

Cập nhật vĩ mô

20/10/2022

## Cập nhật vĩ mô

### Đối mặt với nhiều thách thức phía trước

- GDP tăng 13,7% trong Q3/22, qua đó nâng tăng trưởng GDP 9 tháng lên 8,8% svck, là mức tăng trưởng trong 9 tháng cao nhất kể từ 2011.
- Khó khăn gia tăng tạo thêm áp lực cho Ngân hàng Nhà nước (NHNN) phải thắt chặt chính sách.
- Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam 2022 đạt 7,9% svck (+/- 0,2 điểm %)

#### Tăng trưởng GDP Q3/22 tăng từ mức nền thấp của Q3/21

Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP của Việt Nam tăng 13,7% svck trong Q3/22, phần lớn là nhờ dịch vụ tăng mạnh (+18,7% svck), đồng thời ngành công nghiệp và xây dựng tăng tốt (+12,9% svck). Trong 9T22, nền kinh tế Việt Nam tăng 8,8% svck (so với +1,4% svck trong 9T21), đây là tốc độ tăng trưởng 9 tháng mạnh nhất trong 12 năm.

#### Khó khăn gia tăng tạo thêm áp lực cho NHNN phải thắt chặt chính sách

Trong nước, lạm phát gia tăng với CPI T9/22 tăng 3,9% svck, cao hơn đáng kể so với CPI tháng trước (+2,9% svck). 9 tháng đầu năm, CPI bình quân tăng 2,7% svck. Trên bình diện quốc tế, FED quyết liệt theo đuổi chính sách thắt chặt tiền tệ với kế hoạch tăng thêm khoảng 150 điểm cơ bản lãi suất điều hành trong vòng 6 tháng tới. Do sức ép từ FED, chúng tôi dự báo NHNN Việt Nam có thể tăng lãi suất điều hành thêm 50-100 điểm cơ bản trong 6 tháng tới. Theo đó, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu có thể được nâng lên mức lần lượt là 5,5-6,0% và 4,0-4,5% trong lần điều chỉnh tiếp theo.

#### Tỷ giá sẽ tiếp tục chịu áp lực trong thời gian còn lại của năm 2022

NHNN đã quyết định điều chỉnh biên độ tỷ giá giao ngay USD/VND từ +/-3% lên +/-5%, có hiệu lực từ ngày 17 tháng 10. Ngay sau động thái đó, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng đã tăng lên 24.320 đồng (+6,5% sv đầu năm). Chúng tôi cho rằng tỷ giá sẽ tiếp tục chịu áp lực do NHNN có ít dư địa hỗ trợ tỷ giá hơn trước nếu đồng USD mạnh lên trong những tháng cuối năm 2022 (dự trữ ngoại hối giảm còn khoảng 89 tỷ USD). Chúng tôi dự báo Việt Nam Đồng có thể mất giá khoảng 6-8% so với USD trong năm 2022.

#### Đà tăng trưởng của Việt Nam có thể chậm lại trong Q4/22 và 2023

Trong báo cáo mới nhất, quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã cảnh báo nguy cơ nền kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại vào năm 2023, với các quốc gia chiếm khoảng một phần ba nền kinh tế toàn cầu có thể suy thoái trong giai đoạn 2022-2023. Do khó khăn bên ngoài đang nổi lên, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam và dòng vốn FDI có thể chậm lại trong những quý tới. Tuy vậy, vẫn có một số yếu tố hỗ trợ giúp Việt Nam giảm thiểu rủi ro tăng trưởng kinh tế chậm lại, bao gồm nguồn vốn đầu tư công dồi dào và lượng khách nước ngoài kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ trong năm tới. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Q4/22 đạt 5,6%, đưa tăng trưởng cả năm 2022 lên 7,9% svck. Trong năm 2023, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam chậm lại còn 6,9% svck, vẫn nằm trong số các nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất khu vực.

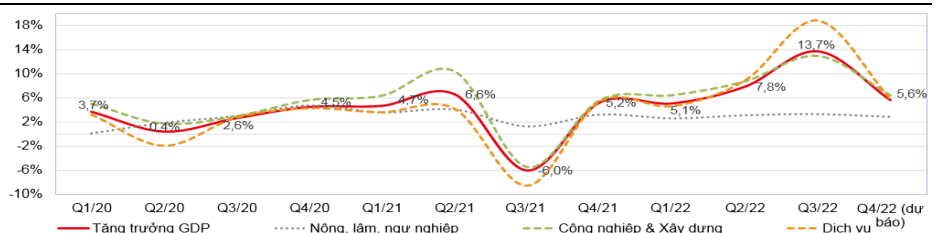
#### Chuyên viên phân tích



**Đinh Quang Hình**

[hinh.dinh@vndirect.com.vn](mailto:hinh.dinh@vndirect.com.vn)

**Hình 1: Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 5,6% svck (+/-0,5 điểm) trong Q4/22**



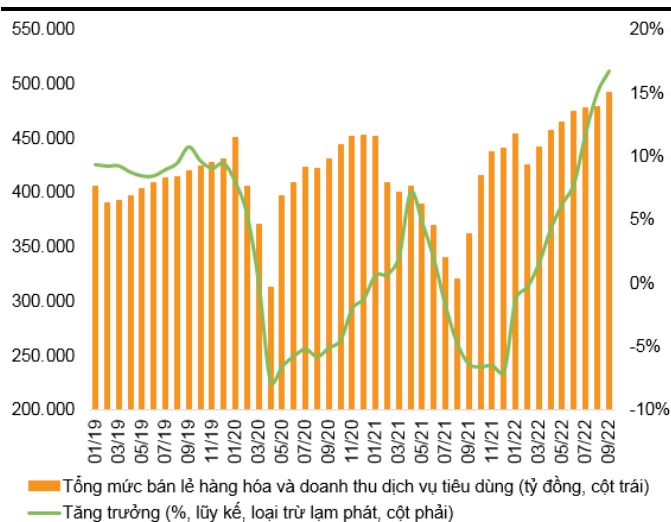
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

## ĐỐI MẶT VỚI NHIỀU THÁCH THỨC PHÍA TRƯỚC

### GDP của Việt Nam tăng trưởng mạnh, đạt 13,7% svck trong Q3/22

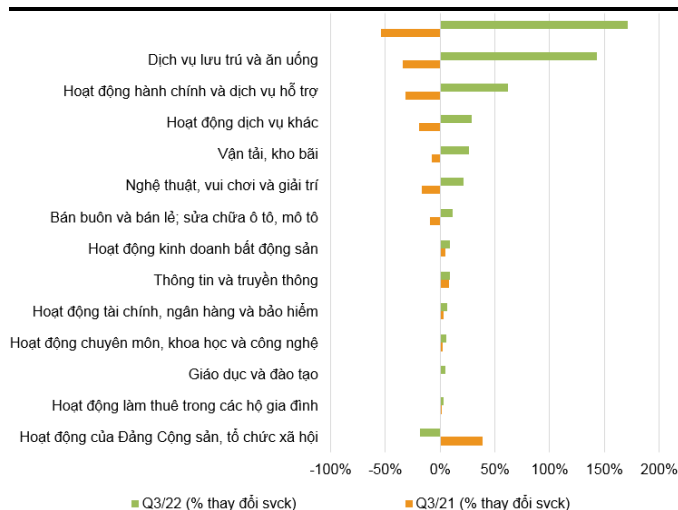
Theo số liệu của Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP của Việt Nam trong Q3/22 tăng 13,7% svck, đây là mức tăng trưởng Q3 mạnh nhất kể từ năm 2011. Trong đó, ngành dịch vụ tăng mạnh nhất đạt 18,7% svck, trong khi ngành công nghiệp & xây dựng và ngành nông nghiệp tăng lần lượt 12,9% svck và 3,2% svck. Trong 9 tháng đầu năm, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam tăng lên 8,8% svck (so với +1,4% svck trong 9T21), đánh dấu tốc độ tăng trưởng 9 tháng mạnh nhất trong 12 năm.

Hình 2: Nhu cầu nội địa tăng đều trong 9 tháng đầu năm 2022



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Sự tăng trưởng của từng phân ngành dịch vụ (% svck)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Trong Q3/22, ngành dịch vụ tăng trưởng 18,7% svck, mức tăng mạnh nhất của Q3 kể từ 2011. Sự phục hồi mạnh mẽ của ngành đến từ:**

- Nhu cầu trong nước gia tăng đáng kể cùng với sự phục hồi của nền kinh tế. Theo số liệu của TCTK, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong Q3/22 tăng 41,7% svck (so với -19,8% trong Q3/21). 9 tháng đầu năm 2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 20,1% svck (so với -5,0% svck trong 9T21). Nếu loại trừ yếu tố giá, chỉ tiêu này đã tăng 16,8% svck (cùng kỳ 9T21 giảm 6,6% svck). Tốc độ tăng trưởng 9 tháng đầu năm đã vượt qua tốc độ tăng trưởng của thời kỳ trước đại dịch, cho thấy nhu cầu trong nước đang phục hồi vững chắc. Nhờ tiêu dùng nội địa phục hồi, phân ngành bán lẻ tăng 21,0% svck trong Q3/22 (sv -17,1% trong Q3/21).
- Du lịch phục hồi ngoạn mục là điểm sáng của ngành dịch vụ trong năm nay. Theo Tổng cục Du lịch, tổng lượng khách du lịch nội địa trong 9 tháng đầu năm đạt 86,8 triệu lượt. Đặc biệt, lượng khách du lịch nội địa đã vượt kế hoạch của Chính phủ là 60 triệu lượt cho cả năm 2022 và thậm chí vượt cả lượng khách nội địa trong cả năm 2019 (mức trước đại dịch). Đồng thời, Việt Nam đón 1,2 triệu lượt khách quốc tế trong Q3/22, gấp 48 lần svck năm 2021 và gấp đôi tổng lượng khách quốc tế trong 6 tháng đầu năm 2022. Trong 9 tháng đầu năm, khách quốc tế đến Việt Nam đạt gần 1,9 triệu lượt, cao hơn 16,4 lần cùng kỳ năm trước nhưng vẫn chỉ tương đương 15,6% mức trước đại dịch trong 9T19 và chỉ đạt 30% kế hoạch năm 2022. Nhìn chung, doanh thu từ du lịch đạt 394.200 tỷ đồng trong 9T22, tăng 2,2 lần so với doanh thu từ du lịch cả năm 2021 và bằng 78% svck năm 2019 (mức trước đại dịch). Kết quả là, các phân ngành liên quan đến du lịch có sự phục hồi ấn tượng trong Q3/22, bao gồm dịch vụ lưu trú và ăn uống

(+171,7% svck trong Q3/22 so với -54,1% trong Q3/21), nghệ thuật, vui chơi, giải trí (+26,5% svck trong Q3/22 so với -7,9% svck trong Q3/21).

- Cùng với sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch, hoạt động giao thông vận tải cũng khởi sắc trong Q3/22. Theo TCTK, hành khách vận chuyển trong Q3/22 ước tính đạt 961,8 triệu lượt người (+286,7% svck) và lưu lượng hành khách đạt 42,6 tỷ lượt khách-km (+434,9% svck). Trong khi đó, lượng hàng hóa vận chuyển trong Q3/22 ước tính đạt 536,1 triệu tấn (+65,5% svck) và lưu lượng hàng hóa đạt 115,7 tỷ tấn-km (+63,7% svck). Điều này dẫn tới phân ngành vận tải và kho bãi đã tăng đáng kể 28,8% svck trong Q3/22 (so với mức -19,6% svck trong Q3/21).

Ngoài ra, ngành dịch vụ trong 9 tháng đầu năm tăng 10,6% svck, đóng góp 4,6 điểm % trong mức tăng 8,8% svck của toàn nền kinh tế trong 9 tháng đầu năm 2022.

Hình 4: Tăng trưởng của từng phân ngành (% svck)

	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/23
Công nghiệp và xây dựng	5,0%	1,7%	2,9%	5,6%	6,3%	10,4%	-5,5%	5,6%	6,4%	8,7%	12,9%
Công nghiệp	5,1%	1,1%	2,3%	4,8%	6,3%	11,2%	-4,4%	6,5%	7,0%	9,5%	12,1%
Khai khoáng	-4,2%	-5,8%	-5,9%	-6,1%	-8,5%	-4,7%	-9,1%	-2,7%	1,1%	4,5%	6,6%
Sản xuất	7,1%	3,4%	3,9%	8,6%	8,9%	13,4%	-4,1%	8,0%	7,7%	11,1%	13,0%
Sản xuất và phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí	7,5%	-0,1%	4,0%	4,4%	4,3%	12,8%	-2,6%	5,5%	7,1%	4,5%	11,2%
Cung cấp nước; hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải	6,7%	1,4%	5,5%	8,3%	5,4%	7,8%	-0,2%	3,6%	6,5%	6,3%	9,1%
Xây dựng	4,4%	4,7%	5,7%	8,6%	6,5%	6,5%	-10,1%	2,1%	3,3%	4,9%	16,6%

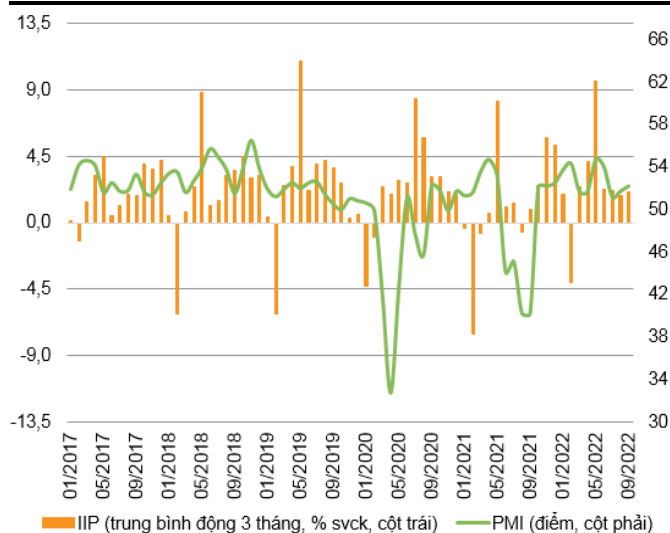
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, Bộ Tài chính

**Ngành công nghiệp và xây dựng tăng 12,9% trong Q3/22.** Mức tăng trưởng cao của ngành công nghiệp và xây dựng trong Q3/22 là do:

- Mức nền thấp trong Q3/21 do ngành công nghiệp và xây dựng giảm 5,5%.
- Nhu cầu các mặt hàng công nghiệp tăng đáng kể do cầu nội địa phục hồi và hoạt động xuất khẩu khả quan. Kết quả là, nhóm ngành sản xuất tăng trưởng mạnh 13,0% svck trong Q3/22 (sv giảm 4,1% svck trong Q3/21).
- Đầu tư công tăng tốc trong những tháng gần đây đã củng cố đà tăng trưởng của nhóm ngành xây dựng trong Q3/22 (+16,6% svck trong Q3/22 so với +4,9% svck trong Q2/22 và -10,1% trong Q3/21).

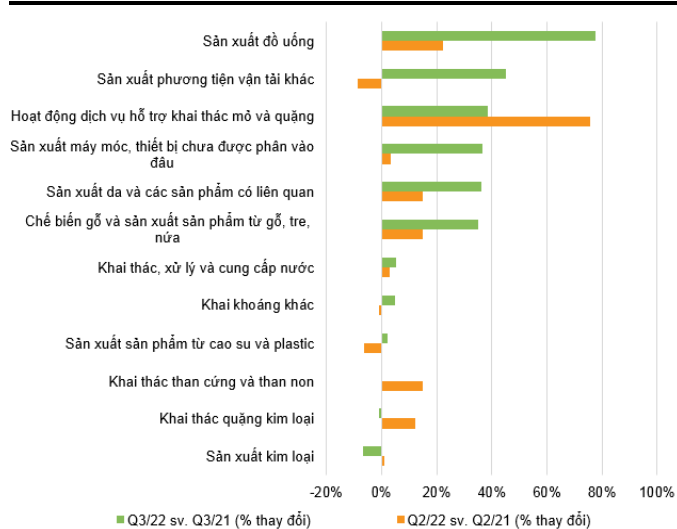
Trong 9 tháng đầu năm, ngành công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 9,4%, đóng góp 3,5 điểm % vào mức tăng 8,8% svck của cả nền kinh tế trong 9 tháng đầu năm 2022. Tất cả các phân ngành đều ghi nhận mức tăng trưởng mạnh svck, bao gồm chế biến chế tạo (+10,7% svck trong 9T22 sv +6,1% svck trong 9T21); điện, ga, hơi nước và điều hòa (+7,7% svck trong 9T22 sv +5,2% svck trong 9T21); cung cấp nước, thoát nước và quản lý chất thải (+7,0% svck trong 9T22 sv 4,1% svck trong 9T21); khai khoáng (+4,4% svck trong 9T22 sv -7,2% svk trong 9T21); và xây dựng (+8,6% svck trong 9T22 so với -0,6% svck trong 9T21).

Hình 5: PMI của Việt Nam tăng lên 52,2 điểm trong tháng 9/2022



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

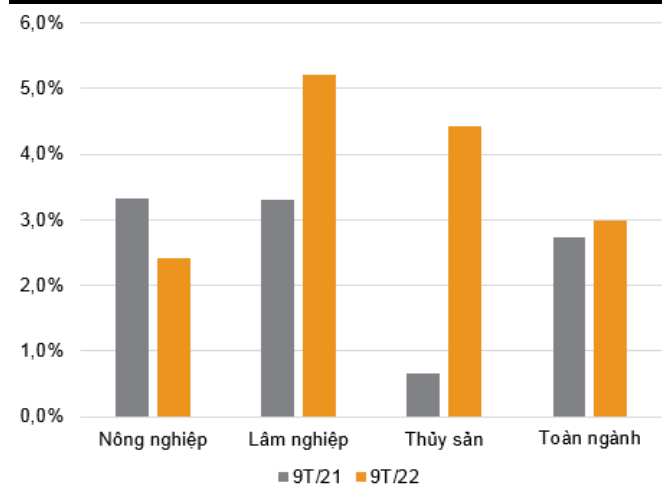
Hình 6: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo phân ngành



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

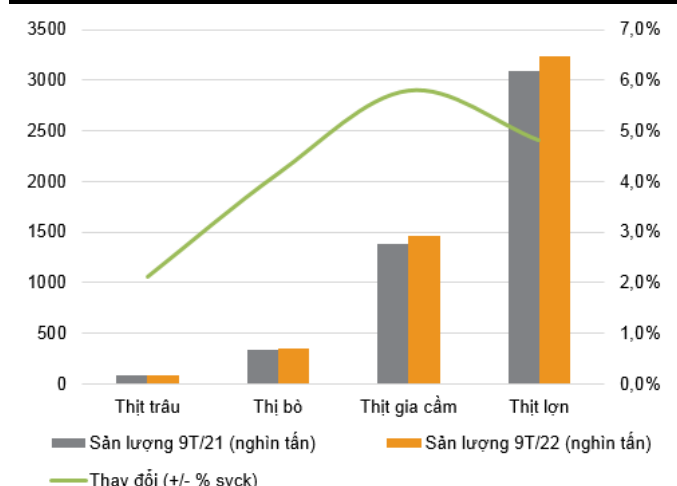
**Nông, lâm, ngư nghiệp tăng 3,2% svck**, cải thiện từ mức nền thấp 1,2% svck trong Q3/21. Đặc biệt, cả hai phân ngành lâm nghiệp và thủy sản đều ghi nhận mức tăng trưởng tăng lần lượt là 5,6% và 4,9% trong Q3/22 nhờ nhu cầu xuất khẩu cao. Ngược lại, tốc độ tăng trưởng ngành nông nghiệp giảm xuống 2,5% svck trong Q3/22 từ mức 2,7% svck trong Q3/21. Kết quả khả quan trong Q3/22 đã nâng tăng trưởng ngành nông, lâm, ngư nghiệp lên 3,0% svck trong 9T22 (so với 2,7% svck trong 9T21). Ngành nông, lâm, ngư nghiệp đóng góp 0,3 điểm % vào mức tăng 8,8% svck của cả nền kinh tế trong 9 tháng đầu năm 2022.

Hình 7: Tăng trưởng của các phân ngành (% svck)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Sản lượng của các sản phẩm từ chăn nuôi



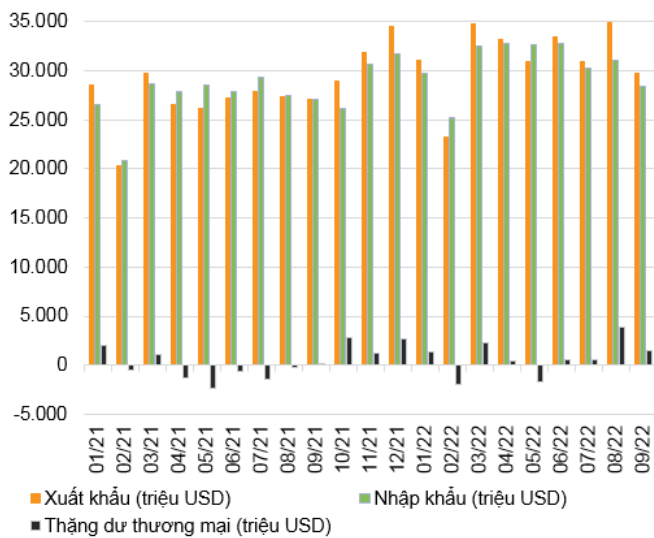
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

### Tăng trưởng xuất khẩu giảm tốc do nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu

Theo TCTK, giá trị xuất khẩu tăng 9,9% svck (-14,6% sv tháng trước) lên 29,8 tỷ USD trong tháng 9/2022. Trong đó, xuất khẩu của các doanh nghiệp trong nước giảm 1,6% svck (-19,1% sv tháng trước) trong khi xuất khẩu của các doanh nghiệp FDI tăng 14,1 svck (-13,1% sv tháng trước). Nhu cầu thấp hơn

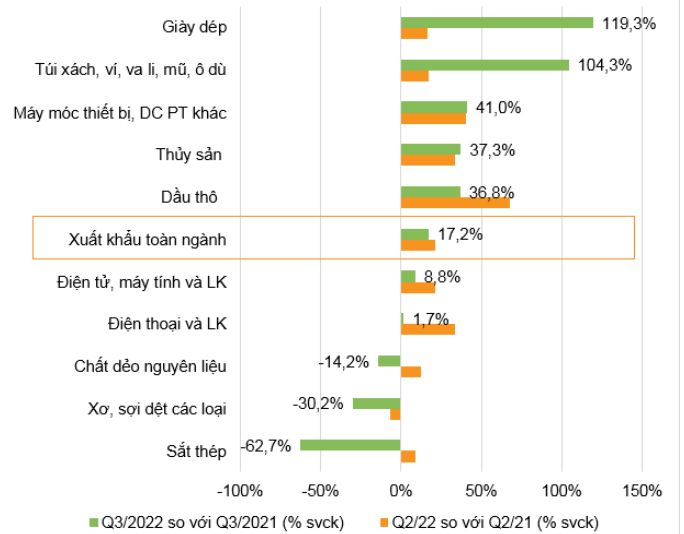
tại các nước phát triển do chính sách thắt chặt tiền tệ của các ngân hàng trung ương là nguyên nhân chính khiến xuất khẩu của Việt Nam giảm tốc trong tháng này. Một số mặt hàng có giá trị xuất khẩu giảm mạnh trong tháng 9 bao gồm điện thoại và linh kiện (-12,3% svck), sắt thép (-69,3% svck), clinker và xi măng (-54,9% svck), nguyên liệu nhựa (-37,7% svck), xăng (-36,7% svck) và dầu thô (-11,6% svck). Về mặt tích cực, nhiều mặt hàng xuất khẩu vẫn duy trì mức tăng trưởng dương, dẫn đầu là giày dép (+163,9% svck), túi xách, ví và vali (+153,6% svck), phân bón (+152,4%) và than đá (+109,3% svck). Chúng tôi giữ nguyên quan điểm tăng trưởng xuất khẩu sẽ giảm tốc trong Q4/22 do nhu cầu bên ngoài yếu hơn và dự báo xuất khẩu cả năm 2022 sẽ tăng trưởng 14% svck.

**Hình 9: Mức tăng trưởng xuất nhập khẩu giảm tốc trong tháng 9 năm 2022**



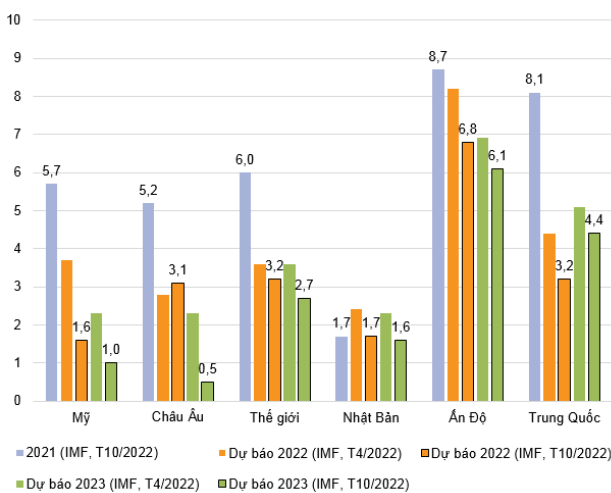
Nguồn: Vietnam Customs, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Tăng trưởng xuất khẩu theo mặt hàng trong Q3/22 (% svck)**



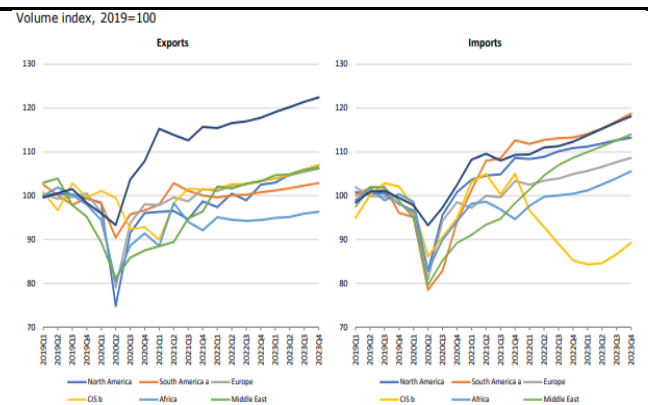
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn dự kiến sẽ chậm lại trong giai đoạn 2022-2023**



Nguồn: TCTK, MPI, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Dự báo thương mại toàn cầu chậm lại trong giai đoạn 2022-2023**



a Refers to South and Central America and the Caribbean.  
b Refers to the Commonwealth of Independent States, including certain associate and former member.

Source: WTO and UNCTAD.

Nguồn: TCTK, MPI, VNDIRECT RESEARCH

Đối với nhập khẩu, chi tiêu nhập khẩu của Việt Nam đạt 28,4 tỷ USD trong tháng 9/2022 (+4,9% svck, -8,6% so với tháng trước). Trong số các sản phẩm nhập khẩu của Việt Nam, các mặt hàng chứng kiến tốc độ tăng trưởng nhập khẩu mạnh nhất trong tháng 9 bao gồm xăng (+223,8% svck), ô tô (+87,8% svck), phụ tùng và phụ kiện xe máy (+85,1% svck), thiết bị và linh kiện điện gia dụng (+82,6% svck) và phân bón (+37,6% svck).

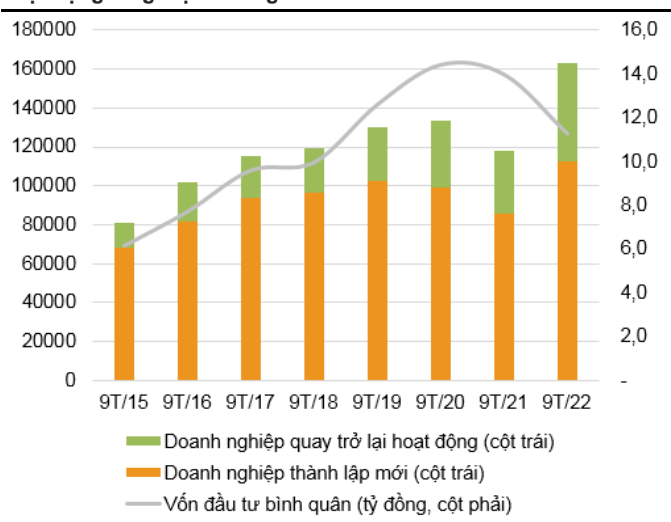
Về cán cân thương mại, Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại 1,3 tỷ USD trong tháng 9. Trong 9T22, Việt Nam có thặng dư thương mại 6,8 tỷ USD, con số này đã được cải thiện so với thâm hụt thương mại 3,4 tỷ USD trong 9T21. Trong cả năm 2022, chúng tôi kỳ vọng cán cân thương mại của Việt Nam sẽ đạt 8,6 tỷ USD, cải thiện so với cán cân thương mại năm ngoái là 3,3 tỷ USD.

### Doanh nghiệp lạc quan về triển vọng kinh doanh trong Q4/22

Môi trường kinh doanh khởi sắc trong Q3/22:

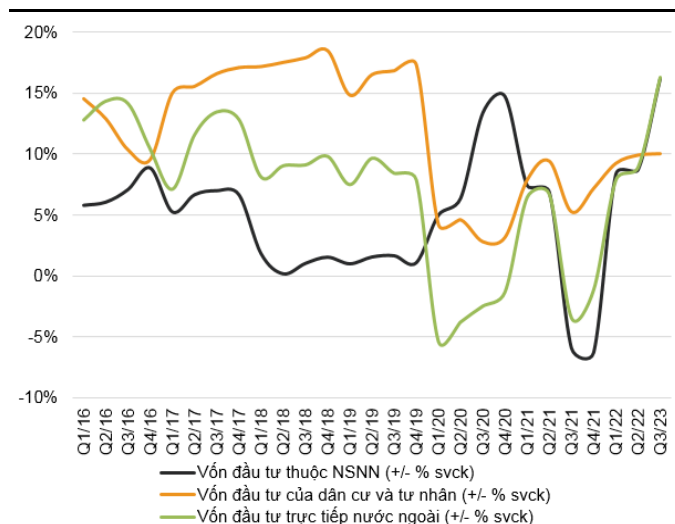
- Số lượng doanh nghiệp thành lập mới và quay trở lại hoạt động tăng đáng kể trong Q3/22. Cụ thể, cả nước có 36.558 doanh nghiệp đăng ký thành lập mới (+98,7% svck). Ngoài ra, 13.901 doanh nghiệp quay trở lại hoạt động (+14,6% svck) trong Q3/22, nâng tổng số doanh nghiệp thành lập mới và quay trở lại hoạt động trong 9T22 lên 163.300 doanh nghiệp (+38,6% svck).
- Vốn đầu tư tư nhân tăng trưởng ổn định. Vốn đầu tư của khu vực tư nhân đạt 491,2 nghìn tỷ đồng trong Q3/22 (+19,1% so với tháng trước), chiếm 58,9% tổng vốn đầu tư toàn xã hội và tăng 11,0% so với cùng kỳ năm trước (cao hơn tốc độ tăng trưởng 9,5% trong Q2/22). Trong 9T22, vốn đầu tư của khu vực tư nhân đạt 1,2 triệu tỷ đồng (+10,0% svck).

Hình 13: Số lượng doanh nghiệp thành lập mới và quay trở lại hoạt động tăng mạnh trong 9T/22



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Vốn đầu tư tư nhân tăng đều đặn trở lại



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Doanh nghiệp Việt Nam đưa ra góc nhìn lạc quan về triển vọng kinh doanh trong Q4/22:** một cuộc khảo sát xu hướng kinh doanh cho thấy có tới 82,6% doanh nghiệp được khảo sát cho rằng triển vọng kinh doanh trong Q4/22 sẽ tốt hơn hoặc ổn định hơn so với quý trước, trong khi chỉ có 17,4% đánh giá tình hình khó khăn hơn so với Q3/22. Những con số này tốt hơn so với tỷ lệ trong Q3/22 khi chỉ có 74,6% doanh nghiệp cho rằng kết quả kinh doanh trong Q3/22 tốt hơn hoặc ổn định so với quý trước, trong khi 25,4% doanh nghiệp tin rằng môi trường kinh doanh Q3/22 khó khăn hơn quý trước.

### Vốn đầu tư FDI thực hiện vẫn khả quan, còn vốn FDI đăng ký tiếp tục giảm

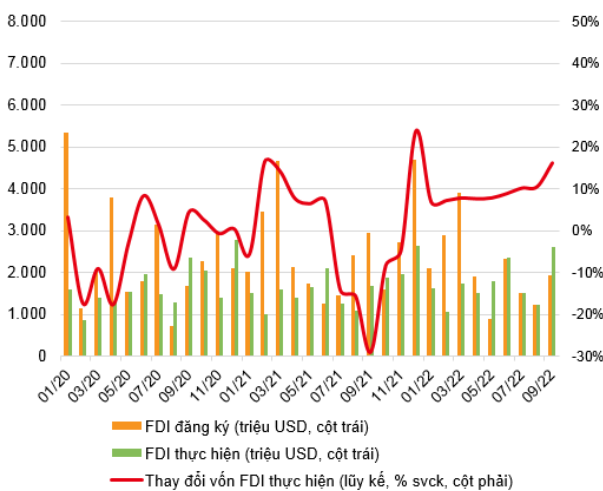
Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn thực hiện của các dự án FDI đã tăng 55,4% svck lên 2,6 tỷ USD trong tháng 9, do đó nâng vốn thực hiện của các dự án FDI trong 9T22 lên 15,4 tỷ USD, tăng 16,2% so với cùng kỳ năm ngoái (so với

mức giảm 3,7% trong 9T21). Trong khi đó, vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 35,1% svck xuống còn 1,9 tỷ USD trong tháng 9. Trong 9T22, vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 15,3% so với cùng kỳ năm ngoái xuống còn 18,7 tỷ USD.

Cụ thể hơn, 1.355 (+11,8% svck) dự án cấp phép mới trong 9T22 với vốn đăng ký 7,1 tỷ USD, giảm 43,0% vốn đăng ký svck năm 2021; 769 dự án (+13,4% svck) được cấp phép trong các năm trước đã được phê duyệt điều chỉnh vốn đầu tư (FDI tăng thêm) với tổng vốn tăng thêm 8,3 tỷ USD (+29,9% svck); 2.697 lượt (-4,7% svck) vốn góp và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài với tổng giá trị phần vốn góp là 3,3 tỷ USD (+1,9% svck).

Mức giảm vốn FDI đăng ký trong 9T22 chủ yếu là do cùng kỳ năm ngoái, một số dự án có quy mô rất lớn đã được ghi nhận, cụ thể là nhà máy điện khí tự nhiên hóa lỏng Long An 1, 2 (LNG) trị giá 3,1 tỷ USD và nhà máy nhiệt điện Omon 2 trị giá 1,3 tỷ USD. Trong khi đó, dự án FDI đăng ký lớn nhất trong 9T22 là nhà máy sản xuất đồ chơi của Lego, trị giá 1,3 tỷ USD. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp lớn cũng đang tạm dừng kế hoạch đầu tư, mở rộng sản xuất mới trong bối cảnh kinh tế toàn cầu có nhiều dấu hiệu bất ổn, bao gồm (1) tăng trưởng toàn cầu chậm lại, (2) lạm phát tăng cao đè nặng lên ví tiền của người tiêu dùng, (3) USD tăng giá mạnh gây áp lực lên tỷ giá hối đoái của các thị trường mới nổi và thị trường cận biên và (4) thanh khoản thị trường tài chính toàn cầu bị thắt chặt do Fed tăng lãi suất.

Hình 15: Vốn FDI thực hiện tăng 16,2% svck trong 9T22



Nguồn: TCTK, MPI, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Danh sách các dự án FDI lớn trong 9T22

Dự án	Lĩnh vực	Vốn đăng ký (tỷ USD)	Tỉnh, thành phố
Nhà máy đồ chơi Lego (Đan Mạch)	Sản xuất	1,3	Bình Dương
Dự án mở rộng VSIP Bắc Ninh (Singapore)	Khu công nghiệp	0,9	Bắc Ninh
Mở rộng nhà máy Samsung Thái Nguyên (Hàn Quốc)	Sản xuất	0,9	Thái Nguyên
Nhà máy sản xuất thiết bị điện tử Goertek (Hong Kong, Trung Quốc)	Sản xuất	0,3	Nghệ An
Các dự án thương mại và dịch vụ của GE Việt Nam (Hàn Quốc)	Thương mại & dịch vụ	0,2	Bắc Ninh
Nhà máy sản xuất linh kiện điện tử (JNTC - Hàn Quốc)	Sản xuất	0,2	Phú Thọ

Nguồn: TCTK, MPI, VNDIRECT RESEARCH

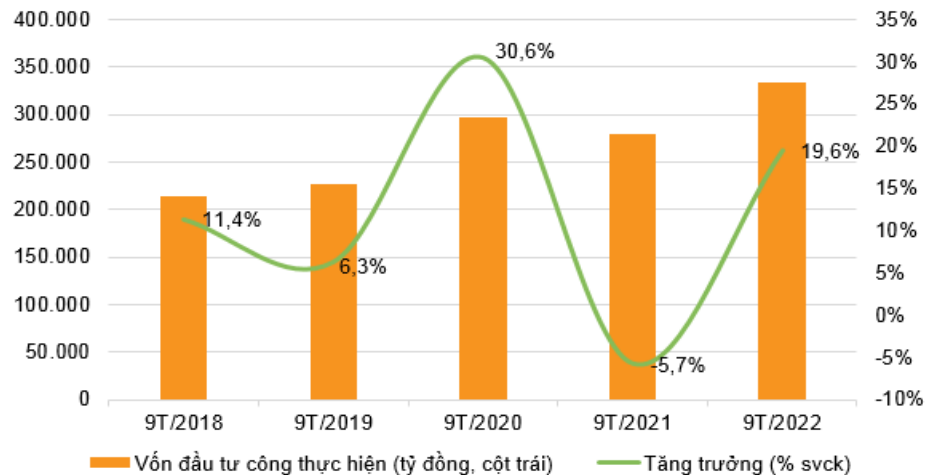
Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng sự sụt giảm vốn FDI đăng ký vào Việt Nam sẽ không kéo dài lâu và dự kiến sẽ phục hồi trở lại từ năm 2023. Chúng tôi tin rằng Việt Nam sở hữu nhiều lợi thế hơn so với các đối thủ cạnh tranh để thu hút dòng vốn FDI quốc tế trong thời gian tới, bao gồm chi phí lao động rẻ, vị trí địa lý thuận lợi (gần trung tâm sản xuất ở miền nam Trung Quốc), sự ổn định chính trị và hưởng nhiều ưu đãi từ các hiệp định FTA (Hiệp định thương mại tự do). Chúng tôi thấy rằng đã có một số ông lớn công nghệ toàn cầu đánh tiếng sẽ đầu tư và mở rộng sản xuất tại Việt Nam trong thời gian tới.

Một số công ty công nghệ lớn nhất thế giới có ý định chuyển một phần dây chuyền sản xuất của họ sang Việt Nam trong thời gian tới. Ví dụ, APPLE đang có kế hoạch sản xuất iPhone và iPad tại Việt Nam trong khi GOOGLE đang có kế hoạch chuyển một phần dây chuyền sản xuất điện thoại di động (GOOGLE Pixel 7) sang Việt Nam. Hơn nữa, hai gã khổng lồ công nghệ Trung Quốc là XIAOMI và OPPO cũng có ý định thiết lập các hoạt động sản xuất tại Việt Nam.

### Đầu tư công đi đúng hướng trong tháng 9

Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong tháng 9/22 tăng 7% so với tháng trước (+45% svck) lên 50,3 nghìn tỷ đồng. Trong 9T22, vốn thực hiện tăng 19,6% svck lên 334,5 nghìn tỷ đồng (cao hơn mức giảm 5,7% svck trong 9T21), tương đương 58,7% kế hoạch cả năm.

Hình 17: Vốn thực hiện (đầu tư công) đã tăng 19,6% svck trong 9T/22



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Tính trong năm 2022, chúng tôi duy trì dự báo rằng vốn nhà nước thực hiện sẽ tăng 20-30% so với thực tế thực hiện vào năm 2021, do tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 tăng từ mức nền thấp cùng kỳ năm 2021. Đáng chú ý, đầu tư công tăng trưởng âm trong 6 tháng cuối năm 2021 do làn sóng đại dịch COVID-19 lần thứ 4, giãn cách xã hội và giá vật liệu xây dựng tăng. Chúng tôi tin rằng đầu tư công sẽ tăng tốc trong những quý tới và trở thành động lực tăng trưởng quan trọng của nền kinh tế Việt Nam trong năm 2023. Đầu tư công sẽ được hỗ trợ bởi các yếu tố sau: (1) Giải phóng mặt bằng cho các dự án lớn đã cơ bản hoàn thành, (2) giá vật liệu xây dựng thấp hơn giúp cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng, (3) ngân sách dồi dào cho đầu tư công và (4) quyết tâm của Chính phủ trong việc hoàn thành mục tiêu đầu tư công trung hạn.

Hình 18: Tiến độ thực hiện các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm giai đoạn 2021 - 2026

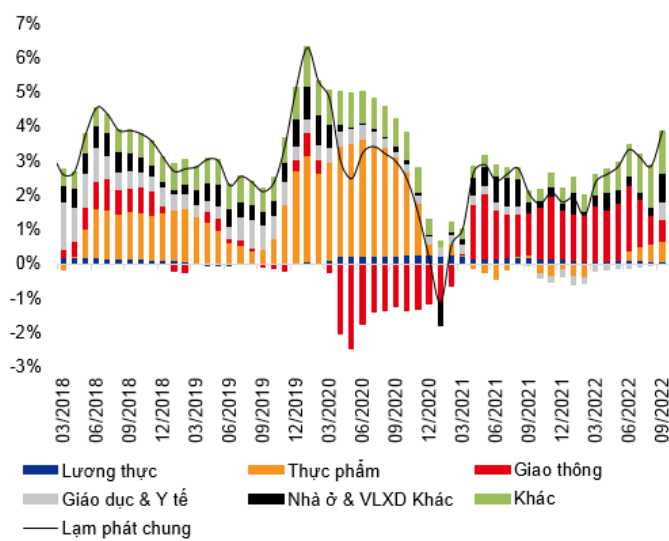
Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thi công dự kiến							
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cam Lộ - La Sơn	7.700								
Cao Bồ - Mai Sơn	1.600								
Cầu Mỹ Thuận 2	5.000								
Mai Sơn - Quốc lộ 45	12.920								
Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10.853								
Phan Thiết - Dầu Giây	14.360								
Nghi Sơn - Diễn Châu	8.380								
Quốc lộ 45 - Nghi Sơn	6.330								
Diễn Châu - Bãi Vọt	13.340								
Nha Trang - Cam Lâm	7.615								
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	13.690								
12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1)	146.990								
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109.112								
<b>Tổng</b>	<b>357.890</b>								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



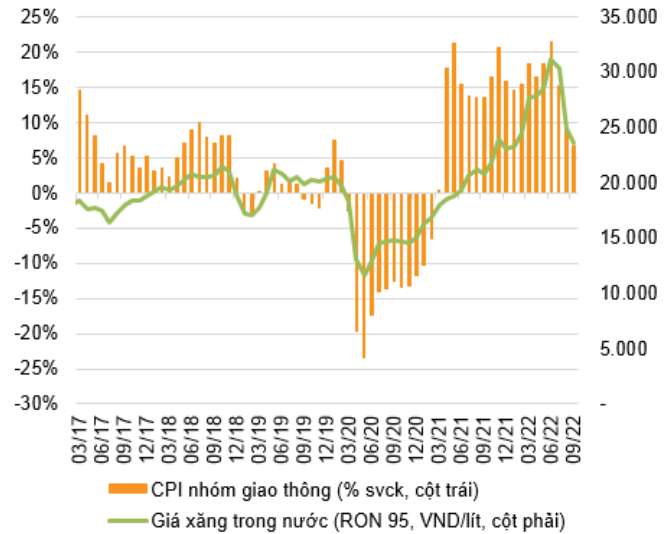
## Áp lực lạm phát gia tăng do nhiều địa phương điều chỉnh học phí

Hình 19: Áp lực lạm phát gia tăng trong tháng 9/2022



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: CPI vận tải giảm tốc do giá xăng dầu trong nước giảm



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

So sánh theo tháng, Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) T9/22 của Việt Nam tăng mạnh 0,4%, chủ yếu do đà tăng của một số hàng hóa và dịch vụ thiết yếu. Cụ thể, một số địa phương công bố tăng học phí vào năm học tới khiến chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của các mặt hàng giáo dục tăng mạnh 5,8% sv tháng trước. Bên cạnh đó, CPI nhóm mặt hàng gia dụng tăng 0,9% sv tháng trước (so với mức 0,3% trong T9/22). Ngược lại, chỉ số giá lương thực, thực phẩm tăng chậm hơn, tăng 0,2% sv tháng trước trong tháng 9 (so với mức +1,1% trong T8/22), nguyên nhân do giá thịt lợn giảm đáng kể 7,8% sv tháng trước trong tháng 9/2022.

So sánh theo năm, CPI của Việt Nam đã tăng 3,9% svck trong tháng 9/2022, cao hơn đáng kể so với CPI của tháng trước (+2,9% svck). Trong 9 tháng đầu năm 2022, CPI bình quân của Việt Nam tăng 2,7% svck.

Chúng tôi dự báo áp lực lạm phát sẽ tăng cao hơn trong Q4/22, do đà tăng của các hàng hóa và dịch vụ thiết yếu như dịch vụ lưu trú, vật liệu xây dựng, xăng dầu và học phí. Chúng tôi dự báo CPI bình quân của Việt Nam trong Q4/22 tăng 4,0-4,5% svck. Tuy vậy, chúng tôi tin rằng Chính phủ có thể đạt mục tiêu của Quốc hội đề ra là kiểm soát lạm phát bình quân năm 2022 dưới 4,0% svck. Chúng tôi duy trì dự phóng CPI bình quân năm 2022 của Việt Nam tăng 3,2% svck % (+/- 0,2 điểm %). Đối với năm 2023, chúng tôi dự phóng áp lực lạm phát sẽ tiếp tục tăng lên và dự báo CPI bình quân năm 2023 tăng 3,6% svck.

## Ngân sách dồi dào tạo dư địa cho chính sách tài khóa hỗ trợ tăng trưởng

Theo Tổng cục Thuế, thu ngân sách nhà nước 9 tháng đầu năm 2022 ước tính đạt 1,3 triệu tỷ đồng, đạt 94% chỉ tiêu cả năm và tăng 22,0% svck năm 2021. Cụ thể, thu ngân sách nhà nước từ khu vực nội địa trong 9 tháng đầu năm 2022 là 1,0 triệu tỷ đồng, đạt 89% mục tiêu cả năm và tăng 18,8% svck năm ngoái. Ngoài ra, thu ngân sách nhà nước từ hoạt động xuất nhập khẩu đạt 216.500 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2022, bằng 108,8% kế hoạch cả năm và tăng 22,1% svck năm trước. Thu ngân sách nhà nước từ dầu thô ước đạt 60.000 tỷ đồng (+103,5% svck), đạt 213,0% kế hoạch cả năm.

Mặt khác, chi ngân sách nhà nước chỉ tăng nhẹ 5,4% svck lên 1,1 triệu tỷ đồng, đạt 60,9% mục tiêu cả năm. Tốc độ giải ngân chậm lại do tiến độ đầu tư công

chậm hơn dự kiến. Kết quả là, ngân sách nhà nước Việt Nam ghi nhận thặng dư hơn 241.000 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2022. Chúng tôi cho rằng ngân sách nhà nước dồi dào tạo ra nhiều dư địa để sử dụng các công cụ tài khóa (thuế, phí) nhằm kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, nhờ đó giảm sức ép đối với chính sách tiền tệ và giúp duy trì sự đồng bộ của chính sách tiền tệ với định hướng hỗ trợ tăng trưởng của chính sách tài khóa hiện tại. Nhờ dư địa tài khóa tương đối dồi dào, Chính phủ đã quyết định giảm thuế môi trường và thuế nhập khẩu xăng dầu để kiềm chế lạm phát. Cụ thể, Chính phủ đã giảm thuế bảo vệ môi trường đối với xăng (trừ ethanol) tổng cộng 3.000 đồng/lít và giảm thuế nhập khẩu các mặt hàng xăng dầu từ 20% xuống 10%.

Ngoài ra, ngân sách nhiều hơn cho phép Chính phủ đẩy nhanh tiến độ giải ngân gói kích thích kinh tế trong 6 tháng cuối năm, bao gồm giảm 2% thuế VAT, gói cấp bù lãi suất bổ sung trị giá 40.000 tỷ đồng và gói đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng trị giá 113.050 tỷ đồng. Theo Bộ Tài chính, tính đến ngày 02/09, 55.000 tỷ đồng trong tổng số 350.000 tỷ đồng đã được giải ngân từ gói kích thích kinh tế, tương đương gần 16% tổng quy mô của gói. Những chính sách này sẽ thúc đẩy sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam trong nửa cuối năm 2022 và trong năm 2023.

### **Đà tăng trưởng của Việt Nam có thể chậm lại trong Q4/22 và 2023**

#### **Nỗi lo suy thoái toàn cầu đang gia tăng**

Chúng tôi lo ngại rằng những vấn đề về áp lực lạm phát cao, điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt và việc gián đoạn chuỗi cung ứng có thể làm suy yếu triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu. Cụ thể, sự đình trệ của tăng trưởng kinh tế toàn cầu đã được phản ánh qua số liệu của nền kinh tế số 1 thế giới, khi GDP của Mỹ giảm 0,9% trong Q2/22, đánh dấu 2 quý giảm liên tiếp. Nguyên nhân đến từ thị trường nhà đất lao đao do lãi suất tăng và lạm phát cao khiến đầu tư kinh doanh và chi tiêu tiêu dùng bị thu hẹp. Do đó, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ xuống 1,2% vào năm 2023, từ mức dự báo trước đó ở 1,7% và đưa ra quan điểm "khả năng cho một hạ cánh mềm ngày càng khó đạt được". Các đối tác thương mại lớn khác của Việt Nam như châu Âu và Trung Quốc cũng phải đối mặt với dự báo tăng trưởng kinh tế ảm đạm trong giai đoạn 2022-2023. IMF cảnh báo trong báo cáo mới nhất của mình rằng tăng trưởng toàn cầu tiếp tục giảm tốc trong năm 2023, trong đó một số quốc gia chiếm khoảng một phần ba nền kinh tế toàn cầu có thể đối mặt với suy thoái trong năm 2022 hoặc 2023. Theo đó, IMF đã hạ dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2023 xuống 2,7% từ mức dự báo trước đó ở 3,2%, trong đó tăng trưởng GDP của Khu vực Eurozone năm 2023 giảm xuống 0,5% so với mức 1,2% trước đó. Cụ thể hơn, IMF dự báo rằng nền kinh tế Đức và Ý có thể rơi vào suy thoái vào năm 2023 với mức tăng trưởng GDP lần lượt là -0,3% và -0,2%. IMF cũng đã hạ dự báo tăng trưởng của nền kinh tế Trung Quốc năm 2023 xuống 4,4% so với dự báo trước ở 4,6%.

### **Đà tăng trưởng của Việt Nam có thể chậm lại trong Q4/22 và 2023**

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tăng trưởng GDP của Việt Nam đã đạt đỉnh trong Q3/22 và sẽ chậm lại trong Q4/22 do nhu cầu bên ngoài suy yếu và quán tính tăng trưởng nhờ mở cửa trở lại nền kinh tế chậm dần. Theo đó, chúng tôi duy trì dự báo rằng GDP của Việt Nam có thể tăng 5,6% (+/- 0,5 điểm %) svck năm ngoài trong Q4/22, nâng mức tăng trưởng cả năm 2022 lên 7,9% svck (+/- 0,2 điểm %).

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2023 ở mức 6,9% svck. Triển vọng tăng trưởng thấp hơn là do: (1) các đối tác thương mại lớn của Việt Nam như Mỹ và châu Âu tăng trưởng kinh tế chậm lại, có thể làm giảm triển vọng xuất khẩu của Việt Nam; (2) lạm phát cao hơn có thể ảnh hưởng đến sự phục hồi của tiêu dùng trong nước; (3) lãi suất tăng làm tăng chi phí và ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng kinh doanh của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, vẫn có những yếu tố hỗ trợ cho tăng trưởng của Việt Nam trong năm 2023 như nguồn vốn đầu tư công dồi dào và lượng khách du lịch quốc tế trên đà phục hồi mạnh mẽ. Nhìn chung, Việt Nam vẫn sẽ là một trong những quốc gia tăng trưởng nhanh nhất khu vực châu Á - Thái Bình Dương trong giai đoạn 2022-2023.

**Hình 21: Dự phóng các chỉ tiêu vĩ mô quan trọng trong năm 2022-23**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021 (ước tính)	2022 (dự báo)	2023 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,1	7,0	2,9	2,6	7,9	6,9
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,5	18,9	14,0	9,5
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,6	26,7	12,5	9,4
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	8,6	10,0
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,8	12,7	-7,2	-5,0	1,6
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	-2,0	-1,3	0,4
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55,1	78,3	94,8	109,4	91,4	106,0
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,9	23,8	27,8	29,7	24,0	24,9
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,1
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,6
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,7	12,1	13,6	14,0	14,0
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	103,9	107,1	115,7	124,3	128,1	132,2
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	10,7	8,3	11,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,3	6,0	4,0	4,0	5.5-6.0	5.5-6.0
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,9	7,0	5,6	5,6	6,6	7,1
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,1	5,0	5,0
Tỷ giá (USD/VND)	% svck	1,8	1,4	-0,3	-1,2	7,0	-1,5
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,7	3,4	4,1	4,2	3,8
Nợ công	% GDP	46,6	43,4	45,0	44,1	46,8	44,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, BỘ TÀI CHÍNH

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số rủi ro đối với nền kinh tế Việt Nam trong những tháng tới, bao gồm:

- Fed và Ngân hàng Trung ương châu Âu tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt để kiểm soát lạm phát. Điều này sẽ đẩy lãi suất lên cao hơn trong tương lai, kéo theo nhu cầu tiêu dùng sụt giảm, thị trường việc làm thắt chặt và tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại ở Mỹ và châu Âu. Nhu cầu tiêu dùng thấp hơn tại Mỹ và châu Âu sẽ tác động tiêu cực đến xuất khẩu của Việt Nam sang hai thị trường này (chiếm gần một nửa tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam năm 2021) những quý tới đây.
- Chính sách Zero-Covid và những bất ổn gia tăng của nền kinh tế Trung Quốc. Nhiệt độ cao kỷ lục và hạn hán nghiêm trọng ở tây nam Trung Quốc đã làm tê liệt hoạt động sản xuất thủy điện và khiến nhiều nhà máy ở khu vực đó phải đóng cửa. Đây là đòn giáng mới nhất vào nền kinh tế Trung Quốc, vốn đã chứng kiến chi tiêu tiêu dùng tăng chậm và thị trường bất động sản đang gặp nhiều khó khăn. Kinh tế Trung Quốc giảm tốc sẽ ảnh hưởng đến xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường này. Bên cạnh đó, việc đóng cửa các nhà máy tại Trung Quốc do chính sách Zero-COVID hoặc cắt điện có thể tác động tiêu cực đến lĩnh vực sản xuất của Việt Nam do nhiều ngành sản xuất của Việt Nam phụ thuộc lớn vào nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc như dệt may, luyện kim, hóa chất, điện tử.
- Đồng USD tăng mạnh gây áp lực lớn lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam. Để ổn định tỷ giá, thời gian qua, NHNN đã phải can thiệp vào thị trường và bán ra một lượng lớn dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, nếu đồng USD tiếp tục mạnh lên, NHNN sẽ có ít nguồn lực hơn để can thiệp do dự trữ ngoại hối đã mỏng hơn trước. Trong trường hợp xấu hơn, NHNN có thể phải tính đến việc tăng lãi suất điều hành, từ đó làm tăng chi phí kinh doanh và ảnh hưởng tiêu cực tới đà phục hồi kinh tế.
- Rủi ro lạm phát vẫn hiện hữu do xung đột Nga-Ukraine nguy cơ kéo dài và gây ra sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu. Lạm phát cao hơn dự kiến có thể cản trở tăng trưởng kinh tế và khiến chính sách tiền tệ có thể thắt

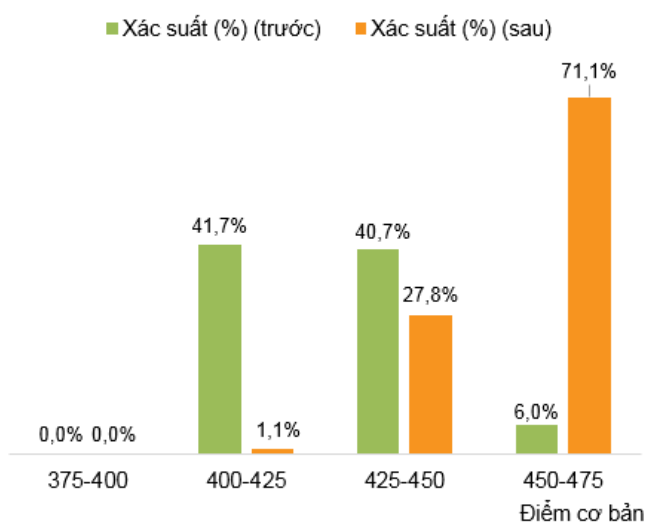
chặt hơn. NHNN có ít dư địa hơn để duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

### Khó khăn gia tăng tạo thêm áp lực cho NHNN phải thắt chặt chính sách

#### Fed đã đưa ra quan điểm "điều hòa" về việc thắt chặt chính sách tiền tệ trong cuộc họp tháng 9

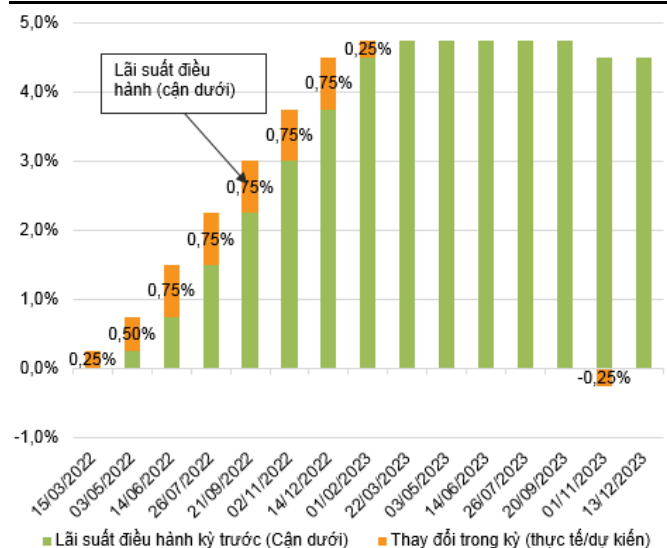
Tại cuộc họp gần đây nhất vào ngày 20-21/9, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã tăng lãi suất thêm 75 điểm cơ bản và dự báo nâng lãi suất điều hành lên 4,25-4,5% vào cuối năm 2022 và 4,5-4,75% vào cuối năm 2023. Theo đó, Fed đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ xuống 1,2% vào năm 2023, từ dự báo trước đó là 1,7% và cho rằng "xác suất hạ cánh mềm ngày càng khó đạt được". Fed cũng dự báo rằng tỷ lệ thất nghiệp có thể tăng lên 3,8% vào cuối năm 2022 và 4,4% vào cuối năm 2023 từ mức hiện tại 3,7%. Mặc dù dự đoán được những tác động tiêu cực đến nền kinh tế do chính sách tiền tệ thắt chặt, Fed vẫn bày tỏ rõ quan điểm rằng mục tiêu ổn định giá cả và kiểm soát lạm phát là ưu tiên hàng đầu hiện nay.

Hình 22: Dự đoán của thị trường về mục tiêu lãi suất của Fed vào tháng 12/2022



Nguồn: FED

Hình 23: Thị trường dự đoán Fed sẽ không cắt giảm lãi suất điều hành cho đến Q4/23



Nguồn: CME Group, VNDIRECT RESEARCH

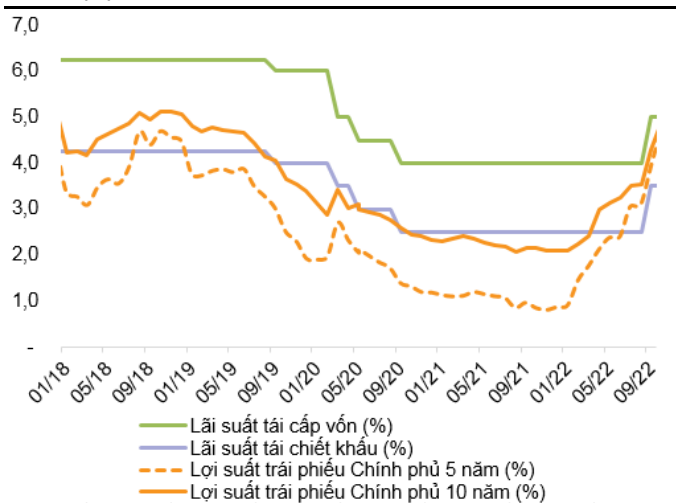
#### NHNN có thể nâng tiếp lãi suất điều hành trong 6 tháng tới

Sau lần tăng lãi suất gần nhất của Fed, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 100 điểm cơ bản, có hiệu lực từ ngày 23/9/2022. Cụ thể, lãi suất tái cấp vốn được nâng từ 4,0% lên 5,0% và lãi suất tái chiết khấu tăng từ 2,5% lên 3,5% theo công bố của NHNN. Ngoài ra, trần lãi suất cho vay qua đêm & thanh toán bù trừ tăng từ 5,0% lên 6,0%, và mức lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng tăng từ 4,0% lên 5,0%. Chúng tôi đánh giá hành động trên của NHNN Việt Nam là tương đối quyết liệt và kịp thời nhằm hỗ trợ tỷ giá VND và kiềm chế lạm phát. Tính từ đầu năm 2022, mức tăng lãi suất điều hành của Việt Nam đã cao hơn một chút so với một số quốc gia trong khu vực Đông Nam Á (hình bên dưới).

Chúng tôi dự báo NHNN có thể tăng lãi suất điều hành thêm 50-100 điểm cơ bản trong vòng 6 tháng tới, do các yếu tố sau (1) FED dự định tăng lãi suất thêm khoảng 150 điểm cơ bản trong 6 tháng tới, (2) USD có thể mạnh lên so với các đồng tiền khác khi Fed duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt và gây áp

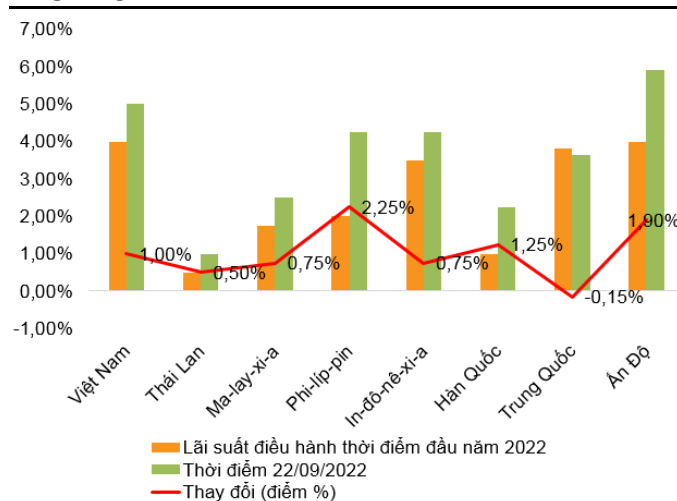
lực lên tỷ giá VND, (3) tăng lãi suất giúp hạ nhiệt lạm phát. Chúng tôi dự phóng lãi suất tái cấp vốn có thể tăng lên mức 5,5-6,0% và lãi suất tái chiết khấu tăng mức lên mức 4-4,5% trong đợt tăng lãi suất tiếp theo.

Hình 24: NHNN quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 100 điểm cơ bản (%)



Nguồn: BLOOMBERG, NHNN, VNDIRECT RESEARCH

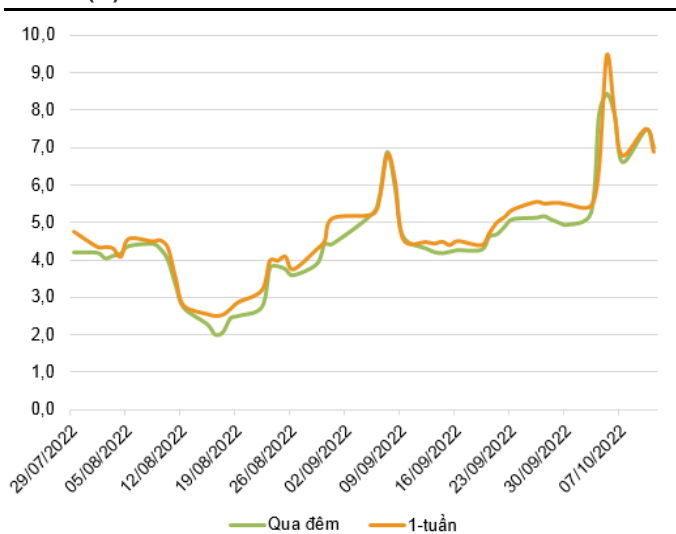
Hình 25: Những thay đổi về lãi suất điều hành của các ngân hàng trung ương ở châu Á kể từ đầu năm 2022



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

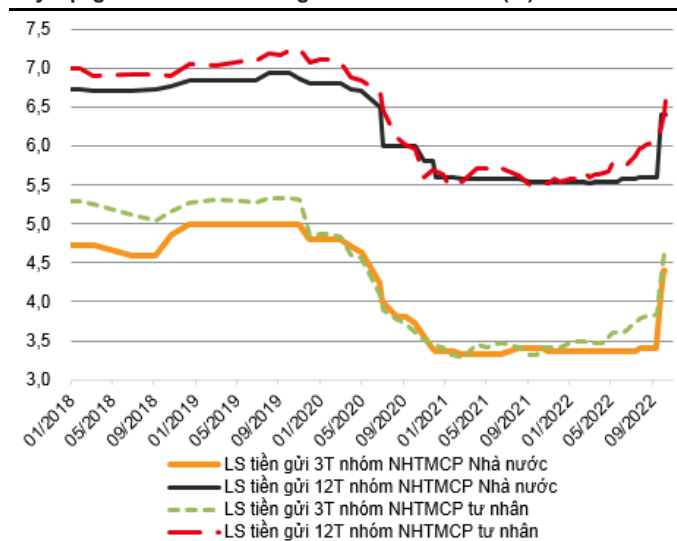
### Lãi suất liên ngân hàng tăng cao trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt

Hình 26: Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh kể từ đầu tháng 10/2022 (%)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Các ngân hàng thương mại nhanh chóng tăng lãi suất huy động sau khi NHNN nâng lãi suất điều hành (%)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã tăng mạnh trong tuần đầu tháng 10 với lãi suất qua đêm và 1 tuần đạt đỉnh lần lượt là 8,4%/năm và 9,5%/năm vào ngày 5 tháng 10. Như vậy, kể từ đầu tháng 9/2022, lãi suất qua đêm và kỳ hạn 1 tuần đã tăng thêm 4,0 điểm % và 4,4 điểm %. Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh chủ yếu do (1) nhu cầu huy động vốn tăng mạnh do NHNN chính thức nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng đối với một số ngân hàng thương mại kể từ tháng 9/2022, (2) chênh lệch lớn giữa tăng trưởng tiền gửi và tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm 2022, (3) sau sự kiện Vạn Thịnh Phát, một số ngân hàng đứng trước nguy cơ thiếu hụt thanh khoản ngắn hạn. Ngay sau đó, Ngân hàng Nhà nước đã có biện pháp hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng thông qua việc liên tục bơm ròng vào hệ thống ngân hàng, lên tới 20.000 tỷ

đồng/ngày. Nhờ sự hỗ trợ của NHNN, lãi suất OMO đã giảm xuống mức 5%/năm từ 6,3-6,9%/năm. Vào ngày 11/10, lãi suất qua đêm thị trường liên ngân hàng cũng giảm xuống mức 7,0%/năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc lãi suất qua đêm giảm xuống mức thấp như hồi đầu năm là khó xảy ra và nhiều khả năng duy trì trên mức 5%/năm khi Fed duy trì lộ trình tăng lãi suất điều hành cho đến Q1/23.

### Lãi suất huy động dự kiến tiếp tục tăng trong Q4/22 và 2023

Sau khi NHNN tăng lãi suất điều hành thêm 100 điểm cơ bản cơ bản vào ngày 23/9, các ngân hàng thương mại đã nhanh chóng tăng lãi suất huy động VND. Bốn ngân hàng quốc doanh (VCB, Vietinbank, Agribank và BIDV) đã nâng lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng lên 4,4% (+103 điểm cơ bản so với đầu năm) và kỳ hạn 12 tháng lên 6,4% (+87 điểm cơ bản so với đầu năm). Đối với các ngân hàng tư nhân, lãi suất huy động trung bình kỳ hạn 3 tháng ở mức 4,7% (+120 điểm cơ bản so với đầu năm) trong khi lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng tăng lên 6,6% (+102 điểm cơ bản so với đầu năm).

Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng trong những tháng tới do (1) tác động từ việc NHNN tăng lãi suất chính sách, (2) NHNN đã chính thức cấp thêm hạn mức tăng trưởng tín dụng cho một số ngân hàng thương mại từ đầu tháng 9, dẫn đến việc tăng về nhu cầu huy động vốn của các ngân hàng thương mại, (3) tăng trưởng huy động chậm trong 7T22 (+4,2% so với đầu năm, +9,9% svck) do lãi suất huy động kém hấp dẫn so với các kênh đầu tư khác, (4) FED dự kiến sẽ nâng lãi suất điều hành lên mức quanh 4,5% vào cuối năm 2022, (5) USD mạnh gây áp lực lên tỷ giá hối đoái và lãi suất của Việt Nam. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng vào cuối năm 2022. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại có thể tăng lên mức 6,5-6,7%/năm (bình quân) vào cuối năm 2022. Đối với năm 2023, chúng tôi dự báo lãi suất huy động tiếp tục tăng thêm khoảng 50 điểm cơ bản, theo đó lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại sẽ tăng lên 7,0-7,2%/năm (bình quân) vào cuối năm 2023.

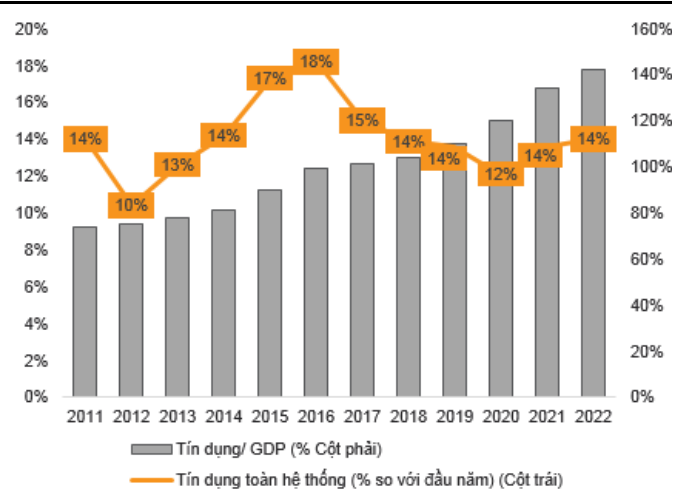
### Cần đẩy mạnh triển khai gói hỗ trợ lãi suất 2% cho doanh nghiệp để ổn định mặt bằng lãi suất cho vay

Hình 28: Tăng trưởng tín dụng so với tăng trưởng tiền gửi (%)



Nguồn: BLOOMBERG, NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Chúng tôi dự báo tín dụng hệ thống sẽ tăng trưởng 14% trong năm 2022



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

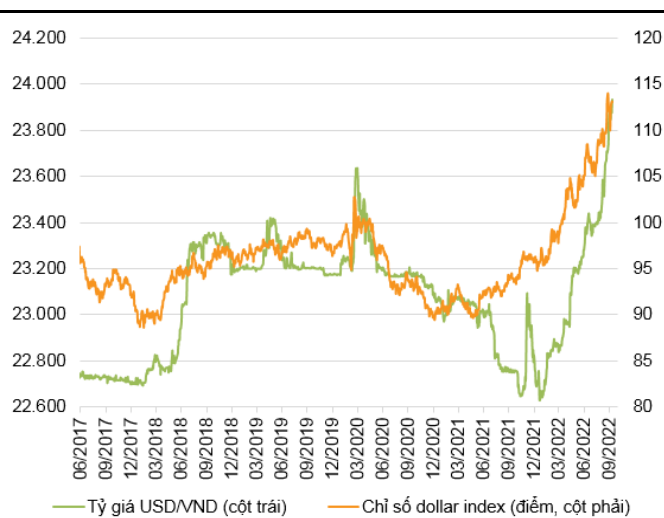
Gói cấp bù lãi suất 2% nằm trong gói kích cầu kinh tế theo Nghị quyết 43 của Quốc hội và Nghị định 31 của Chính phủ. Quy mô hỗ trợ lên đến 40.000 tỷ

đồng dành cho doanh nghiệp, hợp tác xã và hộ kinh doanh. Có khoảng 10 nhóm ngành chính sẽ được hỗ trợ, bao gồm hàng không; du lịch; vận chuyển và kho bãi; nông, lâm, ngư nghiệp; và sản xuất. Theo NHNN, ước tính đến hết tháng 8, gói này mới giải ngân được 13,5 tỷ đồng, tương đương chưa đến 0,1% kế hoạch giải ngân cho năm 2022. Việc triển khai gói bù lãi suất diễn ra chậm hơn dự kiến và chúng tôi cho rằng rất khó đạt được mục tiêu ban đầu là giải ngân 16.000 tỷ đồng trên quy mô 40.000 tỷ đồng vào năm 2022. Do đó, gói cấp bù lãi suất này ít tác động đến lãi suất cho vay trong năm nay.

Chúng tôi cho rằng cần triển khai nhanh hơn gói hỗ trợ lãi suất 2% cho doanh nghiệp để góp phần kim đà tăng của lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ cho doanh nghiệp. Điều này là hết sức cần thiết trong bối cảnh lãi suất điều hành và lãi suất tiền gửi có thể tiếp tục tăng cao hơn trong những tháng tới, gây sức ép lên mặt bằng lãi suất cho vay. Nếu được triển khai tốt, gói cấp bù lãi suất 2% có thể giúp giảm lãi suất cho vay trung bình 20-40 điểm cơ bản và bù đắp phần nào việc tăng lãi suất do sức ép từ việc tăng lãi suất huy động. Chúng tôi dự báo lãi suất cho vay có thể ổn định ở vùng thấp trong những tháng cuối năm 2022 trước khi áp lực lãi suất huy động kéo mặt bằng lãi suất cho vay tăng khoảng 60-80 điểm cơ bản (bình quân) trong năm 2023.

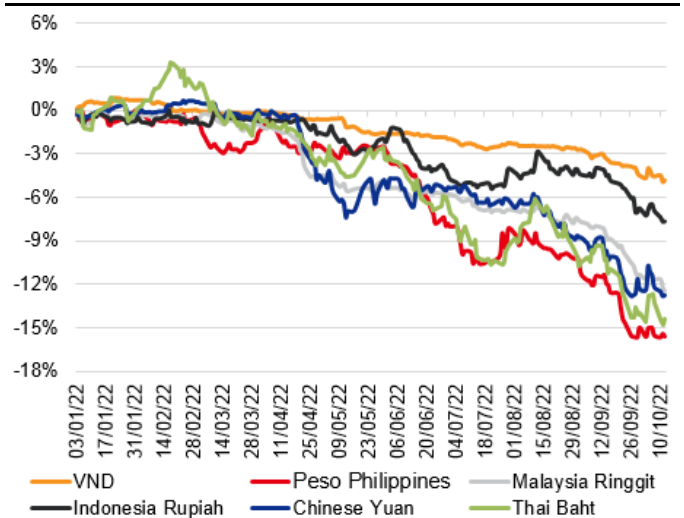
### Tỷ giá hối đoái sẽ vẫn chịu áp lực trong những tháng cuối năm 2022

Hình 30: Chỉ số Đô la (DXY) tiếp tục tăng trong tháng 9/2022



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Việt Nam Đồng có diễn biến tích cực hơn các đồng tiền trong khu vực trong 9T22 (% sv đầu năm)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

NHNN đã quyết định điều chỉnh biên độ tỷ giá giao ngay USD/VND từ +/-3% lên +/-5%, có hiệu lực từ ngày 17 tháng 10. Ngay sau động thái đó, tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng đã tăng lên mức 24.320 đồng (+6,5% so với đầu năm) vào ngày 17 tháng 10. Trong khi đó, tỷ giá trung tâm do NHNN ấn định cho cặp tỷ giá USD/VND ở mức 23.586, tăng 1,1% so với tháng trước (+2,0% svck) trong khi tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tăng 1,3% so với cuối tháng 8 năm 2022 (+4,0% so với đầu năm).

Tuy nhiên, so với các đồng tiền trong khu vực, tiền đồng vẫn là đồng tiền ổn định nhất. Kể từ đầu năm 2022 (dữ liệu tính đến ngày 17 tháng 10 năm 2022), hầu hết các đồng tiền trong khu vực đã giảm hơn 8% so với USD, bao gồm Peso Philippine (-15,7% so với USD), Baht Thái Lan (-14,8% so với USD), Nhân dân tệ của Trung Quốc (-13,4% so với USD), Ringgit Malaysia (-13,2% so với USD) và Rupiah Indonesia (-8,6% so với USD).

Chúng tôi cho rằng tỷ giá hối đoái sẽ tiếp tục chịu áp lực trong những tháng cuối năm 2022 do đồng USD neo cao khi FED duy trì lộ trình tăng lãi suất. Bên cạnh đó, NHNN cũng đã phải bán bớt một phần dự trữ ngoại hối để ổn định tỷ giá. Theo ước tính của chúng tôi, dự trữ ngoại hối hiện đã giảm xuống còn khoảng 3,0 tháng nhập khẩu (~89 tỷ USD) so với mức 3,9 tháng vào cuối năm 2021. Do đó, chúng tôi cho rằng NHNN có ít dư địa để hỗ trợ tỷ giá hối đoái hơn so với trước đây trong trường hợp đồng USD tiếp tục mạnh lên trong những tháng cuối năm 2022. Do đó, chúng tôi dự báo Việt Nam Đồng có thể mất giá khoảng 6-8% so với USD trong năm 2022.

Đối với năm 2023, chúng tôi kỳ vọng áp lực lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam sẽ hạ nhiệt đáng kể và chúng tôi kỳ vọng Việt Nam Đồng sẽ tăng giá 1-2% so với USD trong năm 2023 do (1) Fed sẽ chuyển từ "thắt chặt chính sách tiền tệ" sang "bình thường hóa" vào năm tới, (2) FED có khả năng giảm nhẹ lãi suất điều hành trong nửa cuối năm 2023, (3) lãi suất VND có xu hướng tiếp tục tăng lên trong năm 2023, (4) bộ đệm từ thặng dư thương mại và thặng dư cán cân thanh toán tốt hơn trong năm 2023.



## 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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Đình Quang Hình – Trưởng bộ phận Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Email: [hinh.dinh@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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