

# BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

## “Cập nhật diễn biến đồng NDT và dự báo tỷ giá VND”

--- Tháng 08/2018 ---

**Khối Phân Tích & TVĐT**  
**CTCP Chứng Khoán Bảo Việt**

**Trụ sở chính Hà Nội**  
Số 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, HN  
Tel: (84-24)-3928 8080  
Fax: (84-24)-3928 9888  
Email: [research-bvsc@baoviet.com.vn](mailto:research-bvsc@baoviet.com.vn)  
Website: [www.bvsc.com.vn](http://www.bvsc.com.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**  
Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM  
Tel: (84-28)-3914 6888  
Fax: (84-28)-3914 7999

### NỘI DUNG CHÍNH

- ❑ *Nhìn lại chính sách điều hành tỷ giá của Trung Quốc trong vòng 24 năm qua;*
- ❑ *Với bối cảnh hiện tại, khi đồng NDT đã được đưa vào rổ tiền tệ tính quyền rút vốn đặc biệt của IMF cũng như hoạt động đầu tư ra nước ngoài ngày càng gia tăng, chính phủ Trung Quốc có thể sẽ ưa thích một đồng NDT ổn định hơn là quyết định chủ động phá giá mạnh NDT nhằm đối phó trong xung đột thương mại với Mỹ;*
- ❑ *Ở cả ba cách tiếp cận của BVSC thì khả năng giảm giá thêm của NDT trước rủi ro thương mại Mỹ - Trung không còn quá lớn;*
- ❑ *So với thời điểm đáy vào tháng 4/2018 thì REER của Việt Nam đã tăng khoảng 3,8% còn so với thời điểm đầu năm thì REER hiện mới chỉ tăng 1,5%;*
- ❑ *Việc điều hành tỷ giá USD/VND trong thời gian còn lại của năm 2018 vẫn cần đảm bảo các cân đối vĩ mô lớn. Việc giảm giá VND quá mạnh sẽ ảnh hưởng đến lạm phát và niềm tin vào VND nhưng nếu đồng NDT có diễn biến tiếp tục lao dốc so với USD thì tỷ giá cũng cần có ứng phó linh hoạt. BVSC duy trì quan điểm VND sẽ có mức mất giá quanh 3% cho cả năm nay.*

## I. Chính sách tỷ giá của Trung Quốc

Kể từ năm 1994 đến nay, chính sách điều hành tỷ giá của Trung Quốc đã có nhiều lần thay đổi với các mốc cụ thể như sau:

### ***Giai đoạn 1994-1997***

Năm 1994, Trung Quốc công bố chế độ đa tỷ giá được thay bằng một tỷ giá, chính sách tỷ giá cố định chuyển sang thả nổi có kiểm soát với mức công bố là 8,7 NDT đổi 1 USD (trước đó tỷ giá chỉ ở mức 5,8 CNY/USD). Đây được coi là một trong những lần phá giá mạnh nhất của đồng NDT với tỷ lệ lên tới 50%. Giới đầu tư thế giới nhận định động thái thay đổi chính sách tỷ giá năm 1994 của Trung Quốc không chỉ đơn thuần muốn điều chỉnh để đồng NDT phản ánh đúng sức mua của nó, mà còn có một chủ ý khác là thúc đẩy mạnh xuất khẩu và tạo thặng dư thương mại.

### ***Giai đoạn 1997-2005***

Đến cuối năm 1996, NDT đã có thể được chuyển đổi hoàn toàn trên tài khoản vãng lai để phục vụ cho các mục đích liên quan đến thương mại. Đồng NDT tăng ở mức chậm nhưng đều đặn lên mức 8,3 NDT đổi một USD vào năm 1997. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính châu Á đã buộc chính phủ Trung Quốc phải tạm dừng định hướng cải cách chính sách tỷ giá nhằm giảm thiểu những tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng này đến kinh tế trong nước. Theo đó, Trung Quốc đã quay trở lại chế độ tỷ giá cố định với việc ấn định 8,27 NDT đổi 1 USD. Trong 8 năm tiếp theo (đến tháng 7/2005), tỷ giá này vẫn được duy trì nhằm tạo ra môi trường ổn định cho ngoại thương và đầu tư vào quốc gia này.

### ***Giai đoạn 2005-2008***

Sau 8 năm duy trì tỷ giá cố định, ngày 21/7/2005, Trung Quốc tiếp tục thực hiện chính sách cải cách tỷ giá lần thứ hai bằng việc công bố giá trị đồng NDT sẽ được tham chiếu với một rổ gồm nhiều đồng tiền khác nhau theo quy luật cung cầu của thị trường với biên độ dao động hàng ngày là 0,3% (sau đó được nâng lên 0,5% vào năm 2007). Từ năm 2005 đến năm 2008, đồng NDT đã liên tục tăng giá với tổng mức tăng khoảng 20%.

### ***Giai đoạn 2008-2010***

Chính sách cải cách tỷ giá lần 2 của Trung Quốc chỉ được duy trì trong khoảng thời gian hơn 3 năm. Giữa năm 2008, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu chính thức bắt đầu, buộc Trung Quốc phải giới hạn lại phạm vi dao động của NDT bằng việc quay trở lại “neo” NDT theo đồng USD với tỷ lệ giữ ở khoảng 6,84 NDT đổi một USD trong vòng 2 năm.

### ***Giai đoạn 2010-2015***

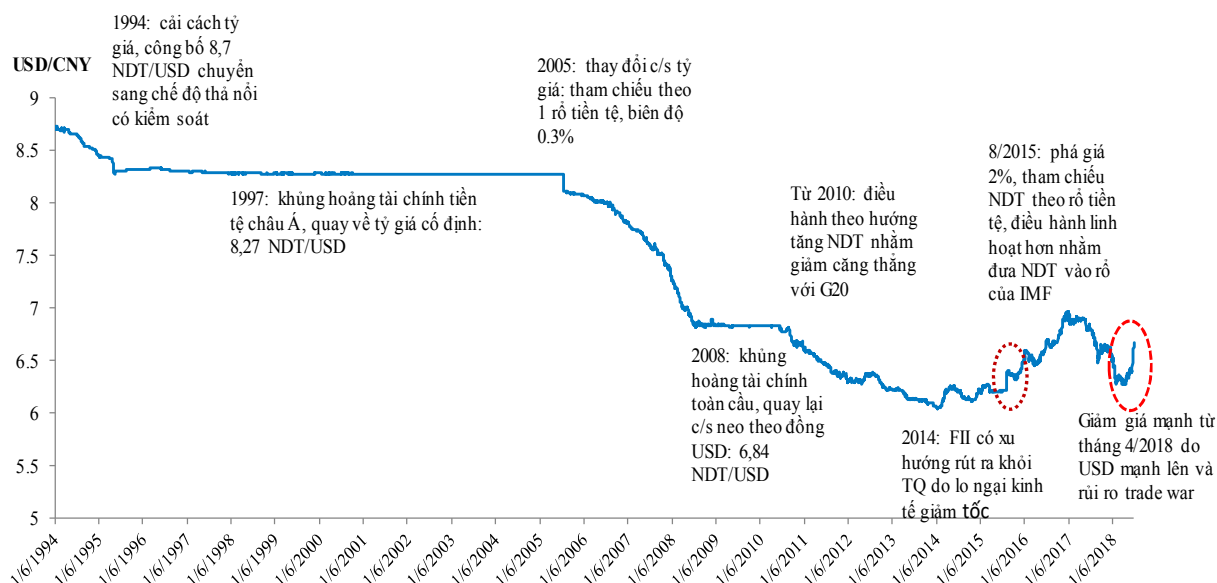
Sau khoảng 2 năm NDT được “neo” theo đồng USD, đến ngày 19/6/2010, NHTW Trung Quốc mới khởi động lại các cuộc cải cách nhằm vào tỷ giá đồng NDT nhằm làm dịu căng thẳng với nhóm nước G20 khi thặng dư thương mại của Trung Quốc liên tục tăng mạnh. Cụ thể, biên độ dao động giữa tỷ giá USD/NDT lần lượt được nới lên mức 1% (vào tháng 4/2012) và 2% (tháng 3/2014). Theo đó, tỷ giá hối đoái của NDT so với USD liên tục tăng trở lại và đạt mức cao nhất 6,05 NDT đổi 1 USD (tương đương mức tăng khoảng 13% trong khoảng thời gian này).

### ***Giai đoạn 2015 cho đến nay***

Sau khi liên tục tăng giá, đồng NDT bắt đầu có xu hướng giảm trở lại từ cuối năm 2014 khi dòng vốn nước ngoài có xu hướng rút ra khỏi thị trường Trung Quốc trước lo ngại về việc FED bắt đầu quá trình bình thường hóa lãi suất và đà giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc. Đến tháng 8/2015, trong ba ngày liên tiếp từ 11 đến 13, PBOC đã liên tiếp hạ giá đồng NDT, trước khi tăng trở lại vào ngày 14/8. Mục đích phá giá lần này của Trung Quốc được xem là giúp đồng NDT phản ánh sát hơn và linh hoạt hơn với diễn biến cung cầu thực tế trên thị trường, qua đó giúp NDT được đưa vào giỏ tiền tệ của IMF trong kỳ đánh giá vào tháng 11/2015. Tính chung từ cuối năm 2014 đến cuối năm 2016, đồng NDT có tổng mức giảm là 12%. Từ

đầu năm 2017 đến tháng 4/2018, NDT tăng giá trở lại do xu hướng yếu đi của USD trên thị trường thế giới nhưng kể từ giữa tháng 4/2018 cho đến nay, NDT đã và đang có đợt giảm giá rất mạnh do dòng vốn nước ngoài có xu hướng rút ra khỏi các thị trường mới nổi và đặc biệt là rủi ro chiến tranh thương mại Mỹ-Trung leo thang.

**Hình 1: Chính sách tỷ giá của Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

### Một số nhận định của BVSC về diễn biến của đồng Nhân dân tệ

Qua quan sát chính sách tỷ giá của Trung Quốc kể từ năm 1994 cho đến nay, chúng tôi cho rằng mục tiêu xuyên suốt của Chính phủ Trung Quốc là cải cách chế độ tỷ giá nhằm giúp đồng NDT có biến động linh hoạt và ngày càng sát với cung cầu thực tế trên thị trường. Mặc dù các cuộc khủng hoảng kinh tế khu vực (1997) và thế giới (2008) đã có lúc làm chậm lại những nỗ lực này nhưng ngay khi có điều kiện thuận lợi, chính phủ Trung Quốc cũng thể hiện rõ nỗ lực tiếp tục tiến trình cải cách tỷ giá. Trong bối cảnh hiện nay, đà lao dốc mạnh của đồng NDT kể từ đầu tháng 6/2018 đến nay đang khiến nhiều nhà đầu tư lo ngại Trung Quốc đang và sẽ sử dụng đồng NDT như một vũ khí chống lại chính sách bảo hộ thương mại trong nước của chính quyền Donald Trump. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, việc đồng NDT giảm giá mạnh trong thời gian qua phần nhiều do diễn biến cung cầu thực tế đối với đồng NDT trên thị trường Đại lục và Hồng Kông chứ chưa có động thái giảm giá trực tiếp nào từ chính phủ Trung Quốc. Diễn biến này hoàn toàn khác với động thái chủ động phá giá của NHTW Trung Quốc vào tháng 8/2015. Hơn nữa, so với năm 2015, chúng tôi cũng cho rằng rủi ro Trung Quốc chủ động phá giá mạnh đồng NDT trong thời điểm hiện tại là không thật sự lớn với một số lý do như sau:

- *Chính quyền Trump luôn duy trì cáo buộc Trung Quốc là nước thao túng tiền tệ và chắc chắn Mỹ đang theo dõi rất sát những động thái liên quan đến việc điều hành tỷ giá của Trung Quốc. Nếu Trung Quốc chủ động phá giá mạnh đồng NDT vào lúc này, cáo buộc của Mỹ sẽ càng trở nên có cơ sở rõ hơn và Mỹ sẽ có thêm lý do để áp đặt các lệnh trừng phạt lên hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc.*
- *Kể từ năm 2014 trở lại đây, Trung Quốc đã tăng cường hoạt động đầu tư ra nước ngoài với trọng điểm là sáng kiến “một vành đai, một con đường” của ông Tập Cận Bình. Hoạt động đầu tư ra nước ngoài đặc biệt mạnh trong năm 2015 và 2016 trước khi giảm tốc trong năm 2017 và quý I/2018. Theo số liệu từ Bloomberg, cán cân tài chính lũy kế của Trung Quốc kể từ quý I/2014 đến hết quý I/2018 là -654 tỷ USD. Điều này cho thấy trong 4 năm gần đây, Trung Quốc đã trở thành một nước đầu tư ròng ra nước ngoài. Việc đồng NDT giảm giá quá mạnh sẽ không có lợi về mặt*

kinh tế cho hoạt động đầu tư ra nước ngoài của Trung Quốc cũng như ảnh hưởng đến vị thế “nước lớn” của Trung Quốc, đặc biệt tại các quốc gia đang tiếp nhận vốn đầu tư từ Trung Quốc. Ngoài ra, kể từ cuối năm 2016, NDT đã chính thức được đưa vào rổ tiền tệ nhằm tính quyền rút vốn đặc biệt (SDR) của IMF. Đây là nhân tố hoàn toàn khác với giai đoạn trước năm 2016, khiến Chính phủ Trung Quốc phải cân nhắc kỹ hơn trong việc can thiệp mạnh tay vào tỷ giá hối đoái.

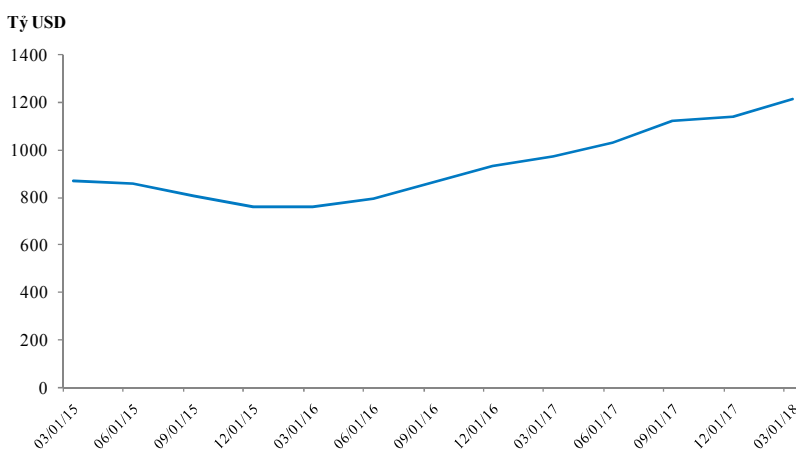
**Hình 2: Cán cân tài chính của Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

- *Nợ nước ngoài của Trung Quốc có xu hướng tăng liên tục kể từ năm 2015 cho đến nay. Tổng nợ vay nước ngoài của Trung Quốc tính đến hết quý I/2018 đạt **1.214 tỷ USD** (tương đương khoảng 13% GDP của Trung Quốc). Dù tỷ lệ này chưa quá lớn nhưng việc đồng NDT giảm giá quá mạnh cũng sẽ ít nhiều ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của Trung Quốc. Yếu tố này là điểm khiến Chính phủ Trung Quốc quan tâm khi Nhân dân tệ có biến động quá mạnh.*

**Hình 3: Diễn biến nợ nước ngoài của Trung Quốc**



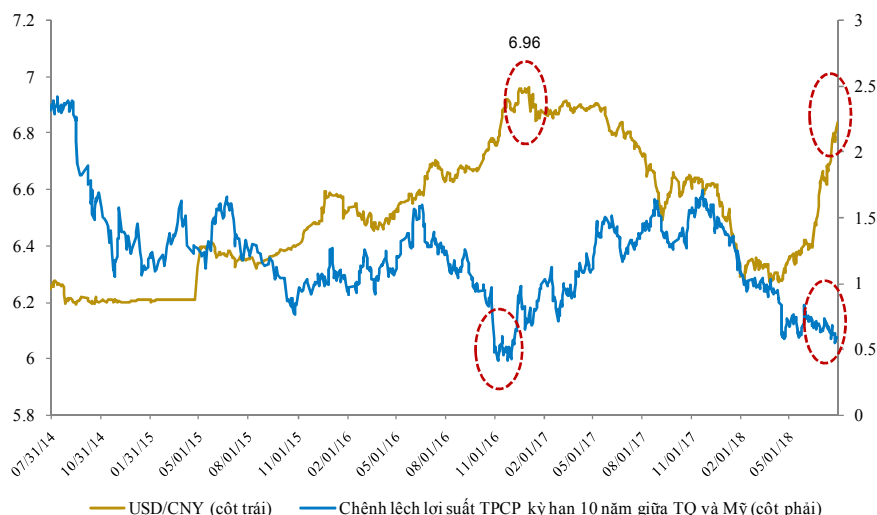
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Mặc dù đánh giá rủi ro chính phủ Trung Quốc chủ động phá giá mạnh đồng NDT trong thời điểm hiện tại là không lớn nhưng chúng tôi cho rằng vẫn có khả năng những lo ngại có phần thái quá của nhà đầu tư cũng như các nhân tố mang tính thị trường có thể sẽ vẫn khiến đồng NDT tiếp tục giảm giá thêm (dù biên độ không còn quá lớn).

- Xét ở khía cạnh tương quan giữa tỷ giá USD/CNY và chênh lệch lợi suất giữa TPCP Trung Quốc – Mỹ (kỳ hạn 10 năm), mối quan hệ này là ngược chiều. Điều này hàm ý khi chênh lệch lợi suất TPCP giữa TQ và Mỹ giảm xuống đồng nghĩa với việc đồng NDT sẽ có xu hướng yếu đi. Diễn biến này là hoàn toàn hợp lý vì khi FED liên tục tăng lãi suất trong khi Trung Quốc gần đây không những tăng lãi suất mà còn có những động thái nới lỏng chính sách tiền tệ (cắt giảm dự trữ bắt buộc, bơm 70 tỷ USD cho hệ thống ngân hàng nhằm tăng thanh khoản, qua đó thúc đẩy tín dụng cho doanh nghiệp vừa và nhỏ) sẽ khiến chênh lệch lãi suất giữa hai nước giảm xuống. Khi đó, dòng tiền đầu tư sẽ có xu hướng rút ra khỏi Trung Quốc và quay trở về Mỹ. Hệ quả là đồng NDT giảm giá so với USD.

Mức chênh lệch lợi suất TPCP 10 năm giữa Trung Quốc và Mỹ đã liên tục giảm kể từ đầu năm 2018 cho đến nay và hiện chỉ còn khoảng 0,5%. Trong quá khứ, vào tháng 11/2016 cũng đã có thời điểm mức chênh lệch này xuống mức thấp tương tự (0,46%) và tỷ giá đồng NDT khi đó ở quanh mức 6,9 NDT/USD. **Nếu lần này, chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Trung Quốc và Mỹ không xuyên thủng mức 0,46% nêu trên thì đồng NDT có thể cũng sẽ chỉ giảm thêm một chút nữa so với mức quanh 6,85 NDT/USD hiện nay, lên mức 6,9 NDT/USD. Do vậy, ngưỡng 6,9 NDT/USD cũng là một ngưỡng cần quan sát trong ngắn hạn.**

**Hình 4: Diễn biến NDT và chênh lệch lợi suất TPCP Trung Quốc - Mỹ**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

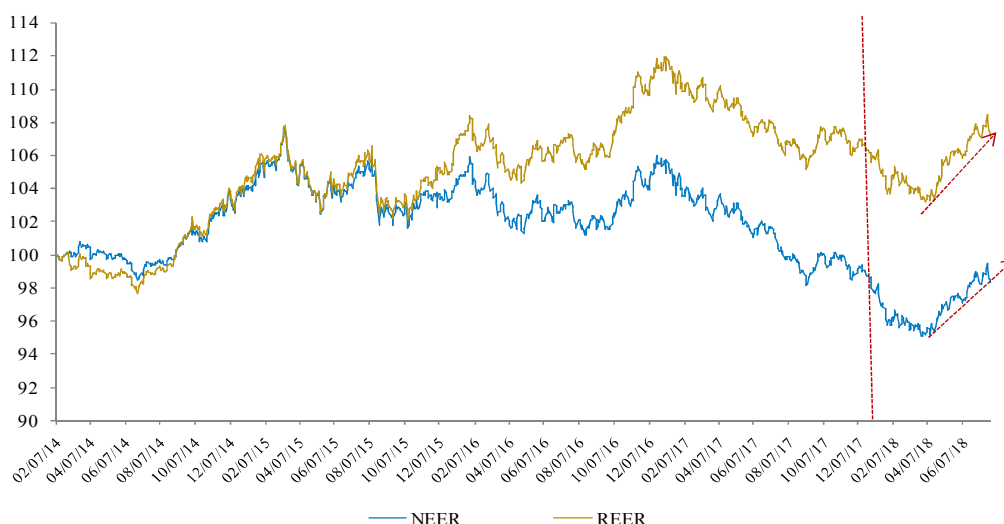
- Xét ở khía cạnh rủi ro thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc, tính đến thời điểm này, tổng giá trị hàng hoá mà Tổng thống Trump đã và dự định áp lên hàng hoá nhập khẩu từ Trung Quốc là 250 tỷ USD (áp mức thuế 25% lên 50 tỷ USD trong vòng đánh thuế đầu tiên và 10%, thậm chí có thể có thể tăng lên 25% lên gói hàng hóa trị giá 200 tỷ USD bắt đầu từ tháng 9 tới). Tổng mức thuế cao nhất mà chính quyền Trump dự kiến áp dụng sẽ có giá trị tuyệt đối khoảng 62,5 tỷ USD. Điều này đồng nghĩa với việc tổng giá trị hàng xuất khẩu của Trung Quốc sau khi Mỹ áp thuế sẽ đắt hơn khoảng 62,5 tỷ USD so với trước khi có thuế. Với tổng kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc năm 2017 là 2.300 tỷ USD thì để trung hoà rủi ro tăng thuế và giữ cho giá hàng hóa xuất khẩu nói chung của Trung Quốc ra thị trường thế giới ở mức như cũ (tức vẫn đảm bảo khả năng cạnh tranh của hàng xuất khẩu) thì đồng NDT cần giảm giá khoảng 2,7% (62,5 tỷ USD/2300 tỷ USD). So sánh với mức mất giá khoảng 8% kể từ khi rủi ro thương mại leo thang thì đà lao dốc vừa qua của Nhân dân tệ đã có phần thái quá.

## II. Diễn biến tỷ giá của VND

Việc NDT lao dốc so với USD đang mang đến lo ngại hàng xuất khẩu của Việt Nam sẽ mất đi lợi thế cạnh tranh với hàng hóa từ Trung Quốc nếu VND không được điều chỉnh với mức giảm tương ứng. Để xem xét hàng xuất khẩu của Việt Nam có giảm lợi thế cạnh tranh xét riêng bởi ảnh hưởng của tỷ giá hay không, chúng tôi xem xét đến chỉ số NEER và REER.

Hình 5 cho thấy cả NEER và REER của Việt Nam có xu hướng tăng nhanh (hàm ý VND lên giá) trong giai đoạn từ đầu tháng 5 đến đầu tháng 7. Điều này chủ yếu do VND có xu hướng tăng giá so với hầu hết các đồng tiền trong rổ tiền tệ tham chiếu khi các đồng tiền này đều yếu đi rõ nét so với USD. Nhằm ứng phó với diễn biến tăng nhanh của REER cũng như căng thẳng của tỷ giá USD/VND trong nước, NHNN đã có những động thái điều hành khá linh hoạt. Sau khi bán ra USD nhằm bình ổn thị trường kể từ ngày 03/07/2018, vào ngày 23/07/2018, NHNN đã tăng mạnh giá bán ra USD (thêm 223 đồng, tương đương 0,9%). Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu cho thấy NHNN quyết định tạm thời dừng việc bình ổn thị trường bằng cách bán ra USD với giá thấp. Điều này cũng nhằm mục đích đưa giá tỷ giá về đúng diễn biến của thị trường, nhất là trong bối cảnh đồng NDT vẫn chưa thoát khỏi xu hướng giảm giá trong ngắn hạn.

**Hình 5: Diễn biến NEER và REER của VND so với rổ tiền tệ gồm 8 đối tác thương mại chính**



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Sau đợt tăng giá bán ra USD của NHNN ngày 23/07 vừa qua, tổng mức mất giá của VND so với USD kể từ đầu năm 2018 đến nay đã hơn 2,5%. Trong khi đó, nếu so với thời điểm đáy ngắn hạn vào tháng 04/2018 (tức thời điểm trước khi dòng vốn ngoại bắt đầu rút mạnh khỏi thị trường mới nổi và rủi ro chiến tranh thương mại Mỹ - Trung chưa leo thang) thì chỉ số NEER và REER của Việt Nam đã lần lượt tăng 3,3% và 3,8%. Sự gia tăng của NEER và REER phản ánh hàng hóa Việt Nam đắt hơn một cách tương đối so với hàng hóa của các đối tác thương mại chính của Việt Nam. Mặc dù vậy, **nếu so với cuối năm 2017 thì mức hiện tại của NEER và REER cao hơn không nhiều (lần lượt chỉ là 0,3% và 1,5%)**. Điều này hàm ý, NHNN không nhất thiết phải giảm giá VND thêm với biên độ mạnh nếu chỉ xét ở mục tiêu hỗ trợ cho các doanh nghiệp xuất khẩu.

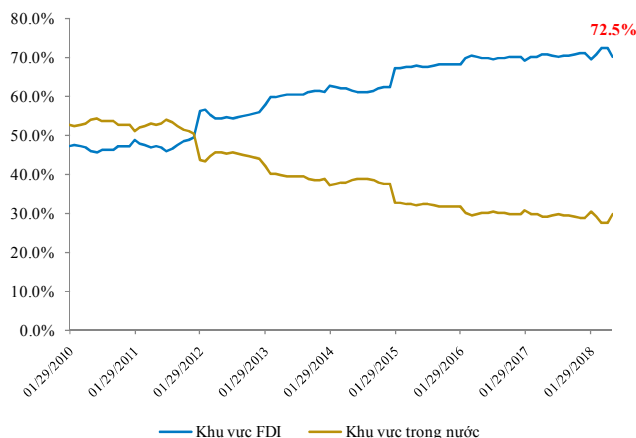
Biến động tỷ giá hiện nay đang theo chiều hướng đồng tiền của các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam (như Trung Quốc, Hàn Quốc) mất giá mạnh, và đồng tiền ở các quốc gia Việt Nam xuất khẩu tăng giá (điển hình là Mỹ). Đây được coi là điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp Việt Nam. Cụ thể, các doanh nghiệp Việt Nam sẽ nhập được hàng hóa đầu vào rẻ hơn tương đối, trong khi xuất khẩu vẫn đảm bảo được sức cạnh tranh. Mặc dù vậy, hàng hóa của Việt Nam vẫn phải cạnh tranh với hàng hóa đến từ các quốc gia khác có cùng nhóm hàng xuất khẩu do đồng tiền nhiều quốc gia đang mất giá mạnh hơn so với VND. Do vậy, nhằm đảm bảo tính cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu, tỷ giá vẫn cần điều chỉnh nhưng sẽ không cần ở mức quá lớn.



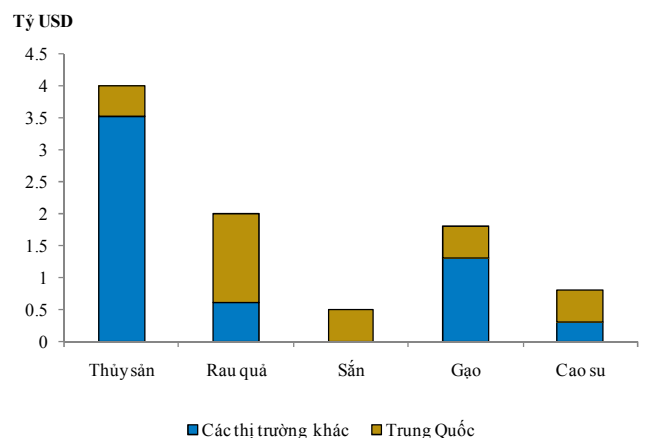
Ở một góc độ khác thì trong tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam hiện nay, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài FDI có tỷ trọng chiếm tới trên 70% trong khi khu vực trong nước chỉ chiếm chưa đến 30%. Đối với nhóm doanh nghiệp FDI, chúng tôi cho rằng: do hoạt động của các doanh nghiệp này tại Việt Nam chủ yếu mang tính chất gia công nên dù các doanh nghiệp này xuất khẩu nhiều nhưng đồng thời cũng phải nhập khẩu một lượng lớn nguyên vật liệu đầu vào. Trong chuỗi thanh toán của họ, đồng USD đóng vai trò chính nên vấn đề VND tăng hay giảm giá so với USD có thể không phải là vấn đề lớn đối với nhóm doanh nghiệp này. Do đó, **chúng tôi cho rằng thực chất VND lên giá sẽ chủ yếu ảnh hưởng đến xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước, trong đó trọng tâm là ảnh hưởng đến xuất khẩu nhóm hàng nông lâm thủy sản.**

Theo số liệu của Tổng cục Hải Quan, tổng kim ngạch xuất khẩu nhóm hàng nông lâm thủy sản trong 6 tháng đầu năm 2018 đạt khoảng 12,7 tỷ USD với một số mặt hàng chủ lực là thủy sản (4 tỷ USD), rau quả (2 tỷ USD), cà phê (1,9 tỷ USD), gạo (1,8 tỷ USD), cao su (0,8 tỷ USD).... Đáng chú ý trong tổng số 12,7 tỷ USD xuất khẩu nông lâm thủy sản nói trên, thị trường Trung Quốc chiếm tỷ trọng 27%, trong đó một số mặt hàng nổi bật là cao su (0,8 tỷ USD, tương đương tỷ trọng 63%); (sắn (0,5 tỷ USD tương đương 100%); gạo (0,5 tỷ USD, tương đương 28%)... Việc đồng NDT lao dốc so với USD khoảng 8% kể từ cuối tháng 4 đến nay đã khiến cho VND lên giá khoảng trên 5% so với NDT. Chính điều này đang phần nào làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng nông lâm thủy sản xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc. Cũng cần lưu ý là xuất khẩu nông lâm thủy sản có ý nghĩa lớn đối với Việt Nam trong vấn đề ổn định kinh tế xã hội do khu vực này hiện vẫn đang thâm dụng nhiều lao động.

**Khu vực FDI chiếm 70% tổng kim ngạch XK của VN**



**XK nông lâm thủy sản sang TQ trong H1/2018**



*Nguồn: Tổng cục Hải quan, BVSC*

Trên cơ sở đó, BVSC cho rằng, việc điều hành tỷ giá USD/VND của NHNN trong thời gian còn lại của năm 2018 sẽ tiếp tục phù hợp với diễn biến thị trường và đảm bảo các cân đối vĩ mô lớn. Việc giảm giá VND quá mạnh sẽ ảnh hưởng đến lạm phát và niềm tin vào VND nhưng nếu đồng NDT có diễn biến tiếp tục lao dốc so với USD trên thị trường thế giới thì việc điều hành tỷ giá USD/VND trong nước cũng cần có ứng phó linh hoạt. **Chúng tôi duy trì quan điểm VND sẽ có mức mất giá khoảng 3% cho cả năm nay.**



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của BVSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## KHOÍ PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### BỘ PHẬN KINH TẾ VĨ MÔ & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

#### **Phạm Tiến Dũng**

Trưởng bộ phận

[pham.tiendung@baoviet.com.vn](mailto:pham.tiendung@baoviet.com.vn)

#### **Trần Hải Yến**

Kinh tế Vĩ mô

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)



#### **Trụ sở chính Hà Nội**

Số 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-24)-3928 8080

Fax: (84-24)-3928 9888

Email: [research-bvsc@baoviet.com.vn](mailto:research-bvsc@baoviet.com.vn)

Website: [www.bvsc.com.vn](http://www.bvsc.com.vn)