

**Phạm Thế Anh,  
Kinh tế trưởng**

T: +84 4 4456 8668 ext 6669  
E: Anh.PhamThe@tls.vn

**Trần Thị Thanh Thảo,  
Chuyên viên**

T: +84 4 4456 8668 ext 6677  
E: Thao.TranThiThanh@tls.vn

**TLS Vietnam Research**

Website: [www.tls.vn](http://www.tls.vn)  
Bloomberg: TLSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

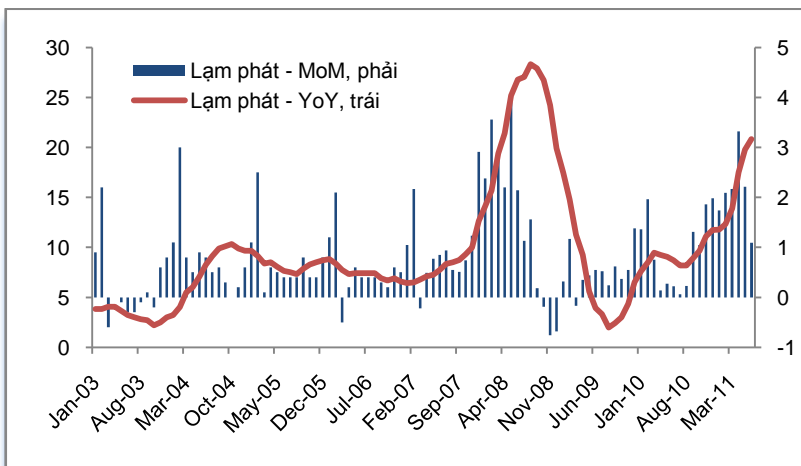
**TÓM TẮT**

- CPI tháng Sáu có mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm đến nay, tăng 1,09% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kì năm trước cũng tiếp tục gia tăng lên mức 20,82%;
- Tăng trưởng kinh tế trong quý 2 cao hơn so với quý 1, tốc độ tăng GDP 6 tháng đầu năm 2011 đạt 5,57%;
- Thâm hụt thương mại nửa đầu năm lên tới gần 7 tỷ \$;
- FDI giải ngân của 6 tháng đầu năm vào khoảng 5,3 tỷ \$;
- Thị trường ngoại hối khá ổn định;
- Khoảng 41 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và gần 35 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh đã được phát hành thành công kể từ đầu năm đến nay;
- NHNN đã tăng mạnh hút ròng qua thị trường mở trong tháng Sáu, nâng tổng lượng hút ròng qua OMO trong nửa đầu năm lên 84,8 ngàn tỷ đồng.
- Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 6 tháng đầu năm ước lần lượt đạt 7,13% và 2,45%.
- Lãi suất OMO đã được điều chỉnh giảm từ 15% xuống còn 14% từ đầu tháng 7;
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng Bảy sẽ vào khoảng 1,5%.

**LẠM PHÁT**

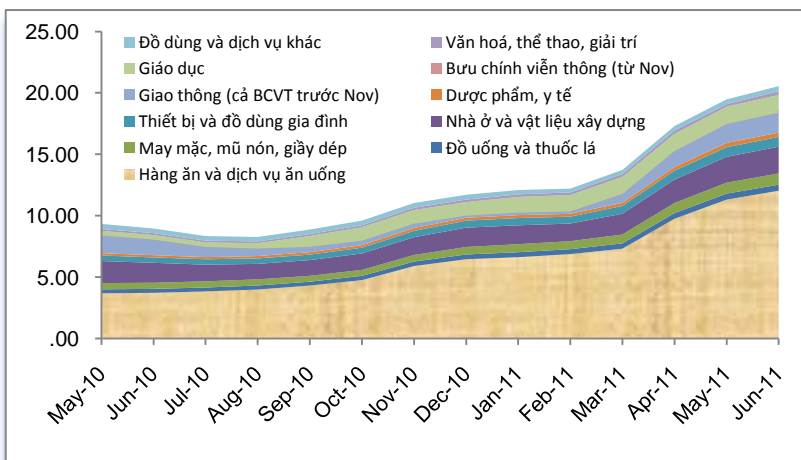
Chỉ số giá tiêu dùng CPI của tháng 6 được chính thức công bố tăng khoảng 1.09% so với tháng trước. Như vậy, chỉ số giá tháng này có mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm đến nay cho thấy ảnh hưởng tích cực từ các biện pháp kiềm chế lạm phát trong thời gian qua. Dù giá cả dịch vụ giao thông, và vật liệu xây dựng thay đổi không đáng kể, giá lương thực & thực phẩm tiếp tục tăng cao là nhân tố chính đóng góp vào lạm phát tháng Sáu. Trong khi đó, CPI so với cùng kì năm trước đã lên tới 20,82%, cao nhất kể từ tháng 11 năm 2008, vượt xa mục tiêu 17% mới điều chỉnh của chính phủ.

**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

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

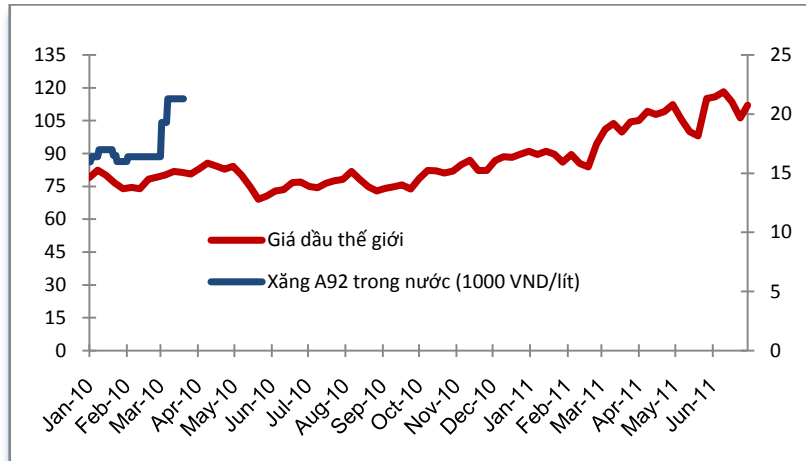


Nguồn: GSO

So với cùng kì năm trước, giá của nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống tăng tới 30,15% và nhóm này đóng góp khoảng 58% trong tổng mức tăng 20,82% của CPI cả nước. Giá các loại lương thực & thực phẩm tăng cao một phần do thời tiết mưa liên tục làm giảm sản lượng thu hoạch, mặt khác còn do chi phí đầu vào sản xuất nông nghiệp cũng tăng cao như giá thức ăn chăn nuôi và lãi suất vay vốn ngân hàng. Tiếp theo là nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm dịch vụ giao thông đóng góp khoảng 10% tổng mức tăng giá 20,82% của toàn nền kinh tế. Tuy nhiên, giá cả của hai nhóm này chỉ tăng nhẹ so với tháng Năm do giá điện, nước, xăng dầu được giữ ổn định. Cuối cùng là nhóm hàng giáo dục với mức đóng góp khoảng 7% trong tổng mức tăng giá chung.

Giá dầu thô thế giới thời gian qua liên tục tăng cao do lo ngại về nguồn cung giảm bất nguồn từ bất ổn chính trị ở Trung Đông và Bắc Phi cùng với sự suy yếu của đồng USD đã khuyến khích đầu cơ vào mặt hàng này. Đến cuối tháng 6, giá dầu thô lại có xu hướng giảm do lo ngại về giảm nhu cầu tiêu thụ tại khu vực khủng hoảng nợ công châu Âu và dấu hiệu tăng trưởng chậm của nền kinh tế Trung Quốc. Mặc dù các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu trong nước đã có lãi, Bộ Tài Chính (MoF) quyết định chưa giảm giá xăng dầu.

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

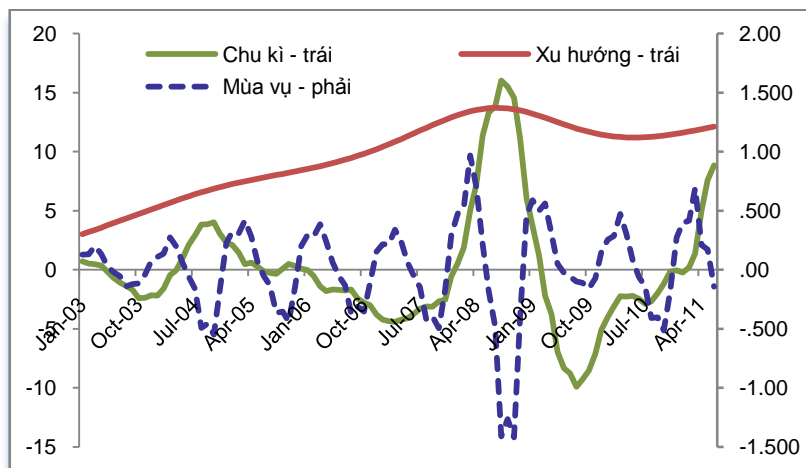


Nguồn: EIA và MoF

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

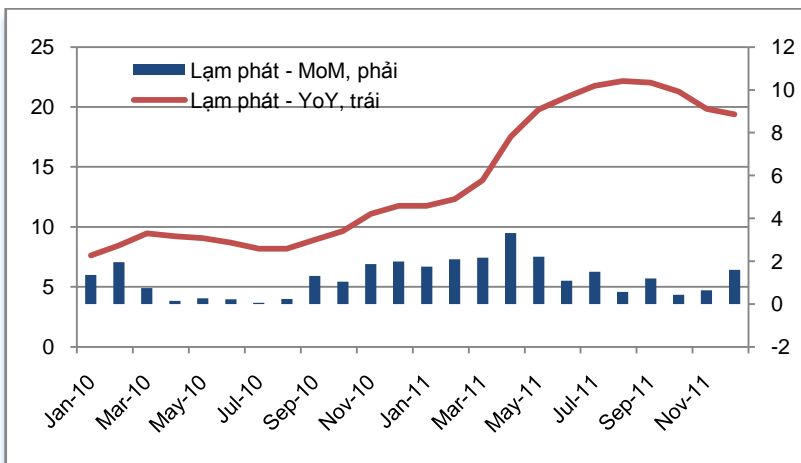
Sự gia tăng bất ngờ của nhóm hàng lương thực và thực phẩm trong những ngày đầu tháng Bảy khiến cho triển vọng lạm phát trong những tháng còn lại của năm trở nên tiêu cực hơn. Hầu hết các mặt hàng lương thực và thực phẩm thiết yếu đều có sự gia tăng mạnh do nguồn cung bị ảnh hưởng bởi thời tiết xấu và do chi phí đầu vào tăng. Ngoài ra, việc điều chỉnh giảm lãi suất thị trường mở (OMO) quá sớm có thể phát đi những tín hiệu sai lệch về mục tiêu ưu tiên chống lạm phát hiện tại, và do vậy có thể ảnh hưởng phần nào đến kì vọng về lạm phát trong tương lai. Do vậy, chúng tôi dự báo lạm phát vào cuối năm có thể tăng tới trên 19%, thay vì mức 17-18% như trước đây. Theo kịch bản này, CPI trong tháng Bảy sẽ tăng cao khoảng 1,5% so với tháng Sáu, sau đó tăng nhẹ trong tháng Tám trước khi tăng cao trở lại vào tháng 9, do sự tăng giá của nhóm hàng giáo dục, và tháng 12 do cầu tiêu dùng tăng nhanh vào 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 2011 (% , so với cùng kỳ)**

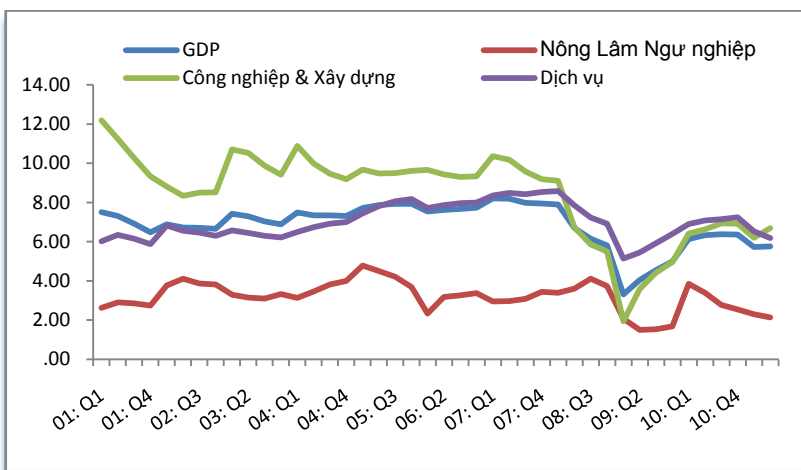


Nguồn: Tính toán của tác giả

**CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC**

Tốc độ tăng trưởng kinh tế quý 2 tốt hơn so với quý 1 nhưng vẫn chịu ảnh hưởng bởi các chính sách vĩ mô thắt chặt. Tốc độ tăng GDP 6 tháng đầu năm 2011 đạt xấp xỉ 5,57%, thấp hơn cùng kỳ năm trước ở mức 6,16%. Trong đó, khu vực công nghiệp & xây dựng và khu vực dịch vụ tăng trưởng lần lượt là 6,49% và 6,12%. Khu vực nông nghiệp tăng xấp xỉ 2,08%. Với lãi suất cao kéo dài, tăng trưởng trong năm nay được kì vọng sẽ chỉ vào khoảng 5,8-6,0%.

**Hình 6: Tăng trưởng kinh tế (% , đã điều chỉnh yếu tố mùa vụ)**



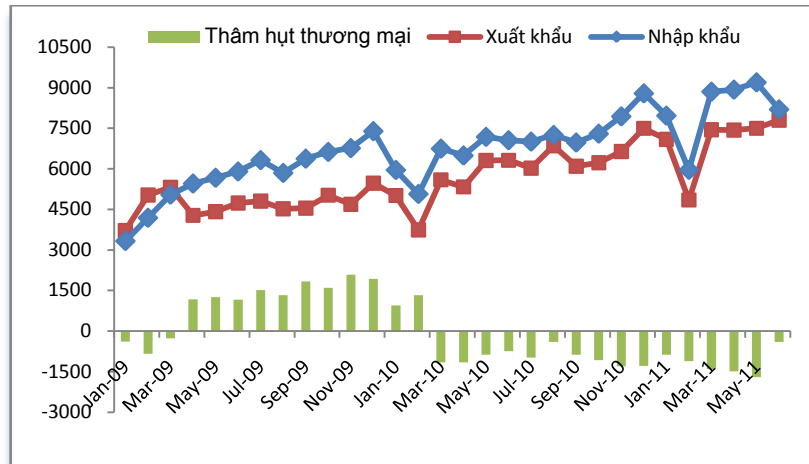
Nguồn: GSO

Cán cân thương mại trong tháng Sáu có sự cải thiện tích cực với mức nhập siêu giảm mạnh từ 1,7 tỷ USD trong tháng 5 xuống còn 400 triệu USD trong tháng 6, là mức thấp nhất trong vòng 10 tháng qua. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoảng 630 triệu USD từ tái xuất vàng thì thậm chí hụt thương mại trong tháng Sáu vẫn ở mức trên 1 tỷ USD. Tổng kim ngạch xuất khẩu 6 tháng đầu năm đạt 42,3 tỷ USD, tăng tới trên 30% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, tổng kim ngạch nhập 6 tháng đầu năm lên tới gần 49,0 tỷ USD, tăng xấp xỉ 26% so với cùng kỳ năm trước. Sự gia tăng mạnh của giá trị xuất khẩu chủ yếu là nhờ sự lên giá của nhóm hàng nguyên liệu cơ bản trên thị trường quốc tế. Ngoài ra, cầu cao trên thị trường thế giới và sự ổn định của thị trường ngoại hối trong nước cũng đóng góp vai trò hỗ trợ đáng kể.

Kim ngạch nhập khẩu trong tháng Sáu giảm 10,8% so với tháng trước cho thấy các biện pháp quản lý mới đối với nhóm hàng cần kiểm soát và cần hạn chế nhập khẩu đã bắt đầu phát huy tác dụng. Tuy nhiên, khả năng phải tăng nhập khẩu khoảng 1 triệu tấn xăng dầu do nhà máy lọc dầu Dung Quất tạm nghỉ để bảo dưỡng và kế hoạch nhập khẩu than khoảng 10 triệu tấn/năm từ nay đến 2012 của tập đoàn Than Khoáng Sản Việt Nam sẽ góp phần không nhỏ làm tăng nhập siêu trong năm. Nếu thâm hụt thương mại tiếp tục kéo dài trong những

tháng tiếp theo thì nguy cơ tăng giá đồng USD trở lại vào cuối năm khi nhu cầu thanh toán hàng nhập khẩu tăng lên là khó tránh khỏi.

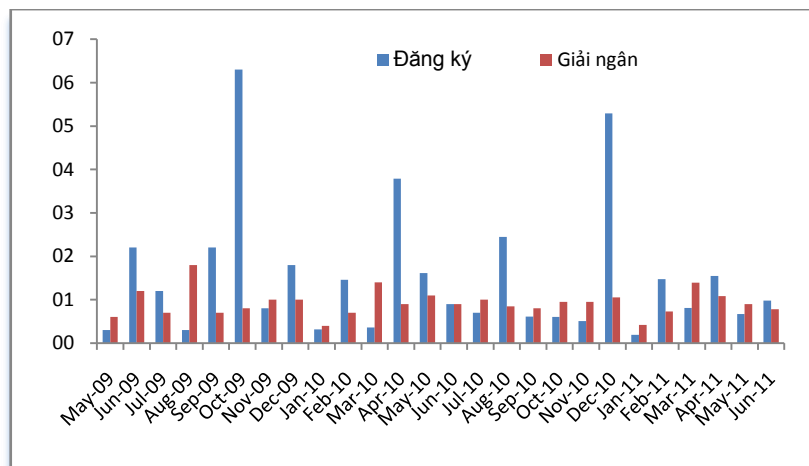
**Hình 7: Thương mại quốc tế (triệu \$)**



Nguồn: GSO

Trong 6 tháng đầu năm, Việt Nam thu hút được gần 5,7 tỷ \$ đăng kí và 5,3 tỷ \$ giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, giảm tương ứng 1,9% và 33% so với cùng kỳ năm trước. FDI vào Việt Nam tiếp tục giảm mạnh do tình kinh tế thế giới khó khăn nên các nước chuyên cung cấp FDI phải điều chỉnh lại nguồn vốn đầu tư ra nước ngoài. Ngoài ra, bất ổn kinh tế vĩ mô trong nước, thiếu điện, khan hiếm lao động có tay nghề cũng làm giảm khả năng thu hút nguồn vốn này.

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

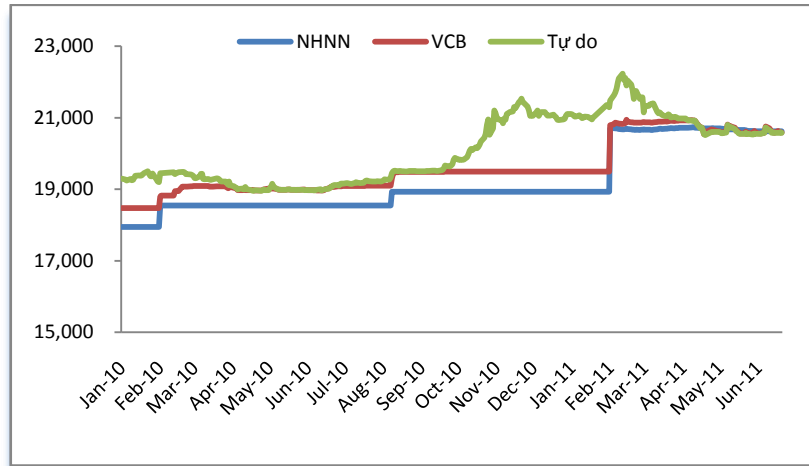


Nguồn: GSO

**CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH**

Thị trường ngoại hối có sự biến động nhẹ khi tỷ giá VND/USD niêm yết và tự do dao động quanh ngưỡng 20.580 - 20.600. Theo quy định của NHNN, kể từ 1/7 các tập đoàn và tổng công ty nhà nước phải bán lại ngoại tệ cho các NHTM. Tuy nhiên, chúng ta khó có thể kì vọng tỉ giá giảm thêm bởi lượng kết hối có thể không được nhiều như kỳ vọng do các doanh nghiệp có thể đã chủ động bán lại ngoại tệ từ trước và do thâm hụt thương mại cao trong những tháng gần đây.

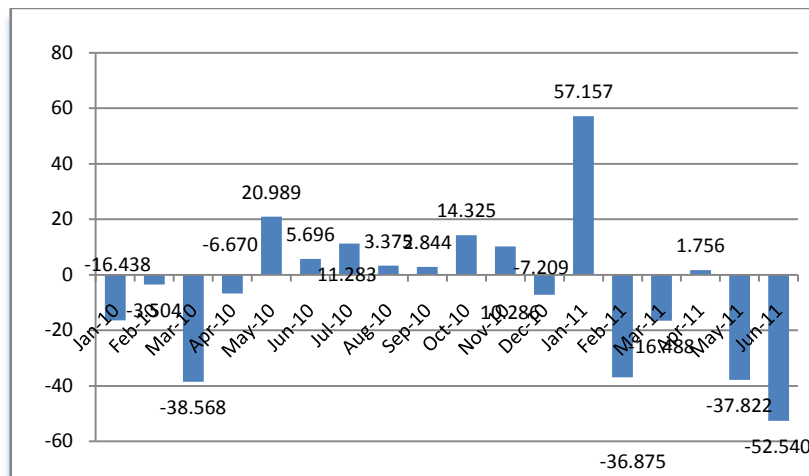
**Hình 9: Tỷ giá bán VND/USD**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (OMO) được điều chỉnh giảm từ 15% xuống 14% sau khi lạm phát tháng 6 đạt mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm đến nay. Sự thay đổi chính sách này có vẻ như không có ý nghĩa nhiều đối với các ngân hàng thương mại khi gần đây NHNN chủ động hút tiền về qua OMO đồng thời hỗ trợ thanh khoản qua cửa sổ tái cấp vốn/tái chiết khấu, và đặc biệt khi lãi suất liên ngân hàng với kì hạn tương ứng ổn định quanh mức 13% trong thời gian qua. Đây chưa thể coi là dấu hiệu nới lỏng tiền tệ của NHNN khi mà áp lực lạm phát vẫn còn cao. Riêng trong tháng 6, NHNN đã hút ròng về gần 52.500 tỷ đồng qua thị trường mở. Như vậy, từ đầu năm đến nay, lượng tiền hút ròng ở kênh này đã đạt gần 85.000 tỷ đồng.

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



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Lãi suất huy động VND đã có dấu hiệu giảm nhẹ khi lãi suất niêm yết tại một vài ngân hàng vừa được điều chỉnh xuống dưới 14%. Bên cạnh đó, đoán trước xu hướng lãi suất dài hạn có thể sẽ giảm nên các ngân hàng hiện nay đã niêm yết lãi suất các kỳ hạn dài ở mức thấp hơn kỳ hạn ngắn. Lãi suất thỏa thuận vẫn còn tồn tại và dù có giảm nhưng vẫn ở mức rất cao quanh 17,5%/năm. Với lãi suất huy động giảm nhẹ, lãi suất cho vay cũng giảm khoảng 1% và xoay quanh mức 20%- 21,5%/năm.

Lãi suất trong ngắn hạn có thể tiếp tục giảm nhẹ do nhu cầu về vốn giá cao giảm. Tuy nhiên, mức giảm sẽ là không nhiều khi lạm phát trong tháng Bảy nhiều khả năng quay trở lại ở mức khá cao. Đặc biệt, lạm phát so với cùng kì năm trước sẽ còn xu hướng tăng ít nhất là cho tới hết tháng Tám.

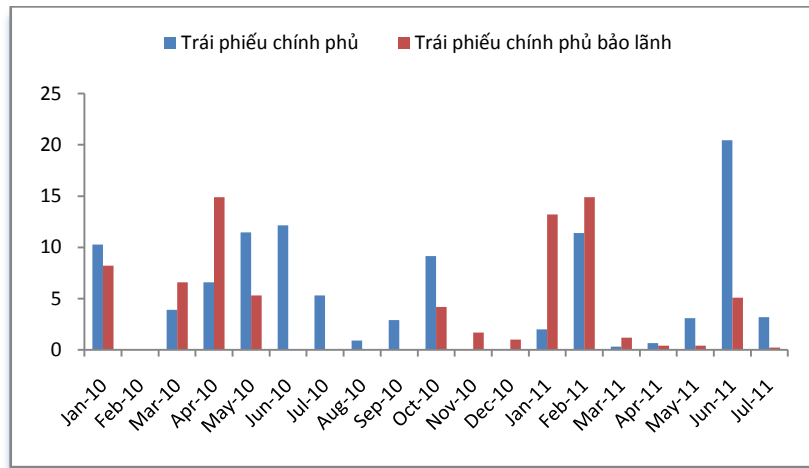
Tính đến cuối tháng 6/2011, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ngân hàng mới chỉ đạt 7,13%. Tổng phương tiện thanh toán (M2) tăng khoảng 2.45% so với thời điểm đầu năm, thấp hơn nhiều so với kế hoạch cả năm 2011 là 15%-16%. Tín dụng bằng ngoại tệ tiếp tục xu hướng tăng mạnh tới 23,47% so với cuối năm 2010. Ngược lại, tín dụng bằng VND chỉ tăng 2,76% do sự chênh lệch lớn về lãi suất cho vay bằng VND và ngoại tệ.

Đối với việc hạn chế tín dụng phi sản xuất, tại thời điểm 30 tháng 6 vẫn còn 8 ngân hàng thương mại cổ phần trong nước có dự nợ phi sản xuất cao hơn 22% và sẽ phải chịu phạt tăng gấp đôi tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Áp lực giảm tín dụng phi sản xuất xuống còn 16% vào cuối năm nay sẽ tiếp tục đề nặng lên hoạt động của các ngân hàng thương mại đặc biệt là ngân hàng có quy mô nhỏ, thị trường bất động sản và chứng khoán.

Thị trường trái phiếu đặc biệt sôi động trong tháng 6 với khoảng 20 ngàn tỷ đồng TPCP đã được phát hành thành công. Từ đầu năm đến nay, lượng TPCP phát hành thành công đạt 41 ngàn tỷ đồng, xấp xỉ 43% so với kế hoạch phát hành của Kho Bạc Nhà nước trong năm 2011. Ngoài ra, lượng TPCP bảo lãnh phát hành thành công đã lên đến xấp xỉ 35 ngàn tỷ đồng. Lượng TPCP và TPCP bảo lãnh phát hành ở mức cao, do thâm hụt ngân sách kéo dài, sẽ tiếp tục lấn át đầu tư của khu vực tư nhân và làm lãi suất khó giảm trong thời gian tới.

Thị trường trái phiếu có dấu hiệu giảm nhiệt từ tuần đầu tháng 7 với khối lượng trúng thầu đạt 3.202 tỷ đồng TPCP, xấp xỉ 55% so với tuần trước đó do Kho Bạc Nhà Nước tiếp tục giảm lãi suất trần xuống còn khoảng 12%, thấp hơn mức kì vọng của nhà đầu tư.

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



Nguồn: HNX và khác

Mặc dù chính phủ rất quyết tâm trong việc cắt giảm đầu tư công, việc thực thi tại các địa phương chưa hiệu quả do vẫn phải qua nhiều công đoạn, thủ tục xem xét, trình duyệt và liên quan rất lớn đến quyền lợi của nhiều bên. Con số dự kiến cắt giảm trong năm 2011 ước đạt 80,5 ngàn tỷ đồng, chiếm 9% tổng vốn đầu tư toàn xã hội nhưng thực tế có thể thấp hơn nhiều. Tổng chi và thu ngân sách nhà nước 6 tháng đầu năm lần lượt đạt 355 và 328 ngàn tỷ đồng, dẫn đến thâm hụt ngân sách vào khoảng 27,8 ngàn tỷ đồng càng làm tăng gánh nặng vay nợ trong nước và ngoài nước.

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7_F
GDP (% , YoY, cộng dồn)			5,43			5,57	
Sản lượng CN (% , yoy)	12,9	16,5	13,8	12,2	17,6	13,6	13,0
Xuất khẩu (triệu \$)	7.091	4.848	7.447	7.437	7.500	7.800	
Nhập khẩu (triệu \$)	7.968	5.960	8.856	8.930	9.200	8.200	
Thâm hụt TM (triệu \$)	877	1.112	1.409	1.493	1.700	400	1.100
FDI cam kết (triệu \$)	190	1.470	810	1.550	670	980	
FDI giải ngân (triệu \$)	420	730	1.390	1.080	900	780	
Lạm phát (% , mom)	1,74	2,09	2,17	3,32	2,21	1,09	1,5
Lãi suất OMO (%)	11	12	12	13	15	14	14
VND/USD (VCB, cuối kì)	19.498	20.875	20.908	20.595	20.560	20.585	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. 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 (Tiền 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. Khóai 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 TỬ CHÓI

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 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.