

Triển vọng kinh tế 2Q2024

Điểm sáng tăng trưởng, thận trọng tỷ giá

Một số dự báo chính của KBSV về kinh tế Việt Nam trong năm 2024:

- 1) Tăng trưởng GDP năm 2024 được dự báo khởi sắc ở mức 6%. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng bao gồm: i) Hoạt động sản xuất và xuất khẩu tiếp tục khả quan; ii) Dòng vốn FDI và giải ngân đầu tư công tăng trưởng mạnh; iii) Kỳ vọng nhu cầu nội địa phục hồi nhờ các biện pháp kích cầu; và iv) Thị trường bất động sản khởi sắc.
- 2) Nâng dự báo CPI bình quân năm 2024 lên 3.8% YoY (vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu của Chính phủ), phản ánh mối lo ngại về sự gia tăng trở lại của giá xăng dầu, rủi ro tỷ giá cùng với việc đẩy mạnh nhập khẩu để phục vụ sản xuất sẽ gây áp lực lên giá nguyên liệu đầu vào. Bên cạnh đó, các yếu tố khác có tác động đến lạm phát bao gồm: i) Giá một số mặt hàng do Nhà nước quản lý tăng theo lộ trình như điện, giáo dục, dịch vụ y tế; ii) Giá lợn tăng do nhu cầu tiêu thụ phục hồi; và iii) Giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu.
- 3) Mặt bằng lãi suất huy động 12 tháng được dự báo nhiều khả năng đã tạo đáy, tăng nhẹ lên khoảng 4.75% - 5.35%. Lãi suất cho vay bình quân dự báo duy trì đi ngang với biên độ $\pm 0.25\%$
- 4) Tỷ giá USD/VND dự báo tăng 3%, biến động quanh 25,000 do cán cân tổng thể dự báo tích cực hơn nhưng áp lực từ chênh lệch lãi suất tiếp tục duy trì với sự điều chỉnh về FED Pivot xuống tháng 9.

Hồ Đức Thành
Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên
Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhtd@kbsec.com.vn

12/04/2024

Mục lục

I. Tóm tắt tổng quan	3
<hr/>	
II. Tăng trưởng GDP	4
<hr/>	
1. Tăng trưởng GDP quý 1/2024	4
2. Dự báo	6
III. Lạm phát	14
<hr/>	
1. Lạm phát quý 1/2024	14
2. Dự báo	15
IV. Lãi suất	20
<hr/>	
1. Lãi suất quý 1/2024	20
2. Dự báo	22
V. Tỷ giá	25
<hr/>	
1. Tỷ giá quý 1/2024	25
2. Dự báo	27

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam

Bức tranh kinh tế vĩ mô đã khởi sắc hơn trong quý 1 năm 2024: tăng trưởng GDP đạt cao nhất so với cùng kỳ giai đoạn 5 năm trở lại đây; khu vực công nghiệp và xây dựng hồi phục tích cực, đặc biệt là ngành công nghiệp chủ lực là chế biến, chế tạo; khu vực nông, lâm, thủy sản và dịch vụ vẫn duy trì ổn định.

Trong thời gian còn lại của năm, chúng tôi kỳ vọng những tín hiệu khởi sắc của kinh tế vĩ mô sẽ được duy trì nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất và xuất khẩu trong điều kiện nhu cầu tại các thị trường lớn cải thiện, dòng vốn FDI tiếp tục được thu hút tốt, Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công và sự phục hồi của nhu cầu nội địa nhờ các biện pháp kích cầu. Mặc dù những áp lực về lạm phát và điều hành tỷ giá đang có dấu hiệu quay trở lại, KBSV nhận định nếu các yếu tố ngoại biên không biến động quá mạnh, đặc biệt là giá dầu Brent duy trì dưới 93 USD/thùng, thì tỷ giá và lạm phát sẽ tiếp tục trong tầm kiểm soát và không vượt ra ngoài mức mục tiêu của Chính phủ.

Bảng 1 . Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2024

	Đơn vị	KBSV dự báo		
		1Q2024	Tháng 1/2024	Tháng 4/2024
Tăng trưởng GDP	% YoY	5.66	6	6
Lạm phát bình quân	% YoY	3.77	3.5	3.8
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	0.89	13.5 - 14.5	14 - 15
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân	%/năm	4.6	4.85 - 5.35	4.75 - 5.35
Tỷ giá	VND	24,791	24,600	25,000

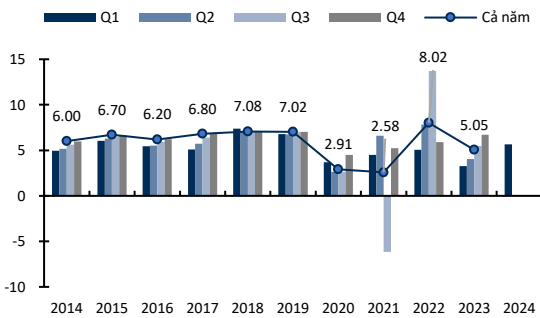
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

Tăng trưởng GDP quý 1 năm 2024 – Phục hồi

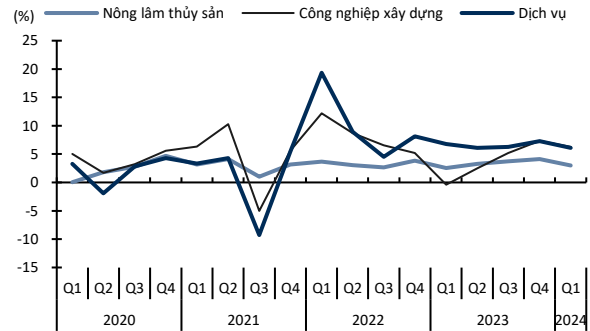
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP quý 1 năm 2024 ước tính tăng 5.66% YoY - vẫn thấp hơn tốc độ tăng của cùng kỳ giai đoạn trước dịch nhưng đã cao nhất trong các năm 2020-2023 cho thấy nền kinh tế Việt Nam đang từng bước phục hồi. Trong bối cảnh thế giới còn nhiều khó khăn, các chỉ số vĩ mô của Việt Nam tiếp tục đi theo xu hướng tích cực qua từng tháng, đặc biệt là sự phục hồi của lĩnh vực xuất khẩu kéo theo hoạt động sản xuất công nghiệp đã trở thành động lực tăng trưởng quan trọng cho nền kinh tế trong quý đầu năm.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng GDP theo quý (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng GDP theo khu vực (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cầu, tiêu dùng cải thiện, đầu tư toàn xã hội tiếp tục duy trì ổn định

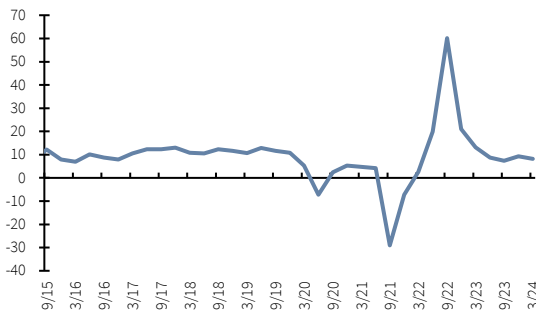
Tăng trưởng tiêu dùng cải thiện

Tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng quý 1 năm 2024 cải thiện đạt 4.69% YoY, phản ánh tín hiệu phục hồi tích cực của nhu cầu nội địa. Hoạt động thương mại và dịch vụ duy trì ổn định với tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 1,537.6 nghìn tỷ đồng, tăng 8.2% YoY. Trong đó, động lực chính đến từ bán lẻ hàng hóa với mức tăng trưởng 7.0% YoY, mảng du lịch tăng mạnh 46.3% YoY trên mức nền thấp.

Đầu tư toàn xã hội tiếp tục duy trì ổn định

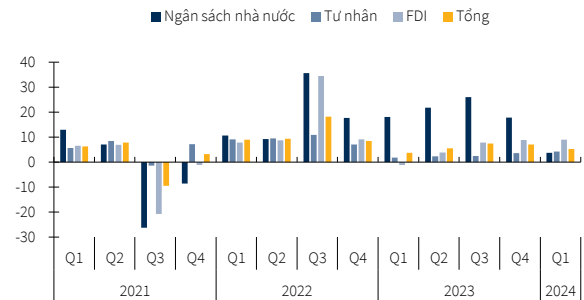
Vốn đầu tư toàn xã hội quý 1 năm 2024 đạt 613.9 nghìn tỷ đồng, tăng 5.2% YoY, với sự đóng góp khu vực tư nhân đạt 340.7 nghìn tỷ đồng tăng 4.2% YoY, FDI đạt 110.5 nghìn tỷ đồng tăng 8.9% YoY và khu vực nhà nước đạt 97.7 nghìn tỷ đồng tăng 3.7% YoY.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 4. Tăng trưởng vốn đầu tư toàn xã hội (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp và xây dựng khởi sắc, khu vực nông lâm thủy sản và khu vực dịch vụ duy trì ổn định (biểu đồ 2)

Khu vực công nghiệp và xây dựng khởi sắc

Khu vực công nghiệp và xây dựng quý 1 năm 2024 tăng cao 6.28% YoY. Dù đây không phải là kết quả quá tích cực do được ghi nhận trên mức nền thấp của cùng kỳ năm trước, chúng tôi vẫn cho rằng khu vực này đang từng bước trên đà phục hồi. Cụ thể, giá trị tăng thêm toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 6.18%YoY, trong đó ngành công nghiệp chủ lực là chế biến, chế tạo tăng 6.98% YoY - cao hơn mức tăng chung của toàn ngành. Khu vực xây dựng cũng cho thấy sự khởi sắc khi tăng trưởng 6.83%, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng 1.87% của quý 1/2023.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) quý 1 năm 2024 tăng 5.7% YoY và ghi nhận tăng trưởng tích cực tại 54 tỉnh thành trên cả nước. Trong đó, các ngành công nghiệp chủ lực như điện tử, nội thất, trang phục... đều theo xu hướng tăng (biểu đồ 6).

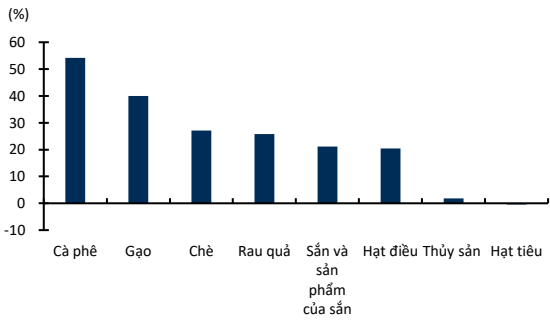
Khu vực dịch vụ duy trì ổn định

Khu vực dịch vụ tăng 6.12% YoY khi Chính phủ đẩy mạnh các chính sách kích cầu tiêu dùng nội địa, các hoạt động xúc tiến, quảng bá du lịch. Theo đó, bán buôn và bán lẻ tăng 6.94%; ngành vận tải, kho bãi tăng 10.58%; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm tăng 5.2%; dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng mạnh 8.34%, hưởng lợi từ lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng cao.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tiếp tục tăng trưởng

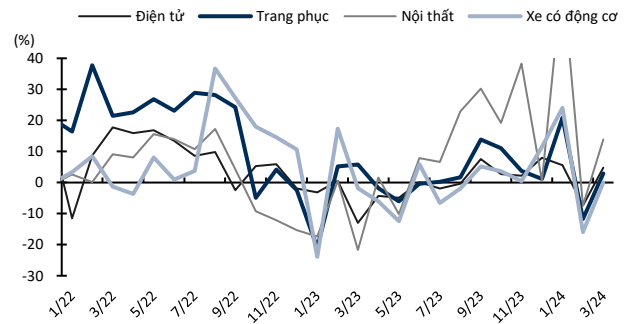
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tiếp tục tăng trưởng ổn định ở mức 2.98% YoY, vừa đáp ứng đủ nhu cầu nội địa và đảm bảo an ninh lương thực, vừa đóng góp đáng kể cho hoạt động xuất khẩu. Tiến độ thu hoạch lúa đông xuân nhanh hơn năm trước; sản lượng một số cây lâu năm, các sản phẩm chăn nuôi, lâm nghiệp và thủy sản chủ yếu đều tăng so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, các mặt hàng xuất khẩu nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng dương trong quý 1 cho thấy sự chuyển biến tích cực của nhu cầu tại các nền kinh tế lớn (biểu đồ 5).

Biểu đồ 5. Việt Nam – tăng trưởng xuất khẩu các mặt hàng nông, lâm nghiệp và thủy sản quý 1/2024 (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 6. Tăng/giảm một số ngành công nghiệp chủ lực (%YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

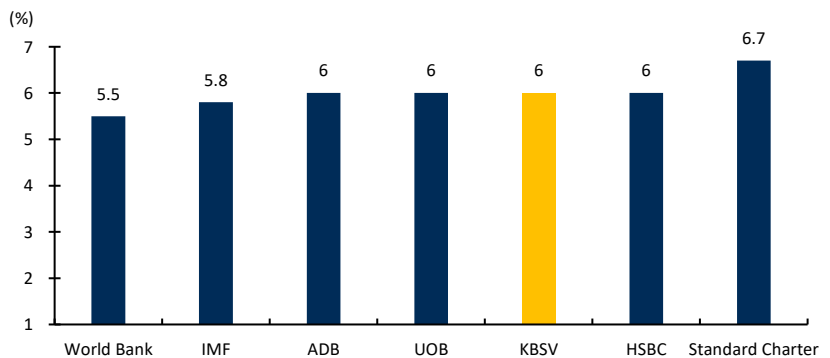
Tăng trưởng GDP năm 2024 dự báo đạt 6%

Dự báo tăng trưởng GDP 2024

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 ở mức 6% khi các kết quả vĩ mô phục hồi như kỳ vọng. Trong đó, các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng trong phần còn lại của năm 2024 bao gồm: 1) Hoạt động sản xuất và xuất khẩu tiếp tục khả quan; 2) Dòng vốn FDI và giải ngân đầu tư công tăng trưởng mạnh; 3) Kỳ vọng nhu cầu nội địa phục hồi nhờ các biện pháp kích cầu; và 4) Thị trường bất động sản khởi sắc.

Ở chiều ngược lại, các rủi ro lớn nhất đối với dự báo tăng trưởng GDP của chúng tôi bao gồm áp lực lạm phát và tỷ giá trong nước quay trở lại. Các rủi ro địa chính trị, cuộc xung đột ở Biển Đỏ, Nga - Ukraina khiến giá hàng hóa, giá dầu, giá cước vận tải... tăng phi mã gây áp lực lên lạm phát khiến các NHTW không thể nới lỏng chính sách tiền tệ. Trong đó, biến số cần theo dõi sát sao nhất là giá dầu Brent, nếu vượt vùng 93 USD/thùng sẽ gây ra tác động lớn đến các mặt xích khác và làm sai lệch kịch bản cơ sở của chúng tôi.

Biểu đồ 7. Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2024 (%)



Nguồn: HSBC, WB, ADB, UOB, Standard Chartered, KBSV

Xuất khẩu sẽ duy trì mức tăng trưởng tốt trong quý 2 trước khi bắt phá mạnh mẽ hơn vào cuối năm

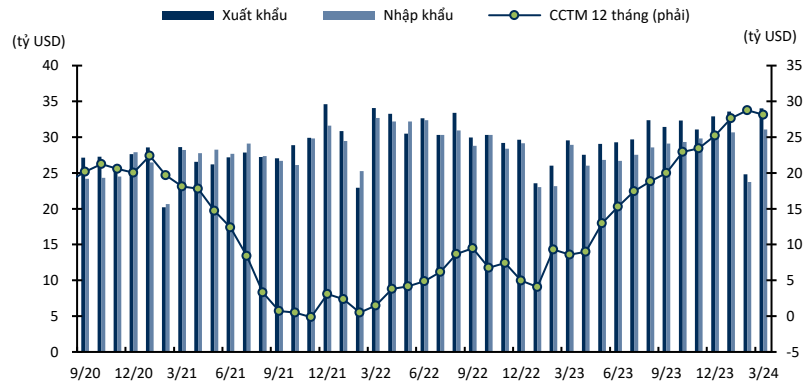
Hoạt động xuất khẩu là động lực tăng trưởng quan trọng của nền kinh tế trong quý 1 năm 2024 khi mà nhu cầu tiêu dùng, mua sắm tại các thị trường lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc phục hồi. Cụ thể, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam trong 3 tháng đầu năm đạt 178.04 tỷ USD (+15.5% YoY), trong đó xuất khẩu đạt 93.06 tỷ USD (+17% YoY). Cán cân thương mại hàng hóa xuất siêu 8.08 tỷ USD, tăng mạnh so với mức 4 tỷ USD trong 2 tháng đầu 2024. Trong đó, mặt hàng điện tử, máy tính và linh kiện chiếm tỷ trọng lớn nhất với 15.7 tỷ USD tăng trưởng 30.3% YoY, các mặt hàng xuất khẩu chủ lực khác cũng tăng mạnh so với cùng kỳ như: điện thoại và linh kiện (+9.7%), máy móc (+10.2%), dệt may (+7.9%)... Xét về thị trường xuất khẩu, Mỹ chiếm tỷ trọng cao nhất với 28% kim ngạch xuất khẩu, tiếp theo là khối EU (16%) và Trung Quốc (14%).

Chúng tôi cho rằng xuất khẩu sẽ duy trì được mức tăng trưởng này trong quý 2 trước khi bắt phá mạnh mẽ hơn vào cuối năm dựa trên các luận điểm sau:

- i) Nhu cầu tiêu thụ tại các nước đối tác lớn của Việt Nam dự báo sẽ ấm lên. Chỉ số niềm tin tiêu dùng (CCI) và tâm lý tiêu dùng (CSI) tại Mỹ đã theo xu hướng đi lên sau khi tạo đáy vào năm ngoái (biểu đồ 13), cho thấy người tiêu dùng tại quốc gia này đã có cái nhìn lạc quan hơn về nền kinh tế và tình hình tài chính của họ. Sức mua theo đó sẽ cải thiện đặc biệt trong bối cảnh FED kỳ vọng sẽ hạ lãi suất trong 2H2024. Chỉ số CCI tại EU và Trung Quốc cũng ghi nhận sự cải thiện tích cực (biểu đồ 12).
- ii) Tăng trưởng tồn kho tại Mỹ và EU chạm đáy, dự báo nhu cầu lấp đầy hàng tồn kho trở lại ở các quốc gia này sẽ giúp gia tăng số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu cho Việt Nam, đặc biệt ở các lĩnh vực tiêu dùng thiết yếu như dệt may, thủy sản, nội thất.
- iii) Xuất khẩu cũng sẽ hưởng lợi từ triển vọng tích cực của ngành công nghiệp bán dẫn và linh kiện điện tử toàn cầu. Theo Tổ chức WSTS, thị trường chất bán dẫn sẽ tăng trưởng nhờ nhu cầu chip dùng cho công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI) ngày càng gia tăng, quy mô kỳ vọng tăng 13.1% YoY trong năm 2024, đạt mức kỷ lục 588.36 tỉ USD.

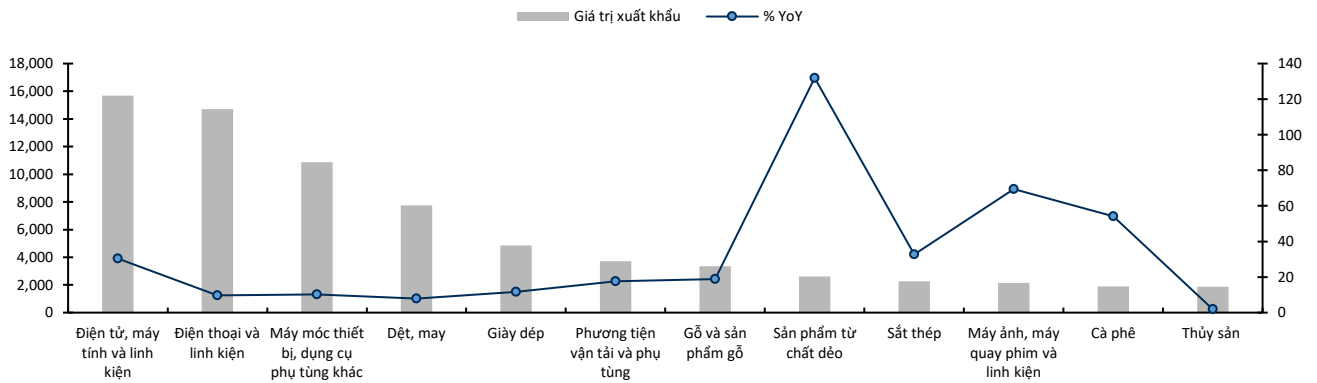
Mặt khác, chúng tôi nhận thấy một số rủi ro có thể xảy ra gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu bao gồm: rủi ro địa chính trị khiến giá dầu, giá cước vận tải, giá nguyên liệu đầu vào sản xuất tăng cao; thói quen tiêu dùng thay đổi trong môi trường lãi suất cao tại các nước đối tác thương mại; lộ trình tăng giá điện ảnh hưởng đến chi phí sản xuất, nguồn cung điện chưa ổn định.

Biểu đồ 8. Kim ngạch xuất nhập khẩu và cán cân thương mại 12 tháng



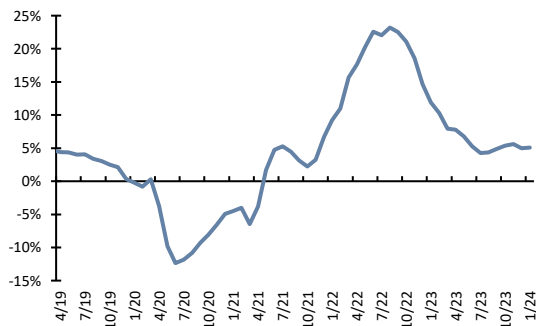
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 9. Giá trị xuất khẩu và tăng trưởng các mặt hàng chính trong quý 1/2024



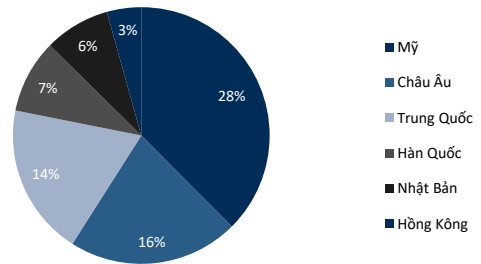
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 10. Tăng trưởng tồn kho bán lẻ tại Mỹ (%YoY)



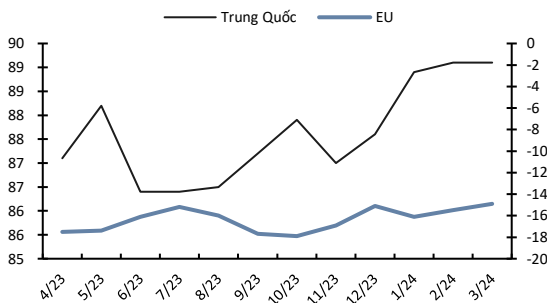
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 11. Tỷ trọng xuất khẩu theo quốc gia 1Q2024



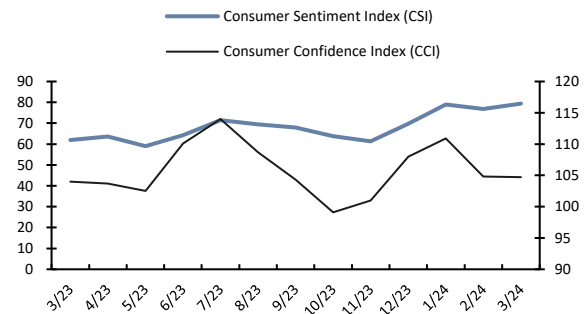
Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

Biểu đồ 12. Chỉ số niềm tin tiêu dùng tại Trung Quốc và EU



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Chỉ số niềm tin tiêu dùng (CCI) và tâm lý tiêu dùng (CSI) tại Mỹ

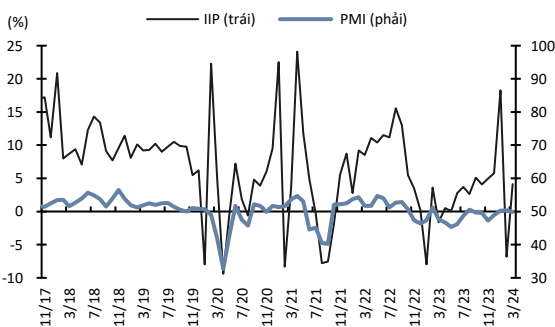


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Sản xuất công nghiệp khởi sắc theo đà phục hồi của xuất khẩu

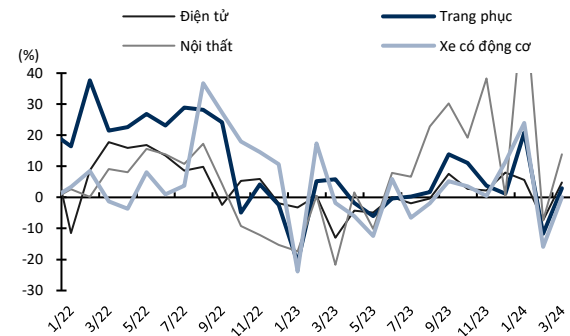
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) quý 1 năm 2024 tăng 5.7% YoY, trong đó ngành công nghiệp chủ lực chế biến, chế tạo tăng 5.9% - cao hơn mức tăng chung của toàn ngành. Chỉ số PMI đạt trên ngưỡng 50 điểm trong 2 tháng đầu năm nhưng đã suy giảm nhẹ xuống còn 49.9 điểm vào cuối tháng 3 do nhu cầu giảm khiến sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới giảm. Dù vậy chúng tôi đánh giá mức giảm là nhỏ và một điểm tích cực hơn là niềm tin về triển vọng sản lượng trong tương lai của các nhà sản xuất đạt mức cao nhất của 18 tháng. Theo đó, hoạt động sản xuất công nghiệp kỳ vọng sẽ phục hồi theo đà tăng của xuất khẩu trong thời gian tới với sự hỗ trợ của chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng.

Biểu đồ 14. Việt Nam – chỉ số IIP (% YoY) và PMI (điểm)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 15. Tăng/giảm một số ngành công nghiệp chủ lực (YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

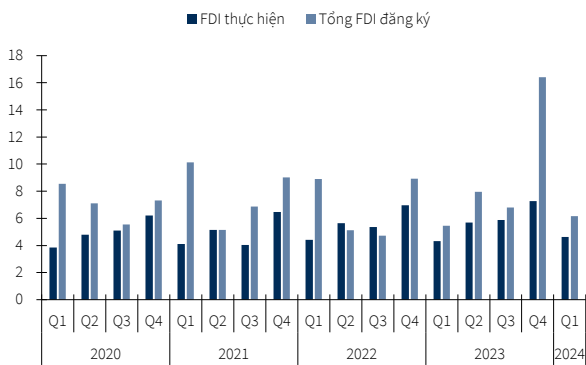
Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng ổn định

Tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam trong quý 1 năm 2024 đã đạt mức 6.17 tỷ USD, tăng 13.4% YoY. Vốn FDI giải ngân tăng 7.1% YoY, đạt 4.63 tỷ USD – mức cao nhất so với cùng kỳ giai đoạn 2017-2023. Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong 2024 nhờ những yếu tố sau:

- i) Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sản xuất ra khỏi Trung Quốc nhằm đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Giai đoạn 2018-2023, cán cân thương mại của Việt Nam với Mỹ đã tăng 2.7 lần, đứng thứ 4 trong các nước có thặng dư thương mại lớn nhất với Mỹ sau Mexico, Trung Quốc và Canada.

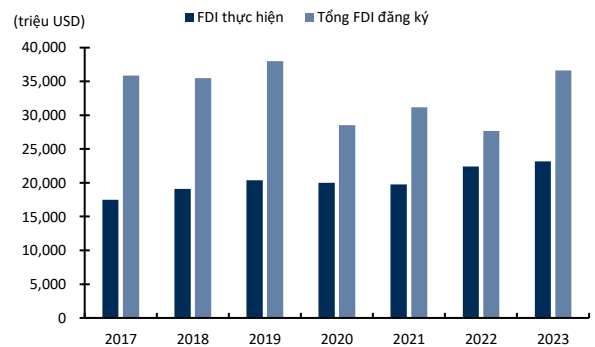
- ii) Việt Nam có sẵn những lợi thế cạnh tranh so với khu vực và các nước đối thủ khác bao gồm tình hình kinh tế, chính trị ổn định, vị trí chiến lược thuận lợi cho hoạt động đầu tư, số lượng lớn hiệp định thương mại tự do đã ký kết, lực lượng lao động rẻ dồi dào và chi phí sản xuất cạnh tranh. Ngoài ra, Chính phủ Việt Nam cũng không ngừng đẩy mạnh thu hút đầu tư nước ngoài bằng việc ban hành những gói hỗ trợ hấp dẫn, tạo dựng môi trường kinh doanh thuận lợi, chú trọng xây dựng, nâng cấp cơ sở hạ tầng... Theo EuroCham, niềm tin kinh doanh của các doanh nghiệp Châu Âu tại Việt Nam cải thiện rõ rệt khi chỉ số BCI tăng lên 46.3 trong quý 4 từ mức 45.1 điểm của quý 3.
- iii) Hoạt động thương mại và thu hút FDI cũng được hưởng lợi thông qua việc thúc đẩy hợp tác, nâng cấp mối quan hệ chiến lược toàn diện với Mỹ, Nhật Bản, Úc và các chuyến thăm ngoại giao xúc tiến hoạt động hợp tác với các quốc gia lớn như Trung Quốc, Hàn Quốc.
- iv) Tác động của thuế tối thiểu toàn cầu ở mức thấp do các quốc gia cạnh tranh về FDI với Việt Nam như Malaysia, Indonesia và Thái Lan cũng tham gia quy định về thuế này. Chính phủ cũng đang nghiên cứu để ban hành những ưu đãi thay thế hỗ trợ doanh nghiệp FDI trên cơ sở nguồn thu từ thuế tối thiểu toàn cầu để duy trì lợi thế cạnh tranh.

Biểu đồ 16. Vốn FDI theo quý (triệu USD)



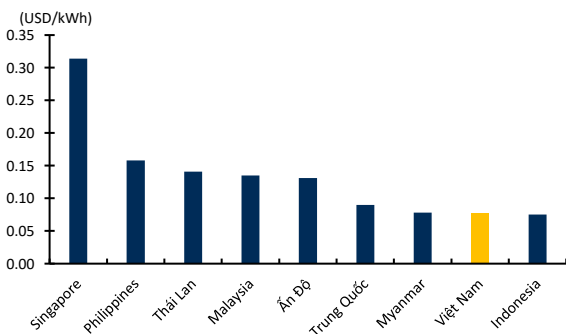
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 17. Vốn FDI theo năm giai đoạn 2017-2023



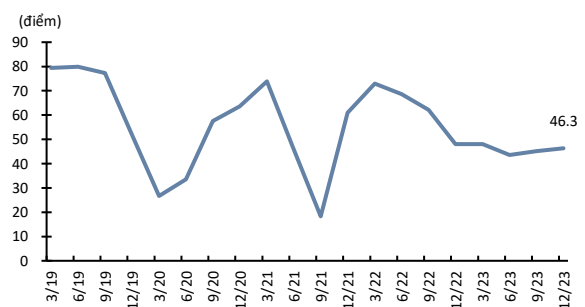
Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 18. Giá điện bình quân cho doanh nghiệp



Nguồn: Global Petro Prices, KBSV

Biểu đồ 19. Chỉ số Môi trường Kinh doanh EuroCham (BCI) của Việt Nam



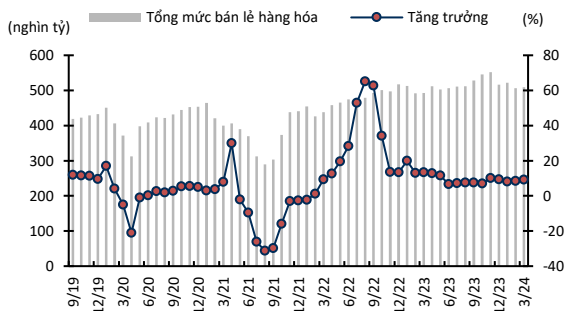
Nguồn: EuroCham, KBSV

Bán lẻ, dịch vụ tăng trưởng tốt nhờ kỳ vọng nhu cầu nội địa khả quan hơn

Chúng tôi kỳ vọng ngành dịch vụ nhà hàng và du lịch sẽ tiếp tục sôi động. Trong quý 1, du lịch Việt Nam đón 4.6 triệu lượt khách quốc tế, tăng 72% YoY trên mức nền thấp của Q1/2023 và tăng 3.2% so với cùng kỳ năm 2019 – đánh dấu lần đầu tiên vượt qua thời điểm trước dịch. Khách nội địa đạt mức 30 triệu lượt. Tổng thu từ khách du lịch ước đạt 195 nghìn tỷ đồng. Cả năm 2024, ngành du lịch đặt mục tiêu đón 17-18 triệu lượt khách quốc tế, phục hồi hoàn toàn về thời điểm trước dịch, kỳ vọng doanh thu 840 nghìn tỷ đồng (~8% GDP). Du lịch, lễ hành hội phục cũng là tiền đề lớn để doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống hồi phục.

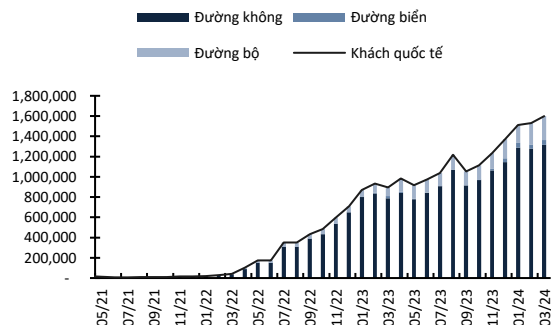
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng trưởng ổn định qua từng tháng, tính cả quý 1 tăng 8.2% YoY, tuy nhiên đây vẫn là mức thấp hơn trung bình giai đoạn trước dịch Covid-19 là ~14%. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng nội địa sẽ hồi phục trở lại nhờ: 1) Chính sách tiền tệ nới lỏng và các biện pháp kích cầu (bao gồm việc gia hạn thời gian giảm thuế VAT, tăng lương cơ bản...) sẽ phát huy hiệu quả rõ ràng hơn; 2) Triển vọng kinh tế khả quan với động lực chính từ hoạt động xuất khẩu sẽ tạo thêm việc làm và tăng thu nhập cho người dân, tác động tích cực đến cầu tiêu dùng; và 3) Lạm phát dù có dấu hiệu tăng nhưng kỳ vọng vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu 4.5% của Chính phủ.

Biểu đồ 20. Tổng mức bán lẻ và tăng trưởng (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 21. Khách lịch quốc tế đến Việt Nam (lượt người)



Nguồn: TCTK, KBSV

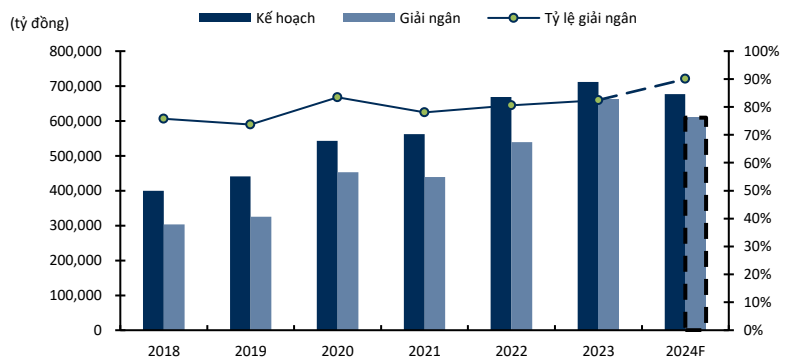
Đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh

Đầu tư công tiếp tục được coi là giải pháp then chốt nhằm kích thích kinh tế cũng như tác động lan tỏa đến các lĩnh vực khác trong dài hạn. Theo Tổng cục thống kê, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn Ngân sách nhà nước (NSNN) quý 1 năm 2024 ước đạt 36.7 nghìn tỷ đồng, bằng 13.9% kế hoạch Chính phủ giao, thấp hơn tỷ lệ 14.4% của cùng kỳ năm trước nhưng số tuyệt đối tăng trưởng 5.3% YoY cho thấy tình hình đầu tư công vẫn ổn định. Các vướng mắc pháp lý và giải phóng mặt bằng vẫn là thách thức lớn nhất khiến thực hiện đầu tư công trong nửa đầu năm khá chậm chạp.

Cho cả năm 2024, kế hoạch đầu tư công của Chính phủ ước tính đạt 677 nghìn tỷ, chiếm 32% ngân sách nhà nước, tập trung chính vào các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam, cảng hàng không quốc tế Long Thành, đường vành đai 4 Hà Nội, đường vành đai 3 TP. Hồ Chí Minh... Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư công có thể phân bổ trong 2024 ở mức 730 nghìn tỷ đồng (nhờ chuyển giao

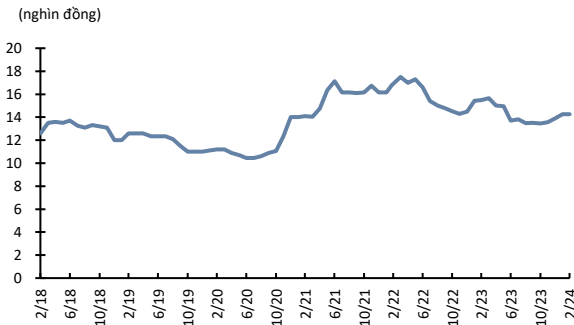
nguồn vốn từ 2023 sang 2024), giảm ~5% YoY trên mức nền cao của năm trước nhưng vẫn là khá cao so với trung bình 5 năm. Kỳ vọng tỷ lệ giải ngân năm nay sẽ đạt mức kỷ lục vào khoảng 90-95% kế hoạch nhờ: 1) Các nút thắt pháp lý và đầu tư đang dần được tháo gỡ; 2) Năm 2024 là thời điểm quan trọng khi mà nhiều dự án trọng điểm đã đến giai đoạn tăng tốc và hoàn thiện, còn các dự án mới hầu hết đã xong quá trình chuẩn bị, làm thủ tục và sẵn sàng tiến hành thi công; và 3) Giá hàng hóa nguyên vật liệu dự báo sẽ duy trì ổn định ở mức thấp.

Biểu đồ 22. Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2018-2024F



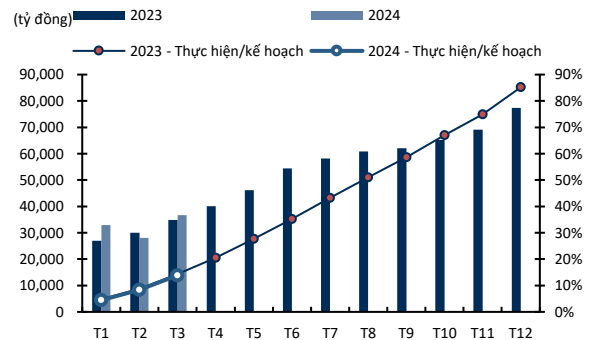
Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV

Biểu đồ 23. Giá thép xây dựng



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 24. Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn NSNN



Nguồn: Bộ Tài Chính, KBSV tổng hợp

Thị trường bất động sản khởi sắc

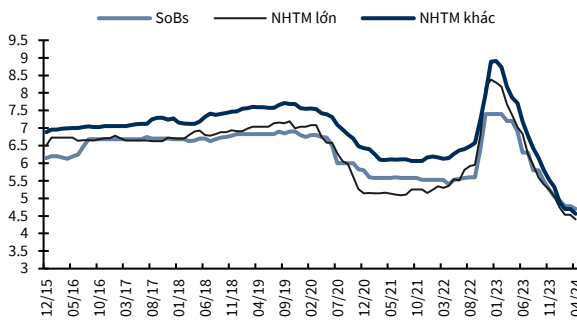
Bất động sản là một lĩnh vực quan trọng, không chỉ chiếm tỷ trọng lớn trong tăng trưởng GDP mà còn tác động đến nhiều lĩnh vực khác và có mức độ lan tỏa cao đến nền kinh tế. Thị trường BĐS trong thời gian qua gặp nhiều khó khăn do mặt bằng lãi suất cao, vướng mắc pháp lý và các sự kiện liên quan đến TPĐN gây mất niềm tin NĐT. Điểm tích cực là nhiều tín hiệu khởi sắc đã xuất hiện vào cuối năm 2023. Theo CBRE, số lượng căn hộ bán được ở thị trường Hà Nội trong quý 4/2023 đạt 3,316 căn, 6 tháng cuối năm đạt 7,001 căn (+63% sv 1H2023; +21%YoY) nhờ nỗ lực của các chủ đầu tư trong việc đưa ra chính sách bán hàng ưu đãi dành cho khách mua.

Theo đó, thị trường BĐS được đánh giá sẽ tiếp tục đi theo xu hướng phục hồi

nhờ: 1) Mặt bằng lãi suất thấp hỗ trợ các chủ đầu tư trong việc tiếp cận nguồn vốn, qua đó có thể đẩy mạnh triển khai dự án và tăng nguồn cung trên thị trường, bên cạnh đó mức lãi suất thấp đi kèm với các chính sách ưu đãi của chủ đầu tư cũng giúp cải thiện nhu cầu mua nhà; 2) Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS sửa đổi được thông qua, các vướng mắc pháp lý sẽ từng bước được tháo gỡ; 3) Tiến độ triển khai phân khúc NOXH kỳ vọng sẽ cải thiện, góp phần giải quyết nhu cầu ở thật giúp cân đối lại cung cầu trên thị trường; và 4) Đẩy mạnh đầu tư công với các dự án lớn, các trục giao thông nổi trung tâm Hà Nội và TP HCM với các khu vực, tỉnh thành lân cận thúc đẩy giá nhà đất qua đó kích thích nhu cầu đầu tư BĐS.

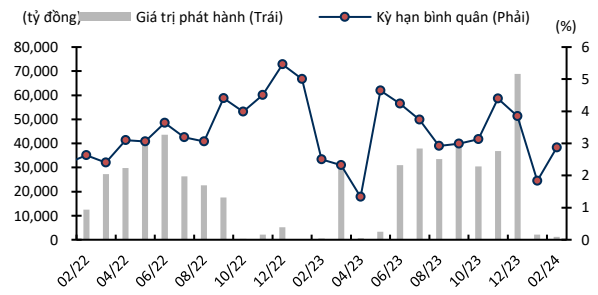
Tuy nhiên, tốc độ hồi phục sẽ tương đối chậm do niềm tin của NĐT chưa thể khôi phục lại sau năm 2022 đổ vỡ, mặt bằng giá vẫn đang neo ở mức cao, rủi ro liên quan đến đáo hạn TPDN, cùng quan điểm thận trọng về hoạt động cho vay của các ngân hàng khi rủi ro nợ xấu vẫn hiện hữu trong khi tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn bị siết lại.

Biểu đồ 25. Lãi suất huy động các ngân hàng



Nguồn: Wichart, NHNN, KBSV

Biểu đồ 26. TPDN phát hành mới



Nguồn: HNX, KBSV

Áp lực lạm phát và tỷ giá có dấu hiệu quay trở lại

Áp lực lạm phát và tỷ giá trong nước quay trở lại sẽ là một rủi ro tiềm ẩn đe dọa tăng trưởng của GDP. Trong đó, lạm phát bình quân quý 1/2024 đạt mức 3.77% YoY, dù vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu của Chính phủ nhưng áp lực có dấu hiệu gia tăng trong bối cảnh các cuộc xung đột địa chính trị leo thang kéo theo giá năng lượng tăng cao. Giá dầu thô Brent đã bật tăng mạnh từ mức 76 USD/thùng thời điểm đầu năm lên mức quanh 85 USD/thùng vào cuối tháng 3 và được dự báo sẽ vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao. Đây sẽ là yếu tố bất định khiến lạm phát trở nên khó lường hơn trong phần còn lại của năm 2024.

Bên cạnh đó, tỷ giá tăng cao khiến NHNN đã phải hút ròng tín phiếu từ giữa tháng 3 để phần nào cân bằng lượng đô đồng trên thị trường và hạn chế tình trạng đầu cơ nắm giữ USD. Nếu VND tiếp tục bị mất giá thì khả năng cao NHNN sẽ có những động thái can thiệp mạnh mẽ hơn như bán hợp đồng kỳ hạn USD hoặc thậm chí là bán dự trữ ngoại hối. Đây là yếu tố cần thận trọng theo dõi vì có thể tác động khiến mặt bằng lãi suất bật tăng trở lại, từ đó làm yếu đi tính chất hỗ trợ của chính sách tiền tệ đối với tăng trưởng kinh tế.

Lạm phát

Lạm phát quý 1 năm 2024 – Áp lực ban đầu gia tăng

Lạm phát có dấu hiệu tăng tốc trở lại

Chỉ số giá tiêu dùng bình quân quý 1 năm 2024 tăng 3.77% YoY. CPI tăng cao nhất vào tháng 2 do ảnh hưởng của Tết Nguyên đán và sau đó hạ nhiệt vào cuối quý. Tuy nhiên, áp lực lạm phát đang có dấu hiệu quay trở lại trong bối cảnh các căng thẳng địa chính trị vẫn leo thang khiến giá dầu thô bật tăng ảnh hưởng đến giá xăng dầu trong nước.

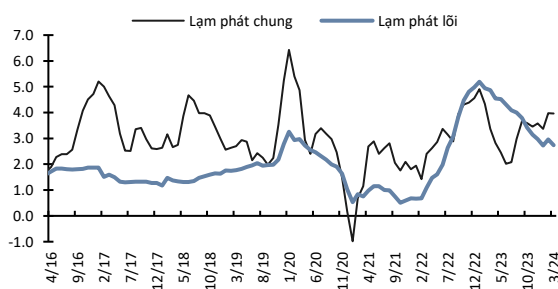
Lạm phát cơ bản bình quân quý 1 năm 2024 tăng 2.81% YoY, thấp hơn mức CPI bình quân chung chủ yếu do giá lương thực, xăng dầu, giá dịch vụ y tế và giá dịch vụ giáo dục là yếu tố tác động tăng CPI nhưng thuộc nhóm hàng được loại trừ trong danh mục tính CPI lõi.

Giá vật liệu xây dựng, thuê nhà, giá giáo dục và giá gạo là những yếu tố gây ảnh hưởng mạnh nhất tới CPI

Các yếu tố tác động chính tới CPI bình quân quý 1 năm 2024 bao gồm:

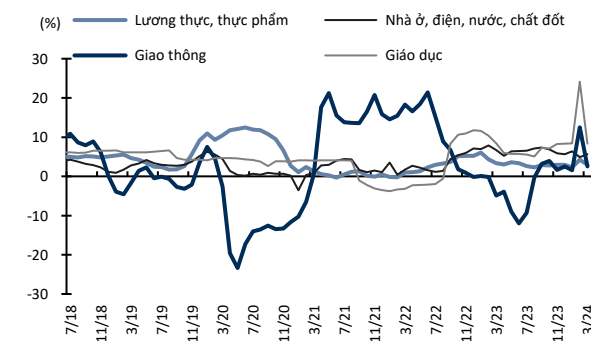
- 1) Chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 5.4% YoY do giá xi măng, cát tăng theo giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào và giá nhà thuê tăng, làm CPI chung tăng 1.02 điểm phần trăm;
- 2) Chỉ số giá nhóm giáo dục quý I tăng 9.02% YoY, do trong năm học 2023-2024 một số tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương đã tăng mức học phí, làm CPI chung tăng 0.56 điểm phần trăm;
- 3) Giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu và nhu cầu tiêu dùng gạo nếp và gạo tẻ ngon trong dịp Lễ ông Công, ông Táo và Tết Nguyên đán tăng, tác động làm CPI chung tăng 0.55 điểm phần trăm.

Biểu đồ 27. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 28. Biến động các cấu phần CPI (%YoY)



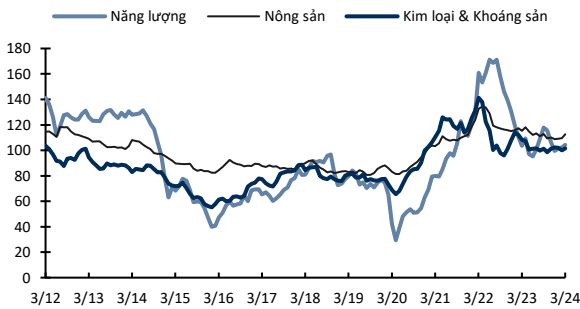
Nguồn: TCTK, KBSV

Dự báo lạm phát 2024

Nâng dự báo lạm phát năm 2024 lên 3.8% YoY

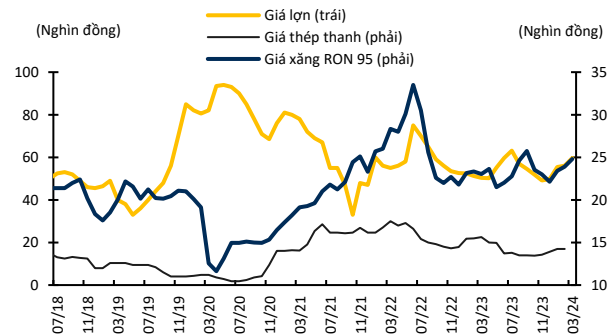
Kỳ vọng lạm phát của Việt Nam năm 2024 vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu 4 - 4.5% của Chính phủ trong bối cảnh giá cả hàng hóa thế giới được duy trì ổn định và nhu cầu tiêu dùng trong nước chưa thể tạo ra áp lực lớn. Tuy nhiên, chúng tôi nâng dự báo lạm phát bình quân cả năm lên 3.8% YoY, tương đương mức tăng bình quân mỗi tháng trong 3 quý còn lại là ~0.2% MoM, phản ánh mối lo ngại về sự gia tăng trở lại của giá xăng dầu, rủi ro tỷ giá cùng với việc đẩy mạnh nhập khẩu để phục vụ sản xuất sẽ gây áp lực lên giá nguyên liệu đầu vào. Bên cạnh đó, các yếu tố khác có tác động đến lạm phát bao gồm: i) Giá một số mặt hàng do Nhà nước quản lý tăng theo lộ trình như điện, giáo dục, dịch vụ y tế; ii) Giá lợn tăng do nhu cầu tiêu thụ phục hồi; và iii) Giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu.

Biểu đồ 29. Chỉ số giá hàng hóa thế giới



Nguồn: World Bank, KBSV

Biểu đồ 30. Việt Nam – Giá hàng hóa nội địa



Nguồn: KBSV tổng hợp

Giá dầu Brent dự báo biến động quanh 83 USD/thùng

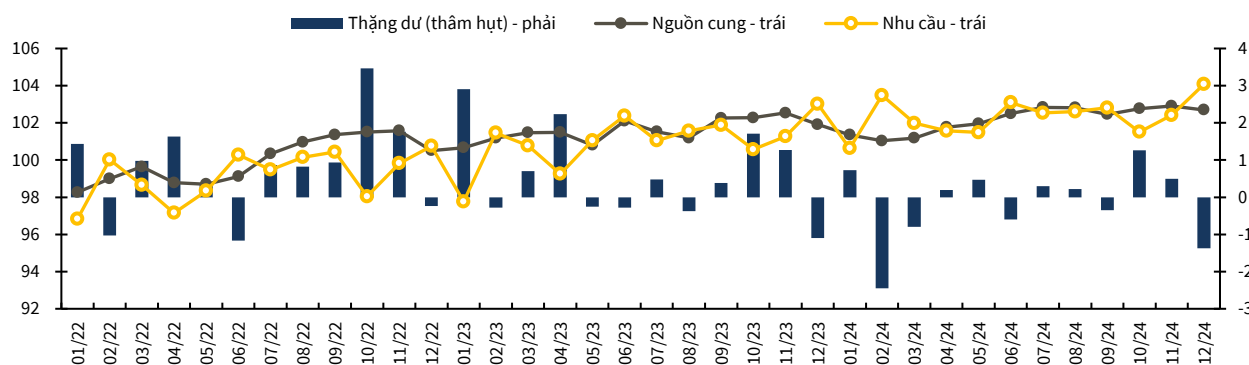
Giá dầu Brent không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến CPI nhóm giao thông mà còn có mức độ tan tủa cao đến giá các hàng hóa khác. Trong quý 1 năm 2024, giá dầu thô Brent đã bật tăng mạnh từ mức 76 USD/thùng đầu năm lên mức quanh 85 USD/thùng trong tháng 3/2024, khiến mức giá trung bình đạt 81.3 USD/thùng. Dự báo giá dầu Brent sẽ tiếp tục ở mức cao trong năm 2024, bình quân đạt 83 USD/thùng, tức là đi ngang so với năm 2023. Chúng tôi cho rằng nhu cầu dầu thô toàn cầu trong năm 2024 vẫn bị ảnh hưởng bởi triển vọng kinh tế ảm đạm của Trung Quốc. Tuy nhiên, các yếu tố như (1) tình trạng thiếu hụt giàn khoan, (2) OPEC+ duy trì cắt giảm sản lượng và (3) chiến sự tại Biển Đò và Nga-Ukraine sẽ thắt chặt cung toàn cầu, khiến giá dầu thô duy trì ở mức cao. Trong kịch bản tiêu cực, nếu giá dầu Brent tiếp tục duy trì xu hướng tăng và vượt vùng 93 USD/thùng thì sẽ có thể làm sai lệch dự báo cơ sở của chúng tôi.

Biểu đồ 31. Giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 32. Dự báo cán cân cung cầu dầu thô giai đoạn 2024 (triệu thùng/ngày)



Nguồn: EIA, KBSV

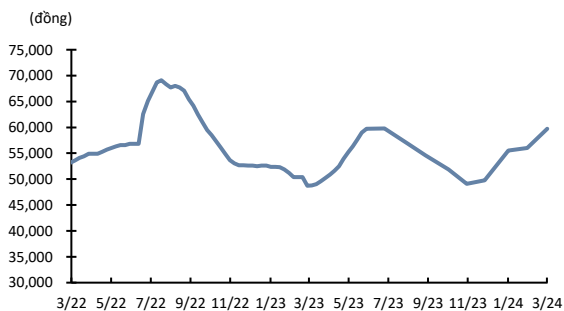
Giá lợn bình quân tăng lên ~60,000 VND/kg do nhu cầu tiêu thụ gia tăng

Giá lợn hơi trong nước quý 1 năm 2024 tăng nhanh so với thời điểm cuối năm 2023, bình quân tháng 3/2024 đạt 59,700 VND/kg (+20% YTD) nhờ nhu cầu tiêu thụ gia tăng. Chúng tôi dự báo giá lợn bình quân sẽ tiếp tục biến động quanh 60,000 VND nhờ sự phục hồi của cầu nội địa, bên cạnh đó hoạt động du lịch kỳ vọng sẽ được đẩy mạnh và đạt mức trước đại dịch sẽ thúc đẩy nhu cầu ăn uống nhà hàng, quán ăn. Tuy vậy, mức tăng sẽ không quá lớn và quay trở lại vùng đỉnh 2022 nhờ việc nguồn cung thịt lợn trong nước duy trì ổn định, dịch bệnh được kiểm soát. Theo Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA), sản lượng thịt heo của Việt Nam trong năm 2024 dự báo sẽ tăng 5% so với năm 2023, lên mức 3.7 triệu tấn.

Giá gạo xuất khẩu có thể đạt 700 USD/tấn nhưng áp lực lên giá cả trong nước không cao

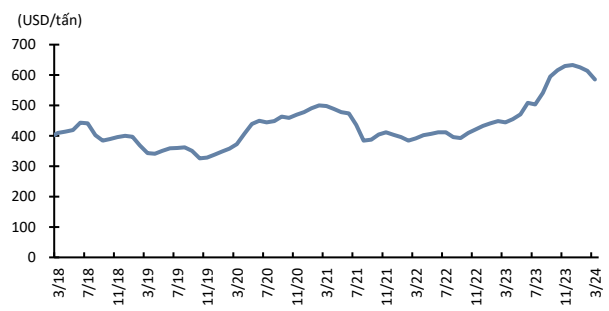
Vào cuối tháng 3/2024, giá gạo trong nước hạ nhiệt theo giá gạo xuất khẩu do nguồn cung tăng cao vào mùa thu hoạch chính của hầu hết các nước sản xuất. Giá gạo tằm 5% xuất khẩu giảm xuống còn 582 USD/tấn vào tháng 3/2024 sau khi đạt mức kỷ lục 673 USD/tấn trong tháng trước đó. Dù vậy, chúng tôi cho rằng giá gạo xuất khẩu sẽ tăng trở lại và đạt mức 700 USD/tấn trong năm 2024 do: 1) Ấn Độ và Nga duy trì lệnh cấm xuất khẩu gạo sang năm 2024, Thái Lan cắt giảm lượng gạo xuất khẩu; 2) Tăng cường nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chủ chốt như Philippines, Trung Quốc và Indonesia; và 3) Yếu tố thời tiết bất thường và ảnh hưởng của El Nino gây áp lực lên nguồn cung. Giá gạo trong nước theo đó sẽ tăng nhưng trong biên độ ổn định hơn nhờ nguồn cung dồi dào với năng suất cao và việc Việt Nam vẫn luôn ưu tiên bảo đảm an ninh lương thực.

Biểu đồ 33. Việt Nam - Giá thịt lợn bình quân tháng



Nguồn: Hiệp hội Chăn nuôi Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 34. Việt Nam - Giá gạo tằm 5% bình quân tháng

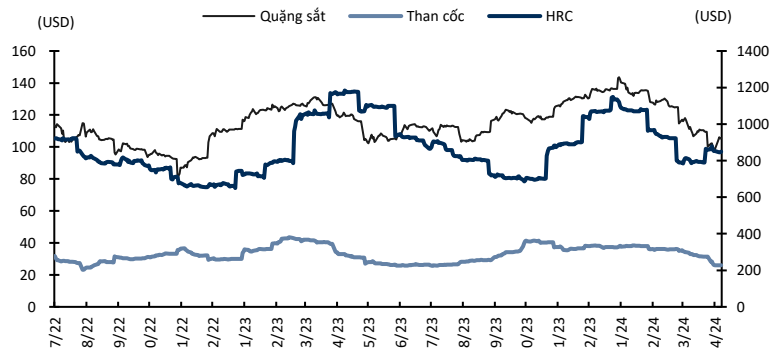


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá vật liệu xây dựng vẫn duy trì ở mức thấp

Chúng tôi cho rằng giá vật liệu xây dựng sẽ tạo đáy và đi lên từ Q3/2024 do sự hồi phục của thị trường bất động sản dân cư, dòng vốn FDI tăng mạnh tạo động lực thúc đẩy mảng xây dựng công nghiệp và sự tăng tốc của đầu tư công. Tuy nhiên, mức độ hồi phục và giá sẽ tăng ở mức thấp do: 1) Nguyên vật liệu đầu vào sản xuất thép vẫn giảm so với mức đỉnh (biểu đồ 35); 2) Nhu cầu tiêu thụ sẽ không tăng nóng do thị trường bất động sản dù được kỳ vọng sẽ khởi sắc nhưng chưa thể bút phá.

Biểu đồ 35. Giá nguyên vật liệu sản xuất thép (USD/tấn)

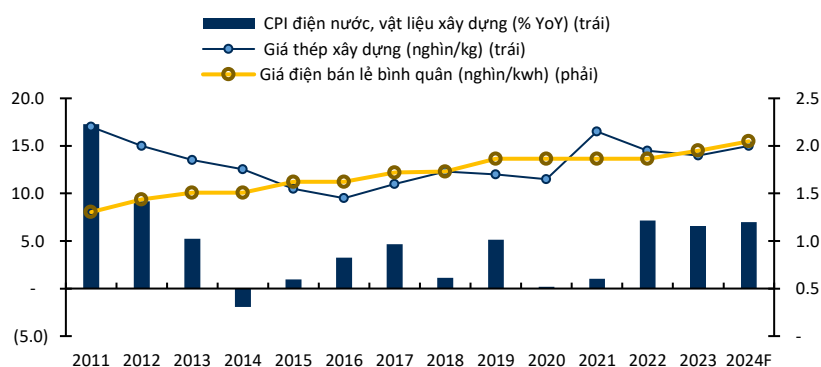


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá điện tiếp tục tăng sẽ gây nhiều áp lực

Tăng giá điện không chỉ trực tiếp gây áp lực lên lạm phát mà còn ảnh hưởng đến các ngành sản xuất dùng nhiều điện như sản xuất thép, xi măng, giấy. Theo ước tính của Tổng cục thống kê, giá điện tăng 10% thì sẽ tác động trực tiếp làm tăng CPI thêm 0.33 điểm phần trăm. Trong năm 2023, giá bán lẻ điện được điều chỉnh 2 lần (tăng 3% từ 4/5 và tăng thêm 4.5% từ 9/11), do đó giá bán lẻ điện bình quân cả năm 2023 ước đạt 1,950 đồng/kWh, tăng 68.22 đồng/kWh so với năm 2022. Chúng tôi cho rằng giá điện tăng chưa gây ảnh hưởng lớn đến chỉ số CPI năm 2023, tuy nhiên tác động sẽ rõ ràng hơn trong năm 2024. Ngoài ra, giá điện nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực điều chỉnh do tình hình tài chính kém khả quan của EVN, cùng với đó là nhu cầu sử dụng tăng cao do thời tiết diễn biến cực đoan, ảnh hưởng của El Nino và sự hồi phục của khu vực sản xuất công nghiệp.

Biểu đồ 36. Việt Nam – Giá điện, giá thép xây dựng & CPI điện nước, vật liệu xây dựng



Nguồn: GSO, Fiinpro, KBSV

Giá y tế, giáo dục tăng theo lộ trình

Giá các mặt hàng, dịch vụ khác do Nhà nước quản lý vẫn sẽ tiếp tục tăng theo lộ trình. Cụ thể, giá giáo dục năm 2023-2024 được điều chỉnh theo nghị định số 97: học phí mầm non và giáo dục phổ thông được giữ nguyên; học phí đại học và giáo dục nghề nghiệp lùi 1 năm so với nghị định 81 (tức là vẫn tăng cao so với học phí thực của năm 2022-2023 do 3 năm học trước được giữ nguyên học phí mà không tăng theo nghị định 81), và chúng tôi cho rằng học phí năm 2024-2025 vẫn sẽ theo lộ trình này, do vậy mức tăng sẽ thấp hơn. Theo đó, CPI nhóm giáo dục dự báo sẽ có mức tăng thấp hơn trong năm 2024, đạt ~6% trên mức nền cao của năm 2023. Bên cạnh đó, sau khi giá dịch vụ y tế được điều chỉnh theo TT22, Bộ Y tế tiếp tục đề xuất tăng giá dịch vụ khám chữa bệnh bình quân thêm 5% từ tháng 7/2024.

Bảng 2. Mức trần học phí đối với cơ sở giáo dục đại học công lập chưa tự bảo đảm chi thường xuyên theo nghị định 81

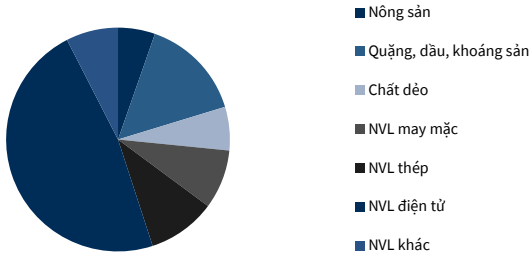
Nhóm ngành, nghề đào tạo	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026
Khoa học xã hội nhân văn, nghệ thuật, giáo dục và đào tạo, báo chí, thông tin và kinh doanh	1,248	1,328	1,360	1,600
Khoa học, pháp luật và toán	1,326	1,411	1,445	1,700
Kỹ thuật và công nghệ thông tin	1,870	1,992	2,040	2,400
Sản xuất, chế biến và xây dựng	1,794	1,909	1,955	2,300
Nông, lâm, ngư nghiệp và thú y	1,287	1,370	1,400	1,650
Sức khỏe	2,184	2,324	2,380	2,800
Dịch vụ, du lịch và môi trường	1,560	1,660	1,700	2,000
An ninh, quốc phòng	1,716	1,820	1,870	2,200

Nguồn: Chính Phủ, KBSV tổng hợp

Giá hàng hóa nhập khẩu gặp nhiều rủi ro

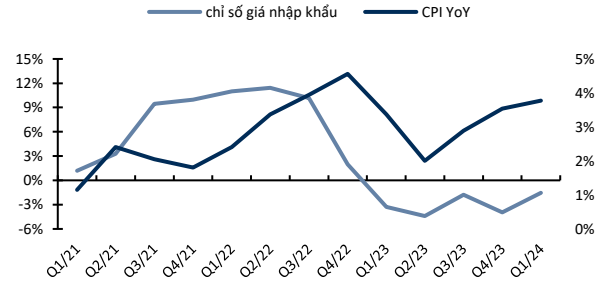
Chỉ số giá nhập khẩu của các nhóm hàng hóa trọng yếu gồm nông sản, thực phẩm, nhiên liệu và nguyên vật liệu chế biến, chế tạo vẫn đi ngang ở vùng thấp (biểu đồ 39) theo giá cả hàng hóa thế giới. Tuy nhiên, áp lực có thể gia tăng trong thời gian tới do sự biến động của tỷ giá và nhu cầu nhập khẩu tăng cao để phục vụ sản xuất. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng các cuộc xung đột chính trị leo thang gây ra một cú sốc năng lượng, khiến giá hàng hóa thế giới tăng cao. Việt Nam là nước nhập khẩu nhiều nguyên vật liệu phục vụ sản xuất nên điều này sẽ ảnh hưởng đến chi phí, giá thành, tạo áp lực lên các doanh nghiệp và từ đó đẩy giá hàng hóa tiêu dùng trong nước tăng lên.

Biểu đồ 37. Việt Nam – Tỷ trọng các mặt hàng nhập khẩu



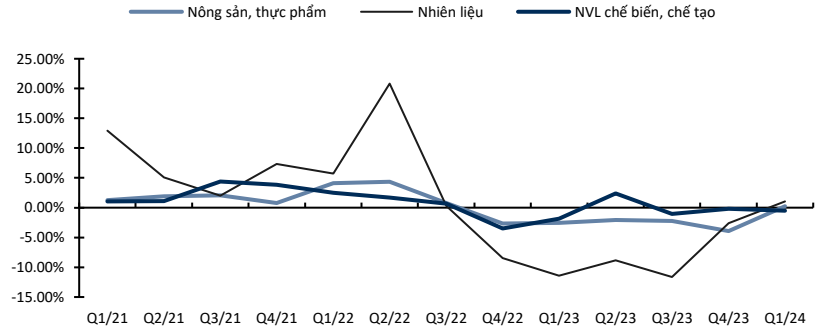
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 38. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu và CPI (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 39. Việt Nam – Chỉ số giá nhập khẩu của nhóm hàng hóa (%QoQ)



Nguồn: TCTK, KBSV

Bảng 3. Ước tính chỉ số CPI bình quân trong năm 2024

Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2024(%)
1 Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
Lương thực	3.67	6	0.2
Thực phẩm	21.28	3	0.5
Ăn uống ngoài gia đình	8.61	4	0.3
2 Đồ uống và thuốc lá	2.73	3	0.1
3 May mặc, mũ nón, giày dép	5.7	2	0.1
4 Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	18.82	7	1.4
5 Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.74	2	0.2
6 Thuốc và dịch vụ y tế	5.39	3	0.2
7 Giao thông	9.67	2	0.1
8 Bưu chính viễn thông	3.14	0	0.0
9 Giáo dục	6.17	6	0.4
10 Văn hóa, giải trí và du lịch	4.55	3	0.1
11 Khác	3.53	5	0.2
Tổng			3.8

Nguồn: KBSV

Lãi suất

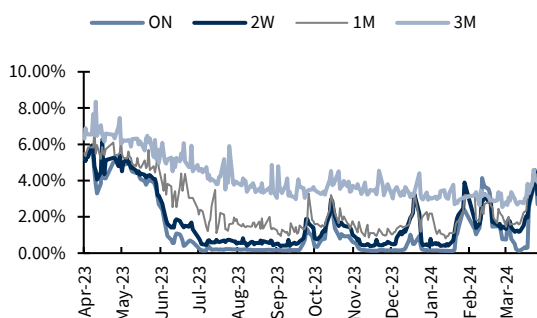
Lãi suất 1Q2024 - Lãi suất liên ngân hàng và huy động diễn biến trái ngược

Thanh khoản có phần bị thu hẹp, lãi suất liên ngân hàng bật tăng

Giai đoạn đầu năm dưới áp lực đà tăng của tỷ giá, NHNN đã tiến hành phát hành tín phiếu nhằm mục đích gia tăng lãi suất liên ngân hàng, hạn chế các giao dịch chênh lệch lãi suất. Theo đó, thanh khoản trong quý 1 cũng không dồi dào như trước mặc dù tăng trưởng tín dụng vẫn còn chậm chạp. Cụ thể, NHNN bắt đầu phát hành tín phiếu từ 11/3 và tiếp tục duy trì cho đến thời điểm hiện tại với lãi suất bình quân khoảng 1.58%. Tính đến 09/04, thông qua hoạt động thị trường mở, NHNN đã hút ròng hơn 141 nghìn tỷ khỏi hệ thống. Bên cạnh đó, NHNN cũng linh hoạt khi chủ động mở mua kỳ hạn để cung cấp thanh khoản cục bộ cho các ngân hàng khi cần thiết vào đầu tháng 4. Hoạt động giao dịch liên ngân hàng cũng sôi động hơn trong 1Q2024 đạt 15,8 triệu tỷ (+142% YoY), cho thấy nhu cầu thanh khoản cao hơn so với cùng kỳ năm trước.

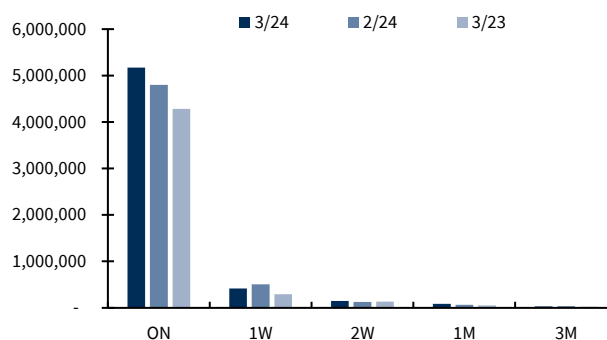
Tính đến cuối 09/04, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ON, 2W, 1M và 3M lần lượt đạt 3.66%, 3.72%, 3.71% và 3.83% (+271 bps, +153 bps, +191 bps và +57 bps so với đầu năm).

Biểu đồ 40. Lãi suất liên ngân hàng (%)



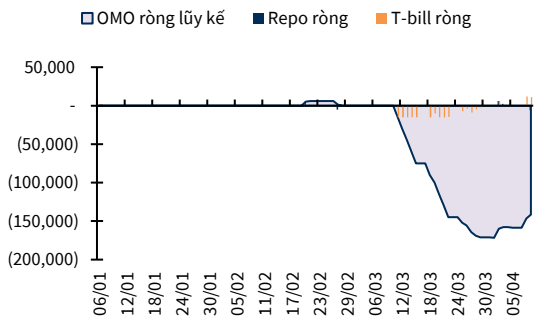
Nguồn: Fiigroup, KBSV

Biểu đồ 41. Trung bình khối lượng giao dịch liên ngân hàng 1 tháng các kỳ hạn (tỷ đồng)



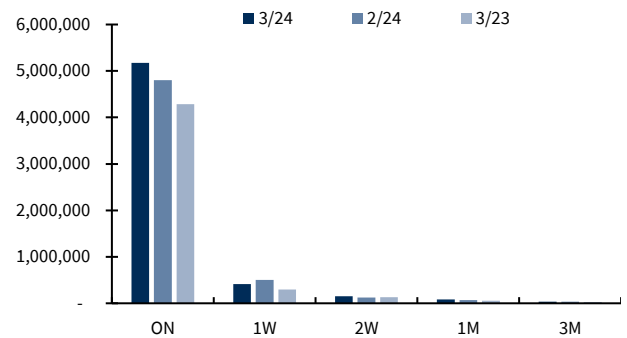
Nguồn: Fiigroup, KBSV

Biểu đồ 42. Diễn biến thị trường mở



Nguồn: Fiingroup, KBSV

Biểu đồ 43. Trung bình khối lượng giao dịch liên ngân hàng 1 tháng các kỳ hạn (tỷ đồng)



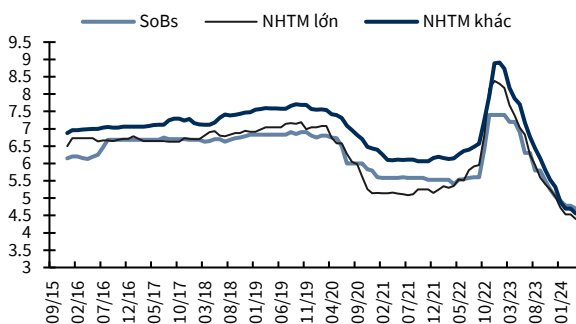
Nguồn: Fiingroup, KBSV

Lãi suất huy động tiếp tục giảm nhưng đã có dấu hiệu tạo đáy

Dù đã duy trì xu hướng giảm lãi suất trong năm 2023, đưa mức lãi suất huy động về vùng rất thấp trong lịch sử nhưng xu hướng này vẫn tiếp tục trong 1Q2024 trong bối cảnh tín dụng tăng chậm. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng tính đến hết 25/03 chỉ đạt 0.26% so với đầu năm. Tính đến thời điểm báo cáo, lãi suất huy động 12 tháng các nhóm NHTMQD, nhóm NHTMCP lớn (ACB, MBB, VPB, TCB) và nhóm NHTM khác lần lượt đạt 4.7%, 4.4% và 4.56% (giảm bình quân 0.2% - 0.3% so với đầu năm). Tuy nhiên, với bối cảnh thanh khoản kém dồi dào hơn chủ yếu do hoạt động hút ròng tín phiếu, thị trường đã ghi nhận sự điều chỉnh nhẹ tăng lãi suất ở một vài ngân hàng với quy mô vốn vừa và nhỏ (VPBank, Eximbank, MSB, KLB, NCB...) cho thấy khả năng tạo đáy của mặt bằng lãi suất.

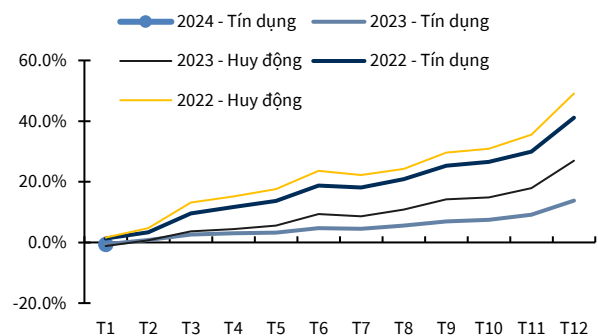
Trong khi đó, lãi suất cho vay có độ trễ so với lãi suất huy động do chênh lệch kỳ hạn, song cũng đã giảm tương đối nhanh trong 1Q2024. Theo NHNN, lãi suất bình quân các khoản vay mới hiện chỉ còn 6.4%/năm, giảm thêm 0.7% so với cuối năm 2023. Nhìn chung, đà giảm lãi suất cho vay nhanh hơn so với kỳ vọng của KBSV, theo đó lãi suất các khoản vay mới đã về mức tương đối hợp lý với mức chênh lệch lãi suất huy động – cho vay ở mức 2.5%-3%.

Biểu đồ 44. Lãi suất huy động 12 tháng bình quân các nhóm ngân hàng (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 45. Tăng trưởng tín dụng và huy động



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo lãi suất 2024

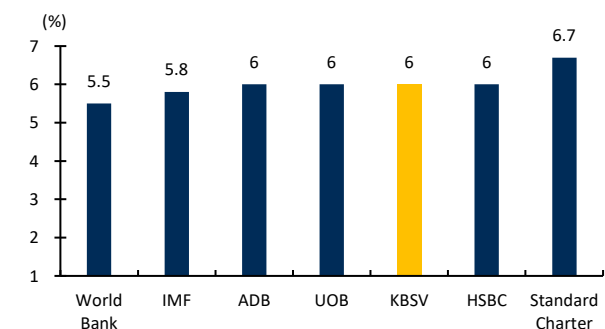
Lãi suất huy động nhiều khả năng đã tạo đáy, dự báo tăng nhẹ và dao động trong khoảng 4.75% - 5.35% trong khi lãi suất cho vay dự báo đi ngang

Trong bối cảnh lãi suất huy động đã về vùng thấp lịch sử, dấu hiệu thanh khoản suy yếu, áp lực từ tỷ giá và lạm phát, chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động nhiều khả năng đã tạo đáy và sẽ có thể nhích nhẹ trong thời gian còn lại của năm, giao động trong khoản 4.75% - 5.35% giữ nguyên so với báo cáo trước đó (+0.15% - 0.75% từ vùng đáy hiện tại). Lãi suất cho vay bình quân sẽ khó có thể giảm sâu thêm khi lãi suất huy động dự kiến tăng nhẹ, cầu tín dụng phục hồi đi kèm với thị trường bất động sản phục hồi trong nửa cuối năm. Do đó, chúng tôi dự báo lãi suất cho vay sẽ duy trì đi ngang với biên độ $\pm 0.25\%$ cho đến cuối năm.

Các yếu tố trọng yếu tác động tới mặt bằng lãi suất huy động:

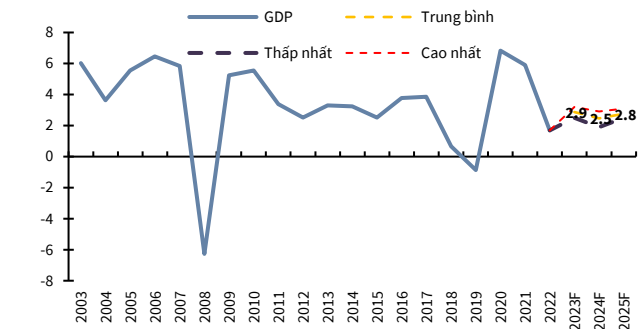
- **Nhu cầu tín dụng được dự báo sẽ gia tăng trong nửa sau của năm.** Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi rõ nét vào nửa sau năm 2024, tương đồng với sự phục hồi của nền kinh tế trước những động lực tăng trưởng như sự phục hồi của lĩnh vực xuất khẩu từ mức nền thấp cùng kỳ; sự thâm thấu của chính sách tiền tệ hạ lãi suất, và chính sách tài khóa đẩy mạnh đầu tư công; thị trường bất động sản ấm dần lên nhờ chính sách tháo gỡ khó khăn của Chính phủ; bên cạnh các động lực khác như vốn FDI, tiêu dùng nội địa cải thiện.
- Trên thực tế, sau 2 tháng đầu năm tăng trưởng tín dụng âm do chịu ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ, cũng như yếu tố kỹ thuật do tăng trưởng cao đột biến vào tháng 12/2023, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế tính đến hết 25/03 đã tăng trở lại lên mức 0.26% YTD.
- Dù vậy, KBSV cho rằng sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ tương đối chậm do vấn đề thiếu nguồn cung và các dự án sẵn sàng triển khai, trong khi mặt bằng giá bất động sản các khu vực trung tâm hiện vẫn đang neo cao. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng trong năm đạt 14% - 15%. Nhu cầu tín dụng gia tăng sẽ kéo theo cầu huy động, từ đó gây tăng lãi suất huy động

Biểu đồ 46. Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam theo các tổ chức tài chính



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 47. Dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu theo các tổ chức tài chính (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

- **Áp lực lạm phát đáng lưu ý.** CPI và Core CPI tháng 3 lần lượt -0.23% và +0.03% MoM, bình quân 1Q2024 lần lượt tăng 3.77% và 2.81% (Biểu đồ 14). So với 1Q2023, các nhóm ngành tác động chính là lương thực tăng 16.51% (trong đó giá gạo tăng 21.7%); nhà ở và VLXD tăng 5.4% do giá thuê nhà, giá nước và giá điện tăng; nhóm giáo dục tăng 9.02% do tăng học phí và nhóm dịch vụ y tế tăng 6.51% do giá điều chỉnh theo thông tư của Bộ Y tế.
Bên cạnh đó, giá dầu thô Brent đã bật tăng mạnh từ mức 76 USD/thùng đầu năm lên mức quanh 85 USD/thùng trong tháng 3/2024 và được dự báo sẽ còn tiếp tục duy trì đà tăng trong năm 2024 (được đề cập ở phần [Triển vọng ngành Dầu khí – Báo cáo chiến lược](#)) sẽ là yếu tố bất định khiến áp lực lạm phát trở nên khó lường hơn trong phần còn lại của năm 2024. Trong kịch bản tiêu cực, giá dầu Brent vượt vùng 93\$/thùng sẽ gây áp lực đến

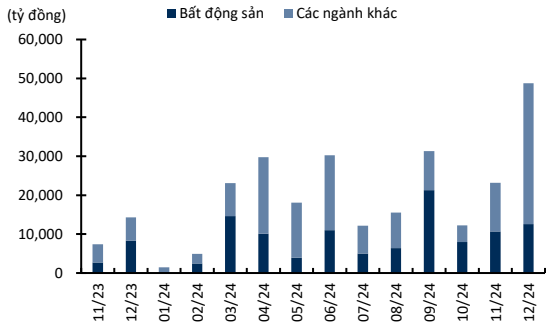
Những gì chúng tôi lo lắng về rủi ro địa chính trị đã thực sự xảy ra, khiến cho giá dầu bật tăng mạnh. Đồng thời, dấu hiệu lạm phát quay trở lại tại Mỹ ngày một rõ ràng, theo đó lạm phát của Việt Nam cũng chịu áp lực. Mặc dù lạm phát vẫn còn cách xa mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 4.5%, nhưng việc tốc độ tăng ngày một nhanh trong các tháng gần đây đang nhắc nhở các nhà điều hành không được chủ quan với lạm phát.

- Đối với tỷ giá, việc thời điểm FED hạ lãi suất bị đẩy lùi sang quý 3 cùng 1 số yếu tố nội tại khác, như chúng tôi có đánh giá chi tiết ở phần sau của báo cáo, sẽ là yếu tố khiến **áp lực tỷ giá rủi ro hơn trong năm 2024.**

Các yếu tố trọng yếu tác động tới mặt bằng lãi suất cho vay:

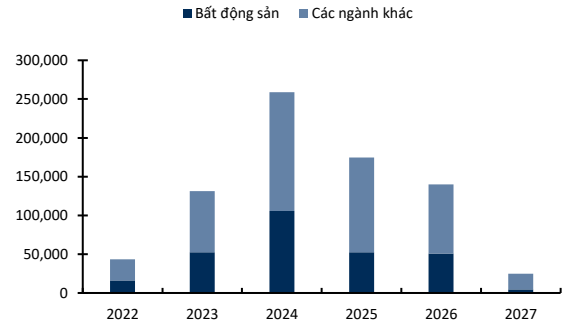
- Lãi suất cho vay về cơ bản đã giảm nhanh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, khiến cho dư địa để giảm thêm cho phần còn lại của năm là không nhiều. Các khoản huy động với chi phí cao của ngân hàng hầu hết đã đáo hạn đầu năm 2024, theo đó chi phí đi vay cũng phản ứng tương đối nhanh chóng.
- Nợ xấu vẫn là một vấn đề cần lưu tâm. Tình hình kinh tế khó khăn trong năm 2023 đã khiến nợ xấu nội bảng của toàn hệ thống đến cuối năm đạt 4.55% (+2.03% YoY), chưa kể là các khoản nợ xấu được tạm thời cơ cấu lại, bán cho VAMC mà chưa được xử lý. Dự báo tình hình nợ xấu trong năm 2024 có thể áp lực do (1) thông tư 02 hết hiệu lực và (2) bộ đệm dự phòng của các ngân hàng thu hẹp.
- Kênh trái phiếu vẫn chưa phục hồi. Ngân hàng được dự báo vẫn sẽ là kênh huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp khi thị trường trái phiếu vẫn chưa phục hồi trong 1Q2024, trong khi áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2024 cao kỷ lục lên tới gần 258 nghìn tỷ và tập trung chủ yếu từ 2Q2024 trở đi. Do đó, lãi suất cho vay khó có thể giảm sâu.

Biểu đồ 48. Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn theo tháng



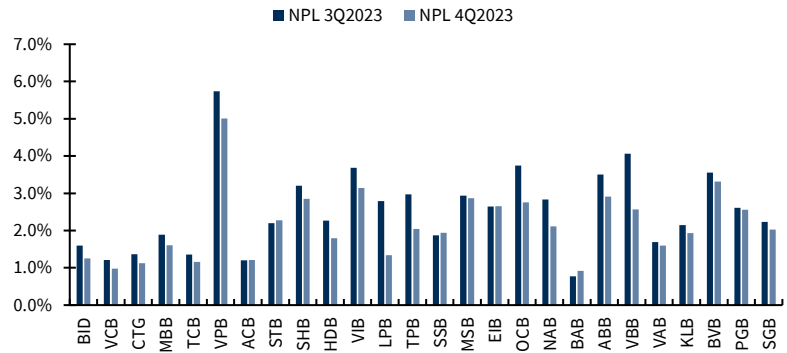
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 49. Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn theo năm



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 50. Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng



Nguồn: TCTK, KBSV

Tỷ giá

Tỷ giá USD/VND 1Q2024 - Tỷ giá liên ngân hàng và chợ đen tăng mạnh

Diễn biến tỷ giá liên ngân hàng trong 1Q2024

Tỷ giá liên ngân hàng 1Q2024 tăng mạnh chủ yếu đến từ đà tăng của chỉ số DXY, nhu cầu nhập khẩu tăng và các hoạt động găm giữ USD cũng như carry trade. NHNN mặc dù nhận thấy những áp lực ngay từ đầu năm, đã chủ động phát hành tín phiếu từ đầu tháng 3 nhưng không đạt được hiệu quả như mong muốn. Chúng tôi cho rằng lí do khiến cho đợt phát hành tín phiếu này trở nên kém hiệu quả do động thái này chỉ tác động tới hoạt động carry trade của các ngân hàng, trong khi nhu cầu thanh toán USD để nhập khẩu và các hoạt động xuất khẩu nhưng trì hoãn, găm giữ USD vẫn tiếp diễn. Tính đến 09/04, tỷ giá liên ngân hàng đang duy trì ở vùng đỉnh kể từ đầu năm, đạt 24,948 USD/VND (+2.8% YTD).

Tỷ giá chợ đen diễn biến tiêu cực giai đoạn 1Q2024 do áp lực từ giá vàng

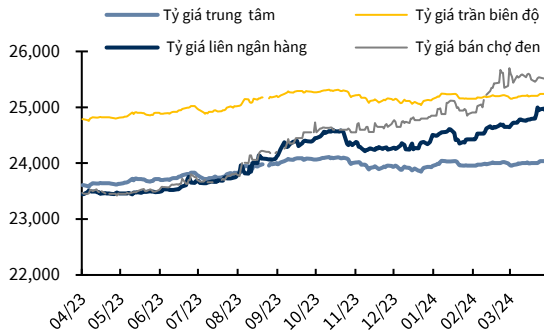
Tỷ giá chợ đen đã duy trì đà tăng liên tục từ tháng 5/2023, vượt đỉnh 25,380 vào tháng 11/2023 và vẫn đang duy trì ở vùng đỉnh vào thời điểm hiện tại. Cụ thể, tính đến 09/04 tỷ giá chợ đen đạt 25,420 USD/VND (+2.6% YTD). Đà tăng của tỷ giá chợ đen chủ yếu đến từ việc giá vàng thế giới tăng phi mã, tạo sự chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới (có thời điểm lên tới 20 triệu đồng/lượng) kích thích nhu cầu arbitrage khiến tỷ giá chợ đen tăng mạnh so với tỷ giá liên ngân hàng.

NEER và REER diễn biến cùng chiều

Tỷ giá danh nghĩa đa phương (NEER) và tỷ giá thực đa phương (REER) có diễn biến cùng chiều trong 1Q2024. Cụ thể, tại 29/03/2024 NEER tăng 0.7% YTD và REER tăng 2.2% YTD (tương đồng với việc VND lên giá trị so với các đối tác thương mại và lên giá mạnh hơn khi xét đến yếu tố lạm phát). NEER giảm chủ yếu do VND đều mất giá so với USD, EUR, CNY trong khi lên giá mạnh so với JPY, KRW và THB kìm hãm đà giảm của NEER. REER tăng mạnh hơn phản ánh lạm phát của Việt Nam trong giai đoạn đầu năm cao hơn so với lạm phát bình quân của các đối tác thương mại chính.

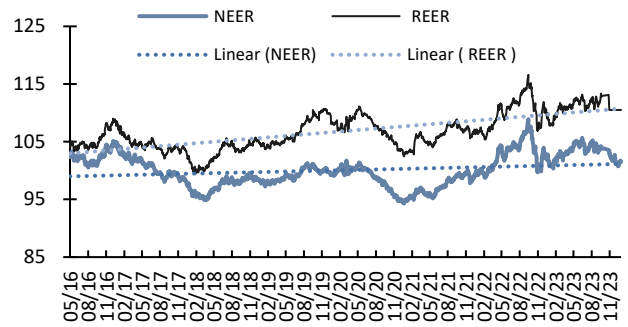
Giai đoạn đầu năm 2023 vẫn là một giai đoạn khó khăn cho NHNN trong công cuộc điều hành tỷ giá, nhất là khi ngoài những áp lực hiện hữu từ 2023 thì còn chịu thêm sức ép từ diễn biến của giá vàng. Dù vậy, nếu xét với đồng tiền các quốc gia khác trong khu vực, VND vẫn đang duy trì độ mất giá tương đương với CNY, KRW và THB.

Biểu đồ 51. Tỷ giá USD/VND



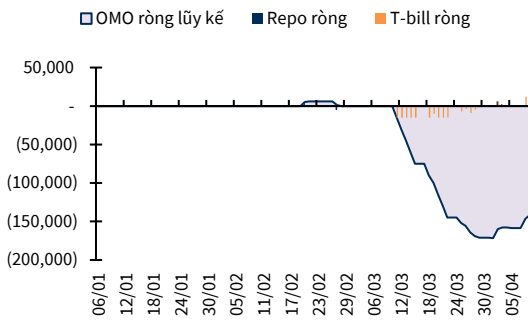
Nguồn: Bloomberg, Fiingroup, KBSV

Biểu đồ 52. NEER và REER (điểm)



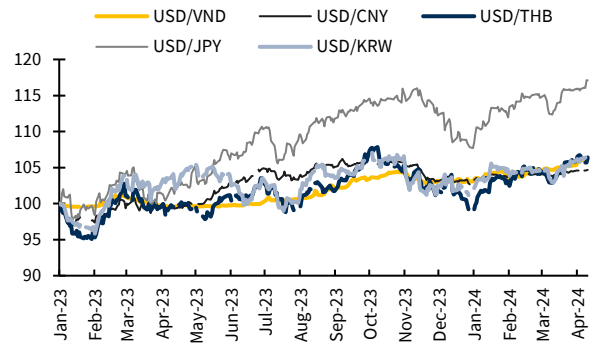
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 53. Diễn biến hoạt động thị trường mở



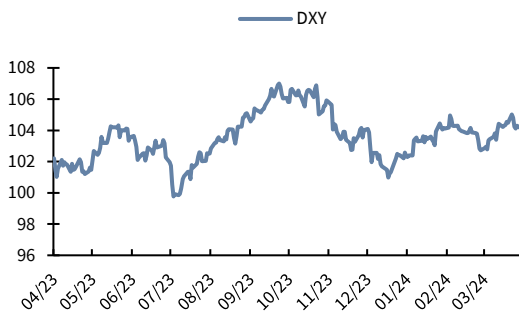
Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 54. Tỷ giá USD/VND so với các đồng tiền các quốc gia khác



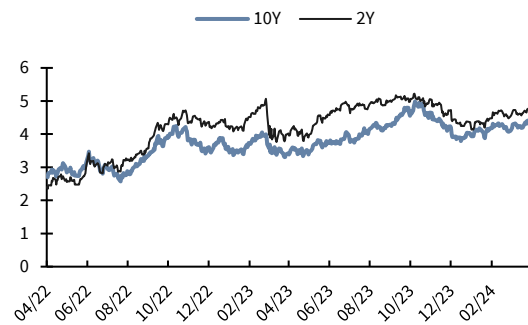
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 55. DXY



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 56. US bond yield



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo tỷ giá 2024

Tỷ giá USD/VND dự báo tiếp tục chịu áp lực lớn

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng tỷ giá USD/VND sẽ còn tiếp tục chịu áp lực lớn trong phần còn lại của năm 2024, được dự báo tăng 3% đạt mức 25,000 VND/USD do mặc dù cán cân tổng thể dự báo tích cực hơn nhưng áp lực từ DXY và chênh lệch lãi suất âm giữa USD và VND tiếp tục duy trì với sự điều chỉnh về FED Pivot xuống tháng 9.

Bảng 4. Bảng xác suất cắt giảm lãi suất theo hợp đồng tương lai (12/04/2024)

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
01/05/2024			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,6%	93,4%
12/06/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	22,9%	75,8%
31/07/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	8,6%	41,0%	50,0%
18/09/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	3,8%	21,9%	44,7%	29,5%
07/11/2024	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	8,4%	27,7%	40,8%	22,0%
18/12/2024	0,0%	0,0%	0,5%	4,4%	17,2%	33,6%	32,2%	12,0%
29/01/2025	0,0%	0,2%	1,8%	8,5%	22,5%	33,2%	25,7%	8,1%
19/03/2025	0,1%	0,9%	4,7%	14,5%	27,1%	30,0%	18,2%	4,6%
30/04/2025	0,3%	1,9%	7,4%	18,0%	27,9%	26,7%	14,4%	3,3%

Nguồn: CME Group, KBSV

Xuất nhập khẩu dự báo phục hồi tích cực nhưng thặng dư có thể giảm

Chúng tôi tăng dự báo về cán cân tổng thể trong năm 2024 với mức thặng dư 10 – 12 tỷ USD, do các hoạt động xuất nhập khẩu tính đến 1Q2024 tích cực hơn và được dự báo sẽ còn tăng trưởng, trong khi áp lực từ hoạt động carry trade giảm do mặt bằng lãi suất liên ngân hàng sẽ không còn thấp như giai đoạn trước. Cụ thể:

- Xuất khẩu dự kiến phục hồi tích cực với mức tăng trưởng dự báo đạt 10% - 14% do (1) nhu cầu tiêu thụ tại các nước đối tác lớn ấm lên; (2) Tăng trưởng tồn kho tại Mỹ và EU chạm đáy và (3) Xuất khẩu cũng sẽ hưởng lợi từ triển vọng tích cực của ngành công nghiệp bán dẫn và linh kiện điện tử toàn cầu. (Trang 7).
- Nhập khẩu được dự báo còn nhiều dư địa để tăng trưởng theo sự phục hồi của nền kinh tế nội địa. Tính chung quý I/2024, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 84,98 tỷ USD, tăng 13,9% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm trước giảm 15,4%). Đánh chú ý khi nhóm hàng tư liệu sản xuất tăng mạnh hơn nhóm vật phẩm tiêu dùng, cho thấy nhu cầu của doanh nghiệp để phục hồi sản xuất.
- Xuất nhập khẩu dịch vụ giảm bớt thâm hụt do dư địa phục hồi của ngành du lịch, đặc biệt là với nhóm khách du lịch Trung Quốc

Dòng vốn FDI, kiều hối tiếp tục ổn định và tăng trưởng

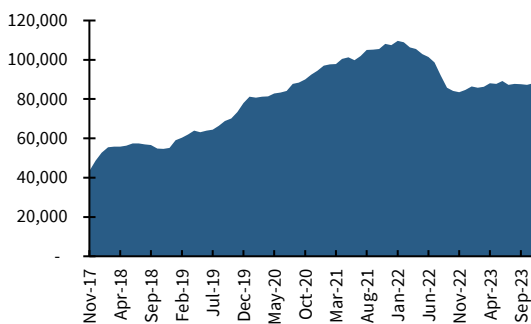
- Dòng vốn FDI và kiều hối tăng trưởng ổn định (với các lí do đã trình bày ở trang 9), sẽ thúc đẩy dòng vốn FDI tiếp tục chảy vào Việt Nam và là nguồn cung ngoại tệ ổn định cho năm 2024.

Chênh lệch lãi suất USD/VND giảm giúp giảm bớt áp lực tỷ giá

- Chênh lệch lãi suất trên thị trường giảm không những giảm tình trạng găm giữ đầu cơ của các doanh nghiệp mà còn giảm bớt áp lực carry trade của hệ thống ngân hàng. Chúng tôi dự báo lãi suất liên ngân hàng ON sẽ duy trì trong khoản 2%-3% trong giai đoạn còn lại của năm, giúp giảm bớt áp lực tỷ giá

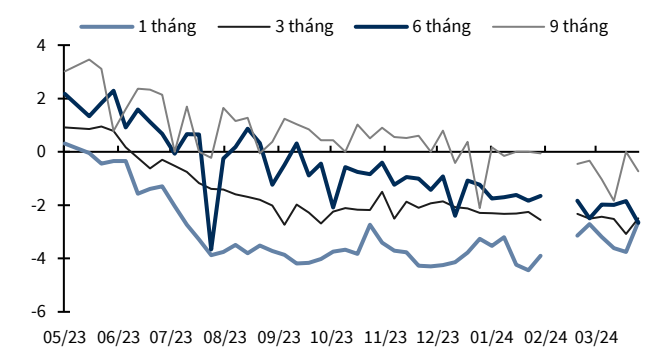
Với các áp lực ngoại biên từ đà tăng của DXY, Bond yield Mỹ và giá vàng, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ vẫn tập trung vào việc phát hành tín phiếu kho bạc. Tuy nhiên, nếu các áp lực này tiếp tục gia tăng, đặc biệt trong kịch bản Brent vượt 93, lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ 10 năm vượt 4.7%, NHNN có thể sẽ phải can thiệp bằng việc bán kỳ hạn hoặc bán thẳng dự trữ ngoại hối để ổn định tỷ giá.

Biểu đồ 57. Việt Nam – Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 58. Chênh lệch lãi suất USD – VND (%)



Nguồn: NHNN, KBSV

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.