

BÁO CÁO QUÝ 3 2016

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

Lê Thu Hà
+84 4 3936 6425 (ext. 117)
ltha_ho@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 12

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập
nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Điểm nhấn

Tăng trưởng giảm tốc, thanh khoản hệ thống dư thừa

- GDP 9 tháng đầu năm 2016 tăng 5,93% (yoy) thấp hơn đáng kể so với mức 6,5% cùng kỳ 2015. Nguyên nhân của tăng trưởng kinh tế giảm tốc chủ yếu do nông nghiệp tăng trưởng thấp nhiều hơn mức tăng cùng kỳ năm trước và công nghiệp khai khoáng tiếp tục giảm sút khiến cho tăng trưởng chung của khu vực công nghiệp và xây dựng chững lại. Điểm sáng của tăng trưởng chủ yếu đến từ ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo với sự nổi bật của khối FDI. Trong khi đó, cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng chưa có nhiều cải thiện rõ rệt.
- Sự gia tốc của tăng trưởng, theo yếu tố mùa vụ, nhiều khả năng sẽ còn được tăng cường hơn nữa trong Quý 4 khi đây thường là khoảng cao điểm của tiêu dùng, sản xuất và chi tiêu Chính phủ. Bên cạnh đó, diễn biến giá dầu thô thế giới và thời tiết cũng được dự báo sẽ theo chiều hướng thuận lợi hơn trong những tháng cuối năm. Dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2016 nhiều khả năng sẽ vào khoảng 6,1% - 6,3%.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 9 tăng 0,54% (mom), tăng 3,34% (yoy). Dự báo CPI tháng 10 sẽ chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ 0,1% - 0,2% (mom), tương đương mức tăng 3,34% - 3,44% yoy. Tỷ lệ lạm phát cả năm 2016 kỳ vọng quanh mức 4%.
- Kể từ giữa tháng 8, tỷ giá tham chiếu trung tâm liên tục được NHNN điều chỉnh tăng dần. Tuy nhiên, tỷ giá trong hệ thống ngân hàng thương mại và thị trường ngoại hối tiếp tục duy trì và giữ vững sự ổn định. Nguồn cung ngoại tệ dư thừa và dồi dào tiếp tục là yếu tố chính hỗ trợ cho sự ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối. Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ không biến động quá 1% cho cả năm 2016.
- Chúng tôi duy trì dự báo mặt bằng lãi suất huy động và cho vay trong những tháng tới nhiều khả năng sẽ ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức hiện tại.
- Trong Quý 3, thị trường trái phiếu trở nên kém sôi động hơn so với Quý 2. Lợi suất trúng thầu tại các kỳ hạn trung-dài dao động giảm nhẹ, trừ kỳ hạn 15 năm và 30 năm vẫn giữ nguyên mức lợi suất so với Quý trước.
- Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục giảm trong Quý 3. Thanh khoản hệ thống vẫn dồi dào và được hỗ trợ mạnh mẽ từ động thái mua ròng USD của NHNN. NHNN hút ròng khoảng 86.000 tỷ đồng trên OMO.

Chỉ số kinh tế vĩ mô tháng Q3.2016

Lạm phát: +0,54% (mom) và +3,34% (yoy)

Xuất khẩu: 128,2 tỷ USD ytd (+6,7% yoy)

Nhập khẩu: 125,4 tỷ USD ytd (+1,3% yoy)

Xuất siêu: 2,76 tỷ USD (ytd)

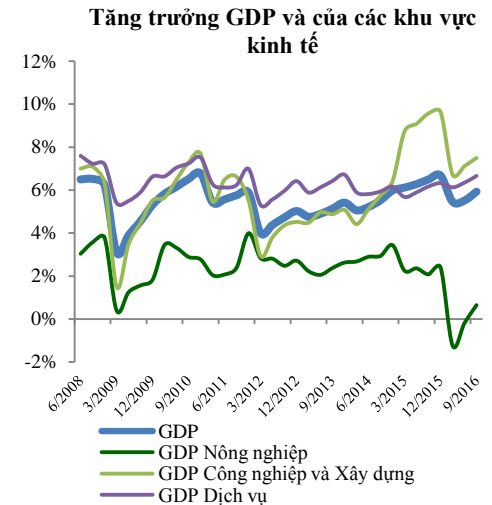
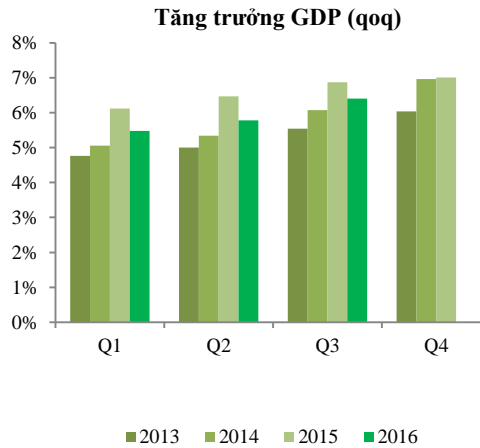
FDI: Tổng vốn đăng ký 9 tháng: 16,43 tỷ USD, thực hiện: 11,02 tỷ USD (+12,4% yoy)

Tăng trưởng tín dụng: 10,46% (ytd)

Tăng trưởng cải thiện hơn trong Quý 3 nhưng so với cùng kỳ, dấu hiệu giảm tốc là rõ nét

GDP 9 tháng đầu năm 2016 tăng 5,93% (yoy) thấp hơn đáng kể so với mức 6,5% cùng kỳ 2015.

Tăng trưởng kinh tế tiếp tục gia tốc qua từng Quý trong 9 tháng đầu năm nhưng vẫn thấp hơn khá nhiều so với cùng kỳ 2015, dấu hiệu giảm tốc là rõ nét. Tính chung 9 tháng đầu năm 2016, tốc độ tăng GDP đạt 5,93% so với cùng kỳ năm trước, trong đó Quý 1 tăng 5,48%; Quý 2 tăng 5,78% và Quý 3 tăng 6,4%. Các mức tăng trưởng này đều thấp hơn đáng kể so với diễn biến 9 tháng đầu năm 2015 (9 tháng đầu năm 2015: +6,5% với Quý 1: +6,12%; Quý 2: +6,47% và Quý 3: +6,87%).



Nguồn: CEIC, VCBS

Trong mức tăng 5,93% của toàn nền kinh tế 9 tháng năm nay, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 0,65%, là mức tăng thấp nhất so với cùng kỳ 6 năm gần đây (cùng kỳ 2015 tăng 2,08%), đóng góp 0,11 điểm phần trăm vào mức tăng chung; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 7,50% (cùng kỳ 2015 tăng 9,57%), đóng góp 2,52 điểm phần trăm (trong đó riêng ngành Công nghiệp chế biến chế tạo đóng góp 1,8 điểm phần trăm); khu vực dịch vụ tăng 6,66% (cùng kỳ 2015 tăng 6,17%), đóng góp 2,55 điểm phần trăm.

Nguyên nhân của tăng trưởng kinh tế giảm tốc chủ yếu do nông nghiệp tăng trưởng thấp hơn mức tăng cùng kỳ năm trước và công nghiệp khai khoáng tiếp tục giảm sút khiến cho tăng trưởng chung của khu vực công nghiệp và xây dựng chững lại.

Khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản có sự phục hồi nhất định trong Quý 3 khi điều kiện thời tiết, khí hậu thuận lợi hơn so với giai đoạn trước. Tuy nhiên, **những tác động tiêu cực trong giai đoạn cuối năm 2015 và nửa đầu 2016 vẫn hiện hữu và khiến cho mức tăng trưởng của khu vực Nông, lâm nghiệp và thủy sản vẫn khá thấp trong 9 tháng đầu năm 2016** với con số 0,65% so với cùng kỳ 2015 (9 tháng 2015 tăng 2,08%). Trong đó, lĩnh vực trồng trọt (chiếm hơn 50% toàn ngành) tiếp tục giảm nhẹ 1,9% so với cùng kỳ.

Khu vực Công nghiệp và Xây dựng, động lực chính cho tăng trưởng kinh tế, tiếp tục phát đi tín hiệu tăng trưởng giảm tốc. Tính chung 9 tháng đầu năm 2016, khu vực này tăng trưởng 7,5%, thấp hơn mức 9,57% của cùng kỳ năm trước. Ngành Công nghiệp gặp khó khăn khi chỉ tăng 7,1% (cùng kỳ 2015 tăng 9,69%) trong khi ngành Xây dựng duy trì đà tăng trưởng tương đương cùng kỳ 2015, ở mức khoảng 9%.

Trong 9 tháng đầu năm 2016, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp toàn ngành (IIP) ghi nhận mức tăng 7,4% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn nhiều mức tăng 9,8% của 9 tháng đầu năm 2015. Trong đó:

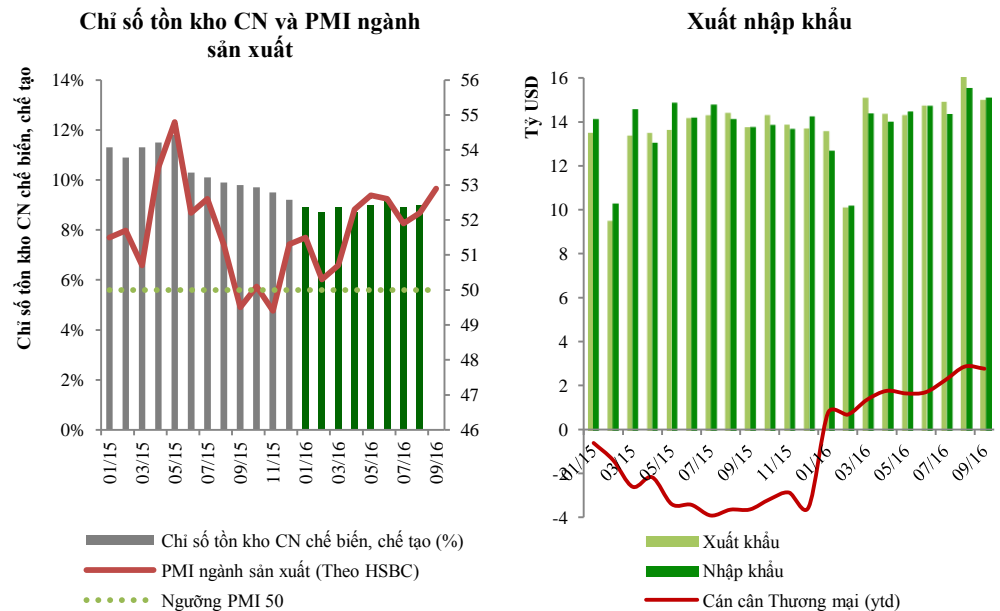
Công nghiệp khai khoáng tiếp tục thu hẹp vẫn là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng toàn ngành suy yếu. Chỉ số ngành này trong tháng 9 giảm 7,1% và lũy kế 9 tháng đầu năm

2016 giảm 4,1% so với cùng kỳ 2015. Diễn biến này bắt nguồn từ việc sản lượng dầu thô sụt giảm đáng kể 7,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Việc giá dầu thô thế giới duy trì ở vùng thấp (dưới 50 USD/thùng) đã tác động tiêu cực đến hoạt động của lĩnh vực khai thác Dầu thô nói riêng và toàn ngành Khai khoáng nói chung. Với việc phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá dầu thô thế giới, công tác điều hành lĩnh vực Khai khoáng đang đứng trước yêu cầu ngày càng phải linh hoạt và phù hợp hơn với những biến động trên thị trường quốc tế, từ đó hạn chế những tác động tiêu cực của yếu tố thế giới lên ngành nói riêng cũng như cả nền kinh tế nói chung.

Công nghiệp chế biến, chế tạo là điểm sáng của tăng trưởng

Công nghiệp chế biến chế tạo, cấu phần quan trọng nhất và là động lực cho tăng trưởng kinh tế những năm gần đây, tiếp tục là điểm sáng thúc đẩy tăng trưởng toàn ngành. Cụ thể, chỉ số IIP công nghiệp chế biến, chế tạo tháng 9/2016 tăng 11,7% so với cùng kỳ, cải thiện so với 10,3% của tháng 9 năm trước. Tính chung 9 tháng đầu năm 2016 chỉ số này đạt 10,4%, cải thiện nhẹ so với mức tăng 10,2% của cùng giai đoạn năm 2015.

Chỉ số PMI của Việt Nam, theo Nikkei, tăng từ 52,2 điểm trong tháng trước lên 52,9 điểm. Đây là mức cải thiện đáng kể nhất kể từ tháng 5/2015, cho thấy sự cải thiện tốt của lĩnh vực sản xuất. Trong đó, các số liệu về số lượng đơn đặt hàng mới, sản lượng và hoạt động mua hàng đều tăng nhanh hơn so với tháng 8. Hơn nữa, tốc độ tạo việc làm đạt mức nhanh nhất trong năm năm rưỡi trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng mới tiếp tục tăng tích cực. Như vậy, nhìn chung các điều kiện kinh doanh của lĩnh vực sản xuất đã ghi nhận sự cải thiện trong 10 tháng liên tục. Diễn biến này củng cố cho chỉ báo về sự nổi bật của Công nghiệp chế biến chế tạo và khẳng định vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý thêm rằng, với việc tham gia khảo sát chủ yếu là các công ty có yếu tố xuất khẩu, đặc biệt là các doanh nghiệp FDI lớn, thì đằng sau sự tích cực kể trên vẫn là bức tranh phân hóa trong lĩnh vực sản xuất với tăng trưởng chung phụ thuộc nhiều vào khối FDI.



Nguồn: CEIC, NIKKEI, VCBS

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu tăng yếu so với cùng kỳ. Thặng dư cán cân thương mại đạt 2,77 tỷ USD trong 9 tháng, chủ yếu do tăng

Về xuất nhập khẩu, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 9 tháng đầu năm đạt 221,93 tỷ USD, tăng yếu 3,96% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn nhiều so với mức tăng 12,1% của cùng kỳ năm 2015. Trong đó, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu 9 tháng đầu năm ước đạt 128,2 tỷ USD, tăng 6,7% so với cùng kỳ, thấp hơn mức 9,6% của 9 tháng đầu năm 2015. Kim ngạch hàng

trường nhập khẩu suy yếu.

hóa nhập khẩu đạt 125,4 tỷ USD, tăng yếu 1,3% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều con số 15,4% của 9 tháng đầu năm 2015. Theo đó, thặng dư cán cân thương mại 9 tháng đầu năm ước đạt 2,76 tỷ USD với nguyên nhân chính đến từ việc tăng trường nhập khẩu suy yếu.

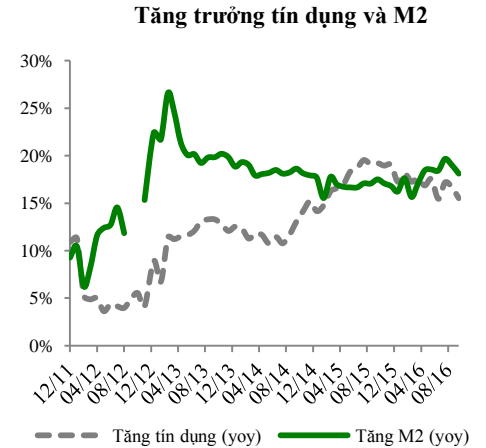
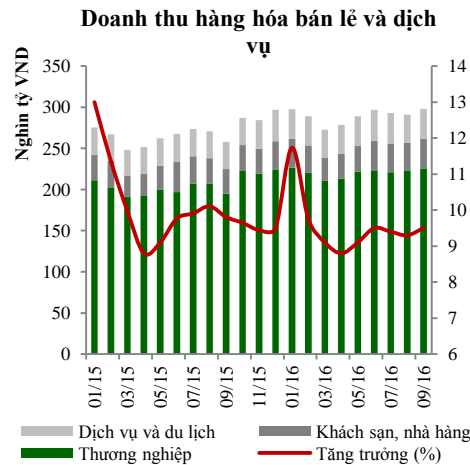
Giá trị xuất khẩu nhiều mặt hàng chủ lực của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm ghi nhận mức tăng trưởng yếu và kém hơn nhiều so với cùng kỳ 2015. Cụ thể, hàng Dệt, may chỉ tăng 5,9% (cùng kỳ 2015 đạt gần 10%); hàng Giày, dép tăng 7,9% (cùng kỳ 2015 tăng mạnh 17,5%); Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện tăng 13,7% (cùng kỳ 2015 bứt phá 51,4%); Điện thoại các loại và linh kiện tăng 8,6% (cùng kỳ 2015 tăng mạnh 33,2%).

Cùng với diễn biến xuất khẩu và đầu ra không thuận lợi, thống kê cũng cho thấy, lũy kế 9 tháng đầu năm, **kim ngạch nhập khẩu của nhiều mặt hàng là đầu vào các khu vực sản xuất quan trọng đều ghi nhận mức tăng trưởng yếu, thậm chí suy giảm so với cùng kỳ 2015.**

Cụ thể, giá trị nhập khẩu (1) Máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác giảm 2,7% so với cùng kỳ (9 tháng đầu năm 2015 tăng mạnh gần 30%). Nhập khẩu (2) Phân bón các loại, liên quan đến hoạt động của khu vực Nông, lâm nghiệp, giảm 5,2% về lượng và hơn 19% về giá trị. Đối với khu vực công nghiệp, giá trị nhập khẩu (3) Vải các loại tăng trưởng yếu hơn rõ rệt so với cùng kỳ khi chỉ đạt +2,7% (cùng kỳ 2015 đạt +8,9%); giá trị nhập khẩu (4) Nguyên phụ liệu dệt may, da, giày tăng không đáng kể +0,7% khi cùng kỳ 2015 tăng gần 10%; giá trị nhập khẩu (5) Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện tăng 16,9% bằng một nửa so với mức tăng lên đến gần 32% của cùng kỳ 2015; giá trị nhập khẩu (6) Điện thoại các loại và linh kiện giảm khá 8% trong khi cùng kỳ 2015 tăng rất mạnh trên 33,7%.

Cầu tiêu dùng tăng trưởng yếu hơn cùng kỳ

Về cầu tiêu dùng, tổng mức bán lẻ hàng hóa tiêu dùng 9 tháng đầu năm ước tăng 9,5% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá ước tăng 7,7%, đều thấp hơn so với con số 10,2% và 9,2% sau khi loại trừ yếu tố giá của cùng kỳ 2015. Theo đó, cầu tiêu dùng tiếp tục cho thấy tăng trưởng yếu hơn, tâm lý tiêu dùng vẫn có phần thận trọng và thiên về tiết kiệm chi tiêu. Diễn biến này khó có thể được đẩy lùi trong bối cảnh (1) tăng trưởng kinh tế giảm tốc và (2) việc tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu, như Xăng dầu, Giáo dục và Y tế, ảnh hưởng không tích cực đến khả năng chi tiêu của người dân. Theo đó, mặc dù dưới hiệu ứng mang tính mùa vụ, cầu tiêu dùng có thể cải thiện về cuối năm nhưng chúng tôi không kỳ vọng vào một sự bứt phá mạnh.



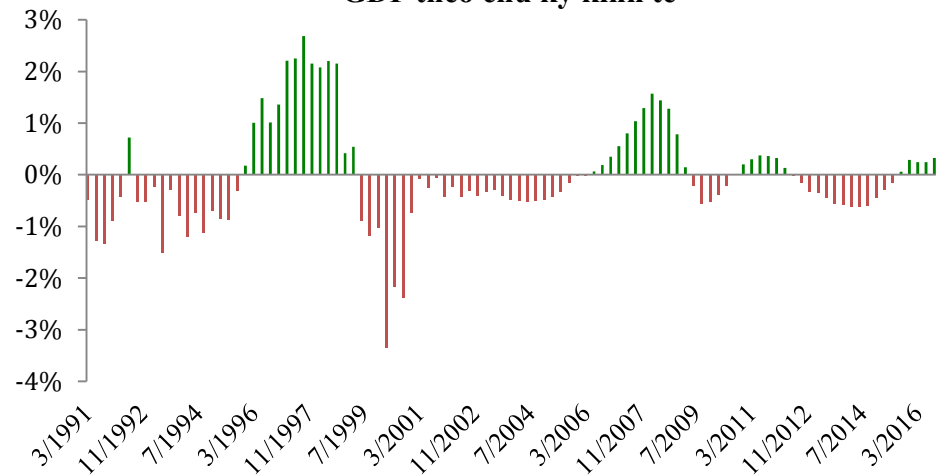
Nguồn: CEIC, SBV, VCBS

Tăng trưởng GDP năm 2016 được dự báo sẽ đạt khoảng 6,1% - 6,3%.

Các số liệu và chỉ báo thống kê cho thấy tăng trưởng kinh tế đã có dấu hiệu gia tốc và phục hồi tốt hơn trong Quý 3. Điểm sáng của tăng trưởng chủ yếu đến từ ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo với sự nổi bật của khối FDI. Trong khi đó, cầu đầu tư nội địa và cầu tiêu dùng chưa có nhiều cải thiện rõ rệt.

Sự gia tốc của tăng trưởng, theo yếu tố mùa vụ, nhiều khả năng sẽ còn được tăng cường hơn nữa trong Quý 4 khi đây thường là khoảng cao điểm của tiêu dùng, sản xuất và chi tiêu Chính phủ. Bên cạnh đó, diễn biến giá dầu thô thế giới và thời tiết cũng được dự báo sẽ theo chiều hướng thuận lợi hơn trong những tháng cuối năm. **Dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2016 nhiều khả năng sẽ vào khoảng 6,1% - 6,3%.**

GDP theo chu kỳ kinh tế



Nguồn: CEIC, VCBS

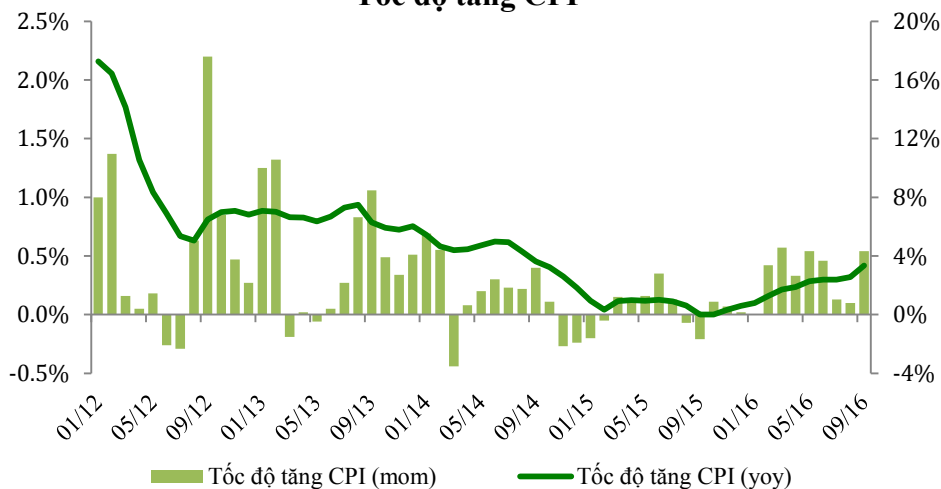
CPI trong tầm kiểm soát

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 9 tăng 0,54% (mom), tăng 3,34% (yoy). Tỷ lệ lạm phát cả năm 2016 kỳ vọng quanh mức 4%.

CPI ghi nhận tăng trưởng dương qua từng tháng của Quý 3 với mức tăng nhẹ trong hai tháng đầu Quý và bật tăng mạnh vào tháng 9. Diễn biến của CPI tiếp tục cho thấy sự phụ thuộc rất lớn và việc điều chỉnh giá của những mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là xăng dầu, Giáo dục và Y tế.

Trong tháng 7, CPI tăng nhẹ chủ yếu do việc tăng khá mạnh giá xăng dầu vào đầu tháng 6 trước đó. Bước sang tháng 8, mặc dù giảm bớt áp lực từ việc giá xăng dầu giảm trở lại nhưng lại chịu sức ép lớn từ việc tăng mạnh của nhóm Giáo dục trước thềm năm học mới và giá Dịch vụ y tế. Trong tháng 9, theo Tổng cục Thống kê, CPI bật tăng 0,54% (mom), tương ứng mức tăng 3,34% yoy. Trong đó nhóm giáo dục tăng cao nhất (+7,19%) (dịch vụ giáo dục tăng 8,36%) do trong tháng có 53 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương thực hiện điều chỉnh tăng giá học phí theo lộ trình (tác động làm CPI chung tăng khoảng 0,42%). Nhóm giao thông tăng 0,55% do giá xăng dầu được điều chỉnh tăng vào các thời điểm 19/8/2016 và 05/9/2016 (làm chỉ số giá nhóm nhiên liệu tăng 1,2%, tác động làm CPI chung tăng 0,05%). Các nhóm hàng hóa và dịch vụ còn lại có chỉ số giá tăng thấp hơn mức tăng chung hoặc giảm.

Tốc độ tăng CPI



Nguồn: CEIC, VCBS

Với kỳ vọng về cầu tiêu dùng nhiều khả năng chưa bứt phá như đánh giá ở phần trên, chúng tôi duy trì nhận định việc điều chỉnh giá của các mặt hàng thiết yếu sẽ tiếp tục là yếu tố chính chi phối diễn biến của CPI trong Quý 4, đặc biệt là giá Dịch vụ y tế và xăng dầu.

Đối với giá xăng dầu, bên cạnh điều hành từ phía Chính phủ còn phụ thuộc không nhỏ vào thị trường quốc tế. Hiện tại, giá dầu thô thế giới đang cho thấy xu hướng phục hồi đáng kể, tuy nhiên chúng tôi không kỳ vọng vào một kịch bản quá đột biến của giá dầu từ nay về cuối năm. Trong khi đó, với giá Dịch vụ y tế, mặc dù đã có lộ trình từ trước và dự kiến sẽ có 3 lần tăng liên tiếp trong 3 tháng cuối năm nhưng điều này vẫn hoàn toàn phụ thuộc vào quyết định cuối cùng từ phía cơ quan quản lý. Nói cách khác, trong trường hợp cần thiết, chúng tôi không loại trừ khả năng việc tăng giá Dịch vụ y tế có thể sẽ được trì hoãn nhằm đảm bảo tránh những biến động mạnh của CPI. Theo đó, **chúng tôi cho rằng lạm phát hiện vẫn đang trong tầm kiểm soát và kỳ vọng tỷ lệ lạm phát cả năm 2016 sẽ chỉ quanh mức 4%.**

Riêng trong tháng 10, mặc dù trải qua hai lần tăng giá xăng dầu liên tiếp vào cuối tháng 9 và đầu tháng 10 nhưng mức tăng chung của cả hai lần là không lớn (khoảng 2% trở xuống), theo đó, tác động lên CPI là thấp. Ngoài ra, giá Dịch vụ y tế cũng chưa có thông báo chính thức về lần điều chỉnh tăng tiếp theo. Như vậy, chúng tôi dự báo CPI tháng 10 sẽ chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ 0,1% - 0,2% (mom), tương đương mức tăng 3,34% - 3,44% yoy.

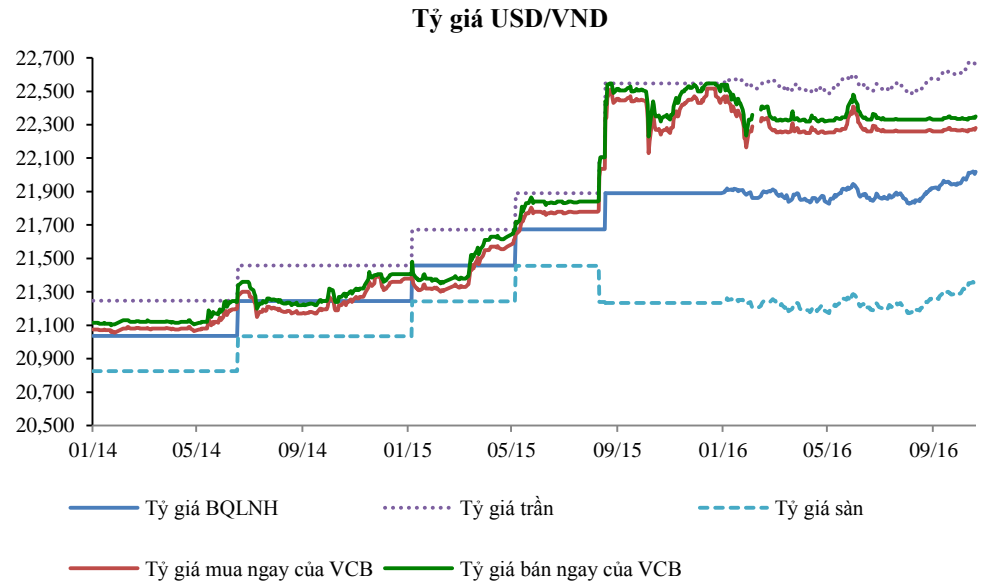
Tỷ giá ổn định

Nguồn cung ngoại tệ dư thừa và dồi dào tiếp tục là yếu tố chính hỗ trợ cho sự ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối. Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ không biến động quá 1% cho cả năm 2016.

Sau một thời gian dài duy trì khá ổn định và ít biến động, kể từ giữa tháng 8, tỷ giá tham chiếu trung tâm liên tục được NHNN điều chỉnh tăng dần, tính đến 14/10, được niêm yết ở mức 22.011 VND/USD, tăng khoảng 0,8%. Diễn biến này có thể được nhìn nhận như việc điều chỉnh linh hoạt từ phía cơ quan điều hành trong bối cảnh (1) một số đồng tiền chủ chốt trên thế giới giảm giá mạnh so với USD, đặc biệt là đồng Nhân dân tệ (CNY) và Bảng Anh (GBP); đồng thời cũng có thể xem như bước chuẩn bị cho (2) nhu cầu ngoại tệ có thể tăng trở lại theo yếu tố mùa vụ đáp ứng nhu cầu thanh toán về cuối năm và (3) khả năng FED tăng lãi suất vào tháng 12.

Trong khi đó, bất chấp diễn biến tăng của tỷ giá tham chiếu trung tâm, tỷ giá trong hệ thống ngân hàng thương mại và thị trường ngoại hối tiếp tục duy trì và giữ vững sự ổn định. Tỷ giá

bán tại nhiều NHTM hiện phổ biến vào khoảng 22.330 – 22.350 VND/USD.



Nguồn: CEIC, SBV, VCBS

Nguồn cung ngoại tệ dư thừa và dồi dào tiếp tục là yếu tố chính hỗ trợ cho sự ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối. Cụ thể, (1) thặng dư thương mại tiếp tục nới rộng và đạt 2,77 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm; (2) vốn FDI giải ngân duy trì xu hướng tăng tích cực với con số 11,02 tỷ USD (+12,4% yoy) và (3) dòng ngoại tệ từ những thương vụ mua bán sáp nhập doanh nghiệp, bồi thường môi trường.

Ở chiều ngược lại, nhu cầu ngoại tệ trong suốt thời gian qua cũng không lớn khi (1) tăng trưởng kinh tế giảm tốc đi cùng với nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu hàng hóa phục vụ sản xuất kinh doanh cũng chậm lại và (2) tâm lý găm giữ, đầu cơ ngoại tệ giảm bớt đáng kể trong bối cảnh (i) tình hình kinh tế thế giới, đặc biệt là từ Mỹ và đồng USD, không có nhiều biến động và (ii) thị trường ngoại hối trong nước ổn định.

Diễn biến kể trên cũng được thể hiện rõ qua con số về cán cân thanh toán tổng thể. Cụ thể, theo NHNN, đến Quý 3/2015, thâm hụt cán cân thanh toán tổng thể đạt đến hơn 6,5 tỷ USD. Bước sang năm 2016, số liệu đến hết Quý 2/2016, cán cân thanh toán tổng thể đã ghi nhận mức thặng dư hơn 3,2 tỷ USD. Trong Quý 3/2016, mặc dù chưa có số liệu chính thức nhưng với việc nền kinh tế không có nhiều đột biến thì ước tính mức thặng dư của cán cân thanh toán tổng thể sẽ được duy trì hoặc thậm chí gia tăng. Trong bối cảnh này, NHNN đã liên tục mua vào USD để củng cố dự trữ ngoại hối và tăng tiềm lực nhằm có thể can thiệp thị trường khi cần thiết.

Trong những tháng cuối năm, dưới áp lực (1) theo tính chất mùa vụ đáp ứng nhu cầu thanh toán cuối năm và (2) FED nhiều khả năng sẽ tăng lãi suất vào tháng 12; tỷ giá có thể sẽ tăng. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, mức biến động nếu có cũng sẽ không lớn do (1) nhiều nền kinh tế lớn khác trên thế giới tiếp tục duy trì các biện pháp nới lỏng, đẩy mạnh cung tiền; (2) mặc dù có khả năng FED sẽ tăng lãi suất một lần trong năm nay nhưng định hướng chung vẫn sẽ rất thận trọng và từ từ và (3) cung ngoại tệ trong nước vẫn dồi dào và vượt trội so với cầu ngoại tệ. Theo đó, **chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ không biến động quá 1% cho cả năm 2016.**

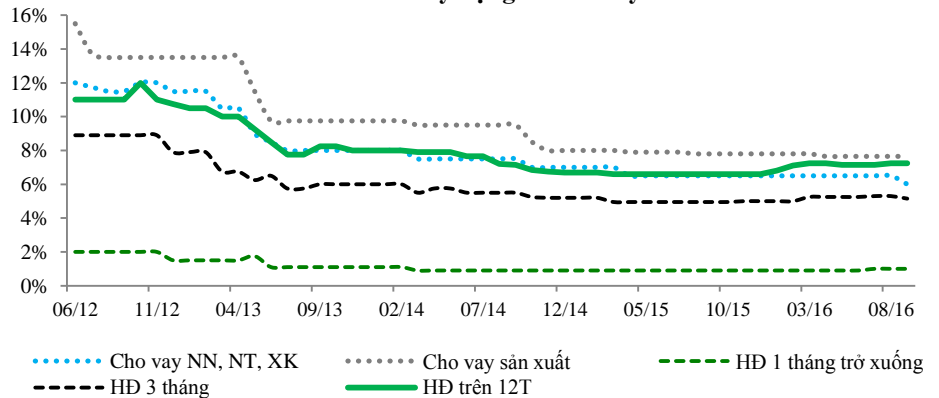
Lãi suất ổn định – Thanh khoản của hệ thống dồi dào và dư thừa

Dự báo mặt bằng lãi suất huy động và cho vay trong những tháng tới nhiều khả năng sẽ ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức hiện tại.

Trong phần lớn thời gian của Quý 3, mặt bằng lãi suất huy động tương đối ổn định và ít biến động so với cuối tháng 6. Sau đó, vào tuần cuối tháng 9, một số NHTM, đặc biệt là các NHTM Nhà nước, giảm mặt bằng lãi suất huy động khoảng 0,3% - 0,5% đối với các dưới 1 năm. Theo đó, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4,3% - 5,5%/năm, từ 6 tháng đến dưới 12 tháng trong khoảng 5,3% - 6,8%/năm, từ 12 tháng trở lên trong khoảng 6,5% - 8%/năm.

Với việc lãi suất huy động, đầu vào của các ngân hàng, giảm như kể trên trong khi thanh khoản hệ thống ngân hàng ở mức rất dồi dào, thể hiện qua lãi suất interbank ở mức thấp kỷ lục, một số NHTM, đặc biệt là các NHTM Nhà nước lớn, đã giảm lãi suất cho vay ngắn hạn 0,5% - 1%/năm đối với các lĩnh vực ưu tiên, khuyến khích đầu tư và khởi nghiệp. Theo đó, mặt bằng lãi suất cho vay phổ biến đối với các lĩnh vực ưu tiên ở mức khoảng 6%/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. Đối với nhóm khách hàng tốt, tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, lãi suất cho vay ngắn hạn từ 4%-5%/năm.

Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: CEIC, VCBS

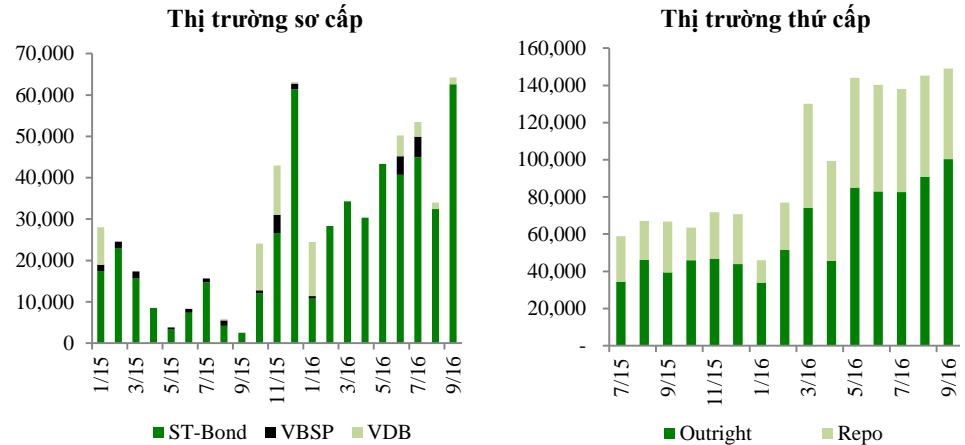
Khác biệt với giai đoạn trước, yếu tố tạo áp lực lên mặt bằng lãi suất trong suốt thời gian qua cũng như những tháng còn lại của năm 2016 chủ yếu đến từ các vấn đề nội tại của nền kinh tế. Cụ thể, (1) trước tiên phải kể đến yếu tố mùa vụ khi nhu cầu tiền mặt về cuối năm và thời điểm cận Tết (đầu năm 2017) thường dâng cao và tạo sức ép lên mặt bằng lãi suất. (2) Quá trình tái cơ cấu đang diễn ra, trong đó phải kể đến áp lực cạnh tranh huy động giữa các ngân hàng, không chỉ để giữ thị phần mà còn cả nhu cầu đáp ứng các hệ số thanh khoản và an toàn theo hướng ngày càng chặt chẽ hơn.

Ở chiều ngược lại, áp lực lên mặt bằng lãi suất cũng được trung hòa và giải tỏa trong bối cảnh (1) định hướng chính sách, đặc biệt là chính sách tiền tệ, theo hướng hỗ trợ việc duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế; (2) tỷ giá và thị trường ngoại hối kỳ vọng sẽ tiếp tục ổn định; (3) thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá dồi dào và dư thừa sau động thái mua ròng mạnh USD của NHNN trong suốt thời gian qua và (4) lạm phát và kỳ vọng lạm phát trong tầm kiểm soát.

Như vậy, chúng tôi duy trì dự báo mặt bằng lãi suất huy động và cho vay trong những tháng tới nhiều khả năng sẽ ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức hiện tại.

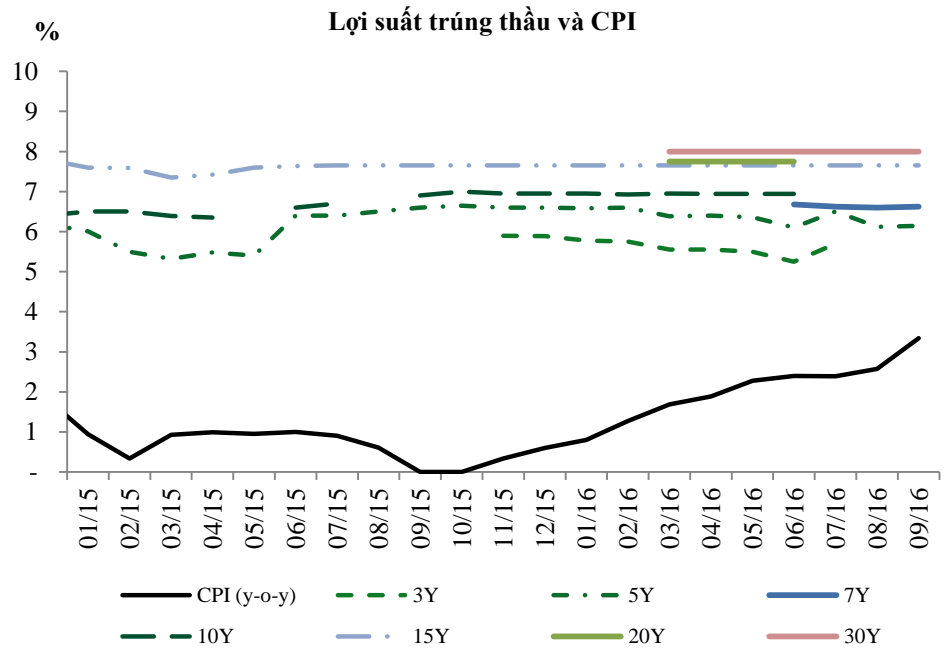
Trong Quý 3, thị trường trái phiếu trở nên kém sôi động hơn so với Quý 2.

Trong Quý 3, thị trường trái phiếu kém sôi động hơn so với Quý 2. 62.594 tỷ đồng trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước được phát hành, giảm 83% so với Quý trước. Trong khi đó, giao dịch trên thị trường thứ cấp tăng trưởng nhẹ. Khối lượng giao dịch đạt 432.386 tỷ đồng, tăng 12,7%. Thanh khoản trong hệ thống vẫn dồi dào nhờ sự hỗ trợ mạnh mẽ từ phía NHNN trong việc mua ngoại tệ.



Nguồn: HNX, VCBS

Lợi suất trúng thầu ở kỳ hạn 5 năm đạt mức 6,14%, giảm 26 điểm cơ bản; lợi suất trúng thầu ở kỳ hạn 7 năm giảm 6 điểm lùi về mức 6,62%; lợi suất trúng thầu ở kỳ hạn 10 năm giảm mạnh hơn ở ngưỡng 44 điểm cơ bản (6,5%) và lợi suất trúng thầu ở kỳ hạn 20 năm dịch chuyển xuống khoảng 2 điểm cơ bản (7,73%) so với quý trước. Trong khi đó, lợi suất trúng thầu các kỳ hạn 15 năm và 30 năm giữ nguyên không đổi ở mức 7,65% và 8%.



Nguồn: HNX, VCBS

Trong Quý 4, giả sử trong bối cảnh (1) không có biến động bất thường nào từ Mỹ và Châu Âu; (2) nền kinh tế (đặc biệt là đối với tỷ giá hối đoái và lãi suất) ổn định, dẫn đến thanh khoản có thể tiếp tục được duy trì dồi dào trong hệ thống và (3) nguồn cung trái phiếu trong

quý 4 được giữ ở mức khiêm tốn so với những quý trước đó, **chúng tôi cho rằng từ tháng 10 đến tháng 11, đường cong lợi suất trái phiếu có thể sẽ tiếp tục đi xuống.**

Tuy nhiên, từ nửa cuối Quý 4, do (1) tín dụng có thể tăng trưởng nóng ở thời điểm cuối năm, làm ảnh hưởng đến lượng tiền phân bổ cho việc đầu tư trái phiếu và (2) rủi ro từ khả năng FED tăng lãi suất vào cuối tháng 12, **lợi suất trái phiếu có thể tăng nhẹ nhưng vẫn được giữ ở mức thấp.**

Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục giảm trong Quý 3.

Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục giảm trong Quý 3. NHNN hút ròng 86.000 tỷ đồng trên OMO. Vào ngày 21 tháng 9, NHNN đã phát hành tín phiếu với kỳ hạn 14 ngày ở mức lãi suất thấp kỉ lục 0,35%, điều này cho thấy thanh khoản hệ thống vẫn dồi dào và được hỗ trợ mạnh mẽ từ động thái liên tục mua ròng USD của NHNN. **Nhờ đó, lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ tiếp tục ổn định trong nửa đầu Quý 4.**

Tuy nhiên, dựa trên yếu tố mùa vụ, thanh khoản có thể sẽ căng thẳng hơn vào tháng 12. **Do đó, lãi suất liên ngân hàng có thể sẽ nhích nhẹ nhưng sẽ vẫn được duy trì ở mức thấp.**

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

Kinh tế vĩ mô Mỹ cho thấy những tín hiệu cải thiện và nghiêng về khả năng FED có thể sẽ tiến hành tăng lãi suất ngay trong tháng 12. Tuy nhiên, đầu tháng 11 là thời điểm diễn ra cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ và có thể đem tới những diễn biến bất ngờ.

Tăng trưởng GDP Quý 2 của Mỹ được điều chỉnh từ 1,1% qoq công bố trước đó lên 1,4% qoq - con số tăng trưởng mạnh nhất trong 3 quý trở lại đây do cải thiện từ phía chi tiêu hộ gia đình và xuất khẩu tăng nhanh cũng như đầu tư doanh nghiệp được cải thiện. Đối với khu vực lao động, số lượng đơn xin trợ cấp thất nghiệp trung bình trong 4 tuần gần nhất giảm từ 258 nghìn đơn xuống 256 nghìn đơn đây kéo dài chuỗi 84 tuần liên tiếp số lượng đơn xin trợ cấp thất nghiệp ở dưới ngưỡng 300.000, chuỗi dài nhất kể từ những năm 1970. Trong khi đó tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 9 vẫn duy trì ở mức thấp đạt 5% cho thấy sự hồi phục ổn định của khu vực này.

Các chỉ số sản xuất cũng cho tín hiệu tích cực. Chỉ số quản trị mua hàng ISM PMI đã trở lại ngưỡng trên 50 điểm sau khi suy giảm về 49,1 điểm trong tháng 8. Bên cạnh đó, niềm tin tiêu dùng có cải thiện rõ nét trong tháng 9 lên mức cao nhất trong vòng 3 tháng trở lại đây và cao hơn mức kỳ vọng của thị trường. Sản lượng công nghiệp trong tháng 9 tăng 0,1%. Tổng hợp Quý 3 sản lượng công nghiệp tăng 1,8%yoy lần tăng đầu tiên kể từ quý 3 năm 2015.

Kết thúc cuộc họp chính sách tiền tệ trong tháng 9 FED đưa ra quyết định không tăng lãi suất. Tuy nhiên trong biên bản của cuộc họp lần này FED cũng đã đưa ra tín hiệu định hướng về một lần tăng lãi suất trong năm nay. Với sự ủng hộ của các dữ liệu lịch sử, chúng tôi cho rằng FED sẽ tiến hành điều chỉnh lãi suất vào kỳ họp tháng 12.

Bên cạnh những dữ liệu kinh tế, nhà đầu tư sẽ đổ dồn sự chú ý vào cuộc bầu cử tổng thống Mỹ vào đầu tháng 11. Đây được dự báo là yếu tố có ảnh hưởng với kinh tế Mỹ trong giai đoạn tới.

Châu Âu

Kinh tế Châu Âu tăng trưởng chậm buộc ECB tiếp tục duy trì các biện pháp nới lỏng.

Tăng trưởng GDP trong Quý 3 của châu Âu trong Quý 2 ghi nhận mức tăng 0,3% qoq giảm nhẹ so với mức tăng 0,6% qoq của quý liền trước do nền kinh tế Đức và Tây Ban Nha tăng trưởng chậm lại. Trong Quý 3 tỷ lệ thất nghiệp của Khu vực châu Âu duy trì ổn định ở mức thấp tại Eurozone số liệu đạt 10,1% trong khi tỷ lệ thất nghiệp tại EU28 là 8,6%. Điểm sáng vẫn nằm ở khu vực sản xuất. Cụ thể, sản lượng công nghiệp tăng 1,8% yoy trong tháng 8 sau

khí ghi nhận mức giảm 0,5% trong tháng 7, vượt trên mức tăng trưởng kỳ vọng 1,1% của thị trường đồng thời đánh dấu kết quả tốt nhất kể từ tháng 4.

Trong tháng 9, lạm phát của khu vực Euro tăng 0,4%yoy mức cao nhất từ tháng 4 năm 2014 do chi phí nhà hàng, phí thuê nhà và thuốc lá tăng. Tuy nhiên mức lạm phát lõi loại trừ thực phẩm, năng lượng, rượu không thay đổi so với tháng 8 tăng 0,8%. Với các số liệu kinh tế trên, trong biên bản của cuộc họp tháng 9, ECB tái khẳng định sẽ tiếp tục theo đuổi mục tiêu về lạm phát. Theo đó, chương trình mua lại tài sản sẽ được kéo dài tới tháng 3 2017 và có thể được kéo dài trong trường hợp cần thiết.

Sau khi những hiệu ứng ngắn hạn từ sự kiện Brexit qua đi và không quá tiêu cực như những kỳ vọng ban đầu, thị trường đang hồi hộp chờ đợi kịch bản Brexit cứng hay Brexit mềm khi Thủ tướng Anh sẽ sớm phải kích hoạt điều 50 trong Hiệp ước Lisbon về việc rời khỏi EU. Có thể thấy rõ những vấn đề này đang đè nặng lên thị trường ngoại hối đặc biệt là đồng bảng Anh sau khi đồng tiền này chứng kiến sự sụt giảm 6% trong phiên giao dịch ngày 7/10.

Châu Á

Tình hình Trung Quốc có dấu hiệu ổn định trở lại với tín hiệu cải thiện bước đầu về sản xuất. Tuy nhiên, vấn đề xung quanh tỷ giá đồng CNY vẫn là yếu tố cần được theo dõi sát sao.

Tăng trưởng GDP trong Quý 2 và Quý 3 đều duy trì mức 1,8% tương ứng với mức tăng trưởng năm 6,7%. Theo số liệu của Markit và Caixin, chỉ số PMI của Trung Quốc đạt 50,1 điểm trong tháng 9 - tăng nhẹ so với mức 50 điểm của tháng 8. Sản lượng cũng như lượng đơn đặt hàng mới đều được cải thiện so với tháng trước, dù tốc độ ở mức thấp. Diễn biến của chỉ số PMI Trung Quốc trong 3 tháng qua cho thấy sự ổn định trở lại của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới. Tuy nhiên, Trung Quốc vẫn sẽ phải đối mặt với nhiều vấn đề để có thể trở lại với đà tăng trưởng ổn định trong trung và dài hạn.

Xét về hoạt động thương mại, thặng dư thương mại của Trung Quốc đạt mức thấp nhất trong vòng 6 tháng trở lại đây do xuất khẩu giảm mạnh hơn nhập khẩu trong tháng 9. Cụ thể, trong tháng 9, xuất khẩu giảm 10% trong khi nhập khẩu chỉ giảm 1,9% (mom). 9 tháng đầu năm thương mại suy giảm 7,8%. Trong đó, xuất khẩu suy giảm 7,5% và nhập khẩu giảm 8,2% chủ yếu do giá cả hàng hóa giảm thấp và nhu cầu suy giảm của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới.

Trong khi đó, lạm phát của nước này ghi nhận mức tăng 1,9% yoy trong tháng 9, cao nhất kể từ tháng 6 so với con số +1,3% yoy trong tháng 8. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nhóm thực phẩm với mức tăng 3,2%.

Mặc dù duy trì trạng thái ổn định trong suốt quý 3 vừa qua, tuy nhiên chúng tôi cho rằng nền kinh tế Trung Quốc sẽ vẫn còn phải vượt qua nhiều trở ngại để thoát khỏi tình trạng giảm tốc đặc biệt khi lượng dự trữ ngoại hối của nước này tiếp tục suy giảm về mức thấp trong năm nay ở mức 3.166 tỷ USD trong tháng 9 so với mức 3.200 tỷ USD cuối Quý 2. Thêm vào đó, theo số liệu mới nhất của Bloomberg, đồng CNY trong 1 tháng gần đây liên tục mất giá so với đồng USD. Kết thúc phiên 17/10, CNY ghi nhận giá trị thấp nhất so với đồng USD trong vòng 6 năm trở lại đây đạt 6,7452 CNY/USD (thấp hơn 5% so với số liệu vào tháng 8 năm ngoái). Với định hướng tăng cường hỗ trợ xuất khẩu và ảnh hưởng của việc được chính thức thêm vào giỏ tiền tệ quốc tế SDR, chúng tôi không loại trừ khả năng CNY sẽ tiếp tục mất giá.

Kinh tế Nhật Bản tiếp tục ở trạng thái ảm đạm buộc BOJ đưa ra các thay đổi về biện pháp kích thích

Các số liệu về sản xuất và kinh tế của Nhật Bản tiếp tục cho thấy sự trì trệ và chỉ cải thiện không đáng kể nhờ yếu tố sản xuất. Chỉ số PMI sau khi chạm đáy vào tháng 5 đã có tín hiệu cải thiện và nhích nhẹ trên mốc 50 và đạt 50,4 điểm trong tháng 9. Trong đó, đơn đặt hàng xuất khẩu tăng trưởng lần đầu sau 8 tháng, sản lượng tăng trưởng tháng thứ 2 liên tiếp và đã

nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

giảm của đơn đặt hàng mới chậm lại.

Tỷ lệ thất nghiệp trong 3 tháng gần nhất ở mức thấp xung quanh ngưỡng 3,1. Chỉ số CPI giảm xuống dưới ngưỡng 0 tháng thứ 6 liên tiếp ghi nhận mức -0,5% mom, trong tháng 8 so với mức -0,4% trong tháng 7- tốc độ giảm nhanh nhất từ tháng 04/2013 do giá nhà và giá nhiên liệu giảm sâu hơn trong khi giá thực phẩm tăng với tốc độ chậm. Lạm phát lõi giảm 0,5% yoy. Lạm phát lõi loại trừ thực phẩm và năng lượng chỉ nhích tăng 0,2%yoy trong tháng 7 so với 0,3% ghi nhận trong tháng 6.

Trong tháng 8, lần đầu tiên Nhật Bản ghi nhận mức thâm hụt thương mại trong 3 tháng do xuất khẩu giảm chậm hơn nhập khẩu. Cụ thể, trong tháng 8 xuất khẩu giảm 9,6% cải thiện nhẹ so với mức giảm sâu 14%- tháng thứ 11 suy giảm liên tiếp. Trong khi đó, nhập khẩu giảm mạnh 17,3% so với mức giảm kỷ lục 24,7% trong tháng trước, đánh dấu chuỗi 20 tháng giảm liên tục. Doanh số bán hàng cũng giảm 9,6% yoy. Như vậy, nhu cầu tiêu dùng của Nhật Bản vẫn ở trạng thái yếu và báo hiệu những vấn đề khó khăn mà kinh tế Nhật Bản phải đối mặt.

Với không nhiều sự cải thiện được ghi nhận từ nền kinh tế, sau cuộc họp tháng 9, BOJ đưa ra quyết định chuyển hướng trọng tâm trong chính sách tiền tệ từ mở rộng cung tiền sang kiểm soát đường cong lãi suất, đồng thời duy trì lãi suất cơ bản tại -0,1%. Động thái trên đã nhận được những phản ứng tích cực ngắn hạn từ thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn sẽ cần thêm thời gian trước khi những chính sách trên có thể phát huy hiệu quả.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 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, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, 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, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771