

**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

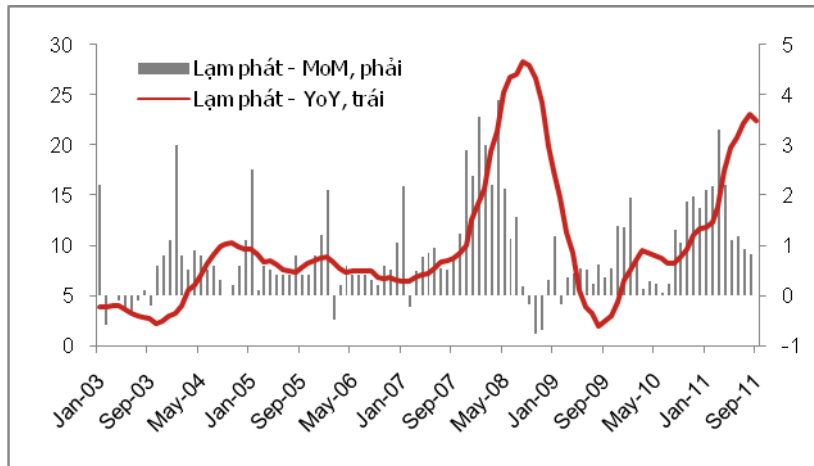
### **TÓM TẮT**

- CPI tháng Chín đã giảm tốc, tăng 0,82% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kì năm trước tăng xấp xỉ 22,42%;
- Tăng trưởng kinh tế trong quý 3 cao hơn so với mức tăng trong quý 2 ở cả ba khu vực. Tăng trưởng kinh tế chín tháng đầu năm xấp xỉ 5,76%;
- Thâm hụt thương mại tháng Chín tăng mạnh chủ yếu do nhập khẩu vàng. Thâm hụt thương mại 9 tháng đầu năm vào khoảng 6,8 tỷ \$;
- FDI tháng 9 giảm nhẹ so với tháng 8. FDI đăng ký và giải ngân của 9 tháng đầu năm lần lượt vào khoảng 9,9 tỷ \$ và 8,2 tỷ \$;
- Thị trường ngoại hối có sự biến động;
- Khoảng 56,8 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) bơm ròng khoảng 28 ngàn tỷ đồng trên thị trường mở trong tháng Chín. Tổng lượng hút ròng qua OMO từ đầu năm đến nay xấp xỉ 66 ngàn tỷ đồng.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng Mười sẽ vào khoảng 0,6%.

**LẠM PHÁT**

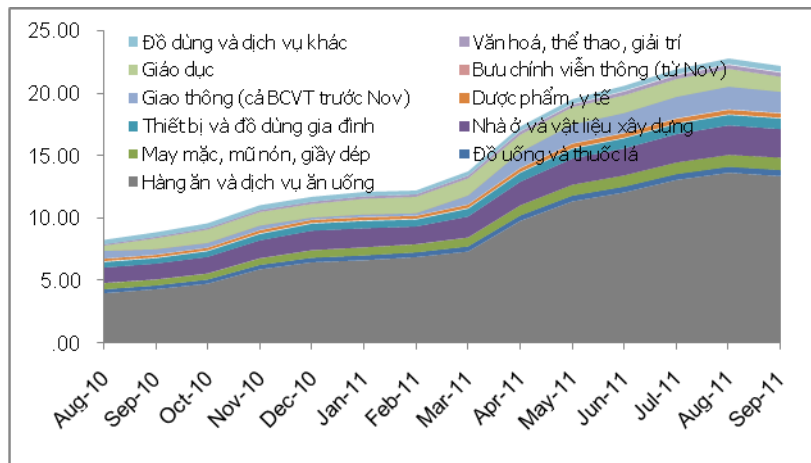
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của tháng Chín được chính thức công bố tăng khoảng 0,82% so với tháng trước đó. Lạm phát tháng 9 đạt mức thấp nhất kể từ đầu năm do giá của nhóm hàng lương thực & thực phẩm chỉ tăng nhẹ. Giá cả nhóm hàng giáo dục tăng tới 8,62% so với tháng Tám. Theo đó, CPI so với cùng kỳ năm trước đạt xấp xỉ 22,42%, thấp hơn so với mức đỉnh trong tháng 8 là 23,02%.

**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

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

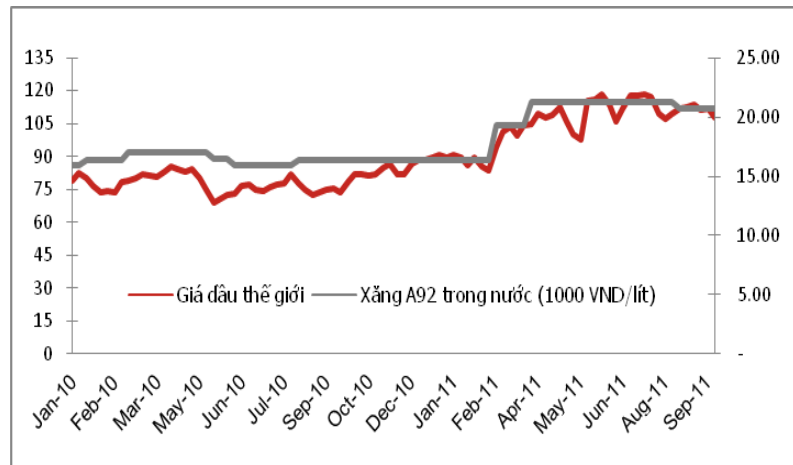


Nguồn: GSO

Đóng góp chủ yếu vào lạm phát vẫn là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống đóng, chiếm 59% trong mức tăng 22,42% của CPI. Giá cả nhóm này tương đối ổn định trong tháng 9 do nguồn cung lương thực thực phẩm được đảm bảo. 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 giảm nhẹ do tác động của việc giảm giá xăng trong nước trước đó. Giá nhóm hàng giáo dục đóng góp khoảng 5% trong tổng mức tăng CPI.

Giá dầu thô thế giới tháng Chín tăng nhẹ so với tháng Tám, dao động quanh mức 111\$/thùng. Tuy nhiên, giá dầu thô đã giảm vào cuối tháng 9 và có khả năng còn tiếp tục giảm trong thời gian tới do vẫn còn nhiều lo ngại về khủng hoảng nợ công tại châu Âu. Giá xăng trong nước được kỳ vọng sẽ không tăng đến cuối năm do nỗ lực kiềm chế lạm phát của Chính phủ.

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

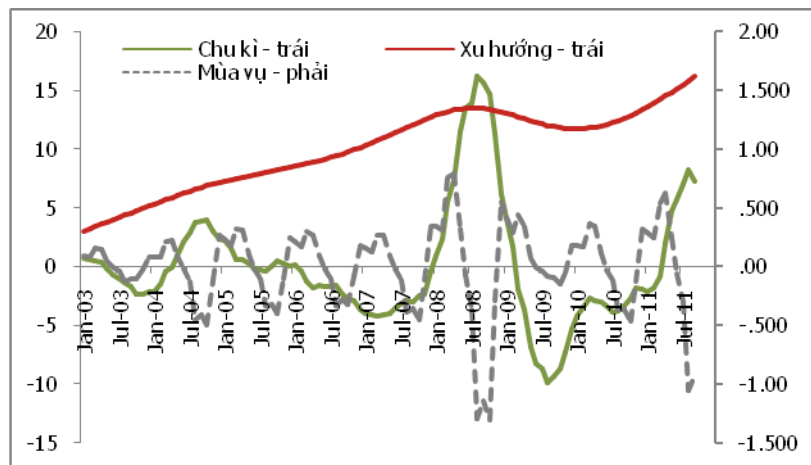


Nguồn: EIA và MoF

Phân rã lạm phát theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ tiếp tục bắt đầu tăng nhẹ trở lại và dự báo tiếp tục tăng cho tới hết quý 1 năm sau. Thành phần xu hướng dài hạn cũng 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.

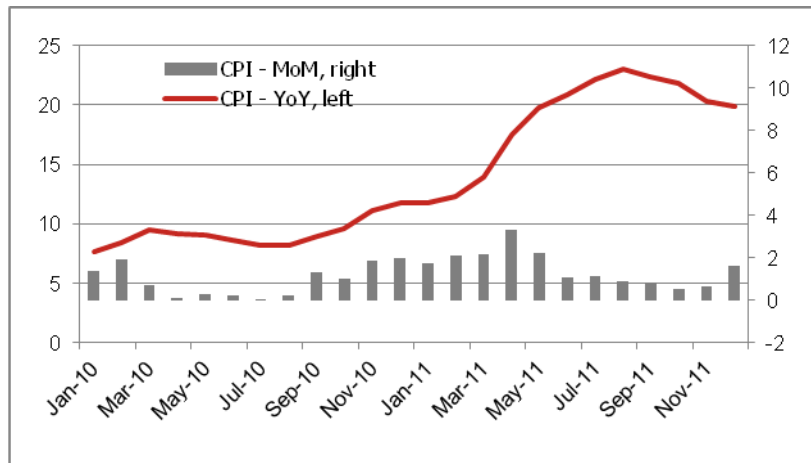
Dự báo mức tăng giá của tháng Mười sẽ chủ yếu bắt nguồn từ sự tăng giá trở lại của của nhóm hàng lương thực thực phẩm do thiên tai xảy ra ở một số địa phương. Ngoài ra, những cố gắng sớm hạ lãi suất bằng cách bơm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng của NHNN, việc tăng lương tối thiểu áp dụng từ 1/10/2011, và kế hoạch tăng giá điện của Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) cũng có thể làm tăng kì 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 Mười sẽ ở mức trung bình, khoảng 0,5-0,7% 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)**

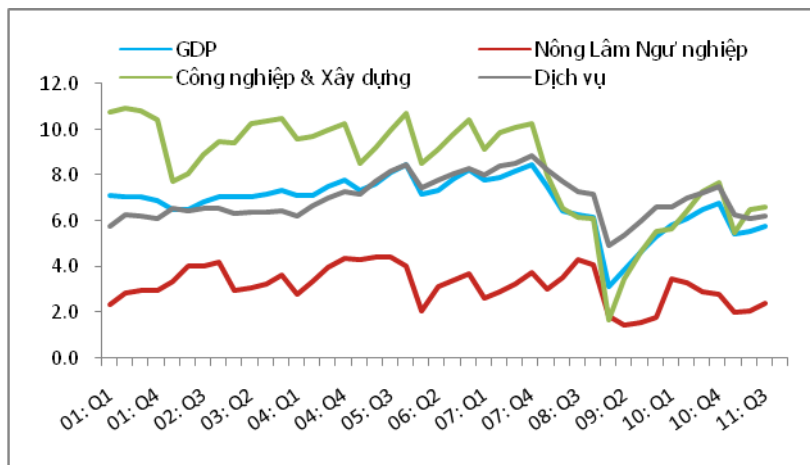


Nguồn: Tính toán của tác giả

**CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC**

GDP chín tháng đầu năm tăng khoảng 5,76% so với cùng kỳ năm trước, đang tiến dần đến mục tiêu 6% cho cả năm 2011. Đóng góp chủ yếu vào mức tăng này là khu vực công nghiệp & xây dựng và khu vực dịch vụ. Đáng chú ý là tăng trưởng của cả ba khu vực trong quý 3 mặc dù đều cao hơn mức tăng trong quý 2 nhưng ở mức thấp so với các năm trước. Khu vực công nghiệp tăng xấp xỉ 6,62%, khu vực dịch vụ tăng 6,24% và khu vực nông lâm ngư nghiệp chỉ tăng 2,39% so với cùng kỳ.

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

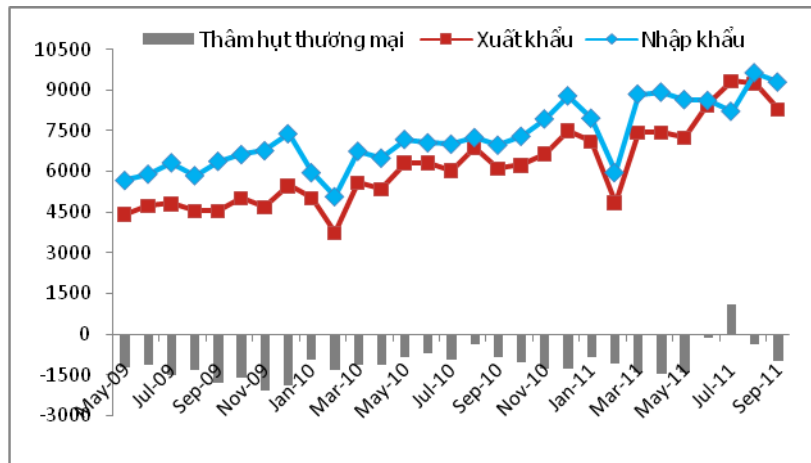


Nguồn: GSO

Việc NHNN cho phép nhập khẩu vàng thời gian qua khiến cho thâm hụt thương mại tháng Chín lên tới 1 tỷ \$, cao hơn nhiều so với mức 396 triệu \$ của tháng Tám. Do chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới vẫn ở mức cao, NHNN tiếp tục cho nhập thêm khoảng 5 tấn vàng sẽ ảnh hưởng đến mức nhập siêu tháng 10 và gây áp lực lên tỷ giá trong những tháng cuối năm.

So với tháng Tám, giá trị xuất khẩu và nhập khẩu tháng Chín đều giảm lần lượt là 10,2% và 3,6%. Kể từ đầu năm đến nay, tổng giá trị xuất khẩu đạt khoảng 70 tỷ USD, tăng 35,4% so với cùng kỳ năm trước do giá trị các mặt hàng xuất khẩu chính đều tăng. Giá trị nhập khẩu 9 tháng ước đạt 76 tỷ USD, tăng khoảng 27% so với cùng kỳ. Với mức nhập siêu vào khoảng 6,8 tỷ \$ trong 9 tháng đầu năm, thâm hụt thương mại cả năm có khả năng sẽ thấp hơn nhiều so với mức 12 tỷ \$ được dự báo từ đầu năm 2011.

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

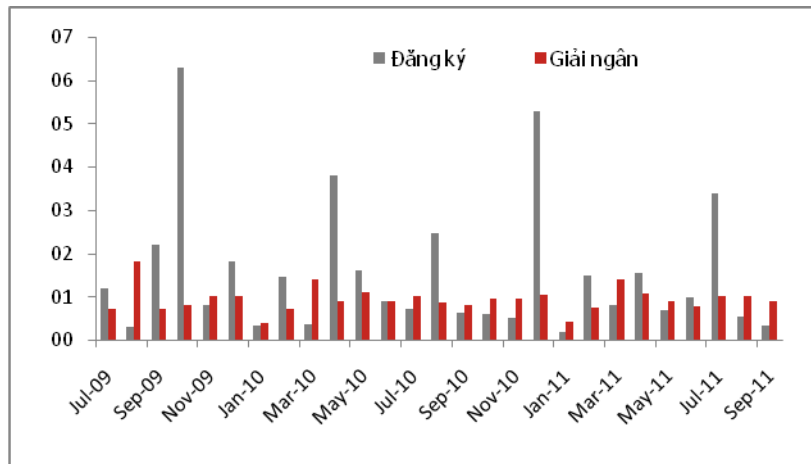


Nguồn: GSO

Riêng trong tháng 9, Việt Nam thu hút khoảng 0,34 tỷ \$ vốn FDI đăng ký và 0,9 tỷ \$ giải ngân. FDI đăng ký có xu hướng giảm chủ yếu do những bất ổn từ các nền kinh tế lớn. Tuy nhiên, Vốn FDI giải ngân tương đối cao vẫn là một trong những nguồn tài trợ quan trọng cho thâm hụt thương mại.

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng kí trong 9 tháng đầu năm đạt xấp xỉ 9,9 tỷ \$, chỉ bằng 81% cùng kỳ năm 2010. Tuy nhiên, vốn FDI giải ngân đạt 8,2 tỷ \$, tăng khoảng 1,9% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý là ngành sản xuất chế biến vẫn thu hút nhà đầu tư nước ngoài nhiều nhất, chiếm tới 60% tổng số vốn đăng ký kể từ đầu năm. Trong khi đó, FDI đăng kí vào các lĩnh vực bất động sản và lưu trú đã giảm mạnh so với những năm trước do khó khăn của lĩnh vực này kể từ đầu năm tới nay.

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



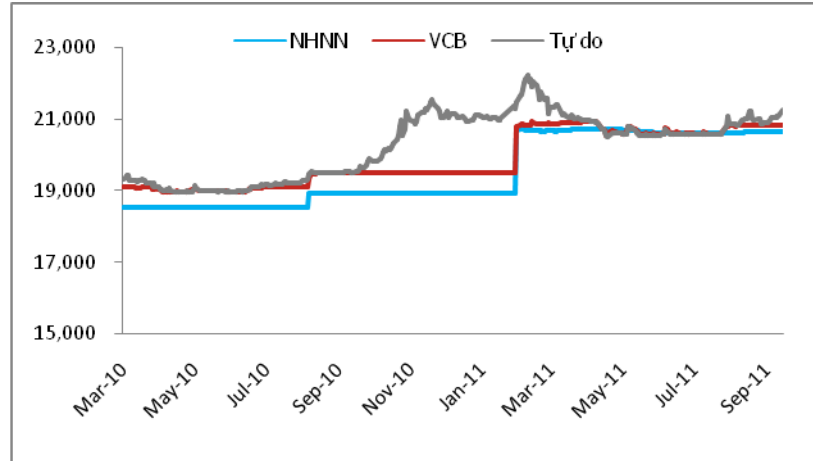
Nguồn: GSO

**CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH**

Giá vàng biến động mạnh đã làm USD tăng giá nhẹ so với đồng nội tệ trong tháng Chín. Tỷ giá VND/USD chính thức dao động quanh mức 20.832 và tỷ giá tự do tăng nhẹ lên mức 21.250. Mặc dù khối lượng vàng nhập về trong 2 tháng gần đây là khá lớn, tỷ giá không biến động nhiều do NHNN vẫn bán ra USD. Tuy nhiên, tỷ giá được kỳ vọng sẽ tăng trong những tháng cuối năm khi nhu cầu thanh toán tăng cao và các khoản nợ ngoại tệ đáo hạn.

Kể từ đầu tháng 9, các NHTM thực hiện khá nghiêm túc yêu cầu hạ lãi suất đầu vào. Theo đó, các ngân hàng lớn có ưu thế về uy tín và mạng lưới nên việc huy động vốn vẫn ổn định. Các ngân hàng nhỏ gặp khó khăn về thanh khoản thể hiện ở mức lãi suất huy động bằng nhau ở hầu hết các kỳ hạn. Để hạn chế tình trạng này, NHNN đã ban hành thông tư 30/2011-NHNN quy định lãi suất tối đa 6% cho các khoản tiền gửi rất ngắn hạn. Quy định này không những hạn chế sự mất cân đối về kỳ hạn giữa nguồn vốn và tài sản của các NH mà còn hỗ trợ cho việc giảm mặt bằng lãi suất cho vay. Tuy nhiên, nếu lãi suất huy động được giữ ở mức thấp thì nhiều khả năng tiền sẽ chảy vào kênh vàng và ngoại tệ, tiếp tục gây áp lực lên tỷ giá cuối năm.

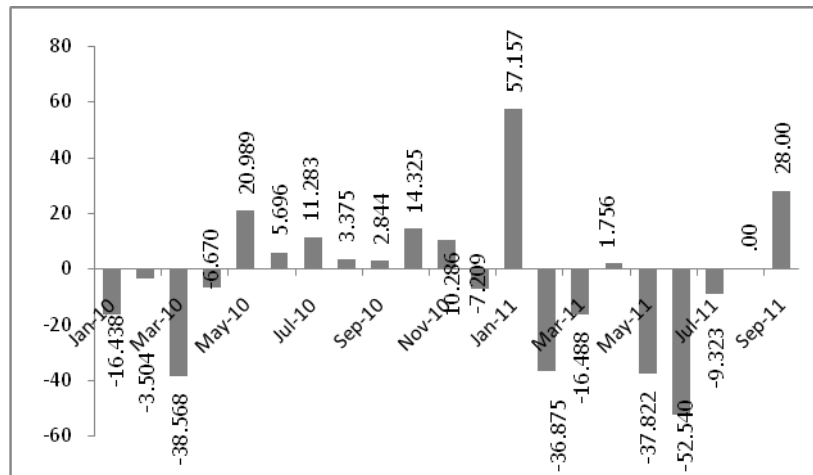
**Hình 9: Tỷ giá bán VND/USD**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Trong tháng Chín, việc NHNN liên tục bơm ròng trên thị trường mở đồng thời kéo dài kỳ hạn lên gấp đôi được xem như biện pháp hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM sau khi phải hạ lãi suất huy động. Kết quả là khoảng 28 ngàn tỉ đồng đã được bơm ròng qua OMO trong tháng 9.

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

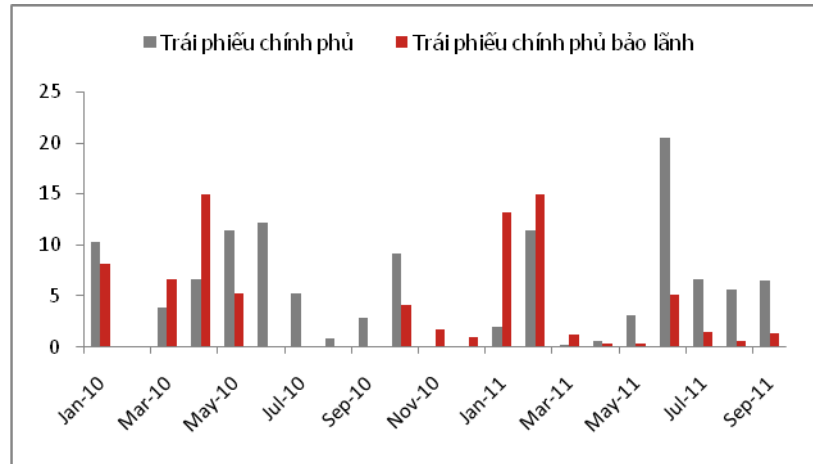


Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Các ngân hàng thương mại đang phải đối mặt với rủi ro tín dụng tăng lên khi tỷ lệ nợ xấu toàn ngành tăng từ 2,16% cuối năm 2010 lên 3,04% đầu quý 3 2011. Tỷ lệ nợ xấu có khả năng còn tiếp tục tăng đến năm sau trừ khi lãi suất giảm mạnh. Các chương trình ưu đãi lãi suất cho vay chỉ áp dụng hạn chế với một số doanh nghiệp và một số lĩnh vực do e ngại về nợ xấu.

Trong tháng Chín, khoảng 6,6 ngàn tỷ TPCP và gần 1,3 ngàn tỷ TPCP bảo lãnh phát hành thành công. Như vậy, khoảng 56,8 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. Do lạm phát đã giảm tốc, kỳ vọng lãi suất giảm là động lực cho các ngân hàng tăng lượng mua TPCP trong tháng 9.

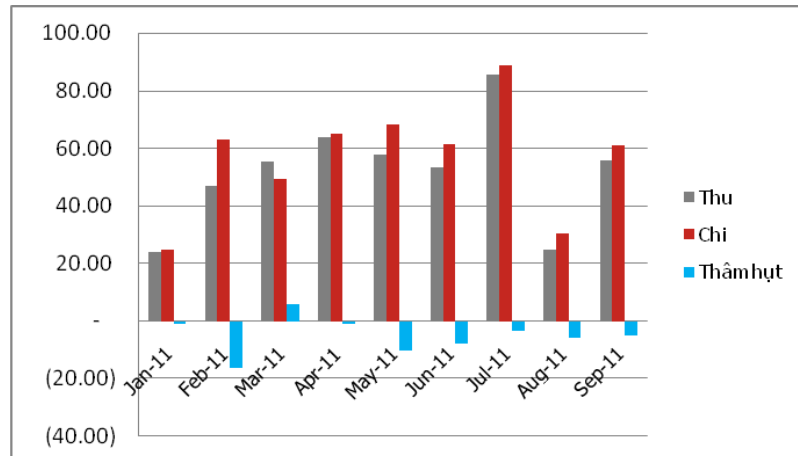
**Hình 11: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: HNX và khác

Bội chi ngân sách tháng Chín xấp xỉ 5,2 ngàn tỷ đồng. Mặc dù bội chi giảm 10% so với tháng Tám, con số này vẫn cao hơn bình quân trong cả 8 tháng đầu năm. Tính từ đầu năm đến nay, tổng thu ngân sách nhà nước (NSNN) vào khoảng 467 ngàn tỷ đồng, đạt 79% dự toán thu cả năm. Tổng chi ngân sách đạt 511,6 ngàn tỷ, chiếm 71% dự toán. Như vậy, NSNN đã thâm hụt khoảng 44,5 ngàn tỷ đồng kể từ đầu năm. Thâm hụt ngân sách cao như hiện nay sẽ tiếp tục làm tăng gánh nặng nợ công, gây áp lực lên việc phát hành TPCP.

**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_F
GDP (% , YoY, cộng dồn)			5,43			5,57			5,76	
Sản lượng CN (% , yoy)	12,9	16,5	13,8	12,2	17,6	13,6	9,6	5,8	12	
Xuất khẩu (triệu \$)	7.091	4.848	7.447	7.437	7.500	8.460	9.323	9.247	8.300	
Nhập khẩu (triệu \$)	7.968	5.960	8.856	8.930	9.200	8.620	8.221	9.643	9.300	
Thâm hụt TM (triệu \$)	877	1.112	1.409	1.493	1.700	160	1.102	396	1000	
FDI cam kết (triệu \$)	190	1.470	810	1.550	670	980	3380	520	340	
FDI giải ngân (triệu \$)	420	730	1.390	1.080	900	780	1000	1000	900	
Lạm phát (% , mom)	1,74	2,09	2,17	3,32	2,21	1,09	1,17	0,93	0,82	0,6
Lãi suất OMO (%)	11	12	12	13	15	14	14	14	14	14
VND/USD (VCB, cuối kì)	19.498	20.875	20.908	20.595	20.560	20.585	20.600	20.832	21.832	21.000

## 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 Dinh, 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 Dinh, 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.