

**VEPR**

**BÁO CÁO**

**KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM**

**Quý 3 - 2017**



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



**Konrad  
Adenauer  
Stiftung**

**Văn phòng đại diện Viện Konrad Adenauer tại Việt Nam**



## TÓM TẮT

- Kinh tế thế giới tăng trưởng khả quan trong Quý 3. Nền kinh tế Mỹ tiếp tục cải thiện rõ rệt, do đó Fed bắt đầu giảm lượng tài sản nắm giữ vào quý tới và để ngỏ khả năng tăng lãi suất một lần nữa vào cuối năm nay. Các nước EU cũng phục hồi mạnh mẽ với mức tăng trưởng khá đồng đều khi các rủi ro địa chính trị đang lắng xuống, trong khi nền kinh tế Anh tiếp tục gặp khó khăn trước tác động của tiến trình Brexit. Tại châu Á, kinh tế Nhật Bản giữ vững tăng trưởng, tuy nhiên phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung lao động. Kinh tế Trung Quốc mặc dù tiếp tục tăng trưởng mạnh nhưng đứng trước lo ngại ngày một lớn rủi ro về nợ. Các nước ASEAN duy trì tăng trưởng khả quan, trong khi kinh tế Ấn Độ vẫn giảm tốc.
- Trong nước, tăng trưởng kinh tế được báo cáo cao bất thường, đạt mức 7,46% (yoy) trong Quý 3, cao nhất trong vòng 07 năm qua. Tính chung chín tháng đầu năm, tăng trưởng đạt 6,41% (yoy). Trong đó, khu vực nông nghiệp và dịch vụ đều có sự cải thiện so với cùng kỳ các năm trước. Ngoại trừ khai khoáng, các ngành công nghiệp – xây dựng đều tăng trưởng mạnh mẽ, đặc biệt là ngành công nghiệp chế biến, chế tạo (12,77%, yoy). Các chỉ báo sản xuất công nghiệp khác đều diễn biến tích cực trong quý. Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI cũng cho thấy sự phục hồi của nền kinh tế trong Quý 3, đạt 6,56%, tuy thấp nhưng ổn định hơn so với mức tăng trưởng GDP do TCTK công bố.
- Điều đáng chú ý là quy mô việc làm tạo mới và tăng trưởng lao động trong ngành công nghiệp đều giảm, đặc biệt đối với khu vực kinh tế trong nước, cho thấy thành tựu tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào khu vực FDI.
- Lạm phát tăng trở lại trong Quý 3, đạt mức 3,4% (yoy) trong tháng Chín, chủ yếu do sự phục hồi của giá nhóm hàng thực phẩm và các đợt điều chỉnh giá nhóm hàng dịch vụ cơ bản như giáo dục, y tế và xăng dầu trong quý.
- Cán cân thương mại thặng dư nhẹ trong Quý 3 sau ba quý liên tục thâm hụt với tăng trưởng cả xuất khẩu và nhập khẩu đều đạt trên 21%. Tính chung chín tháng đầu năm, thâm hụt thương mại giảm còn 0,5 tỷ USD, trong đó, nhập siêu lớn của khu vực kinh tế trong nước (18,1 tỷ USD) được bù đắp nhờ lượng xuất siêu lớn của khu vực FDI (17,6 tỷ USD), cho thấy thành tích xuất khẩu chủ yếu thuộc về khu vực FDI.
- Hàn Quốc tiếp tục là đối tác tạo ra nhập siêu lớn nhất của Việt Nam, do dẫn đầu về lượng vốn FDI. Trong khi đó, nhập siêu từ Trung Quốc giảm xuống đứng thứ hai, đồng thời nước này đang là thị trường nhập khẩu có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất đối với Việt Nam. Việc tập trung vào thị trường này có thể mang lại nhiều cơ hội cho Việt Nam trong việc cải thiện thương mại và tăng trưởng.
- Bội chi ngân sách thấp, song tiến độ thu, chi đều chậm. Về cơ cấu tổng chi, chi đầu tư phát triển vẫn chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ so với chi thường xuyên và chi trả lãi và nợ gốc.
- Tiêu dùng tiếp tục cải thiện, tăng 10,5% (yoy) trong Quý 3. Lượng khách du lịch tăng mạnh đã góp phần vào mức tăng trưởng cao trong doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và dịch vụ du lịch lữ hành.
- Tổng vốn đầu tư toàn xã hội tăng trưởng mạnh (16,8%, yoy), đặc biệt là dòng vốn FDI (27,7%, yoy). Quá trình giải ngân vốn đầu tư công còn chậm nhưng tình hình khá hơn đối với dòng vốn FDI.
- Trong khi lãi suất huy động duy trì ổn định, mặt bằng lãi suất cho vay được điều chỉnh giảm trong quý. Tín dụng tăng trưởng 11,02% tính từ đầu năm, đã vượt mức tăng trưởng tiền gửi, nhưng vẫn cách xa mức mục tiêu 21% đề ra. Thanh khoản ngân hàng vẫn dồi dào, thể hiện ở đà giảm mạnh của lãi suất liên ngân hàng.
- Thị trường ngoại hối và thị trường vàng tiếp tục duy trì sự ổn định danh nghĩa trong quý.
- Thị trường căn hộ tương đối trầm lắng tại Hà Nội, trong khi diễn biến sôi động tại thành phố Hồ Chí Minh.

## SUMMARY

- The world economy witnessed positive growth in Q3. The US economy continuously showed clear signs of a rebound, therefore, Fed planned to shrink its assets in the next quarter and is quite likely to raise interest rates one more time this year. Eurozone's energetic recovery sped up with relatively equal growth rates among countries as geopolitical risks faded away. At the same time, the UK economy still confronted challenges due to influences of Brexit. In Asia, despite remaining a steady growth, Japan's economy faced labor shortages while the Chinese economy experienced significant growth accompanied by increasing concerns over debt risks. Growth in ASEAN economies remained healthy in Q3 2017; nonetheless, the Indian economy kept slowing down.
- The domestic economy in Q3 recorded the highest growth rate in the past seven years at 7.46% (yoy). GDP growth rate in the first nine months reached 6.41% (yoy), of which the agricultural and service sectors witnessed improvement over the same period of previous years. Meanwhile, except for the mining and quarrying, the industrial and construction sector grew considerably, especially the manufacturing with a growth rate of 12.77% (yoy). Generally, all industrial production indicators varied positively in Q3. VEPI Index revealed recovery signs of the economy in Q3, reaching 6.56%, although it was lower than the GDP growth rate announced by the GSO.
- Nonetheless, the number of new jobs, as well as the labor growth in the industrial sector, shrank, especially in the domestic economic sector. Such fact somewhat indicates the dependence of economic performance on the FDI sector.
- Inflation rallied to 3.4% (yoy) in September, mainly due to the recovery in prices of food and food stuff, as well as adjustment in prices of basic services such as education, healthcare and petrol in the quarter.
- Trade balance witnessed a slight surplus in Q3 after three consecutive quarters remaining in deficit, with both import and export growth rates staying above 21%. In the first nine months, trade deficit reduced to 0.5 billion USD, of which the trade deficit of the domestic sector (at 18.1 billion USD) was partly offset by the trade surplus in the FDI sector (17.6 billion USD), which revealed the dependence on the FDI sector in exports.
- Trade deficit with South Korea remained the highest as the country is the largest investor in Vietnam. Trade deficit with China was ranked second; besides, the China was the fastest-growing importer of Vietnam. Concentrating on this economy may bring about opportunities for the Vietnamese economy to enhance trade and growth.
- Although budget deficit stayed low, revenue and expenditure progress was behind schedule. In terms of expenditure structure, spending for public investment only accounted for small proportion compared to recurrent expenditures and amortization payments.
- Consumption continued to improve, growing at 10.5% (yoy) in Q3. A surge in the number of tourists contributed to the high growth rate of revenues of the accommodation and catering services as well as the tourist industry in general.
- Total investment capital rose substantially (16.8%, yoy), especially the FDI capital (27.7%, yoy). Disbursement of public investment capital was slow while that of FDI capital improved.
- While the deposit interest rate was steady, the lending interest rate was reduced in the quarter. Credit growth rate was at 11.02% from the beginning of the year, higher than deposit growth but still far below the 2017 growth target of 21% set by the SBV. Liquidity of the banking system was still plentiful, which was reflected in the sharp drop in interbank interest rates.
- Nominal stability has been maintained in both the forex and the gold markets during the quarter.
- In the properties market, the slowing down in Hanoi was in contrast to the dynamism in Ho Chi Minh city.

## KINH TẾ THẾ GIỚI

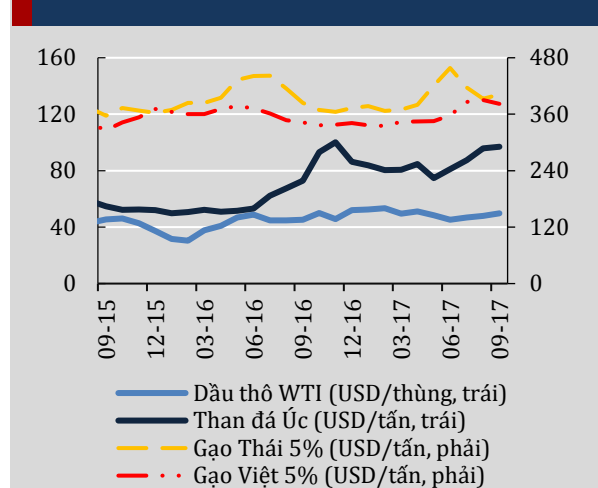
### Thị trường hàng hóa và tài sản

Thị trường hàng hóa Quý 3 chứng kiến sự phục hồi trong giá các mặt hàng năng lượng.

Sau khi giảm sút trong quý trước, giá dầu thô đã liên tục được cải thiện trong Quý 3, dù nhìn chung vẫn ở mức vừa phải. Nguồn cung dầu giảm, chủ yếu do cam kết cắt giảm sản lượng của OPEC và các doanh nghiệp khai thác dầu đá phiến của Mỹ giảm hoạt động. Trong khi đó, nhu cầu vẫn liên tục tăng; đặc biệt, trong tháng Chín, Mỹ nhập vào một lượng lớn dầu thô khi ngành công nghiệp lọc dầu nước này tăng cường hoạt động trở lại sau khi bị đình trệ do ảnh hưởng từ hai cơn bão Harvey và Irma. Giá dầu WTI trung bình tháng Chín đạt 49,8 USD/thùng, tăng 10,2% so với mức giá tháng Sáu và tăng 3,2% so với mức giá trung bình Quý 2.

Trong thời gian tới, giá dầu thô được dự báo sẽ tiếp tục tăng. Các báo cáo mới nhất của OPEC và Cơ quan Năng lượng Quốc tế

Giá thế giới một số hàng hóa cơ bản

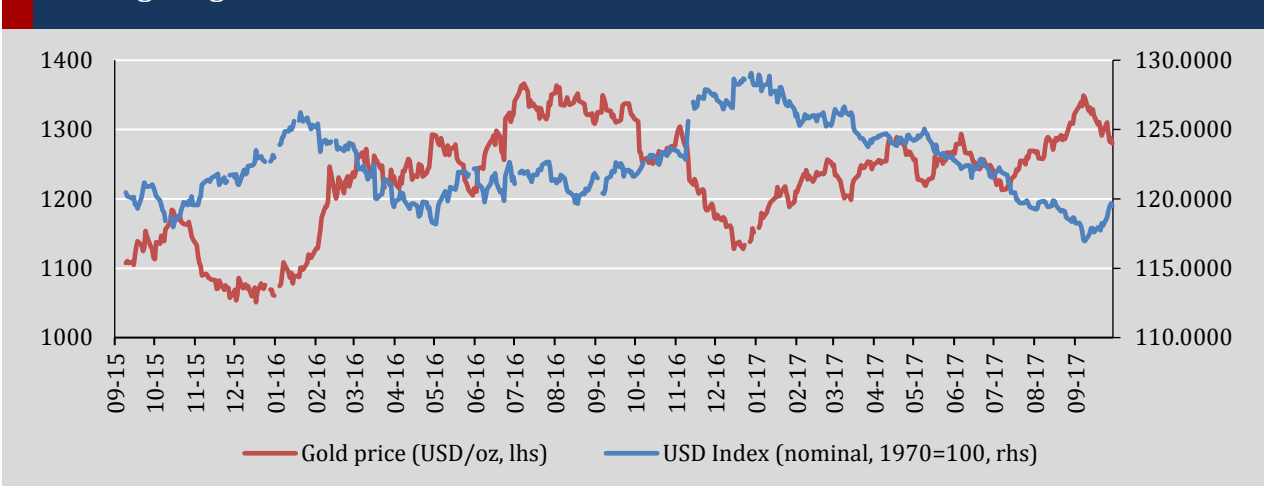


Nguồn: The Pink Sheet (WB)

(IEA) đều cho rằng nhu cầu dầu thô toàn cầu sẽ gia tăng đáng kể trong hai năm tới; bên cạnh đó, OPEC được kỳ vọng sẽ tiếp tục đàm phán để kéo dài thỏa thuận cắt giảm sản lượng khai thác nhằm hướng tới phục hồi vững chắc giá dầu.

Trong các mặt hàng năng lượng khác, than đá Úc có sự cải thiện rõ nét về giá sau khi liên tục suy giảm từ cuối năm ngoái. Giá than đá Úc đã tăng lên mức 96,9 USD/tấn trong tháng Chín, tăng lần lượt 21,0%

Giá vàng thế giới và chỉ số USD



Nguồn: Fed, Fxpro

và 19,9% so với mức giá trung bình trong Quý 2 và trong nửa đầu năm, cao nhất trong gần một năm trở lại đây.

Trong nhóm các mặt hàng lương thực, trong khi giá gạo 5% của Việt Nam (duy trì đà tăng nhẹ), giá gạo Thái Lan cùng loại giảm đáng kể sau khi tăng mạnh trong Quý 2. Nguyên nhân là do nguồn cung gạo của nước này gia tăng trở lại sau đợt hạn hán, cùng với đó, việc đồng Baht suy yếu cũng góp phần giảm giá tính theo USD của gạo Thái. Theo đó, giá gạo Thái đã giảm xuống còn 393 USD/tấn vào tháng Tám, giảm 14,2% so với cuối Quý 2 và tiệm cận với mức giá gạo tương ứng của Việt Nam trong tháng này. Trong cả Quý 3, mức giá bình quân của gạo Việt Nam đạt 386,1 USD/tấn, tăng 10,6% so với mức giá bình quân tháng Sáu và tăng 12,3% so với mức bình quân sáu tháng đầu năm, do tình trạng mưa lũ.

Thị trường chứng khoán thế giới không ngừng tăng tốc và liên tiếp thiết lập các mức cao kỷ lục trong Quý 3, trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu có nhiều diễn biến khả quan và ít biến động, thương mại quốc tế tích cực (đặc biệt tại Trung Quốc), và Fed quyết định giãn tiến độ tăng lãi suất cơ bản đồng USD. Chỉ số MSCI All-Country World Index của chứng khoán thế giới đã đạt mức điểm cao kỷ lục 488,06 vào ngày 20/09, tăng 4,75% so với mức cuối tháng Sáu và tăng tới 15,65% so với cuối năm 2016.

Bên cạnh đó, các đồng tiền điện tử (crypto currencies) như Bitcoin đang thu hút được sự quan tâm ngày càng lớn của giới đầu tư trong bối cảnh chính trị toàn cầu bất ổn, công nghệ blockchain ngày một phát triển

và được chấp nhận rộng rãi. Giá Bitcoin trong Quý 3 tiếp tục xu hướng gia tăng mạnh mẽ kể từ đầu năm, với mức đỉnh vào đầu tháng Chín đạt 4.950,7 USD/bitcoin, gấp đôi so với đầu Quý 3 và gấp 5,5 lần so với thời điểm đầu năm 2017. Mặc dù vậy, đồng tiền này đã trải qua một vài đợt rung lắc mạnh trong quý do sự sụt giảm về lượng cầu, xuất phát từ những lo ngại về tình trạng bong bóng của đồng tiền này, hay khi Trung Quốc thông báo siết chặt quản lý các sàn giao dịch tiền điện tử ở nước này. Tới cuối Quý 3, giá Bitcoin được ghi nhận ở mức 4.353 USD/bitcoin.

Trong khi đó, đồng USD tiếp tục đà giảm giá từ đầu năm. Chỉ số USD danh nghĩa do Fed tính toán chạm mức đáy 116,95 vào ngày 08/09, mức thấp nhất trong vòng hơn hai năm, lần lượt giảm 3,77% và 8,78% so với cuối Quý 2 và so với cuối năm ngoái. Sự mất giá của đồng USD bắt nguồn từ sự sụt giảm niềm tin của nhà đầu tư do những rắc rối của chính quyền tổng thống Trump và hoài nghi về khả năng các chính sách của ông được thông qua. Thêm vào đó, tình hình căng thẳng trên bán đảo Triều Tiên cũng là một nhân tố gây lo ngại. Tuy nhiên, chỉ số USD được cải thiện mạnh trong nửa sau tháng Chín khi Fed để ngỏ khả năng sẽ tăng lãi suất một lần nữa vào cuối năm nay và Trump công bố kế hoạch cải tổ thuế lớn nhất kể từ năm 1986. Tính tới hết quý, chỉ số USD danh nghĩa đạt 119,50, tăng nhẹ 2,17% so với mức đáy vào đầu tháng Chín nhưng vẫn giảm 2,06% so với đầu Quý 3 và giảm 7,34% so với đầu năm 2017.



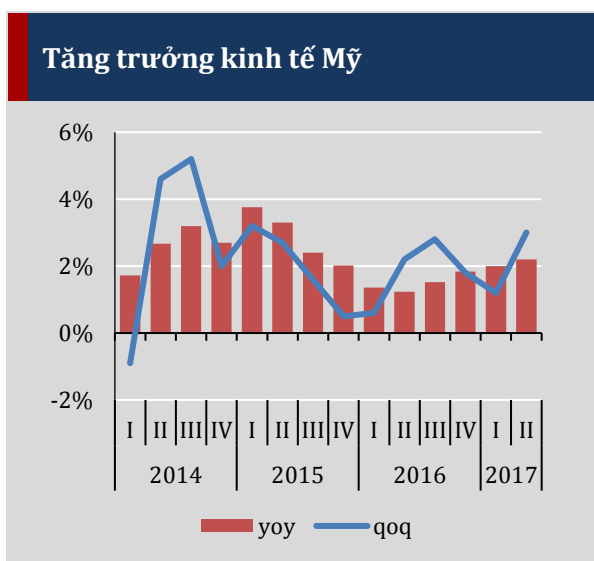
Giá vàng có xu hướng biến động ngược chiều với giá đồng USD trong quý. Giá vàng tăng mạnh trong Quý 3, đạt mức đỉnh là 1.348,9 USD/oz vào đầu tháng Chín, tăng 11,2% so với đầu tháng Bảy, phần lớn là do nhu cầu tăng trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị trên bán đảo Triều Tiên và nhu cầu

tiêu thụ vàng tăng ở Trung Quốc và Ấn Độ, cùng với đó là quyết định giãn tiến độ tăng lãi suất của Fed và những khó khăn của chính quyền Tổng thống Trump. Giá vàng chịu sức ép giảm khi đồng USD mạnh lên trong nửa cuối tháng Chín.

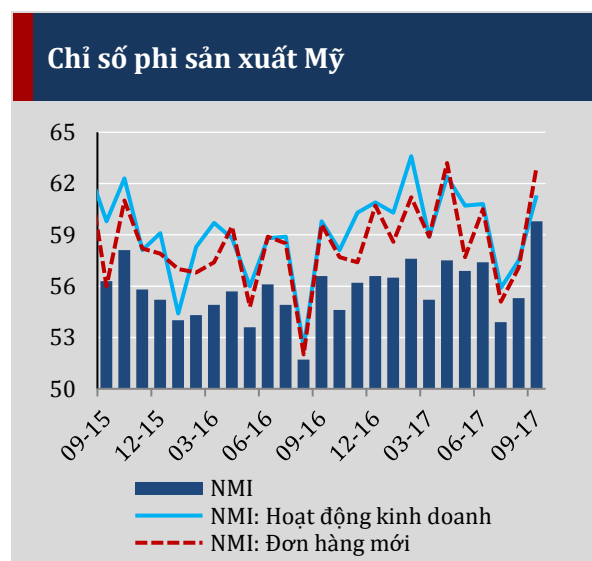
## Kinh tế Mỹ liên tục cải thiện tăng trưởng

Số liệu ước tính lần thứ ba của Cục Phân tích Kinh tế Mỹ cho thấy GDP nước này tăng trưởng ở mức rất khả quan 3,1% (qoq) trong Quý 2, cao hơn 0,1 điểm phần trăm so với lần ước tính trước đó vào tháng Tám. Đây được ghi nhận là mức tăng trưởng theo quý cao nhất trong vòng hơn hai năm trở lại đây. Bên cạnh đó, so với cùng kỳ năm trước (đã điều chỉnh mùa vụ), Quý 2 năm nay là quý thứ tư liên tiếp kinh tế Mỹ chứng kiến sự cải thiện trong tốc độ tăng trưởng với mức tăng trưởng 2,2% (yoy), cao nhất kể từ Quý 4/2015.

Theo Cục Phân tích Kinh tế Mỹ, mức tăng trưởng tích cực này chủ yếu bắt nguồn từ sự gia tăng trong tiêu dùng, đầu tư của các doanh nghiệp, chi tiêu của chính phủ liên bang và xuất khẩu. Cụ thể, trong tiêu dùng, gia tăng rõ rệt nhất là chi tiêu vào nhà ở, dịch vụ truyền thông và thuốc men được kê đơn. Đối với đầu tư từ khối doanh nghiệp, sự gia tăng đến từ đầu tư vào các trang thiết bị, cấu trúc và đầu tư cho nghiên cứu phát triển. Theo đó, tổng đầu tư của khu vực tư nhân trong Quý 2 tăng 1,58% (qoq) và 5,13% (yoy), cao hơn mức



Nguồn: CEIC



Nguồn: CEIC

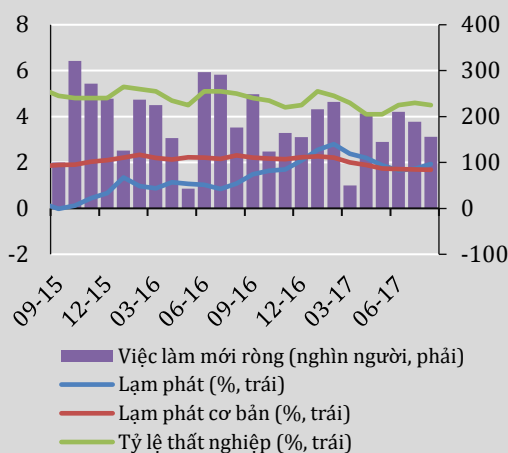
tăng tương ứng trong các quý trước đó.

Tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế Mỹ được dự báo sẽ giảm đi trong Quý 3, do hai cơn bão Harvey và Irma đổ bộ vào nước này đã ảnh hưởng không nhỏ tới khu vực công nghiệp, xây dựng và dịch vụ của Mỹ trong quý. Tuy nhiên, tác động này được đánh giá là chỉ mang tính tạm thời đối với nền kinh tế Mỹ.

Xét riêng khu vực dịch vụ, sau khi duy trì mức tăng trưởng ổn định suốt từ cuối năm 2016, các chỉ báo về dịch vụ giảm đi trong tháng Bảy và tháng Tám trước khi tăng tốc vào cuối Quý 3. Cụ thể, chỉ số NMI tăng mạnh từ mức 53,9 điểm trong tháng Bảy lên 59,8 trong tháng Chín, cao nhất kể từ tháng Tám năm 2015 và là tháng thứ 93 liên tiếp chứng kiến sự mở rộng của khu vực này. Hai chỉ số thành phần là Hoạt động kinh doanh và Đơn hàng cũng gia tăng rất mạnh, tương ứng đạt 61,3 và 63 điểm trong tháng Chín. Các số liệu này cho thấy sự đánh giá khả quan về điều kiện kinh doanh, bất chấp tác động tiêu cực của các đợt bão lên chuỗi cung ứng.

Cuộc họp chính sách tiền tệ cuối tháng Chín của Fed đã đưa ra quyết định giữ nguyên mức lãi suất cơ bản ở mức 1%-1,25%, tuy nhiên lãi suất sẽ có thể tiếp tục được nâng thêm 0,25 điểm phần trăm nữa vào tháng Mười Hai năm nay. Bên cạnh đó, Fed cũng tuyên bố sẽ bắt đầu giảm dần quy mô bảng cân đối kế toán bằng cách bán bớt lượng trái phiếu nắm giữ với tốc độ 10 tỷ USD mỗi tháng từ tháng Mười tới.

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



Nguồn: CEIC

Theo kế hoạch, sau mỗi quý, mức bán tài sản sẽ được nâng lên thêm 10 tỷ USD, lên mức tối đa là 50 tỷ USD/tháng. Các quyết định chính sách này được đưa ra dựa trên nhận định lạc quan của Fed về nền kinh tế Mỹ, với mức tăng trưởng vững và tình hình khả quan trên thị trường việc làm. Tỷ lệ thất nghiệp mặc dù tăng nhẹ so với đầu quý trước nhưng vẫn duy trì ở mức thấp, dao động quanh 4,5-4,6%. Số việc làm mới rộng lần lượt đạt 189 và 156 nghìn việc làm trong tháng Bảy và tháng Tám.

Tỷ lệ lạm phát cho thấy dấu hiệu tích cực khi liên tục được cải thiện trong Quý 2. Lạm phát toàn phần đã tăng từ 1,65% trong tháng Sáu lên mức 1,93% (yoy) trong tháng Tám, tiệm cận với mức mục tiêu 2%. Tuy nhiên, lạm phát cơ bản vẫn tiếp tục giảm nhẹ xuống chỉ còn 1,69% (yoy), tức là giảm 25,48% kể từ đầu năm tới nay. Tình trạng lạm phát thấp có thể ảnh hưởng tới khả năng tăng lãi suất thêm một lần nữa vào cuối năm như dự định của Fed.

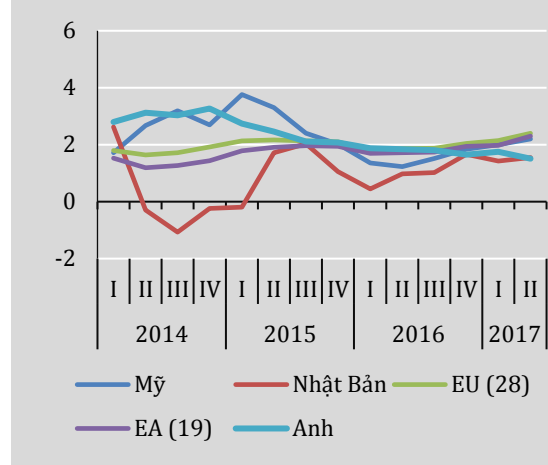
## Châu Âu phục hồi mạnh mẽ, kinh tế Anh tiếp tục gặp khó

Kinh tế châu Âu cho thấy bước phục hồi mạnh mẽ trong Quý 2/2017. Tăng trưởng kinh tế khu vực EU28 và EA19 lần lượt đạt 2,4% (yoy) và 2,3% (yoy) trong quý, cao nhất trong vòng hơn sáu năm trở lại đây, đồng thời chứng kiến chuỗi tăng trưởng dương trong bốn năm liên tiếp, ấn tượng nhất kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008. Trong đó, tốc độ tăng trưởng của các quốc gia trong khu vực cũng đồng đều hơn, với nhiều nước chứng kiến tốc độ tăng trưởng cao nhất trong vòng nhiều năm. Các nước như Pháp, Tây Ban Nha, Áo và Bỉ đều ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc.

Đồng EUR tiếp tục đà tăng giá mạnh so với đồng USD từ đầu năm, đặc biệt gia tăng liên tục trong Quý 3. Tỷ giá dao động quanh mức 1,19 USD/EUR trong suốt tháng Chín, cao nhất kể từ tháng Một năm 2015, và kết thúc Quý 3 ở mức 1,182 USD/EUR, tăng 4% so với hồi đầu quý và 13,8% so với đầu năm 2017. Sự lên giá của đồng EUR tạo điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường này và có thể đóng góp đáng kể vào tăng trưởng trong nước do EU đang là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam.

Đóng góp quan trọng vào mức tăng trưởng kinh tế là sự phát triển của hoạt động sản xuất. Tốc độ tăng trưởng khu vực sản xuất của châu Âu liên tục tăng lên, với chỉ số PMI tháng Sáu đạt 57,4 điểm, cao nhất trong vòng hơn sáu năm. Theo báo cáo mới nhất

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



Nguồn: CEIC, OECD

của IHS Markit, trong Quý 3, chỉ số này tiếp tục đà tăng trưởng với 58,2 điểm trong tháng Chín, cao nhất kể từ tháng Hai 2011. Cầu nội địa lớn, lượng việc làm tạo mới không ngừng tăng lên cùng với sự gia tăng mạnh mẽ trong xuất khẩu là nền tảng cho sự cải thiện này. Những tín hiệu tích cực từ tăng trưởng kinh tế toàn cầu, trong đó đặc biệt là hai đối tác thương mại lớn Mỹ và Trung Quốc, là động lực quan trọng thúc đẩy xuất khẩu và từ đó là cả nền kinh tế khu vực châu Âu.

Rủi ro địa chính trị tạm lắng cùng với sự thoái trào của chủ nghĩa dân tộc và tư tưởng cực hữu bảo hộ được phản ánh trong các cuộc bầu cử gần đây củng cố triển vọng kinh tế châu Âu trong thời gian tới. Đặc biệt, việc Thủ tướng Đức Angela Merkel tái đắc cử nhiệm kỳ thứ tư trong cuộc bầu cử diễn ra vào cuối tháng Chín vừa qua sẽ càng tăng cường sự liên kết của liên minh châu Âu, tạo điều kiện thuận lợi cho việc

thực thi kế hoạch cải tổ và vực dậy nền kinh tế khu vực khởi xướng bởi Đức và Pháp.

Tình hình việc làm tiếp tục cho thấy những dấu hiệu tích cực trong Quý 3. Tỷ lệ thất nghiệp liên tiếp được cải thiện trong quý, giảm từ mức 8,2% của cuối năm 2016 xuống quanh mức 7,6-7,7% trong Quý 2 và Quý 3.

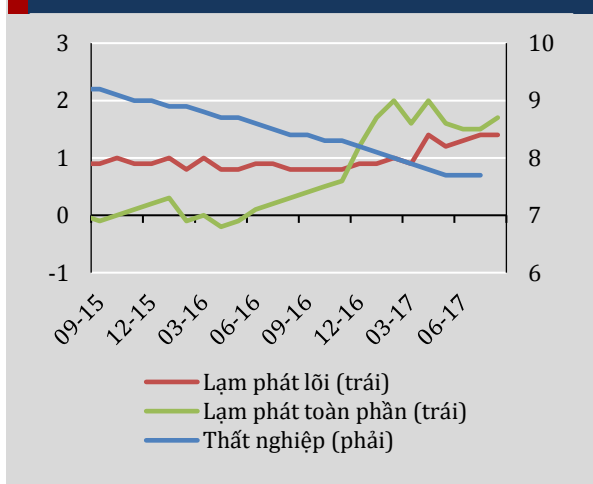
Trong khi đó, lạm phát hầu như không biến động và vẫn thấp hơn so với mức mục tiêu đưa ra bởi Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB). Lạm phát toàn phần duy trì quanh mức 1,5-1,7% trong quý, trong khi lạm phát lõi có xu hướng liên tục tăng lên, đạt mức khả quan 1,4% trong tháng Tám. Điều này cho thấy đà tăng trưởng của khu vực châu Âu tương đối bền vững do nó không đi liền với biến động tăng mạnh của lạm phát, do đó hứa hẹn sẽ tiếp tục diễn biến khả quan trong các quý còn lại của năm nay. Tuy nhiên, tình trạng lạm phát thấp có thể là trở ngại cho kế hoạch bắt đầu thắt chặt chính sách tiền tệ của ECB vào năm sau,

trong bối cảnh các ngân hàng châu Âu đang gặp khó khăn với mức lãi suất siêu thấp duy trì từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Trong khi đó, kinh tế Anh tiếp tục suy giảm tăng trưởng và tụt lại so với các nước phát triển khác do lạm phát gia tăng và lo ngại về tác động của tiến trình Brexit cũng như thất bại của Thủ tướng May tại cuộc bầu cử sớm. Tăng trưởng kinh tế trong Quý 2/2017 ghi nhận ở mức 1,51%, thấp nhất trong vòng năm năm qua, đồng thời cũng là mức tăng trưởng thấp nhất nhóm nước G7.

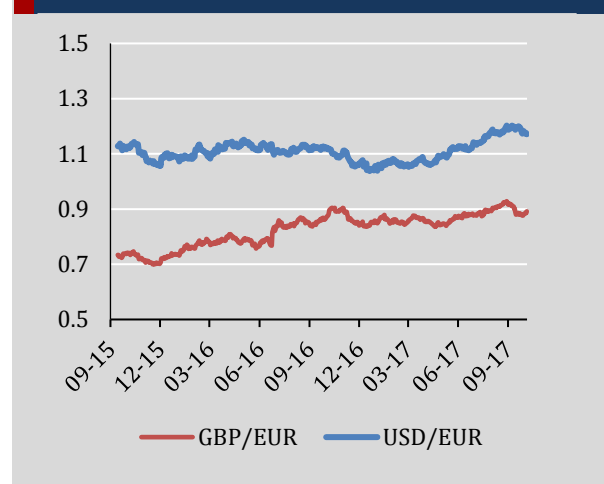
Cụ thể, lạm phát tăng từ 2,3% trong tháng Ba lên mức 2,9% vào giữa Quý 2. Sau khi được cải thiện xuống 2,6% trong tháng Sáu và tháng Bảy, lạm phát tháng Tám lại tăng trở lại mức 2,9%, theo số liệu từ OECD. Sự giảm giá mạnh của đồng bảng Anh so với đồng Euro đã làm gia tăng lạm phát, từ đó làm giảm chi tiêu cho tiêu dùng và tăng trưởng kinh tế. Tỷ giá đồng bảng Anh giảm 9,95% từ mức 1,196 EUR/GBP cuối

**Thất nghiệp và lạm phát các nước EU28 (%)**



Nguồn: OECD

**Tỷ giá đồng GBP và USD so với EUR**



Nguồn: BoE

tháng Tư xuống chỉ còn 1,077 EUR/GBP vào cuối tháng Tám. Bên cạnh đó, những rủi ro từ Brexit nhiều khả năng sẽ tác động tiêu cực tới đầu tư của các doanh nghiệp.

Theo các nhà phân tích, nền kinh tế Anh được xem là sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới. Trong Báo cáo Triển vọng Kinh tế Thế giới (World Economic Outlook) mới nhất được IMF công bố ngày 24/7 vừa qua, IMF cắt giảm

dự báo tăng trưởng kinh tế Anh năm 2017 xuống còn 1,7%, từ mức 2% đưa ra trong lần dự báo trước đó công bố vào tháng Tư năm nay.

Bên cạnh đó, việc người dân vùng tự trị Catalonia bỏ phiếu muốn tách khỏi Tây Ban Nha, đẩy đất nước này vào một cuộc khủng hoảng chính trị và có thể khiến kinh tế nước này đi xuống nghiêm trọng, đồng thời ảnh hưởng đến sự liên kết của EU.

### Nhật Bản thiếu hụt cung lao động

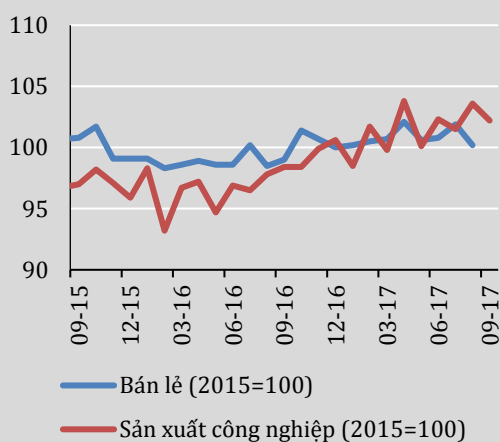
Số liệu tiếp tục cho thấy sự tăng trưởng ổn định của kinh tế Nhật trong nửa đầu năm 2017. Tăng trưởng Quý 2 đạt 1,55% (yoy), cao hơn so với Quý 1 (1,43%, yoy) và cùng kỳ năm 2016 (0,98%, yoy).

Xu hướng phục hồi trong sản xuất công nghiệp tiếp tục được duy trì kể từ đầu năm 2016. Cụ thể, tăng trưởng IPI của Nhật Bản đạt 1,9% (qoq) trong Quý 2, cao hơn nhiều so với Quý 1 và cùng kỳ

năm trước (0,2%, qoq). Tuy nhiên, các chỉ báo công nghiệp trong Quý 3 tăng trưởng chậm hơn, chỉ khởi sắc hơn trong tháng Tám với mức tăng trưởng 2,1% (mom) nhờ tăng trưởng xuất khẩu.

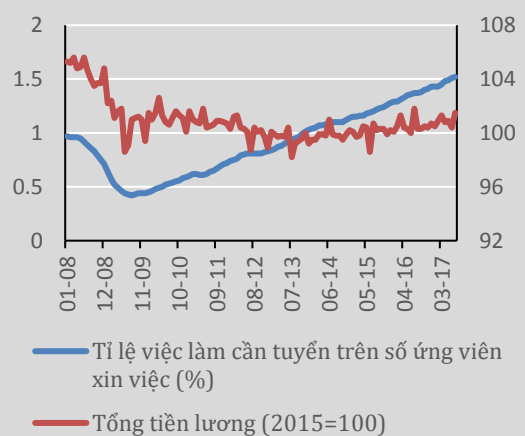
Trong khi đó, khu vực dịch vụ cho thấy xu hướng suy giảm nhẹ, mặc dù chỉ số bán lẻ vẫn duy trì trên mức 100 điểm. Nguyên nhân có thể bắt nguồn từ tình trạng lương thực tế không tăng, thậm chí còn

**Chỉ số bán lẻ và sản xuất công nghiệp tại Nhật Bản (điều chỉnh mùa vụ)**



Nguồn: Japan Macro Advisors

**Tiền lương và sự thiếu hụt lao động tại Nhật Bản**



Nguồn: Japan Macro Advisors

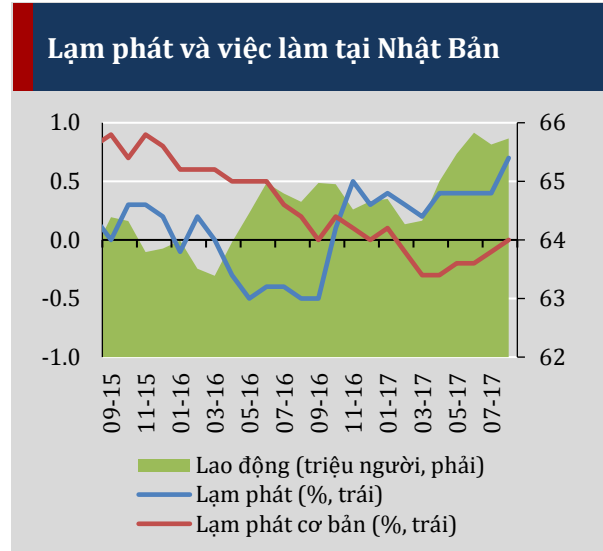
giảm 1,1% (yoy) trong tháng Bảy, mạnh nhất kể từ tháng Sáu năm 2015, trong khi lợi nhuận doanh nghiệp ghi nhận mức cao kỷ lục trong Quý 2. Thực tế này có thể ảnh hưởng tới sức tiêu dùng và năng suất lao động, và do đó tăng trưởng kinh tế tại Nhật.

Trên thị trường lao động, số lao động đang làm việc có xu hướng giảm nhẹ trong Quý 2, đạt lần lượt 65,63 và 65,73 triệu người trong tháng Bảy và tháng Tám, thấp hơn so với cuối quý trước (65,83 triệu người). Tỷ lệ thất nghiệp vẫn duy trì ở mức 2,8%, thấp nhất trong vòng 23 năm. Tuy nhiên, tỷ lệ tổng số việc làm cần tuyển trên số ứng viên xin việc được ghi nhận ở mức 1,52, cao nhất kể từ tháng Hai năm 1974. Con số này một phần cho thấy sự sẵn có và dồi dào của việc làm trên thị trường, nhưng mặt khác cũng phản ánh vấn đề thiếu hụt lao động khá nghiêm trọng mà Nhật Bản phải đối mặt, khi số dân trong độ tuổi lao động ngày càng giảm trong khi nhu cầu lao động ngày một gia tăng. Do đó, Nhật Bản sẽ vẫn phải sử dụng lao động nhập cư để bù đắp sự thiếu hụt, tạo điều kiện cho lao động Việt Nam đang tìm kiếm cơ hội việc làm

### Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng mạnh nhưng tiềm ẩn rủi ro về nợ

Trong Quý 2, kinh tế Trung Quốc tiếp tục duy trì mức tăng trưởng mạnh 6,9% (yoy) từ quý trước, cao hơn so với dự báo của giới phân tích.

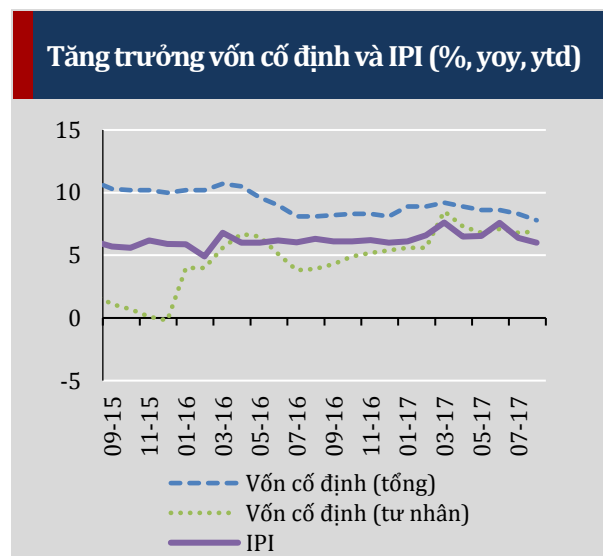
Các chỉ báo về sản xuất công nghiệp và đầu tư của Trung Quốc đều tăng trưởng rõ nét trong quý này. Cụ thể, chỉ số sản xuất



Nguồn: CEIC

tại quốc gia này. Trong khi đó, tình hình lạm phát đang cho thấy dấu hiệu cải thiện trong Quý 3.

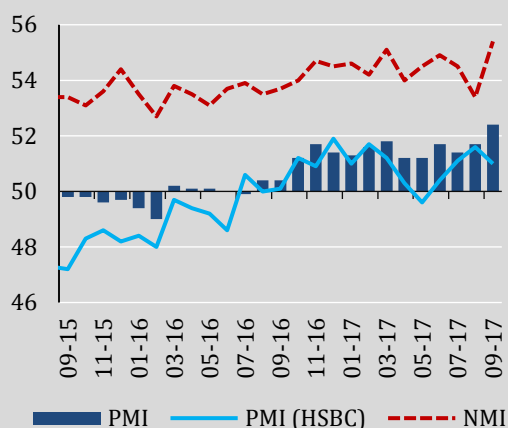
Lạm phát toàn phần đã tăng đáng kể lên mức 0,7% trong tháng Tám sau bốn tháng liên tiếp duy trì ở mức 0,4%; trong khi đó, lạm phát lõi không ngừng được cải thiện trong quý và đã đạt mức 0% trong tháng Tám sau nửa năm giữ giá trị âm. Điều này phần nào cho thấy kết quả của chính sách mở rộng tiền tệ của BOJ.



Nguồn: CEIC



## PMI Trung Quốc



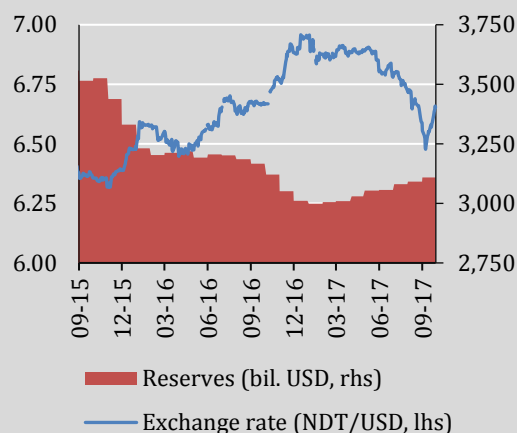
Nguồn: AASTOCKS

công nghiệp trong tháng Ba và tháng Sáu lần lượt đạt mức tăng trưởng 7,60% và 7,58% (yoy), cao nhất kể từ đầu năm 2015. Chỉ số PMI cũng luôn được duy trì trên mức 51 điểm và có xu hướng được cải thiện, cho thấy khu vực sản xuất không ngừng được mở rộng. Bên cạnh đó, tăng trưởng của tổng vốn đầu tư luôn đạt gần 9%, trong đó dòng vốn đầu tư của khu vực tư nhân cũng tăng trưởng mạnh, trung bình tăng hơn 7% mỗi tháng trong Quý 2.

Bước sang Quý 3, mặc dù tốc độ tăng trưởng của sản lượng công nghiệp và lượng vốn đầu tư của Trung Quốc giảm đi đôi chút so với quý trước nhưng vẫn ở mức khá. Đồng thời, chỉ số PMI vẫn gia tăng mạnh trong Quý 3, đạt 52,4 điểm trong tháng Chín. Đối với khu vực dịch vụ, chỉ số NMI vẫn có xu hướng gia tăng trong quý, đạt mức cao 55,4 điểm, cho thấy tốc độ mở rộng khá quan.

Mặc dù vậy, mức tăng trưởng mạnh của Trung Quốc gắn liền với những lo ngại ngày càng gia tăng về rủi ro về nợ của

## Tỷ giá và dự trữ ngoại hối Trung Quốc



Nguồn: FRED, CEIC

nước này, khi tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ kéo dài trong suốt thời gian qua. Theo báo cáo thường niên về Trung Quốc mới nhất được IMF công bố, mức nợ hiện nay của Trung Quốc đã nằm trong ngưỡng nguy hiểm trong khi hiệu quả vốn tín dụng của Trung Quốc đã giảm sút, do đó giảm dự trữ ngoại hối để phản ứng với khủng hoảng có thể xảy ra trên thị trường liên ngân hàng là tương đối hạn chế. Hai tổ chức đánh giá tín nhiệm lớn là S&P và Moody's đã lần lượt hạ điểm tín nhiệm của Trung Quốc trong tháng Chín và tháng Năm do rủi ro tiềm ẩn về kinh tế và tài chính của nước này.

Trên thị trường ngoại hối, Quý 3 chứng kiến đà gia tăng mạnh mẽ trong giá trị đồng Nhân dân tệ trong bối cảnh đồng USD liên tục suy yếu. Theo đó, tỷ giá CNY/USD đã giảm xuống mức 6,48 CNY/USD đầu tháng Chín, giảm đi lần lượt 4,7% và 6,9% so với đầu Quý 3 và đầu năm 2017, đưa Nhân dân tệ trở thành đồng tiền tăng giá mạnh nhất châu Á kể từ đầu năm đến nay.

Đồng Nhân dân tệ tăng giá tuy tác động tiêu cực tới xuất khẩu nhưng lại tạo điều kiện để nước này thực thi các biện pháp nói lỏng kiểm soát dòng vốn, đồng thời phản ánh tình hình kinh tế lạc quan của nước này. Tính đến cuối tháng Chín, tỷ giá tăng nhẹ lên mức 6,65 CNY/USD.

Bên cạnh đó, vào đầu tháng Tám vừa qua, Trung Quốc đã thay đổi cơ chế hình thành tỷ giá hối đoái theo hướng tăng vai trò quyết định của thị trường nhằm tạo điều kiện cân bằng thanh toán quốc tế, tăng hiệu quả phân bổ nguồn lực và thúc đẩy chiến dịch đưa đồng Nhân dân tệ vào nhóm đặc biệt gồm các đồng tiền mạnh nhất được sử dụng bởi IMF.

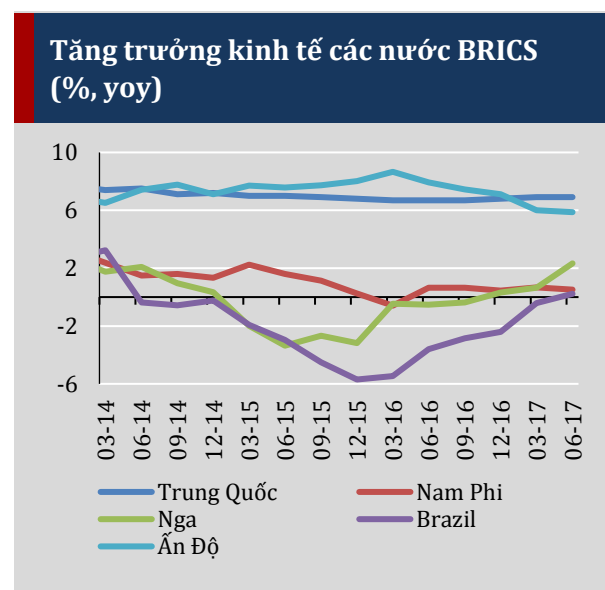
Tuy nhiên, ngân hàng trung ương vẫn có khả năng để giữ ổn định đồng Nhân dân tệ tại mức hợp lý và cân bằng nhờ lượng dự trữ ngoại hối dồi dào. Cụ thể, quy mô dự trữ

ngoại hối của Trung Quốc gia tăng liên tục kể từ đầu năm và đạt mức 3.108,5 tỷ USD trong tháng Tám, tăng 110,3 tỷ USD kể từ đầu năm nay. Với lượng dự trữ lớn, trong quý này, Trung Quốc cũng đã vươn lên lấy lại vị trí là nước nắm giữ trái phiếu kho bạc Mỹ nhiều nhất sau 05 tháng liên tiếp mua vào tài sản này. Thêm vào đó, sau khi thu tóm một loạt cảng biển và khu công nghiệp, các doanh nghiệp Trung Quốc tiếp tục mua lại hàng loạt công ty tài chính châu Âu, nâng tổng giá trị của M&A trong lĩnh vực tài chính ở nước ngoài của nước này từ đầu năm lên gần 9 tỷ USD, trong khi mức tương ứng trong cả năm 2016 là 12 tỷ USD. Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc có thể sẽ tiếp tục tăng lên trong thời gian tới trong bối cảnh tăng trưởng của Trung Quốc chậm lại, đặc biệt là trong lĩnh vực xuất khẩu.

### Xu hướng tăng trưởng khác biệt của các nước BRICS

Kinh tế nhóm nước BRICS tiếp tục chứng kiến khác biệt trong xu hướng tăng trưởng. Trong khi kinh tế Nga và Brazil đang phục hồi rõ nét, kinh tế Trung Quốc và Nam Phi duy trì mức tăng trưởng ổn định thì Ấn Độ tiếp tục suy giảm tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng thấp nhất trong vòng vài năm trở lại đây.

Kinh tế Nga trong Quý 2 ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 2,33% (yoy), cao nhất kể từ đầu năm 2014. Sau gần hai năm suy thoái, kinh tế Nga bắt đầu tăng trưởng



Nguồn: OECD



trở lại từ Quý 4/2016 và tăng tốc mạnh trong quý này. Theo Bộ Kinh tế Nga, trong Quý 2, hoạt động sản xuất công nghiệp được đẩy mạnh với tốc độ tăng trưởng đạt 3,8%, đặc biệt tăng mạnh là ngành sản xuất năng lượng do thời tiết lạnh bất thường đang được đẩy nhanh khi mùa Đông đến và nhu cầu dự trữ khí đốt cho mùa Đông tăng lên. Bên cạnh đó, sự gia tăng nhu cầu tiêu dùng trong nước do lạm phát thấp (4%, yoy) và chính sách tiền tệ nới lỏng cùng với tăng trưởng tín dụng, đầu tư và giá dầu ổn định cũng là các yếu tố góp phần vào mức tăng trưởng cao của Nga. Tuy nhiên, kinh tế Nga trong thời gian tới sẽ phải đứng trước sức ép khá lớn khi Mỹ thông qua các biện pháp tăng cường trừng phạt Nga vào đầu tháng Tám, tác động đến một loạt ngành công nghiệp của nước này.

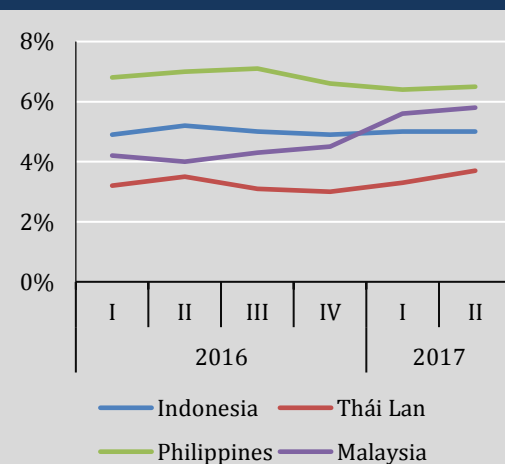
### Các nước ASEAN duy trì tăng trưởng khả quan

Tăng trưởng kinh tế chung của khu vực ASEAN tiếp tục diễn biến khả quan trong Quý 2/2017. Theo ADB, sự mở rộng mạnh của tiêu dùng từ cả nội địa và quốc tế và đầu tư đã tạo cơ sở cho tăng trưởng tại khu vực này. Cụ thể, cơ cấu tăng trưởng kinh tế bộc lộ sự khác biệt giữa các quốc gia này. Tại Indonesia, kinh tế tăng trưởng 5,0% (yoy) trong Quý 2 nhờ vào sự gia tăng của lượng cầu nội địa (5,0%, yoy) và lượng đầu tư cố định trong nước (5,4%, yoy), bên cạnh đó là sự mở rộng của ngành sản xuất. Tại Malaysia, kinh tế Quý 2 tăng trưởng 5,8% (yoy), mức cao nhất từ

Kinh tế Brazil cho thấy dấu hiệu phục hồi khi Quý 2 chứng kiến lần tăng trưởng dương đầu tiên sau ba năm liên tục suy giảm, mặc dù với mức tăng trưởng còn khá khiêm tốn, đạt 0,23% (yoy).

Trong khi đó, tăng trưởng kinh tế Quý 2 năm nay của Ấn Độ chỉ đạt 5,87% (yoy), thấp nhất kể từ Quý 1/2013 và thấp hơn nhiều so với mức trung bình 7,78%/quý trong hai năm 2015-2016. Sự sụt giảm này là kết quả của chính sách đổi tiền từ tháng Mười Một năm 2016, bên cạnh đó, việc xây dựng hệ thống thuế hàng hóa và dịch vụ (GST) đã khiến tăng trưởng kinh tế chững lại do các doanh nghiệp và người dân cần thời gian để làm quen với hệ thống thuế mới. Tình trạng này mặc dù chỉ mang tính tạm thời nhưng được dự báo sẽ kéo dài trong vài quý tới.

**Tăng trưởng kinh tế các nước ASEAN-4 (% , yoy)**



Nguồn: OECD

Quý 1/2015, chủ yếu nhờ sự gia tăng của lượng cầu nội địa, ở mức 7,1% (yoy), và sự tăng trưởng của ngành dịch vụ và sản xuất. Tăng trưởng kinh tế của Philippines đạt 6,5% (yoy), chủ yếu do chi tiêu chính phủ tăng 7,1% (yoy), và các ngành dựa vào tài nguyên thiên nhiên như nông, lâm, ngư nghiệp và khoáng sản tiếp tục phục hồi. Tại Thái Lan, Quý 2 ghi nhận tăng trưởng kinh tế ở mức 3,7% (yoy), nhờ vào sự gia tăng trong xuất khẩu cùng lượng cầu nội địa và sự hồi phục của khu vực nông nghiệp.

Trong khi đó, động lực tăng trưởng chính của Campuchia, Lào và Myanmar là xuất khẩu và dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng sắc tộc nổ ra vào cuối tháng Tám vừa qua

tại Myanmar sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lượng vốn đầu tư nước ngoài cũng như tình hình trao đổi thương mại của nước này với các nước phương Tây, đồng thời gia tăng sự phụ thuộc vào Trung Quốc.

Về triển vọng, ADB dự báo khu vực ASEAN sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao đến cuối năm, đạt 5,0% (yoy) trong cả năm 2017, cao hơn hai năm trước đó (2015: 4,6%; 2016: 4,8%). Đối với các nước ASEAN-5, theo dự báo mới nhất của IMF, tăng trưởng kinh tế của các nước này sẽ đạt 5,1% và 5,2% (yoy) trong hai năm 2017 và 2018, tăng nhẹ so với lần dự báo trước đó vào tháng Tư và cao hơn so với mức tăng trưởng trung bình 4,9% (yoy) của năm ngoái.

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

|  | WEO* (7/2017) |                   |                   | GEP** (6/2017) |                   |                   |
|--|---------------|-------------------|-------------------|----------------|-------------------|-------------------|
|  | 2016e         | 2017p             | 2018p             | 2016e          | 2017p             | 2018p             |
| <b>Toàn cầu</b>                            | <b>3,2</b>    | <b>3,5 (0,0)</b>  | <b>3,6 (0,0)</b>  | <b>2,4</b>     | <b>2,7 (0,0)</b>  | <b>2,9 (0,0)</b>  |
| <b>Các nền kinh tế phát triển</b>          | <b>1,7</b>    | <b>2,0 (0,0)</b>  | <b>1,9 (-0,1)</b> | <b>1,7</b>     | <b>1,9 (+0,1)</b> | <b>1,8 (0,0)</b>  |
| Mỹ   | 1,6           | 2,1 (-0,2)        | 2,1 (-0,4)        | 1,6            | 2,1 (-0,1)        | 2,2 (+0,1)        |
| Khu vực đồng tiền chung Châu Âu            | 1,8           | 1,9 (+0,2)        | 1,7 (+0,1)        | 1,8            | 1,7 (+0,2)        | 1,5 (+0,1)        |
| Anh  | 1,8           | 1,7 (-0,3)        | 1,5 (0,0)         | 1,8            | 1,7 (+0,5)        | 1,5 (+0,2)        |
| Nhật Bản                                   | 1,0           | 1,3 (+0,1)        | 0,6 (0,0)         | 1,0            | 1,5 (+0,6)        | 1,0 (+0,2)        |
| <b>Các nước mới nổi và đang phát triển</b> | <b>4,3</b>    | <b>4,6 (+0,1)</b> | <b>4,8 (0,0)</b>  | <b>3,5</b>     | <b>4,1 (-0,1)</b> | <b>4,5 (-0,1)</b> |
| Nga  | -0,2          | 1,4 (0,0)         | 1,4 (0,0)         | -0,2           | 1,3 (-0,2)        | 1,4 (-0,3)        |
| Trung Quốc                                 | 6,7           | 6,7 (+0,1)        | 6,4 (+0,2)        | 6,7            | 6,5 (0,0)         | 6,3 (0,0)         |
| Ấn Độ                                      | 7,1           | 7,2 (0,0)         | 7,7 (0,0)         | 6,8            | 7,2 (-0,4)        | 7,5 (-0,3)        |
| Brazil                                     | -3,6          | 0,3 (+0,1)        | 1,3 (-0,4)        | -3,6           | 0,3 (-0,1)        | 1,8 (0,0)         |
| Nam Phi                                    | 0,3           | 1,0 (+0,2)        | 1,2 (-0,4)        |                |                   |                   |
| <b>Các nước ASEAN-5</b>                    | <b>4,9</b>    | <b>5,1 (+0,1)</b> | <b>5,2 (0,0)</b>  |                |                   |                   |
| Indonesia                                  | 5,0           | 5,1               | 5,3               | 5,0            | 5,2 (-0,1)        | 5,3 (-0,2)        |
| Malaysia                                   | 4,2           | 4,5               | 4,7               | 4,2            | 4,9 (+0,6)        | 4,9 (+0,4)        |
| Philippines                                | 6,8           | 6,8               | 6,9               | 6,9            | 6,9 (0,0)         | 6,9 (-0,1)        |
| Thái Lan                                   | 3,2           | 3,0               | 3,3               | 3,2            | 3,2 (0,0)         | 3,3 (0,0)         |
| Việt Nam                                   | 6,2           | 6,5               | 6,3               | 6,2            | 6,3 (0,0)         | 6,4 (+0,1)        |
| Lào  | 6,9           | 6,8               | 6,8               |                |                   |                   |
| Campuchia                                  | 7,0           | 6,9               | 6,8               |                |                   |                   |
| Myanmar                                    | 6,3           | 7,5               | 7,6               |                |                   |                   |

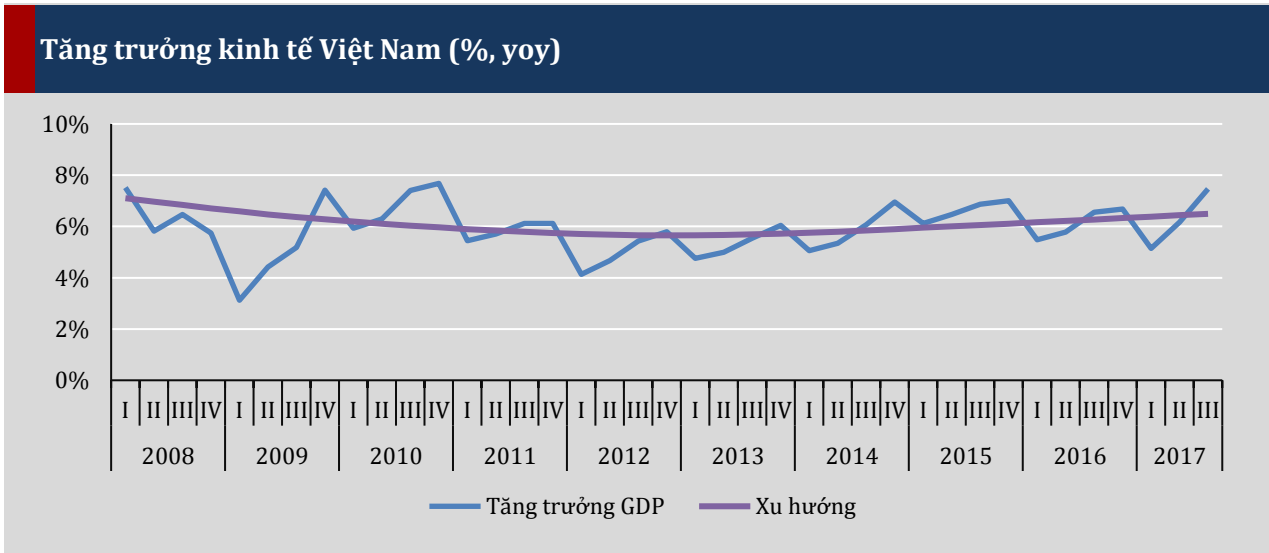
Lưu ý: ( ) chỉ mức độ thay đổi so với lần dự báo gần nhất; e chỉ số ước tính; p chỉ số dự báo

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

# KINH TẾ VIỆT NAM

## Tăng trưởng- lạm phát

### Kinh tế Việt Nam tăng tốc bất thường trong Quý 3

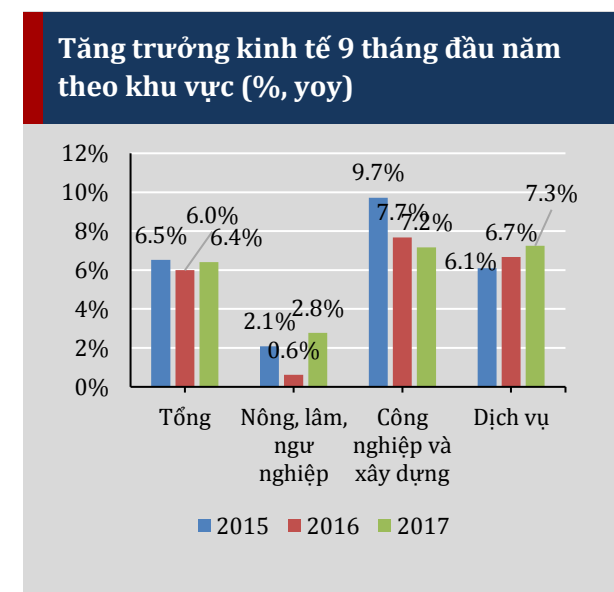


Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Số liệu công bố cho thấy kinh tế Việt Nam tăng trưởng cao bất thường trong Quý 3, với mức tăng trưởng 7,46% (yoy), cao nhất trong vòng 07 năm qua, cao hơn nhiều so với quý trước (6,17%) cũng như cùng kỳ các năm trước (2015: 6,87%, 2016: 6,56%). Tính chung chín tháng đầu năm, tăng trưởng kinh tế đạt 6,41% (yoy), tăng đáng kể so với cùng kỳ năm 2016 (6,0%) tuy vẫn thấp hơn một chút so với năm 2015 (6,5%).

Khu vực dịch vụ tăng trưởng ở mức 7,25% trong ba quý đầu năm (yoy), liên tục gia tăng trong các năm từ 2015-2017. Trong đó, lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm và lĩnh vực kinh doanh bất động sản ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong vòng hơn nửa thập kỷ, lần lượt đạt 7,89% và 3,99% (yoy).

Khu vực nông, lâm, ngư nghiệp cũng cho thấy rõ sự phục hồi so với năm 2016. Tăng trưởng khu vực này trong chín tháng đầu năm đạt 2,78%, cao hơn nhiều so với mức tăng của năm ngoái và cũng cao hơn đáng kể so với mức 2,08% của năm 2015.



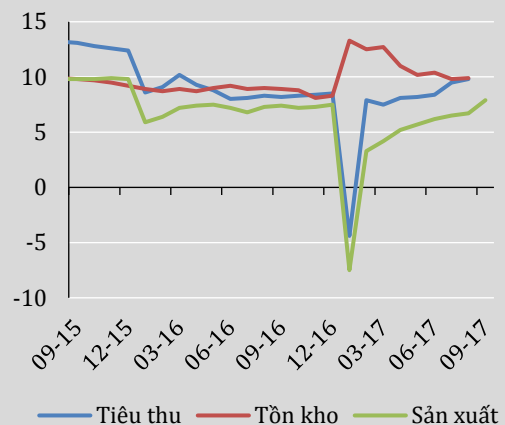
Nguồn: TCTK

Tình hình thời tiết từ đầu năm đến nay khá thuận lợi cho hoạt động của ngành thủy sản và lâm nghiệp, đưa tăng trưởng của hai ngành này lần lượt đạt 5,42% và 5,00% (yoy). Tuy nhiên, tình trạng mưa lũ trên diện rộng trong Quý 3 khiến nông nghiệp chỉ tăng trưởng ở mức khiêm tốn là 1,96%.

Trong khi đó, tăng trưởng khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục thấp hơn so với cùng kỳ hai năm trước đó, đặc biệt thấp hơn đáng kể so với năm 2015 (2015: 9,72%; 2016: 7,68%; 2017: 7,17%, yoy). Sự suy giảm này vẫn chủ yếu đến từ ngành khai khoáng (giảm 8,08% yoy). Ngành công nghiệp chế biến chế tạo vẫn không ngừng cải thiện tốc độ tăng trưởng, với mức tăng trưởng rất cao 12,77% (yoy) trong ba quý đầu năm, cao nhất so với cùng kỳ các năm trở lại đây (2013: 6,58%; 2014: 7,09%; 2015: 10,15%; 2016: 1,22%). Bên cạnh đó, xây dựng vẫn tăng trưởng khả quan ở mức 8,3% (yoy), mặc dù thấp hơn mức tương ứng của hai năm trước, đều trên 9%, (yoy).

Các chỉ báo sản xuất công nghiệp cũng liên tục cải thiện rõ rệt trong Quý 3. Chỉ số sản xuất công nghiệp và tiêu thụ đều đã vượt mức trung bình của năm 2016, cho thấy mức sụt giảm hồi đầu năm chỉ mang tính chất tạm thời. Cụ thể, tới hết tháng Chín, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp tăng 7,9% (yoy), cao nhất kể từ đầu năm 2016 đến nay. Trong đó, IPI ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng 12,8% (yoy), mức ấn tượng nhất trong nhiều năm trở lại đây.

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

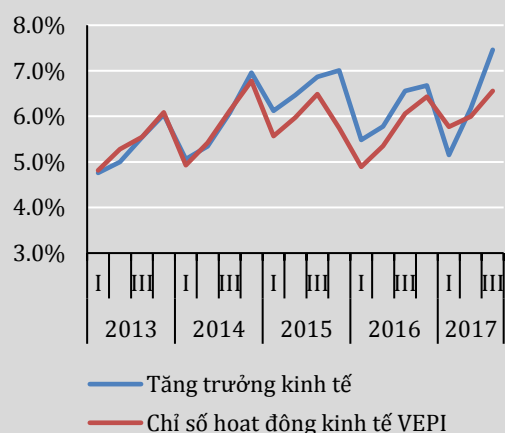


Nguồn: TCTK

Tương tự, chỉ số tiêu thụ liên tiếp được cải thiện, đạt mức tăng trưởng 9,8% (yoy) tính đến hết tháng Tám. Trong khi đó, chỉ số tồn kho ngành công nghiệp giảm nhẹ trong quý, xuống còn 9,9% (yoy) vào tháng Tám.

Mức tăng trưởng cao trong Quý 3 phần nào cho thấy kết quả sau hàng loạt các biện pháp và chỉ thị quyết liệt của Chính phủ đối với các bộ, ngành, địa phương trong thời gian qua. Với quyết tâm đạt mục tiêu

### Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI



Nguồn: VEPR

tăng trưởng 6,7%, Chính phủ đã đưa ra nhiều giải pháp như tạo điều kiện thuận lợi về tiếp cận tín dụng đối với cả hộ gia đình và các doanh nghiệp và đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân vốn đầu tư công; đồng thời đặt ra mục tiêu, chỉ tiêu, kịch bản tăng trưởng đối với từng bộ, ngành, lĩnh vực. Tuy nhiên, các biện pháp và chỉ thị này mới chỉ mang tính ngắn hạn, vì chưa hướng đến các nền tảng cơ bản của tăng trưởng kinh tế như năng suất lao động hay sức sản xuất của nền kinh tế.

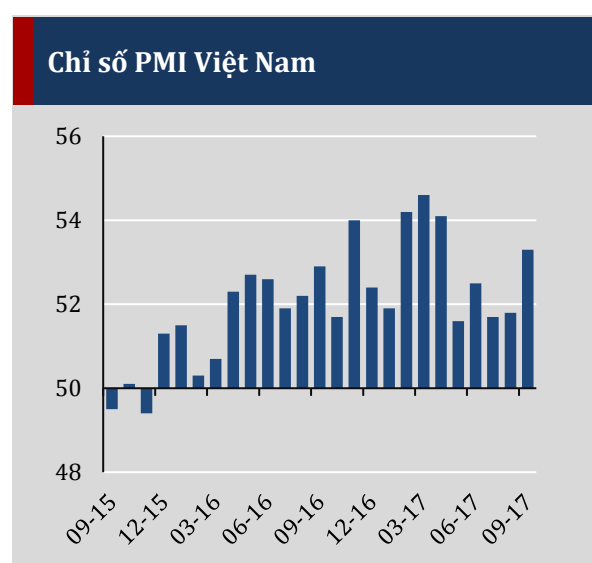
Trong khi đó, chỉ số hoạt động kinh tế VEPI (Viet Nam Economic Performance Index), do VEPR xây dựng dựa trên các số liệu về sản lượng điện thương phẩm, kim ngạch xuất nhập khẩu, vận tải hàng hóa nội địa, tăng trưởng tín dụng và PMI sản xuất,

### **Số việc làm tạo mới và tăng trưởng lao động trong công nghiệp giảm**

Trong bối cảnh tăng trưởng cao, chỉ số quản trị nhà mua hàng (PMI) liên tục tăng trong Quý 3. PMI tăng từ 51,7 điểm trong tháng Bảy lên mức 53,5 điểm trong tháng Chín nhờ sự gia tăng trong nhu cầu tiêu dùng. Theo đó, chỉ số này cũng ghi nhận chuỗi 22 tháng mở rộng liên tiếp của khu vực sản xuất. Sự gia tăng của chỉ số PMI dự báo sự cải thiện về các điều kiện hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực sản xuất tại Việt Nam.

Khảo sát về xu hướng kinh doanh của các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến chế tạo do TCTK thực hiện cũng cho thấy

cũng cho thấy sự phục hồi của nền kinh tế trong Quý 3. Tuy nhiên, mức độ hồi phục này thấp hơn so với công bố của TCTK về tăng trưởng GDP, do chỉ số VEPI luôn có xu hướng biến động ổn định hơn. Cụ thể, VEPI Quý 3 đạt 6,56%, cao hơn so với hai quý trước và cùng kỳ năm 2016 tuy nhiên thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng GDP 7,46%. Trong trường hợp khoảng cách giữa tăng trưởng GDP và VEPI doãng ra một cách bất thường, chúng ta có thể phải lưu ý lại tính thống nhất của số liệu. Trong các chỉ tiêu thành phần của VEPI, ngoài xuất nhập khẩu đạt mức tăng trưởng cao (nhưng vẫn thấp hơn so với quý trước), thì các chỉ tiêu còn lại đều tăng trưởng ở mức trung bình, không có đột biến.



Nguồn: HSBC, Nikkei

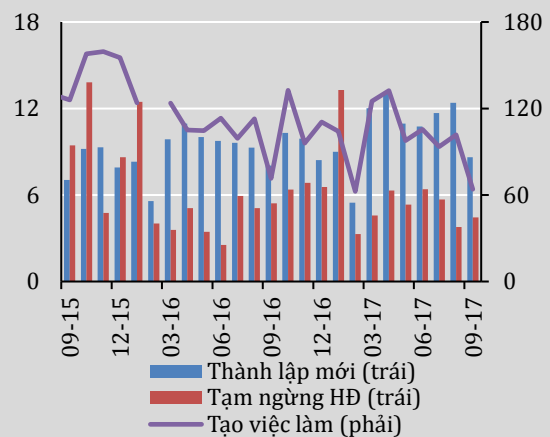
dấu hiệu lạc quan. Trong số các doanh nghiệp tham gia khảo sát, có 41,5% số doanh nghiệp đánh giá tình hình sản xuất kinh doanh Quý 3 tốt hơn so với quý trước, và chỉ 17,9% số doanh nghiệp cho rằng tình hình sản xuất kinh doanh khó khăn hơn, thấp hơn so với cả quý trước (19,2%) và cùng kỳ năm trước (19,7%).

Về tình hình hoạt động trong tháng Chín, số lượng doanh nghiệp thành lập mới, sau khi duy trì quanh mức rất cao là 12.000 doanh nghiệp mỗi tháng từ tháng Ba tới tháng Tám, đã giảm đi đáng kể, xuống mức 8.610 doanh nghiệp. Lượng vốn và số lao động đăng ký mới cũng giảm đi lần lượt là 38,7% và 37% so với tháng Tám; trong khi lượng doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động tăng 17,6% trong tháng. Tình trạng này một phần là do quan niệm lo ngại của người dân về sự kém may mắn khi khởi sự kinh doanh trong tháng Bảy âm lịch, trùng với tháng Chín dương lịch năm nay.

Tính chung cả quý, số lượng doanh nghiệp thành lập mới giảm 6,1% so với quý trước tuy nhiên cao hơn 21,3% so với cùng kỳ năm 2016. Các ngành nghề có số lượng doanh nghiệp đăng ký mới cao nhất trong quý là bán buôn, bán lẻ (12,4 nghìn doanh nghiệp), công nghiệp chế biến, chế tạo (3,9 nghìn doanh nghiệp) và xây dựng (3,7 nghìn doanh nghiệp). Đồng thời, số doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động giảm đi tương ứng là 22,9% (qoq) và 15,4% (yoy).

Quy mô việc làm tạo mới trong Quý 3 giảm đi 22,8% (qoq) và 8,6% (yoy), xuống còn 259,2 nghìn người. Tính chung trong chín tháng đầu năm, tổng số lao động đăng ký

### Tình hình hoạt động doanh nghiệp (nghìn DN; nghìn người)

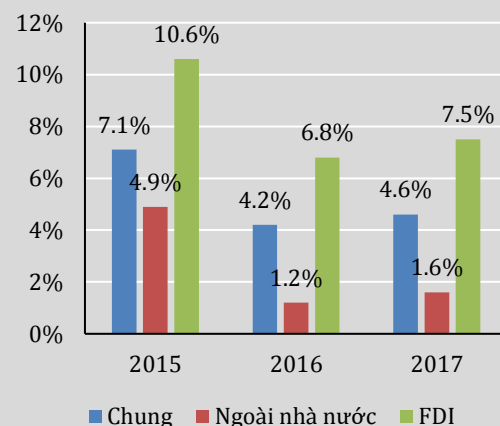


Nguồn: TCTK

của các doanh nghiệp thành lập mới cũng giảm đi 4,5% so với cùng kỳ năm trước và giảm 11,3% so với cùng kỳ 2015.

Không chỉ suy giảm trong việc làm mới, số lượng lao động đang làm việc trong các ngành công nghiệp cũng có xu hướng giảm tốc độ tăng trưởng. Tăng trưởng số lượng lao động tại thời điểm 01/09/2017 đạt 4,6% (yoy), cao hơn so với cùng kỳ năm

### Tăng trưởng lao động trong ngành công nghiệp 9 tháng đầu năm (%)



Nguồn: TCTK



2016 tuy nhiên thấp hơn đáng kể so với năm 2015. Lao động trong các ngành công nghiệp, trừ ngành chế biến chế tạo, đều giảm đi so với cùng kỳ năm trước.

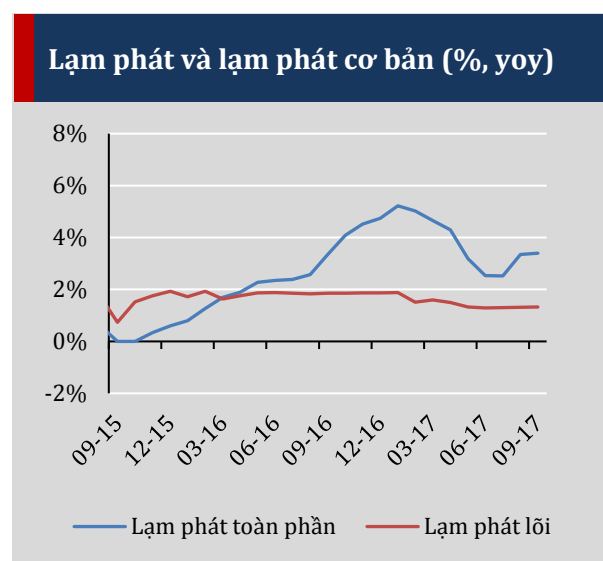
Xét theo thành phần, tăng trưởng lao động chủ yếu đến từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài, với mức tăng trưởng 7,5% (yoy), trong khi khu vực nhà nước giảm 3,6% và khu vực ngoài nhà nước chỉ tăng 1,6%.

Thực tế này cho thấy tình hình sản xuất công nghiệp của khu vực kinh tế trong nước vẫn chưa thực sự được cải thiện, và kinh tế tư nhân chưa phải là động lực của nền kinh tế. Trong bối cảnh đó, vào tháng Sáu, Nghị quyết Hội nghị lần thứ năm Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XII về phát triển kinh tế tư nhân trở thành một động lực quan trọng của nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa đã được ban hành, và vào đầu tháng Mười, Thủ tướng Chính phủ đã ký ban hành

### Lạm phát gia tăng trở lại trong Quý 3

Sau khi giảm mạnh từ đầu năm, lạm phát toàn phần của Việt Nam đã gia tăng trở lại trong tháng Tám và tháng Chín với sự phục hồi của giá nhóm hàng thực phẩm. Cụ thể, tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng đã tăng từ mức 2,52% trong tháng Bảy lên mức 3,35% và 3,40% (yoy) trong hai tháng tiếp theo. Sức ép gia tăng đối với lạm phát chủ yếu đến từ lộ trình tăng giá dịch vụ công cùng với các đợt điều chỉnh giá xăng dầu trong quý.

Chương trình hành động của Chính phủ thực hiện Nghị quyết. Cụ thể, Chính phủ đã đề ra các nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu nhằm cải thiện môi trường kinh doanh; nâng cao chất lượng tăng trưởng, năng suất lao động, sức cạnh tranh của nền kinh tế; thực hiện bãi bỏ ít nhất từ 1/3 đến 1/2 các rào cản, quy định điều kiện kinh doanh không cần thiết, bất hợp lý, mở rộng khả năng tham gia thị trường, thúc đẩy cạnh tranh lành mạnh, bình đẳng giữa các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành quyết định điều chỉnh giảm 0,25%/năm đối với các mức lãi suất điều hành và giảm 0,5%/năm lãi suất cho vay trên nhiều lĩnh vực, ngành kinh tế, có hiệu lực từ 10/07/2017. Theo đó, các ngân hàng đã đồng loạt điều chỉnh mức lãi suất, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn và giảm chi phí vay vốn, từ đó thúc đẩy sản xuất và kinh doanh.



Nguồn: TCTK

Cụ thể, đối với giá dịch vụ y tế, trong tháng Tám và tháng Chín, đã có tổng cộng 20 tỉnh thực hiện điều chỉnh tăng giá dịch vụ y tế cho đối tượng không có thẻ bảo hiểm, đưa mức giá của nhóm hàng này trong tháng Chín tăng 29,01% so với tháng 12/2016 và 58,08% so với cùng kỳ năm trước. Về giá dịch vụ giáo dục, lần lượt có 5 tỉnh và 41 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương thực hiện lộ trình tăng học phí trong tháng Tám và tháng Chín, khiến chỉ số giá của nhóm dịch vụ này tính đến hết tháng Chín tăng 7,92% so với tháng 12 năm ngoái và tăng trưởng 8,65% (yoy).

Đồng thời, chỉ số giá nhóm hàng giao thông cũng liên tục tăng sau các đợt điều chỉnh tăng giá xăng dầu trong quý, với tăng trưởng trong hai tháng Tám và Chín là 5,7% và 6,7% (yoy).

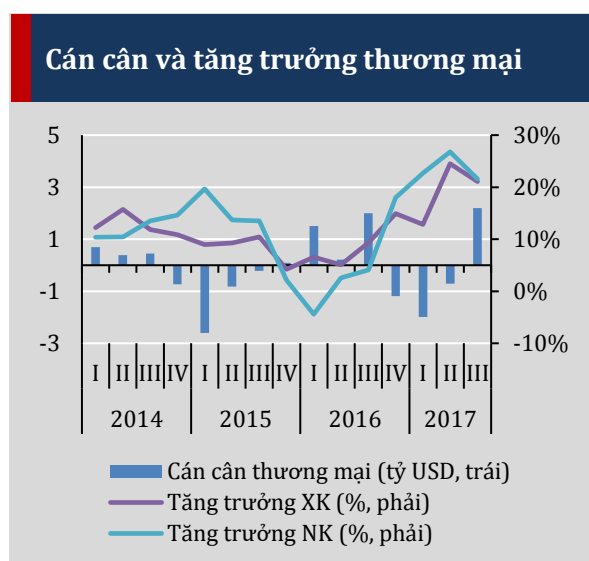
## Các cân đối vĩ mô

### *Cán cân TM thặng dư nhẹ nhưng khu vực trong nước tiếp tục nhập siêu mạnh*

Thương mại tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong Quý 3 với tốc độ tăng trưởng của cả xuất khẩu và nhập khẩu đều đạt trên 21% (yoy), chỉ thấp hơn so với quý trước trong vòng năm năm qua. Cụ thể, xuất khẩu và nhập khẩu tăng trưởng lần lượt 21,1% và 21,6% (yoy) trong Quý 3. Đặc biệt, sau ba quý thâm hụt thương mại, Quý 3 ghi nhận mức xuất siêu là 2,2 tỷ USD, cao nhất trong nhiều năm trở lại đây.

Bên cạnh đó, việc Thủ tướng đã ký quyết định số 24/2017/QĐ-TTg, có hiệu lực từ ngày 15/08/2017, cho phép EVN được tự quyền quyết định mức điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân trong khoảng từ 3-5% (dựa trên biến động khách quan của giá các đầu vào) có thể tạo ra sức ép đối với lạm phát trong thời gian tới.

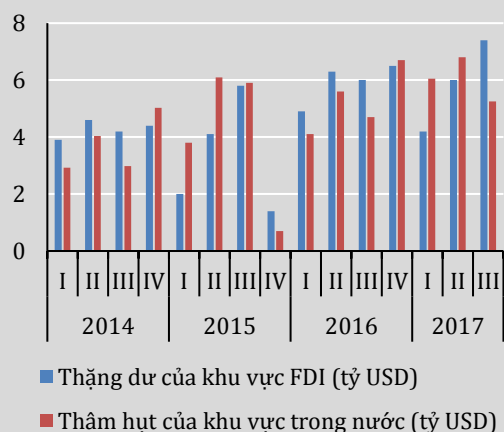
Trong khi đó, lạm phát cơ bản vẫn giảm nhẹ so với Quý 2, và chỉ đạt mức 1,32% (yoy) vào cuối quý này, nới rộng khoảng cách với lạm phát toàn phần, cho thấy sự gia tăng chủ yếu đến từ nhóm các mặt hàng do Nhà nước quản lý. Mặt khác, diễn biến của lạm phát cơ bản cũng phản ánh chính sách điều tiết cung tiền thận trọng của NHNN. Trong chín tháng đầu năm, tổng phương tiện thanh toán ước tính tăng 9,59% so với cuối năm 2016, thấp hơn so với cùng kỳ năm trước (11,76%).



Nguồn: CEIC, TCTK



## Cán cân thương mại theo khu vực



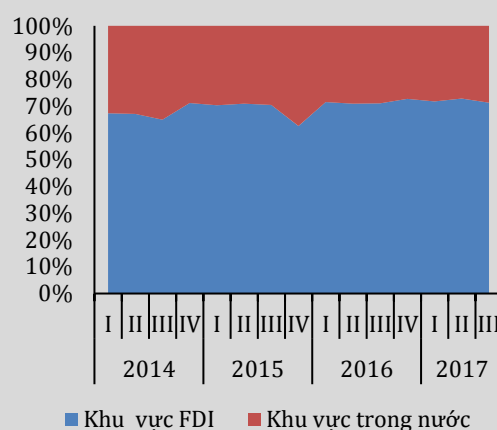
Nguồn: CEIC, TCTK

Tính chung chín tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa ước đạt 154 tỷ USD, tăng 19,8% (yoy), cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng cùng kỳ các năm trước (2015: 9,6%; 2016: 6,7%). Đồng thời, tăng trưởng xuất khẩu không chỉ phục hồi về giá trị mà cả về lượng. Nếu loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng xuất khẩu đạt 14,4% (yoy), cao hơn so với năm 2016 (10,2%).

Trong khi đó, nhập khẩu hàng hóa tính đến hết Quý 3 tăng trưởng ở mức 23,1% (yoy). Kim ngạch nhập khẩu Quý 3 đạt 54 tỷ USD và 154,5 tỷ USD trong ba quý đầu năm. Do đó, mặc dù xuất siêu 2,2 tỷ USD trong Quý 3, cán cân thương mại của Việt Nam tính từ đầu năm vẫn thâm hụt nhẹ ở mức 0,5 tỷ USD (cùng kỳ 2015: thâm hụt 3,8 tỷ USD; cùng kỳ 2016: thặng dư 2,8 tỷ USD).

Đặc biệt, xét theo khu vực kinh tế, trong khi khu vực có vốn đầu tư nước ngoài thặng dư 17,6 tỷ USD, khu vực kinh tế trong nước ghi nhận mức thâm hụt thương mại là 18,1 tỷ USD trong chín tháng đầu năm. Tính riêng

## Cơ cấu xuất khẩu theo khu vực



Nguồn: CEIC, TCTK

Quý 3, thâm hụt của khu vực trong nước đạt 5,2 tỷ USD, tuy thấp hơn so với hai quý trước nhưng tăng 11,7% (yoy). Thực trạng này cho thấy sự phụ thuộc vào khu vực FDI trong thương mại và do đó là trong tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam và đặt ra hoài nghi về triển vọng dài hạn về chất lượng và sự bền vững của tăng trưởng kinh tế.

Xét theo nhóm hàng, xuất khẩu nhiều mặt hàng chủ lực của Việt Nam tăng đáng kể so với cùng kỳ năm 2016. Trong đó, xuất khẩu nhóm điện thoại và linh kiện đạt 31,0 tỷ USD (tăng 21,4%); dệt may đạt 19,3 tỷ USD (tăng 8,6%); điện tử, máy tính và linh kiện đạt 18,5 tỷ USD (tăng 40,8%); giày dép đạt 10,6 tỷ USD (tăng 12,7%). Đặc biệt, xuất khẩu nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản trong chín tháng đầu năm 2017 đạt 76,8 tỷ USD, tăng 24,3% (yoy) về giá trị và tăng cả về tỷ trọng trong kim ngạch xuất khẩu so với cùng kỳ các năm trước (2014: 42,1%; 2015: 45,9%; 2016: 45,9%; 2017: 49,9%).

Trong khi đó, nhập khẩu tăng mạnh ở các nhóm hàng tư liệu sản xuất phục vụ cho các ngành công nghiệp chế biến chế tạo. Trong đó, nhóm hàng máy móc, thiết bị, dụng cụ, phụ tùng đạt 27 tỷ USD (tăng 32,9%); điện tử, máy tính và linh kiện đạt 25,8 tỷ USD (tăng 28,3%); điện thoại và linh kiện đạt 10,7 tỷ USD (tăng 41,3%).

Xét theo đối tác, mặc dù Mỹ và EU vẫn là các thị trường xuất khẩu lớn nhất với kim ngạch lần lượt là 31,2 tỷ và 28,4 tỷ USD, song xuất khẩu của Việt Nam sang các thị trường trong khu vực tiếp tục tăng trưởng nhanh. Kim ngạch xuất khẩu sang các thị trường Trung Quốc, ASEAN, Nhật và Hàn Quốc lần lượt đạt 21,9 tỷ USD, 16 tỷ USD, 12,5 tỷ USD và 10,6 tỷ USD, tăng tương ứng là 44,7%, 26,1%, 17,2% và 27,3% (yoy).

Đặc biệt, Trung Quốc đang là thị trường nhập khẩu có tốc độ tăng trưởng cao nhất của Việt Nam, trong đó đáng chú ý là các mặt hàng nông, lâm và thủy sản. Cụ thể, đối với rau quả, lượng xuất khẩu mặt hàng này sang thị trường Trung Quốc tăng trưởng ở mức 60% (yoy) trong ba quý đầu năm; đồng thời, hơn 70% lượng xuất khẩu rau quả của Việt Nam trong thời gian qua đều hướng đến thị trường Trung Quốc. Thực tế này cho thấy sự mức độ phụ thuộc rất lớn của xuất khẩu vào thị trường này. Có thể thấy, đây là thị trường rất lớn, bên cạnh đó lại rất gần về mặt địa lý đối với Việt Nam, vì vậy vô cùng thuận lợi cho việc xuất khẩu của ta, đặc biệt là với đặc thù của các mặt hàng như nông sản. Việc thị trường Trung Quốc ngày càng phát triển và yêu cầu cao hơn bằng các biện pháp tăng rào cản

kỹ thuật đối với hàng hóa nông sản của Việt Nam đòi hỏi chúng ta phải không ngừng nâng cao chất lượng hàng nông sản xuất khẩu để đảm bảo những điều kiện kiểm soát của các nhà nhập khẩu. Thêm vào đó, việc Nhân dân tệ liên tục tăng giá cũng tạo điều kiện cho xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường này. Nếu có thể nhận thức được tầm quan trọng to lớn của thị trường Trung Quốc và tập trung vào cải thiện chất lượng sản phẩm đáp ứng các yêu cầu thị trường này đặt ra, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ có cơ hội rất lớn để cải thiện tình trạng nhập siêu và thúc đẩy nền kinh tế trong thời gian tới. Nếu không đảm bảo được về chất lượng, chúng ta sẽ khó tránh khỏi các cuộc khủng hoảng dư thừa như đã diễn ra đối với các mặt hàng như thịt lợn, dưa hấu hay vải trong thời gian vừa qua.

Trong khi đó, Hàn Quốc tiếp tục củng cố vị trí là thị trường nhập siêu lớn nhất của Việt Nam. Nguyên nhân chính là do Hàn Quốc dẫn đầu về lượng vốn FDI vào nước ta và các doanh nghiệp FDI này chủ yếu nhập khẩu tư liệu sản xuất từ chính quốc. Chính tháng đầu năm, nhập khẩu từ Hàn Quốc đạt 33,9 tỷ USD, tăng 46,5% (yoy) trong khi nhập khẩu từ Trung Quốc chỉ tăng 15,6% và đạt 41,6 tỷ USD. Theo đó, thâm hụt thương mại với Hàn Quốc ở mức 23,3 tỷ USD, tăng cách biệt với mức thâm hụt với Trung Quốc, đạt 19,7 tỷ USD. Sự dịch chuyển đối tác nhập siêu từ Trung Quốc sang Hàn Quốc, một nước có trình độ công nghệ cao hơn, có thể là cơ hội để Việt Nam tiếp nhận các tiến bộ công nghệ cao thông qua quá trình điều chỉnh và áp dụng các sản phẩm nhập khẩu.

### *Tiến độ thu chi ngân sách chậm*

Bộ chi NSNN tiếp tục duy trì ở mức thấp trong ba quý đầu năm 2017. Tuy nhiên, tiến độ thu, chi ngân sách trong năm nay còn chậm so với cùng kỳ các năm trước.

Tính tới thời điểm 15/09/2017, tổng thu NSNN ước đạt 786,3 nghìn tỷ đồng, tăng 18,2% (yoy) và bằng 64,9% dự toán năm (2015: 70,3%; 2016: 65,6% dự toán).

Trong đó, thu nội địa đạt 617,7 nghìn tỷ đồng, chỉ bằng 62,4% dự toán và chiếm 78,6% tổng thu. Trong thu nội địa, thu từ khu vực Nhà nước đạt 137 nghìn tỷ đồng, chỉ bằng 47,8% dự toán; trong khi đó, thu từ khu vực ngoài Nhà nước và khu vực FDI (không kể dầu thô) lần lượt đạt 120,2 và 111,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 61,8% và 55,4% dự toán. So với cuối quý 2, thu từ khu vực Nhà nước tăng cao hơn (tăng 66%) so với hai khu vực còn lại (lần lượt tăng 52% và 50%).

Tổng chi NSNN tính đến ngày 15/09 ước đạt 851,5 nghìn tỷ đồng và chỉ bằng 61,2% dự toán. Trong đó, chi dành cho đầu tư phát triển tiếp tục duy trì ở mức thấp, ước tính đạt 153 nghìn tỷ đồng, tương đương với 42,8% dự toán năm và chỉ chiếm 18,0% tổng chi. Ước tính bộ chi ngân sách đến cuối Quý 3 chỉ ở mức 65,2 nghìn tỷ đồng, thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây (2015: 136 nghìn tỷ; 2016: 154,2 nghìn tỷ). Tuy nhiên, điều này còn bắt nguồn từ việc

chi trả nợ gốc không còn được tính vào bộ chi NSNN từ năm tài khóa 2017. Nếu tính cả chi trả nợ gốc, bộ chi ngân sách vẫn ở mức rất cao là 193,2 nghìn tỷ đồng trong chín tháng đầu năm nay.

Trong bối cảnh tiến độ thực hiện giải ngân vốn đầu tư phát triển còn chậm, ngày 03/08 vừa qua, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 70/NQ-CP về những nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân kế hoạch vốn đầu tư công, nhằm mục tiêu giải ngân hết kế hoạch vốn đầu tư công năm 2017. Việc đẩy mạnh giải ngân vốn vừa góp phần thúc đẩy tăng trưởng, vừa giảm tình trạng sử dụng lãng phí và kém hiệu quả vốn đầu tư công hiện nay.

Trong khi đó, phần lớn tổng chi (khoảng 73%) là dành cho chi thường xuyên với 623 nghìn tỷ đồng, đạt 69,5% so với dự toán. Tốc độ tăng chi thường xuyên thậm chí còn có xu hướng gia tăng về mặt danh nghĩa (2015: 7,3%, 2016: 5,8%, 2017: 8,5%). Đồng thời, chi trả nợ gốc và lãi lần lượt đạt 128 và 72,4 nghìn tỷ đồng, tương ứng đạt 78,1% và 73,2% dự toán. Thực trạng này tiếp tục cho thấy sự thiếu cân bằng và bất hợp lý của tổng chi khi nguồn lực cho tăng trưởng dài hạn như đầu tư công bị hạn chế tương đối so với việc phục vụ nhu cầu ngắn hạn như chi thường xuyên và trả nợ.

### Tiêu dùng tiếp tục cải thiện, tăng trưởng đầu tư chủ yếu đến từ khu vực FDI

Số liệu cho thấy tình hình tiêu dùng tiếp tục cải thiện vững chắc trong Quý 3. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong ba quý đầu năm ước đạt 2.917,6 nghìn tỷ đồng, tăng 10,5% (yoy), cao hơn so với cùng kỳ các năm trước (2015: 10,2%, 2016: 9,5%).

Đồng thời, tiêu dùng có sự cải thiện rõ rệt trong cả tăng trưởng về lượng, với mức tăng 9,2% (yoy) khi loại trừ yếu tố giá.

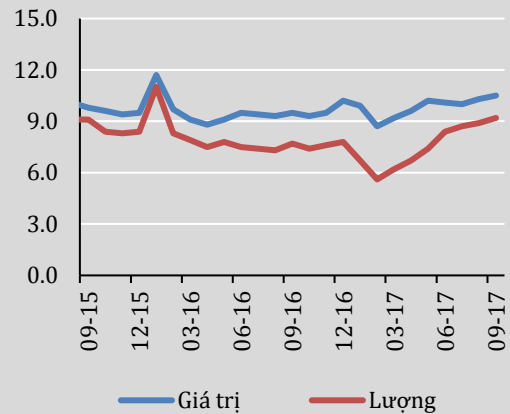
Trong đó, một số nhóm hàng có mức tăng cao là phương tiện đi lại (24,9%), may mặc (14,9%) và trang thiết bị gia đình (11,3%).

Bên cạnh đó, lượng khách du lịch trong và ngoài nước tăng mạnh trong năm nay đã góp phần vào mức tăng trưởng lần lượt là 12% và 14,4% (yoy) trong doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và dịch vụ du lịch lữ hành của Việt Nam trong chín tháng đầu năm nay. Đặc biệt, lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam trong chín tháng đầu năm nay đã đạt hơn 9,448 triệu lượt, tăng 28,4% (yoy) và đã đạt gần 73% chỉ tiêu được Chính phủ giao là 13 triệu lượt trong năm nay, tức là tăng 30% (yoy). Trong khi đó, tổng vốn đầu tư toàn xã hội cho thấy mức tăng trưởng mạnh hơn

trong Quý 3, đặc biệt là dòng vốn FDI.

Tổng vốn đầu tư thực hiện của toàn bộ nền kinh tế Quý 3 ước đạt 453,9 nghìn tỷ đồng, bằng 116,8% so với cùng kỳ năm trước, cao nhất trong vòng hai năm trở lại đây. Sự phục hồi này chủ yếu đến từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài, với tổng số vốn đạt 105,0 nghìn tỷ đồng, tăng 27,7% (yoy).

Tăng trưởng bán lẻ (% ytd, yoy)

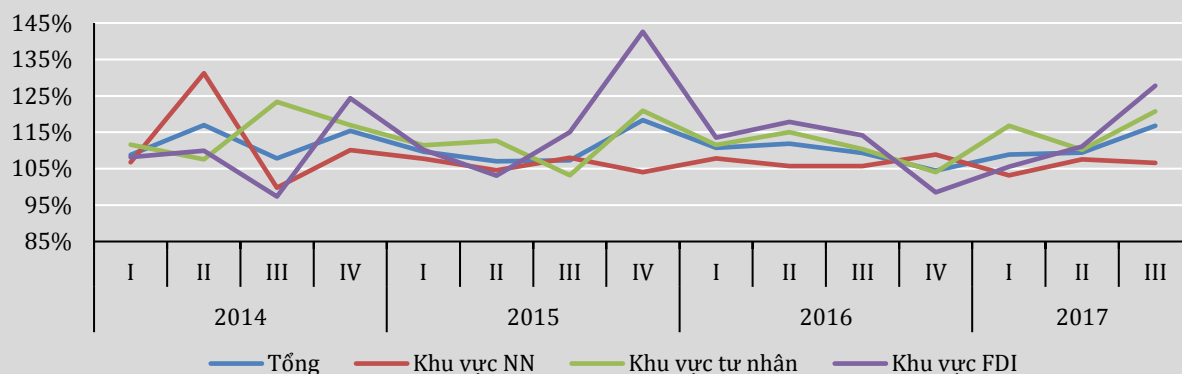


Nguồn: TCTK

Bên cạnh đó, vốn đầu tư từ khu vực tư nhân cũng tăng trưởng mạnh ở mức 20,7% (yoy), cao hơn nhiều so với quý trước và cùng kỳ năm trước với mức tăng trưởng lần lượt là 10,2% và 10,3% (yoy).

Trong khi đó, mặc dù ngày 03/08/2017, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 70/NQ-CP về những nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân kế hoạch vốn đầu tư công, nhưng tốc độ tăng trưởng vốn của khu vực này trong Quý 3 vẫn chưa được cải thiện, khi chỉ đạt 159,4 nghìn tỷ đồng, tăng 6,6% (yoy), thấp hơn so với mức tăng trong Quý 2 (7,5%) nhưng cao hơn so với Quý 3/2016 (5,7%). Điều này phản ánh tình trạng chậm giải ngân vốn đầu tư công. Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư nguồn ngân sách Nhà nước (NSNN) chín tháng năm 2017 ước đạt 46,7% so kế hoạch theo Nghị quyết của Quốc hội, đạt thấp hơn so cùng kỳ năm 2016. Tình trạng này vừa tác động tới việc thực hiện mục tiêu tăng trưởng kinh tế, vừa giảm hiệu quả sử dụng vốn đầu tư.

## Vốn đầu tư toàn xã hội (so với cùng kỳ năm trước), 2013-2017



Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Ngược lại, đối với dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, quá trình giải ngân vốn diễn biến tích cực trong ba quý đầu năm, giải ngân được tổng cộng 12,5 tỷ USD và tăng 13,5% (yoy). Xét riêng trong Quý 3, lượng vốn FDI được giải ngân đạt 4,78 tỷ USD, tăng 26,8% (yoy). Đây là mức tăng cao nhất trong vòng hai năm trở lại đây.

Trong khi đó, sau khi tăng vọt trong Quý 2, lượng vốn đăng ký mới giảm xuống mức 2,72 tỷ USD, giảm 25,8% (yoy), với 661 dự án đăng ký mới, hầu hết có quy mô nhỏ, chủ yếu thuộc ngành công nghiệp chế biến chế tạo (249 dự án; 1,47 tỷ USD) và ngành bán buôn, bán lẻ và sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy (141 dự án; 109,8 triệu USD).

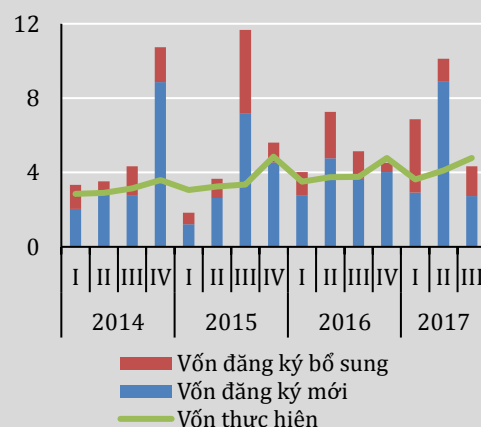
### Thị trường tài chính và tiền tệ

#### Thị trường ngoại hối gia tăng sự ổn định

Tỷ giá danh nghĩa tiếp tục duy trì xu hướng ổn định trong Quý 3/2017. Mức lạm phát tương đối thấp, lượng cung ngoại tệ dồi dào nhờ sự gia tăng của lượng vốn đầu tư cả trực tiếp và gián tiếp từ nước ngoài cùng với việc đồng USD liên tục mất giá so với các

Xét theo đối tác, Hàn Quốc đã vươn lên trở thành nhà đầu tư lớn nhất vào Việt Nam với tổng vốn đăng ký là 6,32 tỷ USD, đồng thời dẫn đầu về số dự án cấp mới và số dự án tăng vốn (594 và 318 dự án). Đóng góp đáng kể vào lượng vốn đăng ký là dự án Samsung Display Việt Nam tại Bắc Ninh với mức vốn đầu tư bổ sung là 2,5 tỷ USD. Theo sát là Nhật Bản với 5,91 tỷ vốn đăng ký, chủ yếu đến từ hai dự án lớn là BOT Nghi Sơn 2 (2,79 tỷ USD) và ống dẫn khí Ô Môn (1,27 tỷ USD). Singapore đứng thứ ba về tổng lượng vốn đăng ký (4,14 tỷ USD).

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



Nguồn: Bộ KH&ĐT



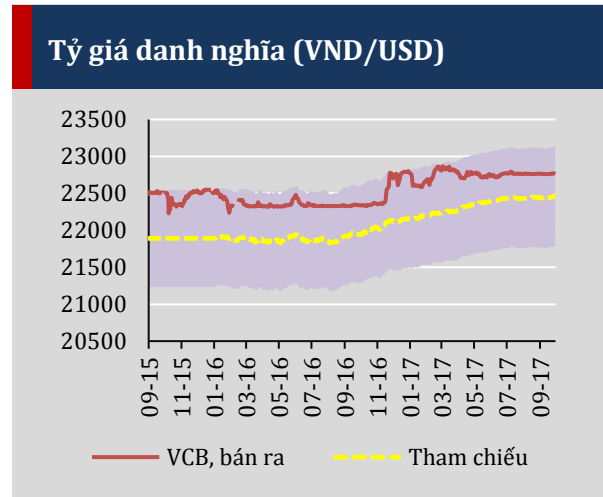
đồng tiền mạnh khác đã giảm đáng kể sức ép đối với tỷ giá VND tại Việt Nam. Vì vậy, cả tỷ giá tham chiếu và tỷ giá giao dịch tại các NHTM đều biến động không đáng kể trong quý. Biên độ dao động của tỷ giá bán ra tại Vietcombank ở mức rất thấp,  $\pm 0,066\%$ , dao động nhẹ trong khoảng 22.760-22.790 VND/USD.

Trong khi đó, tỷ giá tham chiếu, sau đà tăng nhẹ trong quý trước, đã duy trì ổn định trong suốt Quý 3 với biên độ dao động  $\pm 0,094\%$ . Tính đến hết tháng Chín, tỷ giá trung tâm do NHNN công bố đạt mức 22.470 VND/USD, chỉ tăng 0,17% so với thời điểm cuối Quý 2/2017. Động thái này của NHNN đã hỗ trợ xuất khẩu và góp phần đảm bảo sự ổn định của tỷ giá trong thời gian tới, khi các sức ép làm mất giá đồng VND sẽ gia tăng vào cuối năm do cầu về ngoại tệ tăng lên bởi yếu tố mùa vụ và lãi suất thị trường liên ngân hàng liên tục giảm sâu kể từ giữa Quý 2.

Dự trữ ngoại hối liên tục được cải thiện. Số liệu mới nhất được công bố trong Hội nghị lần thứ 6, Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XII ngày 11/10/2017, dự trữ ngoại hối

### Mặt bằng lãi suất cho vay giảm

Trong khi lãi suất huy động vẫn duy trì khá ổn định, mặt bằng lãi suất cho vay được điều chỉnh giảm trong Quý 3, theo chính sách giảm lãi suất điều hành thêm 0,25%, kèm theo các giải pháp hỗ trợ lãi suất đối với một số lĩnh vực, đối tượng, do NHNN ban hành vào ngày 10/07/2017, theo chỉ đạo của Chính phủ. Cụ thể, lãi suất

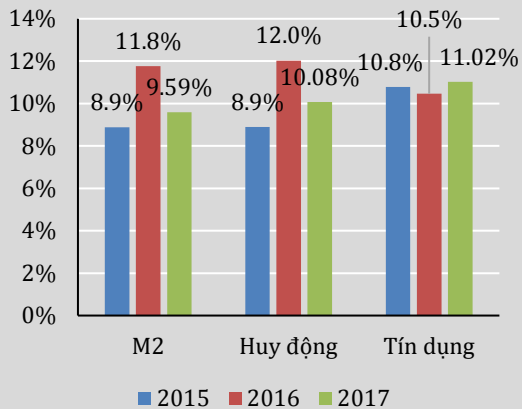


Nguồn: VEPR tổng hợp

ước tính đã tăng lên 45 tỷ USD, cao nhất từ trước đến nay. Tính riêng trong Quý 3 2017, NHNN đã mua ròng tới 3 tỷ USD. Điều này tạo thêm không gian chính sách cho NHNN can thiệp vào thị trường ngoại hối. Bên cạnh đó, kiều hối tăng trưởng ổn định và dự báo sẽ tăng mạnh vào dịp trước Tết Nguyên đán cũng sẽ hỗ trợ cho sự ổn định của tỷ giá. Do đó, NHNN có thêm không gian để tiếp tục duy trì nới lỏng tiền tệ, giảm lãi suất, nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, nếu không kiểm soát chặt chẽ và trung hòa kíp thời lượng ngoại tệ này, những bất ổn vĩ mô nhiều khả năng sẽ xảy ra trong thời gian tới, đặc biệt là tình trạng lạm phát.

cho vay ngắn hạn từ mức 6-9% của Quý 2 được giảm 0,5%/năm xuống mức phổ biến là 6-6,5% đối với các lĩnh vực ưu tiên, và giảm 0,5-1%/năm đối với sản xuất kinh doanh. Lãi suất cho vay trung và dài hạn ở mức 9-10%/năm của Quý 2, được giảm xuống còn 8%/năm đối với các lĩnh vực ưu tiên.

### Tăng trưởng M2, huy động và tín dụng 6 tháng đầu năm, 2015-2017



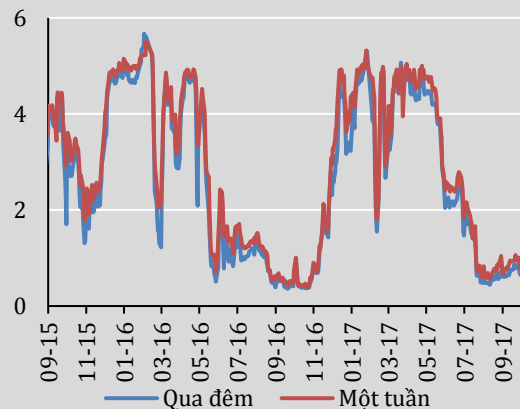
Nguồn: TCTK

Tính tới thời điểm 20/09/2017, tăng trưởng tín dụng đạt mức 11,02% so với tháng 12/2016, cao hơn so với cùng kỳ các năm trước (2015: 10,8%; 2016: 10,5%). Tuy nhiên, so với mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 21% do Chính phủ đề ra, thì mức tăng trưởng trong Quý 3 vẫn còn một khoảng cách khá xa (gần 10 điểm phần trăm). Khoảng cách này sẽ đặt ra thách thức cho Quý 4 sắp tới trong việc hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng tín dụng của cả năm.

Bên cạnh đó, trong chín tháng vừa qua, tăng trưởng huy động đạt 10,08%, thấp hơn so với mức 12% của cùng kỳ năm 2016.

Như vậy, tốc độ tăng trưởng tín dụng vượt hơn 1,2% so với tốc độ tăng trưởng huy động. Mặc dù có sự thu hẹp so với sáu tháng đầu năm (tín dụng vượt 1,5% so với huy động), sự thiếu hụt nguồn cung về vốn vay (thông qua huy động) sẽ có thể tiếp tục đặt ra rào cản cho chính sách tiền tệ của NHNN trong quý cuối năm, đặc biệt trước mục tiêu 21% của tăng trưởng tín dụng cả năm 2017.

### Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: CEIC

Cụ thể, chính sách hạ lãi suất có thể tăng mức tín dụng, nhưng lại khó huy động nguồn tiền gửi.

Trên thực tế, do NHNN đã mua vào ròng một lượng đáng kể ngoại tệ trong Quý 3 (khoảng 3 tỷ USD) nhằm tăng dự trữ ngoại hối, thanh khoản của hệ thống ngân hàng hiện vẫn khá dồi dào. Thanh khoản tốt được thể hiện rõ khi lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tiếp tục đà giảm mạnh từ khoảng giữa Quý 2/2017, xuống dưới mức 1% trong quý này. Cụ thể, lãi suất qua đêm và lãi suất kỳ hạn một tuần cùng giảm xuống mức đáy vào giữa tháng Tám, lần lượt đạt 0,44% và 0,56%, giảm lần lượt 77,9% và 73,7% so với hồi đầu Quý 3 và lần lượt là 91% và 88,6% so với đầu Quý 2. Về cuối Quý 3, các mức lãi suất này có chiều hướng gia tăng nhẹ, tuy nhiên vẫn nằm dưới mức 1%.

Theo báo cáo trong tháng Chín của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, thanh khoản của hệ thống ngân hàng hiện tại tương đối

tốt, với tỷ lệ tín dụng/hệ thống đạt 87,2%. Về cuối năm, lượng cầu tiền mặt vào cuối năm sẽ gia tăng áp lực lên thanh khoản của hệ thống ngân hàng, từ đó tác động đến mặt bằng lãi suất. Điều này có thể tạo ra rào cản đối với việc thực hiện yêu cầu tiếp tục giảm lãi suất cho vay thêm 0,5% từ nay đến cuối năm của Chính phủ được đưa ra hồi tháng Tám. Trong bối cảnh đó, NHNN cần thận

trọng theo dõi sát diễn biến thị trường để hỗ trợ thanh khoản kịp thời như đã thực hiện hồi đầu năm (NHNN đã bơm ròng hơn 200,31 nghìn tỷ đồng trong tháng Một 2017 nhằm hỗ trợ thanh khoản của hệ thống ngân hàng và hút lại khoản tương ứng khi thanh khoản ổn định trở lại vào tháng Hai 2017).

## Thị trường tài sản

### *Giá vàng trong nước ổn định bất chấp biến động trên thị trường thế giới*

Trong khi giá vàng thế giới liên tục biến động mạnh, giá vàng trong nước tiếp tục gia tăng mức độ ổn định trong suốt Quý 3/2017. Điều này phản ánh sự kém liên thông giữa thị trường vàng trong nước và quốc tế.

Trong Quý 3, giá vàng có xu hướng tăng nhẹ và dao động quanh ngưỡng 36,2-37,1 triệu đồng/lượng, tương đương biên độ  $\pm 1,13\%$  (thấp hơn mức dao động trên thị trường thế giới là  $\pm 5,77\%$ ). Tính tới hết tháng Chín, giá vàng trong nước dừng ở mức 36,45 triệu đồng/lượng, không khác biệt nhiều so với cuối Quý 2 cũng như cuối năm 2016.

### *Thị trường bất động sản diễn biến trái ngược tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh*

Thị trường căn hộ trong Quý 3 diễn biến trái ngược trên hai thị trường lớn. Trong khi thị trường Hà Nội vẫn tương đối trầm lắng, thị trường tại thành phố Hồ Chí Minh



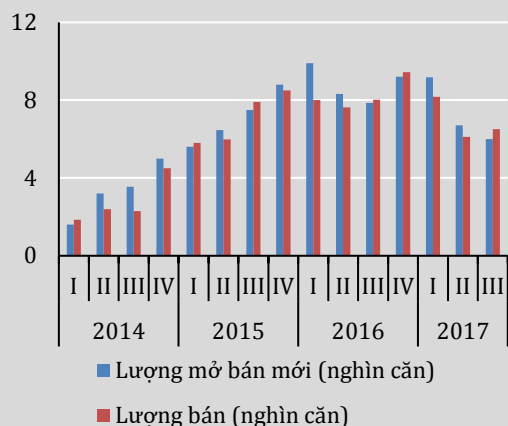
Nguồn: SJC, Fxpro

Do đó, chênh lệch giữa thị trường trong nước và thị trường quốc tế có chiều hướng thu hẹp lại trong Quý 3 và đặc biệt là tiệm cận rất sát nhau trong nửa đầu tháng Chín. Mức chênh lệch trung bình trong Quý 3/2017 là 1,19 triệu đồng/lượng.

diễn biến hết sức sôi động, tăng mạnh cả về lượng mở bán mới và lượng bán ra. Trên cả hai thị trường, các giao dịch vẫn chủ yếu diễn ra ở phân khúc trung cấp và bình dân.



## Thị trường căn hộ để bán tại Hà Nội



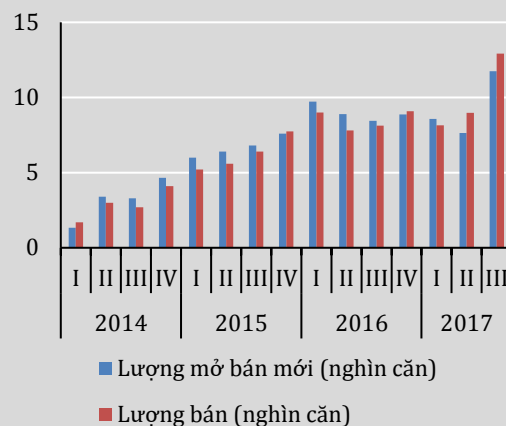
Nguồn: JLL Việt Nam

Theo số liệu từ JLL Việt Nam, tại thị trường Hà Nội, tổng nguồn cung căn hộ để bán mới trong Quý 3 đạt 6.000 căn, giảm 10,5% theo quý và 19,5% theo năm. Về phía cầu, diễn biến dường như khả quan hơn với lượng bán đạt 6.500 căn, tăng 7,3% theo quý, tuy nhiên cũng giảm 18,9% theo năm. Trong đó, tỷ lệ giao dịch phân khúc trung cấp và bình dân vẫn đạt 75,5% tổng lượng bán trong Quý 3.

Trong khi đó, tại thành phố Hồ Chí Minh, lượng mở bán và giao dịch thành công gia tăng mạnh, lần lượt đạt 11.744 căn (tăng 53,9% qoq và giảm 39,2% yoy) và 12.919 căn (tăng 43,8% qoq và giảm 58,9% yoy), cao nhất trong nhiều năm trở lại đây.

Tình hình nói trên dẫn đến xu hướng đối lập trong giá bất động sản tại hai thị trường lớn. Tại Hà Nội, giá bán trên thị trường sơ cấp trung bình giảm 2% (qoq), đặc biệt ở phân khúc căn hộ sang trọng, nhằm mục

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



Nguồn: JLL Việt Nam

đích kích cầu. Ngược lại, giá bán căn hộ trên thị trường sơ cấp liên tục tăng tại thành phố Hồ Chí Minh, với mức tăng trong quý này đạt 4,9% (qoq). Trong khi đó, thị trường căn hộ thứ cấp tại cả hai thành phố lớn đều ghi nhận mức giá tương đối ổn định.

Bên cạnh đó, tính chung trong chín tháng đầu năm, bất động sản vẫn cho thấy sức hút đối với các nhà đầu tư mới, cả trong và ngoài nước. Cụ thể, tính riêng trong Quý 3, có 1.200 doanh nghiệp thành lập mới trong lĩnh vực BĐS, nâng tổng số doanh nghiệp thành lập mới trong lĩnh vực này lên 3.500 doanh nghiệp kể từ đầu năm, tăng 62,4% so với cùng kỳ năm 2016. BĐS cũng là lĩnh vực ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất về số lượng doanh nghiệp thành lập mới trong chín tháng đầu năm. Tổng sản phẩm của ngành kinh doanh BĐS trong chín tháng đầu năm tăng trưởng 3,99% (yoy) và là mức tăng cao nhất trong vòng 05 năm qua.

## CÁC LƯU Ý VỀ CHÍNH SÁCH

Mức tăng trưởng cao cùng với sự ổn định của tỷ giá và mặt bằng lãi suất có dấu hiệu giảm là những kết quả tích cực đạt được trong Quý 3, tạo không gian cho các hoạt động kinh tế vào Quý 4. Tuy nhiên, về cơ cấu tăng trưởng, xuất siêu của khu vực FDI đang phải bù đắp cho nhập siêu của khu vực trong nước, cho thấy sự lệ thuộc về xuất khẩu vào khu vực FDI. Ngoài ra, số việc làm tạo mới trong Quý 3 giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước, kéo dài chuỗi suy giảm kể từ tháng Tư 2017. Tín hiệu này đặt ra yêu cầu đánh giá toàn diện chất lượng tăng trưởng, vì mục tiêu cuối cùng của tăng trưởng vẫn là tạo việc làm, chứ không phải nằm ở con số.

Về cuối năm, lạm phát có xu hướng gia tăng. Cụ thể, áp lực tăng lạm phát đến từ sự gia tăng chi phí sản xuất, điều chỉnh giá các mặt hàng cơ bản (giáo dục, y tế, điện, xăng dầu), chính sách tăng lương cơ bản có hiệu lực từ tháng Bảy 2017, sự tăng cầu tiêu dùng vào các tháng cuối năm, và gia tăng sức ép tăng trưởng tín dụng để đạt mục tiêu 21% của Chính phủ cho cả năm. Chúng tôi cho rằng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao như vậy là thiếu thận trọng.

Tỷ giá có cơ sở để ổn định tới cuối năm. Mặc dù lượng cầu ngoại tệ sẽ tăng cao vào cuối năm theo mùa vụ, nhưng sự ổn định tương đối của cán cân vãng lai và trạng thái thặng dư liên tục của cán cân vốn sẽ tạo nguồn cung đủ lớn cho phép NHNN tiếp tục ổn định tỷ giá trong thời gian tới.

Đáng lưu ý, diễn biến kinh tế Quý 3 tiếp tục bộc lộ những vấn đề về cấu trúc dài hạn của nền kinh tế.

Thứ nhất, cấu trúc thể chế kinh tế chưa đủ vững vàng trong tiến trình hội nhập kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh bùng nổ cuộc cách mạng công nghệ 4.0. Tiến trình cải cách thể chế kinh tế chậm, chưa kích thích được sự sáng tạo đổi mới sâu rộng trở thành nền tảng tăng trưởng lâu dài. Vì thiếu động lực sáng tạo, giải pháp tăng trưởng thường chú trọng vào yếu tố ngắn hạn, đôi khi đi kèm với mệnh lệnh hành chính, nhằm đạt được mục tiêu tạm thời. Xa hơn, vì sự sáng tạo bao giờ cũng đi kèm với sự phá hủy công nghệ cũ và những cấu trúc liên quan, lực cản từ sự chống đối của nhóm lợi ích có nguy cơ bị thiệt thòi rất cao. Ví dụ điển hình là sức ép gia tăng từ các hãng taxi truyền thống đối với nền tảng công nghệ mới như Uber, Grab hiện nay. Việc các chính quyền địa phương ứng xử mang tính ngăn cản đối với sự phát triển của các công nghệ mới, một mặt cho thấy họ có tầm nhìn chính sách hạn hẹp, mặt khác cho thấy khả năng bị chi phối bởi các nhóm lợi ích trong cấu trúc kinh tế cũ. Điều này phát đi những tín hiệu bất lợi cho sự du nhập công nghệ mới.

Thứ hai, Việt Nam vẫn đang ở mức thấp trong chuỗi giá trị toàn cầu. Giá trị gia tăng của sản phẩm xuất khẩu thấp vì dựa chủ yếu vào mức thâm dụng lao động giá rẻ, do sản phẩm xuất khẩu chủ yếu là sản xuất gia công và hầu như không dựa vào tiến bộ công nghệ trên cơ sở nghiên cứu và phát triển. Yếu tố này tiếp tục giữ Việt Nam trong tư thế một điểm đến cho quá trình gia công sản phẩm, thay thế cho một số nước đang chuyển lên nấc thang cao hơn như

Trung Quốc, Thái Lan. Trong khi đó, cấu trúc dân số vàng của Việt Nam đang qua đi, với sự gia tăng của tỷ trọng người già trên tổng dân số, lợi thế về nguồn cung lao động có thể nhanh chóng mất đi. Không có chính sách chuyển đổi, nâng cao kỹ năng và năng suất lao động kịp thời, Việt Nam sẽ mất các lợi thế về chi phí sản xuất.

Thứ ba, nền kinh tế có xu hướng phụ thuộc ngày càng nhiều vào khu vực FDI. Bên cạnh cơ cấu xuất khẩu, sử dụng lao động và sản lượng công nghiệp, sự phụ thuộc này cũng thể hiện ở vai trò then chốt của tăng trưởng đầu tư từ khu vực FDI đối với sự phục hồi của tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Trong khi đó, chi đầu tư công tiếp tục chỉ chiếm tỷ trọng tương đối khiêm tốn so với chi thường xuyên và trả lãi và nợ gốc trong tổng chi NSNN. Thực tế này cho thấy Việt Nam có ít khả năng cải thiện năng suất toàn xã hội trong trung hạn, và đa phần thành quả kinh tế phụ thuộc vào khu vực có vốn đầu tư nước ngoài.

Với nhận định chung về nền kinh tế như vậy, chúng tôi thảo luận một số giải pháp ngắn hạn cho các quý tiếp theo.

Trong bối cảnh kinh tế châu Âu và Trung Quốc đang tăng trưởng tích cực cùng với sự lên giá của đồng Euro và đồng Nhân dân tệ, xuất khẩu của Việt Nam sẽ được lợi đáng kể nếu biết tận dụng cơ hội để tập trung vào hai thị trường lớn này.

Trước xu hướng gia tăng lạm phát vào quý cuối năm, NHNN cần thận trọng trong

## Dự báo tăng trưởng-lạm phát năm 2017

Trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng cao bất thường trong Quý 3, chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng Quý 4 sẽ ở mức 7,12%, đưa tăng trưởng cả năm lên mức 6,64%, cải thiện 0,27 điểm phần trăm so với dự báo VEPR đưa ra hồi quý trước.

Đồng thời, với đà phục hồi trong giá thực phẩm, sức ép mục tiêu về tăng trưởng tín dụng và giải ngân vốn, lộ trình tăng giá dịch vụ công, sự trao nhiều quyền hạn hơn cho EVN trong việc điều chỉnh giá điện cùng với đó là nhu cầu tăng cao vào dịp cuối năm, chúng tôi cho rằng lạm phát Quý 4 sẽ gia tăng lên mức 4,16% (yoy), vượt qua mức mục tiêu là 4% (yoy) và cao hơn 1,97 điểm phần trăm so với dự báo của VEPR trong quý trước.

### Dự báo tăng trưởng lạm phát năm 2017 (% , yoy)

|             | Tăng trưởng kinh tế | Lạm phát |
|-------------|---------------------|----------|
| Quý 1       | 5,15                | 4,65     |
| Quý 2       | 6,17                | 2,54     |
| Quý 3       | 7,46                | 3,40     |
| Quý 4       | 7,12                | 4,16     |
| Cả năm 2017 | 6,64                |          |

Nguồn: Tính toán của VEPR

chính sách tăng trưởng tín dụng để tránh tích lũy sức ép lạm phát đang tăng dần, tránh bất ổn vĩ mô tái phát khi lạm phát vượt qua một ngưỡng nhất định, ví dụ 5%. Ngoài ra, Chính phủ có thể linh hoạt điều chỉnh giãn tiến độ tăng giá mặt hàng cơ bản tùy theo diễn biến của lạm phát. Tuy nhiên, đây chỉ là một giải pháp tình thế vì mang tính hành chính.

Chính phủ cũng cần thực hiện thúc đẩy tiến độ giải ngân vốn đầu tư công một cách hữu hiệu và thực chất. Tốc độ giải ngân

chậm như hiện nay sẽ làm giảm hiệu quả của giải pháp tăng đầu tư công trong gói giải pháp vừa ban hành của Chính phủ, đồng thời gây ách tắc thanh khoản cho các nhà thầu trong khu vực tư nhân. Do đó, chính sách về giải ngân vốn cần giảm thiểu các thủ tục hành chính, đặt thời hạn hoàn thành tiến độ phù hợp.

Với tình trạng bội chi NSNN dai dẳng trong thời gian qua, cải thiện cơ cấu chi tiêu theo hướng tiết kiệm chi thường xuyên là một giải pháp quan trọng. Bên cạnh việc sử dụng hiệu quả chi tiêu công, củng cố nguồn thu NSNN cũng là giải pháp cần chú trọng. Sắp tới, Bộ Tài chính dự định đề xuất dự thảo cải cách thuế, trong đó có đề nghị tăng thuế VAT. Tăng thuế giúp cải thiện nguồn thu trong ngắn hạn nhưng lại tăng gánh nặng lên nền kinh tế, giảm hiệu quả và động lực chung, từ đó ảnh hưởng tới tăng trưởng và do đó là cơ sở nguồn thu. Rất nên thận trọng với việc tăng thuế VAT. Cụ thể, giải pháp cần thiết là xây dựng cơ sở hạ tầng thông tin tài chính hiệu quả và minh bạch của người dân và doanh nghiệp, qua đó tăng hiệu lực của nguồn thuế trực thu hiện hành. Bên cạnh đó, giải pháp thúc đẩy tăng trưởng thông qua cải cách thể chế và hành chính, đặc biệt chú trọng đối với khu vực kinh tế tư nhân, đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện năng suất, qua đó duy trì nguồn thu bền vững.

Ngoài những chính sách ngắn hạn nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, các phân tích về cơ cấu kinh tế Quý 3 cũng đặt ra những

gợi ý cho chính sách phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong dài hạn.

Giải pháp trọng tâm là đẩy mạnh cải cách thể chế, bảo vệ quyền sở hữu và nhà đầu tư, tạo môi trường cho phát huy sự sáng tạo công nghệ. Về cơ bản, chính sách cần hướng tới khai thác những tiềm năng của cuộc cách mạng công nghệ 4.0 đang diễn ra, tránh khuynh hướng phản ứng chống đối quá trình “phá hủy sáng tạo” của các ngành mới và công nghệ mới. Nếu thành công, cải cách đó sẽ góp phần tạo ra một khu vực kinh tế tư nhân năng động, hướng tới giảm sự phụ thuộc quá cao của tăng trưởng kinh tế vào khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, áp dụng tiến bộ công nghệ sẽ giúp Việt Nam lên cao hơn trong chuỗi giá trị toàn cầu.

Tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế sẽ mạnh mẽ hơn dựa trên nền tảng của cuộc cách mạng công nghệ 4.0 và tuân thủ nghiêm túc quy định, luật pháp quốc tế trong hội nhập. Bối cảnh hiện nay đặt ra yêu cầu về sự thay đổi tầm nhìn của những nhà làm chính sách. Một ví dụ cụ thể đó là tầm nhìn thực tế trong giao thương với Trung Quốc. Cần nhìn nhận hiện tượng Trung Quốc như một cơ hội thay vì đe dọa. Cụ thể, nên có chiến lược dài hạn tiếp cận và khai thác thị trường này như một thị trường xuất khẩu tiềm năng nhất cho Việt Nam, chỉ sau Mỹ và EU.

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

## Danh mục từ viết tắt

|      |  |
|------|--|
| ADB  | Ngân hàng Phát triển châu Á                                    |
| 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 từ đầu năm  |

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

### **Chứng nhận của tác giả**

Các tác giả sau sẽ chịu trách nhiệm về nội dung của báo cáo này, đồng thời chứng nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này phản ánh ý kiến chủ quan của người viết:

Nguyễn Đức Thành, Nguyễn Hồng Ngọc, Lý Đại Hùng (Nhóm Nghiên cứu Kinh tế Vĩ mô của VEPR).

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 2017. Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 30/09/2017, 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

VMM17Q2 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 2 – 2017, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM17Q1 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 1 – 2017, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM16Q4 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 4 – 2016, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM16Q3 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 3 – 2016, Phòng Nghiên cứu VEPR

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

CS-13 Tiền lương tối thiểu ở Việt Nam: Một số quan sát và nhận xét ban đầu, Phòng Nghiên cứu VEPR

CS-12 Đánh giá nhanh về ảnh hưởng của Brexit đến kinh tế thế giới và Việt Nam, 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

---

## 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 - 2017