



Báo cáo vĩ mô Vietinbank Securities

Báo cáo Kinh tế vĩ mô – Thị trường chứng khoán

04/03/2019

Phòng Nghiên cứu – Phân tích

- Tăng trưởng GDP của Mỹ và Trung Quốc có dấu hiệu chậm lại, đạt lần lượt 2.6% và 6.4% quý 4/2018 vì tác động của chiến tranh thương mại.
- Triển vọng đạt được thoả thuận về vấn đề CTMM giữa Mỹ và Trung Quốc vẫn thấp nhưng đã sáng hơn trước.
- Sau cuộc họp vào 30-31/01/2019, FED công bố không “vội vàng” khi tăng lãi suất mà sẽ chờ đợi các số liệu về chỉ số lạm phát.
- Các biến số vĩ mô của Việt Nam đều rất tốt, ngoại trừ kỳ vọng tăng trưởng cho năm 2019 thể hiện qua chỉ số PMI.
- Dòng tiền đang quay trở lại thị trường cổ phiếu Việt Nam nói riêng và thị trường thế giới nói chung sau các thông tin tốt từ cuộc họp của FED và khả năng có thoả thuận Mỹ - Trung.
- Tăng trưởng lợi nhuận của khối doanh nghiệp trên sàn HOSE có dấu hiệu chậm lại rõ rệt.

1. Kinh tế vĩ mô thế giới

Mỹ và Trung Quốc đều đang phải gánh chịu hậu quả của CTTM

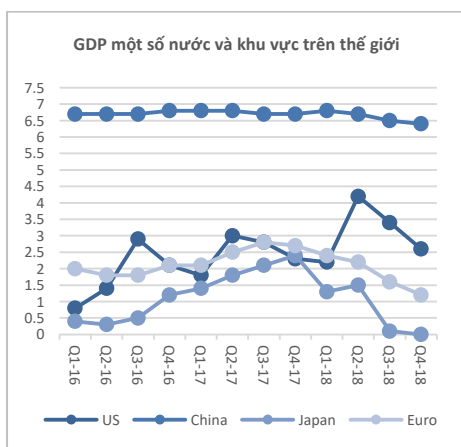
- Quý 04/2018, Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng GDP YoY 6.4%, thấp nhất trong vòng 29 năm qua. Quý liền trước đó, tăng trưởng GDP của nước này cũng chỉ đạt 6.5%.

Tăng trưởng chậm lại là hậu quả của việc nới lỏng tín dụng quá mức trong nhiều năm. Theo báo cáo của Bloomberg, tỷ lệ nợ khu vực tư nhân/GDP của Trung Quốc đạt tới mức hơn 200% GDP trong khi nợ công cũng đạt mức đáng báo động với những khoản nợ không được báo cáo ước đạt gần 6 nghìn tỷ USD. Số lượng các vụ vỡ nợ trái phiếu của Trung Quốc cũng tăng mạnh năm 2018, đạt 106 tỷ nhân dân tệ (CNY).

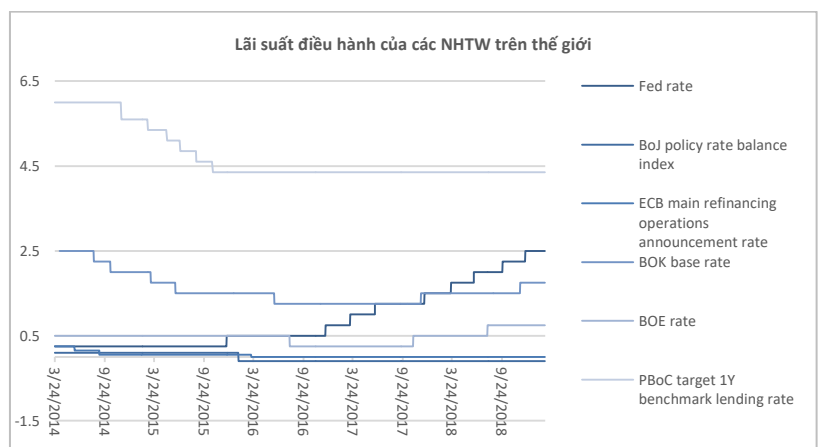
Trong bối cảnh đó, chiến tranh thương mại (CTTM) nổ ra là một đòn ráng mạnh lên nền kinh tế nước này và buộc cho chính quyền Bắc Kinh phải tiếp tục đưa ra các biện pháp nới nòng hỗ trợ nền kinh tế.

Có thể coi việc tăng trưởng chậm lại của Trung Quốc là tất yếu khi quy mô của nền kinh tế này đã tăng hơn 10 lần kể từ năm 2000. Tuy nhiên, việc tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế có đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng toàn cầu đang khiến cho cả thế giới lo ngại.

- Quý 04/2018, tăng trưởng GDP của Mỹ đạt 2.6%, mặc dù đây vẫn là mức tăng trưởng tốt đối với nước này nhưng lại là quý giảm thứ 2 liên tiếp. Các vấn đề về dư nợ tín dụng của nền kinh tế, nợ công, thâm hụt ngân sách cũng vẫn là những vấn đề mang lại nhiều lo ngại cho nền kinh tế lớn nhất thế giới.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

Triển vọng đàm phán thương mại Mỹ - Trung đang sáng dần lên.

- Chúng tôi cho rằng việc có một thỏa thuận giữa Mỹ và Trung Quốc trong một tháng sắp tới là rất khó. Lý do vì các yếu tố gây mâu thuẫn có nhiều yếu tố nhạy cảm, liên quan sâu sắc đến hệ thống chính trị Trung Quốc.

Tuy nhiên một thỏa thuận trong tương lai là có thể xảy ra khi cả hai bên đều đã trải qua những thiệt hại được gây ra từ CTTM lần này. Thiện chí đàm phán từ cả hai phía là khá rõ ràng, các cuộc họp đàm phán cũng diễn ra thường xuyên hơn. Những dấu hiệu lạc quan từ 2 nước đang góp phần rất lớn giúp ổn định tâm lý của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán thế giới.

FED rate có thể không tăng trong năm 2019 nếu tỷ lệ lạm phát cơ bản của Mỹ duy trì ở mức thấp hơn 2%

- Phát biểu sau buổi họp của FOMC ngày 29-30/01/2019, chủ tịch cục dự trữ liên bang Mỹ Fed tuyên bố không cần “vội vàng” trong việc tăng lãi suất. Mức lãi suất điều hành nhiều khả năng sẽ được giữ ở mức 2.25-2.5% trong thời gian dài sắp tới. Việc nâng lãi suất sẽ được xem xét nếu như tỷ lệ lạm phát cơ bản của Mỹ tăng lên trên 2%.

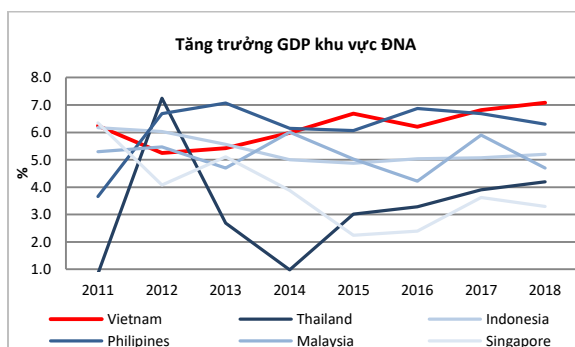
2. Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2018 cao nhất khu vực Đông Nam Á

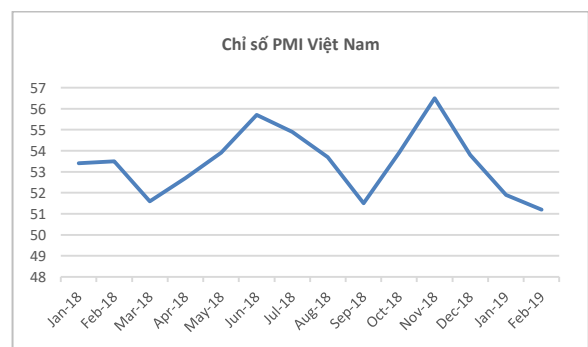
- Kết thúc năm 2018, Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng GDP đạt 7.08%, cao nhất khu vực Đông Nam Á và cao nhất 10 năm qua. Tăng trưởng GDP được đóng góp lớn bởi khối các doanh nghiệp FDI. Dòng vốn này đổ vào Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục cao trong các năm sắp tới vì Việt Nam đang sở hữu nhiều yếu tố thu hút các doanh nghiệp nước ngoài như việc có mối quan hệ tốt đẹp với nhiều nước, nguồn nhân lực giá rẻ, vị trí thuận lợi, đã đàm phán nhiều hiệp định thương mại tự do, ... Ngoài ra CTTM Mỹ - Trung cộng với việc chi phí sản xuất tại Trung Quốc tăng cao cũng khiến cho dòng vốn FDI chảy sang các thị trường khác như Đông Nam Á.

Chỉ số PMI thấp cho thấy triển vọng khối sản xuất công nghiệp đã bớt sáng

- Chỉ số CPI tháng 01/2019 chỉ đạt 51.2 và trong tháng liền trước cũng chỉ đạt 51.9, thấp hơn so với cùng kỳ và mức trung bình năm 2018. Điều này cho thấy sự tự tin của khối sản xuất công nghiệp năm 2019 đang thấp vì chỉ số PMI vốn là một chỉ báo sớm của nền kinh tế. Các dự báo về tăng trưởng kinh tế của Việt Nam nói riêng và toàn thế giới nói chung đều thấp hơn năm 2018. Với những dấu hiệu chậm lại của nền kinh tế thì chính phủ Việt Nam cần có những bước điều chỉnh kịp thời về chính sách. Việc chỉ đạo tăng room tăng trưởng tín dụng cho các NHTM của thủ tướng cũng tạo nên hiệu ứng tích cực cho thị trường.



Nguồn: Bloomberg

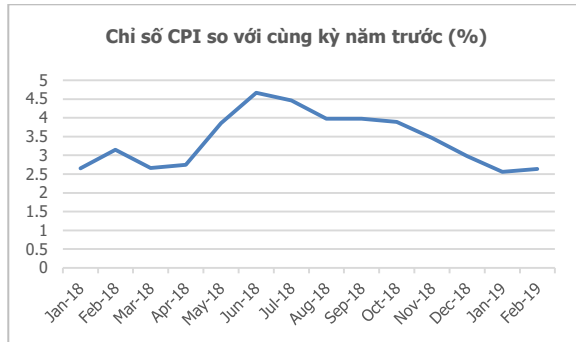


Nguồn: HIS Markit, Bloomberg

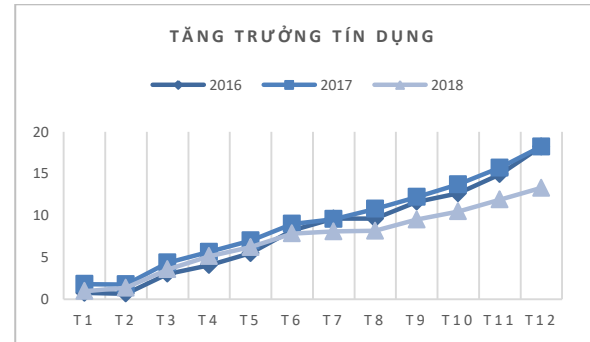
Chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế đã được cải thiện rất nhiều so với các năm trước.

- Các chỉ số đo lường sức khỏe của nền kinh tế như CPI, tỷ giá, tăng trưởng cung tiền và tín dụng đều đang cho thấy những dấu hiệu khỏe mạnh: CPI tháng 01/2019 tăng 2.56% so với cùng kỳ và còn số tháng 02/2019 là 2.64% so với cùng kỳ. Chỉ số CPI thấp cũng có phần nhờ vào việc giá xăng dầu giảm. Tăng trưởng lạm phát ở mức hợp lý và ở trong tầm kiểm soát của chính phủ
- Theo số liệu của tổng cục thống kê, Tăng trưởng tín dụng cả năm 2018 ở vào khoảng 13.3% thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước. Đây là chỉ tiêu được đánh giá

cao bởi giới chuyên gia khi nền kinh tế đã không còn phụ thuộc quá nhiều vào tăng trưởng tín dụng. Một phần trăm tăng trưởng chỉ phải trả giá bằng 2 phần trăm tăng trưởng tín dụng (Con số này ở vào khoảng 4 – 7 vào giai đoạn 2007 – 2010)

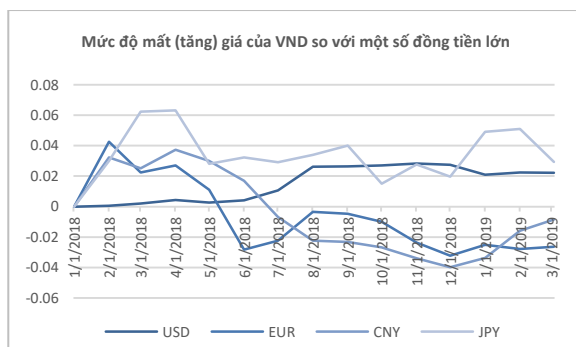


Nguồn: GSO

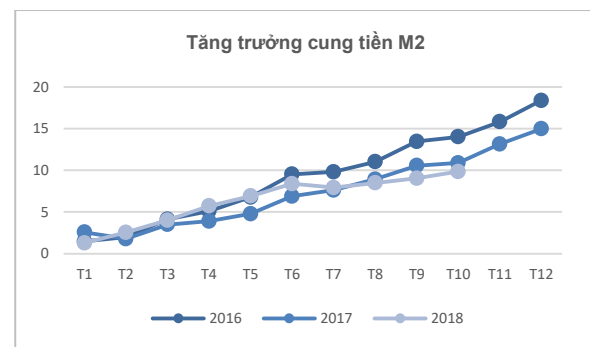


Nguồn: SBV, GSO, CTS ước tính

- Xét trên tương quan với những đồng tiền tệ lớn như USD, EUR, CNY, JPY,... thì VND coi như không mất giá kể từ đầu năm 2018. Việc tiền đồng giữ được giá trị trong năm 2018 được đánh giá rất cao trên thị trường quốc tế khi đồng tiền trong khu vực liên tục mất giá. Tỷ giá ổn định sẽ tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp và các nhà đầu tư nước ngoài.
Đồng CNY cũng mất giá tới 6% so với USD, trong khi Trung Quốc là đối tác xuất nhập khẩu lớn của Việt Nam cũng sẽ gây áp lực khá lớn lên hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam.
- Tương tự tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng cung tiền M2 năm 2018 cũng ở mức thấp hơn các năm trước đạt 9.84% sau 10 tháng.



Nguồn: Bloomberg

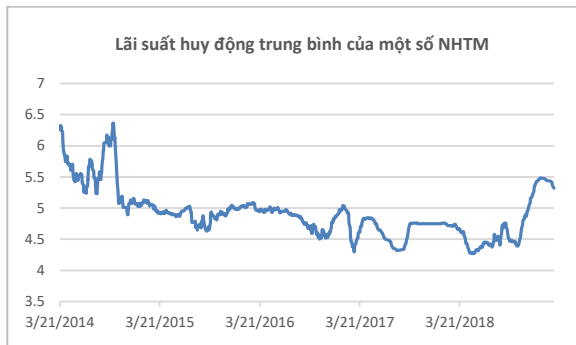


Nguồn: SBV

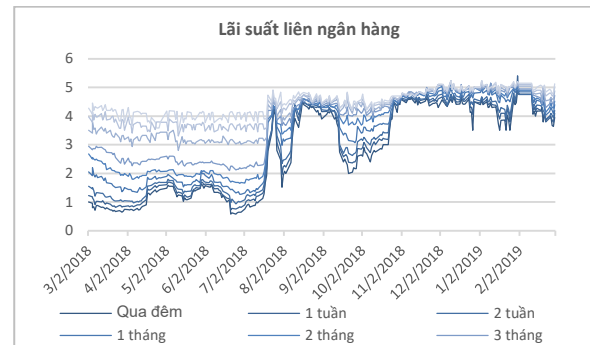
Mặt bằng lãi suất bắt đầu hạ nhiệt sau tết nhưng vẫn duy trì ở mức cao

- Sau kỳ nghỉ tết nguyên đán, lãi suất liên ngân hàng bắt đầu có dấu hiệu giảm xuống. Lãi suất qua đêm trung bình tuần kết thúc ngày 03/03/2019 ở mức 3.85% thấp hơn so với mức trên 4% giai đoạn trước đó. Quan điểm điều hành mang định hướng trung tính của NHNN của được duy trì từ giữa năm 2018 khi xảy ra các bất ổn trên thị trường tài chính thế giới. Việc lãi suất ngân hàng giảm mạnh trong vòng 1 tháng tới là khó có thể xảy ra. Một số tín hiệu nới lỏng mới xuất hiện gần đây như việc hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc hỗ trợ các ngân hàng yếu kém hay việc thủ tướng yêu cầu tăng room tăng trưởng tín dụng cho hệ thống ngân hàng.

- Lãi suất huy động tại một số NHTM cũng có dấu hiệu ngừng tăng lên, nhu cầu về vốn sau tết đã giảm bớt so với giai đoạn trước tết.



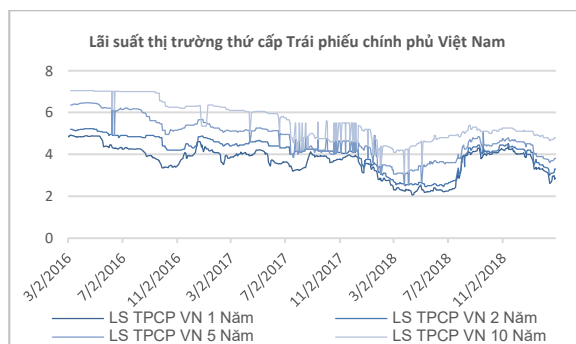
Nguồn: Bloomberg, CTS tổng hợp



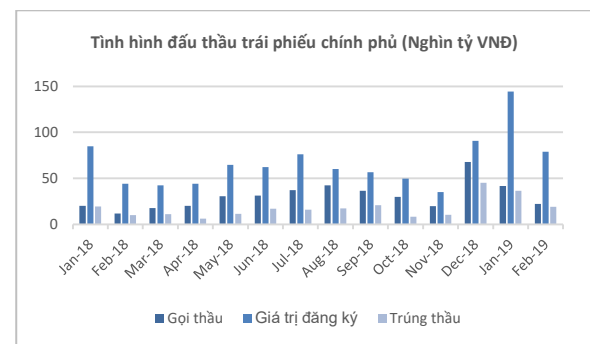
Nguồn: Bloomberg

Lượng tiền đầu thầu trái phiếu chính phủ lớn khiến cho lãi suất TPCP giảm mạnh từ đầu năm

- 2 tháng đầu năm 2019, lượng tiền đăng ký đầu thầu trái phiếu chính phủ Việt Nam đạt lần lượt 144 nghìn tỷ và 78.9 nghìn tỷ đồng, đây là con số khá lớn và có thể thấy rằng lượng tiền hiện tại trong nền kinh tế khá dồi dào.
- Lãi suất trái phiếu chính phủ liên tục giảm kể từ thời điểm tháng 10/2018 nhờ vào (1) sự đánh giá tốt của thị trường vào nền kinh tế Việt Nam và (2) lượng tiền dồi dào của khối NHTM khi nhu cầu vốn giảm. Cụ thể, lãi suất TPCP 5 năm hiện ở mức 3.8%, giảm khá nhiều so với mức 4.5% ngày 10/10/2018



Nguồn: Bloomberg

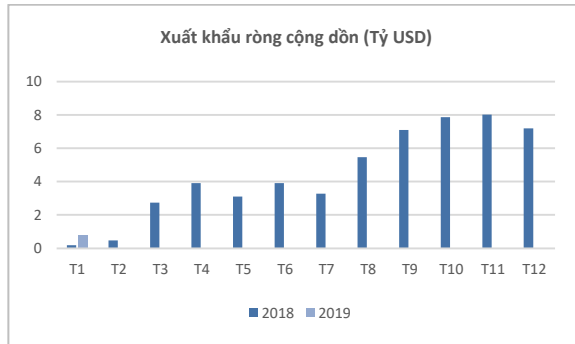


Nguồn: hnx

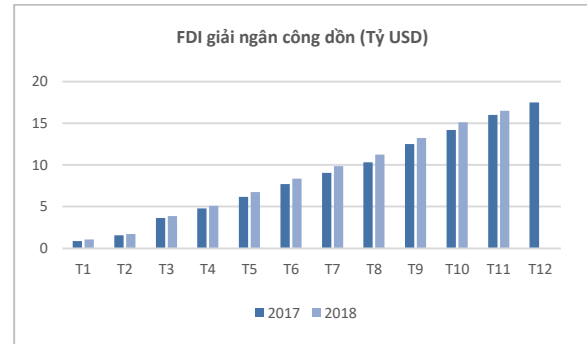
Các hoạt động khác của nền kinh tế cũng có số thặng dư, sức ép lên tỷ giá là không có

- Kết thúc năm 2018, Hoạt động xuất nhập khẩu (XNK) của Việt Nam thặng dư 7.2 tỷ USD. Tháng 01/2019, xuất khẩu ròng cũng đạt 0.81 tỷ USD và là mức thặng dư khá lớn so với cùng kỳ. Hoạt động xuất khẩu được đóng góp khá lớn bởi khối FDI. Việc thặng dư trong hoạt động XNK được cải thiện phần nào phản ánh mức độ hoàn thành chuỗi giá trị của Việt Nam đang được cải thiện.
- Lượng vốn FDI giải ngân sau 11 tháng 2018 đạt 16.5 triệu USD, tăng 16.5% so với cùng kỳ. Dòng vốn này đổ vào Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục cao trong các năm sắp tới vì Việt Nam đang sở hữu nhiều yếu tố thu hút các doanh nghiệp nước ngoài như nguồn nhân lực giá rẻ, vị trí thuận lợi, đã đàm phán nhiều hiệp định thương mại tự do, ... Ngoài ra CTTM Mỹ - Trung cộng với việc chi phí sản xuất tại Trung Quốc tăng cao cũng khiến cho dòng vốn FDI chảy sang các thị trường khác như

Đông Nam Á.

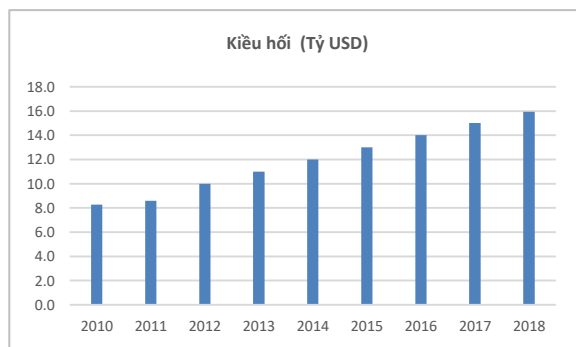


Nguồn: Tổng cục hải quan

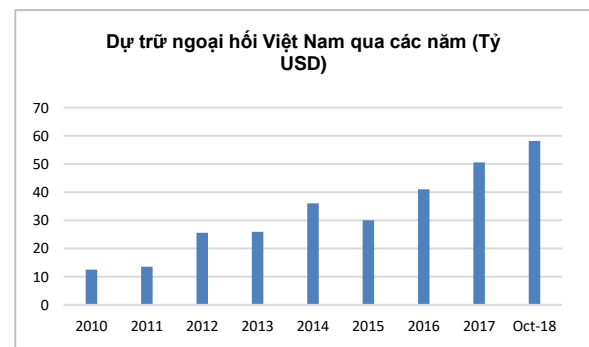


Nguồn: Fiinpro

- Lượng kiều hối năm 2018 đạt 15.9 tỷ USD. Các hoạt động kinh tế trên mang lại một lượng ngoại tệ lớn cho nền kinh tế. Tuy nhiên lượng tiền này được mua vào và kiểm soát chặt chẽ bởi NHNN nhằm kiểm soát không cho tỷ giá giảm để hỗ trợ xuất khẩu. Dự trữ ngoại hối tiếp tục tăng và đạt mức tương đương 60 tỷ USD năm 2018.



Nguồn: SBV, CTS tổng hợp

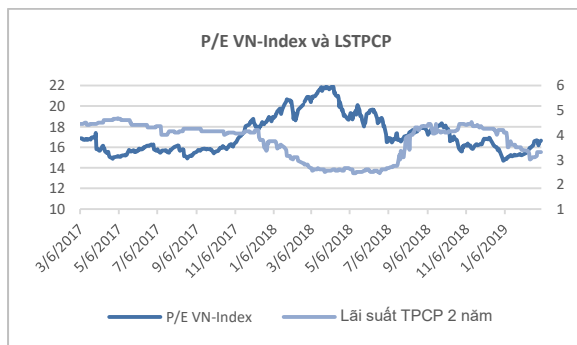


Nguồn: SBV, CTS tổng hợp

3. Thị trường chứng khoán

Thị trường cổ phiếu Việt Nam đang ở trong giai đoạn sideways dài hạn.

- Chúng tôi dự báo VN-Index thời điểm cuối năm 2019 đạt 926 điểm dựa trên mô hình kết hợp dự báo lãi suất, lợi nhuận, và so sánh P/E.
- Lợi suất TPCP giảm sâu trong vòng 2 tháng trở lại đây là yếu tố tích cực tác động lên thị trường. Dòng vốn nhàn dỗi trên thị trường nhiều có thể chảy vào thị trường chứng khoán.
- Bên cạnh đó, việc tăng phí và thuế giao dịch chứng khoán phái sinh kể từ ngày 15/02/2019 cũng góp phần kéo dòng tiền về với thị trường cơ sở.
- Tỷ lệ P/E của chỉ số VN-Index hiện ở mức 16.65, nhỉnh hơn mức trung bình của các nước Đông Nam Á 16.05. Theo chúng tôi, mức P/E của VN-Index là khá hợp lý với tình hình kinh tế vĩ mô hiện tại của Việt Nam.



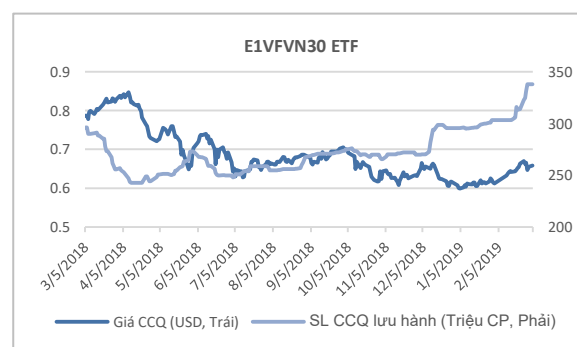
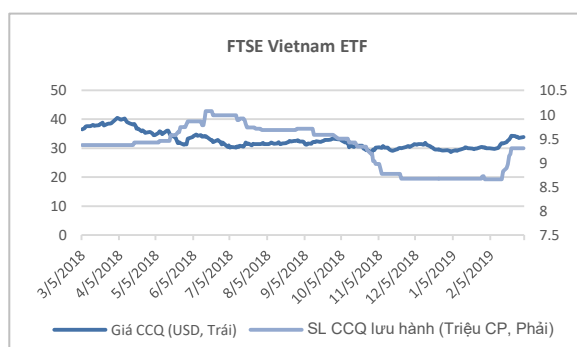
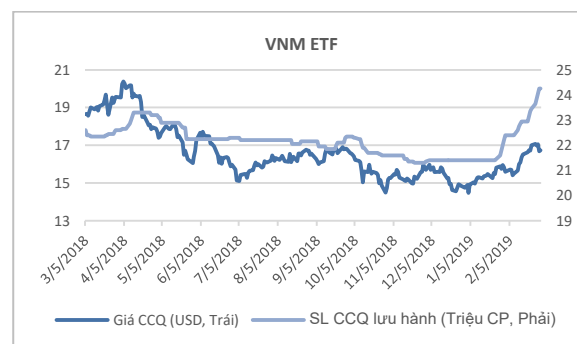
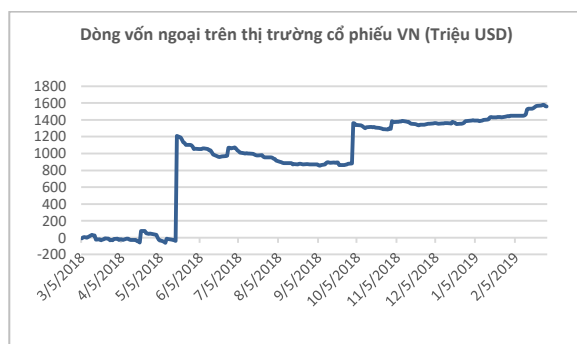
Nguồn: Bloomberg

	P/E	P/B
Thái Lan	16.79	1.83
Singapore	13.37	1.12
Philippines	19.33	2.07
Malaysia	21.13	1.75
Lào	4.78	0.29
Indonesia	20.54	2.37
Việt Nam	16.65	2.57
Trung bình	16.08	1.72

Nguồn: Bloomberg

Dòng vốn chảy vào thị trường tăng mạnh sau tết

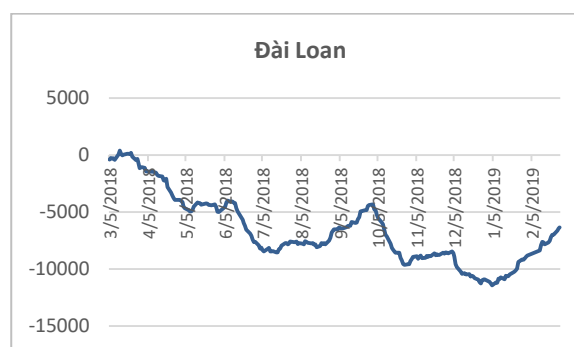
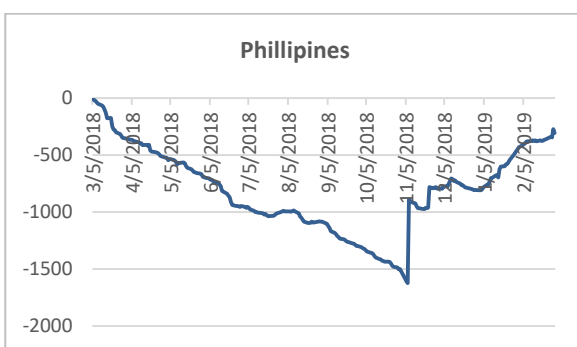
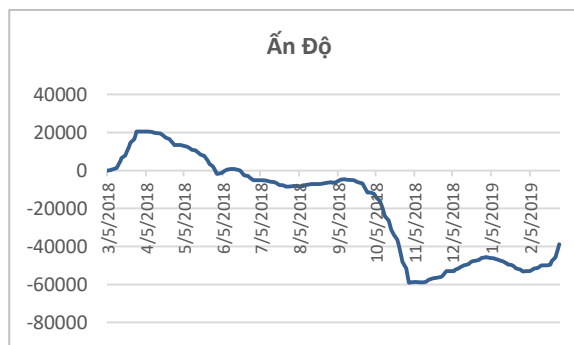
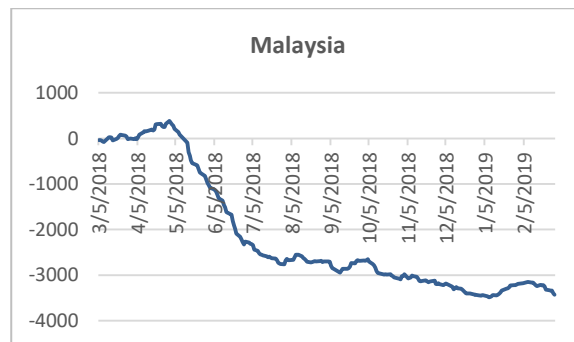
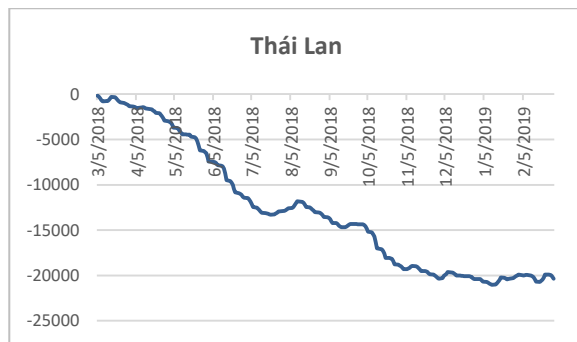
- Đón nhận 2 tin tốt về việc Fed rate có thể không tăng thêm trong năm 2019 và việc Mỹ - Trung có khả năng đạt được thỏa thuận trong tương lai, dòng vốn bắt đầu trở lại thị trường cổ phiếu toàn cầu và Việt Nam.
 - o Trong vòng 1 tháng kể từ ngày 04/02 – 03/03/2019, dòng vốn ngoại đổ vào thị trường cổ phiếu Việt Nam đạt 111.6 triệu USD. Thanh khoản thị trường cũng sôi động hơn giúp thúc đẩy đà tăng của các cổ phiếu bluechip. Tuy nhiên dòng vốn ngoại vào thị trường có dấu hiệu ngừng tăng.
 - o Lượng vốn chảy vào thị trường thông qua các quỹ ETF cũng khá lớn, có thể kể đến VNM ETF với lượng phát hành chứng chỉ quỹ mới có giá trị lên tới hơn 66 triệu USD.



Nguồn: Bloomberg

Dòng vốn cũng quay trở lại thị trường cổ phiếu trong khu vực

- Dòng vốn ngoại cũng đang quay trở lại với các thị trường khác trong khu vực. Cụ thể:
 - o Thị trường Phillipines đón nhận 127.3 Triệu USD trong vòng 1 tháng vừa qua
 - o Thị trường Đài Loan đón nhận 2.8 tỷ USD trong vòng 1 tháng vừa qua
 - o Các thị trường khác trong khu vực cũng khi nhận động thái tích cực hơn của dòng vốn ngoại trong tháng vừa rồi



Nguồn: Bloomberg; Đơn vị: Triệu USD

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đang chậm lại.

- Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn HOSE 2 năm 2017 và 2018 lần lượt đạt 26.99% và 22.2%, cao hơn nhiều so với giai đoạn trước đó. Tuy nhiên, mức tăng trưởng lợi nhuận các năm gần đây luôn cao hơn so với mức tăng trưởng doanh thu. Điều này hàm ý rằng chất lượng tăng trưởng lợi nhuận cần được xem xét, khi giai đoạn thuận lợi trôi qua, biên lợi nhuận có thể điều chỉnh về mức thấp hơn.
- Đáng chú ý, tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường và hầu hết các ngành trừ BĐS đang có dấu hiệu chậm lại rõ rệt. Cụ thể, lợi nhuận toàn thị trường tăng 9.3% quý 04/2018, thấp hơn nhiều so với cả năm đạt 22.2%. Nhóm ngành dầu khí và các doanh nghiệp khác thậm chí có mức tăng trưởng lợi nhuận âm. Triển vọng tăng trưởng các ngành năm 2019 cũng không quá sáng sủa.

Bảng: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE

Tăng trưởng	Tỷ trọng 2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q4/2018
Ngân hàng										
Doanh thu	0.0%									
LNST	27.9%	18.26%	-13.37%	5.91%	9.28%	8.63%	23.63%	40.81%	27.40%	7.90%
Dầu khí										
Doanh thu	16.3%	32.10%	10.78%	-1.63%	6.87%	-25.01%	-16.86%	18.45%	22.90%	13.10%
LNST	8.6%	-14.45%	-3.67%	-36.94%	121.52%	61.82%	39.83%	17.19%	19.80%	-10.20%
BĐS+XD+VLSD										
Doanh thu	19.9%	0.29%	9.20%	25.16%	27.33%	31.88%	36.84%	29.48%	30.20%	21.90%
LNST	16.6%	-60.30%	-10.17%	119.20%	-1.27%	36.55%	63.37%	18.49%	56.90%	66.60%
Khác										
Doanh thu	63.8%	24.0%	3.3%	9.0%	15.6%	13.1%	14.3%	16.7%	6.1%	2.2%
LNST	46.8%	6.3%	-5.1%	7.2%	14.8%	19.2%	10.0%	31.3%	7.0%	-8.1%
HOSE										
Doanh thu	100.0%	21.68%	6.39%	6.56%	13.93%	3.64%	10.80%	19.35%	13.60%	8.60%
LNST	100.0%	-3.32%	4.36%	18.14%	11.02%	14.59%	14.01%	26.99%	22.20%	9.30%

Nguồn: Fiinpro, CTS tổng hợp

2019 sẽ tiếp tục là một năm thuận lợi đối với kinh tế vĩ mô Việt Nam, tuy nhiên đóng góp chính vào tăng trưởng là từ khối DN FDI.

- Như đã phân tích ở trên, FDI sẽ tiếp tục là yếu tố đóng góp lớn vào tăng trưởng GDP của Việt Nam giai đoạn sắp tới. Việt Nam có mối quan hệ tốt với hầu hết các nước trên thế giới, có nhiều yếu tố thuận lợi để thu hút đầu tư cũng như thiện chí của chính phủ. Theo một cuộc khảo sát ở Nhật Bản hồi tháng 01/2019 được thực hiện bởi Kyodo News-affiliated, Việt Nam là điểm đến số một để đầu tư ra nước ngoài với 36% ý kiến của các công ty nước này, Ấn Độ đứng thứ 2 với 18% và Trung Quốc chỉ có 8%. Ý tưởng tương tự cũng rất phổ biến ở Trung Quốc khi các doanh nghiệp đang hoạt động ở nước này cho rằng Việt Nam có chi phí sản xuất rẻ hơn và lực lượng lao động trẻ hơn.
- Trái ngược với yếu tố tích cực từ dòng vốn FDI, triển vọng của khối doanh nghiệp nội trong năm 2019 là không quá sáng. Trong khi đây là yếu tố quan trọng quyết định việc tăng giảm giá trên thị trường chứng khoán.
- Theo dự báo của chúng tôi, tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ đạt 6.8% năm 2019, các chỉ số cơ bản khác cũng vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên chỉ số IN-Index sẽ chỉ đi ngang và đạt khoảng 926 điểm vào thời điểm cuối năm.

Bảng: Tổng kết dự báo các biến số vĩ mô năm 2019 cập nhật tháng 03/2019

CTS dự báo	2017	2018	2019F
Tăng trưởng GDP	6.81%	7.08%	6.8%
Tỷ lệ lạm phát	3.53%	3.60 %	4.00%
Tăng trưởng tín dụng	18.17%	13.30%	14.00%
Tỷ giá	22,415	23,340	23,631
Lãi suất TPCP VN 5Y	4.4%	4.5%	4.7%
VN-Index	978	892	926

Nguồn: CTS dự báo

Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam (Vietinbank Securities) là một công ty chứng khoán được cấp giấy phép với đầy đủ các chức năng nghiệp vụ.

VietinBank Securities được niêm yết trên Sở GDCK thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) với mã giao dịch “CTS”.

Trụ sở chính: 306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Chi nhánh Đà Nẵng: Tầng 8, 36 Trần Quốc Toản, Quận Hải Châu, TP Đà Nẵng

Chi nhánh TP.HCM: 49 Tôn Thất Đạm, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Website: www.cts.vn

Tel: 024. 3974 1771

Fax: 024. 3974 1760

Phòng Nghiên cứu – Phân tích

Lương Văn Hoàn

Email: research@cts.vn; hoanlv@cts.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2019 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.