

VEPR

BÁO CÁO
KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

Quý 3 - 2015

Báo cáo này được thực hiện với sự hỗ trợ của



Australian Government
Department of Foreign Affairs and Trade



Bộ Ngoại giao và Thương mại Ôx-trây-liá

TÓM TẮT

- Kinh tế thế giới cơ bản là thuận lợi nhờ chu kỳ thấp của giá hàng hóa và diễn biến tích cực từ các thị trường xuất khẩu (Mỹ, EU, Nhật Bản). Tuy nhiên, kinh tế Trung Quốc đi xuống và động thái tăng lãi suất của Mỹ cũng gây lo ngại về dòng vốn ngắn hạn tại các thị trường mới nổi
- Tăng trưởng kinh tế Việt Nam phục hồi tích cực nhờ động lực từ khu vực công nghiệp, trong khi nông nghiệp và dịch vụ ít chuyển biến.
- Giá năng lượng thấp và đầu ra gạo xuất khẩu thu hẹp, CPI chín tháng đầu năm chỉ tăng 0,4%, lạm phát lõi khá qua hơn ở mức 1,87%.
- Thâm hụt thương mại có chiều hướng thu hẹp dần sau khi bất ngờ tăng cao trong Quý 1/2015. Cán cân tương đối cân bằng ở Quý 3 khi thâm hụt nhẹ ở mức 700 triệu USD.
- Giá dầu thô suy giảm gây sức ép lên thu ngân sách, thu nội địa được đẩy mạnh để bù đắp, đặc biệt là nguồn thu từ sử dụng đất.
- Tiêu dùng có xu hướng tăng nhanh nhờ mặt bằng giá thuận lợi trong khi tổng mức đầu tư diễn biến ổn định. Vốn đăng ký FDI tăng cao và xu thế này có thể được hỗ trợ mạnh mẽ hơn khi đàm phán TPP đã hoàn thành.
- Tín dụng mở rộng đang dần gây nên áp lực tăng mặt bằng lãi suất. Tăng trưởng tín dụng cuối tháng 9 tăng 10,78% so với đầu năm, dự báo cả năm có thể đạt 17%.
- Thị trường bất động sản ấm lên rõ rệt, ghi nhận doanh số căn hộ bán ra cao kỷ lục trong Quý 2/2015, phân khúc cao cấp chiếm ưu thế trong khi chỉ số giá bất động sản trong xu hướng tăng nhẹ.
- Do ảnh hưởng lan rộng của việc Trung Quốc phá giá đồng nhân dân tệ, NHNN tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1%, nới biên độ giao dịch lên $\pm 3\%$, đồng thời tiếp tục cam kết cứng không điều chỉnh tỷ giá đến đầu 2016 và thắt chặt điều kiện mua ngoại tệ. Sức ép lên tỷ giá có thể sẽ giảm bớt trong Quý 4 nhờ dòng kiều hối và tác động tích cực của việc hoàn thành đàm phán TPP.
- Thị trường tiền tệ thanh khoản tốt, lãi suất ổn định. Cung tiền được mở rộng trên thị trường mở để trung hòa ảnh hưởng từ hoạt động bán ngoại tệ dự trữ với khối lượng lớn.
- Phát hành TPCP tiếp tục khó khăn, thâm hụt ngân sách được bù đắp bằng các giải pháp tình thế như phát hành trái phiếu ngoại tệ lô lớn cho Vietcombank, vay tạm ứng từ NHNN, phát hành tín phiếu KBNN.

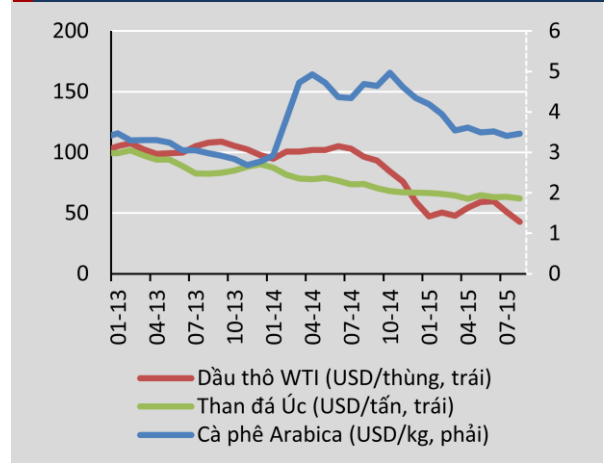
KINH TẾ THẾ GIỚI

Giá hàng hóa cơ bản tiếp tục giảm sâu

Giá hàng hóa cơ bản giảm sâu sau khi tăng nhẹ trong Quý 2, giá nhiều loại mặt hàng xuống thấp nhất kể từ giai đoạn 2007-2009. Phục hồi khiêm tốn ở các nước phát triển và tăng trưởng chậm tại Trung Quốc là nguyên nhân chính khiến nhu cầu năng lượng và nguyên vật liệu của thế giới sụt giảm. Giá dầu thô WTI giảm xuống mức 38,22 USD/thùng vào ngày 24/8, thấp nhất kể từ tháng 2/2009. Trong khi đó, giá than đá cũng đang trong xu thế giảm dài hạn. Giá than đá của Úc trên thị trường giảm liên tục từ mức 66,9 USD/tấn hồi đầu năm xuống còn 62,2 USD/tấn trong tháng 8.

Giá hàng hóa phi năng lượng cũng trên đà giảm mạnh từ cuối năm 2014. Chỉ số giá hàng hóa phi năng lượng của Ngân hàng Thế giới giảm từ 97,63 điểm tháng 8/2014 xuống còn 79,95 điểm tháng 8/2015. Giá cà phê Arabica trong tháng 8/2015 ở mức 3,46

Giá thế giới một số hàng hóa cơ bản

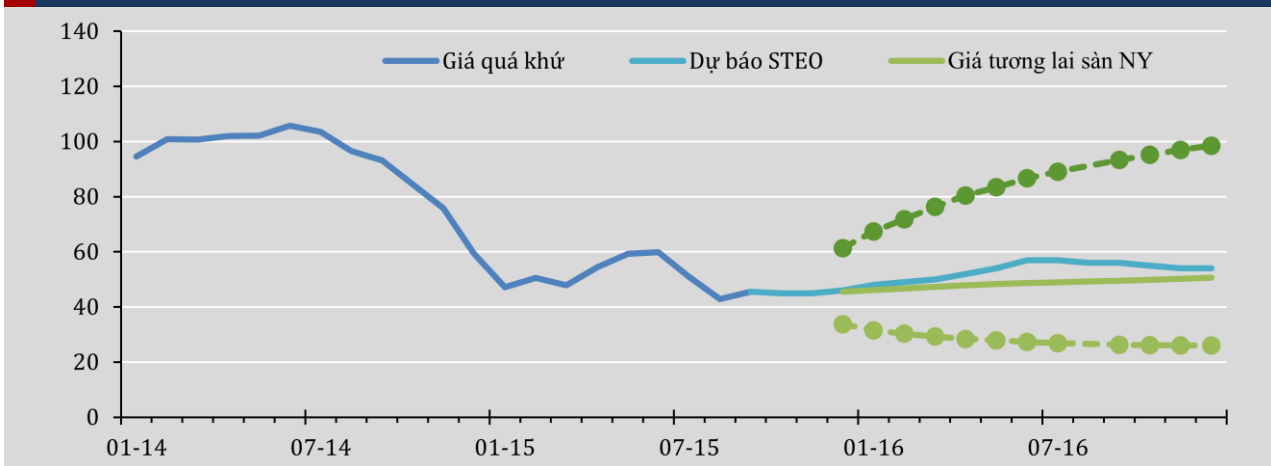


Nguồn: The Pink Sheet (WB)

USD/kg, mất giá 26,3% so với một năm trước đó.

Giá dầu thô giảm tác động tiêu cực đến thu ngân sách của Việt Nam. Đồng thời, một số mặt hàng xuất khẩu như cà phê, gạo cũng sẽ đứng trước nguy cơ sụt giảm doanh thu xuất khẩu. Tuy nhiên về tổng thể, chúng tôi cho rằng xu hướng này có lợi cho Việt Nam do giá đầu vào sản xuất giảm.

Dự báo giá dầu WTI (USD/thùng)



Nguồn: Short-Term Energy Outlook (STEO, 10/2015)

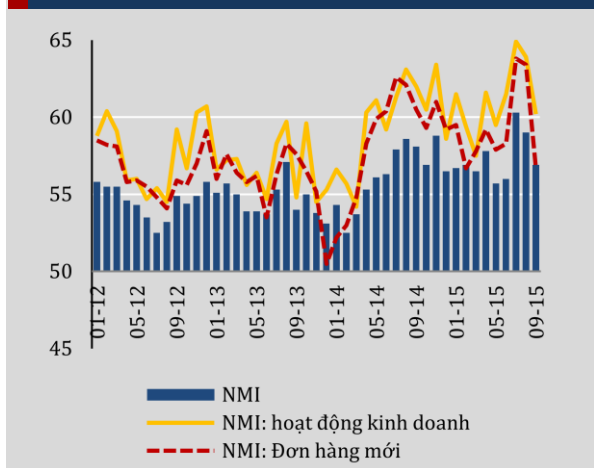
Mỹ bước vào giai đoạn bình thường hóa nền kinh tế

Kinh tế Mỹ tiếp tục đón nhận những tín hiệu tích cực. Tỷ lệ thất nghiệp giảm về 5,1% trong tháng 8, mức được coi là cân bằng trong dài hạn và không cần sự hỗ trợ các biện pháp nói lỏng tiền tệ. Mặc dù những lo ngại về tỷ lệ tham gia lực lượng lao động giảm sút, đà hồi phục của thị trường lao động mỹ tỏ ra vững chắc.

Bên cạnh đó, những chỉ tiêu vĩ mô khác cũng phản ánh sự hồi phục tích cực của nền kinh tế lớn nhất thế giới. Tăng trưởng kinh tế Quý 2 điều chỉnh tăng 3,9% (qoq) từ mức ước tính 3,7%, cao hơn nhiều mức kỳ vọng ban đầu 3,2%. Chi tiêu cho tiêu dùng hàng hóa tăng mạnh trong Quý 2 lên mức 5,5% (qoq), đặc biệt ở nhóm hàng hóa lâu bền như xe cộ và phương tiện đi lại.

Chỉ số PMI sản xuất đạt 53,1 điểm trong tháng 9, và liên tục ở trên ngưỡng mở rộng 50 điểm từ năm 2012. Chỉ số PMI phi sản xuất tháng 9 đạt mức cao 56,9 điểm, cho

Chỉ số phi sản xuất (NMI) Mỹ



Nguồn: CEIC

Dòng vốn nóng đảo chiều?

Trước lo ngại việc Mỹ bước vào chu kỳ tăng lãi suất và đồng đô la Mỹ đang mạnh lên, các nền kinh tế mới nổi (EMs) đang đứng trước nguy cơ dòng vốn nóng đảo chiều trong năm nay. Viện Tài chính Quốc tế (IIF, Mỹ) dự báo vốn đầu tư nước ngoài vào các nước EMs sẽ giảm xuống còn 548 tỷ USD trong năm nay, lượng vốn ròng giảm xuống mức -540 tỷ USD, thấp nhất kể từ năm những năm 1980. Thị trường vốn tại các nước Thái Lan, Indonesia và Philippines cũng ghi nhận mức bán ròng kỷ lục của các quỹ trong quý 3 là 5,1 tỷ USD.

Tuy nhiên, sau cuộc họp kéo dài hai ngày 16-17/9, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã ra quyết định giữ nguyên lãi suất cơ bản 0%-0,25% như hiện nay. Những tín hiệu về lạm phát và thất nghiệp cho thấy nền kinh tế Mỹ chưa thực sự đủ bền vững; những đe dọa về bong bóng tài sản là chưa thực sự rõ ràng. Do đó, ít có khả năng FED sẽ thắt chặt nhanh trong ngắn hạn mà sẽ theo lộ trình kéo dài như những lần điều chỉnh trước đây (từ 1-2 năm theo từng bước điều chỉnh nhỏ, Bảng 1). Đồng thời, các nước EMs vẫn đang tiếp tục nói lỏng tiền tệ nhằm trung hòa các ảnh hưởng từ FED. Điều này sẽ giúp tránh được khả năng dòng vốn nóng rút khỏi thị trường EMs trong năm nay.

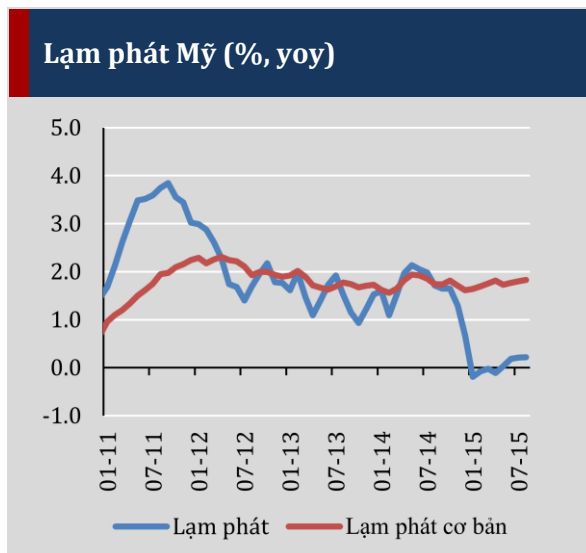
Bảng 1: Chu kỳ tăng lãi suất của FED

	Thời gian điều chỉnh (ngày)	Mức điều chỉnh (%)
1983-1984	477	+3,250
1986-1987	262	+1,375
1888-1989	332	+3,250
1994-1995	362	+3,000
1999-2000	321	+1,750
2004-2006	729	+4,250
Trung bình	414	+2,810

Nguồn: Allianz Global Investors

thấy cả khu vực công nghiệp và dịch vụ đều đang trong quá trình mở rộng.

Nền kinh tế phục hồi tích cực cùng với lo ngại về khả năng hình thành bong bóng tài sản do chính sách tiền tệ nới lỏng kéo dài là tiền đề mạnh để FED bắt đầu lộ trình tăng lãi suất trong một hoặc hai quý tiếp theo. Điều kiện còn được chờ đợi để ra quyết định là lạm phát chưa đạt được mức mục tiêu 2%, tuy có tăng nhẹ từ cuối Quý 2. Lạm phát cơ bản tháng 8 ở mức 1,8% và đang có xu hướng đi lên.



Nguồn: CEIC

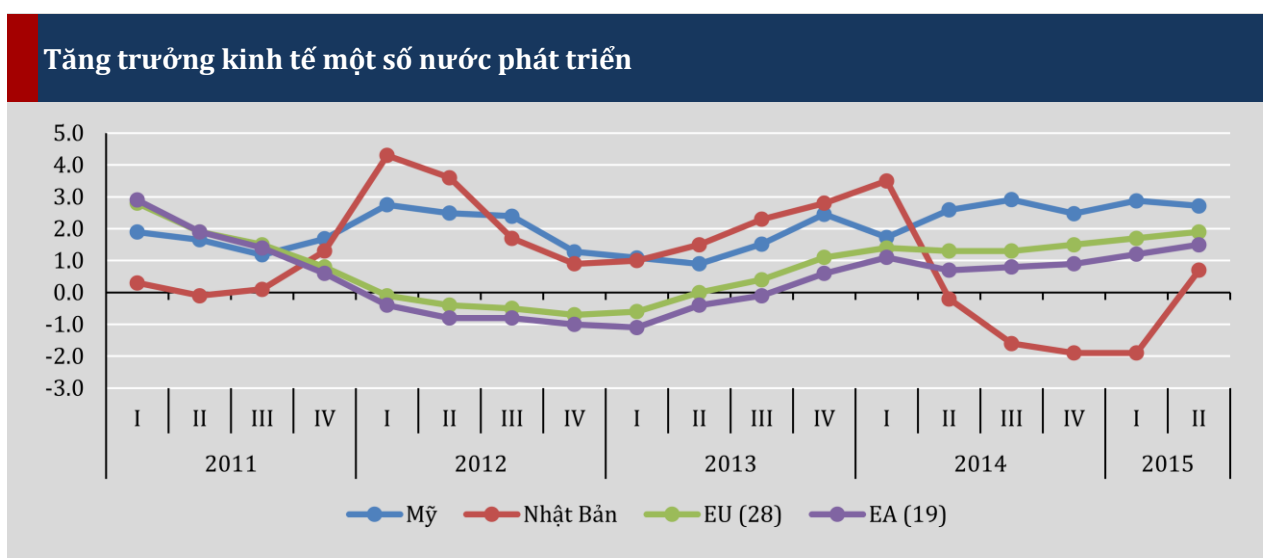
Châu Âu chậm chạp, Nhật Bản thiếu động lực tăng trưởng

Khu vực châu Âu hồi phục khiếm tốn, tăng trưởng 0,4% trong Quý 2 (qoq). Đức chỉ tăng trưởng 0,4% (qoq), thấp hơn mức kỳ vọng 0,5%, trong khi kinh tế Pháp không mở rộng và bị Moody hạ xếp hạng nợ xuống Aa2 do lo ngại về triển vọng tăng trưởng.

Thị trường lao động được cải thiện chậm chạp, giảm 0,1% trong Quý 3 xuống mức

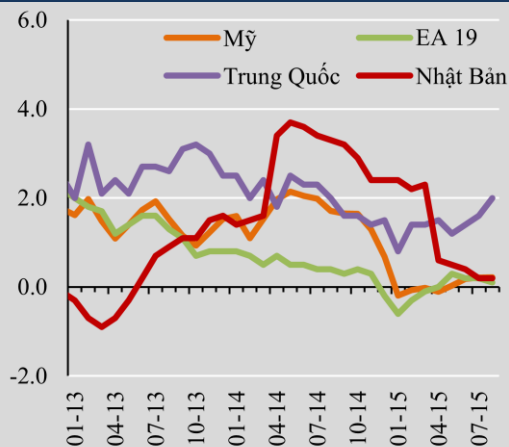
11%. Mặc dù vậy, đà hồi phục là tích cực, chỉ số PMI sản xuất và phi sản xuất đều ở mức cao 52 và 54 điểm trong tháng 9.

Chúng tôi cho rằng, có nhiều lý do để tin rằng chương trình QE sẽ tiếp tục được ECB mở rộng vào cuối năm khi lạm phát (0,9% tháng 8) còn ở xa mức mục tiêu 2%.



Nguồn: CEIC, OECD

Lạm phát một số nền kinh tế (% , yoy)



Nguồn: CEIC, OECD

Kinh tế Nhật Bản xuất hiện những tín hiệu hồi phục yếu. Tăng trưởng Quý 2 được cải thiện lên mức 0,8% (yoy) sau bốn quý suy giảm liên tục. Tăng trưởng chủ yếu đến từ tăng cầu nội địa, với mức tăng 0,7% so với cùng kỳ năm trước. Chỉ số giá CPI giảm tuyệt đối trong tháng 8 và lạm phát lõi chỉ ở mức -0,1% khiến lo ngại gia tăng về việc quay lại thời kỳ giảm phát. Diễn biến kinh tế Nhật Bản cho thấy chương trình kinh tế Abenomics mang tính ngắn hạn, không thực sự bền vững trong dài hạn.

Đáng chú ý, việc ông Shinzo Abe đã tái đắc cử vị trí Chủ tịch Đảng Dân chủ Tự do (LDP) và sẽ nắm giữ chức Thủ tướng thêm một nhiệm kỳ cho tới năm 2018 làm tăng kỳ vọng về việc mở rộng gói nới lỏng hỗn hợp (QQE) trong tháng 10. Chúng tôi cho rằng việc phục hồi kinh tế của Nhật nhờ gói QQE chỉ mang tính bề mặt trong ngắn hạn.

Những nghi ngại về triển vọng kinh tế Trung Quốc

Kinh tế Trung Quốc trải qua giai đoạn điều chỉnh mạnh, tăng trưởng chậm lại cùng

Thị trường chứng khoán

Trung Quốc: bùng nổ và sụp đổ

Thị trường chứng khoán Trung Quốc bùng nổ từ tháng 6/2014, chỉ số Shanghai Composite Index tăng gần 200% trước khi sụp đổ trong vòng một năm. Trung Quốc đã nhận thấy khá sớm rủi ro và có những bước đi ngăn chặn, như tăng mức ký quỹ tối thiểu mở tài khoản (tháng 1/2015) để hạn chế nhà đầu tư cá nhân, mở rộng phạm vi nghiệp vụ bán khống (4/2015), giới hạn số tổ chức được cho vay chứng khoán (5/2015). Khi thị trường sụp đổ, các biện pháp hỗ trợ thị trường được sử dụng như cung cấp tín dụng, hạn chế cổ đông lớn bán cổ phiếu, ngừng giao dịch các mã cổ phiếu giảm giá mạnh, chỉ đạo các quỹ bảo hiểm mua cổ phiếu...

Tuy nhiên chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của thị trường chứng khoán đến nền kinh tế Trung Quốc là không lớn, do quy mô thị trường nhỏ, phần lớn nguồn vốn được huy động qua kênh ngân hàng truyền thống. Việc sụp đổ của thị trường là một hiện tượng phản ánh những bất ổn bên trong, hơn tự thân là một vấn đề kinh tế lớn. Sự hình thành bong bóng tài sản phản ánh chiến lược chuyển dịch tăng trưởng từ xuất khẩu sang tiêu dùng nội địa thực hiện từ 2013 đã không thu được nhiều thành công. Tiêu dùng tăng chậm và tỷ lệ tiết kiệm vẫn duy trì ở mức cao. Điều này trở nên nguy hiểm trong bối cảnh triển vọng kinh tế ảm đạm, lợi suất và các cơ hội đầu tư dài hạn giảm sút, cùng với chính sách lãi suất thấp, dòng vốn tiết kiệm dư thừa chảy mạnh vào các thị trường, thúc đẩy sự hình thành bong bóng tài sản.

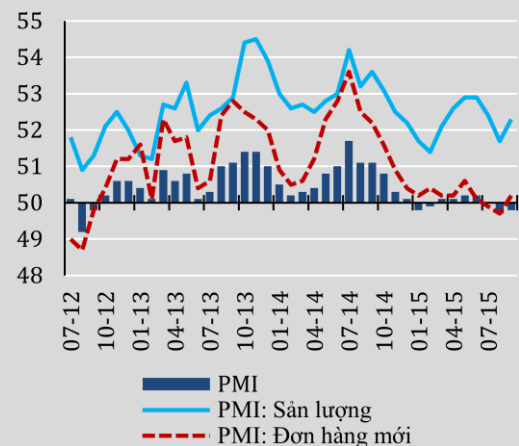
những bất ổn gia tăng ở khu vực tài chính. Dù vậy, những chỉ số cho thấy nền tảng kinh

tế nước này vẫn khá vững chắc. Tăng trưởng ở mức 7% yoy trong Quý 2, tuy nhiên mức tăng quá cao dẫn đến những hoài nghi về tính chính xác của số liệu thống kê khi sản lượng điện tiêu thụ trong nửa đầu năm 2015 chỉ tăng trưởng 0,7% so với mức tăng 2,2% của cùng kỳ 2014. Chỉ số hoạt động kinh tế (China activity index) do Capital Economic tính toán chỉ tăng ở mức 4,7% thay vì 7% trong Quý 2.

Chỉ số PMI sản xuất và phi sản xuất tháng 9 có những diễn biến trái chiều. Trong khi khu vực sản xuất thu hẹp với mức điểm 47,2, trong đó đơn hàng xuất khẩu ở mức 44,6 điểm - thấp nhất từ tháng 8/2012, chỉ số PMI phi sản xuất đứng ở mức cao 53,4 điểm.

Đáng chú ý, xuất khẩu và đầu tư FDI vào Trung Quốc vẫn cho thấy những điểm sáng tích cực. Xuất khẩu ròng tháng 8 tháng đầu năm đạt 366,5 tỷ USD, xấp xỉ mức 380,1 tỷ USD của cả năm 2014. Trong đó, tính riêng tháng 8/2015 thặng dư đạt 60,2 tỷ USD. Đầu tư trực tiếp nước ngoài tính đến hết

Chỉ số PMI Trung Quốc

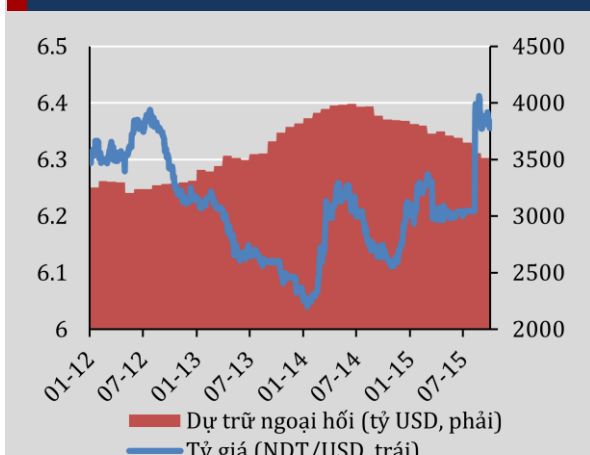


Nguồn: CEIC

tháng 8/2015 đạt 85,3 tỷ USD, tăng 8,9% so với cùng kỳ năm trước.

Ngày 11/8, Trung Quốc bất ngờ thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá, qua đó làm giảm giá đồng CNY gần 3% so với USD. Hành động này đã gây ra biến động lớn trên thị trường tài chính thế giới, hàng loạt quốc gia lân cận trong đó có Việt Nam lập tức giảm giá đồng nội tệ để bảo vệ sức cạnh tranh hàng xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng động thái này là những dấu hiệu phản ánh sự thay đổi trong cách tiếp cận của Trung Quốc về quản lý kinh tế theo hướng tự do hóa hơn.

Tỷ giá và dự trữ ngoại hối Trung Quốc



Nguồn: IRED, CEIC

Mức độ mất giá một số đồng tiền so với đồng USD ngày 10/8

	18/8	10/9	30/9
Hàn Quốc	+1,87	+2,68	+1,90
Indonesia	+2,01	+5,79	+8,16
Malaysia	+4,83	+10,69	+13,23
Nhật Bản	+0,02	-3,34	-3,56
Philippine	+1,30	+2,39	+2,61
Singapore	+1,44	+2,16	+2,16
Thái Lan	+1,22	+3,06	+3,57
Việt Nam	+1,21	+3,04	+3,06
Trung Quốc	+2,95	+2,70	+2,35

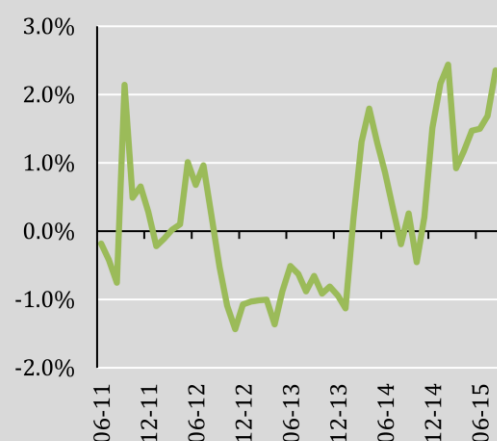
Nguồn: Tính toán từ CSDL CEIC

Đồng CNY trên thực tế đã được định giá cao trong thời gian dài, đặc biệt giai đoạn từ nửa sau 2014 khi đồng USD tăng giá mạnh. Lượng lớn dự trữ ngoại hối, ước tính xấp xỉ 480 tỷ USD, đã giảm từ tháng 6/2014 để bảo vệ tỷ giá danh nghĩa CNY/USD.

Đáng chú ý, mặc dù điều chỉnh mạnh, đồng CNY hiện vẫn đang được định giá cao hơn giá trị thị trường. Một chỉ báo có thể cho thấy dấu hiệu này là chênh lệch giữa tỷ giá CNY/USD ở thị trường trong nước và thị trường bên ngoài. Tính trung bình tháng 8, tỷ giá CNY/USD tại thị trường Hồng Kông cao hơn thị trường trong nước 2,4%.

Bên cạnh Trung Quốc, các thị trường mới nổi khác gây ra những lo ngại nghiêm trọng khi Mỹ sắp bước vào chu kỳ thắt chặt tiền tệ. Trong báo cáo về Ổn định Tài chính Toàn

Chênh lệch CNH-CNY/USD (%)



Nguồn: Tính toán từ CSDL CEIC

cầu, IMF cho rằng rủi ro trong khu vực doanh nghiệp tư nhân tại các thị trường mới nổi đang ở mức báo động, khi nợ của các doanh nghiệp phi tài chính tăng gấp bốn lần trong vòng 10 năm từ 2004-2014.

Triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới

	WEO (10/2015)			OECD (9/2015)	
	2014	2015	2016	2015	2016
Toàn cầu	3.4	3.1 (-0.2)	3.6 (-0.2)	3.0 (-0.1)	3.6 (-0.2)
Các nền kinh tế phát triển	1.8	2.0 (-0.1)	2.2 (-0.2)		
Mỹ	2.4	2.6 (+0.1)	2.8 (-0.2)	2.4 (+0.4)	2.6 (-0.2)
Nhật Bản	-0.1	0.6 (-0.2)	1.0 (-0.2)	0.6 (-0.1)	1.2 (-0.2)
Anh	3.0	2.5 (+0.1)	2.2 (0.0)	2.4 (0.0)	2.3 (0.0)
Khu vực đồng tiền chung Châu Âu	0.9	1.5 (0.0)	1.6 (-0.1)	1.6 (+0.1)	1.9 (-0.2)
Các quốc gia đang phát triển	4.6	4.0 (-0.2)	4.5 (-0.2)		
Brazil	0.1	-3.0 (-1.5)	-1.0 (-1.7)	-2.8 (-2.0)	-0.7 (-1.8)
Nga	0.6	-3.8 (-0.4)	-0.6 (-0.8)		
Ấn Độ	7.3	7.3 (-0.2)	7.5 (0.0)	7.2 (-0.1)	7.3 (-0.3)
Trung Quốc	7.3	6.8 (0.0)	6.3 (0.0)	6.7 (-0.1)	6.5 (-0.1)
ASEAN-5	4.6	4.6 (-0.1)	4.9 (-0.2)		
Indonesia	5.0	4.7 (-0.5)	5.1 (-0.4)		
Malaysia	6.0	4.7 (-0.1)	4.5 (-0.4)		
Philippines	6.1	6.0 (-0.7)	6.3 (0.0)		
Thái Lan	0.9	2.5 (-1.2)	3.2 (-0.8)		
Việt Nam	6.0	6.5 (+0.5)	6.4 (+0.6)		

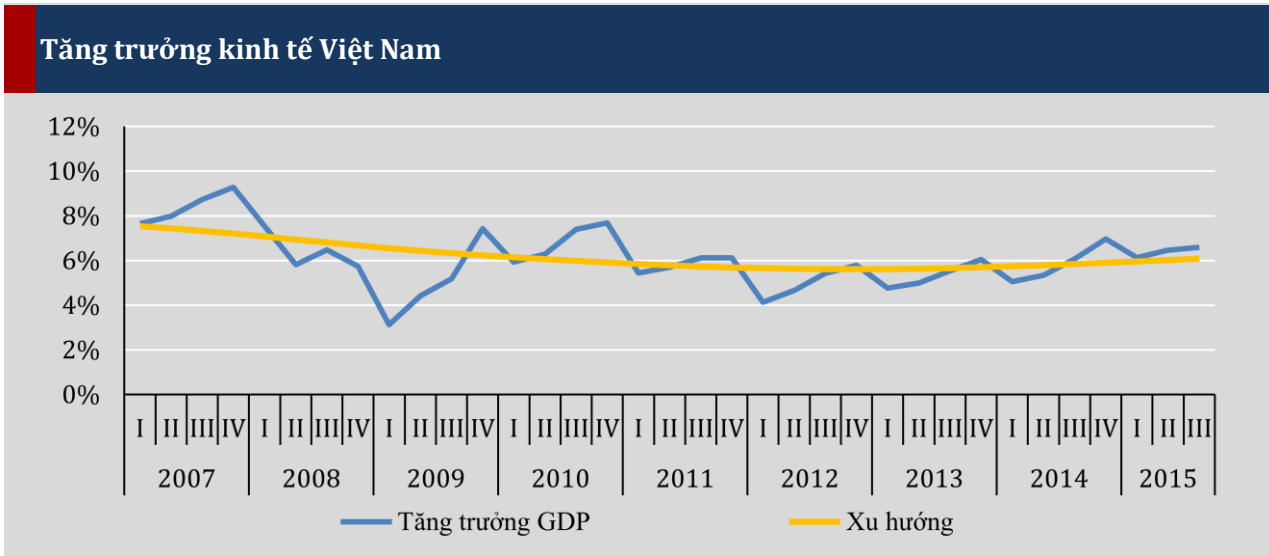
Chú ý: () chỉ mức độ thay đổi so với lần dự báo gần nhất

Nguồn: CEIC, OECD

KINH TẾ VIỆT NAM

Tăng trưởng-lạm phát

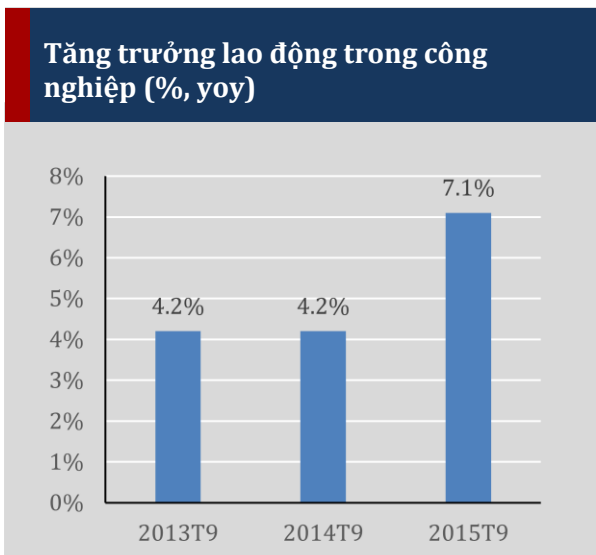
Tăng trưởng khả quan trong Quý 3 và chín tháng đầu năm 2015



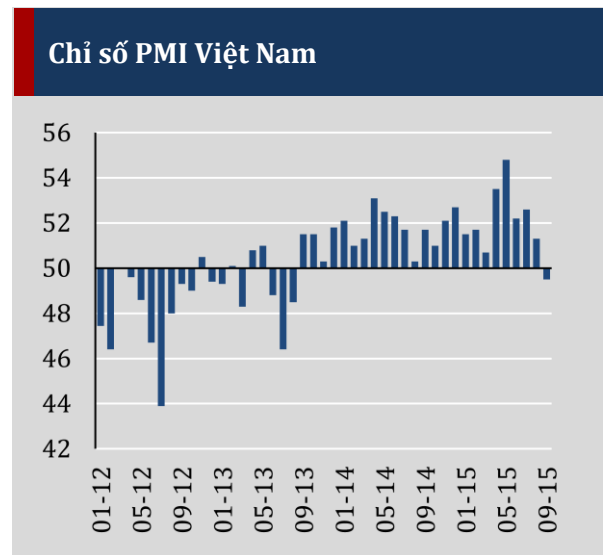
Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Nền kinh tế ghi nhận những tín hiệu tăng trưởng tích cực trong Quý 2 và chín tháng đầu năm 2015. Tốc độ tăng trưởng sản lượng Quý 3 đạt mức 6,81%, cao nhất trong các quý 3 kể từ năm 2011. Tốc độ tăng trưởng tính chung trong 9 tháng đầu năm cũng cao nhất trong giai đoạn này, đạt 6,5%

(yoy). Động lực cho tăng trưởng kinh tế chủ yếu đến từ khu vực sản xuất công nghiệp và xây dựng với tốc độ tăng trưởng 9,69% (yoy), cao vượt bậc so với cùng kỳ nhiều năm (2014: 5,75%, 2013: 4,88%). Ngược lại, khu vực nông nghiệp và dịch vụ không có nhiều biến chuyển.

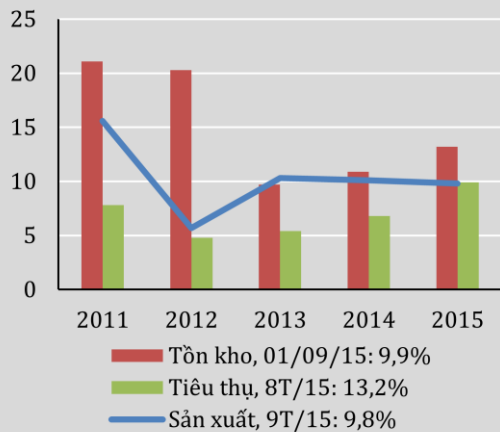


Nguồn: TCTK



Nguồn: HSBC, Nikkei

Chỉ số công nghiệp 9 tháng đầu năm

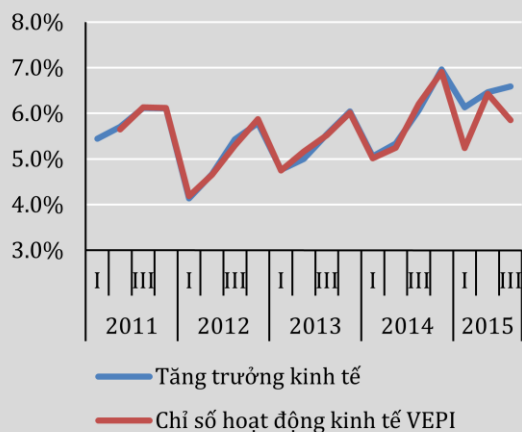


Nguồn: TCTK

Bên cạnh số liệu về sản lượng, nhiều chỉ tiêu phản ánh rõ nét xu hướng hồi phục của nền kinh tế. Chỉ số PMI sản xuất liên tục cao hơn ngưỡng 50 điểm, ngoại trừ tháng 9/2015 do ảnh hưởng tiêu cực của kinh tế thế giới. Tuy nhiên, mức điểm của Việt Nam (49,5) trong tháng 9 có thể coi là khả quan so với các nước trong khu vực: Indonesia (47,4), Singapore (48,6), Malaysia (48,3).

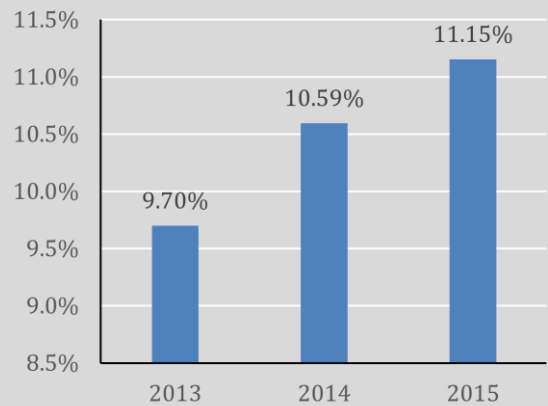
Chỉ số sản xuất công nghiệp tính chung trong chín tháng đầu năm tăng 9,8% (yoy),

Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI



Nguồn: VEPR

Tăng trưởng điện thương phẩm 9 tháng đầu năm



Nguồn: Bộ Công Thương

trong khi mức tăng cùng kỳ của năm 2014 chỉ đạt 6,7%. Khu vực sản xuất công nghiệp cũng ghi nhận tín hiệu rất tích cực khi tuyển dụng thêm 7,1% lao động, cao hơn nhiều mức tăng 4,2% của năm 2013 và 2014.

Sản lượng điện thương phẩm và tăng trưởng tín dụng cũng cho thấy tín hiệu tăng trưởng. Tiêu thụ điện năng trong tám tháng đầu năm tăng 11,2% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng 10,6% và 9,7% của hai năm liên trước. Tổng tăng trưởng tín dụng tính đến cuối tháng 9 đạt 10,78%, dự kiến cả năm có thể đạt mức 17% cho thấy tổng cầu của nền kinh tế đang hồi phục mạnh.

Ngoài ra, thuế thu nhập cá nhân nộp vào ngân sách nhà nước trong 9 tháng đầu năm tăng cao ở mức 17% so với cùng kỳ. Điều này phản ánh một phần xu hướng gia tăng số lượng việc làm và thu nhập ở khu vực chính thức.

Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI (Viet Nam Economic Performance Index) được VEPR thử nghiệm tính toán tổng hợp dựa trên số liệu về sản lượng điện thương phẩm, kim

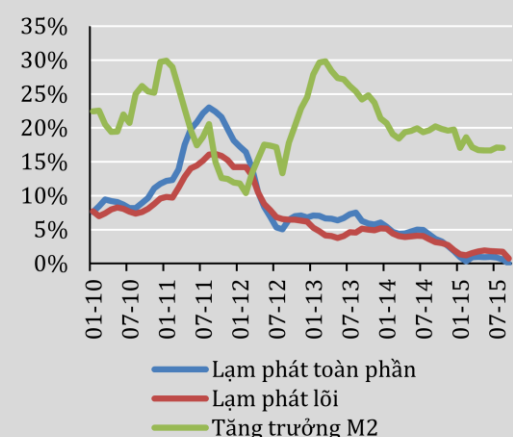
ngạch xuất nhập khẩu, vận tải đường sắt, tăng trưởng tín dụng và PMI sản xuất. Kết quả cho thấy nền kinh tế có sự chuyển biến tích cực hơn so với cùng kỳ. Chỉ số VEPI trong Quý 1 và 2 cao hơn đáng kể so với cùng kỳ 2014, trong khi có biểu hiện suy giảm trong Quý 3.

Lạm phát thấp nhưng lưu ý khả năng tăng trở lại trong năm 2016

Chỉ số CPI tăng chậm trong chín tháng đầu năm, thậm chí giảm tuyệt đối trong tháng 9. Đáng chú ý theo chu kỳ hàng năm, tháng 9 là thời điểm mặt bằng giá chịu nhiều áp lực tăng ở nhóm mặt hàng giáo dục do bắt đầu năm học mới. Tuy nhiên, hai nhóm mặt hàng năng lượng và lương thực giảm giá, vốn đóng góp tổng trọng số xấp xỉ 17% trong rổ hàng hóa CPI, là tác nhân chính dẫn tới hiện tượng bất thường trong năm 2015.

Cần lưu ý là xu hướng lạm phát thấp không chỉ xảy ra ở Việt Nam mà đang khá phổ biến ở các thị trường mới nổi do tác động của giá hàng hóa và năng lượng, ví dụ Thái Lan (-1,07%), Trung Quốc (2%), Singapore (-0,8%), Phillipines (0,4%), Malaysia (3,1%). Giá năng lượng suy giảm được cho là đã tác động mạnh đến mặt bằng giá ở các quốc gia đang phát triển, trong đó có Việt Nam. Các dự báo về giá năng lượng cho năm 2016-17

Lạm phát và tăng trưởng M2 (% , yoy)



Nguồn: TCTK, IFS, NHNN

đều thuận lợi cho việc giữ ổn định mặt bằng giá trong nước.

Thị trường xuất khẩu gạo khó khăn do dư cung trên phạm vi toàn cầu, đặc biệt mở bán kho gạo dự trữ của Thái Lan, dẫn đến giá lương thực trong tháng 9 giảm 2,23% so với đầu năm.

Những yếu tố của phía cung chỉ báo xu hướng lạm phát thấp trong một, hai quý tiếp theo dù mặt bằng giá có thể chịu áp lực vào thời điểm Tết Nguyên đán. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, tốc độ tăng cung tiền đang vượt xa GDP danh nghĩa sẽ tạo ra rủi ro cho mặt bằng giá trong năm 2016. Chính sách tiền tệ nới lỏng quá mức cùng mức tỷ giá kém cạnh tranh có thể đang tích lũy những rủi ro gây bất ổn về giá trong ngắn hạn.

Các cân đối vĩ mô

Cán cân thương mại thâm hụt nhẹ

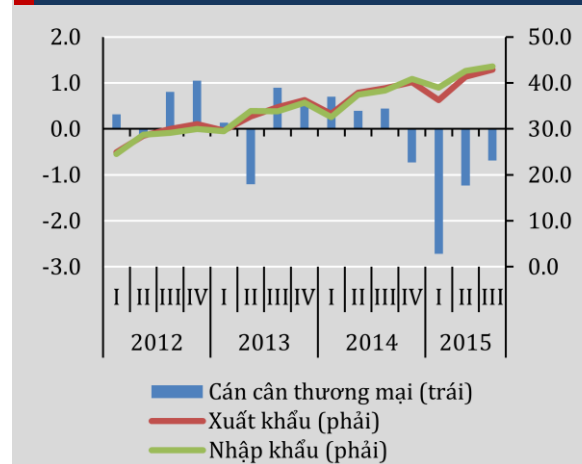
Cán cân xuất nhập khẩu tương đối cân bằng trong Quý 3 với mức thâm hụt nhẹ 700 triệu USD, giảm dần so từ mức thâm hụt 2,7 và 1,2 tỷ USD của Quý 1 và 2. Tuy nhiên đây cũng là quý thứ tư liên tiếp có thâm hụt thương mại và kết thúc giai đoạn thặng dư kéo dài 5 quý liên tiếp của năm 2013 và 2014. Chúng tôi cho rằng sự thay đổi trong cấu trúc cán cân thương mại này một phần do tỷ giá thực cao đã không hỗ trợ tốt cho xuất khẩu, đồng thời khuyến khích tiêu dùng. Cán cân thương mại có thể sẽ xấu đi vào Quý 4 do nhu cầu nhập khẩu hàng tiêu dùng cho Tết Nguyên đán.

Trung Quốc vẫn là đối tác nhập khẩu lớn nhất với 32,4% tổng kim ngạch. Nhập siêu từ Trung Quốc chín tháng đầu năm là 24,3 tỷ USD, tăng 21,3% so với cùng kỳ. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng diễn biến này không quá đáng ngại, mà phản ánh nhiều hơn về việc hoạt động sản xuất đang diễn ra với tốc độ nhanh hơn. Lưu ý là với vị trí ngọn trong chuỗi cung cứng toàn cầu, Việt Nam chủ yếu thực hiện các khâu lắp ráp, gia công từ nguồn nguyên liệu đầu vào bán thành phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc, sau đó xuất khẩu sang các thị trường tiêu thụ

Nguồn thu ngân sách khó khăn

Thu ngân sách trong chín tháng đầu năm gặp khó khăn gay gắt do giá dầu thô giảm. Tổng thu ngân sách cuối tháng 9 chỉ đạt 70,3% so với dự toán, thấp hơn mức 81,3% cùng kỳ 2014. Thu từ thuế xuất nhập khẩu ổn định về mặt giá trị tuyệt đối và đang

Cán cân thương mại (tỷ đồng)



Nguồn: TCTK

(Mỹ, EU, Nhật Bản...). Với việc Việt Nam gia nhập hàng loạt các FTA và chi phí lao động của Trung Quốc tăng cao, mô hình sản xuất trên sẽ tiếp tục mở rộng mạnh mẽ trong đi kèm với đó là sự mở rộng quy mô nhập khẩu và nhập siêu từ Trung Quốc.

Bên cạnh sức ép từ cán cân thương mại, cán cân vốn có thể sẽ tác động tiêu cực đến cán cân tổng thể trong năm 2015. Để bảo vệ tỷ giá danh nghĩa, NHNN được cho là đã bán ngoại tệ với khối lượng lớn ra thị trường trong Quý 3. Tuy nhiên, cán cân thanh toán tổng thể Quý 4 có thể có chuyển biến tích cực hơn khi thị trường ngoại hối ổn định, nguồn kiều hối gia tăng cũng như dòng vốn đầu tư nước ngoài giải ngân gia tăng sau khi đàm phán TPP kết thúc.

trong xu thế giảm theo lộ trình cam kết khi tham gia vào các FTA. Giải pháp được đưa ra là tập trung vào tăng thu nội địa, đặc biệt nguồn thu từ sử dụng đất đạt gần 40 nghìn tỷ đồng.

Ngoài khó khăn trong việc đạt mức dự toán thu ngân sách, kế hoạch phát hành 250 nghìn tỷ đồng bù đắp bội chi trong năm 2015 cũng gặp nhiều trở ngại, xuất phát từ ba nguyên nhân chính:

Thứ nhất, cầu tín dụng hồi phục cùng với các quy định mới trong Thông tư 36/2014/TT-NHNN về tỷ lệ rủi ro, tỷ lệ cấp tín dụng theo hướng nói lỏng của NHNN, đặc biệt với bất động sản đã khiến các ngân hàng phân bổ thêm cơ cấu vốn cho cấp tín dụng.

Thứ hai, Nghị quyết 78/2014/QH13 không cho phép phát hành trái phiếu kỳ hạn dưới 5 năm, khiến thiếu hụt nguồn cung phù hợp với thị trường. Lưu ý, khối lượng trái phiếu kỳ hạn dưới 5 năm hiện chiếm trên 55% tổng khối lượng trái phiếu lưu hành.

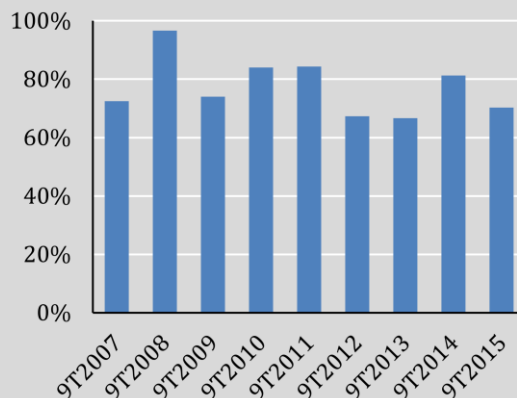
Thứ ba, lạm phát thấp, thanh khoản tốt, và trên thị trường cũng đang lưu hành một lượng lớn tài sản thanh khoản khác là tín phiếu NHNN làm giảm lợi ích của việc nắm giữ TPCP.

Chúng tôi cho rằng mục tiêu giữ mặt bằng lãi suất thấp sẽ gặp nhiều khó khăn trong Quý 4 và Bộ tài chính đứng trước sức ép lớn phải nâng lợi suất trái phiếu phát hành. Các giải pháp đã được sử dụng để giải quyết nhu cầu vốn ngắn hạn của ngân sách, bao

Tiêu dùng tăng tốc, đầu tư chậm chạp

Tiêu dùng có dấu hiệu cải thiện mạnh mẽ trong chín tháng đầu năm. Chỉ số bán lẻ sau khi loại trừ yếu tố giá tăng 9,7% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều mức tăng 6,2% và 5,4% của hai năm liền trước. Số lượng ô tô nhập

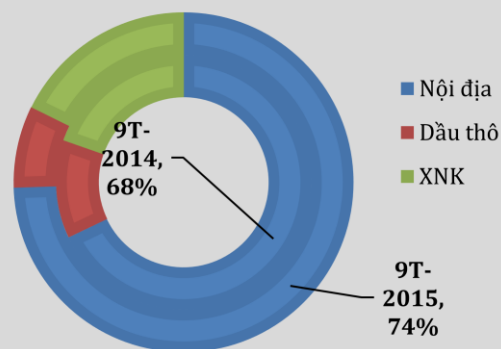
Tỷ lệ thu ngân sách/dự toán



Nguồn: BTC, TCTK

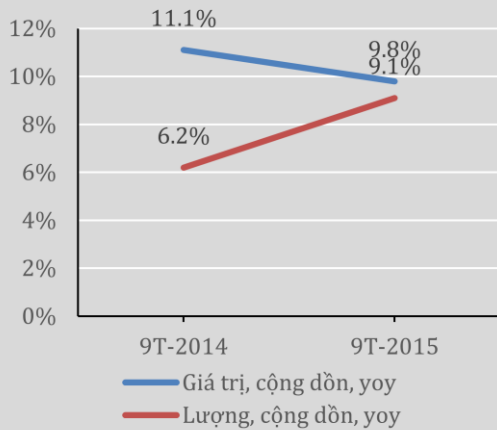
gồm phát hành trái phiếu ngoại tệ lớn cho Ngân hàng Vietcombank với tổng khối lượng 1 tỷ USD, đẩy mạnh phát hành tín phiếu (21 nghìn tỷ đồng) và vay tạm ứng từ NHNN (30 nghìn tỷ đồng). Phương án phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế cũng được tính đến tuy nhiên có thể sẽ gặp trở ngại khi tỷ lệ hoán đổi rủi ro CDS với trái phiếu ngoại tệ đã tăng mạnh khoảng 100 điểm trong Quý 3 do các nhà đầu tư lo ngại rủi ro tại các nước đang phát triển trong khu vực.

Cơ cấu thu ngân sách



Nguồn: BTC, TCTK

Tăng trưởng bán lẻ (% , yoy)

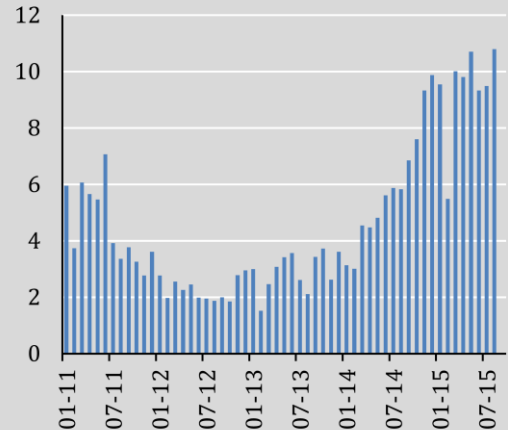


Nguồn: TCTK

khẩu nguyên chiếc trong 8 tháng đầu năm nhảy vọt gấp 2 lần so với cùng kỳ 2016, và có chiều hướng tiếp tục tăng mạnh.

Ngược lại, đầu tư có chiều hướng tăng chậm trong chín tháng đầu năm. Tổng mức đầu tư toàn xã hội tăng tuyệt đối 8,5% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng 10,9% của năm 2014. Tuy nhiên theo tỷ lệ tương đối, tổng mức đầu tư chín tháng 2015 tương đương 31,9% GDP cao hơn mức 31,2%

Nhập khẩu ô tô nguyên chiếc (nghìn chiếc)

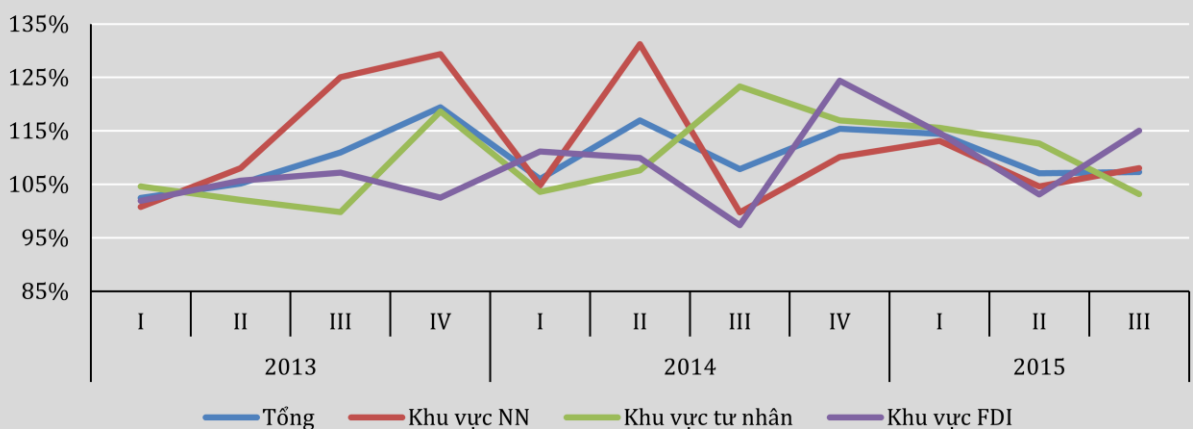


Nguồn: Tổng cục Hải quan

cùng kỳ 2014. Mặt bằng giá tăng chậm khiến đầu tư tăng chậm về mặt giá trị tuyệt đối.

Đáng lưu ý, đầu tư khu vực tư nhân có chiều hướng giảm tốc từ Quý 3/2014. Đầu tư từ khu vực FDI vẫn giữ tốc độ khả quan, trong khi mức đầu tư công và khu vực DNNN tăng khá và ổn định.

Vốn đầu tư toàn xã hội (so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Thị trường tài chính

Tỷ giá được điều chỉnh, thị trường ngoại hối nhiều biến động

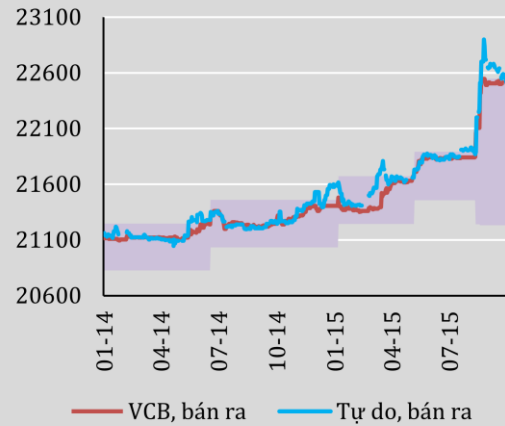
Việc đồng CNY phá giá ngày 11/8 đã châm ngòi cho những biến động mạnh trên thị trường ngoại hối. Chung phản ứng với các nước trong khu vực, Việt Nam nhanh chóng điều chỉnh mạnh giá trị đồng nội tệ, tăng 1% tỷ giá bình quân liên ngân hàng và nới biên độ giao dịch từ $\pm 1\%$ lên mức $\pm 3\%$. Mặc dù đã vượt mức biên độ điều chỉnh 2% cam kết trong năm 2015, giá trị danh nghĩa của đồng nội tệ so với USD vẫn cao hơn đáng kể so với kỳ vọng thị trường. Cầu USD tăng mạnh khiến NHNN phải cung ứng một lượng lớn ngoại tệ từ nguồn dự trữ ngoại hối, đồng thời áp dụng các biện pháp xiết chặt việc mua ngoại tệ. Thông tư 15/2015/TT-NHNN chỉ cho phép các nhà nhập khẩu được mua ngoại tệ giao ngay 2 ngày trước thời điểm thanh toán. Quy định này cùng với việc giảm lãi suất tiền gửi USD tuy có tác động nhất định làm giảm một phần đầu cơ ngoại tệ, chúng tôi cho rằng cần thiết lập một cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt và hiệu quả hơn. Thực tế cho thấy việc tiếp tục cam kết cứng không điều chỉnh tỷ giá đến đầu năm 2016 đã không định

Tỷ giá kỳ hạn

Kỳ hạn	Chỉ số USD
DXY00 (giao ngay)	95.549
DXZ15 (12/2015)	95.665
DXH16 (03/2016)	95.845
DXM16 (06/2016)	96.120
DXU16 (09/2016)	96.520

Nguồn: Bloomberg

Tỷ giá danh nghĩa



Nguồn: VEPR

hướng được những kỳ vọng của thị trường sau sự kiện 11/8.

Môi trường quốc tế được dự báo sẽ ổn định trong một hoặc hai quý tiếp theo khi triển vọng thắt chặt tiền tệ của FED đã được phản ánh vào giá trị của đồng USD, chỉ số USD index có thể đã lên mức đỉnh vào Quý 2/2015 và diễn biến theo xu hướng ổn định trong thời gian tới. Trung Quốc cũng đã hoàn tất phần lớn quá trình điều chỉnh giá trị đồng CNY và có nhiều động lực giữ ổn định tỷ giá danh nghĩa đồng CNY. Mặc dù

Chỉ số USD, 1973=100



Nguồn: FED

vậy, chúng tôi lưu ý về nguy cơ sau khi đàm phán TPP hoàn tất và nhiều khả năng sẽ được các nước thành viên thông qua chính thức, dòng vốn nóng có thể tăng mạnh vào thị trường nội địa và gây áp lực tăng lên tiền đồng và thu hẹp sản xuất xuất khẩu trong thời gian tới. Lưu ý, Việt Nam đang nằm ở vị thế trái ngược với các thị trường mới nổi khác trong khu vực vốn đang đối mặt với

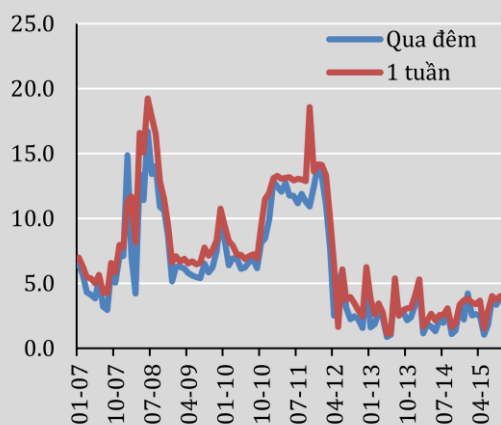
Thanh khoản tốt, thị trường tiền tệ diễn biến ổn định

Mặc dù thị trường ngoại hối diễn biến bất lợi, thị trường tiền tệ đã được kiểm soát tốt. Thanh khoản được duy trì ở mức cao và lãi suất ít biến động. Cung tiền được gia tăng qua kênh thị trường mở để bù đắp lượng VND thu về qua nghiệp vụ bán ngoại tệ. Trong khoảng thời gian từ sự kiện ngày 11/8 đến cuối tháng 9, khoảng 118 nghìn tỷ VND được đưa ra lưu thông từ lượng tín phiếu NHNN đáo hạn để cung cấp thanh khoản cho thị trường.

dòng vốn nóng rút ra. Do nền tảng vĩ mô kém, Việt Nam hầu như đã đứng ngoài dòng vốn nóng quy mô lớn chảy vào của các quốc gia trong khu vực giai đoạn 2010-2013. Giá tài sản ở Việt Nam ít tăng giá giai đoạn sau giai đoạn khủng hoảng, do đó có thể trở nên hấp dẫn với các nhà đầu tư ngắn hạn nước ngoài.

Một diễn biến đáng chú ý trên thị trường tiền tệ chín tháng đầu năm là việc Bộ tài chính đã đẩy mạnh phát hành tín phiếu KBNN sau khi không thành công với các kỳ hạn dài trên 5 năm, tổng khối lượng phát hành trên 20 nghìn tỷ đồng. Đây là diễn biến bất thường không xảy ra trong nhiều năm gần đây, phản ánh sự khó khăn trong việc phát hành TPCP kỳ hạn dài.

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: CEIC

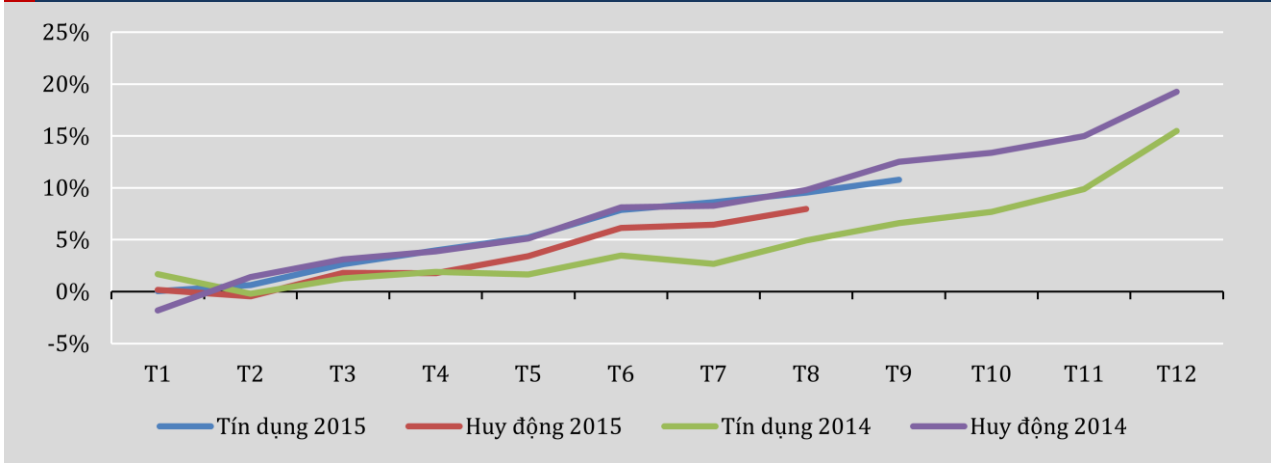
Hoạt động thị trường mở

	Nghiệp vụ	KL trúng thầu	KL đáo hạn	Ròng*
9 tháng 2014	Reverse Repo	86,826	99,028	-12,202
	Sell Outright	677,850	518,315	-159,535
	Tổng			-171,737
9 tháng 2015	Reverse Repo	261,939	267,189	-5,250
	Sell Outright	618,468	673,091	54,623
	Tổng			49,373

* NHNN bơm, hút ròng: dấu "+" là bơm ròng; dấu "-" là hút ròng.

Nguồn: Bloomberg

Tăng trưởng huy động-tín dụng (so với cuối năm trước)



Nguồn: NHNN, TCTK

Nhu cầu tăng cao trên thị trường vốn – tín dụng

Cầu tín dụng tăng nhanh trong chín tháng đầu năm 2015. Tính đến tháng 9, tổng dư nợ tín dụng tăng 10,78% so với đầu năm, cao hơn nhiều so với tốc độ 7% cùng kỳ 2014. Tăng trưởng tín dụng có tốc độ cao hơn huy động đã tạo sức ép nên mặt bằng lãi suất huy động. Một số ngân hàng thương mại đã điều chỉnh tăng lãi suất tiết kiệm tăng 0,2-0,5% lên sát mức trần 5,5% quy định tiền gửi kỳ hạn dưới 6 tháng.

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng quá cao so với tăng trưởng GDP danh nghĩa

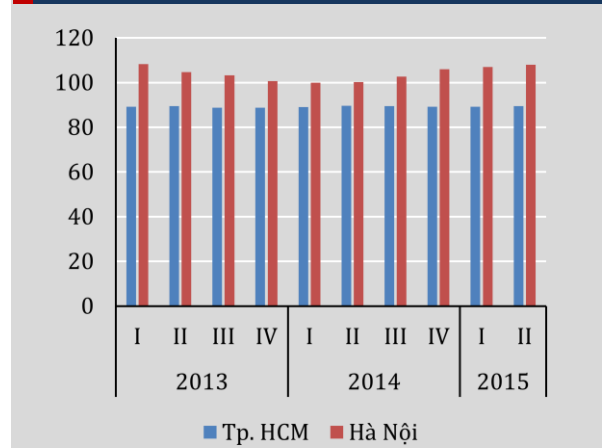
sẽ sớm gây sức ép nên mặt bằng giá và các mức lãi suất. Nền kinh tế đang có nhiều nét tương đồng với thời điểm 2009 khi lạm phát thấp và nền kinh tế đã có những dấu hiệu hồi phục sau suy thoái nhờ các biện pháp nới lỏng tiền tệ. Kinh nghiệm quá khứ cho thấy lạm phát ở mức thấp có thể nhanh chóng đổi chiều nếu cung tiền không được kiểm soát chặt chẽ.

Thị trường tài sản

Thị trường bất động sản tăng trưởng mạnh

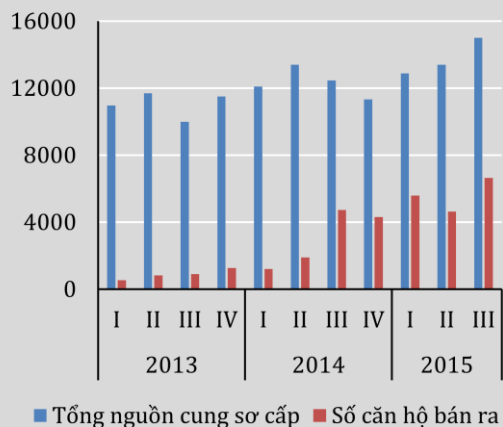
Thị trường bất động sản có sự tăng trưởng rất mạnh mẽ trong Quý 3 cũng như chín tháng đầu năm. Thông tư 36/2014/TT-NHNN nới lỏng cho vay bất động sản, giảm hệ số rủi ro từ 250% xuống 150%, đã tạo

Chỉ số giá Bất động sản Salvilla



Nguồn: Salvilla

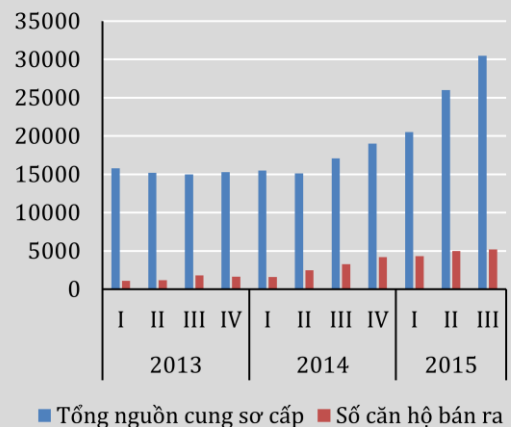
Thị trường căn hộ để bán tại Hà Nội



Nguồn: Savills

hiệu ứng tích cực. Theo thống kê của Savills, số căn hộ chào bán mới cũng như được bán thành công liên tục ở mức cao. Thị trường trong Quý 3/2015 hấp thụ khoảng 5.220 và 6.650 căn hộ tại thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, tăng cao tương ứng 59% và 50% so với cùng kỳ 2014. Tuy nhiên, giá bất động sản diễn biến khá ổn định, xu hướng tăng nhẹ chưa có dấu hiệu sốt nóng. Chỉ số giá bất động sản trong Quý 2 tăng 0,3 điểm tại thành phố Hồ Chí Minh và 1 điểm tại Hà Nội. Theo đánh giá của CBRE, lượng giao dịch tại thành phố Hồ Chí Minh phần lớn nằm ở phân khúc cao cấp. Tại thị trường Hà Nội, phân khúc trung cấp vẫn giữ vị trí

Thị trường căn hộ để bán tại Tp. HCM



Nguồn: Savills

thống trị, trong khi căn hộ cao cấp tăng mạnh.

Ngược lại phân khúc bình dân nhận được ít sự quan tâm. Gói cho vay ưu đãi 30.000 tỷ đồng với đối tượng thu nhập thấp mới giải ngân được 26% tính đến tháng 9/2015. Trong khi đó, tốc độ cho vay bất động sản có dấu hiệu tăng mạnh, đạt 10,89% trong nửa đầu năm 2015.

Chúng tôi cho rằng sự hồi phục của thị trường bất động sản là tín hiệu tích cực với nền kinh tế, tuy nhiên cần thận trọng với khả năng hình thành bong bóng tài sản do chính sách tiền tệ nới lỏng quá mức.

CÁC LƯU Ý VỀ CHÍNH SÁCH

Chúng tôi cho rằng nền kinh tế thực đang có những dấu hiệu hồi phục tích cực, đặc biệt việc tham gia TPP và các hiệp định FTA khác sẽ tạo ra những cơ hội mới cho tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy có những rủi ro tiềm ẩn trong khu vực tài chính và các thị trường tài sản.

Thứ nhất, tăng trưởng tín dụng có dấu hiệu nóng, vượt xa tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa có thể dẫn tới nguy cơ bùng nổ lạm phát và bong bóng tài sản trong giai đoạn sau. Chúng tôi đề xuất chính sách tiền tệ cần thận trọng hơn, kiểm soát chặt chẽ cung tiền phù hợp với tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa.

Thứ hai, cơ chế tỷ giá thiếu linh hoạt mới mục tiêu cứng về mức điều chỉnh tỷ giá hàng năm không thành công trong việc dẫn dắt kỳ vọng thị trường, ngược lại làm suy giảm niềm tin của thị trường vào uy tín của nhà điều hành và tạo ra rủi ro chính sách lớn cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Chúng tôi cho rằng cơ chế tỷ giá hiện không phù hợp với hoàn cảnh mới của kinh tế trong nước cũng như thế giới. Cơ chế tỷ giá điều chỉnh thiếu linh hoạt không có khả năng bảo vệ ổn định vĩ mô nội tại và khu vực sản xuất trong nước, đặc biệt trong trường hợp dòng vốn nóng chảy vào Việt Nam sau hiệp định TPP như trường hợp gia nhập WTO năm 2007. Ngoài ra, thị trường tài chính thế giới có thể sẽ chứng kiến những cú sốc lớn khi Trung Quốc và các thị trường mới nổi khác đang điều chỉnh mạnh mẽ.

Thứ ba, cần thận trọng với sự tăng trưởng của thị trường bất động sản và ngăn ngừa sự hình thành bong bóng bất động sản có tính chu kỳ. Tín dụng cho bất động sản đang có xu hướng tăng cao, các giao dịch đang tập trung chủ yếu ở phân khúc cao cấp và mặt bằng giá có xu hướng tăng gây lo ngại về sự phát triển bền vững của thị trường. Chúng tôi cho rằng khi thị trường đã phục hồi, cần điều chỉnh lại chủ trương khuyến khích cho vay bất động sản.

Thứ tư, chúng tôi cho rằng thị trường tài chính đã ổn định cần để lãi suất xác định theo tương quan thị trường. Việc duy trì trần lãi suất tiết kiệm dưới 6 tháng (5,5%/năm) dẫn đến khó khăn trong việc thu hút tiền gửi của các NHTM, đồng thời làm gia tăng tiêu dùng và đẩy dòng vốn tiết kiệm vào các thị trường tài sản có mức sinh lời kỳ vọng cao hơn. Điều này có thể là nguyên nhân gây mất cân bằng trên thị trường vốn.

Thứ năm, các quy định về kỳ hạn không thấp hơn 5 năm và đưa mức trần lãi suất phát hành của TPCP không phù hợp, đang gây méo mó thị trường, cản trở việc hình thành thị trường vốn nội địa. Việc TPKB được phát hành thay cho TPCP kỳ hạn dài là một bước lùi trong việc phát triển thị trường vốn, đồng thời làm suy yếu khả năng kiểm soát cung tiền và lãi suất của NHNN. Chúng tôi cho rằng việc phát triển thị trường vốn và hình thành đường cong lãi suất cần được ưu tiên cao để phát triển thị trường tài chính. Đây là cơ sở tiên quyết để giảm chi phí vốn, thúc đẩy đầu tư tài sản cố

định của khu vực tư nhân, tạo nền tảng cho tăng năng suất trong dài hạn. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng để đạt được cân bằng cán cân ngân sách trung và dài hạn, cần tiết chế chi tiêu chính phủ khi nguồn thu ngân sách ít có khả năng được cải thiện.

Danh mục từ viết tắt

Bộ KH-ĐT	Bộ Kế hoạch và Đầu tư
Bộ LĐ-TB-XH	Bộ Lao động-Thương binh-Xã hội
BoJ	Ngân hàng Trung ương Nhật Bản
BSC	Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
BTC	Bộ Tài chính
DN	Doanh nghiệp
ĐTNN	Đầu tư nước ngoài
EA	Khu vực đồng tiền chung châu Âu
ECB	Ngân hàng Trung ương châu Âu
EU	Liên minh châu Âu
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FED	Cục Dự trữ Liên bang Mỹ
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
HSCB	Ngân hàng Thương mại Hồng Kông-Thương Hải
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
OECD	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
PMI	Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng
qoq	Thay đổi so với quý trước
TCTK	Tổng cục Thống kê
TTCK	Thị trường chứng khoán
UN	Cơ sở dữ liệu Liên hợp quốc
USD	Đồng dollar Mỹ
VAMC	Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam
VCB	Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam
VEPR	Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách
VND	Đồng Việt Nam
WB	Ngân hàng Thế giới
yoy	Thay đổi so với cùng kỳ năm trước

Những quy định về công bố thông tin

Chứng nhận của tác giả

Các tác giả 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: Nguyễn Đức Thành, Phạm Văn Đại, Nguyễn Thanh Tùng.

Tài liệu này được thực hiện và phân phối bởi Viện 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, 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 16 tháng 10 năm 2015. Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 30/9/2015, nếu khác sẽ được đề cập cụ thể trong báo cáo.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, tác giả không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

VEPR có quy trình thủ tục để xác định và xử lý các mâu thuẫn về lợi ích nảy sinh liên quan đến nhóm tác giả. Mọi đóng góp và trao đổi vui lòng gửi về: Viện nghiên cứu kinh tế và chính sách, Phòng 707, Nhà E4, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội. Email: pham.vandai@vepr.org.vn

□ CÁC BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

VMM15Q2 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý II – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM15Q1 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý I – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM14Q4 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý IV - 2014, Phòng Nghiên cứu VEPR

CS-09 Dự báo kinh tế -xã hội Việt Nam giai đoạn 2016-2020, Phòng Nghiên cứu VEPR

CS-08 Ảnh hưởng từ sự kiện giàn khoan 981 đến kinh tế Việt Nam hết 2014 và xa hơn, Nguyễn Đức Thành, Ngô Quốc Thái

NC-33 Tổng quan kinh tế Việt Nam 2013, Nguyễn Đức Thành, Ngô Quốc Thái

NC-32 Tổng quan kinh tế thế giới 2013, Lê Kim Sa, Nguyễn Cẩm Nhung

NC-31 Tổng quan kinh tế thế giới 2012, Lê Kim Sa

NC-30 Tổng quan kinh tế Việt Nam 2012, Nguyễn Đức Thành, Ngô Quốc Thái, Vũ Minh Long, Hoàng Thị Chinh Thon

LIÊN HỆ

Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách

Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 707, 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

Website: www.vepr.org.vn

Bản quyền © VEPR 2009-2015