

## Rủi ro từ Trung Quốc sẽ ảnh hưởng như thế nào đến Việt Nam

Trong báo cáo chiến lược đầu tư năm 2015 với tiêu đề “Use a rod, drop the net”, chúng tôi đã chia sẻ với nhà đầu tư góc nhìn về kinh tế vĩ mô năm 2015 với tựa đề “Kỳ vọng vào điều tốt nhất”. Kinh tế Việt Nam trong nửa đầu năm đã phần nào hiện thực hóa được kỳ vọng với GDP ghi nhận mức tăng trưởng 6,3% so với cùng kỳ trong khi sản xuất và tiêu dùng tiếp tục mở rộng. Dù vậy, sự xoay chuyển của các yếu tố vĩ mô toàn cầu trong thời gian gần đây cho thấy đã đến lúc bổ sung về còn lại của tựa đề trên đó là “Chuẩn bị cho điều tồi tệ nhất”. Trong chuyên đề vĩ mô này, chúng tôi tập trung vào mục tiêu quan trọng là lý giải những ảnh hưởng đến từ việc thay đổi chính sách tỷ giá của Trung Quốc đối với nền kinh tế Việt Nam. Phương thức tiếp cận tập trung vào phân tích rủi ro sau sự thay đổi vừa qua đối với hoạt động thương mại, chính sách điều hành của NHNN và cả những ảnh hưởng ngoại vi liên quan đến khả năng đàm phán hiệp định thương mại TPP – một trong những kỳ vọng quan trọng của nhiều nhà đầu tư. Bên cạnh đó, chuyên đề cũng đề cập một phần về ảnh hưởng của suy giảm tăng trưởng kinh tế Trung Quốc đối với hai vấn đề một trong-một ngoài mà có lẽ nhiều nhà đầu tư cũng băn khoăn, đó là dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam và khả năng nâng lãi suất của Fed trong tháng 9/2015.

Có thể nói, Trung Quốc là “cái nôi” dẫn đến những lo ngại vừa qua đối với NĐT trên toàn cầu. Tuy nhiên, nếu hướng sự tập trung vào động cơ chính của việc thay đổi chính sách tỷ giá đối với đồng NDT, chúng tôi nghĩ rằng NĐT có thể kỳ vọng PBoC sẽ không để cho đồng NDT mất giá quá mạnh. Điều này là có cơ sở dựa trên dự trữ ngoại hối khổng lồ và thặng dư thương mại tiếp tục mở rộng của Trung Quốc.

Đối với các NĐT trên TTCKVN, từ trước đến nay, đồng tiền Việt Nam được đánh giá là bị định giá cao so với giá trị thực, lo ngại tiền đồng mất giá luôn luôn hiện hữu. Vấn đề là mức độ bao nhiêu là chấp nhận được và không gây rủi ro quá lớn cho nền kinh tế? Năm nay, tiền đồng đã mất giá hơn 5%, trong kịch bản đồng NDT mất giá dưới 5% trong cả năm 2015, chúng tôi cho rằng sẽ không có thêm sự điều chỉnh nào nữa về tỷ giá trong khoảng thời gian từ nay đến cuối năm. Sang năm sau, rủi ro tiền đồng tiếp tục mất giá chắc chắn là có, tuy nhiên, chúng tôi không nghĩ rằng các nhà điều hành chính sách sẵn sàng cho biện pháp thả nổi tiền đồng. Một kịch bản nói biên độ dao động của đồng VND lên +/-5% đồng thời cân nhắc điều chỉnh tỷ giá giao dịch bình quân tùy thời điểm và khả năng điều tiết của SBV là có thể xảy ra.

Đối với ảnh hưởng của tỷ giá lên hoạt động thương mại, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì được sự tăng trưởng ở các thị trường phát triển, trong khi đó, điểm yếu trong cán cân thương mại là thâm hụt thương mại với Trung Quốc có thể được giảm bớt sau hai lần điều chỉnh vừa qua của SBV. Năm nay, Việt Nam nhiều khả năng sẽ phải nhập siêu khoảng 7-8 tỷ USD.

Một lo lắng nữa là tiền đồng mất giá sẽ ảnh hưởng ra sao đến nợ công? Câu trả lời là có ảnh hưởng nhưng vẫn trong ngưỡng giới hạn, còn chờ xem khả năng cân đối nguồn trả nợ của Việt Nam như thế nào trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, công tác điều hành chính sách sẽ khó khăn hơn trước và xác suất để TPP tiếp tục bị trì hoãn là khá cao. Do đó, tăng trưởng kinh tế sẽ tùy thuộc vào khả năng mở rộng hoạt động sản xuất, khu vực tư nhân và nỗ lực từ quá trình tái cấu trúc nền kinh tế - nghĩa là quay về nội tại.

Đối với triển vọng vĩ mô của Việt Nam, chúng tôi không quan ngại việc Fed tăng lãi suất sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của nền kinh tế, đồng thời nghiêng về kịch bản Fed sẽ điều chỉnh lãi suất rất thận trọng, có thể giữ cam kết với mức tăng không đáng kể hoặc chờ thêm đến cuộc họp vào tháng 12/2015. Do vậy, ảnh hưởng về mặt tâm lý chắc chắn sẽ có nhưng nếu thị trường Việt Nam sụt giảm mạnh vì Fed thì chúng tôi lại đánh giá đây là cơ hội. Điều tồi tệ nhất sau những phân tích của chúng tôi là một bức tranh tương lai khá xám của nền kinh tế toàn cầu, và đặc biệt khi nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục lao dốc bất kể chính sách kích thích kinh tế hay phương án tái cơ cấu đã và đang thực hiện. Dù không mong chờ, nhưng môi trường kinh doanh quốc tế đang không thuận lợi cho triển vọng vĩ mô của Việt Nam. Sau những chia sẻ dưới đây, chúng tôi hy vọng NĐT có thể có cái nhìn rộng hơn đồng thời cân nhắc những rủi ro phù hợp cho quyết định đầu tư của mình. Kết lại chuyên đề, chúng tôi chia sẻ một câu nói nổi tiếng của Warren Buffet “Rủi ro đến từ việc bạn không biết mình đang làm gì”, đây có thể là kim chỉ nam cho những quyết định đầu tư của NĐT trong thời gian tới với sự không chắc chắn trong quyết định sẽ ngày càng tăng. Điều quan trọng là chúng ta nhận diện được tình huống, xác suất xảy ra và rủi ro trước mỗi quyết định đầu tư.

### BAN VĨ MÔ

**Trần Thị Hà My**

[my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)

+ 84 86299 2006 | Ext: 1309

**Trần Thị Diễm My**

[my.ttd@vdsc.com.vn](mailto:my.ttd@vdsc.com.vn)

+ 84 86299 2006 | Ext: 1311

## NỘI DUNG CHÍNH

---

### TRUNG QUỐC: KHỞI NGUỒN CỦA RỦI RO

**Trang 3**

- ✓ Trung Quốc phá giá đồng NDT hay thay đổi chính sách tỷ giá?
- ✓ Lý do Trung Quốc thay đổi chính sách tỷ giá
- ✓ Xu hướng tiếp theo của đồng NDT

Trang 3

Trang 3

Trang 6

### ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ MỚI CỦA TRUNG QUỐC ĐỐI VỚI VIỆT NAM

**Trang 7**

- ✓ Thương mại giữa Việt Nam với Trung Quốc và các quốc gia khác
- ✓ Chính sách điều hành tỷ giá của Việt Nam – Xu hướng tiếp theo của tiền đồng
- ✓ Chính sách tỷ giá mới của Trung Quốc có ý nghĩa gì đối với TPP?

Trang 7

Trang 12

Trang 14

### ẢNH HƯỞNG CỦA SUY GIẢM TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TRUNG QUỐC

**Trang 16**

- ✓ Đối với dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam
- ✓ Đối với quyết định nâng lãi suất của Fed

Trang 16

Trang 16

## Trung Quốc: KHỞI NGUỒN CỦA RỦI RO

- Trung Quốc phá giá đồng NDT hay thay đổi chính sách tỷ giá?
- Lý do Trung Quốc thay đổi chính sách tỷ giá
- Xu hướng tiếp theo của đồng NDT

### Trung Quốc phá giá đồng NDT hay thay đổi chính sách tỷ giá?

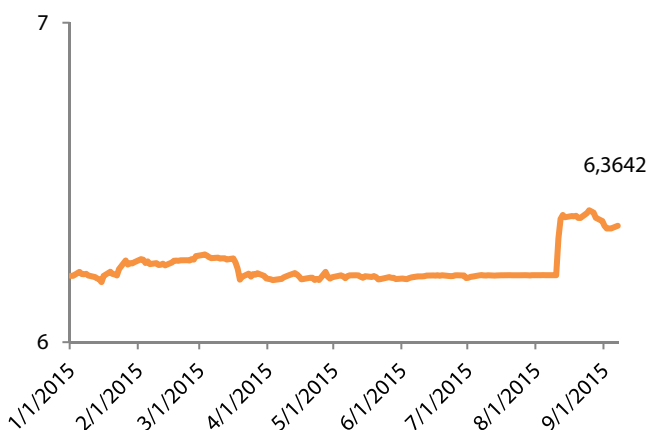
Trong một tuyên bố vào sáng ngày 11/08/2015, NHTW Trung Quốc (PBoC) thông báo sẽ bắt đầu áp dụng cơ chế giá tham chiếu tỷ giá mới cho đồng NDT của Trung Quốc. Cơ chế mới này dựa trên mức giá đóng cửa của thị trường ngoại hối liên ngân hàng vào ngày hôm trước trong biên độ  $\pm 2\%$  thay vì neo giữ theo rổ tiền tệ thế giới như trước đó.

Theo giải thích của PBoC, mục đích của thay đổi này nhằm giúp đồng NDT phản ánh sát với cung cầu của thị trường ngoại hối, phù hợp với diễn biến của các đồng tiền chính khác cũng như giúp NHTW nước này có thể linh hoạt hơn với chính sách tiền tệ.

Chính sách mới lần này của PBoC đã làm bất ngờ giới tài chính thế giới, cùng với đó, biến động mạnh của đồng NDT sau ngày thay đổi chính sách đẩy lên nhiều quan ngại đồng tiền này sẽ tiếp tục mất giá mạnh hơn. Trong tình huống đó, PBoC đã liên tục công bố các cam kết sẽ có hành động cần thiết khi biến động thị trường quá lớn. Đầu tháng 9/2015, PBoC đã đưa ra yêu cầu dự trữ bắt buộc đối với các giao dịch kỳ hạn bằng ngoại tệ tại các ngân hàng với mức dự trữ tối thiểu 20% giá trị giao dịch không nhận lãi trong vòng 1 năm, có hiệu lực vào 15/10/2015. Quy định mới này theo đó sẽ giúp giảm hoạt động đầu cơ đang đặt cược vào sự suy giảm của đồng NDT đồng thời hạn chế việc PBoC phải sử dụng dự trữ ngoại tệ để can thiệp vào thị trường.

Sau khi PBoC thay đổi chính sách tỷ giá, mức giảm giá mạnh nhất của đồng NDT là 3,3% đến nay đã hạ nhiệt còn 2,4% so với trước khi điều chỉnh (tính đến ngày 03/09/2015). Quy định mới có vẻ đã có hiệu quả, dù vậy, theo đánh giá của nhiều tổ chức tài chính, xu hướng giảm giá của đồng NDT vẫn tiếp diễn trong trung hạn.

Hình 1: Diễn biến tỷ giá USDCNY



Nguồn: Bloomberg

Hình 2: Một số tuyên bố quan trọng của PBoC sau khi điều chỉnh chính sách tỷ giá

<b>11/08/2015</b>	Việc thay đổi chính sách tỷ giá là hành động một lần và là một phần của việc cải cách cơ chế xác định tỷ giá.
<b>13/05/2015</b>	Không có căn cứ nào để kết luận việc giảm giá đồng NDT sẽ duy trì.  Về cơ bản, việc điều chỉnh chênh lệch giữa tỷ giá cố định và tỷ giá thị trường đã hoàn thành.
<b>25/08/2015</b>	PBoC giảm 25 điểm cơ bản đối với lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm, đồng thời giảm 50 điểm cơ bản tỷ lệ dự trữ bắt buộc.
<b>01/09/2015</b>	Quy định tỷ lệ dự trữ tối thiểu đối với các giao dịch kỳ hạn bằng ngoại tệ

Nguồn: RongViet Research

### Lý do Trung Quốc thay đổi chính sách tỷ giá

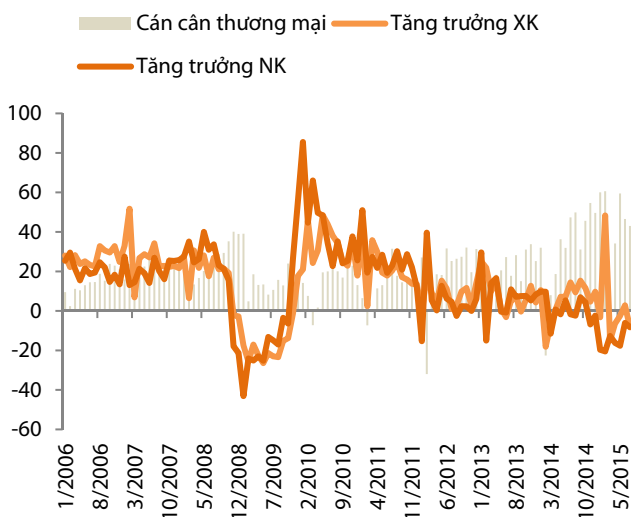
#### Thúc đẩy xuất khẩu có vẻ như không phải là động cơ chính

Diễn biến đồng NDT giảm giá trong thời gian qua được ngầm hiểu là cách PBoC thực hiện để thúc đẩy xuất khẩu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế suy giảm, tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng đây là động cơ chính dựa trên các lập luận sau:

Thương mại đang đóng góp nhiều hơn vào GDP do nhập khẩu giảm mạnh. Trong giai đoạn 2006-2008, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của Trung Quốc ổn định ở mức cao (bình quân trên 25% mỗi năm) và xuất khẩu ròng đóng góp khoảng 8% trong cơ cấu GDP. Tuy nhiên, từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, hoạt động xuất khẩu chịu ảnh hưởng nghiêm trọng, hệ quả của cuộc khủng hoảng kéo dài trong những năm sau đó khiến cho tốc độ tăng trưởng xuất khẩu chậm lại chỉ còn bình quân 6-7% mỗi tháng từ năm 2011 đến nay. Diễn biến này song hành với định hướng chuyển dịch mô hình tăng trưởng với trọng điểm là mở rộng nhu cầu tiêu dùng trong nước và giảm sự phụ thuộc vào nhu cầu bên ngoài. Trong giai đoạn 2011-2014, tỷ trọng đóng góp của hoạt động thương mại vào GDP của Trung Quốc chỉ còn khoảng 2,6%.

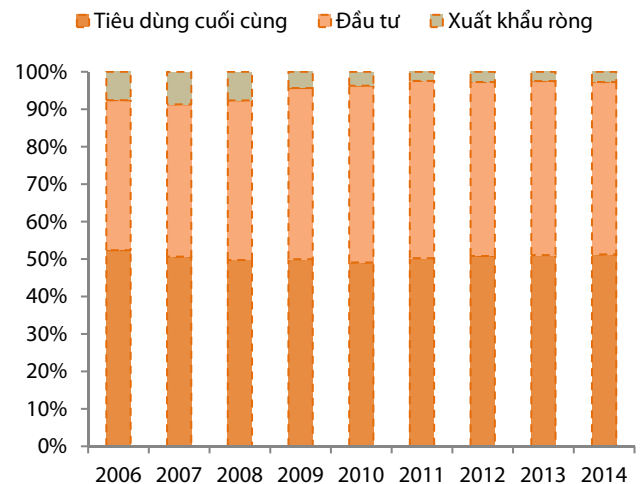
Lũy kế 7 tháng đầu năm 2015, kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc giảm 0,8% so với cùng kỳ trong khi kim ngạch nhập khẩu giảm 14,6%. Sự sụt giảm mạnh của nhập khẩu (đồng nghĩa với sự sụt giảm về nhu cầu sản xuất và tiêu dùng trong nước) khiến cho Trung Quốc ghi nhận mức thặng dư thương mại đạt 305,2 tỷ USD trong 7 tháng đầu năm 2015. Con số này gấp hai lần cùng kỳ năm 2014 và tương đương 5,4% GDP. Như vậy, thặng dư thương mại tại Trung Quốc đã được mở rộng dù nguyên nhân đến từ sự suy giảm của nhập khẩu. Với diễn biến tăng trưởng chậm của nhu cầu tiêu dùng trong nước và đầu tư tài sản cố định, tỷ trọng đóng góp của xuất khẩu trong tăng trưởng kinh tế Trung Quốc được kỳ vọng sẽ gia tăng trong năm 2015.

**Hình 3: Diễn biến cán cân thương mại của Trung Quốc**



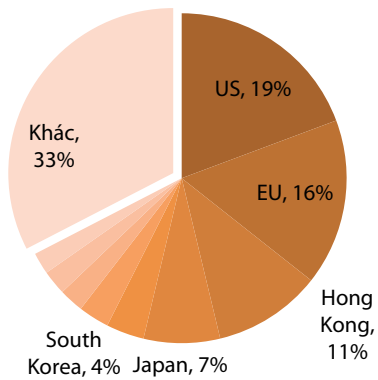
Nguồn: Bloomberg

**Hình 4: Đóng góp theo thành phần vào GDP của Trung Quốc (2006-2014)**

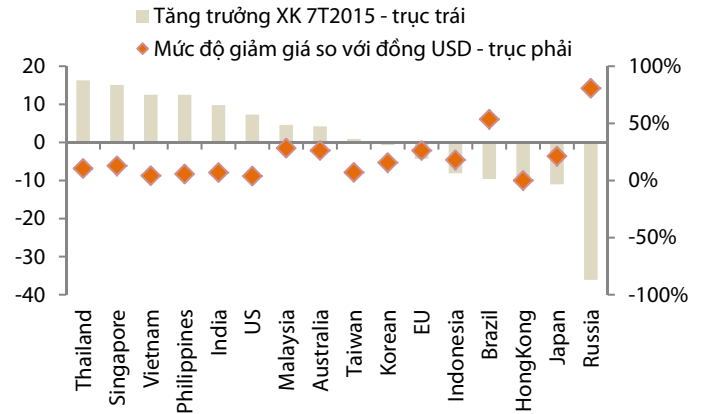


Nguồn: Bloomberg

So với các thị trường khác, xuất khẩu của Trung Quốc có vẻ khả quan hơn. Xét từ góc độ tỷ giá, chúng tôi nhận thấy hoạt động xuất khẩu của Trung Quốc có chịu ảnh hưởng tiêu cực tại một số đối tác thương mại có đồng tiền bị mất giá mạnh, cụ thể là thị trường EU (~16% cơ cấu xuất khẩu) và Nhật Bản (~7% cơ cấu xuất khẩu). Tính chung 7 tháng đầu năm, xuất khẩu sang thị trường EU và Nhật Bản giảm lần lượt 4,3% và 11%. Tuy nhiên, với cách thức triển khai cơ chế điều hành tỷ giá mới và diễn biến tỷ giá trong thời gian qua, chúng tôi không cho rằng Trung Quốc thực sự muốn giảm giá đồng tiền của mình để đối phó với làn sóng giảm giá đồng nội tệ tại nhiều quốc gia.

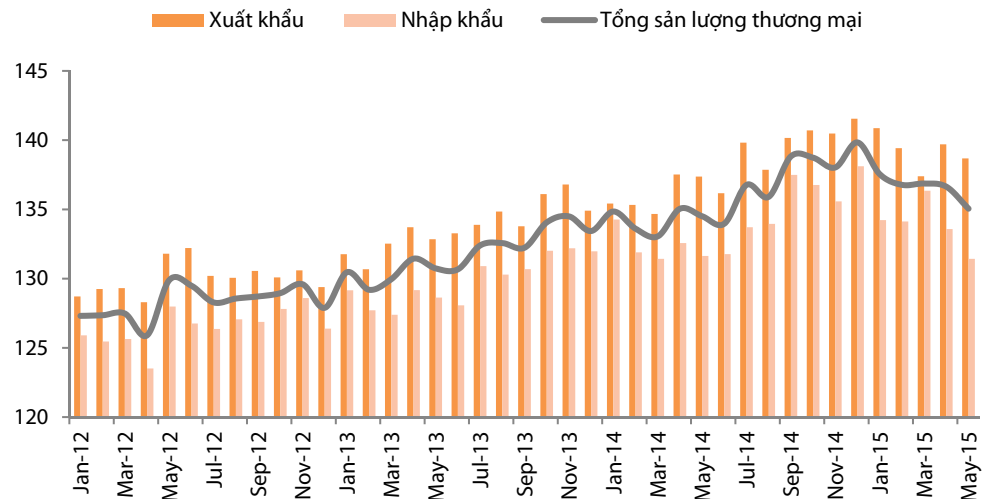
**Hình 5: Cơ cấu xuất khẩu của Trung Quốc theo nước (2014)**

Nguồn: Bloomberg

**Hình 6: Tăng trưởng xuất khẩu và biến động tỷ giá**

Nguồn: Bloomberg

Ngoài ra, một thực tế chung về thương mại toàn cầu trong 5 tháng đầu năm 2015 là nhu cầu tiêu thụ toàn cầu đang thể hiện diễn biến tiêu cực nhất kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2009. Đồng thời, so với các nền kinh tế khác, tình hình xuất khẩu của Trung Quốc khá hơn hẳn khối BRICs và nhiều nước trong khu vực Đông Á ([Xem thêm phụ lục – trang 19](#)). Dựa vào các lập luận trên, chúng tôi cho rằng thúc đẩy xuất khẩu dường như không phải là động cơ chính cho việc thay đổi chính sách tỷ giá mới đây của Trung Quốc.

**Hình 7: Sản lượng thương mại hàng hóa thế giới (theo tháng)**

Nguồn: WTM, RongViet Research

### Tham vọng quốc tế hóa đồng nhân dân tệ

Theo thông lệ, IMF sẽ xem xét lại rổ tiền tệ dự trữ quốc tế 5 năm 1 lần, kỳ xem xét gần nhất sẽ diễn ra vào cuối năm 2015 theo đúng chu kỳ 5 năm. Dựa trên những lập luận mà IMF đưa ra trong báo cáo xem xét lần đầu (04/08/2015), một số yếu tố quyết định về khả năng được thêm vào rổ tiền tệ dự trữ quốc tế của đồng NDT gồm:

+ Về khía cạnh hoạt động, IMF cho rằng vấn đề khó khăn để đồng NDT được đưa vào rổ tiền tệ SDR chính là khả năng tiếp cận của các quốc gia nắm giữ SDR đối với thị trường tiền tệ trong nước. Tuy nhiên, IMF đã đưa ra một số giải pháp đồng thời xem xét kết hợp với giải pháp tái cấu trúc thị trường tiền tệ của NHTW Trung Quốc để khắc phục vấn đề trên.

+ Khía cạnh “có thể sử dụng tự do” của đồng NDT được xem là một yếu tố quan trọng để quyết định đồng NDT có được thêm vào rổ tiền tệ SDR hay không. Từ góc độ tiếp cận của IMF và một loạt chỉ tiêu được cân nhắc, đồng NDT chưa đáp ứng được yêu cầu. Tuy nhiên, nếu xem xét sự thay đổi của các chỉ tiêu trên so với kỳ xem xét từ năm 2010, xác suất để

đồng NDT được đưa vào rổ SDR là cao hơn.

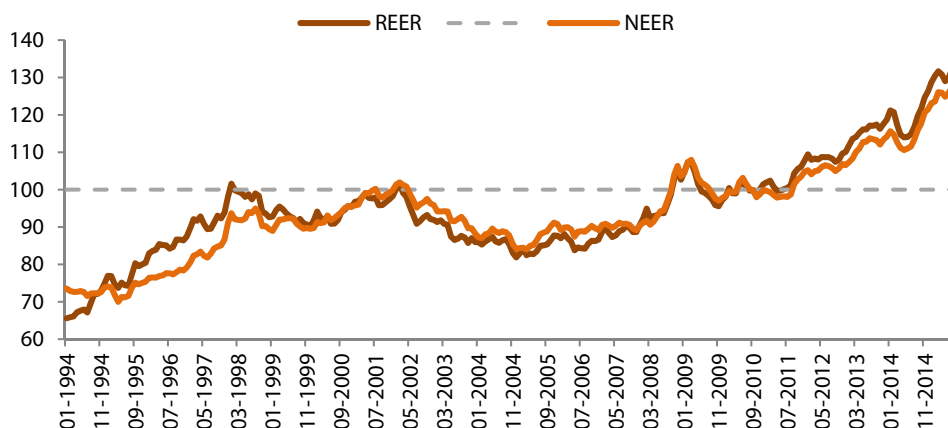
Điều đáng nói là sau khi IMF đưa ra báo cáo xem xét lần đầu, NHTW Trung Quốc đã đưa ra quyết định thay đổi chính sách tỷ giá vào ngày 11/08/2015 với định hướng điều hành tỷ giá theo hướng linh hoạt hơn. Chính sách tỷ giá mới được ủng hộ bởi IMF cũng như thể hiện Trung Quốc đang hành động đáp ứng kêu gọi của Mỹ (một trong những tiếng nói có trọng lượng nhất tại IMF) về việc thả nổi tỷ giá và cải cách độ sâu tài chính tại quốc gia này.

Đối với chính quyền Trung Quốc, việc đưa đồng NDT vào rổ đồng tiền dự trữ quốc tế là một bước đi quan trọng để hiện thực hóa tham vọng quốc tế hóa đồng tiền này, vì vậy, không lý gì mà Trung Quốc phải chờ thêm 5 năm nữa để điều này xảy ra. Hành động này có khả năng là một lựa chọn đúng thời điểm, nằm trong tính toán của chính phủ Trung Quốc và phù hợp với động cơ củng cố vị thế và quyền lực chính trị mà Trung Quốc đang tiến hành trong thời gian qua. Trong một thông báo mới nhất, IMF cho biết tháng 09/2016 là thời hạn sớm nhất có thể để đồng NDT được đưa vào rổ tiền tệ SDR.

### Xu hướng tiếp theo của đồng NDT

Từ trước đến nay, giá trị thực của đồng NDT luôn là một câu hỏi gây tranh cãi đối với giới chuyên gia toàn cầu, trong thời gian dài, Mỹ đã cáo buộc Trung Quốc vì thao túng ghìm giá đồng NDT thấp so với giá trị thực để kích thích xuất khẩu. Nhìn đồ thị NEER/REER, cáo buộc trên có vẻ đúng trong giai đoạn trước năm 2010, tuy nhiên, từ cuối năm 2011 đến nay, NEER và REER của đồng NDT có chiều hướng đi lên. Xét khung thời gian khoảng 1 năm (kể từ khi đồng USD bắt đầu xu hướng tăng giá), NEER đã tăng khoảng 13,5% và REER đã tăng khoảng 15%. Có thể thấy rằng, đồng USD mạnh lên trong thời gian qua là nguyên nhân khiến cho đồng NDT bị định giá cao so với giá trị thực.

**Hình 8: Diễn biến NEER và REER của đồng NDT (1994-2015)**



Nguồn: BIS, RongViet Research

Với chính sách tỷ giá mới, diễn biến về xu hướng của đồng NDT sẽ trở nên khó đoán trong thời gian tới. Kết quả NEER/REER ở trên cho thấy đồng NDT vẫn đang bị định giá cao, so với các nước khác thì xu hướng giảm giá của đồng NDT là một dự đoán hợp lý. Mức độ giảm giá của đồng NDT sẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố, gồm:

- (1) **Sức khỏe của nền kinh tế Trung Quốc:** trong báo cáo mới nhất về kinh tế Trung Quốc, IMF nhận định quốc gia này đang trong giai đoạn điều chỉnh về trạng thái cân bằng. Tăng trưởng kinh tế chậm hơn nhưng an toàn hơn, theo đó IMF đưa ra dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2015 đạt 6,8%, năm 2016 còn 6,25% và năm 2017 còn 6% với giả định xem xét những tác động của quá trình tái cấu trúc nền kinh tế trong mô hình tính toán. Theo đánh giá của Morgan Stanley, nếu đồng NDT mất giá 5% sẽ ít có tác động đến tăng trưởng của Trung Quốc mặc dù việc phá giá này có thể hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu trong 1-2 quý tới. Theo Goldman Sachs,



đồng NDT mất giá 5% sẽ giúp xuất khẩu của Trung Quốc tăng trưởng 3,8% và giúp GDP tăng trưởng thêm 0,14%.

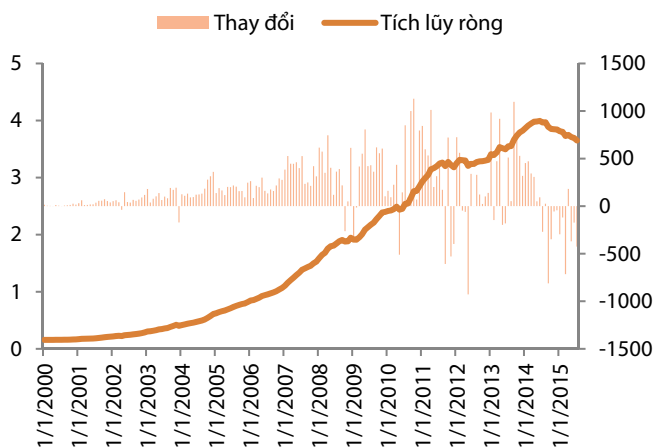
## (2) Chính sách của Trung Quốc:

+ Nới lỏng tiền tệ: Sự suy giảm của nhu cầu nội địa có thể khiến cho Trung Quốc mạnh tay hơn trong thực hiện biện pháp nới lỏng tiền tệ, từ đó gây áp lực lên đồng NDT. Từ cuối năm 2014 đến nay, nhà điều hành chính sách của Trung Quốc đã thực hiện 5 lần cắt giảm lãi suất cho vay và 4 lần giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng đang đi xuống.

Việc cắt giảm lãi suất đồng nghĩa với việc thúc đẩy hoạt động cho vay, tuy nhiên, nhu cầu tín dụng tại Trung Quốc khá yếu (đặc biệt là sau cuộc khủng hoảng về bong bóng tín dụng gần đây). Điều này sẽ buộc PBoC phải nới lỏng tiền tệ hơn nữa. Nhiều nhận định mới đây cho thấy Trung Quốc sẽ phải cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm để tăng thanh khoản trên thị trường tiền tệ trước áp lực dòng vốn chảy ra bên ngoài sau động thái điều chỉnh tỷ giá vừa qua. Rủi ro chúng tôi nhìn thấy chính là một vòng xoáy giữa tỷ giá và dòng vốn chảy ra, lập luận về xu hướng mất giá của đồng NDT vì thế mà được củng cố.

+ Mức độ giảm giá đồng tiền mà PBoC mong muốn: Dù tuyên bố định hướng chính sách đồng NDT theo hướng thả nổi song chúng tôi cho rằng PBoC vẫn có thể can thiệp vào diễn biến đồng NDT với lượng dự trữ ngoại hối khổng lồ của mình. Tính đến cuối tháng 7, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc vẫn ở mức cao trên 3.651 tỷ USD, giảm 5% so với đầu năm. Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đã giảm liên tục trong nhiều tháng qua, tấm đệm này dù vậy so với các nước khác vẫn là công cụ đặc lực của PBoC. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng thặng dư thương mại cũng là một nhân tố ủng hộ việc kiểm soát mức độ mất giá của đồng NDT.

**Hình 9: Thay đổi trong dự trữ ngoại hối của Trung Quốc**



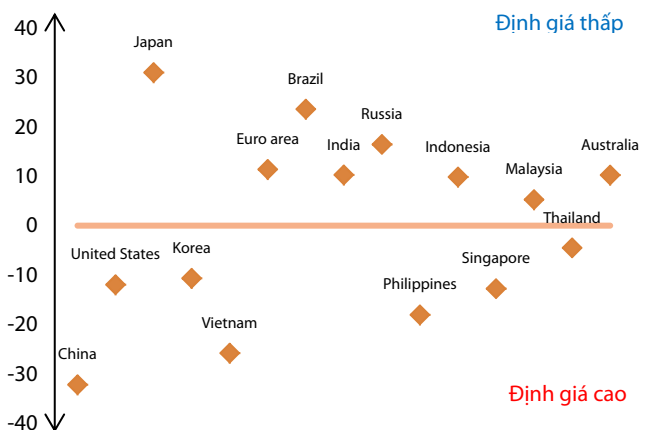
Nguồn: Bloomberg

**Bảng 1: Dự báo về tỷ giá USDCNY**

	2015	2016
Morgan Stanley	6,6	6,9
Goldman Sach	6,6	6,7
BNP Paribas	6,8	na
Deutsche Bank	6,4	6,7
Citibank	6,8	6,8
Credit Suisse	6,6	6,8

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình 10: Giá trị của một số đồng tiền có hoạt động thương mại với Trung Quốc (tháng 7/2015)**



Nguồn: RongViet Research & BIS

**Bảng 2: Các kịch bản đối với đồng NDT vào cuối năm 2015**

	USD/CNY	Mức độ mất giá so với giá hiện tại tại	Mức độ mất giá so với trước khi thay đổi CS tỷ giá
KB 1	6,5	2,3%	4,7%
KB 2	6,6	3,8%	6,3%
KB 3	6,8	7,0%	9,5%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



Theo dự báo của các nhà phân tích tại Trung Quốc, tỷ giá USD/CNY có thể đứng ở mức 6,5 vào cuối năm 2015. Kết hợp với dự báo của một số tổ chức tài chính, chúng tôi cho rằng sẽ có ba kịch bản mất giá đối với đồng NDT vào cuối năm 2015\*. Nhìn xa hơn, xu hướng mất giá của đồng NDT có thể tiếp diễn vào năm sau với diễn biến tăng trưởng tiếp tục chậm lại, đồng NDT có thể mất giá thêm khoảng 2-5% trong 6-12 tháng tiếp theo.

*\* Mất giá so với mức đóng cửa ngày 04/09/2015*



## ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH TỶ GIÁ MỚI CỦA TRUNG QUỐC ĐỐI VỚI VIỆT NAM

- Thương mại giữa Việt Nam – Trung Quốc và các quốc gia khác
- Chính sách điều hành tỷ giá của Việt Nam
- Chính sách tỷ giá mới của Trung Quốc có ý nghĩa gì đối với TPP

### Diễn biến cán cân thương mại sau đợt tăng giá của đồng USD

Từ giữa năm 2014 đến nay, chỉ số đồng đô la Mỹ đã tăng 17%, việc neo đồng Việt Nam theo đồng đô la với cam kết không phá giá quá 2% khiến cho đồng tiền Việt Nam cũng tăng giá so với một loạt các đồng tiền khác. Hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang một số thị trường vì vậy trở nên kém cạnh tranh hơn về giá. Thông thường, phản ứng của người tiêu dùng đối với sự thay đổi trong giá cả hàng hóa có độ trễ từ 3-6 tháng. Tính từ thời điểm đồng USD tăng giá đến nay, chúng tôi nhận thấy một số điểm đáng quan tâm trong hoạt động thương mại 7 tháng đầu năm 2015: (1) Sự tăng giá của tiền đồng so với các đồng đô la Úc, ringgit Malaysia có thể là nguyên nhân khiến cho cán cân thương mại giữa Việt Nam với hai quốc gia này có chiều hướng xấu đi; (2) Xuất khẩu sang các thị trường phát triển có sự tăng trưởng khá (trừ Nhật Bản), do đó, tăng trưởng tích cực từ các thị trường lớn như Mỹ, Canada và EU phần nào bù đắp sự tiêu cực trong tăng trưởng xuất khẩu ở các thị trường còn lại; (3) Thâm hụt thương mại với Trung Quốc là một yếu điểm trong cơ cấu thương mại của Việt Nam.

**Bảng 3: Khái quát về diễn biến tỷ giá và bức tranh thương mại của Việt Nam 7 tháng đầu năm**

Quốc gia	ĐV tiền tệ	Tỷ giá giữa VND và các đồng tiền khác**		Thương mại 7 tháng so với cùng kỳ			Tình trạng CCTM	Tỷ trọng trong tổng kim ngạch XNK
		So với 10/08/15	So với 30/06/14	Xuất khẩu	Nhập khẩu	Cán cân thương mại	Thặng dư (+)/Thâm hụt (-)	
Úc	AUD	-2%	19%	-25%	-2%	-47%	+	2%
Malaysia	MYR	2%	19%	-11%	3%	2.156%	-	2%
Canada	CAD	-2%	15%	28%	20%	29%	+	1%
Châu Âu	EUR	-6%	13%	12%	10%	13%	+	13%
Nhật Bản	JPY	-5%	12%	-6%	24%	Na*	-	9%
Indonesia	IDR	1%	11%	6%	1%	67%	+	2%
Hàn Quốc	KRW	0%	11%	21%	32%	37%	-	11%
Singapore	SGD	-1%	6%	17%	-6%	-21%	-	3%
Ấn Độ	INR	1%	5%	13%	-22%	-85%	-	2%
Thái Lan	THB	-2%	4%	0%	18%	38%	-	4%
Đài Loan	TWD	0%	4%	-8%	5%	8%	-	4%
Anh	GBP	-4%	4%	25%	14%	27%	+	2%
Philippines	PHP	-1%	2%	-21%	27%	-40%	+	1%
Trung Quốc	CNY	0%	-2%	5%	21%	30%	-	20%
Mỹ	USD	-3%	-5%	19%	17%	20%	+	13%
Hồng Kông	HKD	-3%	-6%	54%	39%	59%	+	3%

Nguồn: Customs, Bloomberg, RongViet Research

Na\*: cán cân thương mại với Nhật Bản chuyển từ thặng dư trong năm 2014 sang thâm hụt trong nửa đầu năm 2015, việc mất giá của đồng yên có thể là một phần nguyên nhân của kết quả này.

\*\* tại ngày 21/08/2015

Trong cơ cấu thương mại của Việt Nam, Trung Quốc là đối tác xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam sau Mỹ với tổng giá trị chiếm 10,4% tổng kim ngạch xuất khẩu, ngược lại, 1/3 lượng hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam đến từ Trung Quốc (2014). Điều này cho thấy mối quan hệ mật thiết về mặt thương mại của Việt Nam và Trung Quốc. Một thực tế là trong 7 tháng



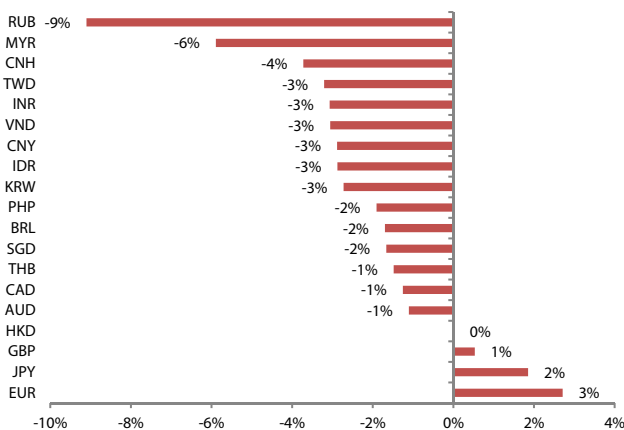
đầu năm 2015, xuất khẩu sang Trung Quốc chỉ tăng trưởng 5,24% so với cùng kỳ trong khi nhập khẩu tăng đến 30,5%. Với hơn 19 tỷ USD thâm hụt thương mại với Trung Quốc trong 7 tháng (+30% so với cùng kỳ), đây là một trong những nguyên nhân chính khiến cán cân thương mại của Việt Nam thâm hụt trong thời gian qua.

Theo RongViet Research, rủi ro từ chính sách tỷ giá mới của Trung Quốc đối với hoạt động thương mại Việt Nam bao gồm:

- (1) **Khả năng cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam** với Trung Quốc (nội địa và nước ngoài) – do phần lớn các nhà sản xuất tại Trung Quốc thuộc phân khúc thấp-trung bình và độ co giãn của cầu với hàng hóa Trung Quốc khá cao nên hàng hóa Việt Nam sẽ phải cạnh tranh trực tiếp với Trung Quốc;
- (2) **Thâm hụt thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc** sẽ gia tăng do sự phụ thuộc về nguyên vật liệu;
- (3) **Cán cân thương mại giữa Việt Nam với các quốc gia khác** được lợi nhiều hơn hại;
- (4) Một cuộc đua giảm giá các đồng tiền sẽ khiến cho **thương mại bất ổn và rào cản thương mại gia tăng**.

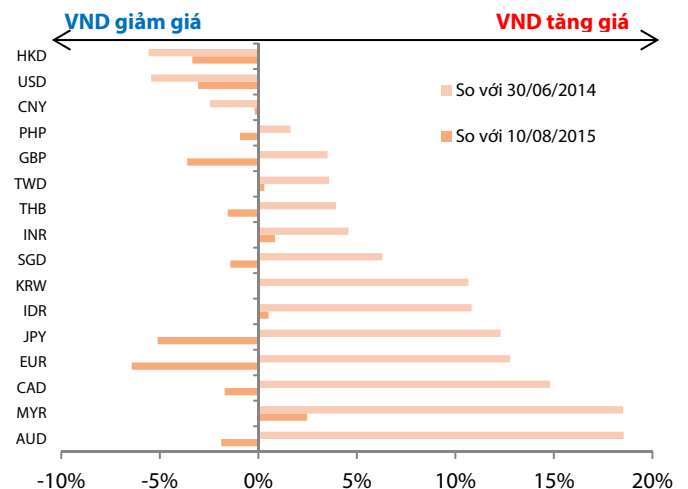
Trong các rủi ro trên, chúng tôi cho rằng rủi ro thứ nhất đã được giảm thiểu nhờ động thái của SBV trong đợt điều chỉnh tỷ giá vừa qua. Sau khi PBoC thay đổi cơ chế tỷ giá, một loạt các đồng tiền khác cũng phản ứng theo chiều hướng tương tự đồng NDT, mức độ mất giá của đồng RUB và MYR là đáng kể nhất lần lượt là -9% và -6%. Trong diễn biến trên, NHNN Việt Nam cũng thực hiện điều chỉnh nới biên độ tỷ giá lên +/- 2% (12/08/2015), tiếp theo đó là điều chỉnh biên độ lên +/-3% và nâng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1% (19/08/2015). Nhìn qua diễn biến các cặp tỷ giá chéo có thể thấy hành động trên của SBV đã giúp triệt tiêu phần lớn ảnh hưởng của việc mất giá đồng NDT lên cán cân thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc. Đồng thời, với hai lần điều chỉnh, mức độ tăng giá của tiền đồng với một số đồng tiền khác (kể từ sau thời điểm đồng USD bắt đầu tăng) cũng được thu hẹp – chủ yếu là các đồng tiền của các nước phát triển (AUD, EUR, JPY, CAD, AUD).

**Hình 11: Diễn biến các đồng tiền\* sau ngày Trung Quốc thay đổi chính sách tỷ giá (11/08)**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 12: Diễn biến cặp tỷ giá danh nghĩa\* của các đồng tiền khác với VND**



Nguồn: Bloomberg

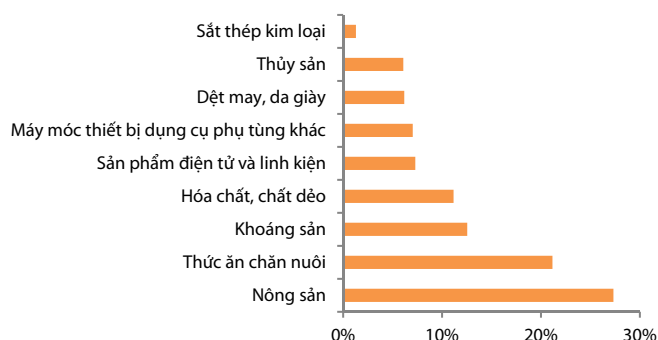
\* Tỷ giá tại ngày 21/08/2015

Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ nhiều nguyên liệu thô nhất thế giới, sau ngày 11/08, hầu hết giá hàng hóa (nông sản, dầu thô, kim loại) đều giảm mạnh do lo ngại về sự suy giảm tăng trưởng kinh tế Trung Quốc. Đối với dầu thô, tiêu thụ dầu thô của Trung Quốc chiếm khoảng 11% nhu cầu tiêu thụ dầu thô của toàn cầu, triển vọng kinh tế tăng trưởng yếu đi của Trung Quốc là một trong những nguyên nhân khiến giá dầu giảm mạnh trong thời gian

qua. Chúng tôi chia ảnh hưởng của sự sụt giảm giá hàng hóa đối với cán cân thương mại của Việt Nam từ hai phía xuất khẩu và nhập khẩu:

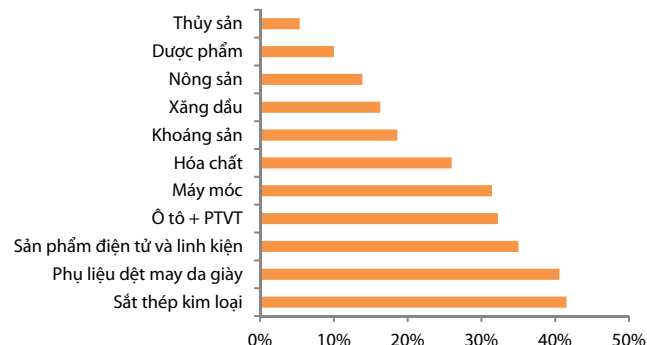
- Về phương diện xuất khẩu, trong cơ cấu xuất khẩu của hàng hóa Việt Nam sang Trung Quốc, hàng nông sản và khoáng sản chiếm tỷ trọng lớn nhất (lần lượt là 27,3% và 12,5% trong tổng giá trị từng mặt hàng xuất khẩu). Trong trường hợp rủi ro tỷ giá được bù trừ, giá nguyên liệu giảm cùng với quan ngại về nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc đi xuống sẽ ảnh hưởng nhiều nhất đến ngành nông sản và khoáng sản (than, dầu thô). Đồng thời giá nông sản giảm cũng ảnh hưởng đến giá trị xuất khẩu sang các thị trường khác, nông sản và khoáng sản chiếm 1/3 cơ cấu hàng xuất khẩu của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm.
- Về phương diện nhập khẩu, xem xét theo từng mặt hàng có thể thấy Việt Nam phụ thuộc rất lớn về nguyên liệu thô với Trung Quốc ở các ngành xây dựng, dệt may, linh kiện điện tử, ô tô, máy móc, nguyên liệu hóa chất... Giá nguyên liệu giảm từ góc độ này có thể mang lại lợi ích cho các nhà sản xuất Việt Nam, ngược lại, những doanh nghiệp trong nước sản xuất các mặt hàng trên sẽ đối mặt với cạnh tranh gia tăng. Khi nhu cầu trong nước suy yếu, các nhà sản xuất tại Trung Quốc sẽ tìm cách xuất khẩu nhiều hơn ra bên ngoài. Là một nước phụ thuộc về nguyên liệu cho sản xuất, thâm hụt thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc sẽ ngày càng gia tăng.

**Hình 13: Sự phụ thuộc về xuất khẩu của Việt Nam với Trung Quốc**



Nguồn: RongViet Research

**Hình 14: Sự phụ thuộc về nhập khẩu của Việt Nam với Trung Quốc**

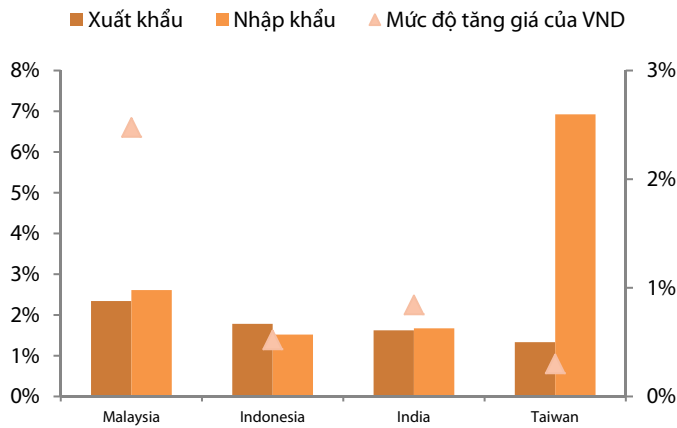


Nguồn: RongViet Research

#### *Thương mại của Việt Nam với các quốc gia khác: lợi nhiều hơn hại*

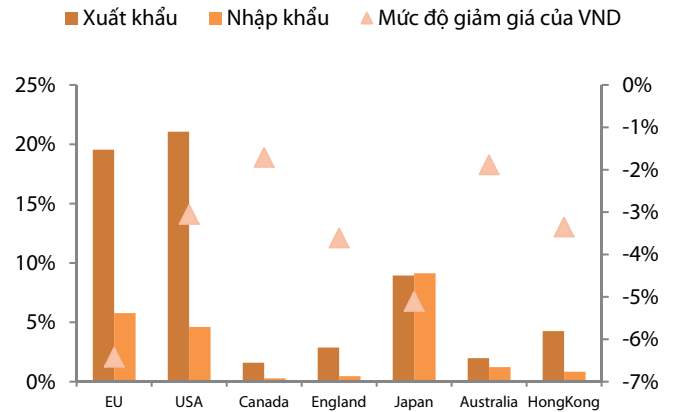
Xét trên diễn biến hiện tại, một số đồng tiền mất giá mạnh hơn VND sau đợt điều chỉnh vừa qua gồm (MYR, IDR, INR và TWD). Trong cơ cấu thương mại của Việt Nam với các quốc gia trên, Việt Nam chỉ có thặng dư thương mại duy nhất với Indonesia, còn lại là thâm hụt. Với diễn biến trên, thâm hụt thương mại với các thị trường này sẽ gia tăng trong thời gian tới. Giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu của 4 thị trường này chiếm khoảng 10% tổng cơ cấu kim ngạch thương mại của Việt Nam.

Ngược lại, tiền đồng sau đợt điều chỉnh vừa qua đã thu hẹp khoảng cách tăng giá trước đây so với nhiều đồng tiền khác, đặc biệt là các thị trường phát triển. Trước khi SBV điều chỉnh tỷ giá, tiền đồng đã tăng giá nhiều so với các đồng tiền khác nhưng xuất khẩu từ Việt Nam vẫn tăng trưởng tại các nước phát triển (Hong Kong, EU, Canada). Điều này cho thấy hàng hóa Việt Nam vẫn cạnh tranh được tại các thị trường này khi đồng Việt Nam tăng giá, đồng thời, đây cũng đều là các thị trường Việt Nam có thặng dư thương mại. Chúng tôi cho rằng xuất khẩu sang các thị trường này có thể cải thiện sau khi NHNN điều chỉnh tỷ giá. Giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu 4 thị trường trên chiếm 30% tổng cơ cấu kim ngạch thương mại của Việt Nam. Như vậy, hoạt động thương mại của Việt Nam với các quốc gia khác sẽ được hưởng lợi nhiều hơn thiệt hại xét một cách tương đối.

**Hình 15: Cơ cấu thương mại và mức độ tăng giá của VND so với đồng tiền của một số nước**

Nguồn: RongViet Research

Mức độ tăng giá của VND so với trước khi PBoC thay đổi chính sách tỷ giá

**Hình 16: Cơ cấu thương mại và mức độ tăng giá của VND so với đồng tiền của một số nước**

Nguồn: RongViet Research

*Rủi ro thứ tư - cuộc chạy đua giảm giá các đồng tiền khiến cho thương mại bất ổn và rào cản thương mại gia tăng - có thể sẽ là điều tồi tệ nhất.* Với sự tham gia của PBoC sau một loạt chính sách nới lỏng kinh tế và thay đổi chính sách tỷ giá trong thời gian vừa qua, nhiều sự kiện cho thấy đang diễn ra một cuộc chiến tranh tiền tệ trên toàn cầu. Năm 2010, câu chuyện bắt đầu với đồng NDT bị định giá thấp, Mỹ đưa ra nhiều cáo buộc Trung Quốc thao túng đồng NDT. Năm 2011, đồng USD suy yếu sau khi FED tung ra hai gói nới lỏng định lượng QE1 và QE2. Cuối năm 2012, đồng JPY suy yếu với chính sách nới lỏng kinh tế Abenomics. Trước tình hình khó khăn của khu vực EU, đồng EUR bắt đầu suy yếu vào giữa năm 2014. Đầu 2015, ECB công bố chương trình mua tài sản trị giá 1.300 tỷ USD. Cho đến gần đây, PBoC mới bắt đầu tham gia vào cuộc đua trên. Hành động phá giá đồng tiền có thể mang lại lợi ích trong ngắn hạn, tuy nhiên về lâu dài có thể dẫn đến những rủi ro cực kỳ nghiêm trọng là (1) Gia tăng bảo hộ các nhà sản xuất trong nước; (2) Chi phí đầu vào gia tăng khiến sản xuất nội địa khó khăn; (3) Giảm phát, nhu cầu sụt giảm. Tựu chung lại hệ quả là suy thoái kinh tế trên toàn cầu, các cuộc chiến tranh tiền tệ trong lịch sử thường kéo dài trong khoảng thời gian khá lâu từ 15-20 năm. Hơn nữa, cuộc chiến không chỉ xảy ra ở những nước lớn mà sẽ còn ảnh hưởng đến các quốc gia có hoạt động thương mại lớn với các nước trên.

### ***Việc thay đổi chính sách tỷ giá của Trung Quốc sẽ gây áp lực lên điều hành tỷ giá ở Việt Nam***

Cơ chế tỷ giá mới của Trung Quốc khiến cho biến động của đồng NDT trở nên khó đoán. Để đối trọng với diễn biến mất giá của đồng NDT trong thời gian qua, SBV đã cho phép tiền đồng mất giá gần như tương ứng. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng chính sách tỷ giá của Việt Nam và Trung Quốc đang được điều hành theo hai cách khác nhau. Trong 3 kịch bản mà chúng tôi xem xét đối với đồng NDT, dựa trên dự trữ ngoại hối và cơ chế vận hành của thị trường tiền tệ tại Việt Nam, việc thả nổi hoàn toàn tỷ giá USD/VND sẽ không phải là lựa chọn thích hợp. Lựa chọn khả dĩ tiếp theo là tiếp tục kiểm soát tỷ giá USD/VND trong biên độ cho phép. Mô hình xem xét mức độ tương quan giữa VND và các đồng tiền khác trong giai đoạn 2012-2015 cho thấy đồng Việt Nam có mức độ tương quan nhiều nhất đối với (1) đồng USD; (2) đồng NDT và (3) đồng EUR. Hệ số tương quan cao cho thấy biến động tăng/giảm của đồng NDT sẽ ảnh hưởng đến biến động tăng/giảm của đồng VND, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức độ tăng/giảm sẽ không tương ứng.

**Bảng 4: Hệ số tương quan giữa VND và các đồng tiền mạnh (2012-2015)**

	EUR	JPY	USD	CNY	VND
EUR	1				
JPY	-0,2973	1			
USD	0,7636	-0,0080	1		
CNY	0,7907	-0,1251	0,9887	1	
VND	0,7349	0,0604	0,9942	0,9767	1

Nguồn: RongViet Research tính toán dựa trên mô hình hồi quy các cặp tỷ giá giữa 5 đồng tiền (EUR, JPY, USD, CNY và VND) với đồng krona Thụy Điển (SEK)

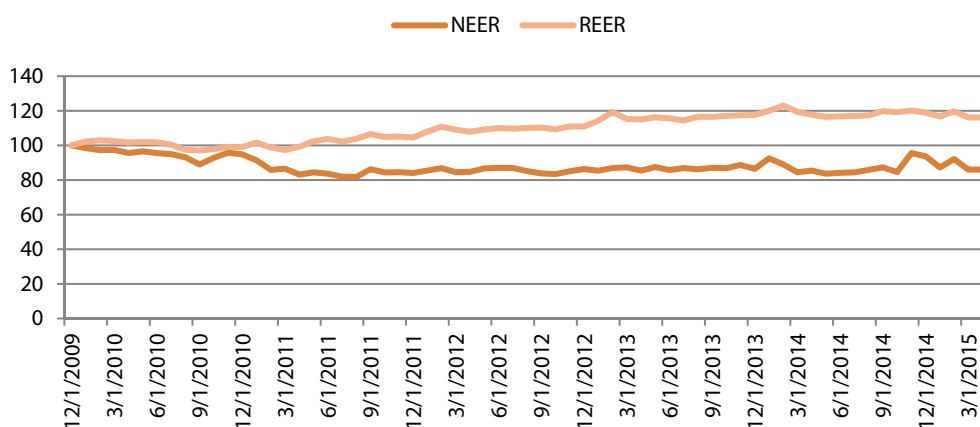
Trong những năm gần đây, giải pháp đối với chính sách tỷ giá đối với tiền đồng là bài toán cân đối giữa: (1) cân cân thương mại; (2) lạm phát và lãi suất; (3) nợ công. Trong khi đó, công cụ quan trọng để can thiệp vào thị trường ngoại hối là dự trữ ngoại hối của Việt Nam khá mỏng so với các nước trong khu vực, vì vậy, bài toán cân đối sẽ trở nên khó khăn hơn với thêm một biến số mới là diễn biến của đồng NDT.

- Cán cân thương mại: tạm thời ổn định sau đợt điều chỉnh tỷ giá vừa qua và có thể kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu tại các thị trường phát triển.

- Lạm phát: diễn biến sụt giảm của hàng hóa sẽ là nhân tố giúp lạm phát duy trì ở mức thấp.

- Lãi suất: do lạm phát thấp nên lãi suất cũng ít bị ảnh hưởng, tuy nhiên kỳ vọng mất giá của VND sẽ khiến cho huy động tiền gửi bằng VND trở nên kém hấp dẫn, trong khi đó, nhu cầu tăng trưởng tín dụng từ nay đến cuối năm sẽ tăng lên. Hai yếu tố này có thể khiến cho mặt bằng lãi suất huy động tăng thêm từ 0,5-1%/năm và định hướng giảm lãi suất cho vay từ đầu năm khó thành hiện thực.

- Nợ công: đợt điều chỉnh tỷ giá vừa qua khiến rủi ro khủng hoảng nợ của Việt Nam đến sớm hơn 1 năm. (xem thêm Hộp 1)

**Hình 17: Diễn biến NEER/REER của đồng tiền Việt Nam từ năm 2010 đến nay**

Nguồn: RongViet Research

Theo RongViet Research, kịch bản rủi ro nhất là đồng NDT sẽ mất giá mạnh (KB3), khi đó, các cân đối vĩ mô sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Đối với hai kịch bản còn lại (KB1 & KB2), chúng tôi nghĩ rằng NHNN có thể tiếp tục điều chỉnh linh hoạt bằng cách thức đã sử dụng trong đợt điều chỉnh vừa qua.

Năm nay, tiền đồng đã mất giá hơn 5%, trong kịch bản đồng NDT mất giá dưới 5% trong cả năm 2015, chúng tôi cho rằng sẽ không có thêm sự điều chỉnh nào nữa về tỷ giá trong

khoảng thời gian từ nay đến cuối năm. Sang năm sau, rủi ro tiền đồng tiếp tục mất giá chắc chắn là có, tuy nhiên, chúng tôi không nghĩ rằng các nhà điều hành chính sách sẵn sàng cho biện pháp thả nổi tiền đồng. Một kịch bản nơi biên độ dao động của đồng VND lên +/- 5% đồng thời cân nhắc điều chỉnh tỷ giá giao dịch bình quân tùy thời điểm và khả năng điều tiết của SBV là có thể xảy ra.

### **Triển vọng TPP liệu có bị ảnh hưởng sau khi Trung Quốc thay đổi chính sách tỷ giá?**

*Sau khi Trung Quốc thay đổi chính sách tỷ giá, diễn biến mất giá của đồng NDT và nhiều đồng tiền khác khiến cho giới chức Mỹ tiếp tục có thêm cái cớ mới để đưa vấn đề kiểm soát thao túng tiền tệ lên bàn đàm phán các hiệp định tự do. Điều này khiến cho triển vọng hoàn tất việc đàm phán TPP vốn đã khó khăn lại càng thêm u ám.*

Theo ước tính của Viện Peterson về kinh tế quốc tế, trong nhiều năm qua, thâm hụt thương mại của Mỹ với Trung Quốc và nhiều quốc gia châu Á khác (Singapore, Malaysia, Nhật Bản – những nước được cho là thao túng đồng tiền của mình để hỗ trợ cho xuất khẩu) khiến nền kinh tế Mỹ mất khoảng từ 2,3-5,8 triệu việc làm. Đây là căn cứ để các thành viên của lưỡng Đảng tại Mỹ ủng hộ mạnh mẽ đối với việc đưa ra các quy định về thao túng tiền tệ khi xem xét các Hiệp định thương mại tự do. Với diễn biến mới nhất của đồng NDT, một nghiên cứu cho thấy việc NDT mất giá 10% sẽ khiến tăng trưởng GDP của Mỹ giảm 0,32%, gia tăng thâm hụt thương mại thêm 44 tỷ USD và khiến nền kinh tế này mất khoảng 430.000 việc làm trong 2-3 năm tới. Bên cạnh đó, dù Trung Quốc chưa phải là thành viên của khối TPP, quan ngại liên quan đến tác động “phá giá dây chuyền” sau chính sách tỷ giá của Trung Quốc đối với một số quốc gia thành viên của TPP (Việt Nam, Malaysia...) khiến cho lập luận ủng hộ việc đưa quy định về kiểm soát “thao túng tiền tệ” được nêu lên lần nữa.

Có thể thấy, yếu tố tỷ giá là yếu tố rất quan trọng đối với tình hình thương mại và tăng trưởng kinh tế giữa hai nền kinh tế trong điều kiện hội nhập toàn cầu như hiện nay. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc đưa yếu tố kiểm soát “thao túng tiền tệ” vào một hiệp định thương mại tự do không khác gì là một “liều thuốc độc” có thể khiến cho mục đích sau cùng của tự do hóa thương mại bị phá vỡ. Về bản chất, không hẳn khi áp đặt các quy định về kiểm soát “thao túng tiền tệ” có thể cải thiện tình trạng thâm hụt thương mại kéo dài tại Mỹ bởi nguyên nhân sâu xa không đến từ tỷ giá mà đến từ đặc trưng vay nợ và tiêu dùng của nền kinh tế này. Hơn nữa, với quy mô của TPP và đặc thù về kinh tế cũng như cơ chế tỷ giá của 12 nước trong khối này, việc đưa quy định về kiểm soát “thao túng tiền tệ” có thể khiến cho các quốc gia còn lại không còn muốn đàm phán với Mỹ. Một thực tế tiếp theo là sau khi Trung Quốc thay đổi chính sách tỷ giá hối đoái theo hướng thả nổi có kiểm soát, diễn biến giảm giá của đồng NDT có vẻ đang đi ngược lại với cáo buộc của Mỹ rằng nước này đang định giá thấp đồng tiền của mình. Như vậy, dù được nhiều người ủng hộ, Mỹ - quốc gia đã khởi xướng TPP rất có thể sẽ thất bại hoàn toàn nếu tính đến phương án đưa quy định về kiểm soát “thao túng tiền tệ” lên bàn đàm phán TPP.

Ngoài ra, để xác định xem liệu triển vọng ký kết TPP có bị ảnh hưởng với những lập luận mới được đưa ra hay không cần trở lại thời điểm giữa năm khi các nhà lập pháp Mỹ bỏ phiếu dự luật “Quyền thúc đẩy thương mại” (TPA), hay còn gọi là quyền đàm phán nhanh cho Tổng thống. Trong lần bỏ phiếu này, điều khoản sửa đổi liên quan đến việc chống thao túng tiền tệ do nghị sĩ Stabenow và Portman đề xuất đã vấp phải phản đối với kết quả sát nút (48 phiếu thuận và 51 phiếu chống). Như vậy, điều tích cực là dự luật TPA đã được thông qua và có hiệu lực đến năm 2020. Điều này đồng nghĩa với việc sau khi đàm phán hoàn tất, Quốc hội Mỹ chỉ có quyền phê chuẩn hoặc phủ quyết mà không có quyền điều chỉnh các điều khoản trong TPP.

Hiện tại, thời gian thích hợp để hoàn tất hiệp định TPP trong năm 2015 đã đi qua sau khi các bộ trưởng kết thúc vòng đàm phán cuối tháng 7/2015 vừa qua mà chưa giải quyết được những bất đồng còn tồn tại. Làn sóng phản đối TPP tại nhiều nước và lịch trình của các cuộc bầu cử quan trọng tại Canada và Mỹ sẽ là rào cản khiến tiến trình đàm phán TPP tiếp

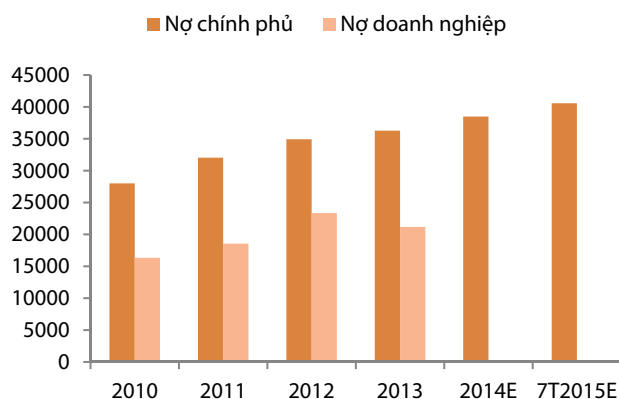


tục chậm trễ. Như vậy khả năng cao là kết thúc năm 2015, quá trình đàm phán TPP sẽ còn dang dở. Hiệp định TPP không đơn thuần mang ý nghĩa về mặt kinh tế mà còn mang ý nghĩa chính trị trong chiến lược xoay trục sang châu Á của Mỹ, cũng vì lý do đó mà nhiều ý kiến ủng hộ và phản đối TPP vẫn còn dai dẳng. Theo quan điểm của RongViet Research, việc Việt Nam chuẩn bị để đáp ứng các tiêu chuẩn và điều kiện trong TPP sẽ thiết thực cho nền kinh tế hơn là thời điểm khi nào TPP sẽ được ký kết.

### Hộp 1: Đánh giá tác động của việc điều chỉnh tỷ giá vừa qua đối với nợ công của Việt Nam

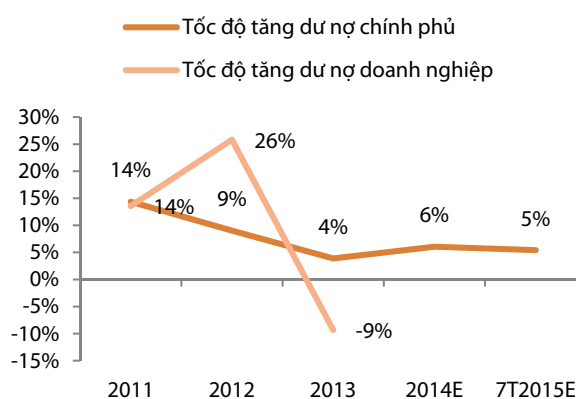
Theo World Bank, tính đến cuối năm 2014, tổng dư nợ công của Việt Nam ước tính khoảng 110 tỷ USD, tương đương với 59,6% GDP. Trong cơ cấu vay nợ, nợ nước ngoài của Chính phủ ổn định khoảng 27-28% GDP, chiếm khoảng ½ tổng nợ công của Việt Nam. Trong những năm gần đây, tốc độ nợ vay trong nước tăng khá nhanh nhưng tốc độ tăng nợ vay nước ngoài chậm lại ở mức bình quân 5%.

**Hình 18: Nợ nước ngoài của chính phủ và doanh nghiệp**



Nguồn: BTC, RongViet Research ước tính

**Hình 19: Tốc độ tăng của nợ nước ngoài**



Nguồn: BTC, RongViet Research ước tính

Theo ước tính của chúng tôi, nợ vay bằng đồng USD chiếm khoảng 30-35% cơ cấu nợ vay nước ngoài, nợ vay bằng JPY cũng chiếm một tỷ lệ tương đương nợ vay bằng USD và nợ vay bằng EUR chiếm 6-7% tổng cơ cấu nợ vay. Dựa trên diễn biến của các cặp tỷ giá từ đầu năm đến nay, nghĩa vụ trả nợ gốc tính theo nội tệ có thể tăng thêm 15.000-20.000 tỷ đồng sau đợt biến động tỷ giá vừa qua, tuy nhiên, ảnh hưởng này sẽ được phân bổ theo thời gian dựa trên kỳ hạn trả nợ. Trong ngắn hạn, năm 2015, Việt Nam sẽ phải chi trả khoảng 1,5 tỷ USD để trả nợ gốc và lãi vay đối với nợ nước ngoài, ước tính tương đối cho thấy chi trả nợ có thể sẽ tăng thêm khoảng 1.000 tỷ đồng sau đợt điều chỉnh tỷ giá vừa qua. Năm 2016, chi trả nợ và nợ gốc khoảng 2,5 tỷ USD, rủi ro về tỷ giá tiếp tục tạo ra áp lực lớn hơn đối với ngân sách trong năm sau nếu như không có biện pháp tìm nguồn tài trợ thêm.

Dựa theo kết quả nghiên cứu từ báo cáo của Ủy ban Kinh tế Quốc hội và UNDP về Nợ công và tính bền vững ở Việt Nam, chúng tôi chọn mức thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP trong năm 2015 ước tính là 2%, trong kịch bản tốt\* thì nợ công của Việt Nam sẽ chạm ngưỡng giới hạn 65% vào năm 2019. Mô phỏng tỷ lệ nợ công theo tỷ giá cho thấy cứ 1% mất giá của đồng nội tệ sẽ làm tăng tỷ lệ nợ công thêm 0,8%. Như vậy, sau đợt điều chỉnh tỷ giá vừa qua, rủi ro khủng hoảng nợ công có thể đến sớm hơn 1 năm.

\* Kịch bản tốt gồm các giả định cho giai đoạn 2012-2020 như sau:

- + Tăng trưởng kinh tế: 6%
- + Lạm phát: 6%
- + Thay đổi tỷ giá USD/VND: 4%
- + Lãi suất nợ trong nước mới: 9%
- + Lãi suất nợ nước ngoài mới: 3%

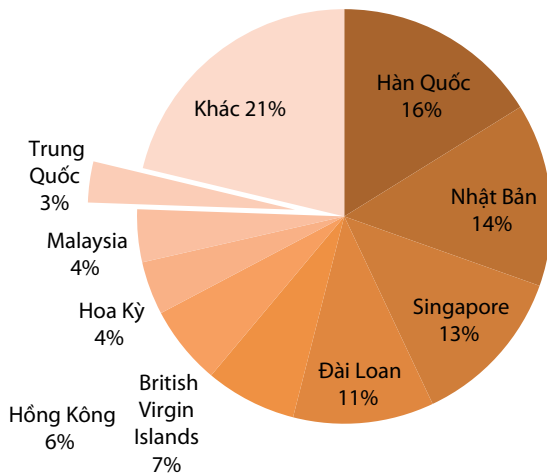


## ẢNH HƯỞNG SUY GIẢM TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TRUNG QUỐC

- Đối với dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam
- Đối với quyết định nâng lãi suất của FED

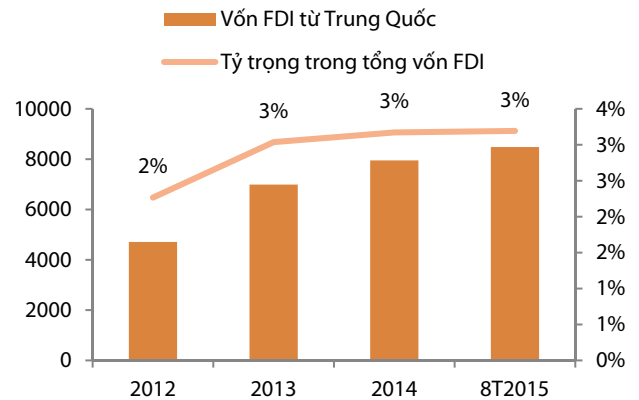
**Sự suy giảm tăng trưởng kinh tế Trung Quốc không ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.** Theo số liệu thống kê của Cục đầu tư nước ngoài tính đến cuối tháng 08/2015, tổng vốn đầu tư đăng ký trực tiếp nước ngoài khoảng 266 tỷ USD, trong đó, vốn đầu tư đăng ký từ Trung Quốc chỉ chiếm 3% tổng vốn với 1.177 dự án trị giá 8,5 tỷ USD. So với đầu năm, tăng trưởng vốn FDI chủ yếu vẫn đến từ đối tác Hàn Quốc (+15% so với cuối năm 2014), trong khi đó, tăng trưởng vốn đầu tư đăng ký từ Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng cao thứ hai (~7% so với cuối năm 2014). Với kết quả trên, sự suy giảm tăng trưởng kinh tế Trung Quốc theo chúng tôi không ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Tại khu vực châu Á, Việt Nam đứng thứ hai về thu hút vốn FDI nhờ lợi thế nhân công giá rẻ, lực lượng lao động trẻ, thị trường tiêu thụ lớn và tiềm năng. Do đó, dựa vào các điều kiện hiện tại, chúng tôi vẫn lạc quan với triển vọng thu hút vốn FDI trong ngắn và trung hạn.

**Hình 20: Cơ cấu vốn FDI vào Việt Nam theo quốc gia**



Nguồn: RongViet Research

**Hình 21: Vốn FDI từ Trung Quốc vào Việt Nam**



Nguồn: RongViet Research

### Triển vọng Fed nâng lãi suất bị ảnh hưởng

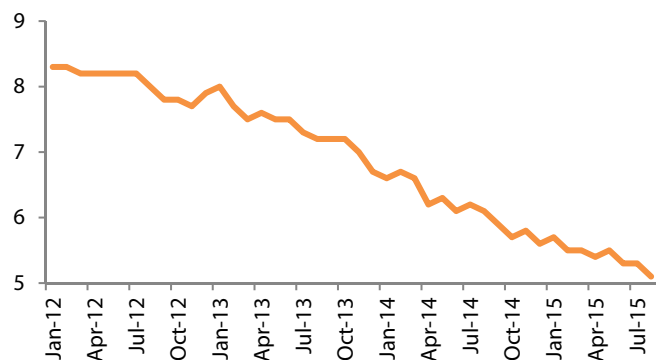
Sau khi PoBC thay đổi chính sách tỷ giá, nhiều quan ngại dấy lên về khả năng Fed sẽ cân nhắc việc tăng lãi suất trong cuộc họp FOMC vào tháng 9 tới, tập trung vào hai nỗi lo chính gồm: (1) giá hàng hóa giảm sẽ ảnh hưởng đến mục tiêu lạm phát của Mỹ; (2) triển vọng kinh tế toàn cầu có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sự hồi phục của nền kinh tế Mỹ. Theo khảo sát của CMEGroup, xác suất Fed nâng lãi suất vào tháng 9/2015 dựa trên các hợp đồng tương lai trước khi PoBC thay đổi chính sách tỷ giá là 45% đến hiện tại đã giảm chỉ còn 28%.

Giới đầu tư trông đợi báo cáo việc làm mới của Mỹ trong tháng 8/2015 sẽ đưa ra manh mối về thời điểm tăng lãi suất của Fed. Tuy nhiên, các tín hiệu trái chiều từ báo cáo việc làm cũng không đưa ra một khả năng rõ ràng đối với khả năng tăng lãi suất của Fed. Cụ thể, trong tháng 8/2015, nền kinh tế Mỹ có thêm 173.000 việc làm, ít hơn con số dự báo 220.000 việc làm và là mức tăng thấp nhất trong 5 tháng. Tuy nhiên, tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ giảm xuống chỉ còn 5,1%, mức thấp nhất kể từ tháng 4/2008. Ngoài ra, lạm phát lõi tại Mỹ tính đến tháng 7/2015 vẫn ở mức thấp 1,2%, thấp hơn mục tiêu 2% của Fed.

Hiện tại, chúng tôi cho rằng có 3 kịch bản đối với việc tăng lãi suất của Fed: (1) Fed sẽ tăng

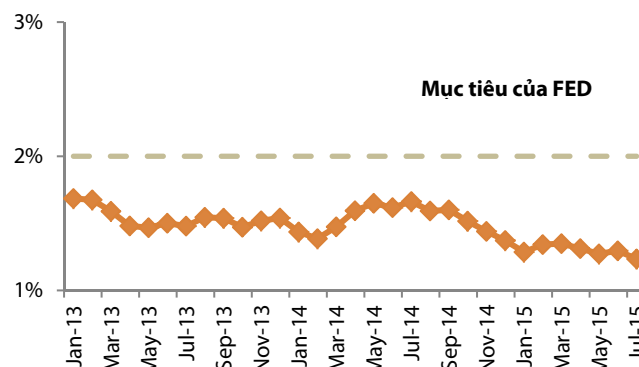
lãi suất ở mức khiêm tốn trong tháng 9/2015; (2) Fed sẽ chờ thêm dữ liệu về tăng trưởng kinh tế trong Q3 để cân nhắc quyết định tăng lãi suất vào tháng 12/2015; (3) Fed sẽ nâng lãi suất trong năm sau.

**Hình 22: Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ**



Nguồn: BLS

**Hình 23: Chỉ số lạm phát lõi chi tiêu dùng cá nhân của Mỹ**



Nguồn: BEA

Kịch bản Fed nâng lãi suất vào tháng 9/2015 khiến đồng USD mạnh lên trong khi Trung Quốc đã thay đổi cơ chế tỷ giá là rủi ro đối với Việt Nam. Ngược lại, việc trì hoãn nâng lãi suất tại Mỹ là điều tích cực trong ngắn hạn. Cụ thể, ba yếu tố sau có thể kỳ vọng duy trì sự ổn định nếu Fed không tăng lãi suất trong năm nay: (1) tỷ giá; (2) lãi suất; (3) dòng vốn đầu tư gián tiếp.

### Lập luận để Fed tăng lãi suất

- Lãi suất Mỹ đã ở tình trạng 0% một thời gian dài (gần 6 năm). Kéo dài tình trạng lãi suất trên có thể dẫn đến những rủi ro khó lường trên thị trường tài chính.
- Thị trường lao động Mỹ đã phục hồi tích cực trong khoảng thời gian qua. Tỷ lệ thất nghiệp giảm còn 5,1% và tăng trưởng kinh tế Mỹ trong quý 2 vừa qua đạt 3,7%. Nền kinh tế Mỹ đã đạt được mức toàn dụng về lao động
- Lương trung bình theo giờ tại Mỹ tăng 0,3% trong tháng 8/2015, so với cùng kỳ chỉ tăng 2,5%.

### Lập luận để Fed không tăng lãi suất

- Sự suy giảm tăng trưởng kinh tế tại Trung Quốc và các nền kinh tế đang phát triển sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế tại Mỹ.
- Triển vọng giá hàng hóa tiếp tục suy giảm có thể là nguyên nhân ảnh hưởng đến lạm phát kỳ vọng tại Mỹ. Lạm phát lõi hiện đang ở mức 1,2%, thấp hơn mức mục tiêu 2% của Fed.
- Theo tính toán của Goldman Sachs, một cú sốc giảm 10% trên thị trường chứng khoán có thể khiến cho mức tăng lãi suất của Mỹ giảm 0,15%. Chỉ số S&P 500 đã giảm 9% kể từ sau quyết định thay đổi chính sách của PBoC.

**Bảng 5: Quan điểm của các thành viên FOMC đối với việc tăng lãi suất của Fed**

Người có quyền bỏ phiếu	Quan điểm
Chủ tịch Janet Yellen	Tuyên bố trong cuộc họp vào tháng 7/2015 rằng việc nâng lãi suất trong năm nay có thể phù hợp.
Phó CT. Stanley Fischer	Trong buổi phỏng vấn ngày 28/08, ông tuyên bố còn quá sớm để nói liệu việc tăng lãi suất là đủ thuyết phục hay không thuyết phục. Trước khi chính sách tỷ giá đối với đồng NDT thay đổi, Fisher nói rằng việc nâng lãi suất vào tháng 9/2015 là khá chắc chắn. Ông cho biết xác suất để lạm phát sẽ đạt được mức 2% là khá cao.
Thống đốc Lael Brainard	Tháng 6/2015, ông cho biết Fed nên công bố dữ liệu cho thấy tiến triển của thị trường lao động và lạm phát tăng.
Thống đốc Jerome Powell	Đầu tháng 8/2015, ông cho biết ông không chắc có nên ủng hộ việc Fed tăng lãi suất vào tháng 9/2015 hay không.
Thống đốc Daniel Tarullo	Tuyên bố vào tháng 6/2015, nền kinh tế Mỹ đang mất dần động lực tăng trưởng.
CT Fed New York: William Dudley	Tuyên bố vào ngày 26/08 rằng việc nâng lãi suất trở nên kém thuyết phục so với một vài tuần trước.
CT Fed Chicago: Charles Evans	Tuyên bố vào tháng 07/2015, ông không muốn nâng lãi suất cho đến giữa năm 2016.
CT Fed Richmond Jeffrey Lacker	Trong bài phát biểu ngày 04/09/2015, ông cho biết dữ liệu kinh tế đặc biệt là dữ liệu thị trường việc làm đang ủng hộ việc tăng lãi suất. Ngoài ra, do lạm phát là một chỉ tiêu có độ trễ nên trì hoãn việc tăng lãi suất sẽ là một rủi ro nghiêm trọng.



11/09/2015

---

Biến động gần đây trên thị trường tài chính sẽ không ảnh hưởng đến yếu tố cơ bản của nền kinh tế và do đó ít có tác động đến chính sách tiền tệ.

CT Fed Atlanta: Dennis Lockhart	Xác suất tăng lãi suất trong tháng 9/2015 là 50:50
---------------------------------	--

CT Fed San Francisco: John Williams	Tuyên bố vào tháng 6/2015, ông kỳ vọng sẽ có hai lần nâng lãi suất trong năm nay.
-------------------------------------	---

---

*Nguồn: Marketwatch, FOMC, RongViet Research tổng hợp*



11/09/2015

**Phụ lục: Tăng trưởng xuất khẩu của Trung Quốc và một số đối tác thương mại quan trọng (01/2014-07/2015)**

	China	US	Japan	Korean	Vietnam	EU	Brazil	India	Russia	Philippines	Indonesia	Singapore	Malaysia	Thailand	Australia
Jan-14	11	3	9	0	-11	0	0	4	2	-4	-6	4	12	-2	19
Feb-14	-18	0	10	1	12	2	2	-5	-13	11	-3	11	12	2	16
Mar-14	-7	4	2	4	14	1	-9	-5	6	12	1	8	8	-4	11
Apr-14	1	4	5	9	17	0	-4	5	7	1	-3	6	19	-1	9
May-14	7	5	-3	-2	15	0	-5	12	8	16	-8	-1	16	-2	-2
Jun-14	7	3	-2	2	15	1	-3	10	-3	22	4	4	8	3	-1
Jul-14	14	4	4	5	14	2	11	7	6	12	-6	-2	1	-1	1
Aug-14	9	4	-1	0	14	-1	-4	2	-3	10	11	-1	2	-7	-4
Sep-14	15	3	7	6	14	5	-6	3	-15	16	4	-2	2	3	-4
Oct-14	12	2	10	2	13	2	-20	-5	-4	2	-2	-7	-3	4	-2
Nov-14	5	1	5	-3	14	1	-25	7	-22	20	-15	-3	2	-1	-1
Dec-14	10	1	13	3	14	3	-16	-4	-23	-3	-14	-1	3	2	-4
Jan-15	-3	-2	17	-1	10	-4	-14	-11	-30	0	-8	-2	-1	-3	-7
Feb-15	48	-1	3	-3	9	1	-24	-15	-20	-3	-17	-16	-10	-6	-6
Mar-15	-15	-4	9	-5	7	6	-4	-21	-30	2	-10	1	2	-4	-6
Apr-15	-6	-3	8	-8	8	2	-23	-14	-34	-4	-8	-9	-9	-2	-10
May-15	-3	-4	2	-11	7	1	-19	-20	-30	-17	-14	-10	-7	-5	-3
Jun-15	3	-4	10	-2	9		-4	-16	-26	-3	-13	-6	5	-8	1
Jul-15	-8			-3	10		-20	-10				-4			

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research



11/09/2015

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2015.



## **CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT**

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax : (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

### **Chi nhánh Hà Nội**

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà  
Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng –  
TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008