



Thực hiện bởi



Thành viên thuộc VIETCOMBANK

BÁO CÁO VĨ MÔ QUÝ I.2023

NỘI DUNG

1 VĨ MÔ THẾ GIỚI

2 TĂNG TRƯỞNG

3 LẠM PHÁT

4 TỶ GIÁ

5 LÃI SUẤT

6 THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

- Trên thị trường thế giới, các NHTW dường như đã tiến gần tới mức lãi suất mục tiêu. Tuy vậy, điểm khác biệt giai đoạn này là các NHTW đồng thuận với cam kết về đảm bảo thanh khoản hệ thống. Nền kinh tế Trung Quốc mở cửa sớm hơn kỳ vọng tuy nhiên động lực tăng trưởng chính là tiêu dùng.
- VCBS đánh giá nhìn chung các điều kiện sản xuất vẫn tiềm ẩn các yếu tố không thuận lợi. Tuy vậy, khu vực dịch vụ tiếp tục tăng trưởng ổn định và trở thành động lực tăng trưởng chính. **Theo đó, tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm dự báo đạt 4,18%-4,39%. Số liệu tăng trưởng dự báo cho năm 2023 đạt 5,5% - 6%.**
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 3/2023 giảm 0,23% so với tháng trước; tương ứng tăng 3,35% so với cùng kỳ; lạm phát bình quân tăng 4,18%. Trong năm 2023, kỳ vọng lạm phát đến từ lộ trình tăng giá điện, tăng lương cơ bản,... Tuy vậy, các lo ngại về lạm phát đã dịu đi đáng kể so sánh với giai đoạn cuối năm 2022. Theo đó, đây là tiền đề để NHNN thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt hơn nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng đang gặp khó.
- Tại Việt Nam, cuối quý I đồng VND tăng giá 0,5% so với đồng USD. Tại các NHTM, tỷ giá giảm 120-130 đồng, xuống mức 23.640-23.650 VND/USD. Với các thay đổi trên thị trường thế giới và đánh giá về nguồn cung ngoại tệ tương đối thuận lợi, VCBS cho rằng NHNN sẽ có thể mua vào thành công thêm dự trữ ngoại hối trong giai đoạn Quý II. Theo dõi tương quan về điều hành chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới, chỉ số sức mạnh đồng USD được dự báo sẽ vẫn duy trì ở mức cao. Trong điều kiện thuận lợi, **VCBS dự báo mức mất giá của VND so với USD có thể dưới 3% trong năm nay.**
- Mặt bằng lãi suất huy động đã tạo đỉnh và giảm 50-80 điểm trong Quý I. Đây được xem là tiền đề quan trọng để kéo giảm mặt bằng lãi suất cho vay. Trong Quý 2, mặt bằng lãi suất huy động được dự báo giảm thêm sau khi các quyết định lãi suất mới có hiệu lực. Theo đó, trong điều kiện thuận lợi, lãi suất điều hành có thể giảm thêm trong năm 2023 và kéo giảm mặt bằng lãi suất giảm nhằm hỗ trợ khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân.
- Thị trường trái phiếu:** Với dự báo, tăng trưởng tín dụng ở mức tương đối chậm so với cùng kỳ đi kèm với việc các kênh đầu tư thay thế không hấp dẫn nếu so sánh với mức độ rủi ro đi kèm, VCBS đánh giá, lợi suất có thể tiếp tục tiếp tục giảm thêm khi trạng thái dư thừa thanh khoản vẫn chưa chấm dứt.

Lạm phát thế giới được dự báo còn dai dẳng, rủi ro suy thoái vẫn thường trực.

Mỹ



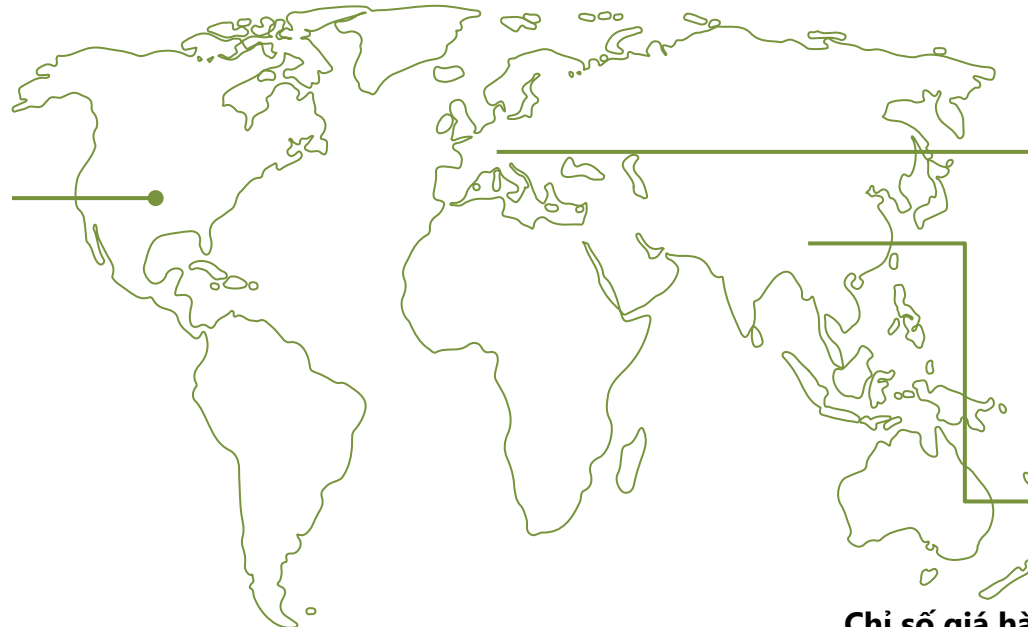
Số liệu kinh tế khá tích cực, vượt kỳ vọng, chống chịu khá tốt với giá nhiên liệu tăng do là nước xuất khẩu ròng nhiên liệu.



Lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt nhưng chưa thực sự bền vững.



FED vẫn đang trong lộ trình tăng lãi suất nhưng bị gián đoạn bởi sự kiện Ngân hàng SVB và Signature.



EU



Rủi ro **suy thoái** hiện hữu, do khả năng chống chịu với lạm phát thấp hơn Mỹ



Lạm phát tiếp tục là mối lo hàng đầu của ngân hàng trung ương tuy nhiên mức độ đã dịu đi so với đánh giá vào cuối 2022.



ECB dự báo tiếp tục kế hoạch nâng lãi suất, hướng tới mục tiêu trên 4%

Trung Quốc



Nền kinh tế mở cửa sớm hơn kỳ vọng. Động lực tăng trưởng nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới tập trung vào tiêu dùng.



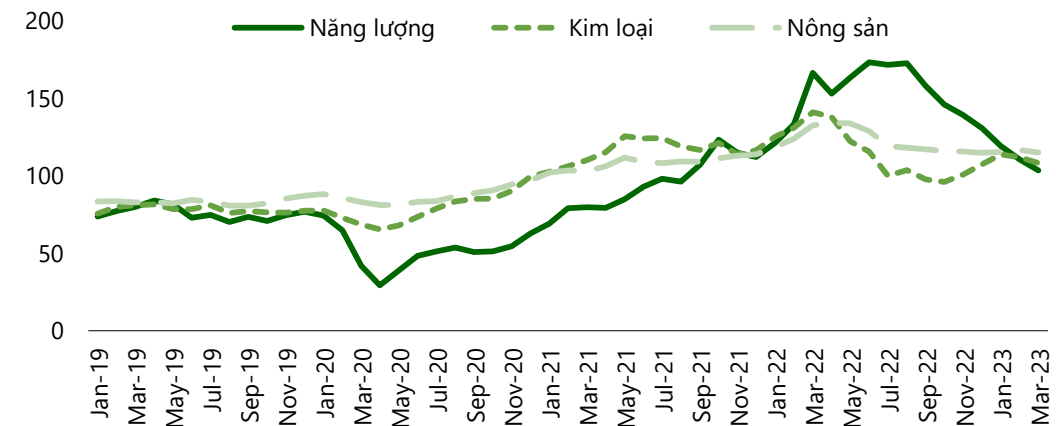
Lộ trình tăng lãi suất trên thế giới dự kiến chậm lại. Các NHTW đồng loạt đưa ra cam kết về đảm bảo thanh khoản

Mặt bằng giá cả hàng hóa giữ ở mức cao.

Rủi ro xung đột chính trị vẫn hiện hữu thậm chí leo thang.

Chỉ báo sức mạnh đồng USD đi ngang thay vì tăng mạnh.

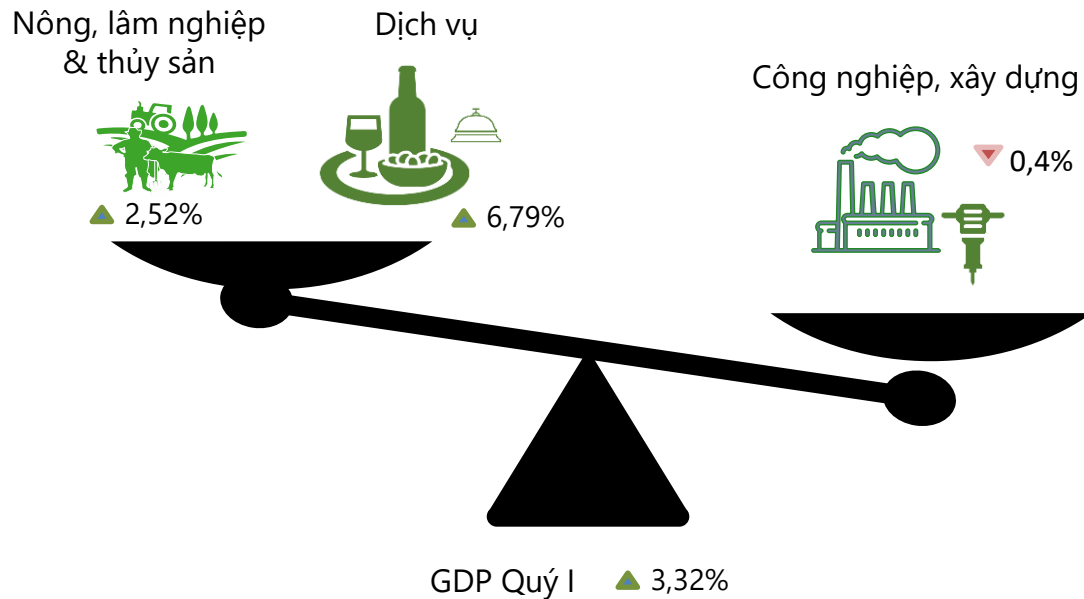
Chỉ số giá hàng hóa quy đổi theo USD, 2010=100



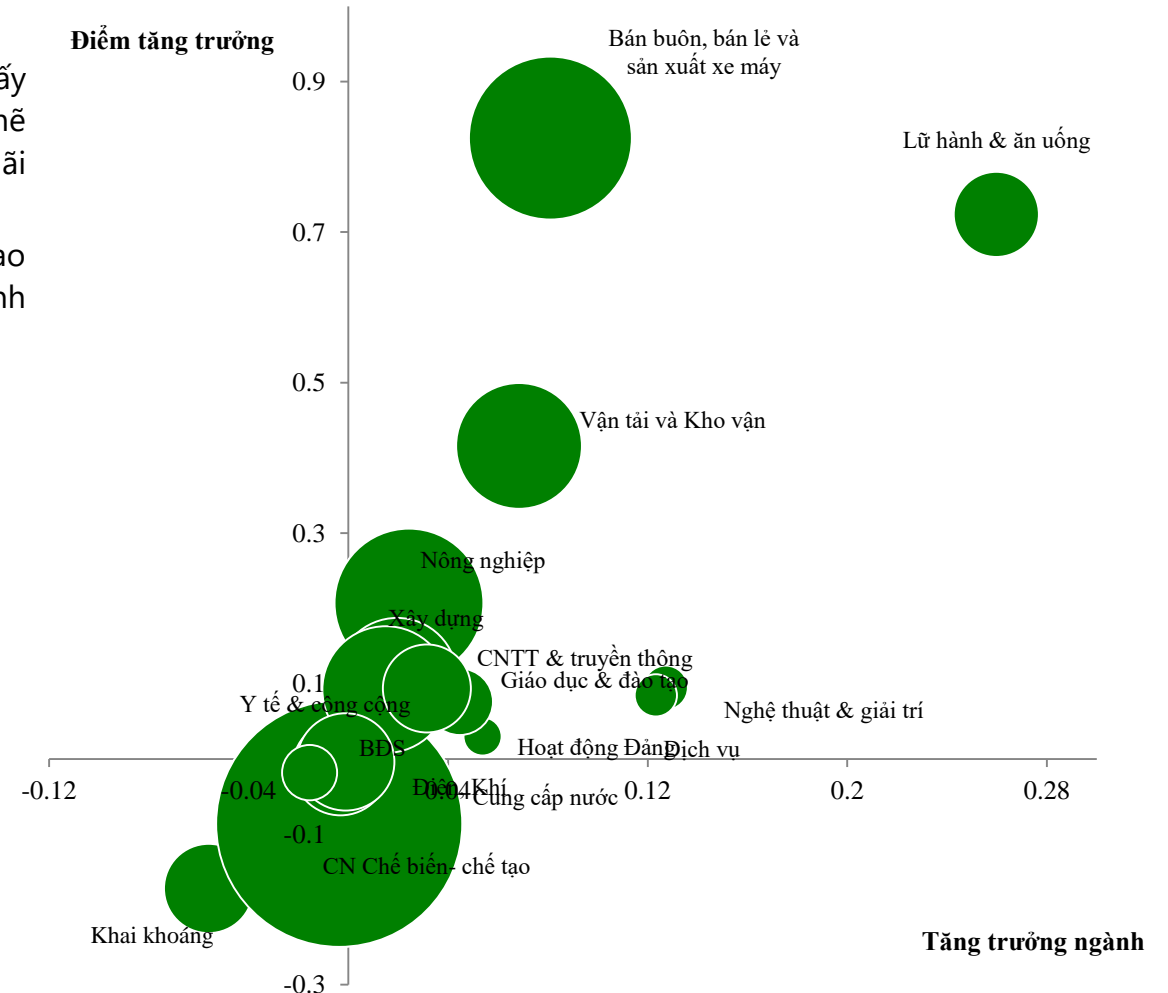
TĂNG TRƯỞNG GDP QUÝ I ĐẠT THẤP 3,32%

KHU VỰC DỊCH VỤ TRỞ THÀNH ĐỘNG LỰC CHÍNH TĂNG TRƯỞNG KHI SẢN XUẤT SUY GIẢM

- Tổng sản phẩm trong nước (GDP) quý I/2023 ước tăng 3,32% so với cùng kỳ năm trước cho thấy những khó khăn của nền kinh tế trước ảnh hưởng nhu cầu kinh tế toàn cầu suy giảm và theo đó tác động rõ nét lên khu vực sản xuất.
- Tăng trưởng tín dụng thấp và hoạt động xuất nhập khẩu tăng trưởng âm cho thấy những khó khăn đối với nền kinh tế tiếp diễn và đòi hỏi các biện pháp hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ gồm các nhóm giải pháp thúc đẩy đầu tư công và kéo giảm mặt bằng lãi suất.
- Dòng vốn đầu tư FDI giảm so với cùng kỳ cũng là yếu tố cần được theo dõi sát sao trong bối cảnh mặt bằng lãi suất trên thế giới vẫn đang tăng và thời điểm ban hành chính sách thuế tối thiểu toàn cầu đang đến gần.



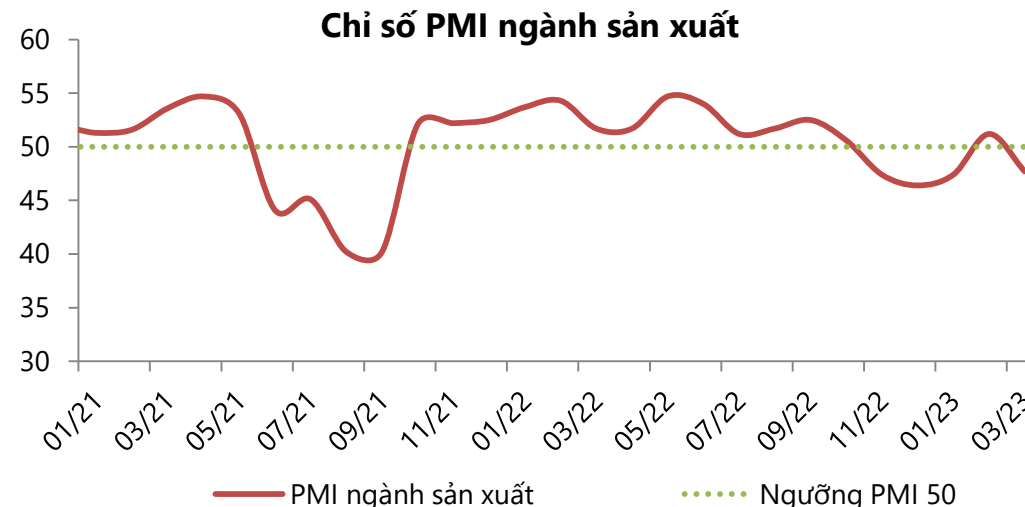
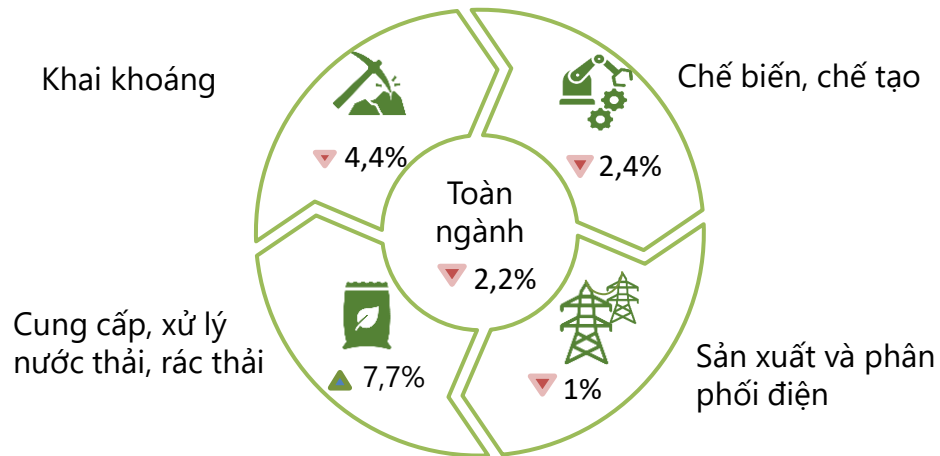
Đóng góp tăng trưởng GDP theo ngành



NHU CẦU YẾU ĐẨY HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀO TÌNH TRẠNG KHÓ KHĂN

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT TRONG NƯỚC TIẾP TỤC GẶP KHÓ KHĂN, VỐN FDI ĐĂNG KÝ MỚI SỤT GIẢM MẠNH

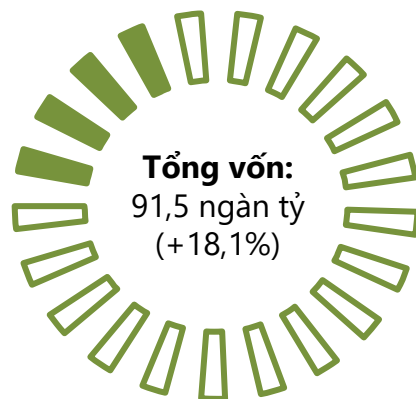
Chỉ số sản xuất công nghiệp giảm so với cùng kỳ. Đáng chú ý, chỉ số PMI trong tháng 3 đã giảm trở lại dưới 50 ở mức 47,7 điểm, các đơn đặt từ nước ngoài lần đầu giảm. Như vậy, khả năng các hoạt động sản xuất chưa thể hồi phục mạnh mẽ trong Quý II.



Hoạt động đầu tư 3 tháng đầu năm

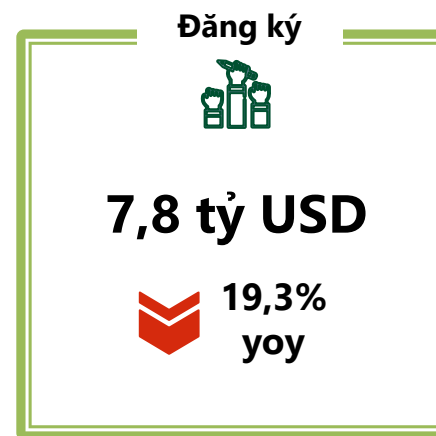
Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước

Trung ương
17,12 ngàn tỷ
(+33%)



Địa phương
74,42 ngàn tỷ
(+15%)

Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam 2 tháng đầu năm



TĂNG TRƯỞNG - CẦU TIÊU DÙNG & HOẠT ĐỘNG XUẤT NHẬP KHẨU

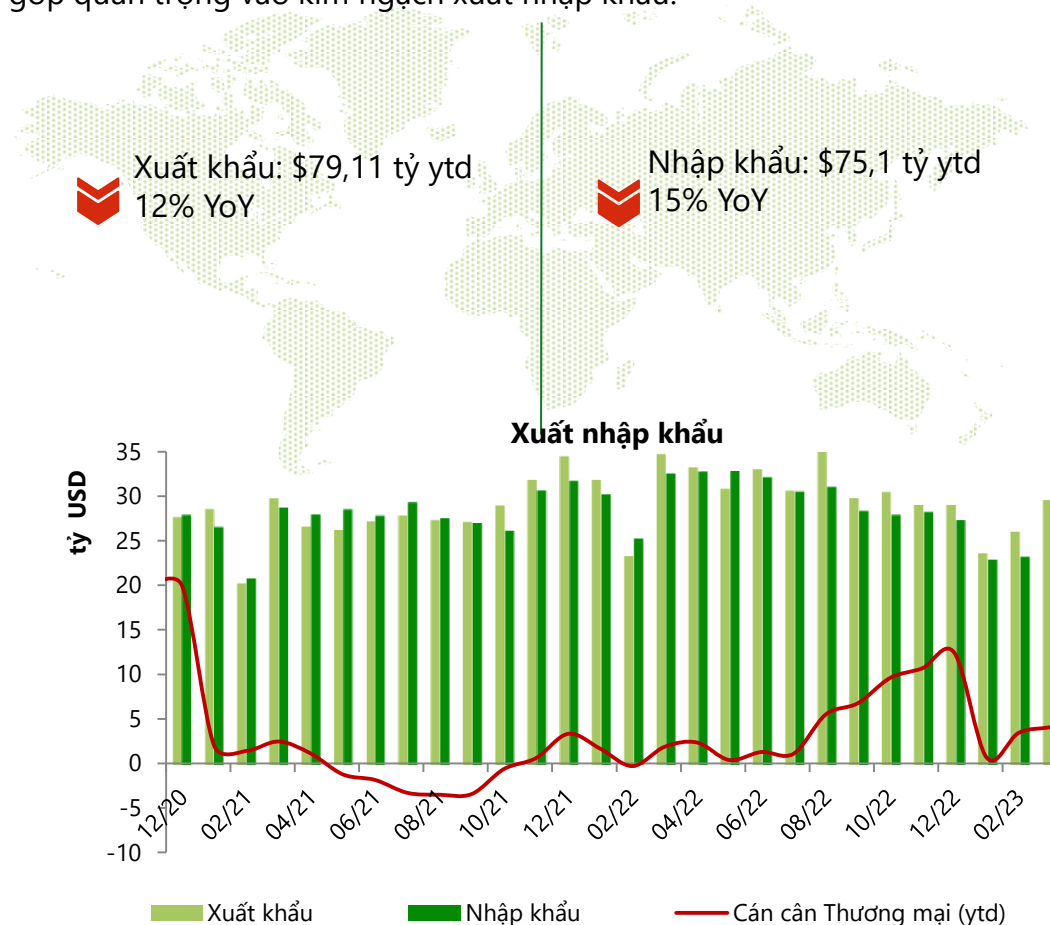
CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG NHƯNG PHẦN NÀO GIẢM TỐC.

- VCBS đánh giá nền kinh tế vẫn đang ghi nhận tín hiệu lạc quan tại nhóm ngành dịch vụ với trọng điểm là nhóm dịch vụ lữ hành, lưu trú, ăn uống. **Dự báo Quý II, dịch vụ sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính.**



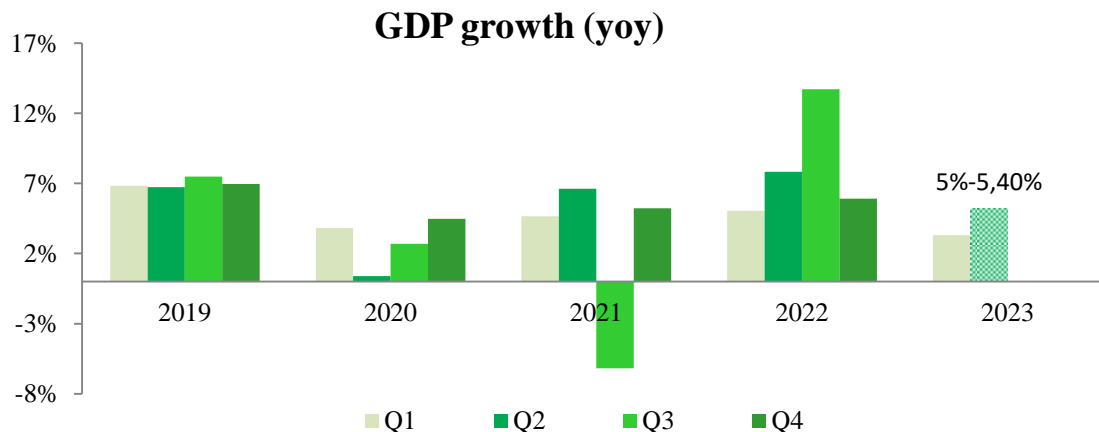
NHẬP KHẨU GIẢM MẠNH HƠN XUẤT KHẨU.

- Mức giảm mạnh hơn hoạt động nhập khẩu giúp duy trì cán cân thương mại thặng dư. Loại trừ hiệu ứng Tết, nhu cầu nguyên vật liệu sản xuất suy giảm. Đáng chú ý nhất là mức giảm tại các mặt hàng kinh kiện điện thoại có đóng góp quan trọng vào kim ngạch xuất nhập khẩu.



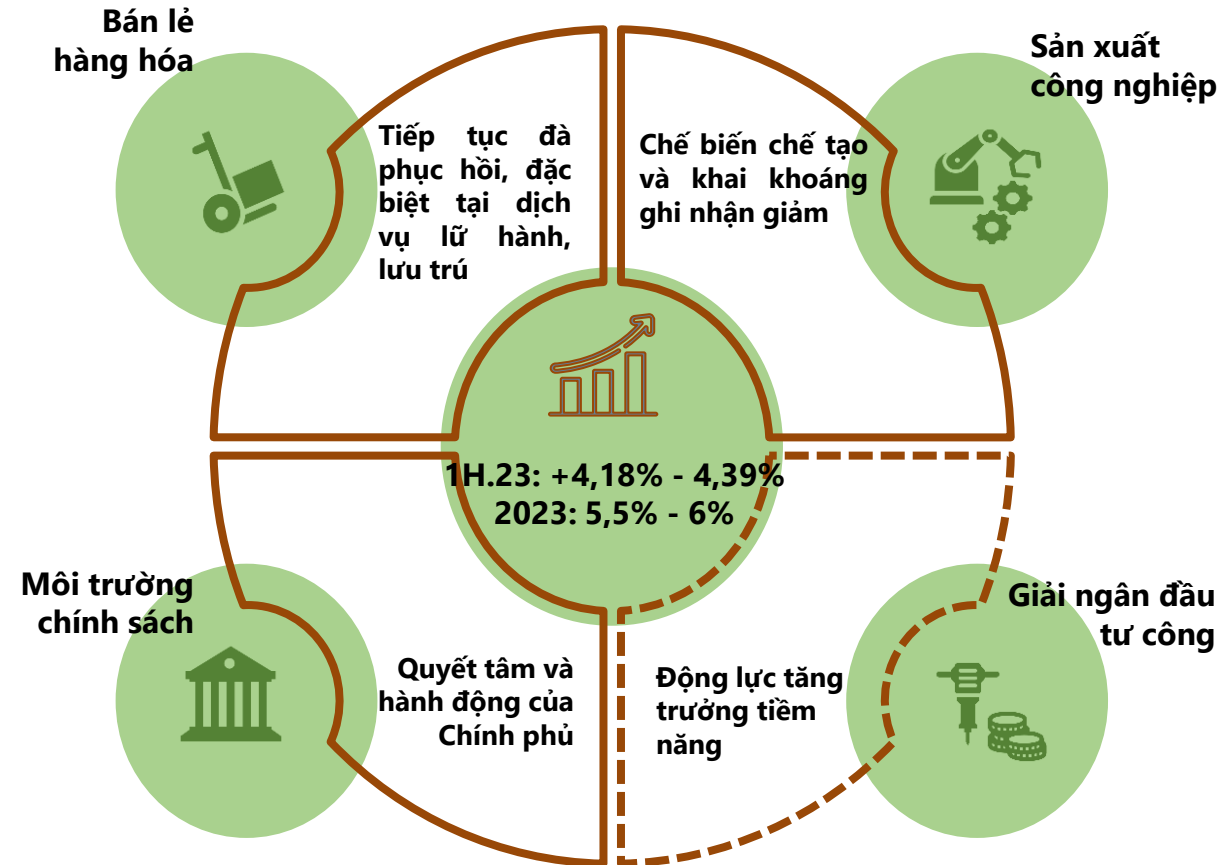
CẦN THÊM NHIỀU BIỆN PHÁP HỖ TRỢ ĐỂ ĐẠT MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG

- VCBS đánh giá nhìn chung các điều kiện sản xuất vẫn tiềm ẩn các yếu tố không thuận lợi. Tuy vậy, khu vực dịch vụ tiếp tục tăng trưởng ổn định và trở thành động lực tăng trưởng chính. Theo đó, **tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm dự báo đạt 4,18%-4,39%. Số liệu tăng trưởng dự báo cho năm 2023 đạt 5,52% - 5,93%.**
- Ngay từ đầu năm, Chính phủ đã cho thấy những quyết tâm trong đẩy mạnh hoạt động giải ngân đầu tư công năm 2023 với tổng vốn trên kế hoạch 700.000 tỷ đồng (+25% kế hoạch 2022) với trọng tâm vào các dự án theo chiến lược nhằm đẩy mạnh liên kết vùng tạo động lực phát triển kinh tế thể hiện qua chỉ báo vốn đầu tư thực hiện từ NSNN. **Đây là được xem là động lực thay thế quan trọng với chỉ báo tăng trưởng trong trường hợp các động lực tăng trưởng công nghiệp chế biến chế tạo không đạt kỳ vọng.**



Nguồn: GSO, VCBS Research

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN GDP VIỆT NAM 2023



LO NGẠI VỀ LẠM PHÁT DỊU ĐI ĐÁNG KỂ

DIỄN BIẾN LẠM PHÁT PHỤ THUỘC LỚN VÀO THỜI ĐIỂM ĐIỀU CHỈNH TĂNG GIÁ ĐIỆN

Cập nhật tháng 3/2023

CPI 3/23:
- 0,23% mom, +3,35% yoy
Lạm phát bình quân +4,18% yoy
Lạm phát cơ bản: +5,01% yoy

Dự báo tháng 4/2023

Lạm phát:
0,15% - 0,25% mom tương ứng
3,31% - 3,41% yoy
3,96% - 3,99% trung bình

Dự báo cả năm 2023

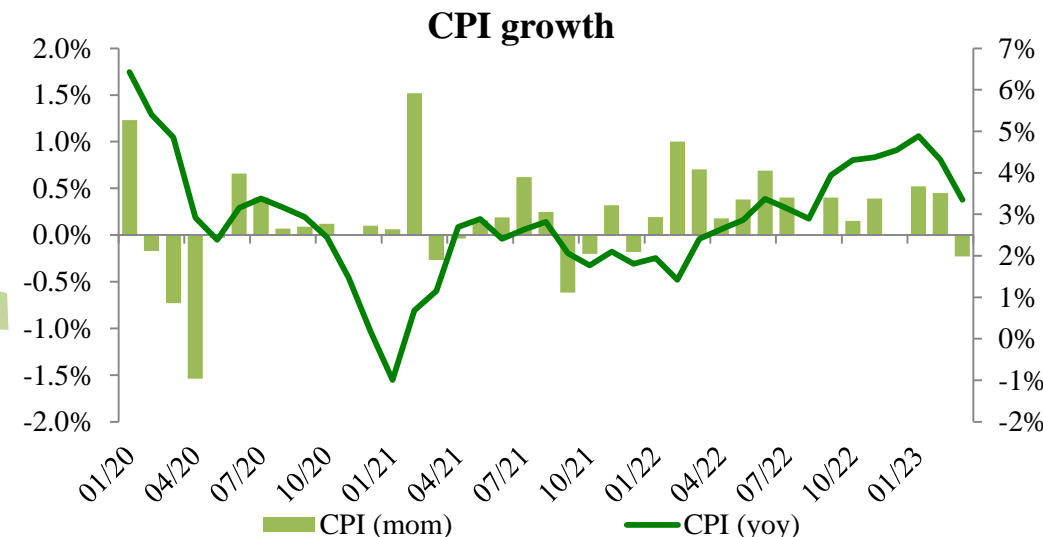
Lạm phát bình quân:
Dự kiến có thể đạt
dưới ngưỡng 4,5%

→ Trong năm 2023, kỳ vọng lạm phát đến từ lộ trình tăng giá điện, tăng lương cơ bản,.... Tuy vậy, các lo ngại về lạm phát đã dịu đi đáng kể so sánh với giai đoạn cuối năm 2022. Theo đó, đây là tiền đề để NHNN thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt hơn nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng đang gặp khó.

Chủ yếu do mức giảm đến từ nhóm giao thông, nhóm thực phẩm. Lạm phát cơ bản dù ở mức cao nhưng đã dần hạ nhiệt.

Mức tăng lạm phát có thể ghi nhận trở lại trong các tháng tới do việc điều chỉnh giá điện và bước vào mùa nắng nóng cao điểm cùng với giá xăng dầu tăng trở lại.

Mặt bằng giá cả hàng hóa dự báo hạ nhiệt đáng kể khi nhu cầu chi tiêu chững lại đi cùng với khó khăn của nền kinh tế.



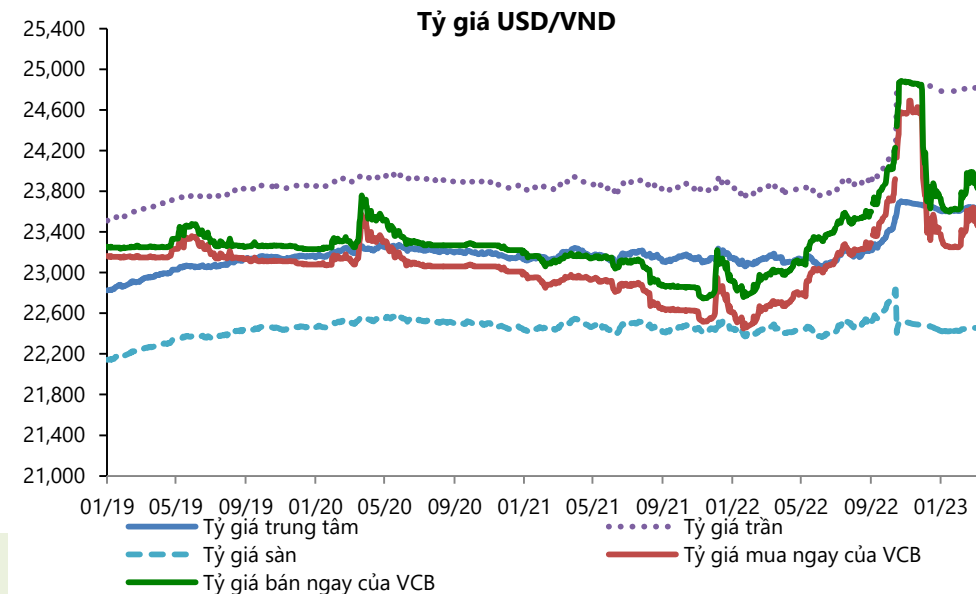
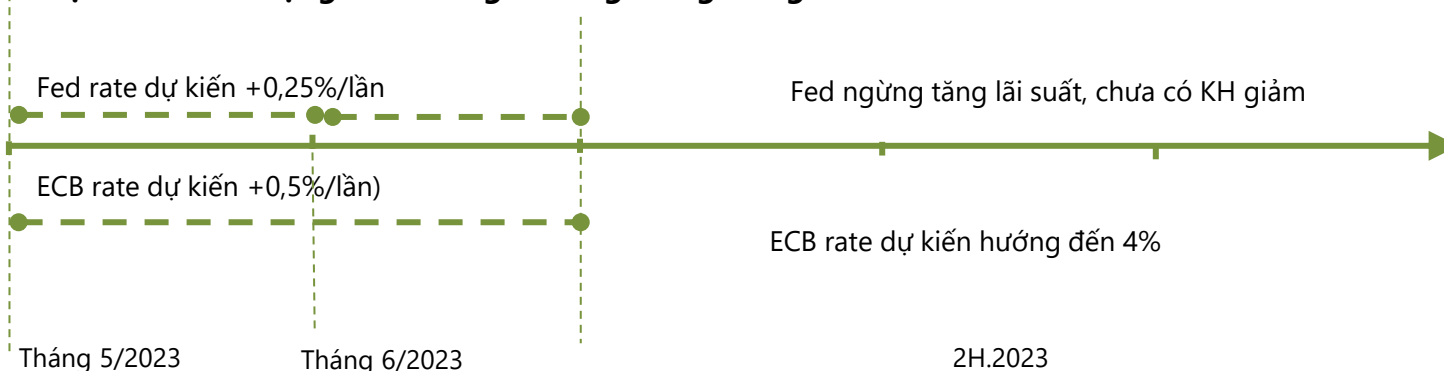
TỶ GIÁ DIỄN BIẾN THEO CHIỀU HƯỚNG THUẬN LỢI

CHỈ SỐ SỨC MẠNH ĐỒNG USD ĐƯỢC DỰ BÁO VẪN SẼ DUY TRÌ Ở MỨC CAO

- ❖ Các thành viên thị trường đang khá đồng thuận với kịch bản các NHTW đã tiến gần với mức lãi suất mục tiêu cuối. Tuy vậy, khả năng Fed tiếp tục động thái tăng lãi suất vẫn tồn tại. Điểm thay đổi trong giai đoạn này là sự kiện SVB khiến Fed buộc phải có các biện pháp đảm bảo thanh khoản. Theo đó, sức mạnh đồng USD tạm thời chững lại.
- ❖ Tại Việt Nam, cuối quý I đồng VND tăng giá 0,5% so với đồng USD. Tại các NHTM, tỷ giá giảm 120-130 đồng, xuống mức 23.640-23.650 VND/USD. Với các thay đổi trên thị trường thế giới và đánh giá về nguồn cung ngoại tệ tương đối thuận lợi, VCBS cho rằng NHNN sẽ có thể mua vào thành công thêm dự trữ ngoại hối trong giai đoạn Quý II, sau khi đã thực hiện mua 4 tỷ USD trong Quý I.2023.

Theo dõi tương quan về điều hành chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới, chỉ số sức mạnh đồng **USD được dự báo sẽ vẫn duy trì ở mức cao**. Trong điều kiện thuận lợi, VCBS dự báo mức mất giá của VND so với USD có thể dưới 3% trong năm nay.

Lộ trình hành động của các ngân hàng trung ương lớn



LÃI SUẤT HUY ĐỘNG GIẢM, TUY VẬY CÓ ĐỘ TRỄ VỚI LÃI SUẤT CHO VAY



LÃI SUẤT HẠ NHIỆT. TÍN DỤNG NỀN KINH TẾ TĂNG CHẬM.



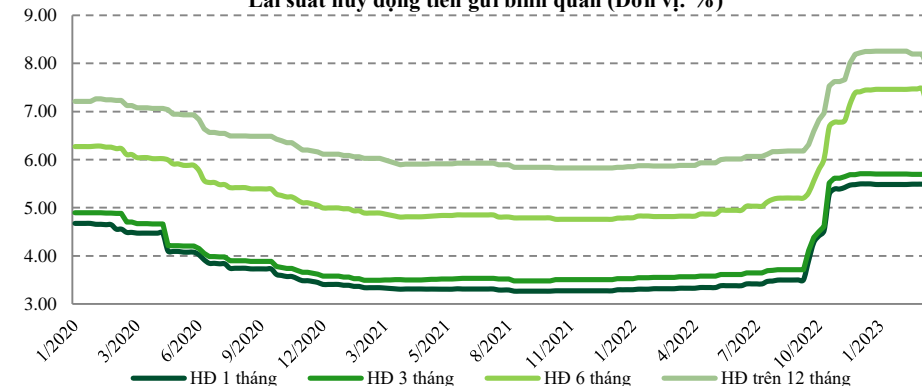
Bối cảnh thế giới: Xu hướng tăng lãi suất vẫn chưa kết thúc đặc biệt khi các số liệu kinh tế gần nhất ở mức tích cực. Tuy vậy, các bước đi của Fed có tính bất định cao hơn sau sự kiện SVB



Cập nhật trong nước:

- Định hướng tăng trưởng tín dụng của NHNN năm 2023: 14% - 15% trong khi VCBS duy trì dự báo 13%-15%. Tuy vậy, mức tăng trưởng tín dụng thấp 2,06% tính đến 28/03 cho thấy khả năng hấp thụ vốn yếu của nền kinh tế ở vùng lãi suất cao.
- Ngày 31/03/2023 NHNN phát đi tín hiệu giảm lãi suất điều hành lần thứ 2 trong tháng 3. Trong đó, mức giảm chủ yếu là khoảng 0,5% được áp dụng cho các loại lãi suất điều hành chưa được điều chỉnh giảm ngày 14/03 như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng; Lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VND tại Quỹ tín dụng nhân dân, Tổ chức tài chính vi mô,...
- Theo đó, động thái giảm lãi suất điều hành 2 lần trong tháng 3 cho thấy nỗ lực và định hướng điều hành nhất quán và linh hoạt của NHNN trong việc kéo giảm mặt bằng lãi suất nhằm hỗ trợ khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân.
- Mặt bằng lãi suất huy động đã tạo đỉnh và giảm 50-80 điểm trong Quý I. Đây được xem là tiền đề quan trọng để kéo giảm mặt bằng lãi suất cho vay.** Trong Quý 2, mặt bằng lãi suất huy động được dự báo giảm thêm sau khi các quyết định lãi suất mới có hiệu lực.
- Lãi suất cho vay có dấu hiệu tạo đỉnh. Mặc dù vậy, mức giảm chậm hơn lãi huy động do độ trễ chính sách và có mức độ tập trung cao vào một số doanh nghiệp ngành nghề ưu tiên.
- Trong quý 2, sau khi Chính phủ ban hành [Nghị định 08](#), các thành viên thị trường đang chờ đợi Thông tư 16 về việc tổ chức tín dụng mua, bán trái phiếu doanh nghiệp. Theo đó, có thể kỳ vọng các NHTM sẽ đóng góp tích cực và hỗ trợ quá trình tái cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp đến hạn trong bối cảnh lượng đáo hạn dự kiến tăng trong Quý II.

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



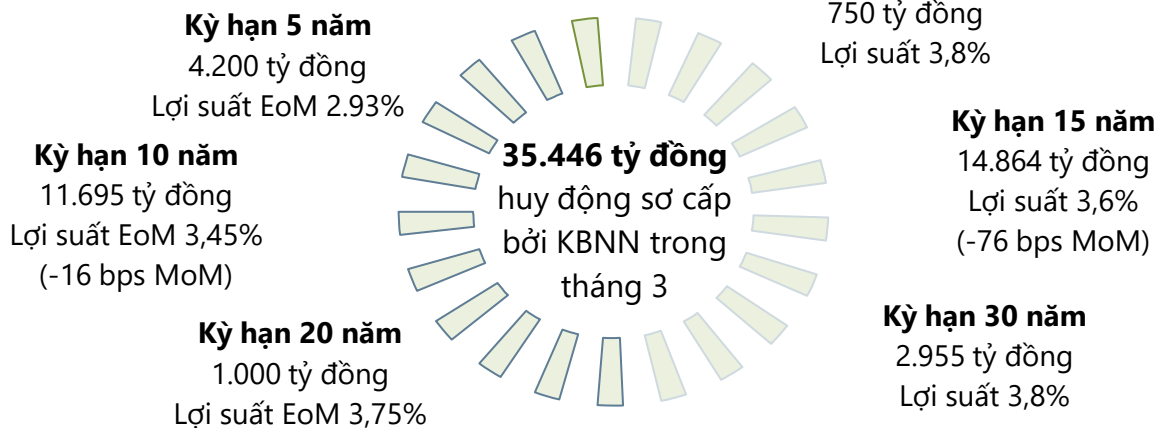
Lãi suất	Trước 24/10/22	24/10/22 đến trước 14/03/23	14/03/23 đến trước 03/04/23	Từ 03/04/23 trở đi
Lãi suất tái cấp vốn	5%	6%	6%	5,5%
Lãi suất tái chiết khấu	3,5%	4,5%	3,5%	3,5%
Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với TCTD	6%	7%	6%	6%
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng	0,5%	1%	1%	0,5%
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng	5%	6%	6%	5,5%
Lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VND tại Quỹ tín dụng nhân dân, Tổ chức tài chính vi mô	5,5%	6,5%	6,5%	6%
Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của TCTD đối với KH để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế	4,5%	5,5%	5%	4,5%
Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của Quỹ tín dụng nhân dân và Tổ chức tài chính vi mô đối với các nhu cầu vốn	5,5%	6,5%	6%	5,5%
Lãi suất đối với tiền gửi bằng VND của Kho bạc Nhà nước, BHTG Việt Nam	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%
Lãi suất đối với tiền gửi bằng VND của Ngân hàng Phát triển Việt Nam, Ngân hàng Chính sách xã hội, Quỹ tín dụng nhân dân, Tổ chức tài chính vi mô	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%

Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Theo đó, trong điều kiện thuận lợi, lãi suất điều hành có thể **giảm thêm** trong năm 2023 và kéo giảm mặt bằng lãi suất giảm nhằm hỗ trợ khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân là mục tiêu điều hành được ưu tiên.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU- SƠ CẤP

Lãi suất trúng thầu giảm mạnh trong tháng 3

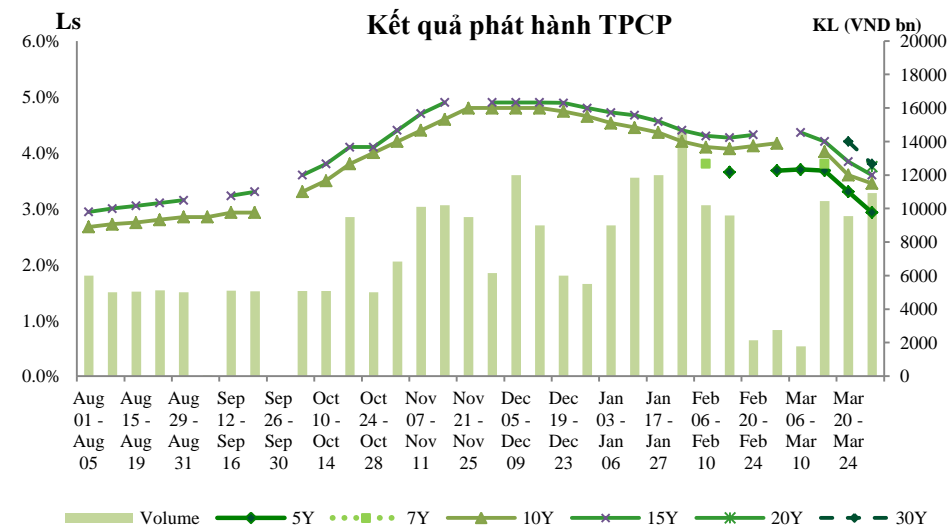
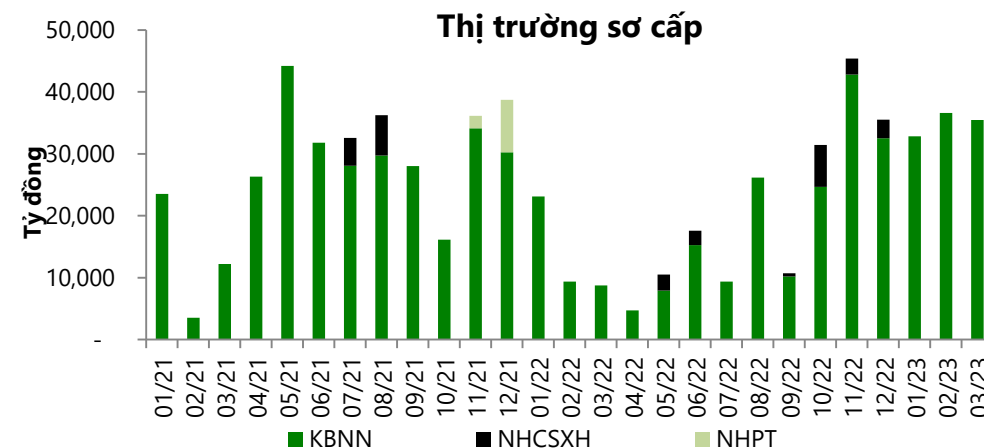


Ngân hàng Chính sách Xã hội (NHCSXH) và Ngân hàng Phát triển (NHPT) không huy động trong tháng.

Cập nhật Kế hoạch phát hành năm 2023

Kỳ hạn	Kế hoạch Q1.2023	Kế hoạch 2023	Phát hành Q1.2023	% KH phát hành Q1.2023
3Y		30.000		
5Y & 7Y	8.000	40.000	5.900	74%
10Y	40.000	125.000	47.127	118%
15Y	45.000	165.000	47.891	106%
20Y	5.000	20.000	1.000	20%
30Y	10.000	20.000	2.955	30%
Tổng	108.000	400.000	104.873	97%

Đơn vị: tỷ đồng

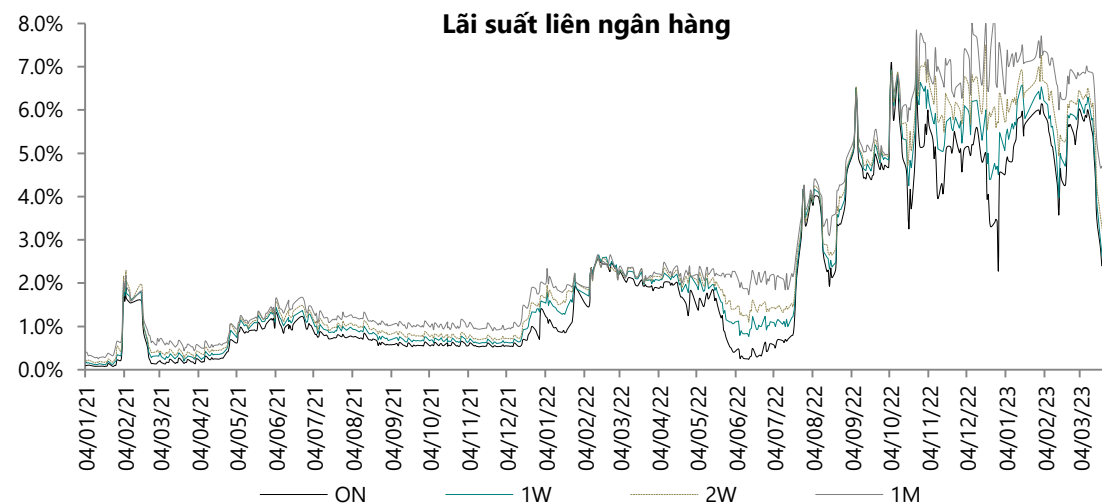
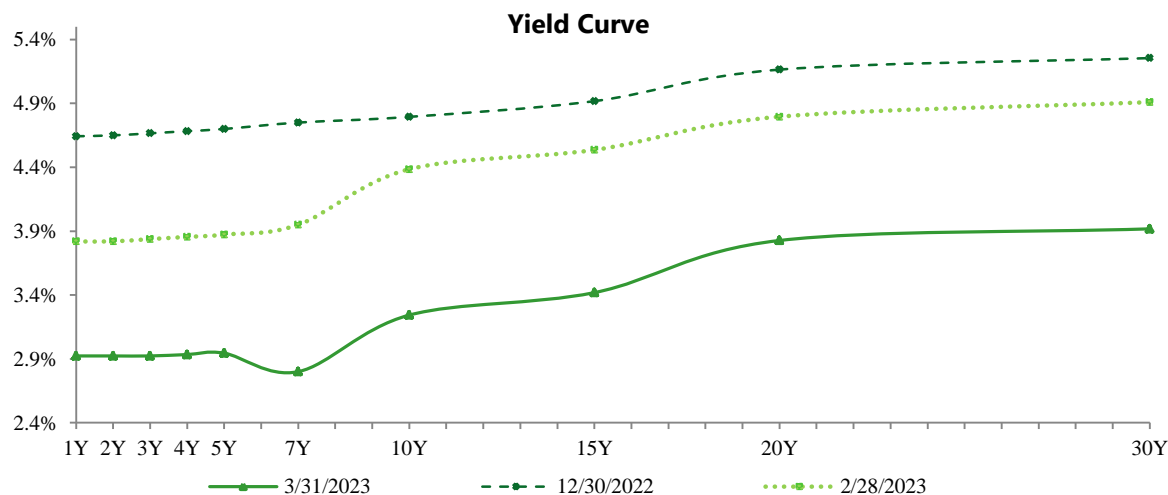
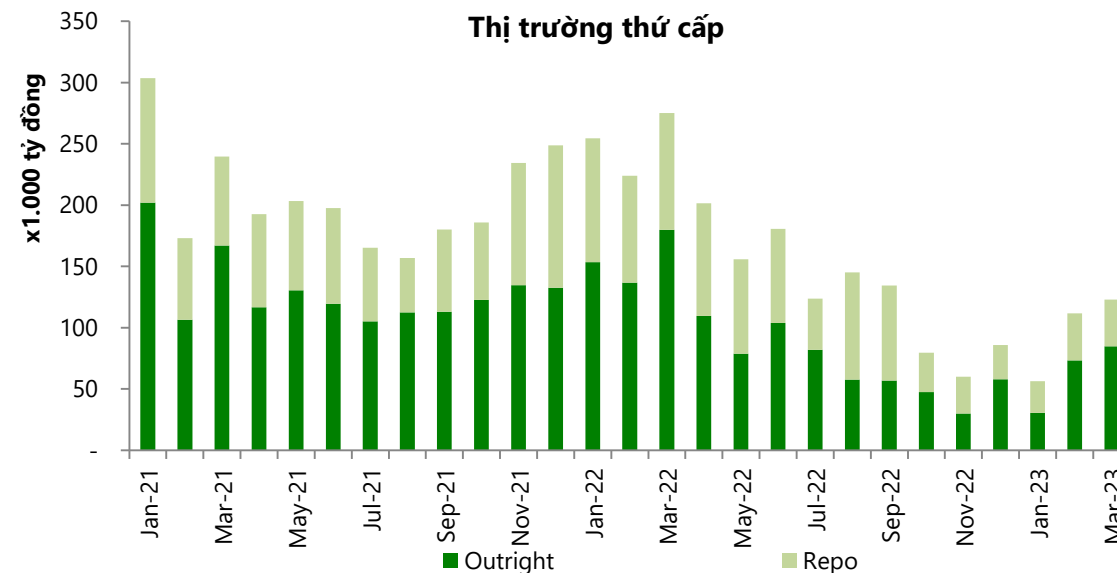


THANH KHOẢN THỊ TRƯỜNG CẢI THIỆN, LỢI SUẤT GIẢM MẠNH.

- 291.045 tỷ đồng được giao dịch trên thị trường thứ cấp (+129 QoQ, -61%YoY). Đi cùng với diễn biến trên thị trường thế giới, xu hướng chủ đạo của lợi suất giảm trong Quý 1. Thậm chí trong nửa cuối tháng 3 mức giảm các kỳ hạn dao động trong khoảng 40 điểm đến 60 điểm.
- Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở ngưỡng cao cho tới thời điểm sự kiện SVB. Chốt tháng 3, lãi suất các kỳ hạn ON-3M được ghi nhận lần lượt ở 1%; 1,82%; 2,46%; 4,06% và 6,55%.

Nhận định:

- Với dự báo, tăng trưởng tín dụng ở mức tương đối chậm so với cùng kỳ đi kèm với việc các kênh đầu tư thay thế không hấp dẫn nếu so sánh với mức độ rủi ro đi kèm, VCBS đánh giá, lợi suất có thể tiếp tục tiếp tục giảm thêm khi trạng thái dư thừa thanh khoản vẫn chưa chấm dứt.



- ❖ Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.
- ❖ Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.
- ❖ Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà

Kinh tế trưởng
ltha_ho@vcbs.com.vn