

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

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

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

25/01/2024

Triển vọng kinh tế 2024

Bức tranh khởi sắc

Một số dự báo chính của KBSV về kinh tế Việt Nam trong năm 2024:

- 1) Tăng trưởng GDP năm 2024 được dự báo sẽ khởi sắc ở mức 6%. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng bao gồm: 1) Các động lực tăng trưởng truyền thống như xuất khẩu, sản xuất công nghiệp và nhu cầu nội địa có xu hướng hồi phục, dòng vốn FDI tăng ổn định; 2) Đầu tư công được đẩy mạnh, các chính sách tài khóa mở rộng tiếp tục được duy trì trong bối cảnh dự địa còn dồi dào; 3) Chính sách tiền tệ nới lỏng hỗ trợ lãi suất duy trì ở mức thấp; và 4) Thị trường bất động sản khởi sắc hơn.
- 2) CPI bình quân năm 2024 dự báo tăng 3.5% YoY - kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu 4-4.5% của Chính phủ. Các yếu tố hỗ trợ lạm phát tăng ở mức thấp bao gồm: (i) Giá dầu Brent dự báo tiếp tục giảm trong 2024; (ii) Giá lợn chỉ tăng nhẹ trên mức nền thấp; (iii) Giá vật liệu xây dựng ổn định; (iv) Áp lực từ chính sách tiền tệ chưa quá lớn; và (v) Nhập khẩu lạm phát không đáng lo ngại. Ở chiều ngược lại, những rủi ro khiến lạm phát tăng mạnh hơn dự báo bao gồm: giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu; giá một số mặt hàng do Nhà nước quản lý tăng theo lộ trình như điện, giáo dục, dịch vụ y tế; cải cách tiền lương; và các rủi ro liên quan đến địa chính trị có thể gây đứt gãy nguồn cung, tác động đến giá dầu và giá hàng hóa thế giới.
- 3) Mặt bằng lãi suất huy động 12 tháng được dự báo duy trì ở vùng thấp trong khoảng 4.85% - 5.35%. Lãi suất cho vay bình quân sẽ có dư địa giảm thêm 0.75% - 1.0%.
- 4) Tỷ giá USD/VND dự báo tăng 1.5%, biến động quanh 24,600 do cán cân tổng thể dự báo tích cực hơn trong khi áp lực từ chênh lệch lãi suất dù có giảm nhưng vẫn duy trì trong suốt cả năm 2024.

Mục lục

I. Tóm tắt tổng quan	3
II. Tăng trưởng GDP	4
1. Tăng trưởng GDP 2023	4
2. Dự báo	6
III. Lạm phát	16
1. Lạm phát 2023	16
2. Dự báo	17
IV. Lãi suất	24
1. Lãi suất 2023	24
2. Dự báo	26
V. Tỷ giá	28
1. Tỷ giá 2023	28
2. Dự báo	30

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam

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

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng những tín hiệu khởi sắc của kinh tế vĩ mô sẽ quay trở lại nhờ động lực chính đến từ việc hoạt động xuất khẩu phục hồi kéo theo tăng trưởng sản xuất công nghiệp, đẩy mạnh đầu tư công và các hỗ trợ tài khóa, nới lỏng chính sách tiền tệ và sự phục hồi của tiêu dùng nội địa nhờ các biện pháp kích cầu.

Sự ổn định của môi trường vĩ mô nhiều khả năng sẽ được duy trì và cải thiện hơn nữa trong năm 2024 khi lạm phát và tỷ giá sẽ không gây áp lực quá lớn.

Bảng 1 . Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2024

KBSV dự báo			
	Đơn vị	2023	Tháng 1/2024
Tăng trưởng GDP	% YoY	5.05	6
Lạm phát bình quân	% YoY	3.25	3.5
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	13.5%	13.5% - 14.5%
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân	%/năm	5.13%	4.85% - 5.35%
Tỷ giá	VND	24,269	24,600

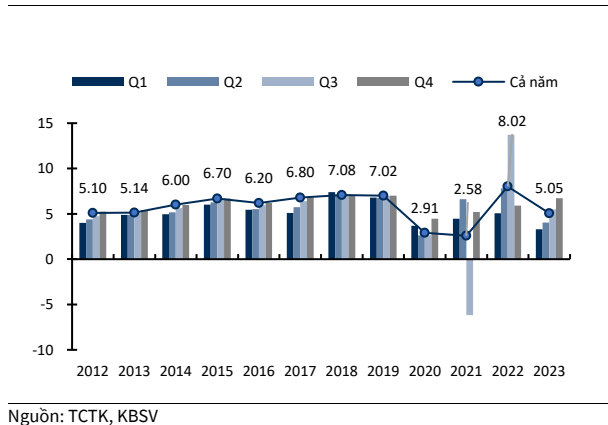
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

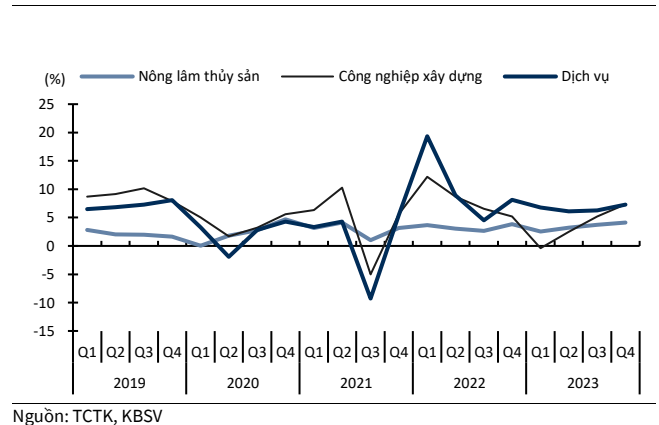
Tăng trưởng GDP năm 2023 – Chậm lại

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP cả năm 2023 ước tính tăng 5.05% YoY – thấp nhất trong 24 năm trở lại đây không tính 2 năm 2020-2021 khi chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, cho thấy nền kinh tế Việt Nam đã tăng trưởng chậm lại rõ rệt trong bối cảnh thế giới gặp nhiều biến động, nhu cầu nội địa suy yếu và thị trường bất động sản rơi vào chu kỳ đóng băng. Điểm tích cực là, các kết quả vĩ mô đã đi theo xu hướng phục hồi qua từng tháng, nhiều điểm sáng đã xuất hiện ở hoạt động du lịch, doanh số bán lẻ, dịch vụ, đặc biệt là tín hiệu khả quan của lĩnh vực xuất khẩu, kéo theo sự phục hồi của sản xuất công nghiệp. Tính riêng quý 4, GDP tăng 6.72% YoY, cao hơn so với mức tăng trưởng của quý 1 (3.41%), quý 2 (4.25%) và quý 3 (5.47%).

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



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



Xét từ phía cầu, tiêu dùng tăng trưởng kém, đầu tư toàn xã hội tiếp tục được đẩy mạnh

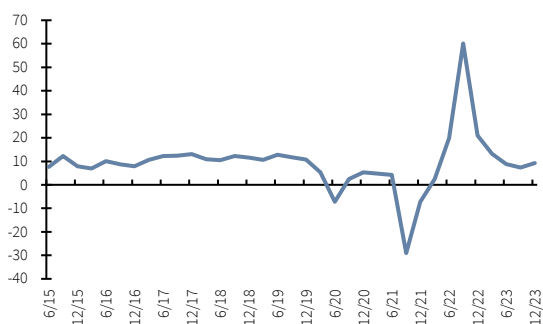
Tiêu dùng tăng trưởng kém

Tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng năm 2023 chậm lại khi chỉ đạt 3.52% YoY, phản ánh nhu cầu nội địa yếu. Hoạt động thương mại và dịch vụ duy trì ổn định với tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 6,231.8 nghìn tỷ đồng, tăng 9.6% YoY. Trong đó, động lực chính đến từ mảng du lịch khi tăng 52.5% YoY nhưng chiếm tỷ trọng thấp, bán lẻ hàng hóa chỉ tăng trưởng 8.6% YoY khiến mức tăng của toàn ngành thấp hơn bình quân giai đoạn 10 năm trước dịch là ~14%.

Đầu tư toàn xã hội được đẩy mạnh

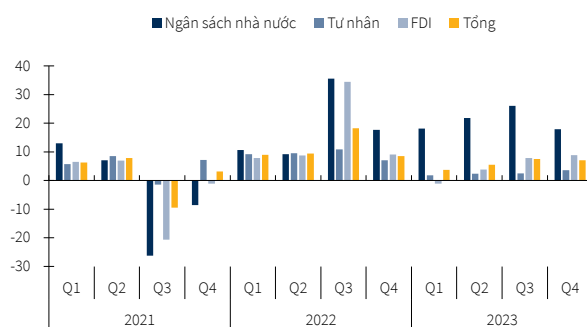
Vốn đầu tư toàn xã hội năm 2023 đạt 3,423.5 nghìn tỷ đồng, tăng 6.2% YoY, với sự đóng góp khu vực tư nhân đạt 1,919.7 nghìn tỷ đồng tăng 2.7% YoY, FDI đạt 550.2 nghìn tỷ đồng tăng 5.4% YoY và khu vực nhà nước đạt 625.3 nghìn tỷ đồng tăng 21.2% YoY.

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



Nguồn: TCTK, KBSV

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



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng kém nhưng có xu hướng hồi phục qua các quý, khu vực nông lâm thủy sản và khu vực dịch vụ duy trì ổn định (biểu đồ 2)

Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng kém nhưng có xu hướng hồi phục qua các quý

Tăng trưởng khu vực công nghiệp và xây dựng cả năm 2023 đạt 3.74% YoY. Cụ thể, lĩnh vực công nghiệp đối mặt với nhiều khó khăn khi chỉ tăng 3.02% YoY - mức tăng thấp nhất của cùng kỳ các năm trong giai đoạn 2011-2023. Trong đó ngành chủ lực là chế biến, chế tạo tăng 3.62% YoY. Điểm tích cực là ngành công nghiệp đã có chuyển biến tích cực, quý 4 đạt mức tăng trưởng 7.35% cao hơn hẳn so với kết quả trong nửa đầu năm. Ngành xây dựng tăng 7.06% YoY, đóng góp 0.51 điểm phần trăm vào tốc độ tăng tổng giá trị tăng thêm toàn nền kinh tế.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) cả năm 2023 tăng 1.5% YoY. Riêng IIP quý 4 đã cải thiện đáng kể khi đạt mức 5.0% YoY – tăng so với mức 2.8% của quý 3 và mức tăng trưởng âm của 2 quý đầu năm, cho thấy sản xuất công nghiệp đang trên đà phục hồi, chủ yếu nhờ tín hiệu khả quan từ hoạt động xuất khẩu và yếu tố mùa cao điểm cuối năm. Trong đó, các ngành công nghiệp chủ lực có sự phân hóa: điện tử và xe có động cơ tiếp tục đà tăng trưởng, còn nội thất và trang phục lại giảm mạnh (biểu đồ 6).

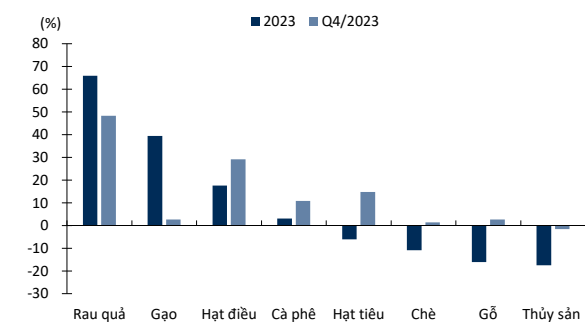
Khu vực dịch vụ duy trì ổn định

Khu vực dịch vụ tăng 6.82% YoY khi Chính phủ đẩy mạnh các chính sách kích cầu tiêu dùng nội địa, các hoạt động xúc tiến, quảng bá du lịch. Theo đó, bán buôn và bán lẻ tăng 8.82%; ngành vận tải, kho bãi tăng 9.18%; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm tăng 6.24%; dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng mạnh 12.24%, hưởng lợi từ lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng cao.

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

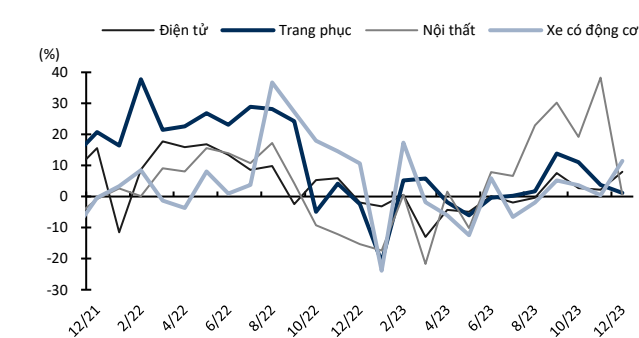
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tiếp tục tăng trưởng ổn định ở mức 3.88% YoY, vừa đáp ứng đủ nhu cầu nội địa và đảm bảo an ninh lương thực, vừa đóng góp đáng kể cho hoạt động xuất khẩu. Năng suất lúa đông xuân đạt khá, sản lượng một số cây công nghiệp chủ yếu tăng so với cùng kỳ năm trước, chăn nuôi gia cầm phát triển ổn định, dịch bệnh được kiểm soát. Bên cạnh đó, điểm tích cực là mặt hàng xuất khẩu nông, lâm nghiệp đã tăng trưởng dương trong quý 4, thủy sản thu hẹp đà giảm so với những quý trước nhờ chuyển biến tích cực của nhu cầu tại các nền kinh tế lớn (biểu đồ 5).

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



Nguồn: TCTK, KBSV

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



Nguồn: TCTK, KBSV

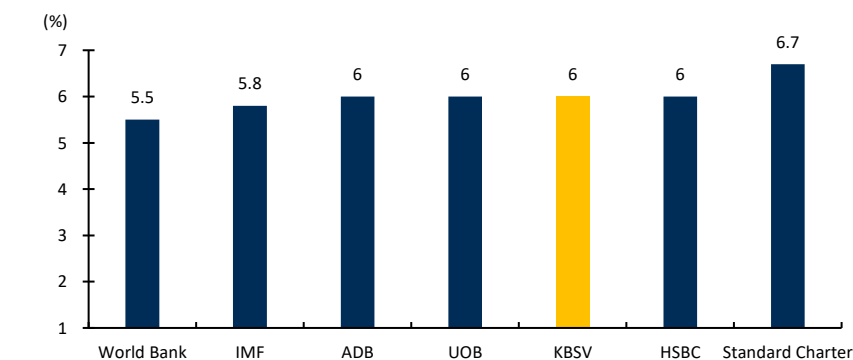
Dự báo tăng trưởng GDP 2024

Tăng trưởng 2024 dự báo đạt 6%

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 sẽ khởi sắc ở mức 6% khi các kết quả vĩ mô ghi nhận những chuyển biến tích cực. Trong đó, các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng trong năm 2024 bao gồm: 1) Các động lực tăng trưởng truyền thống như xuất khẩu, sản xuất công nghiệp và nhu cầu nội địa có xu hướng hồi phục, dòng vốn FDI tăng ổn định; 2) Đầu tư công được đẩy mạnh, các chính sách tài khóa mở rộng tiếp tục được duy trì trong bối cảnh dự địa còn dồi dào; 3) Chính sách tiền tệ nới lỏng hỗ trợ lãi suất duy trì ở mức thấp; và 4) Thị trường bất động sản khởi sắc hơn.

Ở chiều ngược lại, các rủi ro lớn nhất đối với dự báo tăng trưởng GDP của chúng tôi bao gồm: các rủi ro địa chính trị khiến giá hàng hóa, giá dầu, giá cước vận tải... tăng phi mã gây áp lực lên lạm phát khiến các NHTW không thể nới lỏng chính sách tiền tệ; một cuộc suy thoái trầm trọng có thể xảy ra ở 1 trong các nền kinh tế lớn, đặc biệt là Mỹ và Trung Quốc, ảnh hưởng xấu đến kinh tế toàn cầu cũng như Việt Nam; rủi ro đổ vỡ ở thị trường TPDN trong nước khi khối lượng đáo hạn cao kỷ lục trong năm 2024.

Biểu đồ 7. Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2024 (%)



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

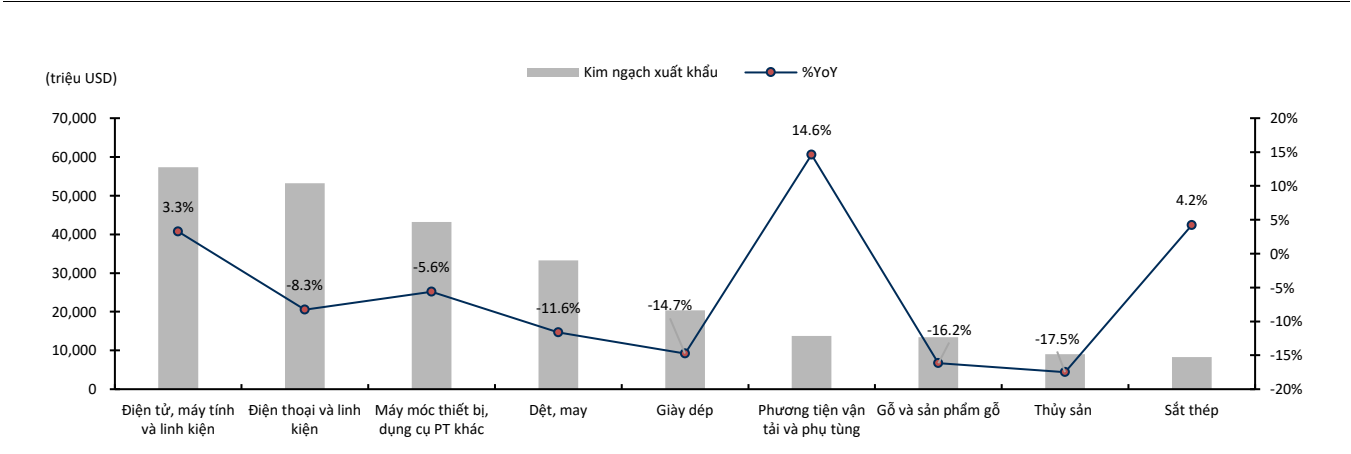
Xuất khẩu hồi phục và bứt phá mạnh mẽ trong 2H2024

Hoạt động xuất khẩu là một trong những yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng GDP Việt Nam. Tuy nhiên, năm 2023 chứng kiến sự suy giảm trong lĩnh vực này kéo theo hoạt động sản xuất trong nước bị trì trệ, chủ yếu do nhu cầu suy yếu tại các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu cả năm 2023 ước đạt 355.5 tỷ USD, giảm 4.4% YoY. Dù vậy chúng tôi cho rằng sự suy giảm này một phần do mức nền xuất khẩu cao trong năm 2022 khi các nước mở cửa trở lại sau dịch Covid-19. Mặt khác, xuất khẩu vẫn đang trong xu hướng hồi phục, mức tăng trưởng âm đã được thu hẹp qua từng tháng và đảo chiều trong quý 4 (+8.8% YoY). Trong đó, mặt hàng điện tử, máy tính và linh kiện chiếm tỷ trọng lớn nhất với 57 tỷ USD tăng trưởng 3.3% YoY, trong khi các mặt hàng chủ lực khác lại suy giảm so với cùng kỳ: Điện thoại và linh kiện (-8.3%), máy móc thiết bị (-5.6%), dệt may (-11.6%), giày dép (-14.7%)... Xét về thị trường xuất khẩu, Mỹ chiếm tỷ trọng cao nhất với 27% kim ngạch xuất khẩu, tiếp theo là Trung Quốc (16%) và khối EU (12%).

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với hoạt động xuất khẩu trong 6 tháng đầu năm 2024 do lo ngại thiếu hụt đơn hàng mới khi mà nhu cầu tại các nền kinh tế lớn chưa phục hồi. Dù vậy, kỳ vọng xuất khẩu sẽ bứt phá mạnh mẽ hơn trong nửa sau của năm nhờ các yếu tố: 1) Triển vọng kinh tế tại 2 nước đối tác thương mại lớn nhất là Mỹ và Trung Quốc khởi sắc hơn trong 2H2024 (*nhà đầu tư có thể tham khảo thêm trong Báo cáo Triển vọng TTCK Việt Nam 2024*); 2) Thương mại toàn cầu 2024 cải thiện (WTO kỳ vọng tăng trưởng 3.3% so với mức 0.8% của năm 2023, IMF nâng dự báo lên 3.5%); 3) Tăng trưởng tồn kho tại Mỹ và EU chạm đáy, kỳ vọng số đơn hàng xuất khẩu sẽ cải thiện khi các quốc gia này chủ động tăng tồn kho ; 4) Các yếu tố nội tại khác như Việt Nam nâng cấp quan hệ thương mại với Mỹ, Trung Quốc và Nhật Bản, hay việc tích cực ký kết và tận dụng tốt các hiệp định FTA cũng sẽ gián tiếp thúc đẩy hoạt động xuất khẩu.

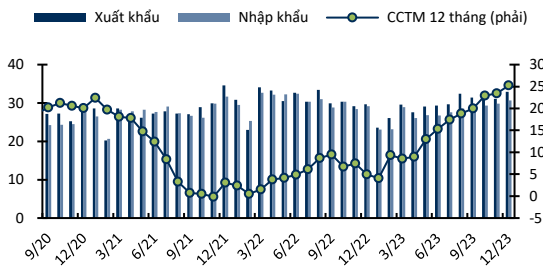
Mặt khác, chúng tôi nhận thấy một số rủi ro có thể xảy ra gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu bao gồm: rủi ro địa chính trị khiến giá cước vận tải, giá nguyên liệu đầu vào sản xuất tăng cao; thói quen tiêu dùng thay đổi trong môi trường lãi suất cao tại các nước đối tác thương mại; lộ trình tăng giá điện ảnh hưởng đến chi phí sản xuất, nguồn cung điện chưa ổn định.

Biểu đồ 8. Giá trị xuất khẩu và tăng trưởng các mặt hàng chính



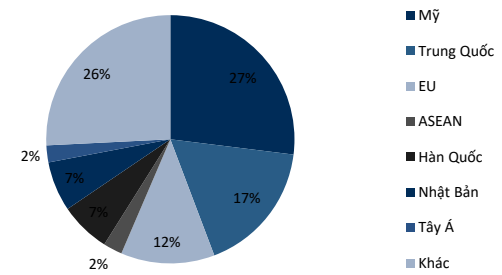
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 9. Kim ngạch xuất nhập khẩu và cán cân thương mại



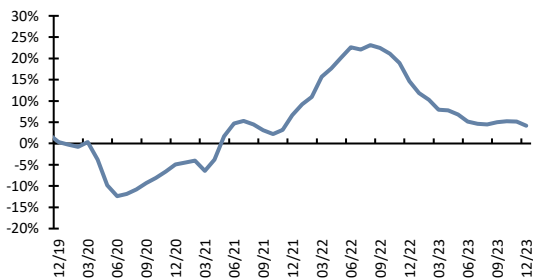
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 10. Tỷ trọng xuất khẩu theo quốc gia 11T2023



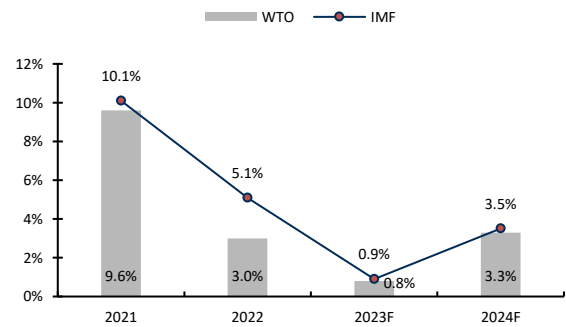
Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

Biểu đồ 11. Tăng trưởng tồn kho bán lẻ tại Mỹ (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 12. Tăng trưởng thương mại toàn cầu (% YoY)

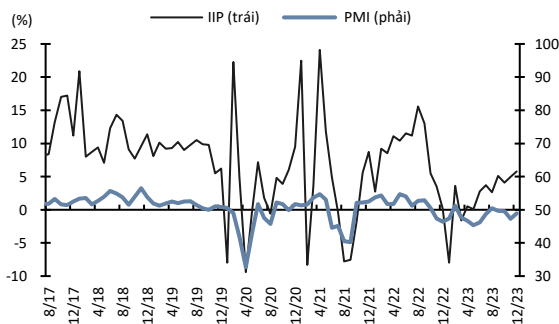


Nguồn: WTO, IMF, KBSV

Sản xuất công nghiệp khởi sắc theo đà phục hồi của xuất khẩu

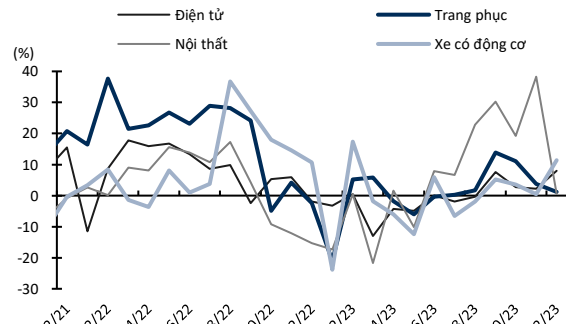
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) cả năm 2023 tăng nhẹ 1.5% YoY, riêng quý 4 tăng mạnh 5.0% trái với diễn biến sụt giảm trong khoảng hơn 2 quý đầu phản ánh nhu cầu gia tăng vào giai đoạn cao điểm cuối năm. Dù vậy, chỉ số PMI - chỉ số phản ánh kỳ vọng của nhà quản trị mua hàng vào môi trường kinh doanh trong tương lai lại dưới 50 điểm liên tiếp trong 4 tháng, cho thấy lo ngại đơn hàng sẽ giảm mạnh khi mùa tiêu dùng cao điểm kết thúc. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động sản xuất công nghiệp sẽ phục hồi theo đà tăng của xuất khẩu trong 2H2024 với sự hỗ trợ của chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng.

Biểu đồ 13. Việt Nam – chỉ số IIP (% YoY) và PMI (điểm)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 14. Tăng/giảm một số ngành công nghiệp chủ lực (YoY)



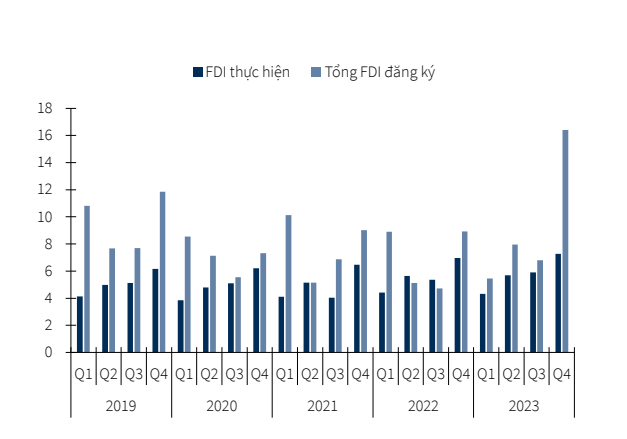
Nguồn: TCTK, KBSV

Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng ổn định

Tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam trong năm 2023 đã đạt mức 36.61 tỷ USD, tăng mạnh 32.2% YoY thông qua việc thúc đẩy hợp tác, nâng cấp mối quan hệ chiến lược toàn diện với Mỹ, Nhật Bản và các chuyển thăm ngoại giao xúc tiến hoạt động hợp tác quốc gia lớn như Trung Quốc, Hàn Quốc. Vốn FDI giải ngân tăng 3.5% YoY, đạt 23.18 tỷ USD – mức cao nhất so với cùng kỳ giai đoạn 2017-2023.

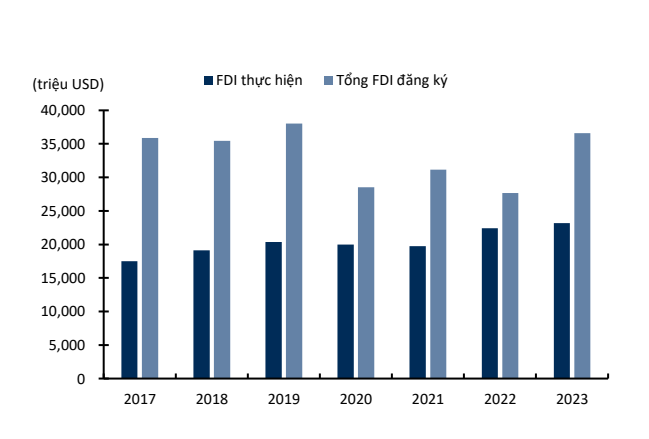
Theo đó, chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong 2024 nhờ vào những yếu tố hỗ trợ cả trong và ngoài nước. Xét về yếu tố nội tại, Việt Nam vẫn đang chủ động đẩy mạnh thu hút đầu tư nước ngoài bằng việc ban hành những gói hỗ trợ hấp dẫn, tạo dựng môi trường kinh doanh thuận lợi, chú trọng xây dựng, nâng cấp cơ sở hạ tầng; bên cạnh đó cũng tận dụng tốt lợi thế cạnh tranh có sẵn bao gồm tình hình kinh tế, chính trị ổn định, vị trí thuận lợi cho hoạt động đầu tư, số lượng lớn hiệp định thương mại tự do đã ký kết, lực lượng lao động dồi dào... Xét về các yếu tố từ bên ngoài, những thuận lợi bao gồm: (1) Việt Nam được hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc, bên cạnh đó sự ổn định của VND so với CNY đã khiến Việt Nam có lợi thế hơn trong việc tạo dựng niềm tin vào môi trường kinh doanh; (2) Việc nâng cấp quan hệ ngoại giao với Mỹ, Nhật Bản và Trung Quốc sẽ tiếp tục phát huy hiệu quả thu hút dòng vốn FDI từ các quốc gia này về Việt Nam; (3) Theo EuroCham, niềm tin kinh doanh của các doanh nghiệp Châu Âu tại Việt Nam cải thiện rõ rệt khi chỉ số BCI tăng lên 46.3 trong quý 4 từ mức 45.1 điểm của quý 3.

Biểu đồ 15. Vốn FDI theo quý (triệu USD)



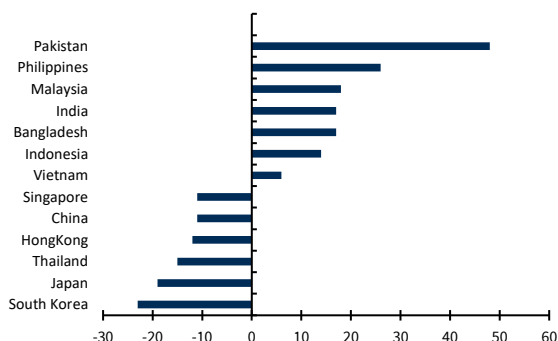
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 16. Vốn FDI theo năm giai đoạn 2017-2023



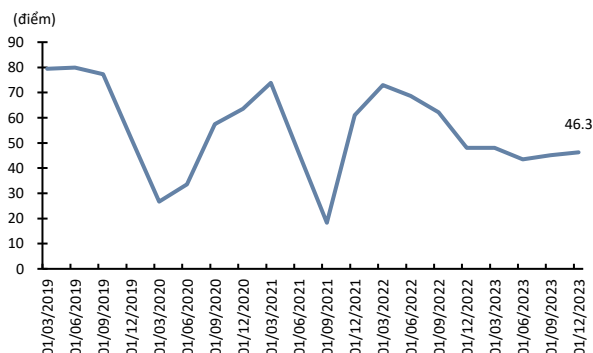
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 17. Thay đổi trong độ tuổi lao động, giai đoạn 2020 – 2040 (%)



Nguồn: Natixis, Liên hợp quốc, KBSV

Biểu đồ 18. Chỉ số Môi trường Kinh doanh EuroCham (BCI) của Việt Nam



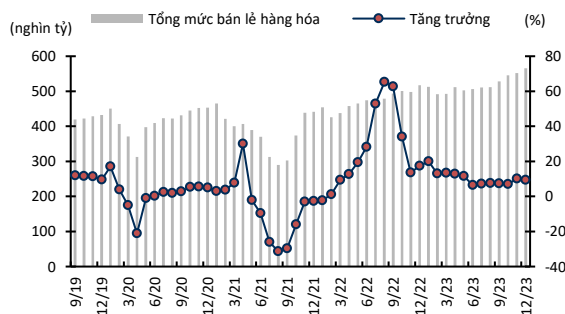
Nguồn: EuroCham, KBSV

Bán lẻ, dịch vụ tăng trưởng tốt nhờ kỳ vọng nhu cầu nội địa khả quan hơn

Chúng tôi kỳ vọng ngành dịch vụ nhà hàng và du lịch sẽ tiếp tục sôi động. Năm 2023, du lịch Việt Nam đón 12.6 triệu lượt khách quốc tế, cao gấp 3.4 lần năm 2022, vượt xa mục tiêu 8 triệu khách đặt ra hồi đầu năm, tuy nhiên vẫn kém xa thời kỳ đỉnh điểm năm 2019 - năm hoàng kim của du lịch Việt khi có tận 18 triệu lượt khách quốc tế. Năm 2024, ngành du lịch đặt mục tiêu đón 17-18 triệu lượt khách quốc tế, phục hồi hoàn toàn về thời điểm trước dịch, kỳ vọng doanh thu 840 nghìn tỷ đồng (~8% GDP). Du lịch, lữ hành hồi phục cũng là tiền đề lớn để doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống hồi phục.

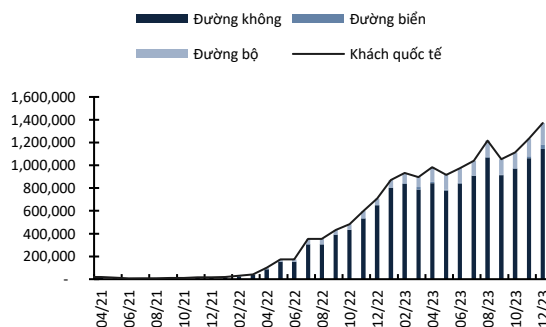
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng nội địa sẽ hồi phục trở lại nhờ: 1) Chính sách tiền tệ nới lỏng và các biện pháp kích cầu (bao gồm việc gia hạn thời gian giảm thuế VAT, tăng lương cơ bản...) sẽ phát huy hiệu quả rõ ràng hơn; 2) Triển vọng kinh tế khả quan với động lực chính từ hoạt động xuất khẩu sẽ tạo thêm việc làm và tăng thu nhập cho người dân, tác động tích cực đến cầu tiêu dùng; và 3) Lạm phát được kiểm soát tốt. Ở thời điểm hiện tại, tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ ổn định qua từng tháng nhưng vẫn thấp hơn trung bình giai đoạn trước dịch Covid-19 là ~14%, cho thấy Việt Nam còn nhiều dư địa và triển vọng hồi phục.

Biểu đồ 19. Tổng mức bán lẻ và tăng trưởng (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 20. Khách lịch quốc tế đến Việt Nam (lượt người)



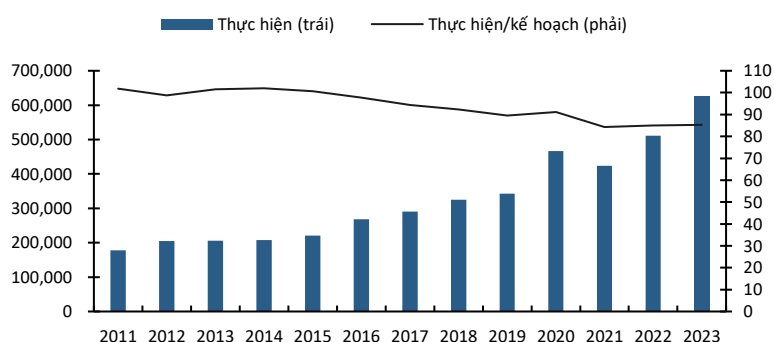
Nguồn: TCTK, KBSV

Đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh

Đầu tư công tiếp tục được coi là giải pháp then chốt nhằm kích thích kinh tế cũng như tác động lan tỏa đến các lĩnh vực khác trong dài hạn. Theo Tổng cục thống kê, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn Ngân sách nhà nước (NSNN) cả năm 2023 ước đạt 625.3 nghìn tỷ đồng, bằng 85.3% kế hoạch Chính phủ giao, tương đương mức 85.2% của cùng kỳ năm trước nhưng tăng trưởng 21.1% YoY do kế hoạch của năm 2023 cao hơn. Các vướng mắc pháp lý và giải phóng mặt bằng vẫn là thách thức lớn nhất khiến thực hiện đầu tư công trong nửa đầu năm khá chậm chạp và chỉ được đẩy mạnh vào nửa sau của năm nhờ nỗ lực của các cơ quan quản lý. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá hoạt động đầu tư công cả năm 2023 là khả quan với mức tăng trưởng 2 chữ số, không chỉ là một bước tiến đáng kể mà còn đóng vai trò như một cơ sở vững chắc cho kế hoạch trung hạn để bứt phá mạnh mẽ hơn trong những năm tiếp theo.

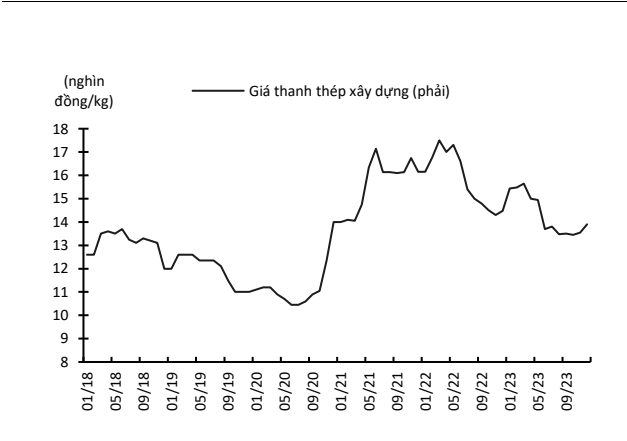
Trong năm 2024, kế hoạch đầu tư công của Chính phủ ước tính đạt 677 nghìn tỷ, chiếm 32% ngân sách nhà nước, tập trung chính vào các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam, cảng hàng không quốc tế Long Thành, đường vành đai 4 Hà Nội, đường vành đai 3 TP. Hồ Chí Minh... Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư công có thể phân bổ trong 2024 ở mức 730 nghìn tỷ đồng (nhờ chuyển giao nguồn vốn từ 2023 sang 2024), giảm ~5% YoY trên mức nền cao của năm trước. Kỳ vọng tỷ lệ giải ngân năm nay sẽ đạt mức kỷ lục vào khoảng 90-95% kế hoạch nhờ: 1) Các nút thắt pháp lý và đầu tư đang dần được tháo gỡ; 2) Năm 2024 là thời điểm quan trọng khi mà nhiều dự án trọng điểm đã đến giai đoạn tăng tốc và hoàn thiện, còn các dự án mới hầu hết đã xong quá trình chuẩn bị, làm thủ tục và sẵn sàng tiến hành thi công; và 3) Giá hàng hóa nguyên vật liệu dự báo sẽ duy trì ổn định ở mức thấp.

Biểu đồ 21. Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn NSNN (tỷ đồng)



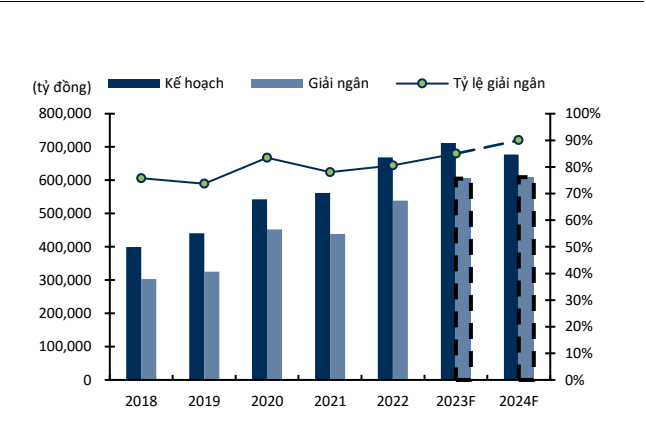
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 22. Giá thép xây dựng



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 23. Giải ngân đầu tư công



Nguồn: Bộ Tài Chính, KBSV tổng hợp

Bảng 2. Tiến độ các dự án đầu tư trọng điểm

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TMĐT (tỷ đồng)	Tiến độ giải ngân
Cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 1										97,289	67%
Cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 2										135,178	70%
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột										22,234	59%
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu										17,828	52%
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng										44,814	84%
Vành đai 4 - Vùng Thủ Đô Hà Nội										85,813	55%
Vành đai 3 - TP. Hồ Chí Minh										75,378	56%
Đường Hồ Chí Minh										9,982	0%
Cảng hàng không quốc tế Long Thành										23,263	0%

Nguồn: Bộ Tài Chính, KBSV tổng hợp

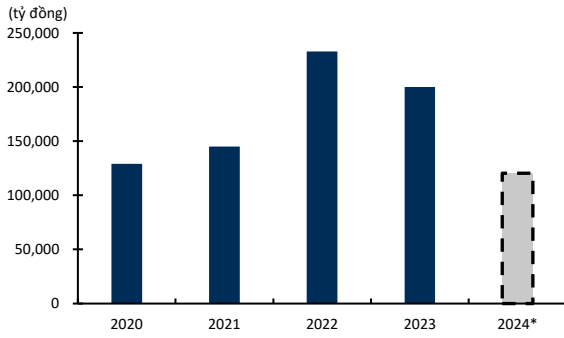
Chính sách tài khóa mở rộng khác hỗ trợ nền kinh tế

Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế chậm lại do nhu cầu suy yếu ở cả trong nước và quốc tế, Chính phủ đã ban hành những gói hỗ trợ tài khóa với quy mô lên đến khoảng 200 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Đó là các biện pháp về tăng lương cơ bản; gia hạn, miễn, giảm các khoản thuế, phí, lệ phí và tiền thuê đất; miễn, giảm thuế TNDN, thuế thu nhập cá nhân, thuế giá trị gia tăng, thuế nhập khẩu, thuế bảo vệ môi trường, cùng nhiều khoản phí, lệ phí để hỗ trợ doanh nghiệp, người dân và nền kinh tế. Nhờ vậy, cầu nội địa đã có xu hướng hồi phục trong những tháng cuối năm cùng với sự ấm lên của tăng trưởng GDP quý 4.

Trong năm 2024, Chính phủ sẽ tiếp tục duy trì chính sách tài khóa mở rộng để hỗ trợ phục hồi và phát triển kinh tế. Tại kỳ họp thứ 6, Quốc hội khóa XV, mức bội chi NSNN cho năm 2024 đã được quyết định là 399.4 nghìn tỷ đồng, tương đương 3.6% GDP. Tính đến thời điểm hiện tại, quy mô hỗ trợ tài khóa cho năm 2024 đang là 120.4 nghìn tỷ đồng, bao gồm: gia hạn giảm thuế giá trị gia tăng VAT (giảm thu ~25,000 tỷ); giảm thuế bảo vệ môi trường đối với xăng, dầu (giảm thu ~40,000 tỷ); cải cách tiền lương (chi ~55,400 tỷ). Chúng tôi cho rằng sẽ có nhiều biện pháp hỗ trợ được ban hành thêm trong năm khi mà dư địa tài khóa

còn dồi dào. Bên cạnh đó, các chính sách được triển khai từ năm trước sẽ thẩm thấu và phát huy tác dụng rõ nét trong thời gian tới, kỳ vọng sẽ tác động không nhỏ làm ấm lên cầu nội địa và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp.

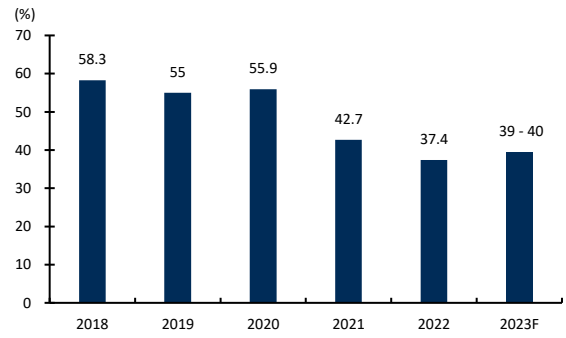
Biểu đồ 24. Quy mô hỗ trợ tài khóa



Nguồn: KBSV Tổng hợp

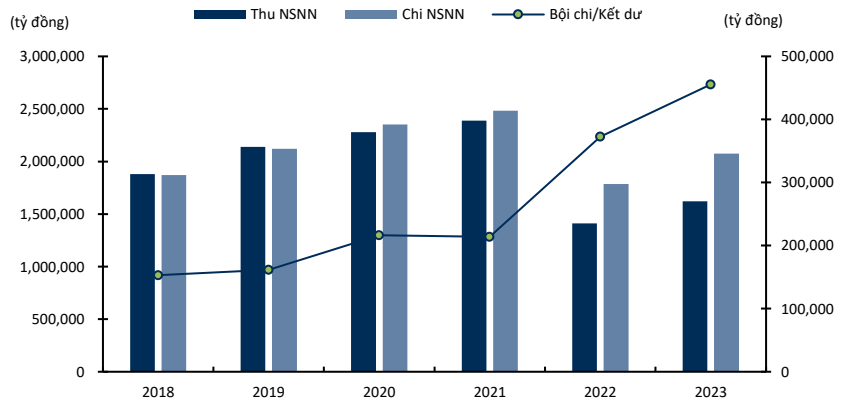
*Chú thích: ước tính số liệu đã công bố

Biểu đồ 25. Nợ chính phủ/GDP (%)



Nguồn: Bộ Tài Chính, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 26. Thu, chi Ngân sách nhà nước



Nguồn: FiinPro, KBSV

Chính sách tiền tệ nới lỏng giúp duy trì lãi suất ở mức thấp

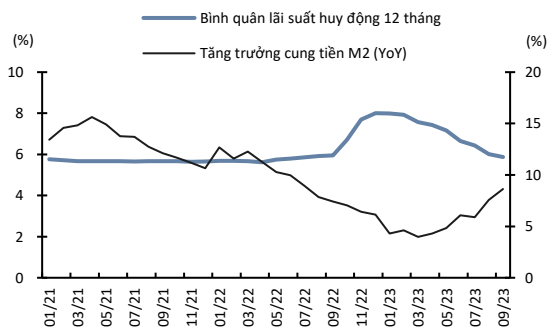
Với dự báo lạm phát và tỷ giá (nếu không xuất hiện các yếu tố thiên nga đen bất thường từ bên ngoài) nhiều khả năng không chịu áp lực lớn trong năm 2024 khi mà xu hướng hạ nhiệt lạm phát toàn cầu đang diễn ra ở hầu hết các nền kinh tế lớn, trong khi FED được dự báo sẽ đảo chiều chính sách, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ có điều kiện để duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng như hiện tại. Theo đó, mặt bằng lãi suất huy động được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức thấp, trong khi lãi suất cho vay sẽ giảm thêm 0.75%-1.00% so với mức cuối 2023. Dù dự địa giảm lãi suất không nhiều, việc có thể duy trì lãi suất ở mức thấp là điều kiện lý tưởng để hỗ trợ thị trường bất động sản, giảm chi phí đi vay của doanh nghiệp, cũng như kích thích nhu cầu của người dân, qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Thị trường bất động sản khởi sắc hơn

Bất động sản là một lĩnh vực quan trọng, không chỉ chiếm tỷ trọng lớn trong tăng trưởng GDP mà còn tác động đến nhiều lĩnh vực khác và có mức độ lan tỏa cao đến nền kinh tế. Thị trường BĐS trong thời gian qua gặp nhiều khó khăn do: 1) Mặt bằng lãi suất cao; 2) Mất niềm tin của NĐT sau những sự kiện về TPDN; 3) Vướng mắc pháp lý; và 4) Dòng vốn tín dụng vào bất động sản bị thắt lại khi NHNN giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, hay ban hành thông tư 06.

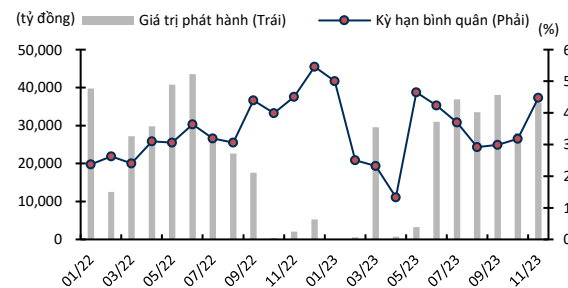
Các nguyên nhân trên phần nào sẽ hạ nhiệt trong năm 2024, qua đó hỗ trợ xu hướng hồi phục của thị trường bất động sản dù kịch bản tăng nóng trở lại sẽ không xảy ra. Cụ thể, lãi suất hạ nhiệt, vướng mắc pháp lý dần được gỡ rối, thị trường TPDN minh bạch thông tin hơn với khối lượng phát hành khởi sắc, kết hợp với các chính sách hỗ trợ khác của Chính phủ là các yếu tố chính giúp thị trường bất động sản phục hồi so với năm 2023. Ở chiều ngược lại, niềm tin của nhà đầu tư chưa thể khôi phục lại sau năm 2022 đổ vỡ, mặt bằng giá vẫn đang neo ở mức cao, lượng TPDN đáo hạn lớn, cùng quan điểm thận trọng từ hoạt động cho vay của các ngân hàng khi nợ xấu tăng trong khi tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn bị siết lại là những yếu tố khiến thị trường bất động sản chưa thể bật phá.

Biểu đồ 27. Lãi suất huy động & Cung tiền M2



Nguồn: Wichart, NHNN, KBSV

Biểu đồ 28. TPDN phát hành mới



Nguồn: HNX, KBSV

Rủi ro địa chính trị gây áp lực lên lạm phát toàn cầu

Xung đột ở Trung Đông gây ra nhiều áp lực đối với kinh tế toàn cầu do kênh đào Suez là một tuyến đường quan trọng, chịu trách nhiệm vận chuyển khoảng 12% khối lượng thương mại toàn cầu và 30% lưu lượng container. Cho đến nay, tác động của cuộc xung đột tại Trung Đông lên thị trường hàng hóa toàn cầu vẫn còn hạn chế. Giá dầu nhìn chung đã tăng khoảng 6% kể từ khi bắt đầu xung đột. Giá hàng hóa nông sản, hầu hết kim loại và các mặt hàng khác hầu như không tăng. Trong kịch bản xung đột không lan rộng, chúng tôi cho rằng các ảnh hưởng sẽ không lớn trong ngắn hạn do sức tiêu thụ yếu trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu suy giảm. Trong kịch bản thận trọng hơn khi mà các cuộc xung đột tiếp tục leo thang, nhiều khả năng sẽ xảy ra một cú sốc năng lượng kéo theo giá các hàng hóa khác tăng cao, gây nên lạm phát toàn cầu. Điều này có thể khiến các NHTW không thể nới lỏng chính sách tiền tệ, qua đó gây áp lực lên tỷ giá của Việt Nam, bên cạnh rủi ro nhập khẩu lạm phát.

Suy thoái ở một trong các nền kinh tế lớn gây ảnh hưởng đến kinh tế toàn cầu

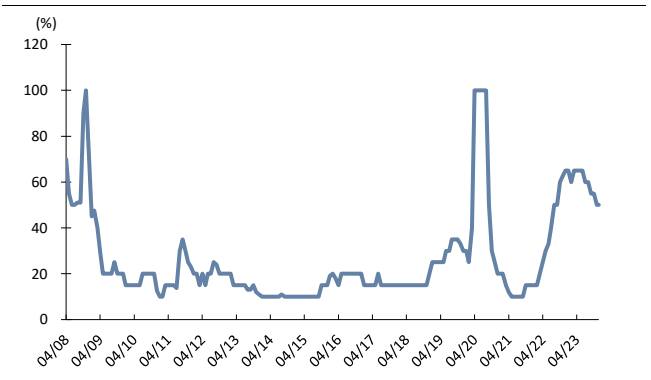
Một cuộc suy thoái trầm trọng có thể xảy ra ở 1 trong các nền kinh tế lớn, đặc biệt là Mỹ và Trung Quốc, ảnh hưởng xấu đến kinh tế toàn cầu cũng như triển vọng xuất khẩu và dòng vốn FDI vào Việt Nam. Theo Bloomberg, xác suất Mỹ sẽ trải qua 1 cuộc suy thoái trong 12 tháng là 50%, lạm phát có xu hướng hạ nhiệt nhưng chưa rõ ràng khiến việc hạ lãi suất sẽ phải trì hoãn lâu hơn. Kinh tế Trung Quốc trong 1H2024 vẫn khó khăn khi mà thị trường bất động sản chưa có dấu hiệu tích cực. Dù vậy, chúng tôi cho rằng rủi ro này là không quá lớn do nhiều khả năng Mỹ sẽ “hạ cánh mềm” hoặc chỉ trải qua 1 cuộc suy thoái nhẹ, bên cạnh đó tình hình tại Trung Quốc sẽ khả quan hơn trong nửa sau 2024 (theo kịch bản cơ sở trong Báo cáo Triển vọng TTCK năm 2024).

Bảng 3. Kịch bản cho nền kinh tế Mỹ 2024 của một số tổ chức tài chính

Goldman Sachs	Soft landing
Bank of America	Soft landing
Barclays	Soft landing
Lazard	Soft landing
J.P. Morgan	Mild recession
Wells Fargo	Mild recession
Allianz	Recession

Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 29. Xác suất suy thoái của Mỹ theo thống kê của Bloomberg

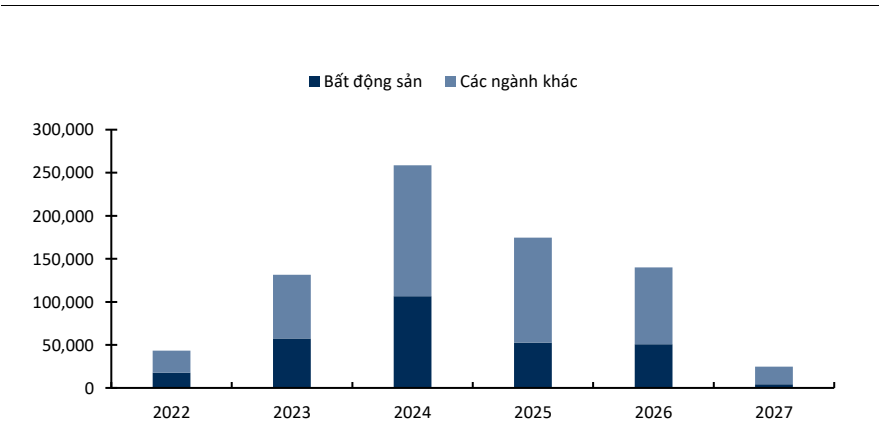


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá trị TPDN đáo hạn đạt kỷ lục trong năm 2024, chưa kể còn những khoản đáo hạn “lần 2”

Áp lực đáo hạn trái phiếu hiện hữu khi bước sang năm 2024, tổng giá trị đáo hạn sau khi trừ đi các khoản mua lại sẽ lên đến 258 nghìn tỷ đồng – mức cao kỷ lục từ trước tới nay và gấp 2 lần so với 2023, trong đó có khoảng 123.5 nghìn tỷ đồng trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản. Số liệu trên chưa tính các khoản đáo hạn “lần 2” sau khi nhiều lô trái phiếu được gia hạn, do vậy số lượng đáo hạn thực tế sẽ lớn hơn. Theo đó, chúng tôi không loại trừ khả năng rủi ro vỡ nợ xảy ra gây nên đổ vỡ hệ thống ngân hàng tương tự như sự kiện SCB, Vạn Thịnh Phát, đặc biệt đối với nhiều doanh nghiệp bất động sản do lĩnh vực này được dự báo chưa thể bứt phá mạnh mẽ trong năm sau.

Biểu đồ 30. Giá trị gốc TPDN đáo hạn



Nguồn: HNX, KBSV

Lạm phát

Lạm phát năm 2023 – Được kiểm soát tốt

Lạm phát được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu của Chính phủ

Chỉ số giá tiêu dùng bình quân năm 2023 tăng 3.25% YoY. CPI tăng cao nhất vào đầu năm và có xu hướng giảm dần theo diễn biến hạ nhiệt của giá dầu thế giới, sau đó tăng nhẹ lại vào những tháng cuối năm do các mặt hàng nhà nước quản lý tăng theo lộ trình, bao gồm giá điện, giáo dục và dịch vụ y tế.

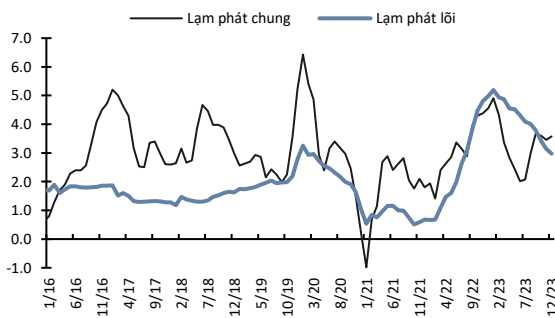
Lạm phát cơ bản bình quân 2023 tăng 4.16% YoY, cao hơn mức tăng CPI bình quân chung do bình quân giá xăng dầu trong nước, giá gas giảm nhưng thuộc nhóm hàng được loại trừ trong danh mục tính CPI lõi.

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

Các yếu tố tác động chính tới CPI bình quân năm 2023 bao gồm:

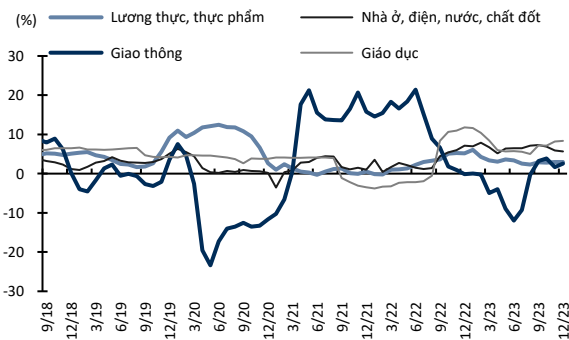
- 1) Giá nhóm giáo dục tăng 7.44% YoY do một số địa phương tăng học phí năm học 2023-2024 theo lộ trình của Nghị định số 81/2021/NĐ-CP, tác động làm CPI chung tăng 0.46 điểm phần trăm;
- 2) Giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 6.58% YoY do giá xi măng, cát tăng theo giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào, cùng với đó giá thuê nhà ở tăng cao;
- 3) Giá nhóm xăng dầu trong nước năm 2023 giảm 11.02% YoY theo biến động của giá thế giới, làm CPI chung giảm 0.4 điểm phần trăm; dầu hỏa giảm 10.02%.

Biểu đồ 31. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 32. Biến động các cấu phần CPI (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

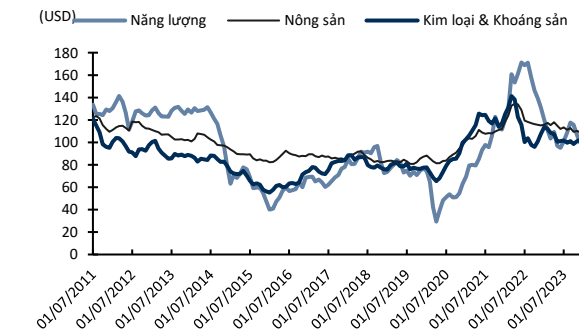
Dự báo lạm phát 2024

Lạm phát năm 2024 dự báo tăng 3.5% YoY

Chúng tôi kỳ vọng lạm phát Việt Nam 2024 vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu của Chính phủ trong bối cảnh giá cả hàng hóa thế giới được duy trì ổn định và nhu cầu trong nước chưa thể tạo ra áp lực lớn. Cụ thể, CPI bình quân năm 2024 dự báo tăng 3.5% YoY, với mức tăng bình quân mỗi tháng là 0.25% MoM. Trong đó, các yếu tố hỗ trợ lạm phát tăng ở mức thấp bao gồm: (i) Giá dầu Brent dự báo tiếp tục giảm trong 2024; (ii) Giá lợn chỉ tăng nhẹ trên mức nền thấp; (iii) Giá vật liệu xây dựng ổn định; (iv) Áp lực từ chính sách tiền tệ chưa quá lớn; và (v) Nhập khẩu lạm phát không đáng lo ngại.

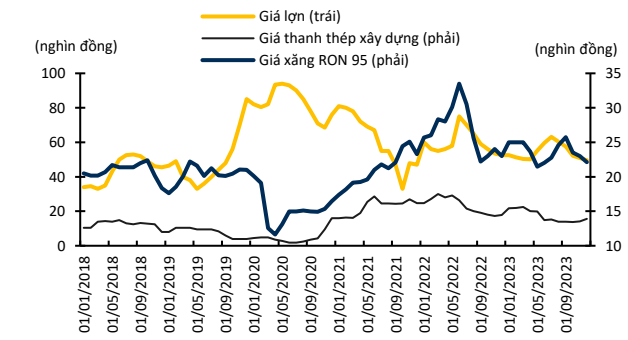
Ở chiều ngược lại, chúng tôi nhận thấy những rủi ro khiến lạm phát tăng mạnh hơn dự báo bao gồm: giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu; giá một số mặt hàng do Nhà nước quản lý tăng theo lộ trình như điện, giáo dục, dịch vụ y tế; cải cách tiền lương; và các rủi ro liên quan đến địa chính trị.

Biểu đồ 33. Giá hàng hóa thế giới (USD)



Nguồn: World Bank, KBSV

Biểu đồ 34. Việt Nam – Giá hàng hóa nội địa

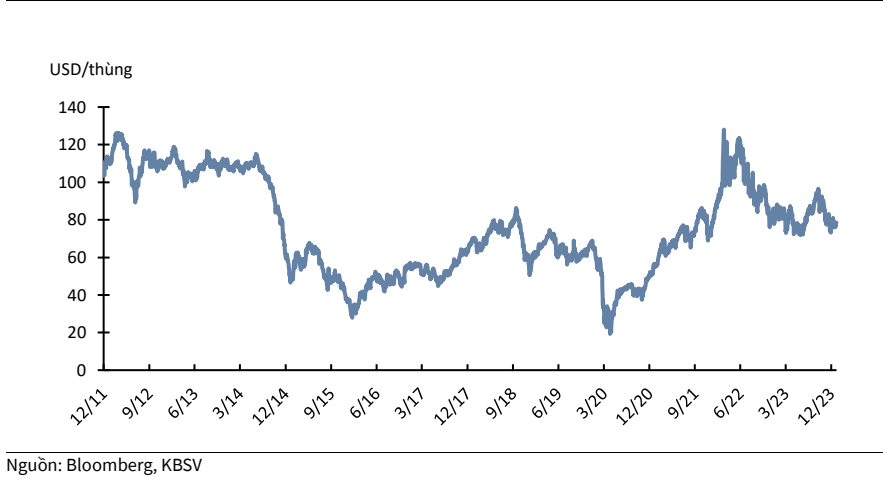


Nguồn: KBSV tổng hợp

Giá dầu Brent dự báo tiếp tục giảm quanh mức 78 USD/thùng

Giá dầu Brent không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến CPI nhóm giao thông mà còn có mức độ tan tủa cao đến giá các hàng hóa khác. Trong năm 2023, giá dầu Brent bình quân giảm xuống còn 88 USD/thùng (từ mức 99 USD/thùng trong 2022) là yếu tố chính giúp lạm phát Việt Nam hạ nhiệt và được kiểm soát tốt. Năm 2024, chúng tôi dự báo giá dầu sẽ tiếp tục giảm, trung bình cả năm ở mức 78 USD/thùng. Xét về phía cầu, OPEC, EIA và IEA kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ dầu thô năm 2024 sẽ chậm lại do sự suy yếu của ngành sản xuất công nghiệp trong khối OECD. Khu vực châu Á có triển vọng kinh tế hồi phục rõ ràng hơn, cùng với kỳ vọng về việc FED nới lỏng chính sách tiền tệ trong 2H2024 sẽ khiến nhu cầu dầu thô tăng trở lại vào cuối năm, dù vậy chúng tôi đánh giá áp lực lên giá là không nhiều. Xét về phía cung, chúng tôi không đặt nhiều kỳ vọng về việc OPEC+ sẽ tiếp tục cắt giảm sâu thêm sản lượng. Tuy nhiên, nguồn cung dầu thô nhìn chung vẫn sẽ thắt chặt do (1) tăng trưởng sản lượng từ các nước ngoài OPEC+ có thể sẽ bị giới hạn do tình trạng thiếu hụt giàn khoan và (2) các điểm nghẽn tại khu vực Biển Đen (chiến sự Nga-Ukraine); kênh đào Panama và khu vực Biển Đỏ (kênh đào Suez) có thể diễn biến tệ hơn, khiến tốc độ cung ứng dầu thô toàn cầu giảm sâu hơn nữa. Tóm lại, chúng tôi cho rằng nguồn cung thắt chặt sẽ được bù trừ bởi sự suy giảm trong nhu cầu tiêu thụ khiến giá dầu giảm nhẹ và duy trì ở mức thấp trong năm 2024, trong kịch bản không có biến động bất thường xảy ra về các vấn đề địa chính trị.

Biểu đồ 35. Giá dầu Brent (USD/thùng)



Bảng 4. Dự báo tăng trưởng tiêu thụ dầu thô của các tổ chức cho năm 2024 (triệu thùng/ngày)

Tổ chức	Dự báo tại tháng 12/2023	
	2023F	2024F
OPEC	2.5	2.2
EIA	1.8	1.3
IEA	2.3	1.1
Trung vị	2.3	1.3

Tổ chức	Dự báo tại tháng 7/2023	
	2023F	2024F
OPEC	2.4	2.2
EIA	1.8	1.6
IEA	2.2	1.1

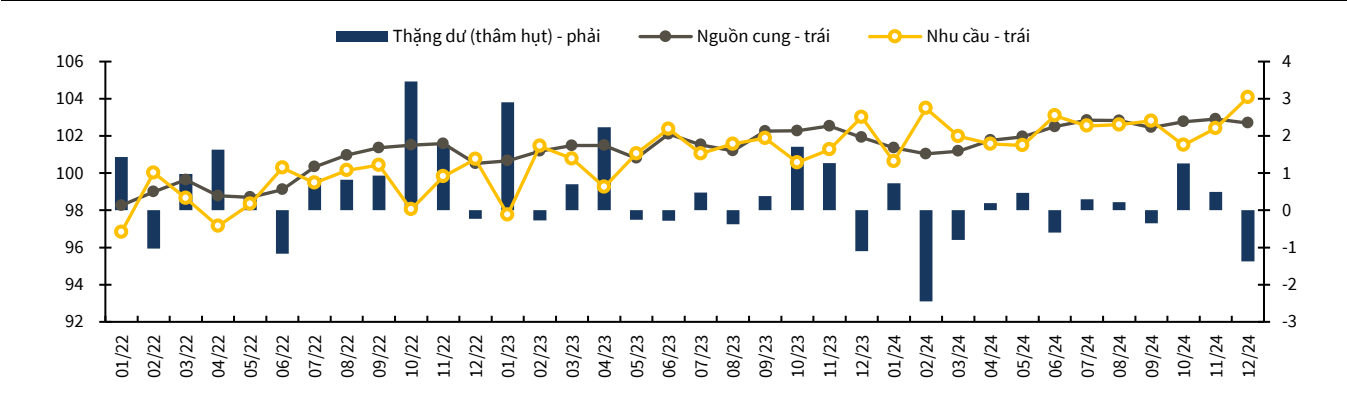
Nguồn: OPEC, EIA, IEA, KBSV

Bảng 5. Dự báo giá dầu thô Brent của các tổ chức cho năm 2024 (USD/thùng)

Tổ chức	Ngày dự báo*	Dự báo giá dầu 2024
EIA	7/12/2023	83
JPMorgan Chase & Co	14/12/2023	83
RBC	13/12/2023	83
Fitch Solutions	13/12/2023	85
Macquarie Group Ltd	7/12/2023	77
Barclays PLC	4/12/2023	90
Citigroup Inc	30/11/2023	74
Deutsche Bank AG	30/11/2023	89
Trung vị		83
Giả định của KBSV		78

Nguồn: EIA, Bloomberg, KBSV *Chỉ tính các dự báo sau cuộc họp OPEC+ gần nhất

Biểu đồ 36. Dự báo cán cân cung cầu dầu thô giai đoạn 2024 (triệu thùng/ngày)



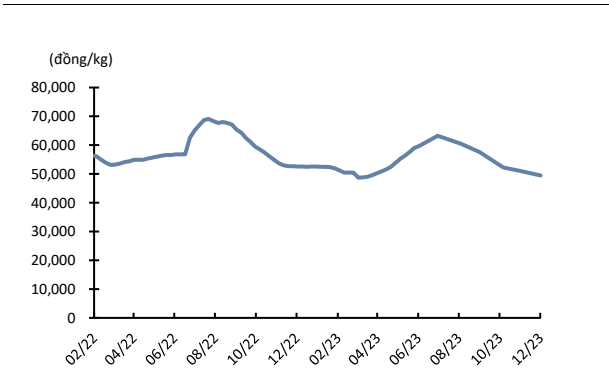
Giá lợn bình quân năm 2024 tăng nhẹ 5% lên ~57,000 VND/kg

Giá lợn hơi trong nước vẫn trong đà giảm vào cuối năm 2023 do diễn biến phức tạp của dịch tả lợn châu Phi khiến nhiều hộ chăn nuôi nhỏ lẻ phải bán tháo đàn gây nên sự tăng mạnh của nguồn cung, trong khi nhu cầu tiêu thụ còn yếu. Năm 2024, chúng tôi dự báo giá lợn bình quân sẽ tăng nhẹ lên ~57,000 VND (+5% YoY) nhờ sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng nội địa, bên cạnh đó hoạt động du lịch kỳ vọng sẽ được đẩy mạnh và đạt mức trước đại dịch, qua đó thúc đẩy nhu cầu ăn uống nhà hàng, quán ăn. Tuy vậy, mức tăng sẽ không quá lớn nhờ việc nguồn cung thịt lợn trong nước vẫn sẽ được duy trì ổn định. Theo Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), sản lượng thịt heo của Việt Nam trong năm 2024 dự báo sẽ tăng 5% so với năm 2023, lên mức 3.7 triệu tấn.

Giá gạo xuất khẩu có thể đạt 700 USD/tấn nhưng áp lực lên giá cả trong nước không cao

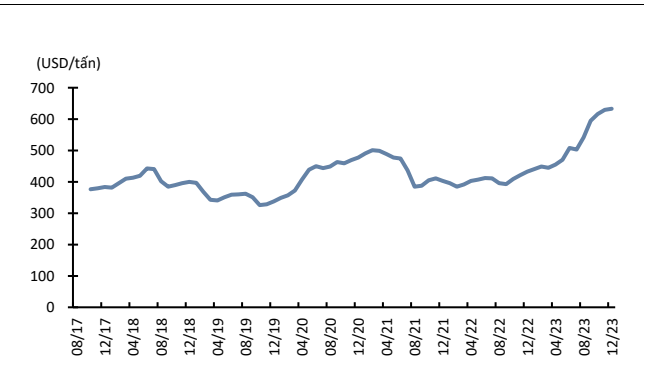
Năm 2023, giá gạo trong nước tăng theo giá gạo thế giới trong bối cảnh xảy ra nhiều biến động trong cung cầu thế giới. Cuối tháng 12, giá gạo tấm 5% xuất khẩu của Việt Nam đã lên mức gần 633 USD/tấn, tăng ~46% so với cùng kỳ năm 2022. Chúng tôi cho rằng giá gạo xuất khẩu sẽ tiếp tục đà tăng và có thể đạt mức 700 USD/tấn trong năm 2024 do: 1) Ấn Độ và Nga duy trì lệnh cấm xuất khẩu gạo sang năm 2024; 2) Tăng cường nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chủ chốt như Philippines, Trung Quốc và Indonesia; và 3) Yếu tố thời tiết bất thường và ảnh hưởng của El Nino gây áp lực lên nguồn cung. Giá gạo trong nước theo đó sẽ tăng nhưng trong biên độ ổn định hơn nhờ nguồn cung dồi dào với năng suất cao và việc Việt Nam vẫn luôn ưu tiên bảo đảm an ninh lương thực.

Biểu đồ 37. Việt Nam - Giá thịt lợn bình quân tháng



Nguồn: Hiệp hội Chăn nuôi Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 38. Việt Nam - Giá gạo tấm 5%

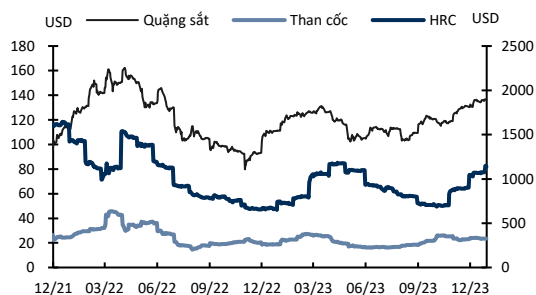


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá vật liệu xây dựng vẫn duy trì ở mức thấp

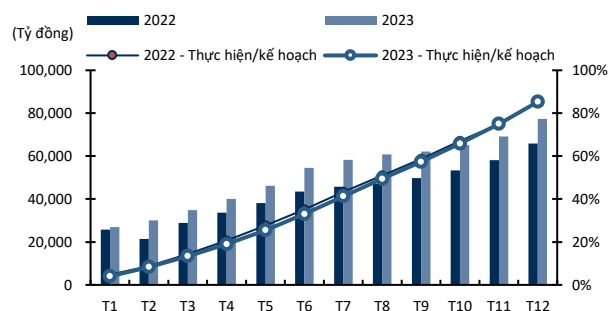
Chúng tôi kỳ vọng giá nguyên vật liệu xây dựng vẫn sẽ ổn định trong thời gian tới nhờ: 1) Nguyên vật liệu đầu vào sản xuất thép vẫn giảm so với mức đỉnh (biểu đồ 39); 2) Nhu cầu tiêu thụ yếu do thị trường bất động sản ảm đạm và đầu tư công thường chậm vào đầu năm. Tuy nhiên, giá vật liệu xây dựng sẽ tạo đáy và đi lên từ Q3/2024 do sự hồi phục của thị trường bất động sản dân cư, dòng vốn FDI tăng mạnh tạo động lực thúc đẩy mảng xây dựng công nghiệp và sự tăng tốc của đầu tư công giai đoạn cuối năm.

Biểu đồ 39. Giá nguyên vật liệu sản xuất thép (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 40. Việt Nam - Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn NSNN

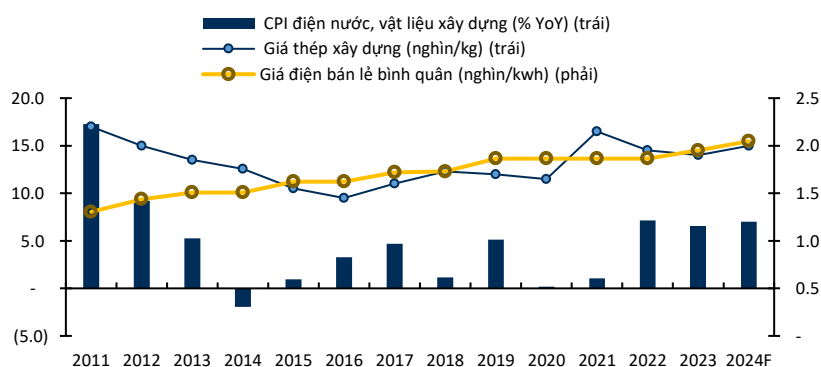


Nguồn: TCTK, KBSV

Giá điện tiếp tục tăng sẽ gây nhiều áp lực

Tăng giá điện không chỉ trực tiếp gây áp lực lên lạm phát mà còn ảnh hưởng đến các ngành sản xuất dùng nhiều điện như sản xuất thép, xi măng, giấy. Theo ước tính của Tổng cục thống kê, giá điện tăng 10% thì sẽ tác động trực tiếp làm tăng CPI thêm 0.33 điểm phần trăm. Trong năm 2023, giá bán lẻ điện được điều chỉnh 2 lần (tăng 3% từ 4/5 và tăng thêm 4.5% từ 9/11), do đó giá bán lẻ điện bình quân cả năm 2023 ước đạt 1,950 đồng/kWh, tăng 68.22 đồng/kWh so với năm 2022. Chúng tôi cho rằng giá điện tăng chưa gây ảnh hưởng lớn đến chỉ số CPI năm 2023, tuy nhiên tác động sẽ rõ ràng hơn trong năm 2024. Ngoài ra, giá điện nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng trong năm sau do tình hình tài chính kém khả quan của EVN, cùng với đó là nhu cầu sử dụng tăng cao do thời tiết diễn biến cực đoan, ảnh hưởng của El Nino và sự hồi phục của khu vực sản xuất công nghiệp.

Biểu đồ 41. Việt Nam – Giá điện, giá thép xây dựng & CPI điện nước, vật liệu xây dựng



Nguồn: GSO, Fiinpro, KBSV

Giá y tế, giáo dục tăng theo lộ trình

Giá các mặt hàng, dịch vụ khác do Nhà nước quản lý vẫn sẽ tiếp tục tăng theo lộ trình. Cụ thể, giá giáo dục năm 2023-2024 được điều chỉnh theo nghị định số 97: học phí mầm non và giáo dục phổ thông được giữ nguyên; học phí đại học và giáo dục nghề nghiệp lùi 1 năm so với nghị định 81 (tức là vẫn tăng cao so với học phí thực của năm 2022-2023 do 3 năm học trước được giữ nguyên học phí mà không tăng theo nghị định 81), và chúng tôi cho rằng học phí năm 2024-2025 vẫn sẽ theo lộ trình này, do vậy mức tăng sẽ thấp hơn. Theo đó, CPI nhóm giáo dục dự báo sẽ có mức tăng thấp hơn trong năm 2024, đạt ~6% trên mức nền cao của năm 2023. Bên cạnh đó, sau khi giá dịch vụ y tế được điều chỉnh theo TT22, Bộ Y tế tiếp tục đề xuất tăng giá dịch vụ khám chữa bệnh bình quân thêm 5% từ tháng 7/2024.

Bảng 6. Mức trần học phí đối với cơ sở giáo dục đại học công lập chưa tự bảo đảm chi thường xuyên theo nghị định 81

Nhóm ngành, nghề đào tạo	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026
Khoa học xã hội nhân văn, nghệ thuật, giáo dục và đào tạo, báo chí, thông tin và kinh doanh	1,248	1,328	1,360	1,600
Khoa học, pháp luật và toán	1,326	1,411	1,445	1,700
Kỹ thuật và công nghệ thông tin	1,870	1,992	2,040	2,400
Sản xuất, chế biến và xây dựng	1,794	1,909	1,955	2,300
Nông, lâm, ngư nghiệp và thú y	1,287	1,370	1,400	1,650
Sức khỏe	2,184	2,324	2,380	2,800
Dịch vụ, du lịch và môi trường	1,560	1,660	1,700	2,000
An ninh, quốc phòng	1,716	1,820	1,870	2,200

Nguồn: Chính Phủ, KBSV tổng hợp

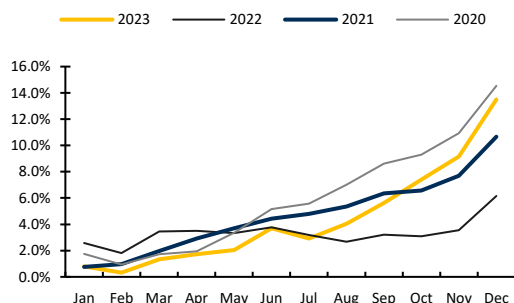
Cải cách tiền lương

Ngoài ra, việc thực hiện cải cách tiền lương khu vực công và tăng lương tối thiểu vùng khu vực tư nhân thêm 6% từ giữa năm 2024 sẽ kéo theo giá các hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong gia đình tăng. Theo tính toán của Bộ Kế hoạch Đầu tư, việc tăng lương theo lộ trình cải cách tiền lương tác động đến lạm phát tăng thêm khoảng 0.21%/năm và GDP tăng thêm 0.73%/năm.

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

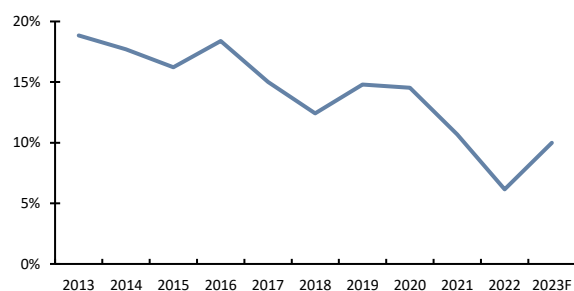
Xét về áp lực lạm phát từ chính sách tiền tệ chúng tôi thấy chưa đáng lo ngại. Tính đến tháng 10 năm 2023, tăng trưởng cung tiền M2 đạt 6.0% YTD, ước tính cả năm 2023 đạt ~10% – mức khá thấp so với các năm trước (biểu đồ 43). Năm 2024, chúng tôi đánh giá khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế còn kém do nhu cầu tiêu dùng trong nước và quốc tế chưa thể bật phá mạnh, trong khi rủi ro nợ xấu của hệ thống ngân hàng vẫn hiện hữu và thị trường bất động sản phục hồi chậm. Dự báo tăng trưởng cung tiền M2 chưa thể quay lại mức đỉnh của giai đoạn trước và tác động mạnh đến lạm phát của Việt Nam.

Biểu đồ 42. Tăng trưởng tín dụng và huy động



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 43. Việt Nam – Tốc độ tăng trưởng M2 (%YoY)

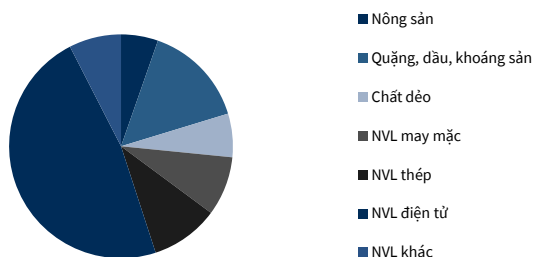


Nguồn: NHNN, KBSV

Giá hàng hóa nhập khẩu đi ngang

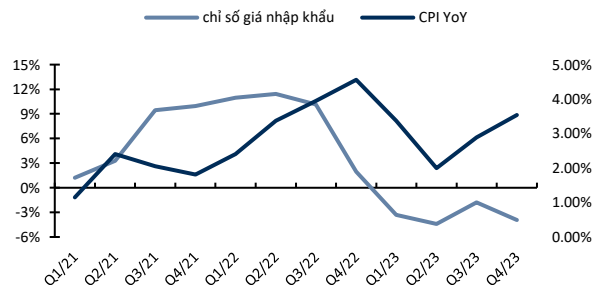
Chỉ số giá nhập khẩu của các nhóm hàng hóa trọng yếu gồm nông sản, thực phẩm, nhiên liệu và nguyên vật liệu chế biến, chế tạo vẫn đi ngang ở vùng thấp (biểu đồ 46) theo giá cả hàng hóa thế giới. Theo World Bank, giá hàng hóa nói chung dự kiến sẽ giảm 4.1% trong năm 2024, theo đó áp lực nhập khẩu lạm phát của Việt Nam thời gian tới sẽ không đáng lo ngại. Dù vậy chúng tôi không loại trừ khả năng các cuộc xung đột chính trị leo thang gây ra một cú sốc năng lượng, ảnh hưởng tiêu cực đến lạm phát toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng.

Biểu đồ 44. Việt Nam – Tỷ trọng các mặt hàng nhập khẩu



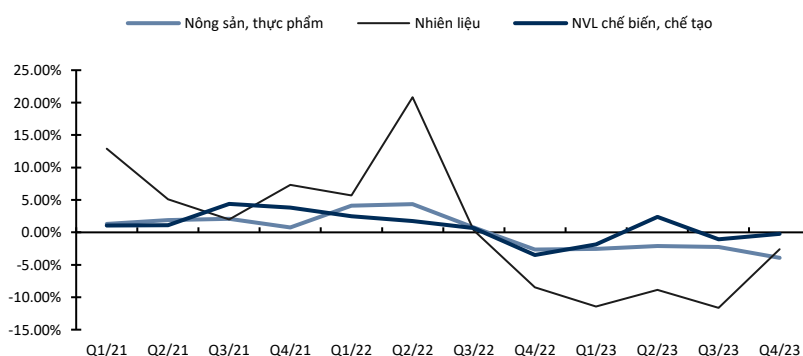
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 45. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu và CPI (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 46. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu của nhóm hàng hóa (%QoQ)



Nguồn: TCTK, KBSV

Bảng 7. Ước tính chỉ số CPI bình quân trong năm 2024

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2024(%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	3.67	6	0.2
	Thực phẩm	21.28	3	0.5
	Ăn uống ngoài gia đình	8.61	4	0.3
2	Đồ uống và thuốc lá	2.73	3	0.1
3	May mặc, mũ nón, giày dép	5.7	2	0.1
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	18.82	7	1.4
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.74	2	0.2
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.39	3	0.2
7	Giao thông	9.67	-1	(0.1)
8	Bưu chính viễn thông	3.14	0	0.0
9	Giáo dục	6.17	6	0.4
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.55	3	0.1
11	Khác	3.53	5	0.2
	Tổng			3.5

Nguồn: KBSV

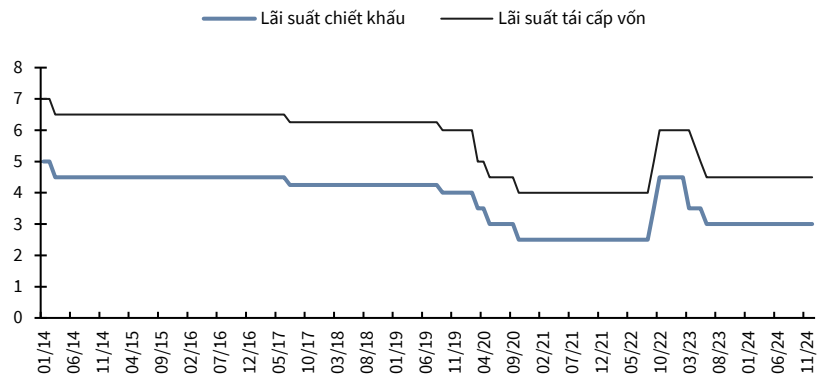
Lãi suất

Lãi suất 2023 - Lãi suất liên ngân hàng và huy động giảm mạnh

Ngân hàng Nhà nước 4 lần hạ các lãi suất điều hành

Sau khi rủi ro thanh khoản do sự kiện SCB giảm bớt, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã 4 lần giảm đồng loạt các lãi suất điều hành (từ tháng 3 đến tháng 6) với mức giảm 0.5% - 2.0% trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng GDP kém hơn kỳ vọng. Biện pháp hạ lãi suất điều hành, bên cạnh sự hỗ trợ cán cân thương mại và dòng vốn FDI thặng dư đem lại nguồn ngoại tệ lớn, tạo điều kiện cho NHNN mua thêm dự trữ ngoại hối, đã giúp thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào trở lại và lãi suất duy trì xu hướng giảm trong suốt cả năm 2023.

Biểu đồ 47. Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu (%)



Nguồn: Wichart, KBSV

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

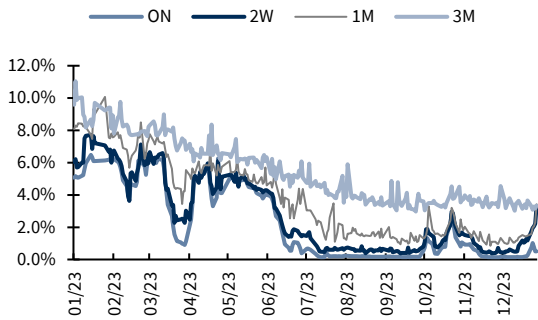
Giai đoạn nửa đầu năm ghi nhận sự điều tiết của NHNN thông qua các hoạt động thị trường mở và kênh tín phiếu nhằm mục đích hỗ trợ thanh khoản, đồng thời mua vào hơn 6 tỷ USD ngoại hối giúp bơm một lượng lớn VND ra thị trường.

Theo sau đó là một giai đoạn tương đối trầm lắng của thị trường mở khi thanh khoản đã dồi dào, cầu tín dụng yếu kém. Dù vậy áp lực đến từ tỷ giá tăng do mức chênh lệch lãi suất USD-VND luôn duy trì đã khiến NHNN phải can thiệp bằng cách phát hành tín phiếu vào cuối tháng 9. Trong giai đoạn này, thị trường ghi nhận mức đỉnh điểm hơn 255 nghìn tỷ VND rút ra khỏi hệ thống với kỳ hạn 28 ngày và lãi suất bình quân 1.04%, khiến cho lãi suất liên ngân hàng qua đêm tăng lại mốc 2% trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, biện pháp hút ròng kết hợp với bối cảnh vĩ mô có phần ôn hòa hơn (DXY giảm, nguồn cung ngoại tệ tích cực) đã phát huy tác dụng, giúp tỷ giá hạ nhiệt, theo đó NHNN dừng hút ròng từ 08/11, lãi suất liên ngân hàng lại về vùng thấp cho đến hết năm. Tuy nhiên, giai đoạn cuối năm luôn là giai đoạn nóng của đẩy mạnh tín dụng, vì thế NHNN đã hỗ trợ một lượng thanh khoản nhỏ qua kênh thị trường mở - hơn 4,500 nghìn tỷ đồng kỳ hạn 7 ngày với lãi suất 4%.

Tính đến cuối 2023, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ON, 2W, 1M và 3M lần lượt đạt

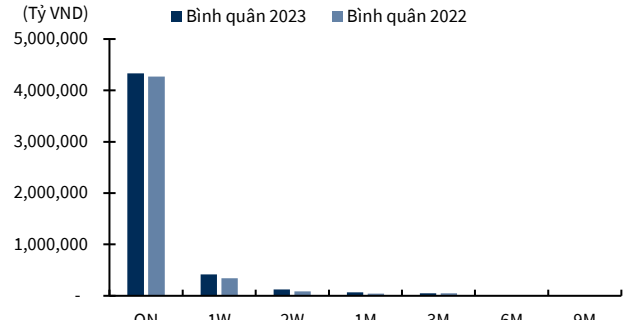
0.51%, 3.27%, 3.42% và 3.33% (-455 bps, -277 bps, -466 bps và -626 bps so với đầu năm).

Biểu đồ 48. Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: Fiingroup, KBSV

Biểu đồ 49. Trung bình khối lượng giao dịch liên ngân hàng 1 tháng các kỳ hạn



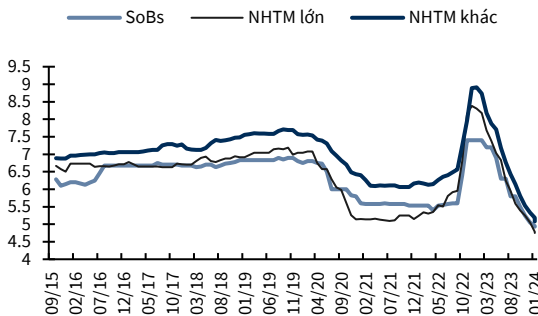
Nguồn: Fiingroup, KBSV

Lãi suất huy động tạo đỉnh và giảm về mức thấp lịch sử

Tại thị trường 1, các ngân hàng đều tích cực hạ lãi suất theo định hướng của NHNN và phù hợp với bối cảnh chung khi nền kinh tế tăng trưởng có phần chậm chạp và tăng trưởng tín dụng thấp trong 10 tháng đầu năm. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng tính đến hết tháng 10 chỉ đạt 7.41% và bứt phá lên mức 13.5% cho cả năm 2023. Tính đến thời điểm báo cáo, lãi suất huy động 12 tháng các nhóm NHTMQD, nhóm NHTMCP lớn (ACB, MBB, VPB, TCB) và nhóm NHTM khác lần lượt đạt 4.93%, 4.75% và 5.08% (giảm bình quân 2.5% - 3.8% so với đầu năm). Theo Phó Thống đốc NHNN Đào Minh Tú, nhiều ý kiến đánh giá lãi suất huy động đang ở mức thấp trong 20 năm qua và các ngân hàng thương mại cho biết lãi suất không thể thấp hơn được nữa.

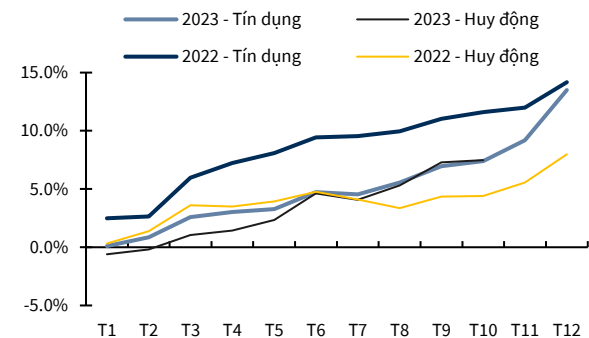
Trong khi đó, lãi suất cho vay có độ trễ khá lớn so với lãi suất huy động do chênh lệch kỳ hạn, chỉ mới giảm hơn 2.0% trong năm 2023. Bên cạnh đó, các ngân hàng cũng cân nhắc và thận trọng hơn về rủi ro nợ xấu cũng là một lí do khiến lãi suất cho vay giảm chậm.

Biểu đồ 50. Lãi suất huy động 12 tháng bình quân các nhóm ngân hàng (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 51. Tăng trưởng tín dụng và huy động



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo lãi suất 2024

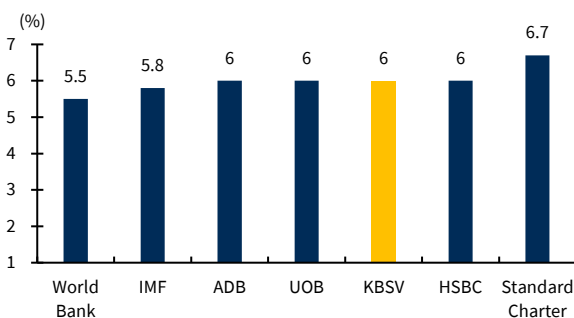
Lãi suất huy động dự kiến biến động đi ngang ở vùng thấp trong khi lãi vay tiếp tục giảm

Trong bối cảnh lãi suất huy động đã về vùng thấp lịch sử, chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục đi ngang ở vùng thấp trong hầu hết cả năm 2024 trong khoảng 4.85% - 5.35%. Dù vậy, lãi suất cho vay bình quân sẽ có dư địa để giảm thêm 0.75% - 1.0%, dựa trên những luận điểm sau:

Các yếu tố trọng yếu tác động tới mặt bằng lãi suất huy động:

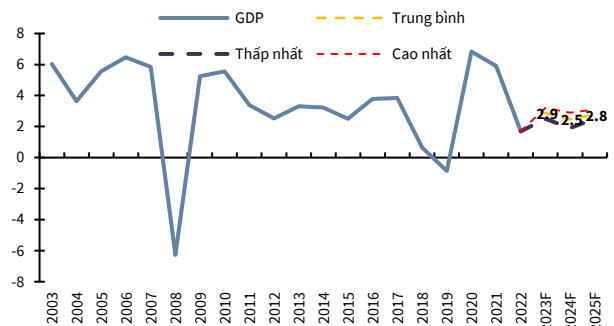
- **Cầu tín dụng nhiều khả năng sẽ phục hồi, tuy nhiên khó có đột biến.** Do những khó khăn tồn đọng từ năm 2023 chưa thể được khắc phục triệt để trong năm sau. Kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ chỉ tăng trưởng quanh mức 6% với lĩnh vực bất động sản, khu vực có tỷ trọng đóng góp cao trong tăng trưởng tín dụng, chưa thể hồi phục mạnh mẽ. Theo đó, áp lực lên mặt bằng lãi suất cho vay từ phía cầu sẽ chưa lớn. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức quanh 13.5% - 14.5%, thấp hơn chỉ tiêu 15% mà NHNN giao trong năm 2024.
- **Chính sách điều hành của NHNN vẫn theo hướng nới lỏng khi mà áp lực lạm phát và tỷ giá hạ nhiệt.** Cụ thể, với việc lạm phát đang có xu hướng giảm tốc ở hầu hết các nền kinh tế lớn trong bối cảnh Mỹ và Trung Quốc, 2 đầu tàu tăng trưởng kinh tế thế giới, được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm sau, chúng tôi cho rằng lạm phát toàn cầu sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2024, hỗ trợ xu hướng ổn định lạm phát của Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cũng thể hiện sự quan ngại với yếu tố bất ngờ từ rủi ro địa chính trị vẫn chưa cho thấy dấu hiệu hạ nhiệt, không chỉ ở chảo lửa Trung Đông mà còn ở khả năng bùng phát xung đột ở các khu vực khác. Tình hình khó lường một mặt có thể đẩy tâm lý toàn cầu trở nên bi quan hơn, mặt khác có thể tạo ra một cú sốc cung gây áp lực lạm phát chi phí đẩy, từ đó tác động tới mặt bằng lãi suất.
- **Đối với tỷ giá, việc FED đảo chiều hạ lãi suất trong năm 2024, như chúng tôi có đánh giá chi tiết ở phần sau của báo cáo, sẽ giúp áp lực tỷ giá không còn là yếu tố quá rủi ro trong năm 2024.**

Biểu đồ 52. Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam theo các tổ chức tài chính



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 53. Dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu theo các tổ chức tài chính (%)

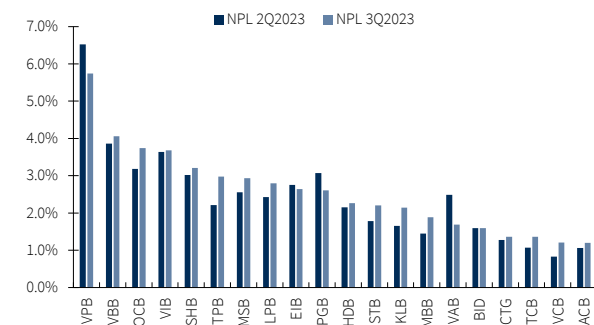


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Các yếu tố trọng yếu tác động tới mặt bằng lãi suất cho vay:

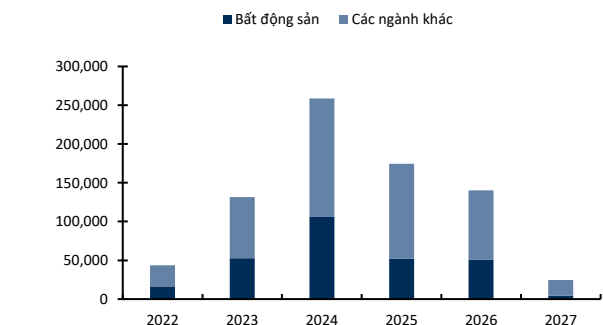
- Chênh lệch kỳ hạn và độ trễ của tác động giảm lãi suất sẽ tiếp tục phát huy tác dụng, giúp lãi suất cho vay tiếp tục giảm. Các khoản huy động với chi phí cao của ngân hàng hầu hết sẽ đáo hạn đầu năm 2024, giúp giảm chi phí vốn từ đó giảm lãi suất cho vay.
- Các ngân hàng thận trọng về nợ xấu. Tình hình kinh tế khó khăn trong năm 2023 đã khiến nợ xấu của toàn hệ thống tăng quý thứ tư liên tiếp, lên mức 2.2% (+6.9% QoQ). Dự báo tình hình nợ xấu trong năm 2024 có thể áp lực do (1) thông tư 02 hết hiệu lực và (2) bộ đệm dự phòng của các ngân hàng thu hẹp (theo *Báo cáo cập nhật ngành Ngân hàng*).
- Kênh trái phiếu vẫn chưa phục hồi. Ngân hàng được dự báo vẫn sẽ là kênh huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp khi thị trường trái phiếu vẫn chưa phục hồi, trong khi áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2024 cao kỷ lục lên tới gần 258 nghìn tỷ. Do đó, lãi suất cho vay khó có thể giảm sâu.

Biểu đồ 54. Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 55. Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn



Nguồn: KBSV

Tỷ giá

Tỷ giá USD/VND 2023 - Tỷ giá liên ngân hàng và chợ đen biến động mạnh

Diễn biến tỷ giá liên ngân hàng trong năm 2023

Tỷ giá liên ngân hàng 6 tháng đầu năm hạ nhiệt bởi sự suy yếu của chỉ số DXY và nguồn cung ngoại tệ dồi dào từ xuất siêu, FDI và kiều hối. Tuy nhiên, áp lực do chênh lệch lãi suất USD – VND, kết hợp yếu tố DXY tăng quay trở lại từ tháng 7 đã khiến tỷ giá liên ngân hàng tăng trở lại và thậm chí nhanh chóng vượt qua vùng đỉnh 23,800 VND trước đó vào tháng 2. NHNN sau đó đã phải can thiệp bằng cách phát hành tín phiếu nhằm hút bớt lượng tiền đồng dư thừa khỏi hệ thống từ cuối tháng 9, kết hợp với bối cảnh thuận lợi đã giúp tỷ giá liên ngân hàng có một nhịp điều chỉnh từ 24,600 VND/USD về 24,200 VND/USD. Trong giai đoạn còn lại của năm tỷ giá liên ngân hàng biến động trong vùng 24,200 – 24,400 và đóng cửa tại 24,270 (+2.7% YTD).

Tỷ giá chợ đen diễn biến tiêu cực giai đoạn cuối năm do áp lực từ chênh lệch giá vàng

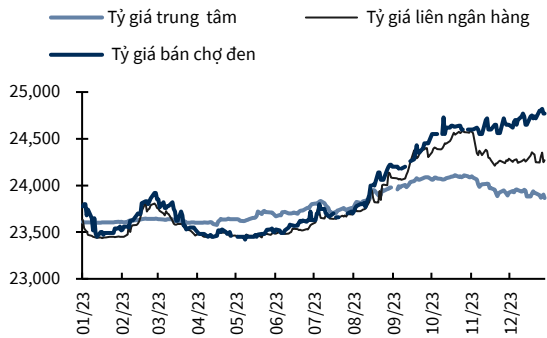
Trong 9 tháng đầu năm, tỷ giá thị trường chợ đen diễn biến tương đồng với tỷ giá liên ngân hàng, với mức chênh lệch giảm đáng kể khi chênh lệch giá vàng trong nước – quốc tế thu hẹp xuống quanh 10 triệu đồng/lượng khiến nhu cầu nhập lậu vàng giảm. Tuy nhiên, giá vàng thế giới tăng cao trong giai đoạn cuối năm tạo ra sự chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và thế giới (có thời điểm lên tới 20 triệu đồng/lượng) kích thích nhu cầu arbitrage khiến tỷ giá chợ đen “lệch pha” với tỷ giá liên ngân hàng. Trước tình hình đó, ngày 28/12 NHNN đã nhanh chóng có công điện yêu cầu thực hiện ngay các giải pháp để bình ổn thị trường vàng, giá vàng ngay trong ngày hôm đó giảm từ 3.5 – 5 triệu đồng/lượng. Theo đó, tỷ giá chợ đen đóng cửa tại 24,770 VND/USD (+4.2% YTD).

NEER và REER diễn biến trái chiều.

Tỷ giá danh nghĩa đa phương (NEER) và tỷ giá thực đa phương (REER) có diễn biến trái chiều trong năm 2023. Cụ thể, tại 31/12/2023 NEER giảm 1.6% YoY và REER tăng 0.7% YoY (tương đồng với việc VND mất giá so với rổ tiền tệ các đối tác thương mại nhưng lại tăng giá nếu xét thêm yếu tố lạm phát). NEER giảm chủ yếu do VND đều mất giá so với USD, EUR, CNY trong khi sự lên giá so với JPY kìm hãm đà giảm của NEER. REER tăng nhẹ phản ánh lạm phát của Việt Nam trong năm cao hơn so với lạm phát bình quân của các đối tác thương mại chính (chủ yếu là do Trung Quốc rơi vào giảm phát).

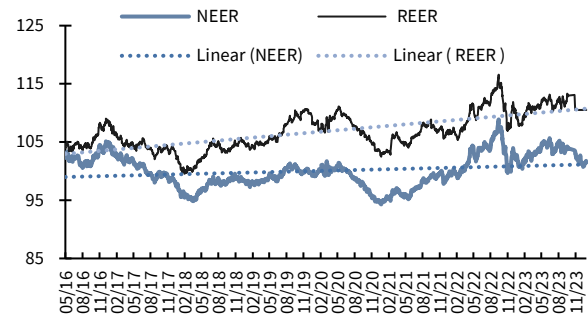
Năm 2023 có thể coi là một năm điều hành xuất sắc của NHNN khi thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng đi ngược với xu hướng thắt chặt trên toàn cầu nhằm thúc đẩy kinh tế, nhưng vẫn giữ được tỷ giá chỉ tăng ở mức vừa phải, thậm chí tốt hơn nhiều quốc gia khác trong khu vực.

Biểu đồ 56. Tỷ giá USD/VND



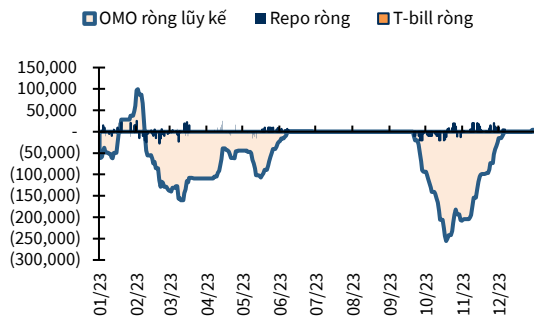
Nguồn: Bloomberg, Fiigroup, KBSV

Biểu đồ 57. NEER và REER (điểm)



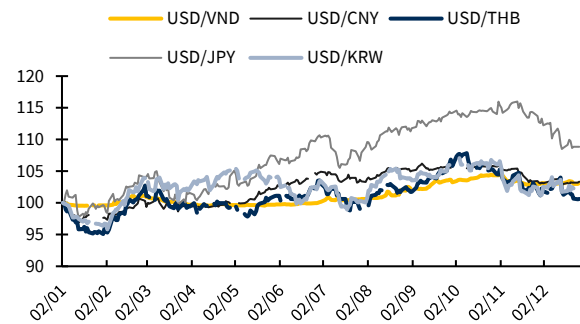
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 58. Diễn biến hoạt động thị trường mở



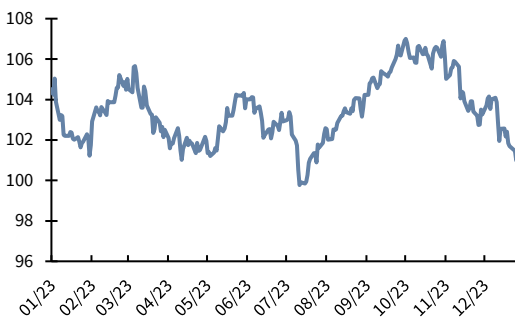
Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 59. Tỷ giá USD/VND so với các đồng tiền các quốc gia khác



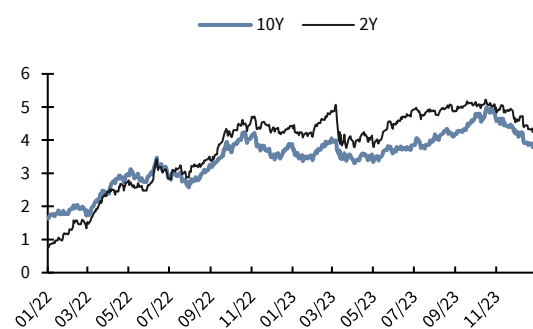
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 60. DXY



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 61. US bond yield



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo tỷ giá 2024

Tỷ giá USD/VND dự báo ổn định hơn

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND sẽ ổn định hơn trong năm 2024, được dự báo tăng 1.5% đạt mức 24,600 VND/USD do cán cân tổng thể dự báo tích cực hơn, trong bối cảnh áp lực từ chênh lệch lãi suất âm giữa USD và VND dù có giảm nhưng vẫn duy trì trong suốt cả năm. Cụ thể:

Xuất nhập khẩu dự báo phục hồi tích cực nhưng thặng dư có thể giảm

Cán cân tổng thể trong năm 2024 được dự báo thặng dư 7 – 10 tỷ USD, do cán cân thương mại mặc dù thặng dư ít hơn nhưng được bù lại bởi dòng vốn FDI, kiều hối và giảm thâm hụt cán cân tài chính. Cụ thể:

- **Xuất khẩu dự kiến phục hồi tích cực với mức tăng trưởng dự báo đạt 8% - 12%.** Nền kinh tế toàn cầu theo các tổ chức tài chính dự báo có phần tăng trưởng chậm lại trong năm 2024, đạt 2.5% so với mức dự báo 2.9% của năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhìn thấy tiềm năng tăng trưởng tích cực xuất khẩu do (1) tồn kho tại Mỹ và EU đã đến giai đoạn cạn kiệt sau giai đoạn nhập khẩu nhiều trước Covid do lo ngại đứt gãy chuỗi cung ứng, (2) nâng cấp quan hệ với Mỹ lên đối tác chiến lược toàn diện giúp gia tăng hơn nữa tiềm năng xuất khẩu và (3) sức mua tiêu dùng cải thiện tương đối do lạm phát đã giảm trên toàn cầu. Bên cạnh đó, so với mức nền thấp của năm 2023 (đến hết quý 3 đạt hơn 258 tỷ USD, giảm 8.5% lũy kế so với cùng kỳ) thì việc tăng trưởng 8% -12% là có thể đạt được. Tuy vậy, chúng tôi cũng lưu ý rủi ro về khả năng cung ứng điện cho các công ty xuất khẩu trong bối cảnh El Niño vẫn còn tiếp diễn có thể ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động xuất khẩu và dòng vốn FDI.
- **Nhập khẩu được dự báo phục hồi, khiến cán cân thương mại không thặng dư lớn như năm 2023, dự kiến đạt 12 – 18 tỷ USD.** Cầu tín dụng kém và thị trường bất động sản gặp khó khăn khiến trong năm 2023 khiến cho tâm lý tiêu dùng và sức mua của người dân bị hạn chế. Với triển vọng kinh tế nội địa sáng hơn và thị trường bất động sản phục hồi nhẹ, nhập khẩu theo đó cũng phục hồi.
- **Xuất nhập khẩu dịch vụ giảm bớt thâm hụt do dư địa phục hồi của ngành du lịch, đặc biệt là với nhóm khách du lịch Trung Quốc**

Dòng vốn FDI, kiều hối tiếp tục ổn định và tăng trưởng

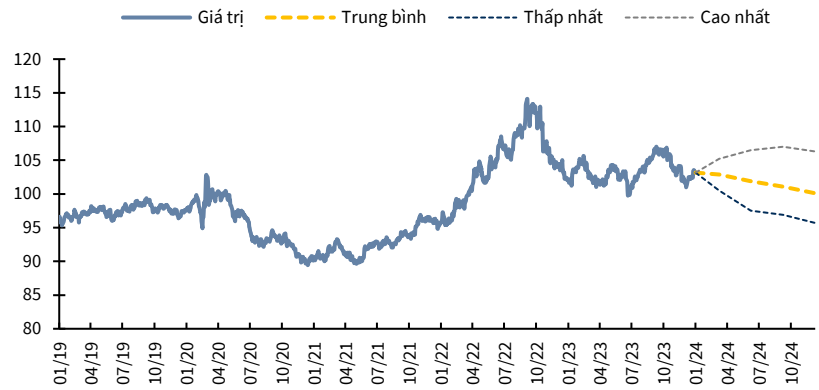
- Bên cạnh đó, việc FED cắt giảm lãi suất trong năm sau, giúp thu hẹp chênh lệch lãi suất âm giữa USD và VND, cùng triển vọng yếu đi của đồng USD, giúp giảm thiểu tâm lý găm giữ USD, đặc biệt từ các doanh nghiệp có doanh thu xuất khẩu, qua đó hỗ trợ lớn cho dòng ngoại tệ đến từ thương mại.
- Dòng vốn FDI và kiều hối tăng trưởng ổn định (với các lí do đã trình bày ở trang 9), sẽ thúc đẩy dòng vốn FDI tiếp tục chảy vào Việt Nam và là nguồn cung ngoại tệ ổn định cho năm 2024.

Chênh lệch lãi suất USD/VND giảm giúp giảm bớt áp lực tỷ giá

- Chênh lệch lãi suất trên thị trường giảm không những giảm tình trạng găm giữ đầu cơ của các doanh nghiệp mà còn giảm bớt áp lực carry trade của hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, xu hướng giảm của DXY sẽ

là yếu tố hỗ trợ rất lớn cho tỷ giá với dự báo sẽ đạt 100.1 cuối năm 2024 theo các tổ chức tài chính.

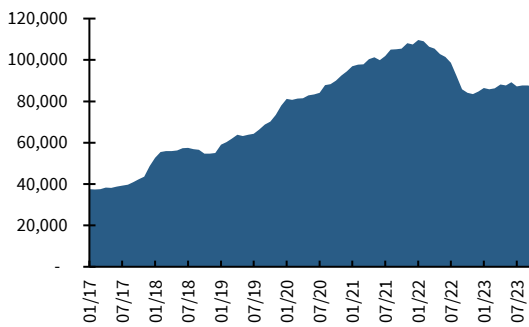
Biểu đồ 62. Dự báo DXY theo các tổ chức tài chính



Nguồn: Bloomberg, KBSV

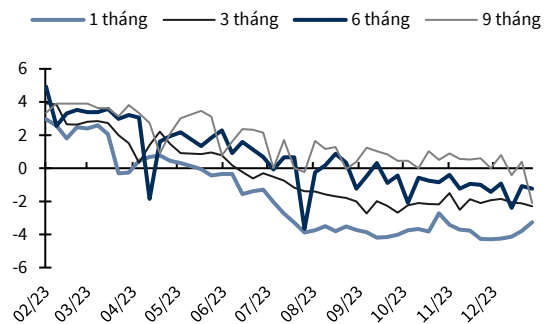
Cho cả năm 2024, chúng tôi kì vọng NHNN sẽ có thể mua 7 - 10 tỷ USD, ít hơn mức trung bình trong 10 năm từ 2012 - 2021, giúp gia tăng dự trữ ngoại hối và bổ sung một lượng lớn tiền VND ra lưu thông.

Biểu đồ 63. Việt Nam – Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 64. Chênh lệch lãi suất USD - VND



Nguồn: NHNN, KBSV

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

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

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

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

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

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

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

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Công nghệ thông tin & Tiện ích

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

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

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

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

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

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

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

Chi nhánh Sài Gòn:

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

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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