

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG

Quý III năm 2014
Ngày 9/10/2014

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
Website: 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

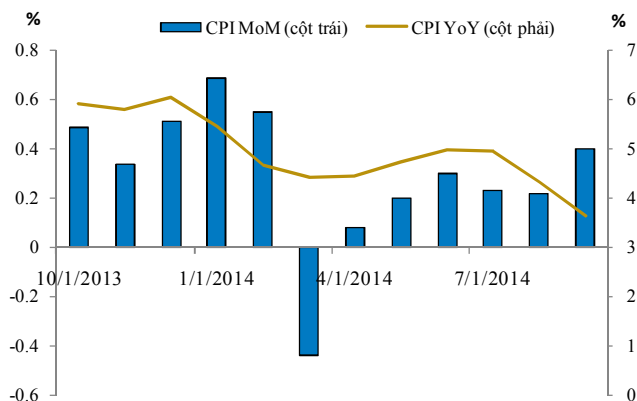
- *Nền kinh tế trong quý III tiếp tục cho thấy những dấu hiệu hồi phục ở cả khía cạnh tổng cung và tổng cầu. Chỉ số PMI tăng điểm trở lại trong tháng 9 là dấu hiệu tích cực. Trong khi đó, tiêu dùng nội địa có xu hướng hồi phục chậm và chưa vững chắc nhưng đầu tư tư nhân có sự bứt phá mạnh trong tháng 9.*
- *Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý III tiếp tục đà tăng thấp, đưa lạm phát YoY xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Dự kiến chỉ số CPI có thể sẽ có mức tăng cao hơn trong các tháng cuối năm do yếu tố mùa vụ nhưng mức tăng sẽ không quá đột biến. Nhiều khả năng lạm phát cho cả năm nay sẽ ở mức dưới 5%.*
- *Trong ba tháng còn lại của năm nay, do là thời điểm cao điểm của các dịp lễ Tết nên nhiều khả năng Chính phủ sẽ tập trung vào công tác quản lý, bình ổn giá cả thị trường. Ngoài ra, mục tiêu đẩy vốn ra nền kinh tế vẫn sẽ được chú trọng nhằm thúc đẩy đầu tư tư nhân, tạo thêm nhiều việc làm cho người lao động.*

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

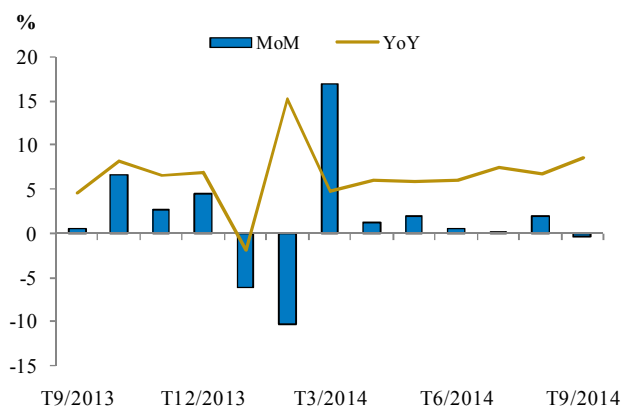
- *Trong quý 3, thị trường hồi phục tích cực sau nhịp điều chỉnh trong quý 2 do tác động từ sự kiện biển Đông*
- *Khối nhà đầu tư nước ngoài bán ròng liên tiếp trong cả 3 tháng của quý 3 với giá trị bán ròng ở mức thấp sau khi đã mua ròng với giá trị lớn trong quý 2*
- *Mặc dù các số liệu vĩ mô cho thấy nền kinh tế đang có dấu hiệu hồi phục, KQKD 6 tháng đầu năm đã được công bố của các mã trên sàn cho thấy nhìn chung đa số các doanh nghiệp vẫn chưa thực sự khởi sắc so với cùng kỳ 2013*
- *Mặt bằng lãi suất vẫn đang trong xu hướng giảm tiếp tục có tác động tích cực đến tình hình hoạt động của đa số các doanh nghiệp và dòng tiền chảy vào kênh chứng khoán*
- *Chúng tôi dự báo điểm cân bằng chỉ số P/E của VNINDEX vào thời điểm năm sẽ đạt mức 15,81*

KINH TẾ VĨ MÔ

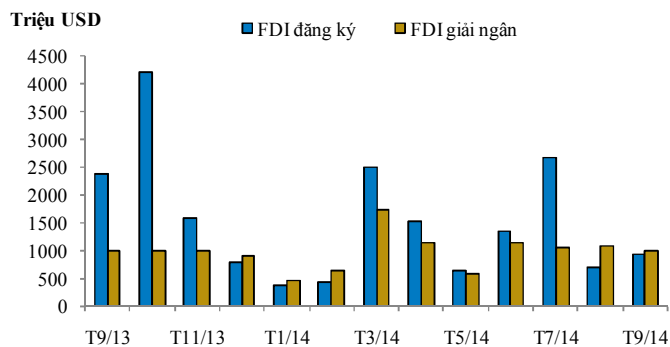
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



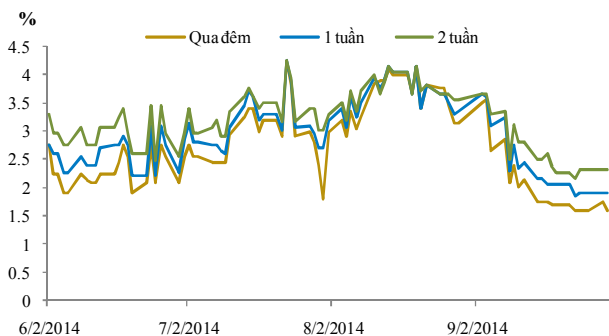
Chỉ số sản xuất công nghiệp



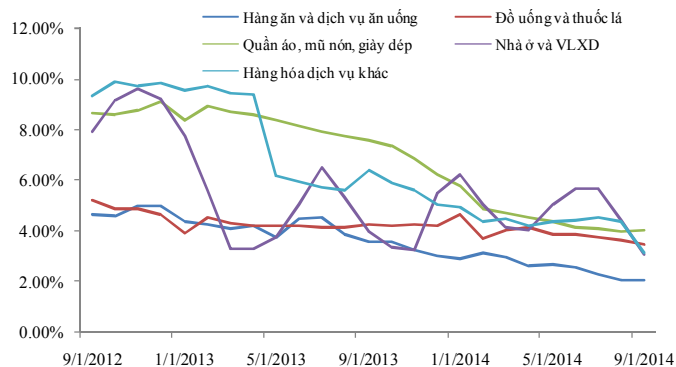
FDI



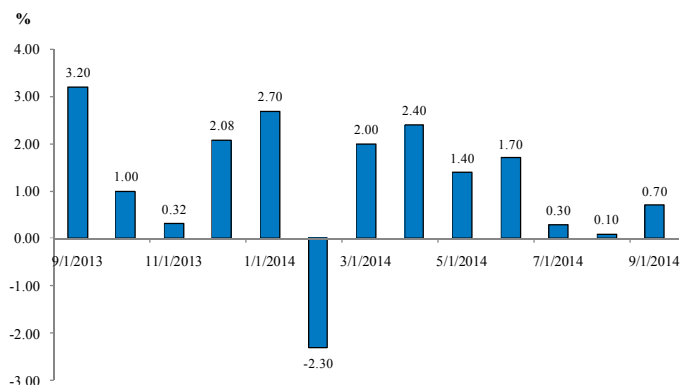
Lãi suất liên ngân hàng



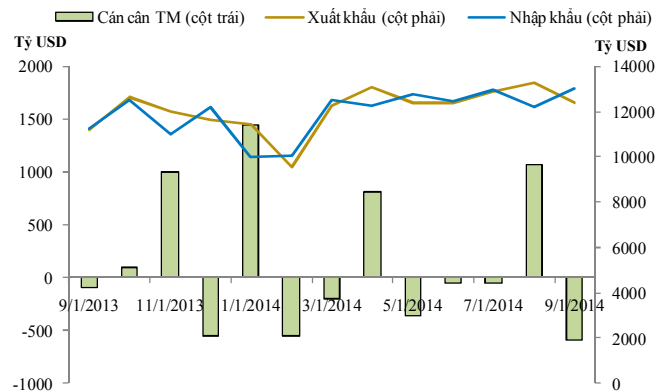
Diễn biến giá một số nhóm hàng



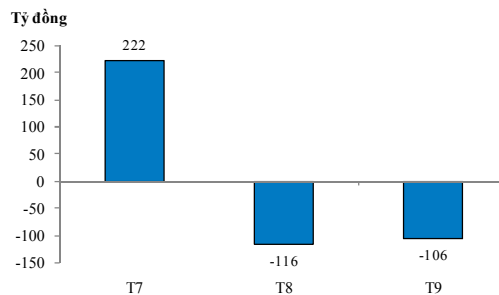
Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng (MoM)



Cán cân thương mại



Thị trường OMO

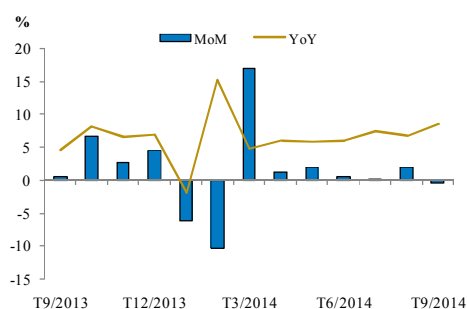


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- *Nền kinh tế trong quý III tiếp tục cho thấy những dấu hiệu hồi phục thể hiện ở tổng cung và tổng cầu. Chỉ số PMI tăng điểm trở lại trong tháng 9 là dấu hiệu tích cực. Trong khi đó, tiêu dùng nội địa vẫn duy trì xu hướng hồi phục chậm và chưa vững chắc nhưng đầu tư tư nhân có sự bứt phá mạnh trong tháng 9.*
- *Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý III tiếp tục đà tăng thấp, đưa lạm phát (YoY) xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Dự kiến chỉ số CPI có thể sẽ có mức tăng cao hơn trong các tháng cuối năm do yếu tố mùa vụ nhưng mức tăng sẽ không quá đột biến. Nhiều khả năng lạm phát cho cả năm nay sẽ ở mức dưới 5%.*
- *Do ba tháng còn lại của năm là thời gian cao điểm của các dịp lễ Tết nên nhiều khả năng Chính phủ sẽ tập trung vào công tác quản lý, bình ổn giá cả thị trường. Ngoài ra, mục tiêu đẩy vốn ra nền kinh tế vẫn sẽ được chú trọng nhằm thúc đẩy đầu tư tư nhân, tạo thêm nhiều việc làm và đạt mục tiêu tăng trưởng.*

Tổng cung

Chỉ số sản xuất công nghiệp (YoY)



Nguồn: GSO, BVSC

Chỉ số sản xuất công nghiệp

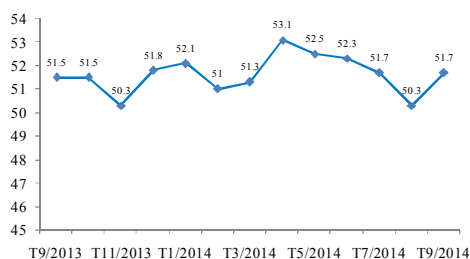
Tính chung 9 tháng đầu năm, chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 6,7%, cao hơn mức tăng 5,3% của cùng kỳ năm trước. Trong đó, quý I tăng 5,3%; quý II tăng 6,9%; quý III tăng 7,7%. Xu hướng cải thiện qua từng quý của chỉ số sản xuất công nghiệp là khá rõ nét, tuy nhiên biến động qua từng tháng trong quý III lại chưa thật sự ổn định (tháng 7 tăng 0,2%; tháng 8 tăng 1,9%; tháng 9 giảm 0,4%).

Trong các ngành công nghiệp, ngành chế biến- chế tạo đóng vai trò trụ cột với mức tăng 8,3%, cao hơn nhiều so với mức tăng 6,7% cùng kỳ năm 2013, đóng góp 5,8 điểm phần trăm vào mức tăng chung của chỉ số sản xuất công nghiệp; ngành sản xuất và phân phối điện tăng 11,2%, đóng góp 0,7 điểm phần trăm; ngành cung cấp nước, xử lý nước thải, rác thải tăng 6,0%, đóng góp 0,1 điểm phần trăm; ngành khai thác tăng 0,4%, đóng góp 0,1 điểm phần trăm vào mức tăng chung.

Dù mức độ khởi sắc chưa thật sự đột biến nhưng chúng tôi đánh giá cao sự phục hồi của ngành công nghiệp chế biến-chế tạo. Đây là ngành liên quan mật thiết đến hoạt động xuất khẩu như sản xuất sản phẩm điện tử, máy tính và quang học (tăng 36%); dệt (tăng 19%); da và các sản phẩm liên quan (tăng 20,7%); trang phục (tăng 11,4%). Điều này phần nào cho thấy các ngành sản xuất liên quan đến xuất khẩu vẫn duy trì được triển vọng tăng trưởng tốt trong cả năm nay.

Chỉ số PMI hồi phục trở lại trong tháng 9

Chỉ số PMI do HSBC công bố



Nguồn: HSBC, BVSC

Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) do HSBC công bố có diễn biến giảm kể từ tháng 4 đến tháng 8 năm nay. Thậm chí, trong tháng 8, chỉ số này còn giảm xuống mức 50,3 điểm (sát với mốc 50, là ngưỡng điểm quyết định giữa trạng thái mở rộng hay thu hẹp của hoạt động sản xuất). Sự yếu đi của PMI trong quãng thời gian đầu quý III có thể xuất phát từ nhiều nguyên nhân: căng thẳng chính trị giữa Việt Nam và Trung Quốc xoay quanh vấn đề biển Đông, nhu cầu yếu đi từ thị trường nước ngoài đối với các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam hay một vài thay đổi trong chi phí đầu vào (giá xăng dầu tăng) và các quy định mới về tải trọng tối đa các phương tiện được phép chuyên chở... cũng đã ảnh hưởng đến tình hình sản xuất chung.

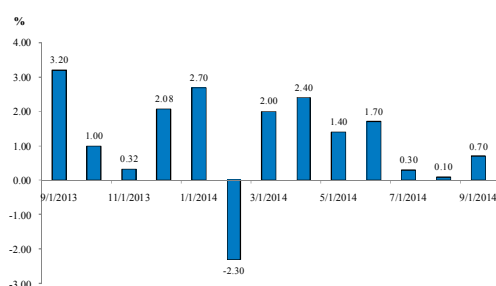
Tuy vậy, chỉ số này đã tăng điểm trở lại trong tháng 9, lên mức 51,7 điểm (tăng 1,4 điểm so với mức của tháng 8). Theo HSBC, sự tăng trưởng trở lại của các đơn đặt hàng mới đã giúp điều kiện sản xuất của Việt Nam có sự cải thiện trong tháng vừa qua. Đây là nhân tố đặc biệt quan trọng, là biểu hiện cho thấy cầu có xu hướng tăng

trở lại. Nhiều khả năng yếu tố mùa vụ sẽ còn giúp PMI duy trì mức điểm tích cực trong ba tháng cuối năm. Đây là thời điểm cao điểm của hoạt động sản xuất kinh doanh, đặc biệt là nhu cầu từ các đơn hàng trong nước phục vụ cho các dịp lễ Tết. Là một chỉ số được giới đầu tư đánh giá là phản ánh khá “nhạy” và có tính khách quan nhất định về tình hình sản xuất của Việt Nam, việc PMI khởi sắc trở lại được coi là tín hiệu tích cực của kinh tế vĩ mô vào thời điểm cuối quý III.

Tổng hợp các chỉ báo về tổng cung cho thấy tình hình sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam trong quý III tiếp tục xu hướng hồi phục nhưng tốc độ còn chậm và chưa đồng đều giữa các khu vực. Tuy vậy, 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: khu vực kinh tế trong nước dần phục hồi

Doanh số bán lẻ



Nguồn: GSO, BVSC

Tiêu dùng trong nước

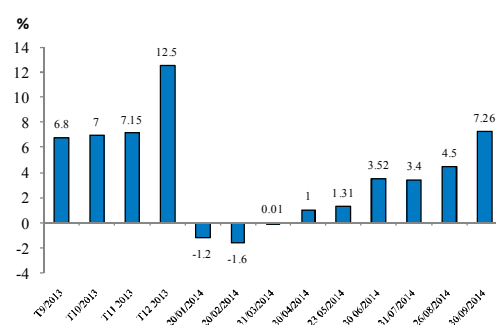
Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng chín tháng đầu năm tăng **11,1%** so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 6,2%, cao hơn mức tăng 5,4% của cùng kỳ năm 2013. Giá cả thị trường ổn định là một trong những yếu tố giúp mức tiêu thụ hàng hóa tiêu dùng trong nước cải thiện.

Tuy nhiên, tốc độ tăng của doanh số bán lẻ trong các tháng đầu quý III còn thấp (tháng 7 tăng 0,3%; tháng 8 tăng 0,1%) và chỉ đạt mức tăng khá trở lại trong tháng 9 (tăng 0,7%). Mức tăng trung bình theo tháng trong quý III chỉ đạt 0,37%/tháng, thấp hơn rất nhiều so với mức tăng trung bình của quý II (1,83%/tháng), phần nào cho thấy sự hồi phục của khu vực tiêu dùng hộ gia đình chưa thật sự ổn định.

Đầu tư tư nhân

Theo số liệu mới nhất được NHNN công bố, tín dụng tính đến cuối quý III đạt mức tăng trưởng **7,26%** so với cuối năm 2013. Đáng chú ý, tín dụng đã có sự cải thiện rất mạnh trong tháng 09 với mức tăng riêng trong tháng này lên đến gần 3% (tính đến ngày 26/8/2014, tín dụng mới chỉ tăng 4,5% so với cuối năm 2013), trái ngược hẳn với mức tăng chậm trong tám tháng đầu năm. Nếu so với tín dụng thời điểm cùng kỳ năm 2013 thì mức tăng hiện tại cũng đã cao hơn 0,46%. Nhiều khả năng mặt bằng lãi suất cho vay liên tục giảm về mức khá hấp dẫn cùng nhu cầu vay vốn tăng cao của các doanh nghiệp tăng dần vào thời điểm cuối năm đang giúp tín dụng tăng tốc mạnh. Nếu tốc độ này được duy trì trong ba tháng tới thì mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 12-14% nhiều khả năng sẽ về đích vào thời điểm cuối năm.

Tăng trưởng tín dụng



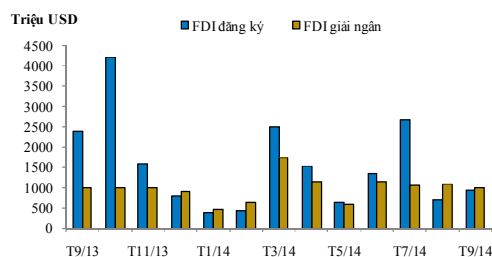
Nguồn: SBV, BVSC tổng hợp

Đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI

Thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong chín tháng đầu năm ước đạt **11,2 tỷ USD**, giảm 25,5% so với cùng kỳ năm 2013. Về giải ngân, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện ước tính đạt **8,9 tỷ USD**; tăng nhẹ 3,2% so với cùng kỳ năm 2013.

Sau những bất ổn xung quanh vấn đề biển Đông xảy ra hồi đầu tháng 5, Chính phủ đã có những hành động kịp thời để trấn an tâm lý nhà đầu tư. Do vậy đã hạn chế tối đa ảnh hưởng tiêu cực tới thu hút FDI sau sự kiện này. Trong quý III, Việt Nam đón nhận thêm các dự án đầu tư vốn FDI nổi bật thuộc lĩnh vực công nghệ cao như: dự án chuyển nhà máy sản xuất của Nokia tại một số thị trường tại châu Âu và Nam Mỹ

Vốn FDI



Nguồn: GSO, BVSC

về Việt Nam, dự án Samsung Display chuyên sản xuất màn hình cho điện thoại thông minh tại Bắc Ninh. Vào đầu tháng 10 mới đây, Samsung cũng đã nhận giấy chứng nhận đầu tư 1,4 tỷ USD vào Tp.HCM với dự án sản xuất các sản phẩm công nghệ cao và hàng điện tử gia dụng.

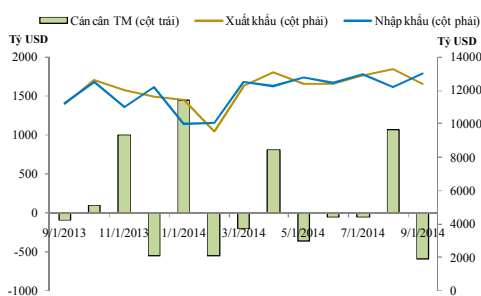
Hàn Quốc là một trong những đối tác kinh tế quan trọng hàng đầu của Việt Nam. Trong 9 tháng đầu năm nay, các doanh nghiệp Hàn Quốc đã trở thành nhà đầu tư lớn nhất tại Việt Nam, với 3,55 tỷ đôla Mỹ vốn đầu tư cấp mới và tăng thêm. Tính lũy kế, đầu tư của Hàn Quốc tại Việt Nam đã hơn 33,4 tỷ đôla Mỹ, đứng thứ hai (sau Nhật Bản) trong số các quốc gia và vùng lãnh thổ có đầu tư vào Việt Nam. Trong đó, riêng Tập đoàn Samsung đã đầu tư hơn 8 tỷ đôla Mỹ để xây dựng các nhà máy sản xuất điện thoại di động và linh kiện tại Bắc Ninh Thái Nguyên, Tp.HCM...

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 công

Vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước trong chín tháng đầu năm ước tính đạt 147 nghìn tỷ đồng, bằng 76,6% kế hoạch năm và tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ năm 2013. Trong quý III, mức giải ngân vốn đầu tư theo tháng (đạt khoảng 19.000 tỷ đồng/tháng) đã có mức tăng nhẹ so với trung bình trong quý II (khoảng 18.500 tỷ đồng/tháng). Thông thường, giải ngân vốn đầu tư từ ngân sách thường có xu hướng tăng mạnh trong quý III và quý IV nhằm hoàn thành kế hoạch năm. Do vậy, nhiều khả năng trong quý IV, giải ngân nguồn vốn này sẽ tiếp tục có xu hướng tăng.

Cán cân thương mại



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tình hình xuất nhập khẩu

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa chín tháng đầu năm ước đạt 109,6 tỷ USD, tăng 14% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, khu vực kinh tế trong nước đạt 36,6 tỷ USD, tăng 14,2%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) đạt 73 tỷ USD, tăng 14,1%. Nhập khẩu trong ba quý đầu năm ước đạt 107,2 tỷ USD, tăng 11% so với cùng kỳ năm 2013. Khu vực kinh tế trong nước đạt 46,9 tỷ USD, tăng 12,8%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 60,3 tỷ USD, tăng 9,8%.

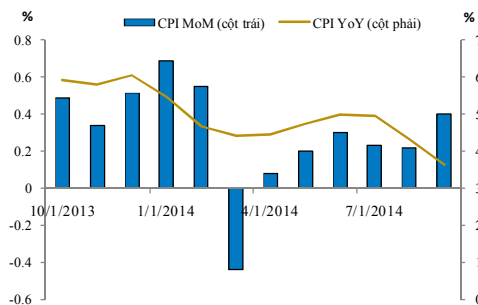
Từ số liệu trên có thể thấy cán cân thương mại của Việt Nam trong chín tháng đầu năm tiếp tục chịu ảnh hưởng lớn từ khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài. Xuất khẩu và nhập khẩu của khu vực này vẫn vượt trội so với khu vực kinh tế trong nước khi lần lượt chiếm tỷ trọng 66% và 56% trong tổng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu. Tuy vậy, xu hướng cải thiện của khối doanh nghiệp trong nước đã rõ ràng hơn trong quý III khi tốc độ tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu của khu vực này ngang bằng với khu vực FDI (trong quý I và quý II, tốc độ tăng trưởng của khu vực FDI luôn cao hơn khu vực kinh tế trong nước).

Tổng hợp các yếu tố từ phía cầu chúng tôi nhận thấy tiêu dùng nội địa trong quý III có xu hướng hồi phục chậm và chưa vững chắc. Đầu tư tư nhân có sự bứt phá mạnh trong tháng 9, mang đến khả năng tăng trưởng tín dụng có thể cán đích mức tăng trưởng 12-14%. Vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước cũng có thể được giải ngân mạnh hơn trong ba tháng cuối năm nhằm hoàn thành kế hoạch. Cán cân xuất nhập khẩu vẫn chịu sự ảnh hưởng lớn của khu vực FDI nhưng điểm sáng là tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu của khu vực kinh tế trong nước đang có sự cải thiện, dần bắt kịp khu

vực FDI.

Lạm phát đến cuối quý III: tăng thấp nhất trong vòng 10 năm

Lạm phát



Nguồn: Bloomberg, BVSC

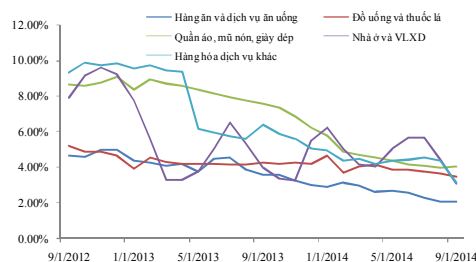
CPI đến hết tháng 9/2014 mới chỉ tăng 2,25% so với cuối năm 2013

Theo số liệu được Tổng cục Thống kê công bố, chỉ số CPI của cả nước trong tháng 9 chỉ tăng 0,4% so với tháng 8, là mức tăng theo tháng cao nhất kể từ tháng 3 trở lại đây. Tuy nhiên, mức tăng của CPI trong tháng 9 chịu tác động lớn từ nhóm hàng giáo dục do lộ trình điều chỉnh học phí (nhóm hàng này tăng 6,38%) còn đa phần các nhóm hàng khác vẫn diễn biến theo chiều hướng ổn định hoặc chỉ tăng nhẹ. Như vậy, hiện lạm phát đã xuống mức rất thấp: CPI đến cuối quý III chỉ tăng 2,25% so với cuối tháng 12 năm 2013 và tăng 3,62% so với cùng kỳ năm ngoái. Đây đều là những mức tăng thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây.

Lạm phát cả năm nhiều khả năng dưới mức 5%

Theo quy luật hàng năm, lạm phát vào quý IV thường có mức tăng cao hơn so với ba quý đầu năm do ảnh hưởng của các dịp lễ Tết. Chúng tôi cho rằng diễn biến lạm phát năm nay cũng không phải là ngoại lệ. Chỉ số CPI theo tháng nhiều khả năng sẽ có mức tăng dần trong ba tháng cuối năm nhưng mức tăng có thể sẽ không quá đột biến (dao động từ 0,4-0,7%/tháng), giúp lạm phát cả năm 2014 duy trì ở mức thấp (dưới 5%). Các yếu tố mang tính đột biến như việc điều chỉnh giá các mặt hàng thiết yếu (điện, nước, giá dịch vụ y tế, giáo dục) sẽ không còn trong quý IV nên mặt bằng giá cả sẽ chủ yếu chịu ảnh hưởng từ sức cầu tiêu dùng trong nước. Dự báo tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ sẽ có mức tăng trung bình, khoảng 6-8% trong năm nay (đã loại trừ yếu tố giá).

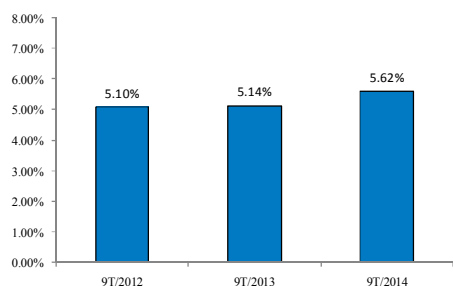
Diễn biến giá các nhóm hàng hóa



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tăng trưởng GDP: tăng tốc trong quý III

Tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm các năm gần đây



Nguồn: GSO, BVSC

Tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm đạt 5,62%

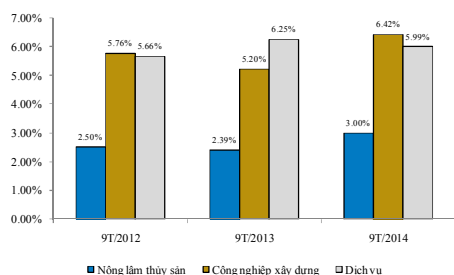
Kết quả tăng trưởng GDP trong 9 tháng đầu năm nay được công bố với mức tăng khá tích cực (5,62%), cao hơn hẳn so với cùng kỳ hai năm trở lại đây (9 tháng đầu năm 2013 tăng 5,14%, năm 2012 tăng 5,1%). Mức tăng trưởng nhảy vọt riêng trong quý III (đạt 6,19%, cao hơn hẳn so với mức 5,54% của cùng kỳ năm ngoái) đã đóng góp đáng kể vào mức tăng chung.

Hai khu vực kinh tế là nông-lâm-thủy sản và công nghiệp xây dựng đều có sự cải thiện mạnh (lần lượt tăng 3% và 6,42% so với mức 2,39% và 5,2% cùng kỳ năm 2013). Riêng lĩnh vực dịch vụ có sự suy giảm nhẹ khi chỉ tăng 5,99% so với mức 6,25% của cùng kỳ năm ngoái.

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 (9 tháng đầu năm năm 2012 tăng 5,5%; 9 tháng đầu năm 2013 tăng 6,8%; 9 tháng đầu năm 2014 tăng 8,57%). Diễn biến này chủ yếu xuất phát từ nhu cầu khá tích cực của các thị trường bên ngoài đối với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam 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...

Trong khu vực dịch vụ, đóng góp của một số ngành có tỷ trọng lớn vào mức tăng trưởng chung là: Bán buôn và bán lẻ tăng 6,02% so với cùng kỳ năm 2013; dịch vụ

Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO, BVSC

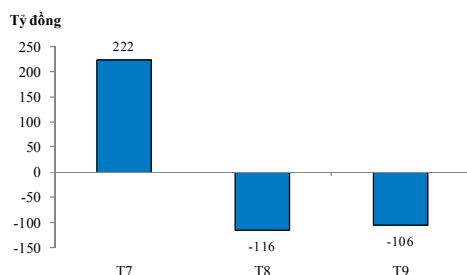
lưu trú và ăn uống tăng 7,34%; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm tăng 5,44%. Hoạt động kinh doanh bất động sản được cải thiện nhiều với mức tăng 2,93%, cao hơn mức tăng 1,91% của cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân chủ yếu do lãi suất ngân hàng tiếp tục giảm, chính sách của Nhà nước về hỗ trợ ngành bất động sản đã và đang phát huy tác dụng cùng với những điều kiện cho vay mua nhà từ gói 30.000 tỷ đồng được nói lỏng.

Mục tiêu tăng trưởng 5,8% có thể hoàn thành

Sau mức tăng cao đột biến trong quý III, tăng trưởng GDP có nhiều cơ hội để đạt được mức tăng trưởng 5,8% cho cả năm 2014 xét trong bối cảnh ba tháng cuối năm là mùa cao điểm sản xuất kinh doanh nên GDP quý IV nhiều khả năng sẽ có mức tăng cao hơn quý III (đạt khoảng 6,4-6,5%). Tín dụng cho đầu tư tư nhân tăng tốc và vốn đầu tư công được giải ngân mạnh nhằm hoàn thành kế hoạch năm có thể là những nhân tố chính cho sự tăng trưởng của GDP trong các tháng còn lại của năm 2014.

Thị trường tiền tệ: thanh khoản hệ thống ngân hàng tiếp tục dồi dào

Thị trường OMO



Thị trường OMO

Trong quý III, hoạt động của thị trường OMO khá trầm lắng khi có rất ít các phiên đấu thầu sôi động. Các giao dịch chủ yếu diễn ra trong tháng 7 và tháng 8 khi thanh khoản hệ thống ngân hàng có một vài tuần biến động. Tuy nhiên, sang đến tháng 9 đã không có lượng vốn mới nào được đấu thầu qua kênh này. Tính chung trong cả quý III, trạng thái của NHNN trên thị trường này ở mức khá cân bằng (tổng lượng vốn bơm ra bằng tổng lượng hút về). Thanh khoản dồi dào đã giúp các ngân hàng không có nhu cầu vay mượn ngắn hạn nhiều, thị trường OMO do đó ở trong tình trạng khá ảm đạm.

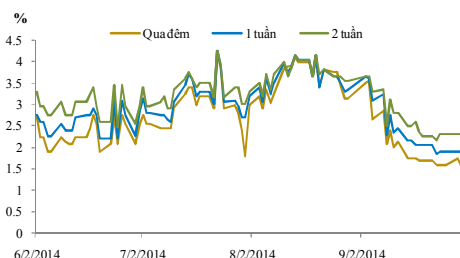
Thị trường liên ngân hàng

Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng có xu hướng tăng nhẹ trong quý III, trung bình đạt mức 2,85%/năm cho kỳ hạn qua đêm, 3,05%/năm cho kỳ hạn một tuần và 3,24%/năm cho kỳ hạn hai tuần (lần lượt so với mức 2,57%/năm; 2,82%/năm và 3,11%/năm trong quý II). Mặc dù vậy, trong những ngày cuối quý III, lãi suất liên ngân hàng đã có xu hướng giảm khá nhanh và mạnh, về gần mức đáy của tháng 2 năm nay, phổ biến chỉ còn 1,6%/năm cho kỳ hạn qua đêm; 1,9%/năm cho kỳ hạn một tuần và 2,3%/năm cho kỳ hạn hai tuần.

Mặc dù tiêu chuẩn để vay trên thị trường liên ngân hàng hiện đã được nâng lên so với các năm trước đây, không phải nhà băng nhỏ nào gặp khó khăn về thanh khoản cũng có thể dễ dàng vay vốn trên thị trường này nhưng việc lãi suất liên ngân hàng liên tục duy trì ở mặt bằng thấp trong 9 tháng đầu năm có nguyên nhân không nhỏ do nhu cầu vay mượn giảm, thanh khoản của các ngân hàng nhìn chung ở trạng thái khá dồi dào.

Theo dự báo của chúng tôi, tín dụng có thể dần tăng tốc trong ba tháng cuối năm nhưng mặt khác nguồn vốn huy động vẫn đang trong trạng thái ổn định (tăng 11% trong ba quý đầu năm), cao hơn mức tăng trưởng 7,26% của tín dụng. Do vậy, thanh khoản hệ thống ngân hàng sẽ vẫn được đảm bảo, có thể không tránh khỏi hiện tượng khó khăn cục bộ tại một số thời điểm nhưng về tổng thể sẽ vẫn ở trong trạng thái tích cực. Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ.

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Hoạt động phát hành tín phiếu

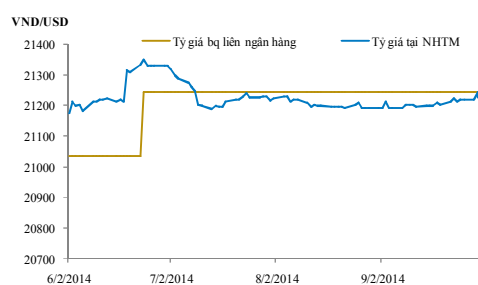
Ngoài việc hút ròng qua OMO, kênh tín phiếu cũng được NHNN tiếp tục sử dụng trong quý III nhằm điều tiết thanh khoản hệ thống. Thống kê cho thấy đã có hơn 250.000 tỷ đồng tín phiếu được NHNN phát hành mới trong quý III, thấp hơn mức 306.000 tỷ đồng trong quý II. Tính chung 9 tháng đầu năm, chỉ riêng kênh tín phiếu đã giúp NHNN hút ròng về hơn 214.000 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 trong quý III diễn biến theo chiều hướng giảm từ 0,2-0,3%, phổ biến từ 2,7-3%/năm cho kỳ hạn 28 ngày; 3-3,3%/năm cho kỳ hạn 56 ngày và 3,6 - 4,2%/năm cho kỳ hạn 91 ngày). Mặc dù lãi suất giảm 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 ba quý đầu năm.

Thanh khoản hệ thống ngân hàng dư thừa xuất phát từ việc chênh lệch cung- cầu vốn. Theo các số liệu được công bố, tín dụng tính đến hết quý III đạt mức tăng trưởng 7,26% so với cuối năm 2013 trong khi tăng trưởng tiền gửi huy động đạt 11% (huy động bằng VND tăng 12,37%, huy động bằng ngoại tệ tăng 2,78%). Việc huy động vốn vẫn tăng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động giảm phần nào cho thấy sự thận trọng của người gửi tiền khi vẫn tin tưởng kênh tiết kiệm, chỉ chuyển từ gửi kỳ hạn ngắn sang kỳ hạn dài. Do vậy, một lượng tiền lớn vẫn được giữ lại ở kênh ngân hàng, giúp đảm bảo thanh khoản hệ thống.

Tỷ giá biến động cuối tháng 9

Tỷ giá có xu hướng tăng. Sau quãng thời gian ổn định gần ba tháng, tỷ giá trong hai tuần cuối tháng 9 đã có diễn biến tăng trở lại với biên độ khá lớn. Từ việc hầu như chỉ dao động quanh mức 21.200 VND/USD, USD đã liên tục lên giá so với tiền đồng thêm khoảng 15-20 đồng/USD qua từng phiên. Tỷ giá chính thức trong hệ thống ngân hàng thương mại đã có lúc cán mốc 21.250 VND/USD (mức cao nhất trong vòng gần ba tháng qua).

Tỷ giá



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tỷ giá tự do cũng có bước tăng mạnh, từ mức 21.200 VND/USD lên mức 21.245; 21.260 rồi nhanh chóng vượt qua mốc 21.300, tiệm cận dần 21.320 VND/USD. Diễn biến đi trước của tỷ giá tự do so với tỷ giá chính thức được lý giải do những chuyển động trên thị trường vàng gần đây. Giá vàng thế giới liên tục lập đáy, hiện chỉ còn khoảng 1.120 USD/oz. Trong khi đó, giá vàng trong nước chỉ điều chỉnh rất ít, hiện xoay quanh mốc 35,5 triệu đồng/lượng. Do vậy, chênh lệch giữa giá vàng thế giới và trong nước lại có xu hướng mở rộng, lên trên 5 triệu đồng/lượng. Trong quá khứ, mỗi khi mức chênh lệch giữa giá vàng trong và ngoài nước lên cao, tỷ giá tự do thường có phản ứng tăng cao, thậm chí vượt xa so với tỷ giá chính thức.

Kỳ vọng mang tính tâm lý. Kỳ vọng tiền Đồng giảm giá so với USD tăng cao trở lại sau khi Thống đốc NHNN Nguyễn Văn Bình trong phiên trả lời chất vấn trước UBTV Quốc hội hồi cuối tháng 9 đã nhắc đến khả năng biến động tỷ giá trong cả năm 2014 sẽ vào khoảng 1-1,43%. Tức là biên độ điều chỉnh tối đa từ nay đến cuối năm (nếu có) sẽ còn 0,43% do tỷ giá đã điều chỉnh 1% hồi giữa tháng 6. Tín hiệu từ nhà điều hành ngay lập tức đã được thị trường đưa ra phản ứng.

Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, tình trạng tăng cao của tỷ giá có thể còn xuất phát từ tình trạng thanh khoản dư thừa trong hệ thống ngân hàng. Mặc dù mặt bằng lãi suất huy động liên tục giảm nhưng chưa thấy nhiều ngân hàng phản ánh tình trạng

tiền tiết kiệm suy giảm, thanh khoản khó khăn. Trái lại, lãi suất liên ngân hàng vẫn tiếp tục đi xuống và đang trôi dạt về mức kỷ lục hồi tháng 2. Với thanh khoản tiền Đồng ở mức dồi dào, không loại trừ khả năng một phần tiền trong hệ thống đã chuyển sang kênh ngoại tệ để tìm kiếm lợi nhuận trong ngắn hạn.

Một yếu tố khác cũng rất đáng chú ý là sự lên giá của USD đối với các loại ngoại tệ mạnh khác trên thị trường thế giới trong thời gian gần đây. Do định hướng thu hẹp dần gói nới lỏng định lượng QE3 của FED (dự kiến sẽ kết thúc hoàn toàn vào tháng 10) và xu hướng tăng lãi suất cơ bản đồng USD (có thể bắt đầu vào giữa năm sau), Đôla Mỹ đang ở mức cao nhất so với Euro và Yên Nhật trong vòng nhiều tháng qua.

Ở Việt Nam, tiền Đồng được điều hành theo hướng “neo” vào USD. Do vậy, khi USD biến động theo chiều hướng lên giá với các ngoại tệ khác, tiền đồng cũng lên giá theo. Nếu xu hướng tăng giá của tiền Đồng tiếp diễn, xuất khẩu của Việt Nam sang các đối tác thương mại lớn như EU, Nhật Bản... có thể sẽ bị ảnh hưởng theo chiều hướng tiêu cực. Trong điều kiện hiện tại với cán cân thương mại vẫn đang ở trạng thái xuất siêu gần 2,5 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm và các dòng vốn như FDI, FII, ODA, đặc biệt là kiều hối bước vào mùa cao điểm cuối năm thì không có nhiều áp lực phải điều chỉnh tỷ giá. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng việc sớm đưa ra thông điệp về khả năng có thể điều chỉnh tỷ giá thêm 0,43% trong thời gian sắp tới của NHNN là điều cần thiết để giúp chuẩn bị về mặt tâm lý cho thị trường cũng như giảm thiểu tác động tiêu cực đến xuất khẩu khi các yếu tố khách quan không kiểm soát được thay đổi (chính sách tăng lãi suất của FED).

Kết luận

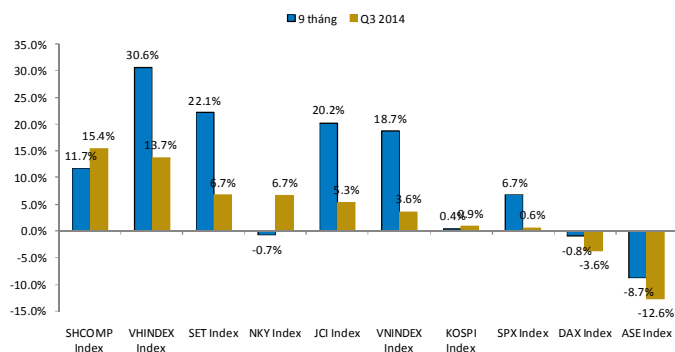
Nền kinh tế trong quý III tiếp tục cho thấy những dấu hiệu hồi phục ở cả khía cạnh tổng cung và tổng cầu. Chỉ số PMI tăng điểm trở lại trong tháng 9 là dấu hiệu tích cực. Trong khi đó, tiêu dùng nội địa có xu hướng hồi phục chậm và chưa vững chắc nhưng đầu tư tư nhân có sự bứt phá mạnh trong tháng 9, mang đến khả năng tăng trưởng tín dụng có thể cán đích mức tăng trưởng 12-14%. Vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước cũng có thể được giải ngân mạnh hơn trong ba tháng cuối năm nhằm hoàn thành kế hoạch.

Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong quý III tiếp tục đà tăng thấp, đưa lạm phát YoY xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Dự kiến chỉ số CPI có thể sẽ có mức tăng cao hơn trong các tháng cuối năm do yếu tố mùa vụ nhưng mức tăng sẽ không quá đột biến. Nhiều khả năng lạm phát cho cả năm nay sẽ ở mức dưới 5%. Tăng trưởng GDP có sự bứt phá trong quý III, đưa tăng trưởng 9 tháng đầu năm đạt mức 5,62%. Với thành quả này, mục tiêu tăng trưởng 5,8% cho cả năm 2014 có nhiều cơ sở để hoàn thành.

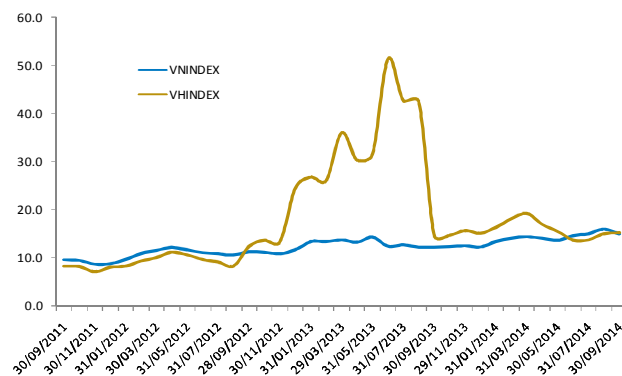
Trong ba tháng còn lại của năm nay, do là thời điểm cao điểm của các dịp lễ Tết nên nhiều khả năng Chính phủ sẽ tập trung vào công tác quản lý, bình ổn giá cả thị trường. Ngoài ra, mục tiêu đẩy vốn ra nền kinh tế vẫn sẽ được chú trọng nhằm thúc đẩy đầu tư tư nhân, tạo thêm nhiều việc làm cho người lao động. Đối với tiến trình xử lý nợ xấu, sẽ khó có thể kỳ vọng bước tiến đột phá trong ngắn hạn do cơ chế hoạt động của VAMC còn nhiều hạn chế. VAMC và NHNN cũng đã tập hợp các kiến nghị về thay đổi cơ chế hoạt động cho cơ quan này trình lên Chính phủ xem xét. Do vậy, có thể sẽ phải chờ đến năm sau để vấn đề nợ xấu được xử lý một cách rốt ráo hơn.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

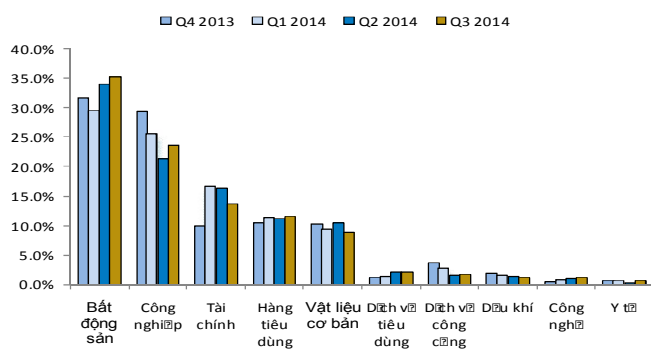
Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



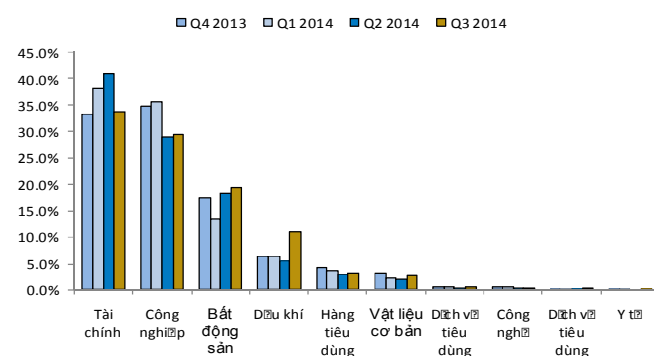
P/E tại HSX và HNX



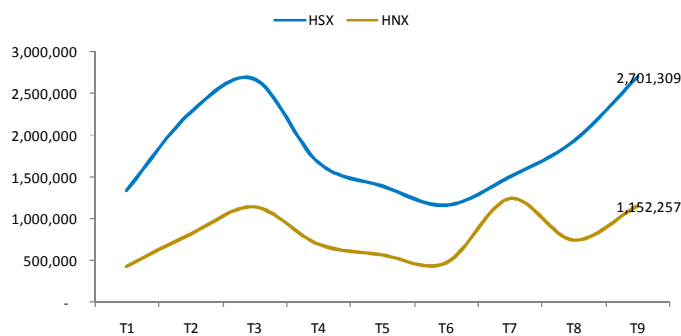
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



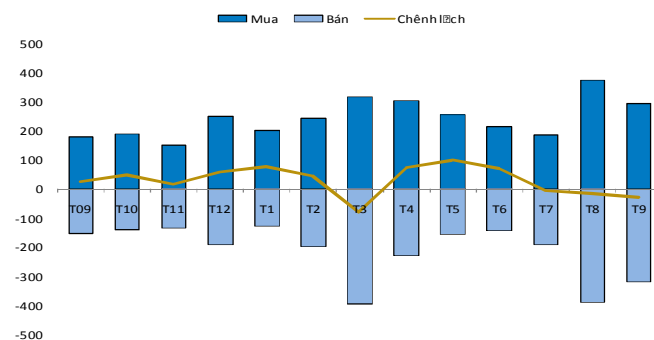
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



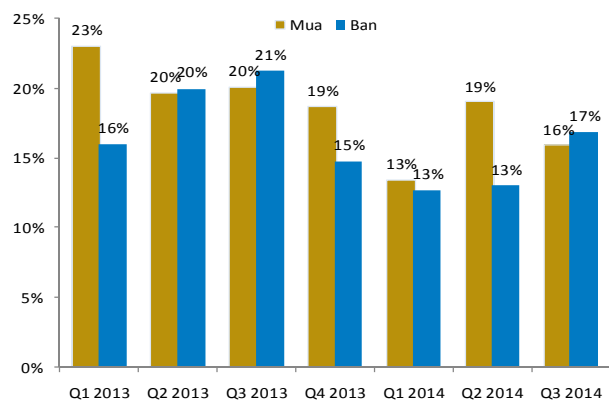
Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



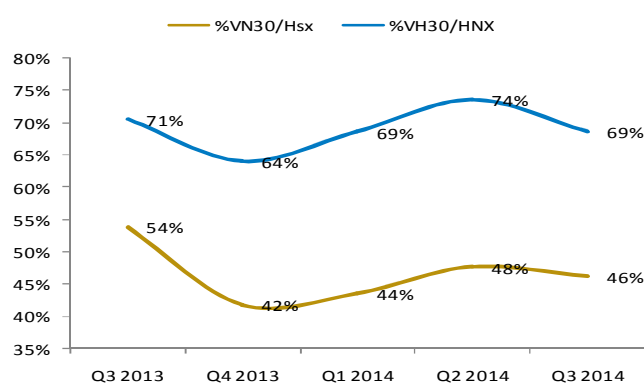
Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX (triệu USD)



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 quý 3, thị trường hồi phục tích cực sau nhịp điều chỉnh trong quý 2 do tác động từ sự kiện biển Đông
- Khối nhà đầu tư nước ngoài bán ròng liên tiếp trong cả 3 tháng của quý 3 với giá trị bán ròng ở mức thấp sau khi đã mua ròng với giá trị lớn trong quý 2
- Mặc dù các số liệu vĩ mô cho thấy nền kinh tế đang có dấu hiệu hồi phục, KQKD 6 tháng đầu năm đã được công bố của các mã trên sàn cho thấy nhìn chung đa số các doanh nghiệp vẫn chưa thực sự khởi sắc so với cùng kỳ 2013
- Mặt bằng lãi suất vẫn đang trong xu hướng giảm tiếp tục có tác động tích cực đến tình hình hoạt động của đa số các doanh nghiệp và dòng tiền chảy vào kênh chứng khoán
- Chúng tôi dự báo điểm cân bằng chỉ số P/E của VNINDEX vào thời điểm năm sẽ đạt mức 15,81

Thị trường diễn biến sôi động với sự hồi phục cả về điểm số và thanh khoản

Trong quý 3, thị trường hồi phục tích cực sau nhịp điều chỉnh trong quý 2 do tác động từ sự kiện biển Đông. Chỉ số VNINDEX tăng điểm mạnh mẽ trong 2 tháng đầu quý và có thời điểm vượt đỉnh 633 của năm 2009 dưới sự dẫn dắt của nhóm ngành dầu khí. Tuy nhiên sang tháng 9, dưới áp lực bán chốt lời của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn nói chung và cổ phiếu ngành dầu khí nói riêng, chỉ số này đã quay đầu giảm điểm. Tính chung trong cả quý, VNINDEX tăng 3,6% kết thúc ở mức điểm 598 với thanh khoản đạt 7,62 triệu cổ phiếu, tăng 37% so với quý trước. Trong khi đó, chỉ số HNXINDEX có sự tăng trưởng tích cực hơn với cả 3 tháng tăng điểm do ít chịu ảnh hưởng từ áp lực bán chốt lời trong tháng 9 từ các mã vốn hóa lớn trên sàn HoSE. Tính chung trong cả quý, chỉ số này tăng 13,7% và kết thúc ở mức điểm 88,6 với thanh khoản đạt 3,96 triệu cổ phiếu, tăng 12% so với quý 2.

Diễn biến các ngành có biến động lớn về giá trong quý 3

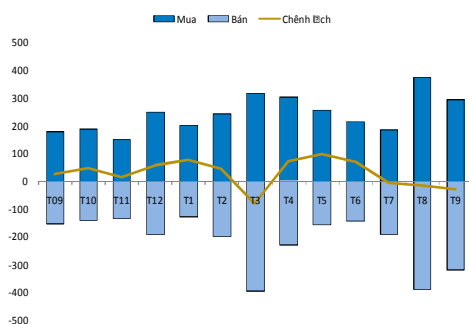
5 ngành diễn biến tích cực nhất	% Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Nông, thủy sản	50.95%	MPC, DBC, NSC, SSC, VTF...
Thiết bị công nghệ phần cứng	46.95%	PSD, ST8, POT, UNI, LTC...
Vận tải biển	40.57%	PVT, VIP, VTO, VOS, GSP...
Dịch vụ dầu khí	33.83%	PVD, PVS, PVC
Công nghiệp phụ trợ	24.65%	PAN, TIX, COM, TH1, SRF...

5 ngành diễn biến tiêu cực nhất	% Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Hóa chất	-2.64%	DPM, LAS, PHR, DPR, TRC...
Ngân hàng	-3.71%	VCB, CTG, BID, STB, EIB...
Sản xuất & khai thác dầu khí	-4.89%	GAS, PLC, PGS, PGC, PVG...
Đầu tư đa ngành	-5.69%	MSN, KBC, KDH, HHS, FDC...
Thép	-7.36%	HSG, POM, TIL, DTL, VIS...

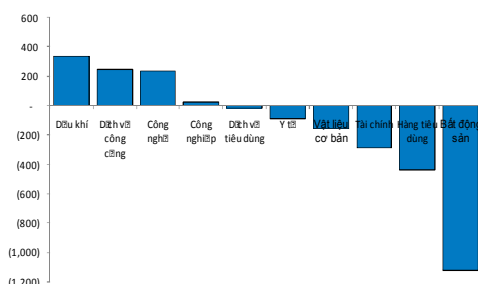
Xét về diễn biến các nhóm ngành (theo phân ngành ICB 2) trong quý 3, các ngành ở top đầu có mức tăng mạnh về giá trong khi những ngành ở top dưới có mức giảm đáng kể, điều này phù hợp với diễn biến tăng điểm của thị trường chung. Trong đó ngành nông, thủy sản có mức tăng mạnh nhất (+50,95%) với cả 5 mã vốn hóa lớn trong ngành đều tăng điểm đặc biệt trong đó phải kể đến mức tăng điểm đột biến từ MPC. Diễn biến tăng giá của nhóm ngành này xuất phát từ các yếu tố tích cực trong ngành xuất khẩu tôm cả về giá và lượng. Ngoài ra, mã cổ phiếu đầu ngành MPC cũng được hỗ trợ mạnh bởi các thông tin về chia cổ tức bằng tiền tỷ lệ 50% và việc mạnh tay nói giá mua cổ phiếu quỹ lên tới 100.000 đồng/cổ phiếu. Trong khi đó ngành thép có mức giảm điểm sâu do chưa cho tín hiệu khởi sắc rõ nét, biên lợi nhuận chuyển biến chậm cùng với những ảnh hưởng của hoạt động đầu cơ giá nguyên liệu trong thời gian trước khiến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh không tạo được điểm nhấn.

Dòng tiền có sự chuyển dịch nhẹ sang nhóm cổ phiếu midcap, penny trong quý 3 thể hiện qua tỷ trọng giao dịch ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn so với toàn thị trường có sự sụt giảm so với quý 2. Mặc dù vậy, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn vẫn đóng vai trò chi phối chính trong diễn biến của 2 chỉ số trong giai đoạn này với biên độ giao động mạnh. Khi nhóm này tăng nóng tháng 7, tháng 8 hỗ trợ thị trường tăng điểm mạnh. Ngược lại, khi nhóm này điều chỉnh trong tháng 9 đã khiến VNINDEX quay đầu giảm điểm với mức giảm đáng kể.

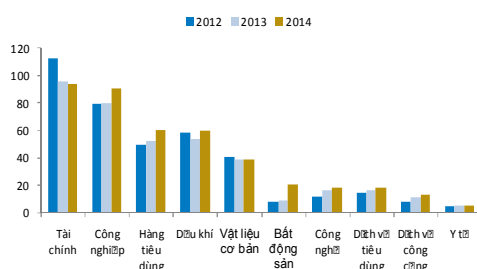
Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX (triệu USD)



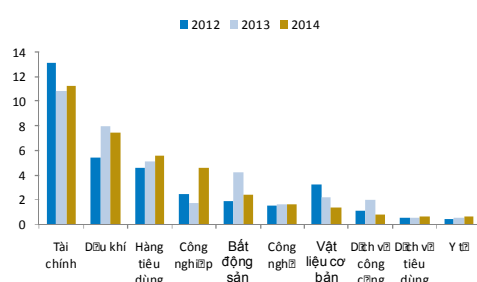
Giá trị mua, bán ròng các ngành của nhà ĐTNN tại HSX trong quý 3



Doanh thu các ngành 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ



Lợi nhuận các ngành 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ



Khối nhà đầu tư nước ngoài giao dịch trái chiều

Khối nhà đầu tư nước ngoài bán ròng liên tiếp trong cả 3 tháng của quý 3 với giá trị bán ròng ở mức thấp sau khi đã mua ròng với giá trị lớn trong quý 2. Điều này cho thấy chiến lược đầu tư linh hoạt của khối nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục được duy trì khi khối này tích cực mua vào trong giai đoạn thị trường giảm điểm và bán ra khi thị trường tăng điểm. Bên cạnh lí do mang tính chủ quan đến từ hoạt động chốt lời, việc khối ngoại bán ròng trong khoảng thời gian giữa quý 3 còn có lí do mang tính khách quan đến từ diễn biến sụt giảm của TTCK thế giới xuất phát từ diễn biến xung đột ở Ukraina khiến khối nhà đầu tư nước ngoài có nhu cầu cân bằng rủi ro, đặc biệt là thông qua 2 quỹ ETFs.

Khối ngoại bán ròng giá trị lớn với các mã trong ngành bất động sản trong khi mua ròng các mã trong ngành dầu khí. Giá trị bán ròng trong ngành bất động sản tăng mạnh trong quý xuất phát chủ yếu từ giao dịch bán tại VIC lên tới hơn 4200 tỷ đồng, trong đó bán giao dịch khớp lệnh chiếm hơn 74%. Ở chiều ngược lại, ngành dầu khí được khối ngoại mua ròng mạnh nhất chủ yếu đến từ hoạt động mua ròng PVD lên tới 640 tỷ đồng. Ngoài ra, các mã được mua ròng mạnh trong quý 3 còn có MSN, KDC, HAG trong khi FLC, PPC và MWG bị bán ròng mạnh.

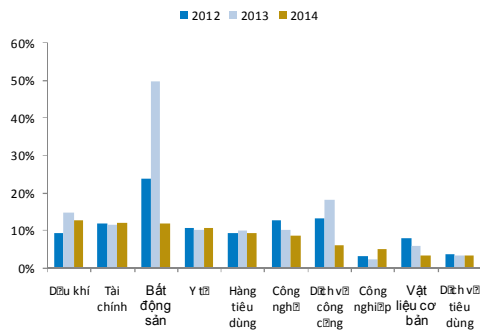
Tỷ trọng giao dịch của khối ngoại đang cho xu hướng giảm. So với quý 3 năm 2013, trong quý 3 năm 2014, tỷ trọng mua ĐTNN/toàn thị trường giảm từ 20% xuống 16% trong khi tỷ trọng bán ĐTNN/toàn thị trường giảm từ 21% xuống 17%. Điều này cho thấy nguồn vốn nội địa tham gia tích cực hơn vào thị trường chứng khoán trong các quý gần đây, giúp giao dịch toàn thị trường trở nên sôi động và sức ảnh hưởng từ các giao dịch của khối ngoại đang dần giảm bớt.

Hoạt động sản xuất kinh doanh 6 tháng đầu năm của các doanh nghiệp mang tính phân hóa rõ nét

Mặc dù các số liệu vĩ mô cho thấy nền kinh tế đang có dấu hiệu hồi phục, KQKD 6 tháng đầu năm đã được công bố của các mã trên sàn cho thấy nhìn chung vẫn chưa thực sự khởi sắc so với cùng kỳ 2013. Tổng kết từ hơn 500 doanh nghiệp niêm yết trong 3 năm liên tiếp cho thấy tổng doanh thu của toàn bộ khối doanh nghiệp này tăng 11,3% % trong khi lợi nhuận giảm -1,1% so với giai đoạn nửa đầu năm 2013. Điểm sáng trong hoạt động sản xuất kinh doanh trong nửa đầu năm 2014 về mặt lợi nhuận rơi vào ngành công nghiệp, hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng và y tế với tăng trưởng về lợi nhuận lần lượt ở mức 164%, 10,5%, 20,8% và 13%. Trong khi đó ngành dịch vụ công cộng, bất động sản và vật liệu cơ bản có mức suy giảm mạnh về lợi nhuận với mức giảm lần lượt là -61%,-42%, và -38,5%. Xét về mặt doanh thu, ngoại trừ ngành tài chính và vật liệu cơ bản có sự sụt giảm nhẹ còn đa số các ngành khác đều có mức tăng trưởng tốt về doanh thu, đặc biệt là bất động sản, công nghiệp và hàng tiêu dùng.

Trong bối cảnh tổng cầu yếu, đầu ra còn gặp nhiều khó khăn, nhiều doanh nghiệp đã phải cắt giảm biên lợi nhuận để giữ thị phần chủ yếu qua các hình thức khuyến mại, kích cầu, tăng chi phí hoa hồng cho đại lý, chi phí quản lý và bán hàng... Biên lợi nhuận của các ngành công nghiệp, tài chính và y tế tăng nhẹ trong khi các ngành như bất động sản, dịch vụ công cộng và vật liệu cơ bản giảm đáng kể. Trong đó ngành bất động sản đã có sự tăng trưởng tốt về doanh thu nhưng lợi

Biên lợi nhuận gộp của các ngành 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ



nhuận giảm mạnh, nguyên nhân xuất phát từ sự điều chỉnh giảm giá BĐS tại hầu hết các phân khúc so với cùng kỳ năm trước và nhiều doanh nghiệp ưu tiên mục tiêu giải phóng hàng tồn kho để giảm tỷ lệ nợ vay. Ngành dịch vụ công cộng, do không còn phần hoàn lãi hoàn nhập chênh lệch tỷ giá lớn như năm trước cũng đã khiến biên lợi nhuận suy giảm. Trong khi đó, ngành vật liệu cơ bản, đặc biệt là các doanh nghiệp trong ngành hóa chất gặp bất lợi với diễn biến giá nguyên liệu đầu vào tăng và cung vượt cầu khiến đầu ra không thuận lợi.

Các yếu tố chi phối thị trường chứng khoán trong quý 4

Mặt bằng lãi suất vẫn đang trong xu hướng giảm tiếp tục có tác động tích cực đến tình hình hoạt động của đa số các doanh nghiệp và dòng tiền chảy vào kênh chứng khoán. Mặc dù lãi suất huy động ở hàng loạt các ngân hàng lớn đã giảm khá mạnh kể từ đầu năm, tuy nhiên với việc tăng trưởng tín dụng còn cách mục tiêu 12-14% khá xa cùng với yếu tố lạm phát đang ở mức thấp, lãi suất huy động được dự báo vẫn còn dư địa được điều chỉnh xuống trong các tháng cuối năm. Việc lãi suất huy động giảm sẽ có ảnh hưởng tích cực đến TTCK khi mà dòng tiền sẽ có xu hướng chuyển dịch sang các kênh đầu tư rủi ro. Cùng với đó, mặt bằng lãi suất tín dụng nhiều khả năng cũng sẽ dần được điều chỉnh hạ xuống sau khi các ngân hàng tiếp cận được nguồn vốn rẻ hơn. Điều này sẽ có tác động tích cực đến các ngành sản xuất kinh doanh do chi phí lãi vay giảm, đặc biệt là các ngành sử dụng đòn bẩy cao như công nghiệp, bất động sản và một số công ty có xu hướng dự trữ nguồn nguyên liệu đầu vào ở mức cao.

Mùa báo cáo KQKD quý III và triển vọng quý IV của các doanh nghiệp niêm yết sẽ là một trong những nhân tố chính tạo ra sự phân hóa giữa các dòng cổ phiếu. Thay vì tăng điểm đồng loạt như trong các nhịp tăng vừa qua, những tín hiệu hồi phục trên phương diện cơ bản sẽ được phản ánh rõ nét và mang tính phân hóa hơn trong thời gian tới, ngay cả trong nội bộ từng nhóm ngành. Bên cạnh đó, mức độ đã phản ánh của thông tin vào diễn biến giá cổ phiếu có thể khiến diễn biến của một số nhóm ngành khó tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng mạnh. Các nhóm ngành tăng có phần trễ nhịp hơn nhưng có triển vọng KQKD tích cực trong dài hạn có thể sẽ thu hút dòng tiền sau khi đã được rút ra một phần ở các nhóm dẫn dắt.

Thông tin về tiến trình đàm phán của các hiệp định thương mại tự do (TPP, AEC, ASEAN +6, VN-EU FTA) sẽ có ảnh hưởng lớn và mang tính định hướng động lực tăng trưởng của kinh tế Việt Nam trong trung-dài hạn. Các hiệp định này mang lại các điều kiện thuận lợi cho khu vực xuất khẩu với mức tăng trưởng kim ngạch dự báo đạt mức 18% trong năm 2015. Tình hình xuất khẩu của Việt Nam đang có những bước dịch chuyển kim ngạch sang những nhóm ngành được hưởng lợi và những thị trường của các thành viên trong khối. Các quỹ đầu tư cũng đã và đang có chiến lược đón đầu xu hướng này.

Tác động từ chính sách tiền tệ của Mỹ và những bất ổn chính trị trên thế giới có tác động tiêu cực đến dòng vốn ngoại. Gối nói lỏng định lượng QE3 dự kiến sẽ kết thúc trong tháng 10 và nhìn xa hơn là việc lãi suất cơ bản của hệ thống ngân hàng Mỹ sẽ được tăng trở lại trong năm 2015 sẽ tiếp tục gây ra nguy cơ rút vốn khỏi các thị trường mới nổi nói chung trong đó có Việt Nam. Bên cạnh đó, diễn biến thị

trường cũng sẽ phần nào chịu tác động bởi những vấn đề bất ổn trên thế giới, hiện đang nổi lên là diễn biến căng thẳng quân sự tại Ukraina và biểu tình đòi tăng quyền dân chủ ở Hồng Kông. Đây là những yếu tố tác động mang tính gián tiếp, có thể gây ra những đợt rút vốn ngắn hạn của khối ngoại do nhu cầu cân bằng rủi ro cho danh mục tổng thể. Mặc dù vậy, với những yếu tố ổn định trở lại của nền tảng kinh tế vĩ mô, mức độ rút vốn khỏi TTCK Việt Nam nhiều khả năng sẽ không lớn so với các thị trường khác. Hơn nữa, TTCK Việt Nam trong vài tháng trở lại đây chứng kiến tỷ trọng giao dịch của dòng vốn nội đang tăng dần so với dòng vốn ngoại. Vì vậy chúng tôi cho rằng những ảnh hưởng sẽ chỉ mang tính thời điểm và ngắn hạn với mức độ tác động không lớn đến xu hướng chủ đạo của thị trường.

Triển vọng thị trường và chiến lược đầu tư

Những chuyển biến của ngành bất động sản sẽ được thể hiện rõ nét hơn trong những tháng cuối năm. Mặc dù quy định cho phép người nước được phép mua nhà chưa được cho vào dự thảo Luật Nhà ở mới, tuy nhiên triển vọng KQKD của ngành này trong 2 quý cuối năm vẫn khá sáng sủa với tín hiệu ấm lên của thị trường BĐS trong thời gian gần đây. Ngoài phân khúc trung bình thấp, các căn hộ thuộc phân khúc cao cấp thuộc khu vực nội thành đặc biệt tại trung tâm Hà Nội cũng được giao dịch khá nhộn nhịp. Xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất cũng đã và đang có tác động tích cực, giúp các doanh nghiệp giảm bớt được gánh nặng lãi vay và khách hàng đã mạnh dạn hơn trong việc vay vốn ngân hàng mua nhà. Các doanh nghiệp hoạt động ổn định với EPS, cổ tức hấp dẫn có thể kể đến như HLD, TDC; các cổ phiếu tăng trưởng tiềm năng với KQKD 2015 khả quan bao gồm DXG, KDH; ngoài ra, các cổ phiếu đang trải qua quá trình tái cơ cấu, tài sản rẻ (P/B<1) gồm có QCG, TDH, CDC và VPH. Mặc dù vậy, kế hoạch và lộ trình phát hành tăng vốn điều lệ có phần “gấp gáp” của các doanh nghiệp bất động sản có thể sẽ ảnh hưởng đến đà tăng của nhóm cổ phiếu này trong thời gian tới.

Ngành thép có thể sẽ thu hút dòng tiền trong thời gian tới. Số liệu thống kê của chúng tôi cho thấy trong 9 tháng đầu năm, các công ty ngành thép (ngoại trừ HPG được xếp vào đầu tư đa ngành) đang là 1 trong những ngành có diễn biến về giá cổ phiếu kém tích cực nhất. Điều này một phần xuất phát từ việc diễn biến giá nguyên liệu đầu vào của ngành này không mấy thuận lợi đã khiến các công ty có tính đầu cơ nguyên liệu cao chịu tổn thất. Bên cạnh đó, bối cảnh khá cạnh tranh của thị trường thép trong nước cũng khiến đầu ra của các công ty còn gặp nhiều khó khăn. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp trong ngành đã thực hiện tái cơ cấu, giảm thiểu tính đầu cơ nguyên liệu và tập trung nâng cao năng lực sản xuất, đẩy mạnh hoạt động tiêu thụ qua kênh xuất khẩu, tiêu biểu trong đó có thể kể đến HSG và NKG.

Con số tăng trưởng của kim ngạch xuất khẩu kết hợp với yếu tố điều chỉnh tỷ giá cho thấy triển vọng của một số ngành có tỷ trọng doanh thu xuất khẩu lớn trong nửa cuối năm 2014. Trong đó có thể kể đến dệt may (TCM, GMC...) hay nông, thủy sản (VHC, HVG...). Bên cạnh đó, các thông tin về tiến trình đàm phán FTA sẽ là yếu tố hỗ trợ, thu hút dòng tiền đầu tư vào ngành này. Đây được xem là các ngành đóng vai trò đầu tàu tăng trưởng kinh tế cho Việt Nam trong các năm tới. Sau giai đoạn tăng trưởng khá ấn tượng về giá, nhịp điều chỉnh ngắn hạn trong cuối quý III và quý IV của nhóm cổ phiếu này vẫn được xem là cơ hội tích lũy cho nhà

đầu tư.

Ngành chứng khoán tiếp tục hưởng lợi từ diễn biến tích cực của thị trường chứng khoán. Được hỗ trợ từ sự ổn định và đà hồi phục của kinh tế vĩ mô thể hiện qua tăng trưởng GDP, chỉ số PMI, chỉ số sản xuất công nghiệp... Thị trường chứng khoán đang và được dự báo sẽ tiếp tục trên đà hồi phục cả về điểm số lẫn thanh khoản. Các công ty giữ top đầu của thị phần môi giới và danh mục tự doanh hiệu quả sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng.

Chúng tôi dự báo điểm cân bằng chỉ số P/E của VNINDEX vào thời điểm cuối năm sẽ đạt mức 15,81. Dự báo này dựa vào kết quả từ mô hình kinh tế lượng phân tích chỉ số VNINDEX dựa theo mối liên hệ với các biến số vĩ mô trong quá khứ. Với mức P/E này chúng tôi xác định điểm cân bằng của VNINDEX đạt **645 điểm** (dao động của chỉ số từ 630 đến 660 điểm với xác suất 90%).



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

Nguyễn Xuân Nam

nguyentuannam@baoviet.com.vn

Phân tích chiến lược thị trường

Trần Đức Anh

tranducanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Xuân Bình

nguyentuabinh@baoviet.com.vn