

### KINH TẾ VĨ MÔ THÁNG 11

#### Sức ép tỷ giá

- Nền kinh tế duy trì sự phục hồi nhưng đà mở rộng và tăng trưởng đã chững lại. Tác động tiêu cực từ sự giảm tốc của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới đang bộc lộ ngày một rõ nét.
- Lĩnh vực sản xuất tiếp tục ghi nhận sự phân hóa với đầu tàu thuộc về khối FDI trong khi các doanh nghiệp nội địa chưa cho thấy tín hiệu cải thiện rõ nét. Cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa phục hồi ở mức vừa phải. Tăng trưởng GDP năm 2015 được dự báo sẽ đạt khoảng 6,6% - 6,7%.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 11 tăng 0,07% (mom), tương ứng tăng 0,34% so với cùng kỳ 2014. CPI tháng 12 dự báo chỉ tăng nhẹ khoảng 0,1% (mom). Tỷ lệ lạm phát cả năm 2015 nhiều khả năng chỉ ở mức 0,65% - 0,7%.
- Tỷ giá có dấu hiệu nóng lên từ tháng 11 với sức ép chủ yếu đến từ các yếu tố bên ngoài. Trong trường hợp không xảy ra diễn biến vượt dự đoán, tỷ giá có thể sẽ không phải điều chỉnh thêm đến hết năm. Tuy nhiên, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng NHNN sẽ phải đưa ra quyết định nhanh chóng, kịp thời và linh hoạt nếu có những biến cố bất ngờ xảy ra, đặc biệt là với kịch bản đồng CNY tiếp tục lao dốc sâu thêm.
- Nhà điều hành nhiều khả năng sẽ cố gắng duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp và hợp lý như hiện tại để hỗ trợ tăng trưởng. Nói cách khác, việc giải tỏa các áp lực từ phía bên ngoài bằng công cụ lãi suất sẽ bị hạn chế. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng ít nhất đến hết Q1.2016 mặt bằng lãi suất huy động và cho vay sẽ tiếp tục ổn định.
- Thị trường trái phiếu sôi động trong tháng 11, đặc biệt trên thị trường sơ cấp. Khối lượng đặt thầu và trúng thầu kỳ hạn 3 năm luôn ở mức cao. Đường lợi suất tiếp tục di chuyển xuống dưới và dốc.
- Lãi suất liên ngân tăng vào giai đoạn cuối tháng. NHNN bơm ròng hơn 26.000 tỷ đồng.

#### Chỉ số kinh tế vĩ mô tháng 11.2015

Lạm phát: +0,07% (mom) và +0,34% (yoy)

Xuất khẩu: 14,3 tỷ USD (+7,9% yoy)

Nhập khẩu: 14,5 tỷ USD (+14,4% yoy)

Nhập siêu: 200 triệu USD (mom) và 3,8 tỷ USD (ytd)

FDI: Tổng vốn đăng ký 11 tháng: 20,22 tỷ USD. Tổng vốn thực hiện: 13,2 tỷ USD (+17,9% yoy)

Tăng trưởng tín dụng: +14,5% (ytd)

thực hiện bởi



*Thành viên thuộc VIETCOMBANK*

#### 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)

**Lê Thu Hà**  
+84 4 3936 6425 (ext. 117)  
[ltha\\_ho@vcbs.com.vn](mailto:ltha_ho@vcbs.com.vn)

**Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 10**

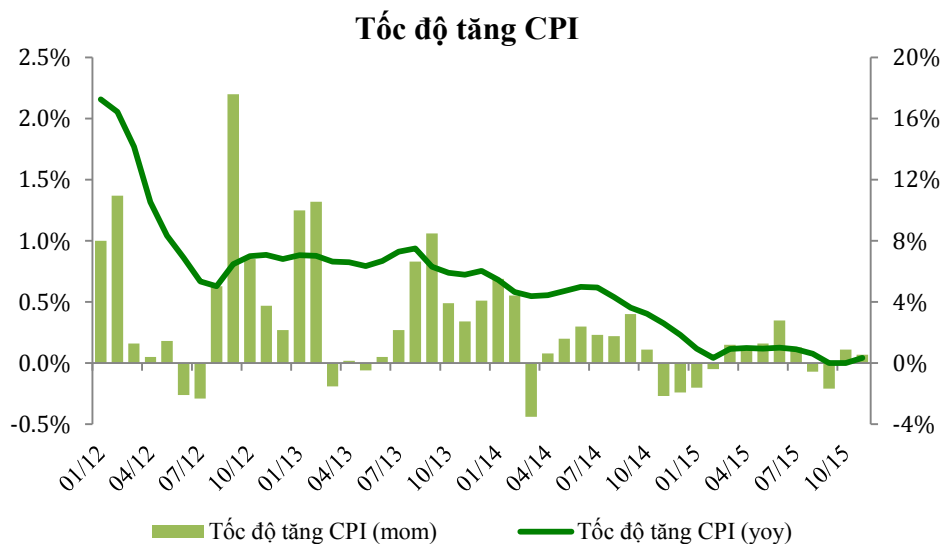
**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)**

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

**Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 11 tăng 0,07% (mom), tương ứng tăng 0,34% so với cùng kỳ 2014. CPI tháng 12 dự báo chỉ tăng nhẹ khoảng 0,1% (mom), tương ứng tăng 0,65%-0,7% (yoy).**

## Tỷ lệ lạm phát cả năm 2015 nhiều khả năng dưới 1%

CPI tháng 11 chỉ nhích nhẹ 0,07% (mom) tương ứng mức tăng 0,34% yoy. 9/11 nhóm trong rổ chỉ số tăng giá với mức tăng mạnh nhất thuộc về nhóm Nhà ở và vật liệu xây dựng (+0,32%) do giá gas tăng từ đầu tháng 11 và một số địa phương tăng giá nước sinh hoạt. Trong khi đó, các nhóm còn lại đều có mức tăng nhẹ dưới 0,2%. Ở chiều ngược lại, có hai nhóm hàng giảm là nhóm Giao thông (-0,38%), do giá xăng dầu giảm, và nhóm Bưu chính viễn thông (-0,01%).



Nguồn: CEIC, VCBS

Diễn biến CPI trong tháng 12 và những tháng của Quý 1 có thể sẽ chịu sức ép do áp lực tiêu dùng tăng vào dịp cuối năm và cận Tết Nguyên đán. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc triển vọng giá hàng hóa nguyên liệu ở mức thấp, đặc biệt là mặt hàng năng lượng và xăng dầu, sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng hỗ trợ cho kịch bản CPI tăng thấp. Hai lần giảm nhẹ giá xăng dầu liên tiếp vào nửa cuối tháng 11 và đầu tháng 12 được dự báo sẽ có tác động trực tiếp khiến CPI tháng 12 giảm khoảng 0,05% (mom). Theo đó, **chúng tôi dự báo CPI tháng 12 sẽ chỉ tăng nhẹ khoảng 0,1% (mom). Như vậy, tỷ lệ lạm phát cả năm 2015 nhiều khả năng chỉ ở mức 0,65% - 0,7%.**

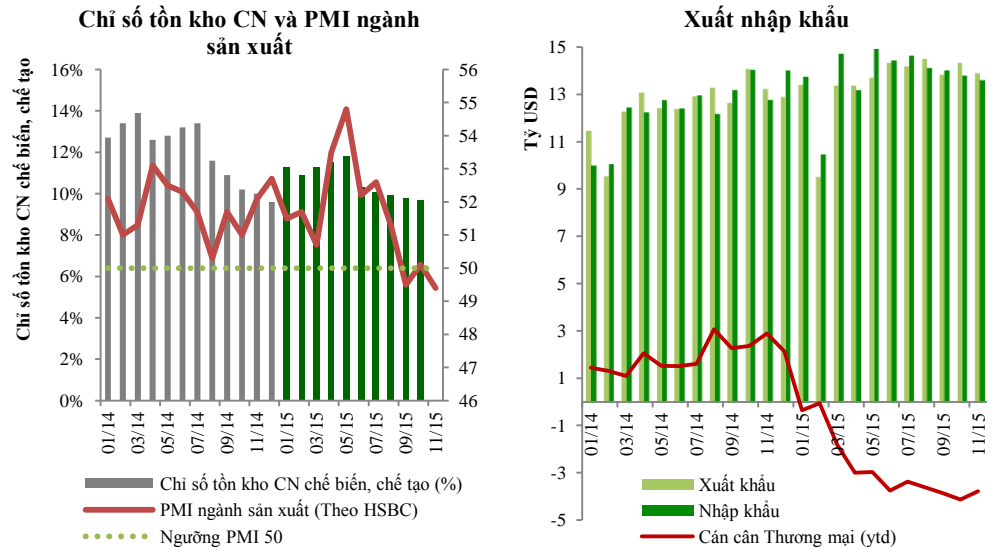
**Nền kinh tế duy trì sự phục hồi nhưng đà mở rộng và tăng trưởng đã chững lại. Tác động tiêu cực từ sự giảm tốc của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới đang bộc lộ ngày một rõ nét. Tăng trưởng GDP năm 2015 được dự báo sẽ đạt khoảng 6,6% - 6,7%.**

## Lĩnh vực sản xuất chững lại

Tiếp nối tín hiệu từ tháng 10, các chỉ báo trong tháng 11 cho thấy nền kinh tế duy trì sự phục hồi nhưng đà mở rộng và tăng trưởng đã chững lại. Chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 9,7% (yoy), cao hơn mức 7,5% của cùng kỳ 2014 nhưng không đổi so con số của tháng liền trước. Trong đó, ngành Công nghiệp chế biến chế tạo tăng 10,1% (cùng kỳ 2014 tăng 8,6%) đóng góp 6,8 điểm phần trăm của mức tăng chung. Ngành Khai khoáng tăng 8,1% (cùng kỳ 2014 tăng 2,7%), đóng góp 2,1 điểm phần trăm của mức tăng chung.

Theo Nikkei, chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) của Việt Nam trong tháng 11 đã giảm xuống 49,4 điểm từ mức 50,1 điểm của tháng 10 do sự suy giảm nhẹ của số lượng đơn đặt hàng mới và số lượng đơn hàng xuất khẩu. PMI dưới 50 kết hợp với chỉ số sản xuất công nghiệp kể trên cho thấy lĩnh vực sản xuất đang chững lại và không mở rộng. Đây là tín hiệu khá xấu khi những tháng cuối năm, theo yếu tố mùa vụ, thường là tháng cao điểm đẩy mạnh sản xuất. Trong đó, một phần nguyên nhân, theo chúng tôi, là do ảnh hưởng bởi những diễn biến không thuận lợi trên thế giới, đặc biệt là những tín hiệu không tích cực từ nền kinh tế Trung Quốc. Nói cách khác, **tác**

**động tiêu cực từ sự giảm tốc của kinh tế lớn thứ hai thế giới đang bộc lộ ngày một rõ nét lên nền kinh tế Việt Nam.**

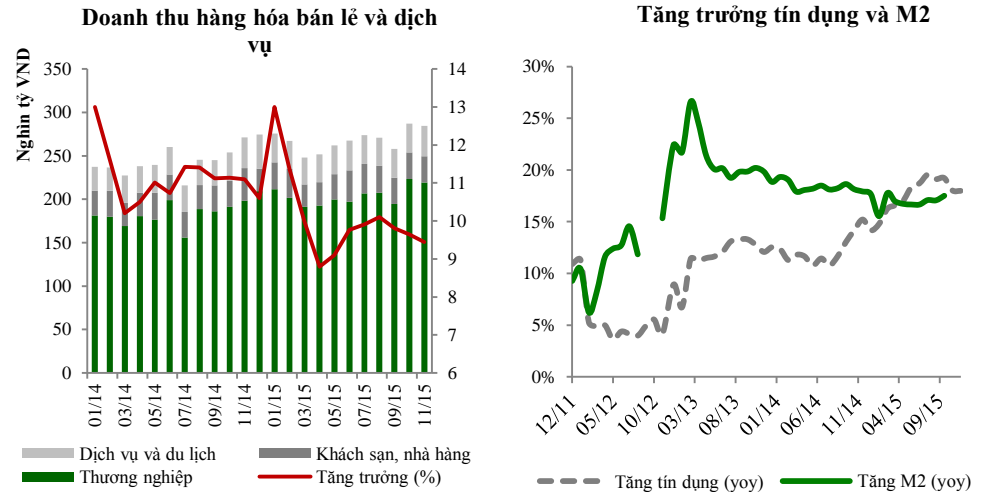


Nguồn: CEIC, NIKKEI, VCBS

Lĩnh vực sản xuất tiếp tục ghi nhận sự phân hóa với đầu tàu thuộc về khối FDI trong khi các doanh nghiệp nội địa chưa cho thấy tín hiệu cải thiện rõ nét. Những ngành nhận được vốn đầu tư FDI lớn ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng như sản xuất sản phẩm điện tử, máy tính và quang học (+38,7%); sản xuất xe có động cơ (+28% yoy); sản xuất da và các sản phẩm liên quan (+17,4% yoy) và dệt (+15,1%). Bên cạnh đó, về chỉ số sử dụng lao động, trong khi toàn khối doanh nghiệp ngoài Nhà nước tăng chỉ 5% thì riêng khối FDI đã ghi nhận mức tăng gần gấp đôi, đạt 9,3% (cùng kỳ 2014 đạt 7,9%).

Về xuất nhập khẩu, trong tháng 11, ước tính Việt Nam nhập siêu khoảng 200 triệu USD, tổng mức nhập siêu 11 tháng đạt 3,8 tỷ USD. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu trong tháng ước đạt 14,3 tỷ USD (+7,9% yoy, cùng kỳ 2014 +10,6%), tổng kim ngạch xuất khẩu 11 tháng đạt 148,7 tỷ USD (+8,3% yoy), trong đó, khu vực FDI tăng 13,5% yoy còn các doanh nghiệp trong nước suy giảm 2,6% yoy. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu trong tháng ước đạt 14,5 tỷ USD (+14,4% yoy, cùng kỳ 2014 +8,8%), nâng tổng giá trị kim ngạch nhập khẩu 11 tháng lên mức 152,5 tỷ USD (+13,7% yoy), trong đó khu vực FDI bứt phá mạnh với mức tăng 18,1% (cùng kỳ 2014 tăng 12,5%) còn khối doanh nghiệp nội địa chỉ tăng 8% (cùng kỳ 2014 tăng 12,7%). Những con số chênh lệch khá rõ về tăng trưởng xuất nhập khẩu như kể trên cũng là một chỉ báo cho thấy sự nổi bật của khối FDI trong lĩnh vực sản xuất ở Việt Nam.

Theo NHNN, trong 11 tháng đầu năm, tín dụng đã tăng khoảng 14,5% , cao hơn khá nhiều so với mức chỉ 10,79% của cùng kỳ 2014. Theo yếu tố mùa vụ, **chúng tôi kỳ vọng tín dụng sẽ tiếp tục gia tốc tốt hơn trong tháng 12 và nhiều khả năng sẽ đạt trên 17% cho cả năm 2015.** Mặc dù tăng trưởng tín dụng đã và được kỳ vọng sẽ có sự bứt phá đáng kể so với các năm trước nhưng **chúng tôi chưa nhận thấy chỉ báo tin cậy về sự phục hồi tốt của cầu đầu tư nội địa.** Nguyên nhân là do (1) tăng trưởng sản xuất có dấu hiệu chững lại; (2) lĩnh vực sản xuất vẫn phân hóa rõ nét như kể trên và (3) động lực tăng trưởng tín dụng chưa thực sự đến từ khu vực sản xuất cốt lõi của nền kinh tế (Công nghiệp và Nông, lâm nghiệp, thủy sản) (chi tiết Báo cáo kinh tế vĩ mô tháng 10).



Nguồn: CEIC, SBV, VCBS

Xét về cầu tiêu dùng, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 11 tháng đầu năm tăng 9,4% yoy, thấp hơn con số 11,1% của cùng kỳ 2014. Khi loại trừ yếu tố giá, mức tăng trong năm 2015 là 8,3% tăng không nhiều so với mức gần 7% của cùng kỳ 2014. Theo đó, chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá cầu tiêu dùng phục hồi với tốc độ vừa phải.

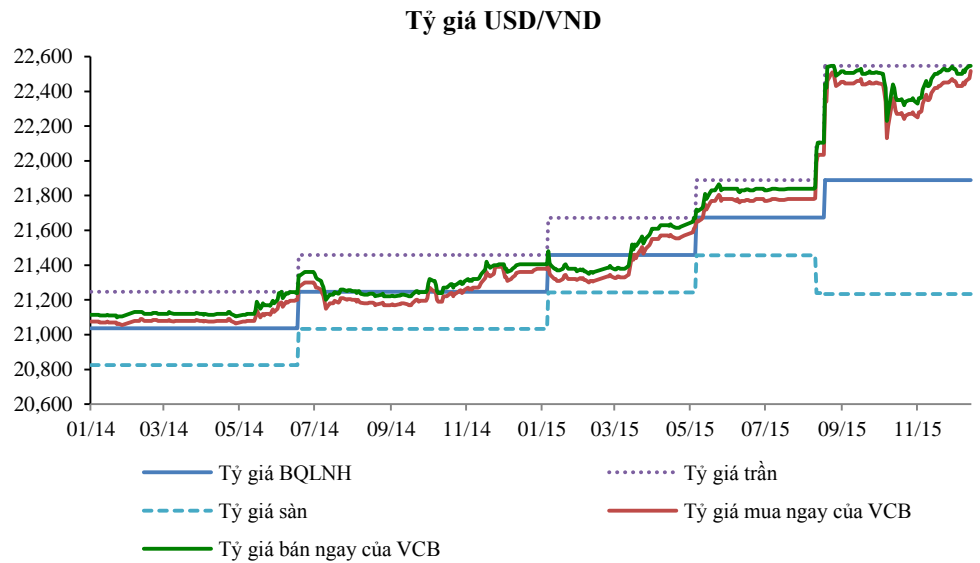
Việc giá cả hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là giá năng lượng, ở mức thấp được kỳ vọng sẽ tạo hiệu ứng kích cầu nhất định và hiệu ứng này có thể còn được cộng hưởng hơn nữa do tính chất tiêu dùng theo mùa vụ. Trong khi đó, ở chiều ngược lại, tâm lý tiêu dùng có thể sẽ còn chịu tác động xấu trước những biến động lớn trên thị trường thế giới, đặc biệt là (1) diễn biến xấu của nền kinh tế Trung Quốc đi cùng khả năng tiếp tục giảm giá mạnh của đồng Nhân dân tệ (CNY) và (2) khả năng FED nâng lãi suất trong tháng 12. Theo đó, **chúng tôi không kỳ vọng vào khả năng bứt phá của cầu tiêu dùng trong Quý 4.2015 cũng như nửa đầu 2016.**

Trong bối cảnh cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng chỉ phục hồi ở mức vừa phải, động lực cho tăng trưởng kinh tế năm 2015 được nhìn nhận đến từ khối FDI và việc đẩy mạnh nhóm Khai khoáng. Theo tính chất mùa vụ, tổng cầu thường sẽ được cải thiện hơn nữa trong Quý 4 nhưng ngược lại, những tác động xấu từ phía thế giới, đặc biệt là việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc, kìm hãm yếu tố này. Theo đó, chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP năm 2015 sẽ đạt khoảng 6,6% - 6,7%.

### Rủi ro tỷ giá hiện hữu và ở mức đáng kể

**Tỷ giá có dấu hiệu nóng lên từ tháng 11 với sức ép chủ yếu đến từ các yếu tố bên ngoài. Trong trường hợp không xảy ra diễn biến vượt dự đoán, tỷ giá có thể sẽ không phải điều chỉnh thêm đến hết năm.**

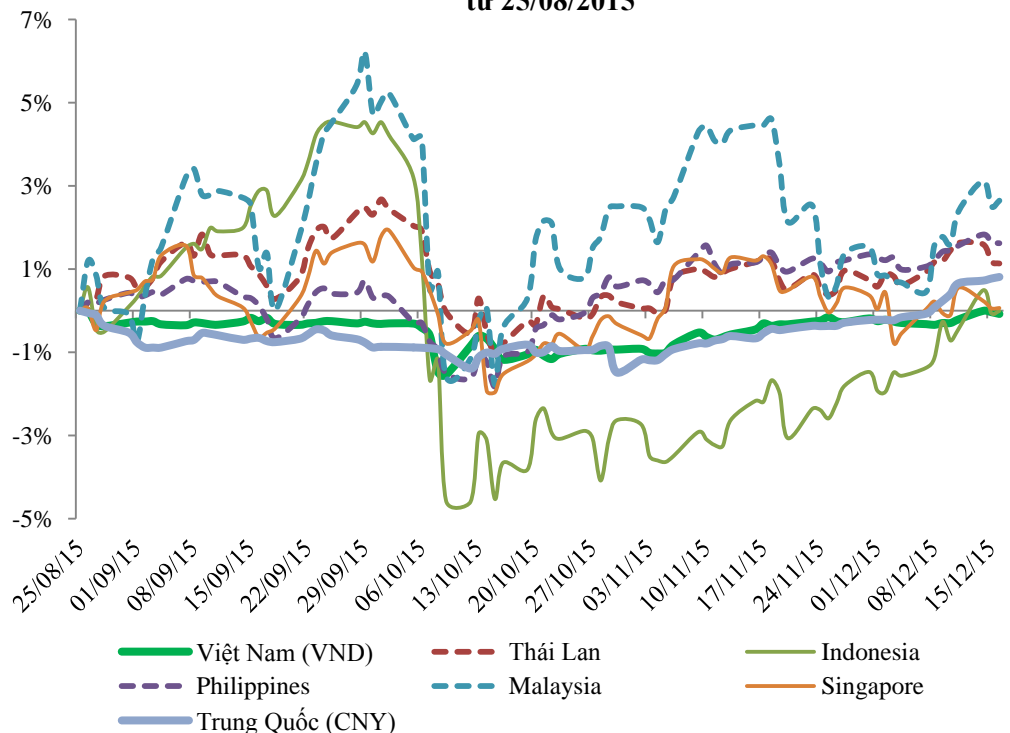
Sau những diễn biến có phần lảng lụi trong tháng 10, từ tháng 11, tỷ giá bắt đầu có dấu hiệu nóng lên và đến thời điểm hiện tại, tỷ giá bán tại nhiều NHTM đã đạt mức kịch trần 22.547 VND/USD. Lý giải cho diễn biến này, một phần có thể đến từ việc nhu cầu ngoại tệ thường tăng theo yếu tố mùa vụ. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây không phải là nguyên nhân chính, áp lực lớn nhất lên tỷ giá và thị trường ngoại hối được đánh giá là đến từ yếu tố bên ngoài với tâm điểm là (1) cuộc họp cuối cùng của FED trong năm 2015 đang tới gần đi cùng kỳ vọng quyết định nâng lãi suất sẽ được đưa ra và (2) đồng CNY trượt giá khá mạnh, so với mức đáy thiết lập hồi cuối tháng 8, đồng CNY đã giảm thêm hơn 0,7%.



Nguồn: CEIC, VCBS

Theo chúng tôi, áp lực từ đồng USD mạnh lên dưới hiệu ứng tăng lãi suất của FED đã được thị trường chuẩn bị và phản ánh khá nhiều vào diễn biến của tỷ giá trong thời gian qua. Trong khi đó, **việc đồng CNY tiếp tục giảm mạnh được nhìn nhận là yếu tố khó lường và đem lại nhiều rủi ro hơn**, đặc biệt là khi Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam và hiện **giá trị nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm gần 30% tổng giá trị kim ngạch nhập khẩu trong 11 tháng đầu năm**.

**Mức giảm giá so với đồng USD của các đồng tiền trong khu vực từ 25/08/2015**



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Giống như đã đề cập nhiều lần trong các báo cáo trước, càng về thời điểm cuối năm, áp lực và rủi ro tỷ giá sẽ càng lớn dần và hiện tại chúng tôi đánh giá là ở mức đáng kể. Mặc dù không

nhận thấy sức ép lớn từ cung cầu ngoại tệ thực tế cho mục đích sản xuất kinh doanh nhưng yếu tâm lý đầu cơ và găm giữ USD có dấu hiệu kích hoạt trở lại.

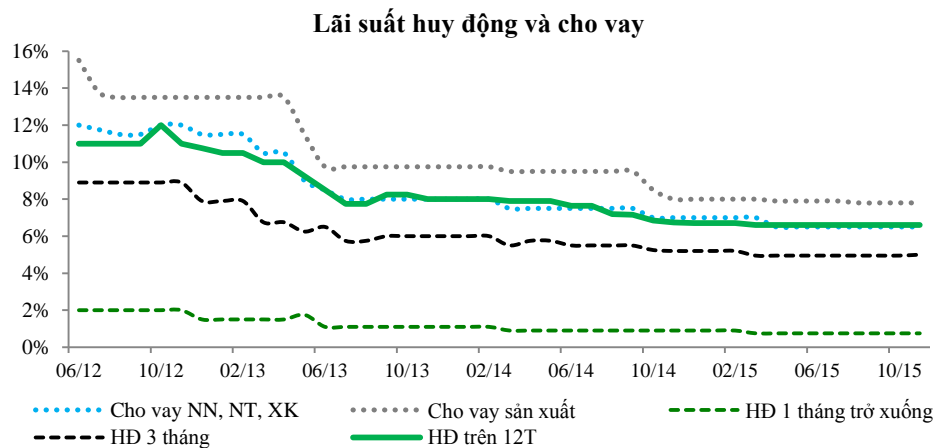
Trong thời gian qua, bên cạnh các biện pháp hành chính, NHNN nhiều khả năng đã phải tiếp tục bán ra một lượng ngoại tệ từ dự trữ ngoại hối để hỗ trợ thị trường. Chúng tôi đánh giá cao và kỳ vọng vào quyết tâm cũng như nỗ lực bình ổn tỷ giá của NHNN. **Trong trường hợp không xảy ra diễn biến vượt dự đoán, tỷ giá có thể sẽ không phải điều chỉnh thêm đến hết năm. Tuy nhiên, với đặc thù là một nền kinh tế nhỏ với độ mở lớn trong khi dự trữ ngoại hối không còn dồi dào như giai đoạn nửa đầu năm, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng NHNN sẽ phải đưa ra quyết định nhanh chóng, kịp thời và linh hoạt nếu có những biến cố bất ngờ xảy ra, đặc biệt là với kịch bản đồng CNY tiếp tục lao dốc sâu thêm.**

### Kỳ vọng lãi suất ổn định

**Kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ ổn định ít nhất đến hết Q1.2016.**

Trong tháng 11, một số ngân hàng thương mại tăng nhẹ lãi suất huy động ở một số kỳ hạn trong bối cảnh (1) áp lực tỷ giá trở lại và (2) yếu tố mùa vụ với việc tăng trưởng tín dụng thường được đẩy mạnh hơn kéo theo nhu cầu cơ cấu lại nguồn vốn của các ngân hàng. 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 5,4% - 7,2%/năm.

Trong khi đó, mặt bằng lãi suất cho vay được duy trì khá ổn định. 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 6,8% - 9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3% - 11%/năm đối với trung và dài hạn.



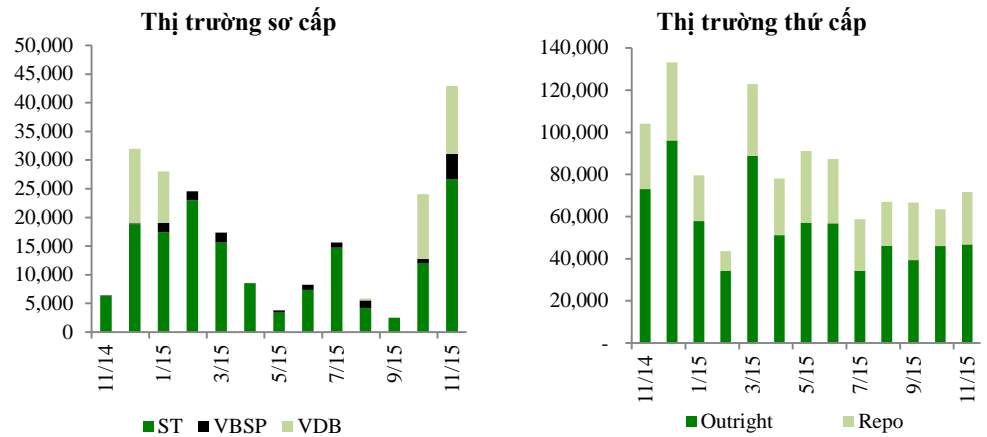
Nguồn: CEIC, VCBS

Trong thời gian tới, chúng tôi đánh giá lãi suất sẽ chịu áp lực tăng do (1) sức ép từ rủi ro tỷ giá; (2) quyết định tăng lãi suất của FED và (3) tăng trưởng tín dụng ấm lên trong năm 2015 và được dự báo sẽ tiếp tục ở mức tương tự trong năm 2016. Tuy nhiên, với những phân tích kể trên về cầu tiêu dùng và cầu đầu tư nội địa chỉ phục hồi ở mức vừa phải, nhà điều hành nhiều khả năng sẽ cố gắng duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp và hợp lý như hiện tại. Nói cách khác, việc giải tỏa các áp lực từ phía bên ngoài bằng công cụ lãi suất sẽ bị hạn chế. Theo đó, **chúng tôi kỳ vọng ít nhất đến hết Q1.2016, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay sẽ tiếp tục ổn định.** NHNN nhiều khả năng sẽ không can thiệp mà để các NHTM tự cơ cấu nguồn vốn theo các quy định hiện hành.

**Thị trường sôi động. Nhu cầu trái phiếu cao.**

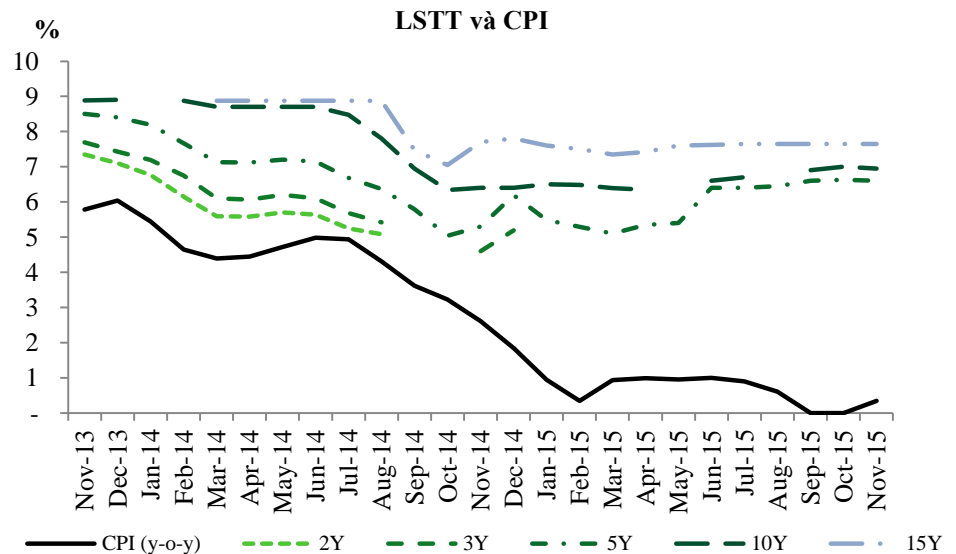
**Lực cầu trái phiếu ở mức cao trong tháng 11, tập trung vào kỳ hạn 3 năm.** 42.912 tỷ đồng (+10% mom, +562,9% yoy) trái phiếu được huy động. Trong khi đó, khối lượng giao dịch thứ

cấp tăng 11,5% so với tháng trước, đạt hơn 71.000 tỷ đồng. Ngoài ra, khối ngoại bán ròng hơn 800 tỷ đồng trong tháng. Kỳ hạn 3 năm sau 1 thời gian dài vắng bóng đã quay trở lại và tạo cơn sốt trên thị trường.



Nguồn: HNX, VCBS

Lợi suất trúng thầu các kỳ hạn 5 năm và 10 năm giảm nhẹ về mức 6,60% và 6,95%, trong khi kỳ hạn 15 năm giữ nguyên ở mức 7,65% và kỳ hạn 3 năm kết thúc tháng 11 ở mức 5,88%. Nguồn cầu trái phiếu dồi dào đã khiến lợi suất giảm nhẹ trong tháng. Thị trường tháng 12 được dự báo sẽ tiếp tục sôi động nhờ lượng cầu trái phiếu 3 năm đang rất dồi dào.



Nguồn: HNX, VCBS

**Lãi suất liên ngân hàng ảm lên vào cuối tháng. NHNN bơm ròng hơn 26.000 tỷ đồng.**

**Lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại và NHNN bơm ròng hơn 26.000 tỷ đồng, hỗ trợ thanh khoản của hệ thống ngân hàng.** Cùng với tăng trưởng tín dụng, những khoản đầu tư nóng vào trái phiếu thời gian qua khiến nhu cầu thanh khoản trên thị trường tăng đột biến. Xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn và là bối cảnh chính trong tháng 12.



## Kinh tế - tài chính thế giới

### Mỹ

**Fed liên tiếp phát đi tín hiệu sẽ tăng lãi suất trong cuộc họp tháng 12 với lộ trình tăng từ từ.**

Số liệu tăng trưởng GDP Quý 3 điều chỉnh của Mỹ được công bố ở mức 2,1% vượt xa mức công bố trước đó 1,5% nhờ sự cải thiện ở hoạt động xây dựng nhà ở và đầu tư doanh nghiệp. Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ tiếp tục ổn định ở mức thấp 5% trong tháng 11 cho thấy sự tích cực được duy trì trên thị trường lao động. Tính chung kể từ đầu năm tới nay, thu nhập theo giờ của khu vực tư nhân đã ghi nhận mức tăng 2,3%. Tổng cộng bảng lương phi nông nghiệp cũng đạt 4,5 triệu USD đạt cao hơn số liệu trước thời kỳ khủng hoảng năm 2010. Những số liệu này cũng cổ vũ kỳ vọng về khả năng FED sẽ ra quyết định bắt đầu tăng lãi suất trong cuộc họp vào tháng 12 tới đây.

Tuy nhiên, trong bối cảnh các đối tác khác của FED như ECB, PBoC, hay BOJ vẫn đang tiếp tục thậm chí mở rộng các chính sách nới lỏng và bơm thêm tiền vào thị trường, FED sẽ phải cân nhắc kỹ lưỡng bất cứ thay đổi nào trong chính sách tiền tệ. Hơn thế nữa, việc số liệu kinh tế vẫn chưa cho thấy những số liệu phục hồi bền vững cũng là một trong các yếu tố khiến FED khó có thể tiến hành chính sách thắt chặt một cách mạnh tay. Cụ thể, lạm phát chưa cho thấy tín hiệu sẽ đạt mức kỳ vọng 2% trong trung hạn như kỳ vọng. Thêm vào đó, trong tháng 11, chỉ số PMI của Mỹ giảm nhẹ về 52,8 từ mức điểm 54,1 trong tháng 10 do sản lượng, nhân công và việc làm mở rộng với tốc độ chậm lại.

Theo đó, chúng tôi cho rằng, FED sẽ tiến hành tăng lãi suất ở mức tối thiểu ngay trong tháng 12 sau đó tiến hành lộ trình tăng lãi suất từ từ theo từng Quý và kiểm chứng những phản ứng của thị trường.

### Châu Âu

**Nền kinh tế Châu Âu phục hồi không đáng kể khiến ECB đưa ra quyết định không giảm lãi suất, mở rộng đối tượng gói kích thích kinh tế. Tuy nhiên thị trường kỳ vọng sẽ có những biện pháp kích thích mạnh mẽ hơn được đưa ra.**

Nền kinh tế châu Âu tiếp tục tăng trưởng chậm chạp. Trong Quý 3 GDP của khu vực Eurozone tăng trưởng 0,3% chậm hơn mức tăng trưởng 0,4% của Quý 2 và là mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm. Điểm tích cực là chỉ số PMI trong tháng 11 tiếp tục tăng nhẹ từ mức 52,3 của tháng 10 lên mức 52,8 trong tháng 11. Trong khi số liệu thất nghiệp khu vực EU28 giữ nguyên ở mức 9,3% trong tháng 10 thì con số đối với khu vực EU19 giảm nhẹ từ mức 10,8% trong tháng 9 xuống 10,7% - mức thấp nhất kể từ tháng 01/2012.

Trong tháng 11, lạm phát của khu vực tiếp tục ở mức 0,1% không thay đổi so với tháng 10 và thấp hơn mức tăng kỳ vọng 0,2% của các chuyên gia. Trong khi đó, lạm phát lõi giảm về 0,9% sau khi được điều chỉnh tăng lên 1,1% trong tháng 10 do sự suy giảm của giá dầu. Với số liệu kém xa mức lạm phát mục tiêu 2%, trong cuộc họp chính sách tiền tệ mới đây, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) đã quyết định hạ lãi suất tiền gửi từ mức -0,2% xuống mức -0,3%. Đồng thời, ECB cũng đưa ra quyết định kéo dài chương trình nới lỏng định lượng thêm 6 tháng tới tháng 3 năm 2017 với khối lượng trái phiếu mua vào ở mức không thay đổi (60 tỷ Euro/tháng) và mở rộng đối tượng của chương trình này. Cũng cần lưu ý thêm rằng, việc ECB tăng cường nới lỏng đã được thị trường đồn đoán trong bối cảnh nền kinh tế Châu Âu chưa có bước chuyển biến tích cực rõ nét. Nhiều khả năng chính sách của ECB sẽ còn có nhiều thay đổi đặc biệt là sau khi FED tiến hành nâng lãi suất.

### Châu Á

**Thị trường chứng khoán cũng như kinh tế Trung Quốc tiếp tục bộc lộ những tín hiệu bất ổn.**

Kinh tế Trung Quốc tiếp tục bộc lộ nhiều bất ổn. Sau khi tạm duy trì được trạng thái ổn định trong tháng 10. Những số liệu kinh tế vĩ mô Trung Quốc tiếp tục làm các nhà đầu tư thất vọng. Cụ thể, chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) ngành sản xuất của Trung Quốc tháng 11 tăng nhẹ từ 48,3 điểm trong tháng 10 lên 48,6 điểm. Mức cải thiện không đáng kể và vẫn tiếp tục dưới 50



của chỉ số PMI cho thấy những khó khăn mà nền kinh tế thứ 2 thế giới đang gặp phải trong nỗ lực ngăn chặn đà giảm tốc của nền kinh tế. Cùng với đó, trong tháng 11, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đã giảm 87 tỷ USD, nhiều gấp đôi mức dự báo 33 tỷ USD trước đó. Đây là mức giảm lớn thứ 3 trong năm nay, chỉ thấp hơn một chút so với mức sụt giảm 94 tỷ USD trong tháng 8/2015. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan Trung Quốc, kim ngạch xuất khẩu tháng 11 của nước này tính bằng đồng USD giảm 6,8% so với cùng kỳ năm ngoái, sâu hơn mức dự báo giảm 5%. Giá trị nhập khẩu của nước này trong tháng 11 cũng suy giảm 8,7%.

Tất cả các diễn biến trên khiến rủi ro từ vấn đề Trung Quốc luôn ở mức thường trực. Chúng tôi cho rằng những ảnh hưởng tiêu cực từ nền kinh tế Trung Quốc chỉ mới bắt đầu bộc lộ và sẽ ngày càng rõ nét, đặc biệt kể từ năm 2016.

**Nền kinh tế Nhật Bản thoát khỏi tình trạng suy thoái kỹ thuật sau khi số liệu GDP điều chỉnh được công bố. Tuy nhiên nền kinh tế Nhật Bản vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn.**

Theo công bố mới nhất, số liệu tăng trưởng GDP Quý 3 của Nhật Bản bất ngờ được điều chỉnh tăng hơn 1% về mức tăng 0,3% so với mức -0,8% theo công bố trước đó. Nguyên nhân là do mức chi tiêu của các doanh nghiệp bất ngờ ghi nhận sự cải thiện đáng kể.

Trong khi đó chỉ số thất nghiệp giảm xuống còn 3,1% trong tháng 10 sau khi đứng yên trong tháng 8 và 9 ở mức 3,4% - mức thấp nhất kể từ tháng 7 năm 1995. Điều này vượt ngoài kỳ vọng của thị trường. Trong khi đó, PMI của Nhật Bản trong tháng 11 tiếp tục tăng nhẹ lên 52,6 điểm từ mức 52,4 trong tháng 10. Lạm phát cũng nhích nhẹ lên 0,3% so với mức lạm phát bằng 0 của tháng 9. Tuy nhiên, lạm phát lõi duy trì ở mức -0,1% tháng thứ 3 liên tiếp.

Bất chấp những số liệu kinh tế vẫn còn ở mức yếu và việc giá trị xuất khẩu hàng hóa ghi nhận mức tăng trưởng âm lần đầu tiên trong năm nay, BOJ quyết định giữ nguyên lãi suất và không thay đổi khối lượng tài sản được mua vào trong chương trình nới lỏng định lượng sau cuộc họp diễn ra vào ngày 19/11. Đồng thời, BOJ cũng cho biết sẽ đạt mục tiêu lạm phát trong vòng 2 năm tới và sẽ duy trì gói nới lỏng định lượng cho tới khi đạt được mục tiêu này.

Nền kinh tế Nhật bản tuy đã có nhiều dấu hiệu khả quan trong tháng 11 nhưng, theo chúng tôi, những yếu tố tích cực này khó có thể duy trì một cách bền vững, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc nhiều khả năng “hạ cánh cứng”. Theo đó, kinh tế Nhật Bản được dự báo sẽ tiếp tục phải đối mặt với nhiều khó khăn trong giai đoạn sắp tới.

## 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.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu 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
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
Phòng Giao dịch Giảng Võ	: Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, TP. Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
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
Văn phòng Đại diện 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
Văn phòng Đại diện Hải Phòng	: Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Thành phố Hải Phòng. Tel: (+84-31) 382 1630