

**Phạm Thế Anh,  
Kinh tế trưởng**

T: +84 4 4456 8668 ext 6669

E: Anh.PhamThe@tls.vn

**TLS Vietnam Research**

Website: [www.tls.vn](http://www.tls.vn)

Bloomberg: TLSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

## TÓM TẮT

### Kinh tế

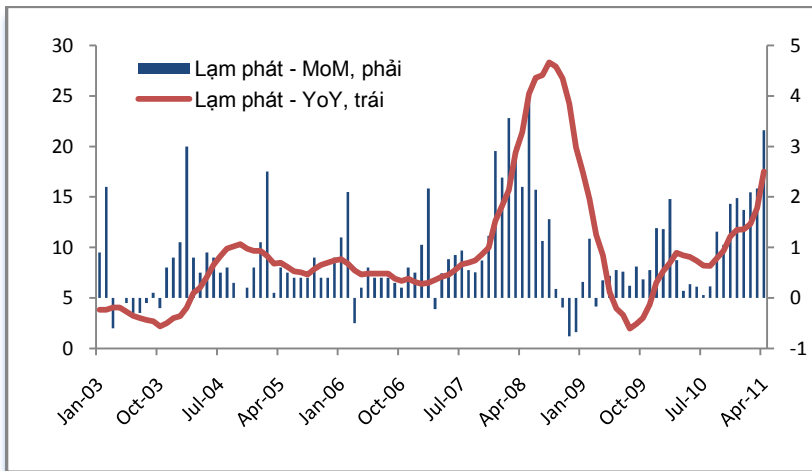
- CPI tháng Tư tăng ở mức cao kỷ lục trong vòng gần 2 năm, lên tới 3,32 so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kỳ năm trước được kỳ vọng tiếp tục gia tăng;
- Tăng trưởng kinh tế có dấu hiệu chậm lại ở tất cả các khu vực kinh tế;
- Thâm hụt thương mại của 4 tháng đầu năm lên tới gần 4,9 tỉ \$;
- FDI giải ngân của 4 tháng đầu năm đạt gần 3,6 tỉ \$;
- Thị trường ngoại hối khá ổn định trong những tháng qua nhờ lãi suất cao của tiền đồng;
- Khoảng 45 ngàn tỉ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và TPCP bảo lãnh đã được phát hành thành công trong 4 tháng đầu năm;
- Kể từ đầu năm tới nay, tổng lượng tiền được NHNN bơm rông qua OMO chỉ xấp xỉ 450 tỉ đồng.
- Tăng trưởng tín dụng lên tới hơn 5% kể từ đầu năm;
- Lãi suất OMO và lãi suất tái cấp vốn được nâng lên 14%;
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng Năm sẽ vào khoảng 1,2-1,4%.

**LẠM PHÁT**

Chỉ số giá tiêu dùng CPI của tháng 4 được chính thức công bố tăng tới 3,32% so với tháng trước. Đây là mức cao nhất trong vòng gần 3 năm trở lại đây. Lạm phát tiếp tục ở mức cao do giá cả lương thực & thực phẩm, dịch vụ giao thông, và vật liệu xây dựng tiếp tục tăng mạnh. Trong khi đó, lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái leo lên mức 17,5%, vượt xa con số mục tiêu 8% trong năm nay của chính phủ.

Ngoài tăng trưởng cung tiền và tín dụng cao ở mức xấp xỉ 30% liên tiếp trong nhiều năm khiến cho tổng phương tiện thanh toán M2 lớn gấp 1,3 lần giá trị GDP danh nghĩa, sự mất giá của đồng nội tệ cộng với việc điều chỉnh giá các yếu tố đầu vào cơ bản như xăng, điện, than,... đang tạo ra vòng xoáy tăng giá khó kiểm soát trong nền kinh tế.

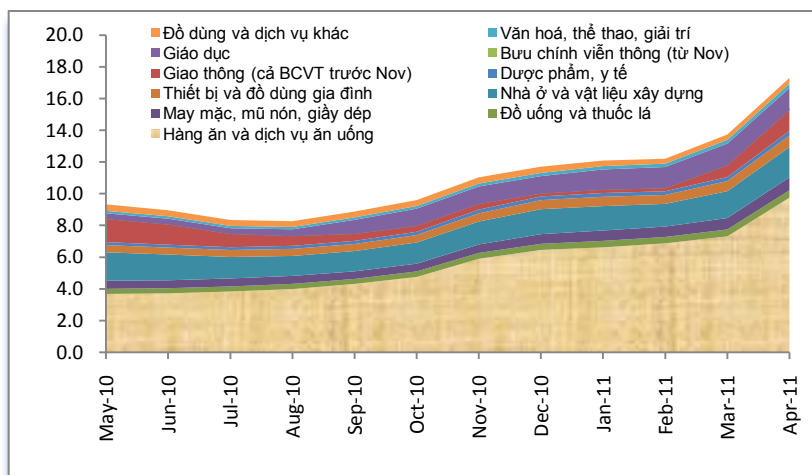
**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

Đóng góp chủ yếu vào lạm phát trong 4 tháng đầu năm vẫn là nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống khi trung bình đóng góp tới khoảng 55% tổng mức tăng của CPI hàng tháng. Tiếp theo là nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm hàng giáo dục với mức đóng góp trên dưới 10%. Nhóm dịch vụ giao thông tuy có mức đóng góp chỉ xấp xỉ khoảng 5% tổng mức tăng giá của toàn nền kinh tế nhưng lại đang có xu hướng gia tăng nhanh do chịu sức ép lên giá của dầu thô thế giới. Nếu mức giá dầu thô thế giới tiếp tục ở mức 120 \$/thùng như hiện nay thì việc điều chỉnh tăng giá xăng dầu trong nước là điều không thể tránh.

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

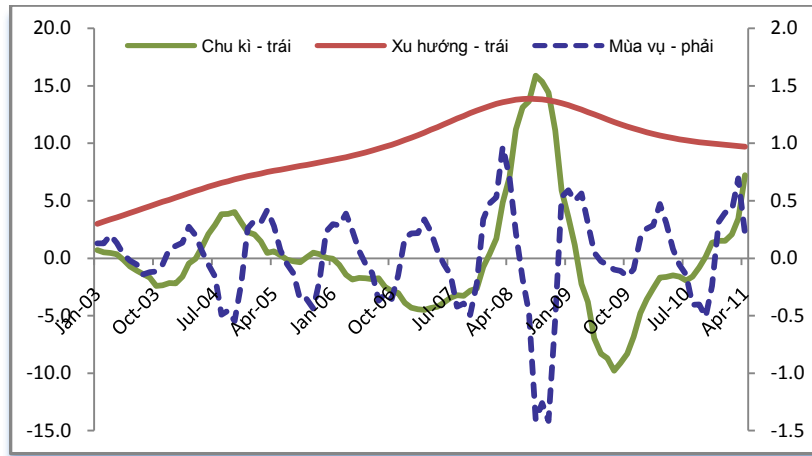


Nguồn: GSO

Phân rã lạm phát so với cùng kỳ theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ đã giảm nhưng yếu tố chu kỳ vẫn đang trong đà đi lên. Điều này cho thấy mặc dù tốc độ tăng giá hàng tháng có thể

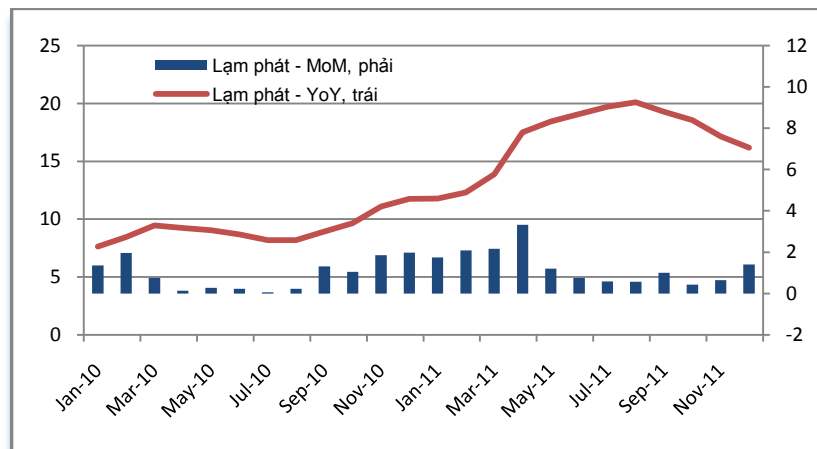
bắt đầu chậm lại nhưng thước đo lạm phát so với cùng kì năm trước sẽ còn tiếp tục tăng, thậm chí là liên tiếp trong một vài tháng tới.

**Hình 3: Phân rã lạm phát (% , so với cùng kì)**



Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

**Hình 4: Dự báo lạm phát năm 2011 (% , so với cùng kì)**



Nguồn: Tính toán của tác giả

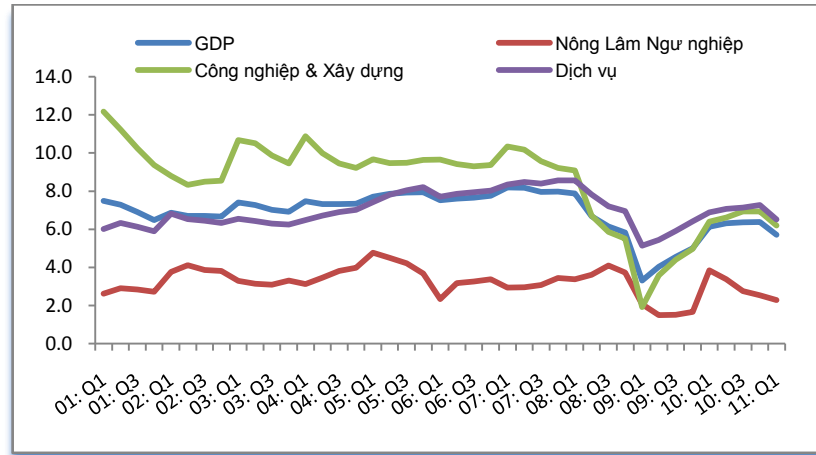
Chúng tôi thực hiện dự báo lạm phát với giả định NHNN tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thận trọng không chế tăng trưởng cung tiền trong khoảng 2-3% mỗi quý, không có cú sốc thiên tai lớn nào xảy ra, đồng thời giá xăng dầu trong nước sẽ được điều chỉnh tăng nhẹ tối đa thêm 5-10% trong thời gian còn lại của năm. Theo kịch bản này, lạm phát so với tháng trước sẽ bắt đầu giảm tốc từ tháng 5 sau đó tăng nhẹ vào tháng 9 do sự tăng giá của nhóm hàng giáo dục, và cuối cùng tăng cao vào tháng 12 do cầu tiêu dùng tăng nhanh vào cuối năm.

Tuy nhiên, lạm phát tính theo cùng kì năm trước vẫn tiếp tục gia tăng trong vài tháng tới trước khi đạt đỉnh vào tháng 8. Con số lạm phát so với cùng kì năm trước vào tháng 8 có thể lên tới trên 20% sau đó giảm dần và kết thúc năm ở mức 17%.

**CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC**

Tăng trưởng kinh tế đã có dấu hiệu chậm lại. Trong quý 1, tốc độ tăng trưởng GDP của toàn nền kinh tế đạt 5,43%, chỉ cao hơn so với mức tăng cùng kì của năm 2009. Sự sụt giảm diễn ra ở cả ba khu vực kinh tế. Trong đó, khu vực công nghiệp & xây dựng có mức sụt giảm mạnh nhất do chịu ảnh hưởng mạnh bởi chi phí vốn vay cao. Với mục tiêu ưu tiên kiềm chế lạm phát, lãi suất sẽ còn tiếp tục ở mức cao và khó giảm trong nhiều tháng tới. Do vậy, nhiều khả năng tăng trưởng GDP của cả năm sẽ chỉ ở mức xấp xỉ 5,8-6,0%.

**Hình 5: Tăng trưởng kinh tế (% , đã điều chỉnh yếu tố mùa vụ)**



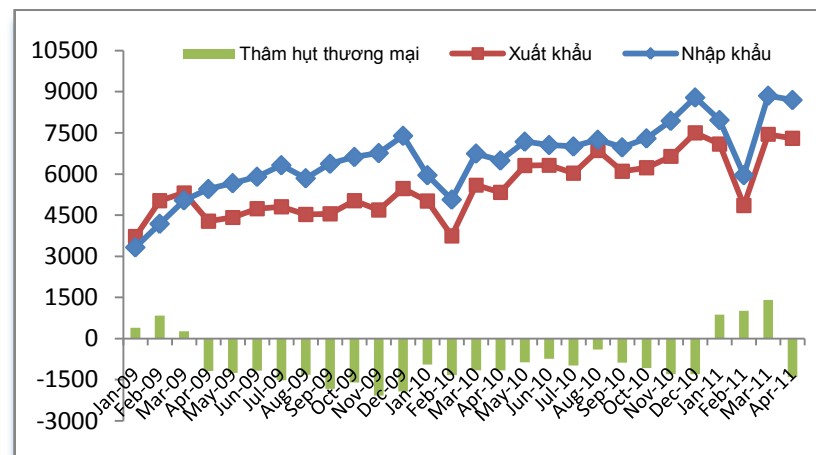
Nguồn: GSO

Thâm hụt thương mại tháng 4 ước tính tăng lên tới 1,4 tỉ \$, khiến cho thâm hụt thương mại 4 tháng đầu năm xấp xỉ 4,9 tỉ \$. Thâm hụt thương mại tiếp tục ở mức cao khiến có thể khiến cho những nỗ lực cắt giảm hiện tượng đô-la hóa và vàng hóa chỉ mang lại những hiệu quả tạm thời. Những tháng tiếp theo, nếu thâm hụt thương mại không giảm về dưới 1 tỉ \$/tháng thì rất có thể tình trạng găm giữ ngoại tệ sẽ quay trở lại, nhất là khi lãi suất tiền đồng hạ xuống.

Không có gì đột biến đối với hoạt động đầu tư nước ngoài vào Việt Nam. Tính đến cuối tháng 4, Việt Nam thu hút được khoảng 3,6 tỉ \$ giải ngân và 4,0 tỉ \$ đăng kí vốn đầu tư nước ngoài. Con số này không đủ lớn để bù đắp cho thâm hụt thương mại.

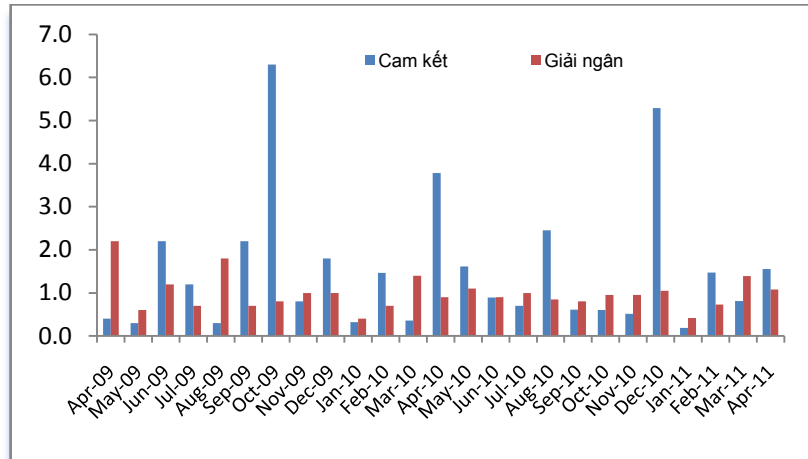
Mặc dù tăng trưởng thu nhập suy giảm, nhưng tiêu dùng của nền kinh tế tiếp tục tăng cao khi tổng mức bán lẻ hàng hóa 4 tháng đầu năm tăng tới 22,7% so với cùng kì. Nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng này là 7,7%. Những con số này cho thấy tài sản, chứ không phải thu nhập, mới là yếu tố quan trọng nhất quyết định đến tiêu dùng của người dân Việt Nam.

**Hình 6: Thương mại quốc tế (triệu \$)**



Nguồn: GSO

**Hình 7: Đầu tư trực tiếp nước ngoài hàng tháng (triệu \$)**



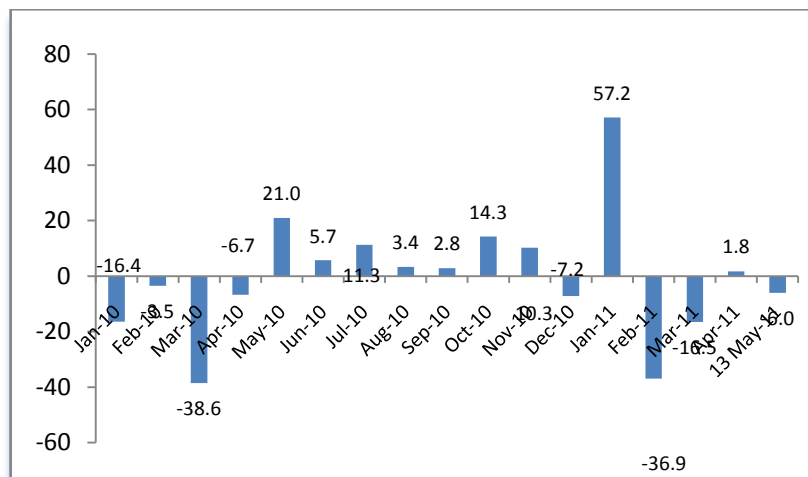
Nguồn: GSO

**CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH**

Nghị quyết 11 của chính phủ với hàng loạt các biện pháp ưu tiên bình ổn kinh tế vĩ mô đã và đang được triển khai đối với toàn nền kinh tế. Cụ thể, nhằm ngăn chặn đà gia tăng của lạm phát, kể từ đầu năm tới nay NHNN đã bốn lần điều chỉnh các lãi suất chủ chốt bao gồm lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu và lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (OMO) lên tới 13-14%. Đồng thời, cung tiền đồng được hút mạnh về qua OMO kể từ sau tháng 1. Tính từ đầu năm đến hết ngày 13/5/2011, tổng lượng bơm ròng qua OMO chỉ xấp xỉ 450 tỉ đồng.

Tuy nhiên, tính đến cuối tháng 4, tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và tăng trưởng tín dụng ước khoảng lần lượt 1% và 5% so với đầu năm. Tín dụng tiếp tục tăng mạnh trong điều kiện lãi suất cho vay lên tới 20-25% cho thấy những rủi ro tiềm ẩn trong hệ thống ngân hàng, đặc biệt là hoạt động tín dụng với lĩnh vực phi sản xuất. Thật khó có doanh nghiệp sản xuất nào sẵn sàng vay nợ với mức lãi suất cao ở trên, do vậy chúng tôi cho rằng có lẽ phần lớn tăng trưởng tín dụng trong 4 tháng đầu năm xuất phát từ việc gia hạn những hợp đồng vay nợ cũ cộng thêm với phần lãi phải trả.

**Hình 8: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỉ đồng)**



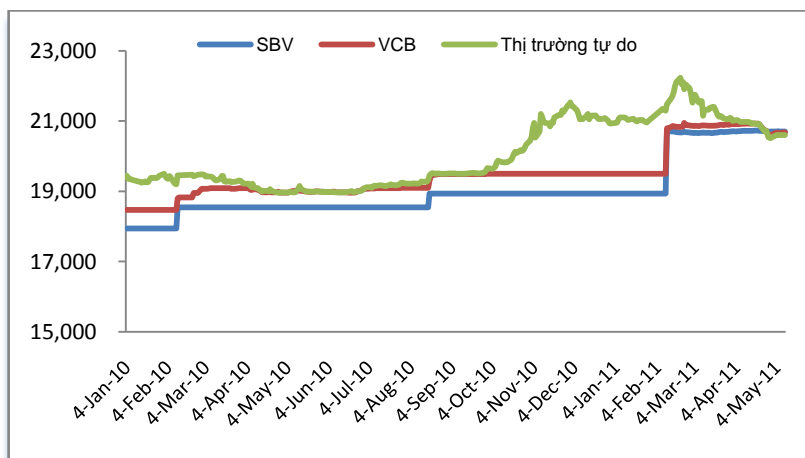
Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Lãi suất huy động cao vượt trần đang diễn ra phổ biến ở nhiều ngân hàng, đặc biệt là những ngân hàng thương mại cổ phần nhỏ. Lãi suất huy động cao đang khiến dòng tiền đang có xu hướng chuyển dịch từ các thị trường tài sản sang tiền gửi tiết kiệm. Điều này giúp phần nào tạm thời cải thiện thanh khoản cho các ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, vấn đề thanh khoản và chạy đua lãi suất của các ngân hàng thương mại chưa thể giải quyết trong ngày một ngày hai khi các hợp huy động tiền gửi chỉ dừng ở các kì hạn ngắn, trong khi đó các hợp đồng tín dụng, đặc biệt là trong lĩnh vực phi sản xuất, đang có kì hạn dài.

Với lạm phát so với tháng trước dự kiến tiếp tục ở mức cao trên 1% trong tháng 5, trong khi lạm phát so với cùng kỳ còn tiếp tục gia tăng trong vài tháng tới, chúng tôi cho rằng cơ hội để lãi suất hạ là rất nhỏ trong vòng 1-2 tháng tới. Tuy nhiên, thị trường tiền tệ sẽ được cải thiện đáng kể nếu như tốc độ tăng giá hàng tháng được kiểm soát ở mức xấp xỉ 0,5% kể từ sau tháng 5.

Thị trường ngoại hối khá ổn định trong hai tháng vừa qua nhờ lãi suất huy động tiền đồng đang ở mức cao và nhờ những biện pháp chống đô-la hóa và vàng hóa của chính phủ. Tuy nhiên, về lâu dài nếu thâm hụt thương mại và thâm hụt ngân sách tiếp tục ở mức cao thì dòng đầu cơ vào đô-la và vàng sẽ xuất hiện trở lại.

**Hình 9: Tỷ giá bán VND/US\$**

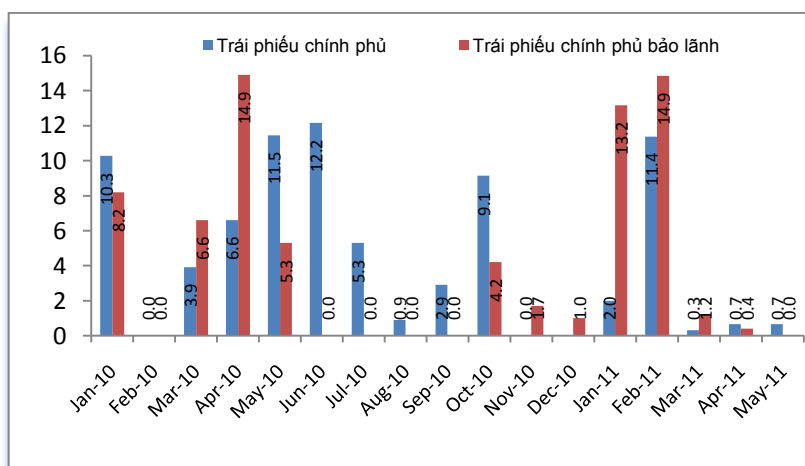


Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Kế hoạch thực hiện cắt giảm chi tiêu công, cái được cho là một trong những nguyên nhân chính gây ra áp lực lạm phát trong những năm vừa qua, đang được kì vọng rất nhiều. 97 ngàn tỉ đồng, tương đương khoảng 14% dự toán chi ngân sách năm 2011, đã được lên kế hoạch cắt giảm. Tuy nhiên, con số cuối cùng sẽ được thực hiện là bao nhiêu còn phải tùy thuộc vào quyết tâm của những người thực thi chính sách.

Tính đến hết ngày 13/5/2011, khoảng 15 ngàn tỉ đồng TPCP đã được phát hành thành công. Con số này chỉ bằng khoảng 16% so với kế hoạch phát hành 95 ngàn tỉ TPCP của Kho Bạc Nhà nước trong năm 2011. Ngoài ra, lượng TPCP bảo lãnh phát hành thành công đã lên đến xấp xỉ 30 ngàn tỉ đồng. Thâm hụt ngân sách và sức ép phát hành TPCP đã khiến cho Bộ Tài Chính phải nâng lãi suất TPCP lên trên 13% trong tháng 5 vừa qua. Tuy nhiên, khối lượng phát hành thành công cũng rất nhỏ so khối lượng chào thầu do lãi suất TPCP đang kém hấp dẫn xa so với lãi suất cho vay trên thị trường tiền tệ.

**Hình 10: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỉ đồng)**



Nguồn: HNX và khác

Nếu kế hoạch cắt giảm chi tiêu công không được thực thi một cách quyết liệt, sức ép phát hành TPCP trong phần còn lại của năm sẽ lớn và gây khó khăn cho việc hạn chế thâm hụt ngân sách và kiểm soát cung tiền khi lượng TPCP phát hành có thể được cầm cố qua OMO hoặc qua cửa sổ tái chiết khấu. Nói cách khác, hiệu quả của việc kiểm soát tăng trưởng cung tiền và do vậy là lạm phát có lẽ sẽ phụ thuộc rất nhiều vào việc thực thi cắt giảm chi tiêu công của chính phủ trong phần còn lại của năm.

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

	T1	T2	T3	T4	T5
GDP (% , YoY, cộng dồn)			5,43		
Sản lượng CN (% , yoy)	12,9	16,5	13,8	13,7	
Xuất khẩu (triệu \$)	7.091	4.848	7.447	7.300	
Nhập khẩu (triệu \$)	7.968	5.960	8.856	8.700	
Thâm hụt TM (triệu \$)	877	1.012	1.409	-1.400	
FDI cam kết (triệu \$)	190	1.470	810	730	
FDI giải ngân (triệu \$)	420	730	1.390	1.080	
Lạm phát (% , mom)	1,74	2,09	2,17	3,32	1,2
Lãi suất OMO (%)	11	12	12	13	15
VND/USD (VCB, cuối kì)	19.498	20.875	20.908	20.595	20.600

**SẢN PHẨM**

Sản phẩm này được phát triển dựa trên phiên bản trước đây có tên gọi là **Báo cáo Lạm phát và Chính sách Tiền tệ hàng tháng**. Trong phiên bản mới **Triển vọng Việt nam**, chúng tôi gắn các chuyển động kinh tế với diễn biến thị trường chứng khoán. Sự thay đổi này phản ánh những kết quả nghiên cứu thực nghiệm của chúng tôi về mối liên hệ chặt chẽ giữa chỉ số thị trường và những thay đổi về chỉ số lạm phát và chính sách tiền tệ. Bình luận về kinh tế bao gồm lạm phát, chính sách tiền tệ và những chuyển dịch kinh tế được viết bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ Kinh tế, ĐH Manchester, Anh). Bình luận về những tác động tới thị trường chứng khoán được viết bởi Quách Mạnh Hào (Tiến sỹ Kinh tế Tài chính, ĐH Birmingham, Anh). Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này, nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả. Chúng tôi cảm ơn khách hàng đã đọc và gửi phản hồi về các sản phẩm của chúng tôi.

**KHÓI NGHIÊN CỨU**

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG**

Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán 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. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long 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 trong nước. 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, Thăng Long 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, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới 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.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

**VĂN PHÒNG**

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.tls.vn](http://www.tls.vn). Bloomberg: TLSV <GO>

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: [Research@tls.vn](mailto:Research@tls.vn)

**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 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.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, 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.