

Cập nhật: 10.04.2008

### Tóm tắt nhận định

- Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục xu hướng tăng trưởng, mặc dù phải đối mặt với những khó khăn về tình hình lạm phát. Tuy nhiên, tăng trưởng của các khu vực là không đồng đều, với công nghiệp và xây dựng gặp nhiều khó khăn và khu vực dịch vụ chỉ tăng trưởng tương đối. Trong thời gian tới tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại khi chính sách thắt chặt tiền tệ bước đầu có ảnh hưởng.
- Q1/2008 cũng chứng kiến mức đầu tư toàn xã hội tiếp tục được duy trì ở mức cao, với vai trò gia tăng của khu vực đầu tư trực tiếp nước ngoài.
- Lạm phát có dấu hiệu ổn định trong tháng 3, nhưng tính chung trong Q1/2008 lên đến 9.2%. Chúng tôi cho rằng lạm phát trong quý tới sẽ tăng chậm lại, mặc dù vẫn đứng ở mức cao đáng lưu ý.
- Vấn đề thâm hụt thương mại đang là một chủ đề được quan tâm. Thâm hụt thương mại đặt áp lực ngày càng lớn đến cán cân thanh toán. Dường như chính phủ đã sẵn sàng cho một chính sách tỷ giá linh hoạt hơn, với biên độ giao động tỷ giá của VNĐ được phép nói rộng hơn; đồng thời áp dụng một số biện pháp kiểm soát trực tiếp lên nhập khẩu.
- Chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt sẽ tiếp tục được duy trì trong năm nay. Lãi suất trong thời gian sắp tới, mặc dù có thể giảm nhẹ, vẫn sẽ đứng ở mức cao so với trước đây.

### Tổng quan

**Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục xu hướng tăng trưởng**, mặc dù phải đối mặt với những khó khăn về tình hình lạm phát. Tăng trưởng GDP Q1/2008 so với cùng kỳ năm trước đạt 7.4%. Tuy nhiên, phân tích cơ cấu GDP cho thấy tăng trưởng của các khu vực của nền kinh tế trong Q1/2008 là không đồng đều.

**Khu vực công nghiệp và xây dựng gặp nhiều khó khăn**, đặc biệt là ngành xây dựng khi tăng trưởng giảm xuống còn 3.3%, giảm khá mạnh so với tốc độ tăng trưởng 8% của Q1/2007. Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao và tình trạng đóng băng của thị trường bất động sản có thể xem là những nguyên nhân chính kiềm hãm tốc độ tăng trưởng của lĩnh vực xây dựng trong Q1/2008. Khu vực công nghiệp cũng bị ảnh hưởng khi chỉ đạt mức tăng trưởng 9%, giảm 0.6 điểm phần trăm so với mức tăng trưởng 9.6% của Q1/2007.

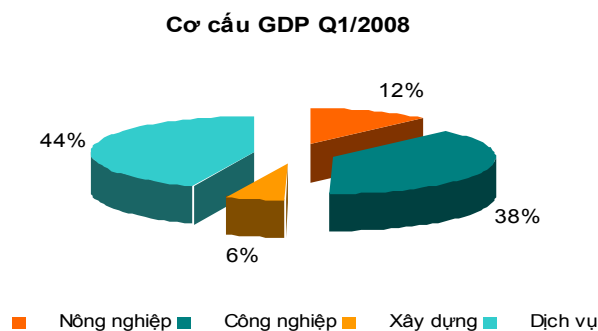
**Khu vực dịch vụ tăng trưởng tương đối**, trong đó ngành tài chính và ngân hàng có sự sụt giảm nhẹ. Chính sách thắt chặt tiền tệ của chính phủ, tình

Thực hiện

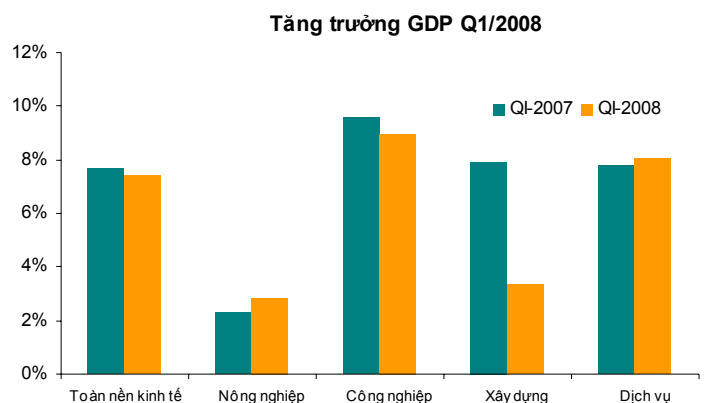
Lê Thái Thường Quân  
Email: quan.lt@eps.com.vn

trạng giảm tốc của nền kinh tế và thị trường chứng khoán đã ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của ngành tài chính và ngân hàng. Tăng trưởng của khu vực này chỉ đạt 8% trong Q1/2008, giảm 2 điểm phần trăm so với mức tăng trưởng cùng kỳ năm trước.

Mặc dù nền kinh tế vẫn tiếp tục xu hướng tăng trưởng trong Q1 vừa qua, chúng tôi cho rằng trong thời gian tới tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại khi chính sách thắt chặt tiền tệ bước đầu có ảnh hưởng. Nhận định này dường như càng được củng cố khi mà gần đây chính phủ đã có những thông báo dự kiến sẽ thu hẹp chính sách tài khóa trong thời gian sắp tới.



Nguồn: Tổng cục Thống kê



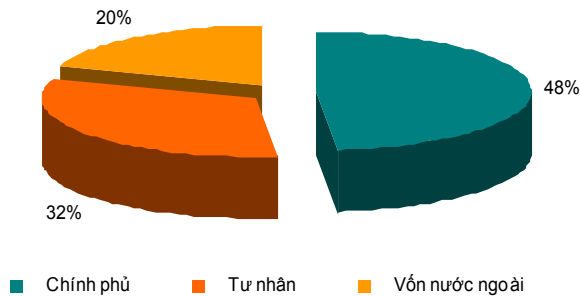
Nguồn: Tổng cục Thống kê

### Đầu tư

**Mức đầu tư toàn xã hội tiếp tục duy trì ở mức cao**, với tổng đầu tư đạt 41% so với GDP, tăng nhẹ so với mức đầu tư 40% GDP của cùng kỳ năm trước. Q1/2008 tiếp tục chứng kiến vai trò gia tăng của khu vực đầu tư trực tiếp nước ngoài, chiếm tỉ lệ 25.5% trong tổng giá trị đầu tư toàn xã hội, tăng 5.5 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, đầu tư của cả khu vực tư nhân và nhà nước đều giảm trong Q1 vừa qua. Nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này là do khu vực trong nước, vốn bị giới hạn trong việc tiếp cận nguồn vốn quốc tế, nay lại bị ảnh hưởng bởi chính sách thắt chặt tiền tệ và thị trường chứng khoán đang trong giai đoạn điều chỉnh.

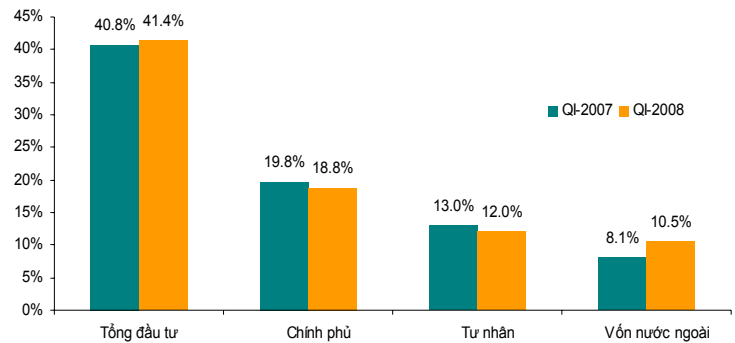
Trong tình hình chính sách tiền tệ, tài khóa thắt chặt vẫn đang được thực hiện, nhiều khả năng sẽ không có sự gia tăng đáng kể trong đầu tư của khu vực chính phủ và khu vực tư nhân trong nước trong thời gian sắp tới. Phản ứng của khu vực đầu tư nước ngoài vẫn chưa thể ước đoán. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng Việt Nam (với những lợi thế đặc thù) vẫn sẽ tiếp tục là một điểm đến hấp dẫn của đầu tư nước ngoài và xu hướng tăng trưởng ở khu vực này vẫn sẽ được duy trì trong tương lai.

**Cơ cấu đầu tư Q1/2008**



Nguồn: Tổng cục thống kê

**Tỷ lệ Đầu tư/GDP Q1/2008**



Nguồn: Tổng cục thống kê

### Lạm phát

**Lạm phát vẫn rất cao trong Q1/2008.** Lạm phát của Q1/2008 đã ở mức 9.2% so với thời điểm cuối năm 2007, mặc dù đã có những nỗ lực của chính phủ nhằm bình ổn giá cả và lạm phát của tháng 3 đứng ở mức 3%. Đóng góp vào mức tăng của CPI trong Q1/2008 chủ yếu vẫn là những mặt hàng thiết yếu như thực phẩm, xăng dầu và vật liệu xây dựng.

**Lạm phát trong quý tới tăng chậm lại, mặc dù vẫn đứng ở mức cao đáng lưu ý.** Nhìn chung, áp lực của lạm phát trên thế giới sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến Việt Nam, và lạm phát của cả năm 2008 có thể sẽ đứng ở mức hai con số. Nhận định gần đây của Ngân hàng Phát triển Châu Á trong báo cáo Asian Development Outlook 2008 cho rằng lạm phát của Việt Nam sẽ ở mức 18%. Trong khi đó, chính phủ đang cố gắng theo đuổi mục tiêu lạm phát cả năm ở mức 15%-20%. Trong vài tháng tới, không loại trừ khả năng các công cụ can thiệp trực tiếp sẽ được áp dụng như là một phần của các giải pháp kiềm chế lạm phát. Các biện pháp có thể kể đến như quy định giá trần, không cho phép tăng giá đối với một số mặt hàng thiết yếu, kiểm soát chặt các kênh phân phối. Vì vậy, lạm phát trong quý tới có thể sẽ tăng chậm lại, mặc dù vẫn đứng ở mức cao đáng lưu ý.

### Cán cân thanh toán

**Vấn đề thâm hụt thương mại đang là một chủ đề được quan tâm.** Thâm hụt cán cân thương mại trong Q1/2008 đã khá cao, ở mức 7 tỷ USD, chiếm 53% giá trị xuất khẩu và 44% GDP. Đây là mức thâm hụt thương mại đặc biệt cao nếu so với mức thâm hụt 25% GDP cho cả năm 2007. Mặc dù hoạt động xuất khẩu vẫn tăng trưởng khá tốt, tăng 23% so với cùng kỳ năm trước và đạt 13 tỷ USD, nhưng nhập khẩu lại tăng rất cao, ở mức 20 tỷ USD, tức là tăng 62%. Nhập khẩu tăng cao nằm ở các mặt hàng xăng dầu, sắt thép, phân bón và thức ăn gia súc. Nhập khẩu Q1 của các mặt hàng này đã tăng khoảng 200%-270% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, sự gia tăng nhập khẩu của Việt Nam vẫn chủ yếu nằm ở các mặt hàng nguyên vật liệu và nhiên liệu, là

các mặt hàng chiếm tỉ trọng cao trong cơ cấu nhập khẩu. Là một nền kinh tế đang phát triển, một mức độ nào đó, áp lực đối của việc nhập khẩu cao với các đặc điểm như vậy là không bất ngờ và khó tránh khỏi.

**Thâm hụt thương mại đặt áp lực ngày càng lớn đến cán cân thanh toán.** Tính cho Q1/2008, nguồn ngoại tệ từ FDI và ODA đạt khoảng 2 tỷ USD chỉ có thể tài trợ gần một phần ba của thâm hụt thương mại. Với thực tế này, chúng tôi ước đoán lượng dự trữ ngoại tệ của Việt Nam có thể đã bị ảnh hưởng khoảng 1 tỷ USD.

Quan điểm thể hiện trong những thông báo gần đây cho thấy dường như chính phủ đã sẵn sàng cho một chính sách tỷ giá linh hoạt hơn, với biên độ giao động tỷ giá của VNĐ được phép nới rộng hơn. Đồng thời, các biện pháp kiểm soát trực tiếp lên hoạt động nhập khẩu cũng có thể sẽ được áp dụng trong tương lai gần. Nhìn chung, Việt Nam vẫn có thể duy trì thặng dư trong cán cân thanh toán dù rằng thâm hụt thương mại vẫn có thể diễn biến xấu hơn so với năm trước.

Cần lưu ý rằng, một khi Việt Nam đã hội nhập, yếu tố bên ngoài như biến động của nền kinh tế thế giới, đặc biệt là kinh tế Mỹ sẽ có ảnh hưởng lớn đến tình hình cán cân thanh toán và những vấn đề liên quan như tỷ giá hối đoái.

### Chính sách tiền tệ và tài khóa

**Chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ tiếp tục được duy trì.** Với những phân tích trên đây, có thể nhận thấy chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ tiếp tục được duy trì trong năm nay. Có thể thấy điều này khá rõ khi mà hạn mức 30% cho tăng trưởng tín dụng sẽ được áp dụng, các khoản tiền gửi của Kho bạc Nhà nước tại các ngân hàng thương mại sẽ được rút về và trong vài tháng tới cũng sẽ chưa có sự điều chỉnh mạnh nào trong các biện pháp cung tiền tệ. Cũng là một phần trong nỗ lực kiềm chế lạm phát, chính sách tài khóa thắt chặt sẽ được thực hiện trong thời gian tới. Chính phủ đã đặt mục tiêu cắt giảm 10% đầu tư công trong năm 2008. Chúng tôi cho rằng rằng chi tiêu thường xuyên sẽ bắt đầu được cắt giảm trước vào Q2; trong khi đó cắt giảm chi đầu tư có thể sẽ bắt đầu trễ hơn.

**Lãi suất, mặc dù có thể giảm nhẹ, vẫn sẽ đứng ở mức cao so với trước đây.** Những biện pháp cắt giảm cung tiền tệ vừa qua đã đặt các định chế tài chính đối mặt với vấn đề thanh khoản, dẫn đến cuộc chạy đua lãi suất huy động. Ngân hàng Nhà nước đã can thiệp thông qua biện pháp tăng nguồn cung tiền tệ ngắn hạn và kiểm soát trực tiếp mức lãi suất. Lãi suất cơ bản của đồng Việt Nam hiện tại là 8.75%, lãi suất chiết khấu và tái chiết khấu lần lượt là 6% và 7.5%. Lãi suất huy động gần đây đã được các ngân hàng thương mại thống nhất điều chỉnh xuống mức trần 11%, giảm nhẹ so với mức trần 12% trong Q1/2008. Với chính sách tiền tệ thắt chặt tiếp tục được duy trì, chúng tôi cho rằng mức lãi suất trong thời gian sắp tới, mặc dù có thể giảm nhẹ, vẫn sẽ đứng ở mức cao so với trước đây.

### Phụ lục: Một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Việt Nam

Chỉ tiêu	2004	2005	2006	2007	Q1/2008
<b>Sản xuất</b>					
GDP thực (theo giá 1994, tỷ đồng)	362,435	392,989	425,135	461,189	94,901
<b>Cơ cấu (%)</b>					
Nông nghiệp	20.4	19.6	18.7	17.8	12.2
Công nghiệp	30.8	31.4	32.0	32.5	38.1
Xây dựng	8.6	8.8	9.0	9.3	5.9
Dịch vụ	40.3	40.3	40.3	40.4	43.8
<b>Tăng trưởng GDP (%)</b>					
Toàn nền kinh tế	7.8	8.4	8.2	8.5	7.4
Nông nghiệp	4.4	4.0	3.4	3.4	2.9
Công nghiệp	10.6	10.6	10.2	10.2	8.9
Xây dựng	9.0	10.8	11.1	12.0	3.3
Dịch vụ	7.3	8.5	8.3	8.7	8.1
<b>Đầu tư</b>					
Tổng đầu tư (giá hiện hành, tỷ đồng)	290,927	343,135	398,900	461,900	105,100
Tổng đầu tư/GDP (%)	40.7	40.9	41.0	40.4	41.4
Chính phủ	19.6	19.3	19.0	17.5	18.8
Tư nhân	15.3	15.5	15.5	16.4	12.0
Vốn nước ngoài	57.7	6.1	6.5	6.5	10.5
<b>Lạm phát (theo CPI, %)</b>	9.5	8.4	6.6	12.6	16.4
<b>Cán cân thanh toán (tỷ USD)</b>					
Xuất khẩu	26.5	32.5	39.8	48.6	13.0
Nhập khẩu	32.0	36.8	44.9	62.7	20.4
Cán cân thương mại	(5.5)	(4.3)	(5.1)	(14.1)	(7.4)
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	1.9	2.0	2.4	4.6	1.7
<b>GDP danh nghĩa (tỷ đồng)</b>	715,200	839,200	973,800	1,143,400	254,086
<b>Tỉ giá hối đoái (VND/USD, trung bình)</b>	15,728	15,843	15,984	16,072	16,035
<b>GDP tính theo USD (tỷ USD)</b>	45.5	53.0	60.9	71.1	15.8

Nguồn: Tổng cục Thống kê. Tốc độ tăng trưởng GDP và tỷ lệ lạm phát của Q1/2008 được tính so với cùng kỳ năm trước.

### LƯU Ý QUAN TRỌNG

Các thông tin trong tài liệu này được cung cấp cho mục đích tham khảo. Các thông tin này được tin là đáng tin cậy và được căn cứ từ các nguồn cung cấp được tin là đáng tin cậy. Do việc tiếp cận các nguồn thông tin bị giới hạn và sơ suất có thể vì yếu tố con người, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và/hoặc tính đầy đủ của các thông tin.

Các ý kiến, ước tính và trình bày trong tài liệu này chỉ thể hiện các quan điểm hiện tại của tác giả vào ngày công bố và được dựa trên các nguồn thông tin có được tại ngày công bố. Chúng tôi không có nghĩa vụ thông báo cho độc giả trong trường hợp bất kỳ vấn đề hoặc ý kiến, phản ánh hoặc ước tính nêu trong tài liệu này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán dao động lên xuống và có thể tăng hoặc giảm. Các thành quả trong quá khứ, nếu có, không phải là hướng dẫn cho tương lai. Các nhà đầu tư phải tự mình ra quyết định tài chính dựa vào ý kiến của các nhà tư vấn độc lập nếu được tin là cần thiết và dựa vào tình hình tài chính cụ thể và các mục tiêu đầu tư của mình. Công ty và/hoặc nhân viên của công ty có thể đang nắm giữ chứng khoán được đề cập trong tài liệu này. Vì vậy có thể có các xung đột lợi ích phát sinh từ các ý kiến, nhận định liên quan. Không có bất kỳ thông tin, ý kiến nào được trình bày trong tài liệu này tạo thành một đề xuất, hoặc mời đưa ra đề xuất, để mua hoặc để bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc bất kỳ quyền mua/bán nào, hoặc bất kỳ công cụ phái sinh nào.

### LIÊN LẠC VỚI CHÚNG TÔI

#### Công ty CP Chứng khoán Gia Quyền (EPS)

Tòa nhà Central Garden  
225 Bến Chương Dương, Quận 1  
TP. Hồ Chí Minh  
Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 838-6068  
Fax: (84-8) 838-6099  
Website: [www.eps.com.vn](http://www.eps.com.vn)

<b>Dịch vụ Chứng khoán</b>	Trần Dương Ngọc Thảo Nguyễn Ngọc Thúc	<a href="mailto:thao.td@eps.com.vn">thao.td@eps.com.vn</a> <a href="mailto:thuc.nn@eps.com.vn">thuc.nn@eps.com.vn</a>
<b>Tài chính Doanh nghiệp</b>	Đỗ Trần Thùy Trang Nguyễn Văn Hanh	<a href="mailto:trang.dt@eps.com.vn">trang.dt@eps.com.vn</a> <a href="mailto:hanh.nv@eps.com.vn">hanh.nv@eps.com.vn</a>
<b>Phân tích Tài chính</b>	Đinh Như Đức Thiện	<a href="mailto:thien.dn@eps.com.vn">thien.dn@eps.com.vn</a>