

Vũ Thanh Tú

Giám đốc Phòng Nghiên cứu và Phân tích

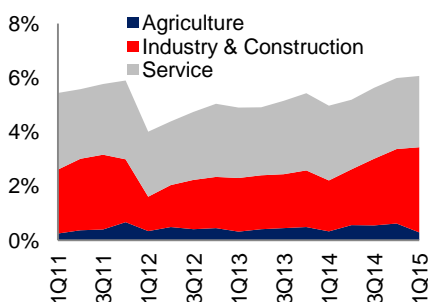
Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên

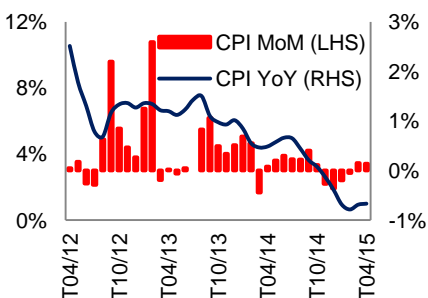
Số liệu trong tháng	T3	T4
CPI (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	0,93	0,99
Tổng mức bán lẻ (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	9,2	8,0
Chỉ số SXCN (% ΔYoY)	9,1	9,5
Giá trị xuất khẩu (tỷ USD)	13,3	13,8
Giá trị nhập khẩu (tỷ USD)	14,7	14,4
Giải ngân FDI (tỷ USD)	1,9	1,2

Dự báo cả năm	2014	2015
GDP danh nghĩa (tỷ USD)	185,7	200
GDP tính theo giá thực tế (% so với năm trước)	6,0	6,2
CPI (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	1,8	4,0
Giá trị xuất khẩu (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	13,6	12,0
Giá trị nhập khẩu (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	12,1	10,0
Cán cân thương mại/GDP (%)	1,1	0,3
Tổng tín dụng/GDP (%)	129,6	136,5
FDI thực hiện (tỷ USD)	98,3	102,6
GDP danh nghĩa (tỷ USD)	12,4	13,5

Cơ cấu GDP theo lĩnh vực



Lạm phát



Sản xuất và tiêu dùng trong nước vẫn tăng trưởng nhưng xuất khẩu đang gặp thách thức

- Sản xuất công nghiệp đã tiếp tục đà tăng trưởng, được hỗ trợ bởi chi phí đầu vào thấp và nhu cầu cao hơn của các khách hàng trong nước và quốc tế.
- Tăng trưởng thực của tổng mức bán lẻ giảm tháng thứ 4 liên tiếp nhưng vẫn đang ở mức cao nhất trong 4 năm.
- Lạm phát tăng tháng thứ 2 liên tiếp do giá xăng và điện cao hơn dù cho chỉ số giá tiêu dùng CPI so với cùng kỳ năm ngoái vẫn chỉ ở mức 0,99%.
- Xuất khẩu đang đối mặt với nhiều thách thức, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp xuất khẩu nội địa một phần do đồng USD tăng giá. Chúng tôi nêu ra những tác động của việc tiền Đồng tăng giá ở trang 9.
- Kỳ họp Quốc hội thứ 9 kéo dài một tháng sẽ diễn ra từ ngày 20/5. Chúng tôi cũng đã tóm tắt lại thông tin về dự án sân bay Quốc tế Long Thành, được dự báo sẽ là một trong những chủ đề nóng cho phiên họp này ở trang 7.

Sản xuất công nghiệp (IIP) vẫn duy trì mức tăng trưởng mạnh mẽ

- Tăng trưởng sản xuất vẫn tiếp tục tăng tốc: IIP tháng 4 đã tăng 9,5% so với tháng 4/2014, so với mức tăng 9,1% trong tháng 3/2015 so với 3/2014 và 6% trong tháng 4/2014 so với tháng 4/2013.
- Công nghiệp chế biến chế tạo vẫn tiếp tục là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng chính, đạt mức tăng 10,5% trong tháng 4/2015 so với tháng 4/2014, mức tăng nhanh nhất trong vòng 4 năm qua.

Tổng mức bán lẻ thực chứng lại những vẫn duy trì mức khả quan

- Tổng mức bán lẻ danh nghĩa trong giai đoạn tháng 1-4 năm 2015 (4 tháng đầu năm 2015) đã tăng 8,8% so với cùng kỳ năm 2014.
- Tăng trưởng thực của tổng mức bán lẻ tăng 8% từ mức 5,5% trong 4 tháng đầu năm 2014. Tăng trưởng chứng lại so với tốc độ 9,2% trong quý 1/2015.

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng tháng thứ 2 liên tiếp do giá năng lượng

- Lạm phát tháng 4 tăng 0,14% so với tháng 3, tăng 0,99% so với tháng 4/2015 và tăng 0,04% tính từ đầu năm đến nay.
- Giá xăng bán lẻ đã tăng 10% vào ngày 11/3, khiến cho rõ giao thông - vận tải tăng lần đầu tiên kể từ tháng 7 năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng mức giá tăng tương tự trong tháng 5 khi giá dầu thô, vốn đã tăng 16% kể từ đầu năm tiếp tục phục hồi.
- Giá điện tăng 7,5% trong tháng 3 cũng khiến rõ vật liệu xây dựng và nhà ở có mức tăng mạnh nhất kể từ tháng 7/2014.

Thâm hụt cán cân thương mại kể từ đầu năm ở mức 3 tỷ USD, xuất khẩu tăng 8,2% và nhập khẩu tăng 20% so với 4 tháng đầu năm 2014.

- Cán cân thương mại tháng 4 thâm hụt 600 triệu USD, với kim ngạch xuất khẩu ở mức 13,8 tỷ USD và kim ngạch nhập khẩu 14,4 tỷ USD.
- Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đóng góp gần 70% kim ngạch xuất khẩu trong khi xuất khẩu từ các doanh nghiệp trong nước đã giảm 1%, làm giảm tăng trưởng.
- Về nhập khẩu, máy móc và thiết bị (chiếm 18% kim ngạch nhập khẩu) tăng 44% so 4 tháng đầu năm 2014, đóng góp phần lớn vào tăng trưởng nhập khẩu. Vì vậy chúng tôi cho rằng rằng nhập khẩu tăng mạnh nhằm đáp ứng hoạt động sản xuất.

Lượng vốn FDI đăng ký giảm do thiếu vắng các dự án lớn nhưng giải ngân vốn FDI vẫn ổn định

- Lượng vốn đăng ký từ nước ngoài tính từ đầu năm chỉ bằng khoảng 77% con số của 4 tháng đầu năm 2014 do thiếu những dự án lớn. Tuy nhiên, vốn FDI giải ngân đã đạt 4,2 tỷ USD, phù hợp với dự báo của chúng tôi cho cả năm từ 12,5-13 tỷ USD.
- Những dự án lớn nhất tính từ đầu năm đều thuộc về lĩnh vực may mặc: dự án nhà máy gia công sợi 660 triệu USD của Hysoung (Hàn Quốc) và dự án thời trang cao cấp trị giá 300 triệu USD của Worldon (Trung Quốc).

Tình hình kinh tế vĩ mô

Chỉ số giá tiêu dùng

Lạm phát tháng 4 tăng như dự báo do điện và xăng tăng giá. CPI tháng 4 đã tăng nhẹ 0,14% so với tháng 3.

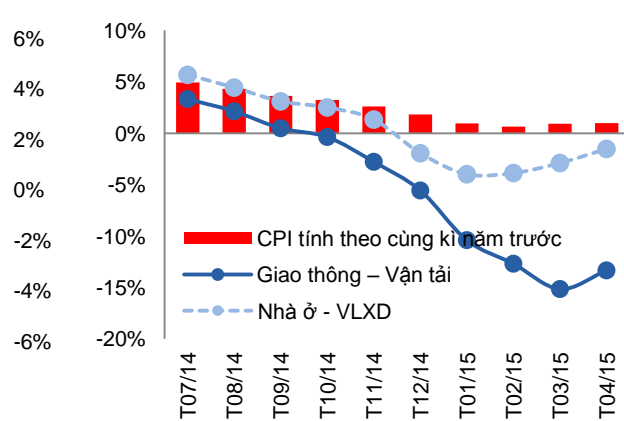
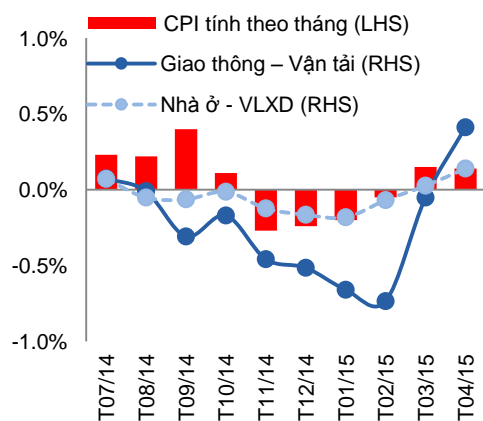
- Đây là tháng thứ 2 liên tiếp CPI tăng trong năm nay và **rổ giao thông vận tải là yếu tố thúc đẩy chính**. Rổ GT-VT đã tăng 2,47% so với tháng 3 - mức gia tăng so với tháng trước lần đầu tiên kể từ tháng 7 năm ngoái, sau khi giá xăng đã tăng 10% ngày 11/3.
- **Giá cả nhà ở và vật liệu xây dựng cũng tăng mạnh nhất kể từ tháng 7/2014** chủ yếu do giá điện tăng 7,5% kể từ giữa tháng 3. Ước tính của Tổng Cục Thống kê (GSO) khung giá điện mới khiến CPI tháng 4 tăng 0.07% so với tháng 3.
- Ở chiều ngược lại, **rổ lương thực, thực phẩm và dịch vụ ăn uống** giảm 0,42% lần đầu tiên trong năm do nhu cầu hạ nhiệt sau thời kỳ đỉnh điểm Tết Nguyên đán. Nhóm hàng đồ uống và thuốc lá cũng giảm giảm 0,01%.

Mặc dù lạm phát so với năm ngoái chỉ tăng 0,99% trong tháng 4, và lạm phát tính từ đầu năm đến nay chỉ tăng 0.04%, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo 4% cho năm nay:

- **Lần đầu tiên, Tổng Cục Thống kê đã công bố số liệu về lạm phát cơ bản (hay lạm phát dài hạn)**, vốn là CPI loại bỏ các yếu tố chịu sự biến động giá thường xuyên như thực phẩm và năng lượng cũng như các lĩnh vực chịu sự quản lý của nhà nước bao gồm dịch vụ sức khỏe và học phí.
- **Lạm phát cơ bản trong tháng 4 đã tăng 2,2% so với tháng 4/2014**, cho thấy tỷ lệ lạm phát thấp là do sự thay đổi giá cả mang tính nhất thời hay cụ thể, là do giá năng lượng rẻ hơn. Khi những yếu tố này phục hồi lạm phát sẽ tăng mạnh. Ví dụ lạm phát cơ bản trong tháng 4 chỉ tăng 0,07% so với tháng 3 nhưng lạm phát lại tăng 0,14%.
- Như đã đề cập trong các báo cáo trước, chúng tôi tin rằng giá xăng bán lẻ sẽ tăng trong những tháng sắp tới khi giá dầu thô phục hồi. Cùng với những bất lợi từ việc mất bằng giá nửa cuối năm 2014 ở mức thấp do giá dầu thô lao dốc, **chúng tôi ước tính lạm phát sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2015**. Ngoài ra, giá điện tăng trong tháng 3 cũng sẽ ảnh hưởng đến chi phí sản xuất trong năm nay.

Hình 1a: Lạm phát theo tháng tăng trở lại do giá xăng và giá điện tăng

Hình 1b: Lạm phát so với cùng kỳ năm trước tăng theo các mặt hàng năng lượng



Nguồn: Tổng Cục Thống kê

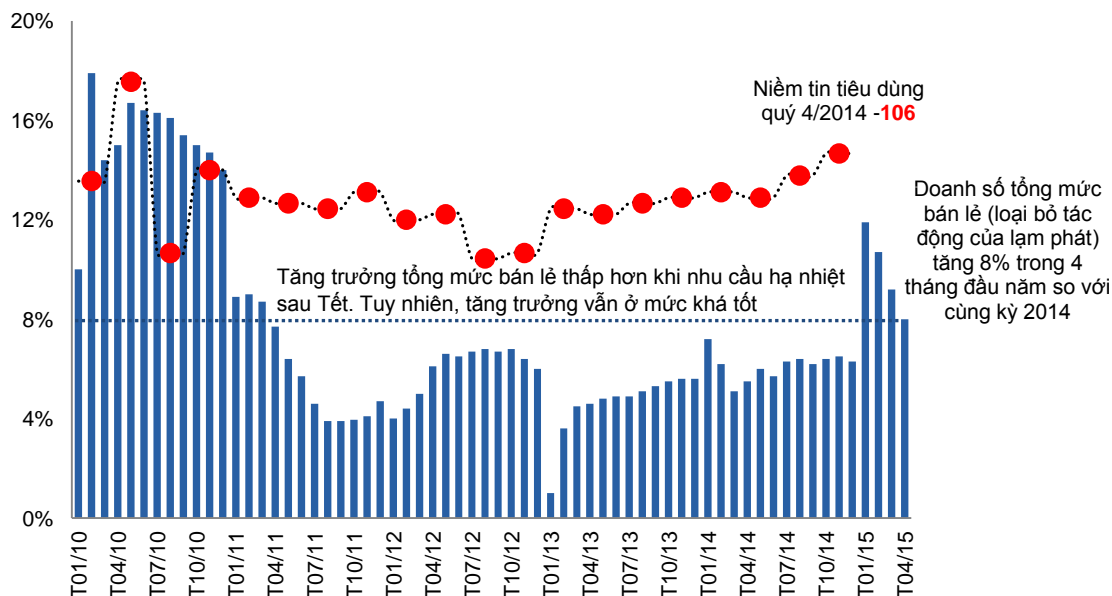
Lạm phát tháng 5 – Chúng tôi tin rằng xu hướng tăng sẽ tiếp tục và dự báo CPI tăng 0,43% trong tháng 5.

- Chúng tôi cho rằng kỳ nghỉ lễ dài sẽ làm tăng nhu cầu cho thực phẩm và đồ uống, dịch vụ du lịch và GT-VT.
- Ngoài ra, giá xăng có thể tăng 8% (1.400 đồng/lít) vào ngày 5/5 khi giá trung bình 15 ngày của xăng RON92 tại Singapore đã tăng 6,5% (giá định rằng không có sự thay đổi từ mức trích quỹ bình ổn xăng dầu).
- Đáng chú ý, kể từ ngày 1/5, giá xăng đã được áp mức thuế mới khi thuế bảo vệ môi trường đã được tăng 3 lần (từ 1.000 đồng/lít lên 3.000 đồng/lít) và thuế nhập khẩu xăng đã được giảm còn 20% từ 35%. Với giá dầu thô ở mức 70 USD/thùng, việc điều chỉnh thuế sẽ dẫn đến mức tăng khoảng 400 đồng lít đối với giá xăng bán lẻ.

Hoạt động nội địa

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ chứng lại nhưng tốc độ tăng trưởng vẫn ở mức khả quan

Hình 2: Tổng mức bán lẻ thực và niềm tin tiêu dùng

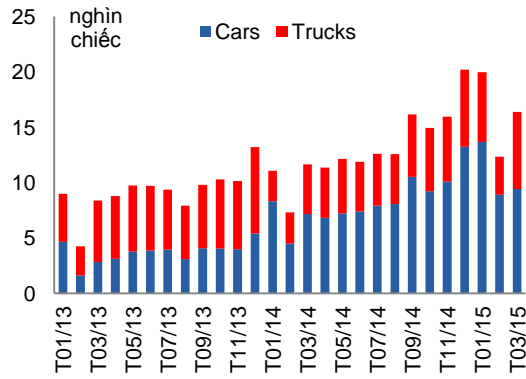


Nguồn: Tổng Cục Thống kê, AC Nielsen

Doanh số ô tô tiếp tục tăng mạnh

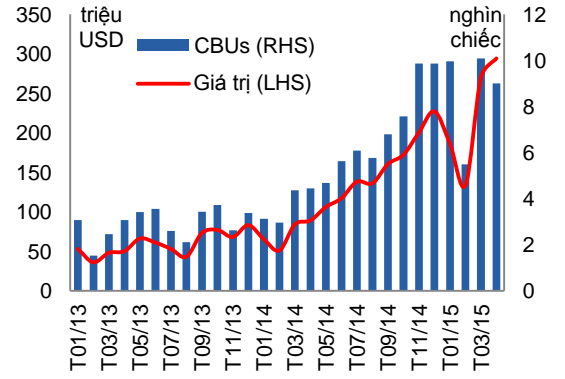
- **Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) đã công bố doanh số ô tô bán ra trong tháng 3/2015 đã tăng 41% so với tháng 3/2014.** Tổng số xe bán ra trong tháng 3 đã đạt 16.399 chiếc. Doanh số ô tô tính từ đầu năm đạt 48.707 chiếc, tăng 62% so với cùng kỳ năm ngoái, Dự báo 200.000 xe bán ra (tăng 27% so với năm 2014) mà Bộ Công thương đưa ra là hoàn toàn có thể đạt được.
- **Số xe nguyên chiếc (CBU) nhập khẩu:** Tổng số xe nguyên chiếc nhập khẩu trong 4 tháng đầu năm 2015 đã tăng gần gấp 3 lần so với cùng kỳ năm 2014 với tổng trị giá 883 triệu USD. Tính theo số lượng, số xe CBU nhập khẩu đã đạt 34.000 chiếc, tăng 125% so với cùng kỳ năm 2014.

Hình 3a: Doanh số bán ô tô của VAMA



Nguồn: VAMA

Hình 3b: Xe nguyên chiếc nhập khẩu (CBUs)



Nguồn: TCTK, Tổng Cục Hải quan

Sản xuất công nghiệp

Sản xuất công nghiệp vẫn giữ vững đà tăng trưởng bền vững trong tháng 4 với ngành công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục mở rộng

Bảng 4: IIP cho thấy tăng trưởng ổn định, nhờ vào công nghiệp chế biến chế tạo

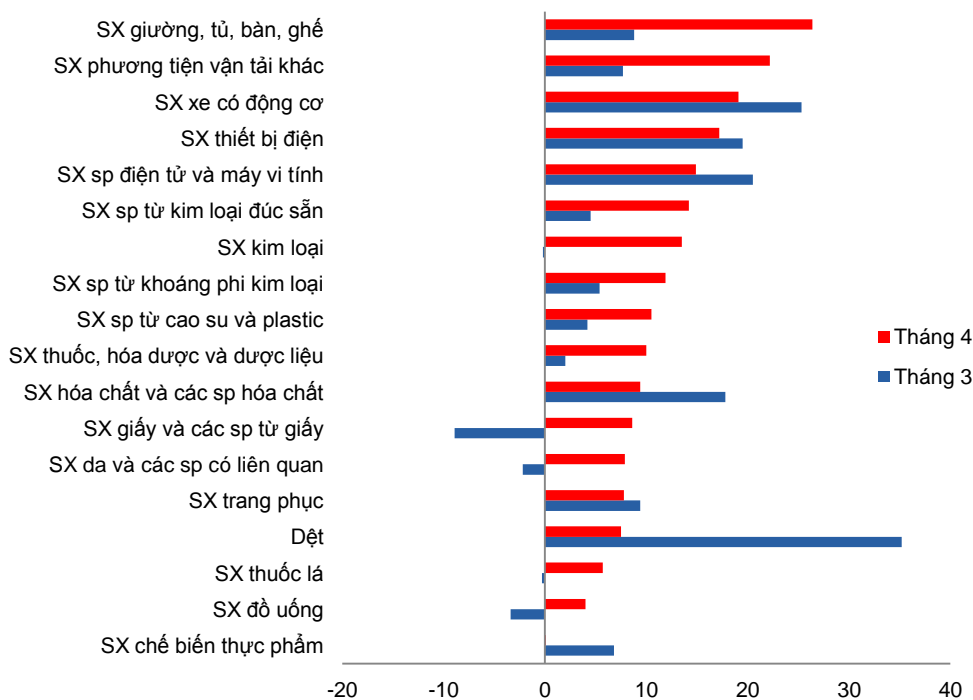
	4/2015 so với 4/2014	4 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ 2014	3/2015 so với 3/2014	04/2014 so với 04/2013
IIP toàn ngành	9,5%	9,4%	9,1%	6,0%
Khai khoáng	5,8%	6,7%	7,5%	0,4%
Chế biến - chế tạo	10,9%	10,1%	9,5%	7,5%

Nguồn: Tổng Cục Thống kê

Đáng chú ý, số liệu PMI tháng 4 vừa được HSBC công bố cũng cho thấy tăng trưởng vững chắc của ngành công nghiệp chế biến chế tạo tại Việt Nam. PMI tháng 4 đã tăng đạt 53,5 điểm từ mức 50,7 trong tháng trước, được dẫn dắt bởi lượng đơn hàng mới (khi các doanh nghiệp thu hút thêm nhiều khách hàng mới) và áp lực giá cả không cao. Con số này được cho là “mức tăng ấn tượng nhất trong lịch sử 4 năm khảo sát”.

Chúng tôi tin rằng IIP sẽ vẫn duy trì khả quan trong tháng 5 và ngành sản xuất sẽ tiếp tục củng cố vị thế dẫn đầu - tiêu dùng nội địa tiếp tục đà tăng và tăng trưởng xuất khẩu hai chữ số từ các DN nước ngoài (đặc biệt là xuất khẩu các thiết bị điện tử) vẫn đang ổn định.

Hình 5: IIP của các ngành công nghiệp chế biến chế tạo



Nguồn: Tổng Cục Thống kê

Hoạt động thương mại

Thâm hụt cán cân tính từ đầu năm đã tăng lên 3 tỷ USD.

Kim ngạch xuất khẩu đã đạt 50 tỷ USD trong 4 tháng đầu năm 2015, tăng 8,2% so với cùng kỳ năm 2014 - thấp hơn nhiều so với tốc độ 19% đạt được trong 4 tháng đầu năm 2014 với 4 tháng đầu năm 2013. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm chủ yếu đến từ các doanh nghiệp xuất khẩu trong nước.

- Kim ngạch xuất khẩu từ các doanh nghiệp nội địa trong 4 tháng đầu năm 2015 giảm 1% so với cùng kỳ năm trước, tiếp tục ảnh hưởng đến đà tăng trưởng xuất khẩu. Như đã đề cập trong các báo cáo trước, các doanh nghiệp nội địa xuất khẩu chủ yếu các sản phẩm nông nghiệp và hàng hóa cơ bản, vốn đang chịu tác động kép từ việc đồng USD tăng giá và xu hướng giảm của giá cả hàng hóa toàn cầu.
- Do đó, tăng trưởng xuất khẩu hoàn toàn đến từ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FIEs). Xuất khẩu không tính dầu thô của FIEs đã tăng 17% trong 4 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi kim ngạch xuất khẩu tính cả dầu thô tăng 13%. Những lĩnh vực mà FIEs thống trị với tăng trưởng đáng kể là điện thoại thông minh và phụ kiện (tăng 14% trong 4 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ năm trước), Máy tính và điện tử (tăng 63%), dệt may và may mặc (tăng 10%).
- Hoa Kỳ vẫn là khách hàng lớn nhất của Việt Nam, đóng góp 9,9 tỷ USD giá trị xuất khẩu, tăng 15,5% so trong 4 tháng đầu năm nay so với cùng kỳ 2014. EU xếp ngay sau với giá trị xuất khẩu tính từ đầu năm đạt 9,4 tỷ USD, tăng 10,6% so với 4 tháng đầu năm 2014.

Kim ngạch nhập khẩu trong 4 tháng đầu năm đã tăng vọt 20% so với cùng kỳ năm 2014 đạt 53 tỷ USD, chủ yếu do sự gia tăng đáng kể của nhập khẩu máy móc và thiết bị.

- Nhập khẩu máy móc (chiếm 18% tổng kim ngạch xuất khẩu) đã đạt 9.5 tỷ USD, tăng 44% so với 4 tháng đầu năm 2014, tương ứng với mức tăng trưởng ổn định của ngành sản xuất. Các mặt hàng khác có mức tăng trưởng đáng kể bao gồm điện thoại thông minh và phụ kiện (tăng 25%) , đồ điện tử và phụ kiện (tăng 31%).

Sự kiện trong tháng 5 - Kỳ họp thứ 9 của Quốc Hội

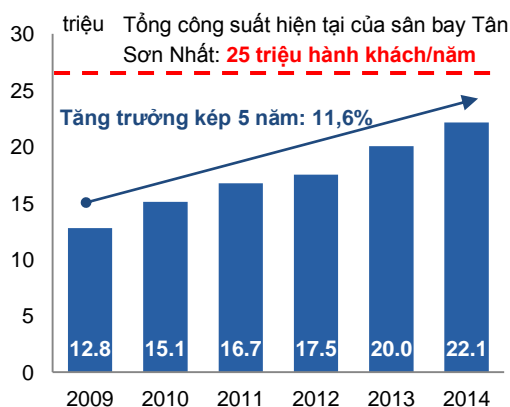
Kỳ họp thứ 9 của Quốc hội được dự kiến sẽ diễn ra từ ngày 20/5 đến ngày 25/6. Do hầu hết các dự luật sửa đổi liên quan đến kinh doanh đã được thông qua trong phiên họp hồi tháng 10/2015, **chúng tôi tin rằng việc phê duyệt dự án sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA) sẽ thu hút nhiều sự chú ý trong phiên họp này.**

Sân bay Quốc tế Long Thành là một trong những dự án đáng chú ý nhất theo Quyết định 163 (danh sách những dự án kêu gọi đầu tư nước ngoài trong giai đoạn 2015-2020), với tổng vốn đầu tư xấp xỉ 18 tỷ USD. Các ý kiến ủng hộ cho rằng một sân bay mới là cấp thiết nhằm giảm tình trạng ùn ứ tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Các ý kiến phản đối cho rằng sân bay mới có chi phí cao và có thể sẽ là gánh nặng cho ngân sách nhà nước.

Quốc hội đã từng trì hoãn việc bỏ phiếu cho sân bay Long Thành ở kỳ họp tháng 10 vừa qua do lo ngại về ngân sách nhà nước và nợ công. Nợ công ở Việt Nam đang ở mức 60,3% GDP trong năm 2014 sẽ dự kiến sẽ đạt 64,9% trong năm 2015; trong khi trần nợ công là 65%. Trong khi đó, thâm hụt ngân sách ước tính ở mức 5,3% GDP và giá dầu thô sụt giảm là những thách thức cho ngân sách năm nay.

Tuy nhiên, Chính phủ cũng cho thấy quyết tâm trong việc triển khai dự án sân bay Long Thành, cho rằng điều này là cần thiết và cấp bách để nâng cấp hạ tầng giao thông – vận tải nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế khi sân bay Tân Sơn Nhất sắp đạt mức công suất tối đa (sân bay Tân Sơn Nhất đã phục vụ hơn 22 triệu lượt hành khách trong năm 2014 so với công suất 25 triệu).

Hình 6a: Lượng hành khách thông qua tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất



Hình 6b: Lượng hàng hóa thông qua tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất



Nguồn: Cục Hàng Không Việt Nam

Do đó, Chính phủ đang tìm cách cân bằng giữa việc thu hút vốn cho dự án và giữ cho nợ công trong tầm kiểm soát.

- **Siết chặt chi phí dự án** - Trong đề xuất mới nhất của Bộ Giao thông - Vận tải đệ trình Ủy ban Thường vụ Quốc hội hồi tháng 2/2015, vốn đầu tư trong giai đoạn 1 cắt giảm còn 5,2 tỷ USD từ mức 7,8 tỷ USD trước đây.
- **Vốn đầu tư từ khu vực tư nhân là một giải pháp để làm giảm bớt tác động đến ngân sách và nợ công** - Khoảng 3,3 tỷ USD vốn đầu tư cho dự án Sân bay Long Thành được đề xuất theo hình thức Hợp tác Công - Tư (PPP), chiếm gần 62% kế hoạch đầu tư mới điều chỉnh. Ngoài ra vào ngày 10/4, chính phủ cũng ban hành Nghị định 15 về PPP với những điều chỉnh nhằm tăng tính minh bạch và nhất quán trong hệ thống luật pháp cho hình thức đầu tư PPP, mở đường để thu hút các nguồn vốn tư nhân trong nước và quốc tế cho dự án lớn này.

- Ngoài ra, phương án tư nhân hóa sân bay Phú Quốc và sân bay quốc tế Nội Bài cũng nhằm để có thêm vốn tài trợ cho dự án.

Hình 7: Tóm tắt dự án sân bay quốc tế Long Thành

	Sân bay quốc tế Long Thành	Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất
Địa điểm	Cách TP HCM 40km về phía Đông	Quận Tân Bình, Tp HCM
Công suất	<p>Giai đoạn 1</p> <p>Lượng hành khách thông qua mỗi năm 25,000,000 hành khách</p> <p>Lượng hàng hóa thông qua mỗi năm: 1,200,000 tấn</p> <p>Giai đoạn 2</p> <p>Lượng hành khách thông qua mỗi năm: 50,000,000 hành khách</p> <p>Lượng hàng hóa thông qua mỗi năm: 1,500,000 tấn</p> <p>Giai đoạn 3</p> <p>Lượng hành khách thông qua mỗi năm: 100,000,000 hành khách</p> <p>Lượng hàng hóa thông qua mỗi năm: 5,000,000 tấn</p>	<p>Lượng hành khách thông qua mỗi năm: 25.000.000 hành khách</p> <p>(không có thông tin về công suất hàng hóa thông qua)</p>
Chi phí ngân sách	<p>Giai đoạn 1:</p> <p>Kế hoạch ban đầu: 7,8 tỷ USD</p> <p>Kế hoạch sửa đổi: 5,2 tỷ USD (ODA: 1,4 tỷ USD, Ngân sách: 0,6tỷ USD, PPP: 3,3 tỷ USD)</p> <p>Giai đoạn 2:</p> <p>Kế hoạch ban đầu: 3,8 tỷ USD</p> <p>Kế hoạch sửa đổi: N/A</p> <p>Giai đoạn 3:</p> <p>Kế hoạch ban đầu: 7 tỷ USD</p> <p>Kế hoạch sửa đổi: N/A</p> <p>Tổng cộng</p> <p>Kế hoạch ban đầu: 18,7 tỷ USD</p> <p>Kế hoạch sửa đổi: 15,8 tỷ USD</p>	
Đường dẫn đến sân bay	<p>Đường cao tốc Hồ Chí Minh - Long Thành - Dầu Giây (đã hoàn thành, đưa vào hoạt động từ tháng 2/2015)</p> <p>Đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu (đã được phê duyệt, đang thu hút vốn)</p> <p>Đường vành đai số 4 (đã đề xuất)</p>	

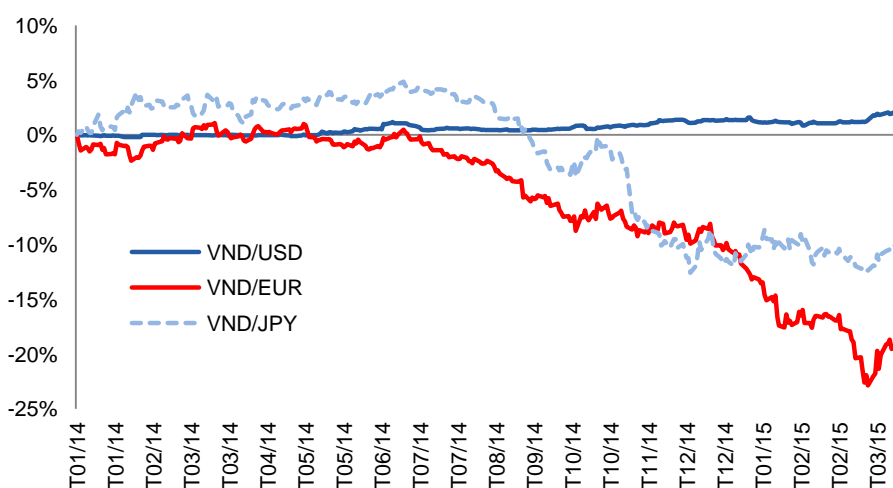
Nguồn: Quyết định 909/QĐ-TTG 2011, các phương tiện truyền thông

Tiêu điểm của tháng: Sự “mạnh lên” của tiền Đồng

Khả năng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) sẽ nâng lãi suất đã khiến đồng USD tăng giá so với phần lớn các đồng tiền khác. Do tiền đồng Việt Nam được neo theo đồng USD, VND cũng tăng giá mạnh so với các đồng tiền khác, đặc biệt là so với EUR và JYP. Vì hai thị trường này chiếm khoảng 30% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, tiền đồng Việt Nam tăng giá gây bất lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu.

Vi vậy, có ý kiến cho rằng NHNN cần điều chỉnh tỷ giá VND/USD để hỗ trợ xuất khẩu. Tính từ đầu năm đến nay, NHNN đã điều chỉnh tỷ giá 1% cũng vì mục đích này và đã cam kết sẽ không điều chỉnh tỷ giá quá 2% trong năm nay. Chúng tôi cho rằng việc đồng nội tệ tăng giá chỉ là một trong số các yếu tố làm giảm sức cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước. Thực tế, điều chỉnh tỷ giá mạnh có thể gây hại nhiều hơn có lợi vì Việt Nam phụ thuộc mạnh vào nguyên liệu nhập khẩu phục vụ sản xuất công nghiệp, dẫn đến nguy cơ “nhập khẩu lạm phát” nếu đồng nội tệ trượt giá, ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của Việt Nam.

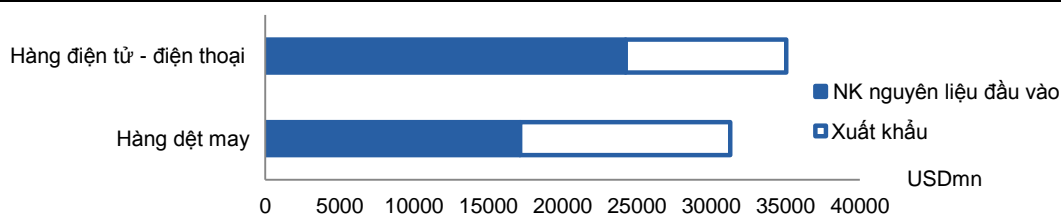
Hình 8: Tiền đồng Việt Nam đã tăng giá mạnh so với đồng Euro và yen Nhật do chính sách cố định tỷ giá với đồng USD



Nguồn: Bloomberg

Theo số liệu mới nhất của Tổng cục Thống kê, **90% hàng nhập khẩu của Việt Nam trong Quý 1/2015 là nguyên liệu phục vụ sản xuất công nghiệp.** Vì vậy, việc điều chỉnh tỷ giá sẽ khiến giá nguyên liệu nhập khẩu và chi phí sản xuất tăng, làm giảm khả năng cạnh tranh của nền kinh tế. Đáng chú ý, việc phụ thuộc mạnh vào công nghiệp sản xuất cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam vẫn chưa tạo ra được lợi thế cạnh tranh, cụ thể là chưa tham gia được vào chuỗi cung cấp, do đó chịu nhiều rủi ro liên quan đến tỷ giá ngoại hối.

Hình 9: Nguyên liệu nhập khẩu vẫn đóng vai trò trụ cột trong sản xuất

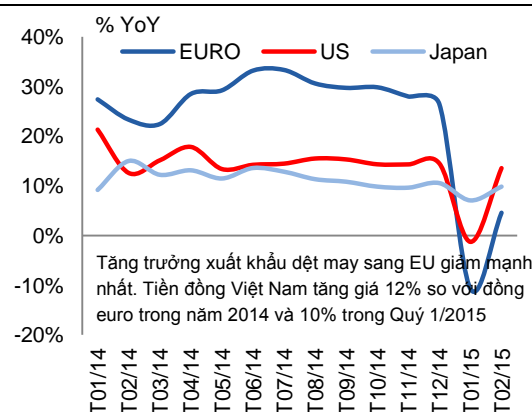


Nguồn: Tổng cục Hải quan

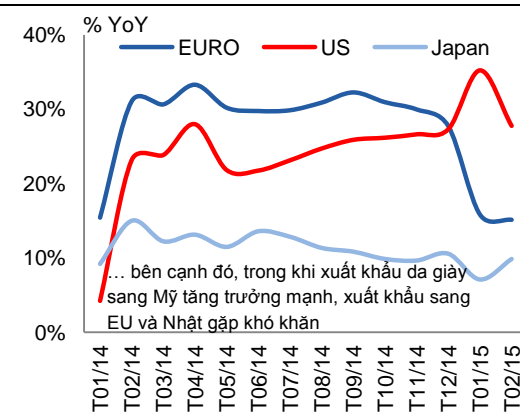
Kim ngạch xuất khẩu của Việt nam trong Quý 1/2015 chỉ tăng 8%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 14% hồi Quý 1/2014

- Tỷ lệ tăng trưởng giảm phần lớn do xuất khẩu thủy sản và nông nghiệp giảm mạnh.
- Trong khi đó, xuất khẩu dệt may không giữ được mức tăng trưởng hồi Quý 1/2014 là 20%.
- Vì EU và Nhật Bản là hai trong số các khách hàng lớn nhất nhập khẩu các sản phẩm này, việc tiền đồng tăng giá được cho là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng giảm.
- Việc xuất khẩu dệt may sang EU và Nhật tăng trưởng chững lại dường như khẳng định ý kiến trên. Ngoài ra, trong khi tăng trưởng xuất khẩu da giày sang Mỹ tăng thì sang EU và Nhật lại giảm.

Hình 10a: Tăng trưởng xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang EU, Mỹ và Nhật



Hình 10b: Tăng trưởng xuất khẩu da giày sang EU, Mỹ và Nhật



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Nguồn: Tổng cục Hải quan

Hơn nữa, tỷ giá thực hiệu quả thực (Real Effective Exchange Rate - REER) cho thấy hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam đang mất dần sức cạnh tranh. Tính từ đầu năm đến nay, tiền đồng Việt Nam đã tăng giá 8% về REER, cao hơn nhiều so với đơn vị tiền tệ của các nước Châu Á khác.

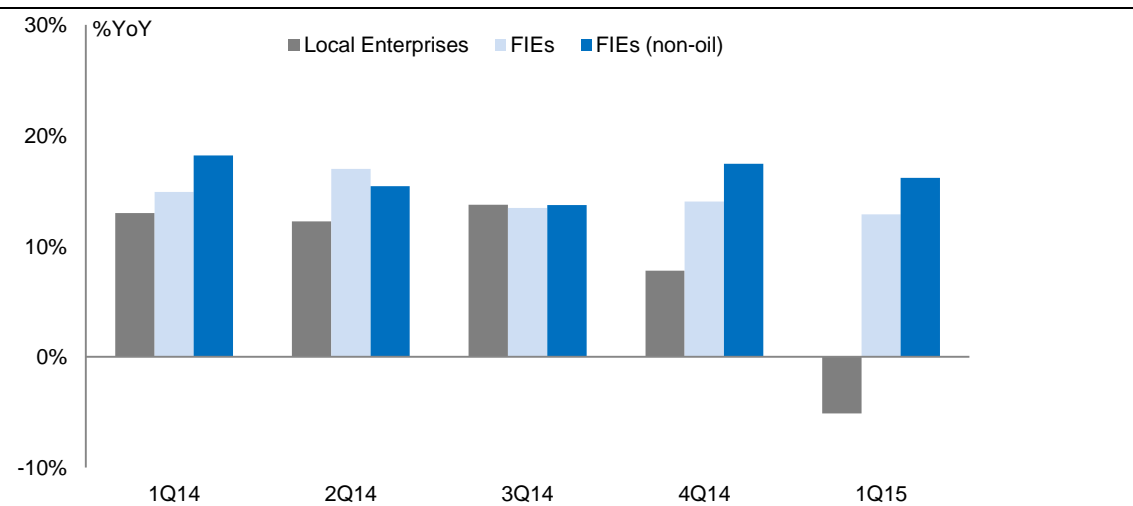
Hình 11: REER tăng/giảm (dương: tăng, âm: giảm)

	Trung Quốc	Thái Lan	Indonesia	Ấn Độ
2014	6,4%	4,4%	10,9%	4,3%
2 tháng đầu 2015	3,2%	2,5%	0,0%	1,3%

Nguồn: BIS

Tăng trưởng xuất khẩu giảm chủ yếu do các doanh nghiệp trong nước. Trong khi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài vẫn duy trì được tăng trưởng khả quan, các doanh nghiệp trong nước chủ yếu xuất khẩu hàng thiết yếu và hàng hóa cơ bản lại có sự sụt giảm. Tuy nhiên, ngoài việc tiền đồng tăng giá còn có một số yếu tố khác gây ra tình trạng này.

Hình 12: Tăng trưởng xuất khẩu của các doanh nghiệp trong nước và các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Tổng cục Thống kê

Thứ nhất, chúng tôi lưu ý rằng đồng tiền của các nước Châu Á khác cũng tăng giá so với đồng euro và yen Nhật. Tuy nhiên, không phải quốc gia nào cũng gặp phải tình trạng tăng trưởng xuất khẩu chững lại, cho thấy tỷ giá ngoại hối không phải là nguyên nhân duy nhất. Bangladesh, nước xuất khẩu dệt may lớn thứ ba sau Trung Quốc và Việt Nam, có kim ngạch xuất khẩu tăng trong khi kim ngạch xuất khẩu hai nước còn lại giảm. Đơn vị tiền tệ của cả ba nước đều tăng tương đương nhau.

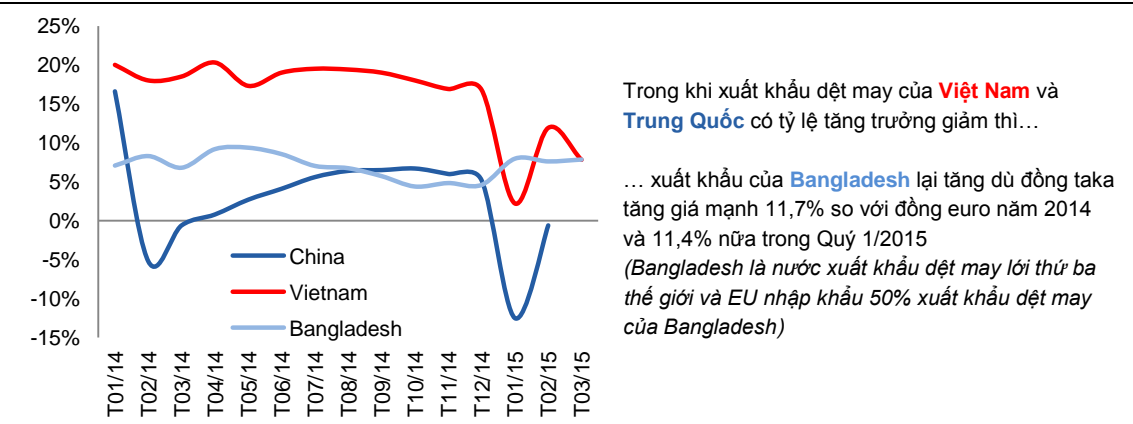
Hình 13: Các nước Châu Á có đồng nội tệ tăng mạnh từ năm 2014

2014	VND	CNY	BDT	THB	IDR	INR
EUR	-10,79%	-9,55%	-11,68%	-11,47%	-10,11%	-9,92%
JPY	-11,01%	-9,82%	-11,92%	-11,46%	-10,49%	-10,03%

Q1/2015	VND	CNY	BDT	THB	IDR	INR
EUR	-10,4%	-11,7%	-11,4%	-12,2%	-6,9%	-12,3%
JPY	0,70%	-0,49%	-1,31%	-1,61%	3,69%	-2,05%

Nguồn: Bloomberg

Hình 14: Tăng trưởng xuất khẩu dệt may của Trung Quốc, Việt Nam và Bangladesh



Nguồn: Tổng cục Hải Quan Việt Nam, China Customs General Administration, Export Promotion Bureau of Bangladesh

Hiện cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam vẫn có nhiều đóng góp từ dầu và hàng hóa. Hàng hóa (không tính dầu thô) đóng góp 15% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam năm 2014 trong khi dầu thô đóng góp 5%. Giá dầu giảm và giá hàng hóa giảm cũng ảnh hưởng bất lợi đối với xuất khẩu của Việt Nam. Một số hàng hóa xuất khẩu chính của Việt Nam đã giảm về giá trị mạnh hơn về sản lượng trong Quý 1/2015.

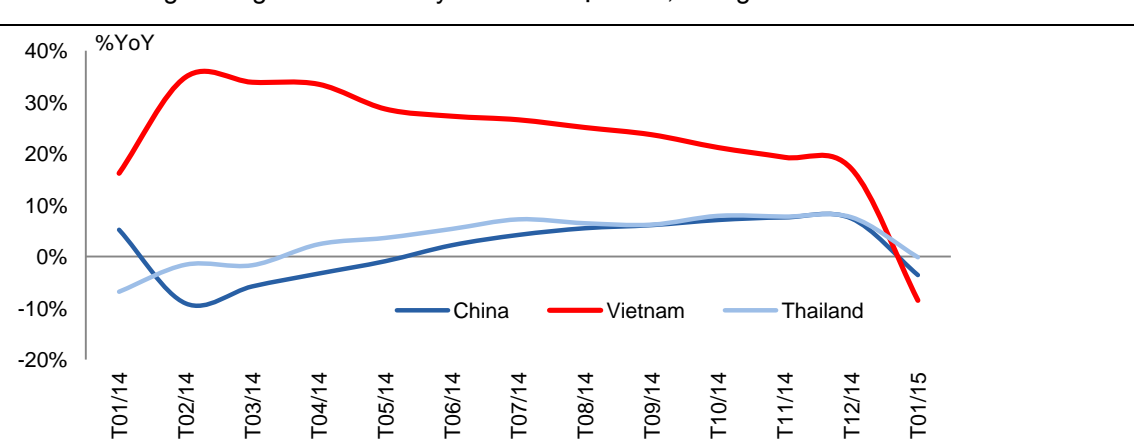
Hình 15: Xuất khẩu gạo và dầu thô

	Tăng trưởng sản lượng – Q1/2015	Tăng trưởng giá trị –Q1/2015	Tăng trưởng sản lượng – Q1/2014	Tăng trưởng giá trị – Q1/2014
Gạo	-25,2%	-29,9%	-8,7%	-5,2%
Dầu thô	+34,8%	-31,2%	-13,3%	-16,3%

Nguồn: Tổng cục Hải quan, Tổng cục Thống kê

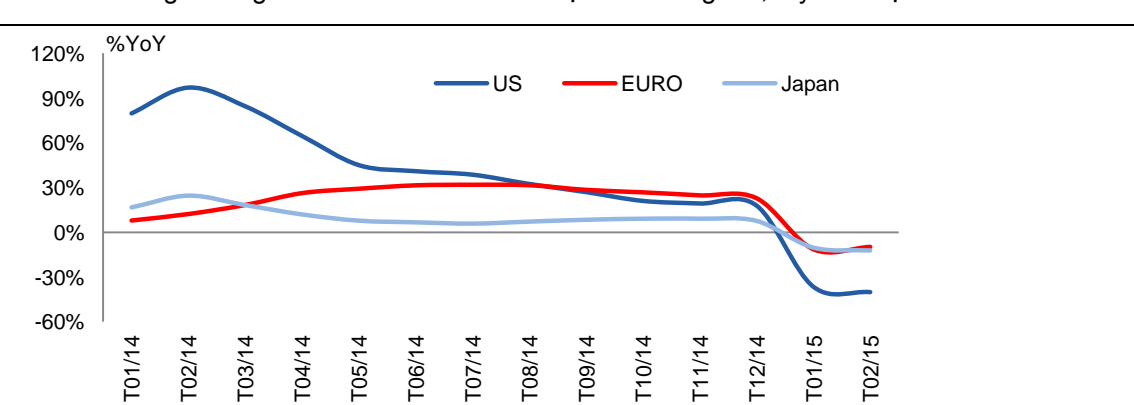
Xuất khẩu thủy sản (đóng góp 4% tổng kim ngạch xuất khẩu Quý 1/2015) giảm là một ví dụ khác cho thấy ngoài tỷ giá ngoại hối còn có các yếu tố khác khiến xuất khẩu sụt giảm. Tốc độ tăng trưởng của xuất khẩu thủy sản trong Quý 1/2015 giảm 20% so với Quý 1/2014. Trong đó, tăng trưởng sụt giảm mạnh nhất tại thị trường Mỹ (nước nhập khẩu nhiều hải sản Việt Nam nhất với 22% kim ngạch xuất khẩu thủy sản) do dư âm từ thuế chống bán phá giá dành cho các sản phẩm hải sản Việt Nam tăng theo Đợt rà soát thuế chống bán phá giá lần thứ 8 (POR8) đối với tôm và Đợt rà soát thuế chống bán phá giá lần thứ 10 (POR10) đối với cá tra/basa. Nguồn cung từ Ấn Độ, một trong những nước xuất khẩu tôm lớn nhất sang Mỹ, tăng cũng là một yếu tố bất lợi.

Hình 16: Tăng trưởng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam, Trung Quốc và Thái Lan



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, China Customs General Administration, The Customs Dept. of Thailand

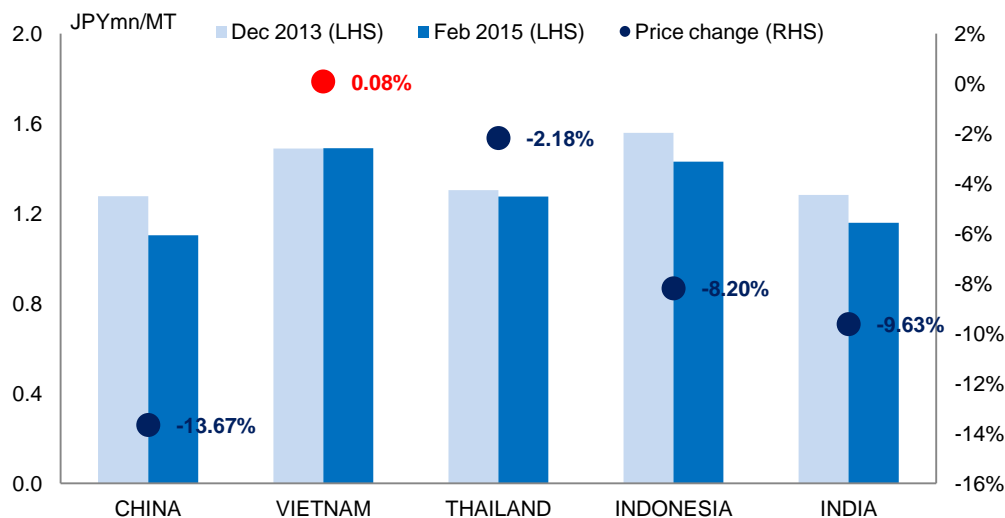
Hình 17: Tăng trưởng xuất khẩu hải sản của Việt Nam sang EU, Mỹ và Nhật



Nguồn: Tổng cục Hải quan

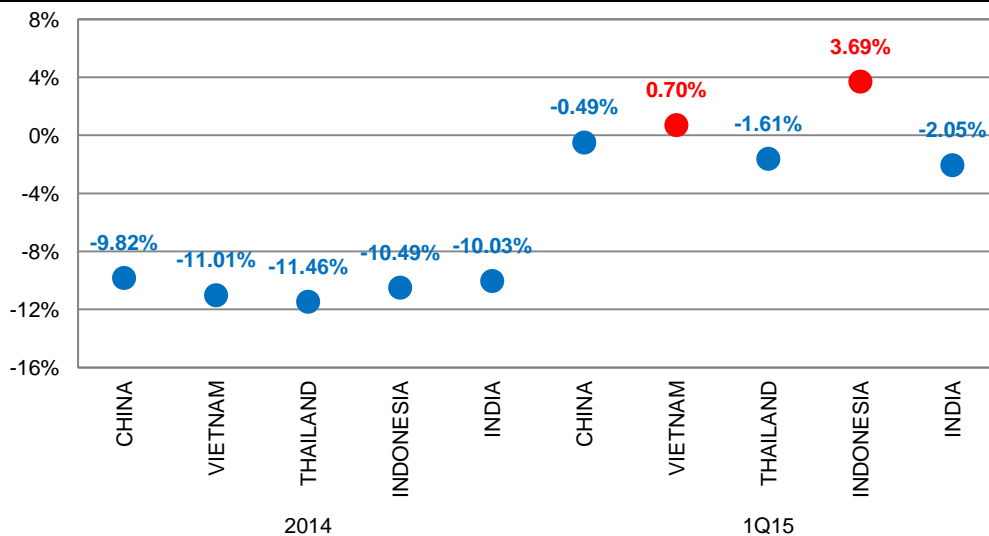
Một điều đáng lo ngại là các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam có vẻ kém cạnh tranh về năng lực sản xuất và hoạt động. Một minh họa đơn giản là thay đổi về giá tôm đông lạnh xuất khẩu sang Nhật Bản. Trong khi giá tôm Việt Nam xuất khẩu sang Nhật tăng nhẹ, các nước châu Á khác đều giảm giá, trong đó Trung Quốc và Ấn Độ giảm mạnh nhất. Cũng như Việt Nam, đồng tiền của các nước này tăng giá 10% so với đồng yen Nhật.

Hình 18: Giá tôm đông lạnh trung bình nhập khẩu vào Nhật cuối năm 2013 và đầu năm 2015



Nguồn: US National Marine Fishery Service

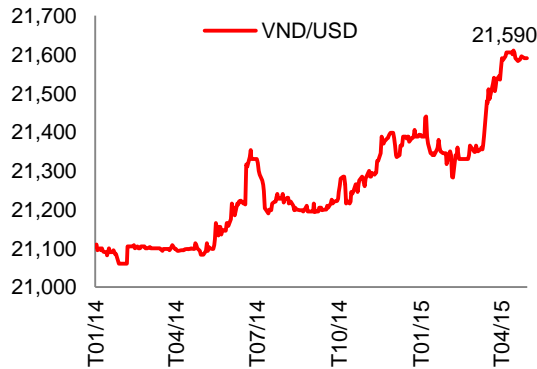
Hình 19: So sánh đồng yen và đơn vị tiền tệ một số nước khác (Xanh – đơn vị tiền tệ tăng giá, Đỏ - đơn vị tiền tệ giảm giá)



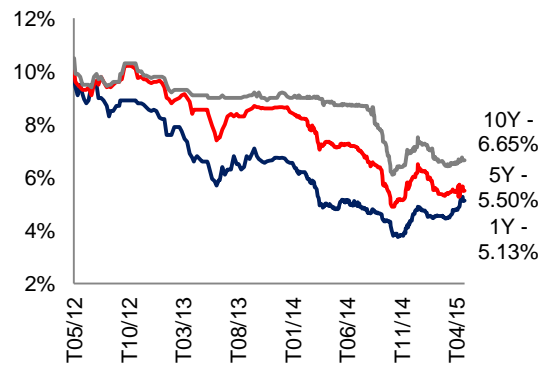
Nguồn: Bloomberg

Các chỉ báo chính

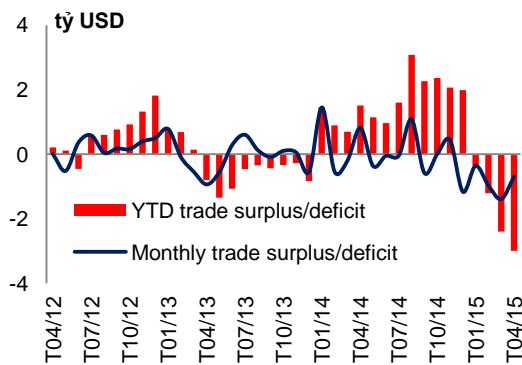
Hình 1: Tỷ giá USD/VND



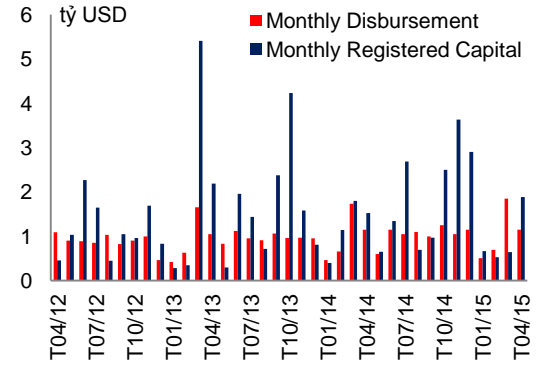
Hình 2: Lợi suất trái phiếu chính phủ



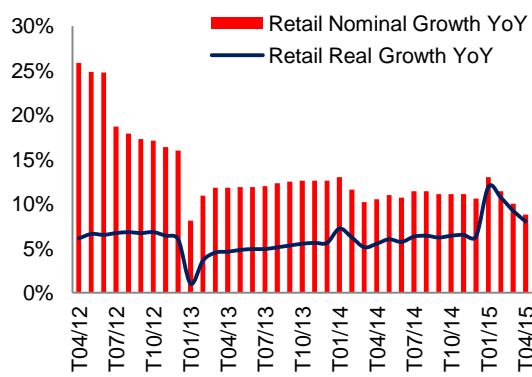
Hình 3: Cán cân thương mại



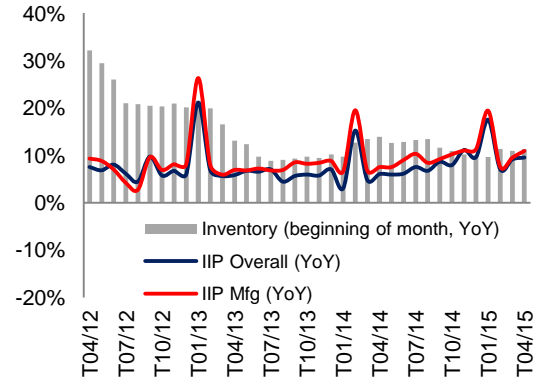
Hình 4: FDI



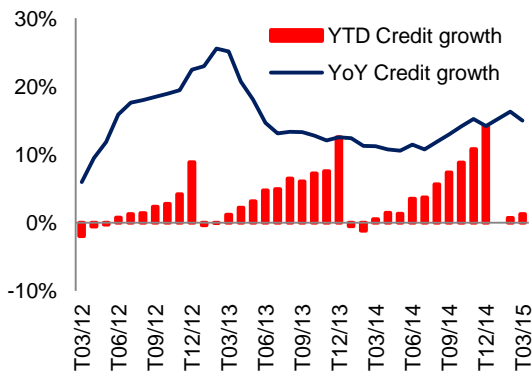
Hình 5: Tăng trưởng thực của tổng mức bán lẻ



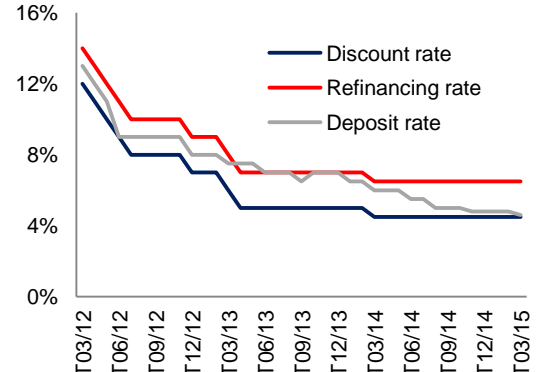
Hình 6: Chỉ số sản xuất công nghiệp



Hình 7: Tăng trưởng tín dụng



Hình 8: Lãi suất điều hành



Nguồn: Tổng cục Thống kê, NHNN

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thanh Tú và Dương Mỹ Thanh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.