

# VIẾT TIẾP CÂU CHUYỆN PHỤC HỒI

## ĐIỂM NHẤN VĨ MÔ VIỆT NAM

### 1. Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 ở mức 6,5%

Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng kinh tế trong nửa cuối năm 2024 sẽ được hỗ trợ bởi: (1) Hoạt động thương mại và sản xuất gia tăng sẽ thúc đẩy tiêu dùng; (2) Một số chính sách hỗ trợ của Chính phủ (giảm thuế GTGT, giảm phí, tăng lương khu vực công thêm 30%, cùng một số chính sách khác); (3) Vốn FDI giải ngân tăng trưởng ổn định; (4) Lượng khách du lịch nước ngoài tiếp tục gia tăng và (5) Ngành BĐS và hoạt động xây dựng dần phục hồi.

### 2. Sự mạnh mẽ của nền kinh tế Mỹ có tác động đan xen đối với Việt Nam

**Xuất khẩu tiếp tục phục hồi.** Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu và sản xuất sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa cuối năm 2024, mặc dù tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ có thể sẽ chậm hơn so với nửa đầu năm 2024 do mức nền cao hơn của nửa cuối năm 2023. Mức dự báo đồng thuận tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2024 đã tăng lên 3,1% vào đầu tháng 8 (từ mức 2,8% vào đầu tháng 4 và 2,6% vào đầu tháng 1). Ngoài ra, theo báo cáo PMI tháng 7, lượng đơn hàng xuất khẩu mới tăng trong tháng thứ tư liên tiếp. Hơn nữa, các doanh nghiệp xuất khẩu, đặc biệt là các doanh nghiệp dệt may cho biết đã nhận được đơn hàng mới cho đến cuối năm; đây đều là các tín hiệu tích cực đối với xuất khẩu trong các tháng tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần quan sát rủi ro về cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam sẽ chuyển từ xuất siêu trong 1H.2024 sang nhập siêu trong 2H.2024.

**Áp lực tỷ giá sẽ dịu đi.** Giá trị của đồng VND trên thị trường tự do đã giảm khoảng 3,4% từ đầu năm đến nay (sau khi tăng giá nhẹ trở lại từ đầu tháng 7), vì vậy NHNN đã can thiệp bằng cách bán ra hơn 6 tỷ USD dự trữ ngoại hối (tính đến hết tháng 07/2024) để ổn định tỷ giá. Đồng USD mạnh là yếu tố chính tác động đến việc mất giá của đồng VND, nhưng hiện tại theo nhiều phân tích quốc tế đang đánh giá USD mạnh không có lợi cho Chính phủ Mỹ vì nhiều lý do. Vì thế, Bộ Tài chính Mỹ đã sử dụng ATI (Activist Treasury Issuance - phát hành trái phiếu chủ động) và các công cụ khác để ngăn đồng USD tiếp tục tăng giá. Nhờ vậy, chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá VND/ USD dự kiến sẽ dịu bớt trong các tháng cuối năm.

## NỘI DUNG

### 1 TỔNG QUAN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

Cập nhật tình hình kinh tế vĩ mô 1H-7T.2024

Một số chỉ tiêu vĩ mô 2024

### 2 NHÌN LẠI DIỄN BIẾN - HƯỚNG ĐẾN TƯƠNG LAI

Tăng trưởng GDP

Lạm phát

Lãi suất

Tỷ giá

### 3 PHỤ LỤC: CÁC CHỈ BÁO VĨ MÔ TRỌNG TÂM

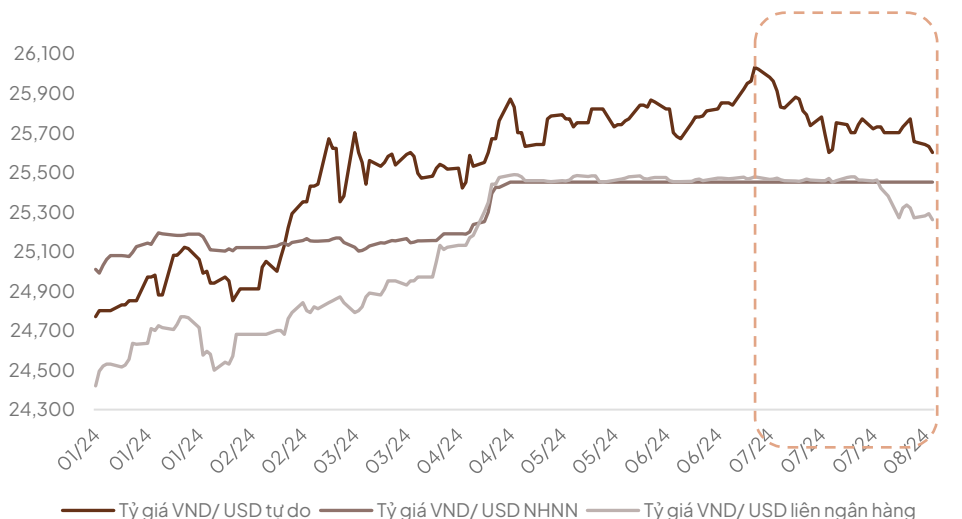
Tăng trưởng GDP

Lạm phát

Lãi suất

Tỷ giá

## ĐIỂM NHẤN VĨ MÔ QUA BIỂU ĐỒ



**GDP tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát chặt chẽ; những áp lực sẽ dẫn hạ nhiệt vào cuối năm**

## GDP hồi phục ấn tượng

Bức tranh kinh tế vĩ mô đã khởi sắc hơn trong 6 tháng đầu năm 2024: tăng trưởng GDP đạt cao nhất so với cùng kỳ giai đoạn 5 năm trở lại đây, chỉ trừ năm 2022 khi nền kinh tế mở cửa trở lại sau đại dịch; khu vực công nghiệp và xây dựng dẫn đầu tăng trưởng nhờ sự hồi phục của hoạt động sản xuất và xuất khẩu, trong khi khu vực nông, lâm, thủy sản và dịch vụ giữ vững sự ổn định.

Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế tích cực như vậy, chỉ số Giá tiêu dùng (CPI) bình quân tăng 4,08% YoY trong nửa đầu năm 2024. Đến hết tháng 7, dù CPI 7 tháng đầu năm 2024 tiếp tục tăng 4,12% so với cùng kỳ năm trước, ngày càng tiến gần hơn ngưỡng cao (4,5%) của mục tiêu kiểm soát lạm phát 4-4,5% trong năm nay, áp lực lạm phát đang được Chính phủ theo dõi chặt chẽ để chủ động phương án, lộ trình điều chỉnh giá phù hợp, có giải pháp kịp thời. Trước mắt, nỗ lực ngăn “lương tăng, giá tăng” của Chính phủ dường như đã phát huy hiệu quả khi không có “cú sốc” tăng giá mạnh nào trong tháng 7/2024. Hơn nữa, việc kiểm soát thành công giá lợn trong Q3 và dự báo đồng thuận về việc giá dầu toàn cầu sẽ giảm 4% có thể giúp kiểm soát lạm phát.

Trong các tháng còn lại, chúng tôi kỳ vọng những tín hiệu khởi sắc của kinh tế vĩ mô sẽ được duy trì nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất và xuất khẩu trong điều kiện nhu cầu tại các thị trường lớn cải thiện, dòng vốn FDI tiếp tục được thu hút tốt, Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công và sự phục hồi của nhu cầu nội địa nhờ các biện pháp kích cầu. Mặc dù tỷ giá sẽ chịu tác động đan xen từ áp lực của sức mạnh đồng USD và những biện pháp can thiệp của Chính phủ, chúng tôi nhận định những áp lực sẽ dẫn hạ nhiệt vào cuối quý 3 - đầu quý 4 và không vượt ra ngoài mục tiêu kiểm soát của Chính phủ.

## Một số chỉ tiêu vĩ mô 2024

	Đơn vị	2023A	1H2024	2024F
Tăng trưởng GDP	% YoY	6,5	6,42	6,5
Lạm phát bình quân	% YoY	3,25	4,08	4,0 - 4,5
Lãi suất huy động 12 tháng bình quân	%/năm	4,75 - 5,00	4,75 - 5,00	5,25 - 5,50
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	13,71	6,0	14,0 - 15,0
Tỷ giá thị trường tự do (cuối năm)	VND	24.770	26.020	25.500

Nguồn: TCTK, NHNN, Fiinpro, LPBS Research

### Tăng trưởng GDP với động lực từ Sản xuất và Xuất khẩu

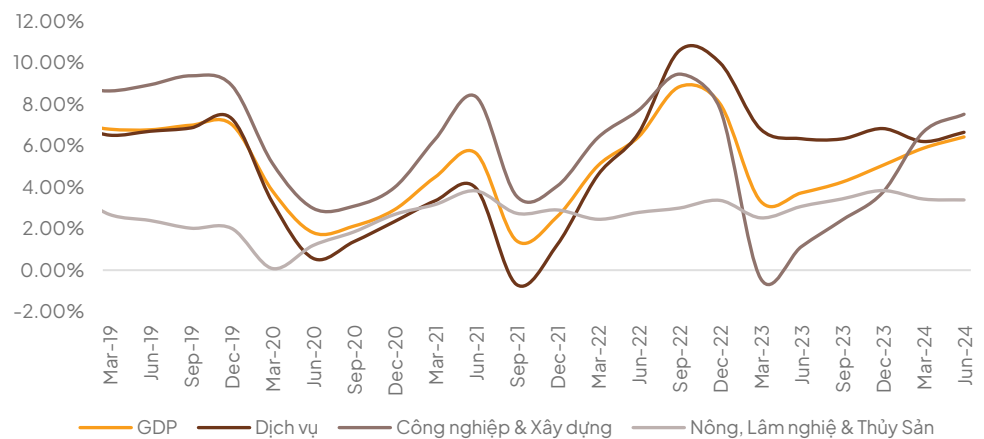
Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP của Việt Nam tăng 6,9% YoY trong quý 2/2024 – mức tăng trưởng quý 2 cao thứ 2 kể từ năm 2019 (chỉ thấp hơn mức tăng trưởng 8% trong quý 2/2022) – đưa mức tăng trưởng GDP trong nửa đầu năm 2024 lên 6,4% YoY.

**Xét từ phía cung**, khu vực nông, lâm, thủy sản duy trì ổn định, khu vực công nghiệp và xây dựng phục hồi mạnh mẽ, trong khi khu vực dịch vụ tiếp tục là động lực chính:

#### GDP trong quý 2 tăng trưởng cao hơn kỳ vọng

- Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng 3,3% YoY trong quý 2 và 3,4% YoY trong nửa đầu năm 2024, đóng góp 6,0% vào tăng trưởng GDP chung.
- Khu vực công nghiệp & xây dựng phục hồi mạnh 8,3% YoY trong quý 2/2024 (quý 2/2023: +2,1% YoY) và 7,5% YoY trong nửa đầu năm 2024 (6T 2023: +1,1% YoY), đóng góp 44,3% vào mức tăng trưởng GDP chung trong nửa đầu năm 2024. Ngoài ra, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 10,0% YoY trong quý 2/2024 (quý 2/2023: +0,6% YoY) và 8,7% YoY trong nửa đầu năm 2024 (6T 2023: +0,4% YoY).
- Khu vực dịch vụ tiếp tục là động lực chính khi tăng 7,1% YoY trong quý 2 và 6,6% YoY trong nửa đầu năm 2024 và đóng góp 49,8% vào tăng trưởng GDP chung trong nửa đầu năm 2024. Trong khu vực dịch vụ, ngành vận tải và kho bãi (+11,0% YoY), hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ (+10,8% YoY), dịch vụ lưu trú và ăn uống (+9,9% YoY), thương mại bán buôn và bán lẻ (+7,3% YoY), và nghệ thuật, vui chơi & giải trí (+7,0% YoY) ghi nhận mức tăng trưởng mạnh.

### Tăng trưởng GDP theo ngành



Nguồn: TCTK, Fiinpro, LPBS Research

**Xét từ phía cầu**, nhu cầu tiêu dùng nội địa phục hồi tích cực, đầu tư toàn xã hội tiếp tục gia tăng. Cụ thể:

- Tăng trưởng tiêu dùng cuối cùng 6 tháng đầu năm 2024 cải thiện đạt 5,78% YoY, phản ánh tín hiệu phục hồi tích cực của nhu cầu nội địa. Hoạt động thương mại và dịch vụ khởi sắc với tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 3.098,7 nghìn tỷ đồng, tăng 8,6% YoY. Trong đó, động lực chính đến từ bán lẻ hàng hóa với mức tăng trưởng 7,4% YoY, mảng du lịch tiếp tục đà tăng với mức tăng trưởng 37,1% YoY.
- Vốn đầu tư toàn xã hội nửa đầu năm 2024 đạt 1.451,3 nghìn tỷ đồng, tăng 6,8% YoY, với sự đóng góp khu vực tư nhân đạt 799,6 nghìn tỷ đồng tăng 6,7% YoY, FDI đạt 259,6 nghìn tỷ đồng tăng 10,3% YoY và khu vực nhà nước đạt 224,4 nghìn tỷ đồng tăng 3,5% YoY.

**Triển vọng: Với kết quả GDP tích cực trong quý 2, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 ở mức 6,5%**

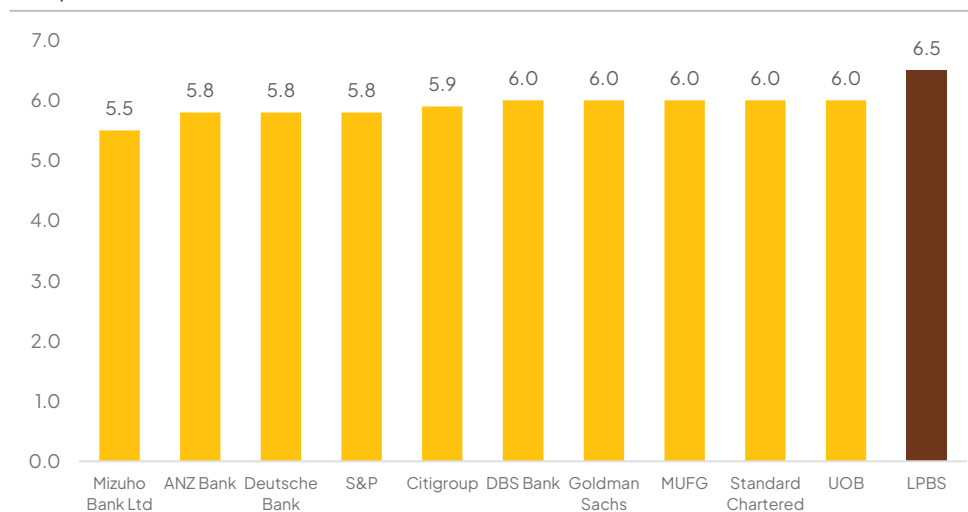
### Dự báo tăng trưởng GDP 2024F

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh tế trong các tháng cuối năm 2024 sẽ được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

- 1) Hoạt động thương mại và sản xuất cải thiện sẽ thúc đẩy tiêu dùng. Xuất khẩu phục hồi 15,7% YoY, trong khi nhập khẩu tăng 18,5% YoY trong 7T/2024. Dự báo đồng thuận về tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2024 đã tăng lên 3,1% vào đầu tháng 8 (từ mức 2,8% vào đầu tháng 4 và 2,6% vào đầu tháng 1) và chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu và sản xuất sẽ tiếp tục phục hồi trong các tháng còn lại của năm 2024, mặc dù tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ có thể sẽ chậm hơn so với nửa đầu năm 2024 do mức nền cao hơn trong nửa đầu năm 2023. Hoạt động sản xuất duy trì ở mức cao hơn sẽ hỗ trợ tích cực cho thị trường lao động, điều này sẽ góp phần thúc đẩy tiêu dùng.
- 2) Chính sách của Chính phủ. Trong khi chúng tôi cho rằng mặc dù kế hoạch tỷ lệ bội chi NSNN/GDP sẽ giảm dần, đồng thời lãi suất điều hành sẽ tăng dần vào các năm 2024 - 2025, Chính phủ vẫn sẽ duy trì các biện pháp tài khóa hỗ trợ cụ thể bao gồm gia hạn giảm thuế VAT, giảm phí, lệ phí và tăng 30% lương cơ sở khu vực công.
- 3) Vốn FDI giải ngân tiếp tục gia tăng. Trong 7T/2024, vốn FDI giải ngân tăng 8,4% YoY đạt 12,6 tỷ USD - mức cao nhất trong cùng kỳ kể từ năm 2012. Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI giải ngân sẽ tăng 10%/năm trong giai đoạn 2024-2026 một phần nhờ lượng vốn FDI đăng ký tăng mạnh trong năm 2023 (đạt 36,6 tỷ USD; +31,1% YoY).
- 4) Khách du lịch nước ngoài tiếp tục phục hồi. Lượng khách nước ngoài đạt 10 triệu trong 7T/2024, tương đương 101,9% so với mức trước dịch Covid-19 trong 7T/2019 (khách Trung Quốc phục hồi 74,1%, khách từ các quốc gia khác đạt 113,6% so với mức trước Covid-19). Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế đến Việt Nam, đặc biệt là khách Trung Quốc, sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa cuối năm 2024.
- 5) Ngành bất động sản và hoạt động xây dựng dần phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động và giao dịch bất động sản sẽ tiếp tục cải thiện trong nửa cuối năm 2024, trong bối cảnh được hỗ trợ bởi niềm tin của người mua nhà ngày càng được cải thiện, lãi suất vẫn ở vùng hợp lý, các chủ đầu tư đẩy mạnh phát triển dự án và cải cách pháp lý.

### Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam

Đơn vị: %



Nguồn: Refinitiv, LPBS Research

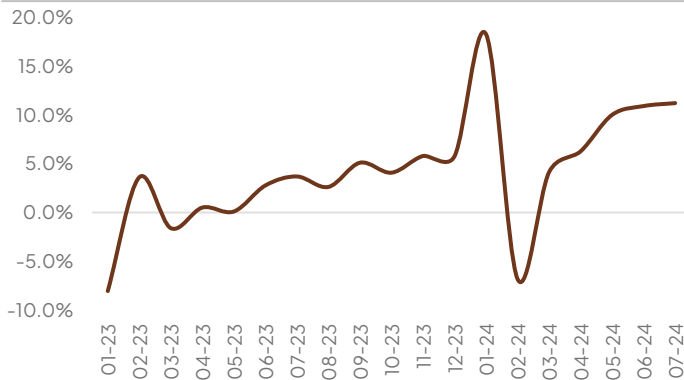
### Sản xuất công nghiệp kỳ vọng duy trì đà tăng theo xuất khẩu

Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) 7 tháng năm 2024 ước tính tăng 8,5% so với cùng kỳ năm trước, trong đó ngành công nghiệp chủ lực chế biến, chế tạo tăng 9,5%, cao hơn mức tăng chung của toàn ngành phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ của lĩnh vực này.

Theo S&P Global, chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) ngành sản xuất đạt 54,7 trong tháng 7, tăng 4 tháng liên tục và là mức cao nhất kể từ tháng 11/2018. Theo báo cáo, số lượng đơn đặt hàng mới trong tháng 7/2024 tiếp tục tăng mạnh trong tháng thứ 4 liên tiếp, thúc đẩy các nhà sản xuất tăng mạnh sản lượng, với tốc độ tăng cao hơn so với tháng 6/2024 và là mức nhanh thứ 2 được ghi nhận, chỉ sau mức của tháng đầu tiên dữ liệu này được thu thập là tháng 3/2011.

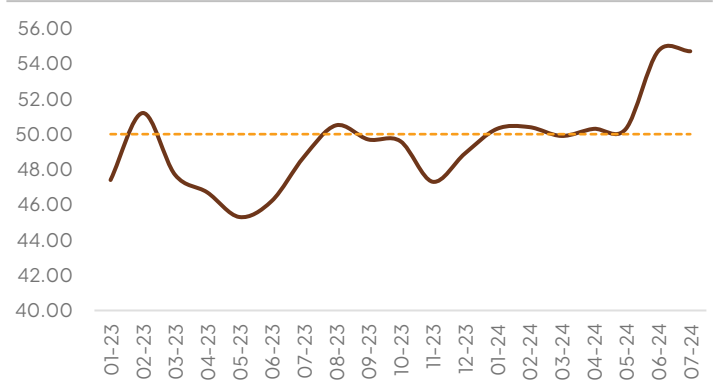
#### Tăng trưởng IIP toàn ngành công nghiệp hàng tháng

Đơn vị: %



#### Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI)

Đơn vị: %



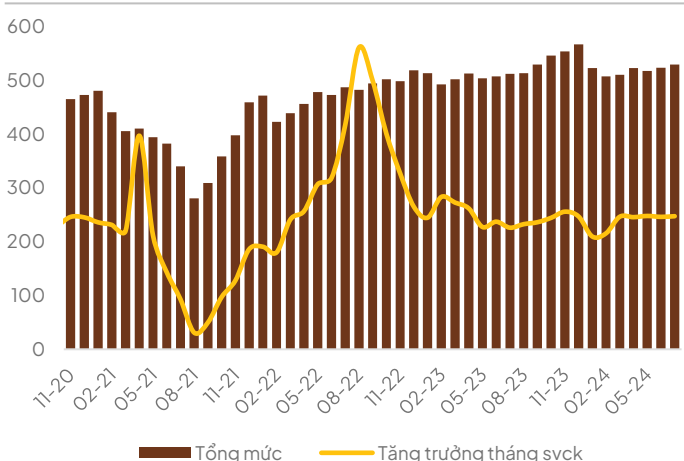
### Tiêu dùng

Doanh thu bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tiêu dùng tiếp tục tăng với mức tăng 9,4% YoY trong tháng 7. Trong 7T/2024, tổng doanh thu bán lẻ tăng 8,7% YoY (cùng kỳ năm 2023: +10,6% YoY) và 5,2% YoY nếu loại trừ yếu tố giá (cùng kỳ năm 2023: +9,8% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của lượng khách quốc tế (đặc biệt là khách du lịch Trung Quốc) có thể tiếp tục hỗ trợ doanh thu bán lẻ trong nửa cuối năm 2024. Bộ Văn hóa, Thể thao và Du lịch đặt mục tiêu đón khoảng 18 triệu du khách nước ngoài vào năm 2024 – tương đương với mức trước đại dịch. Các yếu tố khác có thể sẽ dẫn thúc đẩy nhu cầu trong nước bao gồm việc gia hạn cắt giảm 2% thuế GTGT đến cuối năm 2024 và mức tăng lương cơ bản khu vực công (+30% từ mức 1,80 triệu đồng lên 2,34 triệu đồng).

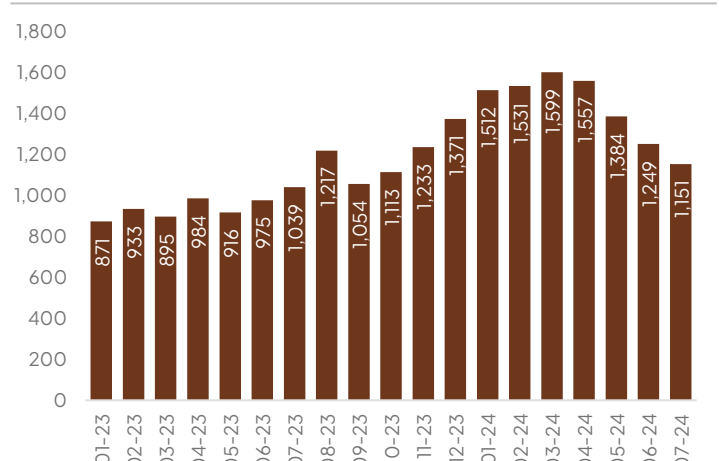
#### Doanh thu Bán lẻ hàng tháng

Đơn vị: Nghìn tỷ



#### Lượt khách quốc tế

Đơn vị: Nghìn tỷ



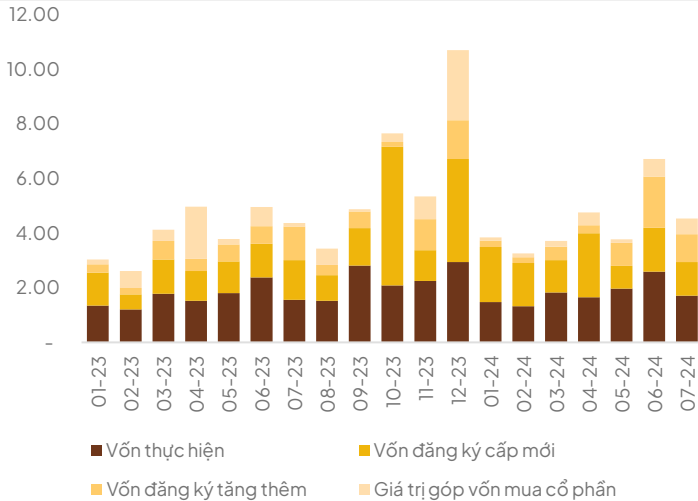
### Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng ổn định

Tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam trong 7 tháng đầu năm 2024 đã đạt mức 18 tỷ USD, tăng 10,9% YoY. Vốn FDI giải ngân tăng 8,4% YoY, đạt 12,6 tỷ USD – mức cao kỷ lục kể từ năm 2012.

Xét về số vốn FDI đăng ký theo quốc gia/khu vực, Singapore dẫn đầu với 5,6 tỷ USD, chiếm 36,7% tổng vốn đăng ký. Tiếp theo là Nhật Bản (1,7 tỷ USD; chiếm 11,4%), Hồng Kông (1,7 tỷ USD; chiếm 11,4%), Hàn Quốc (1,4 tỷ USD; chiếm 9,3%) và Trung Quốc (1,3 tỷ USD, chiếm 8,6%).

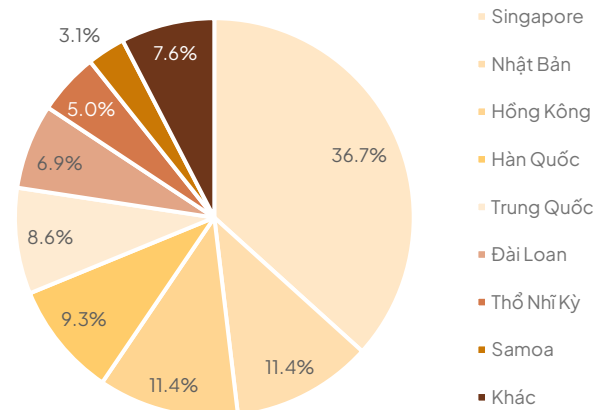
### Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng ổn định

Đơn vị: tỷ USD



### FDI đăng ký theo quốc gia 7T.2024

Đơn vị: %



Nguồn: Bộ KH&ĐT, LPBS Research

**Việt Nam hưởng lợi từ yếu tố địa chính trị hiện tại, dù Đảng Cộng hòa hay Dân chủ chiến thắng trong bầu cử tháng 11**

Chúng tôi dự báo vốn FDI giải ngân sẽ tăng 10% mỗi năm trong giai đoạn 2024–2026, chủ yếu do lượng vốn FDI đăng ký lớn vào năm 2023 và những lợi thế cơ bản của Việt Nam (bao gồm vị trí chiến lược, các hiệp định thương mại tự do (FTA) và chi phí lao động cạnh tranh, cùng nhiều yếu tố khác), sự đa dạng hóa chuỗi cung ứng của các công ty đa quốc gia ra khỏi Trung Quốc và việc nâng cấp quan hệ ngoại giao gần đây giữa Việt Nam và Hoa Kỳ, Việt Nam và Nhật Bản, và gần nhất là Việt Nam và Úc.

### Xuất khẩu tiếp tục là điểm sáng trong bức tranh kinh tế 7T/2024

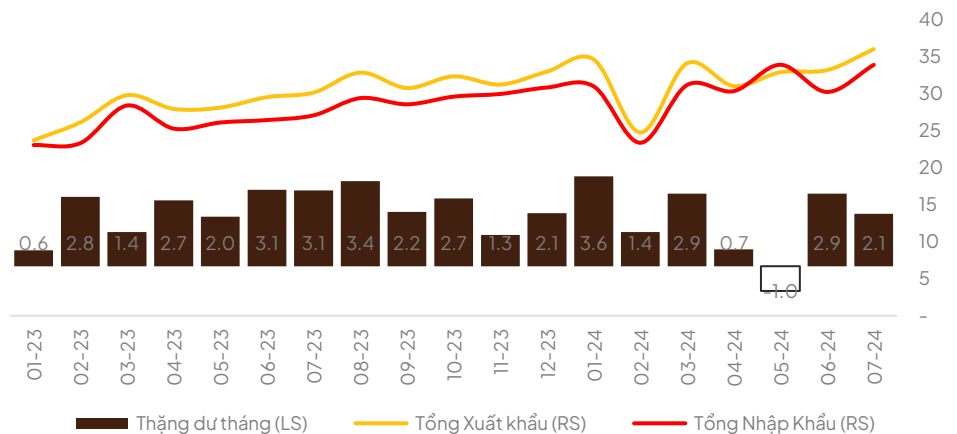
**Nhu cầu ổn định từ Mỹ đã hỗ trợ cho sự tăng trưởng mạnh mẽ của xuất khẩu ...**

Hoạt động xuất khẩu là động lực tăng trưởng quan trọng hàng đầu của nền kinh tế trong 1H.2024 khi nhu cầu tăng trở lại tại các thị trường lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu 6 tháng đạt 190,08 tỷ USD (+14,5% YoY). Cán cân thương mại hàng hóa xuất siêu 11,63 tỷ USD, cùng kỳ năm trước xuất siêu 13,44 tỷ USD. Bước sang tháng 7, kim ngạch xuất khẩu ước tính tăng tới 19,1%, trong đó khu vực kinh tế trong nước tăng 25,9%, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) tăng 16,7%. Sự tăng trưởng lan tỏa tất cả các mặt hàng xuất khẩu chủ lực. Tính chung 7T/2024, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt đạt 227,0 tỷ USD (+15,7% YoY) và 212,9 tỷ USD (+18,5% YoY), dẫn đến thặng dư 14,1 tỷ USD (so với thặng dư 16,5 tỷ USD trong 7T/2023).

Về thị trường xuất khẩu hàng hóa trong 7 tháng năm 2024, kim ngạch xuất khẩu tới hầu hết các thị trường, tuy nhiên nổi bật nhất vẫn là sự bền bỉ của nhu cầu từ Mỹ đã chiếm tỷ trọng lớn xuất khẩu của Việt Nam. Kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ trong 7T/24 ước đạt 66,09 tỷ USD, chiếm 29% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước và tăng tới 24,4% so với cùng kỳ năm trước. Số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới PMI trong tháng 7 ở mức 53,2 sau sự tăng trưởng mạnh mẽ trong tháng 6, hàm ý nhu cầu tăng cao sẽ tiếp tục hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam.

#### Nhu cầu mạnh mẽ đối với Xuất khẩu Việt Nam

Đơn vị: %



Nguồn: TCTK, TC Hải quan, LPBS Research

**... nhưng theo đó nhập khẩu sẽ càng tăng trưởng mạnh hơn trong 2H.2024?**

Trong 2H.2024, chúng tôi cho rằng xuất khẩu mặc dù sẽ ghi nhận mức tăng YoY thấp hơn 6 tháng đầu năm do mức nền so sánh cao vào cuối năm ngoái nhưng vẫn giữ được đà tăng tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần quan sát rủi ro về cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam sẽ chuyển từ xuất siêu trong 1H.2024 sang nhập siêu trong 2H.2024.

Lý do là, tính chung 7 tháng năm 2024, mặc dù kim ngạch xuất khẩu hàng hóa ước đạt 227,00 tỷ USD, tăng 15,7% so với cùng kỳ năm trước, nhưng đồng thời cùng kỳ kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 212,9 tỷ USD, tăng đến 18,5% so với cùng kỳ năm trước, tức là **tốc độ tăng trưởng nhập khẩu đang cao hơn xuất khẩu gần 3 điểm phần trăm trong cùng kỳ.**

Với sự bền bỉ của nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính rất có thể Việt Nam sẽ cần nhập khẩu càng nhiều hơn để đảm bảo nguyên liệu sản xuất để xuất khẩu, theo đó chúng tôi cho rằng có khả năng Việt Nam sẽ nhập siêu nhẹ trong 2H.2024.



**Giá lương thực, thực phẩm, giá thuê nhà và giá giáo dục, giao thông là những yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất tới CPI**

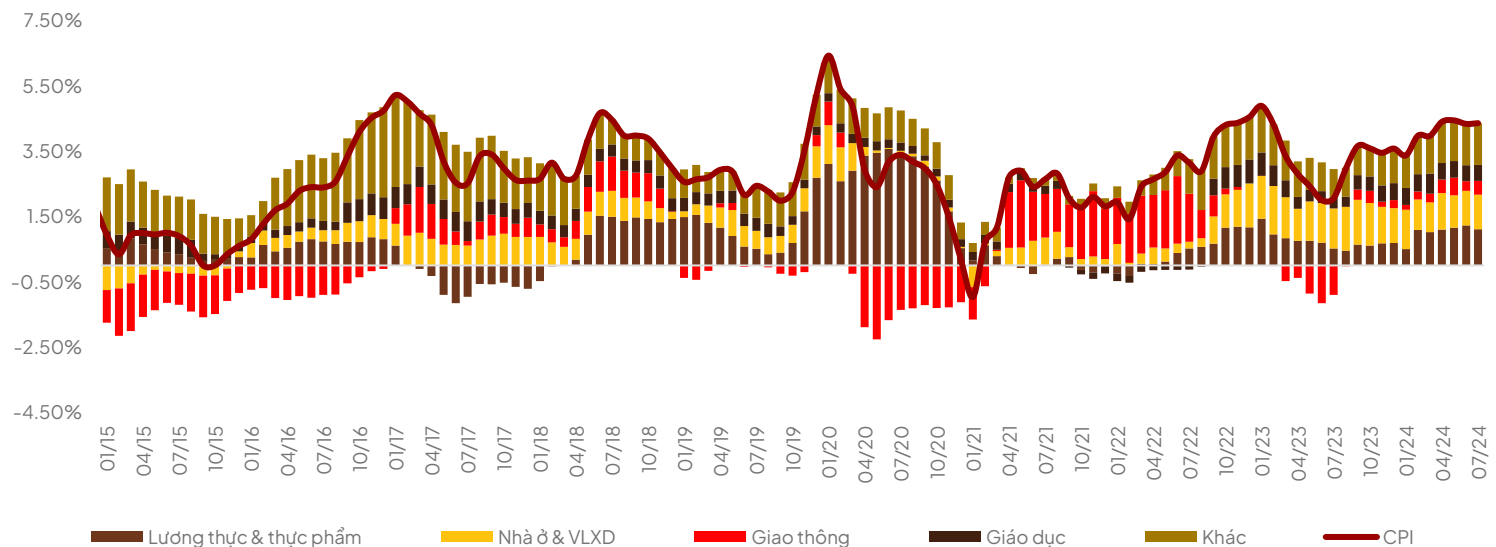
### Lạm phát 7T/2024: Áp lực gia tăng

Lạm phát Việt Nam đã tăng lên 4,36% so với cùng kỳ năm ngoái do CPI nhóm giao thông và bảo hiểm y tế tăng mạnh, dẫn đến CPI bình quân tăng 4,12% YoY trong 7T/2024. Một số yếu tố ảnh hưởng đến CPI tháng 7 bao gồm:

- CPI của nhóm giao thông tăng 1,45% MoM, khiến CPI chung tăng khoảng 0,14 điểm % và chủ yếu là do giá xăng trong nước tăng 3,6% MoM, khiến CPI chung tăng khoảng 0,13 điểm %.
- Do mức lương cơ sở khu vực công tăng từ ngày 01/07/2024, giá bảo hiểm y tế tăng mạnh 28,5% MoM và là nguyên nhân chính khiến CPI của nhóm hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng khác tăng 3,77% MoM, khiến CPI chung tăng khoảng 0,13 điểm %.
- Ngoài ra, trong tháng 7, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống (tăng 4,3% so với cùng kỳ) đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của chỉ số CPI, chủ yếu do nhóm lương thực tăng mạnh với mức tăng 14,4% so với cùng kỳ. Một đợt bùng phát của cúm lợn châu Phi đã đẩy giá thịt lợn lên cao trong những tháng gần đây (thịt lợn chiếm 70% trong nhóm hàng thực phẩm).

### Áp lực lạm phát gia tăng

Đơn vị: %



Nguồn: TCTK, LPBS Research



### Triển vọng lạm phát 2H.2024

Chúng tôi dự báo áp lực lạm phát vẫn tiếp tục trong các tháng cuối năm do:

**Áp lực lạm phát cần được quan sát chặt chẽ trong các tháng cuối năm, nhưng sẽ được kiểm soát dưới 4-4,5%**

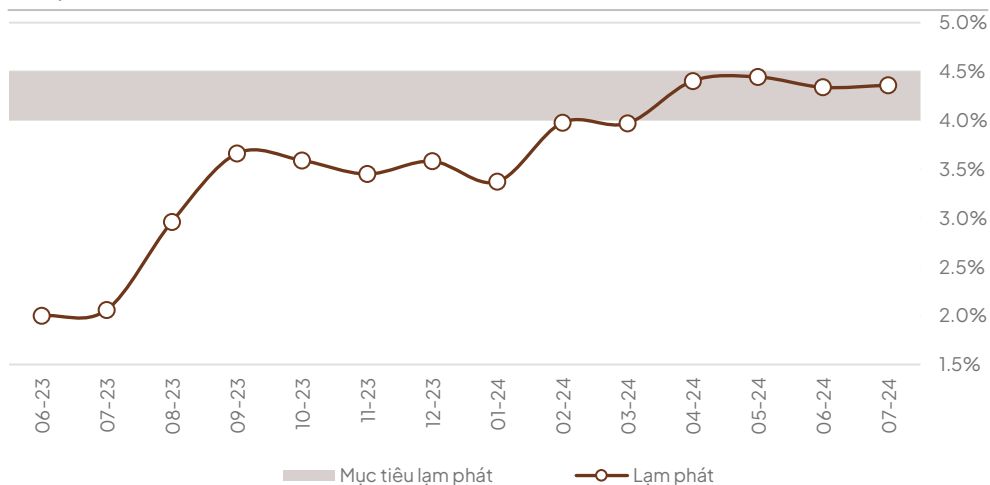
- 1) Chính phủ đang khuyến khích tăng trưởng tín dụng cao hơn, điều này sẽ làm tăng lưu thông tiền tệ, theo đó có thể làm tăng rủi ro lạm phát cao hơn trong tương lai gần.
- 2) Nỗ lực của Chính phủ phục hồi thị trường BĐS dân cư với lãi suất thấp hơn và giải ngân các khoản vay mua nhà nhanh hơn dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu nhà ở, từ đó có thể gây thêm áp lực tăng giá nhà. Những diễn biến gần đây này có thể tiếp tục làm tăng áp lực lạm phát trong thời gian tới.
- 3) Nhu cầu tiêu dùng trong nước vẫn khá mạnh mẽ, thể hiện qua mức tăng trưởng doanh số bán lẻ 9,4% YoY vào tháng 7.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lạm phát vẫn sẽ được kiểm soát dưới mức mục tiêu 4-4,5% của Chính phủ nhờ:

- 1) Giá thịt lợn sẽ hạ nhiệt trong quý 3 nhờ các biện pháp để kiểm soát dịch bệnh và ổn định giá cả, trừ khi có thêm bất kỳ đợt bùng phát nào của bệnh này.
- 2) Lạm phát liên quan đến nhóm giao thông cũng dự kiến sẽ hạ nhiệt do giá dầu giảm. Vào đầu tháng 8, Bộ Công Thương và Bộ Tài chính đã giảm giá xăng dầu trong nước lần thứ tư liên tiếp trong 2 tháng qua do giá dầu thế giới giảm trong thời gian gần đây. Tại Petrolimex, giá xăng RON95 giảm xuống còn 23.130 đồng/lít (-280 đồng/lít, tương đương -1,2% so với lần điều chỉnh trước đó vào ngày 25/7). Việc giá xăng dầu tiếp tục giảm có thể phần nào giúp kiểm soát lạm phát.

### Lạm phát đã dẫn chạm ngưỡng mục tiêu

Đơn vị: %



Nguồn: TCTK, LPBS Research

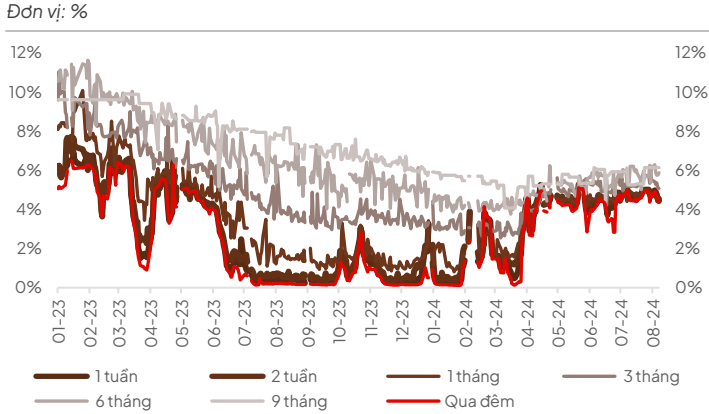
## Lãi suất 7T/2024: Lãi suất liên ngân hàng và huy động bật tăng

**Thanh khoản hệ thống thu hẹp, lãi suất liên ngân hàng bật tăng trong 7T/2024 nhưng dự đi trong 08/2024**

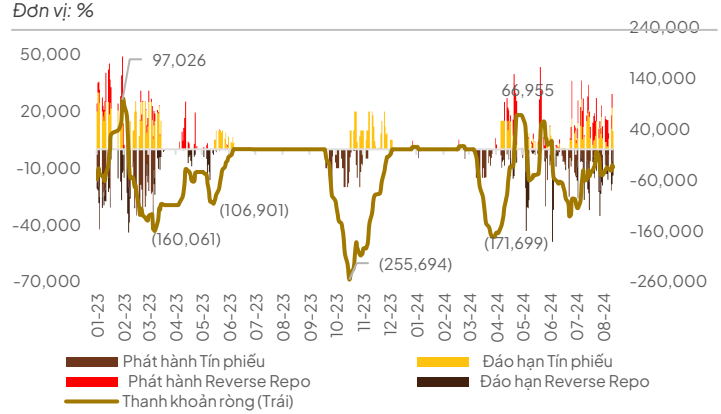
Trước diễn biến căng thẳng của tỷ giá trong suốt quý 2, NHNN đã có những động thái can thiệp ổn định tỷ giá, bao gồm: (1) thực hiện nghiệp vụ bán ngoại tệ và (2) điều tiết thanh khoản hệ thống thông qua thị trường mở, kết hợp với việc tăng lãi suất OMO, tín phiếu (đạt 4.5% vào cuối tháng 6) với mục đích giữ nền lãi suất liên ngân hàng ở mức cao vừa đủ để hạn chế các giao dịch đầu cơ chênh lệch lãi suất (carry trade). Điều này đã khiến thanh khoản hệ thống bị thu hẹp do một lượng lớn tiền đồng bị rút ra khỏi hệ thống, lãi suất liên ngân hàng theo đó cũng bật tăng và biến động quanh 4-5.5%.

Bước sang tháng 7, NHNN đã bơm ròng 44,5 nghìn tỷ đồng thông qua tín phiếu và OMO so với lượng hút ròng 29,4 nghìn tỷ đồng vào tháng 6. Trong tháng 7, lãi suất liên ngân hàng qua đêm và kỳ hạn 1 tuần trung bình vào khoảng 4,5% (so với mức trung bình 3,8% cho lãi suất qua đêm và 4,1% cho kỳ hạn 1 tuần vào tháng 6) do NHNN đã nâng lãi suất tín phiếu thêm 25 điểm cơ bản lên 4,5% vào tuần cuối tháng 6, giúp nâng lãi suất liên ngân hàng và giảm bớt áp lực lên tỷ giá.

### Lãi suất liên Ngân hàng



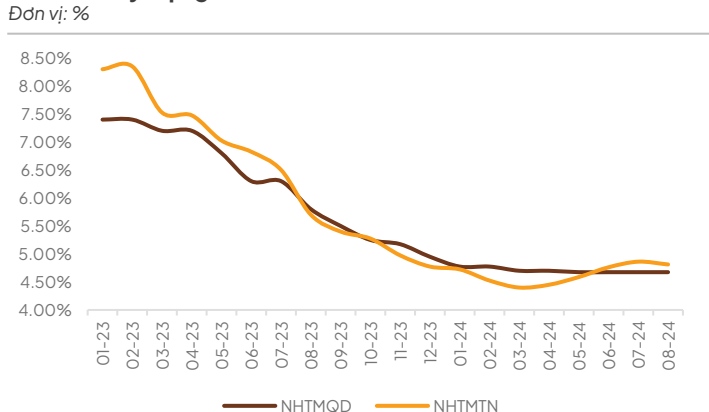
### Hoạt động Tín phiếu & Thị trường mở



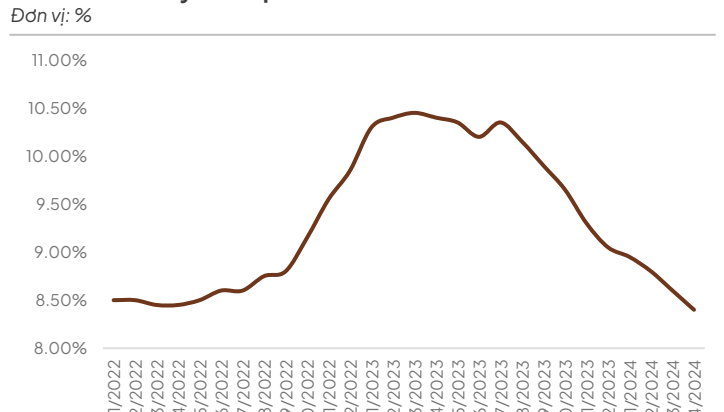
**Lãi suất huy động tăng trở lại, trong khi lãi suất cho vay vẫn trong xu hướng giảm**

Sau khi xuống vùng thấp lịch sử trong quý 1, lãi suất huy động đã tạo đáy và đi lên khoảng 10-45bps so với đáy ở kỳ hạn 12 tháng. Điều này đến từ việc thiếu hụt thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng do những động thái can thiệp ổn định tỷ giá của NHNN, đồng thời tăng trưởng tín dụng cũng đã tăng tốc trong quý 2 (tăng thêm 4,6 điểm % so với quý 1). Tính đến 16/08/2024, lãi suất huy động bình quân 12 tháng nhóm các NHTMCP lớn (ACB, MBB, VPB, TCB) đạt 4,40% - 5,20%, trong khi nhóm NHTMQD vẫn đi ngang ở mức 4,68%. Trong khi đó, lãi suất cho vay có độ trễ so với lãi suất huy động do chênh lệch kỳ hạn, song xu hướng giảm vẫn tiếp diễn trong 1H/2024. Theo NHNN, tính đến tháng 4/2024, lãi suất bình quân của các khoản cho vay mới và cũ còn dư nợ ở mức 7,3-9,5% (giảm 1 điểm % so với cuối năm 2023).

### Lãi suất huy động



### Lãi suất cho vay bình quân



Nguồn: NHNN, Fiiipro, LPBS Research



### Triển vọng lãi suất 2H.2024

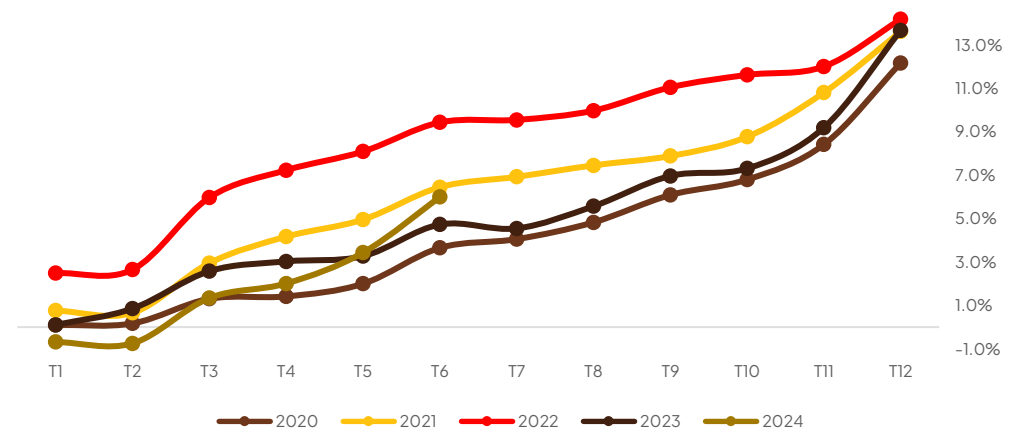
Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng thêm 50bps từ nay cho tới cuối năm, lên vùng 5,25% - 5,50%. Trong đó, các yếu tố trọng yếu tác động tới mặt bằng lãi suất huy động bao gồm:

**Lãi suất huy động dự báo tiếp tục tăng thêm khoảng 50bps**

- 1) Tỷ giá trong quý 3 vẫn sẽ có các biến động, mặc dù rủi ro tăng mạnh trở lại không còn đáng ngại. Theo đó, NHNN vẫn sẽ duy trì định hướng giữ nền lãi suất liên ngân hàng ở mức cao vừa phải để hạn chế carry trade, song song với nghiệp vụ bán USD để đáp ứng nhu cầu của doanh nghiệp trong bối cảnh nhập khẩu được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới. Những điều này sẽ tác động trực tiếp đến thanh khoản hệ thống và làm tăng lãi suất huy động ở thị trường 2, đặc biệt là ở nhóm NHTM tư nhân vừa và nhỏ có nguồn huy động kém linh hoạt và các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt.
- 2) Cấu tín dụng kỳ vọng hồi phục kéo theo nhu cầu huy động vốn, từ đó khiến đà tăng của lãi suất huy động tiếp diễn vào cuối năm. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ phục hồi rõ nét hơn theo sự ấm lên của nền kinh tế trong 2H2024 trước những động lực chính bao gồm: (i) Kim ngạch nhập khẩu tăng mạnh trong những tháng gần đây là dấu hiệu cho thấy triển vọng tích cực của ngành sản xuất và hoạt động xuất khẩu trong thời gian tới; (ii) Sự thâm thấu của chính sách tiền tệ và tài khóa khiến nhu cầu nội địa cải thiện; và (iii) Thị trường BĐS khởi sắc. Thực tế, tín dụng trong quý 2 đã ghi nhận sự cải thiện, tính đến ngày 30/6/2024 đạt 6% YTD (xét riêng quý 2 tín dụng tăng thêm 4,6 điểm % QoQ, cao hơn hẳn mức tăng của quý 2 cùng kỳ ở 2,1 điểm % QoQ), chủ yếu được dẫn dắt bởi nhóm BĐS và cho vay phát triển cơ sở hạ tầng.

### Tăng trưởng tín dụng

Đơn vị: %



Nguồn: NHNN, LPBS Research

Lãi suất cho vay đã giảm xuống trở lại vùng đầu năm 2022 theo chủ trương hạ lãi suất hỗ trợ phát triển kinh tế của Chính Phủ và NHNN. Tuy nhiên với diễn biến tăng trở lại của chi phí huy động vốn, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay đã tạo đáy và có xu hướng đi ngang hoặc tăng nhẹ trở lại. Mức tăng cụ thể sẽ phụ thuộc vào từng ngân hàng: (i) Nhóm ngân hàng quốc doanh do có vai trò hỗ trợ kinh tế sẽ giữ lãi suất cho vay thấp tương đối, trong khi (ii) các ngân hàng tư nhân có xu hướng tăng lãi suất để điều chỉnh phù hợp với sự tăng của lãi suất đầu vào.

**Lãi suất cho vay có xu hướng đi ngang hoặc tăng nhẹ trở lại**

Bên cạnh đó, nợ xấu vẫn là một vấn đề cần lưu tâm khi bộ đệm dự phòng của các ngân hàng đã bị thu hẹp đáng kể, trong khi thông tư 02 sẽ hết hiệu lực vào cuối năm 2024 có thể khiến nhiều khách hàng bị nhảy nhóm nợ, khiến lãi suất cho vay phải được điều chỉnh hợp lý để cân đối với rủi ro của khách hàng.

### Tỷ giá 1H/2024 căng thẳng nhưng dần hạ nhiệt trong tháng 07 – tháng 08/2024 trước triển vọng Fed cắt lãi suất trong tháng 9

#### Tỷ giá liên ngân hàng chịu áp lực

Tỷ giá liên ngân hàng USD/VND diễn biến căng thẳng trong quý 2 khi liên tục áp sát và vượt ngưỡng bán ra của NHNN tại 25,473 (+4,3% đến hết 30/6). Mặc dù NHNN đã chủ động nâng nền lãi suất liên ngân hàng lên mức cao tương đối để hạn chế hoạt động đầu cơ chênh lệch lãi suất (carry trade) của các ngân hàng, tỷ giá vẫn liên tục chịu áp lực khiến NHNN phải thực nghiệp vụ bán thẳng ngoại tệ với khối lượng tương đối lớn (ước tính ~6 tỷ USD tính đến hết 30/6). Theo đó, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu khiến tỷ giá tăng cao trong thời gian qua đến từ sự mất cân bằng về cung cầu của đồng USD trên thị trường, chủ yếu do (1) nhu cầu thanh toán USD để nhập khẩu tăng cao, và (2) các doanh nghiệp xuất khẩu, FDI để tiền ở nước ngoài do lãi suất tiền đồng kém hấp dẫn.

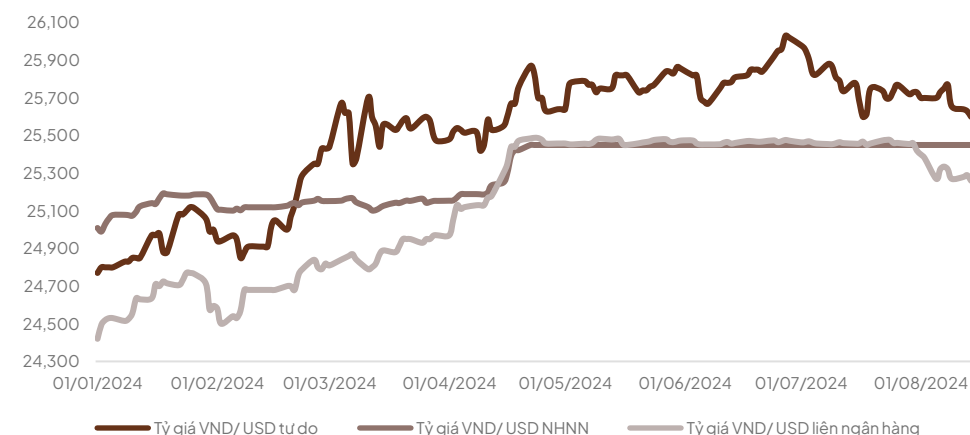
Vào ngày 31/07/2024, Fed đã quyết định giữ nguyên lãi suất trong phạm vi mục tiêu 5,25% - 5,5%. Tuy nhiên, tuyên bố của Fed củng cố khả năng cắt giảm lãi suất vào tháng 9 giúp giảm áp lực lên tỷ giá USD/VND. Sau đó vào ngày 5/8, NHNN đã hạ lãi suất tín phiếu và OMO từ 4,5% xuống 4,25%. Chúng tôi cho rằng động thái mới nhất của NHNN là do tỷ giá liên ngân hàng USD/VND giảm gần đây (-0,6% từ 31/07/2024) và triển vọng rõ ràng về đợt cắt giảm lãi suất đầu tiên của Fed vào tháng 9 này.

#### Tỷ giá thị trường tự do tăng mạnh

Trong 1H/2024, tỷ giá thị trường tự do vẫn diễn biến phức tạp, tính đến 28/6 đạt 26,020 USD/VND ở chiều bán ra (+5,05% YTD). Đà tăng của tỷ giá thị trường tự do chủ yếu do việc giá vàng thế giới tăng phi mã, tạo sự chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới (có thời điểm vượt ngưỡng 20 triệu đồng/lượng) kích thích nhu cầu nhập lậu vàng. Sau khi NHNN cho phép SJC và 4 ngân hàng quốc doanh mua vàng từ NHNN và bán trực tiếp cho người dân, chênh lệch giá vàng với thế giới cũng đã rút xuống còn 2-3 triệu đồng/lượng tính đến 16/8/2024. Tỷ giá thị trường tự do cũng đã giảm (-0,5% từ 31/07/2024) theo xu hướng chung của tỷ giá thị trường liên ngân hàng và chênh lệch giá vàng trong nước & thế giới thu hẹp do các động thái quyết liệt của CQQL.

#### Tỷ giá VND/USD

Đơn vị: %



Nguồn: NHNN, Fiinpro, LPBS Research

### Triển vọng tỷ giá 2H.2024

Chúng tôi cho rằng tỷ giá VND/ USD sẽ giảm trong nửa cuối năm 2024 (chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng 3,0% trong năm 2024). Chúng tôi cho rằng một số yếu tố có thể giúp giảm áp lực lên tỷ giá vào cuối năm nay, bao gồm:

#### Áp lực tỷ giá sẽ dịu đi

- 1) Chính phủ đã nỗ lực:
  - Thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa VND và USD liên ngân hàng.
  - Thu hẹp chênh lệch giá vàng với thế giới (rút xuống còn 2–3 triệu đồng/lượng tính đến giữa tháng 08/2024).
- 2) Nguồn cung ngoại tệ vào Việt Nam tiếp tục dồi dào từ thặng dư thương mại, dòng vốn FDI và kiều hối, đồng thời thâm hụt thương mại dịch vụ ngày càng thu hẹp.
- 3) Lãi suất huy động VND tăng trở lại, và dự kiến sẽ còn tiếp tục tăng nhẹ 50 bps lên vùng 5,25% - 5,50% trong các tháng cuối năm.

Tuy nhiên, tỷ giá vẫn là yếu tố nhạy cảm do đó chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi các chỉ báo có thể tác động mạnh mẽ đến tỷ giá như sau:

- 1) Đồng USD mạnh có thể tạo áp lực giảm giá cho đồng VND.
- 2) Thị trường vàng quốc tế đang trong đà tăng, đã vượt mốc 2.470 USD/ ounce trong 14/8/2024 và dự kiến có thể đạt mốc 2.500 USD/ ounce vào cuối năm. Thị trường vàng giá tăng mạnh mẽ có thể tạo áp lực cho việc kiểm soát chênh lệch giữa giá vàng thế giới và trong nước. Hơn nữa, các NHTW thế giới cũng đang được dự kiến sẽ mua thêm vàng trong các tháng cuối năm.
- 3) NHNN đã bán ra hơn 6 tỷ USD dự trữ ngoại hối, theo đó dự trữ ngoại hối hiện tại đang dưới mức giá trị tương đương 3 tháng nhập khẩu. Tuy nhiên, là một quốc gia nhập nguyên vật liệu để sản xuất phục vụ xuất khẩu, mức giá trị này có thể không phải là một chỉ tiêu nhất thiết phải tuân thủ trong trường hợp của Việt Nam.
- 4) Thặng dư thương mại trong 1H/2024, nhưng cán cân thương mại Việt Nam có thể chuyển sang thâm hụt nhẹ trong 2H/2024 (tham khảo trang 7).
- 5) NĐTNN đang bán ròng trên thị trường chứng khoán (2024 YTD), tuy nhiên có thể sẽ bắt đầu mua ròng trở lại từ Q4/2024.

Chỉ báo vĩ mô	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	Đơn vị	Nguồn dữ liệu
<b>GDP &amp; Việc làm</b>									
GDP danh nghĩa	310	334	347	366	409	430	452	Tỷ USD	NHTG
GDP đầu người	3267	3489	3521	3756	4187	4346	4467	USD	NHTG
Tăng trưởng GDP	7.5	7.4	2.9	2.6	8.1	5	6.5	% YoY	TCTK
Tỷ lệ thất nghiệp	2	2	3	3.1	2.1	2.1	2.1	%	TCTK
<b>Chỉ số Giá</b>									
Lạm phát (bình quân)	3.5	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	4	% YoY	TCTK
CPI cuối năm	3	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	3.5	% YoY	TCTK
<b>Lãi suất &amp; Chính sách tiền tệ</b>									
Lãi suất trần huy động (< 6 tháng)	5.5	5	4	4	5	4.75	4.75	%	NHNN
Lãi suất huy động 12 tháng bình quân	6.8	6.8	5.6	5.5	7.4	4.8	5.5	%	NHNN
Tăng trưởng tín dụng	13.9	13.6	12.1	13.1	14.4	13.7	14	% YoY	NHNN
<b>Tỷ giá &amp; Dự trữ ngoại hối</b>									
VND tăng (trượt) giá so với USD	-2.1	0	0.3	-1.2	-3.4	-2.8	-3	%	Bloomberg
Dự trữ ngoại hối	55.1	78.4	94.4	86	96.3	93	85	Tỷ USD	NHNN, NHTG
Dự trữ ngoại hối (% GDP)	18	23.7	27.6	30.2	21	21.6	18.8	% GDP	NHNN

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo, Phòng Phân tích chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích cùng các định giá nằm trong báo cáo phân tích (nếu có) nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích - CTCP Chứng Khoán LPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán LPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## **Công ty Cổ phần Chứng khoán LPBank**

### **Tòa nhà Thaisquare The Merit**

43-45-47 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (028) 730 98198

### **Phòng Phân tích**

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