

KINH TẾ VIỆT NAM 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009 VÀ TRIỂN VỌNG CUỐI NĂM



- GDP tăng trưởng thấp trong Quý 1 nhưng được cải thiện trong quý 2
- Tỷ trọng đầu tư/GDP tiếp tục cao bất chấp vốn FDI giảm mạnh
- Kim ngạch xuất nhập khẩu giảm chủ yếu do giá giảm
- Lạm phát khó tăng cao như lo ngại của nhiều người
- VND có thể bị phá giá nhẹ vào cuối năm và tiếp tục mất giá vào năm 2010 nhưng không đáng lo ngại

Tháng 06/2009

Thực hiện báo cáo

Phòng nghiên cứu

Công ty Cổ phần Tài Việt - VIETSTOCK

11 Tiền Giang – P.2

Q.Tân Bình – Tp.Hồ Chí Minh

ĐT: (84.8) 3848 7238

Fax: (84.8) 3848 7237

KINH TẾ VIỆT NAM 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2009

MỞ ĐẦU

Kinh tế Việt Nam đã trải qua một giai đoạn khó khăn, khi tất cả các chỉ tiêu kinh tế đều giảm mạnh. Tăng trưởng GDP trong 6 tháng đầu năm chỉ đạt 3.9%, mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây. Kim ngạch xuất nhập khẩu và thu hút vốn FDI đều giảm mạnh so với năm trước. Tuy nhiên, với các biện pháp kích cầu mạnh mẽ của Chính phủ và kinh tế thế giới bớt xấu hơn, kinh tế trong nước đã dần tăng trưởng trở lại.

Những báo cáo kinh tế của các tổ chức vào tháng 4/2009 đều đánh giá hết sức bi quan về kinh tế Việt Nam, trong đó EIU (Economist intelligent Unit) đưa ra mức dự báo “gây sốc” khi cho rằng GDP Việt Nam chỉ tăng trưởng 0.1% năm 2009 và 1% cho 2010. Các tổ chức trong nước và quốc tế khác cũng liên tục hạ mức dự báo tăng trưởng kinh tế so với mức dự báo trước đó. Chính phủ Việt Nam đã phải điều chỉnh mục tiêu tăng trưởng từ 6.5% xuống chỉ còn 5%.

Quy mô của nền kinh tế Việt Nam còn tương đối nhỏ. GDP tính theo giá hiện hành năm 2008 chỉ là 88 tỷ USD, chỉ bằng hơn một nửa GDP của Singapore, quốc gia dân số chỉ bằng 1/20 Việt Nam. Tuy vậy, kinh tế Việt Nam lại có độ mở lớn – năm 2008, tổng kim ngạch thương mại bằng 165% GDP, FDI đăng ký bằng 80% GDP, còn FDI giải ngân tương đương 13% GDP và chiếm 1/3 tổng mức đầu tư trong nước. Trong suốt nhiều năm qua, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam chủ yếu dựa vào mức tăng vốn đầu tư, những đóng góp của yếu tố cải thiện công nghệ và tăng năng suất lao động tương đối thấp. Các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam phần lớn là nguyên liệu thô và các mặt hàng gia công có giá trị gia tăng thấp. Các yếu tố trên làm cho kinh tế Việt Nam rất dễ bị tổn thương khi kinh tế thế giới suy thoái. Những yếu kém trong nội tại nền kinh tế cũng kìm hãm quá trình tái cơ cấu kinh tế, thích ứng với thay đổi từ bên ngoài, điều này làm cho kinh tế Việt Nam càng thêm khó khăn trong thời kỳ khủng hoảng.

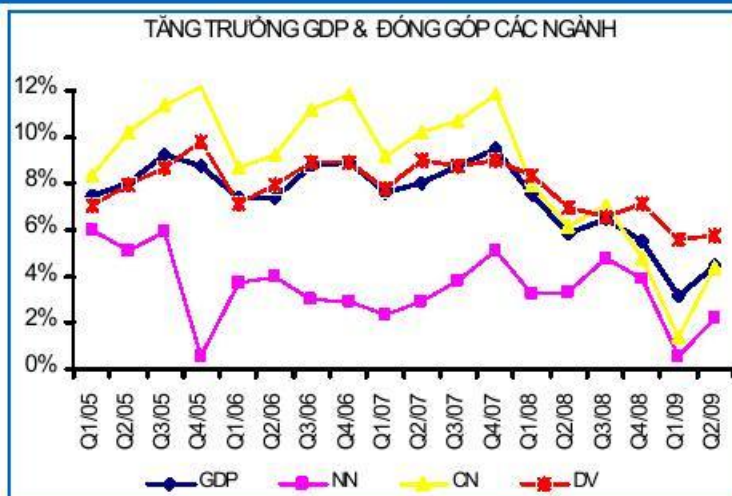
Mặc dù vậy, chúng ta cũng thấy được kinh tế Việt Nam đã có được những bước chuyển biến tích cực. Quý 2/2009, các chỉ số kinh tế được cải thiện so với Quý 1, kim ngạch nhập khẩu nhiều mặt hàng đã tăng trở lại, tăng trưởng công nghiệp khả quan. Đây là những dấu hiệu cho thấy kinh tế đã dần phục hồi. Tuy nhiên, bên cạnh những tín hiệu lạc quan đó cũng có nhiều lo ngại xung quanh vấn đề lạm phát, tỷ giá, thiếu hụt quá trong đầu tư từ các chính sách kích cầu và nguy cơ từ việc mở rộng tín dụng quá mức.

Báo cáo tình hình kinh tế của Việt Nam 6 tháng đầu năm của chúng tôi xem xét những yếu tố kinh tế vĩ mô để từ đó đánh giá triển vọng kinh tế 6 tháng cuối năm 2009.

TĂNG TRƯỞNG GDP

Tăng trưởng GDP khá thấp trong quý 1 nhưng được cải thiện trong quý 2

Tăng trưởng GDP là tiêu chí quan trọng nhất để đánh giá sự phát triển kinh tế. Trong 6 tháng đầu năm 2009, tăng trưởng GDP của Việt Nam thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây. Tuy vậy, mức tăng trưởng đó vẫn là một kết quả khả quan khi so sánh với các nước trong khu vực và trên thế giới,



Ghi chú

- **GDP:** Tổng sản phẩm quốc nội
- **NN:** Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản
- **CN:** Khu vực công nghiệp và xây dựng
- **DV:** Khu vực dịch vụ

Tăng trưởng GDP thường có tính chu kỳ, tổng sản phẩm quốc nội và tốc độ tăng trưởng của nó trong quý 3 và quý 4 thường cao hơn

Nguồn: TCTK

20-30% so với 2 quý trước đó. Qua biểu đồ trên ta thấy mức sụt giảm trong tăng trưởng của Quý 1 và 2 năm 2009 là khá đột ngột so với chu kỳ thông thường, đặc biệt là tăng trưởng trong khu vực nông nghiệp và xây dựng. Tuy nhiên, trong Quý 2/2009 đã được cải thiện, đặc biệt khu vực công nghiệp và xây dựng.

Cơ cấu GDP 6 tháng 2008 và 6 tháng 2009

Xem xét chi tiết đóng góp của các thành phần trong cơ cấu GDP cho chúng ta thấy nguyên nhân tăng trưởng trong những tháng đầu năm và từ đó đánh giá triển vọng trong thời gian tới.

ĐVT: tỷ đồng

		So với 6T/08	So với 6T/07 (%)	So với 6T/09	So với 6T/08 (%)	Tỷ trọng (%)
TỔNG SỐ		625,738	6.50	731,600	3.90	100.00
Nông lâm nghiệp và thủy sản		136,143	3.04	163,157	1.25	22.30
1	Nông nghiệp	107,813	2.39	130,684	0.78	17.86
2	Lâm nghiệp	4,068	0.79	5,221	2.75	0.71
3	Thủy sản	24,262	7.44	27,252	3.71	3.72
Công nghiệp và xây dựng		245,892	7.00	287,561	3.48	39.31
1	Công nghiệp	212,538	8.30	249,127	2.42	34.05
	<i>Công nghiệp khai thác mỏ</i>	59,500	(6.62)	64,934	7.30	8.88
	<i>Công nghiệp chế biến</i>	130,967	11.43	158,525	1.09	21.67
	<i>Công nghiệp điện, ga và cung cấp nước</i>	22,071	12.10	25,668	5.25	3.51
2	Xây dựng	33,354	0.90	38,434	8.74	5.25
Dịch vụ		243,703	7.60	280,882	5.50	38.39
1	Thương mại	82,760	7.15	97,746	6.53	13.36
2	Khách sạn và nhà hàng	29,042	10.65	34,240	(0.90)	4.68
3	Vận tải, kho bãi và thông tin liên lạc	27,506	14.86	29,699	8.28	4.06
4	Tài chính, tín dụng	8,434	6.72	9,892	6.37	1.35
5	Hoạt động khoa học và công nghệ	2,349	5.79	2,753	6.28	0.38
6	Các hoạt động liên quan đến kinh doanh tài sản và dịch vụ tư vấn	27,098	1.81	29,696	2.86	4.06
7	QLNN và ANQP, đảm bảo XH bắt buộc	18,515	6.78	21,885	7.19	2.99
8	Giáo dục và đào tạo	20,301	6.64	22,868	6.10	3.13
9	Y tế và hoạt động cứu trợ xã hội	9,187	6.34	10,596	6.13	1.45
10	Hoạt động văn hóa và thể thao	2,348	7.07	2,666	6.17	0.36
11	Hoạt động Đảng, đoàn thể và hiệp hội	920	7.27	1,084	6.88	0.15
12	HD phục vụ cá nhân và cộng đồng	14,101	6.61	16,430	4.50	2.25
13	HD làm thuê công việc GD trong các hộ tư nhân	1,142	7.04	1,327	5.96	0.18

Nguồn: Tổng cục thống kê

Tăng trưởng trong khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản có thể khả quan hơn vào giai đoạn cuối năm

Việt Nam có thu nhập bình quân đầu người đang ở mức thấp nên nông nghiệp vẫn đóng góp tỷ trọng tương đối cao trong cơ cấu GDP. Tỷ trọng trung bình của khu vực nông nghiệp trong cơ cấu GDP một số năm qua vẫn duy trì mức trên 20%, 6 tháng đầu năm 2009 ở mức 22.3%. Tỷ trọng đóng góp của khu vực nông nghiệp trong GDP của Việt Nam vẫn được xem là rất cao, trong khi các nước Đông Nam Á như Thái Lan, Indonesia chỉ ở mức 10-12%, nước công nghiệp mới như Hàn Quốc 7-8%, các nước phát triển như Mỹ chỉ có 2-3%.

Nửa đầu năm, tăng trưởng khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ đạt 1.25%, thấp hơn khá nhiều so với mức 3.04% cùng kỳ năm trước. Tốc độ tăng trưởng này cũng thấp hơn nhiều so với tăng trưởng trung bình trong một số năm gần đây. Lĩnh vực nông nghiệp chỉ tăng 0.75% trong 6 tháng đầu năm thấp hơn nhiều mức 2.39% cùng kỳ năm trước. Trong đó, lĩnh vực thủy sản cũng tăng trưởng chậm lại chỉ còn 3.71%, thấp hơn mức 7.44% cùng kỳ năm trước. Sự giảm sút trong tăng trưởng của ngành thủy sản do sản lượng thu hoạch thủy sản nuôi trồng tăng chậm. Nửa cuối năm nay, tăng trưởng ngành thủy sản sẽ tốt hơn khi diện tích nuôi trồng, giá cả và thị trường tiêu thụ đều tăng. Trái ngược với thủy sản và nông nghiệp, lĩnh vực lâm nghiệp lại tăng trưởng 2.75%, cao hơn khá nhiều so với mức 0.75% của cùng kỳ năm trước. Tuy vậy, sản lượng lâm

ngành chỉ đóng góp phần nhỏ trong cơ cấu của GDP nên không có tác động nhiều đến con số tăng trưởng GDP cuối cùng.

**Tăng trưởng
công nghiệp
gặp nhiều khó
khăn nhưng
dần phục hồi**

So với cùng kỳ năm trước, tăng trưởng trong khu vực công nghiệp và xây dựng bị sút giảm mạnh nhất. Quý I/2009 tăng trưởng khu vực công nghiệp chỉ là 0.7%. Tính trong 6 tháng đầu năm tăng trưởng trong khu vực này đạt mức 2.45%. Con số này thấp hơn nhiều so với mức 8.3% của cùng kỳ năm 2008.

Về cơ cấu của khu vực công nghiệp, tăng trưởng này chủ yếu là do tăng trưởng mạnh của công nghiệp khai thác mỏ. Công nghiệp khai thác mỏ tăng 7.3%, trong đó sản lượng khai thác dầu thô tăng 8.8% nhờ việc đưa một số giàn khoan mới vào khai thác trong năm nay. Công nghiệp khai thác mỏ chiếm tỷ trọng đến 26% trong giá trị sản xuất công nghiệp, với tốc độ tăng trưởng 7.3%, lĩnh vực khai thác mỏ đã đóng góp đến 1.9% trong tổng số 2.42% tăng trưởng của khu vực công nghiệp. Như vậy có thể thấy tăng trưởng trong lĩnh vực công nghiệp 6 tháng đầu năm nay phần lớn nhờ vào việc đưa thêm một số mỏ khai thác dầu vào sử dụng. Sự tăng trưởng trong lĩnh vực khai thác mỏ được xem là đột biến do những giới hạn của lĩnh vực này về nguồn tài nguyên làm cho nó không thể tăng trưởng cao trong dài hạn.



Nguồn: TCTK

Lĩnh vực quan trọng nhất trong khu vực công nghiệp là công nghiệp chế biến lại chỉ tăng trưởng 1.09%, thấp hơn rất nhiều so với mức 11.43% cùng kỳ năm trước. Đây thực sự là một dấu hiệu cho chúng ta thấy suy thoái kinh tế toàn cầu đã tác động mạnh mẽ đến Việt Nam như thế nào. Lĩnh vực công nghiệp điện, ga và cung cấp nước được xem là sản xuất các mặt hàng thiết yếu tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm cũng chỉ còn 5.25% thấp hơn nhiều so với mức 12.1% cùng kỳ năm trước.

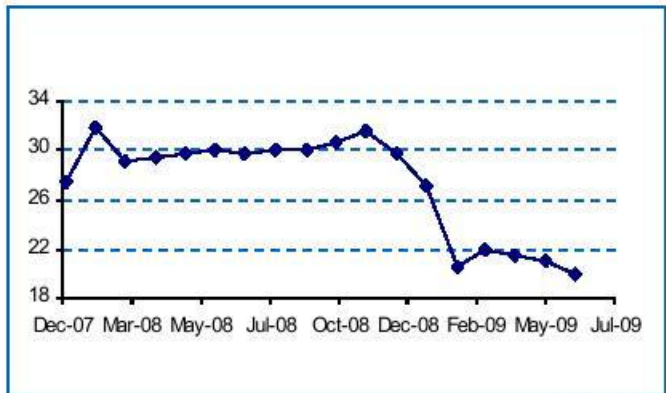
Trái ngược với bức tranh ảm đạm năm 2008, ngành xây dựng 6 tháng đầu năm nay đạt được mức tăng trưởng khá ấn tượng. Giá cả nguyên vật liệu tăng cao, chính sách thắt chặt tín dụng và việc hoãn các dự án đầu tư công của chính phủ trong năm 2008 đã khiến cho ngành xây dựng gần như không tăng trưởng. Năm 2009, tín dụng được nới lỏng, chính phủ cũng thực hiện nhiều dự án đầu tư công, ngành xây dựng khởi sắc trở lại. Tăng trưởng ngành xây dựng trong 6 tháng đầu năm đạt 8.74%, cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước. Hiện nay chính phủ đang đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng và hướng các gói kích cầu vào ngành xây dựng, để duy trì tăng trưởng kinh tế và giải quyết vấn đề an sinh xã hội. Triển vọng tăng trưởng xây dựng trong 6 tháng còn lại năm nay

rất khả quan.

Khu vực dịch vụ vẫn duy trì được tăng trưởng khá

Trái với nhận định của một số dự báo, 6 tháng đầu năm 2009, khu vực dịch vụ vẫn duy trì tăng trưởng khá cao, đóng góp chính cho tăng trưởng GDP. Quý 1/2009 khu vực dịch vụ tăng trưởng 5.74%, tính chung 6 tháng đầu năm là 5.5%, thấp hơn mức 7.6% cùng kỳ năm trước.

Lĩnh vực bán lẻ của Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng khá ấn tượng. Tăng trưởng bán lẻ luôn duy trì trên 20% trong 6 tháng đầu năm nay. Tính theo giá trị thực tế 6 tháng đầu năm 2009, bán lẻ tăng trưởng 8.8%, cao hơn mức 8% cùng kỳ năm trước. Tăng trưởng bán lẻ cao góp phần làm cho tăng trưởng thương mại 6 tháng đầu năm vẫn duy trì được mức 6.53%, chỉ thấp hơn 0.62 điểm phần trăm cùng kỳ năm trước.



Nguồn: TCTK

Trong cơ cấu ngành dịch vụ, lĩnh vực đóng góp khá lớn đó là du lịch và nhà hàng, 6 tháng đầu năm giảm đến 0.9%. Lĩnh vực này đã phải chịu tác động nặng nề do những khó khăn kinh tế, khi thu nhập bị giảm sút người dân phải cắt giảm chi tiêu. Việt Nam có tiềm năng phát triển ngành du lịch. Trong nhiều năm qua lĩnh vực này đạt được mức tăng trưởng khá ấn tượng, hàng năm ngành công nghiệp không khói này đóng góp khoảng 5% GDP cả nước và mang lại một lượng ngoại tệ quan trọng cho Việt Nam. 6 tháng đầu năm 2009, khách quốc tế đến Việt Nam giảm 19.1%, trong đó khách du lịch và công việc đều giảm trên 20% so với cùng kỳ năm trước. Hiện nay, ngành du lịch đang thực hiện nhiều biện pháp để cải thiện tình hình, song với sự khó khăn của kinh tế thế giới, lĩnh vực khách sạn và du lịch sẽ còn đối mặt với nhiều khó khăn trong những tháng còn lại của năm và kể cả một vài năm tới.

Lĩnh vực cũng chịu tác động mạnh do suy giảm kinh tế là lĩnh vực vận tải, kho bãi và thông tin liên lạc. 6 tháng đầu năm 2009, lĩnh vực này chỉ tăng trưởng 8.26%, thấp hơn nhiều mức 18.86% cùng kỳ năm trước. Tăng trưởng trong lĩnh vực này là một chỉ báo quan trọng đối với nền kinh tế. Vận tải và kho bãi từ trước đến nay vẫn được xem là một trong những yếu kém của Việt Nam. Việt Nam là quốc gia có tỷ lệ đầu tư cho cơ sở hạ tầng chiếm tỷ lệ cao trong GDP, đầu tư từ ngân sách hàng năm lên đến 1/3 thu ngân sách cho đầu tư cơ sở hạ tầng, tuy nhiên hiệu quả đầu tư lại khá thấp. Tình trạng thất thoát lãng phí trong đầu tư cơ sở hạ tầng vẫn còn là một bài toán khó đối với Việt Nam. Chi phí vận tải cao hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực và trên thế giới, đây cũng chính là một rào cản lớn làm giảm tăng trưởng kinh tế. Hiện nay, Chính phủ đang đầu tư khá mạnh vào các công trình giao thông, nhiều dự án trị giá hàng tỷ USD đang

triển khai hoặc đã được phê duyệt.

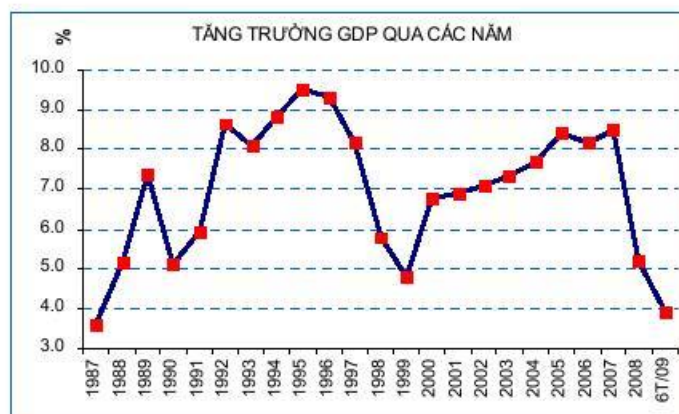
Đánh giá về triển vọng ngành vận tải, chúng tôi vẫn giữ quan điểm hết sức thận trọng, sự phục hồi của ngành này chậm hơn sự phục hồi của nền kinh tế ít nhất 6 tháng. Việc tăng đầu tư cho cơ sở hạ tầng là một điều cần thiết nhưng đầu tư ở quá mức thiếu tiêu chí rõ ràng về hiệu quả kinh tế có thể gây nên hậu quả tai hại lâu dài cho sự phát triển bền vững của nền kinh tế.

Dự báo tăng trưởng GDP năm 2009

Tăng trưởng GDP đã giảm mạnh trong năm 2008 và những tháng đầu năm 2009. Tuy vậy, tăng trưởng Quý 2/2009 đã chuyển biến tích cực so với quý 1, trong đó tăng trưởng sản xuất công nghiệp đã được cải thiện đáng kể.

Hiện nay, Chính phủ điều chỉnh mục tiêu tăng trưởng năm nay chỉ còn 5%, thay vì 6.5% như hồi đầu năm. Để đạt được mục tiêu này, tăng trưởng GDP trong 6 tháng cuối năm 2009 ít nhất cũng phải đạt 6%, đây là một con số không dễ dàng có thể đạt được. Tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm một phần không nhỏ nhờ tăng trưởng công nghiệp khai thác mỏ, và tăng trưởng lĩnh vực thương mại. Ngoài ra, tăng trưởng GDP trong thời gian qua nhờ duy trì được một tỷ lệ đầu tư/GDP cao (43% GDP). Những yếu tố đóng góp chính cho tăng trưởng này khó có thể tiếp tục tăng cao hơn trong giai đoạn cuối năm. Những yếu tố khác đóng góp cho tăng trưởng vẫn sẽ còn gặp nhiều khó khăn, do triển vọng kinh tế thế giới vẫn còn rất mờ mịt. Tăng trưởng tín dụng 6 tháng còn lại khó ở mức cao như 6 tháng đầu năm, điều đó đồng nghĩa vốn đầu tư trong nền kinh tế cũng không duy trì cao như những tháng đầu năm.

Khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, phạm vi ảnh hưởng nhỏ hơn nhiều so với quy mô khủng hoảng hiện nay, ngoài ra thời điểm đó kinh tế Việt Nam chưa thực sự hội nhập với kinh tế các nước trong khu vực và thế giới nhưng Việt Nam vẫn bị ảnh hưởng nặng nề từ cuộc khủng hoảng này. Tăng trưởng GDP giảm từ mức



Nguồn: TCTK

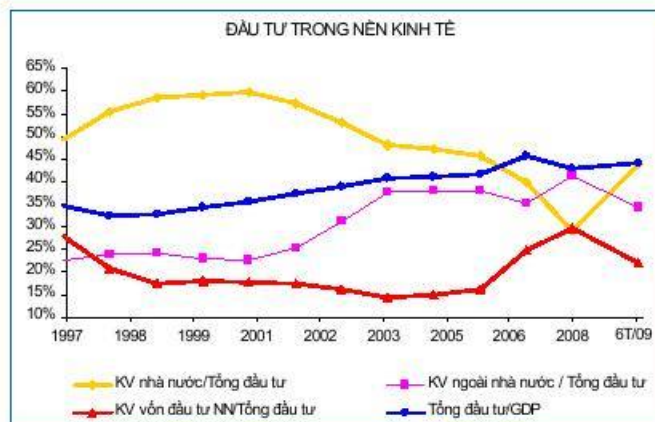
8.15% năm 1997, sau đó giảm mạnh chỉ còn 5.76% vào năm 1998 và 4.77% vào năm 1999. Trong giai đoạn này, Việt Nam vẫn duy trì tỷ lệ đầu tư/GDP xấp xỉ 40% và tăng trưởng cung tiền M2 cũng ở mức cao (lần lượt là 25.6%, 39.3% vào năm 1998 và 1999). Điều đó một lần nữa cho thấy triển vọng tăng trưởng kinh tế cao trong năm nay và một vài năm tới sẽ hết sức khó khăn. Trong báo cáo trước đây chúng tôi cho rằng, tăng trưởng GDP năm 2009 của Việt Nam chỉ ở mức 4-4.5%. Hiện nay tình hình kinh tế trong nước và thế giới đã khả quan hơn rất nhiều so với thời điểm đưa ra dự báo trên

nhưng chúng tôi vẫn cho rằng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam cũng chỉ đạt 4.3-4.8%. Dự báo tăng trưởng GDP cho năm 2010 và 2011 vào khoảng 5 - 6%.

ĐẦU TƯ TRONG NỀN KINH TẾ

Đầu tư trong nền kinh tế khá cao. Tỷ trọng khu vực nhà nước cao và có xu hướng tăng trong thời kỳ khủng hoảng

Việt Nam là một trong những nước có tỷ lệ đầu tư/GDP cao nhất thế giới. Trung bình tỷ lệ đầu tư/GDP trong những năm gần đây vào khoảng 40%, trong khi đó hầu hết các quốc gia đang phát triển khác cũng quanh mức 30%, các nước phát triển 20-24%. Tỷ lệ tiết kiệm trong nước hàng năm khoảng 29% GDP. Như vậy, còn lại trên 10% GDP được tài trợ từ nguồn vốn đầu tư từ bên ngoài và nguồn kiều hối. Đầu tư trong nền kinh tế Việt Nam phụ thuộc khá nhiều vào bên ngoài, một khi các quốc gia có tỷ trọng đầu tư lớn vào Việt Nam gặp khó khăn thì mức độ đầu tư của Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng mạnh. Việc xem xét chi tiết trong cơ cấu nguồn vốn đầu tư cho phép chúng ta có được nhận định sát thực hơn về triển vọng của nền kinh tế.

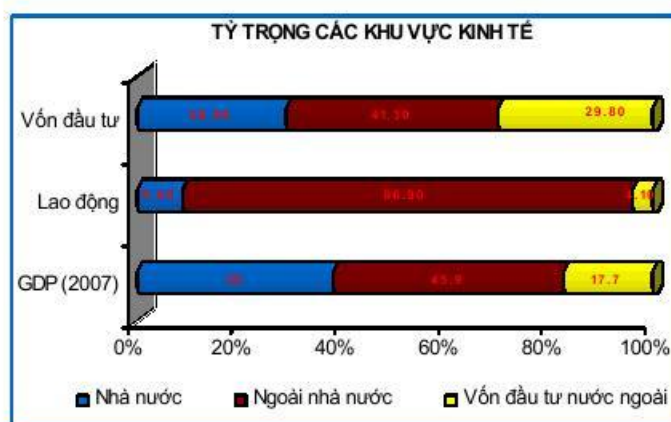


Nguồn: TCTK

Vốn đầu tư khu vực nhà nước chiếm tỷ trọng cao song đóng góp vào tăng trưởng GDP và thu hút lao động thấp

Vốn đầu tư khu vực nhà nước gồm vốn đầu tư từ chính phủ và doanh nghiệp nhà nước. Hiện nay, vốn đầu tư từ khu vực nhà nước vẫn chiếm một tỷ trọng lớn trong tổng vốn đầu tư trong nền kinh tế. Tỷ trọng vốn đầu tư khu vực này đang giảm dần trong những năm gần đây.

Năm 1997, vốn đầu tư khu vực nhà nước chiếm 49.4% tổng vốn đầu tư nền kinh tế, đến năm 2008 vốn đầu tư khu vực này chỉ còn chiếm 28.9%. Một đặc điểm đáng chú ý là vốn đầu tư từ khu vực nhà nước thường tăng lên khá mạnh trong giai đoạn kinh tế gặp khó khăn. Năm 2000 đến 2002, kinh tế Việt Nam rơi vào



Nguồn: TCTK

giai đoạn khó khăn, đầu tư từ khu vực nhà nước trong giai đoạn này trung bình khoảng 58%, cao hơn nhiều so với trung bình thời kỳ trước đó. Những năm gần đây, tỷ trọng đầu tư khu vực nhà nước chiếm tỷ trọng nhỏ dần. Nguyên nhân do: khu vực ngoài nhà

nước đang tăng trưởng một cách nhanh chóng và một bộ phận doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa. Trong bối cảnh hiện nay, đầu tư khu vực ngoài nhà nước co hẹp lại, vốn đầu tư trong khu vực nhà nước lại tăng lên khá mạnh. Kịch bản vốn đầu tư khu vực nhà nước sẽ tăng lên cao tương tự như giai đoạn 2000 đến 2002 hoàn toàn có thể xảy ra. Những diễn biến trong thời gian gần đây đã minh chứng cho điều này. Hàng loạt dự án đầu tư trị giá hàng tỷ USD từ khu vực nhà nước được triển khai. Các doanh nghiệp nhà nước cũng đang nhận được nguồn vốn dồi dào từ những ưu đãi của Chính phủ và NHTM NN.

6 tháng đầu năm 2009, vốn đầu tư của khu vực Nhà nước đạt 141.5 nghìn tỷ đồng, chiếm 43.9% tổng vốn đầu tư toàn xã hội và tăng 33.4% so với cùng kỳ năm ngoái. Những động thái này tạm thời có thể giúp cho kinh tế tăng trưởng đạt được mục tiêu Chính phủ đặt ra trong năm nay. Tuy nhiên, nó cũng có thể để lại những hậu quả không tốt về lâu dài cho nền kinh tế.

Thống kê những năm qua đều cho thấy đầu tư khu vực nhà nước thường kém hiệu quả, tạo ra ít việc làm hơn so với khu vực còn lại.

Điều này cho thấy một mục tiêu khá quan trọng của chính phủ hiện nay là thúc đẩy đầu tư để tạo công ăn việc làm sẽ không mấy hiệu quả khi đổ một lượng vốn lớn vào khu vực này. Ngoài ra chúng ta thấy, hiện tượng thất thoát và kém hiệu quả trong đầu tư khu vực này khá phổ biến. Hệ số ICOR trong khu vực này trong suốt những năm qua luôn ở mức 7-8 lần. Hậu quả của chất lượng đầu tư thấp sẽ dẫn đến nguy cơ tiềm tàng cho lạm phát, bất ổn vĩ mô và trì trệ trong kinh tế về dài hạn.

Vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước cũng chiếm một tỷ lệ khá lớn trong nền kinh tế. Trong đó chủ yếu là chi đầu tư xây dựng cơ bản chiếm khoảng 27-30% chi ngân sách, và tương đương khoảng 10% GDP. Thâm hụt ngân sách năm nay được dự báo có thể lên đến trên 9% GDP. Hậu quả là thâm hụt ngân sách lớn dẫn đến những bất ổn cho kinh tế vĩ mô.

Đầu tư khu vực ngoài nhà nước

Khu vực ngoài nhà nước đang ngày càng lớn mạnh, hiện nay khu vực này chiếm tỷ lệ cao nhất trong 3 khu vực (khu vực nhà nước, ngoài nhà nước và khu vực vốn đầu tư nước ngoài), khu vực tư nhân cũng là khu vực tạo ra phần lớn việc làm trong xã hội. Năm 1997 tỷ lệ đầu tư khu vực này chỉ chiếm có 22.6%, tỷ lệ này tăng dần và năm 2008 chiếm 41.3%. Số việc làm khu vực ngoài nhà nước chiếm 87% việc làm trong nền kinh tế.

Trong thời gian gần đây, khu vực ngoài nhà nước đã được tạo điều kiện thuận lợi hơn trong nhiều lĩnh vực, đặc biệt là việc tiếp cận các nguồn vốn đầu tư. Gói kích cầu bằng cách hỗ trợ lãi suất, miễn giảm thuế đã giúp cho khối doanh nghiệp vừa và nhỏ khu vực tư nhân thoát khỏi tình trạng khó khăn trong những tháng vừa qua. Tổng đầu tư của khu vực tư nhân trong 6 tháng đầu năm 2009 là 110.1 nghìn tỷ đồng, chiếm 34.13% tổng mức đầu tư trong nền kinh tế và tăng 37.6% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy có thể

thấy bất chấp những khó khăn trong nền kinh tế, tăng trưởng đầu tư khu vực tư nhân cũng khá mạnh. Tính đến ngày 9/07/2009, số tiền vay từ gói kích cầu hỗ trợ lãi suất của doanh nghiệp thuộc khu vực ngoài nhà nước khoảng 248,487 tỷ đồng, chiếm khoảng 66%. Như vậy có thể thấy khu vực này đã nhận được một nguồn tín dụng rất lớn từ các ngân hàng, tuy nhiên số tiền thực sự đầu tư vào nền kinh tế của khu vực này chưa đến 50% giá trị các khoản vay này.

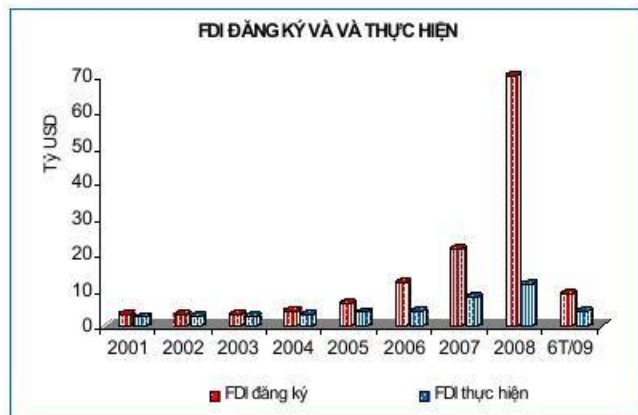
Chúng tôi cho rằng đầu tư khu vực tư nhân trong những tháng còn lại sẽ tăng trưởng không cao, đặc biệt hiện nay Chính phủ đang có chủ trương kiểm soát tín dụng tiêu dùng và quản lý chặt chẽ những khoản vay hỗ trợ lãi suất. Điều này có thể làm giảm sức mua, đầu tư trong nền kinh tế. Dù vậy, tăng trưởng và đầu tư khu vực tư nhân là một khu vực đóng vai trò quan trọng trong việc phục hồi kinh tế.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm.

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài góp một phần quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Năm 2008 vốn đầu tư nước ngoài chiếm đến 29.8% tổng số vốn đầu tư trong nền kinh tế, đóng góp 16.5% GDP và chiếm đến 55% kim ngạch xuất khẩu (gồm dầu thô), và 35.5% kim ngạch nhập khẩu.

Năm 2008, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt đến con số kỷ lục, với tổng số vốn đăng ký lên tới 71 tỷ USD, vốn giải ngân đạt 11.7 tỷ USD trong đó có 9.4 tỷ USD là vốn từ nước ngoài còn lại là phần vay trong nước. Khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu đang tác động mạnh tới dòng vốn FDI vào Việt Nam. Trong 6 tháng đầu năm 2009, vốn đầu tư nước ngoài chỉ còn chiếm 22% trong tổng vốn đầu tư, thấp hơn mức 30% của năm trước. Tuy vậy tỷ trọng này cũng cao hơn khá nhiều so với giai đoạn trước năm 2006. Tổng số vốn đăng ký từ đầu năm đến ngày 19/06/09 đạt 8.9 tỷ USD, giảm đến 77.4% so với cùng kỳ năm 2008. Tổng số vốn giải ngân đạt 4 tỷ USD, giảm 18.4% so với cùng kỳ năm 2008, và chỉ bằng 34% tổng số vốn giải ngân năm 2008. Tuy nhiên, vốn FDI giải ngân này vẫn còn cao hơn sự đánh giá của nhiều tổ chức dự báo về kinh tế Việt Nam vào tháng 4 năm 2008. Trong 4 tỷ USD vốn FDI giải ngân có 3.3 tỷ USD đến từ nước ngoài, số còn lại là số vốn vay trong nước.

Trong 6 tháng đầu năm 2009, 23 tỉnh thành trực thuộc Trung ương có dự án đầu tư trực tiếp của nước ngoài được cấp giấy phép mới. Bà Rịa-Vũng Tàu tiếp tục là địa phương thu hút được quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài với số vốn đăng ký là 2.7 tỷ USD chiếm 56.1% vốn đăng ký mới; tiếp đến là Tp.HCM 788.5 triệu USD, chiếm 16.7%. Cơ



Nguồn: TCTK

cầu vùng lãnh thổ của vốn FDI đăng ký: Hoa Kỳ bắt ngờ trở thành nước dẫn đầu với số vốn đăng ký mới và bổ sung với số vốn là 3.86 tỷ USD, chiếm 43.4% tổng số vốn đăng ký 6 tháng đầu năm 2009, tiếp theo là Đài Loan 1.26 tỷ USD, Hàn Quốc 1.11 tỷ USD.

Như vậy chúng ta có thể thấy vốn đầu tư nước ngoài đăng ký trong năm nay đã giảm mạnh so với năm 2008. Tuy nhiên nếu so sánh với những năm trước đó và quy mô kinh tế Việt Nam thì vốn đầu tư nước ngoài hiện nay vẫn chiếm một tỷ lệ khá cao. Vốn đăng ký giảm đến 77.4%, nhưng vốn giải ngân chỉ giảm 18.4%.

Về triển vọng thu hút FDI, quan điểm chúng tôi cho rằng với những chuyển biến khá tích cực của kinh tế trong nước và thế giới như hiện nay mục tiêu FDI giải ngân 8-10 tỷ USD trong năm nay có thể đạt được. FDI giải ngân chủ yếu tập trung vào lĩnh vực xây dựng và dịch vụ, FDI giải ngân vào khu vực sản xuất tiếp tục chậm lại.

**Vốn hỗ trợ
phát triển
(ODA) giải
ngân trong 6
tháng đầu
năm rất khả
quan**

Vốn ODA chiếm một vị trí khá quan trọng trong dòng vốn đầu tư tại Việt Nam. Dòng vốn ODA gồm những khoản vay ưu đãi của các quốc gia hay các tổ chức quốc tế dành cho Chính phủ và các khoản viện trợ không hoàn lại.

Chính phủ vay vốn ODA sử dụng chủ yếu vào việc phát triển cơ sở hạ tầng. Trong cuộc họp các nhà tài trợ hồi tháng 1 ước tính, năm 2009 vốn ODA cho Việt Nam vay khoảng 5.01 tỷ USD, không bao gồm Nhật Bản. Hàng năm Nhật Bản tài trợ trên 1 tỷ USD vốn ODA cho Việt Nam. Đầu năm nay, Nhật Bản tạm ngưng viện trợ ODA, tuy nhiên tháng 3/2009 vừa qua Nhật Bản đã nối lại việc tài trợ ODA cho Việt Nam. Như vậy, tổng số vốn cam kết năm 2009 có thể lên tới trên 6 tỷ USD, cao hơn mức 5.4 tỷ USD năm 2008. Hàng năm vốn ODA giải ngân vào khoảng 40-45% tổng số vốn cam kết. Thực tế tính đến ngày 16/06/09, vốn ODA chính thức cam kết cho các dự án là 1.78 tỷ USD, tăng 15.9% so với cùng kỳ năm trước, trong đó vốn vay đạt 1.7 tỷ USD, còn vốn viện trợ không hoàn lại là 83 triệu USD. Nhật Bản vẫn là quốc gia đứng đầu viện trợ ODA cho Việt Nam với 852 triệu USD, thứ 2 là Ngân hàng Thế giới (WB) 265 triệu USD. Vốn ODA thực hiện trong 6 tháng đầu năm đạt 1.27 tỷ USD, tăng 9% so với cùng kỳ năm 2008 và bằng 67% kế hoạch cả năm, trong đó vốn vay đạt 1.16 tỷ USD, còn lại là vốn viện trợ không hoàn lại.

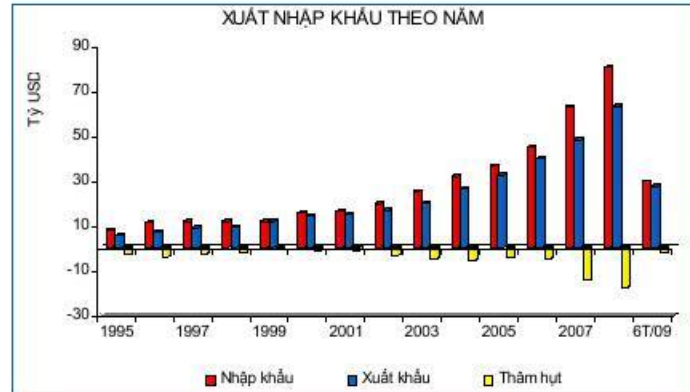
Ngày 9/7/2009, NHNN Việt Nam và WB đã ký kết 2 thỏa thuận tín dụng ưu đãi, tổng cộng trị giá 300 triệu USD. Số vốn này tập trung vào xây dựng cơ sở hạ tầng và các dự án năng lượng ở nông thôn.

Như vậy bất chấp khó khăn chung của nền kinh tế toàn cầu, Việt Nam vẫn nhận được dòng vốn ODA khá cao. Nguồn vốn này đóng vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế của Việt Nam. Quan điểm của chúng tôi cho rằng mục tiêu thu hút 6 tỷ USD vốn cam kết khó đạt được nhưng mục tiêu giải ngân 2 tỷ USD thì có thể thực hiện được.

XUẤT NHẬP KHẨU ĐỀU GIẢM KHÁ MẠNH

Kim ngạch xuất nhập khẩu khá lớn so với GDP

Kim ngạch xuất nhập khẩu trên GDP của Việt Nam luôn chiếm một tỷ lệ khá cao, bình quân trong những năm vừa qua tỷ lệ này lên đến trên 150%. Riêng năm 2008, kim ngạch xuất nhập khẩu trên GDP bằng 165%, đây là tỷ lệ rất cao so với mức trung bình các nước trên thế giới. Chính vì vậy, sự suy giảm kinh tế tại các quốc gia trong đối tác với Việt Nam ảnh hưởng lớn đến kim ngạch xuất khẩu.



Nguồn: TCTK và WB

Xuất khẩu 6 tháng đầu năm suy giảm

Quý 1/2009 kim ngạch xuất khẩu vẫn duy trì mức tăng trưởng 6.69% so với quý 1/2008, tuy nhiên việc tăng trưởng trong xuất khẩu quý 1 là do tăng đột biến trong xuất khẩu nhôm hàng hóa này thì xuất khẩu trong quý 1 vẫn giảm đến 10.6% so với cùng kỳ năm trước. Quý 2/2009, kim ngạch xuất khẩu suy giảm, tính toàn bộ các mặt hàng xuất khẩu Quý 2 giảm đến 23.4%, so với cùng kỳ 2008. Như vậy 2 quý đầu năm 2009, tổng kim ngạch xuất khẩu có tính đến xuất khẩu kim loại quý (2.6 tỷ USD) thì xuất khẩu cũng giảm 10.5%. Đây là lần đầu tiên kể từ khi Việt Nam đổi mới xuất khẩu giảm mạnh đến như vậy.

Xuất khẩu theo chủng loại hàng hóa

Xét theo chủng loại hàng hóa, 6 tháng đầu năm, dệt may dẫn đầu với kim ngạch xuất khẩu đạt 4.07 tỷ USD, giảm 1.3% so với cùng kỳ năm trước. Mặt hàng luôn đứng đầu trong kim ngạch xuất khẩu những năm trước là dầu thô đã giảm mạnh do giá dầu thô giảm hơn một nửa so với bình quân năm trước. Kim ngạch xuất khẩu dầu thô trong nửa đầu năm nay đạt 3.31 tỷ USD, bằng 48.5% so với cùng kỳ năm 2008, mặt dù khối lượng xuất khẩu tăng 23.5%. Mặt hàng đứng thứ 3 trong danh sách xuất khẩu nhiều nhất 6 tháng đầu năm chính là kim loại và đá quý đạt mức 2.605 tỷ USD, tăng hơn 7 lần so với cùng kỳ năm trước. Việt Nam không phải là nước sản xuất vàng, tiêu thụ vàng trong nước chủ yếu là từ nhập khẩu. Quý 1/2009, Việt Nam xuất khẩu vàng mạnh sau khi có sự chênh lệch giá trong nước và thế giới khá lớn. Tuy nhiên hiện nay, giá trong nước đã cao hơn giá thế giới khá nhiều, nhưng do NHNN chưa cho phép nhập khẩu vàng trở lại nên chênh lệch này vẫn được duy trì.

Điểm sáng xuất khẩu thời gian qua là mặt hàng gạo, kim ngạch xuất khẩu gạo tăng khá ấn tượng. Khối lượng xuất khẩu gạo tăng 56.2%, giá trị xuất khẩu gạo đạt 1.87 tỷ USD, tăng 24.1% so với cùng kỳ năm trước. Mặt hàng cao su, thể mạnh trong xuất khẩu của Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu 6 tháng đầu năm đã giảm 44.1%, nhưng xét về mặt

Kim ngạch xuất khẩu giảm chủ yếu do giá giảm, Nhiều mặt hàng lượng xuất khẩu tăng khá mạnh

lượng chỉ giảm 0.7%.

Như vậy, nhìn chung giá trị xuất khẩu của hầu hết các mặt hàng đều giảm khá mạnh, tuy nhiên xét về khối lượng nhiều mặt hàng vẫn tăng. Trong số 19 mặt hàng có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất, trong đó có 8 mặt hàng được thống kê về khối lượng, chỉ có 2 mặt hàng là than đá và cao su giảm về khối lượng nhưng không nhiều, còn 6 mặt hàng còn lại thì khối lượng xuất khẩu đều tăng khá mạnh. Điều này một lần nữa minh chứng cho thấy sản lượng tiêu thụ của hầu hết các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam không giảm thậm chí còn tăng mạnh, nhưng giá bán giảm mạnh nên kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng này giảm.

Xuất khẩu năm 2008 và 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm trước

TT	Hàng hóa	2008		6 Tháng 2009		GT so với cùng kỳ 2008 (%)	
		KL (tấn)	GT (tr USD)	KL (tấn)	GT (tr USD)	% KL	% GT
1	Hàng dệt, may		9,108		4,075		98.7
2	Dầu thô	13,908	10,450	8,282	3,310	123.5	58.5
3	Đá quý, kim loại quý và sản phẩm		767		2,605		733.4
4	Giày dép		4,697		2,065		91.2
5	Gạo	4,720	2,902	3,802	1,816	156.2	124.1
6	Thủy sản		4,562		1,703		89.3
7	Điện tử, máy tính và linh kiện		2,703		1,138		94.6
8	Gỗ và sản phẩm gỗ		2,779		1,114		81.3
9	Cà phê	1,004	2,022	736	1,098	122.3	87.8
10	Than đá	19,699	1,444	11,922	591	90.6	84.3
11	Sản phẩm chất dẻo		930		362		83.9
12	Cao su	645	1,597	244	349	99.3	55.9
13	Hạt điều	165	920	74	328	101	83.6
14	Dây điện và cáp điện		1,014		308		61.1
15	Rau quả		396		198		93.2
16	Hạt tiêu	90	313	66	153	139.3	91.5
17	Sản phẩm gốm sứ		336		130		73.7
18	Sản phẩm mây tre, cói, thảm		223		85		76.6
19	Chè	104	147	51	63	112.1	102.9

Nguồn: TCTK

Xuất khẩu phân theo thị trường

Xét theo vùng lãnh thổ, kim ngạch xuất khẩu hàng hoá nửa đầu năm 2009 sang các thị trường chủ yếu đều giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước, trong đó thị trường Nhật Bản giảm mạnh ở mức 40%; EU giảm 16%; Hàn Quốc giảm 11%; Trung Quốc giảm 9%.

Trong các thị trường xuất khẩu của Việt Nam, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất. Năm 2008, kim ngạch

xuất khẩu vào Mỹ đạt 11.6 tỷ USD, tăng 15% so với năm 2007. Tính 5 tháng đầu năm



Nguồn: TCTK

2009, kim ngạch xuất khẩu vào Mỹ đạt 4.12 tỷ USD, trong đó kim ngạch hàng dệt may là 1.8 tỷ USD, tiếp theo là mặt hàng dày dệp 0.44 tỷ USD. Các khu vực tiếp theo là EU, Asean và Nhật Bản cũng chiếm tỷ lệ khá lớn trong thị trường xuất khẩu của Việt Nam.

Xuất khẩu năm 2009 có thể giảm 13-15%

Mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu dương trong năm nay gần như không thể đạt được. Các nền kinh tế là thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam đều chưa thể thoát khỏi khó khăn trong ngắn hạn. Các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam đều là những mặt hàng thiết yếu, nhưng đều là mặt hàng có giá trị gia tăng thấp, giá giảm nhiều so với trung bình năm 2008. Mặc dù, thời gian gần đây giá các mặt hàng này đều đã tăng trở lại nhưng khó có thể tiệm cận giá trung bình của năm 2008. Quan điểm của chúng tôi cho rằng mức suy giảm xuất khẩu trong năm nay có thể lên đến 13-15%, tức kim ngạch xuất khẩu trong khoảng 53 đến 56 tỷ USD.

Nhập khẩu 6 tháng đầu năm 2009 giảm mạnh

Năm 2008, kim ngạch nhập khẩu đạt 80.4 tỷ USD, tương đương 91% GDP, đây là một mức kỷ lục từ trước đến nay. Kim ngạch nhập khẩu nửa đầu năm 2009, ước đạt 29.7 tỷ USD, giảm 34.1% so với cùng kỳ năm 2008.

Nhập khẩu phân theo mặt hàng

Mặt hàng máy móc vẫn dẫn đầu trong số các mặt hàng nhập khẩu, với giá trị nhập khẩu khoảng 5.34 tỷ USD, giảm 22.7% so với cùng kỳ năm trước. Mặt hàng đứng thứ 2, là xăng dầu mặc dù về khối lượng chỉ giảm 3.6% nhưng giá trị lại giảm 54.2%. Điều này cũng dễ hiểu khi giá nhập khẩu giảm mạnh. Mặt hàng khác thường chiếm tỷ trọng lớn trong kim ngạch nhập khẩu là sắt thép, nhập khẩu 6 tháng đầu năm giảm mạnh cả về khối lượng và giá trị. Trong số 17 mặt hàng đứng đầu về kim ngạch nhập khẩu, chỉ có duy nhất kim ngạch nhập khẩu hàng tân được tăng 27% còn các mặt hàng còn lại đều giảm mạnh. Nhóm hàng làm nguyên liệu sản xuất hàng xuất khẩu như vải, nguyên liệu phụ dệt may giày da, gỗ, sợi dệt... đều giảm khá mạnh về giá và lượng.

Kim ngạch nhập khẩu các mặt hàng giảm phần nhiều là do giá giảm, về lượng nhập khẩu một số mặt hàng vẫn tăng. Trong những mặt hàng có lượng giảm nhiều nhất như sắt thép và ô tô trong thời gian gần đây đang có xu hướng tăng trở lại. Giá cả nhiều mặt hàng đang tăng lên so với hồi đầu năm nhưng vẫn còn thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình của năm 2008.

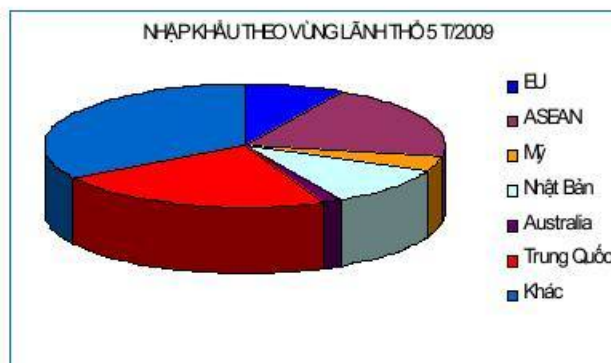
Số liệu nhập khẩu một số mặt hàng chính của Việt Nam

TT	Hàng hóa	2008		6T đầu 2009		6T so với cùng kỳ	
		KL(tấn)	GT(tr USD)	KL(tấn)	GT(tr USD)	% KL	% GT
1	Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng		13,712		5,340		80.8
2	Xăng dầu	12857	10,888	6,874	2,950	96.4	45.8
3	Sắt thép	7923	6,566	4,016	2,127	65.8	45.3
	<i>Trong đó: Phôi thép</i>	2437	1,657	1,092	438	60.7	35
4	Vải		4,434		1,976		89.3
5	Điện tử, máy tính và linh kiện		3,722		1,600		88.7
6	Chất dẻo	1722	2,924	1,001	1,156	110.3	74.7
7	Ô tô		2,442		966		52.2
	<i>Trong đó: Nguyên chiếc</i>	50.4	1,035	58	72	70.3	87.9
8	Nguyên phụ liệu dệt, may, giấy dệp		2,376		923		76.1
9	Thức ăn gia súc và NPL		1,738		783		76.7
10	Hóa chất		1,768		731		80.2
11	Phân bón	2987	1,470	2,205	710	99.6	66.7
	<i>Trong đó: Ure</i>	723	295	706	214	134.5	106
12	Sản phẩm hóa chất		1,607		658		84
13	Tân dược		835		508		127.9
14	Sản phẩm chất dẻo	1722	2,924		450		81.9
15	Gỗ và NPL gỗ		1,095		356		59.8
16	Sợi dệt	291	457	240	355	116.5	89.3
17	Giấy các loại	901	751	456	333	89	82.1

Nguồn: TCTK

Nhập khẩu phân theo thị trường

Về thị trường nhập khẩu, Trung Quốc là nước xuất khẩu hàng hóa lớn nhất sang Việt Nam. Năm 2008, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc đạt 15.4 tỷ USD chiếm 25% tổng kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam. Kim ngạch nhập khẩu nửa đầu năm, từ các thị trường chính đều giảm mạnh, khu vực Asean ước tính đạt 6 tỷ USD, giảm 34%, từ Trung Quốc ước tính đạt 7 tỷ USD, giảm 27%, từ Hàn Quốc và Nhật Bản ước đạt 3 tỷ USD, lần lượt giảm 32% và 37% so với cùng kỳ năm 2008.



Nguồn: TCTK

Đánh giá nhập khẩu trong thời gian tới

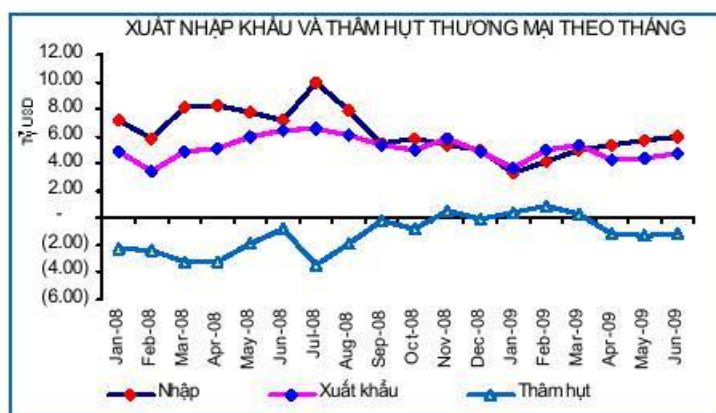
Nhập khẩu đã giảm sút mạnh trong những tháng đầu năm nhưng đang có xu hướng tăng dần trở lại, tốc độ suy giảm của tháng sau ít hơn tháng trước. Chúng tôi cho rằng, nhập khẩu các mặt hàng như máy móc thiết bị, sắt thép, ô tô sẽ tăng trở lại do chính sách kích cầu mạnh mẽ của chính phủ. Mức suy giảm nhập khẩu giảm dần và cuối năm nhập khẩu chỉ còn suy giảm 20% đến 25%, tức là kim ngạch nhập khẩu trong năm nay vào khoảng 60 đến 64 tỷ USD.

Cán cân thương mại

Năm 2008, thâm hụt thương mại của Việt Nam lên đến 17.5 tỷ USD, tương đương với 20% GDP, đây là mức thâm hụt rất lớn ảnh hưởng đến sự ổn định kinh tế vĩ mô. Bức tranh về cán cân thương mại 6 tháng đầu năm 2009 đã trở nên sáng sủa hơn. Quý 1/2009 thặng dư thương mại lên đến 1.54 tỷ USD, nhưng tính chung 6 tháng đầu năm 2009 thì cán cân thương mại trở nên thâm hụt 2.11 tỷ USD. Thâm hụt thương mại giảm so với những năm trước là do sự giảm sút mạnh của kim ngạch nhập khẩu, ngoài ra còn do sự tăng lên đột biến của xuất khẩu vàng trong những tháng đầu năm 2009. Nếu loại bỏ vàng khỏi kim ngạch xuất khẩu, tính ra 5 tháng đầu năm, cán cân thương mại của Việt Nam thâm hụt 4.7 tỷ USD. Trong cán cân thương mại, vấn đề đáng lưu ý là cán cân thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc chênh lệch khá lớn. Năm 2008, Việt Nam nhập siêu từ Trung Quốc trên 11 tỷ USD, chiếm trên 64% thâm hụt thương mại của Việt Nam. 6 tháng đầu năm nay cũng đã nhập siêu gần 5 tỷ USD, hơn gấp đôi thâm hụt của Việt Nam. Hàng hóa giá rẻ của Trung Quốc đang chiếm thị phần lớn ở tại thị trường Việt Nam và trở thành mối lo ngại đối với hàng sản xuất trong nước.

Dự báo cán cân thương mại năm 2009

Với những phân tích về triển vọng xuất nhập khẩu ở trên, chúng tôi cho rằng thâm hụt cán cân thương mại trong năm nay sẽ không quá lớn. Những tháng còn lại của năm nay, thâm hụt mỗi tháng khoảng 1.1 tỷ USD, dự báo thâm hụt thương mại cả năm vào khoảng 8 – 9 tỷ USD.



Nguồn: TCTK

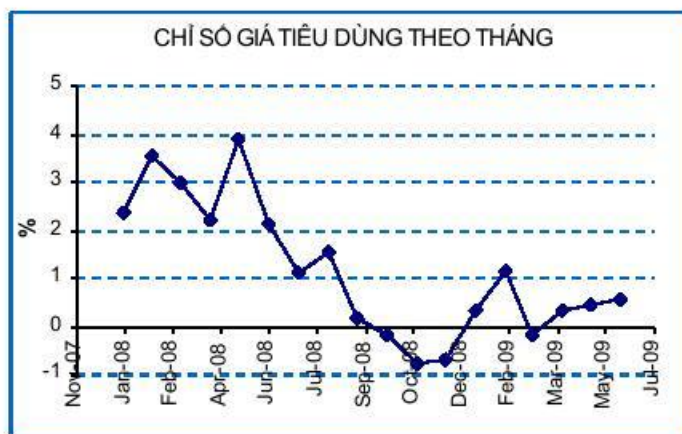
LẠM PHÁT KHÓ TĂNG CAO VÀO CUỐI NĂM NHƯ NHIỀU NGƯỜI LO NGẠI

Lạm phát đã được đẩy lùi

Lạm phát trở thành một vấn đề được quan tâm nhiều ở Việt Nam. Lạm phát gây nên những bất ổn vĩ mô nghiêm trọng trong năm 2008. Vào tháng 8 năm 2008 lạm phát tính trong 12 tháng đã lên tới đỉnh điểm là 28.32%, đây được xem là mức cao nhất kể từ năm 1992 đến nay. Lạm phát cao buộc NHNN thực hiện nhiều biện pháp thắt chặt chính sách tiền tệ và thực hiện một số biện pháp hành chính để kìm hãm lạm phát gây nên những xáo trộn trong nền kinh tế. Các chính sách “mạnh tay” của NHNN, cùng với khủng hoảng tài chính toàn cầu và sự giảm giá hàng hóa trên thế giới, lạm phát trong nước đã được khống chế.

Diễn biến lạm phát trong thời gian qua

Tính đến tháng 6/2009 chỉ số giá tiêu dùng chỉ còn 10.27% (tính 12 tháng) đây là mức rất thấp nếu so với mức đỉnh điểm 28.32% vào tháng 8/2008. Tính trung bình nửa đầu năm 2009, chỉ số CPI trung bình mỗi tháng chỉ là 0.44%, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình 1.53% năm 2008 và 1% năm 2007. Trong 6 tháng qua CPI chỉ tăng lên 2.68% thấp hơn nhiều so với 18.44% cùng kỳ năm 2008.



Nguồn: TCTK

Như vậy, cùng với sự suy giảm kinh tế thế giới, giá cả hầu hết các mặt hàng đều giảm, lạm phát ở Việt Nam về cơ bản là được khống chế. Tuy nhiên trong thời gian gần đây nhiều người lo ngại nguy cơ lạm phát quay lại khi giá cả nhiều hàng hóa, nguyên liệu, xăng dầu trên thế giới tăng. Ngoài ra, các chính sách kích cầu của chính phủ, tăng trưởng tín dụng khá cao nếu không được đầu tư hiệu quả sẽ làm cho lạm phát quay trở lại.

Nguyên nhân lạm phát cao trong năm 2008, phần lớn xuất phát từ nguyên nhân tiền tệ khi tăng trưởng tín dụng của Việt Nam đạt mức cao vào một số năm trước đó (33.6% năm 2006 và 46% năm 2007). Ngoài ra, năm 2008, là một năm giá cả hầu hết các hàng hóa cơ bản như xăng dầu, sắt thép, lương thực, thực phẩm... đều tăng cao.

Yếu tố gây nên lạm phát năm 2009

Xem xét các yếu tố chính gây nên lạm phát ở Việt Nam sẽ cho chúng ta một cách nhìn hoàn chỉnh hơn về nguyên nhân gây lạm phát, từ đó có được cách khắc phục và đưa ra dự đoán về lạm phát trong tương lai. Theo chúng tôi có 2 nguyên nhân chính gây nên lạm phát ở Việt Nam là sự tăng giá của hàng hóa trên thị trường quốc tế và tăng trưởng cung tiền trong nước. Ngoài ra yếu tố tiềm tàng và có tính dài hạn là do thiếu hiệu quả trong đầu tư, biểu hiện qua hệ số ICOR của Việt Nam rất cao.

Lạm phát do tăng giá cả các hàng hóa, nguyên liệu

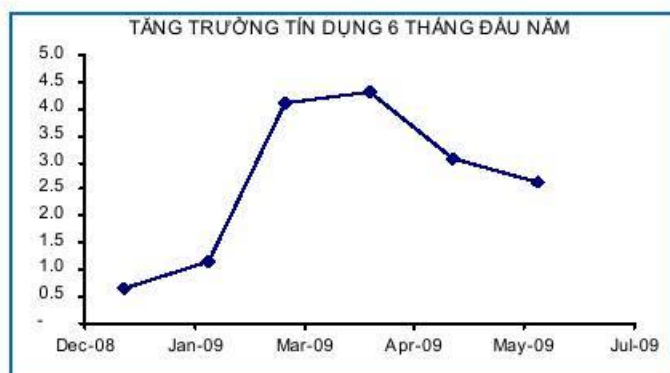
Giá dầu thô hiện nay đã tăng gần gấp đôi so với mức đầu năm, tuy nhiên mức giá hiện nay còn thấp hơn nhiều so với mức bình quân năm 2008. Giá hầu hết các mặt hàng khác như sắt thép, lương thực, thực phẩm trong đó có gạo cũng tăng so với hồi đầu năm. Tuy vậy, những dấu hiệu phục hồi của kinh tế thế giới vẫn chưa rõ ràng. Phần này được chúng tôi tập trung phân tích trong phần một của báo cáo. Hay thậm chí, báo cáo vào tháng 6 vừa qua Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) cho rằng kinh tế thế giới giảm 2.6-2.9% trong năm nay và chỉ tăng trưởng 0-0.5% vào năm 2010. Hiện nay, các quốc gia trên thế giới đều nói lỏng chính sách tiền tệ, tiếp tục bơm tiền vào hệ thống tài chính và tăng chi tiêu ngân sách. Những động thái này làm tăng nguy cơ lạm phát trong tương lai, tuy

nhiên về ngắn hạn nó vẫn chưa thể làm lạm phát tăng cao do kinh tế toàn cầu còn đối mặt với nhiều khó khăn trước mắt hơn là tập trung sản xuất kinh doanh. Thực tế, trong thời gian qua chỉ số giá tiêu dùng hầu hết các nước đều giảm hoặc tăng không đáng kể. Báo cáo về kinh tế toàn cầu của Ngân hàng Hồng Kông Thượng Hải (HSBC) gần đây cũng dự báo rằng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) toàn cầu tăng lần lượt là 0.9% và 1.8%, trong năm 2009, 2010. Điều này cũng đồng nghĩa với việc giá cả hàng hóa trên thế giới cũng khó tăng cao trong năm 2009 và một vài năm tới.

Lạm phát do yếu tố cung tiền trong nước

Cung tiền là nguyên nhân chính khiến nhiều người lo ngại nhất vì hiện nay NHNN đang nới lỏng chính sách tiền tệ và các gói kích cầu của chính phủ đang bơm một lượng tiền khá lớn vào nền kinh tế. Đây là một kịch bản chung của các nước châu Á mà báo cáo đã tập trung phân tích trong phần một.

Năm 2007, tăng trưởng tín dụng ở mức 49.8%, tăng trưởng cung tiền M2 cũng lên tới 49.1% đã gây nên lạm phát cao vào năm 2008. Những biện pháp thắt chặt tín dụng của NHNN làm cho tăng trưởng tín dụng cuối năm 2008 chỉ còn 25.6%, cung tiền M2 chỉ còn 16.1%. Đây là nguyên nhân chính làm cho lạm phát ở



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Việt Nam đã được khống chế vào cuối năm 2008. Nửa đầu năm nay, cung tiền M2 là 16.36% và dư nợ tín dụng nền kinh tế tăng 17%, nếu duy trì được mức tăng trưởng này thì tín dụng cả năm nay sẽ tăng trên 30%. Tăng trưởng tín dụng cao, trong 6 tháng qua có sự đóng góp lớn từ dư nợ của gói cho vay hỗ trợ lãi suất 4%. Tính đến ngày 09/07/2009, tổng dư nợ cho vay từ gói hỗ trợ lãi suất là 375,926 tỷ đồng (tương đương khoảng 31% dư nợ trong hệ thống ngân hàng). Thời gian gần đây tăng trưởng tín dụng từ việc cho vay của gói kích cầu này đang chậm lại mặc dù số tiền còn lại của gói kích cầu khá lớn (280 nghìn tỷ). Mặt khác, NHNN quyết định thanh tra những khoản vay từ gói kích cầu nên dư nợ cho vay từ gói kích cầu này khó có khả năng tăng cao như thời gian trước đây. Trong những tháng vừa qua cho vay tiêu dùng cũng được nhiều ngân hàng khuyến khích nhưng trước những rủi ro từ việc cho vay này NHNN cũng đang kiểm tra chặt chẽ cho vay tiêu dùng. Chính vì vậy, gần đây chính phủ đã chỉ đạo hạ mức tăng trưởng tín dụng năm 2009 chỉ còn 25% thay vì mức 30%.

Từ các phân tích đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng trong những tháng cuối năm sẽ khó duy trì ở mức cao như 2 quý đầu năm. Thực tế, tăng trưởng tín dụng đã chậm lại vào tháng 5 và 6 sau khi tăng khá mạnh vào tháng 3 và 4 (biểu đồ trên)

Một bằng chứng nữa khiến cho chúng tôi tin rằng lạm phát trong những tháng cuối năm

2009 khó tăng cao là do trong quá khứ kinh tế Việt Nam có giai đoạn tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 khá cao nhưng đã không dẫn đến lạm phát cao. Năm 1999 và 2000 tăng trưởng cung tiền M2 lần lượt là 39.3% và 56.2% nhưng lạm phát 3 năm 1999, 2000 và 2001 cũng ở mức rất thấp chưa đến 1%, thậm chí năm 2000 còn xảy ra hiện tượng giảm phát.

Đánh giá lạm phát năm 2009

Từ các lập luận ở trên chúng tôi đánh giá, lạm phát trong những tháng cuối năm khó có thể tăng cao như nhiều người lo ngại. Mục tiêu kiềm chế lạm phát dưới 7%-8% mà chính phủ vừa đặt ra là hoàn toàn có thể kiểm soát được. Ngoài ra chúng tôi cũng tin rằng, NHNN sẽ có những giải pháp kịp thời để không để lạm phát quá cao ảnh hưởng đến sự ổn định nền kinh tế. Tuy nhiên, chính phủ cần kiểm soát chặt đầu tư từ các gói kích cầu, cho vay tiêu dùng để giảm thiểu hiệu ứng ngược không mong muốn. Về lâu dài chúng tôi quan ngại tình trạng đầu tư kém hiệu quả và thâm hụt ngân sách cao sẽ là mối nguy tiềm tàng cho lạm phát cao và sự ổn định của nền kinh tế.

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI USD/VND TĂNG NHẸ TRONG NĂM NAY

Ngân hàng nhà nước thực hiện nhiều chính sách quyết liệt để bảo vệ tỷ giá giữa VND và USD

Tỷ giá hối đoái VND/USD trong những tháng đầu năm 2009 có nhiều biến động buộc NHNN sử dụng nhiều chính sách để giữ ổn định tỷ giá. Theo số liệu của Tổng cục thống kê chỉ số giá USD trong 6 tháng đầu năm đã tăng 5.33%. Câu hỏi mà nhiều người quan tâm hiện nay là tỷ giá USD/VND sắp tới sẽ ra sao?

Khác với diễn biến của cùng kỳ năm trước, Quý 1/2009 Việt Nam đã xuất siêu 1.54 tỷ USD, dù vậy tỷ giá VND/USD trên thị trường vẫn liên tục tăng cao. Diễn biến này buộc NHNN 2 lần nới rộng biên độ giao dịch tỷ giá từ mức +/-2%, lên +/- 3%, tiếp theo đến ngày 24/3 NHNN nâng lên mức +/-5%. Tỷ giá USD/VND tại các NHTM luôn tăng kịch trần biên độ NHNN cho phép. Trên thị trường tự do, tỷ giá USD/VND luôn cao hơn giao dịch chính thức ở ngân hàng 200 - 500 VND/USD.

Sự căng thẳng trên thị trường ngoại tệ còn diễn ra mạnh hơn từ tháng 4/2009 do Việt Nam bắt đầu nhập siêu trở lại. Để chấn chỉnh hoạt động trên thị trường ngoại hối, NHNN đã thực hiện một số biện pháp "mạnh", thậm chí có những lúc nhiều người đã nghĩ đến giải pháp hành chính khá mạnh là kết hối ngoại tệ. Tuy nhiên, cuối cùng NHNN đã không dùng giải pháp này thay vào đó là một loạt các biện pháp hành chính "nhẹ nhàng" hơn. Theo đó, NHNN đã gửi Công văn đến Bộ Công an; Bộ Công thương và Ủy ban nhân dân các tỉnh; Ban Tuyên giáo trung ương và Bộ Thông tin – Truyền thông đề nghị các cơ quan này phối hợp chấn chỉnh hoạt động, thông tin, mua bán, quảng cáo, niêm yết hàng hóa bằng ngoại tệ. Ngoài ra, NHNN còn yêu cầu các NHTM giới hạn mức lãi suất huy động USD không quá 1.5%/năm và cho vay không vượt quá 3%/năm.

Nguyên nhân nào gây nên căng thẳng trên thị trường ngoại tệ trong thời gian qua? Trong 6 tháng đầu năm 2009, Việt Nam vẫn thặng dư cán cân thanh toán, nguồn dự trữ ngoại hối tương đối lớn. Cụ thể, vốn FDI nước ngoài chuyển vào Việt Nam trong 6 tháng đầu năm là 3.34 tỷ USD, vốn ODA 1.27 tỷ USD, kiều hối được NHNN ước tính

khoảng 2.73 tỷ USD, như vậy nguồn vốn vào ước tính khoảng 7.34 tỷ USD. Trong khi đó dòng tiền đi ra đáng kể nhất là từ nhập siêu khoảng 2.1 tỷ USD. Còn các dòng tiền đi ra khác như vốn chuyển ra nước ngoài để đầu tư, các khoản thu nhập từ đầu tư của các công ty nước ngoài chuyển về nước, chuyển tiền của lao động nước ngoài làm việc tại Việt Nam đều không lớn.

Về vốn đầu tư gián tiếp, năm 2008, thống kê trên 2 sàn giao dịch HoSE và HNX nhà đầu tư nước ngoài bán ròng lượng trái phiếu trị giá 38,426 tỷ đồng, tính cả cổ phiếu và trái phiếu nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 42,971 tỷ đồng (2.6 tỷ USD). Năm 2009, lượng bán ròng trái phiếu và cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài ít hơn rất nhiều. Thống kê, đến ngày 13/07/2009, bán ròng trái phiếu của NĐTNN 7.53 nghìn tỷ đồng, Trên sàn HoSE, NĐTNN mua ròng 648.67 tỷ đồng cổ phiếu. Như vậy, hơn 6 tháng qua, thống kê trên sàn giao dịch niêm yết NĐTNN đã bán ròng trái phiếu và cổ phiếu khoảng 7.48 nghìn tỷ đồng (tương đương 420 triệu USD).

Cho đến nay chúng tôi vẫn chưa có được con số chính thức về số tiền từ dòng vốn gián tiếp rút ra khỏi Việt Nam, tuy nhiên qua thống kê trên chúng ta thấy được việc rút ra của dòng vốn gián tiếp một cách chính thức khỏi Việt Nam không nhiều. việc bán ra này đã đưa vị thế tiền mặt nắm giữ bằng ngoại tệ của các quỹ đầu tư chứ chưa hẳn là rút ra khỏi thị trường Việt Nam.

Một dòng vốn ra khác cũng đáng được quan tâm là vốn ròng từ vay trả nợ nước ngoài. Trong bối cảnh hiện nay, việc vay nợ mới từ nước ngoài là một công việc khó khăn. Năm 2009, chính phủ phê duyệt mức vay nợ thương mại nước ngoài là 4.7 tỷ USD, tuy nhiên con số dự báo thận trọng thì khoản vay này chỉ vào khoảng 1 tỷ USD. Vay từ vốn ODA khoảng 2.5 tỷ USD. Những khoản nợ đến hạn phải trả ước tính lên đến 4 tỷ USD, trong đó có 0.93 tỷ USD nợ của chính phủ. Như vậy, nợ ròng phải trả có thể lên đến 0.5 tỷ USD.

Tỷ giá giữa VND và USD những tháng cuối năm 2009

Trên đây chúng ta thấy, thâm hụt cán cân thanh toán trong nửa đầu năm là điều không đáng lo ngại. Chúng tôi cho rằng, nguyên nhân làm cho tỷ giá USD/VND biến động mạnh trong thời gian qua do yếu tố tâm lý. Cung tổng thể về ngoại tệ trong nền kinh tế không thiếu, nhưng đã có hiện tượng chênh lệch cung cầu về ngoại tệ trên thị trường chính thức. Dư nợ tiền gửi bằng ngoại tệ tăng, trong khi đó dư nợ cho vay giảm. Trước những rủi ro về kinh tế trong nước và thế giới khiến tâm lý e ngại VND bị phá giá ngự trị trong tâm trí nhà đầu tư. Những động thái mạnh mẽ của Chính phủ và NHNN trong việc kiểm soát tỷ giá càng khiến cho tâm lý người dân hoang mang hơn. Những nguyên nhân đó làm cho tỷ giá hối đoái USD/VND có sự chênh lệch giữa chính thức và phi chính thức.

Những phần trên chúng tôi đi xem xét những yếu tố hình thành cán cân thanh toán của Việt Nam. Chúng tôi cho rằng, ngay trong trường hợp không thuận lợi Việt Nam có thể bị thâm hụt cán cân thanh toán nhưng mức độ thâm hụt sẽ không nhiều.

Một số chỉ liên quan đến cán cân thanh toán của Việt Nam

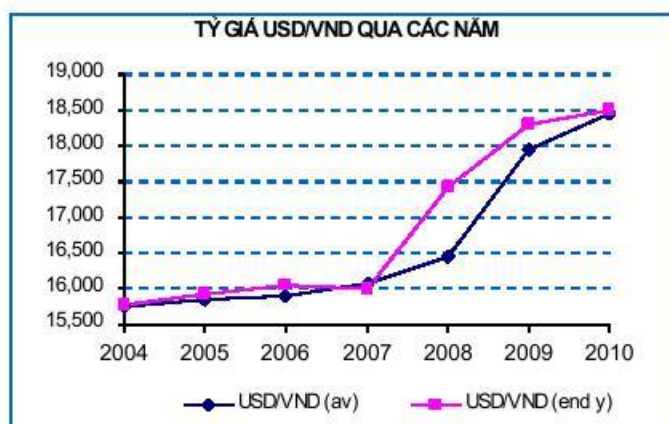
ĐVT: Tỷ USD

	2006	2007	2008	2009
Thâm hụt/thặng dư cán cân thanh toán	4.6	10.6	2.4	(0.5)
Dự trữ chính thức của NHNN	11.5	22.1	24.5	24.0
Dự trữ / tháng nhập khẩu	3.07	4.23	3.7	4.2
Nợ nước ngoài/GDP	33.1	30.2	28.2	26.4

Nguồn: GSO, IMF và dự báo của Vietstock

Ngày 15/07/2009, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng do NHNN quy định là 16,960 VND/USD, tỷ giá mua và bán niêm yết tại Ngân hàng ngoại thương (VCB) 17,808 VND/USD tức là tăng kịch trần biên độ 5% mà NHNN cho phép. Cùng ngày, tỷ giá USD/VND giao dịch trên thị trường phi chính thức cao hơn niêm yết chính thức khoảng 500 VND/USD.

Về chính sách của chính phủ, chúng tôi nhận thấy Chính phủ đang cố gắng kiểm soát VND không bị mất giá thêm nữa. Dự kiến phát hành thêm 1 tỷ USD trái phiếu bằng ngoại tệ bán trong nước càng khiến cho chính phủ có động cơ giữ tỷ giá USD/VND. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng NHNN sẽ dần giảm nhẹ tỷ giá trước áp lực của thị trường. Mô hình



Nguồn: NHNN và Vietstock dự báo

tính tỷ giá thực hiệu dụng (năm 2000 làm mốc) với các đối tác thương mại chủ yếu của Việt Nam sau đó quy đổi ra tỷ giá USD của chúng tôi cũng chỉ ra rằng tỷ giá USD/VND vào khoảng 18,900 VND/USD. Như vậy, VND đang được định giá cao hơn một cách tương đối so với các đối tác thương mại của Việt Nam, điều này gây sức ép lên sức cạnh tranh của hàng hóa sản xuất từ Việt Nam.

Trên cơ sở đó chúng tôi dự báo VND tiếp tục bị mất giá nhẹ trong những tháng còn lại của năm nay. Mức độ mất giá của VND khoảng 3% đến 4% tức là tỷ giá quanh mức 18,300 đến 18,450 VND/USD.

TÓM TẮT KẾT LUẬN

Các phân tích và dữ liệu của chúng tôi đều chỉ ra rằng kinh tế Việt Nam đã dần hồi phục nhưng tốc độ chậm. Một số chỉ tiêu cụ thể được dự báo qua bảng sau:

Dự báo một số chỉ tiêu kinh tế của Việt Nam năm 2009

TT	Chỉ tiêu	Năm 2008	6T/2009	Dự báo 2009	+/- so với 2008 (%)
1	GDP (tỷ VND giá hiện tại)	1,478,695	731,600	1,730,073	4.50
2	Lạm phát %	19.89	2.68	7.50	
3	Đầu tư/GDP (%)	43.10	44.10	40.00	
4	Nhập khẩu (tỷ USD)	80.42	29.72	61.92	(23.00)
5	Xuất khẩu (tỷ USD)	62.96	27.61	53.52	(15.00)
6	Cán cân thanh toán (tỷ USD)	(17.46)	(2.11)	(8.41)	
7	FDI đăng ký (tỷ USD)	71.00	8.90	19.00	(73.24)
8	FDI giải ngân (tỷ USD)	11.70	4.00	8.20	(29.91)
9	ODA giải ngân (tỷ USD)	2.20	1.27	2.50	13.64
10	Tăng trưởng tín dụng (%)	26.50	17.10	27.80	
11	Tăng trưởng cung tiền M2 (%)	16.10	16.36	26.50	
12	Thâm hụt/GDP (%)	(4.95)	(3.60)	(8.80)	
13	Tỷ giá USD/VND(cuối năm)	17,433	17,800	18,430	5.72

Nguồn: GSO, WB và dự báo Vietstock

DANH SÁCH THÀNH VIÊN THỰC HIỆN BÁO CÁO

Lê Đạt Chí – Trưởng phòng Nghiên cứu

Hồ Bá Tình	tinhhb@vietstock.vn	Trưởng nhóm Vĩ mô
Cao Vệ	caove@vietstock.vn	
Trần Đình Khánh Hưng	khanhhungtd@vietstock.vn	
Nguyễn Thị Như Diễm	nhudiemnt@vietstock.vn	Nhóm doanh nghiệp
Phạm Ngọc Hà	hapn@vietstock.vn	
Trương Minh Huy	huytm@vietstock.vn	
Phan Khánh Hoàng	hoangpk@vietstock.vn	
Trần Đức Duy	duytd@vietstock.vn	Trưởng nhóm Phân tích kỹ thuật
Nguyễn Quang Minh	minhngq@vietstock.vn	

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi Công ty Cổ phần Tài Việt - Vietstock. Báo cáo thể hiện quan điểm của người viết dựa trên những thông tin tính đến thời điểm thực hiện. Người viết không có bất kỳ lợi ích nào liên quan đến việc đưa ra các khuyến nghị và quan điểm trong bản báo cáo.

Thông tin trong bản báo cáo được lấy từ những nguồn được xem là đáng tin cậy và hợp lý. Vietstock không đảm bảo hoặc đưa ra lời giới thiệu cũng như không có trách nhiệm và nghĩa vụ cho tính chính xác, đầy đủ và toàn diện của nguồn tin. Việc quyết định và chịu trách nhiệm để đầu tư là trách nhiệm của người đọc báo cáo này.

Báo cáo này là tài sản của Vietstock, mọi yêu cầu hoặc góp ý liên quan đến báo cáo này xin liên hệ với Phòng Nghiên cứu. Không một phần nào trong báo cáo này được phép làm lại, sửa chữa, sao chép dưới mọi hình thức mà chưa có ý kiến của Vietstock.