



**DSC**

# BÁO CÁO VĨ MÔ

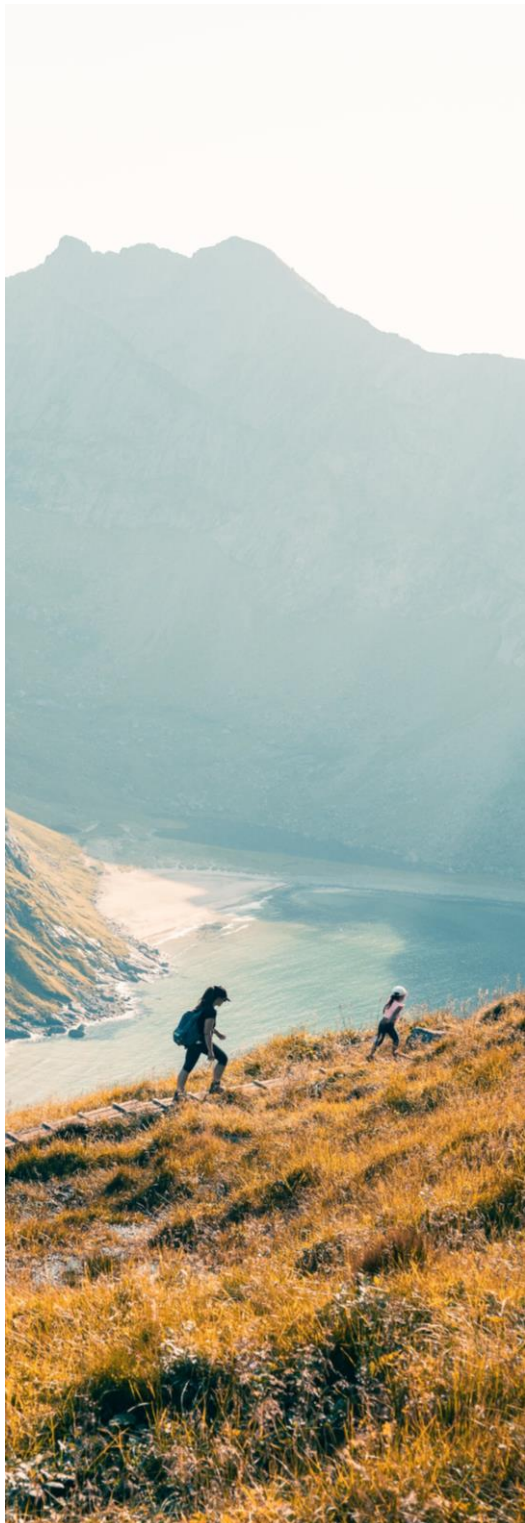
## T12/2023

| Bức họa đa sắc

Ngày báo cáo: 7/12/2023

# MỤC LỤC

Tóm tắt báo cáo	01
Sức khỏe nền kinh tế	02
Giao thương quốc tế	07
Thị trường vốn	11
Đánh giá chu kỳ kinh tế	15



## VĨ MÔ VIỆT NAM

### I. Sức khỏe nền kinh tế - Bán lẻ tăng tốc

Chỉ số PMI giảm mạnh về mức 47,3 điểm, cho thấy sự mất ổn định từ khu vực sản xuất.

Doanh thu bán lẻ tiếp tục hồi phục mạnh mẽ, đã vượt qua vùng đỉnh đạt được trong giai đoạn Q4/2022.

Lạm phát được kiểm soát tốt.

### II. Giao thương quốc tế - Tiếp đà hồi phục

Dòng vốn FDI tiếp tục là điểm sáng trong bức tranh vĩ mô. FDI thực hiện tiếp tục ghi nhận con số kỷ lục.

Xuất khẩu giảm tốc nhẹ.

Tỷ giá USD/VND dự báo tiếp tục điều chỉnh trong Q4/23-Q1/24.

### III. Thị trường vốn - Khả năng hấp thụ tín dụng rất yếu

Tăng trưởng tín dụng kém khả quan.

Niềm tin tại thị trường trái phiếu phục hồi.

(Khác) Cập nhật một số chính sách sửa đổi trong kỳ họp Quốc hội khóa XV.

### V. Kết luận chu kỳ kinh tế

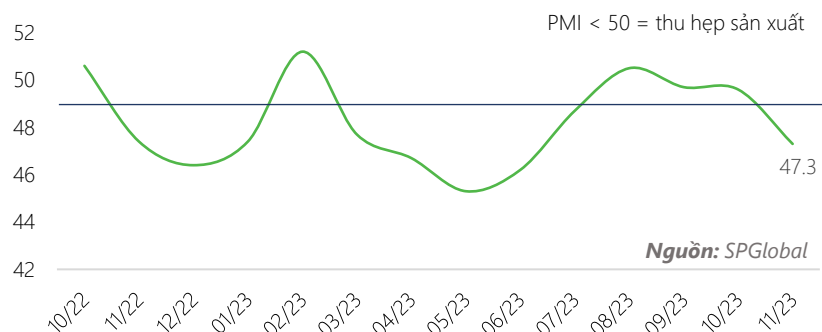
Với các tín hiệu phục hồi ở mức trung lập, DSC duy trì đánh giá Việt Nam đang ở đầu chu kỳ phục hồi.

## Sức khỏe nền kinh tế: PMI & Bán lẻ

### Hoạt động sản xuất thu hẹp...

#### PMI giảm xuống mức thấp nhất trong 5 tháng

Biểu đồ 1: PMI sản xuất Việt Nam giai đoạn T9/2022 – T11/2023



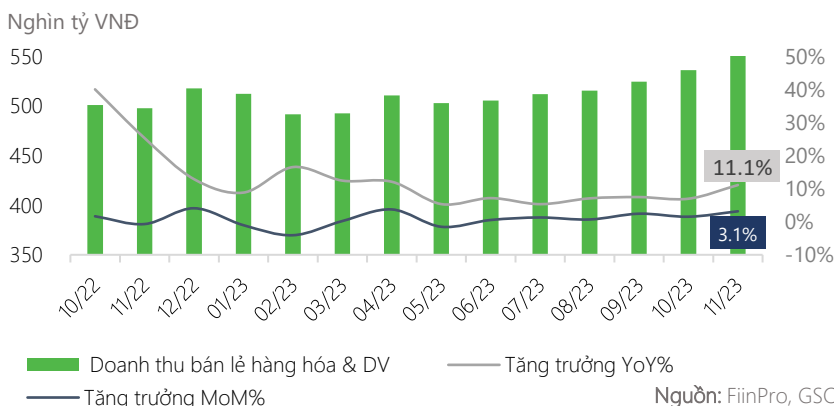
PMI sản xuất tháng 11 bất ngờ giảm xuống 47,3 điểm, mức thấp nhất trong 5 tháng, cho thấy các điều kiện kinh doanh trong ngành sản xuất suy giảm. Trong đó, có 3 điểm nhấn nổi bật là (1) doanh nghiệp bắt đầu cắt giảm sản lượng và hàng tồn kho khi số lượng đơn đặt hàng mới giảm; (2) số việc làm mới thấp hơn; (3) chi phí đầu vào tăng mạnh nhất kể từ tháng 2.

DSC đánh giá bối cảnh vĩ mô cũng như giá cả leo thang đang gây khó khăn cho ngành sản xuất trong nước. Song, chúng tôi kỳ vọng **nhu cầu sẽ phục hồi trở lại trong tháng cao điểm cuối năm**, nhờ đơn đặt hàng xuất khẩu tăng trong bối cảnh hàng tồn kho giảm và áp lực lạm phát thu hẹp ở các thị trường phát triển.

### Doanh thu bán lẻ tiếp tục đà phục hồi chậm

#### Doanh thu bán lẻ duy trì tăng trưởng tích cực trong tháng 10

Biểu đồ 2: Doanh thu bán lẻ hàng hóa & dịch vụ Việt Nam 2022 - 2023



\*Con số tăng trưởng được DSC tính toán dựa trên doanh thu bán lẻ tuyệt đối và có thể có sự khác biệt so với số GSO báo cáo

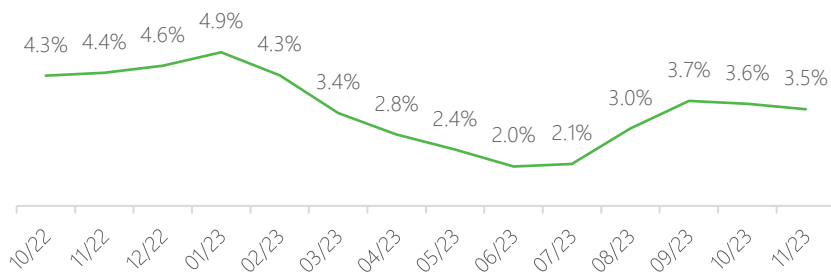
Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 11 ước đạt 552,7 nghìn tỷ đồng (+1,4% MoM, +10,1% YoY) khi nhu cầu tiêu dùng lương thực, thực phẩm, vật phẩm văn hóa, giáo dục và dịch vụ lưu trú, ăn uống tiếp tục duy trì xu hướng tăng so với cùng kỳ. **Thị trường nội địa chính là điểm sáng** của nền kinh tế khi duy trì được tốc độ tăng trong bối cảnh nhiều yếu tố vĩ mô khác suy giảm.

**Trong tháng cuối năm, DSC dự báo tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tiếp tục khởi sắc** nhờ động lực của (1) chạy đua giải ngân vốn đầu tư công và (2) chương trình khuyến mại, hội chợ hàng hóa Tết,... được diễn ra, thu hút tiêu dùng.

## Sức khỏe nền kinh tế: Lạm phát

### Lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát!

Biểu đồ 3: Tốc độ tăng/giảm lạm phát Việt Nam 1 năm qua



**Yên tâm với lạm phát, ưu tiên cho tăng trưởng...**

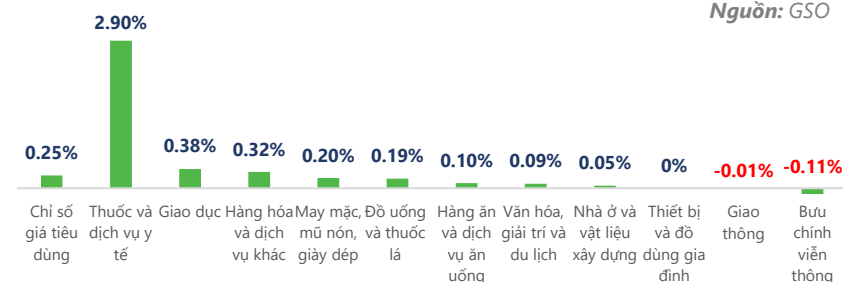
**Tốc độ tăng của của lạm phát tiếp tục suy yếu trong tháng 11.** CPI tháng 11 tăng 3,45% YoY; lạm phát cơ bản tăng 4,27% YoY. Trước đó, lạm phát đã có đà tăng sốc từ tháng 7, đến tháng 10 thì có xu hướng đảo chiều nhưng với tốc độ chậm.

Lạm phát hiện tại còn cách khá xa so với mức kiểm soát mục tiêu 4,5% mà chính phủ đề ra hồi đầu năm. **DSC đánh giá lạm phát duy trì ổn định trong năm 2023, do tổng cầu trong nước yếu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế thấp.** Song, tình hình giá nhiên liệu và lương thực thế giới tăng có thể đóng góp lên đà tăng của lạm phát trong nước vào cuối năm.

### Cấu phần rổ giá hàng hóa

Biểu đồ 4: Tốc độ tăng/giảm các nhóm hàng theo tháng (MoM)

Nguồn: GSO



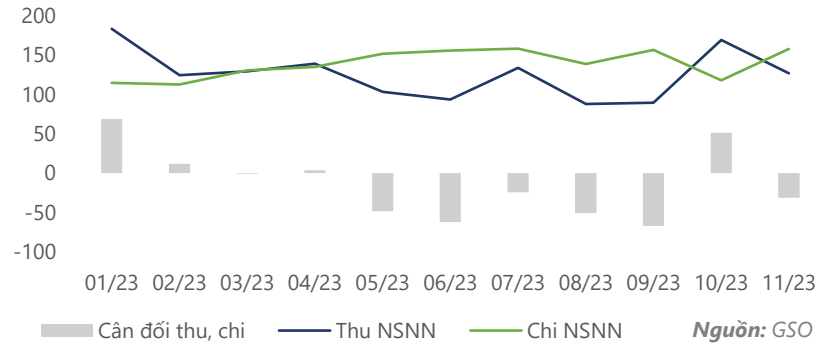
Chỉ số giá nhóm thuốc và dịch vụ y tế tháng 11 tăng 2,9% MoM. Nguyên nhân chủ yếu do một số địa phương triển khai áp dụng giá dịch vụ y tế mới theo Thông tư số 22/2023/TT-BYT của Bộ Y tế, trong đó quy định thống nhất giá dịch vụ khám, chữa bệnh bảo hiểm y tế giữa các bệnh viện cùng hạng trên toàn quốc.

Ở chiều giảm, chỉ số giá nhóm thực phẩm tháng 11 giảm 0,32% MoM, trong đó giá thịt lợn giảm 1,57% do tác động của dịch tả lợn Châu Phi khiến người chăn nuôi bán tháo trong khi nhu cầu tiêu thụ không cao. Ngoài ra, nhóm rau quả cũng giảm 0,89% do thời tiết thuận lợi khiến rau sinh trưởng nhanh.

DSC đánh giá các nhóm chính tác động đến lạm phát tháng 11 chỉ mang tính chất thời điểm, ít khả năng kéo dài trong tháng 12!

## Thu, chi Ngân sách nhà nước

Biểu đồ 5: Tài khoản tài khóa trong năm 2023 (Đơn vị: Nghìn tỷ)



## Nhiều khoản thu đảm bảo tiến độ

Theo Tổng cục Thống kê, tổng thu ngân sách nhà nước (NSNN) T11/2023 ước đạt 126,9 nghìn tỷ đồng. Lũy kế tổng thu ngân NSNN 11T/2023 ước đạt 1.537,6 nghìn tỷ đồng, bằng 94,9% dự toán năm và giảm 7,1% so với cùng kỳ năm trước.

Trong đó, một số khoản thu chính như: thu nội địa lũy kế 11 tháng ước đạt 1.272,7 nghìn tỷ đồng, bằng 95,4% dự toán năm; Thu từ đầu thô lũy kế 11 tháng ước đạt 57,1 nghìn tỷ đồng, bằng 135,9% dự toán năm. Ngược lại, ghi nhận sự sụt giảm tại thu cân đối ngân sách từ hoạt động xuất nhập khẩu, lũy kế 11 tháng năm 2023 ước đạt 206,8 nghìn tỷ đồng, tốc độ thu rất chậm, mới bằng 86,5% dự toán năm.

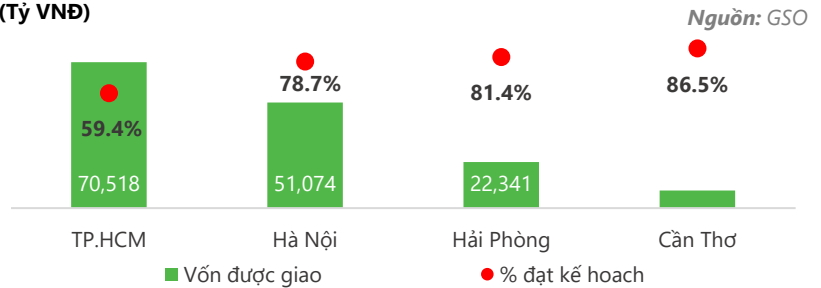
Về các khoản chi, tổng chi NSNN T11/2023 ước đạt 158,2 nghìn tỷ đồng. Lũy kế chi NSNN 11T/2023 ước đạt 1.502,9 nghìn tỷ đồng, bằng 72,4% dự toán năm và tăng 10,9% so với cùng kỳ năm trước.

Trong bối cảnh nền kinh tế còn gặp nhiều khó khăn, tăng trưởng kinh tế không được đảm bảo. DSC cho rằng các biện pháp chính sách tài khóa hỗ trợ cho người dân và doanh nghiệp được mở rộng dẫn đến NSNN liên tục thâm hụt trong năm nay là diễn biến chấp nhận được. **Các khoản thu dự báo sẽ đạt được mục tiêu cuối năm, giúp giảm bớt áp lực ngân sách chi tiêu của Chính phủ, với những tín hiệu phục hồi tốt kể từ đầu Q3/2023.**

## Chạy đua 30 ngày để đạt kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công

Theo Bộ Tổng cục thống kê, tính tới hết T11/2023, tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công từ nguồn ngân sách nhà nước trên toàn quốc ước đạt hơn 549 nghìn tỷ đồng, đạt 75% kế hoạch Chính phủ giao (~707 nghìn tỷ đồng). Tỷ lệ này cao hơn so với cùng kỳ năm 2022 (74,9%), tương đương khoảng hơn 99.400 tỷ đồng xét về giá trị tuyệt đối. DSC cho rằng đây là tín hiệu đáng tích cực trong việc giải ngân vốn đầu tư công bởi mặc dù tổng vốn Chính phủ giao trong năm nay là rất lớn nhưng tỷ lệ giải ngân vẫn tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái. Đầu tư công là một công cụ chính sách tài khóa hữu hiệu, đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công sẽ tạo động lực tăng trưởng cho nền kinh tế, đặc biệt là trong bối cảnh nền kinh tế đang tăng trưởng chậm và cần thêm nhiều “vốn mồi” để kích thích đầu tư. Tuy nhiên với gần 160 nghìn tỷ đồng chưa giải ngân, áp lực hoàn thành mục tiêu mà Chính phủ đã đề ra trong tháng cuối cùng của năm 2023 là rất lớn.

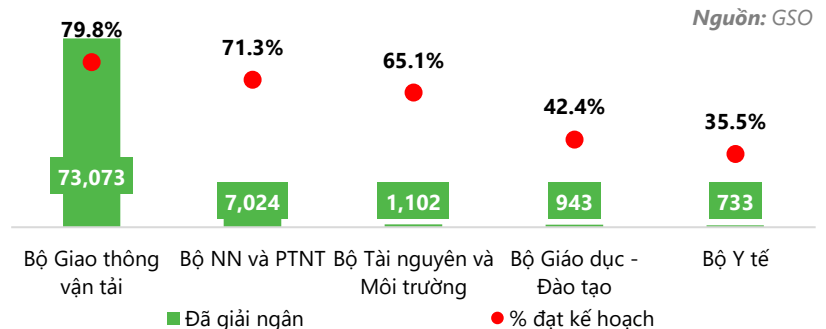
**Biểu đồ 6: Số vốn được giao và tiến độ giải ngân của 4 thành phố TW 11T/2023 (Tỷ VNĐ)**



Theo Tổng cục thống kê, lũy kế 11T/2023, tỷ lệ vốn đầu tư đã thực hiện của TP.HCM đạt 59,4% trên tổng số vốn được giao là hơn 70.000 tỷ đồng. Trong khi đó, tốc độ giải ngân của Hà Nội khả quan hơn ở mức 78,7%. 2 thành phố TW còn lại là Hải Phòng và Cần Thơ đều duy trì được tốc độ giải ngân vốn tốt, lần lượt đạt 81,4% và 86,5%, cao hơn so với TB cả nước. DSC kỳ vọng Hà Nội và TP.HCM sẽ tiếp tục đẩy nhanh được tỷ lệ giải ngân của mình trong tháng cuối năm nhờ các đại dự án lớn như đường vành đai 3 và vành đai 4.

## Bộ GTVT tiếp tục duy trì tốc độ giải ngân ở mức tốt, kỳ vọng hoàn thành kế hoạch năm 2023

**Biểu đồ 7: Vốn đầu tư công đã thực hiện của một số Bộ, ngành (Tỷ Đồng)**



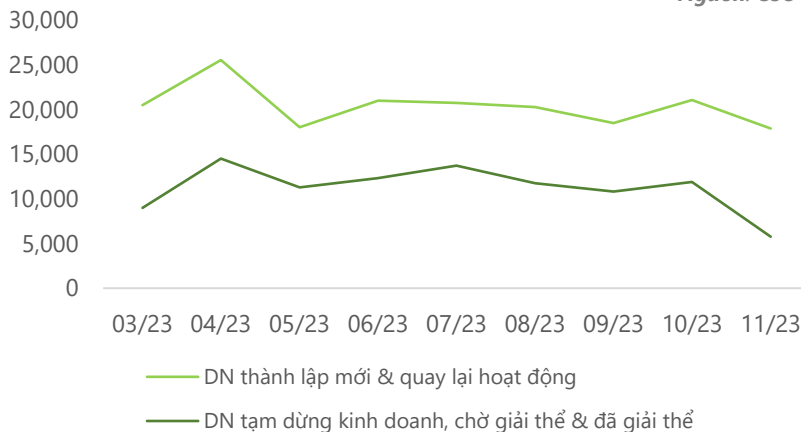
Bộ GTVT tiếp tục duy trì tốc độ giải ngân ở mức tốt, lũy kế 11T/2023 đạt 73.073 tỷ đồng, đạt 79,8% kế hoạch được giao. Hiện nay các dự án giao thông trọng điểm như cao tốc Bắc-Nam 2 giai đoạn, Dự án sân bay Long Thành vẫn đang có tiến triển tốt. Tuy nhiên với tổng số vốn được giao trong năm nay lên tới hơn 95.000 tỷ đồng, DSC cho rằng áp lực giải ngân trong những tháng cuối năm của Bộ là rất lớn.

**Tốc độ giải ngân của bộ GTVT vẫn giữ đà tích cực...**

## Doanh nghiệp tạm dừng hoạt động & giải thể giảm mạnh

Biểu đồ 8: Thống kê tình hình đăng ký doanh nghiệp năm 2023

Nguồn: GSO



**Môi trường kinh doanh, tình trạng doanh nghiệp phục hồi...**

Trong tháng 11, số doanh nghiệp thành lập mới & quay lại hoạt động đạt 17.891, giảm 15% so với tháng trước. Trong khi đó, số doanh nghiệp tạm dừng kinh doanh, chờ và đã giải thể đạt 5.791 doanh nghiệp, giảm 51% MoM.

Tính chung 11 tháng năm 2023, cả nước có 146.044 doanh nghiệp đăng ký thành lập mới với tổng số vốn đăng ký là 1.366,2 nghìn tỷ đồng và tổng số lao động đăng ký là 974,1 nghìn lao động, tăng 6% về số doanh nghiệp, giảm 7,9% về vốn đăng ký và tăng 7,2% về số lao động so với cùng kỳ năm trước.

Cũng trong 11 tháng này, số doanh nghiệp tạm ngừng kinh doanh có thời hạn là 85 nghìn doanh nghiệp, tăng 21,7% so với cùng kỳ năm trước; 57,2 nghìn doanh nghiệp ngừng hoạt động chờ làm thủ tục giải thể, tăng 26,3%; 16,1 nghìn doanh nghiệp hoàn tất thủ tục giải thể, giảm 4%.

**Bình quân một tháng có 14,4 nghìn doanh nghiệp rút lui khỏi thị trường.**

Điểm sáng, (1) số doanh nghiệp tạm dừng kinh doanh, chờ và đã giải thể trong T11 nối dài xu hướng giảm, và ghi nhận giảm tốc 50% so với tháng trước, (2) số doanh nghiệp thành lập mới trong T11 có sự suy giảm nhẹ; song lượng vốn đăng ký bình quân cho một doanh nghiệp đạt 10,8 tỷ đồng, +32% MoM, +23% YoY.

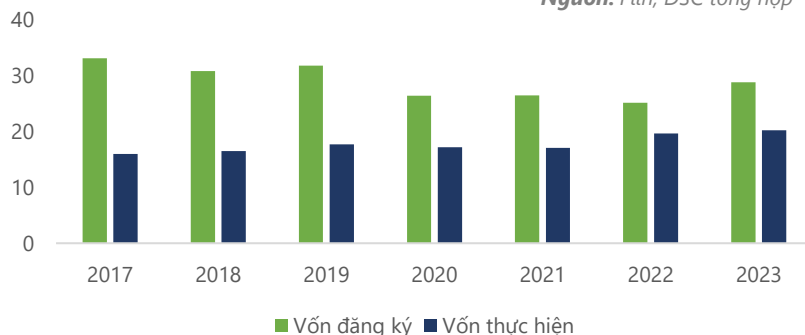
Sau nhiều nỗ lực hỗ trợ chính sách từ Chính phủ, **môi trường kinh doanh đang dần khởi sắc nhưng chưa quá nổi bật.** Đầu ra doanh nghiệp đa phần phụ thuộc vào sức cầu nội địa; trong khi môi trường xuất khẩu hạ nhiệt ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu.



## FDI thực hiện cao kỷ lục!

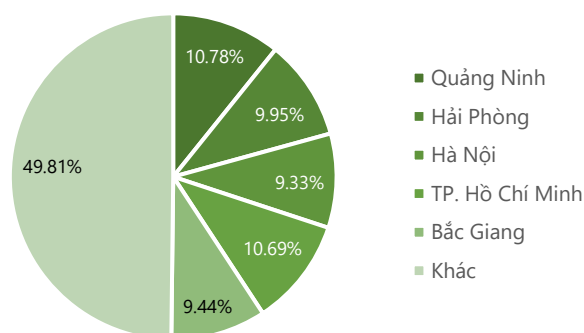
Biểu đồ 9: FDI 11 tháng qua các năm (tỷ USD)

Nguồn: Fiin, DSC tổng hợp



## Dòng vốn FDI tiếp tục tăng tốc...

Biểu đồ 10: Tỷ trọng vốn đầu tư FDI phân theo vùng



Lũy kế 11 tháng đầu năm, vốn đầu tư nước ngoài của Việt Nam đạt 28,85 tỷ USD, +14,8% YoY. Trong đó, vốn FDI thực hiện đạt 20,25 tỷ USD, +2,9% YoY, cao nhất trong giai đoạn 2018-2023.

Xét về cơ cấu nhóm ngành thu hút vốn đầu tư, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục dẫn đầu, đạt 20,97 tỷ USD (+40,2% YoY), chiếm ~73% tổng vốn đăng ký. Về địa phương, **Quảng Ninh có tháng thứ 2 liên tiếp dẫn đầu** khi thu hút gần 3,11 tỷ USD vốn FDI (+42,3% YoY), chiếm ~11% tổng vốn của cả nước, nổi bật nhiều dự án FDI từ Nhật Bản như Dự án Nhà máy sản xuất cơ khí chính xác Castem Việt Nam, Dự án Parts Seiko Việt Nam,... với tổng mức đầu tư hơn 80 tỷ USD. Tiếp theo là TP. Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Bắc Giang.

Theo Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư, sự phối hợp chặt chẽ với các bộ, ngành, địa phương trong việc tháo gỡ những rào cản pháp lý; các hoạt động quảng bá, thúc đẩy quan hệ hợp tác quốc gia đã và đang phát huy hiệu quả. Tương lai gần, Nhật Bản sẽ là điểm sáng của nguồn vốn FDI, tập trung vào 2 lĩnh vực chính là chuyển đổi số và phát triển xanh. Ngoài ra, Việt Nam cũng đang trở thành tâm điểm của chuỗi cung ứng ngành bán dẫn, với ngày càng nhiều nhà đầu tư lớn từ Âu, Mỹ.

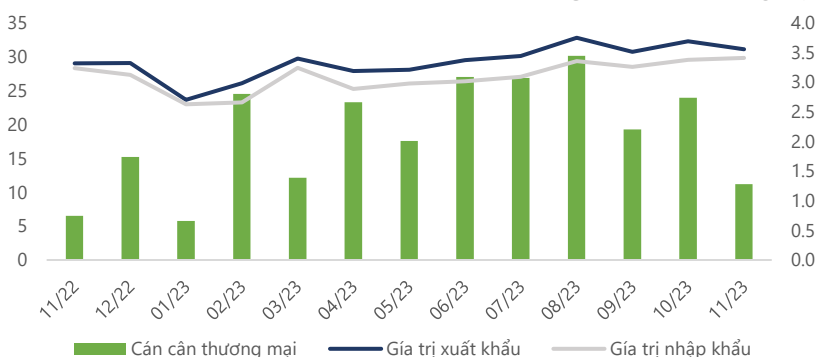
Niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài chính là "mỏ neo" lớn nhất, bền vững nhất cho sự phục hồi không ngừng của nguồn vốn FDI, nhất là trong bối cảnh rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu đang hiện hữu. **DSC cho rằng dòng đầu tư nước ngoài sẽ tiếp đà tăng trưởng, là điểm sáng cho nền kinh tế trong giai đoạn cuối năm.**

# Giao thương quốc tế: Xuất nhập khẩu

## Kim ngạch xuất khẩu giảm nhẹ trong T11

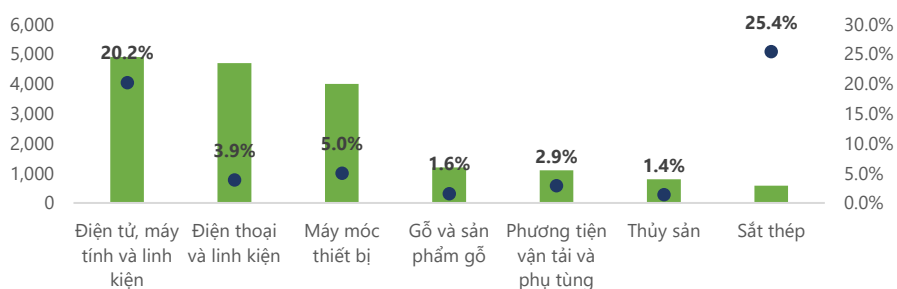
Biểu đồ 11: Kim ngạch xuất nhập khẩu 2022 - 2023 (Đơn vị: tỷ USD)

Nguồn: GSO, DSC tổng hợp



**Xuất khẩu giảm nhẹ, còn kỳ vọng vào cuối năm...**

Biểu đồ 12: Giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu theo mặt hàng T11/2023 (tỷ VNĐ)



**Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa tháng 11 đạt 60,88 tỷ USD** (-1,4% MoM, +5,9% YoY). Trong đó, xuất khẩu đạt 31,08 tỷ USD (-3,6% MoM, +6,7% YoY); nhập khẩu đạt 29,8 tỷ USD (+1% MoM, +5,1% YoY). Cán cân thương mại tháng 11 tiếp tục nghiêng về xuất siêu (1,28 tỷ USD, -57% MoM); ghi nhận lũy kế 11 tháng đầu năm ở mức kỷ lục, đạt 25,83 tỷ USD.

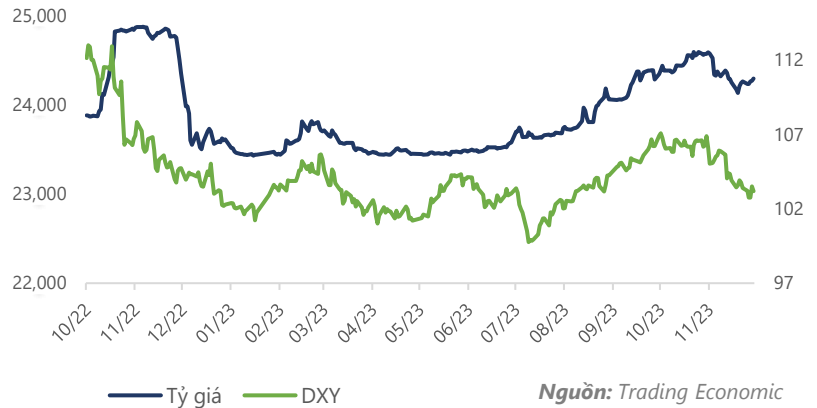
Cơ cấu hàng hóa xuất khẩu không có nhiều thay đổi, nhóm các mặt hàng không thiết yếu hay hàng nhiên liệu cho ngành công nghiệp nặng gặp khó trước tình trạng suy thoái toàn cầu, song đã có sự phục hồi theo tháng, đạt 3,76 tỷ USD (+9,3% MoM, chiếm 1,2%). Nhóm hàng công nghiệp chế biến xuất khẩu đạt 10,5 tỷ USD (+9,2% MoM, chiếm 88,4%). Một số mặt hàng đang "rục rịch" có tín hiệu khởi sắc như máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện, thủy sản, dệt may...

**Điểm sáng là xuất khẩu nông sản tiếp tục đóng góp ấn tượng**, trong đó có gạo (+13,5% MoM), cao su (+16,6% MoM), cà phê (+59,9% MoM), chủ yếu sang các thị trường Trung Quốc, Mỹ và Nhật Bản.

Trong bối cảnh tình hình kinh tế thế giới có nhiều biến động, **kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam tiếp tục giữ đà hồi phục, song chưa thể bút phá**. DSC kỳ vọng hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục tăng tốc trong tháng cuối năm, bởi đây là thời gian cao điểm của hoạt động mua sắm, tiêu dùng cho dịp Tết.

## Biến động tỷ giá hạ nhiệt

Biểu đồ 13: Tỷ giá USD/VND và chỉ số DXY



Nguồn: Trading Economic

## Tỷ giá hạ nhiệt tiếp diễn đà giảm trong Q3-Q4...

Các lớp tài sản tiền tệ điều chỉnh tháng thứ 2 liên tiếp nhờ góc nhìn về chính sách điều hành “nới lỏng” của FED dần trở nên rõ ràng, và có thể diễn ra sớm hơn dự kiến. Cập nhật tại ngày 01/12, áp lực giảm mạnh với chỉ số sức mạnh đồng bạc xanh, DXY đạt 103,19 (-3,45% MoM).

Trong khi, tỷ giá USD/VND đạt 24.290 (-1,13% MoM), giữ mức điều chỉnh có phần ổn định do chênh lệch lãi suất VND – USD vẫn âm nặng, lãi suất tiền đồng ở mức thấp.

Trước đó, FED đã giữ nguyên lãi suất ở mức 5,25-5,5% trong 2 kỳ họp liên tiếp. Biên bản họp thị trường mở (23/11) đề cập “đây là giai đoạn chờ chính sách lãi suất cao thấm thấu vào nền kinh tế; bám sát mục tiêu điều chỉnh lạm phát về 2%; quan điểm thận trọng với những điều hướng chính sách trong tương lai gần”.

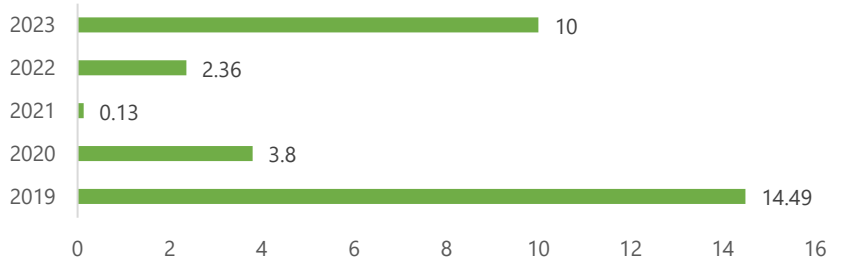
Theo thống kê từ CME Group, FED sẽ tiếp tục bảo lưu quan điểm trên trong kỳ họp giữa tháng 12 tới đây, với xác suất lên tới 98,8%. Một số luận điểm ủng hộ điều hướng chính sách đang đi đúng hướng như: (1) đơn trợ cấp thất nghiệp gia tăng, (2) PMI sản xuất đạt 46,7 (thấp hơn dự kiến 47,9), (3) giá dầu Brent tiếp diễn xu hướng giảm, (4) tăng trưởng GDP Q4 Mỹ dự kiến giảm còn ~2% (so với GDP Q3 đạt 5,3%).

Tạm thời, cán cân tổng thể Q3 vẫn chưa được NHNN cập nhật; trong đó, lưu ý rủi ro lớn nhất đến từ cán cân đầu tư khác có thể bị thâm hụt, dòng vốn đầu tư rút ròng do chênh lệch lãi suất lớn (swap âm) trong thời gian qua. Ngược lại, nguồn cung ngoại tệ trong nước luôn được đảm bảo an toàn nhờ hai đầu tàu lớn là dòng vốn đầu tư trực tiếp FDI và thặng dư thương mại lũy kế đạt kỷ lục trong năm nay.

**DSC cho rằng tỷ giá USD/VND đang được kiểm soát tốt, và sẽ tiếp diễn trong xu hướng điều chỉnh cuối năm 2023 – đầu năm 2024** bởi (1) sức mạnh đồng Dollar trong pha điều chỉnh dài hạn, (2) sức cầu nền kinh tế suy giảm dẫn đến nhu cầu Dollar do kim ngạch nhập khẩu giảm, (3) nguồn cung kiều hối tăng vào cuối năm.

## Lượng khách quốc tế cao nhất từ đầu năm!

Biểu đồ 14: Khách quốc tế 10 tháng qua các năm (triệu lượt khách)



**Du lịch quốc tế  
phục hồi 90% so  
với trước Covid...**

**Tháng 11 là tháng đón lượng khách quốc tế cao nhất kể từ đầu năm, đạt ~1,23 triệu lượt (+11% MoM).** Lũy kế 11 tháng đầu năm, cả nước đón 11,2 triệu lượt khách, gấp 4,2 lần svck năm ngoái, vượt 40% kế hoạch cả năm.

Về quốc gia, phần lớn khách quốc tế đến Việt Nam trong 11 tháng đầu năm đến từ các nước Châu Á (77,4%), Hàn Quốc tiếp tục là thị trường gửi khách lớn nhất với 3,2 triệu lượt người (+10,3% MoM). Tiếp theo là các thị trường Đài Loan - Trung Quốc, Mỹ và Nhật Bản. Đáng chú ý, trong tháng này, **lượng khách đến từ Châu Âu có mức tăng trưởng tốt nhất trong các châu lục (+58,5% MoM)** nhờ vào chính sách miễn thị thực với thời hạn tạm trú lên đến 45 ngày theo Nghị quyết 128/NQ-CP. Ngoài ra, lượng khách Ấn Độ đến Việt Nam trong 11 tháng cũng gấp đôi so với cùng kỳ thời điểm trước Covid 2019 (352.226 lượt người); là kết quả của kết nối và mở rộng đường bay thẳng giữa các thành phố lớn của 2 nước.

Đối với khách nội địa, ghi nhận 4,5 triệu lượt khách, tiếp đà giảm dần theo tháng sau mùa lễ cao điểm. Song, tính chung 11 tháng, tổng số khách nội địa đã vượt kế hoạch của cả năm 2023 (103,2 triệu lượt người).

**Những con số ấn tượng trên đã cho thấy hiệu quả sau những nỗ lực quảng bá hình ảnh Việt Nam đến với bạn bè thế giới.** Mới đây, tạp chí Outlook Traveller của Anh cũng đã nhận định Việt Nam được xếp hạng trong top 10 điểm nóng “du mục kỹ thuật số” phát triển nhanh nhất thế giới.

**DSC dự báo ngành du lịch sẽ đặc biệt tăng tốc trong tháng cuối năm** nhờ nhiều địa điểm hấp dẫn như lễ hội cồng chiêng ở Tây Nguyên, mùa hoa dã quỳ tại các tỉnh phía Tây Bắc, hay lễ hội Countdown đón năm mới 2024,... Ngoài ra, nhiều sự kiện có tầm quốc tế và đặc sắc mang tính dẫn tộc được đẩy mạnh triển khai trong tháng 12, dự kiến sẽ thu hút một lượng không nhỏ khách du lịch ghé thăm.

## Thị trường vốn: Lãi suất huy động

### Lãi suất huy động tiếp tục giảm sâu!

Biểu đồ 15: Lãi suất tiền gửi một số ngân hàng thương mại (đầu tháng 12/2023)

Ngân hàng	Lãi suất tiền gửi 12 tháng	MoM
Sacombank	4,8%	-0,4%
TPBank	5,35%	-0,25%
ACB	4,6%	-0,9%
VIB	5,2%	-0,3%
MB Bank	5,3%	-0,1%
Techcombank	4,9%	-0,5%
BIDV	5,3%	0%
VCB	5,0%	-0,3%
VietinBank	5,3%	0%
VPBank	5,3%	0%
Trung bình	5,28%	-0,22%

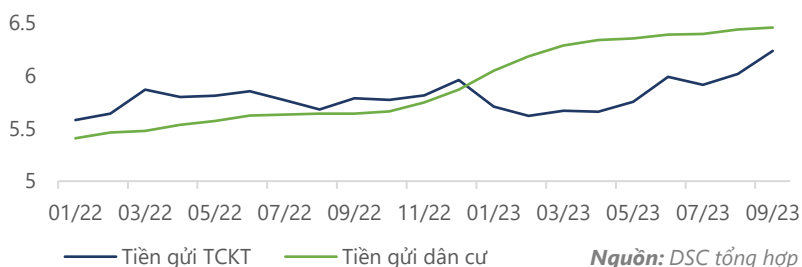
**Lãi suất chạm đáy,  
tiền gửi đạt đỉnh**

...

Cuối tháng 11, lãi suất huy động toàn ngành đã tiếp tục giảm ~22 điểm cơ bản so với tháng trước. Mức lãi suất tiền gửi tiếp tục ghi nhận mức "đáy" mới, và theo quán tính tiếp tục điều chỉnh trong ngắn hạn. Chi phí vốn của các NHTM sụt giảm là cơ sở để môi trường lãi suất điều chỉnh tương ứng, thúc đẩy tín dụng và hỗ trợ phục hồi kinh tế nói chung.

### Kênh gửi tiền còn hấp dẫn?

Biểu đồ 16: Tiền gửi khối tổ chức và dân cư trên hệ thống ngân hàng



Cập nhật mới nhất từ Ngân hàng Nhà nước, tính đến cuối T9/2023, số tiền gửi tiết kiệm của người dân trong hệ thống ngân hàng đã đạt hơn 6,449 triệu tỷ đồng (+0,3% MoM, +9,95% YTD), là mức tăng trưởng 9 tháng cao nhất kể từ năm 2018. Số tiền gửi của các tổ chức kinh tế là 6,23 triệu tỷ đồng (+3,6% MoM, +4,65% YTD), cao gấp đôi tốc độ tăng cùng kỳ 2022.

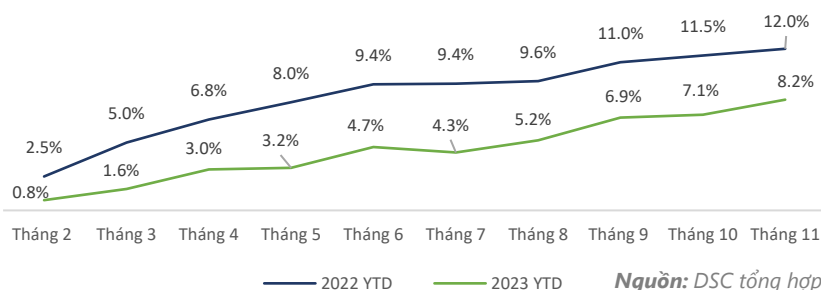
Như vậy, tuy đã có 04 lần điều chỉnh lãi suất điều hành từ đầu năm, nhưng lượng tiền gửi của tổ chức kinh tế và dân cư vẫn duy trì ở mức cao, kết hợp với tăng trưởng tín dụng yếu (6,92% tính đến cuối tháng 9), đã đẩy lên một số lo ngại về khả năng hấp thụ vốn kém của nền kinh tế cũng như tác động tiêu cực đến hệ thống Ngân hàng.

Song, DSC cho rằng chính sách điều chỉnh lãi suất của NHNN cần nhiều thời gian hơn để thẩm thấu vào nền kinh tế. Chúng tôi dự báo vào thời điểm cuối năm nay, khi lượng tiền gửi với lãi suất cao kỷ lục cuối năm 2022 đáo hạn, **sẽ có khuynh hướng chuyển dịch khi kênh tiền gửi đang có mức chênh lãi suất so với cùng kỳ năm ngoài là ~4,5%**. Mức chênh lệch này tại thời điểm tháng 9 chỉ ở mức 1-2%.

## Thị trường vốn: Tăng trưởng tín dụng

### Tăng trưởng tín dụng chậm!

Biểu đồ 17: Tốc độ tăng trưởng tín dụng hệ thống ngân hàng năm 2022 và 2023



**Khó đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng...**

**Tổng kết tháng 11, Việt Nam đạt mức tăng trưởng tín dụng 9,15% YTD**, có cải thiện so với tháng 10, song đây là mức thấp nhất trong vòng 13 năm. Hiện tại, dư địa còn lại của toàn hệ thống là khoảng 6,2%, tương đương 735 nghìn tỷ cần cấp cho nền kinh tế. Tuy lãi suất cho vay đã giảm mạnh, **nguồn vốn tín dụng của NHTM vẫn chưa được khơi thông** do (1) cầu tín dụng từ doanh nghiệp và người dân đều yếu, (2) Điều khoản cấp tín dụng chặt chẽ, NHTM cấp tín dụng an toàn vì nợ xấu tiềm ẩn, (3) NHNN vẫn đang thắt chặt tỷ lệ cho vay nhằm kiểm soát rủi ro thanh khoản. Nhìn chung, tình trạng cung và cầu chưa gặp nhau là bài toán mà hệ thống ngân hàng Việt Nam đang phải đối mặt!

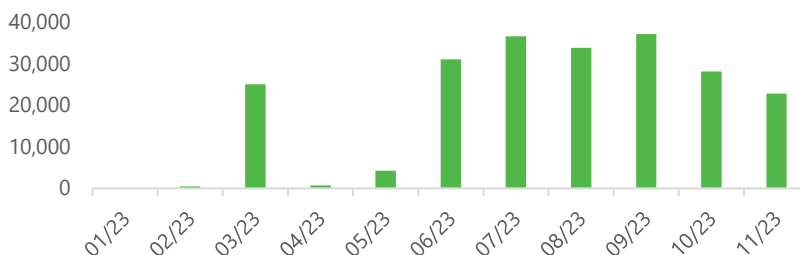
Với tốc độ hiện tại, **DSC đánh giá tăng trưởng tín dụng cả năm 2023 sẽ chỉ đạt 10%-11%**, không đạt mục tiêu đề ra. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm nhờ chi phí huy động của NHTM giảm nhanh trong thời gian gần đây. Theo đó, tín dụng có khả năng sẽ bứt tốc trong tháng cuối năm, khi đã cận kề Tết Dương lịch và Tết Nguyên đán, do nhu cầu tiêu dùng tăng mạnh sẽ kích thích doanh nghiệp vay vốn để đẩy mạnh sản xuất kinh doanh.

## Thị trường vốn: Thị trường trái phiếu

### Ổn định và phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Biểu đồ 18: Giá trị TPDN riêng lẻ phát hành năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng)

Nguồn: HNX, DSC tổng hợp



**Tổng kết tháng 11, thị trường ghi nhận 77 doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ thành công với quy mô 220 nghìn tỷ đồng; và 20 nghìn tỷ đồng trái phiếu phát hành ra công chúng.** Trong đó, Ngân hàng là nhóm ngành có giá trị phát hành cao nhất với khoảng 109,6 nghìn tỷ, giảm 18% so với cùng kỳ, chiếm tỷ trọng 47% so với tổng giá trị.

Thị trường trái phiếu có tín hiệu sôi động trở lại kể quý 2, việc ban hành kịp thời Nghị định số 08/2023/NĐ-CP đã hỗ trợ khung pháp lý, vực dậy niềm tin tại kênh trái phiếu trong thời gian vừa qua.

Nổi bật, điều khoản cho phép doanh nghiệp và nhà đầu tư có thể giãn, hoãn kỳ hạn (tối đa 02 năm) và cơ chế đàm phán thay đổi phương án thanh toán nợ bằng tài sản khác trên phương diện đúng pháp luật, được sự chấp thuận giữa các bên.

Một số lưu ý khác, (1) Nghị định 08 sẽ hết hiệu lực vào ngày 31/12/2023, (2) giá trị TPDN đảo hạn kỷ lục trong năm 2024, ước tính ~300.000 tỷ đồng.

Tuy nhiên, DSC cho rằng niềm tin cũng như thanh khoản tại kênh huy động vốn từ thị trường trái phiếu sẽ tiếp đà hồi phục nhờ:

- Tiến trình thành lập đơn vị xếp hạn tín nhiệm trái phiếu doanh nghiệp của Chính phủ.
- Khung pháp lý mới, bảo vệ quyền lợi NĐT.
- Môi trường lãi suất huy động đang ở mức thấp kỷ lục.

**Bảng 1: Doanh nghiệp phát hành khối lượng TPDN lớn nhất trong năm 2023**

Tổ chức phát hành	Kỳ hạn (năm)	Giá trị (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu	2-3	18.900	6 - 6.5
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Kỹ Thương VN	2-3	15.500	5 - 7.2
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công thương VN	8-15	12.947	6,45 - 7,7
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Phương Đông	2 -5	12.550	6,3 - 8,1
Công ty TNHH Capitaland Tower	5	12.240	1
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Bưu điện Liên Việt	2 - 10	9.890	6,5 - 6,8
Công ty Cổ phần Tập đoàn Trường Hải	5	8.680	6

## Nghị định 08/2023/NĐ-CP "vực dậy" thị trường trái phiếu

## Luật thuộc lĩnh vực BĐS sửa đổi tại kỳ họp Quốc hội khóa XV

Trong ngày 27/11-28/11, Quốc hội đã thông qua 2 dự án luật BĐS gồm:

- Luật nhà ở: có hiệu lực từ 01/01/2025
- Luật kinh doanh bất động sản: có hiệu lực từ 01/01/2025
- Luật đất đai: tạm dừng – chưa có kết quả thống nhất tại cuộc họp lần này

**Bảng 2: Tóm tắt điều khoản tiêu biểu trong Luật nhà ở (sửa đổi)**

Các khoản thay đổi	Nội dung chính	Tác động
Cơ chế chính sách phát triển Nhà ở xã hội (NOXH)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Bãi bỏ quy định về điều kiện cư trú, bổ sung đối tượng (Điều 78)</b></li> <li>- Quy chế lãi vay ưu đãi cho chủ đầu tư (Khoản 1 Điều 85)</li> <li>- Xác định quy hoạch rõ ràng cho NOXH (Khoản 5 Điều 5)</li> <li>- <b>Tổng Liên đoàn Lao động Việt Nam là cơ quan chủ quản đầu tư xây dựng NOXH (Khoản 4 Điều 80)</b></li> <li>- Xóa bỏ yêu cầu về việc ưu tiên 20% diện tích các dự án BĐS thương mại dành cho NOXH</li> <li>- Người mua NOXH chỉ được phép bán lại cho chủ đầu tư dự án hoặc tổ chức được quy định</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thu hút nguồn lao động giữa các vùng miền, mở rộng đối tượng được hưởng NOXH ở các địa phương khác.</li> <li>- Chính sách hỗ trợ vay vốn.</li> <li>- Xác định quỹ đất riêng cho NOXH theo từng địa phương.</li> <li>- <b>Nguồn cung NOXH kỳ vọng gia tăng</b> với sự tham gia mới của tổ chức trực thuộc Chính phủ (Tổng liên đoàn LĐVN).</li> <li>- Các chủ dự án có thể thay thế quỹ đất NOXH bắt buộc trước đây bằng các khoản phí, hoặc quỹ đất tái định cư khác.</li> <li>- Hạn chế tình trạng nâng giá NOXH theo giá thị trường.</li> </ul>
Nhà chung cư	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Không quy định thời hạn sở hữu, chỉ quy định thời gian sử dụng (Điều 58)</b></li> <li>- Quy chế mới về cải tạo, xây dựng chung cư cũ (Chương V)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đáp ứng được tâm lý sở hữu tài sản lâu dài; mở rộng sức cầu đối với sản phẩm chung cư.</li> <li>- Thúc đẩy thực hiện hiệu quả đề án “cải tạo chung cư cũ tại đô thị”, đặc biệt tại Hà Nội và TP.HCM.</li> </ul>

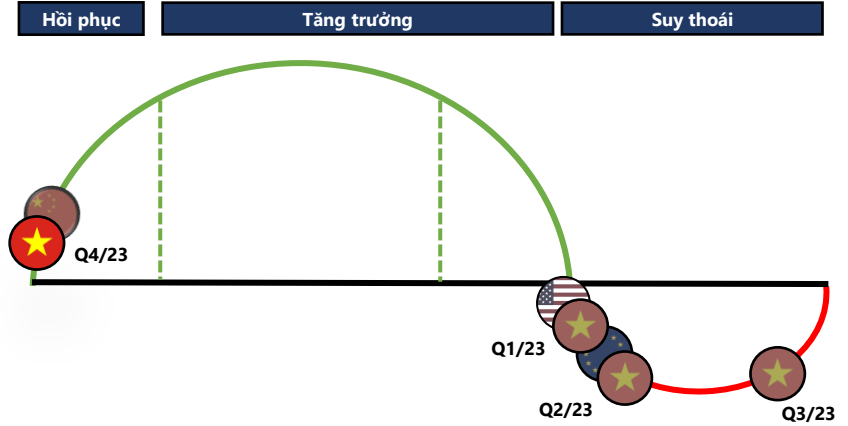
**Bảng 3: Tóm tắt điều khoản tiêu biểu trong Luật kinh doanh BĐS (sửa đổi)**

Các khoản thay đổi	Nội dung chính	Tác động
Hợp đồng đặt cọc tối đa 5% (Khoản 5 Điều 23)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Chủ đầu tư dự án bất động sản chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán.</b></li> <li>- Giá trị thanh toán tối đa trước khi bàn giao là 50% giá trị nhà ở, công trình thuê mua.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đòi hỏi điều kiện tài chính tốt đối với chủ đầu tư. Thu hẹp tình trạng giàn trải dự án.</li> <li>- Khuyến khích phát triển các phân khúc có tỷ lệ hấp thụ tốt.</li> <li>- Hạn chế rủi ro cho bên mua.</li> </ul>
Siết phân lô bán nền đô thị loại III (Điều 31)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Không được chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho cá nhân tự xây nhà trong khu vực đô thị đặc biệt, loại I, II, và III.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kiểm soát quy hoạch chung theo từng địa phương</li> <li>- Tránh lãng phí nguồn lực đất đai, và tình trạng đầu cơ.</li> </ul>



## DSC duy trì đánh giá Việt Nam đang ở đầu chu kì phục hồi

Biểu đồ 19: Dự báo chu kỳ kinh tế Việt Nam năm 2023



**Kiểm soát tốt vĩ mô trong nước. Sức ép đến từ tác động bên ngoài. Tốc độ phục hồi có thể chậm lại...**

Ở thời điểm hiện tại, các chỉ báo kinh tế đã cho thấy các dấu hiệu tốt/xấu đan xen như:

- PMI suy giảm mạnh, khu vực sản xuất không ổn định, số lượng đơn hàng giảm.
- Tỷ lệ giải ngân đầu tư công tiếp tục duy trì cao.
- Nguồn vốn FDI tiếp tục tăng trưởng ổn định.
- Tỷ giá hạ nhiệt, dự báo tiếp tục xu hướng giảm tới Q1.24
- Lãi suất huy động & cho vay đã giảm mạnh.
- Thị trường trái phiếu khởi thông.

Diễn biến vĩ mô tháng 11 không có nhiều sự thay đổi. Sức cầu nội địa ghi nhận ở mức ảm đạm, thể hiện qua sự yếu ớt của tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng dịch vụ bán lẻ. Một số chỉ tiêu về sản xuất (PMI) và xuất khẩu ghi nhận sự thu hẹp trong tháng, được cho là đã chịu tác động khách quan từ xu hướng phục hồi toàn cầu, đặc biệt là rủi ro gia tăng từ phía Trung Quốc.

Tuy nhiên, Việt Nam vẫn đảm bảo những điều kiện phục hồi (như đã đề cập). Do đó, chúng tôi duy trì đánh giá Việt Nam đang ở đầu chu kỳ phục hồi, và có thể sẽ phục hồi chậm hơn do bối cảnh kinh tế thế giới đang thể hiện kém hơn dự báo.

## Lời kết

### 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 Quốc Văn,**  
Chuyên viên phân tích  
linh.ltk@dsc.com.vn

**Nguyễn Minh Tuấn,**  
Chuyên viên phân tích  
tuan.nm@dsc.com.vn

**Lê Thiên Hương,**  
Chuyên viên phân tích  
huong.lt@dsc.com.vn

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

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

Room tư vấn DSC

