

Phạm Thế Anh,
Kinh tế trưởng
T: + 84 (4) 3726 2600
E: Anh.PhamThe@tls.vn

Trần Thị Thanh Thảo,
Chuyên viên phân tích
+ 84 (4) 3726 2600
E: Thao.TranThiThanh@tls.vn

TLS Vietnam Research
Website: www.tls.vn
Bloomberg: TLSV<GO>
Xem thông tin thêm ở trang cuối

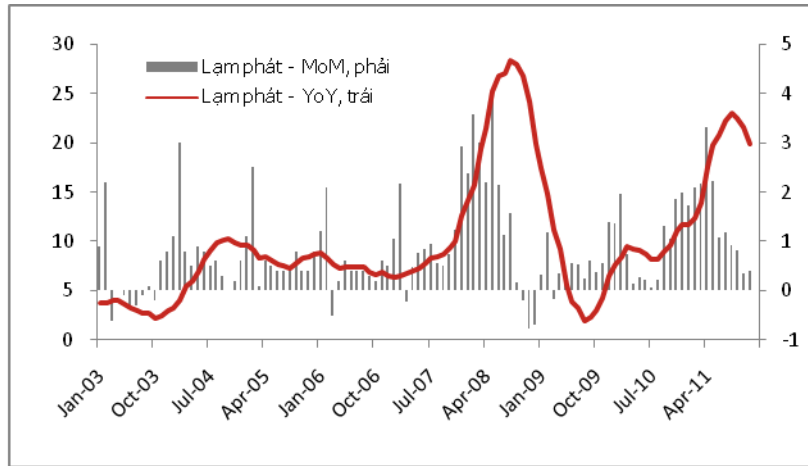
TÓM TẮT

- CPI tháng 11 chỉ tăng 0,39% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kì năm trước tăng xấp xỉ 19,83%, là mức tăng thấp nhất trong vòng 6 tháng trở lại đây;
- Sản lượng công nghiệp tháng 11 tăng khá, khoảng 8,1% so với cùng kỳ năm trước;
- Thâm hụt thương mại tháng 11 giảm nhẹ do chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới giảm. Thâm hụt thương mại từ đầu năm tới nay xấp xỉ 8,9 tỷ \$;
- FDI trong tháng 11 tăng so với tháng 10. FDI đăng ký và giải ngân của 11 tháng đầu năm lần lượt vào khoảng 12,9 tỷ \$ và 10,1 tỷ \$;
- Thị trường ngoại hối không có nhiều biến động;
- Khoảng 59 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và 42,2 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh đã được phát hành thành công trong 11 tháng đầu năm;
- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) bơm ròng khoảng 12,6 ngàn tỷ đồng trên thị trường mở trong tháng 11. Tổng lượng hút ròng qua OMO từ đầu năm đến nay xấp xỉ 53,9 ngàn tỷ đồng.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng 12 sẽ vào khoảng 0,85%.

LẠM PHÁT

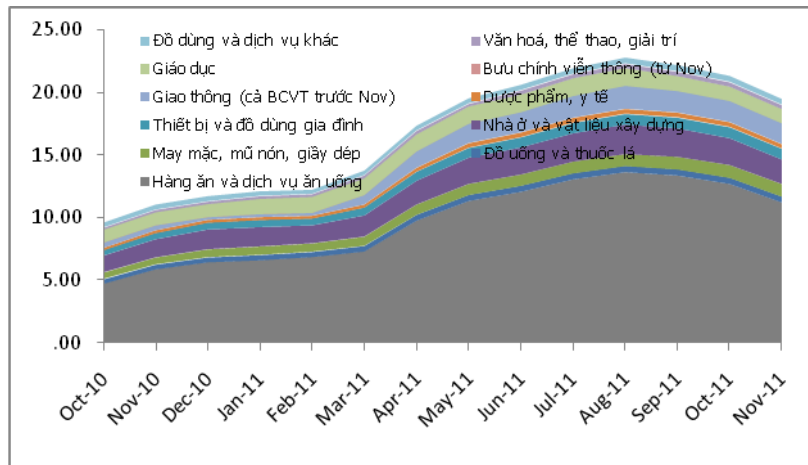
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của tháng 11 được chính thức công bố tăng khoảng 0,39% so với tháng trước đó. Con số lạm phát tháng này khá cao do sự tăng giá trở lại của nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống và nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng. Trong khi đó, lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái lại đang có xu hướng giảm. Trong tháng 11, CPI so với cùng kỳ năm trước đạt xấp xỉ 19,83%, thấp hơn mức 21,59% trong tháng 10.

Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)



Nguồn: GSO

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

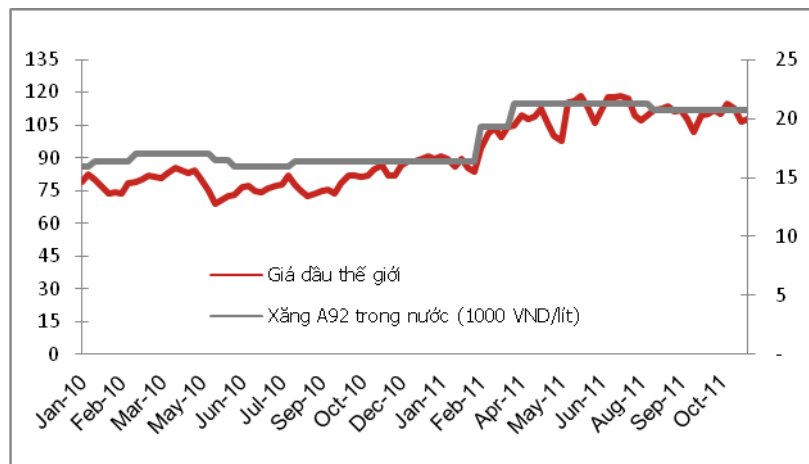


Nguồn: GSO

Đóng góp nhiều nhất vào lạm phát là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm 56% trong mức tăng 19,83% của CPI. Giá cả nhóm hàng này tăng mạnh so với tháng 10 do nhu cầu thu mua lương thực phục vụ xuất khẩu của các doanh nghiệp và do hậu quả của việc mất giá đồng nội tệ gần đây. Nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm dịch vụ giao thông đóng góp lần lượt là 10% và 9% trong tổng mức tăng giá chung. Giá cả nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng tăng trở lại do nhu cầu xây dựng và sửa chữa trước Tết đã góp phần làm tăng CPI tháng 11. Giá nhóm hàng giáo dục đóng góp khoảng 6% trong tổng mức tăng CPI.

Giá dầu thô thế giới tiếp tục xu hướng giảm nhẹ trong tháng 11, xoay quanh mức 107 \$/thùng. Dự kiến giá dầu thế giới sẽ ít có khả năng tăng, ngoại trừ trường hợp chiến tranh Iran xảy ra, do tình trạng bất ổn tài chính tại châu Âu ngày càng lan rộng và các nền kinh tế lớn khác có nguy cơ tăng trưởng chậm hơn trong năm tới. Giá xăng nhập khẩu đã giảm trong nhiều phiên liên tiếp đem lại lợi nhuận cho các đầu mối kinh doanh xăng dầu nhưng chưa có dấu hiệu gì về việc giảm giá xăng nội địa trong năm nay.

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

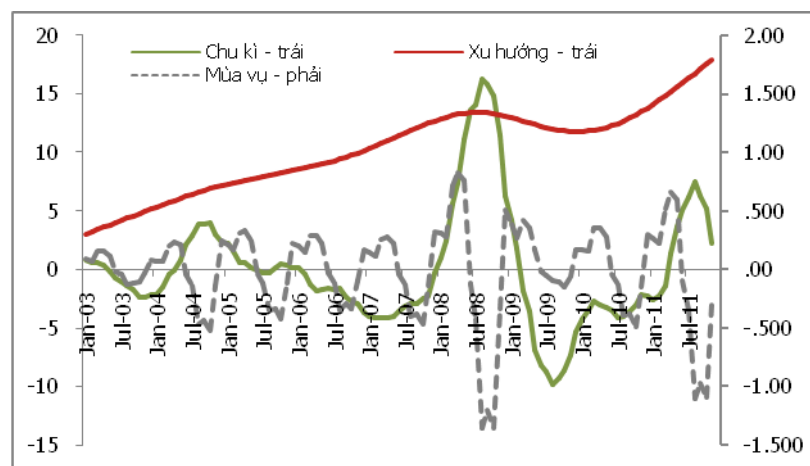


Nguồn: EIA và MoF

Phân rã lạm phát theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ bắt đầu gia tăng trở lại, và dự kiến nó sẽ tiếp tục tăng cho tới hết quý 1 năm sau. Thành phần xu hướng dài hạn tiếp tục gia tăng. Trong khi đó, thành phần chu kỳ đã 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.

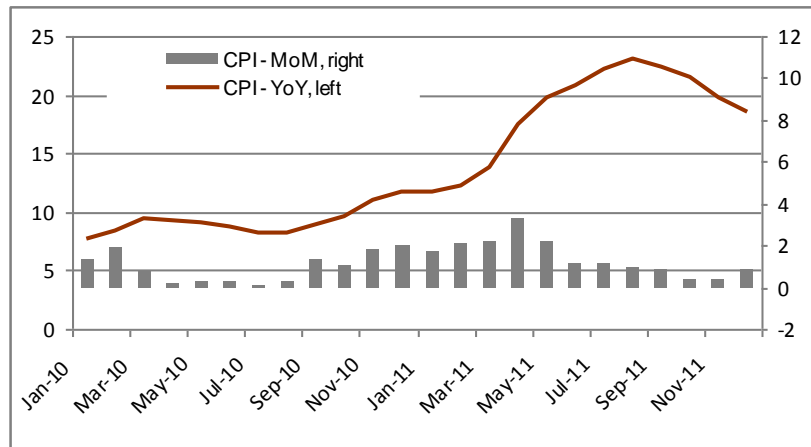
Dự báo mức tăng giá của những tháng cuối năm sẽ chủ yếu bắt nguồn từ sự tăng giá trở lại của của nhóm hàng lương thực thực phẩm do thiên tai xảy ra ở một số địa phương. Ngoài ra, sự gia tăng trở lại của yếu tố mùa vụ do nhu cầu tiêu dùng vào cuối năm tăng cao cũng gây ra sức ép lạm phát. Cuối cùng, kế hoạch tăng giá điện của Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) và kế hoạch tăng lương cơ bản trong năm 2012 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 12 sẽ tăng tốc, khoảng 0,85% so với tháng trước.

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 kì)

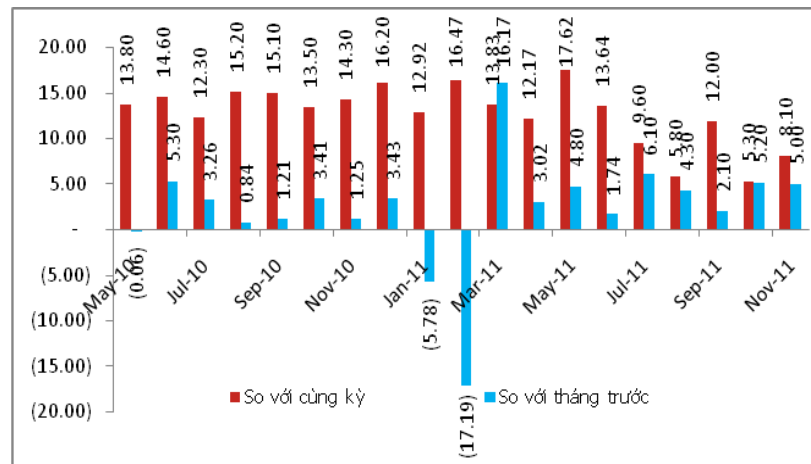


Nguồn: Tính toán của tác giả

CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC

Tốc độ tăng trưởng sản lượng công nghiệp không cao nhưng khá đồng đều trong những tháng cuối năm. Sản lượng công nghiệp tháng 11 tăng xấp xỉ 5% so với tháng 10 và 8,1% so với cùng kỳ năm trước. Chỉ số này trong 11 tháng đầu năm tăng khoảng 6,9% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý là chỉ số tồn kho tại thời điểm đầu tháng 11 của ngành công nghiệp chế biến tăng mạnh tới 21,5% so với cùng kỳ. Con số này phản ánh sự suy yếu của hoạt động tiêu dùng và đầu tư trong nước do tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ và tình trạng lãi suất cao từ đầu năm đến nay.

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

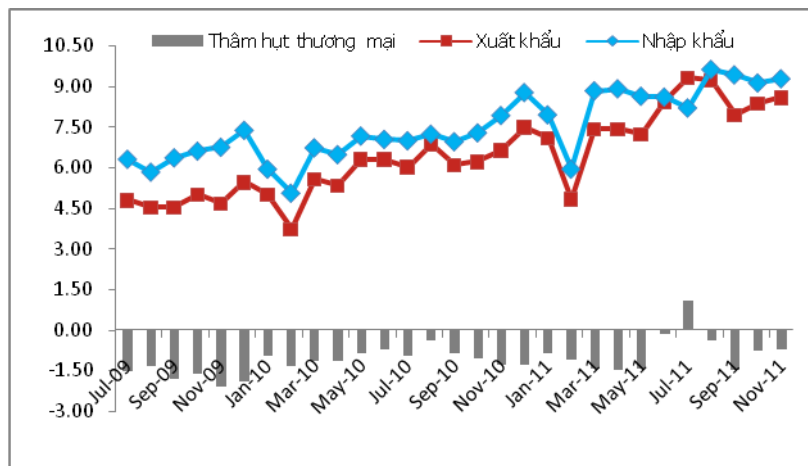


Nguồn: GSO

Số liệu thống kê chính thức cho thấy thâm hụt thương mại tháng 10 thấp hơn khoảng 0,05 tỷ \$ so với con số ước tính 0,8 tỷ \$ ban đầu. Thâm hụt thương mại tháng 11 ước đạt 0,7 tỷ \$, thấp hơn nhiều so với mức 1,3 tỷ \$ của cùng kỳ năm trước. Như vậy, nhập siêu giảm dần trong những tháng gần đây đã phần nào hỗ trợ cho quyết tâm ổn định tỷ giá cuối năm của NHNN.

Tổng giá trị xuất khẩu 11 tháng đạt khoảng 87,1 tỷ USD, tăng 34,7% so với cùng kỳ năm trước do đơn giá các mặt hàng xuất khẩu chính đều tăng. Giá trị nhập khẩu 11 tháng ước đạt 96,1 tỷ USD, tăng 26,4% so với cùng kỳ năm 2010. Như vậy, từ đầu năm đến nay thâm hụt thương mại vào khoảng 8,9 tỷ \$ và dự kiến cả năm khoảng 10 tỷ USD.

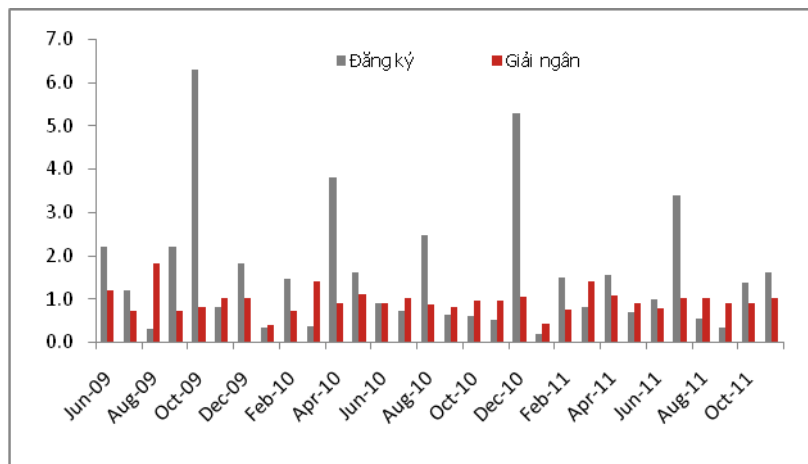
Hình 7: Thương mại quốc tế (tỉ \$)



Nguồn: GSO

Trong tháng 11, Việt Nam thu hút được khoảng 1,61 tỷ \$ vốn FDI đăng ký và 1 tỷ \$ giải ngân. Từ đầu năm đến nay, FDI đăng ký đạt xấp xỉ 12,8 tỷ \$, giảm 3,1% so với cùng kỳ năm trước. FDI giải ngân 11 tháng vào khoảng 10,1 tỷ \$, tăng 1,5% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, lĩnh vực sản xuất chế biến thu hút khoảng 6,2 tỷ \$ FDI đăng ký trong 11 tháng, tăng 41% so với cùng kỳ cho thấy ngành này không chịu ảnh hưởng nhiều của khủng hoảng kinh tế thế giới hiện nay. Mặc dù FDI cam kết giảm nhẹ, lượng giải ngân FDI khá cao tiếp tục là một trong những nguồn tài trợ quan trọng cho thâm hụt thương mại.

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



Nguồn: GSO

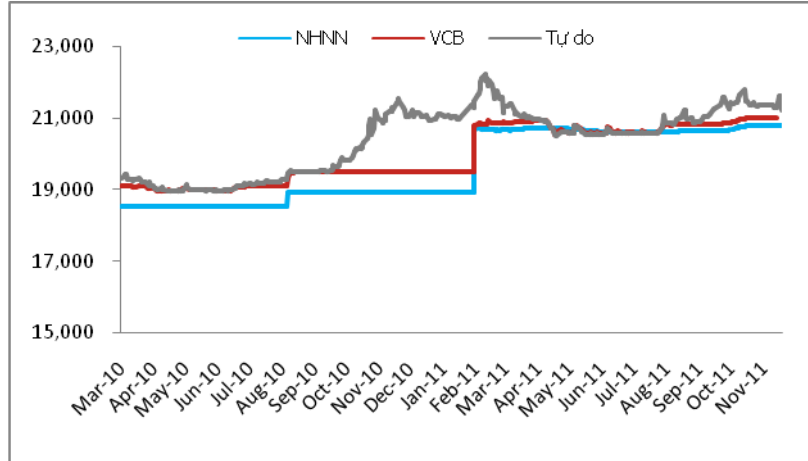
CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Trong tháng 11, tỷ giá VND/USD có xu hướng giảm dần do các thông tin tích cực về FDI giải ngân, nhập siêu và kiều hối. Bên cạnh đó, chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới ngày càng thu hẹp cũng làm giảm áp lực về cầu ngoại tệ. Tỷ giá VND/USD chính thức dao động quanh mức 21.008 và tỷ giá tự do vào khoảng 21.300-21.400. Hoạt động mua bán ngoại tệ trên thị trường tự do bị hạn chế bởi các biện pháp xử phạt nặng nên không có chênh lệch lớn giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá tự do, giúp cho ngân hàng có nguồn cung ngoại tệ dồi dào từ các doanh nghiệp xuất khẩu.

Khó khăn về thanh khoản trong hệ thống ngân hàng thể hiện trên cả thị trường 1 và thị trường 2. Trên thị trường 1 lặp lại hiện tượng huy động vượt trần lãi suất 14% và lãi suất huy động các loại ngoại tệ ngoài USD cũng được nâng lên. Thị trường liên ngân hàng đã xuất hiện các khoản nợ xấu do một số ngân hàng đi vay không có khả năng trả nợ đúng hạn. Theo đó, các ngân hàng lớn đã hạn chế cho vay mới đối với các ngân hàng nhỏ và yêu cầu phải có các tài sản đảm bảo như giấy tờ có giá và các loại ngoại tệ.

Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh ở hầu hết các kỳ hạn do tình trạng hạn chế cho vay trên thị trường này và giao dịch chủ yếu được thực hiện giữa các ngân hàng lớn với nhau. Việc huy động ngày càng khó khăn trên cả thị trường dân cư và liên ngân hàng đã khiến cho một số ngân hàng bộc lộ yếu kém về thanh khoản và khả năng quản trị rủi ro. Theo đó, NHNN đã thông qua việc hợp nhất các ngân hàng nhỏ với sự hỗ trợ của ngân hàng quốc doanh nhằm lành mạnh hóa hệ thống ngân hàng. Đây cũng là cơ sở để tạo niềm tin của người gửi tiền, hỗ trợ cho việc giảm mặt bằng lãi suất trong toàn hệ thống.

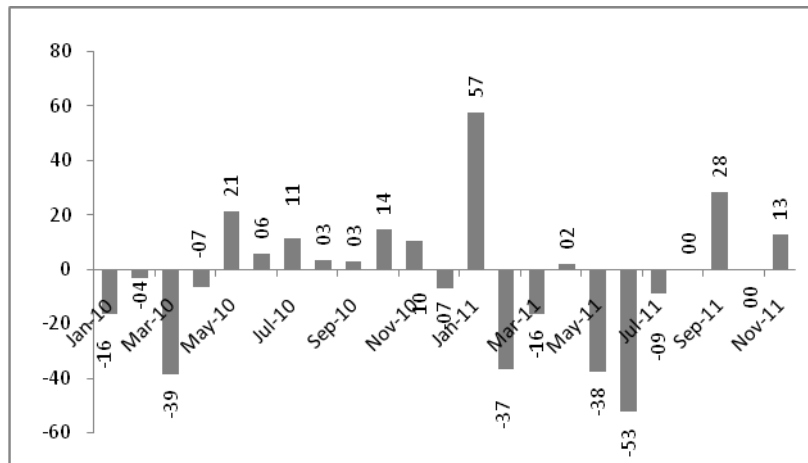
Hình 9: Tỷ giá bán VND/USD



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

NHNN đã bơm vốn mạnh qua thị trường mở trong tháng 11 để hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng trong những tháng cuối năm khi nhu cầu rút tiền của dân cư thường tăng mạnh. Lượng bơm ròng trong tháng 11 đạt xấp xỉ 12,6 ngàn tỷ đồng. Phần lớn các ngân hàng tham gia đấu thầu trên OMO thường là các ngân hàng sở hữu nhiều giấy tờ có giá nên ngân hàng nhỏ ít được hỗ trợ qua kênh này. Trong 11 tháng đầu năm, NHNN đã hút ròng 53,9 ngàn tỷ đồng qua OMO.

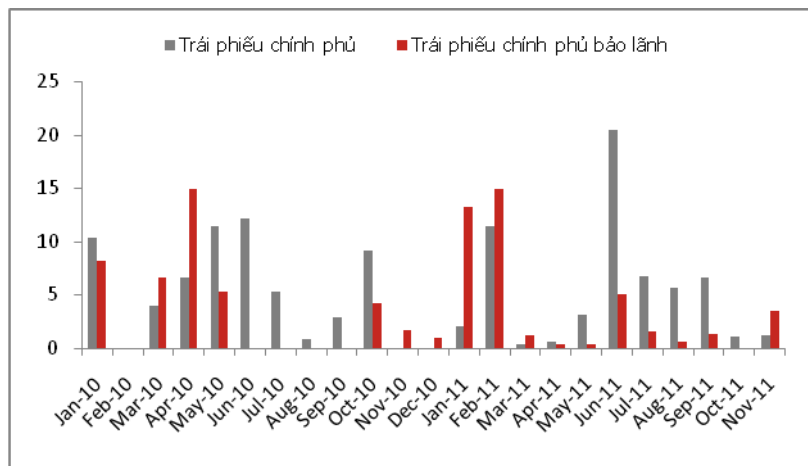
Hình 10: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Thị trường trái phiếu đã trở nên hấp dẫn hơn khi trong tháng 11 có khoảng 1,22 ngàn tỷ TPCP và 3,5 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh phát hành thành công. Như vậy, khoảng 59 ngàn tỷ đồng (TPCP) và gần 42,2 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh đã phát hành thành công kể từ đầu năm đến nay. Số lượng TPCP phát hành đã tăng trở lại do các ngân hàng lớn đang dư vốn trong khi cho vay trên thị trường liên ngân hàng không còn hấp dẫn như những tháng trước do nợ xấu và lãi suất giảm.

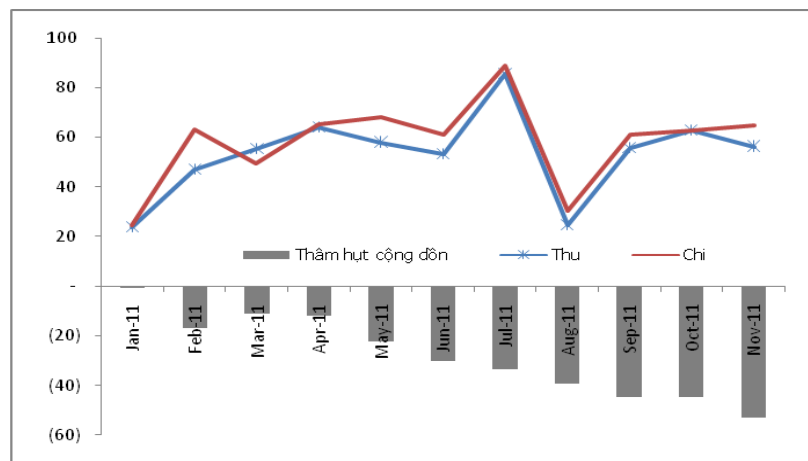
Hình 11: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: HNX và khác

Bội chi ngân sách tăng mạnh trong tháng 11, xấp xỉ 8,3 ngàn tỷ đồng, là mức cao nhất kể từ tháng 5 trở lại đây. Trong 11 tháng, tổng thu ngân sách nhà nước vào khoảng 586 ngàn tỷ đồng, đạt 99% dự toán thu cả năm. Tổng chi ngân sách đạt 693 ngàn tỷ, chiếm 88% dự toán. Như vậy, NSNN 11 tháng đã thâm hụt khoảng 52,9 ngàn tỷ đồng.

Hình 12: Thu, chi NSNN (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: GSO

Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tiếp tục cao mặc dù có thể hạ đôi chút nhờ biện pháp can thiệp hành chính từ phía NHNN. Trong thời gian tới trần lãi suất huy động có thể được hạ xuống, đây là hành động nằm trong gói giải pháp tái cấu trúc hệ thống ngân hàng của NHNN. Tuy nhiên, lượng cung tiền ra thị trường sẽ tiếp tục thận trọng do mục tiêu ưu tiên kiểm soát lạm phát trong năm 2012. Thị trường chứng khoán có thể có những đợt tăng điểm ngắn hạn/tạm thời, tuy nhiên đó sẽ không phải là xu hướng bền vững do lãi suất còn cao và nhiều bất ổn vĩ mô chưa thể giải quyết sớm.

Ngoài ra, mặc dù lạm phát hạ nhiệt trong hai tháng qua nhưng sức ép lạm phát của những tháng đầu năm sau vẫn còn lớn do yếu tố mùa vụ. Quan trọng hơn, một số mặt hàng đầu vào chủ chốt như điện và xăng dầu hiện vẫn đang được Nhà nước trợ giá. Không sớm thì muộn các mặt hàng này sẽ được điều chỉnh (tăng) theo cơ chế thị trường nhằm tránh bù lỗ, và điều này được dự kiến sẽ diễn ra chậm nhất là cuối quý 1 của năm tới. Do vậy trong thời gian tới sức ép lạm phát vẫn là điều lo ngại đối với thị trường. Chỉ khi giá những mặt hàng này được thả nổi và hình thành một bảng giá mới lúc đó mới tạo điều kiện cho sức ép lạm phát và lãi suất hạ dần. Do vậy khả năng thị trường tăng trưởng bền vững và mạnh là khó, ít nhất là cho đến 6 tháng đầu năm tới.

PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12_F
<i>GDP (% , YoY, cộng dồn)</i>			5,43			5,57			5,76			
<i>Sản lượng CN (% , yoy)</i>	12,9	16,5	13,8	12,2	17,6	13,6	9,6	5,8	12	5,3	8,1	
<i>Xuất khẩu (triệu \$)</i>	7.091	4.848	7.447	7.437	7.500	8.460	9.323	9.247	7.940	8.390	8.600	
<i>Nhập khẩu (triệu \$)</i>	7.968	5.960	8.856	8.930	9.200	8.620	8.221	9.643	9.450	9.140	9.300	
<i>Thâm hụt TM (triệu \$)</i>	877	1.112	1.409	1.493	1.700	160	1.102	396	1500	750	700	
<i>FDI cam kết (triệu \$)</i>	190	1.470	810	1.550	670	980	3380	520	340	1.370	1.610	
<i>FDI giải ngân (triệu \$)</i>	420	730	1.390	1.080	900	780	1000	1000	900	900	1000	
<i>Lạm phát (% , mom)</i>	1,74	2,09	2,17	3,32	2,21	1,09	1,17	0,93	0,82	0,36	0,39	0,85
<i>Lãi suất OMO (%)</i>	11	12	12	13	15	14	14	14	14	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	21.832	21.008	21.008	

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 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 kể từ năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- 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: Tòa nhà Thăng Long, 98 Nguyễn Như Kon Tum, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam. Phone: + 84 (4) 3726 2600. Website: www.tls.vn. Bloomberg: TLSV <GO>

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

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của 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 tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© 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.