



Chuyên viên Phân tích

Đỗ Trung Nguyên

nguyendt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:702

NHẬN ĐỊNH CHIẾN LƯỢC

Tuần vừa qua chắc chắn là một tuần với những diễn biến hết đáng chú ý và quan trọng nhất trên khía cạnh tiền tệ của cả Mỹ, Trung Quốc hay Việt Nam suốt nhiều tháng qua.

Với thị trường Trung Quốc, tuần vừa qua tiếp tục chứng kiến những số liệu vĩ mô tiền tệ thể hiện sự suy yếu của tín dụng cũng như của sản xuất hay bán lẻ. Và điều gì phải đến cũng đến, khi Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã giảm các lãi suất điều hành ngắn hạn trên thị trường tiền tệ như Lãi suất Reverse Repo kì hạn 7 ngày (lãi suất OMO) hay Lãi suất SLF các kì hạn (lãi suất Standing Facility) trong ngày thứ ba. Và đến ngày thứ năm thì giảm tiếp lãi suất điều hành trung hạn của mình là lãi suất MLF.

Với thị trường Mỹ, chúng ta sẽ đi qua 3 câu chuyện chính trong tuần vừa qua: lạm phát CPI và cuộc họp FOMC của Fed, số dư Reverse Repo (RRP) và Treasury General Account (TGA) trên bảng cân đối của Fed và Gamma Squeeze trên thị trường cổ phiếu Mỹ. Đầu tiên, với số liệu lạm phát CPI công bố đầu tuần tích cực thì trong cuộc họp Ủy ban thị trường mở liên bang FOMC ngay sau đó, Fed đã chính thức không tăng lãi suất sau 10 lần tăng lãi suất liên tiếp trước đó. Điều này không nằm ngoài dự báo, và việc không tăng lãi suất này có lẽ mang tính “tạm dừng để quan sát rồi quyết định tiếp” hơn là “dừng lại hoàn toàn”, điều đáng chú ý ở đây là: thứ nhất, các thành viên của Fed đều cho thấy một kì vọng về lãi suất trong phần còn lại của năm là cao hơn so với lần đưa ra kì vọng gần nhất, và thứ hai, là tất cả các thành viên của Fed cũng đưa ra một kì vọng tươi sáng hơn nhiều về triển vọng kinh tế của Mỹ trong năm nay cũng như trong năm 2024. Có một vài điều có thể cảm nhận về hai điều này, thứ nhất, với việc không tăng lãi suất, kì vọng dot-plot chính là một cách truyền thông với thị trường để giữ được quan điểm hawkish trong quá trình kiềm chế lạm phát, tuy nhiên mức độ thì đã rõ ràng đã giảm từ việc trực tiếp tăng lãi suất xuống chỉ còn thông qua kì vọng; thứ hai, Fed (và cả thị trường nói chung) đang tăng dần khả năng vào việc sẽ đạt được hạ cánh mềm (Soft Landing). Chuyển qua câu chuyện thứ hai, về câu chuyện làm đầy lại TGA, vào ngày cuối tuần vừa qua, số dư TGA đã tăng lên đến khoảng 250 tỷ USD, kể từ mức thấp nhất chỉ khoảng 20 tỷ USD trước khi trần nợ công Mỹ được nâng thì đây là một mức thay đổi rất lớn. Đã có những lo ngại về việc nếu lấp đầy lại TGA thì phần tăng lên đó sẽ đến từ việc rút bớt thanh khoản hiện tại trong hệ thống tài chính, tuy nhiên thì trong tuần vừa qua chúng ta chứng kiến một điều rất thú vị khác đó là số dư RRP trong tuần vừa qua cũng đã giảm khoảng hơn 100 tỷ USD. Như vậy, có thể cho rằng là một phần lớn trong phần tăng lên của TGA là đến từ việc rút ròng từ RRP chứ không phải từ hệ thống ngân hàng. Lí do cho việc này có thể đến từ việc Kho bạc Mỹ đã giảm kì hạn của các Tín phiếu kho bạc (Treasury Bills) phát hành xuống rất ngắn, qua đó thu hút tiền từ các Money Market Funds (MMFs), khiến các quỹ này thay vì giữ tiền trong RRP thì chuyển sang việc mua các tín phiếu này. Hoặc cũng có thể là do các bộ phận Nguồn của các doanh nghiệp (đối tượng chính gửi tiền vào các MMFs) cần tiền để chi trả vào ngày thanh toán thuế khiến các MMFs này bị rút ròng. Câu chuyện thú vị cuối cùng với thị trường Mỹ, có lẽ là Gamma Squeeze. Chúng ta được chứng kiến thị trường cổ phiếu Mỹ có một nhịp tăng liên tục kéo dài khoảng ba tuần gần đây, và nhịp tăng này có thể được đóng góp một phần lớn bởi Gamma Squeeze. Với các dealer hay nhà tạo lập thị trường trên thị trường options, để phòng ngừa rủi ro tăng giá (Delta hedging) khi bán các options, họ sẽ phải mua hoặc bán các cổ phiếu trong các options đó (hãy tưởng



tượng giống với các covered warrants ở thị trường Việt Nam). Tuy nhiên họ không thể phòng ngừa rủi ro biến động (volatility) của thị trường và bắt buộc phải ở vị thế short Gamma. Trường hợp xảy ra ở đây là các nhà tạo lập thị trường này bán các quyền chọn mua (call options), để hedging thì họ phải mua cổ phiếu. Gamma squeeze trong trường hợp này xảy ra khi biến động (Gamma hay volatility) tăng mạnh, giá cổ phiếu tăng liên tục đi cùng với việc Delta tăng lên hoặc cũng có thể là số lượng call options mà họ bán cũng gia tăng theo (khi có một lượng lớn người mua các call options này nhằm đặt cược vào việc giá tăng sẽ tiếp diễn), giống như một vòng xoáy nó khiến các dealer phải tiếp tục mua vào thêm cổ phiếu để hedging và lại trở thành tác nhân khiến giá cổ phiếu tăng thêm nữa. Ngày thứ sáu cuối tuần vừa qua là một ngày đáo hạn theo quý của các options và điều này được kì vọng có thể sẽ chấm dứt tình trạng Gamma Squeeze. Tuy nhiên, cần nhận thấy được rằng Gamma Squeeze trong trường hợp này chỉ là hệ quả của việc tâm lý chấp nhận rủi ro trên thị trường được đẩy lên cao (risk-on).

Với thị trường Việt Nam, diễn biến đáng chú ý nhất chắc chắn là việc Ngân hàng Nhà nước (SBV) đã ra thông báo tiếp tục hạ lãi suất điều hành trong ngày thứ sáu cuối tuần. Đặt trong bối cảnh khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế đang khá yếu thì đây chắc chắn là điều khả dĩ nhất mà SBV có thể làm, và phải làm. Và thực tế là SBV có thể làm như vậy, khi mà chúng ta thấy rằng quyết định được đưa ra ngay sau khi Fed không tăng lãi suất trong cuộc họp FOMC trước đó, còn tỷ giá USD/VND thì vẫn đang duy trì ở vùng đáy nhiều tháng. Có một điều đáng chú ý, nhà kinh tế học John Maynard Keynes từng đề cập đến trạng thái “pushing on a string” của việc nói lỏng tiền tệ, tức là tiền tệ giống như sợi dây, khi kéo ngược sợi dây (hay thắt chặt tiền tệ) thì tác động kìm hãm nền kinh tế là rất rõ ràng nhưng khi đẩy sợi dây (hay nói lỏng tiền tệ) thì tác động kích thích đến nền kinh tế có thể sẽ khó khăn hơn nhiều. Nhưng nói lỏng tiền tệ, dù là trạng thái của lãi suất hay thanh khoản, thì chắc chắn đều có tác động tích cực đến tâm lý chấp nhận rủi ro (risk-on) trên các thị trường tài chính.



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

Đỗ Trung Nguyên

Chief Investment strategy

nguyendt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:702

Võ Thế Vinh

Head of Research

vinhvt@gtjas.com.vn - ext:701



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