

**TRIỂN VỌNG
VĨ MÔ**

2023

“MƯA RÀO HAY GIÔNG BÃO”

MỤC LỤC

NHÌN LẠI 2022.....	1
YẾU TỐ TIÊU CỰC 2023.....	3
YẾU TỐ TÍCH CỰC 2023.....	5
KẾT LUẬN - ĐÁNH GIÁ CHU KÌ KINH TẾ.....	7
LỜI KẾT.....	8

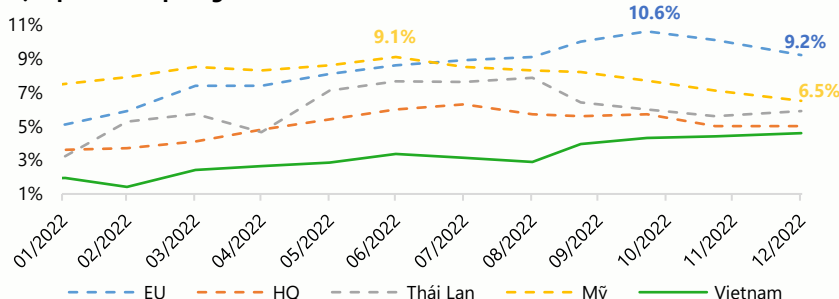


NHÌN LẠI 2022

**2022 LÀ CÂU CHUYỆN
CỦA LẠM PHÁT VÀ LÃI
SUẤT**

Chính sách tiền tệ thắt chặt đang cho thấy sự hiệu quả: tỷ lệ lạm phát đã lập đỉnh và trên đà đi xuống

Lạm phát 1 số quốc gia năm 2022



Năm 2022 là câu chuyện về bùng nổ lạm phát đến từ 3 yếu tố: (1) nhu cầu tiêu dùng bị kìm nén trong đại dịch COVID, (2) dòng tiền giá rẻ đến từ các gói kích cầu & (3) chuỗi cung ứng đứt gãy. 3 yếu tố cộng hưởng khiến lượng cầu vượt quá sức cung, đẩy lên ngọn lửa lạm phát.

Để đối phó với lạm phát tăng cao, NHTW khắp thế giới đồng loạt thắt chặt chính sách tiền tệ (tăng lãi suất & cắt giảm bảng cân đối kế toán) để giảm tổng nhu cầu. Đến nay, các chính sách thắt chặt này đã cho thấy hiệu quả. Lạm phát Mỹ từ đỉnh tăng 9.1% YoY (tháng 6) nay đã chỉ còn tăng 6.5% YoY. EU, HQ, Thailand cũng có câu chuyện tương tự. Riêng ở Việt Nam, cả năm 2022, lạm phát trung bình chỉ tăng 3.2%, thấp hơn đáng kể so với mục tiêu dưới 4%. **Lạm phát về cơ bản đã bắt đầu đi vào tầm kiểm soát.**

**2023 LÀ CÂU CHUYỆN
VỀ RỦI RO SUY THOÁI
KINH TẾ TOÀN CẦU**

Chính sách tiền tệ tiếp tục thắt chặt trong 2023 làm đẩy lên sự lo ngại về rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu

Biểu đồ 2: Đánh giá xác suất suy thoái kinh tế từ 1 số tổ chức tài chính lớn

Đơn vị phân tích	Suy thoái kinh tế thế giới (nhẹ)	Khủng hoảng KT thế giới (nặng)	Không có suy thoái
JP Morgan Chase	60%	10%	30%
Fidelity	55%	25%	20%
Blackrock	100%	0%	0%

JPMorgan: NH đầu tư lớn hàng đầu thế giới (quản lý ~\$3.800 tỷ) | **Fidelity:** Quỹ quản lý tài sản hàng đầu thế giới (quản lý ~\$4.500 tỷ) | **Blackrock:** Quỹ đầu tư lớn nhất thế giới (quản lý ~\$10.000 tỷ)

Tuy lạm phát đã bắt đầu đi suy giảm, mức độ lạm phát hiện tại vẫn rất cao so với mục tiêu của các NHTW (~2%). Để đạt được mục đích, các NHTW sẽ tiếp tục thắt chặt tiền tệ trong 2023 (để trích lời NHTW Mỹ: "Lãi suất sẽ giữ ở mức cao hơn, trong thời gian dài hơn"). Dòng tiền đắt, khan hiếm sẽ tiếp tục là câu chuyện của thị trường tài chính 2023.

Với dòng tiền không được khai thông và các NHTW cố gắng để giảm nhu cầu tiêu dùng, rủi ro suy thoái kinh tế trong năm 2023 ngày càng trở nên thực tế. Kể từ sau tháng 10/2022, chỉ số nhà quản trị mua hàng **PMI của nhiều quốc gia như Mỹ, EU, TQ, HQ, hay chính ở Việt Nam đều đã rơi về mức dưới 50**, báo hiệu cơ chế sản xuất, là bằng chứng cho thấy niềm tin doanh nghiệp và nhu cầu tiêu dùng đang có sự giảm sút.

Theo đánh giá của các tổ chức tài chính lớn trên thế giới như Fidelity, JPMorgan, hay Blackrock, suy thoái kinh tế chu kỳ (mức độ nhẹ) trong năm 2023 đang trở thành kịch bản cơ sở!

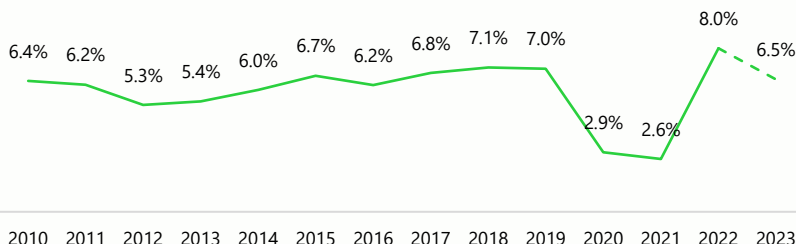
NHÌN LẠI 2022 (VIỆT NAM)

NỀN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2022:

- GDP TĂNG TRƯỞNG MẠNH
- LẠM PHÁT TRONG KIỂM SOÁT
- FDI CAO KỶ LỤC
- TỶ GIÁ ỔN ĐỊNH

Nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng tốt trong năm 2022

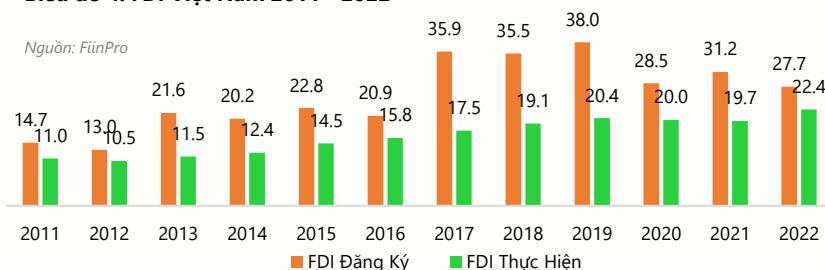
Biểu đồ 3: Tăng trưởng GDP Việt Nam 2010 - 2023 (dự phóng)



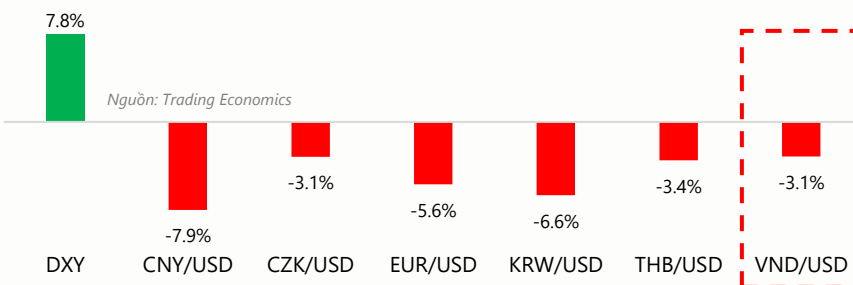
Tuy thị trường tài chính Việt Nam 2022 có vẻ tràn đầy những tiêu cực, nền kinh tế Việt Nam 2022 trên thực tế phát triển rất tốt. Kết năm 2022, GDP Việt Nam tăng trưởng 8.02% YoY từ mức nền thấp 2021, tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong hơn 10 năm trở lại. Tốc độ lạm phát trong khi đó được kiểm soát tốt, trung bình chỉ tăng 3.2% trong cả năm.

Biểu đồ 4: FDI Việt Nam 2011 - 2022

Nguồn: FiiPro



Biểu đồ 5: Thay đổi tỷ giá 1 số đồng tiền trong năm 2022 (FY YTD)



Về dòng vốn FDI, tuy FDI đăng ký có suy giảm nhưng con số quan trọng hơn là FDI thực hiện đạt \$22.4 tỷ (+13.7%), cao nhất trong vòng 10 năm trở lại, tiếp tục cho thấy sự hấp dẫn của Việt Nam trong con mắt của nhà đầu tư nước ngoài

Tỷ giá USD/VND cũng được giữ khá ổn định. Dù có một pha tăng giá rất mạnh trong tháng 10-11 lên tới đỉnh 24,800, tỷ giá đã nhanh chóng hồi phục trở về mức ~23,500. Kết năm 2022, VND chỉ mất giá 3.3% so với đồng USD, tốc độ trượt tỷ giá khá thấp so với thế giới và khu vực.

Tổng kết lại, trong năm 2022, các chỉ báo kinh tế vẫn cho thấy một nền kinh tế Việt Nam vững mạnh, phát triển tốt!

Tuy nhiên, trong năm 2023, với rủi ro suy thoái kinh tế thế giới chực chờ (ảnh hưởng tới nhu cầu hàng Việt Nam), và áp lực từ trái phiếu đáo hạn lớn hơn, nền kinh tế Việt Nam có thể sẽ bước vào pha giảm tốc

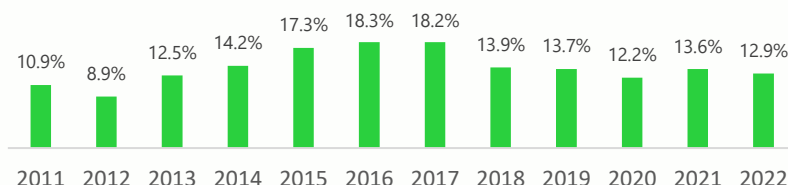
YẾU TỐ TIÊU CỰC 2023

CÁC DẤU HIỆU GIẢM TỐC BAN ĐẦU:

- PMI CO HẸP
- TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG THẤP

Tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 12.87% dù nền kinh tế "đổi vốn"

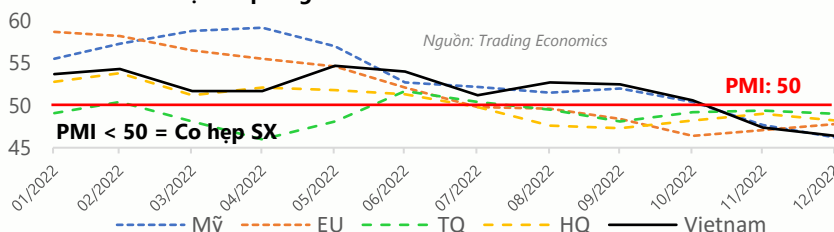
Biểu đồ 6: Tăng trưởng GDP Việt Nam 2010 - 2023 (dự phóng)



Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp

Dù thị trường "đổi vốn" nhưng tốc độ tăng trưởng tín dụng Việt Nam năm 2022 vẫn không thể đạt được kỳ vọng. Kết năm 2022, tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 12.9%, thấp hơn mức mục tiêu 14% được NHNN đề ra. DSC đánh giá đây là hệ quả từ việc (1) nhu cầu suy yếu và (2) chất lượng bảng cân đối kế toán doanh nghiệp đang suy yếu dẫn đến không đủ điều kiện cho vay. Chúng tôi đánh giá đây là 1 dấu hiệu cho thấy nền kinh tế đang bắt đầu chuyển sang pha giảm tốc.

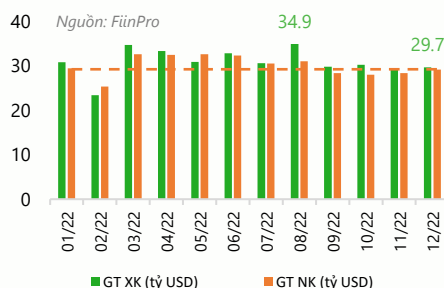
Biểu đồ 7: PMI một số quốc gia 2022



Về mặt sản xuất, kể từ tháng 11, PMI của Việt Nam đã rơi xuống mức dưới 50, báo hiệu co hẹp sản xuất. Cả 5 cấu phần của chỉ số PMI là đơn hàng mới, hàng tồn kho, lượng sản xuất, đơn hàng được giao, và lượng nhân sự đều có xu hướng suy yếu. DSC đánh giá xu hướng này sẽ tiếp diễn ít nhất đến hết Q1 năm 2023 do nhu cầu sử dụng hàng VN suy yếu theo xu hướng chung của thế giới.

DỰ PHÓNG KIM NGẠCH XUẤT NHẬP KHẨU SUY YẾU TRONG 2023

Biểu đồ 8: Giá trị kim ngạch XNK Việt Nam 2022



Biểu đồ 9: Tỷ trọng giá trị kim ngạch xuất khẩu Việt Nam

Nguồn: Tổng cục hải quan

Nhóm hàng xuất khẩu	Tỷ trọng
Điện thoại & linh kiện	16%
Điện tử, máy tính & linh kiện	15%
Máy móc, phụ tùng & linh kiện	12%
Dệt may	10%
Giày dép	6%
Gỗ & SP gỗ	4%
SP Công nghiệp chế biến khác	25%
Nông & lâm sản	7%
Thủy sản	3%
Nhiên liệu & khoáng sản	1%

Kim ngạch xuất nhập khẩu cũng phần nào cho thấy sự suy yếu. Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh Q2-Q3 (giá trị XK ~ \$32 tỷ/tháng), kim ngạch XK quý 4 chỉ đạt trung bình 29.7 tỷ (-6.5% QoQ).

Giá trị hàng xuất khẩu Việt Nam chủ yếu tập trung vào hàng công nghiệp, máy móc. 2 thị trường xuất khẩu lớn nhất là Mỹ và EU. Do tính chất hàng xuất khẩu Việt Nam chủ yếu là các mặt hàng không thiết yếu, lại xuất sang các nước khả năng suy thoái cao trong 2023, DSC đánh giá kim ngạch xuất khẩu Việt Nam 2023 sẽ suy giảm trong 2023 (kéo theo kim ngạch nhập khẩu giảm - VN chủ yếu nhập khẩu linh kiện, máy móc)

YẾU TỐ TIÊU CỰC 2023

**CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
TIẾP TỤC THẮT CHẶT**

Nút thắt thanh khoản chưa được tháo gỡ

Biểu đồ 10: Lãi suất liên ngân hàng Việt Nam kỳ hạn 3 tháng



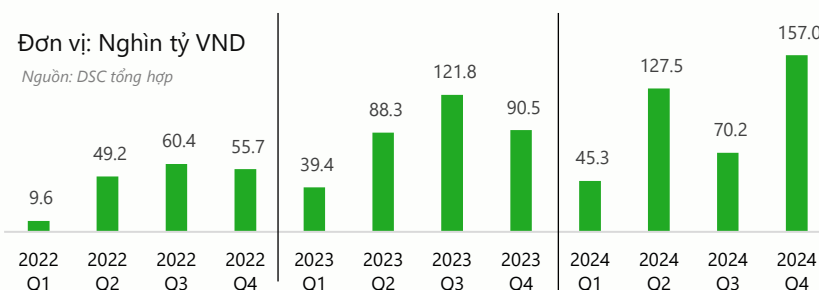
Trong 2022, để tránh nhập khẩu lạm phát và bảo vệ tỷ giá USD/VND, NHNN cũng đã có những chính sách thắt chặt tiền tệ như tăng lãi suất điều hành và xiết chặt nguồn huy động vốn trái phiếu doanh nghiệp. Theo những quyết định của nhà nước, lãi suất huy động NHTM tăng 3-4%, lãi suất liên NH tăng 4-6%. Nguồn cung tiền (M2) cũng tăng trưởng khá chậm, tới Q3/2022 chỉ tăng 7% YTD.

Trong năm 2023, Quốc Hội có đề xuất giảm lãi suất điều hành 1%. Tuy nhiên, do chính sách tiền tệ Mỹ và EU khả năng cao sẽ tiếp tục thắt chặt trong 2023, DSC đánh giá khả năng NHNN giảm lãi suất theo kiến nghị của Quốc hội là không cao do chúng ta vẫn cần giữ lãi suất neo cao theo thế giới để bảo vệ tỷ giá.

**ÁP LỰC TỪ ĐÁO HẠN
TRÁI PHIẾU - RỦI RO
TĂNG NỢ XẤU**

Áp lực từ trái phiếu đáo hạn tăng mạnh từ sau Q2/2023

Biểu đồ 11: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn giai đoạn 2022 - 2024



Câu chuyện trái phiếu là một chủ đề khá "hot" trong năm 2022 với những vụ việc như hủy niêm yết trái phiếu Tân Hoàng Minh, hay như vụ việc Vạn Thịnh Phát. Trong năm 2023, giá trị trái phiếu đáo hạn lên tới 340k tỷ, cao hơn gần gấp đôi so với giá trị đáo hạn năm 2022.

Áp lực đáo hạn dồn nhiều nhất vào Quý 3/2023. Với thời gian chuẩn bị dài, tâm lý phòng thủ (các nhà phân tích đã gọi suy thoái kinh tế được hơn nửa năm nay), và chính sách hỗ trợ (Dự thảo sửa đổi nghị định 65 cho phép giãn nợ trái phiếu), chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp phát hành cũng như các NH có tỷ trọng nắm giữ trái phiếu lớn sẽ có những chuẩn bị nhất định cho giai đoạn đáo hạn lớn là Quý 3

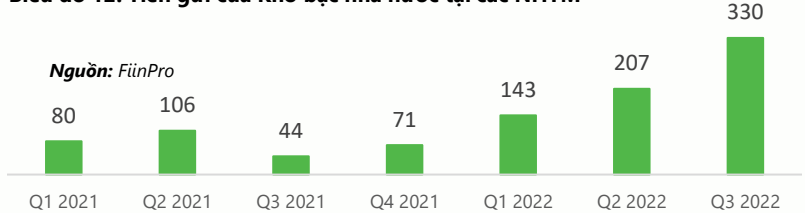
Tuy nhiên, DSC đánh giá rằng kể cả khi có sự chuẩn bị nhất định, cũng khó mà tránh khỏi khả năng xuất hiện những doanh nghiệp không thể đảm bảo trả nợ do (1) lượng dư nợ lớn và (2) nền kinh tế TG khó khăn, nhu cầu suy yếu, bối cảnh kinh doanh không hỗ trợ. **Do đó, chúng tôi đánh giá Q3/2023 có lẽ sẽ là thời điểm khó khăn nhất cho nền kinh tế Việt Nam trong năm 2023.**

YẾU TỐ TÍCH CỰC 2023

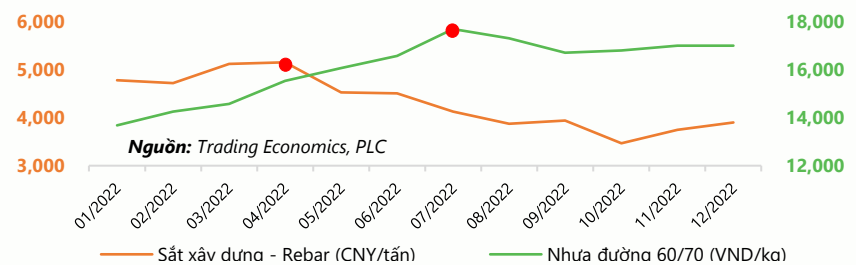
**KỲ VỌNG GIẢI NGÂN
ĐẦU TƯ CÔNG CẢI
THIỆT TRONG 2023**

Nguồn vốn đầu tư công tồn đọng lớn. Kỳ vọng cải thiện trong năm 2023

Biểu đồ 12: Tiền gửi của Kho bạc nhà nước tại các NHTM



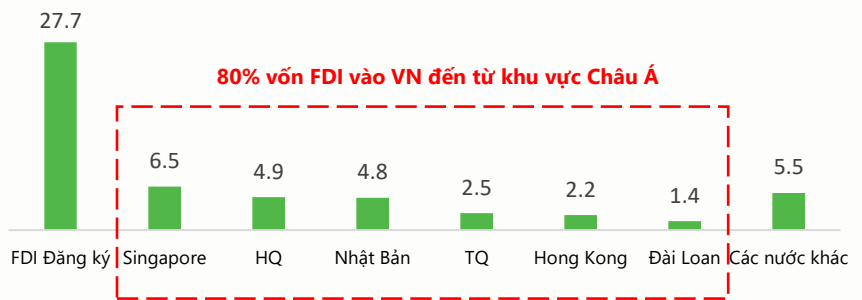
Biểu đồ 13: Giá sắt xây dựng và nhựa đường lập đỉnh trong năm 2022



Kết năm 2022, tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công chỉ đạt 67.3% kế hoạch, là mức khá thấp so với 5 năm trở lại (chỉ cao hơn năm 2018). DSC đánh giá đây là 1 lý do khiến cho dòng tiền bị ứ đọng trong năm 2022 (tiền gửi kho bạc nhà nước ở NHTM tăng rất cao).

Chúng tôi đánh giá rằng chi phí nguyên vật liệu cao do chuỗi cung ứng đứt gãy là 1 lý do chính ảnh hưởng đến khả năng giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2022. Với việc giá nguyên vật liệu kỳ vọng đã tạo đỉnh trong 2022, chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân vốn đầu tư công trong 2023 sẽ cải thiện, tạo động lực thúc đẩy nền kinh tế.

Biểu đồ 14: FDI đăng ký Việt Nam 2022 theo quốc gia



1 yếu tố tích cực trong năm 2022 là nguồn vốn FDI tăng trưởng tốt, FDI thực hiện cao kỷ lục 1 thập kỷ.

Năm 2023 tuy được đánh giá sẽ xảy ra suy thoái kinh tế thế giới, nhưng được dự đoán sẽ chỉ là suy thoái kinh tế nhẹ theo chu kỳ và ảnh hưởng nhiều hơn tới các quốc gia Phương Tây.

Các quốc gia Châu Á hiện vẫn được kỳ vọng có nền kinh tế tăng trưởng tốt trong năm 2023. 80% giá trị nguồn vốn FDI vào Việt Nam đến từ khu vực Châu Á. Do các quốc gia này vẫn được đánh giá sẽ phát triển tốt, và suy thoái sẽ không quá nặng hay kéo dài, chúng tôi kỳ vọng nguồn FDI vẫn sẽ tăng trưởng tốt trong năm tới do các nhà đầu tư ngoại đến từ cùng khu vực tận dụng thời điểm giá cả rẻ (do nhu cầu yếu) để đẩy mạnh đầu tư, chờ đón một chu kỳ kinh tế mới.

KỲ VỌNG FDI ỔN ĐỊNH

YẾU TỐ TÍCH CỰC 2023

TỶ GIÁ USD/VND ỔN ĐỊNH

Giá trị đồng USD đã tạo đỉnh trong năm 2022. Kỳ vọng tỷ giá ổn định trong năm 2023

Biểu đồ 15: Chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY Index) 2019 - T1/2023



Việc NHTW Mỹ (FED) tăng lãi suất rất mạnh tay là nguyên nhân chủ yếu khiến cho giá trị đồng USD tăng rất mạnh trong năm 2022. Với áp lực từ USD tăng mạnh, NHNN bắt buộc phải tăng lãi suất điều hành để bảo vệ tỷ giá USD/VND.

Hiện tại, do lạm phát đã bắt đầu đi xuống, mức trần lãi suất của FED kỳ vọng không có gì thay đổi, sức mạnh đồng USD đã bắt đầu ổn định trở lại (DXY xu hướng giảm từ đầu tháng 11).

Đây sẽ là yếu tố tích cực giúp cho NHNN Việt Nam không cần tiếp tục tăng lãi suất trong năm 2023 để bảo vệ tỷ giá

GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU & NĂNG LƯỢNG BÌNH ỔN

Giá nguyên vật liệu kỳ vọng sẽ không bùng nổ trong 2023 kể cả khi TQ mở cửa hoàn toàn

Biểu đồ 16: Giá dầu Brent 2020 - T1/2023



DSC đánh giá rằng giá cả nguyên vật liệu trong năm 2023 sẽ bị ảnh hưởng chính bởi 2 yếu tố: (1) Suy thoái kinh tế phương Tây (Mỹ, EU) và (2) Nền kinh tế Châu Á phát triển theo đà mở cửa của nền kinh tế Trung Quốc.

Chúng tôi kỳ vọng 2 yếu tố đối lập này sẽ cộng hưởng khiến cho giá nguyên vật liệu bình ổn, không giảm hay tăng giá mạnh trong năm 2023.

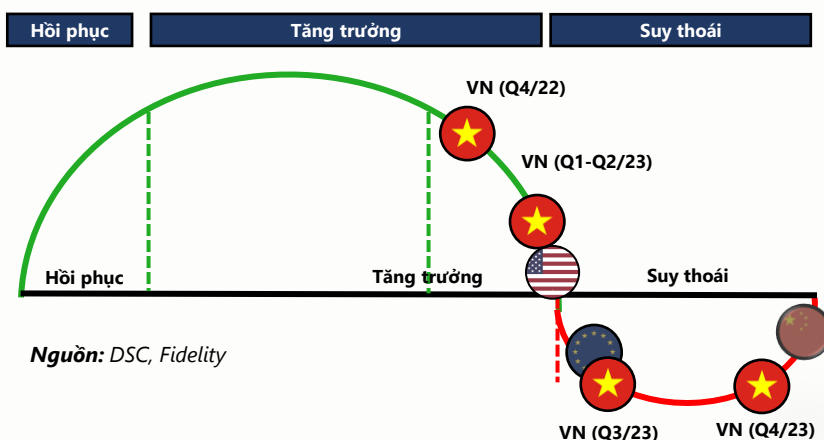
Giá nguyên vật liệu và năng lượng bình ổn sẽ là yếu tố tốt, hỗ trợ giải ngân đầu tư công ở Việt Nam cũng như giảm áp lực lạm phát lên các quốc gia phương Tây, giúp rút ngắn thời gian thắt chặt tiền tệ của FED (Mỹ) hay ECB (EU).

Biểu đồ 17: Tổng hợp và dự phóng 1 số chỉ báo kinh tế Việt Nam 2018 - 2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
Tăng trưởng GDP	7.1%	7.0%	2.9%	2.58%	8.02%	6.5%
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	13.3%	8.4%	6.5%	19.0%	10.6%	-3.8%
Tăng trưởng nhập khẩu (%)	11.8%	6.9%	3.6%	26.5%	8.4%	-3.4%
Cán cân thương mại (tỷ USD)	6.9	10.9	18.9	4.1	11.2	7
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	55.1	79.0	95.0	103	85	100
Dự trữ ngoại hối trên GDP (%)	17.9%	23.8%	27.8%	29.7%	23%	25%
Số tháng nhập khẩu (Dự trữ ngoại hối/giá trị NK trung bình 1 tháng)	2.8	3.7	4.3	3.9	2.8	3.3
Dự nợ tín dụng trên GDP	103.9%	107.1%	115.7%	126.9%	124%	129%
Tăng trưởng tín dụng	13.9%	13.7%	12.1%	13.5%	12.9%	12.0%
Lạm phát bình quân (%)	3.5%	2.8%	3.2%	1.8%	3.2%	3.5%
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (M2)	12.4%	14.8%	14.7%	10.7%	7%	10%
Lãi suất tái cấp vốn (LS điều hành)	6.3%	6.0%	4.0%	4.0%	6.0%	6.0%
Lãi suất huy động TB NHTM (12 tháng)	6.8%	6.8%	5.6%	5.6%	8.0%	8.0%
Lãi suất liên NH (Kỳ hạn 3 tháng)	5.2%	4.2%	1.3%	2.4%	8.5%	9.5%
Lợi suất TP Chính phủ 10 năm	5.1%	3.4%	2.4%	2.1%	5.0%	4.5%
USD/VND	23.180	23.170	23.176	22.825	23.610	23.000
Bội thu (Thâm hụt) ngân sách (% GDP)	2.8%	3.4%	4.0%	-3.4%	-3.5%	-3.6%
Nợ công (% GDP)	43.6%	41.5%	41.8%	39.6%	39.8%	41%

DSC ĐÁNH GIÁ VIỆT NAM CÓ THỂ TIẾN VÀO CHU KÌ SUY THOÁI TỪ Q3/2023 VÀ PHỤC HỒI TRONG 2024

Biểu đồ 18: Dự báo chu kỳ kinh tế Việt Nam năm 2023



Nguồn: DSC, Fidelity

Dựa trên các chỉ báo kinh tế đang xấu dần (PMI giảm sâu, kim ngạch XNK giảm), dự phóng suy thoái kinh tế và áp lực đảo hạn trái phiếu trong 2023, DSC đánh giá nền kinh tế Việt Nam đang ở cuối chu kỳ tăng trưởng, sẽ giảm tốc và bước vào chu kỳ suy thoái ở Quý 3 năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ khởi sắc hơn vào Quý 4 theo động lực từ nền kinh tế Trung Quốc mở cửa và phục hồi trở lại tăng trưởng mạnh vào năm 2024.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm Vĩ Mô
hiep.nh@dsc.com.vn

Trương Thái Đạt,
PGĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn