

## BÁO CÁO 9T.2018

thực hiện bởi



Thành viên thuộc VIETCOMBANK

### Nội dung

- Tâm điểm
- Chỉ số kinh tế vĩ mô
- Thị trường tài chính
- Kinh tế tài chính thế giới

**Lê Thu Hà**

+84 24 3936 6990 (ext. 7182)

ltha\_ho@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 11

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

### Điểm nhấn

- **GDP 9T.2018 tăng 6,98% (yoy) cao nhất kể từ năm 2011.** Chúng tôi dự báo tăng trưởng năm 2018 sẽ dao động trong khoảng từ 6,9%- 7,1% vượt mức mục tiêu Quốc hội đề ra. Tăng trưởng GDP Quý 4 được dự báo tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao với kỳ vọng đạt khoảng 7,1%.
- CPI hạ nhiệt cuối Quý 3. Lạm phát trong tháng 10 được dự báo tăng 0,3%-0,35% tương ứng với mức tăng 3,85% - 3,91% (yoy). Chúng tôi không thay đổi mức lạm phát mục tiêu 4% cho cả năm nay. **Tuy nhiên, điều này đồng nghĩa áp lực lạm phát sẽ đến nhiều hơn trong năm 2019.**
- Áp lực lên tỷ giá trên thị trường tự do dẫn có dấu hiệu hạ nhiệt từ đầu tháng 9. NHNN hoàn toàn có thể giữ mức giảm giá của VND quanh 2%-2,5% cho năm 2018- thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực thời điểm này. Ở các thời điểm căng thẳng tỷ giá có thể bám sát biên độ 3% được quy định bởi NHNN.
- Mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ nhằm đón đầu dự báo nhu cầu huy động tăng vào cuối năm theo yếu tố mùa vụ. Lãi suất cho vay ổn định và không ghi nhận biến động đáng kể trong Quý 3. Chúng tôi cho rằng dự địa tăng đối với lãi suất huy động trong phần còn lại của năm 2018 sẽ là không lớn. Trong khi đó, lãi suất cho vay được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trạng thái ổn định và ít biến động.
- Thị trường hoạt động khá trầm lắng trong hầu hết Quý 3. Ở thời điểm hiện tại, các số liệu kinh tế vĩ mô đang ủng hộ cho kịch bản lợi suất có thể chứng kiến nhịp giảm. Tuy nhiên, thời điểm cuối năm, áp lực thời vụ có thể kéo lợi suất tăng trở lại.
- Các số liệu tốt hơn kỳ vọng về lao động và việc làm khiến FED dự kiến đẩy nhanh lộ trình tăng lãi suất lên 4 lần trong năm nay. Cùng với đó, ECB cũng đã quyết định chấm dứt chương trình mua lại tài sản vào cuối năm 2018. Trong khi đó, PBoC vẫn tiếp tục chính sách theo thiên hướng nới lỏng.

### Chỉ số kinh tế vĩ mô tháng 9.2018

Lạm phát: 0,59% (mom) và +3,98% (yoy)

Xuất khẩu : 178,91 tỷ USD ytd (+15,4% yoy)

Nhập khẩu : 173,52 tỷ USD ytd (+11,8% yoy)

Xuất siêu: 5,39 tỷ USD (ytd)

FDI: Tổng vốn đăng ký 9 tháng: 19,67 tỷ USD (-7,7% yoy), thực hiện: 13,25 triệu USD (+6% yoy)

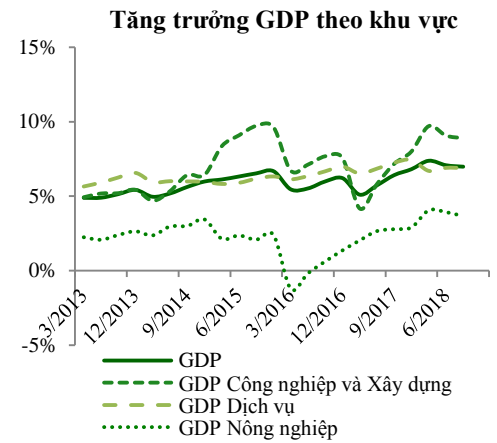
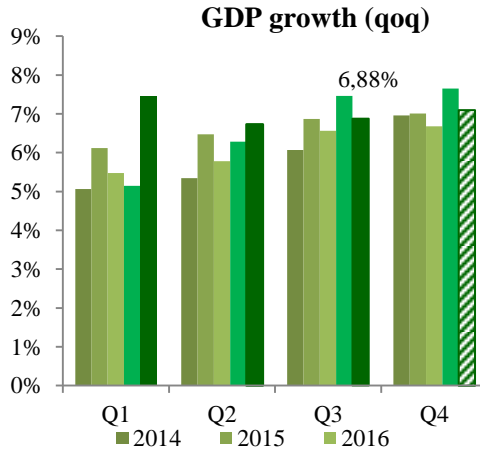
Lượng góp vốn mua cổ phần: 5,7 tỷ USD (+36,8% yoy)

**Tăng trưởng GDP cả năm 2018 được dự báo dao động trong khoảng 6,9%-7,1%.**

**GDP 9T.2018 tăng 6,98% (yoy) cao nhất kể từ năm 2011. GDP trong Q3.2018 tăng 6,88% cao hơn số liệu Q2 nhưng thấp hơn con số của cùng kỳ Quý 3 năm ngoái.**

*Khu vực công nghiệp và xây dựng với ngành công nghiệp chế biến- chế tạo tiếp tục là đầu tàu tăng trưởng.*

**GDP 9T.2018 tăng 6,98% (yoy) cao nhất kể từ năm 2011. GDP trong Q3.2018 tăng 6,88% cao hơn số liệu Q2 nhưng thấp hơn con số của cùng kỳ Quý 3 năm ngoái.** Trong mức tăng trưởng của toàn nền kinh tế, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3,65%, đóng góp 8,8% vào mức tăng trưởng chung; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 8,89%, đóng góp 48,7%; khu vực dịch vụ tăng 6,89%, đóng góp 42,5%.



Nguồn: CEIC, VCBS

**Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục thể hiện vai trò đầu tàu dẫn dắt.** Ngành công nghiệp tăng 8,98%, cao hơn mức tăng 7,4% và 6,95% của cùng kỳ năm 2016 và năm 2017, đóng góp 2,91 điểm phần trăm vào tốc độ tăng của tổng giá trị tăng thêm toàn nền kinh tế. Điểm sáng của khu vực này là sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với mức tăng 12,65% (dù giảm nhẹ so với mức tăng 12,77% của năm 2017 nhưng vẫn là mức cao trong 7 năm gần đây) đóng góp 2,56 điểm phần trăm. Ở chiều ngược lại, công nghiệp khai khoáng giảm 1,97%, làm giảm 0,14 điểm phần trăm, Tuy nhiên đã thu hẹp đáng kể so với mức giảm 8,08% của cùng kỳ. Ngành xây dựng 9 tháng đầu năm duy trì được mức tăng trưởng khá với tốc độ 8,46%, đóng góp 0,55 điểm phần trăm.

Khu vực **dịch vụ tiếp tục giữ đà tăng trưởng tốt với mức tăng** 9 tháng đầu năm đạt 6,89%- dù không còn tăng trưởng ấn tượng 7,21% như cùng kỳ năm trước. Trong đó, đóng góp của một số ngành có tỷ trọng lớn là: Bán buôn và bán lẻ tăng 8,48% so với cùng kỳ năm trước- cao nhất trong khu vực dịch vụ, 0,9 điểm phần trăm trong tổng giá trị tăng thêm toàn nền kinh tế; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm tăng 7,85%, đóng góp 0,46 điểm phần trăm; dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 5,89%, đóng góp 0,27 điểm phần trăm; ngành vận tải, kho bãi tăng 7,55%, đóng góp 0,25 điểm phần trăm; hoạt động kinh doanh bất động sản tăng 4,04%, đóng góp 0,24 điểm phần trăm.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản đạt mức tăng trưởng 9 tháng năm nay cao nhất từ năm 2012, trong đó ngành nông nghiệp tiếp tục khẳng định xu hướng phục hồi rõ nét khi đạt mức tăng 3,28%, đóng góp 0,36 điểm phần trăm vào tốc độ tăng của tổng giá trị tăng thêm toàn nền kinh tế; ngành thủy sản đạt kết quả khá tốt với mức tăng 6,37%, đóng góp 0,22 điểm phần trăm; ngành lâm nghiệp tăng 5,9%.

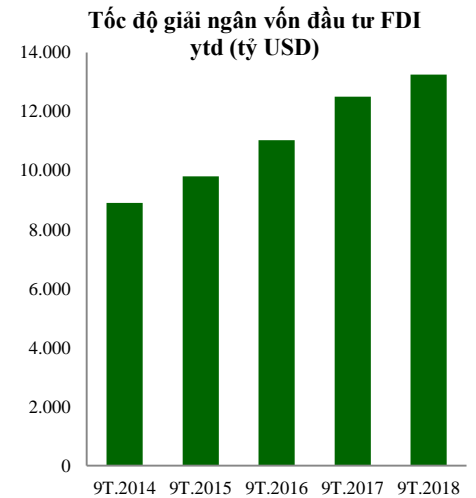
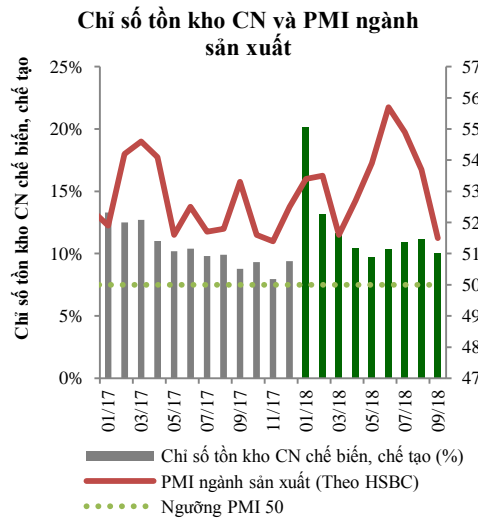
**Đấu ấn lớn của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài được thể hiện rõ nét trên nhiều chỉ số kinh tế vĩ mô.**

*Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp lấy lại tốc độ tăng trưởng cao giống thời điểm Quý 1 nhờ việc các doanh nghiệp FDI đẩy mạnh sản xuất cho dòng sản phẩm mới.*

*Vốn FDI thực hiện tăng trưởng đều trong 9 tháng đầu năm đang được xem là nguồn lực quan trọng của nền kinh tế.*

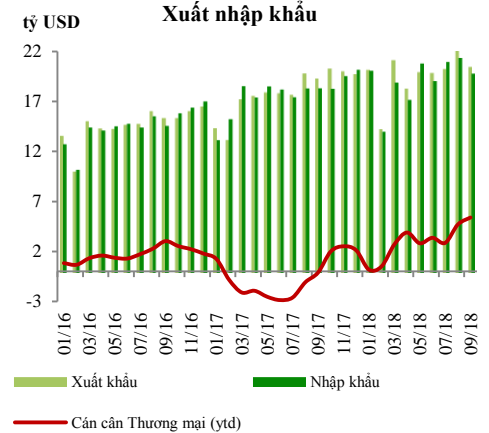
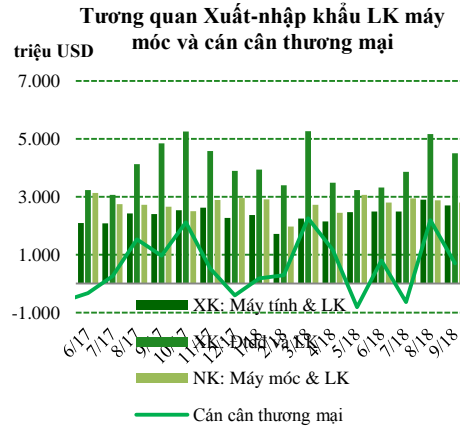
*Cán cân thương mại thặng dư 2,2 tỷ USD trong tháng 8, nâng mức thặng dư thương mại ước tính 9 tháng đầu năm lên 5,71 tỷ USD chủ yếu do xuất siêu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài FDI.*

**Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp- chỉ báo thể hiện tăng trưởng của ngành Công nghiệp chế biến chế tạo, lấy lại tốc độ tăng trưởng cao giống thời điểm Quý 1 nhờ các doanh nghiệp FDI đẩy mạnh sản xuất cho dòng sản phẩm mới.** Cụ thể, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp tăng 10,6% so với cùng kỳ năm trước (quý 1 tăng 12,7%, quý 2 tăng 8,2%, quý 3 tăng 10,7%), cao nhất kể từ năm 2012. Trong đó, ngành chế biến, chế tạo tiếp tục là điểm sáng dẫn dắt tăng trưởng chung của toàn ngành với mức tăng 12,9%, đóng góp 9,9 điểm phần trăm (quý 1 tăng 15,7%; quý 2 tăng 9,6%, quý 3 tăng 13,2%); ngành sản xuất và phân phối điện tăng 9,7%, đóng góp 0,9 điểm phần trăm; ngành cung cấp nước và xử lý rác thải, nước thải tăng 6,4%, đóng góp 0,1 điểm phần trăm; riêng ngành khai khoáng giảm 2% (chủ yếu do khai thác dầu thô giảm 11,7%), làm giảm 0,3 điểm phần trăm mức tăng chung.



*Nguồn: GSO, CEIC, VCBS Research.*

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 9 tháng đầu năm ước đạt 352,43 tỷ USD, tăng 14,2% so với cùng kỳ 2017. Trong đó, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu 9 tháng đầu năm ước đạt 178,91 tỷ USD (+16,1% yoy); kim ngạch hàng hóa nhập khẩu ước đạt 173,52 tỷ USD (+12,3% yoy). **Cán cân thương mại 9 tháng đầu năm ghi nhận giá trị thặng dư 5,39 tỷ USD chủ yếu do xuất siêu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài FDI.** Cụ thể khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 18,26 tỷ USD; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) xuất siêu 23,65 tỷ USD. Trong các mặt hàng xuất khẩu chủ lực, **tỷ trọng chủ yếu vẫn thuộc về khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài**, trong đó: Điện thoại và linh kiện chiếm 99,7%; điện tử, máy tính và linh kiện chiếm 95,6%; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng 89,4%; hàng dệt may 60,1%. Ở chiều ngược lại, các mặt hàng được nhập khẩu nhiều nhất cũng phục vụ chủ đạo cho hoạt động của các doanh nghiệp FDI. Cụ thể, điện tử, máy tính và linh kiện đạt 11,3 tỷ USD, chiếm 18% tổng kim ngạch nhập khẩu, tăng 12,6% so với cùng kỳ năm trước; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng đạt 8,7 tỷ USD, tăng 7,1%; điện thoại và linh kiện đạt 5,1 tỷ USD, tăng 10,1%; vải đạt 3,1 tỷ USD, tăng 12,1%; sắt thép đạt 2,6 tỷ USD, tăng 24,9%; kim loại thường đạt 2,3 tỷ USD, tăng 66,8%; chất dẻo đạt 2,3 tỷ USD, tăng 16,5%.



Nguồn: CEIC, VCBS Research.

Tổng số vốn đăng ký cấp mới và vốn tăng thêm đầu tư trực tiếp của nước ngoài từ đầu năm đến thời điểm 20/9/2018 đạt 19,67 USD, giảm 7,7% so với cùng kỳ năm 2017. Tuy nhiên, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện 9 tháng năm nay ước tính đạt 13,25 tỷ USD, tăng 6% so với cùng kỳ năm 2017. Trong 9 tháng năm 2018 còn có 5.275 lượt góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài với tổng giá trị góp vốn là 5,7 tỷ USD, tăng 36,8% so với cùng kỳ năm 2017.

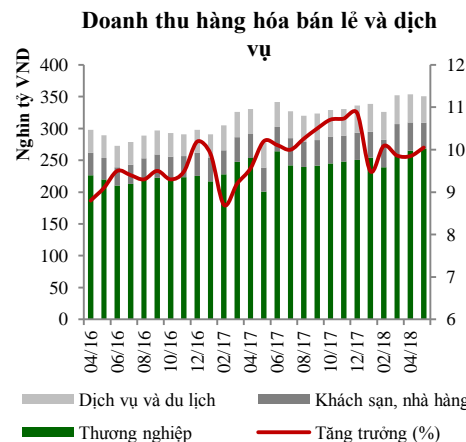
**Có thể thấy các số liệu kinh tế vĩ mô đều đang cho thấy dấu ấn đáng kể của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đối với tăng trưởng của toàn nền kinh tế.**

**Tổng cầu tiếp tục tăng trưởng và góp phần đóng góp tích cực vào tăng trưởng nền kinh tế.**

*Doanh thu bán lẻ- Chỉ báo cầu tiêu dùng tiếp tục xu hướng tăng tích cực.*

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 3.235 nghìn tỷ đồng, tăng 11,3% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 8,8% (cao hơn mức tăng 8,76% của cùng kỳ năm 2017).

Xét theo ngành hoạt động, doanh thu bán lẻ hàng hóa 6 tháng đầu năm ước tính đạt 1.597,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 75,3% tổng mức và tăng 11,3% so với cùng kỳ năm trước, Trong đó, ngành hàng lương thực, thực phẩm tăng 12,4%; may mặc tăng 12,3%; đồ dùng, dụng cụ, trang thiết bị gia đình tăng 12%; vật phẩm văn hoá, giáo dục tăng 9,5%; phương tiện đi lại tăng 8,8%. Các số liệu trên đang cho thấy mức độ đóng góp đáng kể của khu vực Bán buôn bán lẻ nói riêng và khu vực Dịch vụ nói chung.



**Tốc độ chi đầu tư phát triển**

	09/2016	09/2017	09/2018
<b>Chi đầu tư phát triển (nghìn tỷ đồng)</b>	130,2	153	192,8
<b>% so với Dự toán năm</b>	51%	42,8%	48,2%
<b>Chi trong tháng (nghìn tỷ đồng)</b>	23	21,9	26,5

Nguồn: GSO, CEIC, VCBS Research

**Giải ngân đầu tư công dần cải thiện tuy nhiên vẫn là chưa đủ để đảo ngược xu hướng chậm giải ngân đầu tư công.**

**Chúng tôi dự báo tăng trưởng năm 2018 sẽ dao động trong khoảng từ 6,9%- 7,1% vượt mức mục tiêu Quốc hội đề ra.**

*Tăng trưởng GDP Quý 4 được dự báo tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao với kỳ vọng đạt khoảng 7,1%.*

**Chi đầu tư phát triển từ Ngân sách Nhà nước, dù có nhiều cải thiện vẫn chưa đáng kể.** Cụ thể, đến 15/09/2018, chi đầu tư phát triển đạt 192,8 nghìn tỷ đồng, chỉ bằng 48,2% dự toán năm 2018 và chỉ cải thiện đôi chút so với năm 2017- năm được đánh giá là có tốc độ giải ngân tương đối chậm. Như vậy, trong dài hạn, đây sẽ là vấn đề tiếp tục được lưu tâm khi nền tảng cơ sở hạ tầng là rất cần thiết để đảm bảo tăng trưởng bền vững.

**Chúng tôi dự báo tăng trưởng năm 2018 6,9%- 7,1%- hoàn thành vượt mức mục tiêu Quốc hội đề ra. Tăng trưởng GDP Quý 4 được dự báo tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao với kỳ vọng đạt khoảng 7,1%.** Cụ thể, với từng khu vực như sau:

(1) Đối với **khu vực Công nghiệp- xây dựng-** sẽ tiếp tục nắm giữ vai trò đầu tàu với đóng góp không thể thiếu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài. Trong khi đó, một số dự án lớn sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào tăng trưởng kinh tế như Dự án lọc hóa dầu Nghi Sơn, Lò cao thứ 2 của Dự án Formosa.

(2) **Khu vực Dịch vụ** sẽ tiếp tục là có đóng góp quan trọng tăng trưởng GDP với các điểm sáng thuộc về cầu tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng tích cực.

(3) Đối với **khu vực Nông nghiệp-** Lâm nghiệp- thủy sản, chúng tôi kỳ vọng mức đóng góp của khu vực này đối với nền kinh tế sẽ tương đối ổn định và không có nhiều biến động so với cùng kỳ.

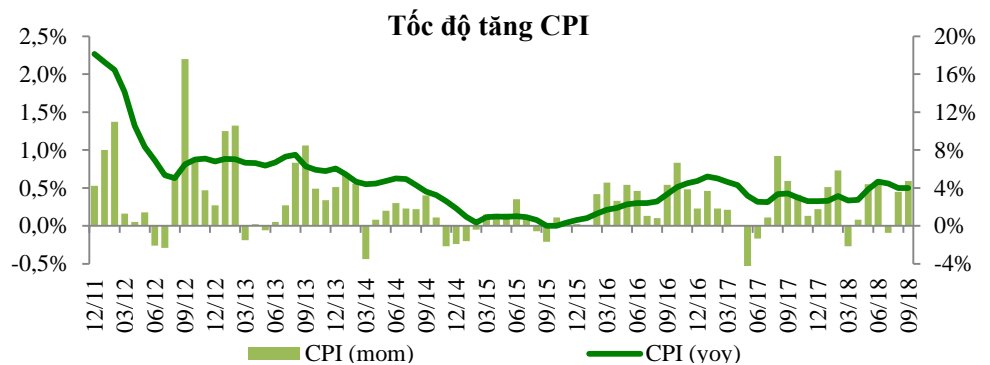
### CPI hạ nhiệt cuối Quý 3. Mục tiêu lạm phát 4% hoàn toàn khả thi cho cả năm 2018.

**Lạm phát so với cùng kỳ hạ nhiệt trong tháng 8 và 9 và trở về dưới ngưỡng 4%.**

*Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 9 tăng 0,59% (mom), tương ứng tăng 3,93% so với cùng kỳ 2017.*

*Lạm phát trong tháng 10 được dự báo tăng 0,3%-0,35% tương ứng với mức tăng 3,85% - 3,91% (yoy).*

Trong Quý 3, các yếu tố chủ đạo tác động tăng lên chỉ số giá CPI bao gồm (1) giá lương thực- thực phẩm với tỷ trọng cao trong rổ hàng hóa; (2) nhóm giao thông vận tải với các lần điều chỉnh tăng giá xăng dầu; (3) nhóm dịch vụ giáo dục với việc điều chỉnh học phí trong năm học mới. Mặc dù vậy, chỉ số CPI so với cùng kỳ đã trở lại về dưới 4% ngay trong tháng 8 xuất phát từ việc mức giá cơ sở cùng kỳ năm ngoái tăng cao do điều chỉnh giá dịch vụ y tế.



Nguồn: CEIC, VCBS

**Chúng tôi không thay đổi mức lạm phát mục tiêu 4% cho cả năm nay. Tuy nhiên, điều này đồng nghĩa áp lực lạm phát sẽ đến nhiều hơn trong năm 2019.**

*Tăng kịch trần khung thuế bảo vệ môi trường từ tháng 1/2019.*

**Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng CPI so với cùng kỳ sẽ đạt dưới 4% cho cả năm 2018** với một số luận điểm như sau: (1) Giá xăng dầu và nhiên liệu được dự báo sẽ không tiếp tục tăng và thậm chí giảm so mức đỉnh khoảng 86 USD/thùng (giá dầu Brent). (2) Từ nay đến cuối năm, giá lương thực, thực phẩm sẽ tăng với mức tương đương của cùng kỳ với hiệu ứng mùa cưới. (3) Chính phủ chủ động điều tiết giá dịch vụ công để hoàn thành mục tiêu lạm phát 4%. Trong đó, (i) Chỉ tiến hành tăng kịch khung với thuế bảo vệ môi trường sớm nhất từ tháng 1/2019. (ii) Chỉ điều chỉnh tăng các dịch vụ công khác trong trường hợp còn dư địa. Trong khi đó, (4) lạm phát cơ bản dự báo không tăng đột biến.

Ngoại trừ vấn đề giá cả hàng hóa ngoài tầm kiểm soát, Chính phủ hoàn toàn có thể sử dụng công cụ điều tiết là giá dịch vụ công.

Chúng tôi không thay đổi mức lạm phát mục tiêu 4% cho cả năm nay. Tuy vậy, **điều này đồng nghĩa áp lực từ phía lạm phát sẽ đến nhiều hơn trong năm 2019** khi nhiều khó tránh khỏi áp lực tăng lên một số nhóm trong rổ hàng hóa sẽ đến cùng lúc. Theo đó, **Chính phủ có thể phải cân nhắc điều chỉnh mức lạm phát mục tiêu cao hơn cho năm 2019**. Qua đó tiếp tục gửi đi thông điệp về đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô với tham số lạm phát khi chính phủ có thể đảm bảo thực hiện cam kết đã đề ra đầu năm.

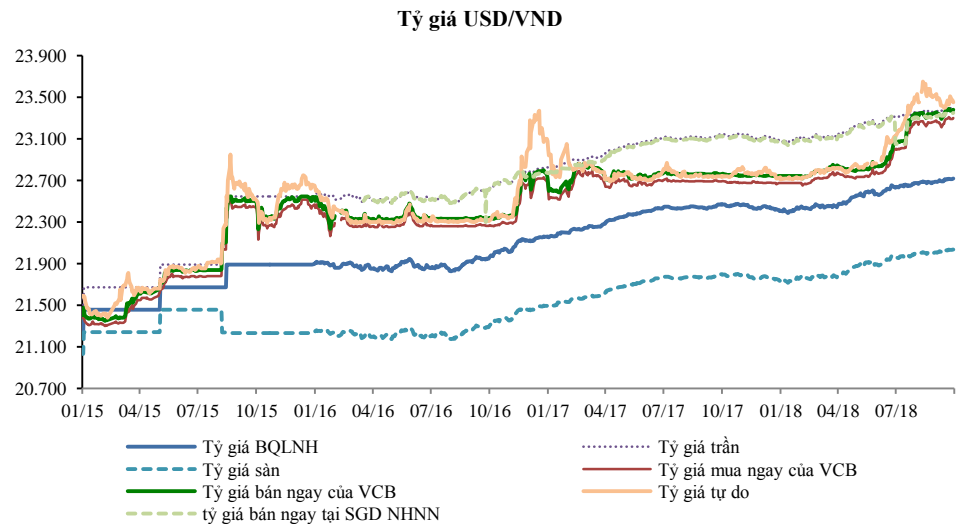
**Áp lực lên tỷ giá trên thị trường tự do dần được giải tỏa. Đảm bảo VND mất giá ở mức tương đối thấp so với các nước trong khu vực tiếp tục là mục tiêu khả dĩ cho năm 2018.**

**Áp lực lên tỷ giá trên thị trường tự do dần có dấu hiệu hạ nhiệt từ đầu tháng 9.**

NHNN thể hiện khá rõ vai trò của nhà điều hành thông qua việc kết hợp nhiều biện pháp chủ động can thiệp và điều tiết thị trường.

Sau giai đoạn liên tục bám sát biên độ 3% của NHNN, kể từ **trung tuần tháng 9, tỷ giá dần hạ nhiệt**. Tính tới ngày 28/09, tỷ giá trung tâm tăng 289 đồng, tương ứng 1,29% so với thời điểm cuối năm 2017, được niêm yết ở mức 22.714 VND/USD. Trong khi đó, ở chiều ngược lại tỷ giá của hệ thống NHTM tăng khoảng 2,67% kể từ đầu năm và cách không quá xa mức trần quy định của NHNN. Hiện tại, tỷ giá bán ra tại nhiều NHTM hiện phổ biến vào khoảng 23.390 VND/USD cao hơn 635 đồng so với thời điểm cuối năm 2017.

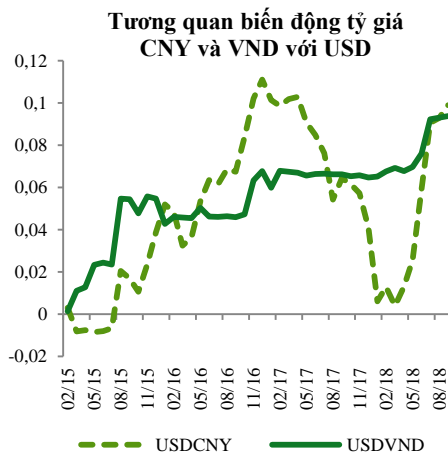
Diễn biến tăng tỷ giá trong Quý 3 vẫn khá tương đồng với các nguyên nhân đã được đề cập trước đây. Tuy nhiên điểm khác biệt so với thời điểm cuối Quý 2 là việc kết hợp linh hoạt nhiều công cụ của NHNN nhằm dần lấy lại sự ổn định của tỷ giá trong đó có các biện pháp (1) bán ra lượng lớn ngoại tệ trong thời gian ngắn, thu hẹp chênh lệch cung cầu- đặc biệt là các nhu cầu tài chính ngắn hạn của các tổ chức cá nhân. (2) Phát hành lượng lớn tín phiếu NHNN với kỳ hạn dài 140 ngày với lãi suất cao, thông qua đó, chủ động đẩy lãi suất liên ngân hàng VND lên mức cao hơn, giảm sự dịch chuyển nhằm tận dụng mức chênh lệch với thị trường liên ngân hàng theo hình thức ngoại tệ. Các biện pháp có hiệu quả rõ rệt trong việc chặn đứng đà tăng của tỷ giá đặc biệt với các nhu cầu đầu tư tài chính ngắn hạn. Theo đó, tới cuối tháng 9 áp lực tỷ giá giao dịch tại thị trường tự do hay tại các NHTM cũng đã phần nào được giải tỏa.



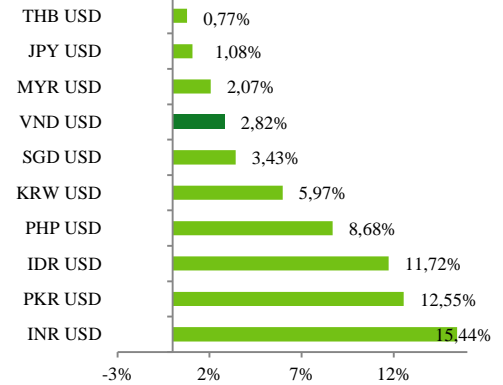
Nguồn: CEIC, SBV, VCBS

Với các biện pháp điều hành được áp dụng linh hoạt và khá chủ động của NHNN, VND được dự báo giảm giá không quá 2,5% đối với tỷ giá trung tâm. Ở các thời điểm căng thẳng tỷ giá có thể bám sát biên độ 3% được quy định bởi NHNN.

Trong 9 tháng đầu năm, với vai trò là nhà điều hành NHNN đã hoàn thành tốt mục tiêu giữ VND ở mức mất giá thấp hơn tương đối so với các nước trong khu vực. Mục tiêu này được dự báo sẽ hoàn thành cho cả năm 2018 khi NHNN còn nhiều dư địa chính sách để can thiệp cũng như định hướng thị trường trong bối cảnh cung cầu ngoại tệ sẽ không xảy ra tình trạng mất cân đối khi các nguồn cung liên quan đến giải ngân đầu tư FDI; kiều hối hay thặng dư cán cân thương mại vẫn ghi nhận các số liệu tích cực.



**Biến động tỷ giá một số quốc gia từ đầu năm tới 09/18**



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

**Tổng hợp tất cả các yếu tố trên, 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 VND quanh 2%-2,5% cho năm 2018- thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực thời điểm này. Ở các thời điểm căng thẳng tỷ giá có thể bám sát biên độ 3% được quy định bởi NHNN.**

## Lãi suất huy động tăng nhẹ. Tuy vậy, mặt bằng lãi suất dự báo sẽ sớm ổn định trở lại.

Mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ nhằm đón đầu dự báo nhu cầu huy động tăng vào cuối năm theo yếu tố mùa vụ.

Lãi suất cho vay ổn định và không ghi nhận biến động đáng kể trong Quý 3.

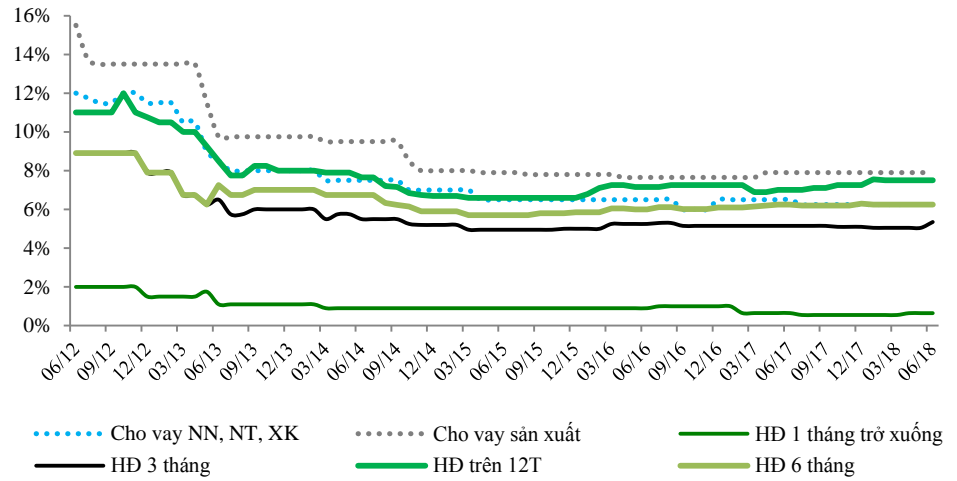
Tăng trưởng tín dụng chậm lại so với cùng kỳ và được dự báo tăng thấp hơn so với năm 2017.

Trong Quý 3, lãi suất huy động ghi nhận mức tăng nhẹ khoảng vài chục điểm cơ bản ở các kỳ hạn tại hầu hết các ngân hàng. Cụ thể, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4,4% - 5,5%/năm, từ 6 tháng đến dưới 12 tháng trong khoảng 5,3% - 6,5%/năm, từ 12 tháng trở lên trong khoảng 6,5% - 7,3%/năm. Chúng tôi cho rằng các đợt điều chỉnh này là sự chuẩn bị của các ngân hàng với dự báo nhu cầu huy động sẽ tăng trong phần còn lại của năm theo các yếu tố mùa vụ.

Đối với lãi suất cho vay, theo số liệu của NHNN, trong Quý 3 hầu như không có biến động đáng kể. Cụ thể, lãi suất cho vay VND phổ biến ở mức 6,0-9,0%/năm đối với ngắn hạn; 9,0-11%/năm đối với trung và dài hạn. Lãi suất cho vay USD phổ biến ở mức 2,8-6,0%/năm; trong đó lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến ở mức 2,8-4,7%/năm, lãi suất cho vay trung, dài hạn ở mức 4,5-6,0%/năm.

Tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm 2018 đạt 9,52% (cùng kỳ năm trước tăng 11,02%). huy động vốn của các tổ chức tín dụng tăng 9,15% (cùng kỳ năm 2017 tăng 10,08%). Đáng chú ý, tổng phương tiện thanh toán tăng 8,74% so với cuối năm 2017 (cùng kỳ năm 2017 tăng 9,59%) cho thấy các biện pháp chủ động điều tiết của NHNN nhằm tránh lo ngại xung quanh lạm phát tiền tệ.

### Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: CEIC, VCBS

**Chúng tôi cho rằng dư địa tăng đối với lãi suất huy động trong phần còn lại của năm 2018 sẽ là không lớn. Trong khi đó, lãi suất cho vay được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trạng thái ổn định và ít biến động** với giá định, Chính phủ sẽ thực hiện được mục tiêu lạm phát 4%, mức giảm giá VND trong năm 2018 ở mức hợp lý quanh 2%-2,5%.

Ngày 2/8/2018, NHNN ban hành Chỉ thị số 04 về việc tiếp tục triển khai hiệu quả các nhiệm vụ, giải pháp trọng tâm của ngành Ngân hàng trong 6 tháng cuối năm 2018. Trong đó, một số điểm đáng chú ý (1) Chủ động điều hành linh hoạt, đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ nhằm ổn định thị trường tiền tệ, ngoại hối, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát theo mục tiêu; (2) Kiểm soát chặt chẽ tốc độ tăng trưởng và chất lượng tín dụng. Không xem xét, điều chỉnh tăng chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng; Tập trung tín dụng vào các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, lĩnh vực ưu tiên; kiểm soát chặt chẽ tín dụng vào các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro như bất động sản, chứng khoán, BOT, BT giao thông; (3) Tiếp tục điều hành linh hoạt tỷ giá, phù hợp với diễn biến cung cầu thị trường, cân đối vĩ mô và kiểm soát lạm phát. Triển khai đồng bộ các giải pháp quản lý ngoại hối, ổn định thị trường ngoại tệ, hạn chế tình trạng đô la hóa và vàng hóa trong lãnh thổ. Kiểm soát chặt việc cho vay bằng ngoại tệ, giảm dần và có lộ trình chấm dứt cho vay bằng ngoại tệ. Thông qua chỉ thị này, NHNN đã đưa ra thông điệp rõ nét yêu cầu các ngân hàng tiếp tăng cường tiến hành xử lý nợ xấu; nhằm tạo ra dư địa để tăng tín dụng hiệu quả và đi và thực chất. Đồng thời, hạn chế khả năng việc tăng trưởng tín dụng cao trong nhiều năm liên

Sau khi đã tiến hành điều chỉnh lãi suất huy động trong Quý 3, **chúng tôi cho rằng dư địa tăng đối với lãi suất huy động trong phần còn lại của năm 2018 sẽ là không lớn. Trong đó, các kỳ hạn trên 12 tháng sẽ có thể còn dư địa tăng nhẹ. Đối với các kỳ hạn ngắn trần huy động 5,5% sẽ vẫn được duy trì. Trong khi đó, lãi suất cho vay được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trạng thái ổn định và ít biến động** với giá định, Chính phủ sẽ thực hiện được mục tiêu lạm phát 4%, mức giảm giá VND trong năm 2018 ở mức hợp lý quanh 2%-2,5%.

## Thị trường Trái phiếu

**Thị trường hoạt động khá trầm lắng trong hầu hết Quý 3.**

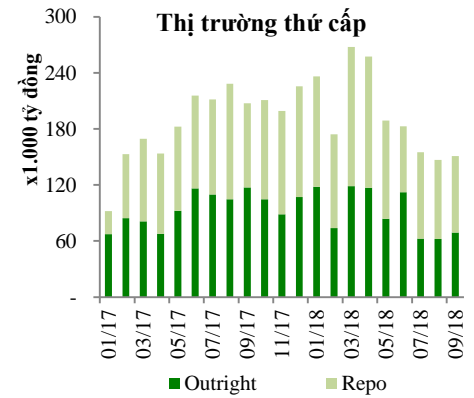
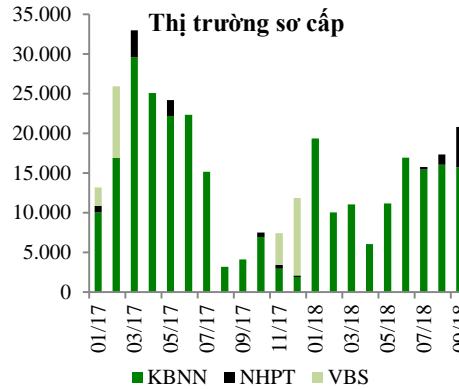
*Lợi suất trúng thầu tiếp tục nhích tăng với tốc độ chậm.*

**Trong Quý 53.910 tỷ đồng trái phiếu (+140% yoy) được phát hành trên thị trường sơ cấp. 452.969 tỷ đồng (-30% yoy) giao dịch trên thị trường thứ cấp. Giá trị giao dịch outright và repo tiếp tục suy giảm rõ nét.**



Áp lực tăng lên lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp liên tục được ghi nhận. Tuy nhiên, đầu tháng 9, lợi suất đã đón nhận nhịp điều chỉnh giảm nhẹ.

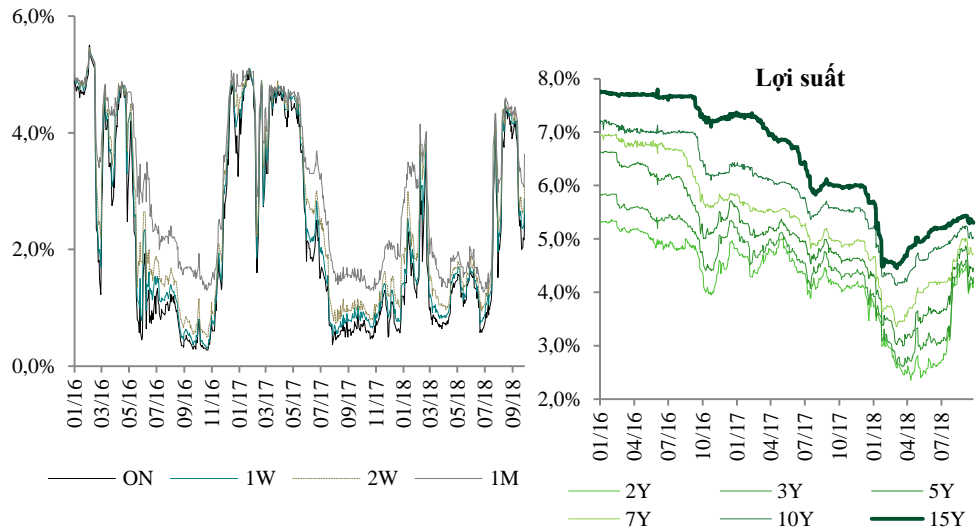
NHNN chủ động điều chỉnh tăng chi phí vốn của thị trường tiền tệ nhằm hỗ trợ giải tỏa áp lực tỷ giá. Tuy nhiên, không xảy ra tình trạng thiếu hụt thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng.



Nguồn: HNX, VCBS

Áp lực tăng lên lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp liên tục được ghi nhận. Đường lợi suất phẳng hơn và dịch chuyển mạnh lên trên. Tuy nhiên, đầu tháng 9, lợi suất đã đón nhận nhịp điều chỉnh giảm nhẹ. Theo thống kê của Bloomberg, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm và 10 năm, 15 năm lần lượt kết thúc tháng 9 ở mức 4,088% (+175 bps qoq); 4,205% (+151,7 bps qoq); 4,278% (+121,5 bps qoq); 4,458% (+80,8 bps qoq); 4,725% (+57 bps qoq); 5,013% (+18,8 bps qoq); 5,3% (+10 bps qoq). Khối ngoại bán ròng hơn 4.079 tỷ đồng trên thị trường thứ cấp tập trung vào các kỳ hạn ngắn.

NHNN chủ động điều chỉnh tăng chi phí vốn của thị trường tiền tệ nhằm hỗ trợ tỷ giá. Điều này dẫn đến mặt bằng lãi suất cao hơn trên thị trường liên ngân hàng. Mặc dù vậy, không ghi nhận tình trạng thiếu hụt thanh khoản. Kết thúc tháng 9 lãi suất các kỳ hạn qua đêm đến 3 tháng được ghi nhận lần lượt ở 2,8%; 2,867%; 3,1% và 3,633%.



Nguồn: HNX, VCBS

Các số liệu kinh tế vĩ mô đang ủng hộ cho kịch bản lợi suất có thể chứng kiến nhịp giảm. Tuy nhiên, thời điểm cuối năm, áp lực thời vụ có thể kéo lợi suất tăng trở lại.

Các số liệu kinh tế vĩ mô đang ủng hộ cho kịch bản lợi suất có thể chứng kiến nhịp giảm đặc biệt khi cầu đầu tư trái phiếu vẫn luôn hiện hữu khi (1) Tín dụng được dự báo tăng chậm hơn so với cùng kỳ. (2) Cầu đầu tư của khối bảo hiểm vẫn được duy trì trên thị trường. Tuy nhiên, thời điểm cuối năm, áp lực thời vụ có thể kéo lợi suất tăng trở lại. Đồng thời, vào thời điểm cuối năm nay chúng tôi chưa nhận thấy các yếu tố bổ sung lượng lớn thanh khoản thị trường như thời điểm cuối năm 2017.

*Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng được dự báo khó có thể giảm sâu trở lại thậm chí có thể tăng vào cuối năm nay xuất phát từ áp lực thời vụ.*

Trong Quý 3 NHNN đã thực hiện nhiều biện pháp quyết liệt nhằm ổn định tỷ giá và kiềm chế lạm phát bằng nhiều biện pháp. Một trong đó là thông qua công cụ điều hành là lãi suất trên thị trường tiền tệ. Do đó, trong bối cảnh NHNN vẫn cần duy trì vai trò điều hành sát sao trong các tháng cuối năm, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng được dự báo khó có thể giảm sâu trở lại thậm chí có thể tăng vào cuối năm nay xuất phát từ áp lực thời vụ.

## Kinh tế - tài chính thế giới

**FED tiếp tục tăng lãi suất lần thứ 3 trong năm này và dự báo có thể có thêm một lần điều chỉnh vào cuối năm**

### Mỹ

GDP Mỹ Quý 2 tăng 4,2% - mức cao nhất kể từ Quý 2 năm 2014. Các số liệu về lạm phát và lao động tiếp tục thể hiện “tăng trưởng một cách chắc chắn” như được đề cập trong biên bản của cuộc họp FED. Số liệu thất nghiệp trong quý 3 tiếp tục ổn định ở mức thấp quanh 3,9% - thấp nhất kể từ năm 2000. Lạm phát trong tháng 8 tăng 2,7% yoy khi giá do tác động của giá dầu và giá xăng. Sản xuất tiếp tục mở rộng với tốc độ cao khi chỉ số PMI kể từ đầu năm nay luôn đạt trên 54 điểm.

Trong cuộc họp tháng 9, FED sẽ quyết định nâng lãi suất cơ bản thêm 0,25% lên khoảng 2 – 2,25% và nhiều khả năng sẽ có thêm một lần tăng lãi suất nữa vào cuối năm nay. Đồng thời, FED nâng triển vọng tăng trưởng năm 2018 từ 2,8% lên 3,1%; trong khi dự báo tăng trưởng trong năm 2019 vào khoảng 2,5% – cao hơn so với mức 2,4% đưa ra trước đó.

Kỳ vọng về kỳ vọng lộ trình tăng lãi suất nhanh hơn của FED trong năm 2018 với 4 lần tăng, ở một khía cạnh khác, cũng gây ra các lo ngại cũng như tranh cãi về việc đây là mức tăng nhanh và có thể gây ảnh hưởng không tích cực lên nền kinh tế Mỹ. Kèm theo đó, trong bối cảnh căng thẳng giữa 2 nền kinh tế lớn nhất thế giới vẫn đang tiếp tục được đẩy đi xa hơn, chúng tôi cho rằng diễn biến thế giới trong các tháng cuối năm sẽ tiếp tục diễn biến khó lường và tiềm ẩn khả năng tác động thay đổi mang tính trung và dài hạn lên triển vọng kinh tế thế giới.

### Châu Âu

Kinh tế khu vực sử dụng đồng tiền chung châu Âu tiếp tục được cải thiện, tuy nhiên không đạt như kỳ vọng. Theo thống kê của Eurostat thì tốc độ tăng trưởng kinh tế của Eurozone trong quý 2.2018 đạt thấp tăng trưởng 2,1% yoy, thấp hơn con số dự đoán 2,2% được đưa ra trước đó và giảm so với 2,3% tăng trưởng trong kỳ ước tính liền trước. Chỉ số sản xuất dù vẫn luôn duy trì trên 52 điểm trong nhiều tháng trở lại đây nhưng tốc độ mở rộng đã có dấu hiệu giảm tốc nhất định. Lạm phát trong tháng 9 được dự báo tiếp tục tăng đạt 2,1% so với con số 2% trong tháng trước. Trong đó, xu hướng tăng giá nhiên liệu tiếp tục là nhân tố chính tác động đến lạm phát. Lạm phát cơ bản, loại trừ thực phẩm và năng lượng chỉ còn 0,9% thay vì 1,1% trong tháng 8. Tỷ lệ thất nghiệp khu vực Eurozone tiếp tục giữ ở mức thấp 8,1% so với 9% cùng kỳ năm ngoái.

Trong cuộc họp chính sách tiền tệ gần nhất, ECB đã quyết định giữ nguyên mức lãi suất tái chiết khấu, duy trì quyết định giảm quy mô chương trình mua lại tài sản xuống 15 tỷ Euro cho giai đoạn từ tháng 6 tới tháng 9 và sau đó chấm dứt. Các dự báo cho nền kinh tế châu Âu cho các năm tiếp theo được điều chỉnh giảm nhẹ cụ thể 2% cho năm 2018, 1,8% cho năm 2019 và 1,7% cho năm 2020 do các lo ngại về việc cầu suy giảm trên thị trường quốc tế.

**Kinh tế khu vực sử dụng đồng tiền chung châu Âu tiếp tục được cải thiện, tuy nhiên không đạt như kỳ vọng.**

## Châu Á

**Tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc có dấu hiệu chậm lại trong nửa đầu năm 2018. Căng thẳng thương mại leo thang buộc Trung Quốc liên tục có các biện pháp đáp trả tương ứng**

Tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc có dấu hiệu chậm lại trong nửa đầu năm 2018 khi sự chuyển dịch dần sang mô hình tăng trưởng dựa vào dịch vụ và tiêu dùng tư nhân vẫn chưa thực sự phát huy hiệu quả. Cùng lúc các số liệu về sản xuất cung cho thấy dấu hiệu mở rộng chậm lại khi chỉ đạt 50 điểm trong tháng 9- mức thấp nhất trong vòng 16 tháng trở lại đây.

Sau động thái mới nhất của Mỹ áp thuế với lượng hàng hóa trị giá 200 tỷ USD của Trung Quốc ở mức 10% kể từ ngày 24/09 và tăng lên 25% kể từ đầu năm sau, Trung Quốc cũng đã có nhiều biện pháp đối phó trong đó có việc giảm thuế nhập khẩu cho hàng loạt sản phẩm. Cùng lúc, mới đây nhất Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBoC) ngày 07/10 tuyên bố cắt giảm mạnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhằm bơm thanh khoản vào hệ thống tài chính, theo đó giảm lãi suất cho vay các biện pháp này sẽ chính thức có hiệu lực từ ngày 15/10. Như vậy, việc các căng thẳng tiếp tục leo thang giữa Mỹ và Trung Quốc không chỉ ở phạm trù thương mại sẽ tiếp tục là tâm điểm tiềm ẩn nhiều diễn biến khó lường trên nền kinh tế toàn cầu với các tác động chưa thể được ước tính hết.

**Tốc độ hồi phục của kinh tế Nhật Bản dù cải thiện vẫn ở mức khiêm tốn. Do vậy, Chính sách nới lỏng tiền tệ của Nhật Bản vẫn được duy trì.**

Kinh tế Nhật Bản tăng trưởng âm trong quý 1/2018 và được dự báo cải thiện nhẹ trong quý 2/2018. Nguyên nhân đã lấy lại mức tăng trưởng 0,7% trong quý 2 sau khi đón nhận sự suy giảm trong Quý 1. Điểm tích cực là chỉ số PMI luôn duy trì trên mức 50 trong suốt 9 tháng đầu năm, ghi nhận mức 52,5 điểm trong tháng 9. Trong khi đó, số liệu về thất nghiệp tiếp tục giữ ở mức thấp đạt 2,4% trong tháng 8-cách không quá xa con số thấp nhất được ghi nhận từ năm 1992. Lạm phát đạt 1,3%- con số cao nhất trong vòng 6 tháng trở lại đây do mặt bằng giá lương thực và nhiên liệu cao hơn. Lạm phát cơ bản nhích nhẹ lên 0,9% so với các con số 0,8% trong 2 tháng liền trước. Trong cuộc họp chính sách tiền tệ tháng 9, BOJ tiếp tục duy trì mức lãi suất âm và tiếp tục đạt ra mục tiêu đưa lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm về mặt bằng 0%. Chúng tôi cho rằng xu hướng nới lỏng của BOJ nhiều khả năng tiếp tục được duy trì trong bối cảnh tốc độ hồi phục của nền kinh tế duy trì mức vừa phải.

## 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.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Thu Hà**

Chuyên viên Phân tích cao cấp

ltha\_ho@vcbs.com.vn

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
<b>Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn</b>	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5551
<b>Phòng Giao dịch Tây Hồ</b>	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
<b>Văn phòng Đại diện Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (+84-296) 3949 843
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630
<b>Văn phòng đại diện Bình Dương</b>	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-274) 3855 771