

**Cập nhật vĩ mô**

13/05/2022

**Cập nhật vĩ mô**

**Phục hồi trong nước là động lực vượt qua những thách thức bên ngoài**

- Ngành dịch vụ và công nghiệp tăng trưởng trong tháng 4.
- CPI tăng 2,6% svck trong tháng 4/2022 (vs. 1,9% svck trong quý 1/2022).
- Việc FED thắt chặt chính sách tiền tệ có tác động nhiều mặt đến nền kinh tế Việt Nam, bao gồm xuất khẩu, chính sách tiền tệ và trả nợ nước ngoài.
- Duy trì dự báo tăng trưởng GDP trong Q2/22 và năm 2022 lần lượt là 5,6% và 7,1%, được thúc đẩy bởi tiêu dùng phục hồi và tăng trưởng xuất khẩu

**Ngành dịch vụ trở lại mạnh mẽ**

Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 3,1% sv tháng trước và 12,1% svck trong tháng 4. Đây là mức tăng trưởng hàng tháng cao nhất được ghi nhận kể từ T5/21. Trong 4T22, tổng doanh thu bán lẻ tăng 6,5% svck bất chấp sự sụt giảm trong tháng 2 và 3 do dịch bệnh bùng phát. Chúng tôi kỳ vọng ngành dịch vụ tăng tốc trong những quý tới nhờ lượng khách du lịch trong nước và quốc tế tăng trong bối cảnh Việt Nam đăng cai tổ chức các sự kiện lớn của khu vực như Sea Games 31.

**Hoạt động sản xuất và xuất khẩu tiếp tục cải thiện**

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam tăng 9,4% svck (+2,0% sv tháng trước), đánh dấu mức tăng trưởng hàng năm cao nhất từ T6/21. Ngoài ra, chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) của Việt Nam không đổi ở mức 51,7 trong T4/22, cho thấy điều kiện hoạt động của lĩnh vực sản xuất tiếp tục cải thiện bất chấp những khó khăn bởi giá đầu vào tăng cao và gián đoạn chuỗi cung ứng do cuộc xung đột Nga-Ukraine. Trong khi đó, giá trị xuất khẩu của Việt Nam tăng 25,0% svck lên 33,3 tỷ USD trong T4/22, đóng góp chính bởi sự phục hồi mạnh mẽ trong xuất khẩu điện thoại và linh kiện (+63% svck).

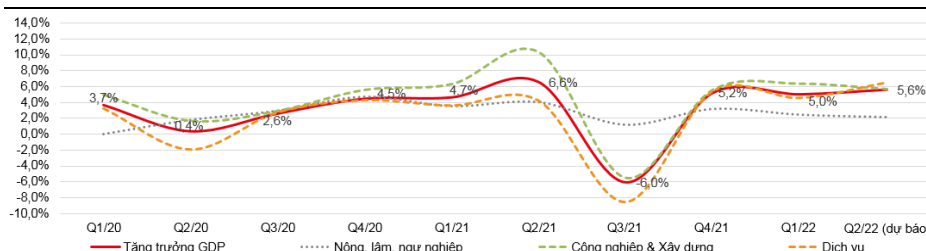
**Chính sách tiền tệ của FED có tác động rộng rãi đến nền kinh tế Việt Nam**

Điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt hơn làm giảm triển vọng tăng trưởng toàn cầu, dẫn đến nhu cầu đối với hàng hoá xuất khẩu của Việt Nam thấp hơn. Lãi suất USD tăng gây áp lực lên lãi suất trong nước, theo đó, lãi suất tiền gửi VND dự kiến sẽ tăng thêm 20-40 điểm cơ bản trong những tháng cuối năm. Đồng USD mạnh lên ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái của Việt Nam, mặc dù tác động không lớn vì các yếu tố hỗ trợ cho sự ổn định của tiền đồng vẫn duy trì như thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối cao. Ngoài ra, đồng USD mạnh lên cũng làm tăng nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của chính phủ và doanh nghiệp.

**Duy trì dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong Q2/22 ở mức 5,6%**

Mặc dù lạm phát vẫn là rủi ro hàng đầu, chúng tôi tin rằng sự phục hồi mạnh mẽ trong nước bao gồm sản xuất, bán lẻ và tiền tệ sẽ vượt qua những thách thức bên ngoài. Chúng tôi duy trì dự báo GDP ở mức 5,6% svck (+/- 0,2 điểm %) trong Q2/22 và 7,1% trong năm 2022.

**Hình 1: GDP tăng trưởng 5,6% svck trong Q2/22 (+/-0.2 điểm %)**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Đinh Quang Hình**

[hinh.dinh@vndirect.com.vn](mailto:hinh.dinh@vndirect.com.vn)

## PHỤC HỒI TRONG NƯỚC LÀ ĐỘNG LỰC VƯỢT QUA NHỮNG THÁCH THỨC BÊN NGOÀI

### Ngành dịch vụ tăng tốc phục hồi

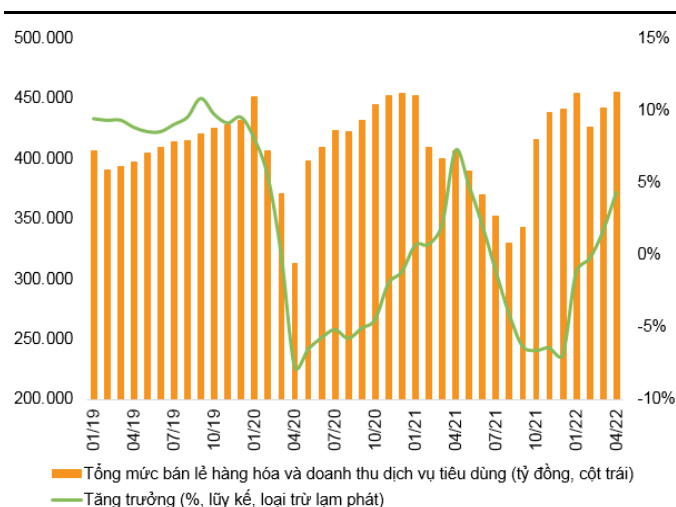
Ngành dịch vụ của Việt Nam đã khởi đầu mạnh mẽ trong Q2/22 với tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 4 đạt 445.494 tỷ đồng, tăng 3,1% so với tháng trước và tăng 12,1% svck năm ngoái. Theo Tổng cục Thống kê, đây là mức tăng trưởng tháng (so với cùng kỳ) cao nhất kể từ tháng 5/21. Trong 4T22, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 6,5% svck (sv mức tăng 8,2% trong 4T20). Nếu loại trừ yếu tố giá, chỉ số này tăng 4,3% svck (cùng kỳ 4T21 tăng 7,2% svck).

Cụ thể, tất cả các khía cạnh của ngành dịch vụ cải thiện trong T4/22 khi đại dịch COVID-19 được kiểm soát tốt trong nước. Đầu tiên, dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 6,9% so với tháng trước lên 45,5 nghìn tỷ đồng (+14,8% svck). Bên cạnh đó, doanh thu bán lẻ tăng 2,3% so với tháng trước lên 363,6 nghìn tỷ đồng (+12,4% svck) trong khi doanh thu của dịch vụ khác tăng 5,5% so với tháng trước lên 45,2 nghìn tỷ đồng (+6,7% svck).

Sự phục hồi ngoạn mục của du lịch là điểm nhấn của ngành dịch vụ trong tháng qua. Theo thống kê của Tổng cục Du lịch, khách quốc tế đến Việt Nam trong T4/22 đạt gần 70.000 lượt, tăng 5,7 lần so với tháng trước. Trong 4T22, Việt Nam đã đón hơn 92.000 lượt khách quốc tế, trong đó có 80.000 lượt khách đến Việt Nam kể từ khi Chính phủ chính thức mở cửa đón khách du lịch quốc tế từ ngày 15/3/2022. Không chỉ khách quốc tế, khách nội địa cũng gia tăng đáng kể với 10,5 triệu lượt khách trong T4/22, tăng 16,7% svck năm trước. Trong đó, khách lưu trú đạt 6,3 triệu lượt.

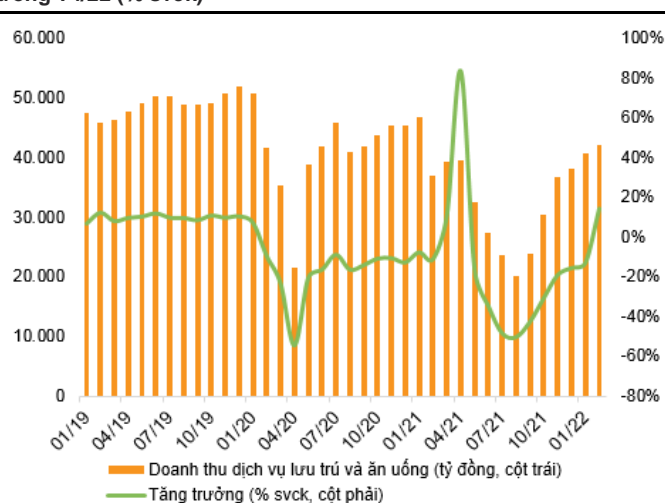
Cùng với sự phục hồi mạnh mẽ của du lịch, hoạt động giao thông vận tải cũng khởi sắc trong T4/22. Theo Tổng cục Thống kê, vận tải hành khách T4/22 ước đạt 358,7 triệu lượt khách vận chuyển (+12,7% so với tháng trước), tăng 6,2% svck năm ngoái và lưu lượng khách là 12,1 tỷ lượt khách-km, tăng 13,2% svck (+19,8% so với tháng trước). Trong khi đó, vận tải hàng hoá trong T4/22 ước đạt 155,4 triệu tấn (+4,2% so với tháng trước), tăng 14,5% svck năm ngoái và luân chuyển vận tải hàng hoá đạt 33,6 tỷ tấn-km (+1,4% so với tháng trước), tăng 14,7% svck năm ngoái.

Hình 2: Ngành dịch vụ tăng tốc phục hồi trong T4/22



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống phục hồi mạnh trong T4/22 (% svck)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

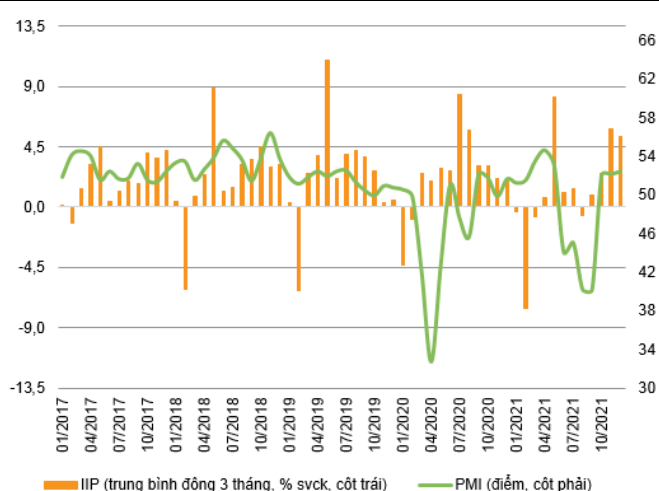
### Hoạt động sản xuất tiếp tục cải thiện

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam trong T4/22 cho thấy sự mở rộng mạnh mẽ của lĩnh vực công nghiệp, dẫn đầu là ngành chế biến chế tạo. Cụ thể, chỉ số IIP tăng 2,0% so với tháng trước và 9,4% svck, đánh dấu mức tăng trưởng hàng năm cao nhất kể từ tháng 6 năm 2021, chủ yếu được thúc đẩy bởi sản lượng sản xuất ngày càng tăng và nhu cầu bên ngoài mạnh mẽ từ các thị trường phát triển. Về phân ngành, chế biến chế tạo tăng mạnh 11,3% svck (+2,6% so với tháng trước), sản xuất và phân phối điện tăng 2,8% svck (+1,8% so với tháng trước), quản lý và xử lý chất thải và nước thải nhích tăng 0,4% svck (+9,0% so với tháng trước), và khai khoáng tăng 2,3% svck (-4,5% so với tháng trước).

Chỉ số PMI của Việt Nam không đổi ở mức 51,7 vào T4/22, cho thấy điều kiện hoạt động của lĩnh vực sản xuất tại Việt Nam vẫn đang được cải thiện bất chấp những khó khăn về giá nguyên vật liệu đầu vào tăng cao và gián đoạn chuỗi cung ứng do cuộc xung đột Nga-Ukraine. IHS Markit (nhà cung cấp Chỉ số PMI của Việt Nam) đã chỉ ra một số điểm nổi bật của lĩnh vực sản xuất Việt Nam trong T4/22.

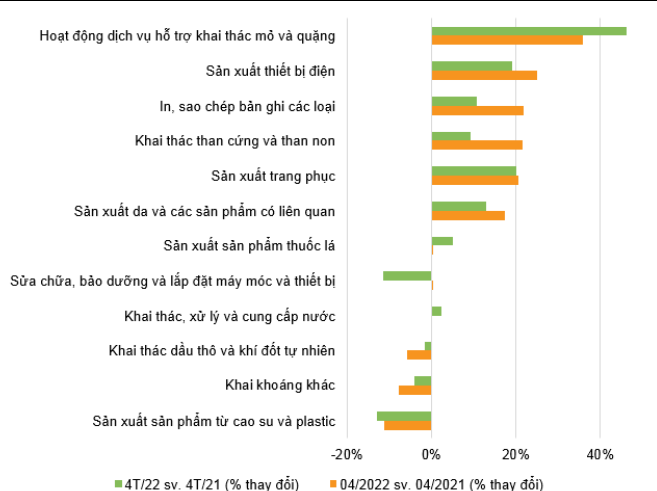
- Cả sản lượng và việc làm đều phục hồi trong tháng 4 sau khi giảm vào tháng trước, do tình hình Covid-19 được cải thiện. Số lượng công nhân mới được tuyển dụng vào các nhà máy sản xuất tăng với tốc độ nhanh nhất trong 1 năm qua. Trong khi đó, sản lượng tăng 6 tháng liên tiếp nhờ năng lực sản xuất tăng.
- Số lượng đơn đặt hàng mới ghi nhận mức tăng chậm nhất trong 7 tháng qua. Các nhà sản xuất được khảo sát cho biết sự khan hiếm nguyên liệu thô và giá cả tăng đã hạn chế sự tăng trưởng của các đơn đặt hàng mới. Tương tự, các đơn hàng xuất khẩu mới cũng ghi nhận tốc độ tăng trưởng chậm hơn so với tháng trước. Nguyên nhân chính là do Trung Quốc tiếp tục duy trì chính sách "Zero COVID" và thắt chặt các chính sách phòng ngừa và kiểm soát dịch bệnh.
- Giá đầu vào tiếp tục tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng cao thứ hai được ghi nhận trong 11 năm kể từ khi IHS Markit thực hiện cuộc khảo sát này. Chi phí tăng mạnh được ghi nhận ở giá cước vận tải, khí đốt và xăng dầu.
- Để bù đắp cho chi phí đầu vào tăng, các nhà sản xuất đã tăng giá bán với tốc độ nhanh nhất trong vòng 5 tháng qua.

Hình 4: Lĩnh vực công nghiệp chứng kiến sự mở rộng mạnh mẽ trong T4/22



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Tăng trưởng chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo phân ngành (% svck)



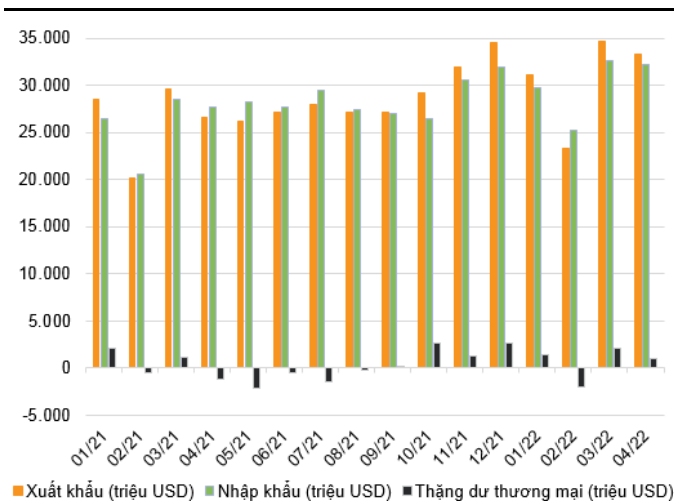
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

### Hoạt động xuất nhập khẩu tăng tốc

Theo Tổng cục Thống kê, giá trị xuất khẩu tăng 25,0% svck (-4,2% so với tháng trước) lên khoảng 33,3 tỷ USD trong T4/22. Tốc độ tăng trưởng được cải thiện đáng kể so với mức tăng 13,7% svck của giá trị xuất khẩu trong quý 1/2022. Chúng tôi chỉ ra một số yếu tố hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam trong T4/22, bao gồm (1) sản lượng sản xuất tăng cao do tình hình COVID-19 được cải thiện ở Việt Nam, (2) nhu cầu mạnh mẽ đối với hàng hoá xuất khẩu của Việt Nam khi nguy cơ thiếu hụt lương thực và nguyên liệu sản xuất trên toàn cầu ngày càng hiện hữu do tác động của cuộc xung đột Nga-Ukraine và (3) giá xuất khẩu tăng lên trong bối cảnh giá hàng hóa toàn cầu tăng mạnh.

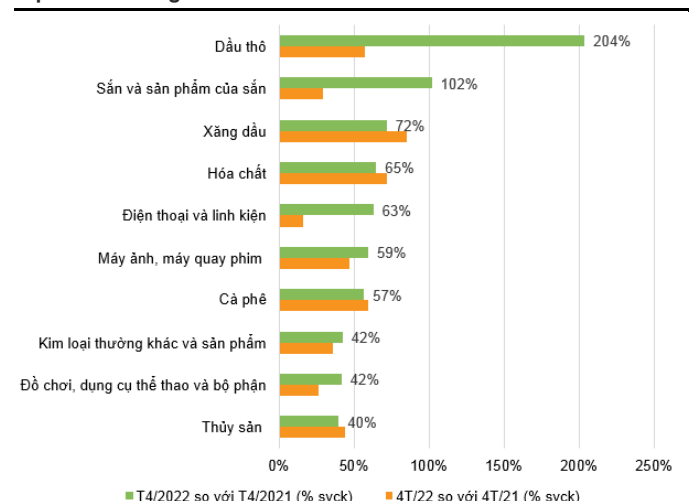
Xuất khẩu điện thoại và linh kiện tăng mạnh là điểm sáng ấn tượng nhất trong hoạt động xuất khẩu của tháng 4. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, giá trị xuất khẩu điện thoại và linh kiện đạt 6,2 tỷ USD trong T4/22, tăng 1,6 lần svck năm ngoái. Đóng góp chính cho sự tăng trưởng ấn tượng này đến từ việc bàn giao mẫu điện thoại hàng đầu của Samsung là Samsung Galaxy S22 đến với người tiêu dùng trên toàn cầu. Các sản phẩm xuất khẩu chủ lực khác của Việt Nam cũng ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao trong T4/22, bao gồm điện tử và máy tính (+23,2% svck), máy móc và thiết bị (+13,4% svck), dệt may (+25,4% svck), da giày (+18,9% svck), gỗ và sản phẩm gỗ (+5,7% svck), phương tiện vận tải (+6,3%), thủy sản (+39,9% svck), thép (+23,6% svck), máy ảnh và máy quay phim (+59,4% svck).

Hình 6: Xuất nhập khẩu tăng trưởng mạnh mẽ trong T4/22



Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Danh sách các mặt hàng xuất khẩu có tốc độ tăng trưởng mạnh nhất trong T4/22



Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Đối với nhập khẩu, chi tiêu nhập khẩu của Việt Nam đạt 32,2 tỷ USD trong T4/22 (+15,5% svck). Hoạt động nhập khẩu vẫn duy trì mạnh mẽ do sự mở rộng ổn định của lĩnh vực sản xuất đã thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu thô và các sản phẩm đầu vào, trong khi nhu cầu trong nước phục hồi thúc đẩy nhập khẩu hàng hoá tiêu dùng.

Trong số các sản phẩm nhập khẩu của Việt Nam, một số mặt hàng ghi nhận giá trị nhập khẩu tăng mạnh trong T4/22 bao gồm khí hóa lỏng (+305,8% svck), sản phẩm từ dầu mỏ (+174,4% svck), than các loại (+173,9% svck), phân bón (+92,6% svck), dầu thô (+88,6% svck), trái cây và rau quả (+51,5% svck), cao su (+49,6% svck), tân dược (+43,2% svck), điện thoại và linh kiện (+41,5% svck) và các sản phẩm kim loại cơ bản khác (+40,1% svck).

Về cán cân thương mại, Việt Nam vẫn duy trì thặng dư thương mại 1,1 tỷ USD trong T4/22. Trong 4T22, giá trị xuất khẩu của Việt Nam đạt 122,4 tỷ USD (+16,4% svck) trong khi chi tiêu nhập khẩu của Việt Nam đạt 119,8 tỷ USD (+15,7% svck). Do đó, Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại 2,5 tỷ USD

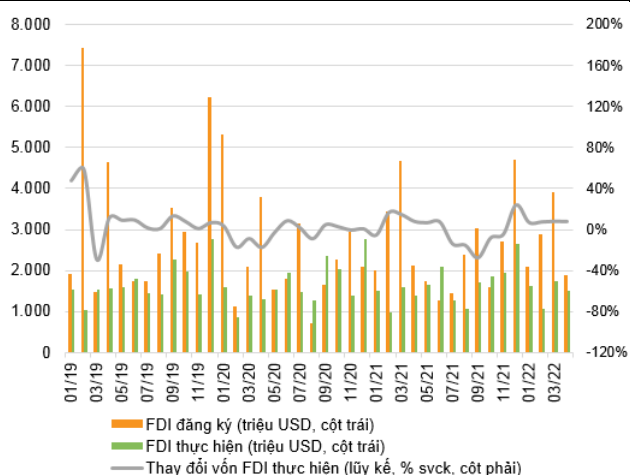
trong 4T22, con số này được cải thiện đáng kể so với thặng dư thương mại 1,6 tỷ USD svck năm ngoái.

### Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) diễn biến tích cực hơn trong nửa cuối năm 2022

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn thực hiện của các dự án FDI đạt 1,5 tỷ USD (+7,1% svck) vào T4/22, do đó nâng vốn thực hiện của các dự án FDI trong 4T22 lên 5,9 tỷ USD, tăng 7,6% svck (so với mức tăng 6,8% trong 4T21). Mặt khác, vốn đăng ký của các dự án FDI duy trì ở mức thấp 1,9 tỷ USD (-10,4% svck) trong T4/22. Trong 4T22, vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 11,8% svck xuống 10,8 tỷ USD. Cụ thể hơn, có 454 dự án (+0,7% svck) được cấp phép mới trong tại 4T22 với số vốn đăng ký 3,7 tỷ USD, giảm 56,3% về vốn đăng ký so với cùng kỳ năm 2021; 323 dự án được cấp phép trong các năm trước được phê duyệt điều chỉnh vốn tăng đầu tư (FDI tăng thêm) với tổng vốn tăng thêm 5,3 tỷ USD (+92,5% svck); 1.026 lượt góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài với tổng giá trị góp vốn 1,8 tỷ USD, tăng 74,5% svck năm 2021.

Vốn đăng ký của các dự án FDI giảm trong 4T22 chủ yếu do cùng kỳ năm ngoái ghi nhận một dự án quy mô rất lớn, tiêu biểu là nhà máy điện khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) Long An I, II trị giá 3,1 tỷ USD và nhà máy nhiệt điện Omon II trị giá 1,3 tỷ USD. Trong khi đó, vốn đăng ký của dự án FDI lớn nhất trong 4T22 là nhà máy sản xuất đồ chơi Lego, trị giá 1,3 tỷ USD. Chúng tôi kỳ vọng vốn đăng ký của các dự án FDI sẽ phục hồi trong các quý tiếp theo khi Việt Nam đẩy nhanh việc mở cửa trở lại nền kinh tế và nhiều đường bay quốc tế được phép hoạt động trở lại. Ngoài ra, Việt Nam vẫn được hưởng lợi từ chiến lược đa dạng hoá chuỗi cung ứng 'Trung Quốc +1' của các công ty đa quốc gia, trong đó Việt Nam là lựa chọn hàng đầu nhờ chi phí lao động cạnh tranh, vị trí gần Trung Quốc và sự ổn định chính trị. Chúng tôi duy trì dự báo từ đầu năm nay rằng vốn đăng ký của các dự án FDI và vốn thực hiện của các dự án FDI vào năm 2022 sẽ tăng lần lượt 10% svck và 9% svck, so với năm ngoái. Cần lưu ý rằng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam giảm mạnh trong Q3/21 do nhiều tỉnh, thành phố trên cả nước buộc phải phong tỏa để kiểm soát làn sóng thứ tư của đại dịch COVID-19.

Hình 8: Đầu tư trực tiếp nước ngoài



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Danh sách các dự án FDI quy mô lớn trong 4T/22

Dự án	Lĩnh vực	Vốn đăng ký (tỷ USD)	Tỉnh, thành phố
Nhà máy đồ chơi Lego (Đan Mạch)	Sản xuất	1,3	Bình Dương
Dự án mở rộng VSIP Bắc Ninh (Singapore)	Khu công nghiệp	0,9	Bắc Ninh
Mở rộng nhà máy Samsung Thái Nguyên (Hàn Quốc)	Sản xuất	0,9	Thái Nguyên
Nhà máy sản xuất thiết bị điện tử Goertek (Hồng Kông, Trung Quốc)	Sản xuất	0,3	Nghệ An
Các dự án thương mại và dịch vụ của GE Việt Nam (Hàn Quốc)	Thương mại & dịch vụ	0,2	Bắc Ninh
Nhà máy sản xuất linh kiện điện tử (JNTC - Hàn Quốc)	Sản xuất	0,2	Phú Thọ

Nguồn: Tổng cục Thống kê, Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

### Tăng trưởng đầu tư công có thể chậm lại do giá vật liệu xây dựng tăng cao

Theo TCTK, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong T4/22 tăng 6,6% svck lên 33,5 nghìn tỷ đồng (so với mức tăng 10,2% svck trong Q1/22). Trong 4T22, vốn nhà nước thực hiện tăng 9,1% svck đạt 109,6 nghìn tỷ đồng (thấp hơn mức tăng 18,4% trong 4T21), tương đương 20,6% kế hoạch cả năm.

Chúng tôi kỳ vọng việc triển khai đầu tư công sẽ tăng tốc trong những tháng tới do gói đầu tư cơ sở hạ tầng trong gói kích thích kinh tế mới, trị giá khoảng 113.050 tỷ đồng, được giải ngân từ T4/22. Ngoài ra, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã ký Quyết định số 548/QĐ-TTg ngày 2 tháng 5 thành lập sáu đoàn kiểm tra để giải quyết các vướng mắc liên quan đến giải ngân vốn đầu tư công. Đoàn kiểm tra sẽ làm việc với các bộ, cơ quan trung ương và các tỉnh có tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công dưới mức bình quân chung của cả nước. Sau đó, đoàn kiểm tra sẽ báo cáo Thủ tướng Chính phủ và đề xuất các giải pháp cụ thể để đẩy nhanh đầu tư công trong vòng 5 ngày làm việc kể từ khi hoàn thành quá trình thẩm tra.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng việc triển khai đầu tư công cũng đối mặt với rủi ro giảm trong tương lai gần nếu giá vật liệu xây dựng như thép, xi măng và đá xây dựng vẫn ở mức cao do tác động của xung đột Nga-Ukraine và đứt gãy, gián đoạn chuỗi cung ứng. Các nhà thầu có thể chậm triển khai dự án so với kế hoạch ban đầu do giá vật liệu xây dựng tăng cao đã tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận các doanh nghiệp xây dựng. Đối với năm 2022, chúng tôi duy trì dự báo vốn đầu tư công thực hiện tăng 20-30% so với thực hiện thực tế năm 2021, do tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 sẽ cao hơn nửa đầu năm nhờ mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021. Đáng chú ý, đầu tư công tăng trưởng âm trong sáu tháng cuối năm 2021 do làn sóng thứ 4 của đại dịch COVID-19, giãn cách xã hội và giá vật liệu xây dựng tăng.

Hình 10: Kế hoạch tiến độ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm giai đoạn 2021 – 2026

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thi công dự kiến							
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cam Lộ - La Sơn	7.700								
Cao Bồ - Mai Sơn	1.600								
Cầu Mỹ Thuận 2	5.000								
Mai Sơn - Quốc lộ 45	12.920								
11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1)	Vĩnh Hảo - Phan Thiết								
	Phan Thiết - Dầu Giây								
	Nghi Sơn - Diễn Châu								
	Quốc lộ 45 - Nghi Sơn								
	Diễn Châu - Bái Vợt								
	Nha Trang - Cam Lâm								
	Cam Lâm - Vĩnh Hảo								
12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2)	146.990								
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109.112								
<b>Tổng</b>	<b>357.890</b>								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Việc Fed thắt chặt chính sách tiền tệ là thách thức lớn đối với nền kinh tế Việt Nam

#### FED thắt chặt chính sách tiền tệ để đối phó với lạm phát cao

Tại cuộc họp gần đây nhất được tổ chức vào ngày 3-4/5/2022, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 50 điểm cơ bản lên biên độ mới từ 0,75% đến 1,0%. Quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 0,50% đánh dấu mức tăng mạnh nhất được thực hiện trong một cuộc họp duy nhất kể từ tháng 5/2000. Các quan chức Cục dự trữ liên bang Mỹ cũng gợi ý rằng họ sẽ tiếp tục tăng lãi suất điều hành trong năm nay với nỗ

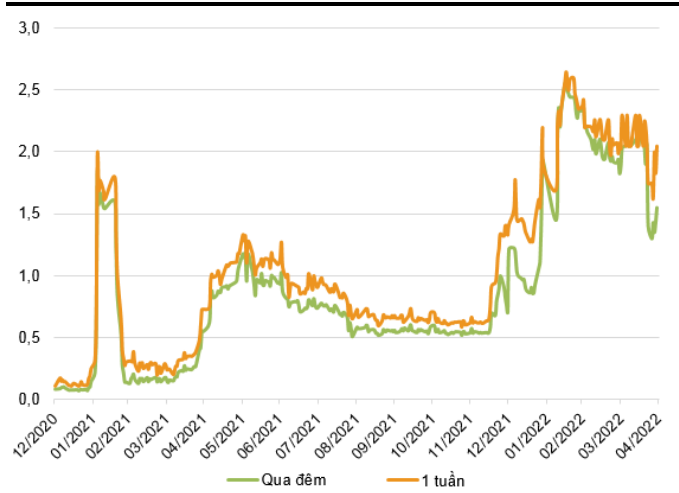
lực kiềm chế lạm phát. Các quan chức của Fed cũng quyết định giảm quy mô bảng cân đối kế toán của FED từ tháng 6/2022, bắt đầu với 47,5 tỷ USD mỗi tháng (30 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 17,5 tỷ USD chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp), sau ba tháng sẽ là 95 tỷ USD mỗi tháng (60 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 35 tỷ đô la chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp).

### **Chúng tôi cho rằng việc FED thắt chặt chính sách tiền tệ có 5 tác động lớn đến nền kinh tế Việt Nam**

- Tình hình tài chính toàn cầu thắt chặt hơn làm giảm triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế thế giới, dẫn đến nhu cầu đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam thấp hơn. Việc Fed thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ làm tăng lãi suất cho vay (bằng đồng USD) từ đó làm giảm nhu cầu tiêu dùng của người dân cũng như làm suy yếu nhu cầu mở rộng đầu tư của các doanh nghiệp. Nhiều tổ chức nghiên cứu trên thế giới gần đây đã hạ dự báo tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu cũng như nền kinh tế Mỹ, một trong những nguyên nhân chính là vì điều kiện tài chính toàn cầu ngày càng thắt chặt. Do đó, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ chậm lại trong những quý tới do người tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt như Mỹ và châu Âu thắt chặt chi tiêu.
- Lãi suất huy động (bằng VND) chịu áp lực tăng trong những tháng cuối năm. Tính đến ngày 26/4/2022, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng quốc doanh không đổi so với mức cuối năm 2021 (xem Hình 12) trong khi lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng và lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng tư nhân lần lượt tăng 14 điểm cơ bản và 13 điểm cơ bản so với mức cuối năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng từ giờ đến cuối năm 2022 do lãi suất USD tăng và áp lực lạm phát tại Việt Nam tăng cao trong những quý tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng sẽ không lớn, khoảng 30-50 điểm cơ bản cho cả năm 2022. Chúng tôi cho rằng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại có thể tăng lên 5,9-6,1%/năm vào cuối năm 2022 (hiện ở mức 5,5-5,7%/năm), vẫn thấp hơn so với mức trước đại dịch là 7,0%/năm.
- Lãi suất USD tăng gây áp lực lên nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của Chính phủ và doanh nghiệp Việt Nam. Theo ước tính của chúng tôi, nợ nước ngoài của Việt Nam chiếm 39% GDP vào cuối năm 2021. Trong bối cảnh thanh khoản trên thị trường tài chính quốc tế thắt chặt hơn, Chính phủ và các doanh nghiệp Việt Nam sẽ khó huy động vốn trên thị trường quốc tế và phải chịu lãi suất cao hơn.
- Về thị trường tài chính, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) có thể tiếp tục bị rút ròng trong những tháng tới do ảnh hưởng của "taper tantrum". Tuy nhiên, khối ngoại đã liên tục bán ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2 năm trở lại đây nên tác động của việc khối ngoại bán ròng sẽ ở mức vừa phải do thị trường đã có sự chuẩn bị trước. Trong khi đó, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam sẽ ít bị ảnh hưởng do Việt Nam vẫn là điểm đầu tư hấp dẫn trong xu thế đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Đồng USD mạnh gây áp lực lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam. Vào ngày 31/4/2022, chỉ số đồng đô la Mỹ (đo sức mạnh của đồng đô la Mỹ so với rổ tiền tệ) đạt 103 điểm, mức cao nhất trong 20 năm. Đồng USD mạnh kéo tỷ giá USD/VND tăng khoảng 0,6% trong 4T22. Tuy nhiên, VND vẫn là một trong những đồng tiền ổn định nhất ở khu vực Châu Á-Thái Bình Dương. Chúng tôi thấy rằng các yếu tố cơ bản để giữ cho VND ổn định trong những năm gần đây vẫn được duy trì, bao gồm thặng dư tài khoản vãng lai và dự trữ ngoại hối cao. Chúng tôi kỳ vọng thặng dư tài khoản vãng lai sẽ tăng lên 1,9% GDP vào năm 2022 từ mức thâm hụt dự kiến là 1,0% GDP vào năm 2021. Chúng tôi cũng kỳ vọng dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ đạt 122,5 tỷ USD vào cuối năm 2022 (tương đương 4,0 tháng nhập khẩu) từ mức hiện tại là 105 tỷ đô la Mỹ. Do đó, chúng tôi nhận định tỷ giá USD/VND

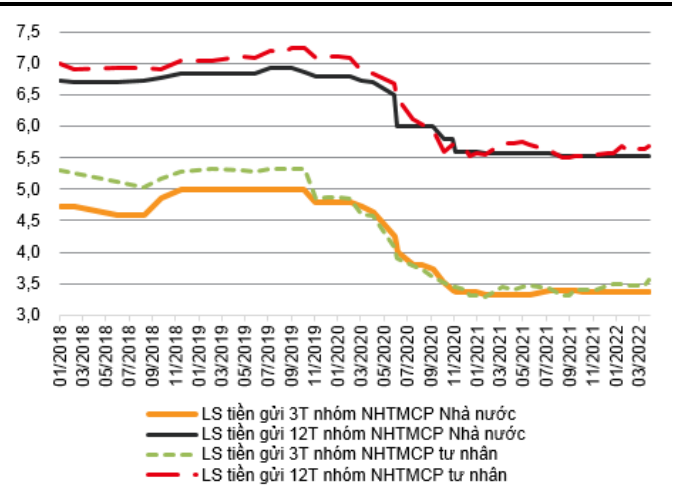
ổn định ở mức 22.600-23.050 vào năm 2022 và Đồng Việt Nam có thể dao động trong biên độ tương đối hẹp (+/-1%) so với USD.

Hình 11: Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục giảm trong T4/22 (%)



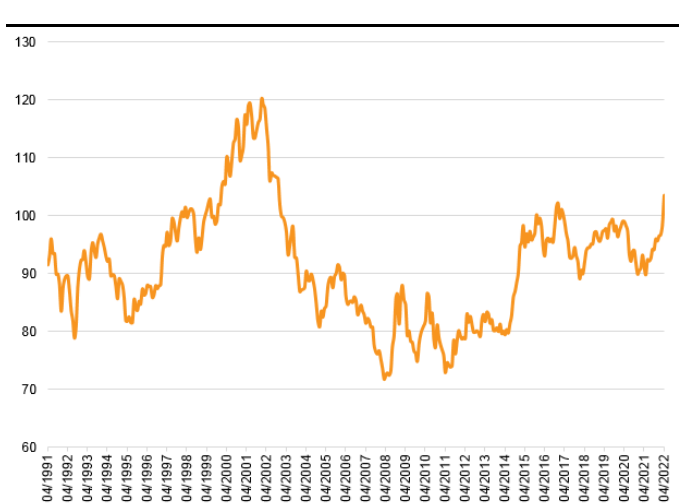
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Lãi suất huy động tăng nhẹ vào T4/22 (%)



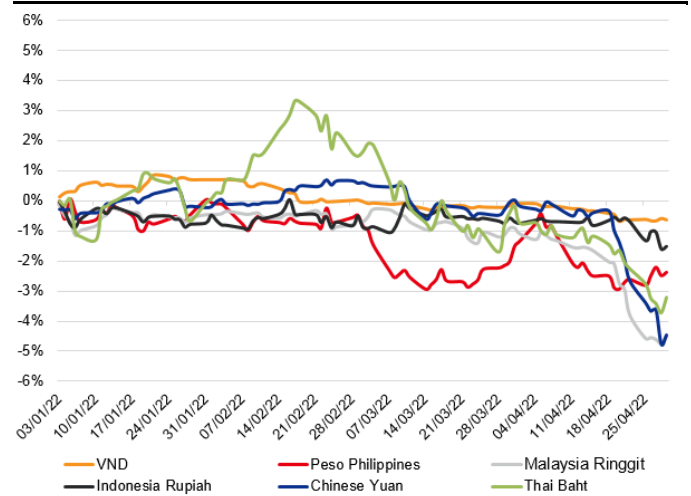
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Chỉ số đồng đô la Mỹ đạt mức cao nhất trong 20 năm



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: VND vượt trội hơn các đồng tiền khác trong khu vực tính đến tháng 4 (4% từ đầu năm)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ phù hợp ít nhất trong 3-6 tháng tới để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi.**

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng rằng Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) sẽ duy trì chính sách tiền tệ phù hợp cho đến ít nhất là đến cuối Q2/22 vì (1) Mặc dù áp lực lạm phát dự kiến sẽ gia tăng trong những tháng tới, nhưng chỉ số giá tiêu dùng bình quân nửa đầu năm 2022 dự báo ở mức 2,5% svck, vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 4% svck (2) Nhu cầu trong nước vẫn yếu và chưa phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch và (3) NHNN vẫn ưu tiên mục tiêu duy trì lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế phục hồi.

Bất kỳ sự thắt chặt tiền tệ nào sẽ chỉ diễn ra vào nửa cuối năm 2022 (khả năng cao hơn trong quý 4/2022) và mức tăng (nếu có) sẽ hạn chế, khoảng 0,25-0,5%. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ cho phép tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi. Dòng vốn tín dụng sẽ được ưu tiên



cho lĩnh vực sản xuất và dịch vụ, đặc biệt là các lĩnh vực ưu tiên như công nghiệp, xuất nhập khẩu, nông, lâm, thủy sản. Ngoài ra, NHNN sẽ kiểm soát kỹ dòng vốn tín dụng vào các lĩnh vực rủi ro cao như bất động sản, chứng khoán và các dự án BOT (Xây dựng-Kinh doanh-Chuyển giao). Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tăng trưởng tín dụng duy trì mức cao 14% svck trong năm 2022.

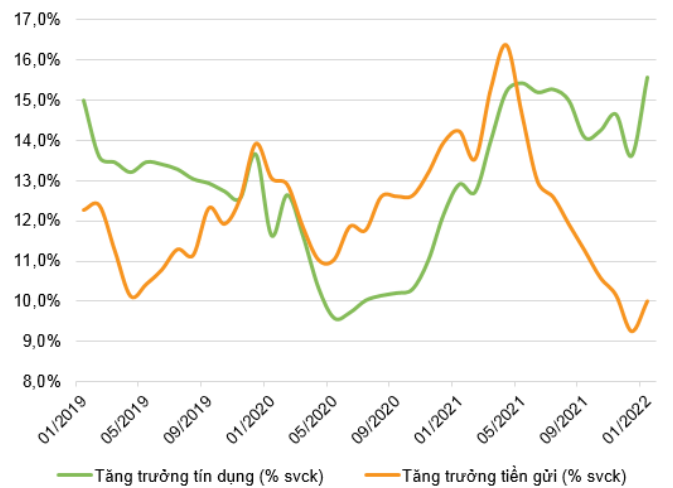
Về lãi suất cho vay, NHNN đang triển khai gói cấp bù lãi suất với quy mô 3.000 tỷ đồng. Gói này đưa ra mức lãi suất cho vay chỉ 3-4%/năm đối với các doanh nghiệp bị ảnh hưởng mạnh bởi đại dịch COVID-19. Ngoài ra, Chính phủ có kế hoạch mở rộng quy mô gói cấp bù lãi suất cho doanh nghiệp lên 40.000 tỷ đồng, tập trung vào một số đối tượng ưu tiên, bao gồm (1) doanh nghiệp nhỏ và vừa, (2) doanh nghiệp tham gia một số của các dự án trọng điểm quốc gia, và (3) kinh doanh trong một số ngành nhất định (du lịch, hàng không, giao thông vận tải). Chúng tôi kỳ vọng rằng gói cấp bù lãi suất có thể giúp giảm mặt bằng lãi suất cho vay trung bình từ 20-40 điểm cơ bản trong năm 2022. Tuy nhiên, tác động thực tế của gói cấp bù lãi suất đối với doanh nghiệp và nền kinh tế có thể thấp hơn nếu các ngân hàng thương mại tăng lãi suất cho vay đối với các khoản vay thông thường khác để bù đắp việc tăng lãi suất huy động.

Hình 15: Lợi tức Trái phiếu Chính phủ của Việt Nam lên mức cao nhất trong 2 năm (%)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng huy động ngày càng nới rộng



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

### Lạm phát vẫn là rủi ro hàng đầu

Lạm phát của Việt Nam đã tăng 2,6% svck trong T4/22 (so với 1,9% trong Q1/22 và 2,4% vào T3/22), chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng cao của chỉ số giá tiêu dùng nhóm giao thông vận tải (+16,6% svck) do giá xăng dầu tăng trong bối cảnh cuộc khủng hoảng Ukraine-Nga. Trong khi đó, chỉ số lượng thực, thực phẩm vẫn ở mức thấp 1,1% svck do giá thịt lợn giảm (-30% svck). So sánh theo tháng, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng 0,2% so với tháng trước.

Chúng tôi nhận thấy rủi ro lạm phát gia tăng trong khoảng thời gian còn lại của năm 2022 do tác động của cuộc khủng hoảng Nga-Ukraine:

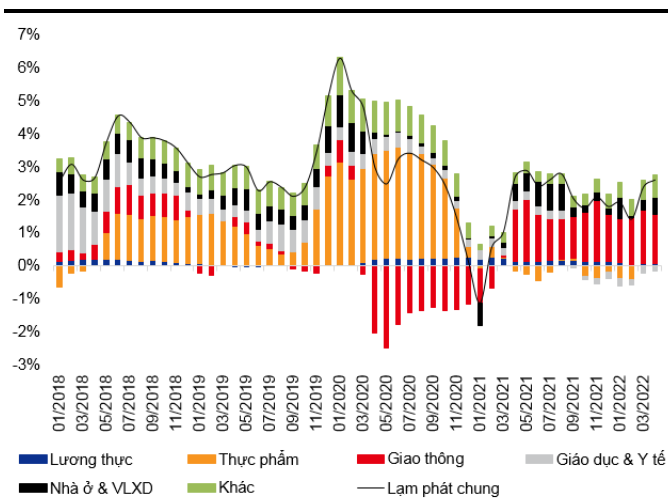
- Giá dầu thô và khí đốt tự nhiên đã tăng đáng kể do khủng hoảng Nga-Ukraine. Giá dầu thô Brent trung bình ở mức 97,9 USD/thùng trong Q1/22 (+59,7% svck). Chúng tôi cho rằng giá dầu thô và khí đốt tự nhiên khó có thể sớm trở lại mức trước khủng hoảng. Do đó, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi nâng dự báo giá dầu thô bình quân năm 2022 lên 88 USD/thùng từ mức 80 USD/thùng trước đó. Giá dầu thô tăng cao sẽ làm gia tăng áp lực lạm phát đối với Việt Nam, đặc biệt là đối với chỉ số giá giao thông.
- Việc tăng giá các nguyên liệu đầu vào như than, thép, đồng, nhôm và giá cước vận chuyển cũng có thể tác động đến chi phí sản xuất của Việt Nam.

Xung đột càng kéo dài thì tác động càng lớn đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp.

- Việc tăng giá phân bón và các mặt hàng nông sản (lúa mì, ngô, lúa mạch) cũng có thể làm tăng áp lực lên giá lương thực, thực phẩm trong nước, mặc dù tác động sẽ tương đối hạn chế.

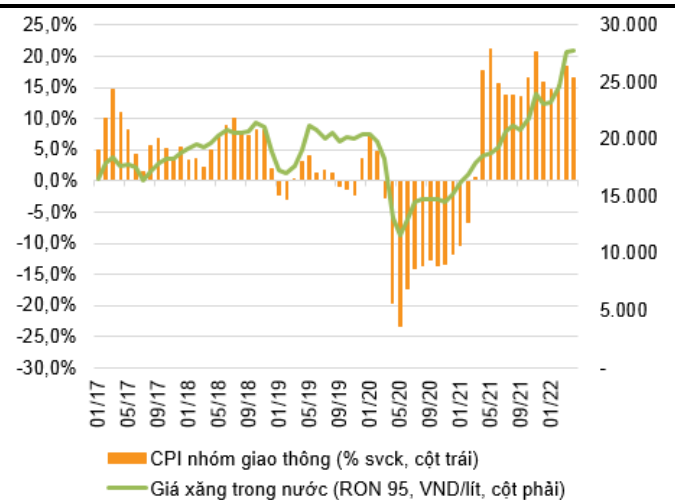
Do đó, chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ nóng lên trong tháng tới và dự báo lạm phát trong Q2/22 bình quân ở mức 3,1% svck (so với 1,9% svck trong Q1/22). Chúng tôi tin rằng Chính phủ vẫn có thể kiểm soát được lạm phát bình quân năm nay dưới 4,0% như mục tiêu đề ra hồi đầu năm. Chúng tôi nhận thấy Chính phủ đang thực hiện các giải pháp cần thiết để kiềm chế lạm phát trong năm nay, bao gồm giảm thuế bảo vệ môi trường đối với mặt hàng xăng dầu để hạ giá xăng dầu trong nước và điều chỉnh giá dịch vụ công như học phí. Nhìn chung, chúng tôi duy trì dự báo lạm phát bình quân năm 2022 ở mức 3,45% svck.

Hình 17: Lạm phát tăng 2,6% svck vào T4/2022



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Chỉ số giá giao thông tăng mạnh trong bối cảnh giá xăng dầu tăng



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi tin rằng sự phục hồi mạnh mẽ trong nước là động lực để vượt qua những thách thức từ bên ngoài

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng 5,6% svck (+/-0,2 điểm %) trong Q2/22, cải thiện từ mức tăng trưởng 5,0% trong Q1/22. Trong nửa đầu năm 2022, chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng trưởng 5,3% svck, giảm từ 5,6% svck trong 6 tháng đầu năm 2021.

Về ba trụ cột chính của nền kinh tế, khu vực dịch vụ được kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn trong Q2/22 nhờ (1) mở cửa trở lại các dịch vụ không thiết yếu (du lịch, vận tải công cộng, giải trí,...) và (2) nhu cầu trong nước phục hồi sau khi Chính phủ nới lỏng các quy định về giãn cách xã hội và cắt giảm thuế giá trị gia tăng (VAT) từ 10% xuống 8%. Chúng tôi dự báo ngành dịch vụ sẽ tăng trưởng 6,5% svck trong Q2/22, cải thiện mạnh mẽ so với lần lượt 4,6% và 4,2% trong Q1/22 và Q2/21.

Giá nguyên liệu đầu vào tăng sẽ tác động mạnh đến ngành công nghiệp và xây dựng trong Q2/22. Chúng tôi dự báo ngành này tăng trưởng 5,7% svck trong Q2/22, giảm từ mức 6,4% trong Q1/22 và 10,4% trong Q2/21.

Cuối cùng, chúng tôi dự báo ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng 2,1% svck trong Q2/22. Mức tăng trưởng này thấp hơn mức tăng trưởng Q1/22 là 2,4% svck do việc tăng giá thức ăn chăn nuôi có thể tác động mạnh đến hoạt động chăn nuôi trong quý 2. Tốc độ này thấp hơn mức tăng trưởng Q1/22 là

2,4% svck do tăng giá thức ăn chăn nuôi tăng tác động tiêu cực đến sản xuất chăn nuôi trong quý 2.

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam vào năm 2022 là 7,1%. Nhìn chung, Việt Nam vẫn sẽ là một trong những quốc gia phát triển nhanh nhất ở khu vực Châu Á - Thái Bình Dương vào năm 2022.

**Hình 19: Các dự báo vĩ mô chính cho năm 2022**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021 (ước tính)	2022 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,1	7,0	2,9	2,6	7,1
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,5	19,0	12,5
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,6	26,5	10,9
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	4,0	9,8
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,8	12,7	-3,8	7,8
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	-1,0	1,9
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55,1	79,0	95,0	107,5	122,5
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,9	23,8	27,8	29,2	30,4
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	4,0
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,5
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,7	12,1	13,6	14,0
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	103,9	107,1	115,7	124,3	128,9
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	11,0	12,0-13,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,3	6,0	4,0	4,0	4,0-4,5
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,8	6,8	5,6	5,6	6,0
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,1	3,2
Tỷ giá (USD/VND)	% svck	1,8	1,4	-0,3	-0,7	+/- 1,0
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,7	3,1	3,8	4,2
Nợ công	% GDP	46,6	43,4	45,0	43,7	44,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, MOF

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

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

Email: [hinh.dinh@vndirect.com.vn](mailto:hinh.dinh@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

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