

BSC RESEARCH*Trưởng phòng***Trần Thăng Long**
longtt@bsc.com.vn*Nhóm thực hiện***Nguyễn Hoàng Việt**
vietnh@bsc.com.vn**Vũ Thanh Phong**
phongvt@bsc.com.vn**Mục lục**

- I. Diễn biến TTCK Trung Quốc
- II. Nguyên nhân
- III. Biện pháp của Chính phủ Trung Quốc
- IV. Hậu quả
- V. Bài học đối với Việt Nam

Báo cáo này chỉ là nguồn thông tin tham khảo. Vui lòng đọc kỹ phần Khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TRUNG QUỐC

Tóm tắt

Diễn biến: Sau một thời kỳ dài gần 7 năm đi ngang và tích lũy, thị trường chứng khoán Trung Quốc đã chứng kiến một đợt sóng tăng cực kỳ mạnh mẽ bắt đầu từ tháng 6/2014 và kéo dài liên tục đến nửa đầu năm 2015. Cụ thể, các chỉ số Shanghai Composite Index và Shenzhen Composite Index đã tăng tới 190%. Tuy nhiên, đà tăng điểm kéo dài suốt 1 năm qua đã xuất hiện những dấu hiệu đảo vỡ đầu tiên khi TTCK Trung Quốc quay đầu sụt giảm mạnh kể từ ngày 15/06/2015 với tổng mức giảm lên tới trên 30%. Quy mô bong bóng này chúng tôi đánh giá có thể so sánh với các bong bóng TTCK lớn trong lịch sử, hậu quả sau đó có thể kéo dài.

Nguyên nhân tăng trưởng bong bóng: Kể từ cuối năm 2014, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) liên tiếp giảm lãi suất và giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Lãi suất cho vay chủ chốt giảm 04 lần kể từ 11/2014 xuống còn 4,85%; lãi suất tiền gửi chủ chốt xuống mức 2%. Bên cạnh đó, giá vàng, giá bất động sản giảm và lãi suất tiền gửi ngân hàng ở mức thấp khiến dòng tiền trong cư dân đổ dồn sang thị trường thay thế là đầu tư cổ phiếu. Nguyên nhân đảo vỡ: (1) Chất lượng nhà đầu tư ở mức thấp do tỷ trọng NĐT tổ chức tham gia thị trường thấp, (2) Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (vay margin) ở mức cao.

Hiện tại Chính phủ Trung Quốc đã và đang ban hành rất nhiều các biện pháp hỗ trợ thị trường và nền kinh tế nhằm giúp chặn đà lao dốc của TTCK nước này, bao gồm: (1) Các biện pháp thị trường; (2) Các biện pháp kích thích kinh tế vĩ mô. Những biện pháp nêu trên chỉ có thể giúp cải thiện tâm lý ngắn hạn.

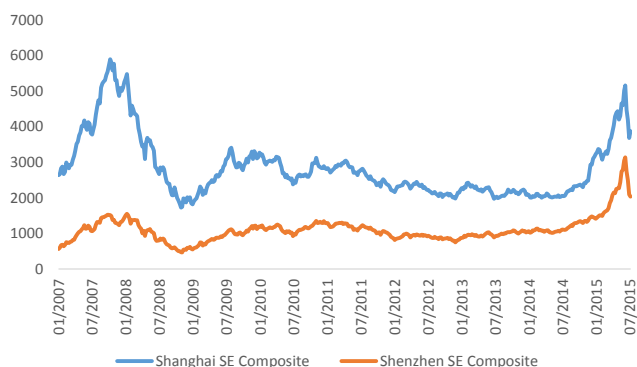
Hậu quả: Đối với Trung Quốc, thị trường chứng khoán đảo vỡ sẽ gây hiệu ứng trực tiếp tới (1) Khu vực tài chính trong GDP; (2) Hiệu ứng tài sản lên tiêu dùng; (3) Hiệu ứng lan tỏa tới thị trường bất động sản; (4) Ảnh hưởng tới niềm tin NĐT. TTCK Trung Quốc đảo vỡ là bài học giá trị cho các thị trường đang phát triển trong đó có Việt Nam. Xét ở khía cạnh tích cực, những vấn đề của TTCK Trung Quốc lại là cơ hội đối với TTCK Việt Nam khi vốn rút ra khỏi Trung Quốc sẽ chuyển dòng sang các thị trường mới. Đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đã nổi lên và gây được nhiều sự chú ý trong con mắt NĐT tổ chức, nước ngoài, hóa cổ phiếu, tăng quy mô niêm yết (gắn IPO với niêm yết), mở rộng sự tham gia của NĐT NN...

Diễn biến TTCK Trung Quốc

Sau một thời kỳ dài gần 7 năm đi ngang và tích lũy, thị trường chứng khoán Trung Quốc đã chứng kiến một đợt sóng tăng cực kỳ mạnh mẽ bắt đầu từ tháng 6/2014 và kéo dài liên tục đến nửa đầu năm 2015. Cụ thể, các chỉ số Shanghai Composite Index và Shenzhen Composite Index đã tăng tới 190%. Bên cạnh việc tăng giá, thanh khoản thị trường cũng đã tăng trưởng đột biến. Giá trị giao dịch trong phiên giai đoạn gần đây đạt gần 400 tỷ USD tăng gấp 10 lần so 12 tháng trước đó, đồng thời đã vượt qua thị trường chứng khoán Mỹ.

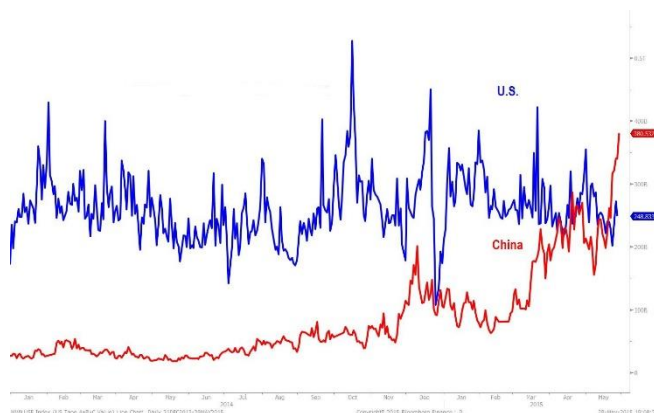
Tuy nhiên, đà tăng điểm kéo dài suốt 1 năm qua đã xuất hiện những dấu hiệu đảo võ đầu tiên khi TTCK Trung Quốc quay đầu sụt giảm mạnh kể từ ngày 15/06/2015 với tổng mức giảm lên tới trên 30%. Thị trường đã phải trải qua gần 1 tháng giảm giá liên tục trong tâm lý bán tháo của các nhà đầu tư Trung Quốc. Trong đó riêng 2 tuần đầu, Shanghai Composite Index đã liên tiếp đánh mất 18% số điểm. Mặc dù xen kẽ xuất hiện những phiên phục hồi ngắn sau những biện pháp giải cứu của chính phủ, điều này đã không giúp thị trường thoát ra khỏi xu thế downtrend khi giá cổ phiếu sau đó tiếp tục lao dốc mạnh mất thêm 16% số điểm nửa đầu tháng 7.

Diễn biến thị trường chứng khoán Trung Quốc (2007 – 2015)



Nguồn : Bloomberg

Giá trị giao dịch TTCK Trung Quốc vượt thị trường Mỹ



Nguồn : Bloomberg

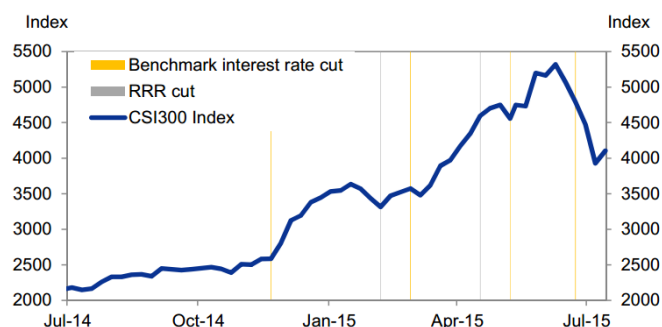
Nguyên nhân tăng trưởng bong bóng của TTCK Trung Quốc

Nguyên nhân dẫn đến tăng trưởng nóng phải kể đến các biện pháp kích thích kinh tế của Chính phủ.

Kể từ cuối năm 2014, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) liên tiếp giảm lãi suất và giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Lãi suất cho vay chủ chốt giảm 04 lần kể từ 11/2014 xuống còn 4,85%; lãi suất tiền gửi chủ chốt xuống mức 2%.

Mặc dù, mục đích của NHTW chủ yếu là để nhằm kích thích nền kinh tế Trung Quốc đang tăng trưởng chậm lại, điều này cũng tạo ra niềm tin về việc nới lỏng tiền tệ sẽ giúp giá cổ phiếu tăng nhanh. Trước đó, việc Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) hạ lãi suất và tiến hành các gói nới lỏng định lượng (QE) đã giúp các chỉ số chứng khoán Mỹ tăng mạnh từ 2011 đến hiện tại, do đó nhà đầu tư Trung Quốc cũng kỳ vọng chính sách nới lỏng tiền tệ lần này của PBOC sẽ giúp thị trường chứng khoán tiếp tục lên mạnh trong những năm tới. Diễn biến cho thấy cứ sau mỗi lần giảm lãi suất, thị trường chứng khoán Trung Quốc lại tăng điểm mạnh.

Chỉ số chứng khoán CSI300 liên tục tăng mạnh sau mỗi lần giảm lãi suất

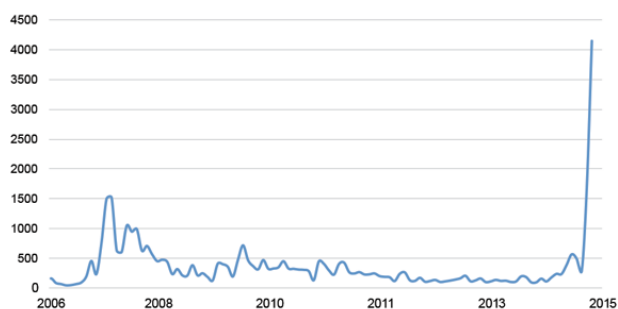


Nguồn: Goldman Sachs

Bên cạnh đó, giá vàng, giá bất động sản giảm và lãi suất tiền gửi ngân hàng ở mức thấp khiến dòng tiền trong cư dân đổ dồn sang thị trường thay thế là đầu tư cổ phiếu. Sự hấp dẫn về lợi nhuận từ xu thế tăng điểm liên tục của TTCK Trung Quốc đã khiến nhiều nhà đầu tư “đổ xô” tham gia vào thị trường, tạo thành một làn sóng đầu tư theo phong trào lan rộng trong khắp cả nước. Số liệu từ Công ty Lưu ký và Thanh toán chứng khoán Trung Quốc cho biết hiện có hơn 90 triệu người dân hiện đang tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán. Trong vòng 12 tháng tính đến hết tháng 5/2015, nước này có thêm 40 triệu tài khoản đầu tư chứng khoán mới được mở. Riêng trong tháng 6/2015, Trung Quốc đã có thêm 7 triệu nhà đầu tư chứng khoán cá nhân.

Số lượng tài khoản mở mới 2006- 2015

(1 nghìn TK)



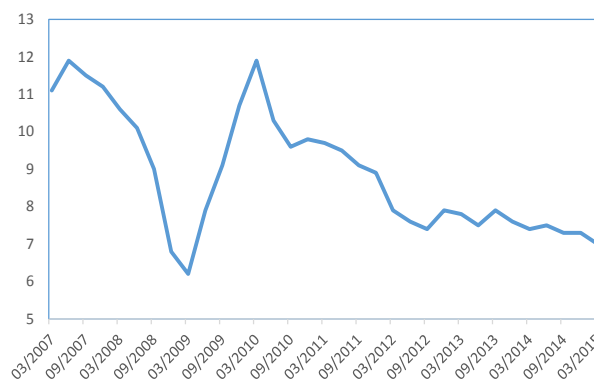
Nguồn: Bloomberg

Nguyên nhân đổ vỡ

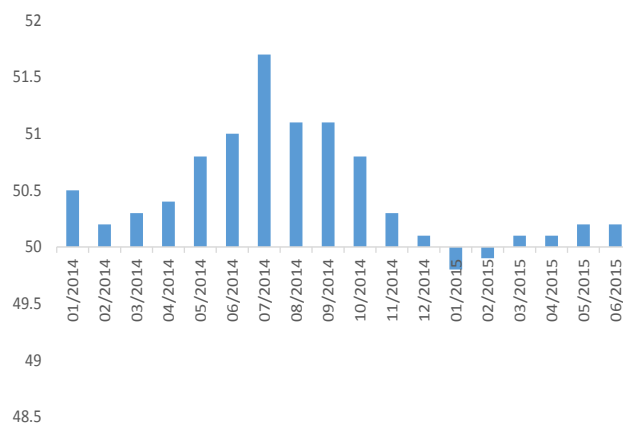
Tăng trưởng TTCK không đi kèm với tăng trưởng kinh tế. Kinh tế Trung Quốc đang nằm trong chu kỳ suy

giảm kéo dài. Tăng trưởng kinh tế chậm lại với tốc độ tăng trưởng giảm dần từ 2010. Hiện tại tăng trưởng GDP chỉ đạt 7%, bên cạnh đó, chỉ số PMI cũng liên tục giảm về sát mức 50 từ mức 55 điểm năm 2009. Giá cổ phiếu tăng không đi kèm với sự cải thiện trong kết quả kinh doanh của doanh nghiệp đã khiến chỉ số P/E thị trường bị đẩy lên quá cao. Ngay cả sau khi sụt giảm gần đây, chỉ số P/E của Shanghai Composite Index vẫn ở mức 23, trong khi đó Hang Shen Index của thị trường Hồng Kông – nơi mà nhiều trong số các công ty tương tự của Trung Quốc niêm yết chỉ ở mức 12. Chỉ số Shenzhen Composite Index, thậm chí sau khi giảm một phần ba, vẫn có chỉ số P/E trung bình là 50.

Tăng trưởng GDP sụt giảm kéo dài



PMI rơi về mức sát 50 điểm

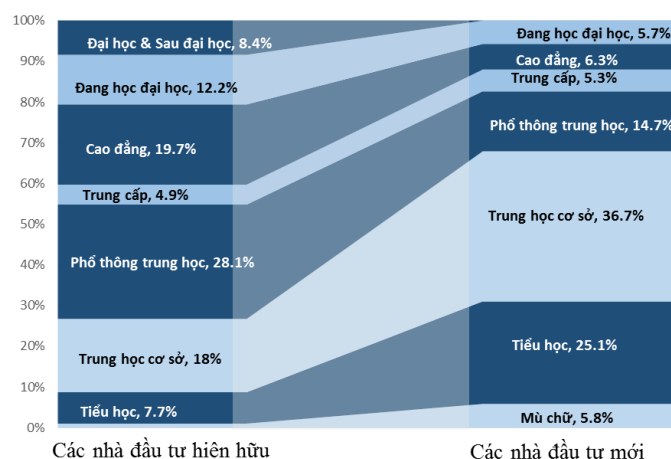


Nguồn: Bloomberg

Chất lượng nhà đầu tư ở mức thấp, tỷ trọng NĐT nhỏ lẻ tham gia thị trường cao. Số lượng tài khoản chứng khoán tăng nhanh tuy nhiên các nhà đầu tư đa số đều là nhà đầu tư cá nhân và trình độ học vấn ở mức thấp. Theo khảo sát, hơn 2/3 (68%) số nhà đầu tư mới chưa học hết phổ thông, 25% học tiểu học và gần 6% mù chữ; tỷ lệ đại học, cao đẳng chỉ chiếm 12%.

Trong khi đó, các NĐT nước ngoài rút dần ra khỏi thị trường Trung Quốc trong quá trình tăng điểm, để lại lớp NĐT cá nhân nhỏ lẻ với trình độ hiểu biết hạn chế, chạy đua theo xu hướng đầu tư phong trào.

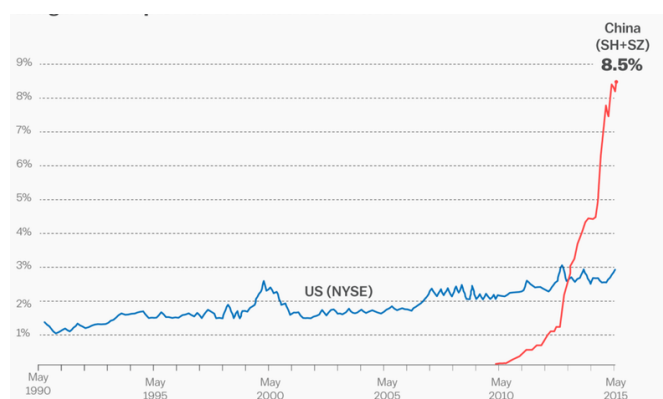
Khảo sát trình độ học vấn của NĐT Trung Quốc



Nguồn: China Household finance survey

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (vay margin) ở mức cao. Tỷ lệ vốn margin/ giá trị số cổ phiếu floating thị trường Trung Quốc đạt gần 9%, cao gấp 5 lần so với mức trung bình ở hầu hết các thị trường phát triển. Điều này đồng nghĩa với khi tâm lý đảo chiều, giá cổ phiếu sẽ sụt giảm rất nhanh do áp lực giải chấp margin rất lớn của thị trường.

Tỷ lệ vốn margin/ giá trị cổ phiếu floating



Nguồn: Bloomberg

Biện pháp hỗ trợ thị trường của Trung Quốc

Hiện tại Chính phủ Trung Quốc đã và đang ban hành rất nhiều các biện pháp hỗ trợ thị trường và nền kinh tế nhằm giúp chặn đà lao dốc của TTCK nước này, bao gồm:

• Các biện pháp thị trường :

- Cấm cổ đông lớn và lãnh đạo của công ty niêm yết bán ra cổ phiếu trong 6 tháng tới;
- Chính phủ mua vào các cổ phiếu bluechip hàng đầu
- Cam kết mua vào các cổ phiếu nhỏ
- Điều tra hoạt động bán khống...
- Cho phép các công ty trên sàn giao dịch ngưng giao dịch.
- Ngưng niêm yết cổ phiếu (IPO)

• Các biện pháp kích thích kinh tế vĩ mô :

- Hạ lãi suất: Ngày 29/06, Trung Quốc hạ lãi suất cho vay chủ chốt xuống còn 4,85%; lãi suất tiền gửi chủ chốt xuống mức 2%.
- Tăng chi tiêu công
- Phá giá đồng Nhân dân tệ
- Tung ra các gói kích thích kinh tế mini

Những biện pháp nêu trên có thể giúp cải thiện tâm lý thị trường trong ngắn hạn, tuy nhiên với mức định giá (P/E) vẫn còn rất cao, kinh tế đang giảm tốc, việc điều chỉnh giảm của TTCK Trung Quốc để về sát hơn giá trị thực có thể tiếp tục sẽ diễn ra; và đây cũng là điều cần thiết sau khi thị trường này đã tăng quá nóng trong thời gian qua. Xin tham khảo Phụ lục quy mô bong bóng này so với các bong bóng TTCK lớn trong lịch sử.

Hậu quả

Đối với Trung Quốc, thị trường chứng khoán đổ vỡ sẽ gây hiệu ứng trực tiếp tới :

- Khu vực tài chính trong GDP. Mức đóng góp của khu vực tài chính lên tổng GDP sẽ sụt

giảm, theo Golden Sách ước lượng thì mức đóng góp này trong Q3/2015 sẽ sụt giảm về mức của Q1/2015, tức là giảm khoảng 30 – 50 điểm cơ bản (hay 0,3 – 0,5%) so với Q2/2015. Tốc độ tăng trưởng của Trung Quốc vì thế có thể giảm sâu hơn nữa.

Ngoài ra, vấn đề này còn ảnh hưởng gián tiếp tới các hoạt động kinh tế khác thông qua:

- (2) Hiệu ứng tài sản lên tiêu dùng: Sự sụt giảm của TTCK sẽ ảnh hưởng làm giảm tài sản của người dân Trung Quốc dẫn đến hiệu ứng giảm chi tiêu. Tuy nhiên do tỷ lệ tiết kiệm của người dân Trung Quốc nói chung ở mức khá cao và mức đóng góp từ TTCK vẫn chưa quá lớn nên hiệu ứng này có thể không quá nghiêm trọng. Với tỷ lệ xu hướng tiêu dùng trên thu nhập từ TTCK của Trung Quốc là khoảng 1- 1,5% thì một mức giảm gần đây của chứng khoán Trung Quốc sẽ làm giảm mức tiêu dùng mất khoảng 30 - 50 điểm cơ bản (0,3 – 0,5%) và khiến GDP giảm khoảng 10 – 20 điểm cơ bản (0,1 - 0,2%).
- (3) Hiệu ứng lan tỏa tới thị trường bất động sản: Bản thân sự sụt giảm giá trị tài sản của nhà đầu tư do chứng khoán đi xuống sẽ ảnh hưởng lan tỏa làm giảm nhu cầu về nhà đất, bất động sản trên thị trường.
- (4) Ảnh hưởng tới niềm tin NĐT: Những cú sốc lớn giống như việc TTCK sụt giảm gần đây sẽ ảnh hưởng rất mạnh tới tâm lý NĐT trong và ngoài Trung Quốc. Các NĐT sẽ tạm thời rút ra khỏi thị trường trong sự thận trọng để quan sát thêm diễn biến cũng như chờ đợi hiệu quả thực sự của các chính sách giải cứu từ chính phủ, những thông tin mới...

Đối với kinh tế thế giới, bản thân riêng việc sụt giảm của TTCK Trung Quốc sẽ không ảnh hưởng quá nhiều tới kinh tế thế giới. Tuy nhiên ảnh hưởng gián tiếp từ việc kinh tế Trung Quốc giảm tốc, đặc biệt nếu suy giảm sâu sẽ tác động đáng kể đến những nước có liên hệ về chuỗi cung ứng và xuất nhập khẩu với cường quốc có GDP lớn thứ 2 thế giới này. Hiện tại, Trung Quốc đang là khách hàng nhập khẩu lớn nhất của Brazil, Nam Phi, Nhật Bản, Australia, Đức... và rất nhiều quốc gia khác.

Đối với Việt Nam, do nhập khẩu nhiều nhất từ Trung Quốc (tiếp theo là Hàn Quốc, Asean, Nhật Bản) và xuất khẩu sang Trung Quốc đứng thứ 4 (sau Mỹ, EU, Asean) do đó nếu kinh tế Trung Quốc giảm tốc cũng sẽ có những tác động không nhỏ đến Việt Nam. Cụ thể là xuất khẩu Việt Nam sang Trung Quốc sẽ giảm sút do nhu cầu nội địa của nước này suy giảm; trong khi đó nhập khẩu từ Trung Quốc có thể tăng lên do hàng hóa nước này rẻ đi tương đối từ đồng Nhân dân tệ mất giá và các nhà sản xuất giảm giá để đẩy xuất khẩu.

Bài học đối với Việt Nam

TTCK Trung Quốc đổ vỡ là bài học giá trị cho các thị trường đang phát triển trong đó có Việt Nam. Mục tiêu chính sách nói lỏng tiền tệ của chính phủ Trung Quốc về cơ bản là nhằm vào việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, những hiệu ứng phụ dẫn tới sự gia tăng quá mức của TTCK đã vượt ra ngoài sự kiểm soát của chính phủ nước này. Điều này cho thấy bất kỳ rủi ro nào cũng có thể xảy ra nếu thiếu sự chặt chẽ và đồng bộ trong điều hành kinh tế.

Ngoài ra, bài học cũng cho thấy tầm quan trọng của các NĐT tổ chức, nước ngoài đối với thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng. Sự đổ vỡ của TTCK có một phần lớn nguyên nhân từ phong trào đầu tư mang tính chất dây chuyền của số đông lớp nhà đầu tư cá nhân với kiến thức hạn chế về kinh tế, tài chính.

Xét ở khía cạnh tích cực, những vấn đề của TTCK Trung Quốc lại là cơ hội đối với TTCK Việt Nam khi vốn rút ra khỏi Trung Quốc sẽ chuyển dòng sang các thị trường mới. Đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đã nổi lên và gây được nhiều sự chú ý trong con mắt NĐT tổ chức, nước ngoài. Nền kinh tế vĩ mô đang trên đà hồi phục tích cực, với nhiều cải cách và thay đổi mang tính “mở” hơn đối với quốc tế, trong đó có chính sách tăng tỷ lệ sở hữu NĐT nước ngoài tại các doanh nghiệp của Việt Nam gần đây. Nếu các chính sách tiếp tục theo hướng nâng cao chất lượng hàng hóa cổ phiếu, tăng quy mô niêm yết (gắn IPO với niêm yết), mở rộng sự tham gia của NĐT NN thì TTCK Việt Nam có cơ hội thu hút nguồn vốn đầu tư mạnh mẽ.

PHỤ LỤC

So sánh dòng vốn FII Trung Quốc và Việt Nam

	MTD	QTD	YTD	12M
Trung Quốc (tỷ USD)	-67	-113,67	-161,75	-482,56
Vietnam (triệu USD)	25,5	25,5	215,4	67,5

Diễn biến Vốn hóa Trung Quốc và Việt Nam

	GTVH (tỷ USD)	1M	YTD	VH/GDP	VH/Thế giới
Trung Quốc	7025	-30,1%	41,5%	52,3%	10,08%
Việt Nam	63,5	8,7%	17,2%	31,7%	0,09%

Một số đợt sóng tăng rồi giảm mạnh trong lịch sử thị TTCK Thế giới

TTCK/Giai đoạn	Nguyên nhân	Tăng trưởng	Suy thoái
Nhật: 1982 -1989	Bong bóng BĐS	Tăng 436% trong 8 năm	Giảm đến nay chưa quay lại được đỉnh cũ
Mỹ : 1995 - 2000	Cổ phiếu công nghệ Dotcom	Tăng 176% trong 6 năm	Giảm 35% trong 3 năm sau đó
Mỹ: 2003 - 2007	Cho vay dưới chuẩn, khủng hoảng KTTG	Tăng 74% trong 5 năm	Giảm 45% trong 2 năm sau đó, hiện tại đã tăng trở lại vượt đỉnh nhờ hồi phục tốt sau khủng hoảng
Trung Quốc: 2006 - 2007	Kinh tế TQ bùng nổ, sau đó là khủng hoảng KTTG	Tăng 327% trong hơn 1 năm	Giảm và tích lũy 7 năm đến 2014 tăng lại.

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 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.

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

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

