

Economic Commentary by

**Pham The Anh,**  
Chief EconomistT: +84 4 44568668 ext 6669  
E: Anh.PhamThe@tls.vn

Market Commentary by

**Quach Manh Hao**T: +84 4 44568668 ext 6666  
E: [Hao.QuachManh@tls.vn](mailto:Hao.QuachManh@tls.vn)**TLS Vietnam Research**Website: [www.tls.vn](http://www.tls.vn)  
Bloomberg: TLSV<GO>

Please turn last page for Disclaimer

**TÓM TẮT**

Năm 2010, Việt Nam hoàn thành tốt mục tiêu tăng trưởng tuy nhiên sức ép lạm phát tăng cao vào cuối năm đang gây lo ngại lớn. Nền kinh tế đã được bình ổn phần nào sau những chính sách thắt chặt vào thời điểm cuối năm. Chúng tôi cho rằng các điều kiện kinh tế sẽ dần ổn định khi sức ép lạm phát giảm trong một vài tháng tới.

Kinh tế Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng trưởng khá trong năm 2011. Tuy nhiên, bất ổn lạm phát và tỉ giá có thể là những rào cản đối với sự phát triển bền vững của nền kinh tế.

**Những điểm chính**

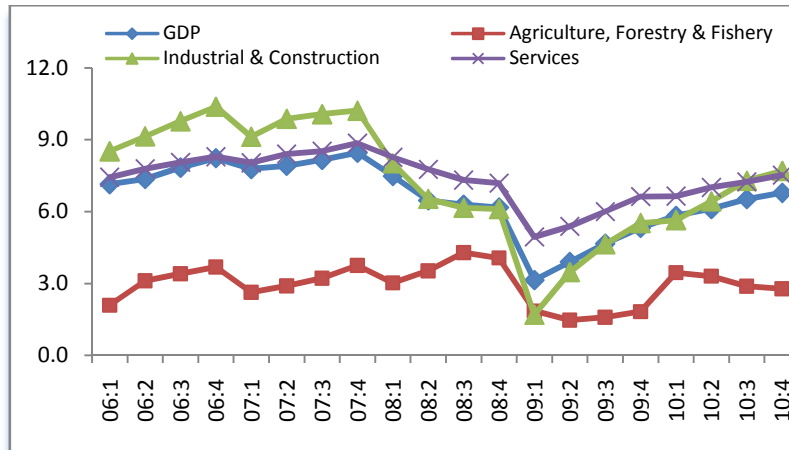
- Tăng trưởng kinh tế đạt 7,34% trong quý 4, tăng so với mức 7,16% của quý 3. Tăng trưởng kinh tế cả năm 2010 đạt 6,78%, vượt mục tiêu đề ra hồi đầu năm.
- Lạm phát năm 2010 chính thức được công bố ở mức tăng 11,75% so với cùng kỳ năm ngoái. Sức ép lạm phát tiếp tục ở mức cao trong thời gian tới.
- Cho đến hết quý 4, thâm hụt thương mại lên tới 12,4 tỉ \$. Xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt ước đạt 71,6 và \$84 tỉ \$. Xuất khẩu tăng mạnh nhờ sự hồi phục của giá nguyên nhiên liệu thế giới.
- FDI cam kết cả năm ước đạt 18,6 tỉ \$ trong khi con số giải ngân vào khoảng 11 tỉ \$. Vốn quốc tế được kì vọng tiếp tục đổ vào Việt Nam ở mức cao trong năm 2011.
- Tỷ giá trên thị trường tự do được kì vọng tiếp tục dao động trong khoảng 21.000-21.500 VND/US\$ trong những tháng tới.
- Trong năm 2010, tăng trưởng cung tiền và tín dụng ước lần lượt ở mức 23,0% và 27,6%. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) tiếp tục theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cung tiền ở mức tương tự trong năm 2011.
- Các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy lạm phát của năm 2011 có thể ở quanh mức 8%, tùy thuộc vào sự biến động của giá nguyên nhiên liệu thế giới. Trong khi đó tăng trưởng GDP sẽ vào khoảng 7,1%.
- Thị trường chứng khoán: Hàn thử biểu của nền kinh tế không phản ánh hiện thực hiện tại của nền kinh tế, mà phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư. Tuy nhiên, kỳ vọng của nhà đầu tư cần thiết phải dựa trên điều kiện quan trọng đầu tiên là sự sẵn có của tiền. Nghĩa là, khi nhà đầu tư thấy hấp dẫn thì họ phải có tiền để mua thay vì chỉ nghĩ như vậy. Với việc kỳ vọng rằng chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ được thực hiện từ Q1/2011, chúng tôi cho rằng một lực đỡ không nhỏ cho thị trường thông qua các công thức tạo tiền sẽ xuất hiện. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ chuyển dịch trong nửa cuối của Q4/2010 và tăng trong Q1/2011 khoảng 15% so với kết thúc Q4/2010 và tăng 10% trong Q2/2011 so với kết thúc Q1/2011. Thị trường nhiều khả năng tạo đỉnh ổn định trong Q3/2011 và giảm khoảng 10% trong Q4/2011 so với kết thúc Q3/2011.

**TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ**

Năm 2010 GDP của Việt Nam ước đạt 1,981 ngàn tỉ đồng theo giá hiện hành, tương đương với khoảng 100 tỉ US\$. Trong khi đó, GDP tính theo giá so sánh ước tăng khoảng 6,78%, vượt mục tiêu 6.5% đề ra hồi đầu năm. Con số này được kì vọng sẽ tăng lên trên 7% nếu như kinh tế thế giới tiếp tục hồi phục khá và những bất ổn nội tại của nền kinh tế được giải quyết sớm.

Tăng trưởng khá cao của Việt Nam chủ yếu được dẫn dắt bởi các khu vực công nghiệp & xây dựng và khu vực dịch vụ. So với năm ngoái, khu vực công nghiệp & xây dựng tăng tới 7,70% trong khi khu vực dịch vụ tăng 7,52%. Lạc quan hơn, tăng trưởng của cả hai khu vực này tiếp tục xu hướng đi lên kể từ quý 1 năm 2009. Duy chỉ có khu vực nông, lâm, & ngư nghiệp, tăng 2,78% trong năm nay, là có xu hướng giảm nhẹ do ảnh hưởng của thiên tai vào nửa cuối năm.

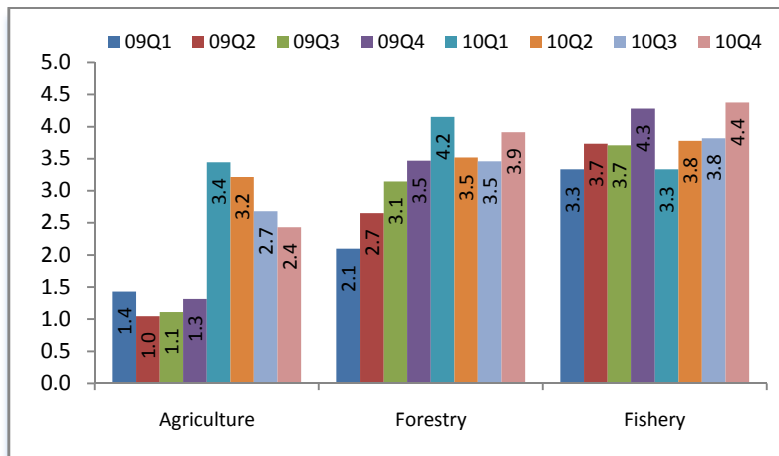
**Hình 1: Tăng trưởng GDP theo quý 2001-2010 (% , so với cùng kì, cộng dồn)**



Nguồn: GSO

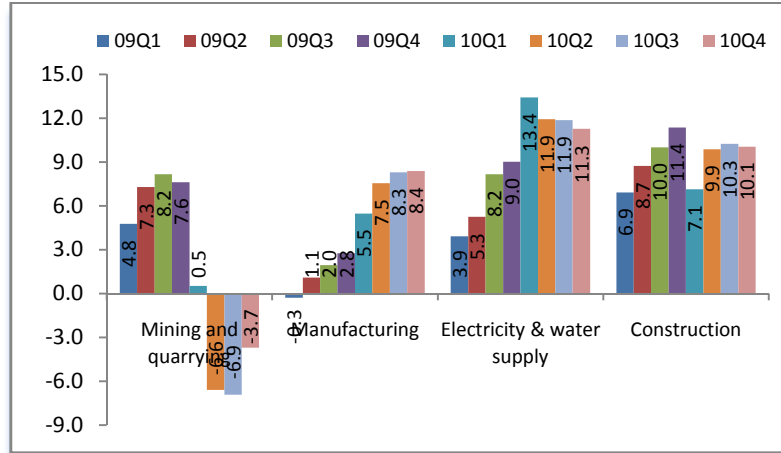
Nhiều ngành kinh tế đã đạt được mức tăng trưởng ấn tượng trong năm 2010. Cụ thể, trừ ngành công nghiệp khai thác có sự sụt giảm mạnh thì hầu hết các ngành sản xuất trong khu vực công nghiệp & xây dựng đều đạt mức tăng trưởng cao so với năm ngoái. Ngành công nghiệp chế biến tăng mạnh trong khi ngành sản xuất điện & nước và ngành xây dựng tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao lần lượt ở mức 11,3% và 10,1%. Hầu hết các ngành trong khu vực dịch vụ cũng đạt mức tăng khá như khách sạn & nhà hàng (8,7%), vận tải, bưu điện, & du lịch (8,7%), và ngân hàng, tài chính, & bảo hiểm (8,3%).

**Hình 2: Tăng trưởng trong khu vực nông, lâm, & ngư nghiệp (% , so với cùng kì, cộng dồn)**



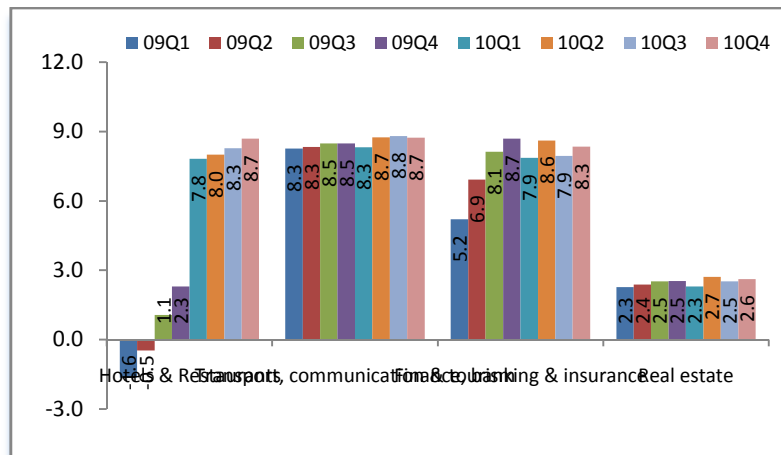
Nguồn: GSO

Hình 3: Tăng trưởng trong ngành công nghiệp & xây dựng (% , so với cùng kì, cộng dồn)



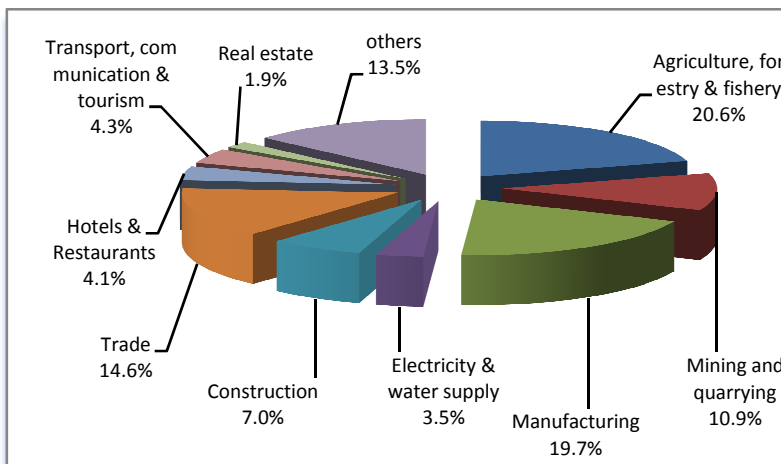
Nguồn: GSO

Hình 4: Tăng trưởng trong khu vực dịch vụ (% , so với cùng kì, cộng dồn)



Nguồn: GSO

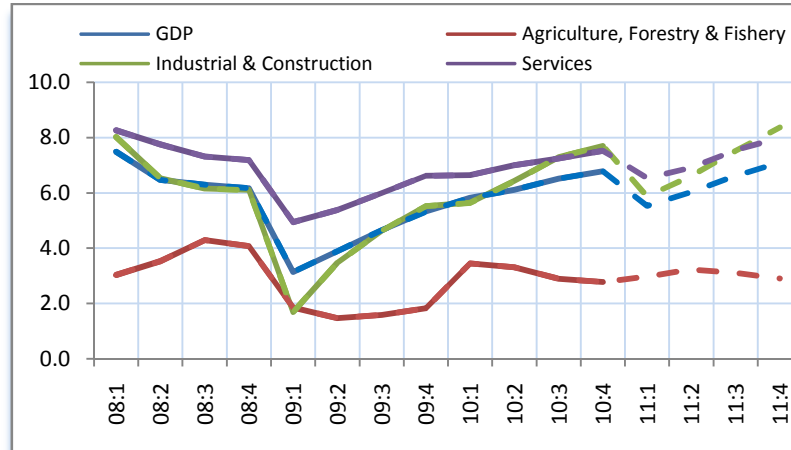
Hình 5: Đóng góp vào GDP trong năm 2010 (theo giá hiện hành)



Nguồn: GSO

Trong năm 2011, chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP ở quanh mức 7-7,5%. Tuy nhiên, đây không phải là nhiệm vụ dễ dàng do những thách thức vĩ mô hiện tại như lạm phát tăng mạnh, lãi suất ở mức cao, tỉ giá bất ổn, và những khó khăn về thời tiết có thể xảy ra. Những thông điệp phát ra từ chính phủ trong thời gian gần đây cho thấy định hướng của các chính sách kinh tế trong năm tới sẽ có định hướng nhiều hơn tới việc ổn định môi trường kinh tế vĩ mô. Cùng với hiện trạng lãi suất cao, sức ép lạm phát gia tăng, đặc biệt khi trợ cấp giá xăng dầu được bãi bỏ, sẽ là rào cản lớn đối với các chính sách hỗ trợ tăng trưởng trong nửa đầu của năm 2011. Nửa cuối năm 2011, nền kinh tế có thể đạt mức tăng trưởng cao hơn nhờ sự gia tăng mạnh của khu vực công nghiệp & xây dựng và khu vực dịch vụ. Tuy nhiên, tăng trưởng của khu vực nông, lâm, & ngư nghiệp nhiều khả năng sẽ chậm lại trong giai đoạn này do điều kiện thời tiết không thuận lợi. Xem xét những khả năng này, các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy rằng, trong điều kiện thuận lợi, kinh tế Việt Nam có thể đạt được mức tăng trưởng xấp xỉ 7,1% trong năm tới.

**Hình 6: Dự báo tăng trưởng kinh tế trong năm 2011 (% , so với cùng kì, cộng dồn)**



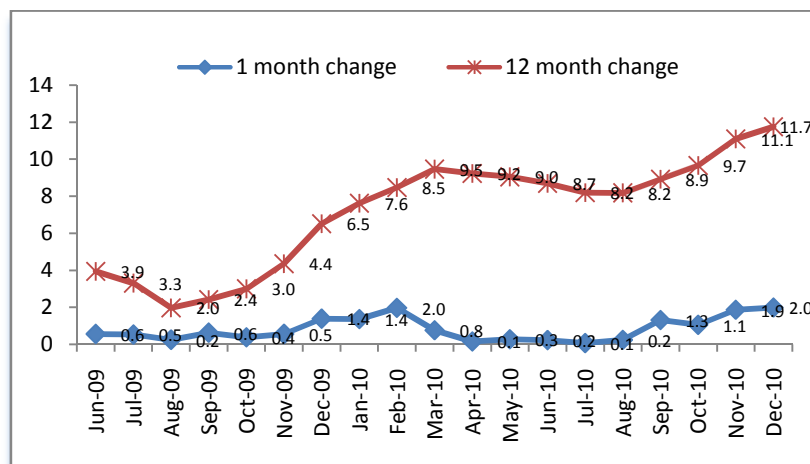
Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

**LẠM PHÁT**

Chỉ số giá tiêu dùng CPI của tháng 12 được chính thức công bố tăng tới 1,98% so với tháng trước. Lạm phát tiếp tục ở mức cao do giá cả lương thực & thực phẩm và giá vật liệu xây dựng tiếp tục tăng mạnh. Trong khi đó, lạm phát so với cùng kì năm ngoái ở mức 11,75%, vượt xa con số mục tiêu 8% trong năm nay của chính phủ.

Ngoài tăng trưởng cung tiền và tín dụng cao ở mức trên 20% liên tiếp trong nhiều năm, thời tiết xấu trong nước cộng với sự gia tăng trở lại của giá nguyên nhiên liệu thế giới được cho là một trong những nguyên nhân chính gây ra mức lạm phát cao vào những tháng cuối năm 2010.

**Hình 7: Sự gia tăng của chỉ số giá tiêu dùng CPI 2009-2010 (%)**

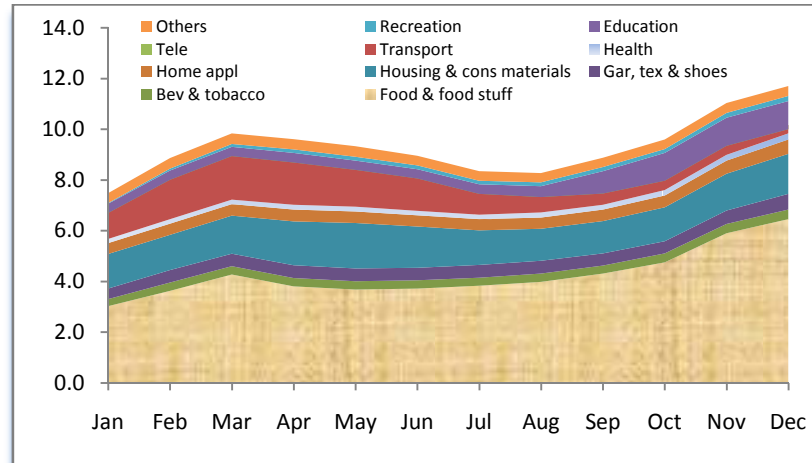


Nguồn: GSO

Trong nhiều năm, lạm phát của Việt Nam chịu ảnh hưởng lớn bởi sự dao động mạnh của giá lương thực và thực phẩm. Năm 2010 cũng không phải là trường hợp ngoại lệ. Trong năm nay, giá cả nhóm hàng này tăng tới 16,18%, đóng góp khoảng 6,64% trong tổng mức tăng 11,75% của CPI. Sự gia tăng mạnh này chủ yếu xuất phát từ sự gia tăng của giá cả thể giới, thời tiết xấu trong nước, và sự mất giá của đồng nội tệ.

Hình 8 cho thấy giá cả nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và giá cả nhóm hàng giáo dục cũng đóng góp đáng kể vào lạm phát năm nay. Giá cả nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng tăng 15,74%, đóng góp 1,45%, trong khi giá cả nhóm hàng giáo dục tăng 19,38%, đóng góp 1,11% vào tổng mức tăng 11,75% của CPI năm nay. Trong khi đó, nhờ sự trợ giá của chính phủ, sự đóng góp vào lạm phát của nhóm hàng giao thông có xu hướng giảm trong quý 2. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ không thể kéo dài khi giá dầu thô thế giới đã vượt mức 90 \$/thùng trong tháng 12 vừa qua. Hầu hết các nhóm hàng khác đều có mức đóng góp thấp hoặc vừa phải vào lạm phát của năm nay.

**Hình 8: Đóng góp của các nhóm hàng vào lạm phát năm 2010 (% , so với cùng kì)**



Nguồn: GSO

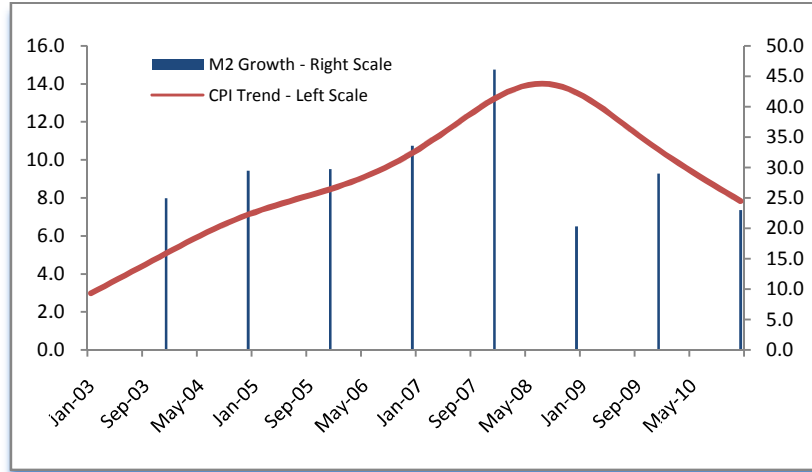
Để thấy rõ hành vi của CPI trong thời gian tới chúng tôi thực hiện việc phân rã lạm phát – đo lường theo tốc độ tăng của CPI so với cùng kì – theo các thành phần khác nhau. Việc phân rã này có thể được thực hiện bằng nhiều kĩ thuật thống kê và kinh tế lượng. Ở đây chúng tôi lựa chọn một trong những phương pháp thông dụng nhất. Kết quả phân rã lạm phát thành các thành phần mùa vụ, xu hướng dài hạn, và thành phần chu kì được trình bày trong Hình 9 và 10.

Hình 9 cho thấy xu hướng dài hạn của lạm phát đang giảm dần kể từ tháng 8-2008 nhờ tác động của suy thoái kinh tế thế giới và chính sách thắt chặt tiền tệ của Việt Nam trong thời gian trước đó. Xu hướng này về cơ bản phụ thuộc vào tăng trưởng cung tiền, đã giảm tương đối trong hai năm qua so với giai đoạn trước đó tuy nhiên vẫn ở mức cao. Những phân tích thống kê đơn giản cho thấy nếu SBV tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng cung tiền ở mức trên 20% trong năm tới thì xu hướng dài hạn này khó có thể giảm xuống dưới 8%.

Ngoài ra, lạm phát của Việt Nam có tính mùa vụ khá cao. Thành phần mùa vụ thường đạt đỉnh vào thời gian từ tháng 1 đến tháng 3 trong khi xuống đáy trong khoảng tháng 9 và 10. Hình 10 cho thấy, thành phần mùa vụ đang có xu hướng đạt đỉnh trong tháng 1, đóng góp thêm khoảng 0,5% vào tỉ lệ lạm phát của nền kinh tế.

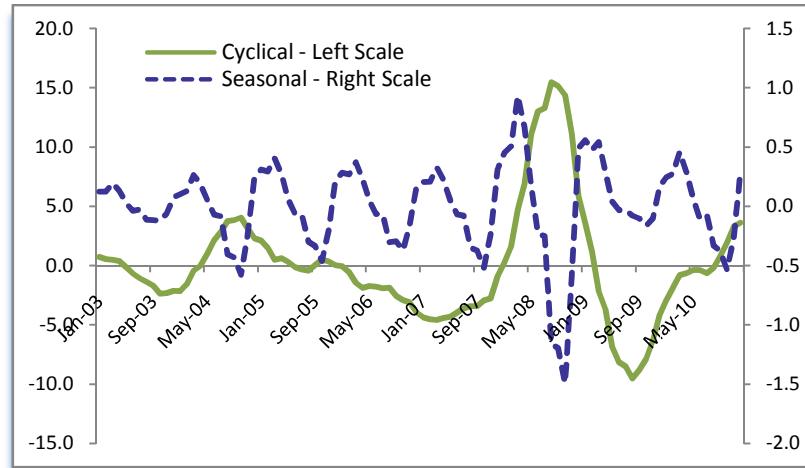
Cuối cùng, thành phần chu kì, phản ánh sự lên xuống của lạm phát gây ra bởi những sự kiện hoặc thay đổi chính sách nhất định, đang có xu hướng tăng lên kể từ tháng 9 năm nay. Nguyên nhân chính của sự gia tăng này là do sự lên giá nguyên nhiên liệu thế giới, sự mất giá của đồng nội tệ, và lũ lụt ở miền trung và miền nam trong thời gian gần đây. Hình 10 cũng cho thấy thành phần chu kì này đang đạt đỉnh vào tháng 12 và nhiều khả năng sẽ giảm dần trong những tháng tới.

Hình 9: Xu hướng dài hạn của lạm phát và tăng trưởng cung tiền M2 2003-2010 (% , so với cùng kì)



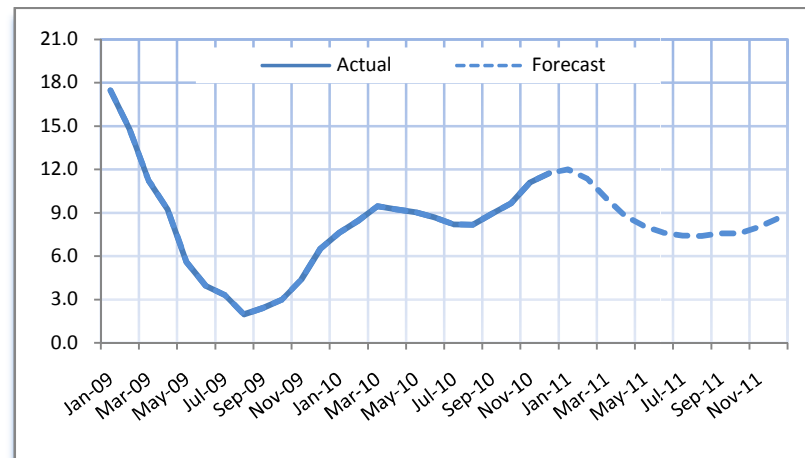
Nguồn: GSO, IMF và tính toán của tác giả

Hình 10: Thành phần mùa vụ và chu kỳ của lạm phát 2003-2010 (% , so với cùng kì)



Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

Hình 11: Dự báo lạm phát năm 2011 (% , so với cùng kì)



Nguồn: Tính toán của tác giả

Với việc phân rã lạm phát ở trên chúng tôi tiến hành dự báo lạm phát cho năm 2011. Kịch bản dự báo được dựa trên những giả định và sự kiện sau trong năm 2011. Thứ nhất, SBV tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng cung tiền ở mức 20%. Thứ hai, tiền lương tối thiểu sẽ được tăng từ 10% đến 38% trong các khu vực khác nhau theo kế hoạch. Thứ ba, giá nguyên nhiên liệu thế giới, đã tăng khoảng 25% trong nửa năm qua, sẽ ổn định trong thời gian tới. Cuối cùng, chính phủ tiếp tục thực hiện các chính sách kinh tế theo hướng thắt chặt cho tới tháng 3 năm 2011.

Nhìn chung, mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy lạm phát so với cùng kì năm trước sẽ đặt đỉnh vào tháng 1 sau đó giảm khá nhanh khi các chính sách thắt chặt hiện tại phát huy tác dụng. Tiếp theo, lạm phát có xu hướng ổn định ở vùng thấp nhất trong năm trong khoảng thời gian từ tháng 5 đến tháng 10. Vào cuối năm, lạm phát có xu hướng tăng trở lại và kết thúc năm ở mức 8,6%. Lưu ý rằng, con số dự báo này có thể thay đổi khi có những cú sốc bất ngờ xảy ra hoặc khi định hướng chính sách có sự điều chỉnh. Do vậy, việc cập nhật thông tin hàng tháng sẽ giúp cho con số dự báo không quá xa so với thực tế.

**CÁN CÂN THANH TOÁN**

*Thương mại quốc tế*

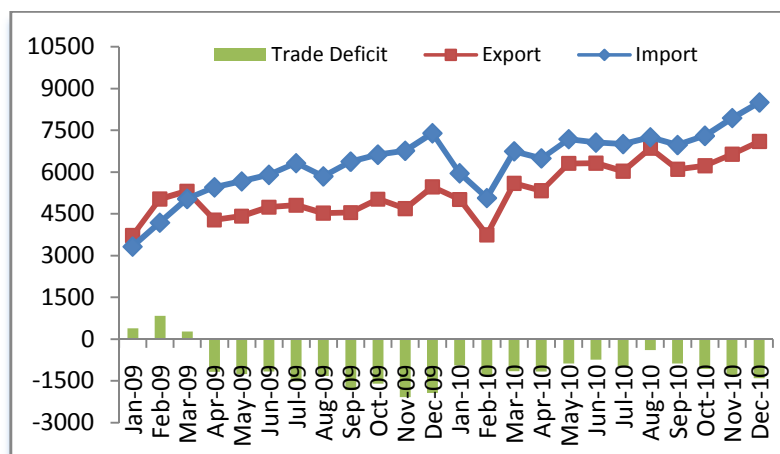
Năm 2010, tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam ước đạt 71,6 tỉ \$, tăng khoảng 25,5% so với năm 2009. Con số này là khá ấn tượng nhờ sự hồi phục của giá nguyên nhiên liệu thế giới cũng như nhờ những nỗ lực mở rộng thị phần xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam.

Trong khi đó, tổng giá trị nhập khẩu ước vào khoảng 84,0 tỉ \$ trong năm 2010, tăng 20,1% so với năm ngoái. Do vậy, thâm hụt thương mại cả năm ước vào khoảng gần 12,4 tỉ \$, tương đương với khoảng 12% GDP.

Đáng lưu ý rằng chênh lệch giữa xuất khẩu và nhập khẩu đang có xu hướng giảm dần so với năm ngoái. Tuy nhiên, sự cải thiện này phần lớn là nhờ vào sự gia tăng của xuất khẩu. Nhập khẩu vẫn tiếp tục xu hướng tăng do một phần lớn hàng xuất khẩu của Việt Nam dựa vào gia công đơn giản và sản xuất trong nước phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu nhập khẩu. Cho tới nay, chiến dịch “Người Việt Nam dùng hàng Việt Nam” phát động bởi chính phủ đã có những tác dụng nhất định đối với việc hạn chế thâm hụt thương mại, tuy nhiên chúng ta vẫn phải chờ đợi các chương trình tái cấu trúc nền kinh tế và phát triển công nghiệp hỗ trợ phát huy tác dụng nhằm giúp Việt Nam giảm bớt sự phụ thuộc vào nguyên nhiên liệu nhập khẩu.

Xuất khẩu của năm 2011 có thể tiếp tục đạt mức tăng trưởng khoảng 20% nhờ sự hồi phục của kinh tế thế giới. Tuy nhiên, nhập khẩu cũng được kì vọng là sẽ tăng cao do nhu cầu cao cho tiêu dùng cũng như sản xuất. Do vậy, dự báo thâm hụt thương mại có thể ở quanh mức 12 triệu \$. Chúng tôi cũng kì vọng rằng thâm hụt thương mại sẽ tương đối ổn định trong ba quý đầu nhưng có xu hướng tăng mạnh trong quý cuối cùng của năm 2011.

**Hình 12: Thương mại quốc tế 2009-2010 (triệu \$)**



Nguồn: GSO

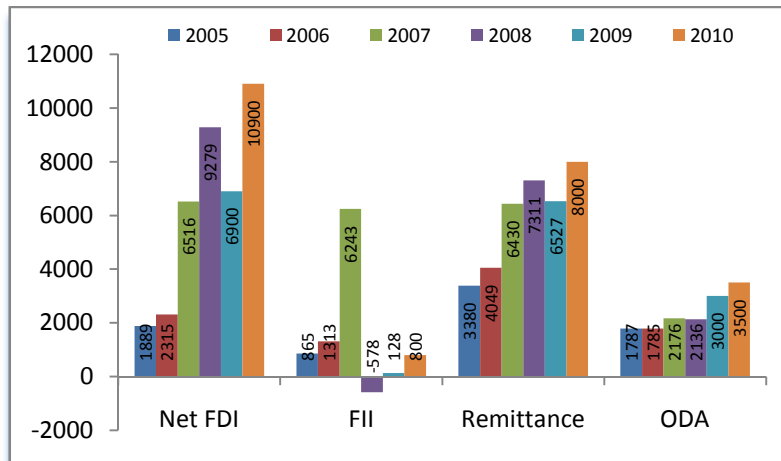
*Nguồn vốn quốc tế*

2010 là một năm khá tốt đối với Việt Nam trong việc thu hút nguồn vốn đầu tư quốc tế. Lao động giá rẻ, quy mô thị trường nội địa khá lớn, các chính sách kinh tế ưu đãi, và lãi suất cao đang là những nhân tố chính thu hút nguồn vốn đầu tư trực tiếp lẫn gián tiếp vào Việt Nam.

Tính đến cuối năm 2010, vốn FDI cam kết đạt khoảng 18,6 tỉ \$, giảm khoảng 17,8%, trong khi vốn FDI giải ngân đạt gần 11 tỉ \$, tăng khoảng 10,0% so với năm ngoái. Lĩnh vực bất động sản và xây dựng tiếp tục thu hút phần lớn đầu tư nước ngoài cam kết trong năm 2010, chiếm lần lượt khoảng 36,8% và 9,3% tổng nguồn vốn FDI cam kết. Công nghiệp chế biến cũng chiếm tỉ trọng lớn khoảng 27,3%. Chúng tôi kì vọng tốc độ tăng trưởng khá cao của những ngành này trong năm tới khi nguồn vốn FDI cam kết được giải ngân.

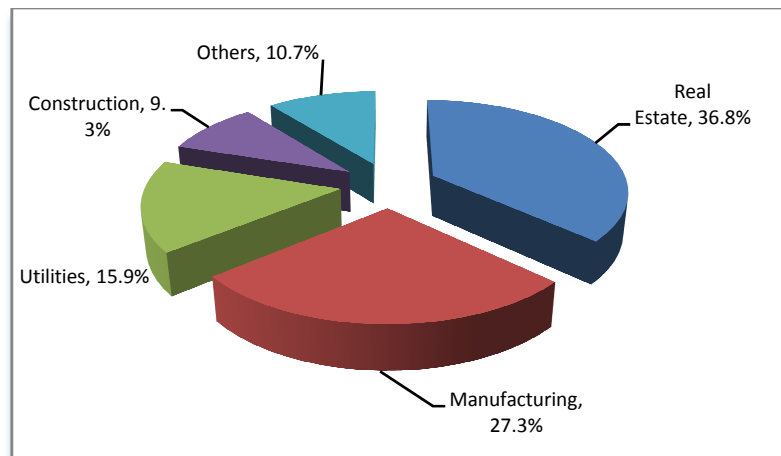
Trong năm 2010, các doanh nghiệp Việt Nam cũng đầu tư khoảng 0,9 tỉ \$ ra thị trường quốc tế. Trong khi đó, các ước tính từ những cơ quan khác nhau của chính phủ cũng cho thấy rằng tổng vốn ODA giải ngân và kiều hối tăng mạnh lên hơn 3,0 tỉ và 8,0 tỉ \$ trong năm nay. Năm nay cũng chứng kiến sự trở lại của nguồn vốn đầu tư gián tiếp trên thị trường tài chính, khoảng 0,8 tỉ \$. Trong thời gian tới, chúng tôi kì vọng rằng mức lãi suất cao hiện nay sẽ tiếp tục thu hút các dòng vốn quốc tế vào Việt Nam. Ngoài ra, các nhà tài trợ quốc tế gần đây cũng cam kết các khoản vay lên tới 7,9 tỉ \$ trong nhiều lĩnh vực cho Việt Nam trong năm 2011.

**Hình 13: Vốn quốc tế giải ngân (triệu \$)<sup>1</sup>**



Nguồn: ADB và Bộ Kế hoạch & Đầu tư (MPI)

**Hình 14: Vốn FDI cam kết theo ngành trong năm 2010 (triệu \$)**



Nguồn: MPI

<sup>1</sup> Số liệu của giai đoạn 2005-2009 được lấy từ nguồn của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) trong khi số liệu của năm 2010 được ước tính bởi Bộ Kế hoạch & Đầu tư.



**CHÍNH SÁCH VĨ MÔ**

*Chính sách tỉ giá*

Kể từ đầu năm, SBV đã hai lần phá giá tiền tệ từ 17,941 lên tới 18,932 VND/US\$, tương đương với khoảng 5,5%. Trong thời gian đó, SBV tiếp tục theo đuổi chế độ tỉ giá cố định đồng thời cho phép biên độ giao dịch  $\pm 3\%$ .

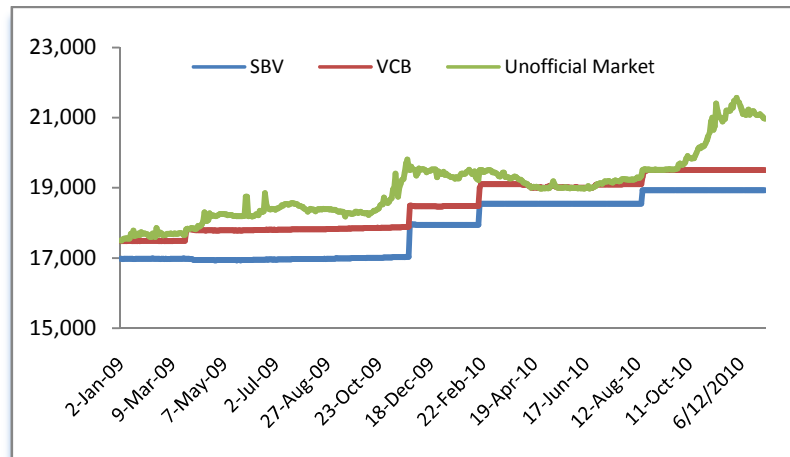
Quý 4 chứng kiến sự tăng vọt của tỉ giá VND/US\$ trên thị trường tự do. Tỉ giá tăng từ khoảng 19.500 lên tới 21.500 VND/US\$ vào những ngày đầu của tháng 12. Sự gia tăng bất thường này được cho là do hiện tượng găm giữ ngoại tệ khi người dân kì vọng nhu cầu US\$ cho nhập khẩu và trả nợ tăng cao vào cuối năm.

Sức ép với tỉ giá đã giảm nhiệt trong tháng cuối cùng của năm nhờ mức giải ngân FDI cao, kiều hối tăng vọt, và sự thắt chặt tiền tệ của SBV. Bức tranh tổng thể về dòng vốn nước ngoài và kiều hối vào Việt Nam cho thấy sự bất ổn trên thị trường ngoại hối chủ yếu do tình trạng găm giữ ngoại tệ. Các doanh nghiệp xuất khẩu cũng như người nhận kiều hối rất lưỡng lự bán lại ngoại tệ cho các ngân hàng. Chúng tôi cho rằng, việc cho phép cung tiền tăng trưởng cao trong nhiều năm liền dẫn đến sự giảm uy tín của đồng nội tệ là nguyên nhân chủ yếu gây ra hiện tượng này.

Việc thắt chặt tiền tệ hiện tại cùng với dòng vốn ngoại dồi dào nhiều khả năng sẽ giúp thị trường ngoại tệ ổn định trong nhiều tháng tới. Chúng tôi kì vọng rằng tỉ giá trên thị trường tự do sẽ tồn tại quanh mức 21.000-21.500 VND/US\$ bất kể SBV có quyết định điều chỉnh tỉ giá chính thức cho sát với tỉ giá trên thị trường tự do hay không.

Tuy nhiên, nếu SBV đặt mục tiêu tăng trưởng cung tiền hàng năm ở mức trên 20% như hiện nay thì khả năng tiền đồng có thể tiếp tục mất giá khoảng 5-7% so với US\$ trong năm 2011.

**Hình 15: Tỉ giá VND/USD bán ra trong năm 2009 - 2010**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

*Chính sách tiền tệ*

Trong năm 2010, tăng trưởng tín dụng và cung tiền ước lần lượt vào khoảng 27,6% và 23,0%. Sự nới lỏng tiền tệ này một mặt giúp duy trì mức tổng cầu nội địa cao nhưng mặt khác đã đe dọa sự ổn định của nền kinh tế. Hậu quả là vào cuối năm, Việt Nam đang phải đối mặt với lạm phát cao đi kèm với sức ép mất giá của đồng nội tệ.

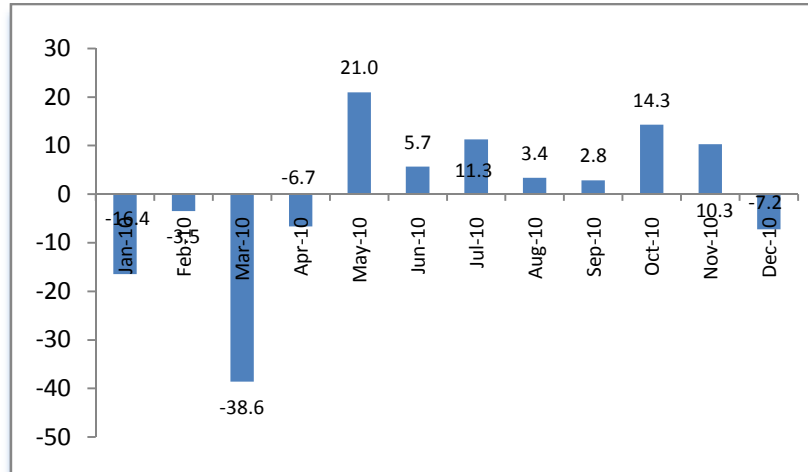
Nhằm ổn định nền kinh tế, chính sách thắt chặt tiền tệ đã được thực hiện kể từ tháng 11. Cùng với việc nâng lãi suất cơ bản từ 8% lên 9%, SBV cũng thực hiện việc hút tiền về thông qua thị trường mở (OMO). Chính sách này, trong một chừng mực nào đó, đã ngay lập tức giúp ổn định thị trường ngoại hối và được kì vọng là sẽ làm giảm lạm phát trong một vài tháng tới.

Cho tới hiện tại, kinh tế Việt Nam tiếp tục trải qua sức ép lạm phát cao do nhu cầu tiêu dùng tăng cao và sản xuất chậm lại trong dịp Tết Nguyên Đán sắp tới. Chính sách tiền tệ do vậy vẫn tiếp tục theo hướng thận trọng nhằm tránh những bất ổn vĩ mô trong những tháng đầu năm mới. Việc thực hiện các chính sách ổn

định hóa trong thời gian này chắc chắn sẽ giúp làm giảm bớt quan ngại đối với các nhà đầu tư quốc tế khi tìm đến Việt Nam.

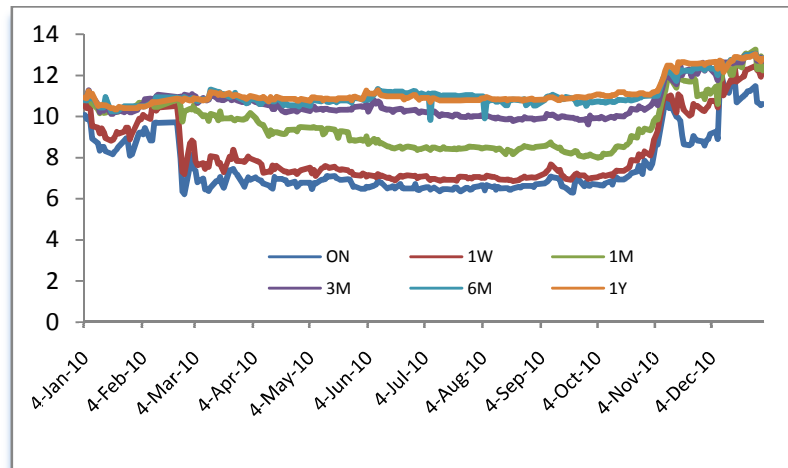
Trong năm 2011, với mục tiêu tăng trưởng tham vọng, SBV tiếp tục cho phép tăng trưởng cung tiền và tín dụng ở mức trên 20%. Có thể thấy rằng sự mở rộng tiền tệ trong năm tới chỉ có thể thực hiện khi lạm phát bắt đầu giảm. Chúng tôi kì vọng rằng điều này có thể diễn ra trong quý 2 và quý 3. Tuy nhiên, quý cuối cùng của năm tới có thể chứng kiến sự thận trọng của chính sách khi sức ép lạm phát nhiều khả năng tăng trở lại do yếu tố mùa vụ.

**Hình 16: Lượng tiền bơm ròng qua OMO trong năm 2010 (ngàn tỉ VND)**



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

**Hình 17: Lãi suất liên ngân hàng chào vay trong năm 2010**



Nguồn: Bloomberg

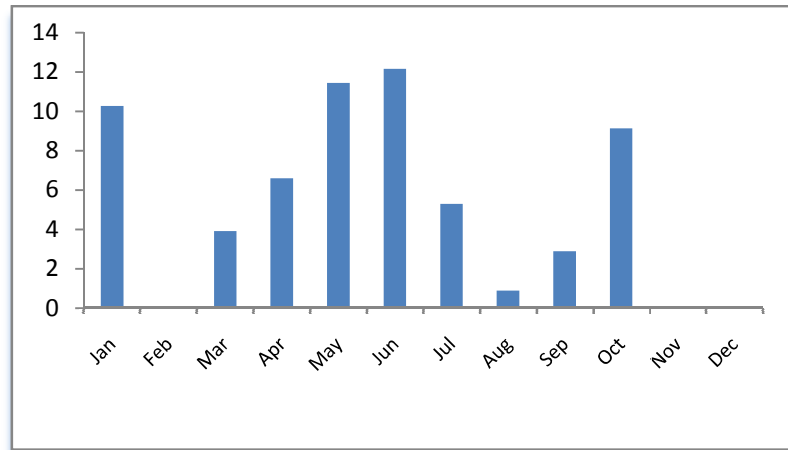
**Chính sách tài khóa**

Trong năm nay, tổng thu ngân sách ước đạt khoảng 66.600 tỉ đồng, tăng tới 19,4%, trong khi tổng chi tiêu đạt 72.120 tỉ đồng, tăng gần 5% so với năm 2009. Nhờ đó tổng thâm hụt ngân sách nhà nước đã giảm từ 6,9% trong năm 2009 xuống còn khoảng 5,8% GDP, tuy nhiên nợ công đã lên tới 56,6% GDP trong năm nay. Việt Nam đặt mục tiêu đưa thâm hụt ngân sách trong những năm tới xuống dưới 5% GDP/năm.

Quý cuối cùng của năm 2010 chứng kiến sự thất bại của việc phát hành trái phiếu chính phủ. Hai tháng cuối cùng của năm không có trái phiếu nào được phát hành thành công do lợi suất chào bán thấp hơn so với yêu cầu của thị trường. Cho tới cuối năm, khoảng 65.000 tỉ đồng đã được phát hành. Lượng phát hành lớn vào giữa năm là một trong những lý do chính khiến cho lãi suất duy trì ở mức cao và cản trở đầu tư sản xuất của các doanh nghiệp.

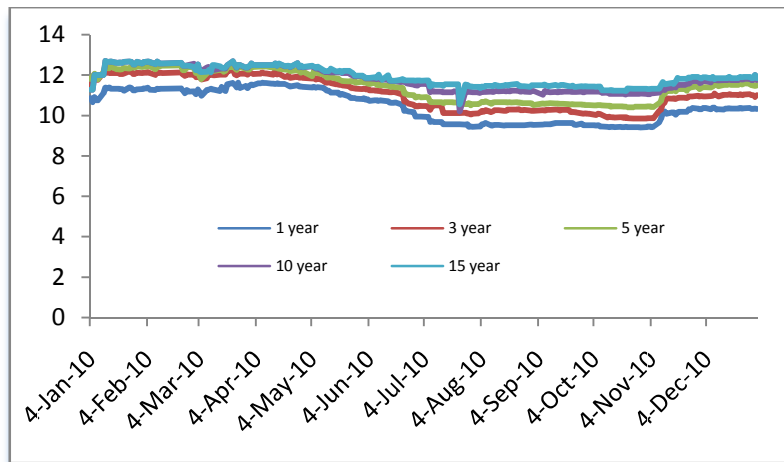
Trong năm 2011, Việt Nam đặt kế hoạch phát hành khoảng 45.000 tỉ đồng trái phiếu chính phủ, giảm khoảng gần 30% so với năm 2010. Tuy nhiên khối lượng phát hành này là khá lớn và có thể ảnh hưởng tiêu cực đến những nỗ lực giảm lãi suất trong năm tới ngay cả khi sức ép lạm phát giảm.

**Hình 18: Lượng trái phiếu chính phủ phát hành trong năm 2010 (ngàn tỉ VND)**



Nguồn: HNX và MoF

**Hình 19: Lợi suất trái phiếu chính phủ trong năm 2010 (%)**



Nguồn: Bloomberg

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

Số liệu 2010	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T1
GDP (% yoy, cộng dồn)			5,83			6,11			6,52			6,78
SLCN (% yoy)	28,4	-1,3	14	13	13,8	14,6	12,3	15,2	15,1	13,5	14,3	16,2
Xuất khẩu (triệu \$)	5013	3740	5592	5332	6312	6317	6029	6857	6098	6227	6641	7100
Nhập khẩu (triệu \$)	5958	5070	6747	6494	7183	7059	7007	7252	6973	7301	7941	8500
Thâm hụt TM (triệu \$)	-945	-1330	-1155	-1162	-871	-742	-978	-395	-875	-1074	-1300	-1400
FDI cam kết (triệu \$)	318	1462	359,4	3800	1611	895	670	2450	610	600	510	5290
FDI giải ngân (triệu \$)	400	700	1400	900	1100	900	1000	850	800	950	950	1050
Lạm phát (% mom)	1,36	1,96	0,75	0,14	0,27	0,22	0,06	0,23	1,31	1,05	1,86	1,98
Lãi suất cơ bản (%)	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	9	9
VND/USD (VCB, cuối kì)	18479	19100	19100	19000	19010	19050	19095	19500	19500	19500	19500	19500

Dự báo 2011	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP (% , YoY, cộng dồn)	5,60	6,00	6,63	7,12
Thâm hụt thương mại (triệu \$, cộng dồn)	-2500	-5500	-8800	-12900
FDI giải ngân (triệu \$, cộng dồn)	2000	5500	9000	12000
Lạm phát (% , YoY, cuối kì)	9,98	7,61	7,57	8,61
VND/USD (VCB, cuối kì)	20085	20085	20085	20475

### THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Thị trường chứng khoán năm 2010 đã kết thúc không có kết quả tốt như được kỳ vọng tại thời điểm đầu năm. Phần lớn giải thích cho điều này nằm ở chính sách tiền tệ thắt chặt, hệ quả của những lo ngại về sức ép lạm phát phát sinh do chính sách tiền rẻ được thực hiện từ đầu năm 2009 trong nỗ lực kích thích kinh tế thoát khỏi khủng hoảng. Chính sách tiền tệ thắt chặt được nhìn nhận rõ nét nhất trong nửa cuối của năm sau khi lạm phát có dấu hiệu tăng tốc và cuối cùng kết thúc năm ở mức 11.75%, cao hơn so với mục tiêu của chính phủ là 8%. Một lý do khác rất quan trọng theo quan điểm của chúng tôi là việc phát hành tăng vốn quá nhiều của các doanh nghiệp niêm yết: 67-70 nghìn tỷ đồng được huy động trong đó khoảng 24 nghìn tỷ đồng là thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu. Việc phát hành tăng vốn cũng tạo ra những lo ngại liên quan tới khả năng pha loãng EPS và hiệu mục đích sử dụng vốn – một vấn đề rủi ro đạo đức rất khó kiểm soát tại thị trường này.

Trong bối cảnh ấy, sự tích cực tham gia của khối các nhà đầu tư nước ngoài, thể hiện qua việc mua ròng liên tục kể từ tháng 10/2009 và mua ròng 16,200 tỷ đồng trong năm 2010, là một điểm sáng. Việc nhà đầu tư nước ngoài mua ròng (xét ở giá trị mua) không phải là điều ngạc nhiên bởi trong 10 năm qua năm nào nhà đầu tư nước ngoài cũng mua ròng, với đỉnh cao là năm 2007 trên 24,000 tỷ đồng. Tuy nhiên, giá trị mua ròng trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều nhiều khó khăn hiện hữu, thâm hụt thương mại và tỷ giá vẫn là những rủi ro nhìn thấy, là một dấu hiệu cho thấy sự kỳ vọng vào tương lai xa hơn của nền kinh tế và triển vọng thị trường. Mức định giá hiện tại (PE = 10-11x) có thể chỉ là một chỉ tiêu tham khảo, nhưng nó cũng phản ánh phần nào sự hấp dẫn của định giá rẻ trong quan hệ so sánh với cách nước trong khu vực. Sự hấp dẫn này sẽ trở nên hiện thực hơn khi nền kinh tế và khu vực tài chính được mở hơn kể từ giai đoạn 2012 theo lộ trình WTO và sau khi những khó khăn kinh tế hiện tại được giải quyết.

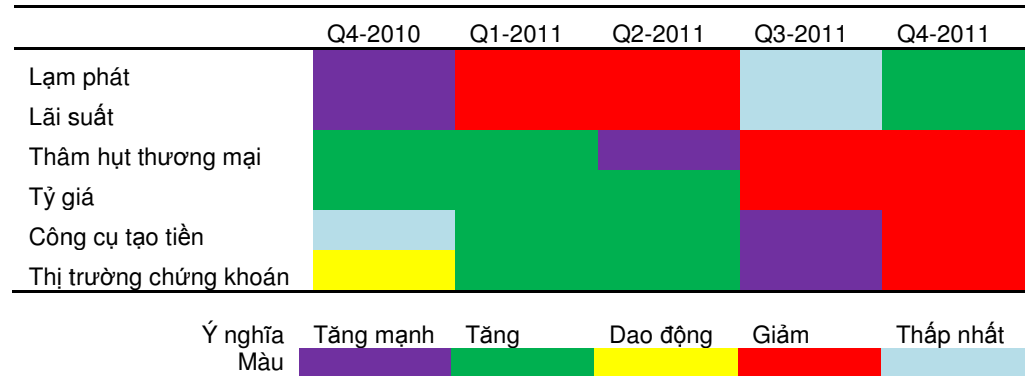
Trong bài Nghiên cứu số 2 và số 3, chúng tôi đã chỉ ra khó khăn của nền kinh tế Việt nam hiện tại là một “vòng luẩn quẩn” trong đó giải pháp lạm phát và ổn định vĩ mô nếu không được cân nhắc thấu đáo sẽ tạo ra hậu quả nguy hiểm là không giải quyết được cái gốc của lạm phát trong khi tăng trưởng kinh tế giảm sút do mặt bằng lãi suất quá cao. Vì lý do đó, chúng tôi đã nhấn mạnh và đã kỳ vọng vào việc giảm mặt bằng lãi suất như là một ưu tiên hàng đầu để giải quyết bài toán ổn định kinh tế vĩ mô và chống lạm phát về mặt chiến lược. Quan điểm của chúng tôi dường như đã được ủng hộ qua phát biểu của Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng tại Hội nghị triển khai các nhiệm vụ năm 2011 của Chính phủ, trong đó ông nhấn mạnh “Bằng công cụ lãi suất để kéo giá cả xuống, không phải coi giá cả thế nào để ngân hàng hoạt động. Nhiệm vụ ngân hàng chính là kéo lãi suất xuống chứ không phải chạy theo lãi suất”. Mức lãi suất hiện nay được Thủ tướng cho là “gay go”, bởi Chính phủ đặt ra chỉ tiêu tăng trưởng 7.5%, nhưng lãi suất cao sẽ ảnh hưởng tới mục tiêu này<sup>2</sup>. Trước đó, Bộ Công thương cũng đưa ra kiến nghị (đối với NHNN) về việc giảm mặt bằng lãi suất từ Quý 1/2011 nhằm giảm bớt khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu<sup>3</sup>. Đồng thời, Thống đốc Nguyễn Văn Giàu cũng đưa ra tín hiệu sẽ hạ lãi suất nếu CPI giảm<sup>4</sup>. Những tuyên bố này cho chúng tôi một niềm tin rằng mặt bằng lãi suất sẽ được giảm xuống kể từ Quý 1/2011 và do vậy, thanh khoản chung sẽ được khai thông, nền kinh tế sẽ tăng trưởng bền vững hơn trong năm 2011.

Với giả định thanh khoản chung trong nền kinh tế được cải thiện, và với đánh giá rằng thị trường chứng khoán phụ thuộc nhiều vào điều này, chúng tôi đưa ra Bản đồ màu sắc cho các biến số chính yếu của nền kinh tế, bao gồm thị trường chứng khoán, trong năm 2011 như phần dưới đây (phần này đã được trình bày trong Bài nghiên cứu số 2). Đây cũng chính là những biến số vĩ mô mà các nhà đầu tư thường theo dõi chặt chẽ để xác định xu thế biến động chung của thị trường chứng khoán trong năm 2011.

<sup>2</sup> Xem bài “Thủ tướng: Lãi suất ngân hàng còn quá cao” của Cán Cường. Xem lưu tại: <http://dantri.com.vn/c25/s76-448069/thu-tuong-lai-suot-ngan-hang-con-cao.htm>

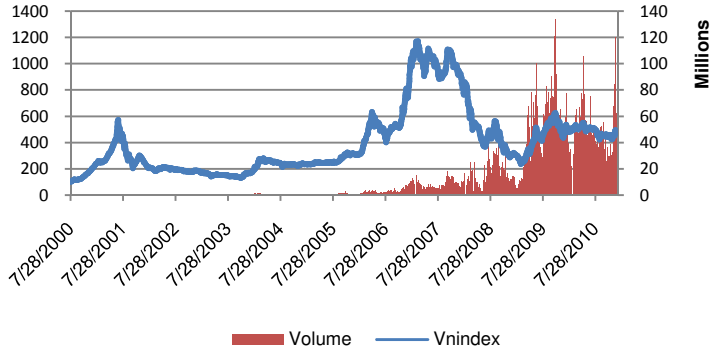
<sup>3</sup> Xem bài “Bộ Công thương kiến nghị giảm lãi suất trong quý I/2011” của Hoàng Lan. Xem lưu tại: <http://vnexpress.net/GL/Kinh-doanh/2010/12/3BA24DE9/>

<sup>4</sup> Xem bài “Sẽ hạ lãi suất cho vay nếu CPI giảm”. Xem lưu tại: <http://vinafins.com/index.php/archives/775>

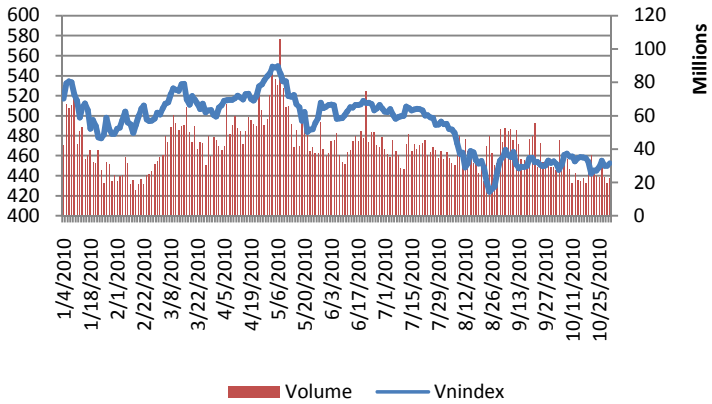


- Lạm phát:** Chịu tác động của chính sách ổn định vĩ mô ưu tiên kiềm chế lạm phát trong Q4/2010, chỉ số CPI dự kiến bắt đầu giảm dần từ nửa sau của Q1/2011, giảm mạnh hơn trong Q2/2011 và đạt mức đáy trong Q3/2011 trước khi có xu hướng tăng trở lại vào Q4/2011. Về mặt con số, chỉ số CPI theo Quý trung bình khoảng 2.4% trong Q1, 1.8% trong Q2, 1.6% Q3 và 2.1% trong Q4. Lạm phát năm 2011 dự kiến ở mức quanh 8.0%.
- Thâm hụt thương mại:** Thâm hụt thương mại là xu thế không tránh khỏi. Nhưng việc thâm hụt thương mại gây sức ép lên tỷ giá như thời điểm hiện tại là hệ quả của thiếu hụt cung hàng hóa trong nước và điều này là hệ quả của mặt bằng lãi suất quá cao. Theo nhìn nhận của chúng tôi, độ trễ cho mối liên hệ giữa mặt bằng lãi suất, doanh nghiệp trong nước khó khăn và sức ép thâm hụt thương mại – tỷ giá vào khoảng 6 tháng. Do vậy, nếu nhìn theo hướng ngược lại thì khi chính sách tiền tệ nới lỏng được thực hiện và qua đó mặt bằng lãi suất không còn tăng nữa kể từ Q1/2011, thì sớm nhất chúng tôi chỉ có thể kỳ vọng sự cải thiện của kết quả kinh doanh của doanh nghiệp và cán cân thương mại đến nửa sau của năm 2011. Nghĩa là, trong Q1 và Q2, thâm hụt thương mại sẽ tiếp tục gây sức ép tỷ giá và tình hình sẽ chỉ cải thiện sớm nhất là Q3/2011.
- Tỷ giá:** Có nhiều cách tiếp cận chuẩn mực về xác định tỷ giá, chẳng hạn nếu sử dụng phương pháp ngang giá lãi suất thì tỷ giá tiền Đồng phải nằm trong khoảng 20,800-21,340. Hoặc nếu sử dụng phương pháp ngang giá sức mua với một rổ hàng hóa là tỷ trọng thương mại của các đối tác chính của Việt nam thì tiền Đồng đang cao giá khoảng 5-6%. Tỷ giá trên thị trường tự do trong khoảng 21,000-21,300 thực sự đang phản ánh tương đồng với giá trị được xác định bởi các mối quan hệ cân bằng nêu trên, mặc dù chúng ta không thể phủ nhận rằng các mối quan hệ cân bằng nêu trên dựa trên giả định quan trọng là dòng vốn dịch chuyển tự do. Tuy vậy, việc cán cân thương mại được dự báo tiếp tục thâm hụt chắc chắn sẽ tiếp tục là sức ép đối với tỷ giá trong nửa đầu của năm 2011. Chúng tôi dự báo điều chỉnh tỷ giá có thể sẽ diễn ra trong giai đoạn này, trừ khi các dòng tiền nóng chảy vào trong nước nhằm tận dụng chênh lệch lãi suất cao hiện tại. Sức ép tỷ giá sẽ giảm mạnh trong nửa sau của năm 2011.
- Lãi suất:** Với cách tiếp cận thận trọng nhất, nghĩa là giả định rằng chính phủ hành động dựa trên diễn biến lạm phát, chúng tôi cho rằng việc sức ép lạm phát giảm xuống từ Q1/2011 sẽ gần như sẽ kéo theo việc chính phủ sẽ thực hiện các giải pháp nới lỏng tiền tệ. Khi đó, mặt bằng lãi suất cho vay hiện tại (15-18%) được kỳ vọng sẽ bắt đầu giảm từ Q1/2011 (14-16%), giảm mạnh hơn trong Q2/2011 (12-15%), tạo đáy tại Q3/2011 (12-14%) và sẽ tăng nhẹ trở lại vào Q4/2011 (12-15%).
- Thị trường chứng khoán:** Hàn thử biểu của nền kinh tế không phản ánh hiện thực hiện tại của nền kinh tế, mà phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư. Tuy nhiên, kỳ vọng của nhà đầu tư cần thiết phải dựa trên điều kiện quan trọng đầu tiên là sự sẵn có của tiền. Nghĩa là, khi nhà đầu tư thấy hấp dẫn thì họ phải có tiền để mua thay vì chỉ nghĩ như vậy. Với việc kỳ vọng rằng chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ được thực hiện từ Q1/2011, chúng tôi cho rằng một lực đỡ không nhỏ cho thị trường thông qua các công thức tạo tiền sẽ xuất hiện. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ chuyển dịch trong nửa cuối của Q4/2010 và tăng trong Q1/2011 khoảng 15% so với kết thúc Q4/2010 và tăng 10% trong Q2/2011 so với kết thúc Q1/2011. Thị trường nhiều khả năng tạo đỉnh ổn định trong Q3/2011 và giảm khoảng 10% trong Q4/2011 so với kết thúc Q3/2011.

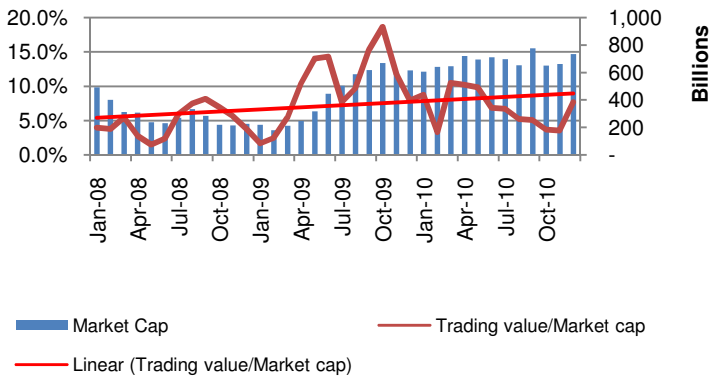
Hình 2.1a – Lịch sử VN-Index



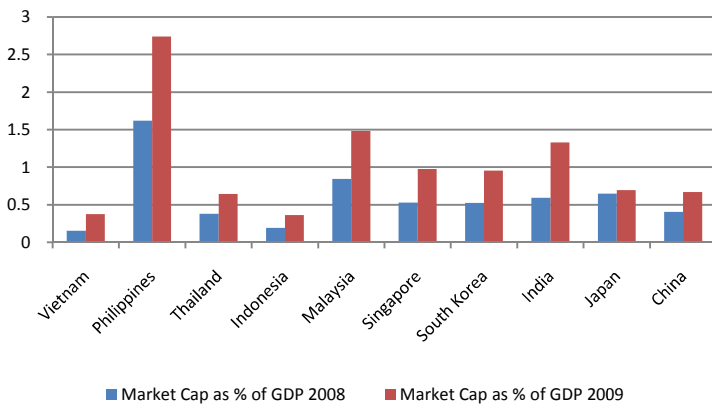
Hình 2.1b – VN- Index từ đầu năm 2010



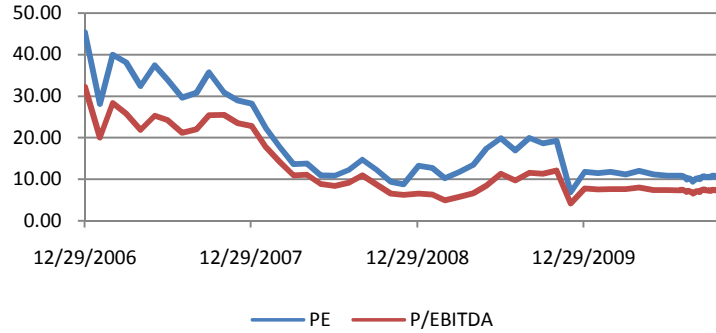
Hình 2.2a – Giá trị giao dịch hàng tháng



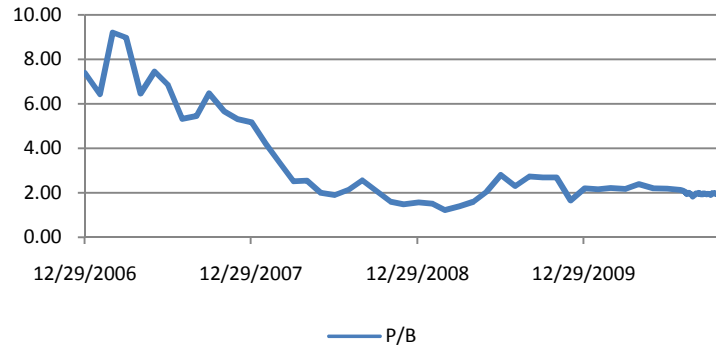
Hình 2.2b – Phần trăm giá trị giao dịch so với vốn hóa:



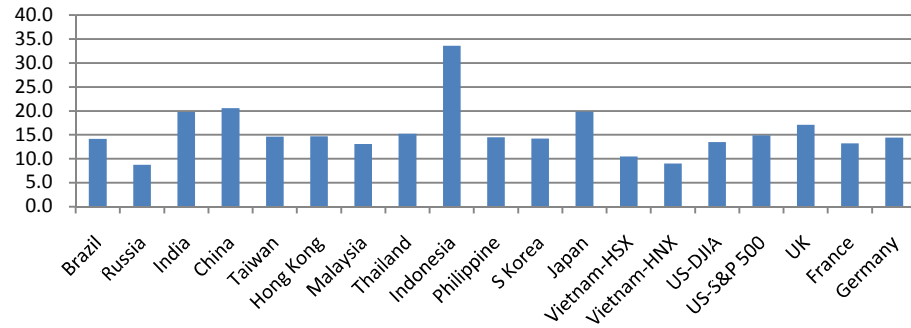
Hình 2.3a – PE và P/EBITDA:



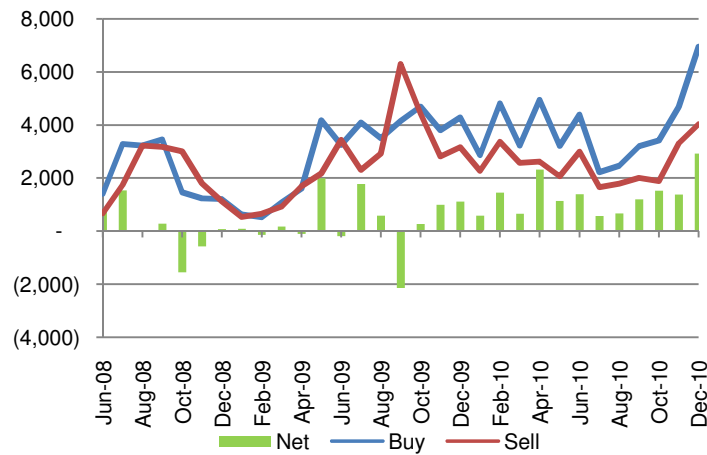
Hình 2.3b –PB thị trường:



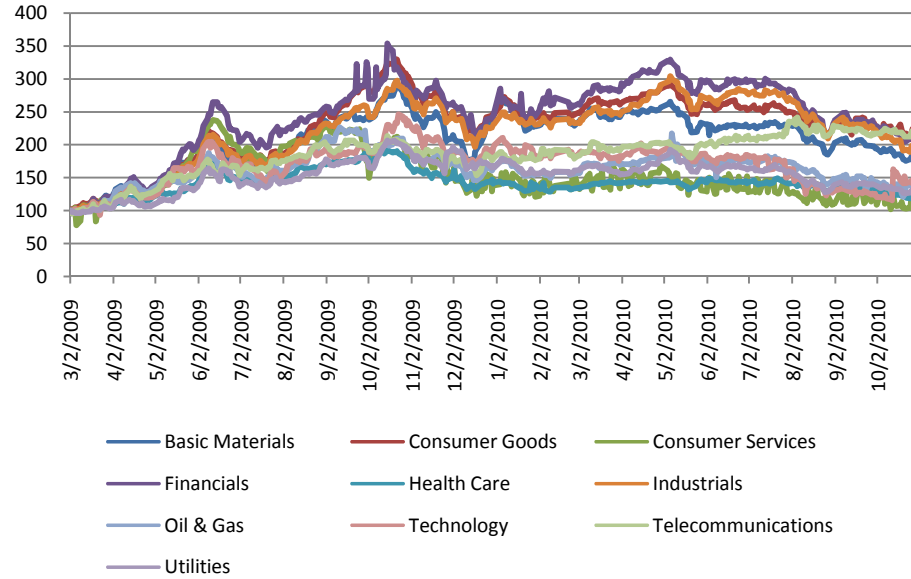
Hình 2.4a – PE và các nước so sánh:



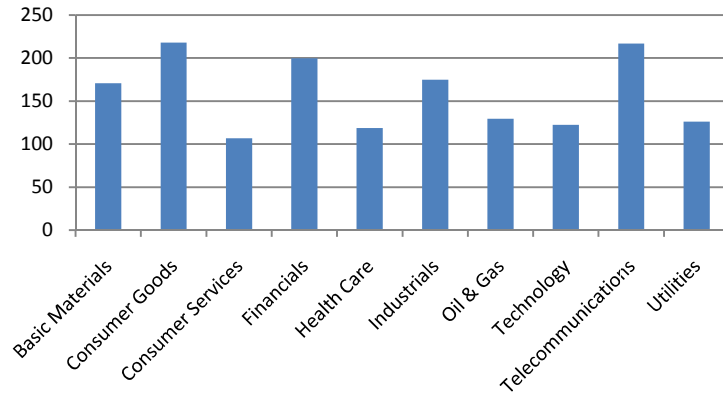
Hình 2.5 – Mua và Bán của nhà đầu tư nước ngoài



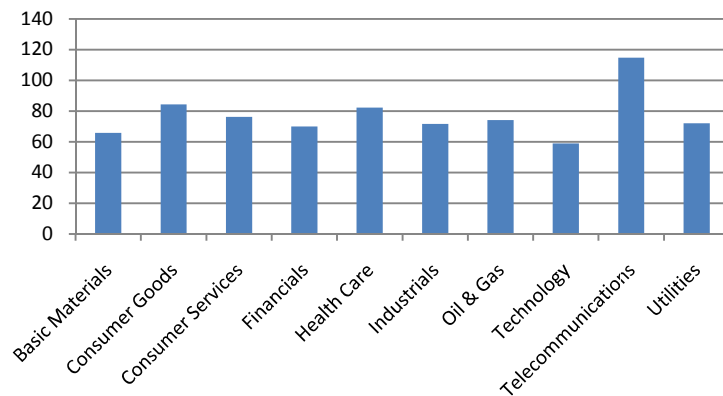
Hình 2.6a – Diễn biến các ngành nghề từ khi hồi phục kinh tế:



Hình 2.6b – Lãi vốn theo ngành từ khi hồi phục (xuất phát =100%):



Hình 2.6c – Lãi vốn theo ngành nghề từ đầu năm 2010 (xuất phát = 100%):





## THE PRODUCT

This product is developed from its previous version namely **Monthly Inflation and Monetary Policies**. In the new version **Vietnam Outlook**, we link our economic findings to the stock market performance. The change reflects results from our empirical research that shows a very close link between stock market index and new developments in inflation and monetary policies. Discussions on economics including inflation, monetary policies and other economic developments are written by Pham The Anh (PhD Econ, Manchester). Comments on stock market consequences are made by Quach Manh Hao (PhD Fin, Birmingham). Thang Long Securities publishes this report, but all errors if any are the authors'. We thank clients for reading our research products and giving us feedbacks.

## RESEARCH AND INVESTMENT ADVISORY GROUP

We offer economic and equity research. The Economic Research Team led by The Anh Pham (PhD, Manchester) has been offering periodic reports on macroeconomics, monetary policies and fixed income markets. The Equity Research Team led by Do Hiep Hoa (MBA, Hawaii; CFA Level III Candidate) has been offering reports on listed firms, private equities and sector reviews. The Research and Investment Advisory Group has been also offering regular market commentaries - The Investor Daily and The Investor Weekly.

## THANG LONG SECURITIES (TLS)



Established in 2000, TLS was one of the first securities firms operating in Vietnam. TLS provides a full range of services including brokerage, research and investment advisory, investment banking and capital markets underwriting. With over 600 employees located throughout an expansive network of offices in Hanoi, Ho Chi Minh City, Hai Phong, Da Nang and other strategic locations, TLS is one of the best known securities firms in Vietnam. Our client base consists of retail and institutional investors, financial institutions and corporations. As a member of the MB Group, including MB Bank, MB Land, MB Asset Management and MB Capital, TLS is able to leverage substantial human, financial and technological resources to provide its clients with tailored products and services that few securities firms in Vietnam can match. Since its establishment, TLS has become widely regarded throughout Vietnam as:

- A leading brokerage firm - ranked No.1 in terms of brokerage market share since 2009;
- A renowned research firm with a team of experienced analysts that provides market-leading research products and commentaries on equity markets and the economy; and
- A trusted provider of investment banking services for market companies.

## OFFICES

**Headquarter:** Level 2, Toserco Tower, 273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi. Phone: +84 4 37262600.

**Research Office:** Level 4, Vinaconex Tower, 34 Lang Ha, Dong Da, Hanoi. Phone: +84 4 44568668. E: [research@tls.vn](mailto:research@tls.vn)

## DISCLAIMER

The views expressed in this report are those of the authors and not necessarily related, by any sense, to those of TLS. The expressions of opinions in this report are subject to changes without notice. Authors have based this document on information from sources they believe to be reliable but which they have not independently verified. Any recommendations contained in this report are intended for general/public investors to whom it is distributed. This report is not and should not be construed as an offer or the solicitation of an offer to purchase or subscribe for any investment. This report may not be further distributed in whole or in part for any purpose. No consideration has been given to the particular investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient.

**Copyrights. TLS 2000-2010, ALL RIGHTS RESERVED.** No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, on any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying recording, or otherwise, without the prior written permission of TLS.