

Triển vọng kinh tế 4Q/2023

Tăng trưởng hồi phục với áp lực gia tăng

Một số dự báo của KBSV về kinh tế Việt Nam trong năm 2023 như sau:

- 1) Tăng trưởng GDP năm 2023 được dự báo tăng 5% (duy trì so với dự báo trước đó). Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng bao gồm: 1) Xuất khẩu hồi phục kéo theo sự tăng trưởng của ngành sản xuất công nghiệp; 2) Đầu tư công được đẩy mạnh giai đoạn cuối năm; 3) Các chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế của Chính phủ; 4) Dòng vốn FDI ổn định; và 5) Kỳ vọng tiêu dùng nội địa hồi phục.
- 2) CPI bình quân cả năm 2023 ước tính đạt 3.6% YoY, kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu 4.5% mà Chính phủ đề ra nhờ mức tăng thấp của CPI nửa đầu năm (+0.7% YTD), trong khi áp lực gia tăng trong nửa cuối năm. Các yếu tố làm tăng lạm phát gồm: (i) Giá xăng dầu tăng trở lại; (ii) Giá nguyên vật liệu xây dựng dự báo tăng nhẹ do đẩy mạnh đầu tư công cuối năm; (iii) Giá lợn, giá gạo tăng do những biến động về cung cầu; và (iv) Tăng học phí theo NĐ81.
- 3) Mặt bằng lãi suất huy động 12 tháng được dự báo duy trì quanh ngưỡng 5.45% (đi ngang so với hiện tại, giảm 2.8% so với đầu năm). Lãi suất cho vay theo đó tiếp tục giảm 0.25% so với hiện tại, giảm 1.75 – 2.25% so với đầu năm.
- 4) Tỷ giá USD/VND dự báo tăng 3.5%, biến động quanh 24,460 khi áp lực tỷ giá trong 3 tháng cuối năm vẫn tương đối lớn và NHNN sẽ có những biện pháp can thiệp mạnh hơn nếu tỷ giá vượt quá 25,000 USD/VND.

Hồ Đức Thành
Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên
Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

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

18/10/2023

Mục lục

I. Tóm tắt tổng quan	3
<hr/>	
II. Tăng trưởng GDP	4
<hr/>	
1. Tăng trưởng GDP 9 tháng 2023	4
2. Dự báo	6
II. Lạm phát	14
<hr/>	
1. Lạm phát 9 tháng 2023	14
2. Dự báo	14
II. Lãi suất	20
<hr/>	
1. Lãi suất 9 tháng 2023	20
2. Dự báo	22
II. Tỷ giá	24
<hr/>	
1. Tỷ giá 9 tháng 2023	24
2. Dự báo	26

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2023

Bức tranh kinh tế vĩ mô có gam màu khá trầm trong 9 tháng đầu năm 2023: khu vực nông, lâm, thủy sản và dịch vụ duy trì ổn định; trong khi đó, khu vực công nghiệp và xây dựng suy yếu, phản ánh các hoạt động kinh doanh sản xuất đang gặp khó khăn do số lượng đơn hàng sụt giảm trong bối cảnh vĩ mô quốc tế không thuận lợi và những tín hiệu đóng băng của thị trường bất động sản. Dù vậy, xu hướng tăng trưởng vẫn được duy trì qua từng quý là tín hiệu tích cực cho thấy triển vọng kinh tế phục hồi trong thời gian tới.

Trong quý cuối của năm 2023, chúng tôi kỳ vọng những tín hiệu khởi sắc của kinh tế vĩ mô sẽ quay trở lại nhờ động lực chính đến từ việc hoạt động xuất khẩu phục hồi kéo theo tăng trưởng sản xuất công nghiệp, Chính phủ đẩy nhanh tốc độ giải ngân vốn đầu tư, giải ngân vốn FDI và sự phục hồi của tiêu dùng nội địa nhờ các chính sách kích cầu.

Độ trễ trong các chính sách điều hành vẫn là yếu tố ủng hộ vĩ mô trong giai đoạn tới, tuy nhiên mối lo ngại về áp lực tỷ giá và lạm phát có thể khiến môi trường vĩ mô biến động theo chiều hướng bất lợi trong 4Q2023 và nửa đầu 2024.

Bảng 1 . Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2023

	Đơn vị	3Q2023	KBSV dự báo		
			Tháng 4/2023	Tháng 7/2023	Tháng 10/2023
Tăng trưởng GDP	% YoY	5.33	5.4	5	5
Lạm phát bình quân	% YoY	3.16	4.1	2.8	3.6
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	7.0	14	12.5	11
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân	%/năm		6.7	6.2	5.45
Tỷ giá	VND		23,500	24,100	24,460

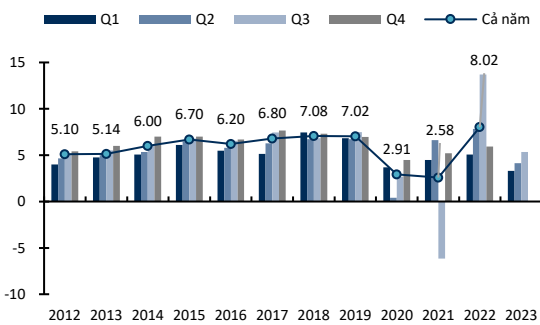
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

Tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm 2023 – Vẫn khá ảm đạm

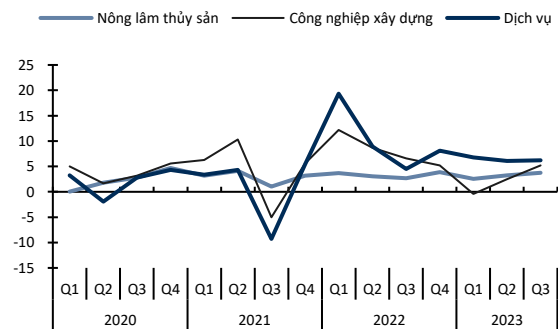
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP 9 tháng năm 2023 ước tính tăng 4.24% YoY – chỉ cao hơn tốc độ tăng của cùng kỳ các năm 2020 và 2021 trong giai đoạn 2011-2023 phản ánh bức tranh tổng thể của nền kinh tế vẫn còn khá ảm đạm, chủ yếu do thị trường bất động sản đóng băng và nhu cầu nội địa chưa phục hồi như kỳ vọng. Dù vậy, các kết quả vĩ mô đang có dấu hiệu chuyển biến tích cực qua từng tháng, nhiều điểm sáng đã xuất hiện ở lĩnh vực xuất khẩu, kéo theo đó là sự phục hồi ở hoạt động sản xuất công nghiệp. Tính riêng quý 3, GDP tăng 5.33% YoY, cao hơn so với mức tăng trưởng của quý 1 (3.28%) và quý 2 (4.05%).

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



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng GDP theo khu vực (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cầu, tiêu dùng tăng trưởng chậm lại, đầu tư toàn xã hội được đẩy mạnh

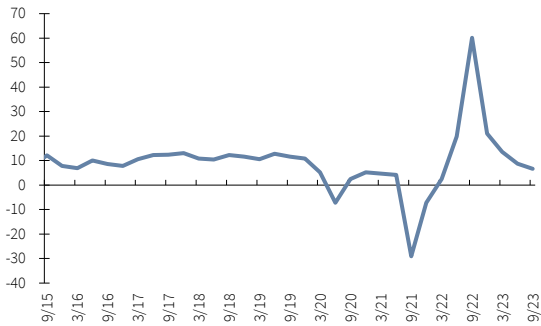
Tăng trưởng tiêu dùng có xu hướng chậm lại

Tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng 9 tháng đầu năm 2023 đạt 3.03% YoY, đây là mức tăng khá chậm phản ánh nhu cầu nội địa yếu. Hoạt động thương mại và dịch vụ duy trì ổn định với tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ 9 tháng đầu năm đạt 4,567.8 nghìn tỷ đồng, tăng 9.7% YoY. Tính riêng trong quý 3, tăng trưởng bán lẻ chỉ đạt 7.3% YoY, chậm lại rõ rệt so với quý 1 (11.2%) và quý 2 (8.8%). Trong đó, bán lẻ hàng hóa 9 tháng đạt 3,572 nghìn tỷ đồng, tăng 8.4% YoY; du lịch tăng 47.7% YoY nhờ các chính sách thu hút khách nước ngoài của Chính phủ.

Đầu tư toàn xã hội được đẩy mạnh

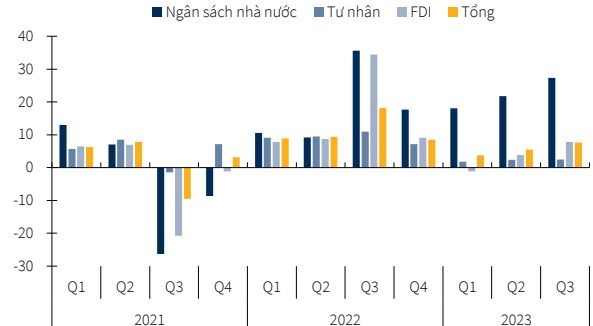
Vốn đầu tư toàn xã hội 6 tháng năm 2023 đạt 2,260.5 nghìn tỷ đồng, tăng 5.9% YoY, với sự đóng góp khu vực tư nhân đạt 1,250.7 nghìn tỷ đồng tăng 2.3% YoY, FDI đạt 375.6 nghìn tỷ đồng tăng 3.9% YoY và khu vực nhà nước đạt 415.5 nghìn tỷ đồng tăng 23.5% YoY, cho thấy sự quyết tâm nỗ lực của Chính phủ trong việc đẩy mạnh đầu tư công nhằm tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 4. Tăng trưởng vốn đầu tư toàn xã hội (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng chậm nhưng tín hiệu khả quan đã xuất hiện, khu vực nông lâm thủy sản và khu vực dịch vụ duy trì ổn định (biểu đồ 2)

Khu vực công nghiệp và xây dựng nhìn chung vẫn yếu nhưng tín hiệu khả quan đã xuất hiện

Tăng trưởng khu vực công nghiệp và xây dựng 9 tháng 2023 đạt 2.41% YoY. Trong đó, ngành công nghiệp vẫn đối mặt với nhiều khó khăn khi chỉ tăng 1.65% YoY, mức tăng thấp nhất của cùng kỳ các năm trong giai đoạn 2011-2023. Trong đó ngành chủ lực là chế biến, chế tạo tăng 1.98% YoY. Điểm tích cực là ngành công nghiệp trong quý 3 đã phục hồi tích cực với mức tăng trưởng đạt 4.57% - cao hơn hẳn so với kết quả của 2 quý đầu năm. Ngành xây dựng 9 tháng tăng 6.17%, đóng góp 0.42 điểm phần trăm.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) 9 tháng đầu năm 2023 giảm 0.3% YoY, trong đó 49 địa phương ghi nhận IIP tăng và 14 địa phương giảm. Riêng IIP quý 3 đã cải thiện đáng kể khi đạt mức 3.5% YoY sau 2 quý tăng trưởng âm cho thấy sản xuất công nghiệp đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất nhờ những nỗ lực thúc đẩy kinh tế từ Chính phủ và tín hiệu phục hồi của hoạt động xuất nhập khẩu. Trong đó những ngành công nghiệp chủ lực đều đang có xu hướng đi lên (biểu đồ 6).

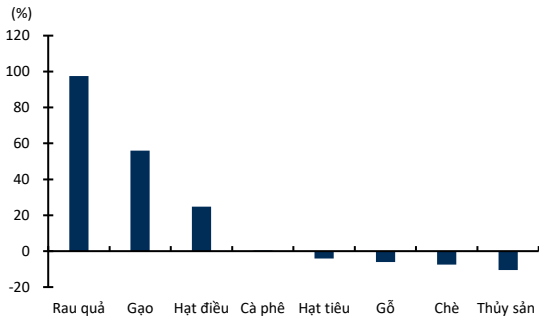
Khu vực dịch vụ duy trì ổn định

Khu vực dịch vụ 9 tháng tăng 6.32% YoY khi Chính phủ đẩy mạnh các chính sách kích cầu tiêu dùng nội địa, các hoạt động xúc tiến, quảng bá du lịch. Theo đó, bán buôn và bán lẻ tăng 8.04%; ngành vận tải, kho bãi tăng 8.66%; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm tăng 6.91%; dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng mạnh 13.17%, nhờ lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng cao.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tiếp tục tăng trưởng

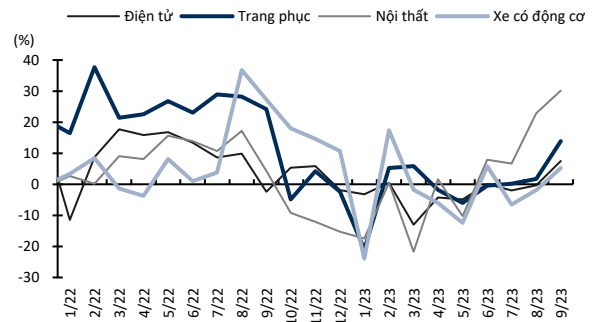
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tiếp tục tăng trưởng ổn định ở mức 3.43% YoY, vừa đáp ứng đủ nhu cầu nội địa và đảm bảo an ninh lương thực, vừa đóng góp đáng kể cho hoạt động xuất khẩu. Năng suất lúa đông xuân đạt khá, sản lượng một số cây công nghiệp chủ yếu tăng so với cùng kỳ năm trước, chăn nuôi gia cầm phát triển ổn định, dịch bệnh được kiểm soát. Bên cạnh đó, điểm tích cực là mặt hàng xuất khẩu gỗ và thủy sản tuy giảm so với cùng kỳ nhưng đã thu hẹp đáng kể nhờ những chuyển biến tích cực trong nhu cầu của các nước đối tác lớn như Mỹ, Trung Quốc và EU (biểu đồ 5).

Biểu đồ 5. Việt Nam – tăng trưởng xuất khẩu quý 3/2023 các mặt hàng nông, lâm nghiệp và thủy sản (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 6. Tăng/giảm một số ngành công nghiệp chủ lực (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

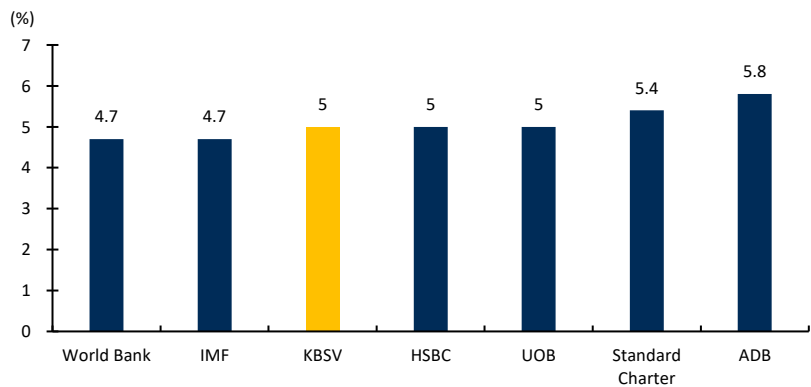
Dự báo tăng trưởng GDP 2023

Tăng trưởng 2023 dự báo đạt 5%

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 ở mức 5% khi các kết quả vĩ mô phục hồi như kỳ vọng. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng trong quý 4/2023 bao gồm: 1) Xuất khẩu hồi phục kéo theo sự tăng trưởng của ngành công nghiệp sản xuất; 2) Đầu tư công được đẩy mạnh giai đoạn cuối năm; 3) Các chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế của Chính phủ; 4) Dòng vốn FDI ổn định; và 5) Kỳ vọng tiêu dùng nội địa hồi phục.

Ở chiều ngược lại, áp lực lạm phát và tỷ giá quay trở lại khiến NHNN phải thận trọng hơn trong các chính sách điều hành, bên cạnh đó thị trường bất động sản trong nước vẫn chưa có tín hiệu phục hồi là những yếu tố rủi ro kìm hãm đà tăng trưởng của GDP.

Biểu đồ 7. Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2023 (%)



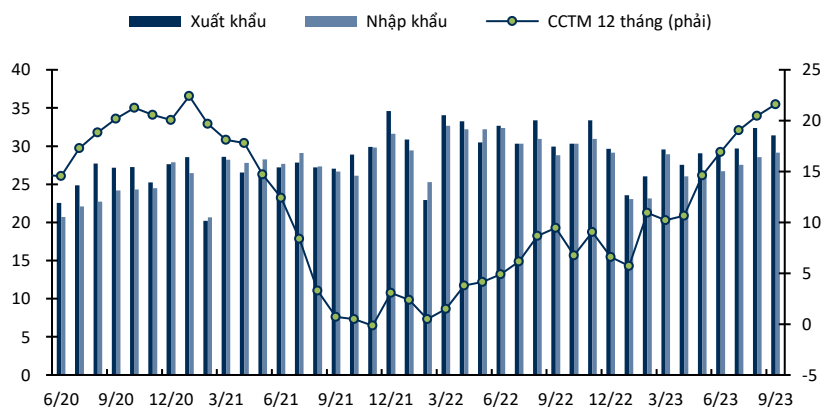
Nguồn HSBC, WB, ADB, UOB, Standard Chartered, KBSV

Xuất khẩu phục hồi tích cực

Hoạt động xuất khẩu là một trong những yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng GDP Việt Nam. Tuy nhiên, năm 2023 chứng kiến sự suy giảm trong lĩnh vực này kéo theo hoạt động sản xuất trong nước bị trì trệ, chủ yếu do nhu cầu suy yếu tại các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu 9T2023 đạt 259.7 tỷ USD, giảm 8.2% YoY. Dù vậy chúng tôi cho rằng sự suy giảm này một phần do mức nền xuất khẩu cao trong năm ngoái khi các nước mở cửa trở lại sau dịch Covid-19. Nhìn chung, xuất khẩu vẫn đang trong xu hướng tăng, tháng 9 đạt 31.4 tỷ USD – cao hơn đáng kể so với mức 23.56 tỷ USD của tháng 1, từ đó thu hẹp đà giảm trong quý 3 xuống còn 1.2% YoY (quý 2 giảm 11.8%). Trong đó, nhiều mặt hàng chủ lực tăng trưởng mạnh so với quý trước: Điện tử, máy tính và linh kiện (+15.1% QoQ); Điện thoại và linh kiện (+37.7% QoQ); Dệt may (+14.3% QoQ)... Xét về thị trường xuất khẩu, Mỹ chiếm tỷ trọng cao nhất với 27% kim ngạch xuất khẩu, tiếp theo là Trung Quốc (16%) và khối EU (13%).

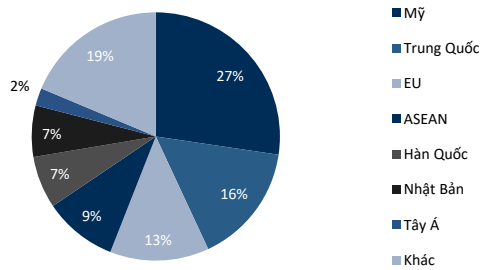
Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sẽ phục hồi trở lại trong quý 4 nhờ các yếu tố hỗ trợ cả trong và ngoài nước, bao gồm: (1) Kinh tế toàn cầu tăng trưởng khả quan hơn dự báo; (2) Yếu tố mùa cao điểm tiêu dùng vào cuối năm khi có nhiều dịp lễ tết tại cả 3 thị trường Mỹ, Trung Quốc và EU; (3) Tăng trưởng giá trị hàng tồn kho bán lẻ tại Mỹ (chưa điều chỉnh theo lạm phát) chạm đáy, kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại kéo theo sự ấm lên của xuất khẩu Việt Nam sang thị trường này; và (4) Tỷ giá tăng sẽ khiến giá hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam rẻ hơn, đồng thời hỗ trợ các doanh nghiệp xuất khẩu có nguồn thu USD được hưởng lợi từ khía cạnh ghi nhận doanh thu, lợi nhuận bằng VND.

Biểu đồ 8. Kim ngạch xuất nhập khẩu và cán cân thương mại (tỷ USD)



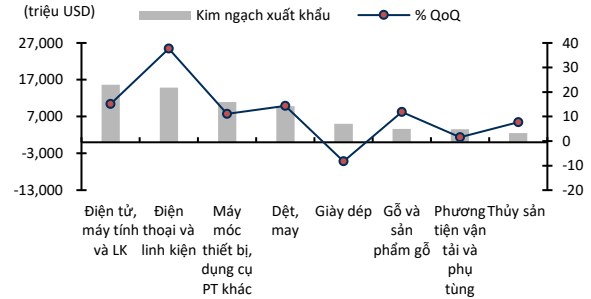
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 9. Tỷ trọng xuất khẩu theo quốc gia 8T2023



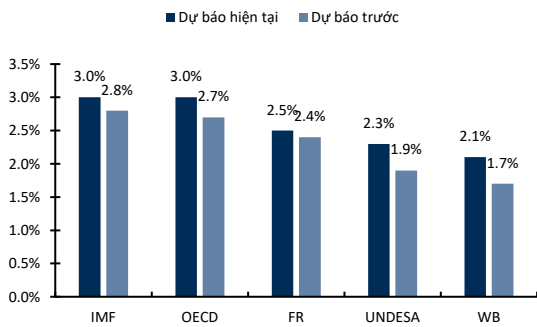
Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

Biểu đồ 10. Các mặt hàng xuất khẩu chính trong quý 3/2023



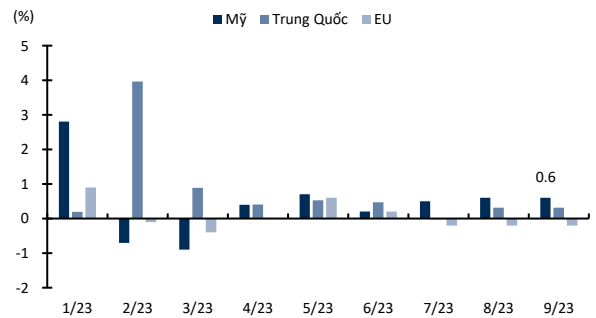
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 11. Dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2023 của các tổ chức quốc tế



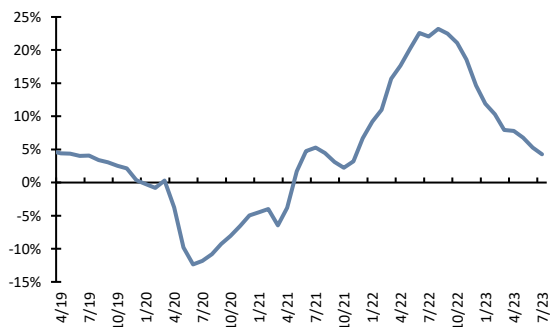
Nguồn: IMF, OECD, FR, UNDESA, WB, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ (%MoM)



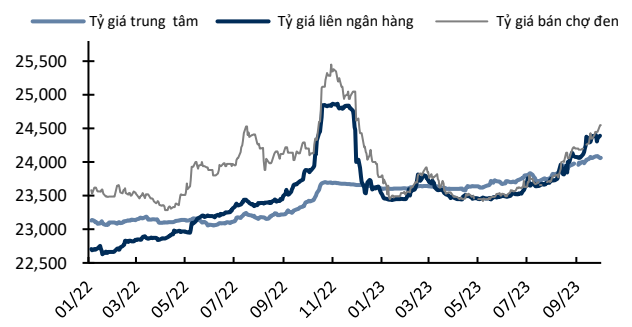
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Tăng trưởng tồn kho bán lẻ tại Mỹ (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Việt Nam - diễn biến tỷ giá



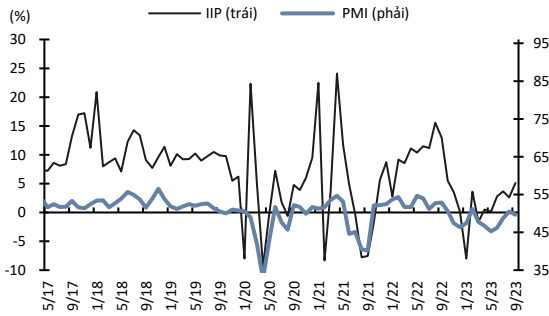
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Theo đó, sản xuất công nghiệp chuyển biến tích cực qua từng tháng

Hoạt động sản xuất công nghiệp phục hồi theo tín hiệu tích cực từ xuất khẩu. Chỉ số IIP quý 3 đạt mức 3.5% YoY sau 2 quý đầu năm tăng trưởng âm. Các ngành công nghiệp chủ lực đều chuyển biến tích cực qua từng tháng (biểu đồ 16), trong đó chế biến, chế tạo tháng 9 tăng 5.9% YoY – cao hơn mức tăng chung toàn ngành. Bên cạnh đó, chỉ số PMI đạt trên ngưỡng 50 điểm trong tháng 8 và giảm nhẹ xuống còn 49.7 điểm trong tháng 9. Dù vậy số lượng đơn đặt hàng mới vẫn

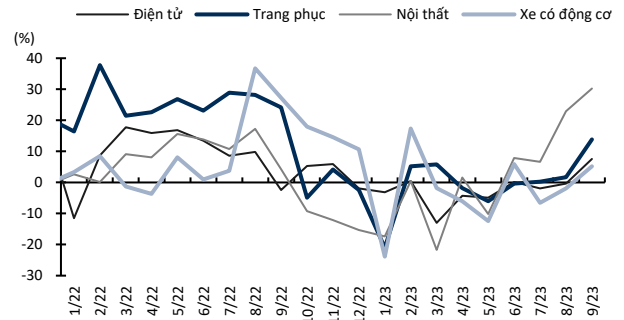
tiếp tục tăng, chủ yếu đến từ các đơn hàng xuất khẩu cho thấy triển vọng tích cực cho ngành công nghiệp và hoạt động xuất khẩu của Việt Nam.

Biểu đồ 15. Việt Nam – chỉ số IIP (% YoY) và PMI (điểm)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 16. Tăng/giảm một số ngành công nghiệp chủ lực (YoY)

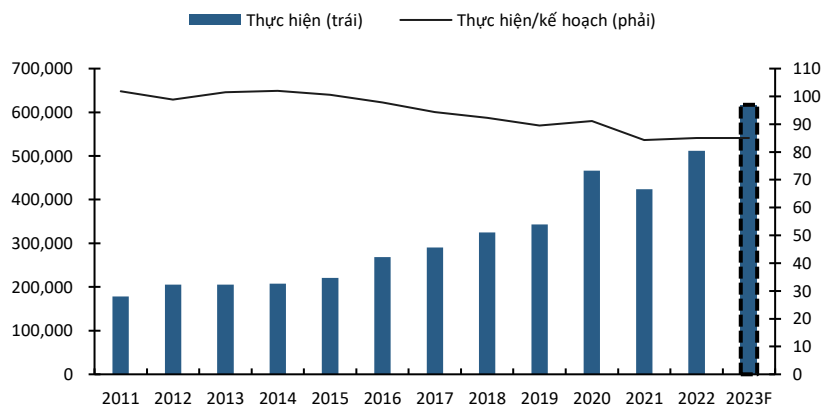


Nguồn: TCTK, KBSV

Đầu tư công được đẩy mạnh vào giai đoạn cuối năm

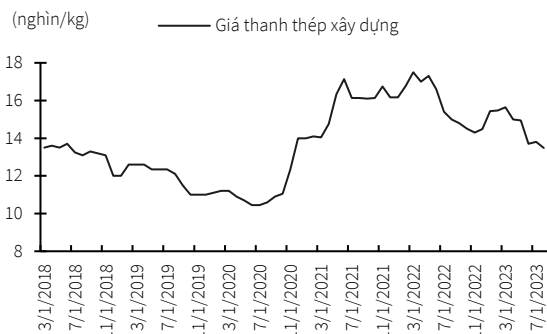
Đầu tư công tiếp tục được coi là giải pháp then chốt nhằm kích thích kinh tế cũng như tác động lan tỏa đến các lĩnh vực khác trong dài hạn. Theo Tổng cục thống kê, vốn đầu tư công thực hiện 9 tháng đầu năm ước đạt 415.5 nghìn tỷ đồng, tăng 23.5% YoY và bằng 57.4% kế hoạch Chính phủ giao. Tiến độ giải ngân được đánh giá là khá tích cực khi vẫn tiếp tục đà tăng qua từng tháng. Nếu tốc độ này tiếp tục được duy trì, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ giải ngân năm 2023 có khả năng sẽ tương đương năm 2022 ở mức 85% so với kế hoạch, tức là trong quý cuối trung bình giải ngân khoảng 67-70 nghìn tỷ đồng mỗi tháng. Hiện tại chúng tôi chưa nhận thấy rủi ro nào sẽ tác động tiêu cực đến tiến độ thi công, kỳ vọng đầu tư công sẽ được đẩy mạnh vào giai đoạn cuối năm và trở thành điểm tựa thúc đẩy nền kinh tế.

Biểu đồ 17. Giải ngân đầu tư công của Việt Nam (tỷ đồng)



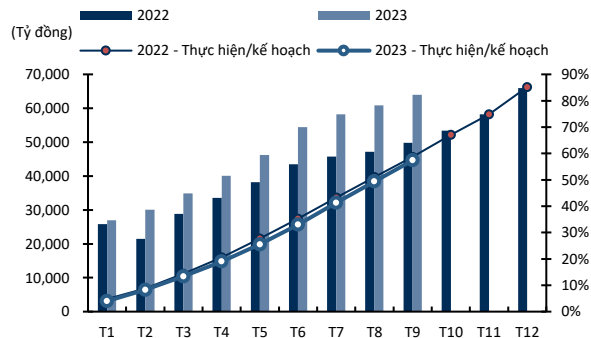
Nguồn: TCTK, Bộ Tài Chính, KBSV

Biểu đồ 18. Giá thép xây dựng



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 19. Giải ngân đầu tư công theo tháng



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Bảng 2. Các dự án đầu tư trọng điểm

Dự án	TMDT	Nguồn NSNN	Đầu tư công 2021-2025	Gói phục hồi 2022-2023
Đường Cao tốc	273,973	262,969	74,251	92,634
Cao tốc Bắc – Nam phía Đông (giai đoạn 2)	146,990	146,990	47,169	72,476
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	18,635	18,635	5,740	3,500
Cao tốc An Hữu, Tiền Giang – Cao Lãnh, Đồng Tháp	6,054	6,054	1,864	1,204
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng – Trần Đề	49,745	49,745	14,247	3,800
Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột	17,435	17,435	5,231	2,320
Cao tốc Tuyên Quang – Hà Giang	6,264	4,800		3,584
Cao tốc Hòa Bình – Mộc Châu	9,770	9,770		4,650
Cao tốc Ninh Bình – Nam Định – Thái Bình – Hải Phòng	19,080	9,540		1,100
Dự án giao thông kết nối các cửa ngõ, vùng, KCN, cảng biển	18,554	15,786	2,412	10,530
Sân bay quốc tế Long Thành GĐ1	114,000		114,000	

Nguồn: KBSV tổng hợp

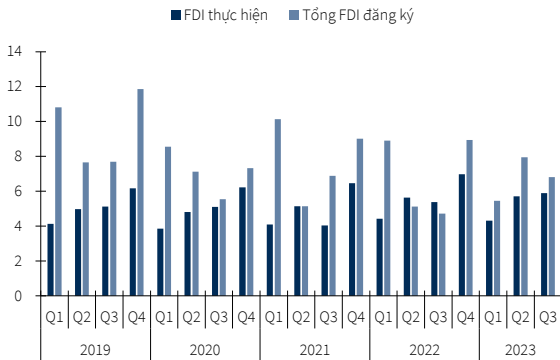
Kỳ vọng dòng vốn FDI tiếp tục vào Việt Nam

Với nhiều dự án quy mô lớn được đăng ký mới cũng như vốn đầu tư tăng thêm liên tục được cấp chứng nhận, tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam trong 9 tháng năm 2023 đã đạt mức 20.21 tỷ USD, tăng 7.7% YoY. Vốn FDI giải ngân 9 tháng tăng 2.2% YoY, đạt 15.91 tỷ USD – mức cao nhất so với cùng kỳ giai đoạn 2017-2023. Hơn nữa, việc duy trì sự gia tăng trong số lượng dự án cũng cho thấy các doanh nghiệp FDI đã đầu tư vào Việt Nam đang dần hồi phục và mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

Theo đó, chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì sự ổn định và có thể vượt qua kết quả của năm 2022, nhờ vào những yếu tố hỗ trợ cả trong và ngoài nước. Xét về yếu tố nội tại, Việt Nam vẫn đang chủ động đẩy mạnh thu hút đầu tư nước ngoài bằng việc ban hành những gói hỗ trợ hấp dẫn và tạo dựng môi trường kinh doanh thuận lợi; bên cạnh đó cũng tận dụng tốt lợi thế cạnh tranh có sẵn bao gồm tình hình kinh tế, chính trị ổn định, vị trí thuận lợi cho hoạt động đầu tư, số lượng lớn hiệp định thương mại tự do đã ký kết, lực lượng lao động dồi dào... Xét về các yếu tố từ bên ngoài, những thuận lợi bao gồm: (1) Việt Nam được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc, bên cạnh đó sự ổn định của VND so với CNY đã khiến Việt Nam có

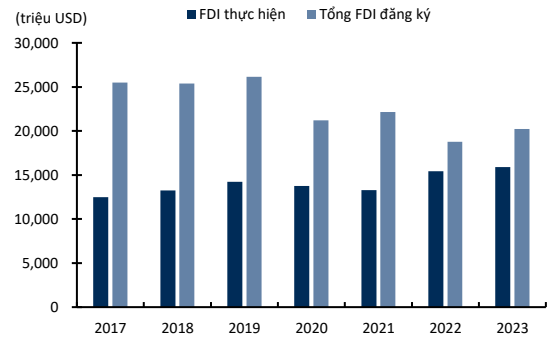
lợi thế hơn trong việc tạo dựng niềm tin vào môi trường kinh doanh; (2) Việc nâng cấp quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ kỳ vọng sẽ gián tiếp thu hút một lượng lớn dòng vốn FDI từ quốc gia này về Việt Nam; (3) Niềm tin kinh doanh của các doanh nghiệp Châu Âu tại Việt Nam có xu hướng tăng trở lại khi chỉ số BCI tăng lên 45.1 điểm trong quý 3 (theo EuroCham).

Biểu đồ 20. Vốn FDI các năm (triệu USD)



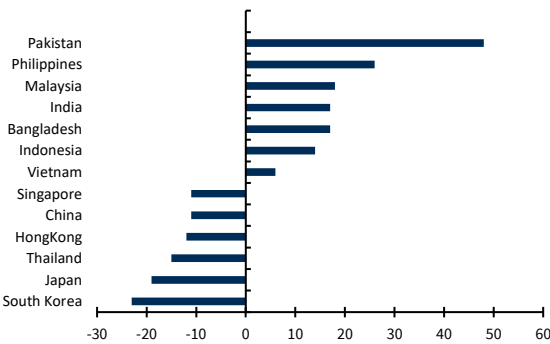
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 21. Vốn FDI 9 tháng đầu năm giai đoạn 2017-2023



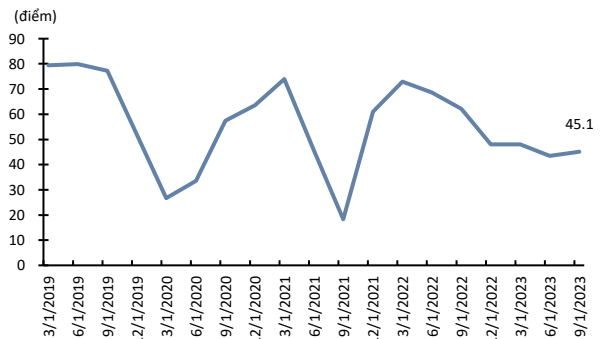
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 22. Thay đổi trong độ tuổi lao động, giai đoạn 2020 – 2040 (%)



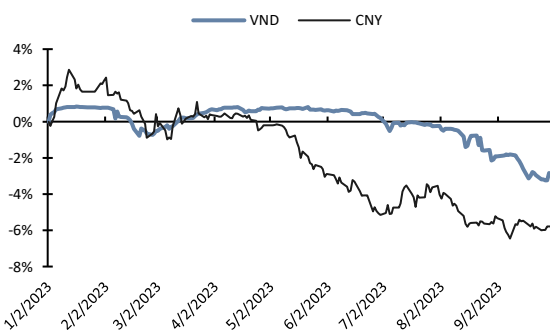
Nguồn: Natixis, Liên hợp quốc, KBSV

Biểu đồ 23. Chỉ số Môi trường Kinh doanh EuroCham (BCI) của Việt Nam



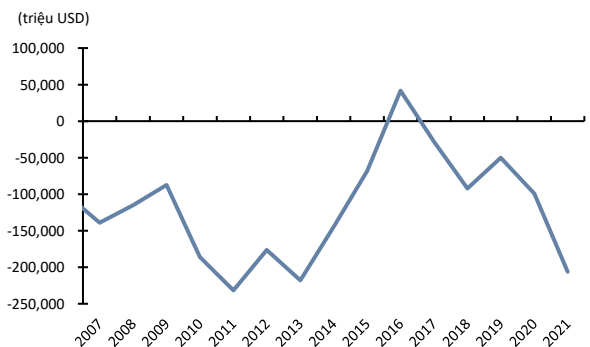
Nguồn: Natixis, Liên hợp quốc, KBSV

Biểu đồ 24. Mức độ mất giá của VND và CNY so với USD



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 25. Trung Quốc – FDI ròng (BOP, triệu USD)

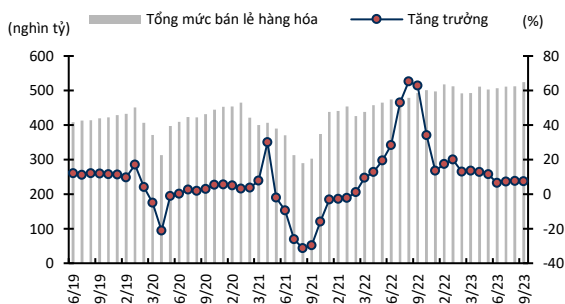


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bán lẻ, dịch vụ tiếp tục tăng trưởng nhờ du lịch và các chính sách kích cầu tiêu dùng nội địa

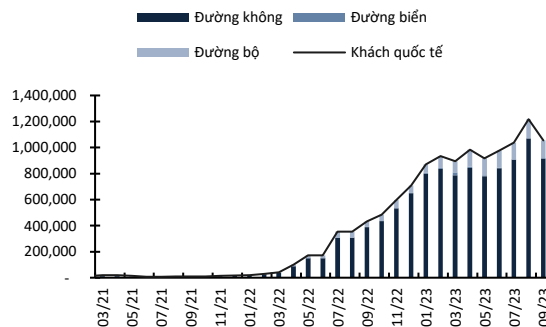
Chúng tôi kỳ vọng ngành dịch vụ nhà hàng và du lịch sẽ tiếp tục sôi động. Trong 9 tháng đầu năm, khách quốc tế đến nước ta ước đạt gần 8.9 triệu lượt người, gấp 4.7 lần cùng kỳ năm trước nhưng vẫn chỉ bằng 69% so với cùng kỳ năm 2019, cho thấy du lịch vẫn chưa hoàn toàn phục hồi so với khi chưa xảy ra dịch Covid-19, do vậy còn nhiều dư địa để bứt phá trong thời gian tới. Khả năng cao trong năm nay, ngành du lịch sẽ đạt và thậm chí vượt mục tiêu 110 triệu lượt khách du lịch, với tổng thu dự kiến khoảng 650 nghìn tỷ đồng, trực tiếp đóng góp khoảng 6.4% GDP cả năm. Chúng tôi cho rằng các chính sách kích cầu tiêu dùng của Chính phủ và NHNN (như giảm thuế VAT, tăng lương cơ bản, hạ lãi suất điều hành ...) sẽ thấm thấu và phát huy tác dụng vào thời điểm quý 4 năm 2023. Nhờ đó, lĩnh vực bán lẻ được kỳ vọng sẽ bứt phá mạnh mẽ hơn và trở thành một trong những động lực tăng trưởng của nền kinh tế.

Biểu đồ 26. Tổng mức bán lẻ và tăng trưởng (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 27. Khách lịch quốc tế đến Việt Nam (lượt người)



Nguồn: TCTK, KBSV

Nhiều chính sách được ban hành để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế

Chính phủ đang không ngừng đẩy mạnh hỗ trợ doanh nghiệp và kích cầu tiêu dùng bằng các biện pháp tài khóa: giảm một số loại thuế, phí; tăng lương cơ bản; thông tư hỗ trợ thị trường bất động sản, TPDN... Bên cạnh đó, việc NHNN duy trì nới lỏng tiền tệ đã làm cho lãi suất huy động và cho vay hạ nhiệt tương đối so với thời điểm đầu năm. Theo đó, tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong quý 3, đạt mức 6.92% YTD vào cuối tháng 9.

Với việc tác động từ chính sách tiền tệ và tài khoá thường có độ trễ, chúng tôi kỳ vọng quý 4 sẽ là thời điểm nền kinh tế phản ánh rõ nét hơn so với các quý trước các ảnh hưởng tích cực của các chính sách hỗ trợ.

Bảng 3. Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ và NHNN

Chính sách	Ngày hiệu lực	Chú thích
NHNN thông báo giảm lãi suất điều hành	15/03/2023, 03/04/2023, 15/05/2023, 19/06/2023	
Nghị quyết số 30/2022/UBTVQH15	01/01/2023	Giảm thuế BVMT với xăng dầu, mỡ nhờ trong năm 2023
Nghị định 12/2023/NĐ-CP	14/04/2023	Gia hạn thời hạn nộp thuế GTGT, thuế TNDN, TNCN và tiền thuê đất trong năm 2023
Nghị định 36/2023/ NĐ-CP	21/06/2023	Gia hạn thời hạn nộp thuế tiêu thụ đặc biệt
Nghị định 41/2023/NĐ-CP	28/06/2023	Giảm lệ phí trước bạ với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước
Thông tư số 44/2023/TT-BTC	01/07/2023	Giảm mức thu 36 khoản phí, lệ phí
Nghị định 44/2023/NĐ-CP	01/07/2023	Giảm thuế GTGT xuống còn 8%
Nghị định 24/2023/NĐ-CP	01/07/2023	Tăng mức lương cơ sở theo luật định đối với tiền lương của cán bộ, công chức

Thông tư số 06/2023/TT-NHNN	01/09/2023	Cho vay để đảo nợ
Thông tư 02/2023/TT-NHNN	24/04/2023 – 30/06/2024	Cơ cấu lại thời hạn trả nợ, giữ nguyên nhóm nợ
Nghị định 08/2023/NĐ-CP	05/03/2023	Hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp
Thông tư 03/2023/TT-NHNN	24/04/2023	

Nguồn: KBSV tổng hợp

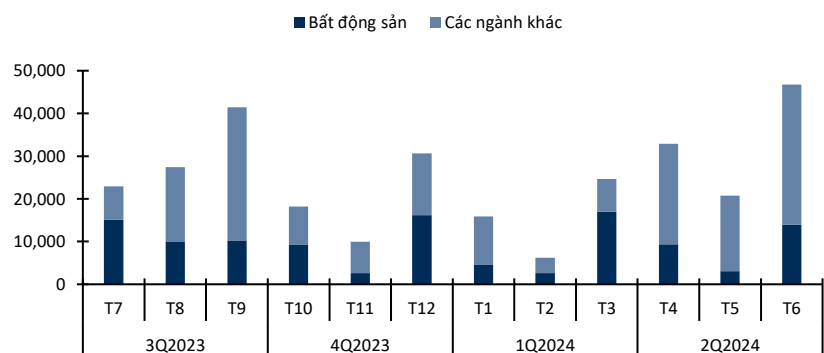
Áp lực lạm phát và tỷ giá quay trở lại

Áp lực lạm phát và tỷ giá trong nước quay trở lại sẽ là một rủi ro tiềm ẩn đe dọa tăng trưởng của GDP. Trong đó, lạm phát tăng cao đột biến trong 2 tháng gần đây, lần lượt ở mức 0.88% và 1.08% MoM, khiến CPI bình quân 9 tháng tăng lên 3.16% YoY. Điểm tích cực là kể cả khi lạm phát vẫn duy trì tốc độ này, mục tiêu 4.5% trong năm 2023 của Chính phủ vẫn nằm trong tầm tay. Trên thực tế, lạm phát của Việt Nam hiện tại chủ yếu là do chi phí đẩy (do hàng nhập khẩu đa phần phục vụ cho hoạt động xuất khẩu trong khi nhu cầu tiêu dùng nội địa yếu) nên sẽ tác động không đáng kể đến quyết định của các nhà điều hành về chính sách tiền tệ, mà cần có những biện pháp tài khóa như giảm thuế xăng dầu và các loại nguyên vật liệu khác. Ngược lại, tỷ giá tăng khiến NHNN đã phải có động thái hút ròng tín phiếu để phần nào cân bằng lượng đô đồng trên thị trường và ngăn chặn tình trạng đầu cơ nắm giữ USD. Nếu VND tiếp tục bị mất giá thì khả năng cao NHNN sẽ phải can thiệp mạnh mẽ hơn (bán dự trữ ngoại hối), khiến mặt bằng lãi suất khó giảm xuống mức thấp, từ đó làm yếu đi tính chất hỗ trợ của chính sách tiền tệ đối với tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh đó, tỷ giá tăng cao còn gây áp lực lên lạm phát cầu kéo do chi phí nhập khẩu nguyên vật liệu trở nên đắt hơn.

Thị trường BĐS trong nước tiếp tục trầm lắng và chưa có tín hiệu hồi phục rõ nét

Rủi ro đến từ thị trường TPDN đã giảm đi đáng kể do lượng TP đáo hạn sẽ hạ nhiệt ít nhất là trong 2 quý tiếp theo. Tuy nhiên, việc phục hồi niềm tin của nhà đầu tư khó có thể diễn ra nhanh chóng, và do đó, thị trường bất động sản tiếp tục phải đối mặt với nhiều khó khăn và duy trì tình trạng đóng băng. Điều này sẽ tác động tiêu cực lên nhiều ngành nghề kinh doanh khác và trở thành một trong những nhân tố khiến tăng trưởng GDP năm 2023 ở mức thấp.

Biểu đồ 28. Giá trị TPDN đáo hạn



Nguồn: HNX, KBSV

Lạm phát

Lạm phát 9 tháng 2023 – Xu hướng tăng trở lại

Áp lực lạm phát quay trở lại

Chỉ số giá tiêu dùng bình quân 9 tháng đầu năm 2023 tăng 3.16% YoY. So với cùng kỳ, CPI cao nhất vào các tháng đầu năm và theo xu hướng giảm dần, tuy nhiên từ tháng 7 xu hướng tăng đã dần trở lại. Riêng tháng 9 CPI tăng tăng cao 1.08% MoM và 3.66% YoY do giá xăng dầu tăng cao chịu ảnh hưởng của giá dầu thế giới và lộ trình tăng giá giáo dục.

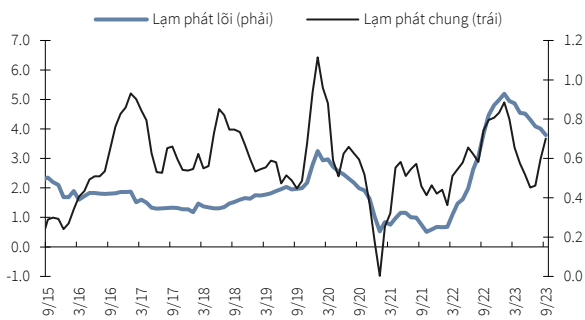
Lạm phát cơ bản vẫn đang trong xu hướng giảm từ đầu năm tới nay, CPI lõi bình quân 9 tháng tăng 4.49% so với cùng kỳ năm 2022.

Giá vật liệu xây dựng, thuê nhà và giá giáo dục là 2 yếu tố gây ảnh hưởng mạnh nhất tới CPI

Các yếu tố tác động chính tới CPI bình quân 9 tháng đầu năm bao gồm:

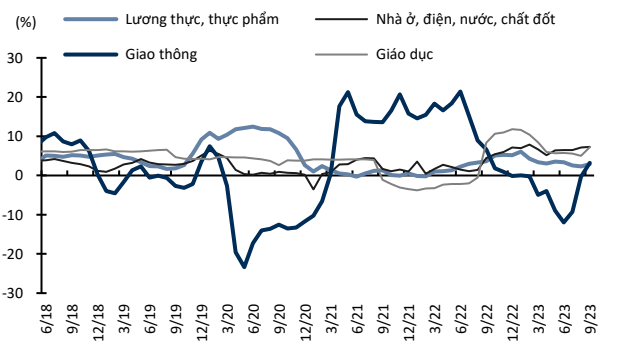
- 1) Giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 6.73% YoY, tác động làm CPI chung tăng 1.27 điểm phần trăm, do giá xi măng, cát tăng theo giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào, cùng với đó giá thuê nhà ở tăng cao;
- 2) Giá nhóm giáo dục tăng 7.28% YoY do một số địa phương tăng học phí năm học 2023-2024 theo lộ trình của Nghị định số 81/2021/NĐ-CP, tác động làm CPI chung tăng 0.45 điểm phần trăm;
- 3) Giá lương thực tăng 4.85% YoY do giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu, thực phẩm tăng 2.83% YoY do nhu cầu tiêu dùng tăng trong các dịp Lễ, Tết tác động làm CPI chung tăng 0.6 điểm phần trăm.

Biểu đồ 29. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 30. Biến động các cấu phần CPI (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Dự báo lạm phát 2023

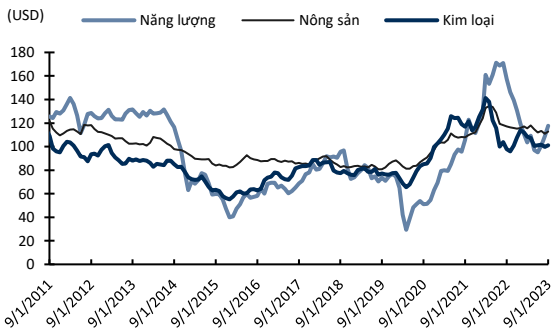
Lạm phát 2023 cả năm dự báo tăng 3.6% YoY

Một số dấu hiệu cho thấy lạm phát sẽ tăng trở lại trong quý cuối năm. Mặc dù vậy, với mức tăng rất thấp trong nửa đầu năm (+0.7% YTD, bình quân 0.1% MoM), chúng tôi kỳ vọng lạm phát cả năm 2023 vẫn sẽ được kiểm soát tốt ở mức thấp hơn so với mục tiêu Chính phủ đề ra. Cụ thể, lạm phát 2023 cả năm dự báo tăng 3.6% YoY, với mức tăng bình quân mỗi tháng trong nửa cuối năm là 0.77% MoM. Trong đó, các yếu tố khiến lạm phát tăng bao gồm: (i) Giá xăng dầu tăng trở lại;

(ii) Giá nguyên vật liệu xây dựng dự báo tăng nhẹ do đẩy mạnh đầu tư công cuối năm; (iii) Giá lợn, giá gạo tăng do những biến động về cung cầu; và (iv) Tăng học phí theo ND81.

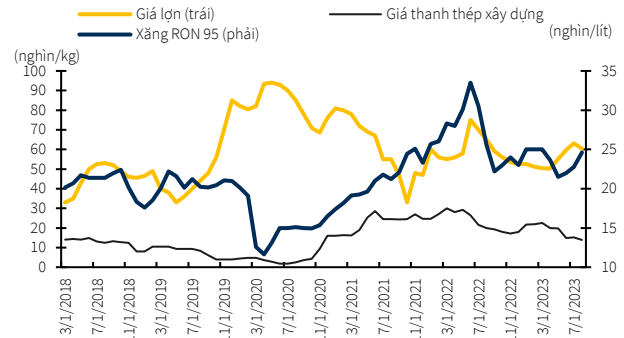
Ở chiều hướng tích cực, chúng tôi nhận thấy những yếu tố hỗ trợ kiềm hãm đà tăng của lạm phát bao gồm: cung tiền tăng thấp, giảm thuế VAT, chỉ số giá nhập khẩu bình ổn, giá nhiên liệu và VLXD dù có xu hướng tăng nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ.

Biểu đồ 31. Giá hàng hóa thế giới (USD)



Nguồn: World Bank, KBSV

Biểu đồ 32. Việt Nam – Giá hàng hóa nội địa

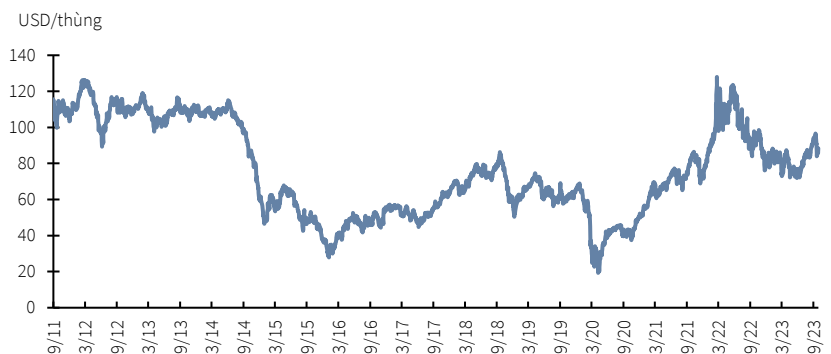


Nguồn: KBSV tổng hợp

Nhóm giao thông: Giá dầu Brent dự báo duy trì ở mức trên 85 USD/thùng

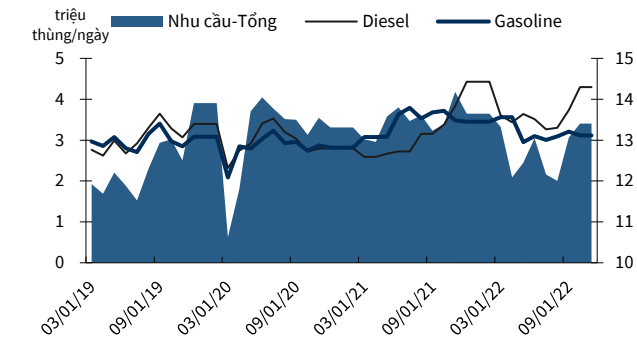
Giá dầu Brent bật tăng mạnh lên mức gần 96 USD/thùng vào thời điểm cuối tháng 9, đánh dấu mức cao nhất trong 1 năm trở lại đây. Dù hiện tại giá dầu đã hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng đây vẫn là một yếu tố rủi ro gây áp lực lên lạm phát Việt Nam. Trong quý cuối năm 2023, giá dầu Brent nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức trên 85 USD/thùng do: (1) OPEC+ tiếp tục can thiệp vào nguồn cung dầu trên toàn thế giới bằng cách cắt giảm 4.96 triệu thùng/ngày đến cuối năm 2023, tương đương gần 5% nhu cầu toàn cầu; (2) Hoạt động khai thác dầu đá phiến ở Mỹ đã chậm lại do các doanh nghiệp đã hạn chế các khoản đầu tư thượng nguồn và sức ép đến từ các cổ đông; (3) Dự báo tiêu thụ dầu toàn cầu tiếp tục tăng trong nửa cuối năm 2023 và năm 2024, động lực chính đến từ việc Trung Quốc gia tăng tiêu thụ ở lĩnh vực sản xuất công nghiệp, du lịch và sản xuất phân bón; và (4) rủi ro xung đột giải Gaza leo thang thành xung đột khu vực, ảnh hưởng đến nguồn cung dầu mỏ từ các quốc gia vùng Vịnh.

Biểu đồ 33. Giá dầu Brent (USD/thùng)



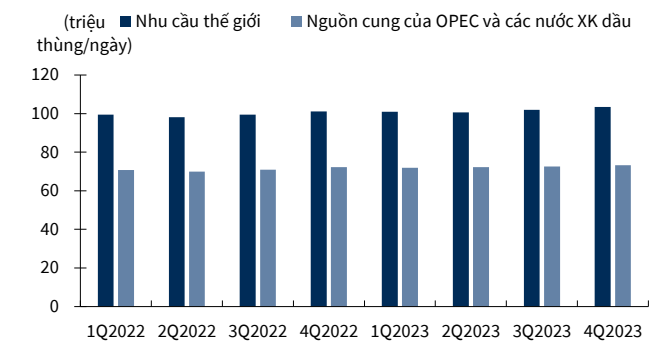
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 34. Trung Quốc - Nhu cầu tiêu thụ dầu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 35. Nhu cầu và sản lượng dầu thế giới



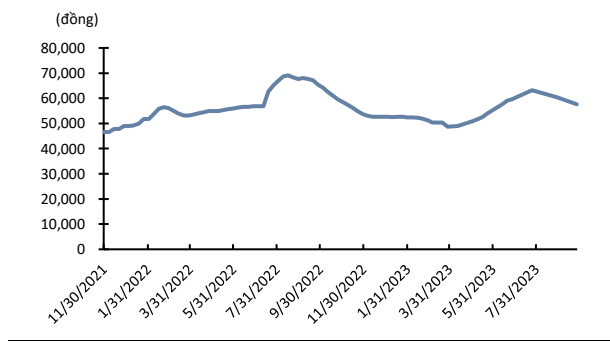
Nguồn: OPEC, KBSV

Nhóm lương thực, thực phẩm: Giá lợn, giá gạo dự báo tăng nhẹ

Giá lợn hơi bình quân tháng 9 đã giảm xuống mức 57,000/kg (-4.8% MoM và -12% YoY) do nguồn cung tăng trong khi nhu cầu tiêu thụ thịt heo ở mức thấp. Dù vậy, chúng tôi dự báo giá lợn từ giờ đến cuối năm sẽ tăng nhẹ lên mức 62,000/kg nhờ nhu cầu ăn uống nhà hàng, quán ăn, khu du lịch sôi động khiến nhu cầu tiêu thụ thịt lợn hồi phục.

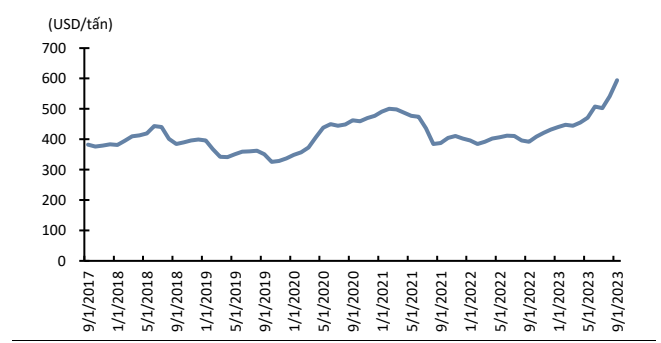
Giá gạo trong nước dự báo cũng sẽ tăng theo giá gạo thế giới trong bối cảnh xảy ra nhiều biến động trong cung cầu thế giới: Ấn Độ vẫn chưa dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo tằm hay bỏ áp thuế 20% xuất khẩu gạo trắng, Philippines bỏ chính sách áp giá trần, Indonesia mở thầu 300,000 tấn gạo, Việt Nam chưa đến vụ thu hoạch chính... Cuối tháng 9, giá gạo tằm 5% xuất khẩu của Việt Nam đã lên mức gần 595 USD/tấn – cao nhất trong 11 năm qua.

Biểu đồ 36. Việt Nam - Giá thịt lợn bình quân tháng



Nguồn: Hiệp hội Chăn nuôi Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 37. Việt Nam - Giá gạo tằm 5%



Nguồn: Bloomberg, KBSV

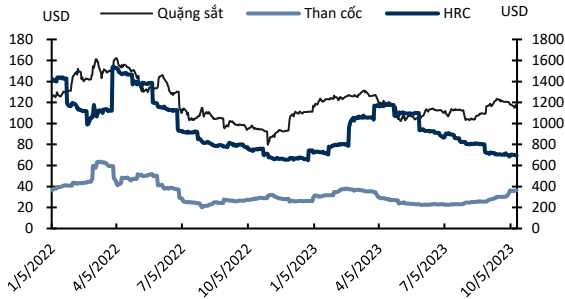
Nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng: Giá VLXD và điện nước tăng nhẹ, giá khí đốt đi ngang

Đầu tư công được triển khai mạnh mẽ trong giai đoạn cuối năm sẽ là động lực chính hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ nguyên vật liệu xây dựng trong nước. Dù vậy, mức độ tăng của giá VLXD sẽ không đáng kể do: (1) Giá nguyên vật liệu đầu vào sản xuất thép và xi măng hạ nhiệt (biểu đồ 37); (2) Doanh số bán hàng ảm đạm từ lĩnh vực Bất động sản dân dụng ảnh hưởng đến tiến độ thực hiện các dự án mới. Do vậy, chúng tôi dự báo giá nguyên vật liệu xây dựng sẽ đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ từ giờ đến cuối năm.

Chúng tôi cho rằng giá khí đốt sẽ đi ngang do giá năng lượng thế giới dự báo sẽ

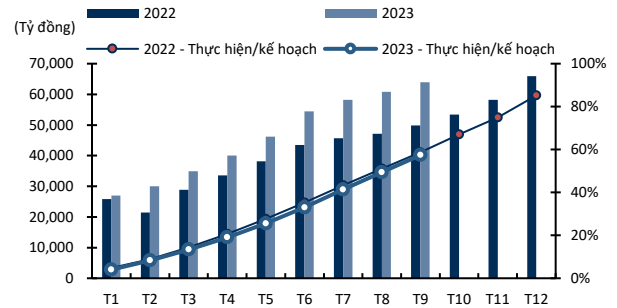
ổn định cho tới cuối năm. Giá điện nước sinh hoạt tăng nhẹ so với năm ngoái sau những đợt tăng giá vừa qua.

Biểu đồ 38. Giá nguyên vật liệu sản xuất thép (USD/tấn)



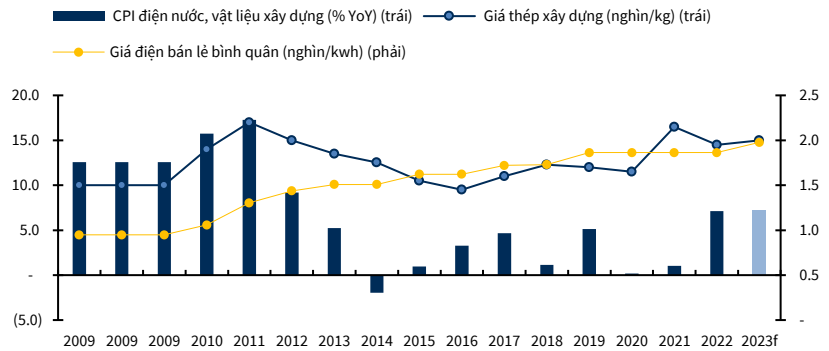
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 39. Việt Nam - Vốn đầu tư công thực hiện



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 40. Việt Nam – Giá điện, giá thép xây dựng & CPI điện nước, vật liệu xây dựng

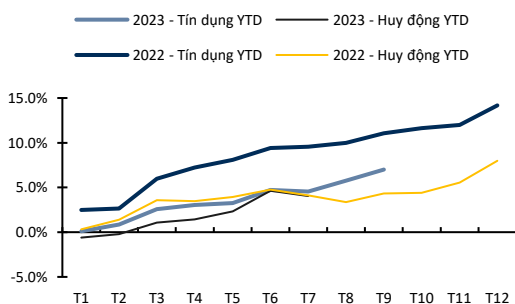


Nguồn: GSO, Fiinpro, KBSV

Áp lực lạm phát từ chính sách tiền tệ chưa đáng lo ngại

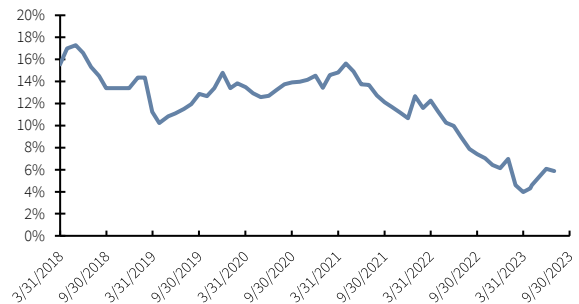
Xét về áp lực lạm phát từ chính sách tiền tệ chúng tôi thấy chưa đáng lo ngại. Tính tới cuối tháng 9, tăng trưởng M2 ước đạt 7.75% YTD – mức khá thấp so với các năm trước, và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế kém hơn khi thị trường bất động sản vẫn đang gặp nhiều khó khăn khiến tăng trưởng tín dụng dù tăng tốc trong 2 tháng trở lại đây nhưng vẫn ở mức thấp so với cùng kỳ năm ngoái (biểu đồ 41).

Biểu đồ 41. Tăng trưởng tín dụng và huy động



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 42. Việt Nam – Tốc độ tăng trưởng M2 (%YoY)

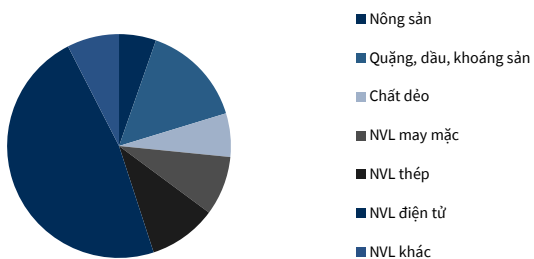


Nguồn: NHNN, KBSV

Giá nguyên vật liệu nhập khẩu dự báo đi ngang

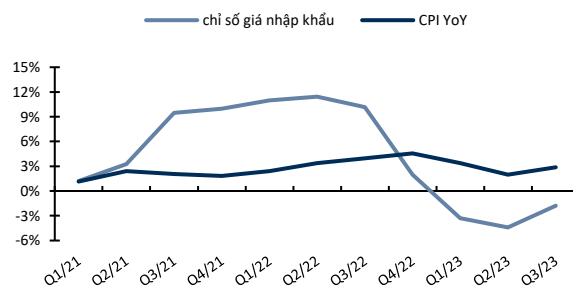
Chỉ số giá nhập khẩu của các nhóm hàng hóa trọng yếu gồm nông sản, thực phẩm, nhiên liệu và nguyên vật liệu chế biến, chế tạo đã tạo đỉnh từ quý 3/2022 và đang trong xu hướng giảm (biểu đồ 46) nhờ việc giá cả hàng hóa thế giới giảm mạnh. Tuy nhiên tốc độ giảm đã chậm lại, trong bối cảnh nhu cầu các tháng cuối năm gia tăng, chúng tôi cho rằng giá nguyên vật liệu nhập khẩu sẽ đi ngang trong thời gian tới.

Biểu đồ 43. Việt Nam – Tỷ trọng các mặt hàng nhập khẩu



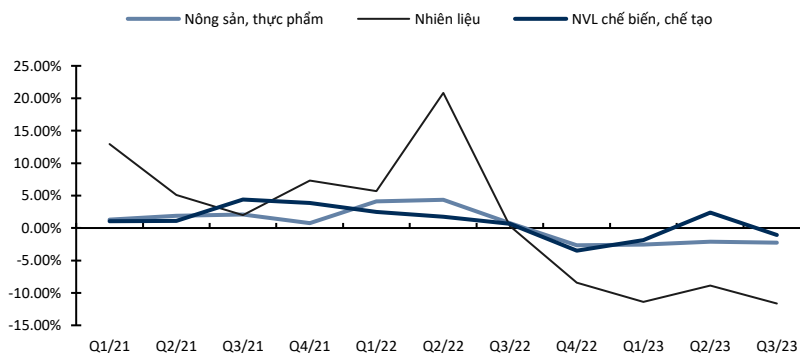
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 44. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu và CPI (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 45. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu của nhóm hàng hóa (%QoQ)



Nguồn: TCTK, KBSV

Bảng 4. Ước tính chỉ số CPI bình quân trong năm 2023

Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2023(%)
1 Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
Lương thực	3.67	6	0.2
Thực phẩm	21.28	3	0.6
Ăn uống ngoài gia đình	8.61	5	0.4
2 Đồ uống và thuốc lá	2.73	3	0.1
3 May mặc, mũ nón, giày dép	5.7	2	0.1
4 Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	18.82	7	1.4
5 Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.74	2	0.2
6 Thuốc và dịch vụ y tế	5.39	1	0.1

7	Giao thông	9.67	-2	-0.2
8	Bưu chính viễn thông	3.14	-1	0.0
9	Giáo dục	6.17	7	0.5
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.55	3	0.1
11	Khác	3.53	5	0.2
Tổng				3.6

Nguồn: KBSV

Lãi suất

Diễn biến lãi suất 9 tháng đầu năm 2023

Diễn biến lãi suất được hỗ trợ bởi chính sách nới lỏng

Trong 9 tháng đầu năm, diễn biến lãi suất trên cả hai thị trường đều giảm mạnh khi NHNN điều hành CSTT theo xu hướng nới lỏng với 4 lần giảm lãi suất điều hành với mức giảm 0.5% - 1.5% (Bảng 5). Đồng thời, NHNN cũng ban hành nhiều thông tư được chúng tôi đánh giá hỗ trợ rất tích cực tới thị trường như thông tư 02, 03 và 06. Động thái của NHNN nhằm mục đích định hướng và tạo điều kiện để các NHTM giảm lãi suất cho vay, góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh kinh tế suy yếu do bối cảnh lãi suất và lạm phát cao trên toàn cầu.

Bảng 5. Các mức giảm lãi suất chính sách

	15/03	03/04	25/05	19/06
Lãi suất tái cấp vốn	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%
Lãi suất tái chiết khấu	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%
Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với TCTD	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%
Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của TCTD đối với lĩnh vực ưu tiên	5.0%	4.5%	4.5%	4.0%
Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của Quỹ tín dụng nhân dân và Tổ chức tài chính vi mô	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng	6.0%	5.5%	5.0%	4.75%

Nguồn: NHNN, KBSV

Thanh khoản hệ thống dồi dào, lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh và duy trì ở vùng thấp

Giai đoạn 6 tháng đầu năm ghi nhận sự điều tiết của NHNN thông qua thị trường mở nhằm mục đích hỗ trợ thanh khoản, đồng thời mua vào hơn 6 tỷ USD ngoại hối giúp thanh khoản hệ thống dần ổn định trở lại.

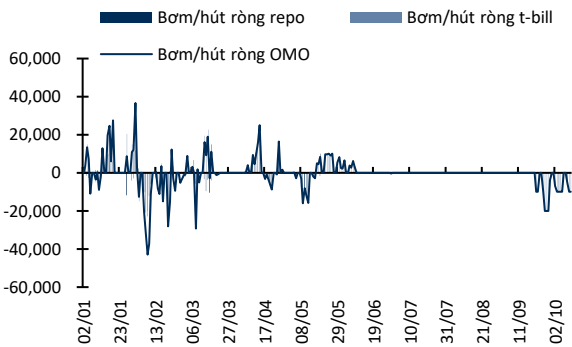
Trong quý 3, thị trường mở hầu như không có giao dịch mặc dù NHNN vẫn chào thầu đều đặn. Tuy nhiên, tỷ giá luôn chịu áp lực từ mức chênh lệch lãi suất USD – VND và NHNN đã phải can thiệp bằng cách phát hành tín phiếu vào cuối tháng 9, nhằm ngăn chặn đà tăng của tỷ giá (Biểu đồ 46). Tính 12/10/2023, NHNN đã hút ròng hơn 145 nghìn tỷ, với kỳ hạn 28 ngày và lãi suất bình quân 0.82%. Khoản tín phiếu đầu tiên sẽ đáo hạn vào 19/10. Với tình hình tỷ giá vẫn duy trì ở vùng cao mặc dù DXY đã hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục hút ròng sau khi khoản bill đầu tiên đáo hạn, với khối lượng và lãi suất tương đương hiện tại. Thanh khoản hệ thống dồi dào làm cho diễn biến lãi suất liên ngân hàng giảm

mạnh ở tất cả các kỳ hạn trong 9 tháng đầu năm, dù có bật tăng nhẹ với động thái phát hành tín phiếu của NHNN, nhưng vẫn duy trì ở mức thấp. Cụ thể, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ON, 2W, 1M và 3M lần lượt đạt 0.66%, 1.4%, 1.75% và 3.64% (-440bps, -514bps, -633bps và -595bps so với đầu năm).

Lãi suất huy động tiếp tục giảm về sát mức lãi suất trước đại dịch Covid 19

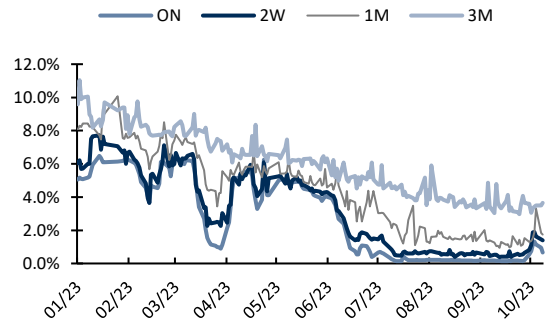
Tại thị trường 1, các ngân hàng vẫn đang tích cực hạ lãi suất theo định hướng của Chính phủ và NHNN. Ở thời điểm báo cáo, lãi suất huy động 12 tháng nhóm NHTMQD (Sobs) là 5.3%; nhóm NHTMCP lớn (ACB, MBB, VPB, TCB) là 5.38%, nhóm NHTM khác là 5.7%. Theo phó Thống đốc NHNN Đào Minh Tú, tính đến thời điểm hiện tại, lãi suất đã giảm như mục tiêu đã đề ra của Chính Phủ khi lãi suất huy động và cho vay lần lượt giảm khoảng 2.5% và 1.5% - 2% so với đầu năm.

Biểu đồ 46. Hoạt động thị trường mở nửa đầu năm 2023



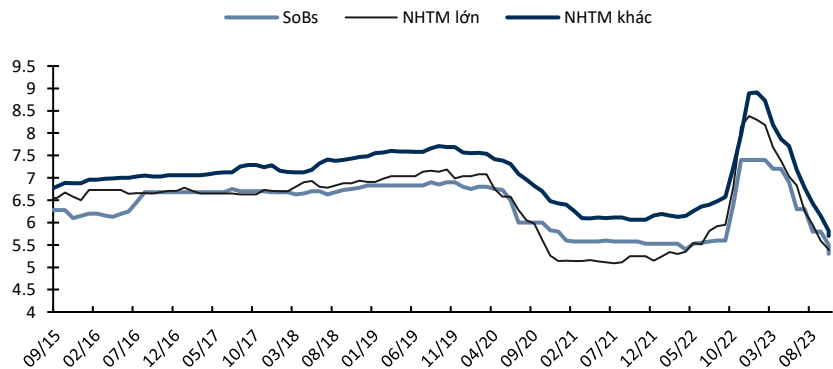
Nguồn: Fiingroup, KBSV

Biểu đồ 47. Lãi suất liên ngân hàng nửa đầu năm 2023



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 48. Lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng các nhóm ngân hàng

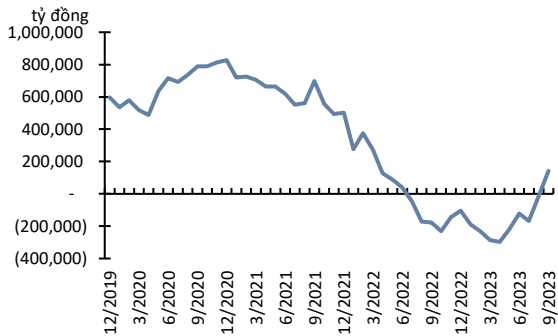


Nguồn: Bloomberg, Fiingroup, KBSV

Tăng trưởng tín dụng mặc dù cách xa mục tiêu nhưng đã có sự cải thiện trong tháng 9

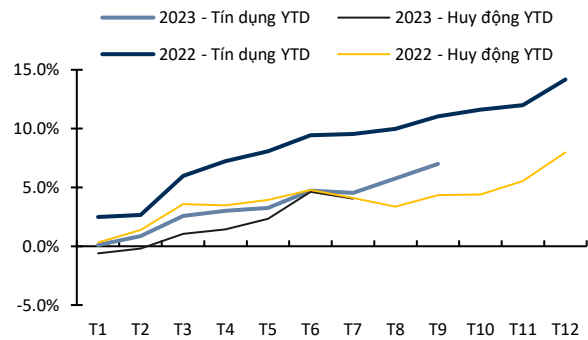
Tăng trưởng tín dụng mặc dù cách xa mục tiêu nhưng đã có sự cải thiện trong tháng 9 khi dư nợ ước tính đạt 12.76 triệu tỷ đồng (+7% YTD), tuy nhiên vẫn còn cách xa mục tiêu 14% - 15% của chính phủ. Bên cạnh đó, tổng huy động ước tính đạt 12.9 triệu tỷ đồng (+5.9% YTD). Chênh lệch huy động và tín dụng đã dương trở lại trong tháng 9, đạt 140 nghìn tỷ đồng phần nào hỗ trợ cho thanh khoản hệ thống trong giai đoạn vừa rồi khi tăng trưởng tín dụng cải thiện và NHNN hút ròng trên thị trường mở (Biểu đồ 49, 50).

Biểu đồ 49. Chênh lệch huy động và tín dụng



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 50. Tăng trưởng tín dụng (YTD)



Nguồn: SBV, KBSV

Dự báo lãi suất quý cuối năm 2023

Mặt bằng lãi suất huy động đi ngang trong khi lãi suất cho vay được dự báo tiếp tục giảm 0.25% trong 4Q2023

Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ đi ngang từ nay đến cuối năm, với mức lãi suất huy động bình quân 12 tháng của các ngân hàng quanh mức 5.45% (giảm -2.8% so với đầu năm). Lãi suất cho vay đã giảm nhanh hơn trong giai đoạn 3Q2023 do các nguồn huy động chi phí cao đáo hạn, tuy nhiên tình trạng nợ xấu tăng nhẹ trong 3Q2023, việc NHNN giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 34% xuống 30%, và áp lực từ lạm phát và tỷ giá gây cản trở đà giảm có thể tiếp tục xa hơn. KBSV dự báo lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm 0.25% trong 4Q2023, giảm 1.75%-2.25% so với đầu năm.

Các yếu tố tác động tới xu hướng lãi suất

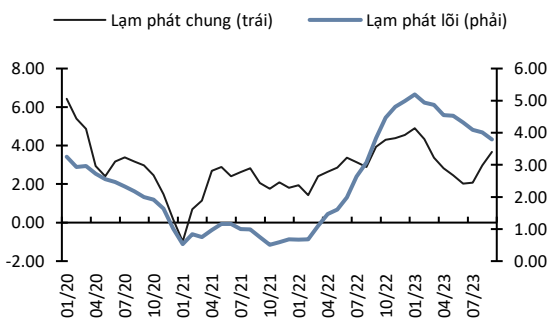
i) Các yếu tố hỗ trợ đà giảm lãi suất:

- **Các chính sách nới lỏng có độ trễ tiếp tục là động lực lớn nhất cho đà giảm của lãi suất.** Do các khoản huy động của hệ thống ngân hàng phần lớn từ tiền gửi khách hàng (chiếm tỷ trọng khoảng 70%-80%) có kỳ hạn chủ yếu từ 6 -12 tháng khiến cho chi phí vốn nửa đầu năm của ngân hàng vẫn ở mức cao. Vì vậy, khi các khoản tiền gửi này đáo hạn sẽ làm giảm COF của hệ thống, qua đó tạo điều kiện để giảm lãi suất cho vay.
- **Tăng trưởng tín dụng đã có cải thiện gần đây nhưng vẫn ở mức thấp so với mục tiêu 14% -15%.** Dư địa cho vay còn lớn khi LDR toàn hệ thống đạt 76.7% tính đến tháng 8, trong khi tăng trưởng tín dụng còn cách xa chỉ tiêu được giao sẽ là động lực cho việc giảm lãi suất cho vay.
- **Thông tư 06/2023 cho phép khách hàng vay để đảo nợ.** Thông tư 06 được thi hành từ 01/09 đã thúc đẩy các ngân hàng triển khai các chương trình ưu đãi nhằm đạt chỉ tiêu tín dụng đã được giao, từ đó làm giảm lãi suất cho vay. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động của thông tư 06 sẽ cần thời gian để minh chứng vì câu chuyện cho vay để đảo nợ được đánh giá là không dễ dàng và nhiều thủ tục đi kèm khoản phí phạt trả nợ trước hạn lớn.

ii) Các yếu tố cản trở đà giảm lãi suất:

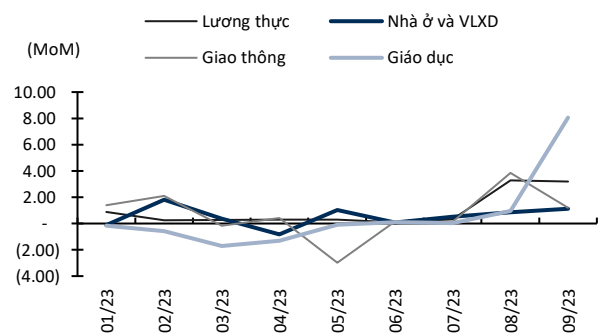
- **Áp lực lạm phát.** CPI và Core CPI tháng 9 lần lượt tăng 1.08% và 0.26% MoM, bình quân 9 tháng lần lượt tăng 3.16% và 4.49% (Biểu đồ 51, 52). Mặc dù dường như mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 4.5% có thể đạt được một cách thuận lợi, nhưng việc tốc độ tăng ngày một nhanh trong các tháng gần đây đang nhắc nhở các nhà điều hành không được chủ quan với lạm phát. Thống đốc Nguyễn Thị Hồng nhận định: “Nếu xu hướng lạm phát bùng lên, thì chính sách tiền tệ có nhiệm vụ phòng ngừa, chuẩn bị xu hướng thắt chặt”
- **Áp lực tỷ giá** trong giai đoạn cuối năm vẫn lớn do (1) chênh lệch lãi suất USD và VND vẫn duy trì ở mức cao; (2) xu hướng mạnh lên của đồng USD vẫn tiếp tục duy trì và (3) nền kinh tế phục hồi kéo theo nhu cầu nhập khẩu tăng.
- **Áp lực thanh khoản.** Trong kịch bản tỷ giá không sớm hạ nhiệt, việc NHNN duy trì hút tín phiếu với khối lượng tăng dần, có thể kết hợp với các động thái bán forward/spot dự trữ ngoại hối, sẽ khiến thanh khoản hệ thống ngân hàng bớt dồi dào và lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại. Điều này sẽ khiến gia tăng chi phí huy động vốn ở thị trường 2, đặc biệt với các ngân hàng vừa và nhỏ có trạng thái thanh khoản không quá dồi dào. Điều này khiến các ngân hàng vừa và nhỏ khó giảm lãi suất và trong kịch bản tiêu cực có thể khiến lãi suất huy động ở các ngân hàng này tăng nhẹ trở lại.
- Tuy nhiên, đối với kịch bản cơ sở, chúng tôi **không** cho rằng trạng thái thanh khoản hệ thống các tháng cuối năm sẽ căng thẳng mặc dù lãi suất liên ngân hàng sẽ chỉ tăng nhẹ, khi mà :1) đầu tư công đang được đẩy nhanh giúp khoản tiền kho bạc gửi tại NHNN được giải phóng và chảy vào kênh huy động; 2) tỷ giá sẽ **không** quá áp lực khiến NHNN phải bán ra dự trữ ngoại hối, dù việc hút tín phiếu sẽ được duy trì cho đến khi tỷ giá hạ nhiệt rõ nét.

Biểu đồ 51. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 52. Các nhóm ngành tác động chính tới CPI tháng 9



Nguồn: TCTK, KBSV

Tỷ giá

Diễn biến tỷ giá VND/USD 9 tháng đầu năm 2023

Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng ổn định quanh mức 23,550

Tỷ giá trong hơn 6 tháng đầu năm hạ nhiệt bởi sự suy yếu của chỉ số DXY và nguồn cung ngoại tệ dồi dào đến từ xuất siêu, FDI và kiều hối. Tuy nhiên, khi DXY bắt đầu tăng trở lại từ tháng 7, kết hợp với mức chênh lệch lãi suất lớn giữa USD-VND do chính sách nới lỏng từ NHNN đã khiến tỷ giá quay trở lại đà tăng. Tính đến thời điểm hiện tại, tỷ giá liên ngân hàng đang giao động ở mức 24,450, tăng 3.4% so với thời điểm đầu năm. NHNN vẫn chưa có điều chỉnh gì đáng kể về tỷ giá chào bán, duy trì ở vùng 25,200 VND. Tuy vậy, NHNN đã phải điều chỉnh tăng tỷ giá trung tâm lên 1.9% so với đầu năm, đạt 24,065 thể hiện quan điểm về việc chấp nhận để mặt bằng tỷ giá mới cao hơn để hỗ trợ nền kinh tế.

Tỷ giá chợ đen bật tăng khi chênh lệch giá vàng trong nước nổi rộng

Trong 9 tháng đầu năm, tỷ giá thị trường chợ đen diễn biến tương đồng với tỷ giá liên ngân hàng, với mức chênh lệch giảm đáng kể khi chênh lệch giá vàng trong nước – quốc tế thu hẹp xuống quanh 10 triệu đồng/ lượng khiến nhu cầu nhập lậu vàng giảm. Tuy nhiên, biến động giá vàng trong nước và quốc tế ngược chiều nhau trong giai đoạn gần đây đã đẩy chênh lệch giá vàng SJC trong nước và thế giới lên gần 15 triệu đồng/ lượng; kích thích nhu cầu arbitrage khiến tỷ giá chợ đen tăng vọt. Tính đến thời điểm hiện tại, tỷ giá chợ đen đạt 24,730, tăng 4% so với đầu năm.

NEER và REER tăng nhẹ do sự suy yếu của nhiều đồng tiền trong rổ ngoại tệ

Mặc dù mất giá hơn 3% so với USD, nhưng chỉ số NEER và REER lại tăng nhẹ, lần lượt đạt 103.4 và 110.1, tăng 1.5% và 1.35% so với đầu năm (tương đồng với việc VND tăng giá trị so với rổ tiền tệ các đối tác thương mại). NEER tăng chủ yếu do CNY giảm giá so với nền cùng kỳ 2022 (-7% YoY), và REER tăng ít hơn phản ánh lạm phát của Việt Nam đã cao hơn so với các đối tác thương mại chính, do Việt Nam có độ trễ về lạm phát khoảng 2 quý.

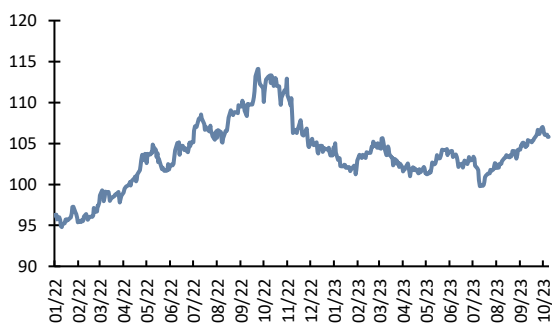
Lạm phát của Việt Nam tăng nhanh trong giai đoạn gần đây, mặc dù vẫn nằm trong mục tiêu Chính phủ đề ra, được đánh giá vẫn sẽ gây tác động tiêu cực lên lợi thế cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam khi các quốc gia trong rổ ngoại tệ có lạm phát thấp hơn và xu hướng giảm dần.

Biểu đồ 53. Tỷ giá VND/USD



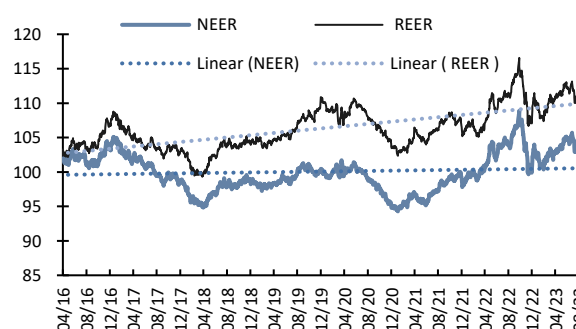
Nguồn: Bloomberg, Finngroup, KBSV

Biểu đồ 54. US Dollar Index



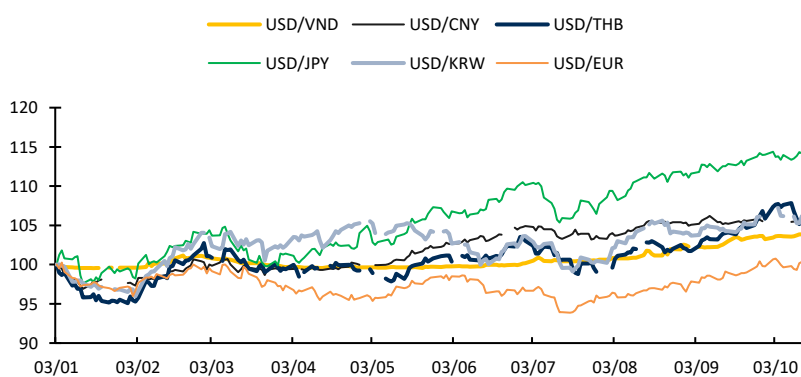
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 55. NEER và REER (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 56. Mức độ biến động của các nước trong rổ tiền tệ với USD từ đầu năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo tỷ giá quý cuối năm 2023

Tỷ giá USD/VND dự báo tăng 3.5% Ytd trong năm 2023

Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 3.5% trong năm nay, lên quanh mức 24,460 (với tỷ giá liên ngân hàng). Với việc DXY và US bond yield được dự báo tiếp tục xu hướng tăng, nhiều khả năng NHNN sẽ tiếp tục duy trì phát hành tín phiếu để hút ròng với khối lượng tối đa khoảng 250,000 nghìn tỷ và sẽ có những biện pháp mạnh tay hơn nếu tỷ giá vượt qua ngưỡng 25,000.

Các yếu tố tác động tới đà tăng của tỷ giá

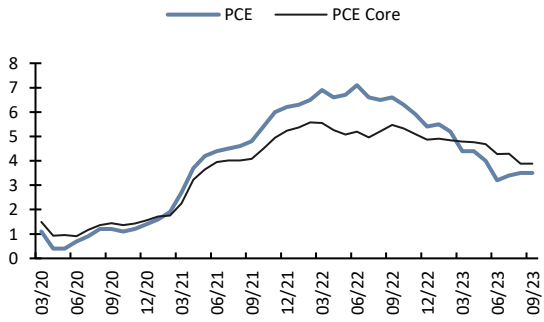
Tỷ giá được dự báo sẽ tiếp tục chịu nhiều áp lực trong các tháng cuối năm do:

- DXY và US bond yield tiếp tục xu hướng tăng. Dữ liệu về kinh tế Mỹ trong 3Q2023 tiếp tục cho thấy kinh tế Mỹ vẫn rất khỏe mạnh với mặt bằng lãi suất cao. Cụ thể, số liệu tháng 9 cho thấy PMI dịch vụ tiếp tục duy trì trên 50 điểm, hơn 336 nghìn việc làm phi nông nghiệp được tạo ra (cao hơn nhiều kỳ vọng của thị trường). CPI tháng 9 tăng quay trở lại do chi phí năng lượng tăng 1.5% MoM và chi phí thuê phòng, đặt phòng tăng 4.2% MoM trong khi core CPI giảm về 4.1% YoY như kỳ vọng của thị trường. Điều này báo hiệu tới thị trường về khả năng dừng tăng lãi suất trong cuộc họp tháng 11 tới đây của FED, nhưng đồng thời giữ lãi suất ở mức cao trong thời gian dài hơn trong cuộc chiến chống lạm phát. Bên cạnh đó, lợi suất trái phiếu 10 năm của Mỹ tăng cao nhất 15 năm qua do nhu cầu phát hành trái phiếu để bù đắp thâm hụt ngân sách của Mỹ cũng gây áp lực tới tỷ giá.
- Diễn biến trái chiều về mặt chính sách của FED và NHNN được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trong các tháng cuối năm. Diễn biến này khiến chênh lệch lãi suất USD và VND được nới rộng với lãi suất USD cao hơn đáng kể, kích hoạt các hoạt động giao dịch carry trade (giới đầu tư sử dụng đồng tiền lãi suất thấp để mua đồng tiền lãi suất cao), qua đó khiến nhu cầu mua và nắm giữ USD gia tăng và gây áp lực lên tỷ giá.
- Nhu cầu xuất nhập khẩu giai đoạn cuối năm tăng cao. Do hoạt động nhập khẩu cần thanh toán USD ngay trong khi lượng USD chảy về từ hoạt động xuất khẩu thường có độ trễ do quá trình sản xuất, gia công và chính sách bán hàng khiến cho lượng thiếu hụt trong ngắn hạn có thể tăng lên trong giai đoạn cuối năm, khi tình hình xuất nhập khẩu khởi sắc. Vì vậy dù xuất siêu lớn, sự thiếu hụt trong ngắn hạn do nhu cầu nhập khẩu tăng cao và các doanh nghiệp xuất khẩu chậm thu tiền có thể làm gia tăng áp lực trong ngắn hạn, từ đó tác động tới tỷ giá.

Ở chiều ngược lại, nguồn cung ngoại tệ dồi dào tiếp tục hỗ trợ tỷ giá không tăng mạnh

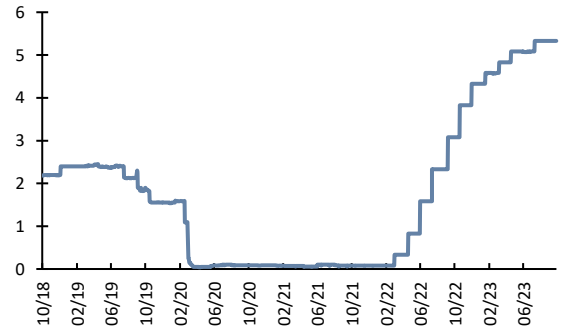
Dù vậy, xét trong 9 tháng đầu năm, bất chấp chính sách tiền tệ nới lỏng, VND vẫn là 1 trong những đồng tiền duy trì sức mạnh tốt nhất trong khu vực do nguồn cung ngoại tệ dồi dào. Chúng tôi cho rằng những lợi thế này vẫn được duy trì trong 3 tháng cuối năm, hỗ trợ tỷ giá bên cạnh sự can thiệp của NHNN. Nguồn cung ngoại tệ sẽ tiếp tục đến từ xuất siêu, FDI và kiều hối.

Biểu đồ 57. PCE & PCE Core



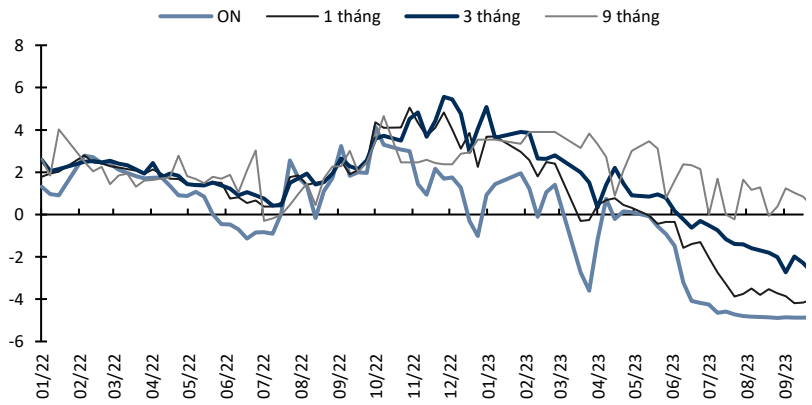
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 58. FED FUND RATE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 59. Chênh lệch lãi suất VND-USD các kỳ hạn



Nguồn: SBV, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, 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:	Năm 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.

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennnd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@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

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@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