

**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 6677  
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

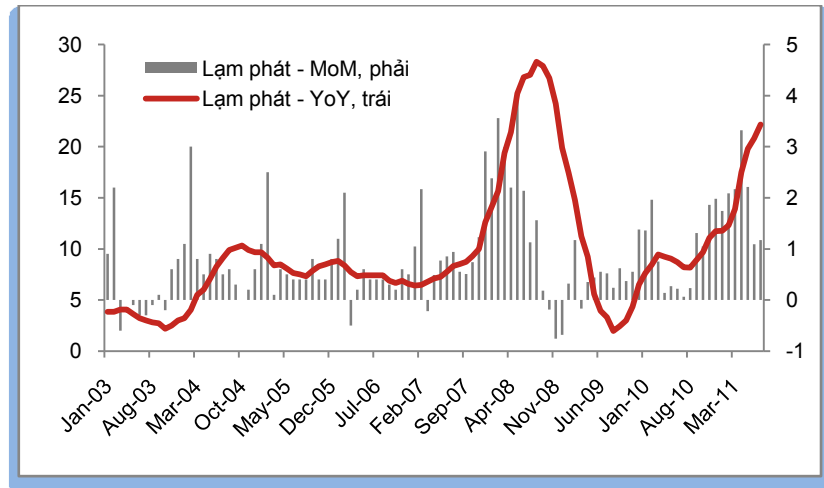
### **TÓM TẮT**

- CPI tháng Bảy tăng mạnh 1,17% so với tháng trước. Lạm phát so với cùng kì năm trước cũng tiếp tục gia tăng lên mức 22,16%;
- Thâm hụt thương mại tháng Bảy tiếp tục giảm mạnh nhờ tái xuất vàng. Thâm hụt thương mại 7 tháng đầu năm vào khoảng 7 tỷ \$;
- FDI đăng kí tháng 7 tăng mạnh trở lại. Trong khi đó FDI giải ngân của 7 tháng đầu năm vào khoảng 6,3 tỷ \$;
- Thị trường ngoại hối tiếp tục ổn định;
- Khoảng 45 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 giảm mạnh hút ròng qua thị trường mở trong tháng Bảy, 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 Tám sẽ vào khoảng 0,6-0,8%.

## LẠM PHÁT

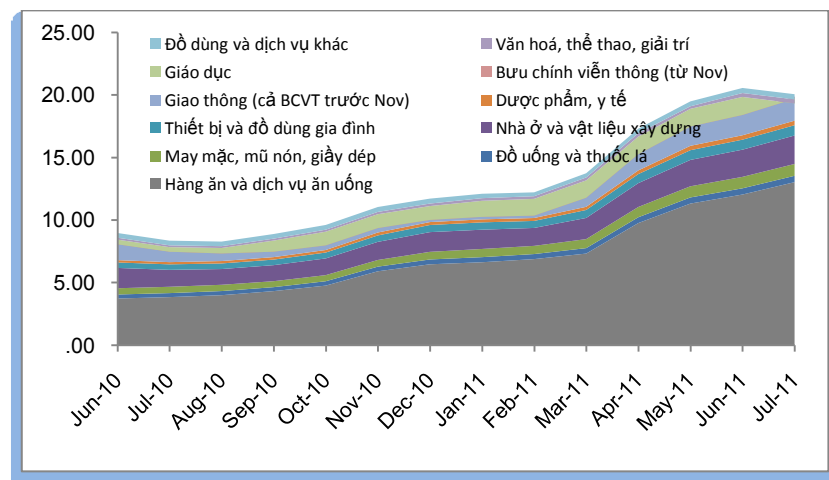
Chỉ số giá tiêu dùng của tháng Bảy được chính thức công bố tăng khoảng 1,17% so với tháng trước đó. Lạm phát tăng cao trở lại tiếp tục gây áp lực cho Chính Phủ trong việc kiểm chế lạm phát từ nay đến cuối năm. Giá của nhóm hàng lương thực & thực phẩm tăng đột biến vào đầu tháng 7 đóng góp chủ yếu vào lạm phát tháng này. Giá các nhóm hàng khác không thay đổi nhiều so với tháng trước. Trong khi đó, CPI so với cùng kỳ năm trước đã tăng tới 22,16%, là mức tăng kỉ lục kể từ cuối năm 2008 trở lại đây.

**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

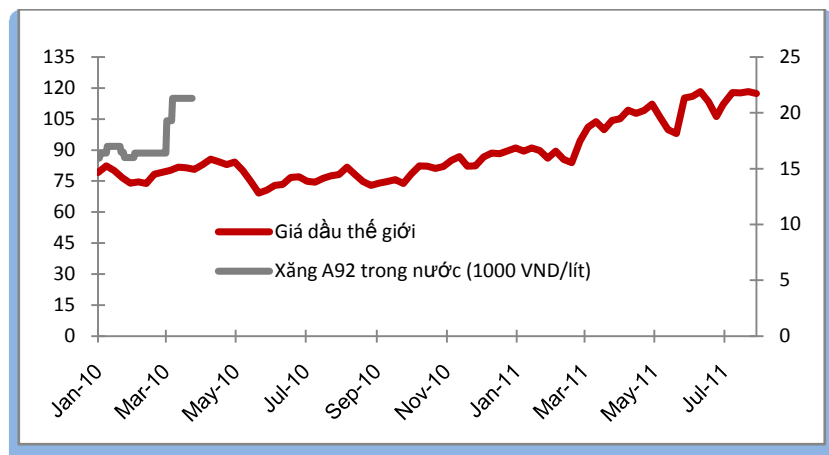
**Hình 2: Đóng góp của các nhóm hàng vào lạm phát (% , so với cùng kỳ)**



Nguồn: GSO

Nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống đóng góp tới gần 59% trong tổng mức tăng 22,16% của CPI cả nước. Giá cả nhóm này có thể sẽ còn tăng trong những tháng tiếp theo khi mùa mưa bão đến làm ảnh hưởng đến nguồn cung lương thực thực phẩm. Tiếp đến là nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng và nhóm dịch vụ giao thông đóng góp lần lượt là 10% và 8,7% trong tổng mức tăng giá toàn nền kinh tế. Các nhóm hàng còn lại đóng góp dưới 4% trong tổng mức tăng giá chung.

Giá dầu thô thế giới trong tháng Bảy tăng so với mức giá bình quân trong tháng 6, dao động quanh mức 117\$/thùng. Giá dầu thế giới cuối tháng Bảy giảm nhẹ do lo ngại về rủi ro vỡ nợ của Mỹ và các nước châu Âu sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ dầu. Tuy nhiên, vấn đề nợ công của nền kinh tế lớn nhất thế giới được giải quyết khiến giá dầu có xu hướng tăng trở lại từ đầu tháng Tám. Giá xăng trong nước không thay đổi kể từ đầu tháng 4 đến nay.

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


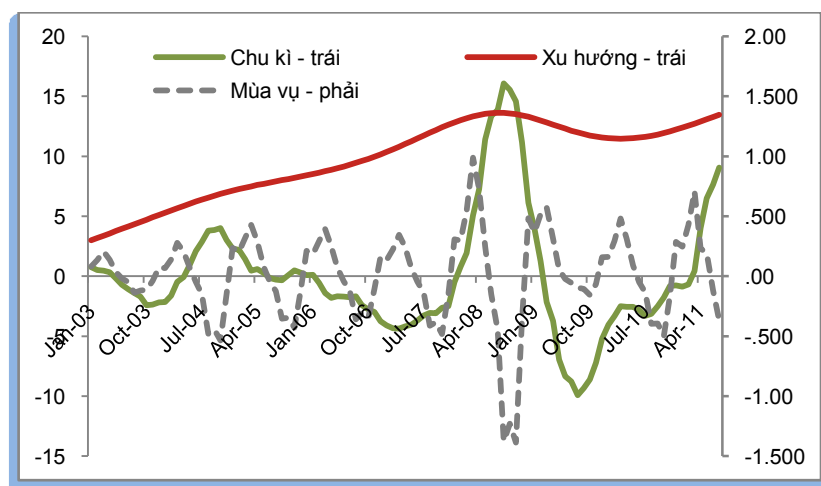
Nguồn: EIA và MoF

Phân rã lạm phát so với cùng kì theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần mùa vụ đã giảm nhưng yếu tố chu kì vẫn đang trong đà đi lên. Điều này cho thấy mặc dù tốc độ tăng giá hàng tháng đã bắt đầu chậm lại nhưng thước đo lạm phát so với cùng kì năm trước sẽ còn tiếp tục tăng thậm chí là liên tiếp trong một vài tháng tới.

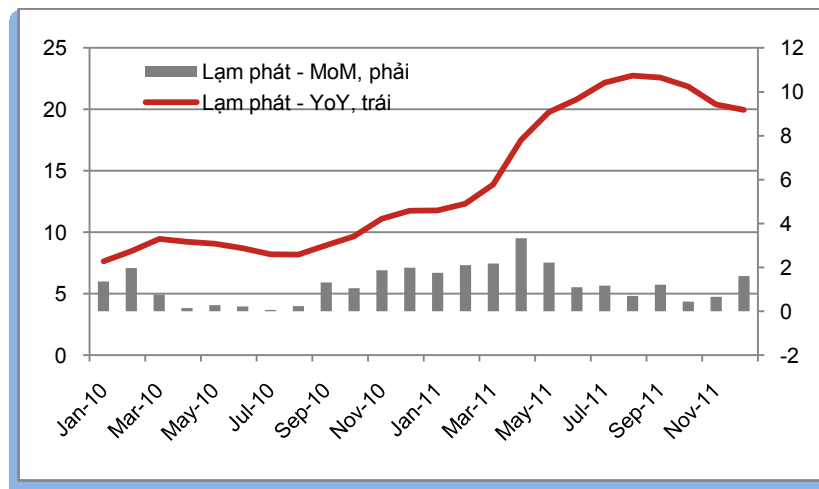
Theo dự báo của chúng tôi, lạm phát của tháng 8 nhiều khả năng sẽ thấp hơn so với các tháng trước tuy nhiên nó có thể vẫn ở mức trung bình dao động trong khoảng 0,6-0,8% do một số lý do sau. Thứ nhất, từ tháng 8 đến tháng 10 sẽ là thời gian điều chỉnh giá của nhóm hàng giáo dục, bao gồm học phí và dụng 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 10-20%, sẽ đóng góp vào tổng mức tăng CPI của cả nước khoảng từ 0,6-1,2% trong vài tháng tới.

Thứ hai, những rủi ro tiềm ẩn từ thiên tai có thể khiến giá cả nhóm hàng lương thực & thực phẩm tăng cục bộ ở một số địa phương. Thứ ba, nhìn xa hơn nữa, đó là nguy cơ lạm phát do sức ép lên giá của ngoại tệ. Sức ép lên giá này chủ yếu xuất phát từ tăng trưởng nóng tín dụng ngoại tệ trong thời gian vừa qua trong khi thâm hụt thương mại, không tính tái xuất vàng, chưa có dấu hiệu suy giảm.

Tính đến những ảnh hưởng này, các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy nhiều khả năng CPI của tháng 8 sẽ tăng ở mức trung bình khoảng 0,6-0,8% so với tháng trước. Nếu điều này xảy ra, nó sẽ là một cơ sở tốt để NHNN bắt đầu nới nhẹ chính sách tiền tệ nhằm giảm lãi suất trên thị trường.

**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

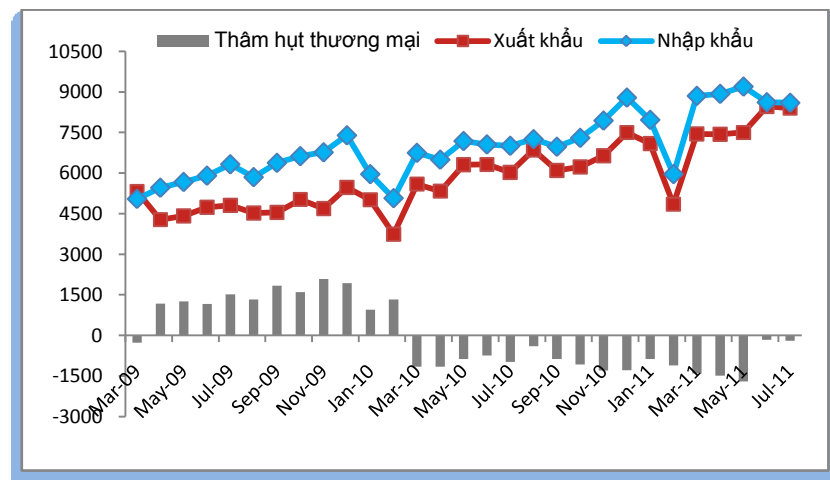
### CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC

Giá trị xuất khẩu tháng Bảy đạt xấp xỉ 8,4 tỷ \$, giảm so với tháng trước là 0,7%. Giá trị nhập khẩu đạt 8,6 tỷ \$, giảm 0,2% so với tháng Sáu.

Trong bảy tháng đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu đạt khoảng 51 tỷ USD, tăng tới 33,5% 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 gạo và cà phê.

Kim ngạch nhập khẩu bảy tháng đạt 58 tỷ USD, tăng khoảng 26,2% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, giá trị nhập khẩu của một số mặt hàng như nhựa, vải, nguyên phụ liệu dệt may có xu hướng giảm. Điều này cho thấy sự chậm lại trong sản xuất của các ngành công nghiệp sử dụng những yếu tố đầu vào này.

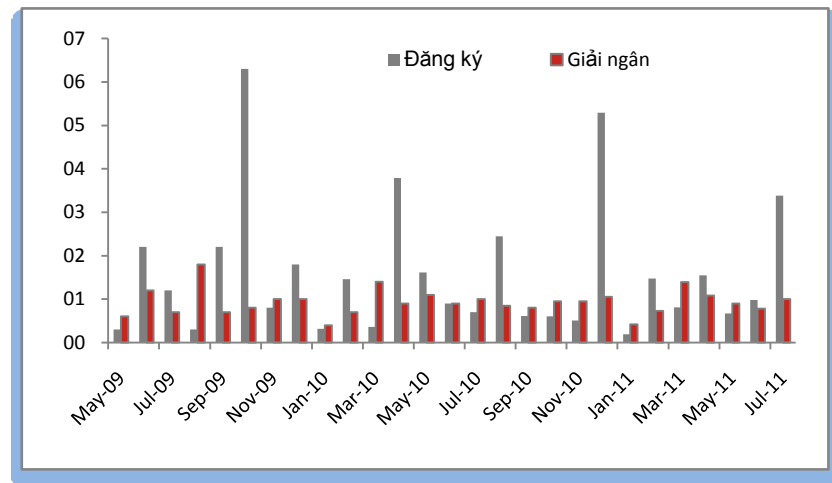
Nhập siêu tháng Sáu thực tế thấp hơn ước tính, đạt xấp xỉ 160 triệu USD. Cán cân thương mại tháng Bảy tiếp tục được cải thiện với mức nhập siêu xấp xỉ 200 triệu USD chủ yếu nhờ vào tái xuất vàng tới 800 triệu USD. Xuất khẩu vàng tăng đã giúp khai thác được nguồn vốn nhàn rỗi trong dân và hỗ trợ thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, nếu giảm thâm hụt thương mại không xuất phát từ tăng xuất khẩu các mặt hàng có lợi thế và giảm nhập khẩu các mặt hàng cần hạn chế thì nhập siêu sẽ tăng mạnh khi chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới giảm hoặc khi việc xuất khẩu vàng bị siết chặt.

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


Nguồn: GSO

Trong 7 tháng đầu năm, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt xấp xỉ 9 tỷ \$ đăng kí và 6,3 tỷ \$ giải ngân. Lượng FDI thu hút được tăng đột biến trong tháng Bảy với hơn 3 tỷ \$ đăng kí và 1 tỷ \$ giải ngân. FDI chủ yếu tập trung vào ngành công nghiệp sản xuất thay vì chảy vào các lĩnh vực phi sản xuất cho thấy tâm lý các nhà đầu tư nước ngoài đã tin tưởng hơn vào các nỗ lực ổn định kinh tế của Chính phủ. FDI tăng trở lại sẽ góp phần quan trọng trong việc cải thiện cán cân thanh toán, tăng trưởng GDP, xuất khẩu và việc làm trong thời gian tới.

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

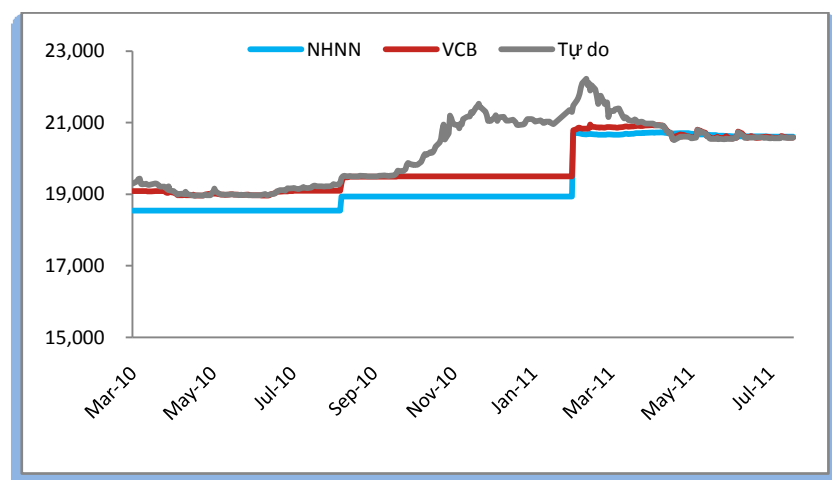


Nguồn: GSO

## CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Thị trường ngoại tệ tiếp tục ổn định nhờ vào chính sách kết hối của NHNN và thâm hụt thương mại trong hai tháng vừa qua. Tỷ giá VND/USD chính thức và tự do dao động quanh mức 20.560-20.610. Có những thời điểm tỷ giá tăng nhẹ do NHNN mua vào USD để cải thiện dự trữ ngoại hối. Ước tính trong vòng 7 tháng, NHNN đã mua vào hơn 4 tỷ \$.

**Hình 8: Tỷ giá bán VND/USD**



Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

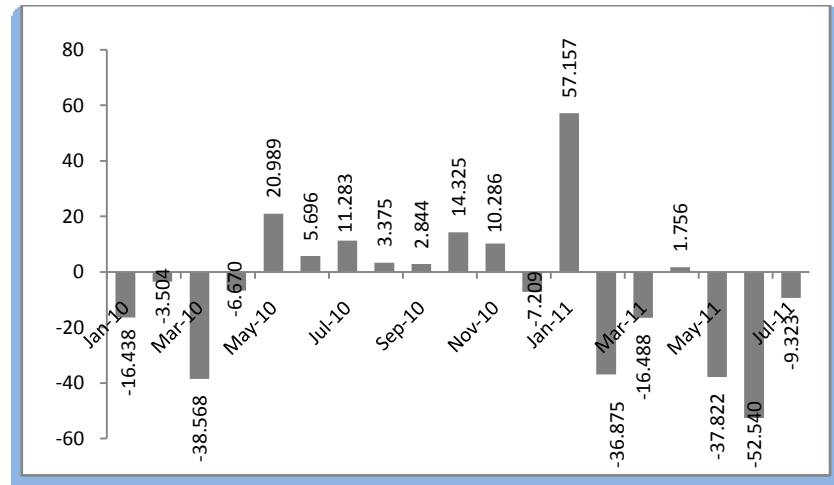
Chính phủ và NHNN tiếp tục phát đi tín hiệu chính sách can thiệp từ giờ đến cuối năm. Tăng trưởng cung tiền và tăng trưởng tín dụng 7 tháng đầu năm ước lần lượt ở mức 3,57% và 7,57%. Đây là tốc độ tăng hợp lý trong bối cảnh Việt Nam đang cố gắng bình ổn nền kinh tế chống lạm phát cao.

Tuy nhiên điều đáng lo ngại trong chính sách tiền tệ hiện nay đó là việc để cho tăng trưởng tín dụng ngoại tệ cao gấp cả chục lần so với tăng trưởng tín dụng nội tệ. Nguyên nhân chủ yếu của tình trạng này đó là sự chênh lệch quá lớn giữa lãi suất cho vay ngoại tệ, khoảng 6%, so với lãi suất cho vay nội tệ, khoảng 20%, từ các ngân hàng thương mại.

Tình trạng này có thể dẫn đến cầu ngoại tệ tăng mạnh khi các khoản vay ngoại tệ này đáo hạn và khi thâm hụt thương mại tăng cao trong những tháng cuối năm. Hậu quả là đồng ngoại tệ lên giá và làm tăng chi phí hàng nhập khẩu và gây sức ép lạm phát. Nhanh chóng nâng dự trữ bắt buộc ngoại tệ lên cao hơn nữa có thể là một giải pháp hiệu quả của NHNN nhằm giảm thiểu những rủi ro này trong tương lai.

NHNN tiếp tục hút ròng hơn 9 ngàn tỷ qua thị trường mở trong tháng 7. Tổng lượng hút ròng qua OMO từ đầu năm đến nay xấp xỉ 94 ngàn tỷ đồng. Đây được coi là chính sách nhằm trung hòa lượng tiền đồng đã bơm ra để mua hơn 4 tỉ \$ trong giai đoạn này.

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



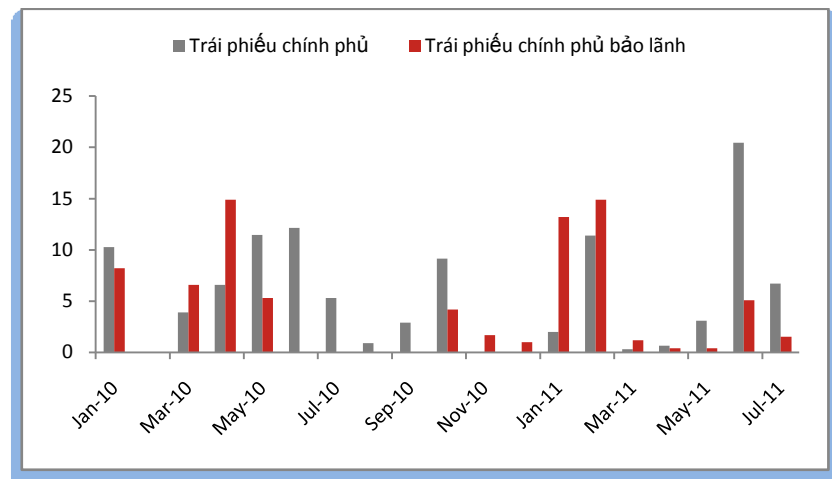
*Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả*

Cạnh tranh lãi suất huy động tiền gửi bằng tiền đồng và ngoại tệ lại diễn ra tại nhiều ngân hàng thương mại. Nguyên nhân của hiện tượng này có thể do các ngân hàng tăng huy động để phòng ngừa rủi ro mất thanh khoản tạm thời khi NHNN hút tiền về qua cửa sổ tái cấp vốn vào tháng 8. Bên cạnh đó, vượt trần lãi suất ngoại tệ nhằm thu hút tiền gửi bằng USD được xem như đón đầu cho việc đáp ứng nhu cầu vay của các doanh nghiệp nhập khẩu tăng mạnh vào thời điểm cuối năm.

Lãi suất cho vay có giảm trong thời gian tới hay không phụ thuộc rất nhiều vào diễn biến lạm phát. Tuy nhiên, với hiện trạng lạm phát và chủ trương thận trọng với chính sách tiền tệ hiện nay thì, trong kịch bản lạc quan nhất, chúng ta cũng chỉ có thể kì vọng lãi suất giảm khoảng 2% từ giờ đến cuối năm.

Trong tháng 7, chỉ khoảng 6,7 ngàn tỷ TPCP và gần 1,5 ngàn tỷ TPCPBL phát hành thành công, xấp xỉ 30% khối lượng phát hành thành công của tháng Sáu. Như vậy, Khoảng 45 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.

Sự sụt giảm của khối lượng TPCP tháng này một mặt do Bộ Tài Chính áp trần lãi suất trái phiếu thấp hơn kỳ vọng của nhà đầu tư sau khi sức ép phát hành TPCP, do thâm hụt ngân sách, đã được giải tỏa trong tháng 5 và tháng 6. Mặt khác, việc NHNN tiếp tục hút ròng về qua OMO cũng như hạn chế bơm tiền qua cửa sổ tái cấp vốn/tái chiết khấu cũng khiến cho cầu TPCP sụt giảm do thanh khoản của các ngân hàng thương mại không còn dồi dào như những tháng trước.

**Hình 10: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)**


Nguồn: HNX và khác

Tổng chi và thu ngân sách nhà nước 7 tháng đầu năm lần lượt đạt 420,3 và 386,8 ngàn tỷ đồng, dẫn đến thâm hụt ngân sách vào khoảng 33,5 ngàn tỷ đồng. Trong đó, con số bội chi ngân sách tháng 7 xấp xỉ 5.800 tỷ đồng, giảm khoảng 15% so với tháng 6. Tuy có sự giảm nhẹ nhưng con số thâm hụt ngân sách vẫn chưa cho thấy nhiều tín hiệu tích cực của việc cắt giảm chi tiêu công và khả năng giảm nhu cầu phát hành TPCP trong những tháng cuối năm.

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO**

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8_F
GDP (% , YoY, cộng dồn)			5,43			5,57		
Sản lượng CN (% , yoy)	12,9	16,5	13,8	12,2	17,6	13,6	9,6	
Xuất khẩu (triệu \$)	7.091	4.848	7.447	7.437	7.500	8.460	8.400	
Nhập khẩu (triệu \$)	7.968	5.960	8.856	8.930	9.200	8.620	8.600	
Thâm hụt TM (triệu \$)	877	1.112	1.409	1.493	1.700	160	200	
FDI cam kết (triệu \$)	190	1.470	810	1.550	670	980	3380	
FDI giải ngân (triệu \$)	420	730	1.390	1.080	900	780	1000	
Lạm phát (% , mom)	1,74	2,09	2,17	3,32	2,21	1,09	1,17	0,7
Lãi suất OMO (%)	11	12	12	13	15	14	14	14
VND/USD (VCB, cuối kì)	19.498	20.875	20.908	20.595	20.560	20.585	20.600	20.700

## 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 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.