



BÁO CÁO

VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

2015

Báo cáo Vĩ mô và TTCK năm 2015



Công ty Cổ phần Chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

KINH TẾ VĨ MÔ NĂM 2015

- Chúng tôi dự báo kinh tế Việt Nam năm 2015 sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng cao hơn, khoảng 6%-6,2%. Lạm phát cả năm 2015 sẽ được giữ ở mức thấp, dưới 5% - 6%, tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải (13% - 15%), mặt bằng Lãi suất và tỷ giá ổn định.
- Các hiệp định FTA sẽ có ảnh hưởng tích cực đến nền kinh tế Việt Nam, đồng thời xu hướng giá cả hàng hóa giảm theo giá dầu sẽ có lợi cho phục hồi của nhiều ngành sản xuất. Thâm hụt ngân sách sẽ được bù đắp bởi sự phục hồi của khu vực kinh tế trong nước, thêm vào đó định hướng tín nhiệm của Việt Nam sẽ tăng tạo điều kiện cho việc phát hành trái phiếu Quốc tế.

CƠ HỘI CỦA TTCK VIỆT NAM NĂM 2015

- Năm 2015 dự báo chúng tôi thiên về Kịch bản Trung bình VN-Index đạt 600 điểm, và nếu các thông tin hỗ trợ đủ mạnh VN-Index kỳ vọng sẽ đạt mức 650 trong kịch bản tích cực.
- **Chúng tôi cho rằng TTCK sẽ tích cực trong 6 tháng đầu năm 2015.** Giai đoạn đầu năm sẽ khá thuận lợi và chịu ảnh hưởng của các thông tin chính như: Thông tư 36 có hiệu lực vào 1/2/2015, Hoạt động mua bán, phát hành thêm của các ETF vào đầu năm. Các doanh nghiệp niêm yết công bố KQKD năm 2014 và hợp ĐHCĐ, với trọng tâm rơi vào tháng 3 và tháng 4. Kỳ họp quan trọng FED diễn ra vào tháng 4/2015 đưa ra thông điệp rõ hơn về khả năng tăng lãi suất cuối 2015
- **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

NHỮNG RỦI RO CẦN LƯU Ý NĂM 2015

- **Rủi ro chính sách từ Thông Tư 36:** TT36 đặt ra các quy định liên quan trực tiếp đến sở hữu, đầu tư cổ phiếu và sẽ có tác động khá lớn và làm phân hóa dòng tiền trên TTCK
- **Nhiều doanh nghiệp lớn IPO và lên niêm yết:** Hiện tại, tính đến hết tháng 11/2014, mới chỉ có 115 doanh nghiệp được cổ phần hóa (CPH) so với con số 432 doanh nghiệp theo kế hoạch của Chính phủ trong giai đoạn 2014 – 2015. Chúng tôi cho rằng đây là thông tin tích cực trong dài hạn, tuy nhiên tiến trình cổ phần hóa sẽ làm ảnh hưởng đến dòng tiền đầu tư vào TTCK niêm yết từ nửa cuối năm 2015 trở đi.

PHÒNG PHÂN TÍCH BSC

BSC Trụ sở chính
Tầng 10 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hà nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

LỜI TỰA : Kinh tế Việt Nam khép lại năm 2014 với nhiều chuyển biến tích cực. Tăng trưởng GDP vượt kỳ vọng khi đạt 5,98%. Lĩnh vực sản xuất đã tạo được sự bứt phá, chỉ số PMI ở trên mức 50 liên tục trong 16 tháng, sản xuất công nghiệp tăng mạnh 7,6%. Cầu nội địa hồi phục rõ nét hơn khi tiêu dùng và đầu tư đều tăng trở lại. Lạm phát thấp nhất trong 13 năm qua khi chỉ tăng 1,84%. Tỷ giá và lãi suất được điều hành ổn định theo đúng cam kết của Ngân hàng Nhà nước, củng cố niềm tin của người dân, nhà đầu tư & doanh nghiệp. Xuất khẩu khi lần đầu tiên cán mốc 150 tỷ USD...

Tuy nhiên, bên cạnh những thành tựu đạt được, vẫn còn đâu đó những vấn đề “đang dở” cần được tiếp tục triển khai và nỗ lực hoàn thành trong các năm tới. Nợ xấu chưa được giải quyết triệt để, hành lang pháp lý cho việc mua bán nợ chưa thể hình thành dù được kỳ vọng nhiều từ đầu năm. Trong khi đó, nợ công vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro từ phía nợ của các doanh nghiệp Nhà nước, dù về danh nghĩa vẫn trong giới hạn an toàn. Quá trình tái cơ cấu nền kinh tế nói chung cũng như hệ thống ngân hàng nói riêng sẽ còn nhiều việc cần làm để hướng tới chuyển đổi mô hình kinh tế theo hướng hiệu quả hơn, bền vững hơn ...

Cùng nhìn lại Báo cáo Vĩ mô và TTCK 2014 của BSC.

Chúng tôi đã dự báo khá sát với tăng trưởng GDP, Tăng trưởng tín dụng, mặt bằng lãi suất, diễn biến tỷ giá và FDI. Riêng chỉ tiêu Lạm phát đã giảm sâu hơn so với mô hình của chúng tôi năm ngoái.

Bảng các chỉ tiêu kinh tế năm 2014

Chỉ tiêu	Dự báo BSC 2014	2014	2013
GDP (yoy)	5,7 – 5,8%	5,98%	5,42%
Lạm phát (yoy)	7% - 8%	1,84%	6,04%
Chỉ số SXCN	NA	7,6%	5,9%
Tổng mức bán lẻ (đ/c giá)	NA	6,3%	5,5%
Tăng trưởng tín dụng (ytd)	12% - 14%	12,62%	12,5%
LS huy động(trên 12 tháng)	7% - 8%	6,8% - 7,5%	7,5% - 8,5%
LS cho vay (trung,dài hạn)	9% - 11%	9% - 11%	12% - 13%
Tỷ giá (VND/USD)	21.246 - 21.456	21.246 (+1%)	21.036
FDI đăng ký (tỷ USD)	20 - 22	20,2	21,6
FDI giải ngân (tỷ USD)	NA	12,4	11,5
Xuất khẩu (tỷ USD)	NA	150	132
Nhập khẩu (tỷ USD)	NA	148	131

A. ĐÁNH GIÁ KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM VÀ THẾ GIỚI 2014

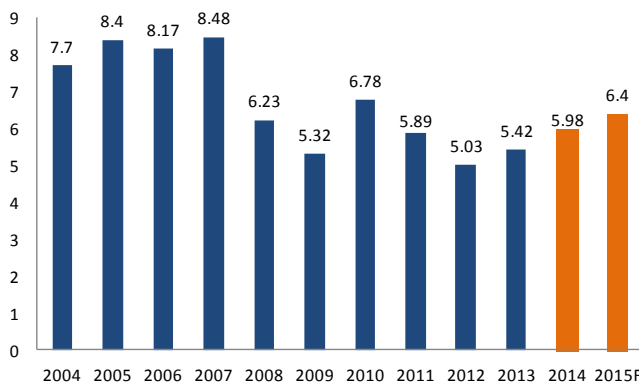
I. KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2014

1. Tăng trưởng kinh tế tăng tốc lên mức 6%

GDP năm 2014 tăng 5,98% so với năm 2013, vượt mục tiêu 5,8% của Quốc hội và dự báo của nhiều tổ chức trong nước & quốc tế. GDP phục hồi tích cực và với tốc độ tăng dần qua các quý. Cụ thể năm 2014, GDP quý 1 tăng 5,06%; quý 2 tăng 5,34%; quý 3 tăng 6,07%; quý 4 tăng mạnh 6,96%.

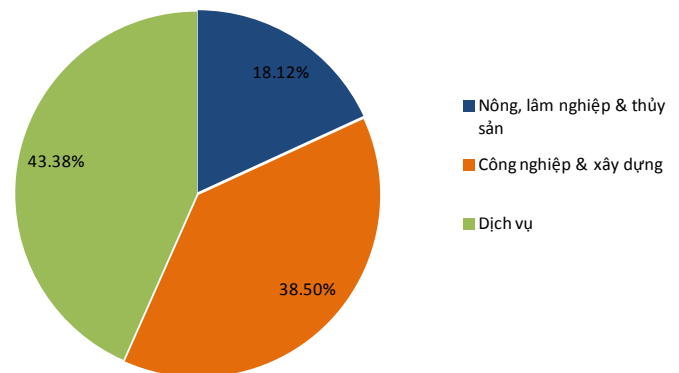
Có sự chuyển biến đáng chú ý trong cơ cấu tăng trưởng khi khu vực Công nghiệp & Xây dựng vươn lên vị trí thứ nhất. Trong mức tăng 5,98% của toàn nền kinh tế, khu vực Công nghiệp và Xây dựng tăng 7,14%, cao hơn nhiều mức tăng 5,43% của năm trước, đóng góp 2,75 điểm phần trăm vào mức tăng chung; khu vực Dịch vụ tăng 5,96%, đóng góp 2,62 điểm phần trăm; khu vực Nông, lâm nghiệp và Thủy sản tăng 3,49%, đóng góp 0,61 điểm phần trăm.

Đồ thị 1: Tăng trưởng GDP từ 2004 - 2015F



Nguồn: GSO, BSC

Đồ thị 2: Cơ cấu khu vực kinh tế 2014



Nguồn: GSO, BSC

Riêng trong khu vực Công nghiệp và Xây dựng, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo có chuyển biến nổi bật nhất với mức tăng 8,45%, (năm 2012 tăng 5,80%; năm 2013 tăng 7,44%). Trong đó: chúng tôi lưu ý sản xuất nguyên vật liệu cơ bản, sản phẩm điện tử, dệt v.v... tăng trưởng ở mức trên 10%. Ngành xây dựng đã có dấu hiệu phục hồi với mức tăng 7,07% (cao hơn mức 5,87% năm 2013).

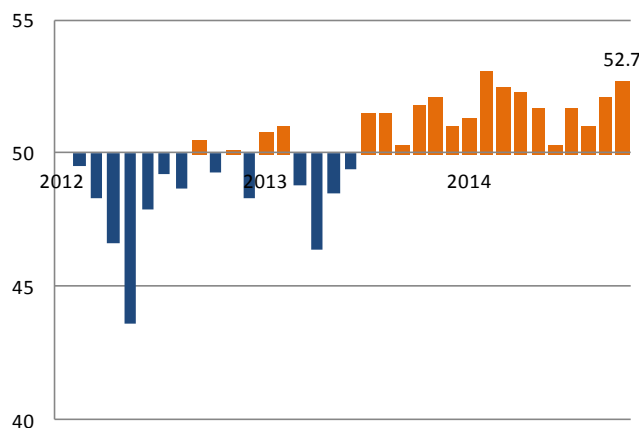
2. Sản xuất trong nước cải thiện

Chúng tôi đánh giá hoạt động sản xuất trong nước phục hồi khá mạnh so với năm 2013 thông qua (1) PMI (2) Sản xuất Công nghiệp và (3) tổng số vốn đăng ký mới vào nền kinh tế

Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI) phản ánh sự khởi sắc của lĩnh vực sản xuất trong nước, khi đạt số điểm trên 50 (mở rộng) trong 16 tháng liên tiếp. Đáng lưu ý, đã xuất hiện những tháng PMI đạt mức cao trên 52 điểm (điều chưa từng xảy ra trong năm 2013), thậm chí tháng 04/2014 đạt mức cao kỷ lục 53,1 điểm. Về cuối năm, PMI tháng 12/2014 tiếp tục duy trì xu hướng tích cực trên khi đạt 52,7 điểm – cao nhất trong 8 tháng.

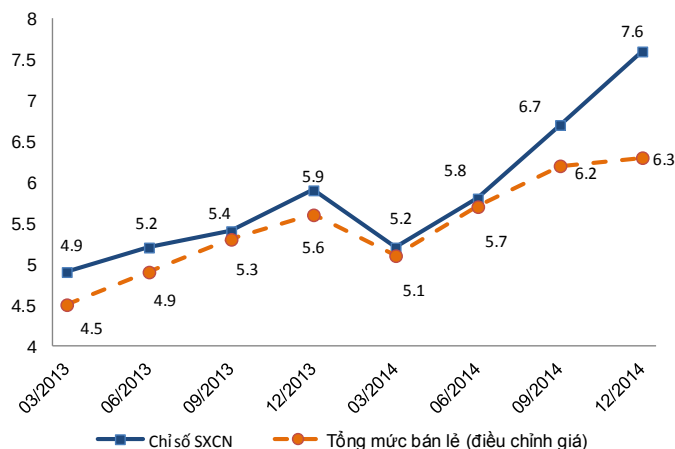
Trong thời gian tới, chúng tôi đánh giá lĩnh vực sản xuất tiếp tục được hưởng lợi từ chi phí nhân công và giá nguyên liệu đầu vào thấp bắt nguồn từ sự sụt giảm giá dầu trên toàn cầu. Sản lượng do đó được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong các tháng tới (chưa tính đến yếu tố mùa vụ Tết nguyên đán).

Đồ thị 3: Chỉ số PMI



Nguồn: Markit, HSBC

Đồ thị 4: Chỉ số SXCN & Tổng mức bán lẻ



Nguồn: GSO, BSC

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng mạnh đạt 7,6%, cao hơn khá nhiều mức tăng năm 2013 (5,9%) với xu hướng tăng tốc rất nhanh theo từng quý. Nếu loại trừ 02 tháng tháng 1 & tháng 2 do ảnh hưởng của yếu tố thời vụ (nghỉ Tết) thì từ tháng 3, chỉ số IIP tăng bình quân 7,4% yoy cao hơn so với bình quân các năm trước.

Tình hình hoạt động doanh nghiệp có chuyển biến: Trong năm 2014, cả nước có 74,8 nghìn doanh nghiệp đăng ký thành lập mới với tổng vốn đăng ký đạt 432,2 nghìn tỷ đồng, mặc dù giảm 2,7% về số doanh nghiệp

nhưng tăng 8,4% về số vốn đăng ký so với năm trước (năm 2013 giảm 14,7%). Bên cạnh đó, có 22,8 nghìn lượt doanh nghiệp tăng vốn với tổng số vốn đăng ký tăng thêm là 595,7 nghìn tỷ đồng. Như vậy, **tổng số vốn đăng ký mới và đăng ký bổ sung thêm vào nền kinh tế trong năm 2014 là 1027,9 nghìn tỷ đồng**. Bên cạnh đó, cả nước cũng có 67,8 nghìn doanh nghiệp khó khăn phải giải thể, hoặc đăng ký tạm ngừng hoạt động, giảm 3,2% so với năm trước (năm 2013 tăng 11,9%), số lượng doanh nghiệp giải thể phần lớn là những doanh nghiệp có quy mô vốn dưới 10 tỷ đồng.

3. Sức cầu nội địa phục hồi rõ rệt hơn:

Sức cầu nội địa dù còn khá yếu nhưng cũng đã tăng trưởng trở lại thể hiện qua hai chỉ tiêu (1) Tổng mức bán lẻ HH và DVTD, (2) Tổng vốn đầu tư toàn xã hội.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 2.945,2 nghìn tỷ đồng, tăng 10,6% so với năm 2013. Mặc dù mức tăng tiêu dùng “danh nghĩa” năm nay thấp hơn các năm trước, tuy nhiên nếu loại trừ yếu tố giá (do lạm phát năm nay thấp) thì tăng 6,3% thực tế, cao hơn hẳn mức tăng 5,5% của năm 2013.

Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng	Cơ cấu (%)		
			Tăng so với cùng kỳ năm trước (%)
TỔNG SỐ	2.945,2	100,0%	10,6%
Khu vực Nhà nước	299,7	10,2%	9,6%
Khu vực ngoài Nhà nước	2.547,7	86,5%	10,5%
Khu vực FDI	97,8	3,3%	16,9%

Tổng vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện năm 2014 theo giá hiện hành ước tính đạt 1.220,7 nghìn tỷ đồng, tăng 11,5% so với năm trước và bằng 31% GDP, tăng nhanh hơn so với năm 2013 (8%), đặc biệt tại khu vực ngoài Nhà nước, phản ánh nhu cầu đầu tư tiếp tục được cải thiện.

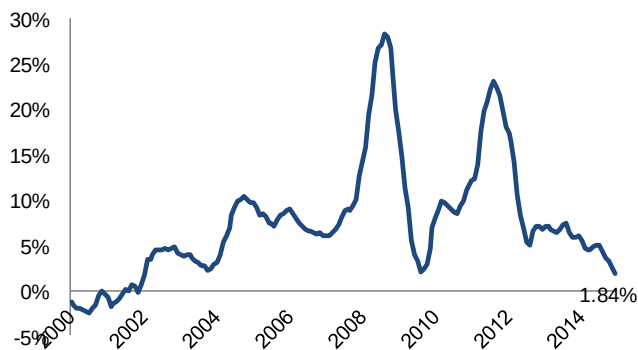
	Cơ cấu (%)		
			Tăng so với cùng kỳ năm trước (%)
TỔNG SỐ	1220,7	100,0	11,5
Khu vực Nhà nước	486,8	40,9	10,1
Khu vực ngoài Nhà nước	468,5	38,4	13,6
Khu vực FDI	265,4	21,7	10,5

4. Lạm phát thấp nhất trong 13 năm kể từ năm 2001 khi chỉ tăng 1,84% so với cùng kỳ.

Năm 2014, chỉ số giá tiêu dùng bình quân mỗi tháng tăng khoảng 0,15%. CPI tăng mạnh nhất trong quý 1 và quý 3 và thấp nhất (âm) trong quý 4. Chúng tôi đánh giá CPI năm 2014 tăng thấp chủ yếu do 03 nguyên nhân sau đây:

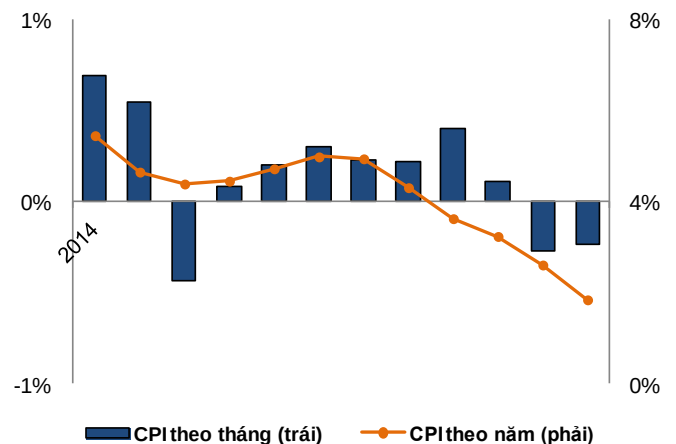
- Nguồn cung lương thực, thực phẩm trong nước dồi dào nên chỉ số giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn (chiếm trọng 40%) chỉ tăng 2,61% cả năm, thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước.
- Giá các mặt hàng thiết yếu trên thế giới khá ổn định trong đó giá nhiên liệu đặc biệt là dầu thô giảm mạnh dẫn đến giá xăng, dầu trong nước được điều chỉnh giảm, tác động kéo giảm chỉ số giá nhiều nhóm hàng quan trọng điển hình như “Nhà ở và vật liệu xây dựng” và “Giao thông”.
- Mức giá được điều chỉnh đối với một số nhóm hàng do Nhà nước quản lý như Giáo dục, Y tế thấp hơn so với năm trước. Trong năm 2014, chỉ còn 04 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương thực hiện điều chỉnh giá dịch vụ y tế theo Thông tư số 04/2012/TTLT-BYT-BTC, đồng thời đây cũng là năm cuối của chu kỳ điều chỉnh giá dịch vụ giáo dục theo Nghị định số 49/2010/NĐ-CP. Chỉ số giá nhóm Y tế và nhóm Giáo dục cả năm 2014 chỉ tăng (lần lượt) 2,2% và 8,96% thấp hơn nhiều so với mức tăng các năm trước.

Đồ thị 5: Lạm phát (%) trong 15 năm (2000 - 2014)



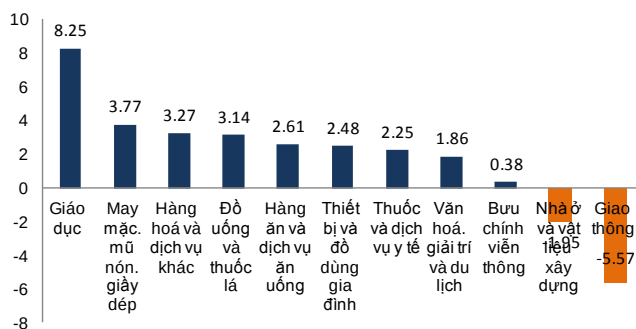
Nguồn: GSO, BSC

Đồ thị 6: Diễn biến CPI trong năm 2014



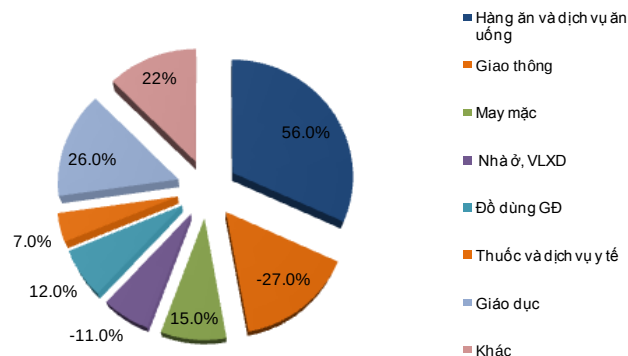
Nguồn: GSO, BSC

Đồ thị 7: Tăng/giảm các nhóm hàng năm 2014



Nguồn: GSO, BSC

Đồ thị 8: Đóng góp của nhóm hàng vào CPI 2014



Nguồn: GSO, BSC

5. Sự chuyển biến tích cực trong dòng vốn đầu tư nước ngoài

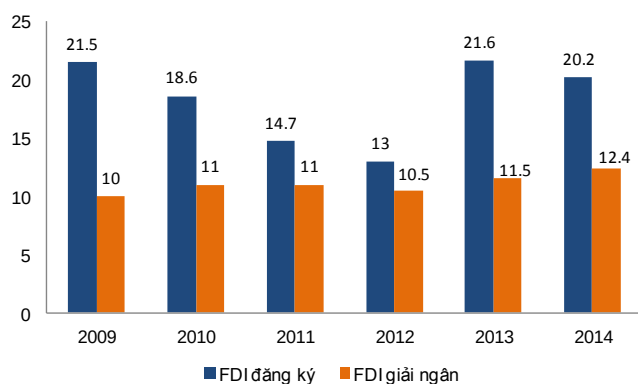
Năm 2014 là một năm thành công của Việt Nam trong việc thu hút đầu tư nước ngoài. Cụ thể, **tổng giá trị vốn FDI giải ngân trong năm 2014 đạt 12,4 tỷ USD**, tăng 7,4% so với năm trước và cao hơn 2,9% so với kế hoạch. **Tổng vốn FDI đăng ký đầu tư vào Việt Nam ước tính đạt 20,23 tỷ USD** trong 2014, dù chỉ bằng 93,5% so với cùng kỳ năm 2013 nhưng cao hơn 19% so với kế hoạch (17 tỷ USD). Trong đó, FDI đăng ký cấp mới đạt 15,6 tỷ USD, tăng 9,6% so với cùng kỳ 2013; FDI cấp bổ sung đạt 4,5 tỷ USD.

Đích đến của dòng vốn FDI trong năm 2014 vẫn tập trung vào ngành sản xuất, tuy nhiên đánh dấu sự dịch chuyển cơ cấu ở các lĩnh vực còn lại, tiêu biểu là từ phân phối điện khí năm 2013 sang xây dựng và kinh doanh bất động sản trong năm 2014.

Một số dự án FDI tiêu biểu trong năm 2014:

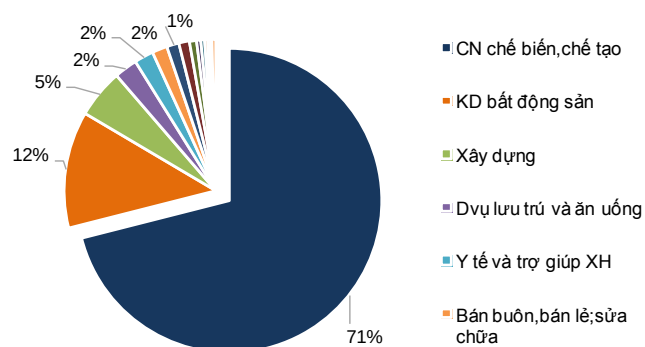
Tên dự án	Quy mô	Nhà đầu tư
Dự án Tổ hợp công nghệ cao Samsung Thái Nguyên – GD2	3 tỷ USD	Hàn Quốc
Dự án Công ty TNHH điện tử Samsung CE Complex	1,4 tỷ USD	Singapore
Dự án Công ty TNHH Dewan International	1,25 tỷ USD	Hồng Kông
Dự án Công ty TNHH SamSung Display Bắc Ninh	1 tỷ USD	Hàn Quốc

Đồ thị 9: Vốn FDI năm 2014 (tỷ USD)



Nguồn: GSO, BSC

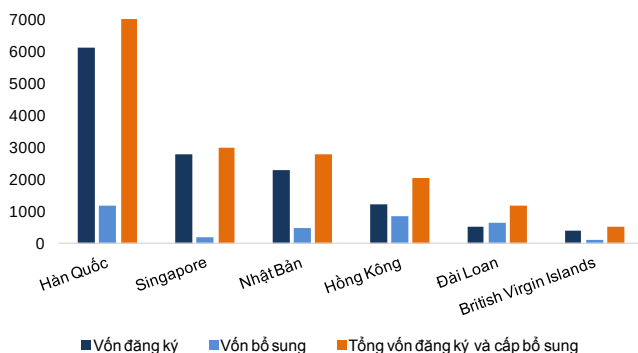
Đồ thị 10: Cơ cấu lĩnh vực đầu tư FDI (từ 1/1/2014 đến 15/12/2014)



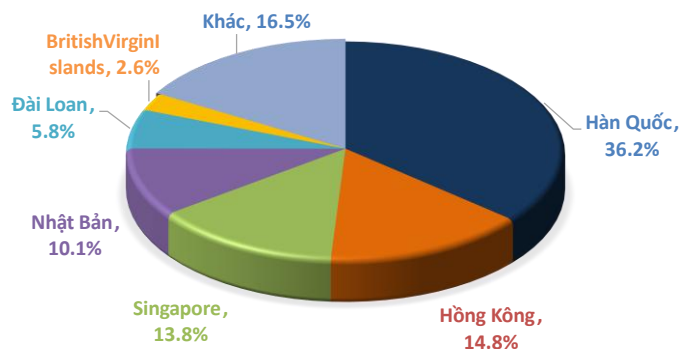
Theo thứ tự, lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo thu hút 14,49 tỷ USD, chiếm 71,6% tổng vốn đăng ký; lĩnh vực kinh doanh bất động sản xếp thứ 2, thu hút 2,54 tỷ USD, chiếm 12,6%; Theo sau là các lĩnh vực xây dựng (1 tỷ USD, chiếm 5,2%) và dịch vụ lưu trú (0,5 tỷ USD, chiếm 2,5%).

Nguồn: FIA, BSC

Đồ thị 11: Quy mô vốn FDI theo đối tác (từ 1/1/2014 đến 15/12/2014) (tỷ USD)



Theo thứ tự, **Hàn Quốc là nước đầu tư nhiều nhất vào Việt Nam năm 2014** với số vốn FDI là 7,3 tỷ USD, tương đương 36,2% tổng lượng vốn FDI đăng ký. Xếp sau lần lượt là các nước Hồng Kông (3 tỷ USD, tương đương 14,8%), Singapore (2,8 tỷ USD, tương đương 13,8%), Nhật Bản (2 tỷ USD, tương đương 10,1%) và Đài Loan (1,1 tỷ USD, tương đương 5,8%).



Hơn 3/4 lượng vốn FDI trong năm 2014 đến từ 4 nước châu Á là **Hàn Quốc, Hồng Kông, Singapore và Nhật Bản**. Như vậy, top 4 nhà đầu tư FDI trong năm nay có sự góp mặt của thành viên mới là Hồng Kông trong khi Trung Quốc rời khỏi danh sách trên, tụt hạng xuống vị trí thứ 7.

Nguồn: FIA, BSC

Trên đây mới chỉ là nửa câu chuyện khi mới chỉ xét đến định lượng, phần còn lại hé mở ra triển vọng tươi sáng hơn khi dòng vốn tiếp tục hướng vào sản xuất, đặc biệt là có động thái tập trung vốn của các tập đoàn công nghệ cao như Samsung, Microsoft, LG..., biến Việt Nam thành công xưởng chủ lực của họ. Luồng vốn lớn chủ yếu đến từ những quốc

gia có quan hệ tốt với Việt Nam (Hàn Quốc, Hồng Kông, Nhật Bản, Singapore...). Đây là cơ hội lớn chưa từng có đối với Việt Nam trong việc tạo dựng động lực thúc đẩy sự phục hồi của khu vực kinh tế trong nước.

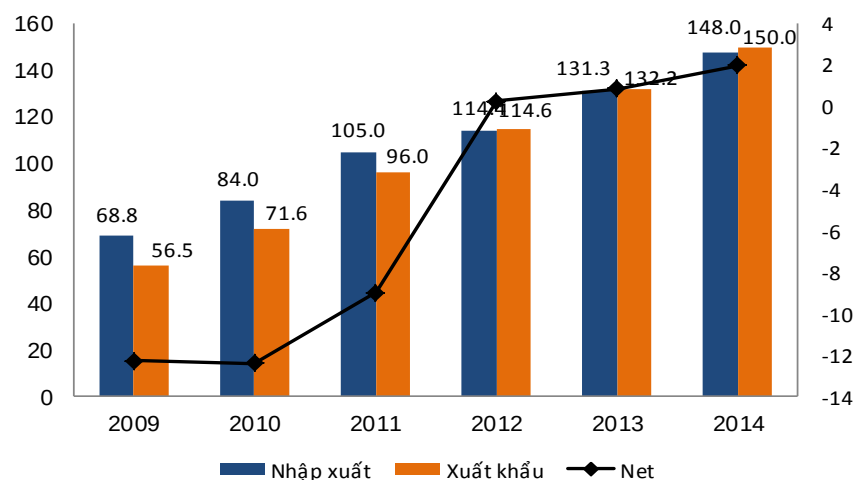
Một thực tế rõ ràng là sức cạnh tranh của Việt Nam vẫn còn hạn chế khi sức hấp dẫn của các nước lân cận như Myanmar, Campuchia, Malaysia, Philippines... mạnh mẽ hơn. Cải thiện môi trường đầu tư, tinh giản hệ thống thủ tục hành chính, nâng cao tính minh bạch, ổn định nền kinh tế vĩ mô, nâng cao chất lượng nguồn nhân lực, cơ sở hạ tầng... là những việc cần thúc đẩy thực hiện. Có như vậy, Việt Nam mới có thể hiện thực hóa một sự chuyển mình trong tương lai.

6. Xuất khẩu tăng mạnh nhờ vào khu vực FDI

Tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 150 tỷ USD, tăng 13,6% so với năm 2013 đồng thời vượt xa mục tiêu đề ra. Trong khi đó, **tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 148 tỷ USD, tăng 12,1%** so với năm 2013. Nhập khẩu hàng hóa không những gia tăng chậm hơn mà còn được kiểm soát, tập trung vào nhóm hàng vật tư, nguyên liệu phục vụ sản xuất (chiếm 90% tỷ trọng).

Nói dài chuỗi xuất siêu 3 năm liên tiếp, đặc biệt với mức xuất siêu tương đối đáng kể 2 tỷ USD so với những năm trước (năm 2013 xuất siêu 863 triệu USD; năm 2012 xuất siêu 280 triệu USD). Không chỉ cải thiện đáng kể cán cân thương mại của Việt Nam, tạo điều kiện để NHNN gia tăng dự trữ ngoại hối quốc gia (đạt khoảng 32 đến 35 tỷ USD) đồng thời hỗ trợ ổn định tỷ giá, kiềm chế lạm phát thông qua việc lành mạnh hóa cung cầu ngoại tệ trong nước gây ra bởi 20 năm nhập siêu trước đây.

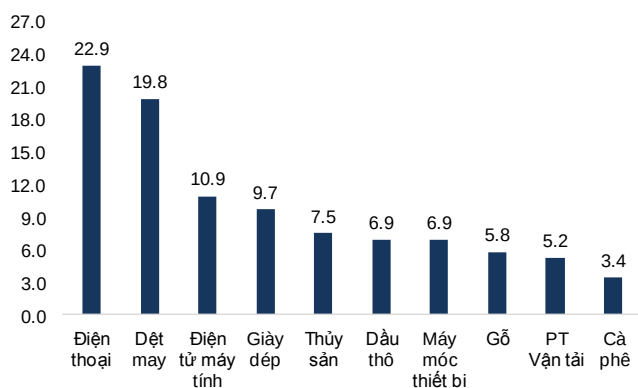
Đồ thị 12: Xuất nhập khẩu năm 2014 (tỷ USD)



Tuy nhiên xét ở khía cạnh các vấn đề còn tồn tại, chúng ta thừa nhận nội lực thương mại quốc tế thực tế của Việt Nam còn hạn chế:

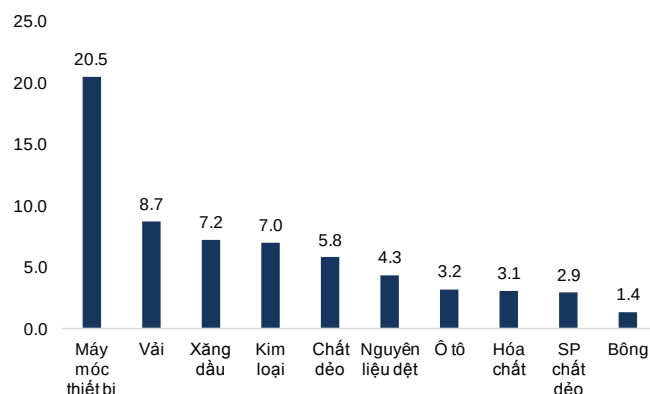
- (1) Phụ thuộc quá lớn vào khu vực có vốn đầu tư nước ngoài trong khi nhập siêu khu vực nội địa vẫn không ngừng gia tăng.
- (2) Tỷ lệ nhập khẩu nguyên, nhiên, phụ liệu sản xuất còn lớn, phụ thuộc và dễ rơi vào khó khăn nếu giá cả hàng hóa thế giới biến động, từ đó làm giảm sức cạnh tranh của doanh nghiệp Việt.
- (3) Hàng hóa xuất khẩu chủ yếu vẫn còn ở dạng thô nên dù sản lượng xuất khẩu cao nhưng trên thực tế, giá trị gia tăng của kim ngạch xuất khẩu còn thấp.
- (4) Bên cạnh đó, xuất nhập khẩu của Việt Nam có xu hướng phụ thuộc cao, ví dụ như nhập khẩu phụ thuộc Trung Quốc, xuất khẩu phụ thuộc Mỹ và EU, đồng thời tỷ lệ xuất khẩu trên GDP quá lớn (>80%) tiềm ẩn rủi ro tổn thương cao trong trường hợp biến động thương mại hoặc địa chính trị thế giới.

Cán cân thương mại Việt Nam 2014 thiếu ổn định khi xuất khẩu phụ thuộc lớn vào khu vực FDI (và dầu thô) trong khi khu vực trong nước không ngừng gia tăng nhập siêu. Xuất siêu khu vực FDI 2014 đạt 17,1 tỷ USD, đồng thời tỷ trọng đóng góp của khu vực FDI vào tổng kim ngạch xuất khẩu liên tục gia tăng trong các năm gần đây (2014: 67,7%; 2013: 61,4%; 2012: 63,1%; 2011: 56,9%). Ngược lại, nhập siêu khu vực trong nước 2014 là 15,1 tỷ USD, tăng 7,8% so với mức nhập siêu 14 tỷ USD trong năm 2013.

Đồ thị 13: Top 10 mặt hàng xuất khẩu (tỷ USD)

Về cơ cấu hàng hóa, cơ cấu nhóm hàng xuất khẩu chuyển biến tích cực, gia tăng nhóm hàng công nghiệp chế biến trong khi giảm nhóm nhiên liệu khoáng sản.

Dù vậy, nhóm hàng xuất khẩu chủ lực 2014 của Việt Nam vẫn là nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản (66,5 tỷ USD, tăng 12% yoy, chiếm 44,3% tổng kim ngạch xuất khẩu), nhóm hàng công nghiệp nhẹ (57,9 USD, tăng 15,9% yoy, chiếm 38,6%), điện thoại và linh kiện (24,1 tỷ USD, tăng 13,4% yoy, chiếm 16,1%), nhóm nông lâm sản (17,8 tỷ USD, tăng 11,4%, chiếm 11,9%), thủy sản (7,9 tỷ USD, tăng 17,6%, chiếm 5,2%).

Đồ thị 14: Top 10 mặt hàng nhập khẩu (tỷ USD)

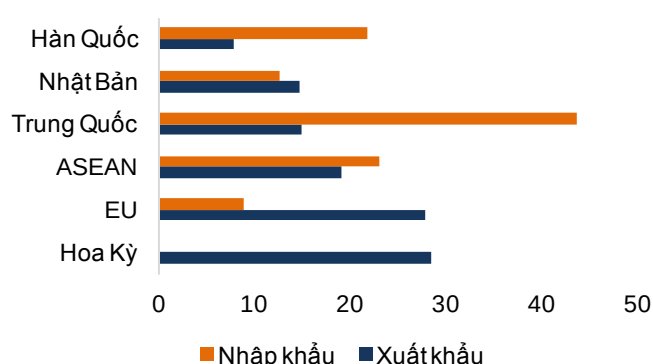
Việt Nam nhập chủ yếu nhóm hàng tư liệu sản xuất, đặc biệt là nguyên nhiên vật liệu và dụng cụ máy móc (135 tỷ USD, tăng 12,5% yoy và chiếm phần lớn với tỷ trọng 91,2%). Phần còn lại thuộc về nhóm hàng vật phẩm tiêu dùng (13,1 tỷ USD, tăng 9,3%, chiếm 8,8%).

Nguồn: GSO, BSC

Dự đoán: Năm 2015 Việt Nam khó có thể duy trì đà xuất siêu bởi trong bối cảnh gia nhập các hiệp định FTA, đón đầu hiệp định TTP và đáp ứng mục tiêu tăng trưởng GDP 6,2% năm 2015, nhu cầu đầu tư sản xuất cũng gia tăng, các ngành sản xuất buộc phải gia tăng nhập khẩu máy móc, nguyên phụ liệu phục vụ sản xuất, từ đó tạo áp lực đáng kể lên cán cân bên nhập khẩu.

Nhập siêu trở lại là dù vậy không phải là vấn đề quá nặng nề bởi Việt Nam hiện vẫn là nền kinh tế gia công xuất khẩu, trong đó sản xuất gia công là động lực chính thúc đẩy phát triển kinh tế. Vấn đề cốt lõi là nhanh chóng xây dựng hệ thống các ngành công nghiệp phụ trợ trong nước, gấp rút tinh giản và tối đa hóa hiệu quả của môi trường sản xuất kinh doanh, từ đó làm bàn đạp để thúc đẩy sản xuất trong nước thay vì nhập siêu hàng tiêu dùng.

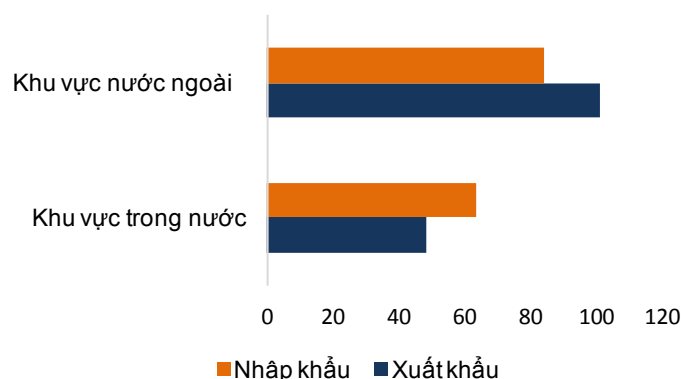
Đồ thị 15: Cơ cấu thị trường xuất nhập khẩu (tỷ USD)



Thị trường Hoa Kỳ, EU lần lượt dẫn đầu về mặt xuất khẩu với kim ngạch 28,5 tỷ USD (tăng 19,6% yoy) và 27,9 tỷ USD (tăng 26,1%) và với mặt hàng chủ lực là dệt may, giày dép. Các thị trường khác là ASEAN, Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc lần lượt có kim ngạch xuất khẩu là 19 tỷ USD (tăng 3,1%), 14,8 tỷ USD (tăng 11,8%), 14,7 tỷ USD (tăng 8%) và 7,8 tỷ USD (tăng 18,1%).

Về nhập khẩu, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất với kim ngạch 43,7 tỷ USD (tăng 18,2% yoy), theo sau lần lượt là ASEAN (23,1 tỷ USD, tăng 8,2%), Hàn Quốc (21,7 tỷ USD, tăng 4,9%) và Nhật Bản (12,7 tỷ USD, tăng 23,6%).

Đồ thị 16: Cơ cấu khu vực đóng góp (tỷ USD)



Về xuất khẩu, khu vực FDI đóng góp tới 101,6 tỷ USD, tăng 15,2% đồng thời chiếm hơn 2/3 kim ngạch xuất khẩu; Xuất khẩu khu vực trong nước đóng góp 48,4 tỷ USD, tăng 10,4%. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu khu vực FDI đạt 84,5 tỷ USD, tăng 13,6% trong khi kim ngạch nhập khẩu của khu vực kinh tế trong nước là 63,5 tỷ USD, tăng 10,2%.

Nguồn: GSO, BSC

7. Sự ổn định của thị trường ngoại hối trong năm 2014 tiếp tục là một trong những điểm sáng trong chính sách điều hành của NHNN.

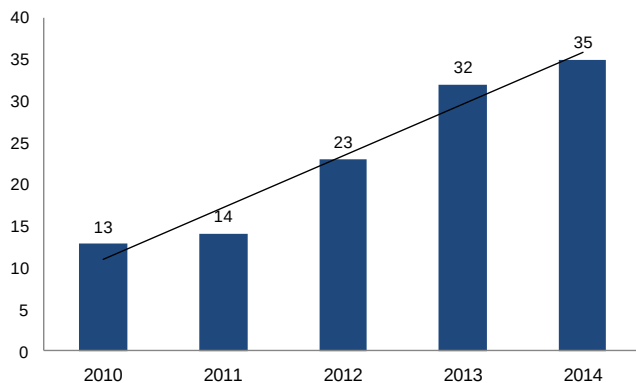
Về cơ bản, biên độ dao động của tỷ giá USD/VND trong 2014 được co hẹp và duy trì ổn định hơn rất nhiều, nhu cầu ngoại tệ của nền kinh tế được đáp ứng đầy đủ, kịp thời. Nhìn rộng hơn, cam kết về việc bình ổn thị trường ngoại hối trong suốt 3 năm nay được hiện thực hóa theo sát với lộ trình mà Thống đốc đưa ra (phá giá 1% thấp hơn mức 1,47 – 2% tuyên bố trong 2013 và phá giá 1% thấp hơn mức tuyên bố 2-3% năm 2013). Niềm tin vào VND theo đó được củng cố, hạ tỷ lệ đô la hóa nền kinh tế (từ 12,4% cuối 2013 xuống 11,6% cuối 2014), giúp Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư quốc tế, đồng thời tạo điều kiện gia tăng dự trữ ngoại hối.

Trong bối cảnh cuối năm 2014, thị trường tiền tệ thế giới vẫn trong xu hướng nới lỏng với đa số đồng tiền, đẩy lãi suất ngoại tệ trên thị trường xuống mức thấp. Các yếu tố trong nước như thặng dư thương mại, lượng kiều hối dồi dào, tăng trưởng các nguồn tiền ngoại tệ như ODA, FDI, FII tích cực... đồng loạt hỗ trợ cho sự ổn định của VND. Bên cạnh đó, NHNN tiếp tục kiên định với mục tiêu ổn định thị trường ngoại hối, cụ

thể mức biến động không quá 2% trong năm 2015. Việc ký kết thành công các hiệp định thương mại tự do trong năm tới cũng gia tăng tính hấp dẫn của Việt Nam, từ đó thu hút thêm vốn đầu tư nước ngoài và gián tiếp gia tăng cung ngoại tệ trên thị trường. Tuy nhiên, nhu cầu nhập khẩu phục hồi trở cao hơn trước lại là yếu tố có khả năng xảy ra sẽ làm cân bằng lại nhu cầu ngoại tệ trên thị trường.

Trên cơ sở phân tích trên, chúng tôi dự đoán tính ổn định của tỷ giá trong năm tới sẽ cân bằng hơn, đồng thời kỳ vọng về một sự điều chỉnh tỷ giá nhẹ trong quý 1 năm 2015. Sau đó, giá trị VND tiếp tục vận động theo chiều hướng tăng chậm so với USD.

Đồ thị 17: Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)



Dự trữ ngoại hối của Việt Nam tăng nhanh kể từ năm 2012 và hiện đạt mức cao kỷ lục (35 tỷ USD).

Đồ thị 18: Diễn biến tỷ giá (01/2014 – 12/2014)



Tỷ giá trong năm được củng cố tại hai nền vững chắc. Nền thứ nhất kéo dài 1 năm, từ 6/2013 đến 6/2014 với mức tỷ giá SBV là 21.036 VND/USD; nền thứ 2 đang duy trì từ 6/2014 cho tới nay với tỷ giá SBV là 21.246 VND/USD (tăng 1%).

Thống kê cho thấy tỷ giá liên ngân hàng tăng 1,4% trong khi tỷ giá tự do tăng 1,8% so với cùng kỳ năm trước.

Nguồn: Bloomberg, SBV, BSC

8. Chính sách tiền tệ và Hệ thống ngân hàng

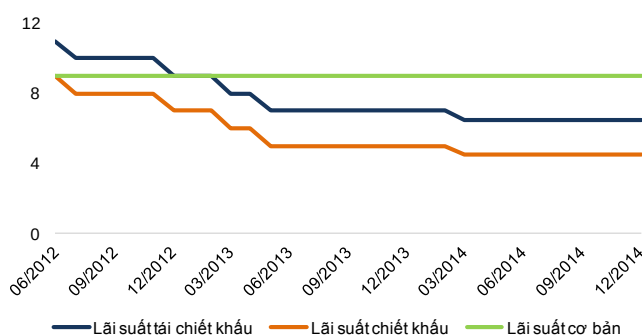
Diễn biến lãi suất trong năm 2014

Xu hướng chủ chốt của các mức lãi suất trong năm 2014 là giảm dần về cuối năm. Tựu chung, mặt bằng lãi suất giảm 1,5-2%/ năm so với cuối 2013, phù hợp với mục tiêu mà NHNN đề ra đầu năm, qua đó hỗ trợ tích cực cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong khi duy trì được mục tiêu kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tỷ giá và ổn định kinh tế vĩ mô. Đây đồng thời là điểm sáng trong điều hành chính sách trung và dài hạn của NHNN bởi kết quả trên nối tiếp chuỗi ổn định và giảm về lãi suất trong 3

năm liên tiếp, qua đó củng cố niềm tin đồng thời khuyến khích đầu tư phát triển kinh tế.

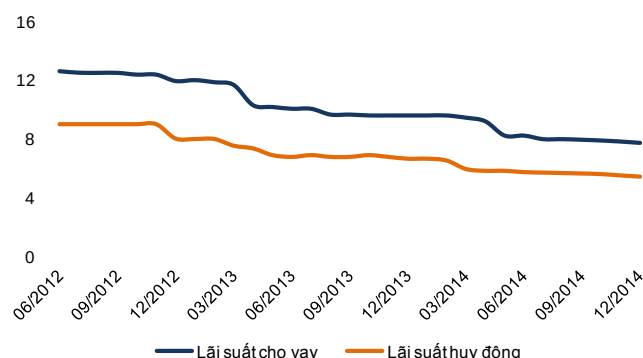
Lãi suất điều hành chủ chốt chỉ giảm 0,5% trong năm 2014. Cụ thể, lãi suất tái cấp vốn giảm xuống 6,5% từ mức 7% đầu năm; lãi suất tái chiết khấu giảm xuống 4,5% từ mức 5%; trong khi đó lãi suất cơ bản vẫn được giữ nguyên ở mức 9%. Sự điều chỉnh này chỉ diễn ra một lần duy nhất trong quý 01, sau đó mặt bằng lãi suất điều hành được giữ nguyên cho tới cuối năm.

Đồ thị 19: Lãi suất điều hành (%)



Trong năm 2014, các mức lãi suất điều hành được giữ ổn định trong suốt cả năm. Cụ thể, lãi suất cơ bản được giữ ở mức 9%/năm. Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu được điều chỉnh giảm 0,5% trong tháng 3/2014. Hiện tại, lãi suất tái cấp vốn ở mức 6,5%/năm; lãi suất tái chiết khấu ở mức 4,5%/năm.

Đồ thị 20: Lãi suất cho vay – huy động (%)



Mặt bằng lãi suất duy trì xu hướng giảm ở cả huy động lẫn cho vay. So với cuối năm 2013, lãi suất huy động giảm 1,5-2%/năm, lãi suất cho vay giảm 2%/năm, qua đó hạ mặt bằng lãi suất huy động – cho vay xuống mức thấp hơn mức lãi suất giai đoạn 2005-2006. Cụ thể, lãi suất huy động phổ biến ở mức 5-5,5%/năm đối với kỳ hạn từ 1-6 tháng; 5,7-6,8%/năm đối với kỳ hạn 6-12 tháng và 6,8-7,5%/năm đối với kỳ hạn trên 12 tháng. Lãi suất cho vay phổ biến ở mức 7-9%/năm đối với ngắn hạn và 9,5-11%/năm đối với trung và dài hạn.

Nguồn: SBV, Bloomberg, BSC

So sánh mức lãi suất huy động các kỳ hạn 2013 – 2014

Kỳ hạn	2013	2014	Chênh lệch
VND không kỳ hạn và dưới 1 tháng	1 - 1,2	0,8 – 1,0	0,2
1 tháng – 12 tháng	5 - 7,5	5 – 6,8	0 – 0,7
12 tháng trở lên	7,5 - 8,5	6,8 - 7,5	0,7 - 1
USD dân cư	1,25	0,75	0,5
USD tổ chức	0,25	0,25	0

Lãi suất huy động và cho vay. Mặt bằng lãi suất 2014 tiếp tục được điều chỉnh giảm. So với thời điểm cuối năm 2013, lãi suất cho vay giảm từ 2,5% đối với kỳ hạn ngắn, từ 2% - 3% đối với trung và dài hạn. Lãi suất huy động giảm nhẹ từ 0,2% - 1%. Mặt bằng lãi suất cho vay USD

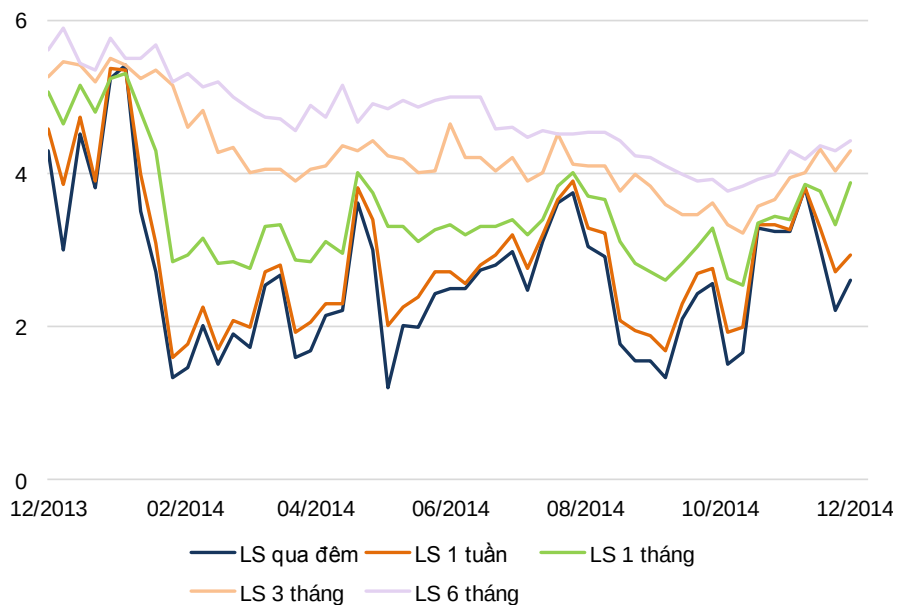
nói chung giảm nhẹ. Huy động USD từ dân cư giảm 0,5% xuống mức 0,75%/năm trong khi huy động từ tổ chức giữ ở mức thấp 0,25%.

So sánh mức lãi suất cho vay các kỳ hạn 2013 – 2014

Kỳ hạn	2013	2014	Chênh lệch
VND ngắn hạn	9,5 - 11,5	7 - 9	2,5
VND trung, dài hạn	12- 13	9 - 11	2 - 3
USD ngắn hạn	5 - 6	3 - 6	0 - 2
USD trung, dài hạn	6,5 - 7	5,5 - 7	0 - 1

Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng giảm nhẹ so với năm trước. Cụ thể, trong năm 2014, lãi suất bình quân 12 tháng kỳ hạn qua đêm là 2,4%; kỳ hạn ngắn từ 1 tuần đến 2 tuần trong khoảng 2,7% - 3 %; kỳ hạn trung bình 1 tháng đến 3 tháng trong khoảng 3,3% - 4,5%; kỳ hạn dài 6 tháng đến 1 năm trong khoảng 4,7% - 5,5%.

Đồ thị 21: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng (2013T12 – 2014T12)



Nguồn: Bloomberg, SBV, BSC

Tăng trưởng tín dụng: Tính đến thời điểm 22/12/2014, tín dụng đối với nền kinh tế tăng 12,62% (cùng kỳ năm 2013 tăng 12,51%). Huy động vốn tăng 15,76% (2013 tăng 17,23%); Tổng phương tiện thanh toán tăng 15,99% (2013 tăng 16,13%). Như vậy, tăng trưởng tín dụng đã chính thức "cán đích" đề ra của NHNN. Về kế hoạch năm 2015, NHNN dự kiến sẽ đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong khoảng 13 – 15%.

Theo báo cáo của các tổ chức tín dụng, tỷ lệ nợ xấu đến cuối tháng 9/2014 còn khoảng 3,8% và có xu hướng giảm, ước tính đến cuối năm 2014 còn khoảng 2,5 - 2,7%. Tuy nhiên, theo đánh giá của Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ nợ xấu đến cuối tháng 9/2014 là 5,4% và ước đến cuối năm 2014 còn khoảng 3,7 - 4,2%. Ngân hàng Nhà nước giải thích việc đánh giá tỷ lệ nợ xấu cao hơn là do thực hiện giám sát và thực hiện các tiêu chuẩn chặt chẽ hơn trong việc phân loại nợ.

Nợ xấu: Trong năm 2014, VAMC đã mua vào khoảng 95 nghìn tỷ đồng nợ xấu, xấp xỉ kế hoạch đặt ra trước đó là từ 100 - 150 nghìn tỷ. Như vậy, đến thời điểm hiện tại VAMC đã mua được khoảng 135 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Tuy nhiên công tác xử lý nợ vẫn không có nhiều chuyển biến khi năm 2014 VAMC chỉ xử lý được hơn 4 ngàn tỷ nợ xấu (4%). Hiện tại, vướng mắc lớn nhất đối với VAMC vẫn là không thể bán được nợ do thiếu cơ chế. Do đó, Chính phủ cho biết một trong các mục tiêu trong thời gian tới là "nâng cao năng lực, phát huy vai trò của VAMC, trong đó có việc mua bán nợ theo cơ chế thị trường". Dù vậy, hiện tại các thông tin về VAMC, tỷ lệ nợ xấu cũng như các kế hoạch hành động vẫn khá "mơ hồ"...

Trong năm 2015, VAMC có dự kiến sẽ mua từ 70-100 nghìn tỷ đồng nợ xấu bằng trái phiếu đặc biệt. Trong khi đó, Thủ tướng đã khẳng định trước Quốc hội, cuối năm 2015 sẽ đưa tỷ lệ nợ xấu về mức 3%.

9. Chính sách tài khóa

Vốn đầu tư công năm 2014 đạt 486,8 nghìn tỷ đồng, chiếm 39,9% tổng vốn và tăng 10,1% so với năm trước. Trong đó, vốn từ ngân sách Nhà nước thực hiện năm 2014 ước đạt 207,7 nghìn tỷ đồng, bằng 102% kế hoạch năm và tăng 0,3% so với năm 2013 gồm có:

- Vốn trung ương quản lý đạt 41,8 nghìn tỷ đồng, bằng 105,9% kế hoạch năm và tăng 0,5% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó vị trí đứng đầu về mức vốn đầu tư thực hiện thuộc về các bộ: Bộ Giao thông Vận tải (5,6 nghìn tỷ đồng), Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (3,5 nghìn tỷ đồng), Bộ Xây dựng (2,07 nghìn tỷ đồng).

- Vốn địa phương quản lý đạt 165,85 nghìn tỷ đồng, bằng 101% kế hoạch năm và tăng 0,2% so với năm 2013. Trong đó, vị trí đứng đầu về mức vốn đầu tư thực hiện thuộc về các tỉnh, thành phố sau: Hà Nội (23,9 nghìn tỷ), thành phố Hồ Chí Minh (18,1 nghìn tỷ), Đà Nẵng (4,9 nghìn tỷ), Bình Dương (4,4 nghìn tỷ đồng), v.v..

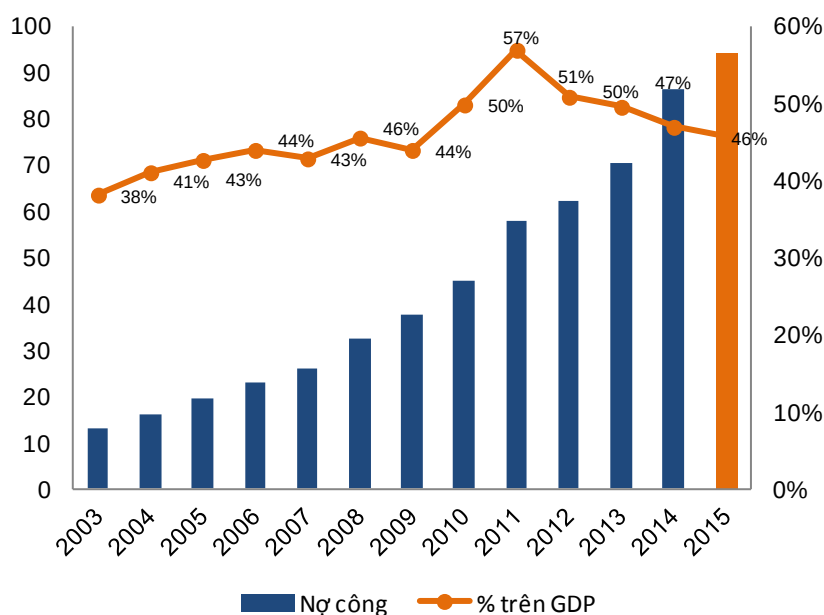
Ngân sách Nhà nước năm 2014: Tổng thu ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/12/2014 ước tính đạt 814,1 nghìn tỷ đồng, bằng 104% dự toán năm, trong đó thu nội địa đạt 551,4 nghìn tỷ đồng, bằng 102,3%; thu từ dầu thô đạt 98,1 nghìn tỷ đồng, bằng 115,2%; thu cân đối ngân sách từ hoạt động xuất, nhập khẩu đạt 160,3 nghìn tỷ đồng, bằng 104,1%.

Tổng chi ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/12/2014 ước tính đạt 968,5 nghìn tỷ đồng, bằng 96,2% dự toán năm, trong đó chi đầu tư phát triển 158 nghìn tỷ đồng, bằng 97%; chi phát triển sự nghiệp kinh tế - xã hội, quốc phòng, an ninh, quản lý Nhà nước, Đảng, đoàn thể

ước tính đạt 690,5 nghìn tỷ đồng, bằng 98,2%; chi trả nợ và viện trợ 120 nghìn tỷ đồng, bằng 100%.

Nợ công: Nợ công 2014 theo số liệu trên Đồng hồ nợ công thế giới (Global debt clock) ở mức 86,3 tỷ USD chiếm 47% GDP. Theo số liệu này thì tỷ lệ nợ công của Việt Nam vẫn ở mức an toàn. Tuy nhiên nếu tính tới một số các dự án mà Chính phủ đang xin phép quốc hội phê duyệt để thực hiện trong thời gian sắp tới như dự án sân bay Long Thành và một số dự án khác có vốn đầu tư rất lớn (hàng tỷ USD) và chủ yếu dùng vốn đi vay thì nợ công của Việt Nam sẽ bị đẩy lên sát ngưỡng trần do Quốc hội quy định là 65%.

Đồ thị 22: Nợ công qua các năm 2003 – 2014 và dự báo 2015



Nguồn : The Economists

Nếu trong các năm tới, nợ công vượt ngưỡng trần này thì có thể gây tâm lý lo ngại tới các nhà đầu tư trong nước & quốc tế, ảnh hưởng đến đánh giá về độ an toàn của nợ công Việt Nam. Ngoài ra, điều này cũng sẽ gây ra “hiệu ứng lấn át” tới khả năng tiếp cận vốn của khu vực tư nhân, gây cản trở quá trình hồi phục kinh tế trong nước. Điều đáng lưu ý nợ công được công bố chính thức của Việt Nam hiện nay không bao gồm nợ của doanh nghiệp nhà nước (nếu bao gồm có thể lên mức trên 100% GDP), trong khi đó khi một số doanh nghiệp có vấn đề thì chính phủ vẫn phải đứng ra cam kết trả nợ thay. Do đó, đây vẫn là rủi ro tiềm ẩn đe dọa tới an toàn nợ công của Việt Nam trong thời gian tới.

II. KINH TẾ THẾ GIỚI NĂM 2014

Toàn cảnh bức tranh kinh tế thế giới kết thúc năm 2014 có những mảng sáng mảng tối đan xen. Bên cạnh sự phục hồi kinh tế tại Mỹ, Anh và đặc biệt là châu Á; quan ngại về tăng trưởng kinh tế ở mức thấp vẫn tồn tại ở các khu vực Liên minh châu Âu EU, một số nước BRICS... Đi kèm với đó là xu hướng giá dầu suy giảm sẽ vẫn tiếp tục.

Năm 2015 sẽ còn nhiều bất ổn với kinh tế thế giới.

Giá dầu sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015. Các tổ chức lớn như EIA, Goldman Sachs, Morgan Stanley và Moody's đều đưa ra dự báo giá dầu sẽ tiếp tục đi theo xu hướng giảm trong 6 tháng đầu năm 2015, dự cung mạnh nhất vào Q2/2015, và sự phục hồi của giá dầu được dự báo sẽ đến vào 02 quý cuối năm. Cụ thể, giá dầu được dự báo sẽ giảm ở mức 63-70 USD/ thùng trong Q2/2015 và tăng lên mức 73-75 USD/thùng từ Q3/2015. **Tính chung cả năm 2015, giá dầu trung bình được dự báo xung quanh mức 70\$/thùng**, giảm khoảng 25% so với mức trung bình của năm 2014. Tuy nhiên, từ ngày 1/1/2015 Mỹ đã có quyết định cho phép xuất khẩu dầu thô sau 40 năm thực hiện lệnh cấm. Ngoài ra, trong năm 2015, sẽ có 14 dự án dầu cát mới được khởi công tại Canada với tổng sản lượng đạt 266,000 thùng/ngày, tăng 36% so với năm 2014. Hơn nữa, dầu cát bitumen có mức hòa vốn rất thấp, khoảng 10-20 USD/thùng nên việc giá dầu giảm mạnh chưa có ảnh hưởng đến việc khai thác dầu cát của Canada. Do đó, **chúng tôi nhận định giá dầu có thể giảm mạnh hơn mức dự báo của các tổ chức trên trong năm 2015.**

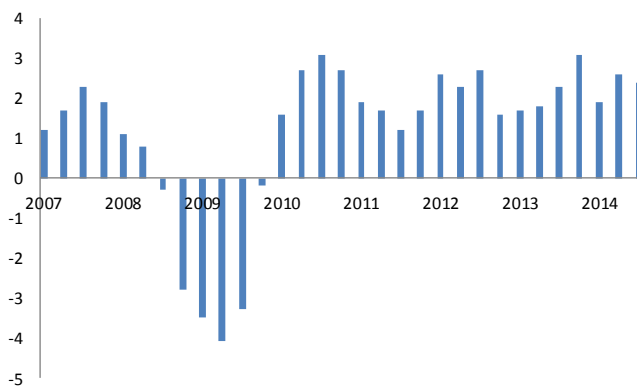
- Căng thẳng địa chính trị tại các khu vực (Ukraine, vùng biển Đông và Hoa Đông, Trung Đông...) có khả năng đẩy nền kinh tế các nước liên quan vào vòng xoáy khó khăn hơn.
- Bất ổn chính trị tại các khu vực trên thế giới, tiêu biểu là cuộc bầu cử tại Hy Lạp hay các cuộc trưng cầu dân ý tách ra khỏi Vương quốc Anh của các vùng lãnh thổ thuộc Liên hiệp Anh như Scotland hay Ireland. Tín nhiệm của Tổng thống Pháp F. Hollande cũng giảm sút nghiêm trọng sau thất bại về đường lối đối nội và chính sách đối ngoại đối với một số nước ở châu Phi. Các bất ổn chính trị trên vẫn luôn âm ỉ, tiềm ẩn nguy cơ khiến một EU vốn không thống nhất trở nên chia rẽ hơn.
- Rủi ro căng thẳng tiền tệ thế giới có thể được đề cập trong năm tới trong bối cảnh FED nhiều khả năng tăng lãi suất, trái với đa số các nền kinh tế còn lại trên thế giới khi nhóm này không ngừng gia tăng chính sách nới lỏng tiền tệ. Khi khoảng cách về

chính sách tiền tệ giữa các nền kinh tế lớn trên thế giới trở nên lớn hơn, thị trường tiền tệ quốc tế trong năm 2015 hoàn toàn có khả năng biến động khó lường hơn.

Tăng trưởng kinh tế của các nền kinh tế phát triển dù thấp hơn mức dự báo năm trước nhưng vẫn trên đà phục hồi theo thời gian (tăng trưởng GDP Mỹ dự kiến đạt 2,2%, Anh đạt 3,2% theo IMF). Lạm phát tại các quốc gia trên phục hồi trở lại theo định hướng của NHTW, tỷ lệ thất nghiệp giảm (dưới ngưỡng 6% trong năm 2014) và tăng trưởng kinh tế cải thiện dần theo các quý.

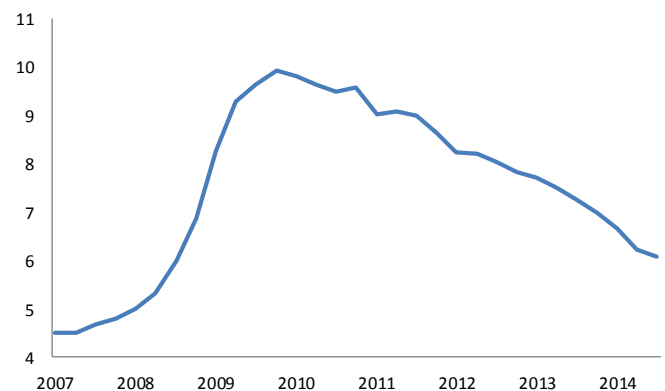
Trong trường hợp lạm phát và thất nghiệp vẫn duy trì tốt theo ý muốn của FED, nhiều khả năng giữa 2015 tới, FED có khả năng nâng lãi suất. Với đà phục hồi ấn tượng này, tăng trưởng GDP của nước này dự kiến sẽ tăng lên 3,5% theo dự báo của OECD.

Đồ thị 23: Tăng trưởng GDP Hoa Kỳ (2006 - 2014)



Nguồn: GSO, BSC

Đồ thị 24: Tỷ lệ thất nghiệp Hoa Kỳ (2006 - 2014)



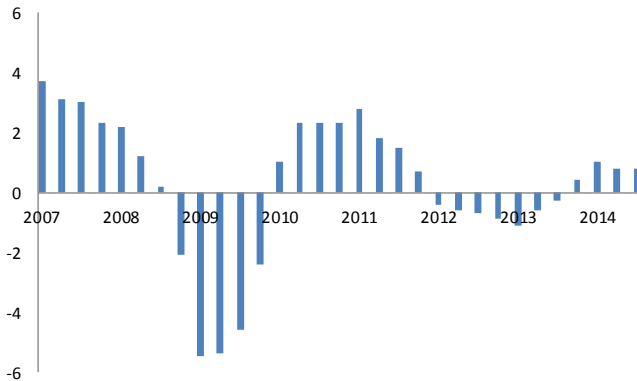
Nguồn: GSO, BSC

Khu vực liên minh châu Âu EU vẫn trì trệ bởi tác động kéo dài của cuộc khủng hoảng nợ công (tăng trưởng GDP toàn khu vực ước đạt 0,8% trong năm 2014 theo ECB). Cơ ac mộng giảm phát bất cứ lúc nào (hiện lạm phát khu vực xoay quanh 0,5%, và OECD dự kiến lạm phát giảm 0,5%), tỉ lệ thất nghiệp cao (ước chừng 12% trong Eurozone), thất chặt chi tiêu và sự bất ổn của hệ thống ngân hàng châu Âu sau cuộc stress-test hồi giữa năm qua (theo đó 25/123 ngân hàng lớn nhất EU không đủ khả năng đối phó với khủng hoảng và 13 ngân hàng cần tăng 10 tỷ euro vốn khẩn cấp).

Năm 2015, những bất ổn địa chính trị (cuộc khủng hoảng Ukraine), hay tác động tiêu cực từ việc giảm giá dầu vốn đe dọa đến nỗ lực duy trì lạm phát của các quốc gia có mức nợ công cao tại EU... sẽ tiếp tục phủ bóng đen u ám lên tăng trưởng kinh tế Eurozone (IMF dự báo Eurozone tăng

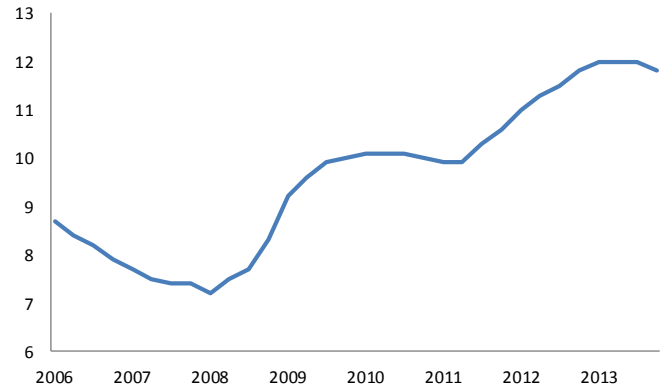
trường âm 0,4% trong năm 2015). Đối phó với những khó khăn trong khu vực, ECB từng bước thực hiện kế hoạch nới lỏng tiền tệ, kích thích nền kinh tế, như hạ lãi suất cơ bản xuống mức thấp kỷ lục, đưa ra gói kích thích kinh tế trị giá hơn 300 tỷ euro nhưng kết quả thu được còn hạn chế.

Đồ thị 25: Tăng trưởng GDP EU (2006 - 2014)



Nguồn: GSO, BSC

Đồ thị 26: Tỷ lệ thất nghiệp EU (2006 - 2014)

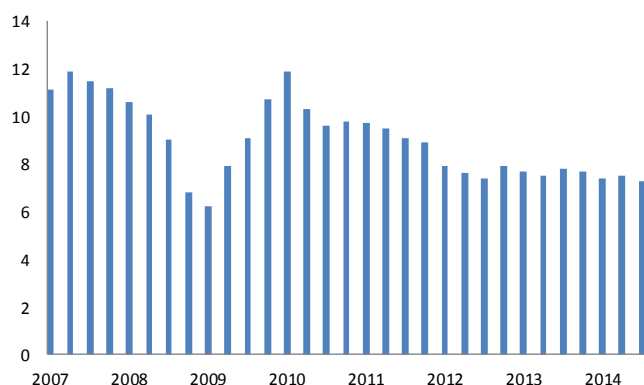


Nguồn: GSO, BSC

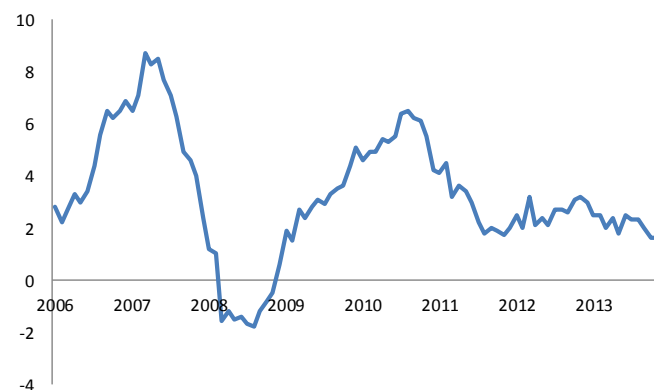
Tăng trưởng kinh tế Trung Quốc sụt giảm mạnh mẽ so với những năm trước dù vẫn còn ở mức cao (hiện đạt 7,3% trong năm 2014, dự báo giảm tốc xuống 6,6% năm 2015, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân từ 9 – 10%/năm trong 10 năm qua). Tình trạng bong bóng bất động sản, mất cân bằng tài chính ở tầm vĩ mô (nợ công tăng vượt tầm kiểm soát) và hiện tượng rút vốn của nhiều nhà đầu tư nước ngoài là những nguyên nhân cơ bản khiến triển vọng kinh tế Trung Quốc kém hơn trong những năm tới.

Tương tự ECB ở châu Âu, PoBC cũng đã thực hiện nới lỏng chính sách tiền tệ, khiến lãi suất giảm mạnh, nhằm hy vọng giữ tốc độ tăng trưởng GDP cho nền kinh tế. Theo một báo cáo của Trung tâm Thông tin Nhà nước Trung Quốc SIC, tăng trưởng kinh tế nước này sẽ tụt xuống 7% trong năm 2015. IMF với cái nhìn bi quan hơn, cho rằng tăng trưởng kinh tế Trung Quốc sẽ chỉ đạt mức 6,5 – 6,6% trong giai đoạn tái cấu trúc nền kinh tế theo hướng tăng trưởng bền vững hơn kể từ năm 2015.

Đồ thị 27: Tăng trưởng GDP Trung Quốc (2006 - 2014) **Đồ thị 28: Tỷ lệ lạm phát Trung Quốc (2006 - 2014)**



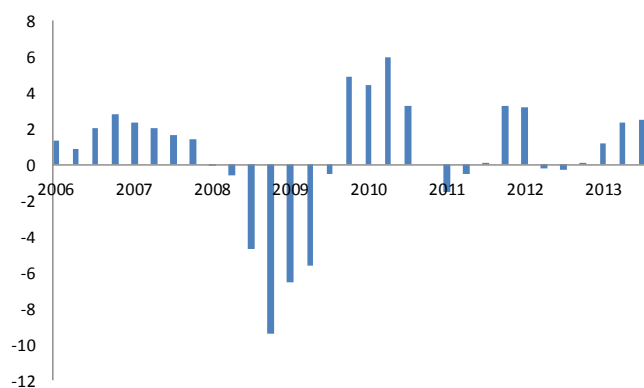
Nguồn: GSO, BSC



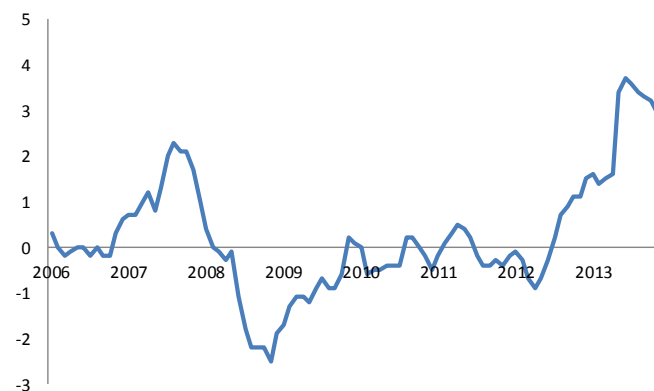
Nguồn: GSO, BSC

Nhật Bản, nền kinh tế lớn thứ 3 thế giới, đã rơi vào suy thoái vào thời điểm nửa cuối năm 2014 khi chứng kiến mức tăng trưởng âm của bất chấp nỗ lực cải cách của thủ tướng Shinzo Abe trong thời gian qua. Như vậy, kinh tế nước này gần như dậm chân tại chỗ bởi mức suy giảm 1,9% trong hai quý cuối đã lấy đi gần hết thành tựu trong nửa năm đầu. Như vậy, sau hơn 1 năm thực hiện chính sách 3 mũi tên kinh tế Abenomics, kinh tế Nhật có dấu hiệu dịch chuyển tích cực nhưng dường như tác động từ chính sách nới lỏng là chưa đủ lực. Điều này đã khiến ông Shinzo hoãn tăng thuế tiêu dùng, thực hiện bầu cử sớm vào 12/2014 và thực hiện mạnh tay hơn nữa các chính sách nới lỏng, hỗ trợ kinh tế trong gói Abenomics trong năm 2015.

Đồ thị 29: Tăng trưởng GDP Nhật Bản (2006 - 2013) **Đồ thị 30: Tỷ lệ lạm phát Nhật Bản (2006 - 2013)**



Nguồn: GSO, BSC



Nguồn: GSO, BSC

Phần còn lại của bức tranh kinh tế thế giới đa phần sáng sủa hơn ở khu vực châu Phi (trung bình tăng trưởng 4,8%), châu Mỹ La tinh (bình quân tăng 1,1%), đặc biệt là châu Á với Ấn Độ (5,4% trong năm 2014) và khu vực ASEAN (4-5%).

So sánh chỉ tiêu Tăng trưởng & Lạm phát các nước trong khu vực Đông Nam Á

Quốc gia	2014		2015F	
	GDP	CPI	GDP	CPI
Vietnam	5.98	1.84	6	4.55
Thailand	0.8	1.9	4	2
Indonesia	5.1	6.42	5.4	7
Malaysia	5.8	3.2	5.2	4
Philippines	6	4.18	6.1	3.7
Singapore	2.85	1.1	3.2	1.2

Nguồn: Bloomberg

III. DỰ BÁO VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2015

Dựa trên những tiền đề đã đạt được trong năm 2014, chúng tôi dự báo kinh tế Việt Nam năm 2015 sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng cao hơn, khoảng 6%-6,2%. Trong đó, xuất khẩu có khả năng tăng trên 10%, vẫn giữ vai trò quan trọng đóng góp vào tăng trưởng kinh tế, đặc biệt khi các hiệp định tự do thương mại sẽ dần được thực hiện sẽ thúc đẩy thương mại mạnh mẽ hơn. Cụ thể, trong **năm 2015 Việt Nam sẽ sớm thực hiện các cam kết theo các Hiệp định mới ký kết gồm:**

- Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc
- Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga-Belarus-Kazakhstan.

Đồng thời, tiếp tục đàm phán:

- Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU
- Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP)
- Hiệp định Việt Nam – 4 nước Bắc Âu (EFTA)
- Hiệp định Đối tác Kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)
- Tham gia Cộng đồng Kinh tế ASEAN.

Điều cần lưu ý là đi kèm với các thuận lợi, chắc chắn cũng sẽ có những khó khăn, thách thức nhất định như “tính cạnh tranh” trong thương mại sẽ tăng lên. Do đó, Việt Nam đẩy mạnh cải cách thể chế, đổi mới môi trường sản xuất kinh doanh nếu muốn phát huy được lợi ích từ các hiệp định mang lại.

Sức cầu nội địa sẽ được cải thiện nhờ vào tiêu dùng và sản xuất trong nước khởi sắc hơn khi giá cả, chi phí đầu vào trung bình giảm xuống trong bối cảnh giá nhiên-nguyên liệu thế giới đặc biệt là giá dầu thô giảm. **Lạm phát cả năm 2015 do đó khả năng sẽ được giữ ở mức thấp, dưới 5% - 6%** nếu Ngân hàng Nhà nước thực hiện tốt chính sách tiền tệ, tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải (mục tiêu 13% - 15%) và phải có giải pháp điều hòa tiền tệ hợp lý nếu dòng ngoại tệ đổ vào Việt Nam tăng lên do ảnh hưởng của tự do hóa thương mại.

Lãi suất có cơ hội tiếp tục giảm trong quý 01 & nửa đầu năm 2015 khi xu hướng lạm phát hiện tại đang rất thấp (<2%). **Tuy nhiên, có khả năng tăng trở lại trong nửa cuối năm** khi lạm phát bắt đầu ấm lên cũng như trước sức ép gia tăng về vốn của nền kinh tế.

Đồng USD mạnh lên do kinh tế Mỹ phục hồi có thể gây sức ép lên tỷ giá. Ngoài ra, sức cầu nội địa mạnh lên cũng sẽ làm gia tăng nhu cầu USD để nhập khẩu máy móc thiết bị, nguyên vật liệu sản xuất trong năm tới. Dù vậy, nguồn thu từ xuất khẩu và kiều hối đều đặn, dự trữ ngoại hối

Bản thân thống đốc Nguyễn Văn Bình cũng cho rằng “Năm 2015 ngành ngân hàng không mong lãi suất tăng lên, nhưng chỉ cần duy trì mức ổn định như năm 2014 cũng là khó khăn”.

cải thiện cũng như chính sách điều hành hợp lý sẽ giúp tỷ giá VND/USD tương đối ổn định, dự báo không tăng quá 2% trong năm 2015.

Tác động của giá dầu giảm tới ngân sách sẽ không quá lo ngại.

Theo Chính phủ ước tính, giá dầu thô giảm 1 USD/thùng sẽ làm ngân sách Nhà nước hụt thu khoảng 1 nghìn tỷ đồng trong khi thu ngân sách được Quốc hội thông qua có giá dầu thô dự toán khoảng 100 USD/thùng. Như vậy nếu giá dầu thô thế giới trung bình năm 2015 ở mức 60 USD/thùng (giảm 40%) thì ngân sách hụt thu khoảng 40 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 4,5% tổng thu ngân sách ước tính cho năm 2015 (khoảng 900 nghìn tỷ). Có thể thấy hụt thu ngân sách từ giá dầu sẽ không quá lo ngại do tỷ trọng thu từ dầu không quá cao (chỉ từ 10% - 12%). Khoản hụt này sẽ được bù đắp lại từ việc gia tăng các khoản thu khác (thuế, phí...) trên cơ sở tiêu dùng & sản xuất kinh doanh trong nước cải thiện nhờ vào giá cả và chi phí đầu vào giảm.

Một số chỉ tiêu dự báo năm 2015

Chỉ tiêu	2014	Dự báo 2015
GDP (yoy)	5,98%	6 - 6,2%
Lạm phát (yoy)	1,84%	5% - 6%
Tăng trưởng tín dụng (ytd)	12,6%	13% - 15%
Tỷ giá (VND/USD)	21.246	21.456
LS cho vay (trung,dài hạn)	9% - 11%	9% - 11%
FDI đăng ký (tỷ USD)	20,2	20 - 22
FDI giải ngân (tỷ USD)	12,4	11 - 12
Xuất khẩu (tỷ USD)	150	170
Nhập khẩu (tỷ USD)	148	168

Trong báo cáo vĩ mô và TTCK năm 2014 nhận định “*Chúng tôi đã xây dựng 3 kịch bản tích cực 600 điểm, trung tính 550 điểm và tiêu cực 500 điểm và thiên về kịch bản tích cực. Trung tính VN-Index đạt 550 điểm, và nếu các thông tin hỗ trợ đủ mạnh (gia nhập TPP, mở room, VAMC hoạt động hiệu quả, ...) VN-Index kỳ vọng sẽ đạt mức 600 trong kịch bản tích cực*”.

Trong báo cáo vĩ mô và TTCK năm 2014 nhận định “*Xu thế tăng nhờ kỳ vọng từ cuối năm 2013 sẽ kéo dài hết quý I năm 2014. Quá trình điều chỉnh, kiểm định tâm lý thị trường sẽ diễn ra nửa sau quý II, diễn biến thị trường nửa sau năm 2014 sẽ phụ thuộc vào chuyển biến thực sự của kinh tế vĩ mô. Nếu các yếu tố hỗ trợ xuất hiện mạnh mẽ, thì thị trường sẽ tăng trở lại vào nửa sau năm 2014*”.

“*Xu hướng tăng và duy trì ổn định, thanh khoản tốt, chu kỳ tăng điểm đủ dài thu hút dòng tiền thì quá trình luân chuyển giữa các nhóm cổ phiếu và dòng tiền chảy vào nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ sẽ diễn ra (small cap và Penny)*”.

B. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2014

Cùng nhìn lại Báo cáo Vĩ mô và TTCK 2014 trên 3 phương diện (1) Điểm số, (2) Diễn biến và (3) Nhóm cổ phiếu, BSC đã dự báo khá sát xu hướng lớn của VN-Index trong năm 2014.

Thứ nhất về điểm số, BSC đã dự báo khá sát điểm số VN-Index trong năm 2014, tuy nhiên đã không đánh giá đầy đủ các yếu tố tác động xấu lên thị trường trong các báo cáo cập nhật tháng 9, 10 và 11: Kết thúc phiên giao dịch 31/12/2014, VN-Index đạt số điểm 545,6 điểm khá sát với nhận định đầu năm 2014.

Tuy nhiên ở những báo cáo vào tháng 9, tháng 10, tháng 11 chúng tôi đã không đánh giá đầy đủ các yếu tố tác động tiêu cực nên thị trường khi khối ngoại bán mạnh, giá dầu giảm và sự ra đời của TT36.

Thứ hai về diễn biến, dự báo về diễn biến thị trường trong năm khá sát với diễn biến thị trường trong 9 tháng đầu năm. Diễn biến thị trường trong năm 2013 tăng mạnh quý I, điều chỉnh trong quý II và tăng lại từ quý III gần sát như dự báo. Tuy nhiên, thị trường chung đã giảm mạnh trong quý IV, phản ứng mạnh với những thông tin bên ngoài mà ít phản ứng với thông tin tốt từ nội tại nền kinh tế.

Thứ ba về nhóm cổ phiếu, dự báo về dòng cổ phiếu cũng chính xác khi cho rằng: dòng tiền chảy vào nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ sẽ diễn ra small cap và Penny trên thực tế đây là 2 nhóm có mức tăng trưởng tốt nhất trong năm 2014.

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2014

1. Diễn biến VN-Index và các sự kiện

Đạt đỉnh trong năm với mức tăng 26,9% và 34,7% so với đầu năm, tuy nhiên VN-Index và HNX-Index chỉ duy trì mức tăng lần lượt là 8,1% và 22,3% cuối năm. Chốt phiên ngày 31/12, VN-Index đóng cửa ở mức 545,6 điểm trong khi HNX-Index chốt tại 82,98 điểm. Thị trường có 2 đợt tăng điểm và giảm điểm với biên độ giao động rất lớn, khiến các chỉ số không duy trì được đà tăng điểm trong năm.



Thị trường có 2 nhịp biến động tăng và giảm điểm mạnh chưa từng có trong một năm, Diễn biến giao dịch thị trường gắn liền với sự kiện Biển Đông và FED cắt giảm QE cùng với giá dầu giảm mạnh.

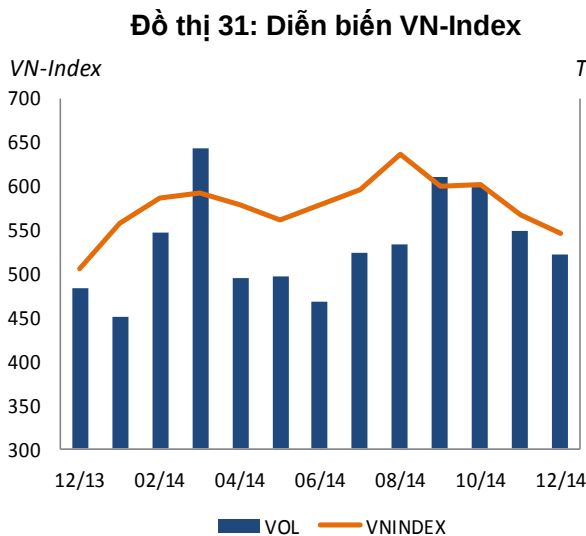
Thị trường duy trì đà tăng mạnh từ đầu năm do hoạt động mua vào tích cực của các quỹ ETF. Các chỉ số điều chỉnh trong tháng 3 và tháng 9 đều do khối ngoại dừng mua và đẩy mạnh bán ròng. Thị trường chỉ đi ngược với hoạt động bán ròng của khối ngoại vào tháng 7 và 8 là thời điểm dòng tiền dịch chuyển nhóm dầu khí tạo đỉnh VN-Index trong năm.

○ **Giai đoạn tăng do ETF và giảm do sự kiện Biển Đông** (2 tháng tăng điểm và 2 tháng giảm điểm từ 1/1/2014 đến 13/5/2014), sau giai đoạn tích lũy đi ngang gần 4 tháng cuối năm 2013, các chỉ số VN-Index và HNX-Index đột ngột tăng tốc và đạt đỉnh ngắn hạn vào 24/3 với mức tăng lần lượt 20,3% và 37% trong 3 tháng đầu năm. Thị trường tăng điểm mạnh nhờ yếu tố kỳ vọng và hoạt động mua vào dồn dập của các ETFs. Diễn biến giao dịch rất sôi động, xu hướng tăng điểm trên diện rộng ở tất cả các nhóm cổ phiếu.

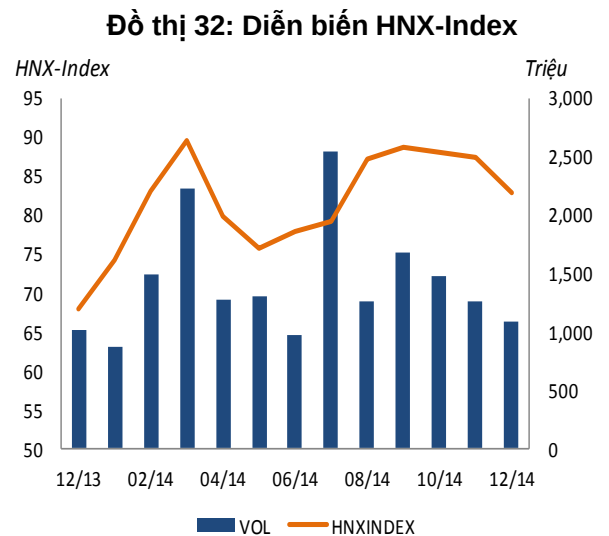
Thị trường bước vào điều chỉnh kể từ 25/3 trước áp lực bán ra của khối ngoại đón đầu FED cắt giảm quy mô QE3. Mức giảm thị trường liên tiếp gia tăng do thông tin xét xử Bầu Kiên và sự kiện Biển Đông. Thị trường gần như quay lại vùng giá từ đầu năm khi giảm lần lượt 15,4% và 25,4%. Thanh khoản sụt giảm nhanh chóng, khối ngoại đẩy mạnh mua vào tạo điều kiện cho thị trường lập đáy đi lên.

○ **Giai đoạn tăng với sự dẫn dắt của nhóm cổ phiếu dầu khí và giảm cũng bởi nhóm này khi giá dầu lao dốc** (4 tháng tăng điểm, 4 tháng giảm điểm từ 14/5/2014 đến 31/12/2014): hoạt động mua vào của khối ngoại chặn đà lao dốc của các chỉ số. Thị trường phục hồi nhanh chóng và tiếp tục duy trì sau khi Trung Quốc rút giàn khoan về nước vào ngày 15/7, trước dự kiến 1 tháng. Nhóm cổ phiếu ngành dầu khí trở thành tâm điểm thị trường và đẩy thị trường nên đạt đỉnh cao nhất trong năm và cũng là mức đỉnh của 5 năm qua. Thị trường giao dịch không quá sôi động nhưng đều có mức tăng ấn tượng so với đáy Biển Đông lần lượt 24,6%, 31,7% với VN-Index và HNX-Index.

Liên sau 4 tháng tăng điểm là 4 tháng giảm điểm với sự lao dốc của nhóm dầu khí do giá dầu lao dốc, khối ngoại bán ra, và ảnh hưởng của Thông tư 36. Thanh khoản duy trì ở mức khá, hoạt động giao dịch bất đáy đẩy mạnh khi chỉ số liên tiếp phá đáy. Kết thúc năm, các chỉ số đã không giữ được thành quả tăng điểm trong năm, và giảm lần lượt 14,8% và 9,2% so với mức đỉnh trong năm.



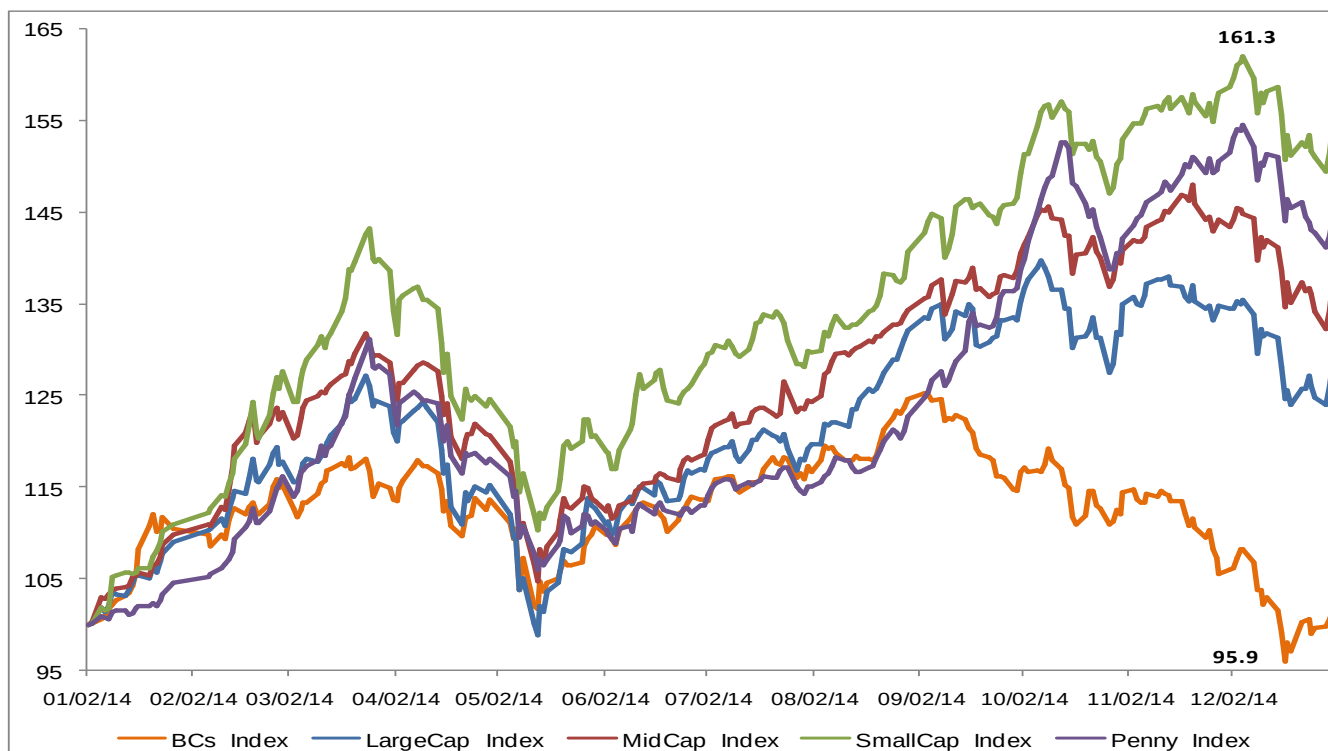
Nguồn: HNX, HSX, Bloomberg, BSC



Nguồn: HNX, HSX, Bloomberg, BSC

2. Các nhóm Index theo quy mô vốn hóa

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 có sự đảo lộn so với năm 2013, theo đó nhóm cổ phiếu SmallCap và Penny có mức tăng kém nhất năm 2013 lại có mức tăng ấn tượng 55% và 44,9% trong năm 2014. Ngược lại nhóm Bluechips tăng trưởng tốt nhất năm 2013, lại tăng trưởng thấp nhất trong năm nay. Nhóm cổ phiếu MidCap, LargeCap và Bluechips có mức tăng lần lượt là 38%, 29% và 1,7%.



Nguồn: Bloomberg, BSC

Diễn biến giao dịch của nhóm cổ phiếu BCS mang nhiều thất vọng cho thị trường nhất trong năm 2014. Nhóm cổ phiếu này dẫn dắt và là bệ đỡ của thị trường trong 8 tháng đầu năm, dù vậy, đã đánh mất hết thành quả trong 4 tháng cuối năm. Điều này cũng lý giải cho việc VN-Index sau khi lập đỉnh vào đầu tháng 9, đã liên tục giảm điểm trong 4 tháng còn lại, và về gần mức điểm số đầu năm. Mặt khác, chúng ta cũng nhận thấy mặc dù chỉ số chỉ tăng trưởng 8,1%, mặt bằng giá cổ phiếu (không gồm BCS) đều duy mức tăng mạnh trên 30%. Số liệu thống kê cho thấy thị trường vẫn hấp dẫn ở nhiều phân khúc cổ phiếu cho dù chỉ số tăng không đáng kể. Đánh giá này của chúng tôi được củng cố bởi mức độ tăng khá tốt 22,3% của HNX-Index.

II. THỐNG KÊ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2014

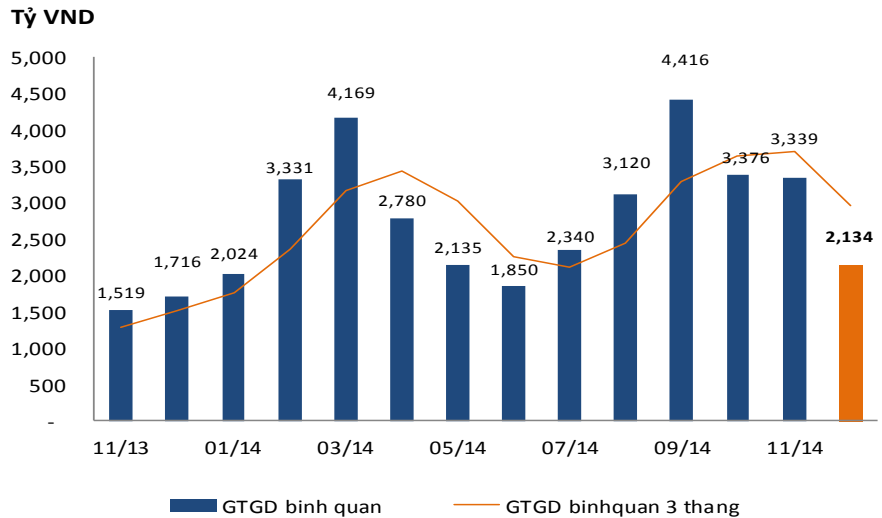
1. Thanh khoản Thị Trường lập kỷ lục mới

Thanh khoản đạt mức kỷ lục từ trước đến nay, tăng trưởng mạnh 225% so với năm 2013 và đạt trung bình 2.918 tỷ/ phiên. Kinh tế vĩ mô ổn định, lãi suất huy động tiếp tục giảm đã thu hút dòng tiền mới của NĐT trong nước và ngoài nước tham gia. Bên cạnh đó thị trường có biến động tăng giảm mạnh kích thích hoạt động bắt đáy và chốt lãi cũng là nhân tố đẩy thanh khoản tăng nhanh trong năm 2014.

Khác so với năm 2013 (dòng tiền tăng ở HSX và giảm ở HNX), dòng tiền tăng đều và trải rộng trên cả 2 sàn trong năm 2014, giá trị giao

dịch bình quân trên HSX tăng lần lượt 204%, trong khi HNX có mức tăng 242%. Thanh khoản tăng mạnh trong quý I và quý III và giảm mạnh trong quý II và quý IV.

Đồ thị 33: Giá trị giao dịch bình quân 2014



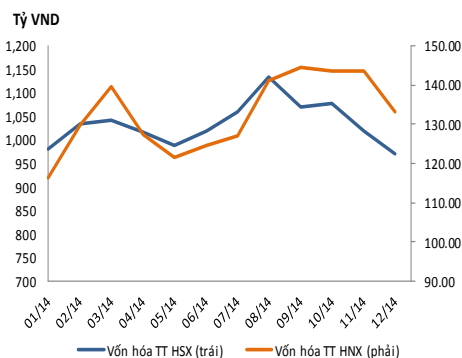
Nguồn: Bloomberg, BSC

Đồ thị 13: Cổ phiếu có thanh khoản trên 1 triệu USD trên 2 sàn

2. Quy mô Thị trường

Quy mô vốn hóa 51,6 tỷ USD tương đương 28,5% GDP và tăng 16,3% so năm trước, quy mô vốn hóa của 2 sàn ở mức 1.104,6 nghìn tỷ, mức tăng trưởng vốn hóa trong năm 2014 khoảng 16,3%, trong đó HSX và HNX có mức tăng lần lượt 15,3% và 24,1%. Mức tăng vốn hóa chủ yếu đến từ mặt bằng giá tăng bình quân 9,8%, hoạt động niêm yết mới và hủy niêm yết khoảng 4% và do hoạt động phát hành tăng vốn 2,5%.

Đồ thị 34: Diễn biến giá trị vốn hóa 2 sàn



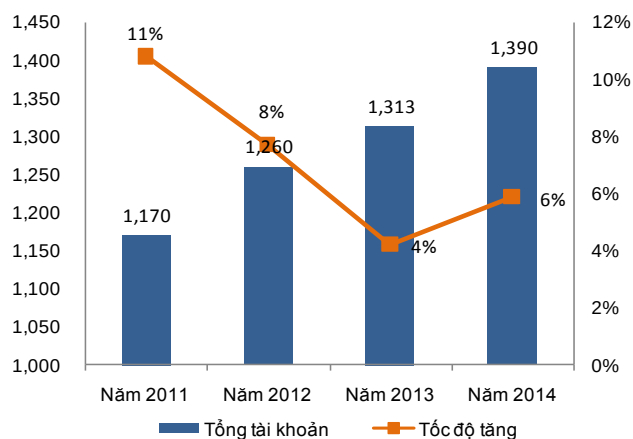
Số lượng Công ty hủy niêm yết năm nay là 30 công ty, giảm so với 37 công ty trong năm 2013. Các công ty bị hủy niêm yết chủ yếu là do thua lỗ 3 năm liên tục và do mua bán sát nhập. Trong năm 2014, cũng có 19 công ty niêm yết mới tăng so 13 công ty ghi nhận trong năm 2013. Xét về quy mô vốn hóa, hoạt động niêm yết mới đóng góp 5% cho mức vốn hóa toàn thị trường, trong khi đó các doanh nghiệp hủy niêm thường là doanh nghiệp nhỏ không ảnh hưởng nhiều đến quy mô vốn hóa toàn thị trường. Trong số các công ty niêm yết mới có vốn hóa lớn phải kể đến cổ phiếu BID và MWG, đóng góp lần lượt 3,2% và 1% cho mức vốn hóa toàn thị trường.

Hoạt động phát hành tăng vốn khiến quy mô vốn hóa thị trường tăng 2,5%, hoạt động tăng vốn do phát hành thêm đáng kể gồm có VIC chuyển đổi trái phiếu tăng quy mô thêm 158 triệu cổ phiếu, KBC và ITA đều tăng 100 triệu cổ phiếu, FLC tăng 224 triệu cổ phiếu, KLF tăng 116

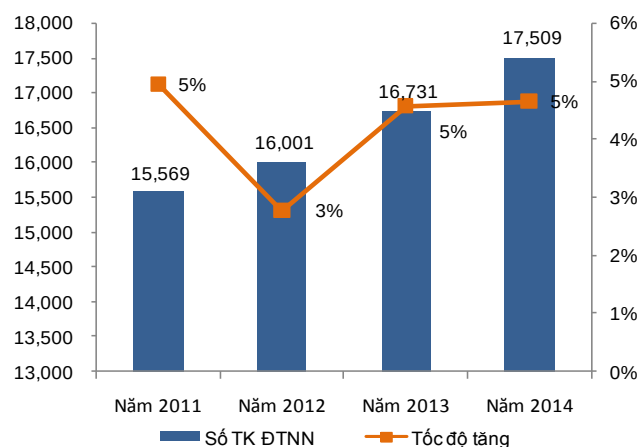
triệu. Hoạt động tăng vốn quá nhanh ở những cổ phiếu nóng cũng tạo ra những hệ lụy cho thị trường cuối năm 2014.

Lượng tài khoản chứng khoán tăng ổn định, duy trì mức tăng bình quân 6% trong những năm qua. Đến cuối tháng 12/2014 tổng số tài khoản đầu tư chứng khoán đạt khoảng 1,39 triệu, tăng 6% so với năm 2014. Số tài khoản mở mới trong các năm 2012, 2013 và 2014 tăng lần lượt là 75.000, 50.000 và 77.000. Tính đến tháng 11/2014, tổng tài khoản khối ngoại đạt 17.509 tài khoản, tăng 5% so với năm trước. Số tài khoản mở mới ghi nhận 778 tài khoản, trong đó cấp mới 493 tài khoản cá nhân và 285 tài khoản tổ chức. Nếu so sánh với tốc độ tăng trưởng thanh khoản lên tới 225% thì khối lượng giao dịch trên một tài khoản đã có chuyển biến rõ rệt so với năm 2013.

Đồ thị 35: Số lượng tài khoản của NĐT

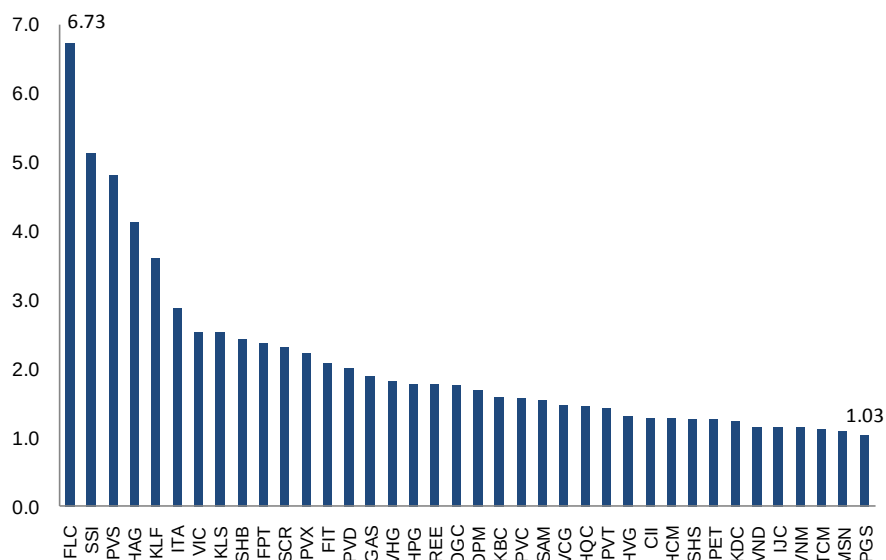


Đồ thị 36: Số lượng tài khoản ĐTNN



Nguồn: VSD, HSX, BSC

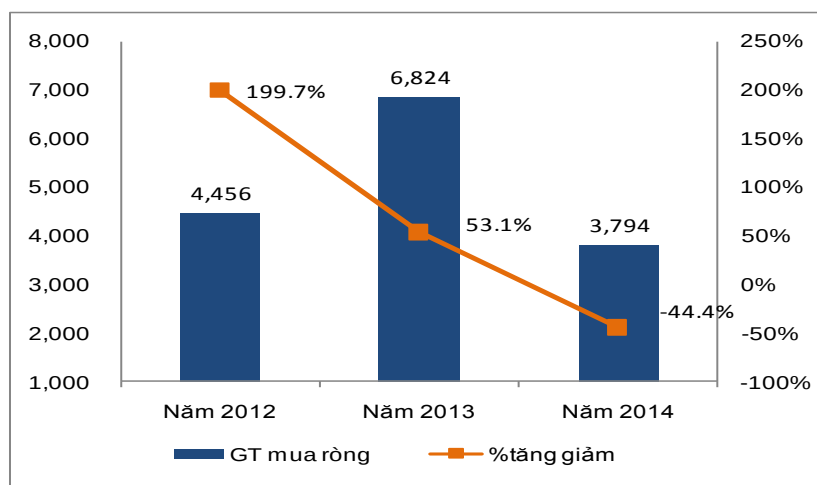
38 công ty niêm yết có thanh khoản trên một triệu USD/phiên giao dịch trên cả 2 sàn. FLC là cổ phiếu có thanh khoản lớn nhất. Thanh khoản thị trường tăng mạnh khiến chất lượng thanh khoản của từng cổ phiếu cũng cải thiện rõ rệt. 38 công ty được ghi nhận có thanh khoản bình quân phiên trên 1 triệu USD trong năm 2014. FLC duy trì vị trí quán quân với 6,73 triệu USD/phiên, theo sau là những cổ phiếu có tên tuổi như SSI giao dịch 5,1 triệu USD, PVS giao dịch 4,8 triệu USD, HAG giao dịch 4,1 triệu USD. Trong danh sách thanh khoản cao còn xuất hiện nhiều gương mặt mới như KLF, FIT, VHG, cùng với FLC đã là tâm điểm thu hút dòng tiền trong tháng 11. Chính những cổ phiếu này châm ngòi cho hoạt động điều chỉnh margin của các Công ty chứng khoán và ảnh hưởng không nhỏ đến tâm lý và xu hướng của thị trường trong những tháng cuối năm.



3. Giá trị Giao Dịch Nước Ngoài

Dòng vốn ngoại mua ròng 3.794 tỷ, giảm 44,4% so với năm 2013, Dòng tiền ngoại đổ mạnh vào thị trường Việt Nam trong 7 tháng đầu năm và đạt mức đỉnh 7.288 tỷ, tăng 79,3% so với cùng kỳ 2013. Tuy nhiên thông tin FED sớm cắt QE3 và có khả năng tăng lãi suất đã khiến dòng vốn rút mạnh ra khỏi thị trường. Xu hướng này đi ngược với hoạt động đẩy mạnh mua ròng của khối ngoại vào cuối năm 2013. Không chỉ ở thị trường Việt Nam, hoạt động rút vốn cũng được ghi nhận ở nhiều quốc gia trên thế giới. Hoạt động rút vốn của khối ngoại là một trong những nguyên nhân chỉ số chứng khoán không duy trì được đà tăng điểm trong 8 tháng đầu năm. Vậy là sau 3 năm có dòng vốn ngoại tăng trưởng dương liên tiếp, dòng vốn ngoại đã tăng trưởng âm trong năm 2014.

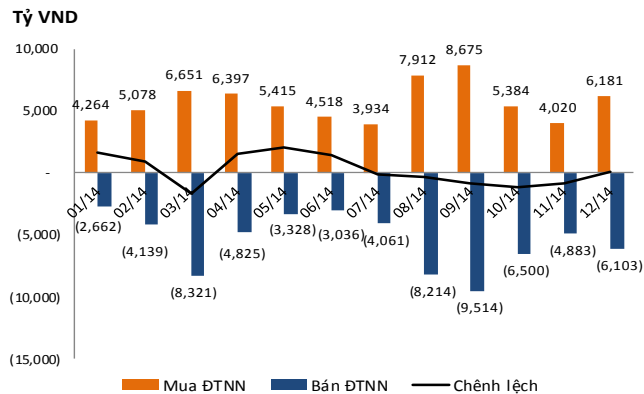
Đồ thị 37: GTGD ròng khối ngoại 2010-2014



Nguồn: Bloomberg, BSC

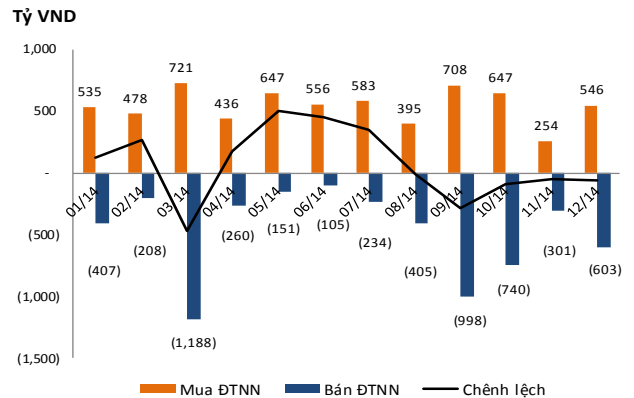
Trong 3 năm gần đây, khối ngoại thường đẩy mạnh mua vào trong khoảng thời gian từ tháng 1 đến tháng 3. Điều này tiếp tục diễn ra trong năm 2014 khi khối ngoại duy trì đà mua mạnh trong 2 quý đầu năm (ngoại trừ tháng 3 do ảnh hưởng của đợt cắt giảm QE3). Họ bắt đầu bán ròng kể từ tháng 7 đến hết năm với quy mô giảm dần.

Đồ thị 38: Diễn biến giao dịch khối ĐTNN trên HSX



Nguồn: Bloomberg, BSC

Đồ thị 39: Diễn biến giao dịch khối ĐTNN trên HNX

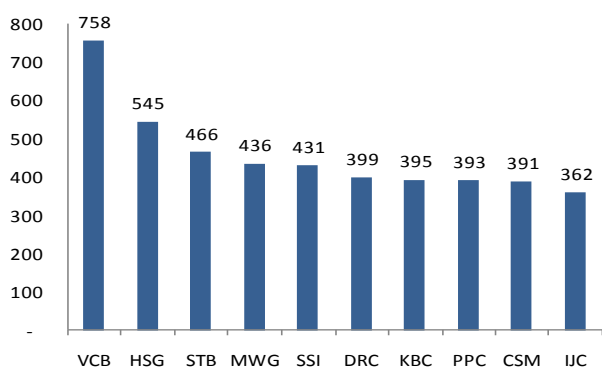


Nguồn: Bloomberg, BSC

Dòng vốn ngoại tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt và định hướng thị trường trong năm 2014. Diễn biến thị trường chỉ đi ngược với hoạt động của khối ngoại tại thời điểm tháng 7 và tháng 8. Tại thời điểm này, dòng vốn nội chủ động dẫn dắt dòng tiền ở nhóm cổ phiếu dầu khí vào tạo đỉnh của các chỉ số, trước khi giảm trở lại trước sức ép bán mạnh của khối ngoại. Dòng vốn ngoại tiếp tục giữ vai trò quan trọng đến diễn biến của thị trường trong năm 2014.

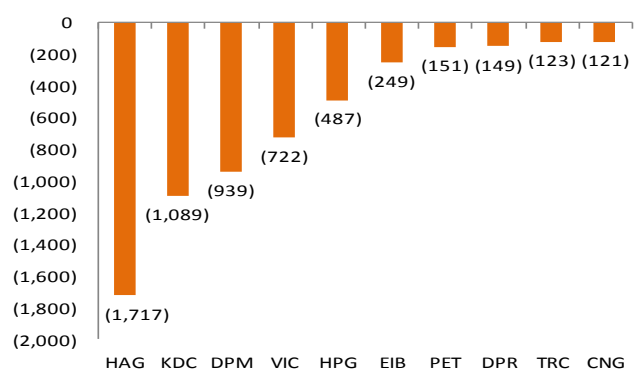
Cổ phiếu tài chính ngân hàng được khối ngoại mua vào, ngược lại họ bán ra các cổ phiếu có chiến lược kinh doanh không rõ ràng.

Đồ thị 40: Top 10 cổ phiếu mua ròng của ĐTNN



Nguồn: Bloomberg, BSC

Đồ thị 41: Top 10 cổ phiếu bán ròng của ĐTNN



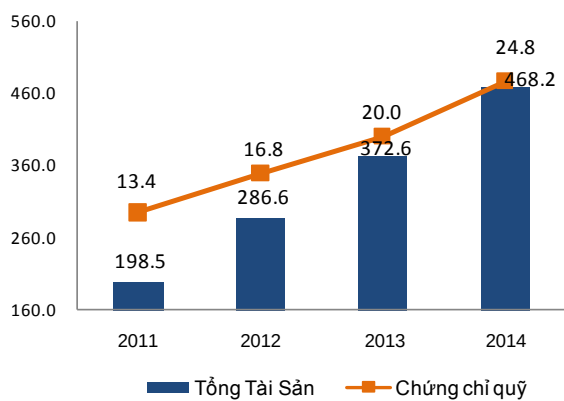
Nguồn: Bloomberg, BSC

Điều khá ngạc nhiên là vốn ngoại đã đẩy mạnh mua vào ở 2 cổ phiếu ngân hàng có KQKD khả quan như VCB (758 tỷ), STB (466 tỷ), BID (251 tỷ) và bán ra ngân hàng có KQKD không khả quan EIB (249 tỷ). Ngược lại khối ngoại bán mạnh ở những Công ty có chiến lược kinh doanh chưa rõ ràng như HAG (1.717 tỷ) hoặc thay đổi ngành nghề cốt lõi như với trường hợp KDC (1.089 tỷ).

4. Giá trị Giao Dịch Quỹ ETF

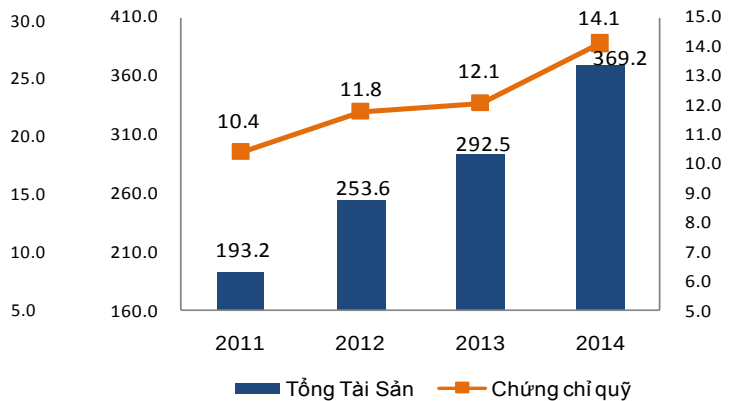
Các quỹ ETF hoạt động tích cực mua ròng 2.633 tỷ, chiếm tỷ lệ cao 69% tổng giá trị mua ròng khối ngoại. Tham gia thị trường có 3 quỹ ETF gồm Vietnam Market Vector (VNM), DB x-trackers FTSE Vietnam (FTSE VN) và iShare MSCI frontier 100 ETF (tỷ trọng đầu tư CK ở thị trường VN khoảng 3,4%). Quy mô 3 quỹ ETF tại thời điểm 31/12 đạt khoảng 858 triệu USD. Hoạt động giao dịch của các ETF ảnh hưởng rất mạnh đến thị trường do quy mô quỹ tăng giảm nhanh chóng, và ảnh hưởng của các kỳ rà soát danh mục. Các ETF duy trì xu hướng phát hành thêm và mua ròng trong 9 tháng đầu năm, và bán giảm quy mô vào 3 tháng cuối năm.

Đồ thị 42: Tổng TS và chứng chỉ quỹ VNM



Nguồn: Bloomberg, BSC

Đồ thị 43: Tổng TS và chứng chỉ quỹ FTSE VN



Nguồn: Bloomberg, BSC

Ở thị trường Việt Nam, các ETF thường huy động vốn tốt ở quý I, và chiếm tỷ trọng lớn trong hoạt động mua vào của khối ngoại. Những năm gần đây hoạt động mua vào của các ETF đóng vai trò quan trọng đến xu hướng thị trường ở những tháng đầu năm.

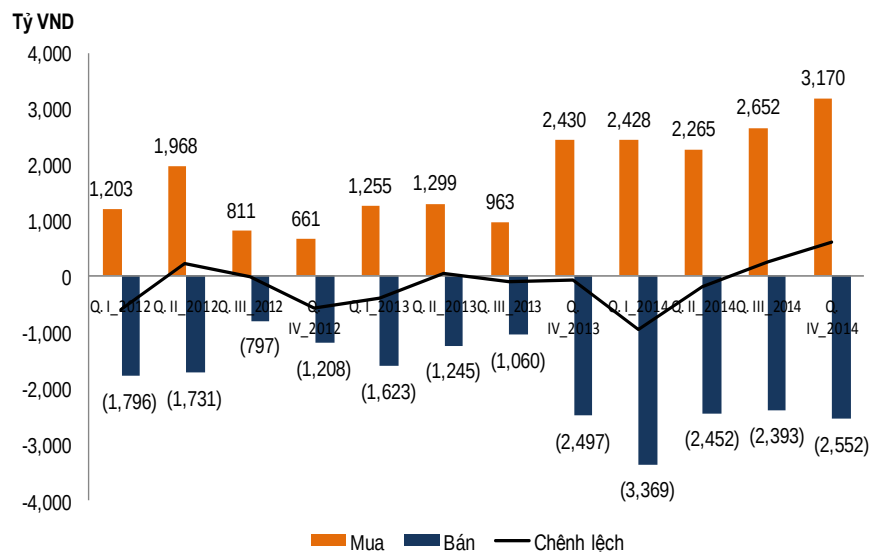
2 ETF VNM và FTSE VN đều có mức tăng trưởng quy mô chứng chỉ quỹ phát hành lần lượt 24.8% tương đương mua ròng 1.526 tỷ và 16,8% tương đương mua ròng 1.106 tỷ trong năm 2014. Đây cũng là 6 năm liên tiếp 2 ETFs có sự tăng trưởng về quy mô chứng chỉ quỹ đồng nghĩa việc các quỹ vẫn thu hút được vốn của nhà đầu tư. Quy mô tổng tài sản cũng tăng trong 3 năm, và vượt quá mức tăng quy mô của chứng chỉ quỹ cũng cho thấy mặt bằng giá chứng chỉ quỹ ổn định và chất lượng quỹ cũng có sự cải thiện. Tổng tài sản và quy mô chứng chỉ quỹ cùng tăng trong 2 năm gần đây cho thấy ETFs vẫn hấp dẫn nhà đầu tư, tuy nhiên mô quỹ không thể tăng mạnh do những hạn chế thu hút dòng tiền và không có

nhiều lựa chọn cổ phiếu ở thị trường Việt Nam do nhiều cổ phiếu đạt tiêu chí mua vào đều đã hết room cho NĐT nước ngoài. Do vậy, Quy định mở room cho nhà đầu tư nước ngoài được thông qua sẽ là bước ngoặt quan trọng mở rộng cơ hội đầu tư của khối ngoại nói chung và ETFs riêng vào thị trường Việt Nam.

5. Giá trị Giao Dịch Tự Doanh

Khối tự doanh của các Công ty chứng khoán đẩy mạnh hoạt động trading nhưng vẫn bán ròng 251 tỷ, quy mô mua bán của khối tự doanh các công ty chứng khoán đạt khoảng 21.281 tỷ, tăng 72% so với năm 2013, đây cũng là 2 năm tăng trưởng quy mô giao dịch liên tiếp của khối tự doanh. Thị trường biến động tăng giảm mạnh, thanh khoản tốt khiến nhu cầu giao dịch ngắn hạn gia tăng. Dù vậy, hoạt động bán ròng vẫn chi phối do các công ty chứng khoán vẫn đang trong quá trình cơ cấu danh mục. Khối này bán ròng 7/12 tháng, và có mức bán ròng cả năm 251 tỷ đồng. Trong năm 2014, hoạt động đầu tư ngắn hạn của khối tự doanh tập trung trong tháng 2, tháng 3, tháng 9, tháng 12, giảm mạnh quy mô từ tháng 5 đến tháng 8. Khối tự doanh đặc biệt đẩy mạnh giao dịch trong tháng 12 và có tháng mua ròng mạnh nhất trong năm với 350 tỷ. Hoạt động mua ròng đẩy mạnh khi mặt bằng giá giảm sâu và nhằm đón đầu thị trường trong năm 2015.

Đồ thị 44: Giao dịch tự doanh các CTCK trong năm 2012-2014



Nguồn: CafeF, BSC

III. ĐÁNH GIÁ CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TTCK NĂM 2014

1. Yếu tố Vĩ mô và các nhân tố ảnh hưởng

Kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định và có chuyển biến rõ nét đã có tác động khá tích cực lên thị trường. Tuy nhiên những yếu tố ảnh hưởng mạnh lên thị trường lại từ các nhân tố bên ngoài như sự kiện Biển Đông, FED cắt giảm và dừng QE3, giá dầu giảm mạnh và các thông tin trong nước như xử Bầu Kiên, Luật nhà ở sửa đổi và Thông tư 36. Những yếu tố ảnh hưởng tác động đến thị trường có thể nhóm thành 3 nhóm chính gồm: Thông tin vĩ mô (CPI, PMI, GDP), thông tin chính sách (Hạ lãi suất, Thông tư 36, gói tín dụng ưu đãi 30 nghìn tỷ, Xét xử Bầu Kiên, Luật đất đai và nhà ở sửa đổi) và thông tin quốc tế (chủ yếu từ Hoa Kỳ về cắt QE3 và khả năng tăng lãi suất, giàn khoan HD981, và Biến động giá dầu).

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	Hạ lãi suất	Mạnh
	Thông tư 36	Rất Mạnh
	Gói tín dụng 30 nghìn tỷ	Yếu
	Xét xử các vụ án lớn	Rất Mạnh
	Luật đất đai và nhà ở sửa đổi	Mạnh
Thông tin quốc tế	Cắt giảm QE3	Mạnh
	Biến động giá dầu	Rất Mạnh
	Thông tin FED tăng lãi suất	Mạnh
	Giàn khoan HD981	Rất Mạnh

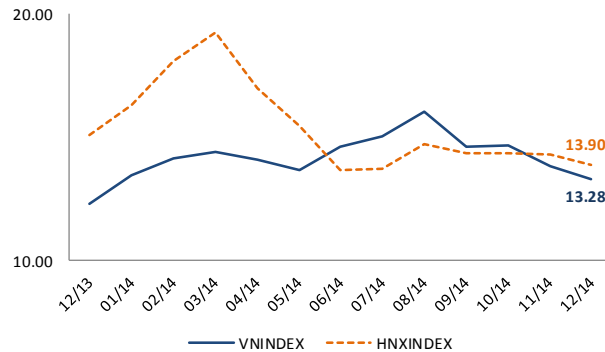
Nhìn chung, diễn biến thị trường vẫn phản ứng khá mạnh với thông tin Biển Đông, cắt giảm QE3, giá dầu giảm mạnh và TT36, phản ứng trung bình/yếu với GDP, CPI, VAMC và PMI. Khối ngoại phản ứng mạnh với thông tin cắt giảm QE3 và khả năng tăng lãi suất của FED. Thông tin về sự kiện giàn khoan HD981 có sức ảnh hưởng lớn nhất trong 6 tháng đầu năm. Nhóm cổ phiếu dầu khí lao dốc do giá dầu giảm mạnh và TT36 là tâm điểm ảnh hưởng thị trường vào 6 tháng cuối năm.

2. Yếu tố P/E

P/E của VN-Index và HNX-Index lần lượt 13,28 và 13,9, đang ở mức hấp dẫn so với các nước trong khu vực. P/E của VN-Index đã tăng 5,3% trong khi HNX-Index giảm 7,9% so với P/E cùng kỳ năm 2013. Mặt bằng P/E VN-Index tăng lên chủ yếu do mặt bằng giá tăng thêm 8,2% và

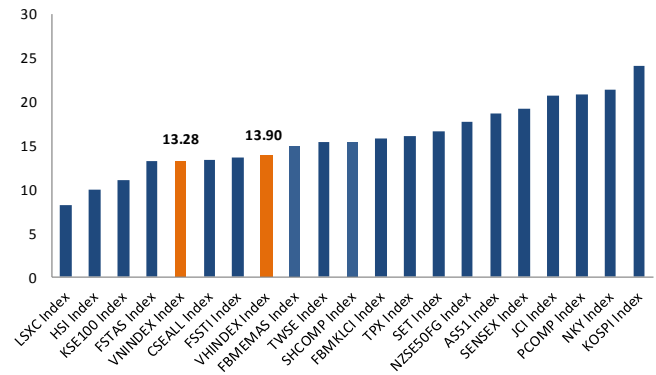
kết quả kinh doanh cũng chưa có sự cải thiện rõ rệt do chưa cập nhật KQKD quý IV.

Đồ thị 45: Diễn biến chỉ số P/E 2 sàn



Nguồn: Bloomberg, BSC

Đồ thị 46: Chỉ số P/E của Việt Nam so với các nước trong khu vực



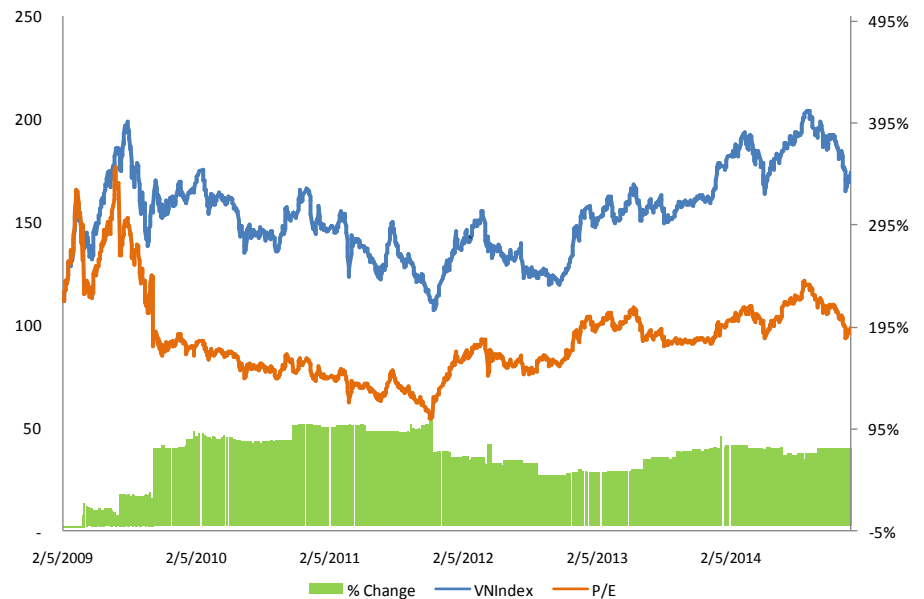
Nguồn: Bloomberg, BSC

Ngược lại, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết trên HNX-Index đã có sự chuyển biến rõ rệt trong năm 2014, bất chấp chỉ số tăng 22,3%, P/E lại có mức giảm 7,9%. P/E của 2 chỉ số hiện tại vẫn đang khá hợp lý so với mặt bằng P/E của các nước khu vực. Hiện tại, VN-Index đứng vị trí rẻ thứ 5, giữ nguyên vị trí so với năm 2013, trong khi HNX-Index cải thiện vị trí từ thứ 10 lên thứ 8 trong số 20 chỉ số chứng khoán các nước khu vực.

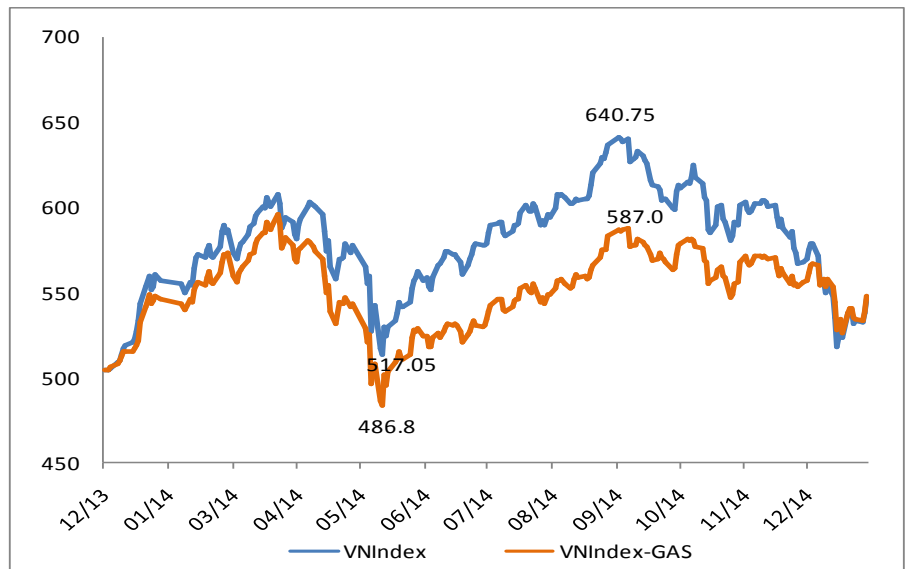
P/E các chỉ số ở mức thấp nhất trong năm, và đang hấp dẫn so quá khứ trong mối tương quan về thu nhập,

P/E VN-Index đang rẻ nhất còn HNXIndex đang rẻ thứ 3 theo đơn vị tháng trong năm 2014. Mặt khác, khoảng cách giữa đường giá và đường P/E ở mức 76,3% so với mức 76,2% cùng kỳ năm trước. Nếu so với mức bình quân 67% từ 2008 đến nay, thì mức chênh lệch giữa giá và thu nhập ở mức 76,3% vẫn đang cho thấy mặt bằng giá cổ phiếu ở hợp lý và khá an toàn cho hoạt động đầu tư.

Đồ thị 47: Tương quan giữa VN-Index và chỉ số P/E



Ảnh hưởng của nhóm CP dầu khí lên VN-Index là rất lớn. Nhóm này chiếm gần 24% Vốn hóa VN-Index, đặc biệt cổ phiếu GAS biến động mạnh đã bóp méo VN-Index từ thời điểm tháng 5 đến tháng 11. Nếu loại bỏ GAS khỏi VN-Index, diễn biến của VN-Index và HNX-Index khá tương đồng khi 2 chỉ số đều chưa vượt được đỉnh của tháng 3/2014.



IV. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2015

1. Các yếu tố tác động thị trường chứng khoán

1.1. Tác động tích cực

Kinh tế vĩ mô ổn định, hầu hết các chỉ tiêu đạt và vượt so với kế hoạch, nền kinh tế đang vận động theo quỹ đạo tăng trưởng là lực

đỡ quan trọng cho thị trường chứng khoán trong những năm tiếp theo. Kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định và tăng trưởng tốt nhờ thực hiện các chính sách điều hành đúng hướng, đồng bộ trong nước và sự thuận lợi của mặt bằng giá cả hàng hóa thế giới. Cụ thể: GDP ước tính tăng vượt dự kiến đạt 5,98%, sản xuất công nghiệp tăng mạnh, lạm phát duy trì ở mức thấp, tỷ giá ổn định, dự trữ ngoại hối tăng, tổng mức bán lẻ cải thiện, đầu tư FDI giải ngân vẫn tăng khá và mặt bằng lãi suất tiếp tục giảm. Năm 2014 đã được đánh giá rất thành công và xứng đáng là năm “bản lề” để kéo nền kinh tế vào quỹ đạo tăng trưởng cao như giai đoạn từ 2001-2007. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng những năm tiếp theo sẽ phụ thuộc khá nhiều vào tốc độ tái cơ cấu nền kinh tế, cơ cấu Doanh nghiệp nhà nước và giải quyết nợ xấu. GDP được Chính phủ đặt mục tiêu 6,2% (dự báo đạt khoảng 6%-6,2%) đây là cơ sở quan trọng nhận định thị trường chứng khoán có sự tăng trưởng và giao dịch sôi động trong năm 2015.

Cùng với lãi suất duy trì ở mức thấp, giá dầu giảm mạnh trên 50% sẽ tác động tích cực lên kết quả kinh doanh nhiều công ty niêm yết, mở ra nhiều cơ hội mới trong năm 2015. Giá dầu giảm cũng kéo theo nhiều loại hàng hóa, nguyên liệu phụ liệu trên thế giới giảm. Chi phí sản xuất giảm tạo điều kiện cho các Doanh nghiệp cải thiện kết quả kinh doanh. Quá trình này cũng sẽ làm hồi sinh nhiều ngành phục hồi chậm hơn so với diễn biến thị trường như Vận tải, tác động rõ rệt với những ngành sử dụng sản phẩm có nguồn gốc từ dầu mỏ và gas mang lại những cơ hội mới cho thị trường. Mặt bằng giá của thị trường có điều kiện được đẩy lên trong năm 2015.

Những giải pháp cho TTCK: Các giải pháp phát triển thị trường tiếp tục được các cơ quan chức năng thực hiện. Trong số các giải pháp thực thi, các giải pháp tiêu biểu gồm có:

- Chính sách hỗ trợ thị trường: (1) Quyết định số 51/2014/QĐ-TTg quy định DN cổ phần hóa sau 90 ngày phải đăng ký công ty đại chúng, trường hợp đáp ứng điều kiện niêm yết phải niêm yết trên các Sở GDGD trong thời hạn 1 năm. Bên cạnh đó quyết định cũng quy định rõ việc thoái vốn dưới mệnh giá. Quyết định này sẽ đẩy mạnh quá trình cổ phần hóa và niêm yết góp phần tăng lượng hàng và thanh khoản cho thị trường. (2) UBCK đẩy mạnh cơ cấu CTCK nhằm lành mạnh hóa thị trường khi triển khai các chỉ tiêu an toàn tài chính, đánh giá xếp loại dựa trên quy chế Camel; đã chấm dứt, đình chỉ, giải thể, và hợp nhất giảm đi 20 công ty chứng khoán. (3) Triển khai các giải pháp nâng TTCK Việt Nam từ thị trường biên lên thị trường mới nổi theo bảng tiêu chí của MSCI.

Trong số các giải pháp của cơ quan chức năng, thông tin mở room cho nhà đầu tư nước ngoài được mong chờ nhất, và cũng là nút thắt của thị trường trong việc thu hút thêm nhiều dòng vốn ngoại, giải phóng nguồn lực trong nước, hỗ trợ quá trình cổ phần hóa. Việc tăng room cũng làm tăng lực cầu cân bằng với áp lực niêm yết mới và phát hành của các công ty trên sàn, giúp thị trường tăng trưởng ổn định.

- Các sản phẩm phát triển cơ sở hạ tầng thị trường chứng khoán: 1. Triển khai sản phẩm ETF (E1VFN30 niêm yết HSX mô phỏng chỉ số VN30, và 1 quỹ mô phỏng HNX30 sẽ được niêm yết đầu năm tới); 2. Đề án xây dựng và phát triển TTCK phái sinh đã được TTCP phê duyệt tại quyết định 366 ngày 11/3/2014, đang được BTC hoàn thiện dự Nghị định và trình Chính phủ trong tháng 12, đây là những cơ sở cho việc hình thành TT phái sinh dự kiến trong năm 2016. 3. Nghiên cứu sản phẩm quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ hưu trí bổ sung.

Dù vậy, những giải pháp trên vẫn chưa đáp ứng được mong mỏi của NĐT trong nước và nước ngoài. Quy định được thị trường trông đợi nhất trong năm 2014 là mở room cho nhà đầu tư nước ngoài, đã không thành hiện thực cho dù đã được cơ quan chức năng nhắc nhiều lần trong gần 2 năm gần đây. Theo đại diện UBCKNN, cơ quan nay đang trình Bộ tài chính về việc nâng tỷ lệ sở hữu của NĐTNN trong một số ngành từ 49% lên 60% và theo kế hoạch sẽ trình Chính phủ tháng 10/2015. Cùng với các giải pháp đang được triển khai, mở room cho khối ngoại sẽ vẫn được kỳ vọng là cú hích quan trọng cho TTCK trong năm 2015.

Kỳ vọng gia nhập TPP và các hiệp định FTA: Những vòng đàm phán gần đây, những nhận định lạc quan của các bên tham gia đang cho thấy các hiệp định quan trọng như: TPP, Hiệp định liên minh thuế quan, Hiệp định song phương VN – EU đang có nhiều khả năng sớm kết thúc trong năm 2015. Nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục hội nhập sâu rộng vào khu vực và quốc tế. Đây cũng là động lực phát triển không nhỏ cho các quốc gia định hướng xuất khẩu như Việt Nam, mở ra cơ hội xuất khẩu cho nhiều ngành cũng như sẽ đẩy nhanh quá trình cải cách và cơ cấu nền kinh tế. Ký kết các hiệp định cũng sẽ có ảnh hưởng tích cực đến tâm lý nhà đầu tư và sẽ là tin hỗ trợ tích cực cho thị trường chứng khoán.

1.2. Những rủi ro và tồn tại

Ảnh hưởng thế giới: Nền kinh tế thế giới đang bay với một động cơ của kinh tế Mỹ. Sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ cũng không làm bức tranh kinh tế thế giới sáng sủa với sự trì trệ nền kinh tế Châu Âu, Nhật Bản, sự giảm tốc của khối BRIC, đứng đầu là Trung Quốc.

- **Fed có thể sẽ nâng lãi suất trong năm 2015 và gây xáo trộn dòng vốn quốc tế:** Nền kinh tế Hoa Kỳ đang phát đi những tín hiệu phục hồi tích cực. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng GDP đạt trên 4,5% trong 2 quý liên tiếp gần đây (quý 2/2014 đạt 4,6%, quý 3/2014 đạt 5%). Bên cạnh đó, thị trường việc làm tiếp tục cải thiện khi trung bình số đơn xin trợ cấp thất nghiệp của Mỹ năm 2014 xuống thấp nhất 14 năm ở 308.500 đơn. Tỷ lệ thất nghiệp liên tục giảm, hiện ở

mức 7,3%. Chỉ số niềm tin tiêu dùng ghi nhận 2014 là năm tăng điểm mạnh nhất trong vòng 7 năm qua (đạt đỉnh 43,1 vào tuần 15–21/12/2014). Trước những tín hiệu tích cực này, Fed đứng trước khả năng nâng lãi suất cơ bản trong năm 2015, điều đó sẽ gây áp lực cho các nhà đầu tư nước ngoài chuyển hướng dòng tiền đầu tư khi chi phí vốn bắt đầu tăng lên.

- **Các đầu tàu kinh tế khác như EU, Nhật Bản, Trung Quốc đang khá trì trệ, ảnh hưởng tiềm năng tăng trưởng thế giới.** Khu vực đồng tiền chung Euro đang phải đối mặt với tình trạng tỷ lệ tăng trưởng thấp (sẽ chỉ đạt tối đa 1,1% năm 2015 - theo dự báo của Ủy ban Châu Âu) đi kèm với lạm phát rất thấp, chỉ khoảng 0,5%. Ba nền kinh tế chủ chốt của khối này (Đức, Pháp và Ý) gần như vẫn dậm chân tại chỗ khiến tình hình kinh tế chung của khối chưa thể khởi sắc. Tình hình cũng không sáng sủa với Nhật Bản, sau những thành công bước đầu với các gói kích thích và nới lỏng tiền tệ nguy cơ về khả năng rơi vào khủng hoảng nghiêm trọng đã xuất hiện. Nợ công tăng cao gấp 2,5 lần GDP, đồng yên mất giá hơn 20% so đầu năm làm suy yếu cầu nội địa là những vấn đề chính sách Abenomics phải tiếp tục phải đương đầu trong năm 2015. Bức tranh kinh tế sáng sủa hơn với Trung Quốc khi quốc gia này vẫn giữ được mức tăng trưởng khoảng 7,8%. Dù vậy đây là mức giảm tốc so với giai đoạn tăng trưởng cao 2009 – 2011. Sự suy yếu của các khu vực kinh tế chủ chốt khác sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng thế giới, và cũng ảnh hưởng đến nền Kinh tế Việt Nam do đây là những thị trường xuất khẩu chủ chốt trong nhiều năm qua.

Ngoài ra, những biến động chính trị thế giới vẫn đang diễn biến phức tạp và tiềm ẩn các nguy cơ khó lường. Nga có thể sẽ tiếp tục đối mặt với lệnh cấm vận từ Mỹ và Phương Tây vì vấn đề Ukraine; bất ổn trên biển Đông sẽ tiếp tục còn tồn tại do sự thiếu tôn trọng và thiếu hợp tác từ Trung Quốc; quan hệ giữa Mỹ và các quốc gia sản xuất vũ khí hạt nhân như Iran và Triều Tiên vẫn còn nhiều bất đồng,... là những sự kiện còn dang dở trong năm 2014 và được cho là sẽ tiếp tục biến động trong năm 2015, ảnh hưởng đến toàn cục chính trị và tiềm ẩn các nguy cơ khó lường với an ninh thế giới cũng như kinh tế thế giới trong năm 2015.

Rủi ro chính sách từ Thông Tư 36: TT36 đặt ra các quy định liên quan trực tiếp đến sở hữu, đầu tư cổ phiếu và sẽ có tác động khá lớn đến thị trường chứng khoán (TTCK), cụ thể như sau:

- **Quy định tổng mức dư nợ cấp tín dụng của ngân hàng để đầu tư kinh doanh cổ phiếu không được vượt quá 5% vốn điều lệ**

của ngân hàng sẽ có tác động lớn đến hoạt động chung của thị trường và nhiều CTCK: Theo NHNN, tỷ lệ cho vay đầu tư chứng khoán vẫn ở mức thấp hơn 5% Vốn điều lệ toàn hệ thống. Nhưng theo nghiên cứu không đầy đủ của chúng tôi thì các định chế lớn đều đã chạm hạn mức tối đa. Bên cạnh đó, nhiều công ty chứng khoán có mức margin và tỷ lệ sử dụng đòn bẩy khá cao. Với quy định này của TT36, đối tượng chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất là các CTCK vay vốn từ các ngân hàng vốn điều lệ thấp, song đây lại là cơ hội cho các CTCK có khả năng tài chính tốt, không bị lệ thuộc hoàn toàn vào dư nợ từ ngân hàng.

- **Quy định giảm trọng số rủi ro của đầu tư chứng khoán từ 250% về 150%:** NHNN đang nhắm đến việc định hướng lại dòng tín dụng. Một mặt hạn chế hơn trước dòng vốn tín dụng chảy quá mạnh vào hoạt động đầu tư chứng khoán có tính rủi ro cao với tỷ lệ quy định cứng 5% vốn điều lệ, mặt khác sẽ khuyến khích các ngân hàng chưa sử dụng hết hạn mức. Quá trình này sẽ khiến hoạt động margin bị xáo trộn, thanh khoản của những cổ phiếu có tỷ lệ margin cao cũng như của thị trường chung vì thế sẽ bị biến động.
- **Quy định tín dụng cho đầu tư cổ phiếu không được đảm bảo bằng chính cổ phiếu đó tương đối quan trọng và cũng có thể thu hẹp hoạt động margin:** Quy định này chủ yếu nhắm đến việc hạn chế hoạt động repo và sở hữu chéo tại các ngân hàng. Tuy nhiên, hoạt động cho vay mua cổ phiếu margin thực chất cũng yêu cầu phần đảm bảo bằng chính giá trị của cổ phiếu đó trên thị trường. Do vậy, về mặt hạch toán, cân đối sổ sách của các CTCK có thể gặp trở ngại.

Như vậy, có thể thấy, những quy định trong TT36 có tác dụng nắn lại dòng tín dụng, giúp hạn chế dòng vốn tăng trưởng quá nóng khiến TTCK tăng trưởng không đúng giá trị thật của mình. Với việc lượng margin và tỷ lệ đòn bẩy đang ở mức cao, sự ra đời của thông tư 36 - một thông điệp mạnh mẽ trong việc đảm bảo sự an toàn vốn trong đầu tư – khiến thị trường phải hứng chịu những phiên giảm điểm mạnh như một sự sắp xếp lại dòng vốn đầu tư nhằm đảm bảo các quy định về tỷ lệ an toàn. Sự ra đời của TT36 sẽ khiến dòng tiền vào thị trường bị thu hẹp, cũng sẽ gây khó khăn cho tiến trình đẩy mạnh cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước trong năm tới. Thông tư 36 có hiệu lực từ 1/2/2015 vì vậy vẫn có sự ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Chính vì thế, Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán Việt Nam (VASB) đã có ý kiến về việc xem xét lại lộ trình thực hiện thông tư 36 nhằm đảm bảo hài hòa và thúc đẩy thị trường phát triển, tránh gây những cú sốc cho thị trường.

Nhiều doanh nghiệp lớn IPO và lên niêm yết: Hiện tại, tính đến hết tháng 11/2014, mới chỉ có 115 doanh nghiệp được cổ phần hóa (CPH) so với con số 432 doanh nghiệp theo kế hoạch của Chính phủ trong giai đoạn 2014 – 2015. Con số này tuy tăng mạnh so với con số 99 doanh nghiệp được CPH của giai đoạn 2011-2013 nhưng cần phải đẩy mạnh hơn nữa mới hoàn tất kế hoạch CPH các doanh nghiệp còn lại vào cuối năm 2015. Trong số các doanh nghiệp phải CPH năm 2015, có rất nhiều "hàng khủng" của các tập đoàn, tổng công ty và cổ phần của các DNNN như Tổng công ty Hàng hải Việt Nam, Tổng công ty Đường sắt hay Tổng công ty công nghiệp tàu thủy. Cùng với đó, SCIC sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động thoái vốn các doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn trong năm 2015. Đây sẽ là cơ hội để thu hút dòng tiền từ các nhà đầu tư nước ngoài và các tổ chức cá nhân trong nước, tuy nhiên với nút thắt về room cho NĐTNN hiện tại sẽ gây áp lực cung lớn trên thị trường chứng khoán, hiệu ứng pha loãng nếu dòng tiền đối ứng không được sớm khai thông.

2. Dự báo biến động thị trường năm 2015

Kinh tế Việt Nam được đánh giá là một năm khá thành công khi đạt được hầu hết các chỉ tiêu kinh tế xã hội, tăng trưởng cao dựa trên nền tảng kinh tế vĩ mô ổn định. Kinh tế vĩ mô sẽ tiếp tục là bệ đỡ và mang lại những kỳ vọng lạc quan cho thị trường trong năm 2015.

Thứ nhất về điểm số của VN-Index.

Trên cơ sở dự báo kinh tế vĩ mô trong năm 2015, xem xét các yếu tố dòng vốn nước ngoài cùng với những biến động của nền kinh tế thế giới, dự báo kết quả doanh nghiệp, các phương pháp phân tích sự biến động như khảo sát PE từ 2006 đến 2014, ước lượng mô hình hồi quy đa biến (phụ lục), phương pháp trọng số cổ phiếu lớn và phương pháp phân tích kỹ thuật, chúng tôi xây dựng các kịch bản thị trường như sau:

Chúng tôi thiên về Kịch bản Trung bình VN-Index 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.

Các kịch bản	Nội dung	VN-Index cuối năm
Kịch bản tích cực	- Kinh tế vĩ mô chuyển biến tốt, tăng trưởng kinh tế đạt và vượt kế hoạch. Vốn FDI và thu ngân sách duy trì tốt, chính phủ có các biện pháp mạnh hỗ trợ nền kinh tế (đầu tư công và cải cách chính sách); - Đẩy mạnh cơ cấu nền kinh tế, cổ phần hóa, cơ cấu Doanh nghiệp nhà nước, cơ cấu hệ thống ngân hàng, giải quyết nợ xấu qua VAMC. Tăng đầu tư công, mở rộng tín dụng hiệu quả. - Gia nhập TPP, ký FTA với EU, Hàn Quốc, hiệp định liên minh thuế quan, Asean trong năm 2015, cải cách môi trường đầu tư, hội nhập kinh tế sâu rộng hơn; - Dòng vốn ngoại tham gia mạnh mẽ vào thị trường nhờ các giải	Khoảng 650 điểm

	pháp mở room ĐTNN, nâng cấp thị trường TTCK trên bảng MSCI, sự thành lập của quỹ mới như quỹ hưu trí, quỹ hưu trí bổ sung. Không có sự biến động quá lớn về địa chính trị và các cú sốc tài chính, hàng hóa, thương mại trên thế giới.	
Kịch bản Trung bình	- Kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định, đạt được các mục tiêu Quốc hội và Chính phủ đặt ra; Vốn FDI tiếp tục tăng; cán cân XNK, ổn định, dự trữ ngoại hối tăng; - Hội nhập kinh tế với thế giới như Hiệp định Thương mại xuyên Thái Bình Dương (TPP), Hiệp định Thương mại tự do VN – EU (VN-EU FTA) , Hiệp định Thương mại tự do VN –Nga , Hiệp định đối tác toàn diện khu vực (RCEP) ký kết nhưng chậm hơn kỳ vọng; - Tiến độ tái cơ cấu Hệ thống ngân hàng, giải quyết nợ xấu, tăng trưởng tính dưng ở mức độ vừa phải; - Dòng vốn ngoại năng động ở mức độ vừa phải, các chính sách hỗ trợ được ban hành nhưng với tiến độ chậm.	Khoảng 600 điểm
Kịch bản tiêu cực	- Nền kinh tế chững lại, đầu tư xã hội và đầu tư FDI giảm sút, lãi suất tăng, nhập siêu tăng, lạm phát quay trở lại do biến động bất lợi của thế giới; - Xử lý nợ xấu VAMC và tái cơ cấu các ngân hàng diễn ra chậm, cơ cấu nền kinh tế chậm chạp, hoạt động kinh Doanh của doanh nghiệp không cải thiện; - Không có các giải pháp mới phát triển thị trường chứng khoán; các chính sách mới tiếp tục hoãn ban hành, - Thị trường bất động sản không cải thiện; Các hiệp định thương mại tự do đình trệ - Có sự biến động lớn và bất lợi về địa chính trị thế giới và các cú sốc tài chính, hàng hóa, thương mại trên thế giới.	Khoảng 550 điểm

Thứ hai về diễn biến TTCK năm 2015.

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. Theo dõi trạng thái của các ETF gần đây, chúng tôi thấy bắt đầu thấy xuất hiện các tín hiệu tích cực cho thấy ETF đã bắt đầu giải ngân trở lại. Ở giai đoạn này, các yếu tố ảnh hưởng mạnh đến thị trường gồm:

- Thông tư 36 có hiệu lực vào 1/2/2014,
- Hoạt động mua bán, phát hành thêm của các ETF vào đầu năm.
- Các doanh nghiệp niêm yết công bố KQKD năm 2014 và họp ĐHCĐ, với trọng tâm rơi vào tháng 3 và tháng 4.
- Kỳ họp quan trọng FED diễn ra vào tháng 4/2015 đưa ra thông điệp rõ hơn về khả năng tăng lãi suất.

Dự báo thị trường sẽ tăng tốt trong 3 đến 6 tháng đầu năm. Tùy theo quyết định của FED về tăng hay giữ nguyên lãi suất và tác động hoạt

mua bán của khối ngoại thị trường sẽ quyết định đến việc thị trường tăng hay giảm điểm trong quý II. Tuy nhiên chúng tôi dự báo 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. Dự báo thị trường 6 tháng cuối năm sẽ được chúng tôi cập nhật chi tiết trong ở Báo cáo vĩ mô và TTCK 6 tháng năm 2015.

Thứ ba về nhóm cổ phiếu dẫn dắt TTCK năm 2015.

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. Giá dầu giảm mạnh làm cho hoạt động sản xuất kinh doanh có lợi và sự phân hóa về KQKD của các Doanh nghiệp cũng ngày càng rõ rệt khiến cho hoạt động đầu tư có thiên hướng tập trung vào các Doanh nghiệp cơ bản có KQKD tốt. Sức bật của DN vừa và nhỏ tốt ở giai đoạn đầu phục hồi như trong năm 2014, tuy nhiên thị trường càng phân hóa và dòng tiền càng hạn chế khiến cho các cổ phiếu này không được đánh giá cao trong năm 2015.

Bên cạnh đó mặt bằng giá các cổ phiếu cũng đã được nâng lên, khiến hoạt động đầu tư theo nhóm ngành, theo trào lưu với cổ phiếu nóng sẽ không được đánh giá cao trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng những cổ phiếu có quy mô từ vừa đến lớn sẽ có mức tăng trưởng tốt trong năm 2015.

Ngay sau báo cáo Vĩ mô và TTCK 2014, chúng tôi sẽ phát hành “**Báo cáo Triển vọng ngành 2014**”, tập trung đánh giá các ngành kinh tế có nhiều triển vọng và nhiều mã cổ phiếu đáng lưu ý cho năm 2015.

Phụ lục: Ước lượng VN-Index bằng mô hình hồi quy đa biến.

Diễn biến thị trường chứng khoán năm 2014 khá phức tạp và khó dự báo do thị trường bị ảnh hưởng mạnh bởi các yếu tố tác động từ bên ngoài. Nhằm đánh giá đầy đủ các yếu tố ảnh hưởng đến điểm số dự báo của thị trường trong năm 2015, chúng tôi ước lượng VN-Index bằng mô hình hồi quy đa biến.

Thông qua việc ước lượng mô hình hồi quy đa biến, chúng tôi tìm thấy được sự tương quan giữa VN-Index với các biến kinh tế vĩ mô. Trên cơ sở nghiên cứu các tác động từ các yếu tố kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước, mô hình cũng cung cấp những dự đoán về VN-Index trong một khoảng thời gian ngắn sau đó. Kết quả còn nhiều hạn chế nhưng cũng giúp chúng tôi có thêm hướng tiếp cận và đánh giá biến động của thị trường chứng khoán.

Cơ sở dữ liệu: Chúng tôi sử dụng trong mô hình là các biến kinh tế vĩ mô, bao gồm:

- Chỉ số sản lượng sản xuất công nghiệp
- Chỉ số CPI
- Doanh số bán lẻ
- Giá dầu thế giới
- Giá vàng thế giới
- Các kim ngạch xuất khẩu
- Kim ngạch nhập khẩu
- Lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài
- Các mức lãi suất
- Chỉ số CDS Việt Nam

Thời gian nghiên cứu mô hình: dữ liệu kéo dài tối thiểu 7 năm nhằm có đủ lượng dữ liệu cần thiết để xây dựng mô hình.

Xử lý dữ liệu: Sau khi thu thập đủ số liệu, chúng tôi lọc bộ số liệu, thực hiện kiểm định các yêu cầu cần thiết, đồng thời thực hiện ước lượng mô hình hồi quy đa biến.

Kết quả dự báo: Đối với chuỗi số liệu kéo dài tới 10/2014, các kết quả được chúng tôi ước lượng cung cấp xu hướng vận động tương đối của chỉ số trong năm 2014. Các dự đoán khác cũng cung cấp khả năng biến động của VN-Index trong 6 tháng đầu năm 2015, cụ thể như sau:

Forecast		2014m11 2015m6		
	VN-Index		VNI_F	
2014M10	600.84		600.84	
2014M11	566.58	-5.70%	564.0044	-6.13%
2014M12	545.63	-3.70%	562.4732	-0.27%
2015M01			577.1197	2.60%
2015M02			575.9272	-0.21%
2015M03			582.1534	1.08%
2015M04			621.1105	6.69%
2015M05			630.0403	1.44%
2015M06			624.9956	-0.80%

Theo mô hình trên, chúng tôi dự đoán VN-Index có khả năng tăng nhẹ trong 6 tháng đầu năm với mức điểm dự báo nằm trong khoảng từ 575 – 630 điểm.

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 Việt Nam. 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

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Bùi Nguyên Khoa
Trưởng nhóm Vĩ Mô và TTCK
khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Nam Tùng
tungdn@bsc.com.vn

Nguyễn Quốc Trường
truongnq@bsc.com.vn

Lê Thị Hải Đường
Trưởng phòng TVĐT Hội sở
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Việt
Trưởng nhóm Vĩ Mô
vietnh@bsc.com.vn

Vũ Thanh Phong
phongvt@bsc.com.vn

Trần Thăng Long
Trưởng Phòng Phân tích
Tel: 0439352722 (118)
longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC.).

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp 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.