

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 ResearchWebsite: www.tls.vn

Bloomberg: TLSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

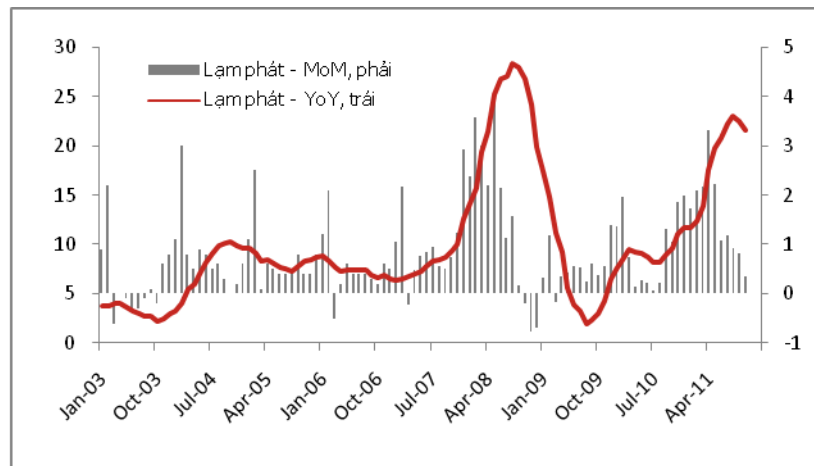
TÓM TẮT

- CPI tháng 10 tiếp tục giảm tốc, chỉ tăng 0,36% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kì năm trước tăng xấp xỉ 21,59%;
- Sản lượng công nghiệp tháng 10 tăng trưởng khá mạnh, khoảng 5,2% so với tháng 9;
- Thâm hụt thương mại tháng 10 giảm mạnh so với tháng trước do chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới giảm. Thâm hụt thương mại 10 tháng đầu năm vào khoảng 8,4 tỷ \$;
- FDI tháng 10 tăng nhẹ so với tháng 9. FDI đăng ký và giải ngân của 9 tháng đầu năm lần lượt vào khoảng 11,3 tỷ \$ và 9,1 tỷ \$;
- Thị trường ngoại hối biến động mạnh;
- Khoảng 57,8 ngàn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và 38,7 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh đã được phát hành thành công kể từ đầu năm đến nay;
- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) hút ròng khoảng 420 tỷ đồng trên thị trường mở trong tháng 10. Tổng lượng hút ròng qua OMO từ đầu năm đến nay xấp xỉ 66,6 ngàn tỷ đồng.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng 11 sẽ vào khoảng 0,5%.

LẠM PHÁT

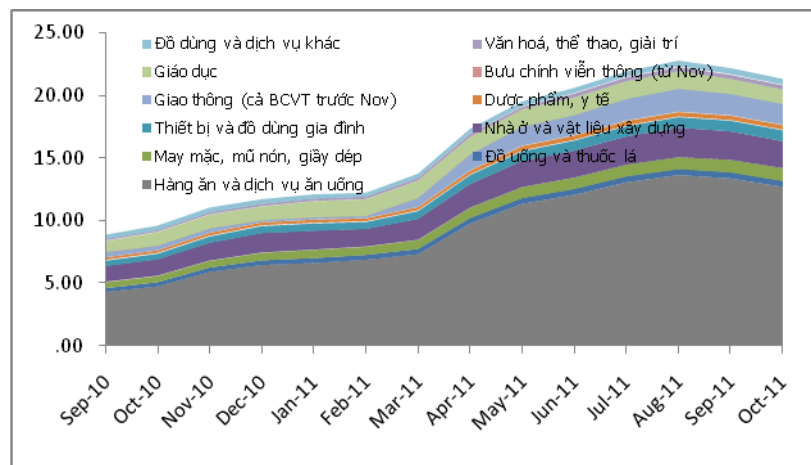
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của tháng 10 được chính thức công bố tăng khoảng 0,36% so với tháng trước đó, là mức thấp nhất trong vòng 14 tháng trở lại đây. Trong khi giá của nhiều nhóm hàng đã giảm hoặc chỉ tăng nhẹ, giá cả nhóm hàng giáo dục tăng tới 3,2% so với tháng 9. Theo đó, CPI so với cùng kỳ năm trước đạt xấp xỉ 21,59%, thấp hơn mức 22,42% trong tháng 9.

Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)



Nguồn: GSO

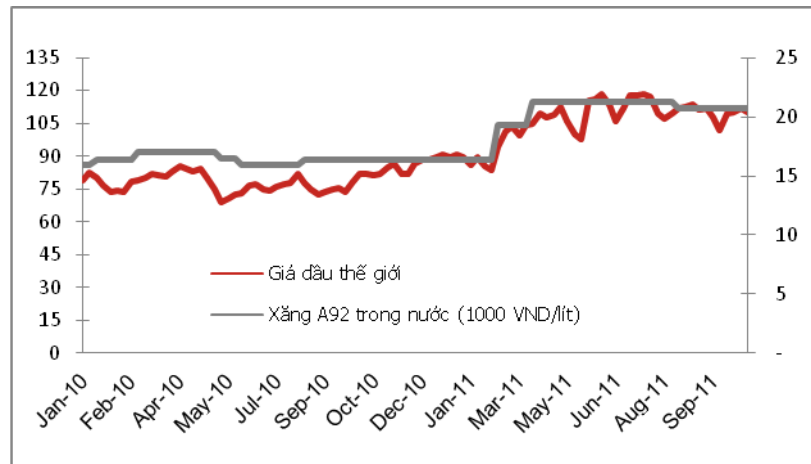
Hình 2: Đóng góp của các nhóm hàng vào lạm phát (% so với cùng kỳ)



Nguồn: GSO

Nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tiếp tục đóng góp nhiều nhất vào lạm phát, chiếm 59% trong mức tăng 21,59% của CPI. Giá cả nhóm hàng này chỉ tăng nhẹ so với tháng 9. Nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm dịch vụ giao thông đóng góp lần lượt là 10% và 8% trong tổng mức tăng giá chung. Giá cả nhóm hàng giao thông, bưu chính và nhà ở & vật liệu xây dựng giảm nhẹ góp phần làm CPI tháng 10 tăng chậm lại. Giá nhóm hàng giáo dục đóng góp khoảng 5% trong tổng mức tăng CPI.

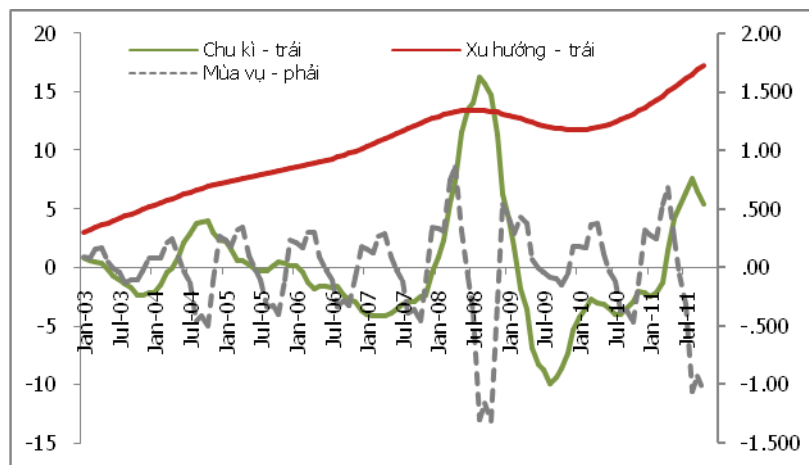
Giá dầu thô thế giới tháng 10 đã giảm so với tháng 9 với mức bình quân 108,8 \$/thùng. Giá dầu thế giới được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm do còn nhiều bất đồng trong việc giải quyết vấn đề nợ công tại châu Âu cũng như sự tăng trưởng chậm của một số nền kinh tế lớn như Mỹ, Anh và Trung Quốc. Giá xăng trong nước giảm từ cuối tháng 8 đã có tác động tích cực trong việc giảm tốc lạm phát trong hai tháng vừa qua. Tuy nhiên, giá xăng nhiều khả năng chưa được điều chỉnh trong những tháng cuối cùng của năm.

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


Nguồn: EIA và MoF

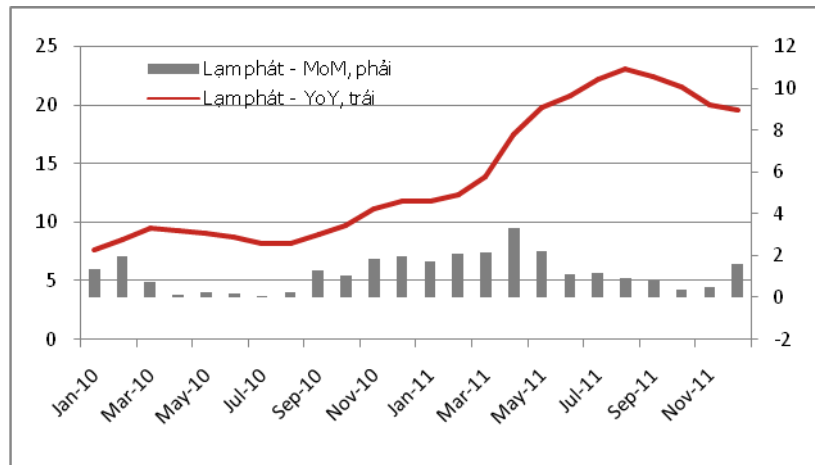
Phân rã lạm phát theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ chững lại trong tháng 10, tuy nhiên dự kiến nó sẽ bắt đầu gia tăng trở lại cho tới hết quý 1 năm sau. Thành phần xu hướng dài hạn tiếp tục gia tăng và đạt đỉnh trong tháng 10. Trong khi đó, thành phần chu kỳ đã bắt đầu giảm từ 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 11 sẽ ở mức trung bình, khoảng 0,5% 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 kỳ)

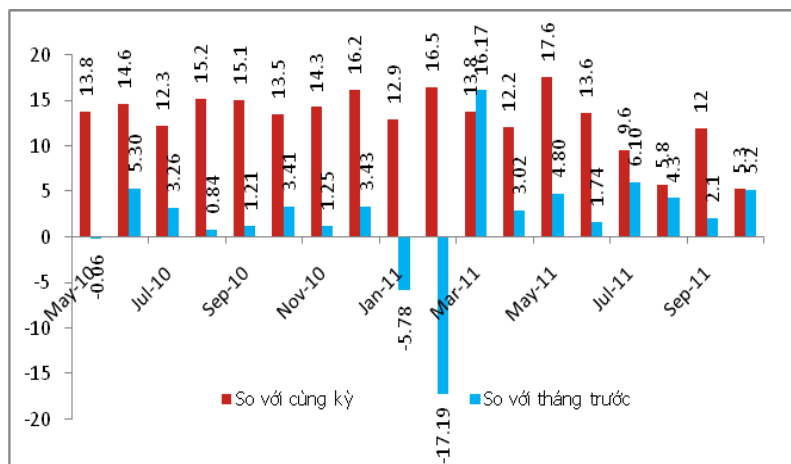


Nguồn: Tính toán của tác giả

CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC

Sản lượng công nghiệp tháng 10 tăng trưởng khá mạnh, tăng xấp xỉ 5,2% so với tháng 9 và 5,3% so với cùng kỳ 2010. Sản lượng công nghiệp 10 tháng đầu năm tăng khoảng 7% so với cùng kỳ năm trước, trong đó công nghiệp chế biến tăng 10,2%. Tuy nhiên, khả năng tiêu thụ sản phẩm giảm sút đã làm chỉ số tồn kho của ngành công nghiệp chế biến đầu tháng 10 tăng đột biến tới 21,1% so với cùng kỳ.

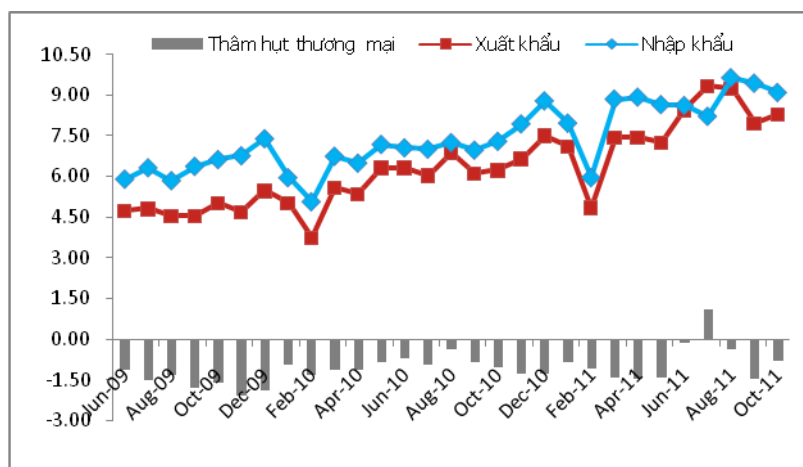
Hình 6: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp 2010-2011 (%)



Nguồn: GSO

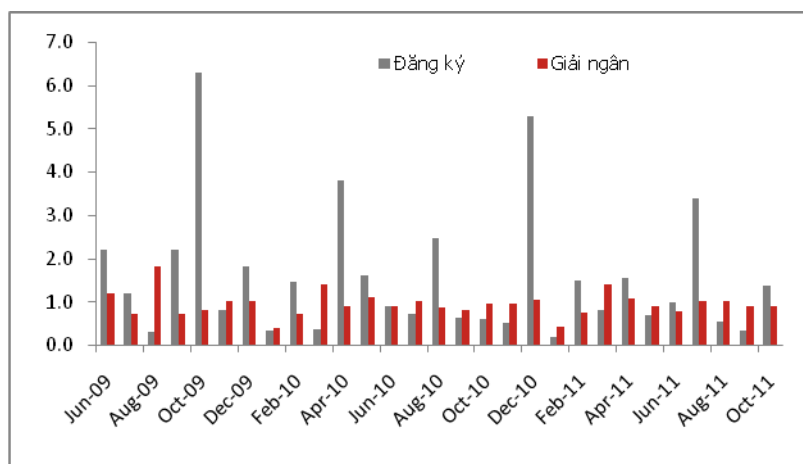
Thâm hụt thương mại tháng 10 ước đạt xấp xỉ 800 triệu \$, chỉ bằng 53% mức thâm hụt trong tháng 9. Mặc dù chưa thể chấm dứt tình trạng thâm hụt thương mại kéo dài, tín hiệu tích cực trên có thể góp phần làm giảm bớt áp lực lên tỷ giá VND/USD vốn đang rất căng thẳng trong những tháng cuối năm.

So với tháng 9, giá trị xuất khẩu tháng 10 tăng tới 4,5% trong khi nhập khẩu giảm xấp xỉ 3,7%. Trong vòng 10 tháng, tổng giá trị xuất khẩu đạt khoảng 78 tỷ USD, tăng 34,6% so với cùng kỳ năm trước do giá trị các mặt hàng xuất khẩu chính đều tăng. Giá trị nhập khẩu 10 tháng ước đạt 86 tỷ USD, tăng khoảng 27,2% so với cùng kỳ 2010. Như vậy, từ đầu năm đến nay thâm hụt thương mại vào khoảng 8,4 tỷ \$.

Hình 7: Thương mại quốc tế (triệu \$)


Nguồn: GSO

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài được cải thiện đáng kể trong tháng 10 với khoảng 1,37 tỷ \$ vốn FDI đăng ký và 0,9 tỷ \$ giải ngân. Tuy nhiên, tính chung cho cả 10 tháng, FDI đăng ký đạt xấp xỉ 11,3 tỷ \$, giảm 12% so với cùng kỳ năm trước. FDI giải ngân từ đầu năm đến nay vào khoảng 9,1 tỷ \$, chỉ tăng 1,1% so với cùng kỳ. FDI cam kết giảm không chỉ phản ánh khủng hoảng tài chính ở nhiều nước phát triển mà còn là sự e ngại của các nhà đầu tư đối với vấn đề lạm phát, tỷ giá, chính sách vĩ mô tại Việt Nam. Xét về cơ cấu đầu tư, ngành công nghiệp chế biến chiếm tỷ trọng lớn nhất, xấp xỉ 50% tổng vốn FDI đăng ký kể từ đầu năm.

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


Nguồn: GSO

CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Thị trường ngoại tệ biến động mạnh trong suốt tháng 10 sau khi một số tổ chức tín dụng được phép bán vàng bình ổn thị trường. NHNN đã liên tục tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng tới 14 lần. Tỷ giá VND/USD chính thức dao động quanh mức 21.000 và tỷ giá tự do có lúc chạm 21.775. Một trong những nguyên nhân chính làm VND mất giá là các ngân hàng gom USD để cân bằng trạng thái vàng sau khi đã bán ra một lượng khá lớn trong thời gian ngắn. Tỷ giá nhiều khả năng sẽ còn căng thẳng từ nay đến đầu năm sau do nhu cầu nhập khẩu hàng hóa phục vụ cho dịp Tết, tích trữ nguyên vật liệu sản xuất và thanh toán các khoản nợ ngoại tệ đáo hạn.

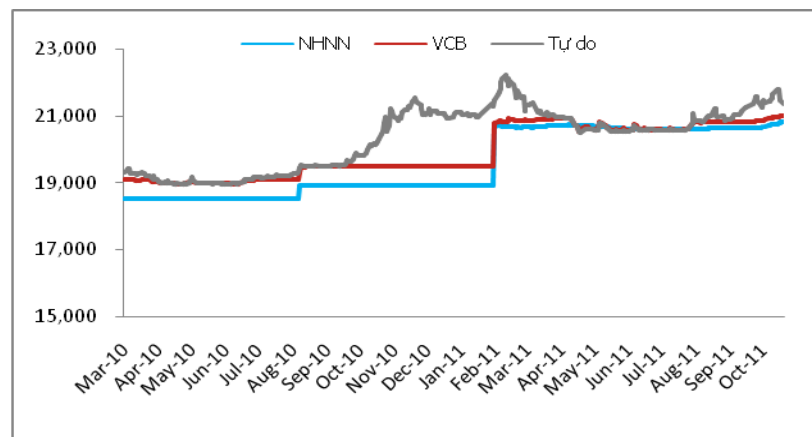
Tính đến cuối tháng 9, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 8,16%, thấp hơn nhiều so với kế hoạch đã được điều chỉnh ở mức 15-17% của NHNN. Mặc dù dư địa tín dụng cho những tháng cuối

năm còn khá lớn, tín dụng có xu hướng giảm do các ngân hàng hạn chế cho vay vì lo ngại nợ xấu còn doanh nghiệp không muốn vay khi lãi suất còn cao.

Kỳ vọng về lãi suất giảm thêm trong những tháng tiếp theo sẽ khó trở thành hiện thực bởi hai lý do chính. Thứ nhất, trần lãi suất 14% đang thấp hơn so với tỷ lệ lạm phát hiện tại. Lạm phát theo tháng đang tạm thời giảm tốc trong hai tháng qua nhưng dự báo nó sẽ tăng tốc trở lại trong những tháng cuối năm và đầu năm mới. Thứ hai, sự đổ vỡ hàng loạt của tín dụng đen và sự sụt giá mạnh của các thị trường tài sản, ví dụ như chứng khoán và bất động sản, đã khiến cho tỉ lệ nợ xấu tăng nhanh và đe dọa đến sự an toàn của các ngân hàng có hệ thống quản trị rủi ro kém. Lãi suất sẽ chỉ có cơ hội giảm khi xu hướng dài hạn của lạm phát thực sự giảm và hệ thống ngân hàng được tái cấu trúc theo hướng an toàn, tạo niềm tin đối với người gửi tiền.

Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh trong tháng 10, có lúc lên tới 20% ở hầu hết các kỳ hạn do nhiều ngân hàng nhỏ gặp khó khăn về thanh khoản phải đi vay trên thị trường. Cũng trong tháng 10, NHNN nâng lãi suất tái cấp vốn thêm 1% và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng thêm 2% càng làm tăng áp lực cho các ngân hàng do chi phí vốn tăng lên, nhất là các ngân hàng nhỏ. Lãi suất liên ngân hàng đã giảm ngay sau khi NHNN tái cấp vốn cho một số ngân hàng gặp vấn đề thanh khoản. Tuy nhiên, NHNN đang từng bước tiến hành tái cấu trúc hệ thống ngân hàng, mở đầu bằng việc ban hành Thông Tư 34 hướng dẫn về thủ tục thu hồi giấy phép và thanh lý tài sản của các tổ chức tín dụng.

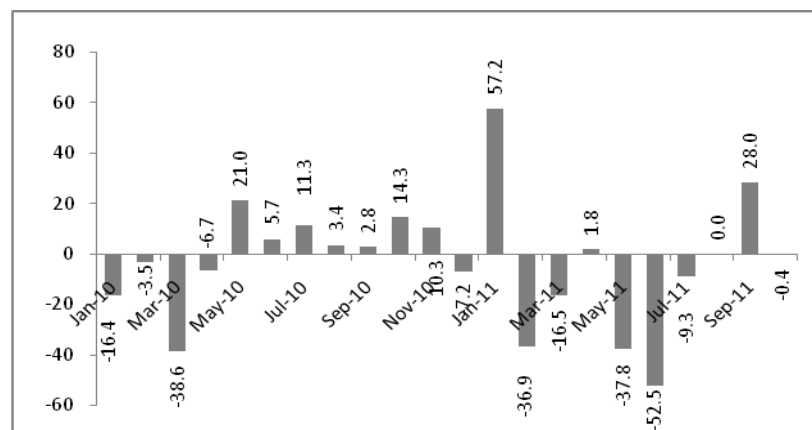
Hình 9: Tỷ giá bán VND/USD



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Tiền được bơm rông mạnh qua OMO trong tháng 9 không làm giảm bớt căng thẳng thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Do đó, NHNN đã chuyển từ bơm rông sang hút rông 420 tỷ đồng trong tháng 10 đồng thời tái cấp vốn cho một số ngân hàng nhỏ. Biện pháp này được xem là khá tích cực trong việc hướng nguồn vốn từ nơi dư thừa đến nơi thiếu một cách hiệu quả thay vì để các ngân hàng lớn kiếm lời từ ngân hàng nhỏ trên thị trường. Trong 10 tháng đầu năm, NHNN đã hút rông 66,6 ngàn tỷ đồng qua OMO.

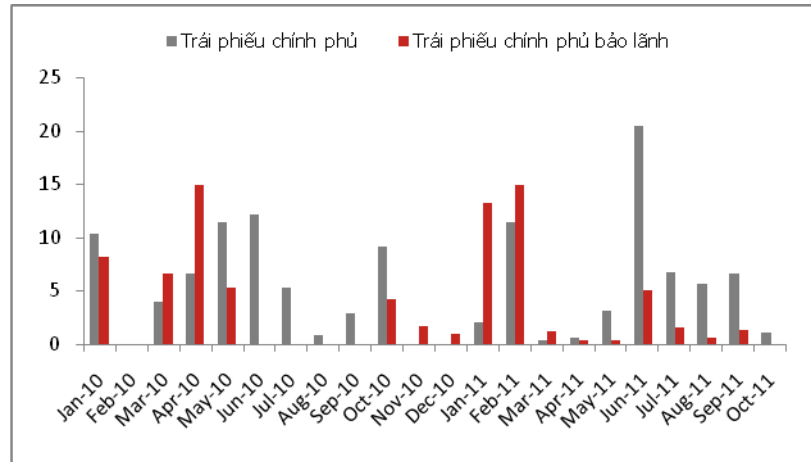
Hình 10: Lượng bơm rông qua OMO hàng tháng (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Trong tháng 10, chỉ có 1,05 ngàn tỷ TPCP và không có TPCP bảo lãnh nào được phát hành thành công. Như vậy, khoảng 57,8 ngàn tỷ đồng (TPCP) và gần 38,7 ngàn tỷ đồng TPCP bảo lãnh đã phát hành thành công kể từ đầu năm đến nay. Số lượng TPCP phát hành thành công đã sụt giảm mạnh do các ngân hàng lớn bị hấp dẫn bởi cho vay trên thị trường liên ngân hàng với mức lãi suất cao thay vì mua TPCP. Nhiều khả năng thị trường trái phiếu sẽ còn ảm đạm trong những tháng tới cho đến khi lãi suất giảm và thanh khoản của hệ thống ngân hàng được cải thiện.

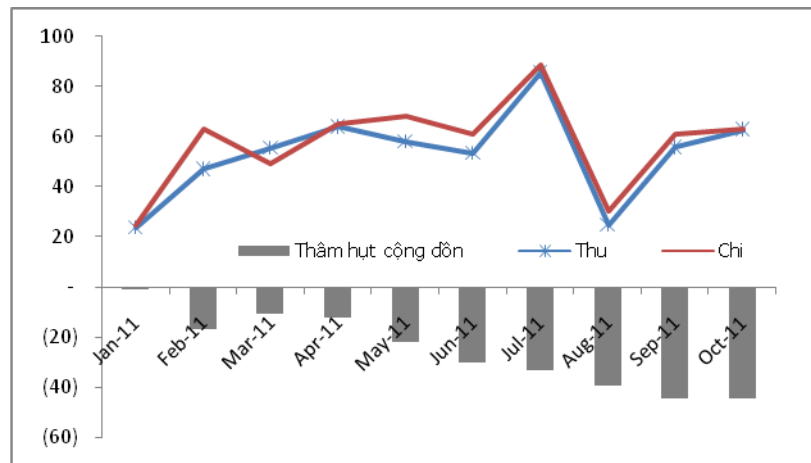
Hình 11: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: HNX và khác

Bội chi ngân sách tháng 10 chỉ xấp xỉ 0,1 ngàn tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 4,9 ngàn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm. Tính từ đầu năm đến nay, tổng thu ngân sách nhà nước vào khoảng 530 ngàn tỷ đồng, đạt 89% dự toán thu cả năm. Tổng chi ngân sách đạt 574,5 ngàn tỷ, chiếm 79% dự toán. Như vậy, NSNN đã thâm hụt khoảng 44,51 ngàn tỷ đồng kể từ đầu năm. Thâm hụt ngân sách giảm cùng với việc theo đuổi chính sách tiền tệ chặt chẽ sẽ góp phần làm giảm sức ép lạm phát và làm tăng niềm tin vào năng lực điều hành kinh tế vĩ mô của chính phủ.

Hình 12: Thu, chi NSNN (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: GSO

PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11_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	
<i>Xuất khẩu (triệu \$)</i>	7.091	4.848	7.447	7.437	7.500	8.460	9.323	9.247	7.940	8.300	
<i>Nhập khẩu (triệu \$)</i>	7.968	5.960	8.856	8.930	9.200	8.620	8.221	9.643	9.450	9.100	
<i>Thâm hụt TM (triệu \$)</i>	877	1.112	1.409	1.493	1.700	160	1.102	396	1500	800	1200
<i>FDI cam kết (triệu \$)</i>	190	1.470	810	1.550	670	980	3380	520	340	1.370	
<i>FDI giải ngân (triệu \$)</i>	420	730	1.390	1.080	900	780	1000	1000	900	900	
<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	0,5
<i>Lãi suất OMO (%)</i>	11	12	12	13	15	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	21.200

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.

KHOI 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 Ngụy 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.