



Thực hiện bởi



Thành viên thuộc VIETCOMBANK

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 10.2022

NỘI DUNG

1 VĨ MÔ THẾ GIỚI

2 TĂNG TRƯỞNG

3 LẠM PHÁT

4 TỶ GIÁ

5 LÃI SUẤT

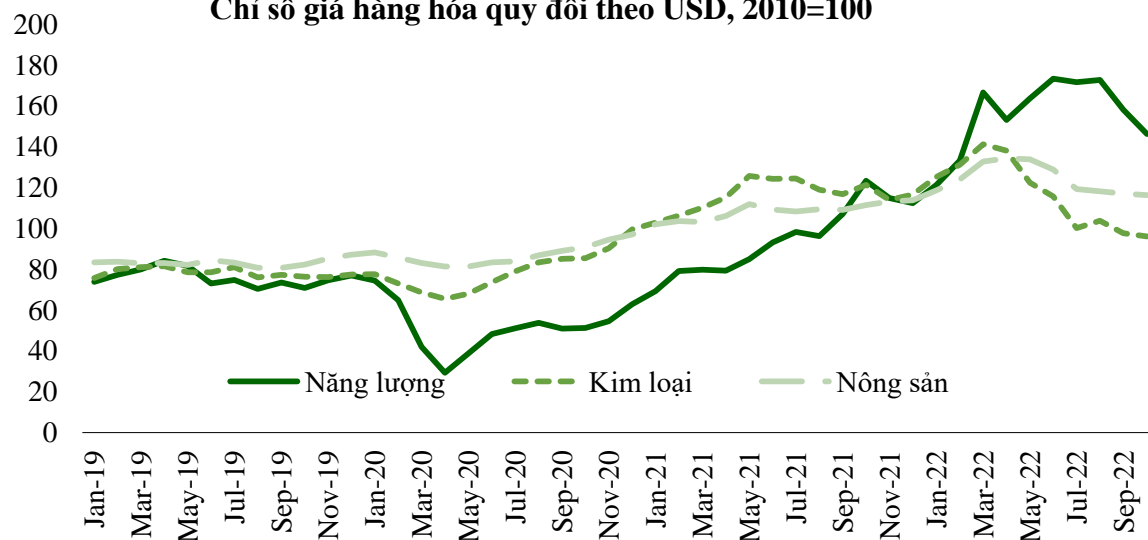
6 THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

- Trên thị trường thế giới, với dự báo lạm phát ở mức cao, các NHTW sẽ tiếp tục quá trình nâng lãi suất. Thậm chí, nhóm các NHTW chưa tăng hoặc chưa tăng nhiều sẽ cần có cân nhắc những bước điều chỉnh quyết liệt hơn.
- Mặc dù gặp phải một số khó khăn ở khu vực sản xuất do gián đoạn chuỗi cung ứng, mức hồi phục vượt kỳ vọng tại khu vực dịch vụ góp phần đóng góp tăng trưởng tích cực. Theo đó, **tăng trưởng GDP Quý 4 dự báo đạt 5,5%-6%. Số liệu tăng trưởng dự báo cho năm 2022 đạt 7,87% - 8,02%.**
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 10/2022 tăng 0,15% so với tháng trước; tăng 4,16% so với tháng 12/2021 và tăng 4,3% so với cùng kỳ năm trước. Bình quân 10 tháng năm 2022, CPI tăng 2,89% so với cùng kỳ năm trước. Mục tiêu lạm phát trung bình trong năm nay được dự báo sẽ thấp dưới 4% đạt mục tiêu của Quốc hội. Tuy nhiên, trong năm tới, có thể thấy lạm phát kỳ vọng vẫn đang ở mức cao khiến NHNN nhiều khả năng duy trì chính sách tiền tệ thận trọng
- Trong tháng 10 NHNN có 2 lần điều chỉnh giá bán ngoại tệ can thiệp. Trong đó, lần can thiệp ngày 17/10 đi kèm với mức điều chỉnh biên độ từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$. Các lần can thiệp với mức lớn hơn tần suất lớn hơn cho thấy các áp lực lên các biến số kinh tế vĩ mô chưa có bất kỳ dấu hiệu nào hạ nhiệt. Điểm đáng chú ý trong giai đoạn tới vẫn sẽ là việc xu hướng tăng lãi suất của các NHTW chưa chấm dứt điển hình là Fed, ECB hay BOE. Do đó, không loại trừ khả năng mức giảm giá của VND so với USD cho cả năm 2022 rơi vào khoảng 10%. Mặc dù vậy, so với các ngoại tệ khác, mức giảm giá này không phải là đột biến
- Ngày 24/10, trước những diễn biến không thuận lợi, áp lực lên tỷ giá không có dấu hiệu nguội đi, NHNN đã tiếp tục tăng lãi suất điều hành thêm 1%. Theo đó, từ đầu năm tới nay, nhiều NHTM CP đã tăng lãi suất huy động ở các kỳ hạn với mức tăng 150-200 điểm cơ bản. Xu hướng tăng của LSHĐ tiếp diễn, và mặt bằng LSHĐ có thể tăng 200-250 điểm trong cả năm 2022. Việc mặt bằng lãi suất tăng cao trong một thời gian rất ngắn tiềm ẩn những rủi ro do với hệ thống tài chính đặc biệt phải kể đến rủi ro thanh khoản nếu không được theo dõi, giá sát sát sao
- Thị trường trái phiếu: Với dự báo xu hướng tăng lãi suất của các NHTW chưa chấm dứt, VCBS cho rằng lãi suất liên ngân hàng vẫn còn dư địa tăng. Ngoài mức tăng chung theo mức tăng lãi suất của các NHTW, các tháng cuối năm theo yếu tố mùa vụ là thời điểm nhu cầu thanh khoản tăng lên phục vụ cho các nhu cầu thanh toán cuối năm và do đó không loại trừ khả năng có thời điểm lãi suất liên ngân hàng có thể tăng cao trên 10%.

Lạm phát thế giới được dự báo vẫn neo ở mức cao.

- Mặt bằng giá cả hàng hóa đang có xu hướng dần tìm đến điểm cân bằng ở mức cao đặc biệt là giá các mặt hàng năng lượng. Tuy nhiên, dự báo trong dài hạn, giá cả hàng hóa vẫn neo ở mức cao.
- Với các chính sách kích thích kinh tế và tài khóa mạnh trong giai đoạn đại dịch, tổng cầu của nền kinh tế nhanh chóng hồi phục. Lạm phát tăng cao do chi phí đẩy khiến nhiều quốc gia có điều chỉnh lương nhằm bù đắp lạm phát.
- Do đó, các NHTW sẽ tiếp tục quá trình nâng lãi suất để ứng phó lạm phát. Thậm chí, nhóm các NHTW chưa tăng hoặc chưa tăng nhiều sẽ có xu hướng có những phản ứng quyết liệt hơn để hạn chế vòng xoáy lương-tiền.

Chỉ số giá hàng hóa quy đổi theo USD, 2010=100



Dự báo: Rủi ro về tăng trưởng chậm đi kèm lạm phát cao 2022

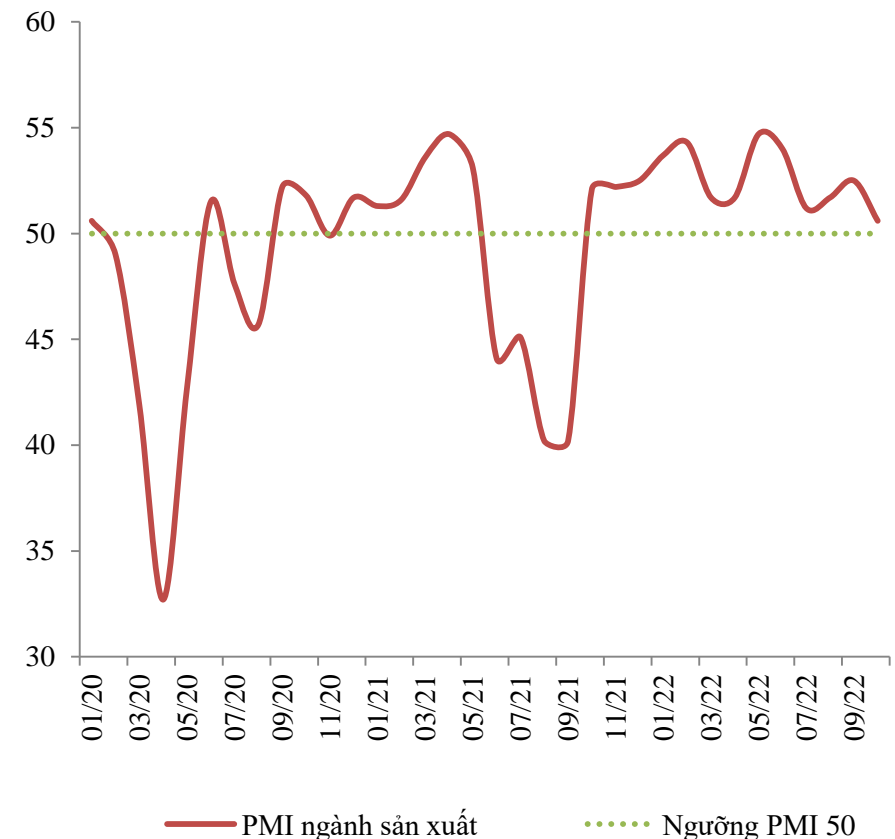
- Trên thế giới, xung đột tiếp tục leo thang. Theo đó, khả năng tăng trưởng thấp của nền kinh tế toàn cầu đi kèm lạm phát cao hiện hữu.
- Fed đánh dấu lần tăng lãi suất 75 điểm thứ 4 liên tiếp. Đề cập tới khả năng làm chậm đà tăng lãi suất, Fed cho rằng các dữ liệu mới đây hàm ý mức lãi suất mục tiêu được hướng đến sẽ cao hơn các đánh giá trước đây. Theo đó, ECB và BOE cũng đã tiến hành tăng lãi suất với mức tăng tương tự.
- Giai đoạn này, chính sách tiền tệ thắt chặt trở nên khá rõ nét ở các NHTW đặt ra bài toán về lãi suất tăng trong dài hạn trên phạm vi toàn cầu. Theo đó, bài toán với các NHTW còn lại tiếp tục được đặt ra khi đảm bảo mục tiêu liên quan đến lạm phát và sự cân đối trong tương quan về chính sách tiền tệ so với các quốc gia khác trên thế giới. **Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. VCBS đánh giá trong giai đoạn này ưu tiên hàng đầu về chính sách của Việt Nam là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô khi các yếu tố bất định gia tăng.**
- Việc lãi suất trên toàn cầu tăng nhanh trong một thời gian ngắn đặt ra những thách thức không nhỏ đặc biệt liên quan tới vấn đề thanh khoản khi các tổ chức tài chính liên tục trải qua quá trình cơ cấu danh mục, đánh giá lại rủi ro một cách gấp gáp.

=> Do đó, bên cạnh rủi ro về tăng trưởng thấp đi kèm lạm phát cao. Rủi ro về thanh khoản đối với hệ thống tài chính toàn cầu cũng đang tăng lên rõ rệt.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT PHỤC HỒI.

- Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) tháng 10 tăng 3% so với tháng trước và tăng 6,3% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 10 tháng năm 2022, IIP ước tăng 9% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm 2021 tăng 3,8%). Trong đó, ngành chế biến, chế tạo tăng 9,6% (cùng kỳ năm 2021 tăng 5,1%), đóng góp 7,4 điểm phần trăm vào mức tăng chung.
- Chỉ số Nhà Quản trị Mua (PMI) ngành sản xuất Việt Nam giảm từ 52,5 điểm trong tháng 9 xuống 50,6 điểm trong tháng 10. Mặc dù sản xuất tiếp tục cải thiện trong Quý IV nhưng số lượng đơn đặt hàng mới đã tăng chậm lại cho thấy bước đầu những tín hiệu khó khăn hơn do nhu cầu suy giảm.
- Giai đoạn này, rủi ro đối với ngành sản xuất của Việt Nam vẫn là cầu khả năng kinh tế toàn cầu bước vào chu kỳ suy giảm. Kéo theo đó là nhu cầu hàng xuất khẩu của Việt Nam sụt giảm. Tuy vậy, VCBS cho rằng những ảnh hưởng đáng kể lên tăng trưởng nếu có sẽ xuất hiện kể từ đầu năm sau.

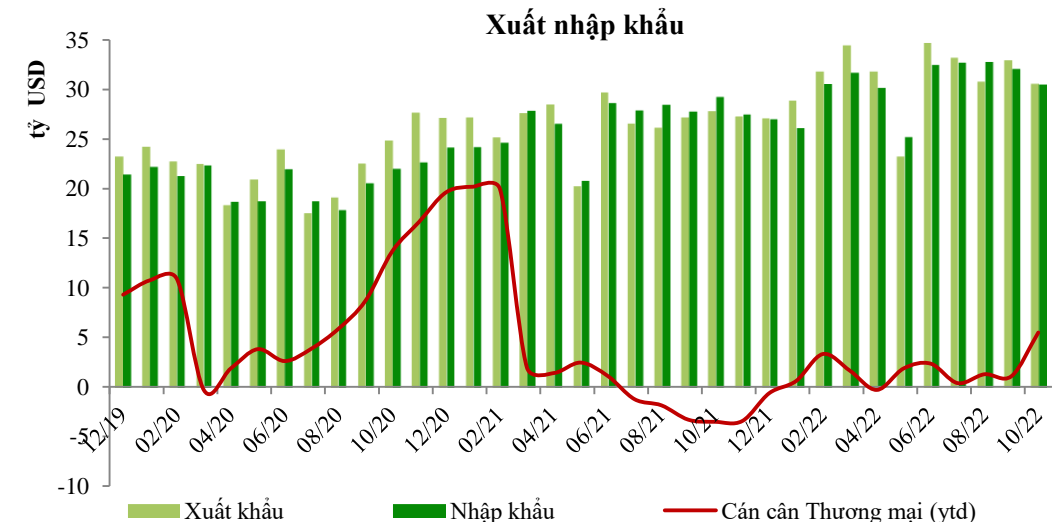
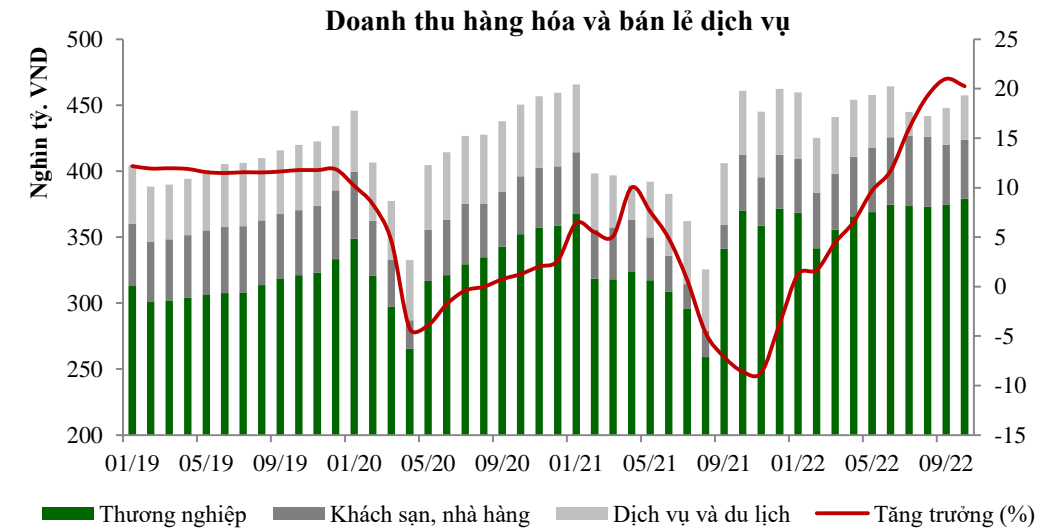
Chỉ số PMI ngành sản xuất



CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC.

- ▼ Cầu tiêu dùng vẫn cho thấy dấu hiệu tích cực đặc biệt khu vực dịch vụ ăn uống, lữ hành. Tính chung 10 tháng năm 2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 4.643,6 nghìn tỷ đồng, tăng 20,2% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm 2021 giảm 5,1%), nếu loại trừ yếu tố giá tăng 16,1% (cùng kỳ năm 2021 giảm 6,8%).
- ▼ Hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng so với cùng kỳ tuy nhiên kim ngạch nhập khẩu có dấu hiệu tăng chậm lại. Tính chung 10 tháng năm 2022, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa ước đạt 312,82 tỷ USD, tăng 15,9% so với cùng kỳ năm trước, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 303,42 tỷ USD, tăng 12,2% so với cùng kỳ năm trước. Cán cân thương mại hàng hóa tháng năm 2022 ước tính xuất siêu 9,4 tỷ USD.
- ▼ Mặc dù khối FDI duy trì tốc độ xuất siêu lớn nhưng khối nội địa lại ghi nhận mức nhập siêu đột biến xuất phát từ việc nhập khẩu tư liệu sản xuất như xăng dầu, hóa chất, hạt nhựa, máy móc,... Việc tỷ giá biến động nhanh trong tháng 10 phần nào đó khiến các doanh nghiệp dè dặt hơn trong nhập khẩu phục vụ hoạt động sản xuất cuối năm.

=>VCBS đánh giá nền kinh tế đang vẫn đang cho dấu hiệu hồi phục tích cực đặc biệt tại nhóm ngành dịch vụ với mức hồi phục vượt kỳ vọng tại nhóm dịch vụ lữ hành, lưu trú, ăn uống. Tuy nhiên, áp lực nhiều hơn sẽ đến từ các cân đối vĩ mô điển hình là tỷ giá khi nhu cầu thanh toán phục vụ xuất nhập khẩu cuối năm tăng cao



VCBS DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG GDP CẢ NĂM ĐẠT KHOẢNG 7,75% - 7,96%.



VCBS đánh giá nhìn chung nền kinh tế Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn hồi phục tuy nhiên các điều kiện sản xuất vẫn tiềm ẩn các yếu tố không thuận lợi. Tuy vậy, bù lại khu vực dịch vụ hồi phục mạnh mẽ đóng góp tích cực vào tăng trưởng của nền kinh tế. Theo đó, **tăng trưởng GDP Quý 4 dự báo đạt 5,5%-6%. Số liệu tăng trưởng dự báo cho năm 2022 đạt 7,87% - 8,02%.**



Giai đoạn này, VCBS dành sự chú ý nhiều hơn đến các chỉ báo ổn định kinh tế vĩ mô trong bối cảnh tình hình thế giới diễn biến không thuận lợi. Cụ thể:



- Lạm phát kỳ vọng ở mức cao.
- Việt Nam không thể đứng ngoài xu hướng tăng lãi suất của các NHTW trên thế giới đặc biệt là Fed khi lãi suất điều hành liên tục tăng nhanh và mạnh trong thời gian ngắn. Do đó, chi phí đầu vào của thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung đang trong xu hướng tăng.
- Trên thị trường ngoại hối, nguồn cung ngoại tệ không thực sự thuận lợi so với cùng kỳ và dự báo còn tiếp diễn khi các doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh hoạt động xuất nhập khẩu phục vụ sản xuất, tiêu dùng cuối năm.

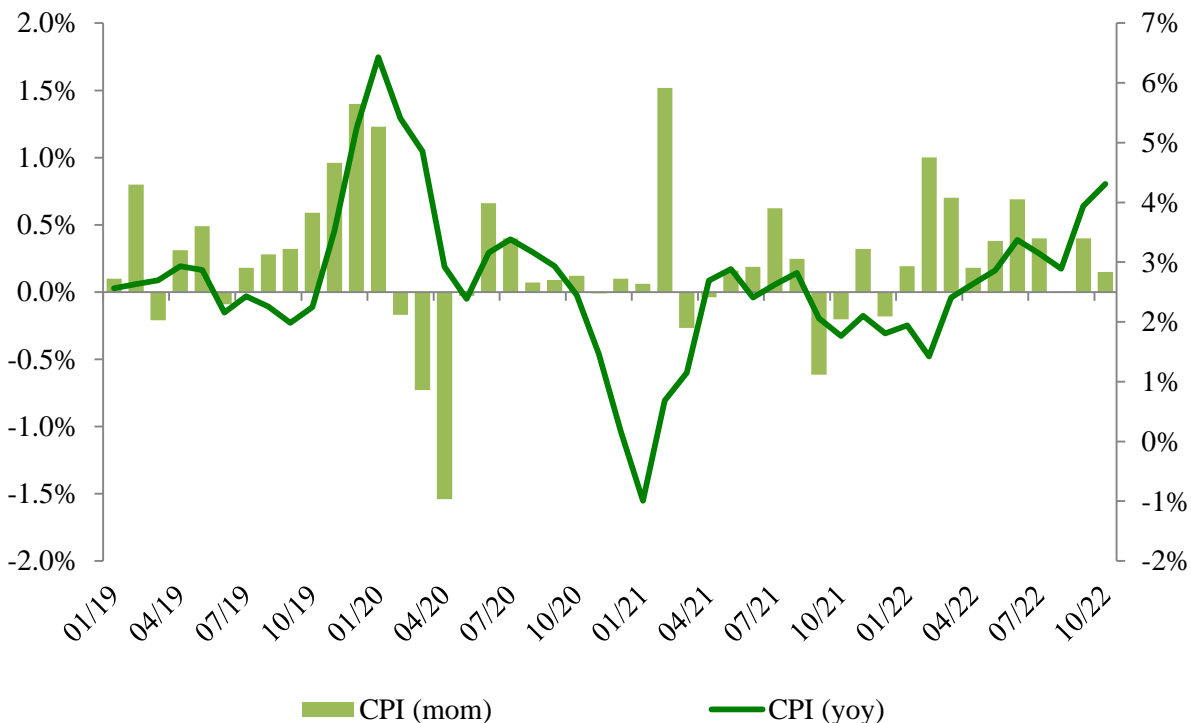
GDP growth (yoy)



Nguồn: GSO, VCBS Research

ÁP LỰC LẠM PHÁT HIỆN HỮU

CPI growth



Nguồn: GSO, VCBS Research

- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 10/2022 tăng 0,15% so với tháng trước; tăng 4,16% so với tháng 12/2021 và tăng 4,3% so với cùng kỳ năm trước. Bình quân 10 tháng năm 2022, CPI tăng 2,89% so với cùng kỳ năm trước;
 - Lạm phát cơ bản tăng 2,14%, thấp hơn mức CPI bình quân chung (tăng 2,89%), điều này phản ánh biến động giá tiêu dùng chủ yếu do giá lương thực và giá xăng dầu. Đáng chú ý, lạm phát cơ bản tháng 10 tăng 0,45% so với tháng trước tương ứng với mức tăng 4,47% so với cùng kỳ.
 - Mặt khác, chúng tôi cho rằng việc tỷ giá tăng mạnh trong thời gian ngắn khiến kỳ vọng lạm phát neo cao lâu hơn. Cùng với đó, hiệu ứng giá xăng dầu tăng nhẹ trở lại cũng sẽ khiến mặt bằng giá cả hàng hóa duy trì cao
- Theo đó, **VCBS dự báo lạm phát tháng 11 có thể đạt 0,2% - 0,25% mom, tương ứng tăng 4,18% - 4,23% yoy.**
- Mục tiêu lạm phát trung bình trong năm nay được dự báo sẽ thấp dưới 4% đạt mục tiêu của Quốc hội. **Tuy nhiên, trong năm tới, có thể thấy lạm phát kỳ vọng vẫn đang ở mức cao khiến NHNN nhiều khả năng duy trì chính sách tiền tệ thận trọng.**

TỶ GIÁ CHỊU ÁP LỰC TĂNG MẠNH TỪ ÁP LỰC THẾ GIỚI

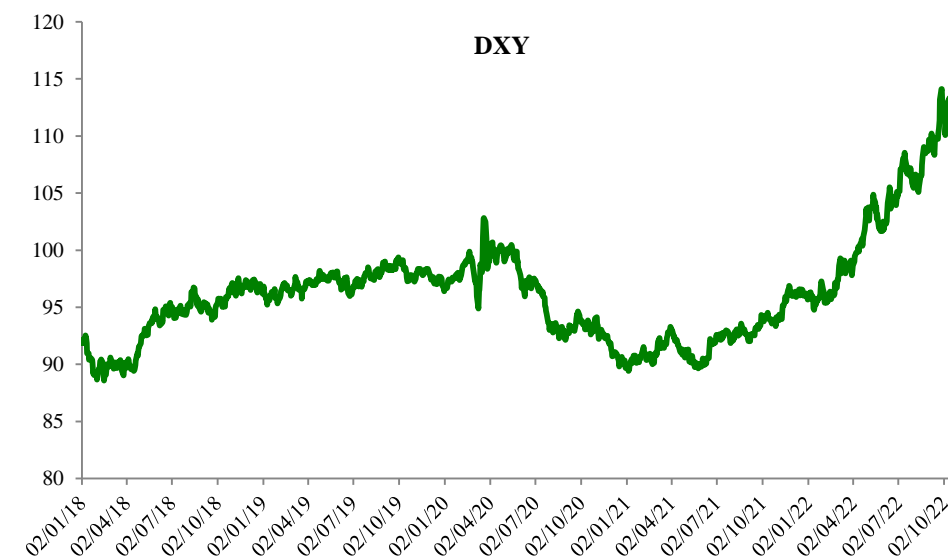
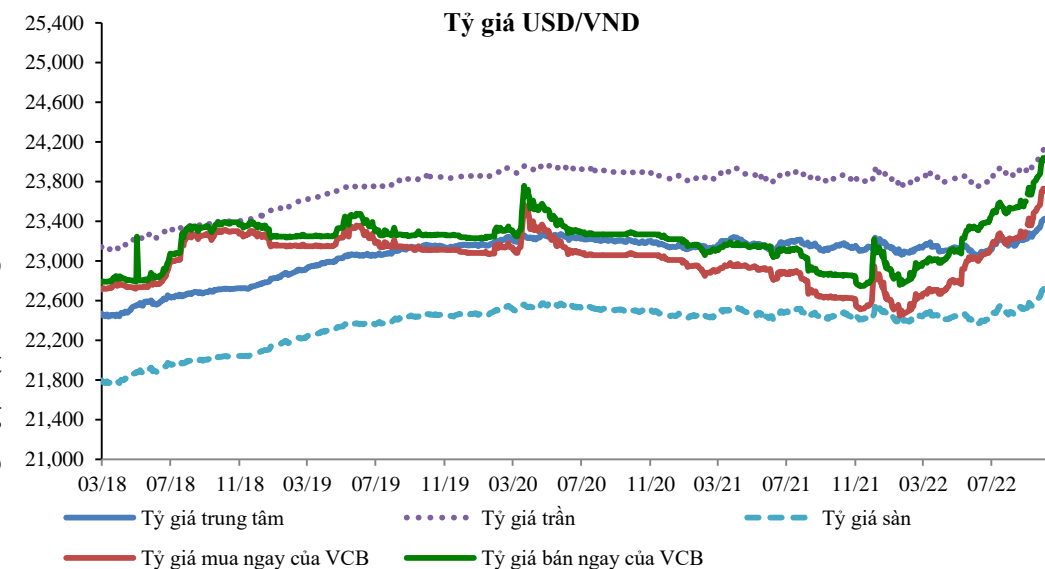
	Trước 11/05	11/05	04/07	07/09	30/09	17/10	24/10
Giá bán	23.050	23.250	23.400	23.700	23.925	24.480	24.870
Hợp đồng	Bán kỳ hạn được hủy ngang	Bán kỳ hạn không được hủy ngang	Giao ngay	Giao ngay	Giao ngay	Giao ngay	Giao ngay

Trong tháng 10 NHNN có 2 lần điều chỉnh giá bán ngoại tệ can thiệp. Trong đó, lần can thiệp ngày 17/10 đi kèm với mức điều chỉnh biên độ từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$. Các lần can thiệp với mức lớn hơn tần suất lớn hơn cho thấy các áp lực lên các biến số kinh tế vĩ mô chưa có bất kỳ dấu hiệu nào hạ nhiệt. Như đã đề cập trong [chuyên đề](#) vừa qua, với NHNN nhiều khả năng vẫn phải tiếp tục sử dụng đều đặn, linh hoạt các công cụ tỷ giá, lãi suất với các diễn biến khó lường của thị trường.

Như vậy, Tỷ giá giao dịch tại các NHTM từ đầu năm tới 08/11 tăng 1.954 VND đạt 24.870-24.874 VND/USD duy trì ở mức trần quy định trong thời gian gần đây, tương ứng VND giảm giá khoảng 8,52% ytd so với đồng USD; Mặc dù vậy, xu hướng này được xem là khó tránh khỏi khi đồng USD đã lên giá mạnh so với hầu hết các ngoại tệ, chỉ số DXY thể hiện sức mạnh đồng USD tăng hơn 16% Ytd.

Điểm đáng chú ý trong giai đoạn tới vẫn sẽ là việc xu hướng tăng lãi suất của các NHTW chưa chấm dứt điển hình là Fed, ECB hay BOE. Trong đó, thậm chí ECB thậm chí sẽ phải tăng quyết liệt hơn. Do vậy, không loại trừ khả năng NHNN Việt Nam sẽ có thể điều chỉnh thêm lãi suất điều hành cũng như tỷ giá để phù hợp với diễn biến thị trường thế giới.

→ Do đó, không loại trừ khả năng mức giảm giá của VND so với USD cho cả năm 2022 rơi vào khoảng 10%. Mặc dù vậy, so với các ngoại tệ khác, mức giảm giá này không phải là đột biến.



LÃI SUẤT HUY ĐỘNG VÀ LÃI SUẤT CHO VAY TRƯỚC ÁP LỰC TĂNG

❖ **Bối cảnh thế giới:** Ngày 03/11, FED đã công bố quyết định tăng lãi suất 75 bps lần thứ 4 liên tiếp. Đồng thời, mức lãi suất mục tiêu Fed hướng đến sẽ cao hơn những dự báo trước đây.

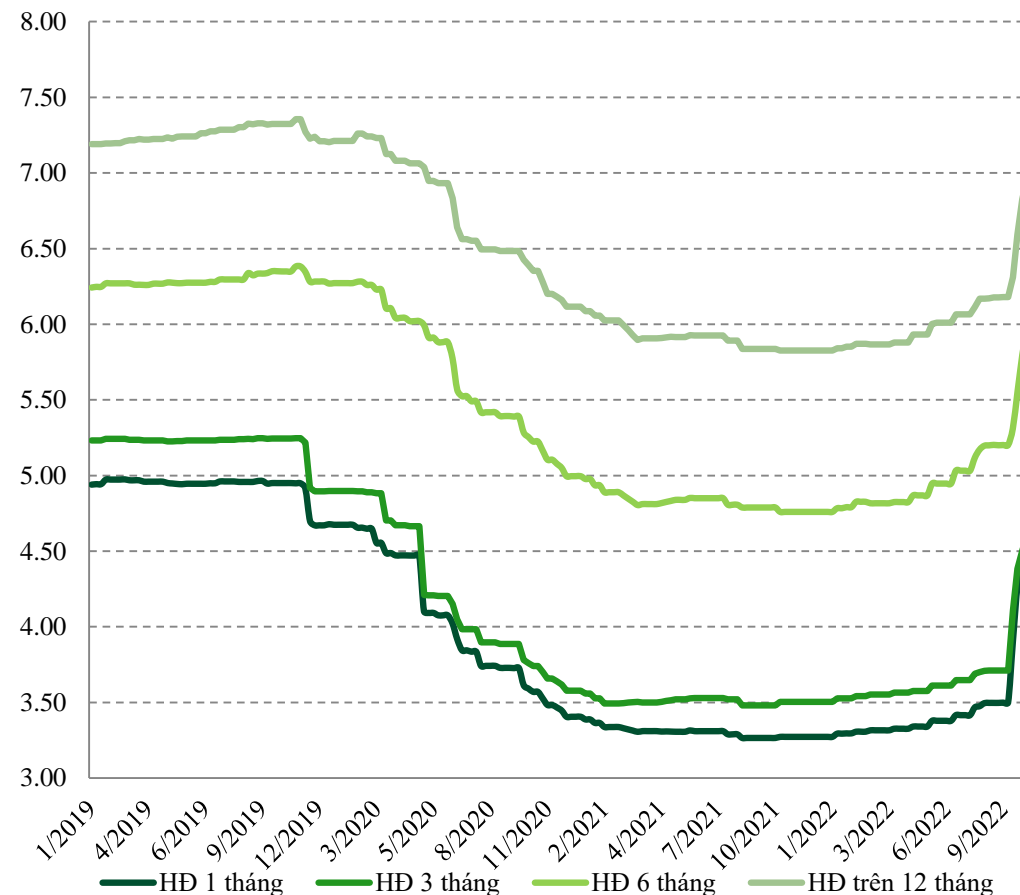
❖ **Cập nhật trong nước:**

- Tăng trưởng tín dụng đến cuối tháng 10/2022 đạt 11,5% so với cuối năm 2021. Thực tế này có thể được lý giải do nhu cầu tín dụng phục vụ sản xuất kinh doanh sau dịch tăng cao.
- Ngày 24/10, trước những diễn biến không thuận lợi, áp lực lên tỷ giá không có dấu hiệu nguôi đi, NHNN đã tiếp tục tăng lãi suất điều hành thêm 1%.
- Theo đó, từ đầu năm tới nay, nhiều NHTM CP đã tăng lãi suất huy động ở các kỳ hạn với mức tăng 150-200 điểm cơ bản. Tại những ngân hàng TMCP vừa và nhỏ, mức tăng lãi suất có thể lên đến 250 điểm đạt ~8,5%-9% cho kỳ hạn trên 12 tháng.

❖ Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng của LSHĐ cũng được xem là phản ứng hợp lý khi mặt bằng lãi suất ở nhiều quốc gia đang trong xu hướng tăng. Xu hướng tăng của LSHĐ tiếp diễn, và mặt bằng LSHĐ có thể tăng 250-300 điểm trong cả năm 2022. Việc mặt bằng lãi suất tăng cao trong một thời gian rất ngắn tiềm ẩn những rủi ro với hệ thống tài chính đặc biệt phải kể đến rủi ro thanh khoản nếu không được theo dõi, giá sát sát sao

⇒ Trong bối cảnh LSHĐ chịu áp lực tăng; LSCV khó có thể tránh khỏi những áp lực nhất định. **Áp lực tăng lên LSCV sẽ có độ trễ so với thời điểm tăng của LSHĐ, và có sự phân hoá giữa mức tăng, thời điểm tăng giữa các ngành nghề.**

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)

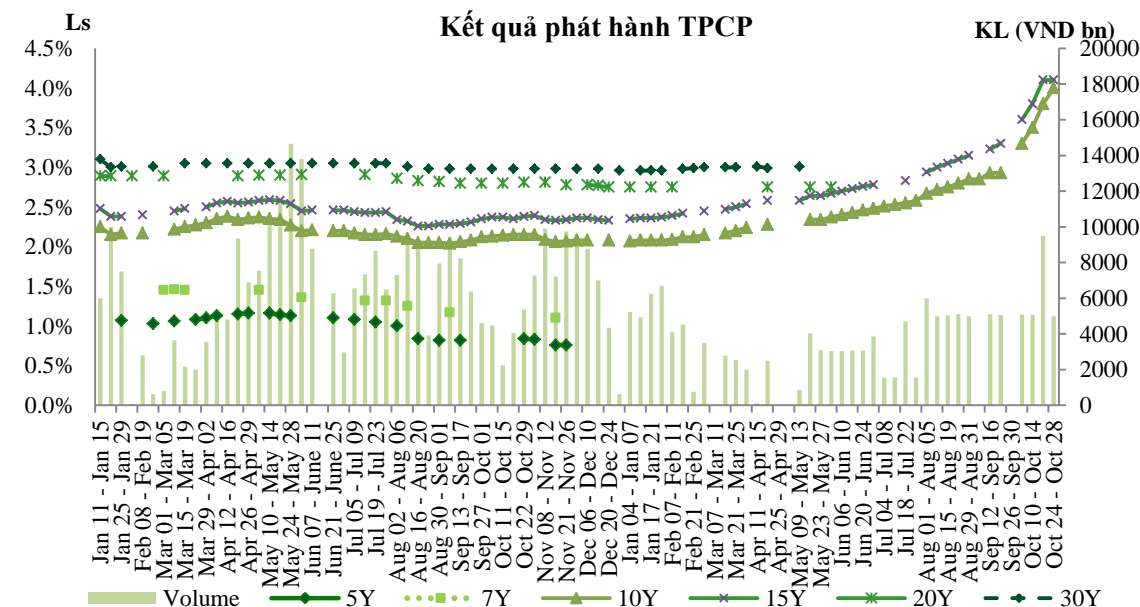
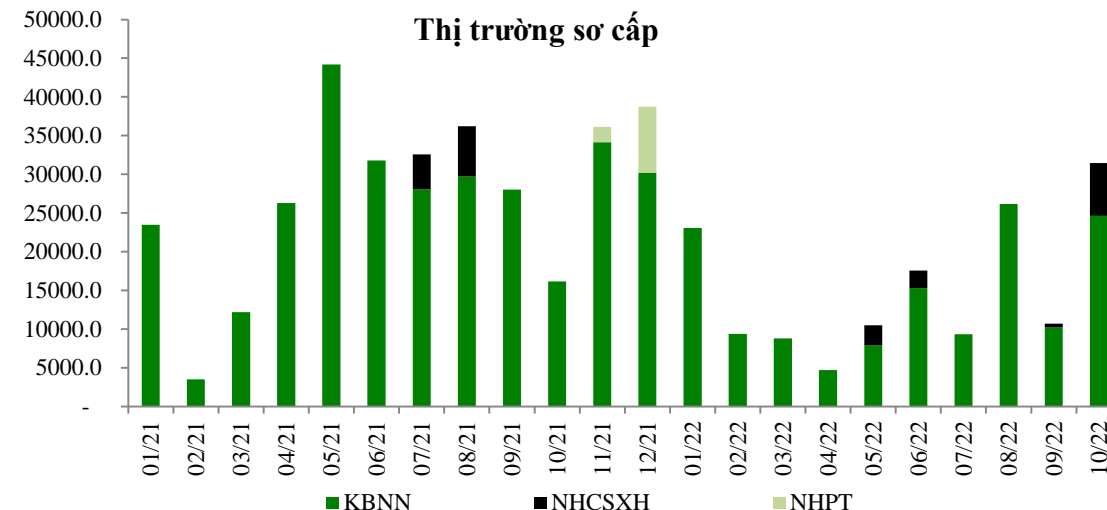


Lãi suất trúng thầu liên tục nhích tăng.

- ✓ 31.450 tỷ VND trái phiếu được huy động trên thị trường sơ cấp.
- ✓ Kho bạc Nhà nước (KBNN) huy động 24.650 tỷ VND trái phiếu. Lợi suất trúng tăng mạnh trong tháng. Cụ thể, lợi suất trái phiếu trúng thầu các kỳ hạn 10 năm, 15 năm đạt 4% (+107 bps mom), 4,1% (+80 bps mom).
- ✓ Ngoài ra NHCSXH, cũng huy động thành các kỳ hạn 3 năm và 5 năm với lãi suất trúng thầu đạt lần lượt 4,7% và 4,8%.

Kế hoạch phát hành năm 2022

Kỳ hạn	KH 2022	Phát hành tháng 10.2022	Phát hành 3Q.2022	% KH phát hành 2022
5Y	30.000			
7Y	15.000			
10Y	140.000	14.600	72.072	51,5%
15Y	150.000	10.050	56.470	37,6%
20Y	30.000		2.265	7,6%
30Y	35.000		8.625	24,6%
Tổng	400.000	24.650	139.432	34,9%

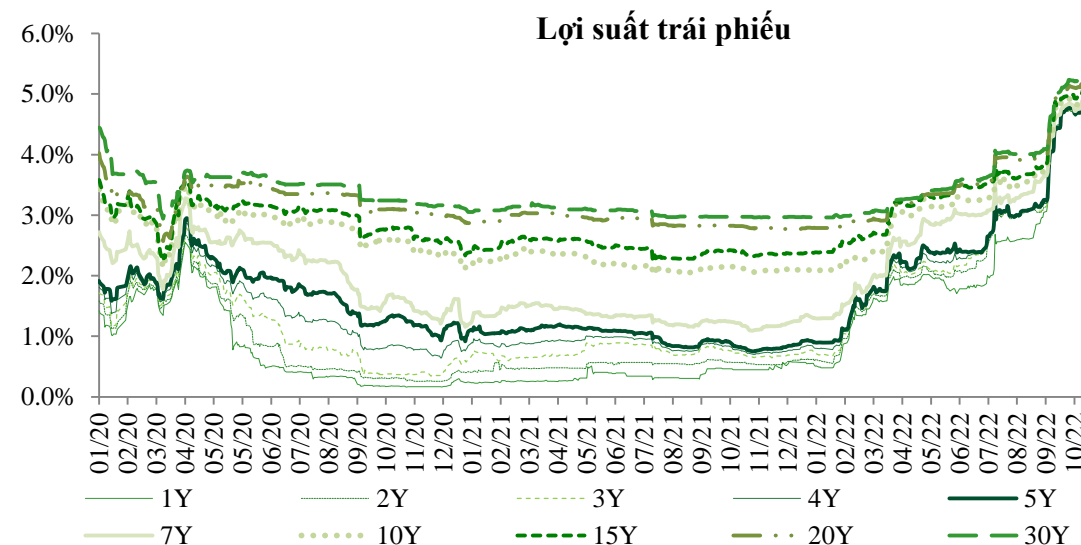
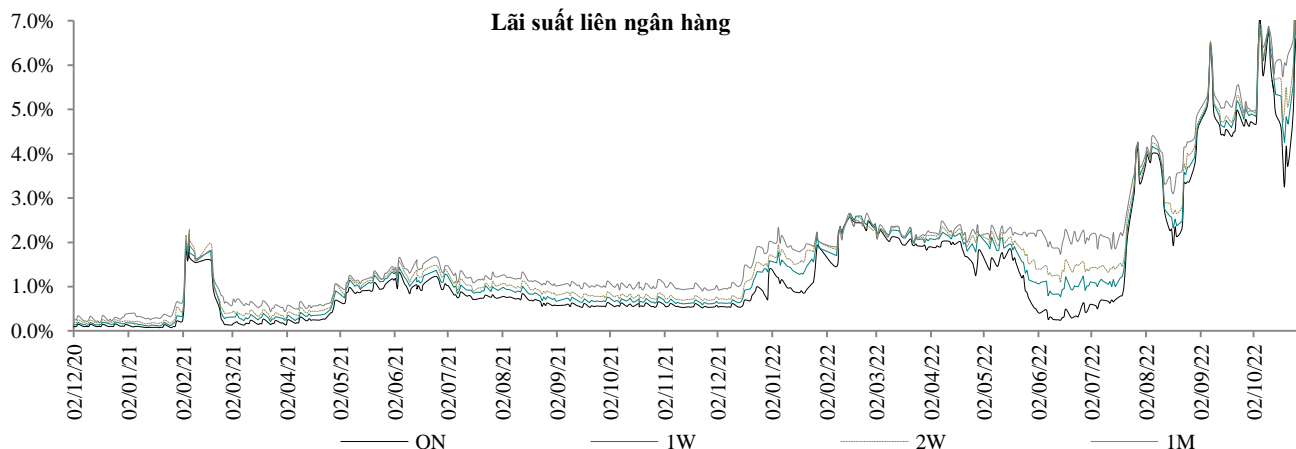
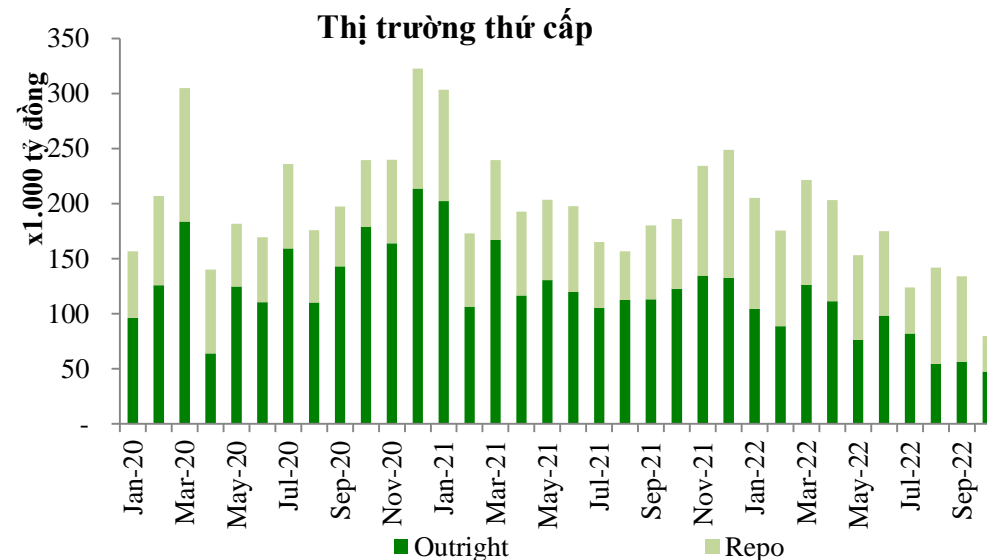


THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU- THỨ CẤP

- 79.602 tỷ VND (-41% MoM) giao dịch trên thị trường thứ cấp.
- Lợi suất trái phiếu tiếp đà tăng trong tháng. Theo thống kê của VBMA, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 4 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm và 30 năm lần lượt kết thúc tháng 10 ở 4,755% (+26,5 bps MoM); 4,759% (+29,2 bps MoM); 4,764% (+30,7 bps MoM); 4,798% (+34,8 bps MoM); 4,832% (+38,8 bps MoM); 4,909% (+26,9 bps MoM); 4,945% (+18,3 bps MoM); 5,08% (+23,9 bps MoM); 5,19% (25,8 bps MoM) và 5,29% (28,2 bps MoM).

Nhận định:

- Với dự báo xu hướng tăng lãi suất của các NHTW chưa chấm dứt, VCBS cho rằng lãi suất liên ngân hàng vẫn còn dư địa tăng. Ngoài mức tăng chung theo mức tăng lãi suất của các NHTW, các tháng cuối năm theo yếu tố mùa vụ là thời điểm nhu cầu thanh khoản tăng lên phục vụ cho các nhu cầu thanh toán cuối năm và do đó không loại trừ khả năng có thời điểm lãi suất liên ngân hàng có thể tăng cao trên 10%.
- VCBS cho rằng lợi suất trái phiếu tiếp tục duy trì đà tăng trong tháng tới. Thị trường nhiều khả năng vẫn sẽ thận trọng trước những diễn biến chính sách tiền tệ của các NHTW khi xu hướng nâng lãi suất tiếp diễn.



- ❖ 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.

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà

Kinh tế trưởng

ltha_ho@vcbs.com.vn