



Phòng Phân tích  
[research@gtjas.com.vn](mailto:research@gtjas.com.vn)  
30/10/2024

### Cập nhật Vĩ mô Việt Nam quý 3 và đánh giá các sự kiện quan trọng:

#### *Tổng hợp thông tin chính:*

- Các nền kinh tế lớn trên thế giới bước vào quý 4 với nhiều sự kiện quan trọng sẽ diễn ra như bầu cử Tổng thống Mỹ, bầu Thủ tướng Nhật Bản, Trung Quốc đưa ra gói chính sách thúc đẩy kinh tế
- Kinh tế Mỹ đang tăng trưởng ổn định, thị trường kỳ vọng Mỹ có thể tăng tốc trong những năm tới trong khi Trung Quốc đang có dấu hiệu tạo đáy và phục hồi. Nhật Bản ngược lại vẫn đang trong giai đoạn bình thường hóa khỏi chính sách tiền tệ siêu nới lỏng thập kỷ trước.
- Kinh tế Việt Nam tăng trưởng tốt trong quý 3, lạm phát được kiểm soát chặt chẽ. Mặc dù vậy về cuối quý do thiên tai có một số dấu hiệu giảm tốc cần quan sát kỹ hơn
- Dù nền kinh tế thực vẫn ổn định, do tác động của các yếu tố bất định quốc tế, thị trường tài chính tiền tệ Việt Nam đang có những sức ép nhất định. NHNN Việt Nam đang điều tiết một cách nhịp nhàng nhưng áp lực vẫn chưa được xóa bỏ.
- Thị trường chứng khoán tiếp tục có định giá hấp dẫn. Nhà đầu tư có thể tận dụng các biến động ngắn hạn để gia tăng trạng thái.

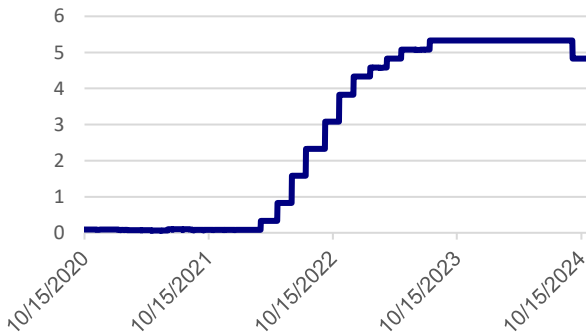


## VĨ MÔ QUỐC TẾ

**Tại Mỹ**, thông tin quan trọng nhất của thị trường tài chính trong tháng 9 là việc cuộc họp Ủy ban thị trường Mở (FOMC) của Mỹ đã kết thúc với việc cắt giảm lãi suất ở mức rất cao là 0.5%. Trước cuộc họp, thị trường đã có nhiều đồn đoán về mức cắt giảm kỷ lục này, khi mà thông thường trong các giai đoạn trước FOMC thường đưa ra các quyết định liên quan tới lãi suất với mức điều chỉnh thấp hơn là 0.25%.

Việc cắt giảm lãi suất được coi là một hành động thận trọng của Cục dự trữ Liên bang (Fed) do lạm phát đang có xu hướng giảm dần, và nền kinh tế có dấu hiệu giảm tốc. Thống đốc Fed Powell cho rằng đây là việc Fed điều chỉnh lãi suất về mức trung tính, sau khi việc nâng lãi suất và thắt chặt tiền tệ đã đạt được mục tiêu là nhanh chóng kìm chế lạm phát. Sau cuộc họp, các nhà đầu tư trên thị trường đưa ra những dự báo rất mạnh mẽ về tiến trình cắt giảm lãi suất của Fed trong phần còn lại của 2024 và 2025, theo đó lãi suất sẽ được cắt giảm khoảng 0.5% nữa trong năm 2024, đi kèm với đó là 1.0% trong năm 2025 và 0.5% trong năm 2026.

Lãi suất chính sách Fed (%)



Chỉ số PCE (% yoy) - thước đo lạm phát Fed



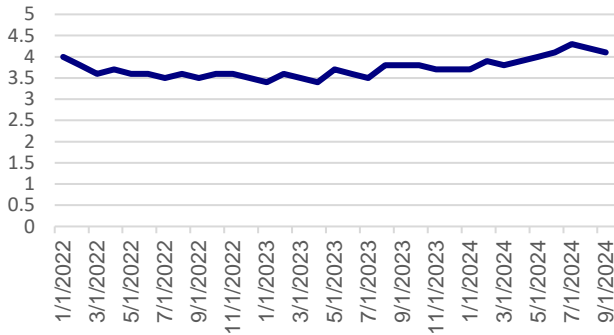
Nguồn: Federal Reserve Economic Data, Bureau of Economic Analysis, GTJA RS team

Mặc dù vậy, với việc cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ đang đến gần, động thái của Fed có thể bị coi là một hành động có tính chính trị khi tạo ra lợi thế về kết quả kinh tế cho Đảng cầm quyền là Đảng Dân chủ và ứng viên Tổng thống Mỹ Kalama Harris. Cựu Tổng thống Donald Trump và cũng là ứng viên của Đảng Cộng hòa lần này cũng đã có phát biểu cảnh báo Fed không nên có những động thái mang tính chính trị trước cuộc bầu cử.

Ngay sau lần cắt giảm lãi suất tháng 9 của Fed, thị trường đã có những biến động rất bất ngờ. Do lạm phát có xu hướng nhích nhẹ trở lại, trong khi tình hình hình kinh tế Mỹ có những diễn biến khởi sắc khi tỷ lệ thất nghiệp giảm, thu nhập theo giờ tăng và doanh số bán lẻ cũng như bán BDS được cải thiện, nhiều nhà đầu tư đã đảo ngược dự báo và không còn kỳ vọng vào một lộ trình cắt giảm lãi suất mạnh mẽ của Fed trong phần còn lại của 2024 cũng như 2025 nữa.



Tỷ lệ thất nghiệp Mỹ (%)



CPI Mỹ (% yoy)

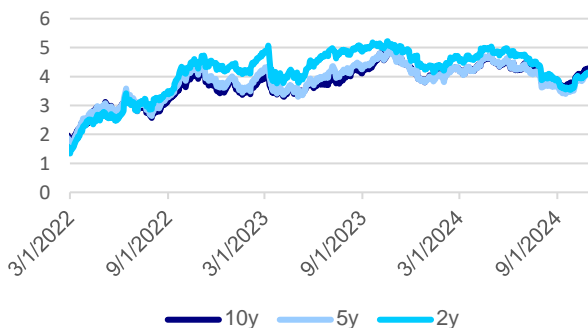


Nguồn: Bureau of Labor Statistics, GTJA RS team

Ứng viên Tổng thống Donald Trump cũng đang có lợi thế ở một số bang chiến địa, và ông này đã có một số trao đổi ngầm ám chỉ về việc sẽ thay đổi người đứng đầu Fed nếu ông đắc cử. Thị trường Mỹ đang có những biến động bất thường sau các diễn biến gần đây, khi lợi suất trái phiếu trung dài hạn bật tăng mạnh mẽ. Lợi suất trái phiếu 10 năm của Kho bạc đã vượt mốc 4.2% lần đầu tiên sau nhiều năm, đồng thời các kỳ hạn 2 năm và 5 năm cũng gia tăng. Lợi suất trái phiếu dài hạn nhìn chung dịch chuyển cùng kỳ vọng về tăng trưởng, lạm phát và cho thấy dường như các nhà đầu tư đang đặt cược lớn vào khả năng đắc cử của ông Donald Trump cũng như những tác động tích cực về kinh tế của chính sách ông đưa ra.

Không chỉ có lợi suất trái phiếu mà đồng USD cũng tăng giá mạnh mẽ so với các đồng tiền khác khi các nhà đầu tư đổ tiền vào thị trường Mỹ để hưởng mức lãi suất cao. Mặc dù vậy, việc USD tăng cao cũng như lợi suất trái phiếu dài hạn tăng ngược chiều với lãi suất ngắn hạn (xu hướng giảm khi Fed giảm lãi suất) là một dấu hiệu bất thường, đồng thời cũng có những tác động tiêu cực tới nền kinh tế có tỷ lệ nợ/GDP cao như của Mỹ khi làm tăng lãi suất với các khoản vay của chính phủ cũng như tăng nhập khẩu và giảm sự cạnh tranh của hàng hóa Mỹ.

Lãi suất TPCP Mỹ các kỳ hạn (%)



Chỉ số Dollar Index DXY



Nguồn: Bloomberg Terminal, GTJA RS team



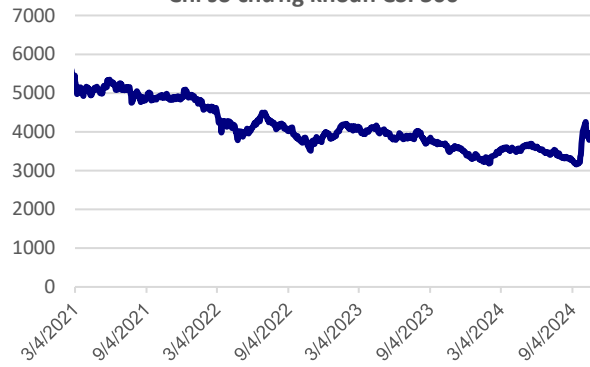
**Tại thị trường Trung Quốc**, chỉ số lạm phát tiếp tục tăng thấp hơn kỳ vọng, cho thấy nguy cơ giảm phát tại thị trường này vẫn chưa hoàn toàn được xóa nhòa. GDP trong quý 3 của Trung Quốc đạt mức tăng 4.6%, thấp hơn so với quý trước (4.7%) nhưng vẫn cao hơn kỳ vọng khoảng 4.5%. Hiện tại Trung Quốc vẫn kiên định với mục tiêu tăng trưởng GDP 5.0% cho năm 2024 và đã tung ra nhiều biện pháp kích thích tài khóa cũng như tiền tệ để hỗ trợ cho mục tiêu này.

Cụ thể NHTW Trung Quốc đã đưa ra các gói nới lỏng tiền tệ chưa từng có trong lịch sử, qua đó cho phép các quỹ đầu tư, các công ty chứng khoán sử dụng chứng chỉ quỹ như ETF để thế chấp với PBoC, đồng thời giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng như giảm lãi suất vay thế chấp BDS. Các biện pháp này của PBoC đã mang lại kết quả tích cực khi thị trường chứng khoán Trung Quốc bùng nổ, thu hút sự qua tâm của các nhà đầu tư trong và ngoài nước bao gồm cả khách hàng lẻ lẫn các định chế lớn.

Lạm phát Trung Quốc (% yoy)



Chỉ số chứng khoán CSI 300



Nguồn: Bloomberg, Tổng cục Thống kê quốc gia Trung Quốc, GTJA RS team

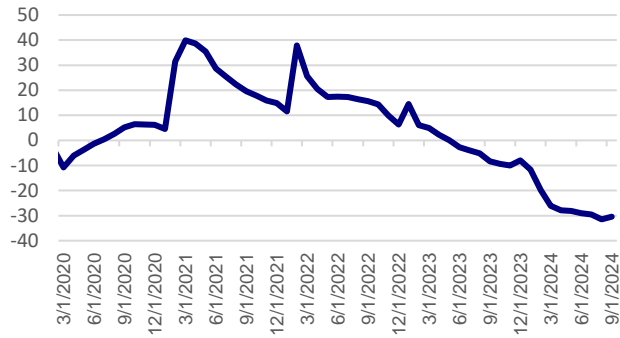
Bên cạnh việc gia tăng mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, tỷ lệ thất nghiệp gần đây của Trung Quốc cũng có xu hướng giảm. PBoC cũng tiếp tục mạnh mẽ cắt giảm các lãi suất cho vay của thị trường, qua đó củng cố lòng tin vào quyết tâm đưa nền kinh tế ra khỏi trạng thái trì trệ của chính phủ Trung Quốc. Tuy nhiên, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Trung Quốc vẫn đang trong xu thế giảm gần đây và có thể sẽ càng suy yếu nếu ông Donald Trump với quan điểm cứng rắn với Trung Quốc đặc cử, sẽ có thể gây ra khó khăn và kéo dài giai đoạn tái cấu trúc, phục hồi của Trung Quốc.



Tỷ lệ thất nghiệp Trung Quốc (%)



Lũy kế FDI hàng năm (% yoy)

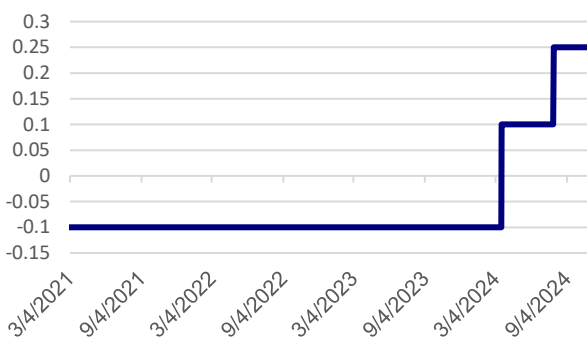


Nguồn: Bloomberg, Tổng cục Thống kê quốc gia Trung Quốc, GTJA RS team

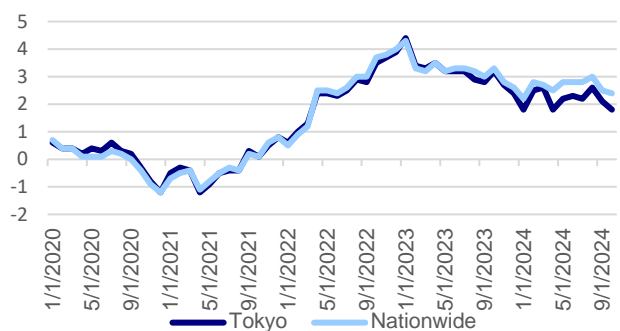
**Đối với Nhật Bản**, tình hình tại quốc gia này cũng có những biến động khó lường. Lạm phát tại Nhật trong các tháng gần đây đang có xu hướng tăng cao hơn so với kỳ vọng, khi chỉ số CPI lõi Tokyo đạt mức 1.8% so với dự báo 1.7% trong khi lạm phát lõi quốc gia cũng ở mức 2.4% so với 2.3%. Điều này có thể thúc đẩy NHTW Nhật Bản (BOJ) tiếp tục tăng lãi suất trong các kỳ họp tới, mặc dù cũng có những quan ngại về việc tăng lãi suất liên tục từ BOJ sẽ gây ra biến động tiêu cực trên thị trường tài chính toàn cầu như đã từng xảy ra vào giữa năm nay.

Bên cạnh diễn biến nền kinh tế, chính trường Nhật Bản cũng có những diễn biến mới. Sau khi nguyên Thủ tướng Nhật Kishida không tiếp tục tranh cử, mở đường cho Đảng của ông đề cử ông Ishiba giữ chức Thủ tướng, thì Đảng LDP và liên minh sau 15 năm đã không còn chiếm được đa số tại Hạ viện Nhật. Bước lùi này của LDP là kết quả của một số vụ scandal gần đây của Đảng, và có thể dẫn tới việc ông Ishiba không giữ được ghế Thủ tướng trong cuộc bầu cử đặc biệt diễn ra vào ngày 11.11 tới đây.

Lãi suất chính sách BOJ (%)



Lạm phát Nhật Bản (% yoy)



Nguồn: Bloomberg, GTJA RS team



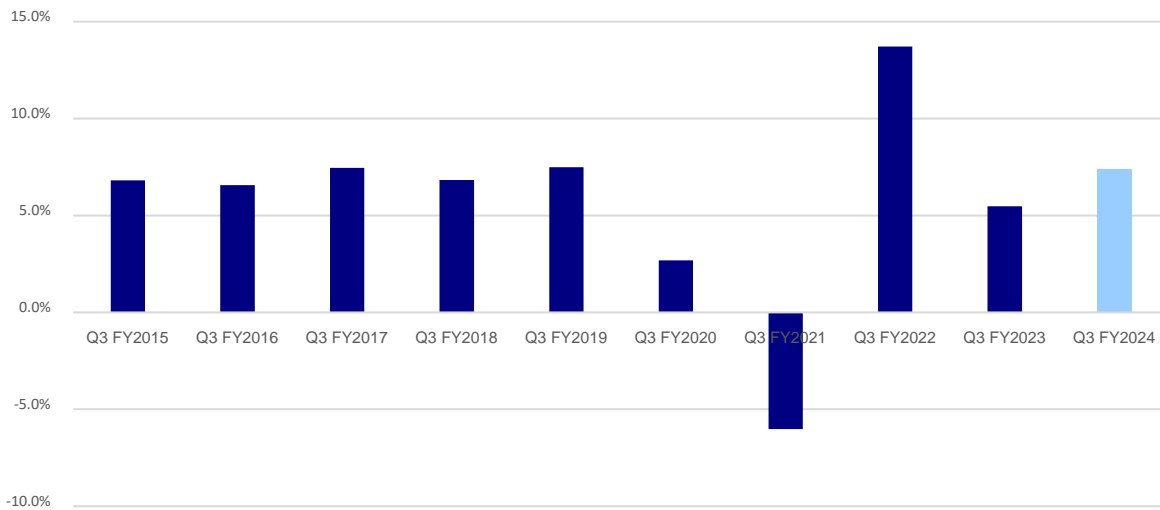
## VIỆT NAM

Trong tháng 10, Tổng cục Thống kê Việt Nam đã công bố tăng trưởng GDP quý 3, theo đó nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng đột phá 7.4% trong quý này, cao hơn nhiều so với mức kỳ vọng trước đó, đặc biệt khi Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề từ bão Yagi vào đầu tháng 9 với dự kiến làm GDP giảm khoảng 0.15%. Nhìn chung Công nghiệp và Dịch vụ vẫn là những lĩnh vực đầu tàu, chiếm tỷ trọng lớn nhất của nền kinh tế trong Q3 cũng như đạt được mức tăng trưởng cao (9.1% và 7.5%) hơn so với mức trung bình 7.4% của cả nền kinh tế.

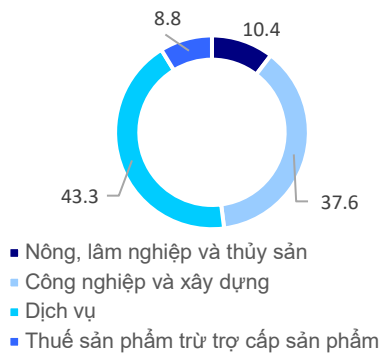
## GDP

Với việc **tăng trưởng GDP** đạt mức cao 7.4%, dự kiến tăng trưởng cả năm 2024 của Việt Nam nằm trong khoảng 6.8-7.0% cho cả năm, là mức cao thứ 2 trong 5 năm trở lại đây chỉ sau mức tăng trưởng 2022 (8.02%) do nền kinh tế mở cửa trở lại sau giãn cách Covid vào năm 2021. Với việc tăng trưởng gần 7.0% trong năm 2024, Việt Nam sẽ vững bước trở thành nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất khu vực Đông Nam Á, và chỉ đứng sau tốc độ tăng của Ấn Độ trong các nền kinh tế có quy mô tương đối tại châu Á theo dự báo của IMF.

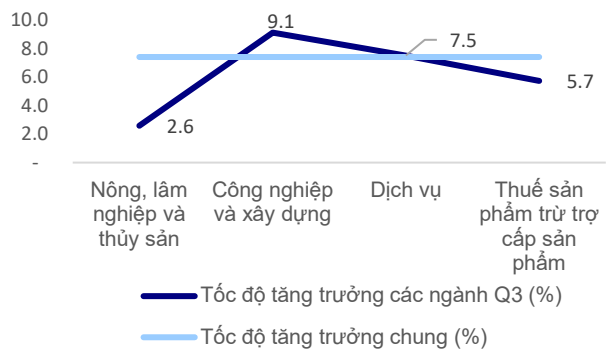
Tăng trưởng GDP Việt Nam theo quý (%)



Tỷ trọng GDP Q3 (%)



Tốc độ tăng trưởng từng ngành



Nguồn: TCTK, GTJA RS team



## Sản xuất công nghiệp

Sản lượng công nghiệp trong tháng 9 có sự phục hồi so với tháng trước đó. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) trong tháng đạt mức tăng 10.8% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn mức trung bình năm nay là 8.6%. Kết quả này hết sức tích cực trong bối cảnh sản xuất công nghiệp của Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề từ bão Yagi, khiến một số trung tâm công nghiệp tại Hải Phòng và Quảng Ninh phải tạm ngừng sản xuất để tránh bão cũng như dọn dẹp sau bão. Hoạt động logistic cũng bị ảnh hưởng từ 1-2 tuần giai đoạn bão do ngập lụt và giao thông không thuận tiện.

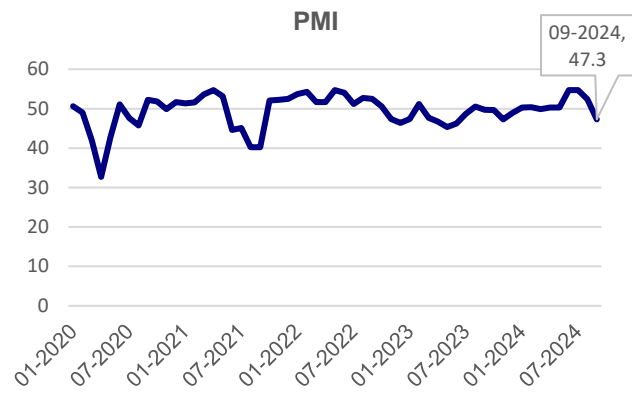
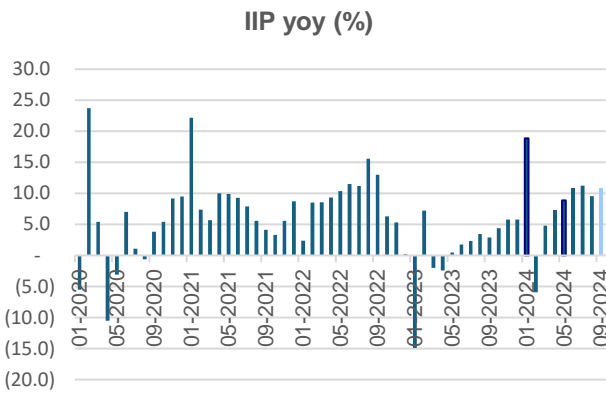
Trong cơ cấu của Công nghiệp, ngành Công nghiệp Chế biến, chế tạo tiếp tục là động lực quan trọng nhất của ngành, tăng trưởng 13.1% trong tháng 9 so với cùng kỳ 2023. So với tháng trước, ngành này đã tăng tốc từ mức 9.1% của tháng trước đó, vượt xa mức tăng trung bình 9.9% của ngành trong 9 tháng đầu 2024. Tính trong quý 3, ngành này tăng trưởng khoảng 11.9%, cũng cao hơn so với mức 6.0% của quý 1 và 11.6% của quý 2 năm nay.

Bên cạnh đầu tàu Công nghiệp Chế biến, chế tạo, ngành Cung cấp nước, quản lý và xử lý rác thải, nước thải cũng có đột phá trong tháng 9 và trong quý 3. Tính trong tháng 9 ngành này tăng trưởng 15.2%, thậm chí còn cao hơn tốc độ của Công nghiệp Chế biến, chế tạo dù tỷ trọng nhỏ hơn. Tính trong quý 3, ngành này cũng tăng trưởng nhanh nhất với tốc độ 16.8%, so với mức khiêm tốn 4.8% trong quý 1 và 7.8% trong quý 2.

Trong khi đó, ngành Sản xuất và phân phối điện tăng trưởng tương đối nhẹ nhàng 6.4% trong tháng 9, và giảm tốc đôi chút ở quý 3 đạt 8.0% trong khi đã đạt mức 12.7% quý 1 và 13.0% quý 2. Với việc đường dây 500KV mạch 3 đi vào hoạt động gần đây, chắc chắn Sản xuất và phân phối điện sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững và đóng góp lớn vào sự phát triển của Việt Nam.

Trong tháng 9, có xuất hiện dấu hiệu suy yếu của hoạt động sản xuất tại Việt Nam khi PMI chỉ đạt mức 47.3 điểm, cho thấy có xu hướng co hẹp nhẹ của các đơn vị được khảo sát bởi S&P. Nhiều khả năng đây là do tác động tiêu cực của bão Yagi khiến các cơ sở bị sụt giảm sản lượng cũng như tạm ngưng nhận đơn hàng mới. Hoạt động mua hàng của các công ty cũng lần đầu tiên giảm sút sau 6 tháng, do đơn hàng giảm.

Mặc dù có sự sụt giảm, các công ty khảo sát cũng cho biết tâm lý kinh doanh vẫn ở mức cao, và kỳ vọng đơn hàng sẽ tăng mạnh trở lại trong năm tới khi các tác động tiêu cực ngắn hạn trôi đi. Với việc khối lượng tồn đọng vẫn đang tăng do sản xuất ngừng trệ trong bão, tăng trưởng sản xuất vẫn sẽ được đảm bảo ở mức nhất định trước khi bước vào chu kỳ gia tăng mới của năm 2025. Tuy nhiên, với các biến động phức tạp của thị trường quốc tế đặc biệt là ở các nền kinh tế hàng đầu như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, cần phải tiếp tục theo dõi sát các số liệu trước khi rút ra kết luận chắc chắn nào.



Nguồn: TCTK, S&P Global, GTJA RS team

## Tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ

Tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tháng 9 ước đạt 535.8 nghìn tỷ đồng, tăng 7.6% so với cùng kỳ 2023. Như vậy bán lẻ tiếp tục giảm tốc trong tháng 9, tính trong cả quý tốc độ tăng trưởng bán lẻ chỉ đạt 8.4% so với 9.1% trung bình quý 2 và 8.8% cả năm 2024. Nếu loại trừ yếu tố giá, tốc độ tăng trưởng bán lẻ đạt khoảng 5.8%, cao hơn so với mức 5.2% của tháng 8 và cũng là mức cao nhất trong năm nay. Mặc dù vậy, năm 2024 mức tăng thực của doanh số bán lẻ nằm trong khoảng 5-6%, thấp hơn so với mức 8-9% những năm gần đây.

Bán lẻ hàng hóa vẫn là ngành tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh số bán lẻ, chiếm 77.2% tổng mức bán lẻ, tăng trưởng 7.7% so với cùng kỳ 2023 và vẫn tương đương mức tăng của ngành này trong 2024 là 7.9%. Mặc dù vậy, trong tháng 9 dịch vụ lưu trú, ăn uống chỉ tăng 7.9% so với mức trung bình 13.6% trong 2024, và lữ hành chỉ tăng 1.9% so với trung bình 16.7% của 2024. Hai lĩnh vực này nhiều khả năng cũng chịu ảnh hưởng nghiêm trọng của bão Yagi dẫn tới sự sụt giảm mạnh mẽ, kéo theo giảm tốc của tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ. Tuy nhiên với việc các công tác phục hồi sau bão đã được triển khai quyết liệt, có thể tin rằng tình hình sẽ được cải thiện trong Q4 này.

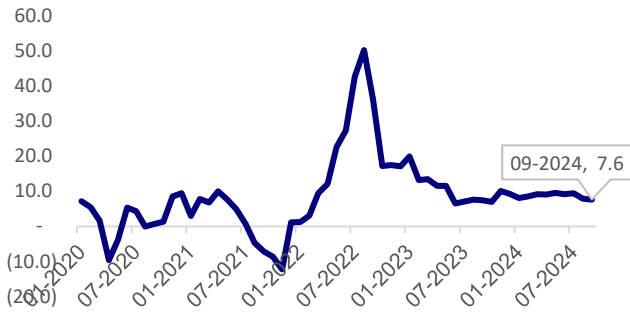
Một tín hiệu tích cực khác của nền kinh tế là trong tháng 9, Việt Nam đón khoảng 1.3 triệu lượt khách du lịch nước ngoài, tăng 20.9% so với cùng kỳ 2023. Mức tăng này tích cực hơn trong tháng 8 khi số khách du lịch tới Việt Nam chỉ tăng 17.7% và cũng là mức tăng cao nhất trong 3 tháng gần đây. Như vậy, du lịch Việt Nam đã có sự phục hồi vững chắc và tăng trưởng khách du lịch 9 tháng đầu năm đạt khoảng 43% so với cùng kỳ 2023.

Đóng góp lớn nhất với tỷ trọng khách du lịch là các du khách Châu Á, với Trung Quốc (24.3% tổng số khách châu Á) và Hàn Quốc (33.6%) là những quốc gia ưa chuộng điểm đến Việt Nam nhất. Trung Quốc cũng là thị trường có tốc độ tăng du khách lớn nhất trong tháng 9 (49.4%) và năm 2024 (241%) cho thấy vai trò quan trọng của quốc gia này với sự phát triển của Việt Nam. Với tốc độ hiện tại, nhiều khả năng khách du lịch Trung Quốc sẽ chiếm tỷ trọng lớn nhất với du lịch Việt Nam ngay trong năm 2025 tới đây.

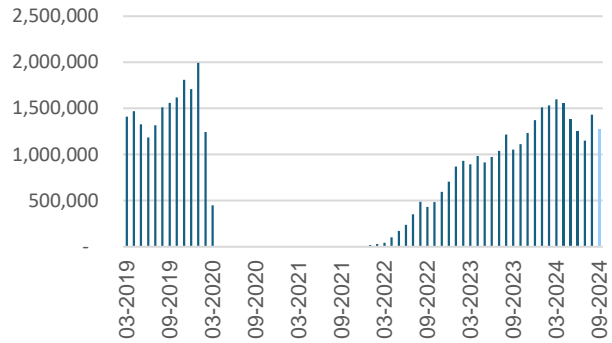




Tăng trưởng tổng mức bán lẻ HH và DV  
yoy (%)



Lượt khách du lịch nước ngoài



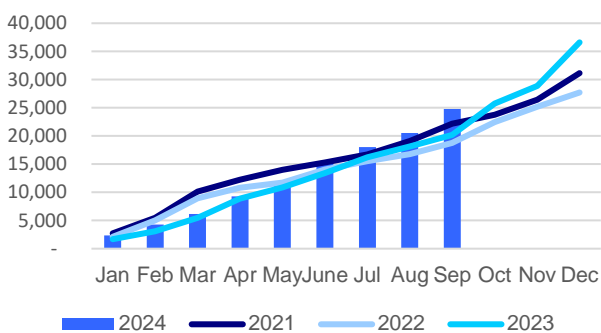
Nguồn: TCTK, GTJA RS team

## FDI

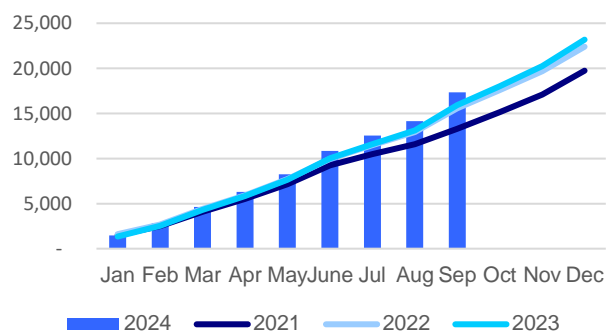
Trong tháng 9 Việt Nam thu hút thêm được 4.3 tỷ USD FDI cam kết, đưa tổng FDI đăng ký trong năm nay lên mức 24.8 tỷ USD. Đây là mức FDI đăng ký cao kỷ lục, vượt xa mức 22.1 tỷ USD của 9 tháng 2021. Với kết quả này, FDI đăng ký trong 9 tháng đầu năm 2024 đã tăng trưởng 22.6%, tiếp tục khẳng định sự hấp dẫn của Việt Nam với các nhà sản xuất quốc tế. Với các trọng tâm hiện đại hóa, xanh hóa nền sản xuất trong nước và tham gia sâu rộng cũng như dịch chuyển lên các bậc cao hơn trong chuỗi cung ứng sản xuất quốc tế, có thể tin tưởng Việt Nam sẽ có những bước chuyển mình trong những năm tới đây.

Giải ngân FDI trong tháng Chín đạt 3.5 tỷ USD, phù hợp với việc gia tăng mạnh mẽ của FDI cam kết, đưa tổng giải ngân FDI trong năm 2024 lên mức 174.3 tỷ USD. Như vậy, FDI giải ngân đã tăng khoảng 9.0% tiếp tục củng cố năng lực sản xuất cũng như tạo ra cơ hội tiếp thu công nghệ, năng lực sản xuất và cải tiến nền kinh tế cho Việt Nam.

Lũy kế FDI đăng ký hàng năm (triệu USD)



Lũy kế FDI giải ngân hàng năm (triệu USD)



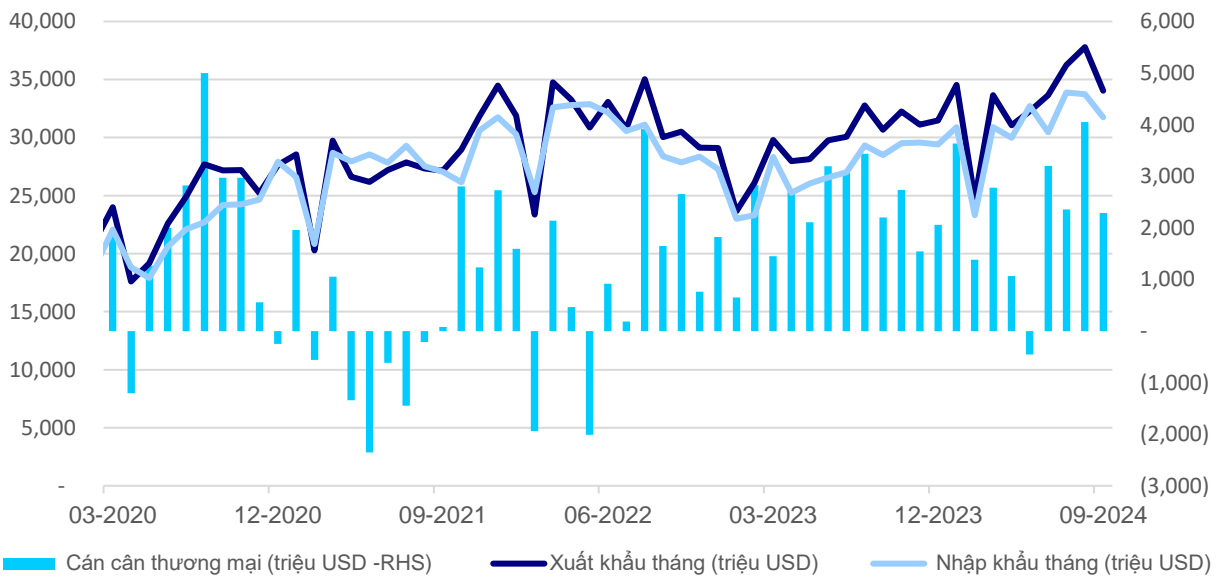
Nguồn: Bộ KHĐT, GTJA RS team

## Xuất nhập khẩu

Xuất nhập khẩu trong tháng Chín vẫn tăng trưởng tích cực, tuy nhiên tốc độ có phần giảm nhiều khả năng do gián đoạn giai đoạn bão. Xuất khẩu trong tháng ước đạt 34.05 tỷ USD, tăng 10.7% so với cùng kỳ 2023. Trong khi đó nhập khẩu đạt 31.76 tỷ USD, tăng 11.1%. Cán cân thương mại trong tháng duy trì thặng dư ở mức 2.3 tỷ USD, bổ sung tích cực cho cán cân thanh toán giúp ổn định kinh tế vĩ mô.

Tính đến hết tháng 9, xuất khẩu năm nay đã đạt 297.9 tỷ USD, tăng 14.7% so với cùng kỳ 2023. Nhập khẩu cũng đạt 277.6 tỷ USD, tăng 16.8%. Năm nay nền kinh tế Việt Nam dự kiến xuất siêu 20.3 tỷ USD, là mức xuất siêu kỷ lục trong nhiều năm cho thấy vai trò ngày càng cao của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

Tuy nhiên, với việc các quốc gia gần đây đang gia tăng áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại, áp đặt các hàng rào thuế quan và phi thuế quan cùng với khả năng ứng viên Donald Trump trở thành tổng thống Mỹ và tiếp tục các chương trình nghị sự theo hướng thúc đẩy cân bằng thương mại với Mỹ, Việt Nam sẽ đối mặt với thách thức để có thể duy trì cán cân thương mại thặng dư tích cực như thời gian qua. Hiện Mỹ đang là đối tác xuất siêu lớn nhất của Việt Nam, với mức xuất siêu vào Mỹ khoảng 104 tỷ USD trong năm 2023 và nằm trong top 3 quốc gia có xuất siêu vào Mỹ lớn nhất.

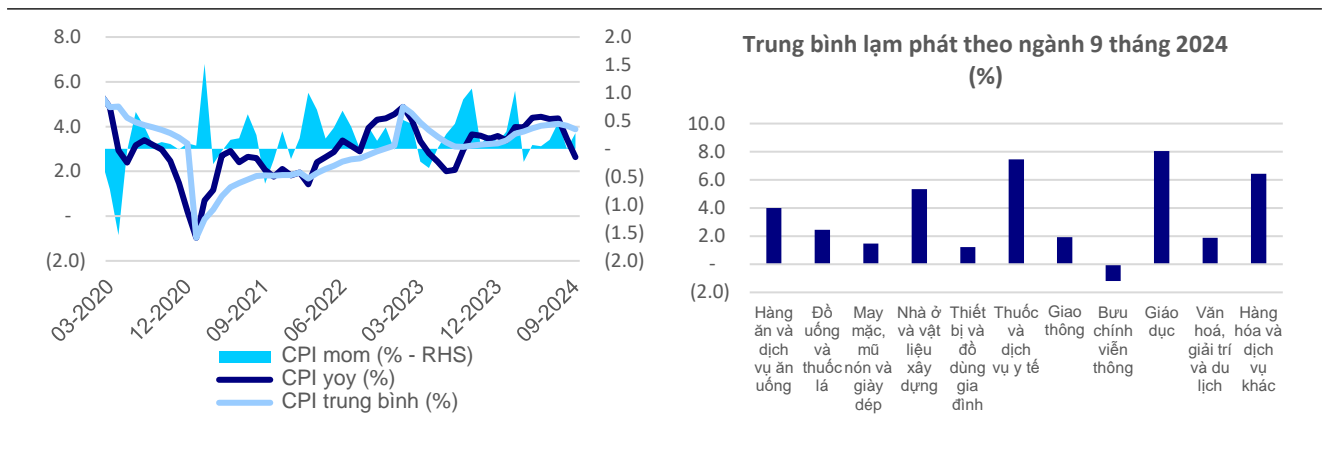


Nguồn: Hải quan Việt Nam, Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

## Lạm phát trong tầm kiểm soát nhưng dự kiến áp lực gia tăng trong những tháng tới

Chỉ số CPI tháng này chỉ tăng 2.63% so với cùng kỳ 2024, giảm mạnh so với mức đỉnh 4.44% của tháng Năm. Như vậy, lạm phát trung bình năm nay chỉ còn ở mức 3.88%, thấp hơn so với mức trần các năm trước (4.0%) và an toàn với chi tiêu năm nay (thấp hơn 4.5%). Yếu tố giúp ổn định lạm phát quan trọng nhất trong tháng là sự sụt giảm của giá xăng, phù hợp với xu hướng giảm giá dầu trên thế giới. Nhờ sự giảm giá mặt hàng quan trọng này, chỉ số CPI đối với lĩnh vực giao thông giảm 5.33% so với cùng kỳ 2023, cùng với việc lĩnh vực thông tin liên lạc có chi phí giảm dần do sự phát triển của công nghệ và cơ sở hạ tầng (giảm 0.42% so với cùng kỳ 2023, trung bình 9 tháng giảm 1.19%) đã giải tỏa áp lực về lạm phát, dù nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng ấn tượng và chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng.

Mặc dù vậy, do giá điện gần đây được điều chỉnh tăng khoảng 4.8%, nên CPI nhiều khả năng sẽ không giảm sâu trong những tháng tới mà duy trì quanh mức 3.5-4.0%. Nhìn chung, mức tăng này của CPI là hợp lý và nằm trong tính toán của các cơ quan quản lý, tiếp tục là yếu tố tích cực cho ổn định vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng của Việt Nam.



Nguồn: TCTK, GTJA RS team

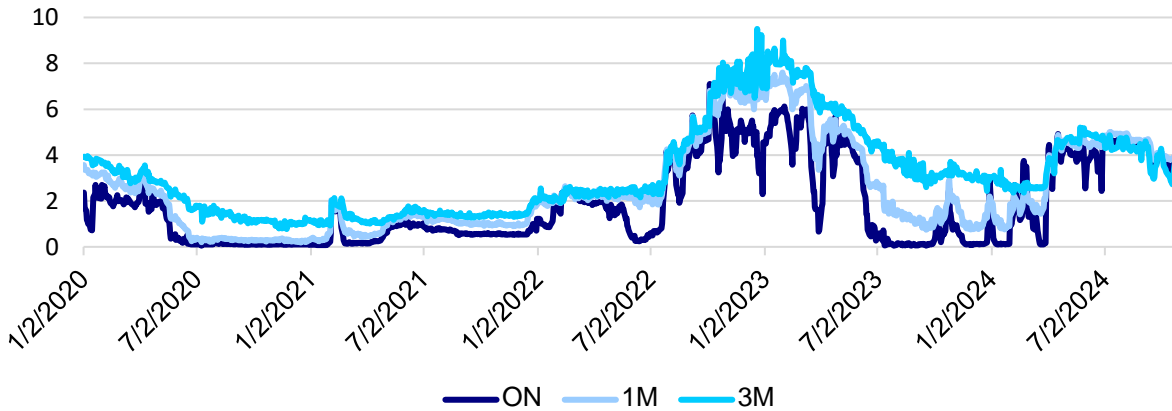
Theo thông tin từ Tổng cục Thống kê, tín dụng cuối tháng 9 đạt khoảng 8.53-9.0%, hết sức tích cực so với chỉ tiêu 15% năm nay. Với tốc độ tăng trưởng này, việc tăng trưởng tín dụng phù hợp với mục tiêu đề ra đầu năm là hoàn toàn nằm trong tầm tay của NHNN và các tổ chức tín dụng.

Bên cạnh việc tín dụng tăng trưởng tích cực, góp phần không nhỏ vào sự phát triển của kinh tế Việt Nam, theo SBV tổng số dư huy động toàn hệ thống đang thấp hơn tổng số dư tín dụng vào khoảng 200,000 tỷ VND. Con số này được bù đắp thông qua vốn chủ sở hữu của ngân hàng, và vì vậy không có áp lực thanh khoản hay rủi ro lên hệ thống.

Mặc dù vậy, tình hình huy động vốn cho nền kinh tế từ phía các NHTM dường như đang có phần chậm so với tín dụng. Do tín dụng dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 4 (khoảng 6% trong quý so với mức 8.5-9% cho cả 9 tháng đầu năm), như vậy huy động vốn cần phải được cải thiện mạnh thông qua việc gia tăng lãi suất và tối ưu hóa các nguồn vốn nội bộ từ phía các tổ chức tín dụng.

Việc lãi suất gia tăng có thể sẽ gây áp lực nhất định lên các tổ chức có tỷ lệ nợ cao hoặc bảng cân đối tài chính thiếu lành mạnh, tuy nhiên đây sẽ là hiện tượng mang tính cục bộ và có ảnh hưởng hạn chế tới toàn bộ thị trường do các doanh nghiệp Việt Nam đã chủ động tích cực tái cơ cấu trong 2 năm gần đây.

Diễn biến lãi suất Vnibor (%)



Nguồn: Bloomberg, GTJA RS team

### Sức ép tỷ giá quay trở lại

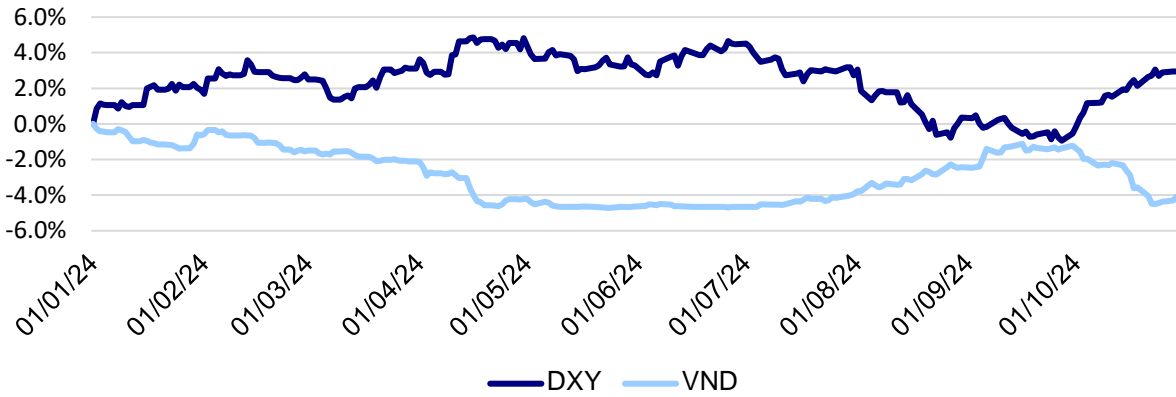
Mặc dù tiếp tục được hỗ trợ bởi cán cân thương mại thặng dư và dòng vốn FDI, việc đồng USD tăng giá mạnh khi lợi suất tại Mỹ tăng cao đã gây áp lực đáng kể lên VND, khiến nội tệ của Việt Nam mất giá trở lại vào đầu tháng 10. Có thời điểm tỷ giá đã chạm mức giảm cao nhất hồi giữa năm, mặc dù sau đó ổn định trở lại nhờ sự can thiệp kịp thời của NHNN

Dự kiến trong thời gian tới tỷ giá có xu hướng neo ở mức cao do có đang có nhu cầu thanh toán của các tổ chức theo kế hoạch, đồng thời việc nhập khẩu cho sản xuất cuối năm cũng sẽ làm tăng lượng mua ngoại tệ trong ngắn hạn. Ở chiều ngược lại NHNN Việt Nam đã can thiệp nhanh chóng cũng như bằng các biện pháp linh hoạt, quyết liệt ổn định thị trường nên sẽ không có những tác động tiêu cực lớn trong năm nay.

Nhìn theo chiều dài hơn, áp lực lên VND sẽ gia tăng do sức mạnh của USD cũng như lợi suất dài hạn tại Mỹ. Điều này có thể làm hạn chế khả năng hỗ trợ kinh tế thông qua chính sách nới lỏng tiền tệ của SBV.



### Diễn biến các đồng tiền từ đầu năm 2024



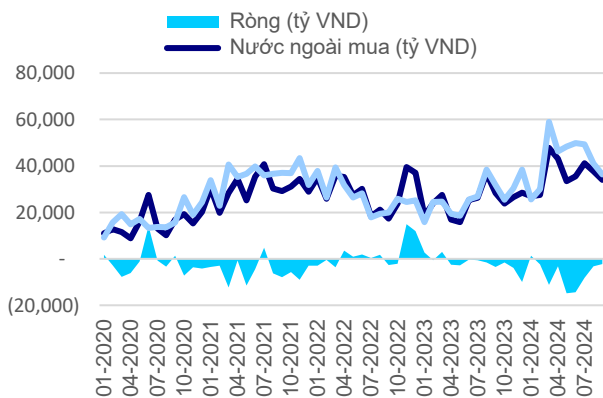
Nguồn: Bloomberg, GTJA RS team

### Diễn biến thị trường chứng khoán

Trong tháng Chín, đà bán ròng của nhà đầu tư ngoại tiếp tục suy yếu, chỉ còn bán ròng khoảng 2.3 nghìn tỷ VND so với mức bán ròng 3.3 nghìn tỷ trong tháng Tám. Đây cũng là mức bán ròng thấp so với đỉnh 14 nghìn tỷ vào các tháng giữa năm. Bên cạnh đó khoảng 2.7 nghìn tỷ là giao dịch thoái vốn của Commonwealth Bank sau nhiều năm đầu tư chiến lược vào ngân hàng VIB, và nếu loại trừ khối lượng này thì các nhà đầu tư ngoại trên sàn chứng khoán đã mua ròng trở lại trong tháng Chín. Nhìn chung đây cũng phù hợp với quan sát của chúng tôi khi các phiên mua ròng của nhà đầu tư ngoại đã trở lại nhiều hơn. Xu hướng này tiếp tục được quan sát thấy trong phần đầu tháng Mười.

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 9 và phần đầu tháng 10 vẫn dao động quanh vùng 1250-1300 điểm, mặc dù có nhiều thông tin tích cực hỗ trợ. Nhiều khả năng đây là do tác động của dòng tiền yếu vào hoạt động đầu tư chứng khoán, do đã bị hút qua kênh sản xuất kinh doanh từ việc tăng trưởng mạnh của tín dụng so với huy động vốn như đã đề cập. Với việc thanh khoản trên thị trường trở nên yếu đi từ tác động của dòng tiền gián tiếp giảm sút, nhiều khả năng thị trường chứng khoán sẽ chưa có đột phá trong thời gian ngắn hạn.

#### Giao dịch nhà đầu tư ngoại



#### Chỉ số VNIndex



Nguồn: Bloomberg, Sở CK Hồ Chí Minh, GTJA RS team

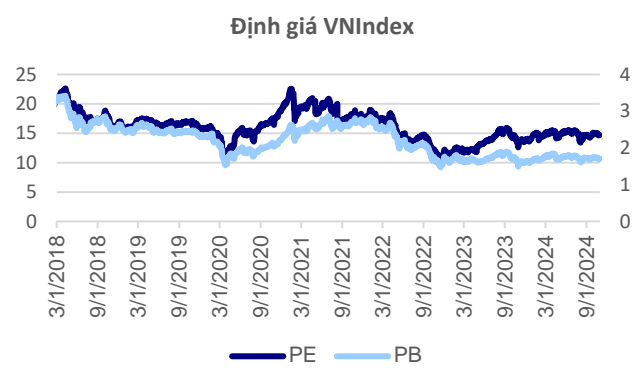
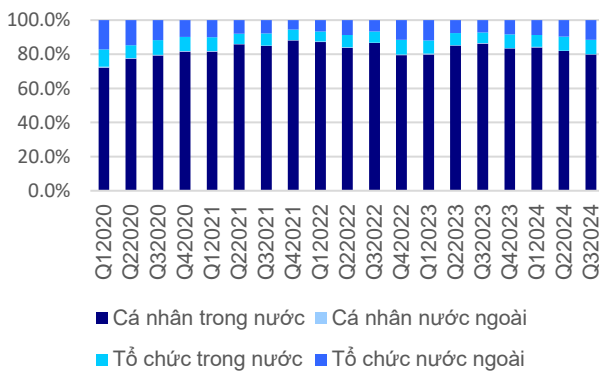


Nhìn từ góc độ vĩ mô và chính sách, nền kinh tế Việt Nam đang ở thời điểm rất hấp dẫn do tăng trưởng kinh tế cao, chính sách thu hút đầu tư hấp dẫn và quyết tâm mạnh mẽ phát triển thị trường tài chính đến từ Chính phủ và cơ quan quản lý. Việc lạm phát thấp cũng tạo điều kiện thuận lợi cho các chính sách khơi thông dòng tiền tại thời điểm phù hợp, tạo thuận lợi cho giao dịch trên thị trường.

Với mức định giá thấp trong lịch sử và các điều kiện thuận lợi của vĩ mô, chính sách, chúng tôi tiếp tục khẳng định sự hấp dẫn dài hạn của thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù vậy, sự thiếu vắng của các nhà đầu tư tổ chức với tầm nhìn và nguồn vốn dài hạn cũng các đánh giá chiều sâu trên thị trường là một điểm bất lợi, dẫn tới việc định giá trong ngắn hạn thấp hơn nhiều so với lịch sử.

Sự thiếu hụt của dòng tiền và các diễn biến khó lường của thị trường quốc tế cũng đóng góp thêm vào sự thiếu hiệu quả hiện tại của thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên chắc chắn đây là các yếu tố ngắn hạn và sẽ được cải thiện trong thời gian tới, đặc biệt là sau các cuộc bầu cử tại Mỹ hay Nhật trong tháng Mười Một.

Như vậy, thị trường hiện tại là cơ hội tốt cho các nhà đầu tư có hiểu biết và có nguồn vốn vững vàng. Các nhịp điều chỉnh tới đây sẽ là thời điểm rất thích hợp để gia tăng nắm giữ, và mang lại tỷ suất sinh lợi cao trong những năm tới đây.



Nguồn: Bloomberg, FiinPro, GTJA RS team



### XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Khuyến nghị	Định nghĩa
<b>Mua</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Tích lũy</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
<b>Giảm tỷ trọng</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
<b>Bán</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

### XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Xếp loại	Định nghĩa
<b>Vượt trội</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
<b>Kém hiệu quả</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

### KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

**Nguyễn Kỳ Minh**

Chief Economist

[minhmk@gtjas.com.vn](mailto:minhmk@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:706

**Trần Thị Hồng Nhung**

Deputy Director

[nhungtth@gtjas.com.vn](mailto:nhungtth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 - ext:703



LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP. HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	P9-10, Tầng 1, Charmvit Tower	Tầng 3, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q. 3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Điện thoại: (024) 35.730.073	Điện thoại: (028) 38.239.966
Email: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a> Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696