

**Phạm Thế Anh,**  
**Kinh tế trưởng**  
T: +84 4 4456 8668 ext 6669  
E: Anh.PhamThe@tls.vn

**Trần Thị Thanh Thảo,**  
**Chuyên viên phân tích**  
T: +84 4 4456 8668 ext 6682  
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

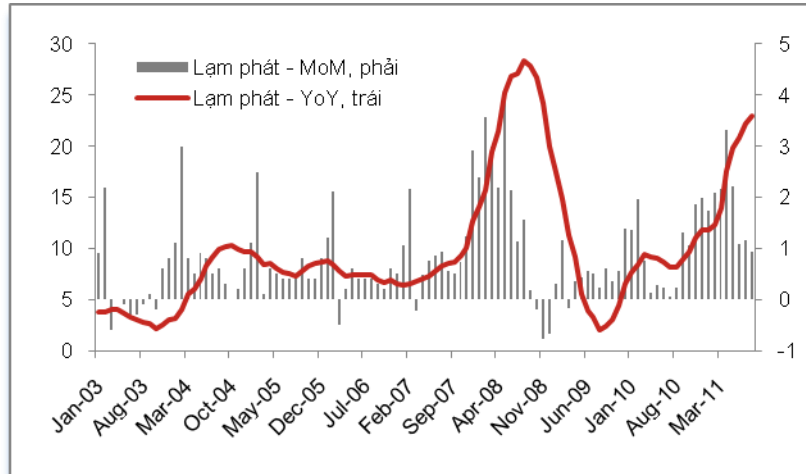
### **TÓM TẮT**

- CPI tháng Tám đã giảm tốc, tăng 0,93% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kì năm trước tiếp tục gia tăng lên mức 23,02%;
- Tăng trưởng sản lượng công nghiệp có dấu hiệu sụt giảm mạnh, chỉ còn khoảng 5,8% so với cùng kì năm trước, do hậu quả của lạm phát và lãi suất cao;
- Thâm hụt thương mại tháng Tám tăng mạnh do NHNN cho phép nhập khẩu 15 tấn vàng. Thâm hụt thương mại 8 tháng đầu năm vào khoảng 6,2 tỷ \$;
- FDI giải ngân tháng 8 đạt xấp xỉ 1 tỷ \$, cao gấp 2 lần FDI đăng kí. Trong khi đó FDI giải ngân của 8 tháng đầu năm vào khoảng 7,3 tỷ \$;
- Thị trường ngoại hối có sự biến động do ảnh hưởng của giá vàng thế giới;
- Khoảng 50 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và gần 37 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh đã được phát hành thành công kể từ đầu năm đến nay;
- NHNN duy trì sự cân bằng giữa khối lượng bơm ra và hút vào trên thị trường mở trong suốt tháng Tám. Tổng lượng hút ròng qua OMO từ đầu năm đến nay xấp xỉ 94 ngàn tỷ đồng.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng Chín sẽ vào khoảng 0,7-0,9%.

**LẠM PHÁT**

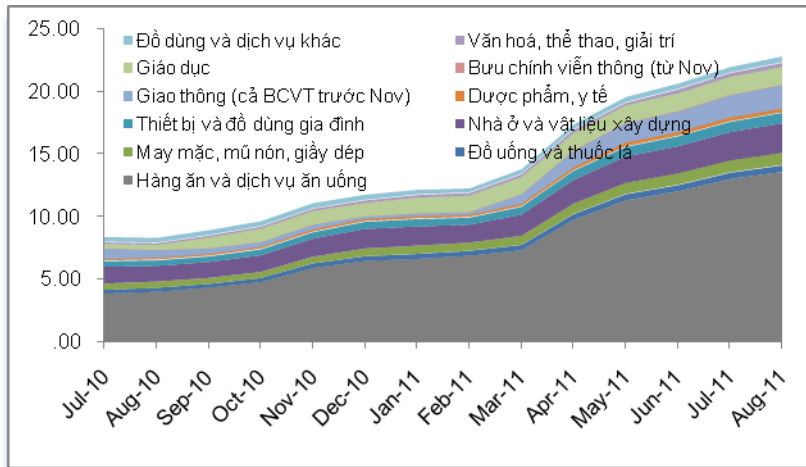
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của tháng Tám được chính thức công bố tăng khoảng 0,93% so với tháng trước đó. Lạm phát tháng 8 đạt mức thấp nhất kể từ đầu năm tới nay chủ yếu do giá của nhóm hàng lương thực & thực phẩm đã tăng chậm lại. Giá các nhóm hàng khác đều tăng nhẹ ngoại trừ sự giảm giá của nhóm hàng bưu chính viễn thông. Trong khi đó, CPI so với cùng kỳ năm trước đã tăng tới 23,02%, là mức tăng cao 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 kỳ)**



Nguồn: GSO

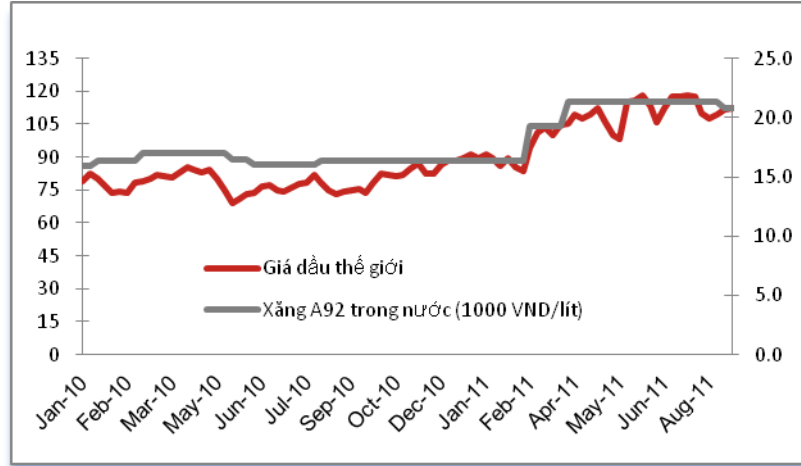
Đóng góp lớn nhất vào lạm phát vẫn là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm tới 59% trong mức tăng 23,02% của CPI cả nước. Giá cả nhóm này đã tăng chậm lại trong tháng 8 và có khả năng sẽ tiếp tục cải thiện trong những tháng cuối năm do các biện pháp hỗ trợ sản xuất nông nghiệp được thực hiện.

Nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm dịch vụ giao thông đóng góp lần lượt là 10% và 8,3% trong tổng mức tăng giá chung. Giá cả nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng thường tăng vào các tháng cuối năm do biến động tỷ giá làm tăng chi phí nguyên vật liệu đầu vào và do tính mùa vụ của ngành xây dựng.

Nhóm hàng giáo dục cũng đóng góp đáng kể tới 6,3% mức tăng CPI cả nước do nhu cầu tiêu dùng các mặt hàng giáo dục tăng cao để phục vụ cho năm học mới. Các nhóm hàng còn lại đóng góp trên 1% trong tổng mức tăng giá chung. Giá đầu thô thế giới trong tháng Tám đã giảm mạnh so với mức

giá bình quân tháng trước, dao động quanh mức 110\$/thùng. Giá dầu thô giảm do các nước xuất khẩu dầu đẩy mạnh sản lượng khai thác và dầu hiệu chấm dứt nội chiến tại Bắc Phi. Tuy nhiên, giá dầu thô có thời điểm tăng trở lại cuối tháng 8 do các cơn bão lớn ảnh hưởng đến sản lượng của các nhà máy lọc dầu tại Mỹ. Giá xăng trong nước giảm nhẹ 500 đồng/lít từ cuối tháng 8 cũng sẽ góp phần giảm tốc độ tăng CPI trong thời gian tới.

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

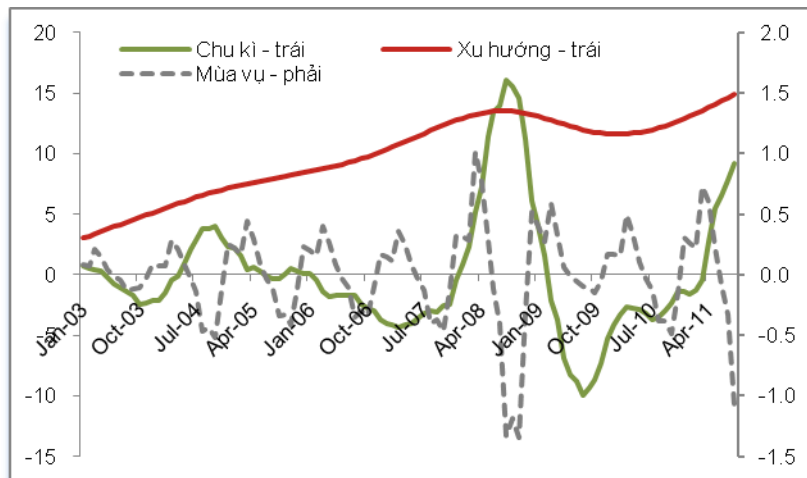


Nguồn: EIA và MoF

Phân rã lạm phát so với cùng kỳ theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ tiếp tục giảm nhưng thành phần xu hướng dài hạn và đặc biệt là yếu tố chu kỳ vẫn đang trong đà đi lên. Thành phần chu kỳ được dự báo có thể sẽ bắt đầu giảm từ tháng Chín khi giá cả các mặt hàng thiết yếu như lương thực & thực phẩm, giao thông, và vật liệu xây dựng đã giảm tốc. Mức tăng giá của tháng Chín có lẽ sẽ chủ yếu bắt nguồn từ sự tăng giá của nhóm hàng giáo dục, bao gồm học phí và dụng cụ học tập. Nhóm hàng này tuy chỉ chiếm tỉ trọng chưa đến 6% trong giỏ hàng tính CPI nhưng với biên độ điều chỉnh lớn, khoảng 10%, sẽ đóng góp vào tổng mức tăng CPI của cả nước khoảng từ 0,5-0,6% trong tháng Chín.

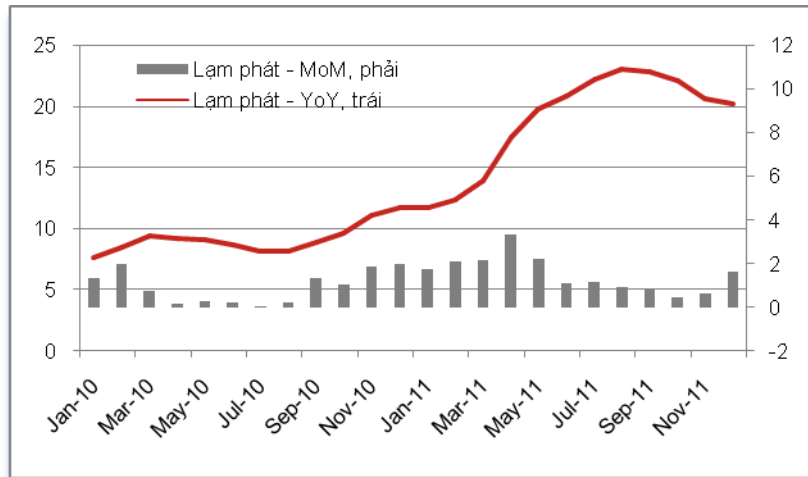
Ngoài ra, thiên tai có thể là một rủi ro tiềm ẩn khiến giá cả nhóm hàng lương thực & thực phẩm tăng cục bộ ở một số địa phương. Cuối cùng, kế hoạch tăng giá điện, ước tính khoảng 5%, của Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) cũng có thể làm tăng kỳ vọng và do vậy là lạm phát trong những tháng cuối năm. Tính đến những ảnh hưởng này, các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy nhiều khả năng CPI của tháng Chín sẽ tăng ở mức khá cao, khoảng 0,7-0,9% so với tháng trước.

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



Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

**Hình 5: Dự báo lạm phát năm 2011 (% , so với cùng kì)**



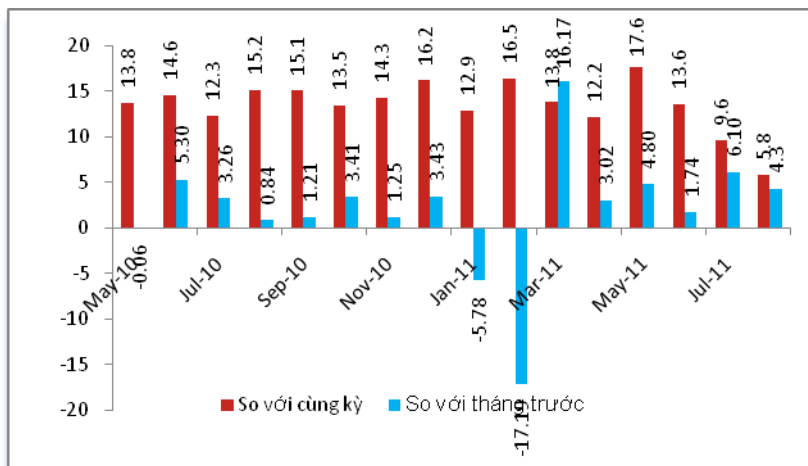
Nguồn: Tính toán của tác giả

**CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC**

Tăng trưởng sản lượng công nghiệp tháng Tám giảm mạnh, chỉ còn xấp xỉ 5,8% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm 2010 trở lại đây. Chỉ số tồn kho của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo đầu tháng Tám cũng tăng tới 17,8% so với cùng kỳ năm trước.

Lạm phát cao trong tám tháng đầu năm cùng với lãi suất cho vay luôn ở mức trên 20% đã làm giảm nhu cầu tiêu dùng và đầu tư trong nước và làm tăng lượng hàng tồn kho của các doanh nghiệp sản xuất trong lĩnh vực này. Hàng không bán được trong khi không thể vay vốn ngân hàng khiến nhiều doanh nghiệp chỉ hoạt động cầm chừng với công suất thấp. Theo đó, tăng trưởng sản xuất công nghiệp chậm lại sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực tới tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ thất nghiệp trong năm.

**Hình 6: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp 2010-2011 (%)**



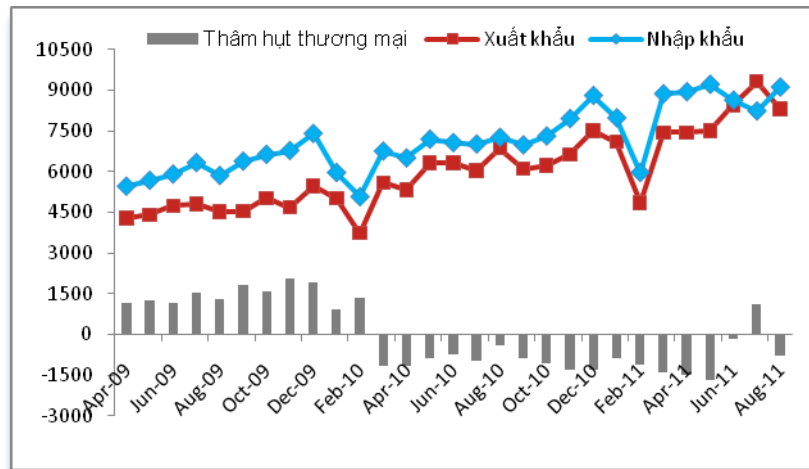
Nguồn: GSO

Trái ngược với mức xuất siêu khoảng 1,1 tỷ \$ trong tháng 7, cán cân thương mại tháng 8 thâm hụt tới gần 800 triệu \$. Giá trị xuất khẩu tháng Tám đạt xấp xỉ 8,3 tỷ \$, giảm 11% so với tháng trước. Giá trị nhập khẩu đạt 9,1 tỷ \$, tăng xấp xỉ 10,7% so với tháng Bảy do đơn giá nhiều mặt hàng nhập khẩu tăng và việc nhập khẩu vàng để bình ổn giá vàng trong nước.

Trong tám tháng đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu đạt khoảng 60,8 tỷ USD, tăng tới 33% so với cùng kỳ năm trước. So với cùng kỳ, sự gia tăng diễn ra ở hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chính trừ mặt hàng cà phê và than đá.

Tổng giá trị nhập khẩu 8 tháng ước đạt xấp xỉ 67 tỷ USD, tăng tới 26% so với cùng kỳ năm trước. Giá trị nhập khẩu của các mặt hàng chính đều tăng so với cùng kỳ trừ mặt hàng sắt thép do ngành bất động sản và xây dựng trong nước đang trong giai đoạn khó khăn.

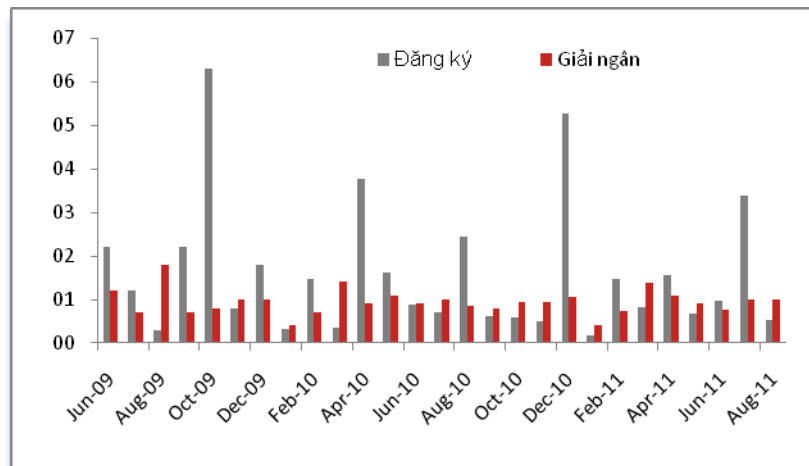
**Hình 7: Thương mại quốc tế (triệu \$)**



Nguồn: GSO

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong cả 8 tháng đầu năm đạt xấp xỉ 9,6 tỷ \$ đăng kí và 7,3 tỷ \$ giải ngân. Lượng FDI đăng kí đã giảm mạnh từ 3,4 tỷ \$ trong tháng Bảy xuống còn 0,52 tỷ \$ trong tháng 8. Trong khi đó, FDI giải ngân tháng Tám vẫn duy trì ở mức xấp xỉ 1 tỷ \$, cao hơn bình quân 8 tháng đầu năm là 0,91 tỷ \$. Dòng vốn FDI vào Việt Nam có xu hướng giảm do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính và thiên tai đang diễn ra ở nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới. Dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào lĩnh vực sản xuất chế biến cho thấy tín hiệu tốt về giá trị xuất khẩu cao trong tương lai.

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



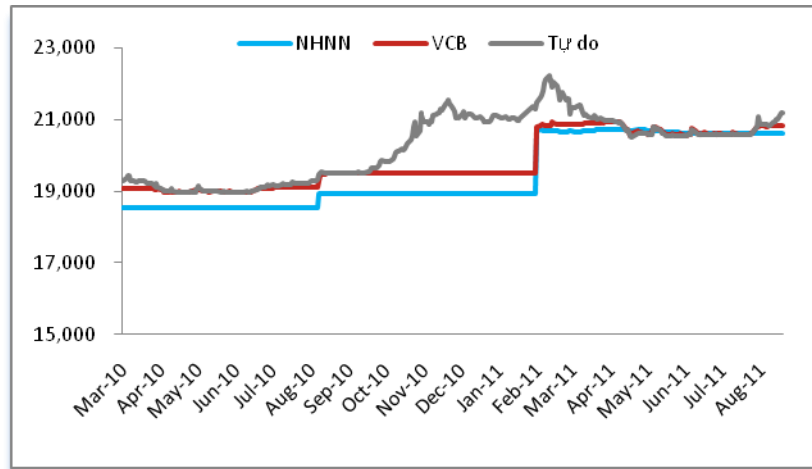
Nguồn: GSO

**CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH**

Thị trường ngoại tệ sau nhiều tháng ổn định đã có sự biến động khá mạnh trong tháng 8. Tỷ giá VND/USD chính thức dao động quanh mức 20.830 và tỷ giá tự do có thời điểm vượt quá 21.000. Tỷ giá tăng mạnh một phần do các NHTM gom ngoại tệ để nhập khẩu vàng. Mặt khác, cầu ngoại tệ cũng đang tăng dần do các khoản vay bằng USD của doanh nghiệp đang lần lượt đáo hạn. Tính đến

hết tháng 8, NHNN đã mua vào hơn 6 tỷ \$. Tuy nhiên, theo nguồn tin của Reuters thì trong vòng khoảng 3 tuần gần đây NHNN đã phải bán ra tới 1,5 tỉ \$ nhằm ổn định thị trường ngoại hối.

**Hình 9: Tỷ giá bán VND/USD**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

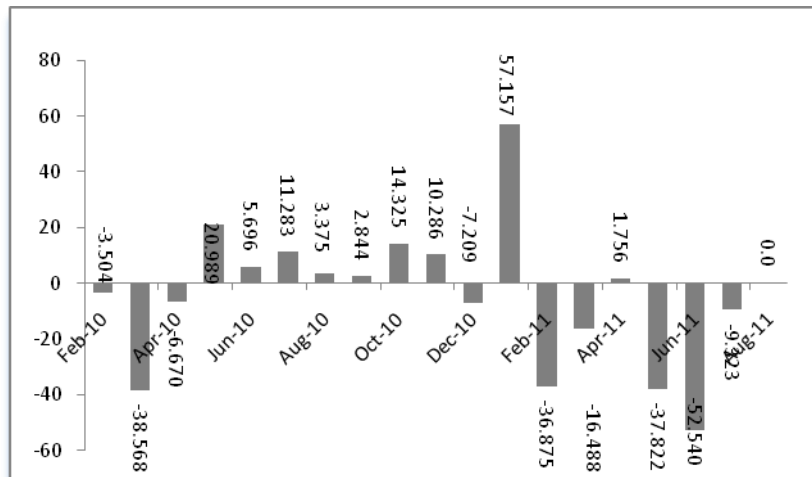
NHNN đang phát đi thông điệp giữ tỉ giá ổn định từ giờ đến cuối năm. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc ngoại tệ đã được nâng thêm 1% trong nỗ lực giảm bớt tình trạng mất cân đối giữa tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ và nội tệ. Phản ứng chính sách này được đánh giá khá tích cực. Một mặt, nó không khuyến khích hành vi găm giữ ngoại tệ do không làm tăng lãi suất huy động ngoại tệ. Mặt khác, nó thu hẹp mức chênh lệch lãi suất cho vay giữa ngoại tệ và nội tệ nhằm hạn chế tăng trưởng nóng tín dụng ngoại tệ như đã diễn ra trong những tháng vừa qua. Ngoài ra, chính sách này cũng được coi là biện pháp hiệu quả để giảm sức ép lạm phát vì đồng nội tệ mất giá sẽ làm tăng chi phí nhập khẩu các yếu tố đầu vào phục vụ sản xuất.

Bất chấp nỗ lực trên, thị trường ngoại hối vẫn được kì vọng có những biến động nhất định vào cuối năm do hậu quả của việc tăng trưởng tín dụng nóng ngoại tệ từ đầu năm tới nay, và do sự biến động thất thường của giá vàng thế giới kéo theo nhu cầu xuất/nhập vàng của Việt Nam.

NHNN thể hiện quyết tâm giảm lãi suất trong những tháng cuối năm để giảm chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp. Việc dừng áp dụng tỷ lệ cấp tín dụng 80% từ nguồn vốn huy động giúp các NHTM tận dụng được nguồn vốn từ thị trường 2 với lãi suất thấp. Vốn huy động liên ngân hàng chủ yếu ở kỳ hạn ngắn sẽ nhanh chóng có tác dụng làm giảm lãi suất cho vay đối với các khoản vay ngắn hạn. Mặt khác, thanh khoản của các NHTM nhỏ cũng được cải thiện giúp hạn chế tình trạng cạnh tranh lãi suất huy động và theo đó sẽ kéo lãi suất cho vay xuống trong dài hạn.

Trong tháng Tám, NHNN duy trì sự cân bằng giữa khối lượng bơm ra và hút vào trên thị trường mở. Như vậy, lượng bơm – hút cân bằng sau nhiều tháng NHNN liên tục hút ròng qua OMO cùng với thông tin về việc tái cấp vốn cho các NHTM trong thời gian tới cho thấy chính sách tiền tệ đang được nới lỏng dần. Tổng lượng hút ròng qua OMO từ đầu năm đến nay xấp xỉ 94 ngàn tỷ đồng.

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



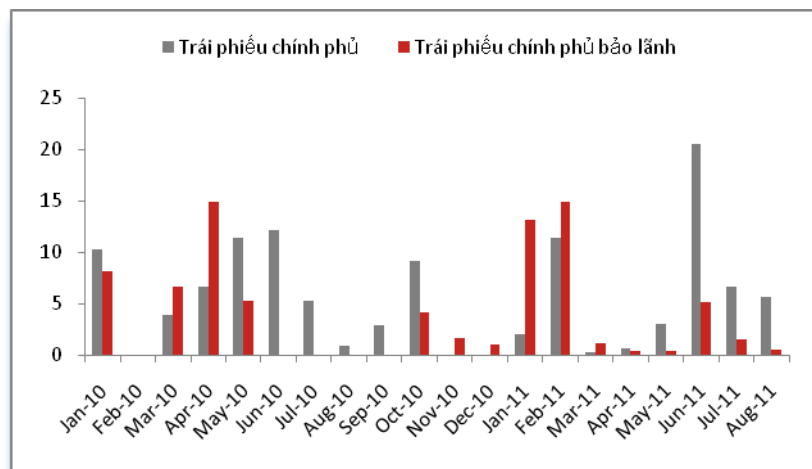
Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Lãi suất huy động thỏa thuận tại các NHTM không còn phổ biến như trước nhưng chưa thể giảm mạnh do lo ngại bị mất thị phần sẽ ảnh hưởng tới cả thu nhập từ lãi và thu nhập ngoài lãi. Nhiều NHTM đã giảm lãi suất cho vay còn 17% đến 19% cho các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu từ cuối tháng 8 do NHNN đã mở rộng cung tiền. Đến cuối tháng 8, tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và tín dụng lẫn lượt là 9,16% và 8,85% (nếu tính thêm các khoản có bản chất tín dụng khác thì con số này lên tới hơn 11%) so với cuối năm 2010.

Các ngân hàng buộc phải thực hiện nghiêm túc trần lãi suất huy động 14% trong thời gian tới. Lãi suất cho vay hạ nhiệt giúp khai thác dư địa tín dụng còn rất lớn của các ngân hàng, đồng thời đáp ứng nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp trong những tháng cuối năm. Tuy nhiên, khó có thể kỳ vọng lãi suất giảm mạnh trong thời gian tới do tốc độ tăng CPI hàng tháng có khả năng vẫn ở mức xấp xỉ 1%. Ngoài ra, nhu cầu phát hành TPCP lớn cũng hấp thụ bớt lượng vốn trên thị trường và khiến cho lãi suất khó có cơ hội giảm sâu.

Riêng trong tháng 8, khoảng 5,6 ngàn tỷ TPCP và gần 0,6 ngàn tỷ TPCPBL phát hành thành công. Như vậy, khoảng 50 ngàn tỷ đồng (TPCP) và gần 37 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh đã được phát hành thành công kể từ đầu năm đến nay. Do không còn bị giới hạn bởi tỷ lệ cấp tín dụng 80%, các NHTM có thể giảm tỉ trọng đầu tư vào tài sản ít rủi ro như TPCP và đẩy mạnh tín dụng trong giới hạn cho phép. Bởi vậy, kỳ vọng giảm lãi suất dường như không tác động mạnh đến cầu TPCP của các NHTM.

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



Nguồn: HNX và khác

Bộ chỉ ngân sách tháng 8 lên tới xấp xỉ 7,7 ngàn tỷ đồng, tăng tới 32% so với tháng 7. Lũy kế 8 tháng đầu năm, NSNN đã thâm hụt khoảng 38,3 ngàn tỷ đồng. Mặc dù các biện pháp thắt chặt tiền tệ đã được áp dụng trong nhiều tháng, lạm phát trong những tháng cuối năm có giảm mạnh hay không còn phụ thuộc vào hiệu quả cắt giảm đầu tư công của các bộ, ngành.

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

|                                 | <b>T1</b> | <b>T2</b> | <b>T3</b> | <b>T4</b> | <b>T5</b> | <b>T6</b> | <b>T7</b> | <b>T8</b> | <b>T9_F</b> |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| <i>GDP (% , YoY, cộng dồn)</i>  |           |           | 5,43      |           |           | 5,57      |           |           | 5.50        |
| <i>Sản lượng CN (% , yoy)</i>   | 12,9      | 16,5      | 13,8      | 12,2      | 17,6      | 13,6      | 9,6       | 5,8       |             |
| <i>Xuất khẩu (triệu \$)</i>     | 7.091     | 4.848     | 7.447     | 7.437     | 7.500     | 8.460     | 9.323     | 8.300     |             |
| <i>Nhập khẩu (triệu \$)</i>     | 7.968     | 5.960     | 8.856     | 8.930     | 9.200     | 8.620     | 8.221     | 9.100     |             |
| <i>Thâm hụt TM (triệu \$)</i>   | 877       | 1.112     | 1.409     | 1.493     | 1.700     | 160       | 1.102     | 800       |             |
| <i>FDI cam kết (triệu \$)</i>   | 190       | 1.470     | 810       | 1.550     | 670       | 980       | 3380      | 520       |             |
| <i>FDI giải ngân (triệu \$)</i> | 420       | 730       | 1.390     | 1.080     | 900       | 780       | 1000      | 1000      |             |
| <i>Lạm phát (% , mom)</i>       | 1,74      | 2,09      | 2,17      | 3,32      | 2,21      | 1,09      | 1,17      | 0,93      | 0.80        |
| <i>Lãi suất OMO (%)</i>         | 11        | 12        | 12        | 13        | 15        | 14        | 14        | 14        |             |
| <i>VND/USD (VCB, cuối kì)</i>   | 19.498    | 20.875    | 20.908    | 20.595    | 20.560    | 20.585    | 20.600    | 20.832    | 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.

## KHỐI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm 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. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin The Investor Daily.

## 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 500 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 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.TLS 2000-2010**,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 TLS.