



BÁO CÁO NĂM 2015
TRIỂN VỌNG 2016

THỬ THÁCH NIỀM TIN



TỔNG QUAN

Năm 2015 là một năm thành công đối với Việt Nam trên phương diện tăng trưởng GDP tiếp tục cải thiện, lạm phát xuống mức thấp kỷ lục, xuất khẩu và thu hút vốn đầu tư nước ngoài tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, tiến trình tái cơ cấu nền kinh tế diễn ra còn chậm và chưa đạt được nhiều chuyển biến thực sự rõ nét. Trong bối cảnh đó, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng đã đạt được những bước tiến nhất định cả về mặt chính sách lẫn tăng trưởng điểm số mặc dù dòng tiền có phần suy yếu do chịu tác động từ thông tư 36 và những yếu tố ngoại biên.

Kinh tế vĩ mô

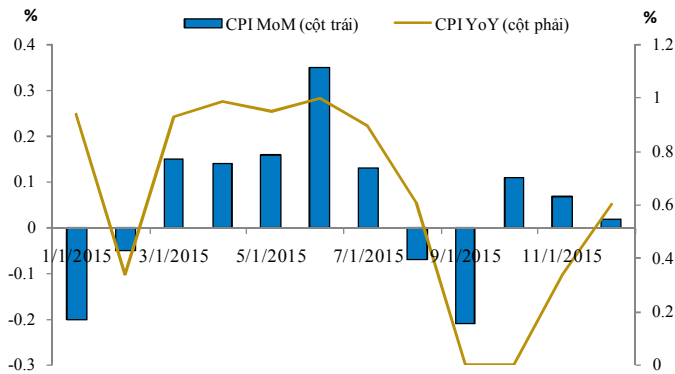
- Tăng trưởng GDP năm 2015 đạt 6,68%, mức cao nhất kể từ năm 2011 trở lại đây. Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục là trụ cột chính của tăng trưởng trong năm qua. Năm 2016, tăng trưởng GDP được dự báo sẽ đạt mức cao hơn với các động lực chính đến từ tiêu dùng hộ gia đình, đầu tư tư nhân và xuất khẩu. Chúng tôi dự báo tăng trưởng của Việt Nam trong năm nay có thể sẽ đạt mức 6,5-6,7%.
- Lạm phát bình quân năm 2015 có mức tăng thấp nhất trong vòng 14 năm qua (0,63%). Xuất khẩu duy trì được tốc độ tăng trưởng khá (8,1%), giải ngân vốn FDI tăng tốt (17,4%), tăng trưởng tín dụng vượt mục tiêu (đạt 17%) là những điểm sáng của kinh tế vĩ mô năm 2015. Dự báo năm 2016, các yếu tố trên nhiều khả năng sẽ tiếp tục có diễn biến tích cực với lạm phát ở mức 3-5%, xuất khẩu tăng trưởng 9-12% và thu hút vốn FDI tăng khoảng 10-12%.
- Thị trường ngoại hối được nhận định sẽ tiếp tục diễn biến phức tạp do sức ép giảm giá VND đến từ nhiều phía, đặc biệt là các yếu tố khách quan khó lường như việc FED tiếp tục lộ trình tăng lãi suất đồng USD và các động thái của Trung Quốc đối với tỷ giá USD/NDT. Trong kịch bản cơ sở, VND được dự báo sẽ mất giá thêm 3-4% so với USD trong năm 2016.
- Về mặt bằng lãi suất, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ có mức tăng khoảng 0,6-1% trong năm 2016 do tăng trưởng tín dụng được nới rộng hơn, lạm phát dự kiến cao hơn và mục tiêu duy trì sức hấp dẫn tương đối của VND so với USD.

Thị trường chứng khoán

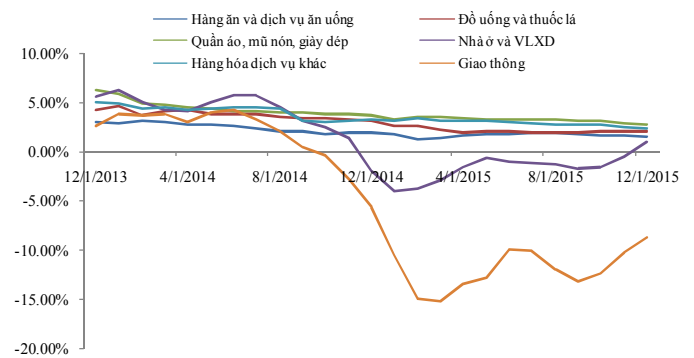
- Năm 2015, thị trường chứng khoán Việt Nam mặc dù trải qua nhiều biến động nhưng vẫn nằm trong xu hướng đi ngang chủ đạo khi chịu tác động bởi cả những thông tin tích cực về mặt chính sách, vĩ mô trong nước, đi kèm với đó là những ảnh hưởng phần nhiều mang tính tiêu cực từ biến động của nền tài chính toàn cầu, mà tâm điểm là Trung Quốc và xu hướng lao dốc của giá dầu thế giới.
- Năm 2016, thị trường được dự đoán có xu hướng tăng điểm nhẹ với động lực đến từ đà tăng trưởng của nền kinh tế vĩ mô cũng như những chính sách có tính chất thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán của Chính phủ. Tuy nhiên, vẫn tồn tại những yếu tố rủi ro tác động đến thị trường như diễn biến tăng của lãi suất, biến động tỷ giá, suy giảm tăng trưởng kinh tế Trung Quốc... khiến đà tăng của thị trường khó có thể đột biến.
- BVSC cho rằng các nhóm ngành có tiềm năng tăng trưởng kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2016 gồm có chứng khoán, công nghệ thông tin, cảng biển, khu công nghiệp, điện, vật liệu xây dựng và mía đường do hưởng lợi từ chính sách và định hướng phát triển của Chính phủ, tác động tích cực từ các hiệp định thương mại tự do đã và sắp được ký kết, diễn biến hồi phục của nền kinh tế cùng với niềm tin người tiêu dùng được cải thiện.

PHẦN I: KINH TẾ VĨ MÔ

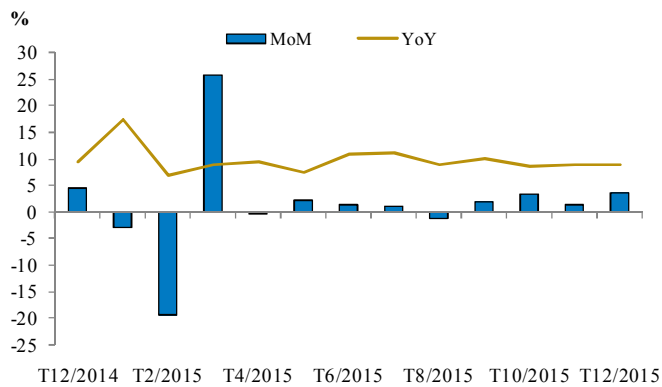
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



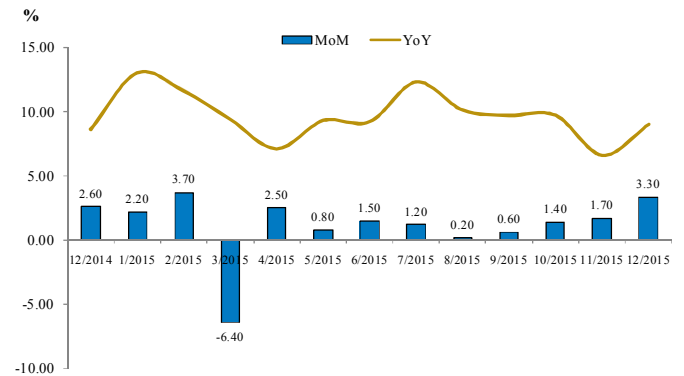
Diễn biến giá một số nhóm hàng



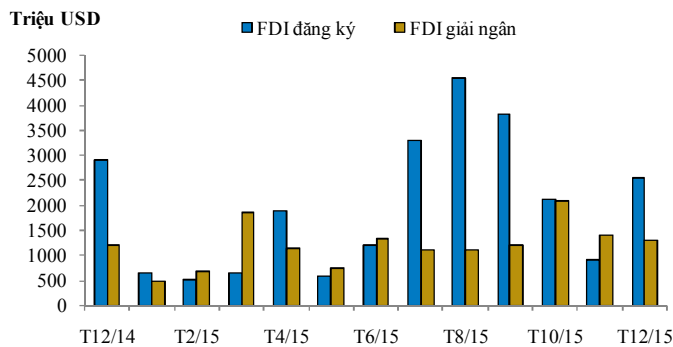
Chỉ số sản xuất công nghiệp



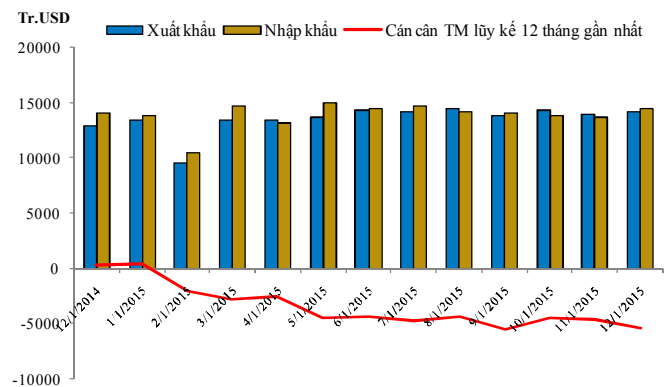
Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng



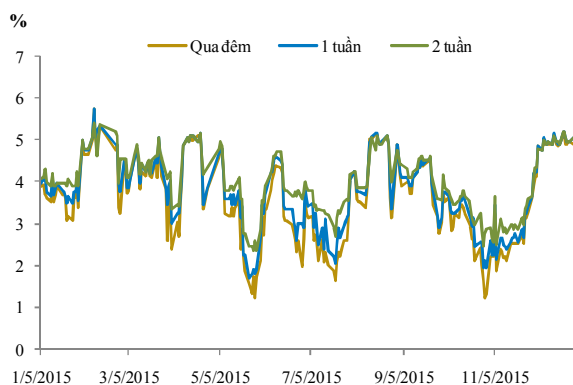
FDI



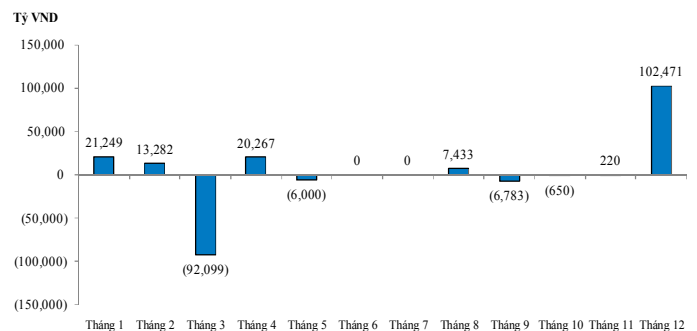
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



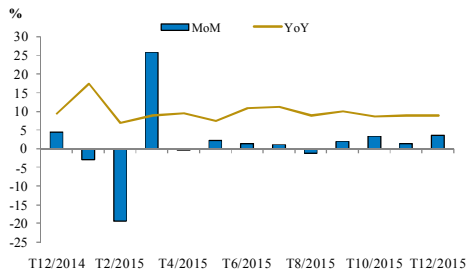
Thị trường OMO



Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

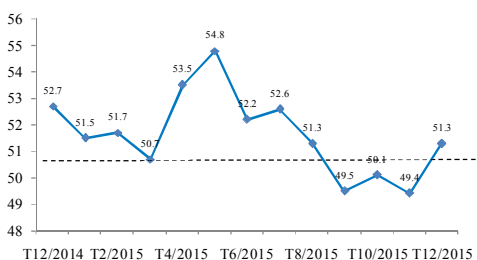
PHẦN I: KINH TẾ VĨ MÔ

Chỉ số sản xuất công nghiệp



Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

Chỉ số PMI



Nguồn: HSBC, Nikkei, BVSC

Tổng cung

Chỉ số sản xuất công nghiệp

Sản xuất công nghiệp trong năm 2015 tiếp tục cho dấu hiệu phục hồi rõ nét so với năm 2014. Tính chung cả năm 2015, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ước tính tăng 9,8% so với năm trước (cao hơn mức tăng 7,6% trong năm 2014), trong đó tốc độ tăng duy trì ở mức khá cao và ổn định qua từng quý (quý I tăng 9,3%; quý II tăng 10,2%; quý III tăng 9,3%; quý IV ước tính tăng 10%).

Đáng chú ý, trong các ngành công nghiệp cấp I, ngành công nghiệp chế biến chế tạo với tỷ trọng lớn nhất (chiếm 70% trong cơ cấu) có mức tăng cao, đạt 10,6% (cao hơn mức 8,7% của năm 2014). Ngoài ra, ngành khai khoáng cũng tăng 6,5% (vượt trội so với mức 2,4% của năm 2014). Chính sự chắc chắn trong tăng trưởng của ngành công nghiệp chế biến chế tạo và sự bật tăng của nhóm ngành khai khoáng đã giúp chỉ số sản xuất công nghiệp có sự hồi phục khả quan trong năm vừa qua.

Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI)

Hoạt động sản xuất của Việt Nam (thể hiện qua chỉ số PMI) có sự dao động khá lớn giữa các tháng trong năm 2015 (đi ngang trong quý I, tăng dần và đạt đỉnh vào tháng 5 sau đó liên tục đi xuống đến hết tháng 11 trước khi bật tăng mạnh trở lại trong tháng 12). Dù sự sụt giảm của PMI xuống dưới ngưỡng 50 điểm trong tháng 9 và tháng 11 đã ít nhiều gây ra lo ngại về sự giảm tốc của khu vực sản xuất nhưng xét trên bình diện chung cả năm, hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất vẫn cho thấy xu hướng mở rộng cho dù mức độ cải thiện trong từng tháng là khác nhau.

Ba chỉ số phụ quan trọng của PMI là số đơn đặt hàng mới, sản lượng và việc làm đều có sự khởi sắc, đặc biệt trong quý II trước khi dần chững lại trong nửa cuối năm 2015. Nhu cầu từ thị trường nước ngoài đối với hàng hóa của Việt Nam nhìn chung vẫn ổn định và có mức tăng nhẹ, gắn liền với sự phục hồi kinh tế của các đối tác thương mại lớn (xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng 17%, sang EU tăng 10,7% so với cùng kỳ). Ngoài ra, sự phục hồi của kinh tế trong nước cũng giúp các đơn đặt hàng từ thị trường nội địa gia tăng, kéo theo sự mở rộng về sản lượng và việc làm.

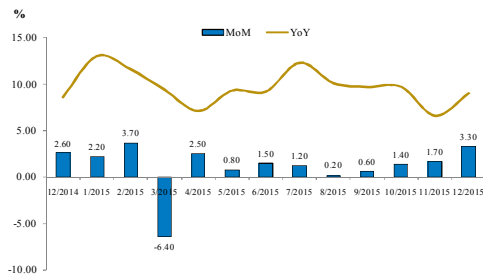
Như vậy về tổng thể, tổng cung trong năm 2015 tiếp tục cho thấy sự hồi phục so với năm 2014. Ngành công nghiệp chế biến chế tạo vẫn giữ vai trò đầu tàu, đóng góp quan trọng vào tốc độ tăng trưởng chung. Niềm tin vào triển vọng phục hồi kinh tế dần quay trở lại cộng thêm xu hướng giảm giá liên tục của các loại hàng hóa cơ bản trên thị trường thế giới đã giúp kích thích các doanh nghiệp mạnh dạn mở rộng sản xuất, tích trữ hàng tồn kho. Chúng tôi kỳ vọng tổng cung năm 2016 sẽ tiếp tục khởi sắc, tăng trưởng sản xuất công nghiệp ở mức 8-10%.

Tổng cầu

Tiêu dùng trong nước

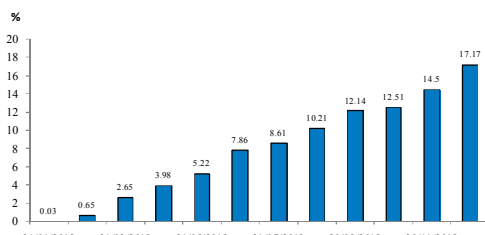
Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2015 tăng 9,5% YoY, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 8,4%, cao hơn so với mức tăng 8,1% của năm 2014. Về xu hướng, doanh số bán lẻ có xu hướng tăng tốt trong đầu quý I và quý IV

Doanh số bán lẻ HH và DV tiêu dùng



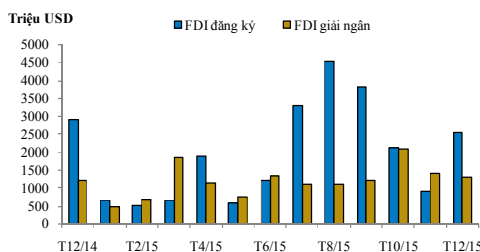
Nguồn: GSO, BVSC

Tăng trưởng tín dụng 2015



Nguồn: BVSC tổng hợp

Vốn FDI



Nguồn: GSO, BVSC

(tốc độ tăng trưởng từ 2-3% mỗi tháng), riêng trong quý III mức tiêu dùng khá thấp với tốc độ tăng mỗi tháng chỉ khoảng 1%.

Bước sang năm 2016, chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng hộ gia đình sẽ có mức tăng trưởng cao hơn nhờ mặt bằng giá cả tiếp tục ổn định và thu nhập của người lao động ngày càng có sự cải thiện. Chúng tôi dự báo tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ năm 2016 có thể tăng 12-14%, loại trừ yếu tố giá thì tăng 8-9%.

Đầu tư tư nhân

Tính đến ngày 21/12/2015, tăng trưởng tín dụng ước tính đạt mức 17,17% (cùng kỳ năm 2014 tăng khoảng 14%). Mức tăng này đã vượt 2% so với mục tiêu ban đầu mà NHNN đặt ra cho tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2015 (13-15%).

Về cơ cấu, đa phần tín dụng đã được rót vào các lĩnh vực sản xuất trực tiếp, thay vì chảy vào các lĩnh vực mang tính đầu cơ cao, như cho vay lĩnh vực nông nghiệp nông thôn đến tháng 12 ước tăng 11%; tín dụng cho lĩnh vực công nghệ cao đến hết tháng 10 tăng đột biến 45%. Đây đều là những lĩnh vực ưu tiên, được các NHTM áp dụng mức lãi suất rất ưu đãi, phổ biến từ 6-7%/năm.

Theo dự báo của chúng tôi, trong năm 2016, tín dụng có thể sẽ tiếp tục khởi sắc hơn do niềm tin của các doanh nghiệp đang dần quay trở lại trước đà hồi phục kinh tế. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm nay cũng được NHNN định hướng ở mức khá cao (lên tới 20%). Trong kịch bản tích cực, chúng tôi cho rằng mục tiêu này có thể đạt được nhưng điểm quan trọng là các ngân hàng vẫn cần chặt chẽ trong kiểm soát chất lượng tín dụng, tránh để nợ xấu tăng cao. Về cơ cấu, tín dụng được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh ở các lĩnh vực xuất khẩu, bất động sản, nông nghiệp-nông thôn, doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Đầu tư trực tiếp FDI

Thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài trong năm 2015 ước đạt 22,76 tỷ USD, tăng 12,5% so với năm 2014. Trong đó, vốn đăng ký mới đạt 15,58 tỷ USD; vốn đăng ký bổ sung đạt 7,18 tỷ USD. Về cơ cấu, vốn FDI đăng ký tiếp tục cho thấy xu hướng tích cực khi tập trung chủ yếu vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với 15,23 tỷ USD, chiếm 67% tổng vốn đăng ký; ngành sản xuất và phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí đạt 2,8 tỷ USD, chiếm 12,4%; ngành kinh doanh bất động sản đạt 2,4 tỷ USD, chiếm 10,5%; các ngành còn lại chiếm 10,2%. Về giải ngân, vốn FDI thực hiện trong năm 2015 ước đạt 14,5 tỷ USD, tăng 17,4% so với cùng kỳ năm trước.

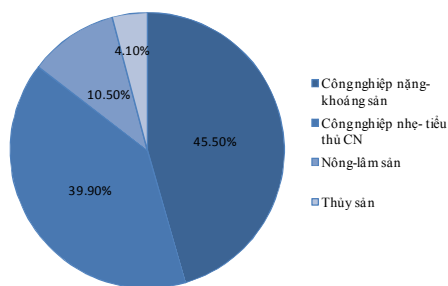
Bước sang năm 2016, việc thu hút vốn FDI được dự báo sẽ tiếp tục thuận lợi do tiến trình hội nhập ngày càng sâu rộng của Việt Nam, đặc biệt khi các Hiệp định TPP, FTA với EU chính thức được ký kết và có hiệu lực. Chúng tôi kỳ vọng thu hút và giải ngân vốn FDI trong năm 2016 sẽ có mức tăng trưởng khoảng 10-12% so với năm 2015.

Hoạt động xuất nhập khẩu

Xuất khẩu

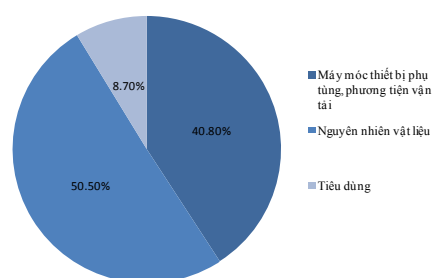
Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu năm 2015 ước đạt 162,4 tỷ USD - mức cao nhất từ trước tới nay và tăng 8,1% so với năm 2014. Nếu loại trừ yếu tố giá xuất khẩu giảm thì tốc độ tăng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu năm nay ước đạt 12,4% - xấp xỉ mức tăng của năm 2014.

Cơ cấu xuất khẩu 2015



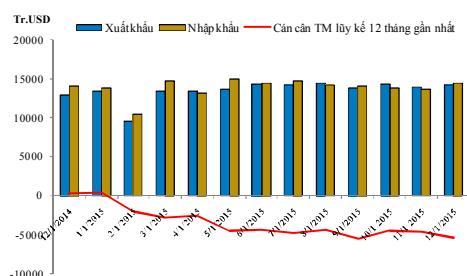
Nguồn: GSO, BVSC

Cơ cấu nhập khẩu 2015



Nguồn: GSO, BVSC

Cán cân thương mại



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực thuộc lĩnh vực công nghiệp vẫn duy trì tốc độ tăng khá tốt: điện thoại các loại và linh kiện tăng 30%; hàng dệt may tăng 8,2%; giày dép tăng 16%. Ngược lại, các mặt hàng thuộc nhóm nông sản và khoáng sản giảm khá mạnh cả về sản lượng và giá trị như: Cà phê giảm 24,3% sản lượng và giảm 27,8% giá trị; dầu thô lần lượt giảm 0,6% và 47,3%; than đá giảm 76,1% và 66,7%. Kim ngạch xuất khẩu thủy sản giảm 15,6% so với cùng kỳ. Riêng mặt hàng cao su mặc dù lượng xuất khẩu tăng 7,2% so với năm trước nhưng do giá trên thị trường thế giới giảm nên kim ngạch xuất khẩu giảm 13,6%.

Mặc dù xuất khẩu vẫn giữ được mức tăng khá trong năm qua nhưng tốc độ tăng của xuất khẩu trong năm 2015 là mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua, thể hiện sự khó khăn của kinh tế thế giới đang dần tác động rõ nét đến xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt ở khía cạnh giá. Ngoài ra, chúng tôi cũng khá quan ngại khi hoạt động xuất khẩu nói riêng và nền kinh tế nói chung của Việt Nam vẫn phụ thuộc nhiều vào khu vực nước ngoài. Điều này sẽ khiến cho Việt Nam luôn ở trạng thái bị động và dễ tổn thương khi các yếu tố ngoại quan thay đổi.

Nhập khẩu

Năm 2015, kim ngạch nhập khẩu ước đạt 165,6 tỷ USD, tăng 12% so với năm 2014. Nếu loại trừ yếu tố giá (chỉ số giá nhập khẩu giảm 5,8%) thì kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm 2015 tăng 18,9%, cao hơn mức tăng 13,2% của năm 2014

Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước tính đạt 49,3 tỷ USD, tăng 13 % so với năm 2014, chiếm 29% tổng kim ngạch nhập khẩu. Hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc chủ yếu vẫn là các mặt hàng tư liệu sản xuất như: máy móc thiết bị, dụng cụ, phụ tùng (tăng 15,6%); điện thoại các loại và linh kiện (tăng 11,5%)... Tiếp theo là Hàn Quốc với kim ngạch ước tính đạt 27,7 tỷ USD, tăng 27,4%; chiếm 16,7%. Đứng thứ ba là thị trường ASEAN ước tính đạt 23,8 tỷ USD, tăng 3,8% và chiếm 14,4%.

Triển vọng xuất nhập khẩu năm 2016

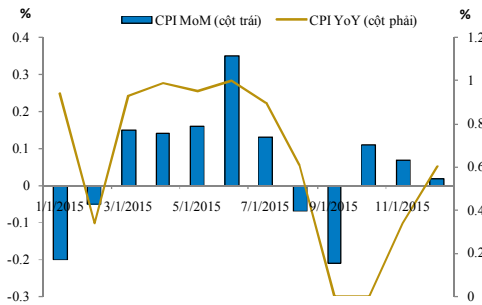
Về xuất khẩu, năm 2016 được hứa hẹn sẽ mang đến nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam do thị trường xuất khẩu lớn nhất của nước ta là Mỹ (chiếm 20%) dự kiến vẫn có mức tăng trưởng kinh tế tốt và là đầu tàu của kinh tế thế giới. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của nước ta sang thị trường này như dệt may, giày dép, đồ gỗ, hàng điện tử... được dự báo sẽ có mức tăng trưởng cao hơn so với năm 2015 khi hiệp định TPP chính thức có hiệu lực (dự kiến được các nước chính thức ký kết vào tháng 2, 2016). Các thị trường xuất khẩu khác như EU, Nhật Bản có thể sẽ không có nhiều cải thiện do hồi phục kinh tế tại các khu vực này khá yếu. Tuy nhiên, về cơ bản, dưới tác động của quá trình hội nhập ngày càng sâu rộng với việc hình thành cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) và một loạt các FTA được ký kết (FTA với Hàn Quốc, FTA với EU và trong tương lai gần là TPP), xuất khẩu của Việt Nam vẫn được đánh giá sẽ tiếp tục là một điểm sáng cho kinh tế Việt Nam. Trong kịch bản trung bình, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng của xuất khẩu trong năm 2016 sẽ ở mức 9-12%.

Về nhập khẩu, do ngành công nghiệp nhẹ trong nước còn mang nặng tính gia công nên hoạt động xuất khẩu tăng trưởng cũng sẽ kéo theo sự gia tăng trong nhập khẩu tư liệu sản xuất đầu vào. Ngoài các mặt hàng nhập khẩu mang tính truyền thống như máy móc thiết bị, nguyên phụ liệu dệt may, da giày; hóa chất; sắt thép..., chúng tôi còn khá lo ngại về khả năng các mặt hàng tiêu dùng từ các nước trong khối ASEAN

sẽ được tăng tốc nhập khẩu vào thị trường Việt Nam khi cộng đồng AEC chính thức được thành lập. Các dịch vụ hiện Việt Nam còn khá yếu kém như logistic, tài chính, ngân hàng, bán lẻ... thậm chí là cả lĩnh vực nhân lực cũng sẽ bị cạnh tranh gay gắt ngay trên thị trường nội địa. Do vậy, dự báo thâm hụt cán cân thương mại sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2016.

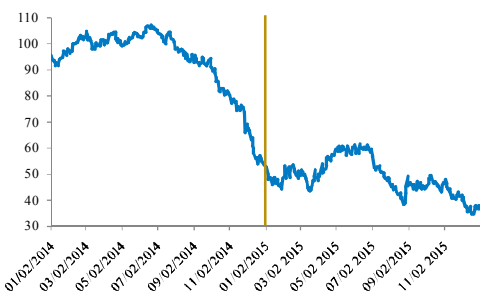
Lạm phát

Lạm phát



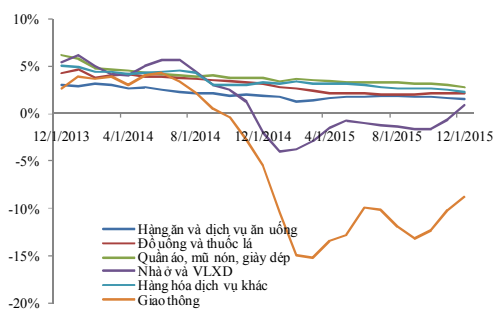
Nguồn: Bloomberg

Giá dầu thô WTI trên thị trường thế giới



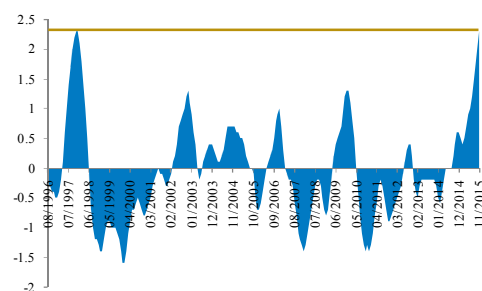
Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá các nhóm hàng hóa chính



Nguồn: GSO

Diễn biến chỉ số El Nino



Nguồn: Bloomberg

CPI tính đến cuối tháng 12/2015 tăng 0,6% so với cùng kỳ năm trước trong khi CPI bình quân năm 2015 tăng 0,63% so với bình quân năm 2014. Đáng chú ý, CPI dựa theo cả hai cách tính đều là mức thấp nhất trong vòng 14 năm trở lại đây. Ở một góc độ khác, nếu loại trừ biến động của nhóm lương thực – thực phẩm, năng lượng và các mặt hàng do Nhà nước quản lý bao gồm dịch vụ y tế và giáo dục, lạm phát cơ bản theo chỉ số CPI lõi bình quân của năm 2015 tăng 2,05% so với năm 2014.

Giá dầu thế giới tiếp tục giảm sâu

Đây là yếu tố đáng lưu ý nhất, mang tính thuận lợi cho diễn biến lạm phát trong năm 2015. So sánh mặt bằng giá trung bình cả năm, giá dầu thô WTI đã giảm xấp xỉ 47%, từ mức bình quân xấp xỉ 93 USD/thùng của năm 2014 chỉ còn gần 49 USD/thùng cho năm 2015. Tình trạng dư thừa nguồn cung với cuộc cách mạng dầu đá phiến của Mỹ và nỗ lực giữ thị phần của các nước OPEC trong khi nhu cầu năng lượng từ Trung Quốc giảm sút là những nguyên nhân chính khiến giá dầu lao dốc.

Do là một nước nhập khẩu xăng dầu thành phẩm nên giá xăng dầu tại Việt Nam cũng được điều chỉnh giảm, kéo theo chỉ số giá của nhóm nhà ở-vật liệu xây dựng và nhóm giao thông năm 2015 so với năm trước lần lượt giảm 1,62% và 11,92%. Giá gas sinh hoạt trong nước bình quân năm 2015 giảm 18,6% so với năm 2014.

Giá lương thực, thực phẩm trên thị trường thế giới và trong nước cùng chung xu hướng giảm

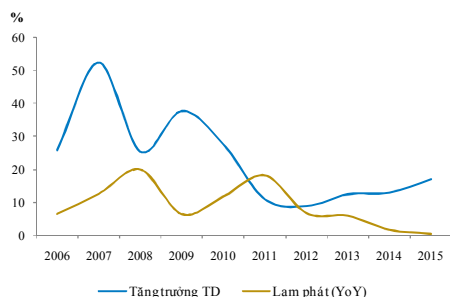
Diễn biến giảm của giá xăng dầu giúp ổn định giá các mặt hàng lương thực, thực phẩm do tác động đến giá thành và chi phí vận chuyển. Bên cạnh đó, nguồn cung trong năm khá dồi dào; sản lượng lương thực của thế giới tăng cùng sự cạnh tranh của các nước xuất khẩu gạo lớn như Thái Lan, Ấn Độ nên xuất khẩu gạo của Việt Nam gặp nhiều khó khăn. Bình quân 11 tháng năm nay, giá gạo xuất khẩu của Việt Nam giảm 30,74 USD/tấn so với cùng kỳ năm trước. Xuất khẩu gạo gặp khó khăn đã tác động đến giá bán buôn, bán lẻ gạo trong nước giảm theo; chỉ số giá nhóm lương thực năm 2015 giảm 1,06% so với năm 2014.

Dự báo lạm phát 2016

Chúng tôi cho rằng diễn biến lạm phát năm 2016 sẽ khó duy trì ở mức thấp như trong hai năm vừa qua và cần được theo dõi sát do có một số yếu tố rủi ro tiềm ẩn.

- Mặt bằng so sánh giá cả năm 2015 ở mức rất thấp trong lịch sử sau một nhịp giảm sâu, do đó trong năm 2016 giá cả hàng hóa chỉ cần tăng nhẹ trở lại cũng có thể khiến CPI tăng đáng kể. Thêm vào đó, diễn biến của chỉ số El Nino (đo lường mức độ biến động các hiện tượng thời tiết bất thường của quy luật El Nino hàng năm) cho thấy hiện tượng này đang quay lại mức đỉnh điểm của năm 1997 và có thể còn tiếp tục gia tăng cường độ trong năm 2016 đồng thời đạt mức kỷ lục từ khi theo dõi. Hiện tượng này có thể làm ảnh hưởng đến nguồn cung các sản phẩm nông nghiệp và cũng là một cơ sở

Tăng trưởng TD và lạm phát của Việt Nam



Nguồn: NHNN, GSO

để dự báo về một diễn biến hồi phục của giá nông sản trong năm 2016.

- NHNN đã thực thi chính sách nới lỏng tiền tệ được hơn 1 năm qua, qua đó tạo ra mặt bằng lãi suất tiền gửi khá thấp (thấp nhất trong 10 năm trở lại đây). Ảnh hưởng có độ trễ của chính sách nới lỏng cung tiền, mặc dù không quá lớn như trong các giai đoạn trước năm 2011 nhưng cũng có thể góp phần làm cho lạm phát 2016 tăng trở lại so với năm 2015.
- Tăng trưởng GDP tiếp tục được cải thiện giúp cho thu nhập của hộ gia đình tăng lên, tác động tới kênh truyền dẫn là cầu tiêu dùng tăng và góp phần làm giá cả hàng hóa tăng trở lại.

Dựa trên những phân tích định tính này và kết hợp với kết quả của mô hình định lượng dựa trên một số yếu tố dự báo về giá cả hàng hóa thế giới (theo IMF) và tăng trưởng cung tiền 18-20% cho năm sau, chúng tôi **dự đoán mức tăng chỉ số CPI của năm 2015 sẽ dao động từ 3-5%.**

Tăng trưởng GDP

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) năm 2015 ước tính tăng 6,68% so với năm 2014, trong đó quý I tăng 6,12%; quý II tăng 6,47%; quý III tăng 6,87%; quý IV tăng 7,01%. Mức tăng này vượt kế hoạch đặt ra từ đầu năm và cũng là mức tăng cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Cùng với xu hướng hồi phục nhẹ của hai năm 2013-2014, tín hiệu tăng tốc trong năm 2015 được xem là một trong những cơ sở cho thấy khả năng nền kinh tế đã quay lại chu kỳ tăng trưởng ổn định.

Công nghiệp và xây dựng tiếp tục giữ vai trò đầu tàu tăng trưởng

Khu vực công nghiệp và xây dựng có sự bứt phá trong năm 2015 với mức tăng 9,64%, đứng trên khu vực dịch vụ (tăng 6,33%) đồng thời cao hơn nhiều mức tăng 6,42% của năm trước, đóng góp 3,2 điểm phần trăm vào mức tăng chung của chỉ số GDP.

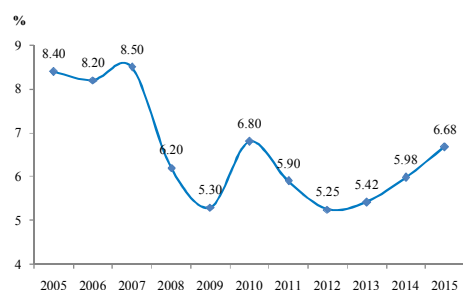
Trong khu vực công nghiệp và xây dựng, ngành công nghiệp tăng 9,39% so với năm trước, trong đó công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 10,6%, cao hơn nhiều mức tăng của một số năm trước và góp phần quan trọng trong mức tăng trưởng chung. Ngành khai khoáng tăng 6,5%; ngành xây dựng đạt mức tăng 10,8% so với năm trước và đây cũng là mức tăng cao nhất kể từ năm 2010.

Chúng tôi cũng lưu ý, trong đà tăng của ngành công nghiệp và xây dựng, ngoài tín hiệu hồi phục đáng kể của ngành xây dựng do được hưởng lợi bởi sự hồi phục của thị trường bất động sản thì hai cấu thành có mức tăng trưởng tương đối đột biến khác là công nghiệp chế biến, chế tạo và khai khoáng (đã được đề cập ở trên trong phần chỉ số sản xuất công nghiệp). Trong bối cảnh giá dầu giảm sâu, việc tăng sản lượng khai thác các sản phẩm dầu mỏ và đặc biệt là khí hóa lỏng để bù đắp nguồn thu đã tạo động lực tăng trưởng cho ngành khai khoáng. Đối với ngành công nghiệp chế biến - chế tạo, các cấu thành về sản xuất linh kiện điện tử và đặc biệt là sản phẩm điện tử dân dụng (tivi tăng 51,2%; điện thoại di động tăng 31,6%), xuất phát phần lớn từ các doanh nghiệp FDI, đóng vai trò là động lực chính.

Nông lâm thủy sản gặp nhiều khó khăn

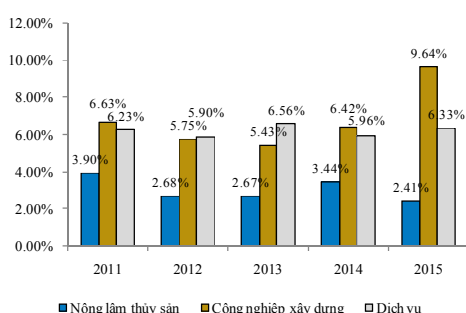
Trong mức tăng 6,68% của toàn nền kinh tế, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,41%, chỉ đóng góp 0,4 điểm phần trăm vào mức tăng chung. Đây cũng là mức

Tăng trưởng GDP của Việt Nam



Nguồn: GSO

Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO

tăng thấp nhất của khu vực này trong những năm gần đây và thấp hơn đáng kể so với mức 3,44% của năm 2014.

Trong khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản, ngành lâm nghiệp có mức tăng cao nhất với 7,69%; ngành nông nghiệp mặc dù tăng thấp ở mức 2,03% do ảnh hưởng của thiên tai, hạn hán, nhưng lại chiếm tỷ trọng lớn nhất trong khu vực này (chiếm khoảng 75%); ngành thủy sản tăng 2,80%, là mức tăng trưởng thấp nhất trong 5 năm qua do đối mặt với nhiều khó khăn về thời tiết, dịch bệnh, giá cả, biến động tỷ giá và thị trường tiêu thụ sản phẩm.

Dự báo tăng trưởng GDP 2016

Với những tín hiệu hồi phục ngày một rõ nét hơn của nền kinh tế, chúng tôi đặt niềm tin Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng khả quan trong năm 2016 dựa trên 3 động lực chính.

- Điểm chúng tôi kỳ vọng nhất cho động lực tăng trưởng kinh tế không chỉ trong năm 2016 mà còn trong cả giai đoạn 3-5 năm tới là lộ trình hội nhập của các hiệp định thương mại tự do đã và sắp được ký kết, điển hình là AEC, Asean +6, VEFTA, VKFTA, và đặc biệt là TPP. Cơ hội sẽ mở ra cho tất cả các thành phần của nền kinh tế nói chung nhưng vai trò đầu tàu vẫn sẽ thuộc về các doanh nghiệp FDI, với làn sóng chuyển dịch đầu tư, cơ sở sản xuất để được hưởng lợi từ các hiệp định thương mại và những lợi thế về nguồn nhân công giá rẻ của Việt Nam.
- Tiêu dùng hộ gia đình và đầu tư tư nhân được dự báo sẽ phục hồi mạnh hơn. Với những tín hiệu khởi sắc của tăng trưởng GDP các năm qua, thu nhập hộ gia đình cũng tăng lên và hỗ trợ cho cầu tiêu dùng nội địa. Cùng với đó, diễn biến bình ổn của nền kinh tế vĩ mô với mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý sẽ kích thích nhu cầu đầu tư tư nhân.
- Động lực thứ ba đến từ kết quả bước đầu của công cuộc tái cơ cấu nền kinh tế, với trọng tâm là cải cách hệ thống tài chính ngân hàng, cải cách doanh nghiệp nhà nước, và cải cách đầu tư công. Bên cạnh đó là những đổi mới trong cơ chế điều hành lãi suất và tỷ giá mang tính thị trường cao hơn, giúp nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế.

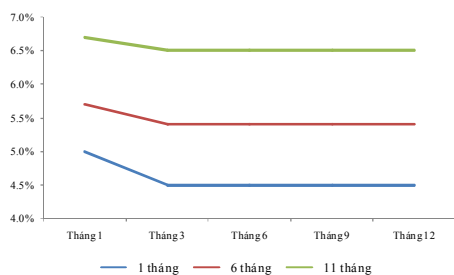
Theo kết quả của mô hình định lượng, đã bao hàm việc điều chỉnh rủi ro suy giảm của các yếu tố đột biến trong năm 2015, chúng tôi dự báo trong kịch bản trung bình, **GDP 2016 của Việt Nam sẽ tăng 6,5-6,7%.**

Lãi suất

Diễn biến lãi suất 2015

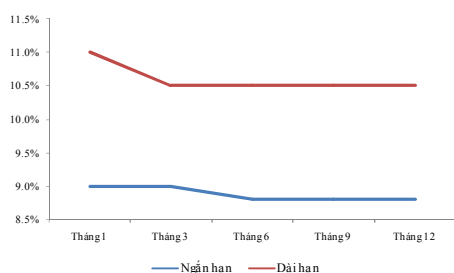
Lãi suất huy động và cho vay được điều chỉnh giảm, nhưng có sự khác biệt giữa các kỳ hạn. Thống kê lãi suất của NHNN hàng tháng cho thấy lãi suất các kỳ hạn ngắn bắt đầu được điều chỉnh giảm kể từ cuối tháng 3. Kỳ hạn được điều chỉnh mạnh nhất là kỳ hạn 1 tháng, giảm 50 điểm phần trăm, từ 5% xuống 4,5%. Kỳ hạn 6 tháng được điều chỉnh giảm 30 điểm phần trăm, từ 5,7% xuống 5,4%, và kỳ hạn dưới 12 tháng được điều chỉnh giảm 20 điểm phần trăm, từ 6,7% xuống 6,5%. Nhìn chung mặt bằng lãi suất được điều chỉnh giảm không nhiều, và kể từ cuối tháng 3 lãi suất được duy trì ổn định cho đến hết năm. Ở đầu ra của lãi suất, các ngân hàng thương mại quốc doanh đã phát đi tín hiệu giảm lãi suất cho vay dài hạn ngay từ

Lãi suất huy động



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lãi suất cho vay



Nguồn: Bloomberg, BVSC

cuối tháng 3, từ 11% xuống 10,5% cho mức cận trên đối với hoạt động sản xuất kinh doanh thông thường. Trong khi đó, lãi suất cho vay ngắn hạn chỉ được điều chỉnh giảm chậm hơn kể từ cuối tháng 6, từ 9% xuống 8,8%.

NHNN không tăng lãi suất trong nửa cuối năm, mặc dù tín dụng có những thời điểm căng thẳng cục bộ trên thị trường liên ngân hàng. Có hai nguyên nhân giải thích cho quyết định này của NHNN. Thứ nhất, NHNN muốn ưu tiên hơn cho việc đạt mục tiêu tăng trưởng tín dụng của cả năm. Việc đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng có một ý nghĩa quan trọng do nó là một chỉ báo quan trọng cho thấy nền kinh tế đã phục hồi sau giai đoạn suy thoái. Qua đó NHNN không muốn làm thị trường thất vọng bằng cách tăng lãi suất. Thứ hai, lạm phát cuối năm luôn được duy trì ở mức thấp, dưới 1%, cho nên với mức lãi suất danh nghĩa hiện tại, lãi suất thực tế (sau khi trừ lạm phát) đã được duy trì ở mức cao.

Thị trường tín dụng năm 2015 đã một lần nữa khẳng định tăng trưởng tín dụng đã quay trở lại sau khi suy giảm mạnh cách đây hai năm. Tín dụng vào cuối năm 2015 dự kiến tăng khoảng 18% so với cuối năm 2014. Đà tăng trưởng tín dụng này tiếp nối kết quả đạt được của năm 2014, 14%, sau khi suy giảm mạnh vào năm 2013, 3%. Tín dụng hồi phục cộng với mặt bằng lãi suất ổn định là hai yếu tố quan trọng cho thấy thị trường tiền tệ đã bước vào giai đoạn ổn định, tạo tiền đề quan trọng cho tăng trưởng trong trung hạn của nền kinh tế. Một yếu tố quan trọng khác giúp thị trường tiền tệ ổn định là nợ xấu trong toàn hệ thống ngân hàng đã giảm xuống 2,72% tổng dư nợ tín dụng vào thời điểm cuối tháng 11/2015, giảm mạnh so với mức đỉnh điểm trên 17% vào năm 2012. Tuy nhiên, thách thức trong điều hành thị trường tiền tệ đối với NHNN trong năm 2016 vẫn rất lớn khi tăng trưởng tín dụng hồi phục cũng đồng thời tạo ra quán tính tăng thêm lớn hơn cho những năm sau, gây áp lực lên mặt bằng lãi suất và lạm phát. Năm 2016 là năm mở đầu cho kế hoạch tăng trưởng 5 năm 2016-2020. Chính phủ đã đặt ra mục tiêu tăng trưởng GDP 6,5-7%, đồng thời duy trì lạm phát mục tiêu mở mức 5-7% trong giai đoạn 5 năm này. Áp lực lên thị trường tiền tệ là rất lớn nếu Chính phủ muốn đạt được mục tiêu tăng trưởng cao này.

Dự báo lãi suất 2016

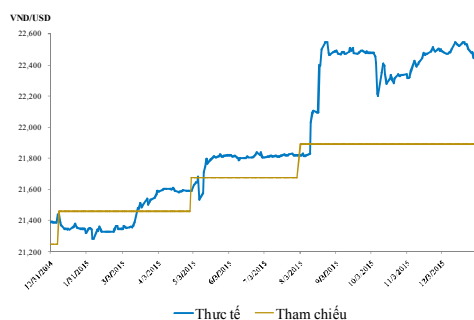
Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động và cho vay sẽ tăng tăng thêm 0,6-1%/năm trong năm 2016. Có ba lý do giải thích cho áp lực gia tăng lãi suất trong năm. Thứ nhất, tín dụng tăng trưởng mạnh trong năm 2015 sẽ buộc các ngân hàng phải điều chỉnh tăng lãi suất huy động để có thể thu xếp đủ vốn vay cho năm 2016, năm mở đầu của kế hoạch tăng trưởng 5 năm 2016-2020. Thứ hai, lạm phát sẽ được điều chỉnh dần theo kỳ vọng 5-7% cho giai đoạn 2016-2020, và đây sẽ là cơ sở để tăng lãi suất danh nghĩa. Thứ ba, NHNN cần duy trì một độ rộng hợp lý cho lãi suất VND so với USD, và việc Fed dự kiến điều chỉnh lãi suất tăng thêm 1% trong năm 2016 sẽ gây áp lực tăng lãi suất VND.

Tỷ giá

Diễn biến tỷ giá 2015

Tỷ giá diễn biến rất bất ngờ trong 6 tháng đầu năm 2015. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) mở đầu năm 2015 bằng một cam kết cứng không giá tiền đồng quá 2% trong năm. Cam kết này có mục tiêu định hướng kỳ vọng mất giá tiền đồng trên thị trường ngoại hối, và được dựa trên số liệu quá khứ bình ổn của tỷ giá trong hai năm

Diễn biến tỷ giá



Nguồn: Bloomberg, BVSC

trước đó; tiền đồng mất giá dưới 2% do với đô la Mỹ. Tuy nhiên, nửa đầu năm chúng kiến những biến động mạnh của tỷ giá sát mức trần trong biên độ cho phép $\pm 1\%$. Điều này đã dẫn đến hai quyết định phá giá tiền đồng của NHNN trong 6 tháng đầu năm 2015. Ngay trong đầu tháng 1/2015 NHNN đã quyết định nâng tỷ giá tham chiếu giao dịch USD/VND trên thị trường liên ngân hàng thêm 1%, lên mức 21.458 đồng đổi được một đô la Mỹ. Vào đầu tháng 5/2015 NHNN tiếp tục phá giá VND thêm 1%, bằng cách nâng tỷ giá tham chiếu trên thị trường liên ngân hàng, nhưng vẫn giữ nguyên biên độ giao dịch $\pm 1\%$ kể từ đầu năm. Như vậy, chỉ trong 6 tháng đầu năm NHNN đã sử dụng hết dư địa theo cam kết đầu năm cho tỷ giá. Có hai lý do giải thích cho quyết định gấp gáp này của NHNN. Thứ nhất, trên thị trường ngoại hối quốc tế USD đã bắt đầu lên giá so với các đồng tiền chủ chốt khác kể từ từ Quý 3/2014 sau khi Fed đưa ra kế hoạch bình thường hóa (nâng) lãi suất. VND cũng không nằm ngoài áp lực mất giá khi nền kinh tế Việt Nam đã hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới (tổng kim ngạch xuất nhập khẩu trung bình trên 160% GDP giai đoạn 2011-2015). Thứ hai, NHNN dường như tự tin hơn vào khả năng can thiệp trên thị trường ngoại hối khi kho dự trữ ngoại hối được tích lũy tăng cao sau một số năm có thặng dư thương mại. Tuy nhiên, điều này chỉ phản ánh được việc NHNN đưa ra cam kết cứng vào đầu năm nhưng không giúp bình ổn tỷ giá khi có những biến động lớn.

Tỷ giá chịu sức ép từ chính những quyết định phá giá tiền tệ của các nước trong khu vực. Ngân hàng trung ương của các nước lớn thường có những hoạt động phối hợp điều hành chính sách tiền tệ nhằm đạt được mục tiêu ổn định thị trường và tạo nền tảng cho tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Tuy nhiên, cũng không loại trừ việc phá vỡ luật chơi của một số nước gây nên những xáo trộn ngắn hạn trên thị trường tài chính toàn cầu. Trong tháng 8, Ngân hàng trung ương Trung Quốc đã có ba lần phá giá CNY trong ba ngày liên tiếp kể từ 11/8 với tổng mức phá giá danh nghĩa là 4,5%. Quyết định này của Trung Quốc đã gây xáo trộn lớn trên thị trường tài chính thế giới, bởi đây là đợt điều chỉnh USD/CNY mạnh nhất trong 10 năm, kể từ khi nước này bắt đầu thả nổi (có quản lý) CNY. Do những biến biến quốc tế bất lợi đến từ quyết định phá giá của Trung Quốc, tỷ giá USD/VND đã điều chỉnh tăng mạnh lần lượt là 0,9% và 1,4% trong hai ngày 12/8 và 19/8. Hai đợt tăng mạnh này của tỷ giá trên thị trường xuất phát từ hai lần điều chỉnh tỷ giá của SBV trong tháng 8. Theo đó ở lần điều chỉnh thứ nhất SBV quyết định nâng biên độ tỷ giá từ mức $\pm 1\%$ lên $\pm 2\%$, và ở lần điều chỉnh thứ hai SBV quyết định tăng biên độ lên 3% đồng thời điều chỉnh tỷ giá tham chiếu trên thị trường liên ngân hàng lên 1%. Sau những biến động của tỷ giá trong tháng 8, thị trường ngoại hối trong tháng 9 đã ổn định trở lại; tỷ giá lùi sâu xuống dưới mức trần, phổ biến ở mức 22.470 – 22.500 VND đổi được một USD.

Cán cân thanh toán



Nguồn: SBV, BVSC ước tính

Thách thức điều hành tỷ giá trong năm 2016 là rất lớn khi Fed đã chính thức nâng lãi suất trong ngày 16/12/2015, kết thúc giai đoạn 7 năm lãi suất được duy trì ở mức gần 0%. NHNN sẽ rất khó có thể tiếp tục đưa ra được một cam kết cứng nhắc đối với tỷ giá. Chẳng hạn như vào đầu năm 2015 họ cam kết không phá giá đồng nội tệ quá 2%, nhưng thực tế tỷ giá vào thời điểm cuối năm 2015 VND đã mất giá hơn 5% so với USD. Thực tế thị trường ngoại hối và tài chính quốc tế luôn có những biến động, và Việt Nam không nằm ngoài những biến động này do nền kinh tế ngày càng hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới. Hơn nữa, nhiều quyết định phá giá còn chịu ảnh hưởng bởi những diễn biến chính sách, cả tích cực và tiêu cực, của các nước trong khu vực. Thời điểm tháng 8/2015 đã minh chứng rất rõ cho điều này khi mà SBV cũng buộc phải đưa ra hai quyết định phá giá khi một loạt các nước trong

khu vực thực hiện phá giá đồng tiền của họ, sau quyết định phá giá nội tệ của Ngân hàng trung ương Trung Quốc. Quyết định phá giá của SBV là cần thiết để duy trì sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị trường thế giới, đặc biệt khi nó được kích hoạt bởi các nước có cấu trúc mặt hàng xuất khẩu tương tự như Việt Nam.

Vào ngày cuối cùng của năm 2015, NHNN đã chính thức công bố cơ chế điều hành tỷ giá mới theo đó tỷ giá trung tâm USD/VND sẽ được công bố hàng ngày. Tỷ giá trung tâm được xác định dựa trên: (i) tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường liên ngân hàng, (ii) diễn biến tỷ giá chéo của 7 ngoại tệ khác có quan hệ thương mại, đầu tư, và vay nợ lớn với Việt Nam, (iii) các cân đối vĩ mô và tiền tệ, và (iv) mục tiêu của chính sách tiền tệ. Bảy ngoại tệ chủ chốt khác bao gồm các đồng tiền của Liên minh Châu Âu, Trung Quốc, Nhật Bản, Singapore, Hàn Quốc, Đài Loan, và Thái Lan. Như vậy, về cơ bản NHNN chỉ làm rõ hơn cơ chế điều hành tỷ giá so với trước đây, chính thức thừa nhận tác động chéo của một số đồng tiền chủ chốt khác, ngoài USD, đến tỷ giá, và cho phép tỷ giá có thể thay đổi hàng ngày theo công bố về tỷ giá trung tâm. Tỷ giá thực tế trên thị trường ngoại hối trong hai tuần đầu giao dịch vẫn chủ yếu xoay quanh biên độ giới hạn trên của tỷ giá trung tâm, cho nên thị trường vẫn còn hoài nghi về tính chỉ báo, dẫn dắt của cơ chế tỷ giá mới.

NHNN chắc chắn sẽ có lộ trình cho cơ chế tỷ giá trung tâm thực sự linh hoạt trong năm 2016. Tỷ giá trung tâm cần được điều chỉnh linh hoạt hơn nữa trong năm 2016, để chỉ số này thực sự có vai trò định hướng, dẫn dắt trên thị trường ngoại hối. Các bên tham gia thị trường sẽ chỉ tin tưởng tỷ giá trung tâm nếu tỷ giá thực tế giao dịch trong ngày xoay quanh ở cả cận trên và cận dưới của tỷ giá trung tâm, chứ không chỉ chủ yếu tập trung ở cận trên như trong tuần đầu giao dịch đầu tiên với cơ chế tỷ giá mới. Điều này cũng gắn chặt với cam kết chống đô la hóa khi NHNN chính thức loại bỏ USD trong quan hệ tín dụng giữa ngân hàng và tổ chức, cá nhân. Như vậy, tỷ giá linh hoạt sẽ là cơ sở quan trọng để NHNN có thể thực hiện cam kết chống đô la hóa trên thực tế, khi giao dịch với USD trong nền kinh tế được chuyển từ quan hệ tín dụng sang quan hệ mua bán trên thị trường ngoại hối.

Thông tư số 15/2015/TT-NHNN về hướng dẫn giao dịch ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối là cơ sở quan trọng cho thị trường ngoại hối phái sinh. Theo văn bản này, tất cả các giao dịch ngoại tệ giao sau từ 3 đến 365 ngày đều phải chuyển sang giao dịch kỳ hạn, giao dịch hoán đổi, hay giao dịch quyền chọn. Tỷ giá giao sau được xác định dựa trên: (i) tỷ giá giao ngay vào ngày giao dịch, (ii) chênh lệch giữa hai mức lãi suất hiện hành là lãi suất tái cấp vốn do NHNN công bố và lãi suất mục tiêu của Cục dự trữ liên bang Mỹ, và (iii) kỳ hạn của giao dịch. Thị trường ngoại hối phái sinh nên được vận hành tốt sẽ là cơ sở quan trọng cho việc định hình kỳ vọng hợp lý trên thị trường. Ví dụ, nếu tỷ giá giao sau 6 tháng cao hơn 3% thì thị trường sẽ có kỳ vọng mất giá VND 3% trong vòng 3 tháng. Như vậy, kỳ vọng đã được trói buộc vào các giao kèo thực tế trên thị trường, chứ không phải là các hoạt động đầu cơ như trước đây.

Dự báo tỷ giá 2016

Ở kịch bản cơ sở tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tăng 3-4% trong năm 2016. Dự báo này được đưa ra trên cơ sở dự báo cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam đạt thặng dư khoảng 5 tỷ USD, Fed sẽ tăng lãi suất thêm 1%, và thị trường tài chính quốc tế không có những biến động lớn và bất ngờ, chẳng hạn đến từ Trung Quốc tiếp tục phá giá CNY.

Kết luận

BVSC dự báo các chỉ tiêu vĩ mô chính năm 2016

Các chỉ tiêu chính	2015	2016F		
		Tiêu cực	Trung bình	Tích cực
Tăng trưởng GDP (%)	6.68	6.2-6.4	6.5-6.7	6.8-7.0
Lạm phát YoY (%)	0.6	6.0-7.0	3.0-5.0	1.0-2.0
Biên độ mất giá của VND so với USD	5%	5-6%	3-4%	1-2%
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	8.1	<9	9-12	>12
Tăng trưởng vốn FDI đăng ký (%)	12.5	<10	10-12	>12
Tăng trưởng tín dụng (%)	17	<15 hoặc >20	15-20	n.a

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá năm 2016 sẽ tiếp tục là một năm khởi sắc hơn so với năm 2015 ở khía cạnh tăng trưởng GDP. Tăng trưởng nhiều khả năng sẽ đạt từ 6.5-6.7% với những hỗ trợ chính đến từ hoạt động tiêu dùng của hộ gia đình gia tăng, đầu tư tư nhân mở rộng, xuất khẩu có nhiều cơ hội tăng trưởng. Ngoài ra, nhập khẩu có thể sẽ gia tăng mạnh trở lại dưới tác động của quá trình hội nhập ngày càng sâu rộng, đặc biệt là việc hình thành Cộng đồng kinh tế ASEAN và hội nhập TPP.

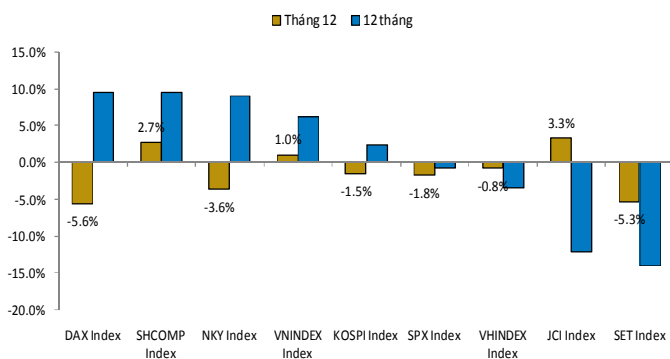
Lạm phát năm 2016 có thể sẽ cao hơn năm 2015 do một số rủi ro tiềm ẩn như El Niño đạt đỉnh điểm, độ trễ của việc nới lỏng tăng trưởng tín dụng và sức mua của người tiêu dùng tăng. Tuy nhiên, về cơ bản, giá cả các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu nhiều khả năng sẽ tiếp tục ổn định, khó có mức tăng quá đột biến. Chúng tôi dự báo CPI YoY vào cuối năm 2016 sẽ ở mức 3-5%.

Thị trường ngoại hối được nhận định sẽ tiếp tục diễn biến phức tạp do sức ép giảm giá VND đến từ nhiều phía, đặc biệt là các yếu tố khách quan khó lường như việc FED tiếp tục lộ trình tăng lãi suất đồng USD và các động thái của Trung Quốc đối với tỷ giá USD/NDT. Trong kịch bản cơ sở, VND được dự báo sẽ mất giá thêm 3-4% so với USD trong năm 2016.

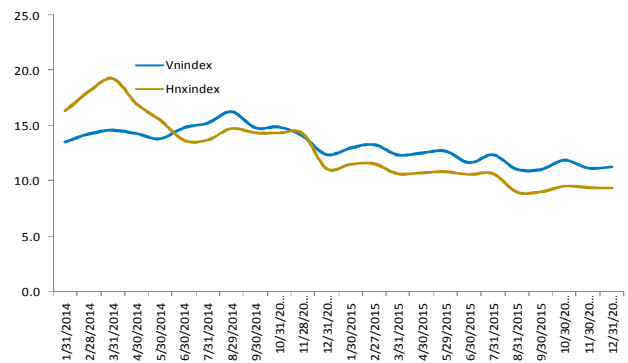
Về mặt bằng lãi suất, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ có mức tăng khoảng 0,6-1% trong năm 2016 do tăng trưởng tín dụng được nới rộng hơn, lạm phát dự kiến cao hơn và mục tiêu duy trì sức hấp dẫn tương đối của VND so với USD.

PHẦN II: THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

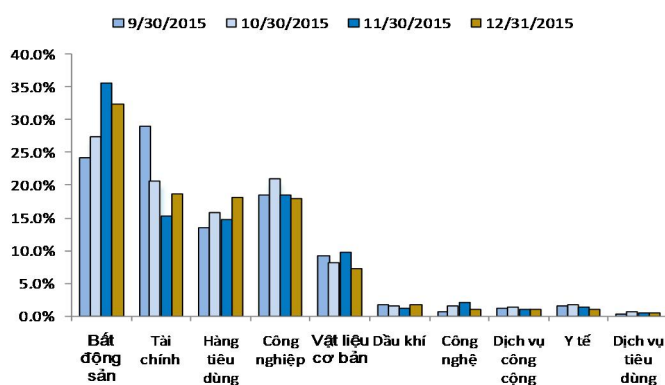
Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



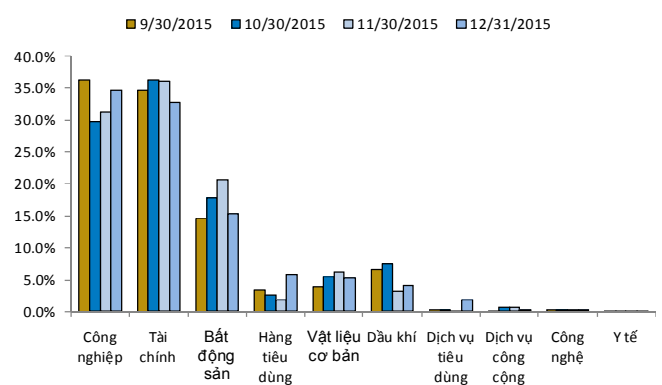
P/E tại HSX và HNX



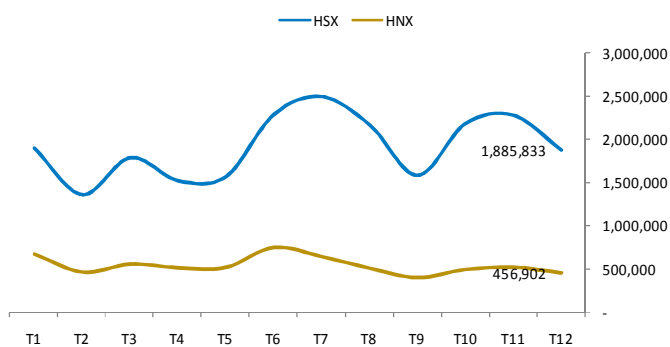
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



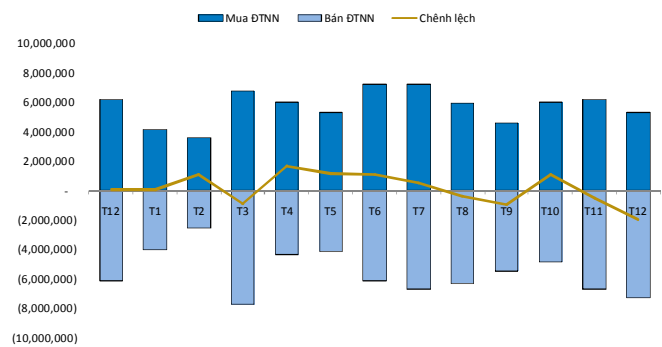
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



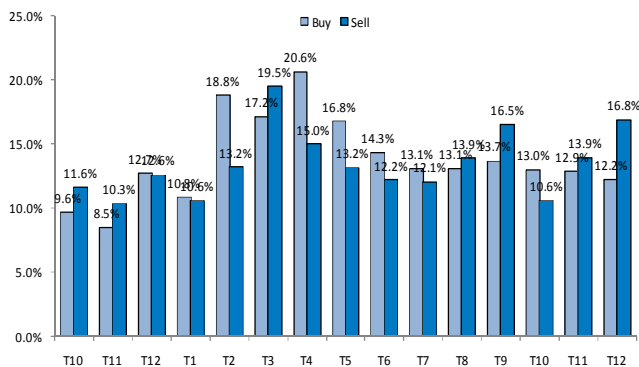
Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



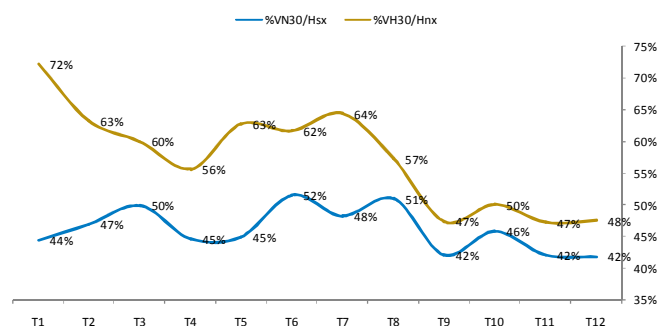
Giao dịch nhà ĐTN trong tháng tại HSX (triệu USD)



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



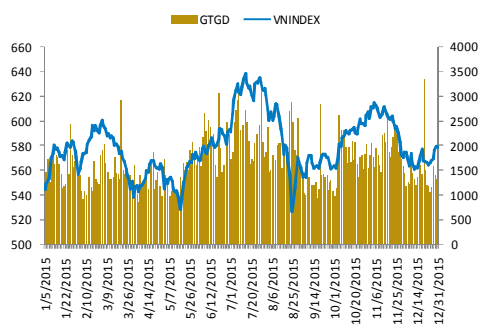
Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và Hnx30



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Tổng quan TTCK Việt Nam 2015

Diễn biến chỉ số VNINDEX trong năm 2015



Nguồn: HSX, BVSC

Các mã tác động lớn nhất đến chỉ số và mức độ ảnh hưởng

Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
VNM	+30.9
VCB	+18.3
BID	+13.7
BVH	+7.9
VIC	+7.0
Mã đóng góp tiêu cực	Tác động đến chỉ số
GAS	-34.7
PVD	-5.3
HAG	-4.9
KDC	-3.6
HPG	-2.5

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Năm 2015 là một năm nhiều biến động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam nhưng lại nằm trong xu hướng đi ngang chủ đạo với những thông tin tích cực về mặt chính sách, vĩ mô trong nước, đi kèm với đó là những ảnh hưởng phần nhiều mang tính tiêu cực từ biến động của nền tài chính toàn cầu, mà tâm điểm là Trung Quốc và xu hướng lao dốc của giá dầu thế giới. Nét đặc trưng của thị trường trong năm 2015 là sự dẫn dắt của từng nhóm cổ phiếu trong từng giai đoạn như nhóm cổ phiếu ngân hàng, nhóm hưởng lợi từ TPP, nhóm cổ phiếu kín room hay nhóm được SCIC thoái vốn. Mặc dù vậy, sự suy yếu của dòng tiền do tác động của Thông tư 36 khiến các đợt tăng điểm của hai chỉ số thiếu vắng sự đồng thuận của toàn thị trường. Thay vào đó, sự phân hóa diễn ra ở mức cao và nhóm cổ phiếu không có thông tin hỗ trợ suy yếu ngay cả trong các giai đoạn thị trường tăng điểm mạnh.

Tính cho cả năm 2015, TTCK Việt Nam chứng kiến sự sụt giảm khá mạnh về giá trị giao dịch trong khi về mặt điểm số có diễn biến trái chiều trên cả 2 sàn. Cụ thể, chỉ số VNINDEX tăng 6,1% về điểm số và giảm -9,57% về giá trị giao dịch trong khi chỉ số HNXINDEX giảm -3,6% về điểm số và -32,3% về giá trị giao dịch. Trong đó diễn biến thị trường có thể được chia làm 3 chu kỳ tăng giảm hình “sin”:

- Chu kỳ tăng giảm đầu tiên diễn ra từ đầu năm đến trung tuần tháng 5. Bắt đầu từ đà tăng điểm trên diện rộng ở nhóm cổ phiếu ngân hàng với các mã trụ cột như VCB, CTG, BID... chỉ số VNINDEX có thời điểm tăng lên trên 600 điểm vào đầu tháng 3 trước khi chịu áp lực giảm điểm mạnh mẽ ở nhóm cổ phiếu dầu khí khiến 2 chỉ số lao dốc và chỉ số VNINDEX quay trở lại quanh mốc 530 điểm giữa tháng 5.
- Chu kỳ tăng giảm điểm thứ 2 kéo dài từ trung tuần tháng 5 đến nửa cuối tháng 8. Động lực của nhịp tăng đầu tiên, giúp VNINDEX tiếp cận vùng điểm 640 vào giữa tháng 07, tiếp tục xuất phát từ nhóm cổ phiếu ngân hàng và các mã được hưởng lợi từ Nghị định 60 mà điển hình là chứng khoán và bảo hiểm. Tuy nhiên sau đó thị trường đã rơi vào một nhịp lao dốc với những lo ngại về bất ổn tài chính toàn cầu, đặc biệt trước thông tin Trung Quốc phá giá đồng nhân dân tệ và khả năng tăng lãi suất của FED khiến chỉ số VNINDEX đã có thời điểm xuống sát mốc 510 vào nửa cuối tháng 8.
- Chu kỳ tăng giảm điểm thứ 3 diễn ra từ cuối tháng 8 cho đến nay với đà phục hồi được tạo động lực chính bởi thông tin SCIC thoái vốn ở 9 doanh nghiệp lớn. Thị trường đạt đỉnh vào đầu tháng 11 trước khi quay đầu điều chỉnh đến hết tháng 11 do áp lực bán từ khối ngoại và mối lo ngại về biến động tỷ giá. Tháng 12 thị trường trải qua giai đoạn linh xình tích lũy do thiếu vắng thông tin hỗ trợ đủ mạnh.

Bên cạnh 3 chu kỳ tăng giảm của TTCK Việt Nam, năm 2015 cũng là 1 năm đánh dấu nhiều sự kiện quan trọng có tác động trái chiều đến diễn biến thị trường. Trong đó có thể chia làm 2 nhóm chính là các yếu tố trong nước và yếu tố bên ngoài. Xét đối với các yếu tố trong nước, năm 2015 là năm đón nhận nhiều chính sách mới, góp phần thúc đẩy sự phát triển của TTCK trong trung và dài hạn. Cụ thể, thông tư 36 được chính thức áp dụng vào đầu tháng 2 giúp lành mạnh hóa dòng tiền bằng cách giới hạn lượng vốn các ngân hàng thương mại có thể cho vay để đầu tư kinh doanh cổ phiếu. Nghị định 60 được áp dụng vào tháng 6 cho phép nhà đầu tư nước

ngoài được đầu tư không hạn chế vào các doanh nghiệp đại chúng không nằm trong danh sách ngành nghề kinh doanh có điều kiện, tuy nhiên do thiếu các văn bản pháp lý hướng dẫn cụ thể nên tính tới thời điểm hiện tại mới chỉ có duy nhất SSI chính thức được mở room lên 100% cho nhà đầu tư nước ngoài. Ngoài ra còn có sự kiện SCIC thoái vốn khỏi 10 doanh nghiệp nhà nước, ban hành thông tư 180 hướng dẫn đăng ký giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch cho chứng khoán chưa niêm yết hay việc tăng biên độ giao dịch Upcom từ 10% lên 15% đều là những chính sách có tính chất thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, các thông tin về nền kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP đạt mức cao, hoàn tất tiến trình đàm phán TPP hay chính thức ký kết các Hiệp định FTA cũng đã tạo được hiệu ứng tích cực đến diễn biến TTCK.

Xét đối với các yếu tố bên ngoài có ảnh hưởng đến diễn biến TTCK Việt Nam. Yếu tố đầu tiên và có ảnh hưởng xuyên suốt là việc FED chính thức nâng lãi suất vào cuối tháng 12, được coi là bước đi đầu tiên trong lộ trình bình thường hóa chính sách tiền tệ mà trước đó đã được FED nói lỏng kể từ năm 2008 nhằm đối phó với cuộc khủng hoảng kinh tế. Mặc dù việc nâng lãi suất chỉ diễn ra vào tháng cuối năm nhưng những cuộc họp trước đó của FOMC đã có tác động không nhỏ đến tâm lý nhà đầu tư trong nước và quốc tế, khiến giá trị giao dịch trên thị trường suy giảm mạnh. Yếu tố thứ hai là sự giảm tốc của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới, Trung Quốc, cùng với đó là đà lao dốc của TTCK nước này và động thái phá giá khá mạnh tay đồng Nhân Dân Tệ như một trong những nỗ lực để vực dậy đà tăng trưởng của Chính phủ Trung Quốc. Lo ngại đối với kinh tế Trung Quốc ảnh hưởng khá mạnh đến diễn biến TTCK toàn cầu trong năm 2015 và TTCK Việt Nam không phải là ngoại lệ. Sau cùng là việc giá hàng hóa thế giới sụt giảm mạnh, đặc biệt là giá dầu thô với mức giảm xấp xỉ 47% của mặt bằng giá bình quân (dầu WTI) so với năm trước. Đây cũng là nguyên nhân khiến nhóm cổ phiếu dầu khí, có vốn hóa lớn và ảnh hưởng mạnh đến diễn biến thị trường, giảm điểm sâu trong năm 2015.

Xét về diễn biến các nhóm ngành (theo phân ngành ICB) trong 12 tháng, thị trường cho thấy sự phân hóa mạnh mẽ khi mà các ngành ở top đầu đều có mức tăng trưởng trên 50% trong khi những ngành ở top dưới giảm mạnh gần 50% về giá. Trong đó mức tăng trưởng mạnh nhất thuộc về ngành vật liệu xây dựng (+58,22%) với đà tăng diễn ra ở phần đông các mã trong ngành như HT1, BMP, NTP, VCS... nhờ giá đầu vào giảm và quản lý tốt chi phí bán hàng trong khi doanh thu tăng mạnh cùng với đó là việc các doanh nghiệp trong ngành được hưởng lợi từ nghị định 60 mở room hay sự kiện SCIC thoái vốn như trường hợp của BMP và NTP. Nhóm ngành tăng điểm mạnh thứ 2 là bảo hiểm (+57,47%) với đà tăng chủ yếu ở BVH, BMI và PVI nhờ triển vọng tăng trưởng của ngành bảo hiểm trong dài hạn cũng như khả năng được mở room ở mức cao. Nhóm ngành tăng điểm mạnh thứ 3 là thực phẩm (+57,41%) với sự đóng góp chủ yếu ở mã có vốn hóa lớn nhất ngành là VNM (+60,8%) nhờ tăng trưởng mạnh về hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như hưởng lợi từ nghị định 60 mở room và thông tin doanh nghiệp này sẽ sớm được SCIC thoái vốn.

Ở chiều ngược lại, ngành thiết bị và dịch vụ y tế có mức giảm sâu nhất (-48,4%) với nguyên nhân chính đến từ diễn biến lao dốc của mã cổ phiếu đầu ngành JVC (-68%) do những vấn đề riêng ở nội tại doanh nghiệp. Hai nhóm cổ phiếu có mức giảm sâu tiếp theo là Sản xuất & khai thác dầu khí và Dịch vụ dầu khí có mức giảm lần lượt là -44,2% và -45,56% do chịu tác động tiêu cực từ đà giảm sâu của giá dầu thế giới

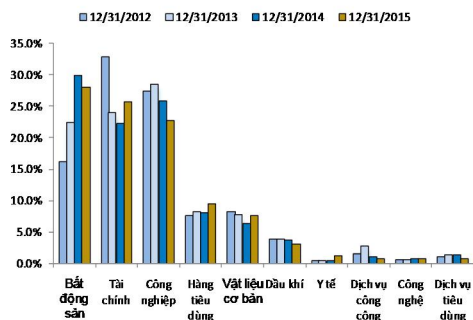
Biến động về giá của các ngành trong năm 2015

5 ngành diễn biến tích cực nhất	Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Vật liệu xây dựng	58.22%	HT1, NTP, BMP, BCC, VCS...
Bảo hiểm	57.47%	BVH, PVI, VNR, BMI, BIC...
Thực phẩm	57.41%	VNM, KDC, HVG, VHC, SBT...
Giải pháp phần mềm	55.82%	ELC, CMG, SGT, CMT, SRB...
Cảng biển & dịch vụ vận tải	55.26%	GMD, VSC, DVP, TMS, TCL...

5 ngành diễn biến tiêu cực nhất	Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Cao su chế biến	-18.12%	DRC, CSM, SRC
Vận tải biển	-20.02%	PVT, VIP, VTO, VOS, GSP...
Sản xuất & khai thác dầu khí	-44.22%	GAS, PLC, PGS, PGC, PVG...
Dịch vụ dầu khí	-45.67%	PVD, PVS, PVC
Thiết bị và dịch vụ y tế	-48.47%	JVC, DCL, DNM

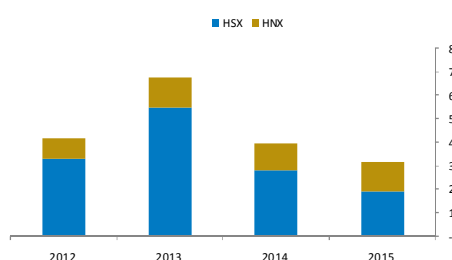
Nguồn: BVSC

Tỷ trọng giao dịch ở các ngành trên cả 2 sàn qua các năm



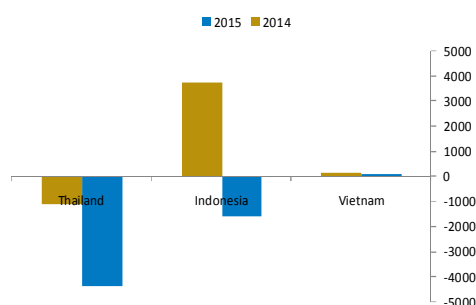
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Giá trị mua ròng của khối nhà đầu tư nước ngoài qua các năm trên 2 sàn



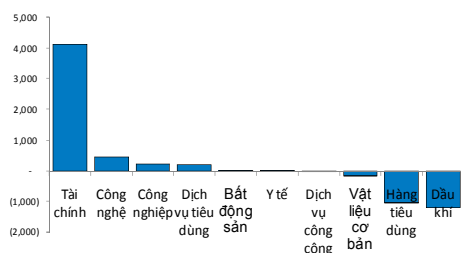
(Nguồn: HSX, BVSC)

Giá trị mua bán ròng của khối ngoại tại các thị trường trong khu vực



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

Giá trị mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài ở các nhóm ngành năm 2015



(Nguồn: BVSC)

khuyến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành gặp nhiều khó khăn.

Xét về tỷ trọng giao dịch cổ phiếu trên cả 2 sàn qua các năm có thể thấy ngành tài chính trong năm 2015 đã thu hút được dòng tiền mạnh mẽ hơn so với năm 2014 với thanh khoản tập trung chủ yếu ở nhóm cổ phiếu ngân hàng. Nhóm ngành bất động sản mặc dù có sự suy giảm so với năm 2014 nhưng vẫn ở mức cao so với trung bình 4 năm gần đây nhờ sự phục hồi tốt của thị trường bất động sản. Ngoài ra, ngành hàng tiêu dùng và vật liệu cơ bản cũng có sự tăng trưởng mạnh mẽ về thanh khoản nhờ kết quả kinh doanh tích cực cùng với các thông tin hỗ trợ về khả năng mở room. Ở chiều ngược lại, cổ phiếu ngành công nghiệp, dầu khí và dịch vụ tiêu dùng mất đi tính hấp dẫn đối với nhà đầu tư trong năm qua.

Khối nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục có năm mua ròng với giá trị ở mức thấp

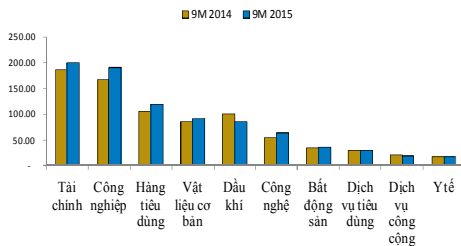
Khối nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục có năm mua ròng nhưng với giá trị giảm mạnh so với các năm gần đây. Cụ thể, giá trị mua ròng của khối ngoại trên cả 2 sàn năm 2015 đạt 3.200 tỷ đồng, giảm 19% so với năm 2014 và 53% so với năm 2013. Trong đó giá trị mua ròng giảm chủ yếu trên sàn HSX trong khi vẫn duy trì ở mức cao trên sàn HNX. Xét riêng trên sàn HSX, khối này bán ròng vào 3 giai đoạn chính. Giai đoạn tháng 3, khối ngoại bán ròng 918 tỷ đồng chủ yếu xuất phát từ tâm lý chốt lời sau khi chỉ số VNINDEX vượt mốc điểm 600 vào đầu tháng, ngoài ra còn có nguyên nhân từ việc nhà đầu tư rút ròng vốn khỏi các quỹ đầu tư cổ phiếu ở các thị trường mới nổi và đổ vào các quỹ thị trường tiền tệ, quỹ đầu tư trái phiếu vốn có tính rủi ro thấp hơn do lo ngại bất ổn chính trị tại Yemen, mối lo về triển vọng tăng trưởng quý 1 ở Mỹ và toàn cầu. Bên cạnh đấy, áp lực tỷ giá trong giai đoạn này cũng là nguyên nhân khiến các quỹ đầu tư trì hoãn thời điểm giải ngân. Giai đoạn tháng 8, tháng 9, khối ngoại bán ròng tổng cộng 1.322 tỷ đồng trước các lo ngại của nhà đầu tư quốc tế về diễn biến tiêu cực của thị trường tài chính toàn cầu, đặc biệt xuất phát từ động thái phá giá đồng Nhân Dân Tệ của Trung Quốc hay lo ngại về việc FED sẽ sớm tăng lãi suất. Giai đoạn tháng 11, 12 khối ngoại bán ròng 2.491 tỷ đồng xuất phát từ tâm lý đón đầu việc FED sẽ nâng lãi suất trong tháng 12. Bên cạnh đó, giai đoạn căng thẳng tỷ giá diễn ra vào cuối tháng 11 cũng khiến các quỹ có tâm lý thận trọng chờ đợi động thái mới từ NHNN.

Mặc dù giá trị mua ròng của khối ngoại sụt giảm so với các năm trước, tuy nhiên trong bối cảnh TTCK các nước đang phát triển trong khu vực như Indonesia và Thái Lan bị bán ròng mạnh trong xu hướng chung rút vốn khỏi các thị trường mới nổi, điều này vẫn thể hiện mức độ hấp dẫn tương đối của TTCK Việt Nam.

Tính chung cho cả năm 2015 đối với giao dịch khớp lệnh trên HSX, khối ngoại tiếp tục duy trì mua ròng với giá trị lớn ở 3 ngành tài chính, công nghệ và công nghiệp trong khi bán ròng mạnh các ngành dầu khí, hàng tiêu dùng và vật liệu cơ bản. Cụ thể, các mã được mua ròng mạnh gồm có SSI, BID, STB, KBC, HHS, MWG... trong khi MSN, HPG, KDC, VIC, PVD, GAS... bị bán ròng với giá trị lớn.

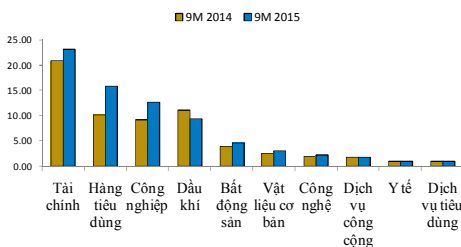
Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nhìn chung cho tín hiệu tích cực

Doanh thu các ngành trong 9 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ 2014



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lợi nhuận các ngành trong 9 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ 2014

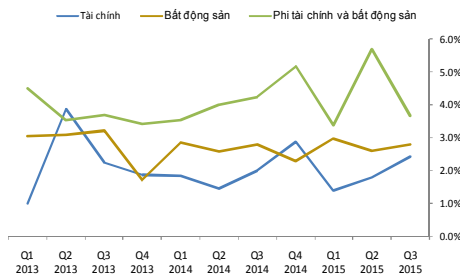


Nguồn: Bloomberg, BVSC

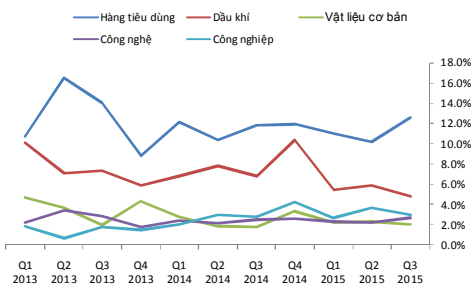
Bên cạnh các số liệu vĩ mô tích cực, KQKD 9 tháng đầu năm 2015 cũng cho thấy dấu hiệu phục hồi của nền kinh tế. So với cùng kỳ, tổng doanh thu các doanh nghiệp ở cả 2 sàn tăng 6,18% trong khi lợi nhuận tăng mạnh ở mức 18,16%. Theo đó, biên lợi nhuận ròng tăng từ mức 7,9% lên 8,7%. Mặc dù biên lợi nhuận ở nhóm doanh nghiệp này tăng khá mạnh, tuy nhiên một phần không nhỏ trong đó đến từ lợi nhuận đột biến ở KDC sau khi bán mảng kinh doanh bánh kẹo và OGC lãi đột biến ở phần hoạt động tài chính sau khi bán dự án trong quý 3. Mặc dù vậy, nếu loại trừ trường hợp của OGC và KDC biên lợi nhuận của nhóm doanh nghiệp còn lại vẫn tăng nhẹ từ 7,9% lên 8%; cùng với đó là doanh thu và lợi nhuận cũng tăng lần lượt 6,6% và 8,6%.

Đa số các ngành được chúng tôi quan sát có tăng trưởng dương về doanh thu, lợi nhuận (8/10 ngành) trong 9 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ. Trong đó, ngành có mức tăng trưởng ấn tượng nhất về lợi nhuận là hàng tiêu dùng với mức tăng 57,5% về lợi nhuận và 13% về doanh thu. Mặc dù vậy, nếu loại trừ trường hợp của KDC (như đã đề cập ở trên), mức tăng trưởng của nhóm các doanh nghiệp còn lại là 10,5% về lợi nhuận và 14,5% về doanh thu. Trong đó, đóng góp lớn đến từ mức tăng trưởng có phần đột biến ở nhóm các doanh nghiệp đầu ngành như VNM, TTF hay DBC... nhờ tăng trưởng ở doanh thu bán hàng, chi phí giảm hay cải thiện biên lợi nhuận tập trung vào các mặt hàng chủ lực. Mặc dù vậy, trên thực tế có đến hơn 51% số doanh nghiệp thuộc ngành này có mức tăng trưởng âm, tiêu biểu có thể kể đến trường hợp của HAG, HVG hay HNM... Điều này cho thấy mặc dù bối cảnh vĩ mô thuận lợi, tuy nhiên tăng trưởng chỉ đến với các doanh nghiệp tận dụng được cơ hội, tăng doanh thu, kiểm soát tốt chi phí và không gặp những trở ngại mang tính khách quan. Ngành có mức tăng thứ hai về lợi nhuận là ngành công nghiệp với mức tăng 38% về lợi nhuận và 13% về doanh thu với số doanh nghiệp có tăng trưởng dương về lợi nhuận chiếm 66% tổng số doanh nghiệp trên cả 2 sàn. Đặc biệt, tăng trưởng ở nhóm này có sự đóng góp có phần đột biến ở các doanh nghiệp như CII, HT1, LGC và HPG... hay các doanh nghiệp chuyển lỗ thành lãi như PVX, PXT và SHN... Riêng đối với ngành bất động sản, mức tăng trưởng về lợi nhuận và doanh thu lần lượt đạt 18,8% và 3,1%. Tuy nhiên lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2015 của ngành này chịu ảnh hưởng lớn từ sự tăng trưởng ở OGC (nhờ bán dự án trong quý 3) và sự sụt giảm lợi nhuận ở VIC (do điểm rơi lợi nhuận rơi vào các năm sau sau khi áp dụng Thông tư 200 về chế độ kế toán doanh nghiệp). Nếu loại trừ hai doanh nghiệp này, lợi nhuận của các doanh nghiệp còn lại tăng trưởng 136% về lợi nhuận và doanh thu tăng trưởng 43% với sự đóng góp lớn ở các doanh nghiệp tầm trung như FLC, DXG, BCI, SCR... phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường bất động sản trong các quý gần đây. Ở chiều ngược lại, ngành dầu khí và dịch vụ tiêu dùng là 2 ngành duy nhất có sự sụt giảm về lợi nhuận so với cùng kỳ. Trong đó, ngành dầu khí có mức giảm lần lượt -15,5% về lợi nhuận và -15% về doanh thu với đa số giảm ở hầu hết các doanh nghiệp đầu ngành như GAS, PVD, PVC... do chịu tác động tiêu cực từ diễn biến giảm của giá dầu thế giới. Trong khi đó, ngành dịch vụ tiêu dùng giảm nhẹ -1,23% về lợi nhuận và tăng trưởng 0,48% về doanh thu. Tuy nhiên lợi nhuận ngành này chịu tác động chủ yếu từ doanh nghiệp GTT trong khi phần đông các doanh nghiệp còn lại vẫn có KQKD khả quan.

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE của các doanh nghiệp trên 3 lĩnh vực chính



Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của một số ngành chủ chốt trong lĩnh vực phi tài chính

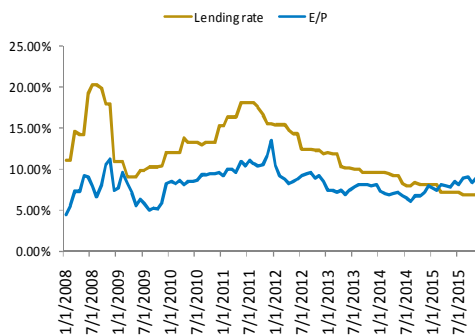


Nguồn: Bloomberg, BVSC

Xét về diễn biến tỷ suất lợi nhuận theo quý trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 3 lĩnh vực chính trong 3 năm trở lại đây. Trong đó lĩnh vực tài chính có ROE ở mức khá thấp so với 2 lĩnh vực còn lại và trong 2 năm trở lại đây có xu hướng tăng dần về các quý cuối năm với năm sau tăng trưởng tốt hơn năm trước. Trong khi đó, ROE lĩnh vực bất động sản giảm mạnh trong quý 1 và quý 2 (do chịu tác động từ sự sụt giảm ở VIC) nhưng đã phục hồi mạnh mẽ trong quý 3 (nhờ lợi nhuận đột biến ở OGC). Đối với lĩnh vực phi tài chính và bất động sản, ROE có biến động khá mạnh trong năm qua với ROE tăng mạnh trong quý 2 trong khi sụt giảm trong quý 1 và quý 3 (do trong quý 2 lĩnh vực này ghi nhận lợi nhuận đột biến từ KDC sau khi bán đi mảng bánh kẹo). Trong đó, ngành hàng tiêu dùng nếu loại bỏ đột biến ở KDC vẫn có ROE đạt mức cao so với các nhóm ngành còn lại và đang trong xu hướng tăng trưởng tốt. Ngành dầu khí mặc dù ROE vẫn đang duy trì ở mức cao, nhưng đang trong xu hướng giảm mạnh kể từ sau quý 4 năm 2014 do chịu tác động từ diễn biến giảm của giá dầu thế giới. Ngành công nghiệp vẫn đang trong xu hướng tăng của tỷ suất ROE nhờ lợi nhuận tăng trưởng tốt ở mỗi quý so với cùng kỳ, tiêu biểu có thể kể đến các doanh nghiệp đầu ngành như HPG, CII, CTD, HT1, BMP... Ngành có tỷ suất ROE thấp nhất là ngành vật liệu cơ bản, tuy nhiên nếu so với các quý cùng kỳ năm 2014, ROE ngành này trong năm 2015 cũng có sự tăng trưởng nhất định do các doanh nghiệp trong ngành được hưởng lợi từ giá đầu vào giảm trong khi lực cầu hồi phục.

Yếu tố chính chi phối thị trường chứng khoán trong năm 2016

Tương quan lãi suất cho vay và hệ số E/P của VNINDEX



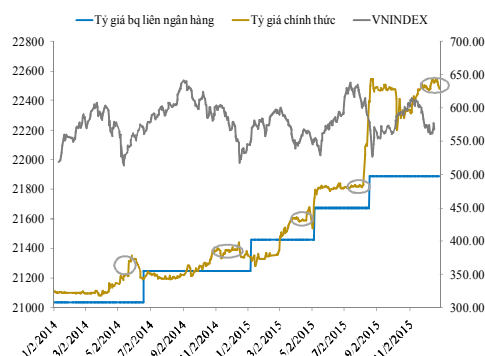
Nguồn: BVSC

1. Diễn biến mặt bằng lãi suất trong năm 2016.

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong một vài năm trở lại đây được hỗ trợ không nhỏ bởi xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất kể từ vùng đỉnh của năm 2011. Mặc dù vậy, xu hướng này khó có khả năng tiếp tục duy trì trong năm 2016 do những biến động phức tạp của thị trường tiền tệ. Về mặt tích cực, chính sách của Chính phủ vẫn đang cho thấy nỗ lực duy trì, hoặc tiếp tục giảm nhẹ lãi suất đầu ra để hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp cũng như nền kinh tế nói chung. Tuy nhiên có khá nhiều yếu tố cho thấy lãi suất nhiều khả năng sẽ có xu hướng đi lên trong năm 2016 như chúng tôi đã phân tích trong phần kinh tế vĩ mô. Xét tác động của lãi suất đến mặt bằng giá cổ phiếu, chúng tôi tính toán sự tương quan của chỉ số E/P của VNINDEX và lãi suất cho vay bình quân các ngân hàng (số liệu thống kê của IMF) trong giai đoạn từ đầu năm 2008 đến nay. Trong đó, hệ số tương quan giữa 2 chuỗi số liệu này trong giai đoạn từ tháng 1/2008 đến tháng 6 năm 2014 là tương đối cao. Giai đoạn về sau chỉ số VNINDEX chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi các yếu tố ngoại biên như diễn biến giá dầu, biến động thị trường tiền tệ quốc tế cũng như các rủi ro địa chính trị hay một số thay đổi về cơ chế kiểm soát vốn như ban hành thông tư 36... nên mức độ ảnh hưởng từ diễn biến lãi suất đến chỉ số VNINDEX không thực sự rõ nét. Tính toán tác động của lãi suất cho vay đến hệ số E/P của chỉ số VNINDEX từ giai đoạn đầu năm 2008 đến giữa năm 2014 chúng tôi đưa ra 2 kết luận sau: chỉ số VNINDEX thường phản ứng trễ 3 tháng sau khi có biến động về mặt bằng lãi suất; cứ mỗi 1% thay đổi ở mặt bằng lãi suất cho vay hệ số E/P của VNINDEX biến động cùng chiều với độ lớn 0,369% (với giả định chỉ số VNINDEX không chịu tác động bởi các yếu tố đột biến khác). Ví dụ ở thời điểm cuối năm 2015 chỉ số VNINDEX đạt mức 579 điểm tương đương P/E=11.31

hay $E/P=0.0884$. Nếu lãi suất cho vay tăng 1%, chỉ số E/P mới sẽ là 0.09211 tương đương chỉ số VNINDEX đạt 556 điểm (giả định EPS không đổi), mức giảm 23 điểm sau 3 tháng.

Diễn biến tỷ giá và biến động chỉ số VNINDEX từ đầu năm 2014 đến nay



Nguồn: Bloomberg, BVSC

2. Tác động từ tỷ giá đến TTCK.

Biến động tỷ giá là một trong những yếu tố có ảnh hưởng khá lớn đến diễn biến TTCK Việt Nam trong các năm gần đây. Xét trong giai đoạn từ đầu năm 2014 đến nay, mỗi khi tỷ giá có dấu hiệu căng thẳng thị trường đều có diễn biến theo chiều hướng tiêu cực. Mặc dù đây không phải là yếu tố có tính chất quyết định đến xu hướng chủ đạo của thị trường nhưng không thể phủ nhận tác động về mặt tâm lý của yếu tố này. Trong đó, tương quan ngược chiều giữa biến động tỷ giá và chỉ số VNINDEX từ đầu năm 2014 đến nay được thể hiện rõ nét ở 5 giai đoạn sau:

Giai đoạn	Biến động tỷ giá (VND/USD)	Biến động VNINDEX
15/4/2014-28/5/2014	21.123 --> 21.353	586 --> 557
22/9/2014-16/12/2014	21.245 --> 21.440	612 --> 535
23/3/2015-27/4/2015	21.590 --> 21.680	571 --> 562
22/7/2015-24/8/2015	21.830 --> 22.547	630 --> 527
20/11/2015-23/12/2015	22.473 --> 22.532	604 --> 564

Mối tương quan giữa tỷ giá và diễn biến TTCK không chỉ được ghi nhận ở Việt Nam mà còn ở các thị trường mới nổi khác trong khu vực như Thái Lan, Indonesia, Philippines và Malaysia... Nguyên nhân của mối tương quan trên đến từ 3 nguyên nhân chính. Thứ nhất, về mặt cơ bản, tỷ giá bị điều chỉnh khiến các doanh nghiệp nhập khẩu hay các doanh nghiệp vay nợ nước ngoài gặp bất lợi. Bên cạnh đó, vay nợ của Chính phủ đối với các khoản nợ nước ngoài cũng gia tăng đáng kể trong bối cảnh nợ công đang là vấn đề thu hút nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư. Thứ hai, khối ngoại thường có động thái giao dịch theo chiều hướng tiêu cực khi tỷ giá có xu hướng điều chỉnh do tỷ suất sinh lời của khối này bị sụt giảm. Sau cùng, trong trường hợp tỷ giá căng thẳng do đồng USD tăng giá mạnh, giá dầu thô thế giới sẽ có xu hướng sụt giảm do loại hàng hóa này được định giá theo đồng USD, khiến nhóm cổ phiếu có ảnh hưởng lớn đến thị trường là dầu khí giảm điểm mạnh.

Mặc dù vậy, với cơ chế điều hành tỷ giá mới áp dụng tỷ giá trung tâm biến động theo ngày, tác động của biến động tỷ giá tới diễn biến TTCK trong năm 2016 sẽ khó đoán định hơn. Trong quá khứ, mỗi khi NHNN mạnh tay điều chỉnh tỷ giá, tâm lý nhà đầu tư ổn định trở lại và thị trường phục hồi tương đối tốt. Nhưng nếu cơ chế điều hành mới vẫn chịu quá nhiều sự can thiệp của NHNN khiến tỷ giá không phản ánh sát cung cầu thuần túy của thị trường và đáp ứng kỳ vọng của nhà đầu tư thì diễn biến của TTCK sẽ chịu tác động bất lợi như đã xảy ra trong giai đoạn cuối 2015.

3. Tác động tiêu cực từ đà giảm tốc của kinh tế Trung Quốc.

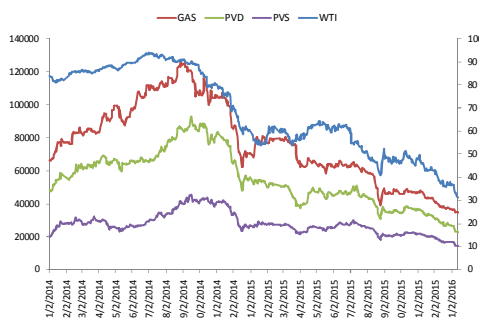
Diễn biến lao dốc của TTCK Trung Quốc trong thời gian qua đã dấy lên lo ngại về đà sụt giảm

Diễn biến chỉ số VNINDEX và SHCOMP INDEX trong năm 2015



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Đồ thị diễn biến giá dầu WTI và giá một số cổ phiếu dầu khí từ đầu năm 2014 đến nay



Nguồn: Bloomberg, BVSC

tăng trưởng ở quốc gia có nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới này, gây ảnh hưởng đến tăng trưởng toàn cầu, đặc biệt là những nước có quan hệ thương mại lớn với Trung Quốc. Bên cạnh đó, lo ngại về một cuộc chạy đua hạ giá đồng nội tệ xuất phát từ diễn biến phá giá đồng Nhân Dân Tệ để bảo vệ lĩnh vực xuất khẩu giữa các quốc gia, gây nên sự bất ổn của hệ thống tiền tệ trên các thị trường mới nổi cũng là một nguyên nhân khiến giới đầu tư lo ngại. Trên thực tế, nửa cuối năm 2015 cho thấy TTCK Trung Quốc và TTCK Việt Nam có diễn biến khá tương đồng với đợt lao dốc vào nửa cuối tháng 8 và sụt giảm trong tháng 11, đầu tháng 12 cùng do nguyên nhân Chính phủ Trung Quốc mạnh tay phá giá đồng Nhân Dân Tệ. Mặc dù vậy, nghiên cứu của ANZ cho thấy ảnh hưởng từ đà giảm tốc của kinh tế Trung Quốc đến Việt Nam là không đáng kể. Cụ thể, theo báo cáo của tổ chức này, nếu GDP Trung Quốc giảm 1% sẽ khiến GDP Singapore giảm 1,4%; Malaysia và Thái Lan giảm từ 0,4-0,5% trong khi GDP Việt Nam chỉ giảm khoảng 0,2%. Bên cạnh đó, tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm 2015 với GDP đạt 6,68% cũng cho thấy đà giảm tốc của kinh tế Trung Quốc có tác động không quá lớn và tăng trưởng của Việt Nam trong năm 2016 vẫn được đa số các tổ chức tài chính lớn như dự đoán đạt mức cao (6,5%-7%). Tuy nhiên, rủi ro xuất phát từ tăng trưởng Trung Quốc có thể khiến khẩu vị đầu tư của khối ngoại thay đổi với xu hướng đầu tư vào vàng và trái phiếu vốn mang tính phòng thủ trong các giai đoạn bất ổn, cùng với đó là tác động đến tâm lý của nhà đầu tư trong nước, có thể khiến TTCK Việt Nam trải qua các giai đoạn điều chỉnh mạnh trong ngắn hạn.

4. **Tác động từ biến động của giá dầu thế giới.** Diễn biến giá dầu trong 2 năm gần đây có tác động mạnh đến giá cổ phiếu ngành dầu khí (Để quan sát được từ đồ thị biến động giá dầu WTI và giá các cổ phiếu dầu ngành dầu khí GAS, PVD, PVS). Mặc dù vốn hóa của ngành dầu khí sau đợt giảm điểm kéo dài hơn 1 năm qua đã giảm đi đáng kể, tuy nhiên hiện vẫn đang chiếm gần 9,6% vốn hóa toàn thị trường (theo phân ngành ICB), điều này cho thấy diễn biến tăng giảm của cổ phiếu ngành này vẫn còn ảnh hưởng khá mạnh đến 2 chỉ số VNINDEX và HNXINDEX. Nhìn chung, không đơn thuần là quan hệ cung cầu thị trường, diễn biến giá dầu thô trong năm 2016 chịu tác động bởi nhiều yếu tố khiến việc dự đoán trở nên khó khăn.

Cụ thể, các yếu tố có tác động giảm đến giá dầu gồm có:

- **Tồn kho dầu thô tại Mỹ tăng cao.** Nguồn cung dầu đá phiến của Mỹ giảm khá chậm và Cục thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) thông báo “dự trữ dầu thô Mỹ hiện đạt xấp xỉ 490 triệu thùng – gần cao nhất trong vòng 80 năm trở lại đây”. Hơn thế nữa, tính trong năm 2015, sản lượng dầu đá phiến của Mỹ đã tăng hơn 6 lần trong 5 năm, đạt 4,3 triệu thùng/ngày. Do đó, dự báo xu hướng giảm của giá dầu vẫn chưa thể dừng lại trong nửa đầu năm 2016.
- **Nguồn cung dầu mỏ không giảm.** Mặc dù giá dầu đã giảm 30%, OPEC và Nga vẫn không giảm nguồn cung dầu nhằm giữ thị phần. Với chi phí sản xuất đối với đa số nước trong khối chỉ vào khoảng \$15/thùng, OPEC khẳng định sẽ xuất khẩu đủ dầu cho những nước có nhu cầu, và không có ý định cắt giảm sản lượng.
- **Tăng cung dầu từ Iran khi cấm vận được dỡ bỏ.** Theo TTX IRNA của Iran, lượng dầu thô mà Iran có thể xuất khẩu sau khi được gỡ bỏ cấm vận có thể khiến lượng cung dầu trên thị trường tăng thêm 2.5-3 triệu thùng một ngày. Đây

dự báo sẽ là áp lực không nhỏ đối với giá dầu thô thế giới.

➤ **Kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại.** Trong hơn một năm qua, giá dầu và giá các loại hàng hóa đều sụt giảm kéo dài, nguyên nhân đều do cầu giảm trong khi cung dư thừa. Lý do bắt nguồn từ nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc, khiến việc tiêu thụ hàng hóa chậm lại. Dự báo trong năm 2016, hai nền kinh tế cũng chính là hai quốc gia tiêu thụ dầu lớn nhất thế giới Mỹ và Trung Quốc chưa thể hồi phục đủ để tiêu thụ hết lượng dầu dư thừa cung ra mỗi ngày.

➤ **Đồng Đôla Mỹ (USD) tăng giá.** Đồng USD nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng giá trong năm 2016 trong bối cảnh FED sẽ bám theo lộ trình tăng lãi suất để bình thường hóa chính sách tiền tệ. Việc giá dầu thô được định giá theo đồng USD khiến giá dầu có xu hướng giảm khi đồng tiền này mạnh lên. Các nhà phân tích của Morgan Stanley phân tích giá dầu có thể giảm từ 10-25% nếu đồng USD tăng giá 5%.

Ngược lại, cũng có những yếu tố hỗ trợ đà phục hồi của giá dầu :

➤ **Nguồn cung có thể giảm mạnh trong 2 quý cuối năm 2016 khi giá dầu giảm quá sâu:** Theo một dự báo của EIA, sản lượng dầu thô của Mỹ sẽ ở mức trung bình 9,3 triệu thùng/ngày trong năm 2015 và giảm xuống 8,8 triệu thùng/ngày vào năm tới. Khi giá dầu giảm quá sâu, xuống dưới mức chi phí sản xuất (đơn cử như Mỹ mất khoảng \$40/thùng khi sản xuất dầu đá phiến), nhiều mỏ dầu sẽ phải tạm dừng sản xuất.

➤ **Nhu cầu dự trữ dầu “không đáy” của Trung Quốc.** Mới đây Trung Quốc đã cho phép các nhà máy tư nhân nhập khẩu dầu với hạn ngạch tổng cộng 55 triệu tấn (bằng khoảng 433 triệu thùng) – tương đương 18% lượng dầu nhập khẩu cả nước. Nhập khẩu dầu thô của Trung Quốc sẽ tăng ít nhất 1 triệu thùng mỗi ngày trong 2016 (tức khoảng 15%), vì các công ty tư nhân phải nhập đúng hạn ngạch của họ hoặc có nguy cơ mất giấy phép. Trung Quốc dự kiến bổ sung thêm 4 kho dự trữ dầu chiến lược trong năm nay (hiện đang có 8 kho), với mục tiêu tích trữ đủ dầu để bù đắp 100 ngày giá trị nhập khẩu trước 2020. Theo tính toán từ Bloomberg dựa trên số liệu Cục Thống kê quốc gia, nước này đã nắm giữ nguồn cung có giá trị khoảng 29 ngày tính đến giữa năm 2015.

➤ **Xung đột tại Trung Đông.** Arab Saudi và Iran đã cắt đứt quan hệ ngoại giao, khiến giá dầu khó kiểm soát hơn tại khu vực này.

➤ **Chênh lệch cung cầu giảm dần.** EIA tương đối lạc quan giá dầu sẽ trở nên cân bằng hơn trong nửa cuối năm 2016, nhờ nhu cầu dầu toàn cầu tăng và sản lượng dầu của các nước không thuộc OPEC giảm. Hiện chênh lệch cung cầu vào khoảng 1,7 triệu thùng/ngày, nhưng dự báo chênh lệch sẽ giảm đáng kể còn khoảng 0,6 triệu thùng/ngày trong năm 2016.

Với những yếu tố ảnh hưởng như trên, chúng tôi nghiêng về kịch bản giá dầu sẽ tiếp tục đà sụt giảm trong nửa đầu năm 2016 trước khi có thể hồi phục về cuối năm. Trong kịch bản tiêu cực nhất, đồng USD tăng giá mạnh, kinh tế Trung Quốc và thế giới nói chung tăng trưởng chậm hơn dự đoán, nguồn cung gia tăng cả từ trong và ngoài khối OPEC, đặc biệt khi Iran quay trở lại xuất khẩu dầu, giá dầu có thể xuống mức 20 USD/thùng. Kỳ vọng giá dầu hồi phục có thể xảy ra trong nửa sau 2016 do đa số các nhà sản xuất với chi phí cao sẽ không thể chịu đựng được mức giá thấp trong thời gian dài và buộc phải ngừng khai thác. Kỳ vọng giá

dầu có thể quay trở lại mức 40-50 USD/thùng vào giai đoạn cuối năm 2016.

5. **Rủi ro tiềm ẩn về mặt địa chính trị.** Đây là những rủi ro đối với TTCK khó dự đoán và khó lường nhất cả về mức độ tác động, tầm ảnh hưởng cũng như thời điểm diễn ra. Năm 2015 diễn ra khá bình lặng khi mà không có sự kiện địa chính trị nào thực sự có tầm ảnh hưởng mạnh đến TTCK Việt Nam xảy ra (căng thẳng ở Biển Đông, khủng bố ở Châu Âu, xung đột giữa Nga và Thổ Nhĩ Kỳ... mặc dù có tác động trong ngắn hạn 1 vài phiên nhưng không gây nên tác động quá mạnh như sự kiện Biển Đông tháng 5 năm 2014). Mặc dù vậy, vấn đề Biển Đông giữa Trung Quốc và các nước trong khu vực vẫn chưa được giải quyết triệt để và vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro căng thẳng leo thang. Bên cạnh đó, vấn đề Triều Tiên, căng thẳng Nga và các nước Châu Âu, khủng bố IS... nếu tình hình trở nên nghiêm trọng đều có thể ảnh hưởng đến TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng.

6. **Kỳ vọng từ các chính sách của Chính phủ để thúc đẩy sự phát triển của TTCK.** Trong đó, ngày 5/5/2015, Chính phủ ban hành Nghị định số 42/2015/NĐ-CP quy định về chứng khoán phái sinh (CKPS) và thị trường chứng khoán phái sinh là tiền đề để đưa vào áp dụng CKPS trong năm 2016. Theo lộ trình trong quý I/2016, Thông tư hướng dẫn chào bán và giao dịch chứng quyền có đảm bảo sẽ được ký ban hành, đây là một trong những sản phẩm được thị trường chờ đợi do phù hợp với đối tượng là nhà đầu tư cá nhân với mục đích phòng ngừa rủi ro. Bên cạnh đó, ngày 21/12/2015 vừa qua, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 203/2015/TT-BTC thay thế cho Thông tư 74/2011/TT-BTC hướng dẫn giao dịch trên TTCK với nội dung nổi bật là tạo khung pháp lý cho hoạt động mua bán T0 và bán cổ phiếu chờ về tài khoản của nhà đầu tư. Bên cạnh đó, danh sách ngành nghề được mở room cũng sẽ sớm được Bộ Kế hoạch & Đầu tư công bố trong năm 2016 kỳ vọng sẽ thu hút mạnh được luồng vốn từ nhà đầu tư nước ngoài nếu các nội dung cụ thể trong danh sách cho thấy Chính phủ thực sự cởi mở trong chính sách thu hút vốn FII. Cả 3 yếu tố trên được kỳ vọng sẽ tăng tính thanh khoản cho TTCK, giúp TTCK Việt Nam phát triển và nhìn xa hơn là để đáp ứng đủ các tiêu chuẩn để được nâng hạng từ thị trường “cận biên” lên thị trường “mới nổi” theo phân hạng của MSCI. Mặc dù TTCK Việt Nam khó có thể sớm được đưa vào danh sách xem xét nâng hạng của MSCI, tuy nhiên đây là 1 lộ trình với khả năng thành công cao trong giai đoạn 3-4 năm tới và trên thực tế dòng tiền sẽ có xu hướng đón đầu, mặt bằng giá cổ phiếu có thể dần được phản ánh trong năm 2016.

7. **Ảnh hưởng của biến đổi khí hậu đến hoạt động các doanh nghiệp, thị trường hàng hóa trồng trọt và khai thác.** Theo cảnh báo từ Cơ quan hàng không vũ trụ Mỹ NASA, thế giới có thể sẽ phải chứng kiến hiện tượng El Nino mạnh nhất trong năm 2016 gây ra những hậu quả nặng nề như năm 1998. Hiện tượng này có thể gây sụt giảm nguồn cung toàn cầu ở một số ngành nhạy cảm với yếu tố thời tiết như đường, cao su, gạo, cafe, nông sản... Dữ liệu trong quá khứ cũng cho thấy những thời điểm hiện tượng El Nino đạt cực đại, giá cả các loại hàng hóa này trên thế giới thường có xu hướng hồi phục sau đó, giúp các doanh nghiệp trong ngành hưởng lợi nếu vẫn duy trì được sản lượng.

Dự báo thị trường và triển vọng ngành

Dự báo thị trường

Chỉ số P/E của VNINDEX vào thời điểm cuối 2016 được dự báo sẽ đạt mức **12.2 lần trong KB trung bình**. Dự báo này dựa vào kết quả từ mô hình kinh tế lượng phân tích E/P của chỉ số VNINDEX dựa theo mối liên hệ với các biến số vĩ mô của Việt Nam trong quá khứ như mặt bằng lãi suất, tăng trưởng GDP, biến động tỷ giá... Tuy nhiên mô hình này chưa phản ánh đầy đủ các yếu tố rủi ro ngoại biên (đã gây ra tác động khá mạnh đến TTCK Việt Nam trong năm 2015), nên kết quả dự báo tiếp tục được điều chỉnh định tính để sát với thực tế hơn. Từ phương pháp này chúng tôi xác định **điểm cân bằng của VNINDEX trong năm 2016 đạt 590-610 điểm**.

Về mặt định tính, kết quả trên tương đối phù hợp với diễn biến tăng trưởng của nền kinh tế, cùng với định hướng thúc đẩy sự phát triển TTCK của chính phủ. Tuy nhiên, mức tăng khó có thể có nhiều đột biến (tăng 3% đến 5% so với mức bình quân 580 điểm trong năm 2015) do vẫn tồn tại những yếu tố rủi ro tác động đến thị trường như diễn biến tăng của mặt bằng lãi suất, biến động tỷ giá, sự suy giảm tăng trưởng của kinh tế Trung Quốc, và những rủi ro về mặt địa chính trị.

	Dự báo các kịch bản thị trường 2016		
	Tiêu cực	Trung bình	Tích cực
Biến động lãi suất (tăng)	>1%	0.6%-1%	<0.6%
Tăng trưởng GDP	6.2%-6.4%	6.5%-6.7%	6.8%-7%
P/E thị trường	10.3-10.7	11.5-11.9	12.7-13.1
VNINDEX	530-550	590-610	650-670
Xác suất kịch bản	20%	50%	30%

Đánh giá triển vọng và cơ hội đầu tư một số ngành tiêu biểu trong năm 2015

Ngành	Mã tiêu biểu	Triển vọng 2015	Điểm đáng chú ý
Ngân hàng	VCB, MBB, ACB...	Trung tính	<ul style="list-style-type: none"> - Tỷ lệ nợ xấu đã giảm đáng kể trong các năm gần đây nhờ sự hồi phục của thị trường BĐS và hoạt động bán nợ cho VAMC. - Lợi nhuận trong ngắn hạn khó có nhiều đột biến do trích lập dự phòng trong khi tiềm năng tăng trưởng dài hạn là khả quan.
Bất động sản	VIC, KDH, DXG...	Trung tính <i>(Có sự phân hóa giữa các phân khúc khác nhau)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Có sự đồng thuận về vĩ mô, chính sách tài khóa, niềm tin khách hàng phục hồi cùng với sự tự tin ở các doanh nghiệp. - Tuy nhiên, sự gia tăng mạnh nguồn cung ở một số phân khúc ảnh hưởng đến tính ổn định thị trường.
Dầu khí	GAS, PVS, PGS...	Tiêu cực	<ul style="list-style-type: none"> - Triển vọng vẫn khá tiêu cực khi xu hướng chủ đạo của giá dầu trong năm 2016 vẫn đang được dự báo là đi xuống so với mức bình quân của năm 2015. - Tuy nhiên, trong trường hợp giá dầu sụt giảm quá sâu trong nửa đầu năm, dẫn đến nguồn cung bị ảnh hưởng mạnh, có thể tạo cơ hội cho giá dầu phục hồi trở lại về cuối năm.
Chứng khoán	HCM, SSI, BVS...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Tác động tiêu cực từ thông tư 36 đến thanh khoản thị trường đã được phản ánh đầy đủ. - Cơ chế cho phép hoạt động mua bán trong ngày, bán chứng khoán chờ về và sự ra đời sản phẩm chứng quyền có thể kích thích tăng thanh khoản thị trường. - Kỳ vọng từ lộ trình nâng hạng lên nhóm thị trường mới nổi theo phân hạng MSCI.
Vật liệu xây dựng	PTB, CVT, CTL...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu xây dựng tăng cao giúp cải thiện doanh thu bán hàng ở các doanh nghiệp. - Chi phí vận chuyển giảm nhờ giá xăng giảm. Tuy nhiên, đối với ngành đá xây dựng miền Nam, các mỏ đá tốt sắp hết thời gian khai thác và thuế tài nguyên môi trường tăng. - Đối với ngành gạch ốp lát, nhập khẩu từ Trung Quốc có xu hướng giảm dần trong khi thuế nhập khẩu theo ACFA vẫn ở mức cao giúp bảo hộ ngành gạch trong nước.
Ngành mía đường	LSS, BHS, SBT...	Tích cực <i>(Trong ngắn và trung hạn)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Giá đường dự báo phục hồi khoảng 1-2 niên vụ do tác động của chu kỳ El Nino. - Mặc dù vậy doanh nghiệp Việt Nam mới tập trung vào các hoạt động M&A để chuẩn bị cho hội nhập và chiếm lĩnh thị trường trong nước trong khi chưa chú trọng đầu tư vùng nguyên vật liệu và công nghệ hóa để hạ giá thành sản phẩm.
Công nghệ thông tin	FPT, CMG, ELC...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu thế giới đối với công nghệ phần mềm còn lớn và kỳ vọng tăng trưởng tốt, tuy nhiên Việt Nam vẫn đang nằm ở chuỗi giá trị thấp. - Các doanh nghiệp hưởng lợi từ việc Chính phủ tăng đầu tư vào hệ thống giao thông thông minh. - Tăng trưởng đối với thị trường viễn thông

			trong nước còn nhiều tiềm năng.
Cảng biển	GMD, VSC...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Vị trí địa lý tiềm năng và cơ sở hạ tầng đang được cải thiện, đầu tư nâng cấp - Lộ trình hội nhập vào các FTAs đem lại cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp trong ngành.
Cao su tự nhiên	DPR, PHR, TRC...	Trung tính (Phụ thuộc diễn biến giá cao su)	<ul style="list-style-type: none"> - Với diễn biến giá cao su 2016 tiếp tục ở mức thấp như hiện nay, các doanh nghiệp cao su gần như không có lãi. Tuy nhiên kỳ vọng giá cao su phục hồi có thể diễn ra vào cuối năm khi cán cân cung cầu cân bằng hơn. - Giá thành đã được các doanh nghiệp nỗ lực cắt giảm và đang nhận được hỗ trợ từ chính sách thuế.
Điện	NT2, PPC, VSH...	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Tỷ giá nhìn chung có thể tiếp tục có xu hướng diễn biến thuận lợi đối với các doanh nghiệp vay nợ ngoại tệ nếu VND không bị điều chỉnh quá mạnh trong năm 2016. - Nửa đầu năm 2016, do El Nino nên các doanh nghiệp nhiệt điện sẽ đạt kết quả kinh doanh tích cực hơn. Nửa sau năm 2016, khi El Nino suy yếu theo dự đoán, các doanh nghiệp thủy điện sẽ hưởng lợi hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh.
Khu công nghiệp	KBC, ITA	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Hưởng lợi từ kỳ vọng nguồn vốn đầu tư FDI tăng mạnh trong các năm tới nhờ các chính sách thu hút đầu tư của Chính phủ và khả năng TPP chính thức được ký kết

(Nhà đầu tư có thể tham khảo những nhận định và phân tích chi tiết hơn trong các báo cáo triển vọng ngành 2016 của chúng tôi)



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

nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn