

thực hiện bởi



Thành viên thuộc VIETCOMBANK

## KINH TẾ VĨ MÔ THÁNG 8

### Lãi suất chịu áp lực tăng

- Các chỉ báo tiếp tục cho thấy sự phục hồi của cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa, dù chưa dứt phá. Khối FDI là điểm sáng và là động lực tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất nói riêng cũng như của cả nền kinh tế nói chung.
- Những diễn biến không tích cực và dấu hiệu giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc được đánh giá là sẽ có tác động tiêu cực lên nền kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tác động từ yếu tố này sẽ chưa sớm được thể hiện, ít nhất là cho đến hết năm nay. Chúng tôi dự báo GDP 9 tháng đầu năm có thể đạt mức tăng 6,3%-6,35% và cả năm 2015 nhiều khả năng sẽ vào khoảng 6,4% - 6,5%.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 8 giảm 0,07% (mom), tăng 0,61% (yoy). Triển vọng giá cả hàng hoá nguyên liệu, đặc biệt là năng lượng và xăng dầu, ở mức thấp sẽ là yếu tố quan trọng hỗ trợ cho kịch bản tăng thấp của CPI trong phần còn lại của năm. CPI tháng 9 dự báo không tăng hoặc chỉ tăng nhẹ 0,05% (mom), tương ứng tăng 0,2%-0,26% (yoy). Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ lạm phát cả năm 2015 xuống mức 1,5% - 1,8%.
- NHNN tăng tỷ giá thêm 1% và nới biên độ lên  $\pm 3\%$ . Mặc dù kỳ vọng FED sẽ cân nhắc lùi thời điểm nâng lãi suất sớm nhất vào giữa Quý 4 2015 nhưng không thể loại trừ hoàn toàn khả năng quyết định này sẽ được đưa ra ngay trong cuộc họp vào 16 - 17/09. Với giả định kinh tế thế giới không xảy ra những cú sốc lớn nằm ngoài dự đoán, tỷ giá có thể sẽ không điều chỉnh thêm trong năm 2015.
- Một số Ngân hàng TMCP vừa và nhỏ tăng nhẹ lãi suất huy động ở các kỳ hạn. Áp lực tăng lãi suất hiện hữu và ở mức đáng kể. Sự biến động của mặt bằng lãi suất ở Việt Nam sẽ phụ thuộc nhiều vào thời điểm FED quyết định bắt đầu tăng lãi suất. Nếu FED trì hoãn việc tăng lãi suất đến cuối năm nay (tháng 12) thì trần lãi suất huy động 5,5%/năm ở các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng nhiều khả năng vẫn sẽ được đảm bảo đến hết năm 2015 và ngược lại. Trong khi đó, mục tiêu giảm lãi suất cho vay trung và dài hạn sẽ rất khó thực hiện.
- Lợi suất trái phiếu tăng mạnh trong tháng 8. Tổng khối lượng giao dịch không cao. Nhà đầu tư bán ròng mạnh trên thị trường khi rủi ro tỷ giá và lãi suất gia tăng. Nhìn chung, lực cầu trái phiếu duy trì ở mức yếu.
- Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh khi thanh khoản hệ thống không quá dồi dào. Theo đó, Ngân Hàng Nhà Nước thực hiện bơm ròng gần 90.000 tỷ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở.

#### Chỉ số kinh tế vĩ mô tháng 8.2015

Lạm phát: -0,07% (mom) và +0,61% (yoy)  
 Xuất khẩu: 14,5 tỷ USD (+9,5% yoy)  
 Nhập khẩu: 14,6 tỷ USD (+18,7% yoy)  
 Nhập siêu: 100 triệu USD (mom) và 3,6 tỷ USD (ytd)  
 FDI: Tổng vốn đăng ký 8 tháng: 13,34 tỷ USD. Tổng vốn thực hiện: 8,5 tỷ USD (+7,6% yoy)  
 Tăng trưởng tín dụng: +10,23% (ytd)

### Nội dung

- Tâm điểm
- Chỉ số kinh tế vĩ mô
- Thị trường tài chính
- Kinh tế tài chính thế giới

**Trần Minh Hoàng**  
 +84 4 3936 6425 (ext. 112)  
[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Đinh Thị Huyền Trang**  
 +84 4 3936 6425 (ext. 117)  
[dthtrang@vcbs.com.vn](mailto:dthtrang@vcbs.com.vn)

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 10

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

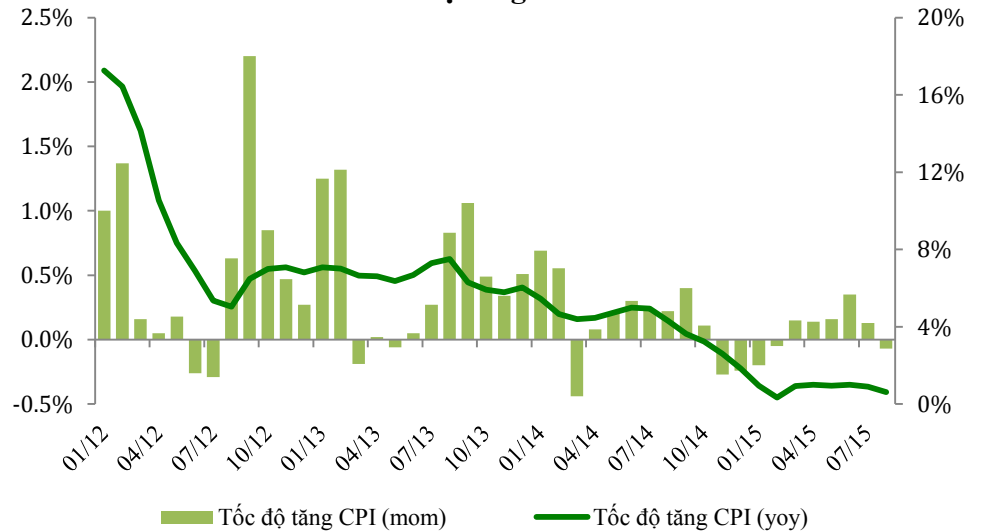
VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 8 giảm 0,07% (mom), tăng 0,61% (yoy). CPI tháng 9 dự báo không tăng hoặc chỉ tăng nhẹ 0,05% (mom), tương ứng tăng 0,2%-0,26% (yoy).**

## CPI tăng thấp, nhiều khả năng thiết lập mức đáy mới trong tháng 9

Trong tháng 8, CPI giảm nhẹ 0,07% (mom) (+0,61% yoy), ghi nhận tháng 8 duy nhất có CPI giảm so với tháng 7 trong một thập kỷ qua. Nguyên nhân chính chính của diễn biến này đến từ việc giảm giá mạnh của mặt hàng năng lượng trong đó có lần giảm giá xăng dầu vào cuối tháng 7 và giảm giá gas vào đầu tháng 8. Theo đó, nhóm Giao thông giảm mạnh nhất (-2,12%) và sau đó là nhóm Nhà ở và vật liệu xây dựng (-0,45%). Ở chiều ngược lại, có 7/11 nhóm hàng ghi nhận mức tăng của chỉ số giá. Trong đó dẫn đầu là nhóm Giáo dục (+0,87%) với hiệu ứng chuẩn bị năm học mới và nhóm May mặc, giày dép và mũ nón (+0,28%).

### Tốc độ tăng CPI



Nguồn: CEIC, VCBS

Giống như đề cập trong báo cáo trước, chúng tôi nhìn nhận việc triển vọng giá cả hàng hoá nguyên liệu, đặc biệt là năng lượng và xăng dầu, ở mức thấp sẽ là yếu tố quan trọng hỗ trợ cho kịch bản tăng thấp của CPI trong phần còn lại của năm. Trong tháng 9, mặc dù CPI sẽ chịu áp lực tăng từ yếu tố mùa vụ bắt đầu năm học mới nhưng ngược lại, hai lần giảm mạnh (hơn 10%) của giá xăng dầu gần đây được dự báo sẽ có tác động trực tiếp làm CPI giảm khoảng 0,2% - 0,25%. Theo đó, **chúng tôi kỳ vọng CPI tháng 9 sẽ không tăng hoặc chỉ tăng rất nhẹ khoảng 0,05% (mom), tương ứng mức tăng 0,2% - 0,26% (yoy). Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ lạm phát cả năm 2015 xuống mức 1,5% - 1,8%.**

## Cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa tiếp tục duy trì đà phục hồi

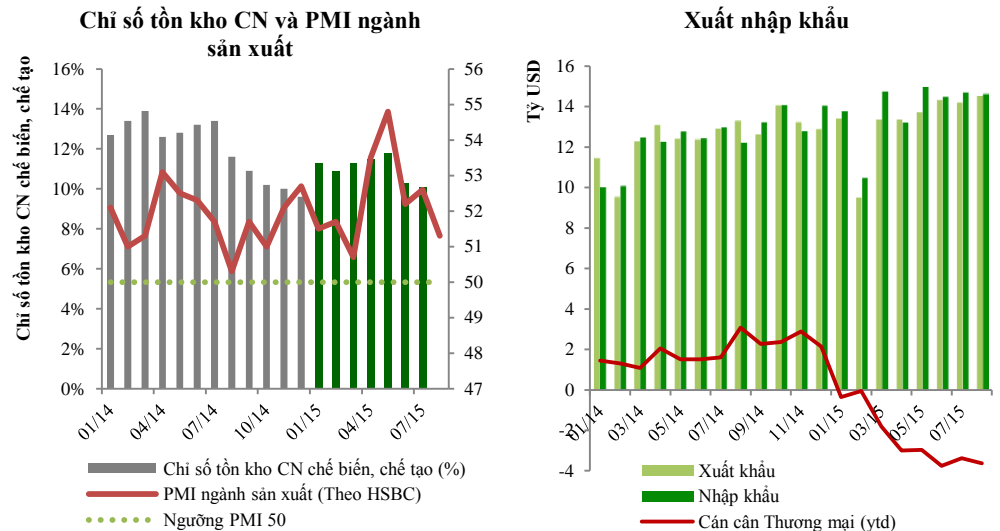
**Các chỉ báo tiếp tục cho thấy sự phục hồi của cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa, dù chưa bút phá. Khối FDI là điểm sáng và là động lực tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất nói riêng cũng như của cả nền kinh tế nói chung. Dự báo GDP 9 tháng đầu năm có thể đạt mức tăng 6,3%-6,35% và cả năm 2015 nhiều khả năng sẽ vào khoảng 6,4% - 6,5%.**

Trong tháng 8, mặc dù đón nhận khá nhiều thông tin không tiêu cực trên thế giới, đặc biệt là từ phía Trung Quốc, nền kinh tế Việt Nam tiếp tục duy trì đà phục hồi tương đối tốt. Chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 9,9% (yoy), cải thiện so với mức chỉ 6,3% của 8 tháng đầu năm ngoái. Sự bút phá này được đóng góp bởi hai yếu tố chính: (1) ngành Công nghiệp chế biến chế tạo tăng 10,4% (cùng kỳ 2014 tăng 8,1%), đóng góp 7 điểm phần trăm của mức tăng chung và (2) ngành Khai khoáng tăng 8% (cùng kỳ 2014 giảm 0,8%), đóng góp 2,1 điểm phần trăm của mức tăng chung.

Bên cạnh đó, theo NIKKEI, chỉ số PMI tháng 8 của Việt Nam đạt 51,3 điểm, giảm so với mức 52,6 của tháng 7, ghi nhận mức thấp nhất trong 10 tháng nhưng vẫn duy trì trên mức 50. Trong đó, số đơn đặt hàng xuất khẩu mới giảm và mức tăng của sản lượng cũng yếu đi đáng kể so với các tháng liền trước. Điều này cho thấy khu vực sản xuất tiếp tục mở rộng nhưng với tốc độ chậm lại. Nguyên nhân của sự giảm tốc chủ yếu đến từ tình trạng yếu kém của các thị trường

quốc tế trong bối cảnh các doanh nghiệp Việt Nam phải chịu áp lực cạnh tranh lớn với các doanh nghiệp khác trong khu vực, đặc biệt là Trung Quốc. Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá việc PMI đạt mức thấp trong 10 tháng cũng một phần mang yếu tố chu kỳ và mùa vụ khi thời điểm giữa Quý 3 thường là điểm trũng của sản xuất sau khi kết thúc kế hoạch 6 tháng đầu năm.

Những chỉ báo về tiêu thụ và tồn kho cũng đang phát đi tín hiệu về sự phục hồi tích cực của lĩnh vực sản xuất. Cụ thể, chỉ số tiêu thụ tăng 13,3% yoy, cao hơn con số chỉ 8,9% cùng kỳ 2014, đồng thời, mức tăng của chỉ số tồn kho cũng suy giảm, đạt 10,1%, thấp hơn mức 13,4% của cùng thời điểm năm 2014.



Nguồn: CEIC, NIKKEI, VCBS

Mặc dù duy trì đà phục hồi tốt nhưng cho đến nay bức tranh về sự phân hóa rõ nét trong lĩnh vực sản xuất mà chúng tôi đã đề cập trong nhiều báo cáo trước vẫn không thay đổi. **Các doanh nghiệp FDI duy trì vị thế đầu tàu dẫn dắt tăng trưởng trong khi khối doanh nghiệp trong nước chưa có nhiều cải thiện đáng ghi nhận.** Trong lĩnh vực sản xuất, những ngành nhận được vốn đầu tư FDI lớn tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng như sản xuất sản phẩm điện tử, máy tính và quang học (+40,2%); sản xuất xe có động cơ (+30,1% yoy); sản xuất da và các sản phẩm liên quan (+20,6% yoy) và dệt (+19,2%). Xét về chỉ số sử dụng lao động, khối FDI bứt phá với mức tăng 10,1%, gần gấp đôi mức 5,6% cùng kỳ 2014 trong khi chỉ số này của toàn bộ khối doanh nghiệp ngoài Nhà nước tăng khá khiêm tốn (+4% yoy), thấp hơn mức 4,2% của cùng kỳ 2014. Điều này cho thấy sự giảm tốc của mức tăng chỉ số sử dụng lao động đến từ khối doanh nghiệp trong nước.

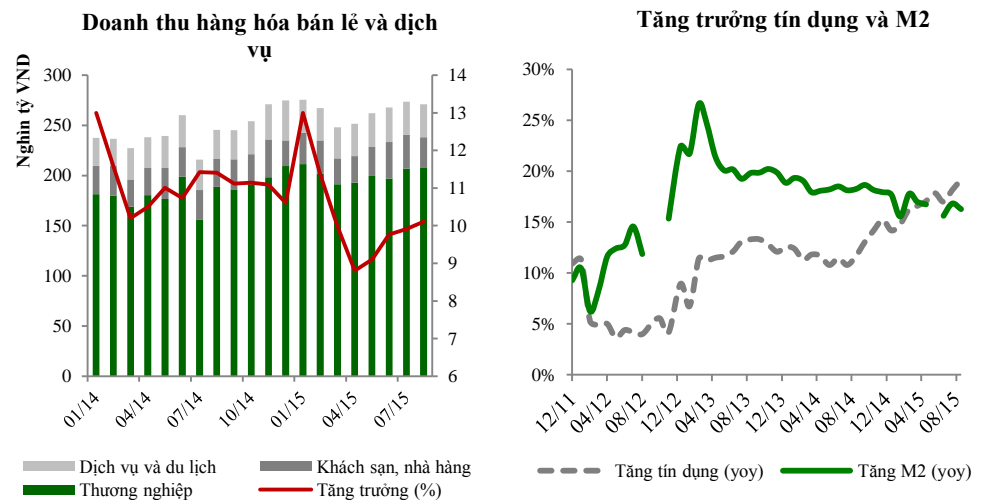
**Về xuất nhập khẩu, khối FDI tiếp tục cho thấy sự nổi bật.** Trong tháng 8, kim ngạch xuất khẩu ước đạt 14,5 tỷ USD (+9,5% yoy), trong đó khu vực FDI tăng 14,4% yoy còn các doanh nghiệp trong nước suy giảm 0,2% yoy. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu ước đạt 14,6 tỷ USD (+18,7% yoy) với sức đẩy chủ yếu từ khối FDI (+22,5%) trong khi các doanh nghiệp trong nước tăng 13,7% yoy (thấp hơn mức 15,7% của cùng kỳ năm 2014). Như vậy, trong tháng 8, ước tính Việt Nam nhập siêu khoảng 100 triệu USD, nâng tổng mức nhập siêu 8 tháng đầu năm lên 3,6 tỷ USD.

**Chúng tôi dự báo thâm hụt thương mại sẽ tiếp tục tăng dần qua từng tháng và nhiều khả năng sẽ vào khoảng 4 - 5 tỷ USD cho cả năm 2015.** Việc quyết định giảm giá nhanh đồng VND trước những biến động bất ngờ từ phía Trung Quốc có thể sẽ tạo những hiệu ứng hỗ trợ nhất định cho xuất khẩu trong phần còn lại của năm. Tuy nhiên chúng tôi nhìn nhận sẽ khó có sự bứt phá từ yếu tố này do đồng bản tệ tại nhiều quốc gia là thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam (Châu Âu, Nhật Bản, ...) hoặc là đối thủ cạnh tranh (Trung Quốc, các nước Đông Nam Á,

...) cũng đã giảm đáng kể so với đồng USD. Trong khi đó, ở chiều nhập khẩu, theo yếu tố mùa vụ, nhập khẩu nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng để đáp ứng nhu cầu sản xuất và tiêu dùng về cuối năm.

Theo NHNN, tính đến 31/08, tổng dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế tăng 10,23% ytd (cùng kỳ 2014, tín dụng chỉ tăng 5,62%); trong khi đó, đến 20/08, tổng số dư tiền gửi của khách hàng tại các tổ chức tín dụng ước tăng 7,26% ytd (cùng kỳ năm 2014 tăng 7,92%). Việc tăng trưởng tín dụng tốt tiếp tục cho thấy sự phục hồi của cầu đầu tư nội địa, điều này cũng khá khớp với những chỉ báo về lĩnh vực sản xuất đang tăng trưởng và mở rộng qua từng tháng. Tuy nhiên với những dấu hiệu cho thấy sự phân hóa của lĩnh vực sản xuất như đề cập ở trên, chúng tôi đánh giá cầu đầu tư nội địa vẫn chưa có sự bứt phá mạnh.

Trong khi đó, ở một khía cạnh khác, tín dụng tăng nhanh nhưng huy động vốn chỉ tăng ở mức vừa phải được đánh giá là một trong những yếu tố tạo áp lực tăng lên mặt bằng lãi suất hiện tại. Yếu tố này có thể sẽ tiếp tục mạnh lên trong thời gian tới khi, theo yếu tố mùa vụ, tín dụng thường gia tốc tốt hơn nữa trong những tháng cuối năm. **Chúng tôi duy trì kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt khoảng 17% trong năm 2015.**



Nguồn: CEIC, SBV, VCBS

Xét về cầu tiêu dùng, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 8 tháng đầu năm tăng 10,1% yoy, thấp hơn con số 11,4% của cùng kỳ 2014. Khi loại trừ yếu tố giá, mức tăng trong năm 2015 là 9,1% trong khi cùng kỳ 2014 đạt 7,8%. Theo đó, cầu tiêu dùng tiếp tục cho thấy mức độ cải thiện dần và vừa phải. Về cuối năm, chúng tôi kỳ vọng cầu tiêu dùng sẽ cải thiện tốt hơn theo yếu tố mùa vụ. Bên cạnh đó, việc giá cả hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là giá xăng dầu, đang ở mức thấp cũng sẽ tạo hiệu ứng kích cầu nhất định. Tuy nhiên, trong bối cảnh vừa trải qua những biến động mạnh của thị trường ngoại hối và rủi ro từ yếu tố thế giới, đặc biệt là từ Trung Quốc, vẫn đang hiện hữu, chúng tôi chưa kỳ vọng vào một sự bứt phá mạnh mẽ của niềm tin tiêu dùng.

Như vậy, cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa tiếp tục duy trì đà phục hồi, dù chưa bứt phá. Khối FDI là điểm sáng và là động lực tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất nói riêng cũng như của cả nền kinh tế nói chung. Những diễn biến không tích cực và dấu hiệu giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc được đánh giá là sẽ có tác động tiêu cực lên nền kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tác động từ yếu tố này sẽ chưa sớm được thể hiện, ít nhất là cho đến hết năm nay. Chúng tôi dự báo GDP 9 tháng đầu năm có thể đạt mức tăng 6,3%-6,35% và cả năm 2015 nhiều khả năng sẽ vào khoảng 6,4% - 6,5%.

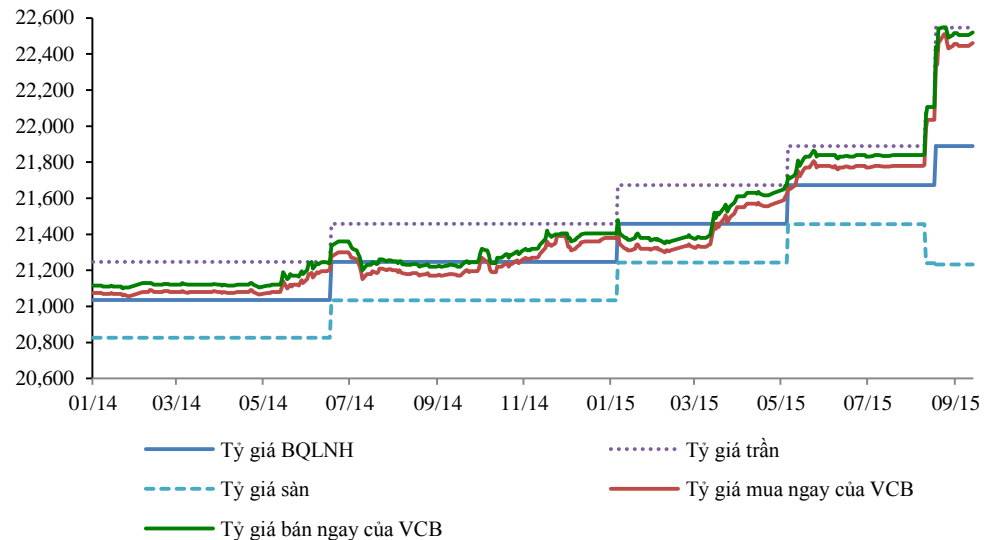
**NHNN tăng tỷ giá thêm 1% và  
nới biên độ lên  $\pm 3\%$ . Kỳ vọng  
tỷ giá sẽ không điều chỉnh  
thêm nếu không xảy ra những  
cú sốc lớn ngoài kỳ vọng từ  
bên ngoài.**

## Biến động từ thị trường thế giới là yếu tố hàng đầu tạo sức ép lên tỷ giá

Trong tháng 8, tỷ giá và thị trường ngoại hối đã ghi nhận những biến động mạnh. Chịu sức ép từ động thái Trung Quốc bất ngờ thay đổi chính sách điều hành tỷ giá đi cùng với diễn biến liên tục lao dốc của đồng Nhân dân tệ (CNY), từ 19/08, NHNN quyết định tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1% lên mức 21.890 VND/USD và nới rộng biên độ từ lên 3%. Chúng tôi đánh giá động thái này là rất cần thiết, linh hoạt và chủ động để ứng biến với những sức ép trên thị trường thế giới cũng như phù hợp với trạng thái và hoàn cảnh của nền kinh tế Việt Nam với quy mô nhỏ và độ mở cao.

Sau diễn biến này, dưới tác động của yếu tố tâm lý, tỷ giá tại các NHTM tiếp tục tiến sát ngưỡng trần mới trong khi tỷ giá trên thị trường tự do cũng tăng mạnh và vượt khá xa mức trần. NHNN sau đó đã phát huy tốt vai trò nhà điều hành và điều tiết thị trường ổn định trở lại với những động thái trấn an đi cùng những biện pháp can thiệp thị trường và cam kết mạnh mẽ sẽ không điều chỉnh thêm tỷ giá cho đến hết năm. Đến cuối tháng 8, đầu tháng 9, tỷ giá bán tại các NHTM phổ biến trong khoảng 22.505 - 22.520 VND/USD.

**Tỷ giá USD/VND**



Nguồn: CEIC, VCBS

Trong thời gian tới, chúng tôi đánh giá diễn biến của tỷ giá và thị trường ngoại hối sẽ chịu nhiều tác động từ yếu tố bên ngoài, nổi bật nhất là (1) khả năng tiếp tục mất giá của đồng CNY và (2) thời điểm FED bắt đầu nâng lãi suất.

Mặc dù khả năng tiếp tục đi xuống của đồng CNY trong trung và dài hạn vẫn khá cao, do nền kinh tế Trung Quốc đang trên đà giảm tốc, nhưng với những nỗ lực từ PBOC trong việc bình ổn thị trường, đà giảm của CNY có thể chững lại trong ngắn hạn và chúng tôi kỳ vọng vào diễn biến dao động tương đối hẹp của CNY trong một vài tháng tới.

Trong khi đó, chúng kỳ vọng FED sẽ cân nhắc lùi thời điểm nâng lãi suất sớm nhất vào giữa Quý 4 2015 thay vì ngay trong tháng 9 này do những biến động mạnh của thị trường cũng như nền kinh tế Trung Quốc trong thời gian qua có thể sẽ có tác động xấu đến đà phục hồi của nền kinh tế Mỹ và cần thêm thời gian để quan sát. Tuy nhiên, với những tín hiệu tương đối tích cực về sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ, đặc biệt là thị trường lao động và việc làm, không thể loại trừ hoàn toàn khả năng FED sẽ sớm nâng lãi suất ngay trong cuộc họp vào 16 – 17/09 tới đây. Nếu điều này xảy ra không những tỷ giá mà cả lãi suất VND cũng sẽ chịu sức ép tăng.



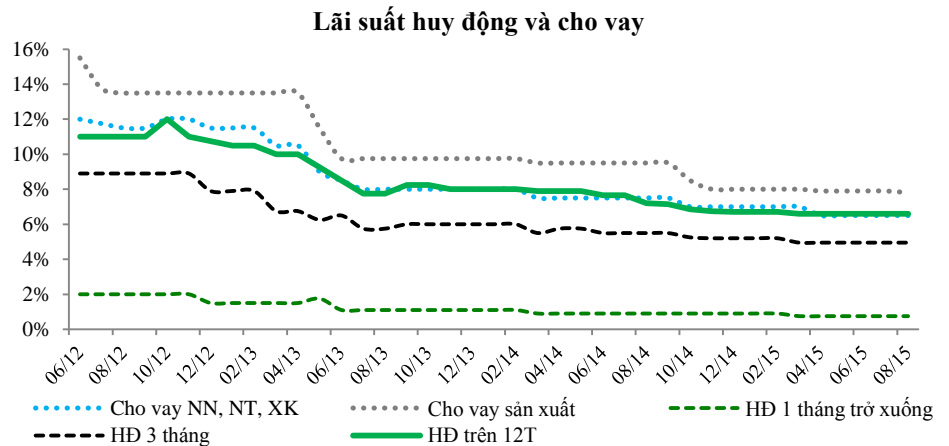
Với giả định kinh tế thế giới không xảy ra những cú sốc lớn nằm ngoài dự đoán, tỷ giá có thể sẽ không điều chỉnh thêm trong năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi cũng đánh giá rủi ro tỷ giá sẽ tiếp tục là vấn đề cần cân nhắc trong năm 2016.

### Lãi suất chịu áp lực tăng

**Áp lực tăng lãi suất hiện hữu và ở mức đáng kể. Sự biến động của mặt bằng lãi suất ở Việt Nam sẽ phụ thuộc nhiều vào thời điểm FED quyết định bắt đầu tăng lãi suất.**

Sau khi duy trì khá ổn định trong tháng 7, đến cuối tháng 8 và đầu tháng 9, một số Ngân hàng TMCP vừa và nhỏ tăng nhẹ lãi suất huy động 0,1% - 0,5%/năm ở các kỳ hạn. Động thái này có thể lý giải nhằm tăng sức cạnh tranh thu hút người gửi tiền trong bối cảnh (1) tăng trưởng tín dụng nhanh hơn tăng trưởng huy động và có thể còn tiếp tục gia tốc tốt hơn về cuối năm theo yếu tố mùa vụ và (2) áp lực từ những biến động tỷ giá trong thời gian qua. Tuy nhiên, khi nhìn chung toàn hệ thống, mặt bằng lãi suất huy động không thay đổi so với giai đoạn trước. Cụ thể, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4% - 5,5%/năm, trong khi đó với các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên, lãi suất dao động trong khoảng 5% - 7,2%/năm.

Trong khi đó, do (1) đặc thù thường biến động sau lãi suất huy động một thời gian tương đối và (2) lãi suất huy động tuy có dấu hiệu tăng nhưng mới chỉ ở một số nhóm ngân hàng nên lãi suất cho vay vẫn khá ổn định và duy trì mặt bằng như cuối tháng 7. Lãi suất cho vay các lĩnh vực ưu tiên phổ biến ở mức 6% - 7%/năm đối với ngắn hạn và 9% - 10%/năm đối với trung và dài hạn. Lãi suất cho vay các lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường ở mức 6,8% - 9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3% - 11%/năm đối với trung và dài hạn.



Nguồn: CEIC, VCBS

Việc lạm phát và kỳ vọng lạm phát ở mức thấp có thể là một yếu tố giúp ổn định mặt bằng lãi suất nhưng, theo chúng tôi, yếu tố này không tạo ra sự hỗ trợ mạnh mẽ. Nguyên nhân CPI tăng thấp có một phần rất lớn đến từ việc giá cả hàng hóa nguyên liệu giảm mạnh, đặc biệt là giá xăng dầu. Diễn biến này không chỉ ở Việt Nam mà còn ở rất nhiều nước trên thế giới, trong đó có cả Mỹ. Theo đó, khi cân nhắc thêm yếu tố về sự hấp dẫn tương quan giữa đồng bản tệ và ngoại tệ thì việc lạm phát ở mức thấp sẽ khó có thể là một điểm tựa mạnh cho việc duy trì lãi suất VND thấp.

Ở chiều ngược lại, như đã nhiều lần đề cập trong các báo cáo trước, bên cạnh việc tăng trưởng tín dụng khởi sắc và nhanh hơn tăng trưởng huy động, sức ép lớn nhất cho lãi suất VND đến từ rủi ro biến động lớn trên thị trường thế giới, đặc biệt là quyết định nâng lãi suất của FED. Như đã đề cập ở phần trên, việc tăng lãi suất ở Mỹ được nhìn nhận như một cú sốc mạnh từ bên ngoài. Với đặc thù là nền kinh tế Việt Nam quy mô nhỏ và độ mở lớn, nhà điều hành nhiều khả năng sẽ phải có những biện pháp can thiệp nhanh và mạnh khi kịch bản trên xảy ra, như đã từng ứng phó với trường hợp CNY bất ngờ lao dốc mạnh vào giữa tháng 8.

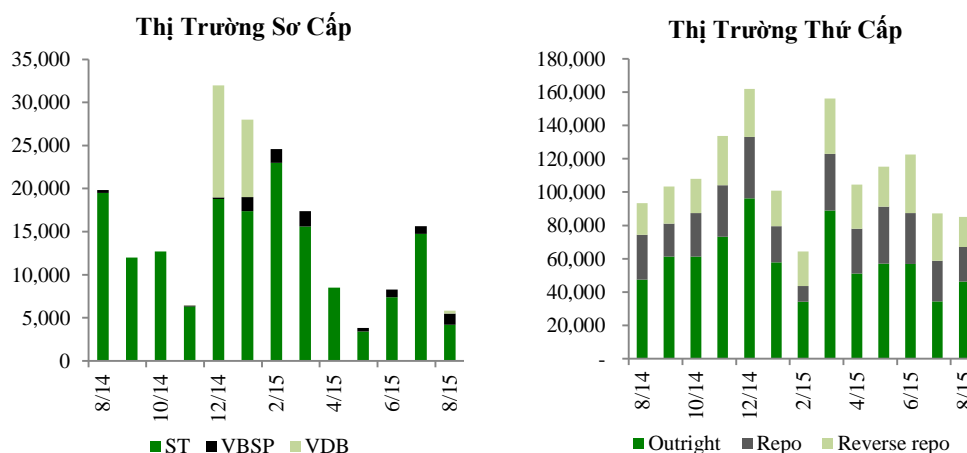
Trong thời gian vừa qua, với định hướng và ưu tiên duy trì mặt bằng lãi suất VND thấp để hỗ trợ

tăng trưởng, các công cụ về điều hành về tỷ giá và ngoại hối đã được ưu tiên sử dụng nhiều hơn. Tuy nhiên, trong trường hợp FED quyết định tăng lãi suất, chúng tôi cho rằng nhà điều hành nhiều khả năng sẽ sử dụng hài hòa cả hai công cụ tỷ giá và lãi suất. Nói cách khác, việc tăng lãi suất VND có thể sẽ được tính đến do (1) được nhìn nhận là hiệu quả hơn trong việc cân bằng sức hấp dẫn giữa VND và USD khi lãi suất USD trên thị trường thế giới tăng và (2) việc tiếp tục giảm giá quá mạnh thêm nữa của VND trong một thời gian ngắn có thể sẽ tác động xấu đến niềm tin vào VND hay nói rộng hơn là sự ổn định của nền kinh tế.

Như vậy, áp lực tăng lãi suất là hiện hữu và ở mức đáng kể. Sự biến động của mặt bằng lãi suất ở Việt Nam sẽ phụ thuộc nhiều vào thời điểm FED quyết định bắt đầu tăng lãi suất. Nếu FED quyết định trì hoãn việc tăng lãi suất đến cuối năm nay (tháng 12) thì trần lãi suất huy động 5,5%/năm ở các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng nhiều khả năng vẫn sẽ được đảm bảo đến hết năm 2015 và ngược lại. Trong khi đó, mục tiêu giảm lãi suất cho vay trung và dài hạn sẽ rất khó thực hiện.

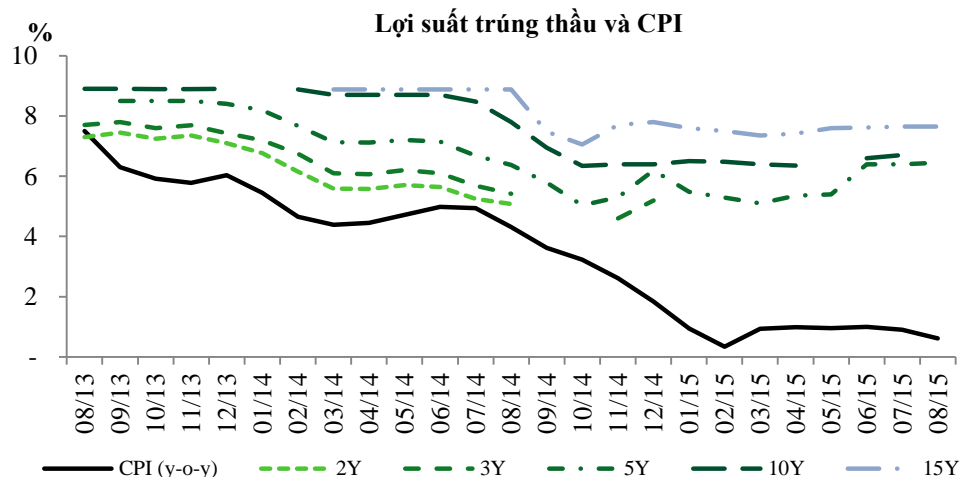
**7.835 tỷ đồng (-50% mom, -60,5% yoy) tỷ đồng trái phiếu được huy động. 85.754 tỷ đồng (-28,5% mom, -13,5% yoy) tỷ đồng trái phiếu được giao dịch. Khối ngoại bán ròng.**

**Nhu cầu trái phiếu duy trì ở mức yếu trong tháng 8, trong khi khối ngoại bán ròng mạnh.** Trên thị trường sơ cấp, 7.835 tỷ đồng (-50% mom, -60,5% yoy) trái phiếu được huy động thành công. Khối lượng giao dịch thứ cấp đạt 85.754 tỷ đồng. Đặc biệt khối ngoại bán ròng hơn 4.000 tỷ đồng trong tháng 8.



Nguồn: HNX, VCBS

**Lợi suất trúng thầu kỳ hạn 5 năm tăng lên mức 6,45%, trong khi kỳ hạn 15 giữ nguyên ở mức 7,65%.** Đáng lưu ý, trái phiếu 10 năm không có trúng thầu trong tháng.



Nguồn: HNX, VCBS

**Lực cầu trái phiếu nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì ở mức yếu trong tháng 9.** Những rủi ro về tỷ giá và lãi suất sẽ là những nguyên nhân chính khiến nhà đầu tư hết sức cẩn trọng trong việc cân nhắc đầu tư vào giấy tờ có giá vào giai đoạn này. Lực cầu ngoại chưa thể sớm quay trở lại khi tính hấp dẫn của thị trường nợ nội địa suy giảm. Trong khi đó, lực cầu nội vẫn sẽ tìm đến các kỳ hạn ngắn hơn.

**Lãi suất liên ngân hàng tăng. NHNN bơm ròng gần 90.000 tỷ đồng trên thị trường mở, hỗ trợ hệ thống ngân hàng.**

**Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh, hình thành vùng đỉnh trong nửa cuối tháng 8.** Cùng với quyết định giảm giá VND, thị trường liên ngân hàng có những biến động mạnh khi tâm lý găm giữ USD gia tăng. Việc thiếu hụt thanh khoản ngắn hạn khiến NHNN bơm ròng gần 90.000 tỷ đồng trong tháng 8, đưa lượng tín phiếu NHNN hiện hành xuống mức 131.247 tỷ đồng

## Kinh tế - tài chính thế giới

### Mỹ

**Kỳ vọng FED sẽ lùi thời điểm tăng lãi suất sớm nhất vào giữa Quý 4 trước những diễn biến trái chiều từ nền kinh tế Mỹ và thị trường thế giới.**

Nền kinh tế Mỹ tiếp tục ghi nhận nhiều dấu hiệu hồi phục tích cực và tăng trưởng ổn định. Cụ thể, GDP Quý 2 được ghi nhận ở mức tăng ấn tượng 3,7% cao hơn nhiều so với mức tăng kỳ vọng của các chuyên gia chỉ vào khoảng 2,7%. Đồng thời, điểm sáng của nền kinh tế lớn nhất thế giới nằm ở việc mức chi tiêu dùng (vốn chiếm hơn 2/3 hoạt động kinh tế tại Mỹ) tăng mạnh 0,3% trong tháng 7 tương ứng với mức tăng 3,7% so với cùng kỳ năm ngoái.

Trong tháng 7 vừa qua, thâm hụt thương mại của nước này đã giảm 7,4% xuống còn 41,9 tỷ USD, thấp hơn mức dự đoán 42,4 tỷ USD của giới chuyên gia và là mức thấp nhất kể từ tháng 2/2015. Trước đó, thâm hụt thương mại của Mỹ đã tăng nhẹ trong tháng 6, từ mức 43,8 tỷ USD lên 45,2 tỷ USD.

Thị trường lao động của Mỹ ngày càng phát đi những tín hiệu tích cực khi số lượng việc làm tạo mới liên tục ghi nhận kết quả khả quan. Cụ thể, số lượng việc làm mới trong lĩnh vực phi nông nghiệp của Mỹ tháng 8 tăng 173 nghìn, tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ giảm xuống mức 5,1% - chỉ bằng khoảng một nửa so với mức đỉnh trong thời kỳ khủng hoảng năm 2008 - 2009.

Tuy vậy, khu vực sản xuất đang mở rộng với tốc độ chậm lại khi chỉ số PMI sản xuất giảm từ 53,8 trong tháng 7 xuống còn 53 trong tháng 8, mức thấp nhất trong vòng 22 tháng qua khi sản lượng đầu ra và số đơn đặt hàng mới đều tăng trưởng chậm.

Kèm theo đó, những diễn biến khó lường từ Trung Quốc hay quyết định tăng cường các biện pháp nới lỏng của ECB nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng đến thời điểm tăng lãi suất của FED. Dù rằng chưa thể hoàn toàn loại trừ khả năng FED sẽ nâng lãi suất ngay trong tháng 9, chúng tôi kỳ vọng FED sẽ lùi thời điểm nâng lãi suất sớm nhất vào giữa Quý 4 để đảm bảo nền kinh tế hồi phục ổn định và tránh gây sốc cho thị trường tài chính của Mỹ cũng như các quốc gia khác.

### Châu Âu

**Nền kinh tế Châu Âu phục hồi chậm khiến ECB nhiều khả năng mở rộng gói nới lỏng định lượng (QE).**

Nền kinh tế Châu Âu phục hồi chậm. Khu vực sản xuất tiếp tục mở rộng, nhưng với tốc độ chậm dần khi chỉ số PMI sản xuất tiếp tục giảm nhẹ từ 52,4 trong tháng 7 xuống 52,3 trong tháng 8. Ngoài ra, tỷ lệ lạm phát duy trì ở con số 0,2% trong ba tháng liên tiếp, sau khi giảm nhẹ từ 0,3% của tháng 5. Trong khi đó, khu vực lao động ghi nhận nhiều cải thiện với tỷ lệ thất nghiệp tại EU19 và EU28 giảm từ 11,1% và 9,6% trong tháng 6 xuống lần lượt 10,9% và 9,5% trong tháng 7.

Ngoài ra, Châu Âu đang phải đối mặt với một số vấn đề như khủng hoảng kinh tế chưa đến hồi kết của Hy Lạp hay Ukraine, việc ra hạn các lệnh cấm vận kinh tế lên Nga thêm 3 tháng (đến hết tháng 3 năm 2016) đang gây ra những thiệt hại không nhỏ lên nền kinh tế của chính các nước



trong liên minh EU.

Trước tình hình đó, ECB khẳng định sẽ không nâng lãi suất trong năm nay và hạ dự báo lạm phát năm 2015 xuống 0,2%. Đồng thời, ECB cũng tiếp tục bơm tiền vào thị trường khi tăng hạn mức mua cổ phiếu trong chương trình mua tài sản của khu vực công từ 25% lên 33%.

Theo đó, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm rằng nền kinh tế Châu Âu sẽ duy trì mức độ phục hồi chậm và nhiều khả năng ECB sẽ mở rộng gói nới lỏng định lượng trong các tháng tiếp theo nhằm thúc đẩy sự tăng trưởng của khu vực.

## Châu Á

### Nền kinh tế Trung Quốc tồn tại nhiều bất ổn

Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục tồn tại nhiều bất ổn. Khu vực sản xuất thu hẹp 6 tháng liên tiếp khi chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) của Trung Quốc giảm từ 47,8 điểm trong tháng 7 xuống 47,3 điểm tháng 8, mức thấp nhất trong vòng 2 năm qua. Thêm vào đó, giá trị xuất khẩu trong tháng 8 giảm tới 5,5%, trong khi nhập khẩu giảm 13,8% so với cùng kỳ năm trước. Dự trữ ngoại hối cũng đồng thời ghi nhận mức giảm kỷ lục 94 tỷ USD trong tháng 8.

Trước tình hình này, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBoC) đã hạ lãi suất lần thứ 5 kể từ tháng 11/2014, hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc, và triển khai hàng loạt biện pháp tăng cường bơm tiền mặt vào hệ thống tài chính thông qua các nghiệp vụ thị trường mở (OMO) bất chấp rủi ro rằng những biện pháp này có thể ảnh hưởng xấu đến nỗ lực cắt giảm nợ, gây nguy hiểm cho sự ổn định tài chính của nền kinh tế khổng lồ này.

Trong khi đó, bên cạnh những tín hiệu xấu về tình hình xuất nhập khẩu và lĩnh vực sản xuất, việc đồng Nhân dân tệ lao dốc so với đồng USD càng làm cho niềm tin vào thị trường tiền tệ, thị trường tài chính nước này trở nên xấu và trầm trọng hơn. Theo đó, chúng tôi cho rằng Trung Quốc có thể sẽ phải đối mặt với tình trạng giảm tốc rõ nét trong Q3 cũng như 6 tháng cuối năm 2015.

### Nền kinh tế Nhật Bản chưa vượt qua được đà giảm tốc.

Nền kinh tế Nhật Bản chưa vượt qua được đà giảm tốc. Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của Nhật Bản trong Q2 đã giảm 1,2% sau khi tăng trưởng liên tiếp trong 2 Quý liền trước. Nguyên nhân chính là do nhu cầu chi tiêu của lĩnh vực tư nhân và xuất khẩu sang các thị trường Mỹ, châu Á và châu Âu suy yếu.

Trong đó, tiêu dùng cá nhân – lĩnh vực chiếm 60% GDP của Nhật Bản đã giảm 0,8%; xuất khẩu giảm 4,4% so với Quý 1 và cũng ghi nhận đợt giảm mạnh nhất kể từ năm 2011. Trong đó, kinh tế Trung Quốc - đối tác thương mại lớn nhất của Nhật Bản suy yếu có tác động rất lớn đến xuất khẩu của Nhật Bản. Theo đó, chỉ số CPI lõi tháng 7 (đã loại giá thực phẩm và tác động của đợt tăng thuế tiêu dùng hồi tháng 4/2014) quay trở lại mốc 0 sau khi nhích nhẹ lên 0,1% trong tháng 6.

Điểm sáng của nền kinh tế lớn thứ 3 thế giới nằm ở khu vực sản xuất khi chỉ số PMI sản xuất đã tăng khá lên 53,7 trong tháng 8 từ mức 51,2 trong tháng 7, mức cao nhất kể từ T10.2013. Số liệu cho thấy khu vực sản xuất đang mở rộng với tốc độ nhanh hơn nhờ giá nguyên, nhiên liệu đầu vào giảm.

Ngoài ra việc giá dầu thô liên tục suy giảm tạo áp lực giảm mạnh lên lạm phát. Cụ thể, trong tháng 7 chỉ số giá năng lượng đã giảm 7% so với cùng kỳ năm ngoái khiến CPI giảm 0,66%. Chỉ số CPI lõi (loại trừ các yếu tố nhiên liệu, thực phẩm) không thay đổi so với tháng 6 và đạt mức tăng nhẹ 0,6% yoy. Trong khi đó, tỷ lệ thất nghiệp hiện đang được ghi nhận ở mức 3,3%.

Như vậy, nền kinh tế Nhật Bản cần thêm thời gian và biện pháp để thoát khỏi tình trạng giảm phát. Do vậy, chúng tôi duy trì quan điểm Nhật Bản vẫn sẽ trong tình trạng khó khăn và chưa sớm hồi phục trong ngắn hạn.

## **CAM KẾT**

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

## **ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG**

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu kinh tế vĩ mô và thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về nền kinh tế và thị trường.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## **CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank**

**198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 366 990**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

**<http://www.vCBS.com.vn>**

---

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1 và 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, TP. Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812

---