



THỊ TRƯỜNG CỦA NIỀM TIN

Kinh tế vĩ mô
Triển vọng của thị trường
Phân bổ tài sản đầu tư

07/05/2009

www.vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

TỔNG QUAN

Trong suốt các tuần vừa qua, nhà đầu tư đã chứng kiến các đợt tăng điểm của thị trường trên quy mô toàn cầu. Hầu hết các thị trường chứng khoán đều đã tăng điểm đáng kể. Dường như vào thời điểm đó, ý nghĩ về một nền kinh tế toàn cầu đang có vấn đề hầu như tan biến. Thị trường VN cũng không phải là ngoại lệ khi đã tăng trưởng hơn 45% trong thời gian này, mức tăng lớn nhất trong các tháng vừa qua.

Dù vậy, chúng tôi vẫn rất cẩn trọng về các đợt tăng điểm nhanh và mạnh này do không hề có bất cứ yếu tố cơ bản nào ủng hộ. Cũng phải thừa nhận là vào thời điểm đó các yếu tố định giá của thị trường khá thấp và tâm lý nhà đầu tư quá lạc quan. Tuy nhiên, thị trường còn quá nhiều yếu tố trở ngại như niềm tin vào thị trường chưa thật sự hồi phục, và thị trường vẫn còn quá nhiều biến động. Khi thị trường có nhiều bất tố bất an như hiện tại, nhà đầu tư cần phải đánh giá, so sánh giữa mục tiêu đầu tư và mức độ rủi ro chấp nhận được so với kỳ vọng hiện tại của thị trường để có thể tìm ra được chiến lược đầu tư tối ưu nhất cho mình.

Trong báo cáo lần này, chúng tôi đưa ra quan điểm của mình về tình hình kinh tế vĩ mô, kỳ vọng của thị trường vốn và các phương cách phân bổ tài sản.

Kinh tế

Các chỉ số trên toàn cầu cho thấy nhiều dấu hiệu mâu thuẫn nhau về khả năng thị trường đã chạm đáy. Chỉ số mức độ ngại rủi ro toàn cầu, dù đã giảm đi so với các tháng trước, vẫn còn quá cao so với các số liệu bình quân trước đây. Trong khi đó, nền kinh tế nước ta chỉ tăng trưởng 3.1% trong quý 01/2009, thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước. Dự báo hiện tại của chúng tôi về GDP trong năm 2009 là 4.6%. Con số này khá thấp do lượng FDI giải ngân có thể thấp hơn nhiều so với dự kiến, cũng như tốc độ tăng trưởng thấp của xuất khẩu. Dù vậy, chúng tôi đang kỳ vọng lĩnh vực nông nghiệp sẽ là vùng đệm tốt cho GDP, trong khi lĩnh vực xây dựng sẽ hồi phục so với năm 2008, còn chỉ số bán lẻ sẽ tiếp tục duy trì ở mức ổn định.

Triển vọng về thị trường vốn

Chúng tôi cho rằng năm 2009 là một năm khá bất bành đối với thị trường chứng khoán, tuy vậy cũng sẽ có một vài đợt tăng trưởng nhanh và bất thường. Lý do chính là do thị trường thiếu hụt các dữ kiện cơ bản và tâm lý nhà đầu tư bị ảnh hưởng quá nhiều bởi các thông tin gây sốc bên ngoài. Dự phóng của chúng tôi về mức sinh lời kỳ vọng cho thị trường chứng khoán trong năm nay là 32.65%. Xác suất chỉ số VN-Index vượt qua ngưỡng 400 chỉ đạt 18%. Xác suất thấp phản ánh mức độ dao động và đầy bất ổn trong nền kinh tế vĩ mô.

Phân bổ tài sản trong danh mục đầu tư

Vào thời điểm hiện tại, nhà đầu tư có nhiều lựa chọn khác nhau trong việc chọn đúng ngành và cổ phiếu phù hợp để đưa vào danh mục đầu tư. Do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên giảm tỷ trọng vào trái phiếu, thay vào đó tăng tỷ trọng đối với cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn khuyến khích nhà đầu tư nên nắm giữ một lượng tiền mặt nhất định và chờ đợi các thông tin khác chắc chắn hơn.

NỘI DUNG

TỔNG QUAN.....	ii
Danh sách các hình ảnh.....	iv
Danh sách các bảng biểu.....	v
YẾU TỐ RỦI RO VÀ TRIỂN VỌNG TOÀN CẦU.....	1
KINH TẾ VĨ MÔ QUÝ 1/2009: Thị trường đã chạm đáy và chuẩn bị cho chu kỳ tăng điểm?.....	3
GDP có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức 5%.....	3
Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng kinh tế: FDI và Xuất khẩu.....	5
Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ.....	7
(1) Chính sách nới lỏng tiền tệ.....	7
(a) Tác động đến lạm phát.....	9
(b) Tác động đến tỷ giá.....	9
(2) Chính sách tài khóa.....	10
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	12
Phục hồi tâm lý nhà đầu tư.....	12
Sự khởi sắc của dòng vốn nội.....	13
Như vậy, nhân tố nào ảnh hưởng đến thị trường	13
Nhận định kế hoạch năm 2009.....	14
THỊ TRƯỜNG ĐI VỀ ĐÂU?	15
Xác định đáy của thị trường.....	15
Xác suất VN-Index trên 400 điểm là bao nhiêu?	18
PHÂN BỐ TÀI SẢN TRONG DANH MỤC ĐẦU TƯ.....	19
Triển vọng về các loại tài sản và sự phân bổ các loại tài sản khác nhau trong danh mục.....	19
Chiến lược phân bổ danh mục đầu tư cổ phiếu theo chuẩn phân ngành của ICB	21
APPENDIX 1: Giá trị thặng dư.....	25
APPENDIX 2: Top 11 Cổ phiếu được ưa thích của VCSC.....	27

DANH SÁCH CÁC HÌNH ẢNH

Hình 1: Chỉ số Baltic Dry và các giai đoạn kinh tế Mỹ suy thoái	1
Hình 2: Chỉ số ISM và Thay đổi sản lượng sản xuất Công nghiệp	1
Hình 3: Các chỉ số tổng hợp dự báo trước của Mỹ và Châu Âu	2
Hình 4: Các chỉ số tổng hợp dự báo trước trong khu vực	2
Hình 5: TED Spread (Điểm phần trăm)	2
Hình 6: Chênh lệch tín dụng so với trái phiếu kỳ hạn 10 năm (%).....	2
Hình 7: Tốc độ tăng trưởng GDP và 3 lĩnh vực chính đóng góp vào GDP trong thời gian qua	4
Hình 8: Tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp (sv cùng kỳ).....	5
Hình 9: Tốc độ tăng trưởng của các lĩnh vực đóng góp vào giá trị sản xuất công nghiệp cả nước	5
Hình 10: Nguồn vốn FDI đổ vào các thị trường mới nổi và VN	6
Hình 11: Nguồn vốn FDI cam kết theo lĩnh vực, 2008.....	6
Hình 12: Tăng trưởng Tổng xuất khẩu và Xuất khẩu loại trừ dầu và vàng	7
Hình 13: Giá trị vàng xuất khẩu (triệu USD).....	7
Hình 14: Diễn biến của lãi suất (%).....	8
Hình 15: Thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc (%).....	8
Hình 16: CPI (so với tháng trước).....	9
Hình 17: CPI (so với cùng kỳ) và diễn biến của Lãi suất (%).....	9
Hình 18: Tốc độ trượt giá của đồng VND và đồng nội tệ các nước trong khu vực	10
Hình 19: Diễn biến của tỷ giá VND/USD	10
Hình 20: Cơ cấu nguồn thu ngân sách	11
Hình 21: Tổng vốn đầu tư toàn xã hội (% GDP).....	11
Hình 22: Khối lượng và giá trị giao dịch bình quân trên HOSE	13
Hình 23: Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (% giao dịch toàn thị trường).....	13
Hình 24: Tương quan giữa các chỉ số thị trường	14
Hình 25: P/B Tổng hợp của HOSE and HASTC	17
Hình 26: Lợi tức cổ phiếu so với Lãi suất (%).....	17
Hình 27: Chỉ số tâm lý thị trường	17
Hình 28: Mức độ biến động của VN-Index theo 30 ngày	17
Hình 29: Mô phỏng Monte Carlo của VN-Index	19
Hình 30: Phân phối xác suất đối với giá trị của VN Index sau 1 năm	19
Hình 31: Chênh lệch lợi tức giữa trái phiếu kỳ hạn 1 năm và 10 năm (%).....	20
Hình 32: Hình dạng của đường cong lợi tức và tác động của các chính sách	20
Hình 33: Đường cong hiệu quả cho các ngành theo ICB	23

DANH SÁCH CÁC BẢNG BIỂU

Bảng 1: Dự đoán tăng trưởng kinh tế (GDP) của VN năm 2009.....	4
Bảng 2: Dự báo tăng trưởng GDP theo thành phần	4
Bảng 3: Xuất khẩu của khu vực nội địa và khu vực nước ngoài (so với cùng kỳ)	6
Bảng 4: Các mốc thay đổi biên độ giao động của tỷ giá	10
Bảng 5: Dự báo một số chỉ tiêu vĩ mô chính	12
Bảng 6: PE trung bình thị trường	14
Bảng 7: Doanh thu và lợi nhuận của 50 công ty có vốn hóa lớn nhất trên 2 sàn chứng khoán.....	15
Bảng 8: Tìm kiếm đáy của thị trường	16
Bảng 9: Phương cách phân phối các tài sản đối với mức độ chịu đựng rủi ro trung bình	21
Bảng 10: Tóm tắt thống kê cho các phân ngành theo ICB	22

DANH SÁCH CÁC TỪ VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng phát triển Châu Á
BDI	Chỉ số Baltic Dry
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
EPS	Thu nhập mỗi cổ phiếu
FDI	Đầu tư nước ngoài trực tiếp
GARCH	Mô hình Garch
GDP	Tổng thu nhập quốc dân
ICB	Chuẩn phân ngành ICB
IMF	Quỹ tiền tệ quốc tế
ISM	Institute of Supply Management
MSI	Chỉ số tâm lý thị trường do VCSC xây dựng
NHNN	Ngân hàng nhà nước
P/B	Thị giá trên giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu
P/E	Thị giá trên thu nhập mỗi cổ phiếu
TCTK	Tổng cục thống kê
TTCK	Thị trường chứng khoán
TED	Chênh lệch giữa LIBOR 3 tháng và T-Bill 3 tháng
YOY	So với năm trước

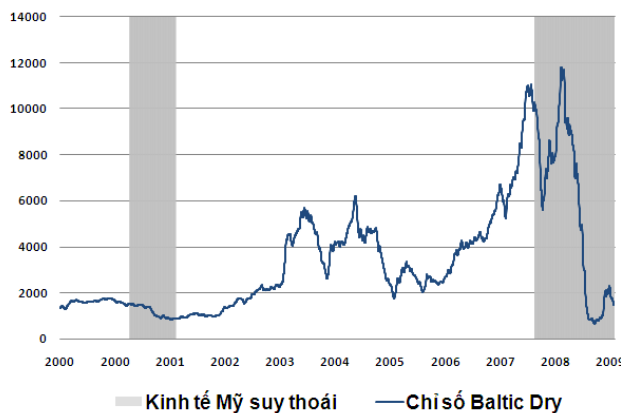
YẾU TỐ RỦI RO VÀ TRIỂN VỌNG TOÀN CẦU

Các chỉ số hàng đầu toàn cầu vẫn chưa cho thấy nhiều dấu hiệu cải thiện

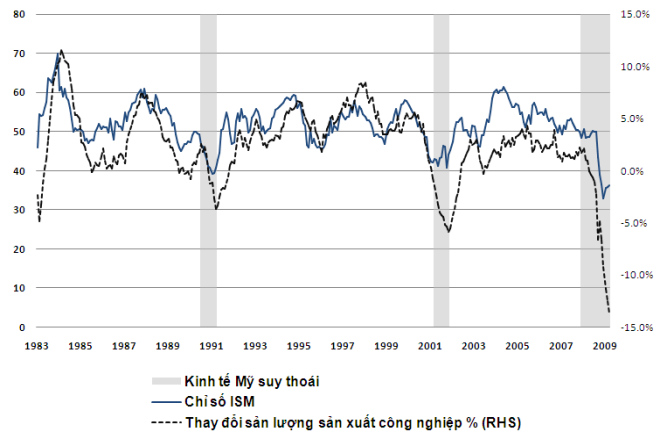
Mặc dù thị trường thế giới đã bắt đầu xuất hiện chu kỳ tăng điểm, viễn cảnh kinh tế vĩ mô của hầu hết các nền kinh tế vẫn khá ảm đạm. Phần lớn sự tăng trưởng của thị trường là do các tin tức từ khối doanh nghiệp và tăng điểm kỹ thuật do “hiệu ứng hàng tồn kho” (inventory bounce) hơn là đến từ các cải thiện của các thông tin về kinh tế (vui lòng xem thêm chi tiết tại “The View”, số 12/2009)

Trong khi đó, các chỉ báo chính vẫn chưa đưa ra dấu hiệu lạc quan nào cho sự phục hồi thực sự. Chỉ số Baltic Dry (BDI) vẫn đang giảm mạnh kể từ đầu năm 2008. Chỉ số này cho biết giá cước chuẩn của vận chuyển nguyên liệu thô, được quyết định bởi nguồn cung các tàu hàng và nhu cầu vận chuyển nguyên liệu thô. Chỉ số BDI cũng bị ảnh hưởng nhiều bởi sự thay đổi thường xuyên của giá dầu. Vì vậy, chỉ số BDI không được cải thiện cho thấy nhu cầu của thế giới vẫn chưa tăng lên.

Hình 1:
Chỉ số Baltic Dry và các giai đoạn KT Mỹ suy thoái



Hình 2:
Chỉ số ISM và Thay đổi sản lượng SX Công nghiệp



Nguồn: Federal Reserve Board of Governors, Reuters, VCSC

Trong khi đó, chỉ số sản xuất công nghiệp (ISM), mặc dù vẫn đang đi xuống, nhưng lại có những dấu hiệu cải thiện rõ rệt cho thấy sản xuất công nghiệp sẽ không xuống sâu hơn nữa. Chỉ số ISM là một chỉ số phổ biến dựa trên kết quả khảo sát các nhìn nhận của giám đốc trong ngành công nghiệp sản xuất về triển vọng của tháng này so với tháng trước.

Các nhà đầu tư thường có khuynh hướng quan tâm đến chỉ số ISM (Institute of Supply Management) thay cho chỉ số sản lượng sản xuất công nghiệp do tính chính xác trong dự báo của chỉ số này. Hình 2 cho thấy sự thay đổi của chỉ số ISM và chỉ số sản lượng sản xuất công nghiệp. Có thể dễ dàng thấy đường chỉ số ISM thường xuyên đi trước so với đường chỉ số sản lượng sản xuất công nghiệp từ 3 đến 6 tháng.

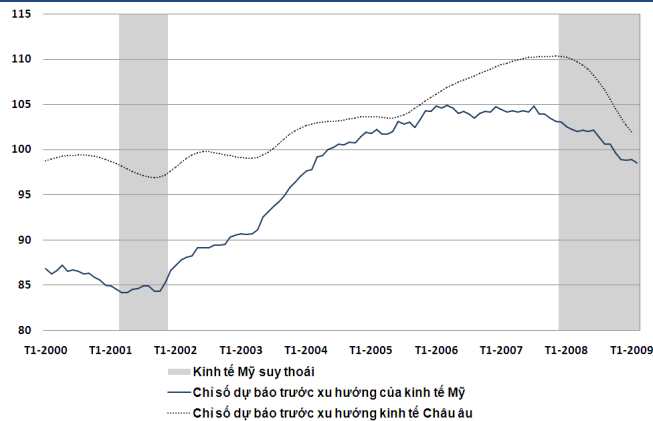
Sản xuất Công Nghiệp được dự báo là sẽ tăng cao do “hiệu ứng hàng tồn kho”

Các chỉ số tổng hợp quan trọng đang trong xu hướng đi xuống

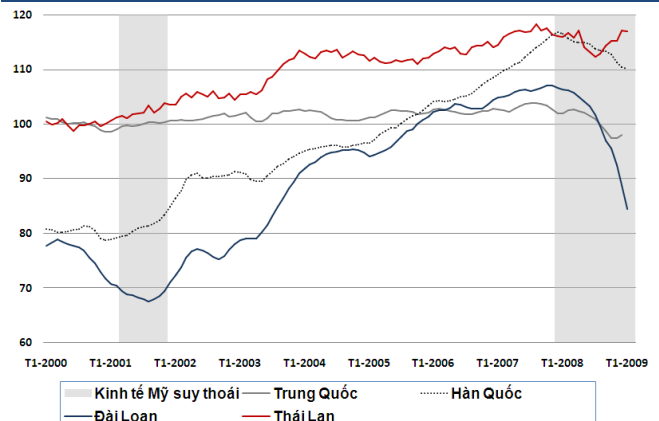
Trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi dự đoán sản lượng sản xuất công nghiệp của Mỹ sẽ tiếp tục đi xuống nhưng với tốc độ chậm hơn. Hoặc, chúng ta sẽ chứng kiến một sự hồi phục nhẹ trong sản lượng sản xuất.

Tương tự, các chỉ số tổng hợp quan trọng của Mỹ và Châu Âu cũng chưa cho thấy bất cứ dấu hiệu tích cực nào. Hầu hết các nhà đầu tư vẫn đang quan tâm đến tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ vốn đang là gánh nặng cho nền kinh tế Mỹ và tiêu dùng toàn cầu. Trong lúc đó, các chỉ số tổng hợp quan trọng của các nước Châu Âu đã giảm với tốc độ nhanh hơn so với Mỹ. Đây cũng chính là lý do khiến cho thị trường Châu Âu giảm mạnh trong vài tháng gần đây.

Hình 3:
Các chỉ số tổng hợp dự báo trước của Mỹ và Châu Âu



Hình 4:
Các chỉ số tổng hợp dự báo trước trong khu vực

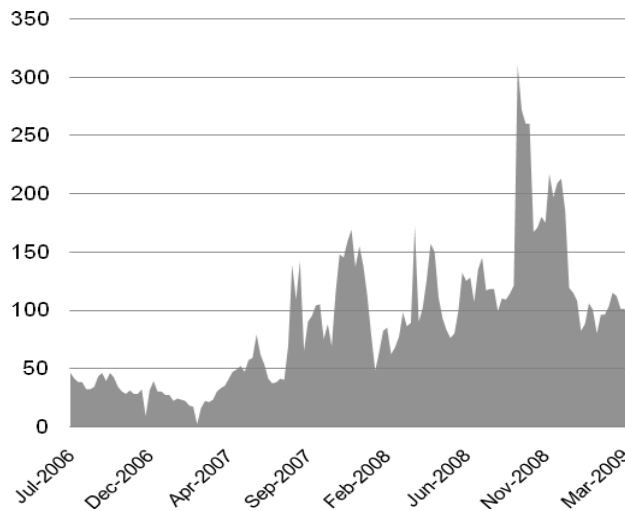


Nguồn: The Conference Board, VCSC. Trục tung được tính dựa trên 100.

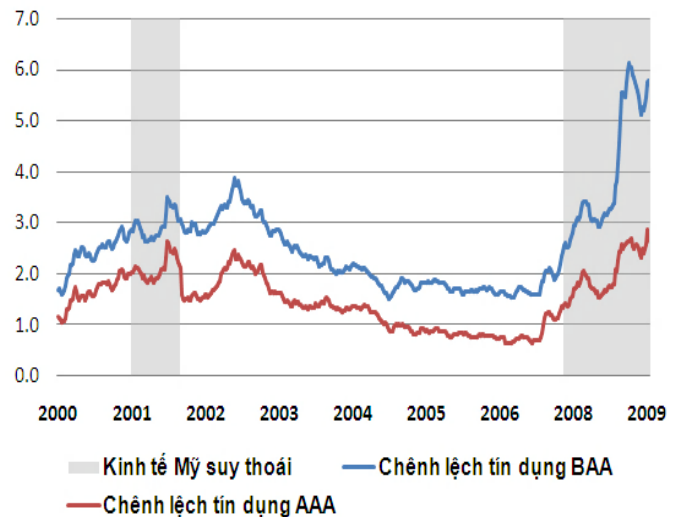
Trung Quốc đang thể hiện các dấu hiệu tăng trưởng trở lại

Xu hướng của các chỉ số dự báo về nền kinh tế của các nước trong khu vực đã và đang giảm dần từ cuối năm 2007, năm được chính thức xem là năm bắt đầu khủng hoảng (do Ủy ban nghiên cứu kinh tế quốc gia Mỹ công bố). Đài Loan và Hàn Quốc là hai nước chịu tác động mạnh nhất do chủ yếu phụ thuộc vào xuất khẩu. Trong khi đó, sự suy giảm của chỉ số kinh tế của Trung Quốc lại không nhiều lắm so với 2 nước này, và thậm chí còn cho thấy nhiều dấu hiệu khởi sắc. Cụ thể là mặc dù xuất khẩu đã giảm hơn 30% trong 2 tháng đầu 2009, vốn đầu tư đã tăng hơn 25% cho thấy kế hoạch kích cầu của chính phủ đã bắt đầu có tác dụng tích cực.

Hình 5:
TED Spread (Điểm phần trăm)



Hình 6:
Chênh lệch tín dụng so với trái phiếu kỳ hạn 10 năm (%)



Nguồn: Reuters, Federal Reserve Board of Governors, VCSC

Một chỉ số khác mà chúng tôi sử dụng là chỉ số đo lường mức độ ngại rủi ro toàn cầu. Chúng tôi sử dụng TED spread – độ rộng giữa tín phiếu kho bạc 3 tháng và LIBOR – và chênh lệch tín dụng của trái phiếu để đo lường yếu tố rủi ro. Độ rộng của TED càng lớn chứng tỏ thị trường tín dụng còn nhiều căng thẳng trong khi chênh lệch tín dụng của trái phiếu đại diện cho mức độ rủi ro trên thị trường so với trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm – độ rộng lớn cho thấy nhà đầu tư không chấp nhận rủi ro và chuyển sang nắm giữ tài sản an toàn hơn.

Mức độ ngại rủi ro dù đã thấp so với vài tháng trước, nhưng nhìn chung vẫn cao hơn mức bình quân 50 hoặc 70 điểm phần trăm

Mức ngại rủi ro trong thị trường tín dụng vẫn còn cao

Chênh lệch tín dụng gia tăng vào cuối tháng 3 chủ yếu là do thị trường chứng khoán tăng trưởng nóng, chứ không phải là do thị trường tín dụng xấu đi.

Độ rộng của TED tăng đáng kể từ năm 2007 và đạt đến đỉnh điểm vào tháng 10 năm 2008. Kể từ đó đến nay, độ rộng đã giảm đi nhưng vẫn cao hơn mức trung bình trong quá khứ khoảng 50 đến 70 điểm phần trăm. Điều này cho thấy trong khi tình hình tín dụng trên thị trường thế giới đã được nói lỏng thì mức độ rủi ro nợ xấu trên thị trường liên ngân hàng vẫn còn cao. Xu hướng tương lai của TED sẽ phụ thuộc phần lớn vào những chính sách tăng lượng cung tiền sắp tới của Chính phủ. Khi tiền trở nên dư thừa trong nền kinh tế, điều này sẽ làm giảm bớt chi phí cơ hội khi nắm giữ tiền mặt, do đó sẽ làm gia tăng phân bổ nguồn vốn vào những kênh đầu tư rủi ro hơn.

Trong khi đó, nhà đầu tư lại không đầu tư vào những cổ phiếu rủi ro do độ rộng tín dụng của các trái phiếu loại AAA và BAA vẫn còn rất lớn. Chênh lệch cao cho thấy mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư vẫn còn rất thấp. Hiện tại, chênh lệch tín dụng đối với trái phiếu loại BAA vẫn cao hơn so với mức chênh lệch của nó trong quá khứ khoảng 400 điểm phần trăm; đối với trái phiếu loại AAA là 200 điểm phần trăm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức chênh lệch này sẽ tiếp tục giảm xuống theo như những quả quyết gần đây rằng nền kinh tế Mỹ sẽ phục hồi vào cuối năm 2009.

Lưu ý rằng chênh lệch tín dụng đối với trái phiếu loại AAA và BAA đã tăng lên một chút kể từ tháng 3 năm 2009. Chúng tôi không tin rằng điều này là do yếu tố ngại rủi ro tăng lên hay do những yếu tố thuộc về cơ bản đang xấu đi. Thay vào đó, sự tăng lên phần lớn là do việc dịch chuyển nguồn vốn từ trái phiếu sang cổ phiếu trong giai đoạn thị trường điều chỉnh tăng ngắn hạn vừa qua. Độ rộng của TED giảm đi trong cùng kỳ càng củng cố thêm những lập luận của chúng tôi.

KINH TẾ VĨ MÔ QUÝ 1/2009:

Thị trường đã chạm đáy và chuẩn bị cho chu kỳ tăng điểm?

Nền kinh tế Việt Nam trong năm 2009 đang phải đương đầu với những thách thức mới sau khi gặp phải những khó khăn từ cuối năm 2008: khủng hoảng tài chính toàn cầu, sức cầu tiêu dùng sụt giảm, FDI và xuất khẩu gặp khó khăn. Khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng trong năm 2009 trở thành một bài toán khó. Việc duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định nhằm đảm bảo an sinh xã hội và giải quyết việc làm trở thành mục tiêu ưu tiên hàng đầu của chính phủ.

GDP có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức 5%?

Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang phải đương đầu với cuộc khủng hoảng tài chính trầm trọng nhất trong nhiều năm trở lại đây, Việt Nam khó có thể tránh khỏi những tác động của cuộc suy thoái này. Theo dự đoán của các tổ chức quốc tế về tiềm năng tăng trưởng của Việt Nam, Việt Nam vẫn là quốc gia có khả năng duy trì tốt tốc độ tăng trưởng kinh tế trong năm 2009 và có nhiều khả năng phục hồi vào năm 2010. Tuy vậy, các diễn biến bất lợi của tình hình thị trường toàn cầu đã làm chỉ tiêu tăng trưởng kinh tế của Việt Nam liên tục bị điều chỉnh giảm. Chính phủ Việt Nam đã điều chỉnh giảm tốc độ tăng trưởng từ 6.5% xuống 5% cho năm 2009 – mức tăng trưởng theo dự đoán của WB, IMF và ADB.

Trong cơ cấu GDP của Việt Nam, nông nghiệp hiện tại đóng góp khoảng 20% vào tổng mức tăng GDP của cả nước. Trong khi đó, lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ đóng vai trò ngang nhau và giữ ở mức ổn định khoảng 40%/mỗi lĩnh vực. Trong những giai đoạn nền kinh tế gặp khó khăn, nông nghiệp là lĩnh vực duy trì mức độ tăng trưởng khá ổn định đóng góp vào tăng trưởng chung của Việt Nam. Trong giai đoạn kinh tế khó khăn như thời gian sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1998 – 1999, nông nghiệp vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định ở mức 3.5 – 4%, trong khi lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ bị tác động mạnh bởi những biến động của nền kinh tế. Đặc điểm này là một điều kiện thuận lợi cho việc duy trì sự ổn

Mục tiêu tăng trưởng của VN đã liên tục được điều chỉnh giảm

GDP mục tiêu của Chính phủ trong 2009 là 5%

Nông nghiệp được kỳ vọng là lĩnh vực ổn định đóng góp vào tăng trưởng chung của nền kinh tế

Xây dựng đang có mức phục hồi mạnh mẽ trong Quý 1 khi các dự án bị trì hoãn tiến độ khởi động trở lại

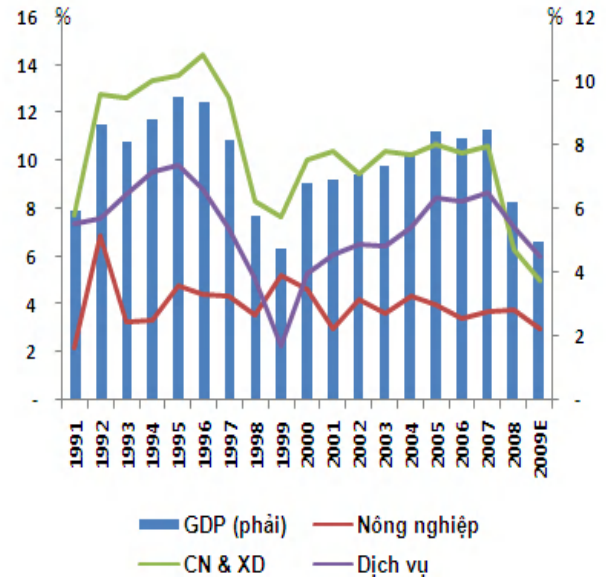
định trong tăng trưởng chung của Việt Nam, nhất là khi các lĩnh vực khác đang bị ảnh hưởng nặng nề từ tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Trong quý 1/2009, GDP chỉ tăng trưởng 3.1%, trong đó hầu hết 3 lĩnh vực đều có tốc độ tăng trưởng chậm lại. Tuy nhiên, mức độ quan ngại nhất là lĩnh vực công nghiệp khi lĩnh vực này chỉ tăng trưởng 0.7% trong quý 1, thấp hơn hẳn so với cùng kỳ các năm trước. Tuy vậy, lĩnh vực xây dựng đang có mức tăng trưởng khá mạnh khi tăng 6.9% trong quý 1 nhờ các dự án bị trì hoãn tiến độ trong năm 2008 đã bắt đầu khởi động trở lại.

Bảng 1:
Dự đoán tăng trưởng kinh tế (GDP) của VN năm 2009

Cơ quan dự báo	12/2008	Điều chỉnh 03/2009
Chính phủ	6.5%	5%
Ngân hàng thế giới (WB)	6.5%	5 – 5.5%
Ngân hàng phát triển châu Á (ADB)	5%	5%
IMF	5%	4.75%
Deutsche Bank	4.1%	4.1%
Tổ chức Economist (EIU)	3 – 4.3%	0.3%
VCSC	5.5%	4.6%

Hình 7: Tốc độ tăng trưởng GDP và 3 lĩnh vực chính đóng góp vào GDP trong thời gian qua



Nguồn: TCKT, VCSC

Chúng tôi dự đoán GDP trong năm 2009 ở mức 4.6%

Theo mô hình dự báo của chúng tôi, GDP năm 2009 sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 4.6% (giảm so với dự báo trước đây là 5.5%). Mức dự báo này được dựa trên giả định về tăng trưởng của lĩnh vực nông nghiệp là 3%, dịch vụ tăng 6% và lĩnh vực công nghiệp xây dựng tăng 4.1%.

Bảng 2: Dự báo tăng trưởng GDP theo thành phần

% so với cùng kỳ	Q1/2008	Q1/2009	2008	2009E
GDP	7.4	3.1	6.18	4.6
Nông nghiệp	2.9	0.4	4.1	3.0
Công nghiệp và Xây dựng	8.1	1.5	6.1	4.1
<i>Công nghiệp</i>	9.0	0.7	8.0	3.4
<i>Xây dựng</i>	3.3	6.9	- 0.4	8.0
Dịch vụ	8.1	5.4	7.2	6.0

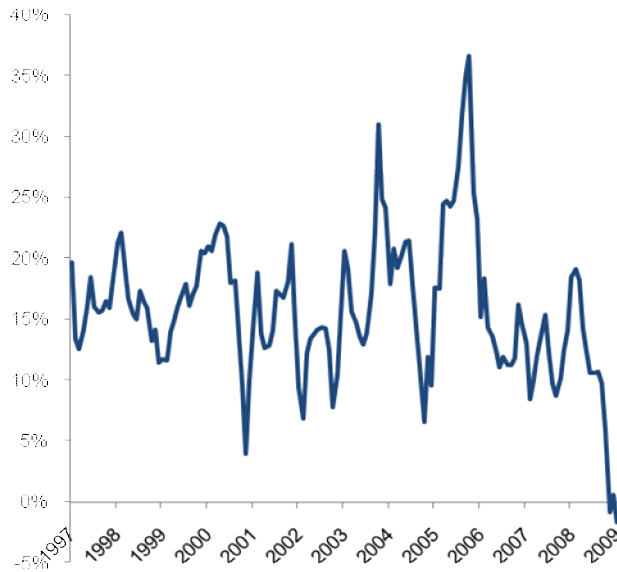
Nguồn: TCKT, VCSC

Gói kích cầu của Chính phủ được kỳ vọng sẽ bắt đầu phát huy tác dụng trong quý II và quý III/2009

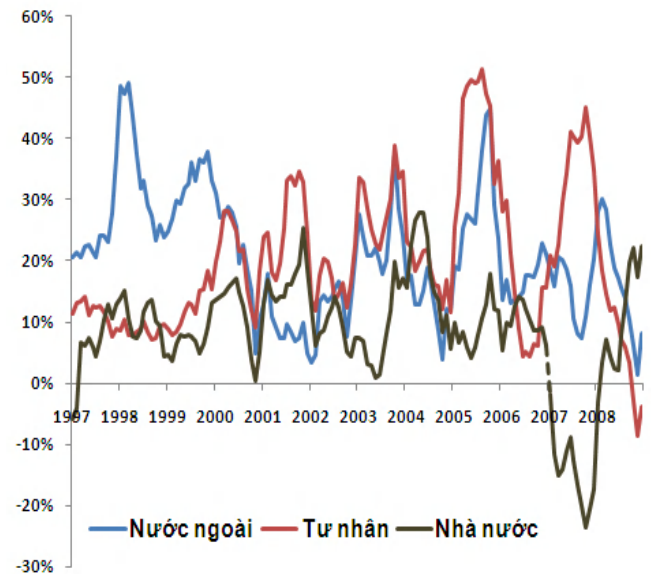
Mức dự báo của chúng tôi có phần khá thận trọng, tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng mức tăng của lĩnh vực công nghiệp sẽ có nhiều cải thiện trong các quý sau này do tác động của gói kích cầu của Chính phủ được đưa ra vào đầu năm 2009 sẽ bắt đầu phát huy tác dụng trong quý II và quý III. Đồng thời, bên cạnh sự cải thiện của lĩnh vực nhà nước, chính sách hỗ trợ lãi suất 4% đối với các doanh nghiệp thuộc lĩnh

vực xây dựng và công nghiệp sẽ giúp cải thiện tốc độ tăng trưởng của lĩnh vực tư nhân, lĩnh vực đã bị sụt giảm mạnh trong giai đoạn thắt chặt tiền tệ thời gian qua.

Hình 8: Tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp (sv cùng kỳ)



Hình 9: Tốc độ tăng trưởng của các lĩnh vực đóng góp vào giá trị sản xuất công nghiệp cả nước



Nguồn: TCTK, VCSC. Giá trị sản xuất công nghiệp được tính theo chu kỳ 3 tháng để điều chỉnh các tác động của tính chu kỳ và các tháng gần Tết

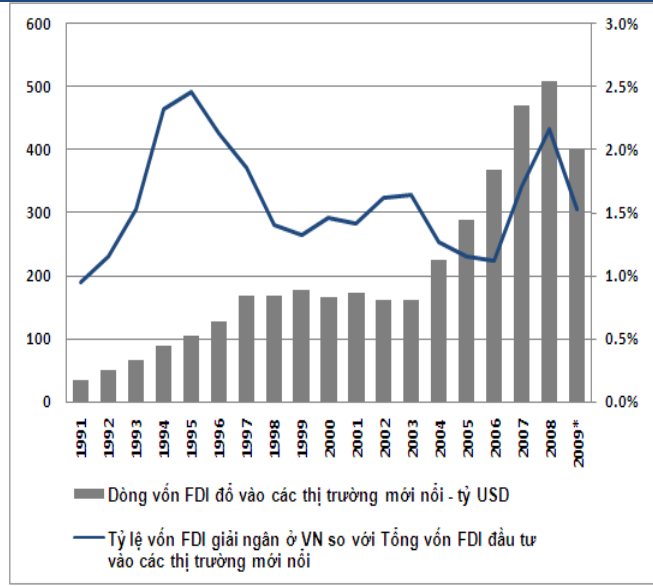
Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng kinh tế: FDI và xuất khẩu

Điều dễ thấy nhất khi mức độ chấp nhận rủi ro toàn cầu giảm đi là sự sụt giảm trong giải ngân của vốn FDI. Trong quý 1 năm 2009, tổng số vốn FDI cam kết là 6 tỷ đô la, giảm 40% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi mức giải ngân FDI thực tế chỉ có 1.44 tỷ đô la.

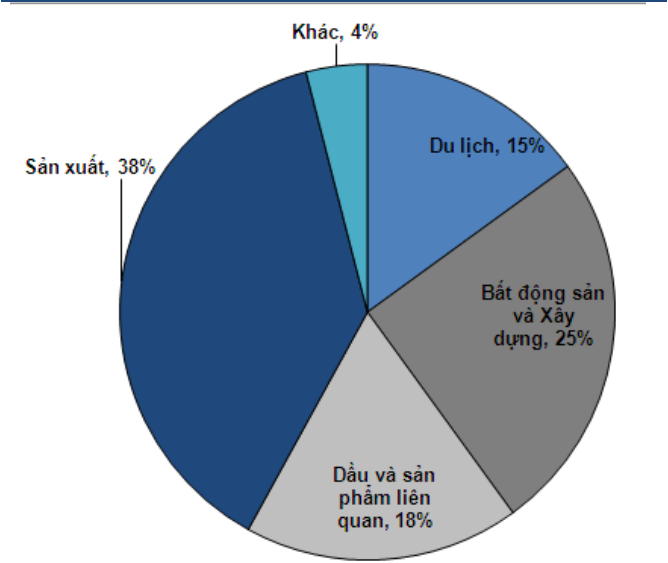
Chúng tôi dự kiến nguồn vốn FDI giải ngân trong năm 2009 sẽ từ 6 tỷ đến 8 tỷ USD

Chúng tôi dự đoán mức giải ngân thực tế của FDI trong năm 2009 là từ 6 tỷ tới 8 tỷ đô la, giảm từ 3 tới 5 tỷ đô la so với năm 2008. Lý do chính là do sự sụt giảm chung của vốn FDI đầu tư vào các thị trường mới nổi (giảm khoảng 100 tỷ đô la). Tuy nhiên, việc vốn cam kết FDI của năm 2008 tiếp tục giải ngân trong năm 2009 từ những dự án đầu tư dài hạn sẽ góp phần cải thiện tình hình. Cụ thể hơn, cam kết trong lĩnh vực Xây Dựng và Công Nghiệp chiếm trên 60% tổng vốn cam kết. Vốn đầu tư trong lĩnh vực liên quan tới dầu khí chiếm tỷ trọng 18% và 20% còn lại thuộc về các lĩnh vực Du Lịch, Dịch Vụ và Nông Nghiệp.

Hình 10:
Nguồn vốn FDI đổ vào các thị trường mới nổi và VN



Hình 11:
Nguồn vốn FDI cam kết theo lĩnh vực, 2008



Nguồn: NHTG, TCTK, VCSC

FDI dự kiến sẽ tăng trở lại trong năm 2010

Chúng tôi dự đoán vốn cam kết FDI và vốn giải ngân sẽ tăng mạnh trong năm 2010 vì Việt Nam vẫn được coi là điểm đầu tư hấp dẫn so với các nước khác trong khu vực nhờ khả năng tăng trưởng trong trung hạn, sự ổn định chính trị và giá nhân công rẻ. Tuy nhiên, từ giờ cho tới khi đó, dòng vốn chảy vào Việt Nam phụ thuộc phần lớn vào mức độ chấp nhận rủi ro vốn chưa có nhiều dấu hiệu cải thiện trong giai đoạn này.

Bảng 3:
Xuất khẩu của khu vực nội địa và khu vực nước ngoài (so với cùng kỳ)

USD	Xuất khẩu (loại trừ vàng)			Xuất khẩu (loại trừ vàng và dầu)		
	Q1 2008	Q1 2009	YOY (%)	Q1 2008	Q1 2009	YOY (%)
Tổng xuất khẩu	13,026	11,179	-14.2	10,411	9,753	-6.3
Khu vực nội địa	5,371	5,280	-1.7	5,371	5,280	-1.7
Khu vực nước ngoài (gồm dầu thô)	7,655	5,899	-22.9			
Khu vực nước ngoài (loại trừ dầu thô)				5,040	4,473	-11.3

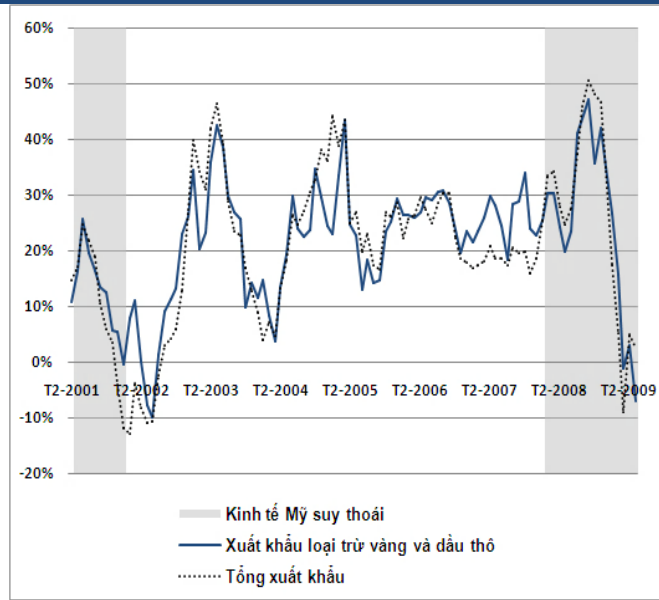
Nguồn: TCTK, VCSC

Xuất khẩu nhìn chung bị ảnh hưởng nặng nề, tuy nhiên khu vực nội địa chỉ giảm 1.7% so với cùng kỳ 2008

Sự sụt giảm về nhu cầu và khả năng tiêu thụ từ bên ngoài đã ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu của Việt Nam. Ngoại trừ xuất khẩu vàng với giá trị xấp xỉ 2,3 tỷ Đô la, tổng sản lượng xuất khẩu giảm 14% trong quý 1 của 2009 so với cùng kỳ năm ngoái phần lớn là do khu vực FDI giảm 23% trong khi khu vực nội địa chỉ giảm 1.7% so với cùng kỳ 2008.

Trong 3 tháng đầu năm 2009 (xem hình 12), xuất khẩu (trừ vàng và dầu) giảm 7%, ít hơn so với 10% và gần như trùng với mức xuất khẩu của Việt Nam trong tháng 4 năm 2002. Điều cần lưu ý là sự sụt giảm của xuất khẩu Việt Nam trong giai đoạn 2001-2002 là do suy thoái kinh tế Mỹ (chấm dứt vào tháng 11) trong năm 2001.

Hình 12: Tăng trưởng Tổng xuất khẩu và Xuất khẩu loại trừ dầu và vàng



Nguồn: TCTK, VCSC. Các số liệu xuất khẩu được tính theo mỗi 3 tháng để loại trừ hiệu ứng mùa và lễ Tết

Chúng tôi dự kiến xuất khẩu sẽ tiếp tục suy giảm nhưng xuất khẩu của VN vẫn sẽ tốt hơn các nước trong khu vực

Chúng tôi dự đoán xuất khẩu sẽ tiếp tục sụt giảm khi xuất khẩu may mặc đang đi ngang và dự kiến sẽ giảm trong những tháng tới. Tuy nhiên, sụt giảm xuất khẩu của Việt Nam sẽ ít hơn các nước khác trong khu vực vì các sản phẩm xuất khẩu phần lớn là tiêu dùng thiết yếu. Từ đầu năm tới nay, xuất khẩu Việt Nam sụt giảm không đáng kể so với các nước xuất khẩu khác khi sự sụt giảm xuất khẩu của các nước này tính bằng hai chữ số.

Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ

Hiện nay, việc hồi phục của thị trường phụ thuộc phần lớn vào việc thực hiện hiệu quả các yếu tố (1) chính sách nới lỏng tiền tệ và (2) nới lỏng chính sách tài khóa. Cũng giống với những nước khác trên thế giới, hầu hết các chính sách này đã được chính phủ thực hiện và việc thực hiện quyết liệt các biện pháp này sẽ là cơ sở để tạo tiền đề cho các phục hồi sau này.

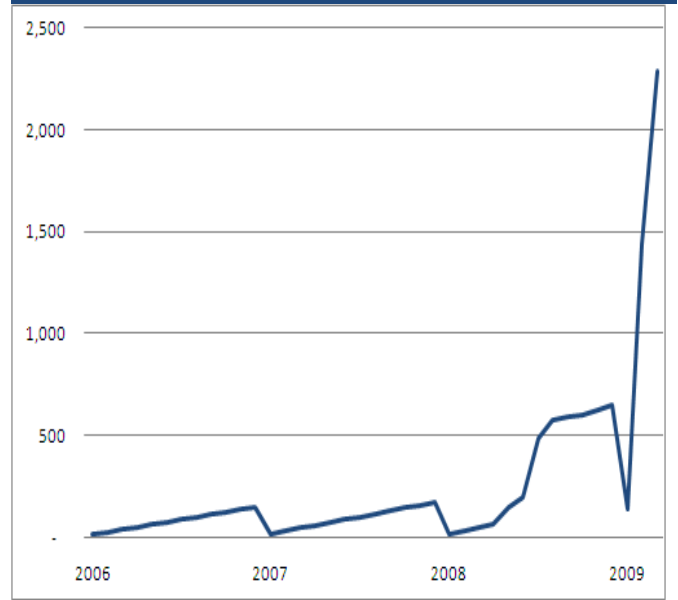
(1) Chính sách nới lỏng tiền tệ:

Nhiều biện pháp nới lỏng tiền tệ được thực hiện nhằm hỗ trợ nền sản xuất và hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước

Trước những biến động của nền kinh tế vĩ mô và tình hình khó khăn của doanh nghiệp do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt nguồn từ Mỹ, Ngân hàng nhà nước đã thực hiện các biện pháp nới lỏng tiền tệ để kích thích nền sản xuất và hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước như:

- Giảm lãi suất cơ bản 7% từ mức 14% xuống còn 7% hiện nay
- Giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc 8% từ mức 11% xuống còn 3% hiện nay
- Giảm lãi suất đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc giảm từ 9% xuống còn 3.6%
- Chương trình hỗ trợ lãi suất 4% tổng trị giá 1 tỷ USD đối với các khoản vay ngắn hạn (dưới 8 tháng)
- Gói hỗ trợ lãi suất 4% đối với các khoản vay trung và dài hạn (dưới 24 tháng)

Hình 13: Giá trị vàng xuất khẩu (triệu USD)



Lãi suất cơ bản liên tục được cắt giảm mạnh

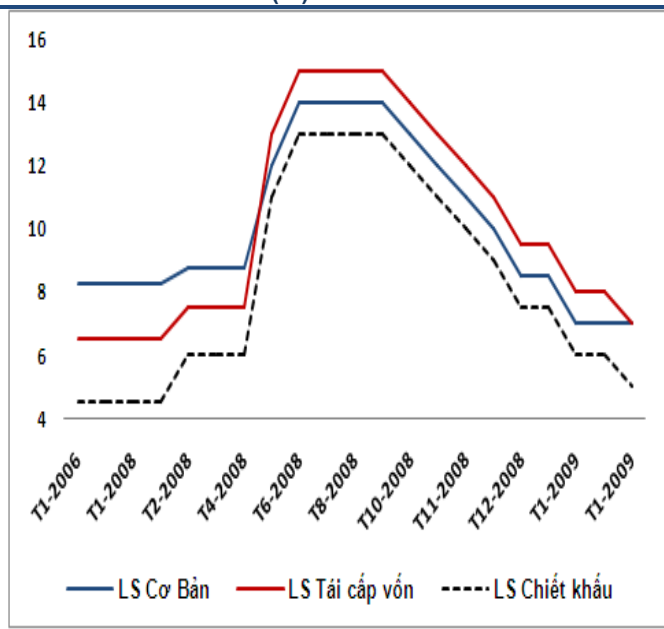
Trong đó, gói hỗ trợ lãi suất 4% đối với các khoản vay ngắn hạn (dưới 8 tháng) được áp dụng từ ngày 1/2/2009 và gói kích cầu thứ hai – hỗ trợ lãi suất 4% đối với các khoản vay trung và dài hạn (dưới 24 tháng) được áp dụng từ ngày 1/4/2009 được kỳ vọng sẽ phát huy tác dụng sau 3-6 tháng kể từ thời điểm bắt đầu triển khai. Tăng trưởng tín dụng quý 1/2009 là khoảng 2.75% so với cuối năm 2008 – mức tăng khá thấp so với các năm trước. Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng tín dụng này chủ yếu là trong tháng 3 – tăng 2.5%, mức tăng trưởng dư nợ cao nhất trong 1 tháng kể từ tháng 2/2008 đến nay (dư nợ tháng 2 chỉ tăng 0,23% so với tháng 1). Như vậy, hiệu quả của các biện pháp này sẽ được thể hiện trong quý II và quý III khi nguồn vốn được giải ngân vào nền kinh tế nhiều hơn.

Trong năm 2008, Ngân hàng Nhà nước đã tiến hành tăng lãi suất 3 lần và giảm 5 lần. Lãi suất cơ bản đạt đỉnh 14% vào ngày 11/6, duy trì cho tới ngày 21/10 và đã liên tục được điều chỉnh giảm đến 50%, ở mức 7% hiện nay.

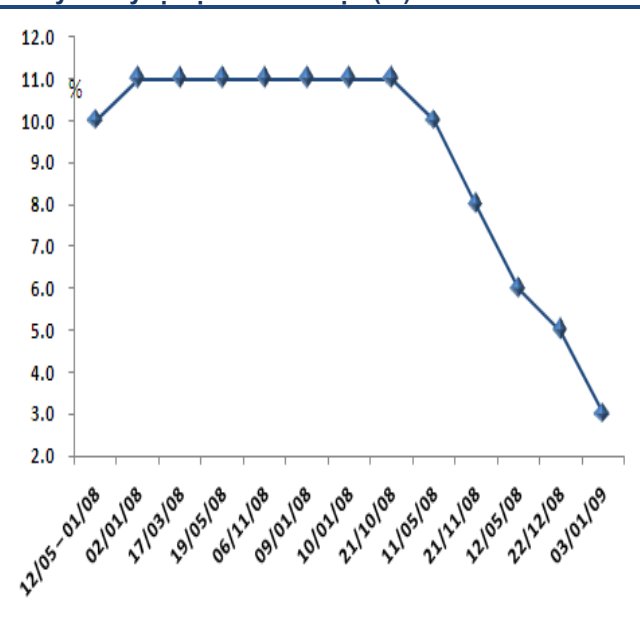
Gần đây nhất vào ngày 10/4/2009, NHNN đã quyết định tiếp tục giảm lãi suất tái cấp vốn từ 8%/năm xuống 7%/năm; lãi suất tái chiết khấu từ 6%/năm xuống 5%/năm; lãi suất cơ bản vẫn giữ ở mức 7%. Sau hàng loạt các đợt cắt giảm lãi suất gần đây, mặt bằng lãi suất được cho là đã ở mức thấp nhất so với các mốc lãi suất trong quá khứ (giữ ở mức 8%). Hiện tại, một số ý kiến cho rằng lãi suất cơ bản còn có khả năng tiếp tục giảm thêm 1% so với hiện tại. Nếu điều này xảy ra, việc tiếp tục cắt giảm lãi suất cơ bản xuống dưới 6% có thể sẽ là một tín hiệu xấu cho nền kinh tế, do việc cắt giảm lãi suất xuống mức quá thấp sẽ là biểu hiện của nền kinh tế đang tiếp tục xấu đi và do vậy, cần thêm các can thiệp của Chính phủ vào thị trường.

Do vậy, để duy trì chính sách khuyến khích kinh tế và hỗ trợ đầu tư cùng với chương trình hỗ trợ lãi suất 4% đối với các khoản vay ngắn hạn (dưới 8 tháng) và trung hạn (dưới 24 tháng), mức 7% sẽ là mức lãi suất được duy trì trong năm 2009.

Hình 14:
Diễn biến của lãi suất (%)



Hình 15:
Thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc (%)



Nguồn: NHNN

(a) Tác động đến lạm phát

CPI vẫn đang trong xu hướng sụt giảm và tăng nhẹ vào tháng 2 do hiệu ứng Tết

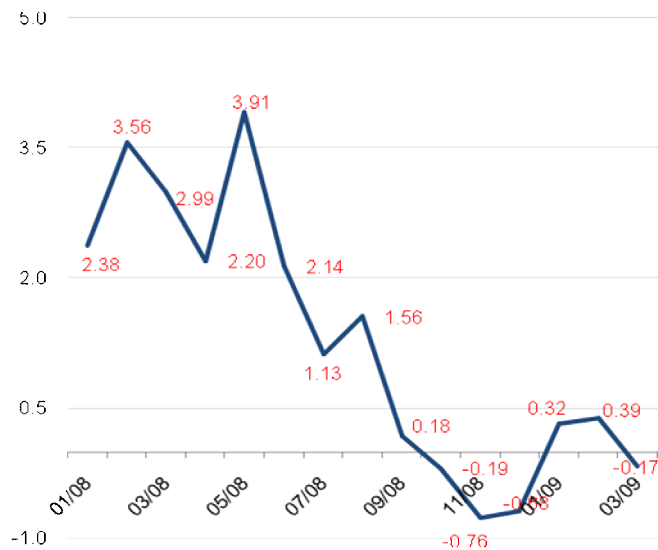
Lạm phát sẽ không còn là vấn đề đáng lo ngại trong năm 2009

Lạm phát có thể trở lại vào cuối năm 2009

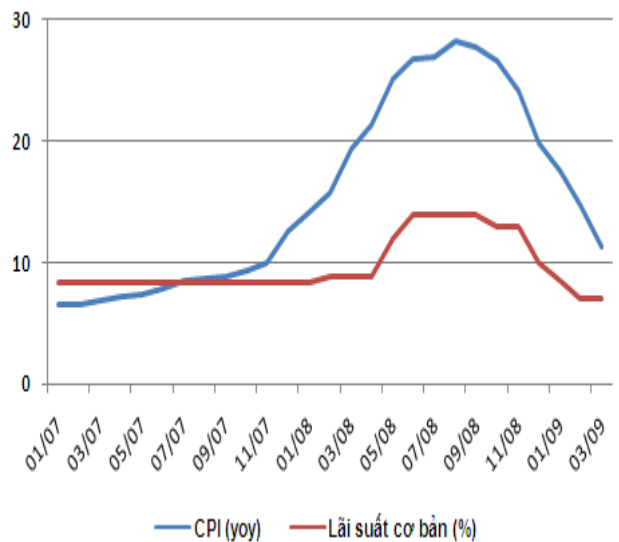
Với xu hướng sụt giảm chung của giá tiêu dùng các loại hàng hóa, lạm phát đã bắt đầu giảm mạnh vào các tháng cuối năm 2008. Mức tăng nhẹ của CPI trong 2 tháng đầu năm 2009 chủ yếu là do hiệu ứng tăng vào các dịp gần tết, trong đó mặt hàng lương thực thực phẩm – yếu tố chiếm tỷ trọng lớn hơn 40% trong cơ cấu CPI – có xu hướng tăng nhẹ. Do vậy, trong thời gian tới, khi sức mua chưa có dấu hiệu cải thiện cùng với những khó khăn chung của nền kinh tế, chỉ số lạm phát sẽ không còn là vấn đề đáng lo ngại trong năm 2009. Chúng tôi dự báo mức lạm phát trong năm 2009 sẽ duy trì ở mức dưới hai con số và sự ổn định của lạm phát sẽ giúp việc thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ sẽ dễ dàng hơn.

Tuy vậy, chúng tôi cho rằng lạm phát có thể trở lại vào cuối năm 2009 do tác động của việc bơm tiền ra lưu thông trong các tháng đầu năm xuất phát từ chính sách kích cầu và cho vay hỗ trợ lãi suất của Chính phủ. Do vậy, chính sách lãi suất và diễn biến của lạm phát sẽ tiếp tục có mối tương quan chặt chẽ với nhau.

Hình 16:
CPI (so với tháng trước)



Hình 17:
CPI (so với cùng kỳ) và diễn biến của Lãi suất (%)



Nguồn: Reuters, NHNN, TCTK, VCSC

(b) Tác động đến Tỷ giá

Biên độ giao động của tỷ giá đã liên tục được điều chỉnh theo hướng linh hoạt hơn

Sau một thời gian dài tỷ giá được duy trì ổn định ở mức 16.000 VND/USD, trong năm 2008, chính sách điều hành tỷ giá đã bắt đầu có những thay đổi theo hướng linh hoạt hơn để phù hợp với những diễn biến trên thị trường tiền tệ. Tổng cộng đồng VND đã mất giá 8.6% trong năm 2008 sau ba lần điều chỉnh tăng biên độ tỷ giá giữa VND và USD từ 0.75% lên 1%, lên 2%, 3% và hai lần tăng tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng thêm 2% và 3%.

Bảng 4:
Các mốc thay đổi biên độ giao động của tỷ giá

	Thay đổi chính sách tỷ giá	VND mất giá
Năm 2008		
10/03/2008	Tăng biên độ tỷ giá giữa VND với USD từ $\pm 0,75\%$ lên $\pm 1\%$	
11/06/2008	Tăng tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng thêm 2%	8.6%
27/06/2008	Tăng biên độ tỷ giá từ $\pm 1\%$ lên $\pm 2\%$	
07/11/2008	Tăng biên độ tỷ giá từ $\pm 2\%$ lên $\pm 3\%$	
24/12/2008	Tăng tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng thêm 3%	
Năm 2009		
24/03/2009	Tăng biên độ tỷ giá từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$	1.8%

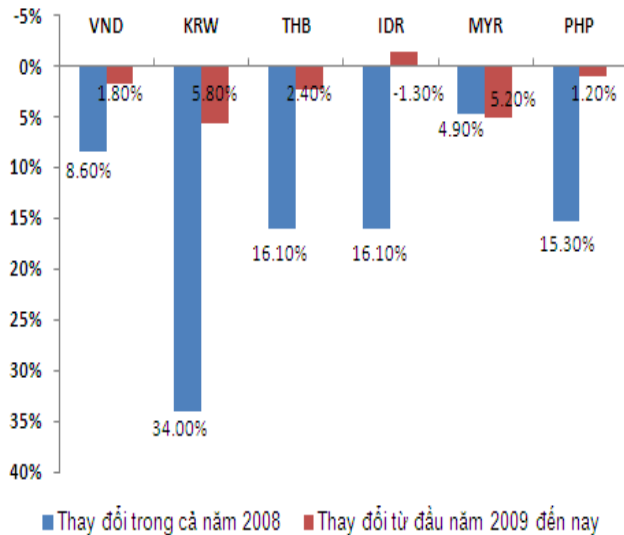
Nguồn: NHNN

Sức ép lên tỷ giá ngày càng gia tăng

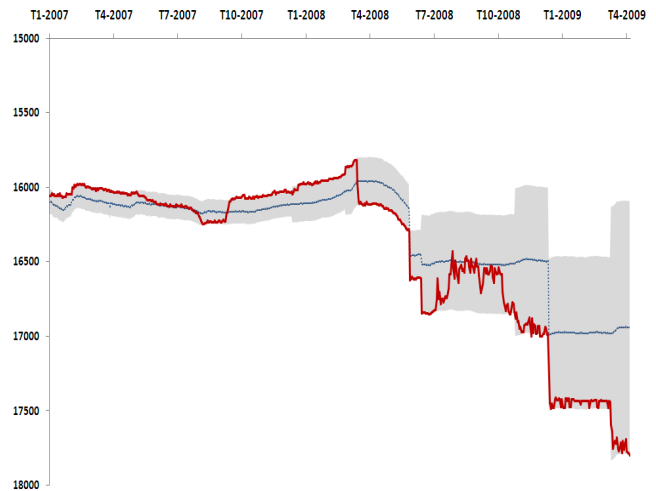
Tỷ giá VND/USD dự kiến sẽ tiếp tục mất giá khoảng 5%

Do tác động của việc sụt giảm xuất khẩu và các dòng vốn đầu tư nước ngoài từ đầu năm 2009 đến nay, sức ép lên tỷ giá ngày càng gia tăng. Bên cạnh đó, việc nới lỏng tiền tệ và hạ lãi suất cơ bản cũng đồng thời làm cho kỳ vọng về việc đồng VND mất giá gia tăng. Tuy vậy, tính từ đầu năm đến nay, đồng VND cũng chỉ giảm nhẹ 1,8% so với đồng USD. Với việc điều hành tỷ giá theo hướng hỗ trợ xuất khẩu đồng thời không tránh nguy cơ “đô la” hóa, tỷ giá VND/USD dự kiến sẽ tiếp tục mất giá khoảng 5% và duy trì ở mức 18.700 VND/USD vào cuối năm.

Hình 18:
Tốc độ trượt giá của đồng VND và đồng nội tệ các nước khu vực



Hình 19:
Diễn biến của tỷ giá VND/USD



Nguồn: Reuters, NHNN, VCSC. Hình 18 thể hiện mức độ mất giá của các đồng tiền - số dương hiển thị mức trượt giá của đồng tiền

(2) Chính sách tài khóa:

Từ đầu năm 2009, Việt Nam đã đưa ra gói hỗ trợ kinh tế trị giá 6 tỷ USD, tương đương khoảng 8% GDP. Gói hỗ trợ này được xem là gói kích thích lớn nhất từ trước đến nay của Việt Nam. Cùng với gói hỗ trợ lãi suất 4%, việc miễn giảm thuế thu nhập cá nhân và thuế thu nhập doanh nghiệp là một trong những biện pháp trực tiếp nhất, tác động đến đầu tư và tiêu dùng trong nước.

Việc miễn giảm thuế sẽ đề

Việc miễn giảm thuế sẽ đề nặng lên nguồn thu của ngân sách. Chỉ tính riêng việc

nặng lên nguồn thu của ngân sách

Giá dầu sụt giảm cũng làm giảm nguồn thu ngân sách khi xuất khẩu dầu chiếm khoảng 25% tổng thu ngân sách

Thâm hụt ngân sách năm 2009 là khoảng 8% GDP

Nền kinh tế Việt Nam vẫn có những cơ sở vững chắc cho tăng trưởng

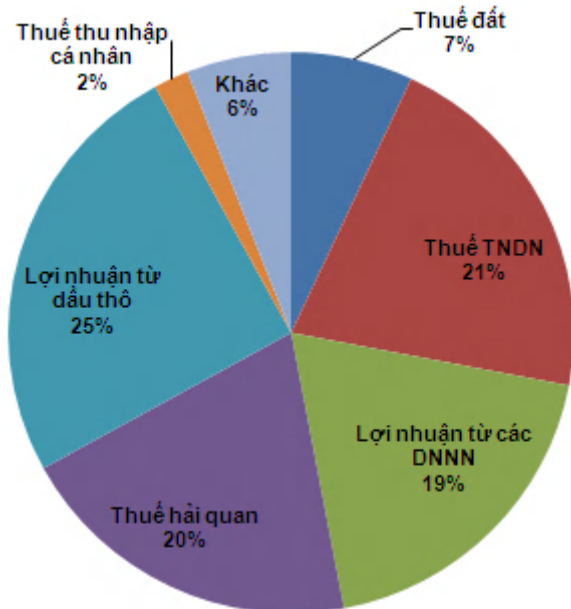
miễn giảm thuế thu nhập cá nhân trong 5 tháng đầu năm và giảm thuế từ 100.000 – 200.000 đ/tháng tiền thuế trong các tháng cuối năm, nguồn thu của ngân sách nhà nước sẽ bị giảm khoảng 5.200 – 6.700 tỷ đồng (tương đương 300 – 400 triệu USD).

Thêm vào đó, giá dầu sụt giảm cũng tác động mạnh đến nguồn thu ngân sách. Hiện nay, khoảng 70% tổng nguồn thu ngân sách của Việt Nam là từ đầu tư, thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập doanh nghiệp; trong đó xuất khẩu dầu chiếm khoảng 25% tổng thu ngân sách. Do vậy, chỉ tính riêng nhân tố giá dầu giảm, ngân sách nhà nước sẽ bị giảm khoảng 45.000 tỷ đồng trong năm 2009, chiếm gần 12.5% kế hoạch ngân sách cả năm 2009.

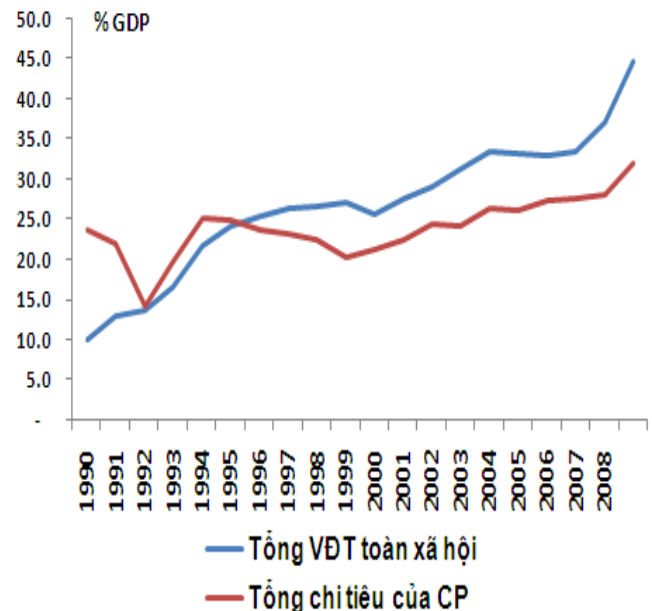
Tổng thu ngân sách sụt giảm mạnh trong khi tổng chi ngân sách lại gia tăng làm cho ngân sách bị thâm hụt nhiều hơn. Theo chỉ tiêu điều chỉnh của Chính phủ vào tháng 4/2009, thâm hụt ngân sách năm 2009 là khoảng 8% GDP, cao hơn mức trung bình 5% trong các năm trước đây.

Trong khi đó, nền kinh tế Việt Nam vẫn có những cơ sở vững chắc cho tăng trưởng và phát triển khi tổng vốn đầu tư mới của toàn nền kinh tế liên tục gia tăng qua các năm và hiện chiếm hơn 40% GDP. Như vậy, chính sách gia tăng các biện pháp tài khóa và tăng chi tiêu của Chính phủ nếu được chuyển hóa vào nguồn vốn đầu tư mới cho nền kinh tế sẽ tạo cơ sở để nền kinh tế duy trì đà tăng trưởng ổn định trong các năm tiếp theo.

Hình 20:
Cơ cấu nguồn thu ngân sách



Hình 21:
Tổng vốn đầu tư toàn xã hội (% GDP)



Nguồn: Bộ Tài chính, TCTK, VCSC

Một số chỉ tiêu chính trong quý 1/2009 và dự báo năm 2009 của VCSC:

Bảng 5: Dự báo một số chỉ tiêu vĩ mô chính

	2008	1Q 2009	2009F VCSC dự báo	2009F VCSC điều chỉnh
GDP (%)	6.2	3.1	5.5	4.6
CPI (%)	23.0	14.4	10.0	10.0
Xuất khẩu (tỷ USD)	62.7	13.5	69.2	64.0
Nhập khẩu (tỷ USD)	80.4	11.8	82.8	70.0
(Thâm hụt)/Thặng dư (tỷ USD)	- 17.5	1.6	- 13.6	- 6.0
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	29.5	+ 2.4	11.0	+ 2.0*
Tăng trưởng nhập khẩu (%)	28.3	- 45.0	3.0	- 12.0*
Tăng trưởng doanh số bán lẻ (%)	31.0	21.9	30.0	30.0
Tăng trưởng Giá trị SXCN (%)	14.6	2.1	12.0	6.5
Tăng trưởng tín dụng (%)	21	2.67	20.0	20.0

Nguồn: TCKT, VCSC. * xuất khẩu và nhập khẩu giảm do giảm xuất khẩu/nhập khẩu dầu

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Phục hồi tâm lý nhà đầu tư

Tâm lý của thị trường được cải thiện nhưng những khó khăn của tình hình vĩ mô vẫn hiện hữu

VN-Index chạm đáy 235 điểm vào ngày 24 tháng 2 năm 2009 sau khi sụt giảm 33% từ mốc 313 điểm vào đầu năm. Thị trường được xem là tăng khá nóng khi tăng 48% so với mức đáy thiết lập cuối tháng 2, lên 347 điểm vào ngày 14 tháng 4 năm 2009 – mức phục hồi khá mạnh chỉ trong 1.5 tháng. Mức phục hồi của thị trường trong hơn 1 tháng qua được giải thích bởi một số nguyên nhân sau:

- Chỉ số định giá của nhiều cổ phiếu ở mức hấp dẫn khi P/E trung bình của các cổ phiếu lớn xuống mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây.
- Các nhà đầu tư kỳ vọng rằng nền kinh tế thế giới đã vượt qua “điểm đáy” của khủng hoảng khi các chỉ số vĩ mô đều có những cải thiện đáng kể - nhất là nền kinh tế Mỹ với những giải pháp hỗ trợ mạnh tay của Chính phủ.
- Dòng tiền từ các kênh đầu tư khác như vàng, ngoại tệ chuyển qua kênh chứng khoán khi thị trường vàng không còn nhiều hấp dẫn, ngoại tệ cũng không có nhiều biến động do chính sách ổn định tỷ giá của chính phủ.
- Tâm lý nhà đầu tư bắt đầu trở nên ổn định hơn khi kết quả kinh doanh các tháng đầu năm được công bố không xấu như nhiều người nghĩ.

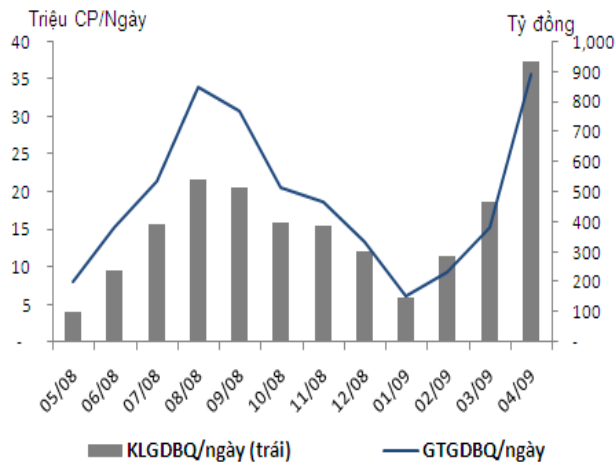
Trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi cho rằng thị trường đã vượt qua thời điểm khó khăn nhất với khối lượng thanh khoản được cải thiện. Tuy vậy, thị trường vẫn chưa thực sự thoát khỏi xu hướng sụt giảm khi những khó khăn của tình hình vĩ mô vẫn hiện hữu. Do vậy, thị trường sẽ tiếp tục còn nhiều biến động trong ngưỡng 250 – 400.

Sự khởi sắc của dòng tiền nội

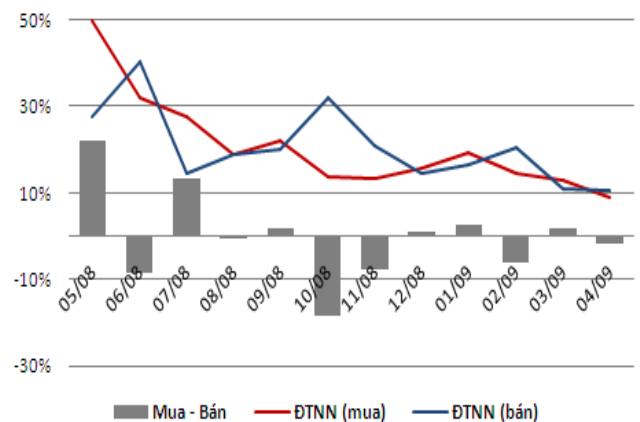
Thị trường đã bước vào xu hướng tăng mạnh với sự hỗ trợ của khối nhà đầu tư nội

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã bắt đầu có sự khởi sắc kể từ cuối tháng 2 khi dòng tiền đổ vào chứng khoán trở nên mạnh mẽ hơn. Thị trường đã điều chỉnh và bước vào xu hướng tăng mạnh với sự hỗ trợ của khối nhà đầu tư nội. Nhà đầu tư nước ngoài đã không còn là đối tượng dẫn dắt thị trường khi lượng giao dịch của khối này trung bình chỉ chiếm khoảng 15% giá trị giao dịch của toàn thị trường. Đồng thời, áp lực bán của các nhà đầu tư ngoại đã bắt đầu giảm bớt và điều này đã giúp ổn định tâm lý cho các nhà đầu tư trong nước. Nguồn tiền đổ vào chứng khoán đã làm gia tăng tính thanh khoản cho thị trường với sự nhảy vọt của khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch kể từ giữa tháng 3 trở đi.

Hình 22:
Khối lượng và giá trị giao dịch bình quân trên HOSE



Hình 23:
Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (% giao dịch toàn thị trường)



Nguồn: HOSE, VCSC

Tính thanh khoản được cải thiện đáng kể cho thấy các nhà đầu tư đang sẵn sàng quay trở lại thị trường

Như vậy, thời gian khó khăn nhất của thị trường đã qua khi khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch đã tăng mạnh qua từng tháng – trung bình tháng sau gấp đôi tháng trước. Từ mức giao dịch trung bình chỉ khoảng 6 - 10 triệu CP được giao dịch với giá trị khoảng hơn 150 – 200 tỷ mỗi ngày vào 2 tháng đầu năm, thị trường đã đạt mức thanh khoản cao trong tháng 4 với khối lượng và giá trị trung bình mỗi ngày đạt gần 40 triệu CP, giá trị khoảng 900 tỷ đồng. Mức độ tăng trưởng của khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch đã cho thấy sự trở lại của dòng vốn nội. Tuy vậy, việc ổn định của dòng tiền sẽ là nhân tố quan trọng quyết định xu hướng của thị trường trong thời gian tới.

Như vậy, yếu tố nào ảnh hưởng đến thị trường?

Mối tương quan giữa thị trường Việt Nam và chỉ số S&P 500 tăng mạnh kể từ đầu năm 2009 đến nay

Thời gian qua, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có mối tương quan chặt chẽ với thị trường Mỹ, nhất là kể từ sau tháng 9 năm 2008, mối tương quan này đã lên đến 70%. Sau đó, thị trường Việt Nam đã không còn nhiều tương quan với thị trường Mỹ và mức tương quan chỉ còn khoảng 20% vào các tháng cuối năm 2008. Tuy vậy, mối tương quan này lại tăng trở lại và hiện giữ ở mức 60%, cao hơn hẳn so với mức tương quan với các thị trường chứng khoán khác trên thế giới.

Tuy vậy, mối tương quan giữa thị trường Việt Nam và các nước châu Á lại ở mức rất thấp

Trong cùng khoảng thời gian này, các thị trường châu Á khác lại không có nhiều tương quan với thị trường Mỹ, nhất là kể từ đầu năm 2009 đến nay. Do vậy, chỉ riêng thị trường Việt Nam là có nhiều tương quan với thị trường Mỹ trong khi các thị trường trong khu vực lại không chịu tác động mạnh từ thị trường này. Đối với Việt Nam, các nước châu Á (kể cả Nhật Bản) là đối tác thương mại đầu tư quan

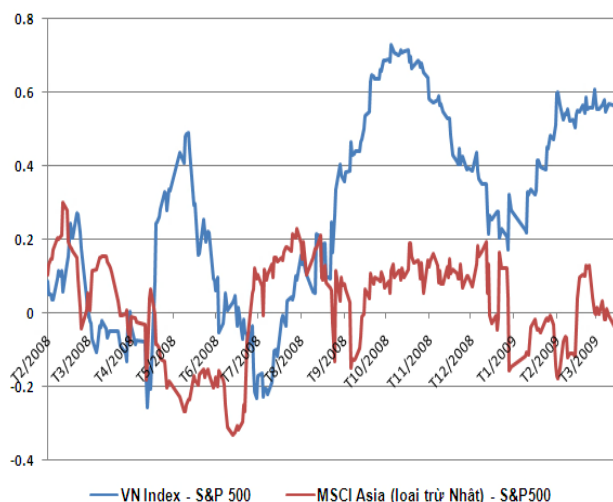
Trong khi đó, thị trường các nước châu Á lại có ảnh hưởng nhiều đến nền kinh tế trong nước

Mức định giá tương đối của thị trường Việt Nam hiện thấp hơn so với một số nước trong khu vực; tuy nhiên, điều này chưa bao gồm các rủi ro liên quan đến lạm phát, lãi suất và tỷ giá

trọng khi chiếm hơn 60% tổng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam và hơn 30% tổng giá trị xuất khẩu. Trong khi đó, Mỹ chỉ chiếm khoảng 7% vốn FDI và 18% giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2008. Như vậy, mối tương quan giữa Việt Nam và thị trường châu Á đáng lẽ phải cao hơn mối tương quan của Việt Nam và thị trường Mỹ. Do chỉ tập trung chú ý đến các biến động của thị trường Mỹ, dường như các nhà đầu tư đã bỏ qua những nhân tố ảnh hưởng và tương tác của các thị trường trong khu vực.

Khi so sánh chỉ số PE của các nước trong khu vực, thị trường Việt Nam vẫn cho thấy mức hấp dẫn tương đối khi PE trung bình thị trường ở khoảng 10 lần trong khi thị trường Trung Quốc hay Hồng Kông đã ở mức cao (PE thị trường Trung Quốc là 22 lần và thị trường Hồng Kông là 13 lần). Tuy nhiên, mức định giá thấp của thị trường Việt Nam vẫn chưa bao gồm các rủi ro liên quan như lạm phát cao, thay đổi lãi suất và rủi ro tỷ giá

Hình 24:
Tương quan giữa các chỉ số thị trường



Bảng 6:
PE trung bình thị trường

	P/E Trung bình
Thái lan	9.24
Hồng Kông	14.31
Trung Quốc	23.67
Philippine	13.67
Nhật	18.02
Úc	9.34
New Zealand	10.41
Việt Nam	11.75

Nguồn: Reuters, Bloomberg, VCSC. Tương quan dựa trên trung bình 30 ngày

Nhận định kế hoạch năm 2009

Kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2008 nhờ kết quả kinh doanh tốt trong nửa đầu năm 2008

Cho đến giữa tháng 4/2009, vẫn còn một số công ty chưa công bố báo cáo kiểm toán năm 2008. Tuy nhiên, nhìn chung các công ty vẫn có khả năng duy trì một kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2008 nhờ kết quả kinh doanh tốt trong các quý đầu năm – thời điểm khủng hoảng tài chính toàn cầu chưa tác động mạnh đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy vậy, những doanh nghiệp từng là điểm sáng trong năm 2007 lại trở thành đối tượng bị tác động nhiều nhất trong năm 2008 khi những khoản đầu tư tài chính trở thành nhân tố chính lấy đi hầu như toàn bộ lợi nhuận của doanh nghiệp. Đáng lưu ý hơn khi nhiều doanh nghiệp lớn trong ngành tài chính đã phải công bố lỗ trong năm 2008 do phải trích lập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính như REE, SAM, GMD, BVS, KLS ...

Kết quả kinh doanh Quý 4/2008 bị sụt giảm do tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu

Theo thống kê kết quả hoạt động kinh doanh của 40 công ty có vốn hóa lớn nhất trên TTCK, kết quả hoạt động kinh doanh Quý 4/2008 của các doanh nghiệp vẫn duy trì ở mức khá ổn định khi doanh thu tăng 4% so với cùng kỳ và tăng 9% so với quý trước. Tuy vậy, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp lại bị sụt giảm đáng kể khi lợi nhuận sau thuế sụt giảm 80% so với cùng kỳ và giảm hơn 90% so với lợi nhuận Quý 3/2008. Lý do là Quý 4 là quý cuối năm nên hầu hết các doanh nghiệp đều phải tăng trích lập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính, dự phòng giảm giá hàng tồn kho và các khoản dự phòng khác như lỗ do chênh lệch tỷ giá. Do vậy, kết quả kinh doanh quý 4/2008 phản ánh kết quả hoạt động khó khăn của doanh

ngiệp trong năm 2008, nhất là những tháng cuối năm – lợi nhuận bình quân giảm 19% so với năm 2007.

Bảng 7:
Doanh thu và lợi nhuận của 40 công ty có vốn hóa lớn nhất trên 2 sàn chứng khoán

	Q4 2008 sv Q4 2007 (cùng kỳ)	Q4 2008 sv Q3 2008 (quý trước)
Doanh thu	4%	9%
Lợi nhuận sau thuế	-80%	-93%
	2008 sv 2007	KH 2009 sv 2008
Doanh thu	37%	3%
Lợi nhuận trước thuế	-19%	17% *

Ghi chú: (*) Lợi nhuận 2009 chỉ tăng 0.5% nếu không tính kế hoạch lợi nhuận 2009 của các công ty lớn có lợi nhuận âm trong năm 2008 như BVS, KDC, MPC, PPC, REE, SAM. Nguồn: VCSC

Lợi nhuận năm 2009 có thể dễ đạt được do kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra ở mức khá thấp

Những khó khăn từ Quý 4/2008 và tình hình biến động của nền kinh tế vĩ mô trở thành nhân tố tác động mạnh đến hoạt động kinh doanh trong năm 2009 của hầu hết các doanh nghiệp. Xu hướng sụt giảm trong hoạt động sản xuất kinh doanh đã bắt đầu thể hiện khi kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của năm 2009 được các doanh nghiệp đưa ra khá thận trọng, trung bình tăng trưởng doanh thu khoảng 3% trong khi lợi nhuận hầu như không có nhiều biến động. Với kế hoạch đưa ra khá thấp và thận trọng, nhiều khả năng các doanh nghiệp sẽ hoàn thành và vượt kế hoạch trong các tháng cuối năm khi nền kinh tế trong nước và các yếu tố vĩ mô bên ngoài đi vào quỹ đạo phục hồi và ổn định trở lại.

THỊ TRƯỜNG ĐI VỀ ĐÂU?

Xác định đáy của thị trường

Các yếu tố nền tảng, giá trị và tâm lý rất cần thiết để thị trường hồi phục bền vững

Vào thời điểm hiện tại, các nhà đầu tư đang tiếp tục trong tâm trạng dò đáy thị trường. Những lý lẽ thường được đưa ra bao gồm “Mức giá hiện đã quá thấp rồi”, “Hiện tại là đáy của cuộc suy thoái kinh tế” và “Các nhà đầu tư rất lạc quan về thị trường”. Để có thể tách bạch các dấu hiệu của thị trường, chúng tôi chia các dấu hiệu thành ba loại. Loại thứ nhất liên quan đến nền kinh tế vĩ mô mà chúng tôi định nghĩa là “Các yếu tố nền tảng”. Loại thứ hai liên quan đến lợi nhuận và chúng tôi tạm gọi là “Giá trị”. Loại cuối cùng phản ánh tâm lý nhà đầu tư nên chúng tôi gọi là “Tâm lý”.

Rõ ràng, một sự tăng trưởng bền vững của thị trường không thể thiếu bất kỳ yếu tố nào ở trên. Thị trường tăng trưởng do tâm lý hưng phấn quá độ mà không có sự hỗ trợ từ phía nền kinh tế vĩ mô hay tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp sẽ dẫn đến tình trạng bong bóng. Trong khi đó, nếu các yếu tố nền tảng của nền kinh tế vĩ mô rất vững chắc nhưng nhà đầu tư lại bi quan về thị trường thì thị trường cũng sẽ không thể tăng trưởng được. Do các yếu tố thuộc về vĩ mô đã được phân tích trong những mục trước nên chúng tôi sẽ tập trung vào các yếu tố thuộc về “Giá trị” và “Tâm lý” của thị trường.

P/E trở nên mơ hồ và có thể rất cao trong giai đoạn suy thoái

Trong những giai đoạn biến động, rất khó dự báo các con số về lợi nhuận và do đó chỉ số P/E trở nên ít tin cậy. Thông thường, trong giai đoạn ngay trước khi kinh tế hồi phục, giá cổ phiếu có thể đi ngang và thậm chí là tăng lên trong khi lợi nhuận của các công ty tiếp tục suy giảm. Và do đó, P/E có thể cao hơn số liệu bình quân trong quá khứ.

Bảng 8: Tìm kiếm đáy của thị trường

Các yếu tố nền tảng	Giá trị	Tâm lý
<ol style="list-style-type: none"> Suy thoái kinh tế chậm dần <ul style="list-style-type: none"> Tỷ lệ thất nghiệp Xuất khẩu (trừ dầu) Tiêu dùng Lợi nhuận giảm đến đáy Tín dụng được cải thiện <ul style="list-style-type: none"> Cho vay Tỷ lệ mất khả năng trả nợ Chênh lệch lợi tức Lãi suất Giá cả và sự ổn định của tiền tệ Sự can thiệp của chính phủ Tác động từ bên ngoài Lợi tức trái phiếu đi ngang 	<ol style="list-style-type: none"> P/B thấp Lợi tức trên mỗi cổ phiếu cao Cổ tức cao Chênh lệch tín dụng cao Sự lạc quan của nhà quản lý 	<ol style="list-style-type: none"> Giá trị giao dịch lớn Thị trường biến động mạnh Chỉ số tâm lý thị trường thấp Không suy giảm do tin xấu Sự lan truyền tâm lý bi quan

P/B của Việt Nam khá thấp so với trung bình trong quá khứ

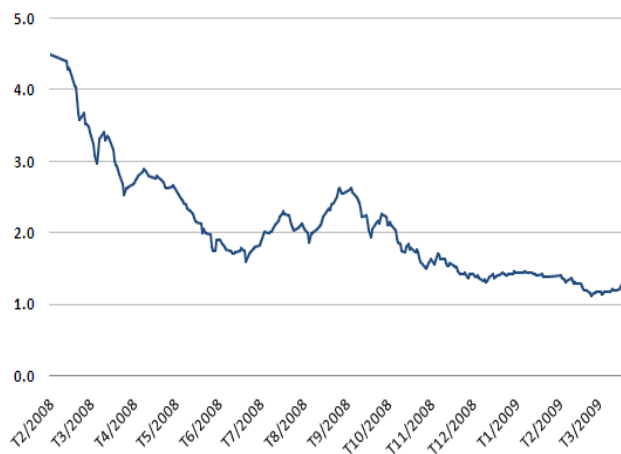
Để giảm bớt sự nhập nhằng khi dùng P/E, chúng tôi sử dụng chỉ số P/B bình quân của các cổ phiếu niêm yết trên cả hai sàn HOSE và HASTC. Chỉ số P/B đạt mức thấp nhất là 1.1 vào đầu tháng 3/2009 và đã tăng lên 1.5 do thị trường vừa trải qua đợt hồi phục mạnh vào giữa tháng tư. Mức P/B bằng 1.5 vẫn còn rất thấp so với những số liệu quá khứ: P/B đầu năm 2008 đạt tới 4.5 và dao động trong khoảng 1.5 đến 2.0 trong một khoảng thời gian dài. Chỉ số này đã tăng lên 2.5 khi thị trường hồi phục vào mùa hè năm 2008 nhưng cũng sụt giảm ngay sau đó. Trong giai đoạn từ tháng 11/2008 đến tháng 3/2009, P/B của thị trường ổn định ở mức 1.1-1.2 cho thấy thị trường đã ở trong giai đoạn tích lũy trong hơn 5 tháng vừa qua.

Một chỉ số khác về “giá trị” mà chúng tôi xét đến đó là sự khác biệt giữa lợi tức của một cổ phiếu (Earning yield) và lãi suất ngân hàng. Chênh lệch giữa hai chỉ số trên sẽ cho chúng ta thấy chi phí cơ hội của việc đầu tư vào cổ phiếu so với nắm giữ tiền. Hình 26 so sánh giữa lợi tức bình quân của một cổ phiếu trên hai sàn và VNIBOR + 0.5%, một chỉ số chúng tôi sử dụng để đại diện cho lãi suất ngân hàng.

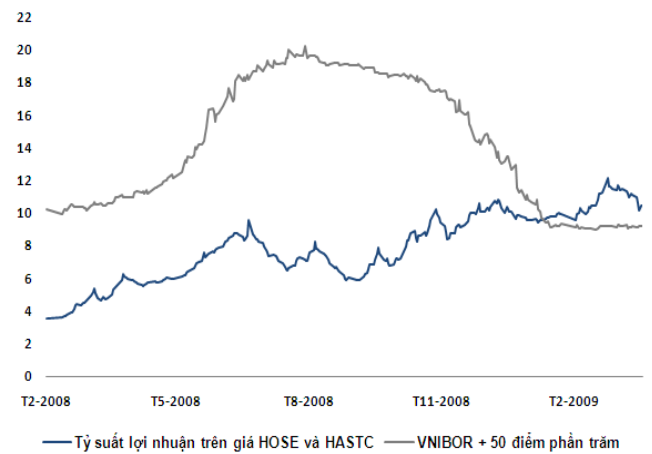
Đầu tháng 3, lợi tức của một cổ phiếu cao hơn lãi suất

Lợi tức của cổ phiếu cao hơn lãi suất ngân hàng vào đầu năm 2009 cho thấy giá cổ phiếu đã ở mức quá thấp trong giai đoạn này. Các nhà đầu tư có thể đã tận dụng sự khác biệt này bằng cách vay tiền và đầu tư vào cổ phiếu. Điều này cũng lý giải nguồn của dòng vốn nội chảy vào thị trường chứng khoán trong nhiều tuần gần đây. Hiện tại, sự khác biệt giữa hai chỉ số này là rất thấp và lợi tức của cổ phiếu hiện tại đang ở mức 7.5%, thấp hơn lãi suất một chút.

Hình 25:
P/B Tổng hợp của HOSE and HASTC



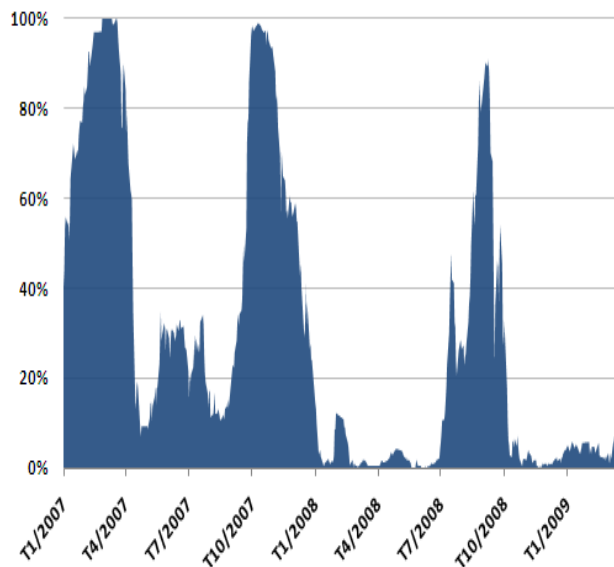
Hình 26:
Lợi tức cổ phiếu vs. Lãi suất (%)



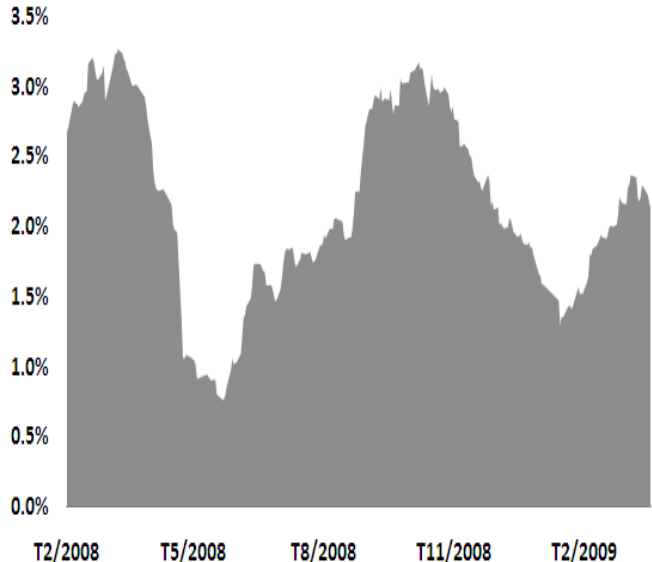
Nguồn: VCSC

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng lợi tức của một cổ phiếu sẽ tiếp tục thấp hơn lãi suất do các nhà đầu tư vẫn khá lạc quan về thị trường và do lợi nhuận của các công ty niêm yết có thể sẽ giảm. Tuy nhiên, sự điều chỉnh của thị trường cùng với tin đồn giảm lãi suất có thể sẽ cải biến sự khác biệt này.

Hình 27:
Chỉ số tâm lý thị trường



Hình 28:
Mức độ biến động của VN-Index theo 30 ngày



Nguồn: HOSE, VCSC. Chỉ số tâm lý thị trường thể hiện phần trăm công ty có mức giá hàng ngày cao hơn mức giá trung bình động 100 ngày. Chỉ số này tổng hợp các cổ phiếu của cả Hose và Hasc

Tâm lý thị trường đang được cải thiện đáng kể

Về tâm lý thị trường, chúng tôi quan sát chỉ số tâm lý thị trường (MSI) và các biến động hàng ngày của thị trường. Hình 27 cho thấy nhà đầu tư rất bị quan về triển vọng của thị trường trong phần lớn thời gian của năm 2008. Tâm lý thị trường được cải thiện vào tháng 6/2008 và kéo dài đến hết tháng 9/2008 – thời điểm thị trường chính thức kết thúc đợt hồi phục. Trong giai đoạn này, gần 90% các công

Mức độ biến động tăng do cải thiện trong giao dịch và tính thanh khoản

Giá trị và tâm lý đang cho thấy những dấu hiệu tích cực nhưng vẫn còn thiếu thông tin từ nền kinh tế

Thị trường được kỳ vọng hồi phục ngắn hạn

Lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro là những khái niệm hay được các nhà phân tích đề cập đến nhưng không lại được các nhà đầu tư cá nhân sử dụng

Các nhà đầu tư quan tâm đến xác suất đạt được một lợi nhuận cụ thể

Chúng tôi mô phỏng 10.000 kịch bản cho khả năng của VN-Index vào cuối năm nay

Thị trường Việt Nam sẽ dao động mạnh với VN-Index dự báo nằm từ 150 -1.400 điểm

ty niêm yết trên HOSE và HASTC được giao dịch trên đường giá bình quân 100 ngày. Kể từ tháng 9 năm 2008 trở đi, mặc dù có một vài đợt thị trường hồi phục nhẹ vào cuối năm nhưng chỉ số này vẫn chỉ khoảng 4-5%. Tâm lý thị trường được cải thiện đáng kể trong tháng 3/2009 khi thị trường chứng khoán tăng khoảng 20%. Cũng như MSI, mức độ biến động hàng ngày cũng tăng sau thời gian này – một dấu hiệu đảo ngược của tâm lý và tính thanh khoản của thị trường. Chú ý rằng mức độ biến động của thị trường suy giảm liên tục khi thị trường giảm điểm cũng tương đương với tâm lý bi quan và cổ phiếu trở nên khó bán. Trong khi đó, nếu như thị trường tăng điểm cùng với tính biến động thấp thì lạc quan là tâm lý chung của thị trường và lúc này việc đặt mua cổ phiếu trở nên rất khó khăn.

Trong ba tiêu chí do chúng tôi đưa ra, các yếu tố nền tảng vẫn chưa có sự cải thiện rõ rệt trong khi đó, cả yếu tố “giá trị” và “tâm lý” đều cho thấy thị trường đã chạm đáy. Do đó, chúng tôi tin rằng tâm lý hưng phấn hỗ trợ thị trường tăng điểm trong thời gian qua khó có thể bền vững nếu không có các thông tin hỗ trợ từ phía “các yếu tố nền tảng”. Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ liên tục đảo chiều với những đợt tăng và giảm mạnh. Tuy nhiên, với trạng thái tâm lý hiện tại, chúng tôi không kỳ vọng thị trường sẽ quay lại mức đáy đã thiết lập cuối tháng 2.

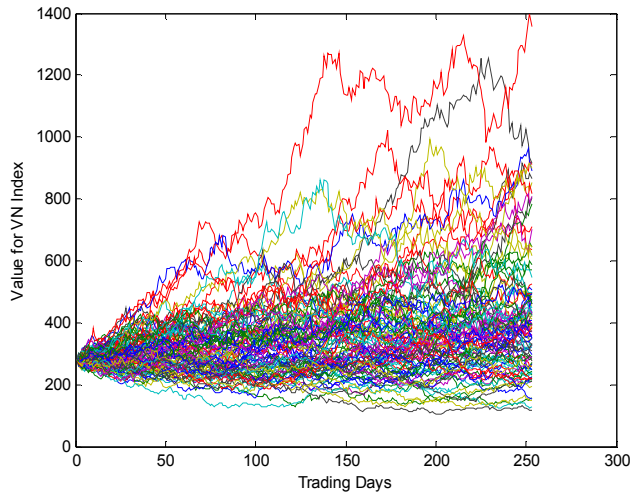
Xác suất VN-index trên 400 điểm là bao nhiêu?

Các nhà đầu tư thường nghe nói về xu hướng của thị trường qua khái niệm lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của VN-Index. Điều này cũng đồng nghĩa với việc trả lời cho câu hỏi “VN-Index sẽ là bao nhiêu trong một năm tới với một mức lợi nhuận và rủi ro kỳ vọng?” Trong thực tế, có rất nhiều công cụ được ban quản lý các quỹ lớn dùng để trả lời câu hỏi trên. Tuy nhiên, các công cụ này không mang lại nhiều lợi ích cho đa số các nhà đầu tư cá nhân. William Sharpe, đạt giải Nobel kinh tế, cho rằng các nhà đầu tư không quan tâm tới lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro kỳ vọng; thay vào đó, họ chỉ quan tâm đến lợi nhuận họ có thể nhận được. Do đó, câu hỏi thực tế hơn là “Trong điều kiện thị trường hiện tại, xác suất VN-index đạt được tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng là bao nhiêu?”.

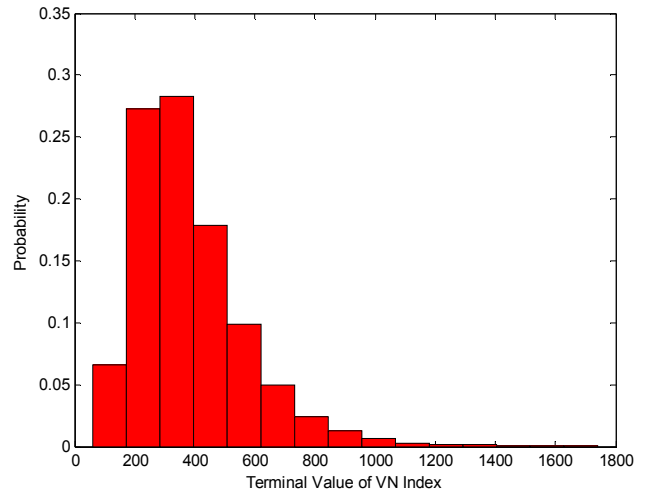
Để trả lời cho câu hỏi này, chúng tôi sử dụng mô hình Monte Carlo để mô phỏng những kịch bản có thể có cho VN-Index và từ đó tính xác suất của VN-Index. Đầu tiên, chúng tôi ước tính điểm cân bằng kỳ vọng và rủi ro cho VN-Index bằng cách sử dụng mô hình thị trường cân bằng. Khi có các kỳ vọng, chúng tôi dùng mô hình Monte Carlo và mô phỏng đường đi của VN-Index với giả sử rằng thị trường sẽ biến động theo Geometric Brownian Motion. Chúng tôi mô phỏng khoảng 10.000 kịch bản cho VN-Index trong năm 2009. Phân phối của các kịch bản này sẽ là xác suất của VN-Index trong một năm. Chú ý rằng những xác suất do mô hình Monte Carlo đưa ra đã loại bỏ các yếu tố chủ quan trong quá trình dự báo.

Hình 29 đưa ra những kịch bản của VN-Index trong 252 ngày giao dịch tiếp theo. Mỗi đường màu là một khả năng của VN-Index. Chúng tôi không quá ngạc nhiên khi VN-Index trong năm 2009 sẽ cực kỳ biến động với giá trị cuối cùng nằm trong khoảng 150 đến 1.400 điểm. Tuy nhiên, hầu hết các giá trị đều tập trung trong khoảng 300-450 điểm.

Hình 29:
Mô phỏng Monte Carlo của VN-Index



Hình 30:
Phân phối xác suất đối với giá trị của VN Index sau 1 năm



Nguồn: VCSC. Phân phối xác suất dựa trên 10,000 kịch bản khả thi.

Kịch bản cho VN-Index

Từ 200 đến 300 điểm: 26%

Từ 300 đến 400 điểm: 28%

Từ 400 đến 500 điểm: 18%

Dưới 200: xác suất dưới 10%

Do đó, rủi ro VN-Index giảm mạnh rất thấp nhưng vẫn còn thiếu thông tin hỗ trợ để vượt qua 400 điểm

Hình 30 biểu diễn phân phối các giá trị cuối cùng của VN-Index. Một lần nữa, mô hình phân phối này cho thấy tính biến động của thị trường nội địa. Theo kiểm chứng của chúng tôi, VN-Index sẽ biến động bình quân khoảng 30-40% trong năm 2009, cao hơn những thị trường khác trong khu vực. Trong điều kiện thị trường biến động như vậy, có hơn 50% khả năng VN-Index sẽ nằm trong khoảng 200-400 điểm, 18% VN-Index nằm trong khoảng 400-500 điểm và ít hơn 10% VN-Index thấp hơn 200 điểm. Xác suất VN-Index vượt qua 400 điểm khá thấp do tính bất ổn của thị trường cùng với nền kinh tế trong nước vẫn chưa ổn định.

Do đó, rủi ro VN-Index xuống dưới 200 điểm là rất thấp. Xác suất VN-Index nằm trong khoảng 350-400 điểm là cao nhất. Và để VN-Index vượt qua 400 điểm, cần có sự chuyển biến đáng kể theo chiều hướng tích cực của nền kinh tế vĩ mô.

PHÂN BỐ TÀI SẢN TRONG DANH MỤC ĐẦU TƯ

Triển vọng về các loại tài sản và Sự phân bổ các loại tài sản khác nhau trong danh mục

Khuyến nghị trước đây của chúng tôi: Tăng việc nắm giữ tiền mặt để gia tăng tính thanh khoản và sự linh động cần thiết.

Tình huống nan giải của nhà đầu tư: Nhà đầu tư nên phân phối tài sản như thế nào khi các chỉ số định giá rất hấp dẫn nhưng yếu tố vĩ mô vẫn còn nhiều rủi ro

Trong báo cáo chiến lược đầu tư và phân bổ tài sản trước của chúng tôi (tháng 1/2009), chúng tôi đã khuyến nghị nhà đầu tư nên thận trọng trong tình hình thị trường nhiều biến động. Vào thời điểm đó, chúng tôi đã khuyến nghị (1) nhà đầu tư nên tận dụng cơ hội thị trường tăng điểm ngắn hạn để có thể chuyển hóa các tài sản sang tiền mặt và (2) giảm dần việc nắm giữ trái phiếu sang nắm giữ tiền mặt. Lý do chính cho khuyến nghị này là vì chúng tôi muốn nhà đầu tư có được sự linh động tối đa để có thể đầu tư ngay vào cổ phiếu khi thị trường chứng khoán hồi phục.

Hiện tại, nhà đầu tư đang phải đối mặt với tình huống nan giải với chiến lược đầu tư của mình. Một mặt, hầu hết các nhà đầu tư dự đoán năm 2009 là một năm rất xấu với nhiều rủi ro không lường trước được. Dự đoán này xuất phát từ sự thiếu hụt nhiều yếu tố cơ bản và dẫn đến các chiến lược thận trọng quá mức qua việc nắm giữ một lượng tiền mặt nhiều hơn mức cần thiết. Mặt khác, các chỉ tiêu định

Chúng tôi cho rằng thị trường sẽ còn bấp bênh cho đến cuối năm, với một vài giai đoạn tăng trưởng mạnh

Sự lệ thuộc của các thị trường mới nổi vào tình hình kinh tế chung trên toàn thế giới đã được chứng thực qua các dữ liệu lịch sử.

Đường cong lợi tức trái phiếu đã khá dốc trong suốt một thời gian.

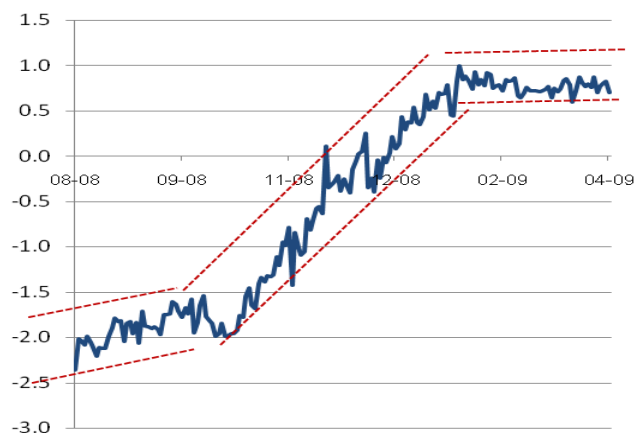
Lợi tức đối với trái phiếu dài hạn đi ngược với chu kỳ kinh tế, đối lập hoàn toàn các trái phiếu ngắn hạn.

giá hiện tại của thị trường chứng khoán đang ở mức rất thấp, so với giá trị trung bình quá khứ. Không những vậy, VN-Index cũng đang tỏ ra rất hấp dẫn, xét về mặt giá trị, so với các chỉ số chứng khoán khác trong khu vực. Sau cùng, thời gian vừa qua nhà đầu tư đã quá bi quan về thị trường chứng khoán, nhưng bây giờ lại quá háo hức để tham gia thị trường trở lại. Do vậy, câu hỏi đặt ra vào thời điểm hiện tại là nhà đầu tư nên phân bổ danh mục tài sản của mình như thế nào trong thời điểm có nhiều tín hiệu trái chiều này?

Chúng tôi cho rằng từ nay đến cuối năm thị trường chứng khoán sẽ vẫn còn bấp bênh, với một, hai giai đoạn tăng trưởng nhanh, rồi lại sẽ suy giảm trở lại. Thứ nhất, hầu hết các nhà đầu tư, cả tổ chức lẫn cá nhân, đều rất bi quan về tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp và các yếu tố kinh tế vĩ mô. Do vậy, chúng ta có thể thấy đôi khi chỉ vì một vài kết quả kinh doanh tốt hơn dự kiến (hoặc nói cách khác là không xấu như dự kiến!) cũng đã đủ để châm ngòi cho các đợt tăng điểm ngắn hạn của thị trường. Thứ hai, như chúng tôi đã từng đề cập trong các báo cáo trước, tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào tốc độ tăng trưởng của các nền kinh tế lớn khác trên thế giới, mà cụ thể là Mỹ và Trung Quốc. Các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam chịu sự tác động lớn từ bên ngoài do các nền kinh tế có tương tác lớn với dòng vốn đầu tư nước ngoài sẽ có độ nhạy cao với các triển vọng tăng trưởng của thị trường toàn cầu (nghiên cứu của Galindo, Schianterelli và Weiss (2007)). Câu hỏi lớn hiện tại cho nước Mỹ là “Chi phí hữu hình và vô hình của kế hoạch kích thích kinh tế Mỹ là bao nhiêu?”, còn câu hỏi cho Trung Quốc sẽ là “Cần phải tăng quy mô gói kích cầu lên bao nhiêu nữa để có thể tự cứu lấy bản thân mình?”. Sau cùng, tâm lý nhà đầu tư Việt Nam hiện tại bị ảnh hưởng quá nhiều vào chỉ số S&P 500 và các chỉ số khác trong khu vực. Như vậy, diễn biến của VN-Index trong ngắn hạn sẽ lệ thuộc vào các tin tức mang tính đột biến cả trong và ngoài nước.

Trên thị trường trái phiếu, đường cong lợi tức trái phiếu hiện khá dốc khi các trái phiếu kỳ hạn 1 năm và 10 năm được giao dịch ở mức lợi tức lần lượt là 8.27% và 9.14%. Thật ra thì việc đường cong lợi tức không thay đổi nhiều so với đầu năm cũng là một tín tốt – thị trường dù vẫn xấu, nhưng đang có chuyển biến tốt lên. Các nghiên cứu về cơ cấu kỳ hạn của lãi suất cho thấy rằng đường cong lợi tức thay đổi theo các chu kỳ kinh tế, do nó phản ánh tất cả các thông tin về tiền tệ và tài khóa. Trong những thời điểm tình hình kinh tế xấu, lợi tức trái phiếu dài hạn thường rất cao, còn mức lợi tức đối với các trái phiếu ngắn hạn thì lại thấp. Như vậy, đường cong lợi tức sẽ dốc lên trong những thời điểm kinh tế suy thoái. Điều này cũng có nghĩa là mức lợi tức của các trái phiếu dài hạn thường đi ngược với chu kỳ kinh tế, vì nhà đầu tư không chuộng rủi ro trong những thời điểm thị trường xấu. Trong khi đó, lợi tức của các trái phiếu ngắn hạn sẽ lại tỷ lệ thuận với các chu kỳ kinh tế bởi vì chúng phản ánh các thay đổi của chính sách tiền tệ.

Hình 31:
Chênh lệch lợi tức giữa TP kỳ hạn 1 năm và 10 năm (%)



Hình 32: Hình dạng của đường cong lợi tức và tác động của các chính sách

		Ngân sách Chính Phủ	
		Thả lỏng	Siết Chặt
Chính sách tiền tệ	Thả lỏng	Bình thường và dốc	Bình thường và khá dốc
	Siết chặt	Khá phẳng	Đảo ngược và dốc

Lãi suất thấp cũng có thể là tín hiệu xấu cho thị trường

Hình dạng của đường cong lợi tức phản ánh thực trạng nền kinh tế Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng đường cong lợi tức sẽ dốc hơn trong ngắn hạn

Đối với các nhà đầu tư có mức độ chấp nhận rủi ro cao, chúng tôi đề xuất nên đầu tư nhiều hơn vào cổ phiếu, giống như chiến lược phân bổ danh mục mà chúng tôi đã từng đề cập trong báo cáo Điểm lại năm 2008 và Chiến lược đầu tư 2009.

Hình 31 biểu thị mức chênh lệch lợi tức đồng thời cho thấy sự chuyển giao giữa các chu kỳ kinh tế Việt Nam trong các tháng vừa qua. Nền kinh tế trong nước đã đạt đến đỉnh điểm vào cuối tháng 09 năm 2008, do chính sách tiền tệ bất đầu được nới lỏng. Trước đó, cả chính sách tiền tệ và tài khóa đều bị siết chặt làm cho đường cong lợi tức dốc ngược xuống khá nhiều. Còn hiện tại, đường cong lợi tức, thể hiện qua khoản chênh lệch lợi tức dương, cho thấy rằng chính sách tiền tệ đã được nới lỏng và các biện pháp tài khóa điều hòa – một đặc điểm khá phổ biến trong suốt thời điểm kinh tế suy thoái.

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng đường cong lợi tức sẽ dần dốc lên nhiều hơn do sự sụt giảm liên tục lợi tức của các trái phiếu ngắn hạn, mà nguyên nhân chính là việc các chính sách tiền tệ và tài khóa tiếp tục được nới lỏng để kích thích nền kinh tế. Dù vậy, cũng nên lưu ý rằng, đường cong lợi tức này sẽ không thể nào dốc hơn do lãi suất cơ bản hiện chỉ còn 7%, một mức rất thấp cho nền kinh tế. Trong trung hạn, khoảng sau quý 3 năm nay, chúng ta có thể sẽ chứng kiến một đường cong lợi tức phẳng phiu hơn (hay mức chênh lệch lợi tức thấp hơn) do nền kinh tế tiếp tục thể hiện các tín hiệu cải thiện tích cực.

Đối với các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro từ trung bình đến cao, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư bắt đầu thực hiện phân bổ danh mục tài sản chiến lược bằng cách tăng dần sở hữu cổ phiếu và giảm dần sở hữu trái phiếu và tiền mặt. Lý do chính là nhà đầu tư nên chuẩn bị cho xu hướng tăng của thị trường chứng khoán trước khi nền kinh tế chạm đáy và phục hồi. Tuy vậy, mức độ rủi ro của danh mục cũng khá cao.

Bảng 9: Phương cách phân phối các tài sản đối với mức độ chịu đựng rủi ro trung bình

	Phân bổ chiến lược	Sai lệch chiến thuật	Chiến thuật phân bổ hiện tại
Cổ phiếu	60	- 5	55
Trái phiếu	30	- 5	25
Tiền	10	+10	20

Đối với các nhà đầu tư thận trọng và ngại rủi ro, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư không nên đầu tư vào thị trường chứng khoán ở thời điểm này.

Còn đối với các nhà đầu tư thận trọng hơn, có mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn, chúng tôi khuyến nghị khuynh hướng đầu tư nghiêng về trái phiếu nhiều hơn. Chiến lược đầu tư này giống với chiến lược đầu tư vào danh mục cổ phiếu có “beta thấp” – tức là không có nhiều tương quan với biến động của thị trường - với mục tiêu là giảm tối thiểu rủi ro và biến động của danh mục.

Chiến lược phân bổ danh mục đầu tư cổ phiếu theo chuẩn phân ngành của ICB

Các phương pháp truyền thống trong việc xác định mức sinh lời dự kiến, như dựa trên dữ liệu trung bình trong quá khứ, đưa ra các kết quả phiến diện và không phản ánh được tương lai.

Nhiều nhà đầu tư lựa chọn chiến lược phân bổ danh mục theo ngành. Để làm được điều này, một số yếu tố đầu vào cần phải có là mức sinh lời dự kiến và mức rủi ro (hay beta). Tuy nhiên, các phương pháp đo lường truyền thống về mức sinh lời chẳng hạn như mức sinh lời bình quân trong quá khứ hoặc mức sinh lời ước tính theo chủ quan thì lại có nhiều định kiến và không ổn định. Để giải quyết vấn đề này, chúng tôi trình bày các ước tính của chúng tôi về mức sinh lời và mức rủi ro dự kiến cho các phân ngành theo tiêu chuẩn ICB.

Bảng 10 trình bày các ước tính của chúng tôi và các dữ liệu thống kê về các phân ngành, cho các công ty trên cả hai thị trường HOSE và HASTC. Cột tỷ trọng thị trường được tính toán dựa trên số liệu cổ phiếu đang lưu hành của các công ty vào thời điểm gần nhất. Chúng tôi phân loại các công ty theo các nhóm ngành nhỏ dựa trên tỷ trọng doanh thu của công ty trong phân ngành đó. Số liệu mức độ sinh lời thể hiện theo tuần, được tính toán dựa trên mức sinh lời kép trong năm ngày giao dịch của các công ty, để loại trừ các yếu tố như Tết và các ngày nghỉ lễ.

Bảng 10: Tóm tắt thống kê cho các phân ngành theo ICB

Phân ngành theo ICB	Tỷ trọng so với thị trường	Mức sinh lời hàng năm quá khứ	Mức sinh lời năm dự kiến trong 2009	Mức rủi ro năm	Tỷ suất Sharpe
Công nghiệp ô tô & phụ tùng	0.50	-66.79	23.11	40.57	0.35
Ngân hàng	13.82	-63.35	34.26	45.81	0.56
Tài nguyên cơ bản	5.10	-73.39	35.71	47.25	0.57
Hóa chất	7.43	-77.15	29.52	39.46	0.53
Xây dựng và VLXD	7.69	-74.92	40.25	51.16	0.61
Dịch vụ tài chính	21.35	-70.36	35.36	46.90	0.57
Thực phẩm và đồ uống	11.27	-72.96	28.33	36.07	0.54
Chăm sóc sức khỏe	2.28	-74.03	21.22	34.82	0.36
Dịch vụ và sản phẩm công nghiệp	6.54	-72.47	33.98	43.36	0.58
Bảo hiểm	3.30	-55.44	44.72	63.68	0.56
Truyền thông – phương tiện	0.08	-79.10	42.51	73.14	0.46
Dầu khí	5.62	-63.57	21.20	28.78	0.43
Sản phẩm tiêu dùng	0.78	-76.44	25.93	38.14	0.45
Dịch vụ bán lẻ	0.46	-61.12	24.58	37.71	0.42
Công nghệ	4.19	-77.90	28.63	40.86	0.49
Giải trí và du lịch	2.48	-69.41	35.68	52.26	0.51
Phục vụ công cộng	7.12	-62.82	30.07	40.96	0.52
Toàn thị trường	100	-69.79	32.65		

Nguồn: VCSC. Đơn vị của cột tỷ trọng thị trường, mức rủi ro và mức sinh lời là %. Mức sinh lời năm được dự báo dựa trên phương pháp cân bằng thị trường. Mức rủi ro năm được dự báo bằng phương pháp GARCH (1,1).

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá tài sản dựa trên mô hình thị trường cân bằng để tìm các mức sinh lời dự kiến trong tương lai.

Mức sinh lời dự kiến trong năm 2009 là 32.65%

Chúng tôi sử dụng phương pháp biến động rủi ro có điều kiện theo thời gian để dự đoán mức rủi ro dự tính.

Mức sinh lời dự kiến của chúng tôi không phải là mức bình quân trong quá khứ. Chúng tôi sử dụng một trong các phương pháp thị trường cân bằng, được điều chỉnh cho phù hợp với thị trường Việt Nam để dự đoán mức sinh lời. Dù CAPM cũng là một trong các phương pháp này, nhưng các dữ kiện quá khứ cho thấy rằng, khả năng dự đoán của mô hình này khá thấp, và do vậy phương pháp CAPM bị loại trừ. Nhìn sơ bộ cũng có thể nhận thấy mức sinh lời bình quân quá khứ là âm, trong khi mô hình của chúng tôi cho thấy mức sinh lời dự kiến lại dương. Xét về phương diện đo lường mức độ rủi ro, phương pháp cơ bản nhất là sử dụng độ lệch chuẩn không điều kiện. Tuy nhiên, phương pháp này lại khá phiến diện do độ rủi ro lại biến động theo thời gian và có xu hướng cực cao hoặc cực thấp trong một số giai đoạn. Hơn nữa, việc thay đổi biên độ giao dịch cũng tạo ra tác động nhân tạo đáng kể đến việc tăng hoặc giảm mức độ rủi ro của thị trường. Để hạn chế những vấn đề này cũng như các rủi ro tiềm ẩn của thị trường, chúng tôi đã sử dụng một kỹ thuật trong tài chính theo thời gian được gọi là Dự đoán độ lệch chuẩn có điều kiện theo GARCH (1,1). Sau cùng, chúng tôi sử dụng các mối tương quan theo thời gian giữa các ngành để có thể tính ra ma trận hiệp phương sai. Chúng tôi cũng cho phép ma trận này ở dạng động và có thể thay đổi theo thời gian.

Kết quả thống kê trong bảng 10 được tóm tắt như sau. Ngành có giá trị vốn hóa nhỏ nhất là truyền thông-phương tiện (chỉ chiếm 0.08% giá trị thị trường), còn ngành có giá trị vốn hóa lớn nhất là dịch vụ tài chính (chiếm 21.35%). Ngành

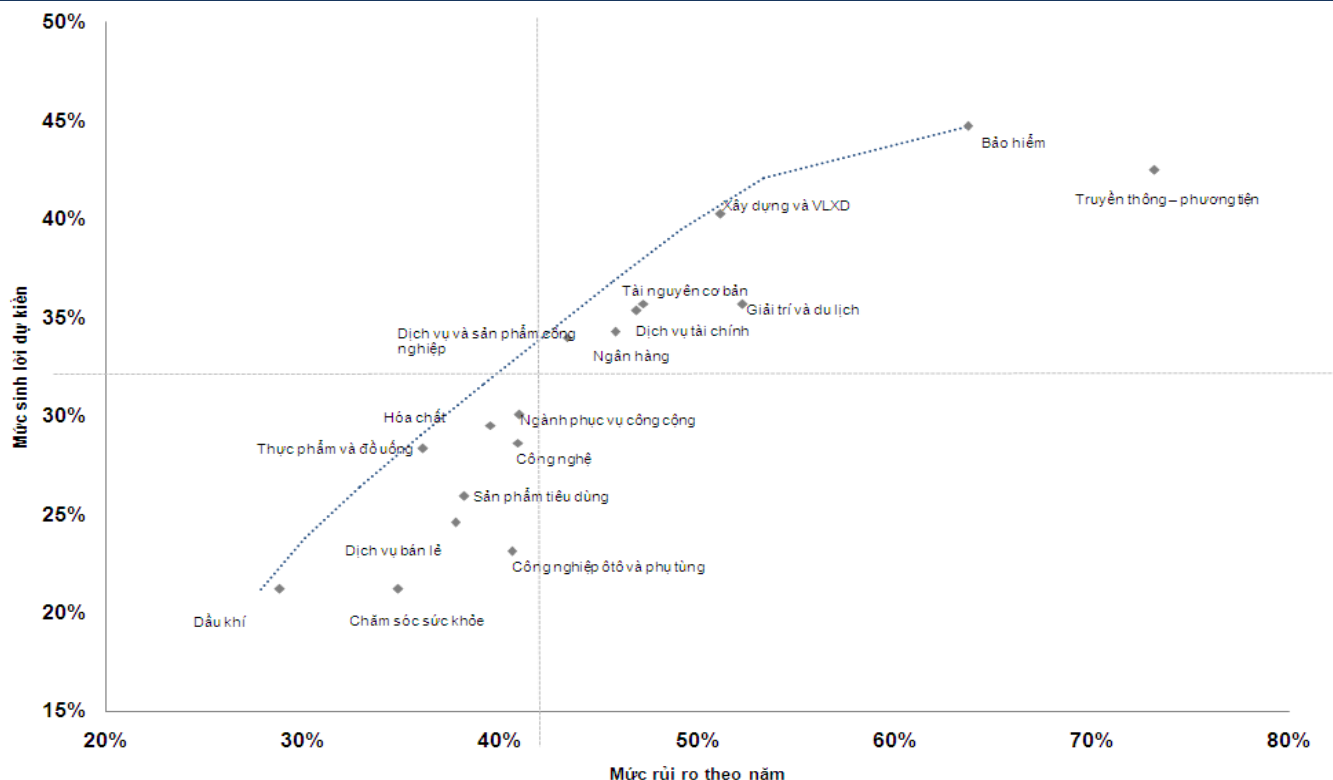
truyền thông-phương tiện có mức độ biến động cao nhất trong thị trường và cũng là ngành kém nhất tính từ đầu năm 2008 đến nay. Ngành tốt nhất là Bảo hiểm khi có mức giảm bình quân thấp nhất so với thị trường -55.44% so với mức giảm 69.79% của toàn thị trường. Chúng tôi cũng đã tính tỷ suất Sharpe cho từng ngành, với giả sử lãi suất huy động bình quân là 8%. Cần lưu ý là tỷ suất Sharpe thể hiện mức bù rủi ro cho từng đơn vị rủi ro dự tính. Không có gì ngạc nhiên khi thấy rằng ngành Thực phẩm và đồ uống sẽ có tỷ suất cao nhất trong thời gian tới.

Mức sinh lời và mức rủi ro dự kiến phản ánh chính xác kỳ vọng của nhà đầu tư về cơ hội tăng trưởng trong các ngành.

Ở Hình 33, chúng tôi đã vẽ đường cong hiệu quả cho các ngành theo dữ liệu trong Bảng 10. Biểu đồ này cho thấy vị trí của từng ngành dựa trên mức độ rủi ro và mức độ sinh lời tương ứng của nó. Đường màu xanh chính là đường cong hiệu quả của các ngành này. Chúng tôi tính toán đường cong này thông qua việc giải quyết vấn đề tối ưu hóa mức sinh lời dự kiến ở từng mức rủi ro. Đường màu xám đứt quãng chia đồ thị ra 4 vùng khác nhau dựa trên độ rủi ro và sinh lời.

Nhìn vào đồ thị và các phân vùng, chúng ta có thể thấy rằng thị trường trong nước hiệu quả hơn mức nhiều người tưởng. Hầu hết các ngành có mức sinh lời và rủi ro thấp đều nằm ở góc phần tư thứ 2 ở dưới bên trái như dược, thực phẩm, dầu khí và dịch vụ dầu khí. Trong khi đó đa số các ngành có mức sinh lời và rủi ro cao đều nằm ở góc phần tư thứ 4 ở trên bên phải như ngân hàng, bảo hiểm, vật liệu xây dựng. Nên lưu ý rằng đây là mức sinh lời dự kiến dựa theo mô hình thị trường cân bằng của chúng tôi, hay là mức sinh lời ngầm hiểu bởi thị trường – yếu tố cốt lõi trong mô hình thị trường cân bằng. Kỹ thuật này loại bỏ yếu tố chủ quan trong quá trình dự đoán.

Hình 33: Đường cong hiệu quả cho các ngành theo ICB



Nguồn: VCSC

Đối với các nhà đầu tư thận trọng, chúng tôi khuyến nghị tập trung vào các ngành mang tính phòng vệ (góc phần tư thứ 2 ở

Thị trường thường xem các ngành trong góc phần tư thứ 2 (ở dưới bên trái) giống như các khoản đầu tư phòng vệ an toàn. Tuy nhiên, hầu hết các công ty này đều có giá cao và do vậy có mức sinh lời dự kiến thấp hơn. Trong khi đó, các ngành trong góc phần tư thứ 4 (ở trên bên phải) là các khoản đầu tư mạo hiểm hơn, và

dưới bên trái)

Đối với các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro cao, chúng tôi khuyến nghị tập trung vào các ngành mang tính rủi ro cao và cũng mang tính chu kỳ cao (góc phần tư thứ 4 ở trên bên phải).

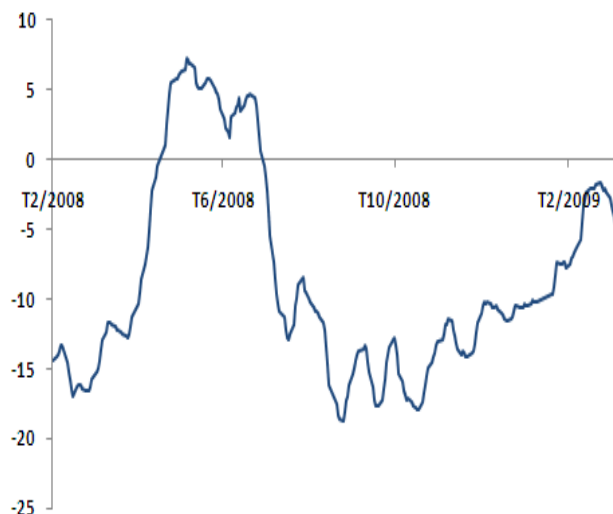
hầu hết đều là các ngành biến động theo chu kỳ kinh tế. Do giá trị vốn hóa thấp và mức độ rủi ro cao đột biến, ngành truyền thông – phương tiện nằm ngoài vùng có thể đầu tư được.

Đối với các nhà đầu tư chấp nhận mức độ rủi ro trên trung bình, chúng tôi khuyến nghị tập trung đầu tư nhiều hơn vào các ngành có tính chu kỳ cao. Còn đối với các nhà đầu tư có mức chấp nhận rủi ro thấp, các ngành có tính phòng vệ như năng lượng và thực phẩm sẽ là các khoản đầu tư xứng đáng. Đối với các nhà đầu tư theo phương pháp phân tích ngược từ dưới lên, chúng tôi khuyến khích sử dụng dự đoán của chúng tôi vào quá trình chọn lọc cổ phiếu.

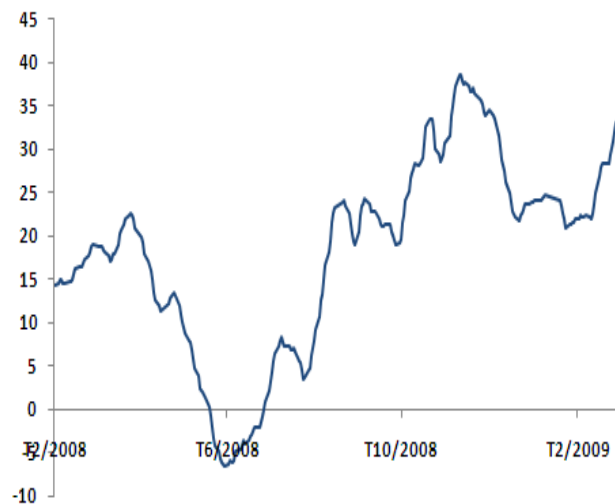
PHỤ LỤC 1: GIÁ TRỊ THẶNG DƯ

Chúng tôi trình bày mức giá trị thặng dư của 7 ngành lớn nhất và ngành dược vì đây là một trong những ngành mang tính phòng vệ được ưa thích nhất. Giá trị thặng dư tương đối cho thấy ngành này đang được giao dịch mắc hơn hay rẻ hơn so với thị trường. Chẳng hạn, giá trị thặng dư là 40 (theo trục thẳng đứng) có nghĩa là chỉ số P/B của ngành này cao hơn 40% so với chỉ số P/B tổng hợp của HOSE và HASTC.

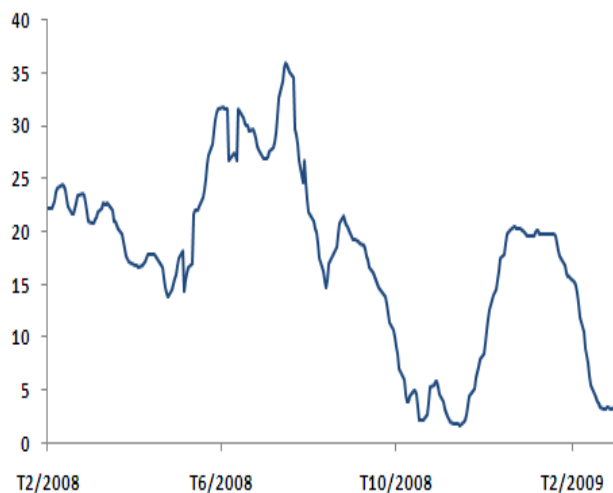
Ngành thực phẩm



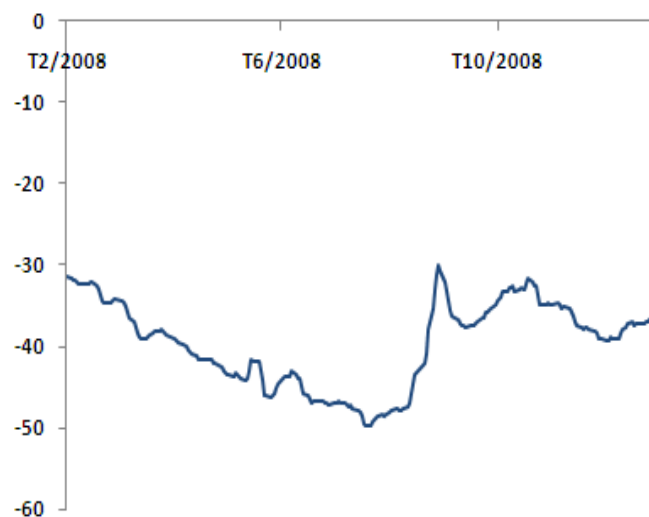
Ngân hàng



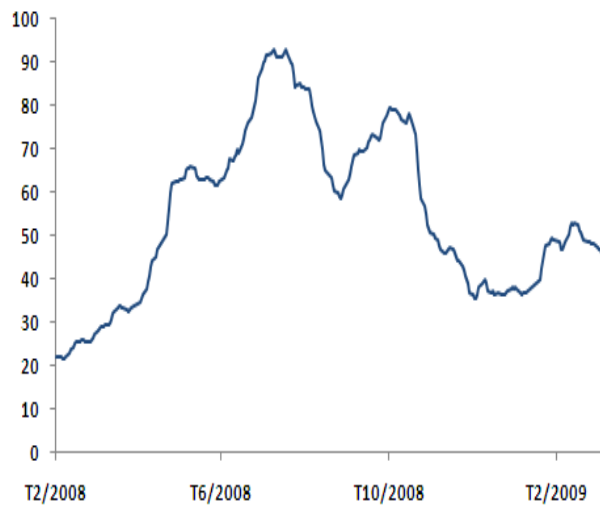
Dịch vụ tài chính



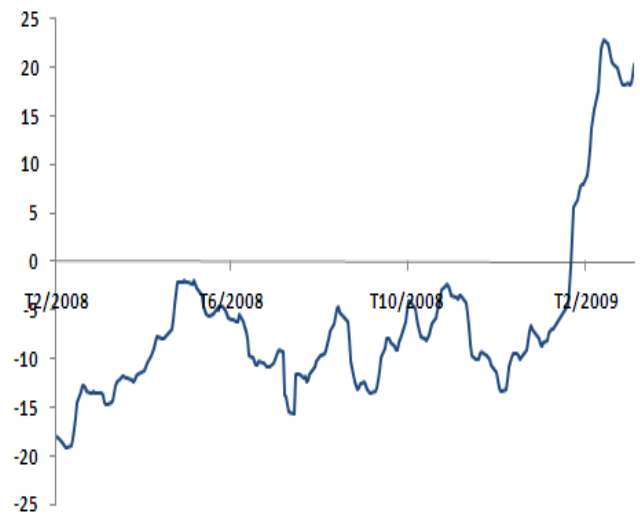
Ngành vật liệu – xây dựng



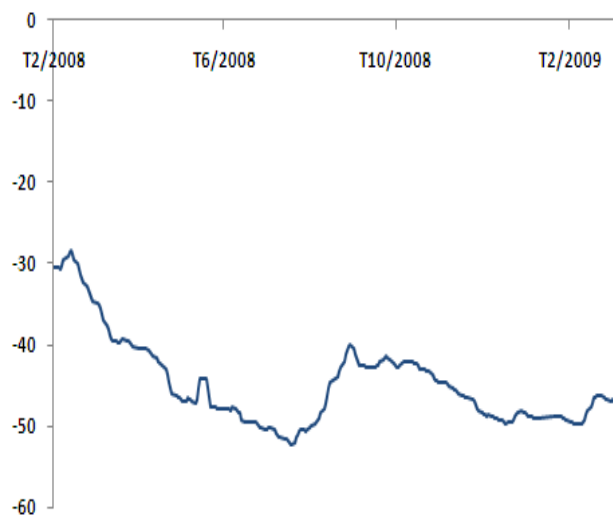
Ngành hóa chất



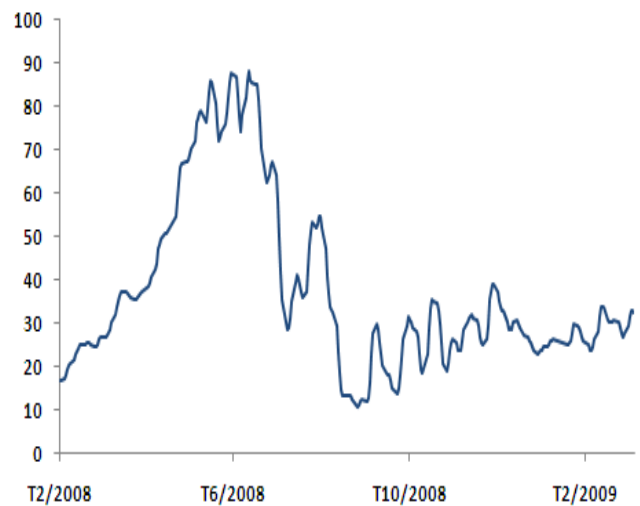
Ngành năng lượng



Ngành sản phẩm và dịch vụ công nghiệp



Ngành chăm sóc sức khỏe



PHỤ LỤC 2: TOP 11 CỔ PHIẾU ĐƯỢC ƯA THÍCH CỦA VCSC

	Mã	VĐL	Giá CP	Vốn Hóa	LNST (Tỷ đồng)		ROE %	P/E		P/B	
		Tỷ đồng	06/05/09	Tỷ đồng	2008	2009F	2008	2008	2009F	2008	2009F
1	DPM	3,800	40,200	15,276	1,379	1,300	29.1%	11.1	11.8	3.2	3.0
2	TDH	253	50,000	1,263	188	180	18.7%	6.7	7.0	1.3	1.1
3	VNM	1,753	96,000	16,826	1,230	1,438	27.2%	13.7	11.7	3.7	2.8
4	HPG	1,964	46,000	9,033	854	662	20.8%	10.6	13.6	2.2	2.1
5	TTP	150	31,000	465	67	63	16.1%	6.9	7.4	1.1	1.0
6	FPT	1,412	60,500	8,540	836	800	34.4%	10.2	10.7	3.5	2.9
7	PAC	165	43,500	718	78	95	25.1%	9.2	7.5	2.3	2.0
8	NTP	217	53,000	1,148	154	175.3	37.7%	7.4	6.6	2.8	2.3
9	PVD	1,322	71,500	9,450	922	715	43.1%	10.2	13.2	4.4	2.5
10	ACB	6,356	41,800	26,568	2,210	1,950	28.5%	12.0	13.6	3.4	2.4
11	BMP	167	45,300	758	96	120	20.8%	7.9	6.3	1.6	1.3

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

Trịnh Thanh Cần	can.trinh@vcsc.com.vn
Hoàng Thị Hoa	hoa.hoang@vcsc.com.vn
Nguyễn Xuân Giao	giao.nguyen@vcsc.com.vn
Ông Thị Thanh Thảo	thao.ong@vcsc.com.vn
Đinh Thị Như Hoa	hoa.dinh@vcsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	nhi.nguyen@vcsc.com.vn
Phạm Bảo Nguyên Anh	anh.pham@vcsc.com.vn
Võ Phúc Nguyên	nguyen.vo@vcsc.com.vn
Võ Xuân Quỳnh	quynh.vo@vcsc.com.vn

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209
<http://www.vcsc.com.vn>