

Cập nhật vĩ mô

12/01/2023

Cập nhật vĩ mô

2023 là một năm với hai gam màu khác biệt

- Tăng trưởng GDP giảm còn 5,9% svck trong Q4/22 do xuất khẩu giảm và động lực từ mở cửa trở lại phai nhạt, GDP cả năm 2022 tăng 8,0% svck.
- Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 xuống 6,2% (+/-0,3 điểm%) so với dự báo trước đó là 6,7%.

Tăng trưởng GDP giảm tốc trong Q4/22

Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP của Việt Nam tăng 5,9% svck trong Q4/22, được dẫn dắt bởi ngành dịch vụ (+8,1% svck). Tốc độ tăng trưởng trong Q4/22 chậm lại đáng kể so với mức đỉnh là 13,7% trong Q3/22, phản ánh sự suy yếu trong xuất khẩu và sản xuất công nghiệp cùng với động lực từ mở cửa trở lại nền kinh tế phai nhạt dần. Trong cả năm 2022, kinh tế Việt Nam tăng trưởng 8,0% svck (phù hợp với dự báo của chúng tôi là 7,9% svck), đây là mức tăng trưởng hàng năm mạnh nhất kể từ năm 2011.

Xuất khẩu và sản xuất công nghiệp Q4/22 suy yếu là mối lo ngại lớn

Chúng tôi nhận thấy xu hướng tăng trưởng chậm lại của ngành công nghiệp Việt Nam trong Q4/22 trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm tốc. Cụ thể, chỉ số IIP tăng 3,0% svck, thấp hơn đáng kể so với quý trước (Q3/22 tăng 10,9% svck). Ngoài ra, IIP tháng 12 giảm 1,0% so với tháng trước và chỉ tăng 0,2% svck, mức tăng trưởng hàng năm thấp nhất kể từ tháng 11/2021. Bên cạnh đó, đơn đặt hàng mới của lĩnh vực sản xuất liên tục giảm trong vài tháng qua đã khiến xuất khẩu của Việt Nam giảm kể từ tháng 11/2022 với giá trị xuất khẩu giai đoạn tháng 11-12/2022 giảm còn 58,1 tỷ USD (-12,4% svck).

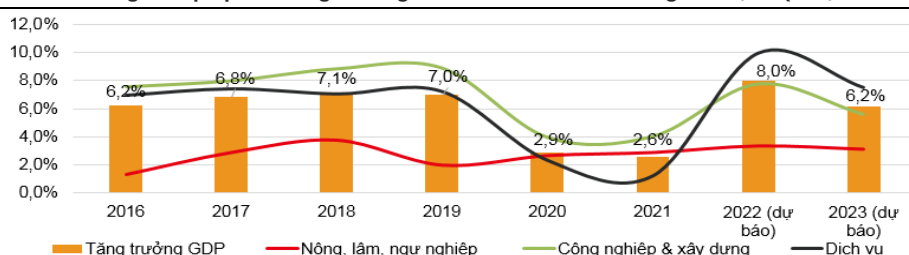
Đà tăng trưởng của kinh tế Việt Nam sẽ chậm lại trong năm 2023

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 xuống 6,2% (+/-0,3 điểm %) so với dự báo trước đó là 6,7%. Nguyên nhân đến từ việc nền kinh tế toàn cầu chậm lại tác động mạnh hơn dự kiến đến ngành sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn phải đối mặt với những thách thức như môi trường lãi suất cao, lạm phát toàn cầu tuy giảm nhưng vẫn còn cao, thanh khoản thị trường tài chính thắt chặt, lĩnh vực bất động sản gặp khó khăn. Có một số động lực tăng trưởng trong năm tới, đến từ việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng như một phần của đầu tư công và xu hướng chuyển đổi năng lượng xanh. Chúng tôi nhận thấy việc Trung Quốc mở cửa trở lại và cạnh tranh FDI ngày càng tăng giữa các nước trong khu vực có thể là những biến số đối với triển vọng tăng trưởng của Việt Nam. Lạm phát bình quân dự kiến tăng 3,8% svck trong năm 2023 (tăng so với mức 3,2% trong năm 2022).

Áp lực lãi suất và tỷ giá sẽ hạ nhiệt đáng kể trong nửa cuối năm 2023

Theo quan điểm của chúng tôi, việc cải thiện dự trữ ngoại hối cùng với Fed bình thường hóa chính sách tiền tệ vào khoảng giữa năm 2023 sẽ góp phần hạ nhiệt áp lực tỷ giá đối với VND trong năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ tăng lên 102 tỷ USD vào cuối năm 2023. Đà thắt chặt chính sách tiền tệ chậm lại trên toàn cầu sẽ tạo dư địa cho NHNN giữ nguyên lãi suất điều hành như hiện tại. Theo đó, lãi suất huy động sẽ tăng chậm lại trong nửa đầu năm 2023 và sau đó giảm dần kể từ Q3/23.

Hình 1: Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP cho năm 2023 xuống còn 6,2% (+/-0,3 điểm %)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Đinh Quang Hình

hinh.dinh@vndirect.com.vn

2023 LÀ MỘT NĂM VỚI HAI GAM MÀU KHÁC BIỆT

Tăng trưởng GDP giảm tốc trong Q4/22

Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP của Việt Nam tăng 5,9% svck trong Q4/22, được dẫn dắt bởi ngành dịch vụ (+8,1% svck). Tốc độ tăng trưởng trong Q4/22 chậm lại đáng kể so với mức đỉnh là 13,7% trong Q3/22, phản ánh sự suy yếu trong xuất khẩu và sản xuất công nghiệp cùng với động lực việc mở cửa trở lại nền kinh tế phai nhạt dần. Trong 3 trụ cột chính của nền kinh tế, ngành dịch vụ tăng trưởng 8,1% svck (Q4/21 tăng 5,4% svck và Q3/22 tăng 19,3% svck), trong khi tăng trưởng của ngành nông nghiệp được cải thiện lên 3,9% svck (Q4/21 tăng 3,2 % svck, Q3/22 tăng 3,7% svck). Ngược lại, tăng trưởng của ngành công nghiệp và xây dựng giảm tốc xuống còn 4,2% svck, thấp hơn mức tăng trưởng 5,6% svck trong Q4/21).

Ngành công nghiệp và xây dựng suy yếu do nhu cầu bên ngoài giảm

Ngành công nghiệp và xây dựng chỉ tăng 4,2% svck trong Q4/22, thấp hơn so với mức tăng trưởng 5,6% svck trong Q4/21 và 12,2% svck trong Q3/22. Đơn đặt hàng giảm trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại là trở ngại chính đối với hoạt động của phân ngành sản xuất, chế biến chế tạo trong Q4/22. Tăng trưởng của phân ngành này giảm mạnh xuống 3,0% svck từ mức 8,0% svck của Q4/21 (trong Q3/22 tăng 11,6% svck). Hoạt động sản xuất chậm lại cũng làm suy yếu nhu cầu sử dụng điện, khiến tăng trưởng của phân ngành điện, khí đốt, hơi nước và điều hòa giảm tốc còn 4,5% svck (so với mức tăng 12,6% svck trong Q4/21 và 11,6% svck trong Q3/22). Phân ngành khai khoáng vẫn tăng trưởng mạnh, đạt 7,9% svck (so với 1,6% svck trong Q4/21 và 6,4% svck trong Q3/22) nhờ giá bán ra cao của dầu thô và các khoáng sản khác trong năm 2022 thúc đẩy sản lượng khai thác. Trong khi đó, phân ngành xây dựng và phân ngành cấp nước trong Q4/22 đã tăng lần lượt 6,7% svck (so với mức tăng 6,5% svck trong Q4/21 và 17,5% svck trong Q3/22) và 8,2% svck (so với 3,6% svck trong Q4/21 và 9,5% svck trong Q3/22). Cả năm 2022, ngành công nghiệp và xây dựng tăng 7,8% svck (so với +4,1% svck năm 2021), chủ yếu nhờ kết quả tốt trong 9 tháng đầu năm 2022.

Hình 2: Tăng trưởng của các phân ngành thuộc ngành công nghiệp và xây dựng

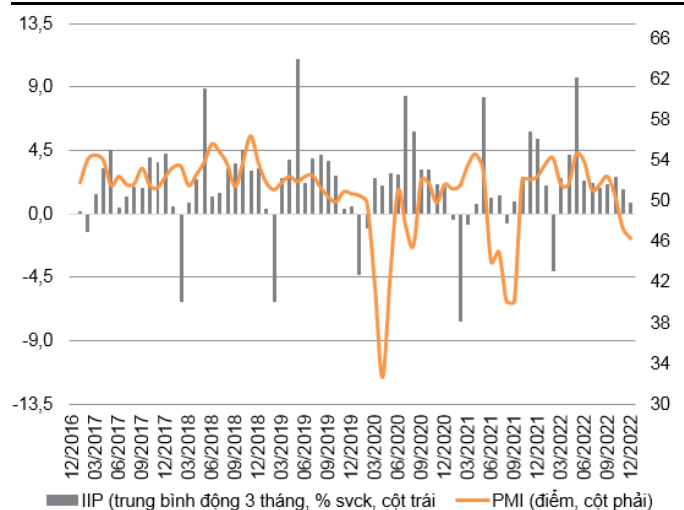
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
Công nghiệp và xây dựng	5,0%	1,7%	2,9%	5,6%	6,3%	10,4%	-5,5%	5,6%	6,4%	8,7%	12,2%	4,2%
Công nghiệp	5,1%	1,1%	2,3%	4,8%	6,3%	11,2%	-4,4%	6,5%	7,0%	9,5%	11,1%	3,6%
Khai khoáng	-4,2%	-5,8%	-5,9%	-6,1%	-8,5%	-4,7%	-9,1%	-2,7%	1,1%	4,5%	6,4%	7,9%
Sản xuất	7,1%	3,4%	3,9%	8,6%	8,9%	13,4%	-4,1%	8,0%	7,7%	11,1%	11,6%	3,0%
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%	11,6%	4,5%
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%	9,5%	8,2%
Xây dựng	4,4%	4,7%	5,7%	8,6%	6,5%	6,5%	-10,1%	2,1%	3,3%	4,9%	17,5%	6,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Khó khăn của ngành công nghiệp do thiếu đơn hàng trong Q4/22 còn thể hiện rõ qua việc nhiều doanh nghiệp cắt giảm giờ làm, thậm chí sa thải công nhân. Theo Tổng Liên đoàn Lao động Việt Nam, hơn 430.000 lao động bị giảm giờ làm, hơn 41.000 lao động bị thôi việc, mất việc kể từ đầu năm 2022. Ngành bị ảnh hưởng nhiều nhất là da giày: 171.414 lao động (chiếm 36,30% tổng số lao động bị ảnh hưởng), tiếp đến là dệt may: 131.340 lao động (27,81%), chế biến gỗ: 63.681 lao động (13,49%); điện tử: 19.535 lao động (4,14%).

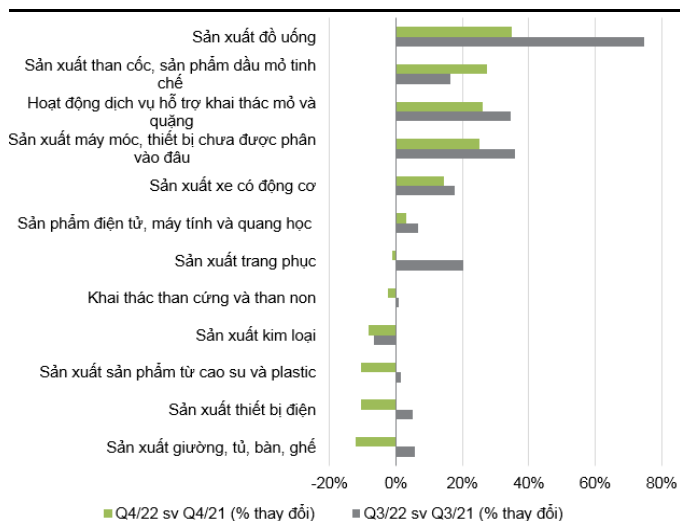
Chúng tôi cho rằng sự chậm lại trong hoạt động sản xuất công nghiệp sẽ kéo dài sang nửa đầu năm 2023 trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm tốc. Đáng chú ý, PMI tháng 12/2022 của Việt Nam giảm còn 46,4 điểm, đánh dấu tháng thứ hai liên tiếp nằm dưới ngưỡng 50 điểm. Dữ liệu này cho thấy tình trạng thu hẹp sản xuất có thể còn tiếp diễn trong vài tháng tới.

Hình 3: PMI giảm còn 46,4 điểm, đánh dấu tháng thứ hai liên tiếp nằm dưới ngưỡng 50 điểm



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo phân ngành



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

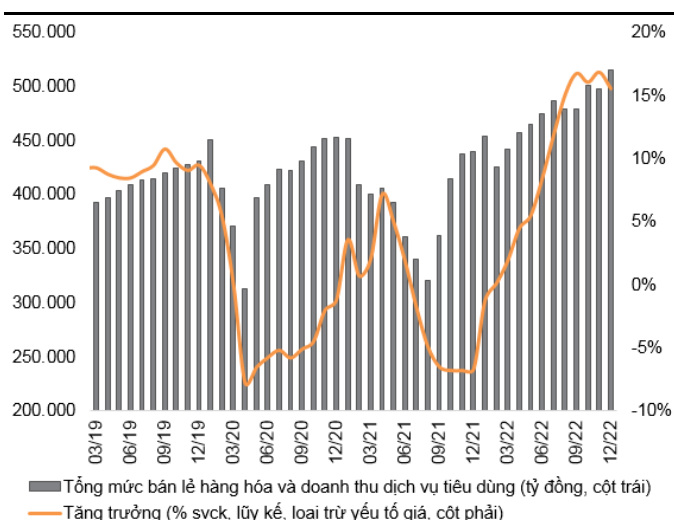
Ngành dịch vụ duy trì đà tăng trưởng nhờ nhu cầu nội địa và lượng khách du lịch quốc tế phục hồi

Ngành dịch vụ tăng 8,1% svck trong Q4/22, mức tăng quý 4 mạnh nhất kể từ năm 2011. Sự tăng trưởng tích cực của ngành dịch vụ được đóng góp bởi:

- Đầu tiên cần đề cập đến sự phục hồi khá vững chắc của nhu cầu trong nước. Theo số liệu của TCTK, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 17,1% svck trong Q4/22 (so với mức -4,2% svck của Q4/21). Cả năm 2022, tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tăng 19,8% svck. Nếu loại trừ yếu tố giá thì chỉ tiêu này tăng 15,6% svck (cùng kỳ năm trước giảm 6,7% svck). Tăng trưởng năm 2022 đã vượt qua tăng trưởng của giai đoạn trước đại dịch, cho thấy nhu cầu trong nước đang phục hồi vững chắc. Nhờ sự phục hồi của tiêu dùng trong nước, phân ngành bán lẻ tăng trưởng 6,8% svck trong Q4/22 và tăng 10,2% svck trong cả năm 2022.
- Sự phục hồi ngoạn mục của du lịch là điểm nhấn của ngành dịch vụ năm 2022. Theo Tổng cục Du lịch, tổng lượng khách du lịch nội địa năm 2022 đạt 101,3 triệu lượt (đạt 169% kế hoạch cả năm), gấp 2,5 lần so với năm 2021 và gấp 1,2 lần so với trước đại dịch (năm 2019). Trong khi đó, có hơn 3,6 triệu lượt khách quốc tế đến Việt Nam (so với 157.300 lượt khách quốc tế năm 2021), bằng với 20% tổng lượng khách quốc tế trong năm 2019 (mức trước đại dịch). Nhờ lượng khách phục hồi, doanh thu từ du lịch đạt 450.000 tỷ đồng vào năm 2022 (+150% svck), bằng với 70,6% mức trước đại dịch (năm 2019). Do đó, các phân ngành liên quan đến du lịch có mức tăng trưởng mạnh trong Q4/22 cũng như cả năm 2022, bao gồm hoạt động lưu trú và ăn uống (+37,6% svck trong Q4/22 và +40,6% svck trong 2022), nghệ thuật, vui chơi và giải trí (+20,9% svck trong Q4/22 và +16,7% svck trong 2022).
- Các phân ngành dịch vụ khác ghi nhận tăng trưởng khả quan trong Q4/22 bao gồm: thông tin và truyền thông (+7,6% svck trong Q4/22); hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm (+8,5% svck trong Q4/22).

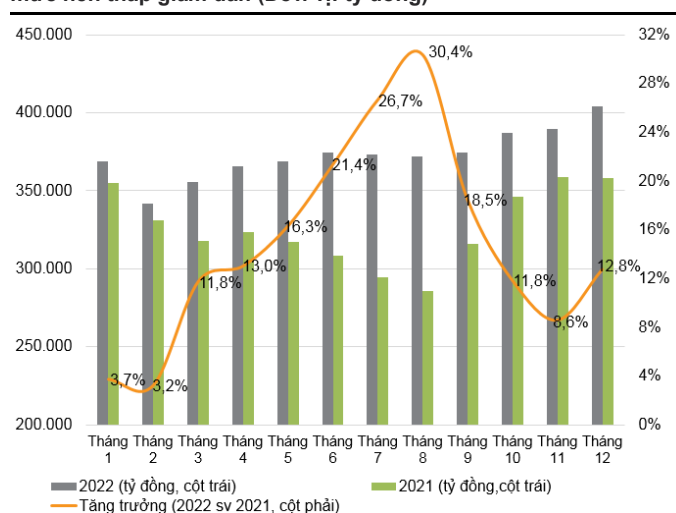
Trong năm 2022, ngành dịch vụ tăng 10,0% svck, đây là mức tăng trưởng hàng năm cao nhất trong giai đoạn 2011-2022.

Hình 5: Nhu cầu nội địa phục hồi (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ giảm tốc khi tác động từ mức nền thấp giảm dần (Đơn vị: tỷ đồng)



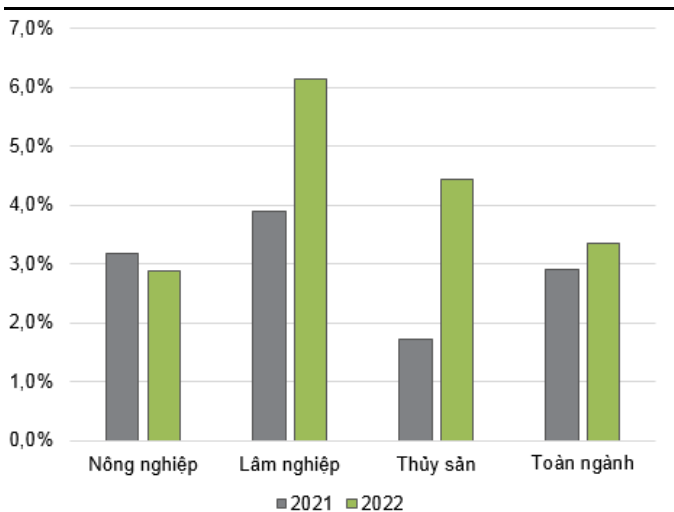
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản đã có sự cải thiện trong Q4/22

Ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3,9% svck trong Q4/22, mạnh hơn mức tăng 3,2% svck trong Q4/21 và 3,7% trong Q3/22. Cụ thể, tất cả các phân ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản đều ghi nhận tăng trưởng cao hơn svck trong Q4/22. Đáng chú ý, phân ngành lâm nghiệp tăng mạnh nhất với mức tăng 7,0% svck trong Q4/22 (so với mức 5,1% svck trong Q4/21 và 7,3% svck trong Q3/22). Trong khi đó, các phân ngành nông nghiệp và thủy sản tăng trưởng lần lượt 3,6% svck và 4,2% svck trong Q4/22.

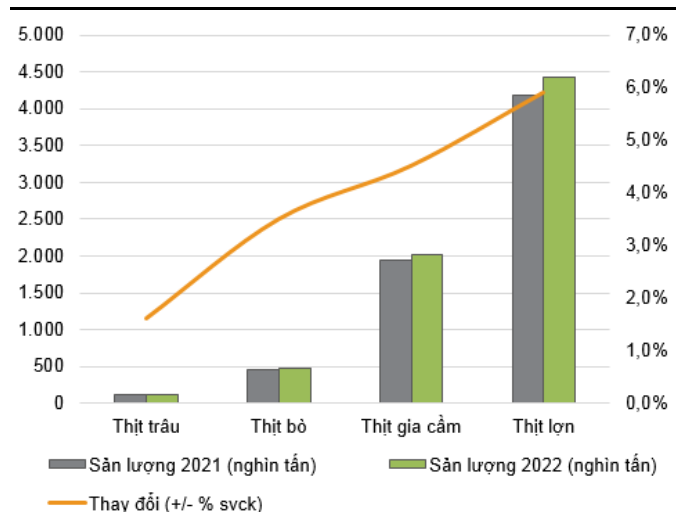
Trong cả năm 2022, ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng 3,4% svck, đây là mức tăng mạnh nhất kể từ năm 2019.

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

Xuất khẩu suy yếu do các đơn đặt hàng mới tiếp tục giảm

Xuất khẩu sụt giảm trong Q4/22 do lượng đơn đặt hàng sản xuất mới giảm trong vài tháng qua

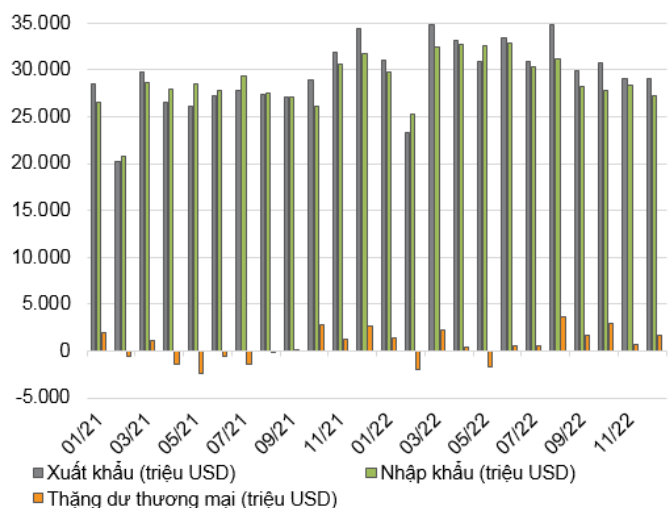
Đơn hàng sản xuất mới liên tục giảm trong vài tháng vừa qua đã khiến giá trị xuất khẩu của Việt Nam giảm kể từ tháng 11/2022. Theo Tổng cục Hải quan, giá trị xuất khẩu đã giảm xuống 58,1 tỷ USD (-12,4% svck) trong hai tháng 11-12/2022. Trong Q4/22, giá trị xuất khẩu của Việt Nam đạt 88,8 tỷ USD (-6,8% svck). Hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chủ lực đều ghi nhận sụt giảm trong Q4/22, bao gồm: điện thoại các loại (-21,9% svck), thiết bị điện tử và máy tính (-3,3% svck), máy móc và thiết bị (-4,6% svck), dệt may (-8,3% svck), sợi (-38,0% svck), thép (-56,0% svck) và thủy sản (-9,4% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng xuất khẩu tăng trưởng dương trong Q4/22 bao gồm đồ chơi & dụng cụ thể thao (+38,4% svck), giày dép (+28,8% svck), túi & vali (+29,3% svck), dầu thô (+25,7% svck) và sản phẩm xăng dầu (+40,4% svck). Trong năm 2022, giá trị xuất khẩu của Việt Nam tăng 10,5% svck lên khoảng 371,3 tỷ USD, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng xuất khẩu của Việt Nam sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong 6T23 do:

- Triển vọng kinh tế toàn cầu ảm đạm, khiến cho đơn hàng mới sụt giảm. Chỉ số PMI giảm xuống dưới 50 điểm trong hai tháng 11-12/2022 cho thấy ngành sản xuất đang bị thu hẹp do tình hình đơn hàng mới kém khả quan.
- Năng lực sản xuất cần có thời gian để phục hồi khi thị trường phục hồi. Nhiều doanh nghiệp đã phải 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 sản xuất và xuất khẩu tăng trở lại.

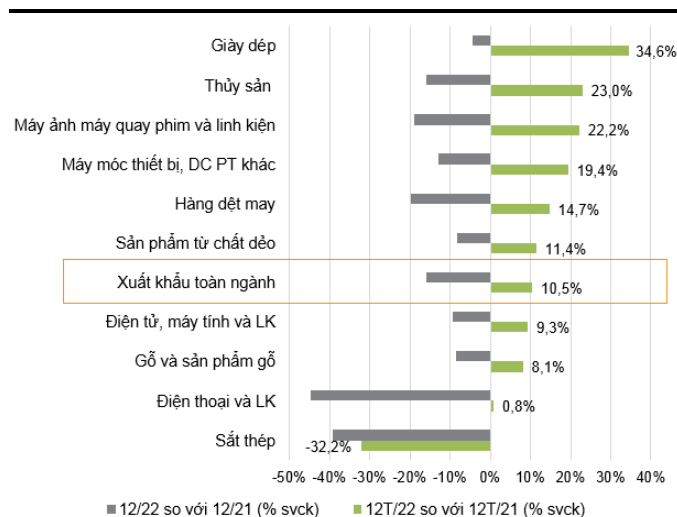
Chúng tôi kỳ vọng bức tranh xuất khẩu của Việt Nam sẽ tươi sáng hơn trong nửa cuối năm 2023 nhờ (1) nhu cầu từ Trung Quốc phục hồi mạnh sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại, (2) Fed bắt đầu bình thường hóa chính sách tiền tệ.

Hình 9: Xuất khẩu sụt giảm trong hai tháng 11-12/2022 do nhu cầu trên thế giới suy yếu



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Các mặt hàng dẫn đầu về giá trị xuất khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

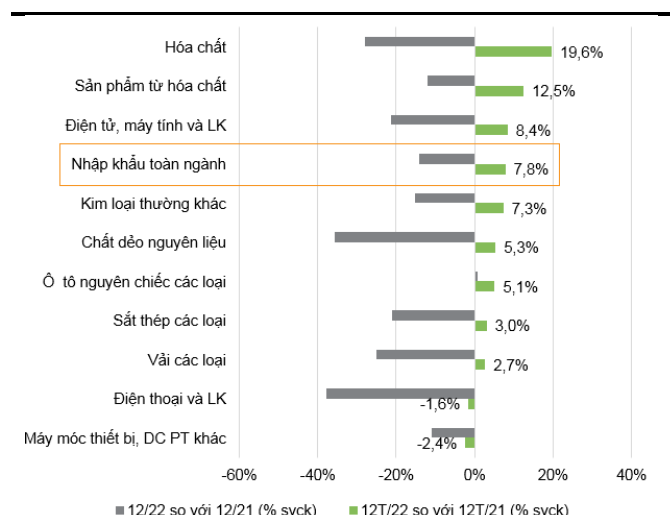
Giá trị nhập khẩu thấp phản ánh ngành sản xuất đang chứng lại

Giá trị nhập khẩu ở mức thấp trong Q4/22 phản ánh nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu thô, tư liệu sản xuất và sản phẩm trung gian suy yếu trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng mới giảm. Theo TCTK, chỉ tiêu nhập khẩu của Việt Nam trong Q4/22 đã giảm 5,7% svck (so với mức tăng 7,0% svck ở quý trước) xuống còn khoảng 83,5 tỷ USD (-7,0% so với quý trước). Trong đó, nhập khẩu hàng

hóa trung gian (phục vụ cho sản xuất) giảm mạnh 9,0% svck trong khi nhập khẩu tư liệu sản xuất và nhập khẩu nguyên liệu thô giảm lần lượt 5,3% và 3,5% svck. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu hàng tiêu dùng và hàng hóa khác tăng nhẹ 4,2% svck trong Q4/22.

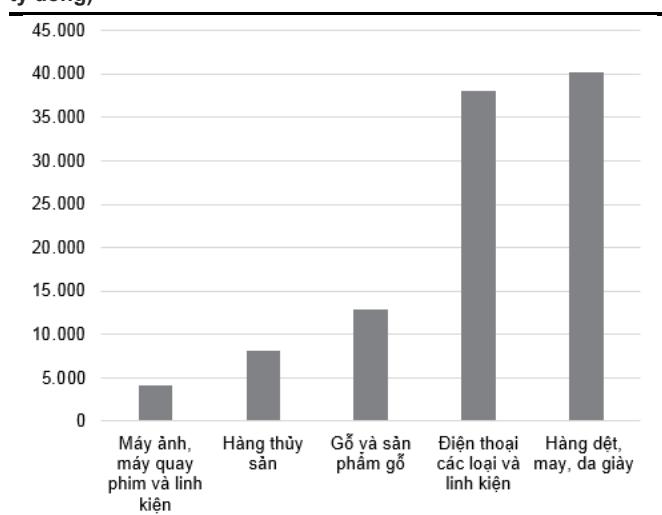
Trong năm 2022, giá trị nhập khẩu tăng lên 358,9 tỷ USD (+7,8% svck) và thặng dư thương mại của Việt Nam đạt 12,4 tỷ USD (so với thặng dư thương mại 3,3 tỷ USD vào năm 2021). Chúng tôi cho rằng giá trị nhập khẩu khó có thể cải thiện đáng kể trong những tháng tới do các doanh nghiệp có xu hướng cắt giảm sản xuất trong bối cảnh triển vọng kinh tế thế giới vẫn rất ảm đạm.

Hình 11: Các mặt hàng dẫn đầu về giá trị nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Các mặt hàng dẫn đầu về giá trị xuất khẩu ròng (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Vốn FDI thực hiện vẫn khả quan, đầu tư công tăng nhưng vẫn thấp hơn kỳ vọng

Vốn FDI thực hiện vẫn khả quan, vốn FDI đăng ký tiếp tục giảm

Xu hướng tăng của FDI thực hiện là diễn biến đáng khích lệ, phản ánh sự hiện thực hóa các cam kết trước đó của nhà đầu tư. Theo Bộ Kế hoạch & Đầu tư, vốn FDI thực hiện tăng 3,0% svck lên 2,7 tỷ USD trong tháng 12/2022. Trong năm 2022, vốn thực hiện của các dự án FDI tăng 13,5% svck lên 22,4 tỷ USD (so với mức giảm 1,2% vào năm 2021), mức tăng trưởng theo năm cao nhất kể từ năm 2016.

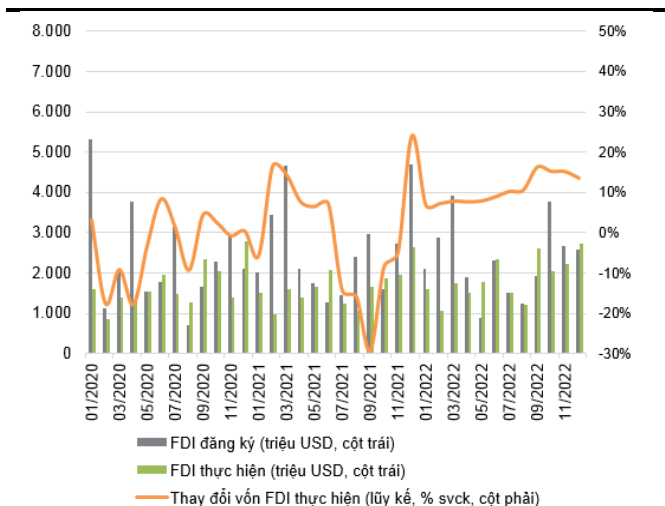
Trong khi đó, vốn FDI đăng ký giảm 11,0% svck xuống còn 27,7 tỷ USD trong năm 2022. Cụ thể, có 2.036 (+17,1% svck) dự án mới được cấp phép vào năm 2022 với tổng mức đăng ký là 12,5 tỷ USD, giảm 18,4% về giá trị đăng ký so với năm 2021; 1.107 dự án (+12,4% svck) điều chỉnh tăng vốn đầu tư (FDI tăng thêm) với tổng vốn tăng thêm là 10,1 tỷ USD (+12,2% svck); 3.566 lượt góp vốn và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài với tổng giá trị góp vốn là 5,2 tỷ USD (-25,2% svck).

Sự sụt giảm của FDI đăng ký trong năm 2022 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 Long An 1, 2 (LNG) trị giá 3,1 tỷ USD và Nhà máy nhiệt điện Ô Môn 2 trị giá 1,3 tỷ USD. Trong khi đó, dự án FDI đăng ký lớn nhất trong năm 2022 là nhà máy sản xuất đồ chơi trung hòa carbon 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.

Để đánh giá chính xác dòng vốn FDI, chúng tôi sử dụng thêm phương pháp tính vốn FDI thực hiện cộng vốn FDI tăng thêm (tương tự cách tính của một vài nước khác). Chúng tôi đánh giá cao phương pháp này vì đây là số vốn đã giải ngân (FDI thực hiện) và có khả năng giải ngân cao (FDI tăng thêm) trong tương lai. Theo đó, tổng giá trị đạt 32,5 tỷ USD (+13,1% svck).

Hình 13: Vốn FDI thực hiện tăng 13,5% svck năm 2022



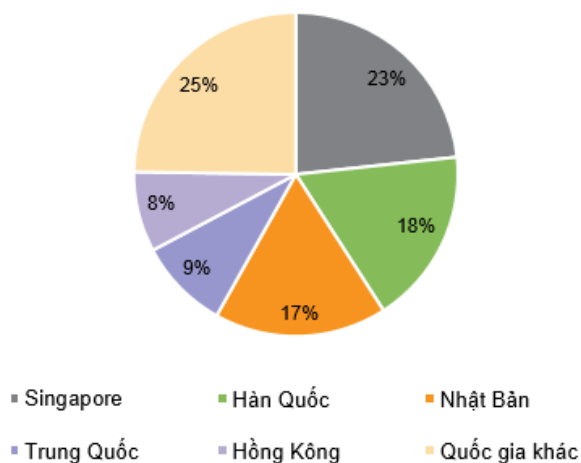
Nguồn: TCTK, Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Danh mục dự án FDI lớn trong năm 2022

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

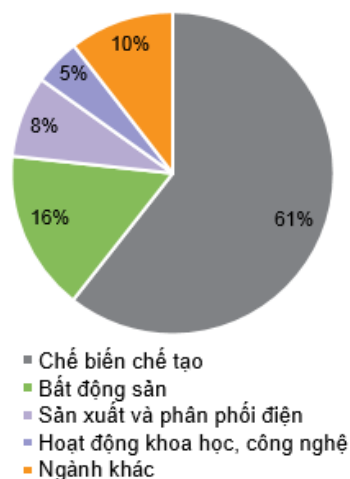
Nguồn: TCTK, Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Vốn FDI đăng ký trong 2022 (phân theo quốc gia)



Nguồn: TCTK, Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Vốn FDI đăng ký trong 2022 (phân theo ngành)

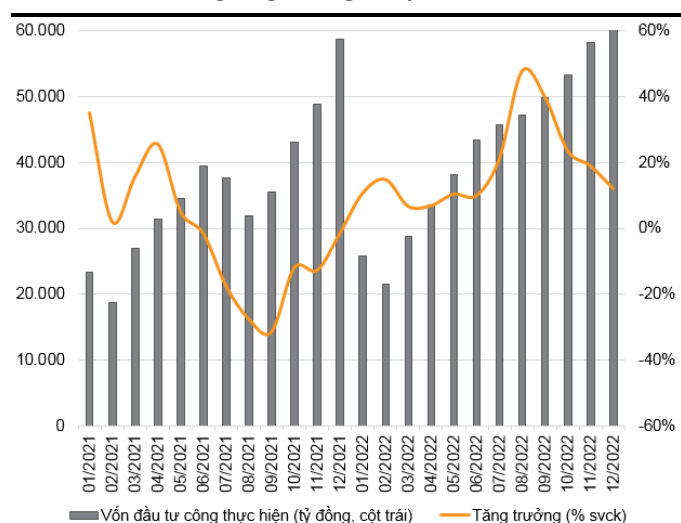


Nguồn: TCTK, Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Đầu tư công tăng trưởng ổn định nhưng vẫn thấp hơn kỳ vọng

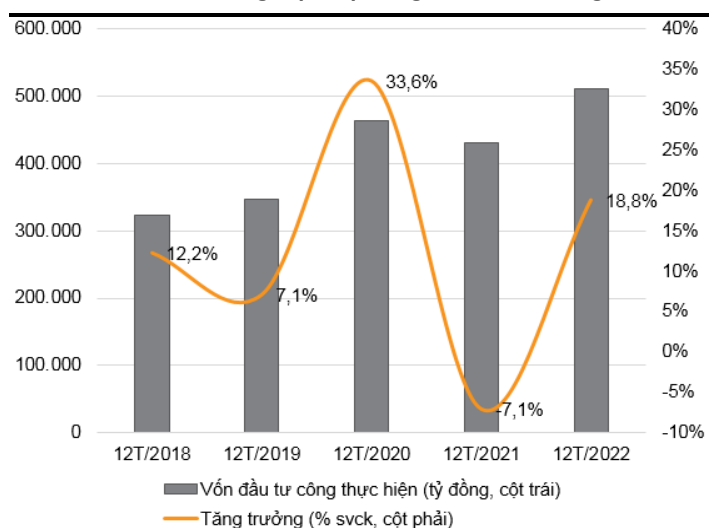
Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) tháng 12 tăng 13,4% so với tháng trước (+12,2% svck) lên 65,9 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2022, đầu tư công tăng 18,8% svck lên 511,6 nghìn tỷ đồng, đây là sự cải thiện đáng kể so với mức giảm 7,1% svck trong năm 2021. Tuy nhiên, vốn đầu tư công thực hiện chỉ đạt khoảng 86% so với kế hoạch cả năm đã điều chỉnh.

Hình 17: Đầu tư công tăng trưởng ổn định



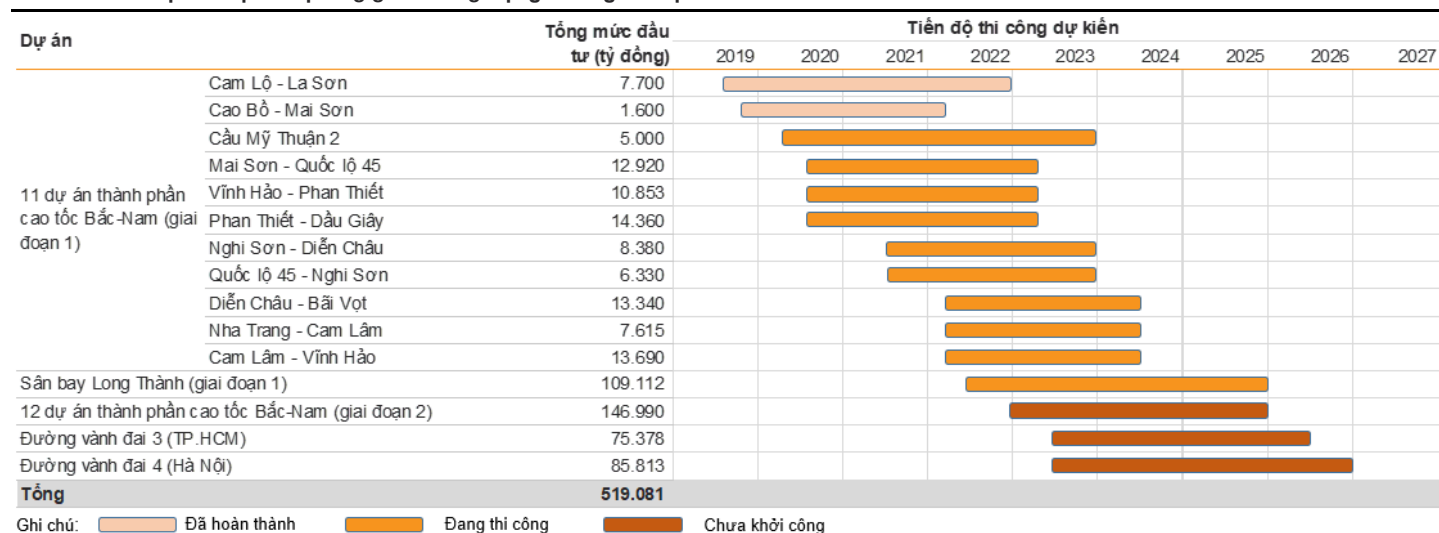
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Vốn đầu tư công thực hiện tăng 18,8% svck trong năm 2022



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Tiến độ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm giai đoạn 2021 - 2026



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

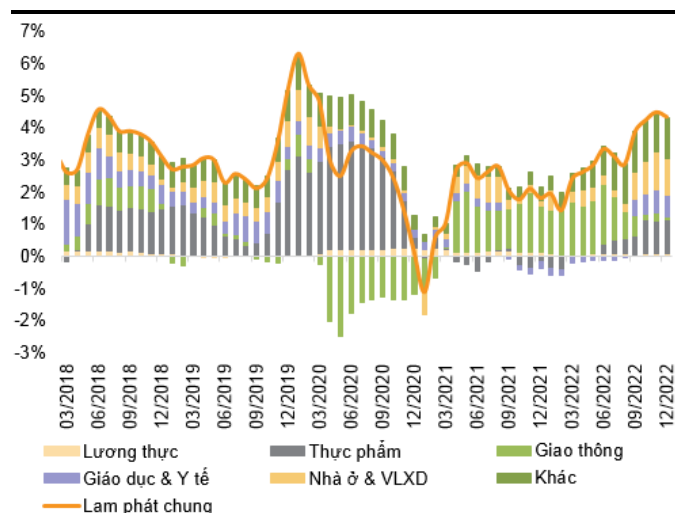
Trong năm 2022, lạm phát được kiểm soát tốt

Lạm phát ở Việt Nam đi ngang trong tháng 12. So theo tháng, chỉ số CPI giảm 0,01% so với tháng 11, do chỉ số giá nhóm giao thông giảm 1,7% so với tháng trước trong bối cảnh giá dầu thô giảm trong khi chỉ số giá nhóm nhà ở & vật liệu xây dựng tăng 0,7% so với tháng trước. So với cùng kỳ năm ngoái, lạm phát của Việt Nam đã giảm tốc xuống 4,4% svck vào tháng 12/2022 từ mức 4,6% svck trong tháng trước.

Trong năm 2022, CPI bình quân ở mức 3,2% svck (sát với dự báo của chúng tôi), thấp hơn mục tiêu 4,0% của chính phủ. Theo đó, giá nông sản và giá lợn hơi đã kéo chỉ số giá tiêu dùng (CPI) nhóm thực phẩm năm 2022 tăng bình quân 2,6% svck (so với mức tăng 0,7% svck năm 2021). CPI nhóm giao thông tăng bình quân 11,3% svck trong năm 2022 (so với mức tăng 10,5% svck vào năm 2021) do giá dầu thô tăng 40% svck. Bên cạnh đó, giá nguyên vật liệu và hàng tiêu dùng nhập khẩu tăng cao cùng với việc đồng USD mạnh lên đã gây áp lực lên lạm phát trong nước.

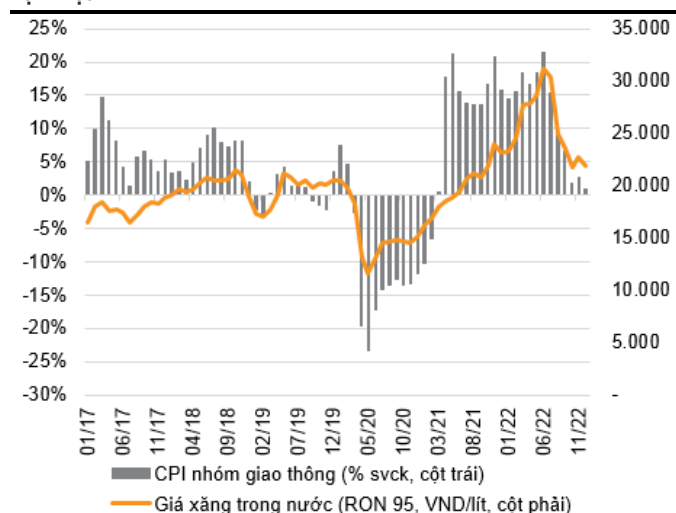
Để kiềm chế lạm phát, đầu năm 2022, một số chính sách hỗ trợ tài khóa đã được triển khai như: giảm thuế giá trị gia tăng từ 10% xuống 8% đối với một số hàng hóa, dịch vụ kể từ tháng 2, giảm 3.000 đồng/lít thuế môi trường đối với mật hàng xăng dầu kể từ tháng 4, cắt giảm thuế nhập khẩu sản phẩm xăng dầu từ 20% xuống 10% kể từ tháng 8. Ngoài ra, một số loại phí và lệ phí công cũng được cắt giảm.

Hình 20: CPI tháng 12/2022 tăng 4,4% svck



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

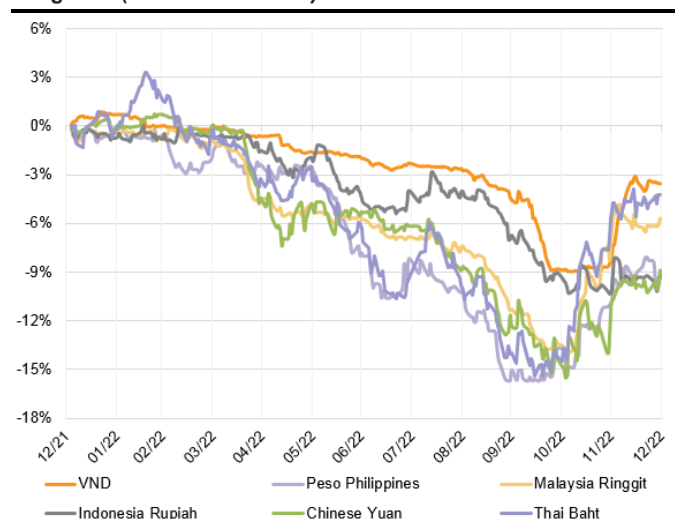
Hình 21: CPI nhóm giao thông giảm do giá xăng dầu trong nước hạ nhiệt



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

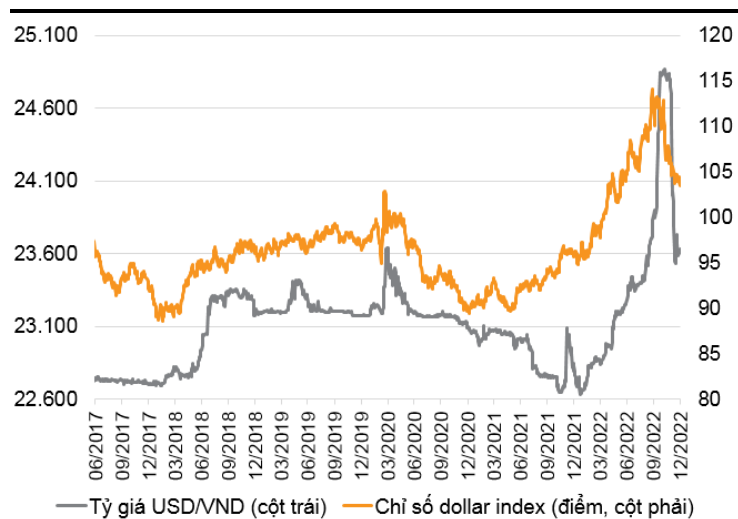
Áp lực tỷ giá lên đồng VND tạm lắng do sự suy yếu của chỉ số DXY

Hình 22: Các đồng tiền trong khu vực đang phục hồi trở lại so với đồng USD (% so với đầu năm)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Biến động tỷ giá USD/VND (T6/2017- T12/2022)



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Chỉ số đồng USD (DXY) giảm mạnh trong vài tuần qua sau khi Fed quyết định giảm tốc độ tăng lãi suất điều hành tại cuộc họp tháng 12. Theo đó, Fed đã công bố nâng lãi suất thêm 50 điểm cơ bản trong cuộc họp tháng 12, đúng như kỳ vọng của thị trường. Trước và sau quyết định của Fed, đồng USD mất đà tăng so với các đồng tiền chủ chốt khác, kéo chỉ số DXY giảm 8% từ mức 113 điểm đầu tháng 11 xuống 104 điểm cuối tháng 12/2022, góp phần giảm áp lực lên tỷ giá VND trong tháng 12/2022. Cụ thể, tính đến ngày 31/12/2022, tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng đã giảm xuống mức 23.633 từ mức 24.702 của ngày 30/11. Tính từ đầu năm 2022, VND đã mất giá 3,5 % so với

USD (so với mức cao nhất là 8,9% vào ngày 10/11/2022). Trong khoảng thời gian này, tỷ giá USD/VND đã vượt trội so với hầu hết các đồng tiền khác trong khu vực, bao gồm đồng Peso Philippine (+9,3% kể từ đầu năm), Rupiah Indonesia (+9,2% kể từ đầu năm), Nhân dân tệ Trung Quốc (+8,9% kể từ đầu năm), Ringgit Malaysia (+5,6% kể từ đầu năm) và Bath Thái Lan (+4,2% kể từ đầu năm).

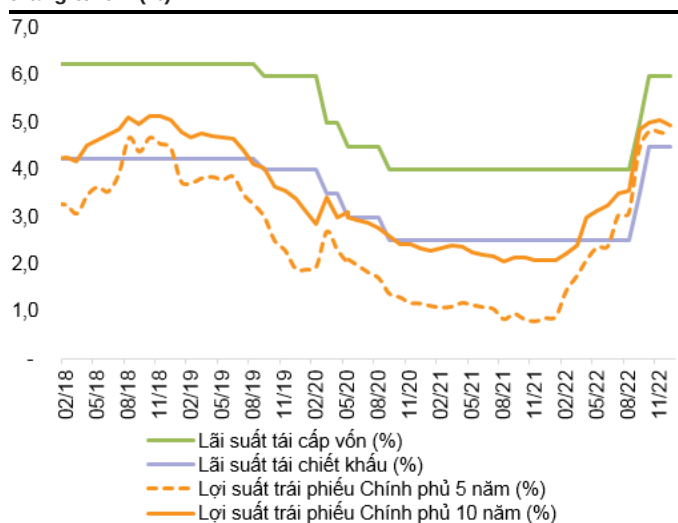
Chúng tôi cho rằng việc đồng USD hạ nhiệt là một thông tin tích cực đối với Việt Nam khi áp lực lên tỷ giá VND giảm bớt. Trong bối cảnh áp lực lên tỷ giá giảm, NHNN có thể chuyển ưu tiên sang ổn định lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế. Ngoài ra, NHNN còn có thêm công cụ để hỗ trợ nền kinh tế, ví dụ như việc xem xét mua vào dự trữ ngoại hối để bơm thanh khoản VND ra thị trường nhằm hạ nhiệt mặt bằng lãi suất trong nước. Điều này có thể tính đến trong bối cảnh dự trữ ngoại hối của Việt Nam đang ở sát với ngưỡng khuyến nghị 3 tháng nhập khẩu của IMF. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chỉ số DXY khó có thể giảm sâu hơn xuống dưới mức 100 và thậm chí có thể tăng trở lại trong bối cảnh Fed có thể tăng lãi suất chính sách thêm 50-75 điểm cơ bản trong nửa đầu năm 2023. Do đó, NHNN có thể sẽ duy trì quan điểm thận trọng nhất định đối với tỷ giá, nhất là trong nửa đầu năm 2023.

Đà tăng lãi suất trong nước đang dần chậm lại

Một số NHTM giảm lãi suất cho vay theo chỉ đạo của NHNN

Về lãi suất, đã có ít nhất 12 NHTM công bố giảm lãi suất cho vay hỗ trợ doanh nghiệp theo chỉ đạo của NHNN. Một số ngân hàng tham gia bao gồm Vietcombank, Agribank, HDBank, ACB, SHB, VIB, MBB. Giảm lãi suất từ 0,5%/năm xuống 3,5%/năm đối với khoản vay bằng VND và đối với một số khách hàng doanh nghiệp, cá nhân hiện hữu. Điều này tuy tác động hạn chế đến mặt bằng lãi suất cho vay chung nhưng sẽ tạo ra sự cạnh tranh hơn giữa các NHTM. NHNN cho biết các ngân hàng có lãi suất cho vay thấp hơn sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn các ngân hàng khác. Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ có những ngân hàng chủ động giảm một phần biên lãi ròng (NIM) để có lợi thế nhận hạn mức phân bổ tín dụng cao hơn trong tương lai. Hiện tỷ lệ NIM bình quân của các NHTM Việt Nam vào khoảng 3,2%-3,4%, khá cao so với các NHTM các nước trong khu vực như Thái Lan (NIM bình quân từ 2,7%-3%); Malaysia (2-2,3%); Trung Quốc (~2%); Singapore (~1,6%). Điều đó có nghĩa là vẫn còn dư địa để giảm thêm lãi suất cho vay.

Hình 23: NHNN tăng lãi suất điều hành thêm 200 điểm cơ bản kể từ tháng 9/2022(%)



Nguồn: BLOOMBERG, NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Tăng trưởng tín dụng so với tăng trưởng tiền gửi



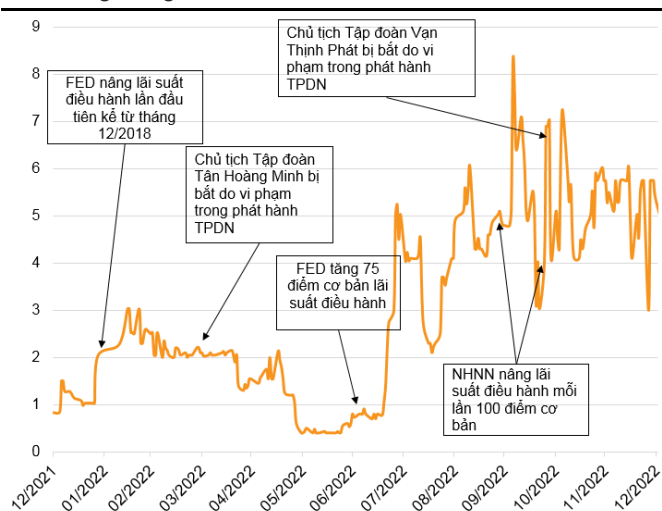
Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh việc kêu gọi các NHTM tích cực hạ lãi suất cho vay, NHNN cần đẩy đang triển khai gói hỗ trợ lãi suất 2% cho doanh nghiệp. Gói 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 tới 40.000 tỷ đồng, dành cho doanh nghiệp, hợp tác xã, hộ kinh doanh. Có khoảng 10 nhóm ngành chính sẽ được hỗ trợ bao gồm hàng không; du lịch; vận tải và kho bãi; nông, lâm, ngư nghiệp; và sản xuất. Trong bối cảnh doanh nghiệp chịu áp lực lớn do lãi suất cho vay tăng, chúng tôi cho rằng đẩy nhanh tốc độ triển khai gói hỗ trợ lãi suất 2% là rất cấp thiết đối với cộng đồng doanh nghiệp và nền kinh tế.

Đà tăng lãi suất huy động chậm lại, lãi suất qua đêm liên ngân hàng dao động trong khoảng 4-6%.

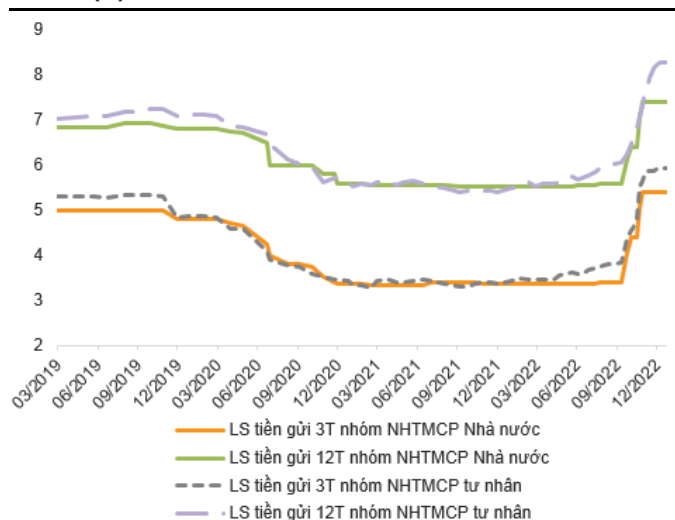
Nhờ có sự can thiệp từ thị trường và hỗ trợ thanh khoản từ NHNN, lãi suất liên ngân hàng đã hạ nhiệt đáng kể so với mức đỉnh hồi đầu tháng 10. Cụ thể, lãi suất qua đêm dao động trong khoảng 4-6% trong kỳ hạn tháng 12/2022 (so với mức đỉnh 8,4% hồi đầu tháng 10). Trong khi đó, lãi suất kỳ hạn 1 tuần dao động trong khoảng 5-6,5% trong khoảng thời gian này (so với mức đỉnh 9,5% hồi đầu tháng 10). Tuy nhiên, mức lãi suất trên vẫn là rất cao so với đầu năm 2022 cho thấy áp lực từ lãi suất USD tăng, biến động tỷ giá USD/VND, hạn chế thanh khoản vẫn đang đè nặng lên mặt bằng lãi suất trong nước.

Hình 25: Lãi suất qua đêm liên ngân hàng dao động trong khoảng 4-6% trong tháng 12/2022



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Đà tăng của lãi suất huy động chậm lại trong tháng 12/2022 (%)



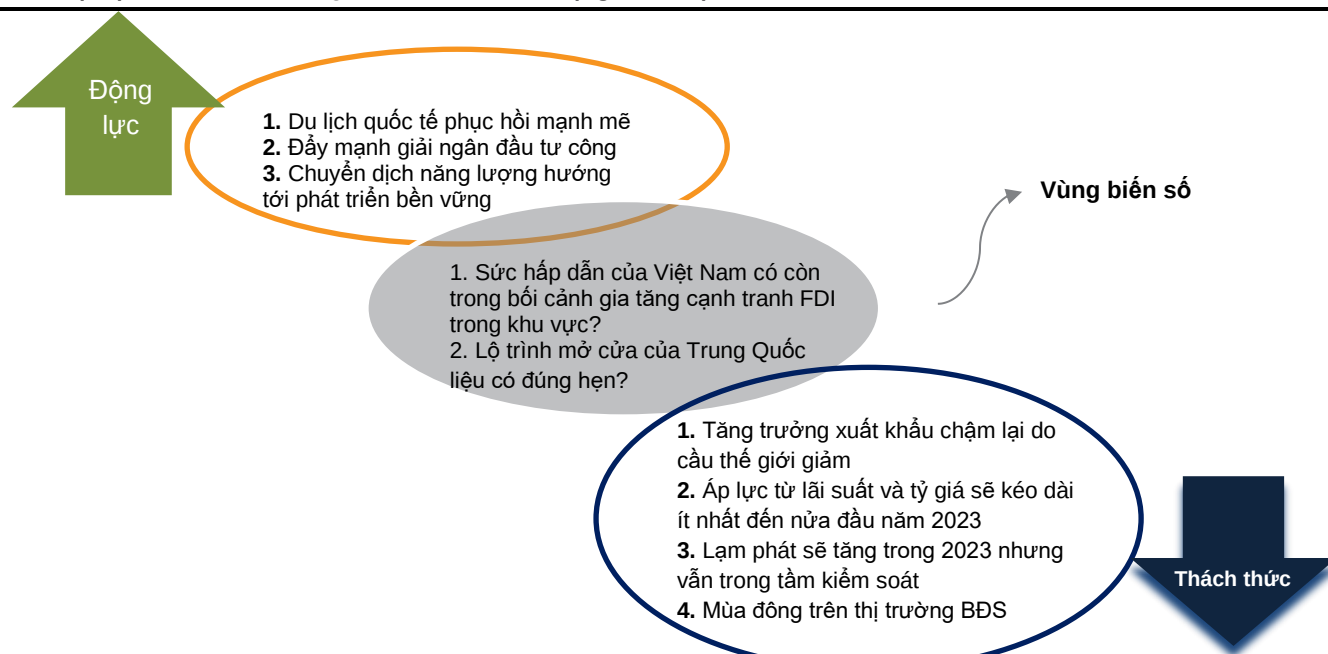
Nguồn: Ngân hàng Thương mại, VNDIRECT RESEARCH

Lãi suất huy động tiếp tục tăng nhưng tốc độ chậm hơn. Tính đến ngày 31/12/2022, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng và lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng tư nhân đã tăng 6 điểm cơ bản (so với mức tăng 21 điểm cơ bản của tháng 11) và 11 điểm cơ bản (so với mức tăng 83 điểm cơ bản của tháng 11) tương ứng so với mức cuối tháng trước. Như vậy, kể từ đầu năm 2022, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng và kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng tư nhân đã tăng đáng kể lần lượt là 251 và 275 điểm cơ bản. Trong khi đó, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng của các ngân hàng quốc doanh giữ nguyên trong giai đoạn từ tháng 11-12/2022. Lưu ý, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng quốc doanh tăng mạnh lần lượt 133 và 127 điểm cơ bản trong tháng 10. Kể từ đầu năm đến nay, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng quốc doanh đã tăng lần lượt 203 và 187 điểm cơ bản.

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM 2023: MỘT NĂM VỚI HAI GAM MÀU KHÁC BIỆT

Một số đầu kéo tăng trưởng đang chậm, vài ẩn số khó dự báo

Hình 27: Thuận lợi, khó khăn và những biến số đối với triển vọng vĩ mô Việt Nam năm 2023



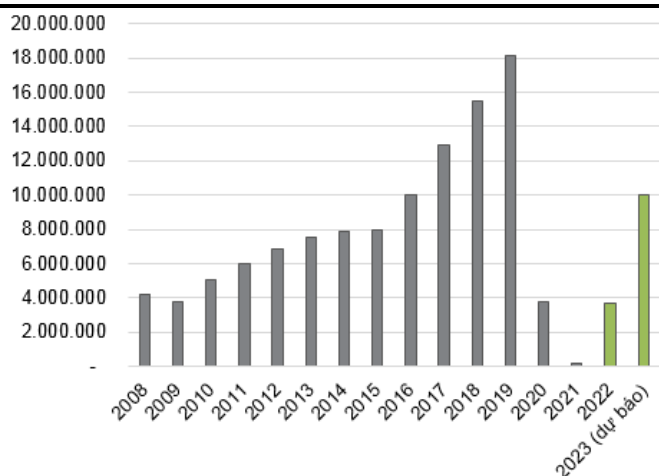
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực #1: Du lịch quốc tế phục hồi mạnh mẽ

Kể từ ngày 15/02/2022, Việt Nam dỡ bỏ hạn chế tần suất các chuyến bay quốc tế và khôi phục chính sách thị thực như trước đại dịch. Đến ngày 15/05/2022, Việt Nam dừng yêu cầu xác nhận kết quả xét nghiệm Covid-19 đối với hành khách quốc tế và nối lại hoàn toàn hoạt động hàng không quốc tế. Theo TCTK, trong tháng 12 đã có 707.100 lượt khách du lịch quốc tế đến Việt Nam, tăng 18,5% so với tháng trước và gấp 41,2 lần svck. Trong năm 2022 khách quốc tế đến Việt Nam đạt gần 3,7 triệu lượt, gấp 23,3 lần svck nhưng vẫn giảm 79,7% so với năm 2019 (trước dịch Covid-19).

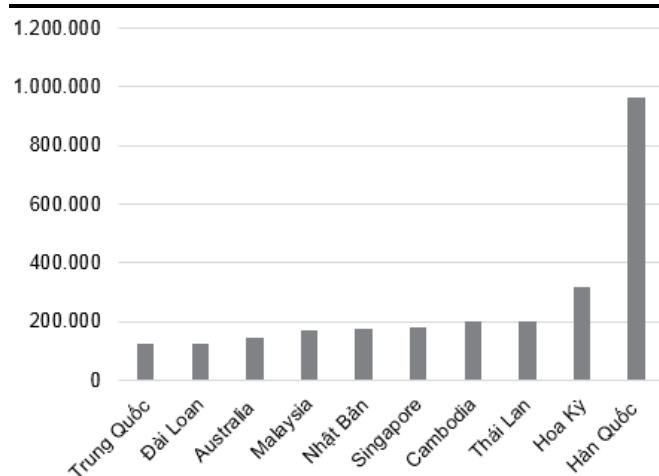
Nhìn chung, hầu hết các quốc gia đều đã gỡ bỏ các yêu cầu nhập cảnh liên quan đến phòng chống Covid-19, tuy nhiên yếu tố tiêu cực nhất đối với sự phục hồi của du lịch Việt Nam là chính sách Zero-Covid của Trung Quốc khi mà việc đến và đi từ Trung Quốc vẫn bị hạn chế nghiêm ngặt. Trước Covid-19, lượng du khách Trung Quốc chiếm khoảng 30% tổng lượng du khách quốc tế đến Việt Nam trong năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng khách du lịch từ Trung Quốc sẽ phục hồi mạnh mẽ trong nửa sau năm 2023 sau khi Trung Quốc chính thức dỡ bỏ hạn chế đi lại từ ngày 08/01/2023. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng lượng khách du lịch đến Việt Nam từ Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc và Đông Nam Á tiếp tục phục hồi tích cực trong năm 2023. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể đón 10 triệu lượt khách quốc tế vào năm 2023, tăng khoảng 173% so với năm 2022, tương ứng với 55% lượng khách của năm 2019 (trước dịch COVID-19). Sự phục hồi mạnh mẽ hơn của lượng khách du lịch quốc tế sẽ củng cố sự phục hồi của ngành dịch vụ trong năm 2023 trong bối cảnh tăng trưởng nhu cầu nội địa có thể giảm tốc do tác động của lạm phát và lãi suất tăng. Các hoạt động được hưởng lợi nhiều nhất từ sự phục hồi của lượng khách du lịch quốc tế trong năm 2023 bao gồm dịch vụ lưu trú và ăn uống, dịch vụ lữ hành, hoạt động vận tải và hoạt động vui chơi giải trí.

Hình 28: Lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam (giai đoạn 2008-2023) (Đơn vị: hành khách)



Nguồn: Bộ KH&ĐT

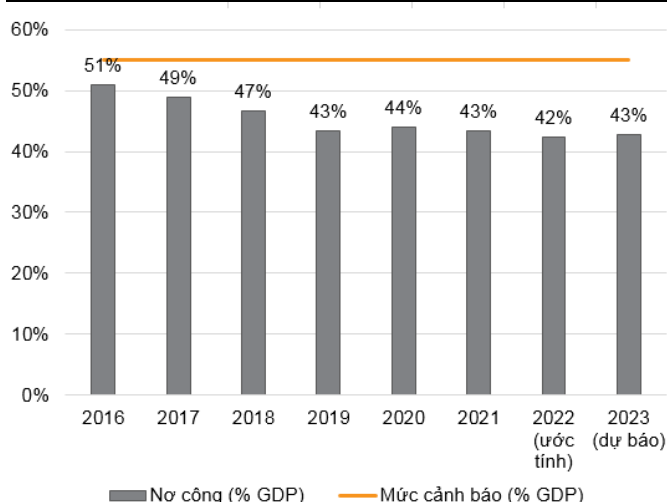
Hình 29: Top 10 quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam nhiều nhất trong 2022 (Đơn vị: hành khách)



* Nguồn: Bộ KH&ĐT

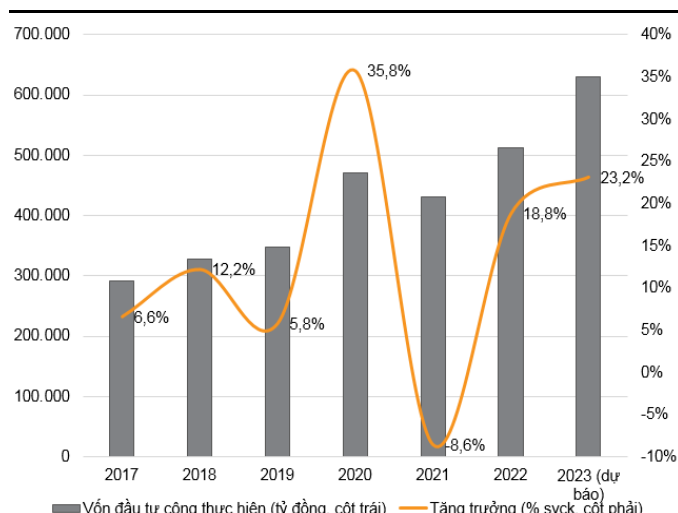
Động lực #2: Đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công

Hình 30: Tỷ lệ nợ công vẫn thấp hơn nhiều so với ngưỡng cảnh báo (55% GDP)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Vốn đầu tư công thực hiện (giai đoạn 2017- dự báo 2023)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

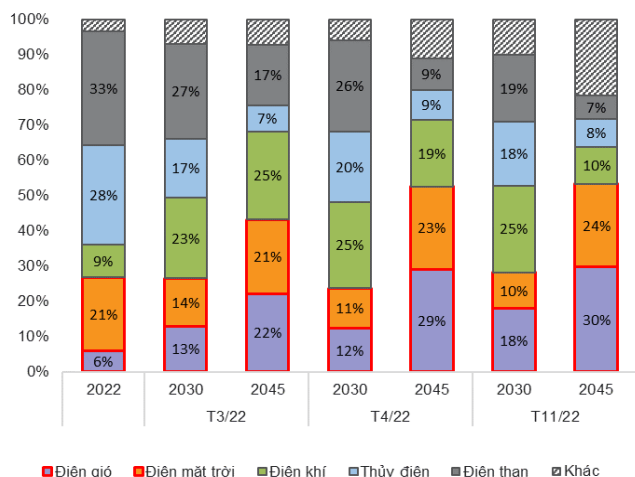
Chúng tôi nhận thấy xu hướng rõ nét rằng Chính phủ Việt Nam đang thúc đẩy đầu tư công để hỗ trợ nền kinh tế. Chính phủ đã công bố dự toán ngân sách năm 2023, trong đó vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước (hay còn gọi là đầu tư công) ước đạt 726.684 tỷ đồng, tăng 22% so với kế hoạch năm 2022. Con số này bao gồm vốn phân bổ cho các dự án thuộc Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế xã hội. Để đạt được kế hoạch đầy tham vọng này, Chính phủ Việt Nam đã nới lỏng mục tiêu lạm phát bình quân năm 2023 tăng lên 4,5% svck (mục tiêu năm 2022 là 4,0%) và dự báo mức thâm hụt ngân sách cao hơn trong năm 2023 là 4,5%, từ 4% của năm 2022.

Một yếu tố khác hỗ trợ đầu tư công trong năm 2023 là giá VLXD giảm trong những tháng gần đây. Cụ thể, sau khi đạt đỉnh vào tháng 4, giá thép xây dựng trong nước giảm 19,7% so với mức đỉnh (-10,6% svck) và giảm 6,7% so với cuối năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng giá VLXD sẽ tiếp tục giảm trong các quý tới do nhu cầu yếu. Giá VLXD giảm có thể giúp các doanh nghiệp xây dựng cải thiện biên LN và đẩy nhanh tiến độ các dự án đầu tư công. Do đó, chúng tôi

cho rằng vốn đầu tư công thực hiện năm 2023 có thể tăng 20-25% so với số thực tế năm 2022. Các dự án đầu tư công trọng điểm sẽ được đẩy mạnh thực hiện trong năm 2023 bao gồm: Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1 và 2, Sân bay quốc tế Long Thành.

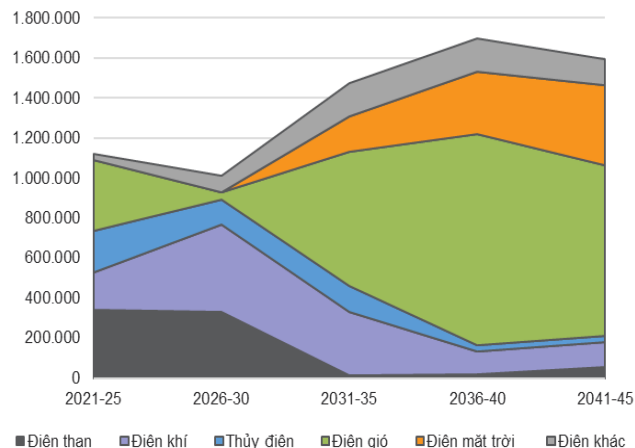
Động lực #3. Chuyển dịch năng lượng mạnh mẽ hướng tới sự phát triển bền vững

Hình 32: Dự thảo mới nhất của Quy hoạch điện 8 đã tăng tỷ trọng điện năng lượng tái tạo trong giai đoạn 2022-45



Nguồn: Quy hoạch điện 8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Việt Nam cần 10,3 tỷ USD mỗi năm để chuyển đổi cơ cấu điện năng trong 2022-45 (bao gồm hệ thống lưới điện và phát triển NLTT) (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Quy hoạch điện 8, VNDIRECT RESEARCH

Việt Nam sẽ tiếp bước Indonesia và Nam Phi nhận gói tài trợ biến đổi khí hậu trị giá 15,5 tỷ USD để giảm sự phụ thuộc của nền kinh tế vào than đá và thúc đẩy triển khai các nguồn năng lượng tái tạo. Thỏa thuận này được dẫn dắt bởi Liên minh châu Âu (EU) và Vương quốc Anh và được công bố tại hội nghị thượng đỉnh EU-ASEAN vào ngày 14 tháng 12.

Gói tài trợ của Việt Nam là gói thứ ba trong một loạt các thỏa thuận lớn nhằm giúp các quốc gia có thu nhập trung bình phụ thuộc nhiều vào than đá đẩy nhanh quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế carbon thấp. Thỏa thuận trị giá 8,5 tỷ USD của Nam Phi là thỏa thuận đầu tiên, được công bố tại Hội nghị các Bên tham gia Công ước khung của Liên hợp quốc về Biến đổi khí hậu (COP) năm ngoái, với kế hoạch đầu tư được ký kết tại cuộc họp năm nay ở Ai Cập. Hiệp ước trị giá 20 tỷ USD của Indonesia đã được công bố tại cuộc họp của G20 tại Bali.

Chúng tôi nhận thấy có rất nhiều thách thức đến từ ngoại cảnh và nội kéo đã tăng trưởng của Việt Nam chậm lại trong năm 2023

Thách thức #1: Xuất khẩu tăng trưởng chậm lại do cầu thế giới suy yếu

Theo Báo cáo triển vọng kinh tế toàn cầu mới nhất của Fitch, tăng trưởng chi tiêu của người tiêu dùng được dự báo đạt 2,5% trong năm 2022 trước khi giảm xuống còn 0,9% vào năm 2023 trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm tốc. Đối với Hoa Kỳ và EU, đối tác thương mại lớn của Việt Nam, việc tăng lãi suất mạnh mẽ của Fed sẽ ngày càng ảnh hưởng đến tăng trưởng việc làm và chi tiêu của người tiêu dùng trong năm 2023. Một số công ty công nghệ của Hoa Kỳ (Twitter, Meta) gần đây đã tuyên bố sa thải nhân viên và các biện pháp cắt giảm chi phí khác, điều này cảnh báo sự gia tăng của các đơn xin trợ cấp thất nghiệp. Ngoài ra, hai nhà bán lẻ lớn nhất của Hoa Kỳ - Amazon và

Walmart đã công bố kết quả Q3/22 yếu kém. Amazon báo cáo doanh thu và lợi nhuận ròng trong Q3/22 lần lượt giảm 15,4% svck và 9,6% svck trong khi Walmart ghi nhận khoản lỗ ròng 1,7 tỷ USD trong Q3/22. Những khó khăn kể trên sớm được phản ánh vào số liệu Q4/22 khi giá trị xuất khẩu của Việt Nam giảm 6,1% svck.

Việc mở cửa trở lại và phục hồi nhu cầu trong nước của nền kinh tế Trung Quốc khó có thể bù đắp được nhu cầu tiêu dùng yếu ở Hoa Kỳ và Châu Âu vào năm 2023. Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng xuất khẩu năm 2023 xuống 5% svck từ mức dự báo trước đó là 9-10% svck, thấp hơn mục tiêu 8% của Chính phủ. Việc điều chỉnh nhằm phản ánh sự sụt giảm mạnh hơn dự kiến trong các đơn đặt hàng mới cho hàng xuất khẩu của Việt Nam trong nửa đầu năm 2023.

Đối với nhập khẩu, chúng tôi hạ dự báo giá trị nhập khẩu của Việt Nam năm 2023 xuống 5% svck từ mức dự báo trước đó là 9-10% svck bởi các lý do sau: (1) Giá hàng hóa toàn cầu tiếp tục hạ nhiệt trong năm 2023, (2) tỷ giá USD/VND tăng mạnh trong năm 2022 có thể làm giảm nhu cầu đối với hàng tiêu dùng nhập khẩu, (3) nhu cầu nhập khẩu suy yếu đối với nguyên vật liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất trong bối cảnh kinh tế toàn cầu trì trệ. Chúng tôi kỳ vọng thặng dư thương mại của Việt Nam sẽ tăng lên 13,4 tỷ USD vào năm 2023 từ mức thặng dư thương mại 12,4 tỷ USD vào năm 2022.

Thách thức #2: Áp lực lãi suất và tỷ giá còn kéo dài cho đến ít nhất là Q2/23

Bước sang năm 2023, chúng tôi nhận thấy áp lực đối với cả lãi suất và ngoại hối có thể kéo dài đến Q2/23, sau đó sẽ giảm bớt đáng kể sau chính sách tiền tệ trung lập hơn của Fed.

Chúng tôi cho rằng NHNN có thể giữ nguyên lãi suất điều hành trong năm 2023 do: (1) Fed giảm tốc độ tăng lãi suất trong năm 2023 và chỉ số đồng USD có xu hướng giảm (một số tổ chức nghiên cứu hàng đầu dự báo DXY sẽ ở mức 103-106 trong năm 2023), (2) lạm phát trong nước tăng nhưng vẫn trong tầm kiểm soát. Trong bối cảnh áp lực tỷ giá giảm, NHNN có thể xem xét chuyển mục tiêu sang ổn định mặt bằng lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế, đặc biệt trong nửa cuối năm 2023. Chúng tôi dự báo lãi suất tái cấp vốn có thể duy trì ở mức 6,0% và lãi suất tái chiết khấu duy trì ở mức 4,5% trong năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng áp lực lên VND sẽ giảm đáng kể kể từ Q2/20. Chúng tôi kỳ vọng USD/VND sẽ giao dịch trong khoảng 23.500-24.000 VND (+0-1,5% so với mức hiện tại) vào cuối năm 2023 do Fed chuyển từ "chính sách thắt chặt tiền tệ" sang "bình thường hóa" trong thời gian tới

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng không thể loại trừ rủi ro Fed sẽ thắt chặt tiền tệ mạnh hơn và lâu hơn so với kỳ vọng của thị trường nếu lạm phát hạ nhiệt không như kỳ vọng của Fed (do xung đột Nga-Ucraina leo thang, khủng hoảng lương thực, gián đoạn chuỗi cung ứng). Nếu điều đó xảy ra, tỷ giá hối đoái và lãi suất của Việt Nam có thể chịu nhiều áp lực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi vào năm 2023.

Thách thức #3: Áp lực lạm phát sẽ tăng trong năm 2023 nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Chúng tôi kỳ vọng áp lực lạm phát cao hơn đối với Việt Nam vào năm 2023 do những lý do sau:

Về phía nhu cầu:

- Nhu cầu trong nước có thể sẽ giảm trong 6 tháng đầu năm 2023, nhưng được bù đắp một phần bởi du lịch quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng doanh số

bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng sẽ tăng 8,5-9% svck trong năm 2023, thấp hơn mức 19,8% svck trong năm 2022.

Quốc hội đã quyết định tăng mức lương cơ sở lên 1,8 triệu đồng/tháng, tương ứng với mức tăng 20,8%, có hiệu lực từ ngày 01/07/2023. Bên cạnh đó, thông qua việc tăng lương hưu, trợ cấp bảo hiểm xã hội, trợ cấp thôi việc cho một số đối tượng như người hưởng lương hưu từ ngân sách nhà nước, cán bộ y tế cơ sở... Một khi lương cơ sở tăng thì lạm phát cũng có xu hướng tăng do tâm lý tăng lương gắn với tăng giá hàng tiêu dùng của một bộ phận người kinh doanh tạp hóa, bán lẻ.

Về phía cung:

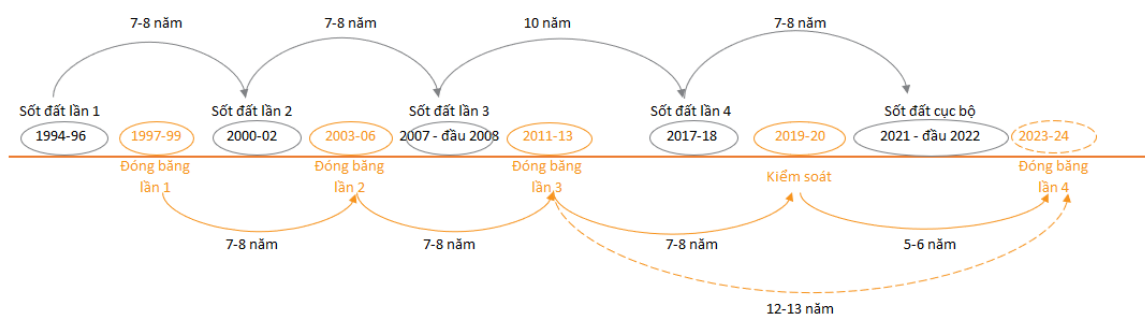
- Mặc dù hàng hóa toàn cầu đã đạt đỉnh nhưng tác động của việc tăng giá USD đối với nguyên liệu nhập khẩu vẫn còn kéo dài đến Q3/23.
- Nhiều khả năng Chính phủ có thể xem xét tăng giá các dịch vụ thiết yếu như điện, y tế, giáo dục vào năm 2023. Cụ thể, giá bán lẻ điện sẽ chịu áp lực điều chỉnh tăng vào năm 2023 do chi phí sản xuất tăng (giá quy đổi tăng), tăng, giá nguyên vật liệu đầu vào tăng như than, gas...). Bên cạnh đó, sau thời gian tạm dừng tăng giá dịch vụ y tế, giáo dục do ảnh hưởng của dịch COVID-19, Chính phủ có thể xem xét tăng giá các dịch vụ này vào năm 2023.

Lãi suất cao hơn sẽ làm tăng chi phí của các doanh nghiệp sản xuất, thương mại và logistics, từ đó gia tăng áp lực tăng giá đầu ra.

Do đó, chúng tôi dự báo lạm phát tiêu đề trung bình của Việt Nam sẽ tăng lên 3,8% svck trong năm 2023 (so với kỳ vọng 3,2% svck trong năm 2022), hoàn thành mục tiêu kiểm soát lạm phát trung bình năm 2023 dưới 4,5% của chính phủ. Các yếu tố hỗ trợ kiểm soát lạm phát năm 2023 bao gồm: (1) giá cả hàng hóa thế giới dự báo sẽ hạ nhiệt trong năm 2023 và (2) NHNN thực hiện chính sách tiền tệ và cung tiền thận trọng nhằm kiểm soát lạm phát.

Thách thức #4: Mùa đông đang đến với thị trường bất động sản

Hình 34: Nhiều dấu hiệu cho thấy thị trường BĐS trong nước sẽ bước vào chu kỳ giảm tiếp theo



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhiều dấu hiệu cho thấy thị trường bất động sản trong nước đang bước vào chu kỳ giảm: (1) các doanh nghiệp BĐS khó tìm được cách đảo nợ do các quy định chặt chẽ hơn về phát hành TPDN và thắt chặt tín dụng; (2) lãi suất vay mua nhà tăng kéo theo nhu cầu mua nhà giảm và (3) nguồn cung mới sụt giảm đến từ trì hoãn quá trình phê duyệt dự án do chờ Luật Đất đai sửa đổi. Theo CBRE, doanh thu ký bán đã giảm kể từ Q3/22 khi khối lượng căn hộ giao dịch giảm mạnh 40% so với quý trước/+128% svck ở cả TP.HCM và Hà Nội. Tương tự, khối lượng ký bán của BĐS nghỉ dưỡng liền thổ giảm mạnh 70,4% so với quý trước/+85% svck.

Tuy nhiên, chu kỳ giảm này có thể khác với đáy của chu kỳ năm 2011-13. Chúng tôi nhận thấy sức khỏe tài chính của các DN BĐS niêm yết hiện đang tốt hơn so với chu kỳ giảm lần trước. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng chu kỳ giảm lần này sẽ có ít khốc liệt hơn và với thời gian ngắn hơn. Chúng tôi kỳ vọng Luật Đất đai sửa đổi 2023 có hiệu lực từ nửa cuối năm 2024 sẽ giải quyết nút thắt trong phê duyệt các dự án khu đô thị mới, giúp nguồn cung nhà ở phục hồi từ năm 2024-2025.

Bên cạnh đó là những “vùng xám” với một vài biến số khó đoán có thể tác động tích cực hoặc kém tích cực đến triển vọng vĩ mô Việt Nam

Biến số #1: Liệu Việt Nam có còn là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn đầu tư nước ngoài?

Việt Nam đang là một điểm đến hấp dẫn cho các công ty có chiến lược đa dạng hóa “Trung Quốc +1” nhờ chi phí lao động cạnh tranh, vị trí địa lý thuận lợi (gần trung tâm sản xuất ở miền nam Trung Quốc) và ổn định chính trị. Bên cạnh đó, Việt Nam đã ký kết nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA) với các đối tác và khu vực lớn trên thế giới như CPTPP, EVFTA, RCEP...

Nhiều tập đoàn công nghệ lớn trên thế giới đặt mục tiêu đầu tư hoặc mở rộng sản xuất tại Việt Nam trong thời gian tới, cụ thể như: dây chuyền sản xuất iPhone, iPad của Apple, dây chuyền sản xuất điện thoại của Google (Pixel 7), Xiaomi và Oppo cũng bày tỏ ý định thành lập cơ sở sản xuất tại Việt Nam.

Chúng tôi dự báo vốn FDI đăng ký vào Việt Nam tăng 10-12% svck và vốn FDI giải ngân tăng 6-8% svck trong năm 2023.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự cạnh tranh thu hút FDI giữa các nước trong khu vực ngày càng gay gắt và dường như Việt Nam hiện đang tụt lại phía sau khi không hiện diện trong ngành công nghiệp bán dẫn và xe điện. Năm 2020, Indonesia ban hành Đạo luật Omnibus là bước ngoặt cho các công ty nước ngoài đang hoạt động hoặc đầu tư vào quốc gia này. Kể từ đó, dòng vốn FDI vào Indonesia đã tăng vọt 10% svck trong năm 2021 và 46% svck lên 31 tỷ USD trong 9T22. Nếu như trong năm 2021, Việt Nam và Indonesia là hai nước trong khu vực thu hút nhiều vốn FDI nhất. Nếu như Việt Nam đang cố gắng thành trung tâm sản xuất thiết bị điện tử thì Indonesia lại tập trung vào phát triển chuỗi cung ứng xe điện. Tuy nhiên sang năm 2022, Malaysia ghi nhận FDI tăng vọt lên 32 tỷ đô (gấp ~3 lần svck), đẩy Indo (~31 tỷ đô) và Việt Nam (16 tỷ đô) xuống thứ hai và ba.

Chúng tôi nhận thấy ngành xe điện và bán dẫn đang định hình dòng chảy FDI vào ASEAN. Những sự thay đổi lớn trong hai ngành này bao gồm: nhiều loại hình đầu tư mới xuất hiện, thêm các phân khúc mới trong chuỗi giá trị, mở rộng công suất và tăng cường mạng lưới phân phối trong khu vực. Vì tiềm năng to lớn của hai ngành trong tương lai, các nước trong khu vực đều đã tích cực triển khai nhiều chính sách thu hút FDI trong chuỗi sản xuất này, đồng thời khuyến khích người dân sử dụng xe điện. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy Việt Nam dường như đang chậm hơn so với các nước khác do không có chính sách thu hút rõ nét, điều này có thể làm giảm sức hấp dẫn của Việt Nam trong việc thu hút FDI trong tương lai.

Biến số #2: Lộ trình mở cửa và phục hồi kinh tế của Trung Quốc vẫn đang là một biến số

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ của Trung Quốc đã giảm 0,5% svck trong T10/22 từ mức tăng tăng 2,5% svck trong T9/22 trong bối cảnh các thành phố lớn liên tục bị phong tỏa do COVID-19. Tăng trưởng lĩnh vực sản xuất giảm nhẹ từ mức 6,3% trong tháng 9 xuống còn 5,0% trong tháng 10 do gián đoạn chuỗi cung ứng liên tỉnh. Rủi ro vỡ nợ của các nhà phát triển BĐS gặp khó khăn về

tài chính vẫn đang ở mức cao. Giá nhà đã giảm 13 tháng liên tiếp. Doanh số ký bán của các doanh nghiệp BĐS lớn đã giảm 33,7% so với đầu năm.

Trước diễn biến kinh tế kém khả quan, Chính phủ Trung Quốc đã công bố một số chính sách mới nhằm giúp tổng vốn đầu tư công tăng lên hơn 7 nghìn tỷ NDT (khoảng 1 nghìn tỷ USD) trong năm 2022. Khoản vốn này dự kiến sẽ thúc đẩy hoạt động xây dựng trong Q4/22 và cả trong năm 2023. Chính phủ Trung Quốc cũng đã ban hành “chính sách 16 điểm” nhằm giải cứu thị trường BĐS đang lâm vào khó khăn. Các khoản vay của nhà phát triển BĐS đáo hạn trong vòng 6 tháng tới sẽ được gia hạn thêm một năm. Chính quyền cũng kêu gọi các định chế tài chính cung cấp hạn mức tín dụng cho các doanh nghiệp phát triển nhà ở có chất lượng tốt và rủi ro vỡ nợ có thể kiểm soát được.

Trung Quốc có khả năng tăng trưởng chậm lại trong nửa đầu năm 2023 do kế hoạch mở cửa trở lại vào T1/23 có khả năng làm số ca nhiễm Covid-19 gia tăng, kéo theo xu hướng mở cửa thận trọng hơn. Tuy nhiên tăng trưởng có thể tăng mạnh trong nửa cuối năm 2023 khi quá trình mở cửa trở lại được thúc đẩy sau khi số ca nhiễm mới được kiểm soát. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về triển vọng trong dài hạn của Trung Quốc do thị trường bất động sản suy thoái cũng như tiềm năng tăng trưởng chậm hơn (phản ánh sự suy yếu trong ngành sản xuất và bất động sản). IMF đã hạ dự báo tăng trưởng nền kinh tế của Trung Quốc năm 2023 xuống 4,4% so với dự báo trước đó là 4,6%.

Chúng tôi tin rằng việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ là một cú hích lớn cho ngành du lịch Việt Nam, vì du khách Trung Quốc chiếm hơn 30% lượng khách nước ngoài đến Việt Nam trong năm 2019 (trước dịch COVID-19). Theo đó, các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực lữ hành, dịch vụ lưu trú ăn uống và hàng không sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi của lượng khách du lịch từ Trung Quốc. Việc giao thương qua biên giới hai nước dễ dàng hơn cũng sẽ hỗ trợ xuất khẩu nông sản Việt Nam. Cụ thể, xuất khẩu cao su, gạo, rau quả, thủy sản, gỗ & sản phẩm gỗ sang thị trường Trung Quốc sẽ được hưởng lợi từ xu hướng chi phí vận chuyển giảm và nhu cầu gia tăng từ thị trường Trung Quốc. Ngoài ra, việc Trung Quốc mở cửa trở lại cũng góp phần ổn định chuỗi cung ứng nguyên vật liệu đầu vào cho lĩnh vực sản xuất của Việt Nam, nhất là ngành điện tử & linh kiện, máy móc thiết bị và dệt may.

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 xuống 6,2% trong kịch bản cơ sở

GDP của Việt Nam tăng trưởng chậm lại và đạt 6,2% trong 2023

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2023 xuống 6,2% (+/-0,3 điểm %) so với dự báo trước đó là 6,7%. Nguyên nhân từ tác động mạnh hơn dự kiến của suy giảm tăng trưởng toàn cầu đối với ngành sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn phải đối mặt với những thách thức từ môi trường lãi suất cao, lạm phát thế giới giảm nhưng vẫn ở mức cao, thanh khoản thắt chặt và gia tăng áp lực nợ xấu ở lĩnh vực BĐS.

Về ba trụ cột chính của nền kinh tế, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng ngành công nghiệp và xây dựng xuống 5,6% svck từ mức dự báo tăng trưởng trước đó là 7,1% svck do đơn đặt hàng cho hoạt động sản xuất giảm trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu suy yếu. Trong khi đó, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng ngành dịch vụ lên 7,5% svck từ mức dự báo trước đó là 7,3% svck và nâng dự báo tăng trưởng ngành nông, lâm nghiệp, thủy sản lên mức 3,1% svck từ mức dự báo trước đó là 2,9%. Điều chỉnh đối với ngành dịch vụ và nông nghiệp để phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ đang diễn ra và triển vọng tươi sáng hơn nhờ việc Trung Quốc mở cửa trở lại sớm hơn dự kiến.

Nhìn chung, Việt Nam vẫn nằm trong nhóm những quốc gia tăng trưởng hàng đầu trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương trong năm 2023.

Hình 35: Các dự báo chính cho giai đoạn 2022-2023

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,1	7,0	2,9	2,6	8,0	6,2
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,5	18,9	10,5	5,0
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,6	26,7	7,8	4,9
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,4	13,4
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,8	12,7	-7,2	-3,0	6,2
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	-2,0	-0,8	1,4
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55,1	78,3	94,8	109,4	89,9	102,0
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,9	23,8	27,8	29,9	22,6	23,5
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	3,0	3,3
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,8
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	103,9	107,1	115,7	124,3	126,5	130,4
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	6,0
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,9	7,0	5,6	5,6	7,8	8,3
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,1	5,2	5,2
Tỷ giá (USD/VND)	% svck	1,8	1,4	-0,3	-1,2	23.633	23.800
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,7	3,4	3,4	4,0	3,9
Nợ công	% GDP	47	43	45	43	42	43

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

Đà tăng của lãi suất tiền gửi có thể chậm lại trong nửa đầu năm 2023

Chúng tôi cho rằng lãi suất tiền gửi tiếp tục chịu áp lực tăng trong nửa đầu năm 2023 do (1) hạn chế thanh khoản trong bối cảnh khủng hoảng niềm tin trên thị trường TPDN, (2) nhu cầu huy động vốn của các ngân hàng tăng mạnh để đảm bảo các chỉ tiêu an toàn vốn cũng như đáp ứng nhu cầu vay tăng cao của nền kinh tế, và (3) tăng trưởng tiền gửi đã chậm hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm 2022, do đó các ngân hàng phải tăng lãi suất huy động để thu hút thêm tiền gửi.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi giảm nhẹ trong nửa cuối năm 2023 nhờ (1) áp lực tỷ giá giảm cho phép NHNN bơm thanh khoản vào hệ thống và ổn định mặt bằng lãi suất, (2) lạm phát trong nước được kiểm soát và đáp ứng mục tiêu của Chính phủ là giữ lạm phát trung bình năm 2023 dưới 4,5%, (3) Chính phủ xem xét ban hành các chính sách hỗ trợ và củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Do đó, chúng tôi dự báo lãi suất huy động có thể tăng nhẹ 50 điểm cơ bản trong năm 2023, thấp hơn đáng kể so với mức tăng khoảng 230 điểm cơ bản trong năm 2022. Chúng tôi nhận thấy lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các NHTM có thể tăng lên mức 8,0-8,5%/năm (bình quân) vào cuối năm 2023.

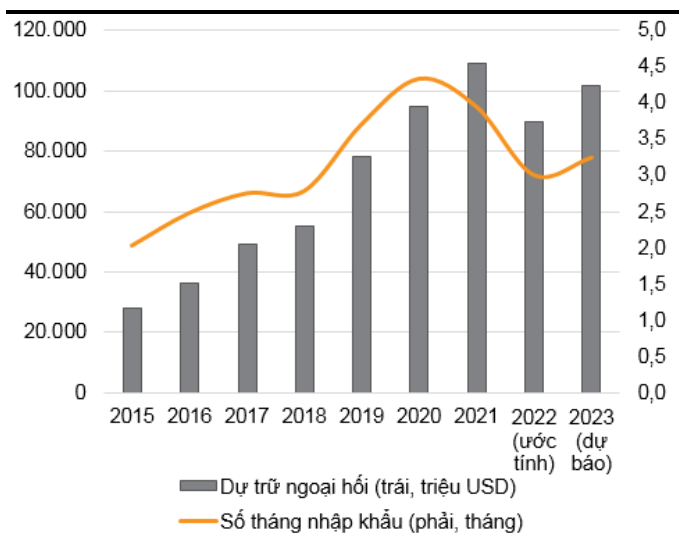
Dự trữ ngoại hối của Việt Nam có thể được cải thiện

Năm 2022, NHNN gặp nhiều khó khăn trong việc cân bằng ba mục tiêu chính là kiểm soát lạm phát, ổn định tỷ giá và mặt bằng lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng. Trong 10T22, NHNN đã phải bán một lượng lớn dự trữ ngoại hối để ổn định tỷ giá (ước khoảng 20% dự trữ ngoại hối). Điều này đã khiến dự trữ ngoại hối của Việt Nam giảm xuống dưới mức khuyến nghị của IMF (thấp hơn 3 tháng nhập khẩu).

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng thặng dư thương mại đạt mức 13,4 tỷ USD, từ mức thặng dư thương mại 12,4 tỷ USD trong năm 2022. Chúng tôi cũng kỳ vọng tài khoản vãng lai chuyển sang thặng dư ở mức 1,4% GDP vào năm 2023 từ mức thâm hụt dự kiến là 0,8% GDP trong năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ phục hồi lên mức 3,3 tháng nhập khẩu và đạt 102 tỷ USD vào cuối năm 2023 từ mức hiện tại là 90 tỷ trong năm 2022.

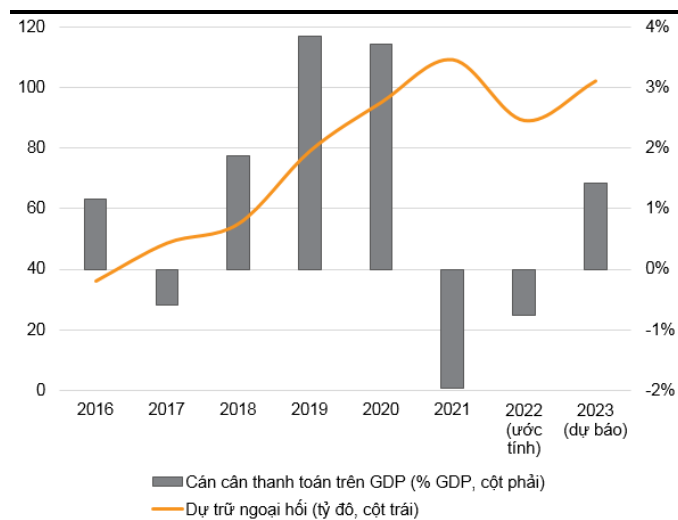
Rủi ro chính cho dự báo của chúng tôi bao gồm: lạm phát cao hơn dự kiến, đồng USD mạnh hơn dự kiến có thể gây thêm áp lực lên VND; các đối tác thương mại lớn của Việt Nam suy thoái mạnh hơn dự kiến.

Hình 36: Dự trữ ngoại hối và số tháng nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Tài khoản vãng lai và dự trữ ngoại hối của Việt Nam



Nguồn: NHNN, 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

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

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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