

Báo cáo chuyên đề
28 tháng 12, 2020

GÓC NHÌN

Đánh giá tác động của việc Mỹ cáo buộc Việt Nam “thao túng tiền tệ”

- Ngày 16/12/2020, Bộ Tài chính Mỹ đưa Việt Nam vào danh sách những nước “thao túng tiền tệ”.
- Ngày 17/12/2020, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) có phản hồi chính thức “khẳng định việc điều hành tỷ giá thời gian qua không nhằm tạo lợi thế cạnh tranh thương mại quốc tế không công bằng”.
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng hai nước sẽ tìm được tiếng nói chung về thương mại, tỷ giá hối đoái và Mỹ sẽ không áp thuế “trừng phạt” lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam.

Mỹ cáo buộc Việt Nam “thao túng tiền tệ”

Trong báo cáo mới nhất của Bộ Tài chính Hoa Kỳ được công bố vào ngày 16/12/2020 theo đạo luật Cạnh tranh và thương mại quốc tế Omnibus năm 1988 (“Đạo luật 1988”), có tiêu đề “Chính sách kinh tế vĩ mô và ngoại hối của các đối tác thương mại lớn của Hoa Kỳ”, phía Hoa Kỳ đã cáo buộc Việt Nam và Thụy Sĩ là những nước “thao túng tiền tệ”. Liên quan đến báo cáo này, Việt Nam đã vi phạm cả ba tiêu chí theo Đạo luật Xúc tiến và tăng cường thương mại năm 2015 (“Đạo luật 2015”), bao gồm (1) thặng dư thương mại hàng hóa của Việt Nam với Hoa Kỳ đạt 58 tỷ đô la Mỹ trong 4 quý tính tới tháng 6 năm 2020 (so với 47 tỷ đô la Mỹ được công bố trong báo cáo trước); (2) thặng dư tài khoản vãng lai trong kỳ tăng lên mức 4,6% GDP (so với 1,7% trong giai đoạn trước) và (3) mua ròng ngoại hối trong 4 quý tính đến tháng 6 năm 2020 là 16,8 tỷ đô la Mỹ, tương đương 5,1% GDP (so với 0,8% GDP trong giai đoạn trước đó).

Hình 1: Việt Nam vi phạm cả ba tiêu chí theo Đạo luật 2015

Tiêu chí	Ngưỡng vi phạm theo Đạo luật 2015	Dữ liệu của Việt Nam trong 4 Quý tính đến tháng 6 năm 2020	Dữ liệu của Việt Nam trong kỳ đánh giá trước đó
Thặng dư thương mại lớn với Hoa Kỳ	>= 20 tỷ USD	58 tỷ USD	47 tỷ USD
Thặng dư cán cân vãng lai	>= 2% GDP	4,6% GDP	1,7%
Cạn thiệp một chiều và kéo dài trên thị trường ngoại tệ	>=2% GDP	5,1% GDP	0,8%

Nguồn: Đạo luật 2015, VNDIRECT RESEARCH

Phản hồi chính thức của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đối với cáo buộc “thao túng tiền tệ”

NHNN Việt Nam khẳng định việc điều hành tỷ giá trong thời gian qua không nhằm tạo lợi thế cạnh tranh thương mại quốc tế không công bằng. Theo đó, điều hành tỷ giá thời gian qua nằm trong khuôn khổ chính sách tiền tệ chung với mục tiêu nhất quán là kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô. NHNN đánh giá thặng dư thương mại song phương với Hoa Kỳ và thặng dư cán cân vãng lai là kết quả của hàng loạt các yếu tố, trong đó có những yếu tố liên quan tới các đặc thù của nền kinh tế Việt Nam. Việc NHNN mua ngoại tệ thời gian qua nhằm đảm bảo hoạt động thông suốt của thị trường ngoại tệ trong bối cảnh nguồn cung ngoại tệ dồi dào, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, đồng thời củng cố dự trữ ngoại hối Nhà nước vốn ở mức thấp so với các nước trong khu vực để tăng cường an ninh tài chính tiền tệ quốc gia.

Ngày 22/12, Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Xuân Phúc cũng đã có cuộc điện đàm với Tổng thống Donald Trump. Trong cuộc điện đàm, Thủ tướng Chính phủ đã tái khẳng định lập trường của Việt Nam là điều hành chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, điều hành tỷ giá không nhằm tạo lợi thế cạnh tranh trong thương mại quốc tế.

Chuyên viên phân tích:



Dinh Quang Hinh

hinh.dinh@vndirect.com.vn

Chúng tôi cho rằng việc Hoa Kỳ cáo buộc Việt Nam “thao túng tiền tệ” là chưa thực sự khách quan và chưa xét tới các yếu tố đặc thù của kinh tế Việt Nam cũng như mối quan hệ thương mại có tính chất bổ sung lẫn nhau giữa hai nước

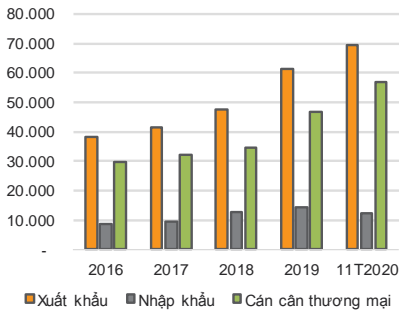
Thứ nhất, thặng dư thương mại giữa Việt Nam và Hoa Kỳ trong 4 quý tính đến tháng 6 năm 2020 là 58 tỷ đô la Mỹ, đứng thứ 4 trong số các nước thặng dư thương mại lớn nhất so với Mỹ. Tuy nhiên, thặng dư thương mại chủ yếu đến từ nhóm doanh nghiệp FDI. Phần giá trị thặng dư mà Việt Nam nhận được nhờ gia công các mặt hàng xuất khẩu chính vào Hoa Kỳ như may mặc, giày dép, điện thoại, máy tính và linh kiện điện tử tương đối thấp. Do đó, Việt Nam không được hưởng lợi nhiều từ phần thặng dư thương mại lớn với Mỹ mà thực tế công ty mẹ và những doanh nghiệp cung cấp nguyên liệu đầu vào chiếm phần lớn thặng dư, bao gồm cả các doanh nghiệp Mỹ, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan,... Bên cạnh đó, người tiêu dùng Mỹ cũng hưởng lợi nhờ được sử dụng các sản phẩm xuất khẩu giá rẻ của Việt Nam.

Thứ hai, thặng dư cán cân vãng lai trong kỳ đạt 4,6% GDP. Tuy nhiên, thặng dư cán cân vãng lai có sự đóng góp rất lớn từ lượng kiều hối gửi về Việt Nam. Theo World Bank, lượng kiều hối gửi về Việt Nam năm 2019 đạt khoảng 17 tỷ USD, chiếm tới 6,4% GDP. Theo quan sát của chúng tôi, kiều hối gửi về Việt Nam với mục đích chính là trợ giúp gia đình, người thân và có xu hướng tăng trưởng ổn định qua các năm do đó ít chịu tác động bởi những biến động nhỏ của tỷ giá.

Thứ ba, chúng tôi cho rằng việc NHNN mua ròng ngoại tệ là nhu cầu thực tế trong bối cảnh lượng kiều hối, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đều đặn đổ vào Việt Nam với số lượng khá lớn (gần 40 tỷ USD mỗi năm). Pháp luật Việt Nam hiện tại không cho phép sử dụng ngoại tệ làm phương tiện thanh toán trong nước. Do vậy, nhà đầu tư khi chuyển tiền vào Việt Nam kinh doanh thì phải đổi sang tiền đồng để giải ngân. Tiền thu từ hoạt động xuất khẩu cũng như kiều hối khi chuyển về Việt Nam cũng phải đổi sang tiền đồng để sử dụng. Trong bối cảnh đó, NHNN Việt Nam với tư cách là người mua cuối cùng trên thị trường, cần thiết phải thực hiện mua vào ngoại tệ để đáp ứng quyền và lợi ích chính đáng của nhà đầu tư, doanh nghiệp và người dân cũng như ổn định thị trường tài chính-tiền tệ-ngoại hối. Bên cạnh đó, hiện dự trữ ngoại hối của Việt Nam mới ở mức 4,3 tháng nhập khẩu, thấp hơn mức bình quân của các nước có cùng trình độ phát triển với Việt Nam (nhóm nước có thu nhập trung bình thấp) là 7 tháng nhập khẩu, cũng như thấp hơn so với khuyến cáo và thông lệ chung trên thế giới (khoảng trên 5 tháng nhập khẩu). Do đó, việc gia tăng dự trữ ngoại hối trong thời gian tới vẫn là công việc cần thiết của NHNN nhằm củng cố an ninh tài chính quốc gia.

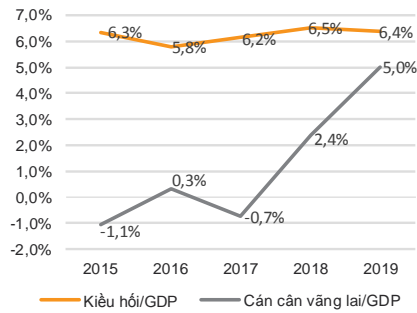
Thứ tư, theo lý thuyết ngang giá sức mua, biến động tỷ giá hối đoái phản ánh mức chênh lệch về lạm phát giữa các nước có quan hệ thương mại với nhau. Trong những năm gần đây, lạm phát của Việt Nam bình quân khoảng 3,1%/năm trong khi lạm phát của Mỹ khoảng 1,5%/năm. Do đó, việc điều chỉnh tăng tỷ giá USD/VND khoảng 1,5%/năm trong những năm gần đây là hoàn toàn có cơ sở.

Hình 2: Thương mại Việt Nam-Mỹ (2016-11T2020) (triệu USD)



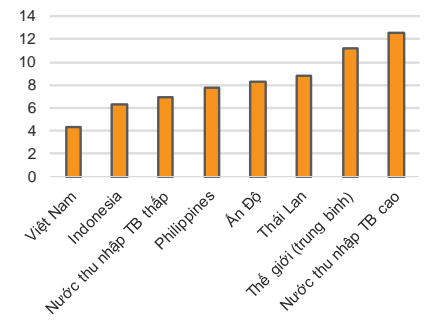
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Hình 3: Tỷ lệ kiều hối và thặng dư thương mại trên GDP (2015-2019)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, World Bank

Hình 4: Dự trữ ngoại hối tính theo số tháng nhập khẩu của Việt Nam còn thấp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, World Bank

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng Việt Nam và Mỹ sẽ tìm được tiếng nói chung cho vấn đề này và Mỹ sẽ không áp thuế “trừng phạt” lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam

Tác động đối với hoạt động thương mại và nền kinh tế

Trong ngắn hạn: Chúng tôi cho rằng việc Mỹ đưa Việt Nam vào danh sách thao túng tiền tệ chưa có nhiều tác động trong ngắn hạn tới hoạt động xuất khẩu và nền kinh tế Việt Nam do hiện tại vẫn đang trong giai đoạn đàm phán giữa hai nước để giải quyết các bất đồng liên quan đến vấn đề thương mại và điều hành tỷ giá hối đoái. Văn phòng đại diện thương mại Mỹ (USTR) đã công bố các bước trong lộ trình giai đoạn 2 để kết luận về hành vi thao túng tiền tệ. Theo đó, phiên điều trần trực tuyến Điều tra Việt Nam về Định giá tiền tệ sẽ được diễn ra vào ngày 29/12/2020 và hạn chót cho các phản hồi sẽ phải gửi về trước ngày 08/01/2021. Sau đó, có thể Việt Nam và Mỹ sẽ tiến hành thêm các phiên đàm phán về thương mại và tỷ giá trước khi Bộ thương mại Mỹ có kết luận chính thức vào ngày 16/3/2021. Do vậy, chúng tôi cho rằng từ nay đến thời hạn đó, phía Mỹ có thể chưa đưa ra các biện pháp áp thuế trên diện rộng đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam.

Về trung-dài hạn: Tác động trong trung-dài hạn đối với hoạt động thương mại và nền kinh tế Việt Nam sẽ phụ thuộc lớn vào quyết định của Mỹ liên quan đến thuế quan đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam.

- **Trong kịch bản cơ sở:** Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam và Mỹ sẽ giải quyết được các bất đồng liên quan đến thương mại và tỷ giá thông qua đàm phán, qua đó phía Mỹ sẽ không áp thuế “trừng phạt” đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam. Chúng tôi đánh giá xác suất kịch bản này là 80%.
- **Trong kịch bản tiêu cực** (xác suất kịch bản này là 20%): nếu Mỹ và Việt Nam không đạt được thỏa thuận trên bàn đàm phán, Mỹ có thể áp thuế trừng phạt lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Mỹ sẽ không áp thuế hàng loạt lên tất cả các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam mà chỉ đánh lên một số nhóm mặt hàng với mức thuế trừng phạt thấp hơn nhiều mức thuế 25% mà Mỹ đã áp lên hàng hóa xuất khẩu của Trung Quốc trong thương chiến do Bộ Tài chính Mỹ nhận định tiền đồng chỉ định giá thấp khoảng 4,7% trong năm 2019. Trong trường hợp đánh thuế, mức thuế trừng phạt có thể gần tương đương với mức thuế suất 6,2-10% mà Mỹ đã áp dụng đối với mặt hàng lốp xe của Việt Nam trong tháng 11 vừa qua. Việc Mỹ đánh thuế lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam có thể làm chậm lại xu hướng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam và làm suy yếu dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) cũng như

ảnh hưởng đến tăng trưởng của ngành sản xuất chế biến chế tạo vốn được dẫn dắt bởi các doanh nghiệp FDI.

Trong cả hai kịch bản, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ tìm cách nhập khẩu thêm hàng hóa của Mỹ như khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG), nông sản, thủy sản, ô tô, máy bay, máy móc thiết bị,... cũng như giảm thuế đối với hàng hóa nhập khẩu có thể mạnh của Mỹ để phần nào giúp cân bằng hơn cán cân thương mại giữa hai nước. Trong trung hạn, Việt Nam và Mỹ có thể tìm kiếm một thỏa thuận thương mại song phương hoặc đa phương mà hai nước là thành viên để tạo nền tảng cho hoạt động thương mại bình đẳng và bền vững.

Hình 5: Tác động đối với các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam trong trường hợp Mỹ đánh thuế “trùng phạt”

Tên mặt hàng xuất khẩu	GTXK sang thị trường Mỹ (11T20) (triệu USD)	Tỷ trọng thị trường Mỹ trên tổng GTXK thuộc vào thị trường Mỹ	Mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ	Đối thủ chính	Khả năng bị áp thuế trùng phạt	Mức độ ảnh hưởng
Hàng dệt may	12.636	46,8%	Cao	Trung Quốc, Bangladesh, Cambodia	Trung bình	Trung bình/Cao
Máy móc, thiết bị, dụng cụ, phụ tùng	10.577	44,0%	Cao	Trung Quốc	Trung bình	Trung bình/Cao
Máy tính và linh kiện điện tử	9.401	23,3%	Trung bình	Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia	Thấp	Trung bình/Thấp
Điện thoại và linh kiện	8.275	17,8%	Thấp	Trung Quốc, Đài Loan	Thấp	Thấp
Gỗ và sản phẩm gỗ	6.370	57,8%	Cao	Trung Quốc, Indonesia, Malaysia	Cao	Cao
Giày dép các loại	5.639	37,5%	Cao	Trung Quốc, Indonesia	Trung bình	Trung bình/Cao
Phương tiện vận tải và phụ tùng	1.627	19,8%	Thấp	Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia	Cao	Trung bình
Hàng thủy sản	1.492	19,4%	Thấp	Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia	Cao	Trung bình
Đồ chơi, dụng cụ thể thao	1.487	57,0%	Cao	Trung Quốc	Trung bình	Trung bình/Cao
Sắt thép, kim loại thường khác và sản phẩm	1.211	12,2%	Thấp	EU, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc	Cao	Trung bình
Túi xách, vali, mũ, ô, dù	1.146	40,8%	Cao	Trung Quốc	Trung bình	Trung bình/Cao
Sản phẩm từ chất dẻo	973	29,6%	Trung bình	Trung Quốc, EU	Trung bình	Trung bình
Sản phẩm khác	8.545					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Tác động đối với chính sách tỷ giá

Việc Mỹ đưa Việt Nam vào danh sách thao túng tiền tệ sẽ có tác động nhất định tới chính sách tỷ giá của NHNN trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ điều hành tỷ giá linh hoạt hơn và sát diễn biến thị trường hơn thay vì neo tiền đồng gần như cố định với đồng USD như trong giai đoạn vừa qua. Bên cạnh đó, NHNN sẽ cẩn trọng hơn trong việc mua ròng ngoại tệ liên tục với số lượng lớn và đồng nội tệ có thể chịu áp lực lên giá so với đồng USD trong năm tới. Chúng tôi dự báo, tỷ giá USD/VND sẽ biến động trong biên độ +/- 0,5% trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng tiền đồng lên giá sẽ không ảnh hưởng nhiều đến xuất khẩu của Việt Nam trong bối cảnh các đồng tiền khác trong khu vực cũng lên giá mạnh so với đồng USD, đặc biệt là đồng nhân dân tệ (Trung Quốc). Chúng tôi có đánh giá chi tiết tác động của việc tiền đồng lên giá trong báo cáo vĩ mô tháng 11 (chi tiết xem tại [link](#)).

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>