BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG

Q1/2020

---Tháng 04/2020---

Phòng Phân Tích
CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội
Số 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, HN
Tel: (84-24)-3928 8080
Fax: (84-24)-3928 9888
Email: research-bvsc@baoviet.com.vn
Website:www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh
Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM
Tel: (84-28)-3914 6888
Fax: (84-28)-3914 7999

NỘI DUNG CHÍNH

Kinh tế vĩ mô

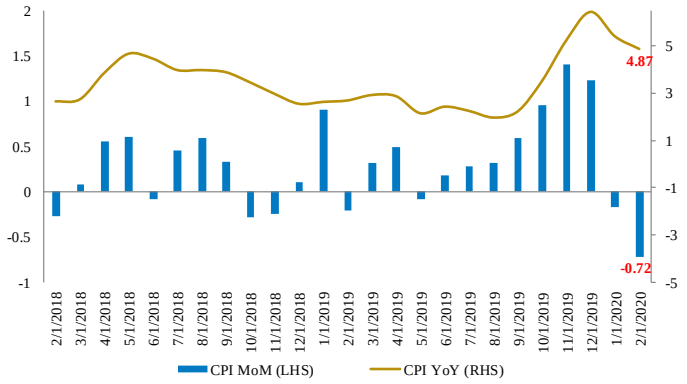
- *Kinh tế vĩ mô Việt Nam Q1.2020 cho thấy đà suy giảm rõ nét do dịch bệnh Covid-19. Trong kịch bản cơ sở với việc dịch bệnh được kiểm soát vào giữa quý II, tăng trưởng GDP cho cả năm 2020 được dự báo ở mức 3,8-4,2%;*
- *Diễn biến bất ngờ từ dịch Covid khiến giá các mặt hàng hạ nhiệt nhanh chóng so với cuối năm 2019. Dự báo lạm phát YoY vào thời điểm cuối năm 2020 sẽ ở mức 2-2,5% trong khi lạm phát trung bình cả năm ở mức 3-3,5%;*
- *Về chính sách tài khóa, đầu tư từ NSNN tăng 16,4% là điểm sáng vĩ mô trong Q1. Ngoài thúc đẩy đầu tư công, Chính phủ cũng đã có các gói hỗ trợ kinh tế như gói hỗ trợ thuế, gói an sinh xã hội…với quy mô hơn 3% GDP. Theo đó, tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam có thể sẽ tăng nhẹ trở lại lên quanh mức 60% GDP;*
- *Về chính sách tiền tệ, NHNN đã cắt giảm một loạt lãi suất điều hành, đồng thời ban hành Nghị định 01 tạo cơ sở pháp lý để các NHTM cơ cấu lại, giảm lãi, phí cho các khoản vay. Các NHTM cũng đã đông loạt cắt giảm mạnh lãi suất cho vay (2%) kể từ ngày 01/04/2020;*
- *Tỷ giá USD/VND có mức tăng 2% trong quý I. BVSC duy trì dự báo mức mất giá của VND trong năm 2020 sẽ chỉ ở mức 2-3%.*

Thị trường chứng khoán.

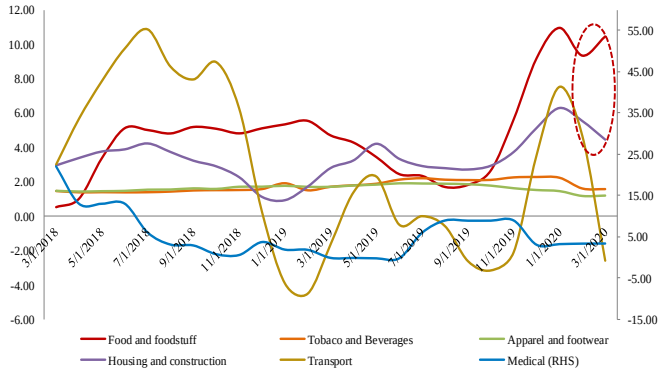
- *Diễn biến dịch Covid-19 lan nhanh, ảnh hưởng đến gần hết các quốc gia và tất cả các ngành trong nền kinh tế đã khiến thị trường chứng khoán toàn cầu sụt giảm mạnh. Tính đến hết ngày 31/03/2020, chỉ số VnIndex đóng cửa ở mức 662,53, giảm 298,46 điểm tương đương với -31,06%. Đây là mức giảm trong quý 1 lớn thứ hai trong lịch sử chứng khoán Việt Nam, chỉ sau khủng hoảng ở quý 1/2008 với mức giảm -44,25%.*
- *Giá cổ phiếu giảm nhanh đưa P/E về mặt bằng thấp. Thống kê KQKD 2008 cho thấy các doanh nghiệp hồi phục rất nhanh sau khủng hoảng. Còn so với bối cảnh khủng hoảng 2008, kinh tế Việt Nam hiện nay có sự ổn định và vững chãi hơn nhiều.*
- *Thời gian tới thị trường sẽ diễn biến ổn định hơn, lý tính hơn trong việc quyết định bán ra, mua vào. Sự phân hóa sẽ rõ nét, khi thị trường nhận ra cơ hội mua vào giá rẻ, không phải lúc nào cũng xuất hiện, ở một số cổ phiếu.*

KINH TẾ VĨ MÔ

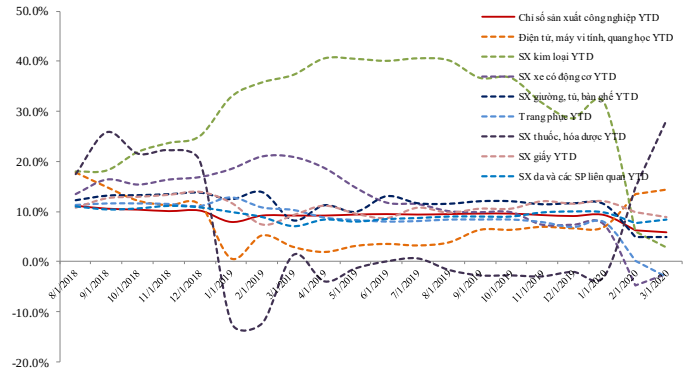
Chỉ số CPI



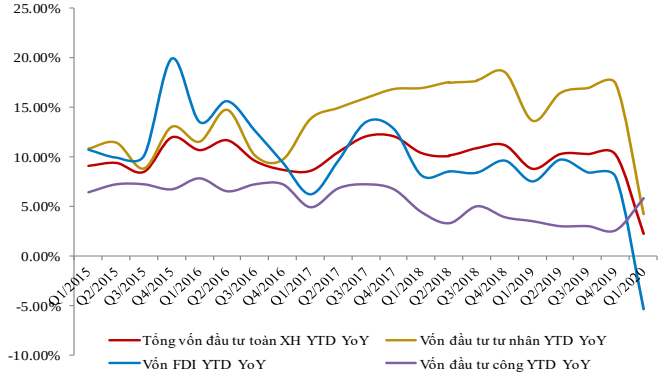
Diễn biến giá một số nhóm hàng



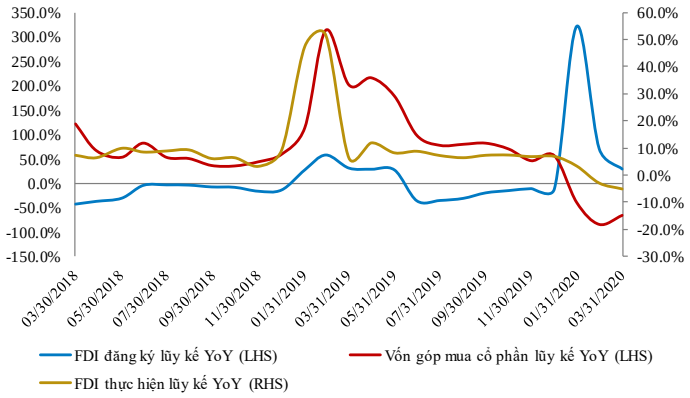
Tăng trưởng các nhóm ngành công nghiệp



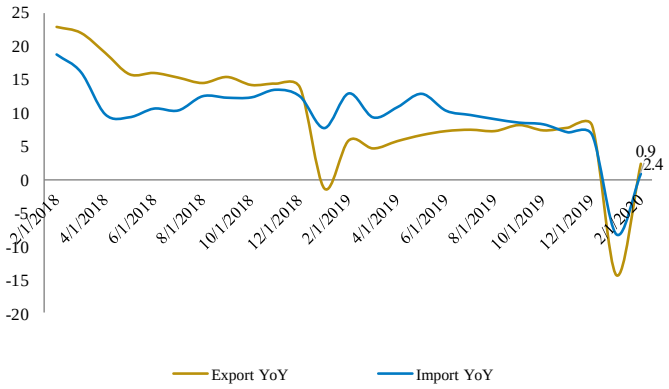
Vốn đầu tư toàn xã hội



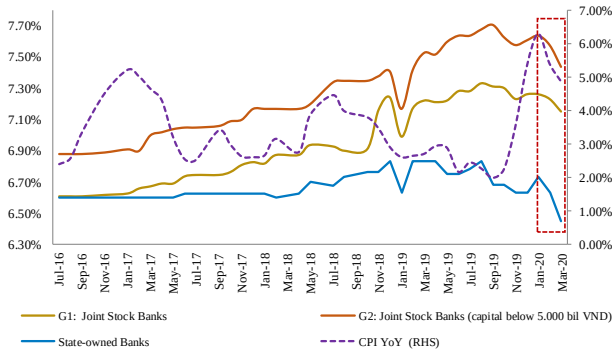
FDI



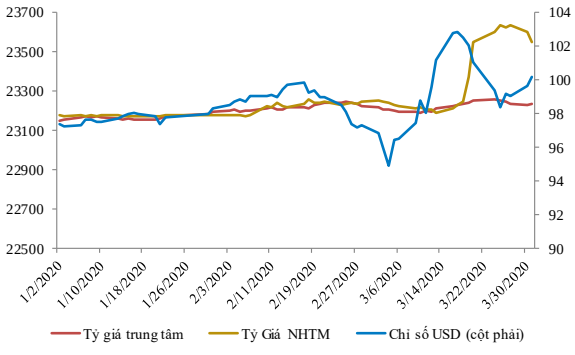
Tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu YTD



Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng tại các ngân hàng



Tỷ giá

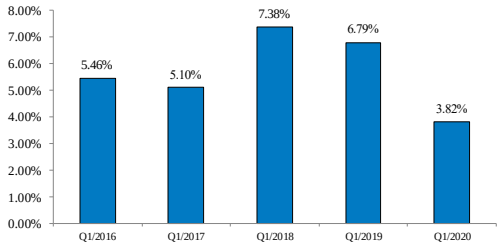


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

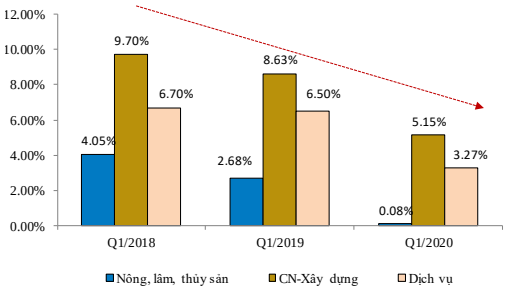
- ***Kinh tế vĩ mô Việt Nam Q1.2020 cho thấy đà suy giảm rõ nét do dịch bệnh Covid-19. Tăng trưởng GDP ở mức thấp nhất trong 10 năm với sự suy giảm của cả ba khu vực kinh tế. Trong kịch bản cơ sở với việc dịch bệnh được kiểm soát vào giữa quý II, tăng trưởng GDP được kỳ vọng phục sẽ dần hồi phục trở lại trong hai quý cuối năm với mức tăng trưởng cho cả năm 2020 vào khoảng 3,8-4,2%;***
- ***Diễn biến bất ngờ từ dịch Covid khiến giá các mặt hàng hạ nhiệt nhanh chóng so với cuối năm 2019, đặc biệt là giá xăng dầu, thực phẩm, điện, văn hóa, du lịch và giải trí. Dự báo lạm phát YoY vào thời điểm cuối năm 2020 sẽ ở mức 2-2,5% trong khi lạm phát trung bình cả năm ở mức 3-3,5%;***
- ***Về chính sách tài khóa, đầu tư từ NSNN tăng 16,4% là điểm sáng vĩ mô trong Q1. Ngoài thúc đẩy đầu tư công, Chính phủ cũng đã có các gói hỗ trợ kinh tế như gói hỗ trợ thuế, gói an sinh xã hội…với quy mô hơn 3% GDP nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Theo đó, tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam có thể sẽ tăng nhẹ trở lại lên quanh mức 60% GDP;***
- ***Về chính sách tiền tệ, NHNN đã cắt giảm một loạt lãi suất điều hành, đồng thời ban hành Nghị định 01 tạo cơ sở pháp lý để các NHTM cơ cấu lại, giảm lãi, phí cho các khoản vay. Các NHTM cũng đã đồng loạt cắt giảm mạnh lãi suất cho vay (2%) kể từ ngày 01/04/2020;***
- ***Tỷ giá USD/VND có mức tăng 2% trong quý I. Đây là mức tăng không quá lớn nếu so sánh với biến động của nhiều đồng tiền khác trong khu vực. Chúng tôi duy trì dự báo mức mất giá của VND trong năm 2020 sẽ chỉ ở mức 2-3%.***

Tăng trưởng GDP

Tăng trưởng GDP



Tốc độ tăng trưởng các khu vực suy giảm mạnh



Nguồn: GSO, BVSC

GDP Q1 tăng thấp nhất trong 10 năm

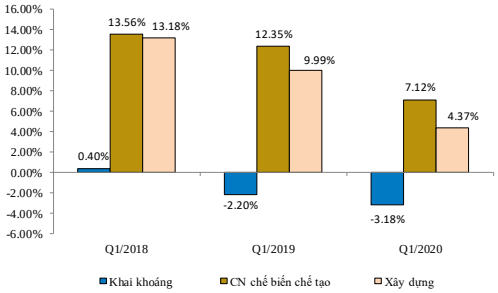
Theo Tổng cục Thống kê, tăng trưởng GDP quý I/2020 của Việt Nam ước tính chỉ tăng 3,82% so với cùng kỳ năm trước - mức tăng thấp nhất trong 10 năm trở lại đây. Sự sụt giảm mạnh diễn ra ở cả ba khu vực kinh tế. Cụ thể, khu vực nông – lâm - thủy sản chỉ tăng 0,08%, trong đó, ngành nông nghiệp tăng trưởng âm 1,17%, ngành lâm nghiệp tăng 5,03% nhưng chiếm tỷ trọng thấp, ngành thủy sản tăng 2,79%. Khu vực công nghiệp và xây dựng chỉ tăng 5,15%, trong đó ngành khai khoáng tăng trưởng âm 3,18% trong khi ngành công nghiệp chế biến chế tạo (động lực chính của GDP) chỉ tăng 7,12% (thấp hơn nhiều mức tăng 12,3% của cùng kỳ năm 2019). Khu vực dịch vụ với tỷ trọng lớn nhất trong GDP (43%) cũng chỉ tăng 3,27% trong quý I/2020, giảm một nửa so với mức tăng 6,5% của cùng kỳ năm 2019.

Xét về phía cầu, mức tăng trưởng thấp hơn so với cùng kỳ diễn ra ở cả tiêu dùng hộ gia đình, vốn đầu tư và xuất khẩu. Tiêu dùng cuối cùng chỉ tăng 3,07% trong Q1/2020 so với mức 7,09% của cùng kỳ năm ngoái. Về vốn đầu tư, tích lũy tài sản chỉ tăng 2,2%, bằng khoảng 1/3 so với mức tăng 6,2% của Q1/2019. Xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ trong Q1/2020 tăng 1,59% - thấp hơn nhiều mức tăng 6,81% cùng kỳ năm 2019.

Khó khăn còn ở phía trước

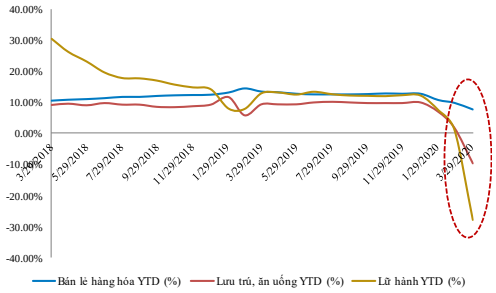
Cần lưu ý, con số tăng trưởng GDP 3,82% trong quý I chỉ là mức ước tính do thời điểm thu thập số liệu chưa hết tháng 3 và đây là mức so sánh cùng kỳ (YoY) chứ không phải so sánh theo quý (QoQ) nên chưa thể hiện rõ mức sụt giảm GDP của Việt Nam do dịch bệnh. Các động thái "giãn cách xã hội" quyết liệt của Chính phủ trong suốt tháng 4/2020 sẽ vẫn khiến tăng trưởng GDP của Việt Nam trong Q2/2020 chịu ảnh hưởng tiêu cực mạnh

Tăng trưởng các lĩnh vực cụ thể trong khu vực công nghiệp-xây dựng



Nguồn: GSO, BVSC

Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và lữ hành lao dốc trong Q1/2020



Nguồn: GSO, BVSC

hơn so với Q1, đặc biệt là khu vực dịch vụ. Khu vực công nghiệp-xây dựng trong quý II có thể không còn chịu nhiều áp lực về gián đoạn nguồn cung từ Trung Quốc và Hàn Quốc như vào thời điểm giữa quý I nhưng sẽ phải đối mặt với sự suy giảm nguồn cầu ở cả thị trường trong nước (do các hoạt động kinh tế bị đóng băng) lẫn các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ và châu Âu (chiếm tổng tỷ trọng khoảng 47% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam).

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng Việt Nam và thế giới có thể kiểm soát được dịch bệnh Covid-19 kể từ giữa quý II/2020 trở đi. Trong đó, chúng tôi thiên về khả năng Việt Nam sẽ khống chế dịch thành công (khoảng cuối tháng 4) trước Mỹ và châu Âu (cuối tháng 5, đầu tháng 6). Khi đó, các hoạt động kinh tế trong nước như bán lẻ, du lịch, văn hóa giải trí… có thể dần được nối lại trước trong khi hoạt động giao thương với các nước Mỹ và châu Âu sẽ hồi phục theo sau nhưng tốc độ sẽ chậm. Trong kịch bản này, điểm đáy về tăng trưởng sẽ là Q2 và tăng trưởng GDP sẽ hồi phục dần trong quý III và quý IV, đưa mức tăng trưởng GDP cả năm 2020 sẽ ở mức **3,8-4,2%.**

- Nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo là nhóm ngành có đóng góp lớn trong GDP, 19% GDP, cũng có thể phục hồi mạnh hơn vào quý III và quý IV khi các nhà máy được đẩy mạnh công suất nhằm đón đầu khả năng hoạt động bình thường trở lại của các nền kinh tế trên thế giới khi dịch bệnh được kiểm soát. Việc hỗ trợ để nhóm ngành này trở lại mức tăng trưởng trên 10% trong 6 tháng cuối năm sẽ rất quan trọng đối với mức tăng GDP.

- Nhóm các ngành Bán buôn, bán lẻ, sửa chữa ôtô, mô tô, xe máy; Tài chính, ngân hàng và Giáo dục đào tạo (tổng 3 nhóm này chiếm 18,28% GDP) chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trở lại do đây là các hoạt động có khả năng hồi phục nhanh, và có thể có tăng trưởng cao do có sự tích tụ về nhu cầu trong giai đoạn gần 2 quý bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Mức tăng các nhóm ngành này trong quý III và quý IV có thể tương đương năm 2019. Tuy nhiên, với các nhóm ngành khác trong ngành dịch vụ gồm: Dịch vụ lưu trú và ăn uống, Bất động sản, và Vận tải kho bãi sẽ có sự trở lại chậm hơn do nhu cầu khó trở lại ngay như thời kỳ trước dịch bệnh.

- Các nhóm ngành khác cũng có thể giúp cho sự hồi phục kinh tế trong 06 tháng cuối năm là ngành xây dựng – ngành này chiếm 6,5% GDP. Dù gặp nhiều khó khăn do thị trường Bất động sản trầm lắng nhưng kỳ vọng ngành này có sự phục hồi trong 2 quý cuối năm nhờ sự lan tỏa của nỗ lực thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ.

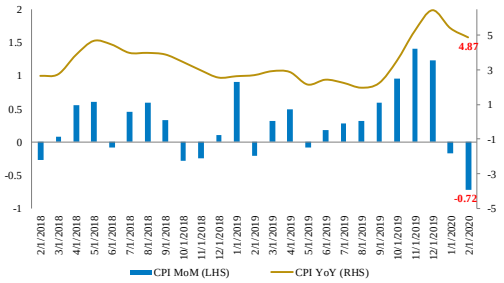
Trong kịch bản tiêu cực hơn với khả năng dịch bệnh chưa được khống chế trong Q2 và tiếp tục diễn biến phức tạp trong nửa sau của năm 2020, chúng tôi cho rằng tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ tiếp tục ở mức thấp trong hai quý cuối năm, thậm chí khó khăn sẽ còn kéo dài sang năm 2021. Nguyên do là các hoạt động kinh tế trong nước và giao thương với nước ngoài sẽ tiếp tục đóng băng hoặc chỉ ở mức cầm chừng. Cho dù số ca nhiễm không ở mức quá cao nhưng tâm lý thận trọng sẽ bao trùm tiêu

dùng hộ gia đình (do kỳ vọng thu nhập sụt giảm) và đầu tư của các doanh nghiệp (do triển vọng chưa tích cực). Trong kịch bản này, tăng trưởng sẽ còn ở mức thấp hơn khá nhiều so với mức trong kịch bản cơ sở nêu trên.

Lạm phát

Lạm phát hạ nhiệt do ảnh hưởng của dịch bệnh

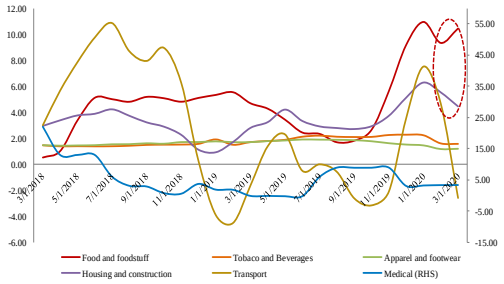
Chỉ số CPI



Sau khi tăng mạnh trong các tháng cuối năm 2019, do ảnh hưởng của dịch Covid-19, giá xăng dầu thế giới giảm mạnh và nguồn cung thực phẩm dồi dào đã khiến mức tăng của chỉ số CPI dần có xu hướng hạ nhiệt trong 2 tháng cuối quý I. Đặc biệt, mức giảm của CPI trong tháng 3 là tương đối mạnh (-0,72%).

Trong mức giảm 0,72% của chỉ số CPI tháng 3/2020, có 7/11 nhóm hàng hóa và dịch vụ có chỉ số giá giảm, trong đó: Nhóm giao thông giảm nhiều nhất với 4,87%, chủ yếu do tác động của việc điều chỉnh giảm giá xăng, dầu vào ngày 29/2/2020 và 15/3/2020 khiến riêng giá mặt hàng này giảm 9,83% (tác động làm CPI chung giảm 0,43%). Bên cạnh đó, giá nhóm văn hóa, giải trí và du lịch cũng giảm 1,4% do nhu cầu đi lại, du lịch, lễ hội của người dân giảm mạnh bởi ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19. Giảm giá mạnh thứ ba là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống (-0,43%), trong đó: lương thực tăng 1,09%; thực phẩm giảm 0,89%. Ở chiều ngược lại, các nhóm hàng hóa và dịch vụ có chỉ số giá tăng bao gồm: thiết bị và đồ dùng gia đình (tăng 0,09%), thuốc và dịch vụ y tế (tăng 0,05%); giáo dục (tăng 0,04%); hàng hóa và dịch vụ khác (tăng 0,16%).

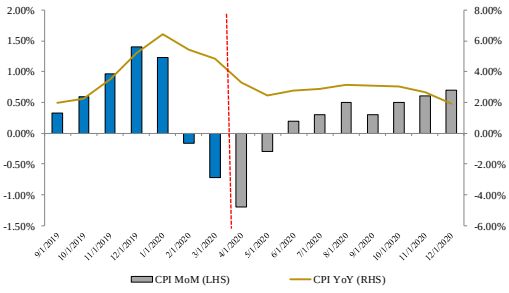
Diễn biến giá các nhóm hàng



Với kết quả trên, chỉ số CPI vào cuối tháng 3/2020 đã tăng 4,87% so với cùng kỳ năm 2019 trong khi CPI bình quân trong cả quý I/2020 tăng 5,56% YoY. Mặc dù còn ở mức khá cao nhưng so với mức đỉnh (tăng 6,43%) vào thời điểm cuối tháng 1/2020 thì những mức tăng trên đã hạ nhiệt đáng kể.

Tác động từ cú sốc cầu đang lấn át tác động từ cú sốc cung

Dự báo lạm phát 2020



Nguồn:GSO, BVSC

Về lý thuyết, dịch bệnh Covid đang gây ra cả cú sốc cung và cú sốc cầu cho nền kinh tế. Tuy nhiên, từ góc độ CPI hạ nhiệt thì có thể thấy, tác động từ cú sốc cầu đang có phần lấn át cú sốc cung. Theo đánh giá của BVSC, lạm phát trong tháng 4 có thể sẽ còn tiếp tục giảm do quyết định giảm mạnh giá xăng dầu của Bộ Công thương vào cuối tháng 3 vừa qua. Theo đó, mức giảm mạnh nhất thuộc về xăng RON95 với 4.252 đồng/lít, kế đến là xăng E5RON92 với 4.100 đồng/lít. Với tỷ trọng chiếm gần 5% trong rổ tính CPI, chúng tôi cho rằng chỉ tính riêng mức giảm 25% của giá xăng trong nước như trên có thể tác động khiến CPI tháng 4 giảm trên 1% so với tháng 3 (chưa tính đến diễn biến các nhóm hàng khác). Ngoài ra, Bộ Công thương cũng đang đề xuất giảm 10% giá điện trong thời gian tới.

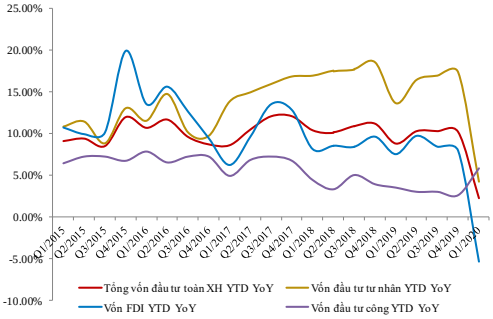
Diễn biến bất ngờ từ dịch Covid khiến giá các mặt hàng hạ nhiệt nhanh chóng so với cuối năm 2019, đặc biệt là giá xăng dầu, thực phẩm, điện, văn hóa, du lịch và giải trí. Thậm chí, giá các nhóm hàng do nhà nước quản lý như y tế, giáo dục nhiều khả năng cũng sẽ được hoãn lộ trình tăng giá trong năm nay, **chúng tôi điều chỉnh dự báo lạm phát trung bình cho cả năm 2020 sẽ ở mức 3-3,5% (thay cho mức 4% trong các dự báo trước đây).**

Trong khi đó, dự báo lạm phát YoY vào thời điểm cuối năm 2020 cũng được điều chỉnh về mức 2-2,5% (thay cho mức 3,2-3,6% trước đây).

Chính sách tài khóa

Đầu tư công tăng tốc

Đầu tư từ NSNN tăng 16,4% YoY



Nguồn:GSO, BVSC

Theo Tổng cục thống kê, tổng vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện trong quý I/2020 ước tính đạt 367,9 nghìn tỷ đồng, bằng 31% GDP và tăng 2,2% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức tăng thấp nhất trong giai đoạn 2016-2020.

Về cấu thành vốn đầu tư, khu vực ngoài Nhà nước đạt 166,5 nghìn tỷ đồng, chiếm 45,2% nhưng chỉ tăng 4,2% so với cùng kỳ; khu vực FDI đạt 89,3 nghìn tỷ đồng, chiếm 24,3% và thậm chí còn giảm 5,4% YoY. Đây là nguyên nhân chính khiến tổng vốn đầu tư toàn xã hội tăng rất thấp trong quý I vừa qua. Bù lại hai khu vực trên, vốn đầu tư khu vực Nhà nước lại có mức tăng khá tốt (5,8% - mức cao nhất kể từ năm 2017 đến nay), đạt 112,1 nghìn tỷ đồng, chiếm 30,5% tổng vốn đầu tư. Trong vốn đầu tư của khu vực Nhà nước, vốn từ ngân sách Nhà nước thực hiện quý I/2020 ước tính đạt 59,5 nghìn tỷ đồng, bằng 13,2% tổng kế hoạch năm (khoảng 450 nghìn tỷ đồng) và tăng 16,4% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm 2019 bằng 13,3% và tăng 3,7%).

Chuyển đổi 8 dự án PPP thành đầu tư công

Mới đây, Chính phủ cho biết sẽ đề xuất Bộ Chính trị, Quốc hội cho phép chuyển đổi hình thức đầu tư 8 dự án PPP đường cao tốc Bắc - Nam phía đông và dự án đường cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ từ hình thức đối tác công tư (PPP) sang đầu tư công. Nếu được thông qua, cả 11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam đều sẽ được thực hiện theo hình thức đầu tư công.

Theo tính toán sơ bộ, Chính phủ sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn đã bố trí còn lại (30.132 tỉ đồng) để đầu tư trước 3 dự án cấp bách (đoạn Mai Sơn - QL45, QL45 - Nghi Sơn, Phan Thiết - Dầu Giây) với tổng kinh phí đầu tư khoảng 29.497 tỉ đồng. Với 5 dự án PPP còn lại, cần kinh phí đầu tư công khoảng 44.493 tỉ đồng, Chính phủ sẽ cân đối trong kế hoạch vốn giai đoạn 2021 - 2025 để đầu tư. Ưu điểm của phương án này là chưa cần bổ sung vốn nhà nước ngày nhờ sử dụng nguồn vốn còn lại trong 55.000 tỉ đồng đã bố trí (đã được Quốc hội thông qua).

Trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 đang hoành hành khiến đầu tư của khu vực tư nhân và khu vực nước ngoài gặp nhiều khó khăn, chúng tôi cho rằng sự chủ động và tích cực trong công tác giải ngân vốn đầu tư công và quyết định chuyển đổi 8 dự án đầu tư theo hình thức PPP sang đầu tư công là một điểm sáng rất đáng ghi nhận. Hiện tại, tỷ trọng vốn đầu tư từ khu vực nhà nước đang chiếm 30,5% trong vốn đầu tư toàn xã hội. Tuy nhiên, thời gian tới, cơ cấu này có thể sẽ có nhiều thay đổi khi theo Chính phủ, dự kiến sẽ có khoảng 700.000 tỷ đồng vốn đầu tư công (tương ứng với khoảng 30 tỷ USD bao gồm vốn Ngân sách Nhà nước và vốn vay, tăng 10,4% so với mức thực hiện năm 2019) đang được thúc đẩy giải ngân mạnh trong năm nay.

Các gói hỗ trợ cho doanh nghiệp và an sinh xã hội

Trên thế giới, hầu hết các nước đã có động thái nhanh và mạnh sau khi dịch Covid-19 lan rộng và tác động tiêu cực tới nền kinh tế. Một số chính sách hỗ trợ của các nước được thống kê theo bảng dưới đây:

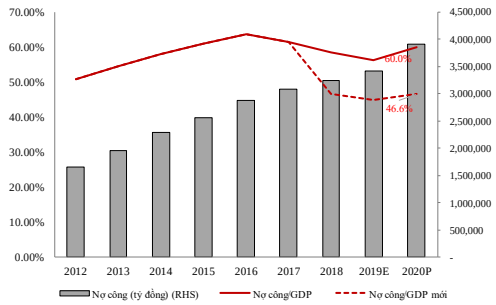
Quốc gia	Chính sách tài khóa	Chính sách tiền tệ
Mỹ	Gói 2,2 nghìn tỷ USD để kích thích kinh tế (10% GDP) bao gồm các giải pháp chính như: - Trợ cấp trực tiếp cho mỗi người trưởng thành 1.200 USD/tháng, mỗi trẻ em 500 USD/tháng - Tăng thêm 600 USD/tuần trợ cấp cho người thất nghiệp - Bảo lãnh các khoản vay cho các doanh nghiệp	- Giảm lãi suất xuống còn 0%- 0,25% - Gói 700 tỷ USD mua tài sản (500 tỷ mua trái phiếu, 200 tỷ mua chứng khoán được đảm bảo) - Chương trình nới lỏng định lượng không giới hạn
Trung Quốc	Gói kích thích tài khóa khoảng 1,3 nghìn tỷ RMB được thông qua, bao gồm những giải pháp chính: - Tăng chi tiêu cho công tác chống và kiểm soát dịch; - Sản xuất trang thiết bị y tế; - Đẩy nhanh việc giải ngân bảo hiểm thất nghiệp - Giảm thuế và miễn đóng bảo hiểm xã hội	- Cắt giảm 1% tỷ lệ dự trữ bắt buộc - Gói tái cấp vốn 800 tỉ RMB để các ngân hàng cho các tập đoàn lớn vay
Nhật	Dành 1,8- 2,7% GDP ngân sách bổ sung để hỗ trợ người lao động, cho vay doanh nghiệp nhỏ, và hỗ trợ tiền mặt cho người dân	700 tỷ JPY chương trình mua trái phiếu
Anh	- Gói 330 tỷ GBP (15% GDP) cho vay đảm bảo - Gói 27 tỷ GBP giảm thuế cho doanh nghiệp - 7 tỷ GBP chi tiêu khẩn cấp hỗ trợ cho doanh nghiệp, hộ gia đình	- 200 tỷ GBP mua trái phiếu doanh nghiệp - Giảm lãi suất 0,65%
Hàn Quốc	- 9,4 tỷ USD ngân sách bổ sung để chống dịch - Gói hỗ trợ 38 tỷ USD cho doanh nghiệp nhỏ	Giảm lãi suất liên ngân hàng xuống 0,25%
Thái Lan	Gói 518 tỷ THB (3% GDP)	Giảm lãi suất từ 1,25% xuống 0,75%

Về cơ bản, chính sách hỗ trợ của Chính phủ các nước là sự phối hợp đồng thời của cả hai chính sách tài khóa và tiền tệ. Về chính sách tiền tệ, giải pháp chủ yếu là NHTW hạ lãi suất điều hành với biên độ lớn, một số nước có thêm các chương trình mua tài sản (nới lỏng định lượng) quy mô lớn. Giải pháp này nhằm cung cấp thanh khoản trực tiếp, tránh sự sụp đổ của hệ thống tài chính khi có cú sốc bất ngờ. Tiếp đến là sự vào cuộc của chính sách tài khóa với việc chi tiêu của Chính phủ nhằm hỗ trợ trực tiếp cho tổng cầu, đặc biệt là chi tiêu của các hộ gia đình khi thu nhập của người lao động bị sụt giảm đột ngột do mất việc làm. Ngoài hỗ trợ hộ gia đình thì Chính phủ các nước cũng có các chương trình bảo lãnh, giãn, giảm thuế phí, các khoản bảo hiểm xã hội phải nộp cho doanh nghiệp. Đây là giải pháp nhằm giúp doanh nghiệp tồn tại được qua giai đoạn khó khăn hiện tại.

Trong khi đó, tại Việt Nam, về chính sách tài khóa, ngoài thúc đẩy đầu tư công, Chính phủ cũng đã kịp thời có các gói hỗ trợ cho nền kinh tế. Điển hình như gói hỗ trợ thuế và tiền thuê đất với giá trị 180 nghìn tỷ đồng (tương đương 3,4% GDP năm 2019); gói hỗ trợ an sinh xã hội cho các đối tượng chính sách, người lao động bị tạm hoãn hoặc chấm dứt hợp đồng lao động với giá trị 61.000 tỷ đồng. Ngoài ra, Bộ công thương cũng đề xuất giảm giá điện 10% trong thời gian tới, tương ứng với gói hỗ trợ trị giá 11.000 tỷ đồng.

Mặc dù xét về quy mô so với GDP, các gói hỗ trợ tài khóa của Chính phủ (chỉ khoảng 4,3% GDP) còn khá khiêm tốn so với các nước khác do nguồn lực hạn chế hơn nhưng về cơ bản, các giải pháp này cũng có chung mục đích cố gắng hỗ trợ, giúp doanh nghiệp có thêm khả năng tồn tại cũng như trợ giúp trực tiếp cho những người yếu thế trong xã hội, qua đó phần nào "giảm sốc" cho tổng cầu. **Để thúc đẩy đầu tư công và thực hiện các gói tài khóa trên, BVSC cho rằng ngân sách sẽ chuyển sang trạng thái thâm hụt trong năm 2020 (thay vì thặng dư 97 nghìn tỷ đồng như năm 2019). Để bù đắp bội chi và thúc đẩy đầu tư, tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam năm 2020 nhiều khả năng sẽ tăng trở lại lên quanh mức 60% (vẫn dưới trần nợ công 65% nhưng cao hơn mức quanh 56% của năm 2019) (lưu ý mức GDP tính toán là mức GDP cũ, chưa điều chỉnh theo đề án tính lại GDP của Tổng cục Thống kê).**

BVSC dự báo tỷ lệ nợ công/GDP năm 2020 của Việt Nam



Nguồn: BVSC tổng hợp và tính toán

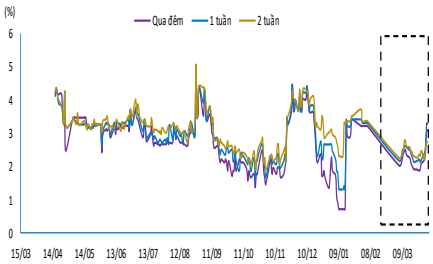
Chính sách tiền tệ và Lãi suất

NHNN cắt giảm lãi suất điều hành, hướng dẫn về việc cơ cấu lại nợ

Cũng giống như NHTW các nước, chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam nhằm đối phó với dịch bệnh Covid-19 cũng là cắt giảm các loại lãi suất điều hành nhằm định hướng giảm lãi suất cho vay các doanh nghiệp. Theo Quyết định số 419/QĐ-NHNN ngày 16/03 của NHNN, các loại lãi suất điều hành như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất chào mua giấy tờ có giá qua kênh OMO, trần lãi suất tiền gửi ngắn hạn (dưới 6 tháng), trần lãi suất cho vay các lĩnh vực ưu tiên đều được cắt giảm 0,25-1% (tùy từng loại lãi suất).

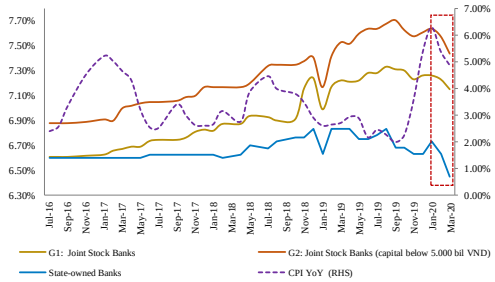
Ngoài cắt giảm lãi suất điều hành, NHNN còn ban hành Thông tư 01 hướng dẫn về về việc cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn, giảm lãi, phí, giữ nguyên nhóm nợ nhằm hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng do dịch Covid-19 với

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lãi suất huy động kỳ hạn giảm khá mạnh trong tháng 3/2020



Nguồn: Fiinpro, BVSC

tổng giá trị 250 nghìn tỷ đồng. BVSC cho rằng, về thực chất, Thông tư này chủ yếu có ý nghĩa tạo hành lang pháp lý để các NHTM thực hiện cơ cấu lại nợ, giảm phí lãi cho các doanh nghiệp chứ NHNN không trực tiếp tác động hỗ trợ thị trường. Giải pháp này khác với gói hỗ trợ lãi suất năm 2008 nên sẽ giúp kiểm soát rủi ro vĩ mô về mặt dài hạn. Tuy vậy, trong ngắn hạn, quyền quyết định hỗ trợ hoàn toàn thuộc về các ngân hàng nên có thể mức hỗ trợ sẽ không đồng đều và tùy thuộc vào sự đánh giá của từng ngân hàng riêng lẻ.

Thông tin mới nhất là ngày 31/03 vừa qua, NHNN đã ban hành chỉ thị số 02/CT-NHNN về các giải pháp cấp bách của ngành ngân hàng nhằm tăng cường phòng, chống và khắc phục khó khăn do tác động của dịch bệnh Covid-19. Ngay sau chỉ thị trên, kể từ ngày 01/04/2020 đã có khoảng 20 ngân hàng thông báo giảm mạnh lãi suất cho vay (khoảng 2%). Theo quan sát của chúng tôi, đây là mức giảm mạnh nhất trong một lần điều chỉnh lãi suất của hệ thống ngân hàng. Trước đó, kể từ sau khi NHNN giảm lãi suất điều hành ngày 16/03, mặt bằng lãi suất huy động trong hệ thống ngân hàng cũng đã được điều chỉnh giảm trung bình khoảng 0,3%.

Ngoài giảm lãi suất huy động đầu vào thì yếu tố giúp các ngân hàng giảm mạnh lãi suất cho vay đầu ra là cắt giảm chi phí hoạt động (lương thưởng nhân viên) và chấp nhận một mức lợi nhuận thấp hơn so với các năm gần đây. Các động thái giảm lãi suất này là rất cần thiết để hỗ trợ cộng đồng doanh nghiệp bớt khó khăn, trong đó quan trọng nhất là tốc độ giải ngân. Tuy vậy, vẫn cần nhấn mạnh lại các biện pháp này chỉ giúp các doanh nghiệp kéo dài thời gian tồn tại, còn điều tiên quyết để họ phục hồi vẫn là dịch bệnh phải được kiểm soát tại Việt Nam cũng như trên toàn thế giới.

Nếu dịch diễn biến phức tạp, vẫn có khả năng lãi suất sẽ giảm thêm

Trong kịch bản cơ sở với việc dịch bệnh Covid-19 được Việt Nam khống chế thành công vào giữa quý II, việc "giãn cách xã hôi" sẽ được nới lỏng trở lại vào đầu tháng 5, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp có thể sẽ dần hồi phục trở lại thì chúng tôi cho rằng các động thái hỗ trợ từ chính sách tiền tệ như trên là tạm đủ. Tuy vậy, **trong kịch bản tiêu cực khi dịch bệnh tiếp tục có diễn biến phức tạp trong nửa cuối năm 2020 , theo đó tình trạng của các doanh nghiệp yếu hơn so với dự tính, vẫn có khả năng NHNN sẽ tiếp tục cắt giảm thêm lãi suất điều hành 0,25-0,5%. Cùng với lạm phát hạ nhiệt dần về cuối năm, lãi suất huy động có thể cũng sẽ giảm thêm 0,3-0,5%. Theo đó, các NHTM có thể sẽ thu xếp thêm các gói tín dụng giảm lãi suất cho vay thêm 0,5-1% cho các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các giải pháp cơ cấu lại thời hạn trả nợ, giảm lãi, phí cho các doanh nghiệp có thể cũng sẽ được kéo dài thêm.**

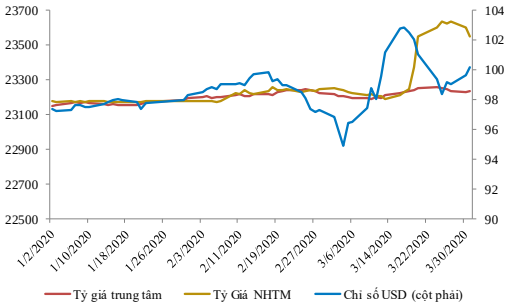
Tỷ giá

Tỷ giá tăng mạnh tuần cuối tháng 3

Tỷ giá USD/VND có diễn biến khá ổn định trong 2 tháng đầu năm nay trước khi có đợt tăng mạnh trong tuần cuối tháng 3. Trong khi tỷ giá trung tâm tính đến cuối tháng 3 chỉ tăng 0,3% so với cuối năm 2019 thì tỷ giá giao dịch tại các NHTM có mức tăng lên tới 2%, trong đó riêng trong khoảng thời gian từ

19-31/03, tỷ giá tăng tới 390 đồng (tương đương 1,7%). Diễn biến này khiến cho chênh lệch giữa tỷ giá trung tâm và tỷ giá thực tế mở rộng với biên độ khá lớn, phá vỡ thế "bám sát" của cặp tỷ giá này từ nửa cuối năm 2019.

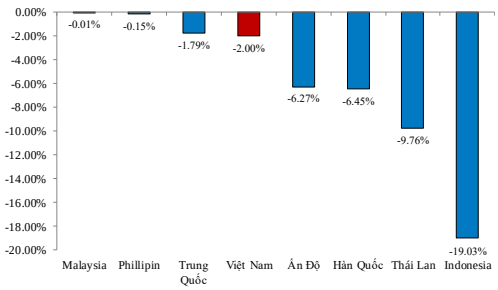
Diễn biến tỷ giá VND/USD



Đồng USD có xu hướng mạnh lên trên thị trường thế giới là nguyên nhân chính khiến tỷ giá USD/VND có xu hướng tăng. Vào thời điểm cao điểm nhất (phiên ngày 20/03), chỉ số USD Index đã lên mức 102,8, tăng 6,7% so với cuối năm 2019 trước khi hạ nhiệt dần về cuối tháng 3. Dịch bệnh Covid-19 đã khiến thị trường tài chính toàn cầu lao dốc, nhu cầu rút vốn khỏi các tài sản rủi ro và tìm đến các tài sản an toàn gia tăng mạnh là nguyên nhân chính dẫn đến đà tăng mạnh của USD. Đứng trước áp lực trên, kết thúc quý I/2020, đồng tiền tại các nước mới nổi ở châu Á đều giảm giá khá mạnh so với USD. Cụ thể, tính từ đầu năm 2020 đến nay, các đồng tiền giảm giá mạnh nhất trong số các đồng tiền của EMs (theo mẫu theo dõi của BVSC) là đồng Rupiah của Indonesia (-19%); Bath của Thái Lan (-9,7%); Won của Hàn Quốc (-6,4%), Rupee của Ấn Độ (-6,3%). Đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc (tâm điểm của dịch bệnh trong 2 tháng đầu năm) giảm 1,8% so với USD. Xét trong bối cảnh đó, việc VND chỉ mất giá 2% so với USD được xem là chấp nhận được.

Cán cân ngoại tệ thực tế vẫn nghiêng về phía cung

Đồng tiền của một số EMs so với USD



Nguồn: Bloomberg, NHNN, BVSC

Trên thực tế, Việt Nam vẫn duy trì được trạng thái xuất siêu 2,8 tỷ USD trong quý I và vốn FDI thực hiện 3 tháng đầu năm đạt trên 3,9 tỷ USD. Trong khi đó, về phía cầu, hoạt động rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường cổ phiếu và trái phiếu của Việt Nam kể từ khi dịch Covid-19 bùng phát ước tính chỉ khoảng 500 triệu USD. Do vậy, cán cân cung-cầu thực tế hiện vẫn đang nghiêng về phía cung nên đợt tăng mạnh của tỷ giá cuối tháng 3 phần nhiều mang yếu tố tâm lý. Trên cơ sở đó, trong những phiên tăng đột biến, NHNN có thể sẽ có động thái can thiệp bằng cách niêm yết mức giá bán ra ngoại tệ thấp hơn giá thị trường giáo dịch (như trong phiên ngày 24/03 vừa qua). Điều này cũng tạo thế can thiệp hai chiều, giúp Việt Nam có thêm giải trình với Mỹ trong các kỳ đánh giá danh sách các nước có thao túng tiền tệ tiếp theo.

Về cơ bản, không để VND mất giá quá mạnh vẫn là một trong những ưu tiên hàng đầu của Chính phủ trong mục tiêu tổng thể là ổn định kinh tế vĩ mô. BVSC duy trì dự báo mức mất giá của VND trong năm 2020 sẽ chỉ ở mức 2-3%.

Nhận định

Kinh tế vĩ mô Việt Nam Q1.2020 cho thấy đà suy giảm rõ nét do dịch bệnh Covid-19. Tăng trưởng GDP ở mức thấp nhất trong 10 năm với sự suy giảm của cả ba khu vực kinh tế. Trong kịch bản cơ sở với việc dịch bệnh được kiểm soát vào giữa quý II, tăng trưởng GDP được kỳ vọng phục sẽ dần hồi phục trở lại trong hai quý cuối năm với mức tăng trưởng cho cả năm 2020 vào khoảng 3,8-4,2%.

Diễn biến bất ngờ từ dịch Covid khiến giá các mặt hàng hạ nhiệt nhanh chóng so với cuối năm 2019, đặc biệt là giá xăng dầu, thực phẩm, điện, văn

hóa, du lịch và giải trí. Dự báo lạm phát YoY vào thời điểm cuối năm 2020 sẽ ở mức 2-2,5% trong khi lạm phát trung bình cả năm ở mức 3-3,5%.

Về chính sách tài khóa, đầu tư từ NSNN tăng 16,4% là điểm sáng vĩ mô trong Q1. Ngoài thúc đẩy đầu tư công, Chính phủ cũng đã có các gói hỗ trợ kinh tế như gói hỗ trợ thuế, gói an sinh xã hội…với quy mô hơn 3% GDP nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Theo đó, tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam có thể sẽ tăng nhẹ trở lại lên quanh mức 60% GDP.

Về chính sách tiền tệ, NHNN đã cắt giảm một loạt lãi suất điều hành, đồng thời ban hành Nghị định 01 tạo cơ sở pháp lý để các NHTM cơ cấu lại, giảm lãi, phí cho các khoản vay. Các NHTM cũng đã đồng loạt cắt giảm mạnh lãi suất cho vay (2%) kể từ ngày 01/04/2020.

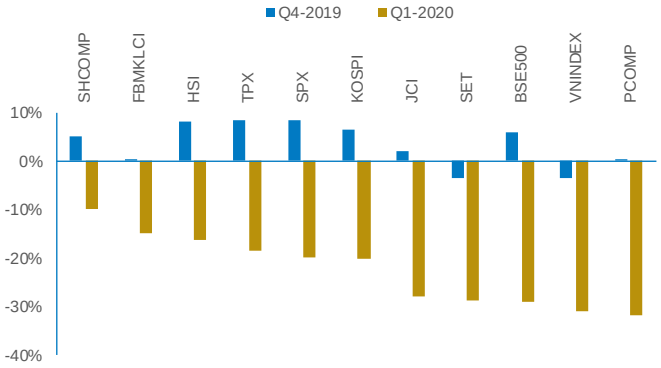
Tỷ giá USD/VND có mức tăng 2% trong quý I. Đây là mức tăng không quá lớn nếu so sánh với biến động của nhiều đồng tiền khác trong khu vực. Chúng tôi duy trì dự báo mức mất giá của VND trong năm 2020 sẽ chỉ ở mức 2-3%.

BVSC dự báo các chỉ tiêu vĩ mô 2020

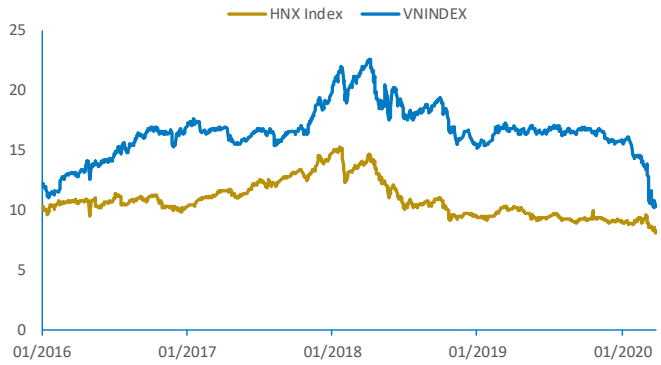
Các chỉ tiêu chính	2019	2020	
		Mục tiêu của Chính phủ	BVSC dự báo trong kịch bản cơ sở (dịch bệnh được khống chế vào giữa quý II/2020)
Tăng trưởng GDP (%)	7.02	6.8	3.8-4.2
Lạm phát bình quân (%)	2.79	dưới 4	3-3.5
Tăng trưởng tín dụng (%)	13.5	14	10-12
Biến động tỷ giá USD/VND (%)	0.1	N/A	dưới 3%
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	8.1	7	3-5
Tăng trưởng vốn FDI giải ngân (%)	6.7	N/A	2-5

PHẦN II: THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

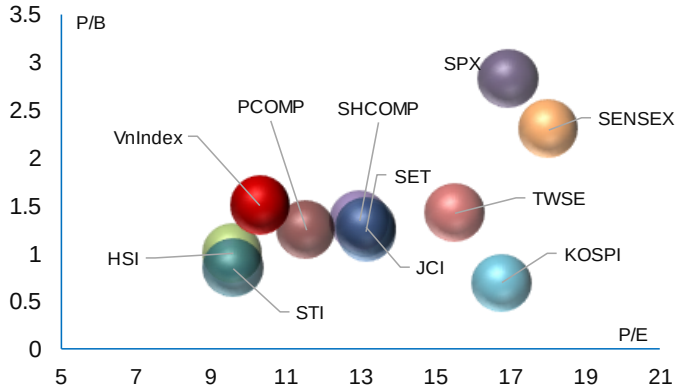
Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



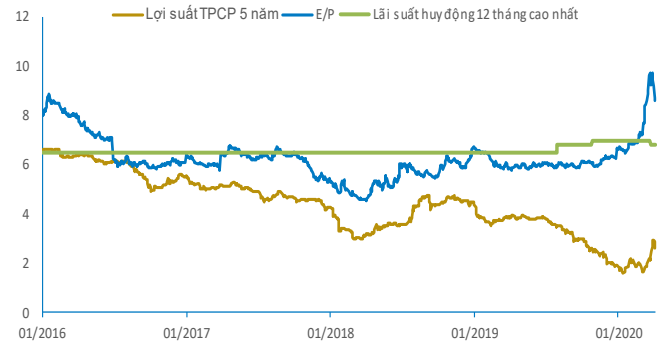
P/E tại HSX và HNX



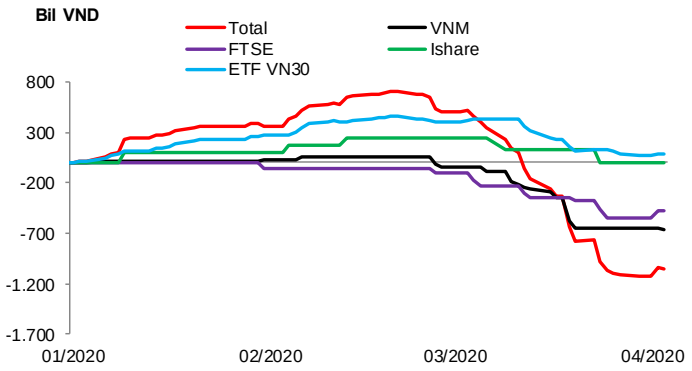
Chỉ số P/E, P/B ở một số thị trường trong khu vực



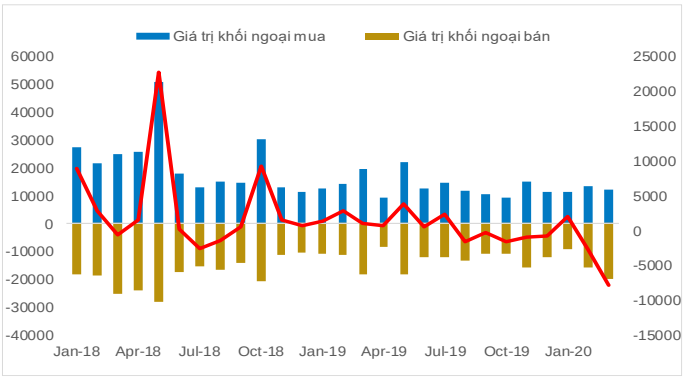
So sánh lợi suất các kênh đầu tư tại Việt Nam



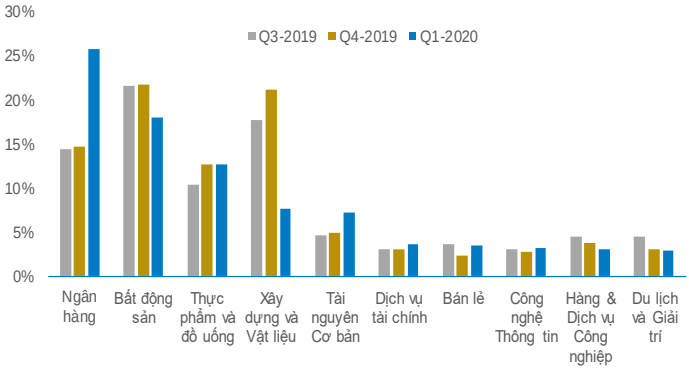
Bơm/rút ròng lũy kế của vốn ngoại tại các quỹ ETF



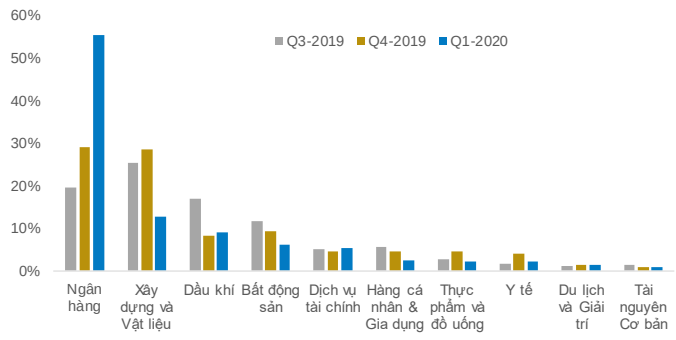
Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX



Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX

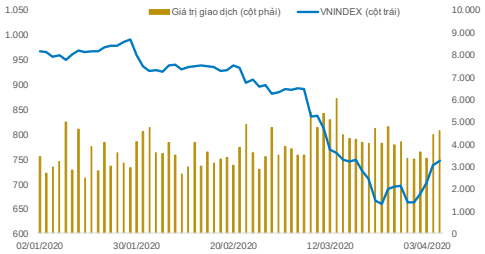


Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC, Finnpro

- ***Diễn biến dịch Covid-19 lan nhanh, ảnh hưởng đến gần hết các quốc gia và tất cả các ngành trong nền kinh tế đã khiến thị trường chứng khoán toàn cầu sụt giảm mạnh. Tính đến hết ngày 31/03/2020, chỉ số VnIndex đóng cửa ở mức 662,53, giảm 298,46 điểm tương đương với -31,06%. Đây là mức giảm trong quý 1 lớn thứ hai trong lịch sử chứng khoán Việt Nam, chỉ sau khủng hoảng ở quý 1/2008 với mức giảm -44,25%.***
- ***Giá cổ phiếu giảm nhanh đưa P/E về mặt bằng thấp. Thống kê KQKD 2008 cho thấy các doanh nghiệp hồi phục rất nhanh sau khủng hoảng. Còn so với bối cảnh khủng hoảng 2008, kinh tế Việt Nam có sự ổn định và vững chãi hơn nhiều.***
- ***Thời gian tới thị trường sẽ diễn biến ổn định hơn, lý tính hơn trong việc quyết định bán ra, mua vào. Sự phân hóa sẽ rõ nét khi thị trường nhận ra cơ hội mua vào giá rẻ,không phải lúc nào cũng xuất hiện, ở một số cổ phiếu.***

Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam Quý 1/2020

Diễn biến chỉ số VNINDEX 3 tháng đầu năm 2020



Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

Các mã tác động lớn nhất đến chỉ số và mức độ ảnh hưởng trong 3 tháng đầu năm 2020

Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
GAB	0,45
HPX	0,37
LGC	0,28
VCF	0,18
QCG	0,11
Mã đóng góp tiêu cực	**Tác động đến chỉ số**
VIC	-30,90
VCB	-30,32
VHM	-28,73
GAS	-21,61
SAB	-18,85

Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

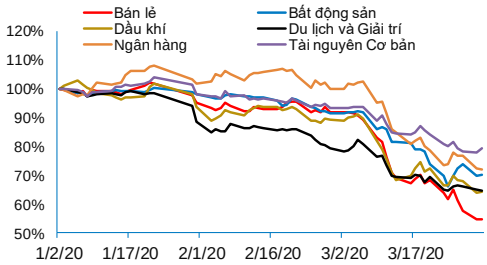
Thị trường thế giới trong quá khứ đã từng có những đợt sụt giảm mạnh như giai đoạn vừa qua. Đợt sụt giảm "ngày thứ 2 đen tối" 19/10/1987 do lo ngại kinh tế tăng trưởng chậm lại; đợt sụt giảm sâu năm 2001 do sự bùng nổ đầu cơ các cổ phiếu công nghệ, dẫn tới việc cổ phiếu của các doanh nghiệp công nghệ được định giá quá cao; và gần đây nhất là năm 2008 khi khi thế giới rơi vào cuộc khủng hoảng tài chính có nguyên nhân đến từ khủng hoảng nợ dưới chuẩn tại Mỹ. Dù có điểm chung là giảm điểm mạnh và nhanh, tuy nhiên, nguyên nhân của đợt sụt giảm này lại khác hẳn những lần sụt giảm trước. Diễn biến dịch bệnh lần này bất ngờ, có tốc độ lan nhanh, ảnh hưởng đồng loạt tới nhiều nền kinh tế, nhiều thị trường và gần như không có một tổ chức nào dự báo được kịch bản đang diễn ra hiện nay trên thị trường chứng khoán thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng.

Cú sốc dịch bệnh đã tác động làm đứt đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, tiếp sau đó nó lại làm giảm sức cầu trong nền kinh tế. Hoạt động kinh tế của nhiều ngành đã dừng lại quá nhanh và đột ngột, trong khi các doanh nghiệp vẫn phải gánh chịu các chi phí như chi phí tài chính, chi phí nhân công… khiến nhiều doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn, nếu kéo dài có thể đưa doanh nghiệp đến sát bờ vực phá sản. Bên cạnh đó, các chính sách kinh tế có thể đã từng được áp dụng để đối phó hiệu quả với những đợt suy thoái kinh tế, khủng hoảng tài chính, thiên tai, hay chiến tranh nhưng dường như chưa lần nào ứng phó với dịch bệnh ở mức độ đại dịch lớn như Covid-19. Điều này tạo ra sự bất ổn lớn, khó đoán định và sự khác biệt của đợt sụt giảm này. Nhưng ở góc nhìn khác, thì diễn biến dịch bệnh có thể sẽ chỉ diễn ra trong thời gian ngắn, bởi các quốc gia sẽ nhanh chóng thực hiện các biện pháp để khống chế dịch bệnh, ngoài ra các phương thuốc, hay vaccine cũng sẽ được đẩy mạnh nghiên cứu nhằm loại bỏ hoàn toàn nguy cơ Covid-19.

Tính đến hết ngày 31/03/2020, chỉ số VnIndex đóng cửa ở mức 662,53, giảm 298,46 điểm tương đương với -31,06% so với đầu năm 2020. Mức giảm trong Quý 1 là mức giảm lớn thứ 2 trong lịch sử, chỉ sau khủng hoảng ở Q1/2008 với mức giảm 44,25%.

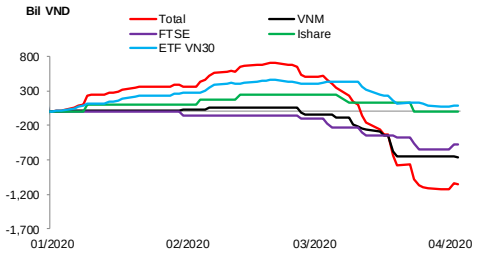
Xét về các nhóm ngành, không có nhóm ngành nào thoát khỏi đợt suy giảm này của thị trường. Trong đó, kể cả nhóm ngành Dược phẩm hay Viễn thông

Biến động về giá của các ngành



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Bơm/rút ròng lũy kế của vốn ngoại tại các quỹ ETF



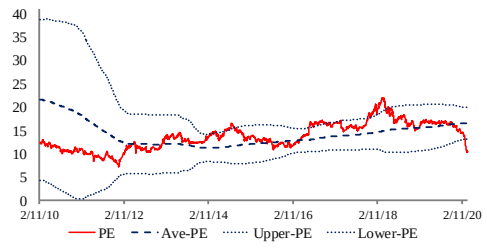
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Các mã khối ngoại mua/bán ròng mạnh nhất trên Hsx trong 3 tháng đầu năm 2020

Top mã mua ròng	Mua/bán ròng
PGD	1018
MWG	588
CTG	166
VNM	163
PHR	117
Top mã bán ròng	**Mua/bán ròng**
MSN	-1730
VIC	-890
HPG	-726
VHM	-514
VRE	-486

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Diễn biến PE của VnIndex



Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

là những nhóm ngành mà các doanh nghiệp ít bị ảnh hưởng bởi dịch, có khả năng duy trì kết quả kinh doanh, giá cổ phiếu cũng giảm trên 10%. Các nhóm ngành sụt giảm mạnh nhất là Bán lẻ, Du lịch và Giải trí, Dầu khí.

Cụ thể, một số ngành có ảnh hưởng tiêu cực nhất đến VnIndex là Bất động sản (giảm 30,10%), khiến chỉ số VNINDEX giảm 79,48 điểm với đại diện là mã VIC (-27,48%), VHM (-35,14%) và VRE (-43,68%). Tiếp theo, nhóm ngành Ngân hàng với mức giảm 27,22% làm chỉ số VNINDEX mất 74,16 điểm, trong đó VCB (-31,26%), BID (-33,15%) và TCB (-36,31%) là những mã vốn hoá lớn có tác động tiêu cực nhất. Các nhóm ngành lớn khác như Thực phẩm và đồ uống (giảm 27,11%), Du lịch và giải trí (giảm 34,78%) và Dầu khí (giảm 35,92%) ảnh hưởng tiêu cực và khiến VNINDEX mất lần lượt 41,52 điểm; 15,21 điểm và 7,61 điểm. Nhóm ngành có mức giảm thấp nhất là nhóm ngành Y tế (giảm 14,18%) và Hoá chất (giảm 16,11%).

Quý 1/2020, nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 8.750 tỷ đồng

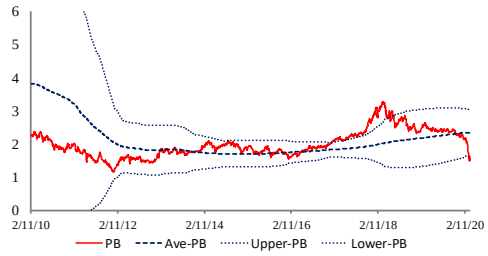
Theo quan sát của BVSC, tại 9 thị trường chứng khoán các nước thuộc nhóm thị trường mới nổi và cận biên tại khu vực châu Á (không bao gồm Trung Quốc do nước này công bố dữ liệu muộn), tính từ đầu năm tới nay khối ngoại đã bán ròng 44,03 tỷ USD. Nếu chỉ tính riêng tháng 2 và tháng 3 (sau thời điểm Trung Quốc phong toả thành phố Vũ Hán), thì các nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng 43,87 tỷ USD ở cổ phiếu. Thị trường chứng khoán Đài Loan (-16,74 tỷ USD), Hàn Quốc (-13,54 tỷ USD), Ấn Độ (-7,47 tỷ USD) và Thái Lan (-3,08 tỷ USD) là những thị trường chịu áp lực bán ròng lớn nhất. Diễn biến này hoàn toàn trái ngược với những gì diễn ra trong quý I/2019, khi mà nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 18,15 tỷ giá trị cổ phiếu ở các thị trường này. Xu hướng bán ròng của khối ngoại tăng mạnh trong 2 tháng 2 và 3 của quý 1/2020 – khi dịch bệnh lan rộng ra toàn cầu chứ không chỉ ở một vài nước thuộc khu vực châu Á – Thái Bình Dương. Nguyên nhân chính có lẽ xuất phát từ dịch bệnh Covid-19 gây ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế toàn cầu, dẫn tới tâm lý lo ngại rủi ro của các nhà đầu tư, khiến họ có xu hướng bán cổ phiếu và chuyển sang nắm giữ trái phiếu chính phủ hoặc tiền mặt.

Còn tại thị trường Việt Nam, tính trong 3 tháng đầu năm 2020, khối ngoại thực hiện bán ròng 8.705 tỷ đồng trên sàn HOSE. Trong đó có 9.543 tỷ đồng được NĐTNN bán thông qua phương thức khớp lệnh, nhưng nhà ĐTNN vẫn mua vào 702 tỷ đồng qua phương thức thoả thuận. Hoạt động bán ròng cũng diễn ra tương đối mạnh thông qua các quỹ ETFs. Cụ thể, 4 quỹ VanEck, DB, Ishare và E1VFVN30 thực hiện bán ròng 1.127 tỷ đồng. Trong đó, VanEck và FTSE là 2 quỹ có lượng bán ròng nhiều nhất tương ứng với bán ròng 655 và 549 tỷ đồng. Trong Quý 1/2020, 2 quỹ ETFs mới là SSIAM VNFin Lead và VFMVN Diamond ETF cũng chính thức đi vào hoạt động. Trong Quý 1/2020, quỹ SSIAM VNFin Lead đã thu hút được dòng vốn tương ứng là 235 tỷ đồng.

Chỉ số giảm sâu, PE của Vnindex về mặt bằng thấp

Tính đến hết 13/4, chỉ số P/E và P/B của Việt Nam đang ở ở mức 11.8 và 1,50 lần. So với mẫu so sánh với 10 quốc gia thuộc nhóm thị trường mới nổi

Diễn biến PB của VnIndex



Nguồn: Bloomberg, BVSC tính toán

Lợi nhuận các ngành hồi phục nhanh vào năm 2009

	2008	2009	2010
Hóa chất	-9%	8%	34%
Thực phẩm và đồ uống	-17%	78%	48%
Ngân hàng	23%	42%	23%
Y tế	4%	67%	7%
Dịch vụ tài chính	-156%	-350%	-32%
Bất động sản	-18%	167%	63%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	2%	-12%	36%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-9%	70%	9%
Xây dựng và Vật liệu	-11%	96%	13%
Truyền thông	28%	3%	4%
Bảo hiểm	20%	75%	-13%
Tài nguyên Cơ bản	28%	13%	8%
Bán lẻ	-9%	103%	3%
Hàng cá nhân & Gia dụng	-15%	83%	18%
Ô tô và phụ tùng	8%	111%	-15%
Công nghệ Thông tin	11%	37%	13%
Du lịch và Giải trí	20%	78%	42%

Nguồn: BVSC tính toán

ROE các ngành tăng nhanh trở lại sau suy giảm của năm 2008

	2007	2008	2009	2010
Hóa chất	27%	23%	21%	25%
Thực phẩm và đồ uống	17%	13%	19%	22%
Ngân hàng	15%	15%	18%	17%
Y tế	16%	15%	22%	19%
Dịch vụ tài chính	18%	-10%	19%	11%
Bất động sản	14%	10%	21%	23%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	41%	44%	32%	20%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	14%	12%	17%	14%
Xây dựng và Vật liệu	16%	11%	17%	15%
Truyền thông	17%	17%	15%	12%
Bảo hiểm	7%	6%	10%	8%
Tài nguyên Cơ bản	22%	25%	19%	16%
Bán lẻ	11%	8%	15%	12%
Hàng cá nhân & Gia dụng	21%	15%	20%	19%
Ô tô và phụ tùng	20%	18%	29%	20%
Công nghệ Thông tin	32%	30%	34%	31%
Du lịch và Giải trí	14%	14%	16%	18%

Nguồn: BVSC tổng hợp

và thị trường cận biên, bao gồm Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc, Thái Lan, Indonesia,…có thể thấy chỉ số P/E của Việt Nam ở mức khá hấp dẫn.

Quan sát diễn biến giá, P/E và P/B của VnIndex trong quá khứ, chúng tôi nhận thấy rằng hiếm khi P/E và P/B của VnIndex cùng vượt ra ngoài dải 95% CI (CI - Confidence Interval - khoảng Tin Cậy). Trong phần lớn những lần P/E và P/B của VnIndex chạm đến đường biên của dải 95% CI , thị trường thường có xu hướng đảo chiều xu hướng. Còn trong trường hợp P/E và P/B của VnIndex vượt ra ngoài dải 95% CI thì sau đó thị trường thường có lực bật lại mạnh mẽ.

Tính đến hết quý 1/2020, cả P/E và P/B của VnIndex đều giảm xuống dưới đường dưới của dải 95% CI, điều này phần nào cho thấy VnIndex đang ở mức tương đối hấp dẫn so với chính nó trong quá khứ.

Nhìn lại năm 2008 - Một năm sau khủng hoảng các doanh nghiệp sẽ nhanh chóng lấy lại đà tăng trưởng

Diễn biến suy giảm tăng trưởng kinh tế do dịch Covid-19 lần này khác khủng hoảng năm 2008. Năm 2020 sẽ có nhiều ngành chịu tác động tiêu cực hơn, mức độ tác động tiêu cực là tức thì và đồng loạt. Đợt suy giảm này các doanh nghiệp chịu tác động đồng thời cả đầu ra và đầu vào, cùng với sự đứt gãy về doanh thu, ảnh hưởng lớn đến dòng tiền khiến tổn thương trong ngắn hạn lớn. Nhưng mặt khác, sự gián đoạn này sẽ diễn ra nhanh, chưa cần thiết cần phải có những thay đổi mang tính cấu trúc hệ thống nên sự hồi phục sau khi kiểm soát dịch bệnh có thể sẽ diễn ra rất nhanh. Bên cạnh đó, cú sốc về thiếu hụt dòng tiền còn cảnh báo, thanh lọc những doanh nghiệp yếu, dựa chính vào dòng tiền vay để duy trì hoạt động.

Thống kê lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp niêm yết tại cả hai sàn HSX và HNX năm 2008, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận sau thuế của nhiều ngành đã sụt giảm -5% so với năm 2007, tuy nhiên nhờ các chính sách kích cầu của Chính phủ mà lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp đã tăng trưởng mạnh trong cả năm 2009 và 2010 với mức tăng lần lượt là 57,2% và 92,5% nếu so với lợi nhuận của năm 2007.

Trong năm 2008, ROE của nhiều ngành ghi nhận sụt giảm, như ngành Dịch vụ tài chính giảm từ 18% về -10%, Bất động sản giảm từ 14% về 10%, Xây dựng và vật liệu xây dựng cũng giảm từ 16% về 11%... Tính chung toàn bộ mẫu, ROE đã giảm từ 17,8% năm 2007 về mức 14,5% năm 2008, tuy nhiên ROE của chính mẫu này cũng đã tăng lại mức 19,4% ngay trong năm 2009.

Mặc dù, quy mô thị trường, quy mô doanh nghiệp tại thời điểm hiện nay có sự khác biệt rất lớn so với năm 2008, tuy nhiên sự thích ứng của các doanh nghiệp, cùng với các chính sách hỗ trợ kinh tế sẽ giúp nhiều doanh nghiệp vượt qua khó khăn và có được mức tăng trưởng còn ấn tượng hơn sau đó – như đã từng diễn ra trong năm 2008, 2009. Với các chính sách tài khóa, tiền tệ Chính phủ đã triển khai là cơ sở để kỳ vọng doanh nghiệp sẽ có được dòng tiền vượt qua giai đoạn khó khăn ngắn hạn trước mắt để lấy lại đà tăng trưởng trong năm tiếp theo.

Mọi thứ đã tốt hơn rất nhiều, 2020 khác xa năm 2008

So sánh các chỉ số kinh tế vĩ mô năm 2008 và 2020 có thể thấy hiện kinh tế Việt Nam đang có sự ổn định, vững chãi hơn nhiều so với năm 2008. Thị trường chứng khoán hiện vẫn duy trì sự ổn định và có sự hấp dẫn hơn so với các kênh tiền gửi, trái phiếu. Mặt bằng lãi suất tiền gửi, lợi suất trái phiếu hiện nay đang không hấp dẫn, và không có lợi thế hẳn so với kênh đầu tư chứng khoán. Đây là khác biệt lớn so với năm 2008, điều này giúp dòng tiền vẫn có thể duy trì trong thị trường chứng khoán.

Bối cảnh 2020 tốt hơn rất nhiều so với năm 2008

	2008	2020
Quy mô GDP (tỷ USD)	77 (cuối năm 2007)	262
GDP/đầu người	919 (2007)	2760 (2019)
Quy mô tín dụng (tỷ VND)	1,275,048	8,195,393
Tăng trưởng tín dụng	50.18% (2017)	13.65%
Tỷ lệ lam phát năm liền trước	12.63%	2.79%
Tỷ lệ lạm phát yoy (thời điểm bắt đầu khó khăn	25.2% (T5/08-T5/07)	4.87% (T3/20-T3/19)
Lợi suất trái phiếu 5 năm	trên 15%	2.00%

	2008	2020
Quy mô vốn hóa TTCK (nghìn tỷ VND)	495 (31/12/2007)	4,416 (31/12/2019)
Quy mô vốn hóa TTCK/GDP	35%	73%
PE khi bước vào suy giảm	32.0	11.8
PB khi bước vào suy giảm	5.80	1.73
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	20.7 (2007)	78 (2019)
Số tuần nhập khẩu dự trữ ngoại hối	12.0	15.9
Biến động tỷ giá 2018	9.1%	-0.2%

Nguồn: BVSC tổng hợp

Sự khác biệt giữa năm 2007, 2008 với năm 2020 có thể nhìn thấy ở rất nhiều chỉ số vĩ mô, sự vận hành của nền kinh tế, của thị trường. Năm 2007 tăng trưởng tín dụng lên tới trên 50%, nhưng ngay sau đó nửa đầu năm 2008 Chính phủ lại phải thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát. Lạm phát năm 2007 lên tới 12,63%, và có những tháng năm 2008 chỉ số lạm phát yoy lên tới trên 20%. Năm 2008, chỉ riêng lãi suất điều hành như lãi suất tái cấp vốn lên tới 15%/năm, lãi suất cơ bản (để tham chiếu lãi suất cho vay) cũng đã 14%/năm, mặt bằng lãi suất huy động thực tế duy trì ở mức cao, lợi suất trái phiếu 2 năm và 5 năm nhiều thời điểm lên tới trên 20%.

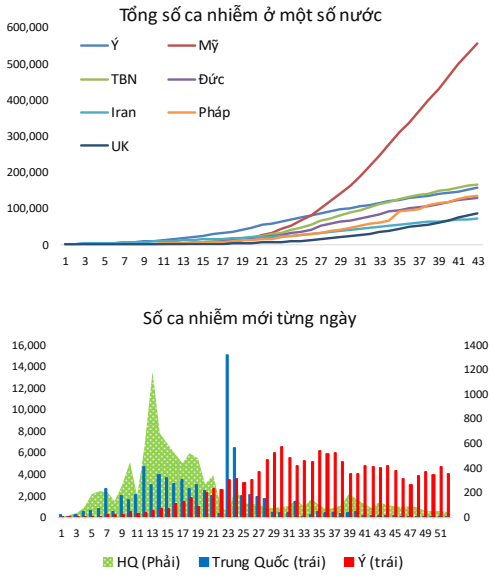
Còn những năm gần đây, tăng trưởng tín dụng luôn được kiểm soát ở mức quanh 14%, các chỉ số vĩ mô khác như lạm phát, tỷ giá, mặt bằng lãi suất trong tầm kiểm soát và ở mức thấp. Thanh khoản hệ thống ngân hàng cũng ở trạng thái dồi dào. Bên cạnh đó, so với năm 2008, các giải pháp hỗ trợ của Chính phủ năm 2020 thông qua gói giảm lãi vay, giãn nợ cho doanh nghiệp; giãn thuế, giảm tiền thuê đất; gói an sinh xã hội; gói giảm giá xăng dầu, giá điện… cũng đang được thực hiện kịp thời và đúng đối tượng hơn. Thậm chí, nếu dịch bệnh tiếp tục diễn biến phức tạp, chúng tôi cho rằng Chính phủ vẫn còn ít nhiều dư địa để thực hiện thêm các gói chính sách hỗ trợ nền kinh tế khi cần thiết.

Nhìn lại bối cảnh kinh tế, thị trường chứng khoán năm 2008, so sánh với 2020 hiện nay để nhận thấy thị trường chứng khoán năm nay sẽ diễn biến ổn định hơn nhiều, những cú sốc giảm do tin tức dịch bệnh, do giải chấp chỉ là những diễn biến trong ngắn hạn. Sự ổn định hệ thống ngân hàng, của chỉ số vĩ mô, sức khỏe của các doanh nghiệp, và sự hấp dẫn về định giá của thị trường chứng khoán là cơ sở để tin rằng thị trường chứng khoán sẽ diễn biến ổn định trở lại và không còn giảm sốc như thời gian qua. Diễn biến ngắn hạn của thị trường vẫn chịu tác động lớn của các kịch bản, thời gian kiểm

soát dịch bệnh. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý là mặc dù bối cảnh vĩ mô năm 2020 về cơ bản ở trạng thái ổn định và tích cực hơn so với năm 2008 nhưng quy mô nợ lại đang ở mức lớn hơn nhiều, thể hiện qua tổng dư nợ tín dụng/GDP đã đạt 130% hay quy mô thị trường TPDN liên tục gia tăng trong 3 năm gần đây. Trên cơ sở đó, nếu dịch bệnh kéo dài, đây có thể sẽ là một trong những rủi ro lớn nhất đối với nền kinh tế cũng như TTCK trong năm 2020.

Dịch Covid-19 khó kiểm soát hoàn toàn, khả năng cao các nền kinh tế phải thích ứng với các biện pháp giãn cách xã hội và chờ đợi vaccine.

Đến nay, nhiều quốc gia đang thực hiện các biện pháp mạnh để khống chế dịch. Trung Quốc đã phong tỏa Vũ Hán tới 77 ngày, sau hơn 2 tháng các biện pháp kiểm soát chặt chẽ vẫn được thực hiện. Hàn Quốc một trong những quốc gia được đánh giá kiểm soát dịch tốt tuy nhiên đến nay vẫn xuất hiện ca bệnh mới. Còn ở Italia và các nước Châu Âu, tín hiệu tích cực là các ca nhiễm mới sẽ giảm dần tuy nhiên việc giảm ca nhiễm mới không đồng nghĩa với việc khống chế được hoàn toàn dịch bệnh. Một số quốc gia đã nhìn thấy đỉnh dịch nhưng việc gỡ bỏ đồng loạt các biện pháp cách ly xã hội sẽ là một lựa chọn khó khăn với tất cả các Chính phủ. Bởi lẽ, với nCovid-19, chỉ cần một ca nhiễm bệnh ngoài cộng đồng thì làn sóng nhiễm bệnh có thể lặp lại.



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

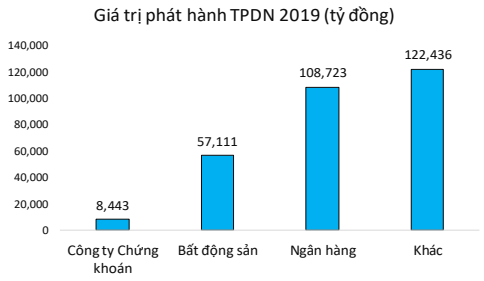
Có thể nhận thấy với tính chất của dịch bệnh này, sẽ cần nhiều thời gian để các Chính phủ giảm dần các biện pháp giãn cách xã hội hiện nay, tìm kiếm vaccine và phương thuốc chữa trị hiệu quả. Nhưng các ngành khác trong nền kinh tế sẽ được nhiều chính phủ hỗ trợ song hành với các biện pháp giãn cách xã hội để khởi động lại hoạt động sản xuất kinh doanh. Khó khăn nhất vẫn nằm ở những ngành hàng không và dịch vụ như du lịch, khách sạn lưu trú, ăn uống hay vận tải… Những ngành này ngoài việc phải chờ sự nới lỏng của các chính phủ, còn đối diện với sự sụt giảm nhu cầu từ chính thị trường.

Kịch bản dịch Covid-19 kéo dài có lẽ là kịch bản không ai mong muốn. Ở kịch bản này tốc độ khởi động lại nền kinh tế sau thời gian gián đoạn sẽ rất chậm, thất nghiệp, thu nhập giảm sút sẽ làm tăng rủi ro nợ xấu cho hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó còn là rủi ro ở các hoạt động vay mượn phi tín dụng, các hoạt động trong hệ thống "shadow banking", và đây có lẽ là rủi ro rất cần phải quan sát.

Tiềm ẩn rủi ro nếu dịch bệnh kéo dài

Rủi ro gia tăng nợ xấu: theo đánh giá sơ bộ của NHNN thì dư nợ dự kiến bị ảnh hưởng khoảng 2 triệu tỉ đồng, chiếm khoảng 23% dư nợ toàn hệ thống, tiềm ẩn rủi ro đối với hoạt động ngân hàng. Trường hợp dịch diễn biến phức tạp hơn và được kiểm soát trong quý II, tỷ lệ này sẽ ở mức gần 4% vào cuối quý II và 3,7% cuối năm 2020 và còn có thể cao hơn, dẫn tới ảnh hưởng đến tiến độ thực hiện Phương án cơ cấu lại gắn với xử lý nợ xấu của các TCTD và khả năng phục hồi của các TCTD yếu kém.

Tính từ năm 2012 đến năm 2019, GDP đầu người của Việt Nam tăng từ 1.150 USD/người lên 2.760/người, tăng khoảng 2,5 lần, tuy nhiên tốc độ vay cá nhân trong dư nợ tín dụng lại tăng khá nhanh – tăng 6,2 lần (trong mẫu 20 ngân hàng, có tổng dư nợ chiếm khoảng 65% dư nợ các ngân hàng). Tỷ lệ dư nợ cho vay cá nhân của mẫu này đang cho thấy dư nợ cho vay cá nhân khá lớn, chiếm tỷ trọng trên 40% dư nợ tín dụng. Có thể nhận thấy, tốc độ vay cá nhân tăng nhanh một mặt đã góp phần làm tăng hiệu quả cho các ngân hàng, nhưng trong bối cảnh rủi ro dịch bệnh (nếu kéo dài) lại tiềm ẩn rủi ro. Tuy nhiên, ở quy mô hiện nay có thể rủi ro này chưa cao, một phần do tỷ trọng cho vay cá nhân còn thấp và do tập quán tiết kiệm của các hộ gia đình trong nhiều năm nên lượng tài sản tích lũy còn lớn.



Nguồn: BVSC tổng hợp

Rủi ro từ trái phiếu doanh nghiệp: trong năm 2017 giá trị trái phiếu doanh nghiệp được phát hành là 115 ngàn tỷ, 2018 là 224 ngàn tỷ và 2019 là 296,71 ngàn tỷ. Trái phiếu của các ngân hàng vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất, năm 2019 là 41%, các ngành Bất động sản, Dịch vụ tiêu dùng, Công nghiệp… chiếm 59% giá trị trái phiếu còn lại. Tính đến đầu tháng 4 năm 2020, giá trị trái phiếu doanh nghiệp đã phát hành là 37,2 ngàn tỷ đồng, trong đó ngành Bất động sản, xây dựng tiếp tục chiếm tỷ trọng trên 35% tổng giá trị phát hành. Với việc giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành tăng mạnh trong 3 năm gần đây, rủi ro từ trái phiếu doanh nghiệp cũng sẽ xuất hiện trong bối cảnh hiện nay, đặc biệt nếu rủi ro dịch bệnh kéo dài sẽ khiến đòi hỏi về lợi suất của trái phiếu doanh nghiệp sẽ tăng tạo thêm áp lực cho nhà phát hành.

Nhận định chung

Trong những phiên đầu tháng 4, đà suy giảm ngắn và trung hạn của thị trường suy yếu khi chỉ số Vnindex tiệm cận vùng hỗ trợ dài hạn 600-650 điểm. Đây là vùng hỗ trợ mạnh và có tính chất quan trọng trong việc xác định hướng đi tiếp theo cho thị trường trên các khung thời gian trung và dài hạn. Vnindex đã tăng hơn 100 điểm từ thời điểm đó, tương đương 15%, đây là phản ứng tích cực của nhà đầu tư trước sự hồi phục chung của thị trường tài chính toàn cầu, và hàng loạt các chính sách hỗ trợ kinh tế mạnh tay của các Chính phủ. Bên cạnh đó những biện pháp quyết liệt của Chính phủ nhằm ngăn chặn dịch Covid-19 cũng tạo thêm niềm tin cho nhà đầu tư về khả năng Việt Nam sớm khống chế được dịch bệnh.

Đợt dịch Covid-19 cũng lúc tác động tới thị trường trong ngắn hạn, nhưng mặt khác cũng tạo ra sự chuyển dịch trong dài hạn về quản trị doanh nghiệp, chiến lược kinh doanh của nhiều công ty. Thói quen áp dụng công nghệ sẽ được định hình, một mặt giúp các doanh nghiệp giảm được chi phí vận hành, và mặt khác cũng giúp năng suất lao động cải thiện.

Theo góc nhìn này, những doanh nghiệp thuộc các ngành công nghệ thông tin, viễn thông (FPT, CMG), thương mại điện tử, thực phẩm-đồ uống thiết yếu (VNM, VHC), dược phẩm (IMP) sẽ không bị ảnh hưởng nhiều bởi dịch bệnh, có khả năng duy trì được kết quả kinh doanh và còn có thể có tăng trưởng trong năm nay.

Trong khi đó, các các doanh nghiệp xây dựng, xây dựng hạ tầng (CTD), vật liệu xây dựng (BMP, DHA, C32) lại có thể được hưởng lợi nhờ sự lan tỏa từ chính sách thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ trong các quý tới.

Những ngành liên quan tới dịch vụ du lịch, vận tải, lưu trú vẫn sẽ chịu tác động trực tiếp, ảnh hưởng sớm nhất và hồi phục muộn nhất so với các ngành khác.

Ngành ngân hàng là ngành chịu tác động gián tiếp, tuy nhiên thời gian ảnh hưởng của dịch bệnh sẽ là căn cứ quan trọng để đánh giá lại chất lượng tài sản của các ngân hàng. Nếu dịch bệnh sớm được kiểm soát, các ngân hàng chịu tác động nhỏ hơn và sớm quay lại đà tăng trưởng. Ở chiều ngược lại, nợ xấu có lẽ sẽ là mối quan tâm của nhiều ngân hàng.

Các doanh nghiệp có tiềm lực tài chính, hoạt động kinh doanh đang duy trì được dòng tiền có cơ hội thực hiện M&A, chiếm lĩnh thị phần là những doanh nghiệp rất đáng được quan tâm. Với họ, những đợt biến động như hiện nay sẽ ngăn chặn những đối thủ mới xuất hiện, và tạo sự dễ dàng cho họ trong việc mở rộng thị phần.

Các doanh nghiệp cảng biển (VSC, DVP), doanh nghiệp phân phối xăng dầu (PLX), doanh nghiệp bán lẻ có hệ thống tốt (MWG) có thể gặp khó khăn trong hoạt động kinh doanh do nhu cầu sụt giảm trong ngắn hạn. Nhưng sẽ không dễ để xây dựng, hay thay thế được những doanh nghiệp có lợi thế tuyệt đối này. Sự sụt giảm đồng loạt về giá của các cổ phiếu lại làm xuất hiện cơ hội để nhà đầu tư sở hữu các cổ phiếu này với giá hợp lý. Cơ hội mua giá rẻ, số lượng lớn ở một số cổ phiếu là không dễ có.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của BVSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 72 Trần Hưng Đạo,Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 24) 3928 8080 Fax: (84 24) 3928 9888

Chi nhánh: 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (84 28) 39146888 Fax: (84 28) 39147999

Phân tích vĩ mô

Trần Hải Yến tranhaiyen@baoviet.com.vn

Phân tích chiến lược thị trường

Lê Hoàng Phương lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung

Phạm Tiến Dũng phamtien.dung@baoviet.com.vn