

Triển vọng kinh tế vĩ mô 2H2020

Việt Nam đã chứng kiến mức tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ ở mức thấp nhất trong lịch sử thống kê. Dù vậy, mức tăng trưởng dương trong quý II/2020 vẫn được đánh giá tích cực trong bối cảnh bao gồm tháng 4 cách ly toàn xã hội và Covid-19 ảnh hưởng mạnh tới hầu hết các lĩnh vực của nền kinh tế. Thành quả trên đến từ những nỗ lực chống dịch của Chính phủ, cũng những chính sách mở rộng tiền tệ và tài khóa phù hợp, giúp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nhưng vẫn kiểm soát tốt lạm phát và duy trì tỷ giá ổn định.

Một số dự báo của KBSV về kinh tế Việt Nam trong 6 tháng cuối năm như sau:

- 1) Tăng trưởng GDP năm 2020 ở mức 3.0%, với sự hồi phục của nhu cầu tiêu dùng nội địa và giải ngân đầu tư công. Hoạt động sản xuất cũng được kỳ vọng đã chạm đáy vào tháng 4 và tháng 5 và hiện đang trên đà phục hồi;
- 2) CPI bình quân ở mức 4.0% cho cả năm 2020, nằm trong mục tiêu lạm phát mà Chính phủ đề ra;
- 3) Chính sách tiền tệ duy trì trạng thái nới lỏng có kiểm soát, với cung tiền và tín dụng lần lượt là 12% và 10%, để giữ tỷ giá USD / VND ổn định ở mức 23,500 đồng vào cuối năm và giữ mức giảm giá nhẹ ở 1.5% so với đầu năm.

Mục lục	I. Tóm tắt tổng quan	3
	II. Tăng trưởng GDP	4
	III. Lạm phát	9
	IV. Chính sách tiền tệ	11
	V. Tỷ giá hối đoái	14

Triển vọng Kinh tế Việt Nam 2H 2020

Kinh tế Việt Nam đã cho thấy những tín hiệu phục hồi kể từ khi thực hiện cách ly toàn xã hội trong tháng 4 do dịch Covid-19. Với các chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ và NHNN, cùng với thành quả của việc đã sớm ngăn chặn được dịch bệnh và nền kinh tế chỉ chịu lệnh cách ly trong thời gian ngắn, chúng tôi tin rằng các tín hiệu phục hồi sẽ rõ nét hơn trong nửa sau của năm 2020. Trong đó, có 3 động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế là sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng trong nước, đẩy mạnh đầu tư công của Chính phủ và thu hút vốn đầu tư nước ngoài FDI.

Mặc dù việc khôi phục tăng trưởng nền kinh tế là ưu tiên hàng đầu, tuy nhiên sự ổn định vĩ mô cũng được Chính phủ coi trọng, thông qua những chính sách điều hành linh hoạt nhằm ổn định tỷ giá và lạm phát. Kết hợp với 1 số yếu tố thuận lợi khác quan bên ngoài, chúng tôi nhận định tỷ giá và lạm phát sẽ tiếp tục biến động trong tầm kiểm soát và không vượt ra ngoài mức mục tiêu Chính phủ đề ra ngay từ đầu năm.

Bảng . Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2020

	Đơn vị	1H2020	KBSV dự báo	
			Cũ	Mới
Tăng trưởng GDP	% YoY	1.81	4.50	3.00
Lạm phát bình quân	% YoY	4.19	3.50	4.00
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	2.45*	13.00	10.00
Tăng trưởng M2	% YTD	4.59*	13.00	12.00
Lãi suất tái cấp vốn	%/năm	4.50	4.50	4.50
Tỷ giá	VND	23,196	23,750	23,500

Nguồn: KBSV

*Tính đến ngày 19/6/2020

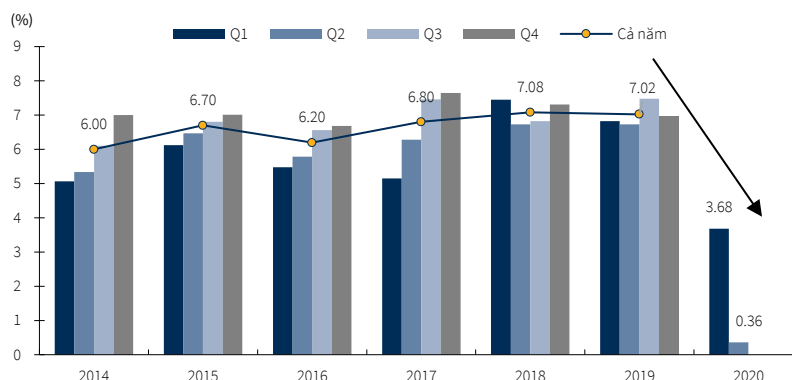
TĂNG TRƯỞNG GDP

❖ Diễn biến tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2020

Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm xuống mức thấp nhất trong vòng 30 năm qua do tác động của dịch Covid-19

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), **GDP trong 6 tháng đầu năm ước tính tăng 1.81% YoY, mức tăng trưởng thấp nhất trong lịch sử thống kê.** Tính riêng theo Quý, tăng trưởng GDP Quý 1 và Quý 2 lần lượt chỉ đạt 3.68% và 0.36% YoY, thấp hơn nhiều so với mức 6.7 - 6.8% cùng kỳ năm 2019 (Biểu đồ 1). Tuy nhiên, việc Việt Nam vẫn duy trì được mức tăng trưởng dương trong Quý 2 là tương đối tích cực nhờ sự hồi phục nhanh chóng của nông nghiệp, hoạt động sản xuất và bán lẻ trong tháng 6.

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



Nguồn: TCTK, KBSV

Tăng trưởng GDP trong Quý 2 của Việt Nam chịu tác động mạnh từ dịch Covid-19, trên hầu hết các lĩnh vực

Xét theo phía cầu, Covid-19 đã ảnh hưởng mạnh tới cả tiêu dùng và đầu tư – đặc biệt là đầu tư từ khối tư nhân và FDI trong 6 tháng đầu năm. Trong đó:

Tăng trưởng tiêu dùng giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm do nhu cầu nội địa bị ảnh hưởng bởi lệnh cách ly xã hội

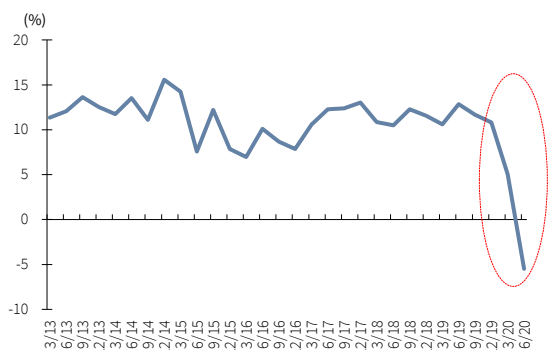
- Tiêu dùng trong 6 tháng đầu 2020 chỉ tăng 0.69% so với cùng kỳ và thấp hơn nhiều so với mức tăng trung bình 7.4% của giai đoạn 2015 - 2019. Đáng chú ý, lệnh cách ly xã hội trong tháng 4 và cấm bay quốc tế khiến tiêu dùng trong Quý 2 chỉ tăng 0.04% YoY, tương đồng với mức giảm tới 4.6% của doanh thu bán lẻ và dịch vụ (Biểu đồ 2).

Vốn đầu tư toàn xã hội có mức tăng trưởng thấp nhất trong vòng 10 năm qua dù có lực đỡ từ khu vực nhà nước

- Vốn đầu tư toàn xã hội trong 6 tháng đầu năm có mức tăng trưởng thấp nhất trong vòng 10 năm nay do mức sụt giảm nghiêm trọng từ đầu tư của khối doanh nghiệp tư nhân và FDI dù có lực đỡ từ khu vực nhà nước (Biểu đồ 3). Tốc độ tăng vốn thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước (NSNN) trong 6 tháng đầu đạt mức cao nhất trong giai đoạn 2016-2020 và là tín hiệu tích cực phản ánh kết quả việc quyết tâm thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công. Trong khi đó, vốn đầu tư từ khu vực FDI lần đầu tiên chứng kiến sự

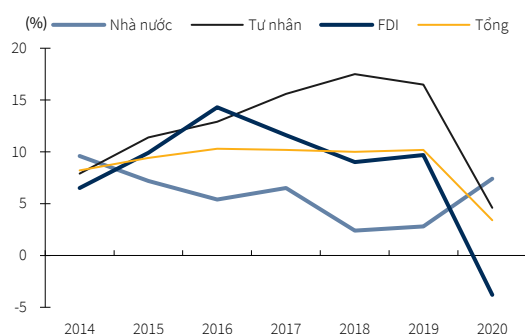
giảm tốc (-3.8%) trong khi vốn đầu tư từ khu vực tư nhân cũng sụt giảm mạnh (giảm xuống 4.6%, từ mức 16.5% trong năm 2019).

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



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng vốn đầu tư xã hội 6 tháng đầu năm (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét theo phía cung, khu vực dịch vụ chịu tác động mạnh mẽ bởi Covid-19, trong khi khu vực công nghiệp và xây dựng vẫn là điểm sáng. Cụ thể:

Dịch vụ là khu vực chịu tác động nặng nề nhất bởi dịch Covid-19

- Khu vực dịch vụ tăng nhẹ 0.6% trong 6 tháng đầu năm (tính riêng quý 2, khu vực này giảm 1.8% so với cùng kỳ dưới ảnh hưởng của lệnh cách ly xã hội và hạn chế biên giới). Lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong 6 tháng đầu năm giảm tới 55.8% so với cùng kỳ, trong đó Quý 2 giảm 98.6% tác động mạnh tới tăng trưởng ngành lưu trú và ăn uống (-20.7%), vận tải, kho bãi (-3%).

Cơ cấu GDP Quý 2 có sự thay đổi đáng kể ở khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản

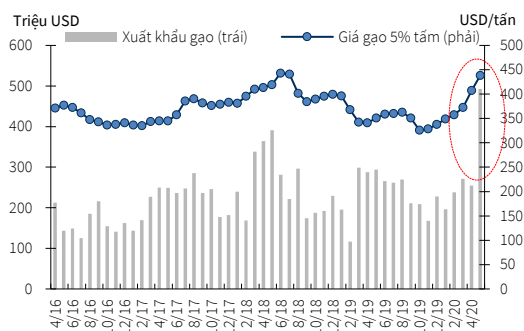
- Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 1.2% trong 6 tháng đầu năm (tính riêng quý 2 tăng 1.7%). Điểm đáng lưu ý là cơ cấu GDP Quý 2 có sự thay đổi đáng kể với tỷ trọng ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng mạnh từ mức 10.1% GDP trong Quý 1 lên 17.7% GDP trong Quý 2; đi kèm với đó là mức tăng của ngành nông nghiệp lên 1.7% YoY trong quý 2, so với mức giảm 1.2% trong Quý 1. Mặc dù sản lượng thu hoạch lúa Đông Xuân có giảm so với cùng kỳ (giảm 3.2%), nhu cầu tích trữ lương thực tăng cao giúp cho giá gạo và kim ngạch xuất khẩu lúa gạo tăng mạnh (giá gạo xuất khẩu 5% Tầm ở mức cao nhất trong vòng 8 năm qua và kim ngạch xuất khẩu gạo Quý 2 đạt 1.03 tỷ USD, tăng 22% YoY) và là yếu tố hỗ trợ chủ yếu cho ngành nông nghiệp trong Quý 2.

Ngành công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục duy trì là động lực cho tăng trưởng GDP

- Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 3.0% trong 6 tháng đầu năm (riêng quý 2 tăng 1.4%). Trong đó, ngành chế biến chế tạo, với tăng trưởng trong quý 1 và quý 2 lần lượt là 7.1% và 3.2%, là động lực chính trong tăng trưởng ở khu vực này, cũng như GDP Việt Nam nửa đầu năm (đóng góp 1.1 điểm phần trăm). Cụ thể, trong nửa đầu năm, ngành sản xuất điện tử vẫn duy trì là động lực cho ngành chế biến chế tạo với sự chuyển dịch sang xuất khẩu nhóm hàng điện tử, máy tính và linh kiện (+24.2%) thay vì phụ thuộc vào xuất khẩu điện thoại như trước đây. Ngoài ra, giải ngân vốn đầu tư công vào lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng được thúc đẩy giúp cho sản

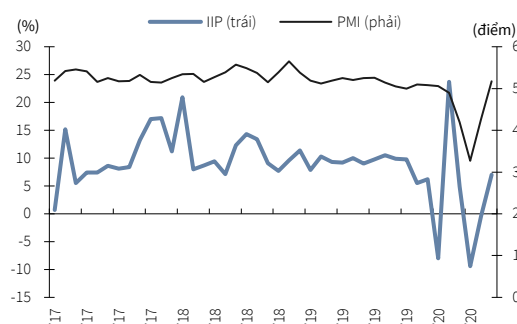
lượng nguyên liệu đầu vào cho ngành xây dựng tăng như xi măng (+4%); thép thanh, thép góc (+12.8% YoY).

Biểu đồ 4. Giá gạo 5% tằm xuất khẩu và xuất khẩu gạo (triệu USD, USD/tấn)



Nguồn: TCHQ, World Bank, KBSV

Biểu đồ 5. Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP và PMI (% YoY, điểm)



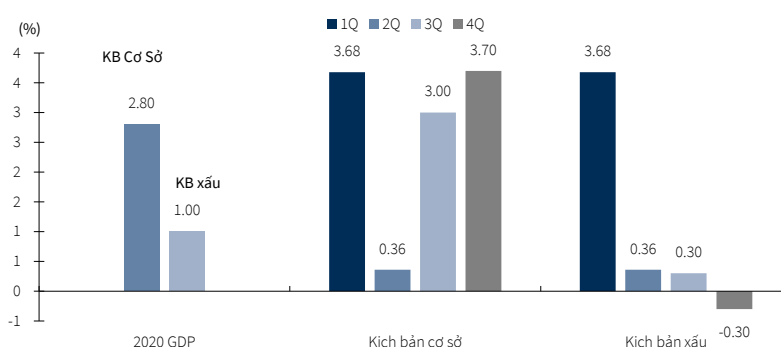
Nguồn: TCTK, IHS Markit, KBSV

❖ Dự báo tăng trưởng GDP 2020

Tăng trưởng GDP năm 2020 ước tính đạt 3.0%

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng GDP xuống còn khoảng 3.0% từ mức 4.5% trước đó, do tác động nghiêm trọng hơn ước tính của dịch Covid-19 tới Việt Nam và các đối tác thương mại và làm chậm lại mức độ hồi phục của nền kinh tế. Ba động lực tăng trưởng chính của Việt Nam trong nửa cuối năm 2020 bao gồm sự hồi phục của tiêu dùng nội địa, thu hút vốn đầu tư FDI và Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công:

Biểu đồ 6. Ước tính tăng trưởng GDP trong 6 tháng cuối năm (% YoY)



Nguồn: KBSV

Nhu cầu tiêu dùng trong nước được kỳ vọng là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng 6 tháng cuối năm

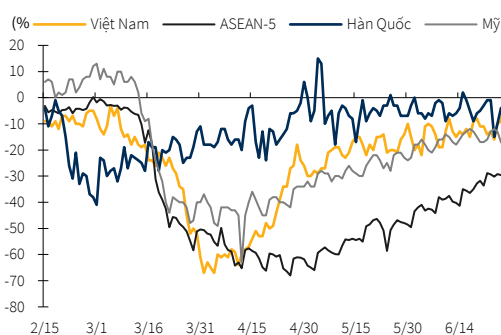
- Việc Việt Nam kiểm soát hoàn toàn được dịch bệnh trong thời gian vừa qua và là một trong những nước đầu tiên dỡ bỏ lệnh cách ly là yếu tố then chốt giúp nhu cầu tiêu dùng nội địa hồi phục trở lại. Theo khảo sát từ Google, hầu hết các nhu cầu tiêu dùng, giải trí, du lịch đã hồi phục lại như giai đoạn trước dịch ở Việt Nam (Biểu đồ 7). Thêm vào đó, chỉ số niềm tin người tiêu dùng trong quý 1 năm 2020 vẫn duy trì ở mức cao, đạt 126 điểm, tăng 1 điểm so với quý cuối năm 2019 và chỉ số PMI ngành sản xuất cũng đã tăng

trở lại từ tháng 5, nhờ khối sản xuất hàng hóa tiêu dùng. Đây là những nhân tố giúp chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi nhanh chóng của sức mua nội địa trong thời gian tới.

Thu hút vốn đầu tư FDI sẽ khởi sắc trong 6 tháng cuối năm 2020 nhờ EVFTA và hoạt động sản xuất hồi phục

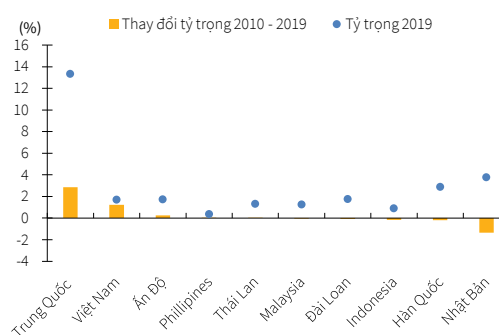
- Thu hút vốn đầu tư FDI vào Việt Nam được kỳ vọng sẽ có nhiều khởi sắc mặc dù phải đối mặt với nhiều cạnh tranh từ các quốc gia ASEAN và Ấn Độ. EVFTA sẽ có hiệu lực vào đầu tháng 8 giúp Việt Nam có lợi thế tự do thương mại đối với EU, cùng với việc kiểm soát tốt dịch bệnh giúp hoạt động sản xuất hồi phục trở lại sẽ là yếu tố tạo sự khác biệt giữa Việt Nam và các nước trong khu vực. Ngoài ra, Việt Nam đang ngày càng chiếm tỷ trọng trong xuất khẩu toàn cầu (Biểu đồ 8) càng củng cố vị thế Việt Nam với tư cách là trung tâm sản xuất hàng đầu Đông Nam Á và do vậy kỳ vọng sẽ thu hút một lượng lớn dòng vốn FDI chuyển dịch từ Trung Quốc.

Biểu đồ 7. Biến động di chuyển với mục đích mua sắm và giải trí (%)



Nguồn: Google Mobility, KBSV

Biểu đồ 8. Thay đổi trong tỷ trọng xuất khẩu của thế giới giai đoạn 2010 – 2019 (%)

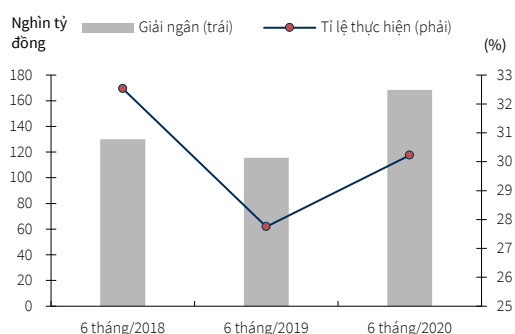


Nguồn: ITC, KBSV

Đầu tư công, đặc biệt là dự án xây dựng đường cao tốc Bắc – Nam sẽ là điểm nhấn trong nửa cuối năm 2020

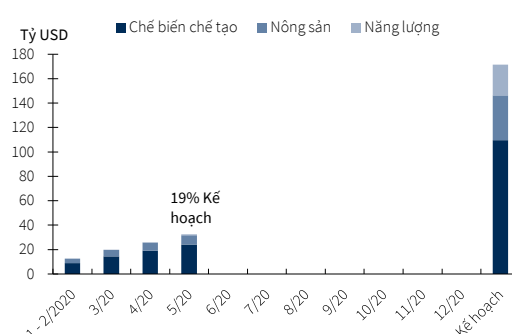
- Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công sẽ được thúc đẩy trong 2H2020. Mặc dù giải ngân vốn đầu tư công trong 6 tháng đầu năm chưa đạt như kỳ vọng, với ước tính chỉ đạt 28.94% kế hoạch, nhưng xét theo giá trị tuyệt đối đây vẫn là mức cao nhất trong 3 năm trở lại đây (Biểu đồ 9). Trong nửa sau của năm 2020, chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công sẽ được đẩy nhanh nhờ những động thái chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ trong thời gian gần đây, đặc biệt là dự án cao tốc Bắc – Nam. Với việc chuyển đổi hình thức đầu tư của 6/11 dự án thành phần của Cao tốc Bắc Nam từ PPP sang đầu tư công, mục tiêu của Chính phủ muốn đưa các dự án trên khởi công ngay trong quý 3/2020, thay vì 2021 hoặc 2022 như kế hoạch. Nhìn chung, đây sẽ là động lực quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng GDP năm nay, khi mà theo tính toán từ Bộ Kế hoạch và đầu tư, nếu giải ngân vốn đầu tư công tăng thêm 1% sẽ giúp GDP tăng thêm 0.06 điểm phần trăm. Như vậy, nếu giải ngân vốn đầu tư công đạt mức 100% kế hoạch đề ra trong năm nay, tương đương với số vốn gần 700 nghìn tỷ đồng, GDP sẽ tăng 0.42 điểm phần trăm.

Biểu đồ 9. Giải ngân vốn đầu tư công 6 tháng đầu năm 2018-2020 (Nghìn tỷ đồng, %)



Nguồn: Bộ Tài Chính, KBSV

Biểu đồ 10. Tiến độ nhập khẩu hàng hóa Mỹ của Trung Quốc (tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ở chiều ngược lại, chúng tôi đánh giá rủi ro dịch Covid-19 diễn biến phức tạp và căng thẳng thương mại Mỹ - Trung là 2 yếu tố chính tác động đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam nửa cuối năm:

Nhu cầu từ các đối tác thương mại suy yếu và đóng cửa các đường bay quốc tế là 2 yếu tố tác động tiêu cực với ngành sản xuất và dịch vụ trong 6 tháng cuối năm

- Covid-19 đã tấn công mạnh vào ngành sản xuất của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm khi vào Quý 1, nguồn cung bị ảnh hưởng do Trung Quốc rơi vào tình trạng đóng cửa và sang Quý 2 nhu cầu đối với hàng Việt giảm mạnh khi các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, EU bị đình trệ. Mặc dù ngành sản xuất đã hồi phục phần nào trong tháng 6, tuy nhiên nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính vẫn tiếp tục suy yếu do diễn biến khó lường của dịch bệnh khiến đầu ra bị thu hẹp và đây sẽ là một trong những yếu tố chính ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng GDP 6 tháng cuối năm. Bên cạnh đó, việc tiếp tục đóng cửa các đường bay quốc tế dự kiến đến tháng 9 sẽ khiến cho doanh thu du lịch từ khách nước ngoài - yếu tố đóng góp tới 13% GDP trong năm 2019 tiếp tục giảm mạnh.

Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung là yếu tố khó lường cho tăng trưởng

- Trung Quốc đã cho thấy những nỗ lực nhất định thời gian gần đây để hạn chế căng thẳng với Mỹ như tăng cường thu mua nông sản, mở cửa thị trường tài chính với sự tham gia của Mastercard. Dù vậy, do tác động của Covid-19, lượng hàng hóa Trung Quốc nhập khẩu từ Mỹ vẫn đang cách xa mức cam kết theo thỏa thuận Phase 1 giữa 2 bên (Biểu đồ 10), cùng với 1 số căng thẳng thời gian gần đây liên quan đến việc Tổng thống Trump đổ lỗi cho Trung Quốc về vấn đề dịch Covid-19, Mỹ đe dọa trừng phạt Trung Quốc khi thông qua luật an ninh mạng ở HongKong... rủi ro căng thẳng thương mại Mỹ - Trung gia tăng vẫn sẽ là yếu tố khó lường ảnh hưởng tới dòng chảy thương mại trong 6 tháng cuối năm và thách thức lớn đối với hoạt động xuất khẩu của Việt Nam.

LẠM PHÁT

❖ Diễn biến lạm phát 6 tháng đầu năm 2020

Lạm phát bình quân 6 tháng mặc dù vẫn ở mức cao nhưng có xu hướng giảm dần đều

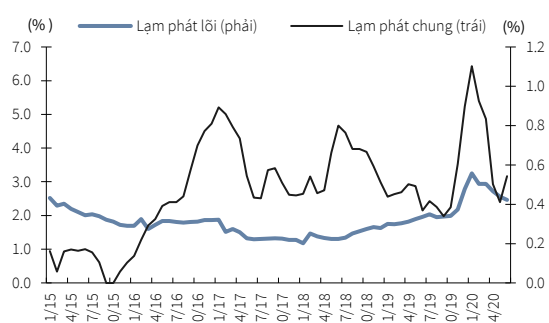
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), **chỉ số CPI bình quân trong 6 tháng đầu năm ước tính tăng 4.19% YoY, mức tăng cao nhất trong vòng 3 năm trở lại đây**, chủ yếu là do mức nền tương đối thấp trong nửa đầu năm 2019 (Biểu đồ 11). Điểm tích cực là nếu tính riêng theo Quý, chỉ số lạm phát bình quân trong Quý 2 đã hạ nhiệt với mức giảm gần một nửa so với Quý 1 (từ 5.56% xuống chỉ còn 2.83% YoY). Lạm phát cơ bản cũng có xu hướng giảm dần, tuy nhiên với tốc độ chậm hơn. Lạm phát cơ bản bình quân 6 tháng đầu năm đạt 2.82%, trong đó lạm phát cơ bản bình quân Quý 1 và Quý 2 lần lượt là 3.05% và 2.58%.

Giá thịt lợn tăng mạnh và giá dầu giảm là 2 yếu tố gây ảnh hưởng mạnh tới CPI 6 tháng đầu năm

Trong 6 tháng đầu năm 2020, các yếu tố chính tác động tới CPI bao gồm:

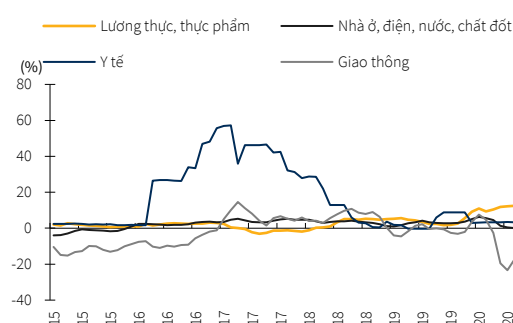
- 1) Giá nhóm thực phẩm tăng 14.28% YoY, chủ yếu do giá thịt lợn đã tăng hơn 68.2% YoY, làm CPI chung tăng 2.86%;
- 2) Giá nhóm lương thực tăng, chủ yếu do giá gạo xuất khẩu tăng và làm CPI chung tăng 0.15%;
- 3) Giá nhóm giao thông giảm 9.26% do giá xăng dầu giảm mạnh 19.49%, giúp CPI chung giảm 0.81%.

Biểu đồ 11. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 12. Biến động các nhóm ngành chính (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

❖ Dự báo lạm phát 2020

Lạm phát năm 2020 ước tính đạt 3.9 – 4.0%

Chúng tôi nâng dự báo lạm phát trong năm 2020 lên mức tiệm cận 4.0%, từ mức 3.5% trước đó do diễn biến khó kiểm soát hơn kỳ vọng của giá thịt lợn trong thời gian vừa qua, dù giá xăng dầu và dịch vụ công là yếu tố thuận lợi giúp kiềm chế lạm phát:

Biến động giá thịt lợn tiếp tục là yếu tố rủi ro cho lạm phát 6 tháng cuối năm

- Biến động của giá thịt lợn tiếp tục là yếu tố rủi ro nhất cho lạm phát nửa cuối năm 2020. Mặc dù mức nền giá thịt lợn tương đối cao trong Quý 4/2019 (khoảng 70,000 VNĐ/kg) và Chính phủ ưu tiên kiểm soát giá thịt lợn thông qua việc cho phép nhập khẩu thịt lợn hơi và lợn giống từ Thái Lan, chúng tôi cho rằng giá thịt lợn sẽ vẫn duy trì ở không thấp hơn 80,000 VNĐ/kg khi nguồn cung vẫn thiếu hụt trầm trọng. Dịch tả lợn Châu Phi tiếp tục bùng phát trong tháng 6/2020 sẽ hạn chế khả năng tái đàn của hộ chăn nuôi trong thời gian tới và nguồn nhập khẩu từ Thái Lan chưa đáp ứng đủ nhu cầu trong nước và giá thành không thấp hơn nhiều so với giá thịt lợn hơi trong nước (ước tính thịt lợn hơi nhập khẩu từ Thái Lan có giá hơn 80,000 VNĐ/kg).

Mặt bằng giá xăng dầu thấp hơn nhiều so với cùng kỳ

- Mặc dù giá dầu thô là yếu tố khó lường do các yếu tố chính trị khó kiểm soát và dự báo, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá xăng dầu trong giai đoạn 6 tháng cuối năm vẫn duy trì ở mức thấp hơn so với cùng kỳ nhờ: 1) Mặt bằng giá dầu thô quốc tế hiện tại ở mức thấp, chỉ bằng 2/3 so với cùng kỳ và nhu cầu dầu thô dự báo suy yếu do dịch Covid-19 và 2) Quỹ Bình ổn xăng dầu ước tính đạt khoảng gần 6,000 tỷ đồng, do vậy dự địa để Chính phủ can thiệp vào giá xăng dầu trong trường hợp giá thế giới tăng mạnh trở lại là tương đối dồi dào.

Giá dịch vụ công sẽ không tăng nhiều trong 2H2020 như các năm trước

- Yếu tố giá dịch vụ công như y tế không phải là yếu tố đáng lo ngại cho lạm phát nửa cuối năm 2020 khi yêu cầu hoãn tăng lương cơ sở của Chính phủ sẽ giúp cho giá nhóm y tế không còn có áp lực tăng như các năm trước. Ngoài ra, trong bối cảnh lạm phát gia tăng mạnh, Chính phủ sẽ yêu cầu các Bộ phối hợp để không tăng giá các nhóm hàng dịch vụ Nhà nước trong nửa sau năm 2020.

Bảng 1. Ước tính chỉ số CPI trong năm 2020

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2020 (%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	4.46	3	0.13
	Thực phẩm	22.60	12	2.71
	Ăn uống ngoài gia đình	9.06	7	0.63
2	Đồ uống và thuốc lá	3.59	1	0.04
3	May mặc, mũ nón, giày dép	6.37	1	0.06
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	15.73	3	0.47
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	7.31	1	0.07
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.04	3	0.15
7	Giao thông	9.37	-7	-0.66
8	Bưu chính viễn thông	2.89	-0.5	-0.01
9	Giáo dục	5.99	4.5	0.27
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.29	-0.5	-0.02
11	Khác	3.30	3	0.10
	Tổng			3.95

Nguồn: KBSV

LÃI SUẤT

❖ Diễn biến mặt bằng lãi suất 6 tháng đầu năm 2020

Bảng 2. Cung - cầu trên thị trường tiền tệ

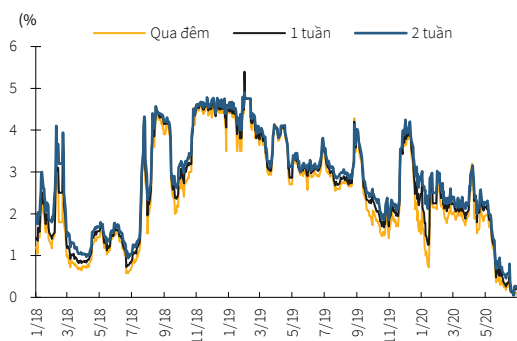
Tỷ VND	31/3/2019	30/6/2019	30/9/2019	31/12/2019	30/3/2020	19/6/2020
Tổng phương tiện thanh toán	9,478,157	9,866,810	10,083,289	10,573,725	10,755,572	11,059,059
Tăng trưởng M2 YTD (%)	2.89	7.11	9.46	14.78	1.72	4.59
Tăng trưởng M2 QoQ (%)	2.89	4.10	2.19	4.86	1.72	2.82
Phần tăng thêm M2 trong Quý	266,309	388,653	216,478	490,436	181,847	303,487
Dư nợ tín dụng	7,437,086	7,742,083	7,888,910	8,195,393	8,302,412	8,396,180
Tăng trưởng tín dụng YTD (%)	3.13	7.36	9.40	13.65	1.31	2.45
Tăng trưởng tín dụng QoQ (%)	3.13	4.10	1.90	3.88	1.31	1.13
Phần tăng thêm tín dụng trong Quý	225,911	304,997	146,827	306,483	107,019	93,768
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng YTD	40,398	124,054	193,706	377,659	74,828	284,547
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng theo Quý	40,398	83,656	69,651	183,953	74,828	209,719

Nguồn: NHNN, KBSV

Thanh khoản dư thừa khiến lãi suất liên ngân hàng và lợi suất trái phiếu kho bạc xuống mức thấp nhất trong vòng nhiều năm qua

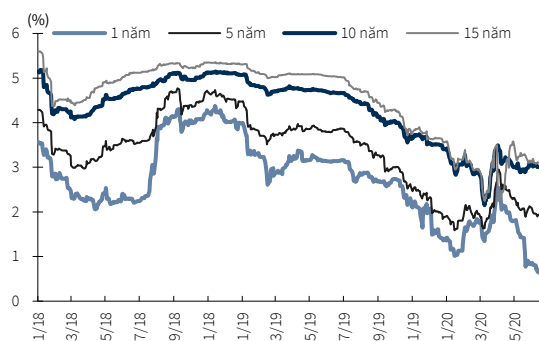
Thanh khoản hệ thống trong 6 tháng đầu năm 2020 dồi dào, với mức chênh lệch phần tăng thêm M2 và tín dụng luôn duy trì ở mức cao (Bảng 2). Diễn biến này chủ yếu là do dịch bệnh khiến cầu tín dụng yếu đi rõ rệt do các doanh nghiệp đang gặp nhiều khó khăn, phải thu hẹp hoạt động sản xuất kinh doanh. Tăng trưởng tín dụng tính đến ngày 19/6 chỉ đạt 2.45% YTD, thấp hơn nhiều so với mức hơn 7% cùng kỳ năm 2019 trong khi tốc độ tăng M2 đạt 4.59% YTD. Thanh khoản dư thừa đã khiến lãi suất liên ngân hàng và suất TPCP xuống mức thấp nhất từ trước đến nay (Biểu đồ 13, 14).

Biểu đồ 13. Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 14. Biến động lợi suất TPCP (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Chính sách tiền tệ mang xu hướng nới lỏng có kiểm soát

Để đối phó với dịch Covid-19, NHNN đã quyết định hạ lãi suất điều hành 2 lần liên tiếp vào tháng 3 và tháng 5 với tổng mức giảm là 100 bps đối với lãi suất tái

cấp vốn, cũng như hạ trần lãi suất huy động ngắn hạn và trần lãi suất cho vay trong lĩnh vực ưu tiên. Bên cạnh đó, NHNN cũng đã yêu cầu các NHTM hỗ trợ doanh nghiệp gặp khó khăn về mặt thanh khoản, thông qua việc giảm lãi suất cho vay, giãn nợ và cơ cấu lại nợ. Xét về tổng thể, các chính sách tiền tệ nhằm đối phó với dịch Covid-19 của NHNN vẫn tương đối thấp so với các nước trong khu vực (Bảng 3) và chủ yếu sử dụng nguồn lực từ các NHTM, do vậy mức tác động đến cung tiền là không nhiều như các quốc gia khác. Chúng tôi đánh giá đây là những chính sách tương đối phù hợp với điều kiện kinh tế của NHNN, mang tính chất nới lỏng có kiểm soát nhằm tránh những hệ lụy về sau như lạm phát, nợ xấu và bong bóng giá tài sản (ví dụ như bất động sản) như giai đoạn 2009 – 2011.

Bảng 3. Các chính sách đối phó với dịch Covid – 19 của các quốc gia trong khu vực

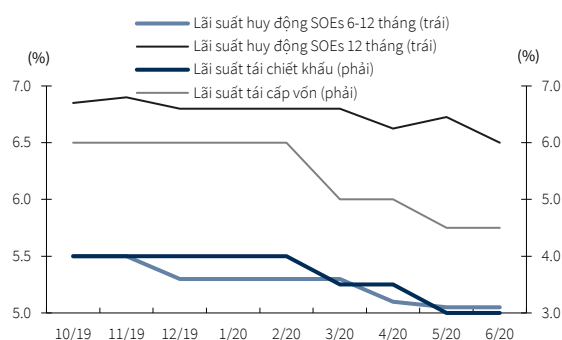
	Chính sách tiền tệ	Chính sách tài khóa – quy mô gói hỗ trợ
Việt Nam	Giảm lãi suất điều hành 100bps Yêu cầu các NHTM hỗ trợ các doanh nghiệp gặp khó khăn do dịch	3.6% GDP
Singapore	Thiết lập tốc độ tăng giá của tỷ giá NEER của đồng SGD ở mức 0%, Yêu cầu các NHTM hỗ trợ các doanh nghiệp gặp khó khăn do dịch Thực hiện Swap line với FED trị giá 60 tỷ USD	19.7% GDP
Thái Lan	Giảm lãi suất điều hành 75 bps Gói cho vay ưu đãi trị giá 500 tỷ Bath Thành lập Quỹ ổn định TPDN để cung cấp thanh khoản trị giá gần 400 tỷ Bath tới các DN có TP đáo hạn năm 2020 - 2021 Mua TPCP trị giá 100 tỷ Bath	9.6% GDP
Indonesia	Giảm lãi suất điều hành 75 bps Giảm Tỷ lệ dự trữ bắt buộc Thực hiện mua TPCP	4.6% GDP
Malaysia	Giảm lãi suất điều hành 75 bps Giảm Tỷ lệ dự trữ bắt buộc Hỗ trợ thanh khoản trị giá 1.3% GDP	4.3% GDP

Nguồn: IMF, KBSV

Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay có xu hướng giảm rõ rệt

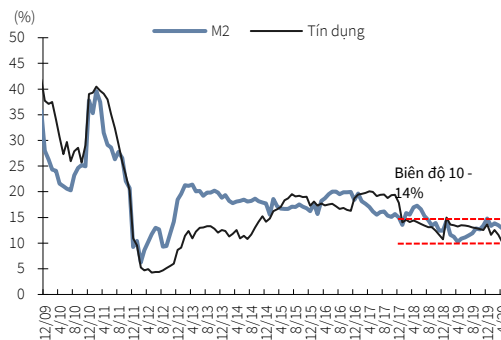
Những nỗ lực của các NHTM để bù đắp cho sự cắt giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng trong dịch COVID-19 thời gian gần đây đã đẩy lãi suất huy động ở kỳ hạn dài trên 6 tháng giảm rõ rệt trong giai đoạn cuối Quý 2 để giảm chi phí vốn. Lãi suất tiền gửi dài hạn trên 6 tháng đã giảm khoảng 50 điểm cơ bản tính từ đầu năm tại hầu hết các NHTM trong bối cảnh thanh khoản trong hệ thống luôn duy trì trạng thái dồi dào. Lãi suất cho vay cũng đã có xu hướng giảm nhẹ để hỗ trợ nền kinh tế và mặt bằng lãi suất đã đứng ở mức thấp nhất 10 năm qua.

Biểu đồ 15. Mặt bằng lãi suất huy động bình quân (%)



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 16. Tăng trưởng tín dụng và M2 (% YoY)



Nguồn: NHNN, KBSV

❖ Dự báo mặt bằng lãi suất 2020

Tăng trưởng tín dụng sẽ ở mức quanh 10% trong năm 2020

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2020 khi hoạt động sản xuất đang dần phục hồi sau dịch, cũng như mặt bằng lãi suất cho vay đang ở mức thấp trong nhiều năm qua nhờ định hướng chính sách của NHNN. Mặc dù vậy, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế sẽ khó có thể phục hồi về trạng thái bình thường như trước khi dịch diễn ra, trong khi khẩu vị rủi ro ở nhóm ngân hàng lớn có phần thận trọng hơn, thể hiện qua các kế kinh doanh được công bố trong mùa ĐHCĐ gần đây. Qua đó, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng trong năm nay xuống quanh mức 10% (so với dự báo 13% đưa ra trước đó).

Xu hướng lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ trong thời gian tới trong trường hợp tín dụng hồi phục

Chúng tôi đánh giá thấp khả năng NHNN sẽ hạ lãi suất điều hành thêm 1 lần nữa trong nửa cuối năm 2020 khi áp lực lạm phát đang có dấu hiệu tăng cũng như hoạt động kinh tế trong nước đã dần hồi phục lại. Trong khi đó, xu hướng mặt bằng lãi suất huy động trong thời gian tới sẽ phụ thuộc 2 yếu tố chính: 1) tốc độ tăng trưởng tín dụng trong 6 tháng cuối năm; và 2) lộ trình siết tỉ lệ huy động ngắn cho vay trung và dài hạn có hiệu lực vào tháng 10/2020. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ trong 2H2020 khi tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ hồi phục và lộ trình siết tỉ lệ huy động ngắn cho vay trung và dài hạn có hiệu lực vào tháng 10/2020 có thể sẽ đẩy mạnh mức độ cạnh tranh về tiền gửi và làm đảo chiều xu hướng lãi suất tiền gửi đang giảm.

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

❖ Diễn biến tỷ giá USD/VND 6 tháng đầu năm 2020

Tỷ giá nhìn chung ổn định trong 6 tháng đầu năm

Tỷ giá USD/VND sau khi biến động mạnh trong 2 tuần cuối của tháng 3 đã quay trở lại trạng thái ổn định với xu hướng giảm xuyên suốt Quý 2. Tính đến ngày 30/6, tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng và chợ đen lần lượt tăng 0.1% và 0.13 % so với cuối năm ngoái trong khi tỷ giá trung tâm tăng 0.3% YTD. Nếu so với các đồng tiền khác trong khu vực, VND vẫn tiếp tục được đánh giá là đồng tiền ổn định trong 6 tháng đầu năm.

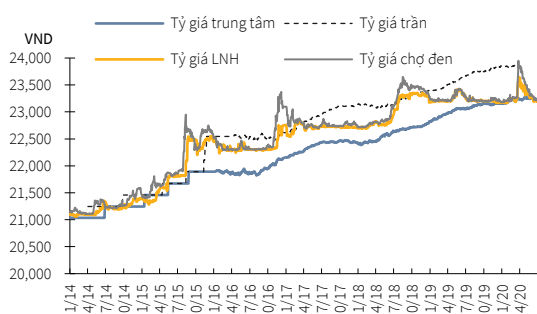
NEER và REER hạ nhiệt

Tương tự với diễn biến tỷ giá liên ngân hàng, đường NEER và REER cũng có xu hướng hạ nhiệt trong giai đoạn cuối Quý 2, tuy nhiên vẫn đang ở mức cao nhất trong nhiều năm qua cho thấy VND vẫn tăng giá đáng kể so với rổ tiền tệ. Điều này là yếu tố gây bất lợi cho hoạt động xuất khẩu. Bên cạnh đó, khoảng cách giữa tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá trung tâm đã lại thu hẹp lại và đến cuối Quý 2, tỷ giá liên ngân hàng và chợ đen đã xuống thấp hơn tỷ giá trung tâm (Biểu đồ 17). Kết hợp 2 yếu tố trên cho thấy áp lực phá giá VND không còn nhiều. Tuy nhiên, việc đường NEER và REER

Đồng USD ổn định trở lại nhờ can thiệp của FED hỗ trợ thanh khoản là nguyên nhân giúp tỷ giá ổn định trong thời gian qua

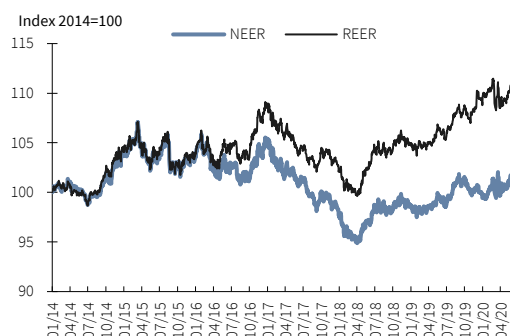
Nguyên nhân chính giúp tỷ giá USD/VND ổn định xuyên suốt Quý 2 là nhờ đồng USD đã ổn định trở lại. Cụ thể, DXY đã tăng vọt hơn 8% trong khoảng thời gian từ ngày 9 đến ngày 20 tháng 3, khi các nhà đầu tư hoảng loạn vì Covid-19 nhưng hiện tại, chỉ số DXY gần như quay về mức tương đương với đầu năm (~97 điểm). Điều này phần lớn đến từ các chính sách nới lỏng tiền tệ của FED nhằm hỗ trợ kinh tế Mỹ, kết hợp với việc FED đã chủ động hỗ trợ thanh khoản USD toàn cầu thông qua chương trình hoán đổi tiền tệ (swap lines) với các NHTW khác như Nhật Bản, Anh, EU, Singapore, Hàn Quốc... Tính đến cuối tháng 4, các NHTW đã vay được hơn 440 tỷ USD từ hoán đổi ngoại tệ, đồng nghĩa nguồn cung USD toàn cầu đã được hỗ trợ.

Biểu đồ 17. Tỷ giá USD/VND (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. NEER và REER (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

❖ Dự báo tỷ giá hối đoái 2020

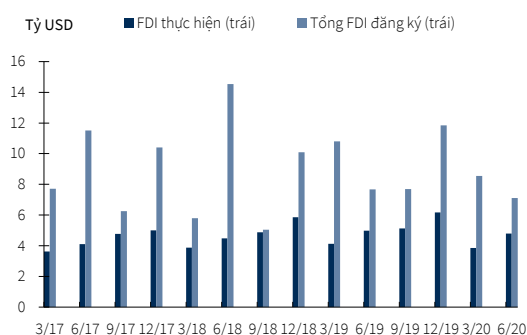
Tỷ giá USD/VND được dự đoán mất giá khoảng 1%

Chúng tôi điều chỉnh kịch bản của đồng VND trong năm 2020 sẽ duy trì mức mất giá khoảng 1% - thấp hơn dự báo trước đó là 2.5% nhờ nguồn cung USD được cải thiện. Yếu tố tiếp tục hỗ trợ VND là nguồn cung ngoại tệ trong nước dồi dào, trong khi xu hướng hạ nhiệt của đồng USD kỳ vọng tiếp diễn:

Nguồn cung ngoại tệ vẫn duy trì tích cực

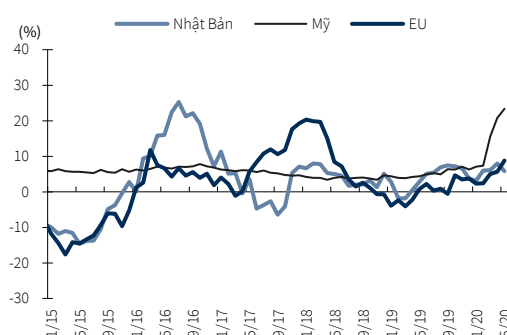
- Nguồn cung ngoại tệ được đánh giá vẫn duy trì trạng thái dồi dào trong nửa cuối năm 2020, khi hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục và kỳ vọng dòng vốn FDI chảy mạnh về Việt Nam. Trên thực tế, trái với lo ngại trước đó của chúng tôi, hoạt động xuất khẩu trong 6 tháng đầu năm của Việt Nam vẫn tương đối tích cực và tính đến cuối tháng 6, cán cân thương mại thặng dư 4 tỷ USD. Cùng với đó, thống kê cũng cho thấy kiều hối 5 tháng của thành phố Hồ Chí Minh (chiếm 30% lượng kiều hối cả nước) là 2.3 tỷ USD chỉ giảm 1.9% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đối tích cực so với những lo ngại trước đó về sự sụt giảm mạnh của kiều hối do dịch bệnh toàn cầu.

Biểu đồ 19. FDI giải ngân và đăng ký (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 20. Tăng trưởng cung tiền Mỹ, Nhật Bản và EU (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Xu hướng của DXY nghiêng nhiều về phía giảm trong thời gian tới

- Hai yếu tố giúp xu hướng của DXY nghiêng nhiều về phía giảm bao gồm: 1) Fed bơm tiền nhiều hơn tương đối so với các quốc gia khác như Nhật, EU (Biểu đồ 20); 2) Dịch bệnh còn diễn biến phức tạp ở Mỹ khiến kỳ vọng tăng trưởng GDP mạnh hơn ở phần còn lại của thế giới. Ngược lại, yếu tố chính khiến DXY tăng giá bao gồm: 1) chênh lệch lãi suất của Mỹ và nhóm các quốc gia phát triển đã giảm khoảng 180 điểm cơ bản kể từ tháng 10 năm 2018 khiến dự địa FED giảm lãi suất sẽ ít hơn; 2) căng thẳng thương mại Mỹ - Trung; và 3) dịch bệnh bùng phát mạnh trở lại trên quy mô toàn cầu khiến nhu cầu về USD có thể tăng vọt như giai đoạn cuối tháng 3.

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

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

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công
congtl@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin
shin.sy@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh 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.