

**VEPR**

# **BÁO CÁO THƯỜNG KỲ KINH TẾ VĨ MÔ TRUNG QUỐC**

**6 THÁNG CUỐI NĂM 2012  
VÀ TRIỂN VỌNG 2013**

## MỤC LỤC

<b>CÁC CHỮ VIẾT TẮT.....</b>	<b>2</b>
<b>Tóm tắt.....</b>	<b>3</b>
<b>Kinh tế Trung Quốc 6 tháng cuối năm 2012.....</b>	<b>7</b>
<b>I. Khái quát.....</b>	<b>7</b>
Tăng trưởng kinh tế .....	7
Lạm phát .....	8
<b>II. Các thành phần của tổng cung.....</b>	<b>10</b>
Nông nghiệp.....	10
Sản xuất công nghiệp.....	13
Dịch vụ.....	17
Thị trường nhân tố.....	17
<b>III. Các thành phần của tổng cầu.....</b>	<b>19</b>
Chi tiêu chính phủ.....	19
Đầu tư toàn xã hội.....	21
Vốn đầu tư nước ngoài.....	24
Tiêu dùng cuối cùng .....	28
Cán cân thương mại.....	30
<b>IV. Các cân đối vĩ mô.....</b>	<b>34</b>
Cán cân thanh toán .....	34
Cán cân ngân sách .....	36
<b>V. Thị trường vốn và thị trường tiền tệ.....</b>	<b>38</b>
Thị trường vốn.....	38
Thị trường tiền tệ.....	41
<b>VI. Thị trường tài sản.....</b>	<b>46</b>
Thị trường chứng khoán.....	46
Thị trường bất động sản.....	50
<b>Triển vọng kinh tế Trung Quốc năm 2013.....</b>	<b>55</b>
<b>Phụ lục – Hội nghị kinh tế trung ương 12/2012.....</b>	<b>57</b>
<b>Tài liệu tham khảo.....</b>	<b>59</b>

## CÁC CHỮ VIẾT TẮT

ADB	The Asian Development Bank	Ngân hàng phát triển châu Á
CBRC	China Banking Regulatory Commission	Ủy ban Quản lý Giám sát Ngân hàng Trung Quốc
CCS	China Customs Statistics	Thống kê Hải quan Trung Quốc
CEIC	CEIC Data Company Ltd	Công ty số liệu CEIC
CFLP	China Federation of Logistics & Purchasing	Liên hiệp Thu mua và Logistics Trung Quốc
CGRC	China Grain Reserves Corporation	Tổng công ty Quản lý và Dự trữ lương thực Trung Quốc
CNY		Đồng Nhân dân tệ
CPI	Consumer Price Index	Chỉ số giá tiêu dùng
CREIS	China Real Estate Index System	Hệ thống chỉ số bất động sản Trung Quốc
CRIC	China Real Estate Information Corporation	Tập đoàn thông tin bất động sản Trung Quốc
CSRC	China Securities Regulatory Commission	Ủy ban Quản lý Giám sát Chứng khoán Trung Quốc
GDP	Gross domestic product	Tổng sản phẩm quốc nội
FAI	Fixed asset investment	Đầu tư tài sản cố định
FDI	Foreign Direct Investment	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
ILO	International Labour Organization	Tổ chức Lao động Quốc tế
MOF	Ministry of Finance of the People's Republic of China	Bộ Tài chính Trung Quốc
MOFCOM	Ministry of Commerce of the People's Republic of China	Bộ Thương mại Trung Quốc
NBS	The National Bureau of Statistics (of China)	Cục thống kê Quốc gia (Trung Quốc)
NSEs	Non State-owned Enterprises	Doanh nghiệp ngoài nhà nước
OMO	Open Market Operation	Nghiệp vụ thị trường mở
PBoC	The People's Bank of China	Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc
PMI	Purchasing Managers Index	Chỉ số Nhà quản trị mua hàng
PPI	Producer Price Index	Chỉ số giá sản xuất (công nghiệp)
QFII	Qualified Foreign Institutional Investors	Nhà đầu tư hợp cách nước ngoài
RQFII	RMB Qualified Foreign Institutional Investors	Nhà đầu tư hợp cách nước ngoài được đầu tư bằng đồng Nhân dân tệ
SLOs	Short-Term Liquidity Operations	Công cụ điều tiết thanh khoản ngắn hạn
SOEs	State-owned Enterprises	Doanh nghiệp nhà nước
USD		Đồng đôla Mỹ

## Tóm tắt

Kinh tế Trung Quốc bước vào năm 2012 với nhiều lo lắng suy giảm tăng trưởng do tác dụng của chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa năm 2011 bắt đầu phát huy tác dụng, cũng như những diễn biến khó lường của tình hình kinh tế bên ngoài. Sự suy giảm trên thực tế đã vượt ngoài dự báo. Ngay đầu năm 2012, tăng trưởng GDP theo quý của Trung Quốc đã để mất mốc 9%, tiếp đó để mất mốc 8% vào quý II. Kinh tế Trung Quốc kết thúc năm 2012 với mức tăng trưởng GDP 7,8% - mức thấp nhất trong vòng 13 năm qua. Một điểm sáng của tình hình kinh tế vĩ mô Trung Quốc năm 2012 là lạm phát được kiểm soát hiệu quả, CPI cuối năm ở mức 2,5% - thấp hơn nhiều so với mục tiêu 4% đề ra.

Tình hình Trung Quốc năm 2012 không có nhiều điểm sáng lạc quan. Trong khi nông nghiệp và dịch vụ đều đạt được những kết quả tăng trưởng khả quan, thì đóng góp của công nghiệp và xây dựng vào tăng trưởng GDP lại suy giảm so với năm ngoái. Nguyên nhân là tăng trưởng sản xuất công nghiệp chỉ đạt mức 8,1%, (trong khi tăng trưởng sản xuất công nghiệp của doanh nghiệp quy mô trở lên đạt 10%) thấp nhất trong 12 năm trở lại đây – ngoại trừ cú shock cuối năm 2008. Chịu tác động của sự suy giảm tăng trưởng sản xuất công nghiệp, và tình hình khó khăn chung, tăng trưởng tỉ lệ lợi nhuận của doanh nghiệp công nghiệp quy mô trở lên suy giảm nghiêm trọng so với năm 2011 (5,3% so với 25,4%). Chỉ báo PMI thấp nhất trong vòng 7 năm trở lại đây, chi phí lao động tăng cao và giá hàng hóa cơ bản thế giới có một năm tăng mạnh cho thấy phục hồi sản xuất công nghiệp năm 2013 vẫn đối đầu với nhiều thách thức.

Năm 2012 là một năm khó khăn với thị trường lao động Trung Quốc. Tỷ lệ thất nghiệp tuy ngang bằng so với năm trước, đồng thời số việc làm mới cũng tăng nhẹ so với năm 2011 (12,66 triệu, tăng 450.000 việc làm so với năm trước) nhưng tình hình chung của thị trường lao động Trung Quốc 6 tháng cuối năm, đặc biệt là quý IV/2012 là cung không đủ cầu tại 103 thành phố chủ chốt.

Ngoại thương phản ánh những bức tranh khác biệt, sự suy giảm kinh tế của khu vực eurozone, sự phục hồi chậm chạp của kinh tế Mỹ khiến nền kinh tế dựa nhiều vào xuất khẩu như Trung Quốc trong năm qua không đạt được mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu 10% - cả năm 2012, tăng trưởng xuất khẩu của Trung Quốc chỉ đạt mức 7,9%, mức tăng trưởng thấp nhất trong vòng 13 năm qua. Tuy nhiên, thặng dư thương mại của Trung Quốc vẫn tiếp tục tăng mạnh 48,1%.

Chỉ tiêu chính phủ Trung Quốc năm 2012 tăng 15,1% (cao hơn so với dự báo). Lý do bắt nguồn từ việc chính phủ cần tăng chi để duy trì ổn định tăng trưởng kinh tế. Do tăng chi tiêu và nguồn thu tăng chậm nên thâm hụt ngân sách tăng lên kỷ lục 850,2 tỉ CNY – 1,6% GDP.

Tổng mức đầu tư toàn xã hội năm 2012 của Trung Quốc đạt 36.483,5 tỉ CNY, tăng trưởng 20,6% so với năm ngoái, loại bỏ yếu tố giá cả thì tăng trưởng thực tế là 19,3%. Tuy nhiên đây là mức tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2007.

Vốn FDI năm 2012 chứng kiến sự suy giảm cả về số doanh nghiệp FDI đăng kí thành lập và vốn giải ngân. Trong khi số doanh nghiệp FDI đăng kí mới giảm 10,1% so với năm 2011 thì vốn thực hiện/giải ngân chỉ đạt 111,72 tỉ USD, giảm 3,7%.

Tiêu dùng cuối cùng của năm 2012 có mức tăng trưởng thấp nhất trong 7 năm qua (tính từ năm 2006), đạt 20.716,7 tỉ CNY, tăng trưởng 14,3% so với năm 2011. Nếu loại bỏ yếu tố giá cả mức tăng trưởng thực tế đạt 12,1%.

Tỉ giá danh nghĩa CNY/USD năm vừa qua tăng nhẹ với mức tăng giá cả năm là xấp xỉ 0,25%. Tuy nhiên, thặng dư thương mại lớn trong năm qua và trạng thái thặng dư của cán cân thanh toán tổng thể có thể làm gia tăng áp lực tăng giá đồng CNY năm tới. Điểm nổi bật của chính sách tỉ giá cũng như chính sách tiền tệ Trung Quốc năm vừa qua là các điều hành mang tính thị trường đã nhiều hơn.

Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (M2) cả năm đạt 13,8% (thấp hơn mục tiêu 14%), nhưng đây là năm thứ tư liên tiếp tổng mức tăng thêm M2 của Trung Quốc chiếm 50% tổng mức tăng thêm M2 của thế giới, trong khi cung M2 của Trung Quốc năm vừa qua chiếm khoảng 1/3 cung M2 của thế giới. Tăng trưởng tín dụng đạt 15%. Công cụ nghiệp vụ thị trường mở trở thành “vũ khí mới” cho chính sách nới lỏng tiền tệ của Trung Quốc trong nửa cuối năm 2012. Điểm khác biệt rõ nét về sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở là nửa đầu năm 2012, PBoC chủ yếu thực hiện bán repo, còn 6 tháng cuối năm lại liên tục mua lại repo.

Sau khi trải qua 2 lần hạ tỉ lệ dự trữ bắt buộc và 2 lần giảm lãi suất, tăng trưởng dư nợ tín dụng năm 2012 vẫn thấp hơn mức tăng của năm 2011 (15% so với 15,7%). Tính chung cả năm 2012, dư nợ tín dụng bằng đồng CNY của khối ngân hàng đạt 62.990 tỉ, dư nợ tín dụng bằng đồng USD đạt 685 tỉ USD.

Cuối cùng, chịu sự kiểm soát chặt chẽ đối với thị trường bất động sản, thị trường bất động sản Trung Quốc năm qua

chứng kiến 3 quý đầu âm ảm. Nhìn chung cả năm 2012, thị trường bất động sản cũng chịu sự suy giảm đáng kể. Mức đầu tư vào toàn ngành bất động sản cả năm 2012 đã giảm khoảng 10% so với năm 2011 (tăng trưởng 16,2% so với mức 27,9% của năm ngoái).

Hội nghị kinh tế trung ương năm 2012 họp trong 2 ngày 15-16/12/2012 đã đề ra nhiệm vụ trọng tâm của kinh tế Trung Quốc trong năm tới vẫn là ưu tiên ổn định tăng trưởng. Vì vậy, trong trung hạn, tăng trưởng kinh tế Trung Quốc có thể diễn biến theo hình chữ L với đáy có thể là vài quý và sự phục hồi rõ rệt hơn có thể bắt đầu từ quý III năm 2013.

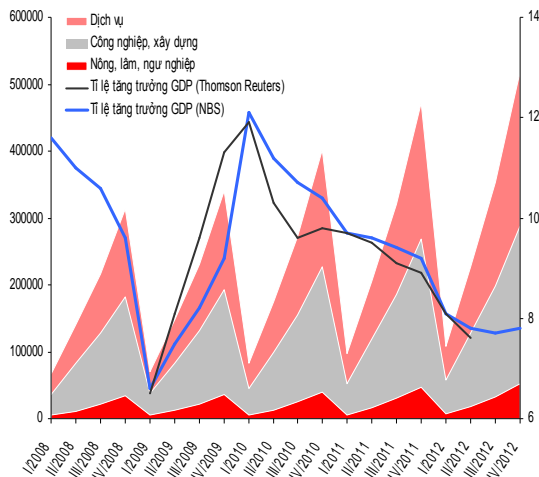
# Kinh tế Trung Quốc 6 tháng cuối năm 2012

## I. Khái quát

### Tăng trưởng kinh tế

Ngày 13/7/2012, NBS công bố số liệu cho thấy GDP Trung Quốc nửa đầu năm 2012 đạt 22709,8 tỉ CNY (tương đương 3500 tỉ USD). Với giá trị này, tỉ lệ tăng trưởng GDP quý II của Trung Quốc đạt 7,6%. Đây là số liệu tăng trưởng GDP theo quý thấp nhất của Trung Quốc trong vòng 3 năm qua – kể từ sau quý II/2009.

**GDP của 3 khu vực và tỉ lệ tăng trưởng GDP theo quý (trăm triệu CNY, %, 2008-2012)**



Nguồn: Thomson Reuters 7/2012 và NBS (các năm)

Mặc dù vậy, do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ, quý I thường có mức tăng trưởng thấp nhất, trong khi đó, quý II là khởi đầu của quá trình phục hồi và kinh tế Trung Quốc sẽ đạt mức tăng trưởng theo quý mạnh nhất vào quý IV. Đối diện với tình hình kinh tế khó khăn, kể từ đầu quý III, chính phủ Trung Quốc đã phải điều chỉnh tỉ lệ tăng trưởng GDP cả năm xuống mức 7,5%, đồng thời nhấn mạnh xử lý tốt quan hệ giữa (1) đảm bảo kinh tế phát triển tương đối nhanh và ổn định với (2) điều chỉnh kết cấu kinh tế và (3) kiểm soát lạm phát. Để thực hiện duy trì tốc độ tăng trưởng đạt 7,5% một số chính sách tài khóa và tiền tệ nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế đã được ban hành từ tháng 5/2012. Trong đó, ngày 8/6/2012, PBoC đã phải hạ lãi suất tiền gửi đồng CNY loại kỳ hạn 1 năm lần đầu tiên sau 3 năm rưỡi. Tuy nhiên, do độ trễ của chính sách, tăng trưởng GDP quý III của Trung Quốc chỉ đạt 7,4% (tổng giá trị GDP đạt 35.348 tỉ CNY). Trong đó, nông nghiệp tăng trưởng 4,2%, công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 8,1%, dịch vụ tăng trưởng 7,9%. Do yếu tố chu kỳ và mùa vụ và các chính sách cho phép đầu tư tăng trưởng trở lại ở mức độ hợp lý, GDP Trung Quốc quý IV đã phục hồi về mức 7,9%, tăng trưởng GDP cả năm là 7,8% (tổng giá trị GDP cả năm đạt 51.932,2 tỉ CNY, tương đương 8223,151 tỉ



USD). Trong quý III, mức độ tăng trưởng của ngành công nghiệp và xây dựng nhanh nhất, nhưng yếu tố Tết truyền thống và sự suy giảm của ngành công nghiệp trong quý IV khiến mức độ đóng góp của ngành dịch vụ đối với tăng trưởng GDP chung đã bắt kịp mức đóng góp của ngành công nghiệp và xây dựng.

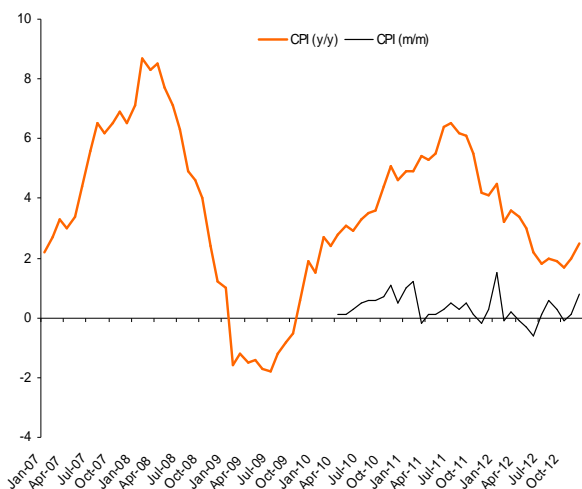
	Giá trị tuyệt đối (tỷ CNY)	Mức tăng trưởng (%)	Đóng góp vào GDP
GDP	51932,2	7,8	
Nông nghiệp	5237,7	4,5	0,76
Công nghiệp, xây dựng	23531,9	8,1	2,41
Dịch vụ	23162,6	8,1	4,63

Nguồn: NBS và tính toán của nhóm nghiên cứu VCES

Một điểm đáng chú ý là trong 2 năm liên tiếp kể từ năm 2010 tăng trưởng của quý sau liên tục sụt giảm so với quý trước cùng kì, phản ánh khuynh hướng giảm tốc rõ nét của kinh tế Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng, trong trung hạn, tăng trưởng kinh tế Trung Quốc có thể diễn biến theo hình chữ L với đáy có thể là vài quý và sự phục hồi rõ rệt hơn có thể bắt đầu từ quý III năm 2013.

## Lạm phát

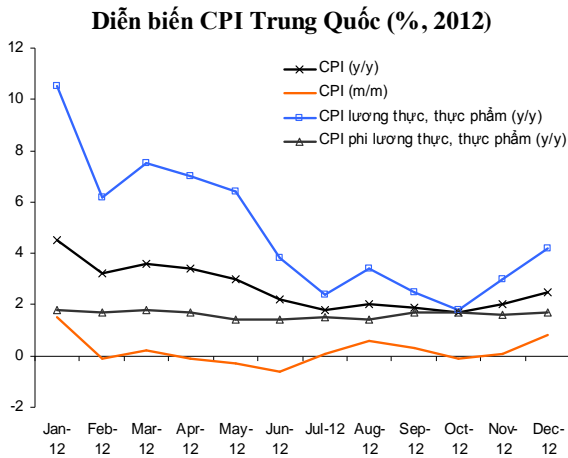
Diễn biến CPI Trung Quốc (%), 2007–2012



Nguồn: Số liệu NBS (các năm)

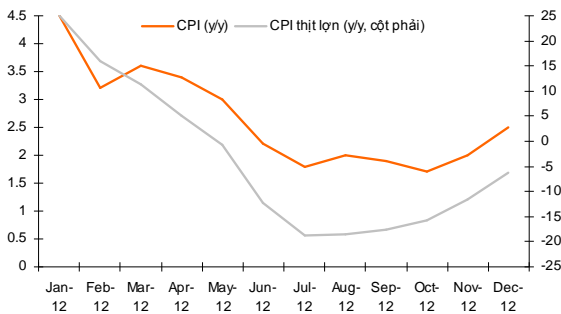
Sau một năm CPI nhóm hàng lương thực - thực phẩm giảm mạnh cùng xu thế giảm giá lương thực thực phẩm thế giới, Trung Quốc đã thành công trong việc khống chế lạm phát ở mức dưới 4%. Mặc dù yếu tố mùa vụ những tháng cuối năm đẩy lạm phát lên cao nhưng CPI cả năm 2012 của Trung Quốc chỉ ở mức 2,6% - mức tăng thấp nhất trong 3 năm qua. Trong bối cảnh thị trường bất động sản vẫn chịu tác động của các chính sách thắt chặt khiến giá nhà suy giảm, thì giá lưu trú trong rổ hàng hóa tính CPI của Trung Quốc chỉ tăng nhẹ. Mức tăng CPI 6 tháng cuối năm do đó chủ yếu bắt nguồn từ tăng CPI của nhóm lương thực – thực

phẩm. Tháng 12, CPI lương thực – thực phẩm tăng 4,5%, CPI phi lương thực thực phẩm tăng 1,7%.



Ngoại trừ yếu tố mùa vụ giáp Tết, CPI lương thực - thực phẩm 2 tháng cuối năm tăng mạnh còn bắt nguồn từ nguyên nhân thời tiết. Trong mức tăng CPI lương thực thực phẩm thì giá rau tăng mạnh nhất. Giá rau Trung Quốc trong tháng 12 tăng 17,5% so với tháng 11, đóng góp 0,46 điểm phần trăm vào mức tăng CPI tháng 12 so với tháng 11 – điều này có nghĩa là khoảng 60% mức tăng CPI của tháng 12 là do giá rau tăng mạnh. Số liệu điều tra của NBS cho thấy giá rau xanh tháng 12 tại vùng Hoa Bắc Trung Quốc tăng bình quân 31,3%, cá biệt có những tỉnh tăng gần 40%.

**Diễn biến CPI và giá thịt lợn năm 2012 (%)**



Nguồn: Số liệu NBS (2012)

Theo quan sát biến động CPI Trung Quốc các năm có thể nhận thấy biến động CPI trên thực tế chịu tác động rất lớn từ biến động giá thịt lợn. Mặc dù cả năm 2012 giá thịt lợn giảm 5% so với năm 2011 (trong khi giá rau xanh tăng 15,9%) nhưng chúng tôi quan sát thấy giá thịt lợn đã tăng liên tiếp trong 14 tuần cuối năm 2012, điều này cho phép phán đoán rằng CPI đã chạm đáy hồi phục và chu kỳ tăng CPI do biến động giá rau xanh sắp chuyển thành tăng giá do biến động giá thịt.

Nhìn chung cả năm 2012 có thể nhận thấy biến động CPI của Trung Quốc chủ yếu chịu tác động của biến động CPI nhóm lương thực – thực phẩm trong bối cảnh CPI phi lương thực – thực phẩm tăng ổn định ở mức 1,4 – 1,7%.

## II. Các thành phần của tổng cung

### Nông nghiệp

Trong các ngành kinh tế, nông nghiệp là ngành ít chịu ảnh hưởng của biến động kinh tế vĩ mô nhất trong năm vừa qua do đây là ngành nhận được nhiều sự đầu tư của chính phủ nhằm thu hẹp khoảng cách chênh lệch giữa khu vực nông thôn và thành thị. Nông nghiệp là ngành có mức tăng trưởng năm 2012 cao hơn so với năm 2011 (trong bối cảnh tăng trưởng sản xuất công nghiệp suy giảm mạnh so với mức tăng của năm trước). Quý III, tăng trưởng sản xuất nông nghiệp là 4,2% (tổng giá trị đạt 3308,8 tỉ CNY, cả năm tăng trưởng 4,5% (tổng giá trị đạt 5237,7 tỉ) bằng với mức tăng trưởng năm ngoái.

Với sự đầu tư mạnh mẽ về thủy lợi, cơ sở hạ tầng nông nghiệp và kinh phí nghiên cứu khoa học kỹ thuật nông lâm, lại gặp điều kiện thời tiết tương đối thuận lợi nên nông nghiệp Trung Quốc 2012 chứng kiến một mùa bội thu. Sản lượng lương thực chứng kiến năm tăng thứ 9 liên tiếp với mức sản lượng lịch sử đạt 589,57 triệu tấn, tăng trưởng 3,2% so với năm ngoái. Tuy nhiên, sản lượng của các cây trồng kinh tế nông nghiệp như bông, cây lấy dầu lại không mấy khả quan. Số liệu điều tra của Hệ thống giám sát thị trường bông cho thấy diện tích trồng bông năm 2012 suy giảm 9,6%, tổng sản lượng bông năm nay suy giảm 6,992 triệu tấn, suy giảm 7,4%. Trong khi sản lượng cây lấy dầu chỉ tăng trưởng 2%.

Năm 2012, thu nhập thuần của khu vực nông thôn tăng trưởng 10,7%. Điều này đạt được một phần do cải thiện đáng kể về sản lượng nông sản phẩm và chi phí tư liệu sản

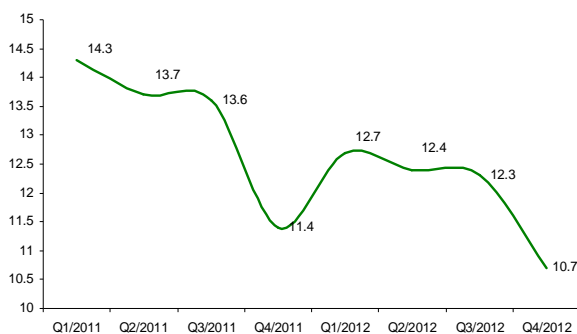
xuất nông nghiệp năm 2012 đã giảm xuống sau khi tăng mạnh từ năm 2010.

	Chỉ số giá TLSX nông nghiệp (năm trước = 100)	Thức ăn gia súc/gia cầm	Phân bón	Thuốc trừ sâu
1/2010	99.6	n.a.	n.a.	n.a.
2/2010	100.3	n.a.	n.a.	n.a.
3/2010	100.9	n.a.	n.a.	n.a.
4/2010	101.2	n.a.	n.a.	n.a.
5/2010	102.1	n.a.	n.a.	n.a.
6/2010	102.5	n.a.	n.a.	n.a.
7/2010	102.86	108.79	98.26	100.53
8/2010	103.49	108.41	100.22	100.7
9/2010	103.89	107.75	102.2	100.91
10/2010	105.2	107.5	105.3	101.1
11/2010	106.5	108.6	107.2	101.6
12/2010	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1/2011	105.41	105.56	105.6	101
2/2011	106.51	105.61	106.95	101.09
3/2011	n.a.	105.8	107.2	101.3
1/2012	109.81	107.22	n.a.	n.a.
2/2012	109.26	106.65	n.a.	n.a.
3/2012	108	105.88	n.a.	n.a.
4/2012	107.72	105.98	n.a.	n.a.
5/2012	107.11	105.97	n.a.	n.a.
6/2012	105.2	105.3	n.a.	n.a.

Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu VCES từ số liệu Quỹ Incadata (các năm)

Tuy nhiên, xét về xu thế, tăng trưởng thu nhập thuần của khu vực nông thôn đang thể hiện xu hướng suy giảm tiếp nối từ năm 2011 (hình). Năm 2012, tăng trưởng thu nhập thuần của nông thôn thấp hơn 0,7 điểm phần trăm so với năm 2011.

**Tăng trưởng thu nhập thuần của khu vực nông thôn Trung Quốc 2011-2012 (%)**



Nguồn: Số liệu NBS (2012)

Biến động tăng trưởng thu nhập thuần nông thôn năm 2012 hoàn toàn trùng khớp với biến động giá bán nông sản phẩm. Nửa đầu năm giá nông sản phẩm tăng nên tăng trưởng thu nhập cao, khi giá nông sản phẩm (ngoại trừ giá rau xanh và thịt lợn) suy giảm vào nửa cuối năm thì tăng trưởng thu nhập cũng giảm theo. Trong thời gian tháng 1-11/2012, giá nông sản phẩm đã biến động theo xu thế nửa đầu năm tăng, nửa cuối năm giảm (ngoại trừ tháng 8), mức tăng trưởng bình quân tháng là 4%. Trong các mặt hàng

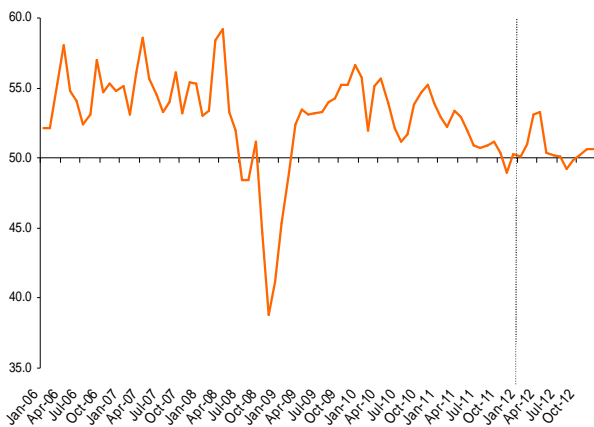
nông sản phẩm, giá ngũ cốc và đậu tương tăng mạnh (cả năm 2012, giá ngũ cốc tăng 12,1%, giá đậu tương tăng 10,5%, giá ngô tăng 5,6%); giá bông giảm mạnh (giảm 19,2%) mặc dù sản lượng chỉ tăng nhẹ và diện tích gieo trồng giảm. Điều này bắt nguồn từ việc xuất khẩu ngành may mặc năm vừa qua có mức tăng trưởng rất thấp - chỉ đạt 3%, thấp thứ 2 trong vòng 20 năm qua. Giá rau xanh năm vừa qua chịu tác động của thời tiết khắc nghiệt 3 tháng cuối năm đã tăng 16%. Trong đó, tăng giá rau xanh đóng góp 60% mức tăng CPI của quý IV. Giá các mặt hàng thịt sữa nhìn chung đều tăng mạnh. Giá thịt bò, thịt dê đều tăng hơn 20%, giá thịt lợn giảm nhẹ 1,1%. Sự tăng giá của các loại thịt sữa chủ yếu do chi phí đầu vào (như giá thức ăn gia súc/gia cầm) tăng lên. Chi phí tăng khiến giá tăng lên cho thấy hiệu suất sản xuất của ngành chăn nuôi gia súc đã xuống mức rất thấp buộc phải tăng giá để trung hòa tác động của tăng giá chi phí đầu vào.

Bên cạnh những thuận lợi và thành tựu cơ bản, nông nghiệp Trung Quốc năm 2012 vẫn tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn vừa mang tính thời điểm, vừa mang tính lịch sử chưa giải quyết được.

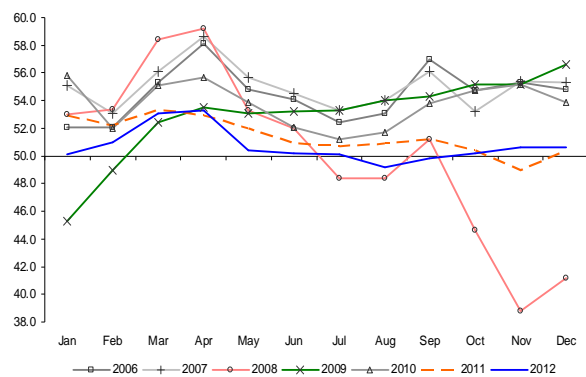
Trước hết, cách thức điều hành thị trường nông sản còn một số bất hợp lý. Những bất hợp lý này thể hiện trong việc thiếu đồng bộ về điều hành nhập khẩu và thu mua nông sản trong nước. Nhập khẩu nông sản và tồn kho nông sản đều tăng, gây áp lực cho thị trường nông sản Trung Quốc. Tính đến ngày 15/9, CGRC đã thu mua (với mức giá thu mua tối thiểu) được tổng cộng 23,35 triệu tấn lúa mì (tương đương 20% sản lượng của Trung Quốc). Nhưng đồng thời, trong thời gian tháng 1 – 11/2012 lại nhập khẩu ròng lúa mì. Bên cạnh đó gánh nặng trợ giá nông nghiệp ngày càng lớn khiến hiệu quả trợ giá suy giảm.

Tiếp theo, khó khăn lớn hơn cả đối với nông dân, ảnh hưởng đến tăng trưởng sản xuất nông nghiệp là những cứng nhắc trong quan niệm về quyền tài sản (property rights) đất nông nghiệp. Các cơ quan hữu quan không có yêu cầu thống nhất như nhau về thời hạn thuê khoán đất nông nghiệp. Hiện nay đa phần đều lấy thời hạn còn thừa trong hợp đồng thuê khoán làm chuẩn đăng kí. Ít có địa phương thực hiện thời hạn đăng kí “lâu dài”. Đặc biệt, quyền kinh doanh, chuyển nhượng ruộng đất của nông dân chưa được đảm bảo, chưa có các sản giao dịch quyền kinh doanh đất khoán. Theo điều tra tháng 8/2012, một huyện thuộc thành phố Tây An đề nghị thành lập sản giao dịch quyền kinh doanh đất khoán, mỗi năm cần kinh phí hành chính 100.000 CNY nhưng không được phê chuẩn. Không thể chuyển nhượng đối với đất đai nhà rồi, nông dân Trung Quốc tại nhiều nơi cũng không thể dùng đó làm tài sản thế chấp để vay vốn. Hiện nay, chỉ có Gia Hưng, Ninh Ba, Hồ Châu (của tỉnh Chiết Giang), Thành Đô (của tỉnh Tứ Xuyên), Đông Táo (tỉnh Sơn Đông) là những địa phương đang tìm cách cho phép nông dân sử dụng đất khoán làm tài sản thế chấp.

**Chỉ số PMI của ngành công nghiệp chế tạo Trung Quốc (2006 – 2012)**



### Sản xuất công nghiệp

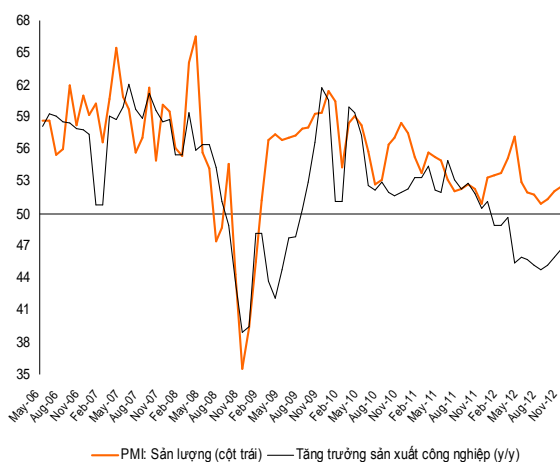


Nguồn: Số liệu CFLP (các năm)

Một chỉ báo quan trọng phản ánh tình hình sản xuất công nghiệp của Trung Quốc là PMI. Sau khi duy trì tiếp “quán tính” tăng trưởng bắt đầu từ cuối năm 2011 để phục hồi lên mức cao nhất trong quý I năm 2012, chỉ số PMI đã suy giảm mạnh báo hiệu sự suy giảm của tăng trưởng kinh tế. Sau khi tăng trưởng kinh tế Trung Quốc quý II/2012 chỉ đạt 7,6%, PMI của Trung Quốc trong năm 2012 theo số liệu của CFLP lần đầu tiên ở dưới ngưỡng 50 điểm vào tháng 8 (đạt 49,2)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Mặc dù vậy, số liệu của HSBC Hong Kong cho thấy đến tháng 6 năm 2012, PMI của Trung Quốc đã có 8 tháng liên tiếp không đạt ngưỡng 50. Cụ thể, PMI từ tháng 2 – 6/2012 lần lượt là 49,6; 48,3; 49,3; 48,4; và 48,1

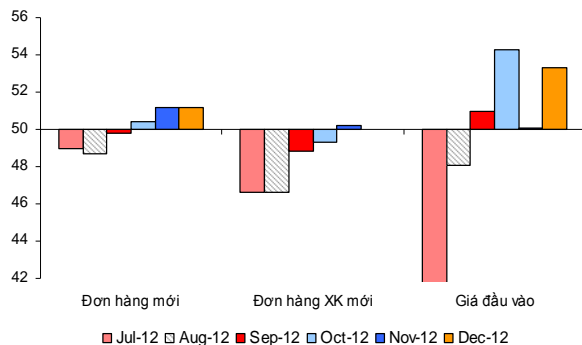
### Tăng trưởng sản xuất công nghiệp và sản lượng PMI (5/2006 – 12/2012)



Nguồn: Số liệu CFLP và NBS (các năm)

Cùng với chính sách nới lỏng tiền tệ và duy trì đầu tư ở mức hợp lý để thúc đẩy tăng trưởng, kèm với yếu tố mùa vụ cuối năm, sản xuất công nghiệp Trung Quốc đã có sự phục hồi vào quý III, ghi nhận 3 tháng liên tiếp PMI ở mức trên 50. PMI Trung Quốc tháng 12 đạt mức 50,6 cao nhất trong 7 tháng, số liệu HSBC là 51,5 – cao nhất trong 19 tháng. Nhưng chúng tôi nhận thấy ngoại trừ cú shock từ khủng hoảng tài chính – tiền tệ nửa cuối năm 2008 khiến sản xuất công nghiệp sụt giảm mạnh thì sản xuất công nghiệp của Trung Quốc hiện nay đang ở mức thấp nhất trong vòng 7 năm qua. Giá trị PMI trung bình của năm 2012 là 50,7 thấp hơn so với mức trung bình 52,8 của giai đoạn 2005 – 2012. Giữa tăng trưởng sản xuất công nghiệp và chỉ số sản lượng của PMI có tương quan mạnh<sup>1</sup>. Mặc dù chỉ số sản lượng PMI của cả năm 2012 không thực sự thấp hơn so với năm 2011 nhưng tăng trưởng sản xuất công nghiệp thì suy giảm rõ rệt.

### Tăng trưởng sản xuất công nghiệp 6 tháng cuối năm thiếu bền vững



Nguồn: Số liệu CFLP và Viện Li&Fung (2012)

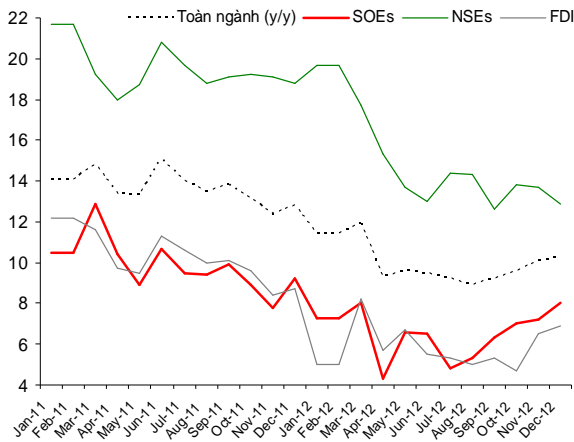
Chúng tôi cho rằng, điều này chịu tác động từ việc cầu bên ngoài suy giảm rõ nét và giá đầu vào tăng cao đã tác động xấu đến sản xuất công nghiệp của Trung Quốc. Đồng thời, điều này cũng khiến quá trình phục hồi của sản xuất công nghiệp Trung Quốc chưa thực sự bền vững.

Vấn đề của công nghiệp Trung Quốc hiện nay là (1) dư thừa sản lượng và (2) tỉ lệ thu lợi từ đầu tư của doanh nghiệp quá thấp. Điều này cũng là nguyên nhân quan trọng khiến tỉ lệ tăng trưởng sản xuất công nghiệp không thực sự ấn tượng. Tính theo giá không đổi, tăng trưởng sản xuất công nghiệp của các doanh nghiệp quy mô trở lên ở Trung Quốc cả năm chỉ đạt 10%, giảm 3,9% so với năm 2011. Dù

<sup>1</sup> Dữ liệu phân tích PMI được thu thập qua một cuộc khảo sát hàng trăm nhà quản lý phụ trách việc mua hàng thuộc khu vực sản xuất về 5 yếu tố với trọng số cho từng yếu tố khác nhau: sản lượng (25%), số đơn đặt hàng mới (30%), tốc độ giao hàng của nhà cung cấp (15%), nguyên vật liệu tồn kho (10%) và tình trạng việc làm (20%).

đã phục hồi so với quý II (9,5%) và quý III (9,1%) nhưng sản xuất công nghiệp quý IV chưa lấy lại được mức của quý I (11,6%). Trong đó, tăng trưởng hàng hóa xuất khẩu đã giao của các doanh nghiệp này chỉ đạt mức khiêm tốn 7,1% (tổng giá trị xuất khẩu đạt khoảng 10.676 tỉ CNY).

**Tăng trưởng sản xuất công nghiệp theo loại doanh nghiệp (%), 2011–2012**



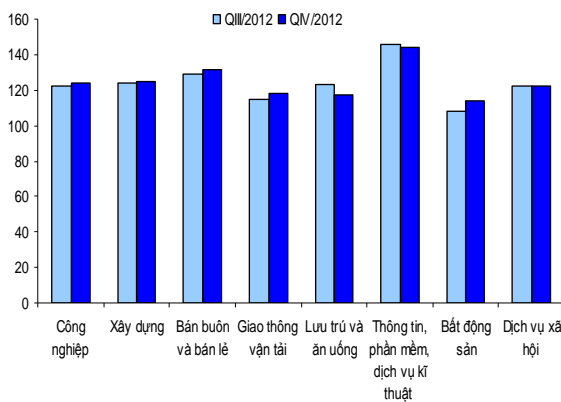
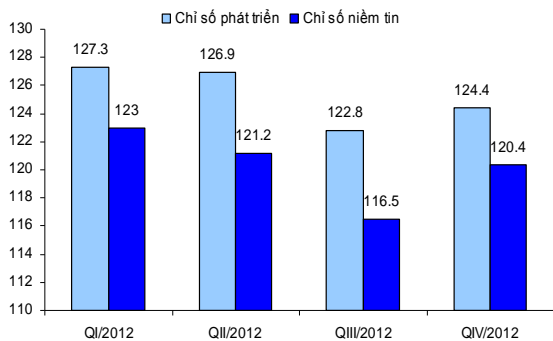
Nguồn: Số liệu NBS (2011, 2012)

Có thể nhận thấy, trong thời gian 2 năm qua, mặc dù sản xuất công nghiệp của tất cả các loại hình doanh nghiệp đều có dấu hiệu suy giảm, nhưng mức độ giảm của doanh nghiệp tư nhân lớn hơn nhiều so với SOEs và doanh nghiệp FDI. Đồng thời, sau khi suy giảm mạnh về sản xuất vào tháng 4/2012, doanh nghiệp tư nhân vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi sản xuất trong khi SOEs và doanh nghiệp FDI đã có sự phục hồi nhất định. Điều này phản ánh hạn chế về quy mô, khó khăn trong tiếp cận tín dụng, đồng CNY tăng giá và cầu bên ngoài co hẹp đang tác động mạnh hơn lên các doanh nghiệp vừa và nhỏ của Trung Quốc.

Tuy nhiên, báo cáo về kết quả kinh doanh cho thấy doanh nghiệp tư nhân 6 tháng cuối năm có hiệu quả kinh doanh tốt hơn so với SOEs và doanh nghiệp FDI. Cùng với tình hình kinh tế thế giới trong giai đoạn khó khăn và những suy giảm của kinh tế trong nước do các yếu tố cấu trúc, sự đóng băng của thị trường bất động sản, năm 2012 chứng kiến tình hình hoạt động vô cùng khó khăn của các doanh nghiệp công nghiệp. Mặc dù, tình hình 6 tháng cuối năm đã có sự phục hồi nhất định nhưng lợi nhuận của các doanh nghiệp công nghiệp quy mô trở lên năm 2012 chỉ đạt 5,3%. Trong số 41 ngành công nghiệp có 30 ngành lợi nhuận tăng, 10 ngành lợi nhuận giảm và 1 ngành lỗ vốn. Lợi nhuận của SOEs giảm 5,1% (chỉ đạt 1416,3 tỉ CNY), của doanh nghiệp FDI giảm 4,1% (chỉ đạt 1268,8 tỉ CNY), của doanh nghiệp tư nhân tăng trưởng 20% (đạt 1817,2 tỉ CNY). Trong năm 2012, chỉ có quý IV là quý mà lợi nhuận của các doanh nghiệp công nghiệp Trung Quốc có được

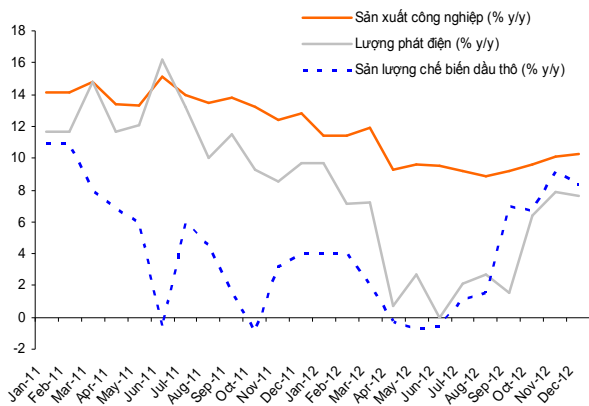


### Chỉ số phát triển doanh nghiệp và chỉ số niềm tin kinh doanh theo quý và theo ngành



Nguồn: Số liệu NBS

### Tăng trưởng sản lượng công nghiệp, điện năng và dầu thô chế biến 2011-2012



Nguồn: Thiết lập theo số liệu NBS

mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ năm trước (tháng 10: 0,5%, tháng 11: 3%, tháng 12: 5,3%). Suy giảm sản xuất của các loại hình doanh nghiệp có vai trò vô cùng quan trọng đối với xuất khẩu của Trung Quốc, đến lượt mình đã làm giảm mức đóng góp của xuất khẩu ròng (net export) cho tăng trưởng GDP. Năm 2011, xuất khẩu ròng làm GDP giảm 0.5%, trong khi mức đóng góp của nó cho tăng trưởng GDP năm 2010 là 1% (WB, 2012).

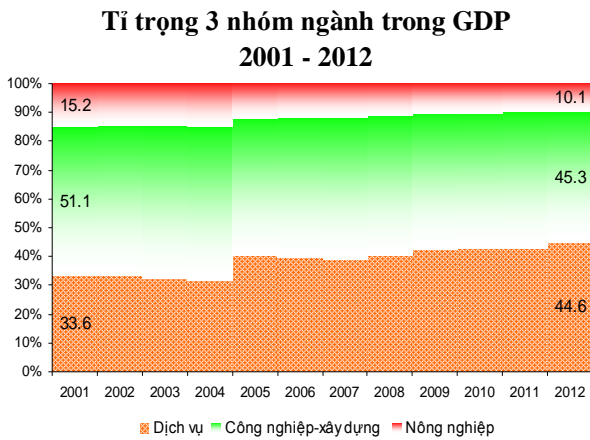
Ngoài các chỉ báo như PMI, tăng trưởng sản xuất công nghiệp hay lợi nhuận, một chỉ báo quan trọng khác để đánh giá tình hình sản xuất công nghiệp Trung Quốc một năm qua là chỉ số phát triển doanh nghiệp. Số liệu NBS cho thấy doanh nghiệp quy mô lớn (chỉ số phát triển 137,1) có sự phục hồi tốt hơn so với SMEs (chỉ số 124,8 và 115). Cả chỉ số phát triển doanh nghiệp và chỉ số niềm tin kinh doanh đều có sự phục hồi vào quý IV sau khi chạm đáy trong quý III nhưng vẫn rất yếu ớt.

Cuối cùng, có thể nhận thấy sự suy giảm của sản xuất công nghiệp thông qua sự suy giảm của sản lượng điện năng và sản lượng dầu thô chế biến

Mức điện năng tiêu thụ phản ánh “sức khỏe” của nền kinh tế, đối với sản xuất công nghiệp, mức tiêu thụ điện năng và sản lượng hóa dầu là những chỉ báo quan trọng cho biết tình hình sản xuất của ngành kinh tế này đang như thế nào. Tại Trung Quốc, năm 2012, ngành công nghiệp tiêu thụ xấp xỉ 74% sản lượng điện năng. Tuy nhiên, với tổng mức tiêu thụ cả năm 2012 đạt 4959,1 tỉ Kwh, đạt mức tăng trưởng 5,5% thì đây là mức tiêu thụ thấp thứ 2 kể từ năm 2002. Mức tăng trưởng tiêu thụ này chỉ cao hơn một chút so với thời điểm khủng hoảng năm 2008 (5,23%). So với mức tăng trưởng của năm 2011, mức tăng của năm 2012 đã suy giảm 6,2 điểm phần trăm. Điều này phản ánh thêm sắc

nét sự khó khăn của sản xuất công nghiệp. Hình trên cho thấy, giống với tình hình tăng trưởng sản xuất công nghiệp, tăng trưởng tiêu thụ điện suy giảm mạnh trong nửa đầu năm và bắt đầu phục hồi từ quý III.

## Dịch vụ



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu NBS (các năm)

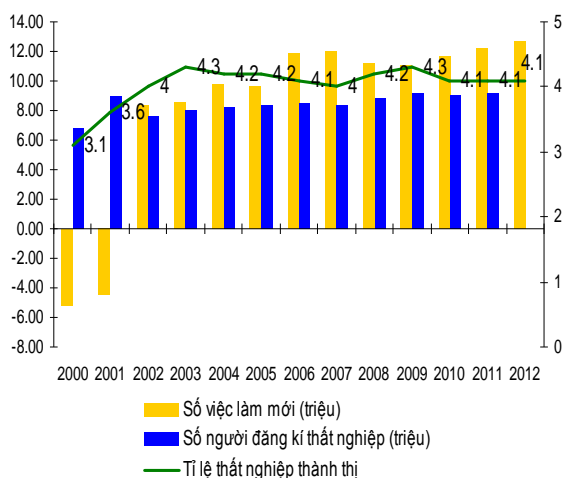
Trong bối cảnh tăng trưởng sản xuất công nghiệp năm vừa qua gây nhiều thất vọng, nông nghiệp và dịch vụ là những ngành đóng góp nhiều hơn cả cho tăng trưởng GDP của Trung Quốc năm nay. Đóng góp cho tăng trưởng GDP của nông nghiệp tăng 0,36 điểm phần trăm, của dịch vụ tăng 0,53 điểm phần trăm, đóng góp của công nghiệp và xây dựng giảm 2,4 điểm phần trăm so với năm 2011.

Với tổng giá trị đạt 23162,6 tỉ CNY (ngang với tổng giá trị ngành công nghiệp và xây dựng), ngành dịch vụ Trung Quốc năm 2012 đã đạt mức tăng trưởng 8,1% đưa tỉ trọng của ngành dịch vụ trong GDP lên 44,6%, cao hơn so với mức 43% và 43,1% của năm 2010 và 2011. Tuy nhiên, tỉ trọng này vẫn thấp hơn so với tỉ trọng của các nước phát triển. Đặc biệt, mức cải thiện tỉ trọng của 3 nhóm ngành trong GDP vẫn chưa có nhiều chuyển biến đáng kể so với cách đây 10 năm. Điều này cho thấy quá trình chuyển dịch cơ cấu kinh tế của Trung Quốc vẫn là một chặng đường dài.

## Thị trường nhân tố

Năm 2012 là một năm khó khăn với thị trường lao động Trung Quốc. Ngoài chi phí lao động tăng cao tại các thành phố chủ chốt, tỉ lệ thất nghiệp tại thành thị tuy ngang bằng so với năm trước, số việc làm mới cũng tăng nhẹ so với năm 2011 (12,66 triệu, tăng 450.000 việc làm), nhưng tình

### Biến động việc làm và thất nghiệp ở Trung Quốc 2000 - 2012



Nguồn: Số liệu ILO, ADB và NBS

hình phổ biến 6 tháng cuối năm là các thành phố đều rơi vào tình trạng thiếu hụt lao động.

Theo số liệu thống kê chính thức của Bộ Nguồn nhân lực và Bảo hiểm xã hội, nửa đầu năm 2012, có 16 tỉnh đã nâng mức lương tối thiểu với mức nâng trung bình 19,7% - kéo dài đà tăng lương từ năm 2011. Thẩm Quyển là thành phố có mức lương tối thiểu cao nhất: 1500 CNY/tháng.

Đối diện với tình hình thuê dụng lao động ngày càng đắt đỏ, nhiều doanh nghiệp FDI ở Trung Quốc đã chuyển hướng đầu tư sang các quốc gia khác có chi phí lao động thấp hơn tại Đông Nam Á và Nam Á. Điểm sáng của thị trường lao động Trung Quốc trong năm qua là số lao động ra nước ngoài làm thuê đã tăng thêm 60.000 so với năm ngoái, đạt mức 512.000 người; trong đó 233.000 lao động ra nước ngoài nhằm thực hiện các công trình mà Trung Quốc thắng thầu và 278.000 lao động được đi theo dạng xuất khẩu lao động. Theo số liệu MOFCOM, tổng số lao động của Trung Quốc ở nước ngoài hiện nay là 6,39 triệu người.

Số liệu điều tra quý IV/2012 của Bộ Nguồn nhân lực và Bảo hiểm xã hội tại 103 thành phố (với lực lượng lao động chiếm khoảng 57% tổng lực lượng lao động thành thị) cho thấy:

- Cung lao động tại thành thị đang không đủ cầu. Cụ thể, có 5,089 triệu nhu cầu tuyển dụng nhưng số người tìm việc tham gia vào thị trường chỉ có 4,731 triệu người. Tỷ lệ thiếu hụt lao động quý IV là 1,08, cao hơn 0,03 so với quý III và cao hơn 0,04 so với cùng kì năm 2011
- Xét theo khu vực, so với năm 2011, miền Đông duyên hải mặc dù có mức tăng trưởng về cung cầu lao động nhưng mức chênh lệch cung cầu lớn nhất. Tăng trưởng cầu lao động 4,3% (tương đương với nhu cầu tuyển

dụng 103.000 lao động) nhưng tăng trưởng cung chỉ đạt 1,1% (tương đương với 25.000 lao động). Cung và cầu lao động ở miền Trung đều giảm mạnh 7,3% (tương đương với 71.000 – 78.000 lao động). Trong khi đó cung cầu lao động tại miền Tây khá cân bằng. Tuy nhiên, so với quý III, cung và cầu lao động tại tất cả các khu vực đều sụt giảm. Miền Đông cầu và cung lao động giảm 310.000 và 486.000; miền Trung giảm 254.000 và 200.000; miền Tây giảm 178.000 và 230.000. Số liệu này cho thấy mức độ sụt giảm cung lao động tại các khu vực đều tăng mạnh và lớn hơn so với mức sụt giảm về cầu.

➤ 82,9% số doanh nghiệp có nhu cầu tuyển dụng hoạt động trong lĩnh vực chế biến-chế tạo; bán buôn-bán lẻ; lưu trú và ăn uống; xây dựng; và một số ngành dịch vụ khác.

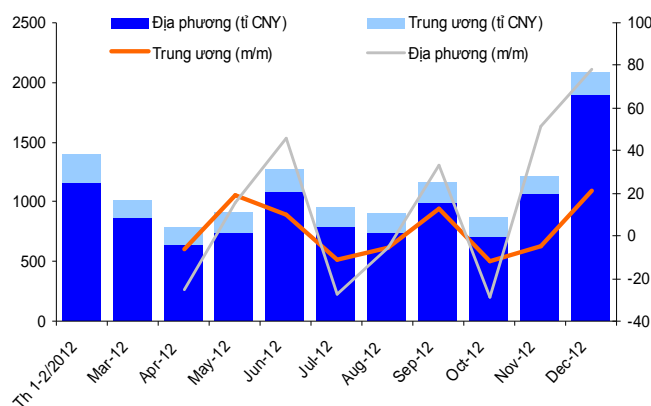
Một điểm đáng lưu ý là, theo tính toán của chúng tôi, lao động dư thừa ở nông thôn Trung Quốc hiện nay – số lao động có thể tiếp tục chuyển dịch về các đô thị - trên thực tế chỉ còn khoảng 28 – 30 triệu người (độ tuổi 15-35).

### **III. Các thành phần của tổng cầu**

#### **Chi tiêu chính phủ**

Những bất ổn kinh tế vĩ mô sau năm 2008 do thực thi các chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng và thị trường bất động sản phát triển nóng do đầu cơ khiến chính phủ Trung Quốc ngày càng dành nhiều sự tập trung cho việc cải thiện chất lượng tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô. Do vậy, chính sách tiền tệ và tài khóa năm 2010-2011 dần chuyển hướng sang thắt chặt, trong đó rõ nét nhất là chính sách tài khóa năm 2011 và nửa đầu năm 2012. Tuy nhiên, sau khi số liệu tăng trưởng GDP theo quý liên tục để mất

### Chi tiêu chính phủ theo cấp hành chính hàng tháng



Nguồn: Số liệu MOF

các mốc 9%, 8%, vào nửa đầu năm 2012, Thủ tướng Ôn Gia Bảo trên cơ sở khẳng định “ổn định tăng trưởng” đã phải cho phép “tăng trưởng đầu tư và chi tiêu chính phủ” ở mức hợp lý để thực hiện mục tiêu tăng trưởng cả năm đạt 7,5%. Biện pháp thực hiện được sử dụng tiếp tục là tăng cường chi tiêu chính phủ nhằm đầu tư cho các công trình dân sinh trọng điểm – điều đã từng xảy ra vào cuối năm 2008. Vì vậy, chi tiêu chính phủ có sự tăng trưởng đột biến vào đầu quý III (tháng 7 tăng trưởng 37,1% so với cùng kỳ năm 2011). Với sự chỉ đạo này, chi tiêu chính phủ của Trung Quốc sau khi được cải thiện mạnh trong nửa đầu năm (nhờ chính sách tài khóa thắt chặt đã đạt mức thặng dư 99 tỉ CNY) đã có quy mô chi tiêu tăng mạnh. Cả năm, chi tiêu chính phủ của Trung Quốc đạt 12.571,2 tỉ CNY tăng trưởng 15,1% so với năm 2011 (cao hơn mức 14,5% dự báo trước đó). Tháng 12 là tháng có mức chi tiêu chính phủ lớn nhất cả năm của Trung Quốc (trong đó trung ương chi tiêu 181,3 tỉ CNY, địa phương chi tiêu 1900,4 tỉ CNY).

Trọng điểm của chi tiêu chính phủ trong năm qua – giống như năm 2008 – là tiếp tục đầu tư để giải quyết các vấn đề dân sinh. Mặc dù lĩnh vực này có mức tăng trưởng mạnh nhất so với các lĩnh vực chi tiêu khác của chính phủ nhưng khó khăn kinh tế của năm 2012 khiến mức tăng của năm 2012 đã giảm mạnh so với mức tăng năm 2011.

#### Biến động chi tiêu chính phủ cho lĩnh vực dân sinh (%)

	2011	2012	Biến động 2012 so với 2011
Tăng trưởng chi tiêu chính phủ	21,6	15,1	-6,5
Giáo dục	31,5	28,3	-3,2
Nông-lâm-thủy lợi	22,2	19,8	-2,5
Văn hóa-thể dục thể thao	22,7	18,9	-3,8
Sinh hoạt tại khu dân cư	27,3	18,4	-8,9
Nhà ở xã hội	60,7	16,4	-44,4
Khoa học kỹ thuật	25,4	15,7	-9,7
Bảo hiểm xã hội và việc làm	21,7	12,9	-8,8
Vệ sinh - y tế	33,8	12,0	-21,9

Bảo vệ môi trường	8,1	11,0	2,9
Giao thông vận tải	36.6	9.0	-27.6

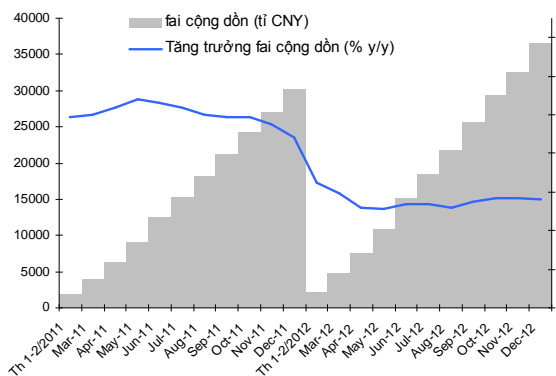
Nguồn: Nhóm nghiên cứu VCES tổng hợp theo số liệu MOF (các năm)

Chi tiêu chính phủ Trung Quốc năm vừa qua tăng mạnh ở cả 2 cấp trung ương và địa phương. Chi tiêu cấp trung ương đạt 1876,5 tỉ CNY (tăng 13,6% so với năm 2011). Mặc dù kinh tế suy giảm, sản xuất công nghiệp khó khăn, lợi nhuận của doanh nghiệp sụt giảm, vốn đầu tư FDI tăng chậm lại và gánh nặng đầu tư công tại địa phương tăng cao nhưng sự phục hồi của thị trường bất động sản từ quý IV và mức tiêu dùng mạnh mẽ của cư dân đã góp phần cải thiện nguồn thu của chính quyền địa phương, qua đó đảm bảo cho việc chi tiêu của chính quyền địa phương năm vừa qua đạt mức 10694,7 tỉ CNY (tăng 15,7% so với năm ngoái). Tiêu dùng của cư dân đã tăng trưởng mạnh hơn dự báo, điều này giúp tăng trưởng thuế thu của địa phương từ nguồn thuế tiêu dùng tăng trưởng 13,9% - loại thuế thu có mức suy giảm tăng trưởng thấp nhất so với năm 2011 trong số 8 loại thuế thu của địa phương (mức tăng trưởng chỉ giảm 0,7%). Ngoài ra, nguồn thu lớn khác của địa phương bù đắp cho suy giảm các nguồn thu từ thuế VAT, thuế kinh doanh, thuế nhà đất v.v. là tổng mức hoàn thuế của trung ương cho địa phương và các khoản hỗ trợ ngân sách năm vừa qua đã tăng lên tới 4538,3 tỉ CNY (tương đương 74,3% tổng thu ngân sách của địa phương và bằng 42,4% tổng chi tiêu của chính quyền địa phương). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, một phần lớn trong khoản thiếu hụt giữa thu-chi địa phương được bù đắp bằng nguồn vốn huy động qua các sản huy động tín dụng và là các khoản nợ của địa phương.

### **Đầu tư toàn xã hội**

Tổng mức đầu tư toàn xã hội năm 2012 của Trung Quốc đạt 36483,5 tỉ CNY, tăng trưởng 20,6% so với năm ngoái,

### Đầu tư tài sản cố định toàn xã hội 2011-2012 (tỉ CNY)

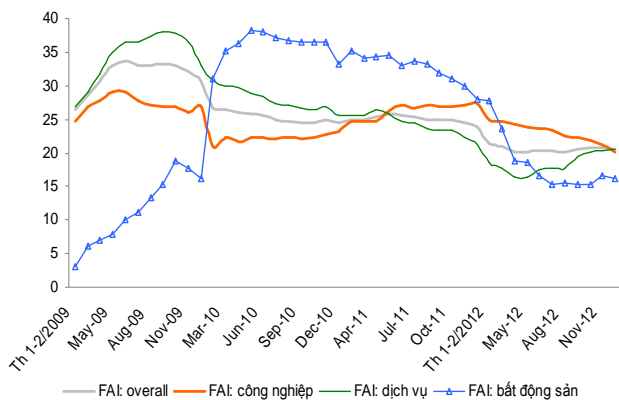


Nguồn: Thiết lập theo số liệu NBS

Loại bỏ yếu tố giá cả thì tăng trưởng thực tế là 19,3%. Tuy nhiên đây là mức tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2007. Trong thời gian 2007 – 2012, tăng trưởng bình quân về đầu tư toàn xã hội của Trung Quốc ở mức 25,8%. Điều này vừa cho thấy dấu hiệu của việc Trung Quốc thực hiện chuyển đổi phương thức tăng trưởng, vừa là một thử thách đối với Trung Quốc khi quốc gia này thường xuyên duy trì mô hình tăng trưởng kinh tế theo chiều rộng: dựa vào đầu tư và xuất khẩu.

Trong khi tăng trưởng đầu tư vào bất động sản suy giảm rõ rệt do sự co hẹp của thị trường này thì đầu tư vào tài sản cố định vẫn duy trì được mức tăng trưởng ổn định quanh ngưỡng 20% tăng trưởng và cùng với chi tiêu chính phủ trở thành nền tảng cho sự tăng trưởng kinh tế Trung Quốc năm vừa qua.

### Tăng trưởng cộng dồn về đầu tư tài sản cố định, bất động sản và chi tiêu chính phủ 2012

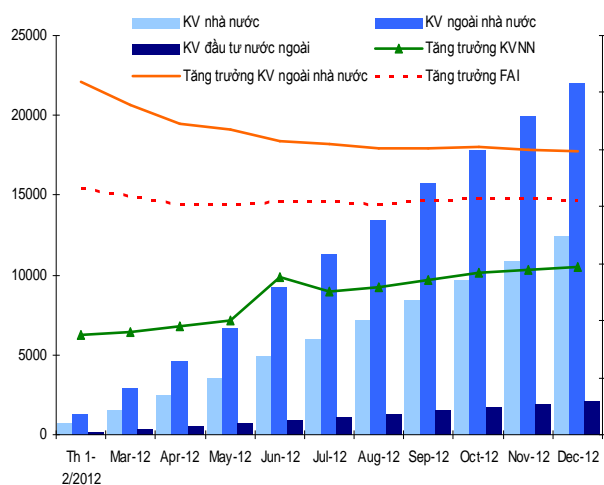


Nguồn: Thiết lập theo số liệu NBS

Ngoài ra, do sản xuất khó khăn, đầu tư vào ngành công nghiệp năm 2012 có sự suy giảm nhẹ, trong khi đầu tư vào ngành dịch vụ có sự phục hồi nhất định. Năm vừa qua, đầu tư vào lĩnh vực bất động sản ở mức 7180,4 tỉ CNY (sau khi loại bỏ yếu tố giá cả thì tăng trưởng thực tế 14,9%, tốc độ tăng trưởng này thấp hơn 11,9 điểm phần trăm so với tốc độ tăng của năm 2011 do chính sách thắt chặt đối với hoạt động của thị trường bất động sản mà Trung Quốc thực hiện từ năm 2011). Trong đó, đầu tư nhà ở tăng trưởng 11,4%, giảm 18,9 điểm phần trăm so với năm 2011.

Có thể nhận thấy trong bối cảnh vốn đăng ký và vốn giải ngân FDI suy giảm, đồng thời do nguồn vốn này chưa bao giờ vượt quá 12% tổng mức đầu tư toàn xã hội của Trung Quốc (Phạm Sỹ Thành, 2011), do vậy, không đóng vai trò quan trọng trong tổng đầu tư của Trung Quốc, thì đầu tư của khu vực nhà nước và khu vực ngoài nhà nước đóng vai trò quan trọng trong việc chặn đứng đà suy giảm và đưa

## Giá trị và tăng trưởng đầu tư toàn xã hội theo khu vực kinh tế 2012 (tỉ CNY, %)



Chú thích: Số liệu khu vực đầu tư nước ngoài là số liệu của doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp có vốn Hong Kong, Đài Loan, Macau.

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu NBS (các năm)

tăng trưởng kinh tế Trung Quốc ổn định ở trên mức mục tiêu 7,5%. Mặc dù chính phủ Trung Quốc đã phải tăng cường đầu tư và chi tiêu chính phủ (đặc biệt những tháng cuối năm) để đảm bảo tăng trưởng kinh tế, thì đầu tư ngoài nhà nước vẫn chiếm tỉ trọng lớn (chiếm xấp xỉ 60% tổng mức đầu tư toàn xã hội) và có tốc độ tăng trưởng cao. Tốc độ tăng trưởng (cộng dồn, y/y) về đầu tư của khu vực kinh tế ngoài nhà nước không chỉ cao hơn mức tăng trưởng của khu vực nhà nước mà còn cao hơn mức tăng trưởng chung về đầu tư tài sản cố định toàn xã hội. Tuy nhiên, cũng cần chú ý rằng sự tăng trưởng mạnh mẽ về đầu tư của khu vực ngoài nhà nước ở Trung Quốc lại không gắn liền với thuận lợi trong tiếp cận hệ thống tín dụng chính thức.

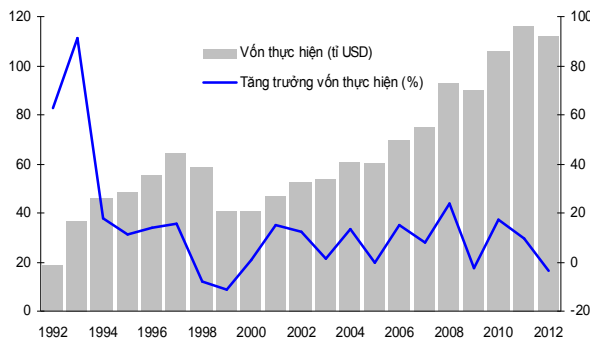
Năm 2012, tăng trưởng về vốn đầu tư của khu vực nhà nước đạt 14,7%, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng 24,8% của khu vực ngoài nhà nước và chỉ nhỉnh hơn so với mức 10,7% của khu vực vốn FDI. Trong khu vực doanh nghiệp FDI, tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp Hong Kong – Đài Loan – Macau chỉ đạt 8% (tổng vốn đầu tư 1018,5 tỉ CNY), thấp hơn so với mức tăng trưởng 14,5% (tổng vốn đạt 1063 tỉ CNY của doanh nghiệp FDI khác). Điều này một mặt cho thấy chi phí lao động tăng cao đã tác động đến sự hấp dẫn của thị trường Trung Quốc đối với doanh nghiệp Hong Kong – Đài Loan – Macau, vốn là những doanh nghiệp chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực thâm dụng lao động. Điều này khiến những doanh nghiệp này phải hướng sự chú ý sang các thị trường khác. Trường hợp các nhà máy của Foxconn gặp nhiều tai tiếng sau các vụ tự tử của công nhân dẫn đến làn sóng tăng lương, cải thiện điều kiện lao động là một ví dụ. Ngoài ra, sự điều chỉnh chính sách thu hút FDI trong năm 2012 cũng khiến các doanh nghiệp FDI thâm dụng lao động hoặc sử dụng nhiều tài nguyên, có mức ô nhiễm lớn nhận thấy họ khó có thể góp mặt lâu dài tại Trung Quốc. Mặt khác, suy giảm



vốn đầu tư của nhóm doanh nghiệp FDI này cũng cho thấy sự suy giảm của tình hình kinh tế Trung Quốc – bởi một lượng lớn vốn FDI Hong Kong trên thực chất là vốn của người Trung Quốc đại lục.

### Vốn đầu tư nước ngoài

**Giá trị và tăng trưởng giải ngân vốn FDI 1992 – 2012**



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu MOFCOM (các năm)

Tổng mức vốn thực hiện và số doanh nghiệp FDI đăng kí mới đều suy giảm. Sau nhiều năm có mức tăng trưởng vốn FDI ấn tượng, năm 2012 là một dấu mốc đáng nhớ đối với hoạt động thu hút vốn đầu tư nước ngoài của Trung Quốc khi vốn FDI thực hiện/giải ngân cũng như số doanh nghiệp FDI đăng kí thành lập đều suy giảm – xuất hiện mức suy giảm lớn nhất và hoàn toàn nằm ngoài sự dự báo của MOFCOM kể từ năm 1999. Trong khi số doanh nghiệp FDI đăng kí mới chỉ có 24.925 doanh nghiệp, giảm 10,1% so với năm 2011 thì vốn thực hiện/giải ngân chỉ đạt 111,72 tỉ USD, giảm 3,7%. Trái ngược với điều này, vốn OFDI của Trung Quốc năm vừa qua chứng kiến mức tăng trưởng 28,6%, với giá trị 77,2 tỉ USD.

Sự suy giảm về thu hút vốn FDI vừa bắt nguồn từ những khó khăn chung của thế giới vừa xuất phát từ những khó khăn của kinh tế Trung Quốc và cả sự điều chỉnh chính sách thu hút mang tính chủ động trong năm vừa qua.

Đối với tình hình thế giới, khủng hoảng nợ công châu Âu rõ ràng là một nguyên nhân quan trọng dẫn đến sự thu hẹp của luồng vốn FDI vào Trung Quốc. Ngay từ tháng 11/2011, vốn FDI giải ngân xuất hiện lần suy giảm đầu tiên sau 28 tháng tăng liên tục (với mức suy giảm 9,76%), đánh dấu ảnh hưởng của khủng hoảng châu Âu bắt đầu tác động đến luồng vốn vào Trung Quốc. Mặc dù cuộc khủng hoảng này có thể không làm giảm đáng kể và trực tiếp luồng vốn từ khu vực eurozone, nhưng lại tác động mạnh đến các

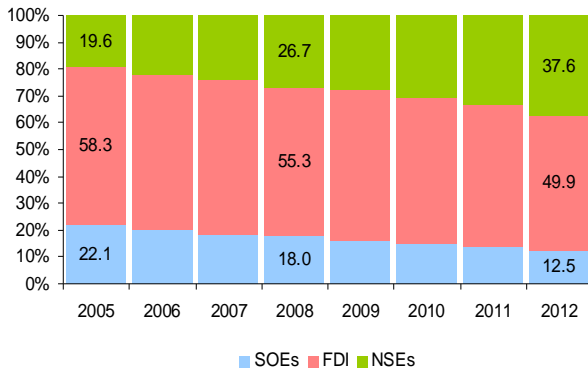
nước châu Á – nơi đóng góp 80% vốn FDI vào Trung Quốc. Bên cạnh đó, năm 2012 cũng chứng kiến giá các hàng hóa cơ bản (như lương thực, năng lượng v.v) và nguyên vật liệu trung gian tăng mạnh, điều này đã làm tăng chi phí của những doanh nghiệp FDI gia công chế biến trong các lĩnh vực thâm dụng lao động tại Trung Quốc.

Về tình hình Trung Quốc, chi phí lao động tăng cao tại 16 tỉnh thành duyên hải trong đó có những trọng điểm thu hút FDI như Quảng Đông, Chiết Giang, Thượng Hải v.v. và căng thẳng Nhật –Trung về các vấn đề biển đảo đã làm dấy lên sự e ngại và rút lui của một bộ phận doanh nghiệp đã đầu tư vào Trung Quốc cũng như làm suy giảm mức hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư tiềm năng. Ngoài ra, sự tăng giá liên tục của tỉ giá danh nghĩa CNY cũng làm giảm sự hấp dẫn của thị trường Trung Quốc. Ngoài những nguyên nhân nêu trên, chúng tôi đánh giá rằng, sự suy giảm của vốn FDI giải ngân tại Trung Quốc trong năm vừa qua còn xuất phát từ chính sách điều chỉnh thu hút vốn mang tính chủ động của Trung Quốc nhằm nâng cao chất lượng thu hút vốn FDI, cải thiện và nâng cấp kết cấu ngành. Ngày 30/1/2012, Trung Quốc chính thức thực hiện “Danh mục chỉ định ngành đầu tư đối với doanh nghiệp vốn đầu tư nước ngoài” mới – lần điều chỉnh trước đó diễn ra vào năm 2010 với bản “Danh mục” đã ban hành năm 2007. Đặc điểm mới của “Danh mục 2012” bao gồm:

- Về địa lí: danh mục mới khuyến khích vốn FDI đầu tư vào miền Trung và miền Tây – nhằm phục vụ chiến lược khai phát miền Tây cũng như tận dụng nguồn lao động dồi dào và chi phí tương đối thấp.
- Về cơ cấu ngành, danh mục mới khuyến khích và chỉ định vốn FDI *từ bỏ việc đơn thuần hướng ra xuất khẩu*, do vậy sẽ đầu tư nhiều hơn cho các ngành: (1) nông nghiệp hiện đại; (2) ngành khoa học công nghệ cao và công nghệ mới; (3) ngành chế tạo hiện đại; (4) ngành năng

lượng mới; (5) ngành dịch vụ hiện đại. Những doanh nghiệp FDI có mức tiêu hao tài nguyên lớn, ô nhiễm lớn và sử dụng nhiều lao động bị **hạn chế gắt gao**.

**Tỉ trọng trong xuất khẩu của các loại doanh nghiệp 2005 – 2012**



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu CCS (các năm)

*Vai trò của doanh nghiệp FDI.* Khi tiến hành chuyển đổi năm 1978, Trung Quốc phải đối diện với một thực tế là hầu hết tất cả các doanh nghiệp bản địa đều không có năng lực cạnh tranh quốc tế do chìm đắm ba thập kỉ trong môi trường khép kín và năng lực sản xuất của nhiều ngành rất thấp. Hàng hóa Trung Quốc do vậy không thể cạnh tranh được với hàng hóa của các quốc gia khác trên thế giới. Tuy nhiên, sự xuất hiện của các doanh nghiệp vốn FDI mà đặc biệt là các doanh nghiệp vốn Hong Kong (thời kì đầu) đã giúp Trung Quốc có một cách thức để thoát khỏi khó khăn này. Đó là “làm thuê” – nhận gia công, chế biến sản phẩm hoặc sản xuất linh phụ kiện cho các công ty nước ngoài. Những công ty Hong Kong có thể mạnh về kinh nghiệm kinh doanh quốc tế, có thương hiệu, có trình độ marketing tốt đã sang Trung Quốc đại lục đặt hàng. Mô hình “Quảng Đông là nhà xưởng – Hồng Kong là cửa hiệu” đã giúp các doanh nghiệp bản địa tháo gỡ khó khăn về marketing. Sau này, việc liên doanh hoặc “liên kết thương hiệu” càng giúp cho hàng hóa “Made in China” vươn ra khắp thế giới. Đến đầu thế kỉ XXI, doanh nghiệp FDI vẫn đóng góp khoảng 80% giá trị xuất khẩu. Hiện nay ½ kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc vẫn do doanh nghiệp FDI thực hiện.

Năm 2012, kim ngạch xuất nhập khẩu của doanh nghiệp FDI đạt 1894 tỉ USD, chiếm 49% tổng mức ngoại thương Trung Quốc; trong đó kim ngạch xuất khẩu đạt 1022,75 tỉ USD, tăng trưởng 2,8%, chiếm 49,9% giá trị xuất khẩu. Tuy nhiên, có thể nhận thấy mức đóng góp của doanh nghiệp FDI vào xuất khẩu của Trung Quốc có dấu hiệu suy giảm rõ nét. Kể từ năm 2005, có thể nhận thấy cứ mỗi 5 năm, tỉ trọng kim ngạch xuất khẩu của doanh nghiệp FDI lại giảm 5%. Bên cạnh các lí do đã nêu như sự sụt giảm cầu bên ngoài sau các đợt khủng hoảng 2008 và 2010; tỉ giá CNY tăng cao làm giảm sức cạnh tranh của hàng xuất khẩu và giảm ưu thế của doanh nghiệp FDI

trong lĩnh vực thâm dụng lao động; chi phí lao động, giá nguyên vật liệu tăng cao dẫn đến sự rời bỏ của doanh nghiệp FDI hay sự chuyển hướng chính sách thì một nguyên nhân quan trọng làm suy giảm tỉ trọng kim ngạch xuất khẩu của doanh nghiệp FDI là sự vươn lên mạnh mẽ của doanh nghiệp tư nhân. Năm 2005, doanh nghiệp tư nhân mới chỉ đóng góp khoảng 20% giá trị xuất khẩu nhưng đến năm 2012 đã đóng góp gần 40%.

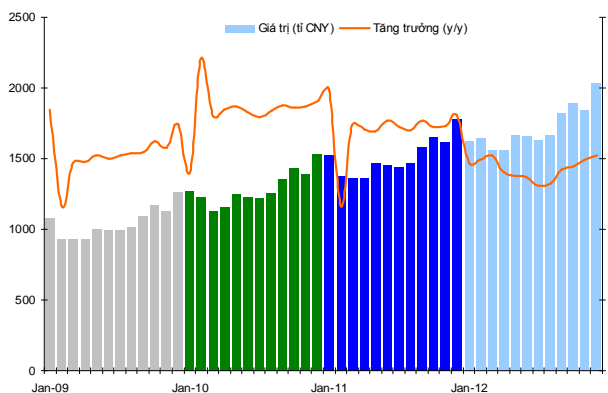
*Cơ cấu ngành FDI tiếp tục có sự chuyển biến.* Với sự chuyển biến rõ nét về chính sách thu hút vốn FDI, luồng vốn này ngày càng hướng đến các ngành khoa học công nghệ cao, mới và các ngành dịch vụ. Nếu giai đoạn 1996 – 2007, 60-70% vốn FDI được đầu tư vào các ngành công nghiệp chế tạo-chế biến (Phạm Sỹ Thành, 2011) thì hiện nay 50% vốn FDI đã được chuyển hướng sang các ngành dịch vụ hiện đại. Năm 2012, FDI vào ngành dịch vụ đạt 48,2% (tương đương 53,84 tỉ USD), trong khi đầu tư vào ngành công nghiệp chế tạo – chế biến chỉ đạt 43,7% (ước đạt 48,87 tỉ USD). Tuy nhiên, các ngành chế tạo ở phân khúc cao có mức tăng trưởng nhanh, tăng trưởng của ngành chế tạo thiết bị thông dụng đạt 31,8%, ngành chế tạo thiết bị GTVT đạt 17,2% – phản ánh sự điều chỉnh chính sách thu hút FDI đã phát huy tác dụng. Trong các ngành dịch vụ hiện đại, tỉ trọng vốn FDI đầu tư vào ngành tài chính – tiền tệ và kinh doanh bán lẻ lần lượt tăng 0,19 điểm phần trăm và 0,82 điểm phần trăm so với năm 2011. Do một năm kinh doanh âm Ạm, vốn FDI vào ngành bất động sản đã giảm 10,3%.

Mặc dù trải qua 6 tháng cuối năm sóng gió trong quan hệ ngoại giao và chính trị, nhưng Nhật Bản vẫn là nước có mức FDI lớn nhất vào Trung Quốc (vốn giải ngân cả năm đạt 7,38 tỉ USD); Mỹ đứng thứ ba với 3,13 tỉ USD; 27

nước EU đầu tư vào Trung Quốc 6,11 tỉ USD<sup>1</sup>. Vốn FDI từ Hong Kong vào Trung Quốc đạt 71,289 tỉ USD (chiếm 63,8%), tuy nhiên, như nghiên cứu của Phạm Sỹ Thành (2011) đã chỉ ra, phần lớn trong số vốn này là vốn của người Trung Quốc đại lục. Một điểm đáng chú ý là trong 5 vị trí dẫn đầu về vốn FDI chỉ có Mỹ là đại diện “ngoài châu Á”, vốn FDI của Mỹ vào Trung Quốc cũng chủ yếu trong lĩnh vực bán lẻ và dịch vụ khác. Điều này phản ánh sự e ngại của doanh nghiệp phương Tây với việc bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ vẫn còn ở mức cao.

Dự báo năm 2013, thu hút FDI của Trung Quốc sẽ đạt được quy mô như năm 2012, bởi mặc dù chi phí lao động đang tăng lên nhưng mức tăng giá CNY năm tới được dự báo sẽ rất thấp, đồng thời, những tổn thất về chi phí lao động có thể được bù đắp bằng năng suất lao động rất cao so với các nước châu Á khác và nền tảng cơ sở hạ tầng của một quốc gia phát triển.

### Tổng mức bán lẻ hàng tiêu dùng và tốc độ tăng trưởng bán lẻ năm 2009 - 2012



Nguồn: Số liệu NBS

### Tiêu dùng cuối cùng

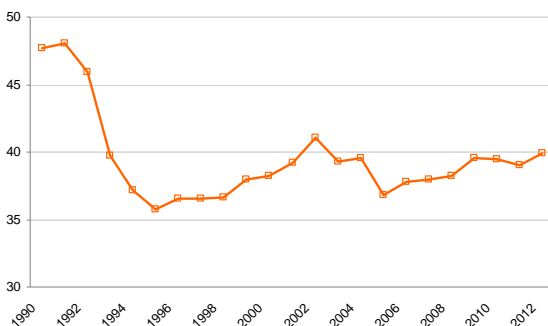
Số liệu cho thấy, sau khi tiêu dùng cuối cùng đạt mức tăng trưởng thấp nhất vào năm 2009, tiêu dùng cuối cùng của Trung Quốc đã có 2 năm (2010, 2011) tăng trưởng phục hồi (với tỉ lệ tăng trưởng danh nghĩa đạt 18,3% và 17,1%), tuy nhiên, suy giảm kinh tế 2012 đã kéo mức tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng xuống mức đáy của 7 năm (tính từ năm 2006). Tiêu dùng cuối cùng – được đại diện bởi giá trị bán lẻ - của Trung Quốc năm vừa qua đạt 20.716,7 tỉ CNY, tăng trưởng 14,3% so với năm 2011. Nếu loại bỏ yếu tố giá cả mức tăng trưởng thực tế đạt 12,1%.

<sup>1</sup> Vốn FDI từ Hong Kong và Đài Loan được chúng tôi coi là vốn FDI từ vùng lãnh thổ

Do tác động của yếu tố mùa vụ, quý IV có giá trị và tỉ lệ tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng cao nhất trong cả năm (đạt 5774,47 tỉ CNY, tăng gần 13% so với quý III). Xét về khu vực, tiêu dùng cuối cùng của khu vực thành thị và nông thôn có mức tăng trưởng cân bằng (thành thị: 14,3%, giá trị bán lẻ 17931,8 tỉ CNY; nông thôn: 14,5%, giá trị bán lẻ 2784,9 tỉ CNY). Nhưng rõ ràng sức mua của khu vực nông thôn vẫn thấp hơn nhiều so với khu vực thành thị dù thu nhập thực tế năm qua của cư dân nông thôn tăng trưởng lớn hơn khu vực thành thị (10,7% so với 9,6%). Nguyên nhân của tình trạng này bên cạnh mức thu nhập ròng bình quân của nông thôn vẫn thấp hơn nhiều so với thu nhập khả dụng của cư dân thành thị thì một nguyên nhân quan trọng là hệ thống an sinh xã hội và dịch vụ tại nông thôn vẫn kém phát triển hơn thành thị khiến chi phí của cư dân nông thôn cho các khoản chi này lớn đến mức họ phải dè dặt trong tiêu dùng.

Sự chững lại của tiêu dùng cuối cùng còn thể hiện qua việc tăng trưởng tiêu dùng hàng xa xỉ, hàng nhập khẩu đã giảm mạnh. Tăng trưởng tiêu thụ ô tô năm 2012 chỉ đạt 7,3%, bằng ½ so với mức tăng 14,6% của năm ngoái. Đồng thời, nguồn thuế tiêu dùng và thuế VAT đối với các hàng hóa nhập khẩu năm vừa qua chỉ tăng 9,1% (giảm 20,1 điểm phần trăm so với năm 2011).

**Tỉ trọng tiêu dùng/GDP giai đoạn 1990 – 2012 (%)**



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu NBS (các năm)

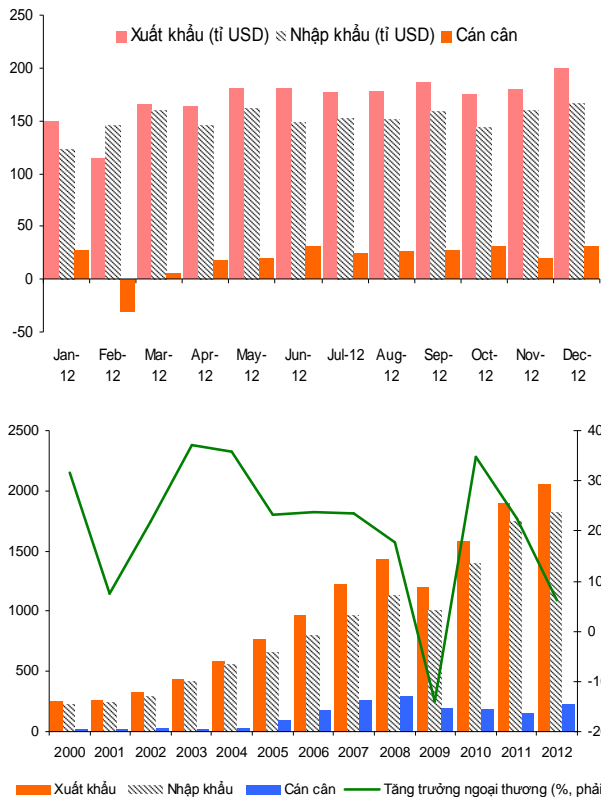
Sau khi CPI có dấu hiệu giảm rõ rệt vào tháng 4, doanh số bán lẻ trên thị trường đã dần hồi phục và đến tháng 6/2012 tăng trưởng bán lẻ đã hồi phục được mức rên 20% (đạt 12,91%) làm cơ sở

Tỉ trọng tiêu dùng cuối cùng trong GDP của Trung Quốc năm 2012 đạt 39,9%. Như vậy, tỉ trọng này kể từ năm 2000 đã biến động theo xu hướng trước giảm, sau tăng. Trong giai đoạn 2000-2004, tỉ trọng này giảm dần từ mức 38% về

mức 33% sau đó tăng dần lại ngưỡng 39% trong giai đoạn 2005 – 2012.

## Cán cân thương mại

**Cán cân thương mại (số liệu tháng và số liệu năm)**



Nguồn: Số liệu CCS

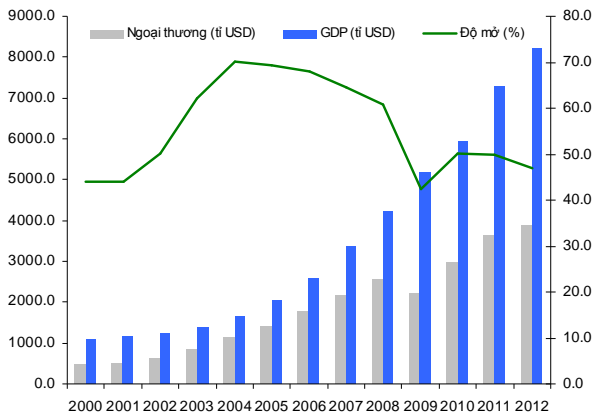
Mặc dù mức xuất khẩu ròng tiếp tục nói rộng, Trung Quốc vẫn là nước xuất khẩu lớn nhất thế giới, nhưng năm 2012 là một năm ngoại thương và xuất khẩu Trung Quốc ghi nhận mức tăng thấp nhất trong vòng 13 năm qua trong bối cảnh cầu bên ngoài và tăng trưởng sản xuất công nghiệp trong nước suy giảm mạnh. Ngoại trừ cú shock năm 2009 (cả ngoại thương và xuất khẩu đều suy giảm mạnh, riêng xuất khẩu suy giảm 16%), lần đầu tiên kể từ năm 2001, tăng trưởng ngoại thương và xuất khẩu Trung Quốc không đạt được mức 2 con số, và điều chúng ta cần biết là kể từ năm 2000, tăng trưởng xuất khẩu bình quân của quốc gia này đã luôn duy trì ở mức 21%.

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 3.866,76 tỉ USD, tăng trưởng 6,2%, trong đó kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng 7,9% đạt 2049,83 tỉ USD, kim ngạch nhập khẩu tăng trưởng 4,3% đạt 1817,83 tỉ USD do xuất khẩu suy giảm mạnh hơn dự báo. Tuy mức tăng trưởng xuất khẩu không đạt mục tiêu 10% nhưng xuất khẩu ròng của Trung Quốc tiếp tục tăng thêm 48,1%, đạt 231,1 tỉ USD. Mức xuất khẩu ròng lớn là cơ sở cho sự tăng giá của CNY so với đồng USD. Tỷ giá danh nghĩa đồng CNY khép lại năm 2012 ở mức ngưỡng 6.28, cao nhất trong vòng 9 tháng qua.

Trong số những bạn hàng truyền thống của Trung Quốc, thương mại với EU và Nhật Bản suy giảm (lần lượt là 3,7% và 3,9%), thương mại với Mỹ, ASEAN, Nga đều tăng trưởng mạnh (8,5%; 10,2% và 11,2%). Trong đó, EU mặc dù giữ được vị trí là bạn hàng thương mại và khu vực xuất khẩu sang Trung Quốc lớn nhất, nhưng đã không thể

duy trì được vị thế là thị trường xuất khẩu số 1 của Trung Quốc – vị trí thuộc về Mỹ năm nay.

### Ngoại thương, GDP và độ mở nền kinh tế



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu CCS (các năm)

Sau khi đạt mức đỉnh 70% trong giai đoạn 2004-2006, độ mở kinh tế Trung Quốc đã suy giảm do quy mô GDP tăng mạnh. Năm 2012, độ mở của kinh tế Trung Quốc đạt 47%, tương đương với mức năm 2000. So với độ mở của kinh tế Mỹ, Nhật và Brasil khoảng 30%, độ mở của kinh tế Trung Quốc vẫn tương đối cao.

Trong bối cảnh giá xuất khẩu hàng hóa Trung Quốc tăng trưởng 2%, giá nhập khẩu giảm 0,7%, chỉ số điều kiện giá thương mại của Trung Quốc năm 2012 so với năm 2011 là 102,7, cho thấy điều kiện thương mại của Trung Quốc năm 2012 đã được cải thiện.

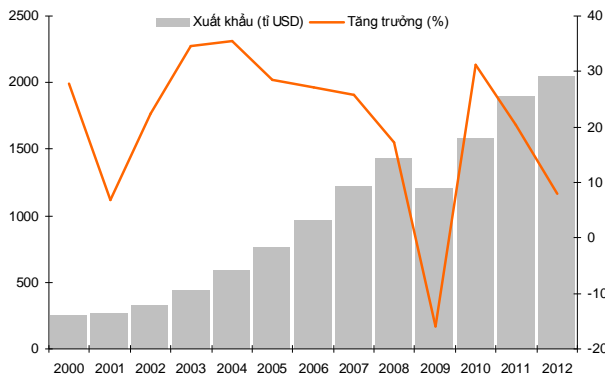
*Thương mại dịch vụ vẫn còn nhiều không gian để cải thiện.* Một điểm đáng chú ý là mặc dù thương mại hàng hóa của Trung Quốc tăng trưởng và đạt quy mô lớn nhất thế giới thì tăng trưởng và quy mô thương mại dịch vụ vẫn rất thấp, không chỉ kém xa so với các nước phát triển mà còn một khoảng cách so với các nước đang phát triển có trình độ kinh tế tương đương. Điều này cho thấy quốc gia này vẫn còn nhiều việc cần thực hiện trong nỗ lực hiện đại hóa kết cấu ngoại thương cũng như cơ cấu ngành kinh tế.

Xét về quy mô và tốc độ tăng trưởng, thương mại dịch vụ của Trung Quốc có tốc độ tăng rất nhanh. Năm 1982, giá trị thương mại dịch vụ của Trung Quốc chỉ đạt 4,4 tỉ USD, năm 1990 đạt 20 tỉ USD, năm 2000 đạt 30,1 tỉ USD, năm 2010 đạt 170,25 tỉ USD, năm 2012 đạt 512,98 tỉ USD – chiếm 13,3% tổng giá trị thương mại. Nhưng so với các nước phát triển, quy mô này vẫn còn khá thấp. Năm 2012, theo số liệu Bộ Thương mại Hoa Kỳ, giá trị thương mại dịch vụ của nước này đạt 1069,35 tỉ USD, gấp 2 so với



Trung Quốc. Trong khi tỉ trọng thương mại của Trung Quốc chiếm khoảng 20% của thế giới (năm 2011) thì thương mại dịch vụ nước này chỉ chiếm 4,6% (năm 2010) trong khi tỉ trọng này của Mỹ là 14,1%. Hơn thế, cơ cấu thương mại dịch vụ của Trung Quốc vẫn còn ở giai đoạn mới phát triển. Khoảng 60% kim ngạch xuất nhập khẩu của loại hình thương mại này tập trung vào 2 ngành du lịch quốc tế và dịch vụ vận tải quốc tế. Trong khi tỉ trọng xuất nhập khẩu của những ngành như phần mềm, dịch vụ tài chính, tư vấn v.v. chỉ chiếm 15,4%.

**Kim ngạch và tăng trưởng xuất khẩu  
2000 – 2012**

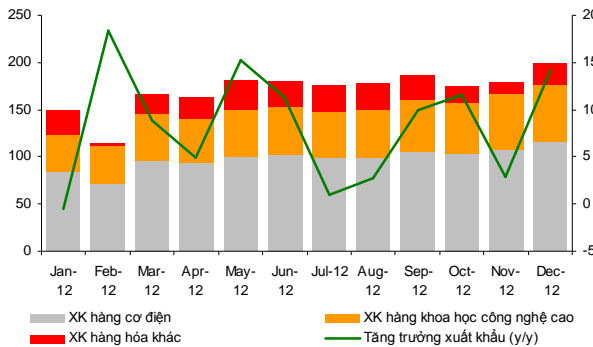
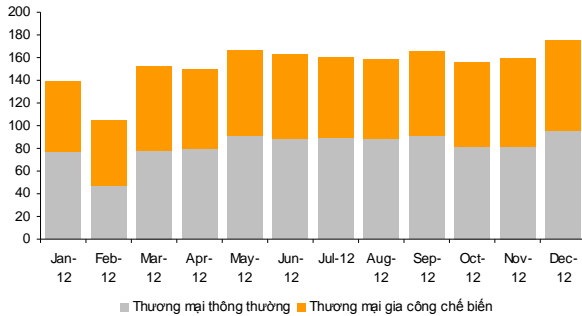


Nguồn: Số liệu CCS (các năm)

**Xuất khẩu.** Những bất lợi của thị trường bên ngoài và tác động của điều chỉnh chính sách bên trong khiến xuất khẩu Trung Quốc trải qua một năm phát triển nhiều biến động. Sau khi đạt mức tăng trưởng cao trong quý I và II, bình quân tăng trưởng xuất khẩu quý III chỉ đạt 4,5%, và nhờ vào mức tăng trưởng mạnh mẽ của xuất khẩu tháng 10 (11,6%) và tháng 12 (14,1%) nên quý IV mới có mức phục hồi xuất khẩu so với quý I. Xuất khẩu sang hai thị trường chủ chốt là Mỹ và EU đều tăng trở lại, trong đó tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ đạt 10,3% (tháng 12) so với mức giảm -2,6% vào tháng 11, xuất khẩu sang EU tháng 12 tăng trưởng 2,3% - chấm dứt 6 tháng suy giảm liên tục. Trong khi đó xuất khẩu sang ASEAN vẫn duy trì được tốc độ cao. Kể từ năm 2007 đến nay, xuất khẩu của Trung Quốc sang ASEAN đã tăng thêm 2 điểm phần trăm, hiện nay tỉ trọng xuất khẩu sang ASEAN đã chiếm khoảng 9% tổng mức xuất khẩu của Trung Quốc. Nguyên do của sự tăng trưởng này là việc Trung Quốc muốn khai thác những thị trường xuất khẩu khác nhằm giảm bớt sự lệ thuộc vào thị trường xuất khẩu EU cũng như tác động tiêu cực khi thị trường EU suy giảm nhu cầu. Tuy nhiên do vấn đề thâm hụt ngân sách ở Mỹ chưa được giải quyết dứt điểm và tình trạng phục hồi yếu ớt cộng thêm ngân sách chung của EU lần đầu tiên bị cắt giảm cho thấy xuất khẩu năm 2013 sẽ

không thực sự khả quan và khó đạt được mức 2 con số. Mức độ tăng trưởng của xuất khẩu có thể sẽ ở mức 8% trong khi mức độ tăng trưởng ngoại thương chỉ đạt 10%.

### Cơ cấu hàng xuất khẩu Trung Quốc 2012 (tỉ USD)



Nguồn: Số liệu CCS (các năm)

Xét về cơ cấu hàng xuất khẩu, xuất khẩu thương mại thông thường có mức xuất khẩu 988 tỉ USD (tăng trưởng 7,7%), thương mại gia công – chế biến đạt kim ngạch 862,78 tỉ USD (tăng trưởng 3,3%). Trong các mặt hàng xuất khẩu thì xuất khẩu hàng cơ điện và xuất khẩu hàng khoa học công nghệ cao có mức giá trị lớn nhất (lần lượt đạt 1180,4 tỉ USD và 601,5 tỉ USD). Với giá trị xuất khẩu này, nhóm hàng khoa học công nghệ cao chiếm 29,34% tổng giá trị xuất khẩu hàng hóa của Trung Quốc năm 2012 – về cơ bản vẫn xoay quanh ngưỡng 30% trong vài năm trở lại đây. Trong khi đó, 7 hàng hóa xuất khẩu truyền thống có tính chất thâm dụng lao động gồm quần áo, hàng dệt may, đồ gia dụng, sản phẩm chất dẻo, đồ chơi, túi và bao bì có giá trị xuất khẩu 418,89 tỉ USD (chiếm tỉ trọng 20,43%).

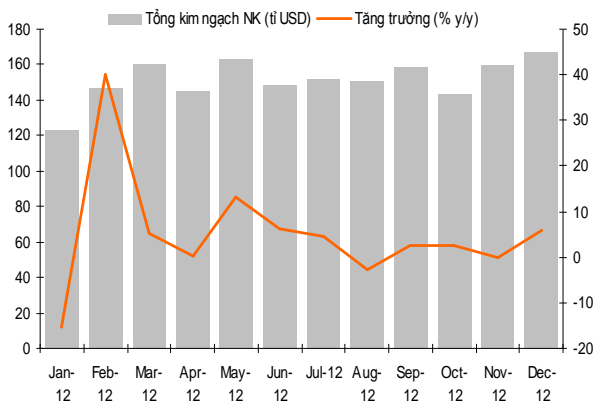
Do đồng CNY tiếp tục tăng giá (dù biên độ nhỏ), chi phí lao động tăng cao và thiếu hụt lao động tại nhiều tỉnh duyên hải Đông Nam nên xuất khẩu ngành may mặc – ngành thâm dụng lao động truyền thống – của Trung Quốc năm vừa qua suy giảm rất mạnh so với năm 2011, tăng trưởng xuất khẩu may mặc năm 2012 đạt mức 3% (tổng giá trị khoảng 200 tỉ CNY). Đây là mức tăng trưởng thấp thứ 2 trong vòng 20 năm qua.

Số liệu xuất khẩu nêu trên cho thấy xuất khẩu của Trung Quốc đã đạt được những cải thiện rất rõ rệt về chất lượng – do tỉ trọng xuất khẩu của nhóm hàng khoa học công nghệ cao được duy trì ổn định ở mức 1/3 tổng kim ngạch xuất khẩu. Nhưng như trong phần phân tích về thu hút vốn FDI (xem thêm mục **Vốn đầu tư nước ngoài**), doanh nghiệp nước ngoài vẫn chiếm 50% giá trị xuất khẩu của Trung

Quốc trong đó chủ yếu là lĩnh vực khoa học công nghệ cao. Vì vậy, phần giá trị gia tăng thực tế chủ yếu chảy về doanh nghiệp vốn nước ngoài.

Tính theo giá hiện hành, đóng góp của xuất khẩu ròng vào GDP vào khoảng 9,6% - tương đương đóng góp 0,75 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP. Nếu so với mức đóng góp 1,5 điểm phần trăm của năm 2011 có thể thấy sự điều chỉnh chuyển đổi phương thức tăng trưởng của Trung Quốc đã phát huy một số tác dụng nhất định. Mặt khác, cũng phản ánh sự gia tăng của những khó khăn từ thị trường bên ngoài đã lan tỏa đến kinh tế Trung Quốc.

**Giá trị và tăng trưởng nhập khẩu 2012**



Nguồn: Số liệu CCS

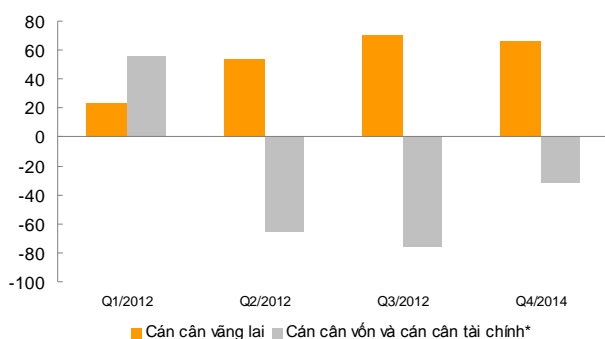
**Nhập khẩu.** Gần ½ hàng xuất khẩu của Trung Quốc là hàng chế tác (tỉ trọng kim ngạch xuất khẩu hàng gia công chế biến năm 2012 là 42%) do đó, sự suy giảm của xuất khẩu khiến nhập khẩu cũng có một năm tăng trưởng rất thấp (4,3% so với mức 24,9% của năm 2011). Ngoài ra, sự suy giảm của sản xuất công nghiệp cũng là nguyên nhân quan trọng dẫn đến sự tăng trưởng không ấn tượng của nhập khẩu năm vừa qua. Trong số các hàng hóa nhập khẩu chỉ có nông sản phẩm, phân bón, thuốc men và dầu thô là các hàng nhập khẩu truyền thống giữ được mức tăng trưởng. Các hàng hóa nhập khẩu dùng cho sản xuất công nghiệp như quặng sắt, thép, phôi thép, đồng phế phẩm v.v. đều suy giảm mạnh.

## IV. Các cân đối vĩ mô

### Cán cân thanh toán

Mặc dù tăng trưởng xuất khẩu suy giảm so với năm trước nhưng nhờ thặng dư thương mại tăng 48,1% nên cán cân vãng lai Trung Quốc cả năm vẫn đạt 213,8 tỉ USD. Trong khi đó, cán cân vốn và tài chính xuất hiện trạng thái âm lần

### Cán cân thanh toán 2012 (tỉ USD)



Chú thích: (\*) Đã bao gồm số liệu nhầm lẫn và sai sót

Nguồn: Số liệu Cục quản lý ngoại tệ Trung Quốc

đầu tiên kể từ khi nổ ra khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997, đạt -117,3 tỉ USD. Cả năm 2012, cán cân thanh toán tổng thể của Trung Quốc vẫn đạt được mức dương 96,5 tỉ USD do thặng dư của cán cân vãng lai đã bù đắp cho phần thâm hụt của cán cân vốn và tài chính.

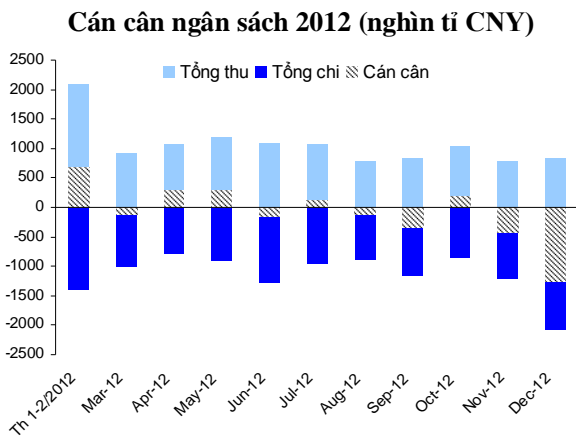
Cán cân thanh toán tổng thể trong quý I dương do, cả cán cân vãng lai, cán cân vốn và cán cân tài chính đều dương. Trong đó, cán cân vãng lai đạt 24,7 tỉ USD (đạt được phần lớn nhờ thương mại đạt mức thặng dư 18,2 tỉ USD), cán cân vốn và tài chính (đã bao gồm giá trị sai sót và nhầm lẫn) đạt 51,1 tỉ USD.

Cán cân thanh toán tổng thể quý II chuyển sang trạng thái âm do trong khi cán cân vãng lai duy trì được mức dương thì cán cân vốn và tài chính đã xuất hiện trạng thái âm. Cụ thể, cán cân vãng lai dương 53,7 tỉ USD, cán cân vốn và tài chính (đã bao gồm giá trị sai sót và nhầm lẫn) đạt -65,4 tỉ USD.

Cán cân thanh toán tổng thể quý III có trạng thái âm giảm so với quý trước do thặng dư thương mại lớn (102,9) tỉ USD đã bù đắp trạng thái âm của cán cân vốn và tài chính. Cụ thể, cán cân vãng lai quý III đạt 70,8 tỉ USD; cán cân vốn và tài chính (đã bao gồm sai sót và nhầm lẫn) đạt -76,2 tỉ USD.

Cán cân thanh toán tổng thể quý IV đạt trạng thái dương do trạng thái thâm hụt của cán cân vốn và tài chính đã được cải thiện. Tính chung cả quý, cán cân vãng lai đạt 65,8 tỉ USD, cán cân vốn và tài chính (đã bao gồm giá trị sai sót và nhầm lẫn) đạt -31,8 tỉ USD.

## Cán cân ngân sách



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu MOF

Chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố bất lợi như việc tăng trưởng GDP rơi xuống mức thấp nhất trong vòng 13 năm qua, lợi nhuận doanh nghiệp suy giảm, chỉ số PPI giảm và giảm thuế mang tính kết cấu nên tổng thu ngân sách của Trung Quốc năm vừa qua đã giảm mạnh so với năm 2011. Năm 2012, tổng thu ngân sách đạt 11.721 tỉ CNY, tăng trưởng 12,8% (nhưng chỉ bằng ½ so với mức tăng trưởng của năm 2011 - đạt 25%). Mức tăng trưởng này thấp hơn một chút so với dự báo 13,4% của các chuyên gia kinh tế trước đó. Đáng chú ý là, thu nhập từ thuế thu mặc dù vượt ngưỡng 10.000 tỉ, nhưng mức tăng trưởng đã giảm 10,5 điểm phần trăm so với mức tăng trưởng của năm 2011, trong đó thuế VAT – nguồn thuế thu quan trọng nhất – chỉ tăng 8,9% so với năm 2011 (ước đạt 2641,6 tỉ CNY). Điều này tiếp tục phản ánh mức độ khó khăn của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp Trung Quốc năm qua. Bên cạnh đó, do thị trường chứng khoán Trung Quốc có một năm suy giảm mạnh về khối lượng giao dịch nên thuế thu từ chứng khoán chỉ đạt 30,4 tỉ CNY – giảm 30,8%; thuế thu nhập cá nhân giảm 3,9% (tổng thu đạt 582 tỉ CNY). Mặc dù nửa đầu năm 2012 chứng kiến sự suy giảm của thị trường bất động sản, nhưng sự phục hồi từ tháng 9 của thị trường này đã làm tăng nguồn thu từ kinh doanh bất động sản thêm 11,6% (đạt 405,1 tỉ CNY), thu từ thuế kinh doanh xây dựng tăng trưởng 18,6% (đạt 370,6 tỉ CNY).

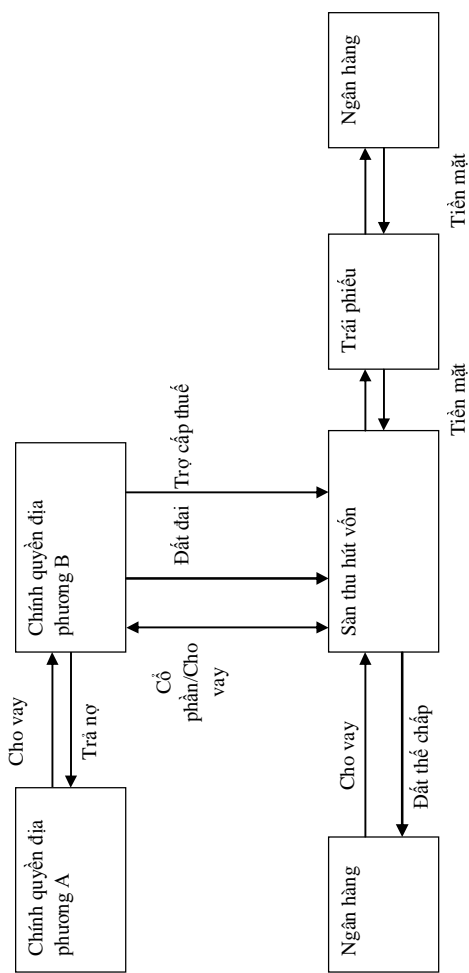
Trái ngược với mức tăng trưởng chậm lại của tổng thu, tổng chi ngân sách Trung Quốc năm vừa qua chứng kiến mức tăng trưởng lớn hơn dự tính. Tổng chi ngân sách cả năm là 12.571,2 tỉ CNY tăng trưởng 15,1% so với năm 2011 (cao hơn mức 14,5% dự báo trước đó). Số liệu cho thấy, diễn biến của mức tăng tổng chi ngân sách Trung

Quốc năm vừa qua tăng mạnh ở nửa đầu năm và tăng chậm lại ở nửa cuối năm. Trọng điểm của tổng chi ngân sách năm qua cho thấy chính phủ Trung Quốc đang nỗ lực lớn trong việc giải quyết vấn đề dân sinh. Tăng trưởng chi tiêu cho giáo dục, nông-lâm-thủy lợi, văn hóa – thể thao, hoạt động cộng đồng tại khu dân cư, chi cho nhà ở xã hội, chi cho khoa học kỹ thuật lần lượt tăng 28,3%, 19,8%, 18,9%, 18,4%, 16,4% và 15,7%. Dự báo năm 2013, tăng trưởng tổng chi ngân sách vẫn ở mức 2 con số do trọng điểm chính sách tài chính vẫn nằm ở lĩnh vực dân sinh

Với mức độ chênh lệch thu-chi ngày càng lớn cán cân ngân sách Trung Quốc năm 2012 chứng kiến mức thâm hụt cao nhất trong vòng 5 năm qua: 850,2 tỉ CNY – tương đương 1,64% GDP<sup>1</sup>. Dự báo, năm 2013, nếu kinh tế phục hồi từ quý III, tăng trưởng tổng thu và tổng chi ngân sách lần lượt sẽ ở mức khoảng trong khoảng 14,5% và 16,6%, điều này sẽ khiến thâm hụt ngân sách tăng lên mức 1200 -1500 tỉ CNY. Và trong 10 năm tới, thâm hụt ngân sách của Trung Quốc sẽ ở mức 2-3% GDP.

Sau khủng hoảng 2008, để kích thích tăng trưởng, chính phủ Trung Quốc đã sử dụng gói kích cầu 4000 tỉ CNY. Tiếp đó, các địa phương trong cả nước thông qua các “sàn vay tín dụng” để huy động nguồn vốn cho địa phương và sử dụng nguồn vốn vay tràn lan cho mục đích phát triển của địa phương. Điều đó dẫn đến hệ quả tất yếu là cán cân ngân sách của Trung Quốc nói chung và của các tỉnh thành nói riêng trong 5 năm qua luôn ở trạng thái bị thâm hụt. Tuy nhiên, năm 2012 chứng kiến mức thâm hụt lớn nhất trong vòng 5 năm qua: 850,2 tỉ CNY – bằng 1/5 gói kích cầu kinh tế cuối năm 2008. Số liệu thống kê cho thấy, sau năm 2008, thâm hụt ngân sách của Trung Quốc luôn ở trên

Hình: Mô hình huy động vốn của chính quyền địa phương Trung Quốc



<sup>1</sup> Trên thực tế, Trung Quốc liên tục ở trong tình trạng thâm hụt ngân sách kể từ năm 1982

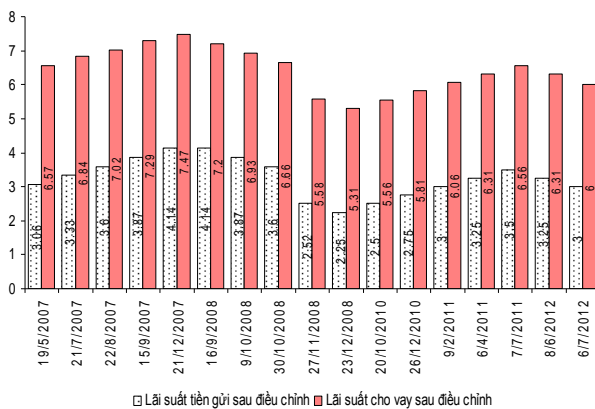
mức 500 tỉ CNY. Sự bùng nổ chi tiêu của chính quyền địa phương nhờ huy động được nguồn vốn thông qua các sàn thu hút vốn (financing platform) đã tạo ra các khoản nợ khổng lồ của địa phương – một dạng vay tín dụng dưới chuẩn kiểu Trung Quốc.

Tính đến cuối năm 2010, theo số liệu của Văn phòng Kiểm toán Quốc gia Trung Quốc công bố vào năm 2012 thì số dư nợ chính thức của các địa phương Trung Quốc đã lên tới con số hơn 10.700 tỉ CNY (gấp 2,5 lần gói kích thích kinh tế tháng 11/2008), chỉ 54 chính quyền cấp huyện không “mắc nợ”.

## V. Thị trường vốn và thị trường tiền tệ

### Thị trường vốn

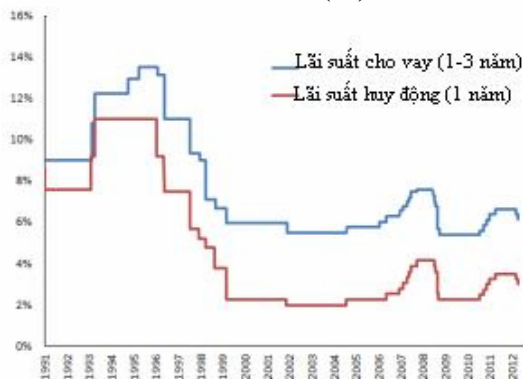
**Các lần điều chỉnh lãi suất tiền gửi và cho vay kì hạn 1 năm (% , 2007 – 2012)**



Nguồn: PBoC

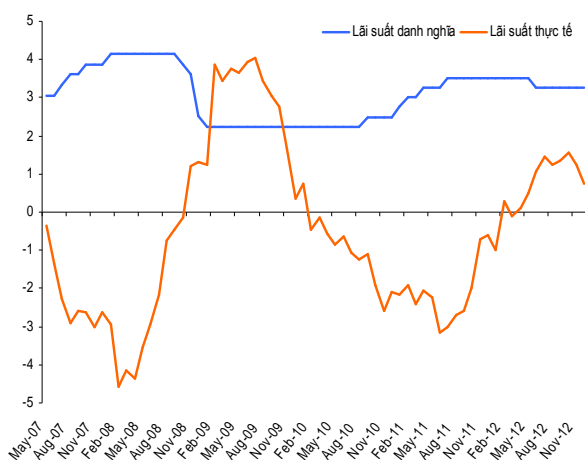
**Lãi suất.** Nới lỏng tiền tệ bằng công cụ lãi suất không còn nhiều dư địa sau khi trải qua 2 lần điều chỉnh liên tiếp trong 6 tháng cuối năm 2012. Những suy giảm của sản xuất công nghiệp nửa cuối năm 2011 (hình) đã dẫn tới những điều chỉnh về chính sách tiền tệ. Những dấu hiệu của việc nới lỏng cung tiền đã xuất hiện vào những tháng cuối năm 2011 nhưng không mạnh mẽ. Tình hình sản xuất công nghiệp và kinh tế vĩ mô từ tháng 1 đến tháng 5/2012 chưa có dấu hiệu khởi sắc. Tăng trưởng GDP nửa đầu năm 2012 thấp hơn nhiều so với năm 2011. Sản xuất công nghiệp cũng có dấu hiệu thu hẹp. Cùng với tác động của chính sách thắt chặt trước đó khiến đầu tư trong nước giảm xuống, và khủng hoảng nợ khiến cầu bên ngoài từ các thị trường xuất khẩu chủ chốt của Trung Quốc không còn hỗ trợ cho tăng trưởng, thì những đóng góp tích cực từ tiêu dùng dường như đã bị triệt tiêu. Trước tình hình đó, chính

### Diễn biến lãi suất tiền gửi và cho vay 1991 – 2012 (%)



Nguồn: Web Kinh tế Vĩ mô  
(Australia)

### Lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực của tiền gửi đồng CNY kì hạn 1 năm



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu  
VCES theo số liệu NBS và PBoC (các năm)

sách tiền tệ của PBoC đã có sự chuyển hướng nhằm hiện thực hóa chính sách “điều chỉnh trước, điều chỉnh nhẹ” đã được nêu lên trong một cuộc họp quan trọng hồi cuối năm 2011<sup>1</sup>. Ngày 7/6, PBoC đã tuyên bố giảm lãi suất tiền gửi và cho vay lần đầu tiên sau 3 năm rưỡi (hình). Vào ngày 6/7/2012, PBoC lần thứ 2 hạ lãi suất tiền gửi đồng CNY kì hạn 1 năm, khoảng cách giữa hai lần hạ lãi suất chỉ là 28 ngày.

Mặc dù lãi suất danh nghĩa giảm nhưng do CPI (yoy) 6 tháng cuối năm được kiềm chế ở mức dưới 2% thấp nhất trong gần 2 năm rưỡi (tính từ 2/2010) nên đã tạo ra mức lãi suất thực dương. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lãi suất thực dương sẽ chỉ tồn tại một thời gian ngắn do lạm phát sẽ tăng trở lại khi các chính sách kích thích kinh tế và chính sách tài khóa mở rộng (chủ yếu là đầu tư vào cơ sở hạ tầng, các công trình xây dựng sắp hoàn thiện và đầu tư vào nông thôn) mà chính phủ Trung Quốc đưa ra nhằm giữ mục tiêu tăng trưởng 8% và lạm phát mục tiêu 4%.

Việc điều chỉnh lãi suất tiền gửi kì hạn 1 năm lần này còn đánh dấu việc lần đầu tiên PBoC cho phép các tổ chức tín dụng được điều chỉnh lãi suất dao động với biên độ lớn nhất là 10% (đối với tiền gửi) và thấp nhất là 20% (đối với các khoản cho vay) trên cơ sở lãi suất chuẩn. Lần điều chỉnh lãi suất này không nằm ngoài dự đoán, nhưng việc PBoC từng bước thả nổi lãi suất để thị trường điều tiết thì hoàn toàn bất ngờ.

<sup>1</sup> Ủy ban Chính sách tiền tệ Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã họp phiên họp quý IV năm 2011 tại bắc Kinh. Cuộc họp này nêu lên việc tiếp tục theo dõi diễn biến của tình hình kinh tế, tài chính tiền tệ trong và ngoài nước, tiếp tục thực thi chính sách tiền tệ ổn định, lành mạnh, tiến hành điều chỉnh trước, điều chỉnh nhẹ vào thời điểm thích hợp, với mức độ can thiệp thích hợp nhằm theo kịp tình hình.



## Cải cách lãi suất theo hướng thị trường hóa

Cải cách lãi suất theo hướng thị trường hóa là một trong những chương trình quan trọng nằm trong gói cải cách hệ thống tài chính – tiền tệ mà Trung Quốc đang thực hiện. Tuy nhiên, do những tranh luận xoay quanh việc lãi suất thực dương – thực âm nên lãi suất tiết kiệm đã được cố định bằng các mệnh lệnh hành chính trong thời gian rất dài.

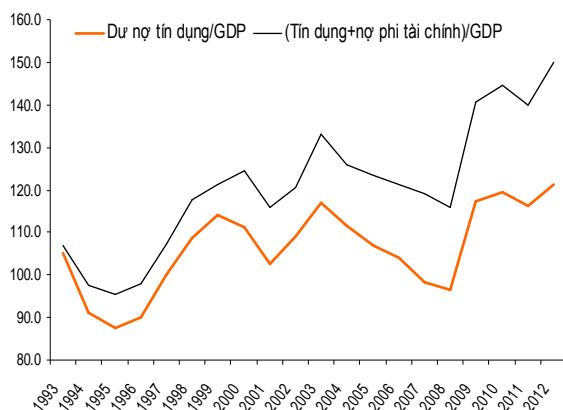
Trong một nghiên cứu đăng trên tạp chí Tài chính tiền tệ Trung Quốc hồi tháng 7/2011, nhóm nghiên cứu của Sở Điều tra Thống kê Ngân hàng Nhân dân cho rằng cần nắm cơ hội từng bước nới rộng biên độ dao động lãi suất chứ không nên thả nổi đột ngột; trước tiên cần cho phép một số tổ chức tín dụng đủ điều kiện thí điểm xác định lãi suất theo thị trường. Báo cáo đề nghị tiếp tục thúc đẩy cải cách lãi suất cho vay theo hướng thị trường hóa. Xét theo kinh nghiệm cải cách, nới lỏng lãi suất trần cho vay và các mức lãi suất cho vay là một trong những biện pháp điều chỉnh lãi suất theo hướng thị trường hóa được áp dụng chủ yếu.

Nhóm nghiên cứu cho rằng, việc điều chỉnh lãi suất tiền gửi theo hướng thị trường hóa sẽ khiến lãi suất tăng lên, khiến mức lãi suất thực tế sẽ tăng theo, thu hẹp chênh lệch lãi suất tiền gửi và cho vay, đồng thời có thể tạo ra những ảnh hưởng lớn đến chính sách tài chính, chính sách tiền tệ, thị trường tài chính và kinh tế vĩ mô. Để hoàn thiện cơ chế truyền dẫn lãi suất, báo cáo kiến nghị cần xác định lãi suất mục tiêu của việc điều tiết vĩ mô của PBoC đồng thời khai thông kênh truyền dẫn lãi suất.

Kiến nghị này sau đó đã được hiện thực hóa vào ngày 8/6/2012. Đó là việc PBoC hạ lãi suất tiết kiệm sau 3 năm rưỡi chỉ thực hiện tăng lãi suất, đồng thời lần đầu tiên cho phép thực hiện thả nổi lãi suất tiền gửi và tiền cho vay.

Nguồn: VCES tổng hợp

### Tỉ lệ đòn bẩy của Trung Quốc tăng mạnh từ năm 2009



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu PBoC đối với dự nợ tín dụng/GDP, tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu CEIC và công ty số liệu Trung Kim với dự nợ mở rộng

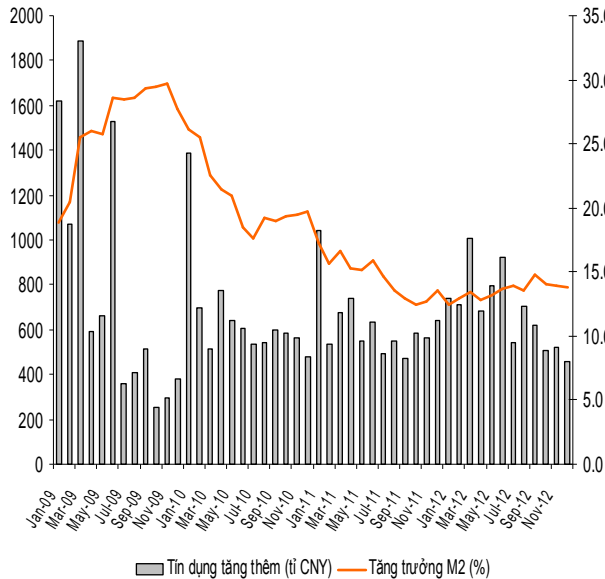
Khi tăng trưởng sản xuất công nghiệp giảm từ mức 14 – 18% (giai đoạn 2002 – 2011) xuống còn 10% và tăng trưởng GDP được xác định ở mức 8,5%, đồng thời phương thức tăng trưởng tiếp tục duy trì theo cách cũ thì tỉ lệ đòn bẩy tài chính của nền kinh tế Trung Quốc sẽ tăng mạnh. Nhưng một điều đáng chú ý là sự mở rộng quy mô tín dụng lại đi kèm với sự suy giảm của tỉ lệ thu lợi từ vốn của các doanh nghiệp.

Cuối năm 2008, để cứu vãn nền kinh tế, gói kích thích kinh tế 4000 tỉ CNY đã được tung ra, nhưng trong quá trình thực hiện, con số này đã lên tới khoảng 8000 tỉ, ngoài ra còn có thêm 2000 tỉ trái phiếu doanh nghiệp. Kết quả của

điều này là hiệu quả phân bổ vốn của hệ thống tài chính Trung Quốc thêm kém hiệu quả.

## Thị trường tiền tệ

**Tăng trưởng cung M2 và tín dụng bằng đồng CNY tăng thêm**



Nguồn: NBS và PBoC (các năm)

*Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (M2).* Chính sách tiền tệ của Trung Quốc năm 2012 là ưu tiên sự ổn định và lành mạnh của hệ thống tài chính. Từ quý III, chính sách tiền tệ đã chuyển từ thắt chặt sang nới lỏng. Trong phần lớn thời gian của năm 2011, Trung Quốc về cơ bản thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt – với 6 lần nâng tỉ lệ dự trữ bắt buộc – nhằm kiềm chế lạm phát. Tăng trưởng cung M2 dao động trong khoảng 10 – 15% trong khi tăng trưởng cung M1 liên tục suy giảm và xuống mức thấp nhất vào 1/2012. Tăng trưởng cung M2 từ nửa cuối năm 2011 đạt mức mục tiêu 16% đã đề ra, điều này góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, giúp chính sách tiền tệ đi vào quỹ đạo bình thường hơn sau thời gian tăng mạnh trong giai đoạn 2009 – 2010 – điều đã tạo nên những rủi ro nhất định đối với bảng cân đối tài sản của các ngân hàng thương mại. Tiếp nối tinh thần của hội nghị kinh tế trung ương năm 2011, chính sách tiền tệ của Trung Quốc năm 2012 có mục tiêu chủ yếu là giữ vững ổn định kinh tế vĩ mô sau khi đã kiềm chế thành công lạm phát vào nửa cuối năm 2011. Trong 6 tháng cuối năm 2012, tăng trưởng cung tiền M2 tiếp tục duy trì ở mức cầm chừng từ cuối năm 2011.

Trọng tâm của chính sách tiền tệ nửa cuối năm tiếp tục hướng đến sự “ổn định”. Mục tiêu tăng trưởng cung tiền M2 ở mức 14% tiếp tục được giữ vững. Tuy vậy, kể từ năm 2009 đến nay, Trung Quốc đã trở thành quốc gia có lượng cung tổng phương tiện thanh toán lớn nhất thế giới. Năm 2012, mức M2 tăng thêm của Trung Quốc chiếm ½ mức tăng thêm M2 của toàn thế giới. Trong thời gian 2008 – 2012, tổng lượng cung M2 của thế giới quy đổi ra CNY

đạt 336.000 tỉ, riêng tổng cung M2 của Trung Quốc đạt khoảng 100.000 tỉ, chiếm khoảng 27%. Với tổng mức cung M2 đạt 97.420 tỉ CNY vào cuối năm (trong đó M2 tăng thêm là 12.260 tỉ CNY) thì tỉ trọng M2/GDP đã đạt mức 187%, gấp 1,5 lần của Mỹ (con số này của Mỹ chỉ khoảng 86%) và bằng khu vực đồng euro (75.250 tỉ CNY) cộng thêm Anh (19.970 tỉ CNY)<sup>1</sup>. Điều này cho thấy động lực tăng trưởng của Trung Quốc tiếp tục dựa vào đầu tư, động lực của đầu tư đến từ cung tiền với mức tăng trưởng cao.

*Tăng trưởng tín dụng.* Sau khi trải qua 2 lần hạ tỉ lệ dự trữ bắt buộc và 2 lần giảm lãi suất, tăng trưởng dư nợ tín dụng năm 2012 vẫn thấp hơn mức tăng của năm 2011 (15% so với 15,7%). Điều này một mặt chịu tác động của các chính sách thắt chặt tiền tệ nửa đầu năm 2012, mặt khác cho thấy sự phục hồi của thị trường bất động sản vẫn còn chậm chạp và tâm lí e ngại rủi ro của ngân hàng lên cao dù tuyên bố chính thức của CBRC cho biết tỉ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng thương mại Trung Quốc chỉ khoảng 0,9 – 1%. Tính chung cả năm 2012, dư nợ tín dụng bằng đồng CNY của khối ngân hàng đạt 62.990 tỉ, dư nợ tín dụng bằng đồng USD đạt 685 tỉ USD.

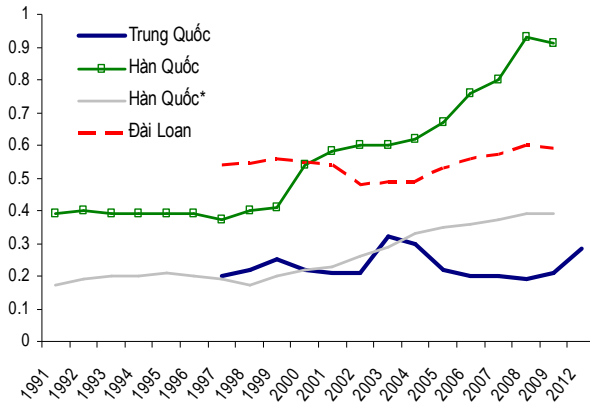
Tốc độ tăng trưởng tín dụng của khối doanh nghiệp có xu hướng chậm lại, dư nợ tín dụng ngắn hạn và huy động vốn bằng trái phiếu tăng mạnh. Cuối năm 2012, dư nợ tín dụng bằng đồng CNY của khối doanh nghiệp đạt 49.780 tỉ, tăng 14,5% so với năm 2011, nhưng tốc độ tăng trưởng tín dụng của quý IV giảm 1,3 điểm phần trăm so với quý III. Dư nợ tín dụng tăng thêm của cả năm đạt 6320 tỉ CNY. Xét theo kì hạn, dư nợ tín dụng ngắn hạn đã vượt dư nợ tín dụng dài hạn về tỉ lệ tăng trưởng (23,4% so với 6,9%) cho thấy các khoản tín dụng đang được sử dụng cho mục đích kinh

---

<sup>1</sup> Số liệu PBoC

doanh nhiều hơn để đầu tư vào tài sản cố định. Điều này cũng phản ánh sự đóng băng của thị trường bất động sản.

### Tín dụng dành cho khu vực doanh nghiệp tư nhân và ngoài nhà nước



Chú thích: Hàn Quốc\*: Hàn Quốc giai đoạn 1971 – 1990; số liệu các nước và vùng lãnh thổ khác đến năm 2009

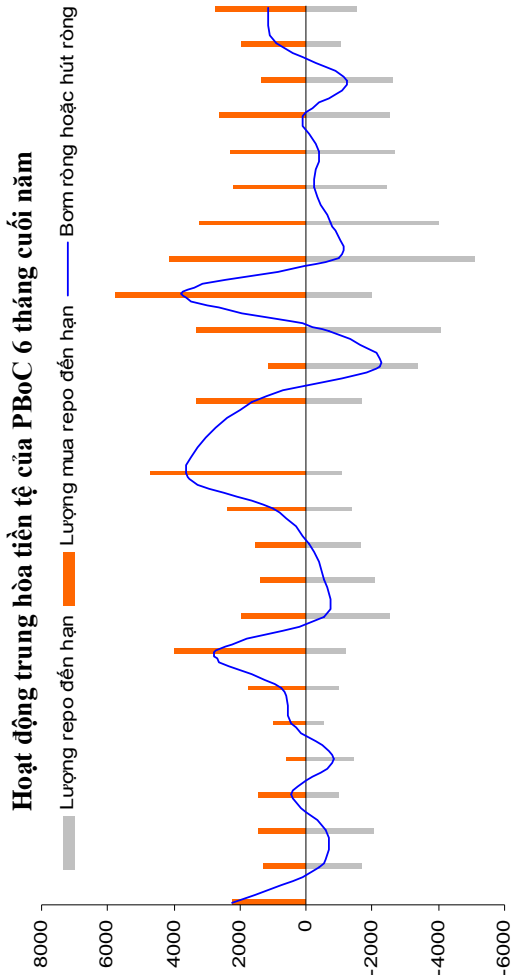
Nguồn: Allen et al., (2012)

Tăng trưởng tín dụng của SMEs có xu hướng nhanh hơn so với các khoản vay tín dụng khác. Cuối năm 2012, tổng mức tín dụng của SMEs chiếm 28,6% tổng mức dư nợ tín dụng của khối doanh nghiệp. Tính chung cả năm, tín dụng tăng thêm dành cho doanh nghiệp đạt 4750 tỉ CNY, trong đó SMEs vay được 1640 tỉ CNY, chiếm 34,6%. Như vậy, tín dụng dành cho SMEs năm 2012 đã được cải thiện đôi chút so với năm 2011. Tuy nhiên, mức 28,6% vẫn thấp hơn rất nhiều so với nhiều nước và vùng lãnh thổ trong khu vực Đông Á.

Tăng trưởng tín dụng trung – dài hạn của các ngành công nghiệp và dịch vụ giảm sút. Năm 2012, tổng mức dư nợ tín dụng (bằng cả đồng CNY và USD) của các doanh nghiệp công nghiệp đạt 6340 tỉ CNY, tăng 3,8% so với năm 2011, tuy nhiên xét về giá trị tuyệt đối, mức tăng thêm dư nợ tín dụng cả năm 2012 chỉ đạt 235 tỉ CNY, thấp hơn nhiều so với mức tăng 495,5 tỉ của năm 2011. Xét theo cơ cấu ngành, tín dụng của ngành công nghiệp nặng đạt 5690 tỉ CNY, của công nghiệp nhẹ đạt 653,5 tỉ CNY. Đối với ngành dịch vụ dư nợ tín dụng đạt 15.910 tỉ CNY, tăng 7,1%.

Sau nửa năm thất chặt, tín dụng dành cho lĩnh vực bất động sản có dấu hiệu phục hồi vào nửa cuối năm. Cuối năm 2012, dư nợ tín dụng bất động sản tăng trưởng 12,8% (đạt 12.110 tỉ CNY), chiếm 19,2% tổng mức dư nợ tín dụng. Tuy nhiên, do tình hình khó khăn của thị trường bất động sản vẫn chưa thực sự qua đi – dù chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản đã chạm đáy, và giá nhà đã giảm tương đối nhiều tại các thành phố loại I và III trong năm qua, nên tăng trưởng tín dụng mua nhà của cư dân cao hơn

so với vay tín dụng của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản (13,5% so với 10,7%).



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu

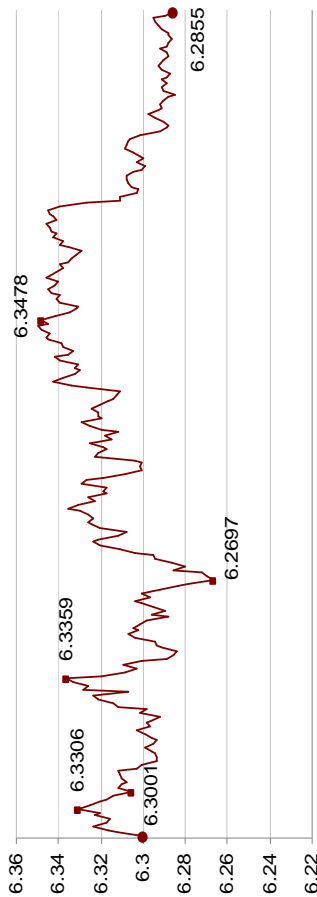
*Hoạt động thị trường mở - OMO.* Công cụ nghiệp vụ thị trường mở trở thành “vũ khí mới” cho chính sách nới lỏng tiền tệ của Trung Quốc trong nửa cuối năm 2012. Do dư địa để giảm lãi suất tiền gửi không còn nhiều nên chính sách tiền tệ của Trung Quốc 6 tháng cuối năm – sau 2 lần liên tiếp giảm lãi suất – đã chủ yếu chuyển sang sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở. Kể từ năm 2012, PBoC không phát hành trái phiếu của PBoC, thay vào đó, sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở để điều tiết lượng tiền. Kể từ quý II năm 2011 đến nay, trong khi sử dụng công cụ này, PBoC cũng chỉ thực hiện nghiệp vụ mua lại repo (Reverse-repurchase Agreement) chứ không thực hiện bán repo (Repurchase agreement). Ngày 3/7/2012, PBoC liên tục mua lại repo với quy mô lớn, trong vòng 2 tuần tổng cộng đã bơm ra thị trường 268 tỉ CNY, ngày 30/10/2012, PBoC thực hiện mức mua lại repo trong ngày lớn nhất: 395 tỉ CNY. Điểm khác biệt rõ nét về chính sách tiền tệ qua công cụ nghiệp vụ thị trường mở là nửa đầu năm 2012, PBoC chủ yếu thực hiện bán repo, còn 6 tháng cuối năm lại liên tục mua lại repo.

Tổng cộng 6 tháng cuối năm 2012, thông qua nghiệp vụ thị trường mở, PBoC đã bơm ròng 940 tỉ CNY qua đó giảm bớt áp lực điều chỉnh lãi suất vốn không còn nhiều dư địa. Tính từ 5/7/2012, chỉ có tháng 10 là tháng hút ròng tiền (với mức hút ròng 127 tỉ CNY), các tháng còn lại đều bơm ròng trong đó cao nhất là tháng 9 với 406 tỉ CNY.

Bên cạnh đó, để bổ sung cho nghiệp vụ thị trường mở và tăng dần mức độ tự do hóa lãi suất, PBoC đã sử dụng thêm công cụ SLOs. Điều này có thể sẽ khắc phục được nhược điểm mức độ sâu sắc của thị trường tài chính tiền tệ Trung Quốc còn hạn chế (lượng trái phiếu chính phủ mà các ngân

hàng năm giữ chưa nhiều, độ phủ thấp) và công cụ lãi suất không còn mấy tác dụng kích thích khi lãi suất thực tế đã xuống rất thấp.

Diễn biến tỉ giá CNY/USD năm 2012



Nguồn: Thiết lập theo số liệu PBoC (2012)

Tỉ giá. Trong vài tháng biến động mạnh cuối năm, tỉ giá CNY/USD đã chuyển từ trạng thái mất giá sang tăng giá và khép lại năm 2012 với mức giá giao dịch trung gian ngày 30/12/2012 ở mức 6.2855, tăng 0,25% so với năm 2011.

Nhìn chung, xu thế biến động của đồng CNY năm qua trải qua 3 giai đoạn:

Giai đoạn từ đầu năm đến giữa tháng 5, tỉ giá ít biến động, biên độ giao dịch trong khoảng 6.30 – 6.32, mức dao động trong ngày của giai đoạn này không quá 0,1%. Nhưng giai đoạn này đã xuất hiện mức tỉ giá mạnh nhất khi xuyên thủng đáy 2.7.

Giai đoạn từ giữa tháng 5 đến đầu tháng 9, đồng CNY chủ yếu mất giá so với đồng USD và chạm đến mức giá thấp nhất 6.39 với mức dao động bình quân trong ngày lớn hơn hẳn so với giai đoạn trước: 1%.

Giai đoạn từ đầu tháng 9 đến cuối năm, xu thế chính là tăng giá. Trong tháng 10, tỉ giá CNY liên tục phá vỡ các ngưỡng 6.28, 6.27, 6.26, 6.25, 6.24 và 6.23. Trong tháng 11 thậm chí đã xuất hiện 12 ngày giao dịch mà tỉ giá cuối ngày tăng hơn 1% so với giá trung gian.

Nếu so với mức tỉ giá 8.2765 vào thời điểm Trung Quốc tiến hành cải cách tỉ giá ngày 20/7/2005 thì hiện nay đồng CNY đã tăng giá khoảng 31,67%, còn nếu so với thời điểm ngày 1/1/1994 (khi đó tỉ giá là 8.7) thì đồng CNY đã tăng giá khoảng 38,41%. Việc đồng CNY tăng giá mạnh vào quý IV một phần bắt nguồn từ việc PBoC chủ động can

thiệt để tạo ra kì vọng tăng giá đồng CNY, giảm bớt sự “tháo chạy” của vốn tư nhân khỏi Trung Quốc<sup>1</sup>.

Đặc điểm chính của tỉ giá CNY năm 2012 là thị trường tỉ giá đã xuất hiện nhiều “tính thị trường” hơn – đánh dấu bằng việc đồng CNY dao động hai chiều mạnh mẽ hơn trước.

Năm 2012, tỉ giá CNY tăng nhẹ, thặng dư thương mại của Trung Quốc tăng 48,1% so với năm ngoái. Năm 2011 thặng dư 155,1 tỉ USD, năm nay thặng dư 231,1 tỉ USD. Thặng dư thương mại lớn tạo ra cán cân vãng lai thặng dư, đã giúp dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc năm nay cũng tăng so với năm trước – tăng xấp xỉ 130 tỉ USD, tổng dự trữ ngoại tệ Trung Quốc cuối năm 2012 đạt 3310 tỉ CNY<sup>2</sup>. Tuy nhiên, mức tăng 130 tỉ USD này là mức tăng thấp nhất kể từ năm 2004. Chúng tôi cho rằng, thặng dư thương mại tiếp tục tăng mạnh và trạng thái thặng dư của cán cân thanh toán tổng thể có thể làm gia tăng áp lực tăng giá của đồng CNY – dù biên độ tăng giá khó có thể đạt mức 3%.

## **VI. Thị trường tài sản**

### **Thị trường chứng khoán**

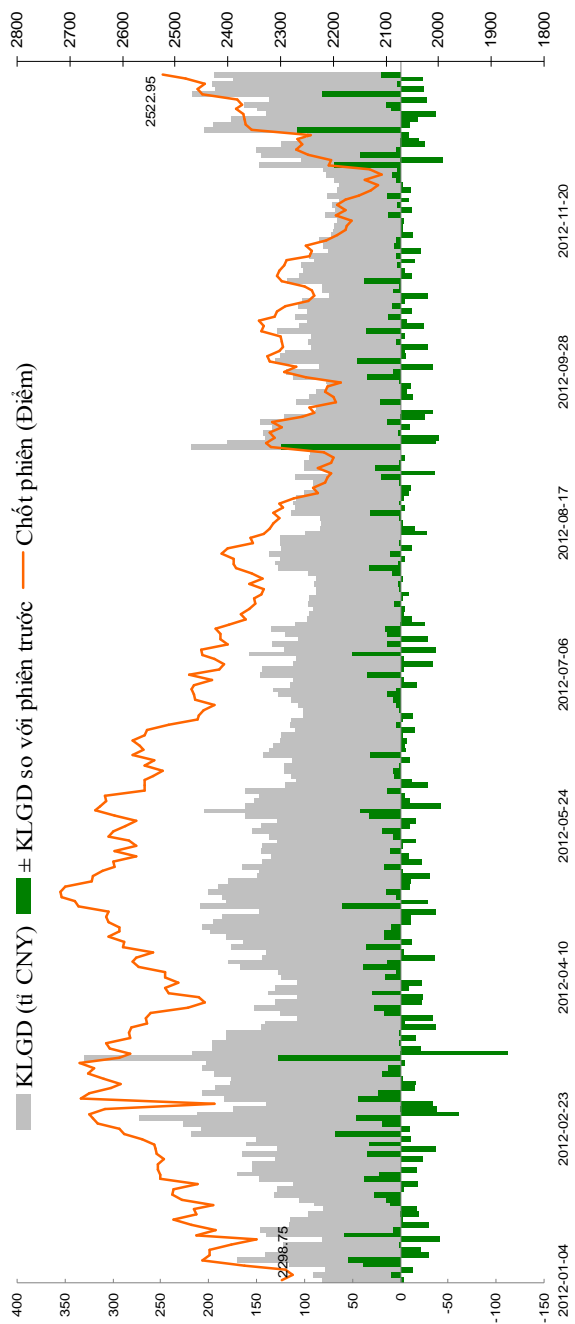
Năm 2012 chứng kiến sự suy giảm lớn của TTCK Trung Quốc. Sau khi chỉ số CSI-300 ghi nhận mức thấp nhất vào ngày 3/12, ngày 4/12, chỉ số Shanghai Composite cũng ghi nhận mức thấp kỉ lục 1949,46 điểm – thấp nhất kể từ ngày 23/1/2009 – khi lần đầu tiên chỉ số này rơi xuống dưới 2.000 điểm vốn là ngưỡng quan trọng đối với tâm lý của nhà đầu tư. Mặc dù sau đó đã bật trở lại mức quan khẩu

---

<sup>1</sup> Trong 3 quý đầu năm 2012, đã xuất hiện hiện tượng luồng vốn đầu tư nước ngoài chạy khỏi Trung Quốc với quy mô quý lớn nhất khoảng 90 tỉ USD.

<sup>2</sup> Biến động dự trữ ngoại tệ Trung Quốc năm 2012: quý I dự trữ tăng 123,8 tỉ USD; quý II giảm 65 tỉ USD; quý III tăng 50 tỉ USD; quý IV tăng 20 tỉ USD

### Chỉ số Shanghai Shenzhen CSI-300 Index (SHSZ300) năm 2012



Nguồn: Nhóm nghiên cứu VCES thiết lập theo số liệu CSRC (2012)

2200 điểm nhưng cả năm chỉ số này chỉ tăng trưởng 0,8%, thấp nhất trong số các chỉ số chứng khoán chủ chốt của thế giới.

Sau khi thông tin GDP quý II mất mốc 8,0% – trước đó, tăng trưởng GDP quý I đã mất mốc 9% - TTCK Trung Quốc từ tháng 6 đã bắt đầu ghi nhận khởi đầu của một đáy kéo dài trong hai quý do số liệu GDP quý III còn thấp hơn cả quý II (hình trên và dưới 1).

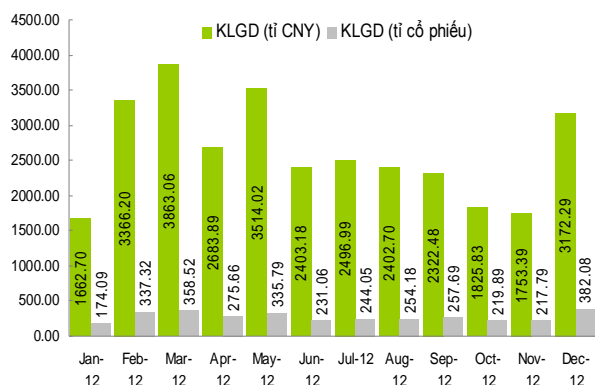
Mặc dù vào tháng 7 – vào thời gian diễn ra cuộc họp của Đại hội Đại biểu Nhân dân toàn quốc và Hội nghị Hiệp thương Chính trị<sup>1</sup>, thủ tướng Ôn Gia Bảo bên cạnh việc cam kết duy trì ổn định kinh tế, rồi mới đến tăng trưởng kinh tế đã phải phát đi tín hiệu về việc chính phủ Trung Quốc cho phép tăng trưởng đầu tư ở mức “hợp lý” để có thể duy trì được mức tăng trưởng cả năm 7,5%. Nhưng chính phủ Trung Quốc không phát đi tín hiệu nào về việc sẽ có các chính sách nới lỏng hoặc kích thích thị trường bất động sản, những chính sách điều chỉnh mà 17 thành phố thực hiện từ giữa tháng 2/2012 đã không được nhân rộng, trong đó chính sách của nhiều thành phố đã bị buộc hủy bỏ. Điều này càng khiến tình hình kinh doanh của TTCK trong từng tháng thêm kém sắc.

Ngay cả khi thị trường bất động sản có sự phục hồi từ tháng 9, thị trường chứng khoán Trung Quốc vẫn tiếp tục lao dốc khi ghi nhận giá trị chỉ số CSI-300 có mức đóng phiên thấp kỷ lục 2.108,9 điểm vào ngày 3/12. Nếu so với thời điểm chỉ số Shanghai Composite thiết lập mức đỉnh 5.877,2 điểm vào ngày 16/10/2008 thì thị trường chứng khoán Trung Quốc tại thời điểm 3/12/2012 đã mất gần

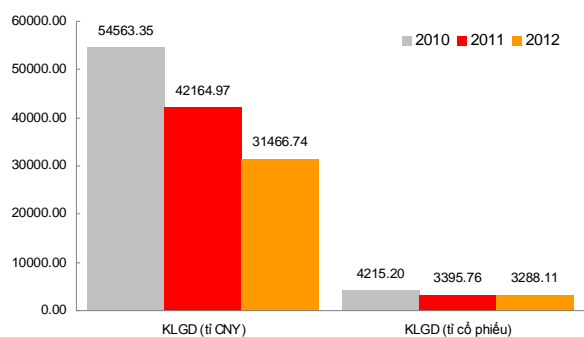
<sup>1</sup> Đại hội Đại biểu Nhân dân Toàn quốc tương đương với Quốc hội và Hội nghị Hiệp thương Chính trị tương đương với Mặt trận Tổ quốc



### Khối lượng giao dịch (tỷ CNY và tỷ cổ phiếu) năm 2012



### Thị trường chứng khoán Trung Quốc 2010 - 2012



Nguồn: Nhóm nghiên cứu VCES thiết lập theo số liệu CSRC (2012)

179%. Chúng tôi cho rằng, nguyên nhân của tình trạng TTCK Trung Quốc âm ảm trong 6 tháng cuối năm và chỉ bật phục hồi từ nửa cuối tháng 12/2012 là do nhiều số liệu kinh tế vĩ mô nửa cuối năm đều gây thất vọng lớn. Những số liệu kinh tế vĩ mô này chủ yếu gồm: số liệu tăng trưởng GDP theo quý, tình hình tăng trưởng sản xuất công nghiệp, tăng trưởng tỉ lệ lợi nhuận của doanh nghiệp công nghiệp, tăng trưởng xuất khẩu, thâm hụt ngân sách cao kỷ lục, tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng thấp. Bên cạnh tác động bất lợi từ tình hình sản xuất kinh doanh không mấy sáng sủa so với năm ngoái, sự suy giảm của TTCK Trung Quốc năm vừa qua còn bắt nguồn từ tình hình kinh tế kém lạc quan bên ngoài, trong đó có sự suy giảm của một số nền kinh tế chủ chốt.

Vì vậy, khi xem xét số liệu một số năm trở lại đây, có thể nhận thấy TTCK Trung Quốc năm 2012 đang chứng kiến xu thế suy giảm dần so với các năm trước.

So với nhiều thị trường chứng khoán chủ chốt của thế giới, sự khác biệt của thị trường chứng khoán Trung Quốc là việc những quản lý quá chặt đối với cả quỹ đầu tư nước ngoài (QFII) và quỹ đầu tư trong nước (QDII) khiến TTCK nước này bị dẫn dắt bởi các nhà đầu tư nhỏ lẻ có xu hướng đầu tư trong ngắn hạn thay vì dựa vào những định chế tài chính đầu tư trong dài hạn. Kể từ tháng 10/2011, sau khi Quách Thụ Thanh được bổ nhiệm làm Chủ tịch Ủy ban Quản lý Giám sát Chứng khoán Trung Quốc, Ủy ban này đã bắt đầu thực hiện nhiều biện pháp trấn an nhà đầu tư như giảm phí giao dịch và thắt chặt các qui định về việc hủy niêm yết, ban hành luật mới thắt chặt quản lý giao dịch nội gián. Đặc biệt, năm 2012, Ủy ban đã có nhiều biện pháp nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư. Mặc dù vậy, tỉ lệ sinh lợi kém và những yếu tố khó lường của thị trường khiến nhà đầu tư

trong nước của Trung Quốc tỏ ra kém mặn mà với thị trường này hơn nhà đầu tư nước ngoài.

### **3 thay đổi chính sách quan trọng năm 2012 của Ủy ban Quản lý Giám sát Chứng khoán Trung Quốc**

#### **1. Nhà đầu tư nước ngoài được mở rộng room đầu tư**

Ngày 3/4/2012, Ủy ban tuyên bố các quỹ QFII mới đăng ký sẽ được tăng hạn mức đầu tư thêm 50 tỉ USD, như vậy tổng mức đầu tư của các quỹ QFII có thể lên tới 80 tỉ USD. Tháng 11/2012, các quỹ RQFII được tăng tổng mức đầu tư bằng đồng CNY lên 270 tỉ CNY.

#### **2. Mở rộng diện thí điểm “tân tam bản”**

Ngày 3/8/2012, Ủy ban tuyên bố mở rộng diện thí điểm chuyển nhượng cổ phần của các công ty chưa niêm yết trên TTCK (thường gọi là “tân tam bản”). Trừ Vườn Khoa học kỹ thuật Trung Quan thôn của Bắc Kinh, những nơi được đưa thêm vào diện thí điểm còn có Khu khai phát ngành khoa học kỹ thuật cao-mới Trương Giang (thuộc Thượng Hải), Khu Khai phát ngành khoa học kỹ thuật mới Đông Hồ (thuộc thành phố Vũ Hán) và Khu khoa học kỹ thuật cao mới Tân Hải (của thành phố Thiên Tân).

#### **3. Hủy bỏ rào cản khắt khe đối với doanh nghiệp trong nước IPO ở nước ngoài**

Trước đây, để IPO ở nước ngoài, một công ty Trung Quốc thường phải làm các thủ tục xin cấp phép trong nước kéo dài khoảng 3 năm do nhiều thủ tục và rào cản. Ngày 20/12/2012, Ủy ban đã chính thức xóa bỏ rào cản trước đây yêu cầu doanh nghiệp/công ty trong nước nếu muốn niêm yết ở nước ngoài phải đáp ứng được các điều kiện sau: “vốn ròng không ít hơn 4.000 tỉ CNY, lợi nhuận sau thuế trong năm trước khi xin phép ra nước ngoài niêm yết không được thấp hơn 60 triệu CNY, vốn huy động được không được thấp hơn 50 triệu USD”.

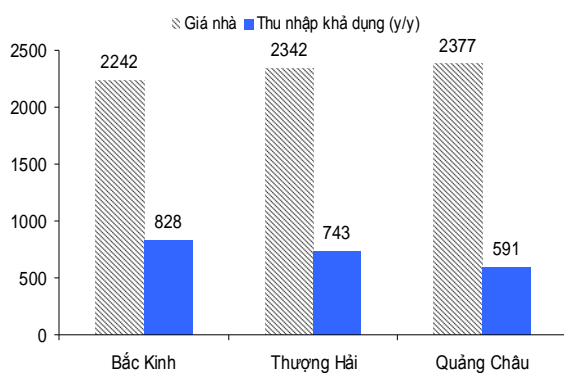
Nguồn: Nhóm nghiên cứu VCES tổng hợp

Xét tình hình triển vọng kinh tế Trung Quốc năm 2013, chúng tôi cho rằng, sự phục hồi của TTCK Trung Quốc không chỉ đợi chờ những tín hiệu lạc quan hơn từ các số liệu kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước, mà còn phụ thuộc vào những thay đổi chính sách mới đối với các nhà đầu tư – đặc biệt là các định chế tài chính lớn. Sự dè dặt trong việc mở cửa thị trường tài sản cũng như tài khoản vốn có thể bắt nguồn từ những kinh nghiệm rút ra trong lịch sử - chẳng hạn khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á 1997 và khủng hoảng tài chính tiền tệ 2008. Tuy nhiên, để thúc đẩy quá trình quốc tế hóa đồng CNY diễn ra nhanh và ổn định hơn thì chính phủ Trung Quốc không thể không tính toán về thời gian, lộ trình và độ sâu của những cải cách trong lĩnh vực tài chính tiền tệ và trên thị trường tài sản.

## Thị trường bất động sản

Nghiên cứu của Hoa Sinh (2011) cho thấy tỉ lệ giá nhà/thu nhập tại 2 thành phố lớn của Trung Quốc (Bắc Kinh, Thượng Hải) trong năm 2010 là 35 và 38 lần, trong khi tỉ lệ này ở Tokyo là 8,7 lần, tại Seoul là 11,6 lần, cho thấy giá nhà tại các thành phố lớn của Trung Quốc đang quá cao - dù còn tồn tại các quan điểm trái chiều.

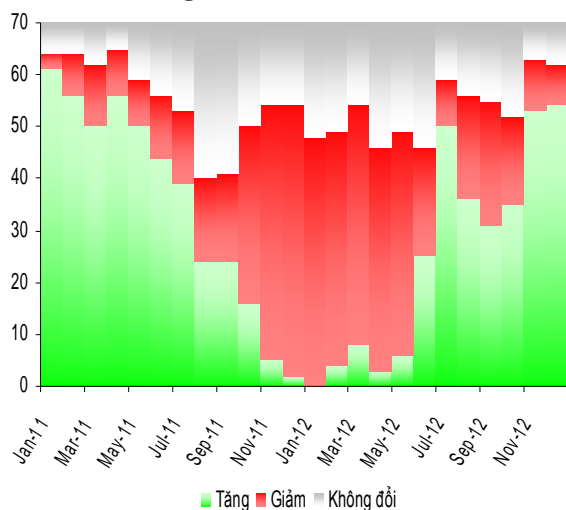
**Tăng trưởng giá nhà và thu nhập khả dụng (% , 1993-2011)**



Nguồn: Credit Suisse (2012)

Một trong những quan điểm cho rằng giá nhà ở Trung Quốc tăng không cao và vẫn nằm trong khả năng mua được của cư dân thành thị thường sử dụng cách so sánh mức thu nhập tăng thêm với mức tăng giá nhà. Theo cách so sánh này (với số liệu của CEIC), trong giai đoạn 2006-2011 giá nhà ở Trung Quốc chỉ tăng 61% trong khi đó thu nhập bình quân của cư dân thành thị tăng 89%. Tuy nhiên, cách so sánh này không phản ánh được thực trạng về chênh lệch giữa giá nhà và thu nhập, bởi không phản ánh được mức độ tăng giá nhà tại những đô thị loại I như Bắc Kinh, Thượng Hải, Thiên Tân, Thâm Quyển hay Trùng Khánh v.v.

**Biến động giá nhà tại 70 thành phố lớn Trung Quốc 2011-2012 (m/m)**



Nguồn: Thiết lập theo số liệu CREIS

Quá trình giá nhà tăng mạnh đã bắt đầu từ những năm đầu thế kỉ XXI nhưng thực sự tăng mạnh từ năm 2005 (xem hình). Các chính sách tiền tệ nới lỏng, lãi suất thực tế rất thấp. Olympic được tổ chức tại Bắc Kinh vào năm 2008 và sự suy giảm của thị trường chứng khoán từ năm 2007 là những nguyên nhân quan trọng khiến hoạt động đầu tư vào thị trường bất động sản trở nên mạnh mẽ, hình thành nên bong bóng và đổ vỡ tại một số nơi (như tỉnh Hải Nam năm 2007). Bài học của Nhật Bản khi rơi vào hai thập kỉ mất mát do vỡ bong bóng trên thị trường bất động sản buộc Trung Quốc phải thực hiện các chính sách thắt chặt tín dụng cũng như đặt ra hàng loạt quy định kiểm soát gắt gao mới đối với lĩnh vực đầu tư này. Trên thực tế, chính sách

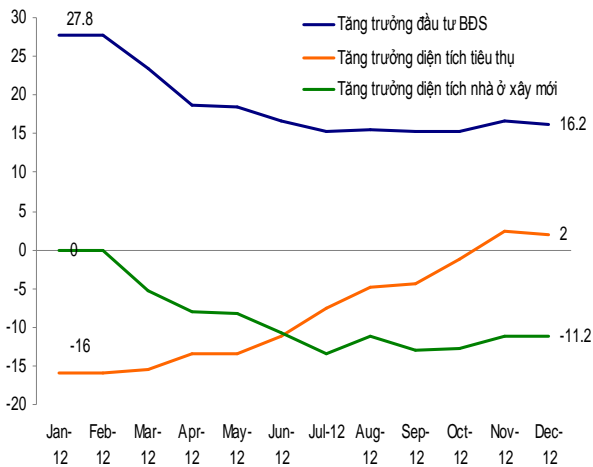
thắt chặt đối với thị trường bất động sản bắt diễn ra với hai giai đoạn 2010 – 2011 và năm 2012.

### Thắt chặt hoạt động của thị trường bất động sản năm 2011

Chính phủ Trung Quốc đang cố gắng hạn chế rủi ro bong bóng tài sản đã tác động mạnh mẽ đến nền kinh tế, vào đầu năm 2011, Trung Quốc đã áp dụng nhiều biện pháp thắt chặt sự phát triển của thị trường tài sản này như yêu cầu nâng tỷ lệ chi trả tối thiểu đối với việc mua căn nhà thứ hai và yêu cầu chính quyền các địa phương tăng nguồn cung đất để giảm giá nhà. Theo đó, mức chi trả tối thiểu cho căn nhà thứ 2 được điều chỉnh lên 60% từ mức 50%. Ngày 18/01/2011, Thủ tướng Trung Quốc Ôn Gia Bảo cho biết chính phủ sẽ tiếp tục áp dụng kiểm soát đối với thị trường bất động sản bao gồm hạn chế đầu cơ bất động sản và tăng nguồn cung đất đai. Giá bất động sản tại Trung Quốc tháng 12/2010 tăng đến tháng thứ 19 liên tiếp ngay cả sau khi chính phủ hạn chế thế chấp đối với căn nhà thứ 3 và hạn chế các khoản vay dành cho các công ty kinh doanh trong lĩnh vực bất động sản.

Nguồn: VCES tổng hợp

#### Một số chỉ tiêu tăng trưởng cơ bản của ngành bất động sản năm 2012 (%)



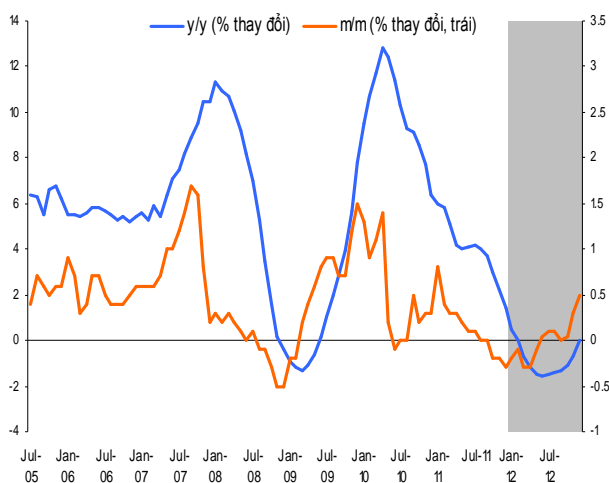
Nguồn: Thiết lập theo số liệu CREIS

Hệ quả của chính sách kiểm soát chặt chẽ đối với thị trường bất động sản (cả những chính sách về cung như tín dụng, đất đai và chính sách về cầu như tăng mức chi trả tối thiểu cho căn nhà thứ hai, tăng chi phí đối với việc vay mua căn thứ nhất v.v.) là các chỉ số cơ bản của thị trường bất động sản (như tăng trưởng đầu tư, tăng trưởng diện tích xây mới, tăng trưởng mức tiêu thụ, tăng trưởng giá trị tiêu thụ v.v.) đều có chung đặc điểm là suy giảm mạnh trong nửa đầu năm 2012 và chỉ phục hồi nhẹ từ đầu quý IV (hình). Cá biệt, tăng trưởng diện tích xây mới trong cả năm 2012 luôn có giá trị âm – phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư so với tình hình của năm 2011. Điều này khiến mức đầu tư vào toàn ngành bất động sản cả năm 2012 đã giảm khoảng 10% so với năm 2011 (16,2% so với 27,9%).

*Giá nhà và bất động sản.* Chịu tác động của các chính sách thắt chặt, thị trường bất động sản Trung Quốc từ nửa cuối năm 2011 bắt đầu suy giảm mạnh, tình hình này kéo dài gần hết năm 2012 và giá nhà tại 70 thành phố lớn và vừa chỉ phục hồi nhẹ từ quý IV năm 2012 (hình).

Tính chung toàn bộ thị trường bất động sản, sau năm 2010 chính sách kích thích kinh tế với cách làm bơm thẳng

### Biến động giá bất động sản Trung Quốc 7/2005-12/2012

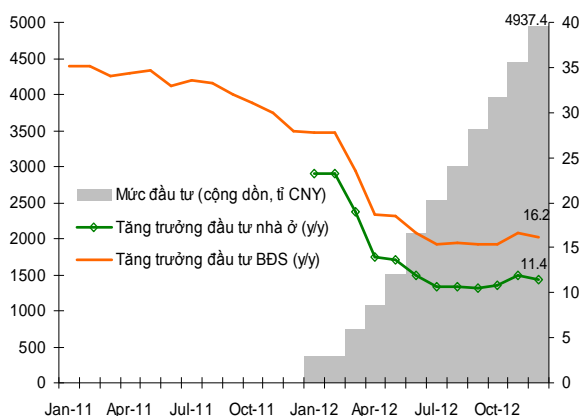


Nguồn: Thiết lập theo số liệu CREIS

nguồn tiền cho các ngân hàng, dẫn đến sự bùng nổ đầu tư bất động sản, đẩy giá nhà tăng mạnh, năm 2011 sự suy giảm giá bất động sản bắt đầu diễn ra, trong đó 5 tháng cuối năm giá suy giảm liên tiếp. Quá trình suy giảm liên tục này còn kéo thêm trong 5 tháng đầu năm 2012, và chỉ phục hồi từ tháng 6. Năm 2012, giá bất động sản không tăng so với năm 2011.

*Tình hình đầu tư bất động sản.* Mặc dù thị trường bất động sản Trung Quốc có một năm ảm đạm nhưng đầu tư vào loại thị trường tài sản này đã có sự tăng trưởng trở lại. Tỷ trọng đầu tư vào nhà ở trên GDP đã tăng nhẹ từ mức 9,39% (năm 2011) lên 9,5%, và cao hơn nhiều so với mức 4,3% GDP của năm 2002. Tỷ trọng đầu tư vào toàn ngành bất động sản trên GDP đã tăng từ mức 11,6% (năm 2005) lên 13,8% (năm 2012) (hình). Con số này cao hơn nhiều so với mức của Mỹ trong giai đoạn thị trường bất động sản thịnh vượng 2001 – 2010, cũng cao hơn mức của Hàn Quốc và Nhật Bản thời điểm thị trường bất động sản ở hai nước này phát triển nóng.

### Giá trị và mức tăng trưởng đầu tư bất động sản và nhà ở (2011 – 2012)

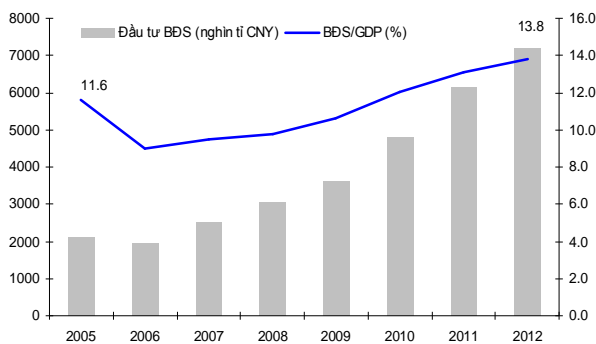


Nguồn: Thiết lập theo số liệu CREIS

Cụ thể, năm 2012, đầu tư khai thác sử dụng bất động sản của Trung Quốc đạt 7180,4 tỉ CNY, tăng 16,2% so với năm 2011 (loại trừ yếu tố giá cả thì tăng trưởng 14,9%). Trong đó, đầu tư vào nhà ở đạt 4937,4 tỉ CNY, tăng 11,4% so với năm 2011 (hình). Mức đầu tư này cao hơn một chút so với mức của năm 2011 nhưng nếu loại bỏ yếu tố giá cả thì mức đầu tư thực tế đã suy giảm – phản ánh sự ảm đạm của thị trường bất động sản cũng như tâm lý bi quan và sự khó khăn của các nhà đầu tư<sup>1</sup>.

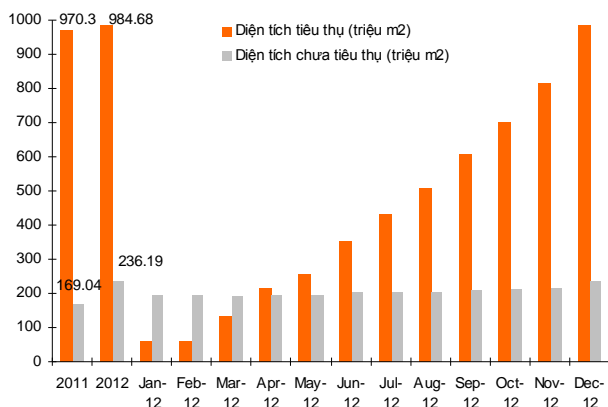
<sup>1</sup> Năm 2011, đầu tư vào thị trường bất động sản đạt 6174 tỉ CNY, tăng trưởng 27,9%, đầu tư vào nhà ở đạt 4403,8 tỉ CNY, tăng trưởng 30,2%.

### Tỉ trọng đầu tư bất động sản/GDP (%)



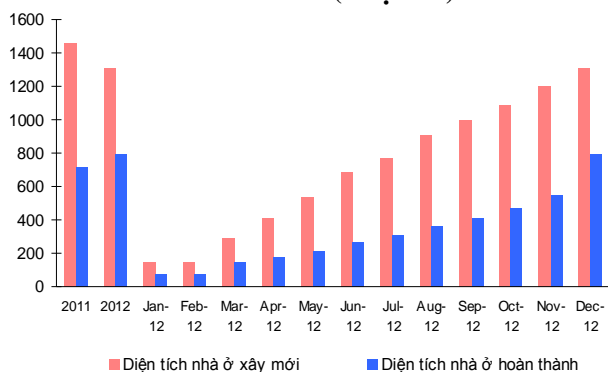
Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu VCES theo số liệu NBS và CREIS

### Diện tích tiêu thụ và chưa tiêu thụ được (cộng dồn) 2011 – 2012



Nguồn: Thiết lập theo số liệu CREIS

### Diện tích nhà ở xây mới (cộng dồn) 2011-2012 (Triệu m²)



Nguồn: Thiết lập theo số liệu CREIS

*Tình hình kinh doanh.* Năm 2012, tăng trưởng tiêu thụ tổng diện tích nhà ở thương mại chỉ tăng 1,8% so với năm 2011 (đạt 1,113 tỉ m<sup>2</sup>). Tuy nhiên mức độ ảm đạm của thị trường bất động sản năm 2012 được thể hiện rõ trong việc tăng trưởng tiêu thụ của năm này đã suy giảm 2,6 điểm phần trăm so với năm 2011. Trong đó tăng trưởng mức tiêu thụ nhà ở là 10,9%, đạt 984,68 triệu m<sup>2</sup>. Tuy nhiên, đến cuối năm 2012, tổng diện tích bất động sản chưa bán được là 364,6 triệu m<sup>2</sup>, tăng thêm 77,52 triệu m<sup>2</sup> so với cuối năm 2011, trong đó chủ yếu là diện tích nhà ở không bán được (chiếm 75% tổng số diện tích tồn kho tăng thêm – khoảng 236,19 triệu m<sup>2</sup>). Mặc dù, diện tích nhà ở tiêu thụ của năm 2012 nhỉnh hơn so với năm 2011 nhưng diện tích chưa tiêu thụ được lại tăng mạnh.

Theo số liệu CRIC, có thể nhận thấy tình hình tiêu thụ-kinh doanh bất động sản tại các thành phố/đô thị loại I và III suy giảm mạnh nhất, trong khi tình hình tại đô thị loại II suy giảm nhẹ hơn.

### Tình hình kinh doanh bất động sản tại các loại đô thị

	Diện tích xây dựng hoàn thành giao dịch (y/y, %)	Mức giá giao dịch (y/y, %)
Đô thị loại I	-39	-37
Đô thị loại II	-9	-18
Đô thị loại III	-35	-11

Nguồn: CRIC

Mức đầu tư suy giảm và tình hình tiêu thụ chậm chạp khiến các nhà đầu tư không mặn mà trong việc tăng diện tích nhà ở xây mới. Năm 2012, **diện tích nhà ở xây mới**, suy giảm mạnh so với năm 2011 (1,3 tỉ m<sup>2</sup> so với 1,46 tỉ m<sup>2</sup>), khiến cho diện tích nhà ở xây mới tăng trưởng -11,2%, kém xa so với mức tăng trưởng 12,9% của năm trước.

## 8 chính sách bất động sản quan trọng của năm 2012

### 1. Chính sách địa phương điều chỉnh nhẹ

Kể từ cuối năm 2011 đầu năm 2012, 17 thành phố như Phật Sơn, Vu Hồ, Thượng Hải, Hàng Châu, Nam Kinh v.v. đã ban hành các chính sách điều chỉnh liên quan đến việc mua nhà. Những điều chỉnh này chủ yếu tiến hành tại các khâu như hạn mức tín dụng mua nhà, ưu đãi thuế v.v. Trong đó, ngoại trừ chính sách của 4 thành phố Thượng Hải, Vu Hồ, Phật Sơn, Thành Đô đi ngược với chính sách điều tiết chung và bị buộc dừng lại, chính sách của các thành phố còn lại đều được ngầm chấp nhận.

### 2. Hai lần hạ tỉ lệ dự trữ bắt buộc

Ngày 12 tháng 5, PBoC tuyên bố kể từ ngày 18/5 sẽ hạ tỉ lệ dự trữ bắt buộc của các tổ chức tín dụng xuống 50 điểm cơ bản. Đây là lần điều chỉnh thứ hai, tiếp sau lần điều chỉnh thứ nhất (cũng hạ 50 điểm cơ bản) vào ngày 24/2. Sau đợt điều chỉnh tháng 5, tỉ lệ dự trữ bắt buộc của các tổ chức tín dụng lớn và nhỏ lần lượt là 20% và 18%, qua đó bơm thêm vào thị trường khoảng 400 tỉ CNY.

### 3. Lần đầu tiên trong 3 năm trở lại, PBoC hạ lãi suất tiết kiệm, lần hạ thứ hai cách lần đầu 18 ngày

Kể từ ngày 8 tháng 6 năm 2012, lãi suất tiền gửi và cho vay kì hạn 1 năm đều được điều chỉnh giảm 25 điểm cơ bản. 18 ngày sau, ngày 6/7/2012, PBoC tiếp tục giảm 25 điểm cơ bản đối với lãi suất tiền gửi và 31 điểm cơ bản đối với lãi suất cho vay.

### 4. Định nghĩa về “đất đai nhàn rỗi” được mở rộng

Kể từ ngày 1 tháng 7, “Biện pháp xử lí đất nhàn rỗi” do Bộ Tài nguyên Quốc gia Trung Quốc sửa đổi đã chính thức đi vào thực tiễn. Theo đó, “đất đai nhàn rỗi” được định nghĩa lại: đất đai nhàn rỗi bao gồm số đất đai vượt quá 01 năm ngày khởi công động thổ ghi trong hợp đồng nhưng chưa khởi công động thổ; đất đai đã khởi công động thổ nhưng diện tích chưa đủ 1/3 tổng diện tích cần khởi công động thổ; đất đai mà mức đã đầu tư chưa đủ 25% tổng mức đầu tư; đất xây dựng nhà nước bị chấm dứt hoạt động xây dựng từ 01 năm trở lên. Việc ban hành văn bản chính sách này của Bộ Tài nguyên được coi là một biện pháp đôn đốc đối với các nhà đầu tư bất động sản, đồng thời cũng là biện pháp để tăng nguồn cung đất, tạo sự cân bằng hơn về cung cầu.

### 5. Chính sách đối với nhà ở dành cho người thu nhập thấp

Ngày 2 tháng 2, Bắc Kinh dẫn đầu cả nước trong việc ban hành chính sách cấm hoạt động mua bán trên thị trường đối với nhà ở dành cho người thu nhập thấp (经济适用房), nếu mua bán bị phát hiện sẽ bị chính quyền thành phố thu hồi.

### 6. Chính quyền Hong Kong đánh thuế cao với các khoản mua bán bất động sản tại lục địa

Kể từ ngày 27 tháng 10, chính quyền Hong Kong áp dụng thu thuế con niêm với định mức 20% giá thanh toán đối với các khoản mua bán trao tay các căn hộ trong thời gian nửa năm kể từ lần mua trước. Ngoài ra, cư dân và công ty ngoài Hong Kong bị trung thu thêm 15% thuế con niêm khi mua nhà.

### 7. Thiểm Tây quy định lợi nhuận hợp lí của ngành bất động sản là 10%

Tháng 10/2012, chính quyền tỉnh Thiểm Tây yêu cầu tính toán sơ bộ chi phí nhà ở của tất cả các đơn vị hành chính trong tỉnh, rồi áp dụng lợi nhuận hợp lí cho các ngành bất động sản ở mức 10%. Ngoài ra, các công ty bất động sản trong vòng 10 ngày kể từ ngày nhận giấy phép bán trước phải niêm yết công khai giá nhà.

### 8. Nhiều thành phố “cởi trói” cho khoản vay tín dụng mua nhà bằng vốn tự có của công ty

Kể từ tháng 4, nhiều thành phố như Vũ Hán, Trịnh Châu, Thẩm Dương v.v. lần lượt nâng quy định về hạn mức đối với các khoản vay tín dụng nâng cao vốn tự có của công ty từ 15% lên 25%.

Nguồn: VCES tổng hợp

## Triển vọng kinh tế Trung Quốc năm 2013

Sau khi tăng trưởng theo quý xuống mức thấp nhất vào quý III, tăng trưởng GDP của Trung Quốc đã có dấu hiệu phục hồi từ quý IV/2012 và tăng trưởng GDP cả năm vẫn nằm trong mục tiêu ban đầu mà chính phủ Trung Quốc đề ra (tăng trưởng GDP từ 7,5% - 8%). Tuy nhiên, sự phục hồi của sản xuất công nghiệp năm 2012 vẫn tương đối yếu ớt, tăng trưởng M2 bị khống chế ở mức 14% và tăng trưởng tín dụng suy giảm cho thấy khó khăn đối với doanh nghiệp sản xuất vẫn còn nhiều. Dự báo cả năm 2013, tăng trưởng GDP của Trung Quốc có thể chỉ ở mức 7,5 – 7,8%.

Được hưởng lợi từ giá lương thực thực phẩm thế giới năm vừa qua ít biến động mạnh, CPI của Trung Quốc năm vừa qua đã được kiểm soát tốt và thấp hơn nhiều so với mục tiêu ban đầu (2,5% so với 4%). Sự phục hồi của CPI trong tháng 1/2013 chịu nhiều tác động của yếu tố mùa vụ, tuy nhiên lạm phát nửa đầu năm có thể ở mức 3% và nửa cuối năm cao hơn 3%, cả năm lạm phát sẽ ở mức 3-3,5%. Tốc độ tăng trưởng cung M2 và quy mô tín dụng tăng thêm của tháng 12/2012 chỉ đạt 8500 tỉ CNY cho thấy tốc độ tăng trưởng tín dụng đã suy giảm. Trong bối cảnh huy động tín dụng vẫn ổn định, điều này cho thấy khó khăn đối với hoạt động tín dụng của Trung Quốc hiện nay nằm ở việc cho vay. Tác dụng của việc hạ lãi suất không rõ rệt do lãi suất thực tế đã xuống rất thấp (0,5 – 1%), nên việc hạ lãi suất trong năm tới khó có thể xảy ra. Đi liền với đó là việc chính phủ Trung Quốc xác định trọng tâm của công tác kinh tế năm tới tiếp tục ưu tiên “ổn định tăng trưởng”, vì vậy, chính sách tiền tệ năm 2013 nhiều khả năng khó có thể chuyển hướng sang chính sách tiền tệ nới lỏng.



Do đầu tư vẫn được coi là một động lực của tăng trưởng kinh tế và chỉ tiêu chính phủ năm vừa qua có mức thâm hụt rất lớn nhằm thực hiện các cam kết đầu tư cải thiện dân sinh, có thể thấy chính sách tài khóa năm tới sẽ tiếp tục là chính sách nới lỏng. Trọng tâm của chỉ tiêu chính phủ vẫn là lĩnh vực dân sinh. Đối với ngành tài chính Trung Quốc, trọng tâm công tác năm 2013 là cải cách thể chế thuế thu mang tính kết cấu.

## Phụ lục – Hội nghị kinh tế trung ương 12/2012

Trong 2 ngày 15-16/12/2012, Hội nghị kinh tế trung ương đã họp tại Bắc Kinh để quyết định nhiều vấn đề quan trọng kinh tế Trung Quốc năm tới, qua đó xác định trọng tâm của công tác kinh tế năm 2013.

*Trọng tâm công tác kinh tế 2013:* tiếp tục thực hiện tăng trưởng trong sự ổn định/chắc chắn (继续“稳中求进”)

*6 nhiệm vụ kinh tế của năm 2013:*

- Tăng cường và cải thiện năng lực điều tiết vĩ mô, thúc đẩy kinh tế tiếp tục phát triển vững mạnh
- Củng cố nền tảng nông nghiệp, đảm bảo cung cấp nông sản phẩm
- Đẩy nhanh điều chỉnh kết cấu ngành, nâng cao chất lượng tổng thể các ngành kinh tế
- Thúc đẩy một cách tích cực và ổn thỏa quá trình đô thị hóa, dần sức nâng cao chất lượng đô thị hóa
- Tăng cường đảm bảo dân sinh, nâng cao mức sống của nhân dân
- Đi sâu toàn diện cải cách thể chế kinh tế, kiên trì tăng cường mở cửa

*Một số chính sách kinh tế quan trọng trong năm 2013:*

**Chính sách tài khóa:** tiếp tục thực thi chính sách tài khóa tích cực (trọng tâm là chi tiêu cho các hạng mục dân sinh). Phát huy đầy đủ vai trò của điều tiết ngược chu kỳ và tác dụng thúc đẩy điều chỉnh kết cấu kinh tế của chính sách tài khóa. Chính sách tài khóa này phải kết hợp với chính sách giảm thuế mang tính kết cấu.

**Chính sách tiền tệ:** thực hiện chính sách tiền tệ ổn định, lành mạnh. Phải mở rộng một cách thích hợp quy mô tổng vốn đầu tư toàn xã hội, duy trì cho vay tín dụng tăng trưởng ở mức thích hợp, duy trì sự ổn định cơ bản của tỉ

giá hồi đoái, giảm thiểu chi phí tín dụng của các tổ chức sản xuất kinh doanh.

**Chính sách nhà đất:** tiếp tục kiên trì không thay đổi chính sách điều tiết vĩ mô (hiện nay) đối với thị trường bất động sản. Trọng tâm của chính sách đô thị hóa là chuyển dịch có trình tự dân số nông thôn sang dân số thành thị khi thực hiện chính sách đô thị hóa kiểu mới của Trung Quốc.

**Chính sách ngành công nghiệp:** trọng tâm của chính sách ngành năm tới là tận dụng đầy đủ cơ chế phá sản do khủng hoảng tài chính tiền tệ tạo ra để xóa bỏ hậu quả của việc dư thừa sản lượng.

**Cải thiện dân sinh:** tăng cường đảm bảo dân sinh, nâng cao mức sống của nhân dân.

*Những từ khóa quan trọng của các Hội nghị kinh tế trung ương thường niên:*

- 2012: Tiếp tục thực hiện tăng trưởng kinh tế trong sự ổn định/chắc chắn
- 2011: Tăng trưởng chắc chắn, không chế giá cả, điều chỉnh kết cấu
- 2010: Tăng trưởng chắc chắn, kiểm soát lạm phát, điều chỉnh
- 2009: Duy trì tính ổn định và liên tục của chính sách
- 2008: Mở rộng nhu cầu trong nước
- 2007: Không chế tổng lượng, ổn định giá cả, điều chỉnh kết cấu
- 2006: Tiếp tục chính sách tài khóa ổn định, lành mạnh
- 2005: Tiếp tục làm tốt công tác điều tiết vĩ mô
- 2004: củng cố thành quả điều tiết vĩ mô
- 2003: Duy trì tính liên tục của chính sách vĩ mô
- 2002: Chính sách tài khóa tích cực và chính sách tiền tệ ổn định, lành mạnh
- 2001: Mở rộng nhu cầu trong nước

## Tài liệu tham khảo

Allen, Franklin, Jun Qian, Chenying Zhang, and Mengxin Zhao (2012), “China’s financial system: Opportunities and challenges”, NBER WP series, No. 17828, Feb

Hoa Sinh (2011), “Phá vỡ tình thế khó khăn của thị trường bất động sản Trung Quốc”, đăng trong Quan sát Kinh tế Vĩ mô Trung Quốc, tháng 4, tr. 11 – 17

Phạm Sỹ Thành (2011), *Trung Quốc: Tăng trưởng và chuyển đổi kinh tế (1949 – 2009)*, NXB ĐHQG HN

WB (2012), *Kinh tế Trung Quốc theo quý*, số 4/2012

## **Những quy định về công bố thông tin**

### **Chứng nhận của tác giả**

Các nhà kinh tế, nhà phân tích, người nghiên cứu sau sẽ chịu trách nhiệm về nội dung của báo cáo này, đồng thời chứng nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này phản ánh ý kiến chủ quan của người viết: Phạm Sỹ Thành.

Tài liệu này được thực hiện và phân phối bởi Chương trình nghiên cứu kinh tế Trung Quốc thuộc VEPR (VCES) và Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR), chỉ nhằm mục đích cung cấp tài liệu tham khảo cho các khách hàng hoặc đối tác đặc biệt của VEPR và VCES, không nhằm mục đích thương mại và xuất bản, dù thông qua báo chí hay các phương tiện truyền thông khác. Các khuyến nghị trong báo cáo mang tính gợi ý và không nên coi như lời tư vấn cho bất kỳ cá nhân nào, vì báo cáo được xây dựng không nhằm phục vụ lợi ích cá nhân.

### **Các thông tin cần chú ý khác**

Báo cáo được xuất bản vào ngày 25 tháng 02 năm 2013.

Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới hết ngày 31/12/2012.

VEPR có quy trình thủ tục để xác định và xử lý các mâu thuẫn về lợi ích nảy sinh liên quan đến chương trình VCES. Các thông tin mật hay nhạy cảm sẽ được xử lý và điều chỉnh theo những chuẩn mực phù hợp.



## LIÊN HỆ

### **Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)**

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 704, Nhà E4  
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy  
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 -704/714

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: [info@vepr.org.vn](mailto:info@vepr.org.vn)

Website: [www.vepr.org.vn](http://www.vepr.org.vn)

Bản quyền © VEPR 2009-2013