

Thái Thị Việt Trinh
Chuyên viên phân tích vĩ mô
trinhtt@kbsec.com.vn
Lê Anh Tùng
Chuyên viên thị trường
tungla@kbsec.com.vn

Tháng 8 năm 2019

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

DỰ BÁO BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ DƯỚI SỨC ÉP GIẢM GIÁ CỦA NHÂN DÂN TỆ



BỐI CẢNH QUỐC TẾ

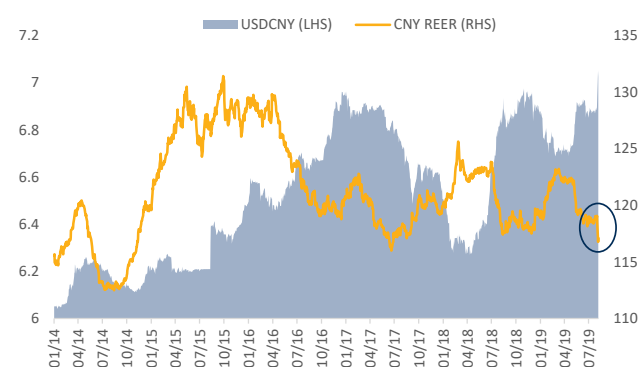
PBoC chủ động phá giá đồng CNY vào ngày 5/8 và đây là một động thái đã được tính toán kỹ lưỡng

Tỷ giá USD/CNY vào ngày 5/8 đã vượt ngưỡng tâm lý 7.00 sau hai lần thử thách nhạy cảm vào tháng 12/2016 và 11/2018. Đây là động thái có chủ đích từ NHTW Trung Quốc (PBoC) thông qua việc ấn định tỷ giá tham chiếu Nhân Dân Tệ ở mức 6.9225, mức cao nhất kể từ tháng 6/2008, và tiếp tục nâng lên 6.9683 trong ngày kế tiếp. Theo nguyên tắc, đồng CNY ở đại lục được giao dịch trong biên độ +/- 2% so với tỷ giá tham chiếu, như vậy PBoC đã cho phép đồng CNY trượt giá xuống mức 7.1. Diễn biến trên thực tế cho thấy đồng CNY đã yếu đi rõ rệt nếu so sánh với USD và 1 rổ tiền tệ (Hình 1). Động thái này nhằm trả đũa cho việc Mỹ áp thuế 10% bổ sung đối với 300 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc từ ngày 1/9. Chúng tôi cho rằng đây là hành động đã được Trung Quốc tính toán kỹ lưỡng – khi vừa có thể cảnh báo Mỹ về các biện pháp “trả đũa” mà Trung Quốc có thể sử dụng, vừa nhân cơ hội giải phóng áp lực đối với đồng CNY sau một thời gian dài liên tục bơm tiền vào hệ thống nhằm kích thích nền kinh tế của PBoC.

Trong ngắn hạn, sau động thái phá giá lần này, PBoC sẽ tạm thời ổn định tâm lý thị trường mặc dù khả năng mất giá thêm của CNY trong trung hạn vẫn để ngỏ, do còn phụ thuộc vào diễn biến chiến tranh thương mại

Sau động thái trả đũa lần này, PBoC nhiều khả năng sẽ ổn định tâm lý thị trường để hạn chế việc rút ra của dòng vốn đầu tư và việc theo đuổi chính sách đồng tiền yếu cũng sẽ đi ngược với những nỗ lực gần đây của Trung Quốc khi muốn nâng vị thế thanh toán của đồng Nhân dân tệ. Ở khía cạnh xuất khẩu, lợi thế của Trung Quốc hiện đã bớt phụ thuộc vào yếu tố tỷ giá mà chủ yếu đến từ quy mô (economics of scale) và chuỗi cung ứng. Trên thực tế, PBoC vẫn còn khá nhiều dư địa về công cụ điều hành nhằm ổn định tỷ giá đặc biệt là việc sử dụng dự trữ ngoại hối hoặc bán trái phiếu quốc tế. Do vậy chúng tôi nhìn nhận đồng CNY sẽ sớm ổn định lại trong ngắn hạn mặc dù khả năng mất giá thêm trong trung hạn vẫn để ngỏ, do còn phụ thuộc vào diễn biến chiến tranh thương mại.

Hình 1: Biến động tỷ giá USD/CNY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hình 2: Chỉ số DXY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

BỐI CẢNH VIỆT NAM

NEER và REER đang tăng mạnh nhưng chưa gây ra áp lực lớn trên thị trường

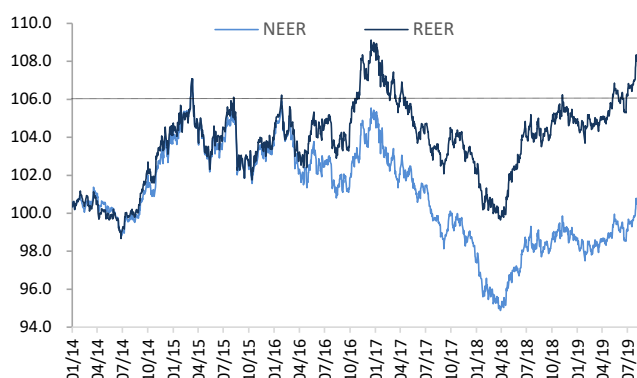
Theo mô hình tính toán của chúng tôi, NEER (tỷ giá danh nghĩa đa phương), đo lường giá trị của đồng VND với rổ 8 đồng tiền tham chiếu theo cơ chế tỷ giá trung tâm và REER (tỷ giá thực đa phương), là chỉ số được điều chỉnh lạm phát so với NEER, đều đang tăng khá mạnh (Hình 3). Điều này phản ánh VND đang tăng giá tương đối so với rổ tiền tệ. Phân tích kỹ hơn, chúng tôi nhận thấy đồng VND trong 1 tuần qua lên giá so với đồng CNY, KRW, SGD và TWD; trong khi giảm giá so với 4 đồng tiền còn lại, bao gồm EUR, USD, JPY và THB.

Xét về tổng thể, việc tăng giá của VND so với rổ tiền tệ có thể gây bất lợi cho hoạt động xuất khẩu của Việt Nam và tạo tâm lý kỳ vọng phá giá từ thị trường. Theo quan sát trong quá khứ, mỗi khi NEER & REER tiếp cận mốc nhạy cảm 106, thì thường xuất hiện áp lực phá giá VND để bảo vệ xuất khẩu và bình ổn tâm lý thị trường. Tuy nhiên ở giai đoạn hiện tại, chúng tôi cho rằng tính tham chiếu của mốc 106 không còn nhiều do 2 lý do:

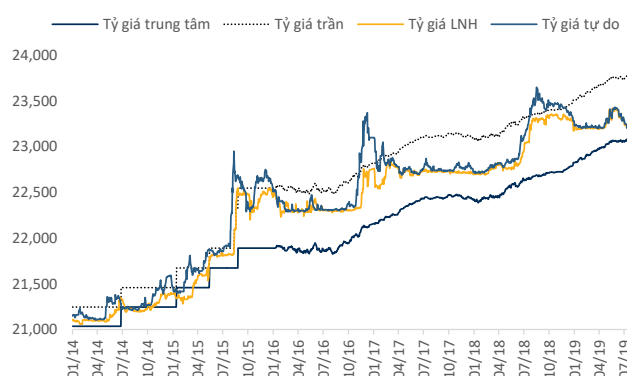
- 1) Mặc dù REER đã vượt mốc 106 nhưng NEER mới chỉ chớm vượt 100. Về nguyên lý, khoảng cách giữa 2 đường được tạo bởi chênh lệch lạm phát. Trong khi đó, mức độ gia tăng lạm phát của Việt Nam trong các năm gần đây lại phụ thuộc phần lớn vào lộ trình điều chỉnh giá các mặt hàng điều tiết của Nhà nước, đặc biệt là chi phí y tế và giáo dục. Những chi phí này nhìn chung sẽ có độ trễ khi phản ánh vào chi phí hoạt động của doanh nghiệp. Như vậy, áp lực giảm lợi thế cạnh tranh trong hoạt động xuất khẩu, mặc dù REER đã vượt mốc 106, là chưa lớn.
- 2) Từ khía cạnh tâm lý kỳ vọng phá giá của thị trường, chúng tôi cũng chưa quan sát thấy dấu hiệu bất ổn. Trong quá khứ mỗi khi REER chạm mốc 106, tâm lý kỳ vọng phá giá là rất lớn, được thể hiện qua việc tỷ giá liên ngân hàng bám sát đường biên trên của dải tham chiếu (+/-3% so với tỷ giá trung tâm) và tỷ giá tự do vượt ra ngoài biên trên. Ở thời điểm hiện tại có thể thấy, tỷ giá liên ngân hàng và tự do vẫn đang vận động trong vùng an toàn (Hình 4).

Như vậy, từ góc độ kỹ thuật, chúng tôi chưa quan sát thấy áp lực lớn phải phá giá VND mặc dù NHNN đã chủ động phá giá nhẹ (điều chỉnh tăng tỷ giá trung tâm) sau động thái phá giá của PBoC.

Hình 3: NEER and REER



Hình 4: Biến động tỷ giá USD/VND



Nguồn: KBSV tính toán

Nguồn: Bloomberg, FinnPro, KBSV

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN ĐỘNG THÁI CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC

RỦI RO NHẬP SIÊU TỪ TRUNG QUỐC

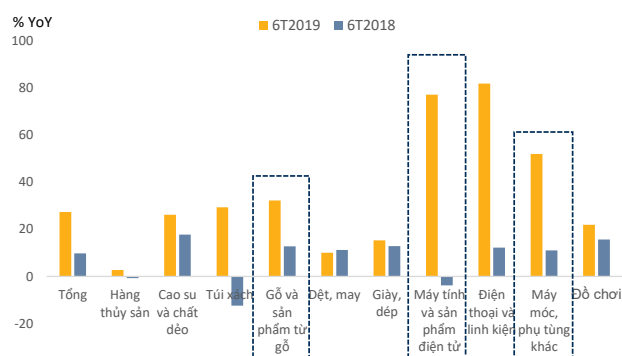
Nhập siêu từ Trung Quốc đang gia tăng mạnh trong đó có một số dấu hiệu đáng lo ngại cho thấy hàng Trung Quốc đang tìm cách lách xuất xứ qua Việt Nam

Việt Nam, trong các báo cáo về tác động của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, nổi lên là một trong những nước hiếm hoi sẽ được hưởng lợi thông qua việc chuyển hướng thương mại cũng như là một địa điểm đầu tư thay thế Trung Quốc. Tuy nhiên, trong báo cáo gần đây nhất từ Wall Street Journal, Việt Nam bị cảnh báo là có một số bằng chứng về hoạt động trung chuyển (transshipment). Cụ thể, một số công ty ở Việt Nam đã trái phép dán mác "Made in Vietnam" thay thế "Made in China" nhằm tránh thuế quan khi xuất sang Mỹ.

Bức tranh cơ cấu thị trường và cơ cấu mặt hàng xuất nhập khẩu 6 tháng đầu năm 2019 cho thấy xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ tăng mạnh (27% YoY) nhưng nhập khẩu từ thị trường Trung Quốc cũng tăng tương ứng (18.15% YoY).

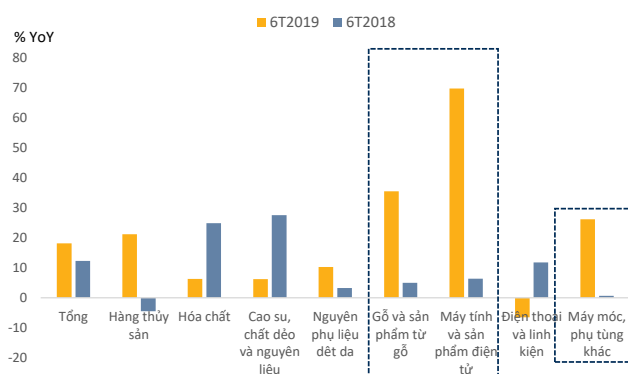
Theo chúng tôi đánh giá, có 3 nguyên nhân dẫn đến việc nhập siêu từ Trung Quốc gia tăng. Thứ nhất, việc CNY mất giá so với VND khiến hàng hóa Trung Quốc rẻ hơn tương đối. Thứ hai, như nêu ở trên, một số công ty ở Việt Nam thực hiện hoạt động trung chuyển nhằm thay đổi nhãn mác hàng hóa. Thứ 3, các công ty FDI chuyển hướng đầu tư từ Trung Quốc sang Việt Nam đã tăng cường nhập khẩu máy móc, thiết bị đầu tư sản xuất.

Hình 5: Biến động các nhóm ngành xuất khẩu sang Mỹ



Nguồn: TCHQ, KBSV

Hình 6: Biến động các nhóm ngành nhập khẩu từ Trung Quốc



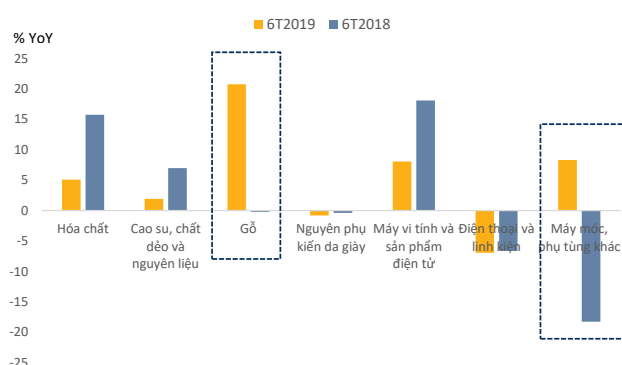
Nguồn: TCHQ, KBSV

Đối với yếu tố thứ nhất, với mức mất giá khoảng 2% từ đầu năm, áp lực này là hiện hữu nhưng chưa lớn. Đối với yếu tố thứ 3 đến từ việc nhập khẩu tư liệu sản xuất của các doanh nghiệp FDI, Hình 7 cho thấy tăng trưởng ở nhóm ngành gỗ và máy móc phụ tùng khác. Tuy nhiên, mức tăng này không cùng mấu so sánh gốc và không tương ứng với mức tăng mạnh ở nhập khẩu nhóm ngành này từ Trung Quốc (Hình 6). Đối với yếu tố thứ 2, điểm đáng lo ngại là ngoại trừ điện thoại và linh kiện, khá nhiều các nhóm hàng đạt tốc độ tăng trưởng mạnh sang Mỹ lại trùng khớp với các nhóm hàng gia tăng nhập khẩu từ Trung Quốc

như máy tính và sản phẩm điện tử, máy móc phụ tùng khác, gỗ và sản phẩm từ gỗ (Hình 5).

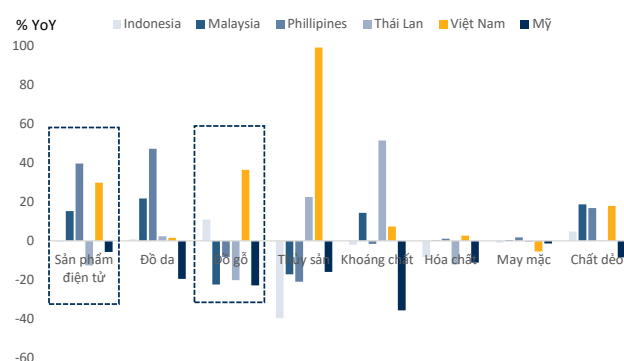
Như vậy, có thể rút ra được kết luận yếu tố thứ 2 là một trong những nguyên nhân chính khiến nhập siêu từ Trung Quốc trong thời gian qua gia tăng. Ngoài ra, khi so sánh biến động xuất khẩu các nhóm ngành của Trung Quốc sang các nước ASEAN (Hình 8), chúng tôi cũng quan sát được mức tăng đột biến từ các nhóm ngành chịu thuế từ Mỹ trong các nước ASEAN, đặc biệt là Malaysia và Philippines.

Hình 7: Biến động nhập khẩu của các doanh nghiệp FDI



Nguồn: TCHQ, KBSV

Hình 8: Biến động xuất khẩu Trung Quốc sang các nước trong ASEAN



Nguồn: Bloomberg, IMF, KBSV

RỦI RO BỊ MỸ CHO VÀO DANH SÁCH THAO TÚNG TIỀN TỆ

Việt Nam chưa bị Mỹ quy vào diện thao túng tiền tệ, nhưng Chính phủ Việt Nam sẽ phải thận trọng hơn, đặc biệt với các động thái can thiệp vào thị trường ngoại hối, để tránh rủi ro này trong tương lai

Trong báo cáo tiền tệ mới nhất của bộ Tài Chính Mỹ tháng 4, Việt Nam lần đầu tiên đã bị liệt kê vào danh sách theo dõi các nước thao túng tiền tệ (Currency watchlist). Một trong những tiêu chí đánh giá của Mỹ đó là khối lượng mua ngoại tệ ròng 12 tháng (từ tháng 1 – tháng 12/2018) không được trên mức 2% của GDP. Trong năm 2018, Việt Nam chưa vi phạm tiêu chí này khi mức độ can thiệp thị trường ngoại hối của NHNN Việt Nam, dựa trên số lượng mua ròng USD, mới đạt 1.7% GDP, dưới ngưỡng đánh giá 2% của Mỹ. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng có những cơ sở hợp lý để mua USD gia tăng dự trữ ngoại hối khi dự trữ ngoại hối của Việt Nam tính trong năm 2018 chỉ đủ 2.9 tháng nhập khẩu, dưới ngưỡng khuyến nghị tối thiểu của IMF. Phía Mỹ ghi nhận lý do trên nhưng cũng hối thúc Việt Nam tiếp tục cải cách chính sách tiền tệ - khuyến nghị Việt Nam nâng dần REER để giảm thâm hụt thương mại với Mỹ.

Với đợt rà soát tháng 10/2019 tới, chúng tôi cũng không cho rằng Việt Nam sẽ vi phạm yếu tố đánh giá của Mỹ khi khối lượng mua ròng (từ tháng 7/2018 – tháng 6/2019) dưới 1% của GDP do NHNN đã bán USD trong nửa cuối năm 2018 để điều tiết VND không bị mất giá quá mạnh.

Với đợt rà soát tháng 4/2020 (số liệu lấy từ tháng 1 – tháng 12/2019). Nếu ước tính GDP 2019 của Việt Nam đạt khoảng 270 tỷ USD thì giới hạn ngoại tệ SBV được phép mua để đảm bảo dưới mức 2% của GDP sẽ rơi vào khoảng 5.4 tỷ USD. Dựa trên số liệu chính thức của IMF (tính tới 30/4/2019) và của chúng tôi thu thập, SBV hiện đã mua khoảng 8.5 tỷ USD kể từ đầu năm, vượt qua mức

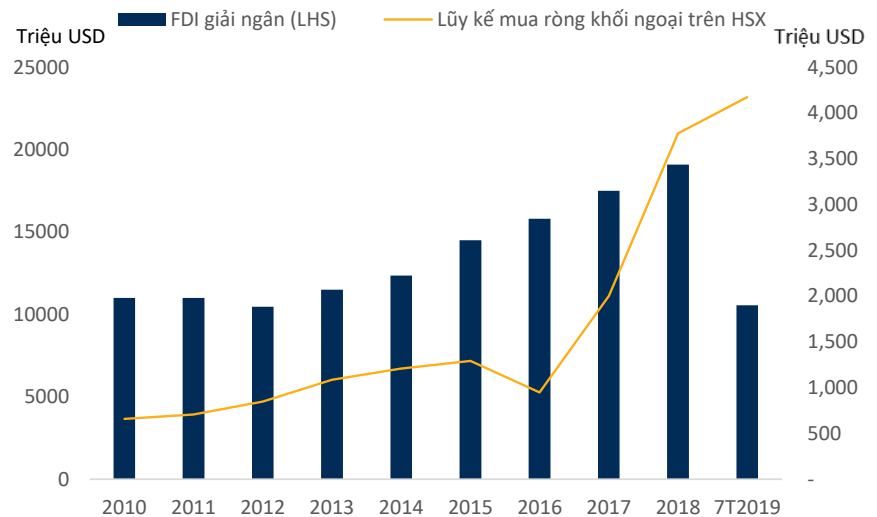
“tối đa được phép mua”. Như vậy, từ nay đến cuối năm, để không vi phạm tiêu chí 2% GDP, SBV sẽ phải bán ròng khoảng 3.1 tỷ USD. Hành động này được xem là hợp lý và tạo dư địa cho NHNN có thể ổn định tỷ giá trong trường hợp Nhân dân tệ tiếp tục giảm sâu.

MỤC TIÊU TỶ GIÁ BIẾN ĐỘNG DƯỚI 3%

NHNN sẽ nỗ lực đảm bảo cam kết không phá giá VND quá 3% nhằm giữ niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài

Đầu tư nước ngoài, cả trực tiếp và gián tiếp là một trong những động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, mức đóng góp của khu vực đầu tư nước ngoài trong GDP của cả nước tăng từ 9.3% năm 1995 lên 19.6% năm 2017 và là nguồn vốn bổ sung quan trọng cho vốn đầu tư phát triển của Việt Nam với tỷ trọng khoảng 23.7% trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội (số liệu từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư).

Hình 9: FDI giải ngân và lũy kế mua ròng khối ngoại HSX



Nguồn: FIA, HSX, KBSV.

Trước khi đầu tư vào mỗi quốc gia, các doanh nghiệp đa quốc gia đều đánh giá mức độ ổn định của tỷ giá là một trong những chỉ tiêu quan trọng nhất, bên cạnh 1 số cân đối vĩ mô khác. Đây cũng là động lực cho việc Chính phủ hàng năm đều đưa ra mức phá giá VNĐ mục tiêu ngay từ thời điểm đầu năm, như một cam kết với khối doanh nghiệp vốn đầu tư nước ngoài đã hoặc chuẩn bị đầu tư vào Việt Nam.

Đầu năm 2019, Chính phủ đã đưa ra mục tiêu duy trì tỷ giá ổn định với mức điều chỉnh dưới 3%. Xuyên suốt từ đầu năm, trong các thông điệp được truyền đi, NHNN vẫn kiên định với mục tiêu trên. Mục tiêu này theo chúng tôi là hợp lý để cân đối các mục tiêu kinh tế khác liên quan đến duy trì tăng trưởng GDP, giữ lạm phát, lãi suất, kích thích xuất khẩu và hỗ trợ cán cân thương mại.

KẾT LUẬN

Hiện Trung Quốc đang là đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam, việc Trung Quốc phá giá đồng tiền tạo nên các áp lực lớn với diễn biến tiền Đồng, cùng với đó là áp lực điều hành chính sách của NHNN để bảo vệ lợi thế cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu, cũng như năng lực sản xuất của các doanh nghiệp nội địa trước hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.

Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy áp lực phá giá mạnh tiền Đồng trong thời gian tới là chưa cao thông qua các nguyên nhân chính sau:

- (1) Quan sát những biến động mang tính kỹ thuật của đường NEER & REER, mốc 106, mà hiện đường REER đã vượt qua, không còn quá nhạy cảm do yếu tố chênh lệch lạm phát xuất phát từ việc điều chỉnh giá dịch vụ y tế, giáo dục.
- (2) Quan sát biến động của tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá thị trường tự do cho thấy tâm lý kỳ vọng phá giá của thị trường chưa lớn.
- (3) Yếu tố nhập siêu tăng mạnh từ Trung Quốc chỉ phần nào xuất phát từ việc đồng CNY mất giá so với VND, nguyên nhân lớn hơn do hiện tượng lách xuất xứ của hàng Trung Quốc qua Việt Nam.
- (4) Rủi ro bị Mỹ cho vào danh sách thao túng tiền tệ sẽ khiến SBV phải thận trọng hơn trong các hoạt động mua tăng dự trữ ngoại hối. Ngược lại, trong giai đoạn cuối năm, SBV nhiều khả năng sẽ có xu hướng bán ròng ngoại tệ, từ đó giúp giảm bớt áp lực phá giá VND.
- (5) Mức 3% là ngưỡng cứng quan trọng mà NHNN sẽ cố gắng không để tỷ giá giảm quá mốc này nhằm duy trì niềm tin với thị trường, đảm bảo các cam kết mà Chính phủ đưa ra từ đầu năm, đồng thời cũng không gây các tác động đáng kể đến biến động lạm phát.

Như vậy về tổng thể, chúng tôi cho rằng mục tiêu hướng đến của NHNN là duy trì xu hướng giảm giá vừa phải của VND so với USD (mặc dù vẫn lên giá so với rổ tiền tệ) trong mức khoảng 2%. Mức này đủ để phần nào trung hòa các tác động bất lợi trước diễn biến giảm mạnh của đồng Nhân Dân Tệ, tuy nhiên vẫn tạo 1 biên độ an toàn nhất định so với mức mục tiêu 3% của Chính phủ đã đề ra từ đầu năm. Chúng tôi đưa ra các kịch bản dự báo cho tỷ giá trong giai đoạn cuối năm như sau:

Các kịch bản của USD/VND trong năm 2019

	TIÊU CỰC		CƠ SỞ		TÍCH CỰC	
	USD/CNY	USD/VND*	USD/CNY	USD/VND*	USD/CNY	USD/VND*
Q4/2019	> 7.2	3%	7.05 - 7.15	2%	< 7.0	1%

Nguồn: KBSV dự báo *Mức mất giá của VND so với thời điểm cuối năm 2018

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn