

05/04/2023

Chuyên Đề Vĩ Mô

TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ Q1/2023 và BƯỚC CHUYỂN CHÍNH SÁCH



- Tăng trưởng kinh tế Q1/2023 thấp hơn nhiều so với kỳ vọng.
- Bước chuyển về chính sách tiền tệ đang trở nên rõ ràng hơn.



Bernard Lapointe

[bernard.lapointe@vdsc.com.vn](mailto:bernard.lapointe@vdsc.com.vn)

Trần Thị Hà My

[my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)

## NỘI DUNG CHÍNH

KINH TẾ VIỆT NAM.....	3
✓ Tăng trưởng kinh tế Q1/2023 thấp hơn nhiều so với kỳ vọng.....	3
✓ Bước chuyển về chính sách tiền tệ đang trở nên rõ ràng hơn.....	5
KINH TẾ THẾ GIỚI.....	7
✓ Quan ngại về rủi ro Ngân hàng.....	7
<b>CHỈ SỐ VĨ MÔ VIỆT NAM THÁNG 03/2023</b> .....	<b>12</b>
<b>CHỈ SỐ VĨ MÔ THẾ GIỚI THÁNG 3</b> .....	<b>13</b>

## KINH TẾ VIỆT NAM

- Tăng trưởng kinh tế Q1/2023 thấp hơn nhiều so với kỳ vọng
- Bước chuyển về chính sách tiền tệ đang trở nên rõ ràng hơn

### Tăng trưởng kinh tế Q1/2023 thấp hơn nhiều so với kỳ vọng

Mặc dù chúng tôi đã đưa ra dự cảm rằng tăng trưởng kinh tế năm 2023 sẽ thấp, tuy nhiên số liệu tăng trưởng kinh tế Q1/2023 thực tế đã thấp hơn nhiều so với kỳ vọng. Trong quý đầu năm, tăng trưởng GDP chỉ đạt 3,3%, nếu không xét thời điểm nền kinh tế bị tác động tiêu cực bởi Covid-19 (Q1/2020 và Q3/2021) thì đây là mức tăng trưởng thấp nhất kể từ Q1/2009. Sự suy giảm của tăng trưởng đến từ một trong những cỗ máy tăng trưởng tốt nhất của Việt Nam từ trước đến nay, lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo giảm 0,4% so với cùng kỳ và là mức tăng trưởng âm duy nhất trong chuỗi dữ liệu thống kê nếu không tính đến thời điểm dịch bệnh Covid-19 bùng phát mạnh vào Q3/2021. Cụ thể, lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo trong tháng 03/2023 đã không hồi phục như kỳ vọng và tăng trưởng âm khoảng 1,7% so với cùng kỳ. Tính chung Q1, lĩnh vực SXCN giảm 2,3% so với cùng kỳ. Trong các lĩnh vực tăng trưởng âm của Q1 năm nay còn có bất động sản (-0,1% so với cùng kỳ) và y tế (-1,6% so với cùng kỳ). Lĩnh vực xây dựng vốn gắn liền với dịch vụ bất động sản và đầu tư công cũng không khá hơn, chỉ tăng khoảng 2,0% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng bình quân khoảng 5,5% của lĩnh vực này trong Q1 của 5 năm gần nhất.

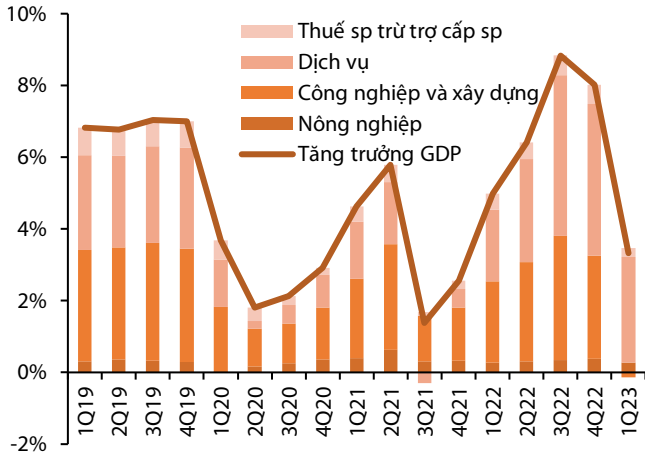
Trái với sự sụt giảm của lĩnh vực sản xuất, lĩnh vực dịch vụ vẫn giữ được mức tăng trưởng 6,8% so với cùng kỳ, nguyên nhân là lĩnh vực này vẫn còn được hưởng lợi từ mức nền thấp trong Q1/2022. Cụ thể, tăng trưởng lĩnh vực bán lẻ, dịch vụ lưu trú ăn uống, giải trí, hành chính đều tăng khá ở mức 8,1-26,0% so với cùng kỳ. Riêng lĩnh vực tài chính ngân hàng tăng 7,7% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng bình quân của lĩnh vực này trong Q1 giai đoạn 2020-22 và về lại mức tăng trung bình của lĩnh vực này trước khi Covid-19 xảy ra. Lĩnh vực nông lâm nghiệp và thủy sản là khu vực ổn định nhất của nền kinh tế, duy trì được mức tăng đều đặn là 2,5% trong Q1/2023.

### Hình 1: Tăng trưởng GDP theo một số hoạt động kinh tế

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
	% so với cùng kỳ					% đóng góp vào GDP				
<b>Tăng trưởng GDP</b>	<b>5.0</b>	<b>7.8</b>	<b>13.7</b>	<b>5.0</b>	<b>3.3</b>	<b>5.0</b>	<b>7.8</b>	<b>13.7</b>	<b>5.6</b>	<b>3.3</b>
Nông nghiệp	2.4	3.1	3.7	0.4	2.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3
Khai khoáng	1.2	4.5	6.4	(0.1)	(5.6)	0.0	0.1	0.2	0.2	(0.2)
Sản xuất công nghiệp	7.8	11.1	11.6	1.9	(0.4)	1.8	2.5	2.8	0.7	(0.1)
Xây dựng	2.6	4.9	17.5	0.2	2.0	0.1	0.3	1.2	0.5	0.1
Bán lẻ	3.0	8.3	24.9	0.4	8.1	0.3	0.8	1.9	0.6	0.8
Vận tải	7.1	9.5	27.3	0.0	6.8	0.4	0.5	1.3	0.3	0.4
Lưu trú & ăn uống	(1.8)	26.6	172.3	(0.3)	26.0	(0.0)	0.5	1.7	0.7	0.6
Dịch vụ tài chính	9.8	8.7	9.3	0.6	7.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
Bất động sản	1.8	6.2	11.8	0.0	(0.1)	0.1	0.2	0.4	0.2	(0.0)
Khác	4.9	7.2	11.0	1.9	3.9	1.6	2.1	3.2	1.6	1.1

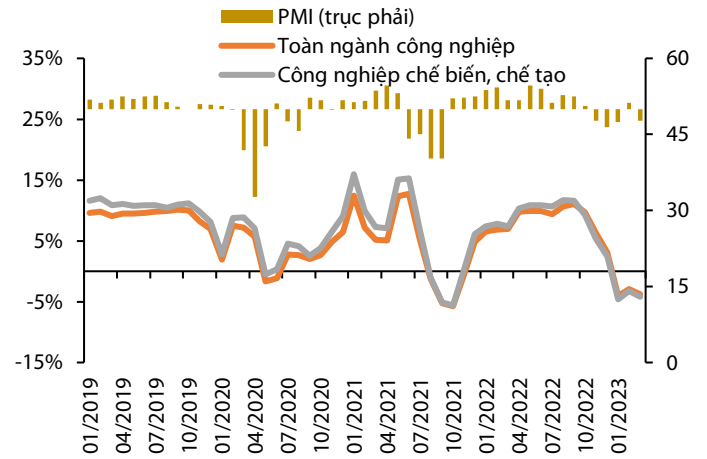
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Tăng trưởng GDP theo lĩnh vực**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

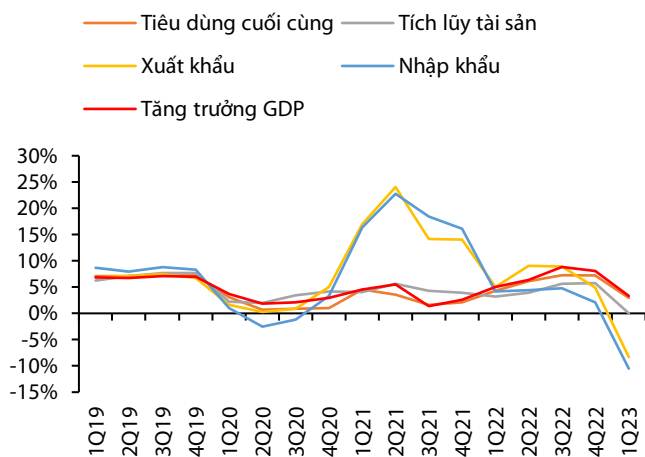
**Hình 3: Tăng trưởng của hoạt động sản xuất công nghiệp**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

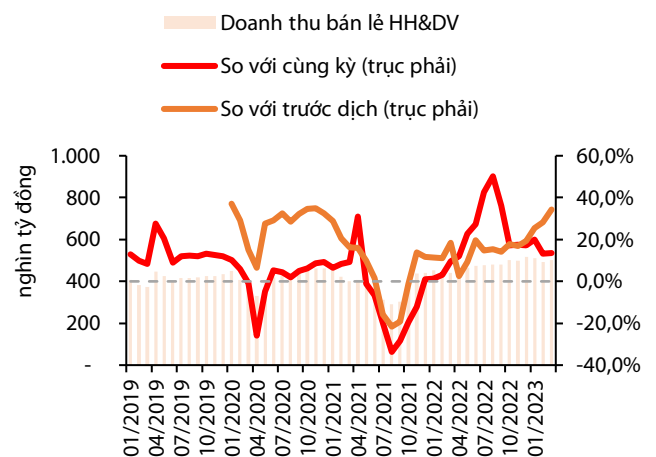
Nhìn từ góc độ sử dụng, bức tranh tăng trưởng kinh tế xấu đi đáng kể. Trong đó, tiêu dùng cuối cùng chỉ tăng 3,0%, tương đương mức tăng vào Q1/2020 và thấp hơn đáng kể mức tăng bình quân của nhóm này trong những giai đoạn không phải dịch bệnh. Đầu tư tích lũy tài sản gần như không tăng trưởng trong Q1/2023 trong khi bức tranh xuất nhập khẩu yếu đi đáng kể là điều đã được nhìn thấy trước qua số liệu tăng trưởng thương mại. Tác động của sự sụt giảm của nhu cầu từ bên ngoài đối với Việt Nam cũng thể hiện rõ qua tăng trưởng GRDP của một số tỉnh thành có quy mô SXCN lớn và tập trung FDI như Bắc Ninh (-11,9% so với cùng kỳ), Quảng Nam (-10,9% so với cùng kỳ), Bình Dương (+1,2% so với cùng kỳ) và Đồng Nai (+3,3% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, một số tỉnh thành vẫn ghi nhận mức tăng trưởng GRDP tốt hơn như Thái Nguyên (+6,5% so với cùng kỳ), Bắc Giang (+8,4% so với cùng kỳ) và Hải Phòng (+9,7% so với cùng kỳ). Trong khi đó, Tp.HCM vốn là đầu tàu tăng trưởng kinh tế của cả nước cho thấy bức tranh kém tích cực khi tăng trưởng GRDP trong Q1/2023 chỉ đạt 0,7%, trong đó, lĩnh vực xây dựng và bất động sản giảm lần lượt 19% và 16% so với cùng kỳ, bán lẻ tiêu dùng chiếm hơn 18% cơ cấu GRDP của thành phố chỉ tăng 3,8%. Diễn biến trên cho thấy dường như tất cả các động lực tăng trưởng đang yếu đi một cách đáng kể, một phần là do sự suy giảm của khu vực FDI, xuất khẩu nhưng cũng có phần nhiều đến từ động lực nội tại như tiêu dùng và đầu tư.

**Hình 4: Tăng trưởng GDP từ góc độ sử dụng**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hoá và dịch vụ**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hiện tại, Bộ Kế hoạch đầu tư vẫn giữ nguyên kịch bản tăng trưởng GDP cả năm là 6,5% với mục tiêu tăng trưởng các quý còn lại từ 6,7-7,9%. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này không những thách thức mà còn thiếu khả thi trong bối cảnh kinh tế thế giới đang trong lần ranh của suy thoái, sự suy giảm của thị trường bất động sản và tiêu dùng trong nước mới chỉ ở giai đoạn đầu và kỳ vọng về câu chuyện Trung Quốc mở cửa và phục hồi đang diễn biến khá chậm. Dự báo đầu năm của Rồng Việt về tăng trưởng GDP cả năm 2023 là 5,6%. Với diễn biến tăng trưởng kinh tế Q1/2023, chúng

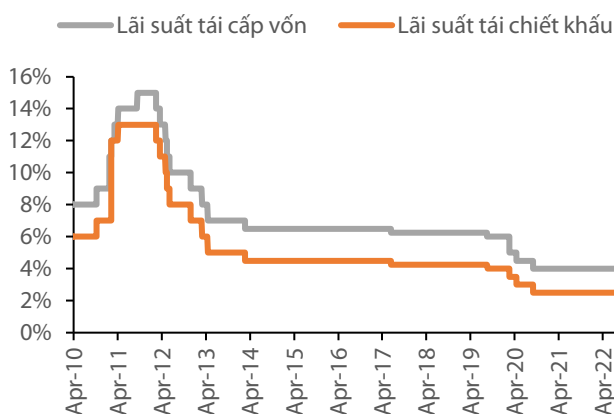
tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng GDP cả năm về mức 5,0% trên cơ sở: 1) sản xuất công nghiệp cải thiện trong các quý tới; 2) niềm tin kinh doanh và tiêu dùng phục hồi kể từ nửa sau năm 2023 nhờ nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng; 3) đầu tư công các quý tới dự kiến tăng tốc hơn so với Q1 và tăng trưởng ~20% so với cùng kỳ. Giả định cho dự báo trên là tăng trưởng kinh tế toàn cầu chỉ suy giảm ở mức trung bình, mặt bằng lãi suất và lạm phát hạ nhiệt sẽ thúc đẩy nhu cầu tín dụng và tiêu dùng và những hỗ trợ của Chính phủ về chính sách tài khoá và tiền tệ sớm được triển khai.

### Bước chuyển về chính sách tiền tệ đang trở nên rõ ràng hơn

Như chúng tôi đã đề cập trong Nhật ký chuyên viên về kinh tế trong nước thì NHNN đã có những động thái đảo chiều chính sách nhanh và rõ hơn trong tháng 3/2023. Đầu tiên có thể kể đến hai lần điều chỉnh lãi suất điều hành vào giữa tháng và cuối tháng. Theo đó, lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn giảm lần lượt là 100 điểm cơ bản và 50 điểm cơ bản trong tháng qua. Một số lãi suất định hướng khác cũng giảm như trần lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và kỳ hạn từ 1-6 tháng giảm 50 điểm cơ bản về lần lượt là 0,5%/năm và 5,5%/năm; và trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND đối với một số lĩnh vực ưu tiên cũng giảm 100 điểm cơ bản về còn 4,5%/năm.

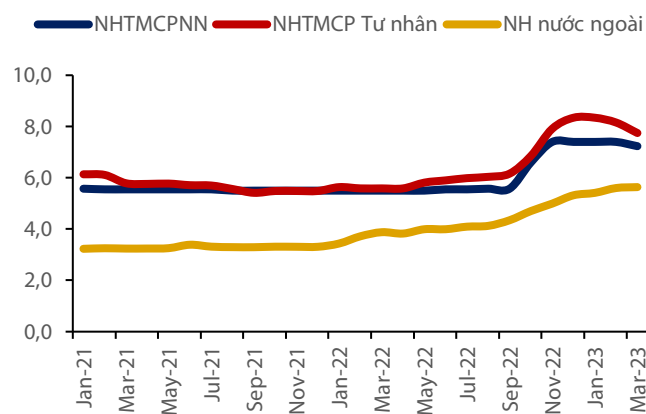
Nếu như giai đoạn tăng lãi suất năm ngoái việc thay đổi lãi suất điều hành của NHNN thường đi sau thị trường thì đợt giảm lãi suất mới đây chúng tôi kỳ vọng sẽ tác động nhiều đến mặt bằng lãi suất chung. Sau quyết định của NHNN, đầu tháng 04/2023, các NHTM từ Nhà nước đến Tư nhân đều đã điều chỉnh giảm lãi suất huy động với mức giảm từ 0,3-0,8 điểm %. Như vậy, tính từ đầu năm đến nay, lãi suất huy động đã giảm tương đối mạnh khoảng từ 0,8-1,2 điểm %, nhịp giảm này tương đương khoảng ½ mức tăng trong giai đoạn tháng 10-12/2022. Theo số liệu của NHNN, lãi suất cho vay bình quân đối với các khoản vay mới và cũ vào cuối tháng 02/2023 ở mức 9,5-11,3%/năm, tăng khoảng 0,5-0,6 điểm % so với cuối năm 2022 và cao hơn 1,1-1,4 điểm % so với trước tháng 10/2022. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay trong nền kinh tế sẽ giảm trong thời gian tới dựa vào một số cơ sở: 1) lãi suất huy động hạ nhiệt làm tiền đề giảm lãi suất cho vay; 2) thanh khoản hệ thống dồi dào, nhu cầu tín dụng yếu nên quy luật cung cầu thì lãi suất cho vay sẽ giảm; 3) gói tín dụng 120.000 tỷ đồng được triển khai từ 01/04/2023 với mức lãi suất cho vay ưu đãi từ 8,2-8,7%/năm đối với chủ đầu tư và người mua các dự án nhà ở xã hội, nhà ở công nhân và xây dựng lại chung cư cũ. Mức giảm kỳ vọng đối với mặt bằng lãi suất cho vay là khoảng 0,5 - 1 điểm %, tùy lĩnh vực. Đối với các lĩnh vực ưu tiên lãi suất trần 4,5%/năm không khác biệt nhiều nhưng đối với lĩnh vực bất động sản thì đang mở ra một kênh dẫn vốn với chi phí rẻ hơn. Mức độ hấp thụ tùy thuộc vào 1) sự năng động và linh hoạt của doanh nghiệp, 2) mức độ chấp nhận rủi ro/cân đối lợi ích của các ngân hàng cho vay; và 3) danh mục các dự án được Bộ Xây dựng cấp phép.

**Hình 6: Diễn biến lãi suất điều hành**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Diễn biến lãi suất huy động kỳ hạn 12T (%/năm)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bên cạnh đó, nhìn nhận sự kém hiệu quả trong việc thực thi gói hỗ trợ lãi suất 2%, NHNN đang mở ra thêm những cánh cửa để giảm thiểu rủi ro hệ thống cũng như thúc đẩy tăng trưởng phục hồi. Chẳng hạn, dự thảo sửa đổi thông tư 16 đường như sẽ mở cơ hội để các NHTM “vươn tay” hỗ trợ

thị trường TDPN mặc dù chúng tôi nhìn nhận cánh cửa không phải là quá rộng và kèm theo những quy định giám sát chặt hơn để đảm bảo không xảy ra thêm những bất ổn trong tương lai. Hay những thông điệp mới nhất của nhà điều hành về việc hoãn, giãn nợ cho doanh nghiệp gặp khó khăn cũng tạo thêm hy vọng, ràng buộc là nếu chính sách này được ban hành cũng phải cân nhắc kỹ về liều lượng và đối tượng. Về điều tiết thanh khoản hệ thống, NHNN cũng đang có định hướng hỗ trợ thanh khoản nhất quán. Theo công bố của NHNN, từ đầu năm đến nay đã mua vào khoảng 4 tỷ \$, tương đương với phục hồi lại khoảng 15%-17% lượng ngoại tệ bị hụt trong giai đoạn tỷ giá biến động của năm 2022<sup>1</sup>. Điều này cũng đồng nghĩa với việc NHNN đã bơm ròng khoảng 94 nghìn tỷ đồng thông qua mua ngoại tệ, song song với việc rút ròng một lượng tiền khoảng 110 nghìn tỷ đồng thông qua việc phát hành tín phiếu NHNN kỳ hạn 91 ngày. Từ giữa đến cuối tháng 03/2023, hoạt động bơm/hút ròng trên thị trường mở đã ngưng hẳn do lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh và các NHTM đã không còn nhu cầu vay mượn từ NHNN. Nếu tình hình này tiếp diễn thì từ cuối tháng 05/2023, một lượng lớn thanh khoản (~110 nghìn tỷ đồng) sẽ được bơm ra thị trường do tín phiếu 91 ngày đáo hạn.

Nhìn về lộ trình chính sách tiền tệ sắp tới, chúng tôi cho rằng có thể NHNN sẽ kiên định với định hướng nới lỏng trong bối cảnh các áp lực về lạm phát, tỷ giá, thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu phần nào đã đi qua. Nếu rủi ro nhiều nhà đầu tư đang lo lắng là suy thoái kinh tế toàn cầu diễn ra thì việc tiếp tục giảm lãi suất điều hành có lẽ nằm trong dự liệu của NHNN.

---

<sup>1</sup> Dự trữ ngoại hối hiện tại ước khoảng 87 tỷ \$, tương đương bình quân 3,5 tháng nhập khẩu 3 tháng gần nhất.

## KINH TẾ THẾ GIỚI

- Quan ngại về rủi ro Ngân hàng

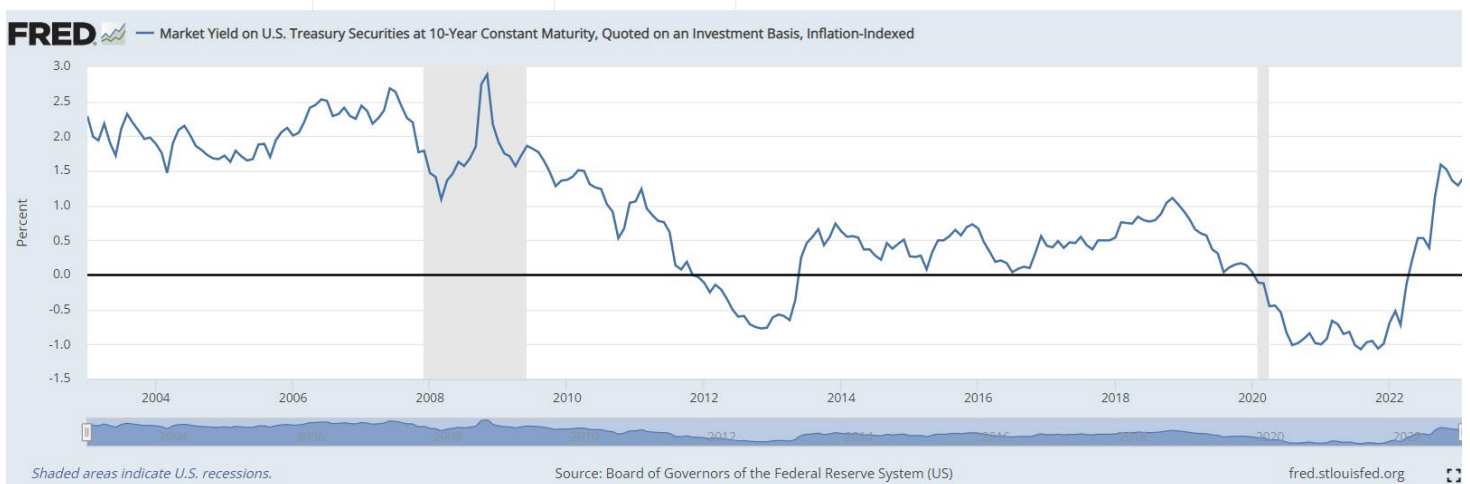
### Quan ngại về rủi ro Ngân hàng

- Fed và FDIC Mỹ đã hành động rất tề tể kể từ cuộc khủng hoảng tài chính giai đoạn 2007-2009.
- Sự thất bại của Ngân hàng Silicon Valley (SVB) có thể là khởi đầu của một điều gì đó tồi tệ hơn.
- Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) đã tăng lãi suất tái cấp vốn cơ bản thêm 50 điểm cơ bản vào tháng Ba.
- Cục Dự trữ Liên bang Mỹ phát đi tín hiệu rằng sẽ chỉ còn một đợt tăng lãi suất nữa trong năm nay.

Cho đến hiện tại, chúng ta chưa thấy dấu hiệu của sự hoảng loạn hoặc biến động lớn trên thị trường chứng khoán sau vụ sụp đổ của SVB, dường như ảnh hưởng từ vụ sụp đổ đã được ngăn chặn. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã thực hiện các biện pháp nhằm tăng cường cung cấp thanh khoản cho khu vực ngân hàng Hoa Kỳ thông qua việc cho vay chiết khấu (discount window), chương trình tài trợ có kỳ hạn của ngân hàng và cung cấp các giao dịch hoán đổi tiền tệ hàng ngày với các ngân hàng trung ương ở nơi khác. Điều này đã khôi phục ít nhiều niềm tin trong hệ thống, ngay cả khi Fed và Ngân hàng Trung ương châu Âu đã hành động trước để tăng lãi suất trong bối cảnh mối quan tâm đối với lạm phát vẫn duy trì. Hiện tại, chúng tôi không mong đợi sự lặp lại của chuỗi sự kiện năm 2008 sau sự sụp đổ của Lehman Brothers, nhưng có lẽ các ngân hàng trung ương cần phải hành động nhiều hơn nữa để khôi phục sự ổn định tài chính trong những tuần tới.

Lãi suất thực tế của Mỹ đang ở điểm nghẽn (Hình 1) đối với nền kinh tế và thị trường tài chính, do đó đường cong lợi suất đang đi ngang từ vị thế đảo ngược. Thu nhập của công ty được kỳ vọng sẽ sụt giảm mạnh nhất kể từ thời điểm này trong khi việc sa thải nhân viên tăng tốc – điển hình của chu kỳ cuối. Sự cân bằng của các khả năng cho thấy rằng tác động mạnh nhất của việc thu hẹp biên lợi nhuận, thu nhập và sa thải lao động sẽ diễn ra trong quý này và quý tiếp theo. **Không có khả năng có bất kỳ vấn đề ngân hàng nghiêm trọng hơn nào mặc dù các khoản nợ quá hạn có khả năng tăng lên.**

Hình 8: Lãi suất thực tại Mỹ



Ở Mỹ ngày nay, nếu bạn là một nhà tư bản kền kền giàu có với hơn 250.000 đô la tiền gửi không được bảo hiểm tại một ngân hàng được quản lý lỏng lẻo, chính phủ liên bang sẽ đảm bảo rằng tiền của bạn sẽ an toàn vào cuối tuần.

Nếu bạn là một người lao động đang gặp khó khăn, không có bảo hiểm y tế và mắc bệnh ung thư, thì bạn phải tự lo liệu.

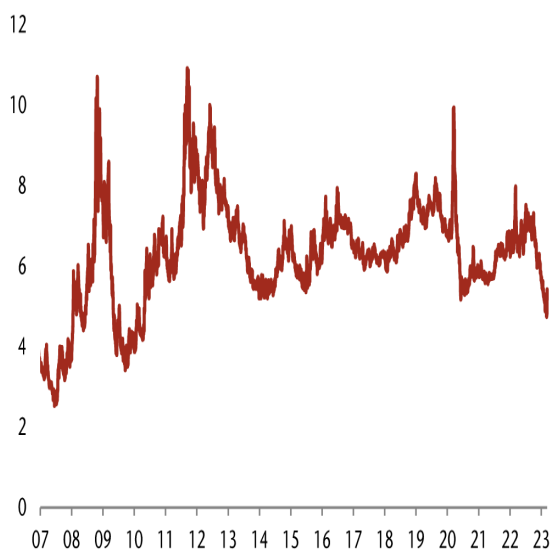
Đó là điều mà Martin Luther King Jr gọi là "chủ nghĩa xã hội dành cho người giàu và chủ nghĩa cá nhân khắc nghiệt dành cho người nghèo."

Bất chấp tình trạng hỗn loạn tài chính, ECB đã quyết định tăng 50 điểm cơ bản vào tháng Ba nhằm giảm bớt áp lực lạm phát. Ngược lại, Trung Quốc đã cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc xuống 25 điểm cơ bản khi nước này cố gắng thoát khỏi giảm phát. Mặc dù mức biến động trái phiếu Mỹ gần như kỷ lục, nhưng việc thiếu sự lây lan xuyên biên giới sang Châu Á/Thị trường Mới nổi là điều đáng chú ý vì hầu hết các ngân hàng trung ương nhìn chung đã hoàn thành việc tăng lãi suất. Ngân hàng Canada cho biết vào tháng Hai đã hoàn thành việc tăng lãi suất. Chúng tôi tin rằng ngân hàng trung ương Thụy Sĩ cũng đã làm xong.

Trái ngược với Mỹ, ở Châu Âu không có sự chênh lệch về tài sản và nợ hoặc tác động lan tỏa của vỡ bong bóng tài sản. Trớ trêu thay, không chỉ các nền kinh tế đang mở rộng trở lại mà thu nhập và điều chỉnh giá mục tiêu cũng đang ở ngưỡng tốt nhất trên thế giới. Các ngân hàng châu Âu không phải đối mặt với hậu quả của bong bóng đầu cơ vỡ cũng như khủng hoảng thanh khoản. Ngược lại, quan sát thị trường lao động khu vực châu Âu sẽ gợi ý rằng ECB còn nhiều việc phải làm trong việc kiểm chế tiền lương và lạm phát cơ bản. ECB đã tăng lãi suất tái cấp vốn chính thêm 50 điểm cơ bản lên 3,5% và lãi suất cơ sở tiền gửi lên 3%, trong một động thái được thông báo tốt. Việc tăng lãi suất này diễn ra trong bối cảnh căng thẳng đang nổi lên trong lĩnh vực ngân hàng toàn cầu, xung quanh một số ngân hàng khu vực ở Mỹ và một ngân hàng cho vay lớn của châu Âu (Credit Suisse). Tuy nhiên, những lo ngại về lạm phát được ưu tiên hơn.

Điều kiện tài chính châu Âu đã thực sự tương đối nới lỏng. Dữ liệu kinh tế thực tế tốt hơn mong đợi và thu nhập của châu Âu đang được điều chỉnh tăng trên nhiều lĩnh vực trong khi phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu đang giảm (Hình 2).

**Hình 9: Phí bảo hiểm rủi ro vốn chủ sở hữu kỳ hạn châu Âu loại trừ Anh (%)**



Nguồn: Jefferies

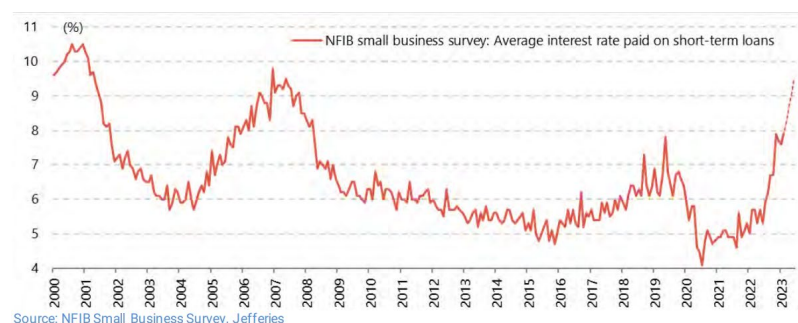
Vấn đề về Credit Suisse là điều không mới. Các vấn đề của Credit Suisse cũng tương đối độc đáo, với một loạt các vụ bê bối và tổn thất tài chính lớn khiến các nhà đầu tư lo lắng và thúc đẩy một đợt rút ròng của khách hàng gần đây. Khách hàng của Credit Suisse – chủ yếu là các khách hàng và doanh nghiệp giàu có hơn là những người tiết kiệm hàng ngày – đã rút tiền từ ngân hàng trong nhiều tháng, dẫn đến hơn 111 tỷ franc Thụy Sĩ (99,7 tỷ bảng Anh) bị rút ra vào cuối năm 2022. Hiện chưa rõ liệu việc rút tiền gửi của khách hàng có tăng tốc hay không do giá cổ phiếu lao dốc.

Ngân hàng đang trong quá trình thực hiện một kế hoạch tái cơ cấu lớn, nhằm ngăn chặn các khoản lỗ lớn, đã tăng vọt lên 7,3 tỷ franc Thụy Sĩ (6,6 tỷ bảng Anh) vào năm 2022 và khôi phục các hoạt động bị cản trở bởi nhiều vụ bê bối trong thập kỷ qua liên quan đến cáo buộc hành vi sai trái, vi phạm lệnh trừng phạt, rửa tiền và trốn thuế.



Mặt khác, điểm thú vị về ba ngân hàng Mỹ gồm SVB, Signature Bank and First Republic, cái mà hầu hết các phương tiện truyền thông chính thống có thể dự đoán được đã bỏ qua, là gợi ý mà nó cung cấp về các vấn đề tài chính hầu như không được thừa nhận đang gia tăng trong sự bùng nổ hoạt động của các quỹ đầu tư và cho vay tư nhân trong giai đoạn trước. Cả ba ngân hàng Mỹ này đều không bình thường với tư cách là ngân hàng bởi họ liên kết chặt chẽ với hệ thống quỹ đầu tư tư nhân. Sự bùng nổ tín dụng trong chu kỳ vừa qua là hoạt động cho vay tư nhân, hay còn gọi là tài trợ ngầm. Nhưng điều đó không có nghĩa là sẽ không có tác động từ chính sách thắt chặt tiền tệ. Điều này cũng đúng hơn trong trường hợp Mỹ rơi vào suy thoái. SVB sẽ được coi là dấu hiệu đầu tiên của các vấn đề xảy ra đối đầu tư tư nhân, giống như sự thất bại của New Century Financial vào tháng 4/2007 là dấu hiệu đầu tiên của các vấn đề xảy ra đối với các khoản thế chấp dưới chuẩn do thắt chặt tiền tệ. Năm nay sẽ là năm mà việc điều chỉnh giảm thu nhập ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán nếu dự báo được chứng minh là chính xác. Đây hiện là vấn đề then chốt trên thị trường tài chính thế giới. Sau đó, năm 2024 sẽ là năm mà các thị trường sẽ phải giải quyết các vấn đề tín dụng đang nổi lên trong lĩnh vực tư nhân.

**Hình 10: Lãi suất trung bình của các doanh nghiệp nhỏ phải trả cho các khoản vay ngắn hạn**

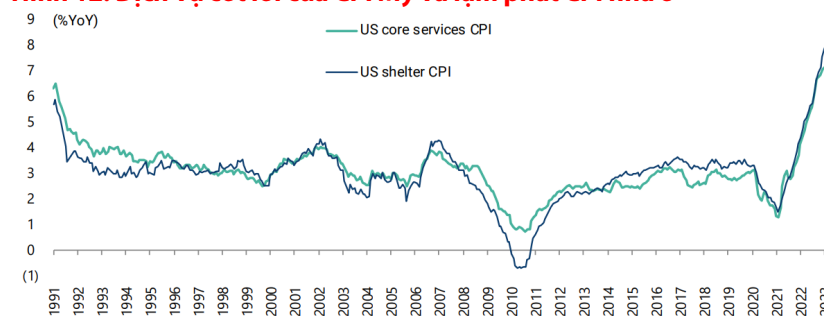


Lạm phát chung và lạm phát cơ bản của Mỹ đã giảm từ 6,4% và 5,6% so với cùng kỳ trong tháng Một xuống còn 6,0% và 5,5% so với cùng kỳ vào tháng Hai, cả hai đều phù hợp với kỳ vọng đồng thuận. Tuy nhiên, vấn đề đối với Fed là đây vẫn là những con số cao (Hình 5). Đó là lý do tại sao lợi suất 10 năm vẫn cao (Hình 4).

**Hình 11: Lợi suất Mỹ 10 năm. %**



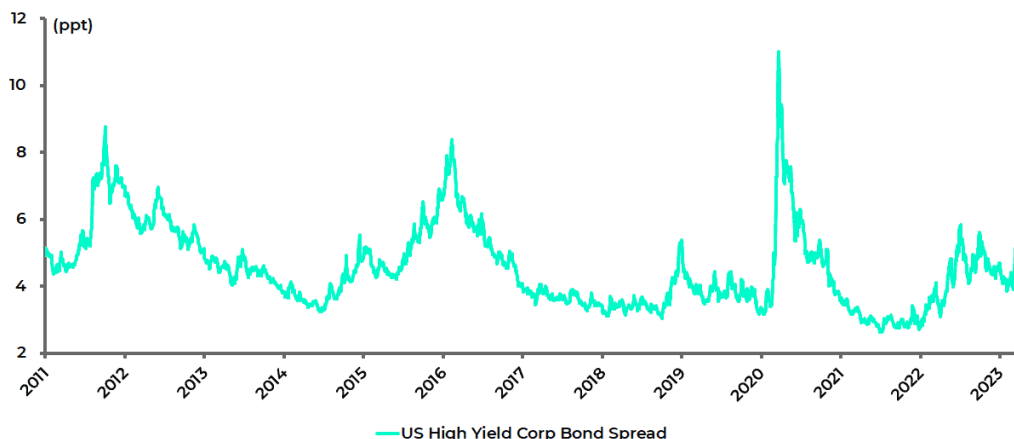
**Hình 12: Dịch vụ cốt lõi của CPI Mỹ và lạm phát CPI nhà ở**



Nguồn: US BLS

Chênh lệch trái phiếu doanh nghiệp lợi suất cao của Mỹ đã tăng từ 271 điểm cơ bản vào cuối tháng 12/2021 lên mức cao gần đây là 583 điểm cơ bản vào tháng 7/2022 và hiện đang ở mức 516 điểm cơ bản, mặc dù đã tăng từ mức 389 điểm cơ bản vào đầu tháng Ba (Hình 6).

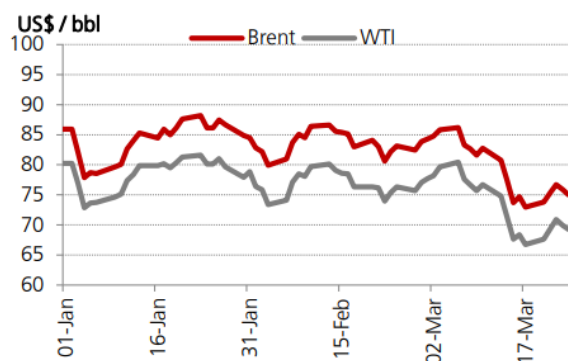
**Hình 13: Chênh lệch lợi suất trái phiếu doanh nghiệp lợi suất cao của Mỹ và lợi suất Kho bạc 10 năm**



Nguồn: Grizzle.com

Giá dầu thô Brent gần đây đã giảm xuống mức thấp 73 USD/thùng, trước khi phục hồi lên khoảng 76 USD/thùng tại thời điểm chúng tôi viết báo cáo này, giảm 12% -16% so với mức 86 USD/thùng hồi đầu tháng Ba. Đây là hậu quả của cuộc khủng hoảng ngân hàng gần đây ở Mỹ và Châu Âu, nơi chúng kiến niềm tin sụt giảm và dòng tiền bị rút khỏi rủi ro trong các giao dịch. Với việc các nguyên tắc cơ bản của thị trường dầu mỏ dường như không thay đổi một cách có ý nghĩa do việc rút tiền tại các ngân hàng cỡ trung bình đang hoạt động ở Mỹ và việc Credit Suisse bị cưỡng chế tiếp quản, chúng tôi muốn tin rằng việc giảm giá dầu là một điểm sáng tại thời điểm này thay vì một đợt giảm bền bỉ về dưới 80 USD/thùng (Hình 7). Khi thị trường tài chính ổn định, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ dần hồi phục về mức cũ.

**Hình 14: Giá dầu từ đầu năm đến nay, US\$/thùng**



Nguồn: DBS

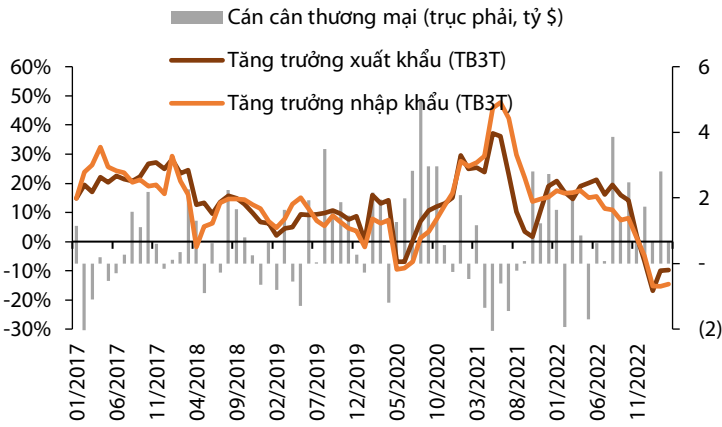
**Tóm lại:**

- Mỹ gặp khó khăn về chính sách khi các ngân hàng thắt chặt tín dụng, lãi suất thực dương cao, người gửi rút tiền ra khỏi hệ thống ngân hàng và toàn bộ đường cong lợi suất đảo ngược thấp hơn lãi suất điều hành của Fed – một kiểu thắt chặt quá mức cổ điển.
- Trong khi đó, Châu Âu đang chứng kiến những chỉ số PMI mạnh mẽ và các điều chỉnh tích cực về doanh số bán hàng trong bối cảnh ECB vẫn chưa dập tắt được tình trạng lạm phát tiền lương tiềm ẩn – một đợt bùng nổ GDP danh nghĩa điển hình đang diễn ra.
- Nhật Bản do dự trong việc đối phó với lạm phát do lo ngại việc đánh bại giảm phát sẽ tước mất cơ hội chiến thắng lạm phát.
- Trung Quốc đang trong giai đoạn xoay chuyển hàng loạt chính sách với việc ba lần ranh đở đối với lĩnh vực bất động sản được nới lỏng, nền kinh tế vội vã mở cửa trở lại sau chính sách

zero-Covid và nổi lại quan hệ đối với khu vực tư nhân. Chính sách tiền tệ của đại lục cần phải được củng cố để đảm bảo tốc độ lưu thông tiền tệ tăng lên.

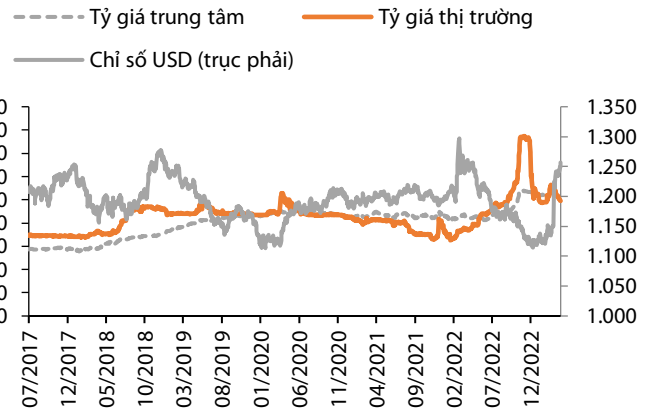
# CHỈ SỐ VĨ MÔ VIỆT NAM THÁNG 03/2023

## Cán cân thương mại (Tỷ USD)



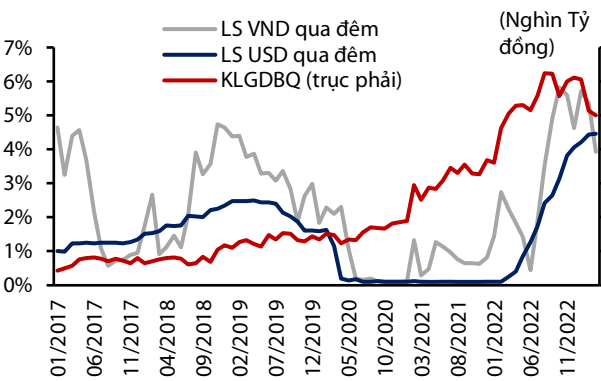
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

## Diễn biến tỷ giá tiền Đồng



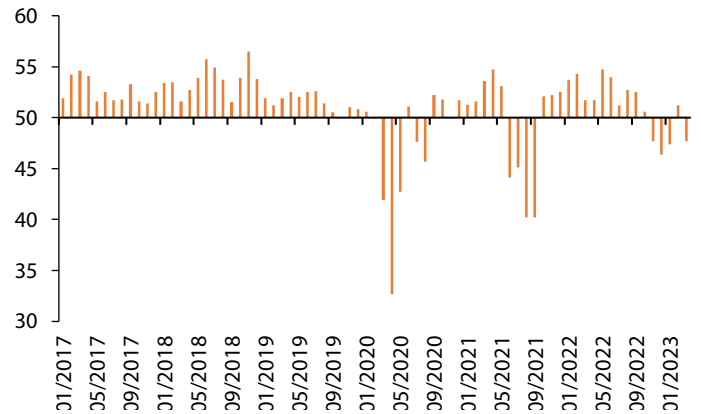
Nguồn: NHNN, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)



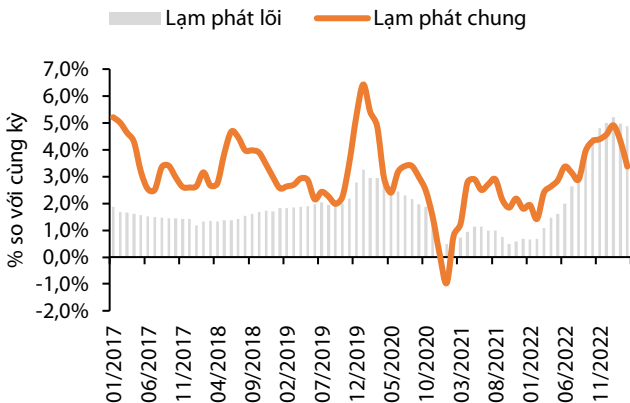
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

## Chỉ số PMI của Việt Nam



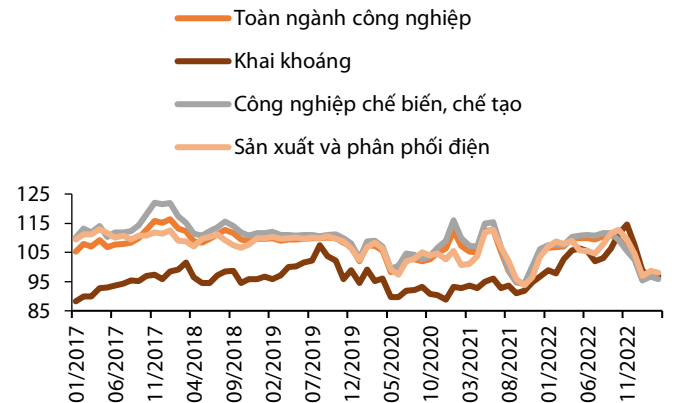
Nguồn: IHS Markit, CTCK Rồng Việt

## Lạm phát của Việt Nam



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

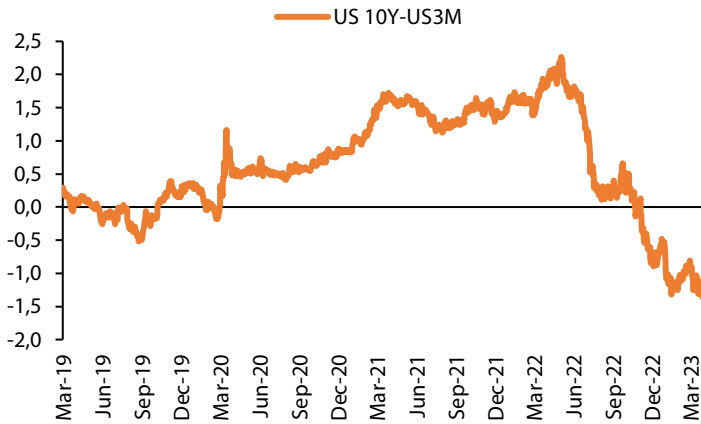
## Chỉ số sản xuất công nghiệp bình quân 3 tháng



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

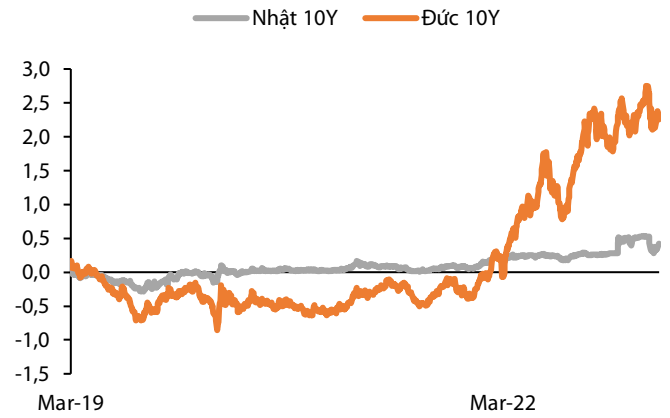
# CHỈ SỐ VĨ MÔ THẾ GIỚI THÁNG 3

## Chênh lệch lợi tức TPCP Mỹ (%/năm)



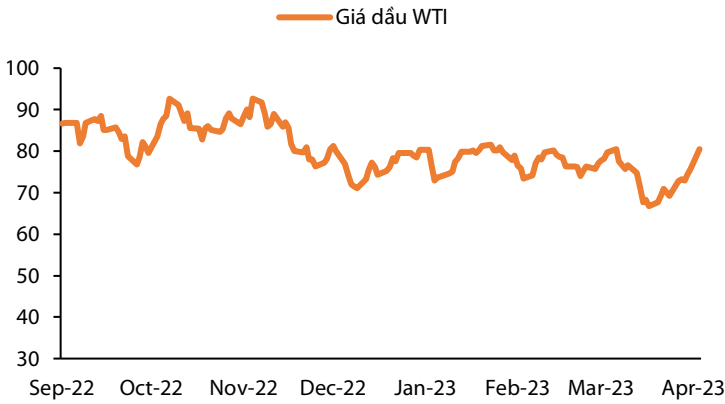
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Lợi tức TPCP Đức và Nhật (%/năm)



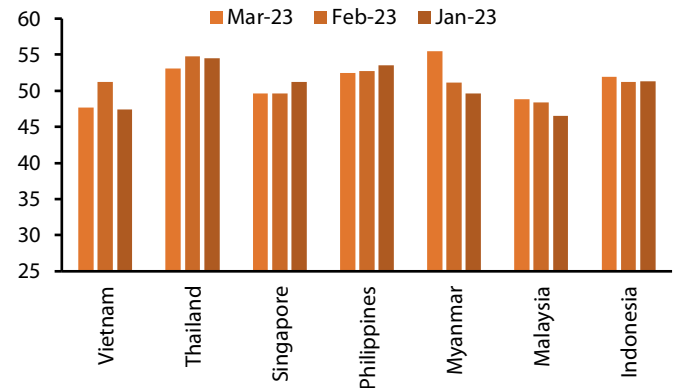
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Giá dầu WTI (USD/thùng)



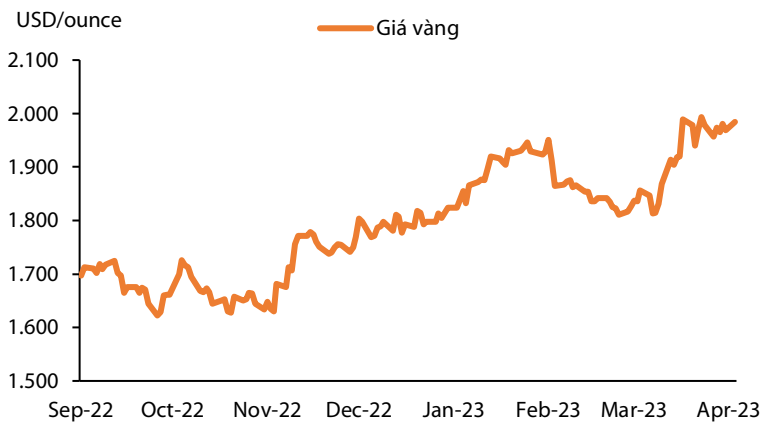
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## PMI tại ASEAN (Điểm)



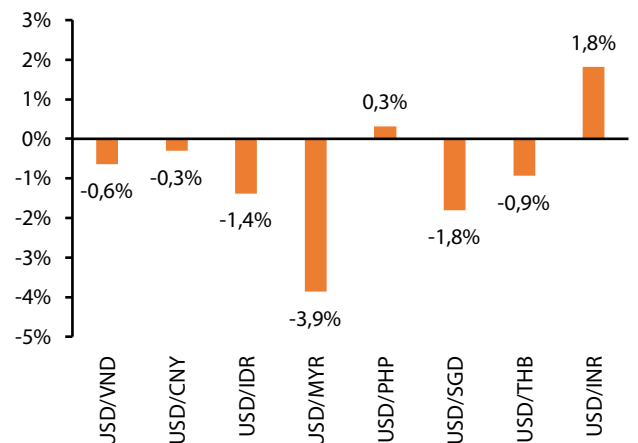
Nguồn: Markit Economics, CTCK Rồng Việt

## Diễn biến giá vàng



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Diễn biến tỷ giá (% YTD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BDS Khu công nghiệp

**Trần Hà Xuân Vũ**  
**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
**Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

**Đỗ Thanh Tùng**  
**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Thị Ngọc An**  
**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

**Lê Tự Quốc Hưng**  
**Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Nguyễn Hồng Loan**  
**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
**Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

**Cao Ngọc Quân**  
**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

**Trịnh Thị Thu Hoài**  
**Analyst**

hoai.ttt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

**Bernard Lapointe**  
**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Hà My**  
**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Hà Trinh**  
**Senior Consultant**

trinh.nh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**  
**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Bùi Đặng Cát Khánh**  
**Assistant**

khanh.bdc@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2023.**

# MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

**T** (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn  
**F** (+84) 28 6291 7986 **W** www.vdsc.com.vn

**MST** 0304734965

## CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

**T** (+84) 24 6288 2006  
**F** (+84) 24 6288 2008

## CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

**T** (+84) 25 8382 0006  
**F** (+84) 25 8382 0008

## CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

**T** (+84) 29 2381 7578  
**F** (+84) 29 2381 8387

## CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

**T** (+84) 25 4777 2006

## CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

**T** (+84) 27 4777 2006

## CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

**T** (+84) 25 1777 2006

