

**Số tháng 11 năm 2012**

**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

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

Xem thông tin thêm ở trang cuối

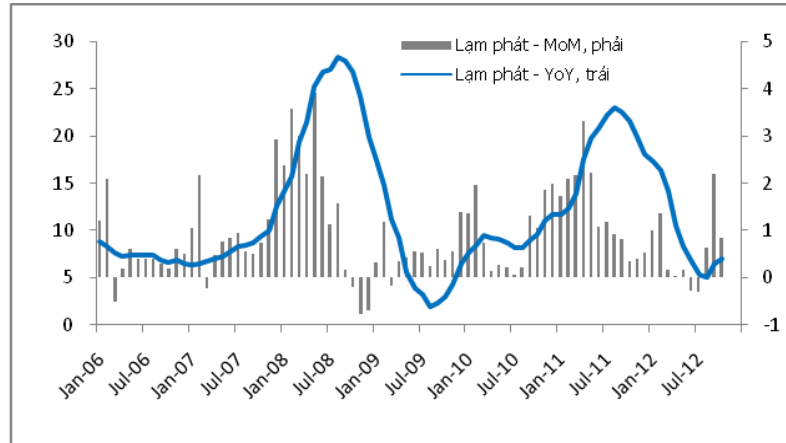
**TÓM TẮT**

- CPI tháng 10 giảm tốc, chỉ tăng 0,85% so với tháng 9. Lạm phát so với cùng kì năm trước tăng lên mức 7%;
- Sản xuất công nghiệp tháng 10 tăng 5,8% so với tháng trước và 5,7% so với cùng kỳ;
- Xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt ước đạt 9,9 và 10,4 tỉ USD trong tháng 10. Thâm hụt thương mại 10 tháng đầu năm xấp xỉ 357 triệu USD, là yếu tố hỗ trợ cho tỷ giá;
- FDI đăng ký trong tháng 10 giảm nhẹ so với tháng 9, vào khoảng 0,97 tỷ USD. FDI giải ngân ổn định ở mức 0,9 tỷ USD;
- Tỷ giá VND/USD giảm nhẹ vào cuối tháng;
- Khoảng 7,6 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và 0,55 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ bảo lãnh (TPCPBL) được phát hành thành công trong tháng 10;
- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã hút ròng khoảng 7,5 nghìn tỷ đồng qua thị trường mở và tín phiếu trong tháng 10;
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát tháng 11 so với cùng kỳ năm trước sẽ vào khoảng 6,9%;

## LẠM PHÁT

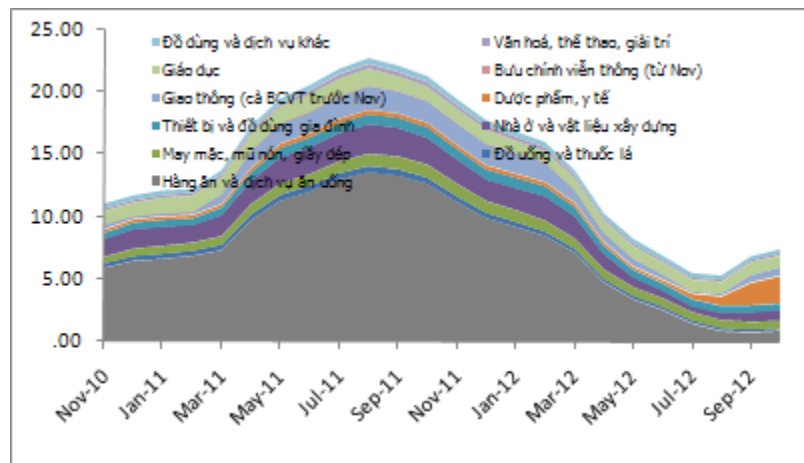
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 10 giảm tốc, chỉ tăng xấp xỉ 0,85% so với tháng 9 và tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái. Như vậy, mục tiêu lạm phát một con số trong năm nay đã trở nên khả thi hơn, đặc biệt nếu CPI hai tháng cuối năm tăng dưới 1%. Đóng góp vào CPI tháng này chủ yếu là 4 nhóm hàng chính bao gồm: dược phẩm y tế, giáo dục, nhà hàng & dịch vụ ăn uống và nhà ở & vật liệu xây dựng.

**Hình 1: Lạm phát theo tháng (%)**



Nguồn: GSO

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

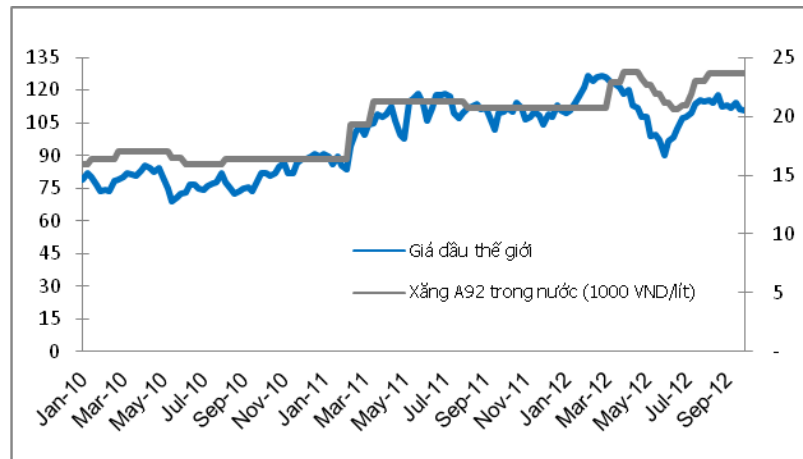


Nguồn: GSO

CPI tháng 10 giảm tốc do tác động của đợt tăng giá nhóm hàng y tế và giáo dục vào tháng 9 đã giảm và các nhóm hàng hóa khác ít biến động hơn do chủ trương bình ổn giá của chính phủ. Nhóm dược phẩm y tế và giáo dục đóng góp lần lượt 39% và 13% vào mức tăng CPI tháng này (thấp hơn nhiều so với 43% và 27% trong tháng trước). Các nhóm nhà hàng & dịch vụ ăn uống và nhà ở & vật liệu xây dựng lần lượt chiếm 14% và 13% tổng mức tăng CPI theo tháng.

Trong tháng 10, giá dầu thô thế giới tiếp tục giảm nhẹ xuống còn 110USD/thùng so với mức 113USD vào cuối tháng 9. Đây là mức thấp nhất kể từ tháng 7 năm nay, chủ yếu do lượng cung dầu trên thế giới tăng mạnh trong khi tăng trưởng kinh tế Mỹ có thể bị kìm hãm bởi các biện pháp tăng thuế và cắt giảm chi tiêu của chính phủ vào đầu năm 2013. Theo đó, giá xăng trong nước đã được điều chỉnh giảm 500 đồng/ lít từ ngày 11/11. Giá xăng giảm thấp nhưng phần nào giúp giảm áp lực tăng CPI trong hai tháng cuối năm.

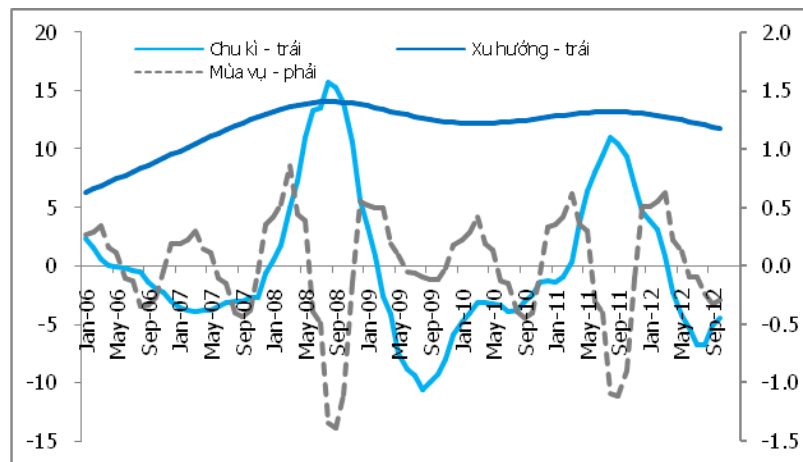
**Hình 3: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)**



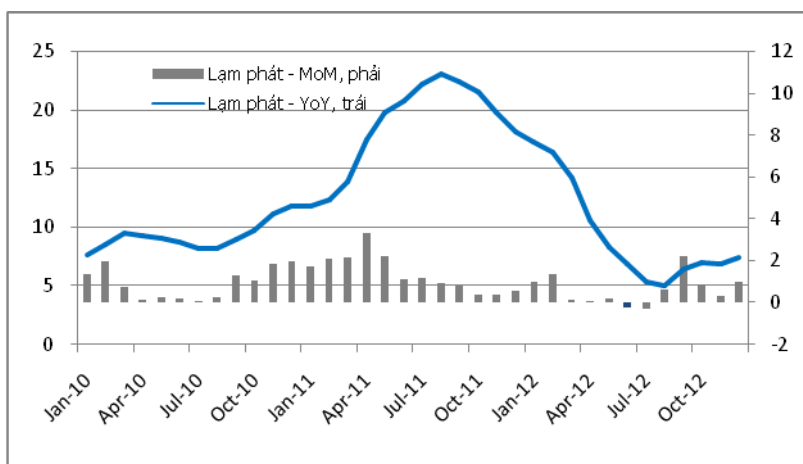
Nguồn: EIA và MoF

Phân rã lạm phát theo các thành phần khác nhau cho thấy thành phần chu kỳ tiếp tục tăng tháng thứ hai liên tiếp kể từ nửa cuối năm ngoái. Trong khi đó, thành phần mùa vụ đang ở mức thấp tuy nhiên dự kiến sẽ tăng trở lại vào cuối năm. Thành phần dài hạn có dấu hiệu tiếp tục giảm nhẹ. Sự đối chiếu của thành phần chu kỳ cho thấy, mặc dù cầu tiêu thụ vẫn thấp nhưng chi phí đẩy sẽ làm lạm phát (YoY) tăng dần trở lại. Các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy nhiều khả năng CPI của tháng 11/2012 sẽ tăng khoảng 0,3% so với tháng 10 và tăng 6,9% so với cùng kỳ năm trước. Kết thúc năm, lạm phát có thể rơi quanh mức 7,0-7,5%.

**Hình 4: Phân rã lạm phát (% , so với cùng kỳ)**



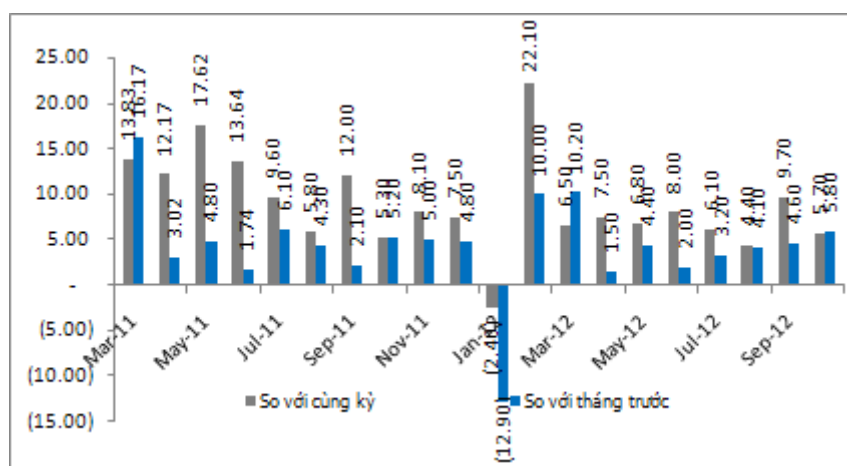
Nguồn: GSO và tính toán của tác giả

**Hình 5: Dự báo lạm phát năm 2012 (% , so với cùng kỳ)**


*Nguồn: Tính toán của tác giả*

### CÁC CHỈ SỐ KINH TẾ KHÁC

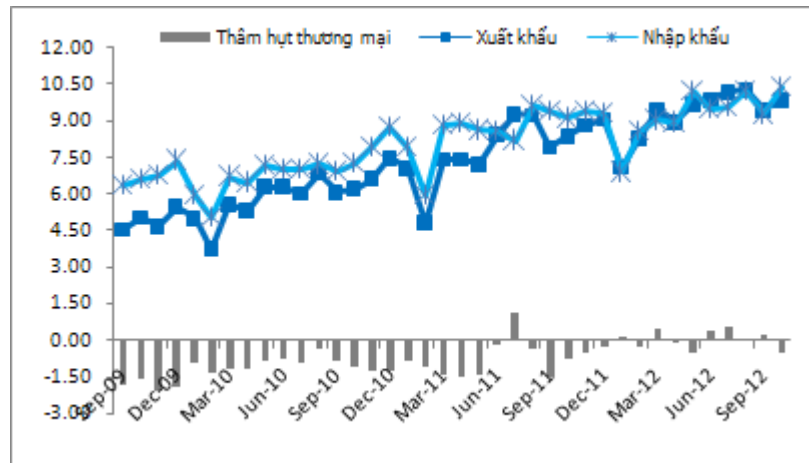
Sản lượng công nghiệp tháng 10 tăng khá thấp, xấp xỉ 5,7% so với cùng kỳ. Trong khi đó, tại thời điểm đầu tháng 10, chỉ số hàng tồn kho tiếp tục giảm nhẹ, tuy nhiên vẫn tăng 20,3% so với cùng kỳ. Tình hình sản lượng công nghiệp tăng trưởng chậm cho thấy khó khăn của doanh nghiệp trong sản xuất và tiêu thụ hàng tồn kho còn kéo dài. Nguyên nhân chủ yếu do tín dụng tăng trưởng rất thấp từ đầu năm đến nay (10 tháng đạt 2,77%). Nếu nợ xấu chưa được giải quyết thì doanh nghiệp chưa thể tiếp cận nguồn vốn vay để mở rộng sản xuất trong thời gian tới.

**Hình 6: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp 2011-2012 (%)**


*Nguồn: GSO*

Giá trị xuất khẩu và nhập khẩu đều tăng nhẹ trong tháng 10. Cụ thể, giá trị xuất khẩu đạt 9,9 tỷ USD, tăng 4,4% so với tháng 9 và tăng 17,4% so với cùng kỳ 2011. Trong khi đó, giá trị nhập khẩu đạt 10,4 tỷ USD, tăng 11,7% so với tháng 9 và tăng 12,6% so với cùng kỳ. Như vậy, trong tháng 10, cả nước nhập siêu 500 triệu USD và từ đầu năm đến nay, thâm hụt thương mại xấp xỉ 357 triệu USD, bằng 0,4% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Con số thâm hụt thương mại thấp trong năm nay sẽ giúp làm giảm áp lực lên tỷ giá trong những tháng cuối năm.

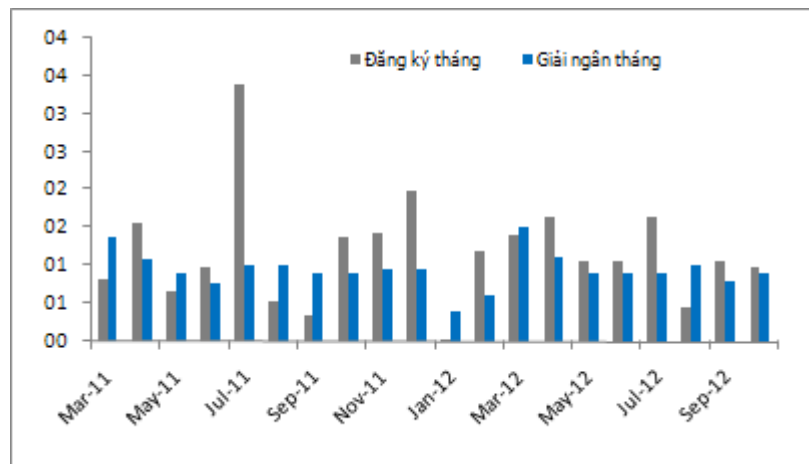
**Hình 11: Thương mại quốc tế (tỉ \$)**



Nguồn: GSO

Vốn FDI trong tháng 10 giảm nhẹ so với tháng trước, đạt 0,97 tỷ USD vốn đăng ký và 0,9 tỷ USD vốn FDI giải ngân. Các ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn, đóng góp khoảng 66% vào tổng lượng FDI đăng ký trong tháng này. Như vậy trong 10 tháng đầu năm, tổng vốn FDI đăng ký đạt 10,5 tỷ USD, bằng 93,2% so với cùng kỳ. FDI giải ngân đạt 9 tỷ USD, giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ. Việc FDI giảm trong tháng này cho thấy bức tranh kinh tế ảm đạm trong những tháng cuối năm và sự thiếu hấp dẫn của môi trường đầu tư trong nước.

**Hình 12: Đầu tư trực tiếp nước ngoài hàng tháng (tỉ \$)**

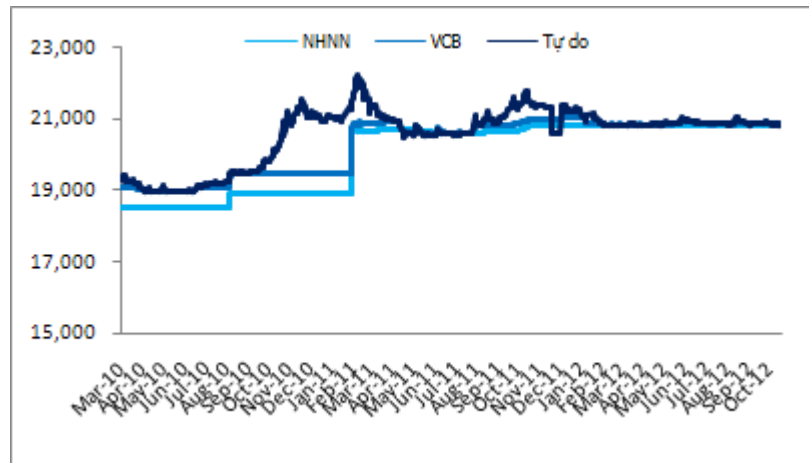


Nguồn: GSO

## CẬP NHẬT CHÍNH SÁCH

Tỷ giá VND/USD giảm nhẹ trong tháng 10 do khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới đang ngày càng thu hẹp. Tính đến ngày 31/10, giá vàng trong nước đã giảm xuống mức dưới 46 triệu đồng/lượng, chỉ còn cao hơn giá vàng thế giới 2,9 triệu đồng/lượng. Theo đó nhu cầu gom ngoại tệ để nhập khẩu vàng cũng giảm. Tỷ giá được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ trong hai tháng cuối năm do hoạt động xuất nhập khẩu và thanh toán ngoại tệ trong giai đoạn này thường cao hơn. Tuy nhiên sẽ không có mức tăng đột biến do lượng dự trữ ngoại tệ của Việt Nam hiện đã đạt tới 11 tuần nhập khẩu và thâm hụt thương mại 10 tháng ở mức thấp, xấp xỉ 357 triệu \$. Tính đến cuối tháng 10, tỷ giá VND/USD chính thức xoay quanh mức 20.845 và tỷ giá tự do vào khoảng 20.840.

**Hình 13: Tỷ giá bán VND/USD**



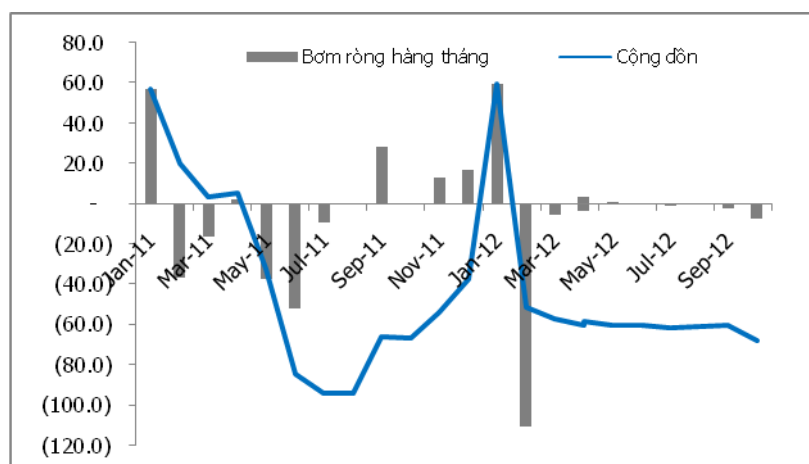
Nguồn: SVB, VCB và các nguồn khác

Thị trường liên ngân hàng khá ổn định trong tháng 10, giao dịch trầm lắng, nguồn cung dồi dào. Lãi suất liên ngân hàng theo đó giảm nhẹ khoảng 0,5 điểm phần trăm ở hầu hết các kỳ hạn. Cụ thể, lãi suất xấp xỉ 2,5%-3% đối với kỳ hạn qua đêm, 2,5%-3% đối với kỳ hạn một tuần và 5,5%-6% đối với kỳ hạn một tháng. Tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống hiện đạt 2,77%, như vậy mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 8% cho năm 2012 là không thể. Điều này cho thấy sự dịch chuyển chậm chạp của dòng tiền từ hệ thống ngân hàng ra nền kinh tế mà nguyên nhân chủ yếu do nợ xấu vẫn ở mức cao. Để khắc phục tình trạng này, NHNN đã ban hành Chỉ thị số 06/CT-NHNN về các giải pháp điều hành chính sách tiền tệ, tín dụng và hoạt động ngân hàng trong những tháng cuối năm 2012 và đầu năm 2013. Trong đó, chỉ thị nhấn mạnh việc đẩy nhanh để án thành lập Công ty quản lý tài sản để xử lý nợ xấu, khơi thông dòng tín dụng trong hệ thống ngân hàng.

Trên thị trường I, hiện tượng vượt trần lãi suất huy động vẫn phổ biến đối với một số ngân hàng nhỏ do các ngân hàng này không vay được vốn trên thị trường liên ngân hàng. Lãi suất huy động được đẩy lên mức 10%-13%, gây áp lực lên việc tăng lãi suất cho vay bất chấp tăng trưởng tín dụng đang gặp khó khăn. Để xử lý vấn đề này, NHNN đã có dự thảo thay thế nghị định 202 về việc xử lý nghiêm các trường hợp vượt trần lãi suất huy động nhằm đưa lãi suất trở về mức hợp lý trước khi nhu cầu vốn tăng trở lại vào hai tháng cuối năm.

Trong tháng 10, do thanh khoản dồi dào nên tiền vẫn được hút mạnh ra khỏi hệ thống qua thị trường mở. Tín phiếu NHNN cũng được phát hành trở lại nhưng chỉ với kỳ hạn ngắn dưới 3 tháng để đảm bảo thanh khoản không bị thiếu hụt vào thời điểm trước Tết Nguyên Đán. Theo đó, NHNN đã hút ròng khoảng 7,6 nghìn tỷ đồng qua OMO trong tháng 10. Cũng trong thời gian này, có khoảng 14,2 nghìn tỉ tín phiếu được phát hành và 14,1 nghìn tỉ tín phiếu đáo hạn. Như vậy, NHNN đã hút ròng khoảng 7,5 nghìn tỷ qua thị trường mở và tín phiếu trong tháng vừa qua.

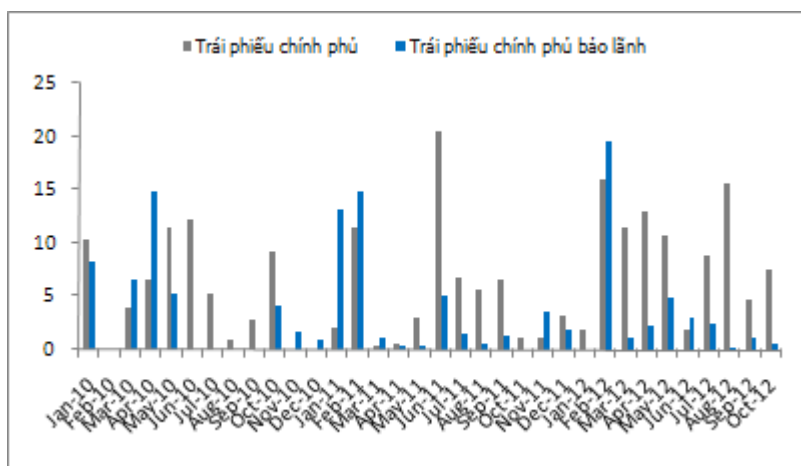
**Hình 14: Lượng bơm ròng qua OMO hàng tháng (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

Thị trường trái phiếu sơ cấp đã sôi động trở lại trong tháng 10. Số lượng trái phiếu phát hành thành công tăng 39% so với tháng 9. Nhu cầu mua TPCP của các ngân hàng có xu hướng tăng trong tháng này do thanh khoản dư thừa trong khi tín dụng tăng trưởng chậm. Theo đó, có khoảng 7,6 nghìn tỷ đồng TPCP và 0,55 nghìn tỷ đồng TPCPBL được phát hành thành công trong tháng 10. Lãi suất trúng thầu tăng nhẹ so với tháng 9, dao động ở mức 9,7%-10% đối với trái phiếu KBNN và khoảng 9,8% đối với trái phiếu NHCSXH. Với nhu cầu bù đắp bội chi ngân sách nhà nước tăng mạnh thì áp lực phát hành TPCP và lãi suất TPCP sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian từ nay đến cuối năm. Lãi suất trái phiếu tăng lên sẽ khiến cho các mức lãi suất khác trên thị trường khó giảm, cản trở nỗ lực hạ lãi suất từ phía NHNN và các NHTM.

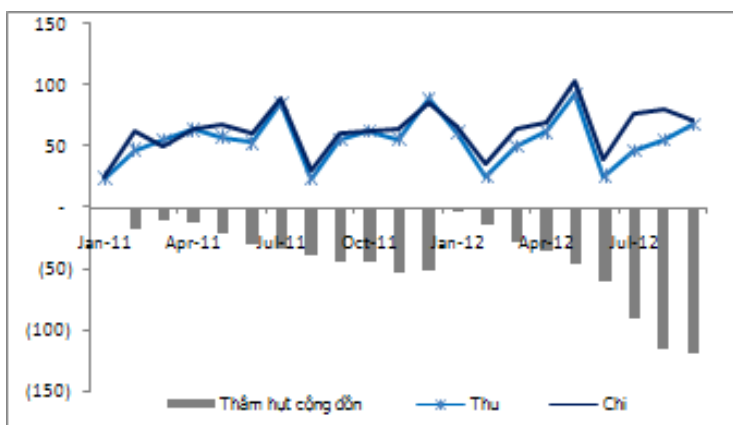
**Hình 15: Phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: HNX và khác

Tổng thu ngân sách Nhà nước tháng 10 đạt xấp xỉ 36,8 nghìn tỷ đồng và tổng chi NSNN vào khoảng 72,3 nghìn tỷ đồng. Theo đó, bội chi ngân sách riêng trong tháng 10 xấp xỉ 35,5 nghìn tỷ đồng, là mức cao nhất trong 2 năm gần đây và tăng gấp 8,45 lần so với tháng trước. Như vậy, thâm hụt NSNN từ đầu năm đến nay vào khoảng 155,2 nghìn tỷ đồng, cao hơn 10% so với mức dự toán cho cả năm 2012 là 140,2 nghìn tỷ. Nếu tình hình thu chi ngân sách không được cải thiện trong thời gian tới thì dư địa để tiến hành tái cơ cấu nền kinh tế bằng nguồn lực trong nước sẽ ngày càng trở nên khó khăn hơn.

**Hình 16: Thu, chi NSNN (ngàn tỷ đồng)**



Nguồn: GSO

#### PHỤ LỤC SỐ LIỆU VÀ DỰ BÁO

	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11_F
GDP (% , YoY, cộng dồn)	5,89			4			4,38			4,37		
Sản lượng CN (% , yoy)	7,5	(2,4)	22,1	6,5	7,5	6,8	8	6,1	4,4	9,7	5,7	
Xuất khẩu (triệu \$)	9.090	7095	8200	9479	8962	9696	9890	10189	10308	9483	9900	
Nhập khẩu (triệu \$)	9360	6923	9000	9055	8959	10223	9529	96100	10257	9308	10400	
Thâm hụt TM (triệu \$)	270	(170)	800	420	400	530	(360)	(580)	(50)	(180)	500	



<i>FDI cam kết (triệu \$)</i>	2.000	37,3	1190	1400	1630	1060	1060	1650	450	1050	97	
<i>FDI giải ngân (triệu \$)</i>	950	400	600	1500	1100	900	900	900	1000	800	900	
<i>Lạm phát (% , mom)</i>	0,53	1	1,37	0,16	0,05	0,18	(0,26)	(0,29)	0,63	2,2	0,85	0,3
<i>Lãi suất OMO (%)</i>	14	14	14	13	12	11	8	8	8	8	8	8
<i>VND/USD (VCB, cuối kì)</i>	21.033	21.000	21.100	20.830	20.890	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900

## 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. 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. Khối 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 vào năm 2000. MBS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. MBS 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. MBS 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. 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. MBS 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, MBS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất 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.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 5,6,7 Tòa nhà Thăng Long Tower, 98 Nguyễn Huệ, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.MBS.com.vn](http://www.MBS.com.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +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 MBS. 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 MBS. 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.