

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG

Tháng 9/2015

Ngày 08/9/2015

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

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

KINH TẾ VĨ MÔ

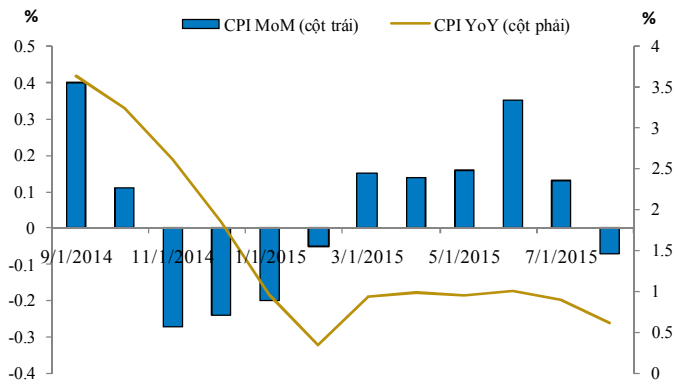
- Khu vực sản xuất có dấu hiệu chững lại trong tháng 8 với việc chỉ số sản xuất công nghiệp và chỉ số PMI quay đầu giảm.
- Thu hút vốn FDI có bước đột phá sau khi Tập đoàn Samsung tăng vốn đầu tư thêm 3 tỷ USD tại dự án Samsung Display.
- Chủ đề tháng 8: diễn biến thị trường ngoại hối sau quyết định phá giá đồng NDT của PBOC và đánh giá tác động tới các chỉ số vĩ mô chính của Việt Nam.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

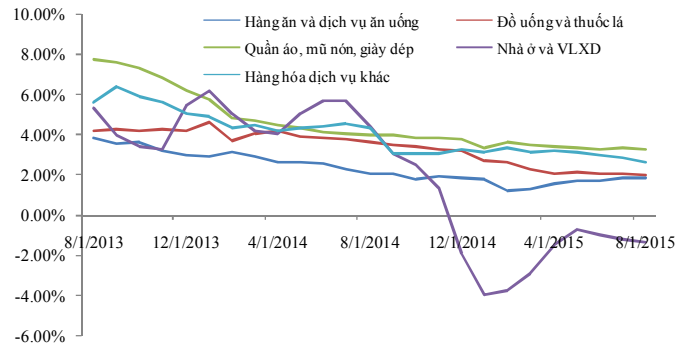
- Thị trường chứng khoán trong tháng 8 chứng kiến đà lao dốc trên diện rộng với biên độ sâu trên cả 2 sàn
- Khối ngoại bán ròng với giá trị thấp trong tháng 8 sau khi mua ròng 4 tháng liên tiếp trước đó
- Chủ đề của tháng: Tác động của việc suy giảm giá hàng hóa đến doanh nghiệp

KINH TẾ VĨ MÔ

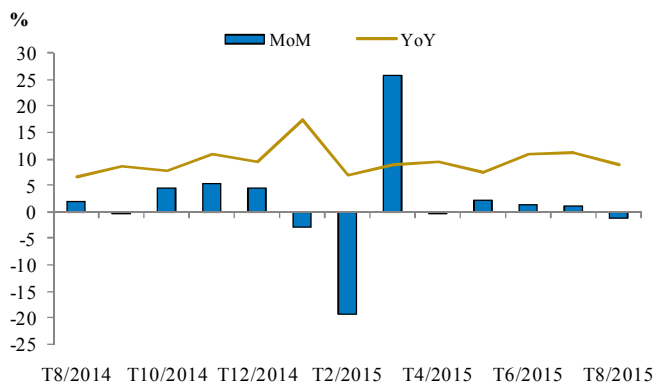
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



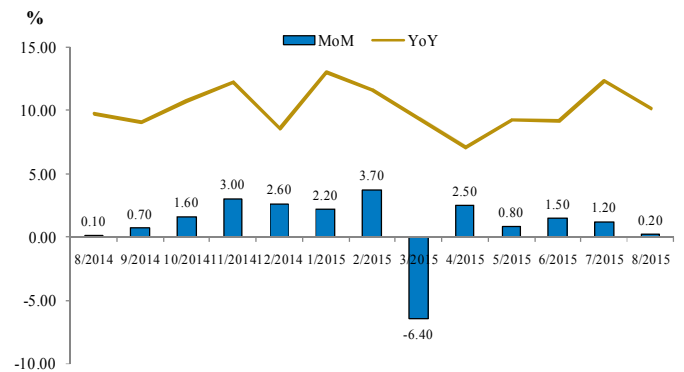
Diễn biến giá một số nhóm hàng



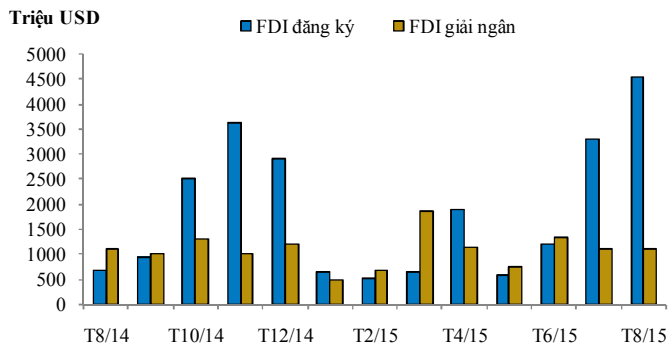
Chỉ số sản xuất công nghiệp



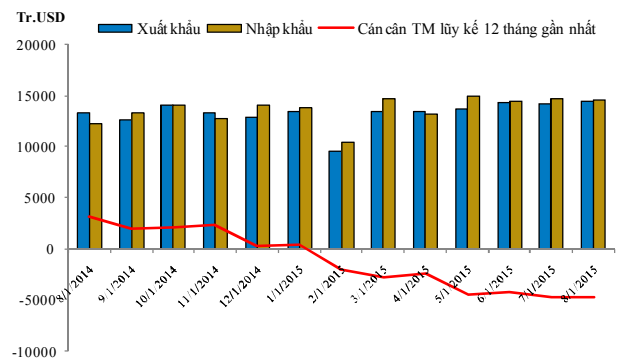
Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng



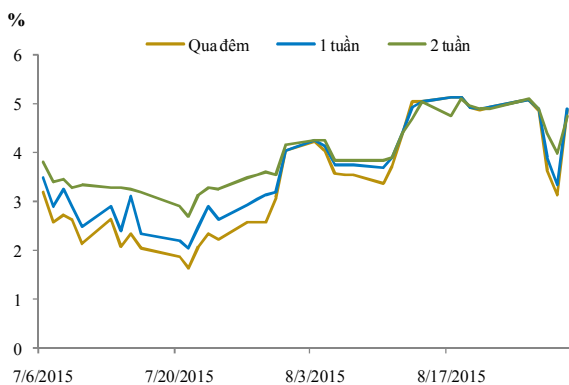
FDI



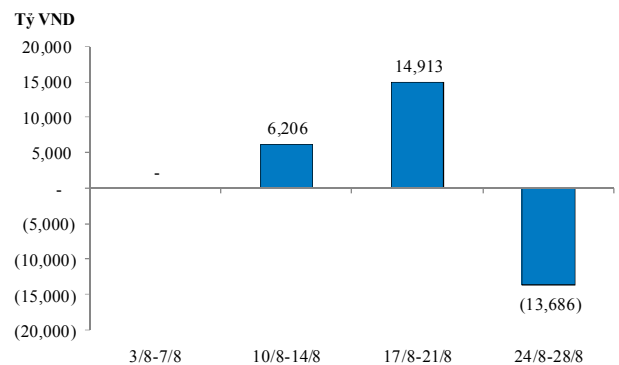
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



Thị trường OMO

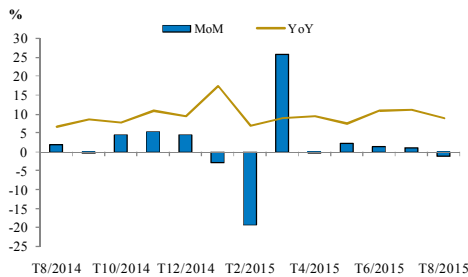


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- **Khu vực sản xuất có dấu hiệu chững lại trong tháng 8 với việc chỉ số sản xuất công nghiệp và chỉ số PMI quay đầu giảm.**
- **Thu hút vốn FDI có bước đột phá sau khi Tập đoàn Samsung tăng vốn đầu tư thêm 3 tỷ USD tại dự án Samsung Display.**
- **Chủ đề tháng 8: diễn biến thị trường ngoại hối sau quyết định phá giá đồng NDT của PBOC và đánh giá tác động tới các chỉ số vĩ mô chính của Việt Nam.**

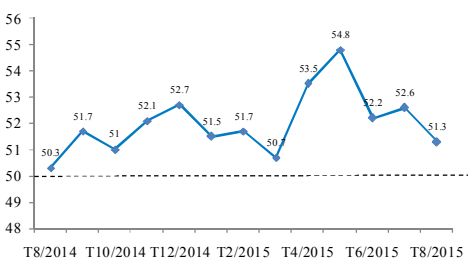
Khu vực sản xuất

Chỉ số sản xuất công nghiệp



Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

Chỉ số PMI



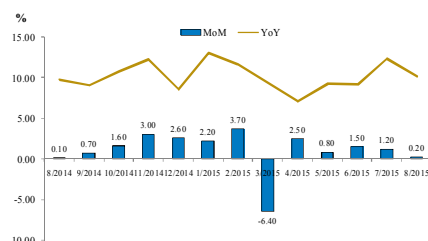
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) có dấu hiệu kém tích cực. Trong tháng 8, IIP của Việt Nam đã giảm 1,3% so với tháng 7 và chỉ còn tăng trưởng 9% so với cùng kỳ năm 2014 (thấp hơn mức tăng 11,3% trong tháng 7). Nguyên nhân xuất phát từ sự suy giảm trong hoạt động khai khoáng khi sản xuất của ngành này giảm 8,1% so với tháng trước. Đây là tháng thứ hai liên tiếp ngành khai khoáng có xu hướng giảm. Trong khi đó, ngành công nghiệp chế biến chế tạo cũng tăng trưởng chậm lại (chỉ tăng 0,6% trong tháng 8- mức tăng theo tháng thấp hơn hẳn so với mức trung bình 6 tháng đầu năm). Sự chững lại trong hoạt động sản xuất công nghiệp là tín hiệu cần được nhà đầu tư lưu ý vì nó có thể là tín hiệu cảnh báo sớm cho sự khó khăn của hoạt động sản xuất thời gian tới sau những biến động về tỷ giá gần đây.

Chỉ số PMI giảm trong tháng 8, đạt mức 51,3 điểm- thấp hơn mức 52,6 điểm của tháng 7, đồng thời là mức điểm thấp nhất kể từ tháng 3/2015 đến nay. Diễn biến trên cho thấy các điều kiện kinh doanh có mức tăng trưởng tương đối thấp so với giai đoạn 6 tháng gần đây. Nhu cầu của khách hàng yếu đi là nhân tố khiến sản lượng ngành sản xuất tăng trưởng với tốc độ chậm nhất trong thời gian 10 tháng. Đáng chú ý, số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới đã giảm tháng thứ ba liên tiếp với nguyên nhân chính đến từ áp lực cạnh tranh của các doanh nghiệp xuất khẩu Trung Quốc sau động thái phá giá đồng NDT. Chúng tôi cho rằng sự yếu đi của đồng NDT sẽ còn tiếp tục ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh các đơn hàng xuất khẩu của Việt Nam trong các tháng còn lại của năm nay. Tuy vậy, chúng tôi cũng kỳ vọng sự hồi phục của nhu cầu tiêu thụ trong nước có thể bù đắp phần nào sự suy giảm của các thị trường xuất khẩu.

Các thành tố của tổng cầu

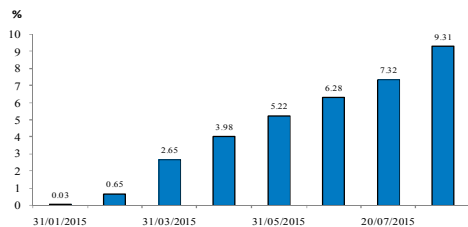
Doanh số bán lẻ (MoM)



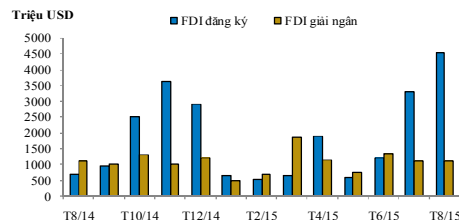
Về tiêu dùng trong nước, tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 8/2015 chỉ tăng nhẹ 0,2% MoM và tăng 10,1% YoY- đều thấp hơn so với mức tăng 1,2% MoM và 12,3% YoY của tháng 7. Sự chững lại trong hoạt động tiêu dùng của người dân có thể xuất phát từ tâm lý thận trọng sau quyết định giảm giá VND vừa qua của NHNN. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng với yếu tố mùa vụ cuối năm, doanh số bán lẻ sẽ sớm tăng tích cực trở lại trong quý IV. Dự báo mức tăng cả năm có thể đạt mức 10-12%.

Về đầu tư tư nhân, tín dụng toàn hệ thống tính đến ngày 20/08 ước tăng 9,31% so với cuối năm 2014, tăng gần 2% so với mức 7,32% công bố vào thời điểm ngày 20/07/2015. Như vậy, tín dụng vẫn đang bắt tốc mạnh mẽ, thể hiện nhu cầu vay vốn đầu tư của khu vực doanh nghiệp còn khá lớn. Trong khi đó, tăng trưởng huy động và tăng trưởng M2 hiện mới lần lượt đạt 7,26% và 7,22%, thấp hơn gần 2% so với tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi cho rằng chênh lệch giữa cho vay và huy động của cả hệ

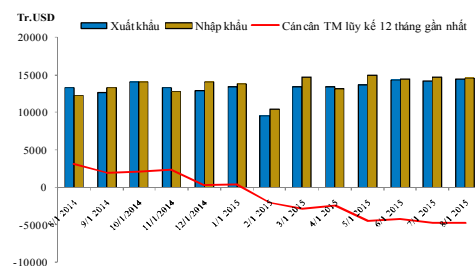
Tăng trưởng tín dụng



Vốn FDI



Cán cân XNK



Nguồn: Bloomberg, BVSC

thống có thể sẽ ngày càng nói rộng trong các tháng tới kết hợp với diễn biến giảm giá của VND vừa qua sẽ gây sức ép không nhỏ lên mặt bằng lãi suất. BVSC dự báo mặt bằng lãi suất huy động có thể sẽ tăng nhẹ (khoảng dưới 0,5%) trong quý IV.

Về vốn FDI, tổng vốn FDI đăng ký mới và bổ sung trong tháng 8 có sự bứt phá ngoạn mục với **4,5 tỷ USD**- mức vốn cao nhất tính theo tháng kể từ tháng 3/2013 (5,4 tỷ), giúp tổng vốn FDI thu hút được trong 8 tháng đầu năm nay tăng 30,4% so với cùng kỳ, đạt 13,34 tỷ USD. Vốn đầu tư thực hiện đạt 8,5 tỷ USD, tăng 7,6% YoY. Như vậy, sau tháng 8, cả vốn FDI đăng ký và thực hiện đều đã có mức tăng trưởng dương khá tốt so với cùng kỳ.

Dự án FDI có số vốn bổ sung lớn nhất trong tháng vừa qua thuộc về Công ty Samsung Display Việt Nam với số vốn đầu tư tăng thêm là 3 tỷ USD. Dự án này được cấp phép năm 2014 với số vốn đầu ban đầu là 1 tỷ USD. Dự án được đầu tư tại Khu công nghiệp Yên Phong 1, Bắc Ninh với mục tiêu sản xuất, lắp ráp, gia công, tiếp thị hoặc bán các loại màn hình. Đứng thứ hai là dự án của Công ty TNHH Hyosung Đồng Nai với tổng vốn đầu tư 660 triệu USD tại Khu công nghiệp Đồng Nai với mục tiêu sản xuất và gia công các loại sợi.

Nhập siêu ước đạt 3,6 tỷ USD trong tám tháng đầu năm. Trong tháng 8, xuất khẩu của Việt Nam ước đạt 14,5 tỷ USD, tăng 2,3% so với tháng trước. Tính chung tám tháng đầu năm nay, tốc độ tăng của kim ngạch xuất khẩu (9% YoY) vẫn thấp hơn tương đối so với mức tăng của kim ngạch nhập khẩu (16,4% YoY). Mức nhập siêu 100 triệu USD trong tháng 8 đưa tổng mức thâm hụt cán cân thương mại của Việt Nam từ đầu năm lên 3,6 tỷ USD, tương đương 3,4% tổng kim ngạch xuất khẩu.

Chủ đề tháng 8: Tâm điểm tỷ giá

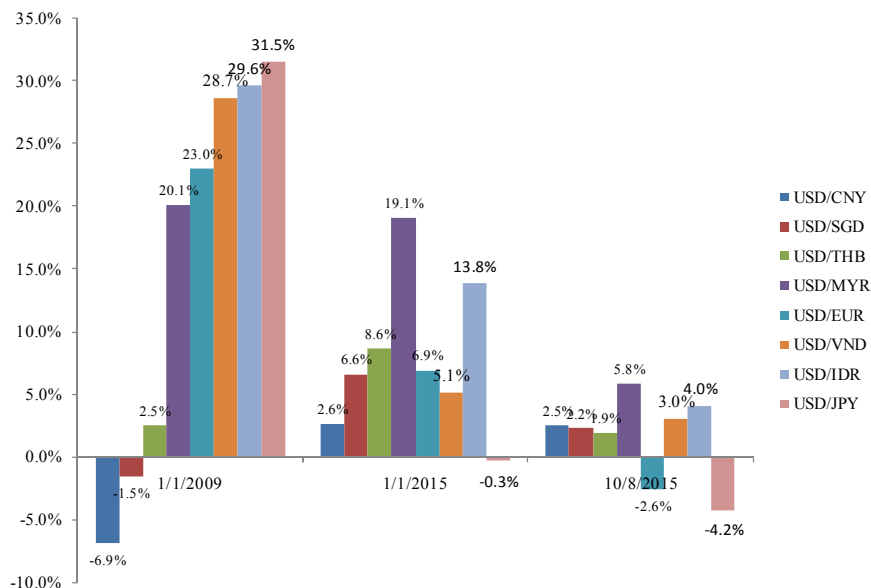
Trong tuần thứ hai của tháng 8, 2015 Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBOC) đã liên tiếp phá giá đồng nhân dân tệ (CNY) so với đô la Mỹ (USD). Trong ngày đầu tiên của đợt phá giá này, 11/8, PBOC đã nâng tỷ giá tham chiếu chính thức USD/CNY lên 1,9%, thị trường ngay lập tức có phản ứng sát với quyết định phá giá này. Trong hai ngày sau đó PBOC cũng liên tiếp có quyết định phá giá với tỷ lệ lần lượt là 1,6% và 1,1%, tuy nhiên thị trường không có phản ứng hết biên độ với hai quyết định phá giá này. Như vậy, mặc dù PBOC đã phá giá danh nghĩa tổng cộng là 4,5%, nhưng trên thực tế CNY chỉ mất giá 3,1% so với tỷ giá mở cửa đầu tuần. Ở tuần sau đó, PBOC cũng có một số quyết định phá giá nhẹ CNY nhưng đây chỉ là những động thái điều chỉnh để cho tỷ giá sát hơn với diễn biến cung - cầu trên thị trường ngoại hối.

Phản ứng với quyết định phá giá này, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) trong ngày 13/8 đã nâng biên độ giao dịch tỷ giá USD/VND từ +/-1% lên +/-2%, và trong ngày 19/8 đã đồng thời nâng tỷ giá tham chiếu lên 1%, ở mức 21.890 đồng đổi được một đô la Mỹ, và tiếp tục nâng biên độ giao dịch lên +/-3%. Quyết định phá giá tiền đồng của SBV được cho là giúp cải thiện sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị trường quốc tế, đặc biệt là ở những thị trường hàng hóa Việt Nam phải cạnh tranh thực tiếp với hàng hóa Trung Quốc, như Mỹ và EU. Phân phân tích chuyên đề này sẽ vẽ lại bức tranh tổng thể về đợt biến động tỷ giá vừa qua và phân tích những tác động đến các hoạt động xuất nhập khẩu, lạm phát, lãi suất, và nợ công của Việt Nam trong ngắn hạn.

Tác động đến hoạt động xuất nhập khẩu

Xem xét biến động của các cặp tỷ giá trong 3 khung thời gian: từ đầu năm 2009 (thời điểm sau khủng hoảng tài chính thế giới); từ đầu năm 2015 và từ ngày 10/08/2015 (thời điểm Trung Quốc bắt đầu phá giá đồng NDT) đến nay, chúng tôi rút ra 3 nhận định đáng lưu ý:

Biến động của các cặp tỷ giá



(Nguồn: Bloomberg)

- 1) *Cán cân thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc sẽ không bị ảnh hưởng nhiều.* Từ sau khi PBOC tiến hành phá giá đồng NDT đến ngày 1/9/2015, CNY đã giảm 2,5% so với USD. Trong khi đó VND cũng đã mất giá 3% so với USD. Do tỷ giá VND/CNY được tính chéo qua USD nên thực chất tỷ giá VND đã giảm giá thêm 0,5% so với CNY. Nhìn dài hơn, từ đầu năm đến nay thì mức mất giá của VND so với USD là 5,1%, của CNY so với USD là 2,6%. Như vậy là VND cũng mất giá 2,5% so với CNY. Do đó, lo ngại nhập siêu của Việt Nam từ Trung Quốc sẽ gia tăng sau động thái của PBOC là không có nhiều cơ sở. Trên thực tế, việc Việt Nam nhập siêu mạnh từ Trung Quốc hiện nay phần lớn xuất phát từ vấn đề cơ cấu kinh tế (Việt Nam chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất) và sẽ cần rất nhiều thời gian để khắc phục thực trạng này.
- 2) *So với đồng tiền của các thị trường xuất khẩu chủ lực, VND không phải ở thế quá bất lợi.* Ba thị trường xuất khẩu trọng điểm của Việt Nam là Mỹ, Nhật Bản và EU (chiếm khoảng gần 50% tổng kim ngạch xuất khẩu). Kể từ sau ngày 10/8 thì VND mất giá khá mạnh so với EUR và JPY do hai đồng tiền này lên giá so với USD lần lượt 2,6% và 4,2%. Trong khi đó, nếu tính từ đầu năm đến nay thì VND đang mất giá 5,1% so với USD, 5,4% so với JPY và lên giá khoảng 1,8% so với EUR. Như vậy, so với chính Việt Nam trong năm 2014 thì biến động của VND từ đầu năm 2015 đến nay đang khiến cho giá hàng Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ và Nhật Bản rẻ đi trong khi vào EU thì giá chỉ tăng nhẹ.
- 3) *Sức cạnh tranh hàng xuất khẩu so với các đối thủ trong ASEAN.* Sau quyết định của PBOC, đa số các đồng tiền tại các thị trường trong khu vực đều giảm

giá so với USD, diễn hình như Bạc Thái Lan (giảm 1,9%); Ringit của Malaysia (giảm 5,8%), Rupiah của Indonesia (giảm 4%). Như vậy, biên độ mất giá của VND (3%) nằm ở mức trung bình trong số nhóm các nước trên. Tính từ đầu năm đến nay thì mức mất giá của các đồng tiền trên là lớn hơn hẳn so với VND (THB mất 8,6%; MYR mất 19%, IDR mất 13,8%; VND mất 5,1%). Do đó, xét ở riêng khía cạnh giá, so với các nước Thái Lan, Malaysia, Indonesia thì hàng xuất khẩu của Việt Nam đã đắt hơn tương đối. Mặc dù vậy, xét trong khoảng thời gian dài hơn (kể từ sau thời điểm khủng hoảng tài chính 2009 tại Mỹ với việc làm yếu đồng USD của FED nhờ chính sách lãi suất thấp và các gói QE) thì mức mất giá của VND là 28,7%, cao hơn hẳn so với Thái Lan (2,5%) và Malaysia (20%) và chỉ thấp hơn một chút so với Indonesia (29,6%). Vì thế, nếu xét trong ngắn hạn thì sức cạnh tranh của hàng xuất khẩu của Việt Nam so với các đối thủ trên (chỉ xét ở góc độ giá cả) đang kém đi nhưng về dài hạn (6 năm trở lại đây) thì vẫn đang được đảm bảo.

Tác động của tỷ giá đến lạm phát cuối năm

Quyết định thay đổi tỷ giá của SBV chưa phản ứng ngay vào những thay đổi trong CPI do có độ trễ nhất định. Báo cáo của Tổng cục thống kê cho thấy lạm phát tính theo chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trung bình 8 tháng đầu năm 2015 cao hơn hơn 0,83% so với cùng kỳ năm trước. Điều đáng lưu ý là chỉ số CPI có sự sụt giảm trong tháng 8 với mức 0,7% so với tháng trước cho thấy thay đổi tỷ giá chưa lan truyền ngay sang CPI trong tháng này. Tỷ giá tác động đến CPI thông qua cơ chế lan truyền của tỷ giá đến hàng hóa nhập khẩu, trong đó có hai nhóm hàng hóa quan trọng là hàng hóa tiêu dùng trực tiếp và nguyên-nhiên-vật liệu nhập khẩu. VND mất giá làm tăng giá hàng hóa tiêu dùng nhập khẩu, tác động trực tiếp đến CPI, và làm tăng chi phí đầu vào của những loại hàng hóa trong nước phụ thuộc nhiều vào nguyên-nhiên-vật liệu nhập khẩu. Tuy nhiên, trong cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam thì tỷ trọng phần nhiều là nguyên-nhiên-vật liệu nhập khẩu cho nên tác động lan truyền của tỷ giá chỉ được thể hiện ở những quý sau đó.

Trong bối cảnh lạm phát thực tế và kỳ vọng về lạm phát đang thấp ở Việt Nam thì tác động của việc điều chỉnh tỷ giá của SBV trong tháng 8 sẽ không gây lên nhiều áp lực đối với lạm phát trong cả năm 2015. Nếu tính mốc tỷ giá từ đầu năm thì cho đến ngày 10/8, thời điểm trước khi Trung Quốc phá giá đồng nhân dân tệ, VND chỉ mất giá 2,0% so với USD. Tuy nhiên, đã mất giá của VND mạnh lên trong tháng 8 sau hai lần nói biên độ và điều chỉnh tỷ giá của SBV; tỷ giá USD/VND vào cuối tháng tám, 2015 cao hơn 5,1% so với thời điểm đầu năm. Như vậy, với giả định là từ giờ đến cuối năm không có thêm những cú sốc nào về tỷ giá (do Trung Quốc phá giá chẳng hạn) và cam kết gần đây của SBV không thay đổi tỷ giá đến hết năm là hiện thực, hiệu ứng lan truyền của tỷ giá đến CPI chỉ đến từ cú sốc mất giá tiền đồng trong tháng tám, 3,1%. Theo những nghiên cứu định lượng gần đây cho thấy thì cứ mỗi 1% mất giá trên danh nghĩa của VND so với USD, thì trong quý thứ hai CPI sẽ tăng lên khoảng 0,22%. Với mức mất giá 3,1% của tiền đồng trong tháng tám có thể làm CPI của quý IV tăng thêm khoảng 0,7% ($0,22\% \times 3,1$). Như vậy, so với mức lạm phát theo dự báo của IMF cho cả năm 2015 là 2,5% thì CPI của quý IV tăng lên do quyết định phá giá chỉ làm lạm phát cả năm tăng lên khoảng 0,2% ($0,7\%/4$). Hệ quả là lạm phát theo CPI của cả năm 2015 có thể đạt mức 2,7%, vẫn thấp hơn rất nhiều so với mức lạm phát 4,1% trong năm 2014.

Tác động của tỷ giá đến lãi suất cuối năm

Những biến động về tỷ giá tạo kỳ vọng và gây sức ép đối với mặt bằng lãi suất trong thời gian tới. Theo quan sát của chúng tôi, sau 3 tuần tăng mạnh lãi suất liên ngân hàng hiện đã tạm thời ổn định trở lại nhưng xác lập một mặt bằng cao hơn tương đối so với tuần đầu tháng. Bên cạnh đó, các phiên đấu thầu Trái phiếu Chính phủ gần đây không nhận được nhiều sự quan tâm của các tổ chức tín dụng. Trong ba tuần trở lại đây, các nhà đầu tư thường đặt mức lãi suất đầu thầu cao hơn mức mà KBNN ấn định (6,4-6,5%/năm) và dẫn đến tỷ lệ trúng thầu giảm xuống mức thấp. Điều này phản ánh kỳ vọng của các tổ chức tín dụng đối với lãi suất đang theo hướng tăng lên. Với những tín hiệu này và để giữ vững niềm tin của người gửi tiền vào VND và tạo một khoảng cách đủ hấp dẫn so với lãi suất tiền gửi USD (để phòng cả trường hợp FED tăng lãi suất trở lại), nhiều khả năng mặt bằng lãi suất huy động VND sẽ có xu hướng tăng lên trong thời gian tới.

Tuy nhiên, trong bối cảnh kỳ vọng về lạm phát đang ở mức thấp và Chính phủ đang muốn duy trì lãi suất ổn định một thời gian để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trở lại, SBV sẽ không để lãi suất huy động biến động quá mạnh bởi điều này có thể làm gia tăng áp lực lên hệ thống ngân hàng và làm gia tăng chi phí vốn vay của khu vực doanh nghiệp. Như vậy, chúng tôi cho rằng mặc dù có xu hướng tăng nhưng mức độ điều chỉnh của các ngân hàng có thể sẽ không lớn, khoảng dưới 0,5% cho giai đoạn cuối năm.

Tác động của tỷ giá đến nợ công

Quyết định phá giá tiền đồng của SBV có thể ảnh hưởng đến gánh nặng nợ công của Việt Nam. Tác động này cần được lưu tâm do qui mô nợ công của Việt Nam đã đạt đến 60% GDP vào cuối năm 2014. Tuy nhiên tác động của việc tiền đồng mất giá 5,1% trong tám tháng đầu năm cần được xem xét trong mối tương quan với cơ cấu vay nợ theo các đồng tiền chủ chốt của Việt Nam. Theo thống kê gần nhất được công bố bởi Ngân hàng thế giới, cho đến cuối năm 2013 thì cơ cấu nợ công của Việt Nam (bao gồm cả nợ của doanh nghiệp do chính phủ bảo lãnh) là 53,1% bằng USD, 24,8% bằng JPY, 7,4% bằng EUR, 11,4% bằng SDR (quyền rút vốn đặc biệt của IMF), và 3,3% đến từ các đồng tiền khác. Giả sử cơ cấu nợ trong năm 2015 vẫn duy trì ở mức vừa đề cập thì tỷ lệ mất giá 5,1% của VND so với USD trong tám tháng đầu năm sẽ làm qui mô tuyệt đối của nợ công trong ngắn hạn của Việt Nam tăng lên 2,7% ($0.531 \times 5.1\%$), trong điều kiện là tỷ giá của VND so với các đồng tiền chủ chốt khác như JPY hay EUR không thay đổi. Nếu tính cả thay đổi thực tế trong cặp tỷ giá JPY/VND và EUR/VND trong tám tháng đầu năm thì qui mô tuyệt đối nợ công của Việt Nam tăng lên khoảng 3,3%. Việc gia tăng qui mô nợ công do phá giá tiền tệ có thể làm tăng nguy cơ Việt Nam rơi vào khủng hoảng nợ trong dài hạn, đặc biệt là trong giai đoạn 2017-2018 khi nợ công có khả năng chạm ngưỡng an toàn là 65% GDP.

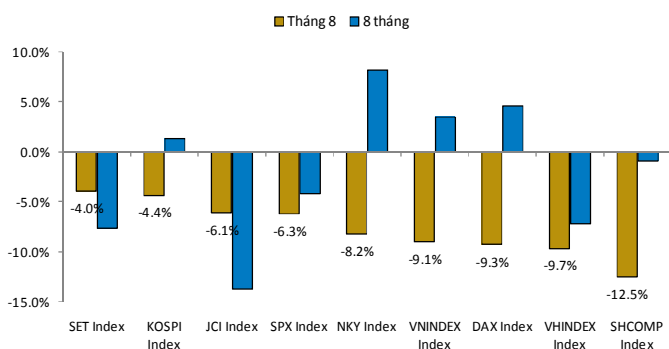
Dự báo biến động tỷ giá thời gian cuối năm 2015

Chúng tôi cho rằng trong các tháng cuối năm, **từ góc độ chủ quan, SBV sẽ khó có thể tiếp tục phá giá tiền đồng do khoảng cách lãi suất tiền gửi VND và USD, sau khi đã tính đến tác động của phá giá từ đầu năm, đã bị thu hẹp lại rất nhiều.** Tổng cộng mức mất giá của VND so với USD từ đầu năm là 5,1% đã gần bằng biên độ chênh lệch giữa lãi suất huy động VND và USD trung bình cũng đang vào khoảng 6%. Nếu SBV tiếp tục phá giá thì sẽ ảnh hưởng đến niềm tin vào đồng nội tệ, làm gia

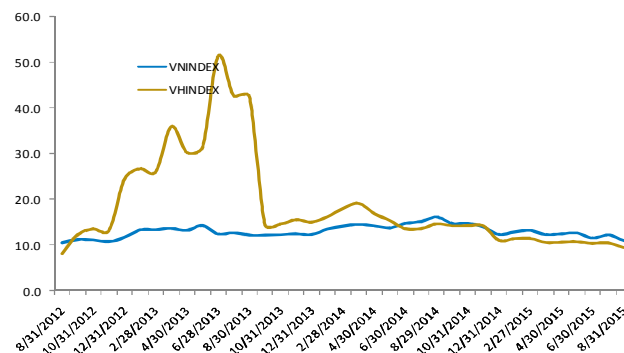
tăng áp lực đô la hóa trong nền kinh tế và ảnh hưởng đến các mục tiêu của chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, những diễn biến đến từ kinh tế Trung Quốc (đặc biệt những động thái tiếp tục can thiệp mạnh vào tỷ giá đồng Nhân dân tệ) và khả năng tăng lãi suất của FED (với biên độ mạnh trên 0,5%) có thể là những rủi ro khách quan (mặc dù chúng tôi không đánh giá cao các kịch bản này) có thể chi phối đến quyết định của SBV trong thời gian tới.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

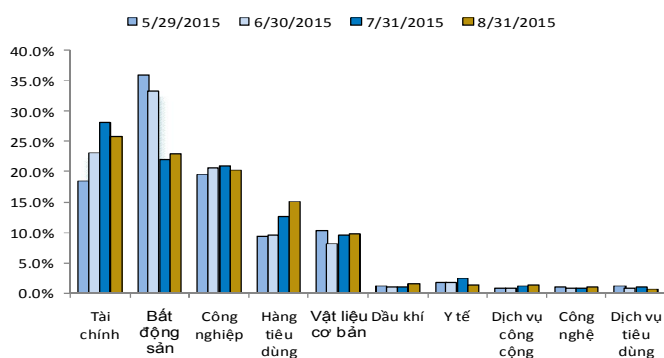
Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



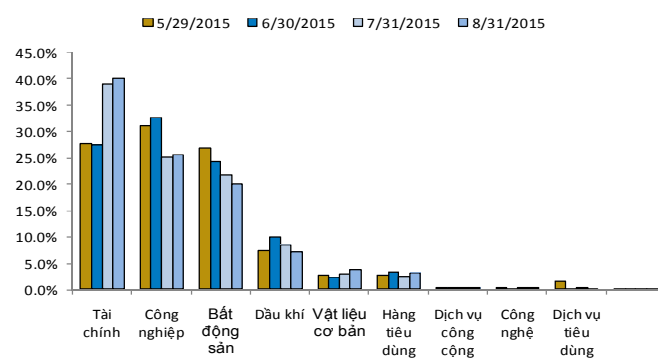
P/E tại HSX và HNX



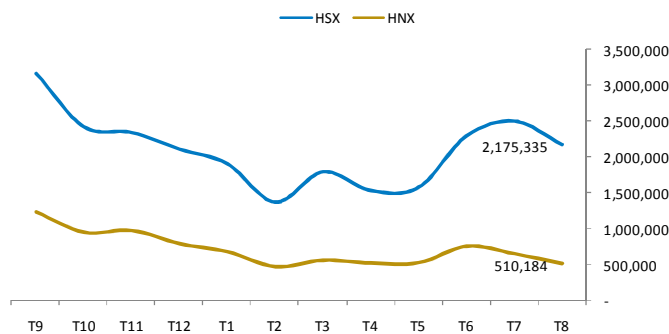
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



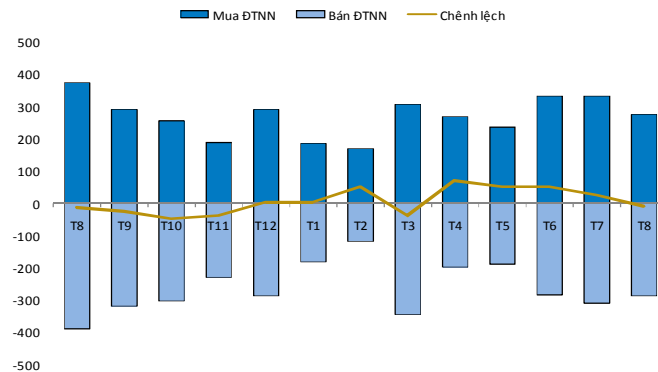
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



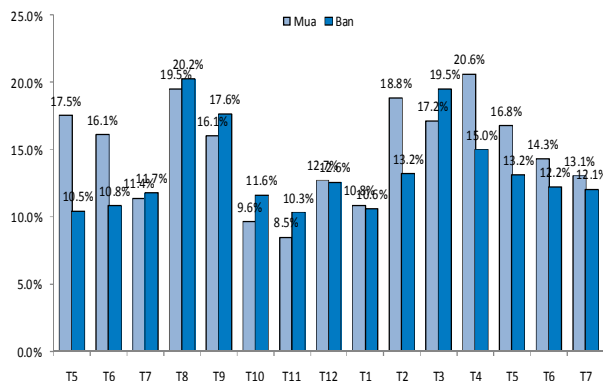
Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



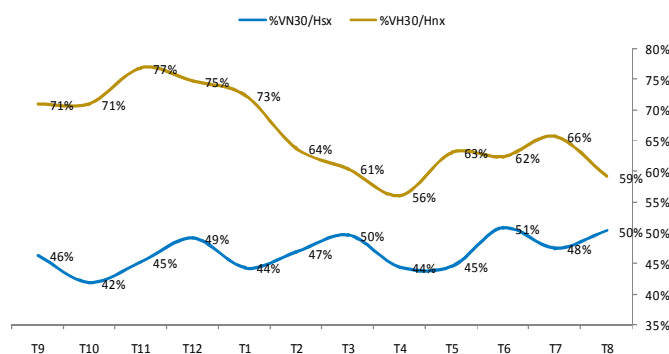
Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX (triệu USD)



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



Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và Hnx30



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

- Thị trường chứng khoán trong tháng 8 chứng kiến đà lao dốc trên diện rộng với biên độ sâu trên cả 2 sàn
- Khối ngoại bán ròng với giá trị thấp trong tháng 8 sau khi mua ròng 4 tháng liên tiếp trước đó
- Chủ đề của tháng: Tác động của việc suy giảm giá hàng hóa đến doanh nghiệp

Thị trường chứng khoán trong tháng 8 lao dốc trên diện rộng

Các ngành có biến động lớn trong tháng

5 ngành diễn biến tích cực nhất	% Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Đồ uống	4.07%	VCF, SCD, THB, HAD, HAT...
Chứng khoán	1.02%	SSI, HCM, KLS, VND, AGR...
Công nghiệp phụ trợ	0.82%	PAN, TIX, COM, THI, SRF...
Thiết bị điện	-0.09%	SAM, PAC, TAG, TYA, TIE...
Thiết bị công nghệ phần cứng	-0.73%	PSD, ST8, POT, UNI, LTC...

5 ngành diễn biến tiêu cực nhất	% Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Nông, thủy sản	-12.38%	VHC, HVG, DBC, NSC, SSC...
Vận tải biển	-13.52%	PVT, VIP, VTO, VOS, GSP...
Sản xuất & khai thác dầu khí	-16.30%	GAS, PLC, PGS, PGC, PVG...
Thiết bị và dịch vụ y tế	-16.86%	JVC, DCL, DNM
Dịch vụ dầu khí	-17.55%	PVD, PVS, PVC

Đóng góp đến điểm số của VNINDEX từ 10 mã có tác động mạnh nhất

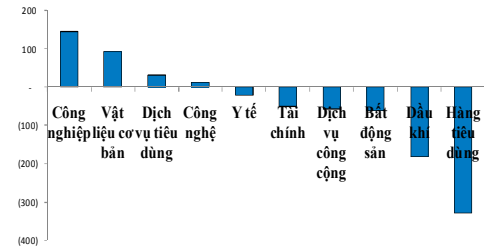
Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
SSI	+0.26
CTD	+0.25
HCM	+0.19
BMP	+0.13
HRC	+0.11
Mã đóng góp tiêu cực	Tác động đến chỉ số
VCB	-10.42
GAS	-10.11
CTG	-6.33
MSN	-3.75
KDC	-3.18

Thị trường chứng khoán trong tháng 8 chứng kiến đà lao dốc trên diện rộng với biên độ sâu trên cả 2 sàn. Tính chung cho cả tháng, chỉ số VNINDEX và HNXINDEX giảm lần lượt -9,1% và 9,7% về điểm số trong khi giảm lần lượt -18,1% và -20,9% về thanh khoản. Nguyên nhân chính của đợt giảm điểm này đến từ tâm lý lo ngại về bất ổn tài chính toàn cầu, cùng với đó là sự thất vọng của nhà đầu tư khi Hiệp định TPP không thể kết thúc và việc danh sách mở room đối với các ngành nghề có điều kiện vẫn chưa được công bố. Đỉnh điểm của đợt suy giảm trong tháng 8 diễn ra vào phiên ngày 24/08 sau khi Trung Quốc phá giá mạnh đồng Nhân Dân Tệ khiến TTCK toàn cầu lao dốc. Giai đoạn cuối tháng 8, thị trường trải qua 4 phiên phục hồi khá mạnh với sự dẫn dắt của cổ phiếu ngành dầu khí nhờ đà hồi phục của giá dầu thế giới và ngành chứng khoán nhờ thông tin liên quan đến việc mở room khối ngoại.

Xét về diễn biến các nhóm ngành (theo phân ngành ICB) trong tháng 8, nhìn chung nhóm cổ phiếu ở top đầu tăng điểm nhẹ trong khi nhóm cuối điều chỉnh với biên độ khá mạnh. Nhóm ngành đồ uống có mức tăng tích cực nhất (+4,07%), với khá nhiều mã đầu ngành tăng điểm có thể kể đến VCF, THB, SCD và HAT..., tuy nhiên tất cả các mã này đều thuộc nhóm thanh khoản thấp và không chịu nhiều tác động của xu hướng thị trường chung. Đứng ở vị trí thứ 2 là cổ phiếu của ngành chứng khoán (+1,02%), nhờ được hỗ trợ từ thông tin mở room khối ngoại lên 100%. Diễn biến tăng của nhóm này chỉ đến từ mã đầu ngành HCM với mức tăng 7,6% trong khi các mã còn lại như SSI, VND, BVS...giảm điểm nhẹ. Ở chiều ngược lại, nhóm cổ phiếu dịch vụ dầu khí giảm điểm sâu nhất (-17,55%) do đà giảm sâu của giá dầu thế giới trong giai đoạn tháng 7, tháng 8. Giai đoạn cuối tháng 8, nhóm cổ phiếu này phục hồi nhờ giá dầu bật tăng trở lại, tuy nhiên mức độ hồi phục là không đáng kể so với số điểm đã mất trước đó. Nhóm cổ phiếu Thiết bị và dịch vụ y tế giảm sâu thứ 2 (-17,55%) chủ yếu do đà giảm sâu của mã đầu ngành JVC.

Khối ngoại bán ròng với giá trị thấp

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

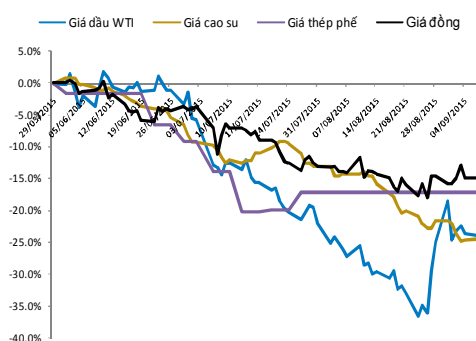


Khối ngoại chuyển sang bán ròng trong tháng 8 sau khi mua ròng liên tiếp 4 tháng trước đó. Tuy nhiên, giá trị bán ròng của khối này ở mức thấp, đạt hơn 374 tỷ đồng trên sàn HoSE. Diễn biến bán ròng của khối này trong tháng 8 có nguyên nhân lớn xuất phát từ động thái phá giá đồng Nhân Dân Tệ và tín hiệu suy giảm của nền kinh tế Trung Quốc. Nhìn chung, với việc NHNN điều chỉnh tỷ giá khá mạnh tay trong tháng 8 cùng với thông điệp giữ nguyên tỷ giá ít nhất từ nay đến hết năm, BVSC cho rằng nhiều khả năng khối này sẽ có giao dịch cân bằng hơn trong lúc chờ

Top các mã được mua bán ròng qua giao dịch khớp lệnh của nhà ĐTNN tại HSX trong tháng 8

Top 5 stocks in net buying	value (bil VND)
BID	120,560,808
SSI	115,884,521
DXG	58,042,056
DPM	57,088,742
HHS	55,456,529
Top 5 stocks in net selling	value (bil VND)
PVD	-117,145,456
KBC	-126,829,544
SBT	-148,814,573
VCB	-160,098,149
VIC	-176,348,554

Biến động một số loại hàng hóa tiêu biểu trong 3 tháng trở lại đây (theo %)



đội thông tin mới từ kỳ họp của FED cũng như các số liệu liên quan đến tăng trưởng kinh tế ở Trung Quốc.

Xét riêng giao dịch khớp lệnh, khối này mua ròng mạnh các mã ngành công nghiệp (HTI, CTD, SAM...), vật liệu cơ bản (DPM, HSG...) trong khi bán mạnh các mã ngành hàng tiêu dùng (SBT, KDC, HVG...) và bất động sản (VIC, PDR, ITA...). Ngoài ra, các mã BID, SSI, DXG được mua ròng mạnh nhất trong tháng 8 trong khi VIC, VCB, SBT bị bán ròng mạnh.

Chủ đề của tháng: Tác động của việc suy giảm giá hàng hóa đến doanh nghiệp

Theo quan sát của chúng tôi, thị trường hàng hóa chứng kiến sự sụt giảm mạnh trong giai đoạn từ đầu tháng 6 cho đến nay ở hầu hết các mặt hàng. Nguyên nhân chủ yếu của đợt sụt giảm này bắt nguồn từ việc nguồn cung dồi dào và khá dư thừa trong khi tổng cầu có dấu hiệu suy yếu, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm đáng kể so với các dự báo từ đầu năm. Diễn biến trên của thị trường hàng hóa sẽ tác động đáng kể đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong các quý cuối năm:

- Giá dầu đã hồi phục trong khoảng 2 tuần trở lại đây sau lời kêu gọi cắt giảm sản lượng của OPEC nhưng **tính từ thời điểm đầu tháng 6 cho đến nay, giá dầu WTI vẫn chịu mức sụt giảm 24%**. Nguyên nhân quan trọng của đợt suy giảm giá dầu này bắt nguồn từ lo ngại về sự giảm tốc về tăng trưởng của quốc gia nhập khẩu dầu lớn nhất thế giới, Trung Quốc, vốn được dự báo sẽ đi kèm với sự sụt giảm mạnh về tiêu thụ nhiên liệu. Đây cũng là lý do cơ bản khiến chúng tôi cho rằng sau một nhịp phục hồi, giá dầu nhiều khả năng sẽ còn quay lại xu hướng giảm trong thời gian tới.

Xét về tác động của giá dầu đến các ngành nghề cụ thể, diễn biến giảm của giá dầu khiến biên lợi nhuận của nhóm cổ phiếu ngành dầu khí chịu tác động mạnh, đặc biệt đối với các doanh nghiệp upstream do giá bán đầu ra bị điều chỉnh. Ngược lại, các doanh nghiệp ngành vận tải (PVT, VSC, VNS...) với chi phí đầu vào chủ yếu là xăng dầu, chiếm 40% đến 50% tổng chi phí, hay các doanh nghiệp nhựa (BMP, NTP...), phân đạm (DCM, DPM...) có khả năng kiểm soát giá đầu ra tốt sẽ được hưởng lợi từ diễn biến giảm của giá dầu.

- Bên cạnh dầu thô, **cao su cũng là mặt hàng có mức sụt giảm mạnh trong ba tháng trở lại đây (giảm 24,6%)**. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nguồn cung cao su tăng khá mạnh trong khi nhu cầu tiêu thụ có dấu hiệu chững lại, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế Trung Quốc tăng trưởng kém lạc quan. Bên cạnh đó, diễn biến giảm sâu của giá dầu thế giới cũng là nguyên nhân khiến giá cao su tự nhiên giảm do sản phẩm cao su tổng hợp với nguyên vật liệu chính từ

dầu rẻ đi đáng kể và tăng tính cạnh tranh. BVSC cho rằng ở thời điểm hiện tại có rất ít yếu tố hỗ trợ cho giá cao su trong ngắn hạn, khả năng phục hồi mạnh mẽ của giá cao su sẽ chỉ diễn ra nếu giá dầu phục hồi mạnh mẽ, cùng với đó là các quốc gia xuất khẩu cao su lớn trên thế giới cùng lên được lộ trình cụ thể về cắt giảm sản lượng.

Tại thời điểm tuần cuối tháng 8 vừa qua, giá cao su SVR 3L xuất khẩu chào bán của Việt Nam giảm xuống mức rất thấp, 1.370 USD/tấn, gây khó khăn lớn cho hoạt động sản xuất cao su trong nước. Các doanh nghiệp cao su thiên nhiên như DPR, PHR, TRC... đều ghi nhận lợi nhuận thuần từ đầu năm giảm 45% đến 75% so với cùng kỳ và xu hướng này sẽ còn tiếp diễn trong quý 3. Ngược lại, các doanh nghiệp sản xuất cao su sẽ được hưởng lợi từ diễn biến giảm của giá cao su giúp chi phí nguyên vật liệu giảm, đặc biệt ở các doanh nghiệp đầu ngành có khả năng kiểm soát tốt giá đầu ra (DRC, CSM, SRC).

- **Giá thép chứng kiến sự sụt giảm cả về đầu ra và đầu vào trong 2 năm qua, và tính riêng trong ba tháng trở lại đây, giá thép phế đã giảm 17,1%.**

Nguyên nhân chính đến từ nguồn cung dồi dào ở Trung Quốc trong khi nhu cầu tiêu thụ ở nước này suy giảm mạnh. Xét riêng trong năm nay, xuất khẩu thép ở Trung Quốc đã tăng hơn 100 triệu mét tấn, tạo sức ép lớn lên giá thép toàn cầu. Cùng với đó, giá quặng, nguyên liệu chính sản xuất thép, cũng đã sụt giảm mạnh từ 130 USD/tấn đầu năm 2014 xuống 70 USD/tấn cuối năm 2014 và tính đến tháng 4/2015 chỉ còn 45 USD/tấn.

Giá đầu ra của thép giảm nhưng giá đầu vào giảm nhiều hơn, khoảng cách giá ngày càng rộng, giúp các doanh nghiệp thép xử lý hàng tồn kho tốt thì vẫn có khả năng tạo lợi nhuận tốt. Đơn cử như POM sau năm quý liên tiếp lỗ lũy kế, quý 2/2015 ghi nhận lãi gần 19 tỷ đồng. HSG cũng ghi nhận lợi nhuận thuần tăng trong nửa đầu năm 2015 so với cùng kỳ năm ngoái. Ngược lại, một số doanh nghiệp thép không tận dụng được cơ hội, trong sáu tháng đầu năm lợi nhuận giảm khá nhiều so với cùng kỳ năm trước như TLH lợi nhuận thuần giảm 75,8%, DTL giảm 23,4%. Tiêu thụ thép Trung Quốc dự báo năm 2016 sẽ thu hẹp lại còn 1.5% qua đó cho thấy triển vọng về giá thép sẽ còn tiếp tục sụt giảm trong ngắn hạn. Diễn biến sụt giảm của giá thép, nguyên vật liệu chính cho ngành xây dựng, cũng đã giúp các doanh nghiệp bất động sản, hạ tầng xây dựng gặp nhiều thuận lợi do cắt giảm được chi phí.

- Ngoài ra, một diễn biến giá kim loại đáng chú ý khác là đồng cũng bị tác động lớn bởi các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế thế giới trong vòng ba tháng trở lại đây. **Tính từ giữa tháng 5/2015 tới nay, giá đồng mất giá liên tiếp qua các tuần, giảm xuống mức sâu nhất trong vòng tám tháng trở lại đây, lập đáy mới tại mức 4.935 USD/tấn vào ngày 28/06/2015.** Nguyên nhân chủ yếu cũng đến từ sự tăng trưởng nghèo nàn của Trung Quốc, hoạt động trong khu vực nhà máy của Trung Quốc sụt giảm với tốc độ nhanh nhất trong tháng 8 vừa

qua, nhu cầu trong nước và xuất khẩu đều giảm mạnh. Tâm lý thị trường ngày càng xấu làm tăng áp lực phức tạp đối với kim loại. Đồng Luân Đôn (London Metal Exchange – LME) đã mất giá 20% trong năm nay.

Nhờ việc giá bán đầu ra giảm chậm hơn giá đầu vào nên phần đông các doanh nghiệp trong 2 ngành dây cáp và thiết bị điện sẽ được hưởng lợi từ diễn biến trên, tiêu biểu có thể kể đến trường hợp của CAV, DQC, RAL

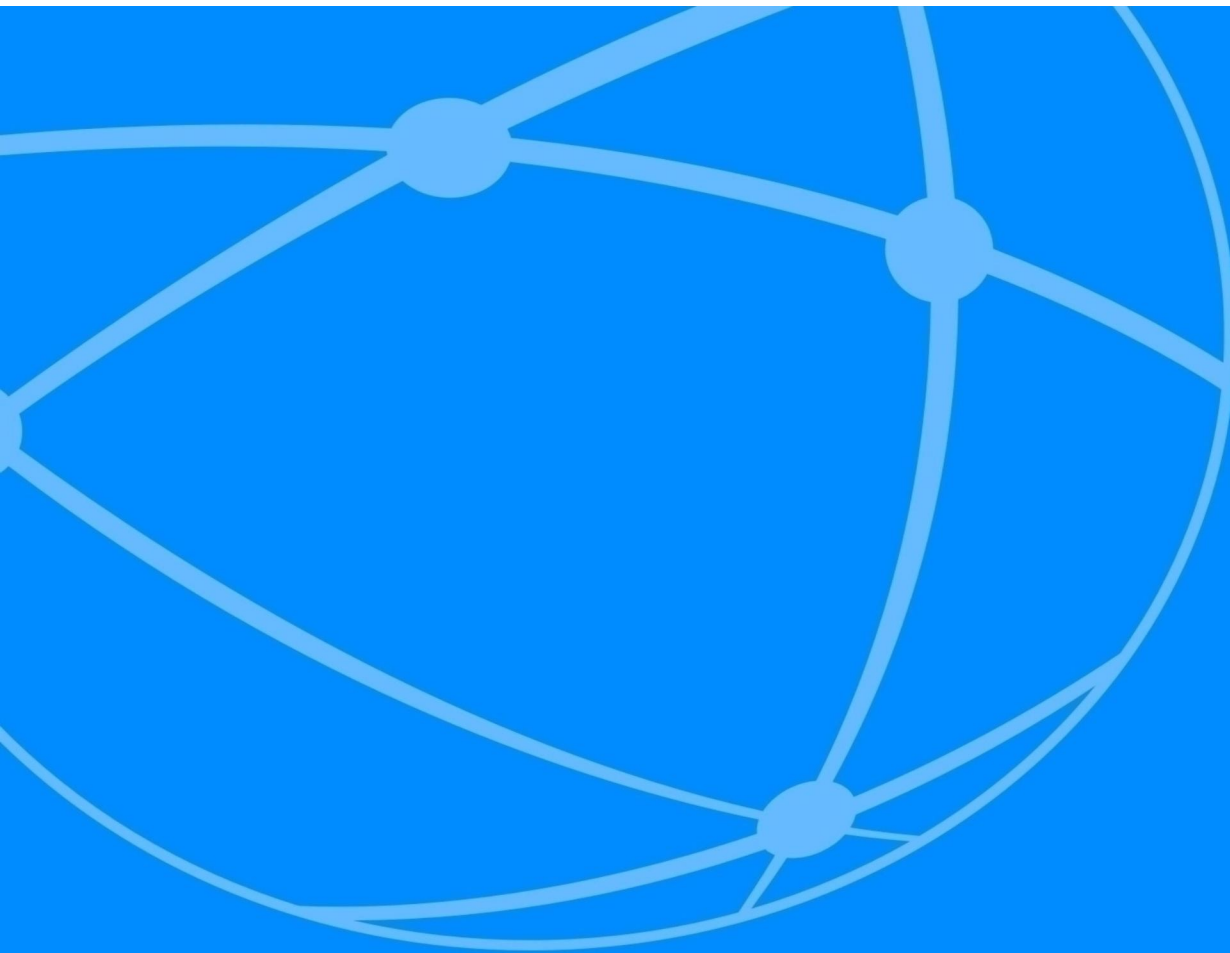
Dự báo và giới thiệu quan điểm đầu tư

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang dao động ở vùng giá hấp dẫn với P/E của chỉ số VNINDEX chỉ đạt 10,8 lần là mức khá rẻ so với tiềm năng tăng trưởng của nền kinh tế cũng như triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp trên sàn. Bên cạnh đó, việc đàm phán Hiệp định Thương mại Tự do TPP có thể được nối lại cùng với kỳ vọng danh mục các ngành nghề được mở room sẽ sớm được ban hành là yếu tố mang tính hỗ trợ cho thị trường trong tháng 9. Mặc dù vậy, vẫn tồn tại một số rủi ro có thể tác động tiêu cực đến diễn biến thị trường, nổi bật trong số đó là khả năng nâng lãi suất của FED hay diễn biến khó lường của đồng Nhân Dân Tệ. Trong kịch bản FED tiếp tục trì hoãn tăng lãi suất và đồng Nhân Dân Tệ diễn biến ổn định, chúng tôi kỳ vọng VNINDEX sẽ phục hồi tích cực trong nửa cuối tháng 9, dao động quanh vùng 580 sau giai đoạn điều chỉnh linh xình thanh khoản thấp nửa đầu tháng.

Cập nhật quan điểm đầu tư ngành

Ngành	Mã tiêu biểu	Triển vọng	Điểm đáng chú ý
Ngân hàng	VCB, CTG, BID...	Trung tính	<ul style="list-style-type: none"> - Tín hiệu tích cực của tăng trưởng tín dụng và lộ trình tái cơ cấu - Lợi nhuận đang trong giai đoạn phục hồi cùng với chu kỳ kinh tế - Tuy nhiên mặt bằng giá cổ phiếu đã lên mức cao tương đối với quan điểm ngắn hạn.
Bất động sản	VIC, KDH, DXG...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Mặt bằng lãi suất thấp tương đối kích thích nhu cầu mua nhà - Chính sách hỗ trợ của chính phủ cho phép người nước ngoài mua nhà và các gói tín dụng cho nhà ở thương mại. - Giá vật liệu xây dựng đang có xu hướng giảm
Dầu khí	GAS, PVS, PGS...	Trung tính	<ul style="list-style-type: none"> - Giá dầu quay đầu giảm mạnh trong giai đoạn gần đây sau khi Iran đạt được thỏa thuận về dỡ bỏ cấm vận xuất khẩu dầu thô. Rủi ro giá dầu tiếp tục sụt giảm vẫn hiện hữu. - Tuy nhiên mặt bằng giá cổ phiếu nhìn chung đã rơi xuống mức thấp. - Nhóm dịch vụ dầu khí có thể được hưởng lợi từ việc tăng sản lượng khai thác dầu trong 6 tháng cuối năm để bù thâm hụt ngân sách.

			<ul style="list-style-type: none"> - Các dự án lớn như Lô B Ô Môn, hóa dầu Long Sơn.. tạo ra nhiều nguồn việc cho nhóm doanh nghiệp downstream
Chứng khoán	SSI, HCM, VND, BVS...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Triển vọng KQKD khả quan xu hướng hồi phục của thị trường trong trung hạn - Tiềm năng từ chứng khoán phái sinh, giao dịch T0 và lộ trình mở room cho nhà đầu tư ngoại
Xuất khẩu	TCM, GMC, VHC, HVG...	Trung tính và mang tính chọn lọc tùy vào thị trường xuất khẩu	<ul style="list-style-type: none"> - Triển vọng hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do đã và sắp được ký kết - Tỷ giá có khả năng diễn biến không thuận lợi tại thời điểm Fed nâng lãi suất, đặc biệt đối với EUR, JPY.
Thép	HPG, VIS, POM...	Trung tính	<ul style="list-style-type: none"> - Hưởng lợi từ tín hiệu hồi phục của thị trường bất động sản - Tuy nhiên thận trọng với sức ép từ hàng nhập khẩu, đặc biệt sau khi các hiệp định FTA được ký kết và hàng giá rẻ từ Trung Quốc.
Điện	PPC, VSH...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Trong dài hạn, thị trường bán buôn và bán lẻ điện phát triển giúp lợi nhuận các doanh nghiệp tăng khi giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng lên - Thận trọng với các doanh nghiệp có thể chịu lỗ tỷ giá trong ngành như NT2, PPC...
Công nghệ thông tin	FPT, CMG, ELC...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Cơ hội tăng trưởng từ hội nhập. Hưởng lợi từ việc chi tiêu đầu tư tăng từ khối ngân hàng và Chính phủ. Dịch vụ 3G và các dịch vụ GTGT khác tăng trưởng tốt.
Logistics	GMD, VSC, DVP...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Triển vọng hưởng lợi từ việc ký kết các hiệp định thương mại tự do - Nhu cầu khá ổn định tại một số cảng nước sâu
Săm lốp	DRC, CSM...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu xăm lốp tăng có thể thấy từ tăng trưởng nhập khẩu ô tô tính từ đầu năm - Giá cao su sụt giảm khá mạnh trong khoảng 3 tháng trở lại đây



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

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

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

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

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Phân tích vĩ mô

Trần Hải Yến

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung

Ts. Bạch Ngọc Thắng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Phân tích chiến lược thị trường

Trần Đức Anh

tranducanh@baoviet.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn