

**Phạm Thế Anh**  
**Kinh tế trưởng**

T: + 84 (4) 3726 2600  
E: Anh.PhamThe@mbs.com.vn

**Trần Thị Thanh Thảo**  
**Chuyên viên phân tích**

T: +84 (4) 3726 2600  
E: Thao.TranThiThanh@mbs.com.vn

**MBS Vietnam Research**

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

Bloomberg: MBSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

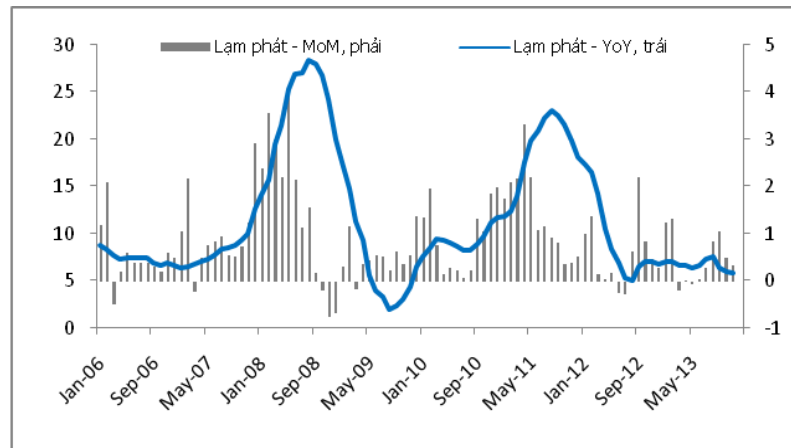
### TÓM TẮT

- CPI Tháng 11 chỉ tăng khoảng 0,34% so với tháng trước và tăng 5,78% so với cùng kỳ năm trước, là mức tăng CPI (yoy) thấp nhất kể từ đầu năm đến nay;
- Sản lượng công nghiệp tháng 11 tăng 2,6% so với tháng trước và tăng 5,7% so với cùng kỳ;
- Xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt ước đạt 12,3 và 12,25 tỉ USD trong tháng 11. Thâm hụt thương mại từ đầu năm đến nay xấp xỉ 96 triệu USD;
- FDI đăng ký trong tháng 11 ở mức khá, đạt 1,6 tỷ USD, FDI giải ngân đạt mức 1 tỷ USD;
- Tỷ giá VND/USD ổn định trong Tháng 11, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) công bố sẽ không tăng tỷ giá từ nay đến cuối năm;
- Từ đầu năm tới nay, khoảng 131,4 nghìn tỷ đồng TPCP và 41,9 nghìn tỷ TPCPBL đã được phát hành;
- NHNN đã bơm ròng khoảng 7,9 nghìn tỷ đồng qua thị trường mở và tín phiếu trong Tháng 11;
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát Tháng 12 so với cùng kỳ năm trước sẽ vào khoảng 6,3%-6,5%;

**LẠM PHÁT**

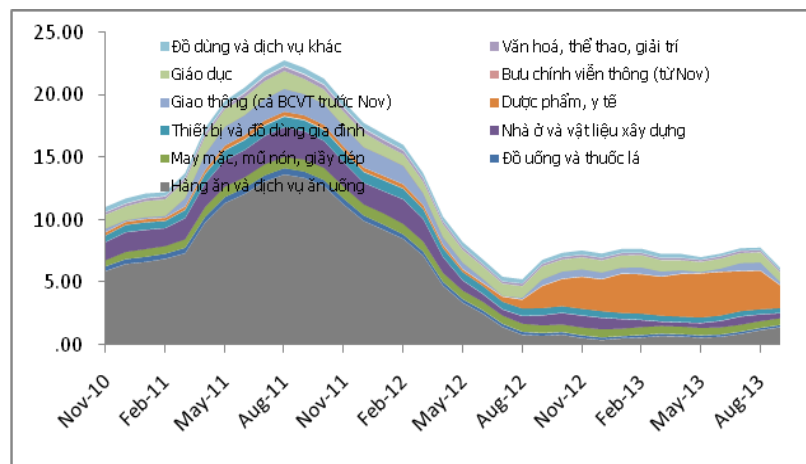
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) Tháng 11 chỉ tăng 0,34% so với tháng trước, là mức thấp nhất của tháng 11 trong vòng 5 năm trở lại đây. Mặc dù mưa bão ở nhiều địa phương khiến cho giá hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng lên, tốc độ tăng CPI tháng 11 được kiềm chế nhờ hai lần giảm giá xăng trong nước vào tháng 10 và 11. Trong tháng 11, lạm phát so với cùng kỳ năm trước đạt xấp xỉ 5,78%, là mức thấp nhất kể từ đầu năm đến nay. Theo đó, chỉ số CPI tháng 12 được dự báo sẽ tăng khoảng 6,4% so với cùng kỳ.

**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

**Hình 2: Đóng góp của các nhóm hàng vào lạm phát (% , so với cùng kì)**

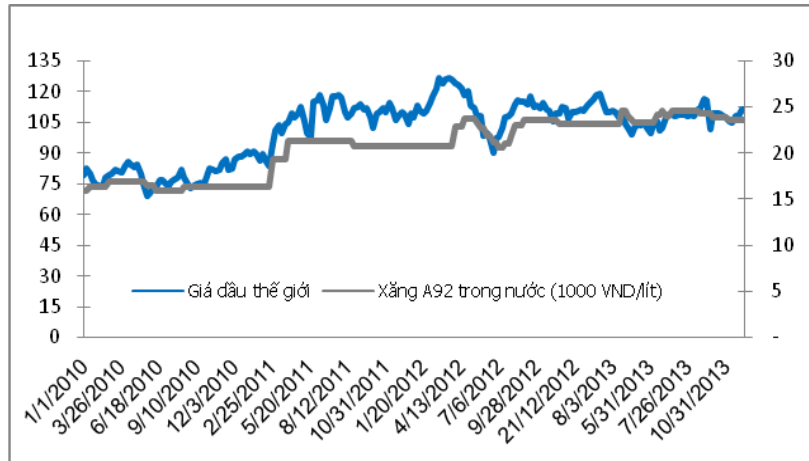


Nguồn: GSO

Đóng góp nhiều nhất vào lạm phát tháng 11 (YoY) là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm 34% trong tổng mức tăng 5,78% của CPI. Giá cả nhóm hàng này tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước do thời tiết xấu ảnh hưởng đến nguồn cung lương thực thực phẩm tại nhiều địa phương. Giá cả nhóm hàng y tế đóng góp khoảng 9% trong tổng mức tăng CPI. Nhóm nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm giao thông đóng góp khoảng 6% và 4% trong tổng mức tăng giá chung. Giá nhóm hàng giáo dục đóng góp tới 12% trong tổng mức tăng CPI.

Giá dầu thô thế giới tăng khá nhanh trong tháng 11 khoảng 3% từ mức 107 USD/thùng hồi đầu tháng 11 lên 111 USD/ thùng vào cuối tháng. Giá dầu thô tăng mạnh do hoạt động sản xuất tại một số nước tiêu thụ dầu lớn nhất thế giới như Mỹ, Trung Quốc và khu vực EU được cải thiện khiến nhu cầu dầu thô tăng lên. Mặc dù giá dầu thế giới tăng mạnh, Bộ Tài chính đã chỉ đạo các doanh nghiệp không tăng giá xăng dầu nội địa nhưng cho phép tăng mức sử dụng Quỹ bình ổn xăng dầu. Hiện tại, giá xăng A92 đang ở mức 23.630 VND/lít.

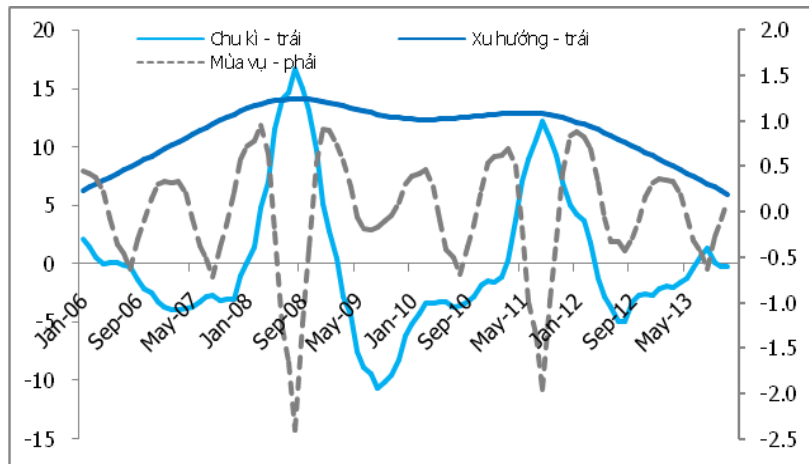
**Hình 3: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)**



Nguồn: EIA và MoF

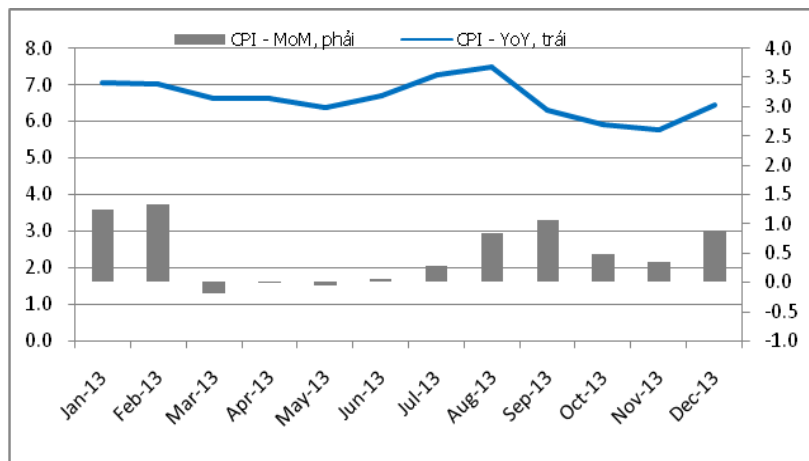
Thành phần dài hạn của lạm phát tiếp tục xu hướng giảm nhẹ xuống còn xấp xỉ 6,0%/năm. Như dự kiến, thành phần chu kỳ đã ổn định trở lại sau những tháng tăng liên tiếp. Trong khi đó, thành phần mùa vụ đã bắt đầu xu hướng tăng dần vào các tháng cuối năm. Các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy nhiều khả năng CPI của tháng 12 sẽ chỉ tăng khoảng 6,3-6,5% so với cùng kỳ năm trước. So với tháng 11, CPI của tháng 12 có thể tăng khoảng 0,80-0,95%.

**Hình 4: Phân rã lạm phát (% , so với cùng kì)**



Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

**Hình 5: Dự báo lạm phát năm 2013 (% , so với cùng kì)**

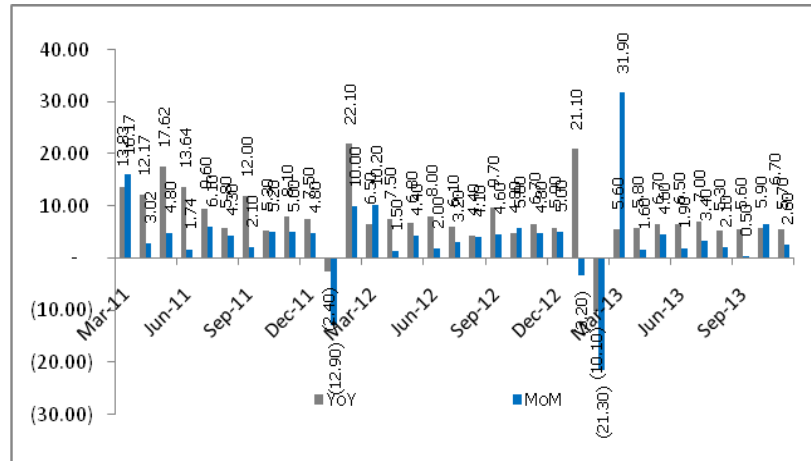


Nguồn: Tính toán của tác giả

**CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC**

Chỉ số sản xuất công nghiệp Tháng 11 tăng nhẹ xấp xỉ 2,6% so với tháng trước và 5,7% so với cùng kỳ năm 2012. Sản xuất được cải thiện nhưng với tốc độ khá chậm. Chỉ số tồn kho tại thời điểm đầu Tháng 11 tăng gần 9,4% so với cùng kỳ, thấp hơn so với mức 9,7% của tháng trước đó cho thấy hàng hóa được tiêu thụ nhiều hơn vào thời điểm cuối năm và trước Tết. Lãi suất cho vay hiện nay đã giảm khá nhiều so với thời điểm đầu năm và các ngân hàng cũng đang nỗ lực đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng nên các doanh nghiệp có cơ hội để tiếp cận với vốn vay nhiều hơn. Tuy nhiên, hoạt động sản xuất chưa thể tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.

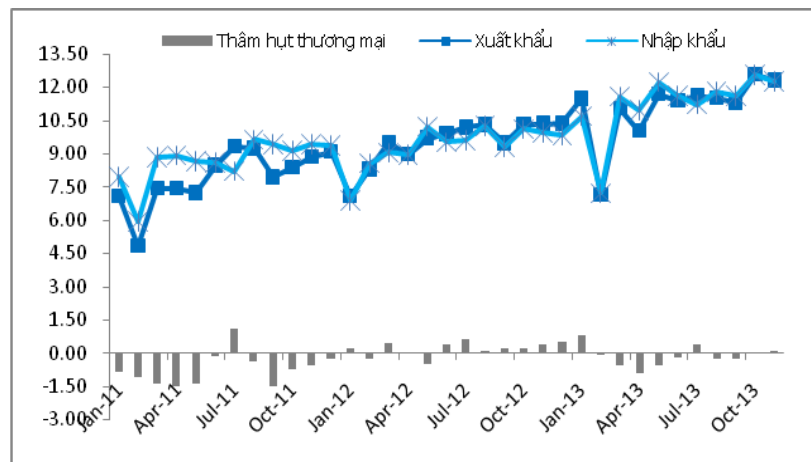
**Hình 6: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp 2011-2013 (%)**



Nguồn: GSO

Xuất khẩu và nhập khẩu trong tháng 11 giảm nhẹ so với tháng trước. Kim ngạch xuất khẩu tháng 11 ước đạt 12,3 tỷ USD, giảm 2,5% so với tháng 10. Trong khi đó, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu đạt 12,25 tỷ USD, giảm 2,1% so với tháng trước. Theo đó, tháng 11 đã ghi nhận xuất siêu 50 triệu USD. Nhập khẩu và xuất khẩu tăng trưởng đều từ đầu năm đến nay khiến cho cán cân thương mại khá cân bằng, góp phần ổn định tỷ giá trong suốt năm 2013. Tuy nhiên, nhập khẩu cuối năm giảm là khác với thông lệ những năm trước, phản ánh cầu hàng hóa tiêu dùng và nguyên vật liệu phục vụ sản xuất trong nước không nhiều. Tính chung 11 tháng đầu năm, nhập siêu đã giảm xuống chỉ còn 96 triệu USD, bằng 0,1% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu.

**Hình 7: Thương mại quốc tế (tỉ \$)**

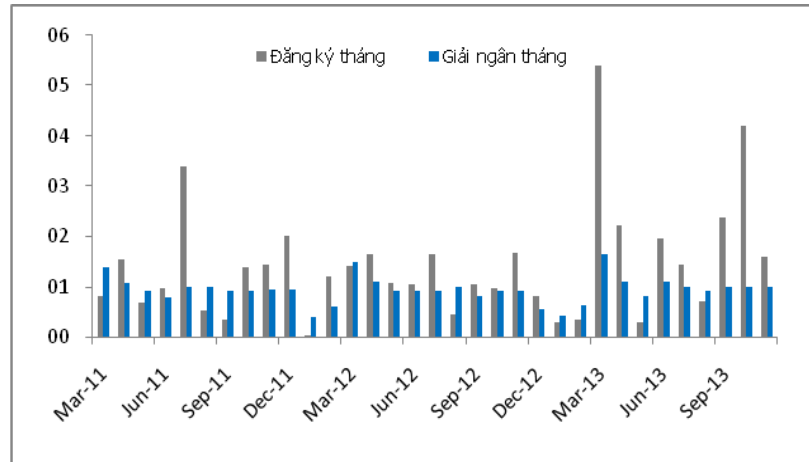


Nguồn: GSO

Vốn FDI vào Việt Nam trong tháng 11 giảm nhẹ so với tháng trước. Tổng vốn FDI thu hút trong tháng 11 đạt xấp xỉ 1,6 tỷ USD vốn FDI đăng ký và khoảng 1 tỷ USD vốn FDI giải ngân. Tuy nhiên, lượng vốn FDI từ đầu năm đến nay tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2012 nhờ môi trường vĩ mô ổn định. Trong 11 tháng đầu năm, thu hút FDI đạt xấp xỉ 20,8 tỷ USD vốn đăng ký và 10,6 tỷ USD giải ngân, lần lượt tăng 54,2% và 5,5% so với cùng kỳ. Cơ cấu đầu tư FDI tích cực, tập trung chủ yếu vào ngành công nghiệp chế biến chế tạo với 77,2% tổng số vốn đăng ký. Hàn

Quốc, Singapore và Trung Quốc là những nước có vốn đầu tư FDI lớn nhất vào Việt Nam từ đầu năm tới nay.

**Hình 8: Đầu tư trực tiếp nước ngoài hàng tháng (tỉ \$)**

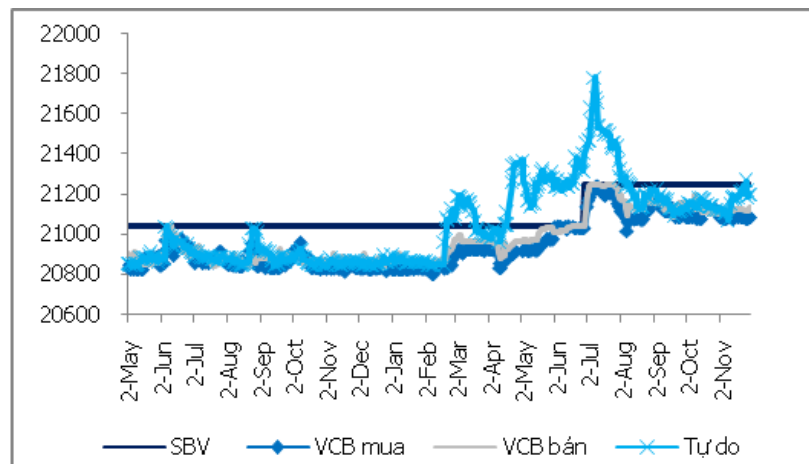


Nguồn: GSO

### CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Thị trường ngoại hối diễn biến ổn định trong tháng 11. Tỷ giá VND/USD liên ngân hàng không đổi trong khi tỷ giá tự do tăng nhẹ do nhu cầu USD phục vụ nhập khẩu cuối năm thường tăng lên. Khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới hiện xấp xỉ 3,9 triệu đồng/lượng và có khả năng sẽ tiếp tục nới rộng. Tỷ giá VND/USD được dự báo sẽ ổn định hoặc tăng nhẹ thời gian tới do nhập siêu cả năm ở mức thấp trong khi nguồn cung ngoại tệ ở các ngân hàng vẫn dồi dào. NHNN cũng tuyên bố sẽ không điều chỉnh tăng tỷ giá từ nay đến cuối năm 2013. Tuy nhiên, tỷ giá sẽ được điều chỉnh tăng trong năm 2014 để thúc đẩy xuất khẩu. Hiện tại, tỷ giá VND/USD tự do và chính thức trung bình lần lượt vào khoảng 21.195 và 21.100.

**Hình 9: Tỷ giá bán VND/USD**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Thanh khoản hệ thống liên ngân hàng dồi dào trong tháng 11. Lãi suất liên ngân hàng tăng nhẹ khoảng 1 điểm phần trăm trong nửa đầu tháng và giảm dần vào cuối tháng 11 ở hầu hết các kỳ hạn. Các giao dịch chủ yếu tập trung ở kỳ hạn qua đêm và 1 tuần. Hiện tại, lãi suất xấp xỉ 2,5% đối với kỳ hạn qua đêm, 3,2% đối với kỳ hạn một tuần và 4,9% đối với kỳ hạn một tháng. Lãi suất liên ngân hàng có thể sẽ tăng nhẹ vào cuối năm do các ngân hàng đẩy nhanh tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, lãi suất được dự báo không tăng đột biến do NHNN thực hiện bơm hút linh hoạt qua OMO và tín phiếu để đảm bảo thanh khoản cho hệ thống ngân hàng.

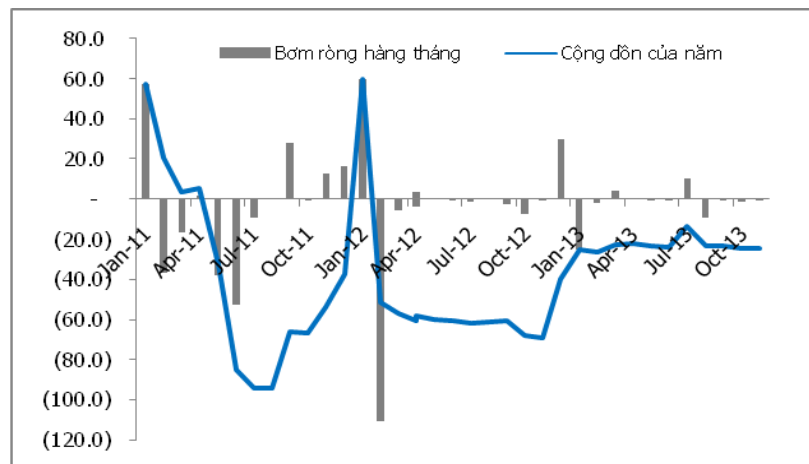
Lãi suất huy động và cho vay trên thị trường 1 khá ổn định trong tháng 11. Lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng đến dưới 12 tháng vào khoảng 6,5-7,5%/năm, kỳ hạn trên 12 tháng vào khoảng 7,5-8,5%/năm. Lãi suất cho vay lĩnh vực sản xuất ở mức 9,5-11,5%/năm ở khối NHTM. Tuy

nhien, do thanh khoản hệ thống không đồng đều, lãi suất huy động ở một số ngân hàng nhỏ thường cao hơn các ngân hàng lớn khoảng 0,5-1 điểm phần trăm ở các kỳ hạn. Với lạm phát cả năm vào khoảng 7% thì các mức lãi suất hiện nay là phù hợp và nhiều khả năng sẽ khó giảm nhiều trong năm tới.

Đối với hoạt động xử lý nợ xấu, đến cuối tháng 11, VAMC đã mua lại khoảng 18 nghìn tỷ đồng nợ xấu từ 21 ngân hàng. VAMC đang phân loại các khoản nợ và dự kiến sẽ bắt đầu bán nợ xấu trong năm 2014. Ngoài ra, quyết định 2358/QĐ-TTg đã được ban hành và có hiệu lực từ ngày 4/12/2013 quy định lãi suất tái cấp vốn đối với trái phiếu đặc biệt của VAMC sẽ thấp hơn 2 điểm phần trăm so với lãi suất tái cấp vốn của NHNN quy định trong từng thời kỳ. Như vậy, hiện tại các ngân hàng có thể sử dụng trái phiếu đặc biệt để được tái cấp vốn với lãi suất 5%.

Thanh khoản dồi dào khiến cho hoạt động trên thị trường mở diễn ra trầm lắng trong suốt tháng 11. NHNN đã hút ròng nhẹ khoảng 102 tỷ đồng qua nghiệp vụ repos trên OMO trong tháng 11. Lượng tín phiếu NHNN phát hành trong tháng qua xấp xỉ 9,3 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, có tới 17,3 nghìn tỷ đồng tín phiếu đến kỳ đáo hạn. Như vậy, NHNN đã bơm ròng khoảng 7,9 nghìn tỷ đồng qua tín phiếu và OMO trong tháng 11. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục bơm ròng qua OMO và tín phiếu vào cuối năm và đầu năm 2014 để đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng.

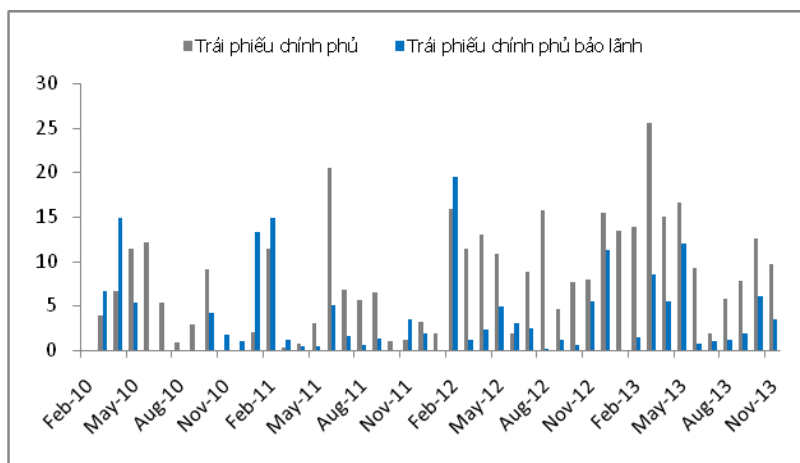
**Hình 10: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Thị trường trái phiếu sơ cấp trầm lắng hơn trong tháng 11 do các ngân hàng tập trung cho tăng trưởng tín dụng trong những tháng cuối năm. Lượng trái phiếu đáo hạn trong 2 tháng cuối năm cũng ở mức thấp nhất trong năm nên các ngân hàng hạn chế mua vào TPCP. Tỷ lệ trúng thầu của trái phiếu KBNN và TPCPBL đạt mức thấp, lần lượt vào khoảng 70% và 15%. Theo đó, có khoảng 9,7 nghìn tỷ đồng TPCP và 3,4 nghìn tỷ đồng TPCPBL được phát hành thành công trong Tháng 11. Như vậy, từ đầu năm tới nay khoảng 131,4 nghìn tỷ đồng TPCP và 41,9 nghìn tỷ TPCPBL đã được phát hành. Lãi suất trái phiếu KBNN ổn định trong suốt tháng 11. Lợi suất dao động quanh mức 7,3-7,6% đối với kỳ hạn 2-3 năm và khoảng 8,5-9% cho các kỳ hạn 5-10 năm. Chúng tôi cho rằng lãi suất trái phiếu sẽ tiếp tục đi ngang hoặc tăng nhẹ trong thời gian tới và cầu TPCP ổn định do các ngân hàng có xu hướng đầu tư nhiều hơn vào tài sản có tính an toàn cao như TPCP.

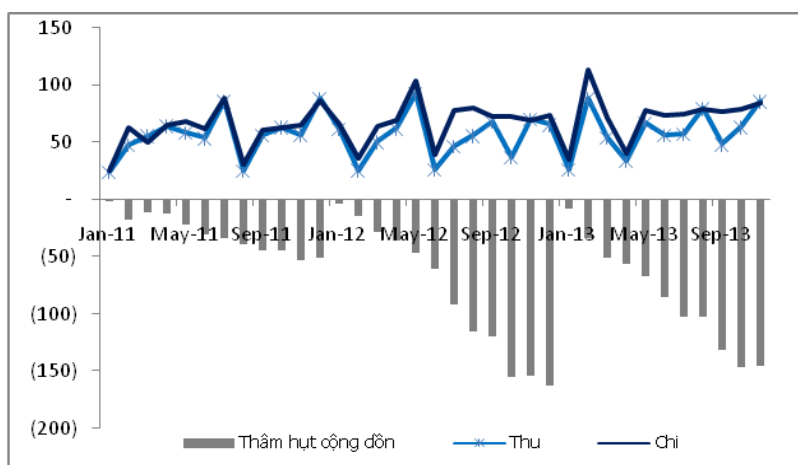
**Hình 11: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: HNX và khác

Tổng thu ngân sách nhà nước từ đầu năm đến giữa Tháng 11 ước đạt 657 nghìn tỷ đồng, bằng 80,6% dự toán năm. Trong khi đó, tổng chi ngân sách vào khoảng 803 nghìn tỷ đồng, bằng 82% dự toán năm. Như vậy, từ đầu năm đến giữa tháng 11, thâm hụt ngân sách nhà nước xấp xỉ 145 nghìn tỷ đồng, tương đương với 90% dự toán cả năm 2013. Trong năm 2014, việc nâng trần bội chi NSNN lên 5,3% GDP sẽ làm tăng áp lực trả nợ công thời gian tới.

**Hình 12: Thu, chi NSNN (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: GSO

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12_F
GDP (% , YoY, cộng dồn)			4,89			4,90			5,14			
Sản lượng CN (% , yoy)	(3,2)	(10,1)	31,9	5,8	6,7	6,5	7	4,4	5,6	5,9	5,7	
Xuất khẩu (triệu \$)	11472	7146	11029	9700	10800	11400	11200	11500	11300	11700	12300	
Nhập khẩu (triệu \$)	10696	7240	11575	10700	12000	11600	11000	11800	11600	11900	12250	
Thâm hụt TM (triệu \$)	(780)	90	550	1000	1200	200	(200)	300	300	200	(50)	
FDI cam kết (triệu \$)	295	350	5400	2210	280	1960	1440	720	2380	4190	1600	
FDI giải ngân (triệu \$)	420	630	1650	1100	800	1100	1000	900	1000	1000	1000	
Lạm phát (% , mom)	1,25	1,32	(0,19)	0,02	(0,06)	0,05	0,27	0,83	1,06	0,49	0,34	0,8-0,95
Lãi suất OMO (%)	7	7	6,5	6,5	6,5	6,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
VND/USD (VCB, cuối kì)	20.900	20.930	20.930	20.930	21.008	21.036	21.175	21.195	21.120	21.120	21.100	21.120

## SẢN PHẨM

Sản phẩm này cập nhật những diễn biến mới nhất của nền kinh tế Việt Nam. Báo cáo tập trung vào các vấn đề kinh tế vĩ mô quan trọng như lạm phát, tăng trưởng kinh tế, cán cân thương mại, tỷ giá và các chính sách vĩ mô. Báo cáo này cũng dự báo những biến số ảnh hưởng lớn đến thị trường chứng khoán.

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Bộ phận nghiên cứu kinh tế đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Bộ phận nghiên cứu cổ phiếu chịu trách nhiệm các báo cáo về công ty niêm yết, báo cáo công ty tiềm năng và báo cáo ngành. TT Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

## MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2012 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. 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 MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.