

Triển vọng kinh tế vĩ mô Quý 4/2021

Trần Đức Anh

Giám đốc Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên

Chuyên viên phân tích Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

08/10/2021

Một số dự báo của KBSV về kinh tế Việt Nam trong năm 2021 như sau:

- 1) Tăng trưởng GDP năm 2021 được điều chỉnh giảm xuống 2.5% (trong kịch bản cơ sở dịch bệnh không bùng phát trở lại, các quy định giãn cách xã hội không bị thắt chặt trong bối cảnh tốc độ triển khai tiêm vaccine tại các thành phố lớn được đẩy nhanh), so với mức 5.8% trước đó, phản ánh tác động của đợt bùng phát dịch Covid-19 lần thứ 4 kéo dài hơn dự kiến và phải áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội ở mức độ nghiêm ngặt hơn.
- 2) CPI bình quân giảm về mức 3.0% cho cả năm 2021, nằm trong mục tiêu lạm phát 4.0% mà Chính phủ đề ra. Phản ánh nhu cầu tiêu thụ trong nước suy yếu do tác động của đợt dịch kéo dài, kết hợp với việc đà tăng của giá hàng hoá chững lại và có sự phân hóa sau giai đoạn tăng mạnh từ đầu năm đến giữa quý 2, trong khi giá thị trường hơi tiếp tục giảm sâu.
- 3) Chính sách tiền tệ nới lỏng thận trọng của NHNN xuyên suốt từ thời điểm dịch mới bùng phát cho đến nay nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì trong quý 4, trong bối cảnh áp lực lạm phát trong năm 2022 là hiện hữu. Mặt bằng lãi suất cho vay đi ngang hoặc giảm nhẹ, trong khi lãi suất huy động sẽ đi ngang. Tỷ giá USD/VND dự báo tăng nhẹ với nguồn cung USD ổn định.

Mục lục	I. Tóm tắt tổng quan	3
	<hr/>	
	II. Điểm nhấn vĩ mô 4Q/2021	4
	<hr/>	
	1. Tăng trưởng GDP	4
	2. Lạm phát	6
	3. Lãi suất và chính sách tiền tệ	7
	4. Tỷ giá	8
	III. Triển vọng vĩ mô 2021	10
	<hr/>	

Triển vọng kinh tế Việt Nam 2021

Đợt giãn cách xã hội do làn sóng Covid-19 lần thứ 4 đã gây ra những tác động sâu, rộng, và toàn diện đến hầu hết các lĩnh vực của nền kinh tế Việt Nam. Theo đó, tăng trưởng GDP quý 3 ghi nhận sự sụt giảm nghiêm trọng, kéo theo tăng trưởng 9 tháng ở mức thấp nhất lịch sử thống kê. Dù vậy, với việc tốc độ tiêm chủng vaccine được đẩy nhanh tại các thành phố lớn, dịch bệnh dần được kiểm soát vào thời điểm cuối quý 3, các quy định giãn cách xã hội được nới lỏng, triển vọng kinh tế phục hồi trong quý 4 được đánh giá cao.

Động lực tăng trưởng chính trong quý 4 sẽ đến từ việc Chính phủ đẩy nhanh tốc độ giải ngân vốn đầu tư công, bên cạnh sự phục hồi của hoạt động xuất khẩu, thu hút vốn FDI, tiêu dùng nội địa và sản xuất (dù chưa thể khôi phục lại hoàn toàn như mức trước đại dịch do tác động kéo dài của các đợt giãn cách xã hội trong quý 3).

Sự ổn định vĩ mô vẫn tiếp tục được chú trọng và duy trì trong giai đoạn tới. KBSV nhận định lạm phát 2021 sẽ đạt mục tiêu của Chính phủ, dù áp lực cho năm 2022 sẽ dần xuất hiện, trong khi tỷ giá có thể tăng nhẹ trong biên độ cho phép trước diễn biến mạnh lên của đồng USD.

Bảng 1 . Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2021

	Đơn vị	KBSV dự báo		
		3Q2021	Tháng 7/2021	Tháng 10/2021
Tăng trưởng GDP	% YoY	1.42	5.8	2.5
Lạm phát bình quân	% YoY	1.82	3.20	3.0
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	7.17*	12.00	10.00
Lãi suất tái cấp vốn	%/năm	4.00	4.00	4.00
Tỷ giá	VND	22,768	23,012	23,000

Nguồn: KBSV

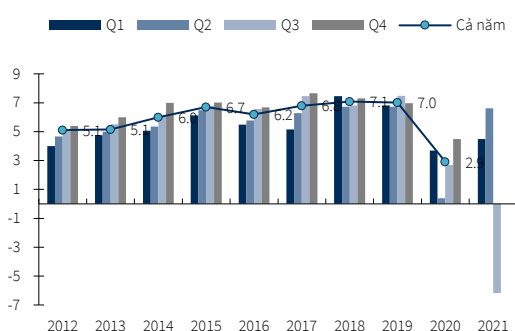
*Tính đến ngày 20/09/2021

Điểm nhấn vĩ mô 9 tháng đầu năm 2021

❖ TĂNG TRƯỞNG GDP 9 tháng đầu năm

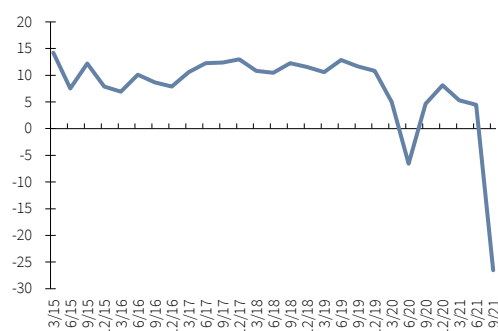
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP trong 9 tháng đầu năm ước tính tăng 1.42% YoY, mức tăng trưởng thấp nhất trong lịch sử thống kê. Đặc biệt, tính riêng cho Quý 3, GDP sụt giảm -6.17% so với cùng kỳ, phản ánh mức độ nghiêm trọng của đại dịch lần thứ 4 đến hàng loạt các lĩnh vực như nông nghiệp, tiêu dùng nội địa và hoạt động xuất nhập khẩu.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng GDP theo quý (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cầu, Covid-19 lần thứ 4 đã tác động mạnh tới tiêu dùng nội địa và vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội

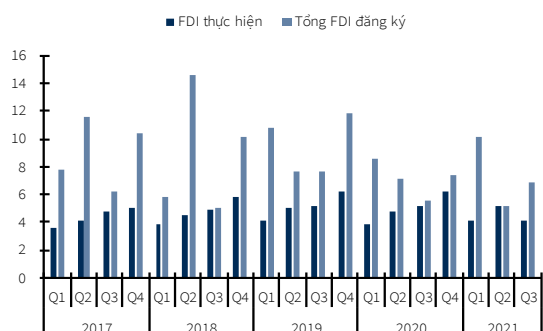
Tăng trưởng tiêu dùng bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các biện pháp giãn cách xã hội kéo dài và nghiêm ngặt

- 9 tháng đầu năm, tiêu dùng tăng 1.6% YoY, trong đó tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiếp tục diễn biến xấu đi trong quý 3 đạt 915.7 nghìn tỷ đồng, giảm 22.24% QoQ và giảm 28.3% YoY do ảnh hưởng bởi các biện pháp giãn cách xã hội có thời gian áp dụng dài hơn và với mức độ nghiêm ngặt hơn. Trong sự suy giảm này, bán lẻ hàng hóa chiếm tỷ trọng lớn nhất (88%), tiếp theo là các ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống (6%).

Đầu tư toàn xã hội suy giảm đáng kể

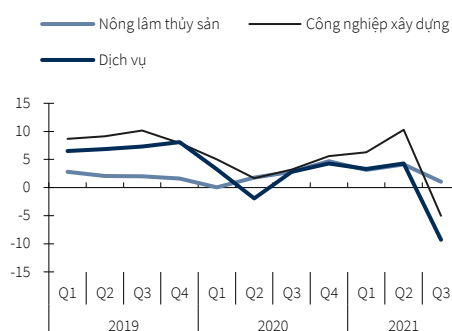
- Vốn đầu tư toàn xã hội 9 tháng đầu năm đạt 1,868.5 tỷ đồng (+0.4% YoY), với sự đóng góp chủ yếu đến từ khối tư nhân (+3.9% yoy – giảm mạnh so với mức trước đại dịch), trong khi 2 khối còn lại đều có dấu hiệu suy giảm đáng kể, khu vực nhà nước (-4.7% YoY) và FDI (-3.4% YoY). Như vậy, sau giai đoạn tăng trưởng đầu tư công duy trì mức cao năm 2020 (trung bình tăng 30% YoY) mỗi quý, sang năm 2021 giải ngân đầu tư công đã chậm lại (riêng quý 3 giải ngân vốn đầu tư công chỉ đạt 103.8 nghìn tỷ đồng, -20.6% YoY) do ảnh hưởng bởi quy định giãn cách xã hội.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng vốn đầu tư toàn xã hội (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 4. Tăng trưởng GDP theo khu vực (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp và xây dựng, và khu vực dịch vụ đều chịu tác động tiêu cực bởi dịch Covid-19

Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng âm trong quý 3 do tác động của dịch Covid-19 với sự phân hoá giữa các vùng miền

- Khu vực công nghiệp và xây dựng trong 9 tháng đầu năm tăng 3.57% YoY (riêng quý 3 giảm 5.0% YoY), với động lực chính cho tăng trưởng 9 tháng tiếp tục đến từ ngành chế biến chế tạo (+6.05% YoY - đóng góp 1.53 điểm phần trăm trong mức tăng chung của GDP).
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) trong 9 tháng đầu năm tăng 4.1% YoY (riêng quý 3 giảm -4.4% YoY), với sự phân hóa sâu sắc giữa các vùng miền dưới sự tác động của Covid-19 lần thứ 4, các khu chế biến chế tạo lớn ở miền Bắc vẫn tăng trưởng hai con số, trái ngược với sự sụt giảm sản lượng mạnh ở các tỉnh thành miền Nam, nơi các nhà máy bị đóng cửa hoặc sản xuất tại chỗ.

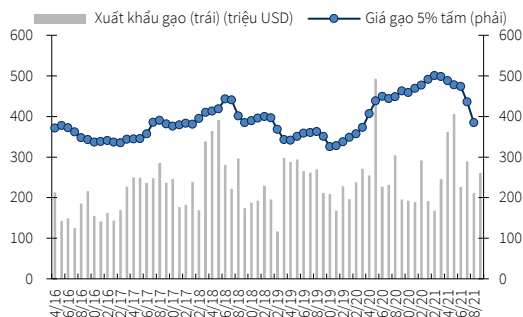
Khu vực dịch vụ chịu ảnh hưởng đặc biệt nghiêm trọng bởi dịch bệnh

- Khu vực dịch vụ 9 tháng đầu năm giảm -0.69% YoY (riêng quý 3/2021 giảm -9.3% YoY - mức thấp trong lịch sử thống kê). Tăng trưởng âm 9 tháng đầu năm của các ngành dịch vụ chiếm tỷ trọng lớn như bán buôn, bán lẻ (-3.1% YoY), lưu trú và ăn uống (-23.2% YoY), và vận tải kho bãi (-7.8% YoY) đã làm giảm mức tăng chung của khu vực dịch vụ và toàn bộ nền kinh tế. Trong khi đó, mảng hoạt động tài chính ngân hàng và bảo hiểm (+8.4% YoY), tăng trưởng mạnh nhờ diễn biến tích cực của các kênh đầu tư nói chung.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản trở thành bệ đỡ của nền kinh tế khi công nghiệp, xây dựng và dịch vụ đều giảm mạnh

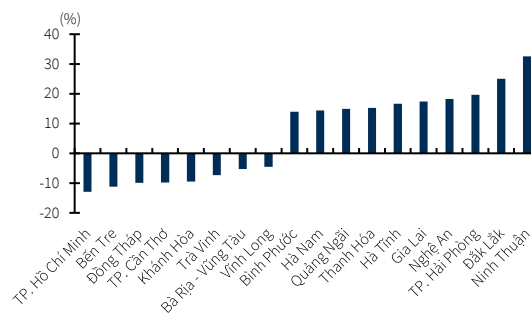
- Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản trong 9 tháng đầu năm tăng 2.74% YoY (riêng quý 3 tăng 1.04% YoY), thể hiện hiệu quả vai trò bệ đỡ của nền kinh tế mặc dù chuỗi cung ứng sản xuất – chế biến – tiêu thụ sản phẩm nông, lâm nghiệp và thủy sản cũng chịu ảnh hưởng phần nào do dịch bệnh. Cụ thể, trong quý 3, giá gạo 5% tấm Việt Nam đã giảm mạnh về 385 USD/tấn gạo, mức thấp nhất trong 1.5 năm qua nhưng khối lượng xuất khẩu của gạo vẫn duy trì ổn định đạt 1,518 triệu tấn (+3.4% YoY), và giá trị xuất khẩu gạo đạt 753 triệu USD (+3.1% YoY). Trái ngược với gạo, xuất khẩu gỗ & sản phẩm gỗ, và xuất khẩu thủy sản lại ghi nhận mức giảm lần lượt -13% YoY và -12.7% YoY trong quý 3 về giá trị do các doanh nghiệp xuất khẩu gỗ và thủy sản tập trung chủ yếu ở khu vực phía Nam chịu ảnh hưởng bởi các quy định giãn cách xã hội (chỉ có 30-40% các doanh nghiệp duy trì được chuỗi sản xuất).

Biểu đồ 5. Giá gạo xuất khẩu và kim ngạch xuất khẩu gạo (triệu USD, USD/tấn)



Nguồn: TCHQ, KBSV

Biểu đồ 6. Chỉ số IIP theo vùng miền



Nguồn: GSO, KBSV

❖ LẠM PHÁT 9 THÁNG ĐẦU NĂM: DUY TRÌ Ở MỨC THẤP

Lạm phát 9 tháng đầu năm tiếp tục duy trì ở mức thấp

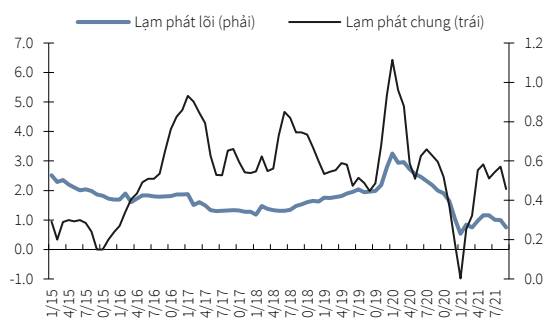
Chỉ số CPI bình quân 9 tháng đầu năm tăng 1.82% YoY, mức thấp nhất trong 5 năm qua và nằm an toàn so với mục tiêu dưới 4% của Chính phủ đưa ra trong Nghị quyết 01/NQ-CP hồi đầu năm. Tính riêng theo quý, chỉ số lạm phát bình quân tăng 2.51% trong quý 3, giảm nhẹ từ mức 2.67% trong quý 2. Dù vậy, mức tăng lạm phát đang có xu hướng tăng dần khi nhu cầu tiêu thụ trên thế giới hồi phục nhanh nhờ chương trình tiêm chủng vaccine được đẩy mạnh, trong khi nguồn cung đứt gãy chưa kịp phục hồi.

Lạm phát cơ bản có xu hướng tương đồng với lạm phát chung, CPI lõi bình quân tăng 0.88% so với cùng kỳ.

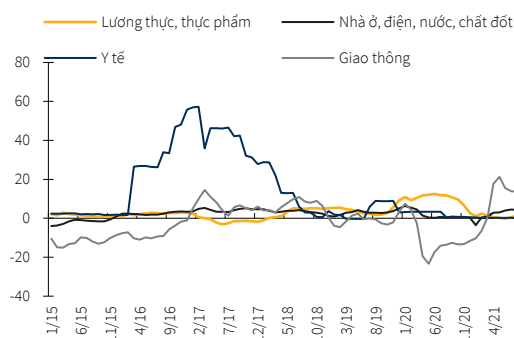
Giá xăng, giá gas là 2 yếu tố gây ảnh hưởng mạnh nhất tới CPI 9 tháng đầu năm

9 tháng đầu năm, các yếu tố chính tác động tới CPI bao gồm:

- 1) Giá các mặt hàng thực phẩm giảm 0,29% so với cùng kỳ năm trước làm CPI chung giảm 0,13 điểm phần trăm;
- 2) Chính phủ triển khai các gói hỗ trợ cho người dân và người sản xuất gặp khó khăn do dịch Covid-19 như gói hỗ trợ của Tập đoàn Điện lực Việt Nam nên giá điện sinh hoạt bình quân 9 tháng đầu năm 2021 giảm 0.99% so với cùng kỳ năm 2020 làm CPI chung giảm 0,03 điểm phần trăm;
- 3) Giá xăng dầu trong nước tăng 24.8% so với cùng kỳ năm trước làm CPI chung tăng 0,89 điểm phần trăm;
- 4) Giá gas tăng 21,7% làm CPI chung tăng 0,32 điểm phần trăm;
- 5) Giá dịch vụ giáo dục tăng 3,76% so với cùng kỳ năm trước làm CPI chung tăng 0,2 điểm phần trăm do ảnh hưởng từ đợt tăng học phí năm học mới 2020-2021 theo lộ trình của Nghị định số 86/2015/NĐ-CP.

Biểu đồ 7. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)

Nguồn: TCTK, KBSV

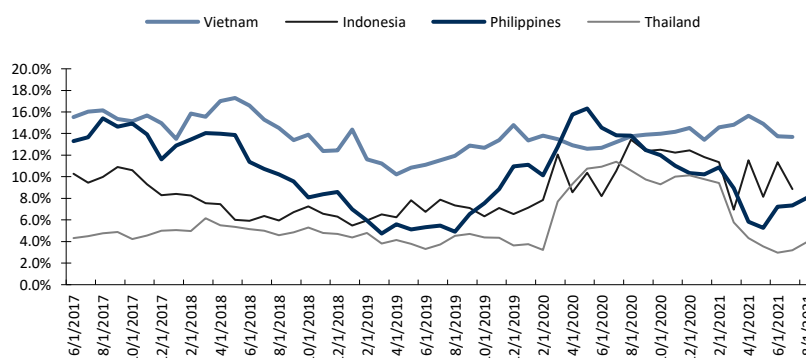
Biểu đồ 8. Biến động các nhóm ngành chính (%)

Nguồn: TCTK, KBSV

❖ LÃI SUẤT: LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG GIẢM MẠNH TRONG KHI LÃI SUẤT HUY ĐỘNG ỔN ĐỊNH

Chính sách tiền tệ duy trì nới lỏng hỗ trợ nền kinh tế

Chính sách tiền tệ trong Quý 3/2021 vẫn nhất quán với chính sách nới lỏng thận trọng của NHNN xuyên suốt từ thời điểm dịch mới bùng phát cho đến nay. Cụ thể, các chính sách hỗ trợ của NHNN tính đến thời điểm hiện tại, tập trung chủ yếu ở 3 lần hạ lãi suất điều hành trong năm 2020, vẫn tương đối nhẹ nếu so với các nước trong khu vực, và chủ yếu sử dụng nguồn lực từ các NHTM (nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp gặp khó khăn có thể duy trì dòng tiền hoạt động, ngoài việc yêu cầu các NHTM tiếp tục hạ lãi suất cho vay thì trong tháng 9 Ngân hàng Nhà nước đã công bố Thông tư 14/2021 sửa đổi Thông tư 01 về cơ cấu nợ, giãn nợ, miễn giảm lãi phí cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19). Trong khi đó, việc nới room tín dụng cho các NHTM đã diễn ra trong quý 3, tuy nhiên mức trần mới thấp hơn so với mọi năm, kéo theo tăng trưởng M2 ổn định và có xu hướng giảm nhẹ.

Biểu đồ 9. Tăng trưởng M2 của một số nước trong khu vực (YoY)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

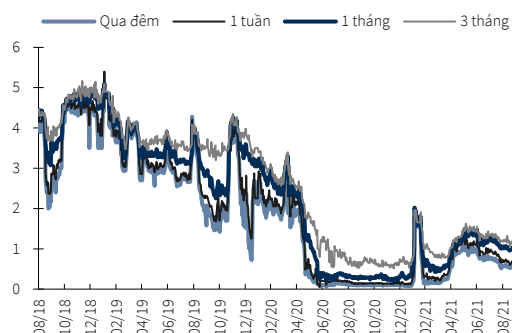
Thanh khoản dồi dào, lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh

Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh trong quý 3 với lãi suất qua đêm, 1 tuần và 1 tháng giảm lần lượt 38 bps, 46 bps và 30 bps so với thời điểm cuối quý 2. Điều này phản ánh trạng thái thanh khoản duy trì dồi dào ngay từ đầu quý 3, có 1 phần nguyên nhân đến từ nguồn tiền NHNN mua ngoại tệ kỳ hạn 6 tháng từ đầu năm bơm vào hệ thống giai đoạn tháng 7, tháng 8.

Lãi suất huy động ổn định ở mức thấp

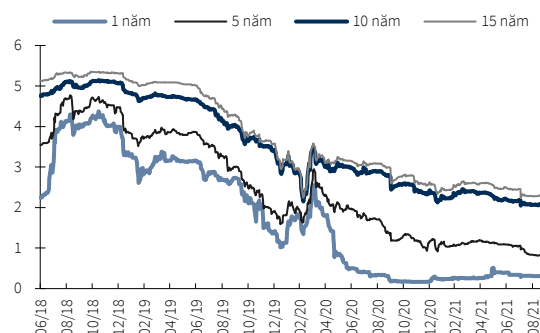
Xét cho cả quý 3, mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng đi ngang tăng nhẹ ở các kỳ hạn ngắn (dưới 12 tháng), trong khi giảm nhẹ ở kỳ hạn dài (13 tháng). Dù vậy, biên độ biến động là tương đối hẹp (<0.4%), cho thấy mặt bằng lãi suất huy động biến động ổn định, và nhìn chung duy trì ở mức thấp.

Biểu đồ 10. Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 11. Biến động lợi suất TPCP (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

❖ TỶ GIÁ USD/VND: KHOẢNG CÁCH TĂNG GIỮA THỊ TRƯỜNG LIÊN NGÂN HÀNG VÀ CHỢ ĐEN

Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng giảm mạnh

Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng giảm mạnh từ tháng 8 khi NHNN điều chỉnh giảm tỷ giá USD/VND mua giao ngay sau khi Mỹ và Việt Nam tiếp tục đạt được tiếng nói chung và phía Việt Nam cam kết không cố tình can thiệp vào thị trường để làm giảm giá VND, bên cạnh đó nguồn cung USD vẫn duy trì ở mức dồi dào nhờ kiều hối, vốn FDI và thặng dư thương mại đã quay trở lại vào tháng 9. Xét cho cả quý, tỷ giá liên ngân hàng USD/VND giảm 1.04% từ 23,008 xuống 22,768.

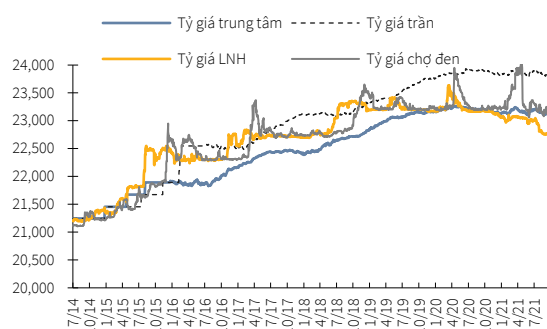
Tỷ giá chợ đen giảm do chênh lệch giá vàng trong nước – quốc tế và nhu cầu mua bán ngoại tệ hạn chế khi giãn cách xã hội kéo dài

Tỷ giá chợ đen có xu hướng giảm nhẹ và đi ngang trong quý 3, tương đồng với xu hướng giảm của tỷ giá liên ngân hàng. Nguyên nhân của diễn biến trên đến từ 2 lý do chính: 1, Giá vàng trong nước – quốc tế thu hẹp khoảng cách (ở nhiều thời điểm chênh lệch duy trì ở mức 7 triệu đồng/lượng, đã giảm so với mức chênh lệch được nới rộng lên gần 9 triệu đồng/lượng vào giữa tháng 8); 2, Nhu cầu mua bán ngoại tệ hạn chế trong điều kiện giãn cách xã hội kéo dài. Tính cho cả quý 3, tỷ giá chợ đen USD/VND giảm 0.8% từ 23,340 xuống 23,150.

NEER và REER tăng trước diễn biến tăng giá của USD

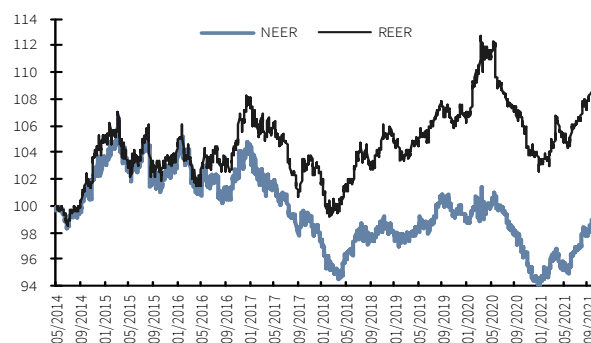
Đường NEER và REER của VND có diễn biến tăng trong quý, tương ứng với thời điểm đồng USD mạnh lên trước và sau cuộc họp FOMC khi FED phát đi tín hiệu sẽ thu hẹp quy mô chương trình mua tài sản hàng tháng sớm nhất từ tháng 11 (với điều kiện nền kinh tế phục hồi như kì vọng) và biểu đồ Dot plot cho thấy nhiều quan chức FED nghiêng về khả năng sẽ nâng lãi suất ngay trong năm 2022 (tỷ lệ 9/18 so với 7/18 tại cuộc họp tháng 6). Dù vậy, NEER và REER của VND vẫn đang ở mức thấp và hiện tại chưa phải là yếu tố gây áp lực phá giá VND.

Biểu đồ 12. Tỷ giá USD/VND (VND)



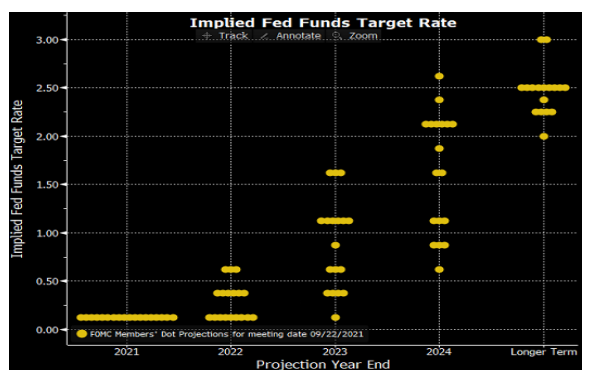
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. NEER và REER (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Fed dot plot



Nguồn: Bloomberg, KBSV

NHNN mới đây đã điều chỉnh giảm mạnh giá mua USD và đổi phương thức mua kỳ hạn sang giao ngay

Ngày 11/08 vừa qua, NHNN thông báo hạ mạnh giá mua giao ngay USD từ 22,975 VND/USD xuống 22,750 VND/USD. Chúng tôi đánh giá động thái này của NHNN đến từ 2 nguyên nhân chính:

- i) NHNN hạ tỷ giá mua vào ngoại tệ là sự điều chỉnh phù hợp với diễn biến tỷ giá cũng như cung cầu ngoại tệ trên thị trường.
- ii) Trong bối cảnh Việt Nam và Mỹ đã đạt được những bước tiến tích cực trong vấn đề “thao túng tiền tệ”, NHNN nhiều khả năng sẽ tích cực trở lại sử dụng công cụ mua giao ngay để có thể tác động tức thời và hiệu quả lên thị trường tiền tệ, như ổn định tỷ giá, hỗ trợ thanh khoản, bình ổn lãi suất liên ngân hàng, tạo điều kiện cho các NHTM hạ lãi suất.

Triển vọng vĩ mô năm 2021

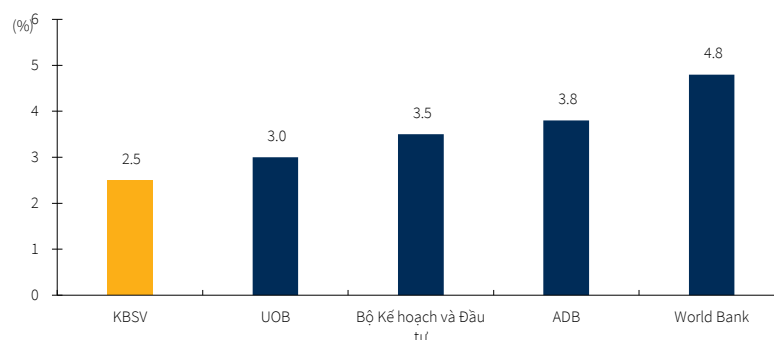
❖ Dự báo tăng trưởng GDP 2021

Tăng trưởng 2021 dự báo đạt 2.5%

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng năm 2021 từ 5.8% (trong báo cáo tháng 7/2021) xuống còn 2.5% (trong kịch bản cơ sở dịch bệnh không bùng phát trở lại, các quy định giãn cách xã hội không bị thắt chặt trong bối cảnh tốc độ triển khai tiêm vaccine tại các thành phố lớn được đẩy nhanh), phản ánh tác động của đợt bùng phát dịch Covid-19 lần thứ 4 kéo dài hơn dự kiến và phải áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội ở mức độ nghiêm ngặt hơn.

Tương ứng, tăng trưởng GDP quý 4 dự báo ở mức 5.7%, mức thấp nhất của quý 4 từ 2013 cho đến nay. Trong đó đẩy nhanh tốc độ giải ngân vốn đầu tư công được đánh giá là động lực chính hỗ trợ tăng trưởng, bên cạnh sự phục hồi của hoạt động xuất khẩu, thu hút vốn FDI, tiêu dùng nội địa và sản xuất (dù chưa thể khôi phục lại hoàn toàn như mức trước đại dịch do tác động kéo dài của các đợt giãn cách xã hội trong quý 3, bên cạnh việc các quy định giãn cách xã hội vẫn sẽ được duy trì ở 1 mức độ nhất định tại các thành phố lớn – chi thị 15).

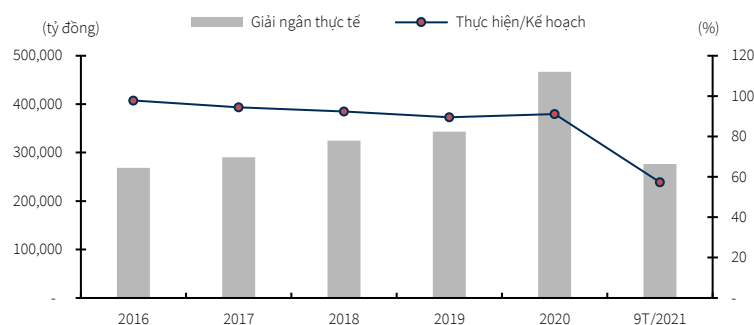
Biểu đồ 15. Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2021 (%)



Nguồn: IMF, WB, ADB, Bloomberg, KBSV

Đầu tư công được kỳ vọng là động lực chính hỗ trợ tăng trưởng trong quý 4

9 tháng đầu năm 2021, giải ngân vốn đầu tư công đạt 276.3 nghìn tỷ đồng (-0.8%YoY), hoàn thành 57.3% kế hoạch Chính phủ giao. Bước sang quý 4, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có các phương án đẩy nhanh tốc độ giải ngân đầu tư công với các cơ sở: 1, Hai yếu tố được kỳ vọng là động lực chính phát triển kinh tế là xuất khẩu và tiêu dùng nội địa hiện nay đều tăng trưởng chậm lại do tác động của dịch bệnh. Trong bối cảnh đó, thúc đẩy đầu tư công là phương án khả thi và nhanh nhất để hỗ trợ kinh tế sớm phục hồi. Theo Tổng cục thống kê ước tính nếu đầu tư công tăng thêm 1% YoY thì GDP sẽ tăng thêm 0.058%; 2, Các biện pháp cách ly xã hội được nới lỏng giúp tháo gỡ khó khăn trong việc đi lại, tiến độ triển khai các dự án tồn đọng được cải thiện.

Biểu đồ 16. Giải ngân đầu tư công của Việt Nam

Nguồn: GSO, KBSV

Xuất khẩu tiếp tục duy trì tăng trưởng cho quý 4

Trong 9 tháng đầu năm, xuất khẩu hàng hoá của Việt Nam đạt 240.524 tỷ USD (+18.8% yoy). Điểm sáng của bức tranh xuất nhập khẩu là từ cuối tháng 8 cán cân thương mại của Việt Nam đã thặng dư trở lại sau nhiều tháng thâm hụt. Số liệu từ Tổng Cục Hải Quan cũng cho thấy hầu hết các mặt hàng xuất khẩu truyền thống đến các đối tác thương mại lớn đều ghi nhận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm 2020 (Biểu đồ 18). Động lực thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong quý 4 bao gồm:

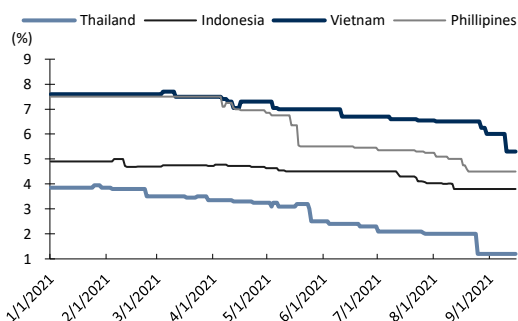
- Chương trình vaccine đang được đẩy mạnh, các nền kinh tế lớn mở cửa trở lại kéo theo đó là sự gia tăng nhu cầu nhập khẩu hàng hoá và dịch vụ.
- Với việc các FTA được ký kết đang dần có hiệu lực (CPTPP, EVFTA, UKFTA, RCEP...), các doanh nghiệp xuất khẩu trong nước đang dần nắm bắt được các lợi thế cạnh tranh khi được hưởng lợi từ các mức thuế quan ưu đãi.
- Giá hàng hoá xuất khẩu, nhất là các mặt hàng thế mạnh của Việt Nam (sắt thép, nông lâm thủy sản, gạo...) đang có xu hướng tăng là động lực quan trọng để gia tăng giá trị xuất khẩu.
- Sự phục hồi của lĩnh vực sản xuất khi các quy định giãn cách xã hội được nới lỏng khi dịch bệnh dần được kiểm soát, chương trình tiêm chủng vaccine Covid-19 được đẩy nhanh.

Bảng 2 Lộ trình xóa thuế tại EVFTA và CPTPP

	Mặt hàng	Mức thuế hiện hành	Lộ trình xóa thuế
EVFTA	Giày, dép	8%	0 - 8 năm
	Dệt may	12%	0 - 6 năm
	Thủy sản	8% (cá da trơn) và 20% (tôm)	4 năm (cá da trơn); Ngay lập tức (tôm)
	Cà phê	0% (chưa rang); 7.5% (đã rang)	Ngay lập tức
	Gỗ	0% (nội thất); 7% (ván gỗ)	6 năm
CPTPP	Cà phê		Ngay lập tức trừ Mexico (5-10 năm) (cà phê nguyên liệu và hòa tan)
	Dệt may		0 - 4 năm (Canada), Ngay lập tức (Nhật Bản), 16 năm (Mexico)
	Gỗ		Ngay lập tức trừ Nhật Bản (15 năm cho gỗ ép)
	Thủy sản		Ngay lập tức (Canada, Nhật Bản), 3 năm (Mexico)
	Giày dép		Ngay lập tức (Canada), 0-16 năm (Nhật Bản)

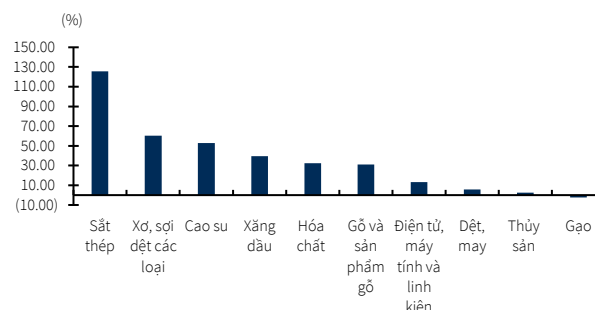
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 17. Dự báo tăng trưởng kinh tế 2021 nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. Tăng trưởng xuất khẩu 9 tháng đầu năm theo mặt hàng



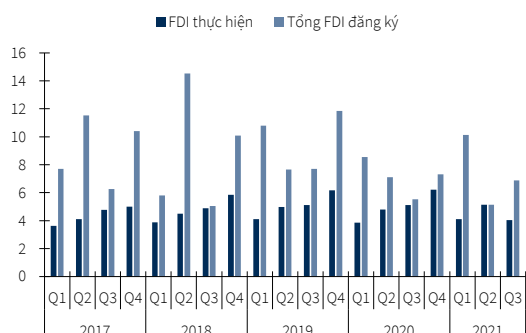
Nguồn: TCHQ, KBSV

Kỳ vọng dòng vốn FDI quay trở lại khi dịch bệnh dần được kiểm soát

Dù đợt dịch thứ 4 gia tăng sự bi quan về triển vọng ngắn hạn của môi trường kinh doanh tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng niềm tin sẽ quay trở lại trong quý 4 khi bệnh dần được kiểm soát, các quy định giãn cách xã hội duy trì nới lỏng như hiện tại hoặc tiếp tục được gỡ bỏ.

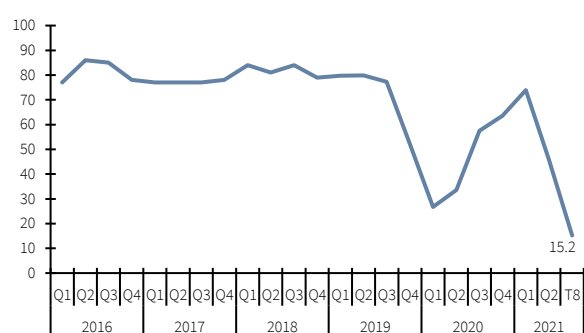
Xét riêng cho quý 3, giải ngân vốn FDI đạt 4,040 triệu USD (-21.4% QoQ, -20.9% YoY) phản ánh niềm tin của nhà đầu tư suy giảm nghiêm trọng. Bên cạnh đó, chỉ số BCI (thước đo quan điểm của lãnh đạo các doanh nghiệp Châu Âu về môi trường thương mại và đầu tư) tháng 8 đạt 15.2 điểm, mức thấp nhất trong 10 năm nay và Hiệp hội Doanh nghiệp Châu Âu tại Việt Nam cho biết 20% doanh nghiệp FDI Châu Âu đã chuyển dịch tạm thời 1 phần nhu cầu sản xuất/đơn hàng sang cho các nước khác, tuy nhiên chưa doanh nghiệp nào rời khỏi Việt Nam. Dù vậy, xét trong 9 tháng, theo bộ KH&ĐT, vốn FDI đăng kí mới vẫn duy trì tăng trưởng 20.6% YoY, cho thấy dịch bệnh chính là yếu tố trọng yếu đang ảnh hưởng đến dòng vốn FDI. Với kịch bản cơ sở dịch bệnh được kiểm soát tốt, niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài sẽ dần được khôi phục khi Việt Nam vẫn đang là điểm đến lý tưởng nhờ các yếu tố thuận lợi nhờ số lượng lớn các hiệp định FTA đã ký kết, vị trí địa lý lý tưởng, cơ cấu dân số trẻ, cùng các chính sách hỗ trợ của Chính Phủ...

Biểu đồ 19. Vốn FDI 9 tháng đầu năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 20. Chỉ số môi trường kinh doanh BCI



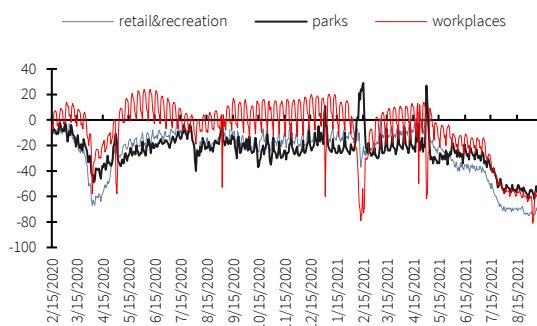
Nguồn: EuroCham, KBSV

Tốc độ phục hồi tiêu dùng nội địa và sản xuất có thể chậm hơn do đợt giãn cách lần này có sự ảnh hưởng sâu rộng và kéo dài

Trong các đợt giãn cách xã hội trong quá khứ (lần 1 – tháng 4/2020, lần 2 – tháng 7/2020, và lần 3 - tháng 2/2021), tiêu dùng nội địa và sản xuất đều có sự sụt giảm mạnh trong thời gian giãn cách, tuy nhiên đều ghi nhận hồi phục mạnh ngay sau đó (biểu đồ 22, 23), phản ánh sức bật mạnh mẽ của kinh tế Việt Nam. Chúng tôi cho rằng kịch bản hiện tại cũng không có sự khác biệt, dù tốc độ phục hồi có thể chậm hơn do đợt giãn cách lần này có sự ảnh hưởng sâu rộng và kéo dài hơn.

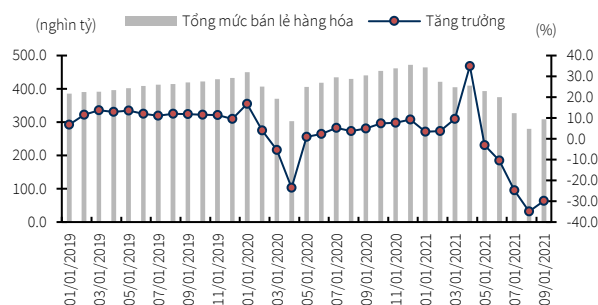
Cụ thể, sau 2 tháng giãn cách theo chỉ thị 16, chỉ số sản xuất công nghiệp IIP giảm từ mức 9.3% của tháng 6 xuống lần lượt -7.4% và 4.1% của tháng 8, tháng 9, tương tự, các chỉ số PMI cũng giảm từ mức 44.6 điểm của tháng 6 xuống lần lượt 40.5 điểm và 40.2 điểm vào tháng 8, tháng 9; trong khi tổng mức bán lẻ cũng tương ứng giảm từ 374.7 nghìn tỷ xuống lần lượt 279.8 nghìn tỷ và 308.8 nghìn tỷ. Đáng chú ý, khảo sát của IHS Markit cho thấy lượng công việc tồn đọng tăng nhanh nhất từ trước tới nay khi sản lượng tiếp tục giảm mạnh, số lượng nhân viên giảm ở mức kỷ lục và tình trạng gián đoạn chuỗi cung ứng vẫn tiếp tục kéo dài. Dù vậy, một số tín hiệu tích cực đã xuất hiện như chỉ số IIP và tổng mức bán lẻ phục hồi trong tháng 9 (Biểu đồ 22-23), các đường bay nội địa đang dần được khôi phục lại, chỉ số Google mobility đang nhích tăng so với mức thấp cuối tháng 9 (Biểu đồ 21).

Biểu đồ 21. Tốc độ di chuyển tới các khu vực bán lẻ



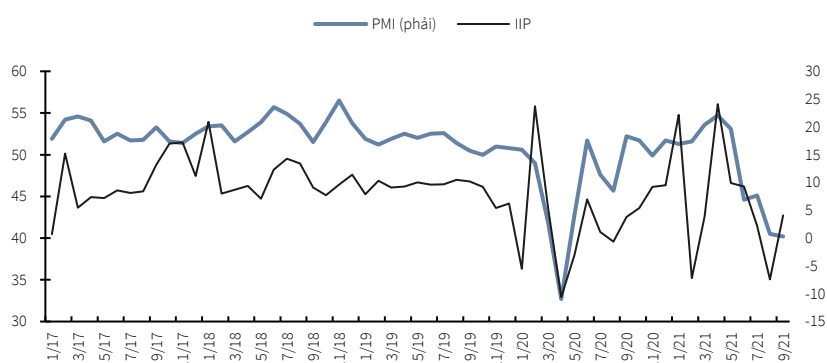
Nguồn: Google, KBSV

Biểu đồ 22. Tổng mức bán lẻ hàng hoá và dịch vụ



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 23. Chỉ số IIP và PMI

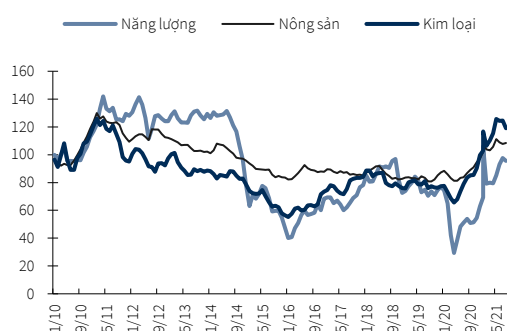


Nguồn: TCTK, IHS Markit, KBSV

❖ Dự báo lạm phát 2021

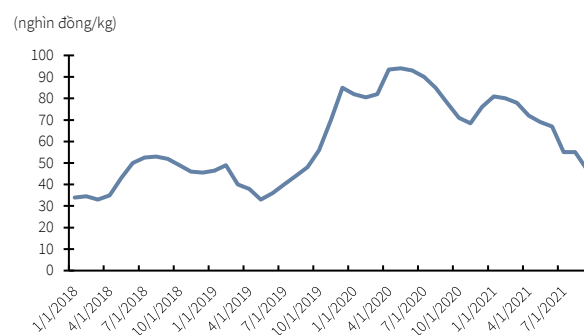
Chúng tôi hạ dự báo lạm phát trong năm 2021 xuống mức 3.0% (từ mức 3.2% đưa ra trong báo cáo quý 2), phản ánh nhu cầu tiêu thụ trong nước suy yếu trong quý 3 do tác động của đợt dịch (như đã phân tích ở trên), kết hợp với việc đà tăng của giá hàng hoá chững lại và có sự phân hóa sau giai đoạn tăng mạnh từ đầu năm đến giữa quý 2, trong khi giá thịt lợn hơi tiếp tục giảm sâu.

Biểu đồ 24. Biến động giá hàng hoá trong năm 2021 (chuẩn hoá về mốc 100)



Nguồn: WB, KBSV

Biểu đồ 25. Diễn biến giá thịt lợn hơi tại khu vực miền Bắc (Nghìn đồng/kg)



Nguồn: KBSV

Biến động giá hàng hóa có sự phân hóa, đặc biệt nhóm năng lượng nghiêng nhiều về phía tăng và duy trì ở mức cao

Giá hàng hóa đã phục hồi đáng kể từ nửa cuối năm 2020 (Biểu đồ 24) cho đến giữa quý 2 năm nay với động lực chính đến từ việc Trung Quốc đẩy mạnh nhập khẩu năng lượng, kim loại (do tăng đầu tư vào cơ sở hạ tầng) và các mặt hàng nông nghiệp (nhằm đảm bảo an ninh lương thực). Giai đoạn sau đó cho đến nay, đà tăng đã có dấu hiệu chững lại và đi ngang, duy chỉ có giá các mặt hàng năng lượng như dầu, khí, than... có diễn biến tăng vào cuối quý 3 do các cuộc khủng hoảng năng lượng diễn ra tại Anh và Trung Quốc.

Giá thịt lợn giảm sâu

Giá lợn hơi ở thời điểm hiện tại đã xuống mức thấp nhất trong khoảng 2 năm trở lại đây, quanh 43,000 – 48,000 VNĐ/kg tại khu vực miền Bắc, từ mức đỉnh 94,000 VNĐ/kg cách đây hơn 1 năm. Nguyên nhân của diễn biến trên một mặt đến từ việc sức cầu suy yếu khi dịch Covid-19 khiến các hoạt động tụ tập, dịch vụ ăn uống, du lịch bị hạn chế, còn đến từ nguồn cung từ nhập khẩu tăng cao khi Trung Quốc đang khủng hoảng thừa thịt heo (sản lượng thị heo tăng 35.9% YoY). Với mức nền so sánh cao cùng kỳ, ngay cả khi giá thịt lợn hơi phục trong quý 4, mức độ tác động lên chỉ số CPI là không lớn.

Kỳ vọng lạm phát năm 2021 ở mức 3.0%

Chúng tôi đánh giá áp lực điều hành lạm phát trong các tháng còn lại năm 2021 là không lớn khi mức tăng 9 tháng là tương đối thấp, tuy nhiên áp lực trong năm 2022 là hiện hữu trong bối cảnh giá một số loại hàng hóa, đặc biệt các mặt hàng năng lượng, đang tăng mạnh, so với mức nền so sánh thấp đầu năm 2021. Trong khi đó, giá thịt lợn cùng các mặt hàng trong nước cũng có thể bật tăng khi nhu cầu chi tiêu, tiêu dùng trong nước hồi phục hậu giãn cách.

Bảng 3. Ước tính chỉ số CPI bình quân trong năm 2021

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2020(%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	4.46	5.5	0.2
	Thực phẩm	22.6	2.5	0.6
	Ăn uống ngoài gia đình	9.06	3.5	0.3
2	Đồ uống và thuốc lá	3.59	1.5	0.1
3	May mặc, mũ nón, giày dép	6.37	1	0.1
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	15.73	3	0.5
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	7.31	1.5	0.1
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.04	3.5	0.2
7	Giao thông	9.37	7	0.7
8	Bưu chính viễn thông	2.89	-0.2	(0.0)
9	Giáo dục	5.99	4	0.2
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.29	1	0.0
11	Khác	3.3	2.5	0.1
	Tổng			3.0

Nguồn: KBSV

*Quyền số tính cho rổ CPI năm 2021 đã thay đổi. Chúng tôi chưa có thông tin chính thức từ Tổng cục Thống kê, do vậy vẫn sử dụng quyền số của giai đoạn 2016-2020

❖ Dự báo lãi suất 2021

Chính sách tiền tệ nới lỏng thận trọng tiếp tục được duy trì

Chính sách tiền tệ nới lỏng thận trọng của NHNN xuyên suốt từ thời điểm dịch mới bùng phát cho đến nay nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì trong quý 4, trong bối cảnh áp lực lạm phát trong năm 2022 là hiện hữu (dù lạm phát 2021 khả năng cao sẽ đạt được dưới mức mục tiêu 4% của Chính phủ - như đã phân tích ở trên). Cụ thể hơn, trái với động thái hạ các loại lãi suất điều hành 3 lần trong năm 2020 (nhằm giảm chi phí vốn cho các ngân hàng thương mại để có thêm điều kiện hạ lãi suất cho vay, hỗ trợ doanh nghiệp), NHNN đã không có lần điều chỉnh lãi suất điều hành nào trong năm 2021 và nhiều khả năng sẽ tiếp tục giữ nguyên trong quý 4. Dù vậy, mới đây NHNN đã công bố việc quay trở lại nghiệp vụ mua ngoại tệ giao ngay (ngưng hoạt động mua ngoại tệ kỳ hạn) để có thêm công cụ tác động tức thời và hiệu quả lên thị trường tiền tệ, như ổn định tỷ giá, hỗ trợ thanh khoản, bình ổn lãi suất liên ngân hàng.

Lãi suất huy động đi ngang trong quý 4

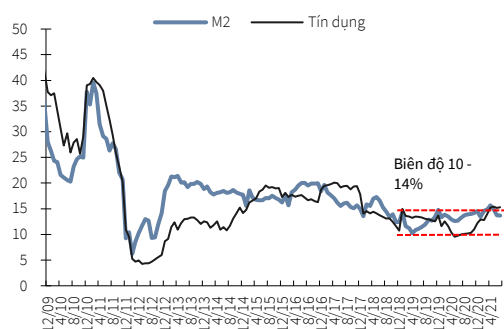
Chúng tôi đánh giá mặt bằng lãi suất huy động, vốn đang ở mức thấp, sẽ khó có thể giảm thêm và nhiều khả năng sẽ đi ngang trong quý 4 trong bối cảnh rủi ro lạm phát trong 1 vài quý tới là hiện hữu và chính sách hỗ trợ của NHNN là tương đối thận trọng. Trên thực tế, mức lãi suất hiện nay đã làm giảm sức hấp dẫn của kênh gửi tiết kiệm, khiến 1 lượng tiền không nhỏ chảy vào các kênh đầu tư khác như bất động sản, chứng khoán... Theo Tổng cục Thống kê, huy động vốn các tổ chức tín dụng 9 tháng đầu năm chỉ tăng 4.28% YTD (cùng kỳ tăng 7.48% YTD).

Tăng trưởng tín dụng sẽ quanh 10% cả năm và mặt bằng lãi suất cho vay đi ngang hoặc giảm nhẹ

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tín dụng, dù được dự báo sẽ phục hồi trong mùa cao điểm quý 4, sẽ khó bật tăng mạnh như các năm trước do các tác động lan toả kéo dài của đợt giãn cách xã hội vừa qua, do đó kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 10% cả năm (sau giai đoạn tín dụng tăng mạnh 2 quý đầu năm với mức tăng 5.47% tính đến hết quý 2, tín dụng đã tăng chậm lại trong quý 3 khiến mức tăng 9 tháng chỉ đạt 7.17%). Trong bối cảnh cầu tín dụng còn yếu, các ngân hàng cũng có thêm điều kiện để hạ lãi suất cho vay khi mà mới đây Ngân hàng Nhà nước đã công bố Thông tư 14/2021 sửa đổi Thông tư 01 về cơ cấu nợ, giãn nợ, miễn giảm lãi phí cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19

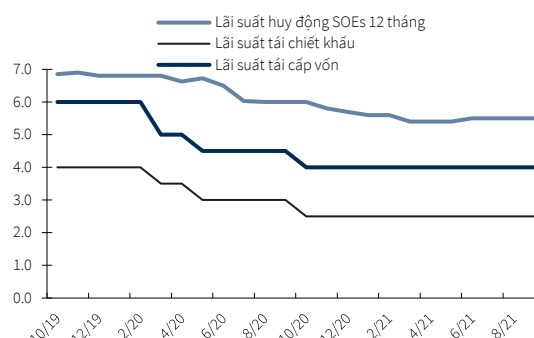
Dù vậy, mặt bằng lãi suất cho vay khó có thể giảm đáng kể khi các ngân hàng cũng cần duy trì một mức thu nhập lãi thuần cao (tương ứng NIM duy trì ở mức cao như hiện tại), để có dư địa tăng trích lập dự phòng khi các khoản nợ xấu do giãn cách xã hội dần bộc lộ trong thời gian tới.

Biểu đồ 26. Tăng trưởng M2 và tín dụng (%)



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 27. Lãi suất huy động và lãi suất điều hành (%)



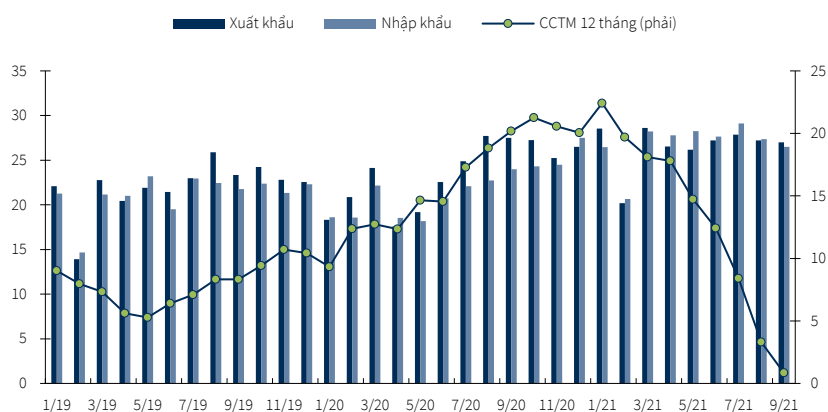
Nguồn: NHNN, KBSV

❖ Dự báo tỷ giá 2021

Nguồn cung USD dự báo ổn định trong 3 tháng cuối năm

Nguồn cung ngoại tệ được đánh giá vẫn duy trì trạng thái ổn định trong 3 tháng cuối năm 2021, nhờ hoạt động xuất khẩu hồi phục, trong khi dòng vốn FDI và kiều hối vẫn chảy đều về Việt Nam. Cụ thể hơn, dù chịu ít nhiều ảnh hưởng trong thời gian giãn cách, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm vẫn đạt 240.5 triệu USD (+18.8% YoY), với cán cân thương mại đã thặng dư trở lại từ cuối tháng 8. Với việc lĩnh vực sản xuất dần phục hồi hậu giãn cách, và nhu cầu tiêu thụ của người dân các nước gia tăng dịp cuối năm, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp Việt Nam sẽ tiếp tục đẩy mạnh trong các tháng tới để mang về nguồn ngoại tệ lớn. Bên cạnh đó, thống kê cũng cho thấy dù chịu tác động bởi tình hình dịch Covid-19, kiều hối 7 tháng của thành phố Hồ Chí Minh (chiếm 30% lượng kiều hối cả nước) vẫn đạt mức cao 3.7 tỷ USD (+19% YoY) và được kỳ vọng tiếp tục chảy về trong các tháng tới. Ngoài ra, dòng vốn FDI giải ngân được dự báo sẽ quay trở lại, khi niềm tin nhà đầu tư được cải thiện trong kịch bản dịch bệnh được kiểm soát (như đã phân tích ở phần *dự báo tăng trưởng GDP 2021*).

Biểu đồ 28. Xuất nhập khẩu Việt Nam



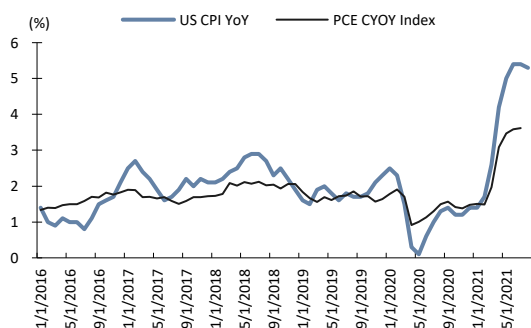
Nguồn: KBSV, Fiinpro

Tỷ giá USD/VND dự báo tăng nhẹ

Diễn biến mạnh lên của đồng USD là yếu tố chính có thể khiến tỷ giá USD/VND tăng nhẹ trong khoảng 0.5-1% trong quý 4, dù mức tăng không lớn nhờ nguồn cung ngoại tệ duy trì ổn định. Xét riêng trong quý 3, chỉ số DXY (đo lường sức mạnh đồng USD với rổ tiền tệ) đã tăng 1.9% QoQ lên 94.23 điểm với diễn biến tăng tập trung vào nửa sau tháng 9, thời điểm trước và sau kỳ họp của FOMC. Xu hướng tăng này của đồng USD nhiều khả năng sẽ tiếp diễn khi chúng tôi đánh giá FED sẽ tiếp tục có quan điểm thận trọng hơn trong điều hành chính sách tiền tệ thể hiện qua các động thái về việc giảm quy mô tài sản mua vào hàng tháng, đẩy nhanh tốc độ tăng lãi suất do:

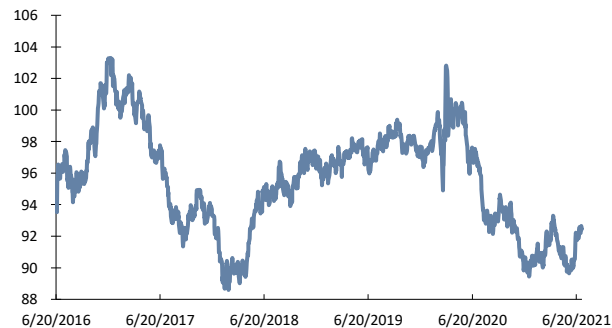
- Áp lực lạm phát gia tăng với chỉ số giá chi tiêu dùng cá nhân của Mỹ (PCEPI), thước đo về giá được Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) sử dụng để đo lường lạm phát, đã vượt mục tiêu 2% trong bốn tháng liên tiếp.
- Báo cáo nhân dụng quốc gia ADP cũng cho thấy sự thay đổi việc làm phi nông nghiệp và tư nhân hàng tháng đã tăng trưởng trở lại kể từ sự sụt giảm nghiêm trọng ở mức - 20,236,000 vào tháng 4/2020.

Biểu đồ 29. Chỉ số lạm phát tại Mỹ (PCE)

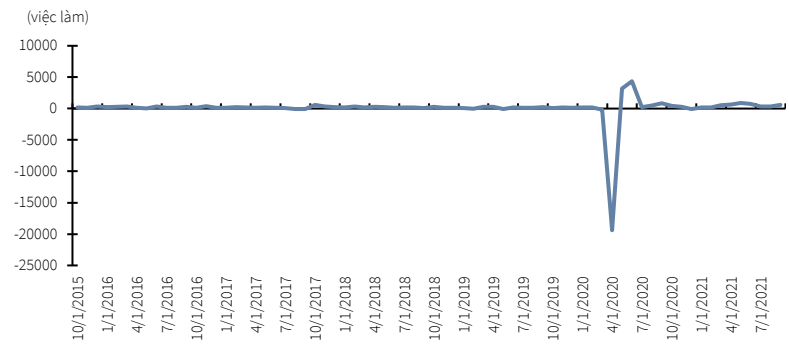


Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 30. Biến động đồng USD (DXY)



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 31. Báo Cáo Nhân Dụng Quốc Gia ADP

Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Mid cap & Semi bluechips
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Mid cap & Semi bluechips
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, 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 Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

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

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.