

thực hiện bởi



*Thành viên thuộc VIETCOMBANK*

## KINH TẾ VĨ MÔ THÁNG 7

### Tỷ giá hay Lãi suất?

- Các tín hiệu tích cực về tăng trưởng tiếp tục được ghi nhận với điểm sáng của lĩnh vực sản xuất, tuy nhiên trong đó vẫn có sự phân hóa rõ nét. Cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa cũng đã phát đi những tín hiệu tích cực nhất định nhưng chưa bứt phá.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá quá trình điều chỉnh theo chu kỳ kinh tế đã kết thúc và tiếp theo đó, một quá trình tăng trưởng đang được hình thành với động lực chính đến từ khối doanh nghiệp FDI. Rủi ro từ phía Trung Quốc cần theo dõi sát sao do có thể sẽ ảnh hưởng xấu đến sự ổn định cũng như đà tăng trưởng của kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn nếu các biện pháp ứng biến không đúng đắn và kịp thời. Trước mắt, trong Quý 3, tăng trưởng kinh tế có thể sẽ chưa chịu ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố này. 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%.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 7 tăng 0,13% (mom), tăng 0,9% (yoy). Việc giá cả nguyên liệu hàng hóa, đặc biệt là giá năng lượng, giảm tương đối mạnh là yếu tố hỗ trợ cho kịch bản CPI duy trì mức tăng thấp. CPI tháng 8 dự báo tăng nhẹ 0,05% - 0,1% (mom), tương ứng tăng 0,73% - 0,78% (yoy).
- Trong bối cảnh 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 ngày 12/08, NHNN quyết định điều chỉnh tăng biên độ tỷ giá từ mức  $\pm 1\%$  lên  $\pm 2\%$ . Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá rủi ro tỷ giá là hiện hữu và ở mức đáng kể trong phần còn lại của năm. Dự báo tỷ giá USD/VND nhiều khả năng sẽ tăng ít nhất là 3% trong cả năm nay.
- Lãi suất huy động khó giảm thêm và đang chịu áp lực tăng trở lại. Việc tiếp tục giảm giá đồng nội tệ, nếu xảy ra, sẽ giảm bớt áp lực tăng lãi suất. Kỳ vọng lãi suất huy động tăng nhẹ nhưng mức trần 5,5%/năm vẫn được đảm bảo. Lãi suất cho vay sẽ rất khó giảm thêm.
- Lực cầu trái phiếu duy trì ở mức thận trọng trong tháng 7. Đường cong lợi suất dốc hơn. Việc Bộ Tài Chính hé lộ kế hoạch đưa trái phiếu ngắn hạn quay trở lại sẽ khiến thị trường rơi vào trạng thái chờ đợi và cân nhắc, thay vì đưa ra các quyết định đầu tư lớn vào thời điểm này. Lãi suất trái phiếu có thể dao động nhẹ trong ngắn hạn, nhưng áp lực tăng trong trung và dài hạn là tương đối đáng kể.
- Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh cho đến hết tuần thứ 3 của tháng 7, sau đó nhanh chóng tăng trở lại, lên mức 3,67%-4,33% vào cuối tháng. NHNN hút ròng 15.580 tỷ đồng trên OMO trong tháng 7.

#### Chỉ số kinh tế vĩ mô tháng 7.2015

Lạm phát: +0,13% (mom) và +0,9% (yoy)  
 Xuất khẩu: 14,5 tỷ USD (+10,8% yoy)  
 Nhập khẩu: 14,8 tỷ USD (+14,8% yoy)  
 Nhập siêu: 300 triệu USD (mom) và 3,4 tỷ USD (ytd)  
 FDI: Tổng vốn đăng ký 7 tháng: 8,8 tỷ USD. Tổng vốn thực hiện: 7,4 tỷ USD (+8,8% yoy)  
 Tăng trưởng tín dụng: +7,32% (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 9**

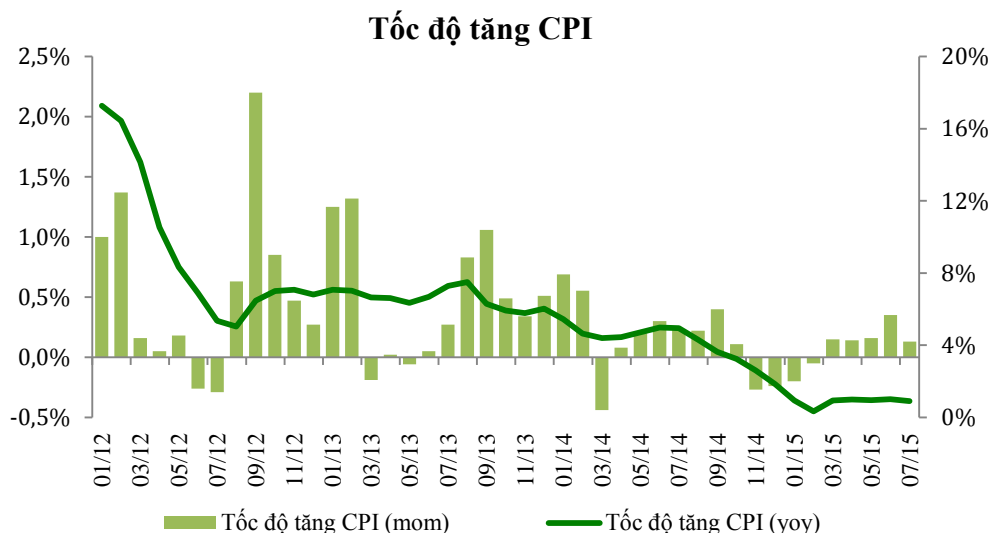
**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)**

**VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>**

**Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 7 tăng 0,13% (mom), tăng 0,9% (yoy). CPI tháng 8 dự báo tăng 0,05%-0,1% (mom), tương ứng tăng 0,73%-0,78% (yoy).**

## CPI duy trì ở mức thấp, kỳ vọng sẽ tăng dần trở lại

CPI tháng 7 ghi nhận mức tăng nhẹ 0,13% (mom), tương đương tăng 0,9% (yoy) với 10/11 nhóm ghi nhận mức tăng nhẹ. Không nằm ngoài dự đoán, đóng góp chính cho mức tăng của CPI trong tháng 7 phần nhiều đến từ các yếu tố mang tính mùa vụ như thời tiết nắng nóng hoặc kỳ thi THPT và Đại học, .... Theo đó, Nhóm may mặc, mũ nón, giày dép tăng 0,25%, nhóm Nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 0,22% và nhóm Đồ uống, thuốc lá tăng 0,18%.



Nguồn: CEIC, VCBS

Đánh giá về diễn biến CPI trong các tháng tiếp theo, chúng tôi cho rằng việc giá cả nguyên liệu hàng hóa, đặc biệt là giá năng lượng, giảm tương đối mạnh là yếu tố hỗ trợ cho kịch bản CPI duy trì mức tăng thấp. Riêng trong tháng 8, hai lần điều chỉnh giảm giá xăng dầu vào cuối tháng 7 và đầu tháng 8 gần đây nhiều khả năng khiến CPI tháng 8 giảm thêm khoảng 0,1%. Tổng hợp các yếu tố, chúng tôi kỳ vọng **CPI tháng 8 sẽ tăng rất nhẹ chỉ khoảng 0,05% - 0,1% (mom), tương ứng 0,73% - 0,78% (yoy)**. Mức tăng CPI đến hết Quý 3 nhiều khả năng sẽ vào khoảng 1% và sau đó gia tốc hơn trong Quý 4. Chúng tôi duy trì dự báo tỷ lệ lạm phát cả năm 2014 vào khoảng 2% - 2,5%.

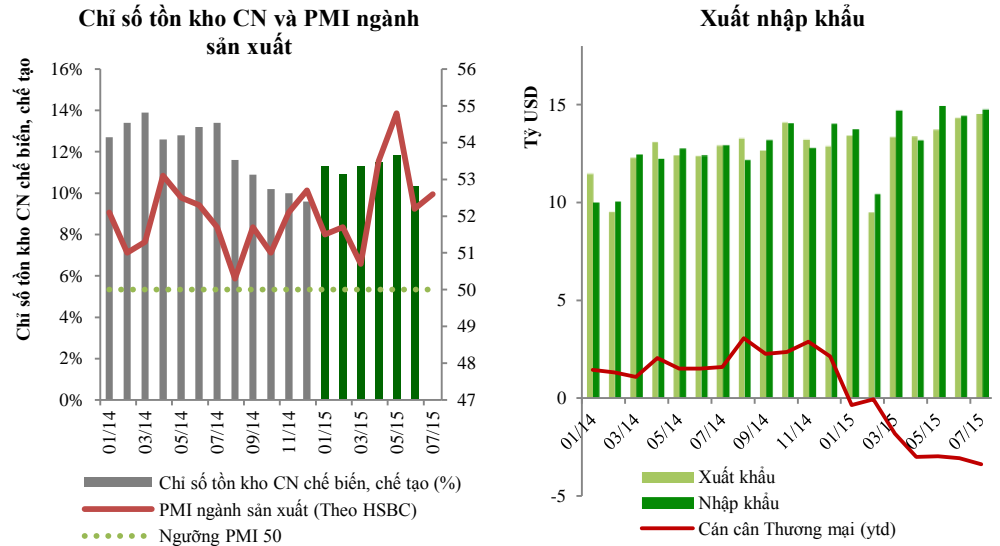
## Lĩnh vực sản xuất tiếp tục phát đi tín hiệu tích cực.

**Các tín hiệu tích cực về tăng trưởng tiếp tục được ghi nhận với điểm sáng của lĩnh vực sản xuất, tuy nhiên trong đó vẫn có sự phân hóa rõ nét. Cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa cũng đã phát đi những tín hiệu tích cực nhất định nhưng chưa bứt phá. 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%.**

Đà phục hồi của lĩnh vực sản xuất tiếp tục được duy trì và gia tăng trong tháng 7. Chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 9,9% (yoy) cao hơn đáng kể so với con số 6,2% của 7 tháng đầu năm 2014. Động lực chính cho đà tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất đến từ: (1) ngành Công nghiệp chế biến tăng 10,1% (cùng kỳ 2014 tăng 8,1%), đóng góp 7 điểm phần trăm của mức tăng chung và (2) ngành Khai khoáng tăng 9,2% (cùng kỳ 2014 giảm 1,7%), đóng góp 2 điểm phần trăm của mức tăng chung.

Sự mở rộng của lĩnh vực sản xuất còn thể hiện ở chỉ số PMI của Việt Nam, theo NIKKEI, trong tháng 7, đạt 52,6 điểm, tăng so với con số 52,2 của tháng 6 và tiếp tục duy trì tốt trên mức 50, cho thấy sức khỏe của lĩnh vực sản xuất tăng trong 23 tháng liên tiếp. Trong đó, tốc độ tăng sản lượng, số lượng đơn đặt hàng mới và việc làm đều được cải thiện. Tuy nhiên, vấn đề đáng lưu tâm là số lượng đơn hàng xuất khẩu mới đã giảm tháng thứ 2 liên tiếp.

Cùng với những chỉ báo tích cực và tăng trưởng, những chỉ số về tiêu thu và tồn kho cũng phát đi tín hiệu tích cực. Cụ thể, chỉ số tiêu thụ tăng 15,1% yoy, cao hơn con số chỉ 8,9% cùng kỳ 2015, đồng thời, chỉ số tồn kho tăng 10,3% yoy, thấp hơn mức 13,2% của cùng thời điểm năm 2015.



Nguồn: CEIC, NIKKEI, VCBS

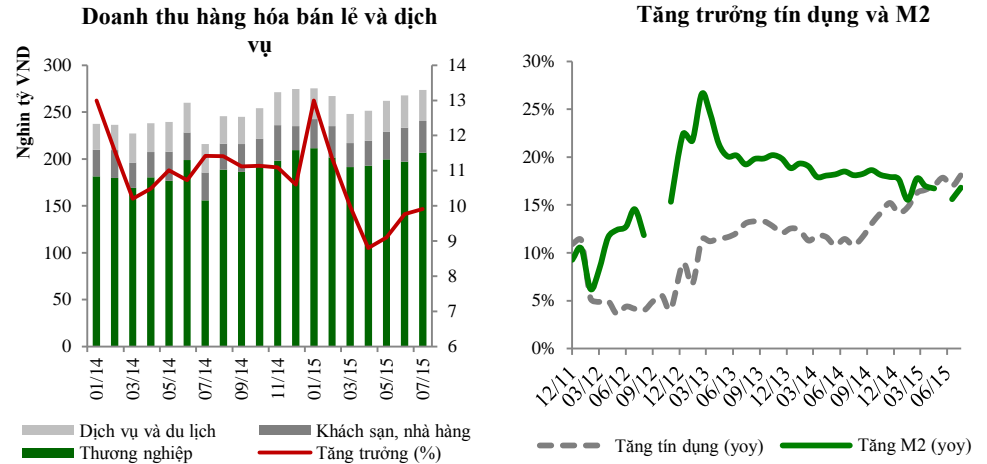
**Mặc dù tiếp tục phát đi những tín hiệu tích cực nhưng sự phân hóa của lĩnh vực sản xuất vẫn chưa có nhiều thay đổi trong nhiều tháng trở lại đây.** Sự nổi bật của khối FDI được thấy rõ và là động lực cho đà tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất trong khi các doanh nghiệp trong nước chưa có những cải thiện rõ rệt. Trong lĩnh vực sản xuất, những ngành sản xuất có chỉ số tăng cao chủ yếu là ngành nhận được vốn FDI lớn như sản xuất xe có động cơ (+29,8% yoy); dệt (+22,8% yoy); sản xuất sản phẩm điện tử, máy tính và quang học (+27,7%); sản xuất da và các sản phẩm liên quan (+21,8% yoy) và dệt (+20%). Bên cạnh đó, chỉ số sử dụng lao động của khối FDI cũng tăng mạnh 9,9% (yoy) gấp đôi con số 4,9% của cùng kỳ 2014 trong khi chỉ số này của toàn bộ khối doanh nghiệp ngoài Nhà nước tăng khá khiêm tốn (+3,4% yoy), thấp hơn mức 5,1% của cùng kỳ 2014. Điều này cho thấy sự sụt giảm về chỉ số sử dụng lao động kể trên đến từ khối doanh nghiệp trong nước.

**Những số liệu về xuất nhập khẩu tiếp tục phản ánh sự phân hóa trong lĩnh vực sản xuất.** Trong tháng 7, kim ngạch xuất khẩu ước đạt 14,5 tỷ USD (+10,8% yoy), trong đó khu vực FDI tăng 16,5% yoy còn các doanh nghiệp trong nước suy giảm 0,2% yoy. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu ước đạt 14,8 tỷ USD (+14,8% yoy) với sức đẩy chủ yếu từ khối FDI (+19,4%) trong khi các doanh nghiệp trong nước chỉ tăng 9,2% yoy (thấp hơn mức 13% của cùng kỳ năm 2014).

Như vậy, nếu loại trừ tháng 4 với mức xuất siêu nhẹ, trong 7 tháng đầu năm, có đến 6 tháng Việt Nam ghi nhận nhập siêu và đẩy mức thâm hụt thương mại đến thời điểm hiện tại ước tính vào khoảng 3,37 tỷ USD. Trong đó, nhập khẩu ô tô nguyên chiếc, với một phần không nhỏ phục vụ tiêu dùng cuối cùng, lên đến hơn 1,7 tỷ USD, hơn gấp 2 lần so với con số chỉ khoảng 0,68 tỷ USD của cùng kỳ 2014. Đáng chú ý, với diễn biến mới nhất từ việc đồng Nhân dân tệ (CNY) lao dốc kéo theo việc giảm giá mạnh của nhiều đồng tiền khác trong khu vực, nhập siêu có thể sẽ tiếp tục gia tăng trong những tháng tiếp theo. Những điều này sẽ tạo sức ép đáng kể lên tỷ giá.

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tăng trưởng tín dụng đạt 7,32% (ytd) tính đến tháng 7/2015, tiếp tục xu hướng gia tốc tốt đạt được từ đầu năm và gấp đôi so với mức chỉ 3,15% cùng kỳ 2014. Chúng tôi duy trì kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt khoảng 17% trong năm 2015. **Tín dụng tăng mạnh có thể xem như dấu hiệu về sự cải thiện của cầu đầu tư nội địa nhưng chúng tôi đánh giá sự cải thiện này là chưa nhiều** với các cơ sở như sau: (1) Sự phân hóa trong lĩnh vực sản xuất còn khá rõ nét như phân tích ở trên; (2) Theo NHNN, đến hết tháng 5, tăng trưởng tín dụng so với cùng kỳ của hai lĩnh vực Công nghiệp và Nông, lâm nghiệp, thủy sản chỉ đạt

khoảng 7,7% - 8,5%, chưa được một nửa so với mức tăng chung hơn 18% của tín dụng toàn nền kinh tế. Động lực của tăng trưởng tín dụng phần lớn đến từ Các hoạt động dịch vụ khác (bao gồm việc đầu tư không phục vụ sản xuất trực tiếp) với mức tăng trên 35% yoy.



Nguồn: CEIC, SBV, VCBS

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng, phản ánh cầu tiêu dùng, trong 7 tháng đầu năm tăng 9,9% yoy, thấp hơn con số 11,4% của cùng kỳ 2014. Khi loại trừ yếu tố giá, mức tăng trong năm 2015 là 8,3% trong khi cùng kỳ 2014 đạt 6,3%. Theo đó, cầu tiêu dùng được nhìn nhận đã có những phục hồi nhất định nhưng chưa bứt phá. Trong thời gian tới, theo yếu tố chu kỳ về cuối năm, cầu tiêu dùng được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện tốt hơn. Thêm vào đó, việc triển vọng giá hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là giá xăng dầu, nhiều khả năng sẽ ở mức thấp thêm một thời gian tương đối được kỳ vọng sẽ góp phần tạo hiệu ứng kích cầu.

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá quá trình điều chỉnh theo chu kỳ kinh tế đã kết thúc và tiếp theo đó, một quá trình tăng trưởng đang được hình thành với động lực chính đến từ khối doanh nghiệp FDI. Trong khi đó cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa cũng đã phát đi những tín hiệu tích cực nhất định nhưng chưa bứt phá. Mặc dù vậy, nền kinh tế Việt Nam trong thời gian tới còn phải đối mặt với rủi ro lớn từ những biến động trên thế giới, đặc biệt là của nền kinh tế Trung Quốc với những diễn biến không tích cực của thị trường chứng khoán nước này và động thái phá giá mạnh đồng CNY. Đây là rủi ro cần theo dõi sát sao do có thể sẽ ảnh hưởng xấu đến sự ổn định cũng như đà tăng trưởng của kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn nếu các biện pháp ứng biến không đúng đắn và kịp thời. Trước mắt, trong Quý 3, tăng trưởng kinh tế có thể sẽ chưa chịu ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố này. 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%.

### Tỷ giá chịu nhiều sức ép, đặc biệt là từ bên ngoài

**NHNN nói biên độ lên  $\pm 2\%$ .  
Tỷ giá USD/VND có thể sẽ  
tăng ít nhất là 3% trong cả  
năm nay.**

Trong tháng 7, tỷ giá được duy trì khá ổn định mặc dù vẫn phải chịu nhiều sức ép. Trong khoảng thời gian này, NHNN có thể đã bán ra một phần dự trữ ngoại hối để bình ổn thị trường. Sau đó, bước sang đầu tháng 8, trong bối cảnh 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 ngày 12/08, NHNN quyết định điều chỉnh tăng biên độ tỷ giá từ mức  $\pm 1\%$  lên  $\pm 2\%$ . Theo đó, tỷ giá bình quân liên ngân hàng ở mức 21.673 VND/USD, và dao động trong biên độ 21.240 - 22.106 VND/USD.

Động thái của NHNN, theo chúng tôi, là cần thiết, hợp lý và rất linh hoạt trong bối cảnh đồng CNY hạ giá nhanh và mạnh. Chúng tôi cho rằng, thay vì tiếp tục níu giữ đồng VND, việc tăng biên độ tỷ giá không có tác động xấu lên nền kinh tế đồng thời còn đem lại nhiều lợi

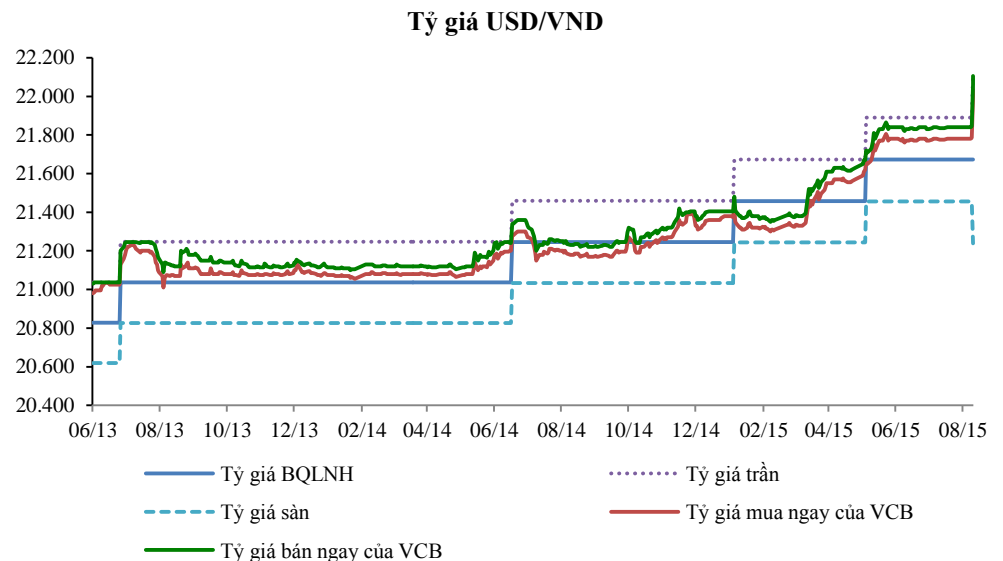
ích hơn. Cụ thể:

(1) Việc VND hạ giá được nhìn nhận là không tác động đến mục tiêu ổn định lạm phát. Diễn biến và kỳ vọng về CPI trong thời gian tới ở mức thấp trong bối cảnh giá hàng hóa nguyên liệu trên thế giới phần đông ở mức thấp hoặc thậm chí là trong xu hướng giảm. Bên cạnh đó, giá nhập khẩu nguyên liệu đầu vào của nền kinh tế có thể tăng sau khi biên độ tỷ giá được nới rộng nhưng lại được bù đắp nhiều hơn với việc đồng bản tệ tại các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam cũng giảm mạnh.

(2) Niềm tin vào VND cũng như mục tiêu chống đô la hóa nền kinh tế cũng không bị ảnh hưởng. Mặc dù việc nới biên độ tỷ giá có vẻ như không đồng thuận với cam kết không điều chỉnh tỷ giá quá 2% trong năm nay nhưng theo chúng tôi, niềm tin được xây dựng dựa trên những biện pháp can thiệp đúng đắn, chính xác và thuận theo yếu tố thị trường của nhà điều hành luôn bền vững hơn là chỉ dựa vào những cam kết, đặc biệt là trong bối cảnh có những cú sốc bất ngờ vượt ngoài tầm kiểm soát và khó đoán định.

(3) Tính cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam được hỗ trợ đồng thời phần nào giảm bớt áp lực nhập siêu, đặc biệt là từ phía Trung Quốc.

(4) Giảm bớt áp lực lên lãi suất VND.



Nguồn: CEIC, VCBS

Chúng tôi cho rằng, việc nới biên độ thêm 1% có lẽ là tương đối thấp nếu so sánh với việc phá giá hơn 3% của đồng CNY. Theo đó, mức điều chỉnh trên có thể mới chỉ phần nào đối phó tạm thời với diễn biến lao dốc của tỷ giá USD/CNY. Theo Tổng cục Thống kê, trong 7 tháng đầu năm, ước tính Việt Nam nhập khẩu 28,8 tỷ USD từ Trung Quốc trong khi giá trị xuất khẩu chỉ đạt 9,3 tỷ USD, ghi nhận nhập siêu 19,5 tỷ USD với Trung Quốc. Trước tình trạng nước này phá giá mạnh đồng nội tệ, hàng hóa Trung Quốc sẽ có cơ hội để đẩy mạnh việc xâm nhập và chiếm lĩnh thị trường Việt Nam nói riêng và trên thế giới nói chung. Theo đó, thâm hụt thương mại của Việt Nam, vốn đã ở mức đáng kể (gần 3,4 tỷ USD), sẽ chịu áp lực lớn và có thể tiếp tục gia tăng mạnh hơn trong các tháng tiếp theo, từ đó tiếp tục tạo áp lực lên tỷ giá.

Bên cạnh những yếu tố từ diễn biến nền kinh tế trong nước, chúng tôi đánh giá sức ép lên tỷ giá USD/VND phần nhiều đến từ các yếu tố bên ngoài, đặc biệt là (i) đồng USD mạnh lên đi cùng với khả năng FED sẽ nâng lãi suất trong năm nay, dù rằng thời điểm có thể lùi lại so với kỳ vọng trước đó do ảnh hưởng của việc phá giá đồng CNY; và (ii) đồng tiền của nhiều nước trên thế giới, nhất là ở các nước trong khu vực Châu Á có cơ cấu và thị trường xuất nhập khẩu tương



tự Việt Nam, hạ giá mạnh theo diễn biến của CNY. Đây là những yếu tố vượt ngoài tầm kiểm soát của NHNN.

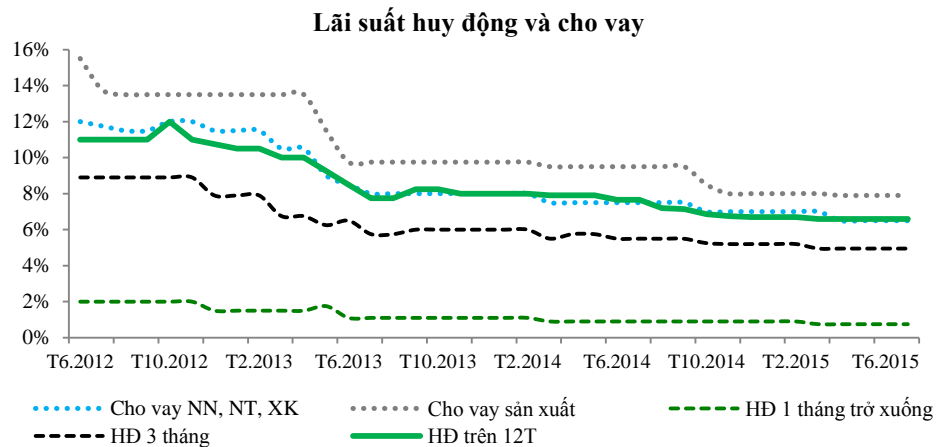
Tổng hợp các yếu tố, **chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá rủi ro tỷ giá là hiện hữu và ở mức đáng kể trong phần còn lại của năm.** Sau khi nới biên độ thì việc cân nhắc nâng tỷ giá bình quân liên ngân hàng có thể sẽ là biện pháp tiếp theo khi mà việc nới giữ đồng VND được nhìn nhận là không đem lại nhiều lợi ích bằng việc điều hành tỷ giá một cách linh hoạt như đã trình bày ở phần trên. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng, việc đồng VND tiếp tục giảm giá, nếu xảy ra, cũng không quá đáng lo ngại khi xét trên góc độ nhiều đồng tiền khác trong khu vực, theo Bloomberg, cũng đã mất giá khá nhiều so với đồng USD như Thái Lan (7,4%); Indonesia (11,6%); Malaysia (17,4%); Singapore (6,3%). Theo đó, **chúng tôi duy trì dự báo tỷ giá USD/VND nhiều khả năng sẽ tăng ít nhất là 3% trong cả năm nay.**

### Lãi suất chịu áp lực tăng

**Việc tiếp tục giảm giá đồng nội tệ, nếu xảy ra, sẽ giảm bớt áp lực tăng lãi suất. Kỳ vọng lãi suất huy động tăng nhẹ nhưng mức trần 5,5%/năm vẫn được đảm bảo. Lãi suất cho vay sẽ rất khó giảm thêm.**

Sau khi có những điều chỉnh tăng nhẹ ở một số ngân hàng thương mại vào cuối Quý 2, nhìn chung trong tháng 7, mặt bằng lãi suất khá ổn định và ít biến động. Cụ thể, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4% - 5,4%/năm, trong khi đó với các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên, lãi suất dao động trong khoảng 5,3% - 7,2%/năm.

Trong khi đó lãi suất cho vay cũng giữ mặt bằng so với cuối tháng 6. Theo NHNN, 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 7% - 9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3% - 11%/năm đối với trung và dài hạn.

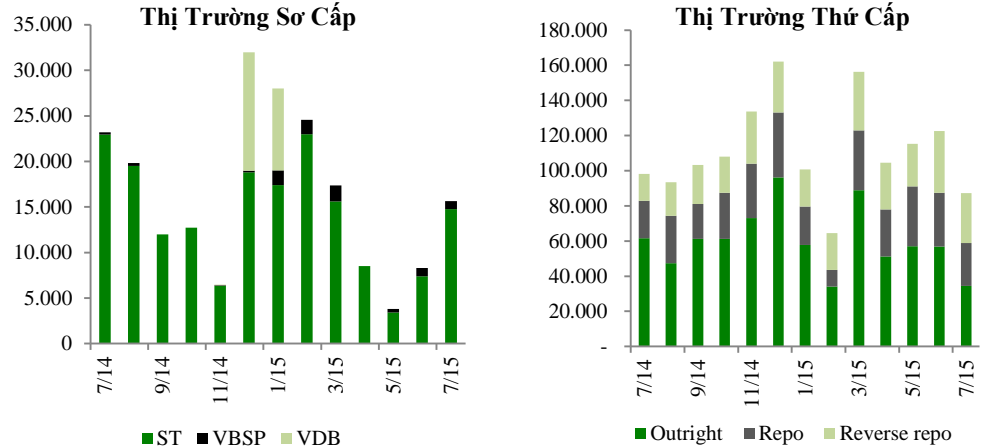


Trong phần còn lại của năm, chúng tôi duy trì nhận định lãi suất huy động khó giảm thêm và đang chịu áp lực tăng trở lại. Như đã nhiều lần đề cập trong các báo cáo trước, cùng với việc tăng trưởng tín dụng khởi sắc và nhanh hơn tăng trưởng huy động, sức ép lớn nhất cho lãi suất VND đến từ rủi ro tỷ giá. Trong bối cảnh hiện tại, **việc duy trì mặt bằng lãi suất VND ở mức thấp hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng sẽ phải đánh đổi bằng việc mất giá của đồng nội tệ.**

Với mục tiêu xuyên suốt của chính sách để đảm bảo sự ổn định và tăng trưởng kinh tế, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ cân bằng cả hai yếu tố về lãi suất và tỷ giá. Trong đó, với kỳ vọng tỷ giá nhiều khả năng sẽ được điều chỉnh thêm trong thời gian tới, áp lực lên lãi suất VND sẽ phần nào giảm bớt. Như vậy, từ nay đến hết năm 2015, **chúng tôi kỳ vọng rằng lãi suất huy động sẽ chỉ tăng nhẹ và mức trần 5,5%/năm với các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng nhiều khả năng vẫn được đảm bảo.** Dưới áp lực tăng trở lại của lãi suất huy động, theo chúng tôi, mục tiêu giảm lãi suất cho vay trung và dài hạn sẽ rất khó thực hiện.

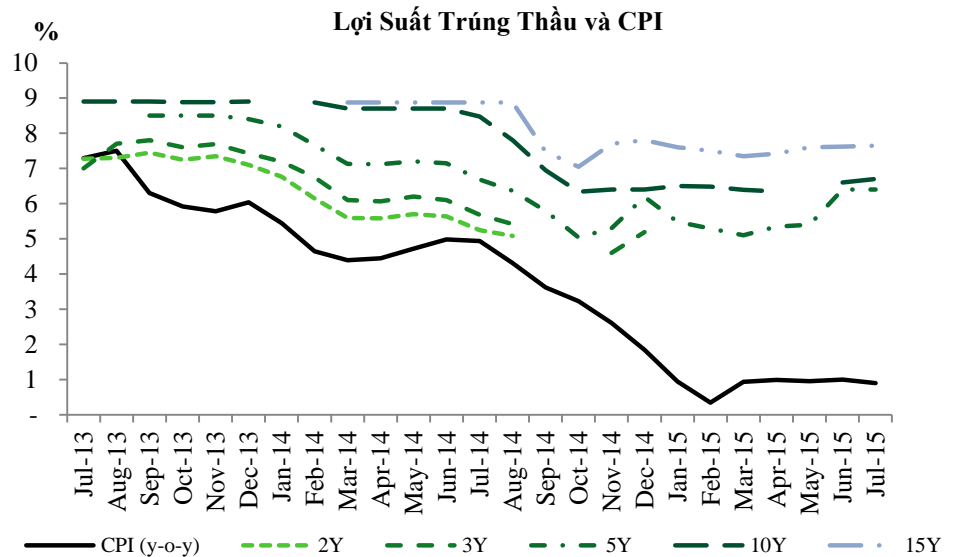
**15.647 tỷ đồng (+115% mom, -35,7% yoy) tỷ đồng trái phiếu được huy động. 87.682 tỷ đồng (-28,5% mom, -13,5% yoy) tỷ đồng trái phiếu được giao dịch. Lực cầu khá thận trọng.**

**Lực cầu trái phiếu duy trì ở mức thận trọng trong tháng 7**, đặc biệt với kỳ hạn 5 năm trở lên, khối lượng giao dịch giảm so với tháng 6. Trên thị trường sơ cấp, 15.647 tỷ đồng (+115% mom, -35,7% yoy) trái phiếu được huy động thành công. Trong khi đó, thanh khoản thị trường thứ cấp trượt giảm về mức 87.682 tỷ đồng (-28,5% mom, -13,5% yoy). Xét tổng thể, nguồn cung trái phiếu khá dồi dào trong khi lực cầu chưa có nhiều cải thiện.



Nguồn: HNX, VCBS

Lợi suất trúng thầu kỳ hạn 5 năm giữ nguyên ở mức 6,4%, trong khi kỳ hạn 10 và 15 năm tăng nhẹ lên mức 6,7% và 7,65%. **Nhiều nhà đầu tư chọn mua trái phiếu 5 năm trên thị trường sơ cấp, thay vì trên thị trường thứ cấp**, khiến khối lượng giao dịch trong tháng giảm khá nhiều.



Nguồn: HNX, VCBS

**Trong tháng 8, lực cầu trái phiếu sẽ tiếp tục duy trì sự thận trọng**, do đó khối lượng giao dịch có thể vẫn sẽ chưa thực sự bùng nổ. Việc Bộ Tài Chính hé lộ kế hoạch đưa trái phiếu ngắn hạn quay trở lại sẽ khiến thị trường rơi vào trạng thái chờ đợi và cân nhắc, thay vì đưa ra các quyết định đầu tư lớn vào thời điểm này. Các yếu tố vĩ mô, ngoại trừ tín hiệu của CPI, vẫn đang chỉ ra áp lực lên lãi suất trái phiếu từ nay đến hết năm. Do đó, **lãi suất trái phiếu có thể dao động nhẹ trong ngắn hạn, nhưng áp lực tăng trong trung và dài hạn là tương đối đáng kể.**

**thức tháng 7 ở mức 3,67%-4,33%. Ngân Hàng Nhà Nước hút ròng 15.580 tỷ đồng, tuy nhiên có thể sẽ bơm ròng ngược trở lại thị trường trong những tháng cuối năm.**

**chóng tăng trở lại, lên mức 3,67%-4,33% vào cuối tháng.** Điều này chủ yếu bị ảnh hưởng bởi thông tin tăng nguồn cung trái phiếu ngắn hạn của Kho Bạc Nhà Nước, dẫn đến việc bán ra của một số thành viên thị trường, gây tác động trực tiếp lên lãi suất ngắn hạn. Trong khi đó, Ngân Hàng Nhà Nước hút ròng hơn 15.000 tỷ đồng, đưa mức tín phiếu NHNN đang lưu hành lên khoảng 216.000 tỷ đồng. Lãi suất tín phiếu tháng 7 cũng cao hơn so với cuối tháng 6. Trong những tháng còn lại của năm nay, chúng tôi cho rằng xu hướng sẽ đảo chiều khi tín dụng sẽ tăng tốt do yếu tố mùa vụ và NHNN sẽ thực hiện bơm ròng trên thị trường mở để hỗ trợ thanh khoản hệ thống.

## Kinh tế - tài chính thế giới

### Mỹ

**FED nhiều khả năng sẽ lùi thời điểm nâng lãi suất.**

Nền kinh tế Mỹ tiếp tục ghi nhận nhiều dấu hiệu hồi phục tích cực. Cụ thể, GDP Quý 2 tăng khá 2,3% trong khi tăng trưởng GDP trong Quý 1 được điều chỉnh tăng lên 0,6% thay vì giảm nhẹ 0,2% theo công bố trước đó. Đồng thời, điểm sáng của nền kinh tế lớn nhất thế giới nằm ở thị trường lao động với tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 7 giữ vững ở mức thấp 5,3% và 215 nghìn việc làm mới được tạo thêm.

Khu vực sản xuất khởi sắc trở lại sau tình trạng ảm đạm của tháng 6. Chỉ số PMI sản xuất nhích nhẹ từ con số 53,6 (mức thấp nhất trong vòng 20 tháng) trong tháng trước lên 53,8 trong tháng 7 nhờ sự gia tốc của sản lượng sản xuất.

Tuy vậy, những vấn đề về đồng USD mạnh lên trong bối cảnh Trung Quốc thay đổi chính sách tiền tệ từ cố định sang “thả nổi có điều tiết” khiến cho thương mại của Mỹ nhiều khả năng đối mặt với những thách thức lớn và kim hãm bớt đà tăng trưởng.

Theo đó, **chúng tôi cho rằng FED có thể sẽ phải cân nhắc lùi thời điểm nâng lãi suất** sang giữa hoặc cuối Quý 4 thay vì tháng 9 như nhiều dự đoán trước đó để hỗ trợ cho xuất khẩu cũng như ổn định tăng trưởng.

### Châu Âu

**Nền kinh tế Châu Âu phục hồi chậm lại.**

Nền kinh tế Châu Âu phục hồi chậm lại. Khu vực sản xuất tiếp tục mở rộng, nhưng với tốc độ chậm hơn tháng trước khi chỉ số PMI sản xuất giảm từ đỉnh 54,2 trong tháng 6 xuống 52,4 trong tháng 7. Tỷ lệ thất nghiệp tháng 6 của EU28 và EU19 đều không đổi so với tháng 5 và giữ ở mức 9,6% và 11,1%. Diễn biến cùng chiều, tỷ lệ lạm phát duy trì ở con số 0,2% trong hai tháng liên tiếp, giảm nhẹ từ 0,3% của tháng 5.

Mặc dù nền kinh tế Châu Âu bắt đầu hưởng lợi tích cực từ gói kích thích kinh tế đưa ra trong các tháng trước, nhưng những vấn đề chưa đi đến hồi kết về Hy Lạp, Ukraine – Nga đang ngăn cản quá trình đi lên của nền kinh tế này. Standard & Poor's (S&P) mới đây đã hạ triển vọng xếp hạng tín dụng của Liên minh châu Âu (EU) từ mức “ổn định” xuống “tiêu cực”, sau khi EU thực hiện các nỗ lực cứu trợ Hy Lạp và Anh quyết định tiến hành trưng cầu dân ý về việc rời khỏi EU.

Theo đó, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng EU chưa thể sớm tăng trưởng nhanh như kỳ vọng khi những rủi ro còn tiềm ẩn khá nhiều.

### Châu Á

**Trung Quốc nhiều khả năng phục hồi kỹ thuật trong các tháng tới, nhưng vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro khó lường.**

Nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc nhanh và phát đi nhiều tín hiệu bất ổn. Cụ thể, lợi nhuận công nghiệp của Trung Quốc giảm 0,3% trong tháng 6 so với cùng kỳ. Trong khi đó, sản xuất trong lĩnh vực tư nhân của nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới bắt đầu giảm trong tháng 7, xuống mức thấp nhất 15 tháng qua. Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) tháng 7 của Trung Quốc đã giảm xuống mức 47,8 điểm, thấp nhất trong vòng 2 năm, từ mức 49,4 điểm trong tháng 6. Theo đó, khu vực



sản xuất liên tục thu hẹp trong 5 tháng liên tiếp.

Số liệu mới nhất về tăng trưởng GDP trong Q2 lên tới 7% gây ra nhiều tranh cãi và nghi ngờ cho các chuyên gia cũng như các nhà đầu tư trong bối cảnh (i) các ngành sản xuất và xây dựng đang co hẹp; (ii) khu vực Bất động sản vẫn đang gặp nhiều khó khăn; và (iii) tốc độ gia tăng nợ cao hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế. Trong khi đó, động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế nhiều khả năng đến từ mảng dịch vụ tài chính, lại đang rơi vào khủng hoảng trầm trọng với đà lao dốc của thị trường chứng khoán và sự rút vốn ồ ạt của các nhà đầu tư nước ngoài cũng như nội địa. Chính phủ Trung Quốc đã buộc phải đứng ra điều tiết, bơm thêm vốn để hỗ trợ thị trường đi cùng với nhiều biện pháp can thiệp mạnh mẽ mang tính hành chính chưa từng có trong tiền lệ.

Không dừng lại ở đó, nhằm kích thích khu vực xuất khẩu nói riêng và hỗ trợ cho đà tăng trưởng đang chậm dần lại nói chung, PBOC đã ra quyết định thay đổi chính sách tỷ giá từ cố định sang “thả nổi có điều tiết” từ 11/8. Theo đó, chỉ trong 3 ngày sau khi đưa ra quyết định này, tỷ giá tham chiếu của đồng CNY đã sụt giảm 4,6% so với đồng USD và gây “náo loạn” cho các đồng tiền trong khu vực Châu Á.

Các biện pháp kích thích của Chính phủ, bao gồm cả hạ lãi suất và giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ đầu năm và hạ giá đồng CNY mới đây nhằm thúc đẩy tăng trưởng, đang đe dọa gây 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. Theo đó, **chúng tôi cho rằng mặc dù nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới có thể hồi phục kỹ thuật trong các tháng tới, nhưng vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro chưa lường hết.**

#### **Nền kinh tế Nhật Bản phát đi một số tín hiệu phục hồi.**

Nền kinh tế Nhật Bản phát đi một số tín hiệu phục hồi. GDP Q1 sau điều chỉnh đã tăng tới 3,9% so với cùng kỳ năm ngoài, thay vì mức tăng 2,4% và 0,6% đưa ra trong báo cáo sơ bộ. Khu vực sản xuất mở rộng tháng thứ 3 liên tiếp với chỉ số PMI tăng nhanh từ 50,1 trong tháng 6 lên 51,2 trong tháng 7 nhờ sản lượng và số lượng đơn hàng tăng nhanh. Đồng thời, theo khảo sát “Tankan” hàng quý công bố vào ngày 1/7/2015, niềm tin kinh doanh của các doanh nghiệp lớn Nhật Bản đạt 15 điểm trong tháng 6/2015, tăng từ 12 điểm trong tháng 3/2015.

Ngoài ra, BOJ cho biết tiếp tục giữ chính sách tiền tệ ổn định và duy trì dự báo lạm phát lạc quan trong báo cáo công bố ngày 15 tháng 7 vừa qua. Tuy nhiên, mức tăng chỉ số CPI lõi (đã loại giá thực phẩm và tác động của đợt tăng thuế tiêu dùng hồi tháng 4/2014) của Nhật Bản vẫn khá thấp, +0,1%, trong tháng 5 và tháng 6, mặc dù đã hồi phục từ 0% của tháng 4.

Theo đó, chúng tôi đánh giá rằng nền kinh tế Nhật Bản có thể cần nhiều thời gian hơn nữa để có thể phục hồi như giai đoạn đầu năm 2014, đặc biệt là trong bối cảnh các chính sách kích thích mới chưa được đưa ra thêm.

## **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

---