

# Cập nhật vĩ mô

## Lạm phát vẫn được kiểm soát vào năm 2019

- Giá dầu đã đảo chiều mạnh từ mức cao nhất 4 năm trong bối cảnh lo ngại về nguồn cung gia tăng và nhu cầu tăng trưởng chậm lại trong năm tới.
- Giả định giá dầu Brent trung bình 75 USD/thùng trong năm tới (dự báo bình quân của Bloomberg), lạm phát của Việt Nam trong năm 2019 vẫn sẽ được kiểm soát.
- Chúng tôi dự báo thâm hụt thương mại sản phẩm liên quan đến dầu mỏ sẽ tăng trong năm 2019.
- Trong ngắn hạn, tiêu dùng của nền kinh tế có thể được thúc đẩy nhờ giá dầu giảm.

### Giá dầu đã giảm hơn 30% từ mức đỉnh gần đây

Dưới sức ép của lệnh trừng phạt đối với Iran và khủng hoảng kinh tế tại Venezuela, giá dầu đã đạt mức đỉnh của 4 năm vào đầu tháng 10/2018. Tuy nhiên, vì chính phủ Mỹ nới lỏng cấm vận nhập khẩu dầu từ Iran cùng với những lo ngại về dư cung đã khiến giá dầu đảo chiều giảm mạnh trong tháng 11/2018. Trong năm 2019, chúng tôi cho rằng yếu tố nguồn cung sẽ khiến giá dầu diễn biến phức tạp nhưng bình quân dao động trong khoảng 75 USD/thùng (theo dự báo Bloomberg), không tăng nhiều so với giá dầu trung bình năm 2018.

### Lạm phát kỳ vọng vẫn được kiểm soát trong năm 2019

Trong năm 2019, với mức thuế môi trường cao hơn đối với sản phẩm xăng dầu và quỹ bình ổn giá xăng dầu đang dần sụt giảm, chúng tôi ước tính giá sản phẩm xăng dầu trong nước sẽ tăng ~10%. Điều này có thể đóng góp 0,45-1,00 điểm % vào mức tăng chỉ số giá tiêu dùng trong năm tới. Chúng tôi cho rằng lạm phát vẫn được kiểm soát ở mức 4,1% trong năm tới.

### Thâm hụt thương mại sản phẩm từ dầu thô sẽ tăng trong năm sau

Việt Nam trở thành nước nhập khẩu ròng dầu thô trong năm 2018 do nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động. Với giả định giá dầu Brent bình quân ở mức 75 USD/thùng trong năm 2019 và sản lượng dầu thô của Việt Nam tiếp tục giảm, chúng tôi cho rằng thâm hụt thương mại các sản phẩm từ dầu thô sẽ tiếp tục tăng lên. Trên mặt bằng cán cân thương mại tổng thể, chúng tôi ước tính thặng dư đạt 7,1 tỷ USD trong năm 2018 nhưng sẽ giảm chỉ còn 3,4 tỷ USD trong năm 2019 do lo ngại tăng trưởng xuất khẩu chậm lại và nhập khẩu tăng trưởng mạnh hơn do đồng tiền Việt Nam bị phá giá ít hơn các đồng tiền khác trong khu vực.

### Ngân sách Nhà nước không bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động giá dầu

Biến động giá dầu không còn ảnh hưởng đến ngân sách Nhà nước nhiều như trước do 1) nguồn thu từ dầu đã giảm từ mức 13,5% tổng thu ngân sách năm 2012 còn 3,5% trong năm 2017; và 2) sản lượng khai thác ngày càng đi xuống do trữ lượng khai thác giảm và thiếu đầu tư mới. Chúng tôi ước tính thu từ dầu có thể đạt 51.500 tỷ đồng trong năm 2019, với giả định giá dầu Brent trung bình ở mức 75 USD/thùng. Thâm hụt ngân sách nhà nước sẽ duy trì ở mức 3,6% GDP nếu giá dầu nằm trong khoảng 65-75 USD/thùng.

### Mức tiêu thụ có thể tăng trong ngắn hạn do giá dầu giảm

Theo công ty nghiên cứu thị trường Nielsen, chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Việt Nam duy trì ổn định ở mức cao 120 điểm, điều này cho thấy việc giá dầu tăng trong năm 2018 vẫn chưa ảnh hưởng đến cầu tiêu dùng của nền kinh tế, một phần nhờ Chính phủ sử dụng quỹ bình ổn để kiểm soát giá nhiên liệu. Sự sụt giảm giá dầu gần đây có thể giúp tăng niềm tin người tiêu dùng và doanh số bán lẻ trong mùa lễ sắp tới.

### Chuyên viên phân tích vĩ mô

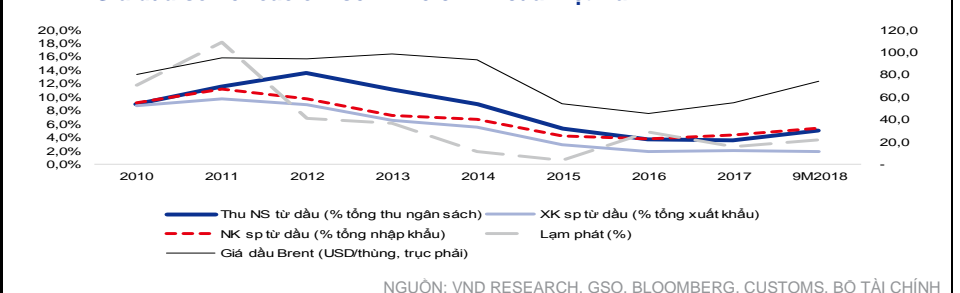


Trần Hà My

T (84) 96 681 1636

E my.tranha@vndirect.com.vn

Hình 1: Giá dầu so với các chỉ số vĩ mô chính của Việt Nam



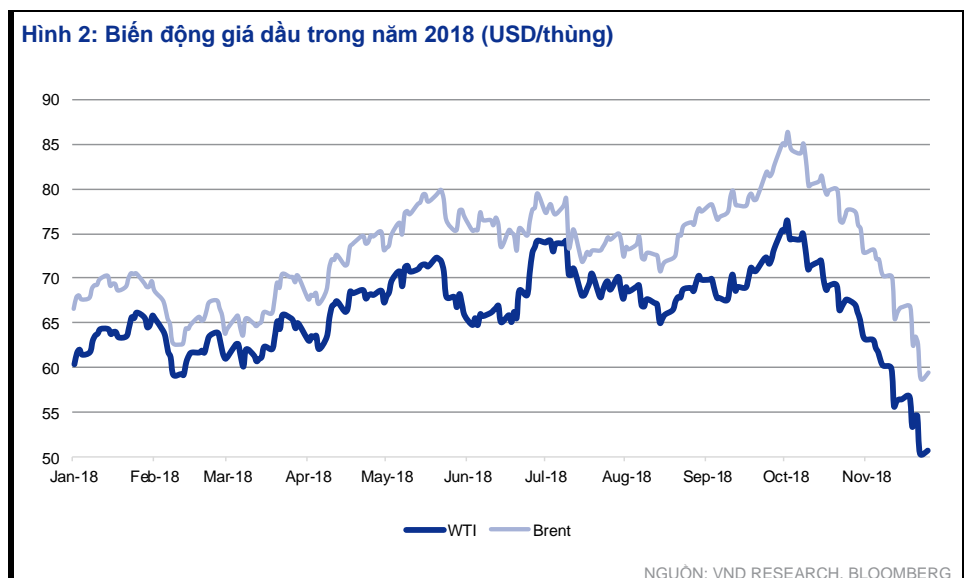
NGUỒN: VND RESEARCH, GSO, BLOOMBERG, CUSTOMS, BỘ TÀI CHÍNH

## Lạm phát năm 2019 vẫn sẽ được kiểm soát

### Giá dầu đảo chiều mạnh từ mức đỉnh trong 4 năm

Giá dầu Brent và WTI đạt mức đỉnh trong 4 năm vào đầu tháng 10 năm 2018 do sản lượng và xuất khẩu dầu tại Iran dự báo giảm vì bị Mỹ áp lệnh trừng phạt trong tháng 11/2018. Theo Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA), sản lượng dầu của Iran giảm hơn 0,4 triệu thùng/ngày kể từ tháng 5/2018 xuống mức 3,4 triệu thùng/ngày vào tháng 9/2018. Trong tháng 10/2018, việc loại bỏ dầu của Iran khỏi thị trường và gián đoạn nguồn cung tại Venezuela đã thúc đẩy kỳ vọng về tình trạng thiếu hụt nguồn cung lớn trong thị trường dầu và khiến giá dầu tăng mạnh. Tuy nhiên, tâm lý đảo chiều nhanh chóng sau đó khi giá dầu đã sụt giảm mạnh do những lo ngại về dư thừa nguồn cung. Chính quyền Tổng thống Trump đã nói lỏng lệnh trừng phạt và cho phép Trung Quốc, Ấn Độ và 6 nước khác tiếp tục mua dầu từ Iran. Trong khi đó, Ả Rập Saudi, Nga và Mỹ đã tăng sản lượng trong những tháng gần đây để bù đắp cho sự sụt giảm dự kiến trong sản lượng của Iran. Đồng thời, lo ngại về tăng trưởng kinh tế toàn cầu đang chậm lại đã ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng của nhu cầu về dầu. Giá dầu Brent giảm xuống mức thấp nhất kể từ tháng 10/2017 còn 59,5 USD/thùng, giảm 31,1% so với mức đỉnh 4 năm vào đầu tháng 10/2018.

Hình 2: Biến động giá dầu trong năm 2018 (USD/thùng)



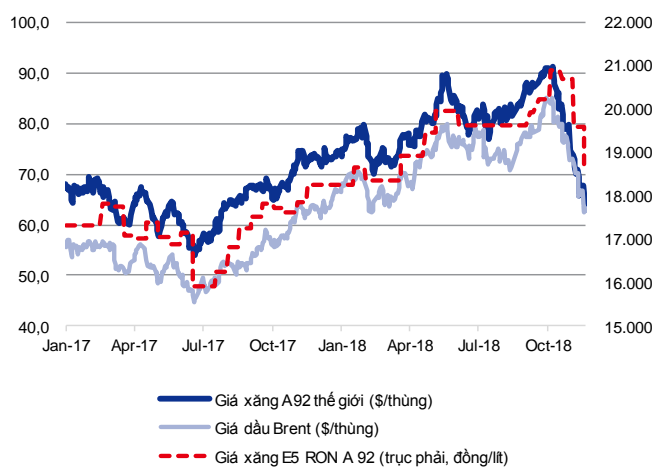
### Thị trường dầu có thể dư cung trong năm 2019 nhưng triển vọng vẫn không chắc chắn

Theo Ngân hàng Thế giới, nhu cầu về dầu trên toàn cầu năm 2019 dự báo sẽ tăng tương tự mức tăng trong năm 2018. Trong khi đó, Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) và Tổ chức Các nước Xuất khẩu Dầu mỏ (OPEC) lại điều chỉnh giảm dự báo mức tiêu thụ dầu trong năm 2019 trong báo cáo gần đây nhất, nguyên nhân do tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại. Về nguồn cung, IEA ước tính sẽ dư thừa đáng kể trong năm 2019 do sản lượng từ Trung Đông, Nga và Mỹ cao hơn mức sụt giảm tại Iran, Venezuela và các nước khác. Ngoài ra, với lệnh trừng phạt Iran của Mỹ và tăng trưởng nhu cầu ổn định, thị trường dầu có thể sẽ xảy ra tình trạng dư cung trong năm 2019. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có thông tin cụ thể về mức giảm sản lượng từ Iran cũng như khả năng về việc cắt giảm nguồn cung của các nhà sản xuất OPEC trong cuộc họp đầu tháng 12 sắp tới. Dựa trên dự báo bình quân của các nhà phân tích từ Bloomberg, chúng tôi chọn kịch bản cơ sở cho giá dầu Brent trong năm 2019 ở mức 75USD/thùng, không cao hơn nhiều so với giá dầu trung bình trong năm 2018.

## Lạm phát của Việt Nam kỳ vọng vẫn được kiểm soát trong năm 2019

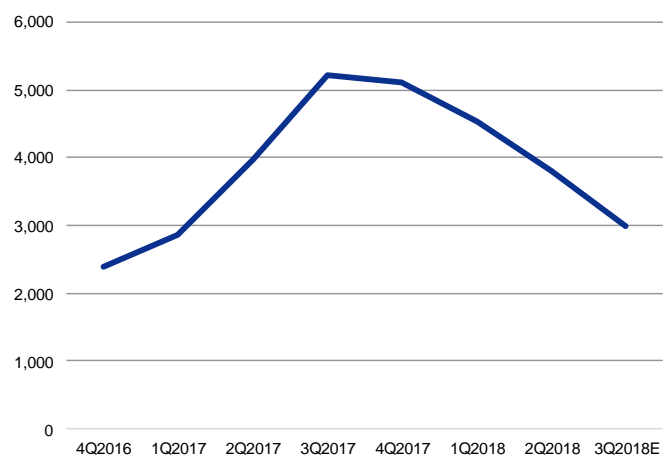
Hiện tại, Chính phủ đang thực hiện một số biện pháp chính sách để đảm bảo lạm phát dưới 4,0% trong năm 2018 bao gồm giảm phí dịch vụ y tế và lùi thời điểm tăng giá điện cũng như thuế môi trường. Ngoài ra, Chính phủ cũng sử dụng quỹ bình ổn giá xăng dầu để kiểm soát giá xăng bán lẻ trong nước và hạn chế tác động của giá xăng tăng. Trong 10T2018, giá bán lẻ xăng trong nước chỉ tăng 12,8% so với cùng kỳ trong khi giá xăng thế giới tăng 24,6% so với cùng kỳ và giá dầu tăng 38,4% so với cùng kỳ. Nhờ sự sụt giảm của giá dầu gần đây do kỳ vọng dư cung trên thị trường dầu, chúng tôi cho rằng áp lực về lạm phát có thể giảm xuống trong thời điểm cuối năm. Vì vậy, chúng tôi dự báo lạm phát mục tiêu năm 2018 ở mức dưới 4,0% vẫn sẽ được đảm bảo.

Hình 3: Giá xăng quốc tế so với nội địa (2017-11/2018)



NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG, MOIT

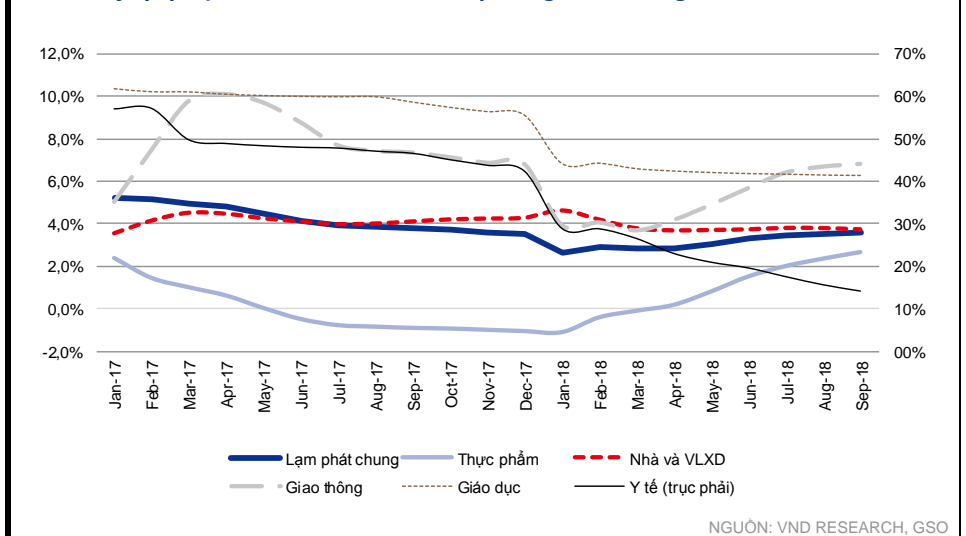
Hình 4: Số dư Quỹ bình ổn giá xăng dầu (tỷ VND, 2016-Q3/2018)



NGUỒN: VND RESEARCH, MOF

Trong năm 2019, chúng tôi nhận thấy rủi ro lạm phát có xu hướng gia tăng do: 1) phí dịch vụ y tế sẽ tiếp tục tăng theo lộ trình tăng giá dịch vụ y tế của Chính phủ mặc dù đã bị trì hoãn trong năm 2018; 2) theo Tổng Công ty Điện lực Việt Nam (EVN), giá điện dự kiến tăng trong năm tới do giá nguyên liệu tăng; 3) việc tăng thuế môi trường sẽ có hiệu lực từ tháng 1/2019 và nâng giá nhiên liệu lên khoảng 4,4-4,7%; và 4) số dư của quỹ bình ổn giá xăng dầu đã giảm đáng kể để hạn chế việc giá dầu tăng trong Q3/2018, do đó Chính phủ sẽ có thể chuyển áp lực trích sử dụng quỹ bình ổn sang người tiêu dùng nếu giá dầu tăng mạnh trở lại.

Mặc dù sản phẩm xăng dầu chỉ chiếm 4,0% trong rổ hàng CPI, nhưng việc giá xăng tăng có tác động trực tiếp và gián tiếp đến lạm phát. Trong giả định cơ sở với giá dầu Brent trung bình ở mức 75 USD/thùng trong năm 2019, chúng tôi ước tính ảnh hưởng lên lạm phát sẽ vào khoảng 0,45-1,0%, bao gồm cả tác động từ việc tăng thuế môi trường và trường hợp quỹ bình ổn giá xăng dầu đang dần suy giảm. Việc điều chỉnh phí dịch vụ công (y tế và giáo dục) có thể khiến cho CPI tăng 0,48 điểm %. Điện chiếm 3,0% rổ hàng CPI, vì vậy nếu giá điện tăng 5,0%, chúng tôi ước tính ảnh hưởng lên lạm phát sẽ ở mức 0,08-0,2%. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lạm phát trung bình sẽ ở mức 4,1% trong năm 2019, tăng nhẹ so với mức 4,0% cho dự báo năm nay. Trong cuộc họp tháng 11/2018, Quốc hội đã đề ra mục tiêu kiểm soát lạm phát ở mức khoảng 4,0% trong năm 2019.

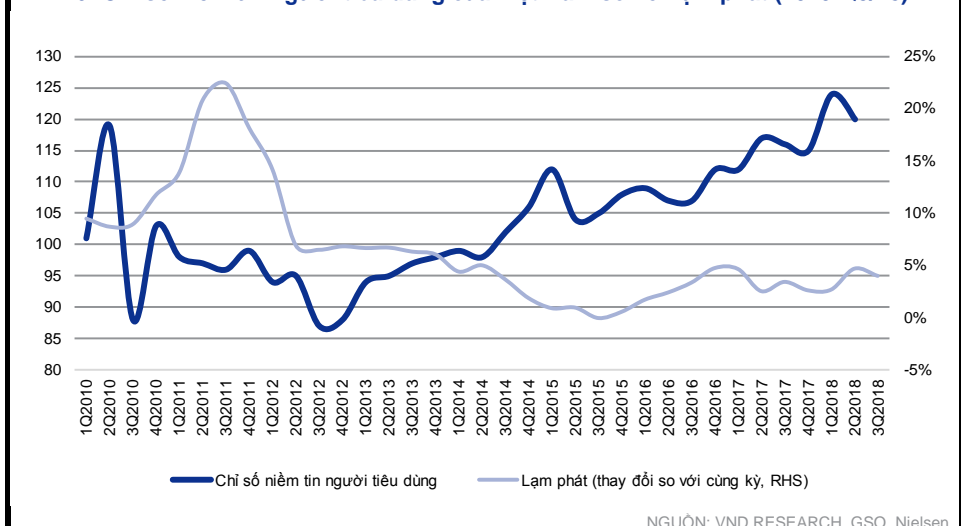
**Hình 5: Tỷ lệ lạm phát theo năm của các mặt hàng chính trong rổ CPI**


NGUỒN: VND RESEARCH, GSO

## Nhu cầu tiêu dùng vẫn không bị ảnh hưởng bởi việc tăng giá xăng trong năm 2018

Theo Nielsen, chỉ số niềm tin tiêu dùng của Việt Nam duy trì ổn định trong Q2/2018 ở mức 120 điểm, điều này cho thấy giá dầu tăng trong năm 2018 không ảnh hưởng đến nhu cầu. Ngoài ra, sự sụt giảm giá dầu gần đây có thể thúc đẩy niềm tin người tiêu dùng và doanh số bán lẻ trong mùa lễ mua sắm sắp tới và đẩy mạnh tăng trưởng tiêu dùng trong Q4/2018.

Tăng trưởng tiêu dùng kỳ vọng sẽ ổn định năm 2019 trong trường hợp giả định giá dầu bình quân ở mức 75 USD/thùng. Tuy nhiên, trong trường hợp kém khả quan nhất, nếu giá dầu phục hồi về 80 USD/thùng và duy trì ở mức này trong thời gian dài, chúng tôi cho rằng rủi ro lạm phát của Việt Nam vượt mức 5,0% sẽ gia tăng. Điều này có thể thúc đẩy NHNN nâng lãi suất cơ bản trong năm 2019 và khiến cho nhu cầu tiêu dùng suy yếu.

**Hình 6: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng của Việt Nam so với lạm phát (2010-Q3/18)**


NGUỒN: VND RESEARCH, GSO, Nielsen

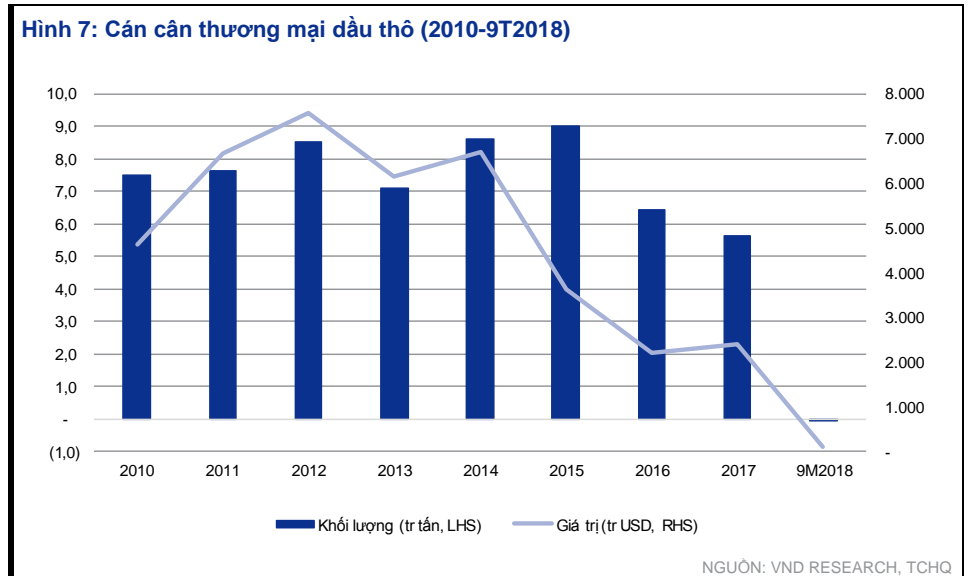
## Thặng dư thương mại có thể thu hẹp trong năm 2019 do lo ngại tăng trưởng xuất khẩu chậm lại và ảnh hưởng của tỷ giá

Xuất khẩu dầu thô từng là một trong những ngành chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng xuất khẩu của Việt Nam nhưng tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu dầu đã sụt giảm đáng kể từ năm 2011. Điều này không chỉ do giá dầu và sản lượng dầu nội địa có xu hướng giảm mà còn do thay đổi cơ cấu trong xuất khẩu của Việt Nam, với

sự gia tăng mạnh mẽ của các mặt hàng dệt may và điện tử. Trong 9T2018, các sản phẩm dầu thô và xăng chỉ đóng góp 3,2 tỷ USD vào kim ngạch, chiếm 1,8% tổng xuất khẩu.

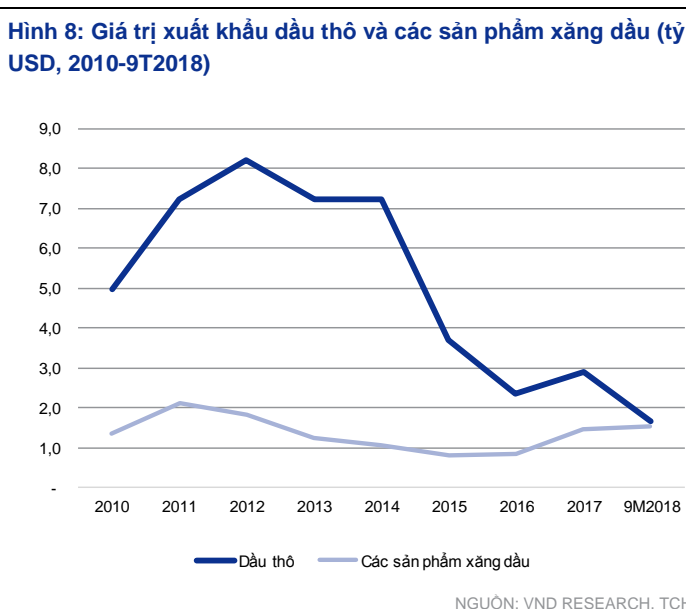
Trong năm 2018, Việt Nam trở thành nhà nhập khẩu dầu thô ròng nhờ tăng công suất lọc dầu với nhà máy lọc dầu thứ hai (Nghi Sơn) đã đi vào hoạt động từ tháng 5/2018 và sản lượng dầu thô trong nước liên tục giảm. Trong 9 tháng đầu năm nay, nhập khẩu dầu thô của Việt Nam đạt mức kỷ lục (+186,2% so với cùng kỳ về khối lượng và +282,1% so với cùng kỳ về giá trị). Mặc dù công suất lọc dầu cải thiện, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu các sản phẩm lọc hóa dầu với tổng khối lượng 9,3 triệu tấn và trị giá 6,3 tỷ USD trong 9T2018, giảm 2,1% về khối lượng nhưng tăng 22,4% về giá trị so với cùng kỳ.

Hình 7: Cán cân thương mại dầu thô (2010-9T2018)



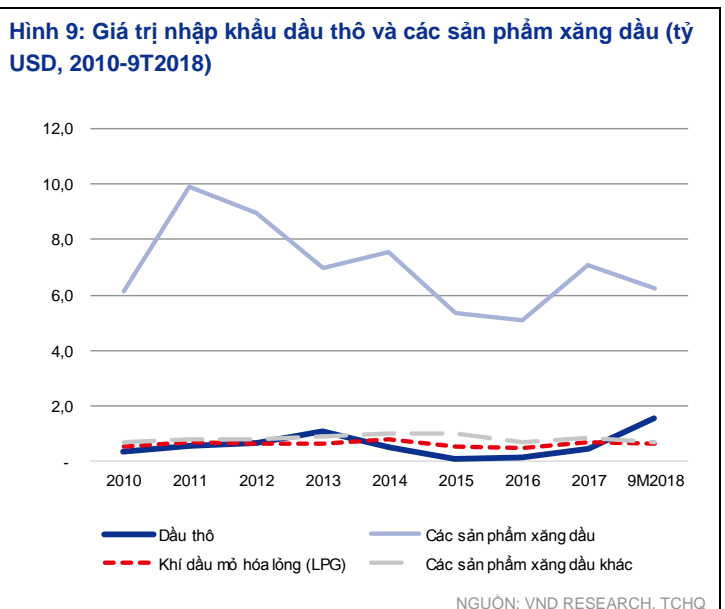
NGUỒN: VND RESEARCH, TCHQ

Hình 8: Giá trị xuất khẩu dầu thô và các sản phẩm xăng dầu (tỷ USD, 2010-9T2018)



NGUỒN: VND RESEARCH, TCHQ

Hình 9: Giá trị nhập khẩu dầu thô và các sản phẩm xăng dầu (tỷ USD, 2010-9T2018)

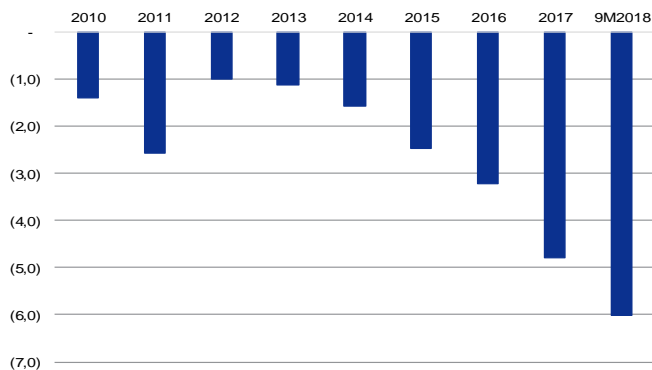


NGUỒN: VND RESEARCH, TCHQ

Việc trở thành nước nhập khẩu dầu thô trong khi nhu cầu nhập khẩu các sản phẩm từ dầu thô vẫn tăng mạnh khiến cho thâm hụt thương mại dầu khí tăng từ 4,8 tỷ USD trong năm 2017 lên 6,0 tỷ USD trong 9T2018. Giả định giá dầu Brent ước tính ở mức 75 USD/thùng trong năm 2019 và sản lượng dầu sẽ giảm sâu hơn nên chúng tôi cho rằng thâm hụt thương mại dầu khí sẽ tiếp tục tăng và ảnh hưởng đến cán cân thương mại tổng thể. Bên cạnh đó, do lo ngại về xuất khẩu tăng trưởng chậm lại và nhập khẩu sẽ tăng nhanh hơn do VND mất giá ít hơn so với các đồng tiền khác, chúng tôi dự báo thặng dư thương mại đạt 7,1 tỷ USD trong năm 2018 nhưng ước tính giảm còn 3,4 tỷ USD trong năm 2019. Vì vậy, theo chúng tôi, thặng dư cán cân vãng lai giảm trong năm tới có thể khiến NHNN

khó khăn hơn trong việc thực hiện mục tiêu duy trì sự ổn định của tiền đồng trong năm 2019.

**Hình 10: Cán cân thương mại dầu thô và các sản phẩm lọc hóa dầu (tỷ USD, 2010-9T2018)**



NGUỒN: VND RESEARCH, TCHQ

**Hình 11: Tỷ trọng của dầu thô và các sản phẩm lọc hóa dầu trong giá trị XNK (2010-9T2018)**



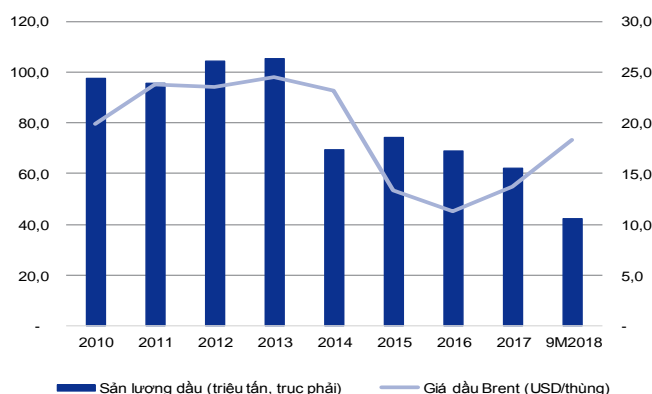
NGUỒN: VND RESEARCH, TCHQ

## Ngân sách Nhà nước không bị ảnh hưởng nhiều bởi diễn biến giá dầu

Chúng tôi nhận thấy ngân sách Nhà nước đã giảm phụ thuộc vào thu từ dầu trong những năm gần đây (3,5% tổng thu ngân sách trong năm 2017 so với mức 13,5% trong năm 2012). Ngoài ra, theo Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), các mỏ dầu bị khai thác cạn kiệt và thiếu hoạt động thăm dò và đầu tư trong những năm gần đây sẽ khiến cho sản lượng dầu thô của Việt Nam giảm 10% mỗi năm cho đến năm 2025.

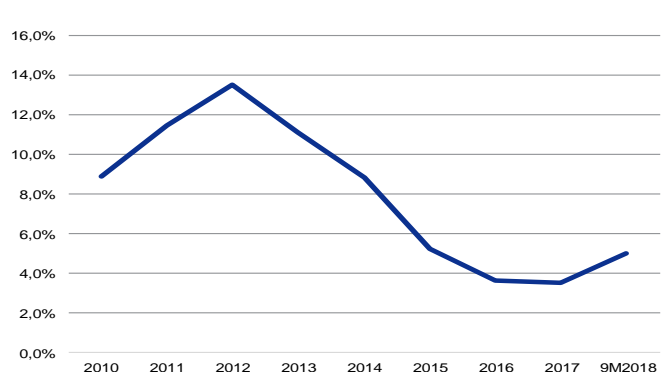
Theo PVN, sản lượng dầu 9T2018 vượt kế hoạch với 10,5 triệu tấn, nhưng giảm 10,2% so với cùng kỳ. Thu từ dầu đạt 48.100 tỷ đồng (+42,5% so với cùng kỳ) và vượt kế hoạch của Chính phủ 34,0% nhờ giá dầu tăng mạnh trước đợt điều chỉnh gần đây. Trong năm tới, Chính phủ kỳ vọng thu từ dầu sẽ đạt 44.600 tỷ đồng với giả định giá dầu trung bình ở mức 65 USD/thùng. Theo chúng tôi, kế hoạch này khá thận trọng và chúng tôi ước tính thu từ dầu có thể lên đến 51.500 tỷ đồng, với giá dầu Brent trung bình ở mức 75 USD/thùng trong năm 2019. Với kế hoạch ngân sách hiện tại, thu từ dầu tăng lên sẽ dẫn đến thâm hụt ngân sách trong năm 2019 về mức 3,5% GDP so với mục tiêu 3,6% GDP của Chính phủ trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Mặc dù quỹ bình ổn giá xăng dầu đã giảm đi đáng kể nhưng chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ không trích tài trợ từ NSNN để trợ cấp giá nhiên liệu vì củng cố thu chi ngân sách vẫn là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ.

**Hình 12: Sản lượng dầu thô của Việt Nam so với giá dầu (2010-9T2018)**



NGUỒN: VND RESEARCH, BCT, BLOOMBERG

**Hình 13: Thu từ dầu (% tổng thu ngân sách, 2010-9T2018)**



NGUỒN: VND RESEARCH, BTC

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

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

### Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NĂM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

## 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.

### Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: [anirban.lahiri@vndirect.com.vn](mailto:anirban.lahiri@vndirect.com.vn)

### Trần Hà My – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [my.tranha@vndirect.com.vn](mailto:my.tranha@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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