

# KINH TẾ VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Thiết lập lại mặt bằng định giá

---

## Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Thị Bảo Trân      tran.ntb@miraeasset.com.vn

Trần Thị Ngọc Hòa      hoa.ttn@miraeasset.com.vn

Đông Thanh Tuấn      tuan.dt@miraeasset.com.vn

# NỘI DUNG

## ① Cập nhật về xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam 3

[Tóm tắt]

Bán lẻ  
Sản xuất công nghiệp  
Xuất khẩu  
Vốn FDI giải ngân  
Vốn FDI đăng ký  
Vốn đầu tư từ NSNN  
CPI  
Tăng trưởng tín dụng  
Mục tiêu tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong 2024  
Các sự kiện chính

## ② Cập nhật về ổn định vĩ mô Việt Nam 12

[Tóm tắt]

Bối cảnh thế giới  
Thế lưỡng nan của Ngân hàng Nhà nước: Tỷ giá và lãi suất  
Áp lực nợ đáo hạn  
Vấn đề nợ xấu

## ③ Cập nhật về xu hướng thị trường chứng khoán 22

[Tóm tắt]

Diễn biến thị trường chứng khoán và các sự kiện chính  
Lợi nhuận quý 3/2023 theo ngành của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE  
Lợi nhuận quý 3/2023 của VN30  
Đánh giá tổng quan và cập nhật triển vọng

# [Tóm tắt] Phần 1. Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam

## Những dấu hiệu phục hồi

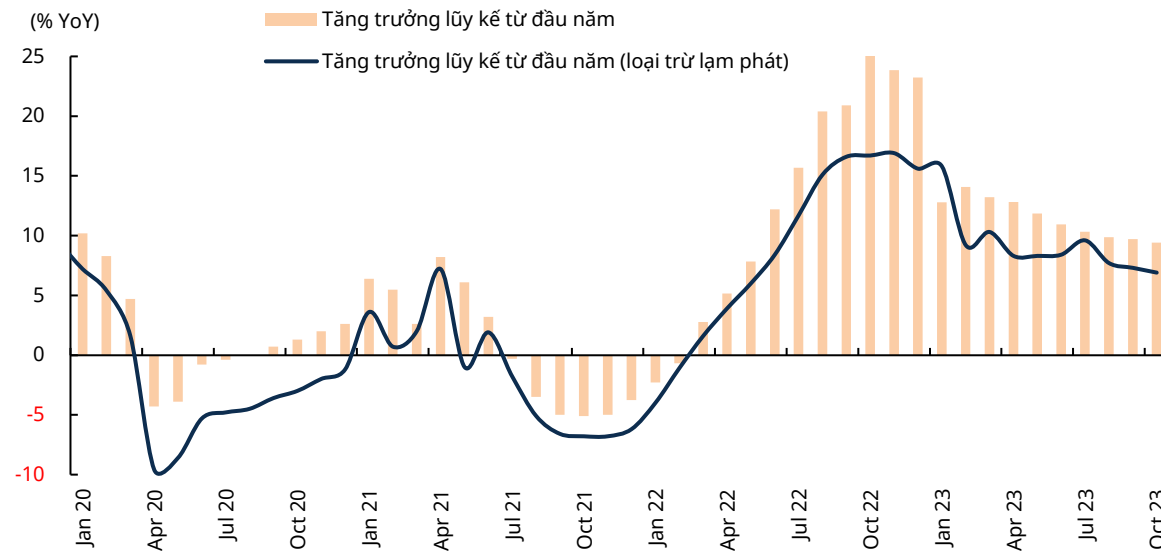
| Chỉ số                      | Tháng 10/2023            | 10 tháng đầu năm                 | Đánh giá  | Kỳ vọng  |
|-----------------------------|--------------------------|----------------------------------|---|--|
| <b>Tăng trưởng bán lẻ</b>   | +7% YoY<br>+1,5% MoM     | +9,4% YoY                        | <b>Cải thiện, nhưng tốc độ hồi phục đang chậm lại</b> | Bán lẻ hàng hóa kì vọng giữ đà hồi phục, nhờ vào lãi suất giảm và tăng trưởng kinh tế giữ đà tăng trưởng. Du lịch tiếp tục hồi phục: 1) mùa cao điểm du lịch vào những tháng cuối năm; 2) thực hiện cấp thị thực điện tử, thời hạn thị thực điện tử được nâng lên từ 30 ngày thành 90 ngày kể từ giữa tháng 8.   |
| <b>Sản xuất công nghiệp</b> | +4,1% YoY<br>+5,5% MoM   | +0,5% YoY                        | <b>Cải thiện</b>                                      | Sản xuất công nghiệp kì vọng cải thiện hơn để phục vụ hoạt động xuất khẩu các tháng cuối năm. Theo S&P Global PMI, hoạt động mua hàng tăng trong tháng 10, và đây là lần tăng thứ ba liên tiếp trong bối cảnh các công ty nỗ lực tăng dự trữ hàng hóa đầu vào để đáp ứng nhu cầu sản xuất được dự kiến tăng.   |
| <b>Xuất khẩu</b>            | +5,9% YoY<br>+5,3% MoM   | -7,1% YoY                        | <b>Cải thiện</b>                                      | Xuất khẩu kì vọng sẽ duy trì tăng trưởng dương trong các tháng tới, trong bối cảnh nhu cầu của một số thị trường xuất khẩu dần khả quan hơn trong các tháng cuối năm và lượng hàng tồn kho của Mỹ đã giảm từ mức đỉnh.<br>Rủi ro chính cần theo dõi: Tăng trưởng kinh tế chậm hơn dự kiến của các đối tác xuất khẩu chính.   |
| <b>Vốn FDI giải ngân</b>    | +3,2 % YoY               | +2,4 % YoY                       | <b>Ổn định</b>  | Cơ hội thu hút đầu tư FDI từ các mối quan hệ đối tác chiến lược toàn diện:<br>- Quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ có thể mở đường cho các dự án FDI từ nước này đến Việt Nam (hiện chỉ chiếm 2,6% tổng vốn FDI của các dự án còn hiệu lực), đặc biệt trong lĩnh vực bán dẫn và năng lượng tái tạo.   |
| <b>Vốn FDI đăng ký</b>      | +49,9 % YoY              | +14,7 % YoY                      | <b>Cải thiện</b>                                      | - Việt Nam và Nhật Bản (chiếm 15,7% tổng vốn FDI của các dự án còn hiệu lực) đang lên kế hoạch nâng cấp mối quan hệ song phương lên đối tác chiến lược toàn diện.<br>Các động lực dài hạn: 1) Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng; 2) các chính sách hỗ trợ và cam kết hướng tới mức phát thải carbon bằng 0 vào năm 2050.   |
| <b>Vốn đầu tư từ NSNN</b>   | +20,7% YoY               | +22,6% YoY<br>65,8% kế hoạch năm | <b>Duy trì tăng trưởng</b>                            | Đầu tư công dự kiến sẽ là động lực chính để duy trì tốc độ tăng trưởng GDP, trong bối cảnh các động lực tăng trưởng khác còn đang chậm.  |
| <b>CPI</b>                  | +3,59% YoY<br>+0,08% MoM | +3,2% YoY                        | <b>Duy trì dưới mức mục tiêu của Chính phủ</b>        | Một điểm tích cực là lạm phát toàn cầu đã hạ nhiệt trong thời gian gần đây, giúp Việt Nam giảm bớt áp lực từ nhập khẩu lạm phát.<br>Tuy nhiên, lạm phát tiếp tục áp lực bởi: 1) Giá dầu thế giới chịu áp lực từ cuộc chiến Hamas-Israel; 2) Giá gạo tăng trong bối cảnh nhu cầu tại các thị trường châu Á và châu Phi tăng lên.  |
| <b>Tăng trưởng tín dụng</b> | +0,17% MoM               | +7,1% YTD                        | <b>Tăng chậm</b>                                      | Chúng tôi kì vọng tín dụng tăng trưởng 12% YoY trong năm 2023, dựa trên cơ sở: 1) Lãi suất cho vay có thể giảm hơn nữa, trên cơ sở lãi suất huy động đã giảm thêm; 2) Yếu tố mùa vụ: Tín dụng thường tăng tốc trong quý 4 trong bối cảnh chi tiêu tiêu dùng và đầu tư công cũng thường tăng tốc trong quý 4; 3) Xuất khẩu đã có dấu hiệu khởi sắc, đi kèm sản xuất trong nước đang dần sôi động hơn. |

# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam

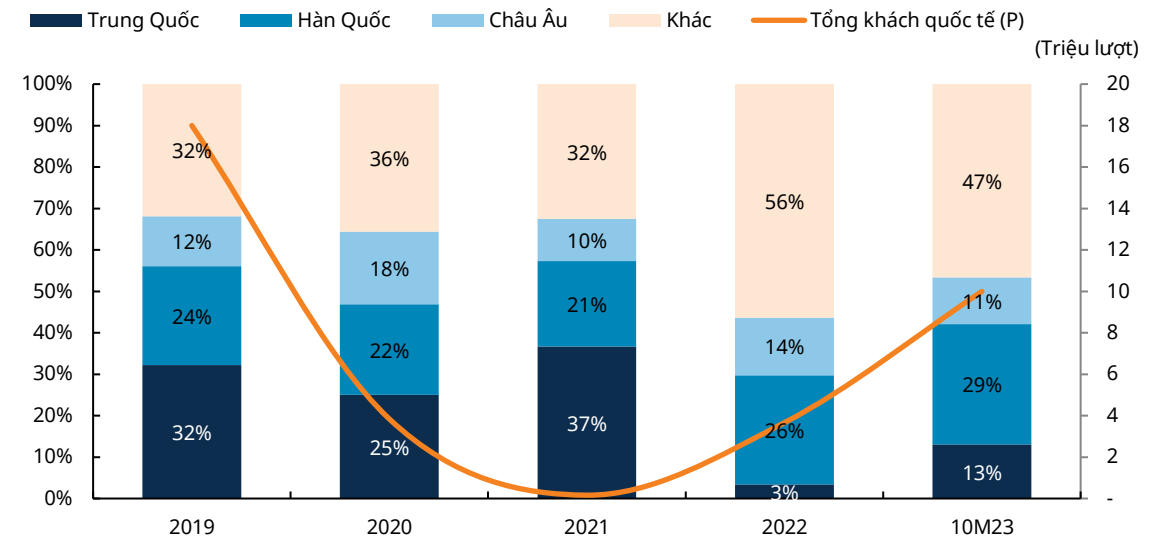
**Bán lẻ: Cải thiện, nhưng tốc độ hồi phục đang chậm lại**

- Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng duy trì đà tăng trưởng dương trong tháng 10, mặc dù tốc độ tăng có phần chậm lại so với tháng 9. Trong đó, bán lẻ hàng hóa tăng 6,7% YoY trong tháng 10 (so với +8,4% YoY trong tháng 9). Doanh thu từ dịch vụ duy trì tốc độ tăng trưởng (dịch vụ lưu trú ăn uống: +14,9% YoY, dịch vụ du lịch: +51,4% YoY) trong tháng 10. Số lượt khách quốc tế tháng 10 tăng 130% YoY, duy trì mức trên 1 triệu lượt khách quốc tế tháng thứ 4 liên tiếp. Tính chung 10 tháng, số lượt khách quốc tế đạt gần 10 triệu lượt người, gấp 4,2 lần cùng kỳ năm trước nhưng bằng 69% so với cùng kỳ năm 2019.
  - Khách quốc tế từ Trung Quốc vẫn hồi phục yếu trong bối cảnh nền kinh tế Trung Quốc còn nhiều khó khăn. Tính trong 10 tháng đầu năm, khách Trung Quốc chiếm 13% tổng lượt khách quốc tế đến Việt Nam (so với tỷ trọng hơn 30% giai đoạn trước dịch Covid) và chỉ bằng 29% so với cùng kì năm 2019.
  - Khách quốc tế từ Hàn Quốc hồi phục khả quan hơn trong 10M23 (tương đương 83% so với 10M19).
- Bán lẻ hàng hóa kì vọng giữ đà hồi phục, nhờ vào lãi suất giảm và tăng trưởng kinh tế giữ đà tăng trưởng.
- Động lực cho du lịch: 1) mùa cao điểm du lịch vào những tháng cuối năm; 2) thực hiện cấp thị thực điện tử, thời hạn thị thực điện tử được nâng lên từ 30 ngày thành 90 ngày kể từ giữa tháng 8.

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ



Lưu lượng khách quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp dữ liệu từ GSO

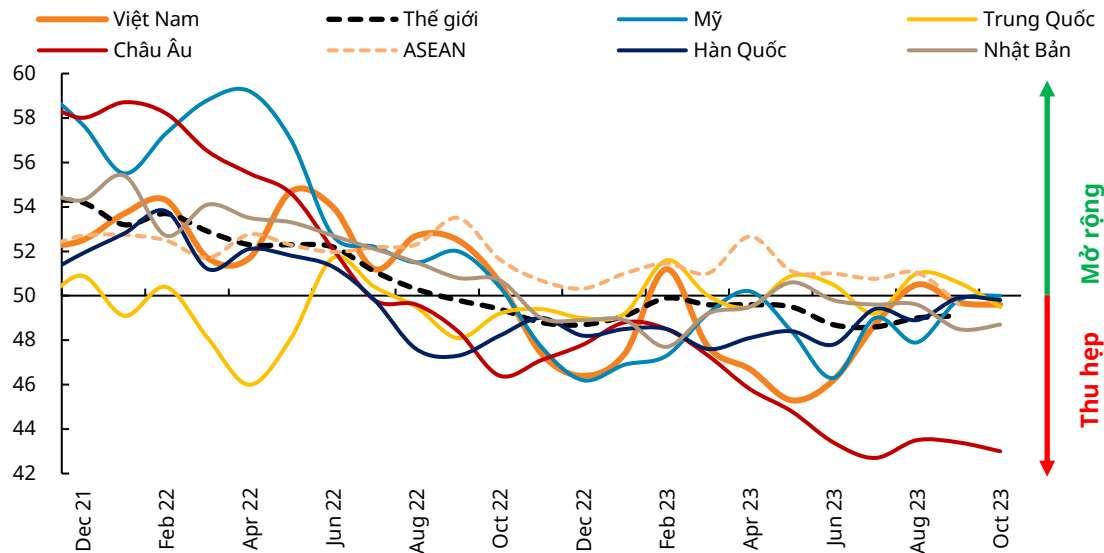
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp dữ liệu từ GSO

# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

## Sản xuất công nghiệp: Cải thiện

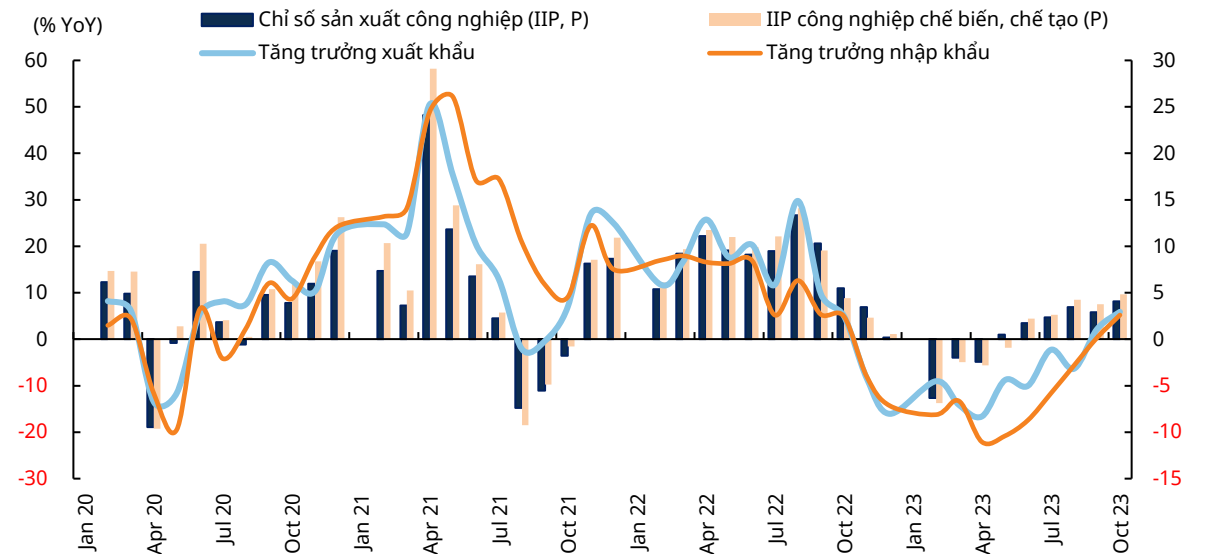
- IIP tháng 10 ước tính tăng tốc so với tháng 9 tăng 4,1% YoY (IIP tháng 9 điều chỉnh xuống +2,9% YoY từ mức ước tính +5,1% YoY). IIP lũy kế 10 tháng đầu năm tăng 0,5% YoY (duy trì mức tăng trưởng dương IIP lũy kế trong 2 tháng liên tiếp). Các ngành công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục cải thiện (+4,9% YoY) trong tháng 10: Sản xuất chế biến thực phẩm (+12,4% YoY), Dệt (+18,1% YoY), Sản xuất trang phục (+11,1% YoY), Sản xuất sản phẩm từ cao su và plastic (+15,3% YoY), Sản xuất kim loại (+14,3% YoY).
- Theo S&P Global PMI, chỉ số PMI sản xuất Việt Nam vẫn nằm dưới ngưỡng 50 điểm trong tháng 10 (tháng 10: 49,6; tháng 9: 49,7), cho thấy sức khỏe của ngành sản xuất suy giảm tháng thứ hai liên tiếp. Tuy vậy, số lượng đơn đặt hàng mới đã tăng tháng thứ ba liên tiếp khi có các dấu hiệu cải thiện nhu cầu khách hàng, mặc dù tốc độ tăng trưởng chỉ là nhẹ và là mức yếu nhất trong thời kỳ tăng hiện nay.
- Sản xuất công nghiệp kì vọng cải thiện hơn, trong bối cảnh xuất khẩu cải thiện trong các tháng cuối năm. Theo S&P Global PMI, hoạt động mua hàng tiếp tục tăng trong tháng 10, và đây là lần tăng thứ ba liên tiếp trong bối cảnh các công ty nỗ lực tăng dự trữ hàng hóa đầu vào để đáp ứng nhu cầu sản xuất được dự kiến tăng.

Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam và các đối tác thương mại lớn



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ dữ liệu Bloomberg

Xuất khẩu chuyển sang tăng trưởng dương trong 2 tháng gần đây



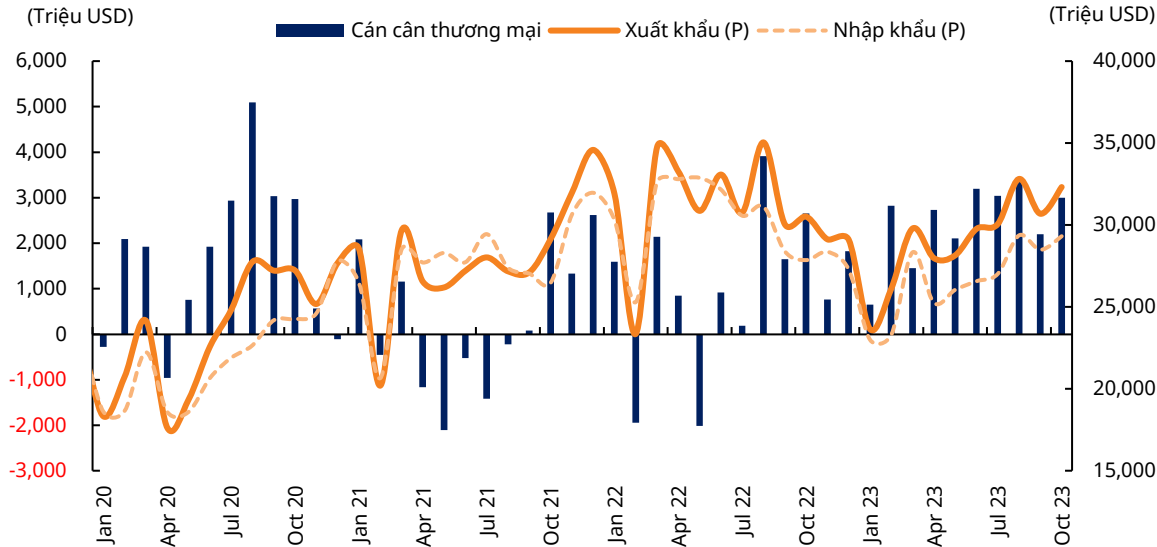
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Tổng cục hải quan, GSO

# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

## Xuất khẩu: Cải thiện

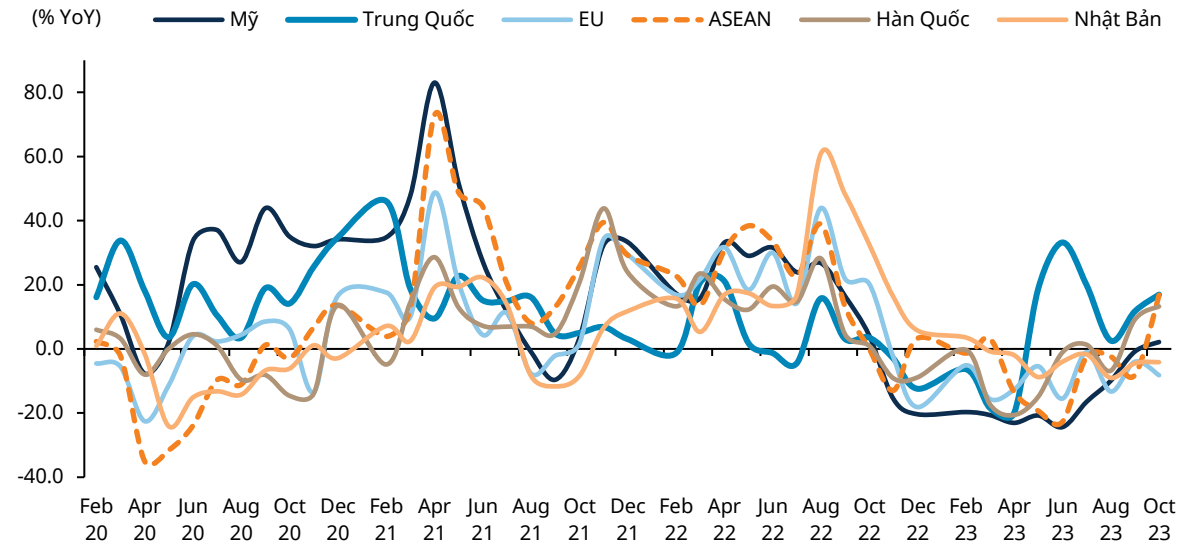
- Xuất khẩu mở rộng đà tăng trưởng dương tháng thứ 2 liên tiếp, nhờ vào sự hồi phục của thị trường Mỹ, ASEAN, và Hàn Quốc, riêng thị trường Trung Quốc đã duy trì tăng trưởng dương 6 tháng liên tiếp.
- Trong tháng 10, xuất khẩu ước đạt 32,31 tỷ USD (+5,9% YoY; +5,3% MoM; trong đó, doanh nghiệp nội địa: +15,1% YoY, doanh nghiệp FDI: +3% YoY) và nhập khẩu ước đạt 29,31 tỷ USD (+5,2% YoY; +2,9% MoM). Mức suy giảm của xuất khẩu (-7,1% YoY) và nhập khẩu (-12,3% YoY) thu hẹp trong 10M23. Cán cân thương mại duy trì thặng dư (tháng 10: 3 tỷ USD và 10M23: 24,61 tỷ USD).
- Xuất khẩu kì vọng sẽ duy trì tăng trưởng dương trong các tháng tới, trong bối cảnh nhu cầu của một số thị trường xuất khẩu dần khả quan hơn trong các tháng cuối năm và lượng hàng tồn kho của Mỹ đã giảm từ mức đỉnh.
- Rủi ro chính cần theo dõi: Tăng trưởng kinh tế chậm hơn dự kiến của các đối tác xuất khẩu chính.

### Xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Tổng cục hải quan, GSO

### Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam theo đối tác thương mại



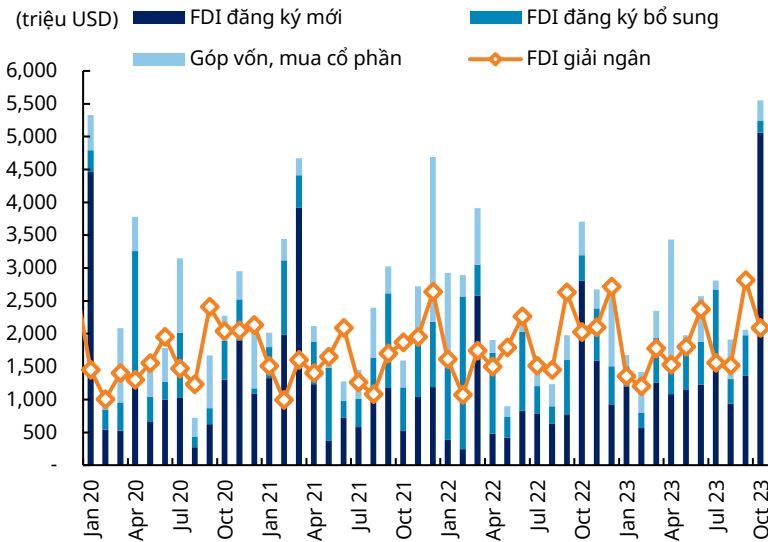
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp, Tổng cục hải quan, GSO

# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

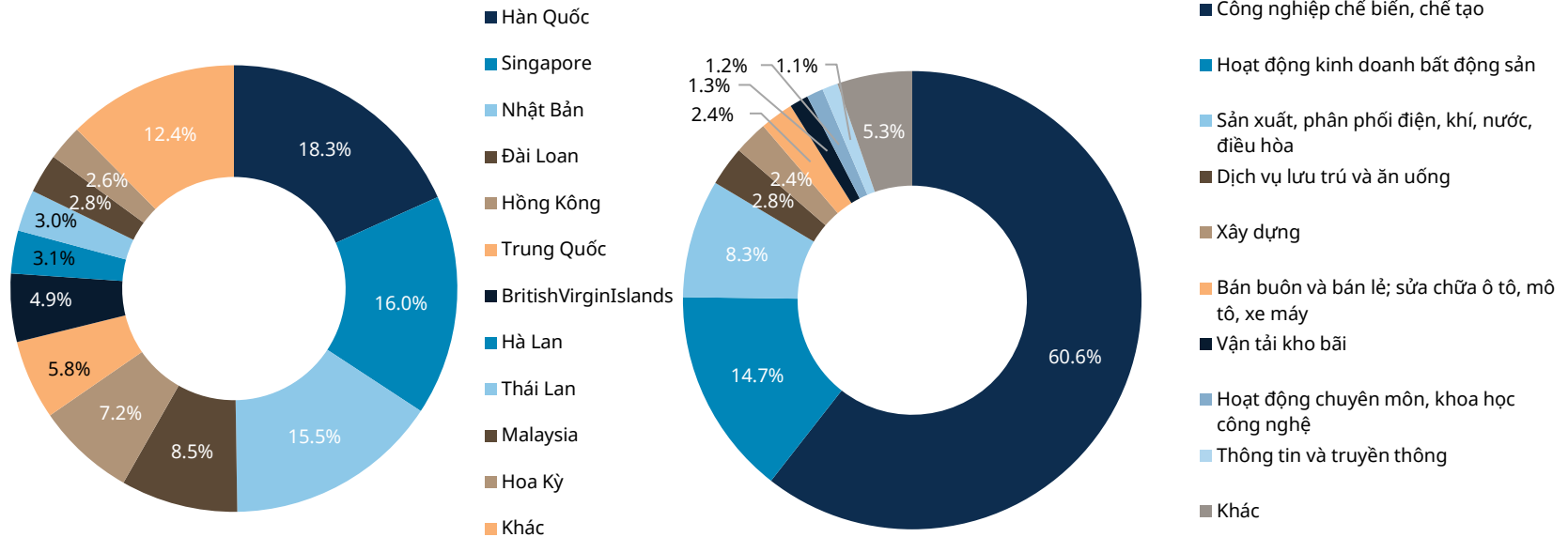
## FDI: Cải thiện

- FDI giải ngân ổn định: 18 tỷ USD (+2,4% YoY) trong 10 tháng đầu năm. FDI đăng ký và góp vốn mua cổ phần tăng tốc: 25,76 tỷ USD (+14,7% YoY) trong 10 tháng đầu năm. Trong đó, vốn đăng ký mới của Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt 13,27 tỷ USD (86,7% tổng vốn đăng ký cấp mới), Kinh doanh bất động sản đạt 756 triệu USD (chiếm 4,9%).
- Các dự án lớn trong tháng 10: 1) Tổ hợp công nghệ tế bào quang điện Jinko solar Hải Hà Việt Nam (1,5 tỷ USD); 2) Nhà máy Liteon Quảng Ninh (690 triệu USD).
- Liên quan tới thuế tối thiểu toàn cầu, Nghị quyết về việc áp dụng thuế thu nhập doanh nghiệp bổ sung theo quy định chống xói mòn cơ sở thuế toàn cầu và Nghị quyết về việc áp dụng thí điểm chính sách hỗ trợ đầu tư trong lĩnh vực công nghệ cao chưa được đưa vào nội dung thảo luận ở kì họp quốc hội tháng 10 này.
- Cơ hội thu hút đầu tư FDI từ các mối quan hệ đối tác chiến lược toàn diện: 1) Quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ có thể mở đường cho các dự án FDI từ nước này đến Việt Nam (chiếm 2,6% tổng vốn FDI của các dự án còn hiệu lực), đặc biệt trong lĩnh vực bán dẫn và năng lượng tái tạo; 2) Việt Nam và Nhật Bản (chiếm 15,7% tổng vốn FDI của các dự án còn hiệu lực) đang lên kế hoạch nâng cấp mối quan hệ song phương lên đối tác chiến lược toàn diện.
- Động lực dài hạn: 1) đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng; 2) các chính sách hỗ trợ và cam kết hướng tới mức phát thải carbon bằng 0 vào năm 2050.

Dòng vốn FDI



Vốn FDI đăng ký lũy kế của các dự án còn hiệu lực tính tới 20/10/2023



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ MPI

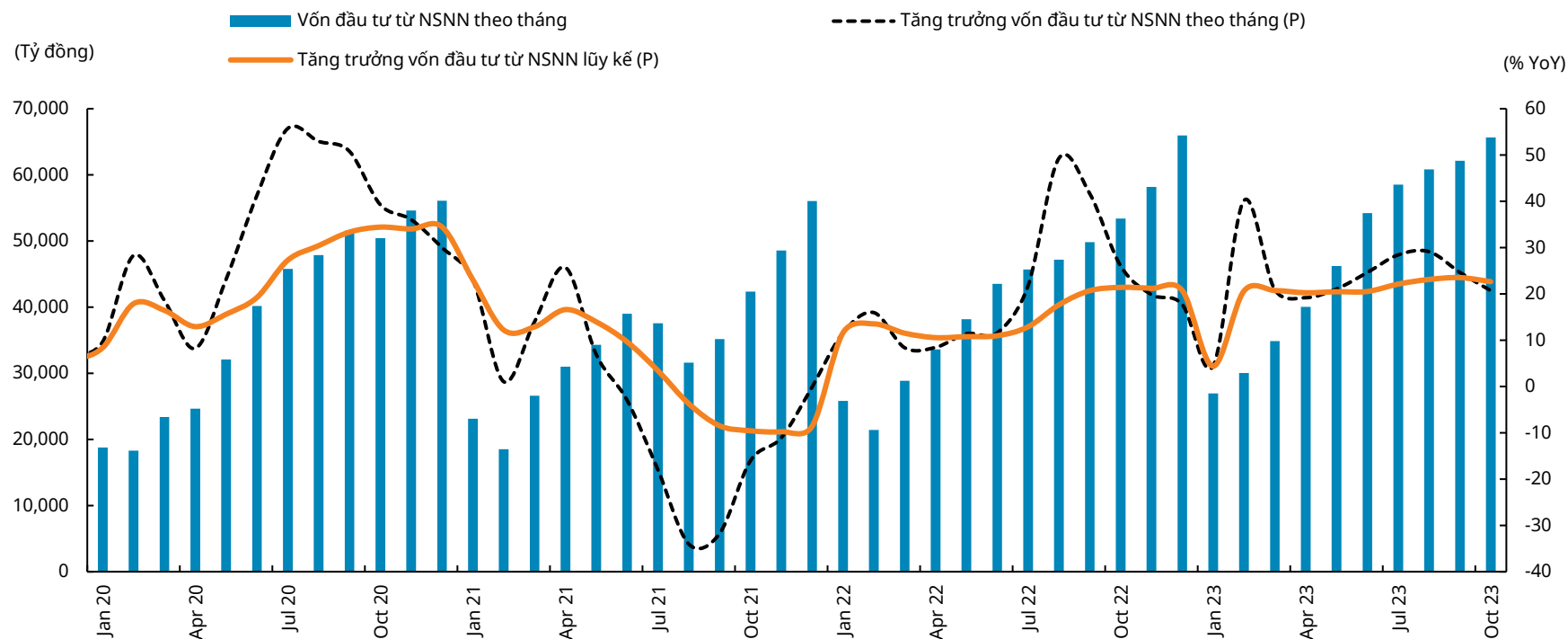
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ MPI

# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

## Đầu tư công: Duy trì tăng trưởng

- Trong 10M23, vốn đầu tư thực hiện từ NSNN ước đạt 479,3 nghìn tỷ đồng, bằng 65,8% kế hoạch năm và tăng 22,6% YoY (cùng kỳ năm 2022 bằng 65,1% và tăng 21,1% YoY). Đáng chú ý, vốn đầu tư thực hiện từ NSNN của Bộ giao thông vận tải tăng 77,8% YoY trong 10M23. Trong 10M23, thặng dư NSNN lũy kế đạt 41,1 nghìn tỷ đồng (so với dự toán đầu năm là thâm hụt 455,5 nghìn tỷ đồng) tạo dư địa cho tăng trưởng đầu tư công trong thời gian tới.
- Đầu tư công dự kiến sẽ là động lực chính để duy trì tốc độ tăng trưởng GDP, trong bối cảnh các động lực tăng trưởng khác còn đang chậm.

Vốn đầu tư hàng tháng từ Ngân sách nhà nước



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp dữ liệu từ GSO



# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

## Lạm phát: Thấp hơn mức lạm phát mục tiêu 4,5%

- Lạm phát trong tháng 10 (+3,59% YoY) thấp hơn so với mức tăng trong tháng 9 (+3,66% YoY), nhờ sự hạ nhiệt của chỉ số giá Đồ uống và thuốc lá, Nhà ở và vật liệu xây dựng. Lạm phát cơ bản trong tháng 10 (+3,43% YoY) tiếp tục xu hướng hạ nhiệt, ghi nhận mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm. Bình quân 10 tháng đầu năm, lạm phát tăng 3,2% YoY, duy trì mức thấp hơn mục tiêu 4,5% của Chính phủ. Lạm phát cơ bản bình quân 10 tháng đầu năm tăng 4,38% YoY.
- Lạm phát kì vọng duy trì dưới mức mục tiêu 4,5% của Chính phủ trong năm 2023. Một điểm tích cực là lạm phát toàn cầu đã hạ nhiệt trong thời gian gần đây, giúp Việt Nam giảm bớt áp lực từ nhập khẩu lạm phát. Tuy nhiên, lạm phát tiếp tục áp lực bởi: 1) Giá dầu thế giới chịu áp lực từ cuộc chiến Hamas-Israel; 2) Giá gạo tăng trong bối cảnh nhu cầu tại các thị trường châu Á và châu Phi tăng lên.

### Chỉ số lạm phát Việt Nam

| Lạm phát (% YoY)             | Tỷ trọng | Xu hướng | 2022 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2023 |      |      |      |      |       |      |      |      |      |            |
|------------------------------|----------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------------|
|                              |          |          | T1   | T2   | T3   | T4   | T5   | T6   | T7   | T8   | T9   | T10  | T11  | T12  | T1   | T2   | T3   | T4   | T5   | T6    | T7   | T8   | T9   | T10  | Trung bình |
| <b>CPI</b>                   |          |          | 1.9  | 1.4  | 2.4  | 2.6  | 2.9  | 3.4  | 3.1  | 2.9  | 3.9  | 4.3  | 4.4  | 4.5  | 4.9  | 4.3  | 3.4  | 2.8  | 2.4  | 2.0   | 2.1  | 3.0  | 3.7  | 3.6  | 3.2        |
| <b>CPI cơ bản</b>            |          |          | 0.7  | 0.7  | 1.1  | 1.5  | 1.6  | 2.0  | 2.6  | 3.1  | 3.8  | 4.5  | 4.8  | 5.0  | 5.2  | 5.0  | 4.9  | 4.6  | 4.5  | 4.3   | 4.1  | 4.0  | 3.8  | 3.4  | 4.4        |
| Lương thực thực phẩm         | 33.6%    |          | -0.1 | -0.2 | 1.0  | 1.1  | 1.3  | 2.3  | 3.0  | 3.3  | 3.7  | 5.1  | 5.2  | 5.2  | 6.1  | 4.3  | 4.0  | 3.6  | 3.6  | 3.3   | 2.6  | 2.3  | 2.9  | 2.8  | 3.5        |
| Nhà ở và vật liệu xây dựng   | 18.8%    |          | 3.5  | 0.4  | 1.7  | 2.7  | 2.2  | 1.5  | 1.1  | 1.4  | 4.4  | 5.4  | 6.0  | 7.1  | 6.9  | 7.9  | 6.7  | 5.2  | 6.4  | 6.5   | 6.5  | 7.1  | 7.3  | 6.9  | 6.7        |
| Giao thông                   | 9.7%     |          | 14.5 | 15.5 | 18.3 | 16.6 | 18.4 | 21.4 | 15.2 | 8.9  | 6.7  | 1.8  | 0.9  | -0.2 | 0.1  | -0.2 | -4.9 | -3.9 | -8.9 | -12.0 | -9.3 | -0.3 | 3.2  | 3.9  | -3.4       |
| Thiết bị và đồ dùng gia đình | 6.7%     |          | 1.2  | 1.2  | 1.4  | 1.6  | 1.8  | 2.0  | 2.2  | 2.5  | 2.5  | 2.6  | 2.6  | 2.7  | 2.9  | 2.7  | 2.7  | 2.3  | 2.2  | 2.1   | 1.9  | 1.8  | 1.8  | 1.7  | 2.2        |
| Giáo dục                     | 6.2%     |          | -3.8 | -3.3 | -3.2 | -2.3 | -2.2 | -2.1 | -2.0 | -0.6 | 8.4  | 10.6 | 11.0 | 11.8 | 11.6 | 10.4 | 8.4  | 6.0  | 5.7  | 5.7   | 5.6  | 5.0  | 7.2  | 7.1  | 7.3        |
| May mặc, mũ nón và giày dép  | 5.7%     |          | 0.9  | 0.7  | 1.0  | 1.1  | 1.3  | 1.5  | 1.8  | 2.1  | 2.2  | 2.3  | 2.2  | 2.4  | 2.8  | 2.6  | 2.5  | 2.3  | 2.2  | 2.2   | 2.0  | 2.0  | 2.1  | 2.0  | 2.3        |
| Thuốc và dịch vụ y tế        | 5.4%     |          | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6   | 0.6  | 0.5  | 0.6  | 0.5  | 0.6        |
| Văn hoá, giải trí và du lịch | 4.6%     |          | -0.1 | 0.3  | 0.5  | 1.8  | 2.8  | 3.4  | 4.3  | 4.8  | 4.8  | 4.8  | 5.0  | 5.0  | 5.3  | 4.7  | 4.7  | 3.0  | 2.5  | 2.3   | 1.7  | 1.3  | 1.4  | 1.3  | 2.8        |
| Bưu chính viễn thông         | 3.1%     |          | -0.7 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | -0.3 | -0.5 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.5 | -0.6  | -0.9 | -1.1 | -1.3 | -1.3 | -0.7       |
| Đồ uống và thuốc lá          | 2.7%     |          | 2.8  | 2.2  | 2.6  | 2.7  | 3.0  | 3.2  | 3.4  | 3.5  | 3.4  | 3.6  | 3.5  | 3.8  | 4.4  | 3.8  | 3.7  | 3.6  | 3.4  | 3.2   | 3.0  | 3.1  | 3.0  | 2.8  | 3.4        |

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê

Lưu ý: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

## Tăng trưởng tín dụng: Tăng chậm

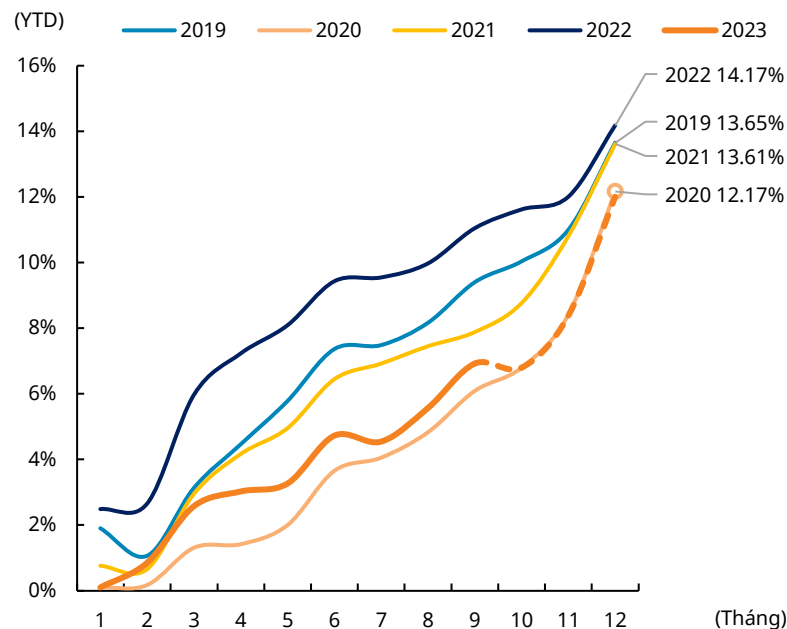
- Theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), tính đến 27/10/2023, tín dụng đối với nền kinh tế tăng 7,1% YTD (so với mức +6,92% YTD tính tới cuối tháng 9). Điều này phản ánh sức hấp thụ vốn của nền kinh tế còn thấp trong bối cảnh khó khăn chung cũng như sự thận trọng của các ngân hàng trong việc cấp tín dụng.
- Chúng tôi giữ nguyên kì vọng tín dụng tăng trưởng 12% YoY trong năm 2023, dựa trên cơ sở: 1) Lãi suất cho vay có thể giảm hơn nữa, trên cơ sở lãi suất huy động đã giảm thêm; 2) Yếu tố mùa vụ: Tín dụng thường tăng tốc trong quý 4 trong bối cảnh chi tiêu tiêu dùng và đầu tư công cũng thường tăng tốc trong quý 4; 3) Xuất khẩu đã có dấu hiệu khởi sắc, đi kèm sản xuất trong nước đang dần sôi động hơn.

Cân đối giữa tăng trưởng tín dụng và tiền gửi



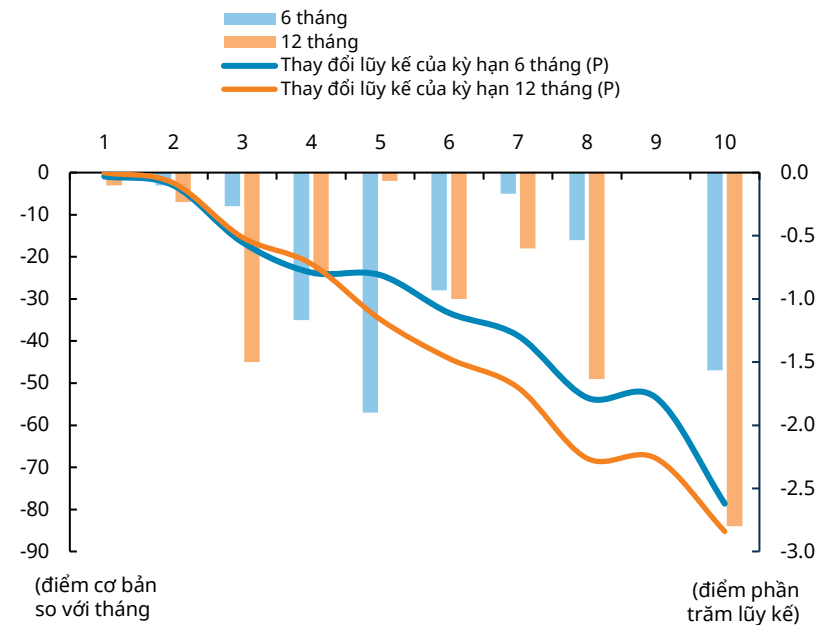
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ NHNN

Tín dụng kì vọng tăng tốc trong tháng 11 và 12



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ NHNN

Lãi suất cho vay tiếp tục giảm trên cơ sở lãi suất huy động đã giảm thêm



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

# ① Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

Các mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong năm 2024 từ kỳ họp Quốc hội khóa XV

| 9 tháng đầu năm 2023   | Mục tiêu 2023<br>(01/NQ-CP ngày 6/1/2023)  | Mục tiêu 2023<br>(Cập nhật trong cuộc họp Quốc hội tháng 10/2023)  | Mục tiêu 2024   |
|--|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Tăng trưởng GDP: 4.24%</li><li>• Lạm phát: 3.16%</li><li>• Tăng trưởng tín dụng: 6.92%</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Tăng trưởng GDP: 6.5%</li><li>• Lạm phát: 4.5%</li><li>• Tăng trưởng tín dụng: 14%</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Tăng trưởng GDP: 5%</li><li>• Lạm phát: 4.5%</li><li>• Tăng trưởng tín dụng: 14%</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Tăng trưởng GDP: 6.0%–6.5%</li><li>• Lạm phát: 4.0–4.5%</li><li>• Tăng trưởng tín dụng: 15%</li></ul> |

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ dữ từ GSO và kế hoạch của Quốc hội.

## [Tóm tắt] Phần 2. Ổn định vĩ mô Việt Nam

### Bối cảnh thế giới

- Việc thắt chặt chính sách tiền tệ có tác động tích cực lẫn tiêu cực đối với nền kinh tế. Chính sách này giúp giảm đòn bẩy trong nền kinh tế, nhưng cũng tạo ra những thách thức đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ đang gặp khó khăn trong việc tiếp cận các khoản vay và sự suy giảm của nhu cầu tiêu dùng, đặc biệt là trong giai đoạn phục hồi sau đại dịch COVID-19.
- Thị trường chứng khoán của các nền kinh tế lớn đã bước vào giai đoạn điều chỉnh kể từ tháng 7 năm 2023 do lãi suất tăng cao đã ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh và định giá của doanh nghiệp.
- Đặc biệt ở Mỹ, các lần tăng lãi suất liên tiếp đã đẩy lợi suất trái phiếu và lãi suất thế chấp lên mức cao nhất kể từ năm 2006. Trong khi đó, chi tiêu tiêu dùng của người tiêu dùng tăng nhanh hơn so với tăng trưởng lương trong 4 tháng qua, gây ra lo ngại về sự suy giảm của mức sống trong khi tiết kiệm của hộ gia đình cũng đạt mức thấp kỷ lục.
- Bất động sản đối mặt với những thách thức đa chiều từ suy giảm nhu cầu đến tỷ suất lợi nhuận yêu cầu cao hơn do mức lãi suất thế chấp lên mức cao nhất trong lịch sử. Tại Mỹ, bất động sản thương mại (CRE) được quan tâm khi xu hướng làm việc từ xa làm giảm nhu cầu thuê văn phòng, hơn nữa việc lãi suất thế chấp đạt mức gần như cao nhất trong lịch sử gây ảnh hưởng khả năng trả nợ của người vay.
- Trong khi đó, Trung Quốc tiếp tục giảm bớt đòn bẩy cho thị trường bất động sản tại đất nước này, trong khi thúc đẩy tăng trưởng thông qua đầu tư công.

### Việt Nam nỗ lực duy trì sự ổn định vĩ mô trong bối cảnh thế giới có nhiều biến số cần theo dõi

- Xu hướng tăng giá của đồng USD (chỉ số DXY) trong những tuần gần đây liên tiếp tạo áp lực lên tỷ giá USD/VND. Điều này đặt ra một thách thức đáng kể đối với quyết định vận hành của NHNN khi không thể cùng lúc duy trì dự trữ ngoại hối và giữ mặt bằng lãi suất điều hành thấp.
- Chúng tôi duy trì một quan điểm thận trọng đối với xu hướng phục hồi của thị trường bất động sản khi nhu cầu tiêu dùng và lòng tin của nhà đầu tư vẫn chưa có sự cải thiện đáng kể. Ngoài ra, nếu lãi suất cao kéo dài đi cùng với tiêu chuẩn tín dụng siết chặt sẽ khiến cho việc giải quyết tình trạng này càng trở nên khó khăn hơn.
- Trong khi đó, chúng tôi đặc biệt theo dõi diễn biến của ngành ngân hàng sau khi giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ ngày 01/10/2023 (theo lộ trình của Thông tư 08/2020/TT-NHNN). Điều này sẽ khiến tăng chi phí sử dụng vốn ngắn hạn trong việc điều chỉnh tỷ lệ thông qua việc phát hành giấy chứng nhận tiền gửi để đáp ứng yêu cầu của NHNN, qua đó làm áp lực lên biên thu nhập lãi thuần (NIM).

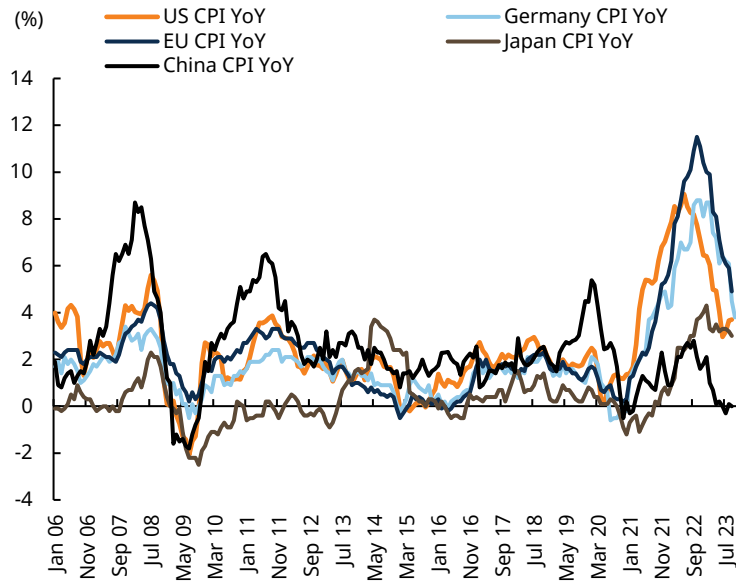
## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam

### Bối cảnh thế giới (1): Lạm phát

### Hạ cánh mềm trong nền kinh tế bất định

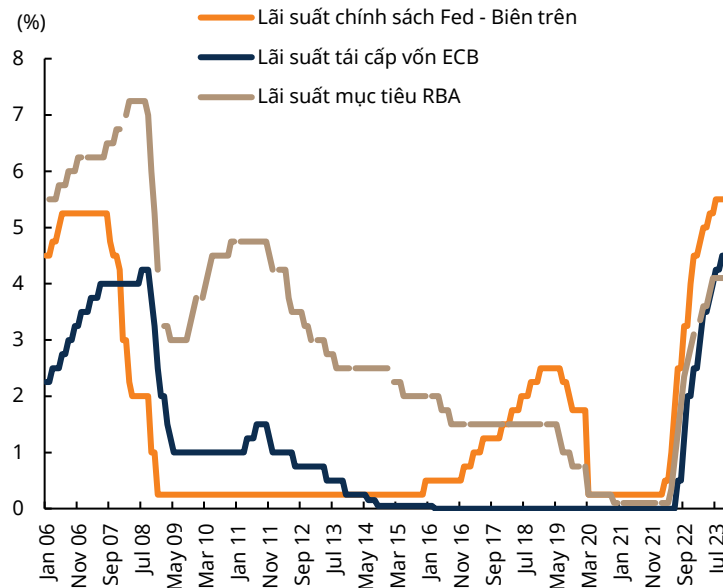
- Trong thời gian gần đây, việc tăng lãi suất và các chính sách thắt chặt tiền tệ khác không chỉ làm giảm tăng trưởng tín dụng mà còn làm suy giảm sức mua của người tiêu dùng và ảnh hưởng đến định giá của tài sản rủi ro.
- Hầu hết các nước phát triển đã ghi nhận lạm phát đạt đỉnh vào quý 3/2022, với một độ trễ nhất định so với chu kỳ lạm phát tại Mỹ. Fed đã tiến hành các biện pháp mạnh mẽ để đưa lạm phát xuống ngưỡng 2% bằng cách tăng lãi suất nhiều lần trong suốt năm 2022 và những tháng đầu năm 2023. Mặc dù lạm phát đã hạ nhiệt trong thời gian qua, chúng tôi tin rằng việc đạt được mục tiêu lạm phát 2% của Fed vẫn cần thêm thời gian để tác động của việc lãi suất hoàn toàn thấm thấu vào nền kinh tế. Điều này là do tác động trực tiếp của chi phí thuê nhà (vốn chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong rổ CPI) có sức ỳ (stickiness) cao hơn so với các hàng hóa khác như thực phẩm hoặc năng lượng.
- Hơn nữa, chúng tôi cũng ghi chú mối tương quan nghịch giữa lãi suất và hiệu suất thị trường chứng khoán toàn cầu. Hầu hết các thị trường chứng khoán ở các quốc gia phát triển đã bước vào giai đoạn điều chỉnh kể từ tháng 7/2023. Đặc biệt là Chỉ số Hang Seng đã liên tục giảm từ tháng 2/2023, chủ yếu do áp lực từ thị trường bất động sản tại Trung Quốc.

#### Lạm phát tại một số quốc gia phát triển



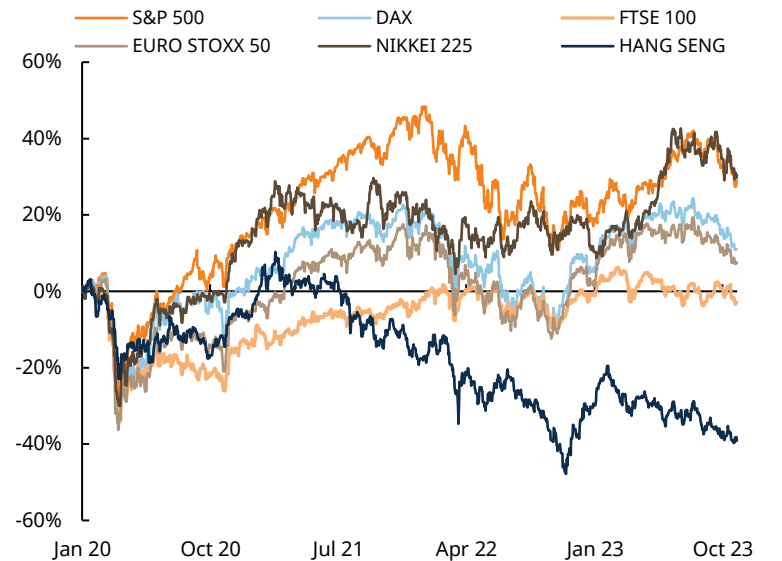
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

#### Các NHTƯ liên tục tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

#### Chứng khoán hạ nhiệt khi lãi suất cao tác động đến định giá



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

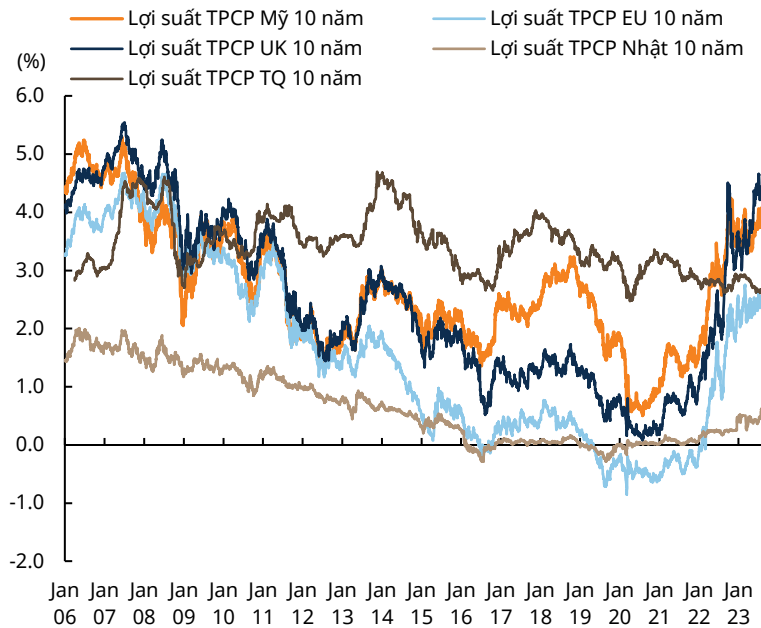
## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

### Bối cảnh thế giới (2): Nợ

### Cần có giải pháp bền vững

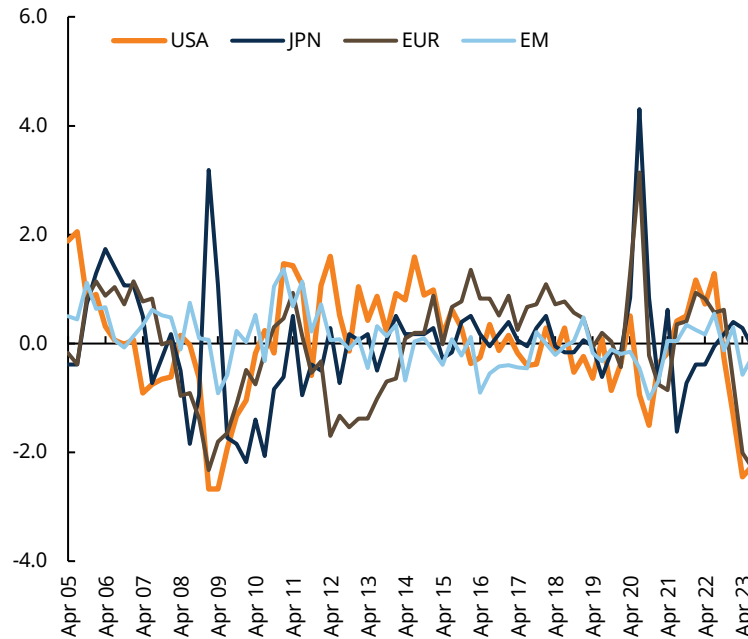
- Trong thời kỳ hậu COVID-19, chính sách nới lỏng tiền tệ đã mở ra một giai đoạn tiền rẻ nhằm kích thích tiêu dùng. Tuy nhiên, các chính sách này cũng đồng thời gia tăng rủi ro thanh toán đối với các cá nhân và doanh nghiệp có sức khỏe tài chính yếu, khi chính sách tiền tệ thắt chặt được ban hành nhằm kiểm soát lạm phát. Đáng chú ý, xu hướng Mỹ và EU đã trải qua có phần giống nhau, với việc liên tục tăng lãi suất chính sách làm giảm nhu cầu vay của các doanh nghiệp, kèm theo thắt chặt các tiêu chuẩn cho vay hơn để quản lý các rủi ro mang tính hệ thống. Trong khi đó, các thị trường mới nổi (EM) đã có sự trễ hơn (lagging) so với các diễn biến tổng thể tại các quốc gia phát triển (DM).
- Bên cạnh đó, việc siết chặt tiêu chuẩn cho vay mang đến những tác động tích cực lẫn tiêu cực đối với nền kinh tế. Chính sách này giúp giảm đòn bẩy trong nền kinh tế, nhưng cũng tạo ra những thách thức đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ đang gặp khó khăn trong việc tiếp cận các khoản vay và sự suy giảm của nhu cầu tiêu dùng, đặc biệt là trong giai đoạn phục hồi sau đại dịch COVID-19.

Lợi suất trái phiếu nhiều nước đạt mức đỉnh mới kể từ 2006



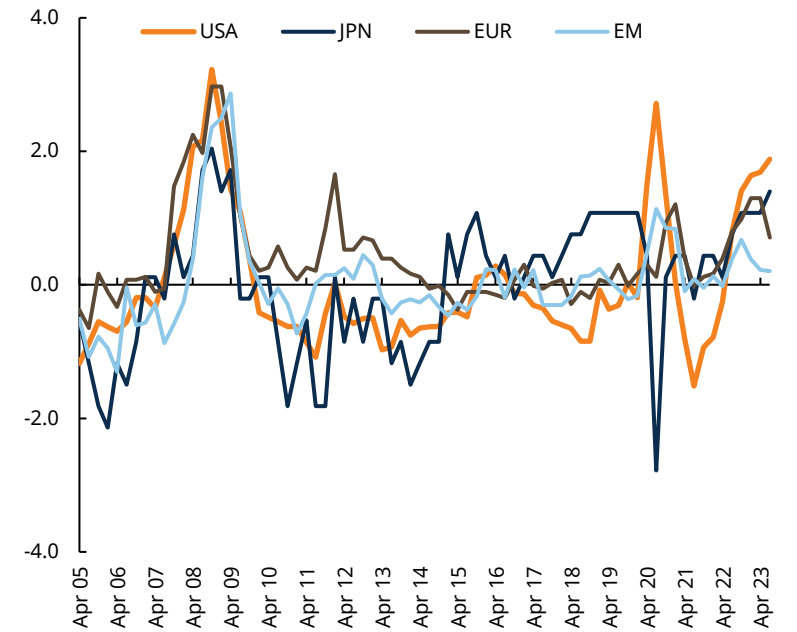
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

Nhu cầu tín dụng của doanh nghiệp giảm từ nửa cuối 2022



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ IMF  
Ghi chú: Đối với nhu cầu vay, giá trị dương cho thấy nhu cầu tích cực hơn; giá trị âm cho thấy nhu cầu suy yếu. Dữ liệu được cập nhật đến tháng 7/2023.

Tiêu chuẩn cho vay được siết chặt ở các quốc gia phát triển



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ IMF  
Ghi chú: Đối với tiêu chuẩn tín dụng, giá trị dương cho thấy tiêu chuẩn cho vay thắt chặt hơn; ngược lại cho thấy nới lỏng tiêu chuẩn cho vay. Dữ liệu được cập nhật đến tháng 7/2023.

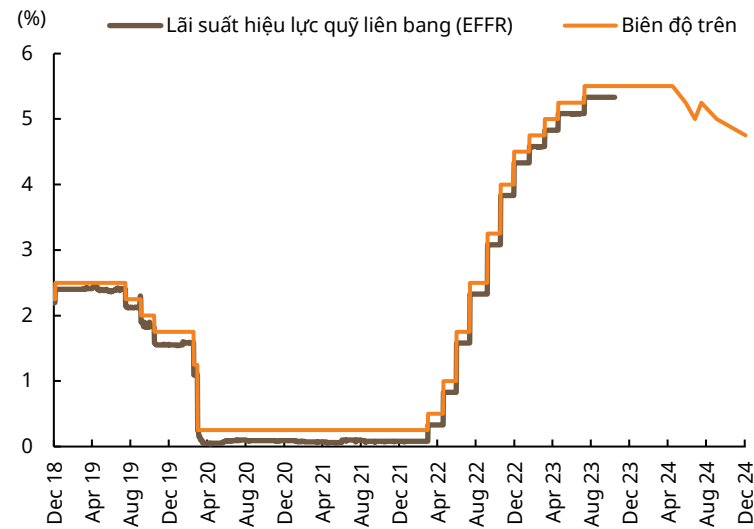
## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

### Bối cảnh thế giới (3): Lãi suất chính sách của Fed và mức lạm phát mục tiêu 2%

#### Chính sách thắt chặt “vừa đủ”

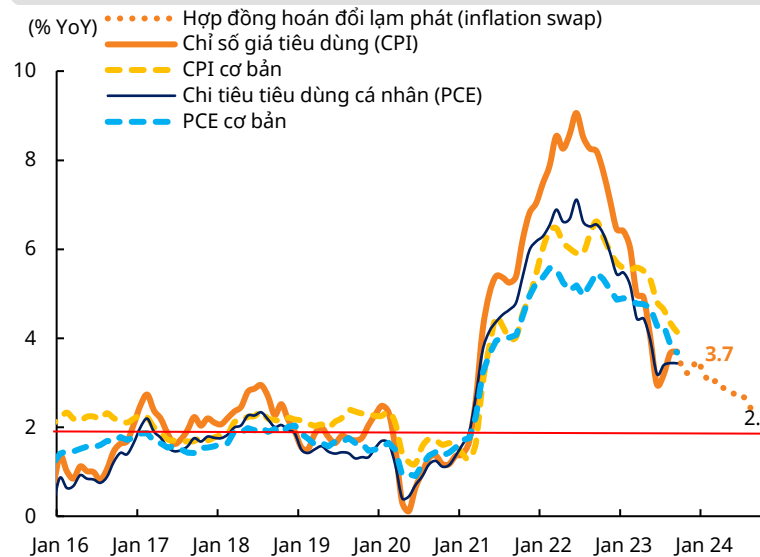
- Trong bài phát biểu gần đây của Chủ tịch Fed, ông Jerome Powell cho rằng nền kinh tế vẫn mạnh (doanh số bán lẻ tháng 9 tăng 0,7% so với tháng trước, đánh dấu tháng thứ 6 tăng trưởng liên tiếp), kèm theo đó là thị trường lao động ổn định và lạm phát đã giảm trong những tháng gần đây nhưng vẫn còn rất xa so với mục tiêu lạm phát 2%. Hiện Fed đã đưa ra một thông điệp rõ ràng hơn thông qua việc tiếp tục giữ nguyên lãi suất trong kỳ họp tháng 11 vừa qua, cũng như đưa ra tín hiệu về các đợt cắt giảm lãi suất vào năm sau.
- Lợi suất trái phiếu Mỹ kỳ hạn 10 năm đã tăng lên 5% lần đầu tiên kể từ năm 2007 vào ngày 19/10/2023, và tỷ suất thực cũng đã tăng lên trên 2%. Điều này góp phần gia tăng áp lực lên chi phí vay, từ lãi suất thế chấp, vay sinh viên cho đến vay mua ô tô. Hơn nữa, nhà đầu tư đang yêu cầu mức sinh lợi cao hơn cho các khoản đầu tư dài hạn do rủi ro tăng cao. Cụ thể, vào tháng 9, phần bù kỳ hạn đã trở lại vùng dương lần đầu tiên trong 2 năm.
- Ngoài việc lợi suất trái phiếu tăng mạnh, chúng tôi cũng quan sát được tỷ suất lợi nhuận (earnings yield) của chỉ số S&P 500 trở nên ít hấp dẫn so với các khoản đầu tư trái phiếu chính phủ ngắn hạn. Điều này là do hiệu suất kinh doanh bị sụt giảm trong bối cảnh niềm tin của người tiêu dùng suy yếu, lạm phát và lãi suất cao.

Lãi suất chính sách của Fed và mức kỳ vọng trong thời gian tới



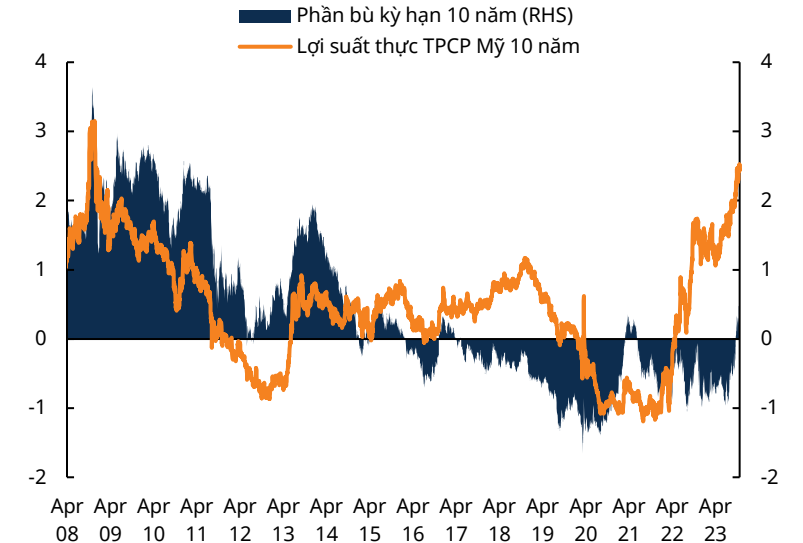
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg. Giới hạn biên trên kể từ tháng 11/2023 đến 12/2024 được ước tính dựa trên công cụ của CME FedWatch, cập nhật vào ngày 30/10/2023.

Quá trình giảm phát vẫn tiếp tục ở Mỹ



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg. CPI từ tháng 10/2023 đến tháng 9/2024 dựa trên hợp đồng hoán đổi lạm phát. Dữ liệu cập nhật vào ngày 31/10/2023.

Nhà đầu tư yêu cầu phần bù trừ kỳ hạn cao hơn trong dài hạn



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg. Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

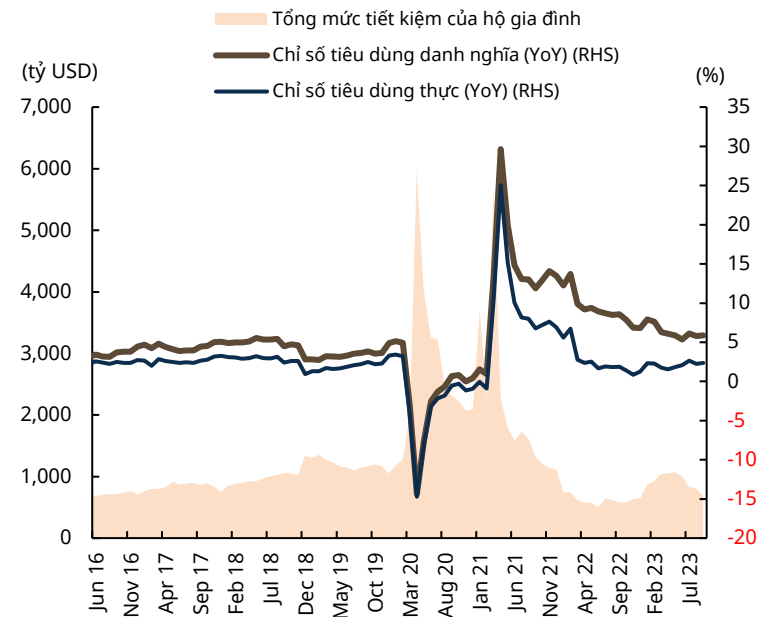
## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

### Bối cảnh thế giới (4): Hoạt động kinh doanh và chi tiêu của người tiêu dùng tại Mỹ

#### Tìm giải pháp cho những thách thức hậu COVID-19

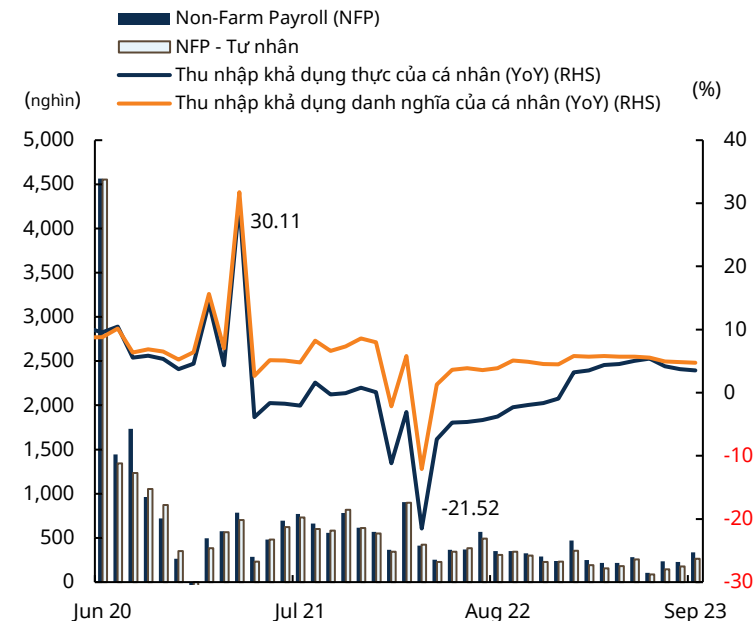
- Trong bối cảnh các doanh nghiệp vẫn chưa hoàn toàn phục hồi sau đại dịch COVID-19, số việc làm trong khu vực tư nhân đã có những cải thiện tích cực, ghi nhận có 263 nghìn việc làm vào tháng 9 năm 2023 (24,9% của mức tăng trưởng việc làm đến từ ngành y tế, trong khi 23% đến từ ngành thực phẩm và đồ uống), cao hơn mức trung bình trong giai đoạn 2017-2019 nhưng vẫn thấp hơn so với giai đoạn 2020-2022 do ảnh hưởng của đợt bùng phát COVID-19 vào tháng 4 năm 2020.
- Mặc dù có sự phát triển tích cực này, tăng trưởng mức thu nhập cá nhân khả dụng tại Mỹ đã thấp hơn tăng trưởng của chi tiêu trong sáu tháng qua, với tỷ lệ tăng lần lượt là 0,34% và 0,74% vào tháng 9 năm 2023. Tiết kiệm của hộ gia đình cũng đang có xu hướng giảm từ khi rời khỏi vùng đỉnh vào năm 2021 (đây cũng là giai đoạn mà Fed liên tục bơm tiền ra thị trường và kích cầu bằng các gói QE và trợ cấp của chính phủ), xuống mức thấp kể từ năm 2006. Những xu hướng này tạo ra một hình ảnh đáng lo ngại cho nền kinh tế Mỹ.
- Một điểm sáng là Chỉ số niềm tin tiêu dùng đã tạm thời cho thấy dấu hiệu phục hồi. Tuy nhiên, trong hai tháng qua, chỉ số này đã giảm, phản ánh một cái nhìn bi quan hơn của người tiêu dùng về triển vọng kinh tế trong tương lai. Điều này đáng lo ngại đặc biệt khi có những tin tức không thuận lợi gần đây như lãi suất thế chấp, lợi suất trái phiếu và xung đột leo thang ở Trung Đông.

#### Mức tiết kiệm của hộ gia đình giảm xuống mức thấp



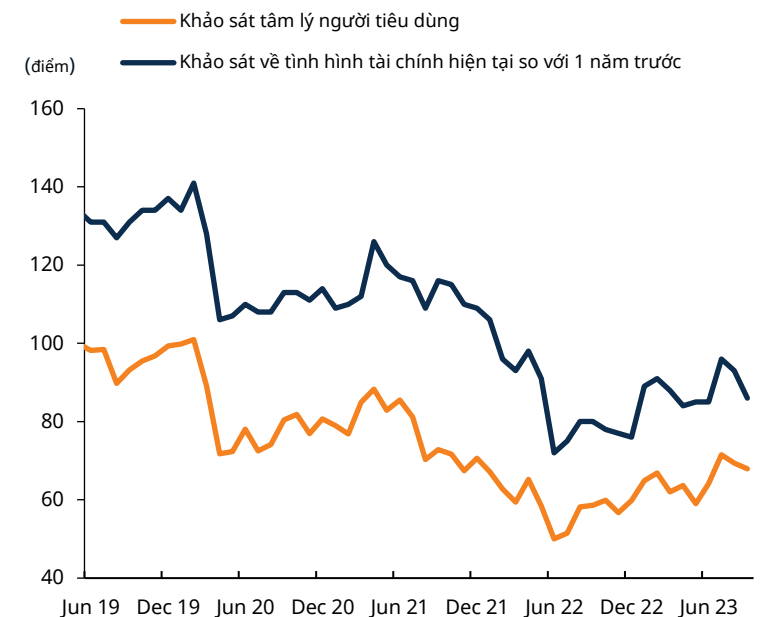
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg. Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

#### Tăng trưởng việc làm vẫn ở mức yếu



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg. Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

#### Chỉ số niềm tin tiêu dùng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg. Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.



## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

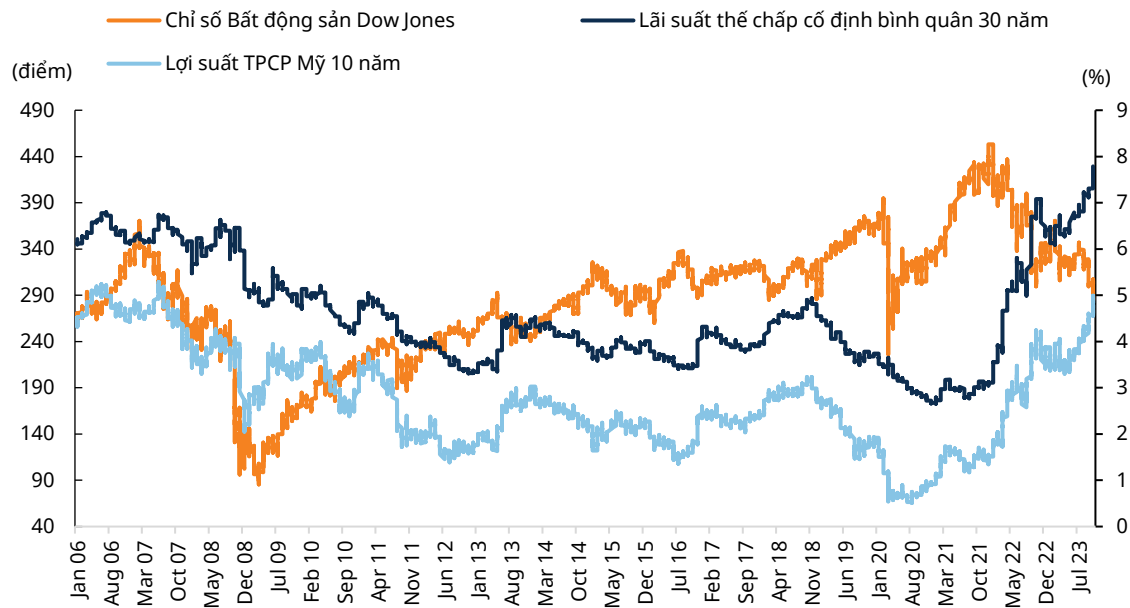
### Bối cảnh thế giới (5):

#### Ngành bất động sản của Mỹ

#### Nhu cầu giảm sâu khi lợi suất trái phiếu vượt đỉnh

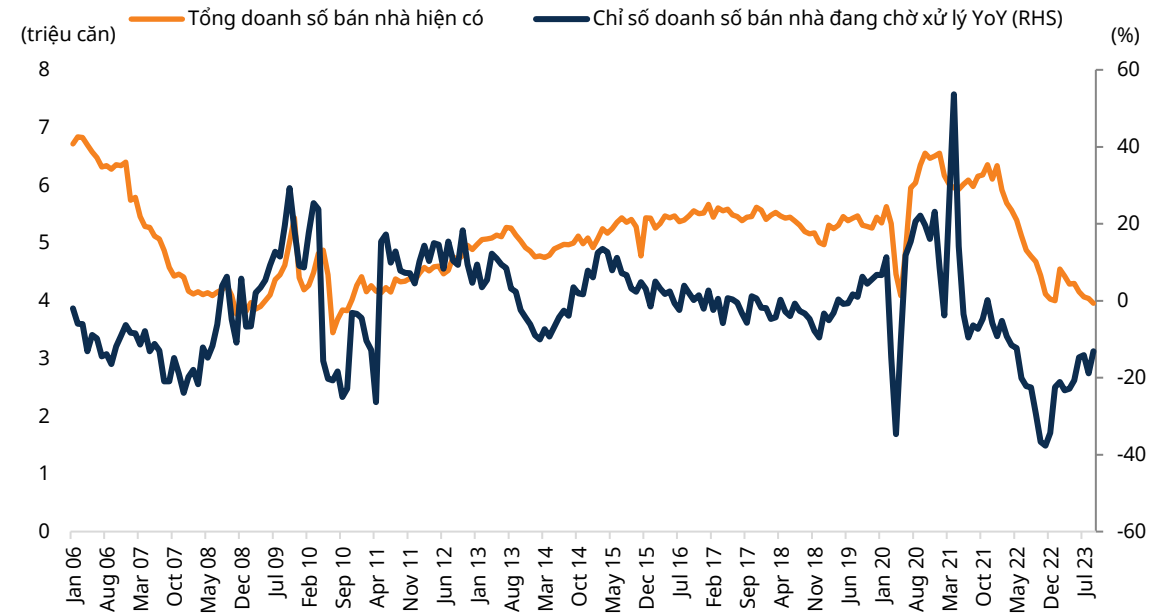
- Tại Mỹ, chi phí thuê nhà chiếm tỷ trọng đáng kể trong rổ chỉ số giá tiêu dùng (CPI), làm cho quá trình giảm lạm phát trở nên khó khăn do tính bền vững (stickiness) của giá thuê nhà, khi mà chủ sở hữu bất động sản và người thuê đều gặp khó khăn trong việc giảm giá thuê do lãi suất cao. Ngoài ra, các chiến lược để giảm giá thuê cần thời gian để thẩm thấu qua quá trình tái cấu trúc.
- Đối với bất động sản thương mại, nhu cầu về thuê văn phòng đã giảm đáng kể do xu hướng work-from-home, dẫn đến sự sụt giảm doanh thu. Do chi phí vay tăng cao và khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn mới do siết chặt tiêu chuẩn tín dụng trong việc cho vay của ngân hàng, sẽ là một bài toán khó đối với các chủ dự án bất động sản trong thời gian tới.
- Bất động sản nhà ở cũng chịu gánh nặng lãi suất cao, với lãi suất thế chấp 30 năm tăng lên mức 8% (cao nhất kể từ năm 2006).
- **Rủi ro cần theo dõi:** 1) Lãi suất cao kéo dài; 2) trễ hạn thanh toán tiền thế chấp (tỷ lệ hiện tại của nợ quá hạn từ 30-89 ngày so với tổng dư nợ vẫn duy trì ở mức khỏe mạnh là 0,48%; thấp hơn so với trung bình 1,17% từ 2007 - 2009).

Chỉ số Dow Jones ngành bất động sản giảm do lãi suất thế chấp tăng cao



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

Thị trường bất động sản dân cư ảm đạm khi doanh số bán nhà giảm 4 tháng liên tiếp



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

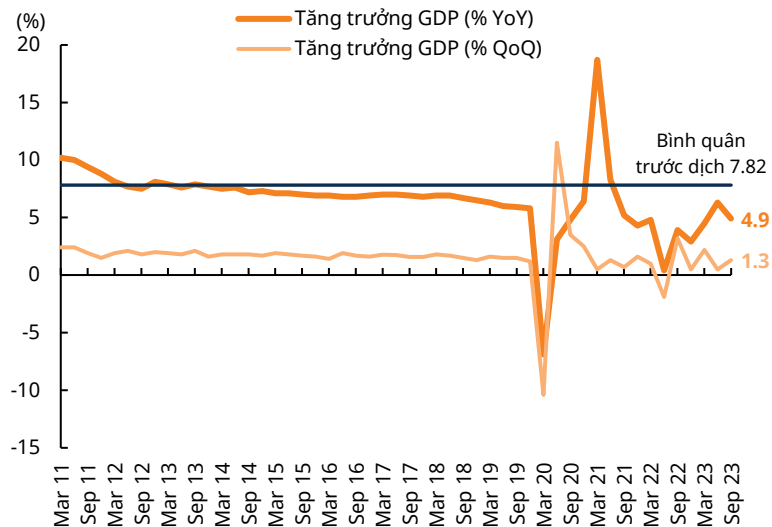
## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

### Bối cảnh thế giới (6): Trung Quốc

### Đầu tư công trở thành đầu tàu cho tăng trưởng kinh tế tại Trung Quốc

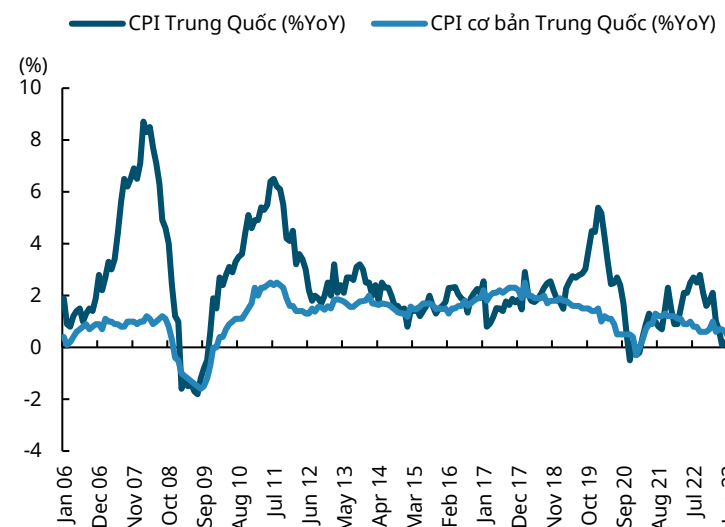
- Trung Quốc quyết định gia tăng thâm hụt ngân sách năm 2023 từ 3% lên khoảng 3,8% của GDP, đồng thời phê duyệt lượng trái phiếu chính phủ trị giá 137 tỷ USD để thúc đẩy nhu cầu trong nước và củng cố thêm khả năng phục hồi của nền kinh tế.
- So với chỉ số CPI dưới kỳ vọng, chỉ số GDP của quý 3 (+4,9% YoY và +1,3% QoQ) đã mang lại hy vọng cho sự phục hồi kinh tế của Trung Quốc, tập trung vào chi tiêu tiêu dùng (+4,5% YoY) và sản xuất công nghiệp (+5,5% YoY).
- Tuy nhiên, các thách thức chưa được giải quyết trong thị trường bất động sản vẫn là gánh nặng đối với quá trình phục hồi của Trung Quốc, khi đầu tư bất động sản giảm 9,1% YoY trong 9 tháng đầu năm 2023. Giá nhà mới bình quân cũng giảm trong tháng 9, đánh dấu tháng thứ ba liên tiếp (-0,2% MoM và -0,1% YoY), khiến triển vọng phục hồi về nhu cầu trong giai đoạn mua nhà cao điểm truyền thống suy giảm đáng kể. Ngoài ra, doanh số bán bất động sản theo diện tích cũng giảm 19,77% YoY.
- Trong khi đó, khủng hoảng trong lĩnh vực bất động sản của Trung Quốc đã trở nên nghiêm trọng hơn khi Country Garden trễ hạn thanh toán lãi các trái phiếu đồng USD. Các chủ nợ trái phiếu hiện đang tìm kiếm các cuộc thảo luận về khả năng cơ cấu nợ khi rủi ro vỡ nợ của Country Garden có thể gây ra tình trạng vỡ nợ chéo trên các khoản nợ khác và gây ra sự rối loạn sâu hơn trong ngành bất động sản của Trung Quốc, do số lượng dự án lớn và sự hiện diện rộng rãi của Country Garden tại các thành phố nhỏ hơn.

Tăng trưởng GDP quý 3 mang lại hy vọng phục hồi



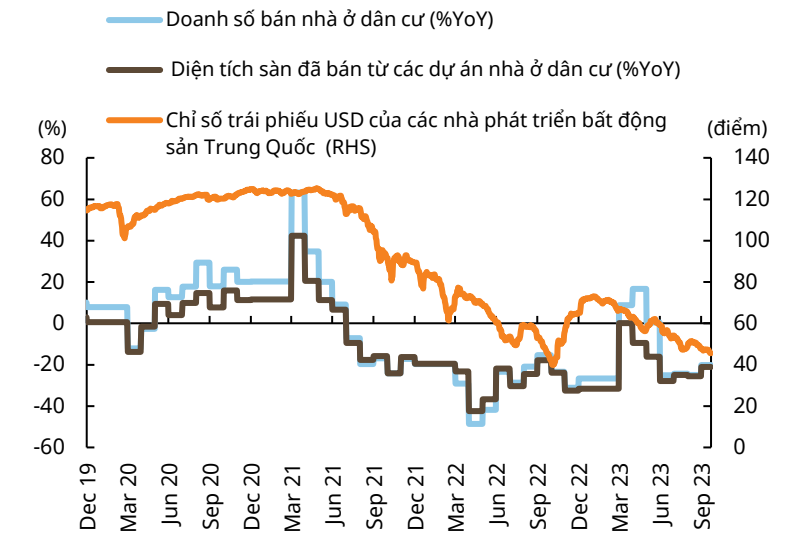
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

Tiêu dùng suy yếu, CPI tháng 9 không đổi so với năm trước



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

Trung Quốc tiếp tục hạ nhiệt thị trường bất động sản



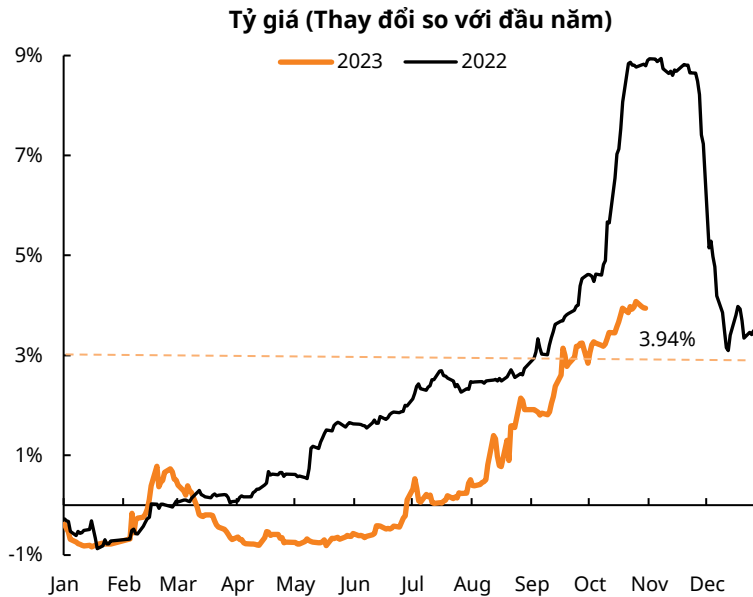
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/10/2023.

## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

### Thế lưỡng nan của NHNN khi không thể cùng lúc duy trì dự trữ ngoại hối và giữ mặt bằng lãi suất điều hành thấp

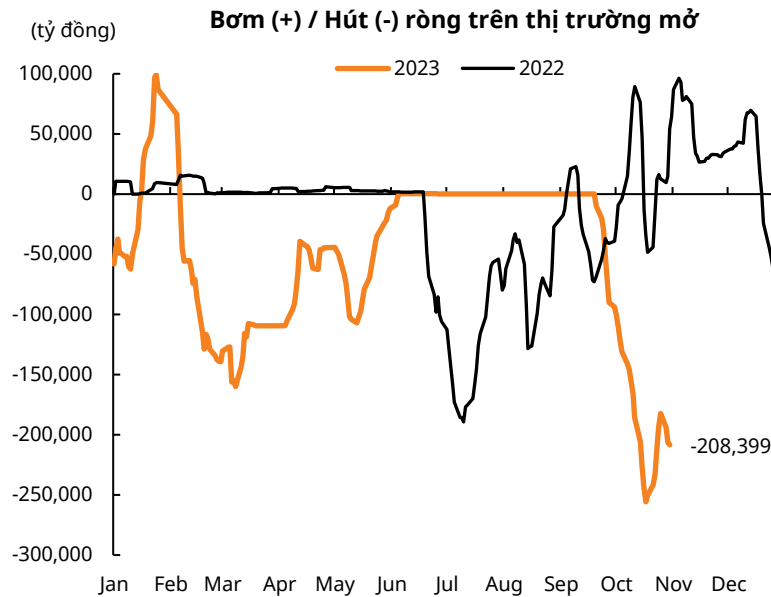
- NHNN đã chủ động điều hành thanh khoản trong hệ thống liên ngân hàng với một sự thay đổi gần đây trong cách tiếp cận của họ. Sau một thời gian liên tục rút lại thanh khoản dư thừa, NHNN đã giảm áp lực bằng cách giảm áp lực hút tiền qua OMO kể từ ngày 19 tháng 10. Việc điều chỉnh này chủ yếu nhằm giải quyết các tín phiếu đáo hạn và tránh phát hành mới trong khi vẫn thuận lợi duy trì lượng dự trữ ngoại hối. Đồng thời, lãi suất qua đêm trên kênh liên ngân hàng đã trải qua những biến động đáng kể. Bắt đầu từ mức 0,79% vào ngày 19 tháng 10, nó tăng lên 2,84% vào ngày 24 tháng 10 trước khi ổn định ở mức 0,81% vào ngày 31 tháng 10. Điều này cho thấy biến động tự nhiên của thị trường và nỗ lực của NHNN trong vai trò ổn định tỷ giá, thanh khoản và lãi suất trên kênh liên ngân hàng.
- Tuy nhiên, xu hướng tăng của chỉ số DXY (tháng 8: +1,74% MoM, tháng 9: +2,45% MoM, tháng 10: +0,51% MoM) trong những tuần gần đây tiếp tục tạo áp lực lên tỷ giá USD/VND. Điều này đặt ra một thách thức đáng kể đối với quyết định vận hành của NHNN khi không thể cùng lúc duy trì dự trữ ngoại hối và giữ mặt bằng lãi suất điều hành thấp. Để giảm bớt áp lực, ngoài các công cụ hiện tại, NHNN có thể bán forward, nhằm giảm bớt áp lực trên dự trữ ngoại hối trong khi chờ đợi dòng tiền USD chảy vào nền kinh tế trong nước.
- Chênh lệch lãi suất giữa USD và VND, kết hợp với áp lực tỷ giá, đã góp phần vào xu hướng bán ròng gần đây của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhóm này đã tích lũy giá trị bán ròng lên đến 10,5 nghìn tỷ đồng kể từ đầu năm.

So sánh biến động tỷ giá USD/VND năm 2022 và 2023



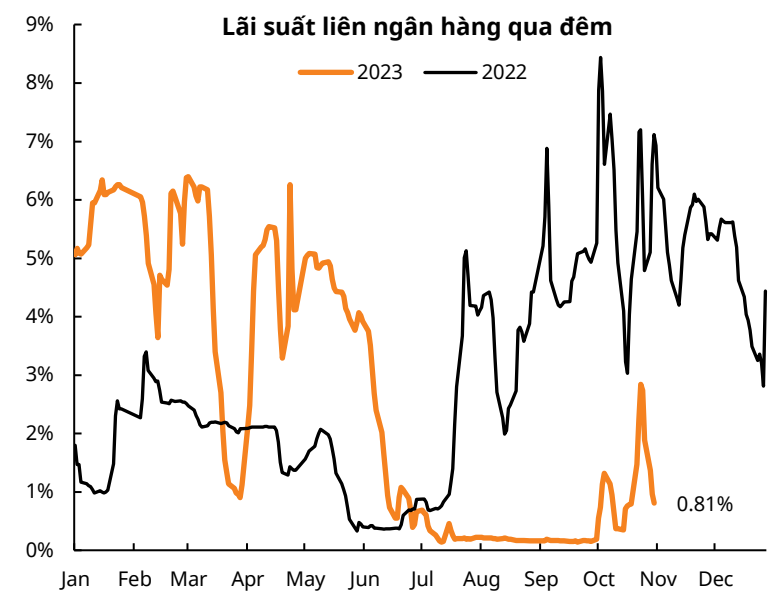
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ Bloomberg  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

NHNN can thiệp qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO)



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ SVB  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

So sánh biến động lãi suất qua đêm năm 2022 và 2023



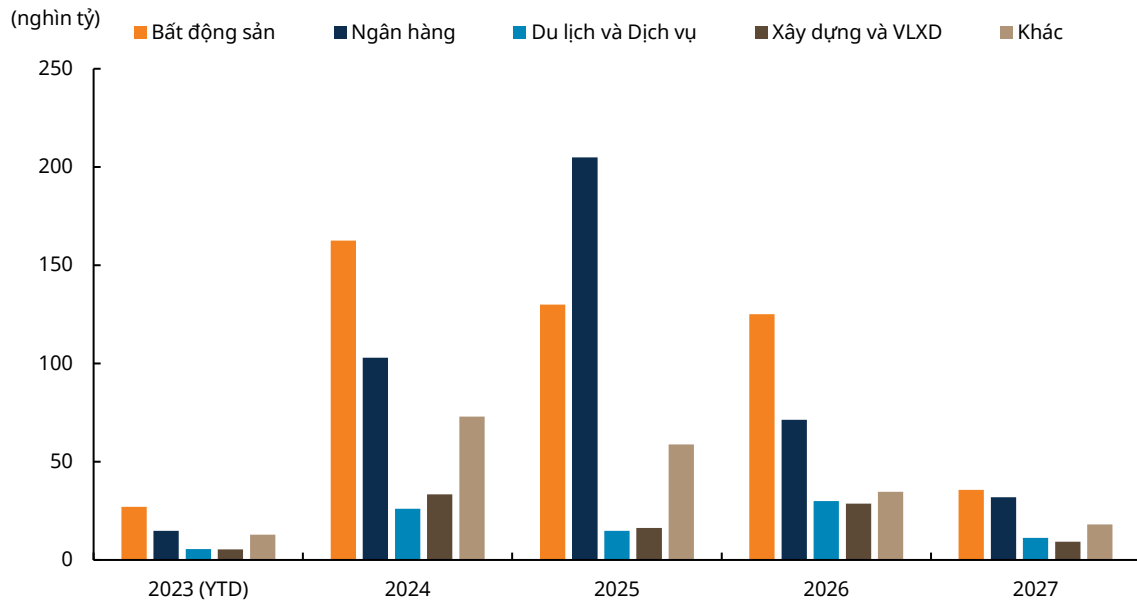
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ SVB  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

### Việt Nam đồng thời đối mặt với áp lực từ việc đáo hạn nợ

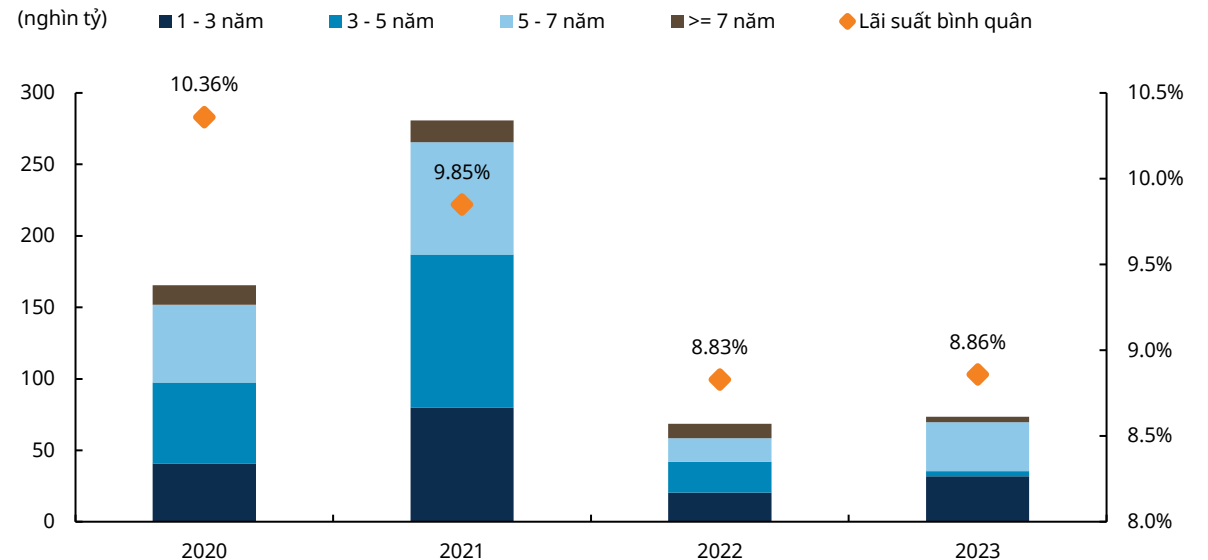
- Trong 4 quý gần đây, nhu cầu về bất động sản nhà ở đã trải qua một mùa đông ảm đạm, đồng thời phải đối mặt với áp lực dai dẳng từ lãi suất vay cao. Điều này đã tạo ra những thách thức đáng kể đối với thị trường bất động sản trong nước. Điều này có thể được quan sát thông qua việc trì hoãn trả nợ trái phiếu, đã tích lũy lên trên 45 nghìn tỷ đồng trong 4 quý gần đây. Diễn biến này cũng là hậu quả của một giai đoạn tăng trưởng nóng đối với thị trường bất động sản, khi các doanh nghiệp liên tục gia tăng đòn bẩy tài chính và phát hành một lượng lớn trái phiếu trong giai đoạn nở rộ tiền tệ.
- Mặc dù thị trường bất động sản đang gặp khó khăn, việc ban hành Nghị định 08 của Chính phủ vào tháng 3/2023 đã đóng vai trò giảm bớt áp lực đối với các khoản thanh toán nợ quá hạn. Bằng cách trì hoãn các khoản nợ cho tương lai, điều này sẽ nhằm giảm tỷ lệ thanh toán trễ hạn và giảm thiểu các rủi ro hệ thống liên quan đến việc không trả nợ.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi duy trì một quan điểm thận trọng đối với xu hướng phục hồi của thị trường bất động sản. Điều này là do nhu cầu tiêu dùng và lòng tin của nhà đầu tư vẫn chưa có sự cải thiện đáng kể.** Ngoài ra, lãi suất cao kéo dài và thắt chặt tiêu chuẩn tín dụng làm cho việc giải quyết tình hình trở nên khó khăn. Đáng chú ý, phần lớn giá trị trái phiếu bất động sản chưa được thanh toán được phát hành trong giai đoạn lãi suất thấp từ 2019 đến 2021, với tỷ lệ lớn sẽ đáo hạn từ 2024 đến 2026. Chúng tôi đặc biệt theo dõi các rủi ro tiềm tàng liên quan đến khả năng thanh toán của các doanh nghiệp bất động sản.

#### Giá trị trái phiếu đáo hạn



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ FiinPro  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

#### Kỳ hạn và lãi suất bình quân của trái phiếu ngành Bất động sản



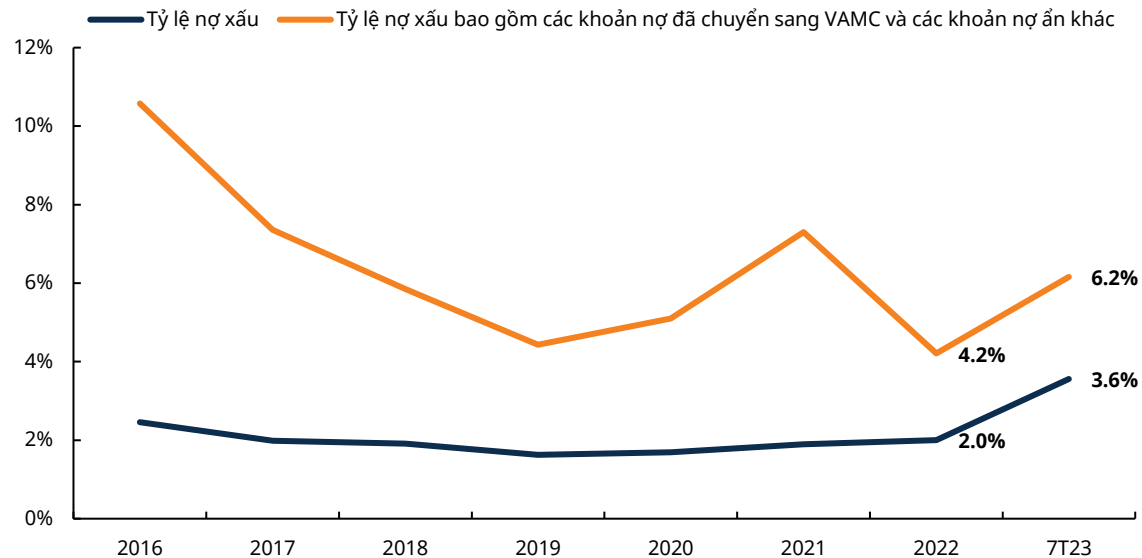
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ FiinPro  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023.

## ② Ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

### Liệu nợ xấu đã đạt đỉnh?

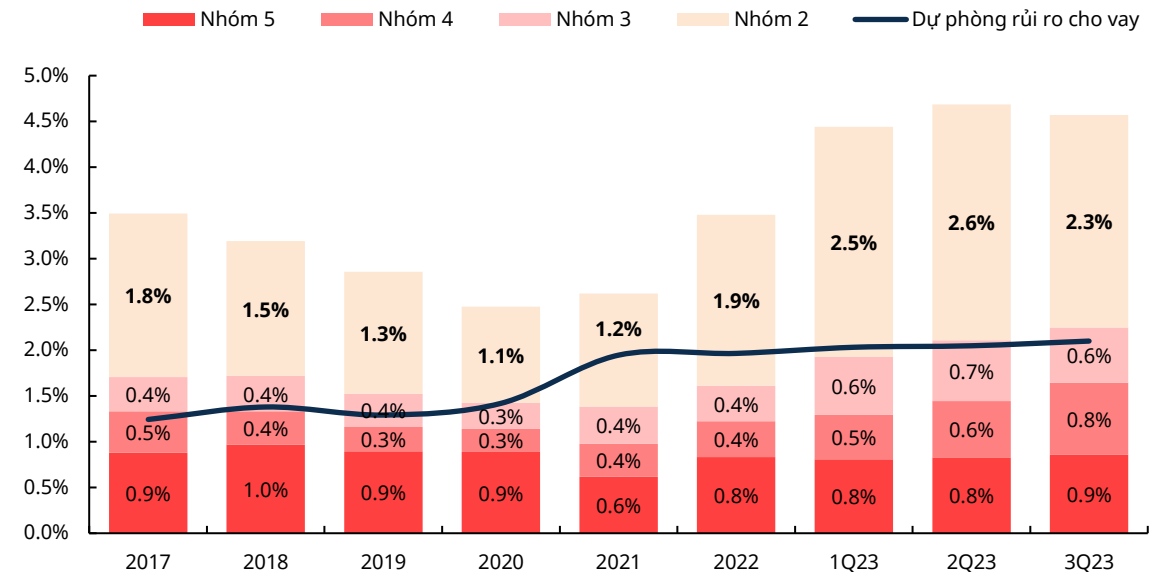
- Theo NHNN, tỷ lệ nợ xấu (NPL) của hệ thống ngân hàng tăng từ mức 2% cuối 2022 lên mức 3,56% cuối tháng 7/2023. Tính gộp cả nợ đã chuyển sang VAMC và các khoản nợ xấu tiềm ẩn khác, tỷ lệ này đã tăng mạnh lên 6,16% so với 4,21% vào cuối năm 2022.
- Theo báo cáo kết quả kinh doanh của 27 ngân hàng niêm yết, tỷ lệ nợ xấu cũng đã liên tục tăng từ mức 1,6% cuối 2022 lên 1,9% cuối quý 1/2023, lên 2,1% cuối quý 2/2023, và lên 2,3% cuối quý 3/2023. Điều này thể hiện sự suy giảm về khả năng trả nợ của người đi vay và sự khó khăn chung của nền kinh tế.
- Chúng tôi đặc biệt theo dõi diễn biến của ngành ngân hàng sau khi giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ ngày 01/10/2023 (theo lộ trình của Thông tư 08/2020/TT-NHNN). Điều này sẽ khiến tăng chi phí sử dụng vốn ngắn hạn trong việc điều chỉnh tỷ lệ thông qua việc phát hành giấy chứng nhận tiền gửi để đáp ứng yêu cầu của NHNN, qua đó làm áp lực lên biên thu nhập lãi thuần (NIM).

### Gia tăng áp lực trích lập dự phòng rủi ro cho vay khi nợ xấu tăng cao



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ SBV về toàn bộ hệ thống ngân hàng.

### Rủi ro cần lưu ý: Nợ xấu và khả năng thanh toán của doanh nghiệp



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu từ FiinPro  
Dữ liệu được cập nhật đến ngày 31/10/2023 đối với 27 ngân hàng niêm yết.

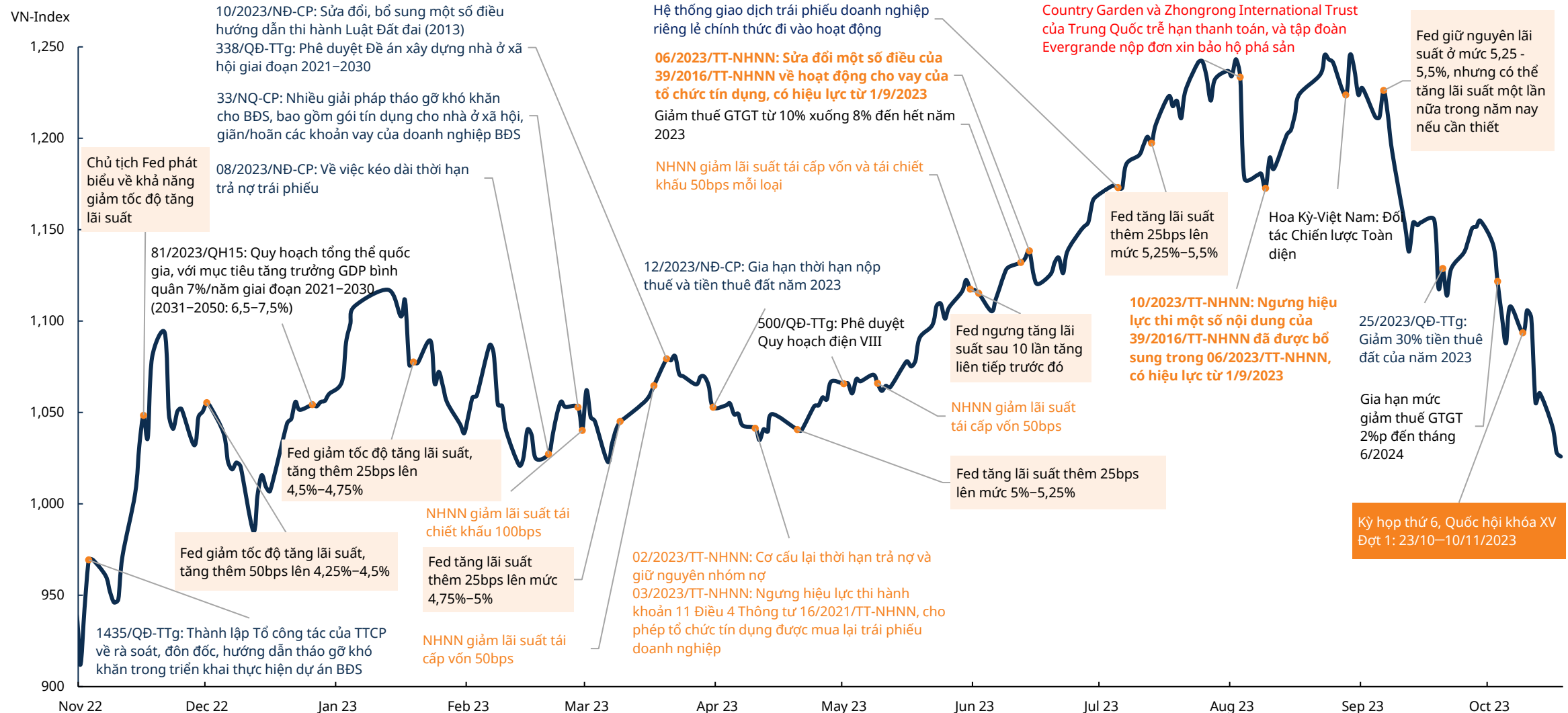
## [Tóm tắt] Phần 3. Xu hướng thị trường chứng khoán

### Thiết lập lại mặt bằng định giá

- Mặc dù các chỉ số kinh tế vĩ mô cho thấy dấu hiệu có sự cải thiện, chúng tôi vẫn lo ngại về những khó khăn từ bối cảnh thế giới. Theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro lớn nhất hiện nay cần theo dõi bao gồm: 1) lãi suất toàn cầu neo ở mức cao trong thời gian dài và ảnh hưởng của nó đối với việc đảo nợ, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và sức mua; 2) tác động tiềm ẩn từ cuộc khủng hoảng bất động sản ở Trung Quốc; và 3) Đồng USD mạnh hơn kỳ vọng và áp lực bán ròng từ nhà đầu tư nước ngoài.
- Thị trường đã bất ngờ trải qua đợt bán tháo hoảng loạn trong tháng 10 (VN-Index: -10,9% MoM) khi các nhà đầu tư quan ngại hơn tác động của các cơn gió ngược bên ngoài đến sự phục hồi kinh tế Việt Nam, cũng như phản ánh một mùa kết quả kinh doanh thấp hơn kỳ vọng. Đáng chú ý, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn giữ nguyên chiến lược bán ròng của họ (tháng 10: 2,72 nghìn tỷ đồng; lũy kế từ đầu năm: 10,5 nghìn tỷ đồng) trong bối cảnh đồng USD tăng giá và lợi suất trái phiếu Mỹ tăng cao. Trong khi đó, các cá nhân trong nước vẫn là nhóm mua ròng (tháng 10: 2,46 nghìn tỷ đồng; lũy kế từ đầu năm: 20,5 nghìn tỷ đồng) trong bối cảnh các ngân hàng trong nước liên tục cắt giảm lãi suất huy động.
- Sau đợt bán tháo, P/E của VN-Index đã điều chỉnh về mức 13,2x vào cuối tháng 10 từ mức đỉnh 17,3x vào ngày 12/9. Với mức P/E hiện tại của VN-Index, chúng tôi cho rằng định giá thị trường là hiện có phần hấp dẫn so với các thị trường khác trên thế giới (chẳng hạn, P/E của MSCI EM Index: 13,3x).
- Đối với triển vọng quý 4, chúng tôi hạ kỳ vọng so báo cáo trước đó; tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì triển vọng cho năm 2024 nhờ: 1) xuất khẩu và tiêu dùng nội địa phục hồi; 2) đầu tư công sẽ được tăng tốc trong thời gian tới; 3) các chính sách được hỗ trợ; và 4) việc cắt giảm lãi suất có thể dự kiến của Fed và ECB bắt đầu từ giữa năm 2024 sẽ giảm bớt áp lực mất giá lên tiền đồng và dự trữ ngoại hối, tạo thêm dư địa cho điều hành chính sách tiền tệ.

### ③ Xu hướng thị trường chứng khoán











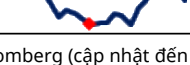
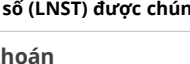
VN-Index và các sự kiện chính: Một loạt các giải pháp chính sách được ban hành để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua khó khăn.



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Dữ liệu từ ngày 15/11/2022 đến ngày 31/10/2023.

### ③ Xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

Tuy nhiên, kết quả kinh doanh quý 3 thấp hơn kỳ vọng đang gây ra sự lo ngại về khó khăn mà các ngành đang đối mặt, đặc biệt là Bất động sản.

| Phân ngành GICS      | Vốn hóa (tỷ đồng) | Tỷ trọng vốn hóa | Vốn hóa từ 2022   | Biến động giá |         |         |          |       | Tăng trưởng LNST (YoY) |       |      |      |       | Tăng trưởng LNST (YoY) |       |      |        |      | Số công ty | % đại diện vốn hóa |         |       |
|----------------------|-------------------|------------------|---|---------------|---------|---------|----------|-------|------------------------|-------|------|------|-------|------------------------|-------|------|--------|------|------------|--------------------|---------|-------|
|                      |                   |                  |   | 1 tháng       | 3 tháng | 6 tháng | 2023 YTD | 1 năm | 2019                   | 2020  | 2021 | 2022 | TTM   | 1Q22                   | 2Q22  | 3Q22 | 4Q22   | 1Q23 |            |                    | 2Q23    | 3Q23  |
| <b>VN-Index</b>      | <b>4,140,643</b>  | <b>100%</b>      |    | -11%          | -16%    | -2%     | 2%       | 0%    | 15%                    | 0%    | 38%  | 4%   | -8.5% | 35%                    | 1%    | 15%  | -30%   | -18% | -3%        | -9%                | 391/393 | 99.7% |
| Ngân hàng            | 1,648,196         | 39.8%            |    | -4%           | -8%     | 6%      | 15%      | 23%   | 31%                    | 16%   | 32%  | 36%  | -0.5% | 32%                    | 38%   | 57%  | 21%    | -3%  | 1%         | -0.3%              | 17/17   | 100%  |
| Bất động sản         | 623,610           | 15.1%            |    | -12%          | -27%    | -15%    | -14%     | -27%  | 39%                    | 0%    | 9%   | -2%  | 1%    | -7%                    | -48%  | 51%  | 7%     | 34%  | 58%        | -40%               | 50/50   | 100%  |
| Thực phẩm, đồ uống   | 389,151           | 9.4%             |    | -15%          | -20%    | -15%    | -21%     | -22%  | -1%                    | -12%  | 29%  | -22% | -27%  | 44%                    | 13%   | 9%   | -85%   | -53% | -18%       | -15%               | 31/33   | 97%   |
| Nguyên vật liệu      | 327,438           | 7.9%             |    | -13%          | -17%    | 7%      | 16%      | 15%   | -12%                   | 56%   | 117% | -48% | -58%  | 45%                    | -33%  | -92% | -87%   | -82% | -68%       | 261%               | 67/67   | 100%  |
| Tiện ích             | 289,134           | 7.0%             |    | -13%          | -10%    | -4%     | -5%      | -11%  | 14%                    | -20%  | 12%  | 46%  | -19%  | 54%                    | 62%   | 9%   | 62%    | -6%  | -27%       | -49%               | 27/27   | 100%  |
| Xây dựng cơ bản      | 174,344           | 4.2%             |    | -15%          | -21%    | 4%      | 16%      | 7%    | -3%                    | 3%    | 20%  | -43% | -38%  | 29%                    | -6%   | -7%  | -140%  | -55% | -19%       | 2%                 | 72/72   | 100%  |
| Vận tải              | 151,555           | 3.7%             |    | -8%           | -9%     | -2%     | -5%      | 0%    | -19%                   | -173% | -9%  | 36%  | 65%   | 96%                    | 70%   | 61%  | -1876% | 976% | 313%       | 7%                 | 28/28   | 100%  |
| Dịch vụ tài chính    | 132,343           | 3.2%             |    | -20%          | -24%    | 19%     | 47%      | 49%   | -23%                   | 38%   | 148% | -53% | 19%   | 29%                    | -67%  | -66% | -89%   | -55% | 132%       | 162%               | 17/17   | 100%  |
| Phần mềm và dịch vụ  | 113,518           | 2.7%             |   | -10%          | -14%    | 23%     | 25%      | 27%   | 19%                    | 13%   | 24%  | 22%  | 14%   | 37%                    | 26%   | 28%  | 4%     | 20%  | 19%        | 19%                | 3/3     | 100%  |
| Bán lẻ               | 81,158            | 2.0%             |  | -23%          | -24%    | 4%      | -5%      | -21%  | 20%                    | 0%    | 41%  | -8%  | -79%  | 20%                    | 8%    | 57%  | -58%   | -93% | -106%      | -87%               | 10/10   | 100%  |
| Dầu khí              | 65,776            | 1.6%             |  | -15%          | -14%    | -6%     | 9%       | 20%   | 5%                     | -58%  | 82%  | -42% | 117%  | -46%                   | -103% | 24%  | 48%    | 160% | 2546%      | 118%               | 11/11   | 100%  |
| May mặc và trang sức | 42,684            | 1.0%             |  | -12%          | -14%    | 2%      | -6%      | 1%    | 1%                     | 37%   | 8%   | 28%  | -35%  | 39%                    | 17%   | 663% | -33%   | -32% | -53%       | -48%               | 17/17   | 100%  |
| Bảo hiểm             | 39,860            | 1.0%             |  | -7%           | -13%    | -12%    | -12%     | -20%  | 14%                    | 28%   | 27%  | -20% | 16%   | 6%                     | -32%  | -19% | -29%   | 7%   | 41%        | 23%                | 5/5     | 100%  |
| Dược phẩm            | 31,141            | 0.8%             |  | -8%           | -9%     | 4%      | 12%      | 14%   | 4%                     | 8%    | 8%   | 24%  | 3%    | 32%                    | 16%   | 33%  | 19%    | 24%  | 10%        | -21%               | 10/10   | 100%  |

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/10/2023). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

Lưu ý: Số liệu tổng lợi nhuận sau thuế và cổ đông thiểu số (LNST) được chúng tôi tổng hợp từ nguồn báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn HOSE.



### ③ Xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

Cập nhật lợi nhuận quý 3/2023 của VN30

| Phân ngành GICS            | Mã cổ phiếu | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Thống kê giá trong 52 tuần |                 |               | Biến động giá (%) |              |            | Các chỉ số định giá |            |             | Tăng trưởng LNST (YoY) |            |            |              |
|----------------------------|-------------|----------------------|----------------------------|-----------------|---------------|-------------------|--------------|------------|---------------------|------------|-------------|------------------------|------------|------------|--------------|
|                            |             |                      | Đóng cửa                   | Cao nhất        | Thấp nhất     | 1 tuần            | 1 tháng      | 1 năm      | P/E                 | P/B        | ROE (%)     | 1Q23                   | 2Q23       | 3Q23       | TTM          |
| <b>VN-Index</b>            |             | <b>4,140,643</b>     | <b>1,028.19</b>            | <b>1,250.61</b> | <b>873.78</b> | <b>-7.0</b>       | <b>-10.9</b> | <b>0.0</b> | <b>13.2</b>         | <b>1.5</b> | <b>12.2</b> | <b>-18%</b>            | <b>-3%</b> | <b>-9%</b> | <b>-8.5%</b> |
| <b>VN30 Index</b>          |             | <b>2,988,460</b>     | <b>1,039.38</b>            | <b>1,260.37</b> | <b>863.31</b> | <b>-7.0</b>       | <b>-10.9</b> | <b>1.2</b> | <b>10.7</b>         | <b>1.5</b> | <b>14.4</b> | <b>-9%</b>             | <b>3%</b>  | <b>-3%</b> | <b>-2.6%</b> |
| <b>Ngân hàng</b>           | VCB VN      | 485,133              | 86,800                     | 93,400          | 59,526        | 0.9               | -0.8         | 39.5       | 14.4                | 3.0        | 23.4        | 13%                    | 25%        | 20%        | 12%          |
|                            | BID VN      | 203,353              | 40,200                     | 49,300          | 31,550        | -2.7              | -9.4         | 16.4       | 10.4                | 1.8        | 18.6        | 53%                    | 5%         | -13%       | 8%           |
|                            | VPB VN      | 158,678              | 20,000                     | 23,150          | 13,650        | -5.0              | -7.8         | 22.3       | 13.1                | 1.3        | 10.3        | -71%                   | -13%       | -35%       | -43%         |
|                            | CTG VN      | 133,119              | 27,700                     | 32,750          | 22,250        | -6.1              | -7.8         | 12.6       | 7.4                 | 1.1        | 15.9        | 3%                     | 12%        | 16%        | 7%           |
|                            | TCB VN      | 97,428               | 27,700                     | 35,450          | 19,300        | -11.6             | -17.7        | 12.6       | 5.7                 | 0.8        | 14.6        | -18%                   | -23%       | -13%       | -15%         |
|                            | MBB VN      | 89,161               | 17,100                     | 19,350          | 11,478        | -4.5              | -7.6         | 11.1       | 4.7                 | 1.0        | 23.9        | 11%                    | 6%         | 18%        | 9%           |
|                            | ACB VN      | 83,119               | 21,400                     | 23,600          | 15,565        | -2.3              | -2.1         | 9.9        | 5.6                 | 1.2        | 24.3        | 26%                    | -2%        | 13%        | 9%           |
|                            | SSB VN      | 63,305               | 25,800                     | 30,450          | 23,865        | 0.0               | 3.2          | 0.3        | 18.4                | 2.3        | 13.3        | -19%                   | -37%       | -6%        | -17%         |
|                            | STB VN      | 50,901               | 27,000                     | 33,550          | 14,450        | -10.0             | -11.9        | 67.2       | 7.5                 | 1.2        | 17.9        | 49%                    | 139%       | 35%        | 43%          |
|                            | HDB VN      | 49,752               | 17,200                     | 18,000          | 11,348        | -2.0              | -0.9         | 20.6       | 5.9                 | 1.2        | 22.2        | 9%                     | 4%         | 23%        | 9%           |
|                            | VIB VN      | 45,409               | 17,900                     | 21,250          | 13,542        | -3.2              | -7.5         | 9.6        | 5.2                 | 1.3        | 26.4        | 18%                    | 7%         | -4%        | 5%           |
|                            | SHB VN      | 36,551               | 10,100                     | 13,400          | 6,072         | -4.7              | -9.0         | 19.7       | 4.6                 | 0.8        | 18.1        | 12%                    | -5%        | -21%       | -4%          |
|                            | TPB VN      | 34,786               | 15,800                     | 19,750          | 13,363        | -6.0              | -11.5        | 6.2        | 6.3                 | 1.1        | 17.4        | 9%                     | -25%       | -26%       | -12%         |
| <b>Dịch vụ tài chính</b>   | SSI VN      | 38,603               | 25,750                     | 37,000          | 13,050        | -17.1             | -19.0        | 58.0       | 19.2                | 1.7        | 9.0         | -29%                   | 64%        | 111%       | 24%          |
| <b>Bảo hiểm</b>            | BVH VN      | 28,876               | 38,900                     | 53,100          | 38,900        | -4.5              | -7.7         | -25.9      | 16.7                | 1.3        | 7.9         | 12%                    | 21%        | 13%        | 12%          |
| <b>Bất động sản</b>        | VHM VN      | 169,820              | 39,000                     | 64,100          | 38,000        | -12.6             | -14.3        | -13.3      | 4.7                 | 1.0        | 26.4        | 162%                   | 1354%      | -26%       | 44%          |
|                            | VIC VN      | 154,464              | 40,500                     | 75,600          | 40,450        | -6.8              | -13.6        | -26.9      | #N/A                | 1.2        | 3.6         | -57%                   | -46%       | -171%      | -55%         |
|                            | VRE VN      | 50,445               | 22,200                     | 32,000          | 22,200        | -16.5             | -14.9        | -9.8       | 12.1                | 1.4        | 12.0        | 171%                   | 29%        | 66%        | 51%          |
|                            | BCM VN      | 60,651               | 58,600                     | 85,800          | 56,600        | -7.6              | -15.7        | -28.4      | 122.5               | 3.6        | 2.9         | -78%                   | -91%       | 7%         | -73%         |
|                            | GVR VN      | 67,600               | 16,900                     | 23,200          | 9,300         | -17.4             | -13.3        | 17.4       | 24.4                | 1.4        | 5.8         | -48%                   | -45%       | -63%       | -39%         |
| <b>Nguyên vật liệu</b>     | HPG VN      | 133,740              | 23,000                     | 29,400          | 11,800        | -4.2              | -12.5        | 47.0       | 71.1                | 1.3        | 1.9         | -95%                   | -64%       | 213%       | -78%         |
| <b>Tiện ích</b>            | POW VN      | 24,824               | 10,600                     | 14,200          | 8,910         | -5.4              | -8.6         | 2.4        | 18.5                | 0.8        | 5.2         | -26%                   | -70%       | 24%        | -25%         |
|                            | GAS VN      | 175,930              | 76,600                     | 97,917          | 76,000        | -5.7              | -15.5        | -17.3      | 14.5                | 2.9        | 20.6        | -2%                    | -38%       | -22%       | -18%         |
| <b>Dầu khí</b>             | PLX VN      | 40,532               | 31,900                     | 41,950          | 22,950        | -10.1             | -14.9        | 11.9       | 11.3                | 1.6        | 13.8        | 155%                   | 3107%      | 646%       | 125%         |
| <b>Thực phẩm, đồ uống</b>  | VNM VN      | 142,117              | 68,000                     | 84,300          | 65,500        | -3.3              | -8.4         | -13.4      | 18.8                | 4.6        | 24.3        | -18%                   | 6%         | 8%         | -1%          |
|                            | MSN VN      | 83,275               | 58,200                     | 106,000         | 56,000        | -13.0             | -23.7        | -31.9      | 102.9               | 3.1        | 3.1         | -87%                   | -89%       | -91%       | -77%         |
|                            | SAB VN      | 72,721               | 56,700                     | 99,250          | 56,700        | -17.9             | -21.8        | -38.8      | 17.7                | 2.9        | 17.0        | -17%                   | -30%       | -22%       | -19%         |
| <b>Bán lẻ</b>              | MWG VN      | 55,139               | 37,700                     | 59,300          | 35,250        | -12.3             | -28.3        | -26.9      | 74.2                | 2.4        | 3.0         | -99%                   | -98%       | -96%       | -83%         |
| <b>Phần mềm và dịch vụ</b> | FPT VN      | 105,407              | 83,000                     | 99,700          | 53,304        | -9.8              | -10.6        | 26.3       | 17.1                | 4.5        | 28.1        | 21%                    | 21%        | 20%        | 15%          |
| <b>Vận tải</b>             | VJC VN      | 53,620               | 99,000                     | 116,000         | 93,400        | -4.4              | -0.3         | -8.0       | #N/A                | 3.5        | -13.3       | -30%                   | 63%        | 232%       | 4%           |

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/10/2023). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng vốn hóa là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

Lưu ý: Số liệu tổng lợi nhuận sau thuế và cổ đông thiểu số (LNST) được chúng tôi tổng hợp từ nguồn báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trong rổ cổ phiếu VN30.

### ③ Xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

Thị trường chứng khoán trên toàn thế giới sụt giảm mạnh do những lo ngại về triển vọng kinh tế toàn cầu

| Thị trường                 | Chỉ số  | Vốn hóa (tỷ USD) | Giá đóng cửa | Biến động giá |            |            |           |           |          | Tăng trưởng EPS (YoY) |             |            |           |            |          | P/E (x)     | EY (%)     | ROE (%)    |            |             |             |             |          |
|----------------------------|---------|------------------|--------------|---------------|------------|------------|-----------|-----------|----------|-----------------------|-------------|------------|-----------|------------|----------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------|
|                            |         |                  |              | 1 tháng       | 3 tháng    | 6 tháng    | 2023 YTD  | 1 năm     | Xu hướng | 2019                  | 2020        | 2021       | 2022      | TTM        | Xu hướng |             |            | 2019       | 2020       | 2021        | 2022        | TTM         | Xu hướng |
| Việt Nam                   | VNINDEX | 177              | 1,028        | -11%          | -16%       | -2%        | 2%        | 0%        |          | 6%                    | -4%         | 45%        | 12%       | -14%       |          | 13.2        | 7.6        | 14.7       | 12.8       | 15.7        | 15.3        | 12.2        |          |
| MSCI thị trường phát triển | MXWO    | 60,878           | 2,769        | -3%           | -7%        | -2%        | 6%        | 8%        |          | -5%                   | -35%        | 92%        | 6%        | 0%         |          | 17.8        | 5.6        | 11.6       | 7.6        | 13.8        | 15.1        | 14.4        |          |
| MSCI thị trường mới nổi    | MXEF    | 19,748           | 915          | -4%           | -7%        | -6%        | -4%       | 8%        |          | -9%                   | -26%        | 63%        | -13%      | -11%       |          | 13.3        | 7.5        | 11.0       | 8.4        | 13.0        | 12.9        | 11.0        |          |
| MSCI thị trường cận biên   | MXFM    | 361              | 461          | -6%           | -9%        | -5%        | -2%       | 0%        |          | 8%                    | -27%        | 43%        | 8%        | -1%        |          | 8.9         | 11.3       | 14.3       | 10.4       | 15.5        | 17.7        | 15.8        |          |
| Mỹ                         | SPX     | 37,981           | 4,194        | -2%           | -7%        | 1%         | 9%        | 8%        |          | 2%                    | -25%        | 77%        | 6%        | 1%         |          | 20.6        | 4.9        | 15.2       | 11.2       | 18.5        | 19.4        | 17.6        |          |
| Nhật                       | NKY     | 3,989            | 31,477       | -1%           | -3%        | 9%         | 21%       | 16%       |          | -12%                  | -40%        | 139%       | -20%      | 27%        |          | 24.6        | 4.1        | 9.7        | 5.8        | 11.9        | 8.4         | 10.3        |          |
| Trung Quốc                 | SHCOMP  | 6,242            | 3,019        | -3%           | -4%        | -9%        | -2%       | 4%        |          | -1%                   | -7%         | 22%        | -4%       | -6%        |          | 7.2         | 14.0       | 10.0       | 9.0        | 10.8        | 9.9         | 9.2         |          |
| Đài Loan                   | TWSE    | 1,612            | 16,001       | -2%           | -4%        | 3%         | 13%       | 25%       |          | -20%                  | 7%          | 86%        | 11%       | -32%       |          | 18.1        | 5.5        | 9.2        | 9.7        | 15.9        | 17.4        | 11.2        |          |
| Hàn Quốc                   | KOSPI   | 1,394            | 2,299        | -7%           | -10%       | -8%        | 3%        | 1%        |          | -33%                  | -30%        | 134%       | -13%      | -34%       |          | 16.1        | 6.2        | 5.9        | 4.0        | 9.0         | 7.8         | 4.9         |          |
| Ấn Độ                      | SENSEX  | 1,519            | 63,875       | -3%           | -2%        | 5%         | 5%        | 7%        |          | -5%                   | 11%         | 22%        | 30%       | 10%        |          | 22.6        | 4.4        | 9.2        | 9.8        | 10.9        | 12.3        | 11.9        |          |
| Indonesia                  | JCI     | 678              | 6,752        | -3%           | -3%        | -2%        | -1%       | -4%       |          | -7%                   | -38%        | 32%        | 84%       | 4308%      |          | 15.8        | 6.3        | 10.5       | 6.6        | 8.3         | 13.2        | 11.4        |          |
| Thái Lan                   | SET     | 491              | 1,382        | -6%           | -12%       | -10%       | -17%      | -14%      |          | -22%                  | -37%        | 45%        | 25%       | -20%       |          | 21.1        | 4.7        | 9.2        | 5.9        | 8.0         | 9.1         | 7.4         |          |
| Singapore                  | STI     | 358              | 3,072        | -5%           | -5%        | -6%        | -6%       | 0%        |          | -10%                  | -45%        | 9%         | 91%       | 7%         |          | 10.9        | 9.2        | 8.9        | 5.0        | 5.3         | 9.6         | 10.1        |          |
| Malaysia                   | FBMKLCI | 211              | 1,441        | 1%            | -1%        | 2%         | -4%       | 0%        |          | -1%                   | -24%        | 61%        | -11%      | 17%        |          | 15.7        | 6.4        | 8.6        | 6.6        | 10.4        | 8.9         | 9.7         |          |
| <b>Mức trung vị</b>        |         |                  |              | <b>-3%</b>    | <b>-6%</b> | <b>-2%</b> | <b>0%</b> | <b>2%</b> |          | <b>-6%</b>            | <b>-26%</b> | <b>53%</b> | <b>7%</b> | <b>-1%</b> |          | <b>16.0</b> | <b>6.3</b> | <b>9.8</b> | <b>8.0</b> | <b>11.4</b> | <b>12.6</b> | <b>11.1</b> |          |

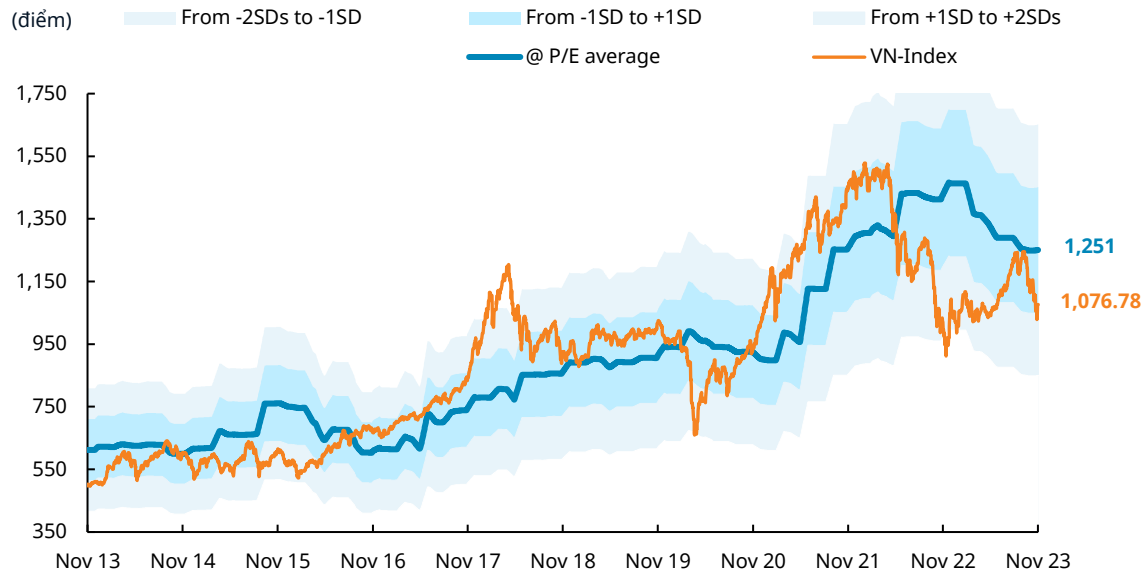
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg (cập nhật đến ngày 31/10/2023). Điểm màu đỏ trên đồ thị xu hướng giá là mức thấp nhất, điểm màu xanh là mức cao nhất.

### ③ Xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

#### Thiết lập lại mặt bằng định giá

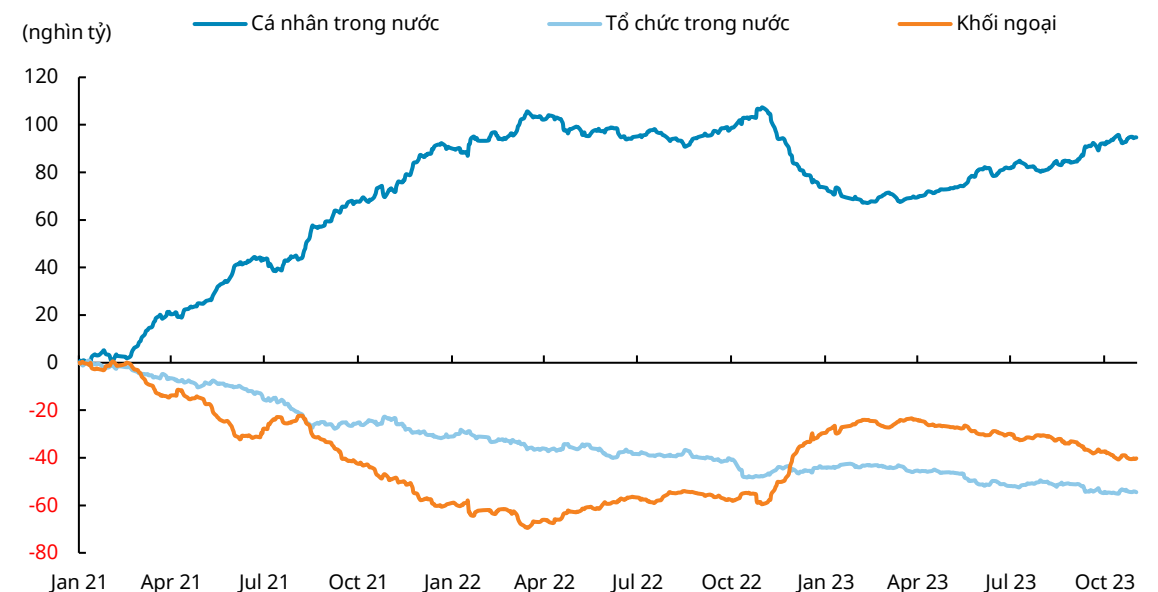
- Mặc dù các chỉ số kinh tế vĩ mô cho thấy dấu hiệu có sự cải thiện, chúng tôi vẫn lo ngại về những khó khăn từ bối cảnh thế giới. Theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro lớn nhất hiện nay cần theo dõi bao gồm: 1) lãi suất toàn cầu neo ở mức cao trong thời gian dài và ảnh hưởng của nó đối với việc đảo nợ, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và sức mua; 2) tác động tiềm ẩn từ cuộc khủng hoảng bất động sản ở Trung Quốc; và 3) Đồng USD mạnh hơn kỳ vọng và áp lực bán ròng từ nhà đầu tư nước ngoài.
- Thị trường đã bất ngờ trải qua đợt bán tháo hoảng loạn trong tháng 10 (VN-Index: -10,9% MoM) khi các nhà đầu tư quan ngại hơn tác động của các cơ gió ngược bên ngoài đến sự phục hồi kinh tế Việt Nam, cũng như phản ánh một mùa kết quả kinh doanh thấp hơn kỳ vọng. Đáng chú ý, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn giữ nguyên chiến lược bán ròng của họ (tháng 10: 2,72 nghìn tỷ đồng; lũy kế từ đầu năm: 10,5 nghìn tỷ đồng) trong bối cảnh đồng USD tăng giá và lợi suất trái phiếu Mỹ tăng cao. Trong khi đó, các cá nhân trong nước vẫn là nhóm mua ròng (tháng 10: 2,46 nghìn tỷ đồng; lũy kế từ đầu năm: 20,5 nghìn tỷ đồng) trong bối cảnh các ngân hàng trong nước liên tục cắt giảm lãi suất huy động.
- Sau đợt bán tháo, P/E của VN-Index đã điều chỉnh về mức 13,2x vào cuối tháng 10 từ mức đỉnh 17,3x vào ngày 12/9. Với mức P/E hiện tại của VN-Index, chúng tôi cho rằng định giá thị trường là hiện có phần hấp dẫn so với các thị trường khác trên thế giới (chẳng hạn, P/E của MSCI EM Index: 13,3x).
- Đối với triển vọng quý 4, chúng tôi hạ kỳ vọng so báo cáo trước đó; tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì triển vọng cho năm 2024 nhờ: 1) xuất khẩu và tiêu dùng nội địa phục hồi; 2) đầu tư công sẽ được tăng tốc trong thời gian tới; 3) các chính sách được hỗ trợ; và 4) việc cắt giảm lãi suất có thể dự kiến của Fed và ECB bắt đầu từ giữa năm 2024 sẽ giảm bớt áp lực mất giá lên tiền đồng và dự trữ ngoại hối, tạo thêm dư địa cho điều hành chính sách tiền tệ.

VN-Index và vùng định giá quy đổi theo thống kê P/E trong 5 năm gần nhất



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg  
Cập nhật đến ngày 3/11/2023

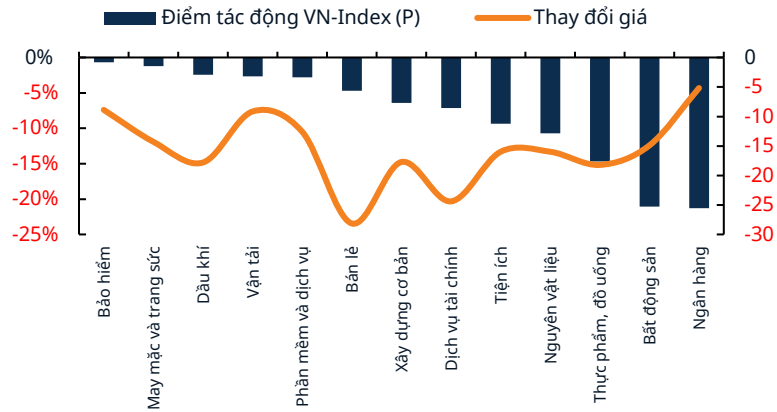
Thống kê dòng tiền mua/bán ròng lũy kế từ 2021 theo nhóm nhà đầu tư



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro.  
Cập nhật đến ngày 3/11/2023

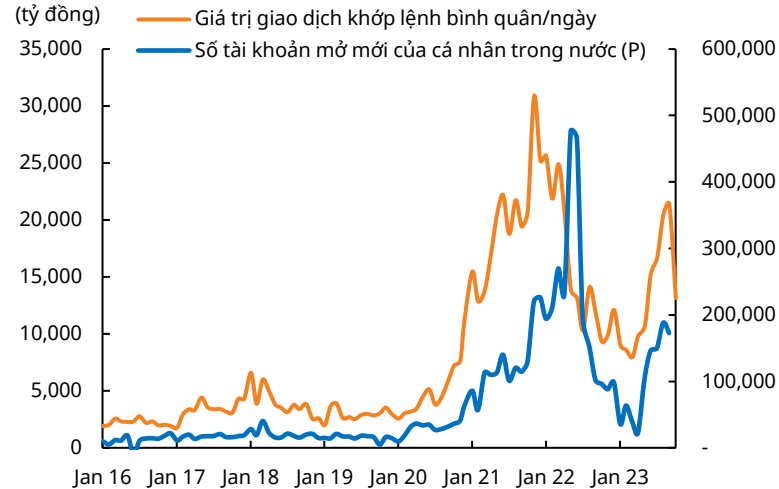
### ③ Xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

#### Tháng 10: Bán tháo trên diện rộng



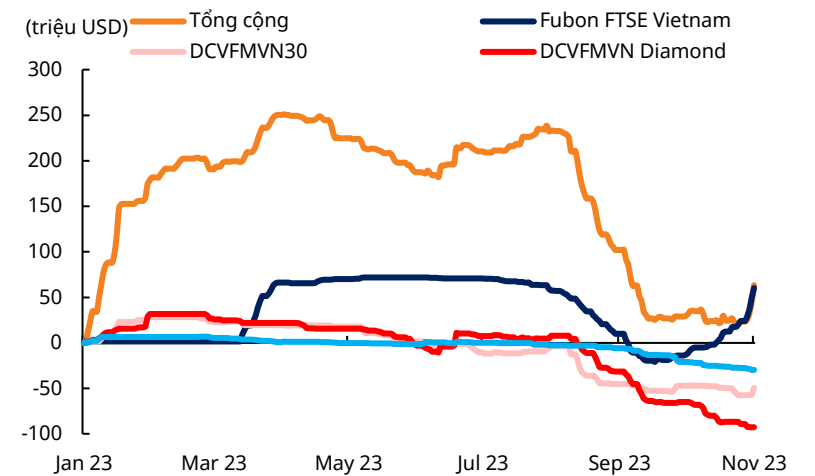
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg.

#### Thanh khoản thị trường phản ánh tâm lý e ngại rủi ro tăng cao



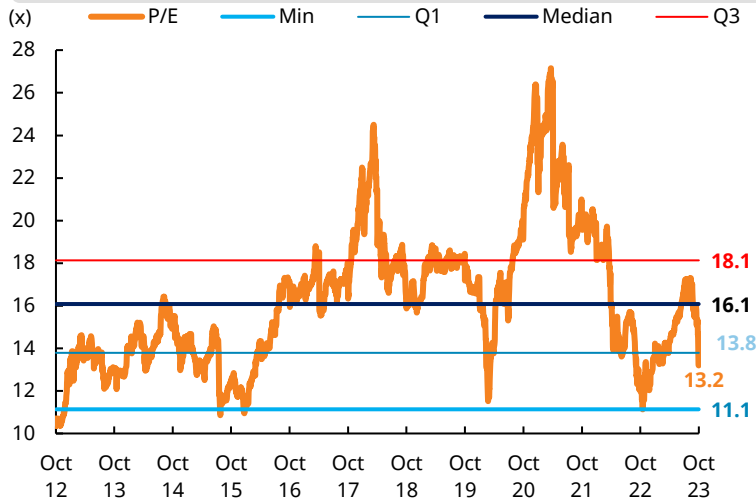
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro và VSD

#### Tháng 10: Sự cân bằng dòng tiền vào/ra từ các ETF



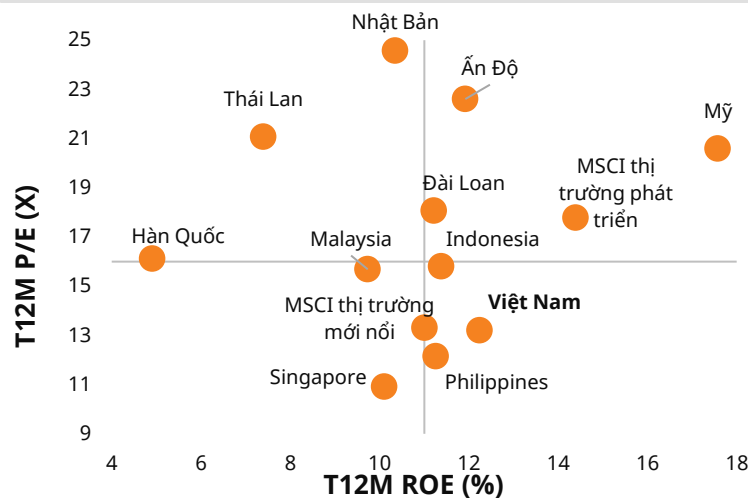
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg.

#### P/E của VN-Index hiện đang quanh vùng tử phân vị thứ 1



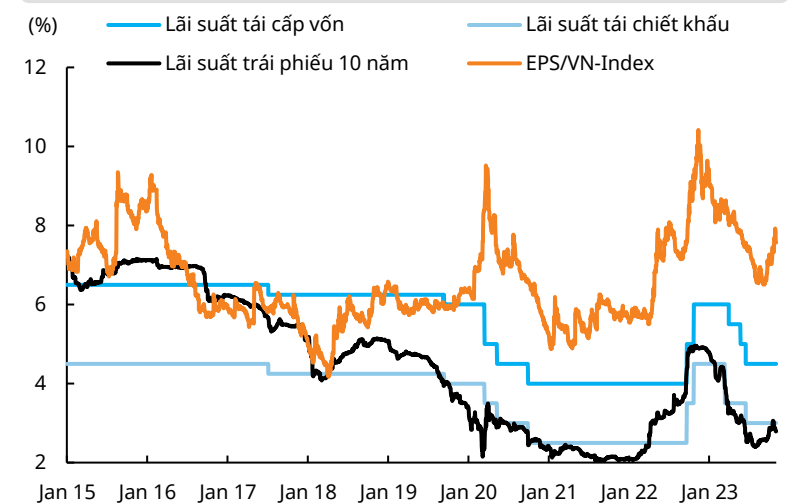
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg.

#### Định giá tương đối dựa trên P/E và ROE (12 tháng gần nhất)



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg.

#### Tương quan giữa EPS/VN-Index và lợi suất trái phiếu



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg.

# Phụ lục

## Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.