

## BÁO CÁO VĨ MÔ QUÝ 4 NĂM 2018 – TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM 2019

### VĨ MÔ ỔN ĐỊNH, TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG



**Tăng trưởng GDP:** GDP năm 2018 tăng trưởng vượt bậc ở mức 7.08%, nhờ đóng góp đến từ lĩnh vực chế biến chế tạo. Dự báo tăng trưởng GDP năm 2019 đạt 6.6 – 6.8%.

**Lạm phát:** CPI bình quân năm 2018 đạt 3.54%, dưới áp lực tăng của giá xăng dầu, y tế và lương thực thực phẩm. CPI trong năm 2019 dự báo trong khoảng 3.8 – 4.0%.

**Chính sách tiền tệ:** Chính sách tiền tệ năm 2018 mang tính thận trọng với tăng trưởng M2 và tín dụng đều giảm mạnh so với năm 2017. Dự báo trong năm 2019, chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được NHNN điều hành thận trọng, tăng trưởng M2 và tín dụng được dự báo lần lượt ở mức 11- 13% và 13 - 15%.

**Tỷ giá hối đoái:** Đồng VND mất giá khoảng 2.4% trong năm 2018 do ảnh hưởng của các yếu tố ngoại biên. Mức mất giá ước tính trong năm 2019 là vào khoảng 2.3 -2.5%.



## TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM Q4/2018

### RỦI RO VÀ CƠ HỘI

#### MỤC LỤC

TĂNG TRƯỞNG GDP .....	3
LẠM PHÁT .....	6
LÃI SUẤT/CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ .....	9
CÁN CÂN VĨNG LAI.....	12
TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI.....	14

Bảng 1 Các chỉ số vĩ mô cơ bản Việt Nam

	Đơn vị	2015	2016	2017	2018	2019F
Tăng trưởng GDP	%YoY	6.68	6.21	6.81	7.08	6.6 – 6.8
CPI bình quân	%YoY	0.62	2.67	3.52	3.54	3.8 - 4.0
Tăng trưởng tín dụng	%YoY	17.3	18.3	18.2	13.30	13 – 15
Tăng trưởng M2	%YoY	16.2	18.4	16.9	11.34	11 - 13
Lợi suất TPCP 10 năm	%	7.1	5.4	5.2	5.1	5.2
Tăng trưởng xuất khẩu	%YoY	7.9	9.0	21.2	13.8	10 – 12
Tăng trưởng nhập khẩu	%YoY	12	5.2	20.8	11.5	12
Tỷ giá BQ LNH	USDVND	22,485	22,761	22,698	23,240	23,820

Nguồn: TCTK, NHNN, KBSV ước tính

Chuyên viên phân tích vĩ mô/ Thái Thị Việt Trinh/ [trinhtt@kbsec.com.vn](mailto:trinhtt@kbsec.com.vn)

## TĂNG TRƯỞNG GDP

### ❖ Tăng trưởng GDP trong năm 2018 ở mức khả quan

Tăng trưởng kinh tế năm 2018 đạt tốc độ cao nhất trong vòng 11 năm qua, nhờ vào động lực chính là ngành công nghiệp chế biến chế tạo, trong khi đó ngành nông lâm ngư nghiệp cũng tăng trưởng khá tốt. Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), tính chung trong năm 2018, GDP ước tính tăng 7.08% YoY, là mức cao nhất kể từ năm 2008.

Trong năm 2018, khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong đóng góp cho tăng trưởng GDP (48.7%). Cụ thể, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 8.85% YoY, cao hơn năm 2017 (7.17%). Tuy nhiên đã có sự thay đổi đáng kể bên trong nhóm ngành này khi tăng trưởng của ngành sản xuất điện tử, vi tính đã chậm lại, nhường chỗ cho tăng trưởng ở các nhóm ngành khác như sản xuất than cốc và dầu mỏ tinh chế (tăng 65.5% YoY, do nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn chính thức đi vào hoạt động từ tháng 5/2018) và ngành sản xuất xe có động cơ và dục (lần lượt tăng 16.8% và 20% YoY).

**Chế biến và chế tạo vẫn là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng đã hạ nhiệt**

Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn duy trì là động lực chính của tăng trưởng kinh tế với mức tăng 12.98% YoY, và là ngành có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu GDP (16.02%). Tuy nhiên, đà tăng trưởng khu vực này đã chậm lại rõ rệt kể từ Q4 2017, nếu so sánh theo Quý do sự giảm sút trong tốc độ tăng trưởng của ngành sản xuất sản phẩm điện tử (Hình 2).

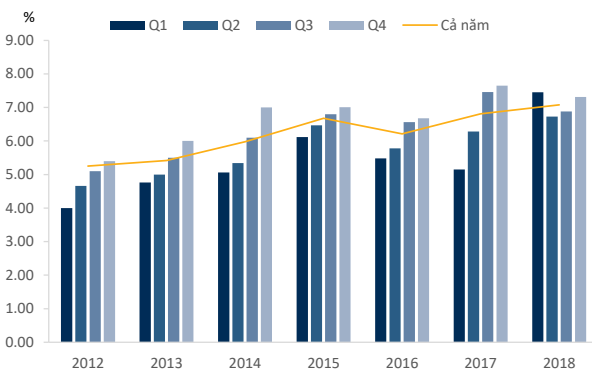
**Ngành xây dựng có sự cải thiện nhờ giải ngân vốn đầu tư toàn xã hội**

Ngành xây dựng có sự cải thiện trong năm nay, đặc biệt là trong Quý 3 và Quý 4 (nhờ đẩy nhanh tốc độ giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn cuối năm), với mức tăng trưởng cho cả năm là 9.16% YoY (năm 2017 là 8.70%)

**Ngành khai khoáng vẫn trong chu kỳ suy giảm**

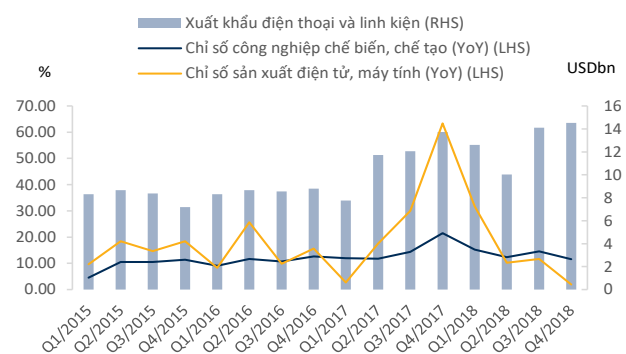
Ngành công nghiệp khai khoáng vẫn tăng trưởng âm (-3.11% YoY), nhưng ở mức độ nhẹ hơn so với cùng kỳ (-7.1%). Sản lượng khai thác dầu thô giảm -11.3%, chỉ còn 12 triệu tấn, mức thấp nhất trong vòng nhiều năm qua. Bù đắp cho sự sụt giảm của dầu thô, khai thác than, alumina và khí hóa lỏng có tăng trưởng tốt (lần lượt đạt 9.1%; 23.3%; 29.8%).

Hình 1 Tốc độ tăng trưởng GDP theo Quý



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Hình 2 Chỉ số CNSX và XK điện thoại linh kiện



Nguồn: TCTK, TCHQ, KBSV tổng hợp

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

Chỉ số PMI của Việt Nam có diễn biến tích cực trong năm 2018, với mức trung bình đạt cao nhất trong vòng 7 năm qua, và liên tục duy trì trên ngưỡng 50 điểm trong vòng 37 tháng qua (Hình 3), trái ngược với xu hướng giảm của PMI các nước trong khu vực (chỉ số PMI trung bình của các quốc gia mới nổi ở Châu Á tháng 11 giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 24 tháng).

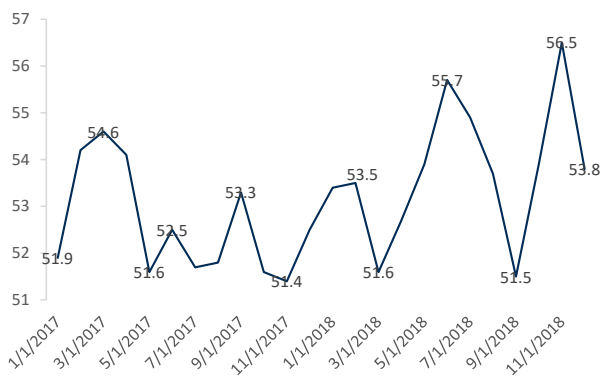
### Chỉ số tăng trưởng các ngành trong khu vực dịch vụ duy trì ở mức ổn định

Hoạt động thương mại dịch vụ năm 2018 có mức tăng trưởng khá khi sức mua tiêu dùng tăng cao. Khu vực dịch vụ năm 2018 tăng 7.03%, tuy thấp hơn mức tăng 7.44% của năm 2017 nhưng cao hơn so với các năm 2012-2016. Trong khu vực dịch vụ, bán buôn và bán lẻ tăng 8.51% so với cùng kỳ năm trước, là ngành có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong khu vực.

### Nông - Lâm - Ngư nghiệp tiếp tục xu hướng phục hồi nhờ hoạt động xuất khẩu được đẩy mạnh

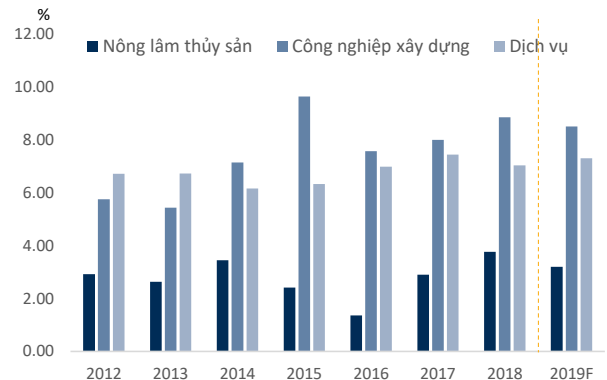
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản đạt mức tăng trưởng đạt mức tăng trưởng cao nhất trong giai đoạn 2012-2018, đạt 3.76% YoY do thị trường xuất khẩu được mở rộng cũng như điều kiện thời tiết tương đối thuận lợi trong năm 2018. Cụ thể, ngành nông nghiệp phục hồi với mức tăng 2.89%, ngành thủy sản đạt kết quả tốt với mức tăng 6.46%, ngành lâm nghiệp tăng 6.01%.

Hình 3 PMI Việt Nam



Nguồn: HSBC, Nikkei, KBSV tổng hợp

Hình 4 Tốc độ tăng trưởng GDP theo ngành



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

#### ❖ Dự báo tăng trưởng GDP trong năm 2019 sẽ giảm nhẹ so với năm 2018

Triển vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam vẫn duy trì tích cực theo đà tăng của năm 2018, mặc dù có phần chậm lại, dự báo ở mức **6.6 – 6.8%** cho cả năm 2019. Chu kỳ của nền kinh tế đang tiếp tục xu hướng phục hồi kể từ năm 2013, Xu hướng tăng trưởng GDP theo chúng tôi đánh giá sẽ tương tự năm 2018, với mức tăng đột biến trong Quý 1 và tăng trưởng GDP theo nhóm ngành được thể hiện ở Hình 4.

#### ❖ Yếu tố có thể thúc đẩy tăng trưởng GDP

### Động lực tăng trưởng đến từ lĩnh vực công nghiệp vẫn được duy trì, mặc dù mức độ tác động có phần giảm nhẹ

Năm 2019, lĩnh vực công nghiệp được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng và là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, sau giai đoạn đạt mức tăng trưởng cao trong 2 năm 2017-2018, tăng trưởng ngành công nghiệp chế biến chế tạo có thể sẽ có phần chậm lại trong năm 2019. Khu vực FDI, như Samsung,

Formosa, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn vẫn duy trì mức đóng góp lớn cho lĩnh vực công nghiệp chế biến và chế tạo.

Cụ thể hơn, trong năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu Samsung từ Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng 5 – 10%. Vào cuối quý 1/2019, Samsung dự kiến sẽ tung ra 5 sản phẩm điện thoại chủ lực với những đặc điểm nổi trội (màn hình gập, hỗ trợ 5G,...), tương tự như giai đoạn Quý 1 2018 sẽ hỗ trợ mạnh cho tăng trưởng GDP vào giai đoạn đó. Thêm vào đó, nhà máy Samsung Display đã đi vào hoạt động ổn định ở Việt Nam, dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh mẽ khi là đơn vị sản xuất cung cấp màn hình OLED lớn nhất trên thế giới, là nhà cung cấp chính cho các hãng điện thoại khác, như Apple, Pixel của Google... Ngoài ra, nhà máy sản xuất smart phone của Samsung ở Thiên Tân, Trung Quốc đóng cửa vào cuối năm 2018, nên nhiều khả năng Samsung sẽ tăng cường mở rộng sản xuất nhà máy ở Việt Nam.

Bên cạnh đó, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đã chính thức vận hành thương mại vào cuối tháng 11 năm 2018, với công suất đạt 200,000 thùng dầu thô/ngày, tương đương 10 triệu tấn dầu thô/ năm, ước tính đóng góp tích cực cho ngành sản xuất chế biến dầu mỏ tinh chế.

#### **Các hiệp định thương mại tự do giúp mở rộng thị trường xuất khẩu và thu hút dòng vốn đầu tư ngoại**

Sự hấp dẫn của các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam đã ký kết trong thời gian gần đây, điển hình là CT-TPP và EVFTA dự kiến sắp được ký kết trong năm 2019 sẽ giúp Việt Nam mở rộng thị trường xuất khẩu và thu hút một lượng lớn các dòng vốn đầu tư ngoại. Thương mại và đầu tư cũng được dự báo được đẩy mạnh nhờ những hiệp định thương mại trên. Tuy nhiên, các hiệp định thương mại cũng sẽ có những tác động bất lợi tới chính sách tài khóa và thu chi ngân sách nhà nước.

#### **Các dự án đầu tư công trọng điểm được đẩy mạnh**

Năm 2019 là năm bản lề trong việc thực hiện kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2016-2020, với nhiều dự án trọng điểm dự kiến sẽ được Chính phủ đẩy mạnh như dự án đường sắt đô thị Hà Nội, Metro Hồ Chí Minh... giúp hỗ trợ tăng trưởng GDP, tuy nhiên cũng sẽ gây áp lực đáng kể lên ngân sách. Theo báo cáo mới đây công bố của Chính phủ, do tiến độ phân bổ, giao kế hoạch vốn trung hạn và hằng năm chậm trong giai đoạn 2016-2018, áp lực cân đối nguồn vốn trong 2 năm còn lại là rất lớn. Nguồn vốn này, theo chúng tôi đánh giá, một phần sẽ được bổ sung bằng các thương vụ cổ phần hóa, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước lớn (Agribank, VNPT, Petrolimex, Viglacera...).

#### **Chính sách tiền tệ có phần nới lỏng hơn so với năm 2018**

Với dự báo áp lực tỷ giá và lạm phát sẽ không lớn trong năm 2019 (Xem thêm phần Lãi suất, Tỷ giá), NHNN sẽ có thêm dư địa để nới lỏng chính sách hơn trong năm 2019 so với 2018, thể hiện qua tăng trưởng tín dụng (dự báo 13%-15%), và tăng trưởng cung tiền M2 (dự báo 11%-13%).

Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy chính sách điều hành của NHNN trong các năm gần đây đã trở nên linh hoạt hơn với mục tiêu được ưu tiên là kiềm chế lạm phát, ổn định vĩ mô. Vì vậy, không loại trừ khả năng khi các yếu tố bất thường xuất hiện tác động đến lạm phát, NHNN có thể nhanh chóng quay trở lại chính sách thắt chặt tiền tệ. Ở thời điểm hiện tại, rủi ro này được chúng tôi đánh giá là không lớn.

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

### Tăng trưởng thương mại toàn cầu trong năm 2019

Tăng trưởng thương mại toàn cầu bị điều chỉnh giảm xuống còn 3.7% trong năm 2019 (năm 2018 ước tính đạt 3.9%), theo tính toán từ WTO, sẽ tác động đến đầu ra của các ngành nói chung, dẫn đến tốc độ tăng trưởng của ngành sản xuất được dự báo sẽ không đột biến như các năm trước đó.

### Chiến tranh thương mại về lâu dài sẽ cản trở tăng trưởng kinh tế

Cuộc chiến thương mại Mỹ- Trung Quốc chưa gây tác động tiêu cực đến tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam. Thậm chí, một số mặt hàng (dệt may, đồ gỗ nội thất,...) đã thể hiện kết quả tích cực do tận dụng được cơ hội xuất khẩu. Mặc dù vậy, về lâu dài và tổng thể, căng thẳng trong quan hệ chính trị, thương mại giữa các nền kinh tế lớn có thể làm suy giảm tổng cầu và gia tăng cạnh tranh hàng hóa tại các thị trường thứ ba đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam, khi hàng hóa Trung Quốc phải tìm kiếm các thị trường xuất khẩu thay thế.

### Rủi ro về độ mở của nền kinh tế

Về yếu tố nội tại, trong giai đoạn năm 2019 – 2020, Việt Nam đứng trước những rủi ro khi tăng trưởng kinh tế ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào khu vực FDI với độ mở kinh tế cao. Tỷ lệ nợ công/GDP đã giảm nhẹ trong những năm gần đây nhưng vẫn duy trì ở mức cao (trên 60%), nợ nước ngoài của quốc gia lại đang tăng lên hàng năm đến gần mức trần cho phép là 50% GDP (năm 2018 là 49.7%). Đặc biệt trong 2 năm 2019 - 2020 có nhiều khoản nợ đến hạn sẽ ảnh hưởng đến điều hành kinh tế vĩ mô và chính sách tài khóa.

### Nhóm ngành nông lâm thủy sản sẽ tiếp tục tăng trưởng, tuy nhiên yếu tố thời tiết sẽ là nhân tố bất lợi

Theo dự báo từ Tổ chức khí tượng thế giới (WMO), cơ hội El Nino hình thành trong 3 tháng đầu năm lên tới 75 – 80%. Hiện tượng này có thể kéo theo hạn hán và xâm nhập mặn trên khắp các khu vực nông nghiệp của Việt Nam, do vậy sản xuất gạo và ngành thủy sản có thể bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, dự báo hiện tượng El Nino lần này có mức độ trung bình, tăng trưởng của nhóm ngành này mặc dù có thể chậm lại nhưng vẫn duy trì theo đà tăng của năm 2018. Tăng trưởng của ngành nông nghiệp được dự báo ở mức **3.0 – 3.2%**



## LẠM PHÁT

### ❖ Lạm phát trong năm 2018 được kiểm soát dưới mục tiêu Quốc hội đề ra

Theo số liệu từ TCTK, CPI bình quân trong năm 2018 tăng 3.54% so với cùng kỳ năm 2017 (Hình 5). Nếu tính theo thời điểm, CPI tính đến cuối tháng 12/2018 chỉ tăng 2.98% so cuối năm 2017. Chỉ số CPI lõi bình quân duy trì ở mức 1.48% YoY, thấp hơn mục tiêu 1.5-1.7% của Quốc hội, cho thấy chính sách tiền tệ được điều hành khá hợp lý của NHNN.

### Nhóm giao thông, giáo dục, y tế và ăn uống đóng góp lớn nhất vào mức tăng CPI trong năm 2018

Trong năm 2018, các yếu tố đóng góp vào mức tăng của CPI bao gồm:

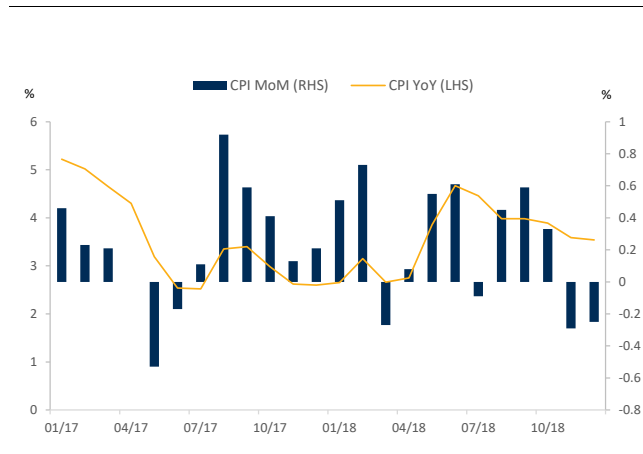
- (1) Tính chung cả năm 2018, giá xăng, dầu tăng khoảng 15.25%, tác động làm CPI chung tăng 0.63%.
- (2) Điều chỉnh giá dịch vụ y tế, dịch vụ khám chữa bệnh theo Thông tư số 02/2017/TT-BYT và Thông tư số 39/2018/TT-BYT làm giá dịch vụ y tế tăng 13.86%, tác động làm CPI chung tăng 0.54%.

- (3) Thực hiện lộ trình tăng học phí theo Nghị định số 86/2015/NĐ-CP làm chỉ số giá nhóm dịch vụ giáo dục tăng 7.12% so với năm 2017, tác động làm CPI tăng 0.37%).
- (4) Giá nhóm hàng lương thực tăng 3.71% (tác động làm CPI chung tăng 0.17%); giá thịt lợn tăng 10.37% (tác động làm CPI chung tăng 0.44%).

### Lạm phát được kiềm chế bằng việc hạn chế điều chỉnh giá các nhóm hàng thuộc quản lý của Chính phủ

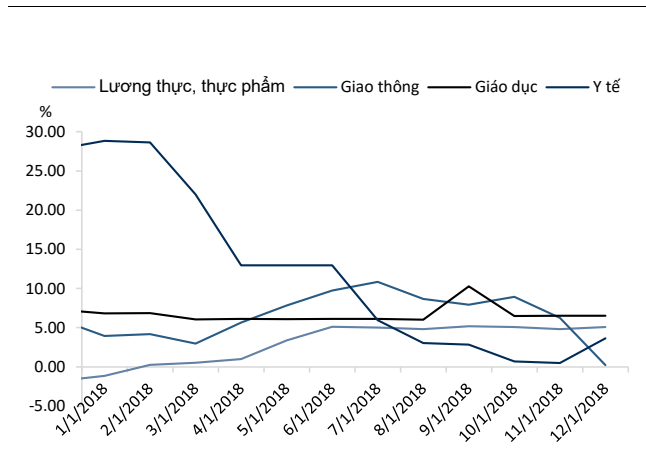
Chính phủ chủ trương hạn chế việc điều chỉnh giá các nhóm hàng thuộc quản lý của Chính phủ, đặc biệt Bộ Công Thương đã giữ giá điện không đổi trong 3 tháng cuối năm 2018 và lùi thời gian áp thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu sang ngày 1/1/2019 (thay cho tháng 10 như dự tính). Ngoài ra, bộ Y tế ban hành Thông tư số 15/2018/TT-BYT ngày 30/5/2018 giảm giá giá dịch vụ khám bệnh y tế, theo đó chỉ số giá y tế tháng 7/2018 giảm 7.58% (tác động làm CPI chung giảm 0.29%).

Hình 5: Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

Hình 6: 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 vào năm 2019 gia tăng, khi giá các dịch vụ do Nhà nước quản lý tiếp tục lộ trình điều chỉnh. Áp lực này vẫn có thể được kiểm soát và cân bằng nhờ định hướng điều hành của Chính phủ ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, sau khi trì hoãn trong năm 2018, dư địa để Chính phủ tiếp tục đẩy lùi lộ trình tăng giá của các dịch vụ công là không nhiều. Mặc dù vậy, áp lực không quá lớn từ xu hướng tăng của giá hàng hóa thế giới, rủi ro biến động tỷ giá thấp hơn và định hướng điều hành chính sách tiền tệ thận trọng của chính phủ sẽ giúp bình ổn lạm phát. Từ đó, chúng tôi ước tính lạm phát bình quân năm 2019 tăng xấp xỉ khoảng **3.8 - 4.0%**, vẫn trong mức mục tiêu của chính phủ đề ra.

Bảng 2 Diễn biến biến động các nhóm hàng trong CPI 2019

Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	Tăng/giảm	Mức độ tăng (%)	Tác động đến CPI (%)
1 Hàng ăn và dịch vụ ăn uống		↑		
Lương thực	4.46	↑	1	0.04
Thực phẩm	22.60	↑	1	0.23
Ăn uống ngoài gia đình	9.06	↑	2	0.18
2 Đồ uống và thuốc lá	3.59	↑	1	0.04
3 May mặc, mũ nón, giày dép	6.37	↑	1.5	0.10
4 Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	15.73	↑	12	1.89
5 Thiết bị và đồ dùng gia đình	7.31	↑	1	0.07
6 Thuốc và dịch vụ y tế	5.04	↑	10	0.50
7 Giao thông	9.37	↑	3	0.28
8 Bưu chính viễn thông	2.89	↓	-0.6	-0.02
9 Giáo dục	5.99	↑	6.31	0.38
10 Văn hóa, giải trí và du lịch	4.29	↑	1.5	0.06
11 Khác	3.30	↑	2	0.07
			<b>Tổng</b>	<b>3.82</b>

Nguồn: TCTK, KBSV dự báo

**Giá dịch vụ do Nhà nước quản lý sẽ là yếu tố tác động mạnh nhất đến lạm phát trong năm 2019**

- (1) Thuế bảo vệ môi trường đối với xăng, dầu được điều chỉnh tăng kịch trần từ ngày 1/1/2019, với mức tăng khoảng 1,000 đồng/lít. Việc điều chỉnh thuế sẽ làm giá xăng, dầu tăng bình quân khoảng 5%.
- (2) Giá bán lẻ điện có thể bị điều chỉnh trong năm 2019, theo quyết định số 34/2017/QĐ-Ttg. Theo tính toán của chúng tôi, mức giá bán lẻ điện bình quân hiện tại là 1,720.65 đồng/kWh, mức giá tối đa mà EVN có thể tăng là 1,906.42 đồng/kWh, tăng 10.8%.
- (3) Giá dịch vụ y tế sẽ tăng theo Thông tư 39/2018/TT-BYT có hiệu lực từ ngày 15-1-2019, với mức tăng khoảng 5-8% so với giá hiện hành.
- (4) Lộ trình tăng giá nhóm hàng giáo dục (gồm học phí các cấp học từ mầm non đến đại học) theo Nghị định 86/2015/NĐ-CP với mức tăng 6.31% mỗi năm.
- (5) Hiện tượng El Nino dự báo sẽ diễn ra đầu năm có thể tác động đến nguồn cung và khiến giá một số mặt hàng nông sản tăng (chuối, cà phê và cao su).

**Giá hàng hóa được dự báo chỉ tăng nhẹ trong năm 2019, từ đó sẽ phần nào hỗ trợ CPI năm 2019**

Giá lương thực thực phẩm sẽ theo sát xu hướng của thế giới và theo dự báo của World Bank (tháng 10/2018), chỉ số giá lương thực trong năm 2019 chỉ tăng khoảng 1% (trong năm 2018 chỉ số này tăng tới 10%). Giá gạo thế giới, theo dự báo của FAO (tháng 11/2018) sẽ giảm khoảng 1.3% do nguồn cung tăng tới 1.3% trong khi nhu cầu tiêu thụ được dự báo chỉ tăng 1.1%. Giá thịt heo, nhân tố tác động mạnh đến CPI trong năm 2018 được dự báo sẽ duy trì ở mức ổn định trong năm 2019, do lượng cung và cầu trong nước ổn định. Ngoài ra, mức giá hiện tại của thịt heo hơi (khoảng 48,000 đồng/kg), theo



chúng tôi tính toán, đủ cho các hộ kinh doanh có lãi, áp lực tăng giá là không lớn.

Giá năng lượng, theo dự báo của World Bank sẽ chỉ tăng nhẹ 1%. Tương tự với giai đoạn cuối năm 2016, quyết định cắt giảm sản lượng dầu 1.2 triệu thùng mỗi ngày của OPEC hợp tác với các nước xuất khẩu dầu ngoài OPEC vào đầu tháng 12 đầu từ ngày 1/1/2019, sẽ có tác động đến nguồn cung dầu thô thế giới. Tuy nhiên, nguồn cung từ Mỹ được dự báo tăng trưởng ổn định sẽ giúp cân bằng lại và khiến giá dầu thô không có nhiều biến động mạnh trong năm 2019.

### **Chính sách tiền tệ linh hoạt, ưu tiên mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định vĩ mô của NHNN giúp ổn định chỉ số CPI**

Nhằm duy trì mục tiêu giữ vững ổn định vĩ mô và kiềm chế lạm phát của chính phủ, chính sách tiền tệ của NHNN được đánh giá là khá linh hoạt trong các năm trở lại đây. Mặc dù vẫn theo định hướng nới lỏng, tuy nhiên nếu lạm phát có biến động bất thường trong năm 2019, NHNN có thể nhanh chóng quay trở lại định hướng thắt chặt (tương tự như trong Q2 năm 2018) để giúp kiềm chế chỉ số CPI.

## **LÃI SUẤT/CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

### **❖ Diễn biến điều hành chính sách tiền tệ - thận trọng trong năm 2018**

Chính sách tiền tệ trong năm 2018 đã được NHNN điều hành một cách thận trọng hơn, thông qua việc giới hạn tăng trưởng tín dụng, kiểm soát cung tiền nhằm vừa đảm bảo thanh khoản cho nền kinh tế đồng thời hỗ trợ tỷ giá và kiểm soát lạm phát.

### **Tốc độ tăng trưởng M2 và tín dụng đều có xu hướng giảm trong năm 2018**

Tính đến hết ngày 20/12, tổng phương tiện thanh toán tăng 11.34%, tín dụng đối với nền kinh tế tăng 13.30% so với cuối năm 2017. Con số này trong năm 2017 lần lượt là 14.19% và 18.24%. Tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 thấp hơn đến 5% so với năm 2017 và thấp hơn kế hoạch đặt ra đầu năm của NHNN là 17%. Dòng vốn tín dụng tập trung chủ yếu vào những lĩnh vực sản xuất và kiểm soát chặt chẽ hơn đối với lĩnh vực bất động sản mang tính rủi ro cao. Cụ thể, tín dụng được kiểm soát trực tiếp thông qua quy định nâng hệ số rủi ro cho vay bất động sản từ 150% lên 250% và hạ tỷ lệ dùng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 60% xuống 45%. Hạn mức tăng trưởng tín dụng cấp cho các ngân hàng thương mại chỉ là 14% và chỉ thị 04 ban hành ngày 02/08 cũng thông báo NHNN sẽ không nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng dành cho từng NHTM, ngoại trừ các ngân hàng đang tham gia tái cấu trúc ngân hàng yếu kém. Diễn biến này tạo sự khác biệt so với các năm trước khi thực tế cho thấy trong Quý 4, NHNN chỉ cho phép Techcombank, MB và HD Bank được phép nới room tín dụng trong năm nay, cho thấy sự thận trọng trong việc điều hành chính sách của NHNN.

Bảng 3: Tăng trưởng tín dụng và M2

Tỷ VND	30/09/2017	31/12/2017	31/03/2018	30/06/2018	30/09/2018	20/12/2018
Tổng phương tiện thanh toán	7,877,753	8,192,548	8,521,098	8,879,582	8,933,154	9,121,583
Tăng trưởng M2 YTD (%)	0.11	0.15	0.04	0.08	0.09	0.11
Tăng trưởng M2 QoQ (%)	0.03	0.04	0.04	0.04	0.01	0.02
Phần tăng thêm M2 trong Quý	260,897	314,795	328,550	358,484	53,572	188,429
Dư nợ tín dụng	6,177,691	6,509,858	6,741,609	7,021,533	7,129,596	7,375,669
Tăng trưởng tín dụng YTD (%)	0.12	0.18	0.04	0.08	0.10	0.13
Tăng trưởng tín dụng QoQ (%)	0.03	0.05	0.04	0.04	0.02	0.03
Phần tăng thêm tín dụng trong Quý	176,308	332,167	231,751	279,924	108,064	246,073
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng YTD	79,667	62,295	96,799	175,359	120,868	63,224
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng theo Quý	84,589	-17,372	96,799	78,560	-54,491	-57,644

Nguồn: TCTK, NHNN, KBSV tính toán

**Sức ép của tỷ giá trong giai đoạn tháng 6-8 là nguyên nhân chủ yếu khiến NHNN chủ động bán USD và hút tiền Đồng ra khỏi hệ thống, khiến tăng trưởng M2 chậm lại và thấp hơn tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm**

Trong 5 tháng đầu năm với các điều kiện thuận lợi của thị trường, NHNN đã tăng cường mua vào ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối. Cụ thể chúng tôi ước tính NHNN đã bơm ra một lượng tiền đồng lớn (khoảng 250,000 tỷ đồng) để mua ròng 11 tỷ USD trong khi chỉ hút vào khoảng 130 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO. Bắt đầu sang tháng 6, khi tỷ giá bắt đầu có xu hướng bật tăng mạnh trở lại, NHNN đã can thiệp bằng việc bán ngoại tệ ra và hút 1 lượng lớn tiền đồng qua kênh này. Cụ thể, theo số liệu cập nhật không chính thức, trong giai đoạn từ tháng 6 đến cuối tháng 10, NHNN đã bán ra khoảng 6 tỷ USD (tương ứng hút vào khoảng 140 nghìn tỷ đồng). Ngoài ra, vào giai đoạn cuối tháng 11, NHNN chủ động thực hiện bán kỳ hạn ngoại tệ, với tổng giá trị hợp đồng là hơn 1 tỷ USD.

**Thanh khoản trong hệ thống TCTD vẫn được đảm bảo, tuy nhiên kém dồi dào hơn vào giai đoạn 6 tháng cuối năm**

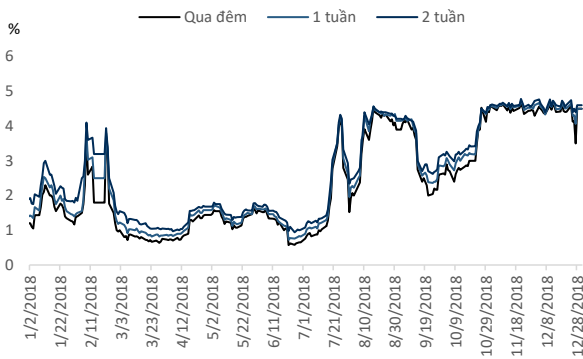
Thanh khoản trong hệ thống TCTD được thể hiện rõ nét nhất thông qua biến động của lãi suất liên ngân hàng và động thái bơm hút ròng của NHNN thông qua hoạt động thị trường mở. Diễn biến của lãi suất liên ngân hàng trong 6 tháng đầu năm khá ổn định, duy trì quanh mốc 1 – 2% nhưng liên tục biến động trong 3 tháng của Quý 3 và duy trì quanh mức 4.5% cho tất cả kỳ hạn trong Quý 4 (Hình 7). Việc lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao trong tháng 7, tháng 8 theo chúng tôi đánh giá là bước đi chủ động của NHNN nhằm giảm sức ép cho tỷ giá, NHNN đẩy lãi suất VND lên trên 4% để tạo chênh lệch VND-USD ở mức 2%, nhằm hạn chế các NHTM giữ đồng USD, giảm áp lực lên nguồn cung ngoại tệ.

**Lãi suất huy động, nhất là ở các kỳ hạn dài tăng trở lại bắt đầu từ thời điểm cuối tháng 7, trong khi đó lãi suất cho vay duy trì đi ngang trong năm 2018**

Lãi suất huy động tại một số NHTM tăng trở lại trong 6 tháng cuối năm, nhất là ở các kỳ hạn không chịu mức trần của NHNN (từ 6 tháng trở lên), sau khi liên tục giảm trong 6 tháng đầu năm 2018. Mặt bằng lãi suất huy động kỳ hạn trên 12 tháng vào khoảng **6.8% - 8.0%**, với mức tăng khoảng 0.3% đến 0.5%. Lý giải việc các NHTM tăng lãi suất huy động, theo chúng tôi đánh giá, bên cạnh yếu tố mùa vụ, các ngân hàng cũng cần củng cố thêm nguồn vốn trung-dài hạn khi tỷ lệ tối đa sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của ngân hàng được điều chỉnh xuống 40%, thay cho mức 45% hiện tại trong năm 2019.

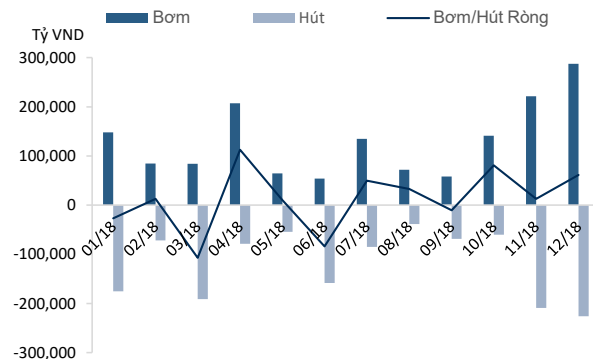
Lãi suất cho vay VND trong khi đó duy trì ở mức ổn định trong năm 2018. Theo Báo cáo từ Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia, lãi suất cho vay bình quân năm 2018 khoảng 8.91% (năm 2017 là 8.86%). Ở thời điểm hiện tại, đợt tăng lãi suất huy động vào thời gian qua chưa tạo áp lực nhiều tới mặt bằng lãi suất cho vay.

Hình 7: Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Hình 8: Bơm hút ròng trên thị trường mở



Nguồn: NHNN, KBSV tổng hợp

#### ❖ Dự báo chính sách tiền tệ - tiếp tục thận trọng trong năm 2019

**Tăng trưởng M2 và tín dụng được dự báo ở mức cao hơn so với năm 2018, lần lượt đạt 11-13% và 13 - 15%.**

Trong năm 2019, chúng tôi nhận định áp lực tỷ giá sẽ thấp hơn so với năm 2018 (xem thêm phần Tỷ giá hối đoái) và lạm phát mặc dù có thể tăng so với 2018 nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát và mục tiêu của chính phủ (dưới 4%). Do đó tăng trưởng M2 và tín dụng sẽ tăng nhẹ so với năm 2018, lần lượt ở mức **11% – 13%** và **13% – 15%**. Đây là mức cao so với tương quan các quốc gia tương đồng về quy mô nền kinh tế trong khu vực, nhưng được đánh giá là mức hợp lý xét đến những đặc tính riêng của nền kinh tế Việt Nam. Đây cũng là mức thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2013-2017, do kinh tế Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng muộn, nếu duy trì tăng trưởng M2 và tín dụng quá cao nhiều khả năng sẽ dẫn đến nền kinh tế tăng trưởng nóng. Với độ mở lớn như hiện tại, khi gặp các cú sốc ngoại biên, nền kinh tế sẽ nhanh chóng chuyển sang giai đoạn suy thoái.

**Áp lực đến từ các yếu tố ngoại biên đến chính sách tiền tệ của NHNN trong năm 2019 là không lớn**

Trong cuộc họp chính sách diễn ra vào tháng 12 vừa qua, Fed đưa ra dự báo sẽ chỉ tăng lãi suất 2 lần thay cho 3 lần như trước đó. Nhờ vậy, đối với quốc gia cùng khu vực Đông Nam Á, chính sách tiền tệ cũng được dự báo nới lỏng dần khi áp lực đối với tỷ giá không còn nhiều và áp lực lạm phát dự báo hạ nhiệt dần. Phillipines và Malaysia dự kiến sẽ giảm lãi suất điều hành, Indonesia sẽ chỉ tăng lãi suất nếu áp lực lên đồng Rupiah là lớn, còn Thái Lan nhiều khả năng sẽ giữ nguyên lãi suất sau lần tăng vào tháng 11 vừa qua. Với việc đặc điểm kinh tế Việt Nam có nhiều tương đồng (độ mở nền kinh tế lớn, chiến tranh thương mại,...) với khu vực Đông Nam Á, chính sách tiền tệ của Việt Nam nên được điều hành trong tương quan với quốc gia cùng khu vực.

### **Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay sẽ có điều chỉnh tăng nhẹ (khoảng 25 - 50 điểm)**

Đối với lãi suất cho vay, áp lực lên lãi suất cho vay vào năm 2019 là rất lớn khi lãi suất huy động và cho vay thường đồng biến với độ trễ là 3 tháng. Lãi suất huy động đã được điều chỉnh tăng khá mạnh trong 6 tháng cuối năm 2018 sẽ tạo áp lực lớn lên lãi suất cho vay trong giai đoạn đầu năm 2019.

Ngoài ra, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay cũng phần nào chịu áp lực tăng trong bối cảnh các TCTD cần phải huy động tăng vốn cấp 2 nhằm chuẩn bị cho Basel 2 dự kiến được áp dụng vào năm 2020.

## **CÁN CÂN VĂNG LAI**

### **❖ Cán cân vãng lai dự báo duy trì thặng dư trong năm 2018, nhờ lượng kiều hối lớn và cán cân thương mại đạt mức xuất siêu kỷ lục**

Theo số liệu cập nhật mới nhất từ NHNN, cán cân vãng lai của Việt Nam, tính đến Quý 2 năm 2018 đạt 1.2 tỷ USD, với sự đóng góp lớn từ thặng dư cán cân thương mại. Theo ước tính của chúng tôi, cán cân vãng lai năm 2018 vẫn duy trì thặng dư (+2.7% GDP, khoảng 6.5 tỷ USD). Như vậy, cán cân vãng lai đã duy trì dương kể từ năm 2011 (Hình 9), khi tác động của những cải cách kinh tế như tự do hóa thương mại tạo cơ chế thu hút vốn đầu tư nước ngoài đã phát huy hiệu quả và giúp Việt Nam chuyển sang trở thành quốc gia định hướng xuất khẩu.

### **Kiều hối tăng trưởng ổn định trong năm 2018**

Theo số liệu từ Bộ phận phát triển và di dân của Ngân hàng thế giới, ước tính trong năm 2018, tổng lượng kiều hối gửi về Việt Nam sẽ lên đến 15.9 tỷ USD, tăng 6.23% so với năm 2017, chiếm 6.6% GDP năm 2018. Thống kê của World Bank cho thấy lượng kiều hối chuyển về Việt Nam có mức tăng trưởng trung bình hàng năm là 7.70%; kiều hối đã duy trì mức tăng trưởng liên tục trong vòng 10 năm trở lại đây. Điểm thay đổi cơ bản trong thời gian gần đây là kiều hối được chuyển về để đầu tư đã nhiều hơn so với mục đích chỉ đổi sang VND gửi tiết kiệm đơn thuần.

### **Cán cân thương mại đạt mức xuất siêu kỷ lục nhờ đóng góp từ khối doanh nghiệp FDI**

Lũy kế đến tháng 12, cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam đạt mức xuất siêu kỷ lục 7.2 tỷ USD, cao hơn rất nhiều mức xuất siêu 2.1 tỷ USD của năm 2017. Trong đó, thành tích thặng dư thương mại do khu vực có vốn đầu tư nước ngoài không chỉ giúp bù đắp phần thâm hụt thương mại bởi khu vực kinh tế trong nước, mà còn góp phần rất lớn vào thặng dư cán cân thương mại tổng thể.

### **Tăng trưởng xuất khẩu trong khu vực kinh tế trong nước có chuyển biến tích cực**

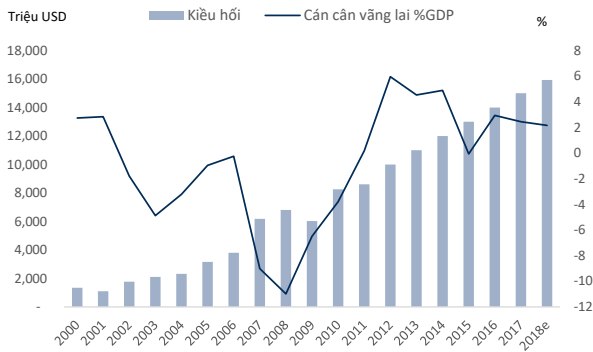
Số liệu từ TCTK cho thấy kim ngạch hàng hóa xuất khẩu năm 2018 ước tính đạt 244.72 tỷ USD, tăng 13.8% so với cùng kỳ. Khu vực kinh tế trong nước đạt 69.20 tỷ USD, tăng 15.9%, chiếm 28.3% tổng kim ngạch xuất khẩu; khu vực FDI (kể cả dầu thô) đạt 175.52 tỷ USD, tăng 12.9%, chiếm 71.7% (năm 2017 là 72.6%). Như vậy, khu vực kinh tế trong nước đã có những chuyển biến tích cực khi đạt tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu cao hơn khu vực FDI, cũng như tỷ trọng trong tổng kim ngạch xuất khẩu tăng lên so với năm 2017. Lý giải cho điều này là do: (1) Lượng hợp đồng gia công nhận được tăng lên như dệt may, giày dép (từ Trung Quốc chuyển sang, dưới tác động của chiến tranh thương mại và ); (2) Hoạt động xuất khẩu của các mặt hàng nông nghiệp (gạo)

và thủy sản tăng mạnh do điều kiện thời tiết thuận lợi và thị trường xuất khẩu được mở rộng.

**Nhập khẩu cũng tăng đáng kể do nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu để phục vụ gia công xuất khẩu tăng, quy mô giải ngân FDI tăng cũng như nhu cầu nhập khẩu hàng tiêu dùng tăng**

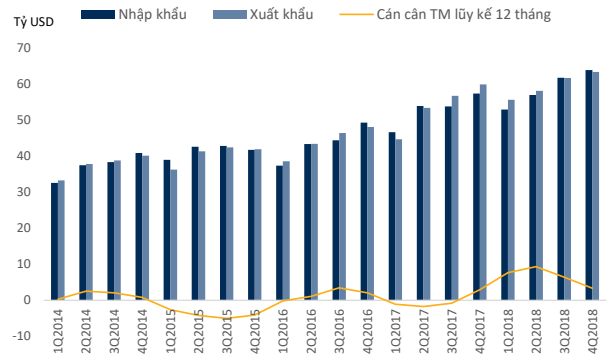
Kim ngạch nhập khẩu trong năm nay ước tính đạt 237.51 tỷ USD, tăng 11.5% so với năm 2017. Các mặt hàng nhập khẩu chủ yếu là nguyên vật liệu để phục vụ gia công xuất khẩu như máy móc thiết bị, điện thoại, điện tử và linh kiện, vải,... Theo chúng tôi đánh giá, nguyên nhân dẫn đến gia tăng nhập khẩu là do (1) nhu cầu nhập khẩu nguyên phụ liệu tăng mạnh để phục vụ sản xuất những mặt hàng xuất khẩu chủ lực như điện thoại, điện tử, dệt may, giày dép đều tăng lên; (2) Quy mô thực hiện của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng (19.1 tỷ USD, +9.1% YoY); (3) Mức tiêu dùng nội địa tăng trong bối cảnh tình hình kinh tế trong nước có những diễn biến thuận lợi.

Hình 9: Kiều hối và cán cân vãng lai



Nguồn: Bloomberg, WB, KBSV tổng hợp

Hình 10: Kim ngạch xuất, nhập khẩu và cán cân thương mại



Nguồn: TCTK, KBSV tổng hợp

❖ **Cán cân vãng lai duy trì thặng dư trong năm 2019**

Trong năm 2019, chúng tôi dự báo cán cân vãng lai sẽ có dấu hiệu suy giảm theo đà giảm như các nước trong khu vực, tuy nhiên vẫn sẽ duy trì ở mức thặng dư (khoảng 1.5 – 2% GDP).

**Kiều hối duy trì mức tăng trưởng ổn định**

Kiều hối vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định, khi số lượng lao động Việt Nam đi làm việc nước ngoài đạt mức cao (năm 2018 là 148,000 người). Đáng chú ý, năm 2018, trong bối cảnh Fed liên tục tăng lãi suất và áp lực từ tỷ giá gia tăng, lượng kiều hối vẫn duy trì tăng trưởng 6% trái với lo ngại trước đó. Vì vậy, trong năm 2019, khi kinh tế Mỹ được dự báo sẽ chậm dần lại, dòng kiều hối từ Mỹ (chiếm tới 60% tổng dòng tiền gửi về Việt Nam) dự báo tiếp tục đổ về đầu tư tại Việt Nam.

**Cán cân thương mại duy trì thặng dư nhờ hoạt động của khối FDI cũng như gia t**

Cán cân thương mại duy trì tích cực đối với cả 2 khu vực FDI và trong nước. Cụ thể, chiến tranh thương mại và các hiệp định thương mại tự do sẽ giúp Việt Nam tiếp tục được hưởng lợi từ sự gia tăng quy mô hoạt động của khối FDI và quy mô của hợp đồng gia công xuất khẩu. Các mặt hàng xuất khẩu truyền thống sẽ tiếp tục tận dụng được lợi thế sẵn có để mở rộng thị trường. Theo dự báo của chúng tôi, xuất khẩu trong năm 2019 sẽ tăng trưởng ở mức 11 – 12%, nhập khẩu sẽ tăng trưởng ở mức 10 – 12%. Cán cân thương mại năm

2019 dự báo sẽ thặng dư khoảng 4-5 tỷ USD.

Tuy nhiên, theo hình 10, cán cân thương mại lũy kế trong 12 tháng của Việt Nam đang có xu hướng giảm dần, và chúng tôi ước tính xu hướng này tiếp tục duy trì trong năm 2019, do tăng trưởng xuất khẩu có nhóm ngành điện tử, điện thoại và linh kiện có dấu hiệu giảm dần.



## TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

### ❖ Đồng VND mất giá khoảng 2.4% cho năm 2018, thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực

#### Thị trường ngoại hối ghi nhận giai đoạn căng thẳng vào Q3 2018

Sau giai đoạn diễn biến ổn định trong 6 tháng đầu năm, tỷ giá chịu áp lực tăng mạnh kể từ cuối tháng 6. Tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng có xu hướng tăng mạnh, áp sát biên độ 3% so với tỷ giá trung tâm và tỷ giá chợ đen có những thời điểm vượt mức tỷ giá trung tâm lên tới 350 đồng (1.5%), chênh lệch giữa 2 thị trường liên ngân hàng và chợ đen ngày càng nới rộng. Trong Quý 4, tỷ giá đã phần nào ổn định trở lại nhờ chính sách linh hoạt của NHNN cũng như áp lực từ các yếu tố ngoại biên đã tạm thời lắng xuống (Hình 11).

#### Mặc dù có xu hướng giảm giá nhưng VND vẫn ổn định tương đối hơn so với đa số các đồng tiền trong khu vực

Tính đến thời điểm 28/12/2018, tỷ giá trung tâm tăng 1.69% và tỷ giá liên ngân hàng tăng 2.39%, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của các đồng tiền Châu Á là 3.61%. Như vậy tính đến thời điểm này, VND vẫn được xem là một đồng tiền ổn định trong khu vực, đặc biệt nếu so với mức mất giá của một số đồng tiền khác như Rupee (Ấn Độ) giảm 10.15%, Peso (Philippines) giảm 5.51%, Nhân dân Tệ (Trung Quốc) mất 5.53% và Won (Hàn Quốc) giảm 4.63%.

#### Yếu tố ngoại biên là nguyên nhân chủ yếu khiến tỷ giá biến động mạnh trong năm 2018

Sự biến động của tiền Đồng xuất phát từ việc USD tăng giá (chúng tôi sử dụng chỉ số Dollar Index DXY làm chuẩn) và Nhân dân Tệ giảm giá.

Đồng Đô la Mỹ tăng giá, với DXY tăng 4.73% YTD, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng của kinh tế Mỹ và lộ trình tăng lãi suất của FED. Fed đã tăng lãi suất 4 lần trong năm nay thay vì 3 lần như dự kiến trước đó, hỗ trợ mạnh mẽ cho đồng USD. Thêm vào đó, yếu tố tác động lớn nhất lên thị trường ngoại hối trong giai đoạn Quý 3 là căng thẳng thương mại thế giới leo thang.

Sự sụt giảm của Nhân dân tệ (USD/CNY tăng 5.53% YTD), bên cạnh yếu tố về chiến tranh thương mại, còn là yếu tố nội tại khi tăng trưởng kinh tế Trung Quốc giảm nhiệt, dòng vốn đầu tư liên tục rút ra khỏi Trung Quốc.

### ❖ NHNN đã can thiệp nhằm bình ổn thị trường ngoại hối

#### NEER và/hoặc REER tiến đến và vượt mốc 105 có thể được xem là tín hiệu cho NHNN

Nếu lấy gốc từ 2014, theo tính toán và quan sát của chúng tôi mỗi khi giá trị NEER (tỷ giá danh nghĩa đa phương) và/hoặc REER (tỷ giá thực đa phương) tăng lên vùng quanh 105 (Hình 12), NHNN đã chủ động phá giá VND để ổn định thị trường và tránh tác động xấu đến xuất khẩu. Vào giai đoạn tháng 6-9, khi cả 2 chỉ số có xu hướng tăng nhanh, REER đã tiệm cận đến mức 105, phản ánh đồng VND lên giá so với rổ tiền tệ tham chiếu (Hình 12), NHNN đã

**Khoảng cách giữa tỷ giá liên ngân hàng, tỷ giá tự do và mức tỷ giá trần cho phép có thể được xem là tín hiệu khác cho khả năng phải can thiệp của NHNN**

**Chính sách điều hành tỷ giá của NHNN được xem là khá thành công và hợp lý**

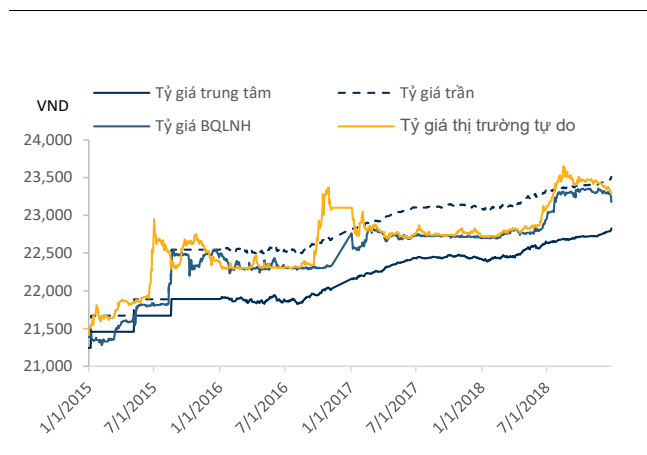
có những hành động cụ thể nhằm ổn định tỷ giá.

Trong quá khứ, khoảng cách giữa tỷ giá liên ngân hàng, tỷ giá tự do và mức tỷ giá trần được xem là thước đo kỳ vọng phá giá VND của thị trường. Khi chênh lệch tỷ giá giữa 2 thị trường liên ngân hàng và tự do bị nới rộng ra (vượt mức 1%) và tỷ giá liên ngân hàng tiệm cận đến tỷ giá trần trong 1 khoảng thời gian nhất định, NHNN sau đó thường sẽ phải có động thái phá giá tiền đồng nhằm loại bỏ các yếu tố đầu cơ trên thị trường. Trong giai đoạn tháng 8, chênh lệch giữa 2 thị trường có lúc lên tới 1.5%, tỷ giá liên ngân hàng liên tục sát mức trần (Hình 11).

Khác với giai đoạn trước đó, khi áp lực tỷ giá tăng cao, NHNN thường phá giá tiền đồng với biên độ mạnh, trong năm nay các biện pháp mà NHNN đã sử dụng nhằm ổn định thị trường ngoại hối trong thời gian qua khá linh hoạt và thành công. Cụ thể, các biện pháp mà NHNN đã sử dụng bao gồm:

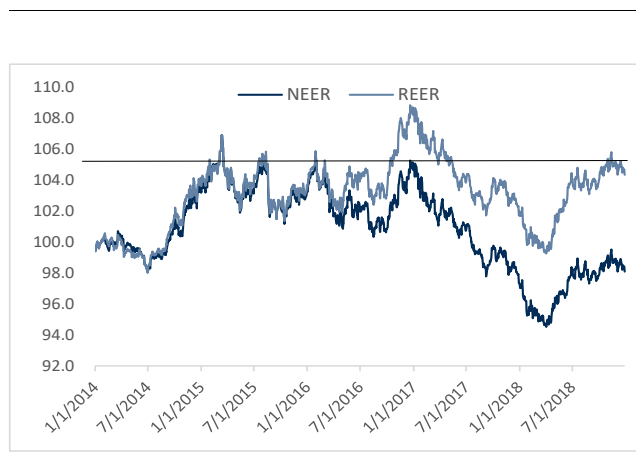
- (1) NHNN tiến hành bán ra 1 lượng lớn ngoại tệ ở dự trữ ngoại hối trong thời gian ngắn. Cụ thể, từ tháng 7 đến hết tháng 11, NHNN đã bán ra hơn 6 tỷ USD, hút vào khoảng 140 nghìn tỷ đồng nhằm thu hẹp chênh lệch cung – cầu trong ngắn hạn.
- (2) Thực hiện bán kỳ hạn ngoại tệ cho phép hủy ngang trong 2 ngày 23/11 và 26/11, ngày đáo hạn là 31/01/2019 với tổng giá trị bán ra là hơn 1 tỷ USD. Việc NHNN ấn định giá bán kỳ hạn là +0.3% so với giá mua ngay cho thấy NHNN đã giới hạn mức mất giá của VND cho tới thời điểm cuối tháng 1 năm 2019 là +0.3%, nhằm ổn định tâm lý và tạo niềm tin cho nhà đầu tư.
- (3) Phát hành lượng lớn tín phiếu NHNN kỳ hạn dài dài 140 ngày (khoảng 29 nghìn tỷ đồng) với lãi suất cao trong giai đoạn cuối tháng 6 - tháng 7 và cuối tháng 7 – 8 để chủ động đẩy lãi suất liên ngân hàng VND lên mức cao, tạo mức chênh lệch an toàn giữa lãi suất VND và USD nhằm hạn chế tình trạng đầu cơ.
- (4) Trong giai đoạn 2 tháng cuối năm, áp lực tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng và tự do đã giảm bớt, NHNN đã chủ động tăng tỷ giá trung tâm với biên độ nhẹ, tần suất liên tục nhằm chuẩn bị cho các biến động cuối năm trong khi lại không gây tác động tiêu cực đến thị trường.

Hình 11: Biến động tỷ giá USD/VND trong năm 2018



Nguồn: Bloomberg, FinnPro, KBSV tổng hợp

Hình 12: NEER & REER



Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

### ❖ Dự báo VND sẽ mất giá khoảng 2.3-2.5% trong năm 2019

Trong năm 2019, chúng tôi nhận thấy những yếu tố nội tại và ngoại biên hỗ trợ và tạo áp lực đến tỷ giá trong năm 2018 vẫn tiếp tục duy trì, tuy nhiên mức độ ảnh hưởng sẽ nhẹ hơn. Cụ thể, chúng tôi nhận định diễn biến tỷ giá USD/VND vẫn phụ thuộc nhiều vào diễn biến của đồng USD (chỉ số Dollar Index) và đồng CNY. Ngoài ra, những yếu tố nội tại như kiều hối, dòng vốn FDI và thặng dư thương mại sẽ hỗ trợ lớn cho nguồn cung ngoại tệ.

Bảng 4: Dự báo diễn biến DXY và USDCNY trong năm 2019

	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019
<b>DXY</b>				
Trung bình	95.8	94.4	92.9	91.9
Cao nhất	99.2	99.4	99.9	99
Thấp nhất	92.4	89.9	87.8	85.3
<b>USDCNY</b>				
Trung bình	6.93	6.92	6.91	6.88
Cao nhất	7.1	7.42	7.78	7.9
Thấp nhất	6.75	6.6	6.5	6.6

Nguồn: KBSV tổng hợp dự báo từ các tổ chức tài chính lớn như Morgan Stanley, Standard Chartered, CitiGroup...

### Chỉ số DXY được dự báo sẽ giảm trong năm 2019

Chúng tôi nhận định xu hướng đồng bạc xanh trong năm 2019 nhìn chung sẽ giảm giá. Cụ thể, USD vẫn duy trì đà tăng trong giai đoạn đầu năm 2019, sau đó các yếu tố cơ bản suy yếu sẽ khiến đồng USD hạ nhiệt vào cuối năm. Ước tính trung bình cho chỉ số DXY trong năm 2019 là **91.9 điểm**, giảm khoảng **5%** so với thời điểm hiện tại. Sau năm 2018 với sức mạnh đồng đô la được cải thiện - do chênh lệch lãi suất ngày càng lớn, nền kinh tế Mỹ hoạt động tốt hơn, tạo chênh lệch về tăng trưởng giữa Mỹ và G10, chính sách tiền tệ của Fed và các nhà đầu tư xem USD là đồng tiền dự trữ an toàn - những rủi ro xung quanh đồng bạc xanh năm 2019 có thể nghiêng về bất lợi.

Fed hiện đang tiếp cận đến mức lãi suất trung tính (khoảng 3%), như vậy chính sách tiền tệ của Fed trong tương lai sẽ ôn hòa dần (Fed đã hạ tần suất nâng lãi suất từ 3 lần trong năm 2019 xuống còn 2 lần), vào thời điểm một số ngân hàng trung ương khác đang chuẩn bị bắt đầu chu kỳ thắt chặt của mình. Do đó, việc chính sách tiền tệ phân hóa sẽ thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa Mỹ và các quốc gia khác (hiện đang trong xu hướng giảm, Hình 13).

Ngoài ra, tăng trưởng ở Mỹ đã có dấu hiệu không còn bền vững từ Quý 3 năm 2018. Thị trường nhà đất đang gặp khó khăn do lãi suất tăng và lạm phát chưa thực sự ổn định ở mức mục tiêu. Theo dự báo từ Goldman Sach, tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ chậm lại đáng kể trong năm tới, ước tính khoảng 1.75% vào cuối năm 2019, với nguyên nhân chính là tình hình tài chính thắt chặt hơn và chính sách mở rộng tài khóa vào cuối năm 2017 (giảm thuế doanh nghiệp) đã không còn nhiều tác động.

Bên cạnh đó, nhà đầu tư có thể lo ngại về vấn đề thâm hụt ngân sách và tài khoản vãng lai của Mỹ tại thời điểm năm 2019. Sự phân hóa quyền lực ở Washington khi Đảng Dân chủ và Cộng Hòa chia nhau lần lượt nắm quyền ở



Hạ Viện và Thượng viện, tạo nên các bất ổn chính trị bên trong nước Mỹ, do vậy nhà đầu tư sẽ có xu hướng không còn coi USD là đồng tiền trú ẩn an toàn.

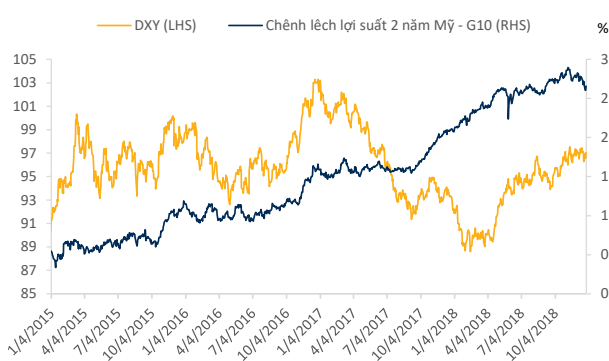
**CNY có thể đảo chiều tăng giá trở lại trong năm 2019, tuy nhiên mức tăng không nhiều**

Chúng tôi nhận định xu hướng của CNY trong năm 2019 nhìn chung sẽ tăng giá nhẹ. Ước tính trung bình cho tỷ giá USD/CNY trong năm 2019 là **6.88**, giảm khoảng **0.3%** so với thời điểm hiện tại. Đồng CNY nhìn chung vẫn nằm trong sự điều tiết của NHTW Trung Quốc (PBoC), và PBoC sẽ không muốn để cho CNY mất giá mạnh so với USD (quá mức tâm lý 7.0), khi đã có bài học từ sự hỗn loạn của thị trường trong năm 2015-16, khi việc phá giá CNY đã gây ra một dòng vốn lớn rút ra khỏi thị trường và sự sụt giảm mạnh của dự trữ ngoại hối (Hình 14). Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy các bất ổn nội tại và ngoại biên đã tác động đáng kể đến diễn biến đồng CNY trong năm 2018. Trong năm 2019, nếu không có dấu hiệu rõ ràng cho một cú sốc tiếp theo, khả năng đồng CNY hồi phục trở lại được đánh giá cao. Tuy vậy, lợi suất trái phiếu Trung Quốc giảm sâu trong thời gian qua cũng như các chính sách nới lỏng tiền tệ và tài khóa nhằm hỗ trợ nền kinh tế sẽ tạo áp lực với giá trị đồng Nhân dân Tệ.

**Chiến tranh thương mại là rủi ro lớn nhất trong năm 2019 cho CNY**

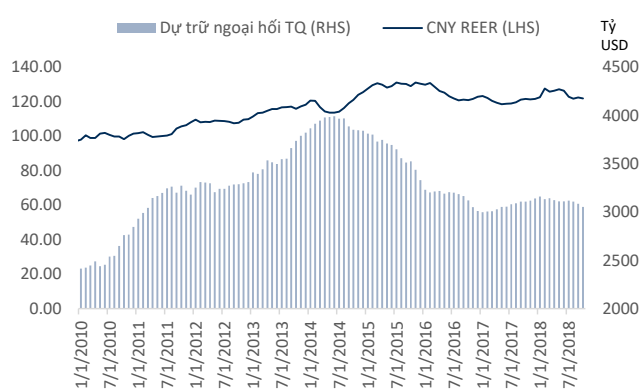
Yếu tố rủi ro hàng đầu có thể khiến CNY mất giá là các cuộc đàm phán thương mại Mỹ-Trung không đem lại kết quả sau 90 ngày “ngừng bắn”. Trong kịch bản tiêu cực, ngoài việc tăng mức áp thuế cho 200 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc từ 10% lên 25% và Trung Quốc đáp trả lại với 60 tỷ USD hàng hóa Mỹ nhập khẩu, Mỹ sẽ áp thuế đối với tất cả hàng hóa Trung Quốc ở 270 tỷ USD hàng hóa xuất khẩu còn lại của Trung Quốc. Chiến tranh thương mại nếu tiếp tục leo thang, buộc PBoC phải phá giá CNY và từ đó tạo áp lực đối với giá trị đồng VND.

Hình 13: Chỉ số DXY và chênh lệch lợi suất 2 năm của Mỹ và nhóm G10



Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Hình 14: CNY REER và dự trữ ngoại hối Trung Quốc



Nguồn: IMF, WB, KBSV tính toán

**Nguồn cung ngoại tệ duy trì tích cực**

Nguồn cung ngoại tệ trên thị trường ngoại hối của Việt Nam được đánh giá là khá dồi dào, được hỗ trợ tích cực bởi thặng dư cán cân vãng lai và cán cân tài chính.

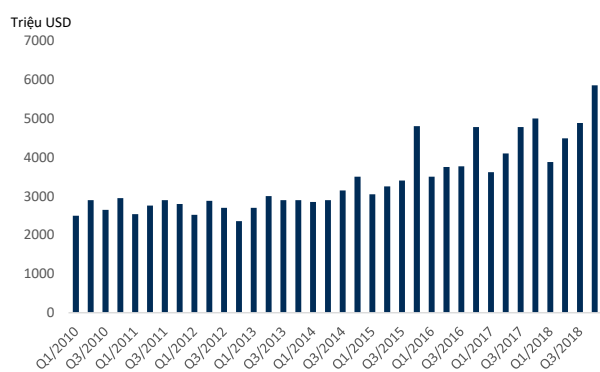
Cán cân vãng lai duy trì tích cực nhờ tăng trưởng xuất khẩu vượt bậc cũng như lượng kiều hối tăng trưởng đều hàng năm. Cán cân vãng lai trong năm 2019 được dự báo vẫn duy trì thặng dư khoảng 2% GDP nhờ các sản phẩm

xuất khẩu chủ lực của Việt Nam nhìn chung vẫn tăng trưởng ổn định, không bị ảnh hưởng lớn từ các yếu tố ngoại biên,

Cán cân tài chính được hỗ trợ bởi tăng trưởng của dòng vốn FDI giải ngân và dòng vốn FII, vẫn đang có xu hướng chảy vào Việt Nam (Hình 15). Đặc biệt, trong năm 2019, nguồn cung ngoại tệ mới vẫn tiềm tàng từ các thương vụ thoái vốn của các doanh nghiệp Nhà nước cho đối tác chiến lược nước ngoài.

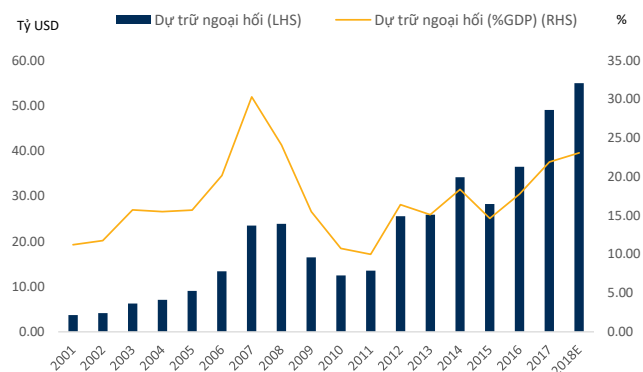
Dự trữ ngoại hối của Việt Nam mặc dù chưa ở mức cao nếu so với quy mô nhập khẩu (đạt mức tối thiểu 3 tháng Nhập khẩu) nhưng hiện đang ở mức phù hợp so với điều kiện phát triển và quy mô GDP (Hình 16).

Hình 15: Giải ngân vốn FDI



Nguồn: FIA, KBSV tổng hợp và tính toán

Hình 16: Dự trữ ngoại hối



Nguồn: IMF, TCTK, KBSV tổng hợp và tính toán

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

	Tích cực	Cơ sở	Tiêu cực
DXY	<90	92-95	>97
USD/CNY	<6.5	6.6 – 7.0	>7.0
USD/VND*	1.8% – 2.0%	2.3% - 2.5%	2.8% - 3.0%

\* Mức độ giảm giá VND trong cả năm 2019 so với cuối năm 2018

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin 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:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

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

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

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

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

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

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)