

Vietnam Macro & Market Outlook

Báo cáo triển vọng Vĩ mô thị trường

2016



BSC

www.bsc.com.vn

Mục lục

Bức tranh vĩ mô Việt Nam trong 2015	1
Tăng trưởng kinh tế	2
Lạm phát	3
Diễn biến vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)	5
Thương mại xuất nhập khẩu	7
Thị trường ngoại hối, tỷ giá	9
Ngân hàng – Lãi suất	11
Vĩ mô thế giới: Bức tranh 2015 – Triển vọng 2016	14
Dự báo vĩ mô Việt Nam trong 2016	17
Tăng trưởng kinh tế	18
Lạm phát	18
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	18
Thương mại, xuất nhập khẩu	19
Thị trường ngoại hối, tỷ giá	19
Ngân hàng - lãi suất	20
Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam 2015	21
Theo dòng sự kiện	22
Diễn biến các nhóm Index	24
Thống kê Thị trường 2015	25
Đánh giá các yếu tố vĩ mô, dòng tiền, định giá ảnh hưởng đến TTCK 2015	31
Triển vọng thị trường 2016	33
Các yếu tố tác động thị trường chứng khoán	33
Dự báo điểm số VN-Index năm 2016	37
Dự báo điểm số VN-Index bằng phương pháp PE	37
Dự báo bằng VN-Index theo phương pháp cổ phiếu trọng số lớn	39
Dự báo VN-Index sử dụng mô hình định lượng	40
Chiến lược đầu tư trong năm 2016	41

Bức tranh vĩ mô Việt Nam trong 2015

Dấu ấn trong năm 2015 của kinh tế Việt Nam có thể kể đến: (1) Tăng trưởng mạnh mẽ, (2) Hội nhập quốc tế sâu rộng với các FTAs quan trọng, (3) Tâm điểm của chính sách tiền tệ chuyển sang tỷ giá, và (4) Kết thúc chuỗi 3 năm xuất siêu. Nhìn chung các chỉ tiêu trên đều nằm trong dự báo trước đó của BSC Research.

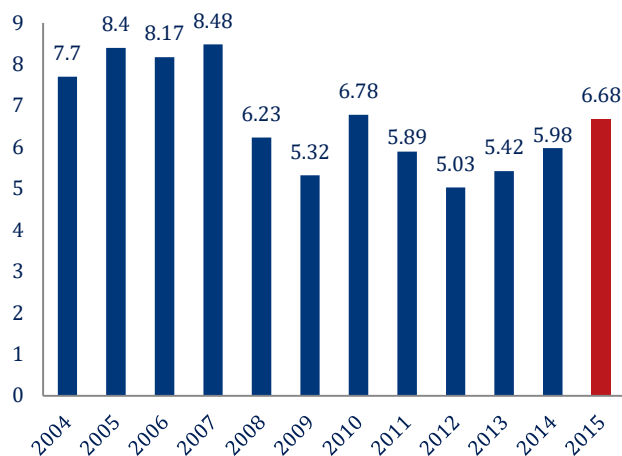
GDP tăng trưởng mạnh nhất trong vòng 5 năm trở lại đây, vượt mức kế hoạch đề ra, nhờ nhu cầu cả trong nước lẫn xuất khẩu. Bên cạnh đó, Việt Nam tiếp tục là điểm đến đầu tư hấp dẫn nhờ sự cải thiện của môi trường đầu tư và kinh doanh song hành với việc ký kết các Hiệp định thương mại tự do FTAs có tầm ảnh hưởng lớn. Vốn FDI tăng trưởng bền bỉ tích cực, hoạt động xuất khẩu giữ nhịp khả quan. Lãi suất dù không giảm thêm như mục tiêu đề ra từ đầu năm nhưng đã được duy trì thấp, giữ vị trí quan trọng trong việc thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh của nền kinh tế.

Việt Nam cũng đã ứng phó tương đối tốt trước những biến động của môi trường kinh tế quốc tế. Mặc dù vậy, kinh tế vĩ mô trong nước cũng bị xáo trộn một phần. Lạm phát cả năm tăng thấp nhất trong vòng 14 năm trở lại đây trong bối cảnh diễn biến giá dầu thế giới tiếp tục giảm mạnh so với cuối năm 2014. Thị trường ngoại hối trong năm 2015 có nhiều sóng gió hơn đáng kể so với diễn biến trong vài năm trở lại đây trước những tác động mạnh và đột ngột của việc USD tăng giá, CNY phá giá và áp lực thâm hụt thương mại.

Tăng trưởng kinh tế

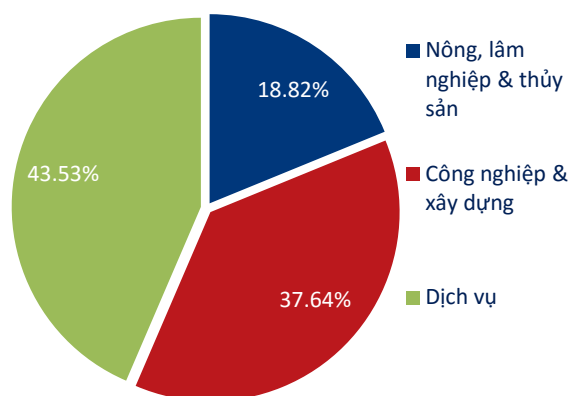
Tăng trưởng kinh tế là điểm sáng trong năm 2015, đồng thời duy trì tốc độ mạnh mẽ hơn trong 5 năm gần đây. Mức tăng trưởng kinh tế nổi trội trong năm vừa qua có được là nhờ sự phục hồi của tổng cầu trong nền kinh tế, đặc biệt ở lĩnh vực đầu tư và tiêu dùng cá nhân.

Đồ thị 1: Tăng trưởng GDP (% yoy)



Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 2: Cơ cấu nền kinh tế

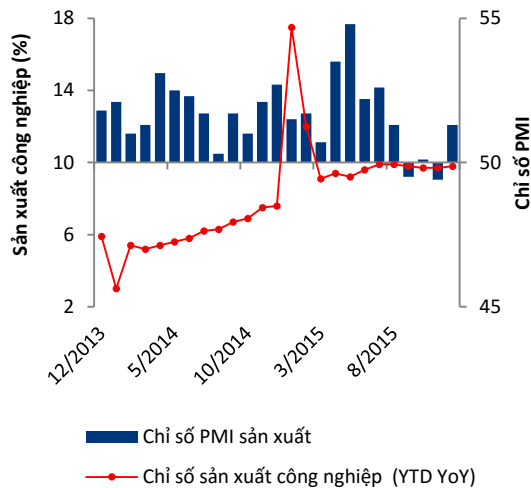


Nguồn: GSO, BSC Research

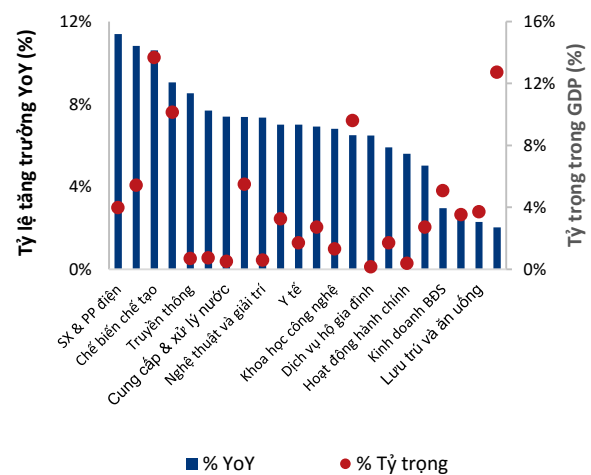
Năm 2015, tổng sản phẩm quốc nội GDP trong nước đã tăng 6,68% yoy so với cùng kỳ năm trước, vượt mức 6,2% kế hoạch đề ra đầu năm. Tốc độ tăng trưởng GDP liên tục mở rộng qua từng quý (lần lượt là 6,12% yoy trong quý 1, 6,47% yoy trong quý 2, 6,87% yoy trong quý 3, và 7,01% yoy trong quý 4), đồng thời kéo dài chuỗi phục hồi trong năm thứ 3 liên tiếp. Quy mô nền kinh tế đạt 4.192,9 nghìn tỷ đồng; GDP bình quân đầu người tăng lên 45,7 triệu đồng (tương đương 2.109 USD) từ mức 2.052 USD năm 2014.

- Xét về đóng góp vào tăng trưởng toàn nền kinh tế:
 - **Khu vực Công nghiệp và Xây dựng giữ vị trí quán quân năm thứ 2 liên tiếp khi đóng góp 3,2% trong tổng số 6,68% tăng trưởng.** Nổi bật trong đó vẫn là vai trò đầu tàu của lĩnh vực Công nghiệp sản xuất chế biến chế tạo (+10,6% yoy), đặc biệt khi lĩnh vực này thu hút được lượng lớn vốn đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Lĩnh vực xây dựng cũng cho thấy sức bền đáng kể (+10,82% yoy), đóng góp nhiều vào tăng trưởng khu vực Công nghiệp và Xây dựng nói chung.
 - **Khu vực dịch vụ xếp thứ hai với 2,43% đóng góp trong tổng số 6,68% tăng trưởng.** Bán buôn và bán lẻ là lĩnh vực tích cực nhất (+9,06% yoy), theo sau là hoạt động tài chính, ngân hàng, bảo hiểm (+7,38% yoy). Hoạt động kinh doanh bất động sản có xu hướng ảm đạm lên, nhưng với tốc độ khiêm tốn (+2,8% yoy).
 - **Khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ đóng góp 0,4% vào mức tăng 6,68% chung** bởi năm nay kém suôn sẻ trước các tác động bất lợi của thời tiết, khiến tăng trưởng chỉ đạt 2,41%, thấp hơn mức 3,44% năm 2014. Lâm nghiệp là ngành tích cực nhất (+7,69% yoy) nhưng không thể bù đắp thay cho sự suy yếu của ngành thủy sản (+2,8%).

- Xét về cơ cấu, Khu vực Dịch vụ và Khu vực Công nghiệp & Xây dựng gia tăng tỷ trọng, trong khi tỷ trọng Khu vực Nông, Lâm nghiệp và Thủy sản giảm sút. Tỷ trọng trong nền kinh tế của Khu vực Dịch vụ và Công nghiệp & Xây dựng tăng lần lượt lên 39,73% và 33,25% từ mức 39,04% và 33,21% trong năm 2014. Tỷ trọng Khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản giảm xuống 17% từ mức 17,7% trong năm 2014.

Đồ thị 3: Chỉ số sản xuất công nghiệp & PMI

Nguồn: GSO, Markit, BSC Research

Đồ thị 4: Tăng trưởng các lĩnh vực

Nguồn: GSO, BSC Research

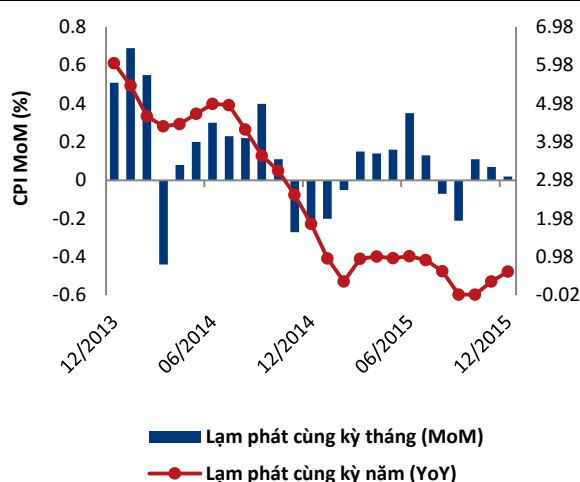
Lĩnh vực sản xuất chứng kiến sự tăng trưởng mạnh trong năm vừa qua. Diễn biến của chỉ số sản xuất công nghiệp tích cực dù cho có thời gian gián đoạn trong quý 3; Chỉ số PMI sản xuất có xu hướng chậm dần kể từ quý 3.

- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IP) tăng 9,8% yoy, cao nhất trong vòng 4 năm trở lại đây. Cụ thể, chỉ số IP tăng 9,3% yoy trong quý 1, 10,2% yoy trong quý 2, 9,3% yoy trong quý 3 và 10% yoy trong quý 4. Ngành chế biến chế tạo đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng sản xuất công nghiệp, theo sau là khai khoáng, sản xuất và phân phối điện...
- Chỉ số PMI nằm trong vùng tăng trưởng trong khoảng ¾ thời gian cả năm. Tăng trưởng mạnh trong nửa năm đầu, đình trệ vào thời điểm cuối năm khiến PMI tụt về vùng thu hẹp. Điểm tích cực là PMI đã tăng trở lại vào tháng cuối cùng của năm, đem lại kỳ vọng tích cực trong năm tới. Nhìn chung PMI năm 2015 vẫn cho thấy trạng thái tích cực của khu vực sản xuất khi chỉ số trung bình năm đạt 51,55 điểm, thấp hơn mức trung bình năm 2014 (51,82).

Lạm phát

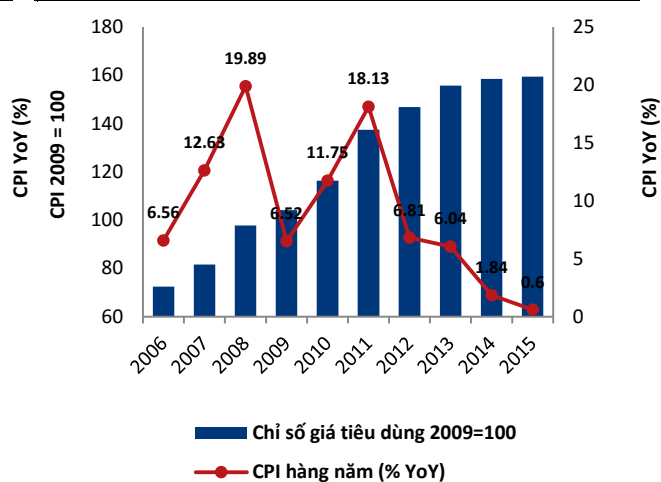
Kiểm soát lạm phát cũng là một trong những tiêu điểm vĩ mô nổi bật của Việt Nam trong năm vừa qua. Giá xăng dầu quốc tế giảm sâu và nguồn cung hàng hóa nội địa dồi dào là 2 yếu tố quan trọng hình thành nên bối cảnh giá trong năm 2015.

Đồ thị 5: Diễn biến CPI tháng



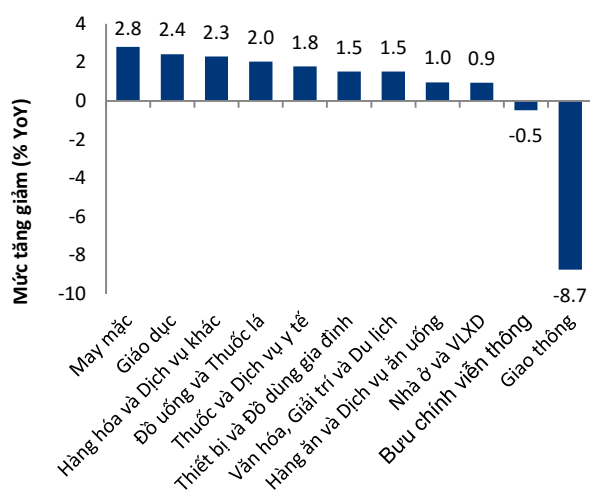
Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 6: Diễn biến CPI năm



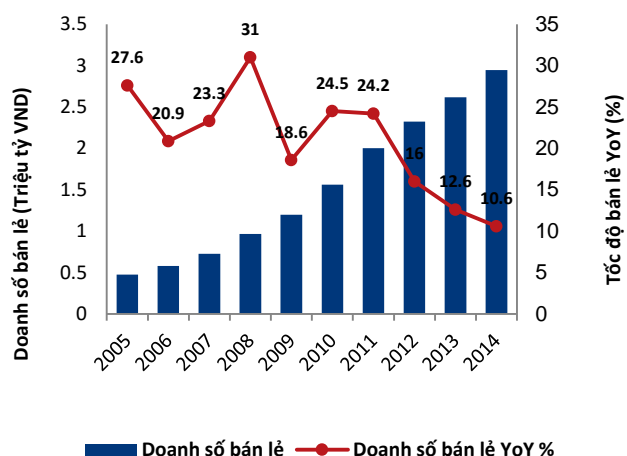
Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 7: Mức tăng/giảm các nhóm hàng 2015 so với cuối 2014



Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 8: Doanh số bán lẻ năm



Nguồn: GSO, BSC Research

Chỉ số giá tiêu dùng CPI tăng 0,6% trong năm 2015:

- Có tới 4/12 tháng chỉ số giá của nền kinh tế tăng trưởng âm. Tính chung, mức tăng giá trung bình hàng tháng là 0,05%/tháng, thấp nhất kể từ năm 2001 trở lại đây.
- Nhóm hàng giao thông là nhóm hàng có chỉ số giá giảm mạnh (-8,74% yoy), kéo dài chuỗi năm giảm thứ 2 liên tiếp do sự giảm giá của xăng dầu. Đây đồng thời là nhóm hàng có khả năng quyết định tới giá cả các nhóm hàng khác, khiến mặt bằng giá của các nhóm hàng khác đồng loạt tăng chậm. Giá dầu trên thực tế đã giảm 28,5% trong năm 2015. Sau 12 lần giảm giá trong tổng số 20 lần điều chỉnh giá, giá xăng đã giảm 1.480 VND/lít (-8,3%), giá dầu diesel thậm chí giảm tới 5.010 VND/lít (-29,6%) so với thời điểm cuối năm 2014.

- Nhóm hàng ăn uống cũng là nhóm hàng vốn có ảnh hưởng lớn tới chỉ số giá tiêu dùng nhưng lại ổn định. Nguồn cung lương thực thực phẩm dồi dào trong nước trong bối cảnh xuất khẩu gặp khó khăn giúp giá cả nhóm hàng này ổn định.
- Nhà ở và VLXD là nhóm hàng duy nhất phục hồi giá trong 2015, hứa hẹn tăng trưởng trong 2016.

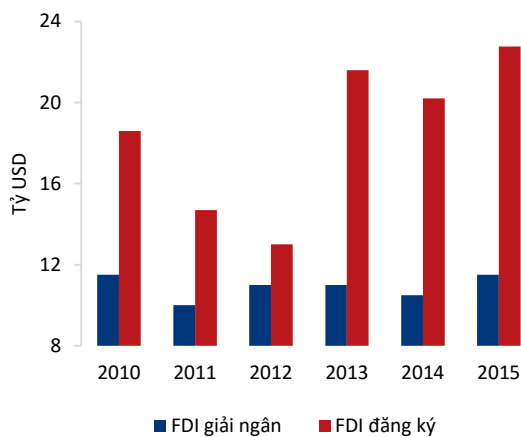
Doanh số bán lẻ tăng 9,5% yoy trong năm 2015, tương đương mức 8,4% yoy nếu loại trừ yếu tố giá tăng, với tổng giá trị khoảng 2.470 tỷ đồng. Niềm tin tiêu dùng tăng mạnh trong năm vừa rồi (chỉ số ANZ Roy Morgan đạt 144,8 điểm, đưa Việt Nam trở thành một trong những nền kinh tế ít ỏi lạc quan nhất trong khu vực. Tốc độ bán lẻ được duy trì như vậy là nhờ các tác động tích cực từ chính sách tiền tệ tương đối lỏng của Ngân hàng nhà nước trong bối cảnh kinh tế thế giới còn nhiều khó khăn.

Diễn biến vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Tình hình thu hút đầu tư nước ngoài đạt được kết quả khả quan vượt mức dự đoán. Khu vực FDI tiếp tục là khu vực thâm dụng lao động mạnh bất chấp khó khăn của kinh tế nội địa lẫn quốc tế, đóng vai trò là động cơ chủ đạo thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm 2015. Luồng vốn có tính tập trung vào các dự án lớn, và có xu hướng gia tăng vào nửa cuối năm 2015.

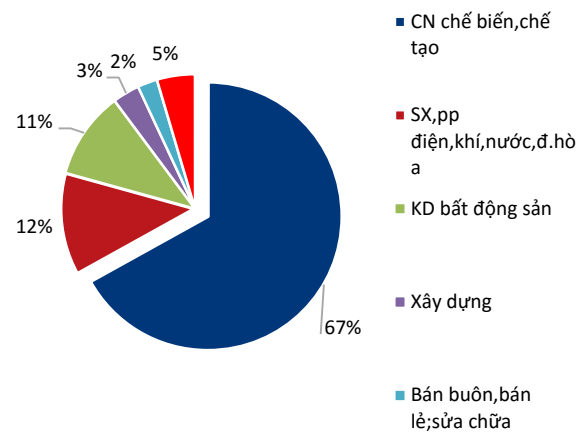
- **FDI giải ngân thực tế năm 2015 đạt 14,5 tỷ USD, tăng 17,4% yoy.** Giá trị giải ngân trung bình hàng tháng là 1,21 tỷ USD/tháng, cao hơn đáng kể so với mức trung bình 1,03 tỷ USD/tháng trong năm 2014. Tháng 1 là tháng nhận ít vốn nhất (0,5 tỷ USD), trong khi tháng 10 có số vốn giải ngân nhiều nhất (2,15 tỷ USD). Nhìn chung, diễn biến FDI giải ngân thực tế khá tương đồng so với diễn biến trong năm 2014, khi mà lượng vốn giải ngân dao động trong nửa đầu năm, rồi ổn định trong nửa cuối năm.
- **FDI đăng ký trong năm 2015 là 22,76 tỷ USD, cao hơn 12,5% yoy.** Đây là kết quả vượt mức dự báo, đặc biệt nhờ lượng vốn đăng ký tăng mạnh vào thời điểm nửa cuối năm. Trung bình mỗi tháng, Việt Nam thu hút 1,9 tỷ USD, vượt trội so với mức trung bình 1,68 tỷ USD/tháng trong năm 2014. Khác với năm trước, FDI đăng ký năm nay tăng mạnh trong quý 3, thay vì rơi vào quý 4 như năm trước.
- **Quy mô của nhóm các dự án lớn trong năm 2015 cao hơn đáng kể.** Sự xuất hiện của một số dự án có quy mô đặc biệt lớn, thậm chí trên 2 tỷ USD, là yếu tố then chốt giúp kết quả thu hút FDI trong năm 2015 tăng trưởng lạc quan.
- **Tổng cộng có 19 ngành và lĩnh vực đón nhận vốn FDI.** Các ngành thu hút vốn đầu tư nước ngoài nhiều nhất là Công nghiệp chế biến và chế tạo (chiếm 66,9%), Sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng (chiếm 12,4%), Kinh doanh bất động sản (chiếm 10,5%). Ngành có tốc độ thu hút FDI mạnh nhất là Sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng (+1130% yoy), Hoạt động chuyên môn khoa học (+173%), Y tế (+133% yoy), Cấp thoát nước (+107% yoy), và Khai khoáng (+83% yoy). Vốn FDI giảm mạnh tại các ngành Giải trí, Hành chính, và Vận tải kho bãi.

Đồ thị 9: Vốn FDI (tỷ USD)



Nguồn: FIA, BSC Research

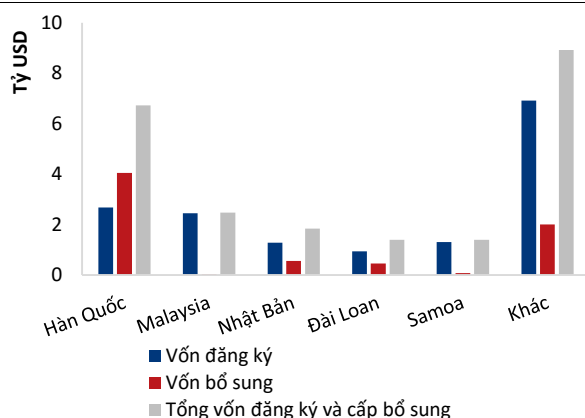
Đồ thị 10: Cơ cấu lĩnh vực đầu tư FDI



Nguồn: FIA, BSC Research

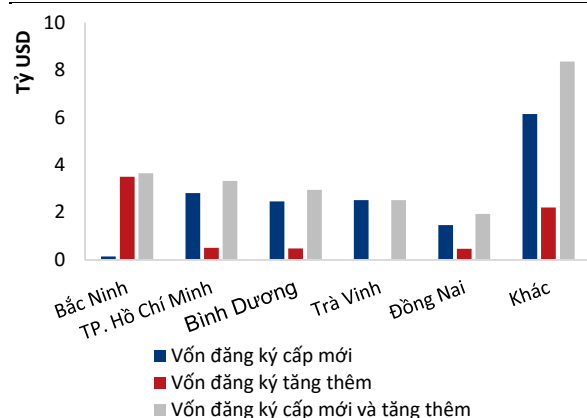
Một số dự án lớn được cấp phép trong năm 2015 là:

- Dự án Công ty Samsung Display Việt Nam, do tập đoàn Samsung (Hàn Quốc) đầu tư, tại KCN Yên Phong 1 – Bắc Ninh, thuộc lĩnh vực Công nghiệp chế biến chế tạo, có trị giá 3 tỷ USD;
- Dự án Nhà máy điện Duyên Hải 2, do Công ty Janakuasa Sdn. Bhd (Malaysia) đầu tư, tại Trà Vinh, thuộc lĩnh vực Sản xuất phân phối điện, có trị giá 2,4 tỷ USD;
- Dự án Công ty TNHH liên doanh thành phố Đế Vương, do CTCP BĐS Tiến Phước và CT TNHH BĐS Trần Thái Liên liên doanh với nhà đầu tư Denver Power Ltd (Vương quốc Anh), thuộc lĩnh vực Kinh doanh bất động sản, có trị giá 1,2 tỷ USD;
- Dự án Nhà máy sản xuất bao bì công nghiệp Paper, do CT TNHH Cheng Loong Bình Dương (Đài Loan) đầu tư, tại Bình Dương, có trị giá 1 tỷ USD;
- Dự án Công ty TNHH Hyosung, do đối tác phía Thổ Nhĩ Kỳ đầu tư, tại Đồng Nai, có trị giá 0,66 tỷ USD.

Đồ thị 11: Quy mô vốn FDI theo đối tác trong năm 2015 (tỷ USD)

Nguồn: FIA, BSC Research

58 nước và vùng lãnh thổ đầu tư vào Việt Nam. Hàn Quốc đứng đầu với 2,68 tỷ USD, chiếm 17,2% tổng vốn đầu tư, Malaysia (2,45 tỷ USD, chiếm 15,7%) và Samoa (1,3 tỷ USD chiếm 8,4%).

Đồ thị 12: Quy mô vốn FDI theo địa phương trong năm 2015 (tỷ USD)

Nguồn: FIA, BSC Research

Có 48 tỉnh thành đón nhận vốn đầu tư FDI trong năm 2015. TP. Hồ Chí Minh dẫn đầu về thu hút đầu tư (với 2,8 tỷ USD, chiếm 18%), theo sau là Trà Vinh (2,5 tỷ USD, chiếm 16,2%) và Bình Dương (2,47 tỷ USD, chiếm 15,8%).

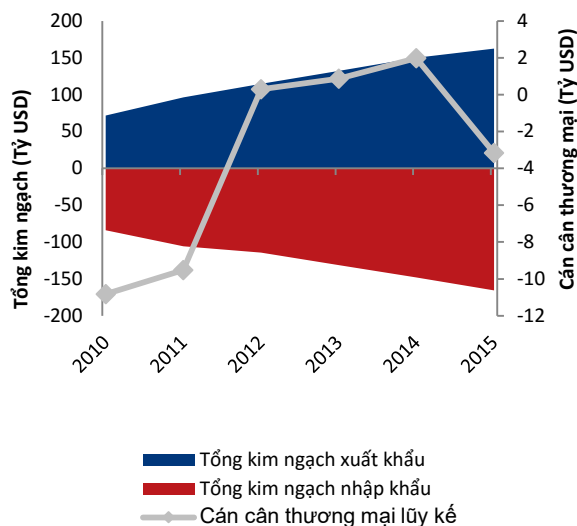
Thương mại xuất nhập khẩu

Hoạt động thương mại của Việt Nam tăng trưởng tích cực trong năm vừa qua. Không những thế, Việt Nam còn là điểm sáng hiếm hoi của châu Á khi kim ngạch xuất khẩu vẫn tăng mạnh (trong khi hoạt động xuất khẩu của phần nhiều các nước khác suy giảm). Dù vậy, chuỗi xuất siêu trong 3 năm liên tiếp vừa qua đã chấm dứt, Việt Nam chuyển sang trạng thái nhập siêu năm 2015 do tốc độ tăng trưởng của nhập khẩu vượt xuất khẩu kể từ những tháng cuối quý 2 trong bối cảnh nhu cầu nội địa tăng và hoạt động nhập khẩu phục vụ sản xuất xuất khẩu.

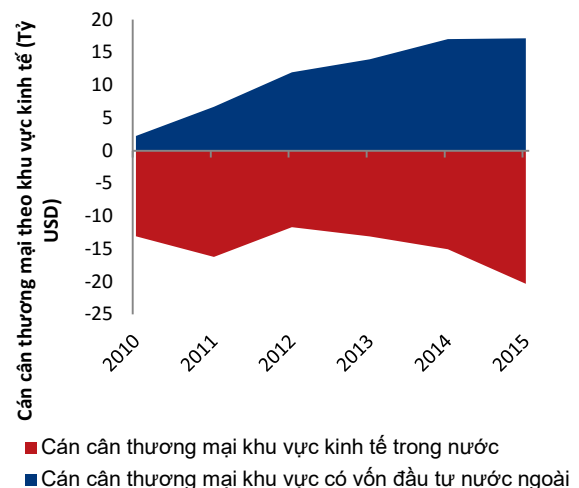
- **Tổng giá trị nhập siêu của cả nước là 3,2 tỷ USD**, chấm dứt chuỗi 3 năm xuất siêu liên tiếp. Kết quả trên khá sát với dự báo đầu năm 2015 của BSC Research (thâm hụt 3 – 4 tỷ USD), lạc quan hơn nhiều so với các dự báo trong 2 quý cuối năm. Áp lực nhập siêu lớn nhất rơi vào thời điểm tháng 5 – 7, giảm dần vào thời điểm cuối quý 3. Trong quý 4, Việt Nam xuất siêu trở lại, giúp thu hẹp đáng kể giá trị thâm hụt thương mại cả năm.
- **Kim ngạch xuất khẩu năm 2015 đạt 162,4 tỷ USD, tăng 8,1% yoy so với năm trước.** Như vậy, xuất khẩu có năm tăng trưởng chậm nhất trong vòng 5 năm vừa qua. Trong số này, khu vực trong nước đóng góp 47,3 tỷ USD (giảm 3,5% yoy, chấm dứt chuỗi tăng 5 năm liên tục), trong khi khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đóng góp 113,3 tỷ USD (tăng 18,5% yoy).
- **Kim ngạch nhập khẩu năm 2015 là 165,6 tỷ USD, tăng 12% yoy so với năm trước.** Trong số này, nhập khẩu của khu vực trong nước là 67,6 tỷ USD, trong khi nhập khẩu của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài là 98 tỷ USD.

- Khu vực trong nước nhập siêu 20,3 tỷ USD, trong khi khu vực có vốn đầu tư nước ngoài xuất siêu 17,1 tỷ USD.
- Số thị trường xuất siêu trọng điểm giảm xuống 2 thị trường (Mỹ và EU) từ 3. Nhật là thị trường nhập siêu mới sau nhiều năm xuất siêu liên tiếp.

Đồ thị 13: Xuất nhập khẩu & Cán cân thương mại (tỷ USD)



Đồ thị 14: Cán cân thương mại theo khu vực kinh tế (tỷ USD)

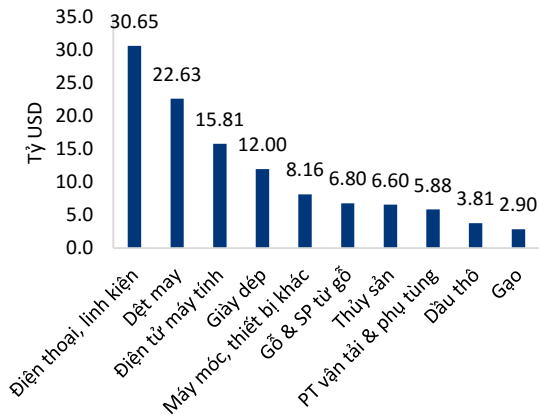


Nguồn: GSO, BSC Research

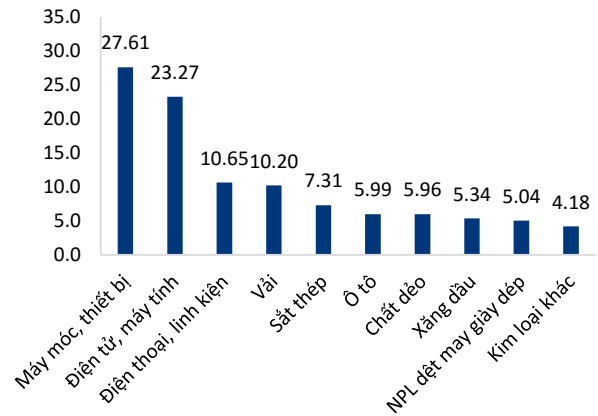
Nguồn: GSO, BSC Research

Về cơ cấu nhóm hàng, xuất khẩu chủ yếu là nhóm sản phẩm gia công, lắp ráp mà phần lớn trong đó đến từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài. Nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản chiếm gần ½ tổng kim ngạch xuất khẩu (74 tỷ USD, chiếm 45,5% tỷ trọng); nhóm hàng công nghiệp nhẹ và tiểu thủ công nghiệp đứng thứ hai với kim ngạch 64,8 tỷ USD, chiếm 39,9% tổng tỷ trọng; phần còn lại là nhóm Nông, lâm sản với 17 tỷ USD (chiếm 10,5%) và nhóm Thủy sản với 6,6 tỷ USD (chiếm 4,1%). Trong khi đó, Việt Nam vẫn nhập khẩu chủ yếu máy móc, nguyên nhiên phụ liệu phục vụ sản xuất, điều này phản ánh xu hướng chuyển dịch sang vị thế nước sản xuất xuất khẩu trong vài năm gần đây. Nhóm hàng máy móc, điện thoại và linh kiện đứng đầu (tổng giá trị 61,5 tỷ USD, chiếm 37,2% tỷ trọng); nhóm hàng nguyên nhiên vật liệu đứng sau (56,9 tỷ USD, chiếm 34,4% tỷ trọng); phần còn lại là nhóm hàng tiêu dùng và lương thực thực phẩm.

Về thị trường, đứng đầu thị trường xuất khẩu là Mỹ (33,5 tỷ USD, tăng 17% yoy và chiếm 20,6% tỷ trọng) và EU (30,9 tỷ USD, tăng 10,7% yoy và chiếm 19% tổng tỷ trọng). Đây là các thị trường xuất khẩu hàng có giá trị gia tăng cao của Việt Nam. Nhóm các thị trường còn lại chủ yếu nhập sản phẩm nông sản, tài nguyên như ASEAN (18,3 tỷ USD, giảm 4,2% yoy), Trung Quốc (17 tỷ USD), Nhật Bản (14,1 tỷ USD) và Hàn Quốc (9 tỷ USD). Xét chiều nhập khẩu, Việt Nam nhập siêu mạnh từ Trung Quốc (49,3 tỷ, chiếm 28,8% tỷ trọng kim ngạch nhập khẩu). Theo sau là Hàn Quốc (287,7 tỷ USD, chiếm 16,7%), ASEAN (23,8 tỷ USD, tương đương 14,4% tỷ trọng).

Đồ thị 15: Top 10 mặt hàng xuất khẩu 2015 (tỷ USD)

Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 16: Top 10 mặt hàng nhập khẩu 2015 (tỷ USD)

Nguồn: GSO, BSC Research

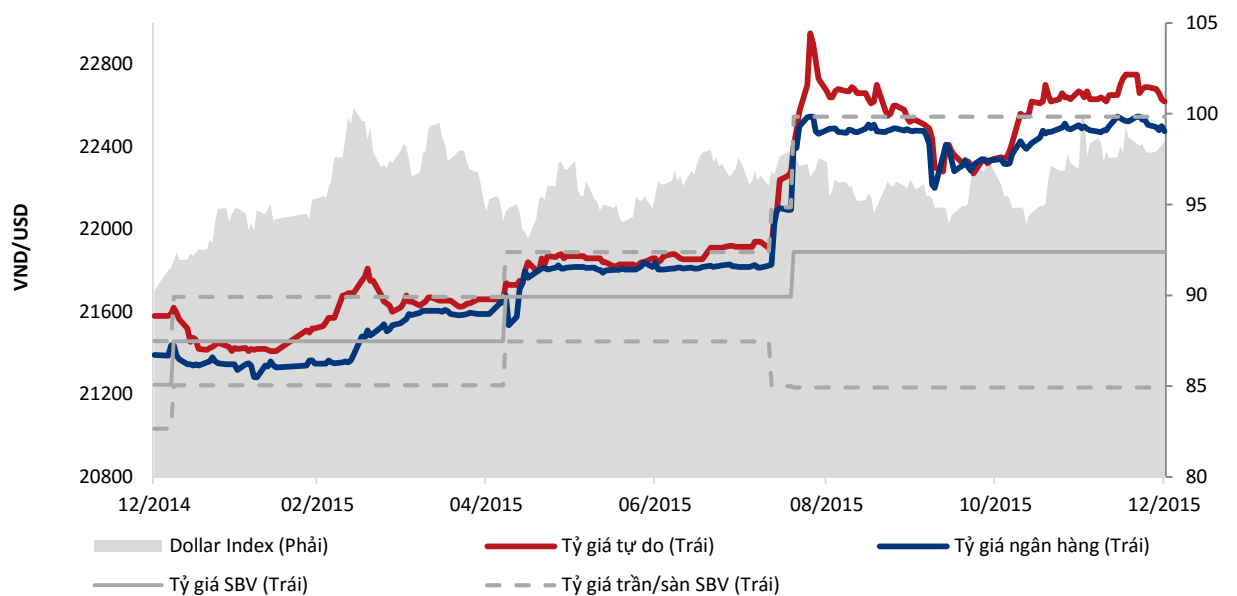
Trong xuất khẩu, mặt hàng tăng trưởng mạnh nhất là nhóm sản phẩm thể mạnh: Điện thoại (30,6 tỷ USD, +30% yoy), Điện tử máy móc (15,8 tỷ USD, +38%), Giày dép (12 tỷ USD, +16%). Đa số các mặt hàng nông sản đều suy giảm so với năm trước, ngoại trừ hạt điều (+21%), rau quả (+24%), Sắn (+16%) và Tiêu (+5%). **Giảm mạnh nhất là các mặt hàng chịu ảnh hưởng của xu thế giá xuống trên thế giới,** như Dầu thô (3,8 tỷ USD, -47%), Cà phê (2,6 tỷ USD, -28%), Sắt thép (1,7 tỷ USD, -17%) và Than đá (0,2 tỷ USD, -67%).

Trong nhập khẩu, kim ngạch nhóm máy móc nguyên vật liệu có mức gia tăng mạnh trong năm: Máy móc (27,6 tỷ USD, +23%), Điện tử máy móc (23,3 tỷ USD, +24%), Điện thoại linh kiện (10,6 tỷ USD, +25%). Đáng chú ý có mặt hàng Phương tiện vận tải và xe hơi nguyên chiếc có năm tăng trưởng đột biến: lần lượt là 2,3 tỷ USD (+208%) và 2,7 tỷ USD (+88%). **Số lượng mặt hàng nhập khẩu giảm không nhiều, và chủ yếu nằm ở nhóm tỷ trọng thấp:** Xăng dầu (6 tỷ USD, -29%), Sữa (0,9 tỷ USD, -18%) và Khí đốt (0,6 tỷ USD, -28%).

Thị trường ngoại hối, tỷ giá

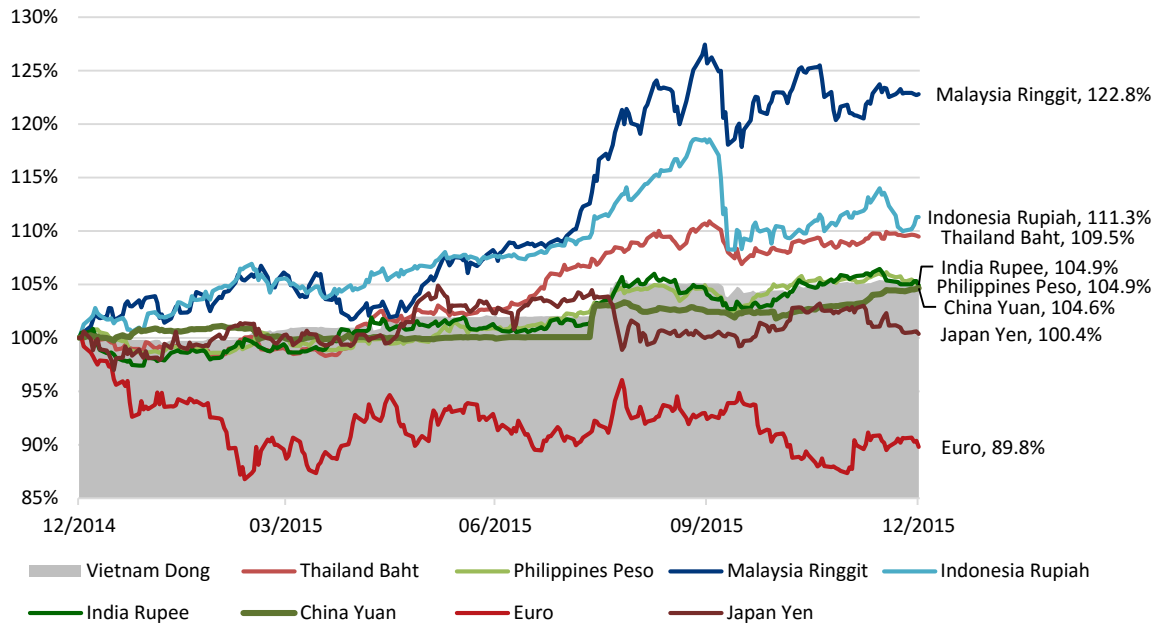
Tỷ giá là một trong những điểm nóng vĩ mô năm 2015 khi thị trường tài chính toàn cầu chứng kiến nhiều sự kiện bất thường. Có tới 4 lần biến động tỷ giá trong năm 2015, trong đó có 3 lần phá giá VND và 2 lần điều chỉnh biên độ giao dịch. Vào thời điểm cuối năm, tỷ giá USD/VND là 22.475, tăng 5,07% so với cùng kỳ năm 2014. Thị trường ngoại hối trong thời điểm gần 3 quý đầu biến động nhẹ hơn so với thời điểm hơn 1 quý cuối, thời điểm gần với cuộc họp FOMC tháng 12 khi FED nâng lãi suất đồng USD.

Đồ thị 17: Diễn biến tỷ giá



Nguồn: Bloomberg, SBV, BSC Research

- Lần điều chỉnh tỷ giá VND đầu tiên là ngày 7/1 với mức 1%, lên mức 21.458 VND/USD.** Biên độ tỷ giá là +/-1%, tương ứng với vùng 21.243 – 21.673 VND/USD. Quãng thời gian duy trì mức tỷ giá này là 80 ngày. Với mức tỷ giá tự do và liên ngân hàng trung bình lần lượt là 21.576 và 21.456 VND/USD, đây là quãng thời gian tỷ giá tương đối yên bình trong năm nay bất chấp sự kiện USD thế giới tăng giá đột ngột trong quý 1.
- Lần điều chỉnh tỷ giá VND thứ hai là ngày 7/5 với mức 1%, lên mức 21.673 VND/USD.** Biên độ tỷ giá là +/-1%, tương ứng với vùng 21.456 – 21.890 VND/USD. Thời kỳ này kéo dài 68 ngày, trong đó, cả tỷ giá tự do và liên ngân hàng đều giao dịch sát với trần biên độ cho phép. Mức trung bình của tỷ giá tự do và liên ngân hàng lần lượt là 21.858 và 21.800 VND/USD.
- Lần điều chỉnh thứ 3 diễn ra vào ngày 11/8 với việc SBV nâng biên độ giao dịch từ +/- 1% lên +/- 2%, từ vùng 21.456 – 21.890 VND/USD lên 21.240 – 22.106 VND/USD.** Lần điều chỉnh này chỉ diễn ra trong 6 ngày trong bối cảnh Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc PBoC bất ngờ phá giá đồng RMB. Do áp lực tới tỷ giá quá lớn, SBV đã phải nhanh chóng điều chỉnh chính sách tỷ giá ngay sau đó.
- Lần điều chỉnh cuối cùng trong năm 2015 vào ngày 19/8 bao gồm (1) phá giá VND thêm 1%, và (2) nâng biên độ giao dịch lên +/-3% từ mức +/-2% trước đó.** Biên độ giao dịch mới mở rộng thêm ra từ 21.233 – 22.547 VND/USD. Mức biên sàn 21.233 VND/USD trong thời kỳ này không có ý nhiều bởi tỷ giá thường biến động ở vùng nửa trên biên độ. Mức tỷ giá tự do và liên ngân hàng trung bình lần lượt là 22.571 VND/USD và 22.447 VND/USD, kéo dài trong 97 ngày tới thời điểm cuối năm 2015.

Đồ thị 18: Tương quan giá trị giữa các đồng tiền

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Trong năm vừa qua, VND tương đối ổn định so với các đồng tiền khác trong khu vực, đặc biệt kể từ đầu quý 2. Xét tương quan, mức giảm giá của VND (5,07%) khá tương đồng với INR (Rupê Ấn Độ), PHP (Peso Philippines), và CNY (nhân dân tệ Trung Quốc). Các nhân tố chính khiến tỷ giá biến động tăng trong năm vừa qua bao gồm: (1) Tác động tâm lý từ việc FED nâng lãi suất, (2) Sự giảm giá mạnh của đồng CNY, và (3) Chính sách nới lỏng tiền tệ của các quốc gia khác trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế còn yếu. Nhờ tăng trưởng kinh tế tích cực, cũng như việc xoay chuyển trọng tâm điều hành chính sách tiền tệ sang tỷ giá hối đoái của SBV nên tỷ giá đã có một năm tương đối ổn định so với khu vực.

Ngân hàng – Lãi suất

Hoạt động ngân hàng trong năm 2015 ổn định, là nền tảng cho vĩ mô cũng như hỗ trợ nhất định cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế.

- **Tín dụng tăng 17,17%¹ so với năm 2014; Tổng phương tiện thanh toán tăng 13,55%; Huy động vốn tăng 13,59%.** Các chỉ tiêu này về cơ bản phù hợp với tình hình kinh tế vĩ mô và tiền tệ trong năm vừa qua.
- **Mặt bằng lãi suất (huy động và cho vay) giảm 0,2 – 0,5% trong năm 2015.** Dù không đạt được như kỳ vọng đầu năm của SBV nhưng mặt bằng lãi suất này cũng đã hỗ trợ tích cực cho hoạt động sản xuất kinh doanh mà vẫn giữ được tính ổn định của thị trường tiền tệ. Mức lãi suất cho vay của một số chương trình ưu tiên giảm nhẹ xuống khoảng 6,5 – 6,6%/năm.
- **Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng tương đối ổn định trong năm vừa qua. Lãi suất kỳ hạn ngắn (từ dưới 1 tháng) có xu hướng giảm nhẹ, trong khi lãi suất kỳ hạn dài hơn (từ trên 3 tháng) có xu hướng tăng nhẹ.** Nếu như thanh khoản năm 2014 là rất dồi dào thì thanh khoản hệ thống năm nay có chiều hướng giảm nhẹ, thể hiện qua hiện tượng lãi suất liên ngân hàng trong ngắn hạn đôi lúc biến động mạnh. Đây là hệ quả tất yếu của áp lực tỷ giá xuất hiện với cường độ mạnh và bất ngờ trong năm nay.
- **Nợ xấu toàn hàng giảm về 2,72%², hoàn thành mục tiêu dưới 3% đề ra đầu năm.** Các nỗ lực xử lý nợ xấu thông qua VAMC và áp dụng chuẩn mực mới về phân loại nợ đã giúp cho nợ xấu Việt Nam minh bạch hơn sau khi chỉ tồn tại 1 số liệu nợ xấu (kể từ quý 1).
- **Hoạt động tái cơ cấu hệ thống ngân hàng cũng được triển khai tích cực,** từ việc mua lại ngân hàng với giá 0 đồng (đối với VNCB, Ocean Bank, GP Bank) cho tới sáp nhập các ngân hàng (MHB vào BIDV, Southern Bank vào Sacombank, MD Bank vào Maritime Bank, đề án PG Bank vào Vietinbank). Hoạt động mua lại các công ty tài chính tiêu dùng cũng được đẩy mạnh. Hệ thống ngân hàng có xu hướng tinh giản dần về số lượng, cải thiện dần về chất lượng.

Bảng 1: Lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn

Kỳ hạn	Cuối 2014	Cuối 2015	Chênh lệch
Qua đêm	3,42	4,67	+1,25
1 tuần – 2 tuần	3,63 – 3,83	4,84 – 4,92	+1,09 - 1,24
1 tháng – 3 tháng	4,1 – 4,37	4,98 – 5,09	+0,72 – 0,88
6 tháng – 1 năm	4,47 – 4,63	5,30 – 6,5	+0,83 – 1,87

Nguồn: SBV, BSC Research

¹ Số ước tính tới 21/12/2015

² Số ước tính tới 30/11/2015

Bảng 2: Các mức lãi suất điều hành

Lãi suất tái cấp vốn	6,5%
Lãi suất tái chiết khấu	4,5%
Trần LS huy động VND từ 1T – dưới 6T	5,5%
Trần LS huy động VND không kỳ hạn & dưới 1T	1,0%

Nguồn: SBV, BSC Research

Bảng 3: So sánh mức lãi suất huy động các kỳ hạn

Kỳ hạn	Cuối 2014	Cuối 2015	Chênh lệch
VND không kỳ hạn và dưới 1 tháng	0,8 – 1,0	0,8 – 1,0	0
1 tháng – dưới 6 tháng	5 – 5,5	4,5 – 5,4	-0,5
6 tháng – dưới 12 tháng	5,7 – 6,8	5,4 – 6,5	-0,3
12 tháng trở lên	6,8 – 7,5	6,4 – 7,2	-0,4
USD dân cư	0,75	0	-0,75
USD tổ chức	0,25	0	-0,25

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng 4: So sánh mức lãi suất cho vay các kỳ hạn

Kỳ hạn	Cuối 2014	Cuối 2015	Chênh lệch
VND ngắn hạn	7 - 9	7 - 9	0
VND trung, dài hạn	9 - 11	9,3 – 11	0,3
USD ngắn hạn	3 - 6	3 – 5,3	-0,7
USD trung, dài hạn	5,5 - 7	5,5 – 6,5	-0,5

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Vĩ mô thế giới: Bức tranh 2015 – Triển vọng 2016

Thế giới đã trải qua năm 2015 với nhiều khó khăn khi tốc độ tăng trưởng kinh tế, tốc độ sản xuất trì trệ, trong khi tỷ lệ thất nghiệp gia tăng ở nhiều nơi trên quy mô toàn cầu. Tăng trưởng chung toàn cầu tụt xuống mức dự kiến 3,1% trong năm vừa qua đã kéo giá cả hàng hóa sụt giảm tới 20% trong vòng 1,5 năm trở lại đây, trong đó đáng chú ý là giá dầu thô mất tới 60%. Không chỉ có vậy, sự trì trệ tăng trưởng còn khiến thị trường lao động tổn thương. Thất nghiệp gia tăng, luồng vốn đầu tư giảm mạnh ở phần lớn các quốc gia, đặc biệt là các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển.

Đồ thị 19: Tăng trưởng kinh tế thế giới

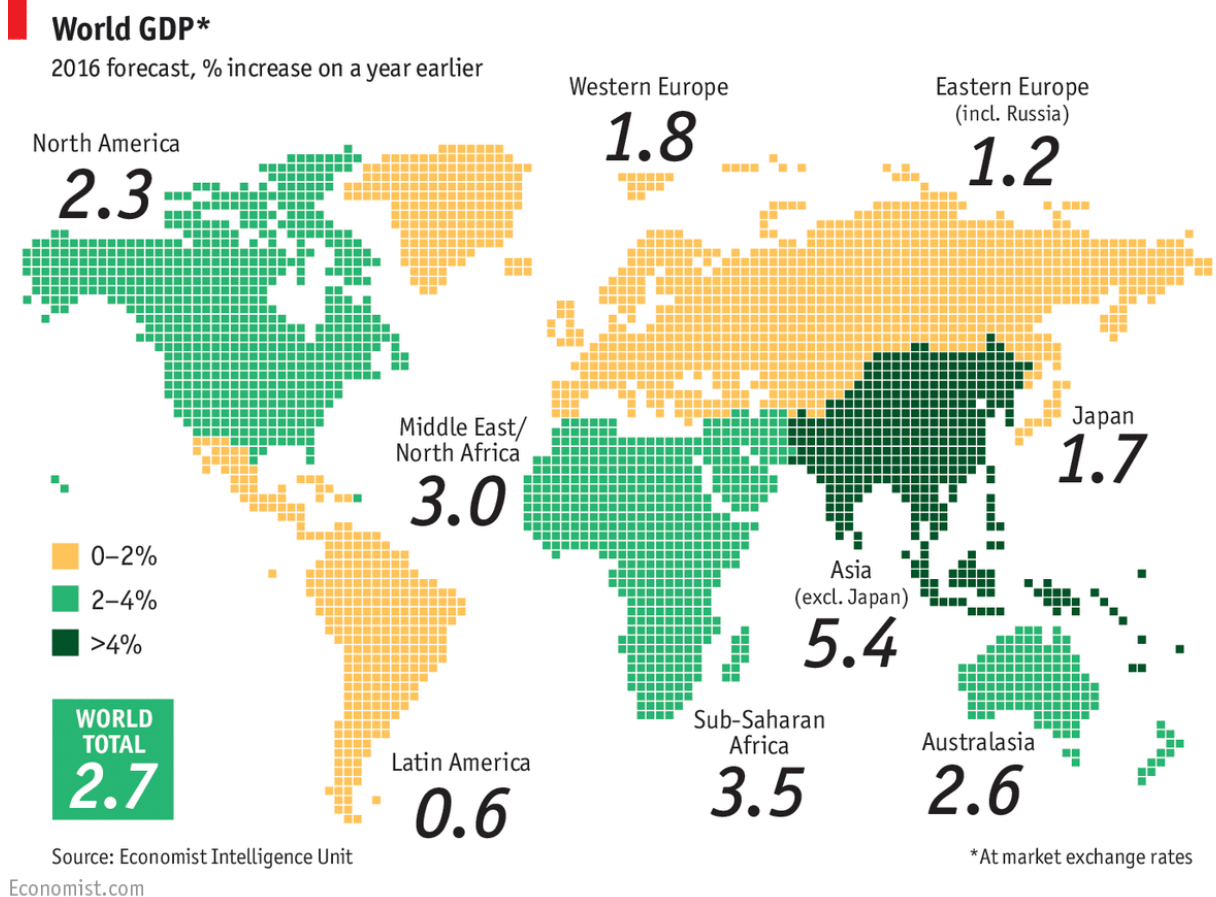


Nguồn: Economist

Năm 2016 sẽ là năm có nhiều sự kiện đáng chú ý với các tác động mang ý nghĩa quyết định tới tăng trưởng trong trung và dài hạn, như: Khả năng thông qua TPP tại 12 nước thành viên, Bầu cử tổng thống Mỹ, Kế hoạch 5 năm mới của Trung Quốc, Trưng cầu dân ý tại Anh về việc ở lại Eurozone... Kinh tế toàn cầu hồi phục lên mức 3,6%. Các nước phát triển cơ bản thoát khỏi khủng hoảng và dần phục hồi, trong đó Eurozone mang kỳ vọng tích cực nhất. Ngược lại, các nước đang phát triển và mới nổi sẽ

gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là vấn đề tăng trưởng thấp do giá xuất khẩu nguyên liệu thấp và sức ép rút vốn ngoại. Ngân hàng trung ương của các nền kinh tế này có thể cạnh tranh nhau trong việc gia tăng mức độ cạnh tranh, từ đó gây nên cuộc chiến tiền tệ. Trung Quốc sẽ là tụ điểm thu hút sự chú ý của khu vực trong năm 2016 nếu như PBoC thay đổi chính sách tiền tệ của mình. Dù vậy, một số nước như Ấn Độ, và một số nước khu vực châu Á... có thể tận dụng thời kỳ giá nguyên liệu đầu vào thấp, nguồn tài chính dồi dào nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng (cả ở châu Âu lẫn chính nước đó) để đẩy mạnh sản xuất.

Đồ thị 20: Dự đoán tăng trưởng kinh tế thế giới



Nguồn: Economist

Kinh tế Mỹ hồi phục vững chắc, FED nâng lãi suất vào cuối năm 2015, chính thức khép lại kỷ nguyên lãi suất thấp kỷ lục trong suốt 9 năm. Tăng trưởng GDP dự kiến là 2,5%, cao hơn tốc độ 2,4% trong năm trước nhờ sự gia tăng của tiêu dùng cá nhân, chi tiêu chính phủ. Tuy nhiên, mức lạm phát vẫn còn thấp do sự suy giảm giá dầu sẽ là yếu tố cản trở tiến trình tăng lãi suất của FED trong năm 2016, dự kiến tăng tới mức trên 1% từ mức 0,25% hiện nay). USD gia tăng ít nhiều cũng ảnh hưởng tới sức cạnh tranh của hàng hóa từ Mỹ, gián tiếp tác động tới GDP. Nền kinh tế lớn số 1 thế giới dự kiến sẽ giữ được tốc độ tăng trưởng này vào năm 2016, trong đó GDP dự phóng ở 2,5% và CPI tăng lên 1,8%.

Kinh tế Trung Quốc trở nên quan trọng hơn đối với triển vọng kinh tế toàn cầu. Sự suy giảm của nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới đã ảnh hưởng tiêu cực tới không chỉ các thị trường phát triển, giá cả hàng

hóa toàn cầu mà còn tới nhiều thị trường mới nổi, thị trường đang phát triển khác (như Brazil, Chile, Indonesia, Malaysia, Philippines, Nam Phi, Thái Lan và Việt Nam). GDP năm 2015 dự kiến tăng 6,9%, là năm giảm tốc thứ 2 liên tiếp kể từ 2013. Tốc độ đầu tư tài sản cố định, sản xuất công nghiệp và hoạt động bất động sản là 3 yếu tố chính kéo chậm tăng trưởng GDP của nước này. Năm 2016 được dự báo sẽ tiếp tục là năm hạ cánh của nền kinh tế Trung Quốc với các mức dự báo về GDP và lạm phát lần lượt suy giảm về 6,5% và 1,7%.

Tình hình Nhật Bản tích cực đan xen tiêu cực; nền kinh tế lớn thứ 3 thế giới tiếp tục chật vật trong nỗ lực về tri tri. Hoạt động đầu tư, sản xuất, kinh doanh, và xuất khẩu suy giảm là những nguyên nhân chính kìm hãm tăng trưởng của Nhật Bản. Giá dầu giảm mạnh cũng gây trở ngại cho CPI nước này trong năm qua. Các chính sách Abenomics hiện tại ít nhiều đã thúc đẩy chi tiêu chính phủ, tuy nhiên tác động tích cực rõ ràng là chưa đủ. Tuy nhiên, triển vọng của Nhật Bản vẫn sáng sủa hơn các nước/khu vực khác khi Hiệp định TPP thông qua, được kỳ vọng thúc đẩy mạnh mẽ cho các chính sách của TT Shinzo Abe. GDP và CPI dự báo của Nhật trong năm 2016 được dự báo lần lượt ở 1,1% và 0,8%.

Châu Âu trải qua năm 2015 tồi tệ trên nhiều phương diện cho dù kinh tế ít nhiều khởi sắc hơn 2014. Những cuộc khủng hoảng sâu sắc về xã hội, việc làm dồn tích từ các năm trước, và đặc biệt nạn khủng bố và làn sóng tị nạn đã chia rẽ đáng kể các thành viên nội khối, đe dọa thành quả nhất thể hóa trong 2 thập kỷ vừa qua của khối. Quan hệ giữa 2 bờ Đông-Tây Âu cũng ảm đạm trong bối cảnh Nga không những vững vàng sau nhiều khó khăn do cô lập kinh tế, mà còn trở lại mạnh mẽ trên trường quốc tế (đóng góp vào thỏa thuận P5+1, chung tay giải quyết vấn đề IS). Kinh tế khu vực châu Âu phục hồi chậm, GDP tăng 1,5% yoy trong khi lạm phát rớt về 0,1%. Kịch bản trong năm 2015 cho châu Âu có thể sẽ lặp lại trong năm 2016, khi kinh tế tiếp tục chậm rãi tăng lên tới 1,7% yoy, đi kèm với lạm phát chạm mức 1%.

Với các khối, BRICS có một năm suy yếu, chủ yếu do sự giảm tốc của Trung Quốc. GDP khối giảm về 4,6% từ mức 5,4%. Nhóm các nước ASEAN cũng chịu ảnh hưởng nhất định, đặc biệt là Indonesia, Malaysia, Philippines và Singapore. Tuy nhiên 2 khối trên vẫn chứng kiến sự tăng trưởng tích cực của một số thành viên còn lại như Ấn Độ hay Việt Nam... Nhiều khả năng, 2016 sẽ tiếp tục mang khó khăn cho BRICS (trừ Ấn Độ), trong khi tiếp tục hỗ trợ các thành viên ASEAN.

Thị trường hàng hóa đa phần giảm mạnh trong năm vừa qua. Mặt hàng năng lượng như dầu thô, khí đốt, có mức suy giảm mạnh nhất (giảm 20 - 30% yoy, tương đương với mức giảm 40 - 60% kể từ cuối 2013). Nhóm hàng nông sản giảm nhẹ hơn: Ngô giảm 10% yoy, đậu nành giảm 15%, lúa mì giảm 20% yoy, hay thậm chí cà phê giảm gần 30%. Hiếm hoi trong đó có đường, cotton tăng 5%, cocoa tăng 10%. Kim loại cũng suy giảm: vàng mất 10%, bạc mất 12%, nhôm giảm 18%, đồng rớt 25%, sắt và nickel giảm mạnh gần 40%. Thị trường hàng hóa kỳ vọng sẽ ổn định dần trong năm 2016 nhờ việc các nền kinh tế dần thích ứng với các điều kiện thị trường mới. Giá dầu thô kỳ vọng đối mặt với nhiều biến động trong nửa đầu năm, rồi phục hồi vào thời điểm nửa cuối năm 2016.

Dự báo vĩ mô Việt Nam trong 2016

Triển vọng 2016 cho vĩ mô Việt Nam đan xen cả điểm sáng lẫn tối. Sự bền bỉ ổn định trong tăng trưởng sẽ thay thế cho sự bất ổn mạnh mẽ trong năm vừa qua. Các dự báo cơ bản của BSC Research gồm: GDP 2016 dự kiến sẽ tăng 6,7 – 6,9% yoy; tỷ lệ lạm phát có thể dao động trong vùng 1,8 – 3,5% yoy; vốn FDI thực hiện có thể đạt 13,5 – 17 tỷ USD; thương mại tăng trưởng, nhập siêu khoảng 4 – 6 tỷ USD; tỷ giá tăng 5 – 8%, đồng thời thay đổi cơ chế tỷ giá hiện tại; mặt bằng lãi suất tăng nhẹ trở lại, tín dụng và cung tiền tăng trưởng so với 2015.

Việt Nam đối mặt với nhiều thách thức trong năm tới trong việc giữ được đà tăng trưởng nhanh trong 2 năm gần đây, đến từ (1) Biến động vĩ mô trên thế giới, và (2) Vấn đề nội tại của Việt Nam.

Động lực tăng trưởng thiếu bền vững, chủ yếu dựa vào khu vực có vốn đầu tư nước ngoài. Trong khi đó, những rủi ro mất cân bằng có dấu hiệu tái xuất hiện, như nhập siêu, dự trữ ngoại hối bào mòn, ngân sách kém bền vững, lãi suất qua vùng đáy... Triển vọng 2016 và các năm tới sẽ sáng sủa hơn chỉ khi Việt Nam tận dụng tốt nền tảng vĩ mô khả quan gây dựng trong các năm vừa qua, đồng thời thúc đẩy quá trình tái cơ cấu, khuyến khích kinh tế tư nhân, cải thiện năng suất, và nâng cấp mô hình tăng trưởng...

Bảng 5: Các chỉ tiêu vĩ mô dự báo năm 2016

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
GDP yoy (%)	6.24	5.25	5.42	5.98	6.68	6.7 – 6.9
IIP yoy (%)	7.50	5.93	7.00	9.60	9.00	
Retail Sales yoy (%)	24.2	16.0	12.6	10.6	9.5	
CPI yoy (%)	18.13	6.81	6.04	1.84	0.60	1.8 – 3.5
FDI đăng ký (tỷ USD)	14.7	13	21.6	20.2	22.76	
FDI giải ngân (tỷ USD)	11	10.5	11.5	12.4	14.5	13.5 - 17
Xuất khẩu (tỷ USD)	96.2	114.6	132.1	150.0	162.4	
Nhập khẩu (tỷ USD)	105.77	114.34	131.31	148.05	165.60	
Cán cân TM (tỷ USD)	(9.51)	0.28	0.86	1.98	(3.17)	(4) – (6)
Tỷ giá (VND/USD)	21,034	20,840	21,095	21,388	22,485	23,600 - 24,273
Lãi suất cho vay (%)	15.32	11.94	9.63	8.16	8.1	8.5
Tăng trưởng tín dụng (%)	12	8.85	12.52	14.16	17.17	18–20
Nợ xấu (%)	-	4.08%	3.61%	3.25%	2,72%	

Nguồn: BSC Research

Tăng trưởng kinh tế

Kinh tế Việt Nam trong năm 2016 sẽ đạt mức tăng trưởng tương đương 2015, khoảng 6,7 – 6,9%, khả quan hơn tốc độ tăng trưởng trong các năm gần đây.

Triển vọng tương đối sáng sủa về dòng vốn đầu tư nước ngoài trong thời gian tới mang tới kỳ vọng tích cực đối với hoạt động sản xuất, đặc biệt là sản xuất công nghiệp phục vụ xuất khẩu vốn là trụ cột cho tăng trưởng kinh tế không chỉ năm 2016 mà còn cả thời kỳ sau đó. Bên cạnh đó, xuất khẩu vẫn đóng vai trò lực đẩy chủ đạo cho nền kinh tế, đặc biệt là từ nhóm doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, nhu cầu nội địa được kỳ vọng là một điểm tựa đáng chú ý cho tăng trưởng trong năm tới.

Tuy nhiên, tăng trưởng GDP trong năm tới gặp nhiều thách thức: (1) Chất lượng tăng trưởng thấp do năng suất lao động hạn chế, (2) Quá trình tái cơ cấu nền kinh tế còn chậm, hay (3) Sự sụt giảm kinh tế khu vực Đông Nam Á và Trung Quốc...

Lạm phát

Thời kỳ lạm phát thấp sẽ tiếp tục duy trì trong năm tới, chỉ số giá tiêu dùng dao động trong khoảng 1,8 – 3,5% trong năm 2016, tăng so với mức 0,63% trong năm 2015.

Lạm phát tiếp tục chịu ảnh hưởng cả trực tiếp lẫn gián tiếp ở mức độ mạnh từ diễn biến giá dầu và các loại hàng hóa khác trong năm 2016. Thứ nhất, xu hướng giá dầu trong năm tới sẽ thấp trong thời điểm đầu năm, sau đó tăng dần vào thời điểm cuối năm 2016. Thứ hai, giá các loại hàng hóa có thể giảm thêm nhưng với tốc độ chậm hơn so với năm 2015. Hai yếu tố trên mang lại kỳ vọng về sự hồi phục giá của các nhóm hàng trong rổ tính CPI, đặc biệt là nhóm hàng ăn uống và dịch vụ ăn uống và nhóm hàng giao thông.

Thêm vào đó, nhu cầu tiêu dùng nội địa dự đoán tiếp tục hồi phục trong năm tới, cùng với lộ trình tăng giá các dịch vụ y tế và giáo dục, sẽ phần nào đưa lạm phát trong năm 2016 cao hơn mức tăng giá chung năm 2015.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Thu hút vốn đầu tư nước ngoài được kỳ vọng gia tăng trong năm tới. Giá trị FDI giải ngân có thể đạt từ 13.5 – 17 tỷ USD; Giá trị FDI đăng ký cũng tiếp tục tăng.

Trong vài năm trở lại đây, Việt Nam nổi lên như một điểm đến đầu tư hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Dòng vốn đổ về Việt Nam ngày một nhiều trong bối cảnh FDI suy giảm tại các nước khác trong khu vực. Các yếu tố cơ bản giữ vai trò thu hút nhà đầu tư nước ngoài gồm: (1) Tâm thế hội nhập đi kèm với hoàn tất ký kết các hiệp định FTA, (2) Chính sách thông thoáng hơn, thể hiện qua các bộ luật mới hơn dự kiến có hiệu lực kể từ năm 2016, (3) Cơ cấu nhân sự lãnh đạo cả chính trị lẫn kinh tế sẽ hoàn tất trong nửa đầu năm 2016, hứa hẹn sự ổn định vĩ mô trong trung hạn. Các nền tảng trên được kỳ vọng đảm bảo sự gia tăng ổn định của vốn FDI trong năm tới, đặc biệt là trong 3 lĩnh vực chính: Công nghiệp chế biến chế tạo, Bất động sản và Bán buôn bán lẻ.

Thương mại, xuất nhập khẩu

Năm tới tiếp tục là một năm tăng trưởng trong thương mại của Việt Nam. Cán cân thương mại có thể thâm hụt khoảng 4-6 tỷ USD.

Kim ngạch thương mại của Việt Nam trong năm tới có nhiều triển vọng tăng trưởng tốt nhờ việc tham gia đàm phán và ký kết một loạt các hiệp định thương mại tự do song phương và đa phương quan trọng trong năm 2015, trong đó một phần FTA đã đi vào hiệu lực (VKFTA hiệu lực kể từ ngày 20/12/2015, EAEU FTA hiệu lực kể từ năm 2016, ACFTA hiệu lực kể từ 1/1/2015), một phần đã hoàn thành ký kết (EVFTA và TTP dự kiến hiệu lực kể từ 2018), và một phần đang đàm phán (RCEP, EFTA, Israel, và Hong Kong – ASEAN FTA).

Xu hướng nhập siêu trong năm tới nhiều khả năng sẽ tiếp diễn và nới rộng hơn năm 2015. Hoạt động nhập khẩu máy móc, nguyên vật liệu phục vụ sản xuất, xuất khẩu, cùng với định hướng công nghiệp hóa nền kinh tế sẽ gia tăng và tăng cùng với sự gia tăng của vốn FDI. Ở chiều ngược lại, sự gia tăng tỷ giá, tình hình chưa sáng sủa của giá hàng hóa thế giới, và tăng trưởng chậm lại ở các thị trường chính của Việt Nam như EU, ASEAN, Nhật Bản cũng tạo áp lực nhất định tới xuất khẩu.

Thị trường ngoại hối, tỷ giá

Thị trường ngoại hối dự báo có nhiều thay đổi trong thời gian tới. Vai trò của tỷ giá trong ổn định vĩ mô gia tăng đáng kể trong năm qua, thậm chí còn vượt trên kiểm soát giá cả. Cơ chế điều hành tỷ giá của SBV trong năm tới nhiều khả năng sẽ thay đổi, trong khi VND có khả năng giảm khoảng 5% - 8% so với USD.

Thứ nhất, cơ chế điều hành tỷ giá dự đoán sẽ phản ánh chân thực nhu cầu thị trường hơn, thay vì đưa ra cam kết biến động tỷ giá từ đầu năm như các năm trước: **(1) bám theo diễn biến ngoại hối thế giới**, thông qua neo vào một rổ tiền tệ thay vì neo vào USD hiện tại, và **(2) bám theo nhu cầu nội địa**, thông qua thả nổi một phần tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Việc neo vào một rổ tiền tệ một mặt sẽ giúp cho VND hạn chế được biến động của sự tăng giá USD (nhờ có sự biến động ngược chiều của các loại tiền tệ khác), mặt khác có thể phản ánh sát thực hơn nhu cầu ngoại tệ của Việt Nam (khi mà rổ tiền tệ tập hợp các ngoại tệ Việt Nam giao dịch nhiều nhất). Rổ tiền tệ (nếu có) mà SBV sử dụng để neo VND vào có thể gồm (i) Nhóm ngoại tệ quan trọng đối với Việt Nam: USD, CNY, JPY, và EUR, và (ii) Nhóm ngoại tệ mạnh khác/quan trọng khác đối với Việt Nam: KRW, GBP, SGD, TWD, hoặc THB... SBV sẽ cân đối 2 yếu tố trên (quốc tế và nội địa) nhằm xác định tỷ giá bình quân liên ngân hàng phù hợp nhất cho từng thời điểm.

Thứ hai, VND có thể mất giá thêm 5%, trường hợp không thuận lợi có thể lên tới 8% trong năm tới. Áp lực tăng giá từ USD (sau sự kiện FED tăng lãi suất tháng 12/2015) có thể tiếp tục kéo dài trong năm tới (lãi suất USD có thể tăng trên 1% từ mức 0,25% hiện tại vào thời điểm cuối 2016). Bên cạnh đó, không loại trừ khả năng CNY giảm giá trong bối cảnh nền kinh tế lớn thứ hai thế giới đang phải đương đầu với nhiều khó khăn trong tăng trưởng. Cuối cùng, phần còn lại của thế giới ngoài Mỹ vẫn đang loay hoay với bài toán phục hồi kinh tế; do đó, không loại trừ chính sách nới lỏng tiền tệ, hỗ trợ tăng trưởng trên quy mô toàn cầu vẫn sẽ tiếp tục, sẽ khiến cho tiền tệ của đa phần thế giới giảm thêm so với USD. Do đó, VND khó có thể giữ được sự ổn định khi nền kinh tế thế giới tiềm ẩn nhiều biến động.

Ngân hàng - lãi suất

Mặt bằng lãi suất dự đoán sẽ ổn định trong xu hướng tăng dần; mức tăng có thể lên tới 0,5% trong năm 2016. Tăng trưởng tín dụng có thể đạt khoảng 18 – 20%, cung tiền tăng trưởng khoảng 16 – 18%.

Thứ nhất, kỳ vọng lạm phát gia tăng trong năm tới sẽ tạo áp lực đáng kể cho lãi suất huy động. Thứ hai, nhu cầu vốn phát hành trái phiếu chính phủ tiếp tục mở rộng, trong khi huy động trong dân có xu hướng suy giảm cho thấy thanh khoản hạn chế dần. Trong khi đó, nhu cầu tín dụng tư nhân phục vụ đầu tư và tiêu dùng dự đoán tiếp tục gia tăng trong năm tới. Thứ ba, việc FED thay đổi lãi suất USD vào tháng 12/2015 mở đầu cho thời kỳ tăng mới của USD cũng như các tài sản định giá theo USD, sẽ khiến VND trở nên kém hấp dẫn hơn bởi chênh lệch lãi suất USD – VND hẹp hơn. 3 nhân tố trên dễ dàng cho thấy áp lực gia tăng đối với lãi suất huy động, cũng như lãi suất cho vay trong thời gian tới.

Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam 2015

Báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook 2015 đã nhận định “VN-Index thiên về Kịch bản Trung bình đạt 600 điểm, và trong trường hợp các thông tin hỗ trợ đủ mạnh VN-Index kỳ vọng sẽ đạt và giữ được mức 650 trong kịch bản tích cực”.

Theo báo cáo, “TTCK sẽ tích cực trong 6 tháng đầu năm 2015. Trong bối cảnh thanh khoản thấp, dòng tiền hạn chế do bị ảnh hưởng của TT36, dòng vốn ETF sẽ quyết định xu hướng thị trường trong tháng 1 và 2. TTCK sẽ vẫn duy trì đà tăng trong quý II và cả 6 tháng đầu năm”.

“TTCK sẽ chịu thử thách lớn trong 6 tháng cuối năm 2015. Xu hướng thị trường 6 tháng cuối năm sẽ phụ thuộc rất nhiều vào liệu các thông tin, chính sách kỳ vọng có diễn ra không, và xu hướng kinh tế chính trị thế giới. những thông tin về mở room cho NĐTNN, ký kết các hiệp định song phương và đa phương, cũng như bức tranh rõ rệt hơn về chuyển biến kinh tế vĩ mô sẽ quyết định xu hướng còn lại trong năm”.

Nhìn lại Báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook 2015 trên 3 phương diện (1) **Điểm số**, (2) **Diễn biến** và (3) **Nhóm cổ phiếu**, BSC đã dự báo tương đối chính xác hai phương diện đầu của thị trường trong năm 2015.

Thứ nhất về điểm số, BSC đã dự báo khá sát điểm số VN-Index trong năm 2015 khi đánh giá rằng các nhân tố như Hiệp định thương mại TPP, các FTA với EU và Hàn Quốc, sự ổn định của kinh tế vĩ mô Việt Nam sẽ ảnh hưởng đáng kể đến thị trường. Kết thúc năm 2015, VN-Index dừng lại ở 579.03 điểm, gần với dự báo 600 điểm ở kịch bản trung tính của báo cáo năm trước.

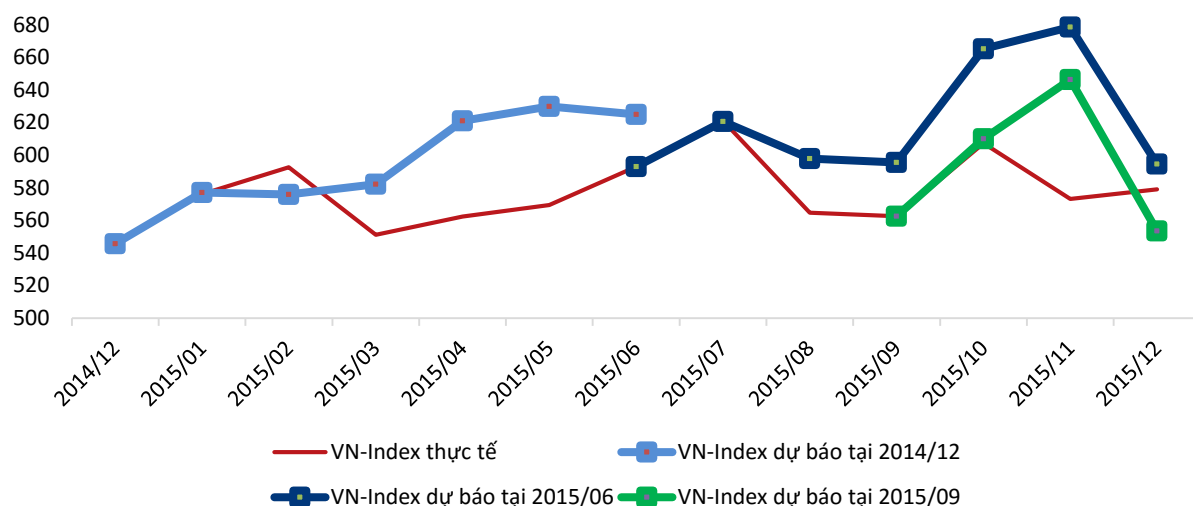
Thứ hai về diễn biến, dự báo về diễn biến thị trường trong năm khá sát với diễn biến thị trường trong năm. Báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook 2015 đưa ra nhận định rằng thị trường sẽ diễn biến tích cực trong 6 tháng đầu năm và chịu thử thách lớn trong 6 tháng cuối năm. Sau đó, báo cáo quý 3 cũng cho rằng thị trường sẽ diễn biến tích cực trong tháng 10, sideways tháng 11 và giảm vào tháng 12.

Thứ ba về nhóm cổ phiếu, báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook 2015 cho rằng: “*những cổ phiếu có quy mô từ vừa đến lớn sẽ có mức tăng trưởng tốt trong năm 2015*”. Trên thực tế, nhóm cổ phiếu SmallCap và Penny tiếp tục có mức tăng trưởng ấn tượng, trong khi nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn chỉ duy trì được thành tích trong 6 tháng đầu năm.

Nhìn lại các dự đoán trong 2015

Các dự đoán về xu hướng VN-Index vận động của BSC Research trong năm vừa qua khá tương đồng với chuyển động thực tế của VN-Index, đặc biệt trong thời điểm gần hạn:

Đồ thị 37: VN-Index và những dự đoán trong 2015



Nguồn: BSC Research, (2015)

Bảng 11: Các mốc dự báo VN-Index trong năm 2015

Tháng	VN-Index thực tế	VN-Index dự báo tại thời điểm		
		2014/12	2015/06	2015/09
2014/12	545.63			
2015/01	576.07	577.12		
2015/02	592.57	575.93		
2015/03	551.13	582.15		
2015/04	562.4	621.11		
2015/05	569.56	630.04		
2015/06	593.05	625.00		
2015/07	621.06		620.67	
2015/08	564.75		597.89	
2015/09	562.64		595.62	
2015/10	607.37		665.33	610.18
2015/11	573.2		678.76	646.49
2015/12	579.03		594.66	553.59
Thay đổi	6.12%			

Nguồn: BSC Research, (2015)

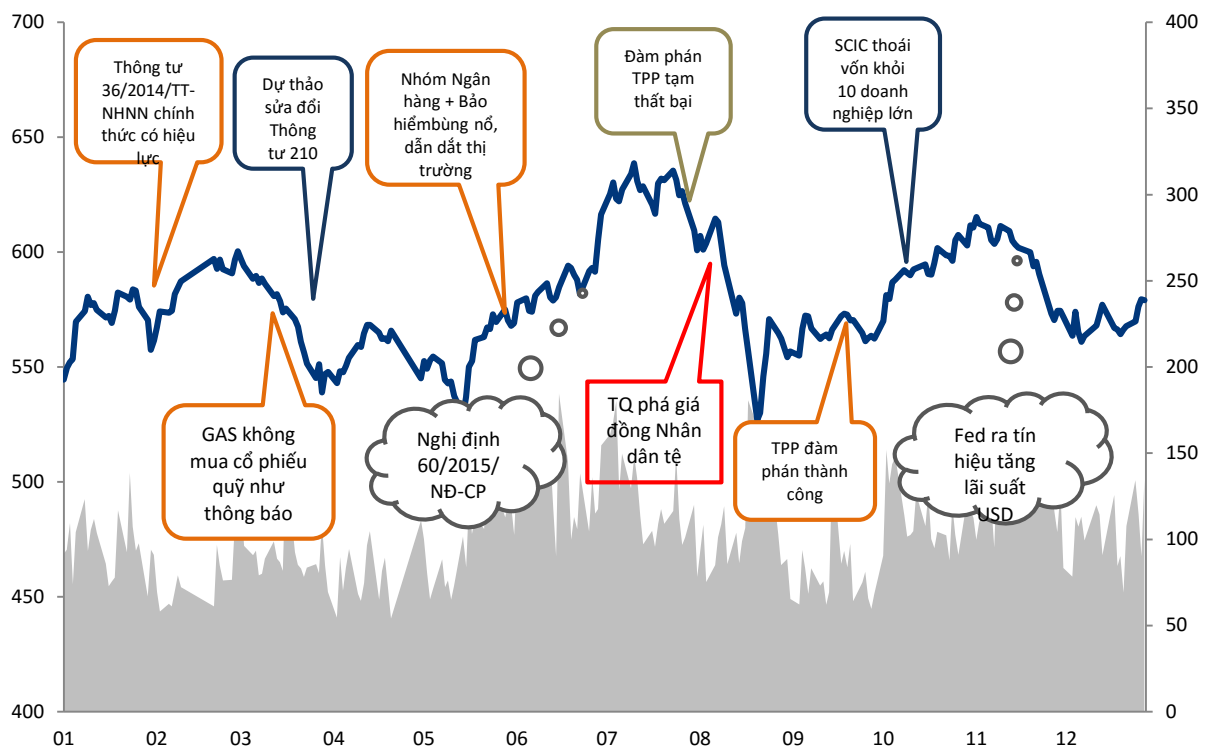
Chú thích màu bảng:

	Tháng có VN-Index thực tế/dự đoán tăng điểm
	Tháng có VN-Index thực tế/dự đoán đi ngang
	Tháng có VN-Index thực tế/dự đoán giảm điểm

Theo dòng sự kiện

Đạt đỉnh trong năm với mức tăng 17.1% và 7.8% so với đầu năm, tuy nhiên VN-Index chỉ duy trì mức tăng 6.1%, còn HNX-Index giảm 3.7% vào cuối năm. Chốt phiên ngày 31/12, VN-Index đóng cửa ở mức 579.03 điểm trong khi HNX-Index chốt tại 79.96 điểm. Thị trường có 3 đợt tăng điểm và giảm điểm với biên độ giao động rất lớn, khiến các chỉ số quay trở về mốc xuất phát như đầu năm.

Đồ thị 21: VN-Index theo dòng sự kiện



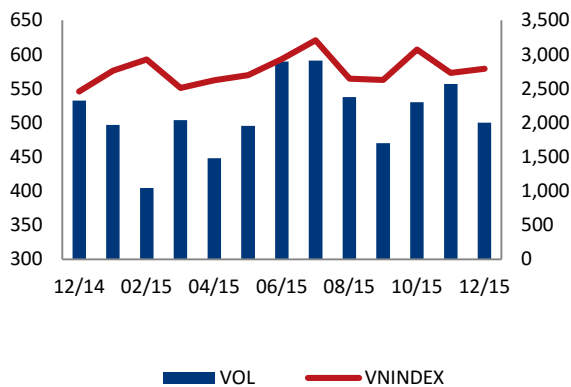
Nguồn: BSC Research

Thị trường có 3 đợt biến động tăng và giảm điểm mạnh, gắn liền với sự kiện dự thảo Thông tư 210, Trung Quốc phá giá nội tệ và FED tăng lãi suất USD.

- **Giai đoạn 1 (từ 5/1/2015 đến 30/3/2015):** Giai đoạn này chứng kiến sự dẫn dắt của nhóm cổ phiếu Ngân hàng. Sau khi giảm nhẹ trong tháng 2 do lo ngại Thông tư 36 có hiệu lực, thị trường lấy lại đà tăng điểm nhờ sự dẫn dắt từ BID, VCB cũng như nhờ sự mua vào của khối ngoại. Tuy nhiên, sau khi đạt đỉnh 600.39 vào ngày 4/3/2015, thị trường đảo chiều do (1) Dự thảo của Thông tư 210 khiến nhà đầu tư lo lắng trở lại về dòng tiền chảy vào TTCK, và (2) cổ phiếu GAS liên tục giảm mạnh do chỉ mua 10% số lượng cổ phiếu quỹ đã thông báo.
- **Giai đoạn 2 (từ 20/5/2015 đến 24/8/2015):** Bên cạnh nhóm cổ phiếu Ngân hàng, nhóm Bảo hiểm cũng tham gia dẫn dắt thị trường trong thời điểm này. VN-Index cũng đạt đỉnh của năm 2015 khi leo lên mức 638.69 vào ngày 14/7/2015. Tuy nhiên, chỉ đúng một tháng sau đó, chỉ số này giảm mạnh gần 18%, về mốc 526 điểm do hai nguyên nhân: (1) ảnh hưởng tâm lý tiêu cực từ việc Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ và (2) sự điều chỉnh kỹ thuật của hai nhóm cổ phiếu tăng mạnh đã kể trên.

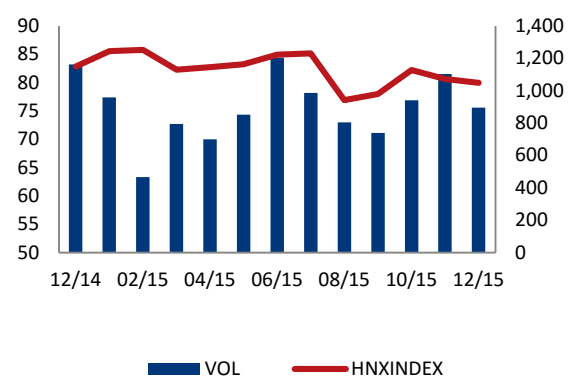
- Giai đoạn 3 (từ 5/10/2015 đến 10/12/2015):** Thị trường tăng trưởng trở lại trong tháng 10 chủ yếu nhờ sự dẫn dắt của VNM sau khi cổ phiếu này nằm trong danh sách thoái vốn của SCIC. Tuy nhiên, trước áp lực Fed tăng lãi suất USD trong kì họp FOMC tháng 12, khối ngoại một lần nữa rút ròng khiến thị trường quay đầu giảm điểm. Mặc dù vậy, đợt giảm điểm này không mạnh mẽ và quyết liệt như đợt giảm tháng 8 trước đó do sự kiện Fed tăng lãi suất không phải là câu chuyện quá bất ngờ.

Đồ thị 22: Diễn biến VN-Index



Nguồn: HNX, HSX, Bloomberg, BSC

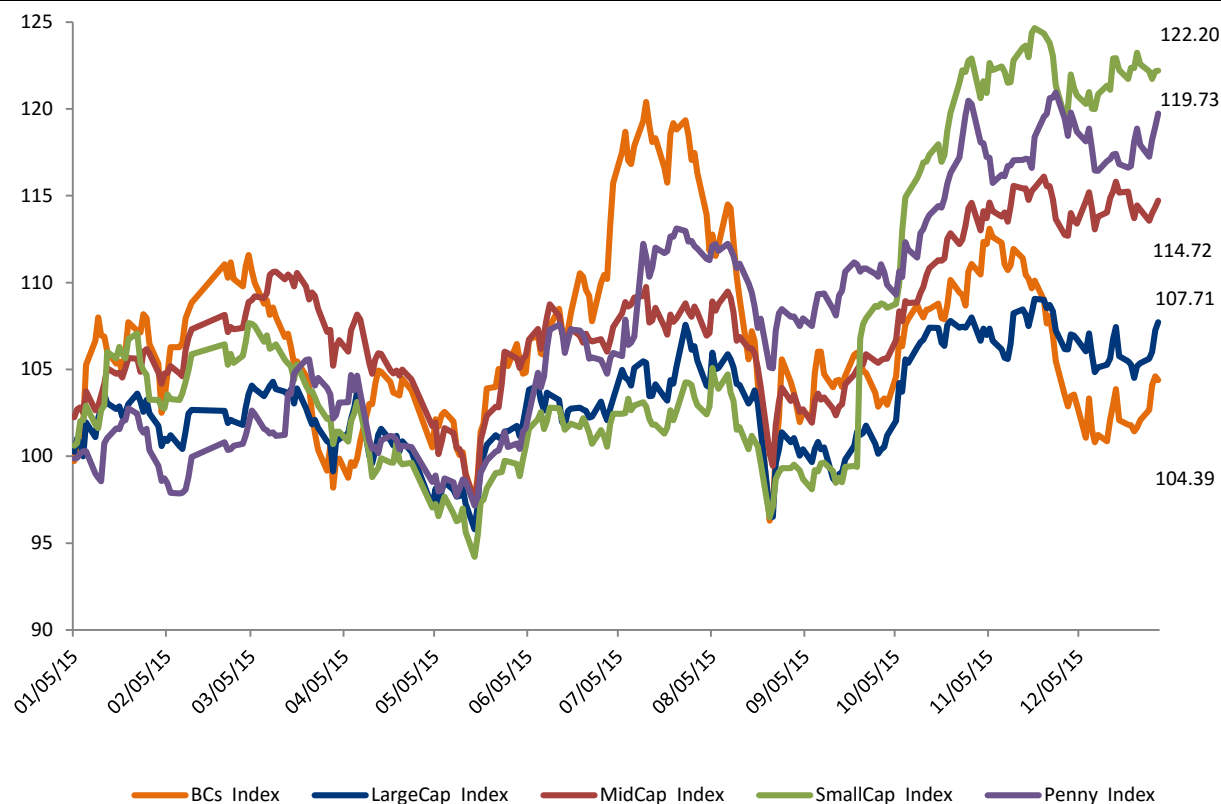
Đồ thị 23: Diễn biến HNX-Index



Nguồn: HNX, HSX, Bloomberg, BSC

Diễn biến các nhóm Index

Nhóm cổ phiếu BlueChip không duy trì được vị thế dẫn dắt thị trường, nhóm cổ phiếu SmallCap, Penny duy trì mức tăng trưởng vượt bậc. Diễn biến giữa các nhóm cổ phiếu năm nay không khác nhiều so với diễn biến năm ngoái khi nhóm Small Cap và Penny tiếp tục tăng trưởng mạnh nhất khi đạt mức tăng 22.2% và 19.73% so với đầu năm. Theo sau là nhóm MidCap, LargeCap và BCs với mức tăng lần lượt là 14.72%, 7.71% và 4.39%.

Đồ thị 24: Các nhóm Index

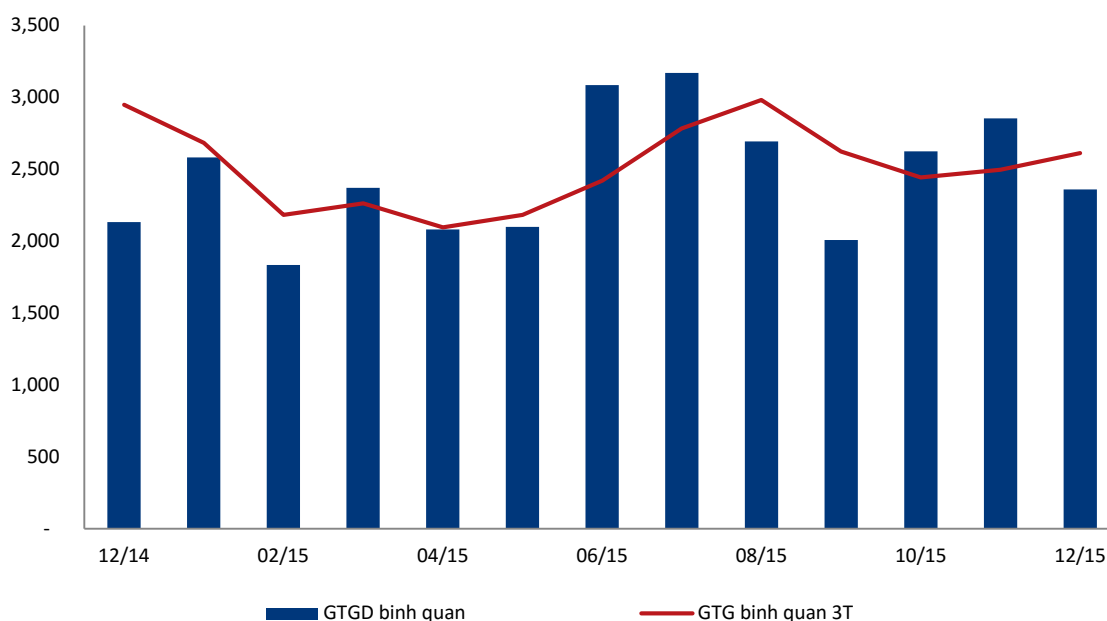
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Thống kê Thị trường 2015

Thanh khoản Thị Trường

Không thể duy trì được mức kỷ lục như năm 2014, thanh khoản thị trường năm 2015, giảm 15% so với năm trước và đạt trung bình 2.481 tỷ/phiên. Báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook 2015 đã đề cập “Quy định cứng về tỷ lệ cho vay đầu tư chứng khoán theo Thông tư 36, khiến dòng tiền cho hoạt động đầu tư chứng khoán sẽ không dồi dào như năm vừa qua”. Điều này góp phần giải thích cho diễn biến kém tích cực của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2015.

Đồ thị 25: Giá trị giao dịch bình quân 2015



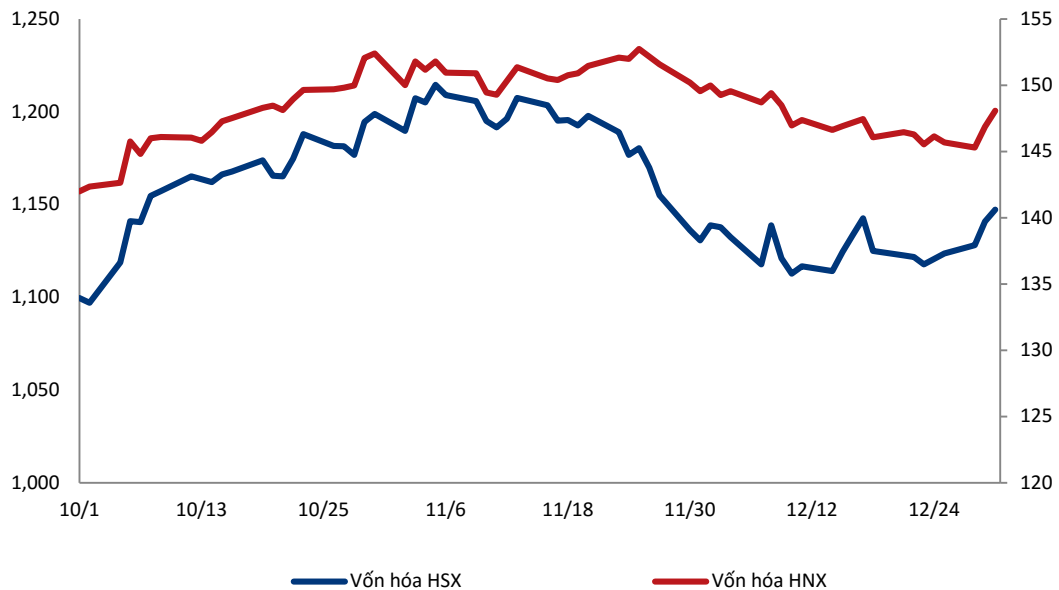
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Quy mô Thị trường

Tính đến hết tháng 12/2015, quy mô vốn hóa của hai sàn đạt 1.295 tỷ VND, tương đương 34% GDP và tăng 17.3% so năm trước. Mức tăng vốn hóa được đóng góp từ mặt bằng giá tăng bình quân 6.1%.

Lượng tài khoản chứng khoán tăng ổn định, duy trì mức tăng bình quân 6% trong những năm qua. Đến cuối tháng 12/2015 tổng số tài khoản đầu tư chứng khoán đạt khoảng 1.5 triệu, tăng 7% so với năm 2014. Tính đến tháng 11/2015, tổng tài khoản khối ngoại đạt 18.508 tài khoản, tăng 5.3% so với năm trước. Số tài khoản mở mới ghi nhận 938 tài khoản, trong đó cấp mới 661 tài khoản cá nhân và 277 tài khoản tổ chức. Có thể thấy, tốc độ tăng của tài khoản NĐT nói chung và NĐT nước ngoài nói riêng vẫn duy trì ổn định như những năm trước.

27 công ty niêm yết có thanh khoản trên một triệu USD/phiên giao dịch trên cả 2 sàn. FLC tiếp tục là cổ phiếu có thanh khoản lớn nhất. Chỉ có 27 công ty được ghi nhận có thanh khoản bình quân phiên trên 1 triệu USD trong năm 2015, giảm 11 công ty so với năm ngoái. FLC tiếp tục duy trì vị trí quán quân với 4,11 triệu USD/phiên, theo sau là những cổ phiếu khác như CII giao dịch 3.74 triệu USD, SSI giao dịch 3.1 triệu USD, HHS giao dịch 1.94 triệu USD. Ngoài ra danh sách còn tiếp tục có các đại diện của nhóm cổ phiếu dầu khí (PVS, PVD, GAS), nhóm Thực phẩm (KDC, VNM) và nhóm Ngân hàng (CTG, MBB). Lượng cổ phiếu cơ bản góp mặt nhiều hơn so với năm ngoái, cho thấy dòng tiền đã có sự phân hóa và chuyển dịch từ nhóm cổ phiếu đầu cơ sang nhóm cổ phiếu cơ bản. Điều này cũng được đề cập trong Báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook năm 2015, cụ thể là “trào lưu với cổ phiếu nóng sẽ không được đánh giá cao trong năm 2015” và “những cổ phiếu có quy mô từ vừa đến lớn sẽ có mức tăng trưởng tốt trong năm 2015”.

Đồ thị 26: Quy mô vốn hóa thị trường 2015**Tỷ VND**

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

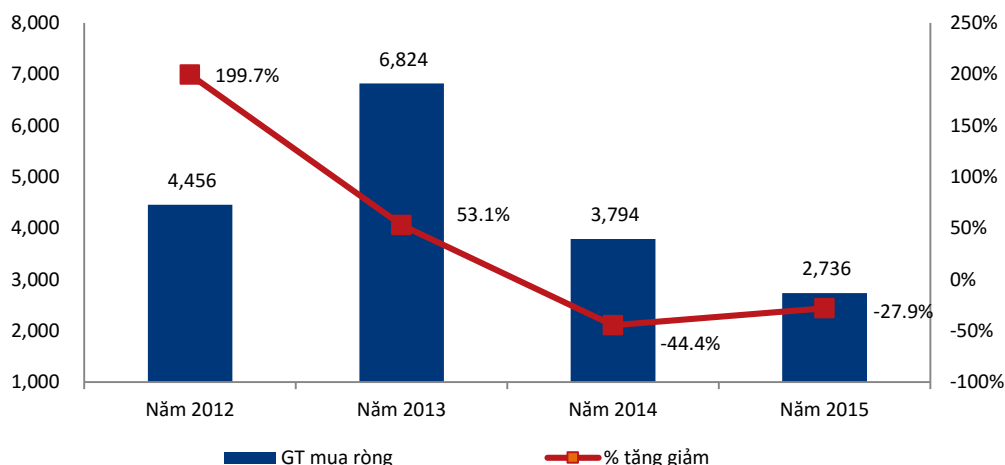
Giao dịch khối ngoại

Như đã đề cập về những vấn đề rủi ro trong báo cáo năm 2015, những thông tin liên quan đến FED tăng lãi suất đã ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư của khối ngoại, đặc biệt là vốn nóng từ ETF. Dù vậy Thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2015 vẫn thu hút được vốn đầu tư ròng của khối ngoại, đi ngược với xu hướng rút vốn ròng của khối ngoại trên TTCK các nước trong khu vực.

- Tổng giá trị nắm giữ của khối ngoại trên 2 sàn đạt 14.3 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 24.9% thị trường. Hoạt động mua bán của khối ngoại vẫn có ảnh hưởng mạnh lên diễn biến thị trường.
- Giá trị mua ròng của khối ngoại đạt 2.736 tỷ, giảm 27.9% so với năm 2014.
- Hoạt động bán ròng của khối ngoại đẩy mạnh vào tháng 3, tháng 9 và tháng 12 trước những thông tin về khả năng FED tăng lãi suất.
- Khối ngoại mua ròng nhiều ở SSI và các cổ phiếu Ngân hàng; bán ròng ở các cổ phiếu VIC, HAG, MSN.
- 2 ETF VNM và FTSE VN thu hút vốn dòng, ảnh hưởng lớn đến thị trường tại các đợt tăng và giảm quy mô. Tiềm năng tăng trưởng lớn nhờ chính sách tăng room cho NĐT nước ngoài.

Đầu tư nước ngoài sở hữu 14,3 tỷ USD trên 2 sàn niêm yết, chiếm 24.9%. Khối ngoại sở hữu 13.4 tỷ USD vốn hóa trên HSX, chiếm 26% và sở hữu 0.93 tỷ USD, chiếm 3.1% vốn hóa trên HNX. Giá trị sở hữu của khối ngoại tăng 12% so với năm 2014, tuy nhiên tỷ lệ sở hữu chỉ tăng nhẹ từ 24.2% lên 24.9% do VND mất giá hơn 5% trong năm 2015. Bên cạnh đó, hoạt động niêm yết mới giúp vốn hóa của khối ngoại tăng lên nhưng không thể bù đắp được mức trượt giá của VND.

Dòng vốn ngoại mua ròng 2.736 tỷ, giảm 27.9% so với năm 2014, Quy mô mua ròng sụt giảm so năm 2014 do tâm lý thận trọng và hoạt động rút vốn của các quỹ ngoại và ETF trước mỗi thời điểm có thông tin về khả năng FED tăng lãi suất. Dòng vốn ngoại có mức tăng trưởng âm 2 năm liên tiếp.

Đồ thị 27: GTGD ròng khối ngoại 2012-2015

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

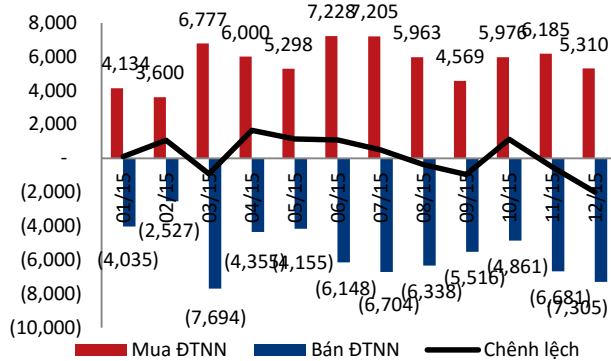
Dòng vốn ngoại đầu tư vào TTCK Việt Nam giảm sút dù vậy vẫn đi ngược với xu hướng rút ròng của khối ngoại tại TTCK các nước khu vực. Điều này vẫn cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn tiềm năng và sức hút với dòng vốn ngoại.

Bảng 6: Dòng vốn ngoại giao dịch ở 1 số thị trường trong khu vực (đơn vị: Triệu USD)

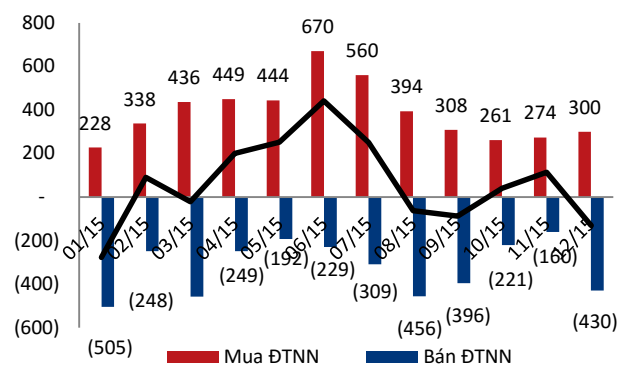
Quốc gia	Tháng 12	Quý 4	Năm 2015
India	(129)	(498)	3,110
Indonesia	(101)	(695)	(1,579)
Japan	(5,050)	6,853	4,219
Phillipines	(86)	(321)	(1,194)
Korea	(2,556)	(4,010)	(3,580)
Sri Lanka	(4.9)	(9.2)	(29)
Taiwan	(822)	248	3,384
Thailand	(902)	(1,299)	(4,372)
China	(110,550)	(172,450)	(841,790)
Pakistan	(37)	(138)	(312)
Vietnam	(-89)	(62)	100

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Khối ngoại mua ròng trong tháng 2, 4, 5, 6, 7, 10 và bán ròng trong các tháng 1, 3, 8, 9, 11, 12. Các điểm đảo chiều hoạt động mua vào diễn ra ở tháng 3 thời điểm FED đưa ra thông điệp rõ ràng hơn về khả năng tăng lãi suất trong năm nay, tháng 8 thời điểm Ngân hàng Trung Ương Trung Quốc điều chỉnh tăng tỷ giá NDT và tháng 12 trước thông điệp rõ ràng về FED tăng lãi suất trong năm 2015.

Đồ thị 28: Diễn biến giao dịch khối ĐTNN trên HSX

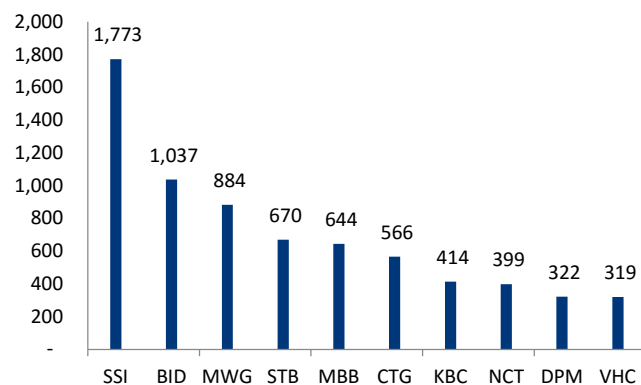
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đồ thị 29: Diễn biến giao dịch khối ĐTNN trên HNX

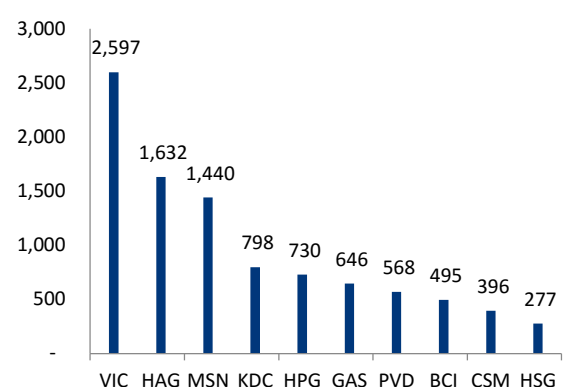
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Dòng vốn ngoại thể hiện vai trò dẫn dắt và định hướng thị trường trong năm 2015. Tại những thời điểm khối ngoại bán mạnh trong tháng 3, tháng 8, tháng 12 thị trường đều giảm mạnh. Thị trường chỉ đi ngược với hoạt động bán ra của khối ngoại tại thời điểm tháng 1 và tháng 9. Trong tháng 9, thị trường vận động theo những kỳ vọng kết thúc đàm phán TPP và việc mở room cho NĐT nước ngoài. Thanh khoản thị trường suy yếu do vậy dòng vốn ngoại tiếp tục giữ vai trò quan trọng đến diễn biến của thị trường trong năm 2015.

Cổ phiếu tài chính ngân hàng được khối ngoại mua vào, ngược lại họ bán ra các cổ phiếu có triển vọng tiêu cực như HAG, KDC và các cổ phiếu dầu khí.

Đồ thị 30: Top 10 cổ phiếu mua ròng của ĐTNN

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

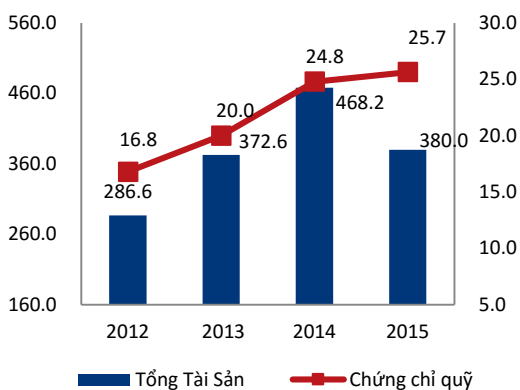
Đồ thị 31: Top 10 cổ phiếu bán ròng của ĐTNN

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

SSI được khối ngoại mua vào nhiều nhất 1,773 tỷ sau khi ĐHCĐ thông qua nâng room khối ngoại từ 49% lên mức tối đa 100%. 4/6 Ngân hàng niêm yết trên HSX cũng nằm trong danh sách được mua vào nhiều gồm BID, STB, MBB và CTG. Ngược lại, ở chiều bán, VIC là cổ phiếu bị bán ròng mạnh nhất 2,597 tỷ đồng chủ yếu là do hoạt động chuyển đổi trái phiếu quốc tế sang cổ phiếu và kéo theo hoạt động thoái vốn quy mô lớn. Ngoài ra, những cổ phiếu có triển vọng không sáng sủa như HAG, KDC, GAS, PVD đều bị bán mạnh.

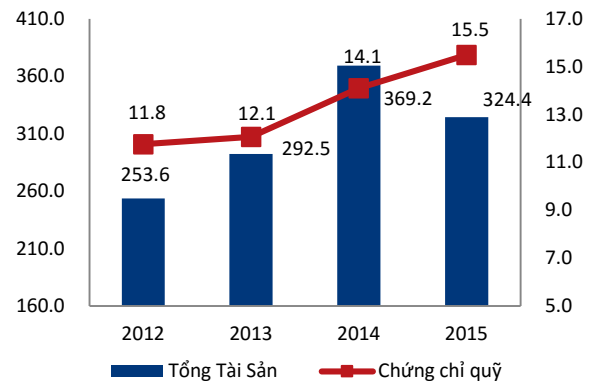
ETF đóng góp phần lớn trong hoạt động mua ròng của khối ngoại, khi mua ròng 2.514 tỷ, chiếm tỷ lệ cao 91.8% tổng giá trị mua ròng khối ngoại. Giá trị mua ròng của 2 quỹ ETF gồm Vietnam Market Vector (VNM) và DB x-trackers FTSE Vietnam (FTSE VN) giảm 4.5% so năm 2014 (năm 2014 mua ròng 2.633 tỷ), tuy nhiên tỷ trọng mua vào của ETF trong tổng giá trị mua ròng của khối ngoại tăng từ 69% năm 2014 lên 91.8% năm 2015. Trong bối cảnh dòng vốn ngoại giảm sút thì vai trò của ETF tăng lên rõ rệt trong năm 2015. Cho dù quy mô 2 quỹ ETF tại thời điểm 31/12 đạt khoảng 704 triệu USD, hoạt động giao dịch của các ETF ảnh hưởng rất mạnh đến thị trường do hoạt động tăng giảm quỹ theo trạng thái NAV, và ảnh hưởng của các kỳ rà soát danh mục. Các ETF duy trì xu hướng phát hành thêm trong 9 tháng đầu năm, và bán giảm quy mô vào tháng 3, tháng 8 và tháng 11. Những đợt ETF bán ra đều ảnh hưởng rất mạnh đến xu hướng của thị trường.

Đồ thị 32: Tổng TS và chứng chỉ quỹ VNM



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đồ thị 33: Tổng TS và chứng chỉ quỹ FTSE VN



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

2 ETF còn tiềm năng tăng trưởng quy mô và ETF VNM có tiềm năng tăng trưởng tỷ trọng cổ phiếu tại thị trường Việt Nam nhờ chính sách mở room cho NĐT nước ngoài. Quỹ ETF VNM sẽ có thêm nhiều cổ phiếu tiềm năng để có thể nâng tỷ trọng nắm giữ tối đa các cổ phiếu tại thị trường Việt Nam.

2 quỹ ETF ETF VNM và FTSE VN đều giảm mạnh quy mô chứng chỉ phát hành trong năm 2015 tuy nhiên do ETF VNM tăng tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu tại thị trường Việt Nam nên giá trị mua ròng của 2 quỹ gần tương đương với giá trị trong năm 2015.

Xét về hoạt động tăng quy mô, 2 quỹ mua ròng khoảng 1.254 tỷ. FTSE VN tăng được 1.38 triệu chứng chỉ, tăng 10% tương đương với mua ròng 777 tỷ, trong khi ETF VNM chỉ tăng được 0.8 triệu chứng chỉ, tăng 1.9% tương đương 477 tỷ.

Xét về hoạt động tăng tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trong danh mục, ETF VNM có 2 đợt tăng tỷ trọng và mua ròng 1.260 tỷ gồm: (1) Quỹ tăng tỷ trọng từ 70% lên 77.5% vào quý I năm 2015, mua bổ sung vào 39 triệu USD hay 830 tỷ; (2) Quỹ tăng tỷ trọng từ 77.5% lên 82% vào quý IV năm 2015, mua bổ sung vào 19.2 triệu USD hay 430 tỷ.

Triển vọng tăng trưởng quy mô của các quỹ ETF trong năm 2016 vẫn khá sáng sủa nhờ chính sách mở room cho NĐT nước ngoài. Các ETF sẽ có thêm cơ hội lựa chọn các cổ phiếu phù hợp với tiêu chí mà trước đây không thể thực hiện với các cổ phiếu đã hết room. Hiệu ứng mở room đã phần nào thể hiện

tính tích cực khi quỹ ETF VNM chủ động tăng tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam 2 lần trong năm 2015, từ mức 70% lên 82%.

Đánh giá các yếu tố vĩ mô, dòng tiền, định giá ảnh hưởng đến TTCK 2015

Các yếu tố vĩ mô và cơ bản tiếp tục hỗ trợ thị trường tuy nhiên thị trường không có mức tăng trưởng tương xứng do sự suy yếu của dòng tiền. Điều mà chúng tôi đã từng đề cập trong Báo cáo năm 2015 trước khả năng Ngân hàng áp dụng Thông tư 36. Thị trường do vậy bị ảnh hưởng khá nhiều vào hoạt động mua bán của khối ngoại trong năm 2015 và thông tin thị trường. Những thông tin công bố trong năm có ảnh hưởng đến thị trường như Thông tin vĩ mô (CPI, PMI, GDP, điều chỉnh tỷ giá), thông tin chính sách (Điều chỉnh tỷ giá, Hạ lãi suất ngoại tệ, Thông tư 36, NHNN mua lại 0 đồng các NH yếu kém, Mở room cho đầu tư nước ngoài, Các hiệp định thương mại) và thông tin quốc tế (FED tăng lãi suất, NHTW Trung Quốc điều chỉnh tỷ giá, và Biến động giá dầu).

Bảng 7: Mức độ ảnh hưởng của vĩ mô, chính sách, yếu tố quốc tế tới thị trường

Thông tin	Nội dung	Mức độ ảnh hưởng
Thông tin vĩ mô	Số liệu CPI	Yếu
	Số liệu PMI	Trung bình
	Số liệu GDP	Trung bình
Thông tin chính sách	Điều chỉnh tỷ giá	Mạnh
	Hạ lãi suất ngoại tệ	Yếu
	Thông tư 36	Rất Mạnh
	NHNN mua lại 0 đồng các NH yếu kém	Trung bình
	Mở room cho NĐT nước ngoài	Rất Mạnh
	Các hiệp định thương mại	Trung bình
	Thoái vốn NN và CPH	Mạnh
Thông tin quốc tế	Biến động giá dầu	Mạnh
	Thông tin FED tăng lãi suất	Rất Mạnh
	NHTW Trung Quốc điều chỉnh tỷ giá	Rất Mạnh

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhìn chung, diễn biến thị trường vẫn phản ứng khá mạnh với thông tin FED tăng lãi suất, Thông tư 36, PBOC điều chỉnh tỷ giá, Mở room cho đầu tư nước ngoài và biến động của giá vàng; phản ứng trung bình/yếu với GDP, PMI, CPI, điều chỉnh lãi suất ngoại tệ và các hiệp định thương mại. Những thông tin ảnh hưởng mạnh đến thị trường đều có liên quan đến dòng vốn ra và vào thị trường của khối ngoại.

Dòng tiền tiếp tục giảm sút, cổ phiếu phản ánh đúng giá trị. Thanh khoản bình quân chỉ đạt 2.481 tỷ/phiên giảm 15% so với 2015. Thanh khoản giảm sút do các lý do: (1) dòng tiền cơ sở tăng chậm; (2) hoạt động margin giảm sút do bị điều chỉnh bởi thông tư 36 và (3) khối ngoại giảm hoạt động mua bán

(tổng giá trị mua bán của khối ngoại đạt 11.923 tỷ/ tháng trong năm 2015, giảm 3% so với 2014). Thanh khoản giảm sút, và dòng vốn bị hút vào các đợt huy động vốn của các cổ phiếu thị trường khiến cho diễn biến thị trường không phản ánh đúng giá trị của các cổ phiếu.

Thị trường vận động không tích cực trong 6 tháng cuối năm do dòng tiền suy giảm. Diễn biến thị trường phụ thuộc vào những thông tin công bố trong năm như Thông tin vĩ mô (CPI, PMI, GDP, điều chỉnh tỷ giá), thông tin chính sách (Điều chỉnh tỷ giá, Hạ lãi suất ngoại tệ, Thông tư 36, NHNN mua lại 0 đồng các Ngân hàng yếu kém, Mở room cho đầu tư nước ngoài, Các hiệp định thương mại) và thông tin quốc tế (FED tăng lãi suất, NHTW Trung Quốc điều chỉnh tỷ giá, và Biến động giá dầu).

Khoảng 159 doanh nghiệp đã thực hiện xong cổ phần hóa, Bộ Tài chính đang gấp rút thực hiện đến hết năm 2015 với mục tiêu cổ phần hóa 210 doanh nghiệp. Tháng 12 chứng kiến một loạt doanh nghiệp lớn IPO, gồm có Tổng Công ty Cảng hàng không, Tổng Công ty Sonadazi, Hà Nội Railways.. tổng giá trị dự kiến của các đợt IPO lên đến trên 4000 tỷ đồng. Cũng trong năm 2015, SCIC cũng đã thực hiện bán vốn xong cho 12/ 38 doanh nghiệp niêm yết, trong đó có thể kể đến trường hợp thoái vốn lớn của Tổng công ty Cổ phần Xây dựng điện Việt Nam (VNE), Công ty Cổ phần Giống cây trồng Miền Nam(SSC), Công ty Cổ phần Xuất khẩu Tổng hợp I Việt Nam (TH1). Thống kê 11 tháng đầu năm, Sở GDCK Hà Nội thực hiện thành công 81 phiên đấu giá, 5 phiên bị hủy, trong đó, 57 phiên chào bán IPO và 19 phiên thoái vốn nhà nước, tổng số cổ phần chào bán gần 896.9 triệu cổ phần, tổng số cổ phần trúng chiếm 35%, tương đương hơn 311.6 triệu cổ phần. Trong khi đó Sở GDCK TP.HCM thực hiện thành công 35 phiên đấu giá, 16 phiên bị hủy.

Triển vọng thị trường 2016

Các yếu tố tác động thị trường chứng khoán

Chúng tôi đánh giá các yếu tố tác động đến triển vọng TTCK 2016 trên cơ sở phân tích 3 khía cạnh (1) triển vọng Vĩ mô và TTCK toàn cầu (chi tiết trong phần Vĩ Mô), (2) Cung và cầu TTCK, (3) Chính sách TTCK và khả năng thực thi. Cả 3 yếu tố trên đều cho thấy năm 2016 sẽ là năm có nhiều thách thức và ẩn số hơn so với giai đoạn 3 năm trước đó. Kỳ vọng lớn nhất để TTCK Việt Nam diễn biến khả quan hơn so với khu vực là sự đổi mới mạnh mẽ hơn về kinh tế, do năm 2016 là năm sẽ diễn ra Đại hội 12 và bầu cử quốc hội. Trong trường hợp các yếu tố không thuận lợi thắng thế, thì NĐT sẽ cần bước vào năm 2016 với tâm thế thận trọng, lựa chọn cơ hội đầu tư kỹ lưỡng. Cụ thể

Triển vọng vĩ mô và TTCK toàn cầu

Năm 2016 được kỳ vọng sẽ là năm khó khăn với TTCK cũng như kinh tế toàn cầu. Đây là năm có nhiều sự kiện đáng chú ý với các tác động mang ý nghĩa quyết định tới tăng trưởng trong trung và dài hạn của nhiều nền kinh tế như: Khả năng thông qua TPP tại 12 nước thành viên, Bầu cử tổng thống Mỹ, Kế hoạch 5 năm mới của Trung Quốc, Trưng cầu dân ý tại Anh về việc ở lại Eurozone... Trong đó các yếu tố rủi ro từ (1) suy giảm kinh tế Trung Quốc và (2) tăng lãi suất của FED đang chiếm ưu thế và sẽ ảnh hưởng chung đến xu hướng đầu tư vào TTCK toàn cầu, gồm cả các TTCK biên và mới nổi. Việc Việt Nam có thể trở thành điểm sáng thu hút đầu tư sẽ phụ thuộc rất nhiều vào (1) tình hình Vĩ Mô trong nước và (2) các cam kết cải cách mạnh mẽ về kinh tế trong năm 2016, năm thứ 30 kể từ “Đổi mới” 1986.

Kinh tế thế giới trong năm 2016 gồm những gam màu tương phản: 2 tổ chức quốc tế lớn IMF và WB đưa ra nhận định khác nhau về tăng trưởng thế giới trong năm 2016. Trong khi IMF đưa ra dự báo 3,6% thì WB lại hạ mức tăng trưởng thế giới xuống mức 2,9%. Mỹ, EU và Nhật Bản có chuyển biến tích cực thì Trung Quốc và các quốc gia khu vực mới nổi lại có dấu hiệu đi xuống. Rủi ro của kinh tế thế giới vẫn đến từ 2 vấn đề chính (1) suy giảm kinh tế Trung Quốc và (2) tăng lãi suất của FED.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam có thể là điểm sáng: Kinh tế vĩ mô dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt với mức 6,7% - 6,9% trong năm 2016. Ngoại trừ 2 yếu tố có thể biến động tiêu cực như tỷ giá và lãi suất có thể tăng, các chỉ báo khác như CPI, FDI, tăng trưởng thương mại, tăng trưởng tín dụng đều vẫn duy trì ở mức ổn định. Hoạt động sản xuất kinh doanh được mở rộng, kết quả kinh doanh được cải thiện và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của thị trường tiếp tục dự báo có mức tăng trên 5% sẽ giúp cho thị trường ổn định, hạn chế ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường thế giới.

Trong năm 2015, Việt Nam đã hoàn tất đàm phán 2 hiệp định FTA lớn gồm Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – Liên hiệp Châu Âu (EVFTA) và Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP). Cùng với sự kiện Cộng đồng kinh tế Asean chính thức ra đời 31/12/2015, các hiệp định thương mại trên được ký kết 2016 và đi vào hiệu lực vào các năm tiếp theo sẽ là bước chuyển mình quan trọng của nền kinh tế Việt Nam trong quá trình hội nhập quốc tế và trong khu vực. Các cơ hội mở rộng thị trường và thu hút đầu tư không chỉ đến với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu mà còn cả trong cả lĩnh vực đầu tư tài chính. Các chuẩn mực về dịch vụ tài chính được xây dựng và tuân thủ sẽ thu hút được dòng vốn ngoại đầu tư gián tiếp giúp thị trường có sức bật mới.

Cầu cổ phiếu Nội gồng sức, ngoại M&A

Đánh giá dòng tiền nội: Đây là yếu tố khó lượng hóa do phụ thuộc vào nhiều yếu tố vĩ mô cũng như tâm lý của TTCK. Xét trên một số yếu tố như (1) số lượng tài khoản, (2) lãi suất và margin. Xét về dòng tiền cơ sở, số lượng tài khoản nhà đầu tư là 1,5 triệu tài khoản (tăng 105 nghìn tài khoản so với cuối năm 2014). Tốc độ tăng đang nhanh hơn so với giai đoạn trước đó, và nhờ vào chính sách không hạn chế số lượng tài khoản cho một NĐT. Thêm vào đó năng lực cung cấp margin giảm sút do bị điều chỉnh bởi thông tư 36 và mặt bằng lãi suất nhiều khả năng đã tạo đáy trong năm 2015. Do vậy từ phía NĐT trong nước khó có khả năng đột biến về dòng tiền vào TTCK 2016, đặc biệt khi các yếu tố vĩ mô, tâm lý diễn biến không thuận lợi

Đánh giá dòng tiền NĐT NN: xét trên TTCK niêm yết, số liệu cho thấy rõ xu hướng NĐT NN vẫn đang giao dịch tích cực ở Việt Nam, vẫn duy trì mua ròng trong điều kiện TTCK toàn cầu khá xấu. Dù vậy tốc độ và quy mô mua ròng năm 2015 giảm (chỉ hơn 100 triệu USD) cho thấy Việt Nam vẫn chịu ảnh hưởng xu hướng chung rút ròng tiền từ các TTCK mới nổi và biên (sau khi FED tăng lãi suất cơ bản). Lạc quan hơn 1 chút là dòng tiền M&A năm 2015 đã vào mạnh hơn giai đoạn trước đó. Theo ước tính của IMAA thì thị trường M&A tại Việt Nam đạt giá trị 3,8 tỷ USD với gần 400 thương vụ dự kiến được công bố trong năm 2015, tăng mạnh so với 2,8 tỷ USD của năm 2014. Tiến trình tái cơ cấu nền kinh tế sẽ góp phần mở ra một môi trường thân thiện hơn cho các nhà đầu tư, và làn sóng M&A thứ hai đang được kỳ vọng sẽ rất mạnh mẽ. Dù không ai có thể chắc dòng tiền được giải phóng từ các vụ M&A quay lại TTCK niêm yết như thế nào, nhưng chắc chắn sẽ có tác động tích cực gián tiếp và trực tiếp đến dòng tiền của NĐT NN trên niêm yết.

Cung cổ phiếu sẽ tăng cùng hoạt động thoái vốn, cổ phần hóa và tăng vốn

Kế hoạch cổ phần hóa gắn với niêm yết: Theo kế hoạch cổ phần hóa Doanh nghiệp Nhà nước giai đoạn 2011-2015, dự kiến cổ phần hóa 527 doanh nghiệp, tính đến tháng 12/2015, cả nước mới thực hiện được 397 doanh nghiệp. Như vậy còn khoảng 130 doanh nghiệp sẽ cổ phần hóa theo kế hoạch 2011 – 2015. Thêm vào đó lượng doanh nghiệp sẽ cổ phần hóa trong giai đoạn 2016 – 2020 dự kiến cũng khoảng 500 doanh nghiệp.

Quy định rõ ràng, minh bạch đang đẩy nhanh quá trình niêm yết của các Công ty trên sàn UPCOM (Quyết định số 51/2014/QĐ-TTg ngày 15/9/2014 về CPH DNNN, thoái vốn gắn với niêm yết). Trong năm 2015 có 72 công ty niêm yết trên UPCOM, tăng gấp 2 lần so với năm 2014. Các cổ phiếu niêm yết mới giúp vốn hóa thị trường UPCOM tăng 97% so với năm 2014. Với 243 mã cổ phiếu niêm yết trong đó có nhiều công ty quy mô lớn và đạt vốn hóa 47.5 nghìn tỷ đồng.

Lượng cung cổ phiếu sẽ tăng cùng với tốc độ cổ phần hóa, và thị trường UPCOM sẽ gia tăng quy mô thu hút nhà đầu tư trong năm 2016. Trong số các gương mặt mới sẽ có nhiều lựa chọn đầu tư tốt, tuy nhiên xét về quy mô cũng khiến nguồn cung cổ phiếu trên TTCK tiếp tục tăng trong năm 2016.

Hoạt động thoái vốn nhà nước sẽ được đẩy mạnh. Với sức ép ngân sách và mục tiêu tái cấu trúc nền kinh tế và chiến lược phát triển các ngành, lĩnh vực then chốt trong giai đoạn 2016-2020, chúng tôi đánh giá hoạt động thoái vốn sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong năm 2016. Chính Phủ đã có nhiều văn bản mang tính chất bước ngoặt cho hoạt động thoái vốn trong năm 2015, và sẽ thúc đẩy thoái vốn nhanh hơn nữa từ năm 2016. Cụ thể:

- Văn bản số 1787/TTg-ĐMDN về Đề án tái cơ cấu Tổng công ty Đầu tư và Kinh Doanh vốn Nhà nước vào tháng 10/2015, qua đó mục tiêu là thoái hết vốn Nhà nước tại 8 Doanh nghiệp lớn bao gồm VNM (45,1%); BMI (50,7%); VNR (40,4%); NTP (37,1%); BMP (38,4%); FPT (6%); SGC (49,9%); HGM (46,6%) và 2 doanh nghiệp chưa niêm yết là Công ty cổ phần viễn thông FPT (50,2%) và Công ty cổ phần hạ tầng và bất động sản Việt Nam – VIID (47,6%).
- Quyết định số 41/2015/QĐ- TTg cho phép bán cổ phần theo lô qua sở GDCK khi Nhà nước thực hiện thoái vốn tại các công ty Cổ phần chưa niêm yết/ đăng ký giao dịch. Cũng theo Bộ Tài chính, việc bán đấu giá theo lô này sẽ giúp Doanh nghiệp nhanh chóng bán được cổ phần trong một lần, tránh tình trạng bán được 1 phần và phải tổ chức nhiều cuộc đấu giá mới bán hết số cổ phần cần bán.

Hoạt động thoái vốn Nhà nước sẽ tiếp tục triển khai trong năm 2016 đối với các Doanh nghiệp chưa CPH năm 2015, rà soát thêm, bổ sung doanh nghiệp cần CPH, thoái vốn nhà nước,

Như vậy, hoạt động thoái vốn Nhà nước sẽ cung cấp một khối lượng lớn cổ phiếu cho thị trường, gia tăng nhanh thanh khoản cho thị trường, tăng hiệu quả nền kinh tế trong dài hạn. Nhưng trong ngắn hạn cung cổ phiếu dù là cổ phiếu niêm yết hay OTC đều ảnh hưởng đến dòng tiền trên TTCK, do vậy quá trình này cần thiết phải đi kèm với việc thu hút thêm các dòng vốn đầu tư (khối tư nhân và NĐT nước ngoài).

Phát hành tăng vốn của Doanh nghiệp. Nếu như 2 yếu tố tăng cung nói trên chủ yếu liên quan đến doanh nghiệp nhà nước, thì việc TTCK khá sôi động những năm gần đây khiến các DNNY đẩy mạnh phát hành tăng vốn. Theo số liệu tổng kết của UBCK thì quy mô tăng vốn và CPH 2014 và 2015 ở mức từ 23,000 đến 24,000 tỷ đồng.

Năm 2015, xét về quy mô và mức độ thì ít có những trường hợp tăng vốn quá nhanh và mạnh như FIT, FLC, HAI, GTN, TSC... Nhà đầu tư cũng thận trọng hơn với kế hoạch tăng vốn của các doanh nghiệp. Dù vậy việc TTCK phát hành tăng vốn nhanh cũng đang và sẽ khiến cung cổ phiếu dồi dào hơn.

Chính sách theo hướng mở hơn sẽ có tác động tích cực

Các chính sách phát triển thị trường chứng khoán giúp thị trường minh bạch và tạo cơ sở pháp lý cho ra đời nhiều loại hình sản phẩm mới. Năm 2015, các văn bản pháp quy trong lĩnh vực chứng khoán được ban hành nhiều và có tầm ảnh hưởng lớn đến sự phát triển của thị trường chứng khoán trong nhiều năm tới.

- Chính phủ ban hành ND60/2015/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 58/2012 quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi. Quy định mở room cho ĐTNN theo Nghị định 60 đã thu hút mạnh dòng vốn ngoại vào cuối tháng 6 và đầu tháng 7 năm 2015.
- Nghị định 42/2015/NĐ-CP tạo nền tảng cho sự phát triển thị trường phái sinh của TTCK Việt Nam. Thị trường phái sinh dự kiến hoạt động trong năm 2016 với 2 sản phẩm Hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu và hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ. Công cụ này mở ra kênh đầu tư mới cho nhà đầu tư, doanh nghiệp có thêm công cụ kinh doanh chênh lệch và phòng ngừa rủi ro và cơ hội nâng cao hiệu suất sử dụng đòn bẩy tài chính. Sau bước đi thận trọng này, thị trường sẽ còn đón nhiều sản phẩm mới như chứng quyền có đảm bảo, hợp đồng quyền chọn.

- Bộ Tài chính cũng đã ban hành các Thông tư hướng dẫn gồm Thông tư 123/2015 – Hướng dẫn hoạt động đầu tư nước ngoài trên TTCK; Thông tư 155/2015 – Hướng dẫn công bố thông tin trên TTCK; Thông tư 162/2015 – Hướng dẫn chào bán chứng khoán ra công chúng, chào bán cổ phiếu để hoán đổi, phát hành thêm cổ phiếu, mua lại cổ phiếu, bán cổ phiếu quỹ và chào mua công khai cổ phiếu; và Thông tư 180/2015 Hướng dẫn đăng ký giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch cho chứng khoán chưa niêm yết. Những quy định có những ảnh hưởng tích cực đến thị trường trong năm 2015:
- Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư 203/2015/TT-BTC thay thế thông tư 74/2011/TT-BTC hướng dẫn giao dịch chứng khoán với nội dung quan trọng cho phép nhà đầu tư vừa mua và bán chứng khoán tại cùng thời điểm giao dịch, được bán chứng khoán chờ về, được thực hiện giao dịch cùng một loại chứng khoán trong ngày, rút ngắn thời gian giao dịch chứng khoán, ... Những quy định mới này sẽ cải thiện mạnh mẽ vòng quay đầu tư và cho phép thực hiện bán khống ở cấp độ thấp qua đó thúc đẩy mạnh thanh khoản trên thị trường.

Các Nghị định 60, Nghị định 42 và Thông tư 203/2015/TT-BTC sửa đổi Thông tư 74/2011 sẽ có ảnh hưởng lớn đến thị trường trong năm 2016.

Nghị định 60/2015/NĐ-CP dù đã những ảnh hưởng tức thời đến dòng vốn ngoại trong năm 2015 nhưng tầm ảnh hưởng còn hạn chế khi chỉ có một vài công ty chứng khoán thực hiện mở room cho khối ngoại, trong khi đa số Công ty niêm yết hoặc đang chờ Hội đồng cổ đông năm tới phê duyệt hoặc chưa thực hiện được do chờ danh sách các ngành nghề và điều kiện đầu tư với khối ngoại sẽ được Bộ kế hoạch và đầu tư công bố. Mặt khác, SCIC đang nắm tỷ trọng trọng lớn tại các Công ty hết room thực hiện thoái vốn thì việc mở room cho NĐT mới thực sự có ý nghĩa. Chính vì vậy quy định mở room cho nhà nước ngoài sẽ tiếp tục được kỳ vọng là chính sách quan trọng để thu hút vốn ngoại trên thị trường chứng khoán. Hoạt động thu hút vốn ngoại trên sàn sẽ phụ thuộc vào 2 vấn đề được công bố trong năm 2016: (1) Ngành nghề được mở room hoàn toàn và tỷ lệ mở room cho từng ngành và (2) Lộ trình và tiến độ thực hiện thoái vốn tại các công ty hết room niêm yết trên sàn do SCIC nắm giữ.

Nổi tiếp những đột phá về chính sách TTCK trong năm 2015, UBCKNN sẽ tiếp tục triển khai công tác tái cấu trúc thị trường chứng khoán, tăng cường minh bạch trên thị trường và xây dựng phát triển các sản phẩm mới, kích cầu, khơi thông dòng vốn trong và ngoài nước, và chuẩn bị đưa vào vận hành thị trường chứng khoán phái sinh. Đây là những tiền đề quan trọng đã nâng nâng hạng TTCK và là yếu tố ảnh hưởng lớn đến diễn biến thị trường trong năm 2016.

Dự báo điểm số VN-Index năm 2016

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp P/E, phương pháp cổ phiếu trọng số lớn, phương pháp mô hình hồi quy đa biến để dự báo VN-Index. Giá bình quân của các phương pháp cho thấy điểm số mục tiêu VN-Index là 590 điểm, dao động từ tiêu cực 565 điểm đến tích cực 650 điểm. So với giá đóng cửa 2015, mức điểm nói trên giao động từ giảm 2,4% đến tăng 12,2%. Vùng mục tiêu khá khiêm tốn so với những năm trước, điều này cũng cho thấy TTCK 2016 sẽ có nhiều khó khăn và ẩn số. Các phương pháp dự báo VN-Index cụ thể như sau:

Dự báo điểm số VN-Index bằng phương pháp PE

Tổng quan phương pháp

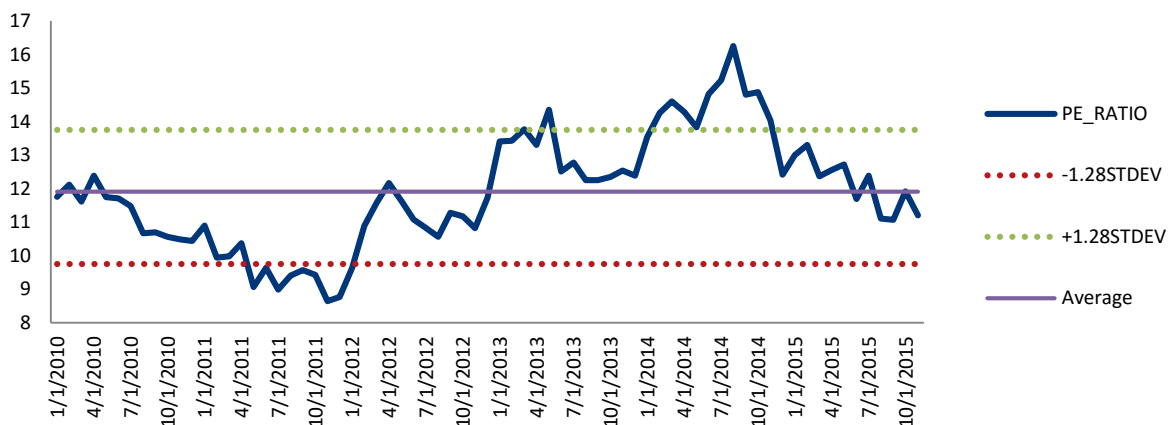
- Phương pháp này được xây dựng dựa trên cơ sở dự báo PE và EPS của thị trường trong năm tới để xác định điểm số. Dự báo PE được thực hiện dựa trên các mức high và low của PE quá khứ, còn dự báo chuỗi EPS thị trường được thực hiện dựa trên mô hình ARIMA (3,1,3).
- Chuỗi số liệu nghiên cứu kéo dài từ năm 2009 đến nay, bởi thị trường biến động rất mạnh trong năm 2007 và 2008, do đó dữ liệu về PE và EPS trong khoảng thời gian này không tin cậy.

Dự báo PE

PE toàn thị trường hiện tại đạt 11.75. Khảo sát PE thị trường từ năm 2010 đến nay, biên độ dao động của P/E trong khoảng [9.75; 13.75] với độ tin cậy 90%, giá trị thấp nhất tại 8.64 và giá trị cao nhất tại 16.25.

Xu hướng đi xuống của PE thị trường hình thành từ cuối tháng 8 năm 2014 đến thời điểm hiện tại, đà suy giảm này có thể tiếp tục xảy ra tới đây khiến PE khó có thể hồi phục trên đường trung bình (đường Average); và tiếp cận gần hơn với biên dưới 9.75 (đường -1.28STDEV), lấy đường trung bình là mức kháng cự gần nhất.

Đồ thị 35: PE của VN-Index giai đoạn 2010 – 2015



Dựa vào dự đoán vận động của PE thị trường như vậy, xây dựng hai kịch bản cho PE như sau:

- **Kịch bản tiêu cực:** PE thị trường tiếp cận gần hơn với đường -1.28STDEV (tương ứng với độ tin cậy 90%) khi tiếp tục vận động đi xuống nhanh chóng. PE tương ứng giá trị 9.75.
- **Kịch bản tích cực:** PE thị trường có sự hồi phục hướng về đường Average. PE đạt giá trị trung bình của 6 năm quan sát, dừng tại 11.75 điểm.

Dự báo EPS

Dự báo EPS của thị trường vào cuối quý 1/2016 và cuối quý 2/2016 bằng mô hình ARIMA (3,1,3), kết quả cho ở bảng dưới:

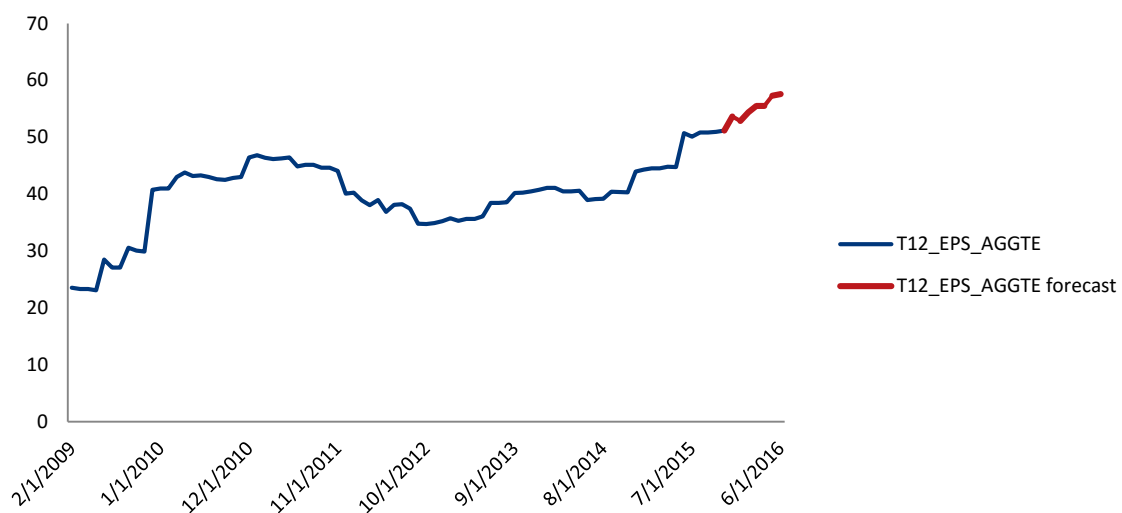
Bảng 8: Dự báo EPS thị trường 2016H1

Date	EPS dự báo	Tăng trưởng so với EPS 2015
3/30/2016	55.50	3.5%
6/30/2016	57.58	7.4%

Nguồn: BSC Research

Mức tăng trưởng EPS hợp lý cho năm sau là 5% dựa trên bối cảnh các Doanh nghiệp cũng đang cải thiện KQKD cũng như thuế suất thuế TNDN được điều chỉnh giảm 2% theo Nghị định số 218/2013 của Chính phủ.

Đồ thị 36: Diễn biến 2009 – 2015 & Dự báo EPS thị trường 2016H1



Nguồn: BSC Research

Kết hợp với dự báo PE ở trên, hai kịch bản cho VN-Index khi kết thúc quý 2/2016 như sau:

Bảng 9: Dự báo VN-Index trong 2016H1

	Quý 1/2016	Quý 2/2016
Kịch bản tiêu cực	488.4	506.7
Kịch bản tích cực	688.3	714

Dự báo bằng VN-Index theo phương pháp cổ phiếu trọng số lớn

Tổng quan phương pháp

- Phương pháp này dựa nhận định giá của các cổ phiếu chủ chốt trong năm 2016 bởi các công ty chứng khoán và tổ chức tài chính thực hiện.
- Chỉ số VN-Index được xây dựng dựa trên giá trị trung bình, giá cao nhất, giá thấp nhất của 30 cổ phiếu có quy mô lớn nhất (chiếm tỷ trọng 78.6% vốn hóa thị trường) và giá các cổ phiếu còn lại lấy theo tham chiếu tại 31/12/2015. (Xem chi tiết tại phụ lục 2)

Kết quả dự báo

Đồ thị 10: Dự báo VN-Index trong 2016

	Giá mục tiêu	Giá tối đa	Giá tối thiểu
VN-Index 2016	609	661	586

Nguồn: BSC Research

Dự báo VN-Index sử dụng mô hình định lượng

Tổng quan phương pháp

- Phương pháp này sử dụng mô hình vector tự hồi quy trong đó đánh giá tương quan giữa VN-Index với các biến kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước. Kết quả nên được xem như một hướng tiếp cận và đánh giá biến động của thị trường chứng khoán. BSC Research thực hiện điều chỉnh định kỳ hàng quý nhằm đảm bảo bám sát thị trường.
- Các biến vĩ mô/thị trường sử dụng trong mô hình là: sản xuất công nghiệp, CPI, doanh số bán lẻ, giá dầu, giá vàng, kim ngạch xuất nhập khẩu, vốn đầu tư, lãi suất, chỉ số CDS 5 năm. Thời gian nghiên cứu tối thiểu là 8 năm liên tục.

Dự báo 2016

Trên cơ sở cập nhật các số liệu vĩ mô, thị trường mới nhất, BSC Research tiếp tục đưa ra dự báo về điểm số của VN-Index cho thời gian tới. **Cụ thể, trong 2016, VN-Index sẽ dao động trong biên độ 545**

– 641 điểm với các điểm mốc gợi ý sau:

- Giảm mạnh trong tháng 1;
- Giai đoạn phục hồi và tăng từ tháng 2 - 8;
- Giai đoạn điều chỉnh trong khoảng tháng 9 - 11;
- Giảm mạnh trong tháng 12.

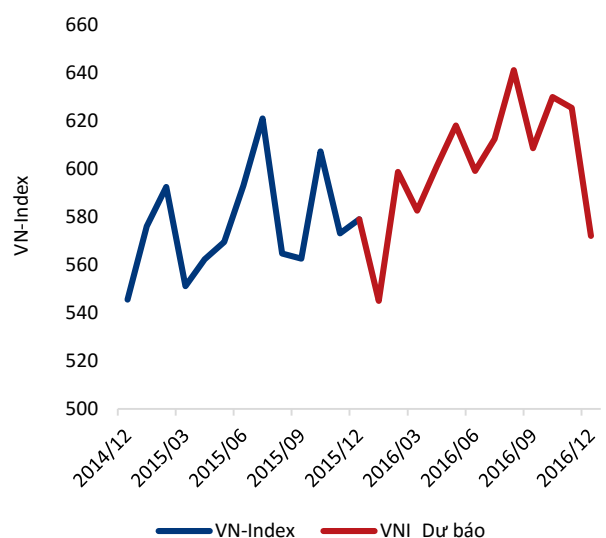
Tại thời điểm cuối năm 2015, VN-Index dự đoán đóng cửa tại vùng 572 điểm, giảm 4,18% so với cuối 2014.

Bảng 12: Dự báo VN-Index trong 2016

Tháng	VN-Index	VNI_Dự báo
2015/12	597.03	
2016/01	545.01	-8.71%
2016/02	598.84	9.88%
2016/03	582.70	-2.69%
2016/04	601.08	3.15%
2016/05	618.07	2.83%
2016/06	599.18	-3.06%
2016/07	612.58	2.24%
2016/08	641.23	4.68%
2016/09	608.70	-5.07%
2016/10	630.03	3.50%
2016/11	625.51	-0.72%
2016/12	572.07	-8.54%
Thay đổi		-4.18%

Nguồn: BSC Research

Đồ thị 38: Dự báo VN-Index trong 2016



Nguồn: BSC Research

Chiến lược đầu tư trong năm 2016

Kinh tế Việt Nam tiếp tục bước vào chu kỳ tăng trưởng tốt, tạo nền tảng cho thị trường chứng khoán tăng điểm trong năm 2016. Dù vậy triển vọng thị trường không được đánh giá cao khi trong năm 2016 sẽ xuất hiện các yếu tố không thuận lợi từ thị trường thế giới, các ẩn số về biến động tỷ giá, lãi suất và dòng tiền đầu tư chứng khoán không có dấu hiệu tăng trưởng. Thị trường dự báo sẽ có sự phân hóa mạnh giữa các ngành và nhóm cổ phiếu. Mức độ tăng trưởng thị trường năm 2016 dự báo không nhiều, kèm theo rủi ro lớn hơn vì vậy hoạt động đầu tư cần thận trọng, định hướng vào các Doanh nghiệp cơ bản, quản trị minh bạch và triển vọng nổi bật trong các ngành khuyến nghị. Ngoài ra, những cổ phiếu thoái vốn, niêm yết mới, các cổ phiếu sàn Upcom đang được định giá thấp có thể là cơ đầu tư trong năm 2016.

Về điểm số VN-Index, VN-Index dự kiến đạt 590 điểm, 650 điểm với kịch bản tích cực và 565 điểm với kịch bản tiêu cực trong năm 2016.

Về diễn biến thị trường năm 2016, diễn biến VN-Index được dự báo có sự sụt giảm vào tháng 1 và phục hồi dao động tăng giảm trong xu hướng tăng điểm đến hết tháng 8, giảm lại vào cuối năm 2016.

Trong 6 tháng đầu năm, vấn đề tỷ giá là yếu tố cần lưu tâm và ảnh hưởng ít nhiều đến diễn biến thị trường. Dòng tiền tiếp tục là yếu tố lưu ý trong năm 2016, cũng giống như 2015 dòng tiền sẽ không tích cực trong 6 tháng đầu năm. Dù vậy, dòng tiền dự báo sẽ cải thiện vào cuối năm nhờ sự thay đổi có tính chất kỹ thuật cho phép NĐT giao dịch T0 và bán khống ở cấp độ thấp theo Thông tư 203. Vòng quay tiền và cổ phiếu sẽ tăng mạnh và bù đắp cho sự hạn chế tăng trưởng của dòng tiền và giúp cho thanh khoản được cải thiện. Thị trường nhiều khả năng sẽ có một đợt tăng điểm rõ rệt vào giữa tháng 2 đến tháng 3 do:

- Các doanh nghiệp công bố KQKD kiểm toán năm, dự kiến quý I năm 2016 và ĐHCĐ năm 2015. Một nội dung thu hút sự chú ý trong mùa ĐHCĐ lần này là việc nhiều Công ty niêm yết sẽ thông qua nội dung mở room cho đầu tư nước ngoài.
- Nhân sự Đại hội TW Đảng 13 công bố sẽ giải tỏa tâm lý cho thị trường.
- Mặt bằng cổ phiếu ở mức hợp lý, tạo khoảng giá an toàn cho hoạt động đầu tư
- Sau giai đoạn rút vốn trước và sau FED công bố tăng lãi suất. Dòng tiền khối ngoại nhiều khả năng sẽ quay lại theo chu kỳ khi các triển vọng kinh tế vĩ mô tăng trưởng và các giải pháp ổn định tỷ giá và lãi suất. Cùng với việc các công ty công bố mở room và SCIC sẽ tiến hành những bước đi ban đầu trong việc thoái vốn sẽ thu hút trở lại dòng vốn ngoại.

Trong 6 tháng cuối năm, thị trường sẽ phụ thuộc nhiều vào hiệu ứng của Thông tư 203, xu hướng vận động của kinh tế trong nước và quốc tế. Cũng như hiệu quả của các chính sách thu hút vốn ngoại từ mở room và SCIC thoái vốn. Trong giai đoạn này các thông số vĩ mô như lãi suất và tỷ giá sẽ quyết định diễn biến của thị trường. Do vậy, dự báo thị trường 6 tháng cuối năm sẽ được cập nhật chi tiết trong Báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook 6 tháng năm 2016.

Về nhóm các cổ phiếu dẫn dắt TTCK trong năm 2016, trong nửa sau của năm 2015 xu hướng chuyển dịch vào nhóm cổ phiếu cơ bản có KQKD tốt đã khá rõ rệt. Xu thế này cũng được dự báo là xu thế

chính của thị trường trong năm 2016 khi dòng tiền tiếp tục không được đánh giá cao. Những ngành được đánh giá cao trong năm 2016 nhờ yếu tố chu kỳ, chuyển dịch dòng vốn đầu tư nước ngoài và có lợi thế cạnh tranh tốt nhờ các hiệp định thương mại như Bất động sản, Ngân hàng & Bảo hiểm, Xây dựng & Hạ tầng, Cảng biển, Công nghệ thông tin và Dệt may có cơ hội tăng trưởng tốt trong năm 2016. Ngoài ra những cổ phiếu hết room và được mở room cùng với hoạt động thoái vốn của SCIC cũng được kỳ vọng là trụ cột dẫn dắt thị trường trong năm sau.

Khi Thông tư 203 có hiệu lực, các cổ phiếu thị trường có thể được NĐT quan tâm trở lại. Dù vậy hoạt động giao dịch rút ngắn T0, T1 và bán khống trong phiên sẽ khiến cho diễn biến thị trường sẽ khó theo một chiều tăng giảm mạnh, theo đó chiều tăng giá sẽ không mạnh nhưng lại chắc và kéo dài hơn, và ngược lại ở chiều giảm giá nếu theo chu kỳ cũng sẽ có cường độ thấp và có thời gian kéo dài hơn mức trung bình trong quá khứ.

Về triển vọng các ngành và các cổ phiếu quan tâm trong năm 2016 xem chi tiết tại **“Báo cáo Vietnam Sector Outlook 2016”**. Do ảnh hưởng của TTCK và kinh tế vĩ mô thế giới, năm 2016 các lựa chọn đầu tư sẽ thiên về hướng phòng thủ hơn, với các ngành có tiềm năng tăng trưởng ổn định, dài hạn, các cổ phiếu đầu ngành, có định giá hấp dẫn và có mức lợi tức cao.

Phụ lục 1: Bảng thống kê EPS các cổ phiếu trong VN30 từ 2013 đến 2015

Mã	EPS 2013	EPS 2014	EPS 12T2015
BVH	1,672	1,850	1,851
CII	768	3,353	4,728
CTG	1,504	1,534	1,584
FLC	934	1,628	1,519
FPT	4,075	4,127	4,344
HAG	1,195	1,866	1,362
HCM	2,241	2,956	1,571
HPG	2,703	4,290	4,640
KBC	250	904	1,205
MSN	618	1,447	2,728
PPC	5,122	3,284	3,113
PVD	5,400	6,941	5,802
SSI	903	1,604	1,473
STB	1,525	1,485	1,348
VCB	1,635	1,862	1,900
VIC	4,221	1,945	743
VNM	5,444	5,057	5,856
CSM	5,324	4,342	4,002
DPM	5,644	2,885	3,519
EIB	533	46	(124)
GMD	1,698	4,598	2,695
HHS	1,270	2,116	5,090
HSG	4,565	3,278	5,179
HVG	1,352	1,732	642
ITA	146	202	293
KDC	2,543	2,296	22,613
MBB	2,022	2,074	2,155
PVT	935	1,333	1,166
REE	3,980	4,004	3,624
VSH	967	1,742	2,415
VN30	2,167	2,096	2,284 ³

Nguồn: BSC Research

³ EPS VN30 là 2.077 nếu loại bỏ phần lợi nhuận đột biến do KDC bán tài sản trong năm 2015

Phụ lục 2: Bảng thống kê nhận định giá 30 cổ phiếu có tỷ trọng lớn nhất của các Công ty chứng khoán và các tổ chức tài chính

Mã	Tỷ trọng VN-Index	Giá hiện tại	Giá mục tiêu BQ	% giá Dec31	Giá cao nhất	% giá Dec31	Giá thấp nhất	% giá Dec31
VNM	13.5%	128,000	113,678	-11.2%	146,000	14.1%	129,000	0.8%
VCB	10.2%	43,900	45,340	3.3%	55,000	25.3%	45,900	4.6%
VIC	7.5%	45,700	49,223	7.7%	54,500	19.3%	49,084	7.4%
BID	6.2%	20,600	20,483	-0.6%	18,600	-9.7%	18,600	-9.7%
CTG	6.1%	18,600	16,473	-11.4%	21,000	12.9%	21,000	12.9%
GAS	6.0%	36,200	51,592	42.5%	55,000	51.9%	38,500	6.4%
MSN	5.1%	77,500	80,000	3.2%	80,000	3.2%	80,000	3.2%
BVH	3.2%	53,000	39,300	-25.8%	44,800	-15.5%	30,500	-42.5%
MBB	2.0%	14,600	16,222	11.1%	18,300	25.3%	15,000	2.7%
HPG	1.9%	29,200	40,154	37.5%	44,280	51.6%	33,600	15.1%
HNG	1.8%	28,800	38,500	33.7%	30,500	5.9%	30,500	5.9%
STB	1.7%	13,100	11,883	-9.3%	10,700	-18.3%	9,300	-29.0%
FPT	1.7%	48,300	58,772	21.7%	64,400	33.3%	60,000	24.2%
EIB	1.2%	11,200	11,460	2.3%	11,700	4.5%	9,600	-14.3%
DPM	1.0%	29,100	35,955	23.6%	40,000	37.5%	35,000	20.3%
MWG	1.0%	78,500	88,381	12.6%	102,000	29.9%	99,000	26.1%
SSI	0.9%	22,200	28,755	29.5%	30,900	39.2%	26,600	19.8%
PVD	0.8%	26,500	33,700	27.2%	37,400	41.1%	30,300	14.3%
HT1	0.7%	26,800	30,733	14.7%	31,700	18.3%	29,800	11.2%
HAG	0.7%	10,400	24,325	133.9%	9,400	-9.6%	9,400	-9.6%
NT2	0.6%	26,600	30,133	13.3%	34,900	31.2%	29,907	12.4%
DCM	0.6%	12,900	13,825	7.2%	13,000	0.8%	13,000	0.8%
REE	0.6%	25,200	31,535	25.1%	34,238	35.9%	34,238	35.9%
CTD	0.6%	153,000	171,000	11.8%	180,000	17.6%	171,000	11.8%
KDC	0.5%	24,300	30,000	23.5%	30,000	23.5%	30,000	23.5%
KBC	0.5%	13,100	17,797	35.9%	19,400	48.1%	16,000	22.1%
PPC	0.5%	18,300	23,060	26.0%	21,700	18.6%	20,834	13.8%
BMP	0.5%	131,000	120,813	-7.8%	167,000	27.5%	167,000	27.5%
DHG	0.5%	66,500	72,673	9.3%	74,000	11.3%	68,600	3.2%
GMD	0.4%	42,400	39,800	-6.1%	44,200	4.2%	44,000	3.8%
Trung bình				16.1%		19.3%		7.5%

Nguồn: BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

