

Thị trường tiền tệ

Tháng cuối năm khởi sắc, khép lại một năm đầy biến động

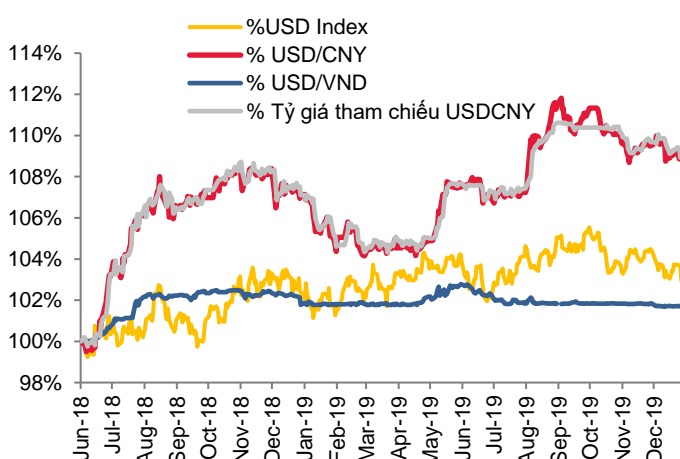
Trong suốt 18 tháng qua, cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung luôn là yếu tố chi phối lớn nhất tới thị trường toàn cầu. Sự khó lường trong mối quan hệ thương mại của 2 nền kinh tế hàng đầu thế giới mang lại những ảnh hưởng tiêu cực lớn hơn cả những tác động của các đòn thuế quan. Việc Mỹ và Trung Quốc thống nhất nội dung thỏa thuận thương mại một phần ngay trước thời hạn tăng thuế 15/12/2019 đã giúp cả thị trường như trút được gánh nặng. Trong bối cảnh Trung Quốc đang nỗ lực hết sức để hãm đà giảm tốc của nền kinh tế và tổng thống Mỹ cũng cần tập trung vào cuộc đua giữ ghế tại Nhà Trắng, một thỏa thuận vào thời điểm này sẽ có lợi cho cả đôi bên.

Thỏa thuận giai đoạn 1 sẽ sớm được ký kết nhưng kỳ vọng chấm dứt cuộc chiến thương mại trong năm 2020 là khó khả thi. Các quan chức Trung Quốc và cả tổng thống Trump đều cho rằng khó có thỏa thuận giai đoạn 2 trước cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ (11/2020). Cho dù chỉ là tạm thời nhưng kỳ đình chiến này được kỳ vọng sẽ kéo dài, ít nhất là như 5 tháng đình chiến cuối 2018 đầu 2019.

Yếu tố bất định giảm bớt đã cải thiện triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2020. Giá dầu phục hồi trong tháng 12 (+13.1% MoM), là nhân tố chính khiến đồng RUB của Nga không ngừng tăng giá (+3.55% MoM, +10.8% Ytd), hiện đang ở mức cao nhất kể từ tháng 7/2018 đến nay. Các đồng tiền khác cũng đồng loạt tăng giá khoảng 0.8-2.3% so với USD trong tháng 12. Chỉ số DXY giảm mạnh từ 98.2 xuống 96.9; lợi tức TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng 13bps trong tháng 12.

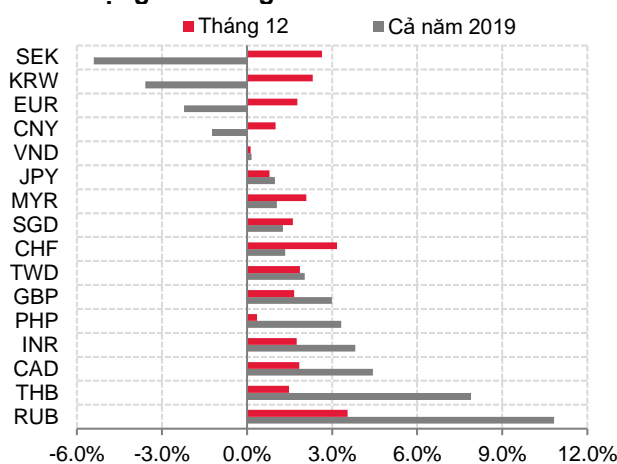
Giới đầu tư toàn cầu bước vào năm 2020 với tâm lý tích cực hơn so với thời điểm bước vào năm 2019. Làn sóng nới lỏng tiền tệ lan rộng góp phần đẩy lùi nỗi lo kinh tế giảm tốc. Tiến trình Brexit dai dẳng cũng đang đi đến hồi kết với chiến thắng áp đảo của Đảng Bảo thủ trong cuộc tổng tuyển cử ngày 12/12, mở đường để thực hiện Brexit đúng hạn (31/1/2020). Tuy vậy, sự bất ổn của mối quan hệ Mỹ - Trung; tăng trưởng âm ập ở Nhật Bản, EU, Ấn Độ; diễn biến của cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ; mâu thuẫn giữ Mỹ và đồng minh EU... vẫn là những rủi ro với tăng trưởng và thị trường tài chính trong năm 2020.

Tương quan biến động DXY, tỷ giá CNY và VND



Nguồn: Bloomberg

Biến động các đồng tiền so với USD năm 2019



Nguồn: Bloomberg

NHNN Việt Nam có một năm ghi dấu trong điều hành chính sách tiền tệ

Khác với xu hướng tăng khi bước vào mùa cao điểm, tỷ giá và lãi suất trong tháng cuối năm 2019 khá bình lặng. Tính riêng tháng 12/2019, tỷ giá giao dịch USD/VND giảm 30đ/USD trên ngân hàng, về mức 23.080/23.230; giảm 70đ/USD ở chiều mua vào, giảm 80đ/USD ở chiều bán ra trên thị trường tự do, về mức

23.170/23.180. Lãi suất trên liên ngân hàng cũng liên tục giảm, chốt năm ở mức 1.83%/năm với kỳ hạn qua đêm (-210bps MoM) và 2.83%/năm với kỳ hạn 1 tuần (-116bps MoM) dù NHNN đã hút ròng 49.2 nghìn tỷ đồng trên liên ngân hàng. Dòng tiền gửi của KBNN quay trở về hệ thống ngân hàng và các giao dịch bán ngoại tệ đã mang đến nguồn cung VND dồi dào cho các NHTM.

Nhìn lại cả năm 2019, tỷ giá USD/VND chỉ có 1 đợt sóng duy nhất quanh tháng 5/2019 khi quan hệ thương mại Mỹ - Trung trở nên căng thẳng. Tỷ giá của NHTM đạt đỉnh 23.360/23.480, tăng khoảng 0.84-0.97% so với cuối năm 2018 tuy nhiên nhanh chóng hạ nhiệt trong vài tuần sau đó. Tỷ giá cả năm hầu như đi ngang và có chiều hướng giảm vào cuối năm. Tính chung cả năm, VND không những không giảm mà còn tăng giá so với USD là 0.16%.

Cán cân tổng thể của Việt Nam liên tục thặng dư, lũy kế 9 tháng đã thặng dư tới gần 14 tỷ USD – mức kỷ lục từ trước tới nay. Một lượng cung ngoại tệ lớn đã giúp NHNN mua vào tới 20 tỷ USD trong năm 2019, nâng dự trữ ngoại hối lên trên 79 tỷ USD – gấp đôi so với cuối năm 2016. Kết quả đạt được ngoài nhân tố khách quan cũng không thể không kể đến vai trò điều phối của NHNN.

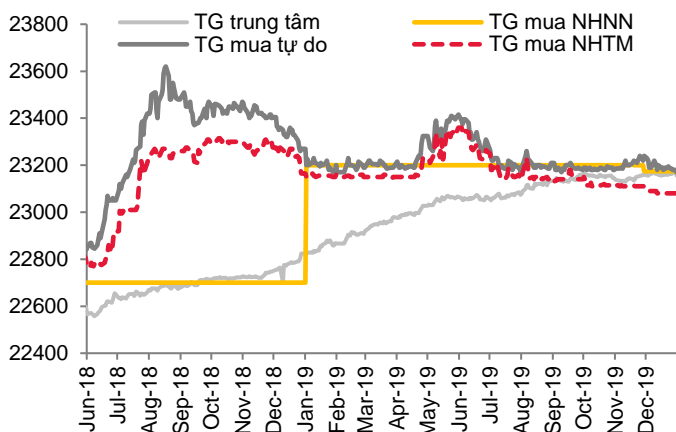
Ngay từ đầu năm 2019, NHNN đã nâng mạnh tỷ giá mua vào từ 22.700đ/USD lên 23.200đ/USD và giữ nguyên trong 11 tháng, hầu hết thời gian tỷ giá mua của NHNN đều cao hơn tỷ giá mua của các NHTM, tạo sức hút lớn với dòng ngoại tệ, gia tăng bộ đệm dự trữ ngoại hối. Khi tỷ giá giao dịch giảm mạnh trong tháng 12, NHNN cũng giảm tỷ giá mua 25đ/USD, khéo léo phát đi thông điệp về đồng nội tệ chuyển động có tăng có giảm theo cung cầu thị trường, một hành động hợp lý khi phía Mỹ luôn theo sát các nước có thặng dư thương mại lớn.

20 tỷ USD mua vào cho dự trữ ngoại hối tương ứng với 464 nghìn tỷ đồng bơm ra thị trường, bằng 5.04% tổng cung tiền tại cuối năm 2018. NHNN đã sử dụng linh hoạt các công cụ để điều tiết lượng tiền đồng, số dư tín phiếu đang lưu hành vào thời điểm cao nhất là 90 nghìn tỷ VND. Nhờ các công cụ tiền tệ linh hoạt để triệt tiêu lạm phát cầu kéo, CPI cả năm chỉ là 2.79%, mức thấp nhất trong 3 năm qua.

Cùng với sự chủ động ứng phó để đảm bảo ổn định thị trường tiền tệ, NHNN cũng rất kiên định với mục tiêu dài hạn là nâng cao chất lượng và năng lực của hệ thống NHTM thông qua: quyết liệt xử lý nợ xấu; ban hành các thông tư mới với lộ trình siết chặt các yêu cầu về tỷ lệ an toàn, thanh khoản; cảnh báo với các hoạt động rủi ro cao; tạo môi trường để thử nghiệm Fintech...

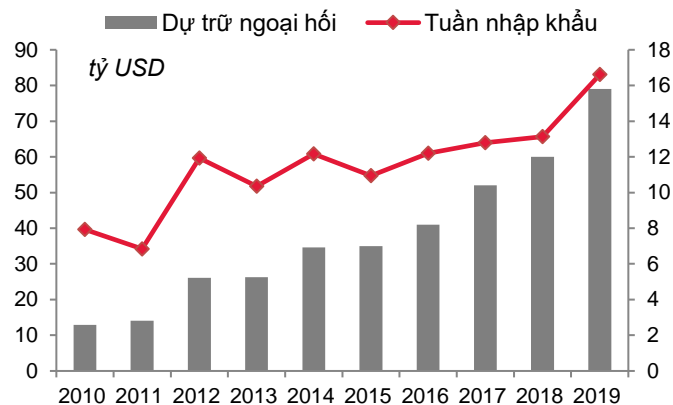
Những kết quả đạt được trong năm 2019 đã gia tăng niềm tin của thị trường vào năng lực điều hành của NHNN cũng như khả năng có thể dự đoán đối với các chính sách của cơ quan quản lý – yếu tố vô cùng quan trọng để tăng sức hấp dẫn của thị trường Việt Nam.

Diễn biến tỷ giá giao dịch với các tỷ giá điều hành



Nguồn: Bloomberg, NHNN

Dữ trữ ngoại hối của Việt Nam



Nguồn: SSI tổng hợp

Kỳ vọng chính sách tiền tệ và dự đoán diễn biến thị trường trong năm 2020

Hòa cùng với xu hướng chung trên toàn cầu, chính sách tiền tệ trong năm 2019 đã dịch chuyển theo hướng nói lỏng rõ nét hơn. NHNN đã giảm đồng loạt các lãi suất điều hành, trong đó 2 lần giảm lãi suất OMO và 3 lần giảm lãi suất tín phiếu, mức giảm tổng cộng đều là 0.75%. Vùng dao động của lãi suất trên liên ngân hàng đã được kéo giảm đáng kể, về 2.25% - 4.0%/năm.

NHNN cũng hạ trần lãi suất tiền gửi tối đa bằng VND của các NHTM. Với tiền gửi không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng là 0.8%/năm và kỳ hạn 1 đến dưới 6 tháng là 5%/năm (mức cũ là 1%/năm và 5.5%/năm). Lãi suất cho vay ngắn hạn VND của các NHTM với 5 lĩnh vực ưu tiên giảm xuống 6%/năm (mức cũ là 6.5%/năm) kể từ 19/11/2019. Với các yêu cầu trên, lãi suất huy động thực tế của các ngân hàng đã giảm mạnh ở các

kỳ hạn dưới 6 tháng. Lãi suất các kỳ hạn trên 6 tháng dù vẫn neo cao nhưng tín hiệu giảm đã bắt đầu xuất hiện.

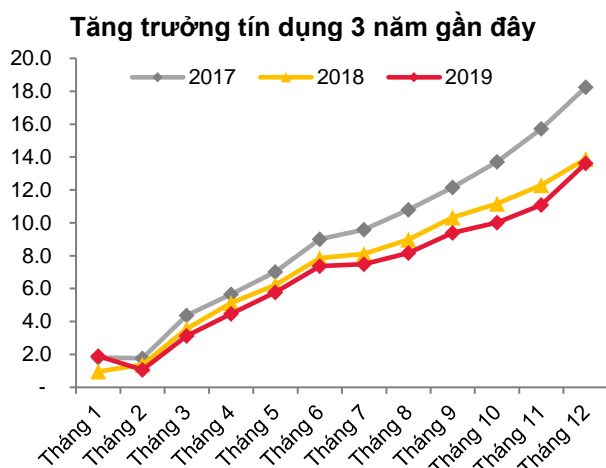
Sang năm 2020, lãi suất huy động có khả năng tiếp tục hạ dựa trên 2 nền tảng là thanh khoản hệ thống ngân hàng và định hướng từ Chính phủ. Giá cả hàng hóa và thị trường ngoại hối là các biến số có thể làm nhanh hoặc chậm việc hạ lãi suất.

Việc giảm lãi suất ở các kỳ hạn dài sẽ vẫn có khoảng cách giữa các nhóm ngân hàng lớn và nhỏ do quy định giảm tỷ lệ vốn huy động ngắn hạn cho vay trung dài hạn. Tuy vậy việc kiểm soát các ngân hàng nhỏ trong năm 2019 đã mang lại kết quả, giúp hạn chế bớt các cuộc chạy đua lãi suất trong tương lai.

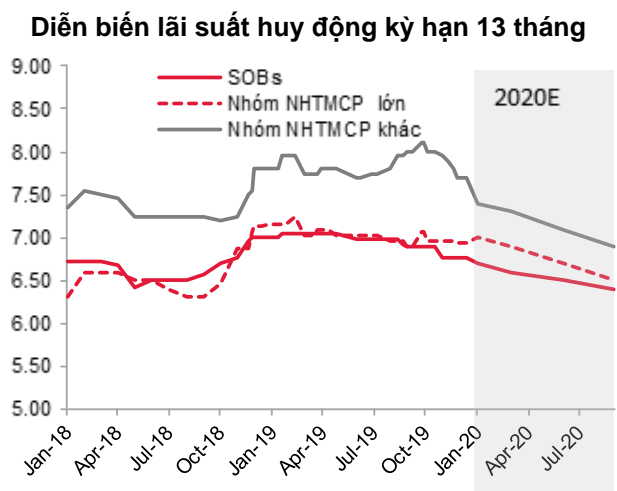
Tăng trưởng tín dụng năm 2020 sẽ được giữ ở nhịp độ như năm 2019, có thể thấp hơn. Quy mô tín dụng hiện tại của Việt nam đã đạt 8.2 triệu tỷ đồng, bằng 138% GDP, một tỷ lệ tương đối cao trong khi tỷ lệ này sẽ còn tiếp tục tăng trong một vài năm tới do tăng trưởng GDP khó vượt trên tăng trưởng tín dụng.

Thị trường vốn dù đã phát triển khá nhanh trong một vài năm vừa qua nhưng quy mô huy động vốn (cả cổ phiếu và trái phiếu) qua thị trường vốn còn nhỏ, chưa thể thay thế được vị thế tín dụng trong việc cấp vốn cho nền kinh tế.

Mặc dù tổng tín dụng có thể tăng chậm lại nhưng tín dụng cho các ngành nghề ưu tiên hay cho sản xuất kinh doanh nói chung sẽ vẫn tăng cao. Trong năm 2019, tín dụng với nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ tăng 16%, nhóm doanh nghiệp công nghệ cao tăng 15% trong khi tín dụng chung tăng dưới 14%.



Nguồn: NHNN



Nguồn: SSI tổng hợp

Thị trường trái phiếu

Lãi suất có bước giảm rất mạnh trong năm 2019 nhưng quy mô phát hành thu hẹp

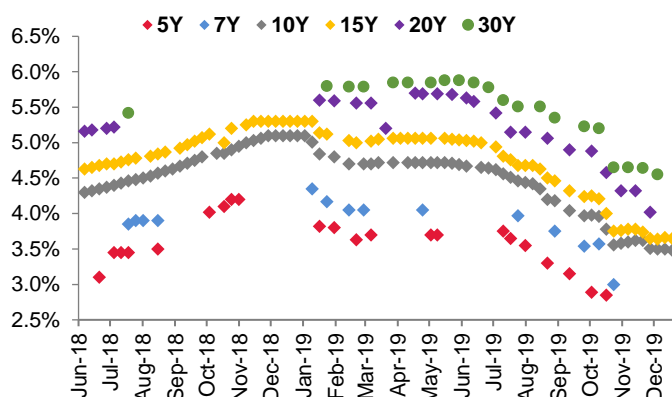
KBNN chỉ đấu thầu 3 phiên trong tháng 12/2019 với tổng lượng phát hành là 9.858 tỷ đồng, tương đương 63.6% khối lượng chào thầu. Lãi suất trúng thầu của kỳ hạn 10 năm và 15 năm – 2 kỳ hạn được phát hành nhiều nhất gần như đi ngang. Tuy nhiên, trong phiên đấu thầu cuối cùng của năm, lãi suất trúng thầu giảm đồng loạt ở các kỳ hạn, đặc biệt kỳ hạn 5 năm xuống chỉ còn 2%/năm – giảm 37bps so với phiên trúng thầu gần nhất trước đó, các kỳ hạn 10 năm và 15 năm lần lượt là 3.48% và 3.65%/năm. Dù chỉ có một lượng nhỏ TPCP được phát hành (350 tỷ đồng) trong phiên này nhưng giúp ghi nhận chốt năm ở mức lãi suất trúng thầu rất thấp, tạo thuận lợi nhất định cho việc phát hành trong năm 2020.

Tính đến ngày 15/12/2019, vốn đầu tư công giải ngân khoảng 255.088 tỷ đồng, đạt 61,8% kế hoạch. Dù đã tăng khá mạnh từ tháng 11/2019 sau khi có nghị quyết 94/NQ-CP nhưng theo KBNN, giải ngân vốn đầu tư công đến hết 31/1/2020 (thời điểm kết thúc thanh toán vốn đầu tư xây dựng cơ bản thuộc ngân sách 2019) cũng chỉ đạt khoảng 88% kế hoạch. Bởi vậy, KBNN cũng chủ động giảm lượng phát hành TPCP trong năm 2019.

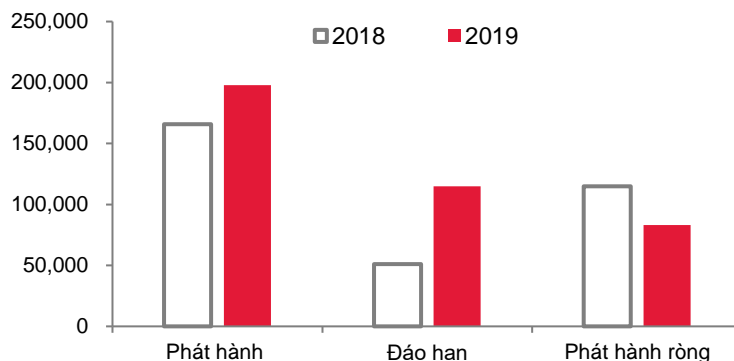
Tính chung cả năm 2019, có 197.769 tỷ đồng TPCP được phát hành, tăng +19.3% YoY. Tuy nhiên, TPCP đáo hạn trong năm 2019 là khoảng 115 nghìn tỷ đồng, gấp 2.25 lần lượng đáo hạn trong năm 2018 nên lượng phát hành ròng 2019 giảm -27.7% so với 2018. Kỳ hạn bình quân của các trái phiếu phát hành tăng từ 12.15 năm lên 13.57 năm trong 2019 và lãi suất trúng thầu giảm tới 220bps ở kỳ hạn 5 năm và giảm từ 125-165bps ở các kỳ hạn còn lại.

Năm 2020 có khoảng 128 nghìn tỷ đồng TPCP đến hạn (gồm cả 1 tỷ USD trái phiếu ngoại tệ) – cao hơn 11.6% so với 2019. Nhu cầu đầu tư TPCP mới để tăng tài sản có thanh khoản của các NHTM và xu hướng nới lỏng tiền tệ sẽ khiến lãi suất TPCP rất có thể sẽ giảm tiếp trong 2020 nhưng mức giảm sẽ nhỏ hơn nhiều so với 2019 và nằm trong khoảng 30-50bps do lượng cung từ KBNN dự kiến cũng tăng.

Lãi suất trúng thầu TPCP



Lượng phát hành TPCP năm 2019 và 2018



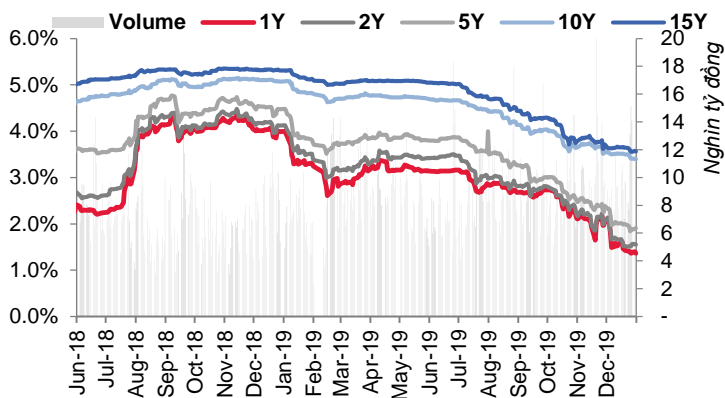
Nguồn: KBNN, HNX, SSI ước tính

Xu hướng giảm lãi suất trên liên ngân hàng và lãi suất TPCP trên sơ cấp khiến cho lợi tức TPCP ở thị trường thứ cấp tiếp tục giảm trong tháng 12. Chốt năm, lợi tức các kỳ hạn 1 năm, 3 năm, 5 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm và 30 năm lần lượt là 1.36%/năm, 1.7%/năm, 1.91%/năm, 3.39%/năm, 3.57%/năm, 4.02%/năm và 4.44%/năm. Đường cong lợi tức dịch chuyển xuống một bước dài so với mặt bằng 2017, 2018.

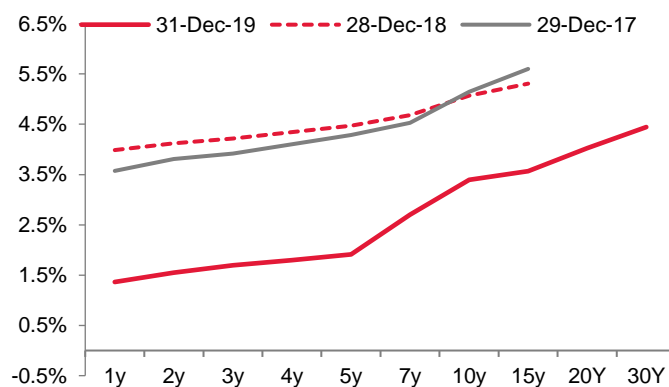
NĐTNN mua ròng gần 14 nghìn tỷ đồng TPCP trên thứ cấp, tập trung vào 9 tháng đầu năm. Tổng giá trị giao dịch toàn thị trường đạt 2.26 triệu tỷ đồng, bình quân 9.024 tỷ đồng/phiên, tăng 3.5% so với năm 2018.

Diễn biến lợi tức trên thị trường thứ cấp thường đồng biến với thị trường sơ cấp nên vẫn có khả năng giảm trong năm 2020 nhưng mức giảm sẽ không lớn do mặt bằng lãi suất đã ở mức rất thấp. Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam và Mỹ hiện ở mức 1.49%/năm – thuộc vùng thấp nhất trong lịch sử.

Lợi tức và GTGD của TPCP trên thứ cấp



Đường cong lợi tức TPCP



Nguồn: VBMA, HNX

Thị trường chứng khoán

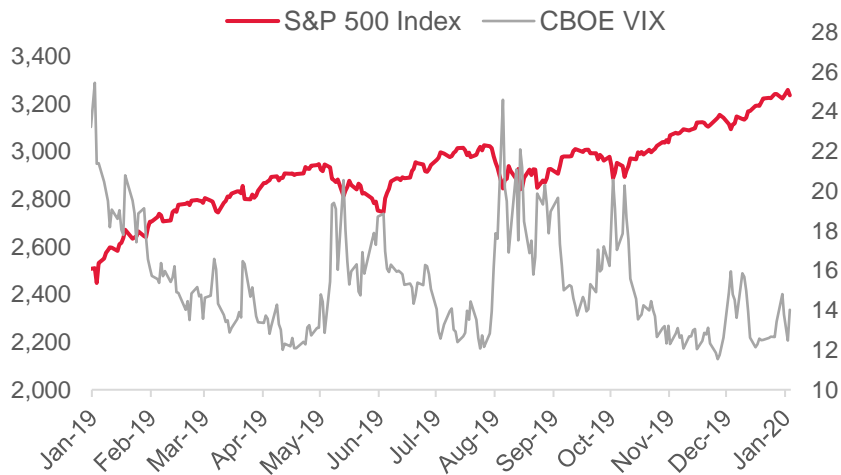
VN Index giao dịch giằng co tích lũy trong tháng 12

Sau nhịp giảm sâu trong giai đoạn cuối tháng 11, tâm lý của nhà đầu tư đã trở nên ổn định hơn trong tháng cuối năm. VN Index chủ yếu vận động giằng co trong biên độ hẹp và chỉ ghi nhận duy nhất 1 phiên trong tháng biến động cao hơn mức 1%. Chỉ số chốt phiên 31/12/2019 tại ngưỡng 960.99 điểm, giảm nhẹ 1% so với mức đóng cửa cuối tháng trước.

Diễn biến của VN Index trong tháng 12 chịu tác động từ hai nhóm yếu tố. Ở chiều hướng tích cực, thị trường đón nhận sự hỗ trợ từ (i) thông tin đàm phán thương mại Mỹ - Trung, (ii) kỳ vọng vào dòng vốn ETF trong giai đoạn cuối năm 2019 và đầu năm 2020 cùng với (iii) giao dịch khởi sắc tại hai cổ phiếu đầu ngành ngân hàng là VCB và BID

Đàm phán thương mại Mỹ - Trung sắp sửa được ký kết. USTR đã chính thức công bố thỏa thuận thương mại Mỹ - Trung vào ngày 13/12/2019. Theo đó, trong vòng 2 năm tới (2020-2021), Trung Quốc phải nhập khẩu thêm ít nhất 200 tỷ USD đối với một số loại hàng hóa dịch vụ nhất định (hàng nông nghiệp, sản phẩm nặng lượng...). Đổi lại, Hoa Kỳ sẽ dừng kế hoạch áp thuế mới (danh sách 4B) và giảm thuế suất tự vệ từ 15% về 7.5% đối với danh sách 4A (áp thuế từ tháng 9/2019). Đàm phán thương mại phát đi tín hiệu tích cực là động lực quan trọng giúp S&P 500 liên tục thiết lập đỉnh lịch sử mới, chỉ số tăng thêm 2.86% trong tháng cuối năm.

S&P 500 thiết lập mức đỉnh mới trong tháng 12



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Kỳ vọng vào sự cải thiện của dòng vốn ETF. SSIAM VNFIN Lead, quỹ mô phỏng chỉ số VNFIN Lead đã được UBCK cấp giấy chứng nhận phát hành ra công chúng. Bên cạnh đó, nhiều quỹ ETF mới dự kiến sẽ được ra mắt tại thị trường Việt Nam từ năm 2020 với chỉ số cơ sở là VN30 cùng 3 chỉ số mới của HOSE. Dòng vốn ETF tham gia vào thị trường được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu thuộc danh mục của các chỉ số.

BID và VCB nâng đỡ chiều đi lên. BID tăng 14% chỉ riêng tháng 12, phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư về (i) sự tham gia của Tập đoàn Tài chính Hana vào Hội đồng quản trị, hỗ trợ hoạt động kinh doanh; (ii) tăng vốn giúp cải thiện CAR, đáp ứng quy định của Basel II; (iii) khả năng xử lý toàn bộ trái phiếu đặc biệt của VAMC trong tương lai gần. VCB cũng tăng 6.7%, duy trì mức tăng tốt kéo dài từ đầu năm.

Ở chiều ngược lại, NĐTNN gia tăng bán ròng cùng trở ngại tâm lý trong kỳ cơ cấu ETF và phái sinh đã kìm hãm thị trường

NĐTNN tiếp tục bán ròng. Khối ngoại bán ròng hơn 1 nghìn tỷ đồng tính riêng kênh khớp lệnh trên HOSE. Giao dịch tập trung vào MSN, VIC, VHM. Đây có thể là phản ứng của nhóm NĐTNN với thông tin MSN sáp nhập một số mảng kinh doanh của VIC. Trên kênh thỏa thuận, NĐTNN mua ròng, giúp tổng giá trị bán ròng trên HOSE thu hẹp về 877 tỷ đồng.

Thận trọng trước một kịch bản tháng 11 lặp lại, nhà đầu tư hạn chế giao dịch trước kỳ ETF cơ cấu danh mục Q4/2019 và thời điểm đáo hạn hợp đồng tương lai VN30F1912. Mặc dù VNIndex tăng 0.12% trong phiên 19/12 và 0.44% trong phiên 20/12, VNIndex đã giảm liên tiếp 4 phiên trước đó.

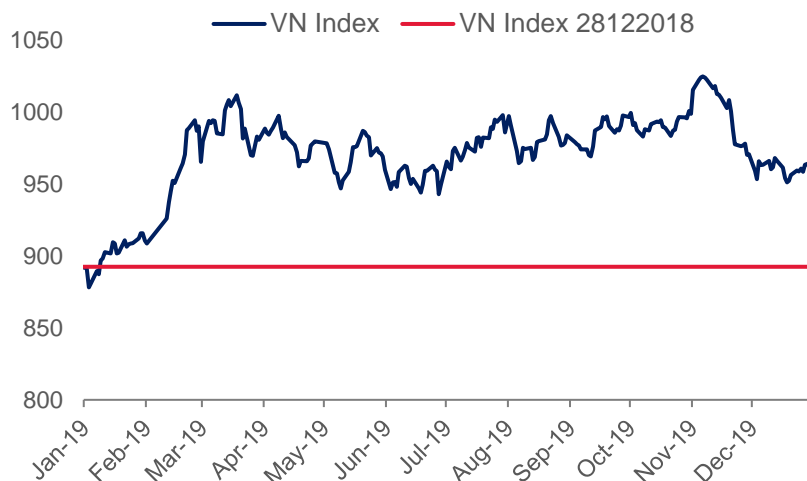
Sự thận trọng của nhà đầu tư là có cơ sở khi phiên đáo hạn hợp đồng VN30F1911 (tháng 11) chứng kiến mức giảm sâu của VNIndex (-1.27%) đồng thời, chỉ số đại diện sàn HOSE cũng giảm -0.68% trong phiên cơ cấu danh mục của 2 quỹ ETF trong Quý 3/2019.

Trải qua nhiều biến động, VN Index vẫn tăng hơn 7% trong năm 2019

Hai giai đoạn tách biệt của năm 2019

Thị trường chứng khoán năm 2019 được chia làm 2 giai đoạn rõ rệt, tăng điểm trong hầu hết quý 1 và sau đó đi ngang trong phần còn lại của năm. Diễn biến này gần giống với năm 2018 nhưng khác biệt là năm 2019 VNIndex tăng được 7.67% nhờ nền thấp của cuối năm 2018. Dù tâm lý thị trường yếu và xuất hiện nhiều rủi ro trên thị trường tài chính thế giới, Vnindex chủ yếu đi ngang trong vùng 950-1000 điểm, một tín hiệu cho thấy VNIndex đang trong một vùng tích lũy khá vững chắc để đón chờ các tín hiệu mới.

VN Index tăng thêm 7.67% trong năm 2019



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Vào thời điểm đầu năm 2019, thị trường nhận được nhiều yếu tố hỗ trợ, đặc biệt là từ nhóm nhà đầu tư nước ngoài. Việc Mỹ - Trung đạt được thỏa thuận tại hội nghị G20 cuối tháng 11/2018 là bước ngoặt lớn khiến tâm lý thị trường chuyển hướng tích cực và dòng vốn gia tăng mạnh tại các thị trường mới nổi. Việt nam cũng không nằm ngoài xu thế này. Dòng vốn nước ngoài đã đẩy VNIndex tăng nhanh sau kỳ nghỉ Tết kéo dài, khoảng thời gian mà thị trường thế giới cũng đã tăng điểm. VN Index tăng từ mức 892.5 điểm (28/12/2018) lên mức đỉnh tạm thời trong Q1/2019 là 1,011.83 điểm.

Căng thẳng Mỹ - Trung leo thang trở lại đã khiến dòng vốn nước ngoài co hẹp, tâm lý thị trường trở nên thận trọng. Chỉ số VNIndex và MSCI EM Index đi cùng chiều từ giữa tháng 3 đến cuối tháng 7 và thậm chí còn giữ điểm tốt hơn MSCI EM Index từ tháng 8 đến hết tháng 11 do thị trường mới nổi chịu nhiều áp lực hơn từ căng thẳng Mỹ - Trung, vốn leo thang trở lại từ đầu tháng 8.

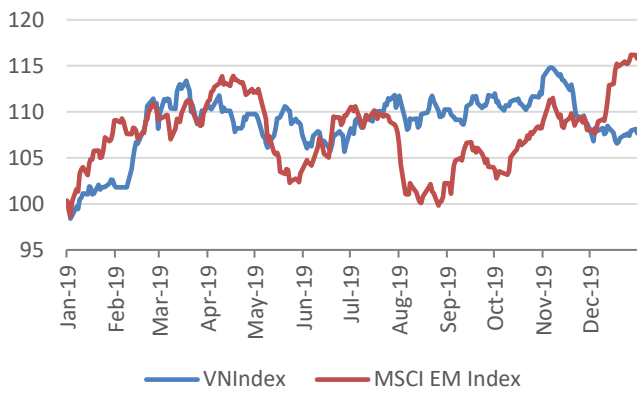
Trong thời gian đi ngang, VN Index hình thành nhiều nhịp tăng/giảm với thời gian không dài cho mỗi nhịp. Đây là cơ hội cho các giao dịch ngắn hạn của các nhà đầu tư chuyên nghiệp nhưng lại gây khó cho phần lớn nhà đầu tư, nguyên nhân khiến thanh khoản thị trường giảm sút.

Thanh khoản bình quân trên sàn HOSE đạt 4.1 nghìn tỷ đồng (giảm -25.4% YoY), ảnh hưởng chủ yếu đến từ kênh khớp lệnh khi giá trị giao dịch qua kênh này giảm mạnh -31.3% YoY. Bình quân giá trị giao dịch trên toàn thị trường giảm -28.5% YoY, đạt 4.87 nghìn tỷ đồng/phiên trong năm 2019.

Mặc dù vẫn ở xu hướng đi ngang nhưng kể từ giữa tháng 11 đến hết năm, VNIndex tỏ ra yếu hơn so với MSCI EM Index. Đây thuần túy xuất phát từ những lý do nội tại khi nhà đầu tư trong nước trở nên đề phòng sau cú rớt vỡ ngưỡng 1000 điểm.

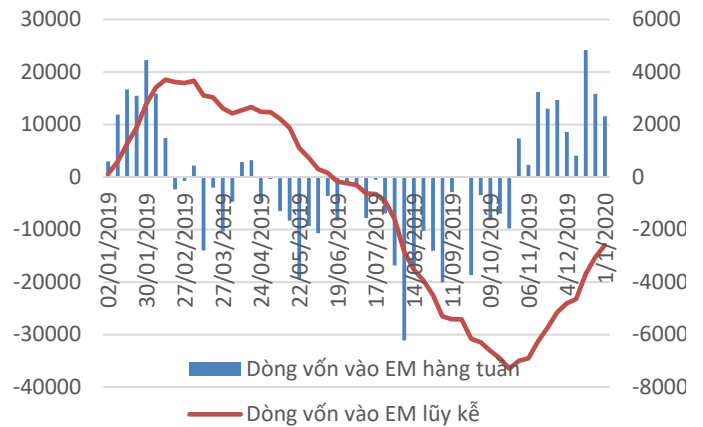
Sự ấm lên trong quan hệ Mỹ - Trung và hàng loạt các ngân hàng trung ương giảm lãi suất đã khiến giới đầu tư toàn cầu chuyển hướng sang các tài sản rủi ro, lặp lại điều đã xảy ra vào cuối năm 2018. Chỉ số MSCI EM Index tăng vượt hẳn lên so với VNIndex trong tháng 12, thời điểm thị trường trong nước vẫn đang mất phương hướng trước sức ép bán rông của NĐTNN.

Tương quan chỉ số VNIndex và MSCI EM Index năm 2019



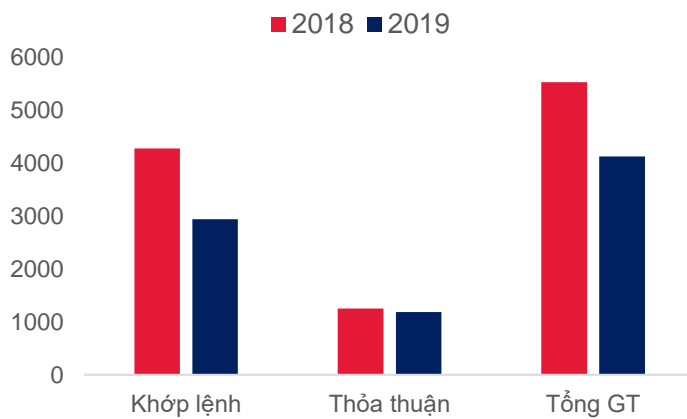
Nguồn: Bloomberg

Đòng vốn vào thị trường mới nổi trong năm 2019

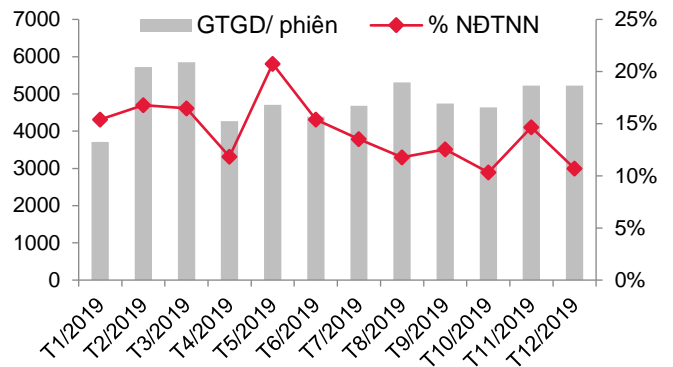


Nguồn: EPFR Global

GTGD bình quân phiên trên HOSE (tỷ đồng)



Thanh khoản trên toàn thị trường qua các tháng (tỷ đồng)



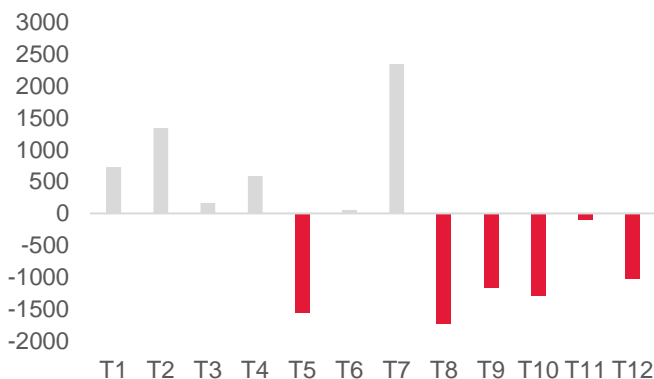
Nguồn: HSX, HNX, SSI tổng hợp

Biến động dòng vốn khối ngoại, yếu tố chi phối xu hướng thị trường

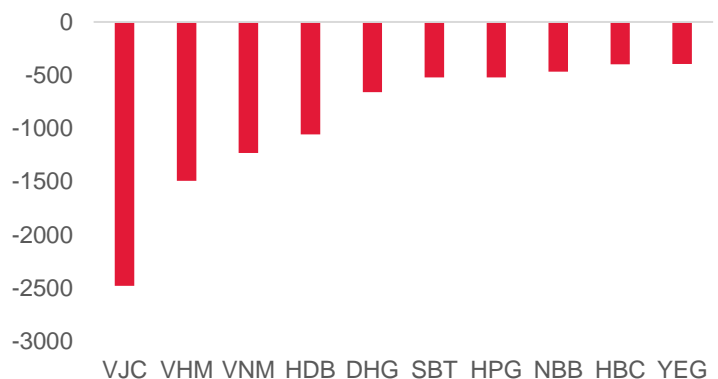
Nếu nhìn tổng thể, khối ngoại đã mua ròng hơn 6.56 nghìn tỷ đồng trên sàn HOSE trong năm 2019. Tuy nhiên việc mua ròng xuất phát từ một vài giao dịch M&A lớn, với điểm nhấn là giao dịch mua VIC của SK Group ngày 21/5. Tổng giá trị mua thỏa thuận VIC trong phiên này đạt hơn 5.82 nghìn tỷ đồng, chiếm 2/3 giá trị mua ròng qua thỏa thuận của cả năm 2019. Với kênh khớp lệnh, nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng 1.67 nghìn tỷ trong đó phần lớn giá trị bán ròng tập trung vào 5 tháng cuối năm (5.3 nghìn tỷ), ngược với xu hướng mua ròng của 4 tháng đầu năm (2.8 nghìn tỷ).

Do các giao dịch khớp lệnh có ảnh hưởng lớn hơn đến giá cổ phiếu nên xu hướng thị trường cũng diễn biến tương đồng. Điểm tích cực là dù áp lực bán ròng mạnh về cuối năm nhưng VNIndex vẫn không quay trở lại điểm xuất phát. Có được điều này một phần là nhờ các cổ phiếu có vai trò dẫn dắt xu hướng như VCB, BID ít chịu áp lực bán ròng. Trong 5 tháng cuối năm, VCB chỉ bị bán ròng 156 tỷ còn BID được mua ròng 256 tỷ trên kênh khớp lệnh. Một lý do khác là các cổ phiếu vốn hóa lớn và có nền tảng cơ bản như VNM đã xuống vùng giá thấp.

Khối ngoại bán ròng qua kênh khớp lệnh trên HOSE (tỷ đồng)



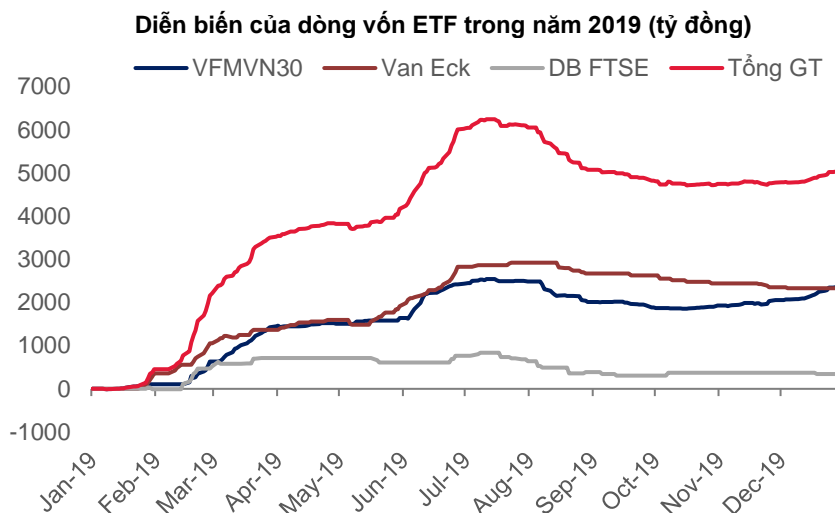
Top bán ròng năm 2019 của khối ngoại trên HOSE



Nguồn: SSI Research

So với xu hướng mua/bán ròng của NĐTNN thì dòng tiền qua kênh ETF có phần tích cực hơn. Các quỹ ETF liên tục có inflow trong 7 tháng đầu năm và tính tổng cả năm các quỹ ETF đã mua ròng giá trị tương đối lớn. Thống kê với riêng 3 quỹ VFM VN30, Van Eck ETF và DB FTSE, tổng giá trị mua ròng đạt hơn 5 nghìn tỷ đồng, trong đó VFMVN30 chiếm tỷ trọng 47%.

Xu hướng mua ròng của các quỹ ETF ở một vài giai đoạn có phần khác biệt với xu hướng dòng vốn ở thị trường mới nổi. Trong tháng 6 khi ETF ở Việt nam có inflow tốt thì các quỹ của EM lại có outflow. Đến cuối năm khi các quỹ EM có inflow mạnh thì dòng vốn vào ETF ở Việt nam vẫn chậm. Sự "chậm chễ" của dòng vốn nước ngoài qua các ETF là một lý do khiến chỉ số VNIndex vẫn chưa thể bứt phá giống như MSCI EM Index.



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Năm 2020 đến với nhiều kỳ vọng

VN Index khởi đầu năm 2020 với mức trailing P/E 15.9 lần, thấp nhất kể từ tháng 2/2019. Với mức định giá tương đối hấp dẫn và VN Index đã đi ngang trong một thời gian dài, hiện đang có nhiều cơ hội hơn cho TTCK khi bước sang năm mới.

Kinh tế tăng trưởng ổn định, giải ngân đầu tư công tăng tốc, xu hướng giảm lãi suất hỗ trợ về mặt định giá cũng như tăng trưởng lợi nhuận cho doanh nghiệp

GDP tăng trên 7% năm thứ 2 liên tiếp là một minh chứng cho thấy chính sách kinh tế của Việt nam đang đi đúng hướng. Nghị quyết 10/2017 về phát triển kinh tế tư nhân đã bắt đầu tạo "trái ngọt". Tăng trưởng vốn đầu tư của khối tư nhân trong năm 2019 đạt 17.3%, gấp đôi tăng trưởng của khối FDI và gấp 4 lần tăng trưởng của khối nhà nước. Sự vươn lên của khối kinh tế tư nhân Việt nam đã kéo tăng trưởng xuất khẩu của khối doanh nghiệp trong nước lên 17.7%, cao hơn nhiều khối FDI là 4%. Đây là cơ sở để tăng giá trị xuất siêu, tạo nguồn cung ngoại tệ dồi dào giúp bình ổn thị trường tiền tệ. Trong các năm tiếp theo, sự vươn lên của khối kinh tế tư nhân sẽ tiếp tục là gia tốc quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và ổn định vĩ mô. Đây cũng là một câu chuyện mới, đủ sức hấp dẫn để thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài.

Sau một vài năm tăng chậm và không đạt kế hoạch, giải ngân đầu tư công sẽ được thực thi quyết liệt hơn trong năm 2020. Những rào cản về pháp lý, thủ tục hành chính, giải phóng mặt bằng sẽ được tháo gỡ để khơi thông dòng vốn ngân sách và trái phiếu chính phủ. Đây là động lực tăng trưởng cho không chỉ kinh tế mà trực tiếp cho nhiều nhóm ngành trên thị trường chứng khoán như xây dựng và vật liệu xây dựng.

Định hướng giảm lãi suất của Chính phủ đã được triển khai ngay từ cuối năm 2019 và sẽ còn tiếp tục trong năm 2020. Thời gian lãi suất giảm trong năm 2019 là khá ngắn, chưa đủ để có tác động đến kinh tế và doanh nghiệp. Sang năm 2020, khi lãi suất giảm liên tục và kéo dài, không chỉ doanh nghiệp được hưởng lợi mà tâm lý thị trường cũng sẽ được củng cố. Hai yếu tố tăng trưởng và lãi suất của Việt nam sẽ hòa nhịp với xu hướng chung của thế giới, tạo nên sự khởi sắc của thị trường chứng khoán.

Cơ hội thu hút dòng vốn nước ngoài

Thời gian gần nhất khi dòng vốn đổ vào các thị trường mới nổi là từ tháng 10/2018 đến tháng 2/2019 với tổng cộng gần 40 tỷ USD. Sau 3 tháng căng thẳng thương mại, tuyên bố đình chiến giữa Mỹ và Trung Quốc được coi là điểm khởi đầu cho tâm lý tích cực và dòng vốn đảo chiều.

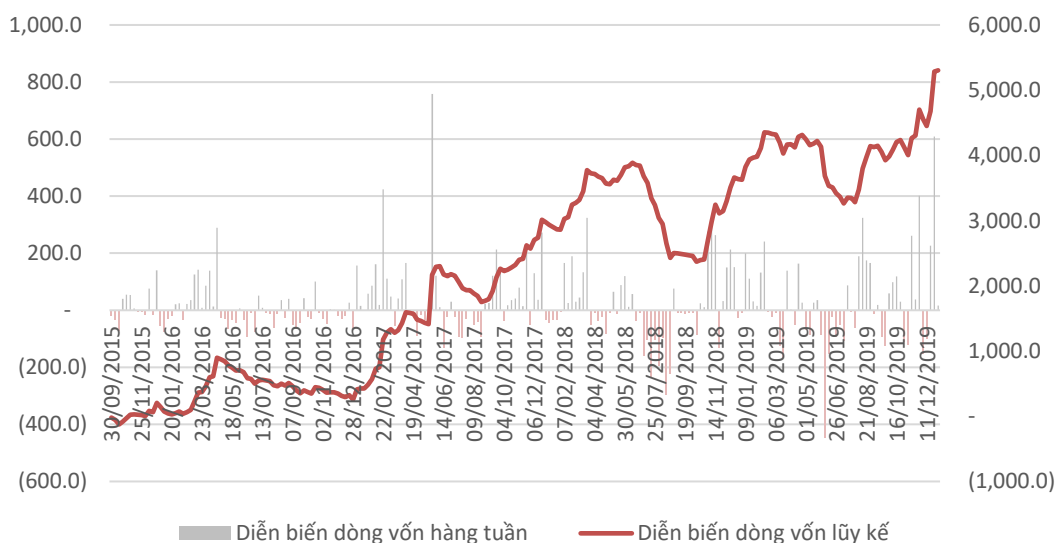
Bối cảnh hiện tại gần như tương đồng. Mỹ và Trung Quốc gần như chắc chắn có thỏa thuận giai đoạn 1. Dòng vốn vào cổ phiếu bắt đầu có sự phân hóa giữa thị trường phát triển và thị trường mới nổi. Trên chặng đường chinh phục các mốc cao mới của chỉ số chứng khoán Mỹ, dòng tiền của các quỹ vào cổ phiếu Mỹ chưa khi nào ghi nhận 3 tuần inflow liên tiếp. Vào tuần cuối tháng 12, có tới 23.6 tỷ USD rút khỏi thị trường Mỹ, mức cao nhất trong 1 năm. Ngược lại, dòng vốn vào cổ phiếu tại các thị trường mới nổi ghi nhận có 21.2 tỷ USD inflow trong 9 tuần liên tiếp trong đó điểm đến chủ yếu là các quỹ toàn cầu (GEM) và khu vực Châu Á (ngoại trừ Nhật Bản).

Khảo sát hàng tháng của Bank of America Merrill Lynch (BAML) cho thấy các nhà quản lý quỹ trên toàn cầu đã lạc quan hơn. Trong đợt khảo sát tháng 12/2019, có tới 29% trong số 247 nhà quản lý quỹ (với tổng tài sản quản lý 745 tỷ USD) cho rằng kinh tế toàn cầu 2020 sẽ tăng tốc. Tỷ trọng phân bổ tài sản đầu tư vào cổ phiếu đã tăng liên tục trong 4 tháng khảo sát gần nhất, chuyển từ 12% underweight (8/2019) sang overweight 31% (12/2019) – mức cao nhất trong năm 2019.

Bên cạnh dòng vốn được phân bổ theo chiến lược đầu tư toàn cầu, thị trường Việt nam trong năm 2020 sẽ chứng kiến nhiều ETF mới mô phỏng chỉ số VN30 cũng như bộ 3 chỉ số mới của sàn HOSE. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng đang được FTSE cân nhắc nâng hạng và chỉ còn một tiêu chí về thanh toán chưa thỏa mãn. Nếu có những bước đi cụ thể nhằm khơi thông điều kiện này thì các NĐTNN sẽ rất nhanh nhay nắm bắt thời cơ để vào Việt nam.

Trong con mắt của các nhà đầu tư quốc tế, những thay đổi có thể tạo ra chuyển biến lớn trong nền tảng kinh tế hay thị trường chứng khoán sẽ là một câu chuyện hấp dẫn. Vào năm 2015 khi Trung Quốc có khả năng được nâng hạng lên thị trường mới nổi, dòng tiền nước ngoài đã ồ ạt đổ vào nước này (dù sau đó Trung Quốc chưa được nâng hạng, dòng tiền cũng vì vậy mà bị rút mạnh). Cuối năm 2016, Brazil có tổng thống mới theo đường lối “thân thiện” với doanh nghiệp, tương tự như ở Mỹ với tổng thống Donald Trump. Điều này đã thúc đẩy dòng vốn đổ về Brazil và Mỹ trong năm 2017. Đối với Việt nam, kết hợp câu chuyện phát triển kinh tế tự nhân với nâng hạng thị trường sẽ tạo được sự khác biệt và vì vậy có thể thu hút được dòng vốn ngay cả khi bối cảnh chung không thuận lợi.

Dòng vốn tại Brazil tích cực hơn trong năm 2017 nhờ kỳ vọng các chính sách thân thiện với doanh nghiệp sẽ được thực thi



Nguồn: EPFR Global

Mặc dù có nhiều cơ hội hơn trong năm 2020, thị trường chứng khoán sẽ vẫn phải đối mặt với không ít thách thức. Tâm điểm là sự bất định của các yếu tố quốc tế mà căng thẳng chính trị giữa Mỹ và Iran trong những ngày đầu năm là một ví dụ. Sự bất ổn trong quan hệ Mỹ - Trung sẽ còn kéo dài. Khác với Iran, Trung Quốc là mối đe dọa trực tiếp đến vị thế của Mỹ trên toàn cầu nên quan hệ giữa Mỹ và Trung Quốc chắc chắn sẽ còn nhiều sóng gió. Ở trong nước, nhiều điểm yếu của nền kinh tế vẫn còn tồn tại. Việc Moody hạ triển vọng tín nhiệm của Việt nam đã bộc lộ ra một trong những điểm yếu đó.

Kịch bản cơ sở cho thị trường năm 2020 là VNIndex sẽ nhiều nét tương đồng như năm 2019, sôi động trong khoảng thời gian đầu năm và sau đó lắng dịu. Khả năng giảm sâu dưới vùng tích lũy 950-1000 là rất thấp trừ phi các căng thẳng quốc tế ở Trung Đông và quan hệ Mỹ - Trung leo thang không kiểm soát.

Kịch bản tích cực với sắc xuất xảy ra cao hơn là sau thời gian tích lũy, các yếu tố hỗ trợ trong nước bao gồm tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp, xu hướng giảm lãi suất cộng hưởng với các yếu tố hỗ trợ bên ngoài sẽ khiến thị trường hưng phấn, tạo thêm sóng mới cho VNIndex vào cuối năm.

Dù ở kịch bản nào thì kinh tế Việt nam nói chung và thị trường chứng khoán Việt nam nói riêng vẫn sẽ ở trong trạng thái ổn định hướng đến tích cực. Một nền tảng kinh tế vững chắc đang dần được bồi đắp và vì vậy sự đi lên chậm rãi của chỉ số lại là điều cần thiết, giúp tránh các rủi ro không đáng có do thị trường tăng nóng.

Ngoài mối quan tâm về xu hướng, thị trường chứng khoán còn có vai trò rất quan trọng trong việc huy động vốn cho doanh nghiệp tư nhân và hỗ trợ tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước. Sự ổn định, đi lên vững chắc của thị trường chứng khoán sẽ duy trì và củng cố niềm tin của nhà đầu tư, từ đó gia tăng dòng tiền, yếu tố then chốt cho sự thành công của thị trường.

Trung tâm Phân tích và TVĐT

Nguyễn Đức Hùng Linh

Kinh tế trưởng kiêm Giám đốc Nghiên cứu Phát triển

Nguyễn Thị Thanh Tú

Chuyên viên cao cấp

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên

Khuyến cáo

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.