên cạnh nhóm các cổ phiếu vốn hóa lớn, không loại trừ dòng vốn ETF còn hướng đến việc đầu tư nhóm các cổ phiếu theo chỉ số ngành, đặc biệt là các ngành có tỷ trọng vốn hóa lớn đang niêm yết như: ngân hàng, bất động sản, hay dầu khí.

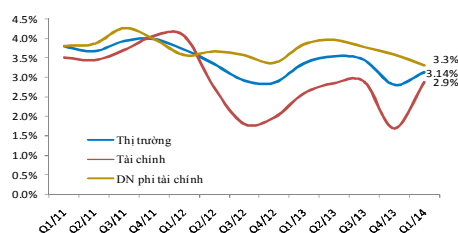
### Kết quả kinh doanh phụ thuộc vào cải thiện của cầu đầu ra

*Lợi nhuận cải thiện so với quý trước và cùng kỳ năm 2013.* Thống kê kết quả kinh doanh quý I/2014 của hơn 600 doanh nghiệp niêm yết, chiếm trên 98% vốn hóa thị trường, chúng tôi nhận thấy tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp tăng 13,4% so với quý trước và tăng 8,5% so với cùng kỳ. Trong đó, lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất đã giảm nhẹ, với mức giảm 4,5% so với quý I/2013 và 5% so với quý IV/2013. Dấu hiệu tích cực hơn đến từ nhóm các doanh nghiệp tài chính, lợi nhuận của các doanh nghiệp này đã tăng 73% so với quý trước, và 43% so với cùng kỳ năm 2013. Cùng với mức diễn biến thuận lợi của tổng lợi nhuận, ROE thị trường cũng có cải thiện so với quý IV/2013, khi tăng từ mức 2,8% lên mức 3,1%.

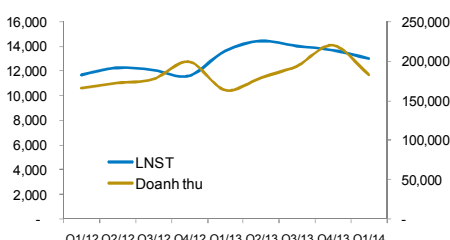
*Doanh thu giảm, hàng tồn kho tăng trở lại trong bối cảnh sức cầu yếu là thách thức lớn với triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất.* Trong quý I/2014, dù tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết cải thiện so với cùng kỳ và quý trước, tuy nhiên lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp sản xuất lại sụt giảm. Đi cùng với diễn biến bất lợi của lợi nhuận, doanh thu giảm và hàng tồn kho đã tăng trở lại khiến triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp sản xuất báo hiệu nhiều khó khăn trong các quý tới. Cụ thể, doanh thu quý I/2014 của các doanh nghiệp phi sản xuất đã giảm 12% so với quý trước.

Đối với hàng tồn kho, sau hai quý giảm liên tiếp trước đó, quý I/2014 hàng tồn kho đã tăng trở lại với mức tăng 1,98% so với cùng kỳ năm 2013, và 2,34% so với cuối năm 2014. Nhiều nhóm cổ phiếu có giá trị hàng tồn kho tăng như nhóm ngành hàng tiêu dùng, ngành bất động sản, ngành công nghiệp. Trong đó, giá trị hàng tồn kho của cổ phiếu bất động sản ở mức 78,9 ngàn tỷ tăng 2,6% so với quý trước, còn giá trị tồn kho của cổ phiếu hàng tiêu dùng đã tăng 9,9% lên mức 30,6 ngàn tỷ. Ở chiều ngược lại, đáng chú ý giá trị hàng tồn kho của nhóm cổ phiếu vật liệu cơ bản, dầu khí đã giảm nhẹ. Trong bối cảnh cầu đầu ra yếu, doanh thu tăng trưởng chậm hàng tồn kho tăng lên sẽ khiến doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn hơn trong hoạt động sản

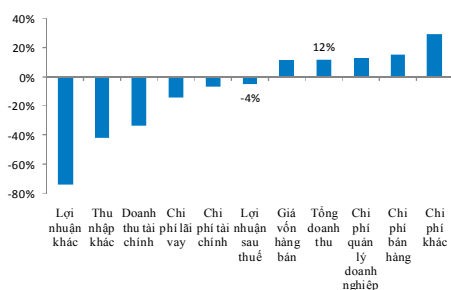
### ROE thị trường



### Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp phi tài chính niêm yết



### Biến động một số chỉ tiêu tài chính



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

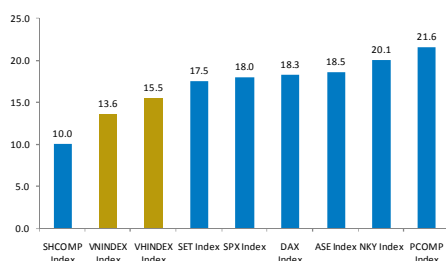


xuất kinh doanh.

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

*Thông tin chiếm ưu thế và thu hút được nhiều nhà đầu tư trong nước là diễn biến liên quan tới vụ việc Trung Quốc hạ đặt giàn khoan HD981 tại thềm lục địa Việt Nam. Vụ việc này còn có thể chỉ là điểm khởi đầu cho một chuỗi các hành động tiếp theo của Trung Quốc trên biển động, bối cảnh này khiến dòng tiền lớn sẽ phải cân nhắc kỹ trước khi giải ngân mạnh vào thị trường, bởi các thông tin từ những sự kiện này thường bất ngờ và không khó có khả năng dự báo. Lo ngại hơn tình trạng căng thẳng hiện nay là việc Trung Quốc tạo sức ép trong các vấn đề kinh tế, thương mại. Nếu xuất hiện động thái này, một số ngành sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực, và tạo tâm lý không tốt cho nhà đầu tư trong nước, giảm kỳ vọng vào tăng trưởng của thị trường chứng khoán.*

*P/E một số thị trường*

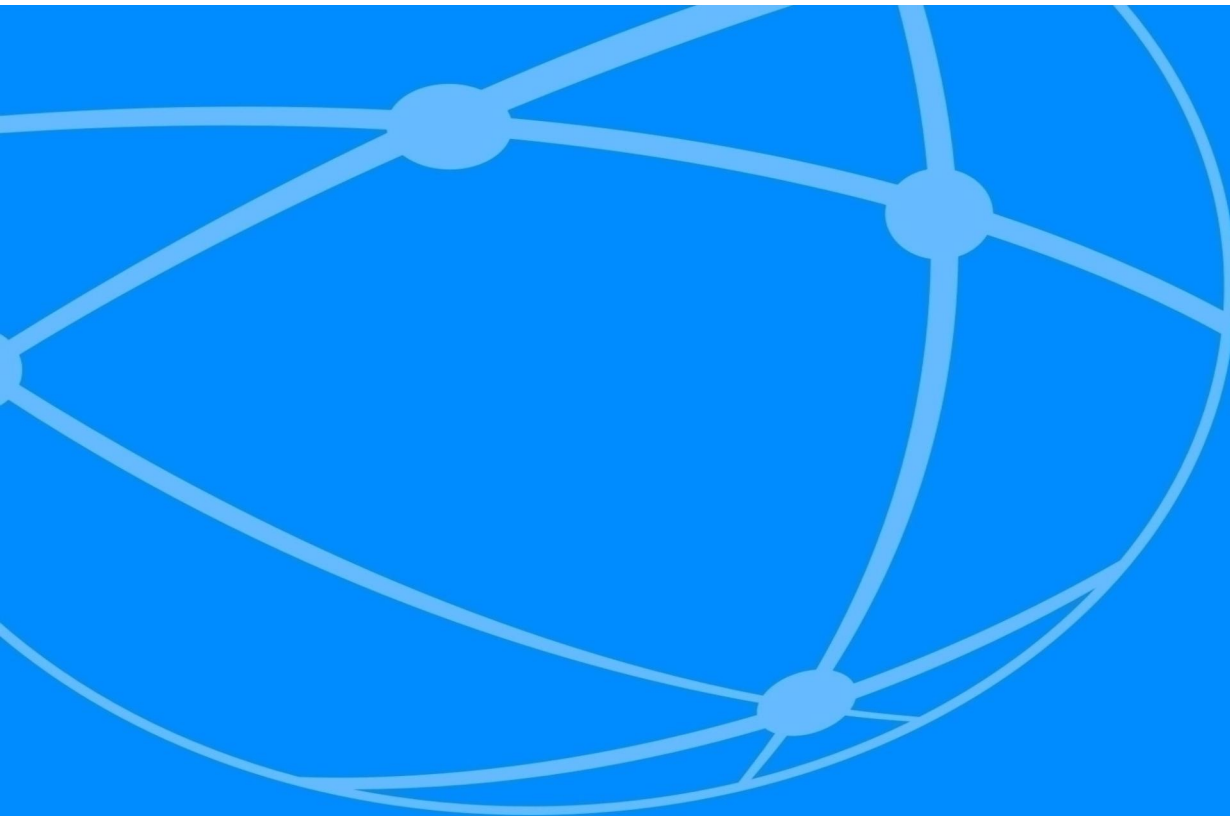


*Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC*

*P/E thị trường về mức hấp dẫn.* Tính đến ngày 30/06, P/E của của VnIndex và HnxIndex lần lượt ở mức 13,6 và 15,5, giảm khá nhiều so với thời điểm tháng 03, 04 do giá nhiều cổ phiếu giảm mạnh trong khi việc cập nhật kết quả kinh doanh quý I vẫn khá khả quan. So với các thị trường khác, mức P/E của Việt Nam đã trở về mức khá hấp dẫn và có khả năng thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư nước ngoài.

*Các luật được thông qua trong kỳ họp Quốc hội.* Trong chương trình của Quốc hội kỳ này, nhiều Dự thảo Luật được bàn thảo và đi đến quyết định như dự thảo Luật nhà ở, dự thảo Luật đầu tư mới. Với dự thảo Luật nhà ở, dự thảo đã mở rộng đối tượng và điều kiện được mua và sở hữu nhà ở tại Việt Nam của người Việt Nam định cư ở nước ngoài, tổ chức, cá nhân nước ngoài tại Việt Nam. Với dự thảo này, có thể kỳ vọng dòng tiền bổ sung vào thị trường Bất động sản, tạo cú hích giúp thị trường thoát khỏi tình trạng hiện nay và các doanh nghiệp bất động sản niêm yết sẽ có kết quả kinh doanh cải thiện trong thời gian tới.

Như vậy trong 6 tháng còn lại, thị trường sẽ chịu tác động từ các động thái của Trung Quốc liên quan tới vấn đề biển Đông, tuy nhiên nhờ bối cảnh chung vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố ổn định từ kinh tế vĩ mô, kết quả kinh doanh cải thiện của nhóm ngành tài chính, ngân hàng. ***Chúng tôi duy trì quan điểm như trong Báo cáo năm 2013, dự báo thời điểm cuối năm 2014 chỉ số VnIndex sẽ nằm trong khoảng từ 590-630 điểm.***



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

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

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

### **Phân tích vĩ mô:**

Trần Hải Yến

tranhaiyen@baoviet.com.vn

### **Chịu trách nhiệm nội dung:**

T.S Nguyễn Xuân Nam

nguyentuannam@baoviet.com.vn

### **Phân tích chiến lược thị trường**

1 Phạm Tiến Dũng

phamtien.dung@baoviet.com.vn