

Báo cáo Triển vọng Thị trường

Tháng 10, 2014



Xu hướng dài hạn của VN-Index

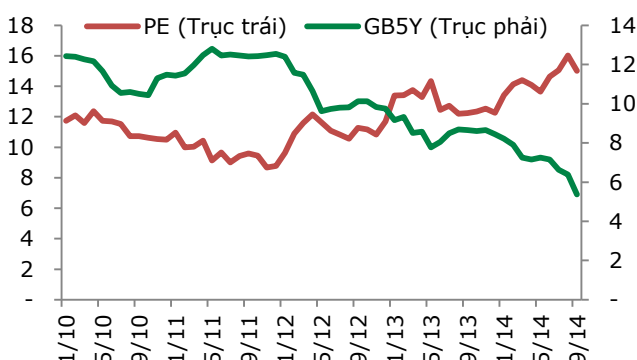


Nguồn: Bloomberg, HSX, VPBS

| Chỉ số vĩ mô | Hiện tại (số liệu cuối tháng 9/2014) | Dự báo |
|-------------------------------------|--------------------------------------|------------------|
| Tăng trưởng GDP (so với cùng kỳ) | 5,62% | 5,8 – 5,9% |
| Xuất khẩu ròng (so với cùng kỳ) | 2,2 tỷ USD | 1,3 - 1,5 tỷ USD |
| Thâm hụt ngân sách/GDP | 4,94% | 5,2% |
| Tỷ giá liên ngân hàng (VND/USD) | 21.246 | 21.456 |
| Chỉ số giá tiêu dùng | 4,61% | 4,2% |
| Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm | 5,38% | 5,6% |
| VN-Index | 578 | 600 - 620 |

Nguồn: TCTK, NHNN, VPBS

VN-Index P/E so với Lợi suất TPCP 5-năm



Nguồn: Bloomberg, VPBS

- **Tăng trưởng GDP:** Tăng trưởng GDP năm 2014 sẽ vượt trội hơn mục tiêu đã đề ra trước đây của cả năm là 5,8%. Mức tăng trưởng này chủ yếu do tăng trưởng ở khu vực đầu tư công và xuất khẩu từ các doanh nghiệp nước ngoài.
- **Cán cân thanh toán quốc tế:** Xuất khẩu tăng sẽ phụ thuộc vào các doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Tuy nhiên, tiêu dùng nội địa tăng sẽ tạo đà cho nhập siêu trong ba tháng tới. Hệ quả là xuất siêu sẽ giảm xuống 1,3 - 1,5 tỷ USD trong cả năm.
- **Thâm hụt ngân sách nhà nước:** Chúng tôi dự báo thâm hụt ngân sách năm nay khoảng 5,2% GDP, do GDP tăng mạnh hơn ước tính. Tỷ lệ thâm hụt trên thu ngân sách sẽ tăng ở mức 21%.
- **Tỷ giá hối đoái:** Tỷ giá đã tăng nhưng vẫn khá thấp so với mức giá bán trần. Với mức lạm phát thấp và dự trữ ngoại hối dồi dào hiện tại, NHNN có thể hạ nhiệt thị trường. Tuy nhiên, với triển vọng đồng USD tăng giá trên thế giới, chúng tôi dự báo tỷ giá sẽ ở mức 21.456 VND/USD cuối năm nay.
- **Lạm phát:** Giá xăng dầu giảm trong quý 4 sẽ giúp hạn chế lạm phát. Chúng tôi dự báo lạm phát trong năm 2014 sẽ giảm còn 4,2% so với năm trước.
- **Lợi suất trái phiếu chính phủ:** Dự báo sẽ giảm trong đầu quý 4, sau đó tăng lên dần do tín dụng sẽ tăng tốc, đồng USD tăng giá và triển vọng thâm hụt ngân sách cao hơn. Lợi suất trái phiếu chính phủ 5-năm trên thị trường thứ cấp dự báo sẽ ở mức 5,6% cuối năm nay.
- **Thị trường chứng khoán:** Do mức lạm phát thấp hơn dự kiến, và lãi suất trái phiếu tiếp tục giảm, chúng tôi nâng dự báo chỉ số VN-Index trung hạn ở mức 600-620 điểm trong ba đến sáu tháng tới.

Vui lòng đọc khuyến cáo cuối báo cáo này.

MỤC LỤC

| | |
|---|----|
| GIỚI THIỆU CHUNG | 3 |
| TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ | 3 |
| TĂNG TRƯỞNG CÁC NGÀNH | 4 |
| TIÊU DÙNG | 6 |
| CHI TIÊU NGÂN SÁCH NHÀ NƯỚC | 8 |
| ĐẦU TƯ | 10 |
| XUẤT NHẬP KHẨU | 13 |
| CHỈ TIÊU KINH TẾ VĨ MÔ | 16 |
| LẠM PHÁT | 16 |
| LÃI SUẤT NGÂN HÀNG | 17 |
| TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG VÀ TỔNG PHƯƠNG TIỆN THANH TOÁN | 17 |
| LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ | 18 |
| CÁN CÂN THANH TOÁN | 19 |
| THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI | 21 |
| THỊ TRƯỜNG VÀNG | 22 |
| THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN | 23 |
| NHỮNG YẾU TỐ CÓ THỂ TÁC ĐỘNG ĐẾN NỀN KINH TẾ | 26 |
| CÁC HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI TỰ DO (FTA) | 26 |
| QUỸ ĐẦU TƯ CHỈ SỐ (ETF) | 27 |
| TÁI CƠ CẤU DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC | 28 |
| TÁI CƠ CẤU HỆ THỐNG NGÂN HÀNG | 28 |
| THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN | 30 |
| DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG TRONG QUÝ 3 | 30 |
| DIỄN BIẾN THEO NGÀNH | 34 |
| TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG | 36 |

GIỚI THIỆU CHUNG

Trong quý 3/2014, nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng tốt, nhưng thị trường chứng khoán lại dao động mạnh. Tăng trưởng GDP khả quan, phần lớn nhờ vào xuất khẩu từ khu vực đầu tư trực tiếp nước ngoài. Tiền đồng được duy trì ổn định và có lẽ quan trọng hơn cả, lạm phát thấp hơn kỳ vọng và thấp nhất kể từ trước đến nay. Tổng hợp những yếu tố trên đẩy lợi suất trái phiếu chính phủ giảm hơn 100 điểm cơ bản trên tất cả các kỳ hạn. Những kết quả tích cực của nền kinh tế đẩy giá cổ phiếu lên những ngưỡng cao nhất kể từ năm 2010 khi chỉ số VN-Index đạt 640 điểm và hệ số P/E trung bình 12 tháng đạt 16,2 lần. Tuy nhiên, thị trường tăng trưởng cao hơn so với dự đoán của nhiều nhà đầu tư (bao gồm chúng tôi) và sau đó điều chỉnh trong tháng cuối của quý 3, lùi về 599 điểm, dưới ngưỡng 600 điểm.

Trong quý 4, chúng tôi cho rằng tình hình ổn định của các điều kiện kinh tế vĩ mô vẫn được duy trì. Xuất khẩu tiếp tục tăng, đặc biệt do nhu cầu tiêu dùng của thị trường Mỹ được phục hồi mạnh mẽ. Lãi suất cho vay đang giảm dần, nhưng lợi suất trái phiếu chính phủ có thể bắt đầu tăng trở lại. Mặc dù đã giảm đang tiếp diễn trên thị trường chứng khoán, chúng tôi tin rằng điều kiện kinh tế sẽ giúp ổn định thị trường và chỉ số VN-Index kết thúc năm 2014 trên ngưỡng chủ chốt 600 điểm. Tuy nhiên, nếu lợi suất trái phiếu tăng nhanh do những lo ngại về số liệu nợ công của Chính phủ, thị trường chứng khoán có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực và đi xuống.

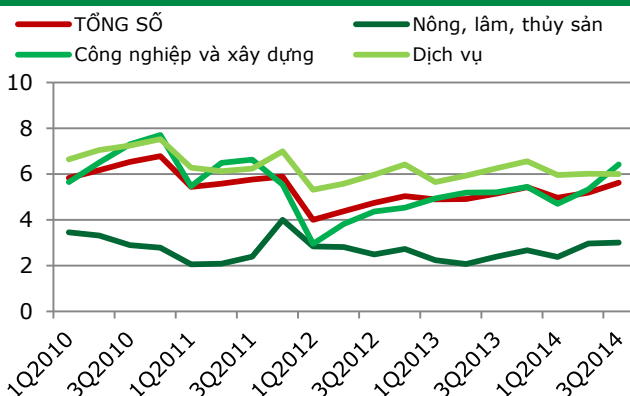
Tại thời điểm chúng tôi viết báo cáo này, thị trường chứng khoán đang trải qua giai đoạn giảm điểm đáng kể do những thông tin bê bối của Chủ tịch Tập đoàn Ocean (OCG). Chúng tôi cho rằng, sự sụt giảm này là do phản ứng thái quá đối với một trường hợp riêng lẻ. Những vấn đề còn tồn tại của OCG không gây ảnh hưởng lên giá cổ phiếu của các công ty khác. Do vậy, những tác động này sẽ không kéo dài và chúng tôi không đưa thông tin trên vào đánh giá triển vọng của thị trường cho cả năm.

TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

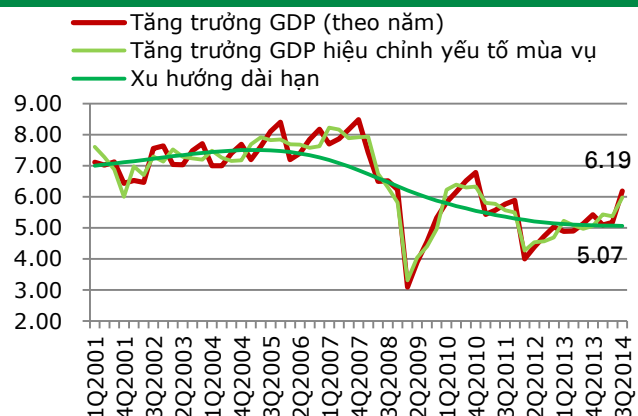
GDP quý 3 bất ngờ tăng cao hơn kỳ vọng

Kinh tế Việt Nam trong Quý 3 đã tăng cao hơn so với kỳ vọng. Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) ước tính đã tăng 6,19% trong quý này, cao hơn so với mức 5,42% trong Quý 2 và 5,09% trong Quý 1. GDP tăng mạnh trong Quý 3 đã giúp GDP 9 tháng đầu năm tăng 5,62%, cao hơn so với mức 5,14% trong cùng kỳ năm ngoái.

Tăng trưởng GDP (% so với cùng kỳ)



Tăng trưởng GDP theo quý (% so với cùng kỳ) và xu hướng dài hạn



Nguồn: TCTK, VPBS

Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng mạnh nhất trong 3 khu vực đạt 6,42%, cao hơn khá nhiều so với mức tăng 5,3% trong cùng kỳ năm ngoái, đóng góp 43,7% vào mức tăng GDP. Đây cũng là lần đầu tiên khu vực công nghiệp và xây dựng đạt mức tăng cao hơn khu vực dịch vụ.

Khu vực dịch vụ tăng 5,99% so với cùng kỳ, đóng góp 47,3% vào mức tăng GDP. Khu vực nông, lâm và thủy sản tăng 3,00% trong 3 quý đầu năm, cao hơn khá nhiều so với mức 2,39% trong cùng kỳ năm ngoái và đóng góp 9,6% vào mức tăng GDP.

TĂNG TRƯỞNG CÁC NGÀNH

Nông – lâm – thủy sản: Hỗ trợ tín dụng giúp tăng trưởng

Trong khu vực nông – lâm – thủy sản, ngành thủy sản đạt mức tăng ấn tượng 6,15%. Trong thời gian qua, tình hình nuôi tôm diễn biến theo chiều hướng thuận lợi còn nuôi cá tra tiếp tục gặp nhiều khó khăn, thua lỗ kéo dài do nhiều nguyên nhân như tiêu thụ sụt giảm, các quy định về rào cản kỹ thuật, thuế chống bán phá giá, v.v. Khai thác thủy sản cũng khá thuận lợi nhờ thời tiết tốt và sự hỗ trợ của Nhà nước giúp gia tăng số tàu khai thác hải sản công suất 90 CV trở lên.

Ngành lâm nghiệp vẫn tiếp tục tăng cao ở mức 5,88%. Tuy nhiên ngành thủy sản và lâm nghiệp chiếm tỷ trọng thấp nên, chỉ đóng góp lần lượt 0,21 và 0,04 điểm phần trăm vào mức tăng GDP. Ngành nông nghiệp có quy mô lớn chiếm khoảng 75% tổng ba ngành này, nên dù chỉ tăng 2,1% nhưng vẫn đóng góp 0,29 điểm phần trăm vào mức tăng GDP.

Triển vọng: Khu vực nông – lâm – thủy sản dự báo sẽ tăng trưởng tốt hơn trong quý tới nhờ những chương trình cho vay hỗ trợ đối với lĩnh vực chăn nuôi, thủy sản. Đặc biệt là thông tư 22/2014/TT-NHNN hướng dẫn thực hiện chính sách tín dụng trong Nghị định số 67/NĐ-CP (ra ngày 7/7/2014) về một số chính sách phát triển thủy sản đã có hiệu lực từ ngày 25/8/2014. Thêm vào đó, Thống đốc NHNN cũng cho biết NHNN và các ngân hàng thương mại sẽ có thể dành ra 10.000 tỷ đồng tín dụng hỗ trợ ngư dân.

Dịch vụ: Tăng trưởng tích cực từ ngành bất động sản

Trong khu vực dịch vụ, một số ngành có tỷ trọng lớn vẫn tiếp tục tăng trưởng khá như: dịch vụ lưu trú và ăn uống (tăng 7,34%), bán buôn và bán lẻ (6,02%), ngân hàng và bảo hiểm (5,44%). Ngoài ra, nhờ lãi suất giảm và những chính sách hỗ trợ của Nhà nước, ngành bất động sản cũng có nhiều cải thiện khi tăng trưởng 2,93%, cao hơn nhiều so với mức 1,91 trong cùng kỳ năm ngoái.

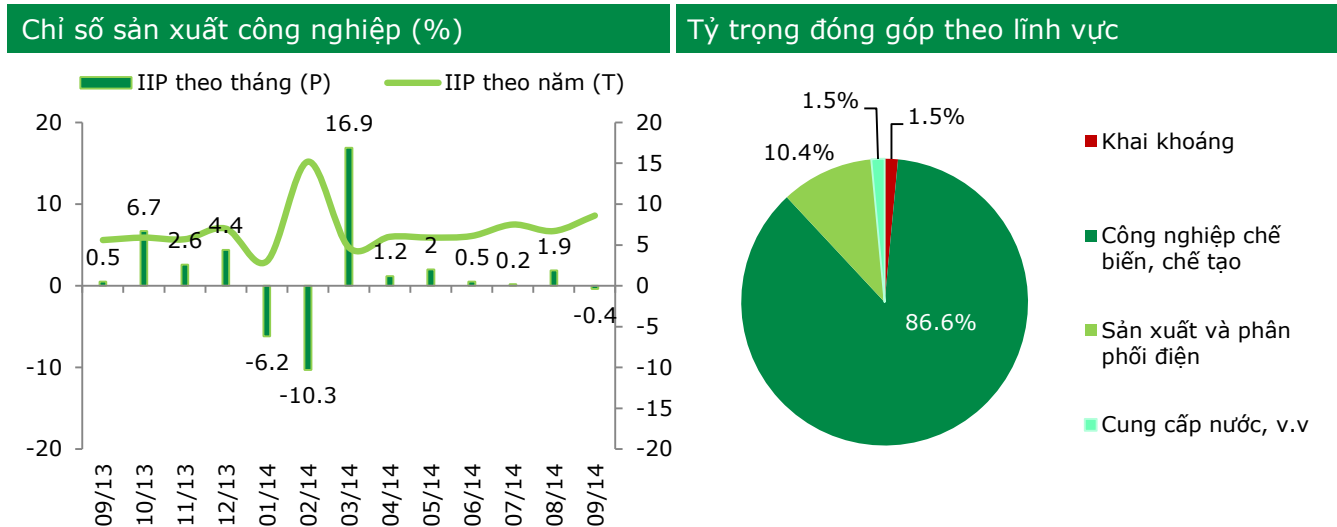
Triển vọng: Lĩnh vực bất động sản, lĩnh vực có tỷ trọng lớn thứ 2 trong khu vực dịch vụ được dự báo sẽ có những dấu hiệu hồi phục rõ ràng hơn nhờ lãi suất cho vay giảm và gói cho vay hỗ trợ nhà ở. Tuy nhiên, lĩnh vực bán buôn và bán lẻ vẫn tiếp tục đối mặt với lực mua thấp. Do vậy chúng tôi kỳ vọng trong quý tới khu vực dịch vụ sẽ tăng nhẹ so với quý này nhưng tốc độ tăng trưởng trong năm nay sẽ không thể cao hơn so với năm ngoái. Mặc dù vậy, tăng trưởng trong lĩnh vực dịch vụ vẫn sẽ đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng GDP, so với hai ngành còn lại.

Công nghiệp: Sẽ tăng mạnh trong quý 4, giúp GDP tăng trưởng cao

Tính chung 9 tháng năm nay, Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) ước tính tăng 6,7%, đây là mức tăng ấn tượng so với mức tăng 5,4% và 4,8% trong cùng kỳ năm 2013 và 2012. IIP của quý 3 cũng cải thiện đáng kể so với 2 quý trước (Quý 1 tăng 5,2%, quý 2 tăng 5,8%).

Trong mức tăng chung 9 tháng của toàn ngành công nghiệp, lĩnh vực phân phối và sản xuất điện đạt mức tăng cao nhất 11,2%, tăng mạnh so với mức 8,3%

trong cùng kỳ năm ngoái. Công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 8,3%, cao hơn so với mức tăng 6,7% của 9 tháng năm 2013. Ngành khai khoáng tuy chỉ tăng trưởng 0,4% nhưng cũng khá hơn so với mức tăng trưởng âm 0,2% của cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, ngành cung cấp và xử lý nước, rác thải chỉ tăng 6,0% so với cùng kỳ, thấp hơn so với mức 9,5% của cùng kỳ năm ngoái.



Nguồn: TCTK, VPBS

Công nghiệp chế biến, chế tạo và ngành phân phối và sản xuất điện lần lượt đóng góp 86,9% và 10,4% vào mức tăng chung của toàn ngành công nghiệp. Ngành cung cấp nước, xử lý nước, rác thải và ngành khai khoáng cùng đóng góp 1,5% vào IIP.

Tăng trưởng sản lượng một số sản phẩm công nghiệp trong 9 tháng năm nay cao hơn cùng kỳ năm trước bao gồm: điện thoại di động (tăng 47,3% so với mức tăng 8,7% cùng kỳ 2013), ti-vi (15,6% so với 8,3%), ô-tô (27,5% so với 12,6%), than đá (0,6% so với mức giảm 5,1% năm ngoái), thủy hải sản chế biến (9,4% so với 7,9%).

Chỉ số sản xuất công nghiệp 9 tháng so với cùng kỳ năm ngoái tăng đột biến 135,2% ở Thái Nguyên nhân do doanh nghiệp Samsung Electronic đi vào hoạt động ổn định. Ngoài ra, tại một số địa phương có quy mô sản xuất công nghiệp lớn khác như Hải Phòng, Đà Nẵng, Hải Dương, Bình Dương, Cần Thơ hay Đồng Nai, chỉ số IIP tăng khoảng từ 7,8% đến 11,7%.

PMI - HSBC tăng trở lại trong tháng 9

Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI - HSBC) của Việt Nam đạt mức 51.7 điểm trong tháng 9, tăng so với mức 50.3 điểm của tháng trước. Số liệu tháng này cho thấy điều kiện hoạt động của lĩnh vực sản xuất trong tháng 9 đã cải thiện mạnh so với tháng trước nhờ vào sự gia tăng bền vững của số lượng đơn đặt hàng mới. Điều kiện kinh doanh đã không ngừng được củng cố trong 13 tháng qua. Tuy nhiên, sản lượng sản xuất và việc làm chỉ tăng nhẹ. Giá đầu ra hầu như không thay đổi trong tháng Chín, trong khi giá đầu vào tiếp tục tăng. Tuy nhiên, chi phí đầu vào chỉ nhích nhẹ lên với tốc độ thấp nhất trong ba tháng qua.

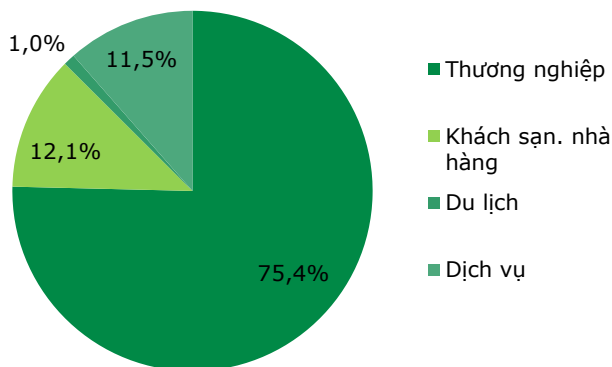
Triển vọng: Lãi suất giảm đã phần nào giúp các doanh nghiệp tiếp cận được vốn dễ hơn và giảm bớt chi phí vay. Số liệu nhập siêu trong tháng 9 cũng cho thấy nhu cầu nhập khẩu máy móc, thiết bị đang tăng trở lại. Điều này cho thấy các doanh nghiệp đã có thêm đơn đặt hàng và sản xuất đang có dấu hiệu phục hồi. Do đó, chúng tôi kỳ vọng khu vực công nghiệp, đặc biệt là lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo sẽ tiếp tục là yếu tố góp phần lớn quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế quý 4/2014.

TIÊU DÙNG

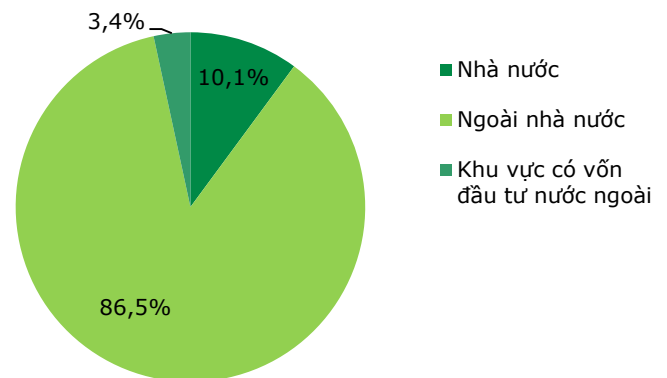
Tiêu dùng cải thiện góp phần chủ đạo vào tăng trưởng GDP 3 quý đầu năm

Theo Tổng Cục Thống kê, tiêu dùng cuối cùng tăng 5,28% so với cùng kỳ năm trước, đóng góp 4,02 điểm phần trăm, hay 65%, vào tăng trưởng GDP. Tiêu dùng cuối cùng của hộ gia đình tăng 5,12% cao hơn mức tăng 5,02% cùng kỳ năm ngoái và đóng góp 3,57 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP. Tiêu dùng từ khu vực nhà nước ước tính tăng với tốc độ cao hơn, khoảng 7,02% so với cùng kỳ, tương đương đóng góp 0,45 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP trong chín tháng đầu năm.

Cơ cấu tổng mức bán lẻ theo ngành (%)



Cơ cấu tổng mức bán lẻ theo khu vực kinh tế (%)

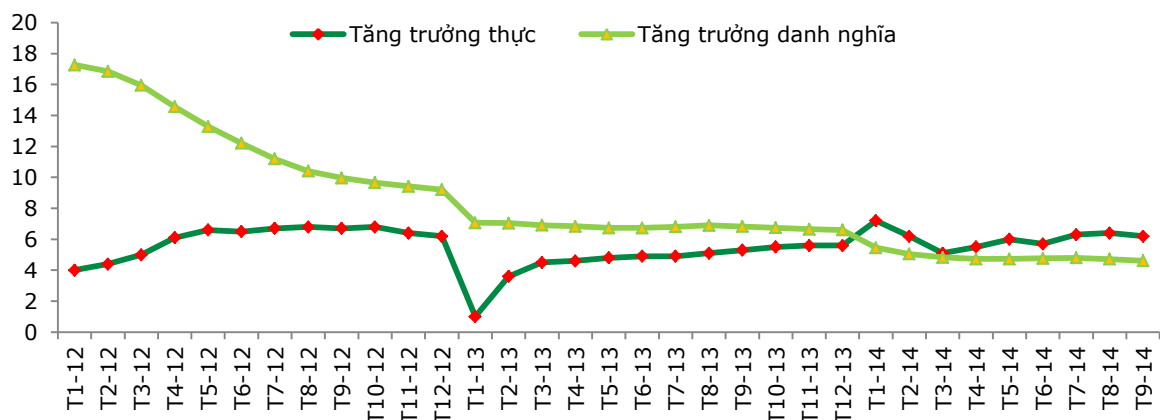


Nguồn: TCTK, VPBS

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng cả nước trong ba quý đầu năm đạt 2.146 nghìn tỉ đồng, tăng 11,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Nếu loại trừ yếu tố giá tổng mức bán lẻ tăng 6,2%, cao hơn mức tăng 5,4% của cùng kỳ năm 2013. Sự phục hồi này chủ yếu đến từ khu vực dịch vụ du lịch (tăng 17,4%), nhà hàng và khách sạn (tăng 11,9%), các dịch vụ khác (tăng 12,5%). Dịch vụ và du lịch có mức tăng cao nhất trong tất cả các ngành nghề ở thời điểm của tất cả các tháng từ đầu năm 2014 và mức tăng cao hơn nhiều so với năm 2013.

Trong tổng mức hàng hoá bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 9 tháng, thương nghiệp chiếm 75,4% tổng số và tăng 10,7% so với cùng kỳ, giảm từ mức tăng 12,1% của cùng kỳ năm ngoái.

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ theo năm (%)



Nguồn: TCTK, VPBS

Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng của tổng mức bán lẻ đã được cải thiện trong giai đoạn chín tháng đầu năm so với cùng kỳ năm ngoái. Và tăng trưởng đến từ tiêu dùng của cả khu vực tư nhân và chính phủ với tốc độ tăng trưởng nhanh hơn ở khu vực chính phủ.

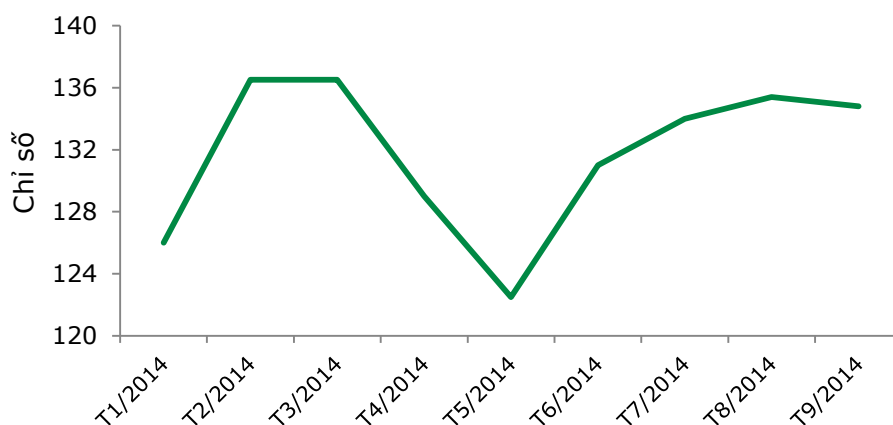
Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ANZ

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam do ANZ-Roy Morgan tổng hợp giảm nhẹ xuống 135 điểm (giảm 0,5 điểm phần trăm) trong tháng 9, nhưng vẫn cao hơn ngưỡng trung bình của năm 2014 là 132 điểm. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tháng 9 giảm chủ yếu là do số lượng cá nhân trong cuộc khảo sát cho rằng “bây giờ là thời điểm xấu để mua” các vật dụng chính cho gia đình tăng lên.

- Mặc dù có sự sụt giảm nhẹ của chỉ số chung, về tình hình tài chính cá nhân, 58% người tiêu dùng (tăng 2 điểm phần trăm) kỳ vọng gia đình của họ sẽ tốt hơn vào thời điểm này năm tới (mức cao nhất trong năm 2014) trong khi đó chỉ có 5% (không thay đổi) số người dự đoán tình hình tài chính gia đình mình sẽ “xấu hơn” (ngưỡng thấp nhất trong năm 2014).
- Trong số những người được hỏi, 31% (giảm 1%) nói rằng tình hình tài chính của gia đình họ hiện nay “tốt hơn” năm trước, trong khi 21% (không thay đổi) số người được hỏi nói rằng điều kiện tài chính “xấu hơn”.
- Xét về tình hình kinh tế, 54% (tăng 3%) số người được hỏi kỳ vọng rằng tình hình tài chính Việt Nam sẽ ở “trạng thái tốt” trong vòng 12 tháng tới, và chỉ có 14% (giảm 1%) dự đoán rằng tình hình sẽ ở “trạng thái xấu”.
- Thêm vào đó, 60% (tăng 1%) dự đoán rằng tình hình kinh tế của Việt Nam sẽ ở “trạng thái tốt” trong 5 năm tới, trong khi chỉ có 7% (không thay đổi) số người nghĩ rằng tình hình kinh tế sẽ ở “trạng thái xấu”.

Kết quả khảo sát cho thấy 40% (không thay đổi) số người Việt Nam, mức cao nhất trong năm nay, tin tưởng rằng hiện tại là thời điểm tốt để mua các vật dụng lâu bền cho gia đình, trong khi 21% (tăng 5%) số người trả lời rằng “đây là thời điểm xấu” để mua các vật dụng chính.

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ANZ-Roy Morgan Việt Nam (CCI)



Nguồn: ANZ-Roy Morgan

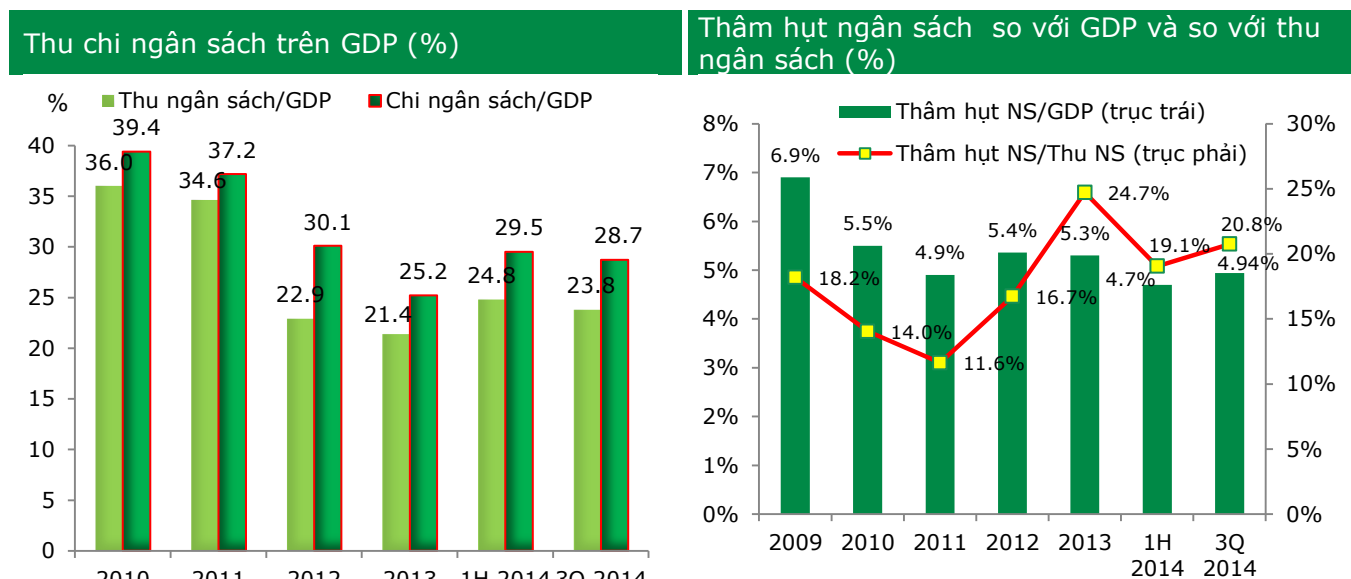
Triển vọng: Chúng tôi tưởng rằng chính phủ sẽ tiếp tục tăng chi tiêu trong năm nay và chắc chắn điều đó sẽ đóng góp một phần không nhỏ vào tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng năm nay. Xét theo thành phần kinh tế, tổng mức bán lẻ từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài sẽ tiếp tục gia tăng với tốc độ nhanh nhất. Còn xét theo ngành nghề, khu vực du lịch và dịch vụ sẽ đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng chung.

CHI TIÊU NGÂN SÁCH NHÀ NƯỚC

Chi ngân sách nhà nước trong ba quý đầu tiên của năm 2014 đạt 768 nghìn tỷ đồng, tăng 12,2% so với cùng kỳ năm trước, và tốc độ tăng trưởng này cao hơn so với tốc độ tăng 6,4% của ba quý đầu năm 2013. Chi thường xuyên của Chính phủ đạt 590,5 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 67% tổng chi ngân sách nhà nước. Chi ngân sách nhà nước giảm khoảng 1% của GDP từ 29,5% vào cuối tháng sáu xuống 28,7% trong quý hiện tại. Chi đầu tư và phát triển khoảng 128 nghìn tỷ đồng chiếm 16,7%. Tỷ trọng còn lại của chi NSNN khoảng 6,4% tương đương 49,4 nghìn tỷ đồng được sử dụng chi trả nợ và viện trợ.

Chi để trả nợ và viện trợ có mức tăng trưởng nhanh nhất so với cùng kỳ bao gồm khoản trả lãi (tăng 45%), khoản trả nợ gốc (tăng 23,5%). Tiếp theo sau là chi đầu tư phát triển kinh tế (tăng 17,8%), chi an ninh xã hội (tăng 12,4%). Khoản chi duy nhất giảm so với kỳ năm trước là chi sự nghiệp khoa học và công nghệ, giảm 35,2%.

Chi trả lãi vay và nợ gốc tăng cùng với đà tăng của vay nợ chính phủ. Theo báo cáo của Quốc hội, nợ công dự tính sẽ tăng lên đến 60,3% GDP vào cuối năm nay. Trong khi đó, việc xây dựng nhiều dự án cơ sở hạ tầng trong năm nay khiến chi tiêu cho hoạt động kinh tế tăng lên. Do ngân sách có hạn nên bù lại các khoản chi tiêu sự nghiệp khoa học và công nghệ đã bị cắt giảm.

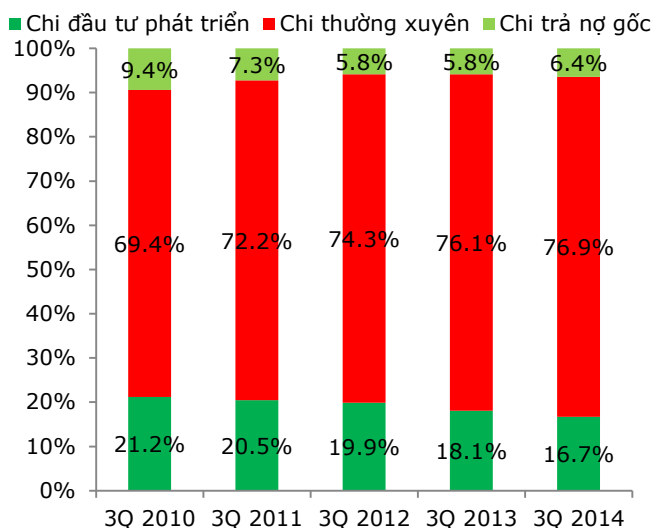


Nguồn: Bộ Tài chính, TCTK, VPBS

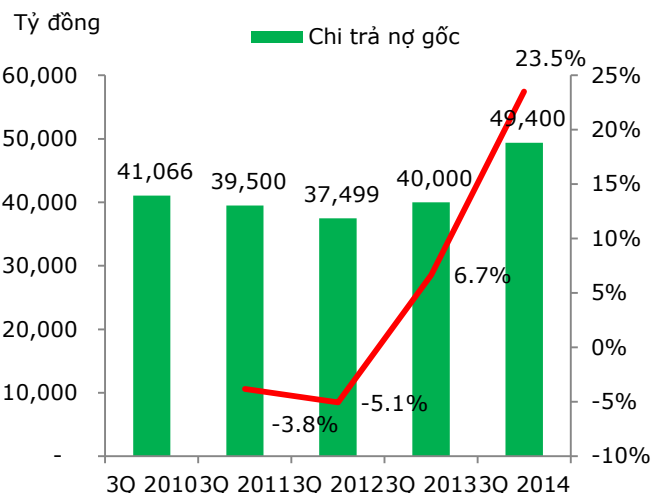
Tổng thu ngân sách nhà nước trong chín tháng đầu năm đạt 636 nghìn tỷ đồng, tăng 16,9% so với cùng kỳ. Thu nội địa đóng vai trò chủ đạo khi đóng góp 75,9% tổng thu, tăng từ 68% trong sáu tháng đầu năm 2014. Trong tổng thu nội địa, thu từ vốn đạt mức tăng trưởng cao nhất 43,3%, so với mức tăng 16,3% của thu nhập từ thuế và phí.

Đáng chú ý, chính phủ thu gần 32,5 nghìn tỷ đồng cổ tức và lợi nhuận giữ lại từ các doanh nghiệp có vốn nhà nước, tăng gần 62,5% so với cả năm 2013. Đồng thời, khoảng 1,83 nghìn tỷ đồng tiền thuế thu nhập doanh nghiệp phát sinh trong quý ba năm ngoái và được hoãn lại theo Nghị quyết 02/NQ-CP đã đến kỳ trả.

Chi tiêu ngân sách và trả nợ gốc (%)



Chi trả nợ gốc 9 tháng đầu năm và tăng trưởng so với cùng kỳ (%)



Đơn vị: %

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015F |
|---|------|------|------|------|-------|-------|
| Nợ công/ GDP | 56.3 | 54.9 | 55.7 | 54.2 | 60.3 | 64.0 |
| Nợ nước ngoài của quốc gia/ GDP | 42.2 | 41.5 | 41.1 | 37.3 | 39.9 | |
| Dư nợ chính phủ/ GDP | 44.6 | 43.2 | 43.3 | 42.3 | 46.9 | |
| Dư nợ chính phủ/ Thu ngân sách | 158 | 162 | 172 | 198 | 253 | |
| Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp và gián tiếp của chính phủ/ Thu ngân sách | 86.8 | 84.7 | 84.4 | | 86.8 | 30 |

Nguồn: Bộ Tài Chính, VPBS

Ngân sách tiếp tục thâm hụt trong quý 3 năm 2014, với giá trị 132 nghìn tỷ đồng, giảm 6,2% so với cùng kỳ, đạt 58,9% kế hoạch năm. Tỷ lệ thâm hụt ngân sách trên GDP tăng từ 4,7% trong quý 2 lên 4,94% trong quý ba. Tỷ lệ này vẫn thấp hơn ngưỡng 5,3% được đề ra cho cả năm.

Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng thâm hụt ngân sách so với tổng thu ngân sách đang tăng lên từ 19,1% trong sáu tháng đầu năm lên 20,8% sau ba quý.

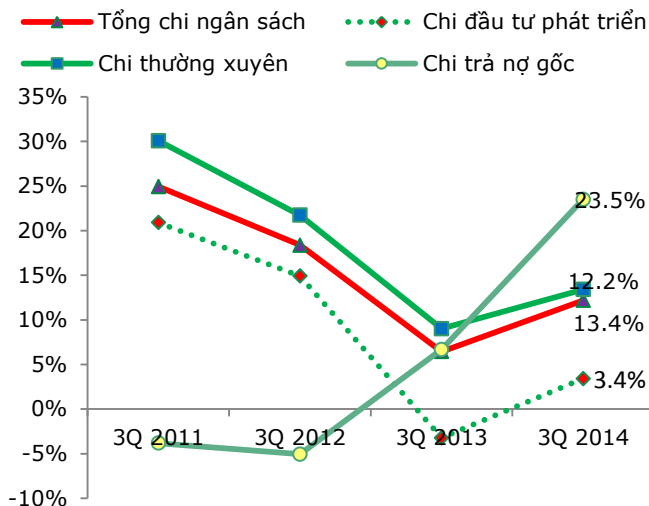
Chính phủ chưa công bố thông tin về chi tiêu ngoài ngân sách của quý 3, bao gồm chi tiêu số tiền trái phiếu chính phủ phát hành trong năm và các khoản cho vay về cho vay lại. Tuy vậy, chúng tôi ước tính rằng đến hết tháng 6, nếu bao gồm cả khoản chi ngoài ngân sách này thì thâm hụt ngân sách có thể tăng lên đến 11,2% GDP.

Tỷ lệ vay nợ của chính phủ trên tổng GDP được ước tính tăng 4,6 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước lên 46,9% vào cuối năm 2014. Và tỷ lệ nợ của chính phủ trên tổng thu ngân sách sẽ tăng lên 253% so với 198% của năm 2013.

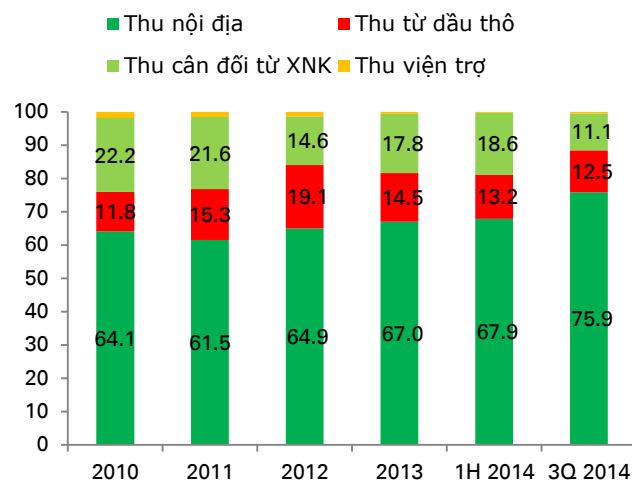
Tổng nghĩa vụ phải trả trực tiếp và gián tiếp của chính phủ được ước tính tăng lên 26,2% thu ngân sách trong năm 2014 và 30% trong năm 2015, cao hơn ngưỡng an toàn 25% quy định tại Kế hoạch quản lý nợ trung và dài hạn ban hành theo Quyết định 689/QĐ-TTg ngày 4/5/2013.

Để phản ánh toàn diện hơn về tình hình thâm hụt ngân sách, dự thảo Luật Ngân sách Nhà nước, dự định sẽ được Quốc hội thông qua trong kỳ họp cuối năm nay, đề xuất nhiều thay đổi trong việc tính toán thâm hụt ngân sách. Theo đó, thâm hụt ngân sách sẽ được ước tính tăng lên 6,9% GDP trong năm 2014, bao gồm chi tiêu trái phiếu chính phủ và không bao gồm các khoản chi trả nợ gốc.

Tăng trưởng chi tiêu ngân sách theo năm



Cơ cấu thu ngân sách (%)



Nguồn: Bộ Tài chính, VPBS

Triển vọng: Theo tính toán của chính phủ, thâm hụt ngân sách năm 2014 sẽ tăng lên 5,3% GDP, là mức được Quốc hội cho phép. Chúng tôi cho rằng thâm hụt cuối năm nay sẽ vào khoảng 5,2% GDP, do GDP sẽ tăng trưởng cao hơn dự kiến. Tỷ lệ thâm hụt trên thu ngân sách sẽ tăng lên đến khoảng 21%.

Theo Phó chủ tịch Quốc hội, nợ công được ước tính sẽ tăng lên gần 60,3% GDP vào cuối năm nay và khoảng 64% GDP vào cuối năm 2015. Mức tăng này tiếp cận gần ngưỡng trần nợ công quốc gia đến năm 2020.

Trong kỳ họp Quốc hội tháng 10 này, Chính phủ sẽ trình Quốc hội cho ý kiến về Dự án xây dựng sân bay quốc tế Long Thành. Nếu đề xuất này được thông qua, phải cần một lượng tiền lớn từ ngân sách và từ đó có thể sẽ làm gia tăng thâm hụt trong những năm tới nếu như các khoản chi tiêu khác không được cắt giảm.

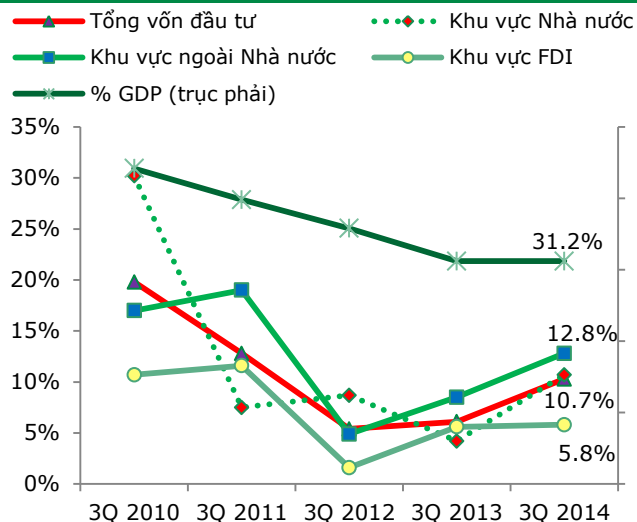
ĐẦU TƯ

Tổng vốn đầu tư toàn xã hội là tổng đầu tư dùng cho các mục đích phát triển kinh tế và các mục tiêu xã hội. Tổng vốn đầu tư thực hiện trong chín tháng đầu năm ước tính đạt 834 nghìn tỷ đồng, tăng 10,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Tốc độ phát triển vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện 9 tháng đầu năm cao hơn cao so với cùng kỳ của hai năm trước đó và xu hướng này cũng diễn ra với các chỉ tiêu thành phần. Tuy nhiên, tỷ trọng đầu tư xã hội so với tổng sản lượng quốc gia không thay đổi so với năm ngoái, chiếm 31,2%. Tỷ trọng này đang là ngưỡng thấp nhất trong vòng 5 năm qua, liên tục giảm từ mức 44,2% trong 3 quý đầu năm 2010.

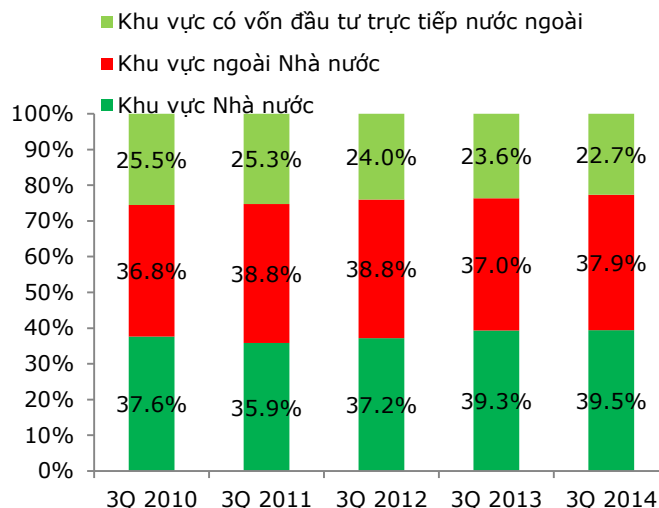
Đầu tư của khu vực nhà nước, tính cả các doanh nghiệp nhà nước, tăng 10,7% so với cùng kỳ. Tỷ trọng của vốn đầu tư vào khu vực này luôn tăng, từ 35,9% trong ba quý đầu năm 2011 lên 39,5% so với cùng kỳ năm nay.

Trong vốn đầu tư từ khu vực nhà nước, tỷ lệ vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước đang giảm từ 54% trong ba quý đầu năm 2012 xuống 44,7% trong ba quý đầu năm nay. Điều đó cho thấy nguồn vốn đầu tư ngoài ngân sách đang tăng nhanh hơn nguồn vốn chính thức từ ngân sách.

Tăng trưởng tổng đầu tư theo khu vực kinh tế



Cơ cấu tổng đầu tư theo khu vực kinh tế



Nguồn: TCTK, VPBS

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

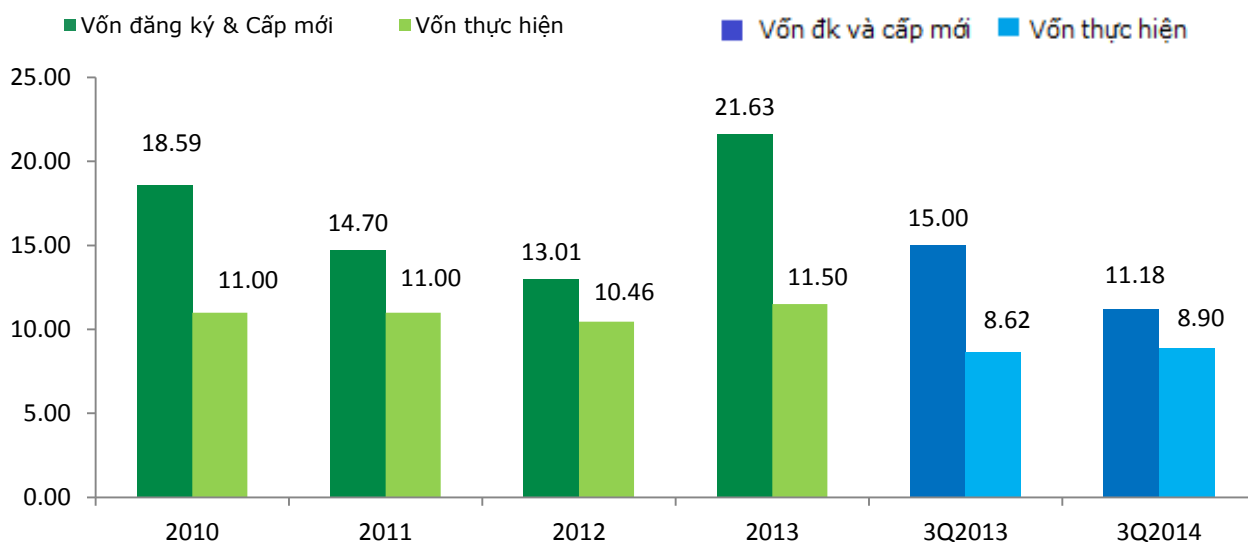
Tỷ trọng vốn đầu tư từ khu vực FDI giảm từ 25,5% trong ba quý đầu năm 2010 xuống 22,7% trong cùng kỳ năm nay.

Trong 9 tháng đầu năm, FDI giải ngân tăng 3,3% so với cùng kỳ lên 8,9 tỷ USD. Tuy nhiên FDI đăng ký mới và tăng thêm chỉ đạt 11,18 tỷ USD, bằng 74,5% so với cùng kỳ năm ngoái.

Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục là ngành thu hút vốn đầu tư nhiều nhất với FDI đăng ký mới và tăng thêm đạt 7,7 tỷ USD, chiếm 69% tổng FDI trong 9 tháng đầu năm. Trong năm nay FDI cũng chảy mạnh vào ngành bất động sản và ngành xây dựng với tổng vốn đạt lần lượt 1,22 tỷ USD và 612 triệu USD, cao hơn nhiều so với mức 558 triệu USD và 146 triệu USD trong cùng kỳ năm ngoái.

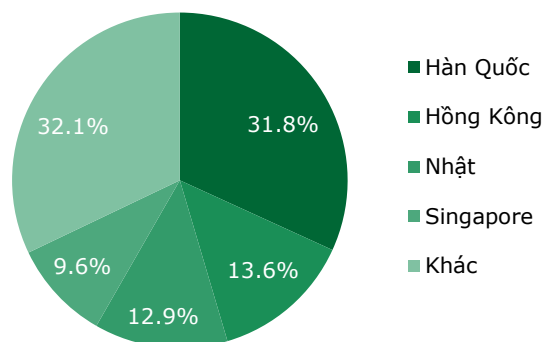
Hàn Quốc là nhà đầu tư lớn nhất trong số 53 quốc gia đầu tư vào Việt Nam trong năm nay với tổng FDI đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 3,56 tỷ USD trong 3 quý đầu năm, chiếm 31,8% tổng FDI. Hồng Kông và Nhật Bản lần lượt đứng thứ 2 và thứ 3 với tổng FDI đăng ký cấp mới đạt 1,52 tỷ USD và 1,44 tỷ USD.

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (tỷ USD)

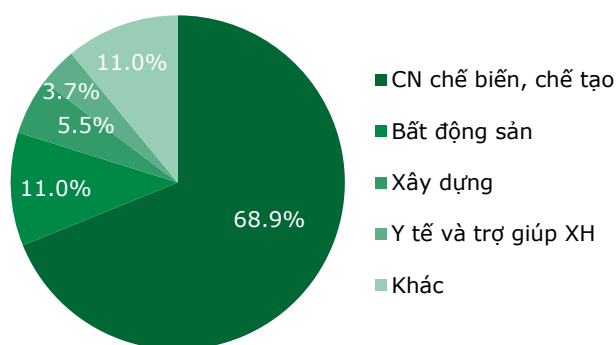


Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài – Bộ Kế hoạch và Đầu tư, VPBS

FDI theo quốc gia đối tác (%)



FDI theo ngành (%)



Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài – Bộ Kế hoạch và Đầu tư, VPBS

Dự án Samsung Display Bắc Ninh có giá trị 1 tỷ USD được cấp phép vào đầu tháng 7/2014 đã giúp Bắc Ninh trở thành địa phương dẫn đầu trong việc thu hút FDI trong 9 tháng đầu năm với tổng FDI đăng ký cấp mới đạt 1,38 tỷ USD. Theo sau Bắc Ninh là TP. Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bình Dương và Hà Nội với tổng vốn FDI đăng ký cấp mới năm trong khoảng 924 triệu USD đến 1,3 tỷ USD.

Triển vọng: Với kỳ vọng các Hiệp định Thương mại tự do, trong đó có Hiệp định Việt Nam – Liên minh châu Âu, Việt Nam – Hàn Quốc sẽ sớm được ký kết, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Theo FTA Việt Nam – EU, đến năm 2020 hơn 90% các loại hàng hóa xuất khẩu sang EU sẽ được miễn thuế nhập khẩu, và theo FTA Việt Nam – Hàn Quốc, nhiều hàng hóa xuất sang Hàn Quốc sẽ được cắt giảm thuế sâu hơn so với FTA Hàn Quốc – ASEAN. Do đó, dòng vốn đầu tư nước ngoài có khả năng mở rộng trong thời gian tới do nhiều lợi ích mà những hiệp định thương mại này mang lại.

Đầu tư Tư nhân

Đầu tư từ khu vực tư nhân tăng 12,8% so với cùng kỳ năm ngoái, cao hơn mức tăng 8,5% cùng kỳ năm 2013 và 11,8% năm 2012. Tuy nhiên tỷ trọng từ khu vực tư nhân so với tổng vốn đầu tư toàn xã hội giảm từ 38,8% trong ba quý năm 2012 xuống 37% trong cùng kỳ năm 2013 và 37,9% trong năm ngoái.

Một dấu hiệu tích cực nữa là theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tổng vốn đăng ký mới của các doanh nghiệp mới thành lập trong 9 tháng tăng 13,9% so với cùng kỳ.

Điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định khi CPI thấp, lãi suất cho vay thấp và giá trị tiền VND ổn định đã thúc đẩy đầu tư từ khu vực tư nhân. Hơn nữa, rất nhiều chính sách hỗ trợ từ chính phủ được ban hành, bao gồm hoãn một vài loại thuế theo Nghị quyết 02/ND-CP của Chính phủ.

Tuy nhiên, số lượng doanh nghiệp giải thể và ngừng hoạt động chờ đóng cửa tăng lần lượt 4,2% và 20,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Số doanh nghiệp thành lập mới cũng giảm 8,6% so với cùng kỳ. Và không có số liệu về quy mô vốn của các doanh nghiệp đóng cửa, giải thể được công bố. Những số liệu này cho thấy khu vực tư nhân vẫn phải tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn, khi tiền đồng tăng giá thực khiến sản phẩm hàng hóa và dịch vụ có chi phí bằng tiền đồng giảm sức cạnh tranh so với hàng nhập khẩu.

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng đầu tư tư nhân sẽ tiếp tục được cải thiện từ nay đến cuối năm khi CPI và lãi suất huy động được dự báo vẫn tiếp tục giảm. Lãi suất cho vay bình quân được dự báo giảm thêm từ 0,8 đến 1 điểm phần trăm trong quý 4 và chắc chắn điều đó sẽ giúp tăng đầu tư tư nhân.

Tình hình doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm

| | 3Q 2013 | 3Q 2014 | Tăng trưởng so với cùng kỳ |
|--|---------|---------|-------------------------------|
| Giải thể | 6,742 | 7,027 | 4.2% |
| Tạm ngừng hoạt động | 8,475 | 8,440 | -0.4% |
| Ngừng hoạt động chờ đóng MSDN | 27,242 | 32,863 | 20.6% |
| Số DN thành lập mới | 58,198 | 53,200 | -8.6% |
| Tổng vốn đăng ký (tỷ đồng) | 280,246 | 319,200 | 13.9% |
| Vốn bình quân 1 doanh nghiệp (tỷ đồng) | 4.8 | 6.0 | 24.6% |
| Số DN hoạt động trở lại | 11,323 | 11,900 | 5.1% |
| Tổng DN thành lập mới và hoạt động trở lại | 69,520 | 65,100 | -6.4% |

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, VPBS

XUẤT NHẬP KHẨU

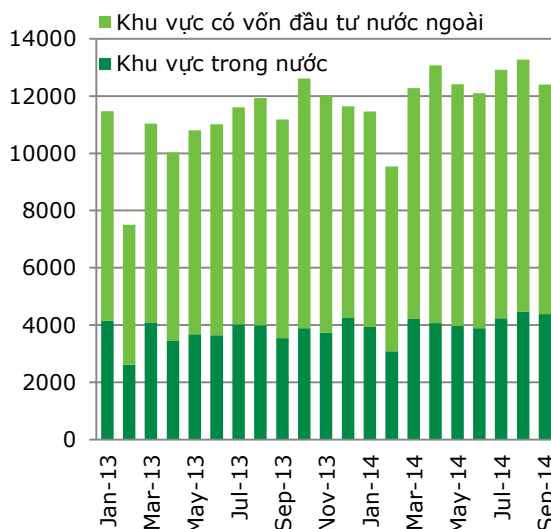
Theo Tổng cục Hải quan, thặng dư thương mại Việt Nam ước đạt hơn 2,2 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm so với mức 1,51 tỷ USD trong nửa đầu năm 2014. Trong đó, tổng kim ngạch xuất khẩu quý 3 đạt 38,82 tỷ USD, tăng 3% so với quý 2 và tăng 13% so với cùng kỳ năm 2013, tổng kim ngạch nhập khẩu quý 3 đạt 38,38 tỷ USD, tăng 4% so với quý 2 và tăng 14% so với cùng kỳ năm 2013.

Thặng dư thương mại trong 9 tháng tăng mạnh so với 6 tháng đầu năm chủ yếu do mức xuất siêu tháng 8 cao, đạt 1,07 tỷ USD trong khi tháng 7 và tháng 9 chỉ nhập siêu nhẹ. Điều này cho thấy việc tiếp cận thị trường nước ngoài đối với hàng hóa xuất xứ Việt Nam đã có nhiều cải thiện, góp phần ổn định tỷ giá và cung cầu ngoại tệ trong nước.

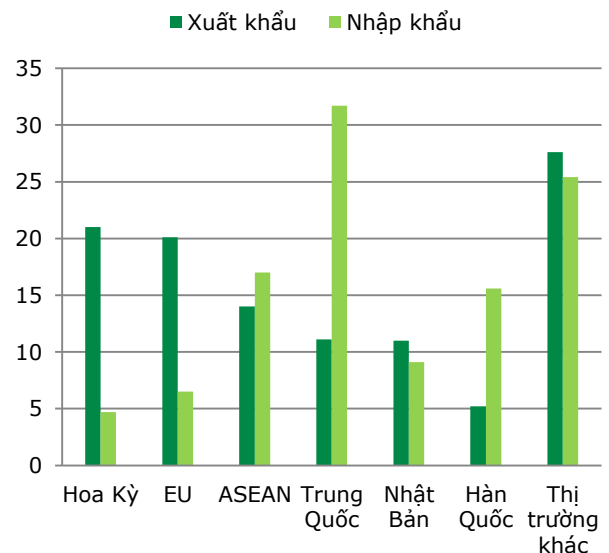
Kim ngạch xuất khẩu đạt gần 110 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm, tăng 14% so với cùng kỳ năm 2013. Trong đó xuất khẩu từ khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) chiếm 62% tổng kim ngạch xuất khẩu, tăng 15,6% so với cùng kỳ năm 2013.

Các mặt hàng xuất khẩu: Hàng dệt may tăng mạnh 89% so với tháng 2 và liên tục tăng sau đó, vươn lên trở thành mặt hàng xuất khẩu hàng đầu trong quý 3, đạt 6,2 tỷ USD, tăng 27,0% so với quý 2. Điện thoại các loại và linh kiện quý 3 giảm nhẹ 7% so với quý 2, đạt 5,7 tỷ USD.

Kim ngạch xuất khẩu theo khu vực kinh tế (triệu USD)



Kim ngạch xuất nhập khẩu theo thị trường (tỷ USD)

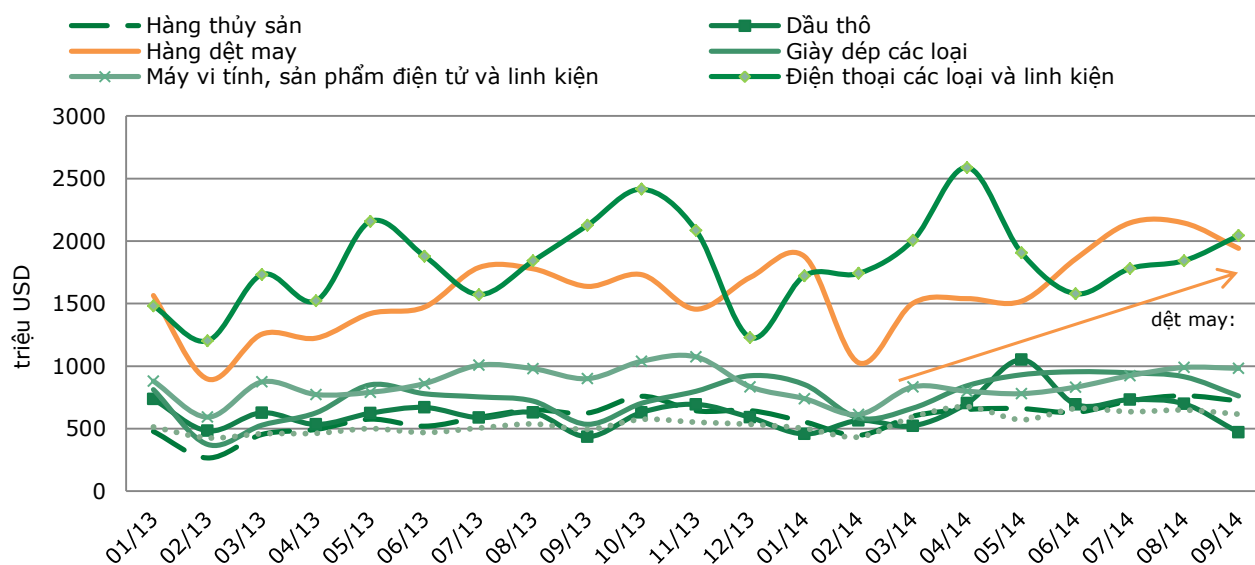


Nguồn: TCTK, VPBS

Giá trị xuất khẩu những mặt hàng chủ lực khác là máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện (2,9 tỷ USD, +20% so với quý trước), giày dép (2,6 tỷ USD, -4% so với quý trước) và hàng thủy sản (2,2 tỷ USD, +14% so với quý trước).

Về thị trường, Hoa Kỳ và khối Châu Âu là thị trường xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam, đạt lần lượt 21 tỷ USD và 20,1 tỷ USD sau 9 tháng đầu năm, tăng lần lượt 22,7% và 13% so với cùng kỳ năm 2013. Thị trường ASEAN đứng thứ 3, đạt 14,0 tỷ USD, tăng 1,6%. Thị trường Trung Quốc và Nhật Bản tăng mạnh 16,5% và 13,3%, đạt 11,1 tỷ USD và 11,0 tỷ USD.

Các mặt hàng xuất khẩu chủ đạo (triệu USD)



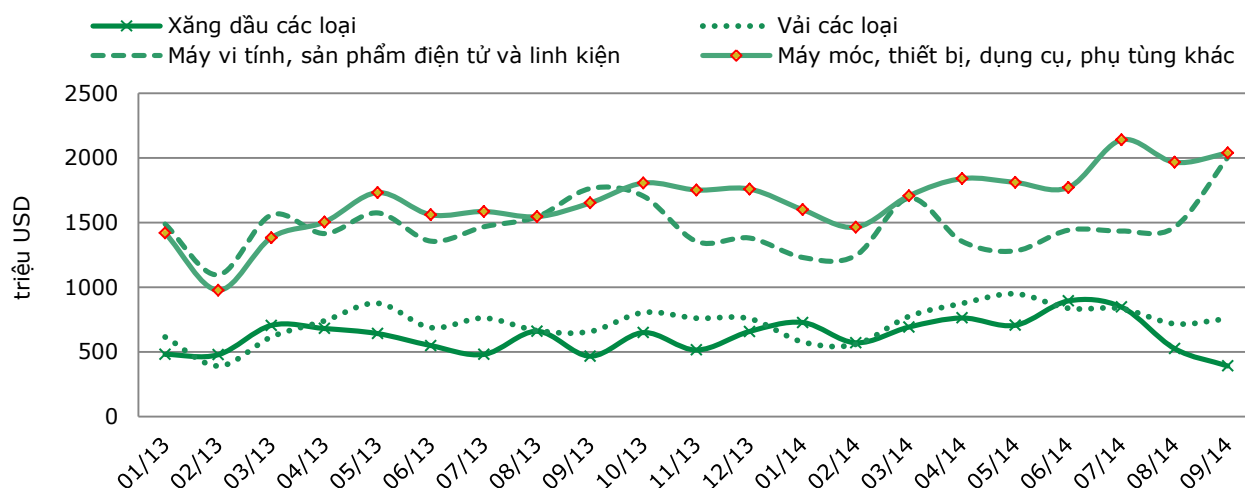
Nguồn: TCTK, VPBS

Kim ngạch nhập khẩu đạt khoảng hơn 108 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm, tăng 11,6% so với cùng năm 2013. Trong đó nhập khẩu từ khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) chiếm 56% tổng kim ngạch nhập khẩu, tăng 10,5% so với cùng kỳ năm 2013.

Về cơ bản, cầu các mặt hàng nhập khẩu vẫn ổn định để phục vụ nhu cầu sản xuất và tiêu dùng. Các mặt hàng nhập khẩu: Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng đạt 6,1 tỷ USD, tăng 13% so với quý trước, máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện đạt 4,9 tỷ USD, tăng 20% so với quý trước. Vài các loại và xăng dầu cũng là những mặt hàng Việt Nam nhập khẩu chủ yếu đã giảm lần lượt 13% và 25% so với quý 2, đạt 2,3 tỷ USD và 1,7 tỷ USD. Cơ cấu nhóm hàng nhập khẩu: nhóm hàng tư liệu sản xuất khoảng 100 tỷ, tăng 11% so với cùng kỳ năm ngoái

Về thị trường, Trung Quốc vẫn là những thị trường nhập khẩu hàng đầu với giá trị 31,7 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm, tăng 15% so với cùng kỳ năm 2013. Chúng tôi nhận thấy tổng mức nhập siêu từ Trung Quốc 9 tháng đầu năm vẫn cao, đạt khoảng 21 tỷ USD, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước. Mức nhập siêu quý 3 khoảng gần 8 tỷ USD, tăng nhẹ 7% so với quý trước tuy nhiên giảm mạnh so với mức tăng 33% từ quý I sang quý 2. Kim ngạch nhập khẩu từ thị trường ASEAN đạt 17 tỷ USD, tăng 7,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, nhập khẩu từ EU chỉ đạt 6,5 tỷ USD, giảm 7,1% so với cùng kỳ năm ngoái.

Các mặt hàng nhập khẩu chủ đạo (triệu USD)



Nguồn: TCTK, VPBS

Triển vọng: Xuất khẩu Việt Nam còn phụ thuộc nhiều vào khối FDI (vốn chiếm 66% tổng giá trị xuất khẩu trong 9 tháng năm 2014), với hàng gia công lắp ráp từ nguyên liệu nhập khẩu. Do đó, xuất nhập khẩu Việt Nam vẫn chưa được bền vững. Cán cân thương mại của Việt Nam cả năm dự báo sẽ thặng dư và dao động trong khoảng 1,3 tỷ - 1,5 tỷ USD, do về cuối năm, nhu cầu tiêu dùng hàng hóa thường tăng lên. Do đó quý 4 sẽ có nhập siêu, khiến mức xuất siêu cả năm giảm. Việt Nam do đó sẽ vẫn tiếp tục xuất siêu năm thứ 3 liên tiếp. Những hiệp định thương mại như Hiệp định thương mại xuyên Thái Bình Dương TPP, Hiệp định thương mại Việt Nam – EU, Việt Nam – Hàn Quốc và các hiệp định thương mại song phương khác dự kiến sẽ được ký kết trong thời gian tới sẽ giúp thương mại Việt Nam tiếp tục phát triển mạnh mẽ, tạo điều kiện hỗ trợ tăng trưởng GDP.

Dự báo về GDP

Tăng trưởng kinh tế trong quý 3 cao hơn rất nhiều so với dự báo của nhiều người. Theo như chia sẻ của Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và đầu tư, nếu năm nay, nước ta tăng thêm 1 triệu tấn dầu thô cùng 10,5 triệu tấn than khai thác và xuất khẩu, thì GDP năm 2014 có thể tăng đến 5,97%.

Chúng tôi nhận định chính phủ sẽ tiếp tục tăng chi tiêu trong năm nay, góp phần đáng kể tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng.

Dự báo của chúng tôi, tăng trưởng GDP năm nay của Việt Nam có thể cao hơn mức 5,8%, là chỉ tiêu của Quốc hội giao cho Chính phủ. Những động lực tăng trưởng chính vẫn là đầu tư công và xuất khẩu của khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Trong cả năm, ngành dịch vụ sẽ tiếp tục tăng trưởng cao hơn nông nghiệp và công nghiệp. Về công nghiệp, ngành khai khoáng, dầu khí, dệt may, lắp ráp điện thoại di động, ô tô – xe máy, chế biến thủy sản, v.v. sẽ tăng trưởng cao hơn các ngành nghề khác.

CHỈ TIÊU KINH TẾ VĨ MÔ

LẠM PHÁT

Dù tăng lên mức cao nhất trong 7 tháng qua, nhưng CPI vẫn ở mức thấp

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tiếp tục được kiểm soát tốt. CPI trong 3 quý đầu năm tăng 4,61% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá xăng dầu và học phí là 2 yếu tố chính ảnh hưởng đến CPI trong quý 3. Mặc dù học phí tăng mạnh trong tháng 9 nhưng giá xăng dầu giảm liên tục đã giúp hạn chế gia tăng CPI. Tính đến cuối tháng 9, CPI mới chỉ tăng 2,25% so với đầu năm.

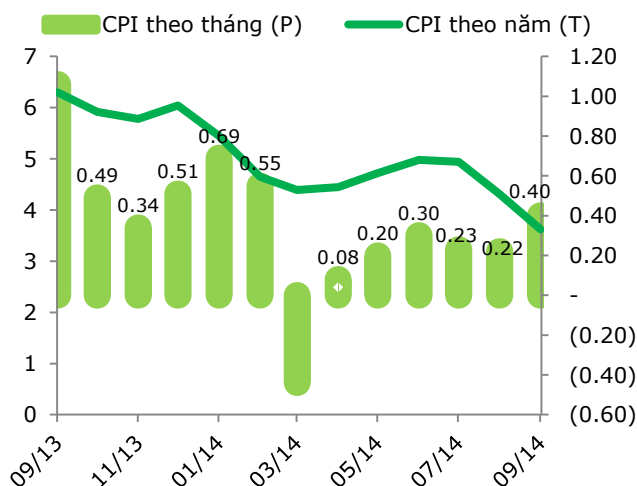
Trong quý 3/2014, giá xăng dầu trong nước đã liên tục được điều chỉnh giảm theo xu hướng giảm của giá dầu thế giới do nguồn cung dồi dào. Giá dầu thô ngọt nhẹ WTI giao dịch tại New York giảm mạnh từ mức 103 USD/thùng vào cuối tháng 6 xuống 91 USD/thùng vào cuối tháng 9. Trong cùng giai đoạn, giá dầu Brent biển Bắc giảm từ 111 USD/thùng xuống 95 USD/thùng.

Giá xăng RON92 trong nước đã giảm mạnh khoảng 2.080 đồng/lít, từ mức 25.640 đồng/lít vào ngày 7/7 xuống còn 23.560 đồng/lít ngày 30/9. Giá xăng dầu giảm liên tục khiến chỉ số giá nhóm giao thông chỉ tăng 1,23% tính chung 9 tháng đầu năm (đóng góp 5% vào mức tăng CPI trong giai đoạn này), thấp hơn mức tăng 2,75% trong nửa đầu năm (đóng góp 17,2%).

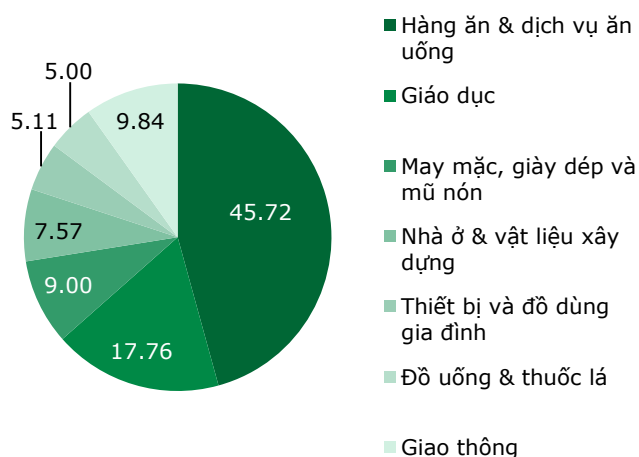
Giá xăng dầu giảm cũng làm CPI của nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng (bao gồm điện, nước, và gas) – nhóm có tỷ trọng cao nhất trong rổ CPI, giảm nhẹ 0,15% trong 9 tháng đầu năm, thấp hơn so với mức tăng 0,11% trong nửa đầu năm. Theo chúng tôi, CPI của nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng sẽ có khả năng tiếp tục giảm trong thời gian tới không chỉ do ảnh hưởng của giá xăng dầu mà còn do giá của thép cán nóng trên thị trường thế giới đã giảm mạnh khoảng 8% trong tháng 9 và điều này được kỳ vọng sẽ phản ánh vào giá vật liệu xây dựng trong nước trong khoảng 1 đến 2 tháng tới.

Học phí tăng mạnh trong năm học mới dẫn đến CPI của nhóm giáo dục tăng 6,78% tính đến cuối tháng 9, từ mức tăng 0,13 ghi nhận được vào cuối tháng 6. Nhóm giáo dục đóng góp 17,76% vào mức tăng của CPI toàn quốc trong 3 quý đầu năm, cao hơn nhiều so với mức 0,52% trong nửa đầu năm.

CPI (% so với cùng kỳ năm trước)



Đóng góp của các nhóm hàng hóa vào mức tăng CPI tháng 9/2014 (%)



Nguồn: TCTK, VPBS

Trong tháng 8, giá nhóm lương thực – thực phẩm (chiếm 40% tỷ trọng trong rổ CPI) có mức tăng cao nhất 0,45% so với tháng trước đó do hoạt động thu mua gạo để xuất khẩu sang thị trường Philippines và Malaysia và do nhu cầu tiêu thụ thực phẩm tăng cao cho ngày Rằm tháng 7 Âm lịch. Tính đến cuối tháng 9, nhóm lương thực – thực phẩm tăng 2,5% so với đầu năm, thấp hơn mức 3,04% trong cùng kỳ năm ngoái.

Triển vọng: Mặc dù CPI của tháng 9 tăng 0,4%, nhưng tính đến cuối tháng 9 CPI vẫn còn khá thấp (tăng 2,25% so với đầu năm). CPI tăng trong tháng 9 có tính chất thời vụ, và do đó sẽ không bền. Giá xăng dầu trong nước có khả năng sẽ tiếp tục được điều chỉnh giảm trong quý IV do giá dầu thế giới vẫn đang trong xu hướng giảm. Yếu tố này sẽ giúp hạn chế sự gia tăng CPI do giá của nhóm “hàng hóa và dịch vụ khác” tăng thấp. Do vậy chúng tôi điều chỉnh mức dự báo lạm phát trong năm 2014 từ mức 5-5,5% xuống khoảng 4,2%.

Chúng tôi tin rằng CPI sẽ tăng lại lên trong năm 2015 nhờ vào niềm tin tiêu dùng tăng trở lại, khi triển vọng kinh tế sáng sủa hơn.

LÃI SUẤT NGÂN HÀNG

Sẽ tiếp tục giảm.

Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay bằng VND đã giảm 0,5-1,5%/năm so với cuối năm 2013. Tại thời điểm cuối tháng 9, lãi suất huy động bằng VND phổ biến ở mức 0,8-1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; 5-6%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn dưới 6 tháng, kỳ hạn trên 12 tháng là 7,3-7,8%/năm. Như vậy, so với cuối tháng 6, lãi suất huy động của tiền gửi có kỳ hạn dưới 6 tháng và kỳ hạn trên 12 tháng giảm lần lượt 0,3% và 0,5%/năm. Lãi suất huy động USD phổ biến bằng mức trần do NHNN quy định 0,25%/năm và 1%/năm đối với tiền gửi của tổ chức và của cá nhân. Lãi suất huy động tiếp tục giảm như vậy cho thấy hệ thống ngân hàng tiếp tục đổi mới thanh khoản trong quý 3.

Lãi suất cho vay bằng VND thay đổi theo từng ngành sản xuất nhưng phổ biến dao động từ 7-12%/năm. Đặc biệt, một số NHTM tiếp tục áp dụng lãi suất cho vay đối với doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, có phương án, dự án sản xuất kinh doanh hiệu quả chỉ ở mức 6-7%/năm. Lãi suất cho vay USD ở thời điểm cuối tháng 9 phổ biến ở mức 3-7%/năm. Bên cạnh đó, lãi suất của các khoản vay cũ tiếp tục được các tổ chức tín dụng tích cực điều chỉnh giảm.

Quá trình điều chỉnh giảm của lãi suất của hệ thống ngân hàng trong thời gian qua được đánh giá là có tác động tích cực góp phần tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh nhưng vẫn đảm bảo mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định thị trường tiền tệ.

Triển vọng: Mặc dù lãi suất đã giảm nhiều trong thời gian vừa qua, nhưng Thống đốc Ngân hàng nhà nước vẫn kêu gọi các ngân hàng thương mại cổ phần tiếp tục giảm thêm lãi suất cho vay hỗ trợ doanh nghiệp thúc đẩy tăng trưởng trong quý 4. Dự báo lãi suất huy động và cho vay sẽ tiếp tục được điều chỉnh giảm trong 3 tháng cuối năm, với lãi suất huy động giảm thêm 0,5 đến 1 điểm phần trăm và lãi suất cho vay trung bình giảm thêm 0,8 đến 1 điểm phần trăm.

TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG VÀ TỔNG PHƯƠNG TIỆN THANH TOÁN

Mục tiêu của NHNN dường như có thể đạt được dễ dàng

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã công bố một số số liệu hoạt động của ngành ngân hàng trong 9 tháng đầu năm 2014. Theo đó, tổng phương tiện thanh toán tăng 10,73% so với cuối năm 2013, cao hơn mức 9,05% và 10,33% cùng kỳ năm

2012 và 2013. Huy động vốn tăng 11,01%, trong đó mức tăng trưởng huy động bằng VND tăng mạnh từ mức 8,77% vào cuối tháng 8 lên mức 12,37% cuối tháng 9. Trong 9 tháng đầu năm, huy động bằng ngoại tệ chỉ tăng 2,78%, thấp hơn so với mức tăng 4,20% của 8 tháng đầu năm.

Tín dụng vẫn tiếp tục dịch chuyển sang một số lĩnh vực ưu tiên. Tăng trưởng tín dụng đạt 7,26% trong 9 tháng đầu năm 2014, gần gấp đôi so với mức 3,72% trong 6 tháng đầu năm. Điều này khẳng định việc tăng trưởng tín dụng thường xuyên tăng tốc trong nửa cuối năm sẽ tiếp tục diễn ra trong năm nay.

Đến cuối tháng 9/2014, tín dụng đối với nông nghiệp, nông thôn tăng 6,9%; dư nợ cho vay các chương trình tín dụng chính sách ước đạt trên 126,5 nghìn tỷ đồng, tăng 4% so với cuối năm 2013. Đến cuối tháng 8 năm 2014, tín dụng xuất khẩu tăng 4,14%; doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao tăng 15,78%; công nghiệp hỗ trợ tăng 6,06%, doanh nghiệp nhỏ và vừa tăng 3,81% so với cuối năm 2013. Tín dụng bất động sản có xu hướng phục hồi, tăng 11,5% so với cuối năm 2013.

Ngoài ra, tình hình kinh tế vĩ mô gần đây liên tục diễn biến theo chiều hướng tích cực. Tăng trưởng GDP trong quý 3 đạt 6,19%, cao hơn mức dự báo. Mức tăng trưởng của quý 3 giúp GDP 9 tháng tăng 5,62%, cao hơn so với mức 5,14% của cùng kỳ năm ngoái. Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) liên tục cao hơn mức 50 điểm, cho thấy ngành sản xuất đang tăng trưởng tốt.

Triển vọng: Với những yếu tố tích cực nêu trên, chúng tôi tin rằng tăng trưởng tín dụng năm nay sẽ đạt mức kế hoạch 12%, giúp GDP tăng trưởng như dự kiến.

LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

Hiện đang ở mức thấp kỷ lục, nhưng dự báo sẽ tăng dần lên đến cuối năm

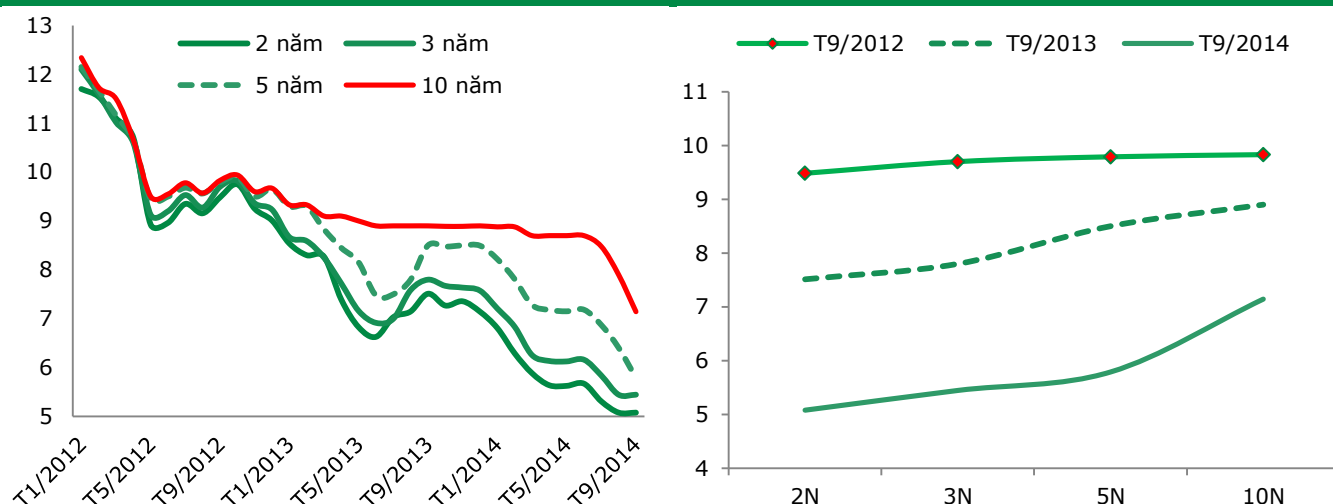
Thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam trong quý 1 và quý 2/2014 được Ngân hàng Phát triển châu Á đánh giá là có tốc độ phát triển nhanh nhất trong khu vực. Tiếp tục trong quý 3 của năm, thị trường trái phiếu trên cả sơ cấp và thứ cấp đều diễn ra sôi động và trở thành nguồn huy động vốn hiệu quả cho chính phủ với chi phí thấp. Trái phiếu của Kho bạc Nhà nước (KBNN) luôn đạt tỷ lệ trúng thầu 100% cho thấy sức hấp dẫn từ thị trường này.

Đồng thời, lợi suất liên tục giảm từ đầu năm 2013 và lợi suất của tất cả các kỳ hạn đang ở ngưỡng thấp nhất từ đầu năm 2012. Cụ thể, trên thị trường sơ cấp, trái phiếu kỳ hạn 2, 3, 5, 10 và 15 năm lần lượt đứng ở mức 5,08%/năm, 5,45%/năm, 5,79%/năm, 7,15%/năm và 7,74%/năm.

So với cuối năm 2013, lãi suất trúng thầu các kỳ hạn đã giảm mạnh khoảng 177 điểm đến 320 điểm cơ bản và đặc biệt giảm mạnh hơn ở các kỳ hạn dài. Có thể thấy, nhu cầu đầu tư vào trái phiếu chính phủ nói chung hay trái phiếu KBNN nói riêng tăng lên đáng kể trong quý 3, tạo áp lực giảm lên lợi suất.

Lợi suất trúng thầu trái phiếu từ năm 2002 đến 2014 (%)

Đường cong lợi suất trúng thầu trái phiếu (%)



Nguồn: HNX, VPBS

Thị trường trái phiếu Chính phủ 9 tháng đầu năm 2014 trở thành kênh đầu tư hấp dẫn như vậy là do lạm phát của Việt Nam được kiểm chế ở mức thấp, tính thanh khoản cao luôn được duy trì cao trong hệ thống ngân hàng khi tín dụng có tăng nhưng không đáng kể. Thêm vào đó, Moody's nâng hạng mức tín nhiệm của Việt Nam lên B1 trong tháng 7 và thông tin Fitch cân nhắc tăng hạn mức tín nhiệm quốc gia cho Việt Nam trong thời gian tới góp phần thúc đẩy dòng vốn ngoại trên thị trường trái phiếu.

Trên thị trường thứ cấp, lợi suất trái phiếu các kỳ hạn cũng tiếp tục giảm. Tại thời điểm cuối quý 3, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 1, 2, 3, 5, 7, 10 và 15 năm lần lượt đứng ở mức 4,33% (giảm 2,22% so với đầu năm), 4,68% (giảm 2,37% so với đầu năm), 4,92% (giảm 2,59% so với đầu năm), 5,38% (giảm 3,05% so với đầu năm), 6,25% (giảm 2,63% so với đầu năm), 6,63% (giảm 2,42% so với đầu năm) và 7,23% (giảm 1,84% so với đầu năm).

Triển vọng: Sau 9 tháng đầu năm, lợi suất trái phiếu chính phủ tại mọi kỳ hạn giảm mạnh về những mức thấp kỷ lục do tín dụng tăng trưởng thấp, lạm phát thấp và ngân hàng dư thừa thanh khoản. Tình trạng này có thể tiếp tục trong những ngày đầu quý 4. Tuy nhiên sau đó lợi suất sẽ tăng dần lên do (i) tín dụng thường tăng tốc trong quý 4, (ii) đồng USD có khả năng tăng giá do gói Nới lỏng định lượng QE3 của Mỹ sắp kết thúc và kinh tế Mỹ cải thiện, khiến giảm nhu cầu của nhà đầu tư nước ngoài đối với trái phiếu chính phủ, và (iii) những khoản chi tiêu của chính phủ được giải ngân nhiều hơn vào dịp cuối năm, như thường thấy, và điều này chắc chắn sẽ làm tăng mức thâm hụt ngân sách và thúc đẩy lượng trái phiếu bán ra.

Tóm lại, chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu 5 năm trên thị trường thứ cấp sẽ ở mức 5,6% vào cuối năm nay.

CÁN CÂN THANH TOÁN

Trong hai quý đầu của năm, cán cân vãng lai được cải thiện đáng kể với thặng dư 5,48 tỷ USD, tăng 40% so với cùng kỳ. Mức tăng này chủ yếu do thặng dư cán cân thương mại hàng hóa và dịch vụ tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ, đạt 4,95 tỷ USD và các khoản chuyển tiền vãng lai tăng nhẹ 1,07% so với cùng kỳ. Hai chỉ tiêu này đủ bù đắp cho dòng tiền ròng của thu nhập từ đầu tư chuyển ra nước ngoài đạt hơn 4 tỷ USD, tăng 35,3% so với cùng kỳ.

| | | 1H 2013 | 1H 2014 | Thay đổi 1H 2014 so với cùng kỳ (%) |
|-----------|--|----------------|---------------|--|
| A. | Cán cân vãng lai (1+2+3+4) | 3,919 | 5,480 | 39.8% |
| 1 | Cán cân thương mại hàng hóa và dịch vụ | 2,419 | 4,951 | 104.7% |
| 3 | Thu nhập đầu tư | (2,971) | (4,020) | 35.3% |
| 4 | Chuyển tiền | 4,471 | 4,549 | 1.7% |
| | Cán cân vốn và tài chính | | | |
| B | (5+6+7+8+9+10) | (392) | 5,309 | -1454.3% |
| 5 | Đầu tư trực tiếp | 3,182 | 3,540 | 11.3% |
| | FDI vào Việt Nam | 4,275 | 4,500 | 5.3% |
| | FDI của Việt Nam ra nước ngoài | (1,093) | (960) | -12.2% |
| 6 | Vay trung-dài hạn | 1,073 | 1,608 | 49.9% |
| 7 | Vay ngắn hạn | 741 | 513 | -30.8% |
| 8 | Đầu tư vào giấy tờ có giá | 1,152 | 336 | -70.8% |
| | Đầu tư của nước ngoài vào Việt Nam | 1,092 | 338 | -69.0% |
| | Đầu tư của Việt Nam ra nước ngoài | 60 | (2) | -103.3% |
| 9 | Tiền và tiền gửi | (6,690) | (898) | -86.6% |
| 10 | Tài sản khác | 150 | 210 | 40.0% |
| C | Lỗi và sai sót (D-A-B) | (3,822) | (639) | -83.3% |
| D | Cán cân tổng thể | (295) | 10,150 | |

Nguồn: NHNN, VPBS

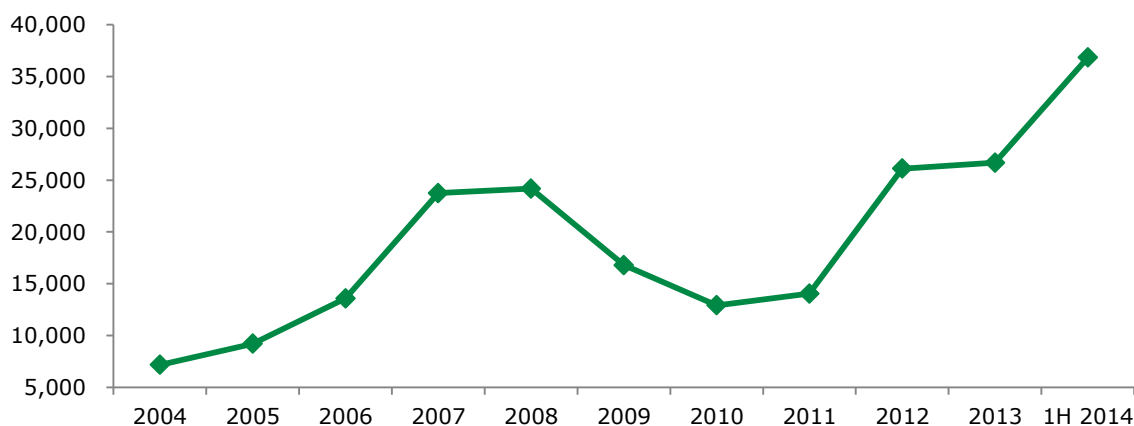
Cán cân vốn và tài chính cũng được cải thiện đáng kể, tăng từ mức âm 0,39 tỷ USD trong sáu tháng đầu năm 2013 lên 5,3 tỷ USD cùng kỳ năm nay.

Trong đó, đầu tư ròng trực tiếp từ nước ngoài tăng 11,3% so với cùng kỳ lên 3,2 tỷ USD và các khoản vay ròng tăng 16,9% lên 1,8 tỷ USD. Mức tăng của các khoản vay ròng chủ yếu do tăng vay nợ ròng trung và dài hạn của chính phủ, tăng 50% so với cùng kỳ, trong khi vay nước ngoài ròng trung và dài hạn từ khu vực tư nhân tăng 44% so với cùng kỳ và tổng vay nợ ngắn hạn giảm 31% so với cùng kỳ. Thâm hụt ngân sách cao khiến chính phủ phải gia tăng vay nợ cả trong và ngoài nước. Trong khi đó, các khoản vay nước ngoài của khu vực tư nhân, thường có chi phí thấp hơn so với vay trong nước, lại bị hạn mức nợ nước ngoài của quốc gia khống chế và sẽ không được các cơ quan chính phủ ưu tiên phê duyệt.

Trong khi đó, đầu tư gián tiếp nước ngoài ròng đã giảm 71% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 0,34 tỷ USD trong bối cảnh gói hỗ trợ QE3 bị cắt giảm dần và triển vọng tăng lãi suất đồng USD. Chỉ tiêu tiền và tiền gửi đã giảm đáng kể 87% so với cùng kỳ, trong khi các ngân hàng rút các khoản tiền gửi bằng tiền USD từ ngân hàng nước ngoài để cho vay bằng ngoại tệ. Tín dụng ngoại tệ đóng góp 51,3% trong mức tăng trưởng tín dụng trong sáu tháng đầu năm.

Như vậy, tổng cán cân thanh toán thặng dư 10,2 tỷ USD và dự trữ ngoại hối nhờ đó được cải thiện đáng kể, tăng lên mức cao kỷ lục hơn 35 tỷ USD.

Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)



Nguồn: NHNN, VPBS

Triển vọng: Với thặng dư thương mại nước ta đạt 2,2 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm và dự báo đạt 1,3-1,5 tỷ USD trong cả năm, lượng vốn FDI giải ngân tăng khá và lượng kiều hối được dự báo tăng trong năm nay, có cơ sở để tin rằng cán cân thanh toán tổng thể của nước ta sẽ tiếp tục thặng dư, đem lại thêm ngoại tệ cải thiện dự trữ ngoại hối.

THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

Đồng VND được giữ ổn định, nhưng có khả năng điều chỉnh nhẹ đến cuối năm

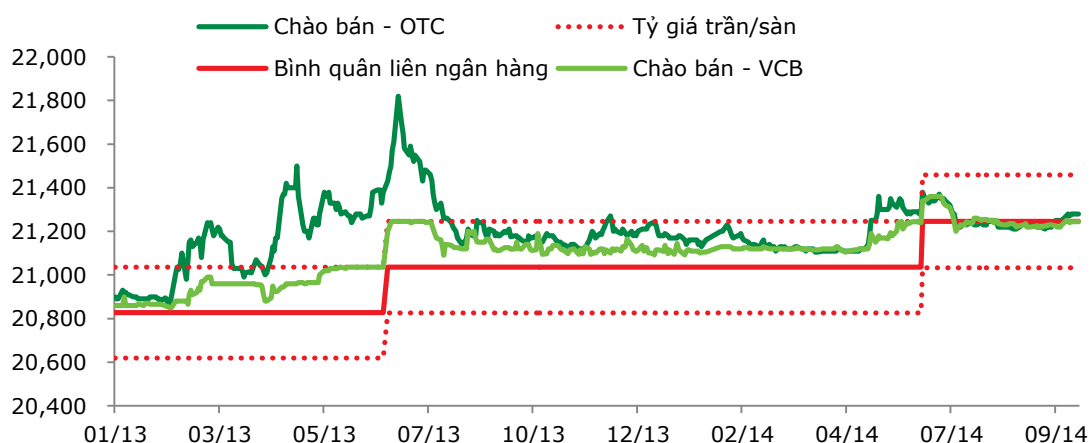
Sau khi NHNN điều chỉnh tỷ giá 1% ngày 19/6, tỷ giá bình quân liên ngân hàng nâng từ mức 21.036 VND/USD lên 21.246 VND/USD. Tỷ giá biến động vài ngày, tuy nhiên sau đó đồng VND lại quay trở lại giao dịch quanh mức giá cũ nhờ nguồn cung USD trên thị trường dồi dào trong bối cảnh thặng dư thương mại, đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), đầu tư gián tiếp nước ngoài (F2) và kiều hối đều tăng.

Sau đó, NHNN can thiệp bằng việc tiếp tục mua vào USD để tăng dự trữ ngoại hối. Tỷ giá, do đó giao dịch ổn định quanh mức VND/USD 21.180 – 21.220 từ nửa cuối tháng 7 đến gần cuối tháng 9.

Tuy nhiên, trong tuần cuối cùng của tháng 9 (từ 22 đến 30/9), tỷ giá tăng cao trên thị trường chính thức và thị trường tự do. Theo chúng tôi, có một số nguyên nhân như sau:

- (1) Chỉ số US Dollar Index tăng lên mức cao nhất trong hơn 4 năm do nền kinh tế Mỹ đang trong đà hồi phục.
- (2) Nhu cầu USD tăng để thanh toán hàng nhập khẩu trong quý 3, ngoài ra, các doanh nghiệp FDI cần mua ngoại tệ để chuyển một phần lãi về công ty mẹ ở nước ngoài.

Tỷ giá ngoại hối



Nguồn: Bloomberg, VCB, VPBS

- (3) Lãi suất thị trường tiền VND cũng như lãi suất huy động tiền gửi, lợi suất trái phiếu Chính phủ và tín phiếu NHNN đã và đang giảm về những mức thấp kỷ lục khiến tiền đồng mất sức hấp dẫn.
- (4) Yếu tố tâm lý sau phiên họp thường kỳ của Chính phủ, khi Thống đốc NHNN cho rằng tỷ giá có thể tăng khoảng 1,00 – 1,43% trong năm nay, tức là chỉ tăng thêm 0,43% từ giờ đến cuối năm.

Triển vọng: Tỷ giá tăng cao vượt ngưỡng VND/USD 21.300 nhưng vẫn cách xa trần tỷ giá. Với mức lạm phát thấp và dự trữ ngoại hối tương đối mạnh hiện nay, chúng tôi cho rằng NHNN đủ sức hạ nhiệt thị trường và tỷ giá chưa phải là mối

quan ngại lớn.

Tuy nhiên chúng tôi cũng không loại trừ khả năng tỷ giá được điều chỉnh tăng lên cho đến cuối năm nay. Theo thông lệ, cầu ngoại tệ thường tăng trong quý 4 để phục vụ nhu cầu nhập khẩu hàng hóa cho tiêu dùng cuối năm. Và đồng USD được dự báo sẽ tăng giá so với các đồng tiền chủ chốt trên thế giới do gói nới lỏng tiền tệ QE3 của Mỹ sẽ sớm kết thúc và Khu vực đồng tiền chung châu Âu cũng sẽ thực hiện một gói nới lỏng định lượng.

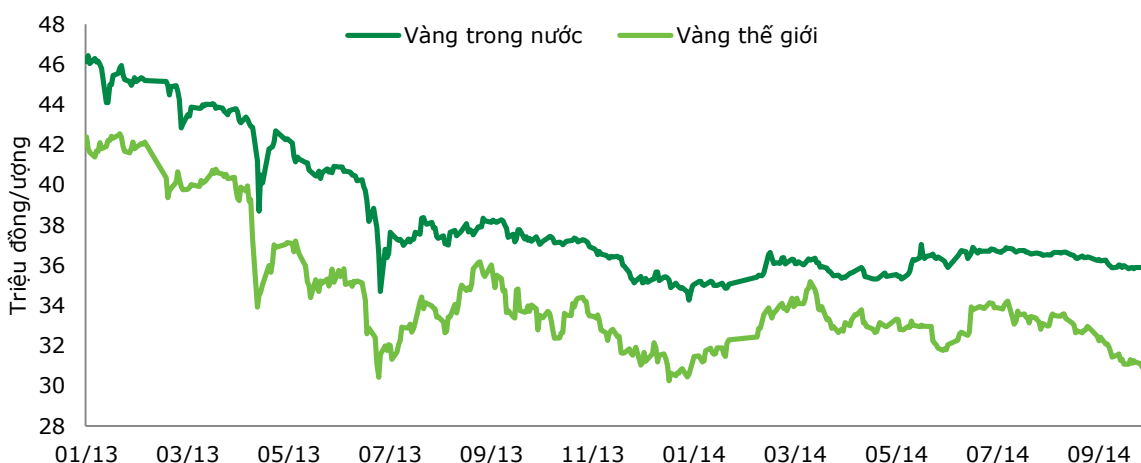
THỊ TRƯỜNG VÀNG

Trái ngược với xu hướng tăng trong quý I/2014 và đi theo xu hướng giảm trong quý 2, giá vàng quốc tế giảm mạnh 9% trong quý 3. Có một số nguyên nhân khiến các nhà đầu tư thoát khỏi thị trường trú ẩn an toàn trong 3 tháng qua:

(1) GDP của Mỹ tăng 4,6% trong quý 2/2014, cao hơn so với dự báo 4,2%. Tốc độ tăng trưởng GDP cao hơn kỳ vọng chủ yếu nhờ tăng trưởng trong sản lượng, tiêu dùng cá nhân và xuất khẩu. Tỷ lệ thất nghiệp cũng đã giảm từ 6,6% trong tháng 1 xuống 5,9% trong tháng 9. Các chỉ số đều cải thiện khiến nhà đầu tư trở có quan điểm tích cực hơn về việc sẽ sớm tăng lãi suất.

(2) Ngày 4/9, Ngân hàng Trung ương Châu Âu giảm tỷ lệ lãi suất 10 điểm cơ bản xuống mức thấp nhất là 0,05% và đưa ra phương án mới nhằm kích thích kinh tế và giải quyết nỗi lo giảm phát.

Giá vàng trong nước và quốc tế



Nguồn: Bloomberg, VPBS

(3) Nhu cầu vàng đã giảm trong suốt mùa hè ở Trung Quốc và Ấn Độ - hai quốc gia tiêu thụ vàng lớn nhất thế giới.

(4) Căng thẳng địa chính trị dần dần hạ nhiệt trong giai đoạn từ tháng 6 đến tháng 9 so với thời kỳ mới nổ ra từ tháng 3.

Do vậy giá vàng đã rơi xuống mức thấp nhất trong năm 2014, phá vỡ ngưỡng kháng cự USD1,200/ounce và đạt USD1.191,42/ounce vào ngày 3/10. Trong ba tháng qua, giá vàng đã phục hồi nhẹ khoảng giữa tháng 7 do tình hình tài chính suy yếu của Khối ngân hàng Espirito Santo (Ngân hàng lớn nhất Tây Ban Nha).

Thị trường vàng trong nước liên tục bám sát xu hướng trên thị trường vàng quốc tế trong suốt tháng 7 và tháng 8, tuy nhiên độ dao động không quá mạnh. Nhưng trong tháng 9, giá vàng trong nước chỉ giảm khoảng 2% so với quý trước và đóng cửa ở mức VND35,89 triệu đồng/lượng vào ngày 30/9. Cung cầu vẫn khá ổn định. Chênh lệch giữa 2 thị trường đã được nới rộng lên mức cao kỷ lục hơn 5 triệu vào cuối tháng 9.

THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN

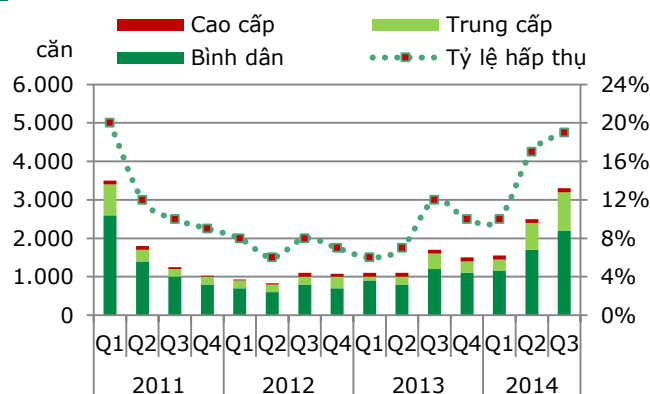
Trên đà cải thiện nhưng còn chậm

Vốn FDI đang tăng cường chảy vào lĩnh vực bất động sản trong năm 2014, đây là một trong những tín hiệu cho thấy thị trường bất động sản đang dần phục hồi. Theo Cục Đầu tư Nước ngoài, trong 9 tháng đầu năm 2014, lĩnh vực bất động sản đứng thứ hai trong việc thu hút vốn FDI và chiếm 11% trên tổng vốn FDI đăng ký cả nước, với 27 dự án đã được phê duyệt lên đến 1,22 tỷ USD, tăng 108% so với cùng kỳ. Nguồn vốn lớn dự kiến sẽ chảy vào thị trường bất động sản phía Nam.

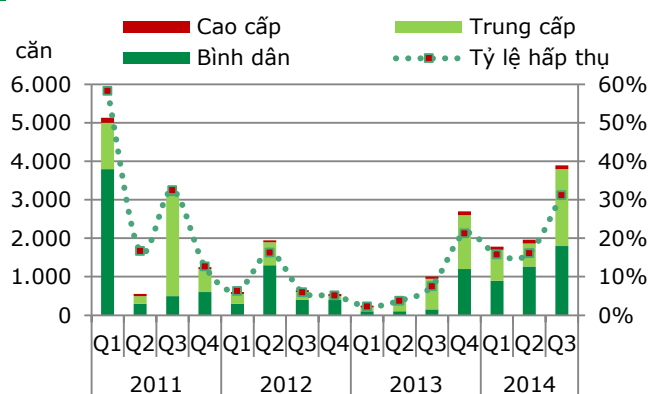
Gửi tiền tiết kiệm không còn là kênh đầu tư hấp dẫn do lãi suất hiện nay đã giảm tại hầu hết các ngân hàng thương mại. Theo Savills, lợi tức cho thuê của thị trường căn hộ tại Việt Nam ổn định ở mức 4% đến 6% trong những quý gần đây; được xem là hấp dẫn đối với người mua. Lãi suất cho vay thấp hơn cũng thúc đẩy các nhà đầu tư giải ngân sớm do việc sử dụng đòn bẩy cao đã trở nên ít rủi ro. Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tính đến cuối tháng 9 năm 2014, tín dụng vào thị trường bất động sản tăng 12% so với đầu năm (9,85% vào tháng 8), cao hơn so với tốc độ tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế cả nước là 7,26% (5,82% vào tháng 8).

Nếu cho rằng thị trường bất động sản đã hoàn toàn phục hồi thì vẫn là quá lạc quan, đặc biệt là khi tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng thương mại đang có xu hướng tăng trở lại gần đây. Tuy nhiên, tốc độ bán hàng đang tiếp tục gia tăng và lòng tin của người mua dần được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục diễn biến tích cực trong những quý tới cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, lãi suất cho vay thấp hơn và giá cả hợp lý kết hợp với nhiều chương trình khuyến mãi của chủ đầu tư. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Dự thảo Luật Nhà ở sẽ được thông qua tại cuộc họp Quốc hội lần thứ 8 vào ngày 20 tháng 10 năm 2014, chính sách này dự kiến làm tăng cơ hội đối với các tổ chức và cá nhân nước ngoài có nhu cầu mua nhà ở tại Việt Nam.

Giá trung bình tại TP.HCM (USD/m²)



Giá trung bình tại Hà Nội (USD/m²)



Nguồn: CBRE Việt Nam, Q3/2014

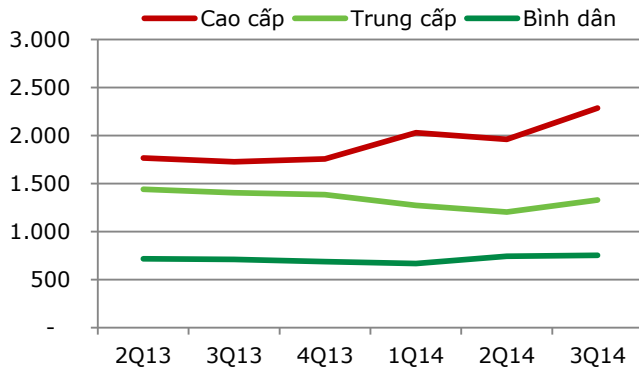
Tỷ lệ hấp thụ của phân khúc căn hộ tiếp tục tăng

Trong quý 3 năm 2014, số căn hộ bán ra thuộc phân khúc bình dân tiếp tục tăng trưởng mạnh, phân khúc trung cấp có sự cải thiện ấn tượng, trong khi số căn hộ bán ra thuộc phân khúc cao cấp vẫn còn khá khiêm tốn. Theo số liệu sơ bộ của Savills, khối lượng giao dịch tại Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM) tăng 29% so với quý trước và 85% so với cùng kỳ, đây là khối lượng giao dịch cao nhất kể từ quý 4 năm 2010. Tỷ lệ hấp thụ bình quân tại TP.HCM là 19%, tăng 2 điểm phần trăm so với quý trước và 7 điểm phần trăm so với cùng kỳ với khoảng 3.280 căn hộ được bán vào quý 3 năm 2014. Trong khi đó, tại Hà Nội, các dự án căn hộ

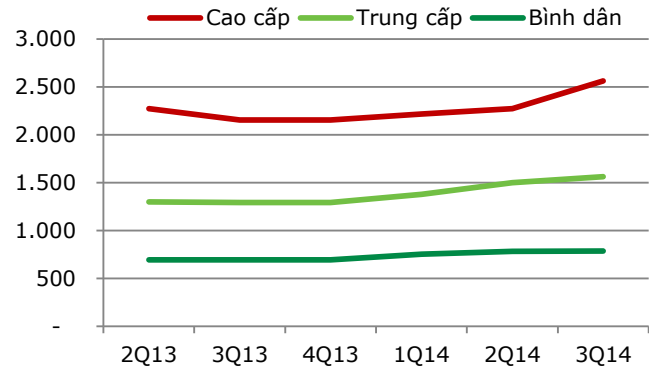
trung cấp và bình dân hấp thụ tốt đã giúp khối lượng giao dịch tăng 58% so với quý trước và tăng đến 290% so với cùng kỳ. Tỷ lệ hấp thụ là 38%, tăng 15 điểm phần trăm so với quý trước, với khoảng 3.900 căn hộ được bán tại Hà Nội.

Theo CBRE, do thị trường đang ấm dần lên, giá trung bình tại thị trường TP.HCM và Hà Nội bắt đầu có tín hiệu cải thiện so với quý trước, được thể hiện rõ nhất tại khu vực Quận 2 (TP.HCM) nhờ vào việc hoàn thiện cơ sở hạ tầng như dự án Metro Line 1, Cao tốc Long Thành - Dầu Giây, Cầu Sài Gòn 2.

Giá trung bình tại TP.HCM (USD/m²)



Giá trung bình tại Hà Nội (USD/m²)



Nguồn: CBRE Việt Nam, Q3/2014

Savills nhận định thị trường căn hộ sẽ duy trì diễn biến tích cực. Cụ thể, giá cả tại TP.HCM nhìn chung sẽ giữ ổn định; trong khi giá tại một số dự án có tỷ lệ tiêu thụ cao, nằm tại vị trí đặc địa và có chủ đầu tư uy tín kỳ vọng sẽ tăng nhẹ. Các dự án tại Quận 2 và 7, chiếm 40% khối lượng giao dịch tại TP.HCM, sẽ tiếp tục là khu dân cư được các chủ đầu tư và người mua khá giả tìm mua nhiều nhất.

Các chủ đầu tư đã giảm diện tích căn hộ khoảng 10-20% để đáp ứng nhu cầu của người mua có ngân sách hạn chế. Bên cạnh đó, chủ đầu tư đã bổ sung thêm nhiều tiện nghi cho dự án của họ như hồ bơi, khu bán lẻ, trường mầm non cho trẻ em, phòng tập thể dục, v.v. và tung ra nhiều chương trình tiếp thị như khuyến mãi, miễn phí dịch vụ và chi phí quản lý hoặc trực tiếp giảm giá, điều kiện thanh toán linh hoạt nhằm thu hút người mua.

Kết quả kinh doanh và sức khỏe tài chính trong 6 tháng đầu năm 2014 của các công ty bất động sản niêm yết trở nên khả quan hơn

Khảo sát của chúng tôi đối với 20 công ty bất động sản có vốn hóa thị trường lớn nhất cho thấy chỉ hai trong số 20 công ty công bố lợi nhuận âm trong 6T2014. Ngoài ra, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của 13 trong số 20 công ty đã có xu hướng giảm.

Kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản đang niêm yết

| Mã cp | Vốn hóa (tỷ đồng) | Doanh thu thuần (tỷ đồng) | | | Lợi nhuận gộp (tỷ đồng) | | | Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) | | | Nợ vay/ VCSH (%) | | |
|-------|-------------------|---------------------------|--------|--------|-------------------------|--------|--------|--------------------------|--------|--------|------------------|--------|--------|
| | | 6T2012 | 6T2013 | 6T2014 | 6T2012 | 6T2013 | 6T2014 | 6T2012 | 6T2013 | 6T2014 | 6T2012 | 6T2013 | 6T2014 |
| VIC | 69.234 | 3.786 | 3.131 | 13.867 | 2.248 | 1.485 | 5.305 | 1.256 | 4.059 | 1.934 | 188 | 127 | 136 |
| KBC | 6.431 | 175 | 190 | 220 | 87 | 82 | 108 | -101 | -71 | 42 | 79 | 83 | 61 |
| ITA | 6.398 | 70 | 40 | 152 | 22 | 34 | 126 | 0 | 4 | 57 | 35 | 28 | 23 |
| IJC | 3.784 | 369 | 148 | 189 | 195 | 73 | 90 | 107 | 30 | 32 | 22 | 20 | 22 |
| FLC | 3.621 | 212 | 651 | 667 | 5 | 19 | 42 | 5 | 20 | 145 | 52 | 26 | 40 |
| DIG | 2.610 | 381 | 329 | 320 | 109 | 81 | 67 | 47 | 23 | 15 | 42 | 48 | 64 |
| SJS | 2.605 | 29 | 154 | 47 | -3 | 84 | 14 | -94 | 25 | 18 | 111 | 144 | 127 |
| NLG | 2.178 | na | 105 | 232 | na | 34 | 63 | na | -62 | -17 | na | 49 | 35 |
| PDR | 2.005 | 34 | 16 | 43 | 20 | 13 | 12 | 1 | 1 | 1 | 195 | 195 | 192 |
| HDG | 1.805 | 268 | 254 | 570 | 24 | 30 | 49 | 7 | 26 | 26 | 42 | 37 | 2 |
| KDH | 1.568 | 61 | 69 | 82 | 24 | -15 | 23 | 0 | -48 | 41 | 31 | 61 | 44 |
| SCR | 1.547 | 395 | 395 | 491 | 48 | 44 | 135 | 97 | -55 | 15 | 109 | 119 | 100 |
| BCI | 1.416 | 100 | 63 | 164 | -140 | 31 | 44 | 153 | 14 | 41 | 29 | 27 | 25 |
| QCG | 1.309 | 79 | 232 | 238 | 7 | 44 | 10 | -1 | 5 | 4 | 53 | 72 | 80 |
| NBB | 1.216 | 91 | 111 | 85 | 20 | 49 | 31 | -6 | 8 | 24 | 121 | 104 | 86 |
| DXG | 1.154 | 130 | 188 | 210 | 79 | 103 | 133 | 8 | 21 | 53 | 8 | 0 | 7 |
| NTL | 1.000 | 335 | 226 | 100 | 42 | 43 | 19 | 21 | 25 | 9 | 12 | 0 | 0 |
| TDH | 763 | 153 | 191 | 199 | 28 | 44 | 35 | 11 | -7 | 23 | 44 | 40 | 34 |
| HDC | 608 | 112 | 103 | 185 | 41 | 33 | 33 | 18 | 10 | 13 | 81 | 71 | 61 |
| ITC | 583 | 51 | 151 | 53 | 32 | 25 | -3 | 6 | -12 | -13 | 26 | 24 | 26 |

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, Bloomberg. Dữ liệu tại ngày 10/10/2014

NHỮNG YẾU TỐ CÓ THỂ TÁC ĐỘNG ĐẾN NỀN KINH TẾ

CÁC HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI TỰ DO (FTA)

Các Hiệp định thương mại tự do (FTA) đang được đàm phán dự kiến sẽ giúp tăng cường thương mại và đầu tư, qua đó thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế. Ngoài Hiệp định thương mại tự do (FTA) Việt Nam – Liên minh châu Âu (EU) gần như chắc chắn sẽ sớm được ký kết, FTA giữa Việt Nam – Hàn Quốc cũng được kỳ vọng sẽ ký kết trước thềm năm mới 2015. Tuy nhiên Hiệp định Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) hiện đang rơi vào tình trạng bế tắc.

FTA Việt Nam và EU đang tiến tới vòng đàm phán cuối cùng

Vòng đàm phán thứ 9 Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU diễn ra tại Đà Nẵng từ ngày 22/9 đến ngày 26/9 đã kết thúc với nhiều tiến triển ở những vấn đề tồn đọng. Hai bên Việt Nam và EU hiện đang nỗ lực để nhanh chóng tiến đến ký kết.

EU hiện là thị trường xuất khẩu lớn nhất và cũng là một trong những đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam. Tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang EU đã tăng mạnh trong 4 năm vừa qua và đã vượt qua Mỹ để trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam từ năm 2012. Năm ngoái, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang EU đạt mức kỷ lục 24,4 tỷ USD, chiếm 18,46% tổng kim ngạch xuất khẩu. Một số mặt hàng xuất khẩu chính sang EU bao gồm điện thoại và các loại linh kiện, giày dép, dệt may, máy tính. Do đó, các doanh nghiệp Việt Nam có thể hưởng lợi từ EU – VN FTA.

GDP Việt Nam dự báo có thể tăng hơn 15% so với mức hiện nay và giá trị xuất khẩu có thể tăng lên gần 35% sau khi FTA Việt Nam – EU được ký kết.

FTA Việt Nam - Hàn Quốc kỳ vọng sẽ được ký kết vào cuối năm nay

Nhiều khả năng Hiệp định Thương mại tự do (FTA) Việt Nam – Hàn Quốc sẽ được ký kết vào cuối năm nay. Việt Nam hiện là thị trường đầu tư hấp dẫn nhất đối với Hàn Quốc và kỳ vọng khi hiệp định được ký kết, làn sóng đầu tư từ Hàn Quốc vào Việt Nam sẽ tăng mạnh.

FDI từ Hàn Quốc vào Việt Nam đã tăng mạnh từ 1,18 tỷ USD năm 2012 lên 4,29 tỷ USD năm 2013. Năm 2014, Hàn Quốc trở thành quốc gia đầu tư nhiều nhất vào thị trường Việt Nam với tổng FDI đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 3,56 tỷ USD trong 3 quý đầu năm.

Ngoài những lĩnh vực hiện đang hợp tác, phía Hàn Quốc cũng muốn mở rộng hợp tác hơn nữa ở một số lĩnh vực như nông lâm - thủy sản và một số lĩnh vực mới khác, tăng cường đầu tư vào lĩnh vực dệt, nhuộm, và mở rộng các chương trình đào tạo nguồn nhân lực cho Việt Nam.

Cùng với thu hút FDI, chúng tôi kỳ vọng FTA Việt Nam – Hàn Quốc sẽ giúp thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường Hàn Quốc, đặc biệt là trong lĩnh vực may mặc và thủy sản. Ngành may mặc được kỳ vọng sẽ được hưởng rất nhiều ưu đãi từ FTA Việt Nam – Hàn Quốc do Hàn Quốc hiện là 1 trong 4 thị trường xuất khẩu chính của dệt may Việt Nam. Trong khi đó, Hàn Quốc cũng đứng thứ 5 trong các thị trường nhập khẩu tôm từ Việt Nam.

TPP: Đàm phán song phương Nhật – Mỹ tiếp tục thất bại

Vòng đàm phán Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) vào đầu tháng 9 (kéo dài 10 ngày) tại Hà Nội đã giải quyết được nhiều vấn đề và thu hẹp khoảng cách trong nhiều lĩnh vực như sở hữu trí tuệ, đầu tư, quy tắc xuất xứ, tính minh bạch và chống tham nhũng, lao động và đặc biệt về doanh nghiệp Nhà nước. 12 quốc gia cũng cam kết sẽ giải quyết các vấn đề còn tồn đọng nhanh nhất có thể.

Tuy nhiên, quá trình còn lại phụ thuộc khá nhiều vào Mỹ và Nhật Bản.

Mặc dù rất nhiều cuộc đàm phán song phương đã diễn ra giữa Nhật và Mỹ, nhưng 2 quốc gia vẫn chưa đi đến một thỏa thuận đột phá trong lĩnh vực nông nghiệp và ô tô. Ngày 25/9, vòng đàm phán song phương kéo dài 2 ngày giữa Nhật và Mỹ tiếp tục kết thúc trong thất bại.

Nhật Bản yêu cầu một số ưu tiên đặc biệt trong lĩnh vực nông nghiệp, với đề xuất tiếp tục duy trì thuế nhập khẩu với một loạt sản phẩm nông nghiệp chính, trong khi Mỹ đã đề xuất xóa bỏ hoàn toàn thuế quan cho những sản phẩm này. Đồng thời Mỹ cũng dọa sẽ không xóa bỏ thuế đối với các linh kiện ô tô của Nhật nếu Nhật từ chối xóa bỏ thuế đối với các sản phẩm nông nghiệp. Trừ khi 2 nền kinh tế lớn này đạt được một số tiến triển quan trọng trong những cuộc đàm phán sắp tới (bao gồm cả đàm phán song phương), nếu không TPP sẽ khó được ký kết.

QUỸ ĐẦU TƯ CHỈ SỐ (ETF)

Nổi tiếp thành công của quỹ VFMVN30 – quỹ ETF nội đầu tiên trên thị trường chứng khoán Việt Nam, ngày 14/10, Chủ tịch UBCKNN cấp Giấy chứng nhận đăng ký chào bán chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán ra công chúng cho quỹ ETF SSIAM HNX30. Đây là quỹ ETF nội thứ hai và là một bước tiến lớn trên thị trường.

Công ty TNHH Quản lý quỹ SSI sẽ quản lý quỹ ETF SSIAM HNX30. Quỹ sẽ bắt đầu huy động vốn từ cuối tháng 10 và dự kiến sẽ chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) vào tháng 12 năm 2014. Quỹ dự kiến sẽ huy động số vốn tối thiểu là 50 tỷ đồng tương ứng với 50 lô chứng chỉ quỹ.

Quỹ SSIAM HNX30 sẽ mô phỏng gần nhất có thể về biến động của chỉ số tham chiếu HNX30. Chỉ số HNX30 là chỉ số bao gồm 30 cổ phiếu vốn hóa lớn trên thị trường, được niêm yết trên sàn HNX. Quỹ cũng sẽ dành một phần vốn để đầu tư vào các loại trái phiếu có hệ số tín nhiệm cao để đa dạng hóa danh mục. Tuy nhiên trong điều kiện thị trường và kinh tế vĩ mô biến động, Quỹ có thể áp dụng chiến lược phòng thủ để bảo toàn vốn của các nhà đầu tư. Ngân hàng giám sát là Ngân hàng Standard Chartered, giống mô hình quỹ VFMVN30.

Quỹ ETF mang lại nhiều lợi ích cho các nhà đầu tư. So với đầu năm, hai chỉ số VN30 và HNX30 đã tăng lần lượt 19% và 37%. Do các quỹ ETF luôn mô phỏng một chỉ số nhất định, các nhà đầu tư ko chuyên có thể đầu tư vào loại hình này và kỳ vọng nhận được một mức lợi nhuận tương đương với các chỉ số tham chiếu. Mức lợi suất này cao hơn so với mức lãi suất tiết kiệm trong năm nay (lãi suất tiết kiệm chỉ khoảng 7 - 8 %). Vì vậy, loại hình đầu tư này sẽ làm tăng số lượng nhà đầu tư, doanh số và giá trị giao dịch. Quỹ ETF cũng có mang lại lợi ích đặc biệt cho nhà đầu tư nước ngoài do Quỹ không hạn chế tỷ lệ nắm giữ chứng chỉ quỹ của nhà đầu tư ngoại và có tính minh bạch cao. Do đó, loại hình này có thể sẽ thu hút thêm dòng vốn ngoại vào thị trường Việt Nam trong tương lai.

Những quỹ ETF nội này có thể chưa có tác động trong ngắn hạn, nhưng trong dài hạn, chúng tôi cho rằng đây là những yếu tố có thể tác động tới thị trường chứng khoán Việt Nam. Có một số lý do như sau: thứ nhất, về quy định sở hữu nước ngoài. Những quỹ ETF này giao dịch với tư cách là nhà đầu tư nội địa, và không có hạn chế về giới hạn sở hữu đối với các cổ phiếu. Do đó, nhà đầu tư nước ngoài có thể tiếp cận cổ phiếu của các công ty mà đã đầy room cho khối ngoại. Thứ hai, các quỹ ETF tạo ra thêm nhiều loại hình chiến lược đầu tư mới cho nhà đầu tư Việt Nam do đó, loại hình này có thể sẽ thu hút thêm nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường chứng khoán. Cuối cùng, chúng tôi tin rằng, trong dài hạn, sẽ có nhiều quỹ ETF nội mới được tạo lập để đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư, ví dụ ETF mô phỏng một số ngành nhất định và từ đó có thể làm tăng nhu cầu về cổ phiếu.

TÁI CƠ CẤU DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

Áp lực nợ công ngày càng cao khiến cho khả năng trợ cấp, hỗ trợ của chính phủ cho các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) ngày càng khó khăn. Do đó nhu cầu tái cơ cấu các DNNN rất cấp bách, với việc thoái vốn nhà nước từ 531 DNNN trong giai đoạn 2011-2015.

Trong giai đoạn ba năm 2011-2013 mới chỉ có 99 doanh nghiệp nhà nước (DNNN) được cổ phần hóa. Như vậy, con số 432 doanh nghiệp còn lại trong kế hoạch 531 doanh nghiệp cổ phần hóa theo kế hoạch đến hết năm 2015 sẽ gây áp lực lớn lên các bộ ban ngành. Nỗ lực của Chính phủ trong quá trình cổ phần hóa là tín hiệu tích cực cho thị trường chứng khoán, góp phần gia tăng nguồn cung, gia tăng thanh khoản và thu hút lượng vốn lớn từ nhà đầu tư. Đặc biệt, một số các tổng công ty, tập đoàn lớn nếu được cổ phần hóa và IPO sẽ được các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm nhiều, như Tổng Công ty Hàng Không Việt Nam (Vietnam Airlines) và Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex).

Ngày 6/3/2014, Chính phủ ban hành Nghị quyết 15/2014/NĐ-CP với các giải pháp thúc đẩy cổ phần hóa. Bên cạnh đó, đến 15/9, quyết định 51/2014/QĐ-CP về một số nội dung thoái vốn, bán cổ phần và đăng ký giao dịch niêm yết trên thị trường chứng khoán đã được thông qua và có hiệu lực từ 1/11/2014. Đây được coi là những bước tiến tích cực từ cơ quan nhà nước trong việc thực hiện hóa quá trình cổ phần hóa các DNNN.

Trong 9 tháng đầu năm Chính phủ đã tích cực trong công tác tái cơ cấu DNNN. Trong tổng số 432 doanh nghiệp kế hoạch được cổ phần hóa 2014-2015, tính đến thời điểm hiện tại có 71 doanh nghiệp đã hoàn thành quá trình cổ phần hóa, gần bằng số lượng năm 2013. Đáng chú ý hơn cả trong đó có 35 doanh nghiệp đã bán đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO). 123 DNNN đã có quyết định công bố giá trị doanh nghiệp. Chính phủ dự kiến sẽ hoàn thành cổ phần hóa 200 DNNN trong năm 2014.

Thoái vốn đầu tư ngoài ngành 9 tháng đạt 3.500 tỷ đồng, gấp 3,6 lần cả năm 2013.

TÁI CƠ CẤU HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

Trong tháng 10 vừa qua, lần đầu tiên Thống đốc NHNN cho biết, trong hai năm qua, tính từ thời điểm tháng 9/2012 đến hết tháng 9 năm nay, hệ thống ngân hàng đã xử lý được 249.000 tỷ đồng nợ xấu. Nếu so với con số nợ xấu vào tháng 9/2012, mức độ đã xử lý được khá cao, đạt 53,6%.

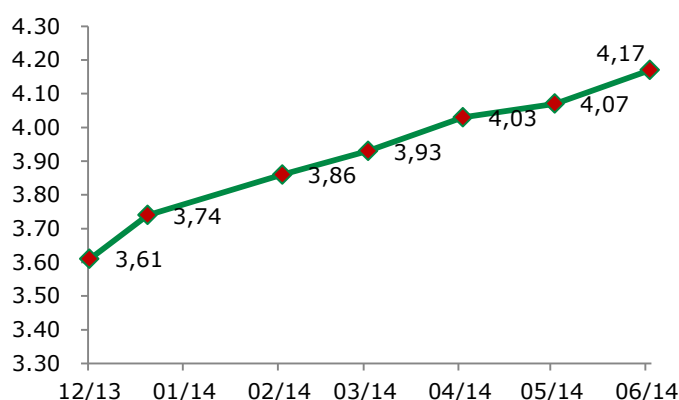
Cũng trong giai đoạn này, các ngân hàng đã trích lập dự phòng rủi ro khá lớn, trung bình mỗi năm trích được 70.000 tỷ đồng để xử lý nợ xấu. Trong số hơn 249.000 tỷ đồng nợ xấu, có khoảng 86.000 tỷ đồng đã được bán cho VAMC, số còn lại chủ yếu được xử lý bằng nguồn trích lập dự phòng của các tổ chức tín dụng.

Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu vẫn gia tăng bất chấp nỗ lực của các ngân hàng. Tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng đã tăng từ 3,61% cuối tháng 12/2013 lên tới 4,11% cuối tháng 07/2014, với giá trị tuyệt đối là 162.200 tỷ đồng.

Đến hết tháng 7/2014, các tổ chức tín dụng đã xử lý được 40,8 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Cụ thể khách hàng trả nợ 14,3 nghìn tỷ đồng; bán, phát mại tài sản bảo đảm để thu hồi nợ được 1,56 nghìn tỷ đồng; bán cho các tổ chức, cá nhân 14,49 nghìn tỷ đồng và xử lý bằng dự phòng rủi ro 8,3 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, số dư dự phòng mà các ngân hàng đã trích lập đạt khoảng 78.500 tỷ đồng.

Trong khi đó, tốc độ mua nợ xấu của VAMC chậm xa so với kế hoạch. Trong 9 tháng đầu năm, VAMC đã mua hơn 50.000 tỷ đồng nợ xấu, con số này còn khá xa so với mục tiêu của VAMC năm nay là mua 70.000 đến 100.000 tỷ đồng nợ xấu.

Tỷ lệ nợ xấu ngành ngân hàng (%)



Nguồn: NHNN, VPBS

Cho đến cuối tháng 6, VAMC chỉ mới bán được 996 tỷ đồng nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu được thu hồi thấp như vậy tạo ra rủi ro lớn cho các ngân hàng do họ sẽ phải giảm dần giá những trái phiếu mà họ nhận được từ việc bán nợ cho VAMC. Những trở ngại chính làm hạn chế khả năng bán nợ xấu của VAMC bao gồm: (1) Thiếu khung pháp lý để xử lý tài sản thế chấp, và (2) Chưa tồn tại một thị trường mua bán nợ xấu tại Việt Nam. Về lâu dài, VAMC sẽ cần nhiều vốn "thực" (cả vốn nợ và vốn chủ sở hữu) và hỗ trợ từ chính phủ hơn nữa để có thể "thực sự" giải quyết vấn đề nợ xấu của hệ thống ngân hàng.

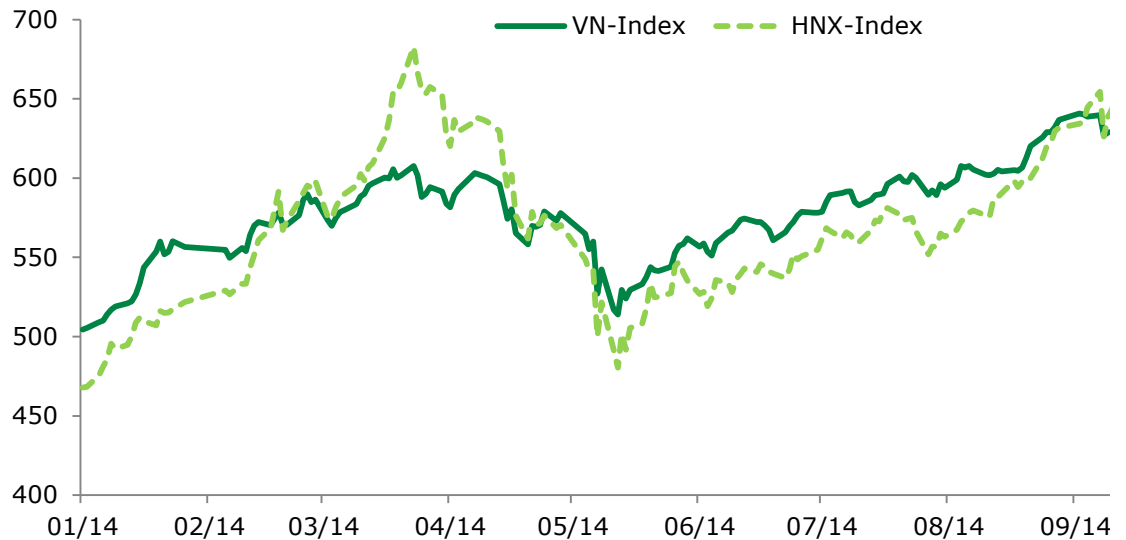
Để giúp giải quyết vấn đề này, Bộ Tư pháp đã ban hành Thông tư 18/2014/TT-BTP ngày 8/9/2014, có hiệu lực từ ngày 10/11/2014 cho phép VAMC được thỏa thuận giá khởi điểm bán nợ xấu, và được bán nợ trong trường hợp chỉ có một người mua. Hy vọng rằng những quy định này sẽ giúp dỡ bỏ các rào cản và đẩy nhanh quá trình bán nợ xấu.

Gần đây, một số ngân hàng đề xuất NHNN thay đổi quy định hiện tại để cho phép kéo dài kỳ hạn của trái phiếu VAMC (Như quy định tại Nghị định 53/2013/NĐ-CP), từ 5 năm như hiện nay thành 10 năm. Nếu điều này thành hiện thực, các ngân hàng sẽ chỉ phải trích lập dự phòng 10% giá trị trái phiếu hàng năm thay vì mức 20% như hiện nay, giúp lợi nhuận cải thiện.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG TRONG QUÝ 3

Chỉ số VN-Index và HNX-Index từ đầu năm đến nay



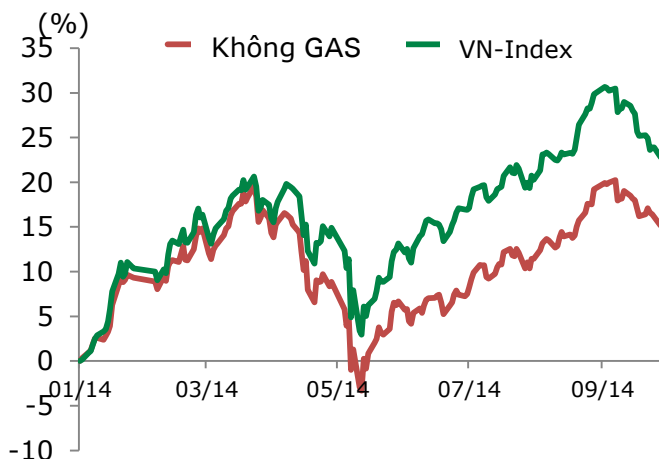
Đúng như dự báo trước đó của chúng tôi.

Chúng tôi đã dự báo đúng. Trong Báo cáo Triển vọng Thị trường Quý 2, chúng tôi đã nhận định rằng “Chỉ số VN-Index có thể tiếp tục tăng trong ngắn hạn vì tỷ lệ P/E tăng nhanh chóng. Nhưng trong trung hạn, chúng tôi cho rằng thị trường đã ở mức hơi quá mua và sẽ được điều chỉnh trở về giá trị hợp lý hơn trong ngưỡng từ 560 đến 580 điểm.” Nhận định đó đã gần sát với những diễn biến thực tế trên thị trường vừa qua. Chỉ số VN-Index bắt đầu quý 3 đạt 578 điểm và tăng lên đến đỉnh tại ngưỡng 640 điểm trong ngày 3/9, tương ứng với mức P/E quá khứ là 16,2 lần và tăng 30,7% trong vòng 8 tháng. Chúng tôi thừa nhận rằng sự tăng điểm này cao quá mức chúng tôi dự kiến. Và tại thời điểm đó, nhiều ý kiến cho rằng nhận định của chúng tôi về một nhịp điều chỉnh là thiếu cơ sở. Nhưng trước khi kết thúc quý 3, chỉ số VN-Index đã giảm xuống ngưỡng tâm lý 600 điểm để đóng cửa phiên tại mức 599 điểm. (Khi chúng tôi viết báo cáo này, nhịp điều chỉnh đang tiếp tục diễn ra và ngưỡng 580 điểm dường như đang đến rất gần).

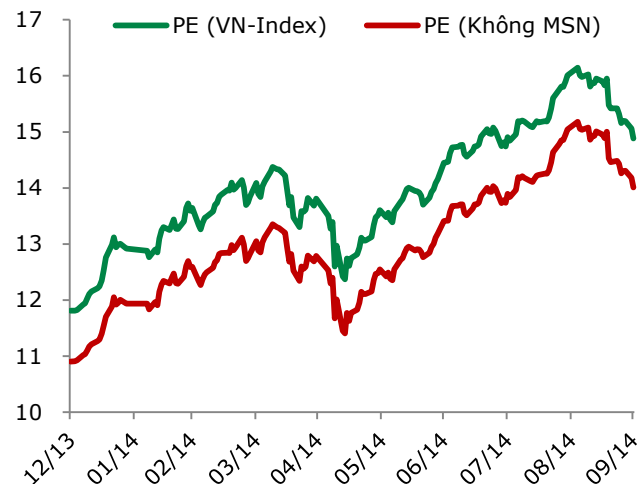
Chỉ số HNX-Index diễn biến tốt hơn một chút. Chỉ số này cũng tăng điểm khá mạnh từ 78 điểm tại ngày 1/7 lên ngưỡng đỉnh tại 90 điểm trong ngày 17/9 và được duy trì xung quanh ngưỡng này đến hết tháng và sau đó kết thúc quý tại 89 điểm.

Dường như chỉ có hai thông tin chính thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh mẽ của các chỉ số, mà đã được chúng tôi đề cập trong các phần khác của báo cáo này, đó là (1) lạm phát thấp hơn kỳ vọng và (2) Tổng công ty khí Việt Nam (GAS), chiếm tỷ trọng vốn hóa lớn nhất trên sàn HSX, đã ký thỏa thuận quan trọng với ExxonMobil để phát triển mỏ khí ở thành phố Quảng Ngãi. Dường như không có thông tin quan trọng nào dẫn đến nhịp điều chỉnh trong quý 3, mà đơn giản chỉ là do yếu tố tâm lý của nhà đầu tư.

Chỉ số VN-Index không bao gồm GAS



Hệ số P/E của VN-Index không bao gồm MSN



Trong khi chỉ số VN-Index đạt được ngưỡng đỉnh ấn tượng tại 640 điểm và chúng tôi khi đó đã cho rằng sẽ có nhịp điều chỉnh, một vài nhà đầu tư cho rằng thực tế sự tăng điểm này chủ yếu do cổ phiếu GAS. Tính đến 30/9, GAS đóng góp 19,4% vào tổng vốn hóa của chỉ số VN-Index, khiến cổ phiếu này có ảnh hưởng lớn đến chỉ số của toàn thị trường. GAS đã tăng khoảng 22,8% từ ngưỡng giá thấp tại 86.000 đồng/cổ phiếu tại thời điểm 19/5 lên mức giá cao tại 124.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 28/8 nhưng sau đó giảm xuống dưới 110.000 đồng/cổ phiếu. Thông tin hỗ trợ cho quá trình tăng điểm ấn tượng này là do công ty công bố dự định hợp tác với ExxonMobil để phát triển dự án khai thác và vận chuyển khí đốt tại thành phố Quảng Ngãi trị giá 20 triệu USD và dự án điện tại tỉnh Quảng Ngãi. Thực tế, chuyên viên phân tích của chúng tôi khuyến nghị Mua đối với GAS, với giá mục tiêu 121.000 đồng.

Câu hỏi đặt ra là liệu rằng phần còn lại của thị trường chứng khoán cũng đã thực sự tăng mạnh hay sự tăng trưởng vừa qua chủ yếu là do GAS. Theo tính toán của chúng tôi nếu loại trừ GAS khỏi chỉ số VN-Index, tám tháng qua chỉ số tăng 19,9% (và tăng hơn 20% kể từ vùng đáy giữa tháng 5 do những căng thẳng trên Biển Đông trước đó). Như vậy, mức tăng nếu loại trừ GAS dù không quá mạnh, vẫn rất đáng kể.

Tương tự, rất nhiều các ý kiến khác cho rằng nếu không có ảnh hưởng của Tập đoàn Masan (MSN), hệ số P/E của VN-Index cũng sẽ không đạt ngưỡng gần 16 lần. Chúng tôi cũng kiểm tra lại nhận định đó. Tại thời điểm MSN được giao dịch với hệ số P/E quá khứ là hơn 220 lần, mã này đóng góp 7,5% vốn hóa thị trường của VN-Index. Ngày 3/9, khi hệ số P/E của VN-Index đạt ngưỡng đỉnh tại 16,2 lần, nếu không bao gồm MSN, chỉ số đạt 15,2 lần. Điều này cũng đã đủ để giải thích cho nhận định của chúng tôi về một nhịp điều chỉnh.

Các mã cổ phiếu đáng lưu ý (* giá tại ngày 30/9/2014)

5 CỔ PHIẾU TĂNG MẠNH NHẤT HSX (*)

| Mã CK | Giá | Thay đổi 3T | % 3T | % 9T | KLGD TB 3T |
|-------|--------|-------------|--------|--------|------------|
| KSH | 20.100 | 14.400 | 252,6% | 272,2% | 163.462 |
| PXI | 10.500 | 5.500 | 110,0% | 144,2% | 439.890 |
| MWG | 99.412 | 51.471 | 107,4% | 107,4% | 101.475 |
| FMC | 26.809 | 13.322 | 98,8% | 152,5% | 135.752 |
| CDC | 10.571 | 4.381 | 70,8% | 101,8% | 170.045 |

5 CỔ PHIẾU GIẢM MẠNH NHẤT HSX (*)

| Mã CK | Giá | Thay đổi 3T | % 3T | % 9T | KLGD TB 3T |
|-------|--------|-------------|--------|--------|------------|
| KTB | 6.000 | (800) | -11,8% | 5,3% | 521.111 |
| GTT | 4.800 | (600) | -11,1% | -60,0% | 542.162 |
| AVF | 4.400 | (500) | -10,2% | -28,6% | 1.559.135 |
| MSN | 82.000 | (8.500) | -9,4% | -0,6% | 244.711 |
| EIB | 12.100 | (1.100) | -8,3% | -0,3% | 267.222 |

(*) (Vốn hóa > 150 tỷ. KLGD > 100.000)

5 CỔ PHIẾU CÓ KLGD NHIỀU NHẤT HSX (*)

| Mã CK | Giá | Thay đổi 3T | % 3T | % 9T | KLGD TB 3T |
|-------|--------|-------------|-------|-------|------------|
| FLC | 11.700 | 1.886 | 19,2% | 55,3% | 17.209.781 |
| ITA | 8.800 | 800 | 10,0% | 33,3% | 6.642.665 |
| HQC | 7.900 | (200) | -2,5% | 2,6% | 4.131.574 |
| SAM | 13.400 | 3.500 | 35,4% | 68,1% | 4.026.956 |
| SSI | 30.900 | 5.887 | 23,5% | 77,8% | 3.754.057 |

5 CỔ PHIẾU ĐƯỢC NĐTNN MUA RÒNG NHIỀU NHẤT HSX

| Mã CK | Giá | KL Mua | KL Bán | Mua-Bán | %Nước ngoài |
|-------|--------|------------|------------|------------|-------------|
| FLC | 11.700 | 49.937.920 | 9.902.710 | 40.035.210 | 14,5% |
| SAM | 13.400 | 12.607.600 | 548.180 | 12.059.420 | 13,9% |
| PPC | 25.300 | 19.547.950 | 8.742.590 | 10.805.360 | 17,1% |
| IJC | 13.700 | 11.793.240 | 2.687.000 | 9.106.240 | 10,2% |
| PVD | 97.000 | 18.392.914 | 11.924.834 | 6.468.080 | 42,2% |

5 CỔ PHIẾU ĐƯỢC NĐTNN BÁN RÒNG NHIỀU NHẤT HSX

| Mã CK | Giá | KL Mua | KL Bán | Mua-Bán | %Nước ngoài |
|-------|--------|------------|------------|--------------|-------------|
| VIC | 48.000 | 45.965.742 | 68.118.132 | (22.152.390) | 15,6% |
| ITA | 8.800 | 7.995.430 | 22.299.040 | (14.303.610) | 15,1% |
| HAG | 24.400 | 17.773.620 | 30.632.330 | (12.858.710) | 29,5% |
| DIG | 15.000 | 950.850 | 10.489.750 | (9.538.900) | 29,6% |
| VSH | 14.600 | 6.515.870 | 14.470.480 | (7.954.610) | 26,0% |

5 CỔ PHIẾU TĂNG MẠNH NHẤT HNX (*)

| Mã CK | Giá | Thay đổi 3T | % 3T | % 9T | KLGD TB 3T |
|-------|--------|-------------|--------|--------|------------|
| CVT | 35.900 | 22.082 | 159,8% | 279,7% | 194.068 |
| PVB | 60.000 | 35.000 | 140,0% | 189,1% | 260.200 |
| VDS | 11.900 | 6.700 | 128,8% | 260,6% | 137.709 |
| VCS | 30.900 | 17.367 | 128,3% | 136,8% | 316.058 |
| PVE | 15.000 | 8.200 | 120,6% | 102,7% | 548.854 |

5 CỔ PHIẾU GIẢM MẠNH NHẤT HNX (*)

| Mã CK | Giá | Thay đổi 3T | % 3T | % 9T | KLGD TB 3T |
|-------|--------|-------------|-------|-------|------------|
| HBS | 5.700 | (400) | -6,6% | 21,3% | 110.700 |
| VND | 16.300 | (400) | -2,4% | 62,0% | 1.036.211 |
| ICG | 8.200 | (200) | -2,4% | 43,3% | 172.172 |
| BII | 13.500 | (300) | -2,2% | -2,2% | 366.671 |
| LAS | 34.000 | (600) | -1,7% | 0,1% | 117.483 |

5 CỔ PHIẾU CÓ KLGD NHIỀU NHẤT HNX (*)

| Mã CK | Giá | Thay đổi 3T | % 3T | % 9T | KLGD TB 3T |
|-------|--------|-------------|-------|--------|------------|
| PVX | 6.800 | 2.600 | 61,9% | 126,7% | 8.524.965 |
| KLF | 12.200 | 2.634 | 27,5% | 15,5% | 5.597.856 |
| SHB | 9.200 | 235 | 2,6% | 44,3% | 4.488.958 |
| SCR | 10.200 | 1.700 | 20,0% | 34,2% | 4.447.495 |
| KLS | 12.700 | 500 | 4,1% | 50,7% | 3.636.408 |

5 CỔ PHIẾU ĐƯỢC NĐTNN MUA RÒNG NHIỀU NHẤT HNX

| Mã CK | Giá | KL Mua | KL Bán | Mua-Bán | %Nước ngoài |
|-------|--------|------------|------------|-----------|-------------|
| PVS | 40.200 | 25.215.591 | 18.818.069 | 6.397.522 | 28,2% |
| BCC | 14.500 | 652.600 | 58.700 | 593.900 | 2,8% |
| VND | 16.300 | 4.763.700 | 4.257.800 | 505.900 | 38,6% |
| DBC | 28.000 | 761.100 | 332.112 | 428.988 | 44,0% |
| SD9 | 15.000 | 314.900 | 39.494 | 275.406 | 4,2% |

5 CỔ PHIẾU ĐƯỢC NĐTNN BÁN RÒNG NHIỀU NHẤT HNX

| Mã CK | Giá | KL Mua | KL Bán | Mua-Bán | %Nước ngoài |
|-------|--------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| SHB | 9.200 | 3.629.600 | 8.517.000 | (4.887.400) | 9,1% |
| PVC | 33.700 | 1.069.560 | 4.718.167 | (3.648.607) | 15,2% |
| VCG | 14.100 | 2.874.200 | 5.966.654 | (3.092.454) | 8,3% |
| PVE | 15.000 | 28.100 | 1.417.110 | (1.389.010) | 22,5% |
| PGS | 36.000 | 254.440 | 964.900 | (710.460) | 21,6% |

MWG khởi đầu khá thuận lợi

Một trong những mã tăng nhiều nhất trong quý 3 là CTCP Thế Giới Di Động (MWG). MWG có doanh thu lớn thứ hai trên thị trường bán lẻ các thiết bị điện tử. Tính hết năm 2013, công ty đã có 229 cửa hàng đang hoạt động.

Kể từ năm 2009, MWG ghi nhận mức tăng trưởng hàng năm của doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt 48% và 52%, tương đương đạt 9.499 tỷ đồng và 256 tỷ đồng trong năm 2013. Trong sáu tháng đầu năm 2014, công ty đạt 6.975 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 68% so với cùng kỳ năm trước và 308 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng 379% so với cùng kỳ.

MWG được niêm yết trên sàn HSX vào 14/7/2014. Trong suốt quý 3, MWG tăng giá 107,4% đạt 99.412 đồng/cổ phiếu vào ngày 30/9. Cổ phiếu này hiện đang giao dịch với hệ số P/E quá khứ khoảng 22,3 lần và giá trị sổ sách P/B 10,0 lần, cao hơn đáng kể so với ngưỡng trung bình P/E quá khứ 13,1 lần và hệ số P/B 1,0 lần của các mã khác trong cùng ngành. Tuy nhiên, do động lực tăng trưởng của công ty và tiềm năng phát triển mạnh của thị trường bán lẻ thiết bị điện tử của Việt Nam, chúng tôi nhận định rằng MWG sẽ là công ty đạt tăng trưởng cao trong vòng 5 năm tới.

FLC được giao dịch với khối lượng lớn

Trong Q3/2014, cổ phiếu bất động sản CTCP Tập đoàn FLC (FLC) được giao dịch nhiều nhất trên cả hai sàn giao dịch. Khối lượng giao dịch trung bình trong Q3/2014 lên đến 17 triệu cổ phiếu với giá trị giao dịch tương đương 210 tỷ đồng, gấp đôi khối lượng giao dịch của Tổng CTCP Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVX) là cổ phiếu được giao dịch nhiều nhất trên sàn HNX. Vào ngày 19/9, FLC lập kỷ lục về thanh khoản với 50 triệu cổ phiếu khớp lệnh với giá trị giao dịch tương đương 586 tỷ đồng, chiếm 12% tổng giá trị giao dịch trên sàn HSX. Nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 40 triệu cổ phiếu FLC tương đương 484 tỷ đồng trong Q3/2014.

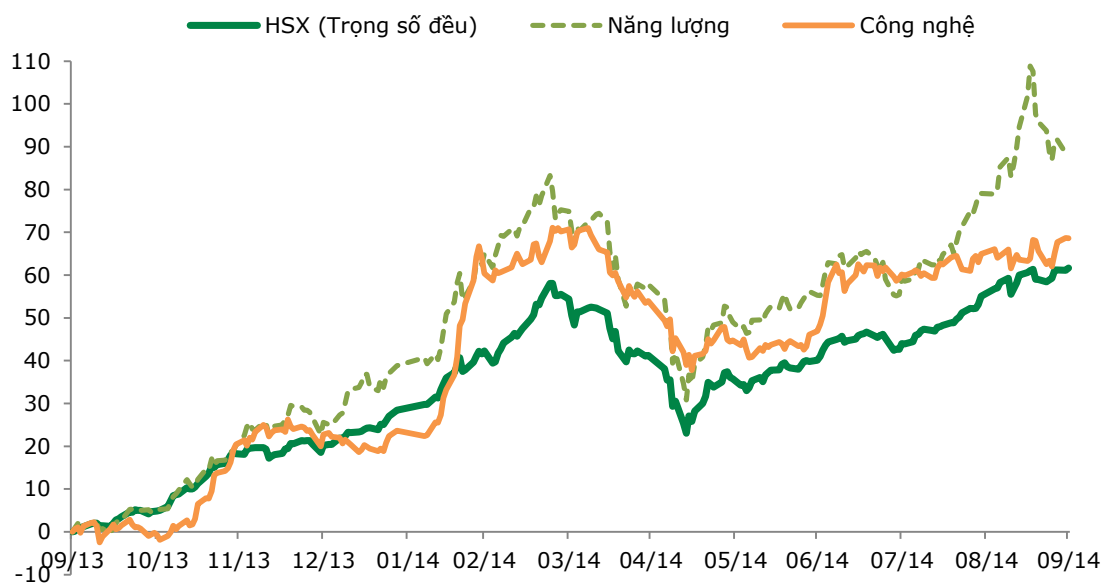
Theo công bố cơ cấu danh mục hàng quý của ETF vào tháng 9/2014, FLC đã được thêm vào danh mục cổ phiếu của FTSE Vietnam Index và Market Vectors Vietnam Index, là nhờ vào: 1) các đợt tăng vốn thành công gần đây đưa mức vốn hóa của FLC lên đủ lớn để có ảnh hưởng nhất định đến chỉ số VN-Index, 2) thanh khoản tốt, 3) còn nhiều room cho nhà đầu tư nước ngoài.

Vào tháng 8 năm nay, FLC đã chính thức ký kết hợp đồng đầu tư với Quỹ đầu tư The Global Emerging Markets Group (GEM), là một quỹ đầu tư có tổng tài sản danh mục 3,4 tỷ USD. Theo hợp đồng, GEM sẽ giải ngân 200 tỷ đồng trong vòng 12 tháng cho FLC. Ngoài ra, GEM cũng cam kết thực hiện đăng ký mua 3 triệu cổ phần theo mức giá thỏa thuận 20.000 đồng/cổ phiếu.

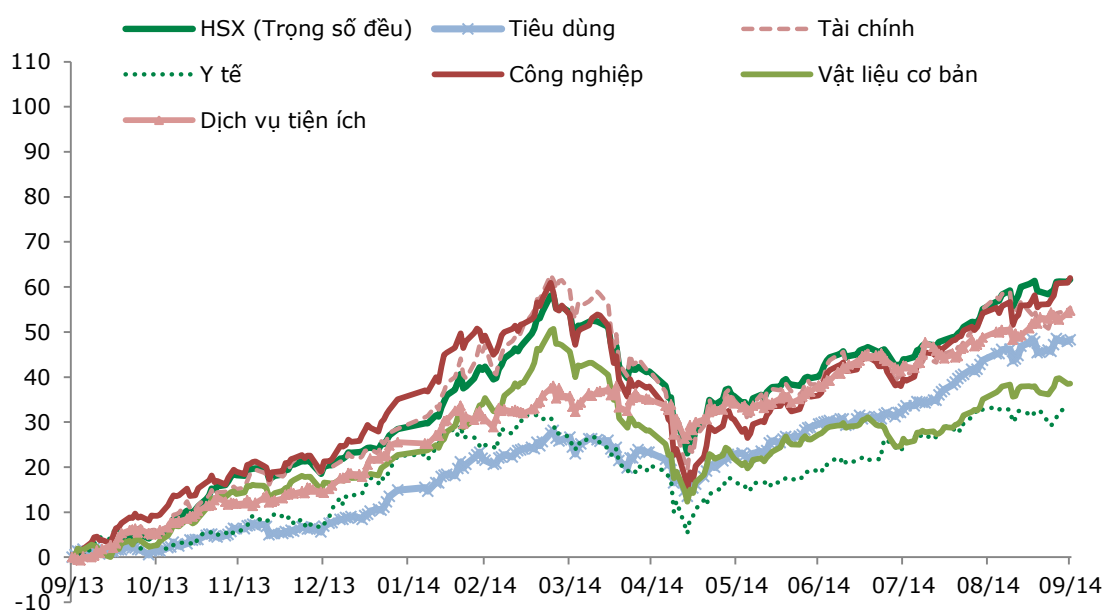
Ban lãnh đạo FLC ước tính lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm 2014 đạt 300 tỷ đồng, gấp gần 5 lần cùng kỳ năm ngoái. Công ty dự kiến đưa ra thị trường 2.500 sản phẩm bất động sản vào quý 4 năm nay. Giá cổ phiếu FLC đã tăng 19% trong Q3/2014 và được giao dịch với mức giá từ 9.900 đồng đến 14.100 đồng/cổ phiếu.

DIỄN BIẾN THEO NGÀNH

Ngành tăng trưởng tốt hơn VN-Index



Ngành tăng trưởng kém hơn VN-Index



| Ngành | Vốn hóa (tỷ đồng) | P/B (30/9) | P/E (4 quý gần nhất @30/9) | % thay đổi (12 tháng @30/9) | % thay đổi (3 tháng) | % tăng trưởng EPS của 4 quý gần nhất |
|------------------|-------------------|------------|----------------------------|-----------------------------|----------------------|--------------------------------------|
| Tiêu dùng | 243.174 | 2,8 | 16,25 | 48,3% | 21,4% | -15,3% |
| Năng lượng | 238.815 | 2,2 | 12,46 | 89,0% | 48,9% | 8,9% |
| Tài chính | 355.253 | 1,4 | 13,32 | 55,3% | 33,8% | -13,6% |
| Y tế | 14.593 | 2,2 | 12,69 | 33,5% | 15,3% | -9,5% |
| Công nghiệp | 73.147 | 1,1 | 14,25 | 62,0% | 29,1% | -14,4% |
| Công nghệ | 19.599 | 2,0 | 11,17 | 68,6% | 47,8% | -19,6% |
| Vật liệu cơ bản | 66.276 | 1,4 | 12,71 | 38,5% | 22,6% | -20,7% |
| Dịch vụ tiện ích | 22.313 | 4,3 | 16,53 | 54,7% | 32,8% | -6,2% |

Trong quý 3, 2014 và tính chung kể từ đầu năm, ngành năng lượng có sự tăng trưởng tốt nhất. Dễ dàng nhận ra GAS chiếm ưu thế, như đã đề cập phía trên. Một ngành khác vượt trội hơn VN-Index tính từ thời điểm đầu năm chính là công nghệ, do Tập đoàn FPT dẫn đầu. Nhưng trong quý 3, ngành này lại chững lại.

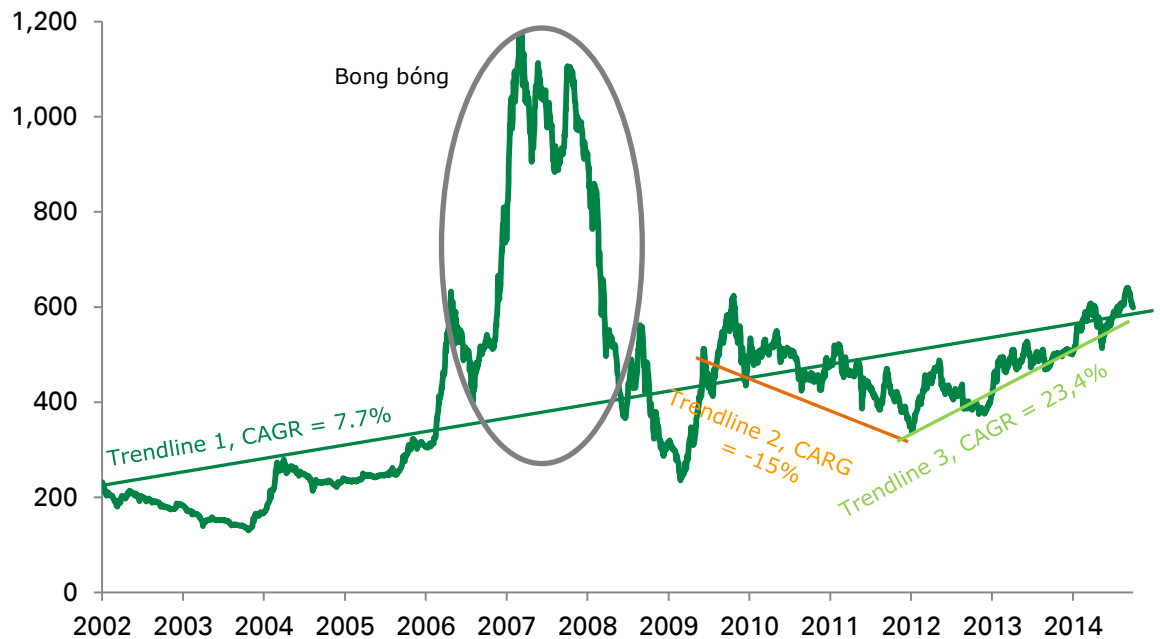
Ngành tiêu dùng, bao gồm MSN và mã có vốn hóa lớn khác là Vinamilk (VNM), được giao dịch với hệ số P/E cao nhất 20,1 lần, nhưng lợi nhuận lại giảm. Điều này chủ yếu liên quan đến MSN. Còn VNM được giao dịch tại P/E khá cao 17,5 lần tương tự mức giá của các công ty khác trong ngành. Mặc dù doanh thu quý của ngành còn khá khiêm tốn, nhưng hệ số P/E cao xuất phát từ sự gia tăng của tăng lớp trung lưu tại Việt Nam và tiềm năng gia tăng chi tiêu tiêu dùng.

Ngành có sự tăng giá thấp nhất tính từ đầu năm tới thời điểm hiện tại là y tế, bao gồm chủ yếu các công ty dược phẩm. Công ty lớn nhất trong ngành này chính là CTCP Dược Hậu Giang (DHG), chúng tôi tin tưởng công ty có tiềm năng lớn trong dài hạn. Chính vì thế, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 115.000 đồng đối với cổ phiếu này.

| Ngành | Mã | Vốn hóa | Giá hiện tại | VPBS khuyến nghị dài hạn | Giá mục tiêu | Thay đổi giá % từ 1/7 đến 30/9/2014 | P/E | P/B | % sở hữu nước ngoài |
|-----------------|-----|---------|--------------|--------------------------------|-----------------|---|------|-----|------------------------|
| Công nghệ | FPT | 17,367 | 50,500 | GIỮ | 52,200 | 14% | 11 | 2.3 | 49% |
| Năng lượng | GAS | 204,660 | 108,000 | MUA | 121,000 | -4% | 17.7 | 5.8 | 3% |
| Công nghiệp | REE | 7,624 | 28,700 | GIỮ | 28,400 | 15% | 9.4 | 1.5 | 48% |
| Tiện tích | PPC | 7,636 | 24,200 | GIỮ | 22,100 | 28% | 15.2 | 1.5 | 17% |
| Y tế | DHG | 7,975 | 91,500 | MUA | 115,000 | -5% | 14.4 | 3.7 | 49% |
| Tài chính | VCB | 70,890 | 26,600 | BÁN | 22,400 | 0% | 15 | 1.4 | 21% |
| Tiêu dùng | VNM | 107,013 | 107,000 | N/A* | N/A* | 5% | 17.5 | 5.8 | 49% |
| Vật liệu cơ bản | HPG | 27,228 | 56,500 | MUA | 66,100 | 6% | 9.6 | 2.6 | 43% |

Ghi chú: (*) Báo cáo lần đầu về mã VNM của chúng tôi sắp được phát hành.

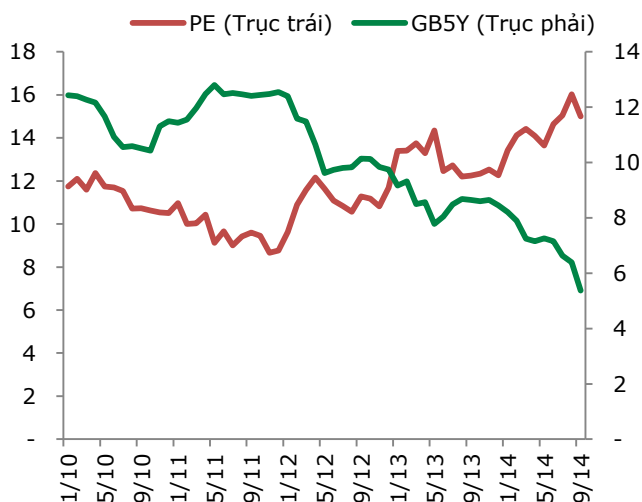
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG



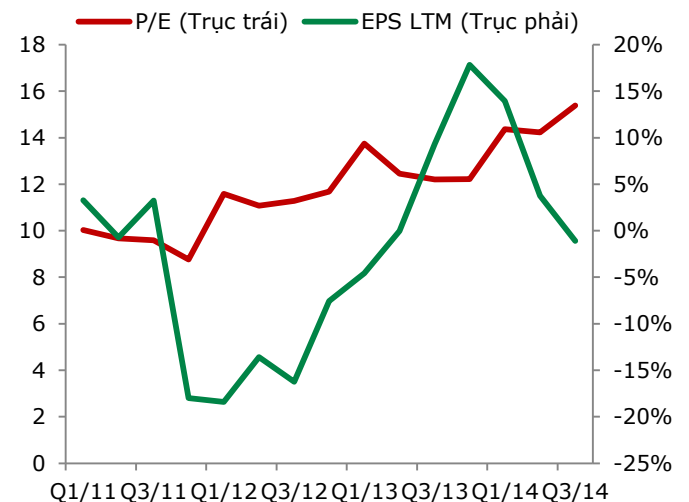
Giá cổ phiếu bắt đầu tăng trở lại để quay về với xu hướng tăng trong dài hạn

Trong báo cáo quý lần trước, chúng tôi chỉ ra rằng trong thời gian dài kể từ năm 2002, chỉ số VN-Index tăng trưởng với tốc độ trung bình gộp mỗi năm khoảng 7,7%. Kể từ năm 2012, chỉ số đã tăng với tốc độ nhanh hơn khoảng 23,4%/năm. Nhưng bắt đầu từ quý 3 này, chỉ số VN-Index đã gần như nằm trên đường tăng trưởng dài hạn. Cụ thể, trong suốt quý, chỉ số Vn-Index tăng cao hơn mức tăng của chính nó trong dài hạn, nhưng sau đó có thể là trùng hợp, chỉ số quay gần lại đường dài hạn và P/E giảm từ mức 16,2 lần xuống ngưỡng hợp lý hơn tại 14,8 lần. Do ảnh hưởng của tình hình kinh tế và địa chính trị thế giới, chỉ số VN-Index nằm phía trên đường tăng trưởng dài hạn, nhưng chúng tôi cho rằng trong trung và dài hạn chỉ số có thể sẽ tăng trưởng từ từ.

VNI P/E và lợi suất TPCP 5-năm (%)



VNI P/E và tăng trưởng EPS 12 tháng quá khứ (%)



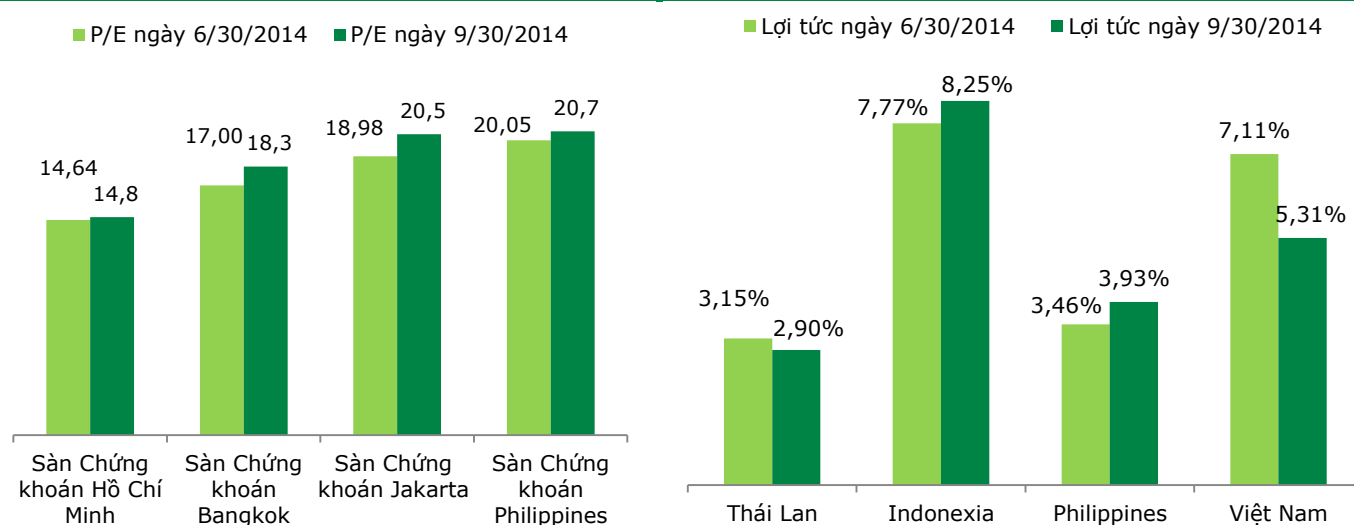
Nguồn: Bloomberg, VPBS

Lợi suất trái phiếu là nhân tố chính của P/E

Trong một đến hai quý tới, chúng tôi tự tin nhận định rằng chỉ số VN-Index có thể vượt qua ngưỡng hiện tại. Nguyên nhân chính cho sự tăng giá này đến từ lợi suất trái phiếu. Những phân tích của chúng tôi cho thấy sự tương quan nghịch chiều rất cao (gần 87%) giữa lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm và P/E của chỉ số VN-Index. Dĩ nhiên, điều đó không hoàn toàn gây ngạc nhiên khi lãi suất phi rủi ro giảm, giá trị hiện tại của lợi nhuận tăng. Như chúng tôi đề cập ở phần nhận định về kinh tế vĩ mô phía trên, lợi suất trái phiếu chính phủ đã giảm đáng kể từ đầu năm do lạm phát thấp hơn kỳ vọng và sự thiếu hụt những công cụ đầu tư sinh lời khác cho ngân hàng. Trong quý 4, chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ tiếp tục thấp nhưng tăng trưởng tín dụng sẽ được cải thiện. Vì thế có thể sẽ xuất hiện những áp lực tăng lợi suất trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi suất duy trì ở mức thấp và P/E duy trì ở mức cao. Tỷ lệ P/E trung bình 15,5 đến 16 lần sẽ là ngưỡng hợp lý cho chỉ số VN-Index từ nay đến cuối năm dựa vào những điều kiện thị trường được kỳ vọng.

Tuy nhiên lợi nhuận cũng gây ảnh hưởng

Mặc dù mối tương quan giữa chỉ số P/E và lợi suất trái phiếu là khá cao, nhưng chỉ số P/E là một thước đo về kỳ vọng của nhà đầu tư với tăng trưởng lợi nhuận. Áp dụng quy tắc đó thì diễn biến hiện tại không mấy khả quan vì tăng trưởng lợi nhuận khá thấp. Nếu tăng trưởng lợi nhuận không thể cải thiện, mức lãi suất thấp cũng sẽ không đủ sức để duy trì chỉ số P/E.



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Giá cổ phiếu Việt Nam đang ở mức tốt so với các thị trường cùng khu vực

Song song với những phân tích về tương quan giữa chỉ số P/E và lợi suất trái phiếu, chúng tôi cũng xem xét diễn biến tại các thị trường khác trong khu vực. Chỉ số HSX trong đầu quý này ghi nhận mức chỉ số P/E trung bình thấp hơn so với các sàn chứng khoán Bangkok, Jakarta hay Philipinnes. Sàn Bangkok và Philippines có mức chỉ số P/E cao hơn HSX là điều khá hợp lý vì lãi suất phi rủi ro thấp hơn Việt Nam. Jakarta dường như được định giá quá cao. Trong quý này, khi chỉ số P/E tại HSX đạt mức 16.2x, chúng tôi nhận thấy chỉ số này quá gần với chỉ số tại Bangkok và Philippine, tuy nhiên vào cuối quý chỉ số đã trở lại mức 14.8x. Chúng tôi ghi nhận chỉ số P/E tăng nhẹ tại bốn sàn giao dịch. Chính vì vậy có thể thấy HSX đang đi theo xu hướng chuyển động chung trong khu vực.

Tuy nhiên những thay đổi về lãi suất trái phiếu chính phủ chỉ ra rằng HSX thực tế

đang thể hiện tốt hơn so với các sàn cùng khu vực. Trong quý 3, lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm của Việt Nam giảm 180 điểm, trong khi của Thái Lan giảm 25 điểm, lợi suất trái phiếu của Indonesia và Philippines đồng loạt tăng. Lợi suất tại Việt Nam bắt đầu quý 3 thấp hơn Indonesia nhưng kết thúc quý ở mức gần với Thái Lan và Philippines, trong khi chỉ số P/E cho đến nay vẫn là mức thấp nhất của nhóm này. Điều đó chỉ ra rằng chỉ số P/E Việt Nam sẽ tăng điểm.

Lợi suất trái phiếu giảm sẽ duy trì giá cổ phiếu tới cuối năm 2014.

Trong thời điểm ngắn hạn, cho tới quý tiếp theo, báo cáo lợi nhuận sẽ giữ vai trò ít quan trọng hơn so với các chỉ số kinh tế vĩ mô. Mức lạm phát thấp và lợi suất trái phiếu ở mức thấp sẽ duy trì dòng tiền chảy vào thị trường cổ phiếu doanh nghiệp và giữ P/E ở mức cao. Cuối năm chỉ số P/E hợp lý là 15.5 tới 16.0x, đồng nghĩa với chỉ số VN-Index rơi vào khoảng 610 tới 630 với mức thu nhập doanh nghiệp hiện tại.

2015: Hai con đường giữa rừng lá vàng

Chúng tôi nhận thấy việc trích dẫn một nhà thơ hiện đại người Mỹ, Robert Frost, trong báo cáo phân tích dành cho nhà đầu tư Việt Nam, có thể là chưa phù hợp, vì có thể rất ít người biết về tác phẩm của nhà thơ này. Tuy vậy bài thơ "The road not taken" (tạm dịch: Con đường chưa đi) có nhiều điểm tương đồng với triển vọng thị trường năm 2015 của chúng tôi. Trong bài thơ này, nhà thơ đứng trước hai ngã rẽ khi đi ngang qua một khu rừng. Không thể biết chắc chắn mỗi con đường sẽ đi tới đâu, nhà thơ phải quyết định chọn một trong hai con đường để đi tiếp. Bài thơ thể hiện những tình thế khó xử trong cuộc sống mà tất cả chúng ta đều gặp phải, và sự khó khăn khi ta phải cân nhắc về quyết định của mình. Chính phủ Việt Nam đang trong giai đoạn đó. Chính phủ phải đưa ra quyết định trong việc theo đuổi tăng trưởng hay duy trì sự ổn định.

Sau đây là những con đường có thể xảy ra theo nhận định của chúng tôi:

Theo đuổi tăng trưởng: Có rất nhiều cá nhân trong chính phủ (cũng như trong cộng đồng tài chính) đang mong chờ tới ngày Việt Nam đạt mức tăng trưởng GDP 7%/năm. Một thành viên của Quốc hội gần đây đã nói rằng Việt Nam cần thúc đẩy đầu tư để đạt được mức tăng trưởng GDP cao hơn. Nếu chính phủ quyết định gia tăng đầu tư để đẩy mạnh tăng trưởng, chúng tôi cho rằng điều này sẽ chủ yếu dẫn tới sự gia tăng hơn nữa nợ công, vốn đã đang coi là ở mức quá cao. Các nhà đầu tư sẽ mất dần niềm tin. Chính phủ sẽ cần tăng mức lợi suất để có thể phát hành thành công trái phiếu tài trợ hoạt động đầu tư. Việc này sẽ dẫn tới sự chèn lấn tín dụng cho các doanh nghiệp và tăng lãi suất cho vay trong khi tăng trưởng tín dụng chậm lại. Kết quả là lợi nhuận doanh nghiệp sẽ giảm.

Theo mô hình hướng tới tăng trưởng, sẽ có một sự hưng phấn ban đầu trên thị trường chứng khoán khi Việt Nam công bố số liệu GDP ở mức cao. Chỉ số Vn-Index có thể đạt ngưỡng 700 vào cuối quý 2 nhưng nhiều khả năng sẽ quay đầu giảm dưới ngưỡng 600 khi lợi nhuận của doanh nghiệp tăng trưởng thấp và sản xuất không tăng trưởng.

Theo đuổi sự ổn định: Trong ba năm qua, chính phủ đã luôn ưu tiên duy trì sự ổn định hơn là tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng GDP được kìm hãm dưới mức 6%, tiêu dùng giảm nhưng lạm phát ghi nhận mức thấp kỷ lục, tiền Đồng giữ giá và chứng khoán tăng trưởng hơn 20% mỗi năm.

Để tiếp tục duy trì mức ổn định này, chính phủ cần tập trung vào việc giảm nợ công thông qua các hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước để thoái vốn khỏi các doanh nghiệp không hiệu quả, thúc đẩy đầu tư tư nhân và thương mại trong khi duy trì giá trị của tiền Đồng. Đây cũng là mục tiêu chính trong suốt ba năm qua, tuy nhiên Việt Nam vẫn trong giai đoạn đầu để hoàn thành các mục

tiêu đã đề ra.

Nếu chính phủ tiếp tục con đường này, lãi suất cho vay sẽ được duy trì ở mức thấp trong năm 2015, và giúp gia tăng lợi nhuận doanh nghiệp. Chúng tôi nhận thấy đi cùng với chi phí vay vốn giảm, sẽ là tăng trưởng tín dụng và có nhiều hơn những dự án sinh lời. Các ngân hàng sẽ dịch chuyển đầu tư từ trái phiếu chính phủ sang thị trường tín dụng, dẫn tới áp lực gia tăng lãi suất trái phiếu chính phủ. Nhưng điều này có thể được bù đắp bởi mức nợ công thấp hơn. Về dài hạn, lạm phát sẽ bắt đầu tăng khi doanh nghiệp mở rộng đầu tư và nhân công trở nên khan hiếm hơn. Tất cả yếu tố này dẫn tới việc chỉ số P/E sẽ không tiếp tục tăng hơn nữa, nhưng lợi nhuận sẽ tăng và giá cổ phiếu cũng tăng mặc dù P/E vẫn thấp. Tăng trưởng lợi nhuận 20% có thể đẩy chỉ số VN-Index đạt ngưỡng 750 vào cuối năm 2015.

Tóm lại, cho dù chọn con đường nào, chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu sẽ đi lên trong nửa đầu năm sau. Tuy nhiên nếu việc duy trì ổn định là mục tiêu tiếp theo trong năm tới, việc duy trì đà tăng trưởng sẽ dễ dàng hơn.

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô & Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Hoàng Thúy Lương

Chuyên viên phân tích
Vĩ mô và Chiến lược thị trường
luonght@vpbs.com.vn

Phạm Trần Hương Giang

Chuyên viên phân tích
Vĩ mô và Chiến lược thị trường
giangpth@vpbs.com.vn

Nguyễn Bảo Ngọc

Trợ lý phân tích
Vĩ mô và Chiến lược thị trường
ngocnb@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146



Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418



Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.