

Triển vọng kinh tế 2H/2023

Động lực đến từ các chính sách hỗ trợ

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

- 1) Tăng trưởng GDP năm 2023 được dự báo tăng 5% (hạ dự báo từ mức 5.4% - ở báo cáo trước đó). Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng bao gồm: 1) Động lực từ đầu tư công; 2) NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế; 3) Tiêu dùng nội địa phục hồi nhờ các chính sách kích cầu; và 4) Giải ngân FDI kỳ vọng tương đương năm 2022.
- 2) CPI bình quân cả năm 2023 ước tính chỉ ở mức 2.8% YoY, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 4.5% mà Chính phủ đề ra nhờ mức tăng thấp của CPI nửa đầu năm (+0.7% YTD), trong khi áp lực gia tăng trong nửa cuối năm. Các yếu tố làm tăng lạm phát gồm: (i) Giá dầu dự báo tăng khoảng 5%; (ii) Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng 2-3%; (iii) Giá lợn dự kiến tăng lên 65,000/kg vào thời điểm cuối năm; (iv) Tăng giá một số mặt hàng do nhà nước quản lý (học phí giáo dục, điện, nước), và tăng lương cơ bản.
- 3) Mặt bằng lãi suất huy động 12 tháng được dự báo duy trì quanh ngưỡng 6.2%, và lãi suất cho vay 12 tháng bình quân quanh ngưỡng 9.5%. NHNN có thể tiếp tục hạ các loại lãi suất chính sách thêm 50bps trong 2H/2023.
- 4) Tỷ giá USD/VND dự báo tăng 2%, biến động quanh 24,100 khi SBV thi hành chính sách tiền tệ ngược chiều với FED.

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

Vũ Thu Uyên
Chuyên viên phân tích

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

18/07/2023

Mục lục

I. Tóm tắt tổng quan	2
<hr/>	
II. Tăng trưởng GDP	3
<hr/>	
1. Tăng trưởng GDP 1H/2023	3
2. Dự báo	6
II. Lạm phát	14
<hr/>	
1. Lạm phát 1H/2023	14
2. Dự báo	14
II. Lãi suất	20
<hr/>	
1. Lãi suất 1H/2023	20
2. Dự báo	22
II. Tỷ giá	25
<hr/>	
1. Tỷ giá 1H/2023	25
2. Dự báo	26

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2023

Tăng trưởng kinh tế chậm lại rõ rệt trong nửa đầu năm 2023, khu vực nông, lâm, thủy sản và dịch vụ duy trì ổn định, trong khi đó khu vực công nghiệp và xây dựng suy yếu với mức tăng trưởng thấp chỉ 1.13% so với cùng kỳ, phản ánh các hoạt động kinh doanh sản xuất đang gặp khó khăn do số lượng đơn hàng sụt giảm trong bối cảnh vĩ mô quốc tế không thuận lợi và những tín hiệu đóng băng của thị trường bất động sản.

Trong nửa sau của năm 2023, chúng tôi kỳ vọng những tín hiệu khởi sắc của kinh tế vĩ mô sẽ quay trở lại nhờ động lực chính đến từ việc Chính phủ đẩy nhanh tốc độ giải ngân vốn đầu tư, chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN và sự phục hồi của tiêu dùng nội địa nhờ các chính sách kích cầu (giảm thuế VAT, tăng lương cơ bản). Mặc dù vậy, xuất khẩu và sản xuất chế biến chế tạo vẫn đang chịu phần nào áp lực trước rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tiêu dùng của các đối tác thương mại chính giảm mạnh.

Sự ổn định vĩ mô và các chính sách hỗ trợ nền kinh tế vẫn tiếp tục được chú trọng và duy trì trong giai đoạn tới. KBSV nhận định lạm phát và tỷ giá diễn biến trong năm 2023 sẽ nằm trong mục tiêu của Chính phủ.

Bảng 1 . Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2023

	Đơn vị	1H2023	KBSV dự báo		
			Tháng 1/2023	Tháng 4/2023	Tháng 7/2023
Tăng trưởng GDP	% YoY	3.7	6	5.4	5
Lạm phát bình quân	% YoY	3.3	3.15	4.1	2.8
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	3.6	14	14	12.5
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân	%/năm		6.7	6.7	6.2
Tỷ giá	VND		23,450	23,500	24,100

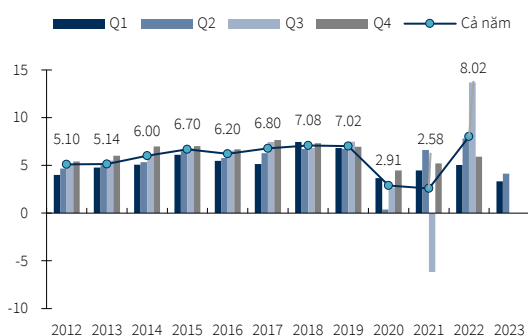
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

Tăng trưởng GDP nửa đầu năm 2023: Tiếp tục tăng trưởng chậm

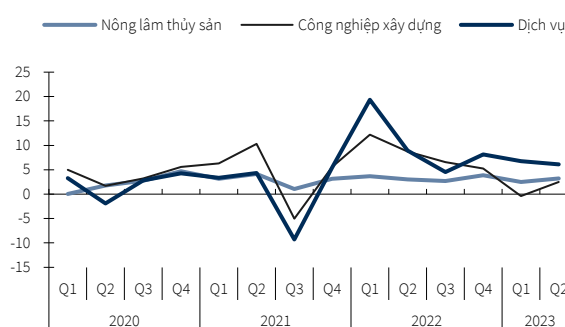
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP 6 tháng đầu năm 2023 ước tính tăng 3.72% YoY – chỉ cao hơn tốc độ tăng 1.74% của cùng kỳ năm 2020 trong giai đoạn nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Dù các số liệu vĩ mô đã phần nào cải thiện trong quý II, bức tranh chung của nền kinh tế vẫn còn tương đối yếu, chủ yếu do tác động tiêu cực từ lĩnh vực công nghiệp xây dựng trong bối cảnh cầu nội địa yếu, kinh tế thế giới hồi phục chậm và không đồng đều, thậm chí tiềm tàng rủi ro suy thoái ở một vài quốc gia và những tín hiệu đóng băng của thị trường bất động sản.

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



Nguồn: TCTK, KBSV

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



Nguồn: TCTK, KBSV

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

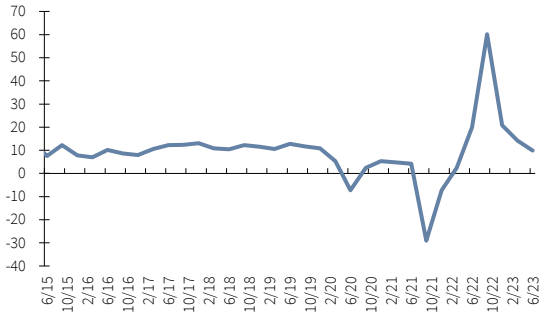
Tăng trưởng tiêu dùng có xu hướng chậm lại

Tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng 6 tháng đầu năm 2023 đạt 2.68% YoY, đây là mức tăng khá chậm phản ánh nhu cầu nội địa yếu. Hoạt động thương mại và dịch vụ khởi sắc với tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ nửa đầu năm đạt 3,016.8 nghìn tỷ đồng, tăng 10.9% YoY. Tuy nhiên mức tăng tháng 6 chỉ đạt 6.5% YoY (trong khi tháng 2 đạt 15.5%) cho thấy tốc độ tăng trưởng đang giảm tương đối nhanh từ đầu năm (biểu đồ 3). Trong đó, bán lẻ hàng hóa 6 tháng đạt 2,377.2 nghìn tỷ đồng, tăng 9.3% YoY; du lịch tăng 65.9% YoY, hưởng lợi từ việc Trung Quốc mở cửa và lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng cao.

Đầu tư toàn xã hội được đẩy mạnh

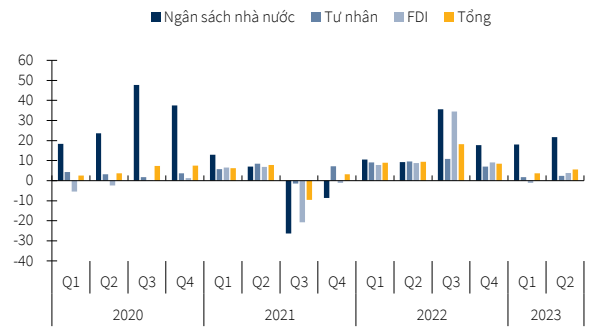
Vốn đầu tư toàn xã hội 6 tháng năm 2023 đạt 1,357.7 nghìn tỷ đồng, tăng 4.7% YoY, với sự đóng góp khu vực tư nhân đạt 751.9 nghìn tỷ đồng tăng 2.1% YoY, FDI đạt 235.4 nghìn tỷ đồng tăng 1.7% YoY và khu vực nhà nước đạt 232.2 nghìn tỷ đồng tăng 20.5% YoY, cho thấy sự quyết tâm nỗ lực của Chính phủ trong việc đẩy mạnh đầu tư công nhằm tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

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



Nguồn: TCTK, KBSV

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



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp và xây dựng yếu nhưng có tín hiệu khả quan, khu vực nông lâm thủy sản và khu vực dịch vụ đi ngang (biểu đồ 2)

Khu vực công nghiệp và xây dựng phục hồi chậm

Tăng trưởng khu vực công nghiệp và xây dựng 6 tháng 2023 tương đối thấp, chỉ đạt 1.13% YoY. Cụ thể, ngành công nghiệp tăng 0.44% 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 chỉ tăng 0.37%, thấp hơn mức tăng chung của toàn ngành là yếu tố chính dẫn đến sự phục hồi chậm tại lĩnh vực này.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) nửa đầu năm 2023 giảm 1.2% YoY, trong đó 48 địa phương ghi nhận IIP tăng và 15 địa phương giảm. Riêng IIP quý 2 đã cải thiện hơn so với quý 1 cho thấy sản xuất công nghiệp dù suy giảm so với cùng kỳ nhưng đã có những tín hiệu khả quan hơn nhờ tác động tích cực từ việc giá nguyên vật liệu hạ nhiệt và nỗ lực thúc đẩy kinh tế từ Chính phủ.

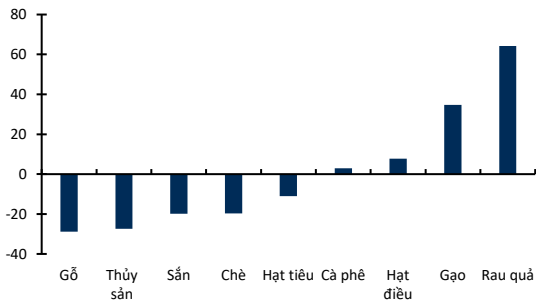
Khu vực dịch vụ từng bước phục hồi tích cực

Khu vực dịch vụ tăng 6.33% 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 8.49%; ngành vận tải, kho bãi tăng 7.18%; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm tăng 7.13%; dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng mạnh 15.14%, hưởng lợi từ việc Trung Quốc mở cửa và lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng cao.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản duy trì ổn định

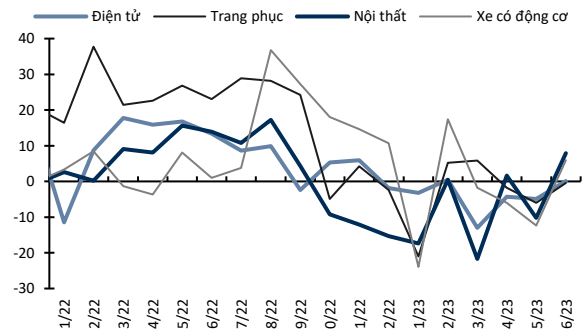
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản duy trì ổn định ở mức 3.07% YoY, đáp ứng đủ nhu cầu nội địa và xuất khẩu. Năng suất lúa đông xuân đạt khá, sản lượng một số cây lâu năm chủ yếu tăng so với cùng kỳ năm trước, chăn nuôi gia cầm phát triển ổn định, nuôi trồng thủy sản đạt kết quả khả quan. Tuy nhiên mặt hàng xuất khẩu gỗ và thủy sản giảm mạnh do nhu cầu sụt giảm tại thị trường Mỹ và EU (biểu đồ 5).

Biểu đồ 5. Việt Nam – tăng trưởng xuất khẩu 6 tháng 2023 các mặt hàng nông, lâm nghiệp và thủy sản (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

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



Nguồn: TCTK, KBSV

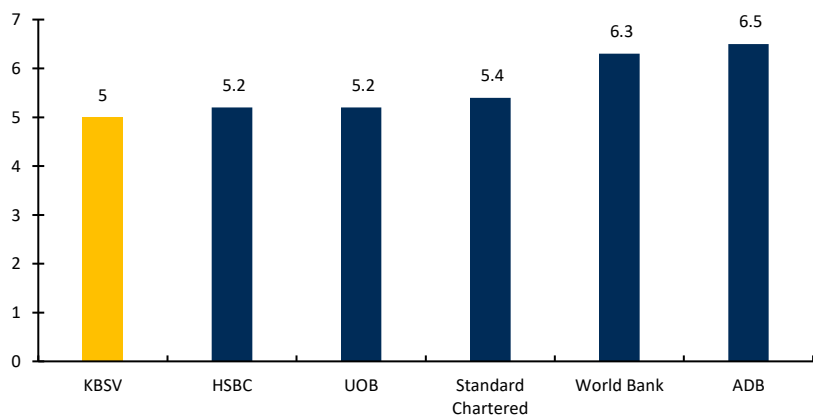
Dự báo tăng trưởng GDP 2023

Tăng trưởng 2023 dự báo đạt 5%

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 xuống 5% (so với mức 5.4% trong báo cáo Triển vọng Kinh tế vĩ mô trước đó). Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng bao gồm: 1) Động lực từ đầu tư công; 2) NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế; 3) Tiêu dùng nội địa phục hồi nhờ các chính sách kích cầu; và 4) Giải ngân FDI kỳ vọng tương đương năm 2022.

Ở chiều ngược lại, xuất khẩu dự kiến sẽ tiếp tục ảm đạm trước diễn biến suy yếu của kinh tế Mỹ và EU, bên cạnh đó thị trường bất động sản trong nước vẫn trầm lắng và chưa có tín hiệu phục hồi rõ nét trong nửa cuối năm là những yếu tố rủi ro kìm hãm đà tăng trưởng của GDP.

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



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

Bảng 2. Gói kích thích kinh tế giai đoạn 2022 – 2023

Chi tiết	Quy mô dự kiến (tỷ đồng)
Y tế, phòng chống dịch	60,000
An sinh xã hội và hỗ trợ việc làm	53,150
Hỗ trợ phục hồi doanh nghiệp, hợp tác xã, hộ kinh doanh	110,000
Phát triển hạ tầng, đầu tư phát triển	113,850
Cải cách thể chế, hành chính, môi trường kinh doanh	13,000
Tổng	350,000

Nguồn: Báo cáo Chính Phủ, KBSV

Bảng 3. Nội dung gói hỗ trợ lãi suất 2%

Tiêu chí	Nội dung
Mức lãi suất hỗ trợ	2%/năm
Quy mô	40,000 tỷ đồng
Thời gian	Khoản vay thỏa mãn điều kiện được ký kết thỏa thuận cho vay và giải ngân trong khoảng thời gian từ ngày 01/01/2022 đến 31/12/2023
Đối tượng hỗ trợ	Hàng không, vận tải kho bãi, du lịch, dịch vụ lưu trú, ăn uống, giáo dục và đào tạo, nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản, công nghiệp chế biến, chế tạo, xuất bản phần mềm, Lập trình máy vi tính và hoạt động liên quan, hoạt động dịch vụ thông tin; trong đó có hoạt động xây dựng phục vụ trực tiếp cho các ngành kinh tế nói trên nhưng không bao gồm hoạt động xây dựng cho mục đích kinh doanh bất động sản quy định tại mã ngành kinh tế
Điều kiện được hỗ trợ lãi suất	Thuộc đối tượng hưởng ưu đãi, khoản vay được hỗ trợ lãi suất là khoản vay bằng đồng Việt Nam, không có dư nợ gốc bị quá hạn và/hoặc số dư lãi chậm trả
Hạn mức hỗ trợ lãi suất đối với từng ngân hàng thương mại	Hạn mức hỗ trợ lãi suất đối với NHTM = 40,000 * (dư nợ cho vay của ngân hàng đăng ký/ tổng dư nợ các ngân hàng đăng ký) nhưng không vượt quá kế hoạch đăng ký

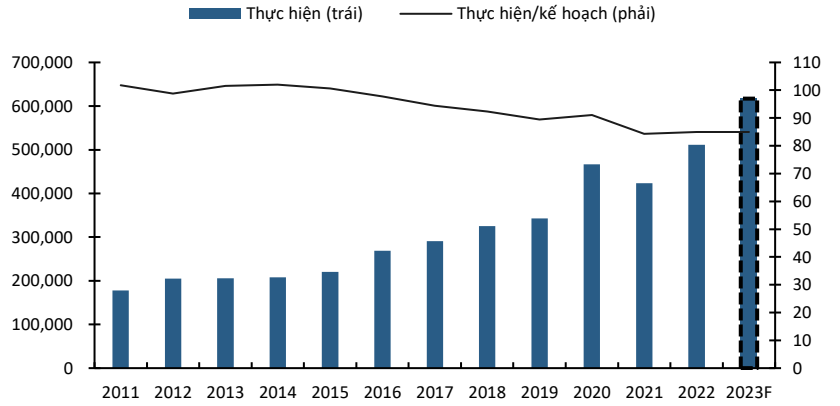
Nguồn: Nghị định 31/2022

Đầu tư công được kì vọng là trụ cột của nền kinh tế

Đầu tư công vẫn 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, giải ngân vốn đầu tư công 6 tháng đầu năm đạt 232.2 nghìn tỷ đồng, tăng 21.3% YoY và bằng 33% kế hoạch Chính phủ giao. Tiến độ giải ngân được đánh giá là khá tích cực khi vẫn tiếp tục đà tăng qua từng tháng, kỳ vọng sẽ tăng tốc mạnh mẽ trong 2 quý cuối năm.

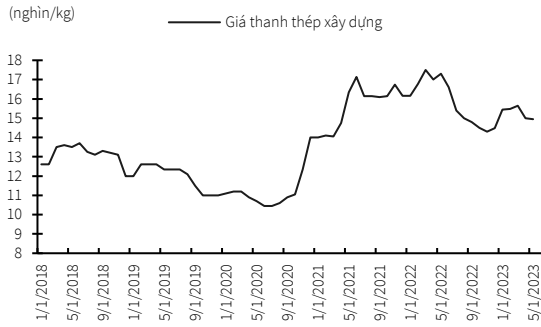
Kế hoạch đầu tư công năm 2023 với tổng số vốn hơn 700,000 tỷ đồng, tăng khoảng 25% so với kế hoạch năm 2022 đã cho thấy quyết tâm của Chính phủ trong việc đẩy mạnh đầu tư công với vai trò trụ cột của nền kinh tế. Tuy vậy tỷ lệ giải ngân 6 tháng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ (6 tháng năm 2022 đạt 35.2%) chủ yếu do những vấn đề về công tác chuẩn bị và giải phóng mặt bằng. Theo đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ giải ngân năm 2023 có khả năng chỉ tương đương năm 2022 ở mức 85% so với kế hoạch. Để đạt được mức này thì 6 tháng cuối năm phải hoàn thành giải ngân 384.9 nghìn tỷ đồng, tăng gấp 1.66 lần so với thực hiện nửa đầu năm. Do kế hoạch đề ra năm nay tăng cao so với năm ngoái, hoàn thành 85% kế hoạch cũng là một thách thức lớn và đòi hỏi nhiều biện pháp quyết liệt và kịp thời từ Chính phủ. Điểm tích cực là chúng ta đang có nhiều điều kiện thuận lợi để thúc đẩy đầu tư công cho năm 2023 bao gồm: giá hàng hoá nguyên vật liệu xây dựng hạ nhiệt; các động lực tăng trưởng khác của năm 2023 suy yếu khiến đầu tư công quay trở lại làm điểm tựa; năm thứ 3 trong kế hoạch đầu tư công trung hạn thường được đẩy mạnh, khi mà các nhà thầu đã hoàn thành giai đoạn chuẩn bị và làm thủ tục để tiến hành thi công.

Biểu đồ 8. Giải ngân đầu tư công của Việt Nam (tỷ đồng)



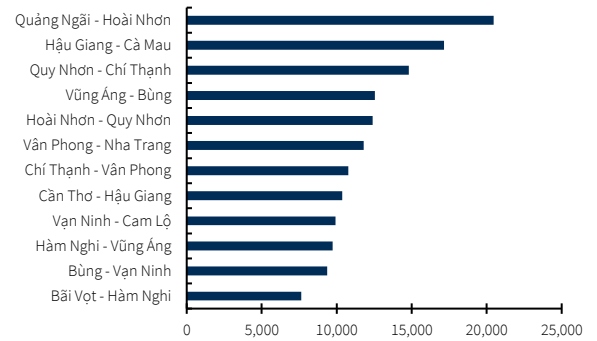
Nguồn: TCTK, Bộ Tài Chính, KBSV

Biểu đồ 9. Giá thép xây dựng



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 10. Tổng mức đầu tư các tuyến thành phần dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 (tỷ đồng)



Nguồn: KBSV tổng hợp

Bảng 4. Các dự án đầu tư trọng điểm

Dự án	TMDT	Nguồn NSNN	Đầu tư công 2021-2025	Gói phục hồi 2022-2023
Đường Cao tốc	273,973	262,969	74,251	92,634
Cao tốc Bắc - Nam phía Đông (giai đoạn 2)	146,990	146,990	47,169	72,476
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	18,635	18,635	5,740	3,500
Cao tốc An Hữu, Tiền Giang - Cao Lãnh, Đồng Tháp	6,054	6,054	1,864	1,204
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng - Trần Đề	49,745	49,745	14,247	3,800
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	17,435	17,435	5,231	2,320
Cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang	6,264	4,800		3,584
Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu	9,770	9,770		4,650
Cao tốc Ninh Bình - Nam Định - Thái Bình - Hải Phòng	19,080	9,540		1,100
Dự án giao thông kết nối các cửa ngõ, vùng, KCN, cảng biển	18,554	15,786	2,412	10,530
Sân bay quốc tế Long Thành GD1	114,000		114,000	

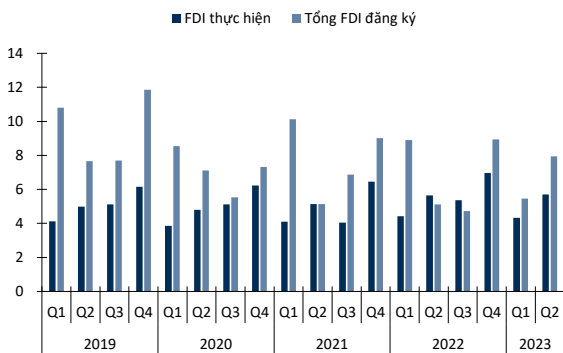
Nguồn: KBSV tổng hợp

Kỳ vọng dòng vốn FDI tiếp tục vào Việt Nam nhờ tỷ giá ổn định

Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam tính đến ngày 20/6 đạt 13.4 tỷ USD, giảm 4.3% YoY do: (1) Lo ngại rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu gia tăng khiến các nhà đầu tư nước ngoài thận trọng hơn trong việc đăng kí FDI mới; (2) Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp FDI lớn tại Việt Nam cũng đang suy yếu khi nhu cầu thế giới giảm mạnh; và (3) Căng thẳng địa chính trị gia tăng, nhiều quốc gia lớn đang áp dụng chiến lược chuyển dịch sản xuất và nguồn vốn trở về quốc gia hoặc hợp tác với các đối tác gần nhằm đảm bảo chuỗi cung ứng. Dù vậy vẫn có một điểm sáng là số lượng dự án liên tục tăng (biểu đồ 12) phản ánh các doanh nghiệp FDI đã đầu tư vào Việt Nam đang dần hồi phục và mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Bên cạnh đó, giải ngân vốn FDI 6 tháng đạt 10.02 tỷ USD, tăng 0.5% YoY nhờ tỷ giá tương đối ổn định.

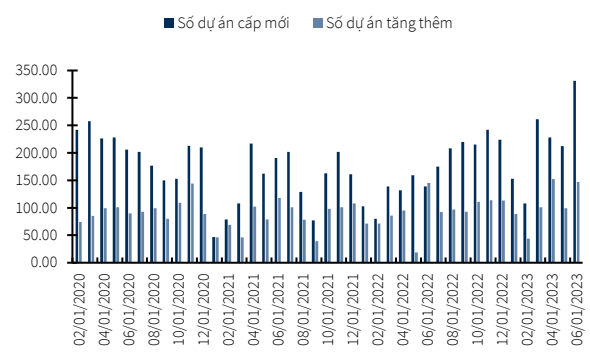
Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI năm 2023 sẽ tiếp tục ổn định nhờ việc Việt Nam kiểm soát lạm phát tốt, ổn định kinh tế vĩ mô và những hỗ trợ từ chính sách tài khóa và tiền tệ.

Biểu đồ 11. Vốn FDI các năm (triệu USD)



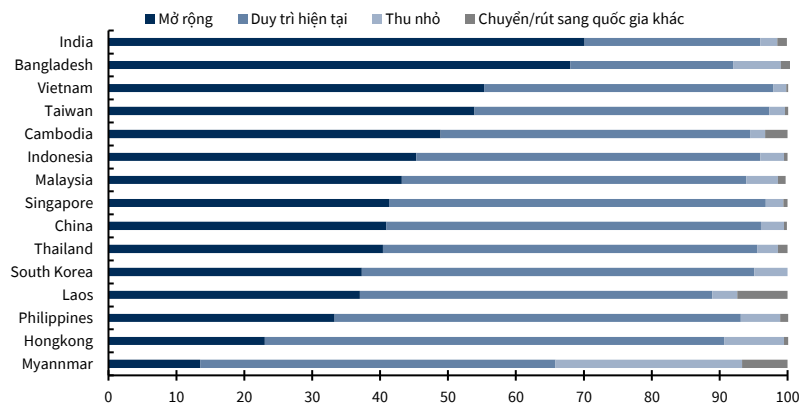
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 12. FDI – Số dự án cấp mới & số dự án tăng thêm



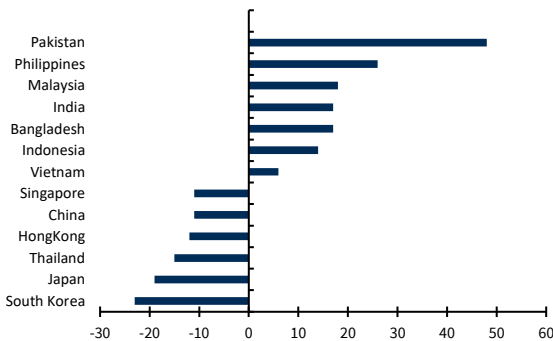
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 13. Khảo sát định hướng kinh doanh trong năm 2022 & 2023 theo JETRO Nhật Bản tại nước ngoài



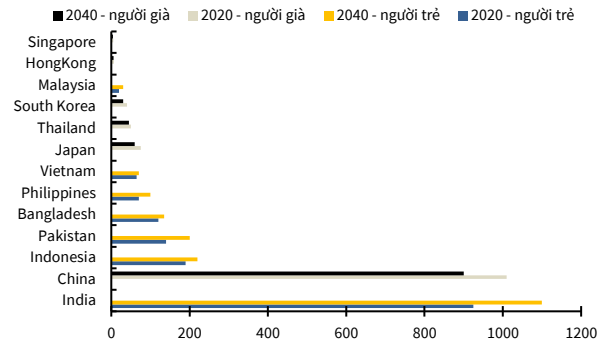
Nguồn: JETRO, KBSV

Biểu đồ 14. Thay đổi trong độ tuổi lao động, giai đoạn 2020 – 2040 (%)



Nguồn: Natixis, Liên hợp quốc, KBSV

Biểu đồ 15. Quy mô dân số trong độ tuổi lao động 2020 & 2040 (triệu người)



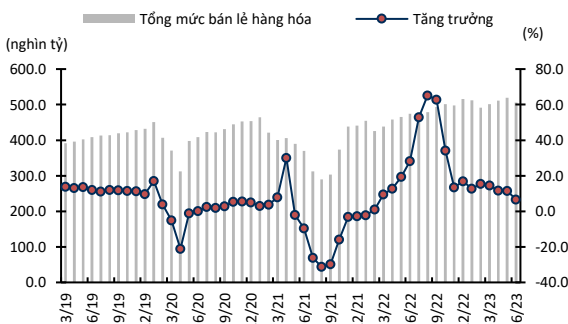
Nguồn: Natixis, Liên hợp quốc, KBSV

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

Chúng tôi kỳ vọng ngành dịch vụ nhà hàng và du lịch sẽ tiếp tục sôi động. Trong 6 tháng đầu năm, khách quốc tế đến nước ta ước đạt gần 5.6 triệu lượt người, gấp 9.3 lần cùng kỳ năm trước nhưng vẫn chỉ bằng 65.7% so với cùng kỳ năm 2019, cho thấy du lịch vẫn chưa hoàn toàn phục hồi so với khi chưa xảy ra dịch Covid-19, do vậy còn nhiều dư địa để bứt phá trong nửa cuối năm 2023. Khả năng cao trong năm nay, ngành du lịch sẽ đạt và thậm chí vượt mục tiêu 110 triệu lượt khách du lịch, với tổng thu dự kiến khoảng 650 nghìn tỷ đồng, trực tiếp đóng góp khoảng 6.4% GDP cả năm.

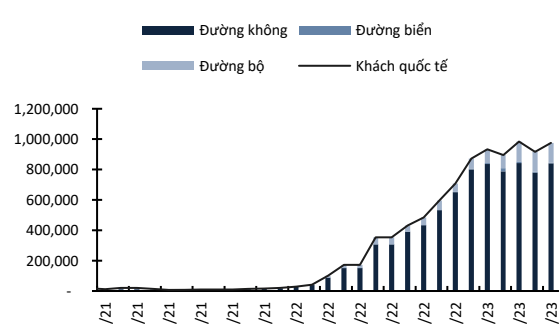
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng tuy cầu nội địa còn yếu và tốc độ tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa đang giảm tương đối nhanh, các chính sách kích cầu tiêu dùng của Chính phủ và NHNN (như giảm thuế VAT từ 10% xuống 8%, tăng lương cơ bản lên 20.8%, hạ lãi suất điều hành, đẩy mạnh đầu tư công...) sẽ thẩm thấu và phát huy tác dụng vào thời điểm quý 4 năm 2023. Nhờ đó, lĩnh vực bán lẻ được kỳ vọng sẽ phục hồi tích cực trong thời gian tới và bứt phá mạnh mẽ ở những tháng cuối năm, trở thành một trong những động lực tăng trưởng của nền kinh tế.

Biểu đồ 16. Tổng mức bán lẻ và tăng trưởng (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 17. Khách lịch quốc tế đến Việt Nam (lượt người)



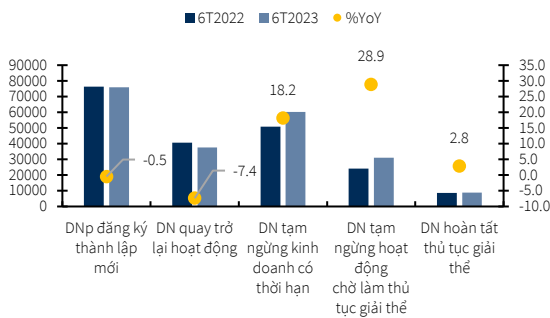
Nguồn: TCTK, KBSV

Chính sách tiền tệ nới lỏng trong điều kiện thuận lợi là lãi suất có xu hướng giảm tạo động lực hỗ trợ nền kinh tế

Tình hình kinh tế không mấy khả quan trong những tháng đầu năm có nguyên nhân quan trọng đến từ cầu nội địa yếu, lãi suất dù hạ nhiệt nhưng vẫn ở mức cao và chưa thực sự tác động mạnh đến thị trường khiến tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm ở mức thấp kỷ lục (3.6%), kéo theo đó là sự suy yếu trong điều

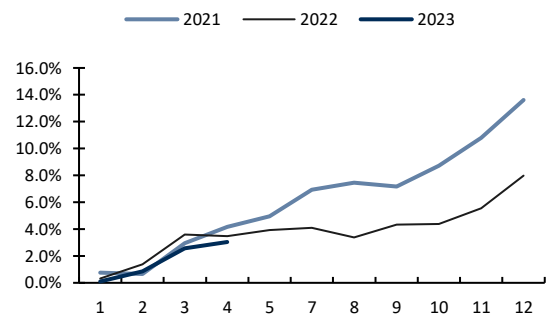
kiện sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Trong 6 tháng, số DN tạm ngừng kinh doanh có thời hạn và tạm ngừng kinh doanh chờ làm thủ tục giải thể tăng lần lượt 18.2% YoY và 28.9% YoY, cùng với đó là vốn đăng ký sụt giảm mạnh tương ứng 20% YoY. Chúng tôi kỳ vọng với nỗ lực nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN trong bối cảnh thuận lợi là lạm phát đang trên đà giảm, mặt bằng lãi suất cho vay sẽ giảm mạnh hơn nữa với mức giảm so với đầu năm 2023 là 1.8% - 2.3%, giúp kích thích tăng trưởng tín dụng, hỗ trợ vay vốn cho các doanh nghiệp qua đó tạo động lực thúc đẩy nền kinh tế.

Biểu đồ 18. Chi tiêu doanh nghiệp 6T2023 (số DN)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 19. Tăng trưởng tín dụng (YTD)



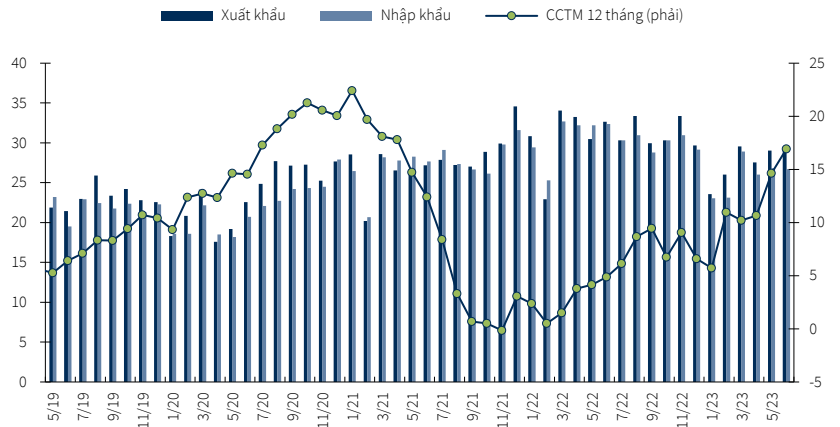
Nguồn: SBV, KBSV

Xuất khẩu dự kiến tiếp tục âm ảm trước diễn biến suy yếu của kinh tế Mỹ và EU

Số liệu xuất khẩu đã dần cải thiện so với những tháng đầu năm, riêng quý II đạt 83.4 tỷ USD, tăng 2.9% QoQ cho thấy những chính sách kích thích thương mại và hỗ trợ doanh nghiệp đang dần phát huy tác dụng. Tuy nhiên nhìn chung hoạt động xuất khẩu vẫn suy giảm mạnh so với năm ngoái khi lũy kế 6 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu hàng hoá của Việt Nam đạt 164.45 tỷ USD, giảm 12.1% YoY. Các mặt hàng nông sản tăng mạnh so với cùng kỳ như gạo (34.7%), rau quả (64.2%)... nhưng chiếm tỷ trọng thấp. Ngược lại, các mặt hàng chủ lực của Việt Nam đều cho thấy sự suy giảm so với cùng kỳ (biểu đồ 22). Nguyên nhân chủ yếu do suy giảm kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu lớn giảm mạnh. Cụ thể, xuất khẩu sang các nước đối tác lớn của Việt Nam giảm mạnh: Mỹ (-22.6%), EU (-10.1%), Trung Quốc (-2.2%).

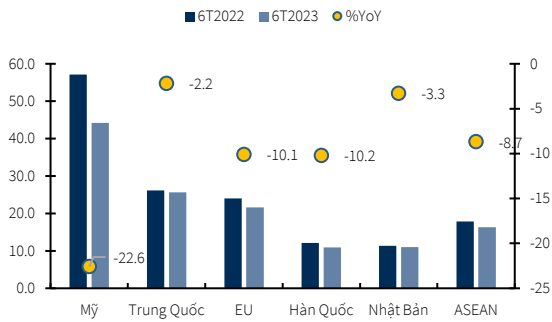
Trong 6 tháng cuối năm, xuất khẩu Việt Nam dự báo vẫn chưa thể phục hồi rõ nét khi kinh tế các khu vực đối tác thương mại lớn của Việt Nam là Mỹ và EU được đánh giá kém khả quan. Trong đó, EU vừa trải qua 1 cuộc suy thoái kỹ thuật trong 2 quý đầu năm 2023, trong khi xác suất Mỹ rơi vào 1 cuộc suy thoái trong 12 tháng tới vẫn đang ở mức 60% (theo Bloomberg consensus).

Biểu đồ 20. Kim ngạch xuất nhập khẩu và cán cân thương mại (tỷ USD)



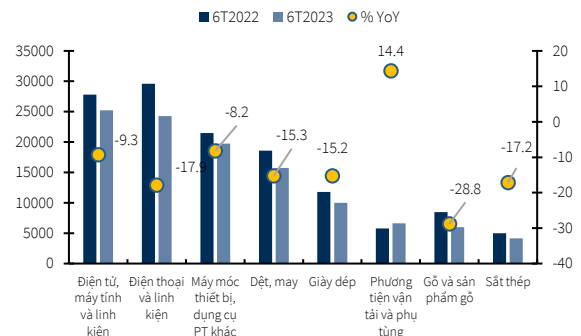
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 21. Giá trị xuất khẩu theo quốc gia (triệu USD)



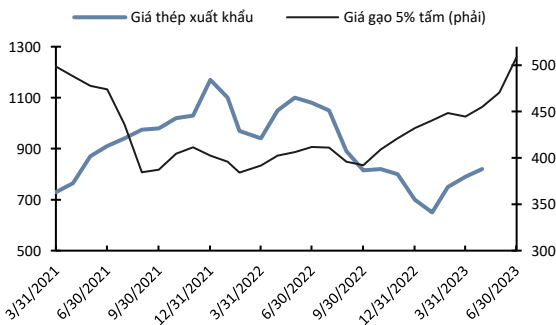
Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

Biểu đồ 22. Giá trị xuất khẩu theo mặt hàng (triệu USD)



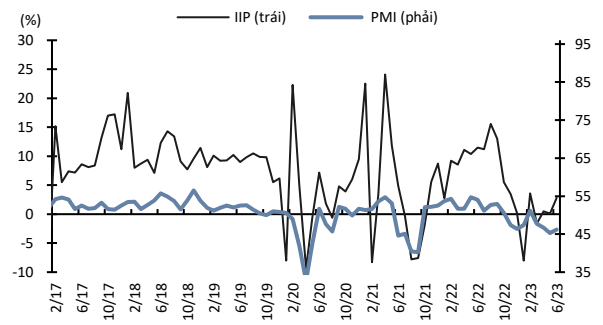
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 23. Việt Nam - Giá thép & gạo xuất khẩu



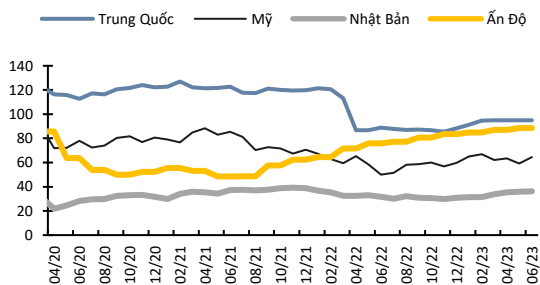
Nguồn: VSA, World Bank, KBSV

Biểu đồ 24. Việt Nam - Chỉ số IIP (%) và PMI (điểm)



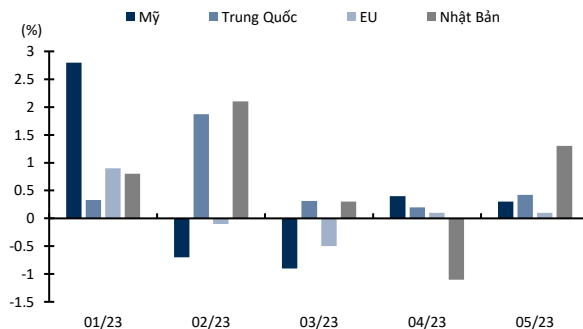
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 25. Chỉ số niềm tin tiêu dùng



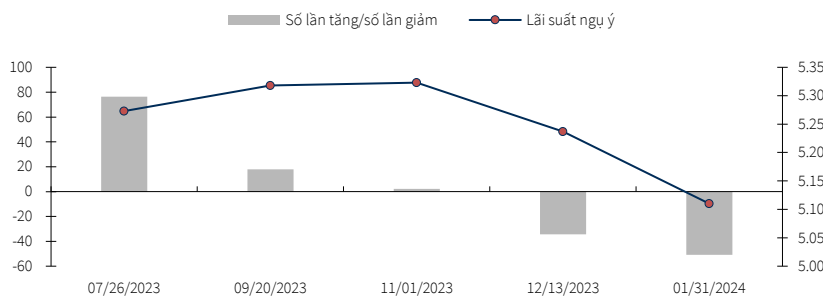
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 26. Tăng trưởng doanh số bán lẻ theo tháng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 27. Mỹ - Đường cong lãi suất chính sách ngy ý hiện tại

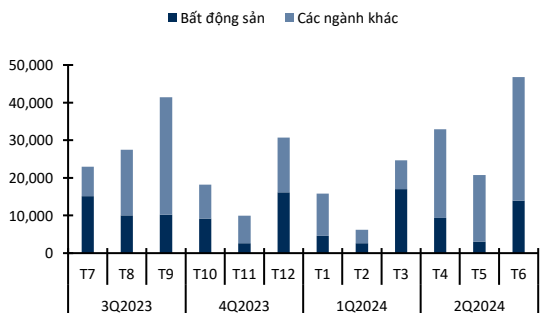


Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

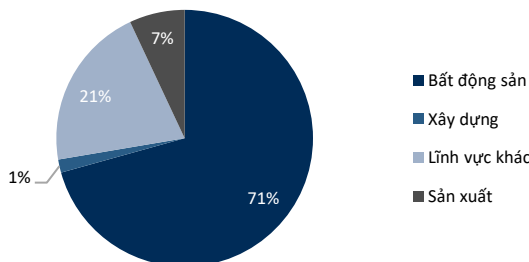
Những rủi ro đến từ thị trường TPDN vẫn đang kìm hãm đà tăng trưởng của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp ngành bất động sản và xây dựng. Nửa cuối năm 2023 và cả năm 2024 sẽ là cao điểm đáo hạn TPDN, trong khi thời gian gần đây liên tiếp xảy ra những sự kiện chậm trả gốc và lãi TP. Điều này khiến niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường bất động sản khó có thể sớm phục hồi, ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng kinh doanh các doanh nghiệp trong ngành. Thị trường bất động sản, xây dựng có liên quan mật thiết đến tăng trưởng kinh tế do là khu vực có tầm ảnh hưởng bao trùm lên nhiều ngành nghề kinh doanh. Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản và lĩnh vực xây dựng vẫn chưa thể ấm lên trong năm nay và sẽ là một trong những nhân tố khiến tăng trưởng GDP năm 2023 ở mức thấp.

Biểu đồ 28. Giá trị TPDN đáo hạn



Nguồn: HNX, KBSV

Biểu đồ 29. Cơ cấu ngành TPDN chậm trả gốc, lãi năm 2023



Nguồn: HNX, KBSV

Lạm phát

Lạm phát 1H2023 – Hạ nhiệt đáng kể

Áp lực lạm phát hạ nhiệt đáng kể

Chỉ số CPI bình quân 6 tháng đầu năm 2023 tăng 3.29% YoY. Riêng tháng 6 CPI tăng chỉ tăng 2% YoY – mức thấp nhất kể từ tháng 3 năm ngoái, cho thấy lạm phát đã hạ nhiệt đáng kể trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng chậm và tiêu dùng nội địa yếu.

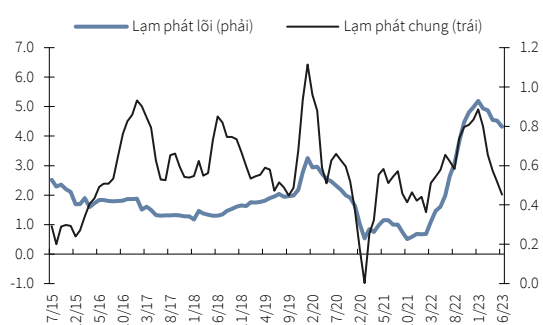
Tuy nhiên, lạm phát cơ bản lại đang ở mức cao và tốc độ giảm tương đối chậm, CPI lõi bình quân 6 tháng tăng 4.74% so với cùng kỳ năm 2022.

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

Các yếu tố tác động chính tới CPI bình quân 6 tháng đầu năm bao gồm:

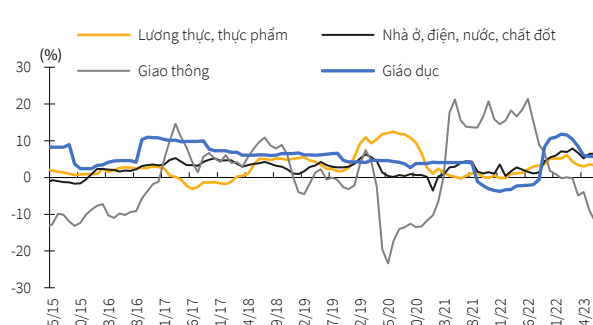
- 1) Giá nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 6.6% YoY do giá xi măng, sắt, thép, cát tăng theo giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào và giá thuê nhà ở tăng cao, tác động làm CPI tăng 1.24 điểm phần trăm;
- 2) Giá các mặt hàng thực phẩm tăng 3.6% YoY, chủ yếu do nhu cầu tiêu dùng tăng trong các dịp Lễ, Tết, tác động làm CPI tăng 0.77 điểm phần trăm;
- 3) Giá nhóm giáo dục 7.95% YoY do một số địa phương đã tăng học phí trở lại, tác động làm CPI tăng 0.49 điểm phần trăm;
- 4) Giá dầu hỏa giảm 8.94% YoY; giá xăng dầu trong nước giảm 18.27% theo biến động của giá thế giới, tác động làm CPI chung giảm 0.66 điểm phần trăm.

Biểu đồ 30. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 31. Biến động các nhóm ngành chính (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Dự báo lạm phát 2023

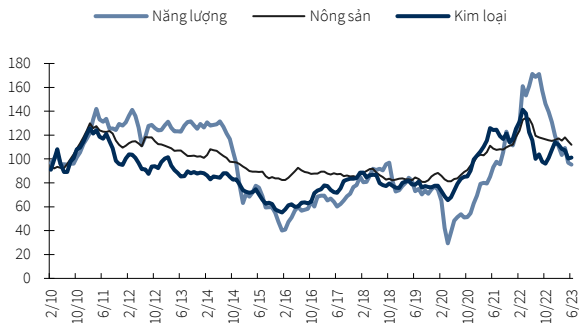
Lạm phát 2023 cả năm dự báo tăng 2.8% YoY

Một số dấu hiệu cho thấy lạm phát sẽ tăng trở lại trong 6 tháng cuối năm. Mặc dù vậy, với mức tăng rất thấp trong 6 tháng đầu năm (+0.7% YTD, bình quân 0.1% MoM), chúng tôi kỳ vọng lạm phát cả năm 2023 vẫn sẽ được kiểm soát ở mức thấp hơn hẳn so với mục tiêu Chính phủ đề ra. Cụ thể, lạm phát 2023 cả năm dự báo tăng 2.8% YoY, với mức tăng bình quân mỗi tháng trong nửa cuối năm là 0.35% MoM. Trong đó, các yếu tố khiến lạm phát tăng bao gồm: (i) Giá dầu dự báo tăng khoảng 5%; (ii) Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng 2-3%; (iii) Giá lợn dự

kiến tăng lên 65,000/kg vào thời điểm cuối năm; (iv) Tăng giá một số mặt hàng do nhà nước quản lý (học phí giáo dục, điện, nước), và tăng lương cơ bản.

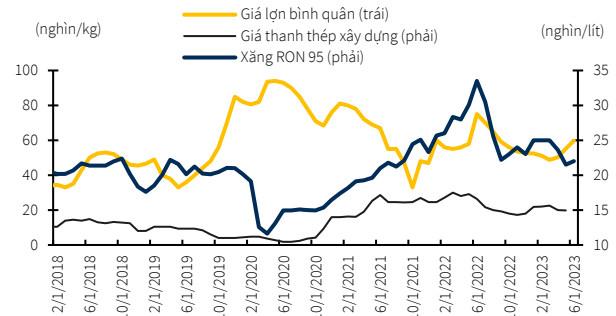
Ở chiều hướng tích cực, chúng tôi cho rằng những yếu tố hỗ trợ như cung tiền tăng thấp, giảm 2% thuế VAT, chỉ số giá nhập khẩu bình ổn và tổng cầu nội địa dù hồi phục nhưng vẫn ở mức thấp sẽ giúp kiềm hãm đà tăng của lạm phát.

Biểu đồ 32. Giá hàng hóa thế giới (USD)



Nguồn: World Bank, KBSV

Biểu đồ 33. Việt Nam – Giá hàng hóa nội địa



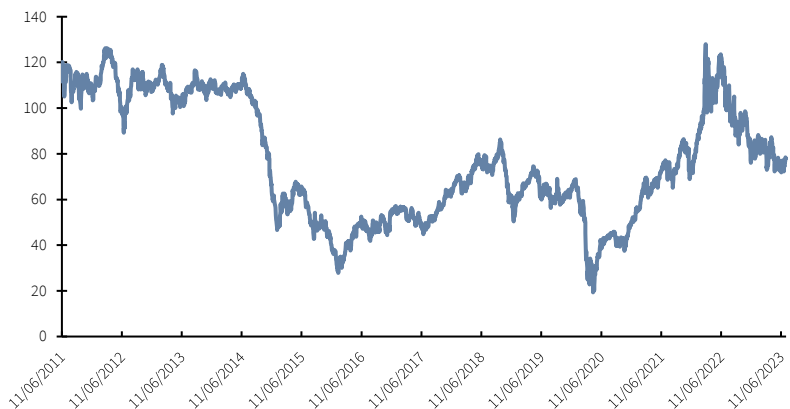
Nguồn: OPEC, KBSV

Giá dầu Brent tăng nhẹ và duy trì ổn định quanh mốc 82 USD/thùng

Giá dầu Brent đã giảm xuống 77 USD/thùng vào đầu tháng 7 do nhu cầu dầu thô giảm ảnh hưởng bởi lo ngại rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu (biểu đồ 34). Trong nửa cuối năm 2023, giá dầu Brent nhiều khả năng sẽ tăng nhẹ lên mức 82 USD/thùng do: (1) EIA dự báo tiêu thụ dầu toàn cầu tiếp tục tăng trong nửa cuối năm 2023 và năm 2024, cùng với Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ giúp tăng tổng nhu cầu dầu thế giới; (2) Trong khi đó, nguồn cung trên thị trường dầu thô dự báo sẽ rơi vào tình trạng thiếu hụt do OPEC+ tiếp tục giữ nguyên chính sách cắt giảm sản lượng của mình khi rủi ro suy thoái toàn cầu tăng cao.

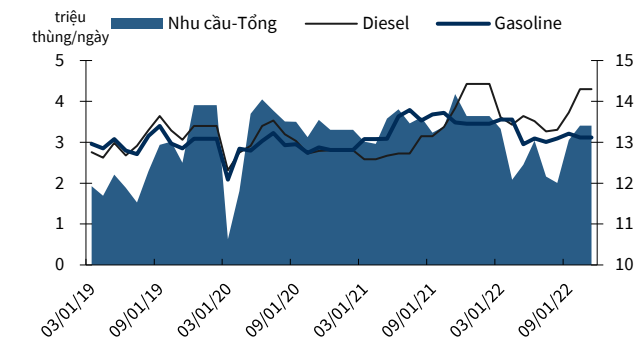
Ở chiều ngược lại, chúng tôi cho rằng giá dầu thô không thể tăng cao trong 2 năm tới do nhận thấy sự cân bằng ổn định giữa cung và cầu (biểu đồ 36), khi mà tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC+ được kỳ vọng sẽ đủ để bù đắp cho sự thiếu hụt nguồn cung từ OPEC+ trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ được dự báo sẽ tiếp tục tăng.

Biểu đồ 34. Giá dầu Brent (USD/thùng)



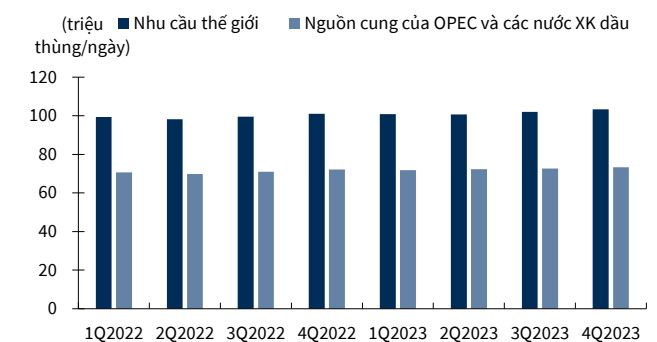
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 35. Trung Quốc - Nhu cầu tiêu thụ dầu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 36. Nhu cầu và sản lượng dầu thế giới

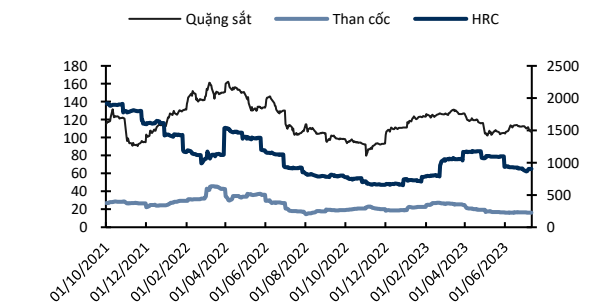


Nguồn: OPEC, KBSV

Giá nguyên vật liệu xây dựng dự kiến tăng thêm 2-3% vào cuối năm

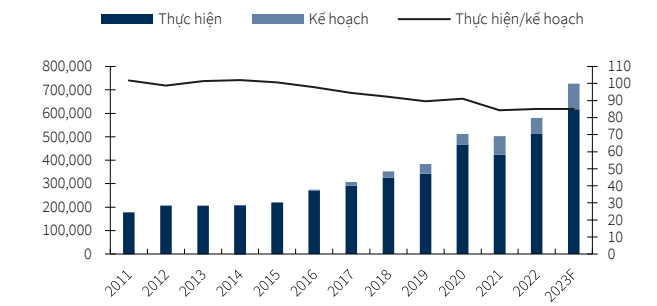
Đầu tư công được đẩy mạnh trong năm nay với tổng số vốn tăng khoảng 25% so với năm ngoái được kỳ vọng sẽ là động lực mạnh mẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nguyên vật liệu xây dựng trong năm nay. Dù vậy, mức tăng sẽ không lớn nhờ (1) Nguyên vật liệu đầu vào sản xuất thép hạ nhiệt (biểu đồ 37); (2) Cả về tiêu thụ nội địa lẫn xuất khẩu đều gặp khó khăn do thị trường bất động sản trong nước đóng băng ảnh hưởng đến nguồn cung các dự án mới, trong khi nền kinh tế các khu vực xuất khẩu chính đều đối mặt với rủi ro suy thoái. Do vậy, chúng tôi dự báo giá nguyên vật liệu xây dựng sẽ tăng nhẹ khoảng 2-3% vào cuối năm so với thời điểm hiện tại.

Biểu đồ 37. Giá nguyên vật liệu sản xuất thép (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 38. Việt Nam - Vốn đầu tư công

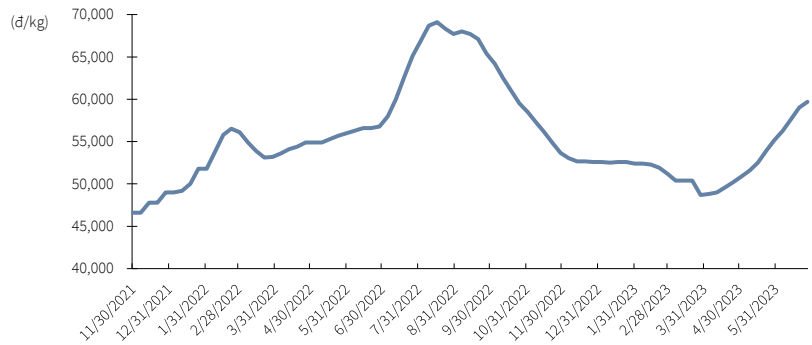


Nguồn: TCTK, KBSV

Giá lợn hơi tăng nhẹ quanh 65,000/kg nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi

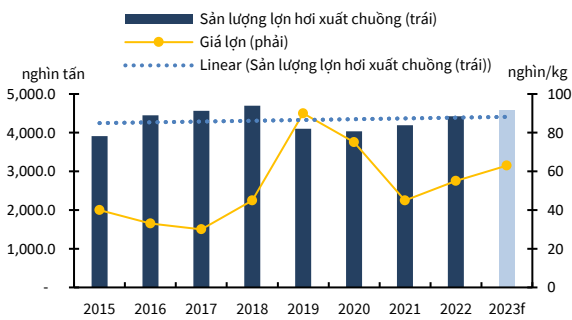
Giá lợn hơi tháng 6 đã tăng lên quanh mức 62,000/kg (+10.76% MoM và +5.11% YoY) do tình trạng nguồn cung bị thắt chặt đến từ (1) giá lợn thấp trong một thời gian dài khiến nhiều hộ kinh doanh phá sản, tỷ lệ tái đàn thấp (2) lợn chết do dịch tả lợn bùng phát đầu năm. Tuy nhiên do sức mua đang khá yếu nên giá lợn khó có thể tăng mạnh hơn nữa. Chúng tôi dự báo giá lợn từ giờ đến cuối năm sẽ tăng nhẹ lên mức 65,000/kg do (1) Nhu cầu ăn uống nhà hàng, quán ăn, khu du lịch sôi động khiến nhu cầu tiêu thụ thịt lợn hồi phục; (2) Nguồn cung nhỏ lẻ từ các hộ nông dân còn hạn chế, dù vậy nguồn cung thịt lợn về dài hạn vẫn có xu hướng khôi phục trở lại khi dịch tả heo Châu Phi dần được kiểm soát (biểu đồ 40 và 41), khiến mức tăng được kỳ vọng sẽ không quá lớn.

Biểu đồ 39. Việt Nam - Giá thịt lợn bình quân theo tháng



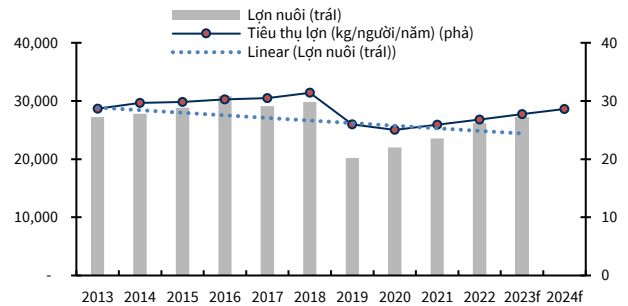
Nguồn: Hiệp hội Chăn nuôi Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 40. Việt Nam - Sản lượng lợn hơi xuất chuồng & giá heo, giai đoạn 2015 - 2022



Nguồn: Hiệp hội Chăn nuôi Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 41. Việt Nam - Tổng số lợn nuôi (không tính heo chưa tách mẹ) (nghìn con) & Tiêu thụ lợn (kg/người/năm) (phả)

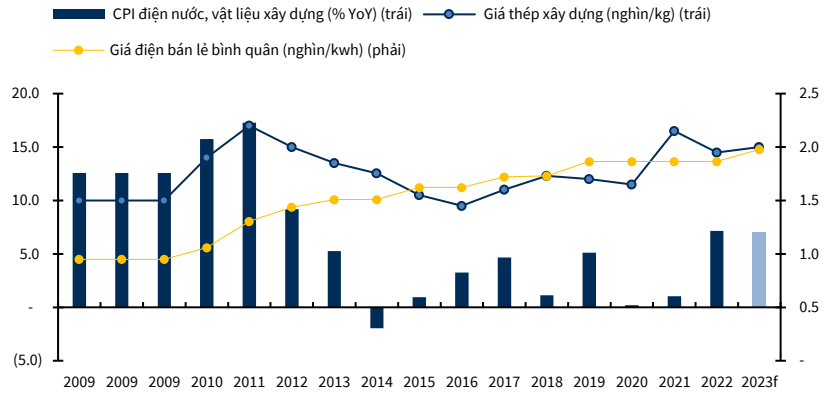


Nguồn: OECD, GSO, KBSV

Lộ trình tăng giá điện, tăng giá nước sạch gây áp lực lên lạm phát

Giá điện vừa tăng 3% từ ngày 4/5, Tập đoàn Điện lực Việt Nam lại tiếp tục đề xuất cho phép được điều chỉnh giá bán lẻ điện từ ngày 1/9 để bù đắp phần chi phí tăng thêm. Nếu đề xuất này được thông qua và mức tăng vẫn là 3% (mức tối đa theo quy định của Chính phủ), giá điện tăng 6% không chỉ tác động trực tiếp đến lạm phát khiến chỉ số CPI tăng khoảng 0.2%, mà còn gián tiếp ảnh hưởng đến các ngành sản xuất dùng nhiều điện như sản xuất thép, xi măng, giấy. Bên cạnh đó, dự kiến giá nước sạch tới đây sẽ tăng từ 5,059 đồng/m³ lên 8,326 đồng/m³ vào năm 2023 và tiếp tục tăng lên 9,100 đồng/m³ năm 2024. Theo đó, CPI năm 2023 sẽ tăng khoảng 0.17%, không có tác động lớn đến giá của các hàng hóa, dịch vụ có liên quan và chi tiêu của người dân.

Biểu đồ 42. Việt Nam – Giá điện, giá thép xây dựng & CPI điện nước, vật liệu xây dựng

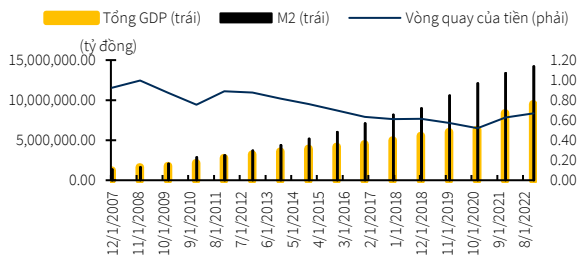


Nguồn: GSO, Fiinpro, KBSV

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

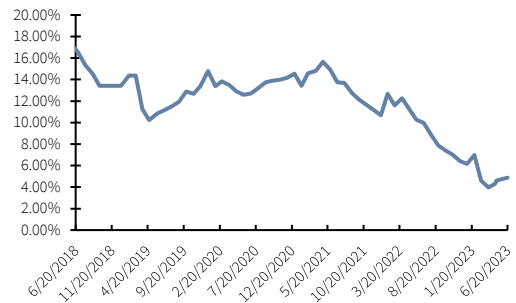
Xét về áp lực lạm phát từ chính sách tiền tệ chúng tôi thấy chưa đáng lo ngại. Tính tới cuối tháng 6, tăng trưởng M2 ước đạt 4.88% YoY – mức khá thấp so với các năm trước, kết hợp với việc vòng quay tiền thấp (biểu đồ 43 & 44), và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế kém hơn khi thị trường bất động sản vẫn đang gặp nhiều khó khăn khiến tăng trưởng tín dụng đang ở mức thấp kỷ lục, do vậy tăng trưởng cung tiền M2 cũng sẽ không tăng mạnh trong năm nay.

Biểu đồ 43. Việt Nam – M2, GDP danh nghĩa và hệ số vòng quay tiền



Nguồn: NHNN, GSO, KBSV

Biểu đồ 44. Việt Nam – Tốc độ tăng trưởng M2 (%YoY)

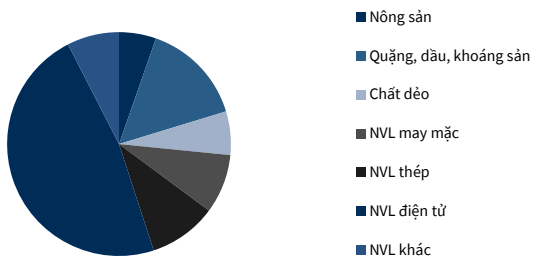


Nguồn: NHNN, KBSV

Giá nguyên vật liệu nhập khẩu giảm mạnh

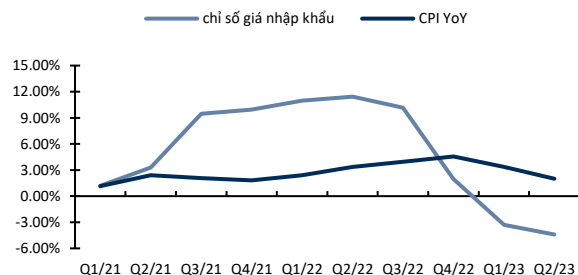
Chỉ số giá nhập khẩu của các nhóm hàng hóa trọng yếu gồm nông sản, thực phẩm, nhiên liệu và nguyên vật liệu chế biến, chế tạo đã tạo đỉnh từ quý 3/2022 và đang trong xu hướng giảm (biểu đồ 46) nhờ việc giá cả hàng hóa thế giới giảm mạnh, sẽ giúp không tạo thêm áp lực lên lạm phát các quý tới.

Biểu đồ 45. Việt Nam – Tỷ trọng các mặt hàng nhập khẩu



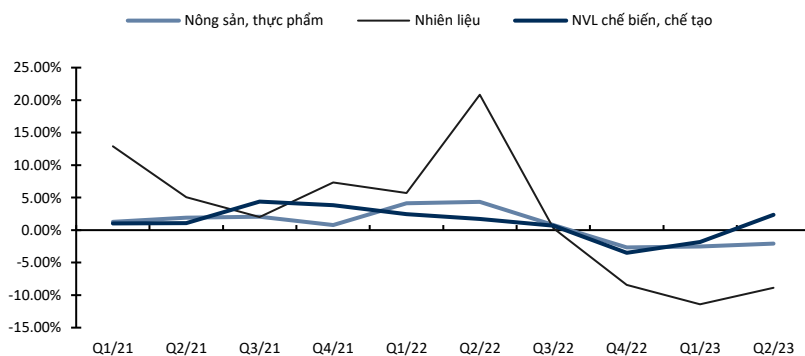
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 46. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu và CPI (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 47. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu của nhóm hàng hóa (%QoQ)



Nguồn: TCTK, KBSV

Bảng 5. Ước tính chỉ số CPI bình quân trong năm 2023

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2023(%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	3.67	4	0.1
	Thực phẩm	21.28	3	0.6
	Ăn uống ngoài gia đình	8.61	5	0.4
2	Đồ uống và thuốc lá	2.73	3	0.1
3	May mặc, mũ nón, giày dép	5.7	2	0.1
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	18.82	7	1.3
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.74	2	0.2
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.39	1	0.0
7	Giao thông	9.67	-9	(0.9)
8	Bưu chính viễn thông	3.14	-1	(0.0)
9	Giáo dục	6.17	8	0.5
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.55	2	0.1
11	Khác	3.53	3	0.1
	Tổng			2.8

Nguồn: KBSV

Lãi suất

Diễn biến lãi suất nửa đầu năm 2023

Ngân hàng Nhà nước 4 lần giảm các mức lãi suất điều hành

Ngày 15/03, 03/04, 25/05 và 19/06, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã có văn bản chính thức giảm đồng loạt các lãi suất điều hành trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng GDP kém hơn kỳ vọng (Bảng 6). Sự quyết liệt và nhanh chóng trong nỗ lực giảm lãi suất kích thích nền kinh tế đã một phần có hiệu quả: lãi suất huy động giảm và thanh khoản hệ thống ngân hàng trở nên dồi dào.

Bảng 6. Các mức giảm lãi suất chính sách

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

Nguồn: NHNN, KBSV

Thanh khoản hệ thống dồi dào, lãi suất liên ngân hàng có xu hướng giảm mạnh

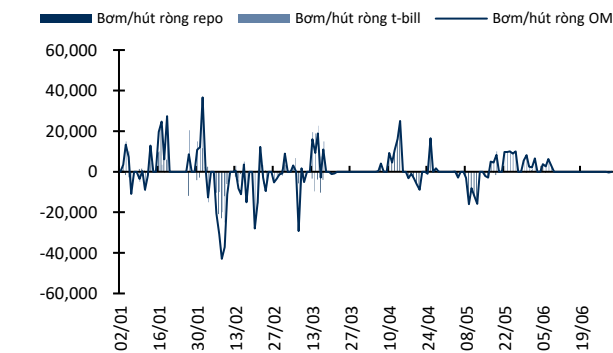
Trong bối cảnh những nguyên nhân khiến căng thẳng tỷ giá, căng thẳng hệ thống ngân hàng trong giai đoạn cuối năm 2022 dịu xuống, NHNN đã đồng thời mua vào hơn 6 tỷ USD nhằm tăng dự trữ ngoại hối trong 6 tháng đầu năm, cùng các hoạt động hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn trên thị trường mở giai đoạn quý 1. Xét riêng trong giai đoạn quý 2/2023, hoạt động thị trường mở diễn ra tương đối trầm lắng khi NHNN không phát hành tín phiếu, đồng thời vẫn chào thầu đều đặn trên kênh mua kỳ hạn nhưng thường xuyên không có khối lượng trúng thầu, thể hiện thanh khoản hệ thống rất ổn định. (Biểu đồ 48)

Thanh khoản hệ thống dồi dào làm cho diễn biến lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh ở tất cả các kỳ hạn nhưng mức độ chậm hơn ở các kỳ hạn dài, duy trì ở mức nền thấp vào cuối quý 2, cụ thể lãi suất qua đêm, 1 tháng và 3 tháng thay đổi lần lượt là -467 bps, -418 bps và -352 bps so với đầu năm (Biểu đồ 49)

Lãi suất huy động đã về sát mức lãi suất trước đại dịch Covid 19

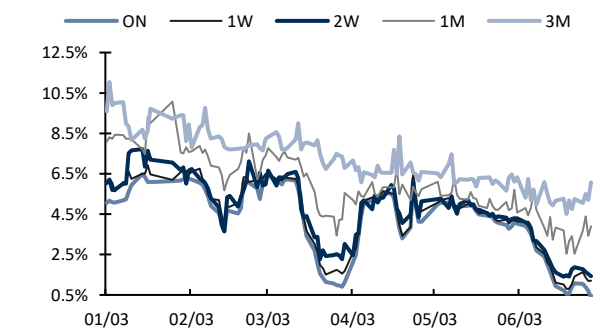
Theo dữ liệu từ Wichart, mặt bằng lãi suất huy động thực tế đã tạo đỉnh từ đầu năm 2023 và duy trì xu hướng giảm cho đến thời điểm hiện tại và đã về sát mức lãi suất trước đại dịch Covid 19 (Biểu đồ 50). Ở thời điểm báo cáo, lãi suất huy động 12 tháng nhóm NHTMQD (Sobs) là 6.3%; nhóm NHTMCP lớn (ACB, MBB, VPB, TCB) là 6.83%, nhóm NHTM khác là 7.18%. Bình quân 6 tháng đầu năm, lãi suất huy động đã giảm tương đối mạnh, khoảng 1.35% trong khi lãi suất cho vay sẽ có độ trễ 3 – 6 tháng bởi giá vốn đầu vào của các ngân hàng vẫn chịu mức chi phí cao hơn do các khoản tiền gửi lãi suất cao chưa đáo hạn; đồng thời rủi ro nợ xấu cũng sẽ tác động tới quyết định hạ lãi suất cho vay của các ngân hàng. Theo ước tính sơ bộ, mặt bằng lãi suất cho vay đã hạ nhiệt 1% so với thời điểm cuối năm 2022.

Biểu đồ 48. Hoạt động thị trường mở nửa đầu năm 2023



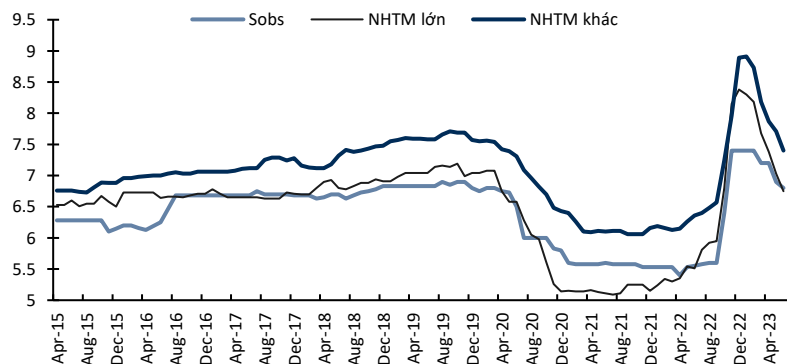
Nguồn: Fiigroup, KBSV

Biểu đồ 49. Lãi suất liên ngân hàng nửa đầu năm 2023



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 50. Lãi suất huy động 12 tháng bình quân

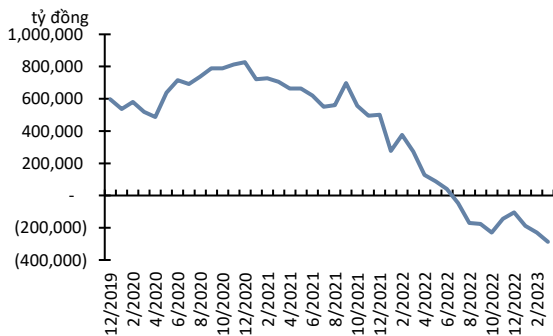


Nguồn: Wichart, KBSV

Tăng trưởng tín dụng ở mức thấp kỷ lục, cách xa mục tiêu của Chính phủ đề ra

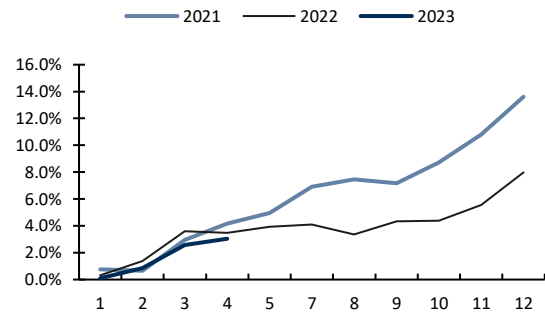
Tăng trưởng tín dụng ở mức thấp kỷ lục, tính đến hết 20/06 chỉ đạt 3.6% so với đầu năm và nhiều khả năng tăng trưởng cả năm sẽ cách xa mục tiêu 14% - 15% của NHNN đưa ra (Biểu đồ 51, 52). Lãi suất cho vay đã hạ nhiệt nhưng tăng trưởng tín dụng vẫn thấp cũng là trở ngại của những nhà hoạch định chính sách vì có những vấn đề mà từ góc độ nhà quản lý và điều hành chưa thể tác động được. Cụ thể, có 3 nguyên nhân chính khiến tín dụng tăng trưởng thấp gồm (1) nhu cầu tín dụng yếu khi kinh tế tăng trưởng kém, các hoạt động tiêu dùng, đầu tư có dấu hiệu trì trệ; (2) rủi ro tín dụng ở mức cao khiến ngân hàng nâng chuẩn cho vay do lo ngại nợ xấu tăng mạnh (3) mặt bằng lãi suất cho vay dù đã giảm nhưng nhìn chung vẫn ở mức cao.

Biểu đồ 51. Chênh lệch huy động và tín dụng



Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 52. Tăng trưởng tín dụng (YTD)



Nguồn: SBV, KBSV

Dự báo lãi suất nửa cuối năm 2023

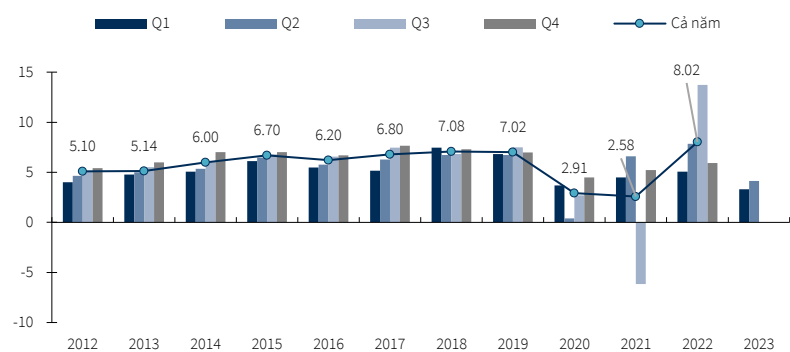
Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay sẽ tiếp tục xu hướng giảm

Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ tiếp tục xu hướng giảm từ nay đến cuối năm, với mức lãi suất huy động bình quân 12 tháng của các ngân hàng quanh mức 6.2% (giảm -1.8% so với đầu năm, và giảm -0.45% so với thời điểm hiện tại). Lãi suất cho vay bình quân kỳ hạn 12 tháng, dù có độ trễ (do chi phí huy động vốn của ngân hàng cần thời gian để hạ, rủi ro nợ xấu khi nền kinh tế suy yếu), tuy nhiên cũng sẽ có xu hướng giảm là chủ đạo với mức giảm so với đầu năm 2023 ở mức 1.8% - 2.3%.

Các yếu tố khách quan và chủ quan hỗ trợ xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất

- i) Mới đây, Bộ Kế hoạch và Đầu tư đã cập nhật kịch bản tăng trưởng kinh tế cả năm 2023 sau khi GDP 6 tháng ước chỉ đạt 3.72%, thấp hơn so với kịch bản đã đề ra (Biểu đồ 53). Dù vậy, Chính Phủ vẫn chưa có ý định thay đổi mục tiêu GDP năm nay, đồng nghĩa với việc để đạt được mức tăng trưởng 6.0% - 6.5% thì cần có những biện pháp quyết liệt hơn nữa từ phía nhà hoạch định chính sách. **Vì vậy, với ưu tiên hàng đầu là duy trì tăng trưởng kinh tế, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục hạ lãi suất điều hành nếu không có biến động bất thường về tỷ giá.**

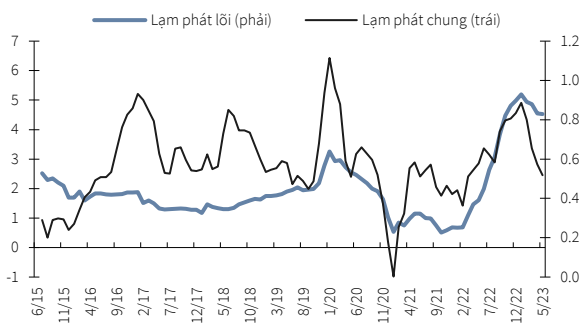
Biểu đồ 53. Tăng trưởng GDP Việt Nam theo quý



Nguồn: TCTK, KBSV

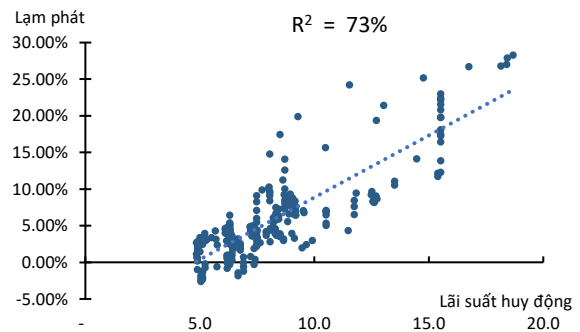
- ii) **Lạm phát đã có xu hướng hạ nhiệt từ đầu năm đến nay với lạm phát tháng 6 tăng 2% YoY, giảm so với mức đỉnh 4.9% YoY vào tháng 1/2023 (Biểu đồ 54).** Tuy nhiên, do nền kinh tế đang phục hồi chậm, tiêu dùng nội địa yếu, cùng với những yếu tố khác như giảm 2% thuế VAT, chỉ số giá nhập khẩu bình ổn, lạm phát sẽ chưa gây ra nhiều áp lực trong thời gian tới. Do vậy, chúng tôi dự báo CPI của Việt Nam năm 2023 ở mức 2.8% YoY - kiểm soát tốt trong mục tiêu 4.5% của Quốc hội sẽ là cơ sở để lãi suất huy động giảm trong thời gian tới. Mô hình tương quan cho thấy với mỗi 1% giảm của lạm phát kéo theo mức giảm 0.43% của lãi suất huy động (Biểu đồ 55).

Biểu đồ 54. Lạm phát và lạm phát cơ bản (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 55. Tương quan lãi suất huy động 12 tháng và lạm phát bình quân, từ 2000 - 2022



Nguồn: SBV, KBSV

- iii) **Tăng trưởng tín dụng ở mức thấp kỷ lục, tính đến hết tháng 5 chỉ đạt 3.2% so với đầu năm và nhiều khả năng tăng trưởng cả năm sẽ cách xa mục tiêu của NHNN đưa ra.** Một cuộc điều tra gần đây do SBV thực hiện cho thấy các ngân hàng thương mại kỳ vọng dư nợ tín dụng tăng 12.5%, điều chỉnh giảm 0.6% so với kỳ điều tra trước. Mặc dù vậy, NHNN vẫn tỏ ra kiên định với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 14% - 15% trong năm nay. Bên cạnh đó, ngành ngân hàng cũng đang tích cực triển khai các biện pháp để hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ (Thông tư 02; 4 lần hạ lãi suất điều hành; quy định trần lãi suất cho các nhóm ngành ưu tiên...)

Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động đã giảm mạnh kể từ đầu năm, kéo theo chi phí vốn các ngân hàng được kéo giảm (đặc biệt khi các khoản vay lãi suất cao cuối năm ngoài đáo hạn), các ngân hàng có động lực để hạ lãi suất cho vay nhằm thu hút khách hàng vay mới.

Với các yếu tố tác động trên, chúng tôi cho rằng xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất là tương đối rõ nét trong 6 tháng cuối năm. Dù vậy, mức giảm thực tế sẽ còn phụ thuộc vào sự phục hồi của nền kinh tế, sức khỏe của doanh nghiệp, rủi ro từ thị trường bất động sản cũng như vấn đề về thị trường TPDN..., qua đó tác động đến rủi ro tín dụng của ngân hàng. Nếu rủi ro này vẫn duy trì ở mức cao, các ngân hàng sẽ yêu cầu lãi vay cao để bù đắp chi phí trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu, qua đó cản trở nỗ lực giảm lãi suất của Chính phủ và NHNN.

Nợ xấu đã gia tăng đáng kể trong quý 1, và kỳ vọng tiếp tục xu hướng tăng trong quý 2. Dù vậy, với các chính sách hỗ trợ của Chính phủ và NHNN, chúng tôi kỳ vọng yếu tố này sẽ dần được cải thiện trong 2 quý cuối năm.

Tỷ giá

Diễn biến tỷ giá VND/USD nửa đầu năm 2023

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

Trong nửa đầu năm 2023, tỷ giá liên ngân hàng biến động trong biên độ +1.2%, đỉnh điểm tăng lên 23,817 (+0.8% YTD) tại tháng 2, tuy nhiên đã giảm vào cuối quý 1 và biến động quanh mức 23,520, nhờ: (1) Chỉ số DXY giảm mạnh do lo ngại rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ tăng cao sau khi 3 ngân hàng tại Mỹ phá sản - Silicon Valley Bank (SVB), Silvergate Bank và Signature Bank, có thể khiến Fed ngừng lộ trình tăng lãi suất vào cuối quý 2/2023; và 2) Cung ngoại tệ ổn định, thặng dư cán cân thương mại, tạo điều kiện cho NHNN mua vào hơn 6 tỷ USD gia tăng dự trữ ngoại hối (Biểu đồ 56, 57).

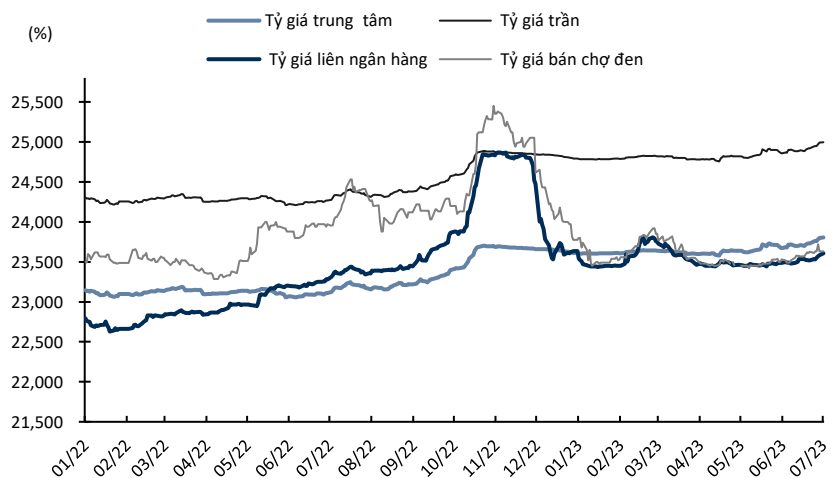
Tỷ giá chợ đen giảm khi chênh lệch giá vàng trong nước – quốc tế thu hẹp

Nửa đầu năm 2023, 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. Tính tại thời điểm cuối tháng 06/2023, tỷ giá chợ đen USD/VND giảm 0.61% YTD xuống 23,630.

NEER và REER đều có xu hướng tăng

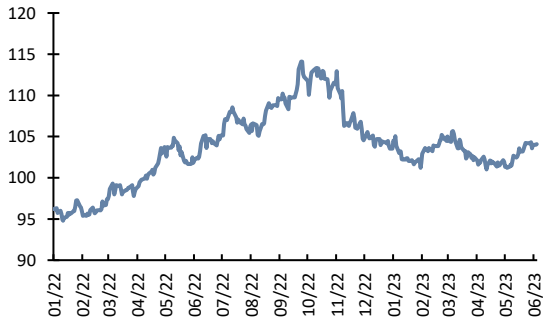
Đường NEER và REER của VND có xu hướng tăng, cụ thể tại 30/06/2023 NEER tăng 1.63% YoY và REER tăng 3.05% YoY (tương đồng với việc VND tăng giá trị so với rổ tiền tệ các đối tác thương mại) (Biểu đồ 58). NEER tăng chủ yếu do CNY giảm giá so với nền cùng kì 2022 (-7% YoY). Tương tự, REER tăng có phần mạnh hơn NEER cũng chủ yếu có nguyên nhân đến từ mức lạm phát thấp của Trung Quốc (CPI tháng 6 tăng 0% YoY). Diễn biến này phản ánh sự sụt giảm tính cạnh tranh của hàng hoá xuất khẩu Việt Nam, đặc biệt với đối tác thương mại hàng đầu là Trung Quốc. Đây cũng là 1 trong những yếu tố gây áp lực lên tỷ giá.

Biểu đồ 56. Tỷ giá VND/USD



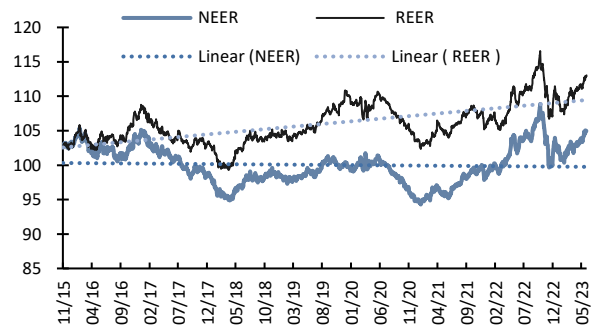
Nguồn: Bloomberg, Finngroup, KBSV

Biểu đồ 57. US Dollar Index



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 58. NEER và REER (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo tỷ giá nửa cuối năm 2023

Xu hướng tăng của DXY cùng sự trái chiều chính sách giữa SBV và FED tiếp tục gây áp lực khiến tỷ giá tăng

Tỷ giá trên thực tế đã có xu hướng tăng giai đoạn đầu tháng 7 và chúng tôi cho áp lực tỷ giá trong 6 tháng cuối năm là rất đáng chú ý với các nguyên nhân:

- DXY dự báo sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong nửa cuối năm do (1) FED sẽ tăng lãi suất ít nhất 1 lần nữa trong năm; (2) kinh tế Mỹ vẫn đang cho thấy sự vững mạnh hơn kỳ vọng; (3) chính sách tiền tệ mở rộng tại Trung Quốc và Nhật Bản. FED đã giữ nguyên lãi suất trong cuộc họp tháng 6 nhằm mục đích đánh giá các tác động của quá trình tăng lãi suất tới nền kinh tế, nhưng các chỉ số về tiền lương, niềm tin người tiêu dùng và tỷ lệ thất nghiệp vẫn đang rất tích cực. Các chuyên gia tại CME Group dự báo khả năng FED sẽ tăng 25 bps vào cuộc họp tháng 7 tới với tỷ lệ lên tới 92.4%. Trong bối cảnh đó, chính sách tiền tệ nới lỏng của Trung Quốc và Nhật Bản được dự báo tiếp tục duy trì có thể khiến giá trị đồng nội tệ của 2 nước này giảm so với đồng USD (Biểu đồ 59). Dù vậy, chỉ số CPI và PPI của Mỹ trong tháng 6 cũng cho thấy dấu hiệu hạ nhiệt rõ nét nên chúng tôi cho rằng ít có khả năng DXY sẽ tăng mạnh từ vùng giá hiện tại.
- Diễn biến trái chiều về mặt chính sách của FED (tiếp tục tăng lãi suất và duy trì nền lãi suất ở mức cao) và NHNN (với 4 lần hạ lãi suất nửa đầu năm và có thể có thêm đợt hạ lãi suất thời gian tới) được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trong 6 tháng cuối năm (Biểu đồ 60). Diễn biến này khiến chênh lệch lãi suất USD và VND được nới rộng với lãi suất USD cao hơn đáng kể, kích hoạt các hoạt động giao dịch carry trade (giới đầu tư sử dụng đồng tiền lãi suất thấp để mua đồng tiền lãi suất cao), qua đó khiến nhu cầu mua và nắm giữ USD gia tăng và gây áp lực lên tỷ giá (Biểu đồ 63).

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

Dù vậy, xét trong 6 tháng đầu năm, bất chấp chính sách tiền tệ nới lỏng, VND vẫn là 1 trong những đồng tiền duy trì sức mạnh tốt nhất trong khu vực do nguồn cung ngoại tệ dồi dào. Chúng tôi cho rằng những lợi thế này vẫn được duy trì trong 6 tháng cuối năm, hỗ trợ tỷ giá không tăng mạnh. Nguồn cung ngoại tệ sẽ tiếp tục đến từ xuất siêu, FDI và kiều hối. Ngoài ra, 1 số thương vụ bán vốn lớn kỳ vọng có thể diễn ra ở SHB, Thaco, VRE và phát hành trái phiếu quốc tế của VHM có thể mang về nguồn ngoại tệ lớn cho hệ thống.

Tỷ giá USD/VND dự báo tăng 2% YTD trong năm 2023

Với các yếu tố tác động trái chiều ở trên, chúng tôi cho rằng tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 2% trong năm nay, lên quanh mức 24,100 (với tỷ giá liên ngân hàng). Với định hướng hỗ trợ phục hồi tăng trưởng kinh tế, giảm lãi suất, chúng tôi cho rằng mức mất giá này sẽ không khiến NHNN phải có hành động cụ thể để ổn định tỷ giá như tăng lãi suất, hay bán ra dự trữ ngoại hối. Trên thực tế, việc VND giảm giá ở 1 mức độ vừa phải cũng sẽ mang lại tác động tích cực đối với hoạt động xuất khẩu, dù có thể phải đánh đổi với sự ổn định vĩ mô, đặc biệt liên quan đến dòng chảy vốn.

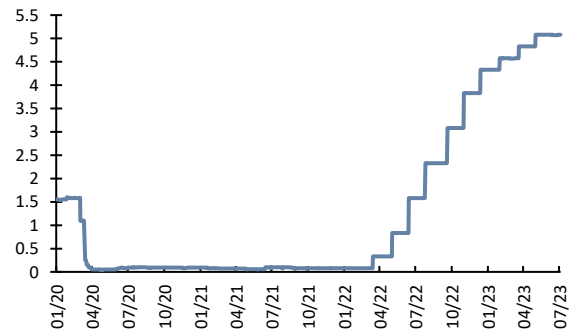
Trong kịch bản tỷ giá mất giá quá 3% trong năm nay, tùy thuộc vào các biến số liên quan đến tăng trưởng, lạm phát, hay sức khỏe lĩnh vực sản xuất, xuất khẩu, chúng tôi sẽ đánh giá thêm những kỳ vọng về mặt chính sách của NHNN.

Biểu đồ 59. Tỷ giá USD/CNY



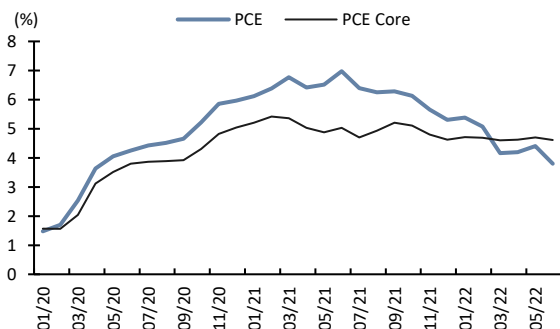
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 60. FED FUND RATE



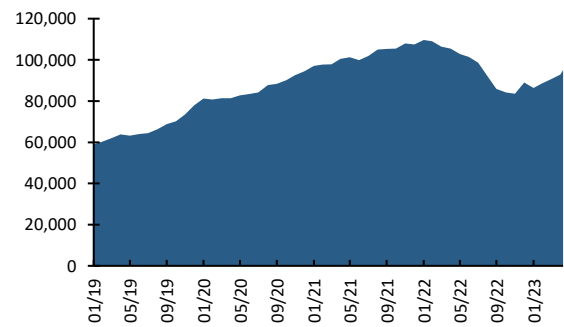
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 61. PCE, PCE core (Mỹ)



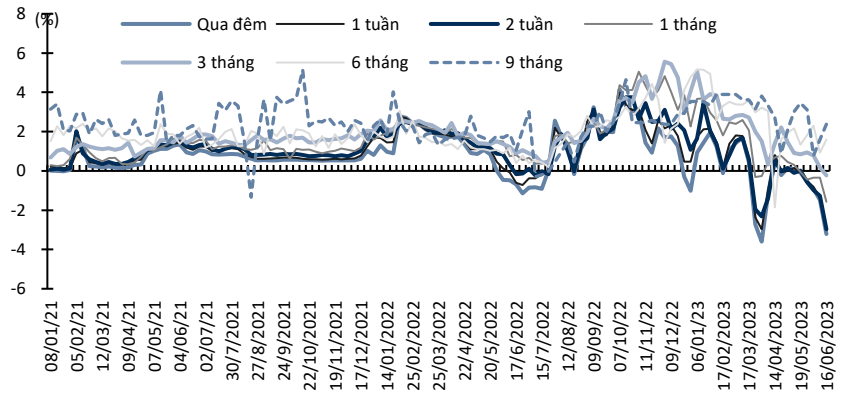
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 62. Dự trữ ngoại hối



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 63. Chênh lệch lãi suất VND-USD các kỳ hạn



Nguồn: SBV, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

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

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

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

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

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@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
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

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

Khoảng phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

Vĩ mô & Ngân hàng

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

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

Chiến lược đầu tư

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

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

Bộ phận Hỗ trợ

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

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

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.