

Cập nhật vĩ mô

## Hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 sau số liệu quý 1 kém tích cực

- GDP Việt Nam trong Q1/23 tăng trưởng 3,3% svck, mức tăng quý 1 thấp thứ hai kể từ 2011 do hoạt động sản xuất suy giảm.
- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam đã có 2 đợt giảm lãi suất điều hành trong tháng 3/2023.
- Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2023 xuống 5,5% svck trong kịch bản cơ sở (từ mức 6,2% trước đó).

### Tăng trưởng GDP Q1/23 không đạt kỳ vọng do trở ngại bên ngoài gia tăng

Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP Q1/23 tăng 3,3% svck, mức tăng quý 1 thấp thứ hai kể từ năm 2011, trong đó ngành dịch vụ là động lực tăng trưởng chính (+6,8% svck). Tăng trưởng thực tế thấp hơn mức tăng trưởng 5,9% của Q4/22 và dự báo của chúng tôi cho Q1/23 là 5,6%, phản ánh sự suy yếu của xuất khẩu và sản xuất công nghiệp trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu suy yếu. Công nghiệp và xây dựng bị ảnh hưởng tiêu cực và giảm 0,4% svck trong Q1/23.

### Lạm phát giảm tháng thứ hai liên tiếp

Lạm phát của Việt Nam đã giảm xuống 3,4% svck trong tháng 3/2023 từ mức 4,3% của tháng trước. CPI giảm 0,2% so với tháng trước, chủ yếu do sự sụt giảm của chỉ số giá Lương thực & Thực phẩm (-0,6% sv tháng trước) và chỉ số giá Giáo dục (-1,7% sv tháng trước). Chúng tôi dự báo CPI bình quân trong Q2/23 sẽ ở mức 2,9-3,3% và trong cả năm 2023 sẽ là 3,6-4,0%.

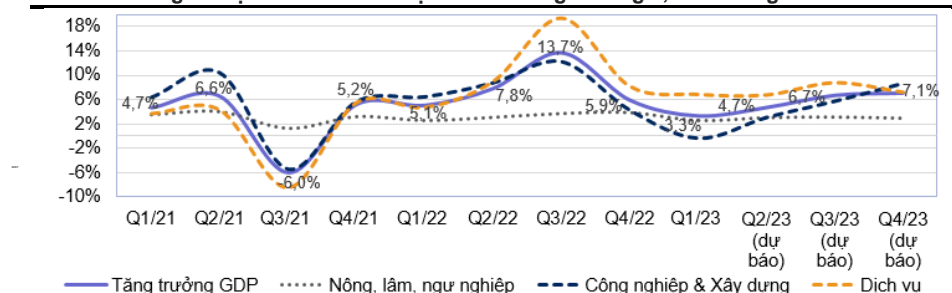
### Chúng tôi nhận thấy đã có sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ của NHNN

Trong bối cảnh áp lực tỷ giá hạ nhiệt, NHNN đã có hai đợt giảm lãi suất điều hành trong tháng 3/2023, theo đó lãi suất tái chiết khấu giảm 1 điểm % xuống 3,5%/năm; lãi suất tái cấp vốn giảm 0,5 điểm % xuống 5,5%; lãi suất cho vay qua đêm của NHNN đối với các tổ chức tín dụng cũng giảm từ 7%/năm xuống 6%/năm. NHNN cũng hạ trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND của các tổ chức tín dụng đối với một số lĩnh vực ưu tiên thêm 1 điểm % xuống 4,5%/năm. NHNN cũng giảm lãi suất tối đa đối với tiền gửi VND kỳ hạn dưới 1 tháng và kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng thêm 0,5 điểm %.

### Điều chỉnh dự báo tăng trưởng GDP xuống còn 5,5% trong kịch bản cơ sở

Rủi ro suy thoái kinh tế tại các quốc gia phát triển có thể tác động xấu tới triển vọng lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam trong những quý còn lại của năm 2023. Do triển vọng kinh tế ảm đạm của Mỹ và châu Âu, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam năm 2023 xuống -2%, từ mức dự báo trước đó là 5% và giảm dự báo tăng trưởng của ngành chế biến chế tạo xuống 5% từ mức dự báo trước đó là 7%. Đồng thời, đầu tư tư nhân và đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vẫn suy yếu trong năm nay do triển vọng kinh tế toàn cầu ngày càng không chắc chắn, điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt và thị trường bất động sản trong nước suy thoái. Do đó, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2023 xuống 5,5% (+/-0,3 điểm %) so với dự báo trước đó là 6,2%. Chúng tôi kỳ vọng kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng 4,5-5% svck trong Q2/23, cao hơn so với mức tăng trưởng 3,3% trong Q1/23.

Hình 1: Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng trưởng 4,5-5% trong Q2/23



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



**Đinh Quang Hình**

hinh.dinh@vndirect.com.vn

## Hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 sau số liệu quý 1 kém tích cực

### Tăng trưởng GDP Q1/23 không đạt kỳ vọng do trở ngại bên ngoài gia tăng

Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam chậm lại trong Q1/23 do nhu cầu bên ngoài suy giảm tác động tiêu cực tới hoạt động sản xuất công nghiệp và xuất khẩu của Việt Nam. Theo TCTK, GDP Q1/23 của Việt Nam chỉ tăng 3,3% svck (chúng tôi dự báo là 5,6%), đây là mức tăng trưởng quý 1 thấp thứ hai kể từ năm 2011. Mức tăng trưởng này thấp hơn nhiều so với mục tiêu trong Q1/23 là 5,6% của Chính phủ và thấp hơn so với mức tăng trưởng thực tế của Q1/22 là 5,1%.

### Ngành công nghiệp và xây dựng bị ảnh hưởng nặng nề trong Q1/23 do nhu cầu bên ngoài suy giảm

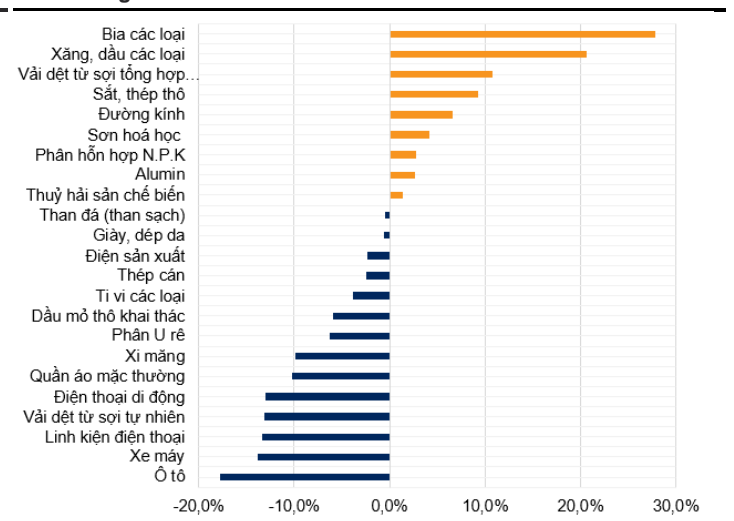
Ngành công nghiệp và xây dựng, vốn chịu ảnh hưởng nặng nề bởi sự sụt giảm đơn hàng sản xuất và xuất khẩu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu suy yếu, đã ghi nhận mức tăng trưởng âm 0,4% svck trong Q1/23, tức mức tăng trưởng quý 1 thấp nhất trong giai đoạn 2011-2023. Cụ thể, phân ngành sản xuất đã giảm 0,4% svck trong Q1/23, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng 7,7% và 3,0% lần lượt trong Q1/22 và Q4/22. Trong Q1/23, sản lượng của một số sản phẩm công nghiệp chính sụt giảm mạnh, bao gồm ô tô, điện thoại và linh kiện điện thoại, quần áo và thép. Hoạt động sản xuất suy giảm dẫn đến tiêu thụ điện giảm trong Q1/23, khiến phân ngành cung cấp điện, khí đốt, hơi nước và điều hòa giảm 0,3% trong Q1/23. Ngoài ra, phân ngành khai khoáng đã giảm 5,6% svck trong Q1/23, chủ yếu là do sản lượng của các sản phẩm khai thác chính như than (-0,5% svck) và dầu thô (-6,0% svck) giảm. Trong khi đó, nhóm ngành xây dựng chỉ tăng trưởng 2,0% svck trong Q1/23, giảm mạnh so với mức tăng trưởng lần lượt là 6,7% và 3,3% trong Q1/22 và Q4/22. Nhiều dự án xây dựng dân dụng chậm tiến độ trong bối cảnh thị trường bất động sản ảm đạm đã làm suy yếu tăng trưởng của ngành xây dựng trong Q1/23.

**Hình 2: Ngành công nghiệp và xây dựng tăng trưởng âm trong Q1/23 do nhu cầu bên ngoài giảm**

	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
Công nghiệp và xây dựng	6,3%	10,4%	-5,5%	5,6%	6,4%	8,7%	12,2%	4,2%	-0,4%
Công nghiệp	6,3%	11,2%	-4,4%	6,5%	7,0%	9,5%	11,1%	3,6%	-0,8%
Khai khoáng	-8,5%	-4,7%	-9,1%	-2,7%	1,1%	4,5%	6,4%	7,9%	-5,6%
Sản xuất	8,9%	13,4%	-4,1%	8,0%	7,7%	11,1%	11,6%	3,0%	-0,4%
Sản xuất và phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí	4,3%	12,8%	-2,6%	5,5%	7,1%	4,5%	11,6%	4,5%	-0,3%
Cung cấp nước; hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải	5,4%	7,8%	-0,2%	3,6%	6,5%	6,3%	9,5%	8,2%	5,4%
Xây dựng	6,5%	6,5%	-10,1%	2,1%	3,3%	4,9%	17,5%	6,7%	2,0%

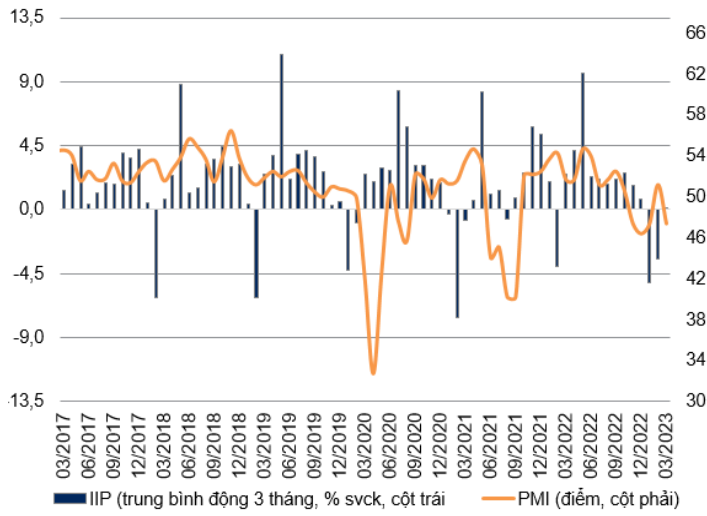
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Tăng trưởng sản lượng của một số sản phẩm công nghiệp chính trong Q1/23**



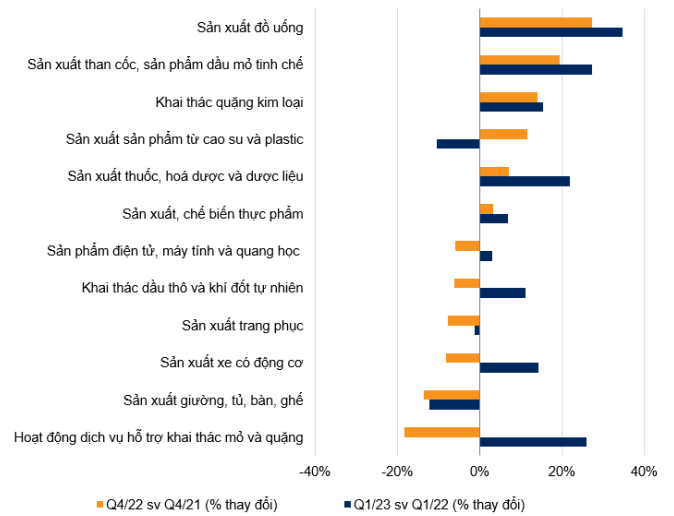
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: PMI giảm xuống 47,4 điểm trong tháng 3, cho thấy ngành sản xuất tiếp tục thu hẹp**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo phân ngành**

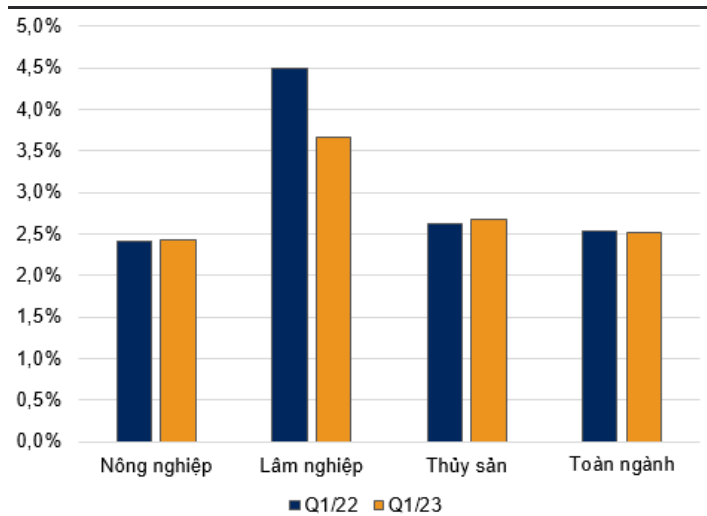


Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Ngành nông, lâm, thủy sản tăng trưởng ổn định trong Q1/23 mặc dù nhu cầu xuất khẩu lâm nghiệp và thủy sản suy giảm**

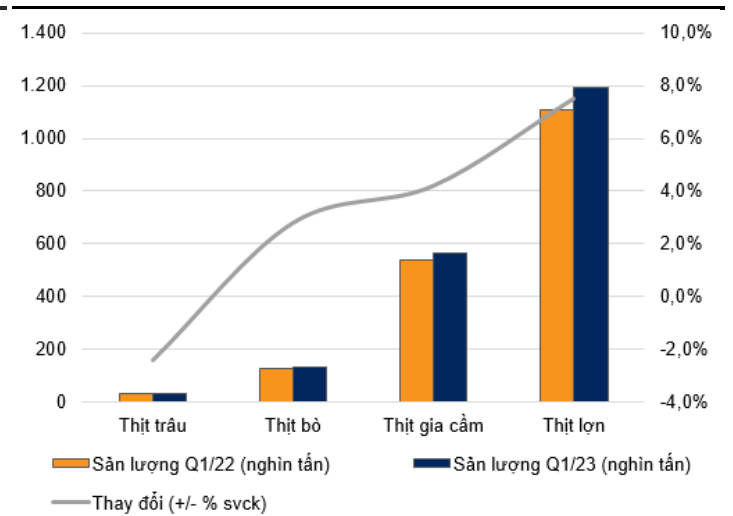
Ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng 2,5% svck trong Q1/23, bằng với mức tăng trưởng của cùng kỳ năm ngoái. Cụ thể, nhóm ngành nông nghiệp đã tăng trưởng 2,4% svck trong Q1/23 (so với +2,4% svck trong Q1/22) nhờ diện tích gieo trồng và năng suất đều tăng nhẹ. Nhóm ngành thủy sản tăng 2,7% svck trong Q1/23, cao hơn một chút so với mức tăng trưởng 2,6% svck trong Q1/22, nhờ sản lượng nuôi trồng thủy sản tăng 3,2%. Mặt khác, tăng trưởng của nhóm ngành lâm nghiệp giảm xuống 3,7% svck trong Q1/23 từ mức tăng 4,5% svck trong Q1/22 do nhu cầu xuất khẩu giảm.

**Hình 6: Ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng ổn định trong Q1/23 mặc dù nhu cầu xuất khẩu lâm nghiệp và thủy sản suy giảm**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Sản lượng các sản phẩm chính của ngành chăn nuôi**



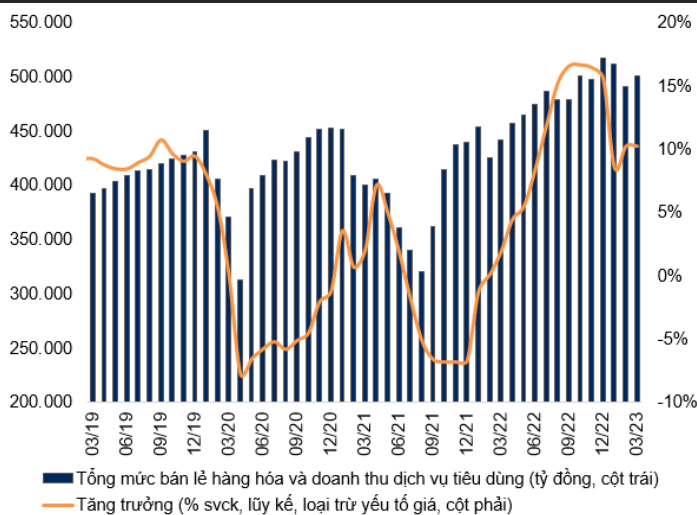
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

## Ngành dịch vụ duy trì đà tăng trưởng nhờ lượng khách du lịch quốc tế phục hồi mạnh

Ngành dịch vụ tăng trưởng 6,8% svck trong Q1/22, mức tăng trưởng quý 1 mạnh nhất trong giai đoạn 2020-2023. Sự tăng trưởng vững chắc của ngành dịch vụ trong Q1/23 được thúc đẩy bởi:

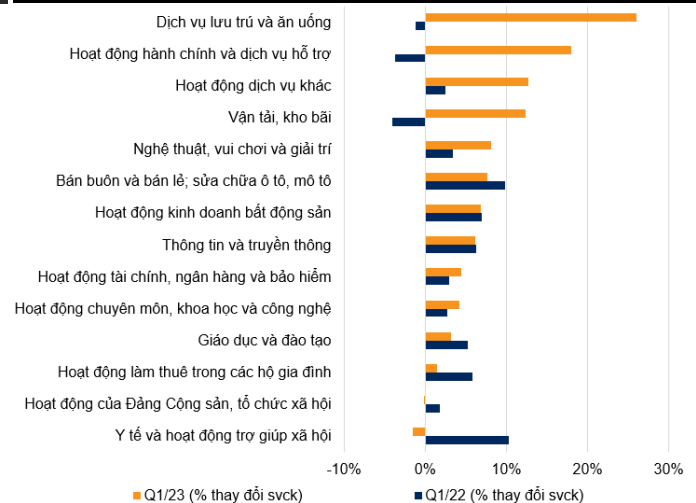
- Lượng khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ là điểm sáng lớn nhất của ngành dịch vụ trong Q1/23. Theo TCTK, Việt Nam đón khoảng 2,7 triệu lượt khách quốc tế trong Q1/23, gấp 29,7 lần svck nhưng mới chỉ đạt 60% của cùng kỳ năm 2019 (mức trước đại dịch). Lượng khách quốc tế trong Q1/23 tương đương 3/4 tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam cả năm 2022 và vượt 1/3 kế hoạch của Chính phủ cho cả năm 2023. Trong khi đó, tổng lượng khách nội địa đạt 27,5 triệu lượt khách trong Q1/23 (+5,4% svck). Doanh thu từ du lịch đạt 132.700 tỷ đồng trong Q1/23 (+18,7% svck). Do đó, các nhóm ngành liên quan đến du lịch đạt mức tăng trưởng cao trong Q1/23, trong đó hoạt động lưu trú và ăn uống tăng 26,0% svck (sv -1,2% svck trong Q1/22) trong khi nghệ thuật, vui chơi và giải trí tăng 12,7% svck (sv +2,5% svck trong Q1/22).
- Tiêu dùng nội địa tăng trưởng ổn định trong Q1/23. Theo dữ liệu của TCTK, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 13,9% svck trong Q1/23 (sv +4,8% svck trong Q1/22). Nếu loại trừ yếu tố giá, chỉ tiêu này đã tăng 10,3% svck (cùng kỳ năm trước tăng 2,0%). Nhờ sự phục hồi khá vững chắc của tiêu dùng nội địa, nhóm ngành bán lẻ đã tăng trưởng 8,1% svck trong Q1/23, cải thiện hơn so với mức tăng 3,4% svck trong Q1/22.
- Các phân ngành dịch vụ khác ghi nhận mức tăng trưởng khả quan trong Q1/23 bao gồm: tài chính, ngân hàng và bảo hiểm (+7,7% svck trong Q1/23), vận tải và kho bãi (+6,8% svck trong Q1/23).

**Hình 8: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 13,9% svck trong Q1/23**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Tăng trưởng của các phân ngành dịch vụ (% svck)**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

## Hạ dự báo tăng trưởng GDP xuống còn 5,5% trong kịch bản cơ sở

Chúng tôi nhận thấy các trở ngại đang ngày một tăng lên, làm suy yếu tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2023

- Rủi ro suy thoái kinh tế tại các quốc gia phát triển có thể tác động xấu tới triển vọng lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam trong những quý còn lại của năm 2023. Sự bất ổn thời gian gần đây của hệ thống ngân hàng Mỹ đã khiến triển vọng suy thoái kinh tế tại quốc gia này gia tăng. Theo Ngân hàng Dự trữ New York, khả năng xảy ra suy thoái tại Mỹ là 57,8% (dữ

liệu tính đến ngày 31/03), tăng từ mức 54,5% vào cuối tháng 2/2023. Ngoài ra, Fidelity (một tổ chức đầu tư toàn cầu hàng đầu) đã nâng tỷ lệ xác suất suy thoái của nền kinh tế Mỹ lên 95% so với dự báo trước đó là 55%. Trong khi đó, các nhà kinh tế của Goldman Sachs, vốn cho rằng kinh tế Mỹ ít có khả năng rơi vào suy thoái, cũng nâng xác suất xảy ra kịch bản này lên 35% từ mức 25% trước đó. Triển vọng u ám của nền kinh tế Mỹ trong 12 tháng tới đã và đang tác động xấu đến hoạt động sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ giảm 6% svck xuống còn 23,7 tỷ USD trong Q1/23. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực sang Hoa Kỳ giảm mạnh trong Q1/23 như sắt thép (-56% svck), thủy sản (-51% svck), gỗ & sản phẩm gỗ (-42% svck), giày dép (-37% svck), dệt may (-30% svck), điện thoại và linh kiện (-17% svck). Đồng thời, nền kinh tế châu Âu cũng đang phải vật lộn với lạm phát cao, buộc các ngân hàng trung ương phải tiếp tục tăng lãi suất. Lãi suất cao và điều kiện tài chính thắt chặt hơn sẽ tác động tiêu cực đến việc mở rộng kinh doanh và chi tiêu của người tiêu dùng, do đó làm giảm nhu cầu. Do triển vọng của các thị trường xuất khẩu lớn bao gồm Mỹ và châu Âu, chiếm gần 50% tổng xuất khẩu của Việt Nam, là khá ảm đạm, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam năm 2023 xuống -2% từ mức dự báo trước đó là 5%. Chúng tôi cũng hạ dự báo tăng trưởng của ngành sản xuất trong năm 2023 xuống 5% so với trước đó là 7%.

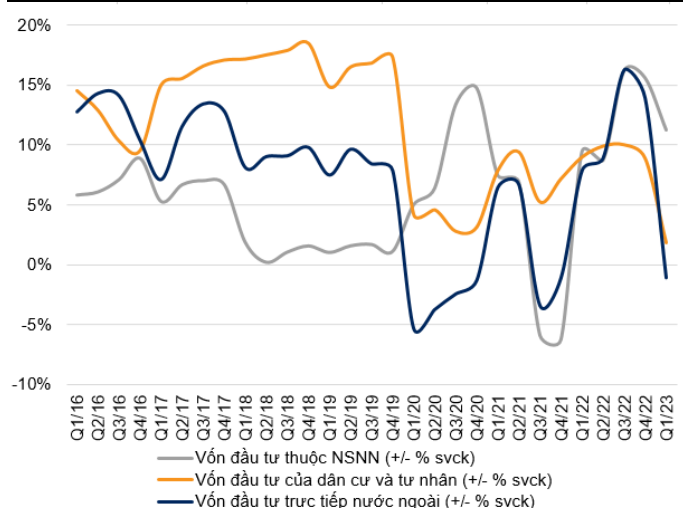
- **Đầu tư tư nhân và đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vẫn yếu trong những quý còn lại của năm nay do triển vọng kinh tế toàn cầu ngày càng không chắc chắn, điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt và thị trường bất động sản trong nước suy thoái.** Theo TCTK, vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội theo giá hiện hành tăng nhẹ 3,7% svck trong Q1/23, được dẫn dắt bởi vốn đầu tư công (+18,1% svck trong Q1/23). Trong khi đó, vốn đầu tư tư nhân chỉ tăng nhẹ 1,8% svck trong Q1/23, giảm mạnh so với mức tăng trưởng 9,2% trong Q1/22. Trong khi đó, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) giảm 1,1% svck trong Q1/23, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 7,9% trong Q1/22. Có 3 nguyên nhân chính khiến đầu tư tư nhân và FDI sụt giảm trong Q1/23, bao gồm (1) Các doanh nghiệp trì hoãn các dự án đầu tư mới và kế hoạch mở rộng sản xuất do triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu ảm đạm và chi tiêu người tiêu dùng thắt chặt, (2) Điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt, gây khó khăn cho doanh nghiệp trong việc tiếp cận vốn để đầu tư, đồng thời lãi suất tăng làm tăng chi phí tài chính, (3) Nhiều doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, xây dựng dân dụng,... đóng cửa hoặc thu hẹp hoạt động trong Q1/23 do thị trường bất động sản trong nước suy thoái. Chúng tôi chưa nhận thấy những cải thiện đáng kể về triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu, điều kiện tài chính quốc tế và thị trường bất động sản trong nước trong các quý tới, do đó chúng tôi lo ngại rằng đầu tư tư nhân và FDI có thể vẫn suy yếu trong phần còn lại của năm 2023.

**Hình 10: Khả năng xảy ra suy thoái tại Mỹ tăng lên 57,8% trong tháng 3 (dữ liệu ngày 03/04/2023)**



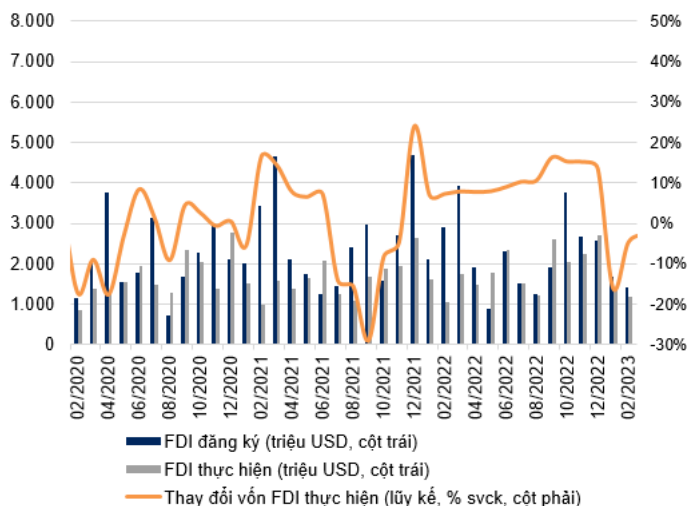
Nguồn: Ngân hàng Dự trữ New York, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Vốn đầu tư tư nhân và vốn FDI suy giảm trong Q1/23**



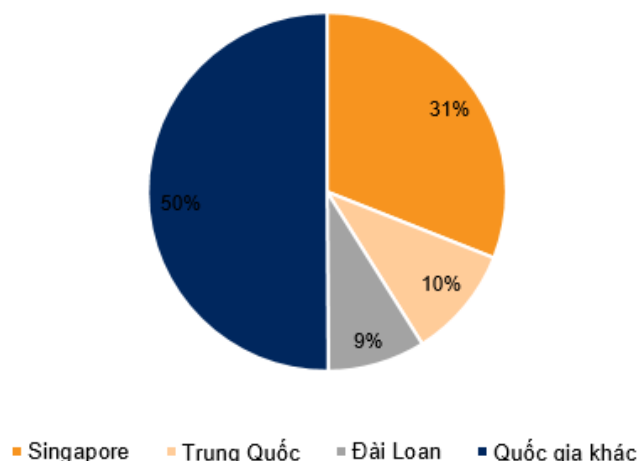
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Dòng vốn FDI tiếp tục giảm trong tháng 3/2023



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Vốn FDI đăng ký mới trong Q1/23 (theo vùng lãnh thổ)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang đối mặt với những thách thức do đơn hàng sản xuất và xuất khẩu giảm, điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt và thị trường bất động sản trong nước suy thoái, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 xuống 5,5% (+/- 0,3 điểm %) (sv dự báo trước đó là 6,2%).

**Chúng tôi kỳ vọng GDP tăng trưởng 4,5-5,0% trong Q2/23**

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng 4,5-5,0% svck trong Q2/23, cải thiện từ mức 3,3% trong Q1/2023. Ngành dịch vụ vẫn là động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế trong Q2/23 với mức tăng trưởng dự báo đạt 6,5-7%. Trong khi đó, tăng trưởng của ngành công nghiệp và xây dựng có thể cải thiện lên 2,8-3,2% svck trong Q2/23 từ mức giảm 0,4% trong Q1/23 nhờ đầu tư công tăng mạnh và tác động tích cực từ việc mặt bằng lãi suất giảm. Trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam tăng trưởng 3,9-4,2% svck, giảm từ mức 6,4% svck trong nửa đầu năm 2022.

Hình 14: Dự phóng các chỉ tiêu vĩ mô quan trọng trong năm 2022-2023

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (dự báo)	Q1/23	Q2/23 (dự báo)	Q3/23 (dự báo)	Q4/23 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,5	7,4	2,9	2,6	8,0	5,5	3,3	4,7	6,7	7,1
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,9	18,9	10,5	-2,0				
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,7	26,7	7,8	-3,0				
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,4	15,7				
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,8	12,7	-7,2	-1,1	6,2				
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	-2,0	-0,3	1,4				
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	87	102				
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,8	23,4	27,4	29,9	21,9	23,2				
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,5				
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,8	4,2	3,2	3,5	3,9
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,7	12,1	13,6	14,0	11,5				
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	102,9	106,3	114,2	123,1	126,5	131,2				
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	10,7	8,0	10,2				
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,3	6,0	4,0	4,0	6,0	5,0	5,5	5,5	5,0	5,0
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,9	7,0	5,6	5,6	7,8	7,0	7,5	7,4	7,2	7,0
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,1	4,8	3,2	3,2	3,5	3,4	3,2
Tỷ giá (USD/VND) (cuối kỳ)	% svck	22.853	23.173	23.103	22.826	23.633	23.470	23.471	23.590	23.550	23.470
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,9	2,9	3,4	4,0	3,9				
Nợ công	% GDP	46,1	43,1	44,0	43,1	40,2	37,6				

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

**Rủi ro điều chỉnh giảm cho dự phóng của chúng tôi bao gồm:**

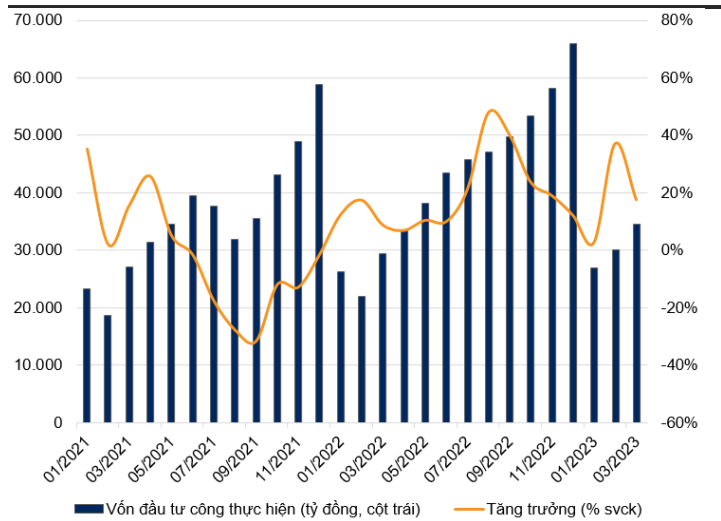
**Lạm phát toàn cầu cao hơn dự kiến:** Việc Trung Quốc mở cửa trở lại là một biến số đối với lạm phát toàn cầu vào năm 2023. Nhu cầu của Trung Quốc phục hồi mạnh hơn dự kiến có thể thúc đẩy lạm phát toàn cầu tăng cao hơn dự kiến. Áp lực lạm phát cao có thể khiến Fed và ECB tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ, điều này có thể làm giảm triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu.

**DXY cao hơn dự kiến có thể gây thêm áp lực lên tỷ giá của Việt Nam:** Thị trường đang đặt cược vào kịch bản Fed chỉ tăng lãi suất điều hành thêm 25 điểm cơ bản. Tuy nhiên, nếu vì một lý do nào đó, chẳng hạn như lạm phát cao hơn dự kiến hay tiền lương tăng cao hơn kỳ vọng, thì có khả năng Fed sẽ tăng lãi suất điều hành nhiều hơn so với kịch bản thị trường hiện nay. Điều này có thể khiến DXY tăng và gây thêm áp lực lên tỷ giá VND. Rủi ro tỷ giá gia tăng có thể cản trở quá trình “nới lỏng” chính sách tiền tệ của NHNN, qua đó làm chậm đà phục hồi của nền kinh tế Việt Nam trong các quý còn lại của năm 2023.

**Kinh tế của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam tăng trưởng chậm hơn dự kiến sẽ tác động mạnh đến xuất khẩu của Việt Nam:** Kịch bản tăng trưởng xuất khẩu của chúng tôi dựa trên giả định rằng nền kinh tế Mỹ có thể tránh được suy thoái mạnh vào năm 2023. Trong trường hợp nền kinh tế Hoa Kỳ rơi vào suy thoái mạnh sẽ tác động tiêu cực hơn đến xuất khẩu và tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2023.

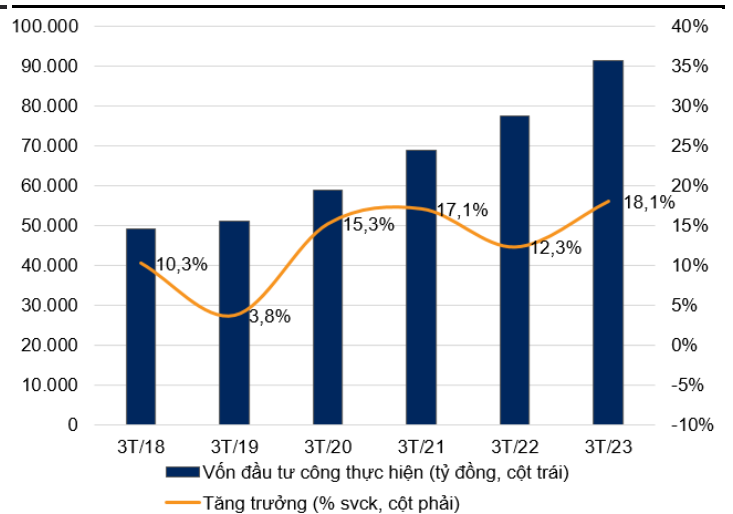
**Chính phủ Việt Nam cần thúc đẩy chính sách tài khóa mở rộng để hỗ trợ phục hồi kinh tế**

**Hình 15: Đầu tư công tăng trưởng ổn định (vốn đầu tư công thực hiện theo tháng)**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Vốn đầu tư công thực hiện tăng 18,1% svck trong Q1/23**



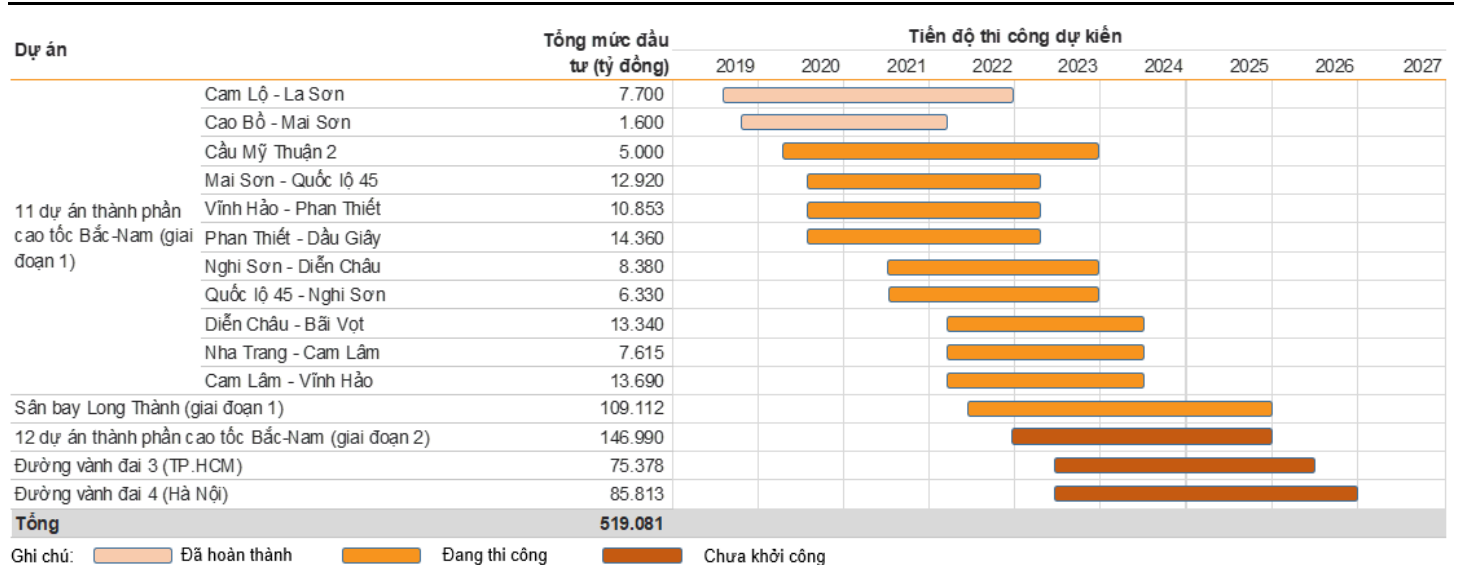
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Kể từ đầu năm 2023, Chính phủ Việt Nam đã đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh vốn đầu tư tư nhân và vốn FDI suy yếu. Theo TCTK, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong tháng 3/2023 đã tăng 17,5% svck lên 34,6 nghìn tỷ đồng. Trong Q1/23, vốn nhà nước thực hiện đã tăng 18,1% svck lên 91,5 nghìn tỷ đồng, cao hơn mức tăng trưởng 12,3% svck của năm ngoái. Tuy nhiên, vốn đầu tư công thực hiện Q1/23 chỉ đạt khoảng 13% kế hoạch cả năm 2023. Do đó, Chính phủ cần đẩy mạnh hơn nữa đầu tư công trong những tháng tới để hoàn thành mục tiêu giải ngân hơn 700.000 tỷ đồng vốn đầu tư công vào năm 2023. Hiện chúng tôi nhận thấy một số yếu tố hỗ trợ để đẩy nhanh hơn nữa các dự án đầu tư công trong năm nay, bao gồm:

- **Nợ công của Việt Nam đã giảm đáng kể trong những năm qua:** Nhờ GDP tăng trưởng khá trong giai đoạn 2016-2022 và kiểm soát chi tiêu chặt chẽ, nợ công của Việt Nam đã giảm nhanh qua các năm, từ 51% vào cuối năm 2016 xuống còn khoảng 40,2% vào cuối năm 2022 (theo ước tính của IMF), thấp hơn nhiều so với trần nợ công của Việt Nam là 60% GDP. Nợ công thấp tạo dư địa để thực thi chính sách tài khóa mở rộng nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế.
- **Lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam giảm mạnh kể từ đầu năm 2023:** Tính đến ngày 12/04, trên thị trường sơ cấp, lợi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) kỳ hạn 10 năm và 15 năm đã giảm 137 và 140 điểm cơ bản so với đầu năm, xuống lần lượt là 3,3% và 3,4%. Trên thị trường thứ cấp, lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm của Việt Nam giảm 192 và 164 điểm cơ bản so với đầu năm, xuống lần lượt là 3,1% và 3,4%.
- **Lạm phát trong nước hạ nhiệt trong hai tháng gần đây:** Lạm phát của Việt Nam giảm xuống 3,4% svck trong tháng 3 từ mức 4,3% svck vào tháng trước. Khi áp lực lạm phát giảm bớt, Chính phủ có thể xem xét mở rộng chính sách tài khóa để hỗ trợ phục hồi kinh tế.
- **Khởi công các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm trước ngày 30/6:** Thủ tướng Phạm Minh Chính chỉ đạo ngành Giao thông Vận tải hoàn tất công tác chuẩn bị để khởi công 3 tuyến đường cao tốc Châu Đốc-Cần Thơ-Sóc Trăng, Biên Hòa-Vũng Tàu, Khánh Hòa-Buôn Ma Thuật và 2 đường vành đai gồm vành đai 4 Hà Nội và vành đai 3 TP.HCM. Các dự án này cần khởi công trước 30/6 năm nay.

Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên dự báo vốn nhà nước thực hiện sẽ tăng 25% so với số thực hiện thực tế trong năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể triển khai thêm các gói hỗ trợ tài khóa để góp phần phục hồi tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là các giải pháp liên quan tới miễn, giảm, hoãn thuế (thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp). Việc cắt giảm thuế sẽ thúc đẩy cầu tiêu dùng nội địa trong nước. Cụ thể, Chính phủ hiện xem xét triển khai lại việc giảm thuế giá trị gia tăng (VAT) từ 10% xuống 8% đối với một số mặt hàng tiêu dùng, tương tự như chính sách được thực hiện vào năm 2022. Nếu được Quốc hội thông qua, chính sách này có thể được triển khai từ ngày 01/07/2023.

**Hình 17: Tiến độ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm giai đoạn 2021 - 2026**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

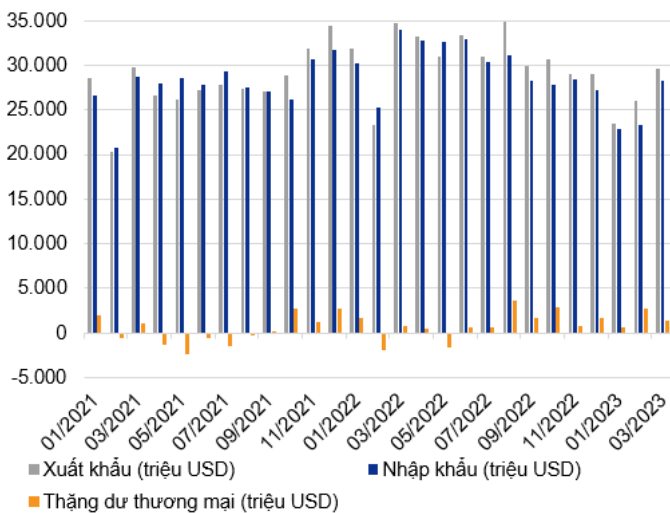


## Hoạt động thương mại tiếp tục suy yếu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm tốc

### Xuất khẩu sụt giảm trong Q1/23 do nhu cầu bên ngoài đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam giảm trong bối cảnh kinh tế toàn cầu âm ảm

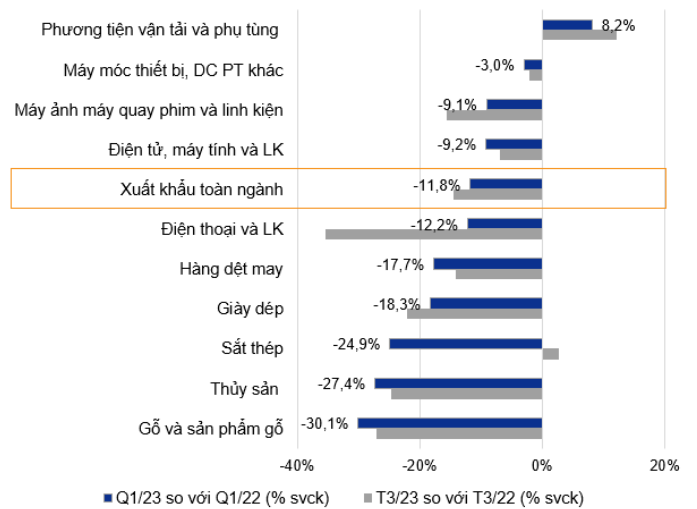
Tình trạng sụt giảm đơn đặt hàng đối với lĩnh vực sản xuất cũng như giá cả hàng hóa giảm đã khiến giá trị xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục giảm trong Q1/23. Theo Tổng cục Hải quan Việt Nam, giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong Q1/23 giảm còn 79,3 tỷ USD (-11,8% svck), trong đó giá trị xuất khẩu trong tháng 3 giảm xuống còn 29,7 tỷ USD (-14,5% svck). Sự sụt giảm trong Q1/23 được ghi nhận ở hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chủ lực, bao gồm: điện thoại (-12,2% svck), điện tử và máy vi tính (-9,2% svck), máy móc thiết bị dụng cụ (-3,0% svck), dệt may và may mặc (-17,7% svck), sợi dệt (-35,0% svck), thép (-24,9% svck) và thủy sản (-27,4% svck). Ngược lại, một số mặt hàng xuất khẩu tăng trưởng dương trong Q1/23 bao gồm đồ chơi & dụng cụ thể thao (6,6% svck), phương tiện vận tải (+8,2% svck), giấy & các sản phẩm liên quan (+11,9% svck), sản phẩm xăng dầu (+11,2% svck), gạo (+34,3%), rau củ quả (+16,1% svck).

**Hình 18: Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại 4,8 tỷ USD trong Q1/23 (so với thặng dư thương mại trong Q1/22 là 0,5 tỷ USD)**



Nguồn: TCTK, Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: Các mặt hàng dẫn đầu về giá trị xuất khẩu**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng xuất khẩu Việt Nam sẽ tiếp tục phải đối mặt với nhiều thách thức trong Q2/23 do:

- Triển vọng kinh tế toàn cầu âm ảm, kéo theo đó là lượng đơn đặt hàng mới trong ngành sản xuất của Việt Nam sụt giảm. PMI tháng 3/2023 giảm xuống 47,4 điểm cho thấy ngành sản xuất tiếp tục thu hẹp do tình hình đơn hàng kém khả quan.
- Năng lực sản xuất của các doanh nghiệp cần thời gian để phục hồi hoàn toàn khi thị trường phục hồi. Nhiều doanh nghiệp phải cắt giảm công suất hoạt động, giảm giờ làm, thậm chí sa thải nhân viên. Do đó, doanh nghiệp cần thời gian để phục hồi sản xuất ngay cả khi đơn hàng xuất khẩu tăng trở lại.

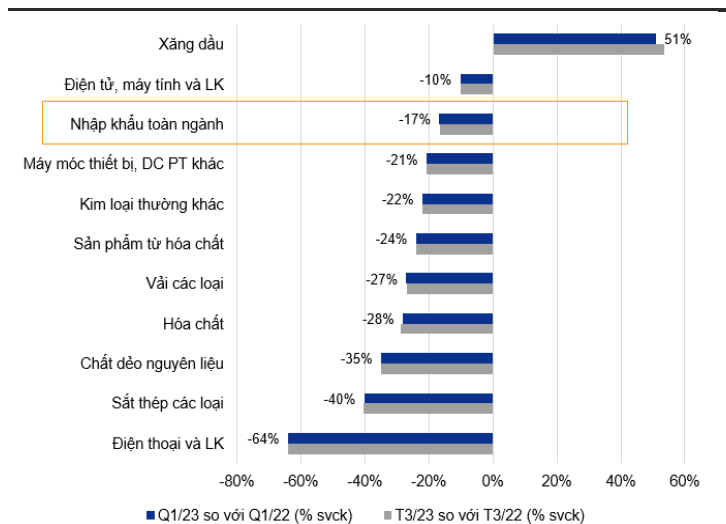
Trong bối cảnh rủi ro suy thoái kinh tế tại nhiều quốc gia phát triển gia tăng và kim ngạch xuất khẩu thực tế trong Q1/23 thấp hơn dự kiến, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam năm 2023 xuống -2% svck, thấp hơn mức tăng trưởng trung bình là 15% svck trong giai đoạn 2021-22. Xuất khẩu có thể phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2023 nhờ mức nền thấp trong nửa cuối năm 2022 và được hỗ trợ từ việc nhu cầu của Trung Quốc phục hồi mạnh sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại.

### Nhập khẩu giảm cho thấy lĩnh vực sản xuất đang thu hẹp

Giá trị nhập khẩu giảm đáng kể trong Q1/23, phản ánh nhu cầu đối với nhập khẩu nguyên vật liệu, tư liệu sản xuất và sản phẩm trung gian suy giảm trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng mới của ngành sản xuất giảm. Theo TCTK, chi tiêu nhập khẩu của Việt Nam trong Q1/23 đã giảm 16,7% svck xuống còn khoảng 74,5 tỷ USD (-10,7% so với quý trước). Trong đó, nhập khẩu hàng hóa trung gian (phục vụ sản xuất) giảm mạnh 19,2% svck, trong khi nhập khẩu tư liệu sản xuất và nhập khẩu nguyên vật liệu giảm lần lượt 19,7% svck và 19,1% svck. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu hàng tiêu dùng và hàng hóa khác tăng nhẹ 2,5% svck. Về cán cân thương mại, Việt Nam xuất siêu 4,8 tỷ USD trong Q1/23, tăng mạnh từ mức xuất siêu 0,5 tỷ USD trong Q1/22.

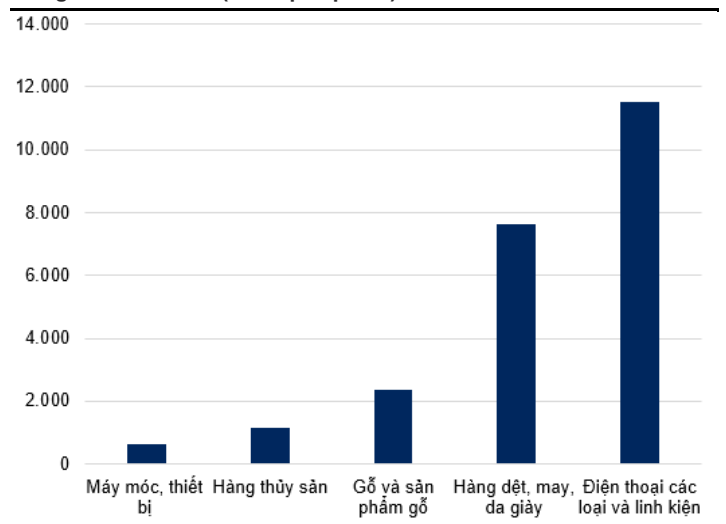
Chúng tôi cho rằng giá trị nhập khẩu khó có thể cải thiện đáng kể trong Q2/23 do các doanh nghiệp có xu hướng giảm sản xuất trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới suy yếu. Chúng tôi kỳ vọng giá trị nhập khẩu sẽ giảm 3% svck trong năm 2023 (so với dự báo trước đó là +5,0% svck). Từ đó, chúng tôi kỳ vọng thặng dư thương mại của Việt Nam sẽ tăng lên 15,7 tỷ USD vào năm 2023 từ mức xuất khẩu ròng 12,4 tỷ USD vào năm 2022.

Hình 20: Các mặt hàng dẫn đầu về giá trị nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Các mặt hàng dẫn đầu về giá trị xuất khẩu ròng trong 3 tháng đầu năm 2023 (Đơn vị: triệu US)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

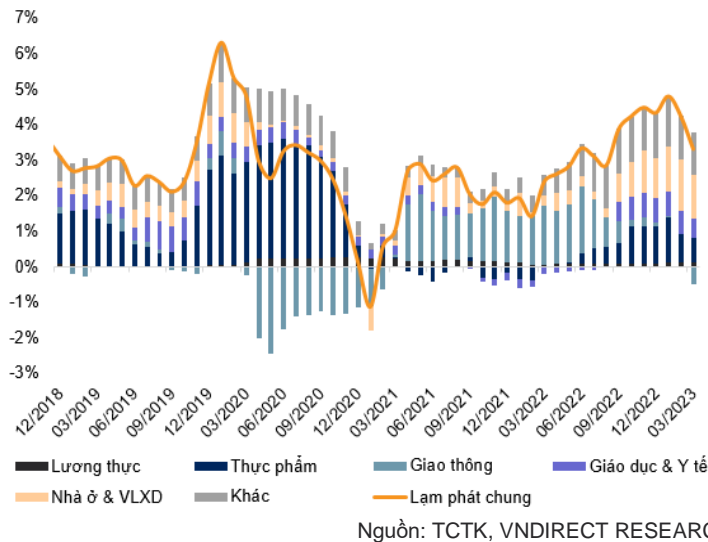
### Áp lực lạm phát tiếp tục hạ nhiệt

Lạm phát của Việt Nam đã giảm xuống 3,4% svck vào trong tháng 3 từ mức 4,3% svck hồi tháng 2. So với tháng trước, CPI Việt Nam giảm 0,2%, chủ yếu đến từ sự sụt giảm của các chỉ số thành phần bao gồm Giao thông vận tải (-0,2% so với tháng trước), Lương thực & Thực phẩm (-0,6% so với tháng trước) và Giáo dục (-1,7% so với tháng trước). Trong Q1/23, CPI bình quân của Việt Nam ở mức 4,2%, phù hợp với dự báo của chúng tôi.

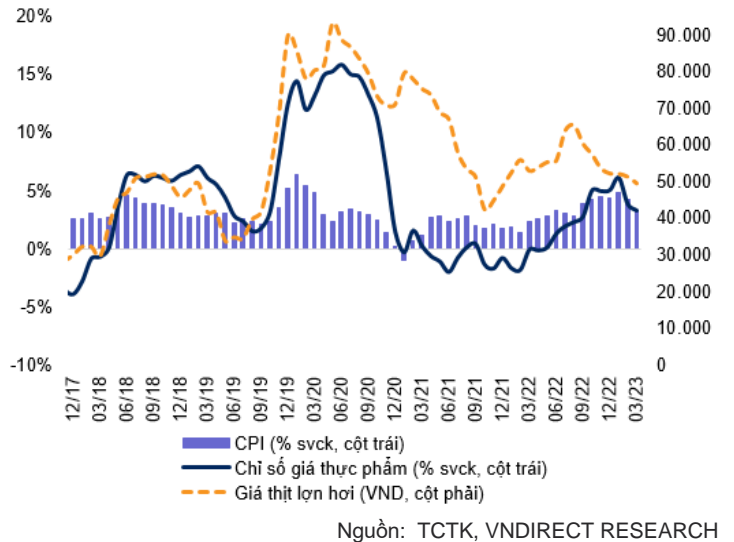
Chúng tôi kỳ vọng áp lực lạm phát sẽ giảm bớt trong Q2/2023 nhờ (1) CPI nhóm Lương thực & Thực phẩm giảm và (2) áp lực nhập khẩu lạm phát giảm nhờ giá hàng hóa thế giới giảm và tỷ giá hối đoái ổn định. Chúng tôi kỳ vọng CPI của Việt Nam sẽ ở mức trung bình 2,9-3,3% trong Q2/23. Mặc dù việc tăng giá bán lẻ điện (xác suất cao xảy ra trong năm 2023) có thể làm gia tăng áp lực lạm phát, nhưng chúng tôi cho rằng tác động lên chỉ số CPI là không lớn. Theo ước tính của chúng tôi, giá điện bán lẻ tăng 5% có thể làm tăng chỉ số CPI khoảng 0,1-0,2%. Chúng tôi giữ nguyên dự báo về mức lạm phát trung bình năm 2023

là 3,8% svck (+/- 0,2 điểm %), dưới mức trần của Quốc hội là 4,5%. Rủi ro giảm dự phóng của chúng tôi đến từ nhu cầu tiêu dùng thấp hơn dự kiến tại các thị trường phát triển trong bối cảnh kinh tế suy thoái. Rủi ro tăng tăng dự phóng của chúng tôi đến từ việc Trung Quốc phục hồi nhu cầu mạnh hơn dự kiến, tăng áp lực lạm phát lên toàn cầu.

**Hình 22: Áp lực lạm phát tiếp tục hạ nhiệt trong tháng 3/2023**



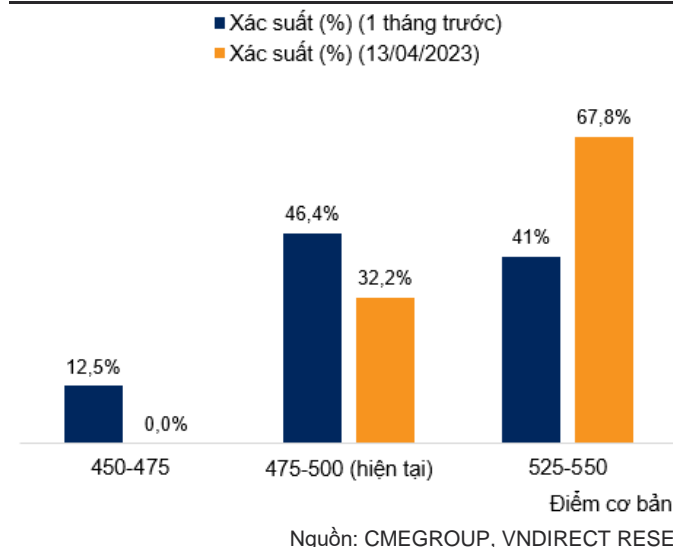
**Hình 23: Lạm phát Lương thực & Thực phẩm được giảm từ tháng 2/2023**



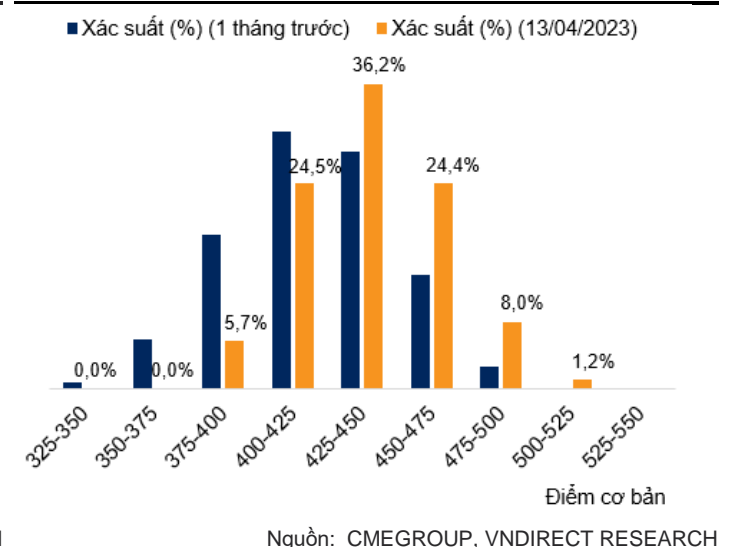
## NHNN tăng dự trữ ngoại hối trong bối cảnh áp lực tỷ giá giảm bớt

### Fed đưa ra thông điệp bớt “điều hòa” hơn về chính sách tiền tệ

**Hình 24: Thị trường đang kỳ vọng Fed sẽ tăng lãi suất điều hành thêm 25 điểm cơ bản tại cuộc họp tháng 5**



**Hình 25: Thị trường đang kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất sớm nhất là trong nửa cuối năm 2023 do khả năng xảy ra suy thoái**



Trong cuộc họp tháng 3, Fed đã quyết định nâng phạm vi mục tiêu lãi suất điều hành lên 4,75%-5%. Ngoài ra, cuộc khủng hoảng gần đây trong hệ thống ngân hàng Mỹ đã khiến Fed không còn tuyên bố "tăng lãi suất liên tục" là phù hợp. Fed cho biết họ để ngỏ khả năng tăng lãi suất thêm một lần nữa và sẽ không cắt giảm lãi suất vào năm 2023. Tuy nhiên, dự báo thị trường có phần tích cực hơn trong việc nới lỏng so với quan điểm của Fed. Cụ thể, các thị trường hiện kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất sớm nhất là trong nửa cuối năm 2023 do khả

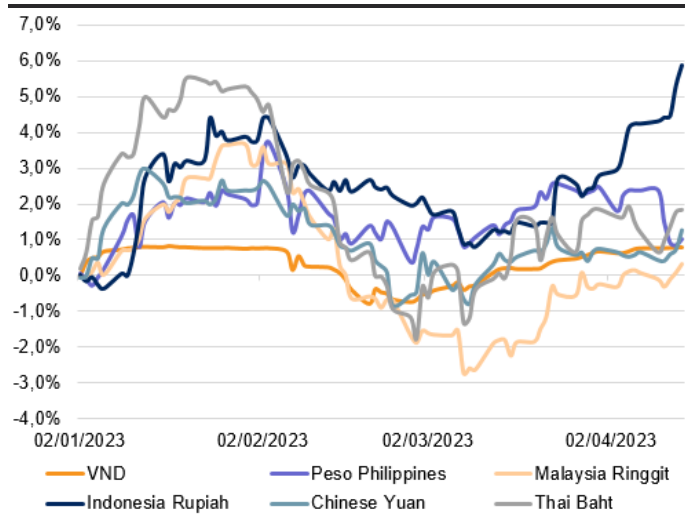
năng xảy ra suy thoái. Ngay cả các quan chức Fed cũng phải thừa nhận rằng nguy cơ suy thoái của nền kinh tế Mỹ đã tăng lên sau cuộc khủng hoảng ngân hàng Mỹ.

### Áp lực tỷ giá hối đoái sẽ giảm bớt

Chỉ số đồng USD (DXY) giảm mạnh sau khi Fed đưa ra thông điệp ít “điều hòa” hơn về chính sách tiền tệ do khủng hoảng gần đây trong ngành ngân hàng. Tính đến ngày 13/04/2023, DXY giảm xuống còn 101,0 điểm, giảm 4,1% so với trước sự kiện Ngân hàng Silicon Valley (SVB) sụp đổ. DXY giảm kéo theo tỷ giá USD/VND giảm 0,8% so với đầu năm xuống 23.445. Đồng USD cũng mất giá so với hầu hết các đồng tiền trong khu vực, bao gồm Malaysia Ringgit (-0,3% so với đầu năm), Philippine Peso (-1,0% so với đầu năm), Nhân dân tệ Trung Quốc (-1,3% so với đầu năm), Baht Thái Lan (-1,8% so với đầu năm) và Rupiah Indonesia (-5,9% so với đầu năm).

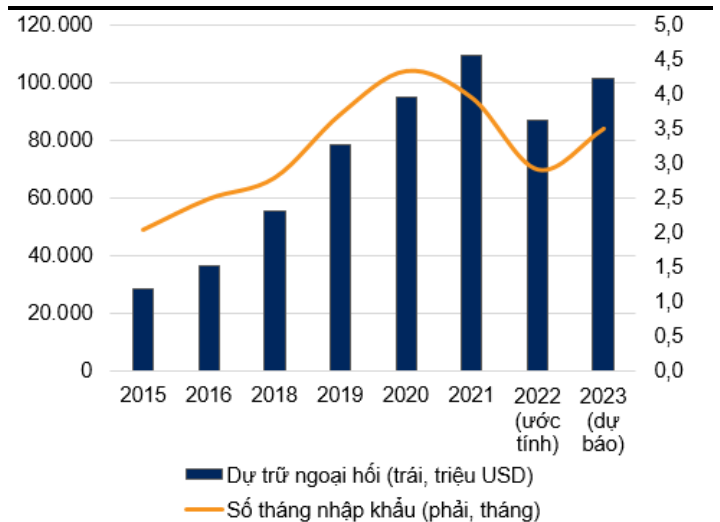
Nhờ áp lực tỷ giá giảm, NHNN đã tăng dự trữ ngoại hối thêm khoảng 800 triệu USD trong tuần đầu tiên của tháng 4/2023, nâng tổng dự trữ ngoại hối lên khoảng 92 tỷ USD (+4,8 tỷ USD kể từ đầu năm 2023). Chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá giảm trong Q2/23 do Fed có thể đưa ra các thông điệp ôn hòa hơn về chính sách tiền tệ tại cuộc họp tiếp theo vào đầu tháng 5 tới do khả năng suy thoái kinh tế gia tăng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND sẽ dao động trong vùng 23.400-23.700 trong Q2/23. Rủi ro tỷ giá gia tăng đến từ (1) áp lực lạm phát cao bất ngờ và lâu hơn dự kiến ở Mỹ, (2) khiếu hối và dòng vốn FDI sụt giảm mạnh hơn dự kiến trong bối cảnh kinh tế toàn cầu trì trệ.

Hình 26: Hầu hết các đồng tiền trong khu vực đều mạnh lên so với USD trong tháng qua (+/- % so với đầu năm)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Dự trữ ngoại hối và số tháng nhập khẩu của Việt Nam



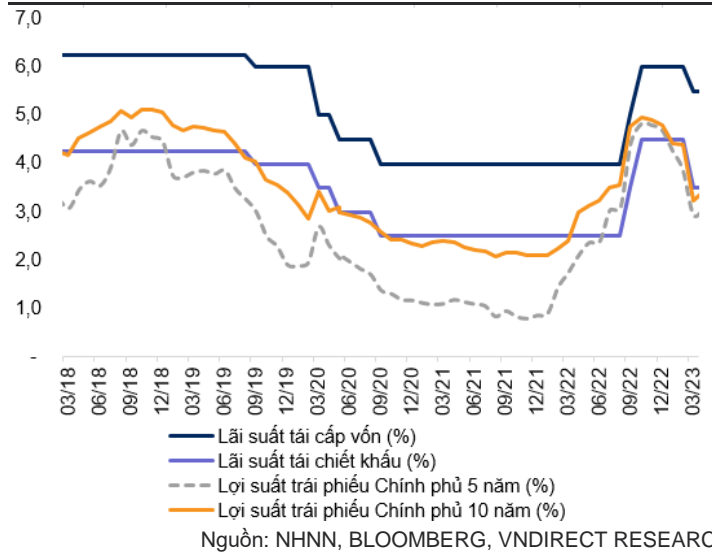
Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

### Lãi suất huy động tiếp tục hạ nhiệt

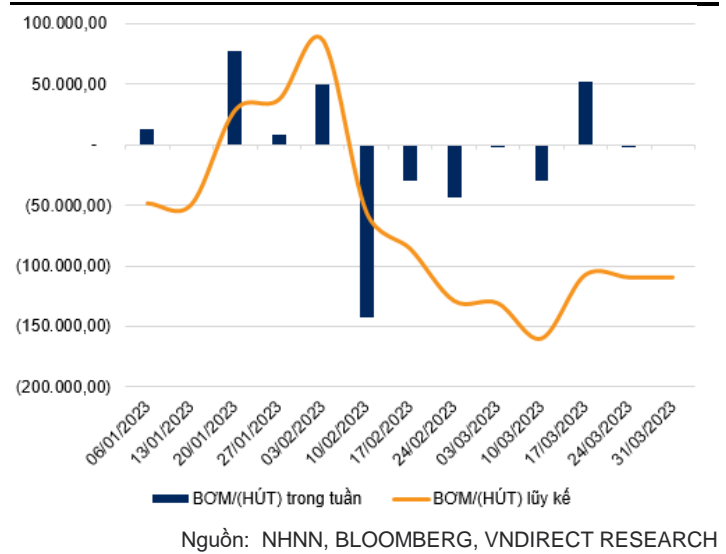
#### Chúng tôi nhận thấy sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ của NHNN

Trong tháng 3/2023, NHNN đã có hai đợt giảm lãi suất điều hành, theo đó lãi suất tái chiết khấu giảm 1 điểm % xuống 3,5%/năm; lãi suất tái cấp vốn giảm 0,5 điểm % xuống 5,5%; lãi suất cho vay qua đêm của NHNN đối với các TCTD cũng giảm từ 7%/năm xuống 6%/năm. NHNN cũng hạ trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND của các tổ chức tín dụng đối với một số lĩnh vực ưu tiên thêm 1 điểm % xuống 4,5%/năm. Ngoài ra, lãi suất tối đa đối với tiền gửi VND kỳ hạn dưới 1 tháng và từ 1 tháng đến dưới 6 tháng cũng giảm thêm 0,5 điểm %.

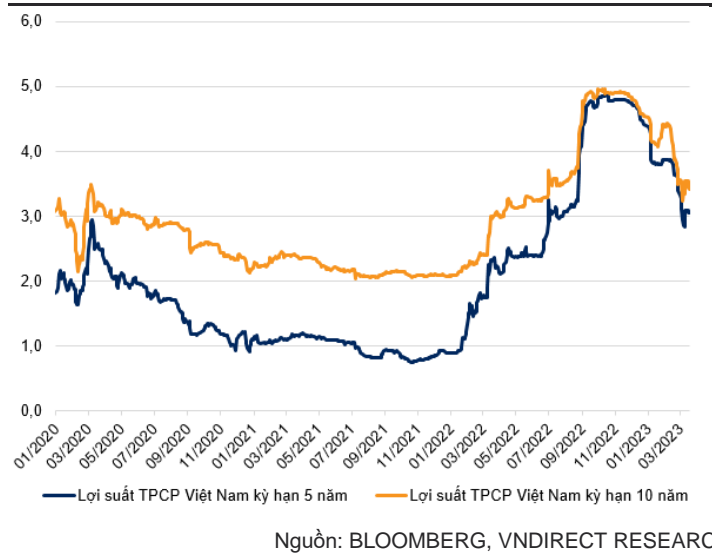
**Hình 28: NHNN cắt giảm lãi suất điều hành hai lần trong tháng 3-2023**



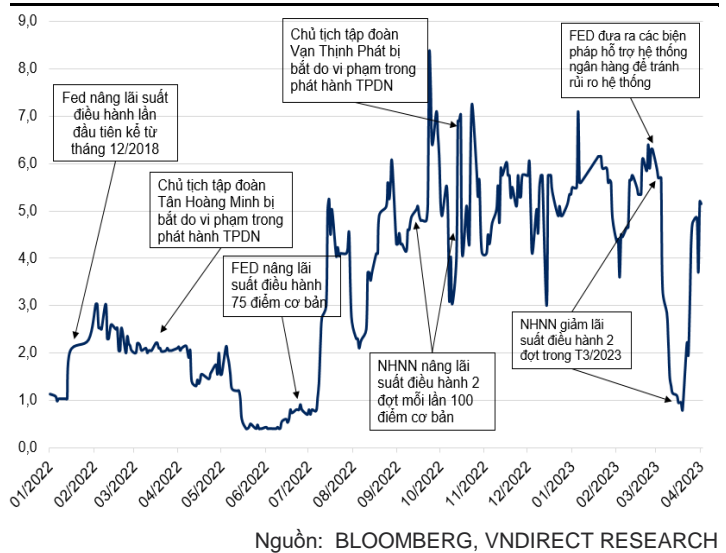
**Hình 29: Tiền bơm/(hút) của NHNN (Đơn vị: tỷ đồng)**



**Hình 30: Lợi suất TPCP Việt Nam giảm trong tháng 3/2023(Đơn vị: %)**



**Hình 31: Lãi suất qua đêm liên ngân hàng quay đầu tăng mạnh kể từ đầu tháng 4/2023 (Đơn vị: %)**



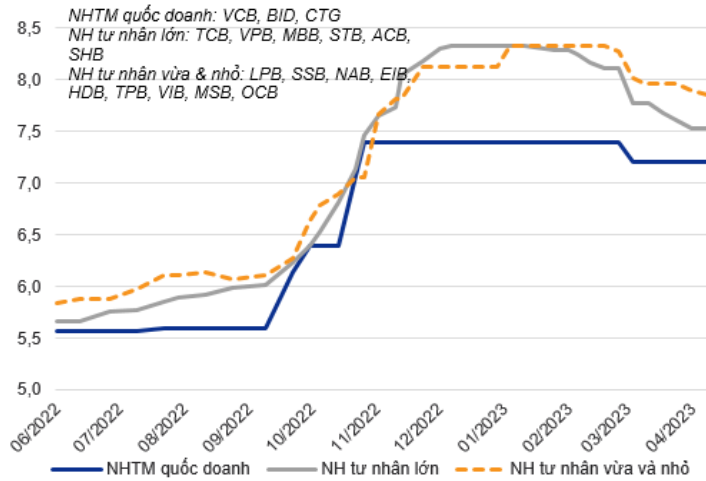
**Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng sẽ giảm xuống 7,0% trong năm 2023**

Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại đã giảm 50 điểm cơ bản so với mức đỉnh hồi tháng 1/2023, dao động từ 7,1% - 8,4%. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ tiếp tục giảm cho đến cuối năm 2023, dựa trên những lý do sau:

- Fed có thể kết thúc chu kỳ tăng lãi suất trong nửa đầu năm 2023, qua đó giảm áp lực lên tỷ giá VND cũng như lãi suất của Việt Nam trong nửa sau năm 2023.
- Nhu cầu tín dụng suy yếu do các doanh nghiệp hạn chế mở rộng hoạt động kinh doanh do lo ngại về tăng trưởng kinh tế và tiêu dùng ảm đạm. Đồng thời, thị trường bất động sản nhà ở gặp khó khăn cũng ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng tín dụng. Tính đến ngày 28/3/2023, tín dụng toàn nền kinh tế chỉ tăng 2,06% so với đầu năm, thấp hơn nhiều so với mức tăng 5,97% cùng kỳ năm ngoái, theo TCTK.
- Chính phủ thúc đẩy đầu tư công qua đó bơm thêm tiền vào nền kinh tế.

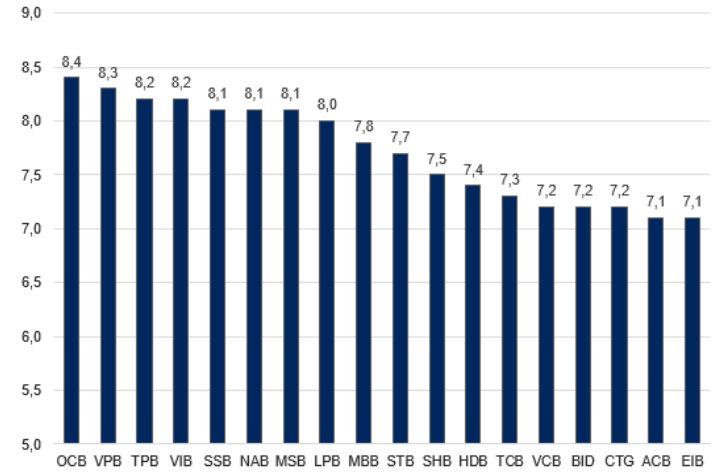
Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng (của cả ngân hàng tư nhân và ngân hàng quốc doanh) sẽ giảm thêm 50 điểm cơ bản xuống 7,0%/năm trong năm 2023.

**Hình 32: Lãi suất huy động giảm rõ rệt trong giai đoạn tháng 2-3/2023 (Đơn vị: %)**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 33: Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của một số NHTM dao động từ 7,1%/năm đến 8,4%/năm (Đơn vị: %)**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

## 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 & 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>