

- *Tăng trưởng kinh tế Q1/2024 phù hợp với kỳ vọng.*
- *Áp lực điều hành chính sách tiền tệ trong Q1/2024.*



Trần Thị Hà My

my.tth@vdsc.com.vn

Phạm Hữu Luân

luan.ph@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà

ha.ttn@vdsc.com.vn

Phan Thị Phương Thảo

thao.ptp@vdsc.com.vn

NỘI DUNG CHÍNH

KINH TẾ VIỆT NAM: KINH TẾ Q1/2024: NẮNG HẠNG CHỜ MƯA RÀO.....	3
✓ Tăng trưởng kinh tế Q1/2024 phù hợp với kỳ vọng	3
✓ Áp lực điều hành chính sách tiền tệ trong Q1/2024.....	4
ĐỒNG YÊN YẾU - XU HƯỚNG GIẢM LẠM PHÁT CÒN GẬP GHỀNH -GDP TRUNG QUỐC Q1/2024 TỐT HƠN DỰ KIẾN	7
✓ Đồng Yên yếu đi sau khi NHTW Nhật kết thúc chính sách lãi suất âm.....	7
✓ Hành trình giảm lạm phát ở Mỹ sẽ còn gập ghềnh.....	8
✓ Sự phục hồi kinh tế của Trung Quốc có thể vượt kỳ vọng trong Q1/2024.....	9
CHỈ SỐ VÍ MÔ VIỆT NAM THÁNG 03/2024	11
CHỈ SỐ VÍ MÔ THẾ GIỚI THÁNG 3	12

KINH TẾ VIỆT NAM: KINH TẾ Q1/2024: NẮNG HẠN CHỜ MƯA RÀO

- Tăng trưởng kinh tế Q1/2024 phù hợp với kỳ vọng
- Áp lực điều hành chính sách tiền tệ trong Q1/2024

Tăng trưởng kinh tế Q1/2024 phù hợp với kỳ vọng

Tăng trưởng GDP quý 1/2024 ước đạt 5,7%, mức tăng cao nhất trong quý 1 kể từ năm 2020 đến nay. Trong Q1/2024, ngành khai khoáng là ngành duy nhất ghi nhận tăng trưởng âm và hoạt động của ngành này đã suy giảm quý thứ ba liên tiếp. Nếu loại trừ đi nhóm ngành khai khoáng, tăng trưởng kinh tế đạt 5,9% so với cùng kỳ.

Hoạt động của ngành công nghiệp và xây dựng phục hồi và đóng góp 2,2 điểm % vào tăng trưởng. Tuy nhiên, mức phục hồi được ghi nhận là tương đối chậm trên cơ sở mức tăng trưởng âm của cùng kỳ. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng trưởng xấp xỉ 7,0% trong Q1/2024, mức tăng này vẫn thấp hơn bình quân giai đoạn 2019-2022. GDP ngành xây dựng tăng 6,8%, cao hơn mức tăng 1,9% của cùng kỳ năm trước nhưng thấp hơn mức tăng 7,1% trong cả năm 2023.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo một số hoạt động kinh tế

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
	% so với cùng kỳ					% đóng góp vào GDP				
Tăng trưởng GDP	3,3	4,1	5,5	6,7	5,7	3,3	4,1	5,5	6,7	5,7
Nông nghiệp	2,9	3,7	4,3	4,1	3,0	0,3	0,4	0,5	0,5	0,3
Khai khoáng	-4,1	0,8	-5,5	-4,2	-5,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Sản xuất công nghiệp	-0,5	0,6	5,6	8,0	7,0	-0,1	0,1	1,3	1,9	1,6
Xây dựng	1,9	7,7	8,0	9,3	6,8	0,1	0,5	0,6	0,7	0,4
Bán lẻ	8,0	8,0	8,7	9,9	6,9	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7
Vận tải	6,7	9,6	9,7	10,0	10,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
Lưu trú & ăn uống	22,9	8,8	9,4	8,9	8,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Dịch vụ tài chính	7,8	6,1	4,8	6,4	5,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3
Bất động sản	-0,7	-1,1	-0,2	2,1	1,7	-0,0	-0,0	-0,0	0,1	0,1
Khác	3,9	4,9	5,6	5,8	6,1	1,1	1,3	1,5	1,8	1,7

Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Bức tranh sản xuất công nghiệp và xuất khẩu trong quý đầu năm có sự lệch pha khi xét theo tăng trưởng mặt hàng.

- Những mặt hàng công nghiệp tăng trưởng mạnh về sản lượng sản xuất trong Q1/2024 có thể kể đến là xăng dầu (+21,7%), đường (+14,0%), vải dệt (+21,8%), phân bón (19,9%), sắt thép (+11,8%), và điện (+11,4%).
- Ngược lại, tăng trưởng về sản lượng của các ngành xuất khẩu quan trọng là rất yếu, chẳng hạn như thủy sản (+3,4%), dệt may (+1,8%), giày dép (-4,8%), linh kiện điện tử (-5,3%), điện thoại (-13,3%) và ti vi (-11,1%). Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng 17,0% so với cùng kỳ trong Q1/2024, do chỉ số giá xuất khẩu chung giảm 1,75% so với cùng kỳ nên có thể giả định là kim ngạch xuất khẩu tăng phần nhiều đến từ lượng hàng hoá xuất khẩu tăng.
- Mức độ phục hồi về kim ngạch xuất khẩu có sự phân hoá gồm: **1)** Tích cực nhất ở nhóm hàng nông sản (+34,2%), tiếp theo là nhóm hàng điện tử (+21,8%), sắt thép (+20,9%), gỗ và sản phẩm gỗ (+18,9%); **2)** Tăng trưởng vừa phải ở nhóm Giày dép (+11,9%), Máy móc (+10,2%) và Dệt may (+7,9%); và **3)** Tốc độ phục hồi chậm ở nhóm Túi xách, va li, mũ ô dù (+5,2%) và Thủy sản (+1,9%). Có thể thấy, tốc độ tăng của xuất khẩu nhóm hàng điện tử hay dệt may dường như không song hành với sự gia tăng về sản lượng sản xuất. Ngoài ra, tồn kho hàng điện tử vẫn tăng 10,1% so với cùng thời điểm năm 2023, nhưng tồn kho hàng dệt may đang giảm (tồn kho trang phục giảm 8,5% so với cùng thời điểm năm 2023).

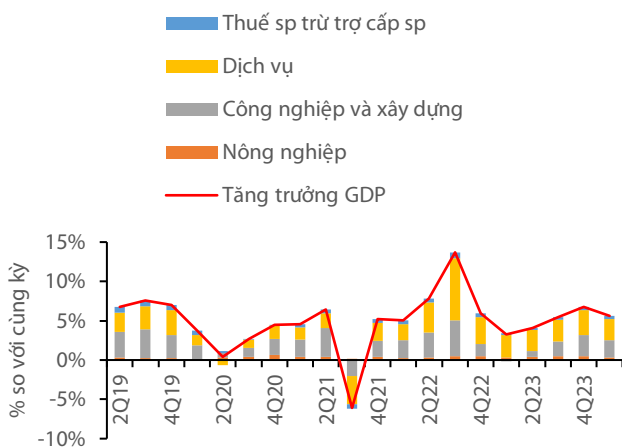
Xét ở khía cạnh dịch vụ, tăng trưởng GDP lĩnh vực này trong Q1/2024 là 6,1%, thấp hơn mức tăng 6,6% của cùng kỳ. Không xét đến giai đoạn bị ảnh hưởng bởi Covid-19, lĩnh vực dịch vụ đang tăng

trường với tốc độ thấp nhất kể từ Q1/2016 đến nay. Nguyên nhân tăng trưởng suy giảm trong lĩnh vực dịch vụ là do **1)** lĩnh vực bán lẻ hàng hoá (chiếm tỷ trọng 10% GDP) tăng trưởng khoảng 6,9%, **2)** tài chính và bất động sản (chiếm 8,9% GDP) tăng trưởng lần lượt 5,2% và 1,7%, và **3)** tốc độ tăng trưởng của lĩnh vực liên quan đến du lịch sau Covid-19 thu hẹp, ví dụ như dịch vụ lưu trú ăn uống hay vui chơi giải trí (chiếm tổng cộng khoảng 3,5% GDP) chỉ tăng lần lượt 8,3% và 7,3% trong Q1/2024, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 12,2% và 12,6% trong năm 2023. Trong ngành dịch vụ, điểm sáng là dịch vụ vận tải kho bãi, ghi nhận mức tăng 10,6% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng 9,2% ghi nhận trong năm 2023.

Tóm lại, điểm tích cực trong bức tranh GDP Q1/2024 gồm có ngành nông sản, điện và vận tải. Điểm chưa tích cực là tốc độ phục hồi của hoạt động sản xuất công nghiệp vẫn chậm và tăng trưởng suy giảm ở nhóm ngành dịch vụ. Tăng trưởng xuất khẩu cao là điểm đáng ghi nhận nhưng việc bóc tách chi tiết hoạt động của nhóm ngành công nghiệp theo mặt hàng cho thấy động lực sản xuất của các nhóm hàng chủ lực trong hoạt động xuất khẩu vẫn còn yếu.

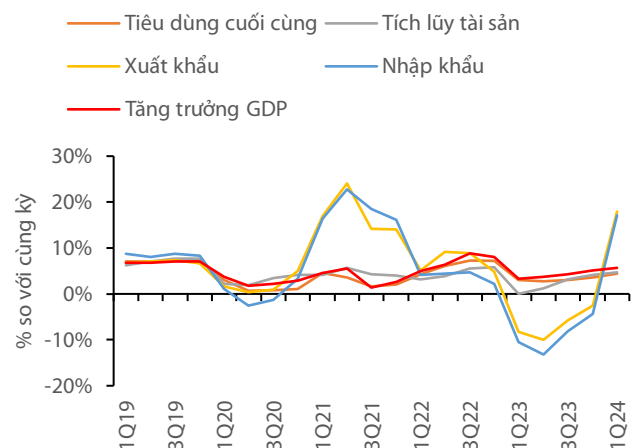
Với kết quả tăng trưởng kinh tế Q1, tăng trưởng kinh tế ba quý còn lại của năm cần đạt 6,1-6,8% thì mới hoàn thành mục tiêu tăng trưởng cả năm 6,0-6,5% của Chính phủ. Dựa trên hiện trạng của nền kinh tế, cận dưới của mục tiêu tăng trưởng 6,0% là khả thi. Tuy nhiên, để đạt được cận trên thì hoạt động sản xuất công nghiệp cần cải thiện hơn nữa trong bối cảnh thương mại toàn cầu vẫn đang thuận lợi. Đồng thời, tiêu dùng và đầu tư trong nước vẫn chờ đợi sự thúc đẩy rõ ràng hơn đến từ tác động trễ của chính sách nới lỏng tiền tệ và tài khoá.

Hình 2: Tăng trưởng GDP theo lĩnh vực



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tăng trưởng GDP theo góc độ sử dụng



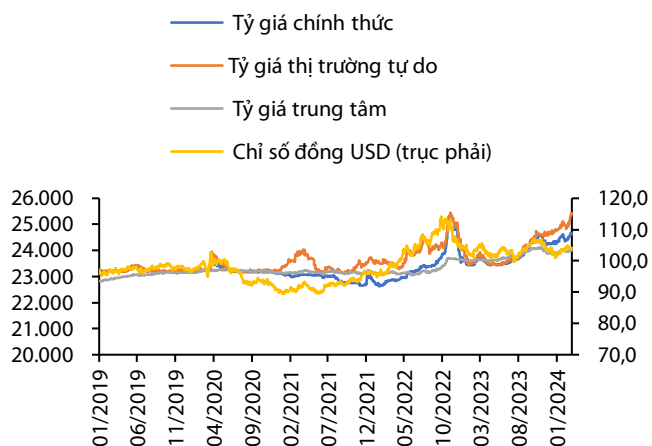
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Áp lực điều hành chính sách tiền tệ trong Q1/2024

Hai vấn đề nổi bật trong điều hành chính sách tiền tệ trong Q1/2024 là 1) Áp lực tỷ giá tăng mạnh trong quý đầu năm ảnh hưởng đến mục tiêu ổn định thị trường tiền tệ và 2) Nhu cầu vốn trong nền kinh tế yếu dẫn đến dư thừa thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng.

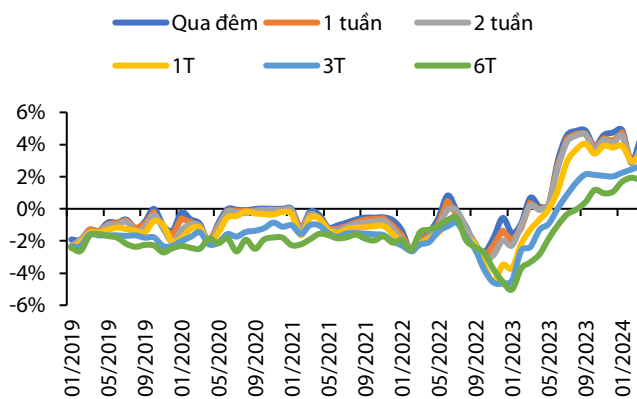
Đối với vấn đề đầu tiên, như đã nhận định trong cập nhật về thị trường tiền tệ tháng 3/2024, chúng tôi vẫn bảo lưu quan điểm tiền đồng có thể mất giá khoảng 3% trong nửa đầu năm 2024. Hiện tại, tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng đã vượt ngưỡng tâm lý là 25.000 đồng/USD. Tỷ giá niêm yết của Vietcombank đã tăng lên 25.130 đồng/USD tại phiên giao dịch ngày 03/04, tăng 2,9% so với cuối năm 2024. Tỷ giá trên thị trường vượt đỉnh cũ đã thiết lập vào tháng 11/2022, đà tăng này có thể tiếp diễn đưa tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng lên sát ngưỡng 25.500 đồng/USD như mức neo của tỷ giá trên thị trường tự do. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng áp lực tỷ giá sẽ hạ nhiệt trong nửa sau của quý 2 khi Fed bắt đầu cắt giảm lãi suất.

Hình 6: Diễn biến tỷ giá USD/VND



Nguồn: FiinPro, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Diễn biến chênh lệch lãi suất USD-VND



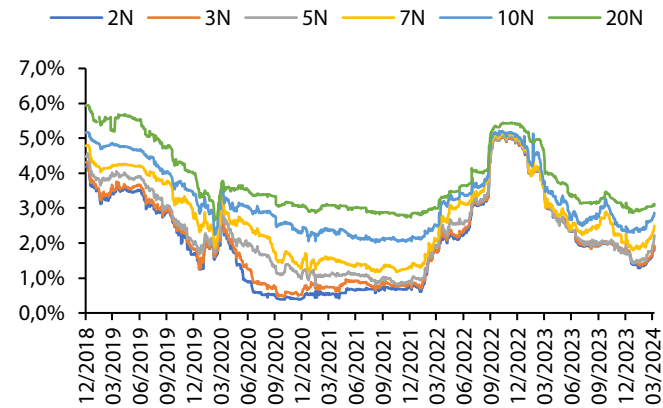
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Để ứng phó với vấn đề còn lại, NHNN đã hút về một lượng tiền với quy mô khoảng 163,5 nghìn tỷ đồng trên thị trường mở (tính đến ngày 03/04/2024). Việc hút ròng qua kênh tín phiếu NHNN được kích hoạt từ 11/03 và duy trì hơn nửa tháng qua, lãi suất bình quân là 1,5%/năm và kỳ hạn là 28 ngày. Lượng tín phiếu NHNN đang lưu hành trên thị trường là 172,0 nghìn tỷ đồng, sẽ đáo hạn dần trong tháng 4/2024. Ở chiều ngược lại, NHNN có động thái bơm tiền qua kênh thị trường mở trong hai phiên giao dịch đầu tháng 4 với quy mô khoảng 8,5 nghìn tỷ đồng, lãi suất cho vay kỳ hạn 7 ngày là 4%/năm. Vào tháng 4/2023, sau một đợt hút ròng với kỳ hạn dài mà tiền chưa quay trở lại hệ thống, NHNN cũng có hành động tương tự khi thực hiện bơm tiền qua nghiệp vụ mua kỳ hạn để đảm bảo thanh khoản cho hệ thống nên chúng tôi cho rằng hoạt động điều tiết của NHNN trên thị trường mở không phải là vấn đề đáng quan ngại.

Xem xét các kênh vốn khác của nền kinh tế, thị trường trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục trầm lắng trong Q1/2024. Theo thống kê của FiinPro, tổng giá trị phát hành mới đạt khoảng 19 nghìn tỷ đồng, giảm 36% so với cùng kỳ. Doanh nghiệp phát hành chủ yếu là nhóm bất động sản và vật liệu xây dựng (chiếm 79% tổng quy mô phát hành). Quy mô mua lại cũng chỉ đạt khoảng 13 nghìn tỷ đồng, giảm hơn 60% so với cùng kỳ. Ở kênh trái phiếu Chính phủ, quy mô phát hành TPCP đạt khoảng 73 nghìn tỷ đồng trong Q1/2024, chỉ đạt 57,3% so với kế hoạch, giảm khoảng 30% so với cùng kỳ. Trái với kênh cho vay qua hệ thống ngân hàng, lợi suất của trái phiếu doanh nghiệp có xu hướng tăng trong quý đầu năm, một phần do việc phát hành TPDN trong quý đầu năm nay vắng bóng nhóm ngân hàng. Trong khi đó, lợi suất TPCP sau nhịp giảm trong hai tháng đầu năm cũng đã phục hồi trở lại trong tháng 3/2024. Diễn biến này song hành với áp lực tỷ giá leo thang và NHNN thực hiện hút bớt thanh khoản hệ thống. Tính đến ngày 03/04/2024, lợi suất TPCP tăng khoảng 10-50 điểm cơ bản so với đầu năm, trong đó mức tăng thấp ở kỳ hạn 2-3 năm và tăng nhiều hơn ở kỳ hạn 5-10 năm. Việc lợi suất TPCP tăng trở lại có thể hàm ý rằng đợt cắt giảm lãi suất huy động trên thị trường 1 có thể đã kết thúc trong Q1/2024.

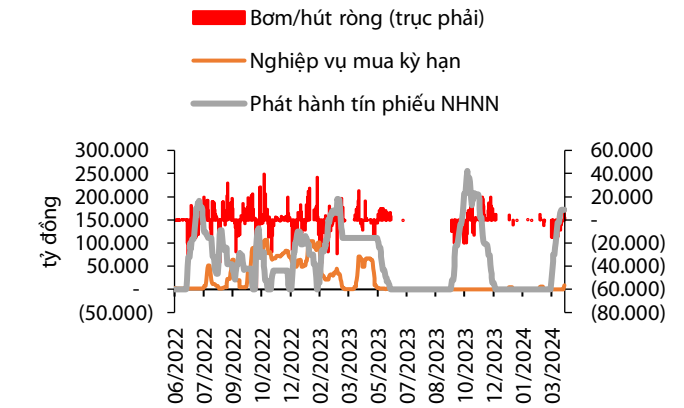
Câu hỏi đang chờ đợi trong quý 2 và cả thời gian còn lại của năm là mức độ phục hồi của nhu cầu vốn trong nền kinh tế. Theo ước tính của TCTK, tăng trưởng tín dụng tính đến 25/03/2024 đạt 0,26% so với cuối năm trước. Mức tăng trưởng trong hoạt động cho vay của nền kinh tế trong Q1/2024 như vậy là thấp hơn đáng kể so với diễn biến các năm trước (trung bình 5 năm giai đoạn 2019-2023, tín dụng tăng 3,2% so với đầu năm). Hiện tại, mặt bằng lãi suất trên thị trường 1 đã giảm cả ở chiều huy động và cho vay. Theo thống kê của NHNN, lãi suất huy động giảm chậm hơn lãi suất cho vay trong Q1/2024, giảm lần lượt 40 điểm cơ bản và 60 điểm cơ bản so với đầu năm. Chúng tôi cũng quan sát thấy nhiều ngân hàng tích cực đưa ra các ưu đãi nhằm kích thích nhu cầu vay vốn. Cùng với hoạt động kinh tế Q1 vẫn tạo tiền đề cho sự cải thiện trong các quý tới, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan trong thận trọng rằng doanh nghiệp và người dân sẽ 'thấm thấu' được tác động trễ của chính sách nới lỏng tiền tệ trong các quý tới, từ đó bộc lộ được qua hành vi tăng tiêu dùng và đầu tư.

Hình 6: Diễn biến lợi suất TPCP



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rỗng Việt

Hình 7: Diễn biến bơm/hút ròng của NHNN trên thị trường mở



Nguồn: NHNN, CTCK Rỗng Việt

ĐỒNG YÊN YẾU - XU HƯỚNG GIẢM LẠM PHÁT CÒN GẬP GHỀNH - GDP TRUNG QUỐC Q1/2024 TỐT HƠN DỰ KIẾN

- Đồng Yên yếu đi sau khi NHTW Nhật kết thúc chính sách lãi suất âm
- Hành trình giảm lạm phát ở Mỹ sẽ còn gập ghềnh
- Sự phục hồi kinh tế của Trung Quốc có thể vượt kỳ vọng trong Quý 1 năm 2024

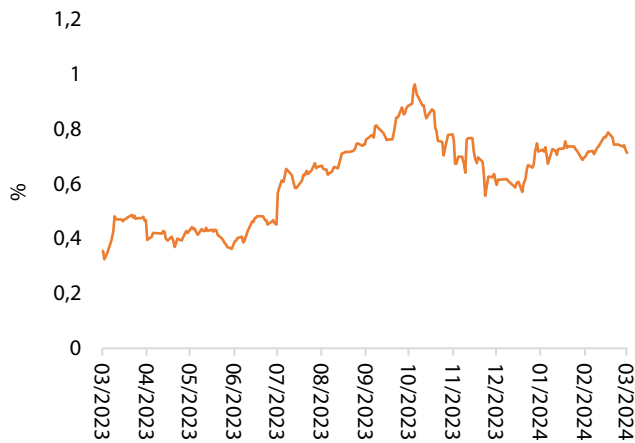
Đồng Yên yếu đi sau khi NHTW Nhật kết thúc chính sách lãi suất âm

NHTW Nhật Bản cuối cùng đã đảo ngược chính sách lãi suất âm (NIRP) từ -0,1% lên khoảng 0-0,1% trong cuộc họp chính sách tiền tệ diễn ra vào tháng 3. Là một phần của việc thoát khỏi NIRP, NHTW Nhật Bản cũng thông báo rằng họ sẽ từ bỏ chính sách kiểm soát đường cong lợi suất (YCC), được đưa ra vào năm 2016, để giữ lãi suất trái phiếu Chính phủ Nhật Bản kỳ hạn 10 năm ở mức 0% nhằm duy trì các điều kiện tài chính phù hợp. Nhật Bản tin rằng lạm phát sẽ duy trì ở mức trên 2% một cách bền vững khi các cuộc đàm phán tăng lương từ các công ty lớn đã vượt qua ngưỡng 5% thành công. Hơn nữa, NHTW Nhật Bản cũng tuyên bố sẽ ngừng mua chứng chỉ ETF và J-REITS trong khi vẫn duy trì tốc độ mua TPCP ở mức 6 nghìn tỷ yên (39,6 tỷ USD) mỗi tháng.

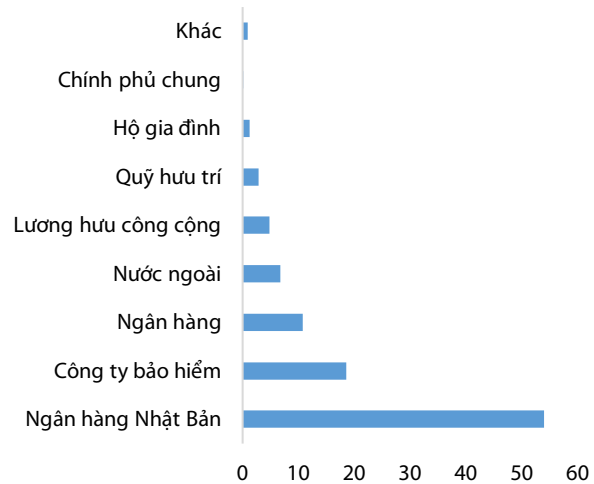
Đồng Yên vẫn yếu ngay cả sau khi Nhật Bản đảo ngược chính sách lãi suất âm, vượt ngưỡng 150 yên đối một USD. Lý giải cho điều này, thị trường không phản ứng nhiều sau khi BOJ thay đổi chính sách vì họ coi việc kết thúc NIRP là sự bình thường hóa chính sách tiền tệ chứ không phải do lo ngại về lạm phát. Hơn nữa, hành động của NHTW Nhật Bản được cho là “ôn hòa” khi tiếp tục cam kết mua TPCP, hàm ý kiểm soát lợi suất trái phiếu dài hạn và lãi suất ở mức thấp nhằm hỗ trợ giảm chi phí đi vay cho doanh nghiệp và người tiêu dùng nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Theo dữ liệu từ NHTW Nhật Bản, tính đến cuối tháng 9 năm ngoái, các NHTW nắm giữ TPCP Nhật Bản trị giá 574 nghìn tỷ Yên. Lượng trái phiếu này chiếm 53,9% tổng lượng TPCP đang lưu hành của Nhật Bản, không bao gồm tín phiếu kho bạc. Chúng tôi tin rằng NHTW Nhật Bản sẽ tiếp tục mua TPCP Nhật Bản (JGB) vì trái phiếu đáo hạn chủ yếu được mua lại bằng nguồn vốn từ việc phát hành trái phiếu mới. Khi lãi suất tăng, trái phiếu mới phát hành phải trả lãi suất cao hơn. Do đó, việc mua TPCP của NHTW Nhật nhằm mục đích duy trì lãi suất thấp và giảm bớt gánh nặng của Chính phủ trong việc hoàn trả các trái phiếu này với lãi suất cao hơn.

Ngoài ra, sự chênh lệch đáng kể về lãi suất giữa Nhật Bản và Mỹ tạo điều kiện thuận lợi cho đầu tư vào Mỹ, gây thêm áp lực giảm giá đối với đồng yên. Lãi suất hiện tại của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ là 5,25% - 5,50% và các nhà phân tích dự đoán sẽ không có đợt cắt giảm lãi suất nào cho đến tháng 6 năm 2024. Chênh lệch lãi suất giữa TPCP Mỹ và Nhật Bản khi đáo hạn 10 năm là gần 350 điểm cơ bản. Điều này cho thấy các nhà đầu tư Nhật Bản có thể sẽ tiếp tục phân bổ vốn ra nước ngoài nhằm tìm kiếm lợi nhuận cao hơn, từ đó làm giảm giá đồng yên. Ước tính những nhà đầu tư này nắm giữ khoảng 3 nghìn tỷ USD trái phiếu nước ngoài và tham gia giao dịch chênh lệch lãi suất. Tuy nhiên, khoảng cách lãi suất giữa Mỹ và Nhật Bản có thể giảm khi Fed đưa ra tín hiệu cắt giảm lãi suất 3 lần vào năm 2024, kịch bản này xảy ra sẽ phần nào giúp đồng yên hồi phục.

Trong kịch bản đồng yên mất giá hơn nữa vượt ngưỡng 152 so với đô la Mỹ, NHTW Nhật Bản có thể cần phải thực hiện các biện pháp can thiệp liên quan đến việc mua lại đồng yên từ thị trường ngoại hối, một chiến lược gợi nhớ đến các biện pháp can thiệp trong quá khứ. Tuy nhiên, điều quan trọng cần lưu ý là các chiến lược can thiệp như vậy đã gây ra những thách thức tài chính đáng kể do chi phí liên quan cao và không phải lúc nào cũng mang lại kết quả mong muốn, bằng chứng là các trường hợp giá trị của đồng yên vẫn không thay đổi bất chấp những nỗ lực can thiệp.

Hình 8: Lợi suất trái phiếu 10 năm của TPCP Nhật Bản

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rống Việt

Hình 9: Tỷ trọng nắm giữ TPCP Nhật theo nhà đầu tư

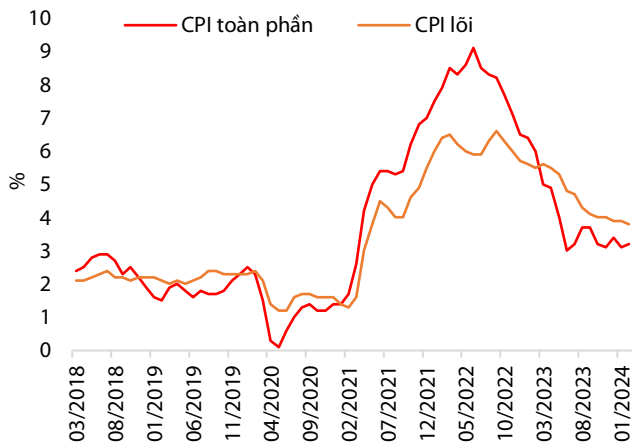
Nguồn: Statista, CTCK Rống Việt

Hành trình giảm lạm phát ở Mỹ sẽ còn gập ghềnh

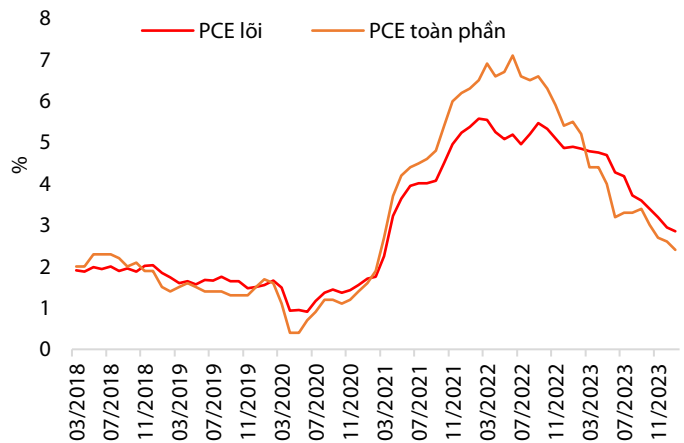
Trong cuộc họp FOMC tháng Ba, Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang Jerome Powell đã giữ nguyên lãi suất như dự kiến, ở mức 5,25% - 5,50%. Ông nhấn mạnh cần thêm dữ liệu để xác nhận việc giảm lạm phát đang ổn định trước khi xem xét điều chỉnh trong phạm vi mục tiêu. Trong cuộc họp FOMC mới nhất, Fed dự báo lạm phát sẽ tăng lên 2,6% trong năm 2024 (so với tháng 12: 2,4%), 2,2% trong năm 2025 và 2,0% trong năm 2026. Fed cũng dự đoán sẽ thực hiện ba lần cắt lãi suất tổng cộng 75 điểm cơ bản trong suốt năm 2024. Các nhà đầu tư tin rằng đợt cắt lãi suất đầu tiên sẽ diễn ra vào tháng Sáu, mặc dù có sự không chắc chắn về tổng số lần cắt lãi suất dự kiến cho năm. Một số tổ chức tài chính như Barclays và JPMorgan Chase dự đoán chỉ có hai lần cắt lãi suất trong năm, điều chỉnh dự báo tăng trưởng và lạm phát tăng lên. Ngược lại, các tổ chức khác như Goldman Sachs và Morgan Stanley dự kiến Fed sẽ tuân thủ dự báo ban đầu của mình về ba lần cắt lãi suất, trích dẫn kỳ vọng về xu hướng giảm tiếp theo của lạm phát.

Theo công cụ CME Fed Watch, các nhà đầu tư hiện đang cùng dự đoán với Fed, dự kiến ba lần cắt lãi suất giữa 4,50% - 4,75% trong năm 2024. Tuy nhiên, đối với năm 2025, các nhà đầu tư có phần "ôn hòa" hơn so với Fed, dự kiến bốn lần cắt lãi suất trong năm 2025 trong khoảng từ 3,50% đến 3,75%, trong khi Fed dự kiến ba lần cắt lãi suất trong năm 2025, mục tiêu là 3,9%. Dự báo trung bình của Fed cho tăng trưởng GDP thực trong năm 2024 được nâng lên thành 2,1%, 2,0% trong năm 2025 và 2,0% trong năm 2026 (từ 1,4%, 1,8% và 1,9%). Tuy nhiên, các nhà đầu tư vẫn lo ngại rằng Fed có thể sẽ thực hiện ít hơn ba lần cắt lãi suất, khi các báo cáo trong những tháng gần đây đã chỉ ra rằng lạm phát vẫn đang ở mức cao và thị trường lao động vẫn mạnh mẽ.

Hiện tại có một số chỉ số mang tính dẫn dắt đang tạo áp lực triển vọng giá cả. Trước hết, chỉ số giá sản xuất (PPI), đo lường sự biến động giá trung bình trước khi đến tay người tiêu dùng, tăng tốc với tốc độ nhanh hơn so với dự kiến trong tháng 2. Điều này đóng vai trò là tín hiệu tiềm năng cho giá cả mà người tiêu dùng cuối cùng sẽ phải trả và sẽ gây áp lực lên cho lạm phát. Chỉ số PPI hàng tháng ghi nhận sự tăng lên 0,6%, gấp đôi dự báo của các nhà kinh tế là 0,3% trong tháng 2. Trong 12 tháng kết thúc vào tháng 2, PPI tăng lên 1,6%, cao hơn báo cáo tháng 1 là 1%. Đóng góp lớn nhất đến từ giá cả hàng hóa, tăng lên 1,2%, và sự gia tăng trong giá năng lượng ghi nhận mức tăng 4,4%. Thứ hai, lạm phát đang tăng lên trong báo cáo PMI, ghi nhận rằng giá cả do nhà sản xuất trả tiền tăng lên từ 55,8 so với 52,5 trong tháng 2. Điều này cho thấy rằng giá vật liệu nguyên liệu vẫn đang tăng, điều này có thể thúc đẩy lạm phát giá đầu ra cao hơn. Cuối cùng, tỷ lệ tăng trưởng lương đã giảm đáng kể từ mức cao nhất là 6,7% vào mùa hè năm 2022 xuống còn 5,0% vào tháng 2 năm 2024. Tuy nhiên, mức tăng này vẫn được coi là cao và luôn là một vấn đề lớn trong việc đạt được mục tiêu lạm phát. Tóm lại, ba chỉ số này sẽ được Fed theo dõi cẩn thận và có thể ảnh hưởng đến triển vọng cắt giảm lãi suất của Fed nếu những chỉ số này không nhìn biểu hiện xu hướng giảm trở lại.

Hình 10: Lạm phát CPI của Mỹ, hàng năm

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Lạm phát PCE của Mỹ, hàng năm

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Sự phục hồi kinh tế của Trung Quốc có thể vượt kỳ vọng trong Q1/2024

Trong cuộc họp thường niên của Quốc hội Nhân dân Trung Quốc (NPC) gần đây, Trung Quốc đã công bố mục tiêu tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ là 5,0% cho năm 2024. Ngoài ra, Trung Quốc đã đặt ra các mục tiêu cụ thể cho lạm phát và thất nghiệp là 3,0% và 5,5% tương ứng. Tuy nhiên, các nhà phân tích đánh giá những mục tiêu này là rất khó khăn do những vấn đề dai dẳng như khủng hoảng bất động sản kéo dài, tiêu thụ chậm chạp, sự mở rộng kinh tế toàn cầu chậm lại và các căng thẳng địa chính trị. Trung Quốc dự kiến sẽ ưu tiên các biện pháp kích thích kinh tế ngắn hạn hơn là các chiến lược dài hạn trong năm 2024. Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách chỉ sẽ áp dụng một gói kích thích mức độ vừa phải khi chính sách kiểm soát thâm hụt ngân sách tiếp tục được thực hiện. Thâm hụt ngân sách dự kiến sẽ là 3,0% của GDP vào năm 2024, giảm so với 3,8% vào năm 2023. Ngoài ra, quốc gia dự định phát hành các trái phiếu đặc biệt siêu dài hạn tổng cộng 1 nghìn tỷ nhân dân tệ (139 tỷ đô la), không tính vào thâm hụt ngân sách. Cách tiếp cận này tập trung thúc đẩy đầu tư, đi kèm với chính sách tiền tệ nới lỏng.

Ngoài ra, kế hoạch kinh tế của Chính phủ Trung Quốc tập trung chủ yếu vào việc thúc đẩy phía sản xuất của nền kinh tế. Trong các ngành công nghiệp, trọng tâm là vào tự động hóa, số hóa, bền vững về môi trường và hỗ trợ các công nghệ mới như công nghệ sinh học và vật liệu tiên tiến. Nước này cũng sẽ ưu tiên đổi mới công nghệ như một động lực mới cho tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, Chính phủ Trung ương dự định phân bổ 370 tỷ nhân dân tệ (tương đương với 51 tỷ đô la) để hỗ trợ phát triển công nghệ, kế hoạch chi tiêu sẽ tăng trưởng 10% so với năm 2023.

Để thúc đẩy chi tiêu, Trung Quốc dự định khuyến khích các chương trình trao đổi tiêu dùng cho ô tô và các thiết bị gia dụng và duy trì một khoản trợ cấp của chính phủ trung ương là 40 tỷ nhân dân tệ (tương đương với 5.5 tỷ đô la) cho "đô thị hóa lao động di cư," giữ nguyên như năm trước. Việc hỗ trợ lĩnh vực bất động sản cũng sẽ được tăng cường, đặc biệt là trong xây dựng nhà ở phổ cập và tái thiết vùng nông thôn. Khi kích thích tài khóa của Trung Quốc tăng cường nhưng vẫn bị hạn chế, mục tiêu tăng trưởng GDP táo bạo được đặt ra bởi Chính phủ hàm ý cho việc sẽ có thêm hỗ trợ bổ sung từ các chính sách nới lỏng tiền tệ.

Mặc dù vẫn còn lo ngại về sự phục hồi kinh tế yếu, dữ liệu vĩ mô trong quý 1 năm 2024 cho thấy rằng sự phục hồi kinh tế đang cải thiện. Kinh tế Trung Quốc phục hồi tích cực trong hai tháng đầu năm 2024, với sự tăng trưởng đáng kể trong sản xuất công nghiệp, đầu tư tài sản cố định và xuất khẩu. Sản xuất công nghiệp tăng 7,0% trong 2 tháng đầu năm 2024, vượt qua tốc độ tăng trưởng tháng 12 của năm trước là 6,8%. Đáng chú ý, hàng tiêu dùng và sản phẩm công nghệ cao đã tăng trưởng nhanh nhất. Đầu tư cố định tăng 4,2% so với cùng kỳ năm trước, vượt qua tốc độ tăng trưởng của năm 2023 là 1,2 điểm phần trăm. Doanh số bán lẻ hàng tiêu dùng tăng 5,5% trong 2 tháng đầu năm 2024, thấp hơn tốc độ tăng trưởng của tháng 12 là 7,4% và nhưng cao hơn ước

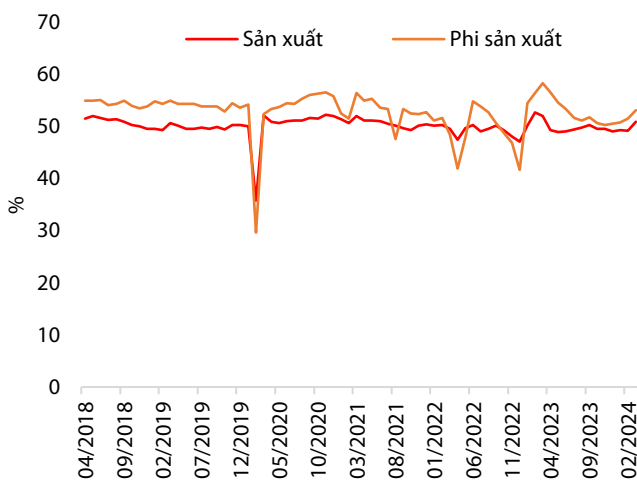
tính 5,2%. Xuất khẩu thực hiện tốt hơn dự kiến, tăng 7,1% trong 2 tháng đầu năm 2024, vượt qua dự báo tăng trưởng 1,9%. Tuy nhiên, lĩnh vực bất động sản vẫn đối mặt với những thách thức, với đầu tư bất động sản giảm 9,0% so với cùng kỳ năm trước trong hai tháng đầu năm 2024, mặc dù ở mức giảm chậm hơn so với tốc độ giảm 24,0% của tháng 12 năm 2023, nhưng vẫn chưa đạt đến mức ổn định. Giá nhà tiếp tục giảm 0,3% trong tháng 2, theo sau bởi một sự giảm tương tự trong tháng 1.

Trong tháng Ba, cả Chỉ số quản lý mua hàng (PMI) trong lĩnh vực sản xuất và phi sản xuất đều cao hơn kỳ vọng. Chỉ số PMI trong lĩnh vực sản xuất đã phục hồi mạnh mẽ, mở rộng lần đầu tiên kể từ tháng 9 năm 2023, đạt 50,8 vào tháng Ba, vượt quá dự báo là 50,1 và con số của tháng trước là 49,1. Sự cải thiện đáng kể trong chỉ số PMI được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của đơn đặt hàng mới, đạt 53,0 vào tháng Ba so với 49,0 vào tháng 2. Sản xuất và đơn đặt hàng xuất khẩu mới cũng cho thấy sự mở rộng đáng kể, lần lượt đạt 52,2 và 51,3, sau khi thu hẹp trong tháng trước. Ngoài ra, chỉ số PMI phi sản xuất của Trung Quốc đã tăng lên mức cao nhất trong 9 tháng, đạt 53,0 vào tháng Ba, cao hơn nhiều so với ước tính của Bloomberg là 51,5. Tuy nhiên, nguy cơ giảm giá vẫn tiếp tục tồn tại ở Trung Quốc, khi cả giá sản xuất trong lĩnh vực sản xuất và phi sản xuất tiếp tục giảm.

Điều kích thích cho sự vượt trội của tăng trưởng kinh tế Trung Quốc trong quý 1 là sự mạnh mẽ bất ngờ trong cả hoạt động sản xuất và đầu tư. Sự tăng của sản xuất công nghiệp (IP) không phải là một điều bất ngờ do xuất khẩu mạnh mẽ tăng đáng kể so với tháng 12. Ngoài ra, hoạt động sản xuất mạnh mẽ, do sự tăng đầu tư sản xuất và sản xuất điện năng công nghiệp gia tăng, đã tiếp tục đóng góp vào sự vượt trội của sản xuất. Về phía đầu tư, đầu tư vào lĩnh vực sản xuất và cơ sở hạ tầng đã ghi nhận sự tăng trưởng đáng chú ý trong tháng 1 và tháng 2.

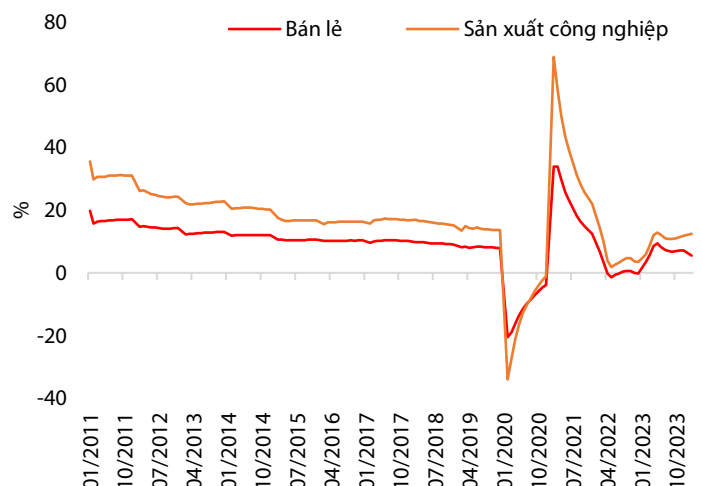
Theo Ngân hàng Trung Quốc (BOC), GDP của Trung Quốc dự kiến sẽ tăng 4,8% trong Quý 1/2024. Trong khi đó UOB cho biết với dữ liệu hoạt động mạnh mẽ từ đầu năm, họ ước tính dự báo tăng trưởng GDP của Quý 1 ở mức 4,9%. Một số tổ chức quốc tế, bao gồm IMF và Ngân hàng Thế giới, cho rằng tăng trưởng GDP của Trung Quốc sẽ đạt 4,6% trong năm nay, giảm so với mức tăng trưởng 5,2% trong năm 2023. Tuy nhiên, một số ngân hàng đầu tư (ví dụ như Citibank) gần đây đã nâng dự báo tăng trưởng GDP của Trung Quốc trong năm 2024 lên 5,0% trên cơ sở sự phục hồi tốt của lĩnh vực sản xuất.

Hình 12: PMI của Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

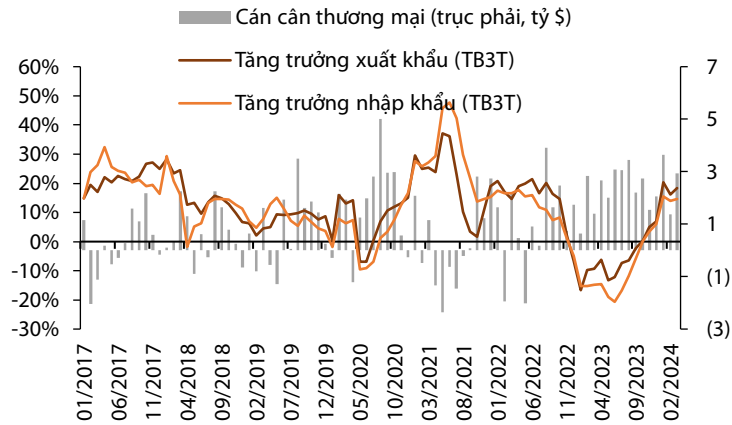
Hình 13: Sản xuất công nghiệp và doanh số bán lẻ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

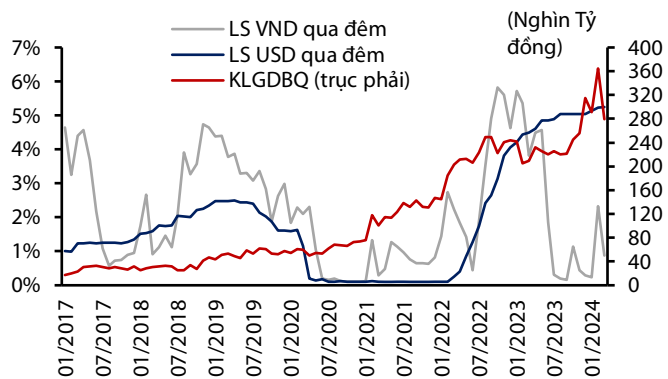
CHỈ SỐ VĨ MÔ VIỆT NAM THÁNG 03/2024

Cán cân thương mại (Tỷ USD)



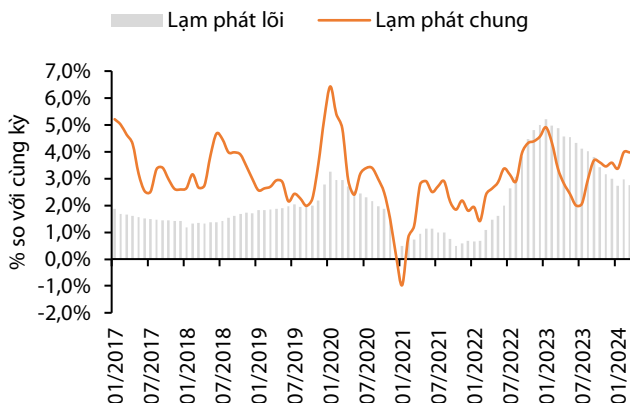
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)



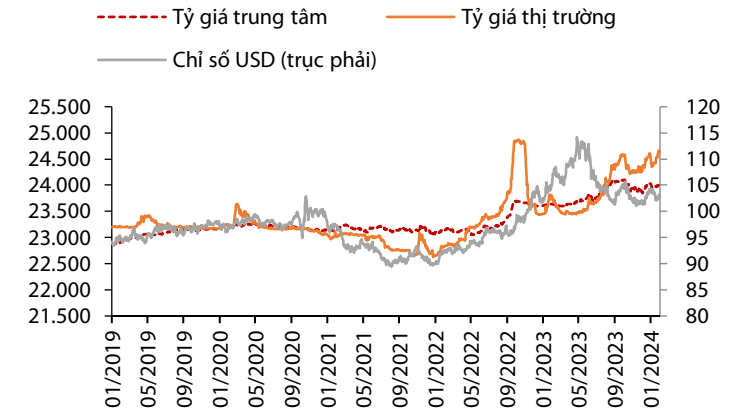
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Lạm phát của Việt Nam



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Diễn biến tỷ giá tiền Đồng



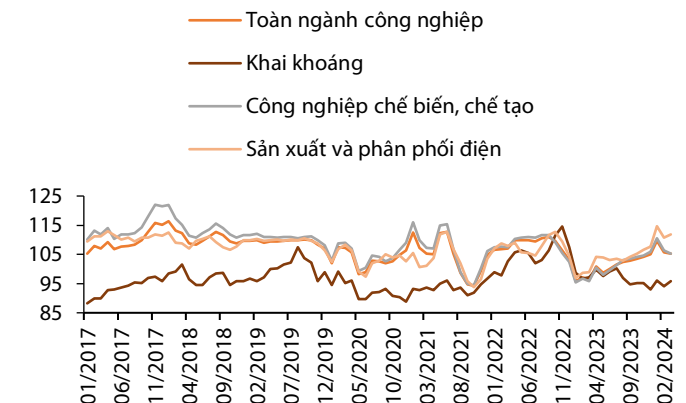
Nguồn: NHNN, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chỉ số PMI của Việt Nam



Nguồn: S&P Global, CTCK Rồng Việt

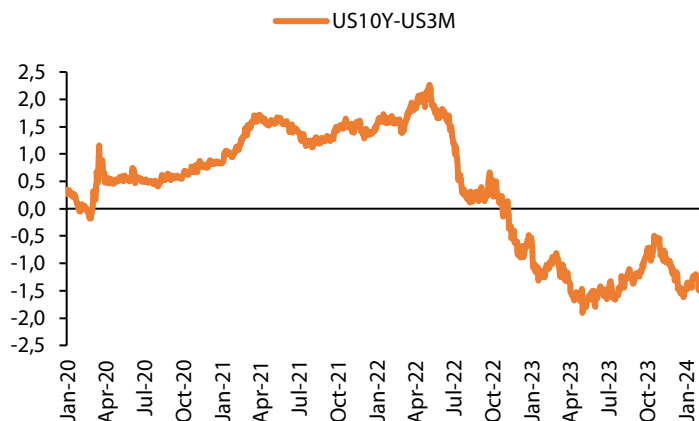
Chỉ số sản xuất công nghiệp bình quân 3 tháng



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

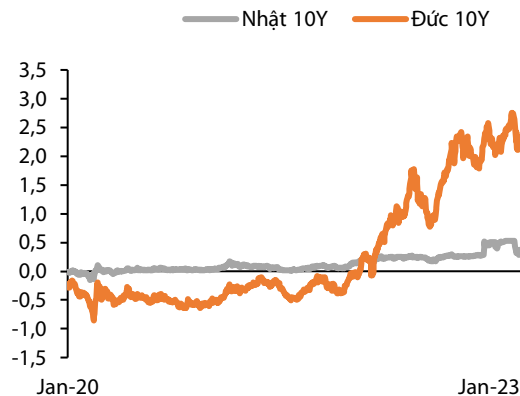
CHỈ SỐ VĨ MÔ THẾ GIỚI THÁNG 3

Chênh lệch lợi tức TPCP Mỹ (%/năm)



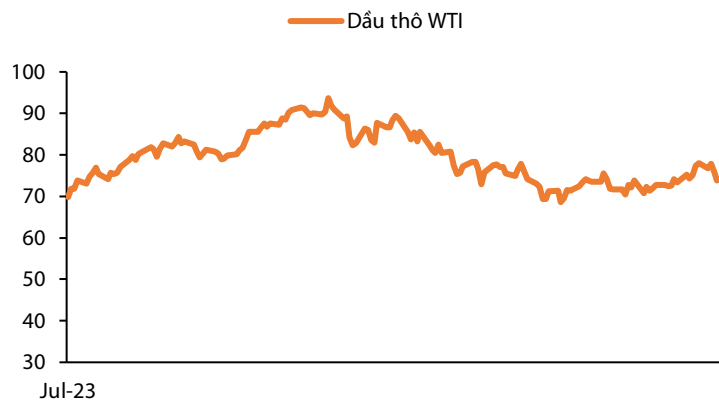
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Lợi tức TPCP Đức và Nhật (%/năm)



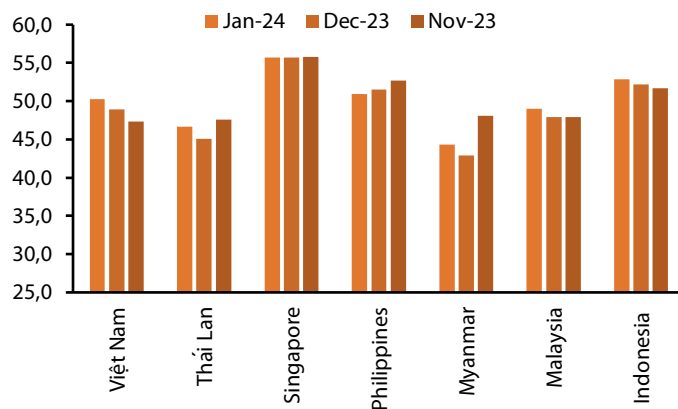
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá dầu WTI (USD/thùng)



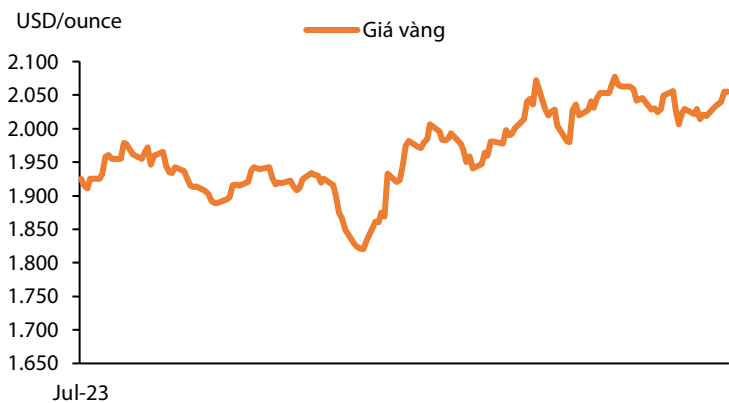
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PMI tại ASEAN (Điểm)



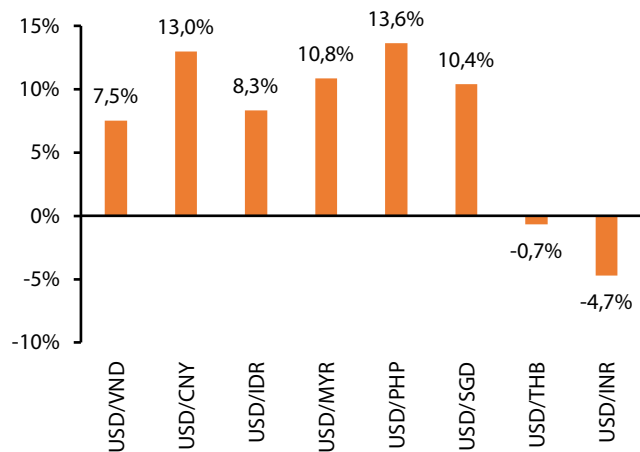
Nguồn: Markit Economics, CTCK Rồng Việt

Diễn biến giá vàng



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Diễn biến tỷ giá (% YTD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Công nghệ
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst
an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Bán lẻ

Đỗ Thạch Lam
Senior Analyst
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- BĐS dân dụng
- Vật liệu xây dựng

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst
hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Lê Ngọc Hiến
Analyst
hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Thủy sản

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Phạm Hữu Luân
Analyst
luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Lê Kim Ngân
Analyst
ngan.lk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Phân bón
- Dầu khí

Nguyễn Đặng Chính
Analyst
chinh.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể 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. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2024.**

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
F (+84) 28 6291 7986 **W** www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006

