

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG KINH TẾ 6 THÁNG CUỐI NĂM 2019



Tăng trưởng GDP: Tăng trưởng GDP 2 Quý đầu năm 2019 ở mức khá với động lực chính đến từ lĩnh vực chế biến chế tạo. GDP trong năm 2019 dự báo duy trì khả quan 6.6 – 6.8%.

Lạm phát: Lạm phát trong 6 tháng đầu năm xuống thấp nhất trong vòng 3 năm qua. Tuy nhiên áp lực lạm phát dự kiến sẽ quay trở lại do giá dịch vụ do Nhà nước quản lý tăng. Lạm phát bình quân năm 2019 ở mức kiểm soát 3.5 – 4.0%.

Chính sách tiền tệ: Chính sách tiền tệ được NHNN điều hành tương đối nới lỏng trong 1H2019, tuy nhiên trong giai đoạn còn lại, chính sách tiền tệ sẽ thận trọng hơn trước áp lực của lạm phát lỗi.

Tỷ giá hối đoái: VND chỉ giảm 0.54% YTD và dự kiến sẽ mất giá khoảng 2 – 2.5% cho cả năm 2019.

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM 6 THÁNG CUỐI NĂM 2019

RỦI RO VÀ CƠ HỘI

MỤC LỤC

TĂNG TRƯỞNG GDP	3
LẠM PHÁT	7
CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	8
CÁN CÂN THƯƠNG MẠI.....	12
TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI.....	15

Bảng 1 Các chỉ số vĩ mô cơ bản Việt Nam

	Đơn vị	2016	2017	2018	Q1/2019	Q2/2019	2019F
Tăng trưởng GDP	%YoY	6.21	6.81	7.08	6.79	6.71	6.6 – 6.8
CPI bình quân	%YoY	2.67	3.52	3.54	2.63	2.64	3.5 - 4.0
Tăng trưởng tín dụng	%Ytd	18.3	18.2	13.3	3.13	6.22	14
Tăng trưởng M2	%Ytd	18.4	16.9	11.34	2.89	6.05	13
Lợi suất TPCP 10 năm*	%	5.4	5.2	5.1	4.8	4.7	4.8
Tăng trưởng xuất khẩu	%YoY	9	21.2	13.8	4.8	7.3	8
Tăng trưởng nhập khẩu	%YoY	5.2	20.8	11.5	9.0	10.5	10
Tỷ giá BQ LNH*	USDVND	22,761	22,698	23,240	23,189	23,301	23,600

Nguồn: TCTK, NHNN, KBSV ước tính

*Tại thời điểm đóng cửa ngày giao dịch cuối Quý hoặc cuối năm tài chính

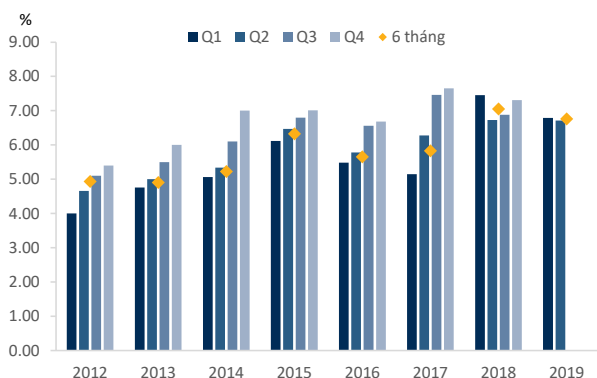
Chuyên viên phân tích vĩ mô/ Thái Thị Việt Trinh/ trinhtt@kbsec.com.vn

TĂNG TRƯỞNG GDP

❖ Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2019 đạt mức khá

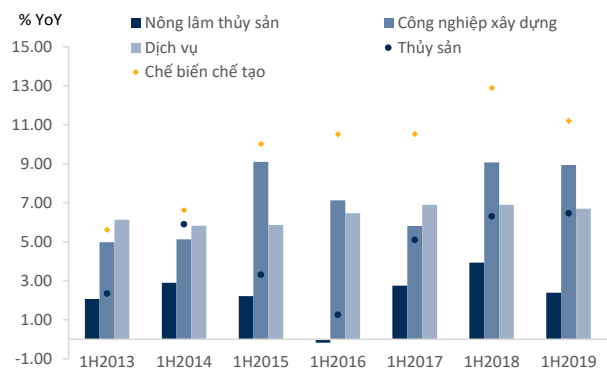
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), **GDP trong 6 tháng đầu năm ước tính tăng 6.76% YoY**, thấp hơn cùng kì năm 2018 nhưng cao vượt trội hơn so với tăng trưởng 6 tháng các năm từ 2011 – 2017 (Biểu đồ 1). Tính riêng theo Quý, tăng trưởng GDP Quý 1 và Quý 2 lần lượt đạt 6.79% và 6.71%.

Biểu đồ 1 Tốc độ tăng trưởng GDP theo Quý



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 2 Tốc độ tăng trưởng GDP theo ngành



Nguồn: TCTK, TCHQ, KBSV tổng hợp

Chế biến và chế tạo vẫn là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế với mức tăng trưởng tương đối khả quan

Chỉ số quản trị nhà mua hàng (PMI) duy trì trên ngưỡng 50 – tín hiệu tích cực cho lĩnh vực sản xuất

Ngành khai khoáng tăng nhẹ sau nhiều năm tăng trưởng âm

- **Khu vực công nghiệp và xây dựng** tăng 8.93% YoY và đóng góp tới 51.8% trong mức tăng trưởng chung của nền kinh tế trong 1H2019.

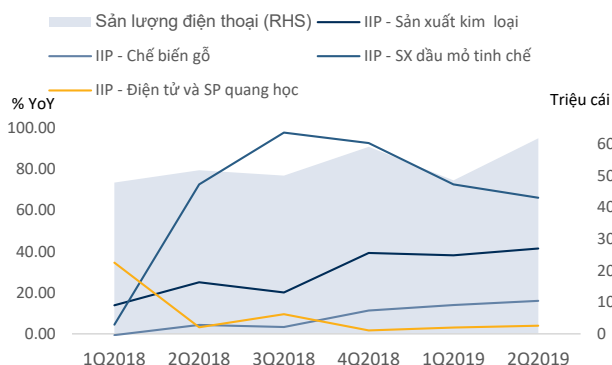
Lĩnh vực *chế biến và chế tạo* tiếp tục là điểm sáng với mức tăng 11.8% YoY và dẫn dắt tăng trưởng chung – đạt mức tăng trưởng 2 chữ số trong 13 Quý liên tiếp. Trong 2 Quý đầu năm, một số ngành cấp II có chỉ số sản xuất cao bao gồm *dầu mỏ tinh chế* (+69.1%, dự án lọc dầu Nghi Sơn); *sản xuất kim loại* (+40.1%, nhà máy Formosa); *chế biến gỗ* (+15.1%, nhờ tận dụng chiến tranh thương mại và các hiệp định thương mại) (Biểu đồ 3). Nếu tính riêng theo Quý, *sản xuất thiết bị điện tử và sản phẩm quang học* đã có dấu hiệu cải thiện trong 2 tháng cuối Quý 2 nhờ sản lượng điện thoại di động trong tháng 5 và 6 tăng tới 20.33% YoY. Lý giải cho điều này là dòng sản phẩm điện thoại mới của Samsung Galaxy S10 mở bán vào tháng 3 và tháng 4 nhận được nhiều tín hiệu tích cực. Cụ thể, dòng S10 5G đã bán được hơn 1 triệu chiếc chỉ tính riêng ở thị trường Hàn Quốc, trong vòng 80 ngày, theo thông báo từ Samsung.

Chỉ số PMI trong 6 tháng đầu năm luôn duy trì trên ngưỡng 50 điểm - và cao vượt trội hơn chỉ số PMI trung bình cho khu vực Đông Nam Á (Biểu đồ 4). Đáng chú ý trong đợt khảo sát tháng 5 và tháng 6 của IHS Markit, sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới đều tăng mạnh do nhu cầu của khách hàng tăng cao

Ngành *công nghiệp khai khoáng* có mức tăng nhẹ 1.78% YoY trong 6 tháng đầu năm sau nhiều năm liên tiếp giảm nhờ sản lượng khai thác than cao đã bù đắp lại sự sụt giảm của khai thác dầu thô. Thời tiết nắng nóng trong 2 tháng qua dẫn đến nhu cầu sử dụng điện tăng cao, công suất khai thác than được đẩy

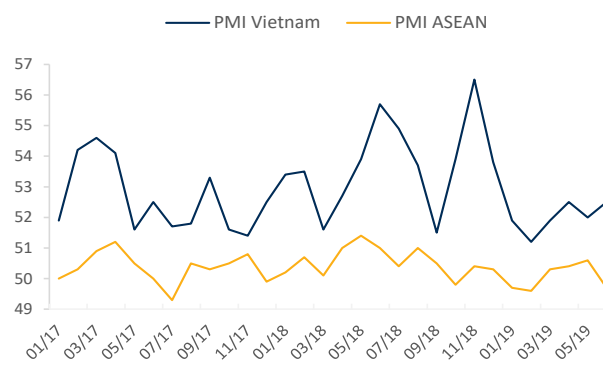
cao nhằm phục vụ cho nhu cầu sản xuất điện từ nhà máy nhiệt điện, trong bối cảnh sản lượng của các nhà máy thủy điện sụt giảm.

Biểu đồ 3 Chỉ số SXCN (IIP) và sản lượng SX điện thoại



Nguồn: HSBC, Nikkei, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 4 PMI Việt Nam



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Tăng trưởng các ngành trong khu vực dịch vụ ở mức khả quan

- **Khu vực dịch vụ** trong 6 tháng tăng 6.69% YoY, thấp hơn tăng trưởng 2 năm 2017 – 2018 nhưng cao hơn các năm 2012 – 2016, đóng góp 42.2% vào mức tăng trưởng chung.

Hoạt động *bán buôn và bán lẻ* chiếm tỷ trọng lớn nhất trong khu vực dịch vụ, tăng 8.09%, trong đó doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng tăng 11.5% YoY cho thấy nhu cầu tiêu dùng nội địa vẫn cho tín hiệu khả quan.

Tuy nhiên, tăng trưởng khu vực dịch vụ giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2017 và 2018, theo đánh giá của chúng tôi một phần do lượng khách du lịch từ Trung Quốc giảm mạnh (-3.3% YoY).

Tăng trưởng ngành nông nghiệp chậm lại, trong khi ngành thủy sản vẫn duy trì mức cao

- **Khu vực nông lâm thủy sản** chỉ tăng 2.39% YoY trong 1H2019 do gặp nhiều khó khăn về thời tiết, dịch bệnh.

Tăng trưởng ngành *nông nghiệp* chậm lại rõ rệt khi tốc độ tăng trưởng chỉ đạt 1.3% YoY (so với mức 3.07% năm 2018), dưới tác động của dịch bệnh và thị trường xuất khẩu thu hẹp. Nổi bật nhất là thịt heo và gạo. Thị trường chăn nuôi heo Việt Nam đối mặt với biến động do dịch tả heo châu Phi (ASF) gây ra. Tính đến 24/6, ASF đã xuất hiện trên 60 tỉnh, thành và theo ước tính từ Ipsos, nguồn cung thịt heo tại thời điểm 6/2019 đã giảm tới 30% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, xuất khẩu gạo đang gặp khó khăn khi các thị trường nhập khẩu gạo lớn như Trung Quốc, Indonesia và Bangladesh đều đồng loạt giảm nhập khẩu trong nửa đầu năm (xuất khẩu gạo giảm 17.8% về trị giá). Giá gạo, tuy có tăng nhẹ vào tháng 4 và 5 nhưng nhìn chung vẫn đang trong xu hướng giảm (Biểu đồ 5).

Ngành *thủy sản* tuy không còn thuận lợi như giai đoạn 2017 – 2018 nhưng vẫn khá tích cực. Tăng trưởng ngành thủy sản đạt 6.45%, mức tăng cao nhất trong vòng 9 năm trở lại đây (Biểu đồ 2) và sản lượng thủy sản tăng 5.8% YoY. Tuy nhiên, tính đến 15/6/2019, xuất khẩu thủy sản đạt 3.5 tỷ USD, -1.2% YoY theo thống kê từ Tổng cục Hải Quan do nhu cầu ở các thị trường nhập khẩu chậm lại.

❖ Dự báo tăng trưởng GDP trong 2H2019 – duy trì tích cực

Triển vọng tăng trưởng GDP trong các Quý còn lại của năm 2019 của Việt Nam duy trì tích cực với mức tăng trưởng cả năm dự kiến đạt **6.6 – 6.8%**, thấp hơn khoảng 0.4% so với năm 2018 dưới ảnh hưởng từ đà chậm lại của tăng trưởng kinh tế toàn cầu, tuy nhiên vẫn ở mức cao so với tăng trưởng các quốc gia trong khu vực.

❖ Yếu tố có thể thúc đẩy tăng trưởng GDP 6 tháng cuối năm 2019

Trong 6 tháng còn lại trong năm, lĩnh vực *chế biến chế tạo* vẫn duy trì động lực chính cho tăng trưởng kinh tế. Khu vực FDI chiếm tỷ trọng lớn trong ngành, với các công ty như Samsung, LG, Formosa, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn duy trì mức đóng góp lớn cho lĩnh vực công nghiệp chế biến và chế tạo. Sản xuất công nghiệp trong 6 tháng cuối năm theo ước tính của chúng tôi sẽ tăng tốc so với giai đoạn 6 tháng đầu năm với các nguyên nhân chính như sau: (1) Các dòng sản phẩm điện thoại mới từ Samsung và Apple dự kiến ra mắt vào Quý 3 năm 2019 sẽ hỗ trợ cho ngành sản xuất điện thoại và linh kiện; (2) LG và Sharp dự kiến chuyển dây chuyền sản xuất điện thoại và máy tính về Việt Nam (dự kiến đi vào hoạt động vào Quý 4); (3) Dưới tác động của căng thẳng thương mại leo thang (đặc biệt từ tháng 5/2019), các nhà máy sản xuất quần áo, giày dép có dây chuyền ở cả Trung Quốc và Việt Nam có kế hoạch mở rộng sản xuất ở Việt Nam (Brooks Running,..); (4) Yếu tố mùa vụ - giai đoạn cuối năm các doanh nghiệp sẽ tập trung đẩy mạnh sản xuất nhằm đạt được chỉ tiêu.

Lĩnh vực chế biến chế tạo vẫn là động lực chính với đóng góp quan trọng từ doanh nghiệp FDI

Triển vọng Samsung Việt Nam vẫn được đánh giá tích cực

Biểu đồ 6 thể hiện sự sụt giảm trong doanh thu của cả tập đoàn mẹ và Samsung Việt Nam từ Quý 2 năm 2018 và cho thấy sức ảnh hưởng đáng kể của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đối với doanh nghiệp FDI. Tuy nhiên, do đặc thù của Samsung Việt Nam chỉ tập trung sản xuất mảng điện thoại và linh kiện điện thoại và mảng thiết bị gia dụng, nên sức ảnh hưởng sẽ không lớn (doanh thu sụt giảm của tập đoàn mẹ chủ yếu đến từ sụt giảm từ mảng kinh doanh chip điện tử). Theo đánh giá của chúng tôi trong 6 tháng cuối năm 2019, doanh thu và lợi nhuận của Samsung vẫn tiếp tục tích cực và là nhân tố đóng góp lớn cho tăng trưởng kinh tế. Sản lượng sản xuất điện thoại và linh kiện sẽ vẫn duy trì con số khả quan do: (1) Samsung dự kiến sẽ ra mắt sản phẩm Galaxy Note 10 vào Quý 3; (2) Samsung và LG là 2 nhà cung cấp màn hình OLED chính cho Apple; (3) Samsung có thể được lợi đối với các dòng sản phẩm điện thoại trong bối cảnh Mỹ đưa ra cấm vận đối với Huawei trong tháng 5.

Xuất khẩu thủy sản sẽ có tiến triển khả quan do Trung Quốc nới lỏng chính sách nhập khẩu

Trung Quốc đã phê duyệt cho 33 mặt hàng thủy sản của Việt Nam, bao gồm tôm hùm, tôm sú, cá tra đông lạnh, cá basa,... được miễn thuế nhập khẩu vào cuối tháng 5. Điều này sẽ có tác động đáng kể đến xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc trong thời gian tới. Theo VASEP, mục tiêu xuất khẩu sang Trung Quốc sẽ đạt trên 1.5 tỷ USD trong năm 2019 và tính đến hết tháng 5/2019, tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản đạt 381.8 triệu USD.

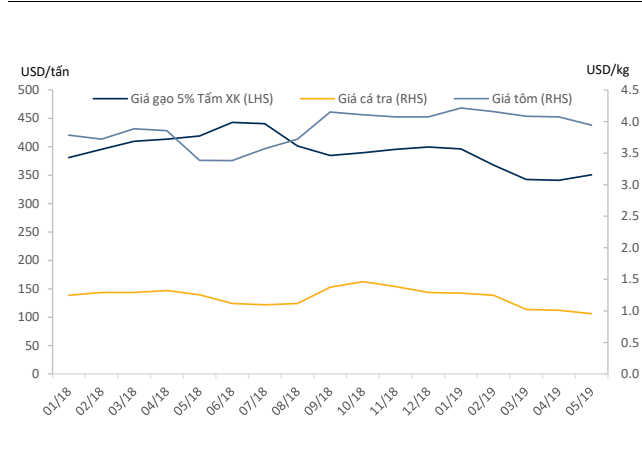
Các hiệp định thương mại, bao gồm AHKFTA mới có hiệu lực và

Các hiệp định thương mại bao gồm CT-TPP (có hiệu lực từ tháng 1/2019); AHKFTA (có hiệu lực từ tháng 6/2019) và EVFTA (được kí kết vào 30/6/2019)

EVFTA mới được kí kết sẽ đem lại nhiều thuận lợi cho xuất khẩu của Việt Nam

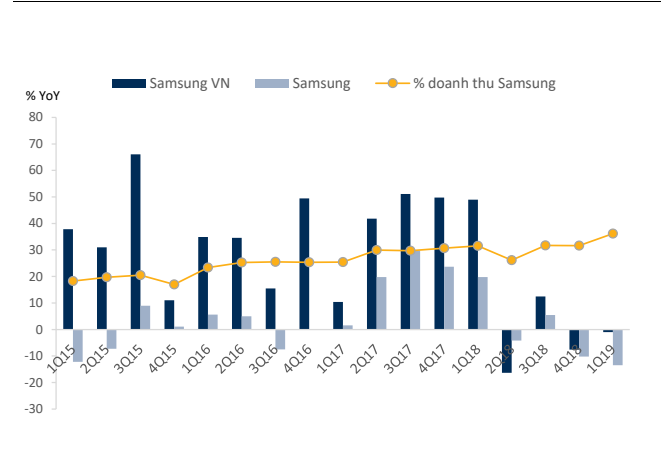
là yếu tố tạo ra những lợi thế cạnh tranh giữa hàng hóa Việt Nam và các nước khác. Một số sản phẩm xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như dệt may, giày dép, nông hải sản sẽ được hưởng lợi trực tiếp nhiều nhất.

Biểu đồ 5 Biến động giá gạo, cá tra và tôm



Nguồn: Bloomberg, tepbac.com, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 6 Tăng trưởng doanh thu Samsung VN và Samsung



Nguồn: GSO, Samsung, KBSV tổng hợp

❖ Yếu tố rủi ro có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP

Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung là yếu tố khó dự đoán trong đánh giá tăng trưởng kinh tế của Việt Nam

Cuộc chiến thương mại Mỹ- Trung Quốc, tuy tiếp tục đình chiến lần thứ hai sau khi lãnh đạo 2 nước gặp nhau tại Hội nghị Thương định G20, nhưng nguy cơ đổ vỡ trong các cuộc đàm phán tiếp tục vẫn hiện hữu. Trong trường hợp căng thẳng thương mại giữa các nền kinh tế lớn tiếp tục kéo dài thì tổng cầu hàng hóa sẽ giảm, áp lực cạnh tranh với hàng hóa Trung Quốc gia tăng ở thị trường nội địa (gây nên hiện tượng nhập siêu từ đầu năm đến nay), cũng như các thị trường thứ 3 do đồng CNY mất giá và hàng hóa Trung Quốc tìm kiếm thị trường xuất khẩu thay thế. Ngoài ra, chiến tranh thương mại kéo dài đã tác động đến mạnh đến hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp FDI ở Việt Nam. Các doanh nghiệp này thuộc mắt xích trong chuỗi giá trị sản phẩm của doanh nghiệp thuộc Mỹ hoặc Trung Quốc sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi sự tác động của cuộc chiến thương mại này. Các kịch bản về chiến tranh thương mại được đưa ra như sau:

Bảng 2: Các kịch bản với chiến tranh thương mại

Các kịch bản với chiến tranh thương mại Mỹ - Trung				
Kịch bản	Thuế với 200 tỷ hàng hóa TQ	Thuế với 300 tỷ hàng hóa TQ còn lại	Ghi chú	Xác suất
Tích cực	10%	Không áp dụng	Mỹ và Trung Quốc đạt được thỏa thuận thương mại mới trong năm 2019	10%
Cơ bản	25%	Không áp dụng	Hai bên tiếp tục đàm phán thương mại/đình chiến kéo dài đến cuối năm 2020	50%
Tiêu cực	25%	25%	Thỏa thuận không thể đạt được và 2 bên tiếp tục áp thuế lên tất cả hàng hóa	40%

Nguồn: KBSV dự báo

LẠM PHÁT

❖ Lạm phát 6 tháng đầu năm 2019 thấp nhất trong vòng 3 năm

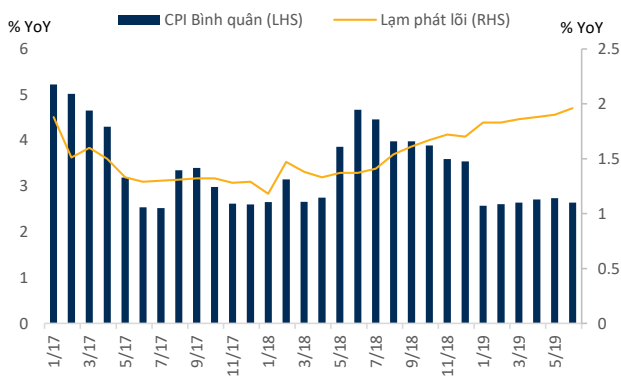
Theo số liệu từ TCTK, **CPI bình quân 6 tháng đầu năm tăng 2.64% YoY** – thấp nhất trong vòng 3 năm. Nếu tính theo tháng, chỉ số CPI tăng mạnh vào tháng 2 và tháng 5, lần lượt do ảnh hưởng của Tết Nguyên Đán và giá điện/xăng tăng mạnh. Tuy lạm phát bình quân duy trì ở mức tích cực nhưng chỉ số CPI lõi bình quân hiện đang ở mức 1.87% YoY, tiến dần đến mục tiêu 2% của Quốc hội. Nếu tính theo tháng, lạm phát lõi đã tăng từ 1.7% vào tháng 12/2018 lên 1.96% vào tháng 6/2019. Diễn biến này cho thấy cung tiền cần được điều hành thận trọng hơn để đảm bảo lạm phát lõi đạt mục tiêu đề ra.

Giá thực phẩm, giá điện đóng góp lớn nhất vào biến động CPI trong 1H2019

Trong 2 Quý đầu năm, các yếu tố chính tác động vào CPI chung bao gồm:

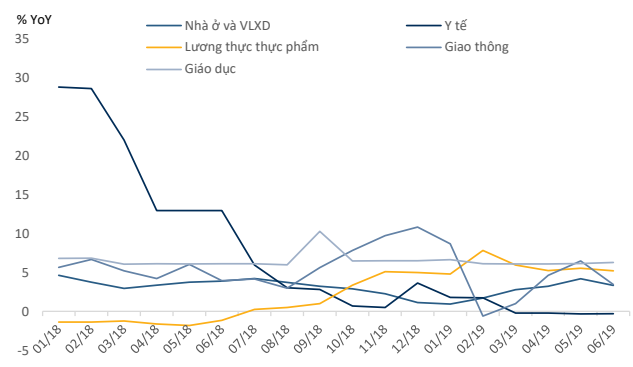
- (1) Giá nhóm thực phẩm tăng 5.4% YoY, chủ yếu trong tháng 2 do hiệu ứng Tết Nguyên Đán (tăng tới 5.5% YoY, mức cao nhất kể từ tháng 6/2012) và tác động làm CPI chung tăng 1.22%.
- (2) Giá nhà ở và VLXD tăng 2.7% YoY, bắt đầu từ tháng 4 do chịu ảnh hưởng bởi việc điều chỉnh giá điện và tác động làm CPI chung tăng 0.42%.
- (3) Giá nhóm giáo dục tăng 6.24% YoY, do giá sách giáo khoa tăng từ tháng 4/2019 và làm CPI tăng 0.37%.
- (4) Giá nhóm giao thông giảm 1.21% do các đợt điều chỉnh giá xăng dầu (giá xăng dầu giảm 3.55%), làm CPI chung giảm 0.11%.

Biểu đồ 7 Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8 Biến động CPI ở các nhóm hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

❖ Dự báo lạm phát bình quân năm 2019 – duy trì ở mức mục tiêu xấp xỉ 3.8% - 4% của Chính phủ

Chúng tôi nhận thấy áp lực lên lạm phát chung vào các tháng còn lại của năm 2019 sẽ phụ thuộc lớn vào (1) Mức tăng giá dịch vụ do Nhà nước quản lý; (2) Biến động giá dầu thô thế giới và; (3) Biến động giá thịt heo. Chúng tôi ước tính lạm phát bình quân năm 2019 tăng xấp xỉ khoảng **3.5 - 4.0%**, vẫn trong mức mục tiêu của chính phủ đề ra.

Giá dịch vụ do Nhà nước quản lý, bao gồm giá học phí và giá dịch vụ y tế tăng

Lộ trình tăng học phí theo Nghị định số 86/2015/NĐ-CP sẽ làm giá nhóm giáo dục mỗi năm tăng 6.06% YoY (làm CPI chung tăng 0.31%). Thông thường, việc điều chỉnh tăng học phí này sẽ tác động đến CPI tháng 8 và 9 – thời điểm bắt đầu năm học mới. Ngoài ra, Bộ Y Tế cũng đã thông báo sẽ điều chỉnh tăng khoảng 1,900 dịch vụ y tế theo mức lương cơ sở. Mức tăng giá dịch vụ y tế tuy không đột biến như những năm trước, nhưng trong bối cảnh giá học phí và lương cơ sở điều chỉnh tăng trong cùng thời điểm, sẽ tác động mạnh đến lạm phát trong thời gian tới.

Giá dầu thô bắt đầu xu hướng hồi phục từ đầu năm nay cho đến tháng 5, và sẽ biến động khó lường trong 2 Quý cuối năm

Giá dầu thô Brent trung bình trong 6 tháng đầu năm đạt 65.85 USD/thùng, tăng 16.63% so với tháng 12 năm 2018 và giảm 8% so với cùng kỳ năm ngoái. Triển vọng giá dầu Brent trung bình cả năm năm 2019, theo dự báo của EIA vào tháng 5, đạt 66.69 USD/thùng, thấp hơn 3 USD so với dự báo vào tháng 4. Tuy nhiên, nguồn cung dầu thô giai đoạn tới sẽ bị đe dọa bởi căng thẳng giữa Mỹ và Iran và việc cắt sản lượng khai thác của OPEC+ cho đến tháng 3 năm 2020. Sản lượng dầu đá phiến của Mỹ dự báo tiếp tục ở mức cao sẽ bù đắp phần nào sự sụt giảm nguồn cung nêu trên. Nhìn chung, giá dầu thô sẽ tiếp tục biến động khó lường trong Quý 3 và Quý 4 sắp tới.

Giá thực phẩm sẽ có xu hướng tăng trong các Quý tiếp theo

Giá thịt heo đã giảm rõ rệt trong 6 tháng đầu năm dưới tác động của dịch tả lợn Châu Phi. Giá thịt heo nhiều khả năng sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới do nguồn cung và nhu cầu của người tiêu dùng giảm. Tuy nhiên, đến Quý 4, nhu cầu tiêu thụ của người dân sẽ tăng dần và theo dự báo từ Ipsos, Việt Nam có thể thiếu hụt tới 500,000 tấn thịt heo, chiếm gần 20% tổng nhu cầu và giá thịt heo giai đoạn này sẽ tăng mạnh. Diễn biến này sẽ tương đồng với thị trường Trung Quốc thời gian qua khi giá thịt heo trên thị trường Trung Quốc tăng trung bình 26.6% YoY do nguồn cung giảm do dịch bệnh tả ở châu Phi ảnh hưởng từ tháng 8 năm 2018, theo thông tin từ Bộ Nông nghiệp và Nông thôn Trung Quốc.

Ngoài ra, giá của các sản phẩm thay thế, bao gồm thịt bò, thịt gia cầm và hải sản sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới do nhu cầu thay thế thịt lợn tăng. Chỉ số giá thực phẩm của FAO (FAO Food Index) đã tăng tháng thứ 5 liên tiếp và được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng cho đến cuối năm.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

❖ Diễn biến điều hành chính sách tiền tệ - có xu hướng nới lỏng

Chính sách tiền tệ trong 6 tháng đầu năm 2019 nhìn chung được điều hành nới lỏng hơn so với thời điểm 6 tháng cuối năm 2018, do áp lực đến từ tỷ giá và lạm phát đã giảm bớt (thể hiện qua chênh lệch giữa tăng thêm M2 và tín dụng theo Quý vẫn ở mức dương, Bảng 3). Tuy nhiên, so với giai đoạn từ năm 2015 – nửa đầu năm 2018, NHNN đã có nhìn nhận thận trọng hơn rõ rệt trong điều phối cung tiền vào hệ thống cũng như kiểm soát tín dụng. Mức trần tăng trưởng tín dụng trong năm 2019 đã giảm xuống còn 14% thay vì mức 18 – 20% như các năm trước đó.

Tăng trưởng M2 tăng nhẹ trong khi tăng trưởng tín dụng có phần được kiểm soát hơn

Tính đến ngày 18/6, **tổng phương tiện thanh toán tăng 6.05%, tín dụng đối với nền kinh tế tăng 6.22%** so với cuối năm 2018, dựa trên số liệu mới cập nhật từ TCTK. Tăng trưởng cung tiền được đẩy mạnh, nhất là vào giai đoạn cuối mỗi Quý trong khi đó tăng trưởng tín dụng có phần được dàn trải qua các tháng hơn.

Nếu tính theo tháng, M2 tăng chủ yếu trong 2 tháng đầu năm. Sang tháng 3, 4 và 5, cung tiền trong hệ thống tăng chậm lại và tín dụng tăng mạnh hơn với lượng tăng lần lượt là 294 nghìn tỷ và 346 nghìn tỷ, so với giai đoạn cuối tháng 2. Sang tháng 6, cung tiền lại tăng mạnh trở lại với mức tăng gần 100 nghìn tỷ đồng trong 18 ngày.

NHNN mua ngoại tệ nhằm bổ sung dự trữ ngoại hối, tăng cung tiền trong hệ thống trong 4 tháng đầu năm

Việc M2 tăng trong giai đoạn đầu năm do động thái bơm tiền đồng vào hệ thống thông qua việc mua USD nhằm bổ sung dự trữ ngoại hối. Việc mua ngoại tệ tập trung vào 4 tháng đầu năm, tổng trị giá SBV mua vào USD ước tính vào khoảng hơn 8.35 tỷ USD, tương đương với việc bơm ra khoảng 194 nghìn tỷ đồng.

Bảng 3 Cung và cầu tiền trong nền kinh tế

Tỷ VND	31/03/2018	30/06/2018	30/09/2018	31/12/2018	31/3/2018	18/6/2019
Tổng phương tiện thanh toán	8,521,098	8,879,582	8,933,154	9,211,848	9,478,157	9,769,165
Tăng trưởng M2 YTD (%)	4.01	8.39	9.04	12.44	2.89	6.05
Tăng trưởng M2 QoQ (%)	4.01	3.80	1.00	3.12	2.89	3.07
Phần tăng thêm M2 trong Quý	328,550	358,484	53,572	278,694	266,309	291,008
Dư nợ tín dụng	6,741,609	7,021,533	7,129,596	7,414,077	7,646,138	7,875,233
Tăng trưởng tín dụng YTD (%)	3.56	7.86	9.52	13.89	3.13	6.22
Tăng trưởng tín dụng QoQ (%)	3.56	4.03	1.54	3.99	3.13	3.00
Phần tăng thêm tín dụng trong Quý	231,751	279,924	108,064	284,481	232,061	229,095
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng YTD	96,799	175,359	120,868	115,081	34,248	96,161
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng theo Quý	96,799	78,560	-54,491	-5,787	34,248	61,913

Nguồn: TCTK, NHNN, KBSV tính toán

Thanh khoản trong hệ thống tổ chức tín dụng (TCTD) tương đối dồi dào trong 6 tháng đầu năm

Thanh khoản trong hệ thống TCTD được thể hiện rõ nét nhất thông qua biến động của lãi suất liên ngân hàng và động thái bơm hút ròng của NHNN thông qua hoạt động thị trường mở (Biểu đồ 9). Nhìn chung trong 6 tháng đầu năm thanh khoản tương đối dồi dào ngoại trừ thời điểm cuối tháng 3 – đầu tháng 4, Kho Bạc Nhà nước bắt ngờ rút tiền gửi ra khỏi hệ thống khiến thanh khoản thiếu hụt tạm thời, Lãi suất VND liên ngân hàng ở mức tương đối thấp và ổn định (tuy nhiên vẫn duy trì 1 khoảng cách nhất định ít nhất là 0.5% với lãi suất USD) NHNN tổng cộng đã hút ròng khoảng 98 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm.

Lợi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) giảm mạnh do thanh khoản dư thừa

Thị trường TPCP Việt Nam trong 6 tháng đầu năm trải qua sự sụt giảm so với cuối năm 2018 về lợi suất do thanh khoản dư thừa trong hệ thống ngân hàng dẫn đến việc hấp thụ đầu giá trái phiếu thuận lợi. Lợi suất TPCP trên thị trường

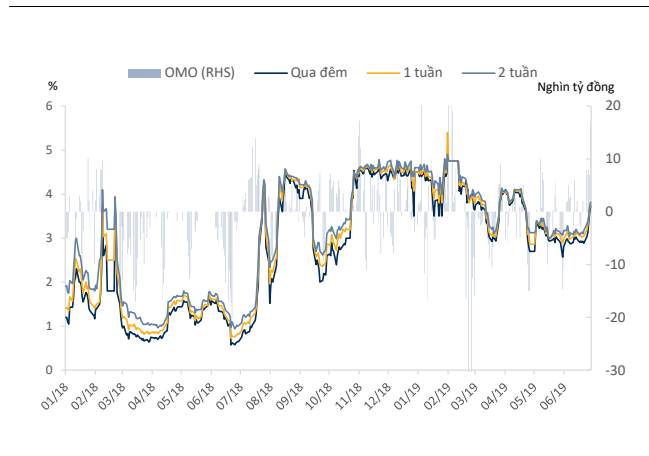
thứ cấp diễn biến cùng chiều với thị trường sơ cấp, với sự sụt giảm khoảng 30 – 80 bps so với thời điểm tháng 12/2018 trong đó mạnh nhất là kỳ hạn 1 năm.

Lãi suất huy động kỳ hạn dài có xu hướng tăng trong khi lãi suất kỳ hạn ngắn tương đối ổn định. Lãi suất cho vay ổn định

Lãi suất huy động giảm nhẹ đối với kỳ hạn dưới 12 tháng, dao động từ 4.1- 5.5%/năm cho kỳ hạn dưới 6 tháng và 5.5% - 7.45% cho kỳ hạn dưới 12 tháng do nguồn vốn ngắn hạn ở các ngân hàng khá dồi dào. Tuy nhiên, đối với các kỳ hạn từ 12 tháng trở lên có sự điều chỉnh trái chiều do phụ thuộc tình hình cân đối vốn để đáp ứng yêu cầu tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn. Lãi suất huy động trung bình cho kỳ hạn 12, 13 tháng là 6.4%- 8%/năm.

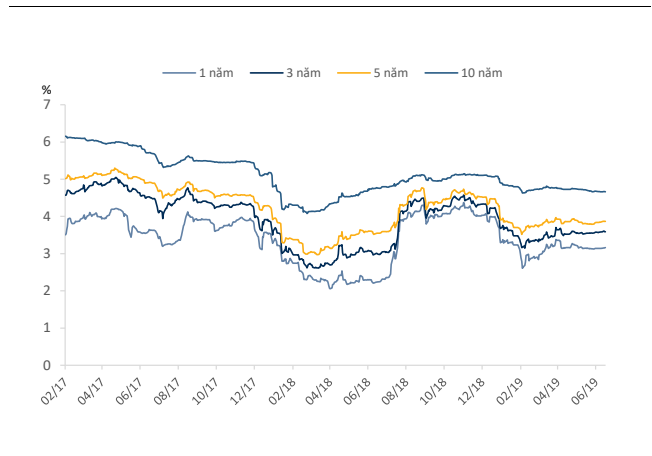
Lãi suất cho vay vẫn duy trì ổn định trong bối cảnh lãi suất huy động đã tăng và thiết lập mức mặt bằng mới. Lãi suất cho vay thậm chí được điều chỉnh giảm 0.5% tại các NHTM Nhà nước ở 1 số lĩnh vực ưu tiên. Hiện mặt bằng lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến ở mức 6-9%/năm, 9-11%/năm đối với trung và dài hạn.

Biểu đồ 9 Lãi suất liên ngân hàng và bơm hút ròng trên thị trường mở



Nguồn: Bloomberg, NHNN, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10 Biến động lợi suất trái phiếu chính phủ trên thị trường thứ cấp



Nguồn: Bloomberg, NHNN, KBSV tổng hợp

❖ Dự báo chính sách tiền tệ - tiếp tục thận trọng và dựa vào diễn biến thị trường

Tăng trưởng M2 và tăng trưởng tín dụng trong năm 2019 lần lượt đạt 13% và 14%

Trong các tháng còn lại của năm 2019, chúng tôi nhận định áp lực tỷ giá sẽ không còn nhiều trong kịch bản cơ sở trong khi đó lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát, tuy nhiên lạm phát lõi có xu hướng tăng nhanh (xem thêm phần Tỷ giá và Lạm phát), do đó NHNN nhiều khả năng vẫn duy trì chính sách tiền tệ thận trọng như hiện nay với tăng trưởng M2 sẽ tăng nhẹ so với năm 2018 trong khi tín dụng duy trì tương đương năm ngoái.

Chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới chuyển sang ôn hòa hơn

Trái ngược với xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ trong năm 2018, các NHTW lớn trên thế giới đã chuyển sang định hướng chính sách ôn hòa hơn. Cụ thể, Fed sau khi đánh giá lại rủi ro tăng trưởng của Mỹ và toàn cầu, đã phát tín hiệu sẵn sàng cắt giảm lãi suất nếu cần thiết. Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, FED sẽ có ít nhất 1 đợt giảm lãi suất trong năm 2019 với các lý do chính là rủi ro gia tăng từ diễn biến căng thẳng chiến tranh thương mại, lạm phát năm

2019 được Fed ước tính giảm xuống còn 1.5% - thấp hơn nhiều so với mức lạm phát kỳ vọng là 2%.

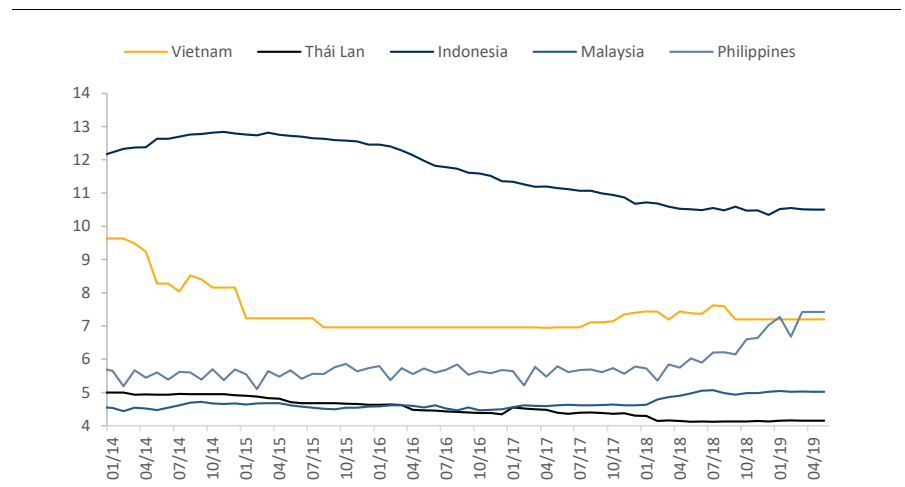
ECB cũng phát đi tín hiệu về khả năng giảm lãi suất hơn nữa cùng những biện pháp khác để thúc đẩy tăng trưởng và lạm phát của Khu vực sử dụng đồng euro (Eurozone). Ngoài ra, các NHTW trong khu vực như Indonesia và Phillipines cũng đã đưa ra quan điểm giảm lãi suất và Ấn Độ thậm chí đã cắt giảm lãi suất 2 lần trong vòng 6 tháng qua. NHTW Úc và New Zealand cũng đã cắt giảm 25bps vào tháng 6 nhằm kích thích tăng trưởng. Trong bối cảnh đó, chúng tôi đánh giá rất ít khả năng NHNN tăng lãi suất điều hành trong năm 2019. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, lạm phát lõi tăng liên tục từ đầu năm sẽ giới hạn khả năng nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN.

Lãi suất huy động có xu hướng tăng và cho vay sẽ không có nhiều biến động so với hiện tại

Trong thời gian tới, lãi suất huy động kỳ hạn ngắn sẽ không có nhiều biến động, thậm chí có thể giảm do nguồn vốn ngắn hạn trong hệ thống khá dồi dào do tác động của Thông tư 36/2014/TT-NHNN. Đối với kỳ hạn dài trên 12 tháng, lãi suất sẽ tiếp tục tăng nhẹ do các ngân hàng đang phải tái cơ cấu lại nguồn vốn, nhất là trong trường hợp dự thảo về việc tiếp tục giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn chỉ còn 35% vào đầu năm sau của Ngân hàng Nhà nước được thông qua và có hiệu lực.

Lãi suất cho vay, trong thời gian tới sẽ chịu 2 áp lực trái chiều và trung hòa lẫn nhau: (1) Lãi suất huy động kỳ hạn dài dự báo tăng nhẹ, tạo áp lực tăng lên lãi suất cho vay; (2) Xu hướng nới lỏng của các NHTW trên thế giới và trong khu vực dẫn đến chênh lệch lãi suất cho vay giữa Việt Nam – thế giới nới rộng, tạo áp lực giảm lên lãi suất cho vay. Hiện tại, lãi suất cho vay của Việt Nam thấp hơn lãi suất của Indonesia và Phillipines, và cao hơn lãi suất của Thái Lan và Malaysia (Biểu đồ 11). Việc giảm lãi suất của Indonesia và Phillipines trong thời gian sắp tới sẽ khiến Việt Nam bất lợi hơn trong vấn đề tỷ giá và hỗ trợ doanh nghiệp xuất khẩu.

Biểu đồ 11 Lãi suất cho vay trung bình của các nước trong khu vực



Nguồn: IMF, KBSV tổng hợp

CÁN CÂN THƯƠNG MẠI

❖ Cán cân thương mại thâm hụt trong 6 tháng đầu năm

Theo số liệu ước tính từ TCTK, **cán cân thương mại hàng hóa 6 tháng đầu năm 2019 ước tính thâm hụt 34 triệu USD**, do tăng trưởng xuất khẩu giảm sút theo xu hướng chung của thế giới đồng thời tăng trưởng nhập khẩu tăng mạnh. Nhìn chung, trong 1H2019, nhóm xuất khẩu điện tử và nông sản suy yếu, nhóm dệt may, giày dép và gỗ tăng trưởng khá trong khi nhập khẩu nguyên liệu thô và máy móc thiết bị tăng vọt.

Bảng 4 Tăng trưởng XNK các khu vực trong 6 tháng đầu năm

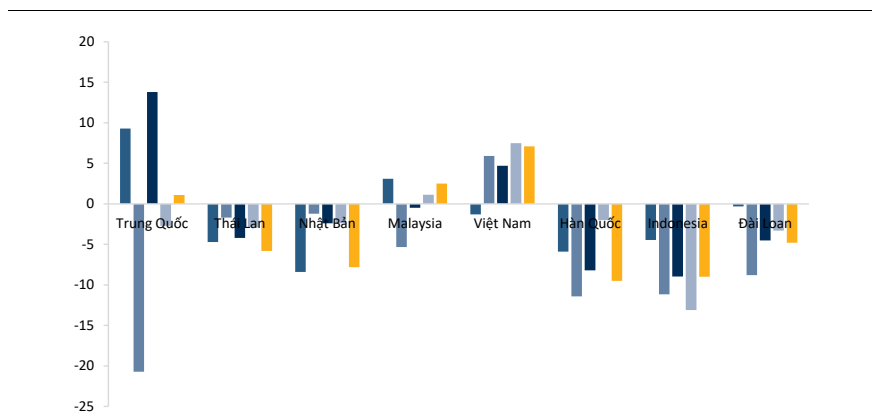
(%)	Xuất khẩu từ Việt Nam			Nhập khẩu đến Việt Nam		
	1H2019	1H2018	1H2017	1H2019	1H2018	1H2017
Mỹ	27.4	9.2	9.5	17.1	16.3	27.2
EU	-0.4	12.3	12.6	9.1	9.2	16.3
Trung Quốc	1	28	42.5	21.8	15.6	16.8
ASEAN	6.7	17.4	26.7	6.4	11.8	17.6
Hàn Quốc	6	31.8	29.1	1	-0.8	51.2
Nhật Bản	9.1	12.5	19.5	-0.7	12.2	10.7

Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Xuất khẩu có dấu hiệu chậm lại theo xu hướng chung của khu vực

Tăng trưởng xuất khẩu trong 6 tháng đầu năm ở mức thấp nhất trong vòng 3 năm qua. Kim ngạch xuất khẩu ước tính đạt 122.79 tỷ USD, +7.3% YoY. Tuy nhiên, nếu đặt trong tương quan so sánh với các nước xuất khẩu lớn trong khu vực (Biểu đồ 12), Việt Nam là một điểm sáng. Kim ngạch xuất khẩu của Nhật Bản, Hàn Quốc và các nước xuất khẩu lớn trong ASEAN đều có dấu hiệu suy giảm trong 5 tháng đầu năm trong khi xuất khẩu của Việt Nam luôn duy trì mức tăng trưởng ổn định.

Biểu đồ 12 Tăng trưởng XK các quốc gia trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Xuất khẩu khu vực FDI chậm lại

Xuất khẩu khu vực FDI đạt 85.9 tỷ USD, +5.9% YoY, thấp nhất kể từ năm 2011. Con số này giảm mạnh so với mức 14.5% và 21% vào năm 2018 và 2017, cho thấy ảnh hưởng của sự giảm tốc trong tăng trưởng của lĩnh vực điện tử toàn cầu đã thể hiện rõ nét hơn trong tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, nếu tính theo Quý, xuất khẩu khu vực FDI trong Quý 2 năm nay đã sự hồi phục nhẹ. Tăng trưởng xuất khẩu của điện thoại và linh kiện - nhóm ngành đóng góp chủ yếu trong khu vực FDI đạt 13.6% YoY trong Quý 2, cao hơn nhiều so với năm 2018 (Biểu đồ 14).

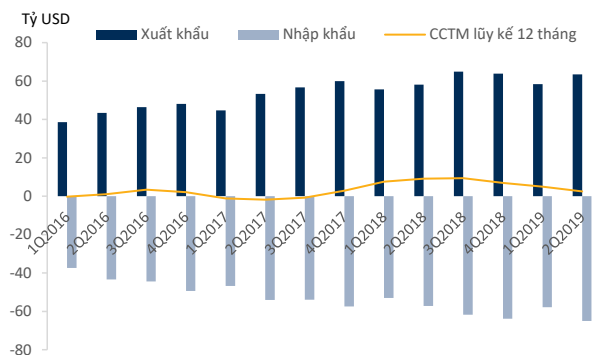
Xuất khẩu khu vực kinh tế trong nước đã có những chuyển biến tích cực

Trong khi đó, khu vực kinh tế trong nước đã có những chuyển biến tích cực với kim ngạch xuất khẩu đạt 36.8 tỷ USD, +10.8% YoY. Phân tích dữ liệu xuất khẩu của khu vực trong nước cho thấy sản phẩm gỗ, hàng dệt may, túi xách và giày dép lần lượt tăng 17.7%, 9.9%, 12% và 14.2% YoY trong 6 tháng đầu năm (Biểu đồ 14).

Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung là lý do làm xuất khẩu các mặt hàng truyền thống của Việt Nam tăng mạnh

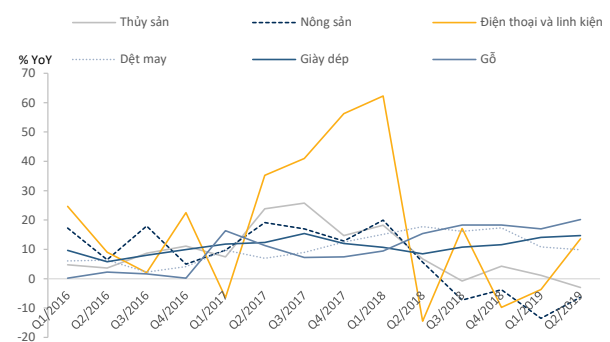
Bảng 4 cho thấy bằng chứng Việt Nam đang hưởng lợi từ cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung. Tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa Việt Nam sang Mỹ tăng gấp 3 lần trong 6 tháng đầu năm so với 2018, ước tính đạt kim ngạch 21.5 tỷ USD, +27.4% YoY. Các nhóm hàng mà Việt Nam xuất khẩu nhiều nhất sang Mỹ là dệt may (chiếm khoảng 25%), điện thoại và linh kiện (16.6%), giày dép (11.5%) và sản phẩm gỗ (8.1%). Giá trị tăng trưởng xuất khẩu các mặt hàng này trong 5 tháng đầu năm, theo số liệu từ Tổng cục Hải Quan lần lượt là 11.1% YoY, 91.7% YoY, 13.3% YoY, 35%.

Biểu đồ 13 Kim ngạch XNK và cán cân thương mại



Nguồn: TCTK, TCHQ, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 14 Biến động tăng trưởng xuất khẩu các nhóm ngành chính



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Nhập khẩu máy móc thiết bị phục hồi mạnh trong 1H2019

Kim ngạch nhập khẩu 1H2019 ước tính đạt 122.76 tỷ USD, +10.5% YoY. Các mặt hàng nhập khẩu chủ yếu là nguyên vật liệu thô để phục vụ gia công xuất khẩu như máy móc thiết bị và phụ tùng, điện tử và linh kiện, nguyên phụ liệu dệt, may, sản xuất giày dép...

Đặc biệt, tăng trưởng nhập khẩu thiết bị, máy móc tiếp tục hồi phục mạnh mẽ kể từ 2H2018. Giá trị nhập khẩu nhóm ngành này trong 1H2019 đạt 17.88 tỷ USD, +14.8% YoY. Đây là một dấu hiệu tích cực cho thấy đầu tư vẫn tiếp tục tăng trong bối cảnh chiến tranh thương mại vẫn chưa có dấu hiệu rõ ràng.

❖ Cán cân thương mại – dự báo duy trì thặng dư trong năm 2019

Trong năm 2019, chúng tôi dự báo cán cân thương mại vẫn duy trì thặng dư ở mức khoảng 1 - 3 tỷ USD. Giá trị xuất khẩu trong 2H2019 sẽ tăng trưởng ở mức tích cực hơn với giai đoạn 1H2019 khi nhóm hàng điện tử (chiếm khoảng 32% tổng kim ngạch xuất khẩu) có dấu hiệu tăng trưởng trở lại. Các nhóm ngành truyền thống như dệt may, giày dép và đồ gỗ sẽ vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực. Tuy nhiên, trong bối cảnh kinh tế thối giời tăng trưởng chậm lại với các yếu tố rủi ro gia tăng, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng xuất khẩu trong năm 2019 xuống mức **+8% YoY** (so với 13.1% trong năm 2018). Tăng trưởng nhập khẩu sẽ ở mức **10% YoY** (so với 11.5% vào năm 2018). Các yếu tố ảnh hưởng cán cân thương mại 6 tháng cuối năm gồm:

Tăng trưởng xuất khẩu nhóm hàng điện tử dự báo tích cực

- 6 tháng cuối năm là giai đoạn cao điểm cho các doanh nghiệp tập trung sản xuất, đặc biệt là nhóm hàng điện tử tiêu dùng (điện thoại, tivi,..) khi nhu cầu tiêu dùng tăng cao. Các dòng sản phẩm điện thoại mới từ Samsung và Apple dự kiến ra mắt vào Quý 3 năm 2019 sẽ hỗ trợ mạnh cho ngành sản xuất điện thoại và linh kiện trong khi giai đoạn Lễ Tạ ơn và Giáng sinh (Quý 4) là cao điểm cho mua sắm tiêu dùng.

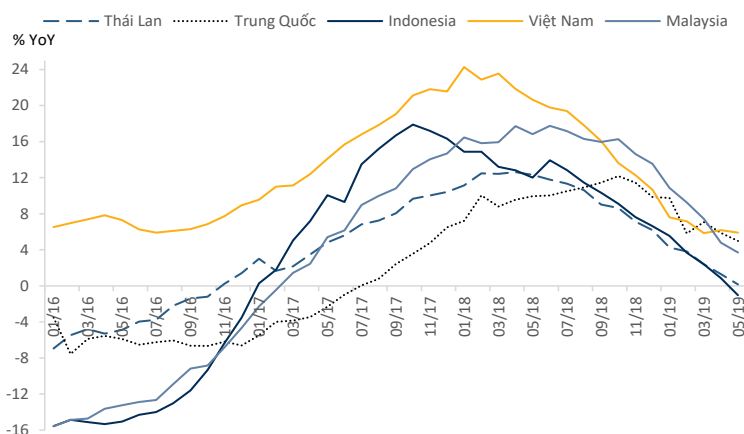
Nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc tăng mạnh đe dọa cán cân thương mại của Việt Nam

- Có 2 lý do chính khiến nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc tăng: (1) đồng CNY giảm giá đáng kể so với đồng VND và; (2) là chiến tranh thương mại. Số liệu của Tổng cục Hải Quan cho biết tính đến 31/5/2019, nhập siêu từ thị trường này đã lên tới 16.3 tỷ USD, bằng 68.2% mức nhập siêu cả năm 2018 (23.9 tỷ USD). Điều này cho thấy Nhân dân tệ (CNY) phá giá đang là một nhân tố làm tăng lượng hàng hoá từ nước này chảy sang Việt Nam khi hàng hoá Trung Quốc trở nên rẻ hơn. Ngoài ra, nhiều nhà sản xuất đã nhập khẩu hàng hóa Trung Quốc – chủ yếu là hàng dệt may, hải sản và nông sản, dán nhãn trái phép Made in Vietnam nhằm tránh thuế từ Mỹ. Trong thời gian vừa qua, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã chỉ trích Việt Nam đang lợi dụng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và với những tín hiệu của việc gia tăng nhập siêu khá mạnh từ Trung Quốc, chúng tôi cho rằng chính phủ Việt Nam sẽ có động thái quản lý chặt chẽ hơn các hợp đồng nhập khẩu từ Trung Quốc trong thời gian tới.

Độ dốc đường tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam lớn hơn so với các nước trong khu vực

- Biểu đồ 15 thể hiện tốc độ tăng trưởng xuất khẩu ở một số nước lớn trong khu vực. Có thể thấy, xuất khẩu Việt Nam có mức tăng trưởng cao hơn vượt trội so với các nước khác (giai đoạn 2016 – tháng 1/2018), tuy nhiên khi yếu tố đột biến (kinh tế toàn cầu giảm tốc, chiến tranh thương mại trở nên căng thẳng giữa Mỹ và Trung Quốc), xuất khẩu Việt Nam sẽ phải chịu sức ép lớn hơn khi tốc độ giảm tốc khá nhanh (độ dốc của đường tăng trưởng lớn trong giai đoạn 01/2018-01/2019).

Biểu đồ 15 Tăng trưởng xuất khẩu trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

❖ VND mất giá 0.54% YTD trong 1H2019 và diễn biến khác biệt so với giai đoạn trước

Tỷ giá tăng đột biến trong tháng 5

Tính từ đầu năm đến cuối tháng 4, VND giao dịch tương đối ổn định với mức tăng của tỷ giá trung tâm cao hơn mức tăng của tỷ giá bình quân liên ngân hàng và thị trường tự do. Tuy nhiên, chỉ trong 1 thời gian ngắn (nửa đầu tháng 5), tỷ giá liên ngân hàng và trên thị trường tự do tăng đột biến (Biểu đồ 16). Sang tháng 6, tỷ giá lại quay trở lại ổn định. Cụ thể, tính đến ngày 28/6, **tỷ giá trung tâm tăng mạnh nhất, 1.06% YTD trong khi tỷ giá liên ngân hàng tăng 0.54% YTD. Tỷ giá chợ đen có mức tăng chỉ 0.17% YTD.**

NEER và REER tiến đến và đã chạm vượt mốc 106 - trước đây được xem là tín hiệu cho NHNN phá giá tiền Đồng

Theo mô hình tính toán của chúng tôi, NEER (tỷ giá danh nghĩa đa phương), đo lường giá trị của đồng VND với rổ 8 đồng tiền tham chiếu theo cơ chế tỷ giá trung tâm và REER (tỷ giá thực đa phương), là chỉ số được điều chỉnh lạm phát so với NEER) có thể được sử dụng như 1 tín hiệu quan trọng để xác định thời điểm NHNN phá giá tiền đồng. Cụ thể trong giai đoạn 2015 - 2016 và năm 2018, khi đường REER tiến sát mốc 106, NHNN đã phải điều chỉnh giảm giá VND để bình ổn kỳ vọng của thị trường và tránh tác động xấu đến xuất khẩu. Tuy nhiên, tại thời điểm hiện tại, cho dù đường REER đã vượt qua mốc 106 (Biểu đồ 17) nhưng diễn biến trên thị trường lại khá ổn định và NHNN cũng chưa phải can thiệp.

Khoảng cách tỷ giá liên ngân hàng/ tỷ giá tự do và mức tỷ giá trần vẫn khá an toàn

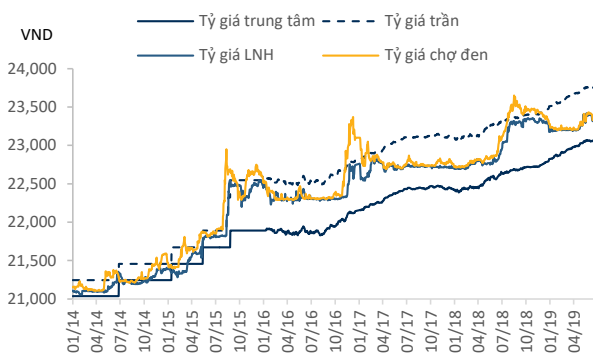
Trong quá khứ, khi có những yếu tố ngoại biên tạo áp lực lên tỷ giá, khoảng cách giữa tỷ giá liên ngân hàng, tỷ giá tự do và mức tỷ giá trần thường được nới rộng và được xem là tín hiệu khác để NHNN quyết định phá giá VND hay không. Trong thời gian qua, cho dù yếu tố ngoại biên bất lợi, tỷ giá liên ngân hàng và chợ đen vẫn biến động cùng với nhau và chưa tạo ra khoảng cách lớn như những giai đoạn trước, điều này cho thấy tâm lý thị trường đang tương đối ổn định. Ngoài ra, khoảng cách giữa tỷ giá liên ngân hàng với tỷ giá trần vẫn ở mức khá an toàn (thấp hơn khoảng 1.5% so với tỷ giá trần) (Biểu đồ 16).

Yếu tố ngoại biên là nguyên nhân khiến tỷ giá biến động mạnh trong tháng 5

Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung bất ngờ leo thang vào tháng 5 khiến đồng CNY biến động mạnh trong khi đồng USD vẫn duy trì ở mức cao kể từ đầu năm nay. Cụ thể, mức giảm giá trung bình trong tháng 5 của CNY là 2.06% so với tháng 4 và CNY hiện đang dao động quanh ngưỡng 6.9 CNY/USD – rất gần đến ngưỡng tâm lý 7.0 – chỉ được xác lập vào giai đoạn khủng hoảng tài chính năm 2008. Chỉ số DXY – chỉ sức mạnh của đồng USD với rổ 6 đồng tiền khác luôn duy trì quanh mức 97 - 98 trong 5 tháng đầu năm và chỉ có dấu hiệu giảm nhẹ khi FED phát tín hiệu ôn hòa cho chính sách tiền tệ.

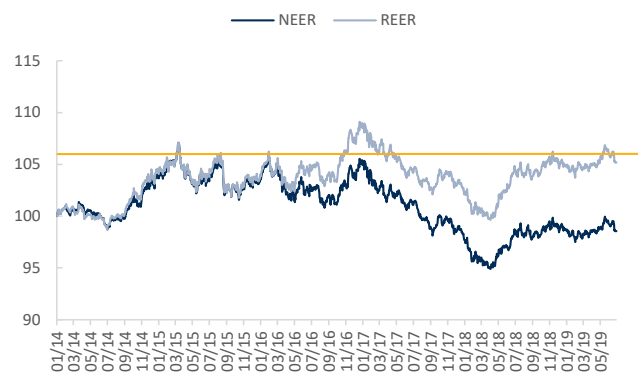
Chúng tôi cho rằng có một số nguyên nhân giúp diễn biến thị trường ngoại hối trong nước khá bình ổn bất chấp diễn biến bất lợi của thị trường tiền tệ thế giới, ngay cả khi đường REER đã chớm vượt mốc nhảy cảm 106: (1) NHNN đã chủ động điều chỉnh tăng tỷ giá trung tâm từ đầu năm, nhằm thu hẹp khoảng cách với thị trường; (2) Nguồn cung ngoại tệ khá dồi dào trong thời gian qua, đặc biệt đến từ dòng vốn FDI giải ngân; (3) NHNN đã chứng minh được khả năng điều hành ổn định ổn định tỷ giá trong các năm gần đây, tạo dựng được niềm tin đối với thị trường, giúp giảm thiểu tâm lý đầu cơ, tích trữ USD.

Biểu đồ 16 Biến động tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, FinnPro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 17 NEER và REER

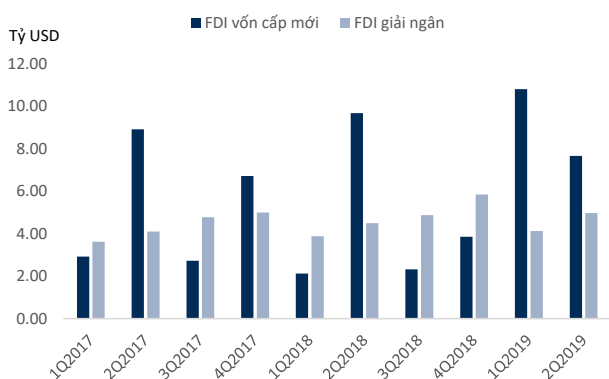


Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

❖ Dự báo VND sẽ mất giá khoảng 2.0% – 2.5% trong năm 2019

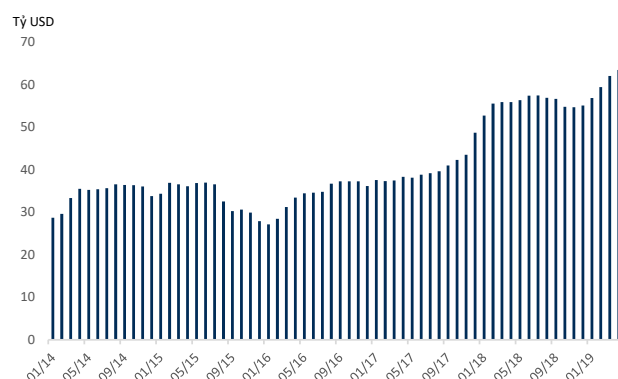
Trong giai đoạn còn lại của năm, biến động của tỷ giá sẽ chịu chi phối bởi 3 yếu tố chính. Thứ nhất, xu hướng giảm giá của USD, theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, sẽ có tác dụng mang tính thuận lợi cho VND do khi đó, kể cả khi tỷ giá USD/VND không có nhiều thay đổi thì VND vẫn sẽ có xu hướng giảm giá so với hầu hết các đồng tiền khác trong rổ tiền tệ (ngoại trừ CNY). Thứ hai, xu hướng giảm giá của CNY, theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, sẽ có tác dụng mang tính bất lợi cho VND do vấn đề nhập siêu từ Trung Quốc sẽ có xu hướng gia tăng. Thứ ba, là sự ổn định của nguồn cung ngoại tệ, được chúng tôi dự báo vẫn duy trì tích cực, sẽ hỗ trợ tỷ giá.

Biểu đồ 18 FDI giải ngân và cấp mới



Nguồn: FIA, KBSV

Biểu đồ 19 Dự trữ ngoại hối



Nguồn: Bloomberg, IMF, KBSV

Chiến tranh thương mại là rủi ro lớn nhất trong ngắn hạn

Chúng tôi hiện đang nghiêng về kịch bản chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sẽ khó đạt được bước tiến đáng kể, ít nhất là trong năm nay. Mức thuế quan hiện tại, bao gồm áp thuế 25% lên 250 tỷ hàng hóa Trung Quốc sẽ vẫn được duy trì. Trong kịch bản nêu trên, đồng USD sẽ không biến động quá mạnh với mức 96 – 97 hiện tại và đồng CNY vẫn có dấu hiệu suy giảm.

Đồng USD kỳ vọng sẽ suy yếu do chính sách tiền tệ ôn hòa của FED

Xu hướng của DXY trong năm nay sẽ là đi xuống với nguyên nhân chính đến từ việc thay đổi quan điểm về chính sách tiền tệ của Fed. Với việc kỳ vọng FED sẽ có ít nhất 1 đợt giảm lãi suất trong năm 2019, chênh lệch lãi suất giữa Mỹ và các quốc gia G20 sẽ được thu hẹp và đồng USD nhờ đó sẽ giảm nhẹ. Tuy nhiên, diễn biến khó lường của căng thẳng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sẽ giúp chỉ số DXY khó có thể giảm sâu.

Tỷ giá USD/CNY được dự báo sẽ dao động quanh mốc 7.0 nếu tiến trình đàm phán không mang nhiều chuyển biến

Chúng tôi đánh giá CNY sẽ dao động quanh mức 7.0 trong kịch bản cơ sở do áp lực phá giá CNY là rất lớn, tuy nhiên tốc độ phá giá của CNY có thể được kiểm chế thông qua PBoC. Các dữ liệu kinh tế vĩ mô, đặc biệt là dữ liệu thương mại báo hiệu nền kinh tế Trung Quốc đang tăng trưởng chậm lại rõ rệt đang tạo áp lực lên đồng CNY.

So sánh tương quan mức độ tác động của yếu tố thứ nhất (USD giảm giá) và yếu tố thứ hai (CNY giảm giá), về mặt kỹ thuật, chúng tôi quan sát thấy việc USD giảm giá về tổng thể sẽ có tác động lớn hơn do còn ảnh hưởng gián tiếp qua xu hướng mạnh lên của các đồng tiền khác trong rổ tiền tệ. Điều này được minh chứng khá rõ ràng trong những tuần gần đây khi USD giảm và CNY cũng giảm, đường NEER vẫn đảo chiều đi xuống.

Theo mô hình định lượng của chúng tôi với biến phụ thuộc là tỷ giá hối đoái danh nghĩa (NEER) và biến độc lập là DXY và USD/CNY thì với kịch bản cơ sở, nếu Chỉ số Đô la xoay quanh mốc 95 - 96 và tỷ giá USD/CNY được giao dịch trong khoảng 6.9 – 7.0 vào cuối Quý 4 thì tỷ giá hối đoái danh nghĩa sẽ tăng 0.51%, và tỷ giá USD/VND sẽ mất giá khoảng 2%. Tuy nhiên, trên thực tế, do giá trị nhập siêu với Trung Quốc đang gia tăng rất nhanh, NHNN có thể vẫn phải cân nhắc điều chỉnh giảm giá VND ở một mức độ hợp lý để bảo vệ xuất khẩu và hạn chế nhập siêu. Chúng tôi đưa ra các kịch bản dự báo cho tỷ giá trong giai đoạn cuối năm như sau:

Các kịch bản dự báo đối với tỷ giá USD/VND trong năm 2019

Bảng 5 Các kịch bản với tỷ giá hối đoái

	Tiêu cực			Cơ sở			Tích cực		
	DXY	USD/CNY	USD/VND*	DXY	USD/CNY	USD/VND*	DXY	USD/CNY	USD/VND*
Q4/2019	> 100	> 7.0	3 - 4%	95 - 96	6.90 - 7.0	2 - 2.5%	< 94	< 6.7	1 - 2%

*Mức mất giá của VND so với thời điểm cuối năm 2018

Nguồn: KBSV dự báo

KHUYẾN CÁO

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Chi nhánh Sài Gòn

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

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

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

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn