

**The Anh Pham, PhD**  
Chief Economist  
Email: [anhpt@thanglongsc.com.vn](mailto:anhpt@thanglongsc.com.vn)



**Head Office:** 6<sup>th</sup> Floor, Tosserco Building,  
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi  
T: +84 (043) 726 2600  
F: +84 (043) 726 2601

**Ho Chi Minh Branch:**  
2<sup>nd</sup> Floor, 1-5 Le Duan, 1 District,  
Ho Chi Minh City  
T: +84 (083) 910 6411  
F: +84 (083) 910 6412

**Ly Nam De Trading Centre:**  
14C Ly Nam De, Hoan Kiem, Hanoi  
T: +84 (043) 733 7671  
F: +84 (043) 733 7670

**Hoang Quoc Viet Trading Centre**  
126 Hoang Quoc Viet, Cay Giay, Hanoi  
T: +84 (043) 755 7668  
F: +84 (043) 755 7658

**Ton Duc Thang Trading Centre:**  
02 Ton Duc Thang, 1 District,  
TP Hồ Chí Minh  
T: +84 (083) 910 2215  
F: +84 (083) 910 2216

[www.thanglongsc.com.vn](http://www.thanglongsc.com.vn)

Please find last page for disclaimer

## Tóm tắt

CPI tháng 1 tăng 1,36% so với tháng 12. So với cùng kì năm ngoái, tỉ lệ lạm phát tiếp tục xu hướng gia tăng kể từ tháng 8.

Sự gia tăng giá lương thực & thực phẩm theo mùa vụ là nguyên nhân chính của lạm phát tháng này.

Sản lượng công nghiệp của tháng 1 ước tính tăng hơn 28% so với cùng kì năm ngoái.

Số liệu nhập khẩu chính thức của tháng 12 cao hơn khoảng 1 tỉ USD so với con số ước tính. Điều này khiến cho thặng hụt thương mại của tháng 12 ở mức cao khoảng 1,9 tỉ USD.

Ước tính thâm hụt thương mại tháng này vào khoảng 1,3 tỉ USD.

Cả FDI cam kết và giải ngân giảm mạnh so với những tháng trước. Tuy nhiên, so với cùng kì năm ngoái, con số này đã có sự cải thiện mạnh.

Sau khi bơm một lượng tiền lớn thông qua hoạt động thị trường mở (OMO) trong tháng 12 nhằm đảm bảo thanh khoản của các ngân hàng thương mại, NHNN đã thận trọng hơn với hoạt động này khi sức ép lạm phát gia tăng trong tháng 1.

Tính đến ngày 29/1, chỉ có 1.565 tỉ đồng được bơm ra thông qua OMO, lãi suất qua đêm giảm xuống mức thông thường 8%.

NHNN công bố giữ lãi suất cơ bản không thay đổi ở mức 8% trong tháng 2.

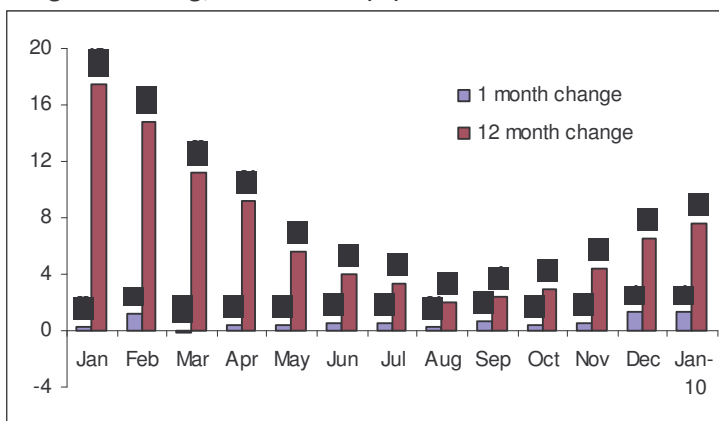
Các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy lạm phát của tháng 2 sẽ vào khoảng 1,85-2,33%, tuy nhiên con số này có thể thấp hơn nếu giá xăng dầu trong nước sớm được điều chỉnh giảm.

**Lạm phát**

Như đã kì vọng, CPI tháng 1 đã tăng đáng kể ở mức 1.36% so với tháng trước. Trong khi đó, tỉ lệ lạm phát tính theo cùng kì năm trước tiếp tục xu hướng gia tăng kể từ tháng 8 năm ngoái. Con số của tháng này là 7,62%, tăng so với 6,52% của tháng 12, 2,99% của tháng 10, và 1,97% của tháng 8.

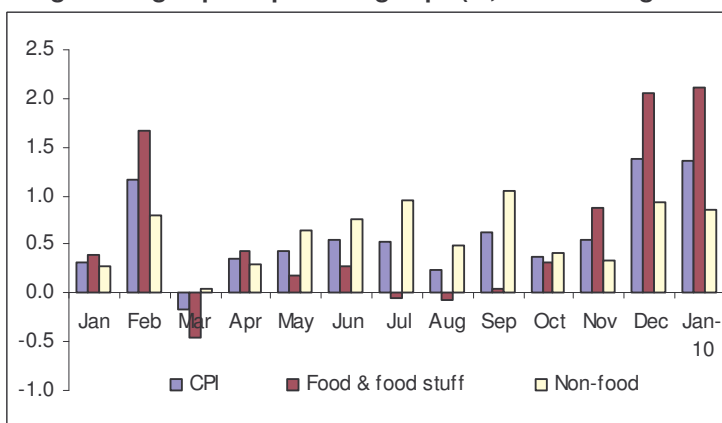
Sự gia tăng theo mùa vụ của giá cả nhóm hàng lương thực & thực phẩm, tăng khoảng 2,11%, là nguyên nhân chính gây ra lạm phát trong tháng 1. Cụ thể, giá lương thực tăng hơn 4,41% trong khi giá thực phẩm cũng tăng cao vào khoảng 1,65%. Điều này rõ ràng gây thêm sức ép đối với xu hướng gia tăng lạm phát do sự tăng trưởng tín dụng mạnh của năm 2009. Tuy nhiên, nếu loại trừ sự gia tăng của giá cả lương thực & thực phẩm, chỉ số giá phi lương thực tháng này chỉ tăng khoảng 0,86% khiến cho NHNN quyết định giữ nguyên mức lãi suất cơ bản hiện nay ở mức 8%.

**Hình 1: Chỉ số giá tiêu dùng, 2009 – 2010 (%)**



Nguồn: TCTK

**Hình 2: Chỉ số giá lương thực và phi lương thực (% so với tháng trước)**



Nguồn: TCTK

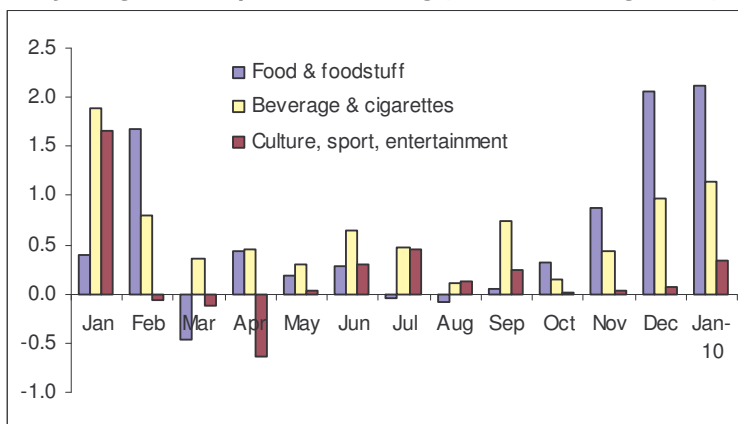
Ngoài ra, sự gia tăng của giá dầu thế giới gần đây đã đẩy giá xăng dầu trong nước lên cao. Kể từ giữa tháng 12 năm ngoái, giá xăng dầu trong nước đã tăng hai lần và làm tăng giá cả các hàng hóa và dịch vụ khác như giao thông và vật liệu xây dựng. Trong tháng 1, giá cả nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng đã tăng đáng kể khoảng 1,66% trong khi giá nhóm hàng giao thông tăng 0,56% so với tháng 12. Các mặt hàng khác có

A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, February 01, 2010

giá cả gia tăng đáng kể trong tháng này bao gồm đồ uống & thuốc lá (1,44%), may mặc, mũ nón & giày dép (1,24%), và nhóm hàng “khác” (2,24%).

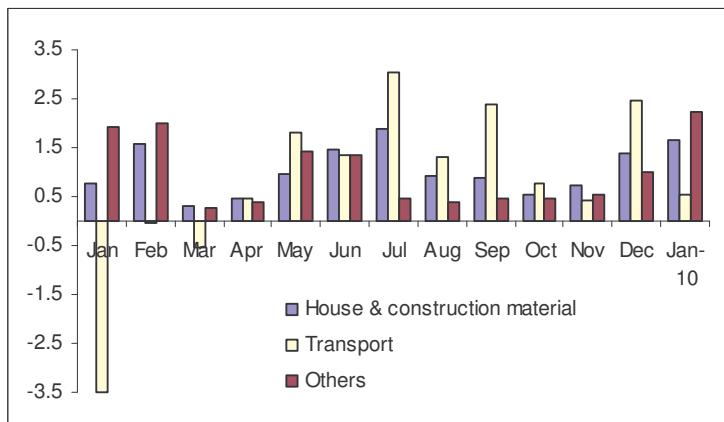
Chỉ số CPI được dự báo là sẽ tiếp tục tăng mạnh trong tháng 2 khi nhu cầu tiêu dùng tăng cao và sản xuất thu hẹp trong tháng Tết. Hơn nữa, sự điều chỉnh tăng giá xăng dầu giữa tháng 1 vừa qua sẽ gây thêm sức ép tăng giá nhóm hàng giao thông và vật liệu xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng rằng giá xăng dầu trong nước sẽ sớm được điều chỉnh giảm khi giá dầu thô thế giới đã giảm xuống dưới mức 75 USD/thùng trong những ngày gần đây. Điều này, nếu xảy ra, sẽ làm giảm sức ép lạm phát và tăng thêm khả năng NHNN giữ nguyên lãi suất cơ bản nhằm tránh những tác động tiêu cực đến sản xuất trong nước.

**Hình 3: Sự thay đổi giá của một số nhóm hàng (% , so với tháng trước)**



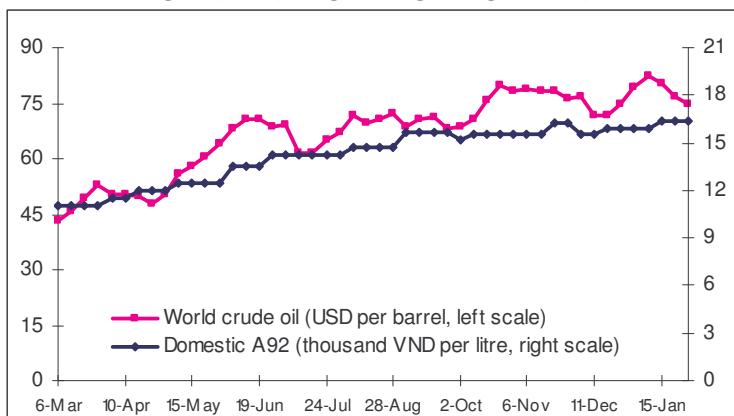
Nguồn: TCTK

**Hình 4: Sự thay đổi giá của một số nhóm hàng (% , so với tháng trước)**



Nguồn: TCTK

Hình 5: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng trong nước (A92)



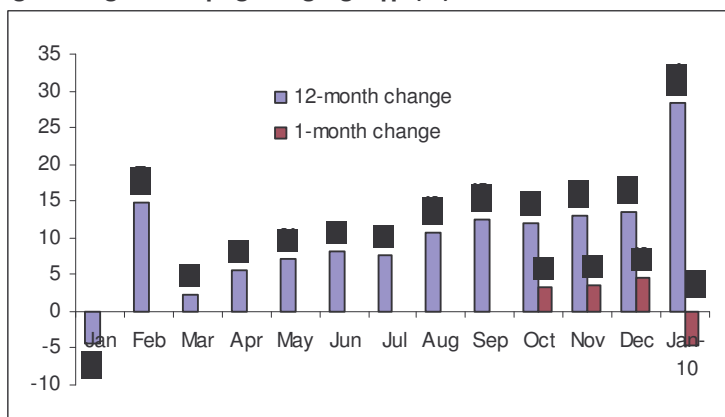
Nguồn: EIA và MoF

Các chỉ số kinh tế khác

Sản lượng công nghiệp

Tháng 1 chứng kiến sự chững lại sản xuất của hầu hết các ngành công nghiệp. Sau vài tháng đạt tốc độ tăng trưởng cao, tổng sản lượng công nghiệp tháng này đã giảm khoảng 4,6% so với tháng trước. Tuy nhiên, so với cùng kì năm ngoái, sản lượng công nghiệp đã tăng mạnh ở mức 28,4%. Chúng tôi kì vọng rằng sản lượng công nghiệp sẽ gia tăng dần trong những tháng sau kì nghỉ Tết.

Hình 6: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp (%)



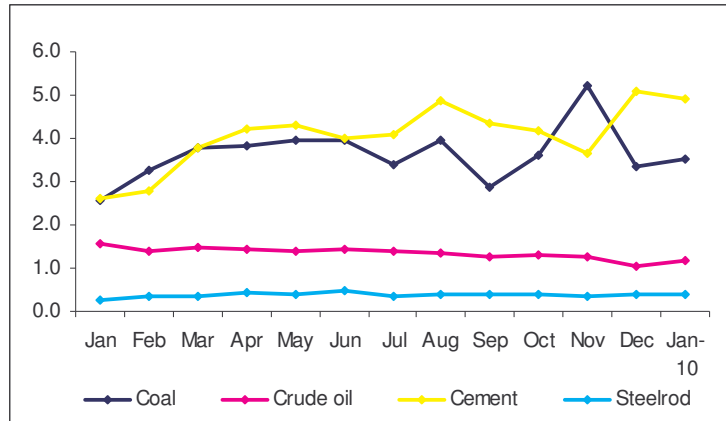
Nguồn: TCTK

Hình 7a cho thấy than và dầu thô là hai trong số ít những ngành tiếp tục có mức tăng trưởng sản lượng dương trong tháng 1. Chúng lần lượt tăng khoảng 4,8% và 10,6% so với cùng kì năm ngoái. Với sự hồi phục của giá nguyên liệu trên thị trường thế giới chúng tôi kì vọng những ngành này sẽ có sự gia tăng mạnh về giá trị sản lượng trong thời gian tới. Ngoài ra, ngành sửa chữa bột cũng tăng trưởng hơn 12,9% trong tháng 1. Đáng lưu ý là nhu cầu tiêu thụ hàng may mặc tăng cao trong những tháng gần Tết đã khiến cho sản xuất của ngành này tăng đáng kể trong hai tháng qua.

Ngược lại, Hình 7b và 7c cũng cho thấy sự giảm sút sản lượng của một số ngành như nguyên vật liệu dệt may, phân bón, và thủy sản. Chúng tôi cho rằng sự giảm sút của ngành sản xuất nguyên vật liệu may mặc mang tính mùa vụ tạm thời do nhu cầu tiêu thụ

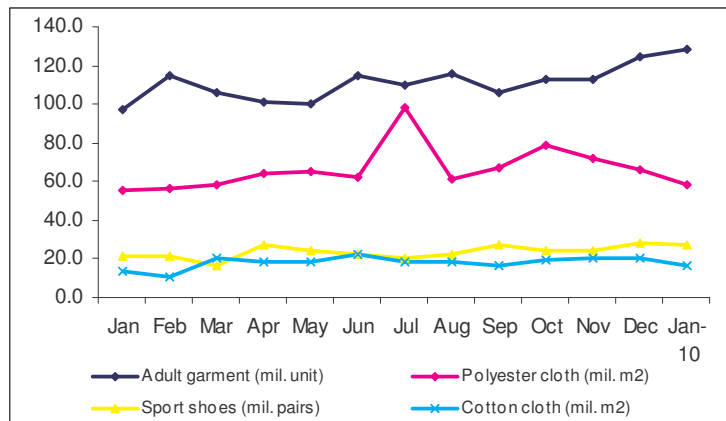
A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, February 01, 2010  
 mặt hàng này sau Tết có xu hướng giảm. Tương tự như vậy, chúng tôi cũng kì vọng sẽ có sự giảm sút nhẹ sản lượng của ngành sản xuất phân bón trong quý 1 do tính chất mùa vụ của hoạt động sản xuất nông nghiệp.

Hình 7a: Sản lượng hàng tháng của một số ngành (triệu tấn)



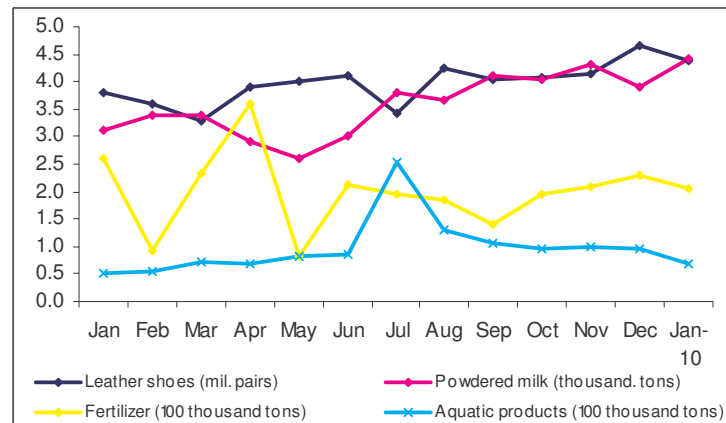
Nguồn: TCTK

Hình 7b: Sản lượng hàng tháng của một số ngành



Nguồn: TCTK

Hình 7b: Sản lượng hàng tháng của một số ngành



Nguồn: TCTK

*Thương mại quốc tế*

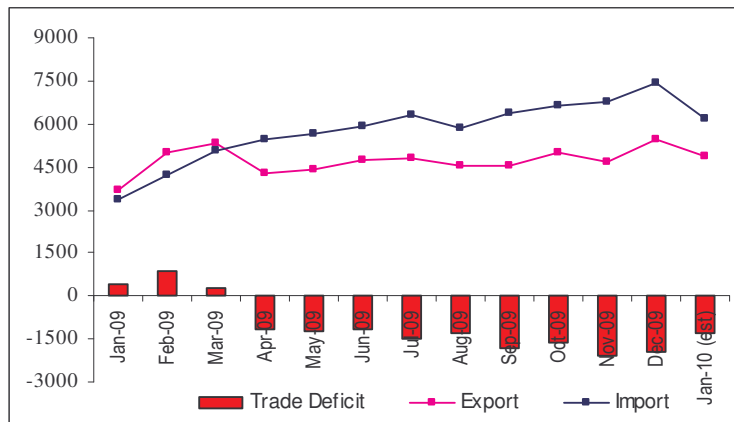
Số liệu chính thức cho thấy nhập khẩu tháng 12 đã cao hơn con số ước tính khoảng 1 tỉ USD. Như vậy, tổng giá trị nhập khẩu tháng 12 vào khoảng 7,4 tỉ USD, khiến cho tổng thâm hụt thương mại của tháng trên 1,9 tỉ USD.

Trong tháng 1/2010, xuất khẩu và nhập khẩu ước lần lượt đạt khoảng 4,9 và 6,2 tỉ USD. Do vậy thâm hụt thương mại ước khoảng 1,3 tỉ USD. Những con số này cho thấy có sự giảm mạnh của hoạt động thương mại quốc tế so với tháng cuối cùng của năm 2009.

Tuy nhiên, so với cùng kì năm ngoái, giá trị xuất khẩu tăng mạnh khoảng 31,8% trong khi giá trị nhập khẩu tăng 86,2%. Như được minh họa trong Hình 9, trong số những mặt hàng đóng góp chính vào giá trị xuất khẩu, gạo và cà phê tiếp tục duy trì giá trị xuất khẩu cao trong những tháng gần đây. Với sự phục hồi của giá cả trên thị trường thế giới, dầu thô và than đá cũng có sự gia tăng vững trong những tháng vừa qua. Trong khi đó, tháng này lại cho thấy có sự sụt giảm mạnh giá trị xuất khẩu của hàng dệt may, giày dép, thủy sản và cao su.

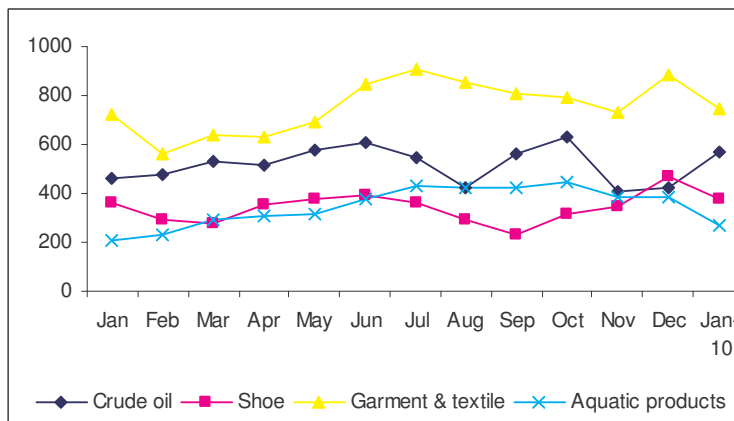
Về hoạt động nhập khẩu, Hình 10 cho thấy mặt hàng sắt thép, máy móc thiết bị, và vải giảm mạnh so với tháng trước. Sự sụt giảm này có thể cho thấy có sự chững lại trong sản xuất của những ngành tương ứng trong thời gian tới. Nhập khẩu chất dẻo và nguyên vật liệu dệt may cũng có sự giảm nhẹ trong khi nhập khẩu phân bón lại được ước tính duy trì ở mức khá cao.

**Hình 8: Thương mại quốc tế (triệu \$)**



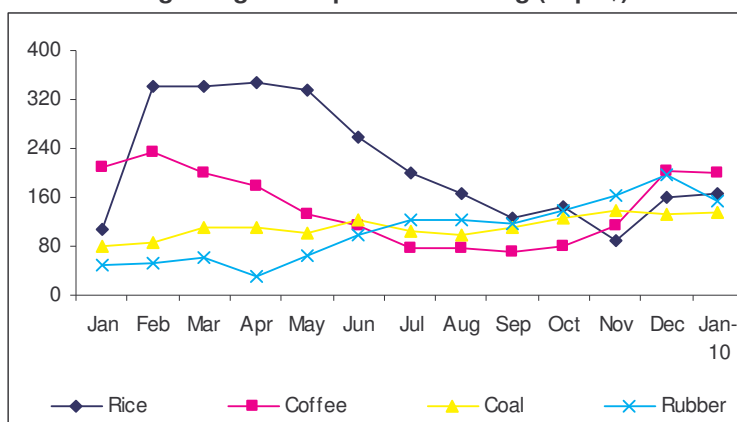
Nguồn: TCTK

**Hình 9a: Xuất khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu \$)**



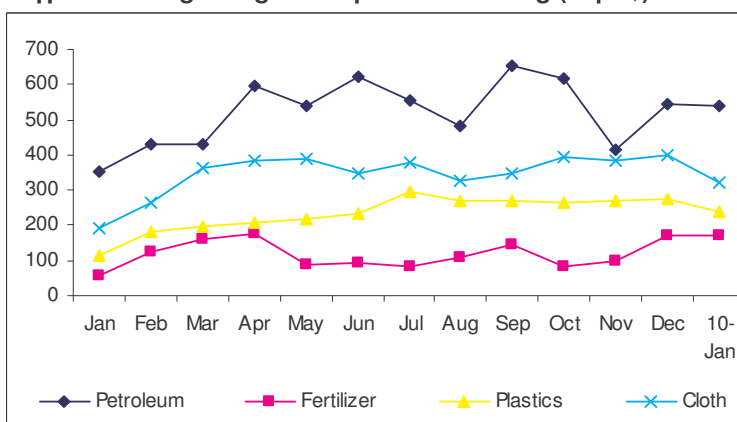
Nguồn: TCTK

**Hình 9b: Xuất khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu \$)**



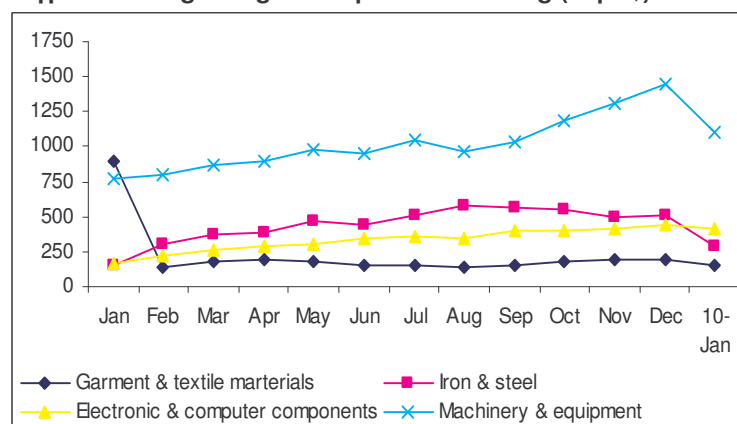
Nguồn: TCTK

**Hình 10a: Nhập khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu \$)**



Nguồn: TCTK

**Hình 10b: Nhập khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu \$)**



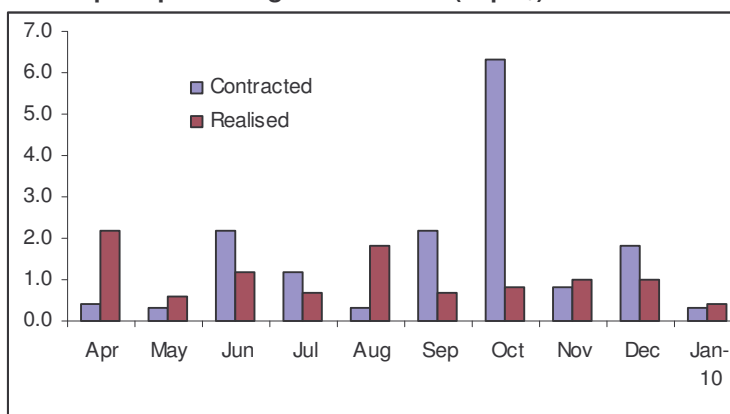
Nguồn: TCTK

**Đầu tư trực tiếp nước ngoài**

Cả FDI cam kết và giải ngân đều giảm đáng kể so với tháng trước. Ước tính chúng lần lượt chỉ vào khoảng 0,32 và 0,40 tỉ USD. Tuy nhiên, so với cùng kì năm trước, cam kết FDI trong tháng 1 đã tăng 71,9% trong khi FDI giải ngân tăng 33,3%.

Giá trị xuất khẩu tạo ra bởi khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tháng này đạt khoảng 2,1 tỉ USD (chưa kể xuất khẩu dầu thô), tăng 35,4% so với cùng kì năm trước. Khu vực này cũng đóng góp lớn vào thâm hụt thương mại với giá trị nhập khẩu gần 2,4 tỉ USD, tăng 97,8% so với cùng kì năm trước.

**Hình 11: Đầu tư trực tiếp nước ngoài 2009-2010 (triệu \$)**

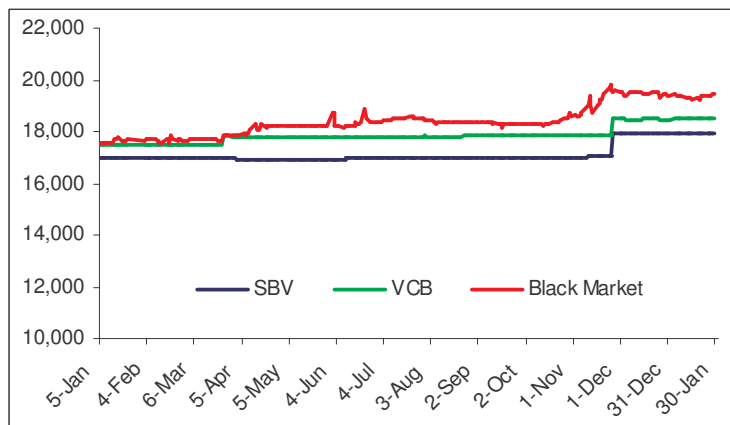


Nguồn: TCTK

**Chính sách tiền tệ**

Việc phá giá tiền tệ vào cuối tháng 11 năm ngoái đã thu hẹp phần nào khoảng cách giữa tỉ giá công bố bởi NHNN, tỉ giá của Ngân hàng Ngoại thương (NHNT) và tỉ giá chợ đen. Trong tháng 1, tỉ giá của NHNN và NHNT hầu như đứng nguyên trong khi đó chỉ có sự dao động nhẹ của tỉ giá trên thị trường chợ đen. FDI giải ngân giảm và thâm hụt thương mại khá cao trong tháng 1, tuy nhiên theo ước tính kiểu hối sẽ tăng mạnh trong những tháng quanh dịp Tết. Do vậy chúng tôi kì vọng rằng tỉ giá hối đoái sẽ khá ổn định trong tháng 2.

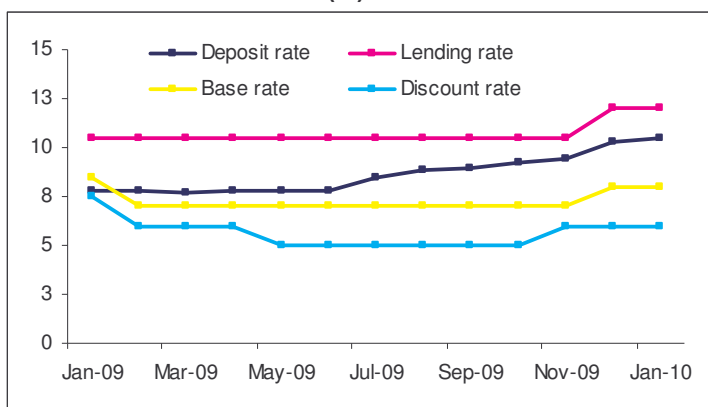
**Hình 12: Tỉ giá bán ra VND/USD, 2009 – 1/2010**



Nguồn: NHNN, NHNT, và các nguồn khác

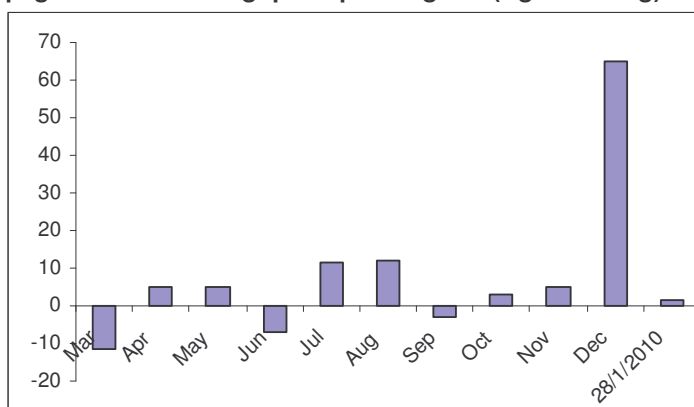


Hình 13: Lãi suất từ 1/2009 đến 1/2010 (%)



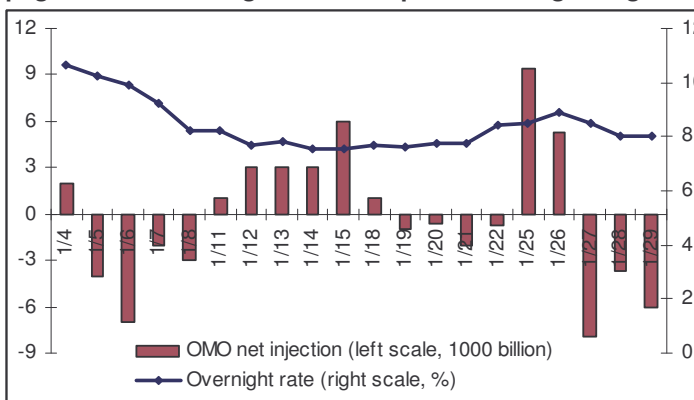
Nguồn: NHNN

Hình 14: Lượng tiền bơm ra ròng qua thị trường mở (Ngàn tỉ đồng)



Nguồn: Bloomberg

Hình 15: Lượng tiền bơm ra ròng và lãi suất qua đêm trong tháng 1



Nguồn: Bloomberg

NHNN đã thông báo giữ nguyên lãi suất cơ bản và lãi suất chiết khấu lần lượt ở mức 8% và 6% trong tháng 2. Mức lãi suất trần 150% lãi suất cơ bản tiếp tục được áp dụng. Trong tháng 12, một lượng tiền lớn, 65.000 ngàn tỉ, đã được bơm vào nền kinh tế thông qua thị trường mở (OMO) nhằm đáp ứng khả năng thanh khoản của các ngân hàng

A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, February 01, 2010

thương mại. Điều này đã giúp đưa lãi suất qua đêm trở về mức thông thường 8%/năm trong tháng 1.

Lạm phát khá cao trong hai tháng vừa qua đã khiến cho NHNN cân trọng hơn với hoạt động bơm tiền qua OMO. Chỉ khoảng hơn 1.500 tỉ đồng được bơm ra trong tháng 1. Tuy nhiên, lượng tiền bơm ra có khả năng sẽ cao trong hai tuần đầu năm của tháng 2 khi mà nhu cầu sử dụng tiền mặt tăng cao trong dịp nghỉ Tết. Nhiều cá nhân và tổ chức gần đây tin rằng không sớm thì muộn lãi suất cơ bản sẽ tăng lên 9%. Chúng tôi cho rằng sự gia tăng giá cả lương thực & thực phẩm hiện nay chỉ mang tính chất mùa vụ tạm thời khi Tết đang đến gần. Do vậy, thông tin về lạm phát giá hàng phi lương thực & thực phẩm sẽ là nhân tố quyết định chính đối với việc liệu NHNN có thay đổi lãi suất cơ bản hay không. Những số liệu từ TCTK cho thấy chỉ số giá hàng phi lương thực & thực phẩm chỉ tăng ở mức xấp xỉ 0,9% mỗi tháng trong hai tháng qua. Hơn nữa, chúng tôi kì vọng rằng sự giảm sút của giá dầu thế giới hiện nay sẽ làm cho giá dầu trong nước sớm được điều chỉnh, và khiến cho NHNN tiếp tục giữ nguyên lãi suất cơ bản.

Dự báo lạm phát trong tháng 2, chủ yếu do sự gia tăng của giá lương thực & thực phẩm, sẽ tiếp tục ở mức cao. Chúng tôi cho rằng giữ nguyên lãi suất cơ bản và thận trọng với việc kiểm soát cung tiền sẽ là chính sách hợp lý lúc này của NHNN. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến các nhà đầu tư tài chính không nên quá hoảng loạn và bi quan nếu có sự điều chỉnh lãi suất bởi NHNN. Sự điều chỉnh, nếu xảy ra, cũng là cần thiết và thực chất chỉ phản ánh đúng hơn hiện trạng của thị trường tài chính, đồng thời nó sẽ là tốt hơn cho sự ổn định của toàn nền kinh tế.

**Dự báo**

Trong phần này chúng tôi xây dựng một số mô hình kinh tế lượng để thực hiện dự báo lạm phát cho tháng tới. Chúng tôi hiểu rằng mỗi mô hình có những nhược điểm riêng biệt và khó phản ánh chính xác thực tế. Do vậy chúng tôi cố gắng sử dụng các mô hình chuỗi thời gian khác nhau khi tiến hành dự báo. Việc dự báo lạm phát tháng sau sẽ được thực hiện dựa trên những thông tin cập nhật mà chúng tôi có được trong tháng này.

Cụ thể, chúng tôi sử dụng hai mô hình. Mô hình thứ nhất có tên là ARIMA. Mô hình này dựa vào sự biến động trong quá khứ của lạm phát để đưa ra dự báo trong tương lai. Mô hình thứ hai được dựa trên mối quan hệ thống kê giữa lạm phát và các nhân tố có khả năng ảnh hưởng đến nó như lạm phát trong quá khứ, lãi suất, giá dầu, doanh số bán lẻ, xuất khẩu và các biến khác. Hai mô hình của chúng tôi dự báo tỉ lệ lạm phát trong tháng tới sẽ vào khoảng 1,85-2,33%.

**Bảng 1: Dự báo lạm phát (% , thay đổi so với tháng trước)**

Mô hình 1	T9-09	T10-09	T11-09	T12-09	T1-10	
Dự báo	0,56	0,60	0,74	1,30	1,42	<b>2,33</b>
Thực tế	0,62	0,37	0,55	1,38	1,36	--
<b>Mô hình 2</b>						
Dự báo	0,40	0,49	0,59	0,79	1,34	<b>1,85</b>
Thực tế	0,62	0,37	0,55	1,38	1,36	--

**Sản phẩm**

Báo cáo này được thực hiện nhằm phục vụ khách hàng tổ chức tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo được xây dựng bởi TS. Phạm Thế Anh với sự trợ giúp số liệu của Phòng Nghiên cứu. Thăng Long xuất bản báo cáo này tuy nhiên mọi quan điểm và sai sót đều được chịu trách nhiệm bởi tác giả.

**Quyền từ chối**

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn

---

A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, February 01, 2010  
bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009. TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.