



BÁO CÁO

KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

Quý 4 - 2018

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



Văn phòng đại diện Viện Konrad Adenauer tại Việt Nam

TÓM TẮT

- Năm 2018 chứng kiến sự phục hồi thiếu đồng đều lẫn chắc chắn của kinh tế thế giới. Nhiều tổ chức quốc tế đã liên tục điều chỉnh các dự báo của mình theo chiều hướng kém tích cực hơn. Những ước tính mới nhất cho thấy tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2018 là vào khoảng 3,7%. Tuy nhiên, sự tăng trưởng này diễn ra không đồng đều giữa các nhóm và thậm chí giữa các nước trong cùng nhóm.
- Những quan ngại về kinh tế Trung Quốc ngày một cao hơn khi tăng trưởng thương mại và đầu tư của nước này được dự kiến tiếp tục sụt giảm do căng thẳng thương mại với Mỹ trong thời gian tới. Chỉ số PMI của Trung Quốc đã giảm xuống dưới mốc 50. Ngân hàng trung ương nước này đã bắt đầu phải thực hiện nói lỏng tiền tệ để kích thích kinh tế trong nước. Mặc dù còn dư địa chính sách nhưng tất cả đều đang trên xu hướng xấu đi.
- Bên cạnh tiêu điểm là tốc độ tăng trưởng bấp bênh và cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung, kinh tế thế giới trong năm 2018 còn chứng kiến một sự kiện đáng chú ý khác đó là tiến trình “bình thường hóa” chính sách tiền tệ đang và sẽ tiếp tục diễn ra ở Mỹ và châu Âu sau những chương trình nói lỏng định lượng khổng lồ trong quá khứ. Trong khi đó, nhiều khả năng Ngân hàng Trung ương Nhật Bản sẽ tiếp tục chương trình siêu nói lỏng định lượng do lạm phát còn ở mức thấp.
- Kinh tế Việt Nam năm 2018 tăng trưởng cao nhất 10 năm, ở mức 7,08% (yoy). Tăng trưởng tới từ sự phục hồi vững chắc của khu vực nông, lâm, ngư nghiệp và dịch vụ, cùng với sự bứt phá của ngành công nghiệp chế tác. FDI tiếp tục là khu vực đóng góp chính vào tăng trưởng thông qua xuất khẩu. Khu vực này trong năm 2018 xuất siêu khoảng 32,81 tỷ USD (bằng gần 14%GDP).
- Về tình hình các doanh nghiệp, trong khi số doanh nghiệp thành lập mới và số việc làm tạo mới không có nhiều biến chuyển so với năm 2017, số tạm ngừng hoạt động trong năm 2018 cao bất thường, đặt ra câu hỏi về đó là sự dịch chuyển cấu trúc kinh tế hay là những rủi ro nền tảng của nền kinh tế.
- Lạm phát Quý 4/2018 có dấu hiệu giảm nhờ sự quay đầu đột ngột của giá năng lượng. Lạm phát bình quân (3,54%) đạt chỉ tiêu Quốc hội đề ra. Trong bối cảnh giá hàng hóa thế giới trời trụt thất thường, cùng với việc áp kích trần thuế bảo vệ môi trường lên xăng dầu từ 1/1/2019, NHNN vẫn cần theo dõi rủi ro lạm phát trong thời gian tới để có những biện pháp ứng phó phù hợp.
- Cuộc chiến thương mại Mỹ -Trung đang tạo tác động tích cực tới nền kinh tế Việt Nam. Nếu có chính sách tỷ giá phù hợp, thương mại Việt Nam hoàn toàn có thể hưởng lợi nhiều hơn từ cuộc chiến này, bên cạnh việc tiếp nhận nhiều đơn hàng chuyển dịch từ Trung Quốc. Về tác động lâu dài khi chuỗi cung ứng sản xuất dịch chuyển từ Trung Quốc tới các nước láng giềng, Việt Nam cần cải thiện môi trường thể chế, kinh doanh và chất lượng lao động để đón đầu cơ hội này. Thách thức cho Việt Nam cũng không nhỏ khi cơ sở hạ tầng chưa sẵn sàng đón nhận làn sóng chuyển dịch sản xuất, cũng như bất lợi về lợi thế quy mô như Trung Quốc, Ấn Độ.

SUMMARY

- The year of 2018 witnessed the uneven and unsteady recovery of the world economy. Many international organizations have continuously lowered their forecasts. The latest estimates show that the world economic growth in 2018 is about 3.7%. However, there are difference in growth trends between different country groups and even among countries in the same groups.
- Concerns about China's economy are growing as its trade and investment growth is expected to continue to decline due to trade tension with the US in the coming time. China's PMI dropped below 50. The PBoC has begun to implement monetary easing to stimulate the domestic economy. Although there is still room for policy, everything is getting worse for China.
- Besides the unsteady economic growth and the US-China trade war, the world economy in 2018 also witnessed another remarkable event: the process of "normalizing" money policy that is happening in the US and Europe after quantitative easing programs in the past. Meanwhile, it is likely that the Bank of Japan will continue the program of quantitative easing due to low inflation.
- Viet Nam's economy in 2018 saw the highest growth in 10 years, at 7.08% (yoy). Growth came from the solid recovery of the agriculture, forestry, fishery and service sectors, along with the breakthrough of the manufacturing industry. The FDI sector continued to be the main contributor to growth through exports. This sector in 2018 saw an export surplus of 32.81 billion USD (equal to nearly 14% of GDP).
- Regarding business activities, while the number of newly established enterprises and new jobs did not differ much from that of 2017, the number of temporarily ceased enterprises in 2018 was unusually high, which yield questions whether that is because of the economic structural shift or the fundamental risk of the economy.
- Inflation in Q4/2018 showed signs of decline thanks to the sudden drop in energy prices. Average inflation (3.54%) reached the National Assembly's target. In the context of erratic global commodity prices, along with the increase of the environmental protection tax on petroleum to maximum level since 01/01/2019, the SBV still needs to evaluate inflation risks in the coming time to have appropriate measures.
- The US-China trade war is creating a positive impact on Vietnam's economy. If there is an appropriate exchange rate policy, Viet Nam can benefit from this war, besides receiving many orders shifted from China. In terms of long-term impact when the production supply chain shifts from China to neighboring countries, Viet Nam needs to improve the institutional, business and labor quality environments to grasp this opportunity. The challenge for Viet Nam is also not small when the infrastructure is not yet ready to receive waves of production shift, while no economies of scale like China and India.

KINH TẾ THẾ GIỚI

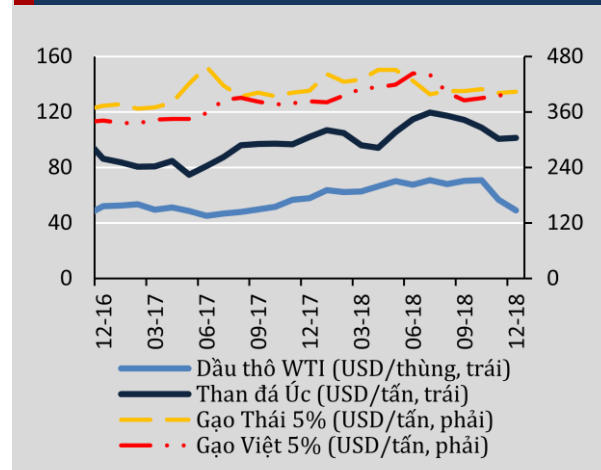
Thị trường hàng hóa và tài sản

Thị trường hàng hóa Quý 4/2018 chứng kiến sụt giảm giá năng lượng, trong khi giá lương thực không có biến động lớn so với Quý 3.

Giá dầu thô WTI Quý 4 đạt đỉnh vào đầu tháng Mười ở mức gần 77 USD/thùng, mức cao nhất trong bốn năm. Nguyên nhân chủ yếu tới từ lo ngại về nguồn cung khi Mỹ tái áp các biện pháp trừng phạt lên ngành dầu lửa của Iran. Nhiều chuyên gia tại thời điểm đó dự đoán giá dầu thô sẽ vượt mốc 100 USD/thùng trong thời gian không xa nữa.

Tuy nhiên, đó là tất cả những gì giá dầu đạt được trong Quý 4. Thời gian còn lại của năm chứng kiến sự tụt dốc rất mạnh của giá dầu thô. Vào thời điểm ngày 24/12, giá dầu thô WTI chỉ còn ở mức 42,5 USD/thùng, chạm đáy một năm rưỡi và mất tới gần 45% giá trị so với mức đỉnh của tháng Mười. Sự bi quan của các tổ chức quốc tế về triển vọng tăng trưởng toàn cầu đã kéo theo nhu cầu dầu thô suy giảm. Bên cạnh đó, nỗi lo về

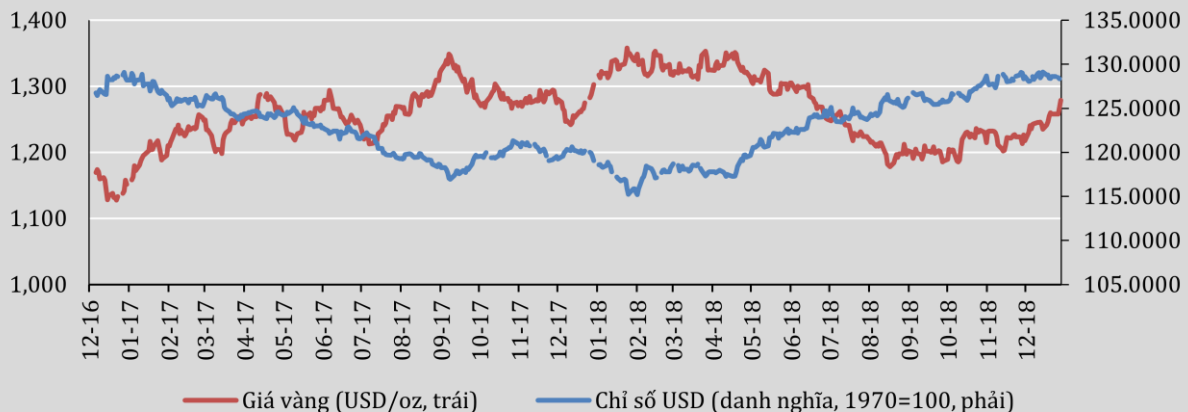
Giá thế giới một số hàng hóa cơ bản



Nguồn: The Pink Sheet (WB)

nguồn cung cũng không còn khi ba quốc gia sản xuất dầu lớn nhất thế giới gồm Mỹ, Nga và Saudi Arabia đều tiến hành khai thác dầu ở mức kỷ lục hoặc tiệm cận kỷ lục. Hơn nữa, sự trừng phạt của chính quyền Donald Trump lên ngành dầu lửa của Iran nói lỏng hơn dự kiến khi cho phép 8 quốc gia và vùng lãnh thổ tiếp tục mua dầu của Iran trong 180 ngày mà không chịu sự trừng phạt nào. Động thái này khiến cho tác động của lệnh trừng phạt tới nguồn cung là không nghiêm trọng như dự báo trước đó.

Giá vàng thế giới và chỉ số USD



Nguồn: FRED, www.gold.org

Trong các mặt hàng năng lượng khác, giá than đá Úc Quý 4 cũng chứng kiến sự sụt giảm tương đối mạnh. Mức giá trung bình trong hai tháng cuối năm 2018 đạt lần lượt 100,7 và 101,4 USD/tấn, mất hơn 15% giá trị so với mức đỉnh tháng Bảy.

Trong nhóm các mặt hàng lương thực, gạo Việt Nam và Thái Lan không có biến động về giá quá lớn trong Quý 4/2018. Trong khi giá gạo Thái Lan dao động lên xuống liên tục, gạo Việt Nam đã có xu hướng tăng sau khi giảm mạnh vào tháng Chín. Nguyên nhân xuất phát từ nhu cầu tiêu thụ được cải thiện trong khi nguồn cung khá hạn hẹp trong Quý 4. Một điểm nổi bật trong năm 2018 là giá gạo Việt Nam đã có những thời điểm vượt qua giá gạo Thái Lan trên thị trường. Kết thúc năm 2018, giá gạo Việt Nam và Thái Lan trung bình đạt lần lượt 399,5 và 404 USD/tấn.

Chứng khoán thế giới có một năm chao đảo khi chịu tác động mạnh từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung và chính sách thắt chặt tiền tệ của Fed. Các chỉ số chính của chứng khoán Mỹ bao gồm Nasdaq, S&P 500 và Dow Jones đều chạm đáy năm vào ngày 24/12, trước khi phục hồi nhẹ vào các phiên cuối cùng của năm 2018. Nhìn chung, đây là năm tệ nhất của chứng khoán Mỹ sau khủng hoảng tài chính 2008-2009. Ví dụ, chỉ số S&P 500 ngày 24/12 chỉ đạt 2.351 điểm, giảm tới 12,8% so với phiên đầu năm. Trong khi đó, chứng khoán châu Á, đặc biệt là thị trường Trung Quốc cũng suy giảm

mạnh do các nhà đầu tư lo ngại về tình hình tăng trưởng kinh tế. Chỉ số MSCI châu Á-Thái Bình Dương không bao gồm Nhật Bản chạm đáy ở mức 142,2 điểm vào ngày 25/12, mất 24% so với mức đỉnh hồi tháng Một. Chỉ tính riêng tại Trung Quốc-nơi chịu thiệt hại nặng nhất, thị trường chứng khoán đã mất đi hơn hai nghìn tỷ USD giá trị vốn hóa trong năm 2018, theo tính toán của Bloomberg.

Năm 2018 thực sự là năm đen tối với thị trường tiền mã hóa. Đồng tiền chủ chốt Bitcoin chạm đáy vào ngày 15/12 ở mức 3.230 USD/BTC, mất tới hơn 80% giá trị so với mức đỉnh gần 20.000 USD/BTC vào cuối năm 2017. Trang Coinmarketcap.com tính toán rằng tổng giá trị vốn hóa của thị trường tiền mã hóa đã mất đi 730 tỷ USD tính tới giữa tháng Mười Hai so với thời kỳ đạt đỉnh vào tháng Một đầu năm. Bong bóng tài chính đã vỡ, gần như đánh dấu sự sụp đổ của thị trường này.

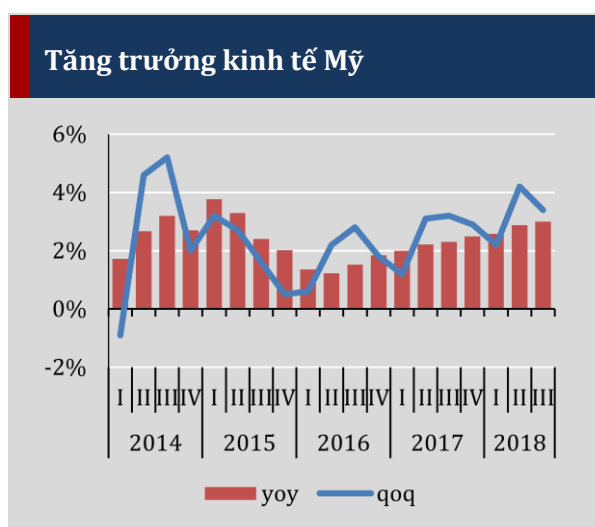
Trong Quý 4, giá trị đồng USD không có biến động mạnh. Chỉ số USD danh nghĩa dao động trong khoảng (127,129). Nhìn chung, năm 2018 chứng kiến sự vận động trái ngược với sự suy yếu trong năm 2017: đồng USD tăng giá mạnh sau bốn lần nâng lãi suất của Fed. Tính tới hết năm 2018, chỉ số USD danh nghĩa đạt 128,36, tăng 8,2% giá trị so với đầu năm. Sự mạnh lên của đồng USD cũng dẫn tới sự đảo chiều của dòng vốn từ các nền kinh tế mới nổi, đặc biệt là các nước có nền tảng vĩ mô yếu.

Tại thời điểm Quý 1/2018 khi giá vàng giữ trên mức 1.300 USD/oz, chuyên gia Ronald Peter Stoeferle, Giám đốc quản lý quỹ của Incrementum AG, cho rằng giá vàng sẽ có thể vượt ngưỡng 1.500 USD/oz vào cuối năm 2018. Nhận định này có thể hợp lý nếu nhìn vào những diễn biến trên bán đảo Triều Tiên và lo ngại về căng thẳng thương mại Mỹ-Trung của giới đầu tư trong Quý 1. Tuy nhiên, sự lên giá của đồng USD mới là nhân tố tác động mạnh nhất tới diễn biến giá vàng trong năm 2018, đặc biệt trong hai quý giữa năm. Đồng USD mạnh đã làm giảm đi sức hấp dẫn của lựa chọn đầu tư an toàn này. Tuy giá vàng có sự phục hồi tích cực trong những tháng cuối năm, nó vẫn chưa lấy lại được mốc 1.300 USD/oz thiết lập vào đầu năm 2018.

Trên thị trường bất động sản thế giới, thị trường tại châu Á cuối cùng đã không thể chống lại xu hướng đi xuống của giá bất

động sản toàn cầu. Nguyên nhân chính được đưa ra là do nhu cầu từ thế lực thị trường quan trọng- người mua từ Trung Quốc đại lục đã suy giảm do kinh tế đại lục yếu đi và Chính phủ Trung Quốc tăng cường kiểm soát dòng vốn ra. Bên cạnh đó, nghiên cứu của IMF (2018) cho thấy đang có sự “đồng bộ hóa” ngày càng tăng của giá nhà ở các quốc gia và thành phố lớn. Điều đó có nghĩa là khi xảy ra cú sốc với thị trường bất động sản tại một quốc gia (nhất là nước lớn), khả năng rất cao là bất ổn sẽ lan sang nhiều nước khác. Như nhận định của IMF “sự cùng đi xuống của giá nhà trên toàn cầu có thể dẫn tới bất ổn tài chính và kinh tế vĩ mô”. Tại Trung Quốc, giá bất động sản đang được duy trì cao ở mức giả tạo nhằm che giấu nợ xấu và tránh sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng. Nếu bong bóng bất động sản ở đây vỡ thì sẽ tạo ra một thảm họa kinh tế với nước này và có thể là cả khu vực.

Tiến trình “bình thường hóa” chính sách tiền tệ của Fed tiếp tục diễn ra



Nguồn: BEA, OECD

Số liệu ước tính lần thứ ba của Cục Phân tích Kinh tế Mỹ (BEA) cho thấy tốc độ tăng trưởng GDP nước này Quý 3/2018 đạt 3,5% (qoq). Tăng trưởng tích cực của nền kinh tế Mỹ tới từ sự hồi phục của khu vực tư nhân và chính sách mở rộng tài khóa (tăng chi tiêu và giảm thuế) của chính phủ. Theo ước tính, kinh tế Mỹ cả năm 2018 có thể tăng trưởng 2,9% (yoy). Fed dự báo kinh tế Mỹ sang năm 2019 có thể chỉ còn tăng trưởng 2,3% trong bối cảnh kinh tế toàn cầu giảm sút.

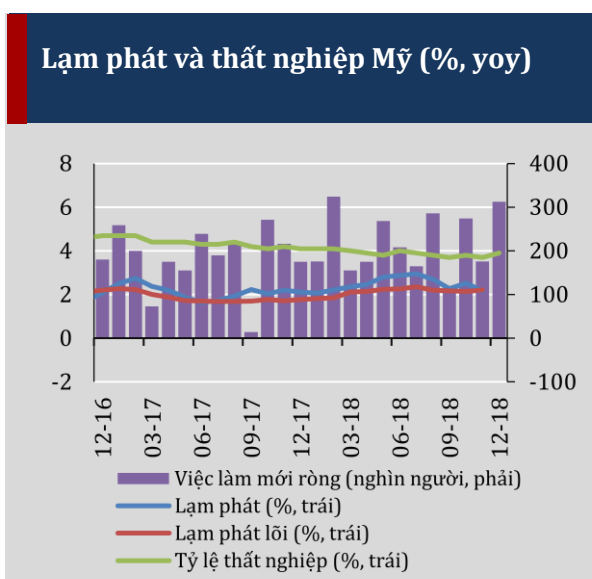
Xét theo ngành, các chỉ báo về dịch vụ vẫn cho thấy triển vọng tích cực của ngành này trong Quý 4/2018. Chỉ số phi sản xuất NMI tháng Mười và Mười Một vẫn đạt mức rất cao 60,3 và 60,7, chỉ thấp hơn mức kỷ lục 61,6 của tháng Chín. Cùng với đó, các chỉ số thành phần cũng duy trì được sự tăng trưởng mạnh. Cụ thể, hai chỉ số thành phần là Hoạt động kinh doanh và Đơn hàng mới đạt tương ứng 65,2 và 62,5 điểm trong tháng Mười Một, thậm chí cao hơn mức tháng Chín.

Quý 4 ghi nhận lần tăng lãi suất thứ 4 và cuối cùng trong năm 2018 của Fed vào ngày 19/12. Theo đó, lãi suất điều hành tiếp tục được điều chỉnh tăng 25 điểm cơ bản lên mức 2,25%-2,5%. Nền kinh tế vẫn đang ở giai đoạn tăng trưởng tốt và thị trường lao động vững mạnh là một trong những nguyên nhân chính dẫn tới quyết định nâng lãi suất của Fed. Một yếu tố quan trọng khác dẫn tới quyết định tăng lãi suất của Fed là lạm phát lõi và toàn phần đều đang duy trì

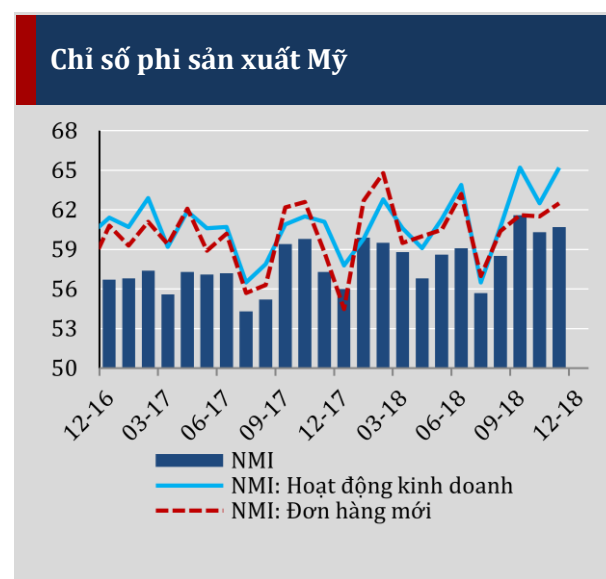
trên mức mục tiêu 2% kể từ tháng 3/2018. Tại thời điểm tháng Mười Một, lạm phát lõi và toàn phần của Mỹ lần lượt đạt mức 2,21% và 2,18%.

Việc “bình thường hóa” chính sách tiền tệ trong năm 2018 nhằm đối trọng với sự mở rộng tài khóa, hạn chế sự gia tăng nóng của tổng cầu và kiểm soát lạm phát trong nước. Trong thời gian tới, Fed sẽ tiếp tục việc này nhưng có lẽ với tần suất thưa hơn trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế thế giới yếu đi. Cụ thể, Fed cân nhắc sẽ nâng lãi suất hai lần trong năm 2019, thay vì ba lần như tuyên bố đưa ra trước đó.

Trong khi đó, theo số liệu mới nhất từ Cục Thống kê Lao động Mỹ (BLS), tỷ lệ thất nghiệp tháng Mười Hai đã tăng trở lại lên mức 3,9%, sau khi duy trì mức thấp nhất trong vòng 50 năm là 3,7% trong ba tháng. Tổng số việc làm mới trong Quý 4/2018 cho thấy dấu hiệu cải thiện so với cùng kỳ năm 2017, thêm 100 nghìn lao động mới (762 so với 662 nghìn việc làm mới).



Nguồn: BLS



Nguồn: ISM

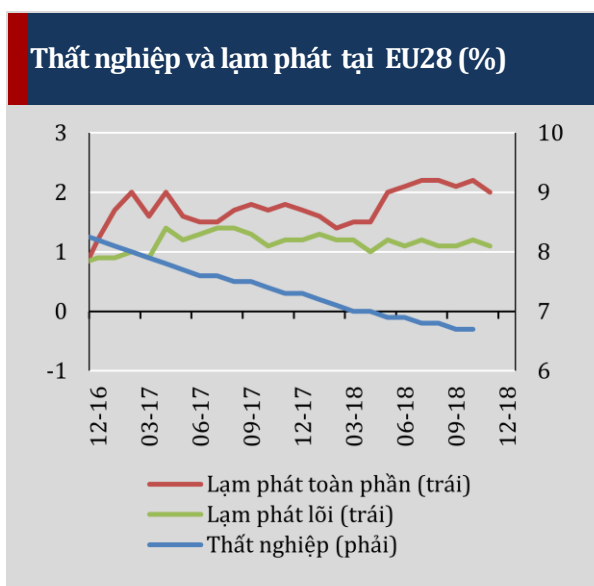
Cuộc chiến tranh thương mại với Trung Quốc, dù mang lại nhiều thiệt hại cho đối thủ, cũng ảnh hưởng không hề nhỏ tới thương mại của Mỹ. Tác động cộng hưởng từ đồng USD mạnh khiến cho nhập khẩu hàng tiêu dùng tăng cao, dẫn tới kết quả là thâm hụt thương mại của Mỹ ngày càng lớn và đạt kỷ lục vào tháng Mười ở mức 55,5 tỷ USD (đã hiệu chỉnh mùa vụ), cao nhất trong

10 năm. Trong khi đó, thâm hụt ngân sách của Mỹ cũng lên cao nhất trong 6 năm trở lại đây. Cụ thể, năm tài khóa 2018 (kết thúc vào tháng Chín) chứng kiến mức thâm hụt 779 tỷ USD. Đây là hệ quả của chính sách mở rộng tài khóa của Chính phủ Mỹ khi đồng thời giảm thuế cho doanh nghiệp và tăng chi tiêu.

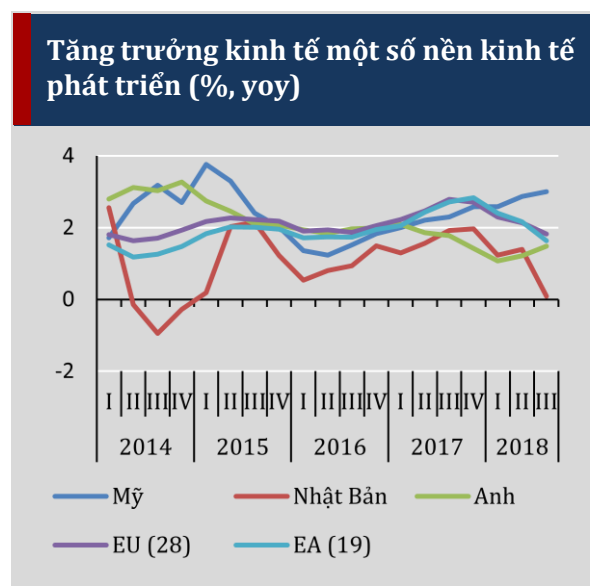
Kinh tế châu Âu đối mặt thách thức tăng trưởng

Kinh tế châu Âu đã bắt đầu cho thấy dấu hiệu giảm tốc tương đối mạnh trong Quý 3/2018. Tăng trưởng kinh tế Quý 3 của khu vực EU28 và EA19 chỉ lần lượt đạt 1,82% và 1,64% (yoy), mức tăng trưởng thấp nhất trong bốn năm trở lại đây. Chỉ số PMI năm 2018 giảm liên tục qua các tháng, cho thấy sự tăng trưởng chậm lại của khu vực sản xuất. PMI của khu vực EU tháng Mười Hai chỉ còn đạt 51,4 điểm, so với mức gần 60 điểm đầu năm 2018.

Tình hình việc làm tiếp tục cải thiện trong Quý 4/2018. Tỷ lệ thất nghiệp (đã hiệu chỉnh mùa vụ) đạt mức 6,7% vào tháng Mười, mức thấp nhất kể từ khi số liệu này bắt đầu được thống kê từ tháng 1/2000. Trong khi đó, lạm phát toàn phần và lạm phát lõi trong Quý 4 vẫn giữ được sự ổn định như các quý trước. Lạm phát toàn phần dao động quanh mức mục tiêu 2%, trong khi lạm phát lõi tiếp tục duy trì quanh mức 1,1-1,2%. Cùng với Fed, Ngân hàng



Nguồn: OECD



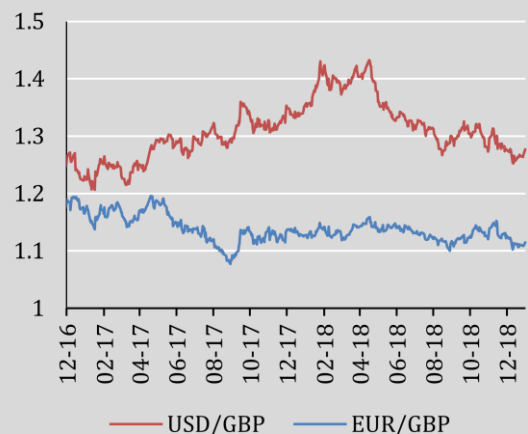
Nguồn: OECD

Trung ương châu Âu ECB cũng bước vào tiến trình “bình thường hóa” chính sách tiền tệ khi kết thúc gói nới lỏng định lượng vào cuối năm dù có thể tiếp tục giữ lãi suất ở mức thấp.

Kinh tế Anh trong năm 2018 tăng trưởng chậm lại do năng suất lao động kém và tình trạng thiếu ổn định do Brexit. Trong Quý 4, Chính phủ Anh và EU đã đạt được thỏa thuận Brexit vào tháng 11/2018 nhưng còn phải chờ Hạ viện Anh thông qua. Tuy chưa chính thức rời EU, các số liệu cho thấy nền kinh tế Anh đã và sẽ chịu nhiều tác động từ Brexit. Theo ước tính của tổ chức Frankfurt Main Finance (FMF), các tổ chức tài chính khi chuyển trụ sở từ London về Frankfurt sẽ mang theo 800 tỷ Euro tài sản và 10.000 việc làm ngay trước thềm Brexit diễn ra vào tháng 3/2019.

Một nền kinh tế châu Âu khác đang phải đối mặt với bất ổn là Pháp. Phong trào biểu tình “Áo vàng” bắt đầu nổ ra từ ngày 17/11 để phản đối kế hoạch tăng thuế xăng dầu của chính phủ và yêu cầu cải thiện đời sống người dân. Tuy nhiên, làn sóng biểu tình nhanh chóng biến thành bạo loạn, vượt tầm kiểm soát của chính phủ. Để xoa dịu tình hình, chính phủ Pháp đã công bố gói hỗ trợ 12 tỷ Euro đã hỗ trợ người thu nhập thấp và người hưu trí, đồng thời hoãn kế hoạch tăng thuế nhiên liệu. Phong trào sau đó đã lan sang nhiều nước châu Âu, phần lớn để phản

Tỷ giá đồng EUR và USD so với GBP



Nguồn: BoE

đối chính sách nhập cư và yêu cầu cải thiện đời sống.

Sau Quý 1 khi đồng USD còn yếu, đồng Bảng Anh trong thời gian còn lại của năm thể hiện rõ xu hướng suy yếu so với đồng USD. Ngoài nguyên nhân tới từ đồng USD mạnh, việc các nhà đầu tư lo ngại quá trình đàm phán Brexit có thể sẽ diễn ra dài hơn cũng ảnh hưởng tới tỷ giá của đồng Bảng. Tỷ giá hối đoái USD/GBP kết thúc năm 2018 ở mức 1,256 USD/GBP, giảm tới hơn 12% giá trị so với mức đỉnh hồi tháng Tư.

Những thách thức đối với khu vực châu Âu bao gồm Brexit; căng thẳng thương mại với Mỹ; lo ngại về tài khóa và nợ công ở một số nước thành viên như Italy và Tây Ban Nha; sự trỗi dậy của chủ nghĩa dân túy chống lại liên minh EU dẫn đến sự suy yếu và thiếu đoàn kết của cả khối trong việc giải quyết các vấn đề kinh tế - chính trị quan trọng.

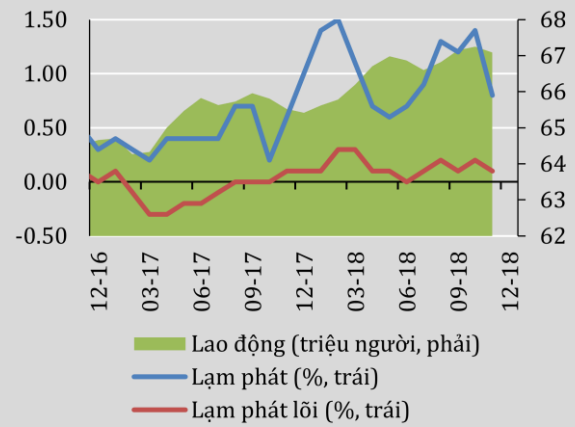
Kinh tế Nhật Bản chịu vạ lây từ cuộc chiến thương mại

Số liệu từ Chính phủ Nhật cho thấy kinh tế Nhật Bản Quý 3 suy giảm ở mức 0,6% (qoq), mức giảm mạnh hơn kỳ vọng của thị trường. Mức tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2017 cũng chỉ đạt 0,09% (yoy), sau khi duy trì trên 1% trong hai năm. Nguyên nhân chủ yếu tới từ tác động của cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung cũng như thiên tai.

Suy giảm kinh tế Quý 3 ở Nhật phần nào thể hiện ở tăng trưởng sản xuất công nghiệp. Cụ thể, chỉ số IPI của Nhật Bản trong Quý 3 đạt mức thấp nhất năm 2018. Chỉ số này đã phục hồi tương đối mạnh trong Quý 4 nên có thể hy vọng tình hình kinh tế Nhật sẽ tốt hơn trong quý cuối năm 2018 khi số liệu chính thức được công bố. Trong khi đó, khu vực dịch vụ tiếp tục duy trì ổn định, với chỉ số bán lẻ tăng dần vào cuối năm và vẫn trên mức 100 điểm.

Trong tháng Sáu, xuất khẩu của Nhật Bản

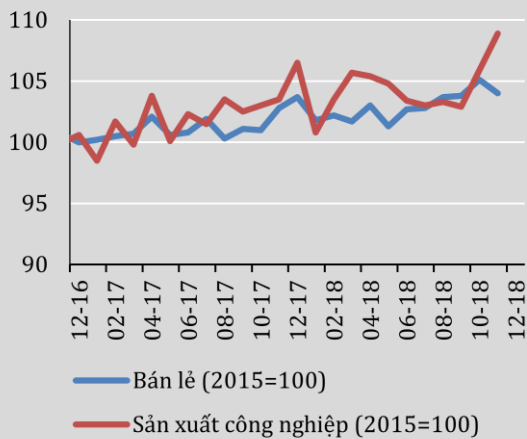
Lạm phát và việc làm tại Nhật Bản



Nguồn: Statistics Bureau of Japan

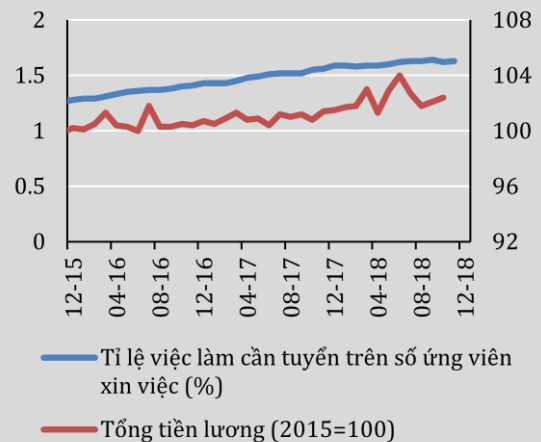
sang Mỹ lần đầu tiên giảm sau 17 tháng. Tình hình có phần xấu đi sau đó khi xuất khẩu của toàn nền kinh tế vào tháng Chín đã suy giảm lần đầu tiên kể từ tháng 11/2016, chủ yếu do xuất khẩu sang thị trường Mỹ, Trung Quốc cùng giảm. Xuất khẩu đã tăng trưởng dương trở lại trong Quý 4, đi cùng chiều với sự gia tăng hoạt động của khu vực sản xuất.

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 (điều chỉnh mùa vụ)



Nguồn: Japan Macro Advisors

Trên thị trường việc làm, số lao động có việc làm tiếp tục được cải thiện, vượt qua mốc 67 triệu người từ tháng Chín. Tỷ lệ thất nghiệp trong năm 2018 duy trì ở mức thấp từ 2,3-2,5%. Thậm chí, mức 2,2% của tháng Năm là mức thấp nhất trong vòng 25 năm qua.

Trong khi đó, tỷ lệ tổng số vị trí cần tuyển trên số ứng viên xin việc liên tục ở các mức cao nhất trong hàng chục năm, trên 1,62 từ giữa năm 2018. Con số này phản ánh sự thiếu hụt nguồn cung lao động nghiêm trọng khi mà Nhật Bản đang phải đối mặt với vấn đề già hóa dân số. Mới đây, Nhật Bản đã thông qua luật mới cho phép công dân nước ngoài có kỹ năng, trình độ trong các lĩnh vực thiếu lao động được cấp thị thực 5 năm.

Luật mới này được kỳ vọng có thể giúp các công ty Nhật nhanh chóng giải quyết bài toán thiếu nhân lực trầm trọng do già hóa dân số mang lại.

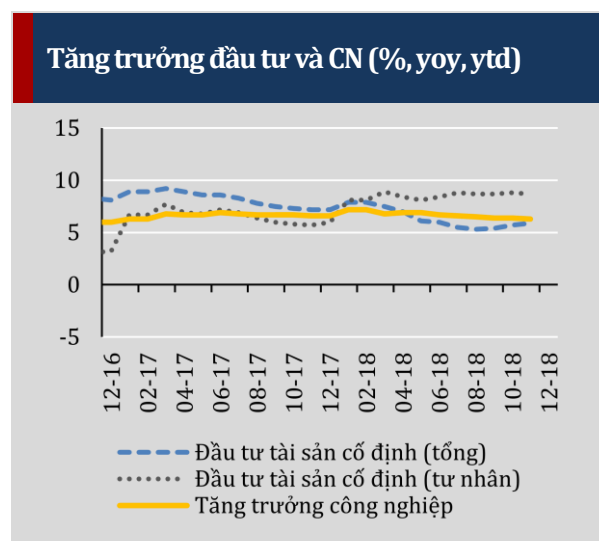
Trong khi đó, lạm phát toàn phần và lạm phát lõi vẫn chưa thể tiến gần mục tiêu 2% mà Ngân hàng Nhật Bản BOJ đặt ra. Thậm chí, lạm phát toàn phần tháng Mười Một giảm chỉ còn 0,8%. Chương trình siêu nới lỏng định lượng của BOJ đã qua thời gian 5 năm và mục tiêu 2% có vẻ là quá tham vọng. Việc mua vào tài sản liên tục khiến cho tài sản trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng này đã vượt GDP của Nhật Bản. Trong bối cảnh năm 2019 chứa đựng nhiều rủi ro vĩ mô, BOJ sẽ khó có thể mạnh tay theo đuổi chương trình nới lỏng tiền tệ.

Kinh tế Trung Quốc thực sự gặp khó

Kinh tế Trung Quốc trong Quý 3/2018 tiếp tục giảm tốc với mức tăng trưởng đạt 6,5% (yoy). Đây là mức tăng trưởng quý chậm nhất trong gần 10 năm và thấp hơn mức dự

báo (6,6%). Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung là một trong nguyên nhân chủ yếu dẫn tới sự đi xuống của nền kinh tế thứ hai thế giới. Các con số dưới đây cho thấy Trung Quốc đang thực sự gặp vấn đề, và bị động trong việc kiểm soát tốc độ tăng trưởng kinh tế của mình. Chúng tôi cho rằng kinh tế nước này năm tới có thể còn giảm tốc mạnh hơn nữa.

Tăng trưởng đầu tư toàn xã hội cũng ghi nhận mức thấp kỷ lục trong Quý 3. Bước sang Quý 4/2018, tăng trưởng đầu tư của Trung Quốc lại có phần hồi phục. Đây có thể là dấu hiệu cho thấy nước này đang tăng cường đầu tư để thúc đẩy tăng trưởng khi nền kinh tế đang thực sự gặp khó khăn. Khi nền kinh tế giảm tốc, tiêu dùng cũng sẽ



Nguồn: NBS

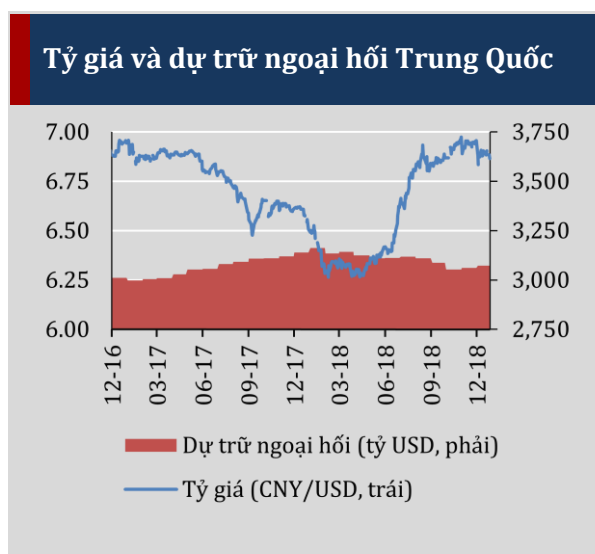
chứng lại. Số liệu gần đây cho thấy sản lượng xe hơi bán ra đã lần đầu tiên giảm sau 20 năm ở mức 6%. Goldman Sachs Group Inc. dự báo thị trường xe hơi tại Trung Quốc đang bước vào giai đoạn suy giảm nhiều quý liên tiếp, và sẽ giảm tiếp 7% trong năm 2019.

Trong khi đó, tăng trưởng sản xuất công nghiệp Quý 4/2018 tiếp tục giảm sút so với các quý trước và cùng kỳ năm 2017, chỉ đạt 6,3% vào tháng Mười Một. Cùng với đó, chỉ số PMI Quý 4 cũng tiếp tục xu hướng giảm. Chỉ số PMI tháng Mười Hai đã xuống dưới ngưỡng 50, đánh dấu sự co lại của khu vực sản xuất sau hai năm rưỡi mở rộng liên tiếp.

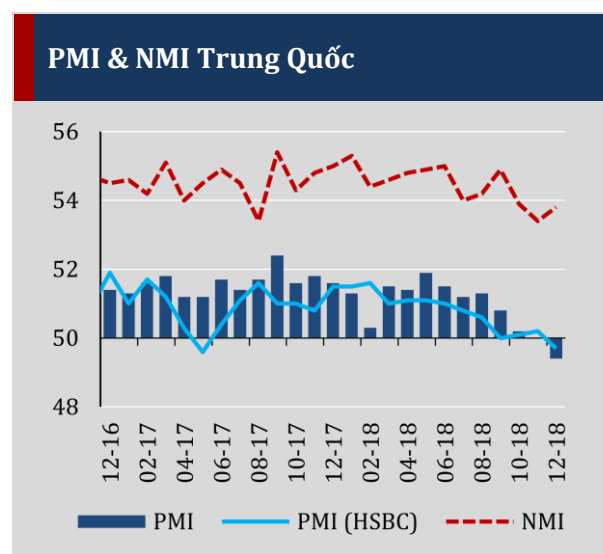
Tiếp tục xu hướng của Quý 3, thặng dư thương mại của Trung Quốc với Mỹ tính tiếp tục phá kỷ lục mức thặng dư một tháng và đạt 35,6 tỷ USD vào tháng Mười Một. Nghịch lý này tồn tại ngay cả khi các đòn

đánh thuế quan của hai bên đã chính thức đi vào hiệu lực. Có thể các công ty Trung Quốc lo ngại hàng hóa xuất khẩu của họ còn có thể bị đánh thuế cao hơn nữa nên tiếp tục việc đẩy mạnh xuất khẩu. Tuy vậy, căng thẳng thương mại có dấu hiệu hạ nhiệt trong tháng Mười Hai khi lãnh đạo Mỹ-Trung đàm phán bên lề Hội nghị G20 nhằm hóa giải cuộc chiến nóng bỏng này.

Trên thị trường ngoại hối, đồng CNY tiếp tục mất giá so với đồng USD trong tháng Mười và có xu hướng giữ giá hơn trong thời gian còn lại của năm 2018. Tỷ giá CNY/USD vào thời điểm cuối tháng Mười có lúc gần chạm ngưỡng 7 CNY/USD, nhưng sau đó giảm nhẹ và kết thúc năm ở mức 6,9 CNY/USD. Đồng CNY yếu đi cũng có thể là một phần nguyên nhân dẫn tới xuất khẩu của Trung Quốc tăng mạnh, tạo thặng dư kỷ lục.



Nguồn: FRED, PBoC



Nguồn: AASTOCKS

Trong năm 2018, Trung Quốc đã bốn lần giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các ngân hàng. Ngày 4/1/2018, Trung Quốc tiếp tục giảm tỷ lệ này một lần nữa để bơm thêm 800 tỷ CNY (116,5 tỷ USD) vào hệ thống ngân hàng, sau khi các ngân hàng đã sử dụng 1.500 tỷ CNY để thanh toán các khoản nợ trung hạn. Việc tăng cường thanh khoản nhằm giảm chi phí vốn cho doanh nghiệp và được kỳ vọng sẽ hỗ trợ nền kinh tế đang có dấu hiệu giảm tốc mạnh. Tuy Thống đốc PBoC khẳng định vẫn áp dụng chính sách tiền tệ thận trọng và trung lập, đây là dấu hiệu rõ ràng của việc nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng. Bên cạnh đó, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc cũng đã tăng nhẹ trở lại vào cuối năm 2018, từ mức 3.053 tỷ USD của tháng Mười lên 3.072,7 tỷ USD vào tháng Mười Hai. Những điều này dường như cho thấy Trung Quốc đã chủ động hơn trong điều hành tỷ giá, không hoàn toàn bị động trong như Quý 3/2018.

Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung với chuỗi cung ứng sản xuất toàn cầu

Giờ đây đã có thể nhận thấy cái gọi là cuộc “chiến tranh thương mại Mỹ-Trung” không chỉ đơn thuần là hệ quả của việc tái cấu trúc cán cân thương mại cho nền kinh tế Mỹ, mà đó là sự khởi đầu cho một cuộc chiến lớn hơn nhằm duy trì sự độc tôn sức mạnh Mỹ và trật tự thế giới tương ứng. Một số sự kiện nổi bật làm căng thẳng thêm mối quan hệ Mỹ-Trung thời gian qua đã củng cố nhận định này: vụ bắt giữ giám đốc Huawei, hiệp định USMCA quy định “luật chơi” khi một nước Bắc Mỹ có thỏa thuận thương mại với một nền kinh tế phi thị trường (nhằm vào Trung Quốc) và một loạt đạo luật về an ninh và quốc phòng liên quan đến khu vực Indo-Pacific.

Cuộc chiến này ngoài những ảnh hưởng trực tiếp tới hai nền kinh tế lớn nhất thế giới, nó còn tác động tới tương lai của kinh tế toàn cầu. Trong ngắn hạn, chiến tranh thương mại có thể làm suy giảm triển vọng kinh tế thế giới nói chung và thương mại toàn cầu nói riêng. Tuy nhiên, tác động quan trọng hơn của cuộc chiến nằm ở sự chuyển dịch chuỗi cung ứng sản xuất toàn cầu.

Một dòng dịch chuyển sản xuất ít được chú ý là việc chuyển sản xuất từ Mỹ về Trung Quốc. Ví dụ cụ thể là Honda đang xem xét chuyển sản xuất một dòng xe SUV về Trung Quốc rồi bán tại đó, thay vì nhập khẩu từ Mỹ. Nguyên nhân tới từ việc các phương tiện nhập khẩu từ Mỹ vào Trung Quốc có nguy cơ chịu thuế tới 40% do bị trả đũa thương mại.

Tuy nhiên, dòng dịch chuyển sản xuất nhận được nhiều sự quan tâm nhất là chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang các nước láng giềng châu Á. Phòng Thương mại Hoa Kỳ tại Nam Trung Quốc tiến hành khảo sát các doanh nghiệp Trung Quốc và doanh nghiệp nước ngoài hoạt động tại Trung Quốc thì có 60% doanh nghiệp sẽ trì hoãn hoặc hủy các kế hoạch đầu tư vào Trung Quốc, và 70% doanh nghiệp Mỹ được khảo sát sẽ rời khỏi Trung Quốc. Việt Nam là một điểm đến sáng giá nhất do tính tương đồng về văn hóa và môi trường thể chế. Giá nhân công rẻ, khéo tay cùng với tình hình ổn định kinh tế-chính trị cũng là những lợi thế khác của Việt Nam. Để nắm bắt được cơ hội này, đòi hỏi Việt Nam phải cố gắng rất nhiều ở việc cải thiện môi trường thể chế, kinh doanh và chất lượng lao động trong nước.

Kinh tế BRICS đồng thời giảm tốc

Ngoại trừ Brazil, kinh tế các nước BRICS cùng chứng kiến sự giảm sút về tốc độ tăng trưởng trong Quý 3/2018.

Tăng trưởng kinh tế của Ấn Độ trong Quý 3 giảm xuống còn 7,23% (yoy), nhưng vẫn là nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất thế giới. Với mức tăng trưởng tích cực thời gian qua, thứ hạng kinh tế của Ấn Độ sẽ được cải thiện nhanh chóng. Việc giá dầu thô đột ngột quay đầu giảm đã biến điều bất lợi thành thuận lợi cho kinh tế nước này, khi Ấn Độ là nước nhập khẩu dầu lớn thứ ba thế giới.

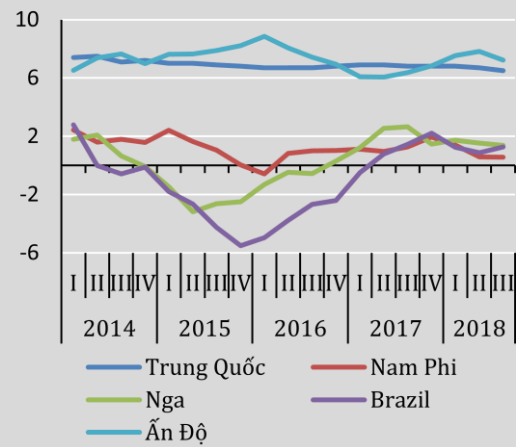
Kinh tế Nga Quý 3/2018 ghi nhận mức tăng trưởng 1,38% (yoy), thấp hơn các quý trước và chỉ bằng một nửa tốc độ tăng trưởng của quý cùng kỳ năm 2017 (2,66%). Theo Bộ Phát triển Kinh tế Nga, sự giảm tốc một phần tới từ sản lượng nông sản thấp đi

ASEAN có nhiều diễn biến mới

Trong bối cảnh chiến tranh thương mại Mỹ-Trung leo thang, tăng trưởng của nhóm nước ASEAN-5 trong Quý 3/2018 ước tính giảm xuống chỉ còn 4,7% (yoy), so với 5,5% của quý trước đó. Nhiều chuyên gia nhận định khu vực Đông Nam Á sẽ là nơi được hưởng lợi nhiều nhất nếu cuộc chiến thương mại leo thang. Tuy nhiên, có lẽ cần thời gian để các nền kinh tế khối này cảm nhận được tác động tích cực đó.

Indonesia là một trong những nền kinh tế mới nổi chịu khủng hoảng tiền tệ tồi tệ nhất, dưới sức ép nâng lãi suất của Fed và thâm

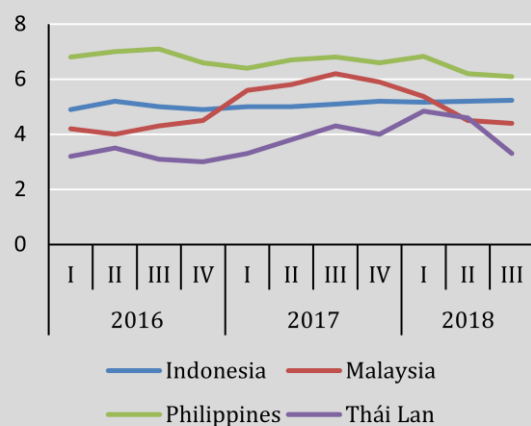
Tăng trưởng kinh tế các nước BRICS (% , yoy)



Nguồn: OECD

tương đối nhiều. Bên cạnh đó, sản xuất công nghiệp cũng cho thấy sự giảm dần tốc độ tăng trưởng IPI trong Quý 3. Giá dầu thô đột ngột giảm mạnh trong Quý 4 sẽ có tác động không nhỏ tới kinh tế Nga và có thể buộc nước này giảm sản lượng khai thác nhằm giữ cho giá dầu không giảm thêm.

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



Nguồn: CEIC

hụt cán cân vãng lai. Vào đầu tháng Mười, giá trị đồng Rupiah của nước này chạm đáy 20 năm và vượt qua ngưỡng 15000 Rupiah/USD. Tỷ giá trong thời gian còn lại của năm 2018 có phần “lặng sóng” nhờ các nỗ lực của Chính phủ Indonesia như: nâng lãi suất, can thiệp thị trường ngoại hối và áp giới hạn nhập khẩu để giảm thâm hụt tài khoản vãng lai.

Kinh tế Philippines tiếp tục dấu hiệu giảm tốc khi chỉ tăng trưởng 6,1% trong Quý 3/2018. Nước này cũng rơi vào vòng xoáy phá giá tiền tệ như nhiều nền kinh tế mới nổi khác. Trong năm 2018, Ngân hàng Trung ương Philippines cũng đã phải nâng lãi suất điều hành lên bốn lần để kìm hãm

sự mất giá của đồng Peso cũng như kiềm chế lạm phát tăng cao. Yếu tố tích cực với nền kinh tế tới trong Quý 4 khi giá dầu chịu cú sốc giảm mạnh. Điều này có thể làm giảm chi phí nhập khẩu, góp phần thu hẹp thâm hụt cán cân vãng lai.

Trong số các nền kinh tế ASEAN-5, kinh tế Thái giảm tốc mạnh nhất trong Quý 3 khi chỉ tăng 3,3% (yoy), thấp hơn tương đối nhiều so với quý trước (4,6%) và cùng kỳ năm 2017 (4,3%). Nguyên nhân chủ yếu tới từ nhu cầu của thị trường thế giới yếu đi dưới tác động của cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung. Chỉ số sản xuất PMI cũng đã hạ xuống dưới ngưỡng 50 điểm, thể hiện sự co lại của khu vực sản xuất nước này.

Triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới (%)

	WEO (10/2018)			GEP (1/2019)		
	2017e	2018p	2019p	2018e	2019p	2020p
Toàn cầu	3,7	3,7 (-0,2)	3,7 (-0,2)	3,0 (-0,1)	2,9 (-0,1)	2,8 (-0,1)
Các nền kinh tế phát triển	2,3	2,4 (0,0)	2,1 (-0,1)	2,2 (0,4)	2,0 (0,4)	1,6 (0,2)
Mỹ	2,2	2,9 (0,0)	2,5 (-0,2)	2,9 (0,2)	2,5 (0,0)	1,7 (-0,3)
Khu vực đồng tiền chung Châu Âu	2,4	2,0 (-0,2)	1,9 (0,0)	1,9 (0,7)	1,6 (0,6)	1,5 (0,2)
Anh	1,7	1,4 (0,0)	1,5 (0,0)	1,3 (-0,2)	1,4 (-0,1)	1,7 (0,0)
Nhật Bản	1,7	1,1 (0,1)	0,9 (0,0)	0,8 (-0,2)	0,9 (0,1)	0,7 (0,2)
Các nước mới nổi và đang phát triển	4,7	4,7 (-0,2)	4,7 (-0,4)	4,2(-0,3)	4,2 (-0,5)	4,5 (-0,2)
Nga	1,5	1,7 (0,0)	1,8 (0,3)	1,6 (0,1)	1,5 (-0,3)	1,8 (0,0)
Trung Quốc	6,9	6,6 (0,0)	6,2 (-0,2)	6,5 (0,0)	6,2 (-0,1)	6,2 (0,0)
Ấn Độ	6,7	7,3 (0,0)	7,4 (-0,1)	7,3 (-0,5)	7,5 (0,0)	7,5 (0,0)
Brazil	1,0	1,4 (-0,4)	2,4 (-0,1)	1,2 (-1,2)	2,2 (-0,3)	2,4 (0,0)
Nam Phi	1,3	0,8 (-0,7)	1,4 (-0,3)	0,9 (-0,5)	1,3 (-0,5)	1,7 (-0,2)
Các nước ASEAN-5	5,3	5,3 (0,0)	5,2 (-0,1)			
Indonesia	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	5,3
Malaysia	5,9	4,7	4,6	4,7	4,7	4,6
Philippines	6,7	6,5	6,6	6,4	6,5	6,6
Thái Lan	3,9	4,6	3,9	4,1	3,8	3,9
Việt Nam	6,8	6,6	6,5	6,8	6,6	6,5
Lào	6,9	6,8	7,0	6,5	6,6	6,7
Campuchia	6,9	6,9	6,8	7,1	6,8	6,8
Myanmar	6,8	6,4	6,8	6,2	6,5	6,6

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

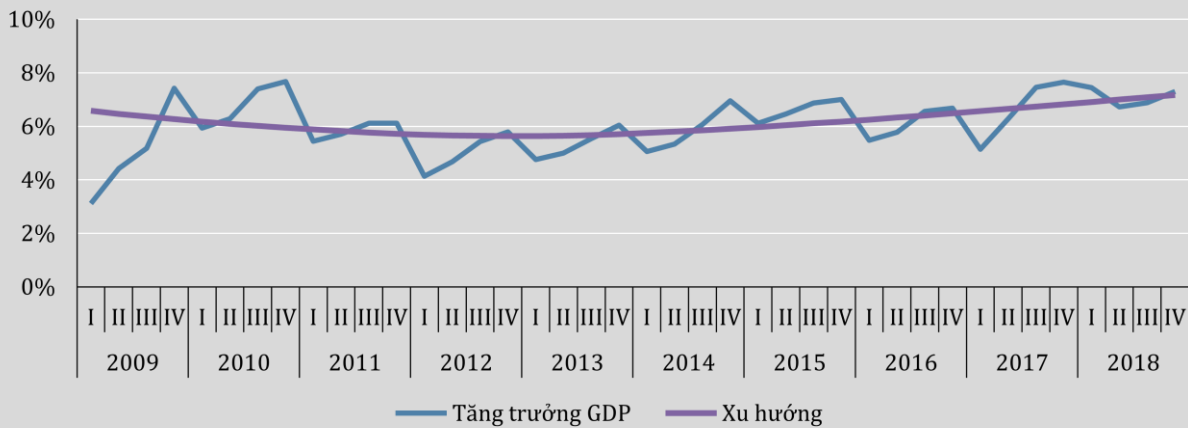
Nguồn: World Economic Outlook (IMF), Global Economic Prospects (WB)

KINH TẾ VIỆT NAM

Tăng trưởng và lạm phát

Kinh tế Việt Nam tăng trưởng cao nhất sau khủng hoảng

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam (% , yoy)



Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

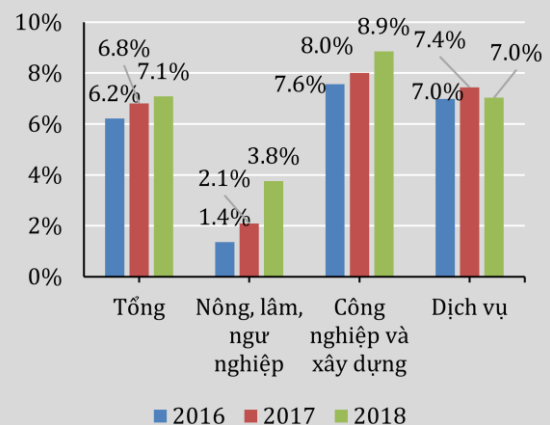
Số liệu công bố của TCTK cho thấy kinh tế Việt Nam Quý 4/2018 tăng trưởng ở mức 7,31% (yoy). Tính chung cả năm 2018, GDP ước tăng 7,08%, mức tăng cao nhất sau khủng hoảng tài chính 2008-2009.

Khu vực dịch vụ tăng trưởng ở mức 7,03% (yoy) trong năm 2018, mức tăng tương đối tích cực tuy thấp hơn cùng kỳ năm 2017 (7,44%). Trong đó, ngành bán buôn và bán lẻ tiếp tục là ngành tăng trưởng nhanh nhất khu vực (8,51%, yoy) và đóng góp nhiều nhất vào mức tăng trưởng chung của nền kinh tế (0,92 điểm phần trăm). Các ngành khác như hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm, dịch vụ lưu trú và ăn uống, hoạt động kinh doanh bất động sản cũng đóng góp đáng kể. Đáng chú ý, du lịch tiếp tục là điểm sáng với lượng khách quốc tế tới Việt Nam năm 2018 đã vượt qua con số 15 triệu,

tăng gần 20% so với năm 2017, theo số liệu từ Tổng cục Du lịch.

Khu vực nông, lâm, ngư nghiệp chứng kiến sự phục hồi vững chắc với những yếu tố thuận lợi từ thời tiết và thị trường thế giới.

Tăng trưởng kinh tế theo khu vực (% , yoy)



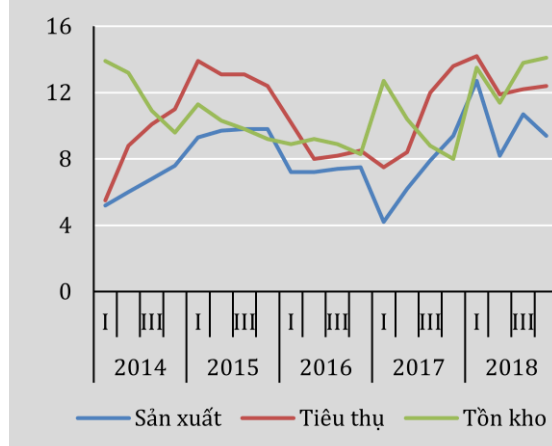
Nguồn: TCTK

Mức tăng trưởng 3,76% (yoy) là mức tăng cao nhất trong giai đoạn 2012-2018. Trong đó, ngành thủy sản, đặc biệt là nuôi cá tra, vẫn tiếp tục là điểm sáng của khu vực này nhờ thị trường tiêu thụ tăng trưởng mạnh. Do Mỹ và Trung Quốc đều là thị trường xuất khẩu nông, lâm, thủy sản của Việt Nam, cuộc chiến thương mại giữa hai quốc gia này cũng làm thay đổi cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam. Cụ thể, tính từ thời điểm cuộc chiến thương mại nổ ra vào tháng Bảy tới hết tháng 10/2018, xuất khẩu nông sản của Việt Nam vào Mỹ tăng tới 15% (từ 2,38 lên 2,74 tỷ USD). Xuất khẩu nông sản sang Trung Quốc lại có dấu hiệu chững lại khi giảm tới 13% (từ 3,12 xuống còn 2,72 tỷ USD).

Trong khi đó, khu vực công nghiệp và xây dựng năm 2018 có mức tăng khá 8,85% (yoy), cao hơn tương đối nhiều so với cùng kỳ các năm trước (2016: 7,57%; 2017: 8,00%). Đây cũng là khu vực đóng góp nhiều nhất cho tăng trưởng chung của nền kinh tế. Ngành công nghiệp chế tác với đầu tàu Samsung tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của khu vực này với mức tăng cao 12,98%. Trong khi đó, ngành khai khoáng vẫn thu hẹp ở mức tăng trưởng -3,11% (yoy), chậm hơn so với mức thu hẹp -7,1% của năm 2017. Nguyên nhân vì giá dầu thô năm 2018 cao hơn dự kiến.

Các chỉ báo sản xuất công nghiệp cũng tiếp tục cho thấy sự khả quan trong Quý 4 và cả năm 2018 nói chung. Tính riêng Quý 4, IPI tăng 9,4% so với cùng kỳ năm 2017. IPI tính chung cho năm 2018 cũng tăng 10,2% (yoy). Trong đó, IPI của ngành công nghiệp chế tác tiếp tục dẫn đầu với mức tăng

Một số chỉ báo công nghiệp (% ytd)



Nguồn: TCTK

12,3%. Chỉ số tiêu thụ cũng tiếp tục được cải thiện, đạt mức tăng 12,4% (yoy) tính chung cho năm 2018. Tuy nhiên, chỉ số tồn kho lại tiếp tục tăng cao lên mức 14,2% vào thời điểm 31/12/2018 so với cùng kỳ năm 2017. Chỉ số tồn kho ở mức quá cao có thể tác động không tốt tới ngành đó, gây ra hiện tượng đình trệ sản xuất tạm thời.

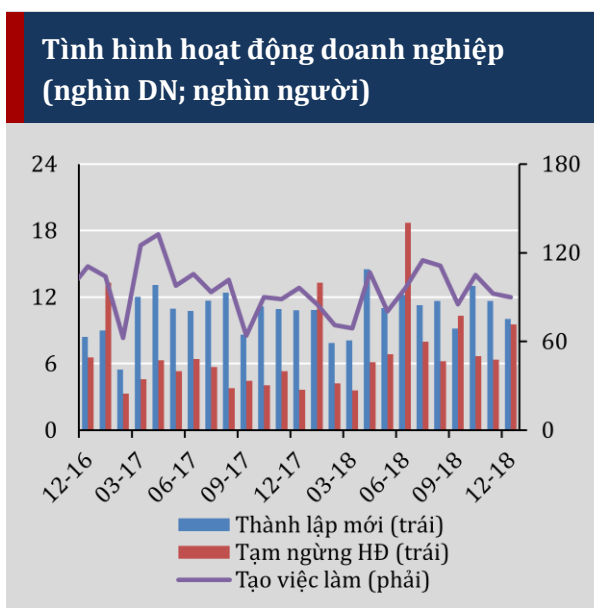
Số doanh nghiệp ngừng hoạt động tăng mạnh, số việc làm tạo mới giảm nhẹ

Trong bối cảnh tăng trưởng GDP tích cực, chỉ số quản trị nhà mua hàng (PMI) trong Quý 4 cũng cho thấy dấu hiệu hồi phục, sau khi giảm mạnh trong tháng Chín. Đặc biệt, PMI tháng Mười Một đạt 56,5, mức cao thứ hai trong lịch sử được thống kê. PMI đã giảm trong tháng Mười Hai nhưng vẫn đánh dấu chuỗi 37 tháng mở rộng liên tiếp. Triển vọng của khu vực sản xuất nói riêng và nền kinh tế nói chung thời gian tới là tương đối khả quan.

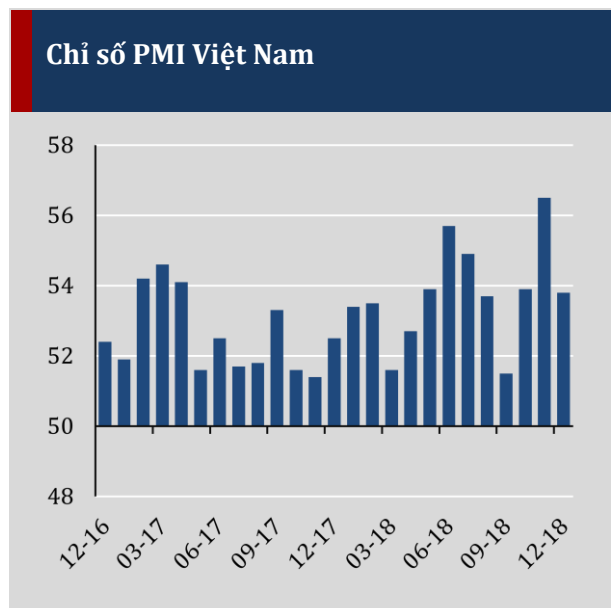
Khảo sát về xu hướng kinh doanh của các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến chế tạo do TCTK thực hiện tiếp tục cho thấy sự lạc quan của doanh nghiệp. Trong số các doanh nghiệp tham gia khảo sát, có 44,7% số doanh nghiệp đánh giá tình hình sản xuất

kinh doanh Quý 4 tốt hơn so với quý trước (con số Quý 3 là 43,1%). Ở chiều ngược lại, có 16,9% doanh nghiệp cho rằng tình hình kinh doanh trong Quý 4 khó khăn hơn Quý 3. Dự kiến trong Quý 1/2019, 47,3% doanh nghiệp được khảo sát sẽ đánh giá tình hình kinh doanh tốt lên.

Trong Báo cáo về Chỉ số mức độ thuận lợi trong kinh doanh (EBDI) do Ngân hàng Thế giới tổng hợp, thứ hạng của Việt Nam đã tụt một bậc xuống vị trí 69 trên tổng số 190 quốc gia. Điểm tích cực là Việt Nam được đánh giá đã thực hiện cải cách trên ba tiêu chí bao gồm: “Khởi sự doanh nghiệp”, “Chi trả thuế” và “Thực thi hợp đồng” để việc kinh doanh được dễ dàng hơn.



Nguồn: TCTK



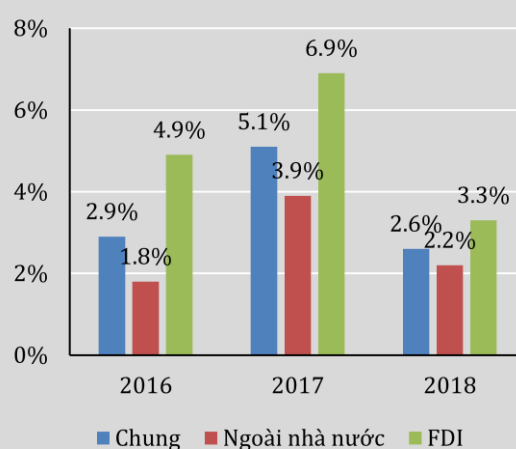
Nguồn: Nikkei

Về tình hình hoạt động, số doanh nghiệp thành lập mới trong Quý 4 đã hồi phục trở lại so với tháng Chín, đạt trung bình 11.555 doanh nghiệp thành lập mới mỗi tháng. Tính chung cả năm 2018, cả nước có 131.275 doanh nghiệp thành lập mới, chỉ tăng nhẹ 3,5% so với năm 2017. Tổng số vốn đăng ký là 1.478,1 nghìn tỷ đồng, tăng 14,1% so với cùng kỳ năm 2017. Vốn đăng ký bình quân một doanh nghiệp thành lập mới đạt 11,3 tỷ đồng, tăng 10,2% so với cùng kỳ.

Trong khi đó, lượng doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động trong Quý 4 tiếp tục nhiều bất thường so với cùng kỳ năm 2017, dù ít hơn Quý 3. Có tổng số 22.581 doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động trong Quý 4, tăng tới 74% so với cùng kỳ năm ngoái. Tính chung năm 2018, tổng số doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động là 99.885 doanh nghiệp, tăng tới 51% so với cả năm 2017. Như đã đề cập tới trong báo cáo trước, lượng doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động tăng có thể khiến cho mục tiêu đạt một triệu doanh nghiệp vào năm 2020 trở nên khó khăn.

Ở khía cạnh lao động, quy mô việc làm tạo mới trong Quý 4 tăng nhẹ 4,5% so với cùng kỳ 2017. Nhìn chung, chất lượng của tăng

Tăng trưởng lao động trong ngành công nghiệp (%)



Nguồn: TCTK

trưởng kinh tế đã được cải thiện trong nửa sau năm 2018 khi số việc làm tạo ra cao hơn cùng kỳ. Tuy nhiên, do số việc làm mới suy giảm tương đối mạnh trong nửa đầu năm, tổng số lao động mới của cả năm 2018 thấp hơn 4,7% so với năm 2017. Theo thành phần, khu vực nhà nước tiếp tục giảm 0,7%, trong khi ở khu vực ngoài nhà nước tăng 2,2% và khu vực FDI tăng 3,3%. Điều này cho thấy khu vực FDI hiện vẫn đang là khu vực tăng trưởng nhanh nhất trên mọi khía cạnh (giá trị sản xuất, xuất khẩu, tạo việc làm...)

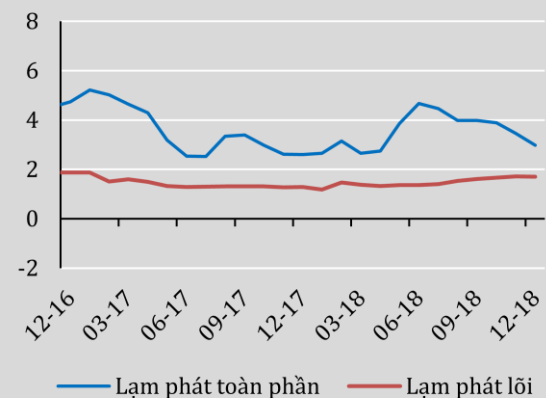
Lạm phát tổng thể giảm trong Quý 4, nhưng lạm phát lõi tiếp tục tăng

Lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt trong Quý 4/2018. Trái với những nhận định trước đây về rủi ro lạm phát tăng cao trong quý cuối năm, việc giá năng lượng bất ngờ đảo chiều từ tháng Mười đã góp phần không nhỏ kìm hãm lạm phát. Lạm phát được duy trì dưới 4%, thậm chí là dưới 3% vào tháng Mười Hai. Tính chung cả năm, lạm phát bình quân đạt 3,54%, dưới mục tiêu Quốc hội đề ra.

Một nguyên nhân quan trọng dẫn tới sự gia tăng của CPI trong năm 2018 là giá lương thực, thực phẩm phục hồi so với năm 2017. Giá thịt lợn trong năm 2018 đã tăng mạnh sau khi chạm đáy 30 năm trong năm 2017 do mất cân đối cung-cầu. Bên cạnh đó, giá lương thực cũng tăng cao do nhu cầu lớn từ thị trường thế giới. Tính chung lại, nhóm lương thực, thực phẩm làm CPI tổng tăng 0,61%. Trước khi giảm vào cuối năm, giá dầu thô thế giới liên tục tăng và đạt đỉnh bốn năm. Điều này dẫn tới thực tế là nhóm hàng năng lượng vẫn làm CPI tổng cả năm tăng 0,63%.

Từ ngày 1/1/2019, Bộ Tài chính điều chỉnh thuế bảo vệ môi trường đánh trên mặt hàng xăng dầu lên 4.000 VND/lít. Việc giá dầu thế giới ở mức thấp cùng với việc sử dụng quỹ bình ổn khiến cho người dân chưa cảm nhận được tác động của việc tăng thuế. Trong thời gian tới khi giá dầu có thể khôi phục dần trở lại, tác động sẽ trở nên rõ nét hơn vì giá xăng dầu tăng thường kéo theo

Lạm phát và lạm phát lõi (% , yoy)



Nguồn: TCTK

nhiều mặt hàng khác tăng do chi phí vận chuyển tăng lên.

Bên cạnh đó, các dịch vụ công đóng góp lớn cho sự gia tăng CPI trong năm 2018. Cụ thể, việc các địa phương điều chỉnh tăng giá dịch vụ y tế theo Thông tư số 02/2017/TT-BHYT của Bộ Y tế đã làm cho giá mặt hàng này tăng tới 13,86% và làm CPI chung tăng 0,54%. Trong khi đó, việc các địa phương thực hiện lộ trình tăng học phí cũng làm CPI nhóm hàng giáo dục tăng 7,12% và tăng CPI tổng 0,37%.

Diễn biến trong năm 2018 cho thấy xu hướng tăng nhẹ của lạm phát lõi. Khởi đầu năm ở mức 1,18%, lạm phát lõi đã tăng dần và đạt mức 1,72% và 1,70% lần lượt vào tháng Mười Một và Mười Hai. Điều này dường như phần nào thể hiện khuynh hướng vẫn nói lỏng tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng của NHNN.

Các cân đối vĩ mô

Thặng dư thương mại đạt kỷ lục

Thương mại Quý 4/2018 tiếp tục có những bước tiến tích cực, tuy không còn ghi nhận mức tăng trưởng cao như cùng kỳ các năm trước. Cụ thể, xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt tăng 9,2% và 13,7% (yoy) so với cùng kỳ năm 2017. Đây cũng là quý thứ sáu liên tiếp Việt Nam có thặng dư thương mại và đạt 0,9 tỷ USD.

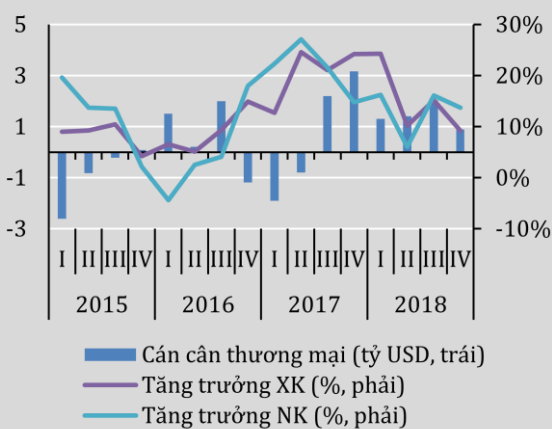
Tính chung cả năm 2018, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt gần 480 tỷ USD. Tổng thặng dư thương mại đạt khoảng 7,21 tỷ USD. Cán cân thương mại thặng dư góp phần tạo ra nguồn cung ngoại tệ để nâng cao dự trữ ngoại hối quốc gia trong nửa đầu năm 2018, và cùng với chính sách tiền tệ của NHNN đã giữ cho tỷ giá USD/VND không biến thiên quá mạnh trong nửa còn lại của năm.

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa cả năm 2018 ước đạt 244,72 tỷ USD. Trong đó, xuất khẩu tới từ nhóm doanh nghiệp FDI chiếm tỷ

trọng chủ yếu. Xuất khẩu từ khu vực này đạt 175,52 tỷ USD, chiếm 71,7% tổng kim ngạch và tăng 13,1% so với cùng kỳ năm 2017. Xuất khẩu từ khu vực trong nước cũng có sự cải thiện đáng kể khi tăng đến 18,2% (yoy).

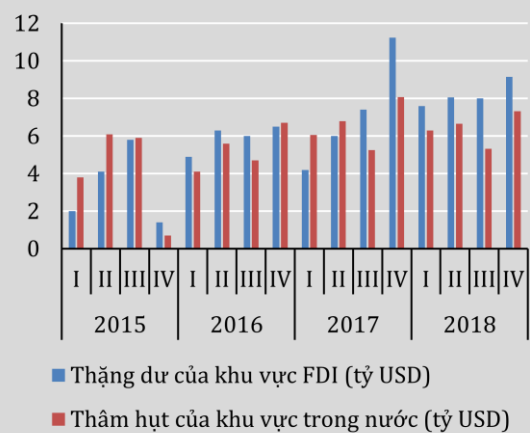
Trong khi đó, tổng kim ngạch nhập khẩu năm 2018 tăng trưởng khoảng 12,5% và ước đạt 237,51 tỷ USD. Trong đó, nhập khẩu của khu vực FDI chiếm 142,71 tỷ USD và khu vực trong nước là 94,80 tỷ USD. Điều này dẫn tới tình trạng xuất siêu 32,81 tỷ USD của khu vực vốn đầu tư nước ngoài và nhập siêu 25,60 tỷ USD của khu vực trong nước trong năm 2018. Việc kinh tế Việt Nam nói chung và khu vực xuất khẩu nói riêng phụ thuộc quá lớn vào khu vực FDI cũng chính là điểm yếu của nền kinh tế. Đặc biệt, thành tích xuất khẩu của khu vực FDI lại chịu chi phối bởi một số doanh nghiệp

Cán cân và tăng trưởng thương mại



Nguồn: TCTK

Cán cân thương mại theo khu vực



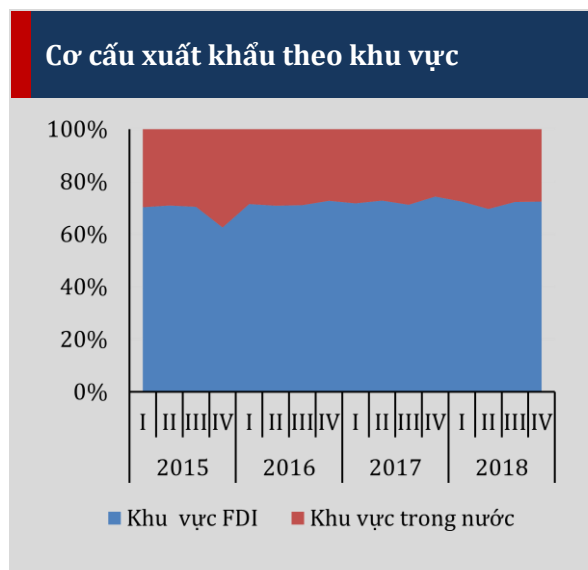
Nguồn: TCTK

lớn như Samsung khi chỉ riêng xuất khẩu điện thoại và linh kiện ước chiếm 20% tổng kim ngạch xuất khẩu cả năm.

Xét theo mặt hàng xuất khẩu năm 2018, 29 mặt hàng đạt kim ngạch xuất khẩu trên 1 tỷ USD và chúng chiếm tới 91,7% tổng kim ngạch xuất khẩu. Trong đó, một số mặt hàng chủ lực có mức tăng trưởng tốt như: Điện thoại và linh kiện đạt 50 tỷ USD (chủ yếu là từ Samsung như đã đề cập ở trên), tăng 10,5%; hàng dệt may đạt 30,4 tỷ USD, tăng 16,6%; điện tử, máy tính và linh kiện đạt 29,4 tỷ USD, tăng 13,4%; hay giày dép đạt 16,3 tỷ USD, tăng 11%. Trong khi đó, xuất khẩu dầu thô chỉ đạt 2,3 tỷ USD, giảm 21,2% về giá trị và 39,5% về lượng. Một năm đầy biến động của giá dầu đã mang lại bài học kinh nghiệm về giảm phụ thuộc vào khai thác tài nguyên vì đây là hướng đi thiếu bền vững.

Về cơ cấu mặt hàng nhập khẩu trong năm 2018, nhóm hàng tư liệu sản xuất phục vụ ngành công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục chiếm chủ đạo, đạt 217 tỷ USD và chiếm 91,4% tổng kim ngạch nhập khẩu của toàn nền kinh tế. Trong đó, nhóm hàng máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng và nhóm hàng nguyên, nhiên, vật liệu lần lượt đạt kim ngạch nhập khẩu 101 và 116 tỷ USD.

Theo đối tác thương mại năm 2018, Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch 47,5 tỷ USD (tăng tới 14,2% so với cùng kỳ 2017). Một phần nguyên nhân có thể tới từ việc Việt Nam được hưởng lợi từ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung khi có thêm các đơn hàng từ phía



Nguồn: TCTK

Mỹ chuyển dịch sang. Hiện Trung Quốc đã vươn lên là thị trường xuất khẩu lớn thứ ba của Việt Nam, chỉ sau Mỹ và EU, và đây là nhân tố giúp nhập siêu từ Trung Quốc giảm xuống đứng thứ hai, như phần dưới mô tả. Điều này rất quan trọng vì nó cho thấy Trung Quốc đang ngày càng có khuynh hướng là thị trường tiêu thụ cho VN (vì thu nhập đầu người tăng cao), đặc biệt là hàng nông sản. Nên mọi động thái của thị trường TQ như chiến tranh thương mại cho tới thay đổi quy định đều có thể ảnh hưởng lớn tới VN, và thực tế đã như vậy.

Trong khi đó, Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất với kim ngạch 65,8 tỷ USD (tăng 12,3%). Việc đồng CNY mất giá có thể là nguyên nhân, như giả thuyết chúng tôi đưa ra vào giữa năm 2018 (trong Báo cáo Quý 2), làm cho hàng hóa nhập từ Trung Quốc rẻ hơn và do đó xâm nhập thị trường Việt Nam nhiều hơn.

Hàn Quốc đã trở lại thay thế Trung Quốc thành đối tác tạo ra nhập siêu lớn nhất với

Việt Nam với mức nhập siêu 29,6 tỷ USD (theo sau là Trung Quốc với 23,9 tỷ USD). Nhập siêu cao với Hàn Quốc chủ yếu tới từ thực tế các doanh nghiệp FDI lớn như Samsung nhập khẩu tư liệu sản xuất từ Hàn Quốc.

Trong tương lai gần, căng thẳng Mỹ- Trung có thể mang lại nhiều cơ hội lớn cho nền kinh tế Việt Nam. Trước mắt, hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ có thể tìm được

một chút ưu thế so với hàng hóa từ Trung Quốc. Nhưng hàng hóa xuất khẩu sang Trung Quốc có thể gặp khó khăn. Tổng hợp của hai yếu tố này có thể gây ra những tác động mang tính cấu trúc đến các nhà xuất khẩu Việt Nam. Thêm vào đó, việc đón nhận làn sóng đầu tư và chuỗi cung ứng sản xuất dịch chuyển từ Trung Quốc có thể giúp Việt Nam cải thiện cán cân thương mại nhiều hơn nữa trong tương lai.

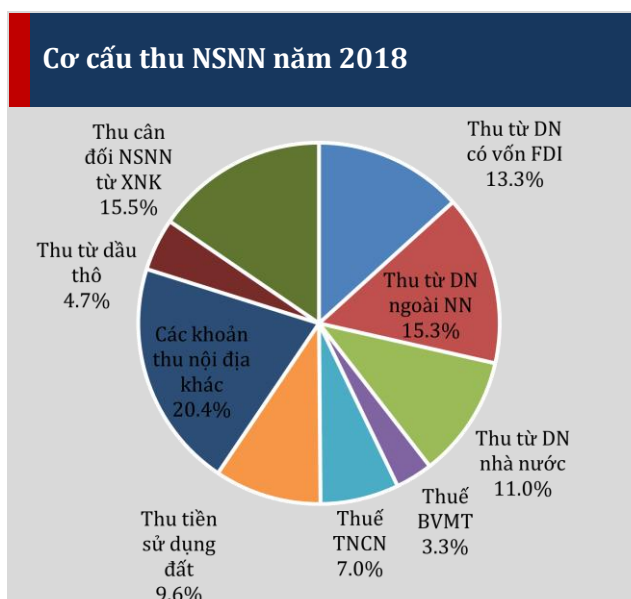
Cán cân ngân sách vẫn thâm hụt đáng kể

Số liệu chính thức từ Bộ Tài chính cho thấy thu cân đối ngân sách năm 2018 đạt 1,422 triệu tỷ đồng, vượt 7,8% so với dự toán năm.

Thu ngân sách tăng đáng kể nhưng vẫn không đủ cho tiêu dùng nhà nước, dẫn tới thâm hụt ngân sách vẫn ở mức 3,6%. Trong khi đó, tình hình giải ngân vốn đầu tư xây

dựng cơ bản không có dấu hiệu cải thiện khi chỉ đạt 67,6% dự toán năm (2017: 70,7%).

Những biến động về thu – chi NSNN qua các tháng trong năm không nói lên gì nhiều về sự thay đổi tài khóa của Việt Nam khi những dữ liệu này chỉ là tạm tính và sẽ được điều chỉnh mạnh vào thời điểm cuối năm. Nhìn chung, cấu trúc NSNN chưa có cải thiện gì so với những năm trước khi chi thường xuyên vẫn chiếm tỷ trọng áp đảo và nhu cầu chi tiêu vượt xa so với khả năng thu. Chúng tôi cho rằng nếu Chính phủ không thể kiềm hãm nhu cầu chi tiêu công của mình thì các biện pháp tăng thu thông qua việc đưa vào những sắc thuế mới hoặc tăng các sắc thuế cũ vẫn sẽ là những điểm tối đáng chú ý của tình trạng tài khóa trong thời gian tới.



Nguồn: TCTK

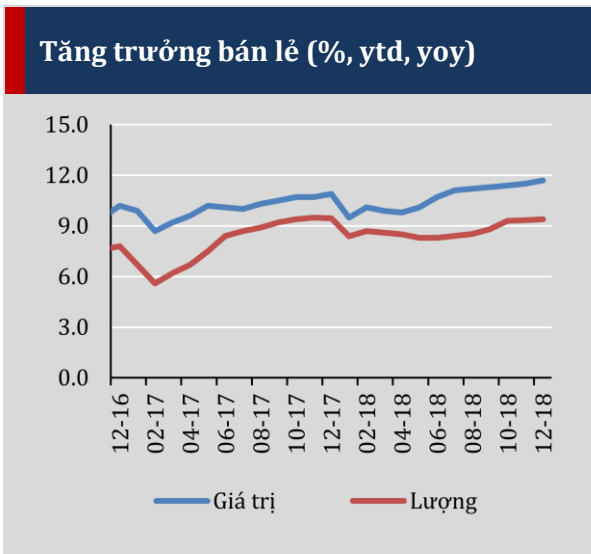
**Tiêu dùng tiếp tục giữ ổn định,
vốn đăng ký đầu tư FDI giảm**

Số liệu từ TCTK cho thấy tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong Quý 4 và cả năm 2018. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2018 ước đạt 4.395,7 nghìn tỷ đồng, tăng 11,7% (yoy) về giá trị so với cùng kỳ năm trước. Mức tăng trưởng này cao hơn so với cùng kỳ các năm trước (2016: 10,2%; 2017:11,0%). Đồng thời, tiêu dùng có sự cải thiện cả về lượng, với mức tăng 9,4% (yoy) khi loại trừ yếu tố giá.

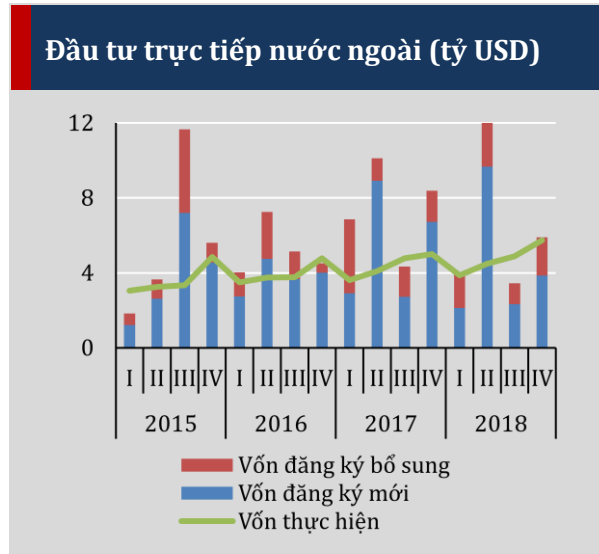
Xét trong ngành bán lẻ hàng hóa, các loại hàng hoá thiết yếu đạt mức tăng trưởng tốt như: lương thực, thực phẩm (tăng 12,6%); đồ dùng, dụng cụ, trang thiết bị gia đình (tăng 12,3%); may mặc (tăng 12,4%). Ngoài ra, đá quý, kim loại quý (13,8%) và gỗ và

vật liệu xây dựng (13,7%) cũng là những mặt hàng hóa đạt mức tăng trưởng bán lẻ tốt.

Trong khi đó, tổng vốn đầu tư toàn xã hội Quý 4 tiếp tục chứng kiến sự hồi phục tốt. Tổng vốn đầu tư thực hiện của toàn bộ nền kinh tế Quý 4/2018 ước đạt 603,4 nghìn tỷ đồng, tăng 11,9% so với cùng kỳ năm 2017, mức tăng tốt nhất trong các quý của năm 2018. Trong đó, khu vực kinh tế ngoài Nhà nước liên tục có mức tăng trưởng đầu tư cao nhất trong năm, đạt 19,6% (yoy) trong Quý 4/2018. Trong khi đó, tăng trưởng đầu tư của khu vực Nhà nước tiếp tục dưới mức hai con số trong gần bốn năm, thể hiện phần nào việc giải ngân đầu tư công tương đối chậm chạp.

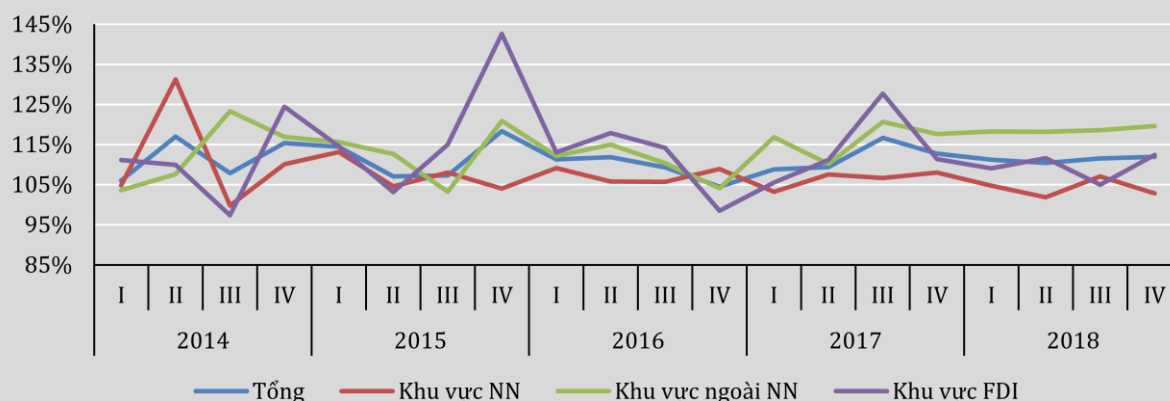


Nguồn: TCTK



Nguồn: Bộ KH&ĐT

Vốn đầu tư toàn xã hội (yoy), 2014-2018



Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Về dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, lượng vốn giải ngân trong Quý 4/2018 đạt mức 5,75 tỷ USD, tăng tới 15% so với cùng kỳ năm 2017 và là mức giải ngân FDI theo quý cao nhất trong nhiều năm. Trong khi đó, lượng vốn đăng ký mới chỉ đạt 3,85 tỷ USD, giảm tới 42,6% so với cùng kỳ 2017.

Tính chung cả năm 2018, tổng vốn FDI giải ngân đạt 19 tỷ USD, con số kỷ lục trong một năm. Vốn giải ngân cao tới từ luồng vốn đăng ký dồi dào những năm trước. Trong khi đó, lượng vốn đăng ký mới và bổ sung cho thấy dấu hiệu đi xuống khi đạt 17,98 và 7,60 tỷ USD trong năm 2018, lần lượt giảm 15,5% và 9,7% (yoy) so với năm 2017. Tuy chưa rõ đây là hiện tượng tạm thời hay sẽ tiếp tục dưới sự bất ổn của nền kinh tế thế giới, sự suy giảm này sẽ ít nhiều gây ra lo lắng cho các nhà hoạch định chính sách khi động lực tăng trưởng của nền kinh tế hầu như tới từ khu vực FDI.

Năm 2018 có tổng số 3.046 dự án FDI cấp mới và 1/3 trong số đó thuộc ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với tổng vốn đăng ký mới là hơn 9 tỷ USD. Một số dự án FDI lớn trong năm 2018 bao gồm dự án Thành phố thông minh ở Đông Anh, Hà Nội do tập đoàn Sumitomo đầu tư với tổng vốn 4,14 tỷ USD, dự án Nhà máy sản xuất polypropylene (PP) và khí hóa lỏng (LPG) tại Bà Rịa-Vũng Tàu do Hyosung Corporation đầu tư với tổng vốn 1,20 tỷ USD.

Xét theo đối tác đầu tư, Nhật Bản dẫn đầu trong năm 2018 với tổng số vốn đăng ký đạt 8,60 tỷ USD và 429 dự án cấp mới. Các vị trí tiếp theo thuộc về Hàn Quốc (7,21 tỷ USD), Singapore (5,07 tỷ USD) và Hong Kong (3,23 tỷ USD). Tính lũy kế tới hết năm 2018, Hàn Quốc tiếp tục duy trì vị trí số một về đầu tư FDI vào Việt Nam với 62,57 tỷ USD, theo sau là Nhật Bản với 57,02 tỷ USD.

Thị trường tài chính và tiền tệ

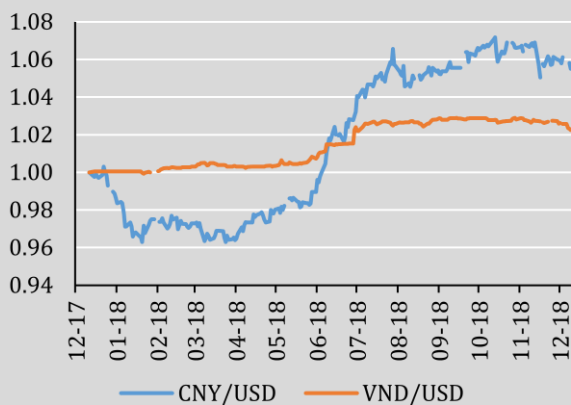
Thị trường ngoại hối biến động mạnh

Việc Fed tăng lãi suất lần thứ tư trong năm vào ngày 19/12 góp phần củng cố giá trị của đồng USD so với các đồng tiền khác, trong đó có VND.

Giống như Quý 3, tỷ giá giao dịch VND/USD của NHTM trong Quý 4 đều rất sát mức trần 3% (so với tỷ giá trung tâm) mà NHNN đặt ra, tuy có dẹt đi vào những ngày cuối năm 2018. Theo đó, tỷ giá giao dịch tại các NHTM vào thời điểm 28/12/2018 ở mức 23.245 VND/USD, tăng khoảng 2,2% so với thời điểm cuối năm 2017. Trong khi đó, tỷ giá trung tâm của NHNN vào ngày giao dịch cuối năm ở mức 22.825 VND/USD, tăng khoảng 1,8% so với cuối 2017. Thực tế này cho thấy NHNN dù không tuyên bố chính thức nhưng đã phá giá tiền Đồng với tỷ lệ tương đối hợp lý giống với những gì VEPR đã khuyến nghị trước đây ở thời điểm đồng CNY bắt đầu mất giá so với USD.

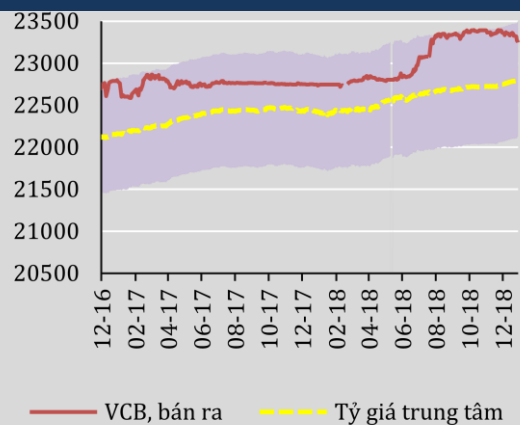
Theo số liệu từ Công ty chứng khoán HSC, tính tới thời điểm cuối tháng Mười, NHNN đã phải bán ra 5,3 tỷ USD kể từ tháng Bảy để ổn định tỷ giá. Việc bào mòn dự trữ ngoại hối còn ở mức khiêm tốn (tính theo tháng nhập khẩu) để bảo vệ đồng nội tệ không phải là giải pháp lâu dài. Việc cập nhật thường xuyên số liệu chính thức về dự trữ ngoại hối kể từ khi NHNN can thiệp vào thị trường ngoại hối đặt ra những lo ngại từ công chúng về mức độ can thiệp trên thị trường ngoại hối và không gian chính sách còn lại khi dự trữ ngoại hối bị bào mòn. Theo số liệu mới nhất của Thống đốc Lê Minh Hưng, Việt Nam đã mua ròng trên 6 tỷ USD để tăng dự trữ ngoại hối trong năm 2018. Như đã khuyến cáo trong báo cáo trước, NHNN cần công khai thường xuyên số liệu với công chúng hơn để tăng tính minh bạch và uy tín điều hành thị trường

Sự mất giá của VND và CNY so với USD, (29/12/2017=1)



Nguồn: FRED, VCB

Tỷ giá danh nghĩa (VND/USD)



Nguồn: NHNN, VCB

của mình. Thêm vào đó, việc số liệu về dự trữ ngoại hối do NHNN công bố và của các tổ chức quốc tế như IMF, ADB có sự khác biệt lớn một lần nữa cho thấy công tác làm số liệu ở Việt Nam còn nhiều điểm chưa phù

Thanh khoản hệ thống diễn biến trái chiều trong hai nửa của năm 2018

Trong nửa đầu năm 2018 khi tỷ giá VND/USD còn tương đối ổn định, NHNN đã mua vào hơn 11 tỷ USD bổ sung dự trữ ngoại hối, và chủ động không trung hòa tuyệt đối khi chỉ hút vào hơn 62,5 nghìn tỷ qua kênh OMO và tín phiếu. Cùng với việc tăng trưởng huy động cao hơn tăng trưởng tín dụng (7,78% so với 6,35%) khiến cho cán cân trên thị trường vốn nghiêng về phía cung, thanh khoản hệ thống giữ được trạng thái tương đối dồi dào.

Trong nửa sau năm 2018 khi đồng USD mạnh lên, áp lực tỷ giá đã buộc NHNN phải bán ngoại tệ để giữ giá trị đồng nội tệ. Bên cạnh đó, nhu cầu về vốn thường tăng vào

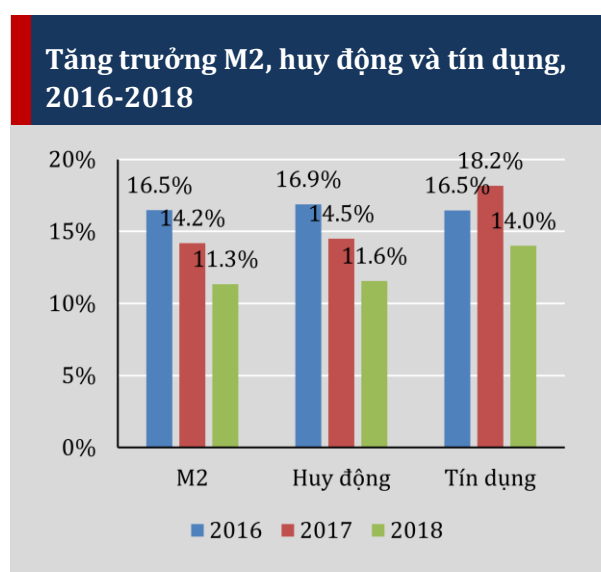
hợp với thông lệ quốc tế. Điều này có thể làm giảm niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài về khả năng điều hành và ổn định thị trường của NHNN khi quyết định đầu tư vào Việt Nam.

dịp cuối năm. Những nguyên nhân này đã dẫn tới tình trạng thanh khoản hệ thống eo hẹp hơn. Một hệ quả tất yếu là lãi suất trên thị trường liên ngân hàng bị đẩy lên cao. Lãi suất kỳ hạn qua đêm và một tuần nhiều thời điểm đã tiệm cận mức 5,0%, cao hơn khá nhiều nếu so với dịp Tết Nguyên đán đầu năm.

Sự eo hẹp của thanh khoản hệ thống, cùng với kỳ vọng lạm phát tăng dẫn tới thực tế nhiều NHTM đã có động thái tăng lãi suất huy động trên thị trường tiền gửi. Điều này gây lo ngại cho doanh nghiệp do chi phí vốn tăng, trong khi quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn khiêm tốn (chỉ khoảng



Nguồn: NHNN



Nguồn: TCTK

7% GDP, theo Báo cáo của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia) và chưa giảm được nhiều gánh nặng cho tín dụng ngân hàng.

Tăng trưởng tín dụng năm 2018 (khoảng 14%, theo Phó Thống đốc NHNN Nguyễn Thị Hồng) thấp hơn khá nhiều so với mục tiêu 17% được đặt ra hồi đầu năm. Hệ số thâm dụng tín dụng đã giảm đáng kể so với giai đoạn trước khi tăng trưởng kinh tế vẫn đạt mức cao nhất 10 năm sau khủng hoảng tài chính. Đây có thể là tín hiệu tích cực giúp nền kinh tế giảm bớt rủi ro lạm phát.

Trong năm 2018, Thống đốc NHNN đã ra Chỉ thị 04 với định hướng kiểm soát chặt tín dụng trong các lĩnh vực rủi ro như BĐS, và tập trung vào lĩnh vực sản xuất. Tuy nhiên,

theo báo cáo của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, tỷ trọng tín dụng đổ vào BĐS cao hơn năm 2017 (chưa kể phần núp bóng dưới dạng tín dụng tiêu dùng). Điều này cho thấy NHNN cần có những động thái mạnh mẽ hơn để kiểm soát chặt chẽ tín dụng đổ vào các lĩnh vực rủi ro.

Trong năm 2018, tuy tổng phương tiện thanh toán tăng chậm lại (2016: 16,5%; 2017: 14,19%; 2018: 11,34%), tỷ lệ M2/GDP hiện vẫn đạt khoảng 170%, theo số liệu từ IMF. Cùng với việc NHNN vẫn giữ lãi suất điều hành ở mức thấp, điều này khiến cho dư địa chính sách tiền tệ không nhiều.

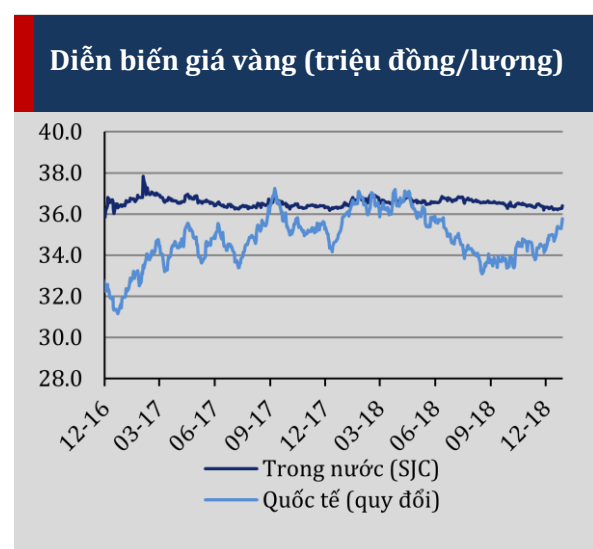
Thị trường tài sản

Giá vàng trong nước lạc nhịp với thế giới

Giá vàng thế giới đã trải qua năm 2018 lên xuống trồi trụt thất thường khi chịu tác động của căng thẳng thương mại và đặc biệt là sự mạnh lên của đồng USD. Giá vàng thế giới tăng nhẹ trong Quý 1, trước khi mất giá mạnh từ Quý 2 và Quý 3. Giá vàng dao động quanh đáy trước khi dần hồi phục vào cuối năm, nhưng chưa thể lấy lại mức giá đỉnh hồi đầu năm. Trong khi đó, vàng trong nước chỉ thể hiện xu hướng giảm nhẹ trong suốt năm 2018 nhưng nhìn chung vẫn duy trì được sự ổn định tương đối nếu so với giá thế giới.

Giá vàng nội địa chỉ dao động trong ngưỡng 36,2-37 triệu VND/lượng trong cả năm.

Trong khi đó, giá vàng thế giới nhiều thời điểm đầu năm 2018 thậm chí vượt giá vàng



Nguồn: SJC, www.gold.org

trong nước, nhưng lại kém giá trong nước tới gần 3,5 triệu VND/lượng tại khoảng thời gian giá chạm đáy giữa năm. Điều này tiếp

Thị trường căn hộ không sôi động

Nhìn chung ngoại trừ Quý 1, thị trường bất động sản tương đối ảm đạm ở cả Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh trong năm 2018, một phần do ảnh hưởng từ vụ cháy chung cư Carina Plaza vào cuối Quý 1.

Theo số liệu từ CBRE Việt Nam, tại TP. Hồ Chí Minh, tuy thị trường Quý 4 có dấu hiệu phục hồi, cả lượng mở bán mới và lượng giao dịch thành công trong cả năm 2018 vẫn kém so với các năm trước. Cụ thể, số căn hộ mở bán mới trong năm 2018 là 30.435 căn, giảm lần lượt 13.0% và 1,5% so với năm 2016 và 2017. Trong khi đó, lượng bán ra đạt 31.083 căn, thấp hơn một chút so với năm 2017 và giảm gần 10,5% so với cùng kỳ năm 2016.

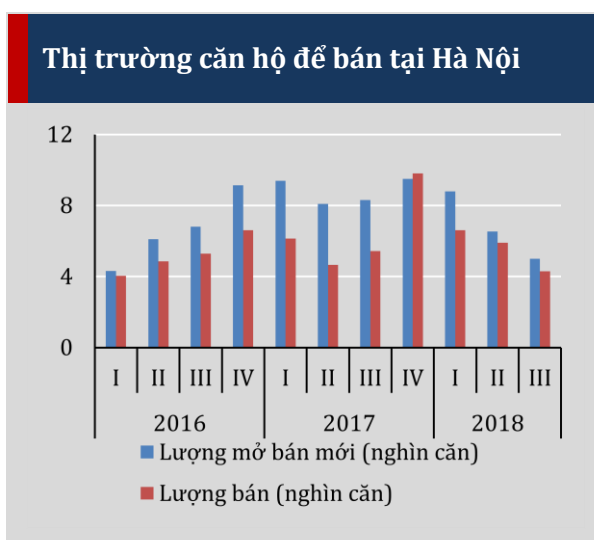
Tuy vẫn chiếm vai trò chủ đạo trên thị trường năm 2018, phân khúc trung cấp và

tục phản ánh sự thiếu liên thông giữa thị trường trong nước và thế giới.

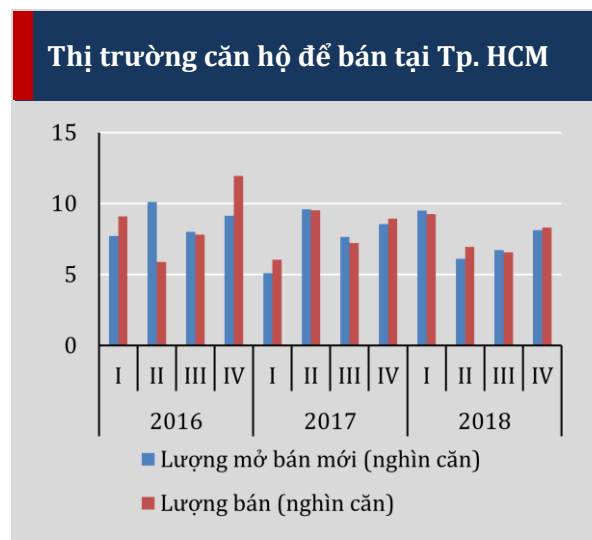
bình dân chiếm tỷ lệ thấp hơn so với cùng kỳ năm 2017. Cụ thể, phân khúc trung cấp chiếm 52% (2017: 64%) trong tổng nguồn cung mới, trong khi phân khúc bình dân chỉ còn chiếm 2% (2017: 15%).

Bên cạnh đó, thị trường BĐS vẫn là lĩnh vực thu hút được nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam nếu so với cùng kỳ năm trước. Theo Cục Đầu tư Nước ngoài - Bộ KH&ĐT, trong năm 2018, lĩnh vực BĐS vẫn đứng thứ hai sau nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo về tổng vốn đăng ký FDI với 6,6 tỷ USD, chiếm gần 20% tổng FDI đầu tư vào Việt Nam.

Chỉ thị 04 về siết tín dụng đổ vào lĩnh vực rủi ro như BĐS để tập trung vào kinh doanh sản xuất khiến việc tiếp cận vốn của các dự án bất động sản sẽ gặp nhiều khó khăn hơn.



Nguồn: CBRE



Nguồn: CBRE

CÁC LƯU Ý VỀ CHÍNH SÁCH VÀ TRIỂN VỌNG KINH TẾ 2019

Năm 2018 chứng kiến sự phục hồi thiếu đồng đều lẫn chắc chắn của kinh tế thế giới. Trong khi Mỹ đạt tốc độ tăng trưởng tốt, các nền kinh tế phát triển khác và các quốc gia mới nổi đều có những vấn đề của riêng mình. Bên cạnh sự phân hóa tăng trưởng giữa các nước, tiến trình “bình thường hóa” chính sách tiền tệ ở Mỹ và châu Âu cũng là sự kiện đáng chú ý khác của năm 2018. Cuối cùng, cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung được kích hoạt, đã thay đổi hoàn toàn bức tranh của nền kinh tế toàn cầu.

Nối tiếp năm 2017, Việt Nam năm 2018 tiếp tục hoàn thành các chỉ tiêu kinh tế-xã hội mà Quốc hội đề ra. Tăng trưởng GDP cả năm đạt 7,08%, mức cao nhất sau khủng hoảng tài chính cách đây 10 năm. Chỉ số PMI những tháng gần đây đạt mức cao, dẫn đầu ASEAN. Trong khi đó, xuất siêu lớn của khu vực FDI tiếp tục cho thấy vai trò đầu tàu thương mại của khu vực này. Mặt khác, nó cũng cho thấy điểm yếu của nền kinh tế và ít nhiều đặt ra câu hỏi về hướng đi của nền kinh tế trong tương lai khi đã quá phụ thuộc vào khu vực có vốn đầu tư nước ngoài.

Lạm phát Quý 4/2018 có xu hướng hạ nhiệt nhờ giá năng lượng bất ngờ giảm mạnh, góp phần đưa lạm phát bình quân cả năm xuống dưới mục tiêu 4%. Trước diễn biến trời trụt của giá dầu thế giới, áp lực đặt ra cho NHNN trong thời gian tới để ổn định giá cả và kiềm chế lạm phát là không nhỏ, nhất là khi thuế bảo vệ môi trường đánh trên mặt hàng xăng dầu đã chính thức đi vào hiệu lực từ 1/1/2019. Điều này đòi hỏi NHNN cần thật thận trọng với việc

Dự báo tăng trưởng-lạm phát năm 2019

Kỳ họp thứ sáu Quốc hội khóa XIV đã thông qua Nghị quyết số 69/2018/QH14 về các mục tiêu phát triển kinh tế-xã hội cho năm 2019 như sau:

	2019
Tăng trưởng GDP (%)	6,6-6,8%
CPI bình quân (%)	4%
Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu (%)	7-8%
Tỷ lệ nhập siêu/tổng kim ngạch xuất khẩu (%)	<3%
Tổng vốn đầu tư phát triển toàn xã hội (% GDP)	33-34%
Tỷ lệ thất nghiệp ở thành thị (%)	<4%

Nguồn: Nghị quyết 69/2018/QH14

Nhóm nghiên cứu của VEPR cho rằng những mục tiêu cho năm 2019 là có thể đạt được. Thậm chí, chỉ tiêu về tăng trưởng GDP hoàn toàn có thể vượt qua trong bối cảnh Việt Nam đang hưởng lợi từ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung. Tuy nhiên, rủi ro lạm phát vẫn cần phải được theo dõi chặt chẽ khi giá cả trên thị trường hàng hóa thế giới trời trụt thất thường.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi đưa ra dự báo tăng trưởng và lạm phát năm 2019 như sau:

Dự báo tăng trưởng và lạm phát năm 2019 (% , yoy)

	Tăng trưởng kinh tế	Lạm phát
Quý 1	6,61	3,25
Quý 2	6,72	3,72
Quý 3	7,01	3,10
Quý 4	7,12	4,28
Cả năm 2019	6,90	

Nguồn: Tính toán của VEPR

điều tiết cung tiền và tín dụng trong thời gian tới nếu không muốn lạm phát vượt khỏi kiểm soát.

Tỷ giá VND/USD năm 2018 đã chịu những áp lực mất giá nhất định khi lãi suất đồng USD liên tục được Fed điều chỉnh tăng trong năm. Trong phần lớn thời gian của nửa sau năm, tỷ giá VND/USD được neo ở sát mức trần 3% (so với tỷ giá trung tâm) do NHNN quy định. Việc sử dụng dự trữ ngoại hối để ổn định giá trị đồng VND như NHNN thực hiện trong thời gian qua không phải là giải pháp can thiệp lâu dài khi dự trữ ngoại hối của Việt Nam trên thực tế còn nhỏ về quy mô (theo tháng nhập khẩu). Bên cạnh đó, áp lực tỷ giá và lạm phát cùng với quy định hạn chế sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn đã khiến lãi suất VND có xu hướng tăng đáng kể vào thời điểm cuối năm. Tuy nhiên, giải pháp nâng lãi suất sẽ dẫn tới những hệ lụy cho doanh nghiệp khi đẩy chi phí vốn tăng do quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn khiêm tốn nên chưa giảm được nhiều gánh nặng cho tín dụng ngân hàng. Vì vậy, việc chủ động giảm giá VND một cách khéo léo giữa mức mất giá của CNY so với USD là cần thiết để Việt Nam thích ứng trong cuộc chiến tranh thương mại.

Trong năm 2018, chính phủ và các bộ ngành đã thể hiện quyết tâm cắt giảm các điều kiện kinh doanh không cần thiết nhằm cải thiện môi trường kinh doanh. Hàng nghìn điều kiện đã được dỡ bỏ giúp tiết kiệm thời gian và chi phí không chính thức cho doanh nghiệp. Ngân hàng Thế giới thông qua chỉ số xếp hạng mức độ thuận lợi kinh doanh

(EBDI) cũng đa ghi nhận nỗ lực của Việt Nam trong việc cải cách thủ tục hành chính để tạo môi trường kinh doanh lành mạnh hơn. Tuy nhiên, số điều kiện kinh doanh cần tiếp tục dỡ bỏ còn rất lớn. Nếu như lao động giá rẻ cộng với các chính sách ưu đãi về đất đai và thuế là chìa khóa để thu hút doanh nghiệp FDI, thì gỡ bỏ các rào cản, cải cách thể chế chính là điều kiện tiên quyết để thúc đẩy khởi nghiệp và sự lớn mạnh của khối doanh nghiệp trong nước. Bên cạnh đó, tiến trình cổ phần hóa DNNN đang chậm lại cùng với sức ép tăng thuế phí luôn thường trực cũng là những vật cản đối với tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế.

Triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong dài hạn sẽ tiếp tục phụ thuộc vào FDI, kết quả gỡ bỏ rào cản thể chế, cải thiện môi trường kinh doanh và cổ phần hóa DNNN. Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước nên đặt nhiệm vụ trọng tâm là thu gọn đầu mối quản lý, xóa bỏ các lực cản để từ đó thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa, thay vì sa đà vào việc cố gắng bảo vệ và duy trì khu vực DNNN vốn dĩ không thể hoạt động hiệu quả bằng khu vực tư nhân. Hoạt động thương mại và đầu tư quốc tế được kỳ vọng sẽ khởi sắc nếu các hiệp định thương mại tự do như CPTPP và EU chính thức được thông qua. Ngoài ra, cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung đang đặt Việt Nam trước một cơ hội lớn hiếm hoi trước xu hướng rời bỏ Trung Quốc của chuỗi cung ứng sản xuất. Tuy nhiên, để cơ hội trở thành hiện thực đòi hỏi rất nhiều ở việc cải thiện môi trường thể chế, kinh doanh và chất lượng lao động trong nước.

Theo nhận định đã nhiều năm của chúng tôi, vấn đề lớn nhất của Việt Nam nằm ở chính sách tài khóa. Trong nhiều năm gần đây, bức tranh ngân sách và nợ công không được cải thiện. Quy mô nợ công lớn và sát ngưỡng cho phép (65% GDP) khiến gánh nặng chi trả nợ lãi ngày càng cao. Nguồn thu ngân sách vẫn chỉ đủ hoặc dư thừa không đáng kể sau khi thực hiện tiêu dùng của nhà nước, không có tiết kiệm (phải vay nợ) để thực hiện đầu tư phát triển. Tỷ lệ thu ngân sách nhà nước/GDP có giảm đôi chút nhưng lại chủ yếu là nhờ tư nhân hóa nhiều dịch vụ công. Đặc biệt, khối tài sản nhà nước ngày càng giảm thông qua bán vốn DNNN hoặc bán các tài sản nhà nước khác nhưng thâm hụt ngân sách lại không được thu hẹp (vẫn khoảng 4% chưa kể chi trả nợ gốc). Điều này có nghĩa là Việt Nam cũng thiếu “đệm tài khóa” để đối phó với các cú sốc bên ngoài (nếu có) như nhiều quốc gia khác. Môi trường kinh doanh theo đó cũng khó được cải thiện khi doanh nghiệp và người dân luôn phải đối mặt với nỗi lo tăng thuế phí để bù đắp cho thâm hụt ngân sách của Chính phủ.

Trước tiến trình “bình thường hóa” chính sách tiền tệ từ các nước phát triển và nguy cơ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung leo thang trong năm 2019, Việt Nam một mặt nên tiếp tục tiến trình cải thiện điều kiện thể chế - kinh tế trong nước, cải cách tài khóa và thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa DNNN, mặt khác nên tập trung chuẩn bị các điều kiện về tài khóa, tiền tệ và tỷ giá để sẵn sàng đối mặt với những bất ổn từ kinh tế thế giới. Các chính sách này có thể bao gồm:

- Điều hành tỷ giá một cách linh hoạt theo hướng thích ứng (hấp thụ bớt) các cú sốc từ bên ngoài. Ví dụ, việc chủ động giảm giá VND một cách khéo léo giữa mức mất giá của CNY so với USD như VEPR từng đề xuất là cần thiết để Việt Nam thích ứng trong cuộc chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Việc điều chỉnh tỷ giá như vậy giúp Việt Nam tận dụng hai thị trường lớn để có thể cải thiện tình trạng sản xuất và cán cân thương mại.

- Hạ thấp đòn bẩy (deleveraging), điều tiết và giám sát chặt chẽ nhằm nâng cao sức khỏe của hệ thống tài chính. Tuy các ngân hàng đã có những nỗ lực xử lý nợ xấu trong thời gian qua, rủi ro về chu kỳ nợ xấu mới vẫn là tiềm tàng với hệ thống tổ chức tài chính của Việt Nam khi tín dụng đổ vào các lĩnh vực rủi ro như BOT, BĐS, và gần đây là tín dụng tiêu dùng trên thực tế vẫn cao. Việc thu hồi vốn vay từ các dự án giao thông BOT, BT không hề đơn giản khi nhiều công trình từ các dự án này liên tiếp bị phát hiện sai phạm, khiến thời gian hoàn vốn của chúng có thể kéo dài hơn dự kiến. Với lĩnh vực BĐS, dù đã được kiểm soát chặt chẽ hơn nhưng tỷ trọng tín dụng đổ vào BĐS vẫn tăng, chưa kể tín dụng núp bóng khoản vay tiêu dùng. Khi thị trường BĐS trở nên suy yếu, khoản tín dụng đổ vào đây có thể trở thành nợ xấu khó đòi. Thêm vào đó, tín dụng tiêu dùng đang dần trở thành một trong những động lực quan trọng cho tăng trưởng của hệ thống ngân hàng. Nếu không được giám sát chặt chẽ rất có thể chúng sẽ trở thành gánh nặng khó chi trả của các hộ gia đình khi nền kinh tế gặp phải các cú sốc.

Do vậy, việc hạ thấp đòn bẩy và kiểm soát tín dụng với các lĩnh vực rủi ro là điều cần thiết nhằm tăng cường khả năng chống chọi của hệ thống tài chính trước những cú sốc.

- Thận trọng hơn với tăng trưởng cung tiền (khống chế trong khoảng 12%/năm). Tuy tổng phương tiện thanh toán có xu hướng tăng chậm lại trong những năm gần đây, tỷ lệ M2/GDP của Việt Nam hiện vẫn đạt khoảng 170%. Trong bối cảnh NHNN vẫn giữ lãi suất điều hành ở mức thấp, việc giảm tỷ lệ cung tiền sẽ giúp cho Việt Nam có thêm dư địa chính sách tiền tệ để ứng phó với những cú sốc từ bên ngoài.

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.

- Từng bước xây dựng đệm tài khóa. Trong những năm gần đây, bức tranh về thâm hụt ngân sách và nợ công của Việt Nam vẫn chưa được cải thiện nhiều. Khi nguồn vay ODA ngày càng hạn chế, Việt Nam phải dựa nhiều vào nguồn nội lực nhiều hơn cho đầu tư phát triển. Điều này chỉ có thể được thực hiện thông qua việc thu gọn, tinh giản và sắp xếp lại bộ máy chính quyền để giảm chi thường xuyên. Qua đó, thâm hụt ngân sách sẽ dần được cắt giảm và tạo được “đệm tài khóa” nhằm tăng cường khả năng thích ứng của nền kinh tế trước những biến động khó lường của kinh tế thế giới.

Danh mục từ viết tắt

ADB	Ngân hàng Phát triển châu Á
BOJ	Ngân hàng Trung ương Nhật Bản
BĐS	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
CBRE	Công ty CB Richard Ellis 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, Phạm Thế Anh, Nguyễn Hoàng Hiệp (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 10/01/2019. Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 09/01/2019, 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



☐ CÁC BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

VMM18Q3 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 3 – 2018

VMM18Q2 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 2 – 2018

VMM18Q1 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 1 – 2018

**CS-14 Đánh giá Luật Quản lý Nợ công tại Việt Nam và một số hàm ý chính sách,
Nguyễn Đức Thành, Nguyễn Hồng Ngọc**

**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**

**NC-34 Đại hội 19 Đảng Cộng sản Trung Quốc: Chuẩn bị cho một kỷ nguyên mới,
Phạm Sỹ Thành**

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

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: (84-24) 3 754 7506 - 704/714

Fax: (84-24) 3 754 9921

Email: info@vepr.org.vn

Website: www.vepr.org.vn

Bản quyền © VEPR 2009 - 2019