

**Hoàng Công Tuấn**  
Chuyên viên phân tích

T: 0915591954  
E: [Tuan.Hoangcong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.Hoangcong@mbs.com.vn)

**Trần Bửu Quốc**

Institutional Client Services (ICS)  
[Quoc.TranBuu@mbs.com.vn](mailto:Quoc.TranBuu@mbs.com.vn)

**MBS Vietnam Research**  
Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)  
Bloomberg: MBSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

## TÓM TẮT

*Chỉ số CPI tháng 9 tiếp tục giảm nhờ sự sụt giảm của nhóm ngành giao thông vận tải khi giá xăng dầu giảm mạnh. Chỉ số PMI tháng 9 lần đầu tiên dưới mức 50 điểm trong 25 tháng và ở mức 49.5 điểm. Cán cân thương mại thâm hụt khoảng 3.9 tỷ \$ trong 9 tháng đầu năm. Tín dụng toàn hệ thống ngân hàng tăng khá nhanh trong 9 tháng đầu năm với tỷ lệ tăng trưởng tín dụng đạt 10.78%. Tỷ giá ổn định trở lại sau một thời gian dài căng thẳng.*

- Lạm phát được kỳ vọng chỉ tăng nhẹ trong tháng 10 do tổng cầu của nền kinh tế gia tăng, tuy nhiên mức tăng sẽ không cao do giá các hàng hóa cơ bản và giá xăng dầu được giữ ở mức thấp;
- Chỉ số PMI của Việt Nam nằm dưới mức 50 điểm lần đầu tiên sau tháng thứ 24 liên tiếp đứng trên mức 50 điểm, đạt mức 49.5 điểm vào tháng 9/2015;
- Nhập khẩu tăng nhanh hơn xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm khiến cho cán cân thương mại thâm hụt khoảng 3.9 tỷ \$. Nhập siêu tiếp tục gây áp lực làm tăng tỷ giá VND/USD trong thời gian gần đây;
- Vốn FDI đăng ký 9 tháng đầu năm tăng 53.4% so với cùng kỳ năm trước. Vốn FDI giải ngân tăng 8.4% so với cùng kỳ năm trước;
- Tỷ giá VND/USD hạ nhiệt sau khi NHNN đưa ra các thông điệp mạnh mẽ, cam kết giữ ổn định tỷ giá trong các tháng còn lại của năm;
- NHNN tiếp tục bơm ròng mạnh mẽ qua tín phiếu và repo trên OMO trong tháng 9, hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng;
- Thị trường TPCP giao dịch tương đối ảm đạm với tỷ lệ trúng thầu thấp do mặt bằng lợi suất trái phiếu chính phủ chưa đáp ứng được kỳ vọng của thị trường.

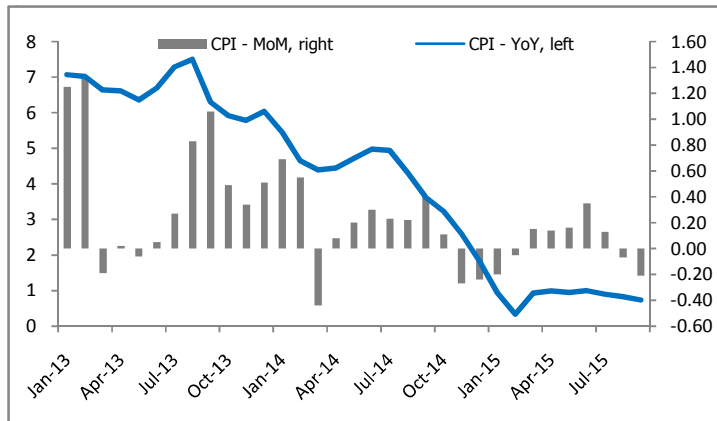
**LẠM PHÁT**

**Chỉ số CPI tháng 9 giảm nhẹ nhờ sự sụt giảm của nhóm ngành giao thông vận tải khi giá xăng dầu giảm mạnh. Lạm phát được kỳ vọng quay đầu tăng nhẹ trong tháng 10 do sức cầu gia tăng.**

Chỉ số giá tiêu dùng tháng 9 giảm 0.21% so với tháng 8 và tăng 0,4% so với thời điểm đầu năm 2015. Tính chung 9 tháng đầu năm CPI cả nước tăng 0,74% so với cùng kỳ năm trước, đánh dấu mức tăng thấp nhất kể từ năm 2002 trở lại đây.

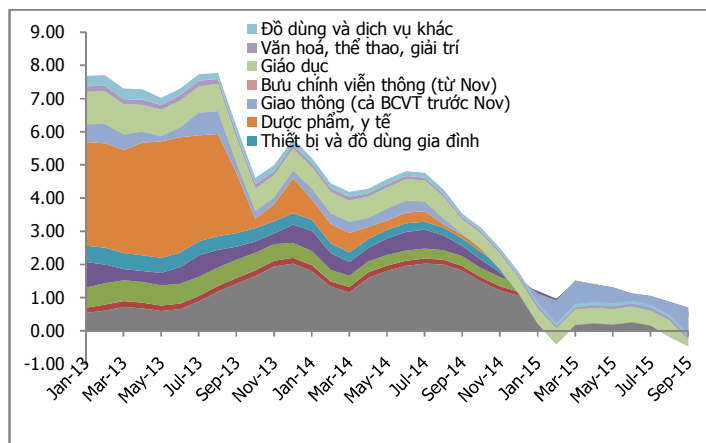
Nhóm giao thông vận tải giảm mạnh với mức giảm 3.17% so với tháng trước là nhân tố chính khiến CPI tháng 9 suy giảm. Bên cạnh đó, nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, giảm 0,13%; nhóm nhà ở, chất đốt, vật liệu xây dựng giảm 0,68%; nhóm bưu chính viễn thông giảm 0,07% so với tháng 8. Các nhóm mặt hàng còn lại đều tăng giá, tuy nhiên mức tăng giá không mạnh chủ yếu dưới 0.5%. Nhóm dịch vụ giáo dục tăng mạnh nhất mức tăng 1.24% so với tháng 8 do hoạt động mua sắm cho năm học mới.

**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

Giá dầu thô thế giới có xu hướng tạo đáy và bắt đầu phục hồi vào cuối tháng 9 và đầu tháng 10. Hiện tại, giá dầu thô WTI đã tiệm cận mức 50 USD/thùng sau một thời gian dài dao động quanh

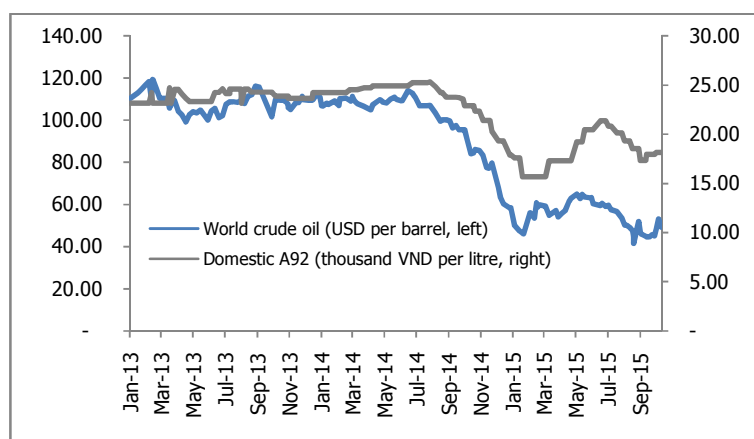
thô của Mỹ đã giảm từ mức đỉnh 9,6 triệu thùng/ngày xuống 9 triệu thùng/ngày trong tháng 9. Đây là thông tin chính hỗ trợ cho đà tăng của giá dầu trong nửa đầu tháng 10.

Mặc dù vậy, theo quan điểm của nhiều chuyên gia, tình trạng dư cung dầu mỏ vẫn sẽ tiếp diễn trong năm 2015 và 2016 khiến xu hướng phục hồi của giá dầu mỏ khó kéo dài.

Theo IEA ước tính, dư cung dầu toàn cầu sẽ đạt trung bình 1,4 triệu thùng/ngày vào cuối năm nay trước khi giảm về 850.000 thùng/ngày năm 2016. Trong khi đó tăng trưởng kinh tế của TQ tiếp tục suy giảm tác động tiêu cực đến sức cầu dầu mỏ.

Trong nước, giá xăng đã được điều chỉnh giảm 1,198 VND/lít trong tháng 9 trước khi tăng nhẹ 189 VND/lít trong tháng 10. Hiện tại, giá xăng Ron A92 trong nước đang ở mức 17,644 VND/lít. Giá xăng giảm liên tục trong 3 tháng đóng vai trò quan trọng trong việc kìm hãm đà tăng của chỉ số CPI.

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



Nguồn: Bloomberg và MoF

### CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC

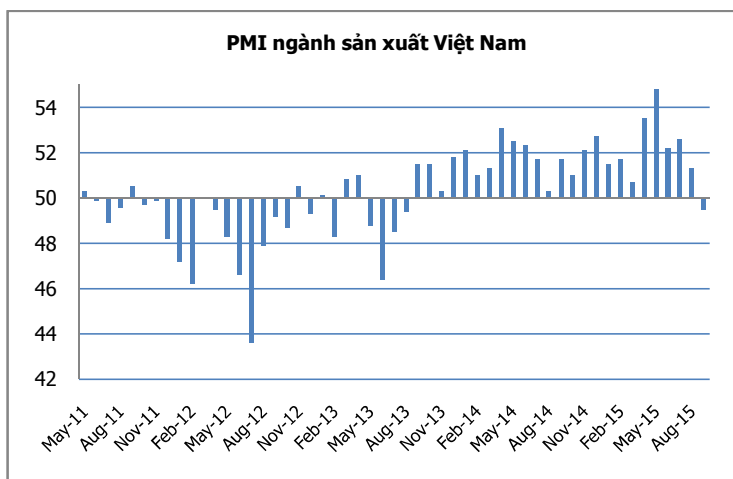
**Điều kiện kinh doanh trong ngành sản xuất tại Việt Nam bắt ngờ có dấu hiệu suy giảm với PMI tháng 9 ở mức 49.5 điểm, đánh dấu tháng đầu tiên chỉ số PMI nằm dưới mức 50 điểm sau 24 tháng.**

Theo báo cáo của HSBC, chỉ số PMI tháng 9 đạt mức 49.5 điểm giảm mạnh so với mức 51.3 điểm của tháng 8. Các điều kiện kinh doanh trong lĩnh vực sản xuất của Việt Nam có xu hướng xấu đi đáng kể. Nguyên nhân chủ yếu là do số lượng đơn đặt hàng mới đã suy giảm. Số lượng đơn hàng mới nội địa giảm trong tháng 9 sau nhiều tháng liên tục tăng trong khi đó số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới đã giảm tháng thứ 4 liên tiếp.

Mặc dù sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới giảm, các xí nghiệp vẫn tiếp tục tăng số lượng việc làm trong tháng 9. Tuy nhiên, tốc độ tạo việc làm còn khiêm tốn, và là yếu tố chậm nhất trong ba tháng gần đây.

Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp tháng Chín ước tính tăng 10,1%, đánh dấu mức tăng thấp hơn mức tăng của tháng 8 là 11.1%.

**Hình 5: Chỉ số PMI của Việt Nam giai đoạn 2011-2015**



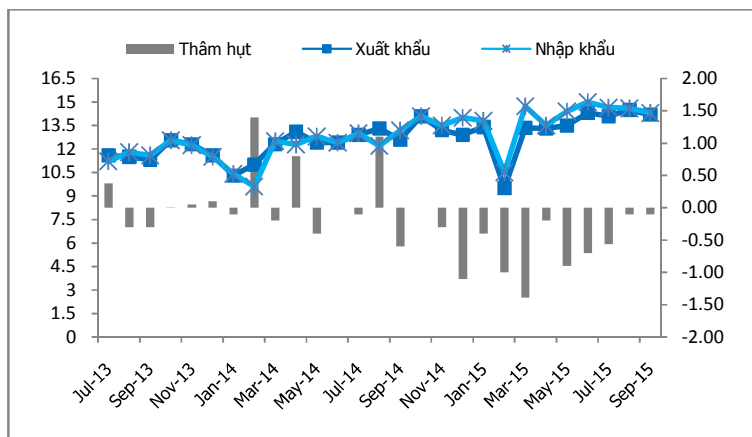
Nguồn: Bloomberg

**Nhu cầu nhập khẩu phục vụ sản xuất và tiêu dùng trong nước tăng mạnh khiến cho cán cân thương mại thâm hụt khoảng 3.9 tỷ \$ trong 9 tháng đầu năm. Nhập siêu tiếp tục gây áp lực làm tăng tỷ giá VND/USD trong thời gian gần đây.**

Tính chung 9 tháng đầu năm, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu ước tính đạt 120.7 tỷ USD, tăng 9.6 % so với cùng kỳ năm 2014. Giá trị hàng hoá nhập khẩu 9 tháng đầu năm ước tính đạt 124.5 tỷ USD, tăng 15.9% so với cùng kỳ năm trước. Theo đó, nhập siêu 9 tháng đầu năm ước vào khoảng 3.9 tỷ USD, trong đó khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 15.8 tỷ USD; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài xuất siêu 11.9 tỷ USD. Nguyên nhân thâm hụt thương mại tăng lên khá nhanh trong 9 tháng đầu năm, bắt nguồn chủ yếu từ khu vực kinh tế trong nước. Tăng trưởng GDP cải thiện từ đầu năm đến nay khiến cho nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị và nguyên vật liệu phục vụ sản xuất tăng mạnh. Trong khi đó, giá hàng hóa thế giới lại có xu hướng giảm làm giá trị xuất khẩu của Việt Nam bị ảnh hưởng nhất là các mặt hàng nông sản, thủy sản, nhiên liệu và khoáng sản. Theo đó, nhập siêu tăng khá nhanh đã gây áp lực lên tỷ giá VND/USD cũng là một phần nguyên nhân khiến VND giảm 5% so với USD trong 8 tháng đầu năm nay.

Sau 5 năm đàm phán, vào ngày 5/10/2015, Hiệp định Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) đã chính thức kết thúc quá trình đàm phán. Hiệp định TPP đã tạo ra một khu vực thương mại tự do bao phủ 40% GDP và 25% kim ngạch thương mại toàn cầu. Hiệp định TPP chính thức có hiệu lực vẫn phải cần Quốc hội các nước tham gia phê chuẩn. Tham dự vào TPP, các ngành xuất khẩu được hưởng lợi của Việt Nam dự kiến là dệt may, da giày, đồ gỗ và thủy sản...

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



Nguồn: GSO

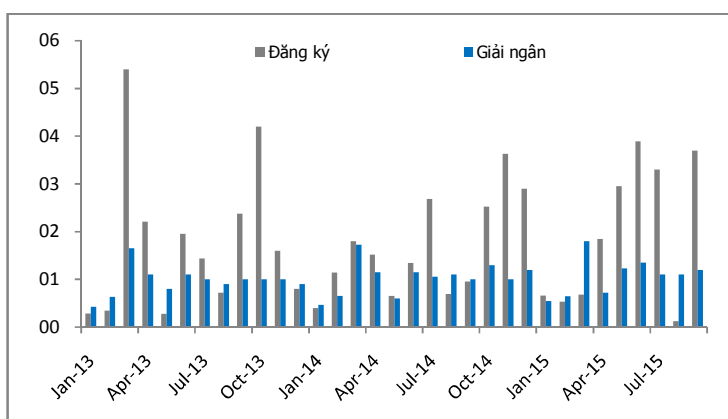
**Vốn FDI đăng ký và giải ngân tăng trưởng ổn định trong tháng 9. Vốn FDI đăng ký 9 tháng đầu năm tăng 53.4% so với cùng kỳ năm trước. Vốn FDI giải ngân vẫn tăng ổn định với mức tăng 8.4%.**

Tổng vốn FDI đăng ký trong 9 tháng đầu năm đạt 17.16 tỷ USD, tăng 53.4% so với cùng kỳ năm trước. Vốn FDI giải ngân vẫn tăng trưởng khá, ước tính đạt 9.7 tỷ USD, tăng 8.4% so với cùng kỳ năm 2014.

Vốn FDI đăng ký tăng mạnh 9 tháng đầu năm nhờ hai dự án có quy mô lớn là Dự án Nhà máy điện Duyên Hải 2 tại Trà Vinh với số vốn đăng ký mới đạt 2,4 tỷ USD; Dự án Công ty Samsung Display Việt Nam tại Bắc Ninh với số vốn tăng thêm 3 tỷ USD.

Trong 9 tháng, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo thu hút đầu tư nước ngoài lớn nhất với số vốn đăng ký đạt 11369,5 triệu USD, chiếm 66,3% tổng vốn đăng ký; ngành sản xuất và phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí đạt 2619,2 triệu USD, chiếm 15,3%; ngành kinh doanh bất động sản đạt 1810,2 triệu USD, chiếm 10,5%; các ngành còn lại đạt 1358 triệu USD, chiếm 7,9%.

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



Nguồn: GSO

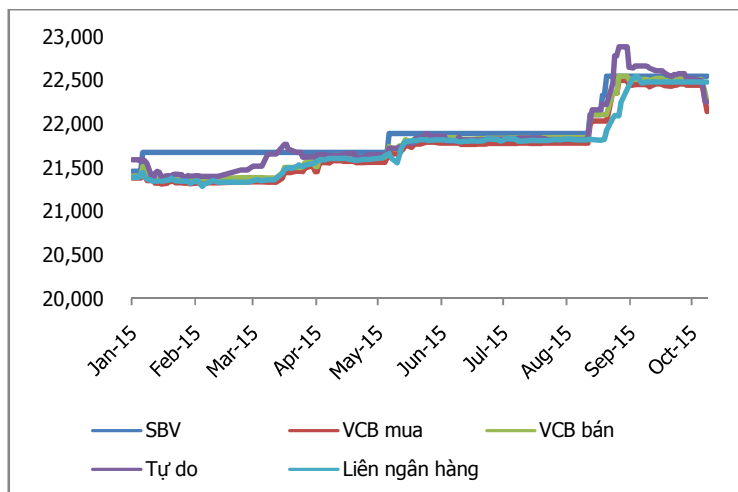
## CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

**Tỷ giá VND/USD có dấu hiệu hạ nhiệt từ cuối tháng 9 trước khi giảm mạnh trong 2 tuần đầu tháng 10. Áp lực lên tỷ giá trong năm nay đã giảm đáng kể do nhập siêu tăng chậm lại trong tháng 8 và tháng 9, khả năng Fed trì hoãn tăng lãi suất và áp lực giảm giá của đồng nhân dân tệ giảm.**

Tỷ giá VND/USD liên ngân hàng và tự do đều giảm mạnh trong 2 tuần gần đây. Một số NHTM đã điều chỉnh tỷ giá VND/USD giao dịch trở về trạng thái bình thường sau hơn 3 tuần căng thẳng.

Hiện tại tỷ giá, Tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do, tiệm cận mức 22,400. Hiện tại, tỷ giá liên ngân hàng đứng ở mức 22,480-22,483. Sau khi NHNN đã đưa ra cam kết mạnh mẽ về việc ổn định tỷ giá VND/USD và giảm trần lãi suất tiền gửi USD xuống mức 0% đối với tổ chức và 0.25% đối với cá nhân, áp lực tăng tỷ giá đã suy giảm đáng kể. Giao dịch USD tại các NHTM đã trở về trạng thái bình thường.

**Hình 8: Tỷ giá bán VND/USD**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

**Tín dụng toàn hệ thống ngân hàng tăng khá nhanh trong 9 tháng đầu năm. Lãi suất huy động tăng nhẹ ở một số NHTM.**

Tính đến cuối tháng 9/2015, tín dụng đối với nền kinh tế ước tăng 10.78% so với cuối năm 2014 trong khi tăng trưởng huy động chỉ ở mức 8.9%. Tăng trưởng tín dụng nhanh hơn tăng trưởng huy động khiến nhu cầu vốn gia tăng. Một số NHTM đã bắt đầu tăng lãi suất huy động trong tháng 9 và nửa đầu tháng 10.

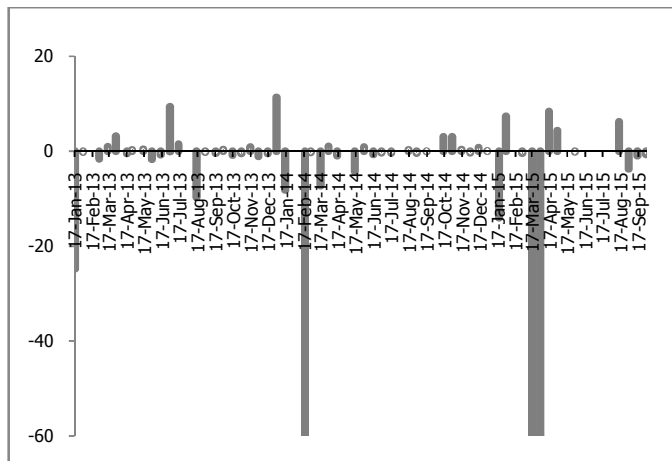
Các ngân hàng đang có xu hướng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng. Tỷ lệ cho vay/ huy động(LDR) tại một số ngân hàng do nhà nước nắm sở hữu chỉ phối tăng lên mức 94.1% so với mức 90% của năm ngoái. Tỷ lệ vốn huy động ngắn hạn cho vay dài hạn tăng lên mức 31.95%.

Hiện, mặt bằng lãi suất huy động bằng VND phổ biến ở mức 0,8-1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; 4,5-5,4%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng; 5,4-6,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng; kỳ hạn trên 12 tháng ở mức 6,4-7,2%/năm.

**NHNN đã bơm ròng tiền mạnh mẽ vào hệ thống ngân hàng thông qua tín phiếu và OMO trong nửa cuối tháng 9, hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng.**

Khối lượng tiền được bơm và hút qua nghiệp vụ repo trên OMO lần lượt bằng 4,480 tỷ VNĐ và 5,207 tỷ VNĐ. Cũng trong khoảng thời gian này, NHNN đã tăng lượng tín phiếu phát hành ra, đạt xấp xỉ 49,610 tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với nửa đầu tháng 9. Trong khi đó khối lượng tín phiếu đáo hạn ở mức xấp xỉ 56,625 nghìn tỷ đồng. Như vậy, NHNN đã bơm ròng khoảng 6,288 tỷ đồng qua repos và tín phiếu trong hai tuần cuối tháng 9. Do nhu cầu tín dụng thường tăng nhanh hơn trong nửa cuối năm, có thể NHNN sẽ tiếp tục bơm ròng qua OMO và tín phiếu trong các tháng tới để đảm bảo thanh khoản hệ thống ngân hàng luôn ổn định.

**Hình 9: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỷ đồng)**

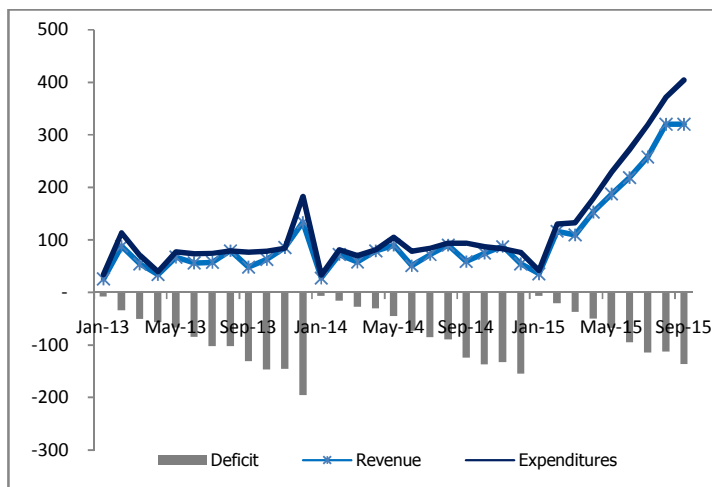


Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

**Thâm hụt ngân sách vẫn gia tăng và đứng ở mức cao, gây sức ép lên nợ công và mặt bằng lãi suất.**

Tính chung 9 tháng đầu năm, tổng thu NSNN thực hiện ước đạt 640.4 nghìn tỷ đồng, bằng 70.3% dự toán năm. Về chi NSNN, lũy kế chi 8 tháng ước đạt 776.4 nghìn tỷ đồng, bằng 60.2% dự toán năm. Bội chi ngân sách đến giữa tháng 9 vào khoảng 136.4 nghìn tỷ đồng. Như vậy, kết quả thu chi NSNN từ đầu năm đến nay vẫn đảm bảo phù hợp với kế hoạch đặt ra của chính phủ. Tuy nhiên, việc thâm hụt ngân sách tăng khá nhanh trong những năm vừa qua, nhất là mức bội chi 5.6% GDP trong nửa đầu năm 2015 đã làm dấy lên lo ngại về thực hiện kỷ luật ngân sách chưa nghiêm và làm gia tăng áp lực trả nợ của Việt Nam trong những năm tới.

Hình 11: Thu, chi NSNN (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: GSO

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU**

	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9
GDP (%), YoY, cộng dồn)			5,98			6,03			6.28			6.5
Sản lượng CN (%), yoy)	7,9	11,1	9,6	17,5	12	9,1	9,5	7,5	11.1	11.3	9.9	10.1
Xuất khẩu (triệu \$)	14100	13200	12900	13400	9500	13340	13300	13500	14300	14500	14500	14200
Nhập khẩu (triệu \$)	14100	13500	14000	13800	10500	14730	13500	14400	15000	14800	14700	14300
Thâm hụt TM (triệu \$)	0	300	(1100)	(400)	1000	1390	200	900	700	300	200	100
FDI cam kết (triệu \$)	2520	3630	2900	663	530	620	1850	2950	3890	3300	250	3700
FDI giải ngân (triệu \$)	1300	1000	1200	550	650	1800	720	1230	1350	1100	1100	1300
Lạm phát (%), mom)	0,11	(0,27)	(0,24)	(0,2)	(0,05)	0,15	0,14	0,16	0,35	0,13	-0,07	-0,21
Lãi suất OMO (%)	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
VND/USD (VCB, cuối kì)	21.200	21.220	21.270	21.396	21.405	21.375	21.385	21.570	21.670	21.850	22.510	22.320

**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.

**TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU**

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Bộ phận 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. Bộ phận nghiên cứu cổ phiếu chịu trách nhiệm các báo cáo về công ty niêm yết, báo cáo công ty tiềm năng và báo cáo ngành. TT Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu 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. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có



nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu về thị phần môi giới 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; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

### **MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

### **TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Bản quyền năm 2012 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. 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 MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.