

Chỉ số	Đầu Quý	Cao nhất	Thấp nhất	Cuối Quý	Thay đổi		
					3 tháng	6 tháng	1 năm
VN-Index	409,61	561,85	409,61	456,70	14,35%	-11,64%	-56,14%
HaSTC-Index	114,99	194,87	114,99	148,55	31,85%	-18,12%	-52,04%
FPTS-Index	61,34	85,78	61,30	66,95	11,86%	-15,95%	-54,48%

**NỘI DUNG**

Tóm tắt

Trang 1-2

Dự báo vĩ mô và thị trường Quý 4

Trang 17- 22

Kinh tế vĩ mô Quý 3

Trang 3-13

Phụ lục: Thống kê thị trường và ngành

Trang 23- 27

Thống kê và diễn biến thị trường Quý 3

Trang 14-16

**Phòng Phân tích Đầu tư**

**Võ Quốc Khánh**

[Khanhvq@fpts.com.vn](mailto:Khanhvq@fpts.com.vn)

ĐT: (84.4) 773 7070 ext 4301

**Giang Trung Kiên**

[Kiengt@fpts.com.vn](mailto:Kiengt@fpts.com.vn)

**Nguyễn Trường Sơn**

[Sonnt2@fpts.com.vn](mailto:Sonnt2@fpts.com.vn)

**Nguyễn Tuấn**

[Tuann@fpts.com.vn](mailto:Tuann@fpts.com.vn)

**Ngày 9 tháng 10 năm 2008**

**Trụ sở chính**

Tầng 2, 71 Nguyễn Chí Thanh

Quận Đống Đa - Hà Nội

ĐT: (84.4) 773 7070

**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Số 31, Nguyễn Công Trứ

Phường Nguyễn Thái Bình

Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84.8) 290 86 86

Fax: (84.8) 290 60 70

**Chi nhánh Đà Nẵng**

Số 9, Nguyễn Văn Linh

Phường Nam Dương

Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng

ĐT: (84.8) 290 86 86

Fax: (84.8) 290 60 70

**TÓM TẮT**

• **Lạm phát bước đầu được kiểm chế, vẫn còn nhiều yếu tố rủi ro**

Diễn biến tình hình lạm phát đã có dấu hiệu tích cực vào cuối quý. Chỉ số lạm phát tháng 9 chỉ tăng 0,18% so với tháng 8, một mức tăng khá bất ngờ, đưa mức lạm phát tháng 9/2008 so với 1 năm trước dừng ở mức 27,9% sau khi đạt đỉnh 28,3% trong tháng 8. CPI cho cả năm 2008 dự kiến sẽ ở mức 25-27%.

• **Nhập siêu giảm tác động tích cực đến tỷ giá VND/USD**

Tổng giá trị nhập siêu trong Quý 3 dừng ở mức 1,5 tỷ USD, thấp hơn mức nhập siêu trung bình 1 tháng trong các tháng trước đó đã tác động tích cực đến việc duy trì ổn định tỷ giá VND/USD trong quý. Giá trị nhập siêu hiện tại là gần 16 tỷ USD, nhiều khả năng sẽ được kiểm chế dưới 20 tỷ USD trong năm nay như mục tiêu của Chính phủ.

• **FDI đạt kỷ lục mới, giải ngân FDI có tiến triển nhưng vẫn ở mức thấp so với vốn đăng ký**

FDI tính đến cuối Quý 3 năm 2008 đạt mức kỷ lục 57,1 tỷ USD, tăng 5 lần so với cùng kỳ năm trước. Riêng trong Quý 3, Việt Nam đã thu hút 25,5 tỷ USD, chỉ thấp hơn một chút so với Quý 2, vốn giải ngân đạt 8,1 tỷ USD (trong đó bên Việt Nam chiếm từ 10-12%), còn thấp so với mục tiêu 10-12 tỷ USD. Các dự án đăng ký trong quý III tập trung vào lĩnh vực dầu khí, công nghiệp nặng, khách sạn du lịch và xây dựng khu đô thị mới.

• **Tăng trưởng GDP vẫn còn nhiều khó khăn**

Những tác động của việc thắt chặt tiền tệ vẫn đang tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP. Sau khi giảm từ mức 7,4% trong Quý 1 xuống 6,50% trong Quý 2 so với cùng kỳ năm trước, GDP Quý 3 duy trì ở mức tăng 6,52% (số cùng kỳ năm trước là 8,16%).

### **TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định, phân tích trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình

- **Khủng hoảng tài chính Mỹ chưa tác động nhiều đến Việt Nam**

Cuộc khủng hoảng hệ thống tài chính Mỹ hiện tại sẽ hầu như không có tác động trực tiếp đến hệ thống tài chính Việt Nam. Tuy vậy, khủng hoảng tài chính Mỹ đang có dấu hiệu đẩy nền kinh tế Mỹ vào suy thoái. Điều này sẽ làm ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế thế giới và Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ, dù rằng mức độ ảnh hưởng sẽ ở mức thấp hơn nhiều nước.

### **DỰ BÁO QUÝ 4 - 2008**

- **Tình hình kinh tế:**

Chính sách thắt chặt tiền tệ vẫn đang được duy trì và nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì ít nhất đến hết năm 2008 mặc dù các biện pháp “linh hoạt” cũng đang được Ngân hàng Nhà nước thực hiện nhằm làm giảm bớt khó khăn cho các doanh nghiệp cũng như duy trì sự ổn định của hệ thống ngân hàng.

- **Thị trường chứng khoán**

Đà giảm của thị trường trong 2 quý đầu năm phần nào được chặn lại trong Quý 3 với những đợt tăng giảm liên tiếp và kết thúc Quý 3 với sự tăng nhẹ của cả hai chỉ số VN-Index và HaSTC-Index, phù hợp với những chuyển biến vĩ mô nhất định trong Quý 3. Thị trường sẽ tiếp tục bước vào những phiên giao dịch thử lửa trong Quý 4 với sự chú ý đặc biệt tới tình hình kinh tế vĩ mô. Những khó khăn đối với nền kinh tế là chưa hết và những tác động từ kinh tế thế giới vẫn sẽ còn ảnh hưởng đến nhà đầu tư. Tuy vậy, khi thị trường đồng loạt giảm sẽ là cơ hội đầu tư tốt đối với những cổ phiếu tiềm năng, có khả năng vượt qua những khó khăn kinh tế trước mắt.

**Các phân tích kỹ thuật cùng với các phân tích tình hình kinh tế vĩ mô cho thấy, VN-Index nhiều khả năng sẽ dao động trong khoảng 420 đến 550 điểm.**

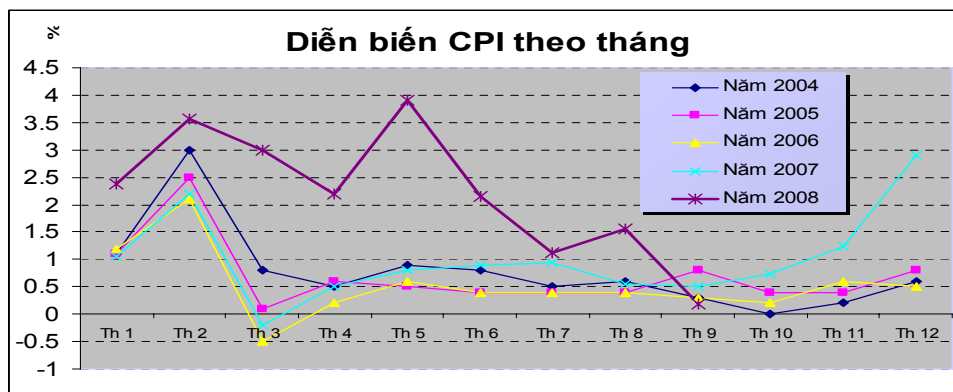
## QUÝ 3 - NĂM 2008

### Tình hình kinh tế vĩ mô

#### 1. Lạm phát bước đầu được kiểm chế, vẫn còn nhiều yếu tố rủi ro

*Lạm phát tiếp tục được kiểm chế*

Diễn biến tình hình lạm phát trong Quý 3 theo chiều hướng tích cực. Sau khi giảm mạnh trong tháng 6, CPI tháng 7 tiếp tục giảm trước khi tăng nhẹ trong tháng 8 vào thời điểm giá xăng dầu trong nước được điều chỉnh và có hiệu lực. Lạm phát trong tháng 9 còn có mức giảm ấn tượng hơn, CPI tháng 9 chỉ tăng 0,18% so với tháng 8, không chỉ là mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm mà còn là mức tăng thấp nhất so với cùng kỳ nhiều năm, mặc dù thời điểm tháng 9, tháng 10 thông thường cũng là thời điểm CPI có mức tăng thấp trong năm. Diễn biến này là khá bất ngờ, trái với nhiều dự đoán trước đó. Tuy vậy, CPI đã hoàn toàn được kiểm soát và đã đến lúc có thể nói lỏng tiền tệ? Chúng tôi không cho là như vậy.



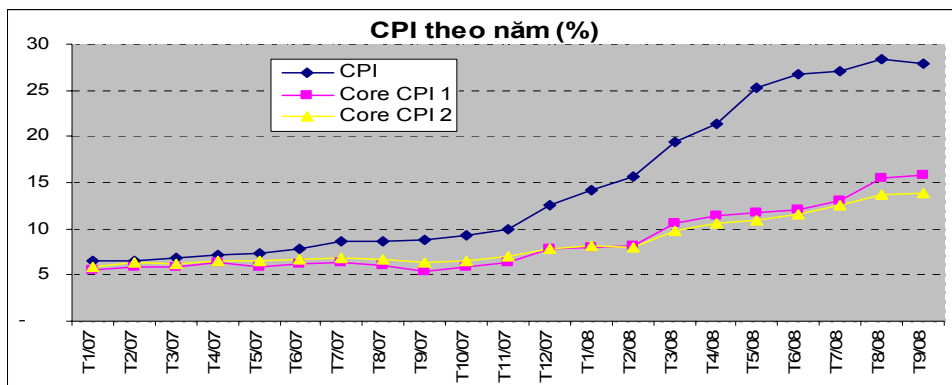
*Sự giảm giá của nhóm hàng lương thực thực phẩm đóng vai trò quan trọng trong diễn biến gần đây của CPI*

Các yếu tố nào đã dẫn đến sự sụt giảm mạnh của CPI trong Quý vừa qua? Trước hết, nhìn vào diễn biến của các cấu phần trong CPI. Trong Quý 3, lương thực (chiếm 9,86% trong rổ CPI), từ chỗ là mặt hàng có tốc độ tăng giá lớn nhất trong các tháng trước đã liên tục giảm giá trong các tháng của Quý 3, và tính chung cả Quý 3 là mặt hàng duy nhất có tốc độ tăng giá âm so với tháng 6/2008. So với cùng kỳ các năm trước thì Quý 3 cũng thường là thời điểm CPI lương thực ở mức thấp nhất trong năm và sẽ tăng dần trong Quý 4; tuy vậy, mức tăng giá âm của các tháng trong Quý 3 thường ít khi xảy ra trong các năm trước đây. Giá lương thực thế giới giảm mạnh trong Quý 2 sau khi đạt đỉnh trong tháng 5 (riêng giá gạo thế giới trong tháng 5 là 1000 USD/tấn loại 5% tằm, và đã giảm xuống 600 USD tấn vào cuối Quý 3) là nguyên nhân trực tiếp. Thực phẩm, mặt hàng có trọng số lớn nhất trong rổ CPI (25,2%) cũng có mức tăng CPI giảm mạnh từ hơn 3% trong tháng 6 xuống chỉ còn 0,3% trong tháng 9.

Mặt hàng có trọng số lớn thứ 2 trong rổ CPI (với khoảng 10%) là nhà ở và vật liệu xây dựng có CPI tháng 9 giảm so với tháng 8 cùng với triển vọng chưa sáng sủa của thị trường bất động sản. Tuy nhiên, tính chung cả Quý 3 vẫn tăng 3,2% so với tháng 6 và đến cuối quý tăng 26,06% so với 1 năm trước, chỉ sau nhóm hàng lương thực và thực phẩm

Phương tiện đi lại (chiếm 9% trong rổ CPI) có 1 quý tăng mạnh nhất từ đầu năm, chủ yếu rơi vào tháng 8, thời điểm tăng giá xăng dầu trong nước có hiệu lực trong

rở CPI, nhưng sau đó đã giảm xuống trong tháng 9. Giá dầu thế giới vẫn đang trong xu hướng giảm và với việc Chính phủ quyết định điều hành giá xăng dầu trong nước theo thị trường, khả năng CPI phương tiện đi lại sẽ không tăng đáng kể trong thời gian còn lại của năm 2008.



CPI: CPI tổng thể, Core CPI 1: core CPI loại bỏ nhóm hàng lương thực thực phẩm; Core CPI 2: core CPI loại bỏ cả nhóm hàng lương thực thực phẩm và phương tiện đi lại (nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS ước tính)

*Việc CPI tổng thể giảm trong 1 tháng chưa thể khẳng định xu hướng của lạm phát*

Biểu đồ CPI theo năm cho thấy, lạm phát tổng thể đã có dấu hiệu giảm lần đầu tiên kể từ đầu năm 2007 tuy vẫn đang ở mức kỷ lục (27,9% so với 1 năm trước). Kết quả này tuy nhiên lại chủ yếu do việc giảm giá của nhóm hàng lương thực và thực phẩm trong các tháng gần đây. Bởi nhìn vào diễn biến của core CPI thì có thể thấy, core CPI vẫn chưa thực sự đi vào xu hướng giảm mặc dù tỷ lệ tăng có giảm đi trong tháng 9. Biến động của giá lương thực thế giới trong nửa đầu năm và Việt Nam với tỷ trọng lương thực thực phẩm cao trong rổ CPI đã làm khoảng cách giữa CPI tổng thể và core CPI dần rộng. Việc CPI tổng thể giảm chưa thể khẳng định xu hướng của lạm phát. Việc điều hành chính sách tiền tệ do đó rất cần tham khảo cả 2 chỉ số CPI và core CPI, đặc biệt trong những tình huống trong và sau những cú sốc về giá lương thực thực phẩm và giá xăng dầu như trong thời gian qua.

*Tiền tệ vẫn là nguyên nhân quan trọng của tình hình lạm phát. Vì vậy, việc thắt chặt tiền tệ vẫn cần được duy trì trong thời gian trước mắt*

Diễn biến của core CPI cho thấy, tiền tệ vẫn là 1 nguyên nhân quan trọng của tình hình lạm phát tăng quá nóng trong thời gian qua, việc thắt chặt tiền tệ sẽ cần thêm thời gian để phát huy hiệu quả. Áp lực lạm phát vẫn còn lớn và chưa thể chủ quan. Trong bối cảnh đó Chính phủ khẳng định tiếp tục duy trì việc thắt chặt tiền tệ trong thời gian tới, nhưng linh hoạt trong điều hành là chủ trương hợp lý.

Bên cạnh nguyên nhân tiền tệ, các vấn đề ảnh hưởng đến lạm phát thuộc về cơ cấu của nền kinh tế, đầu tư kém hiệu quả vẫn sẽ là thách thức trong dài hạn đối với việc kiềm chế lạm phát.

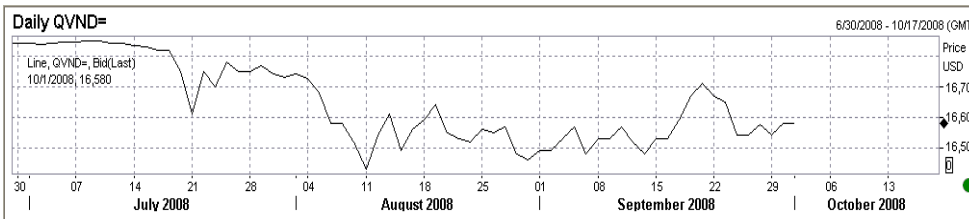
*Tỷ giá USD/VND được duy trì ổn định trong quý, nhờ sự can thiệp của Ngân hàng Nhà nước và xu hướng giảm dần của thâm hụt thương mại*

## **2. Thâm hụt thương mại đang giảm dần, tỷ giá được duy trì ổn định**

Với những dấu hiệu ổn định hơn của kinh tế vĩ mô cùng với xu hướng giảm thâm hụt thương mại, tỷ giá USD/VND được duy trì khá ổn định trong Quý 3 cho dù tỷ giá của USD và 1 số ngoại tệ mạnh khác biến động khá mạnh trong quý do ảnh hưởng của khủng hoảng tại Mỹ và một số nước. Chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá chợ đen không đáng kể phản ánh tâm lý ổn định của người dân vào giá trị của VND.

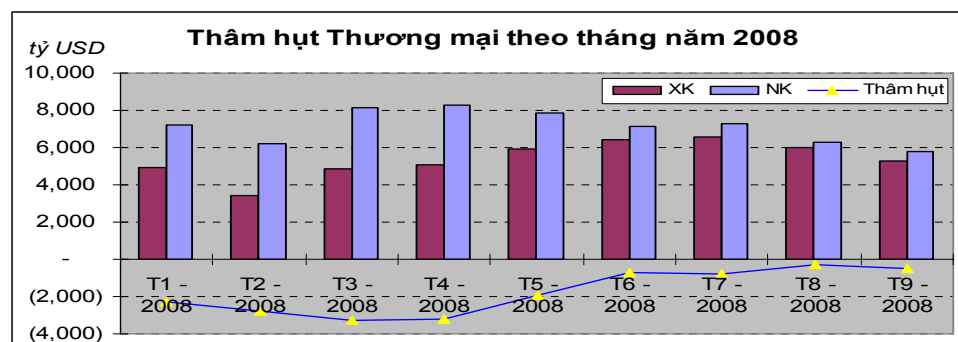
*Thâm hụt thương mại vẫn sẽ là vấn đề cần giải quyết cả trong ngắn hạn và dài hạn*

*Cán cân xuất nhập khẩu được cải thiện khá nhiều trong Quý 3 sau những biện pháp kiểm soát nhập khẩu của chính phủ*



Diễn biến tỷ giá USD/VND: Nguồn Reuters

Để đảm bảo tiếp tục ổn định giá trị VND, bên cạnh việc nâng cao khả năng giải ngân của vốn đầu tư ngoại thì biện pháp căn cơ hơn, cả trong ngắn hạn (các tháng còn lại của năm 2008) và dài hạn là giải quyết vấn đề thâm hụt thương mại. Điều này đã được thực hiện khá tốt trong các tháng của Quý 3- 2008.



Nhập siêu trong các tháng của Quý 3 tiếp tục xu hướng giảm đã bắt đầu từ tháng 6. Tổng giá trị nhập siêu trong Quý 3 dừng ở mức 1,5 tỷ USD, so với mức trung bình mỗi tháng lên đến 2,4 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm. Kết quả này có được do nhiều mặt hàng nhập khẩu đã giảm đáng kể trong khi xuất khẩu vẫn đang được duy trì khá tốt. Tổng kim ngạch xuất khẩu 9 tháng ước đạt 48,6 tỷ USD tăng 39% so với cùng kỳ và nhập khẩu đạt 64,4 tỷ USD tăng 48,3%.

Mặt hàng ô tô sau khi đạt giá trị nhập khẩu 1,6 tỷ USD trong nửa đầu năm chỉ tăng thêm 0,4 tỷ USD trong Quý 3, với xu hướng giảm dần qua các tháng. Việc tăng thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc cộng với các biện pháp kỹ thuật khác của Chính phủ là nguyên nhân trực tiếp đem đến kết quả này.

Kim ngạch nhập khẩu mặt hàng sắt thép đã giảm mạnh trong quý với giá trị 1,1 tỷ USD so với mức 4,6 tỷ tổng giá trị nhập khẩu 2 quý trước. Yếu tố đầu cơ đã không còn, lượng tồn kho tăng cao, trong khi sức tiếp thụ mặt hàng này vẫn đang có xu hướng giảm trong các tháng gần đây do việc giãn tiến độ các dự án xây dựng trong gói giải pháp kiềm chế lạm phát và ổn định vĩ mô của Chính phủ. Mặc dù mùa xây dựng đang đến gần nhưng với việc Hiệp hội Thép Việt Nam tiếp tục kiến nghị Bộ Tài chính cho giảm thuế xuất khẩu phôi thép xuống 2% sau khi đã giảm từ 20% xuống 10% cho thấy lượng tồn kho thép vẫn còn cao và khả năng kim ngạch nhập khẩu mặt hàng này còn tiếp tục giảm trong các tháng còn lại của năm.

Một số mặt hàng phục vụ nông nghiệp cũng giảm giá trị nhập khẩu như phân bón (giảm 41% so với Quý 2), thuốc trừ sâu (giảm 24%), thức ăn gia súc (giảm 21%) sau các tháng tăng mạnh đầu năm và xu hướng giảm nhẹ của giá thế giới. Khả năng nhập khẩu phân bón và thuốc trừ sâu có thể tăng trở lại trong các tháng tới cho vụ đông xuân đang tới gần.



### *Hoạt động xuất khẩu vẫn được duy trì khá tốt trong Quý 3*

Giá trị nhập khẩu tăng cao nhất trong Quý thuộc về xăng dầu với thêm 3,4 tỷ USD trong Quý 3, đưa tổng giá trị nhập khẩu mặt hàng này từ đầu năm lên gần 10 tỷ USD, vượt mức 7,5 tỷ USD của cả năm 2007. Nhập khẩu xăng dầu từ đầu năm tăng 10% về lượng và giá nhập khẩu trung bình tăng 66%.

Trong bối cảnh kinh tế trong nước và cả thế giới có những bất ổn thì hoạt động xuất khẩu vẫn đang được duy trì khá tốt. Trong Quý 3, xuất khẩu ước đạt 18,9 tỷ USD tăng so với mức 13,2 tỷ USD trong Quý 1 và 17,2 tỷ trong Quý 2. Tổng kim ngạch xuất khẩu đến thời điểm này đã tăng 39% so với cùng kỳ 2007. Dầu thô tiếp tục là mặt hàng có mức tăng trưởng mạnh nhất với mức tăng 52% so với cùng kỳ năm trước do giá dầu thế giới vẫn duy trì ở mức cao trong quý dù sản lượng giảm gần 10%. Trong các mặt hàng xuất khẩu chủ lực khác (có giá trị xuất khẩu trên 1 tỷ USD/ năm), có 2 mặt hàng có mức tăng xuất khẩu cao hơn mức tăng trung bình 39% là gạo (tăng 90%) và than đá (tăng 55,5%). Mặt hàng điện tử và máy tính sau khi tăng 35,1% trong 6 tháng đầu năm chỉ còn tăng 25,5% trong Quý 3 so với cùng kỳ năm trước.

**Gạo:** Giá gạo Việt Nam giảm theo xu hướng chung của thế giới trong Quý 3 khi nhu cầu đối với mặt hàng này của thế giới sụt giảm. Sau khi tăng liên tục từ mức đầu năm khoảng 370 USD/tấn lên đến mức cao nhất gần 1000 USD/ tấn (loại 5% tằm) vào giữa tháng 5, giá gạo xuất khẩu của Việt Nam giảm liên tục trong các tháng tiếp theo và đến cuối Quý 3 dừng lại ở mức khoảng 600 USD/tấn, tuy có dấu hiệu tăng nhẹ trong những ngày đầu tháng 10. Tính đến cuối tháng 9, xuất khẩu gạo đạt 3,7 triệu tấn so với mục tiêu cả năm 4,5 triệu tấn (82% kế hoạch), kim ngạch 2,4 tỷ USD, giá trung bình là 650 USD/tấn, so với cùng kỳ năm trước là 300 USD/tấn là lý do khiến khối lượng gạo xuất khẩu giảm 7,4% so với năm trước nhưng kim ngạch tăng gấp đôi.

**Than đá:** Xuất khẩu than đá tăng trưởng nhanh về doanh thu trong thời gian qua do giá than thế giới tăng mạnh cùng với giá dầu. Nếu như năm 2007, giá xuất khẩu than trung bình chỉ là 31 USD/tấn thì trong 9 tháng đầu năm, than xuất khẩu có giá trung bình lên đến gần 67 USD/tấn. Đến thời điểm cuối tháng 9, than chỉ xuất khẩu 72,3% sản lượng cùng kỳ (chủ yếu là sang Trung Quốc) nhưng giá trị đã bằng 155%. Chính phủ đang có những động thái siết chặt việc quản lý khai thác và xuất khẩu than khi có nhiều dự báo sản lượng than khai thác đã đạt tới mức giới hạn do các mỏ lộ thiên đang cạn dần, bên cạnh đó nhu cầu than cho các nhà máy nhiệt điện trong thời gian tới cũng sẽ tăng lên. Khả năng cả năm 2008, than xuất khẩu sẽ vào khoảng 22 triệu tấn (giảm gần 9 triệu tấn so với năm 2007)

**Dệt may:** Các khó khăn trong nửa đầu năm 2008 khi chỉ tăng 17,7% sau 6 tháng qua, bình quân khoảng 2,1 tỷ USD/ quý thì dệt may đã có mức tăng trưởng khá trong Quý 3 với mức xuất khẩu gần 2,7 tỷ USD, đưa tổng kim ngạch đến thời điểm này lên trên 6,8 tỷ USD. Nếu tốc độ này tiếp tục được duy trì thì khả năng dệt may sẽ hoàn thành kế hoạch 9,5 tỷ USD cho năm 2008. Giá nguyên liệu đầu vào giảm sau khi tăng mạnh trong nửa đầu năm và tỷ giá được duy trì ổn định là các nguyên nhân quan trọng trong sự tăng trưởng của dệt may. Tuy vậy, nhu cầu phát triển các vùng nguyên liệu cho ngành này ngày càng trở nên cấp bách nhằm chủ động đối phó với biến động của giá thế giới và tăng giá trị gia tăng cho ngành.

Các mặt hàng chủ lực khác như cao su, giày dép, thủy sản, gỗ vẫn giữ được mức tăng của năm 2007 từ 20% đến 30%. Cà phê sau khi chỉ đạt 96% giá trị xuất khẩu trong 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ 2007 đã tăng nhẹ gần 10% sau 3 quý so với cùng kỳ 2007.

Giá trị nhập khẩu của các tháng trong Quý theo chiều hướng giảm dần và đến tháng 9, theo số ước tính đã dưới mức 6 tỷ USD (5,8 tỷ USD) lần đầu tiên kể từ đầu năm. Tuy vậy, xuất khẩu trong tháng 9 cũng không còn duy trì được mức trên 6 tỷ USD đạt được trong các tháng gần đây. Khả năng đẩy mạnh xuất khẩu trong các tháng cuối năm là khá khó khăn.

### 3. Lãi suất cho vay được điều chỉnh dù vẫn đang ở mức cao

Trong Quý, trước những diễn biến thuận lợi của tình hình lạm phát, đã có những tranh luận về việc điều chỉnh lãi suất cơ bản nhằm làm giảm gánh nặng cho các doanh nghiệp. Tuy vậy, Ngân hàng Nhà nước tiếp tục giữ nguyên mức lãi suất cơ bản 14% đã đề ra từ ngày 11/6/2008. Động thái này khẳng định quan điểm thận trọng của Chính phủ trong việc điều hành kinh tế vĩ mô trong lúc những dấu hiệu tốt của nền kinh tế đã bắt đầu xuất hiện nhưng chưa thể nói tình hình trong nước đã được kiểm soát hoàn toàn và kinh tế thế giới còn nhiều bất ổn khó dự đoán. Việc duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt và linh hoạt trong điều hành là cần thiết ít nhất là đến hết năm 2008.

Đồng thời với đó, quyết định của Ngân hàng Nhà nước trong việc tăng lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc từ 3,6% lên 5% và việc cho phép các tổ chức tín dụng sử dụng tín phiếu bắt buộc ngày 17/3/2008 để cầm cố vay vốn, chiết khấu tại Ngân hàng nhà nước. Mức lãi suất dự trữ bắt buộc 5% là mức cao nhất từ trước đến nay và điều này phần nào hỗ trợ cho các ngân hàng về chi phí huy động rất cao trong thời gian vừa qua,

Các ngân hàng thương mại vào thời điểm cuối quý đã vào cuộc nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp. Lãi suất cho vay đã được đồng loạt hạ xuống vào cuối tháng 9, điều kiện cho vay cũng được nới lỏng hơn. Mức lãi suất các ngân hàng công bố đều dưới mức lãi suất trần 21%, phổ biến từ 17,5% đến 20% /năm. Một số ngân hàng cũng công bố giành tỷ lệ nhất định vốn tín dụng cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ nhằm hỗ trợ khu vực doanh nghiệp gặp khó khăn nhất trong việc tiếp cận vốn vay trong thời gian qua. Thực tế việc duy trì lãi suất cho vay cao trên 20% trong bối cảnh hiện tại đã khiến không ít ngân hàng gặp khó khăn trong việc tăng trưởng tín dụng dù hạn mức 30% vẫn còn. Về phía doanh nghiệp, chi phí tiền vay cao khiến doanh nghiệp khó có khả năng có lãi từ các dự án sử dụng nhiều nợ. Trước khi thực hiện hạ lãi suất cho vay, các ngân hàng thương mại cũng đã giảm lãi suất huy động. Tính thanh khoản được cải thiện trong khi nhu cầu huy động để cho vay giảm trong các tháng cuối năm khi hạn mức 30% đã gần đạt cùng với dấu hiệu khả quan hơn trong việc kiềm chế lạm phát là cơ sở chính cho việc giảm này.

Theo khảo sát của VCCI, trong các tháng cuối năm, nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp vẫn là khá lớn, với tỷ lệ 90,2%, 81,5% và 57,7% tương ứng cho các nhóm doanh nghiệp dân doanh, nhà nước, và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Với hạn mức tín dụng còn lại của các ngân hàng rất hạn chế, trong khi tài sản thế chấp thường được sử dụng trong các giai đoạn trước đây là nhà đất đã giảm giá khá mạnh thì việc tiếp cận vốn của các doanh nghiệp vẫn sẽ là vấn đề khó khăn, đặc biệt đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

*Ngân hàng Nhà nước tiếp tục sử dụng các chính sách tài chính thắt chặt và vẫn giữ nguyên mức lãi suất cơ bản*

*Các biện pháp “linh hoạt” trong điều hành tiền tệ cũng đang được áp dụng*

*Các ngân hàng thương mại đang có những hành động tích cực trợ giúp doanh nghiệp*

*Nhu cầu vay vốn đang còn rất lớn*

*Tăng trưởng GDP trong Quý*

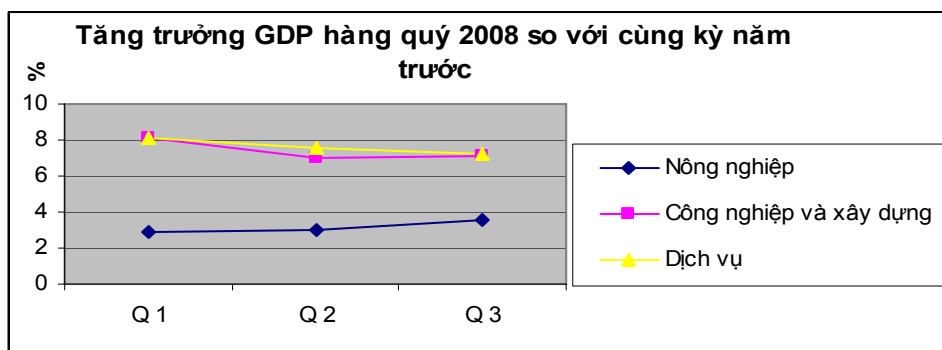
3 đã chặt được đà sụt giảm, nhưng vẫn sẽ còn nhiều khó khăn phía trước

Công nghiệp và xây dựng tiếp tục là các lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng nề nhất. Trong khi nông nghiệp vẫn duy trì mức tăng trưởng tốt.

Vốn FDI đạt mức cao và tốc độ giải ngân đang được đẩy nhanh hơn

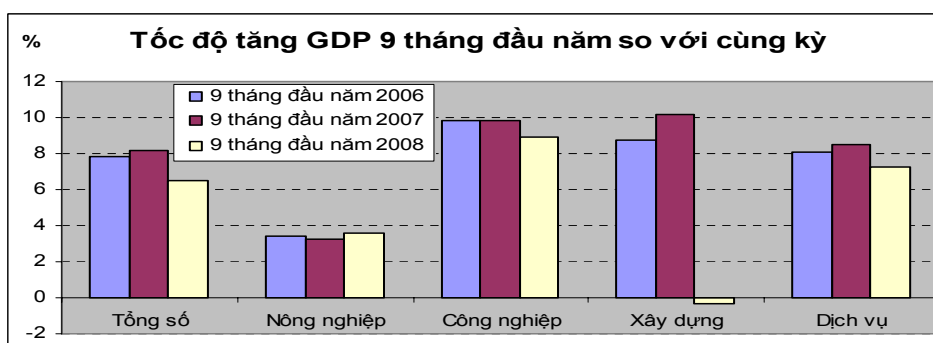
#### 4. Tăng trưởng GDP vẫn gặp nhiều khó khăn

Những tác động của việc thắt chặt tiền tệ vẫn đang tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP. Sau khi giảm từ mức 7,4% trong Quý 1 xuống 6,50% trong Quý 2 so với cùng kỳ năm trước, GDP Quý 3 duy trì ở mức tăng 6,52% (so cùng kỳ năm trước là 8,16%).



Trong 3 lĩnh vực của nền kinh tế thì nông nghiệp vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tốt trong Quý 3. Lĩnh vực này như thường lệ là lĩnh vực ít chịu ảnh hưởng nhất của các biến động của nền kinh tế. Lúa hè thu được mùa với năng suất tăng, dịch bệnh trong chăn nuôi bước đầu được khống chế góp phần tích cực vào kết quả này.

Sản xuất công nghiệp tiếp tục gặp khó khăn trong Quý 3 vẫn do các vấn đề nguyên liệu đầu vào, việc tiếp cận vốn vay ngân hàng gặp nhiều khó khăn. Bên cạnh đó, dù cho có những chuyển biến tích cực bước đầu trong việc kiềm chế lạm phát, mức tăng tiêu dùng trong dân cư trong 9 tháng đầu năm tiếp tục giảm. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa, theo giá so sánh, nếu 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm trước tăng 8% thì theo số liệu 9 tháng đầu năm chỉ còn tăng 6% so với cùng kỳ năm trước. Điều này lý giải cho xu hướng tăng trưởng tiếp tục đi xuống của ngành dịch vụ trong Quý 3.



Biểu đồ trên cho thấy nông nghiệp qua 9 tháng đầu năm vẫn đạt tốc độ tăng trưởng tốt so với cùng kỳ các năm trước. Ngược lại xây dựng bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong 9 tháng đầu năm khi có tốc độ tăng trưởng âm. Điều này cũng dễ hiểu khi xây dựng là ngành bị ảnh hưởng trực tiếp và nặng nhất từ việc thắt chặt tiền tệ và cắt giảm đầu tư công trong thời gian vừa qua. Tuy xây dựng chỉ chiếm khoảng 5,6% trong tổng GDP nhưng sự sụt giảm mạnh của ngành này (trên 10% so với cùng kỳ các năm trước) cũng tác động đáng kể đến tăng trưởng chung của GDP. Công nghiệp và dịch vụ với tỷ trọng mỗi lĩnh vực gần 40% trong GDP có



*Vốn vào các dự án lớn trong lĩnh vực công nghiệp và xây dựng đang tăng nhanh*

*Mặc dù thu hút vốn FDI nhiều nhất hiện nay nhưng ngành bất động sản vẫn gặp nhiều khó khăn do nguồn vốn vay bị thắt chặt*

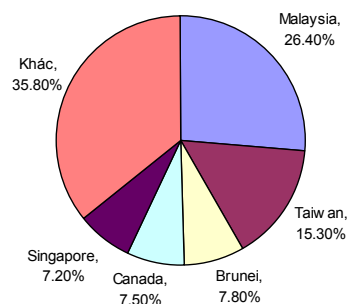
*Các dự án quy mô lớn tiếp tục thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài*

mức sụt giảm 1% và 1,3%. Trong lĩnh vực công nghiệp, hầu hết các ngành đều giữ mức tăng trưởng xấp xỉ Quý 2. Ngược lại, trong lĩnh vực dịch vụ, ba ngành lớn nhất là thương mại, khách sạn nhà hàng, vận tải kho bãi và thông tin liên lạc đều có tốc độ tăng trưởng sau 9 tháng so với cùng kỳ thấp hơn khá nhiều so với mức tăng trưởng sau 6 tháng từ 0,8% đến 1,9%.

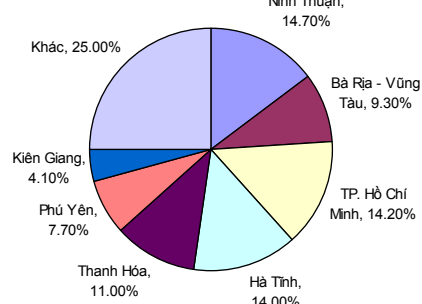
### 5. FDI đạt kỉ lục mới, giải ngân FDI có tiến triển nhưng vẫn ở mức thấp so với vốn đăng ký

Trong tháng 9/2008 cả nước có 113 dự án được cấp phép với tổng vốn đăng ký 9,9 tỷ USD, nâng tổng số dự án cấp mới từ đầu năm đến 22/9/2008 lên 885 dự án với tổng vốn đăng ký 56,3 tỷ USD, trong đó lĩnh vực công nghiệp và xây dựng 32,3 tỷ USD, chiếm 57,5% tổng vốn đăng ký; lĩnh vực dịch vụ 23,7 tỷ USD, chiếm 42,1%. Nếu tính cả 855,7 triệu USD vốn đăng ký tăng thêm của 225 dự án cấp phép các năm trước thì tổng vốn đăng ký 9 tháng cả nước là 57,1 tỷ USD, gấp gần 5 lần so với cùng kỳ năm 2007.

Quốc gia và vùng lãnh thổ đầu tư vào Việt Nam

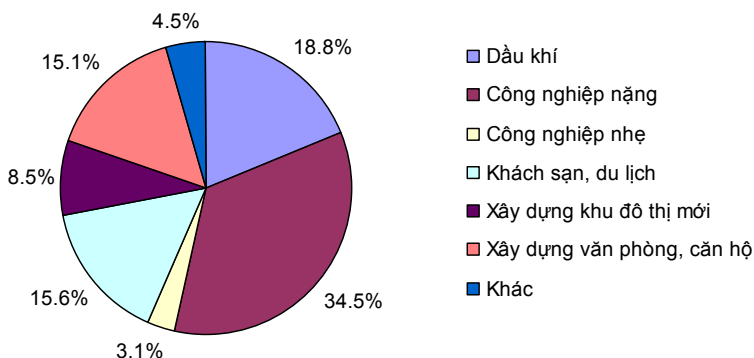


Tỷ trọng đầu tư vào vùng lãnh thổ Việt Nam



Vốn đăng ký tăng cao chủ yếu do nhiều dự án lớn được cấp giấy phép như: Dự án Công ty TNHH thép Vinashin-Lion của Ma-lai-xi-a có số vốn đăng ký 9,8 tỷ USD; Dự án Công ty Gang thép Hưng Nghiệp Formosa của Đài Loan 7,9 tỷ USD; Dự án Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn-Thanh Hóa của Nhật Bản và Cô-ôét liên doanh 6,2 tỷ USD; Dự án Công ty TNHH New City Việt Nam 4,3 tỷ USD; Dự án Hồ Tràm của Ca-na-đa trên 4,2 tỷ USD.

Tỷ trọng đầu tư vào ngành, lĩnh vực



Vốn thực hiện đạt 8,1 tỷ USD, bằng 14,2% vốn đăng ký và tăng 37,3% so với 9 tháng 2007. Trong số vốn thực hiện, bên Việt Nam chiếm khoảng từ 10% - 12%. Mặc dù lượng vốn giải ngân giai đoạn này tăng 37,3% so với cùng kỳ năm trước,

*Thị trường nhà ở đối với những người có nhu cầu thực sự tiếp tục tăng*

tuy nhiên FDI giải ngân vẫn chỉ đạt mức thấp khoảng 14% so với vốn FDI đăng ký.

Với cơ cấu vốn FDI 30% vốn tự có, 70% vốn vay, rất có khả năng mục tiêu giải ngân từ 10 – 12 tỷ USD khó thực hiện do khó khăn chung của hệ thống ngân hàng tài chính toàn cầu.

### 6. Thị trường bất động đang có xu hướng đi xuống

Trong Quý 3, thị trường bất động sản vẫn đang trong xu hướng suy giảm. Việc chi phí xây dựng, giá đất và chi phí vốn tăng mạnh trong thời gian gần đây đã ảnh hưởng đến tính khả thi của các dự án xây dựng. Tại Hà Nội, giá chào bán các căn hộ đã hoặc sắp hoàn thành không giảm nhiều, tuy nhiên giá của các dự án đang dở dang hiện đang giảm tới 15%.

Tính đến cuối quý 3, tổng dư nợ cho vay trực tiếp bất động sản là 115 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 9,5% tổng dư nợ cho của các ngân hàng thương mại. Việc hệ thống ngân hàng thương mại ngừng cho vay các dự án đang trong giai đoạn triển khai đã dẫn tới sự đình trệ của nhiều công trình. Các khoản nợ cho vay trực tiếp và thế chấp bất động sản vào khoảng xấp xỉ 500 nghìn tỷ đồng, chiếm 55% tổng dư nợ. Hiện tại, hệ thống ngân hàng vẫn đang đủ vốn hoạt động, lãi suất cho vay cũng được hạ thấp, do vậy khả năng giải chấp bất động sản hàng loạt vào cuối năm là khó xảy ra. Nhiều ngân hàng thương mại đang xem xét tái cấu trúc lại các khoản cho vay bất động sản của họ và kéo dài thời hạn vay đối với các dự án tốt.

Trong thời gian trở lại đây, nhiều nhà đầu tư Singapore bắt đầu để ý đến thị trường bất động sản Việt Nam với hơn 56 dự án, tổng giá trị lên tới 4 tỷ USD. Theo nhiều chuyên gia, thời gian tới Việt Nam sẽ đón nhận nhiều dự án từ các quốc gia châu Á khác như Malaysia, Hàn Quốc, Trung Quốc, Nhật Bản và các nhà đầu tư từ châu Âu, Trung Đông.

Thay vì đi đường thẳng theo các quy trình từ xin cấp phép đầu tư, giải phóng mặt bằng đến thực hiện dự án..., hiện đã có nhiều doanh nghiệp bất động sản nước ngoài tìm cách đầu tư vào thị trường bất động sản Việt Nam qua việc mua lại dự án. Trong đó, xu hướng mới nhất là đầu tư vào những dự án bất động sản thuộc diện bị tịch biên. Đối với mảng này, nhà đầu tư sẽ có nhiều hàng hóa để lựa chọn và hầu hết các dự án này đều đã hoàn thành những công đoạn nan giải nhất. Như vậy, giá bán của các bất động sản bị tịch biên sẽ thấp hơn giá thị trường bởi tâm lý chung của các cơ quan quản lý là muốn bán ra càng nhanh càng tốt. Đây cũng là một hướng đi tốt, góp phần tạo tính thanh khoản và thúc đẩy sự phát triển của thị trường bất động sản.

Xu hướng hiện tại của thị trường vẫn chủ yếu là xu hướng mua nhà với mục đích để ở, cho thuê thay vì mục đích đầu cơ. Trong giai đoạn vừa qua, dưới sức ép từ giảm giá bán bất động sản, đóng băng thị trường và sức ép từ phía ngân hàng, nhà đầu cơ dần dần rút lui khỏi thị trường, thay thế cho nhu cầu thực sự về nhà ở của đối tượng khách hàng đã tích lũy được tiền mặt trong nhiều năm và có nhu cầu mua nhà.

Đối với đối tượng khách hàng là Việt kiều và người nước ngoài, hiện tại mới chỉ có khoảng 10.000 trong số 80.000 người nước ngoài đủ điều kiện mua nhà. Nghị định 90 cũng đang được sửa đổi để mở rộng đối tượng Việt kiều mua nhà. Như vậy, số lượng giao dịch cho hai đối tượng này khá khiêm tốn và không có thay đổi

*Những điều chỉnh từ Ngân hàng nhà nước góp phần ổn định hoạt động của hệ thống ngân hàng*

*Hỗ trợ trong hoạt động đầu tư chứng khoán đang được triển khai trở lại*

lớn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, đây có thể coi là lực lượng tiềm năng cho sự khôi phục thị trường bất động sản, khi hành lang pháp lý cho hai đối tượng này được nới rộng hơn.

### 7. Hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại dần đi vào ổn định

Trong Quý 3, Ngân hàng Nhà nước vẫn tiếp tục duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ, giữ nguyên mức lãi suất cơ bản, tuy nhiên cơ quan này đã có một số động thái nhằm hỗ trợ hệ thống ngân hàng thương mại. Quyết định tăng lãi suất đối với các khoản dự trữ bắt buộc theo hai mức từ 1,2% lên 3,6% vào ngày 29/8 và từ 3,6% lên 5% có hiệu lực từ ngày 1/10 đã phần nào hỗ trợ được khó khăn về chi phí đầu vào của hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước còn cho phép các tổ chức tín dụng được sử dụng tín phiếu ngân hàng nhà nước bắt buộc phát hành ngày 17/3/2008 để tham gia các giao dịch tái cấp vốn nhằm tăng tính thanh khoản vào các tháng cuối năm.

Về mặt cơ bản, lãi suất huy động và cho vay trong Quý 3 không có sự biến động mạnh, thường duy trì ở mức 17% và 20%. Tuy nhiên đến cuối Quý 3, mặt bằng lãi suất cho vay đã bắt đầu giảm dần. Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam là ngân hàng đi đầu trong việc giảm lãi suất cho vay xuống từ 17% - 18% đối với từng đối tượng vay. Theo đó, một số các ngân hàng thương mại khác cũng bắt đầu có sự điều chỉnh giảm. Mức lãi suất cho vay hiện tại đang gần với mức lãi suất cho vay từ các tổ chức tín dụng cuối Quý 2.

Thêm một dấu hiệu đáng mừng từ phía các tổ chức tín dụng, đó là việc kết hợp giữa ngân hàng và các công ty chứng khoán trong việc quay trở lại cho vay đầu tư chứng khoán. Các ngân hàng thương mại hiện tại đã bắt đầu có sự ổn định hơn về nguồn vốn và mở rộng lĩnh vực cho vay. Tuy nhiên, việc lựa chọn cho vay cầm cố chứng khoán trong Quý 3 cũng được thực hiện một cách khắt khe hơn. Thay vì cho phép cầm cố toàn bộ các mã chứng khoán niêm yết như trước đây, thời gian này các công ty chứng khoán và ngân hàng chỉ cho phép cho vay cầm cố chứng khoán đối với một số các mã cổ phiếu có mức thị giá hợp lý, các công ty có kết quả kinh doanh ổn định và có tính thanh khoản tốt trên thị trường.

Điều này cho thấy, tính thanh khoản trong hệ thống ngân hàng ngày càng được cải thiện. Hiện tại, các ngân hàng thương mại cũng đã dự tính trước và có phương án xử lý đối với các khoản dư nợ cho vay bất động sản. Dự kiến trong Quý 4 năm 2008, lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được điều chỉnh giảm và xoay quanh mức 17% cho đến cuối năm. Đây có thể được coi là mức hợp lý nhằm hỗ trợ doanh nghiệp trong việc huy động vốn lưu động và đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế do Chính phủ đề ra.

Trước e ngại về cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ và Châu Âu, các ngân hàng trong nước đã chủ động rút tiền gửi ở nước ngoài về và gửi một phần vào các ngân hàng có uy tín cao ở Singapore và Hồng Kông để linh hoạt trong sử dụng. Đa phần các ngân hàng thương mại không có mối liên hệ trực tiếp đối với các ngân hàng đầu tư, tổ chức tài chính bị phá sản hoặc các tổ chức gặp khó khăn về tài chính. Do vậy, hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam vẫn hoạt động bình thường và không có biến động lớn. Tuy nhiên, trước sự suy thoái kinh tế quốc tế, cộng với mức lãi suất cho vay hiện tại đang ở mức cao, khả năng chi trả các khoản vay ngân hàng từ phía doanh nghiệp ngày càng giảm. Đây cũng sẽ là khó khăn đối với hệ thống ngân hàng trong thời gian tới.

*Giá vàng thế giới tiếp tục biến động mạnh*

*Giá dầu đang giảm mạnh*

sau những biến cố trên thị trường Mỹ. Hiện có những dự đoán khác nhau về giá dầu trong thời gian tới

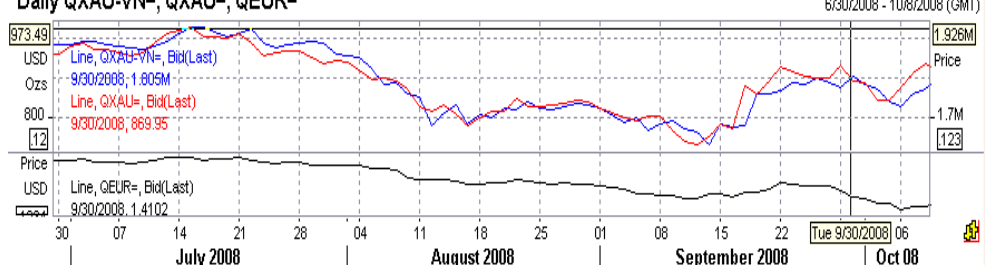
Cuộc khủng hoảng tín dụng Mỹ chưa thể tác động trực tiếp đến nền kinh tế của Việt Nam nhưng những tác động gián tiếp là điều không tránh khỏi

## 8. Giá vàng và giá dầu tiếp tục biến động mạnh

**Diễn biến giá vàng thế giới (màu xanh), trong nước (màu đỏ) Quý 3 năm 2008**

Nguồn:

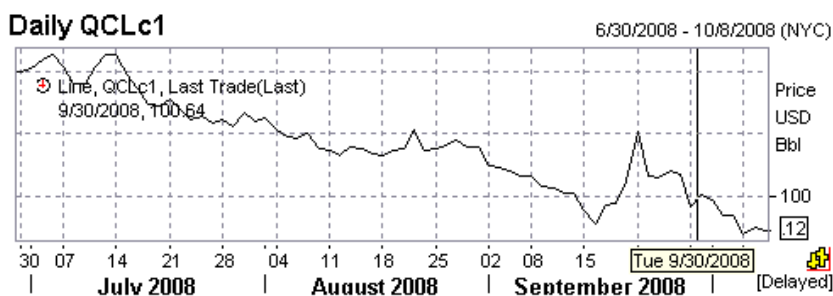
Daily QXAU-VN=, QXAU=, QEUR=



Giá vàng thế giới cuối Quý 3 đạt 870 USD/oz giảm 54 USD so với thời điểm cuối Quý 2/2008. Trong Quý 3, giá vàng thế giới tiếp tục biến động với biên độ khá mạnh. Khoảng cách giữa điểm cao nhất và thấp nhất trong Quý 2 lên tới 220 USD/oz. Giá vàng đạt mức cao nhất 976,6 USD/oz vào ngày 15/7/2008. Đây cũng là thời điểm giá dầu thế giới đạt ngưỡng cao kỷ lục 145 USD/thùng và giá đô la Mỹ ở mức thấp nhất so với EUR, 1,59 USD đổi 1 EUR. Tại thời điểm này nhiều kỳ vọng cho rằng giá vàng có thể tiếp tục tăng tốc lên trên mốc 1000 USD/thùng như vào thời điểm giữa tháng 3. Tuy vậy, với xu hướng giảm giá của dầu và USD bắt đầu mạnh lên khi các tin tức xấu về kinh tế Châu Âu được đưa ra, đặc biệt là lạm phát, giá vàng đã bắt đầu xu hướng đi xuống, phục hồi nhẹ vào khoảng cuối tháng 8 rồi tiếp tục đi xuống mức đáy trong Quý và cũng là mức thấp nhất kể từ đầu năm ở mức 746,8 USD/oz vào ngày 11 tháng 9 năm 2008. Đây cũng là thời điểm mà USD ở mức giá cao nhất so với EUR ở mức 1,40 USD/EUR.

Tuy nhiên, giá vàng đang có xu hướng bước vào chu kỳ tăng mới trong các ngày cuối quý. Sau khi rơi xuống dưới mức 750 USD/oz, giá vàng bắt đầu tăng trở lại. Đây cũng là thời điểm mà các tin tức xấu liên tục được đưa ra trên Phố Wall cùng với lo ngại khủng hoảng tài chính của Mỹ sẽ lan ra toàn cầu, bắt đầu từ ngày 16 tháng 9 là thời điểm Lehman Brothers chính thức nộp đơn xin phá sản

**Diễn biến giá dầu Quý 3 năm 2008\_ Nguồn Reuters**



Trái ngược với diễn biến 2 chiều của giá vàng, giá dầu trong Quý 3 bước vào giai đoạn suy giảm. Sau khi đạt mốc kỷ lục 147 USD/thùng vào những ngày giữa tháng 7, giá dầu đã liên tục đi xuống, chỉ còn gần 100 USD/thùng vào ngày cuối quý và vẫn tiếp tục xu hướng đi xuống trong những ngày đầu tháng 10. Nhu cầu năng lượng giảm do lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu là nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm này. Triển vọng kinh tế Mỹ và toàn cầu có thể còn có thể xấu hơn khiến các nhà phân tích dự đoán giá dầu còn có thể xuống thấp hơn trong ngắn

hạn. Ở chiều ngược lại, một số phân tích lại cho rằng với việc các Ngân hàng Trung ương liên tục bơm tiền vào nền kinh tế, thực hiện cắt giảm lãi suất có thể khiến lạm phát gia tăng và các nhà đầu cơ quay trở lại đầu tư vào mặt hàng này, đẩy giá dầu lên cao. Hiện tại, trên thị trường New York, giá dầu đang được giao dịch khá ổn định quanh mức 86-89 USD/thùng.

### 9. Khủng hoảng tài chính Mỹ chưa thể tác động nhiều đến Việt Nam

Thị trường tài chính Phố Wall của Mỹ đã trải qua 1 Quý đầy biến động. Các khoản cho vay bất động sản được mở rộng trong các năm trước, trong đó có nhiều khoản nợ dưới chuẩn, cùng với quá trình chứng khoán hóa nhằm tài trợ vốn cho các khoản cho vay này đồng loạt bị mất giá cùng với sự suy thoái của thị trường nhà đất Mỹ là nguồn cơn của sự suy thoái được đánh giá là lớn nhất kể từ sau Đại Khủng hoảng những năm 30. Đã có nhiều phân tích, nhận định về vấn đề này và tác động của nó đối với thị trường tài chính Việt Nam. Hầu hết đều chung nhận định rằng tác động trực tiếp của sự kiện này là không đáng kể khi sự kết nối của thị trường tài chính Việt Nam với thị trường tài chính các nước là chưa lớn, và bản thân các ngân hàng Việt Nam cũng không có các khoản đầu tư vào các ngân hàng đang gặp khủng hoảng tại Mỹ. Các khoản tiền gửi của các ngân hàng trong nước chủ yếu là tiền gửi thanh toán và một số là tiền gửi kỳ hạn với giá trị không thực sự lớn so với tổng tài sản của các ngân hàng. Tuy vậy, trong một động thái thận trọng, các ngân hàng trong nước đã chủ động rút tiền gửi ở nước ngoài về và gửi một phần vào các ngân hàng ở Hồng Kông và Singapore.

Vấn đề lo ngại hơn lúc này là tác động của khủng hoảng tài chính Mỹ sẽ làm cho nền kinh tế lớn nhất thế giới này lâm vào suy thoái, ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế toàn cầu và Việt Nam cũng sẽ không là ngoại lệ dù rằng mức độ có thể thấp hơn các nước khác. Tác động có thể có đối với nền kinh tế Việt Nam sẽ là giảm xuất khẩu (Mỹ là thị trường xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam với giá trị chiếm khoảng 21% giá trị xuất khẩu của Việt Nam). Tuy nhiên, do các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ và các thị trường khác chủ yếu vẫn là nông thủy sản, dệt may, da giày là các mặt hàng ít chịu tác động của suy thoái, hơn nữa, giá trị các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng giá trị hàng hóa nhập khẩu của Mỹ. Bên cạnh đó, giá trị gia tăng của hàng xuất khẩu Việt Nam chưa lớn, hầu hết các mặt hàng xuất khẩu đều có tỷ lệ gia công cao, phải nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào thì sự sụt giảm xuất khẩu sẽ chưa thể tác động lớn đến toàn bộ nền kinh tế. Tuy vậy nếu tình hình khủng hoảng kinh tế thế giới lan rộng trong thời gian tới, vốn FDI cam kết và thực hiện chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng đáng kể, cả vốn đăng ký và vốn thực hiện.



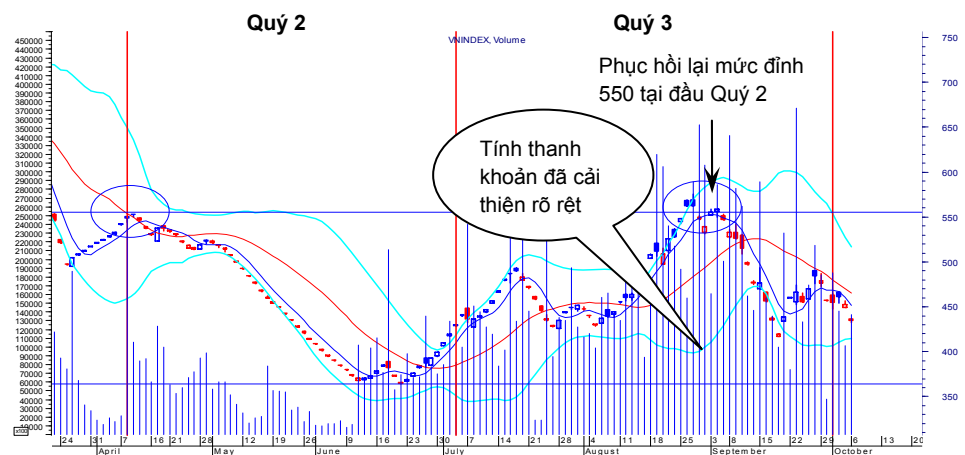
### Thống kê cơ bản thị trường chứng khoán Việt Nam Quý 3-2008

- Tính đến ngày 30/9/2008, mức vốn hoá toàn thị trường Quý 3 đạt gần 277 ngàn tỷ, tăng 21% so với con số 228 ngàn tỷ của Quý 2, chiếm khoảng 24% GDP. Hiện nay, mức vốn hóa này đã giảm 44,67% so với mức vốn hóa thị trường đạt 500 ngàn tỷ đồng cuối năm 2007 bắt nguồn từ sự sụt giảm rất lớn trong 2 và đang tiếp tục diễn ra trong Quý 3 vừa qua.
- Tính tới cuối Quý 3/2008, hiện có 317 công ty đang niêm yết, so với Quý 2 đã có thêm 7 doanh nghiệp niêm yết mới tại Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh nâng tổng số lên 164 doanh nghiệp và tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội số doanh nghiệp niêm yết đã tăng lên 153 với 11 công ty doanh nghiệp mới.
- Trong Quý 3 2008, tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, quy mô giao dịch cổ phiếu đạt 1.117 triệu đơn vị với giá trị giao dịch lên đến 44.810 tỷ đồng so với 364 triệu đơn vị và giá trị giao dịch là 14.895 tỷ đồng trong Quý 2. Giá trị giao dịch thông qua khớp lệnh trong Quý 3 chiếm tới 94,70% tổng giá trị giao dịch. Tổng khối lượng chứng chỉ quỹ giao dịch trong Quý 3 tăng mạnh đạt gần 68,9 triệu đơn vị cao hơn nhiều so với con số gần 23 triệu đơn vị được giao dịch trong Quý 2. Tuy nhiên, khối lượng trái phiếu được giao dịch lại giảm từ 69,5 triệu đơn vị trong Quý 2 xuống còn 9,5 triệu đơn vị trong Quý 3. Tại sàn Hà Nội, theo kết quả thống kê cho thấy sau 63 phiên giao dịch của Quý 3, đã có hơn 619 triệu cổ phiếu, 416 triệu trái phiếu được giao dịch tăng khá so với 161,8 triệu cổ phiếu, 400 triệu trái phiếu đã được giao dịch trong Quý 2. Giá trị giao dịch của tổng các loại chứng khoán là 59.749 tỷ trong khi Quý 2 chỉ đạt 40.697 tỷ, sau 63 phiên giao dịch bình quân một phiên đạt 848,4 tỷ/phiên tăng so với 689,7 tỷ đồng/phiên trong Quý 2.
- Tính đến 30/9/2008 có khoảng 11.526 tài khoản thuộc khối đầu tư nước ngoài tăng 683 tài khoản so với Quý 2. Trong đó, có trên 831 tài khoản là của các tổ chức đầu tư nước ngoài con số này đang tăng lên so với 742 tài khoản trong Quý 2 và đặc biệt là so với thời điểm cuối năm 2007 khi tổng số tài khoản thuộc khối này mới chỉ đạt 7.500 tài khoản, trong đó có 300 tài khoản của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.
- Trong Quý 3, giao dịch mua và bán của nhà đầu tư nước ngoài chiếm lần lượt 23,10% và 18,88% giá trị giao dịch mua và bán toàn thị trường. Trong đó, giá trị mua và bán thông qua khớp lệnh chiếm lần lượt 20,38% và 16,09%, thông qua thỏa thuận chiếm 35,96% và 36,93% toàn thị trường. Tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, nhà đầu tư nước ngoài giao dịch hơn 57,3 triệu cổ phiếu có giá trị giao dịch là 2.262 tỷ tăng mạnh so với Quý 2 với chỉ 8,9 triệu cổ phiếu với chỉ 275,5 tỷ đồng giá trị giao dịch. Giao dịch trái phiếu của nhà đầu tư nước ngoài giảm nhẹ tại HaSTC. Trong Quý 2 có 598 triệu đơn vị được giao dịch với giá trị đạt 53.646 tỷ, nhưng trong Quý 3 giảm xuống còn gần 515 triệu đơn vị, giá trị cũng giảm xuống 44.600 tỷ đồng.
- Theo thống kê UBCKNN, trong Quý 3 năm 2008 có 18 công ty được phép niêm yết mới. Tại HOSE, cho tới hết Quý 3 có 238 mã cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và trái phiếu các loại với tổng khối lượng niêm yết là 5,1 tỷ đơn vị có

giá trị niêm yết đạt 65,9 ngàn tỷ đồng. Tại HaSTC, tương tự có 654 mã cổ phiếu và trái phiếu các loại với tổng khối lượng niêm yết 3,4 tỷ đơn vị có giá trị niêm yết là 171,7 ngàn tỷ đồng trong đó trái phiếu chiếm tới 153 ngàn tỷ đồng, tương đương chiếm 89%.

Theo thống kê của UBCKNN, giá trị trái phiếu niêm yết đến cuối Quý 3 năm 2008 trên thị trường niêm yết chiếm hơn 15% GDP. Trái phiếu tại HASTC có 501 loại và HOSE có 74 loại. Ngoài ra còn các loại trái phiếu không giao dịch khác. Sang Quý 4 năm 2008, UBCKNN tiếp tục thực hiện việc chuyển khai giao dịch tập trung toàn bộ các loại trái phiếu trên sàn giao dịch HaSTC theo như lộ trình đã được phê duyệt của Bộ Tài chính.

### Diễn biến trên thị trường chứng khoán



- Thị trường chứng khoán (TTCK) Quý 3 khởi điểm bằng chuỗi lên điểm liên tục, đến cuối tháng 8 chỉ số VN-Index quay trở lại mức đỉnh 550 điểm hồi đầu Quý 2. Sự phục hồi trong hai tháng 7 và 8 chủ yếu bắt nguồn từ sự sụt giảm quá đà trong Quý 2, cộng hưởng với kết quả kinh doanh tốt của các doanh nghiệp niêm yết và các dấu hiệu hồi phục của nền kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, thị trường tháng 9 đã sụt giảm trở lại.
- Sau cao điểm của cơn bão lạm phát từ Quý 2, cùng với hiệu quả của các chính sách tiền tệ thắt chặt, lạm phát trong Quý 3 đã giảm rõ rệt, mặc dù trước đó có nhiều lo ngại do ảnh hưởng của việc tăng giá xăng dầu. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 7 chỉ tăng 1,13% so với tháng 6. Đón đầu các thông tin hỗ trợ từ nền kinh tế vĩ mô, thị trường đã có chu kỳ tăng giá gần như liên tục từ đầu tháng 7 cho đến cuối tháng 8, tuy nhiên, đà tăng tháng 7 được hỗ trợ bởi sự tăng lên của các cổ phiếu bluchips lớn như HPG, FPT, DPM, trong khi đà tăng tháng 8 được hỗ trợ do sự dịch chuyển dòng tiền từ các cổ phiếu lớn sang nhóm các cổ phiếu penny với thị giá thấp hơn và kết quả kinh doanh tốt hơn.
- Tháng 9 là khoảng thời gian bắt đầu xuất hiện nhiều biến cố lớn từ khủng hoảng thị trường tài chính thế giới, đặc biệt là khủng hoảng nền kinh tế Mỹ, thị trường chứng khoán thế giới theo đó sụt giảm nghiêm trọng. Tuy không bị ảnh hưởng mạnh và trực tiếp từ cuộc khủng hoảng này, nhưng tâm lý nhà đầu tư đã bị ảnh hưởng khá lớn khiến thị trường chứng khoán Việt Nam không nằm ngoài xu hướng chung đó. Sau 4 phiên phục hồi vào cuối tháng 9, sự sụt giảm tiếp diễn trở lại vào những phiên giao dịch đầu tháng 10, bất kể sự thông qua gói giải cứu tài chính 700 tỷ USD của Hạ Viện Mỹ.

- Riêng trong Quý 3, UBCK đã có hai lần điều chỉnh biên độ giao dịch chứng khoán từ 2% lên 3% và sau đó lên 5%. Việc tăng biên độ giao dịch dường như đã khôi phục lại sức sống cho thị trường, thu hút một lượng lớn các nhà đầu cơ ngắn hạn, khiến thị trường xuất hiện nhiều sóng với biên độ giao dịch lớn hơn, tính thanh khoản của thị trường đã cải thiện một cách rõ rệt. Tổng khối lượng giao dịch trong Quý 3 đạt gần 1,18 tỷ cổ phiếu, tương ứng giá trị 44,8 nghìn tỷ đồng. Như vậy, cả khối lượng và giá trị giao dịch Quý 3 đều hơn gấp 3 lần so với Quý 2. Tuy nhiên, lượng giao dịch trái phiếu quý này giảm mạnh với giá trị 821 tỷ đồng, trong khi Quý 2 giá trị giao dịch trái phiếu đạt hơn 6.700 tỷ đồng.

## **DỰ BÁO QUÝ 3 - NĂM 2008**

### **Một số dự báo về tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam Quý 3- 2008**

#### **1. Lạm phát**

Lạm phát vẫn sẽ là yếu tố được quan tâm cao trong các tháng cuối năm khi xu hướng giảm của lạm phát chưa thể được khẳng định dù đã có những dấu hiệu tích cực hơn. Như đã phân tích, các chính sách thắt chặt tiền tệ đã phần nào phát huy hiệu quả chống lạm phát trong thời gian qua tuy nhiên việc CPI giảm mạnh thời gian quá lại chủ yếu do giá lương thực thế giới giảm. Trong bối cảnh đó, việc tiếp tục duy trì thắt chặt tiền tệ, điều hành linh hoạt nhằm đảm bảo thanh khoản hệ thống ngân hàng là cần thiết và sẽ tác động tích cực tới CPI trong thời gian tới. Khi CPI tổng thể đang cho thấy dấu hiệu chững lại do giảm giá lương thực thì các quan tâm trong việc điều hành chính sách cần hướng vào core CPI.

Do CPI tháng 10 năm trước ở mức khá thấp (0,7%) nên việc CPI trong tháng 10/2008 có thể duy trì ở mức thấp so với tháng 9/2008, 0,2% như dự báo mới đây của Tổ điều hành thị trường trong nước- Bộ Tài chính, sẽ chưa tác động nhiều đến CPI theo năm. Ngược lại tháng 11 và tháng 12 năm 2007 có tỷ lệ CPI khá cao (1,2% và 2,9%) nên việc có duy trì được đà giảm của CPI trong 2 tháng cuối năm 2008 hay không sẽ có tác động lớn đến CPI của cả năm. CPI của cả năm 2008 sẽ ở mức 25% đến 27%.

#### **2. Tỷ giá USD/VND và hoạt động xuất nhập khẩu**

Ngân hàng nhà nước trong quý tiếp tục công bố dự trữ ngoại tệ quốc gia như là biện pháp để bình ổn niềm tin. Dự trữ ngoại tệ quốc gia vẫn đang tăng lên, và như thông báo mới nhất của Ngân hàng nhà nước thì dự trữ ngoại tệ của Việt Nam đến cuối Quý 3 đạt mức 21,9 tỷ USD so với mức 20,7 tỷ USD trong tháng 6 và 20,1 tỷ USD hồi đầu năm. Con số này tương đương khoảng 13 tuần nhập khẩu, một mức khá an toàn, ít nhất trong điều kiện hiện tại khi luồng vốn gián tiếp vẫn đang được kiểm soát và không có dấu hiệu cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn khỏi Việt Nam.

Những động thái của Chính phủ trong việc kiểm chế nhập khẩu đã tác động tích cực đến tình trạng nhập siêu trong các tháng qua và là nhân tố quan trọng trong việc ổn định tỷ giá thời gian qua. Giải pháp tăng thuế nhập khẩu vẫn đang được áp dụng và mới nhất là việc tăng thuế nhập khẩu của Bộ Tài chính thêm 2% đối với một số nhóm mặt hàng trong biểu thuế nhập khẩu ưu đãi, trong đó có các sản phẩm thức ăn chăn nuôi, sắt thép ... Tuy vậy, cuối năm cũng thường là thời điểm mà nhập khẩu sẽ tăng do nhu cầu dự trữ gởi đầu cho năm tiếp theo. Ngoài ra, lợi thế về giá của hàng xuất khẩu không còn như các tháng giữa năm sẽ khiến việc kiểm chế nhập siêu trong các tháng còn lại của năm là khá thách thức. Tuy vậy, mục tiêu nhập siêu năm 2008 dưới 20 tỷ nhiều khả năng vẫn có thể đạt được.

#### **3. Lãi suất**

Diễn biến lãi suất trong thời gian tới phụ thuộc nhiều vào diễn biến của CPI và các động thái của Ngân hàng Nhà nước. Việc Ngân hàng Nhà nước vẫn giữ tỷ lệ lãi suất cơ bản 14%, vẫn giữ tỷ lệ tiền gửi dự trữ bắt buộc trong khi “linh hoạt” trong các công cụ khác như lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc, mở rộng diện các giấy tờ có giá được tham gia thị trường mở đã có

kết quả thực tế trong việc đảm bảo duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ, thanh khoản của hệ thống ngân hàng và tạo một khung rộng cho lãi suất thị trường phản ánh quan hệ cung cầu vốn. Cuộc họp thường kỳ của Hiệp hội Ngân hàng chiều 8/10 cũng đã hé lộ khả năng giảm lãi suất huy động trong thời gian tới, tuy nhiên việc điều chỉnh này nhiều khả năng mới chỉ diễn ra ở các kỳ hạn ngắn và rất ngắn mà trong thời gian trước, khi thanh khoản của hệ thống ngân hàng ở mức thấp, các ngân hàng đã tăng mạnh lãi suất, lên mức cao hơn cả lãi suất của các kỳ hạn dài hơn. Trong thời gian tới động thái của các ngân hàng trong việc điều chỉnh giảm lãi suất cho vay phụ thuộc vào việc Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục có chính sách như thế nào để hỗ trợ các ngân hàng, diễn biến việc huy động vốn sau việc cắt giảm lãi suất gần đây và đặc biệt là xu hướng của CPI sẽ là cơ sở cho việc tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất huy động ở các kỳ hạn trung hạn, từ đó giảm lãi suất đầu ra. Trong khi lượng tiền huy động qua hệ thống ngân hàng vẫn đang ở mức thấp (9 tháng đầu năm huy động chỉ đạt 11% so với tốc độ tăng trưởng tín dụng là gần 20%) thì các ngân hàng có thể sẽ phải thận trọng hơn trong việc tiếp tục điều chỉnh giảm lãi suất trong thời gian tới.

#### 4. Tăng trưởng GDP

Mặc dù đà sụt giảm của tốc độ tăng trưởng GDP đã được chặn lại trong Quý 3 khi GDP Quý 3 đạt mức xấp xỉ trong Quý 2, tuy nhiên những tháng cuối năm vẫn sẽ còn nhiều khó khăn.

Vay vốn tín dụng đang là thách thức lớn đối với các doanh nghiệp khi mà các kênh huy động vốn qua thị trường chứng khoán (cả chứng khoán nợ và vốn) cũng gặp nhiều khó khăn sẽ vẫn có tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất.

Khủng hoảng tại Mỹ vẫn đang có diễn biến khó lường và đang có dấu hiệu lan sang các nền kinh tế khác sẽ ảnh hưởng nhất định đến hoạt động xuất khẩu. Tuy vậy nhu cầu trong nước đang sụt giảm sẽ là yếu tố đáng ngại hơn đến tăng trưởng GDP trong ngắn hạn. Cùng với việc tiếp tục thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt, GDP sẽ khó có thể có đột phá trong Quý 4 để đạt mức kế hoạch 7% trong năm 2008.

#### Hướng phát triển của Thị trường chứng khoán Quý 4 - 2008

---

Các giải pháp phát triển TTCK như tách bạch việc quản lý tiền của NĐT sang NHTM, đưa vào thực hiện giao dịch không sàn, cho phép mỗi NĐT được phép mở 2 tài khoản... sẽ là cần thiết trong thời điểm này, bởi TTCK đang cần một sân chơi ngày càng được minh bạch và mở rộng hơn.

Thời điểm áp dụng thuế giao dịch chứng khoán đang đến gần (1/1/2009), mặc dù theo đánh giá là mức độ ảnh hưởng chung đến đa số các NĐT là không lớn, tuy nhiên trong khi TTCK VIỆT NAM vẫn còn nhiều khó khăn và chưa đem lại niềm tin vững chắc cho NĐT thì mức độ tác động cũng sẽ được nhân lên. Đối với các NĐT lớn, thì ngay từ bây giờ các hoạt động giao dịch, đầu tư cũng sẽ tính đến yếu tố thuế giao dịch chứng khoán. Có khá nhiều ý kiến xung quanh vấn đề này, tuy nhiên, một điểm đáng chú ý là trong đề án “Phát triển bền vững, ngăn ngừa khủng hoảng trên TTCK” của UBCK đang trình CP, trong các phương án hỗ trợ TTCK trong trường



hợp khó khăn có bao gồm hoãn áp dụng thuế giao dịch chứng khoán. Như vậy, ngoài các thông tin từ vĩ mô hay kết quả kinh doanh từ chính các DN, thì các giải pháp xây dựng cơ bản nhằm hỗ trợ TTCK đang được kì vọng là sẽ đem lại niềm tin cho NĐT.

Dư nợ bất động sản đang được xem là con “sóng ngầm” có thể là mối đe dọa không chỉ riêng thị trường bất động sản mà cả TTCK và hệ thống ngân hàng Việt Nam. Theo báo cáo mới nhất của SBV thì tổng dư nợ tính đến tháng 9/2008 vào khoảng 115.500 tỉ VND, chiếm khoảng 9,15% dư nợ toàn hệ thống. Mặc dù tổng mức dư nợ này đang có dấu hiệu giảm trong Quý 2 và 3, tuy nhiên việc đưa thị trường bất động sản phát triển lại sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong tình hình thắt chặt tín dụng như hiện nay. Giá bất động sản nói chung, đặc biệt là ở hai thành phố lớn là Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh vẫn chưa có dấu hiệu chuyển biến. Khi chưa tìm ra được lối thoát hữu hiệu nào cho thị trường này thì thời điểm đáo hạn của các khoản vay đầu tư bất động sản đang đến gần sẽ trở thành mối lo ngại lớn nhất đối với các NĐT.

TTCK Việt Nam vận động theo các diễn biến nội tại của nền kinh tế hơn là theo các tác động từ bên ngoài. Do vậy, những phiên tăng điểm cuối tháng 9 được lý giải là do thông tin tích cực từ TTCK Mỹ tỏ ra khá lạc quan đối với TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, các vận động của một số hàng hóa, kim loại quan trọng như vàng và dầu mỏ lại phản ánh một cách gián tiếp rất nhanh đến TTCK VIỆT NAM, bởi các hàng hóa này đang ngày càng đóng một vai trò quan trọng đối với nền kinh tế VIỆT NAM. Sản xuất kinh doanh bị ảnh hưởng do việc tăng giá nguyên liệu đầu vào và ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu là những khó khăn trước mắt của đa số DN hiện nay là một minh chứng rõ ràng nhất.

Tiếp tục sự phân hóa cổ phiếu trong Quý 2/2008, các CP của ngành có ảnh hưởng bởi các yếu tố vĩ mô sẽ được các NĐT cá nhân và tổ chức lựa chọn. Kết quả kinh doanh Quý 3 sẽ là thước thử đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh cả năm của DN. Với những DN tiềm năng và có khả năng tăng trưởng mạnh sau khi khó khăn đi qua thì đây là thời điểm tốt để có thể mua được CP này với giá hợp lý nhất.

### **Nhân định**

Chưa bao giờ, TTCK VIỆT NAM lại phản ứng mạnh và nhanh với các thông tin kinh tế vĩ mô như trong Quý 3/2008, đầu tiên là các biến động đầy cảm xúc của chỉ số CPI, nỗi lo thâm hụt thương mại, tăng lãi suất cơ bản, biến động giá xăng dầu cả trong nước và quốc tế và biên độ giao dịch trên sàn chứng khoán.... Mặc dù một cách gián tiếp hay trực tiếp thì các điều chỉnh này đều phản ánh vào tình hình hoạt động kinh doanh của DN.

Mục tiêu mà Chính Phủ đặt ra là kiềm chế lạm phát đã mang lại hiệu quả nhất định thể hiện qua chỉ số CPI, thâm hụt thương mại đang có chuyển biến tích cực. Nếu trong các tháng cuối năm, chỉ số CPI tiếp tục được giữ ở mức thấp, thậm chí là 0%, thì cũng có thể thấy điều này có thực sự tốt cho nền kinh tế?! Bởi vì chung quy lại, các công cụ điều hành nền kinh tế, hay các biện pháp thúc đẩy, các nhân tố mang tính động lực như FDI, ODA vv... cũng đều nằm trong mối tương quan phức tạp giữa tăng trưởng

kinh tế - ổn định xã hội. Như vậy có thể thấy, bất cứ một biện pháp nào cũng đều có tính hai mặt của nó, khi mà mục tiêu chống lạm phát đang được đưa lên hàng đầu thì chắc chắn rằng chỉ tiêu tăng trưởng sẽ bị ảnh hưởng. NGĐT trên TTCK sẽ tiếp tục theo dõi các chỉ báo của kinh tế vĩ mô để có một chiến lược đầu tư hợp lý.

Nếu như việc niêm yết của VCB là một câu chuyện kéo dài từ đầu năm 2008 đến nay khiến nhiều NGĐT chú ý và vẫn chưa thể thực hiện được, thì ngay trong đầu Quý 4/2008 một doanh nghiệp lớn khác là PVFC với mức vốn điều lệ là 5.000 tỉ VND được nhìn nhận là sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến cán cân cung - cầu của toàn thị trường và đặc biệt là chỉ số VN-Index. Sẽ có một vấn đề chung của cả VCB và PVFC là sẽ niêm yết với mức giá nào để vừa làm hài lòng cổ đông hiện tại và không bị ảnh hưởng khi lên sàn. Tại thời điểm hiện tại, cả hai mức giá trung bình quân của VCB (107.000VND/CP) và PVFC (70.000VND/CP) đều là mối lo ngại của TTCK. Các phản ứng “thái quá” của đám đông với các sự kiện như vậy có thể tiếp tục là tâm điểm của các đợt sóng trong Quý 4/2008.

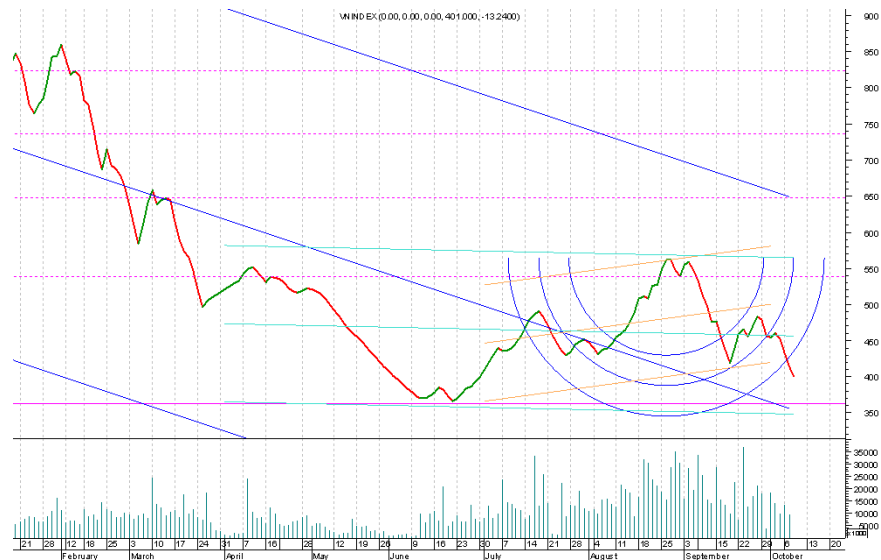
Thời điểm cuối năm thông thường là thời điểm tốt nhất để thực hiện việc huy động vốn của các doanh nghiệp và các IPO lớn. Kế hoạch cổ phần hóa của Ngân hàng Công Thương, ngân hàng thương mại lớn thứ 4 tại Việt Nam được kì vọng thực hiện vào cuối năm 2008 sẽ thu hút một lượng vốn lớn. Quan trọng hơn, nếu như thời điểm cuối năm 2007, mặc dù IPO của VCB được coi là thành công, nhưng đã là một bài học cho NGĐT đồng thời đã ảnh hưởng nặng nề đến chỉ số VN-Index và sức cầu trên TTCK niêm yết. Do đó, việc tham gia IPO của ngân hàng Viettin đối với đa số NGĐT cá nhân và tổ chức cũng sẽ dè dặt. Theo chúng tôi, tương tự như VCB, các vấn đề về giá bán khởi điểm, lựa chọn nhà đầu tư chiến lược và tỉ lệ bán ra cho cổ đông bên ngoài cũng sẽ là mối quan tâm hàng đầu. Bởi vì, để giải quyết được các vấn đề đó cần có sự thay đổi từ cách làm cũ của Chính Phủ. Cũng cần chú ý rằng thời điểm cuối năm 2008 được xem là không thuận lợi bằng cuối năm 2007. Thay đổi để phù hợp với mục tiêu cổ phần hóa và định hướng chung thị trường vào thời điểm cuối năm 2008 cũng được kì vọng làm kích cầu TTCK Việt Nam.

### **PHÂN TÍCH KỸ THUẬT**

Thị trường Quý 2/2008 phải đối mặt với những tin tức bất lợi từ nền kinh tế trong nước, khiến VN-Index giảm dưới 400 điểm (399,4 điểm tại 30/06/2008). Tuy nhiên, tại thời điểm đầu Quý 03/2008, tình hình kinh tế Việt Nam được cải thiện rõ rệt. Liên tục các tin tức tốt như chỉ số giá tiêu dùng (CPI) giảm dần qua các tháng và được khống chế ở mức dưới 1%, giảm lãi suất cho vay của hệ thống ngân hàng thương mại, giảm giá xăng dầu, v.v...là những nhân tố tích cực nâng đỡ thị trường trong gần trọn Quý 3 dù biên giao dịch đã được nới rộng trở lại ( $\pm 5\%$  với HOSE và  $\pm 7\%$  đối với HASTC). Trong Quý, đáy thấp nhất được tạo tại ngày 18/09 với giá trị 419,28 điểm, giảm xấp xỉ 11 điểm so với đáy trước đáy (ngày 05/08). Sự vận động của VN-Index trong Quý được chi phối chủ yếu bởi mô hình Đỉnh – Đầu – Vai (Head and Shoulder Top) với “vai phải” được lưu ý là có thể tạo ra mức sụt giảm đáng kể trong thời điểm đầu Quý 4 do biên giao dịch đã được nới.

Quý 4 bắt đầu với cú shock từ thị trường tài chính Mỹ khi Quốc hội nước này bác kế hoạch dùng 700 tỉ USD để vực dậy hệ thống ngân hàng đang kiệt quệ trong cuộc khủng hoảng thế kỷ. Tuy Việt Nam được đánh giá là không chịu tác động lớn bởi “phản ứng dây chuyền” như hệ lụy mà hệ thống thị trường tài chính gắn kết với thị trường Mỹ (các thị trường phát triển như EU, Nhật) đang phải gánh chịu, song, dồn dập những thông tin về cuộc khủng hoảng tài chính diện rộng mà bản thân Việt Nam cũng đã và đang phải nỗ lực kiểm soát trong suốt 09 tháng qua đang ảnh hưởng sâu sắc tới tâm lý giới đầu tư chứng khoán trong nước. Thực tế, những ngày đầu Quý, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn tràn ngập sắc đỏ trên cả hai sàn HO và HA. Tính đến ngày 07/10, VN-Index mất thêm 42,46 điểm, tụt về mức 414,24 điểm, kịp hoàn thiện vai trái của mô hình Đỉnh – Đầu – Vai nhỏ và có nguy cơ chọc thủng mức 400 trên “hành trình” test đáy 366,02 điểm và hoàn thiện mô hình Đỉnh – Đầu – Vai lớn. Như vậy, tác động kép từ hai mô hình Đỉnh – Đầu – Vai này cùng với những diễn biến không mấy sáng sủa từ thị trường tài chính quốc tế có thể sẽ che lấp mặt tích cực mà báo cáo tài chính của các đơn vị niêm yết có thể mang lại cho thị trường chứng khoán trong nước. Đây là trở ngại đầu tiên của VN-Index trong Quý 4/2008. Điều này, một lần nữa được xác nhận khi đường giá trị của VN-Index phá mức hỗ trợ mạnh Fibonacci Retracement 61,8% (tương đương mức 442 điểm) đo mức hoàn giá trị (giảm) của quá trình tăng điểm kéo dài từ 20/06 đến 27/08 trước đó, mở ra khả năng “rơi tự do” cho chỉ số này.

Tuy nhiên, bù lại cho những bất lợi ấy, trong khi Fibonacci Art (FA) báo quá trình hoàn giá trị (giảm) của giai đoạn 20/06 - 27/08 đã kết thúc cùng ngày với sự phá vỡ mức FR61,8%, thì FA đo quá trình bù giá trị (tăng) của giai đoạn suy giảm dài hạn từ tháng 10/2007 đến 20/06/2008 lại cho thấy cơ hội trỗi dậy của VN-Index vẫn đang tiềm ẩn phía trước. Tạo lập kênh xu thế trung hạn (04/2008 – 10/2008), có thể thấy thị trường sẽ được hỗ trợ tạm thời tại đường kênh dưới, giới hạn trong khoảng 370 điểm – 380 điểm. Thủng mức này, VN-Index sẽ còn cơ hội giảm tốc một lần nữa với ngưỡng hỗ trợ 340 điểm – 360 điểm trước khi rơi vào tình trạng mất khả năng kiểm soát.



Dự đoán vận động trong Quý 4 của VN-Index, chúng tôi xác định 03 kịch bản tương lai dựa trên định hướng của hệ các kênh hồi qui thực hiện trên cơ sở giá của 03 Quý trước. Hiện tại, đường giá trị của VN- Index đang được kiểm soát chủ yếu bởi hai kênh hồi qui 03 tháng và 06 tháng, trong đó, kênh hồi qui 03 tháng đang mất dần sự chi phối khi VN- Index có nguy cơ phá vỡ đường kênh dưới và tiếp tục vận động trong nửa kênh dưới của kênh hồi qui 06 tháng. Sự vận động ấy, trong tương quan với kênh hồi qui 09 tháng, ngược lại, lại cho thấy VN- Index đang có sự cải thiện so với xu thế chung suốt 09 tháng qua. Cụ thể, đường giá trị đang duy trì sự vận động trong nửa trên của kênh này, cho phép thị trường bước đầu lấy lại đà tăng trưởng trong khoảng 550 điểm – 650 điểm nếu Quý 4 tiếp tục được củng cố bởi những thông tin vĩ mô tích cực trong nước cũng như việc thị trường tài chính thế giới dần lấy lại được sự bình ổn nhờ những giải pháp dài hạn và chắc chắn. Đây là kịch bản 1 – Kịch bản hồi phục.

Trong Kịch bản 2, chúng tôi giả định VN- Index tiếp tục được nâng đỡ bởi kênh hồi qui 06 tháng (xu thế giảm nhẹ) trước khi trở lại kênh hồi qui 03 tháng (xu thế tăng) vào nửa cuối Quý. Đây là kịch bản mà thị trường trong nước tiếp tục đón nhận những thông tin kinh tế khả quan trong 03 tháng cuối năm (như lạm phát được kiểm chế hiệu quả, lãi suất ngân hàng ổn định hoặc dần được cắt giảm, tiếp tục có những chính sách tích cực hỗ trợ thị trường chứng khoán, kết quả hoạt động kinh doanh của các đơn vị niêm yết tốt,...), trong khi thị trường tài chính quốc tế không có những biểu hiện xấu hơn (đây là sự luận giải trên cơ sở: thị trường chứng khoán Việt Nam thực tế không chịu sự ảnh hưởng quá lớn từ sự biến động của thị trường tài chính thế giới). **Với Kịch bản này, VN- Index được kỳ vọng sẽ về đích trong khoảng 420 điểm – 550 điểm. Đây cũng là Kịch bản chính mà chúng tôi lựa chọn cho Quý 4/2008.**

Kịch bản cuối cùng: Suy giảm! Với những biểu hiện khó lường của bối cảnh khủng hoảng của thị trường tài chính thế giới, chúng tôi đặt ra kịch bản này với giả thiết trong Quý 4/2008, thế giới sẽ tiếp tục phải đối mặt với những đổ vỡ to lớn có xuất phát điểm tập trung trong hệ thống các ngân hàng Mỹ và EU. Phản ứng dây chuyền, như trên đã nói, có thể không để lại những “vết” lớn đối với thị trường tài chính Việt Nam, song chắc chắn

sẽ có ảnh hưởng bất lợi đối với nền kinh tế đất nước. Không những thế, những cú “shock” này sẽ tác động tiêu cực tới tâm lý của các nhà đầu tư trong nước mà sự suy giảm của thị trường chứng khoán là biểu hiện trực quan nhất. Như vậy, với Kịch bản này, trong tháng 10 /2008, VN- Index sẽ nhanh chóng giảm sâu xuống dưới mức đáy cũ 366,02 điểm. Thị trường lúc này được “đỡ” tại 340 điểm, song nguy cơ rớt mức 300 điểm được đề ngỏ. Cuối Quý 4, VN- Index về đích trong khoảng 340 điểm – 400 điểm.

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên căn cứ trên diễn biến thực tế, kết hợp với các biểu hiện mà chúng tôi đã khuyến cáo trong từng Kịch bản để xác định chính xác Kịch bản vận động trong Quý 4 của VN-Index, nhằm phục vụ tốt nhất cho hoạt động đầu tư của mình.



## Báo cáo Thị trường Chứng khoán Việt Nam Quý 3- 2008

### Phụ lục 1: Các thống kê thị trường theo quý

#### Top 10 mã chứng khoán tăng giá nhiều nhất (giảm giá ít nhất) – HOSE

Ghi chú: Đối với những mã niêm yết trong QIII và sau ngày 01/07/2008, giá đóng cửa sẽ là giá đóng cửa của ngày chào sàn

Mã CK	Giá đóng cửa 01/07/2008 (ngàn đồng)	Giá đóng cửa 30/09/2008 (ngàn đồng)	Thay đổi (ngàn đồng)	% thay đổi
SJS	47,5	98,0	50,5	106,32%
NTL	26,6	54,5	27,9	104,89%
FBT	10,9	22,2	11,3	103,67%
BMC	58,5	117,0	58,5	100,00%
SFI	29,1	56,0	26,9	92,44%
FPT	51,5	91,5	40,0	77,67%
LBM	16,4	29,0	12,6	76,83%
TCT	64,5	112,0	47,5	73,64%
SHC	22,4	38,5	16,1	71,88%
VSC	43,2	74,0	30,8	71,30%

#### Top 10 mã chứng khoán giảm giá nhiều nhất – HOSE

Mã CK	Giá đóng cửa 01/07/2008 (ngàn đồng)	Giá đóng cửa 30/09/2008 (ngàn đồng)	Thay đổi (ngàn đồng)	% thay đổi
KMR	46,6	11,8	(34,8)	-74,68%
VKP	37,2	12,2	(25,0)	-67,20%
VNS	48,0	23,5	(24,5)	-51,04%
CNT	36,0	18,7	(17,3)	-48,06%
DMC	115,0	61,0	(54,0)	-46,96%
VHG	24,9	13,6	(11,3)	-45,38%
LGC	45,6	25,1	(20,5)	-44,96%
ITA	91,5	54,5	(37,0)	-40,44%
SZL	84,0	52,5	(31,5)	-37,50%
DOC	47,0	29,4	(17,6)	-37,45%

**Top 10 mã chứng khoán tăng giá nhiều nhất (giảm giá ít nhất) – HASTC**

Mã CK	Giá đóng cửa 01/07/2008 (ngàn đồng)	Giá đóng cửa 30/09/2008 (ngàn đồng)	Thay đổi (ngàn đồng)	% thay đổi
VSP	50,0	156,5	106,5	213,00%
DTC	42,0	109,6	67,6	160,95%
DAC	22,6	57,2	34,6	153,10%
YSC	21,3	50,0	28,7	134,74%
VMC	17,5	39,6	22,1	126,29%
HLY	30,0	66,0	36,0	120,00%
SD5	20,5	43,7	23,2	113,17%
KLS	10,4	21,6	11,2	107,69%
SIC	14,0	27,9	13,9	99,29%
DBC	15,9	31,1	15,2	95,60%

**Top 10 mã chứng khoán giảm giá nhiều nhất – HASTC**

Mã CK	Giá đóng cửa 01/07/2008 (ngàn đồng)	Giá đóng cửa 30/09/2008 (ngàn đồng)	Thay đổi (ngàn đồng)	% thay đổi
KKC	108	56,7	(51,3)	-47,50%
LUT	21,6	11,5	(10,1)	-46,76%
VE1	19,0	11,8	(7,2)	-37,89%
HUT	19,3	12,3	(7,0)	-36,27%
VCG	39,6	25,4	(14,2)	-35,86%
MMC	65,0	42,7	(22,3)	-34,31%
ONE	26,0	17,3	(8,7)	-33,46%
SPP	80,0	54,9	(25,1)	-31,38%
CTC	21,5	14,8	(6,7)	-31,16%
KBC	104,3	78,4	(25,9)	-24,83%

**Top 10 mã chứng khoán giao dịch nhiều nhất và ít nhất – HOSE**

10 mã giao dịch nhiều nhất			10 mã giao dịch ít nhất	
Mã CK	Khối lượng		Mã CK	Khối lượng
STB	181.200.590		SGH	124.960
DPM	86.530.850		SDN	129.780
HPG	64.007.270		BTC	233.140
SSI	56.517.450		SJ1	337.170
SAM	45.255.270		PMS	381.350
VTO	36.276.670		TMS	394.460
VFMVF1	32.429.410		SFN	432.240
PPC	28.241.499		FPC	437.560
REE	25.711.800		ALT	491.300
FPT	25.091.500		CLC	498.340

**Top 10 mã chứng khoán giao dịch nhiều nhất và ít nhất – HASTC**

10 mã giao dịch nhiều nhất			10 mã giao dịch ít nhất	
Mã CK	Khối lượng		Mã CK	Khối lượng
ACB	19.886.190		HSC	6.000
KLS	11.578.600		TPP	54.800
PVS	11.203.900		VBH	94.600
PVI	8.899.040		CTB	125.300
TBC	5.408.300		NPS	148.100
NTP	4.250.100		CID	153.700
NVC	4.245.700		LBE	182.600
SD7	4.171.900		CJC	182.900
PAN	3.805.200		CTC	210.100
DBC	3.615.200		YSC	211.600

**Phụ lục 2. Tổng hợp các chỉ số tài chính theo Ngành**

Ngành lớn	Ngành nhỏ	ICB	Số lượng DN	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	% Vốn hóa	P/E Trailing	P/B	Index ngành (01/07/08)	Index ngành (30/09/09)	Thay đổi %
<b>Bán lẻ</b>								<b>29,78</b>	<b>34,72</b>	<b>16,57%</b>
	Đại lý bán lẻ	General Retailers	9	1.307,33	0,47%	7,13	1,02			
<b>Bảo hiểm</b>								<b>37,27</b>	<b>52,26</b>	<b>40,21%</b>
	Bảo hiểm phi nhân thọ	Nonlife Insurance	3	8.250,93	2,98%	14,17	1,44			
<b>Công nghệ</b>								<b>21,97</b>	<b>29,99</b>	<b>36,47%</b>
	Dịch vụ máy tính và công nghệ phần mềm	Software & Computer Services	2	2.191,90	0,79%	9,96	3,10			
	Phần cứng và thiết bị phần cứng	Technology Hardware & Equipment	9	10.034,05	3,63%	10,53	1,31			
<b>Dầu khí</b>								<b>66,00</b>	<b>90,98</b>	<b>37,85%</b>
	Sản xuất dầu khí	Oil & Gas Producers	4	7.928,55	2,87%	11,88	2,12			
	Thiết bị, dịch vụ và phân phối dầu khí	Oil Equipment, Services & Distribution	4	14.592,63	5,27%	12,00	2,54			
<b>Dịch vụ công cộng</b>								<b>49,09</b>	<b>59,22</b>	<b>20,63%</b>
	Điện	Electricity	10	16.826,95	6,08%	9,73	1,44			
	Gas, nước và Công ty dịch vụ tiện ích đa ngành	Gas, Water & Multiutilities	2	378,00	0,14%	7,48	1,02			
<b>Dịch vụ tài chính</b>								<b>125,50</b>	<b>118,10</b>	<b>-5,89%</b>
	Bất động sản	Real Estate	11	34.143,93	12,34%	13,57	2,57			
	Dịch vụ tài chính	General Financial	4	11.069,13	4,00%	21,58	1,05			
	Quỹ đầu tư đóng	Equity Investment Instruments	4	1.639,46	0,59%	-	-			
<b>Đồ dùng cá nhân &amp; Đồ gia dụng</b>								<b>36,72</b>	<b>37,13</b>	<b>1,10%</b>
	Đồ đa dụng	Household Goods	4	1.440,10	0,52%	6,35	0,71			
	Đồ dùng cá nhân	Personal Goods	8	960,41	0,35%	9,62	1,03			
	Thiết bị giải trí	Leisure Goods	1	203,46	0,07%	5,49	-			
	Thuốc lá	Tobacco	1	54,78	0,02%	3,24	0,83			
<b>Du lịch &amp; Giải trí</b>								<b>36,72</b>	<b>159,79</b>	<b>335,13%</b>
	Du lịch & Giải trí	Travel & Leisure	6	12.468,37	4,51%	148,98	3,98			
<b>Hàng hóa &amp; Dịch vụ công nghiệp</b>								<b>34,69</b>	<b>159,79</b>	<b>360,57%</b>
	Các dịch vụ hỗ trợ	Support Services	5	788,51	0,28%	7,64	1,65			

## Báo cáo Thị trường Chứng khoán Việt Nam Quý 3- 2008

Ngành lớn	Ngành nhỏ	ICB	Số lượng DN	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	% Vốn hóa	P/E Trailing	P/B	Index ngành (01/07/08)	Index ngành (30/09/09)	Thay đổi %
	Công nghiệp cơ khí / Công nghiệp sản xuất máy	Industrial Engineering	6	374,13	0,14%	7,70	1,70			
	Công nghiệp vận tải	Industrial Transportation	24	11.944,85	4,32%	9,26	1,47			
	Thiết bị điện & điện tử	Technology Hardware & Equipment	6	2.717,20	0,98%	12,64	1,04			
<b>Hóa chất</b>								<b>60,77</b>	<b>159,79</b>	<b>162,94%</b>
	Hoá chất	Chemicals	17	32.416,69	11,72%	7,38	2,31			
<b>Ngân hàng</b>								<b>56,93</b>	<b>59,75</b>	<b>4,94%</b>
	Ngân hàng	Banks	2	25.588,98	9,25%	7,88	1,78			
<b>Ô tô &amp; Phụ tùng</b>								<b>101,10</b>	<b>88,64</b>	<b>-12,32%</b>
	Ô tô & Phụ tùng	Automobiles & Parts	1	104,82	0,04%	5,71	1,02			
<b>Tài nguyên</b>								<b>90,54</b>	<b>103,36</b>	<b>14,15%</b>
	Giấy & Các chế phẩm từ gỗ	Forestry & Paper	5	710,18	0,26%	6,61	1,33			
	Khai khoáng	Mining	6	1.853,54	0,67%	12,62	3,51			
	Kim loại Công nghiệp	Industrial Metals	6	12.950,61	4,68%	6,07	1,55			
<b>Thực phẩm &amp; Đồ uống</b>								<b>77,00</b>	<b>63,92</b>	<b>-16,99%</b>
	Chế biến thực phẩm	Food Producers	32	31.019,86	11,21%	8,80	1,25			
	Đồ uống	Beverages	3	327,18	0,12%	7,62	1,08			
<b>Truyền thông</b>								<b>80,19</b>	<b>100,08</b>	<b>24,80%</b>
	Truyền thông	Media	11	331,51	0,12%	8,19	1,36			
<b>Xây dựng &amp; Vật liệu xây dựng</b>								<b>48,18</b>	<b>57,56</b>	<b>19,48%</b>
	Vật liệu xây dựng	Construction & Materials	97	25.860,76	9,35%	7,79	1,40			
<b>Y Tế</b>								<b>122,08</b>	<b>97,29</b>	<b>-20,31%</b>
	Dược phẩm & Công nghệ sinh học	Pharmaceuticals & Biotechnology	4	4.928,87	1,78%	13,72	2,57			
<b>Tổng</b>			<b>317</b>	<b>276.673,12</b>	<b>100%</b>					

Chú thích:

- ICB: Chuẩn phân ngành quốc tế
- P/E Trailing: Sử dụng lợi nhuận lũy kế 4 quý gần nhất (đến Quý 2/2008)
- Index-Ngành: Sử dụng Bộ chỉ số Index Ngành được FPTS xây dựng theo chuẩn ICB