

### CHUYÊN ĐỀ VĨ MÔ

Ngày 02 tháng 08 năm 2018

Chuyên viên phân tích

Lê Thu Hà

Ltha\_ho@vcbs.com.vn

+84-4 3936 6990 (Ext: 7182)

Xem điều khoản sử dụng tại trang 5

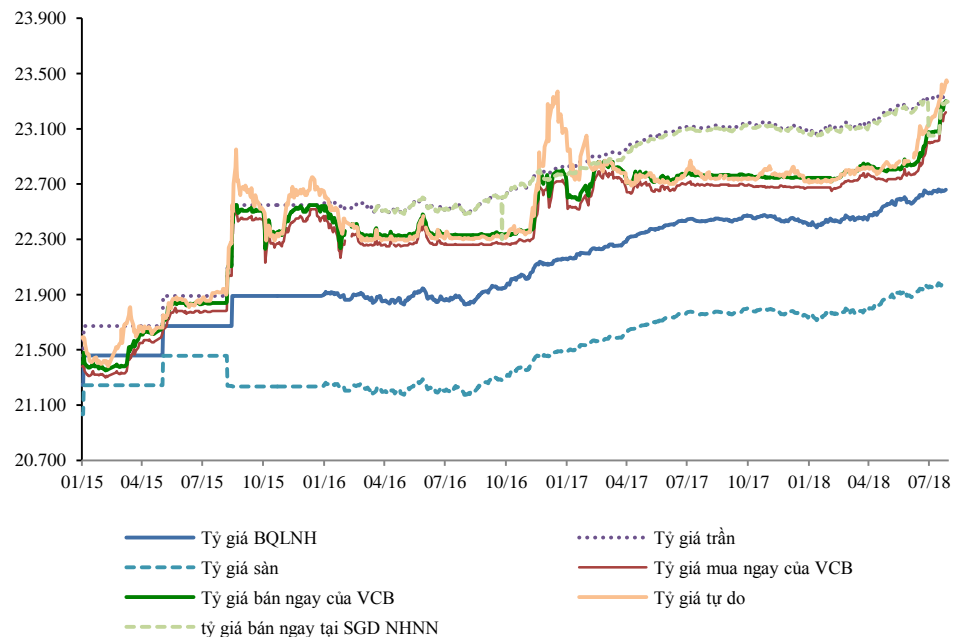
Thông tin kinh tế vĩ mô, trái phiếu, tài chính doanh nghiệp được cập nhật tại

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

### Điểm nhấn

Ở thời điểm này, những dự báo xung quanh sự kiện căng thẳng thương mại Mỹ-Trung và tác động lên thị trường Việt Nam hầu như chỉ mang tính chất phỏng đoán và khó có thể có độ chính xác cao khi các cuộc đàm phán chính thức vẫn chưa ngã ngũ. Tuy nhiên, có hai điều khá chắc chắn có thể khẳng định. Thứ nhất, chiến tranh thương mại sẽ mang tới thiệt hại cho cả hai bên trong trường hợp tiếp tục được đẩy đi xa hơn. Do vậy, chúng tôi nghiêng về khả năng các tuyên bố và động thái cứng rắn trong giai đoạn gần đây sẽ nhằm hướng tới các lợi thế trên bàn đàm phán. Thứ hai, có thể thấy rõ đối với nền kinh tế lớn thứ hai thế giới, trong bối cảnh đối mặt với nguy cơ của cuộc chiến tranh thương mại, công cụ về chính sách tiền tệ đang là công cụ then chốt với nhà điều hành Trung Quốc. Cụ thể, giai đoạn này, chính sách tiền tệ theo thiên hướng nới lỏng tiếp tục là ưu tiên. Thậm chí, có ý kiến cho rằng những chuyển biến trong giai đoạn gần đây có thể dẫn tới một cuộc chiến tranh tiền tệ.

Tỷ giá USD/VND

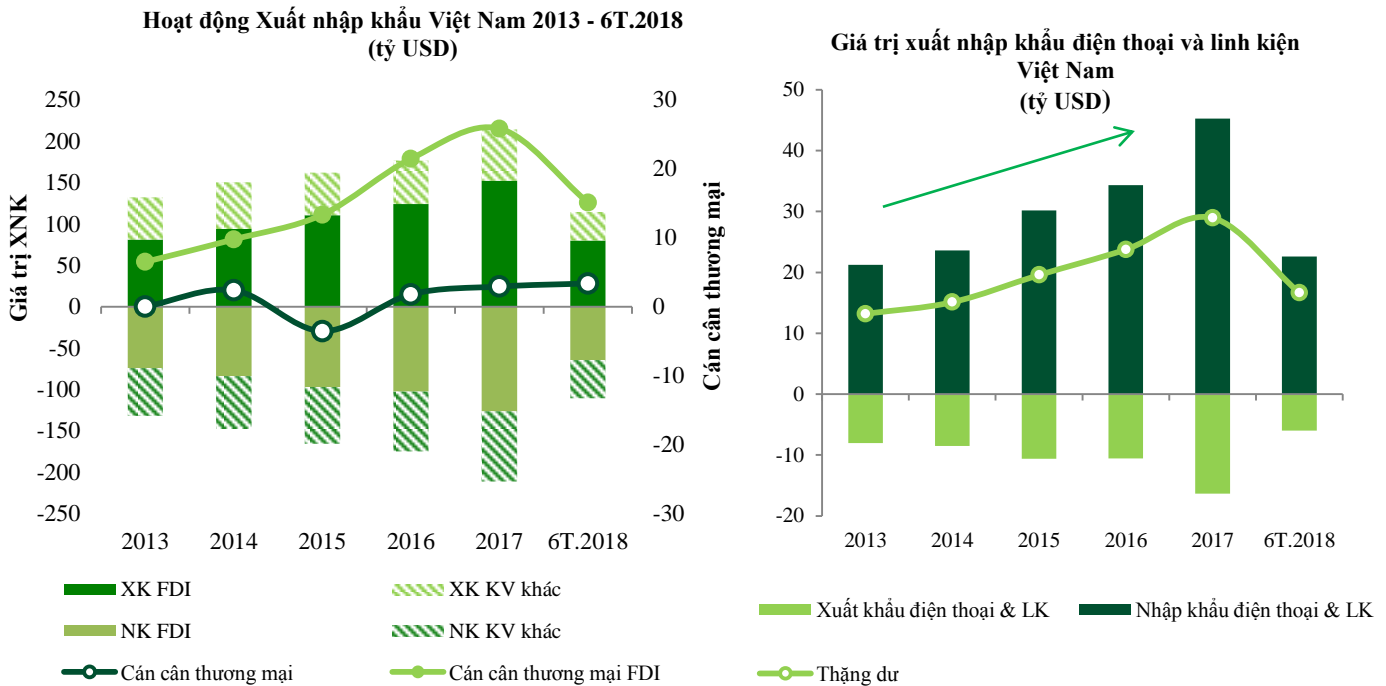


Trong bối cảnh Việt Nam đang ngày một hội nhập sâu rộng với thị trường quốc tế kèm theo việc là quốc gia có vị trí địa lý gần với nền kinh tế thứ hai thế giới, tác động đối với nền kinh tế Việt Nam được nhìn nhận ra sao?

Như đã đề cập ở trên, trong báo cáo này, 2 giả định chúng tôi đưa ra sẽ là (1) Sau khi đàm phán kết thúc, căng thẳng thương mại sẽ lần lượt dịu với lợi ích được chia sẻ hài hòa hơn giữa các quốc gia và (2) Chính sách tiền tệ nới lỏng của Trung Quốc tiếp diễn sẽ là chính sách tác động sát sườn nhất tới Việt Nam. Từ đó, chúng tôi hướng tới mục tiêu dự báo động thái điều hành cũng như cách hành xử của NHNN Việt Nam nhằm ổn định kinh tế vĩ mô tránh những tác động không đáng có từ những diễn biến trên thị trường thế giới.

## 1. Tác động chiến tranh thương mại lên hoạt động xuất nhập khẩu trong nước không phải là vấn đề cốt lõi trong giai đoạn này:

Nhìn nhận từ góc độ nền kinh tế Việt Nam, trong các năm gần đây, đóng góp lớn nhất vào hoạt động xuất nhập khẩu là các doanh nghiệp FDI. Cụ thể, trong 7 tháng đầu năm, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) chiếm 70,8% tổng kim ngạch xuất khẩu. Đáng chú ý, các doanh nghiệp này đặc biệt là các doanh nghiệp lớn như Samsung hay LG đều tiến hành nhập khẩu nguyên liệu, linh kiện đầu vào và xuất khẩu thành phẩm do các doanh nghiệp chủ yếu chỉ thực hiện khâu lắp ráp tại Việt Nam. Do đặc thù hoạt động ở cả hai chiều xuất-nhập khẩu, tỷ giá sẽ không phải là mối quan tâm hàng đầu của các doanh nghiệp này. Thay vào đó, là các ưu đãi của chính phủ về môi trường đầu tư, thủ tục kinh doanh, các chính sách thuế và chi phí nhân công lao động mới là những mối quan tâm chính.



Nguồn: Fiiipro, VCBS tổng hợp

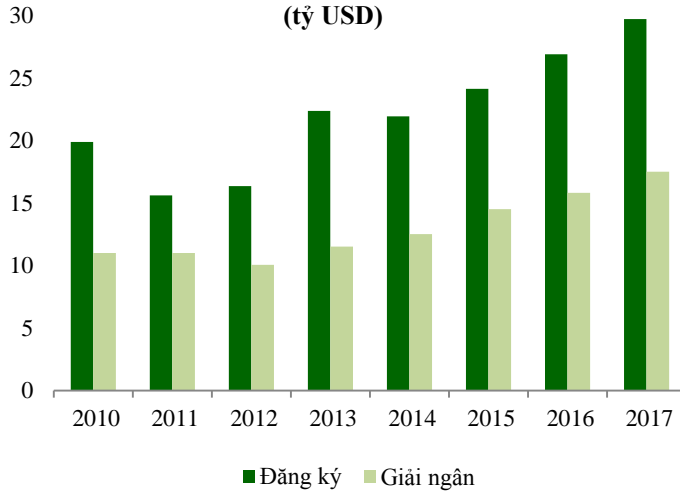
Đối với các doanh nghiệp xuất- nhập khẩu trong nước, kể từ giữa tháng 6, do tỷ giá liên tục biến động, một số khó khăn nhất định đã được ghi nhận. Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp đã chủ động có các giải pháp nhằm hạn chế ảnh hưởng tiêu cực. Cụ thể phải kể đến, việc ký hợp đồng mua bán ngoại tệ kỳ hạn với các NHTM; tiến hành hoạt động xuất nhập thông qua thư tín dụng trả chậm có thể thanh toán ngay (UPAS L/C). Chúng tôi cho rằng đứng từ góc độ doanh nghiệp xuất nhập khẩu, điều qua trọng là dự phóng được mức giảm giá của VND từ đó có kế hoạch sản xuất kinh doanh phù hợp.

## 2. Việt Nam đã được hưởng lợi mạnh mẽ từ dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp trong 3 năm gần nhất:

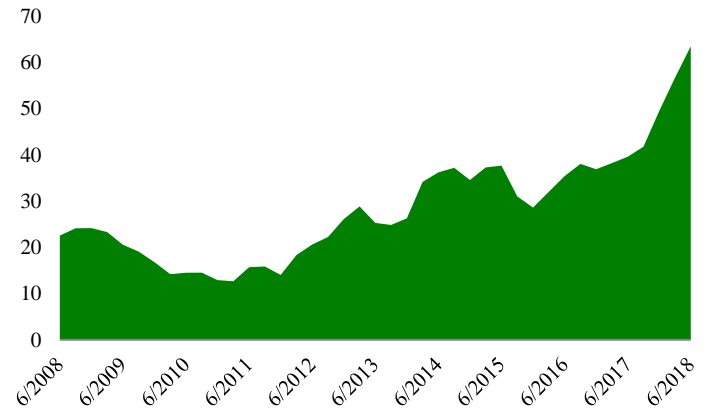
Trong các năm gần đây, việc thu hút được lượng lớn dòng vốn đầu tư cả trực tiếp và gián tiếp đã tạo ra nhiều dư địa để nhà điều hành duy trì sự ổn định của nền kinh tế. Thứ nhất, (1) tạo ra nguồn cung ngoại tệ đủ lớn và dồi dào để NHNN tiến hành tăng dự trữ ngoại tệ đi kèm với tăng trưởng quy mô hoạt động xuất nhập khẩu vốn luôn tăng trưởng mạnh ở mức 2 con số trong các năm 2017 (+20,95%); 6 tháng 2018 (+13,3%). Tính tới hết tháng 6/2018, dự trữ ngoại hối đạt 63,5 tỷ USD, tương đương 12-15 tuần nhập khẩu.

Nguồn lực này đã hỗ trợ gián tiếp, giúp thanh khoản trên hệ thống ngân hàng dồi dào. Từ đó, các NHTM có dư địa để tăng trưởng tín dụng, đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu.

**Vốn đầu tư trực tiếp FDI vào Việt Nam (tỷ USD)**



**Dự trữ ngoại hối Việt Nam (tỷ USD)**

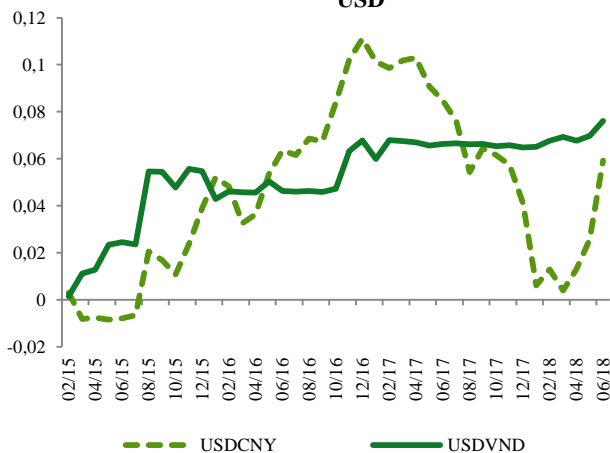


Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

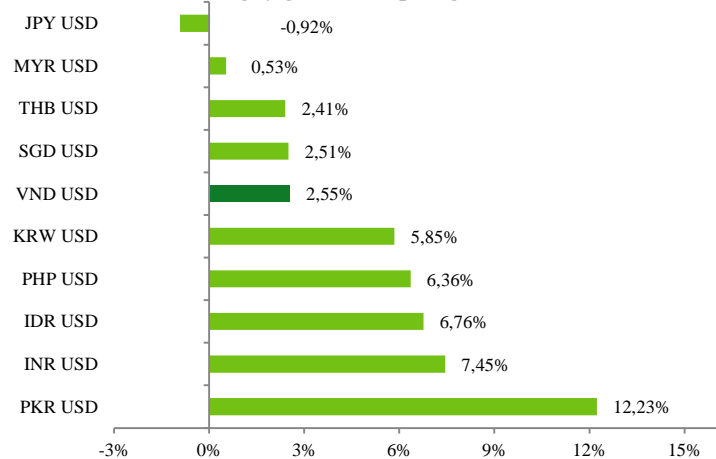
Cuối cùng, đóng góp từ dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài mà cụ thể là các doanh nghiệp FDI lớn như Samsung, LG, hay Formosa đang là cấu phần quan trọng đóng góp tăng trưởng chung của nền kinh tế, giúp cho khu vực Công nghiệp chế biến chế tạo trở thành đầu tàu tăng trưởng.

**Rõ ràng nhìn từ góc độ này, ưu tiên chính sách của chính phủ trong các năm tiếp theo vẫn sẽ là tiếp tục cải thiện môi trường kinh doanh, đảm bảo sự ổn định của các số liệu kinh tế vĩ mô từ đó duy trì sức hấp dẫn của điểm đến đầu tư Việt Nam đối với dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp.** Trong đó, các mục tiêu liên quan đến chỉ số kinh tế vĩ mô bao gồm (1) đảm bảo lạm phát được kiểm soát và không vượt quá mục tiêu cam kết đưa ra hàng năm của Chính phủ; (2) giữ cho đồng nội tệ giảm giá ở mức tương đối hợp lý so với các nước trong khu vực. Và tính tới thời điểm này NHNN vẫn đang làm khá tốt trong vai trò của nhà điều hành đối với tỷ giá khi đã đưa ra định hướng chính sách rõ ràng và các biện pháp điều hành dựa trên sự vận hành của thị trường và không bị cuốn theo các diễn biến khó lường trên thị trường thế giới.

**Trong quan biến động tỷ giá CNY và VND với USD**



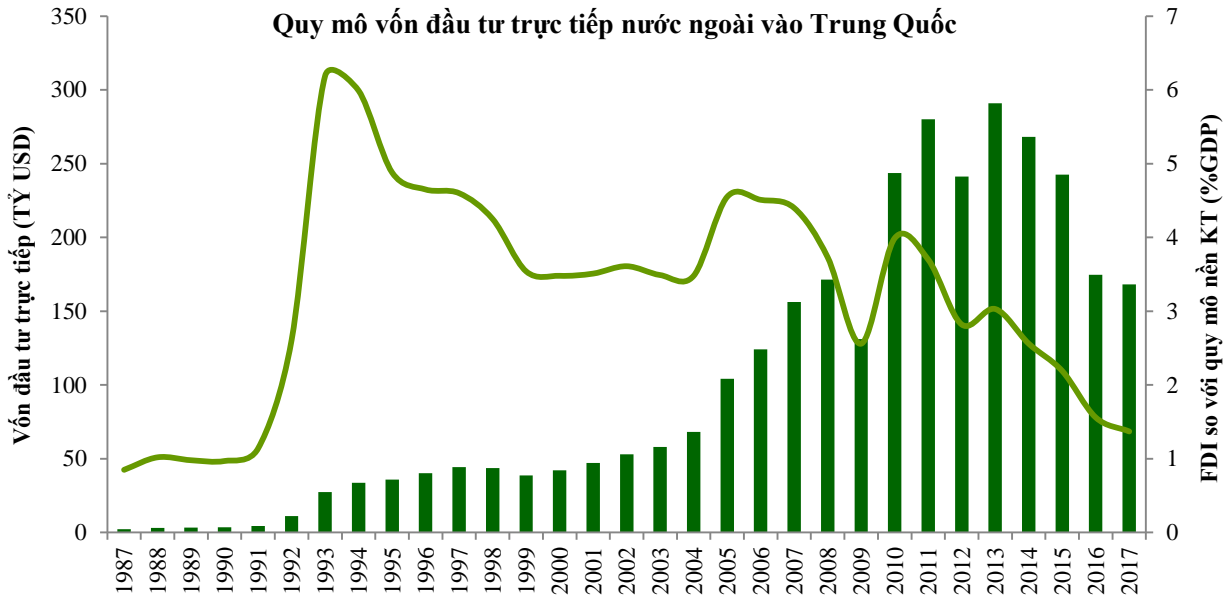
**Biến động tỷ giá một số quốc gia từ đầu năm tới 02/08**



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

### 3. Chính sách tiền tệ nới lỏng của Trung Quốc từ một góc độ khác có thể đem tới những hiệu ứng tích cực đối với nền kinh tế Việt Nam.

Năm 2016-2017- thời điểm then chốt trong kế hoạch 5 năm lần thứ 13 của Chính phủ Trung Quốc (2016-2020) chuyển dịch mô hình nền kinh tế dựa vào đầu tư và xuất khẩu sang mô hình chủ yếu dựa vào tiêu dùng nội địa và ngành dịch vụ. Thời điểm này Trung Quốc đã có sự chọn lọc đáng kể với dòng vốn đầu tư FDI chảy vào nước này. Điều này, cùng với giá nhân công tăng lên khiến cho dòng vốn đầu tư FDI từ vào Trung Quốc có xu hướng dịch chuyển và tìm kiếm những điểm đến mới có sự tương đồng về chi phí nhân công giá rẻ cũng như mức độ chọn lọc không quá khắt khe. Việt Nam được xem là một trong những điểm đến lý tưởng nhất của dòng vốn này.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Cùng lúc, kể từ năm 2015 việc PBOC liên tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ trong các năm gần đây nhằm hạn chế ảnh hưởng từ việc đồng bạc xanh mạnh lên sau khi FED bắt đầu thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ khiến cho cầu đầu tư của dòng vốn nội địa của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới tăng lên. Điều này, cũng khiến cho các quốc gia đang có chính sách thu hút mạnh mẽ dòng vốn đầu tư nước ngoài như Việt Nam được hưởng lợi.

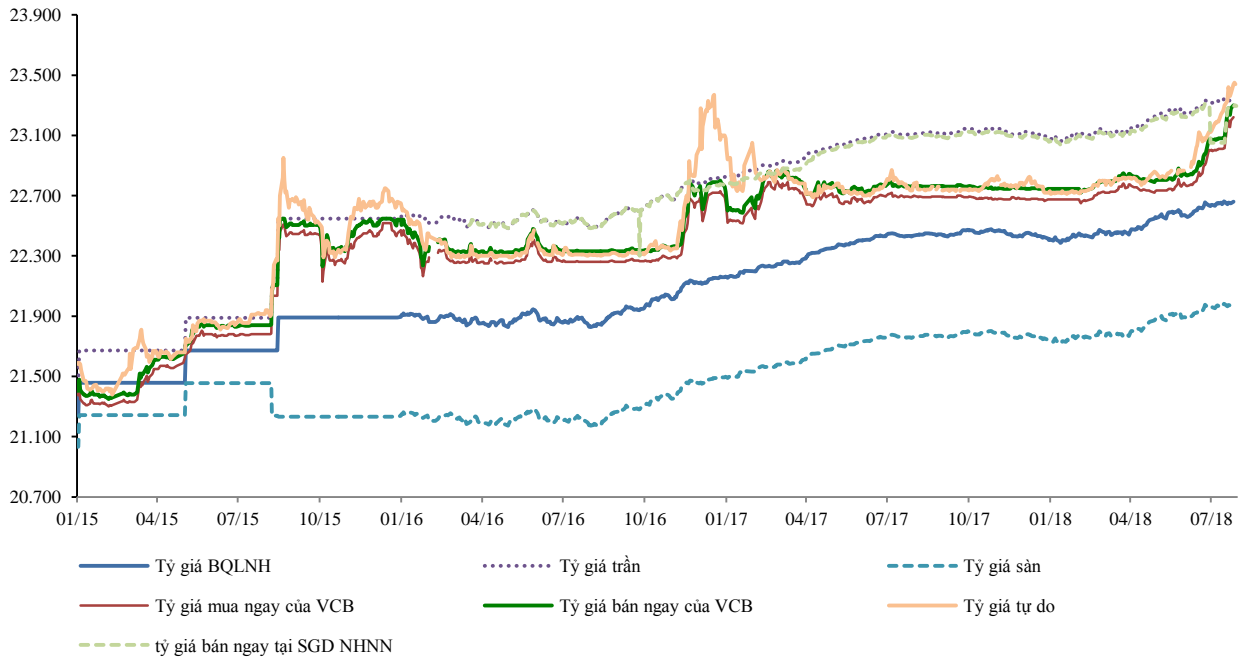
### 4. Các rủi ro tiềm ẩn khó dự báo và cần theo dõi sát sao.

Như đã đề cập ở trên, các phân tích trên dựa trên 2 giả định ban đầu, khi hai giả định này thay đổi các biến số cũng sẽ biến thiên và tạo ra các ảnh hưởng hoàn toàn khác biệt.

Cũng cần phải nói thêm các phân tích ở trên có xác suất xảy ra cao hơn trong trường hợp không có các sự kiện mang tính “ngẫu nhiên” cộng hưởng lại. Theo đánh giá của chúng tôi, một sự kiện như vậy đã xảy ra trong tháng 6 vừa qua khi thị trường liên tục chứng kiến mức leo thang của tỷ giá giao dịch trên thị trường tự do, bắt nguồn từ việc **thiếu hụt nguồn cung ngoại tệ tiền mặt tạm thời do sự thay đổi đối tác khai thác dịch vụ này không chỉ tại thị trường Việt Nam mà còn ở nhiều quốc gia khác trên thế giới.**

Với sự kiện này, bất chấp những điều hành dựa trên quy luật thị trường được đưa ra đúng thời điểm của NHNN, tỷ giá trên thị trường tự do vẫn được dự báo chưa thể thoát khỏi áp lực tăng ngắn hạn. Diễn biến này cùng với việc thị trường ngoại hối khá ổn định trong liên tiếp hai năm gần đây, đã tạo nên tâm lý đầu cơ hưởng chênh lệch giá đáng kể trên thị trường. Điều này phần nào lý giải cho hiện tượng lượng lớn ngoại tệ lên tới 2,12 tỷ USD được NHNN bán ra với mức “giá thấp” 23.050 đồng đã được các NHTM hấp thụ chỉ trong tuần từ 16/07-20/07 trong khi nhu cầu thực phục vụ cho các hoạt động sản xuất, xuất nhập khẩu được đánh giá là không đột biến.

Tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, Fiiipro, VCBS tổng hợp

## 5. Ở một góc độ khác, một số điểm sáng có thể hỗ trợ cho yếu tố tỷ giá trong 6 tháng cuối năm:

Bên cạnh, những rủi ro tiềm ẩn, chúng tôi cũng nhìn nhận thấy một số yếu tố có thể có thể đem lại những thuận lợi nhất định trong việc hoàn thành mục tiêu liên quan đến mức giảm giá hợp lý của VND. (1) Dự trữ ngoại hối đạt 63,5 tỷ USD 6 tháng đầu năm-tương ứng 12-15 tuần nhập khẩu; (2) Cùng lúc (i) FDI thực hiện tiếp tục tăng trưởng tốt 7 tháng đầu năm tiếp tục ghi nhận mức tăng 8,8% so với cùng kỳ; (ii) Thặng dư cán cân thương mại được duy trì. Thậm chí, trong tháng 7 thặng dư thương mại lên tới con số trên 3 tỷ USD so với con số thặng dư 2,71 tỷ đồng ghi nhận trong tháng 6; (iii) Kiều hối về nước được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng (Năm 2017 kiều hối ước đạt 2017 13,8 tỷ USD, tăng 16% so với năm 2016).

Trong khi đó trên thị trường thế giới, trong cuộc họp chính sách tiền tệ tháng 6, FED đã quyết định tăng lãi suất lần thứ hai trong năm đi kèm với thông báo sẽ tiến hành tăng lãi suất 4 lần trong năm nay. Theo đó, các kỳ vọng về việc FED sẽ tăng lãi suất 4 lần trong năm nay phần này đã phần nào phản ánh vào diễn biến của thị trường.

**Tổng hợp tất cả các yếu tố trên, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm. Mặc dù áp lực lên tỷ giá trong ngắn hạn vẫn có thể tiếp diễn, chúng tôi cho rằng với nguồn lực hiện có cùng thông điệp rõ ràng về định hướng điều hành, NHNN hoàn toàn có thể giữ mức giảm giá của tỷ giá trung tâm quanh 2%-2,5% cho năm 2018 - thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực. Trong khi đó, vào các thời điểm căng thẳng tỷ giá giao dịch tại các NHTM có thể giao dịch ở ngưỡng sát trần tính trong biên độ 3% đã được quy định so với tỷ giá trung tâm.**

## **ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG**

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## **THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Thu Hà**

Chuyên viên Phân tích

Ltha\_ho@vcbs.com.vn