



Chuyên viên Phân tích  
Võ Thế Vinh

[vinhvt@gtjas.com.vn](mailto:vinhvt@gtjas.com.vn) - ext:701

## THỊ TRƯỜNG GIẢNG CO VỚI THANH KHOẢN THẤP NHƯNG KỊCH BẢN CÓ THỂ NGHIÊNG VỀ HƯỚNG TÍCH CỰC

Trong tuần giữa tháng 3 và trước cuộc họp FOMC của FED, rất nhiều tin tức vĩ mô quan trọng ảnh hưởng tới thị trường đã xuất hiện:

1- Trong nước, sau rất nhiều nỗ lực từ chính phủ, ngân hàng nhà nước Việt Nam đã có động thái giảm lãi suất điều hành, kéo theo đó là mức lãi suất tiền gửi cũng hạ nhiệt nhanh chóng tại các ngân hàng.

Lưu ý rằng việc hạ lãi suất điều hành hiện tại mang nhiều ý nghĩa định hướng chính sách hơn việc tạo ra tác động trực tiếp. Tuy nhiên nhiều ngân hàng cũng đã có động thái điều chỉnh giảm cả lãi suất huy động và lãi suất cho vay.

Lưu ý rằng mặt bằng hạ lãi suất hạ sẽ hỗ trợ trực tiếp vào nhóm doanh nghiệp sản xuất chứ chưa chảy vào nhóm doanh nghiệp bất động sản. Việc này có 2 mặt:

- Các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh với tín nhiệm tốt, đòn bẩy thấp sẽ sử dụng vốn vay, giảm đi tình trạng dư thừa thanh khoản ngắn hạn trên hệ thống ngân hàng (đặc biệt là tại nhóm các bank nhà nước).
- Ngược lại, bài toán đối với doanh nghiệp bất động sản (và từ đó ảnh hưởng tới một số Ngân hàng có tỷ trọng cho vay BĐS trực tiếp và gián tiếp cao) vẫn đang treo. Lời giải hiện đang trông chờ vào việc xem xét gỡ rối lại pháp lý cho các dự án. Khu vực bất động sản vẫn đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế với sự liên đới tới các ngành nghề khác (ngân hàng, xây dựng, dịch vụ, v.v....).
- Sự tắc nghẽn dòng vốn tại thị trường Bất động sản vẫn là một bài toán cần được giải, tuy nhiên chúng tôi cho rằng chính phủ sẽ có nhiều động lực để tháo gỡ khó khăn khi chúng ta xét đến tình hình thị trường vốn quốc tế sẽ được phân tích sau đây.

2- Đối với thị trường chứng khoán, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có phản ứng sơ bộ khá tích cực trong phiên 15/3 ngay sau khi thông tin giảm lãi suất điều hành được đưa ra. Tuy nhiên ngay hôm sau thị trường đã đảo chiều điều chỉnh sâu khi tâm lý thị trường chuyển bi quan do cổ phiếu của Credit Suisse (sau đây viết tắt là CS) giảm sâu với những lo ngại tăng dần về khả năng đóng cửa của ngân hàng này.



- 3- Đối với CS, không chỉ là một cảm nhận chung chung về sự liên kết với thị trường quốc tế, sự e ngại của thị trường Việt Nam theo chúng tôi là có cơ sở. CS là một trong những cái tên đã có mặt khá lâu tại Việt Nam, có tham gia thu xếp vốn cho cả Vingroup và Novaland cùng nhiều doanh nghiệp lớn khác. Việc Credit Suisse gặp vấn đề sẽ tác động trực tiếp tới kênh thu xếp vốn ngoại (offshore) cho các doanh nghiệp lớn tại Việt Nam (thực hiện nhiều dự án với nhu cầu vốn lớn, đặc biệt là một số đại dự án bất động sản nằm ngoài khả năng tài trợ của ngân hàng nội địa), nhiều dự án mà CS tham gia tài trợ vốn sẽ khó theo được lộ trình ban đầu hoặc thậm chí phải tìm tới nguồn vốn mới.
- 4- Ở thời điểm hiện tại thị trường vẫn đang tập trung chờ đợi kết quả cuộc họp của FED để xem Mỹ có tiếp tục tăng lãi suất như ECB tuần trước không. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng sự kiện cụ thể này chỉ là 1 yếu tố để xem xét, các điểm chính yếu cần suy nghĩ bao gồm:

Vốn bị rút hay được bơm thêm vào thị trường tài chính? Chúng tôi thiên về khả năng thứ 2:

- Dòng vốn ngoại thực tế vẫn đang cho thấy nhiều chuyển biến tích cực sau khi tỷ giá ổn định, FDI và FII chậm nhưng đã vẫn có một số điểm kỳ vọng (ví dụ Sumitomo mua VPBank, Fubon ETF chuẩn bị giải ngân)
- Trong nước tốc độ giải ngân đầu tư công đang cho thấy nhiều tín hiệu tăng tốc rõ ràng so với các năm trước. Chính sách tài khóa đang cho thấy vai trò song hành với chính sách tiền tệ mà thị trường đã kỳ vọng.
- Mức hấp thụ vốn tín dụng của khu vực sản xuất sẽ tốt hơn với mặt bằng lãi suất hạ nhiệt.

Tỷ giá và Lạm phát liệu có kìm kẹp các chính sách hỗ trợ từ chính phủ?

- Với tỷ giá, chúng ta tập trung vào USD do đây cũng là mục tiêu chính sách của Ngân hàng nhà nước (SBV). Dù FED nhiều khả năng vẫn duy trì xu hướng thắt chặt thì việc VND mất giá sâu cũng sẽ chỉ là ngắn hạn (SBV đã cho thấy khả năng ổn định tỷ giá rất tốt trong 2022 khi VND chỉ mất giá 3% so với USD, các đồng tiền châu Á khác mất từ 7% đến hơn 10%)
- Lạm phát, dù lạm phát vẫn đang dần tăng nhưng chúng tôi cho rằng áp lực tạm thời chưa cao.
  - o Về phía chi phí, chúng tôi chứng kiến giá nhiều loại hàng hóa (commodities) gần đây đã điều chỉnh giảm do tình trạng đứt gãy do Covid đang dần biến mất sau khi Trung Quốc mở cửa lại, giá yếu tố đầu vào sản xuất do vậy cũng sẽ khó có tăng quá mạnh.



- Về phía cầu, việc khách du lịch quay trở lại sẽ tạo áp lực tới giá cả chung nhưng sẽ mang tính chất ngắn hạn và cục bộ

#### Bài toán thị trường Bất động sản

Tình thế khó khăn sẽ thúc đẩy chính phủ sớm tiếp tục có các chính sách có tác động lớn để gỡ thế khó cho thị trường bất động sản. Vấn đề giấy phép giúp các dự án có thể chuyển nhượng và từ đó cản trở nợ sẽ là biện pháp được kỳ vọng sau khi điều chỉnh nói cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã được công bố.

#### Có thể kỳ vọng lớn vào việc thị trường lớn như Trung Quốc mở cửa du lịch?

- Hoàn toàn có khi Khách từ Trung Quốc từng đóng góp 30% tổng lượt khách du lịch thời điểm 2019 trở về trước.
- Ngoài ra chính phủ Việt Nam cũng đang nghiên cứu nhiều biện pháp mở hơn nữa để thu hút khách du lịch, bao gồm cả việc nới lỏng chính sách Visa.

Tóm lại, dù thị trường giảm co với thanh khoản thấp, chúng tôi vẫn đang thiên về khả năng thị trường vẫn đang hình thành xu hướng tăng sau khi kết thúc quá trình tích lũy từ tháng 11/2022.



### XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

### XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

### KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



**GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY**

**Võ Thế Vinh**

Head of Research

[vinhvt@gtjas.com.vn](mailto:vinhvt@gtjas.com.vn) - ext:701



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)  
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP. HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	P9-10, Tầng 1, Chamvit Tower	Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q. 3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999		
Email: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a> Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>	Điện thoại: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	Điện thoại: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696