

Nội dung

I. KINH TẾ THẾ GIỚI.....2

II. KINH TẾ VIỆT NAM.....5

ĐIỂM NHẤN

Kinh tế thế giới

- Tăng trưởng kinh tế Mỹ và Châu Âu tiếp tục khởi sắc; FED bắt đầu bán tài sản kể từ tháng 10 và sẽ thu về hơn 3.500 tỷ USD trong 6 năm tới
- Chính sách tiền tệ tiếp tục là điểm tựa trong nỗ lực thúc đẩy kinh tế của các nước trong khi vực Châu Á. Tuy nhiên, rủi ro từ quy mô nợ tăng cao đang tác động xấu đến tín nhiệm của các quốc gia, điển hình như Trung Quốc và Hong Kong

Kinh tế Việt Nam

- Tăng trưởng kinh tế quý 3 đột biến và đạt 7,46% y/y, qua đó giúp tăng trưởng 9M2017 đạt 6,41% y/y
- Tăng trưởng khu vực công nghiệp và xây dựng chậm lại do ngành khai khoáng giảm 8,08% y/y mặc dù ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng 12,77% y/y, mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây
- Khu vực dịch vụ tăng 7,25% y/y và đóng góp 43,7% vào mức tăng chung toàn nền kinh tế trong đó động lực chủ yếu từ Bán buôn bán lẻ (+8,16% y/y); Dịch vụ lưu trú và ăn uống (+9,0% y/y), Hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm (+7,89% y/y); Hoạt động kinh doanh BĐS (+3,99% y/y) và Vận tải, kho bãi (+7,81% y/y)
- Hoạt động thương mại đang bước vào chu kỳ hồi phục với tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu 9M2017 đạt 310 tỷ USD, tăng 22% y/y. Bên cạnh đó, cơ cấu hàng nhập khẩu cho thấy các doanh nghiệp đang hướng tới phục vụ chính thị trường bán lẻ Việt Nam
- Thị trường bán lẻ Việt Nam giữ vững tốc độ tăng trưởng trên 10% trong bối cảnh thu nhập người dân và số lượng khách du lịch quốc tế gia tăng
- Vốn đầu tư từ NĐTNN tiếp tục đóng góp lớn cho nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, tỷ trọng nguồn vốn này hầu như không đổi trong các năm qua mặc dù NSNN đang gặp khó trong việc đáp ứng nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng
- Tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2017 có thể hoàn thành kế hoạch 6,7%
- Lạm phát năm 2017 có thể được kiểm soát dưới ngưỡng 4% nhưng vẫn còn đó nhiều rủi ro thúc đẩy lạm phát tăng cao hơn dự báo
- Tăng trưởng tín dụng ngoại tệ cao gấp đôi cùng kỳ năm trước và tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt khoảng 20%
- Tỷ giá trung tâm tiếp tục tăng mặc dù tỷ giá giao dịch đứng yên. Đà hồi phục của đồng US Dollar chậm hơn dự báo do phụ thuộc vào mức độ thành công của chính sách kinh tế dưới thời Tổng thống Donald Trump

Bạch An Viễn

Trưởng phòng phân tích

vien.ba@kisvn.vn**Nguyễn Lê Nguyên Vĩ**

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

vi.nl@kisvn.vn**Vũ Anh Tú**

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô

tu.va@kisvn.vn

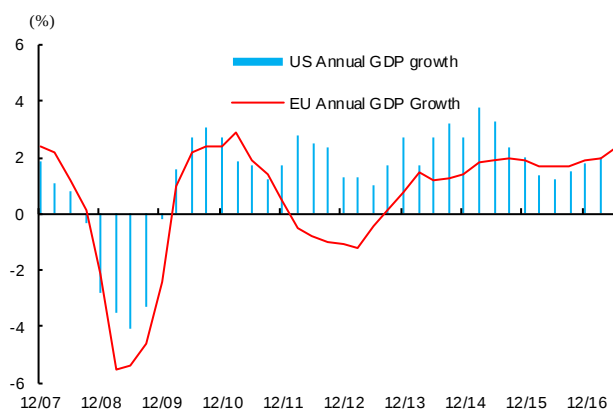
I. KINH TẾ THẾ GIỚI

Tăng trưởng kinh tế Mỹ và Châu Âu tiếp tục khởi sắc; FED bắt đầu bán tài sản kể từ tháng 10 và sẽ thu về hơn 3.500 tỷ USD trong 6 năm tới

Hồi phục là cụm từ chính xác để mô tả diễn biến tăng trưởng kinh tế tại Mỹ và Châu Âu trong thời gian qua. Theo số liệu công bố cuối cùng, kinh tế Mỹ tăng trưởng 2,2% y/y trong quý 2/2017, mức cao nhất kể từ đầu năm 2016 và ghi nhận quý hồi phục thứ 5 liên tiếp. Trong khi đó, sức mạnh nền kinh tế khu vực Châu Âu còn cải thiện rõ nét hơn nữa khi tăng trưởng kinh tế quý 2/2017 đạt 2,3% y/y. Đây cũng là mức tăng mạnh nhất kể từ cuối năm 2011. Trong khi chi tiêu hộ gia đình và đầu tư vẫn là hai trụ cột chính của các nền kinh tế trên, hoạt động thương mại đang là điểm sáng của Châu Âu.

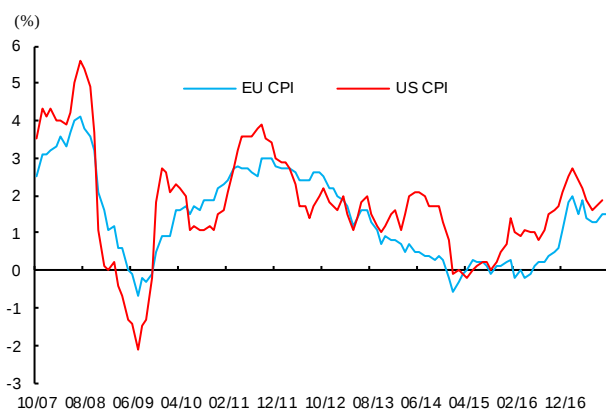
Xét trên góc độ lạm phát, chỉ số giá tiêu dùng tại Mỹ đang lấy lại đà tăng và đạt 1,9% y/y trong tháng 8/2017. Tuy nhiên, động lực chính lại nằm từ ảnh hưởng tiêu cực của diễn biến thời tiết bất lợi, điển hình như cơn bão Hurricane Harvey. Trong thời gian qua, nhiều nhà máy lọc dầu tại khu bờ biển vùng Vịnh phải đóng cửa do ảnh hưởng từ cơn bão trên, qua đó đẩy giá xăng dầu lên cao và có thời điểm giá Gasoline RBOB đạt 1,7479 USD/gallon. Trong khi đó, diễn biến lạm phát tại Châu Âu khá ổn định và duy trì quanh mức 1,5%/tháng. Giá thực phẩm, năng lượng và dịch vụ là những động lực chính.

Hình 1: Tăng trưởng kinh tế



Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

Hình 2: Chỉ số giá tiêu dùng



Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

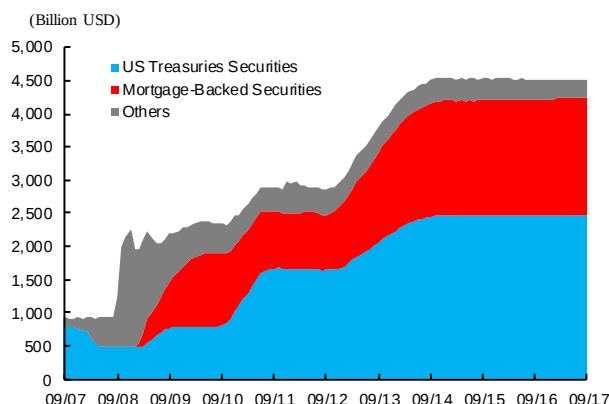
Như được nhấn mạnh trong báo cáo trước đó, tâm điểm của tháng 9 là cuộc họp chính sách của NHTW Mỹ (FED). Cụ thể, FED cho biết sẽ bắt đầu thu hẹp bảng cân đối kế toán của mình bằng cách bán trái phiếu kho bạc Mỹ cùng với chứng khoán đảm bảo bằng tài sản thế chấp. Cụ thể, từ tháng 10 này, Fed sẽ bán ra trái phiếu kho bạc Mỹ với tốc độ 6 tỷ USD mỗi tháng, tiếp đó tăng thêm 6 tỷ USD mỗi 3 tháng trong vòng 12 tháng, cho tới khi mức bán ra đạt 30 tỷ USD/tháng. Về chứng khoán đảm bảo bằng tài sản thế chấp, FED dự kiến bắt đầu bán ra với tốc độ 4 tỷ USD/tháng, tăng thêm 4 tỷ USD mỗi quý trong vòng 1 năm, cho tới khi đạt 20 tỷ USD/tháng. Theo dự tính của chúng tôi, với tốc độ trên, quy mô bảng cân đối kế toán của FED sẽ giảm về mức trên 1.000 tỷ USD trong năm 2023, tức 6 năm tới.

Nhìn sang thị trường ngoại hối, đồng US Dollar đang có dấu hiệu hồi phục trở lại khi chỉ số US Dollar Index đã tăng 2,3% kể từ mức đáy giữa tháng trước. **Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tốc độ hồi phục năm 2017 khó được như năm 2016 (+9,8%) do ảnh hưởng sâu sắc từ diễn biến chính trị dưới thời Tổng thống Mỹ.** Cụ thể, trong thời gian qua, Tổng thống Donald Trump đang tích cực vận động cho kế hoạch cải tổ thuế lớn nhất trong 3 thập kỷ qua. Cụ thể, thuế suất thu nhập cá nhân tối đa sẽ giảm còn 35% từ 39,6% trong khi thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ giảm về 20% từ mức 35% như hiện tại mặc dù mức này vẫn thấp hơn cam kết trước đó của ông Trump, 15%. Ngân hàng, bảo hiểm và các công ty quản lý tài sản được đánh giá sẽ là người hưởng lợi chính từ kế hoạch trên.

Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh đến triển vọng tín dụng của chính phủ Mỹ do kế hoạch cắt giảm thuế không đi kèm với kế hoạch cắt giảm chi tiêu. Điều này sẽ làm gia tăng áp lực lớn lên tình trạng thâm hụt ngân sách trong bối cảnh Quốc Hội Mỹ vẫn chưa phê duyệt nâng trần nợ công. Thay vào đó, Tổng thống Donald Trump mới ký đạo luật tạm thời loại bỏ mức

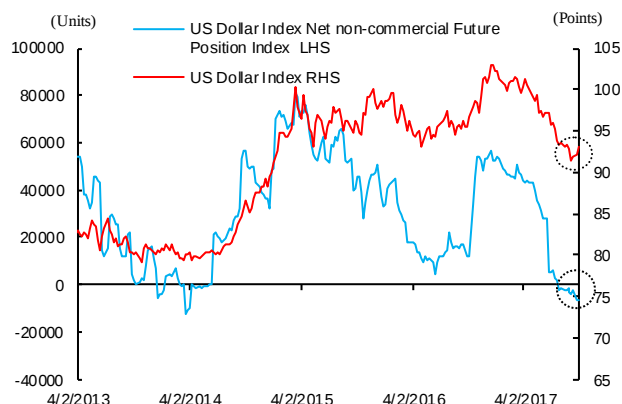
trần nợ công nhằm giúp Bộ Tài Chính Mỹ sẽ có quyền tự do vay thêm ngân sách cho tới trước thời điểm họp bàn chính sách vào ngày 08/12/2017.

Hình 3: Bảng cân đối kế toán của FED



Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

Hình 4: Diễn biến đồng USD



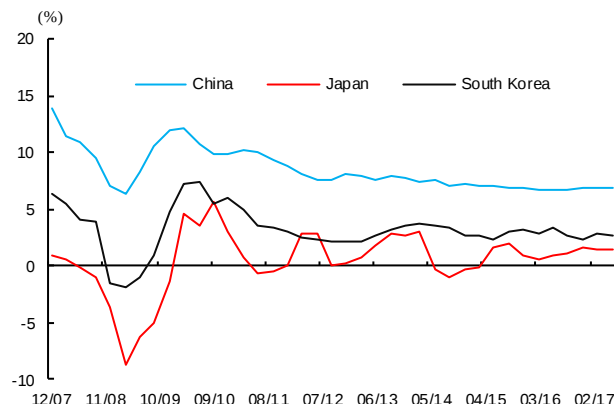
Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

Chính sách tiền tệ tiếp tục là điểm tựa trong nỗ lực thúc đẩy kinh tế của các nước trong khu vực Châu Á. Tuy nhiên, rủi ro từ quy mô nợ tăng cao đang tác động xấu đến tín nhiệm của các quốc gia, điển hình như Trung Quốc và Hong Kong

Trở lại với khu vực Châu Á, trong khi 3 cường quốc khu vực Bắc Á, gồm Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc, tăng trưởng ổn định thì các nước trong khối ASEAN vẫn đang là điểm sáng. Cụ thể, tăng trưởng kinh tế Trung Quốc quý 2/2017 ước đạt 6,9% y/y, theo sau bởi Nhật Bản (+1,4% y/y) và Hàn Quốc (+2,7% y/y). Đáng chú ý, tăng trưởng kinh tế Trung Quốc năm 2017 khả năng cao sẽ vượt qua ngưỡng kỳ vọng 6,5% của Chính phủ nước này trong khi nền kinh tế Hàn Quốc chịu tác động tiêu cực từ sự suy giảm trong hoạt động xây dựng và sản xuất.

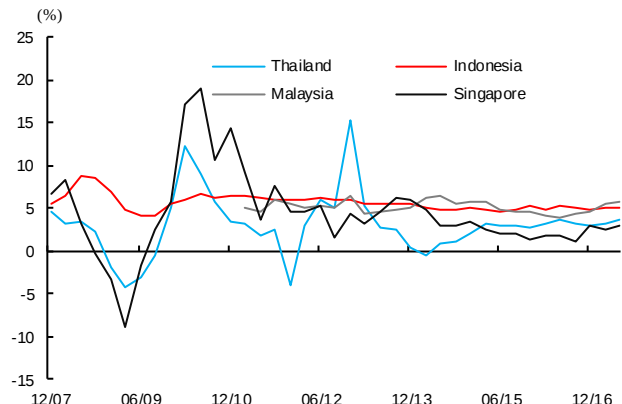
Về khu vực ASEAN, Việt Nam, Thailand và Malaysia là những tâm điểm đáng chú ý. Trong đó, tăng trưởng kinh tế quý 3 của Việt Nam đạt 7,46% y/y, mức tăng mạnh nhất kể từ năm 2008. Kinh tế Malaysia liên tục hồi phục trong 1 năm qua và tăng trưởng 5,8% y/y trong quý 2/2017, mức cao nhất kể từ quý 1/2015. Trong khi đó, nền kinh tế Thailand nhìn chung hồi phục khá tốt với biên độ tăng quý 2/2017 đạt 3,7%, mức cao nhất kể từ năm 2013.

Hình 5: Tăng trưởng kinh tế khu vực Đông Bắc Á



Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

Hình 6: Tăng trưởng kinh tế khu vực ASEAN

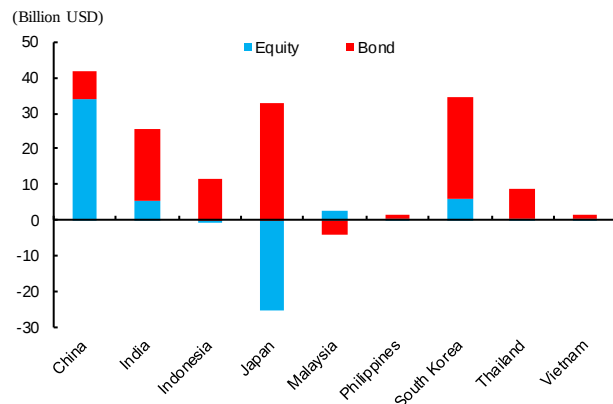


Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

Tăng trưởng kinh tế cao cùng mức sinh lời hấp dẫn đã và đang khiến Châu Á trở thành điểm sáng thu hút đầu tư. Xét riêng dòng vốn đầu tư gián tiếp, hầu hết các nước được khảo sát đều ghi nhận dòng vốn chảy vào thị trường, đặc biệt sản phẩm trái phiếu. Ngoại trừ Malaysia, lượng vốn đổ vào thị trường tài chính khu vực Châu Á ghi nhận mức cao trong 9M2017 với Trung Quốc (+ 41,9 tỷ USD), Hàn Quốc (+34,7 tỷ USD), Ấn Độ (25,4 tỷ USD),....Trong đó, NĐTNN quan tâm đến trái phiếu do lợi tức ổn định cao hơn tương đối so với các khu vực kinh tế khác. Đặc biệt là thị trường trái phiếu Nhật Bản, India và Indonesia khi dự nợ chính phủ chiếm tỷ trọng lớn trong tổng cơ cấu nợ. Bên cạnh đó cũng phải kể đến sự hấp dẫn của thị trường trái phiếu Hàn Quốc.

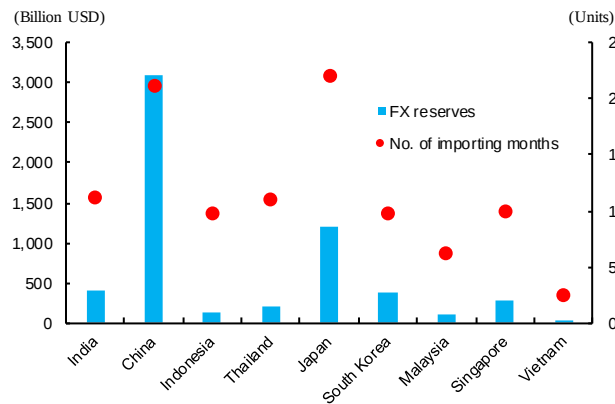
Như một xu hướng tất yếu, chúng tôi nhận thấy các quốc gia đang tận dụng tốt thời cơ này để gia tăng lượng dự trữ ngoại hối của mình, đặc biệt trong bối cảnh đồng US Dollar đang suy yếu mạnh kể từ đầu năm nay. Trung Quốc có quy mô dự trữ ngoại hối cao nhất, 3.092 tỷ USD, và đang tiếp tục đà hồi phục, theo sau là Nhật Bản (1.204 tỷ USD), Ấn Độ (400 tỷ USD) và Hàn Quốc (384 tỷ USD). Đáng chú ý, lượng dự trữ ngoại tệ trên giúp các quốc gia hoàn toàn có thể đáp ứng điều kiện an toàn của IMF – dự trữ ngoại hối tương đương ít nhất 12 tuần nhập khẩu.

Hình 7: Dòng vốn đầu tư gián tiếp



Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

Hình 8: Dự trữ ngoại hối



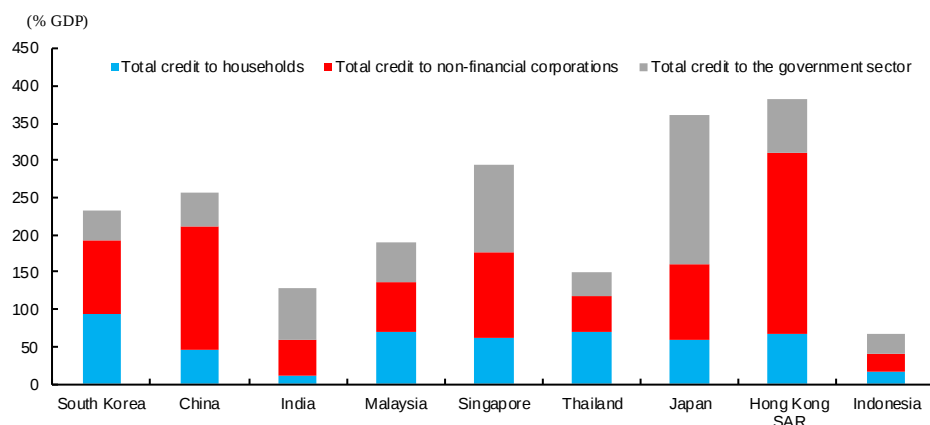
Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

Tuy nhiên, không có bức tranh kinh tế nào hoàn hảo và hạt sạn ở đây chính là tình trạng dư nợ quá cao trong nền kinh tế. Dẫn đầu là Hong Kong khi quy mô dư nợ lên tới 382,3% GDP, theo sau là Nhật Bản (372,6% GDP), Singapore (293,2% GDP), Trung Quốc (257,8% GDP), Hàn Quốc (233,1% GDP),...Đáng chú ý, dư nợ của Trung Quốc và Hong Kong tập trung phần lớn tại khối doanh nghiệp phi tài chính, lần lượt 64,1% và 63,5%. Đây là một trong những nguyên nhân khiến các tổ chức xếp hạng tín nhiệm như Moody's và S&P lo ngại về khả năng vỡ nợ trong tương lai của các quốc gia này.

Moody's và S&P hạ xếp hạng tín nhiệm của Trung Quốc. Cụ thể, Moody's đã hạ mức tín nhiệm của Trung Quốc từ Aa3 xuống A1 trong khi S&P hạ mức xếp hạng tín nhiệm của nước này từ AA- xuống A+ lần đầu tiên kể từ năm 1999. Điều này cho thấy sự suy giảm lòng tin của giới tài chính quốc tế trong nỗ lực của Chính phủ Trung Quốc nhằm tạo sự cân bằng giữ duy trì tăng trưởng kinh tế và làm trong sạch ngành tài chính.

Không chỉ vậy, Hong Kong cũng đã bị S&P hạ xếp hạng tín nhiệm ngay sau khi cơ quan này làm điều tương tự với Trung Quốc. Cụ thể, xếp hạng nhà phát hành dài hạn của Hong Kong bị hạ 1 bậc từ AAA về AA+. Trước đó, Moody's cũng hạ điểm tín nhiệm của Hong Kong từ Aa1 xuống Aa2.

Hình 9: Dư nợ các khu vực kinh tế



Nguồn: Bloomberg, KISVN Research

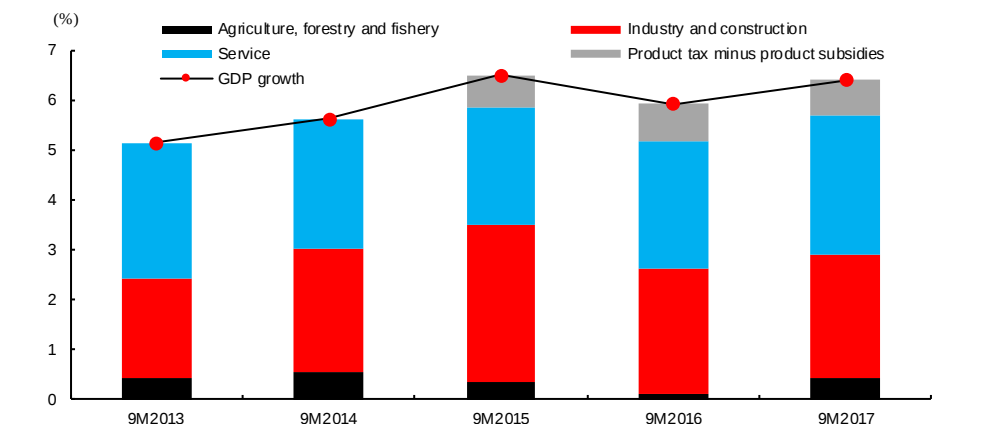
II. KINH TẾ VIỆT NAM

Tăng trưởng kinh tế quý 3 đột biến và đạt 7,46% y/y, qua đó giúp tăng trưởng 9M2017 đạt 6,41% y/y

Theo số liệu từ Tổng cục thống kê, tăng trưởng GDP 9M2017 đạt 6,41% y/y, cao hơn mức tăng 5,99% y/y trong cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý, quý 3/2017 tăng mạnh 7,46% y/y, mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây sau khi kết quả 2 quý đầu năm không mấy khả quan.

Xét về các khu vực kinh tế, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,78%, đóng góp 0,43 điểm phần trăm vào mức tăng chung; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 7,17%, đóng góp 2,45 điểm phần trăm; khu vực dịch vụ tăng 7,25%, đóng góp 2,80 điểm phần trăm.

Hình 10: Tăng trưởng kinh tế



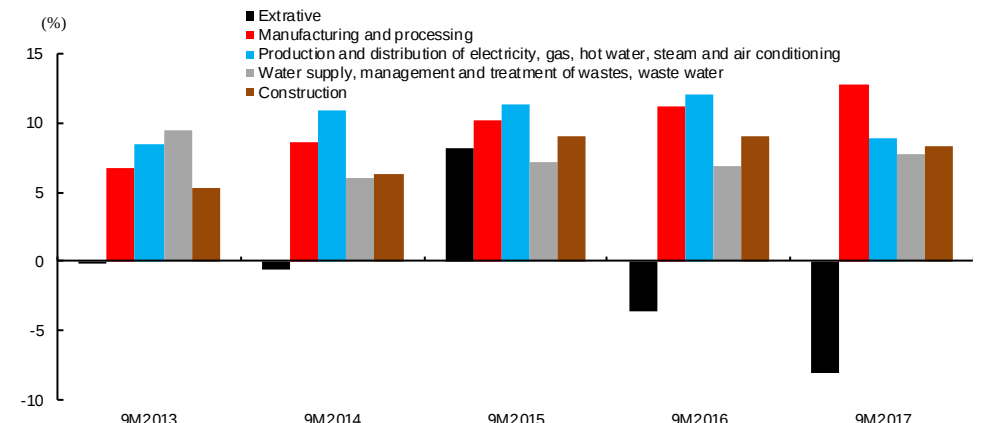
Nguồn: GSO, KISVN Research

Tăng trưởng khu vực công nghiệp và xây dựng chậm lại do ngành khai khoáng giảm 8,08% y/y mặc dù ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng 12,77% y/y, mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây

Xét riêng khu vực công nghiệp và xây dựng, tốc độ tăng của ngành công nghiệp chậm lại và chỉ đạt 6.95% y/y, thấp hơn mức tăng 9,86% y/y 9M2015 và 7,40% y/y 9M2016. Nguyên nhân quan trọng và quen thuộc là do sự sụt giảm của ngành khai khoáng khi tổng giá trị sản xuất của ngành này giảm tới 8,08% y/y. Có thể liệt kê một vài số liệu minh họa bao gồm sản lượng khai thác dầu thô giảm 11,1% y/y, theo sau bởi khí đốt thiên nhiên dạng khí (-10% y/y) và khí hóa lỏng (-11,7% y/y). Điểm tích cực đến từ ngành công nghiệp chế biến chế tạo với mức tăng 12,77% y/y, mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây, trong khi ngành xây dựng duy trì được tốc độ tăng trưởng khá, 8,3% y/y.

Tuy nhiên, chúng tôi quan ngại về sự phụ thuộc của nền kinh tế Việt Nam vào một số tập đoàn đa quốc gia quy mô lớn. Cụ thể, trong ngành công nghiệp cấp 2, động lực chính thúc đẩy sản lượng sản phẩm điện tử, máy vi tính và sản phẩm quang học tăng đột biến 25,1% y/y trong 9M2017 đến từ việc Samsung mở rộng đầu tư sản xuất. Trong khi đó, tập đoàn Formosa có đóng góp không nhỏ tới hoạt động sản xuất kim loại (+21,4% y/y).

Hình 11: Tăng trưởng công nghiệp và xây dựng

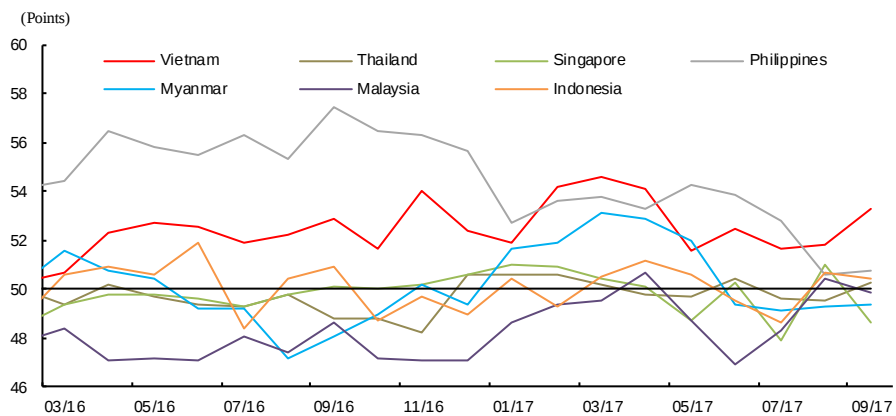


Nguồn: GSO, KISVN Research

Nhìn chung, bức tranh ngành công nghiệp chế biến, chế tạo của Việt Nam vẫn khá tích cực. Theo số liệu từ IHS Markit, chỉ số sản xuất PMI của Việt Nam đã tăng từ 51,8 điểm trong tháng 8 lên 53,3 điểm trong tháng 9, qua đó tiếp tục dẫn đầu khu vực ASEAN. Cụ thể, sức khỏe của lĩnh vực sản xuất đã mạnh lên trong suốt 22 tháng qua nhờ nhu cầu khách hàng tăng. Theo thống kê, số lượng đơn đặt hàng trong và ngoài nước đều tăng nhanh hơn trong tháng 9, đặc biệt là lĩnh vực sản xuất hàng hóa tiêu dùng. Điều này đang tạo sức ép thúc đẩy giới chủ doanh nghiệp thuê thêm nhân công đồng thời tăng dự trữ nguyên vật liệu tồn kho. Trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng tăng nhanh, các doanh nghiệp tham gia khảo sát cho biết họ phải sử dụng hàng tồn kho thành phẩm để đáp ứng số lượng đơn đặt hàng mới.

Những điều trên đã giúp lĩnh vực sản xuất của Việt Nam tiếp tục là điểm sáng của khu vực ASEAN. Chỉ số PMI của 3 nước theo sau, Philippines, Indonesia, Thailand, lần lượt là 50,8; 50,4 và 50,3 điểm. Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh tâm lý kém lạc quan về triển vọng dài hạn của các doanh nghiệp trong khối ASEAN nói chung và Việt Nam nói riêng. Bên cạnh đó là năng lực sản xuất dự phòng hiện hữu còn thấp cũng tác động tới triển vọng về việc làm.

Hình 12: Chỉ số PMI

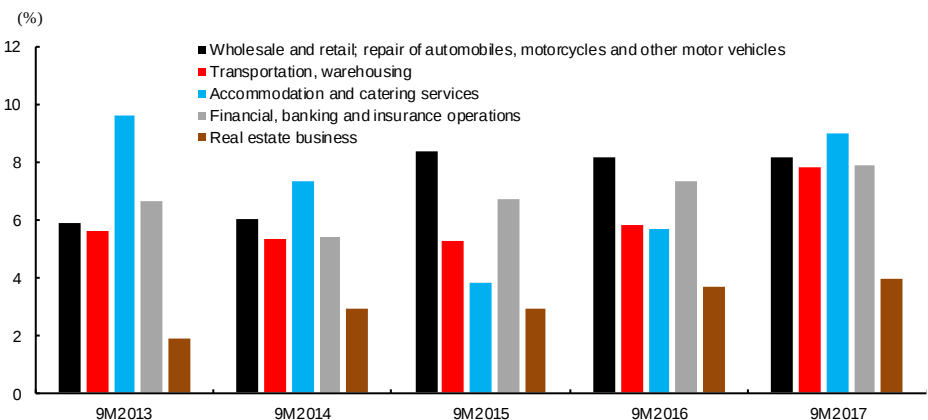


Nguồn: Nikkei, KISVN Research

Khu vực dịch vụ tăng 7,25% y/y và đóng góp 43,7% vào mức tăng chung toàn nền kinh tế trong đó động lực chủ yếu từ Bán buôn bán lẻ (+8,16% y/y); Dịch vụ lưu trú và ăn uống (+9,0% y/y), Hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm (+7,89% y/y); Hoạt động kinh doanh BDS (+3,99% y/y) và Vận tải, kho bãi (+7,81% y/y)

Một động lực tăng trưởng kinh tế khác là khu vực dịch vụ (+7.25% y/y). Trong đó, Bán buôn và bán lẻ (+8,16% y/y); Dịch vụ lưu trú và ăn uống (+9,0% y/y); Hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm (+7,89% y/y); Hoạt động kinh doanh bất động sản (+3,99% y/y); Vận tải, kho bãi (+7,81% y/y) là những lĩnh vực đóng góp trọng yếu. Mặc dù chiếm tỷ lệ không lớn nhưng chúng tôi muốn nhấn mạnh đến hoạt động vận tải, kho bãi với mức tăng 7,81% y/y, cao nhất trong các năm trở lại đây. Một trong những nguyên nhân chủ yếu đến từ sự sôi động trở lại của hoạt động thương mại trên quy mô toàn cầu.

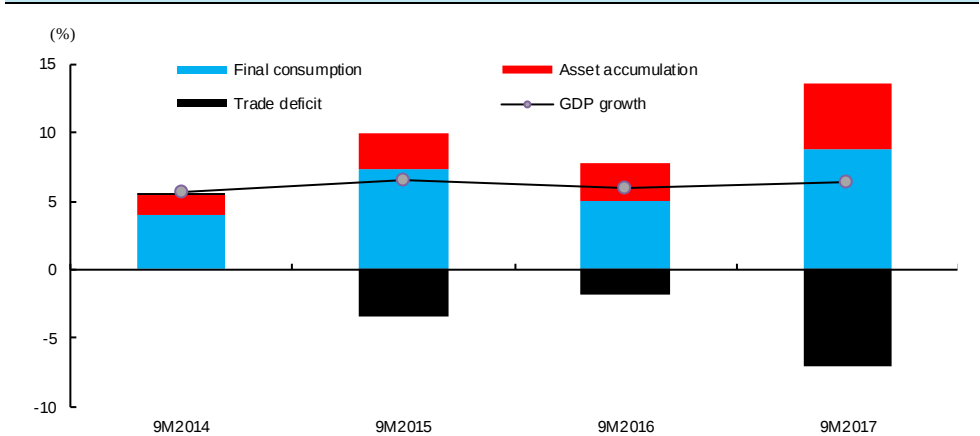
Hình 13: Tăng trưởng một số lĩnh vực dịch vụ



Nguồn: GSO, KISVN Research

Trên góc độ sử dụng GDP, tiêu dùng cuối cùng tăng 7,30% y/y, đóng góp 8,76 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng chung; tích lũy tài sản tăng 9,80% y/y, đóng góp 4,78 điểm phần trăm; chênh lệch xuất, nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ ở tình trạng nhập siêu làm giảm 7,13 điểm phần trăm của mức tăng trưởng chung.

Hình 14: Tăng trưởng kinh tế dưới góc độ tiêu dùng cuối cùng

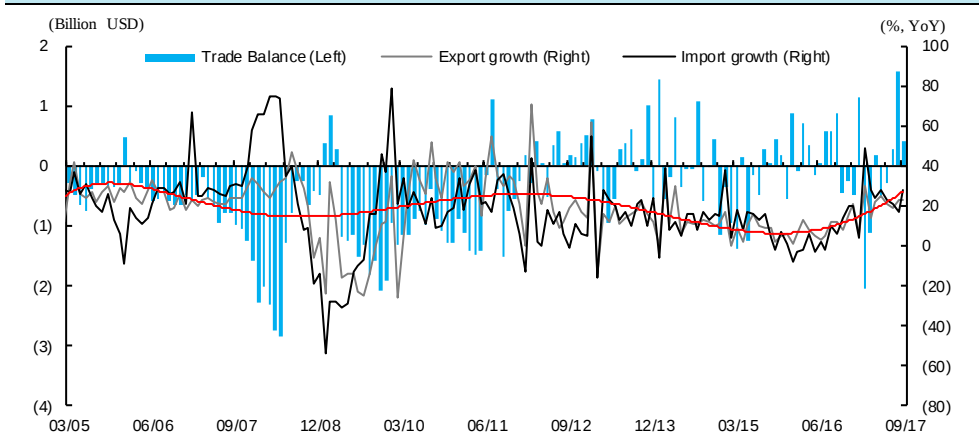


Nguồn: GSO, KISVN Research

Hoạt động thương mại đang bước vào chu kỳ hồi phục với tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu 9M2017 đạt 310 tỷ USD, tăng 22% y/y. Bên cạnh đó, cơ cấu hàng nhập khẩu cho thấy các doanh nghiệp đang hướng tới phục vụ chính thị trường bán lẻ Việt Nam

Về hoạt động thương mại, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu của Việt Nam trong 9M2017 đạt gần 310 tỷ USD, tăng 22% y/y. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu 9M2017 ước đạt 154 tỷ USD, tăng 19,8% y/y, và nhập khẩu đạt 154,5 tỷ USD, tăng 23,1% y/y.

Hình 15: Tăng trưởng thương mại hàng hóa

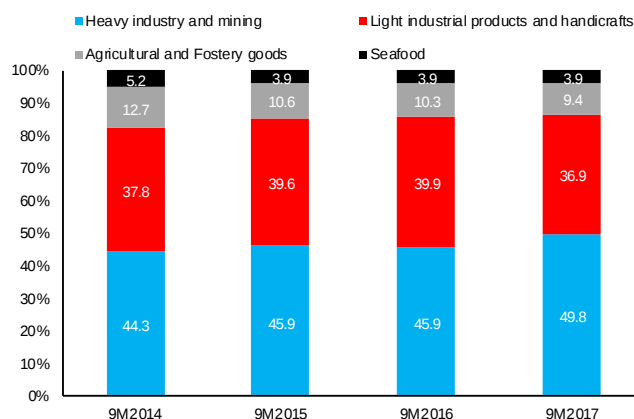


Nguồn: GSO, KISVN Research

Trong báo cáo này, chúng tôi muốn nhấn mạnh tới một số yếu tố, gồm

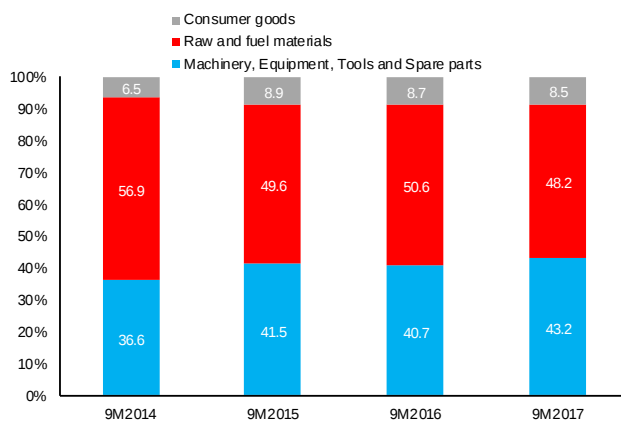
- 1) Hoạt động thương mại đang bước vào chu kỳ hồi phục trở lại sau khi chạm đáy vào giai đoạn 2015-2016. Tuy nhiên, mức độ và thời gian hồi phục vẫn phụ thuộc vào một số yếu tố quan trọng, đặc biệt là quá trình đàm phán hiệp định thương mại, chính sách của chính quyền Donald Trump, diễn biến căng thẳng chính trị tại Triều Tiên,...
- 2) Trong cơ cấu hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam, tỷ trọng hàng công nghiệp nặng và khoáng sản liên tục tăng và đạt 49,9% tổng kim ngạch xuất khẩu. Trong khi đó, nhóm hàng tư liệu sản xuất chiếm tới 91,5% tổng kim ngạch hàng hóa nhập khẩu. Trình độ công nghệ còn thấp là nguyên nhân chính khiến các doanh nghiệp Việt Nam phải nhập khẩu máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng từ nước ngoài.

Hình 16: Cơ cấu hàng xuất khẩu



Nguồn: GSO, KISVN Research

Hình 17: Cơ cấu hàng nhập khẩu



Nguồn: GSO, KISVN Research

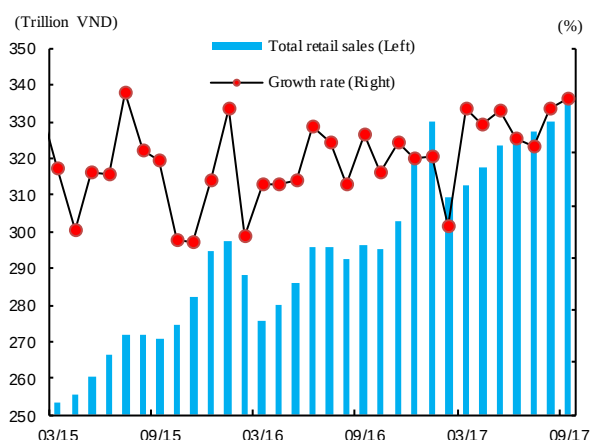
Thị trường bán lẻ Việt Nam giữ vững tốc độ tăng trưởng trên 10% trong bối cảnh thu nhập người dân và số lượng khách du lịch quốc tế gia tăng

Dựa trên cơ cấu hàng nhập khẩu, chúng tôi đánh giá 1) Việt Nam đang dần tự chủ được 1 phần nhu cầu nguyên, nhiên vật liệu phục vụ cho hoạt động sản xuất, điển hình như việc vận hành các nhà máy lọc dầu. 2) Các doanh nghiệp sản xuất đang đẩy mạnh nhập khẩu nguyên, nhiên vật liệu cùng máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng nhằm phục vụ nhu cầu của chính thị trường trong nước.

Tính chung 9M2017, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng đạt 2.917,6 nghìn tỷ đồng, tăng 10,5% y/y. Loại trừ yếu tố giá, mức tăng đạt 9,2% y/y, cao hơn mức 9% trong 9M2016. Xét theo ngành hoạt động, doanh thu bán lẻ đạt 2.185,8 nghìn tỷ đồng, tăng 10,5% y/y. Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống đạt 362,5 nghìn tỷ đồng, tăng 12% y/y.

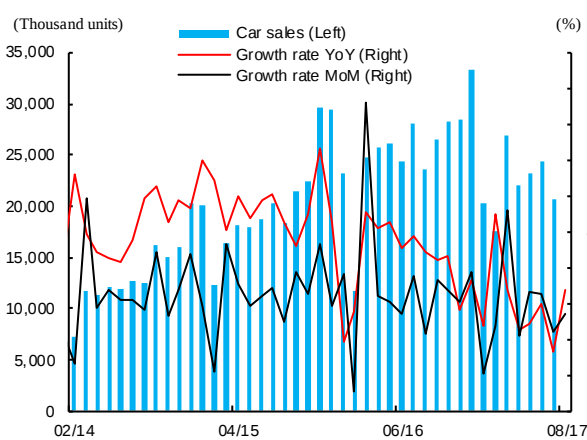
Theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất Ô tô Việt Nam, doanh số bán hàng toàn thị trường đạt 22.099 xe, gồm 12.568 xe du lịch (+12% m/m); 8.687 xe thương mại (+2% m/m) và 844 xe chuyên dụng (-14% m/m).

Hình 18: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: GSO, KISVN Research

Hình 19: Doanh thu bán ô tô



Nguồn: VAMA, KISVN Research

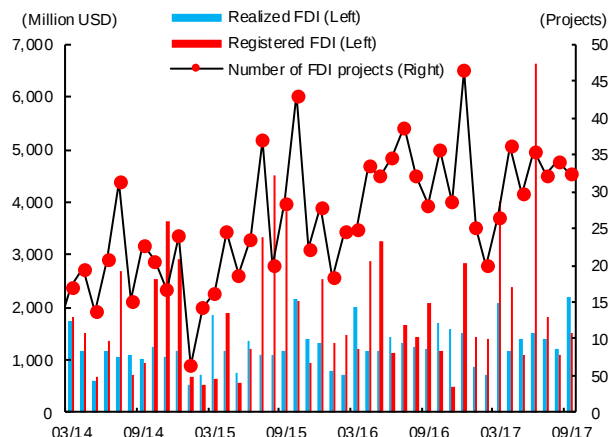
Vốn đầu tư từ NSNN tiếp tục đóng góp lớn cho nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, tỷ trọng nguồn vốn này hầu như không đổi trong các năm qua mặc dù NSNN đang gặp khó trong việc đáp ứng nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng

Vốn đầu tư thực hiện từ NSNN tháng 9/2017 ước tính đạt 26.920 tỷ đồng, tăng 8,3% y/y. Tính chung 9M2017, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước đạt 192.8 nghìn tỷ đồng, bằng 63,2% kế hoạch năm và tăng 7,1% so với cùng kỳ năm 2016.

Tính đến 20/09/2017, Việt Nam thu hút 1.844 dự án cấp phép mới với số vốn đăng ký đạt 14,6 tỷ USD, tăng 1,3% y/y về số dự án và tăng 30,4% y/y về vốn đăng ký. Bên cạnh đó, có 878 lượt dự án đã cấp phép từ các năm trước đăng ký điều chỉnh vốn đầu tư với số vốn tăng thêm đạt 6,8 tỷ USD, tăng 28,3% y/y, và 3.742 lượt góp vốn, mua cổ phần với tổng giá trị góp vốn là 4,2 tỷ USD. Như vậy, tính chung tổng vốn đăng ký của các dự án cấp mới, cấp vốn bổ sung và đầu tư theo hình thức góp vốn, mua cổ phần 9M2017 đạt 25,5 tỷ USD, tăng 34,3% y/y. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện 9M2017 ước tính đạt 12,5

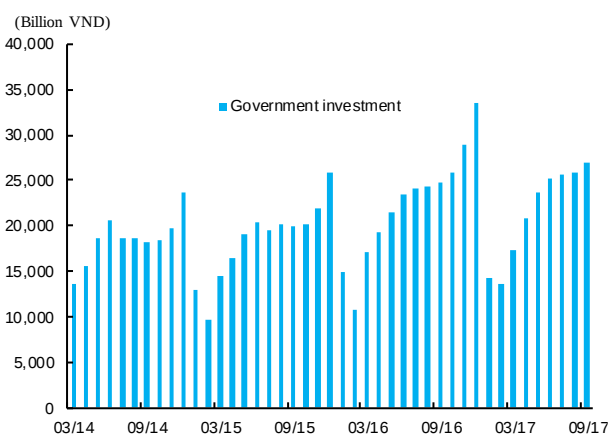
tỷ USD, tăng 13,4% y/y.

Hình 20: Nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài



Nguồn: GSO, KISVN Research

Hình 21: Vốn đầu tư từ NSNN



Nguồn: GSO, KISVN Research

Đi sâu vào cơ cấu nguồn vốn đầu tư toàn xã hội, chúng tôi ghi nhận một số xu hướng chính, gồm:

- 1) Vốn đầu tư phát triển từ nguồn vốn đầu tư thuộc NSNN tăng chậm (CARG: 7,6%/năm) do gánh nặng ngân sách công đang đè nặng lên vai Chính phủ.
- 2) Vốn đầu tư từ trái phiếu Chính phủ giảm 62,8% từ mức 41,4 nghìn tỷ VND trong 9M2013 xuống 15,4 nghìn tỷ VND trong 9M2017 mặc dù quy mô phát hành trái phiếu Chính phủ trong 3 năm gần đây tăng rất mạnh. Do đó, chúng tôi tin rằng một phần dòng vốn đầu tư này đã bị thu hẹp bớt khi mà gần 50% nợ trái phiếu Chính Phủ sẽ đáo hạn trong 3 năm tới.
- 3) Vốn đầu tư phát triển khu vực nhà nước đang ngày càng phụ thuộc hơn vào 2 nguồn chính gồm Vốn vay từ các nguồn khác (CARG: 16%/ năm) và Vốn đầu tư của DNNN (CARG: 14,9%/năm). Nếu không sử dụng hiệu quả, dòng vốn trên sẽ gây ra hệ lụy đối với nền kinh tế. Điển hình như trường hợp của Trung Quốc khi rủi ro vỡ nợ rất đáng quan ngại, đặc biệt là nợ từ khối DNNN.
- 4) Tỷ trọng vốn đầu tư từ khu vực tư nhân và FDI không có nhiều thay đổi. Thủ tục chính sách là một trong những nguyên nhân quan trọng làm nản lòng các NĐT.

Bảng 1: Vốn đầu tư phát triển toàn xã hội

Chỉ tiêu	9M2013	9M2014	9M2015	9M2016	9M2017
Vốn đầu tư thuộc NSNN	133.4	147.1	153.1	180	192.8
Vốn trái phiếu Chính Phủ	41.4	42.1	43.5	33.2	15.4
Vốn tín dụng đầu tư theo kế hoạch NN	38.7	40.7	41.5	45.1	42.9
Vốn vay từ các nguồn khác (của khu vực NN)	40.8	48.7	57.6	59.2	85.8
Vốn đầu tư của DNNN (vốn tự có)	27.4	39.5	45.7	48.1	54.8
Vốn đầu tư của dân cư và tư nhân	230.2	315.9	345.1	387.7	450.4
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài	178.5	188.9	209	240.4	276.5
Vốn huy động khác	16.1	11	14	13.2	10.1
Tổng	706.5	833.9	909.5	1006.9	1128.7

Nguồn: GSO, KISVN Research

Theo Bảng xếp hạng cạnh tranh toàn cầu vừa được công bố tại Diễn đàn Kinh tế Thế giới (WEF), Việt Nam tăng 5 bậc lên vị trí thứ 55 nhờ những tiến bộ đánh kể trong các chỉ số về sẵn sàng đổi mới công nghệ và hiệu quả thị trường lao động. Bên cạnh đó, thương mại cũng là một trong những yếu tố chính góp phần vào sự thăng hạng của Việt Nam năm nay.

Hiện tại, Việt Nam đứng thứ 7 về tỷ lệ giá trị nhập khẩu trên tổng sản phẩm quốc nội (GDP) và đứng thứ 11 về chỉ số xuất khẩu.

Bảng 2: Xếp hạng cạnh tranh toàn cầu

Year	Vietnam	Singapore	Malaysia	Thailand	Indonesia	Philippines
2017	55	3	23	32	36	56
2016	60	2	25	34	41	57
2015	56	2	18	32	37	47
2014	68	2	20	31	34	52
2013	70	2	24	37	38	59
2012	75	2	25	38	50	65
2011	65	2	21	39	46	75
2010	59	3	26	38	44	85

Source: HNX, KISVN Research

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2017 có thể hoàn thành kế hoạch 6,7%

Dựa trên những phân tích phía trên, chúng tôi nâng dự báo và cho rằng tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2017 hoàn toàn có thể đạt được kế hoạch đề ra, 6,7%. Tuy nhiên, chúng tôi quan tâm nhiều hơn đến những rủi ro tồn tại trong nền kinh tế, gồm

- 1) Sự phụ thuộc ngày càng lớn vào khối doanh nghiệp FDI, đặc biệt trong lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo.
- 2) Quy mô dự trữ ngoại hối dù tăng cao nhưng vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu 3 tháng nhập khẩu theo khuyến nghị của IMF. Hiện tại, quy mô dự trữ ngoại hối của Việt Nam chỉ bằng 2,47 tháng nhập khẩu. Do đó, Việt Nam vẫn chưa nằm trong vùng an toàn và vẫn chịu nhiều tác động từ sự trồi sụt trên thị trường ngoại hối.
- 3) Nợ công sẽ đạt đỉnh vào năm 2017, gần 65% GDP. Đáng chú ý, nếu tính cả khoản nợ từ các DNNN, con số này đã đạt trên ngưỡng 100% GDP.

Lạm phát năm 2017 có thể được kiểm soát dưới ngưỡng 4% nhưng vẫn còn đó nhiều rủi ro thúc đẩy lạm phát tăng cao hơn dự báo

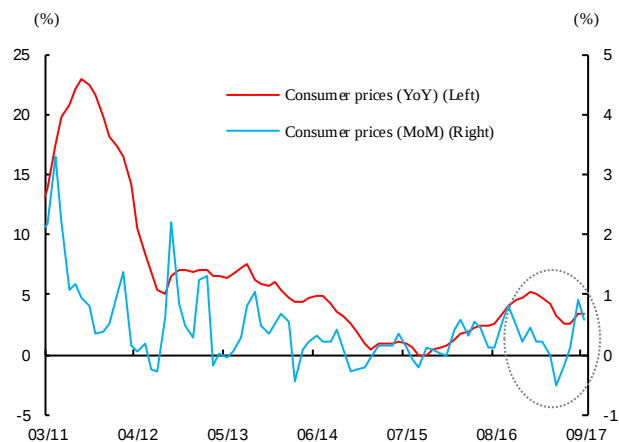
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 9 tăng 0,59% m/m và tăng 3,4% y/y. Tính chung 9M2017, chỉ số giá tiêu dùng bình quân tăng 3,79% y/y. Trong khi đó, lạm phát cơ bản tháng 9 tăng 0,08% m/m và 1,32% y/y. Lạm phát cơ bản bình quân 9M2017 tăng 1,45% y/y.

Tháng 9 ghi nhận 9 nhóm hàng tăng giá trong đó nhóm giáo dục tăng cao nhất, +5,0%, do có tới 41 tỉnh, thành phố thực hiện lộ trình tăng học phí. Nhóm giao thông tăng 1,51% m/m do ảnh hưởng từ 2 đợt điều chỉnh giá xăng dầu. Đây là 2 nhân tố chính thúc đẩy lạm phát tháng 9 bên cạnh sự hồi phục giá thực phẩm, nhu cầu xây dựng cuối năm và quá trình tăng viện phí.

Dựa trên diễn biến 9M2017 cùng cơ cấu tính lạm phát, chúng tôi ghi nhận 3 động lực chính cho lạm phát trong thời gian qua gồm 1) Điều chỉnh tăng giá dịch vụ y tế, 2) Điều chỉnh tăng học phí và 3) Tăng giá các mặt hàng thiết yếu như nhiên liệu, chất đốt,...theo xu hướng thế giới. Cả 3 nhân tố trên đang có phần suy yếu và nếu không có nhiều thay đổi chúng tôi dự báo lạm phát cả năm ở dưới 4%.

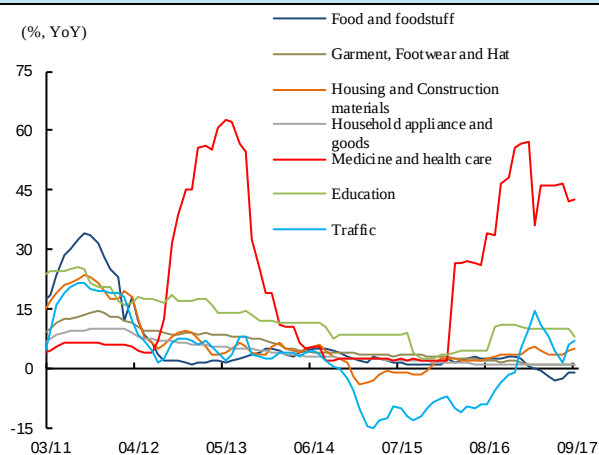
Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhấn mạnh một số yếu tố có thể khiến lạm phát tăng cao hơn mức dự báo, gồm 1) Tỷ giá tăng trở lại khiến giá hàng hóa nhập khẩu tăng cao, đặc biệt khi nhập khẩu 9M2017 tăng tới 23,1% y/y, 2) Không loại trừ khả năng EVN tăng giá điện khi Quyết định 24/2017/QĐ-TTg mới đây cho phép công ty này tự quyết trong việc tăng giá điện bình quân từ 3-5% và 3) Nỗ lực giảm giá thuốc đầu thầu khoảng 10-15% chưa mang lại hiệu quả khi hoạt động xây dựng cơ sở dữ liệu và đấu thầu tập trung còn gặp nhiều vướng mắc.

Hình 22: Chỉ số giá tiêu dùng



Nguồn: GSO, KISVN Research

Hình 23: Diễn biến giá các nhóm ngành



Nguồn: GSO, KISVN Research

Tăng trưởng tín dụng ngoại tệ cao gấp đôi cùng kỳ năm trước và tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt khoảng 20%

Theo Ủy ban giám sát tài chính quốc gia, tăng trưởng tín dụng, tính đến hết tháng 9/2017, ước tăng khoảng 12,9% ytd, cao hơn mức tăng 12,5% cùng kỳ năm trước. Trong đó,

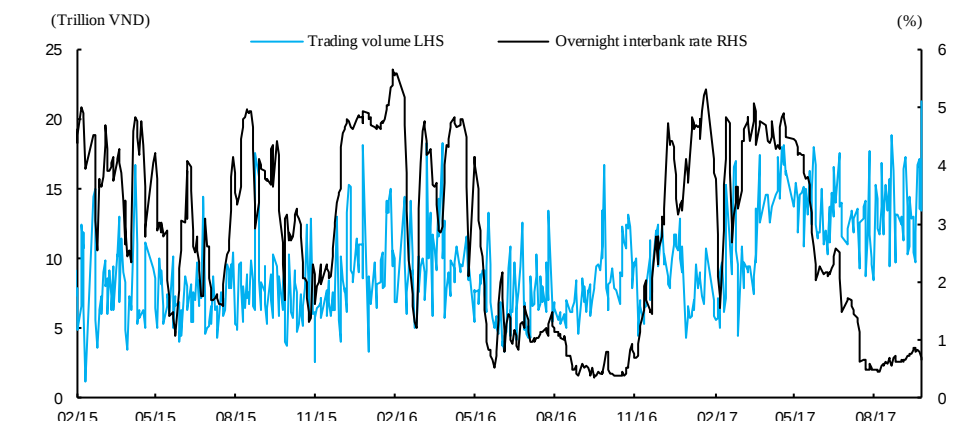
- 1) Tỷ trọng tín dụng trung dài hạn tiếp tục xu hướng giảm và chỉ chiếm 54% tổng dư nợ tín dụng, thấp hơn mức 55,1% cuối năm 2016.
- 2) Về cơ cấu tín dụng theo loại tiền, tín dụng ngoại tệ tiếp tục tăng mạnh và đạt 12,9% ytd, cao hơn mức 5,4% ytd trong 9M2016. Tín dụng VND tăng 13% ytd.

Trong khi đó, việc huy động vốn chỉ tăng 11,2% ytd trong 9M2017, cùng kỳ tăng 14,1% ytd. Cụ thể, tiền gửi khách hàng ước tăng khoảng 10,9% so với cuối năm 2016, phát hành GTCG ước tăng 18,6%. Huy động ngoại tệ tăng 4,3%, chiếm khoảng 10,2% tổng huy động. Huy động vốn bằng VND ước tính tăng 12,5%, chiếm 89,8%.

Trong tương quan so sánh với tình trạng huy động, chúng tôi nhận thấy nhu cầu vay ngoại tệ của các doanh nghiệp đang tăng nhanh do 1) Nhu cầu nhập khẩu gia tăng và 2) Tận dụng điều kiện tỷ giá ổn định nhằm tái cơ cấu khoản nợ. Diễn biến trên có thể tăng mạnh hơn trong các tháng cuối năm. Chúng tôi cũng nhấn mạnh rằng mặc dù dự trữ ngoại hối liên tục tăng nhưng quy mô chưa đáp ứng được nhu cầu nhập khẩu 3 tháng theo khuyến nghị của IMF. Do đó, việc chủ quan trong chính sách điều hành có thể sẽ tiềm ẩn rủi ro khi bức tranh kinh tế thế giới có biến động. Tháng 10 này, FED sẽ chính thức bán ra lượng trái phiếu đang sở hữu.

Dựa trên diễn biến tăng trưởng kinh tế hiện tại, chúng tôi đánh giá không cần thiết phải đẩy tăng trưởng tín dụng cả năm 2017 lên 22% như kiến nghị của Chính Phủ. Dựa trên số liệu quá khứ với tăng trưởng tín dụng quý 4 dao động ở mức 6-8%, tăng trưởng tín dụng 2017 có thể đạt mức 20% y/y.

Hình 24: Diễn biến giao dịch liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm



Nguồn: SBV, KISVN Research

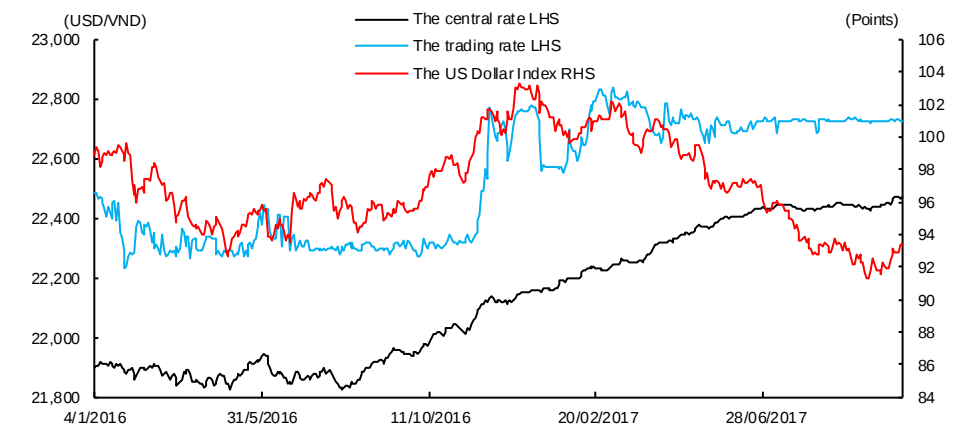
Tỷ giá trung tâm tiếp tục tăng mặc dù tỷ giá giao dịch đứng yên. Đà hồi phục của đồng US Dollar chậm hơn dự báo do phụ thuộc vào mức độ thành công của chính sách kinh tế dưới thời Tổng thống Donald Trump

Về lãi suất, mặt bằng lãi suất thấp tiếp tục được duy trì nhưng trong thời gian qua chúng tôi có ghi nhận một số nhà băng tăng lãi suất huy động kỳ hạn dưới 1 năm nhằm thu hút dòng vốn ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu cuối năm. Đây cũng là cơ sở chính khiến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tăng nhẹ trong tháng qua. GTGD bình quân trên thị trường này tháng 9 đạt 30.968,2 nghìn tỷ đồng, tăng 28,9% y/y. Tuy nhiên, chúng tôi giữ quan điểm diễn biến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng sẽ ổn định trở lại ở mức thấp.

Trên thị trường ngoại hối, tỷ giá trung tâm tiếp tục tăng, +0,12% m/m. Tính chung 9M2017, tỷ giá trung tâm tăng 1,4% ytd và đạt 22.470 USD/VND. Trong khi đó, tỷ giá giao dịch gần như không thay đổi và giữ nguyên ở mức 22.730 USD/VND.

Như đề cập trước đó, chúng tôi kỳ vọng đồng US Dollar sẽ bắt đầu hồi phục trở lại kể từ tháng 9. Mặc dù chỉ số US Dollar Index, đo lường sức mạnh đồng bạc xanh, đã tăng 0,31% m/m và tăng hơn 2,3% kể từ mức đáy 91 điểm nhưng biên độ tăng trên vẫn thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Một trong những nguyên nhân chính là sự phụ thuộc vào mức độ thành công từ chính sách điều hành kinh tế mới của Tổng thống Donald Trump. Trong tháng 9 này, ông Trump đã bắt đầu vận động cho kế hoạch cải cách thuế của mình. Cụ thể, thuế thu nhập cá nhân cho người thu nhập cao giảm từ 39,6% xuống 35% trong khi thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ 35% xuống 20%. Tuy nhiên, đây vẫn chỉ là cuộc vận động hành lang và kế hoạch cải cách thuế này sẽ phải được thảo luận tại Quốc Hội.

Hình 25: Tỷ giá



Nguồn: SBV, KISVN Research

KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ư thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Tòa nhà TNR Bank
Tầng 3, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: +84 8 3838 6068 - 3914 8585
Fax: +84 8 3821 6898 - 3821 6899

Chi nhánh Hà Nội

Tòa nhà CTM
Tầng 6, 299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
ĐT: (844) 3974 4448
Fax: (844) 3974 4501

Bộ phận Vĩ mô và Tài Chính

Trưởng phòng Phân tích
Bạch An Viễn
vien.ba@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô
Vũ Anh Tú
tu.va@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích tài chính
Đặng Gia Tuấn
tuang.dg@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích kỹ thuật
Nguyễn Lê Nguyên Vĩ
vi.nl@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Trưởng phòng Khách hàng Định chế
Lâm Hạnh Uyên
uyen.lh@kisvn.vn