



**BÁO CÁO**

**KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM**

**Quý 3 - 2016**



**Báo cáo này được thực hiện với sự hỗ trợ của**



**Chính phủ Australia**



**Được tài trợ bởi Chính phủ Australia**



## TÓM TẮT

- Sau Quý 3, tương lai kinh tế thế giới, đặc biệt tại các nước phát triển, ẩn chứa nhiều yếu tố bất định hơn. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ tiếp tục để ngỏ khả năng tăng lãi suất, Nhật Bản chìm sâu hơn vào vòng xoáy giảm phát trong khi Anh và EU vẫn chưa có quyết định chính thức về cách thức tiến hành Brexit. Giá cả các mặt hàng năng lượng tiếp tục hồi phục trong khi giá một số mặt hàng lương thực đảo chiều, có khuynh hướng giảm.
- Mức giá trong nước tăng nhanh sau hai lần điều chỉnh giá nhóm dịch vụ y tế và giáo dục. Lạm phát cả năm dự kiến có thể chạm mức 5% mà Quốc hội đặt ra, khi mà vẫn còn ít nhất ba lần điều chỉnh giá dịch vụ y tế tại các địa phương còn lại trong Quý 4.
- Tăng trưởng kinh tế Quý 3 phục hồi nhờ những tín hiệu tích cực đến từ khu vực công nghiệp chế biến chế tạo, đạt 6,4%. Chỉ số VEPI cải thiện đáng kể giúp giảm nhẹ khoảng cách giữa chỉ số này và tỷ lệ tăng trưởng kinh tế được công bố chính thức.
- Tình hình hoạt động doanh nghiệp tiếp tục có nhiều khởi sắc, dù giảm nhẹ so với Quý 2. Số lượng doanh nghiệp đăng ký hoạt động mới cũng như số vốn đăng ký trung bình tăng mạnh. Tuy nhiên, lượng lao động sử dụng trong các doanh nghiệp mới lại giảm so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu do cắt giảm lao động trong khu vực công nghiệp khai khoáng.
- Hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục cả về lượng và giá trị, với mức tăng 8,3% kim ngạch xuất khẩu và 5,0% kim ngạch nhập khẩu. Xuất khẩu tăng trưởng nhanh hơn giúp cán cân thương mại đạt thặng dư nhẹ trong Quý 3.
- Ngân sách Nhà nước tiếp tục gặp khó khăn do hụt thu các nguồn thu chính. Tỷ lệ thu ngân sách so với dự toán thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây, đặc biệt là thu ngân sách trung ương. Điều này tạo sức ép buộc Chính phủ phải tăng cường các nguồn thu khác nhằm cân đối ngân sách.
- Thị trường ngoại hối tiếp tục ổn định, NHNN đang có những điều kiện thuận lợi để quản lý tỷ giá một cách chủ động khi tâm lý đầu cơ trên thị trường không còn lớn. Dự trữ ngoại hối tăng liên tục và có khả năng đạt mức 45 tỷ USD vào cuối năm.
- Mặt bằng lãi suất ổn định khi nguồn huy động dồi dào kết hợp với nhu cầu tín dụng tăng vừa phải. Cả lãi suất huy động và lãi suất liên ngân hàng đều giảm, không còn hiện tượng chạy đua lãi suất như những quý trước.
- Sau diễn biến bất thường trong nửa đầu tháng Bảy, giá vàng duy trì ổn định trong suốt Quý 3 và không chịu ảnh hưởng mạnh trước những biến động trên thị trường vàng thế giới.
- Thị trường bất động sản tăng trưởng ổn định trong Quý 3, khối lượng căn hộ giao dịch tăng lên dù nguồn cung mới có giảm nhẹ so với quý trước.

# KINH TẾ THẾ GIỚI

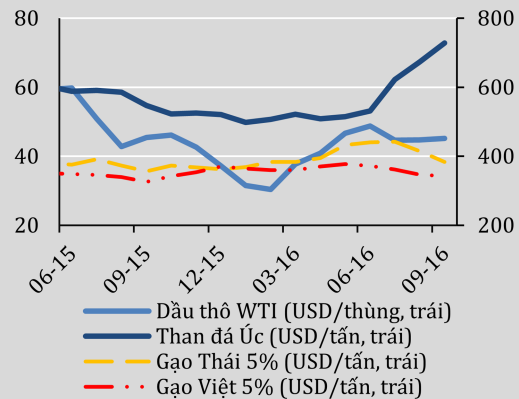
## Thị trường hàng hóa và tài sản

Thị trường hàng hóa Quý 3 có sự thay đổi ngược chiều giữa một số loại hàng hóa cơ bản. Giá các mặt hàng năng lượng ổn định và phục hồi trong khi giá các loại ngũ cốc chính giảm so với Quý 2.

Giá than đá và khí ga tự nhiên tăng mạnh trên thị trường thế giới. Tại Úc, giá than đá trung bình tháng Chín đạt 72,9 USD/tấn, tăng 37,1% so với hồi tháng Sáu. Tại Mỹ và Nhật, giá khí ga tự nhiên cuối Quý 3 tăng tương ứng 15,7% và 10,4% so với Quý 2.

Giá dầu thô WTI dao động quanh mức 45 USD/thùng, giảm nhẹ so với thời điểm cuối Quý 2. Tuy nhiên, giá dầu được dự báo sẽ duy trì ổn định đến cuối năm và tăng dần trong năm 2017, sau khi các nước OPEC đã đạt được đồng thuận cắt giảm sản lượng trong thời gian tới. Cụ thể, sau cuộc họp cuối tháng Chín, các nước thành viên OPEC đồng ý cắt giảm sản lượng 750 nghìn thùng/ngày trong thời gian tới. Sản lượng

Giá thế giới một số hàng hóa cơ bản

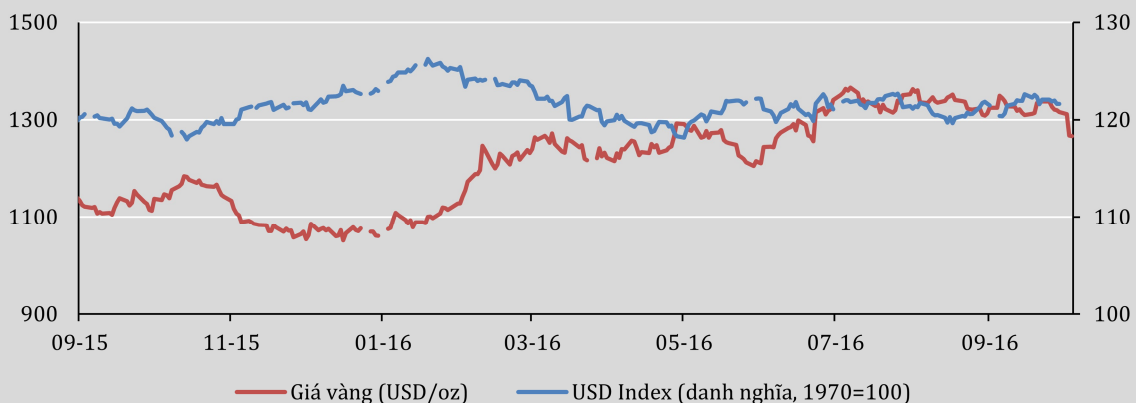


Nguồn: The Pink Sheet (WB)

cụ thể của các nước thành viên sẽ được quyết định tại kỳ họp tới vào tháng Mười Một. Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo giá dầu thô WTI sẽ dừng ở mức 44 USD/thùng vào cuối năm 2016 trước khi tăng dần lên 59 USD/thùng năm 2017.

Trong khi đó, nguồn cung dồi dào khiến giá một số loại ngũ cốc như gạo, ngô, lúa mì đồng loạt giảm sau khi tăng nhẹ hồi Quý 2. Theo báo cáo mới nhất của Tổ chức Lương

Giá vàng thế giới và chỉ số USD



Nguồn: Fed, Expro

thực Thế giới (FAO), sản lượng ngũ cốc thế giới năm 2016 dự kiến tăng 1,5%, đạt mức kỷ lục mới là 2.560 triệu tấn. Số liệu cho thấy giá gạo 5% tấm của Thái Lan và Việt Nam vào tháng Chín lần lượt giảm 4,2% và 7,9% so với mức giá trung bình hồi tháng Sáu. Điều này ảnh hưởng không nhỏ tới hoạt động xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam.

Tuy nhiên, giá cả các mặt hàng lương thực khác như thịt và sữa tăng lên đã đẩy chỉ số giá chung nhóm mặt hàng lương thực tiếp tục tăng trong Quý 3. Chỉ số giá lương thực của FAO đạt 170,9 điểm và tăng 4,2% so với cuối Quý 2.

Trên thị trường tài sản, cả giá vàng và đồng USD đều không có biến động mạnh trong Quý 3. Sau đợt tăng cuối Quý 2, giá vàng thế

giới duy trì quanh mức 1.340 USD/oz và chỉ dao động trong khoảng  $\pm 2,2\%$ . Cuối Quý 3, giá vàng nhanh chóng hạ nhiệt sau khi tăng nhẹ do tác động từ quyết định của Fed. Giá vàng cuối quý đạt 1.319 USD/oz, gần như không thay đổi so với cuối Quý 2. Trong khi đó, đồng USD vẫn đang giữ giá trị cao so với các đồng tiền khác. Chỉ số USD (danh nghĩa) do Fed tính toán dựa trên một rổ các đồng tiền khác đạt lần lượt 121,9 – 120,8 – 121,7 trong ba tháng Quý 3.

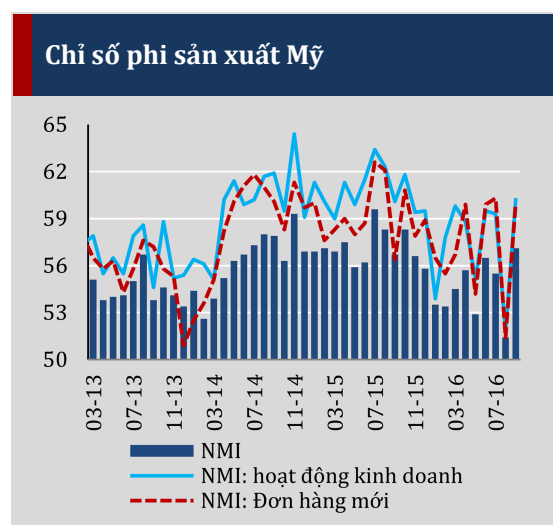
Tuy nhiên, ngay sau khi thông tin về thời điểm khởi động Brexit được Thủ tướng Anh xác nhận, thị trường tài sản đã có phiên biến động nhẹ. Giá vàng ngày 4/10 giảm 3,6% xuống còn 1.268,0 USD/oz trong khi đồng Bảng Anh mất giá khoảng 2%.

## Kinh tế Mỹ chứng lại

Số liệu điều chỉnh cho thấy kinh tế Mỹ chỉ tăng trưởng 1,4% (yoy) trong Quý 2 và 0,8% (yoy) trong Quý 1. Dù cao hơn 0,3 điểm phần trăm so với con số công bố hồi tháng Tám, mức tăng trưởng này vẫn thấp hơn mức dự báo 2,6% của các chuyên gia đưa ra trước đó. Tăng trưởng phụ thuộc chủ yếu vào chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE), xuất khẩu và đầu tư của các doanh nghiệp.

Bước sang Quý 3, số liệu về tiêu dùng và dịch vụ cho thấy những dấu hiệu chứng lại của nền kinh tế Mỹ. PCE tháng Tám thậm chí đã giảm 0,1% so với tháng trước đó. Bên cạnh đó, chỉ số phi sản xuất (NMI) trong tháng Tám đã suy giảm xuống mức thấp

nhất trong nhiều năm trở lại đây, chỉ đạt 51,4 điểm. Cả hai chỉ tiêu thành phần là Hoạt động kinh doanh và Đơn hàng mới



Nguồn: CEIC

cũng đều giảm từ mức xấp xỉ 60 điểm xuống còn 51,8 và 51,4 điểm. Tuy nhiên, NMI đã nhanh chóng cải thiện và đạt 57,1 điểm trong tháng Chín. NMI trên ngưỡng 50 điểm cho thấy rằng khu vực phi sản xuất của Mỹ (vốn chiếm khoảng 80% GDP) vẫn đang được mở rộng.

Trong khi đó, thị trường lao động vẫn đang từng bước được cải thiện vững chắc. Tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức 5,0% trong khi lượng việc làm mới đã phục hồi sau khi giảm hồi tháng Năm. Cả lạm phát tổng thể và lạm phát cơ bản đều tăng nhẹ so với Quý 2, lần lượt ở mức 1,1% và 2,3% (yoy) trong tháng Tám.

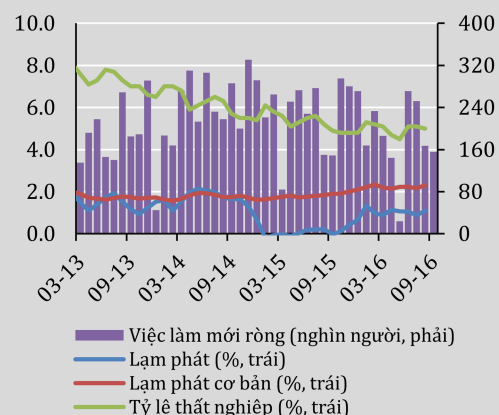
Bất chấp thực tế này, Fed vẫn cho rằng chưa cần tăng lãi suất sau cuộc họp tháng Chín. Tuy nhiên, cơ quan này cũng cho rằng nền kinh tế Mỹ đang đi từng bước đi vững chắc, các rủi ro trong ngắn hạn dần được cân bằng. Một điểm đáng lưu ý là trong phiên họp tháng Chín, tỷ lệ phản đối quyết định không tăng lãi suất đã lên cao nhất kể từ

### Nhật Bản chìm sâu vào giảm phát, châu Âu tăng trưởng chậm

Kinh tế Nhật Bản Quý 3 đánh dấu quý thứ hai liên tiếp rơi vào trạng thái giảm phát. Chỉ số giá tiêu dùng tiếp tục giảm sâu, lạm phát tháng Tám ở mức -0,6% (yoy). Trong khi đó, lạm phát cơ bản, sau khi loại trừ các mặt hàng lương thực và năng lượng, cũng chỉ tăng 0,2% (yoy).

Lạm phát thấp kéo dài buộc BOJ đã phải từ bỏ thời hạn hai năm theo đuổi lạm phát mục tiêu 2% như kế hoạch ban đầu của

### Lạm phát và thất nghiệp Mỹ (% , yoy)

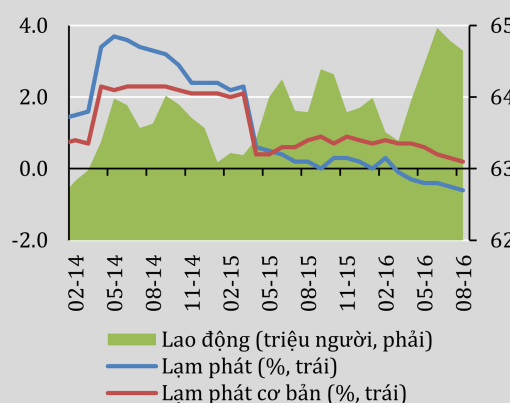


Nguồn: CEIC

tháng 12/2014, với 3 lá phiếu. Như vậy, quan điểm về tăng lãi suất đang dần dịch chuyển.

Vì lý do đó, nhiều nhận định cho rằng Fed đang để ngỏ khả năng tăng lãi suất trong kỳ họp tiếp theo vào tháng Mười Hai. Nếu những chỉ báo về lạm phát và việc làm tiếp tục giữ khuynh hướng như hiện nay, khả năng cao là Fed sẽ tăng lãi suất trong lần họp tới.

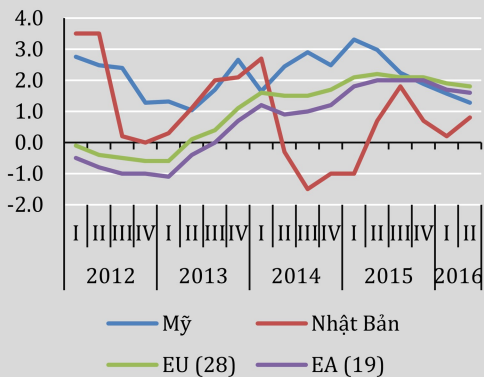
### Lạm phát và việc làm tại Nhật Bản



Nguồn: CEIC



### Tăng trưởng kinh tế một số nền kinh tế phát triển (% , yoy)



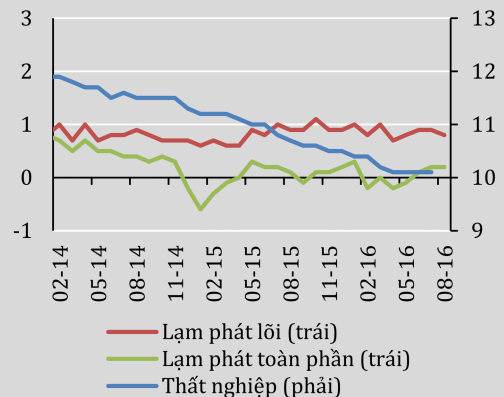
Nguồn: CEIC, OECD

Abenomics. Tuy nhiên, Thống đốc Kuroda cho rằng cơ quan này sẽ tiếp tục mua các tài sản tài chính cho đến khi lạm phát đạt được và duy trì ổn định trên mức mục tiêu 2%. Sau cuộc họp tháng Chín, BOJ tuyên bố sẽ tiếp tục nói lỏng tiền tệ, dù những chính sách này tỏ ra chưa đạt được kết quả như mong đợi.

Về tăng trưởng, số liệu cho thấy kinh tế của Nhật Bản đang có những dấu hiệu phục hồi nhẹ. Tăng trưởng Quý 2 đạt 0,8% (yoy), cao hơn mức 0,2% trong Quý 1. Bên cạnh đó, chỉ số công nghiệp tháng Tám đã tăng 1,5% và đạt 97,9 điểm, cao nhất kể từ đầu năm 2016. Lượng lao động làm việc cũng tăng đáng kể từ cuối Quý 2, với 64,97 triệu lao động trong tháng Sáu, cao nhất kể từ cuối năm 2008.

Tại châu Âu, phục hồi kinh tế bắt đầu chậm lại trong nửa đầu năm 2016. Tăng trưởng các nước khu vực châu Âu (EU28) đạt lần lượt 1,9% và 1,8% (yoy) trong hai quý đầu năm, giảm từ mức trên 2% trong năm 2015.

### Thất nghiệp và lạm phát các nước EA19

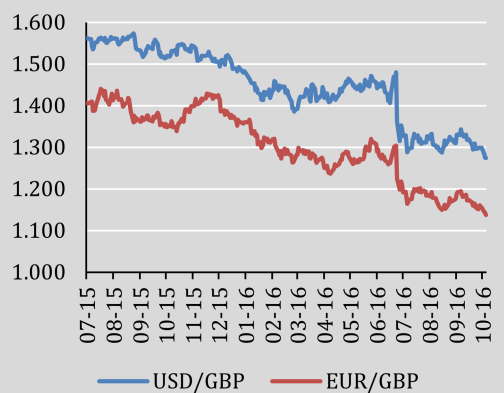


Nguồn: CEIC

Trong khi đó, khu vực các nước đồng tiền chung châu Âu (EA19) chỉ tăng trưởng tương ứng 1,7% và 1,6%.

Tình hình cải thiện việc làm cũng không có nhiều chuyển biến, thất nghiệp duy trì ở mức 10,1% từ Quý 2. Tuy nhiên, lạm phát Quý 3 cải thiện nhẹ so với nửa đầu năm. Chỉ số giá tiêu dùng do ECB tính toán của khu vực EA19 đã tăng 0,2% (yoy) trong tháng Tám, cao hơn so với mức giảm phát các tháng trong Quý 2.

### Tỷ giá tham chiếu tại NHTƯ Anh



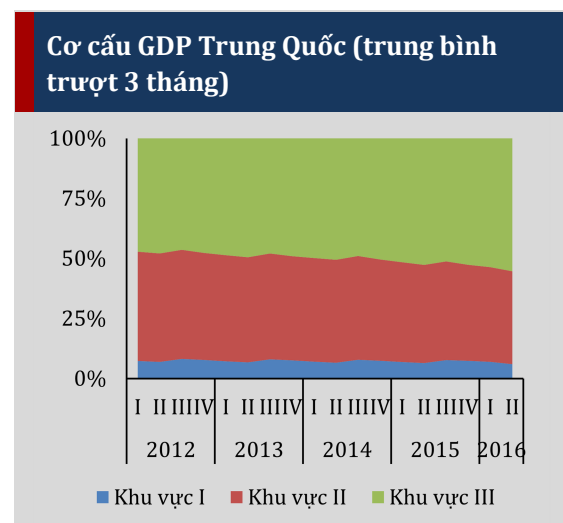
Nguồn: CEIC

Tại Anh, Thủ tướng Theresa May đã xác nhận thời điểm kích hoạt Điều khoản 50 là trước khi Quý 1/2017 kết thúc. Tuy nhiên, khi trả lời phỏng vấn ngày 2/10, bà May vẫn chưa đi sâu vào cách thức mà Brexit sẽ diễn ra. Quyết định này phần nào giúp dịu bớt áp lực giữa hai bên, khi mà các chính trị gia của EU liên tục kêu gọi Anh đàm phán các thủ tục để rời EU sớm.

Tuy nhiên, việc xác nhận thời điểm tiến hành Brexit một lần nữa khiến thị trường

### Trung Quốc tăng trưởng ổn định

Kinh tế Trung Quốc đang dần dịch chuyển đúng hướng theo chiến lược tái cân bằng mà chính phủ nước này đề ra. Khu vực dịch vụ ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu GDP của nước này. Tính tới hết Quý 2, dịch vụ đóng góp tới 54,1% vào GDP Trung Quốc, cao hơn so với cùng kỳ các năm trước (2014: 50,2%; 2015: 52,3%). Thêm vào đó, tăng trưởng khu vực dịch vụ đạt trên 7,5% đã giúp tăng trưởng GDP của Trung Quốc



Nguồn: Tính toán từ CSDL CEIC

rung động nhẹ. Ngay sau khi thông tin này được công bố, đồng Bảng Anh đã mất giá xấp xỉ 2% so với thời điểm cuối tháng Chín. Cụ thể, tỷ giá giao ngay của đồng Bảng Anh ngày 4/10 ở mức 1,28 USD/GBP, giảm 1,7% so với tỷ giá ngày 30/09 và 13,5% so với thời điểm trước cuộc trưng cầu dân ý hồi tháng Sáu.

### Nhân dân tệ và Quyền rút vốn đặc biệt (SDR)

Kể từ ngày 1/10/2016, đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc chính thức trở thành một đồng tiền trong Quyền rút vốn đặc biệt (SDR) của IMF. Theo đó, quyền số của các đồng tiền lần lượt là: USD (41,73%); EUR (30,93%); CNY (10,92%); JPY (8,33%); và GBP (8,09%). Theo các chuyên gia quốc tế, điều này đánh dấu một bước đi quan trọng trong tiến trình quốc tế hóa đồng CNY, đồng thời, khẳng định sự thành công trong quá trình đổi mới và phát triển kinh tế cũng như mở cửa thị trường tài chính của Trung Quốc.

Tuy nhiên, gia nhập rổ SDR không đồng nghĩa với việc CNY có thể trở thành đồng tiền thanh toán và dự trữ quốc tế. Trên thực tế, ngoài USD thì một số đồng tiền mạnh khác như EUR, GBP, JPY hay thậm chí cả một số đồng tiền không nằm trong rổ SDR vẫn phổ biến hơn trong dự trữ ngoại hối của các nước. Đồng thời, tỷ lệ dự trữ dưới dạng SDR chỉ chiếm một phần rất nhỏ so với với dự trữ ngoại hối.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng việc CNY gia nhập SDR buộc Trung Quốc sẽ phải có trách nhiệm hơn trong chính sách điều hành tỷ giá, từ đó hạn chế việc phá giá bất ngờ, như những gì đã xảy ra trong năm 2015.

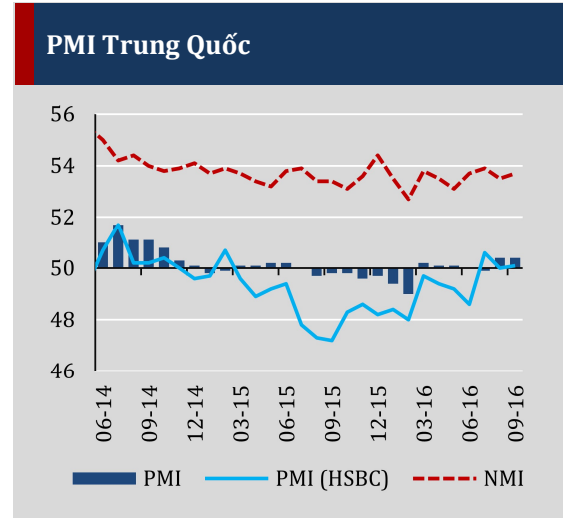
đạt được mục tiêu trong khoảng 6,5%-7,0%.

Các chỉ báo về PMI và NMI cũng cho thấy những dấu hiệu lạc quan về nền kinh tế Trung Quốc. Lần đầu tiên PMI của Trung Quốc do HSBC công bố vượt mức 50 điểm trong suốt 3 tháng Quý 3, lần lượt đạt 50,6 – 50 – 50,1 điểm. Chỉ số PMI và NMI do cơ quan thống kê Trung Quốc tính toán cũng đạt trung bình 50,23 điểm và 53,7 điểm trong Quý 3. Với những tín hiệu tích cực như vậy, chúng tôi cho rằng Trung Quốc sẽ duy trì được mức tăng trưởng 6,6%-6,7% trong cả năm 2016.

Thương mại của Trung Quốc đang trên đà hồi phục, đặc biệt trong cán cân thương mại. Kim ngạch xuất khẩu tám tháng đầu năm của Trung Quốc đạt 1.371,4 tỷ USD, giảm 6,3% so với cùng kỳ năm trước (thấp hơn mức giảm 6,9% nửa đầu năm). Tương tự, kim ngạch nhập khẩu chỉ giảm 8,9% (yoy, thấp hơn mức giảm 9,9% nửa đầu năm), và đạt 999,9 tỷ USD. Cán cân thương mại thặng dư 371,5 tỷ USD. Nếu xu hướng này được duy trì, chúng tôi cho rằng thặng dư thương mại của Trung Quốc tới cuối năm sẽ vượt mức 600 tỷ USD của năm 2015. Bên cạnh thương mại, Trung Quốc

### ASEAN và các nước mới nổi châu Á

Ngoài Trung Quốc, tình hình kinh tế các nước mới nổi và đang phát triển khu vực châu Á tương đối ổn định. Các tổ chức quốc tế đều đánh giá lạc quan về triển vọng các nước này trong giai đoạn tiếp theo. Ấn Độ được



Nguồn: HSBC, NBSC

vẫn thu hút tốt dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Lượng vốn thực hiện tám tháng đầu năm đạt 85,9 tỷ USD, tăng 0,63% so với cùng kỳ năm 2015.

Trên thị trường ngoại hối, sau đợt biến động mạnh đầu tháng Bảy do ảnh hưởng của sự kiện Brexit, đồng CNY đã ổn định trở lại và duy trì ổn định quanh mức 6,67 CNY/USD. Tính tới hết Quý 3, đồng CNY chỉ giảm giá 0,3% so với tỷ giá thời điểm cuối Quý 2. Dự trữ ngoại hối hai tháng Bảy và tháng Tám cũng chỉ giảm nhẹ 20 tỷ USD, còn 3.185,2 tỷ USD, tương ứng 0,6% tổng dự trữ ngoại hối.

dự báo sẽ tăng trưởng 7,6% trong hai năm tới, nhanh nhất trong số các nền kinh tế lớn mới nổi. Trong khi đó, dự báo mới nhất của ADB cho thấy tăng trưởng kinh tế khối ASEAN-5 có thể cao hơn 0,1 điểm phần

trăm so với năm 2015, dù không đồng đều giữa các nước ASEAN-5. Kinh tế hồi phục mạnh mẽ tại Thái Lan và Philippines giúp

bù đắp suy giảm tại Indonesia, Malaysia và Việt Nam.

### Triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới (%)

	WEO (10/2016)				GEP (6/2016)	
	2014	2015 <sup>e</sup>	2016 <sup>p</sup>	2017 <sup>p</sup>	2016 <sup>p</sup>	2017 <sup>p</sup>
<b>Toàn cầu</b>	3.4	3.2	3.1 (0.0)	3.4 (0.0)	2.4 (-0.5)	2.8 (-0.3)
<b>Các nền kinh tế phát triển</b>	1.8	2.1	1.6 (-0.2)	1.8 (0.0)	1.7 (-0.5)	1.9 (-0.2)
Mỹ	2.4	2.6	1.6 (-0.6)	2.2 (-0.3)	1.9 (-0.1)	2.2 (-0.2)
Nhật Bản	-0.1	0.5	0.5 (0.2)	0.6 (0.5)		
Anh	3.0	2.2	1.8 (0.1)	1.1 (-0.1)	2.4 (-0.2)	2.2 (0.0)
Khu vực đồng tiền chung						
Châu Âu	0.9	2.0	1.7 (0.1)	1.5 (0.1)	1.6 (-0.1)	1.6 (-0.1)
<b>Các quốc gia đang phát triển</b>	4.6	4.0	4.2 (0.1)	4.6 (0.0)	3.5 (-0.6)	4.4 (-0.3)
Brazil	0.1	-3.8	-3.3 (0.0)	0.5 (0.0)	-4.0 (-1.5)	-0.2(-1.6)
Nga	0.6	-3.7	-0.8 (0.4)	1.1 (0.1)	-1.2 (-0.5)	1.4 (+0.1)
Ấn Độ	7.3	7.6	7.6 (0.2)	7.6 (0.2)	7.6 (-0.2)	7.7 (-0.2)
Trung Quốc	7.3	6.9	6.6 (0.0)	6.2 (0.0)	6.7 (0.0)	6.5 (0.0)
<b>ASEAN-5</b>	4.6	4.7	4.8 (0.0)	5.1 (0.0)		
Indonesia	5.0	5.0	4.9 (0.0)	5.3 (0.0)	5.1 (-0.2)	5.3 (-0.2)
Malaysia	6.0	6.0	4.3 (-0.1)	4.6 (-0.2)	4.4 (-0.1)	4.5 (0.0)
Philippines	6.1	6.1	6.4 (0.4)	6.7 (0.5)	6.4 (0.0)	6.2 (0.0)
Thái Lan	0.9	0.9	3.2 (0.2)	3.3 (0.1)	2.5 (+0.5)	2.6 (+0.2)
<b>Việt Nam</b>	6.0	6.0	6.1 (-0.2)	6.2 (0.0)	6.2 (-0.4)	6.3 (0.0)

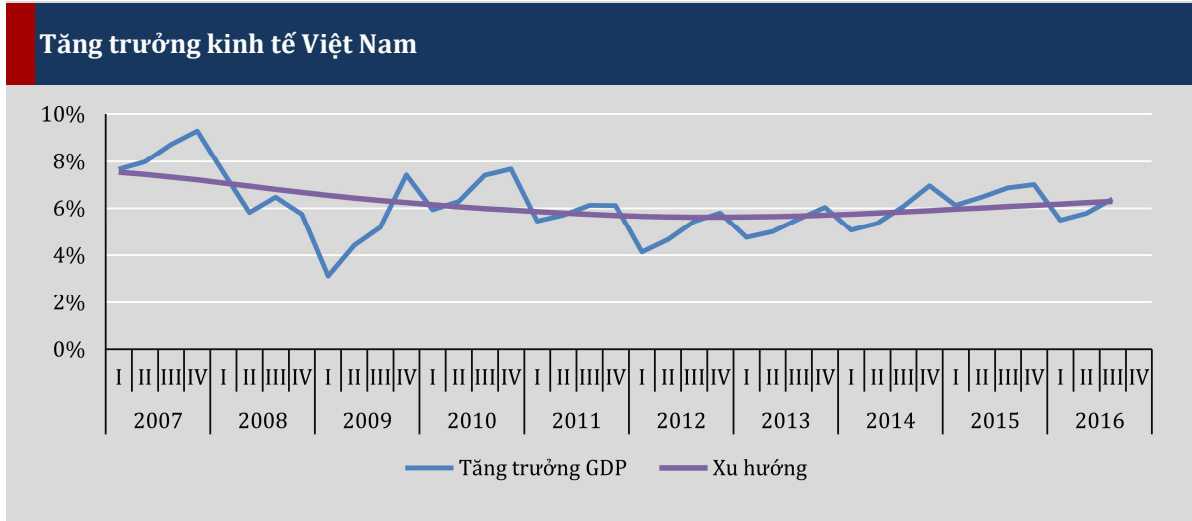
Chú ý: ( ) chỉ mức độ thay đổi so với lần dự báo gần nhất

Nguồn: World Economic Outlook (IMF), Global Economic Prospects (WB)

# KINH TẾ VIỆT NAM

## Tăng trưởng-lạm phát

### Tăng trưởng phục hồi nhẹ

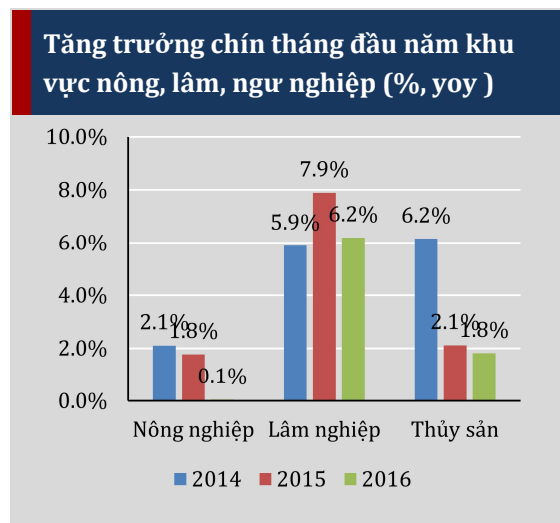


Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Bước sang Quý 3, kinh tế đã có những cải thiện đáng kể so với nửa đầu năm. Dù thấp hơn so với cùng kỳ năm trước, GDP Quý 3 vẫn đạt mức tăng 6,4% (yoy), giúp tăng trưởng chín tháng đầu năm đạt 5,93%.

Theo TCTK, nông nghiệp suy giảm kết hợp với khó khăn trong ngành công nghiệp khai khoáng được cho là nguyên nhân chính dẫn tới tăng trưởng thấp. Khu vực nông nghiệp, vốn chiếm 11-13% GDP, ước tính chỉ tăng 0,05% trong chín tháng đầu năm và đóng góp được 0,01 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP. Trong khi đó, tăng trưởng lâm nghiệp và thủy sản cũng giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Cộng dồn chín tháng đầu năm, khu vực nông nghiệp chỉ tăng 0,65%, thấp nhất trong vòng sáu năm trở lại đây.

Một điểm đáng chú ý là vấn đề tính toán lại tốc độ tăng trưởng các khu vực. Sau khi công bố số liệu ước hàng quý, TCTK sẽ tính toán đầy đủ và đưa ra số liệu chính thức (tăng trưởng kinh tế Quý 2 đạt 5,78%, điều chỉnh từ mức 5,55% ước tính hồi tháng



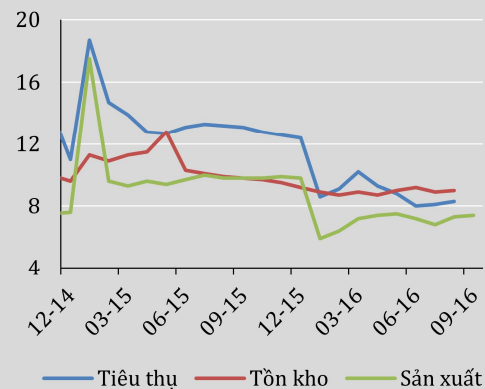
Nguồn: TCTK

Sáu). Báo cáo tình hình Kinh tế Xã hội tháng Chín của TCTK cho thấy tăng trưởng khu vực nông, lâm ngư nghiệp không thay đổi so với ước tính đưa ra hàng năm. Theo đó, tốc độ tăng trưởng khu vực này chín tháng đầu năm 2011 là 3,95%; 2012: 2,75%; 2013: 2,38%; 2014: 2,94% và 2015 là 2,08% (yoy). Tuy nhiên, tính toán lại tốc độ tăng trưởng từ GDP thực tế (trích xuất từ các báo cáo cuối quý) khu vực này lại cho thấy những con số hoàn toàn khác (2014: 2,10%; 2015: -1,27%). Điều này cho thấy TCTK cần minh bạch hơn trong việc công bố số liệu, đặc biệt là số liệu chính thức sau khi đã điều chỉnh.

Trong khi đó, nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo vẫn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng nhóm ngành này chín tháng đầu năm đạt 11,22% (yoy), cao hơn so với hai năm trước (2014: 8,57%; 2015: 10,15%). Tuy nhiên, với mức đóng góp lên tới 28,4% trong cơ cấu GDP khu vực công nghiệp, suy giảm ngành khai khoáng đã tác động không nhỏ tới tăng trưởng khu vực này cũng như tăng trưởng kinh tế chung. Cộng dồn tới hết tháng Chín, ngành khai khoáng ước giảm 3,6% so với cùng kỳ năm ngoái, làm giảm 0,28 điểm phần trăm tăng trưởng kinh tế.

Tốc độ tăng chỉ số sản xuất công nghiệp cải thiện nhẹ, dù vẫn thấp hơn so với mức tăng năm 2015. IPI chín tháng đầu năm tăng 7,4% (yoy), thấp hơn con số 9,8% cùng kỳ năm 2015. Trong khi đó, đà suy giảm từ đầu năm đã bắt đầu chững lại. Chỉ số tiêu thụ và tồn kho ngành chế biến chế tạo tăng nhẹ so với thời điểm đầu quý. Chỉ số tiêu thụ cộng

### Một số chỉ báo công nghiệp (% ytd)

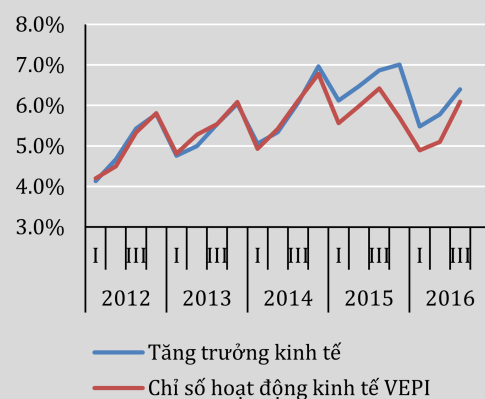


Nguồn: TCTK

dồn tới tháng Tám tăng 8,3%, cao hơn 0,3 điểm phần trăm so với hồi tháng Sáu.

Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI (Viet Nam Economic Performance Index) được VEPR thử nghiệm tính toán và tổng hợp dựa trên số liệu về sản lượng điện thương phẩm, kim ngạch xuất nhập khẩu, vận tải hàng hóa nội địa, tăng trưởng tín dụng và PMI sản xuất. Kết quả ước lượng cho thấy VEPI Quý 3 còn tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng

### Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI



Nguồn: VEPR

GDP, càng củng cố cho tín hiệu cải thiện tăng trưởng trong Quý 3. VEPI Quý 3 đạt 6,09%, cao hơn khoảng 1 điểm phần trăm so với Quý 2. Kết quả này đạt được chủ yếu nhờ những tín hiệu tích cực trong thương mại và tăng trưởng tín dụng nhanh hơn trong Quý 3.

Mặc dù còn nhiều khó khăn, Chính phủ vẫn quyết định giữ nguyên mục tiêu tăng trưởng 6,7% trong năm nay. Để đạt được mục tiêu này, kinh tế Quý 4 cần phải tăng trưởng ít nhất 8,3% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, Chính phủ cũng nhấn

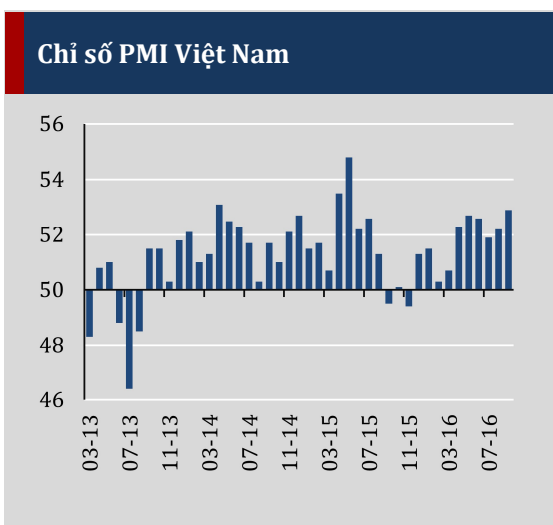
nhấn mạnh vấn đề đặt mục tiêu chất lượng tăng trưởng chứ không phải số lượng, và phần đầu đạt mức tăng trưởng từ 6,3% - 6,5%. Chúng tôi cho rằng ngay cả điều này vẫn không khả thi, vì kinh nghiệm tăng trưởng trong những năm qua cho thấy dù tăng trưởng Quý 4 có tăng cao hơn Quý 3, cũng không thể vượt 1 điểm phần trăm. Lần duy nhất ghi nhận mức chênh lệch lên tới trên 2 điểm phần trăm là cuối năm 2009, khi Chính phủ tung ra gói kích cầu quy mô lớn nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế. Do vậy, nhóm nghiên cứu giữ nguyên mức dự báo tăng trưởng 6,0% cho cả năm 2016.

### Hoạt động của khu vực doanh nghiệp

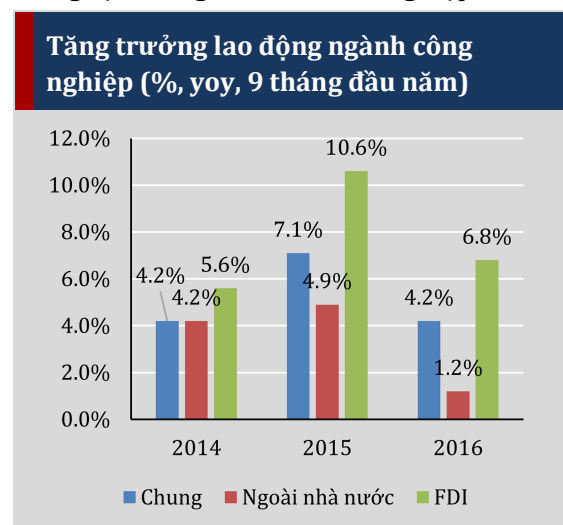
PMI tiếp tục duy trì trên ngưỡng 50 điểm trong Quý 3. Dù giảm nhẹ trong tháng Bảy, PMI nhanh chóng phục hồi và đạt mức 52,9 điểm, cao nhất kể từ tháng 5/2015. PMI ổn định cho thấy sự phục hồi trong khu vực sản xuất của Việt Nam. Theo báo cáo của Nikkei - Market, tất cả chỉ tiêu thành phần

của PMI đều tăng, đáng kể nhất là mức tăng trong chỉ tiêu việc làm cao nhất kể từ khi PMI được tính toán năm 2011.

Khảo sát điều tra về xu hướng kinh doanh của các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến chế tạo cũng cho thấy dấu hiệu tương tự. Trong số các doanh nghiệp tham



Nguồn: HSBC, Nikkei



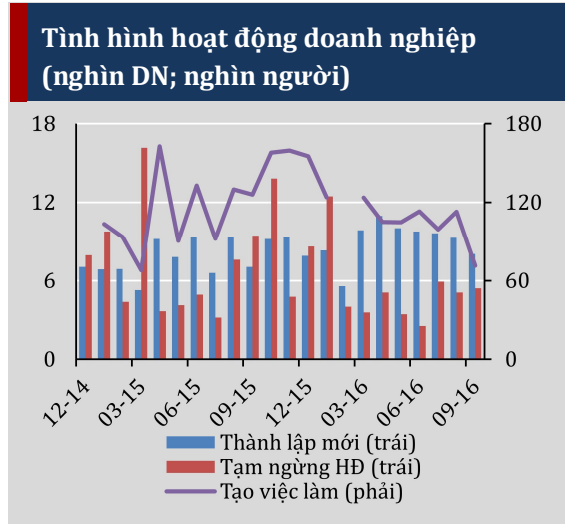
Nguồn: TCTK

gia khảo sát, 38,8% đánh giá tình hình sản xuất kinh doanh Quý 3 tốt hơn so với quý trước và 48,9% cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong Quý 4.

Tuy nhiên, doanh nghiệp trong các ngành công nghiệp tiếp tục có xu hướng cắt giảm lao động, đặc biệt trong ngành khai khoáng. Tăng trưởng số lượng lao động tại thời điểm 01/09/2016 chỉ tăng 4,2%, thấp hơn mức 7,1% cùng kỳ năm 2015. Trong đó, lao động trong ngành khai khoáng giảm 7%; ngành sản xuất, phân phối điện giảm 0,4%. Lao động suy giảm trong cả ba khối DNNN, DN tư nhân và DN có vốn đầu tư nước ngoài. Tăng trưởng lao động khu vực ngoài nhà nước và khu vực FDI lần lượt đạt 1,2% và 6,8%; giảm tương ứng từ 4,9% và 10,6% cùng kỳ năm 2015.

Dù giảm so với Quý 2, tình hình đăng ký doanh nghiệp đã cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm 2015. Tính riêng trong Quý 3, có 26,95 nghìn doanh nghiệp đăng ký mới, tăng 17,5% so với cùng kỳ năm 2015. Cộng dồn chín tháng, cả nước có 81,45 nghìn doanh nghiệp thành lập mới, với 629,1 nghìn tỷ đồng vốn đăng ký. So với cùng kỳ năm 2015, lượng doanh nghiệp tăng 19,2% trong khi vốn đăng ký tăng 49,5%. Tuy nhiên, với tình hình sử dụng lao động còn nhiều khó khăn, chỉ có 283,5 nghìn việc làm mới được tạo ra, giảm 12,2% so với Quý 2 và 18,5% so với Q3/2015.

Quý 3 cũng đánh dấu những bước đi đầu tiên của Chính phủ trong việc tạo lập môi trường phát triển cho các doanh nghiệp theo Nghị quyết 35/NQ-CP. Theo đó, Chính phủ đã thành lập cổng thông tin điện tử



Nguồn: Bộ Công Thương, CEIC

nhằm tiếp nhận và trả lời kiến nghị của doanh nghiệp bắt đầu từ 05/10/2016. Tuy nhiên, với những mục tiêu trong nghị định được đánh giá là khá cao, chúng tôi nhấn mạnh lại rằng Chính phủ cần thực sự quyết tâm mới có thể đạt được.

Kể từ Q3/2016, Thông tư số 20/2011/TT-BCT của Bộ Công thương về quy định bổ sung thủ tục nhập khẩu xe ô tô chở người loại từ 9 chỗ ngồi trở xuống chính thức hết hiệu lực. Thông tư 20 được đưa ra với mục đích “bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng và an toàn giao thông đường bộ”, đồng thời cũng được xem như một hàng rào kỹ thuật nhằm hạn chế số lượng nhập khẩu ô tô tăng đột biến tại thời điểm ban hành. Tuy nhiên, quy định của TT 20 lại gây nhiều ý kiến trái chiều giữa các các bên liên quan. Đại diện Bộ Công thương cho rằng TT 20 chỉ mang tính chất là một thủ tục hành chính, trong khi đó phía doanh nghiệp cho rằng đây là một điều kiện kinh doanh, dẫn tới vấn đề phân biệt đối xử giữa các doanh nghiệp, gây ra tình trạng độc quyền trên thị trường.



Chính phủ hiện vẫn chưa có kết luận chính thức về việc bỏ hay không bỏ Thông tư 20. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, dù là thủ tục hành chính hay điều kiện kinh doanh đều cần tạo được môi trường kinh doanh bình đẳng giữa các doanh nghiệp.

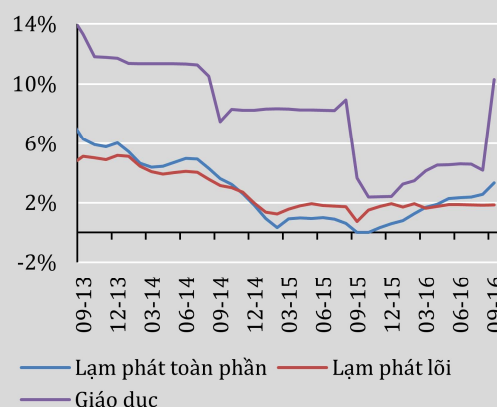
### Lạm phát tăng dưới sức ép từ điều chỉnh giá dịch vụ cơ bản

Tiếp tục xu hướng trong nửa đầu năm, chỉ số giá tiêu dùng đã tăng đáng kể trong Quý 3, đặc biệt khi học kì mới bắt đầu vào tháng Chín. Chỉ riêng trong tháng Chín, CPI đã tăng 0,54% (mom), với sự đóng góp lên tới 0,42 điểm phần trăm của nhóm Giáo dục.

Trong khi lạm phát cơ bản vẫn duy trì quanh mức 1,8% (yoy), lạm phát toàn phần tăng tương đối nhanh và đạt mức trước đợt suy giảm vào cuối năm 2014. So với cùng kỳ năm trước, lạm phát cuối Quý 3 đạt 3,34%, trong khi lạm phát cơ bản ở mức 1,85%. Điều này cho thấy rõ tác động của việc điều chỉnh giá nhóm hàng do nhà nước quản lý tới mức giá chung. Cần chú ý rằng lạm phát cơ bản đo lường sự thay đổi trong mức giá chung của nền kinh tế sau khi đã loại trừ yếu tố năng lượng, lương thực - thực phẩm và các dịch vụ do nhà nước quản lý.

Trong Quý 3, cả hai nhóm dịch vụ y tế và giáo dục đã lần lượt được điều chỉnh. Đợt điều chỉnh giá dịch vụ y tế trong tháng Tám và dịch vụ giáo dục tháng Chín khiến chỉ số giá tiêu dùng hai nhóm này đã tăng lần lượt 6,2% và 7,7% so với cuối Quý 2. Theo Nghị định số 16/2015/NĐ-CP, giá dịch vụ y tế

### Lạm phát và lạm phát cơ bản (% , yoy)



Nguồn: TCTK, IFS

vẫn cần điều chỉnh tiếp để có thể tính đầy đủ chi phí tiền lương, chi phí trực tiếp (chưa tính chi phí quản lý và chi phí khấu hao tài sản cố định) vào cuối năm 2016.

Kể từ Quý 2, Liên Bộ Y tế - Tài chính quyết định thực hiện chia nhỏ các đợt điều chỉnh thay vì điều chỉnh một lần như dự kiến ban đầu. Do vậy, ba đợt điều chỉnh tiếp theo dự kiến vào ba tháng cuối năm sẽ có tác động thấp hơn tới CPI do chỉ cần điều chỉnh tại những tỉnh thành có tỷ lệ tham gia BHYT thấp hơn.

Mặc dù vậy, theo nhận định của chúng tôi, lạm phát cuối năm hoàn toàn có khả năng chạm mục tiêu 5% mà Quốc hội đề ra. Giá dầu thô và một số mặt hàng năng lượng khác được dự báo có thể tăng trong những tháng cuối năm sau khi OPEC đạt được thỏa thuận cắt giảm sản lượng. Đồng thời, dù suy giảm trong Quý 3, giá lương thực thế giới vẫn là một ẩn số trong thời gian tới. Điều này, nếu xảy ra, sẽ tạo áp lực không nhỏ lên mặt bằng giá trong nước thời gian tới.

## Các cân đối vĩ mô

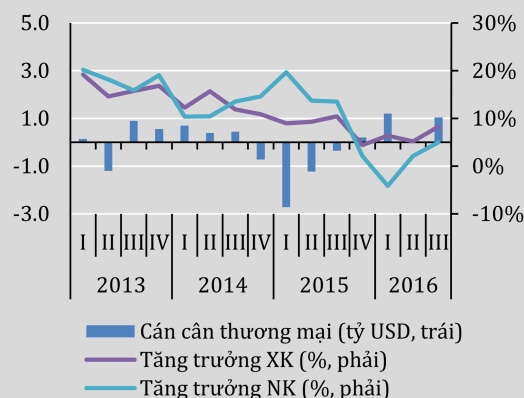
### Thương mại phục hồi, cán cân thặng dư

Sau ba quý suy giảm, tăng trưởng thương mại đã phục hồi và dần đi vào ổn định. Tốc độ tăng xuất khẩu Quý 3 đạt 8,3% (yoy), cao nhất kể từ Q4/2015. Tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 46 tỷ USD trong Quý 3 và 128,2 tỷ USD cộng dồn chín tháng đầu năm. Giá trị xuất khẩu phục hồi một phần nhờ vào yếu tố giá trên thị trường thế giới. So với nửa đầu năm, mặt bằng giá xuất khẩu đã có sự cải thiện khi chỉ giảm 3,14% (yoy) (cao hơn mức giảm 3,85% trong hai quý đầu năm). Theo TCTK, nếu loại trừ yếu tố giá, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa chín tháng đầu năm đã tăng 10,2% (yoy).

Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu Quý 3 đạt 45 tỷ USD, tăng 5,0% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, mức tăng này vẫn còn cách xa mức tăng bình quân 15,5% (yoy) trong giai đoạn 2013-2015Q3. Nhập khẩu tăng chậm hơn xuất khẩu giúp cho cán cân thương mại đạt thặng dư 1,04 tỷ USD trong Quý 3. Tính chung chín tháng đầu năm, kim ngạch nhập khẩu đạt 125,4 tỷ USD, tăng 1,3% so với cùng kỳ năm trước. Nếu loại trừ yếu tố giá, giá trị nhập khẩu tăng 9,1% (yoy), cao hơn mức tăng 7,9% nửa đầu năm.

Điều này cho thấy những dấu hiệu hồi phục trong lượng hàng hóa nhập khẩu. Kết hợp với việc giá hàng hóa trên thị trường thế giới tiếp tục tăng, chúng tôi cho rằng thặng dư thương mại nhiều khả năng sẽ đảo chiều khi tăng trưởng nhập khẩu phục hồi đủ lớn.

### Cán cân và tăng trưởng thương mại



Nguồn: TCTK

Về cơ cấu, xuất khẩu khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 91,2 tỷ USD trong chín tháng đầu năm và tăng 7,4% (yoy), cao hơn mức tăng 5,0 của khu vực kinh tế trong nước. Ngược lại, tăng trưởng nhập khẩu khu vực kinh tế trong nước đạt 2,0% (yoy), trong khi khu vực có vốn đầu tư nước ngoài chỉ đạt 0,9% so với cùng kỳ năm trước.

Xét về đối tác, nhập khẩu từ Hàn Quốc tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt nhóm hàng liên quan tới các thiết bị điện tử, trong khi nhập khẩu từ Trung Quốc và khu vực ASEAN, Nhật Bản có xu hướng chững lại. Xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc, mặt khác, lại có tốc độ tăng nhanh nhất trong số các đối tác thương mại chính. Xuất khẩu chín tháng đầu năm sang thị trường này đạt 14,8 tỷ USD, tăng 19,1%. Trong khi đó, xuất khẩu sang hai thị trường Mỹ và EU lần lượt tăng 14,5% và 9,5%, đạt tương ứng 28,3 tỷ USD và 24,6 tỷ USD.

### Thu ngân sách Trung ương khó khăn

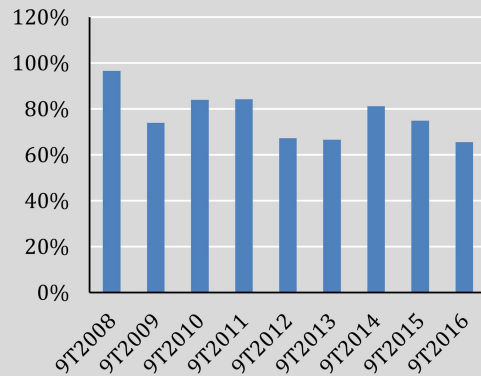
Chín tháng đầu năm 2016 tiếp tục chứng kiến những khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn thu ngân sách, đặc biệt là ngân sách Trung ương. Ước tính tới 15/09/2016, tổng thu NSNN đạt 665,2 nghìn tỷ đồng, bằng 65,6% so với dự toán đầu năm. Mức thu này thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước (2014: 81,3%; 2015: 75,0%). Đáng chú ý theo số liệu của TCTK, nguồn thu khó khăn chủ yếu ở cấp Trung ương, với mức thu 57% so với dự toán. Trong khi đó, thu ngân sách địa phương ước tính đạt 77,8% so với dự toán đầu năm.

Tỷ lệ thu thấp chủ yếu do hụt thu từ hai nguồn thu lớn là dầu thô (28,4 nghìn tỷ đồng-52% dự toán) và cân đối ngân sách từ hoạt động xuất nhập khẩu (97,4 nghìn tỷ đồng-56,6% dự toán). Một số nguồn thu khác thay thế như thu tiền sử dụng đất đã được đẩy mạnh, đạt 54,5 nghìn tỷ đồng và bằng 109% so với dự toán.

### Tiêu dùng, đầu tư chững lại

Tiêu dùng trong Quý 3 không có nhiều cải thiện tích cực so với nửa đầu năm. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ dịch vụ và hàng hóa chín tháng đầu năm giữ nguyên mức 9,5% (yoy) và chỉ tăng nhẹ về lượng (7,7%) so với tốc độ hai quý đầu năm. Tổng giá trị bán lẻ đạt 2.605,8 nghìn tỷ đồng, trong đó doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 1.984,2 nghìn tỷ đồng, chiếm 76,2% tổng mức và tăng 9,7% so với cùng kỳ. Mức tăng này

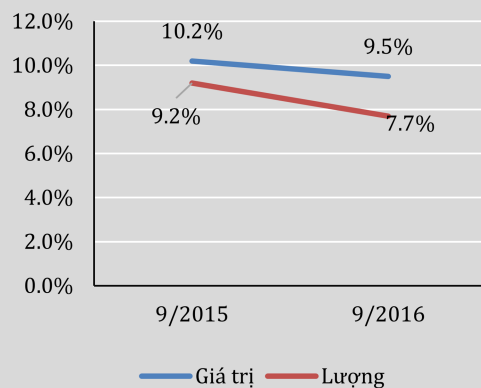
### Tỷ lệ thu ngân sách/dự toán 9 tháng đầu năm, 2008-2016



Nguồn: Tính toán từ số liệu của TCTK

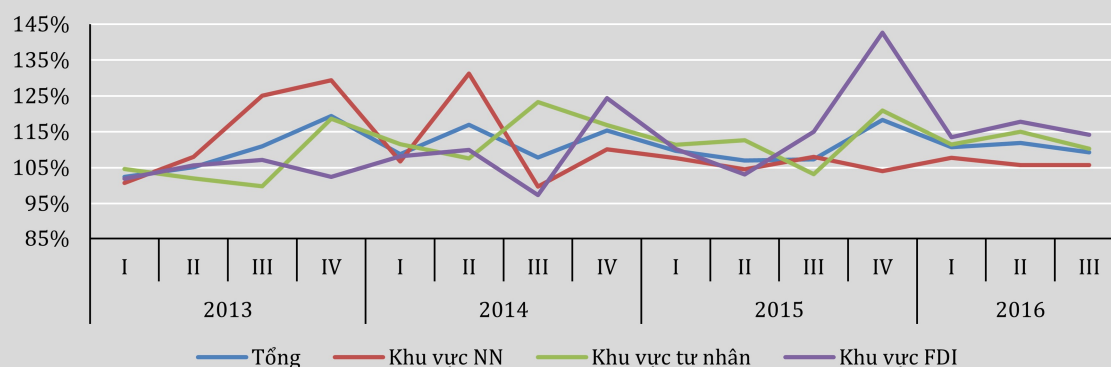
Trong khi nguồn thu không có nhiều cải thiện, chi NSNN đã tăng nhanh trong ba tháng vừa qua. Tổng chi NSNN tính tới 15/09/2015 đã đạt 819,4 nghìn tỷ đồng, dẫn tới bội chi ngân sách 154,2 nghìn tỷ đồng, cao hơn mức 136 nghìn tỷ đồng của năm 2015. Cần chú ý rằng, trong nửa đầu năm 2016, ngân sách chỉ thâm hụt 82,9 nghìn tỷ đồng, thấp hơn so với cùng kỳ năm trước.

### Tăng trưởng bán lẻ (% ytd, yoy)



Nguồn: TCTK

## Vốn đầu tư toàn xã hội (so với cùng kỳ năm trước), 2013-2016



Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

thấp hơn so với mức tăng năm 2015, đặc biệt khi loại trừ yếu tố giá.

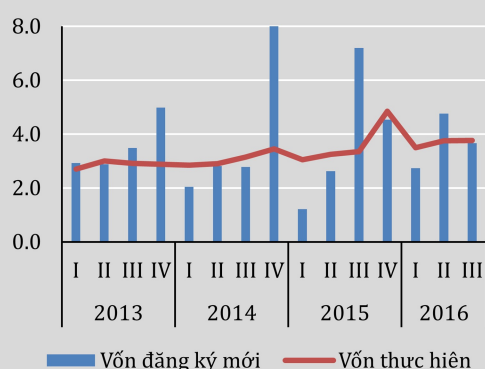
Dù lượng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam vẫn đang tăng nhanh, tổng vốn đầu tư toàn xã hội lại có dấu hiệu chững lại trong Quý 3. Đặc biệt, vốn đầu tư khu vực có vốn FDI đạt 82,2 nghìn tỷ đồng trong Quý 3 (cộng dồn chín tháng đầu năm đạt 240,4 nghìn tỷ đồng), tăng 14,2% so với cùng kỳ năm 2015. Mức tăng này thấp hơn so với mức tăng quý trước cũng như cùng kỳ năm trước.

Khu vực có vốn nhà nước vẫn duy trì ổn định và tăng 5,7% (yoy), cộng dồn chín tháng đầu năm tăng 7,2% và đạt 378,8 nghìn tỷ đồng. Trong Quý 3, Chính phủ cũng đã ban hành Nghị quyết số 60/NQ-CP nhằm đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công năm 2016. Theo đó, tới hết tháng Chín, vốn ngân sách nhà nước đã giải ngân được 58,6%, vốn TPCP đã giải ngân được 38,8%.

Trong khi đó, vốn đầu tư khu vực ngoài nhà nước chỉ tăng 10,3%, thấp nhất trong vòng bốn quý gần đây. Tính chung cả ba khu vực, vốn đầu tư toàn xã hội chín tháng đầu năm đạt 1.006,9 nghìn tỷ đồng theo giá hiện hành, tăng 9,6% so với cùng kỳ năm 2015.

Lượng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam giảm nhẹ trong Quý 3. Vốn đăng ký mới đạt 3,67 tỷ USD trong Quý 3 và 11,17 tỷ USD cộng dồn chín tháng đầu năm. Lượng vốn đăng ký thêm và điều chỉnh đạt 5,27 tỷ USD, đưa tổng vốn FDI chín tháng đầu năm đạt 16,44 tỷ USD. Dù giảm về số lượng đăng ký, vốn giải ngân vẫn tăng nhẹ trong Quý 3, đạt 3,77 tỷ USD. Xét theo ngành, công nghiệp chế

## Đầu tư trực tiếp nước ngoài (tỷ USD)



Nguồn: TCTK

biến chế tạo vẫn là nhóm ngành thu hút lượng vốn đầu tư trực tiếp lớn nhất, chiếm 70,8% tổng vốn đăng ký cấp mới và đạt 7,9 tỷ USD. Tỷ lệ vốn FDI vào lĩnh vực bất động sản giảm nhẹ so với năm 2015, chiếm 8,8% vốn đăng ký mới (2015: 10,5%).

## Thị trường tài chính và tiền tệ

### Tỷ giá tham chiếu tăng nhẹ

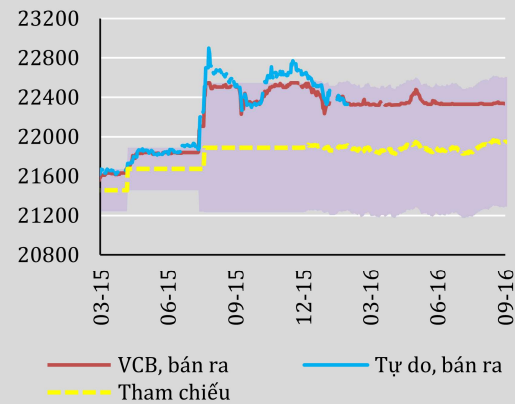
Tỷ giá tham chiếu biến động nhẹ trong Quý 3, dao động từ 21.828 VND/USD đến 21.965 VND/USD, tăng nhẹ so với Quý 2. Tuy nhiên, tại các NHTM lớn như Vietcombank, tỷ giá giao ngay gần như không thay đổi trong suốt quý. Điều này có được nhờ nguồn cung ngoại tệ tương đối dồi dào vì cán cân thanh toán liên tục thặng dư.

Thặng dư trên cán cân thanh toán từ đầu năm tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN mua ròng ngoại tệ để bổ sung dự trữ ngoại hối phần dự trữ đã sử dụng trong năm 2015. Trong phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng Chín, Thống đốc NHNN đã cho biết dự trữ ngoại hối trong chín tháng đầu năm đã tăng thêm khoảng 11 tỷ USD, nâng lên mức trên 40 tỷ USD. Trong đó, riêng Quý 3 dự trữ ngoại hối đã tăng khoảng 4,3 tỷ USD.

### Huy động tăng, lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh

Tiếp tục xu hướng cuối Quý 2, huy động tiếp tục tăng cao hơn so với tăng trưởng tín dụng. Theo số liệu của TCTK, huy động vốn của các tổ chức tín dụng tại thời điểm 20/09/2016 đã tăng 12,02% so với cuối

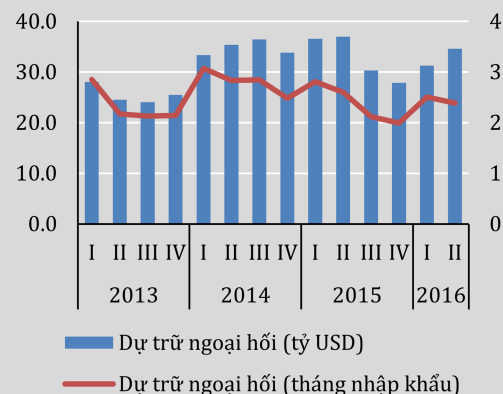
### Tỷ giá danh nghĩa (VND/USD)



Nguồn: VEPR tổng hợp

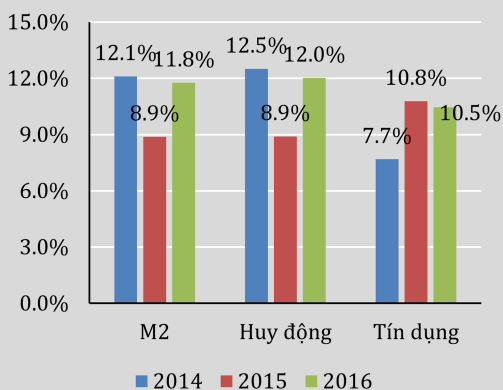
Theo số liệu chính thức đã công bố, trong nửa đầu năm, dự trữ ngoại hối đã tăng 6,7 tỷ USD và đạt 34,6 tỷ USD. Tính theo số tháng nhập khẩu, dự trữ ngoại hối cũng đã được cải thiện, dù vẫn dưới mức khuyến nghị 3-4 tháng nhập khẩu do IMF đưa ra. Với dự báo không có nhiều biến động mạnh trong tỷ giá nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng dự trữ ngoại hối có thể vượt mức 45 tỷ USD đầu năm 2017 và vượt trên 3 tháng nhập khẩu.

### Dự trữ ngoại hối



Nguồn: CEIC

### Tăng trưởng M2, huy động và tín dụng chín tháng đầu năm (% ytd)



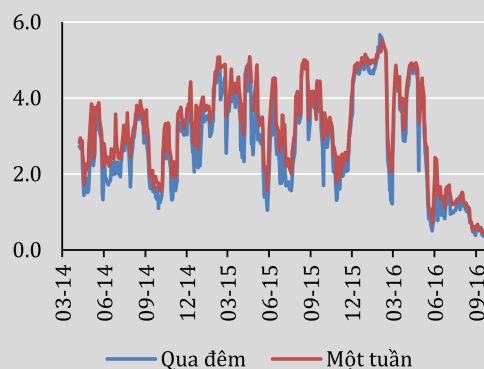
Nguồn: TCTG, SBV, IFS

năm 2015. Mức tăng này cao hơn nhiều so với mức 8,9% cùng kỳ năm 2015. Trong khi đó, tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế ước đạt 10,5%, giảm nhẹ so với năm 2015.

Sức ép từ cầu tín dụng đã không còn, thay vào đó, huy động dồi dào đã giúp mặt bằng lãi suất trong nước giảm dần trong Quý 3. Lãi suất bình quân liên ngân hàng, cả qua đêm và một tuần, đều giảm liên tục trong ba tháng vừa qua. Lãi suất kỳ hạn một tuần giảm dần từ mức trung bình 1,6% trong tháng Sáu xuống lần lượt 1,35% - 1,01% - 0,54% trong ba tháng tiếp theo.

Nguồn huy động dồi dào đã tạo điều kiện cho các NHTM lớn hạ lãi suất huy động, sau một thời gian dài giữ ở mức kịch trần. Cuối tháng Chín, một số NHTM lớn như Vietcombank, Vietinbank và BIDV đã đồng loạt điều chỉnh giảm các mức lãi suất kỳ hạn dưới 1 năm. Tại Vietcombank, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng giảm lần lượt 0,2 và 0,3 điểm phần trăm xuống mức 4,8% và 5,3%. BIDV và Vietinbank có mức giảm mạnh hơn, từ 0,3-0,7 điểm phần trăm

### Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: CEIC

đối với các khoản tiền gửi kì hạn dưới 1 năm.

Trong khi đó, tổng phương tiện thanh toán toàn hệ thống tính tới ngày 20/09/2016 đã tăng 11,8% so với thời điểm cuối năm 2015, cao hơn so với mức 8,9% cùng kỳ năm 2015. Tuy nhiên, trái ngược với nửa đầu năm, thị trường OMO hoàn toàn trầm lắng khi NHNN không thực hiện hoạt động nào qua kênh này. Trong khi đó, lượng tín phiếu kho bạc phát hành mới đạt 360 nghìn tỷ, mức cao nhất tính theo quý trong nhiều năm trở lại đây. Lượng tín phiếu đáo hạn cũng lên tới xấp xỉ 270 nghìn tỷ đồng, đưa mức hút ròng về NHNN qua phát hành tín phiếu đạt 90,2 nghìn tỷ đồng.

Theo nhóm nghiên cứu, động thái này phù hợp với việc NHNN đã mua ròng khoảng 4,3 tỷ USD trong Quý 3. Như vậy có thể thấy, NHNN đã thực hiện các biện pháp trung hòa một cách hài hòa nhằm ngăn chặn tình trạng cung tiền tăng bất thường khi mua vào một lượng lớn ngoại hối.

## Thị trường tài sản

### Biến động trên thị trường vàng

Trên thị trường vàng, giá vàng trong nước tiếp tục xu hướng tăng trong những ngày đầu tháng Bảy, sau sự kiện Brexit và quyết định của Fed. Chỉ trong vòng một tuần đầu tháng Bảy, giá vàng trong nước liên tục tạo lập các đỉnh mới, bất chấp việc giá vàng thế giới đã có những dấu hiệu đảo chiều. Giá vàng SJC bán ra ngày 6/7 đã có lúc chạm sát mức 40 triệu đồng/lượng, cao nhất kể từ cuối tháng 6/2013. Tâm lý hoang mang trong đám đông dẫn tới biên độ dao động lớn.

Tuy nhiên, giá vàng tháng Tám dần hạ nhiệt và đi vào ổn định cho tới hết quý. Đáng chú ý là giá vàng trong nước trong Quý 3 không chịu nhiều ảnh hưởng bởi biến động trên thị trường vàng thế giới. Trong khi giá vàng thế giới liên tục thay đổi sau các cuộc họp của Fed vào tháng Bảy và tháng Tám, giá

### Thị trường bất động sản ổn định

Thị trường BĐS Quý 3 không có nhiều biến động lớn trên hầu hết các phân khúc. Thị trường phục hồi nhẹ sau khi chững lại trong nửa đầu năm 2016. Nguồn cung thị trường vẫn phong phú tại Tp. Hồ Chí Minh duy trì ổn định ở mức 1,7 triệu m<sup>2</sup>, theo số liệu của JLL. Trong khi đó, thêm một tòa nhà hạng B mới gia nhập giúp tổng nguồn cung tại Hà Nội tăng 8,1% so với cùng kỳ năm trước.

Trên thị trường nhà ở, khối lượng giao dịch tại cả Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội tăng dù lượng cung mới giảm so với quý trước.

### Diễn biến giá vàng (triệu đồng/lượng)

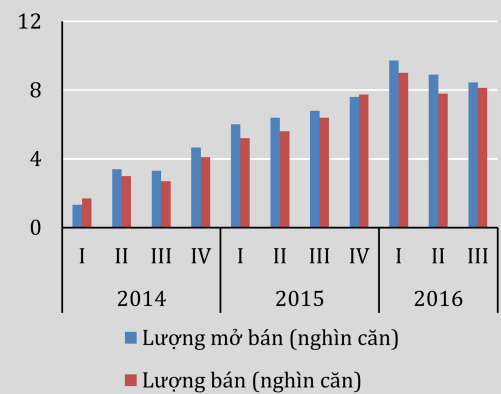


Nguồn: SJC, Fxpro

vàng trong nước vẫn duy trì xu hướng giảm. Giá vàng SJC bán ra cuối Quý 3 dao động quanh mức 36,3 triệu đồng/lượng, chỉ tăng 3,1% so với giá vàng Quý 2.

Ngay cả trong những ngày vừa qua, khi vàng liên tục mất giá trên thị trường thế giới sau khi Thủ tướng Anh công bố thời điểm kích hoạt Điều khoản 50, giá vàng trong nước gần như không thay đổi so với những ngày trước đó.

### Thị trường căn hộ để bán tại Tp. HCM



Nguồn: JLL

Theo số liệu của JLL, trong cả quý chỉ có 8.438 căn hộ mới được chào bán tại Tp. Hồ Chí Minh, giảm 5,1% so với Quý 2. Tuy nhiên, lượng bán vẫn tăng trưởng tương đối ổn định ở mức 5% (qoq) và đạt 8.133 căn.

Tương tự tại Hà Nội, lượng căn hộ mở bán đạt 7.854 căn, giảm 5,6% so với Quý 2 và tăng 4,7% so với Q3/2015. Khối lượng giao dịch, ngược lại, tăng ổn định so với quý trước cũng như cùng kỳ năm trước. So với Quý 2, số căn hộ bán ra đã tăng 5,1%, đạt mức 8.015 căn (tăng 14,6% so với cùng kỳ năm trước).

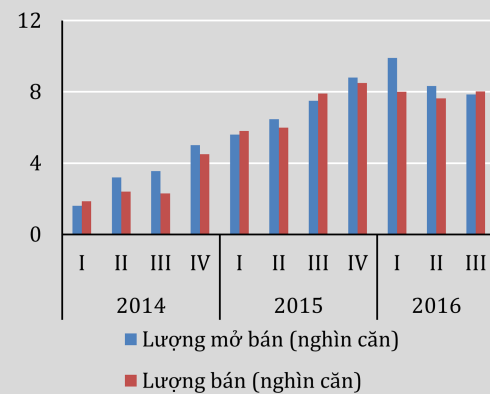
Chúng tôi cho rằng sự ổn định này phản ánh phần nào những chính sách gần đây của nhà điều hành trong việc kiểm soát nguồn tín dụng bất động sản. Đồng thời, xu hướng này

## CÁC LƯU Ý VỀ CHÍNH SÁCH

Nhìn chung, tương lai kinh tế thế giới trở nên bất trắc (uncertainty), đặc biệt tại nhóm các nước phát triển. Cục dự trữ Liên bang Mỹ tiếp tục để ngỏ khả năng tăng lãi suất, Nhật Bản rơi vào trạng thái giảm phát trong khi Anh và EU vẫn chưa có quyết định gì về cách thức tiến hành Brexit. Đồng thời, Quý 3 cũng chứng kiến sự thay đổi ngược chiều về giá của các loại hàng hóa cơ bản. Trong khi giá các loại ngũ cốc chính giảm nhẹ, giá năng lượng vẫn đang trên đà phục hồi vững chắc. Những yếu tố bất trắc này có thể khiến cho việc dự báo ảnh hưởng của kinh tế thế giới tới Việt Nam trong ngắn hạn trở nên khó khăn hơn.

Kinh tế trong nước phục hồi nhẹ so với nửa đầu năm, nhờ những yếu tố tích cực đến từ

### Thị trường căn hộ để bán tại Hà Nội



Nguồn: JLL

cũng phù hợp với những khuyến nghị của chúng tôi khi cho rằng cần kiểm soát nguồn tín dụng dành cho bất động sản, tránh tình trạng phát triển nóng dẫn tới hình thành bong bóng.

khu vực công nghiệp chế biến chế tạo. Tuy nhiên, sự hồi phục này là không đủ bù đắp suy giảm của ngành nông nghiệp và công nghiệp khai khoáng. Dù Chính phủ đã thể hiện quyết tâm cao, và trong kỳ họp tháng Chín, hạ mức tăng trưởng phấn đấu đạt được xuống 6,3-6,5%, Nhóm nghiên cứu của VEPR vẫn giữ nguyên mức dự báo tăng trưởng kinh tế 6% hoặc thấp hơn trong năm 2016 (như đã công bố vào cuối Quý 2). Đồng thời, chúng tôi cũng lưu ý tới việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, thay vì quá chú trọng vào mục tiêu tăng trưởng. Dựa trên những đặc điểm kinh tế Quý 3, chúng tôi cho rằng có một số điểm đáng lưu ý về chính sách dưới đây.



*Thứ nhất*, lạm phát tiếp tục tăng trong những tháng cuối năm là không thể tránh khỏi, khi giá dịch vụ y tế mới được điều chỉnh tại 16 tỉnh thành trong Quý 3. Giá năng lượng hồi phục trong khi giá lương thực thế giới vẫn là một ẩn số có thể tạo áp lực lên mặt bằng giá trong nước. Trong khi đó, cung tiền vẫn đang được điều chỉnh tăng nhanh hơn so với cùng kỳ năm 2015. Những yếu tố này khiến lạm phát hoàn toàn có khả năng chạm mức mục tiêu 5% mà Quốc hội đã đặt ra. Do vậy, VEPR vẫn giữ vững quan điểm cho rằng các cơ quan hoạch định chính sách cần thận trọng trong việc điều chỉnh chính sách tiền tệ. Đặc biệt, cần linh động trong điều chỉnh kế hoạch tăng trưởng tín dụng trong Quý 4 và đầu năm 2017, trong trường hợp có thể gây rủi ro lạm phát.

*Thứ hai*, chi ngân sách đang có xu hướng gia tăng trong những tháng cuối năm và không kịp điều chỉnh xuống tương ứng với mức tăng trưởng kinh tế trên thực tế, trong khi thu ngân sách, đặc biệt là ngân sách trung ương lại gặp nhiều khó khăn vì phản ánh đúng thực tế tăng trưởng chậm hơn so với dự báo từ đầu năm. Chúng tôi cho rằng mục tiêu duy trì bội chi ngân sách dưới 5% GDP trong năm 2016 sẽ một lần nữa bị phá vỡ. Trong thời gian tới, bên cạnh việc thực tế và khiêm tốn hơn trong việc lập kế hoạch tăng trưởng đầu năm, Chính phủ mới cần có một chiến lược tổng thể và hữu hiệu cắt giảm bộ máy hành chính và chi thường xuyên trong cả nhiệm kỳ. Ngoài ra, những biện pháp mang tính kỹ thuật khác như thoái vốn dứt

khoát tại các DNNN như đã đề cập trong báo cáo trước cũng cần được xem xét.

*Thứ ba*, doanh nghiệp đang có điều kiện phát triển thuận lợi khi Chính phủ mới bộc lộ rõ mối quan tâm trong cải cách thủ tục hành chính và cải thiện môi trường kinh doanh. Nghị quyết 19 và 35 của Chính phủ trong năm 2016 được kỳ vọng là sẽ giúp giảm bớt các thủ tục hành chính không cần thiết cũng như hỗ trợ và phát triển doanh nghiệp, đặc biệt là khối doanh nghiệp tư nhân. Tuy nhiên, thực tế cho thấy cần có thời gian để đạt được sự phối hợp và nhất trí giữa các cơ quan thực thi hai nghị quyết này. Qua đây, cũng cho thấy thị trường và các nhà đầu tư đang theo dõi chặt chẽ quyết tâm cũng như khả năng của Chính phủ mới trong việc thực thi những chính sách mới một cách khả thi và hiệu quả.

*Thứ tư*, nguồn huy động dồi dào trong khi tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức vừa phải tạo điều kiện cho mặt bằng lãi suất hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để các NHTM có thể cắt giảm từng bước lãi suất cho vay, khi mà áp lực chạy đua lãi suất không còn diễn ra như những quý trước. Điều này kỳ vọng góp phần tạo ra một cú huých cho doanh nghiệp trong những quý tiếp theo, bên cạnh các nỗ lực hỗ trợ cải thiện môi trường kinh doanh hiện nay. Như vậy, đà tăng trưởng trở lại của nền kinh tế có thể được củng cố vững chắc hơn.

*Lưu ý:* Các chính sách dài hạn hơn sẽ được trình bày tại các báo cáo chính sách khác của VEPR.



## Danh mục từ viết tắt

BOJ	Ngân hàng Trung ương Nhật Bản
BDS	Bất động sản
BSC	Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
BTC	Bộ Tài chính
CEIC	Cơ sở dữ liệu CEIC
CNY	Đồng Nhân dân tệ
DN	Doanh nghiệp
ĐTNN	Đầu tư nước ngoài
EA	Khu vực đồng tiền chung châu Âu
ECB	Ngân hàng Trung ương châu Âu
EIA	Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ
EU	Liên minh châu Âu
EUR	Đồng Euro
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FAO	Tổ chức Lương thực Thế giới
FED	Cục Dự trữ Liên bang Mỹ
FRED	Cơ sở dữ liệu Dự trữ Liên bang (Federal Reserve Economic Data)
GBP	Đồng Bảng Anh
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
IFS	Thống kê Tài chính Quốc tế (IMF)
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
JLL	Công ty TNHH Jones Lang LaSalle Việt Nam
JPY	Đồng Yên Nhật
mom	Thay đổi so với tháng trước
NBSC	Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NMI	Chỉ số phi sản xuất
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
USD	Đồng đô la Mỹ
VCB	Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam
VEPR	Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách
VEPI	Chỉ số hoạt động kinh tế Việt Nam
VND	Đồng Việt Nam
WB	Ngân hàng Thế giới
WTI	Dầu thô ngọt, nhẹ Texas
yoy	Thay đổi so với cùng kỳ năm trước
ytd	Cộng dồn

## 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: TS. Nguyễn Đức Thành và Nguyễn Thanh Tùng. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn những ý kiến đóng góp quý báu của Ông Trương Đình Tuyển và TS. Vũ Đình Ánh khi hoàn thiện Báo cáo này.

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 11 tháng 10 năm 2016. Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 05/10/2016, 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: [info@vepr.org.vn](mailto:info@vepr.org.vn)



## □ CÁC BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

VMM16Q2 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 2 – 2016, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM16Q1 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 1 – 2016, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM15Q4 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 4 – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM15Q3 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 3 – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

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

CS-11 Tác động của diễn biến giá dầu tới ngân sách, Phòng Nghiên cứu VEPR

CS-10 Những đặc điểm của nợ công ở Việt Nam, Phòng Nghiên cứu VEPR

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

---

## LIÊN HỆ

### Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách

Trường 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](mailto:info@vepr.org.vn)

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

Bản quyền © VEPR 2009 - 2016