

**Số tháng 7 năm 2012****Phạm Thế Anh,  
Kinh tế trưởng**T: + 84 (4) 3726 2600  
E: Anh.PhamThe@tls.vn**Trần Thị Thanh Thảo,  
Chuyên viên phân tích**+ 84 (4) 3726 2600  
E: Thao.TranThiThanh@tls.vn**MBS Vietnam Research**Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)  
Bloomberg: MBSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

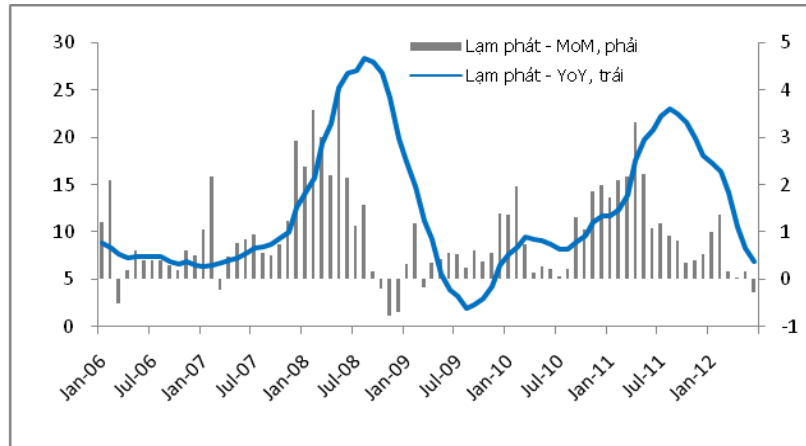
**TÓM TẮT**

- CPI tháng 6 giảm 0,26% so với tháng 5. Lạm phát so với cùng kỳ năm trước giảm mạnh xuống chỉ còn 6,9%;
- So với cùng kỳ năm trước, tăng trưởng kinh tế quý 2 đạt 4,66%, tăng nhẹ so với mức 4% của quý 1;
- Xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt ước đạt 9,75 và 9,9 tỉ \$ trong tháng 6. Thâm hụt thương mại 6 tháng đầu năm xấp xỉ 685 triệu \$, thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước.
- FDI đăng ký và giải ngân trong nửa đầu năm lần lượt vào khoảng 6,3 tỷ \$ và 5,4 tỷ \$. FDI giảm so với cùng kỳ năm trước;
- Tỷ giá VND/USD ổn định trong nửa đầu năm 2012;
- Khoảng 54,8 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và 30,9 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ bảo lãnh (TPCPBL) được phát hành thành công từ đầu năm đến nay;
- Ngân hàng Nhà Nước (NHNN) bơm ròng khoảng 10,7 ngàn tỷ đồng qua thị trường mở và tín phiếu trong tháng 6;
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát tháng 7 so với cùng kỳ năm trước sẽ giảm mạnh xuống còn khoảng 5,82%;

**LẠM PHÁT**

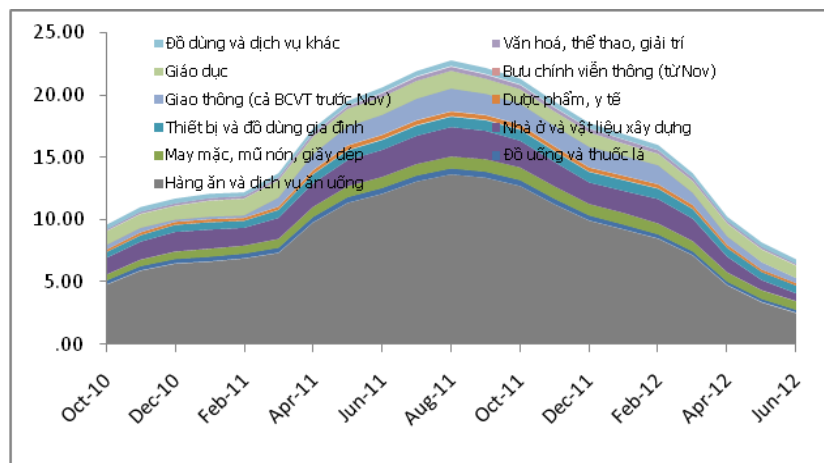
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của tháng 6 được chính thức công bố giảm 0,26% so với tháng trước đó. Đây là lần giảm đầu tiên của CPI theo tháng kể từ tháng 3 năm 2009. Lạm phát tháng này giảm mạnh nhờ vào sự giảm giá đáng kể của nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống, nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm hàng giao thông. Lạm phát tháng 6 so với cùng kỳ năm ngoái tiếp tục giảm mạnh xuống còn xấp xỉ 6,9%, là mức thấp nhất trong vòng 3 năm trở lại đây.

**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

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

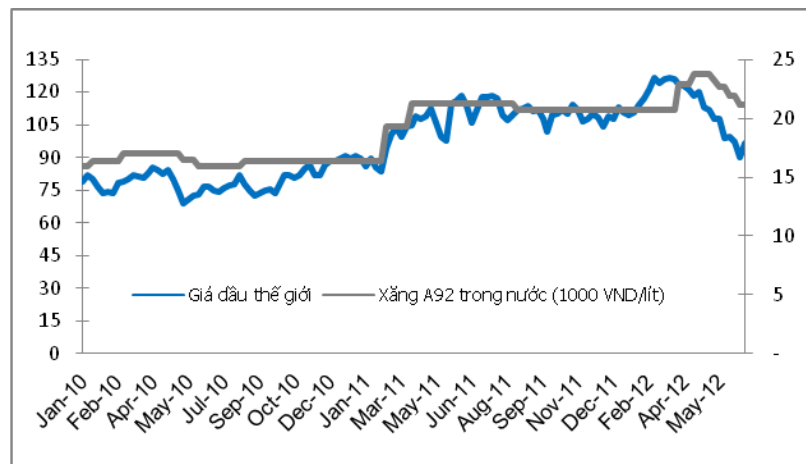


Nguồn: GSO

Đóng góp nhiều nhất vào lạm phát tháng 6 là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm khoảng 36% trong mức tăng 6,9% của CPI. Nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm dịch vụ giao thông đóng góp lần lượt 9% và 6% trong tổng mức tăng giá chung. Giá nhóm dịch vụ giao thông giảm đáng kể nhờ giá xăng giảm trong tháng 5 và 6. Giá nhóm hàng giáo dục đóng góp khoảng 14% trong tổng mức tăng CPI.

Giá dầu thô thế giới giảm mạnh từ mức 110 \$/thùng trong tháng 5 xuống chỉ còn 96 \$/thùng trong tháng 6. Giá dầu giảm chủ yếu do lo ngại về sự suy giảm tăng trưởng kinh tế Mỹ và khủng hoảng nợ công tại châu Âu ngày càng lan rộng. Theo đó, giá xăng trong nước đã được điều chỉnh giảm hai lần trong tháng 6 và một lần trong tháng 7 từ mức 22.700 đồng/lít xuống chỉ còn 20.600 đồng/lít. Giá xăng trong nước đã giảm 3200 đồng/lít sau 2 tháng nhưng mức giảm này vẫn khá nhỏ so với sự sụt giảm của giá dầu thế giới. Hiện tại, các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu trong nước vẫn có lãi, là cơ hội cho giá xăng nội địa tiếp tục giảm trong thời gian tới.

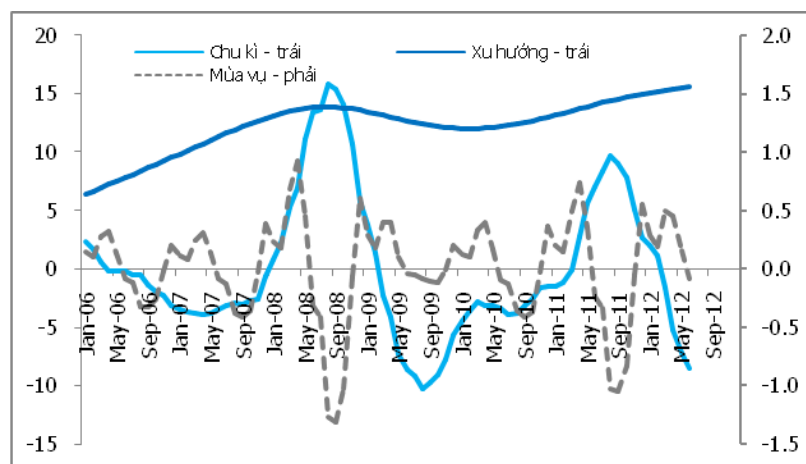
**Hình 3: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)**



Nguồn: EIA và MoF

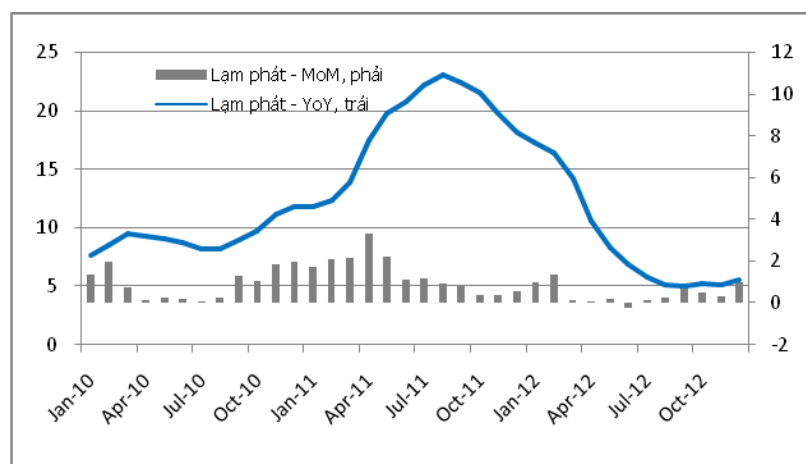
Phân rã lạm phát theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ và thành phần chu kỳ tiếp tục xu hướng giảm. Dự kiến, sự điều chỉnh giảm giá xăng dầu trong nước vừa qua cộng với mức cầu tiêu thụ thấp sẽ tiếp tục giữ thành phần này ở mức thấp. Các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy nhiều khả năng CPI của tháng 7/2012 sẽ tăng khoảng 0,15% so với tháng 6 và tăng 5,82% so với cùng kỳ năm trước. Dự kiến lạm phát (yoy) sẽ chạm đáy trong tháng 9 trước khi tăng nhẹ trở lại và kết thúc năm ở mức xấp xỉ 5,6-6,0% vào thời điểm cuối năm

**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 2012 (% , so với cùng kì)**



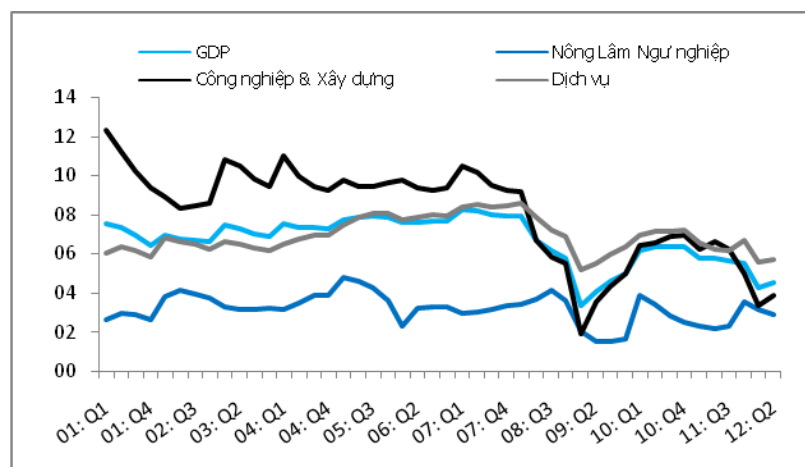
Nguồn: Tính toán của tác giả

**CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC**

GDP trong quý 2 chỉ tăng khoảng 4,66% so với cùng kỳ năm trước, tăng nhẹ so với mức 4% trong quý 1. Như vậy, GDP 6 tháng đầu năm tăng xấp xỉ 4,38%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 6-6,5% cho cả năm 2012. Sự sụt giảm của tăng trưởng kinh tế là hệ quả của chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa khiến cho sản xuất và tiêu thụ đều gặp khó khăn. Khu vực công nghiệp & xây dựng trong nửa đầu năm tăng xấp xỉ 3,81%, khu vực dịch vụ tăng 5,57% và khu vực nông lâm ngư nghiệp chỉ tăng 2,81% so với cùng kỳ. Mức tăng trưởng của các khu vực này thấp hơn nhiều so với các con số của cùng kỳ năm 2011 lần lượt là 3,89%, 5,78% và 6,21%.

Tăng trưởng kinh tế có xu hướng tăng dần trở lại qua các quý nhờ mặt bằng lãi suất hạ và sự gia tăng chi tiêu công của chính phủ (dự kiến 21 ngàn tỉ/tháng). Tuy nhiên mức tăng trưởng cả năm nay dự báo chỉ ở quanh mức 5-5,5% do nền kinh tế chưa thoát khỏi nút tắc nghẽn ở thị trường bất động sản, do vậy kéo theo sự sụt giảm ở các ngành sản xuất liên quan khác, và nợ xấu.

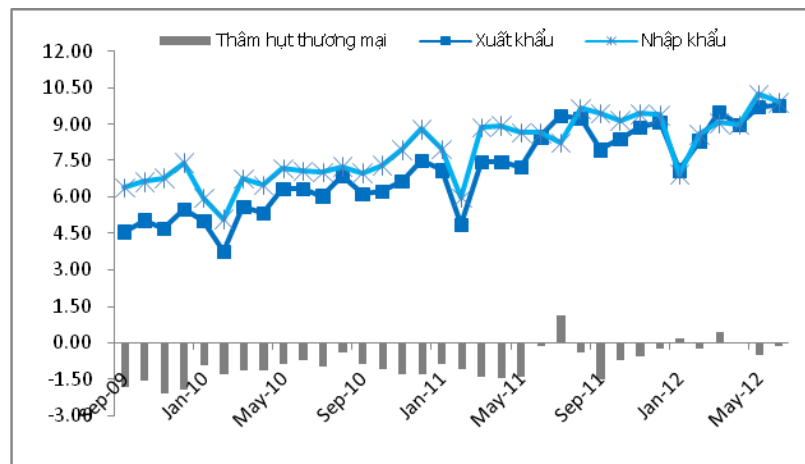
**Hình 6: Tăng trưởng GDP theo quý 2001-2012 (% , so với cùng kì, cộng dồn)**



Nguồn: GSO

Kim ngạch xuất 6 tháng đầu năm đạt xấp xỉ 53,1 tỷ USD, tăng 22,2% so với cùng kỳ năm trước. Giá trị nhập khẩu 6 tháng ước đạt 53,8 tỷ USD, tăng 6,9% so với cùng kỳ năm 2011. Như vậy, cán cân thương mại 6 tháng chỉ thâm hụt 0,68 tỷ \$, là mức nhập siêu thấp nhất trong nhiều năm qua. Nhập siêu thấp chủ yếu do tăng trưởng kinh tế chậm lại khiến cho nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất giảm mạnh. Tuy nhiên, với chính sách nới lỏng tiền tệ và các biện pháp đẩy nhanh việc hạ lãi suất trong những tháng gần đây của NHNN, nhu cầu nhập khẩu sẽ tăng lên trong thời gian tới nhằm phục vụ cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước và xuất khẩu.

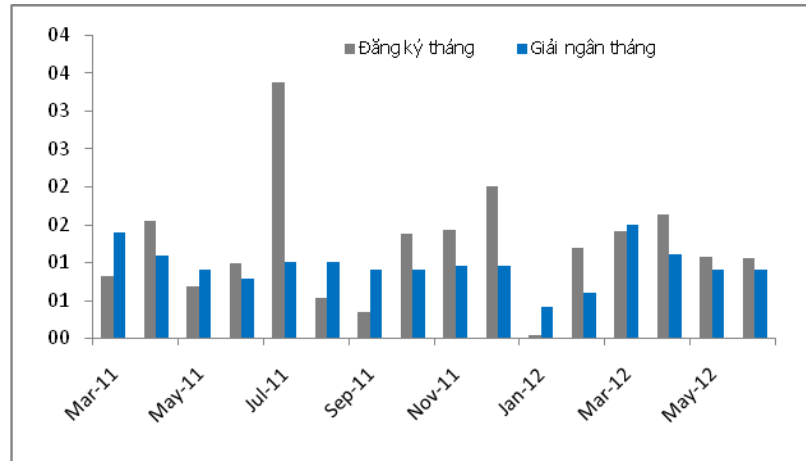
**Hình 11: Thương mại quốc tế (tỉ \$)**



Nguồn: GSO

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI trong tháng 6 tương đương với lượng vốn thu hút trong tháng 5, đạt xấp xỉ 1,06 tỷ \$ vốn đăng ký và 0,9 tỷ \$ giải ngân. Từ đầu năm đến nay, FDI thu hút được ở mức xấp xỉ 6,3 tỷ \$ vốn đăng ký, chỉ bằng 72,3% cùng kỳ năm trước. FDI giải ngân 6 tháng đạt 5,4 tỷ \$, tăng 1,9% so với cùng kỳ năm 2011. Lượng vốn FDI thu hút đã giảm đáng kể so với năm trước và chủ yếu đến từ khu vực châu Á do bất ổn kinh tế ở khu vực châu Âu. Mặc dù vậy, lĩnh vực sản xuất chế biến vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong số vốn FDI đăng ký, xấp xỉ 63% tổng vốn FDI nửa đầu năm 2012.

**Hình 12: Đầu tư trực tiếp nước ngoài hàng tháng (tỉ \$)**

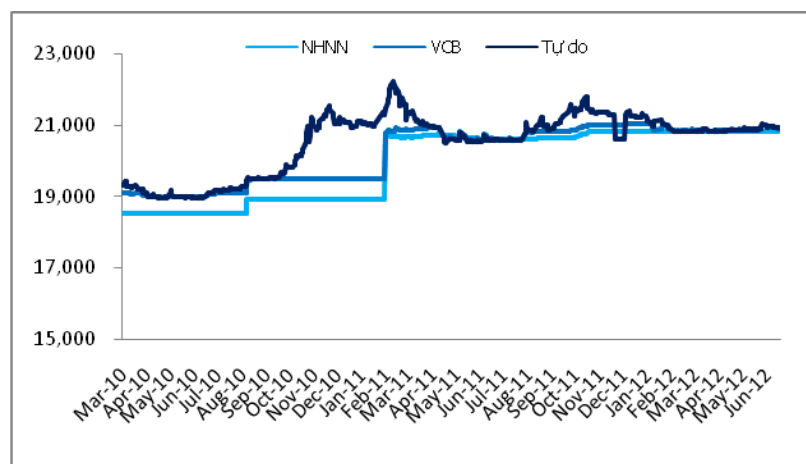


Nguồn: GSO

**CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH**

Tỷ giá VND/USD biến động nhẹ trong tháng 6. Tỷ giá tăng trong hai tuần đầu tháng do một số doanh nghiệp đến hạn trả nợ bằng USD và nhu cầu nhập khẩu xăng dầu tăng trong thời gian nhà máy lọc dầu Dung Quất nghỉ bảo dưỡng. Tuy nhiên, do lãi suất liên ngân hàng VND bất ngờ tăng mạnh, các ngân hàng bán USD để mua vào VND cho vay hưởng lãi suất khiến USD mất giá so với VND và tỷ giá giảm trở lại. Tại thời điểm cuối tháng 6, tỷ giá VND/USD chính thức xoay quanh mức 20.888 và tỷ giá tự do vào khoảng 20.900. Từ đầu năm đến nay, NHNN đã mua thêm vào khoảng 9-10 tỷ USD dự trữ ngoại hối, nâng tổng dự trữ ngoại tệ lên khoảng 20 tỷ USD. Theo đó, NHNN có cơ sở để thực hiện cam kết giữ tỷ giá biến động không quá 3% trong năm nay.

**Hình 13: Tỷ giá bán VND/USD**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

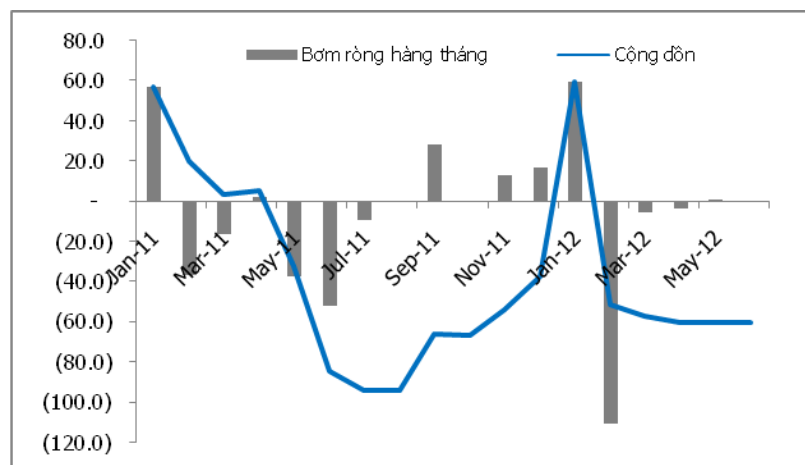
Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh ở hầu hết các kỳ hạn, dao động quanh mức 5%-6% đối với kỳ hạn qua đêm, 5,5%-6,5% đối với kỳ hạn một tuần và 8,5%-9,5% đối với kỳ hạn một tháng. Lãi suất bất ngờ tăng trong tháng 6 do một số ngân hàng lớn có khoản tái cấp vốn đáo hạn khiến lượng cung giảm mạnh trong khi cầu ở mức cao. Để hạn chế những biến động bất thường về lãi suất trên thị trường 2 và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng từ nay đến cuối năm, NHNN đã ban hành thông tư 21 can thiệp sâu hơn vào hoạt động liên ngân hàng.

Cuối tháng 6, NHNN tiếp tục hạ các mức lãi suất điều hành thêm 1 điểm phần trăm đồng thời yêu cầu các NHTM xem xét giảm lãi suất các khoản vay cũ về dưới 15% để hỗ trợ doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc hạ lãi suất các khoản vay cũ không dễ dàng do ngân hàng đã phải huy động vốn với chi phí cao trong thời gian dài. So với cuối năm 2011, tăng trưởng tín dụng 6 tháng đạt mức khá thấp xấp xỉ 0,76% và nợ xấu toàn hệ thống ước lên tới 10%. Để khơi thông dòng vốn nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, NHNN sẽ tiếp tục thực hiện tái cơ cấu các ngân hàng yếu kém có tỷ lệ nợ xấu cao trong thời gian tới.

Với đà tiếp tục giảm của lạm phát về dưới 6% trong những tháng tới cộng với định hướng nới lỏng tiền tệ nhằm hỗ trợ tăng trưởng của NHNN thì nhiều khả năng lãi suất sẽ còn hạ tiếp. Dự kiến, lãi suất cho vay sẽ về khoảng 10-12% trong vòng 3 tháng tới.

NHNN bơm ròng khoảng 10,7 ngàn tỷ đồng qua thị trường mở và tín phiếu trong tháng 6, tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ. Lãi suất OMO đã được điều chỉnh giảm xuống còn 8% và hình thức đấu thầu lãi suất được áp dụng trên thị trường này từ cuối tháng 6. Do thanh khoản hệ thống ngân hàng vẫn đang dồi dào cùng với lãi suất trúng thầu trên thị trường mở khá cao trên 8% nên vốn trên OMO không hấp dẫn đối với các ngân hàng. Tiền được bơm vào hệ thống chủ yếu từ nguồn tín phiếu đáo hạn trong tháng 6.

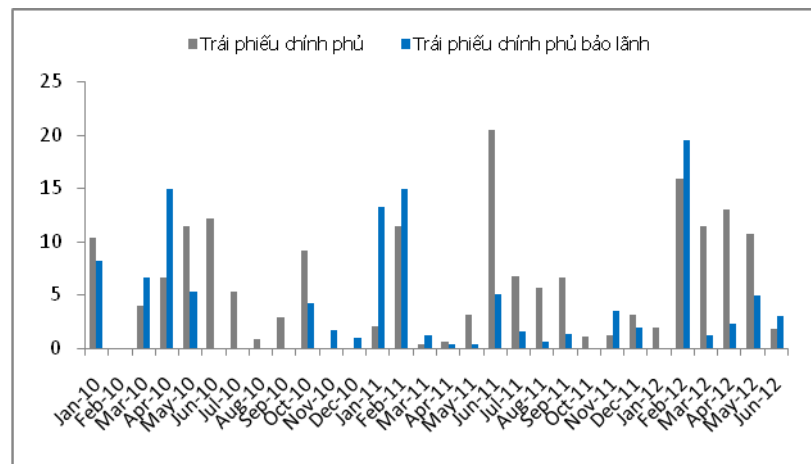
**Hình 14: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Thị trường trái phiếu kém sôi động trong cả tháng 6 mặc dù thanh khoản hệ thống ngân hàng vẫn dư thừa. Một số lý do chính khiến cho tỷ lệ trúng thầu trong các phiên đấu thầu gần đây ở mức rất thấp bao gồm: i) Lượng trái phiếu đáo hạn trong tháng 6 đạt mức thấp nhất kể từ đầu năm đến nay; ii) Lãi suất liên ngân hàng bất ngờ tăng mạnh khiến cho các ngân hàng ít quan tâm đến trái phiếu; iii) lãi suất trúng thầu trái phiếu thấp hơn kỳ vọng của các nhà đầu tư. Theo đó, có khoảng 1,85 ngàn tỷ đồng TPCP và 3,1 ngàn tỷ đồng TPCPBL được phát hành thành công trong tháng 6. Lợi suất trúng thầu trái phiếu KBNN ở các kỳ hạn dao động quanh mức 8,8%-9,5% và có thể sẽ tăng nhẹ trong những tháng tới do áp lực phát hành TPCP còn khá lớn. Thị trường trái phiếu được dự báo sẽ tiếp tục ảm đạm trong tháng tới do khối lượng trái phiếu đáo hạn quý 3 ở mức thấp nhất trong năm.

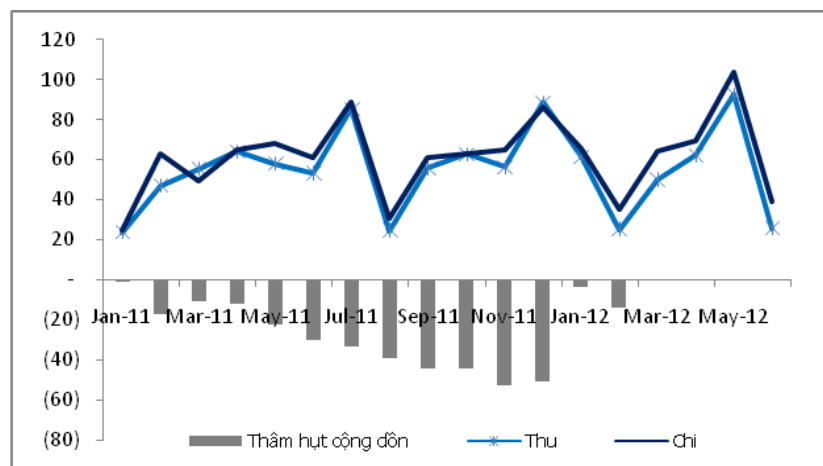
**Hình 15: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: HNX và khác

Tổng thu ngân sách Nhà nước trong tháng 6 đạt xấp xỉ 25,5 ngàn tỷ đồng và tổng chi NSNN vào khoảng 38,8 ngàn tỷ đồng. Theo đó, bội chi ngân sách tháng 6 xấp xỉ 13,3 ngàn tỷ, tăng 16% so với mức bội chi tháng trước. Thâm hụt NSNN từ đầu năm đến nay vào khoảng 60 ngàn tỷ đồng, chiếm gần 43% mức dự toán bội chi năm 2012.

**Hình 16: Thu, chi NSNN (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: GSO

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6_F	T7_F
GDP (% , YoY, cộng dồn)		5,76			5,89			4			4,38	
Sản lượng CN (% , yoy)	5,8	12	5,3	8,1	7,5	(2,4)	22,1	6,5	7,5	6,8	8	
Xuất khẩu (triệu \$)	9.247	7.940	8.390	8.850	9.090	7095	8200	9479	8962	9696	9750	
Nhập khẩu (triệu \$)	9.643	9.450	9.140	9.420	9360	6923	9000	9055	8959	10223	9900	
Thâm hụt TM (triệu \$)	396	1500	750	570	270	(170)	800	420	400	530	150	
FDI cam kết (triệu \$)	520	340	1.370	1.610	2.000	37,3	1190	1400	1630	1060	1060	
FDI giải ngân (triệu \$)	1000	900	900	950	950	400	600	1500	1100	900	900	
Lạm phát (% , mom)	0,93	0,82	0,36	0,39	0,53	1	1,37	0,16	0,05	0,18	(0,26)	0,15
Lãi suất OMO (%)	14	14	14	14	14	14	14	13	12	11	8	8
VND/USD (VCB, cuối kì)	20.832	21.832	21.008	21.008	21.033	21.000	21.100	20.830	20.890	20.900	20.900	20.900

## 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.

## KHOẪI 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. Khối 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 vào năm 2000. MBS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. MBS 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. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. MBS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, MBS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất 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.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 5,6,7 Tòa nhà Thăng Long Tower, 98 Ngụy Như Kon Tum, Thanh Xuân, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.MBS.com.vn](http://www.MBS.com.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

## 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 MBS. 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 MBS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn 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.