

# KINH TẾ VĨ MÔ: CẬP NHẬT 5 THÁNG ĐẦU NĂM 2023

---

**Nguyễn Thị Bảo Trân**  
tran.ntb@miraeasset.com.vn

**Trần Thị Ngọc Hòa**  
hoa.ttn@miraeasset.com.vn

# NỘI DUNG

|   |          |
|---|----------|
| <b>[Tóm tắt]</b>  | <b>3</b> |
| ① Điểm nhấn bối cảnh đầu tư toàn cầu                            | 4        |
| ② Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam                         | 5        |
| ③ Cập nhật về về ổn định vĩ mô Việt Nam                         | 9        |
| ④ Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam và các sự kiện chính | 12       |
| ⑤ Cập nhật về xu hướng thị trường chứng khoán                   | 13       |



## [Tóm tắt]

### Thế giới

- Chúng tôi kỳ vọng Fed sẽ sớm dừng việc tăng lãi suất do quá trình giảm phát của Mỹ đã bắt đầu sau khi tạo đỉnh tháng 6/2022.
- Quá trình giảm phát còn “gập ghềnh” và vẫn cách khá xa mức lạm phát mục tiêu 2%. Fed đang hướng tới cách tiếp cận theo dõi chặt chẽ dữ liệu kinh tế sắp tới và tác động đối với triển vọng kinh tế.

### Việt Nam

- Đầu tư công và quy hoạch phát triển điện lực quốc gia VIII là động lực tăng trưởng quan trọng trong thời gian tới. Các động lực tăng trưởng khác, như xuất khẩu, dòng vốn FDI, tăng trưởng bán lẻ có thể khởi sắc hơn trong nửa cuối năm 2023.
- NHNN chủ động nới lỏng chính sách tiền tệ trong bối cảnh áp lực tỷ giá và lạm phát hạ nhiệt.
- Nhiều giải pháp chính sách được Chính phủ và Ngân hàng nhà nước ban hành để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn.

### Thị trường chứng khoán

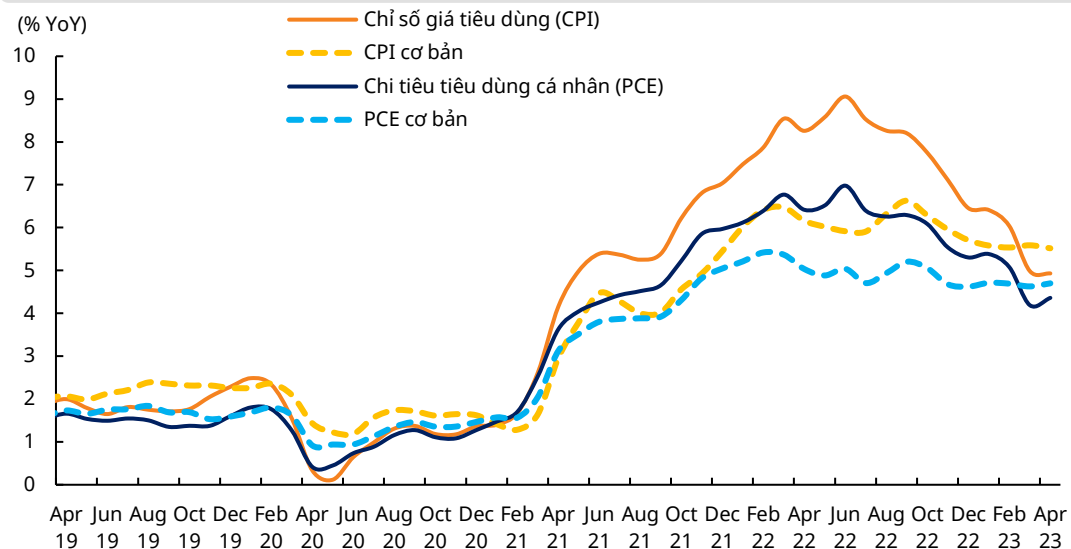
- Thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục xu hướng hồi phục, với thanh khoản cải thiện. Trong tháng 5, cá nhân trong nước mua ròng, trong khi khối ngoại và tổ chức trong nước bán ròng.
- Định giá đang ở ngưỡng lưỡng lự: 1) P/E so sánh ngang nhiều thị trường khác trên thế giới nên Việt Nam chỉ hấp dẫn khi duy trì được ROE cao; 2) xét về định giá lịch sử, VN-Index đang giao dịch ở mức trung bình 5 năm trừ 1 độ lệch chuẩn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng P/E của thị trường sẽ giằng co ở ngưỡng định giá này trước khi sự kỳ vọng cải thiện về yếu tố cơ bản của doanh nghiệp.

# ① Điểm nhấn bối cảnh đầu tư toàn cầu

## Kỳ vọng Fed sẽ sớm dừng việc tăng lãi suất trong bối cảnh lạm phát đang hạ nhiệt

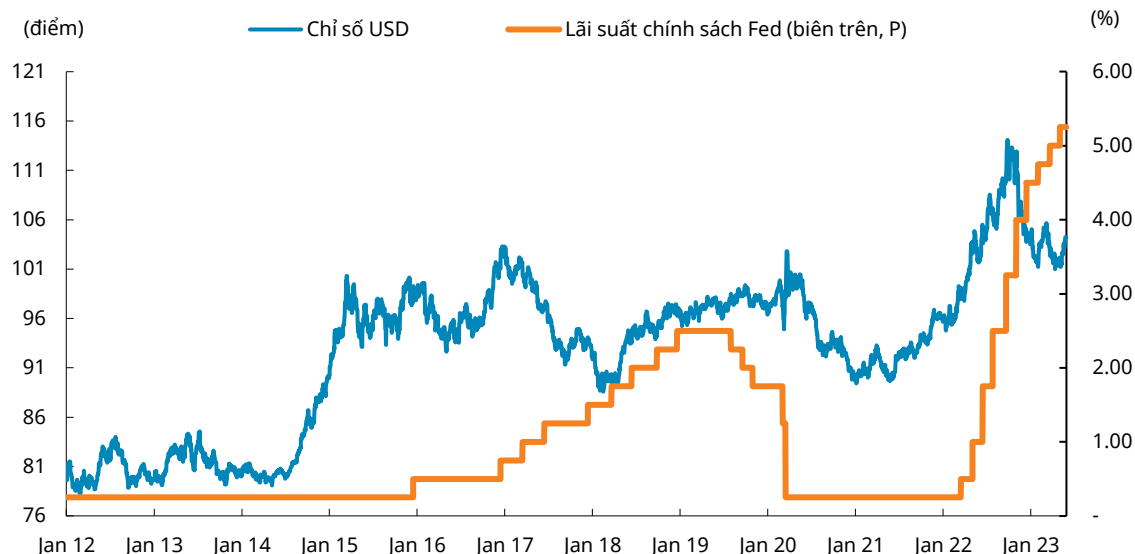
- Chúng tôi kỳ vọng Fed sẽ sớm dừng việc tăng lãi suất do quá trình giảm phát của Mỹ đã bắt đầu sau khi tạo đỉnh tháng 6/2022.
- Quá trình giảm phát còn “gập ghềnh” và vẫn cách khá xa mức lạm phát mục tiêu 2%. Lạm phát Mỹ tháng 4 tăng nhẹ so với tháng trước đó. Cụ thể, chỉ tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) của Mỹ tăng 4,4% YoY trong tháng 4, cao hơn mức tăng 4,2% YoY của tháng 3 và cao hơn kỳ vọng thị trường (4,6% YoY). Trong khi đó, PCE lõi tăng 0,4% MoM và 4,7% YoY trong tháng 4, cao hơn kỳ vọng của thị trường lần lượt là tăng 0,3% MoM và 4,6% YoY. Chỉ số USD tăng 2,5% MoM, trong bối cảnh báo cáo chỉ số lạm phát PCE tháng 4 tăng nhẹ trở lại.
- Trong cuộc họp FOMC tháng 5, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang (Fed) Jerome Powell đã hàm ý rằng Fed sẽ cân bằng rủi ro lạm phát và thị trường lao động, trong bối cảnh nhiều còn lo ngại về sức khỏe của hệ thống ngân hàng Mỹ và đàm phán về trần nợ công Mỹ. Fed đang hướng tới cách tiếp cận theo dõi chặt chẽ dữ liệu kinh tế sắp tới và tác động đối với triển vọng kinh tế.

### Quá trình giảm phát của Mỹ đã bắt đầu từ tháng 7/2022, dù sẽ còn nhiều gập ghềnh



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

### Chỉ số USD tăng lại trong tháng 5



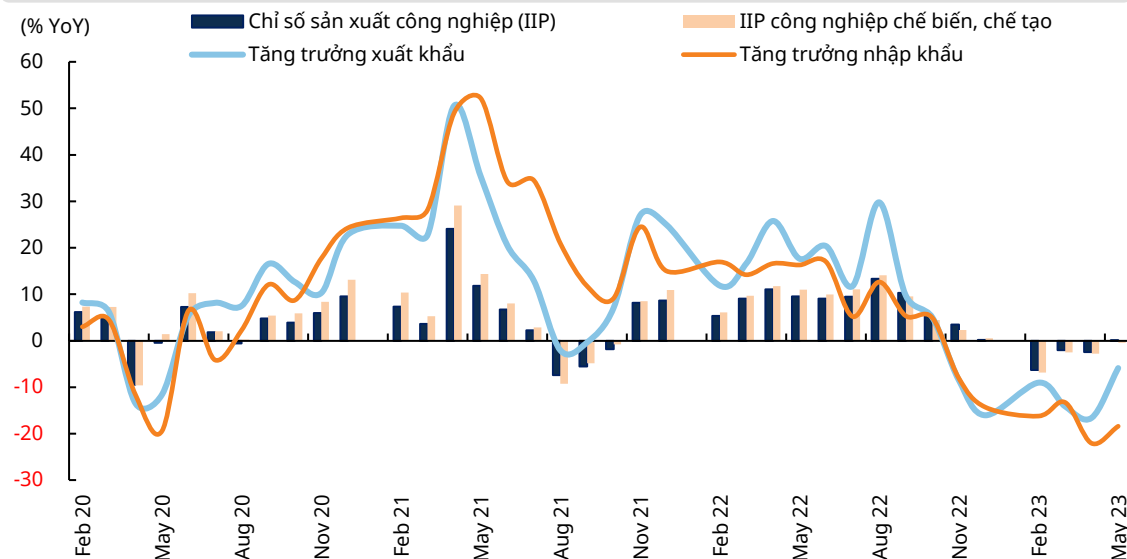
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## ② Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam

### Xuất khẩu thu hẹp đà giảm đáng kể trong tháng 5

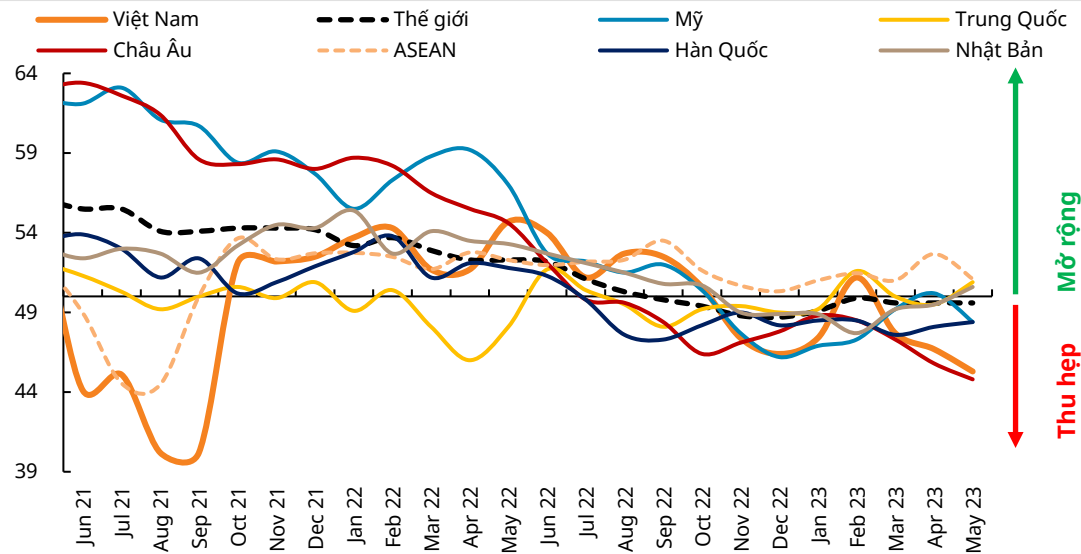
- **Xuất khẩu đang dần có tín hiệu khởi sắc trong tháng 5**, nhờ vào việc Việt Nam xúc tiến thương mại mạnh mẽ, mặc dù nhu cầu toàn cầu vẫn suy yếu. Theo số liệu từ Tổng cục thống kê ước tính cho tháng 5, xuất khẩu ước đạt 29,05 tỷ USD (+4,3% MoM và -5,9% YoY), với đà giảm thu hẹp đáng kể so với đà giảm của hai tháng trước đó (Tháng 4: -16,6% YoY, Tháng 3: -14,1% YoY). Xuất khẩu 5 tháng đầu năm ước tính đạt 136,17 tỷ USD (-11,6% YoY).
- Đáng chú ý, xuất khẩu sang một số đối tác lớn như Trung Quốc (chiếm 15% tổng kim ngạch xuất khẩu), Châu Âu, Hàn Quốc, Nhật đã quay trở lại mức tăng trưởng dương trong tháng 5. Trong khi đó, xuất khẩu sang Mỹ (chiếm 27% tổng xuất khẩu) cũng thu hẹp đà giảm trong tháng 5 (-19,5% YoY trong 5T2023, từ mức -21,6% YoY trong 4T2023).
- **Thặng dư thương mại tiếp tục mở rộng.** Tính chung 5 tháng đầu năm, cán cân thương mại hàng hóa ước tính xuất siêu 9,8 tỷ USD (so với cùng kỳ năm trước xuất siêu 0,24 tỷ USD).
- **Hoạt động sản xuất công nghiệp vẫn suy yếu trong 5 tháng đầu năm.** Cụ thể, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) giảm 2% YoY trong 5T2023. Đáng chú ý, chỉ số IIP tháng 5 tăng nhẹ 0,1% YoY (từ mức -2,4% YoY trong tháng 4), lần đầu ghi nhận tăng trưởng trở lại so với cùng kỳ. Tuy vậy, chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam đã giảm xuống 45,3 điểm trong tháng 5, đây là lần suy giảm tháng thứ ba liên tiếp của các điều kiện kinh doanh và đáng kể nhất kể từ tháng 9/2021, với sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới giảm mạnh hơn khi các công ty giảm việc làm và hoạt động mua hàng.
- Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi từ thị trường Trung Quốc sau khi mở cửa sẽ phần nào bù đắp được sự sụt giảm từ thị trường Mỹ. Từ đó, **xuất khẩu và hoạt động sản xuất công nghiệp trong nước kỳ vọng có thể sẽ khởi sắc hơn nữa trong nửa cuối năm.**

#### Cả xuất khẩu và hoạt động sản xuất có tín hiệu thu hẹp đà giảm trong tháng 5



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu GSO và Tổng cục Hải quan  
Ghi chú: Để loại trừ hiệu ứng chênh lệch do nghỉ Tết Nguyên đán hàng năm, dữ liệu tháng 1 và 2 được chúng tôi cộng gộp lại.

#### Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam và các đối tác thương mại lớn vẫn chưa cải thiện



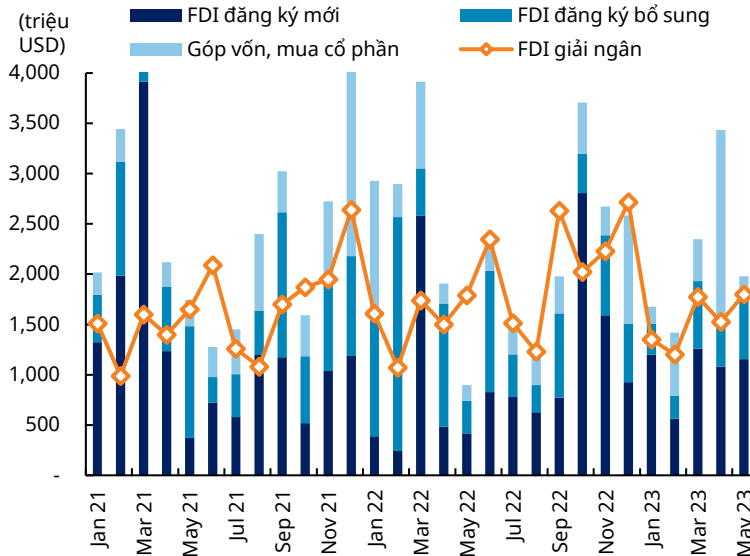
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu S&P Global

## ② Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

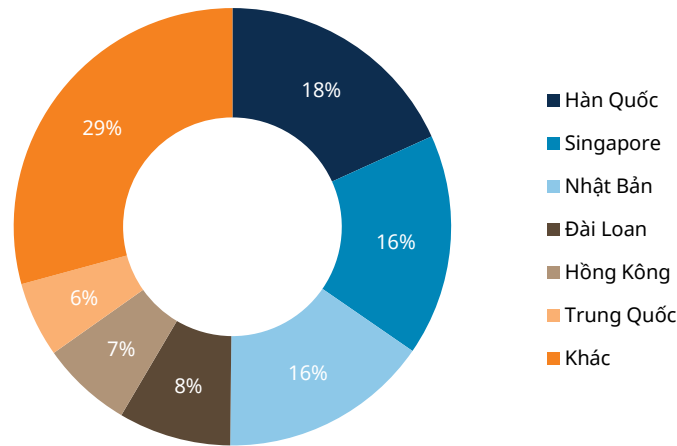
### Vốn FDI đăng ký khởi sắc tháng thứ 2 liên tiếp

- **Giải ngân vốn FDI vẫn ổn định** trong 5 tháng đầu năm đạt, khoảng 7,65 tỷ USD, giảm 0,8% YoY.
- Về FDI đăng ký, Việt Nam đã thu hút gần 10,86 tỷ USD vốn FDI (-7,3% YoY), đà giảm thu hẹp so với 4T2023 (giảm 17,9% YoY). Cụ thể, trong 5 tháng đầu năm, Việt Nam đã thu hút 962 dự án FDI mới (+66,4% YoY), tổng vốn FDI đăng ký mới đạt hơn 5,26 tỷ USD, tăng 27,8% YoY. Thêm vào đó, có 485 lượt dự án đăng ký điều chỉnh vốn đầu tư, tăng 22,8% YoY, tổng vốn FDI đăng ký tăng thêm đạt gần 2,28 tỷ USD (-59,4% YoY).
- Chúng tôi tin rằng Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn khi các doanh nghiệp cân nhắc chiến lược Trung Quốc+1, cũng như khi bối cảnh kinh tế toàn cầu có sự khởi sắc. Đáng chú ý, đầu tư công để phát triển cơ sở hạ tầng và Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia VIII được thông qua gần đây sẽ là động lực quan trọng để thu hút FDI trong dài hạn. Thêm vào đó, nguồn nhân lực ổn định và nỗ lực cải cách thủ tục hành chính cũng là điểm cộng khi thu hút FDI.
- Dù vậy, việc áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu 15% đối với FDI từ năm 2024 vẫn sẽ là chủ đề được quan tâm chính trong thời gian tới; theo Bộ Tài chính, mức thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) phổ thông của Việt Nam là 20%, trong khi đó, thuế TNDN thực tế của các doanh nghiệp FDI là 12,3% và các tập đoàn lớn nước ngoài chỉ chịu thuế suất thuế TNDN là 2,75% đến 5,95%.

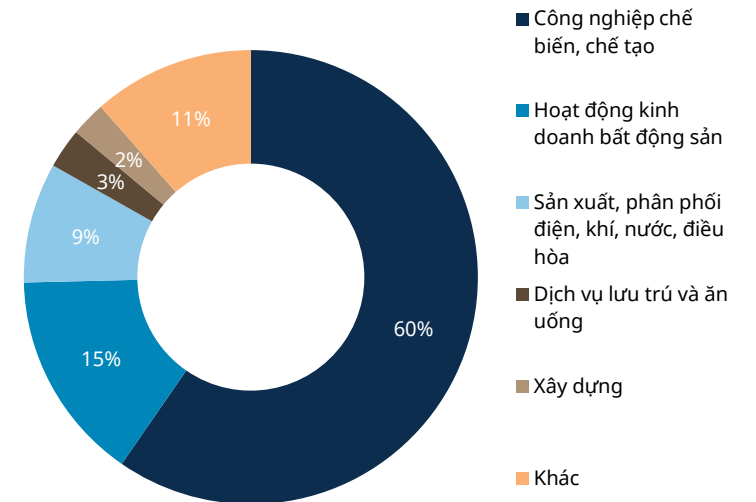
Vốn FDI đăng ký và giải ngân hàng tháng



Vốn FDI đăng ký theo các nước



Vốn FDI đăng ký theo ngành



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bộ Kế hoạch và Đầu tư

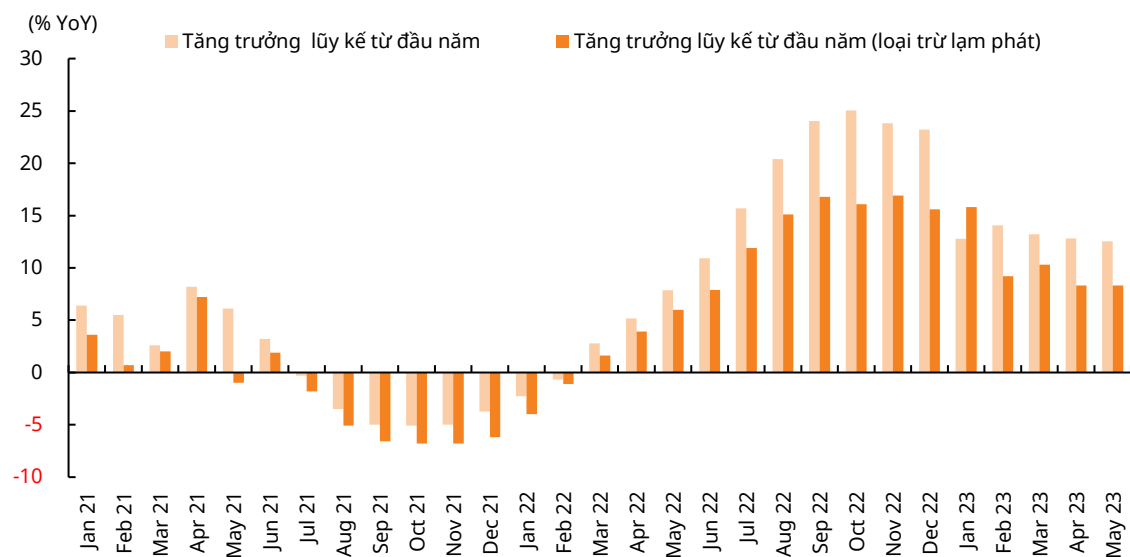
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Ghi chú: Vốn FDI đăng ký tính lũy kế các dự án còn hiệu lực tới 20/5/2023

## ② Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

### Du lịch tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng bán lẻ

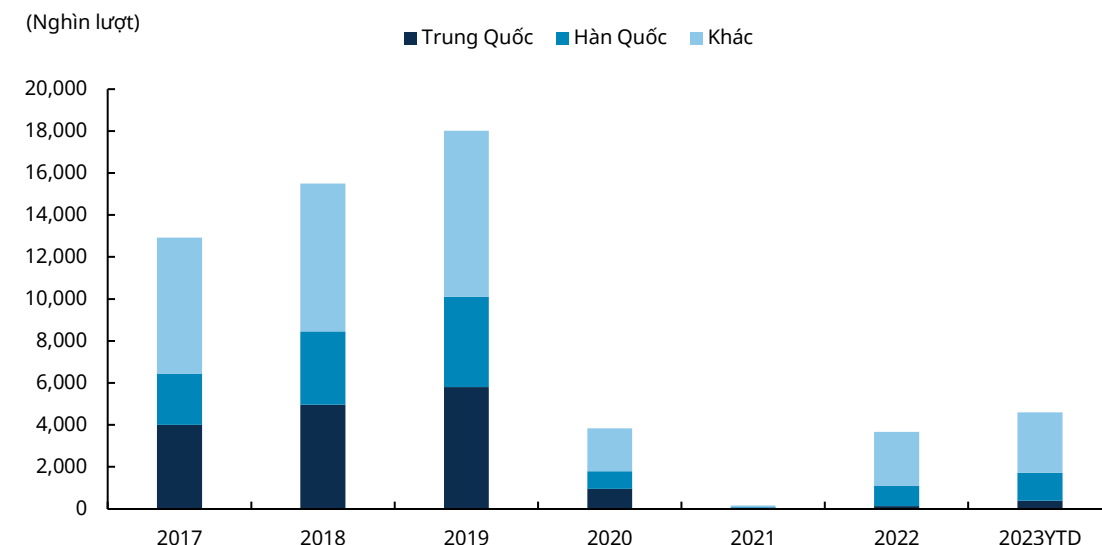
- Trong 5 tháng đầu năm, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng vẫn duy trì tăng trưởng hai chữ số, ước tính đạt 2.527 nghìn tỷ, tăng 12,6% YoY và hồi phục 27,4% so với cùng kỳ năm 2019 — năm trước dịch Covid-19; nếu loại trừ yếu tố giá tăng, mức tăng sẽ là 8,3% YoY (trong 5 tháng đầu năm 2022, mức tăng là 6% YoY).
  - Bán lẻ hàng hóa (chiếm 79% tổng mức bán lẻ) tăng 10,7% YoY.
  - Du lịch tiếp tục là điểm sáng trong tổng tăng trưởng bán lẻ, khi dịch vụ lữ hành, lưu trú, ăn uống và khác (chiếm 21% tổng mức bán lẻ) tăng 19,9% YoY. Đáng chú ý, chúng tôi cho rằng dư địa khách quốc tế từ Trung Quốc còn rất tiềm năng, khi số lượt khách từ Trung Quốc (tăng 12 lần so với cùng kỳ năm ngoái) chiếm 9% tổng số khách du lịch quốc tế trong 5 tháng đầu năm, so với tỷ trọng 32% của khách quốc tế từ Trung Quốc trong giai đoạn trước dịch.
- Thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng bán lẻ sẽ khởi sắc hơn nhờ: 1) Dư địa hồi phục từ khách du lịch, đặc biệt là từ Trung Quốc, với kỳ vọng hiệu ứng lan tỏa mạnh mẽ; 2) Giảm thuế GTGT từ 10% xuống 8% cho một số mặt hàng trong nửa cuối năm.

Tăng trưởng tổng bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng hàng tháng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê

Lưu lượng khách quốc tế hàng tháng



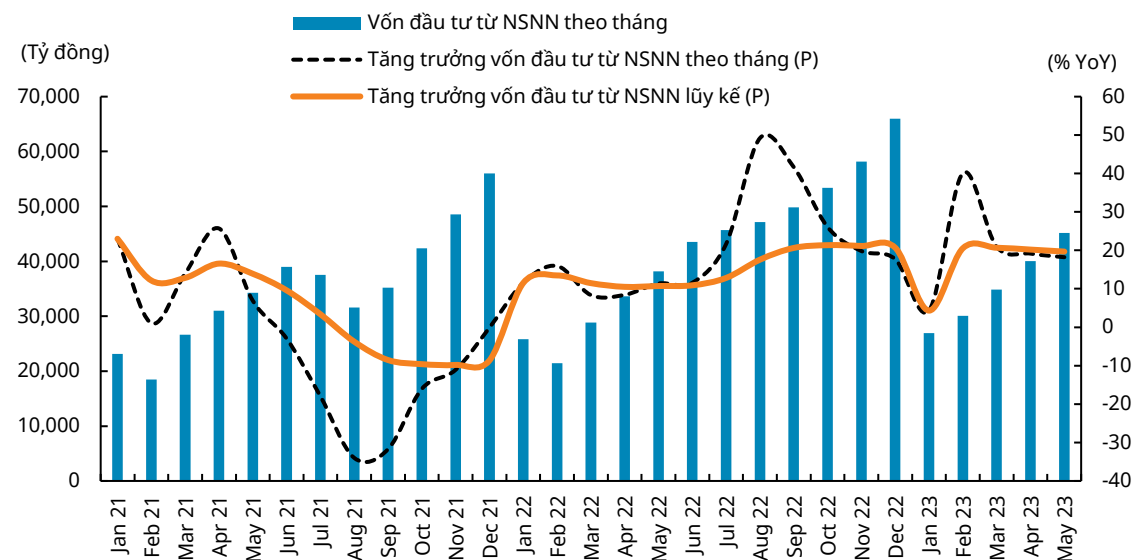
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê

## ② Xu hướng tăng trưởng kinh tế Việt Nam (tiếp theo)

### Tiến độ giải ngân đầu tư công cần tăng tốc trong thời gian tới

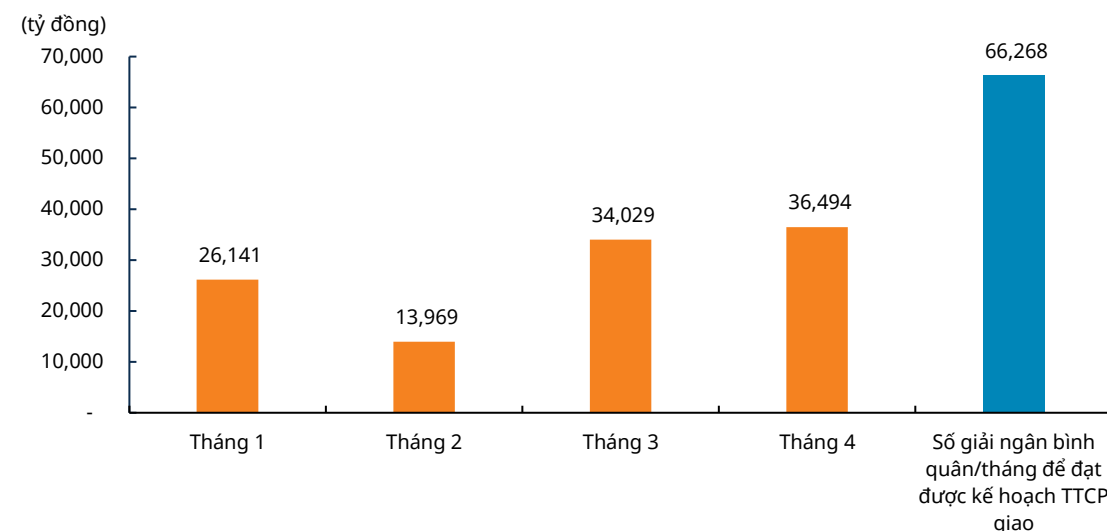
- Theo số liệu từ Tổng cục thống kê, trong 5 tháng đầu năm, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước (NSNN) ước đạt 25,5% kế hoạch, tăng 12,7% MoM và tăng 18,4% YoY. Điểm tích cực là trong 5 tháng đầu năm, NSNN thặng dư 116,5 nghìn tỷ đồng. Thặng dư NSNN được kỳ vọng sẽ tạo dư địa để Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong thời gian tới.
- Đầu tư công là động lực tăng trưởng quan trọng trong các tháng còn lại của năm 2023**, nhưng cần tăng tốc trong tiến độ giải ngân. Mục tiêu giải ngân đầu tư công năm nay theo mục tiêu Thủ tướng Chính phủ đặt ra là khoảng 707 nghìn tỷ đồng. Theo tính toán của chúng tôi, để đạt được từ 95% đến 100% kế hoạch Thủ tướng giao, thì bình quân 9 tháng còn lại phải giải ngân mỗi tháng ít nhất từ 62 đến 66 nghìn tỷ đồng (gấp 1,8 – 1,9 lần so với mức giải ngân bình quân của tháng 3 và tháng 4). Khi đạt được từ 95% đến 100% kế hoạch Thủ tướng giao, số vốn giải ngân đầu tư công năm nay có thể tăng đến 18,8 – 25% so với cùng kỳ.

Vốn đầu tư từ nguồn Ngân sách Nhà nước theo tháng



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê

Tiến độ giải ngân vốn công so với kế hoạch Thủ tướng Chính phủ



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bộ Tài chính

### ③ Cập nhật về ổn định vĩ mô Việt Nam

#### Lạm phát tiếp tục hạ nhiệt

- Chúng tôi thấy rằng lạm phát Việt Nam tạo đỉnh vào tháng 1/2023 và đã dần hạ nhiệt các tháng sau đó, với CPI bình quân 5 tháng đầu năm vẫn nằm dưới mục tiêu 2023 (4,5%); trong khi đó, lạm phát cơ bản cũng hạ nhiệt nhưng với tốc độ chậm hơn. Cụ thể, CPI tháng 5 tăng 2,4% YoY (so với mức đỉnh tháng 1/2023 4,9% YoY). Trong khi đó, CPI cơ bản tháng 5 tăng 4,5% YoY (so với mức đỉnh tháng 1/2023 5,2% YoY).
- Chỉ số giá tiêu dùng bình quân 5 tháng đầu năm 2023 tăng 3,55% YoY, chủ yếu do tác động của chỉ số giá nhóm Lương thực, thực phẩm, Nhà ở và vật liệu xây dựng, Giáo dục, Văn hóa, vui chơi giải trí và du lịch. Ngược lại, chỉ số giá Giao thông giảm (tháng 5: -3%MoM; -8,9% YoY) do các đợt điều chỉnh giảm giá xăng trong nước trong tháng 5 vừa qua.

| Chỉ số lạm phát Việt Nam     |          |          |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------------------------------|----------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Lạm phát (% YoY)             | Tỷ trọng | Xu hướng | 2022 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2023 |      |      |      |      |
|                              |          |          | T1   | T2   | T3   | T4   | T5   | T6   | T7   | T8   | T9   | T10  | T11  | T12  | T1   | T2   | T3   | T4   | T5   |
| CPI                          |          |          | 1.9  | 1.4  | 2.4  | 2.6  | 2.9  | 3.4  | 3.1  | 2.9  | 3.9  | 4.3  | 4.4  | 4.5  | 4.9  | 4.3  | 3.4  | 2.8  | 2.4  |
| CPI cơ bản                   |          |          | 0.7  | 0.7  | 1.1  | 1.5  | 1.6  | 2.0  | 2.6  | 3.1  | 3.8  | 4.5  | 4.8  | 5.0  | 5.2  | 5.0  | 4.9  | 4.6  | 4.5  |
| Lương thực thực phẩm         | 33.6%    |          | -0.1 | -0.2 | 1.0  | 1.1  | 1.3  | 2.3  | 3.0  | 3.3  | 3.7  | 5.1  | 5.2  | 5.2  | 6.1  | 4.3  | 4.0  | 3.6  | 3.6  |
| Nhà ở và vật liệu xây dựng   | 18.8%    |          | 3.5  | 0.4  | 1.7  | 2.7  | 2.2  | 1.5  | 1.1  | 1.4  | 4.4  | 5.4  | 6.0  | 7.1  | 6.9  | 7.9  | 6.7  | 5.2  | 6.4  |
| Giao thông                   | 9.7%     |          | 14.5 | 15.5 | 18.3 | 16.6 | 18.4 | 21.4 | 15.2 | 8.9  | 6.7  | 1.8  | 0.9  | -0.2 | 0.1  | -0.2 | -4.9 | -3.9 | -8.9 |
| Thiết bị và đồ dùng gia đình | 6.7%     |          | 1.2  | 1.2  | 1.4  | 1.6  | 1.8  | 2.0  | 2.2  | 2.5  | 2.5  | 2.6  | 2.6  | 2.7  | 2.9  | 2.7  | 2.7  | 2.3  | 2.2  |
| Giáo dục                     | 6.2%     |          | -3.8 | -3.3 | -3.2 | -2.3 | -2.2 | -2.1 | -2.0 | -0.6 | 8.4  | 10.6 | 11.0 | 11.8 | 11.6 | 10.4 | 8.4  | 6.0  | 5.7  |
| May mặc, mũ nón và giày dép  | 5.7%     |          | 0.9  | 0.7  | 1.0  | 1.1  | 1.3  | 1.5  | 1.8  | 2.1  | 2.2  | 2.3  | 2.2  | 2.4  | 2.8  | 2.6  | 2.5  | 2.3  | 2.2  |
| Thuốc và dịch vụ y tế        | 5.4%     |          | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  |
| Văn hoá, giải trí và du lịch | 4.6%     |          | -0.1 | 0.3  | 0.5  | 1.8  | 2.8  | 3.4  | 4.3  | 4.8  | 4.8  | 4.8  | 5.0  | 5.0  | 5.3  | 4.7  | 4.7  | 3.0  | 2.5  |
| Bưu chính viễn thông         | 3.1%     |          | -0.7 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | -0.3 | -0.5 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.5 |
| Đồ uống và thuốc lá          | 2.7%     |          | 2.8  | 2.2  | 2.6  | 2.7  | 3.0  | 3.2  | 3.4  | 3.5  | 3.4  | 3.6  | 3.5  | 3.8  | 4.4  | 3.8  | 3.7  | 3.6  | 3.4  |

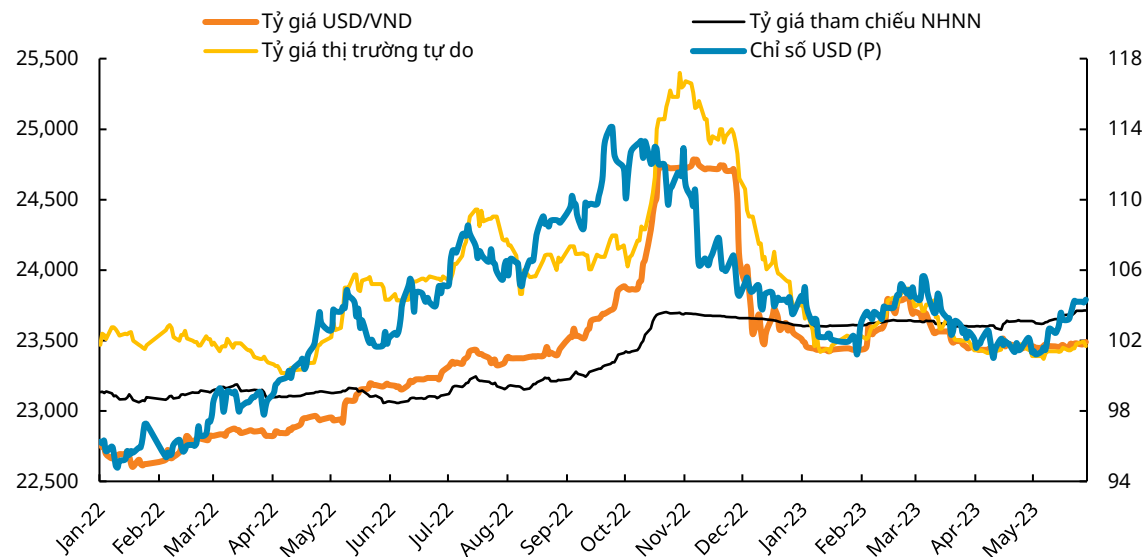
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê  
Lưu ý: Chỉ số lạm phát cơ bản được tính toán bằng phương pháp loại bỏ trực tiếp 16 nhóm hàng lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và giá do Nhà nước quản lý.

### ③ Cập nhật về ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

#### Tỷ giá USD/VND duy trì ổn định mặc dù chỉ số USD tăng trở lại

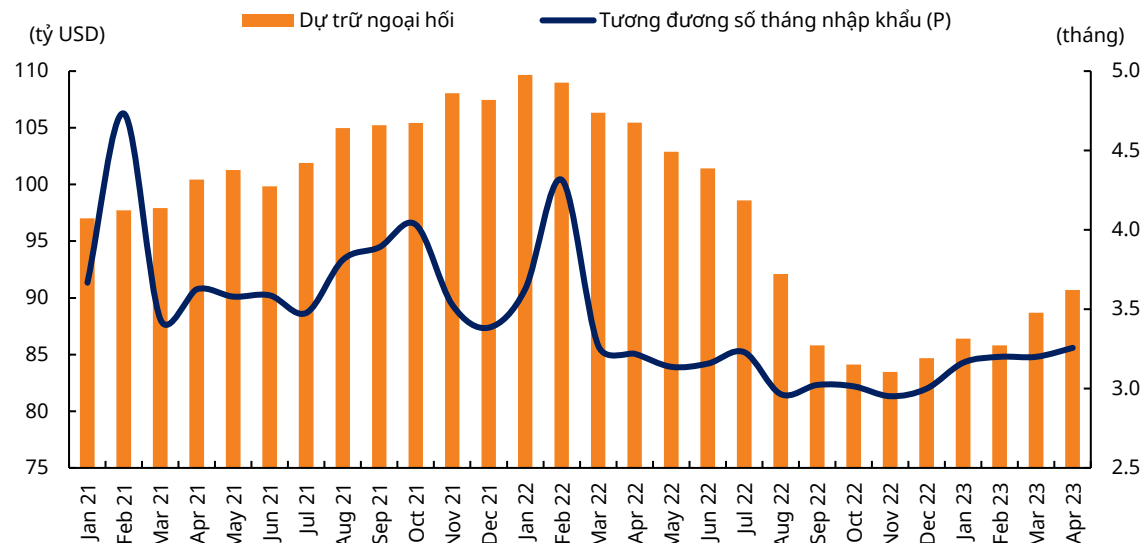
- Chỉ số USD tăng 2,5% MoM và tăng 0,7% YTD, trong bối cảnh lạm phát chi tiêu của người tiêu dùng (PCE inflation) tháng 4 của Mỹ tăng tốc trở lại. Tuy nhiên, so với các đồng tiền khác trong khu vực châu Á, tỷ giá USD/VND vẫn tương đối ổn định.
- Trong nước, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) tiếp tục điều hành chính sách tiền tệ theo hướng linh hoạt. Theo đó, tỷ giá trung tâm tăng tương ứng 0,3% MoM và 0,4% YTD trong tháng 5, trong bối cảnh biến động gần đây của chỉ số USD. Nhờ thanh khoản hệ thống được điều tiết tốt, tỷ giá giao dịch tại các ngân hàng thương mại tỷ giá USD/VND vẫn duy trì ổn định, tăng nhẹ 0,2% MoM và giảm 0,3% YTD.
- VND kì vọng vẫn giữ ổn định**, nhờ vào: 1) duy trì thặng dư thương mại, xuất siêu ước tính đạt 9,8 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm; 2) giải ngân vốn FDI ổn định. Trong thời gian tới, chỉ số USD kì vọng sẽ hạ nhiệt từ mức cơ sở cao trong năm ngoái với triển vọng Fed sẽ sớm tạm dừng chu kỳ tăng lãi suất, điều này sẽ giúp giảm bớt áp lực lên tỷ giá USD/VND trong năm nay.

Tỷ giá USD/VND và chỉ số USD



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam



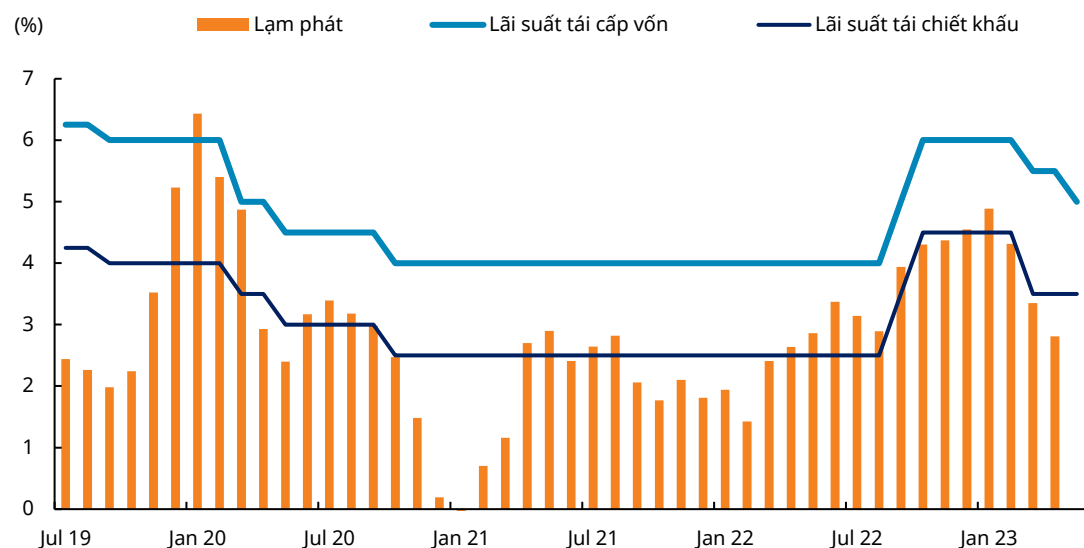
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg đến tháng 2/2023  
Ghi chú: Số liệu tháng 3 và 4 là số ước tính của Ngân hàng Nhà nước

### ③ Cập nhật về ổn định vĩ mô Việt Nam (tiếp theo)

#### NHNN chủ động nới lỏng chính sách tiền tệ một cách thận trọng

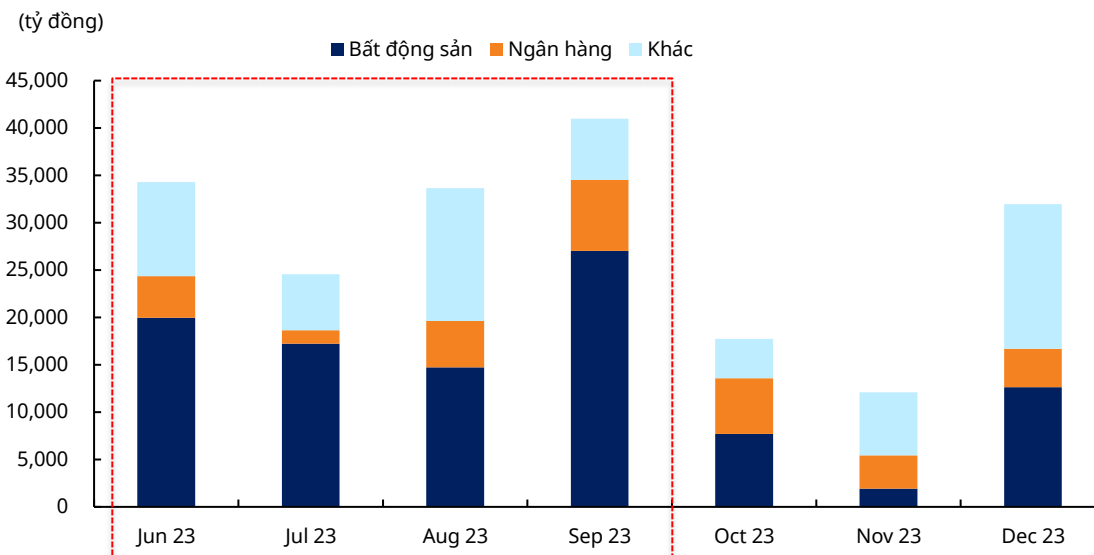
- Để tháo gỡ khó khăn cho nền kinh tế, NHNN đã chủ động hạ lãi suất điều hành lần thứ 3 liên tiếp trong năm; như vậy, lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn đã giảm tổng cộng 100bps YTD mỗi loại xuống còn 3,5% và 5%. Ngày 23/5/2023, NHNN ban hành Quyết định 950/QĐ-NHNN và 951/QĐ-NHNN, theo đó: 1) lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của Ngân hàng Nhà nước đối với tổ chức tín dụng giảm 50bps xuống 5,5%/năm; 2) lãi suất tái cấp vốn giảm 50bps xuống 5%/năm; 3) lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng giảm 50bps xuống 5%/năm. NHNN đã và đang điều hành chính sách một cách chủ động, linh hoạt, cân bằng giữa kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, thị trường tiền tệ và hỗ trợ doanh nghiệp, người dân nói riêng và phục hồi tăng trưởng kinh tế nói chung.
- Về trái phiếu doanh nghiệp, hệ thống tài chính nói chung cũng đang chịu áp lực khá lớn do một lượng lớn trái phiếu đáo hạn từ tháng 6 đến tháng 9; trong đó, gần 82 nghìn tỷ đến từ nhóm bất động sản. Hoạt động phát hành mới vẫn trầm lắng; tính đến 26/5/2023, tổng giá trị phát hành lũy kế từ đầu năm đạt 31.658 tỷ đồng (-70% YoY), theo thống kê của Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA). Trong 5 tháng đầu năm, các doanh nghiệp tiếp tục tích cực mua lại trái phiếu trước hạn, tăng 62,4% YoY lên 68.130 tỷ đồng.

#### NHNN chủ động hạ lãi suất điều hành khi áp lực lạm phát và tỷ giá hạ nhiệt



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu SBV

#### Một lượng lớn trái phiếu doanh nghiệp sẽ đáo hạn vào tháng 6–9/2023



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu VBMA

## ④ Cập nhật thị trường chứng khoán Việt Nam và các sự kiện chính

Nhiều giải pháp chính sách được Chính phủ và Ngân hàng nhà nước ban hành để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn hiện tại.



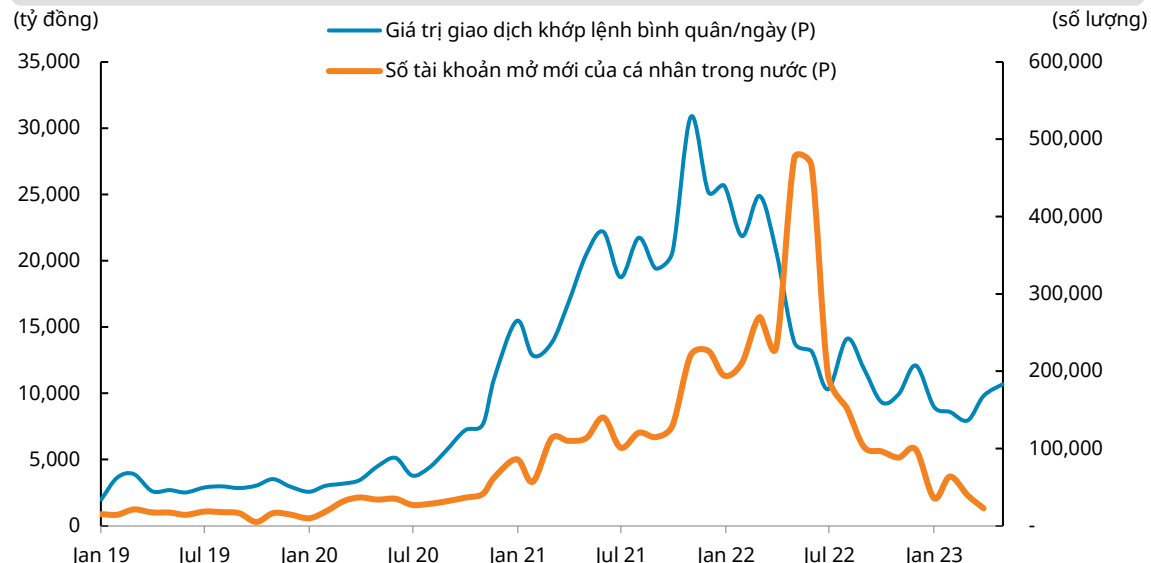
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp. Cập nhật đến ngày 29/5/2023.

## ⑤ Cập nhật xu hướng thị trường chứng khoán

### Thanh khoản có sự cải thiện; khối ngoại vẫn bán ròng

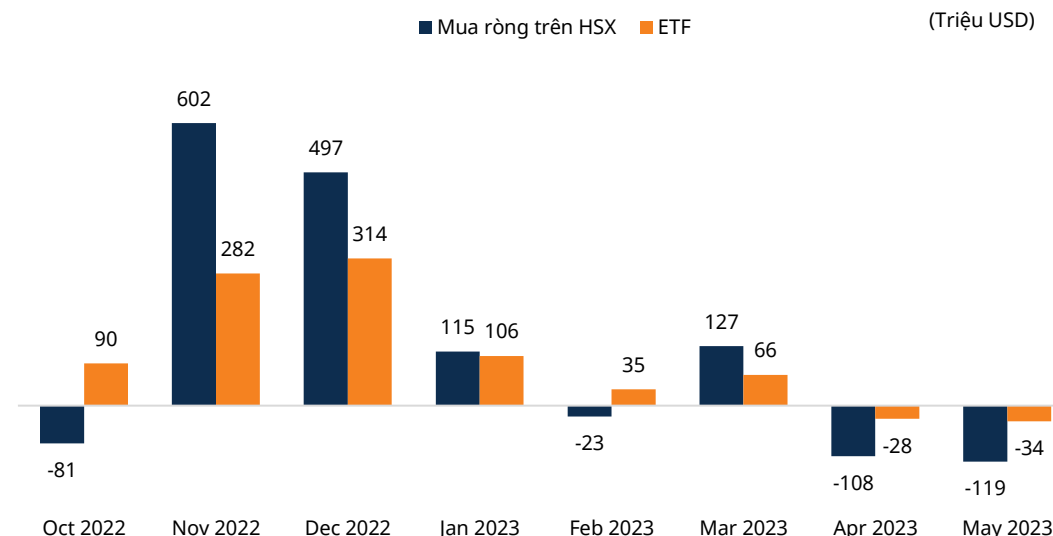
- Thanh khoản thị trường có tháng thứ hai cải thiện liên tiếp, với giá trị khớp lệnh bình quân trên sàn HOSE tăng 9% so với tháng trước lên trên 10 nghìn tỷ đồng/phần (tháng 4: +23% MoM).
- Trong tháng 5, cá nhân trong nước mua ròng tháng thứ 2 liên tiếp với giá trị gần 7,6 nghìn tỷ đồng. Điều này cũng cho thấy sự cải thiện về tâm lý của nhóm nhà đầu tư cá nhân trong nước (chiếm đến 82% tổng giá trị giao dịch trên thị trường 5 tháng đầu năm) trong bối cảnh phía Chính phủ và NHNN ban hành nhiều giải pháp chính sách kể từ tháng 3/2023.
- Tháng 5, khối ngoại (chiếm 10% tổng giá trị giao dịch) tiếp tục bán ròng tháng thứ 2 liên tiếp, với giá trị 3 nghìn tỷ đồng (gần 120 triệu USD).
  - Trong khi Mỹ vẫn tiếp tục tăng lãi suất tháng 3 và tháng 5 vừa qua, NHNN Việt Nam tiên phong cắt giảm lãi suất điều hành (nhờ áp lực lạm phát và tỷ giá đều hạ nhiệt) để khơi thông dòng vốn trong nước và giúp kinh tế tăng trưởng. Chênh lệch này góp phần lý giải cho xu hướng bán ròng gần đây của khối ngoại.
  - Nhìn lại thời điểm tháng 11 và 12/2022 và tháng 1/2023, khi P/E của VN-Index ở mức thấp nhất trong vòng 10 năm, khối ngoại đã mua ròng với tổng giá trị lên đến 32,6 nghìn tỷ đồng (hơn 1,2 tỷ USD). Nhà đầu tư nước ngoài có thể đang hiện hóa lợi nhuận khi VN-Index hiện tại đã tăng khoảng 20% với mức đáy tháng 11/2022.

#### Thanh khoản thị trường hồi phục tháng thứ 2 liên tiếp



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Fiinpro và VSD

#### Khối ngoại tiếp tục xu hướng bán ròng



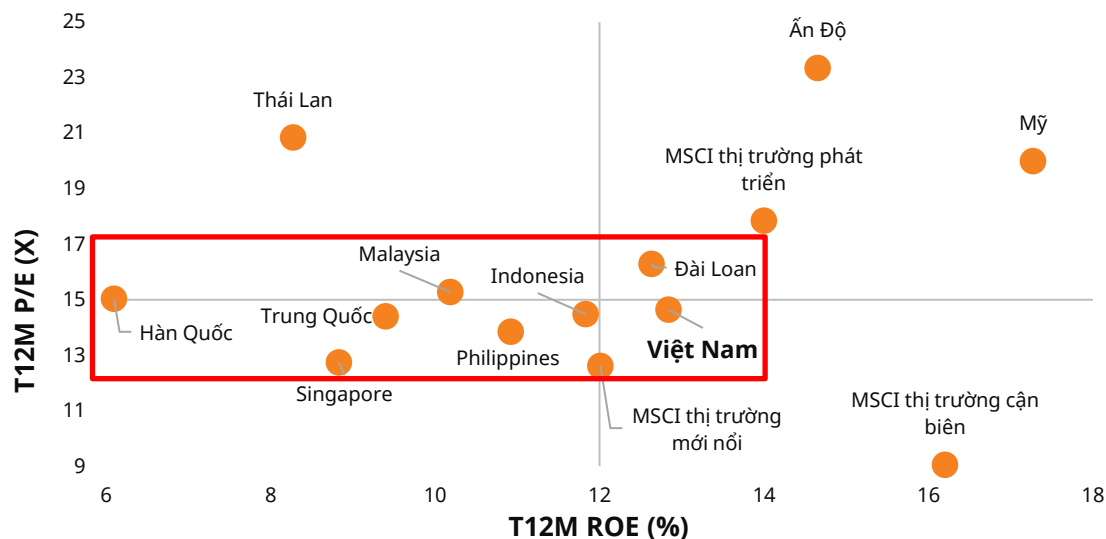
Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## ⑤ Cập nhật xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

### Thị trường phục hồi; định giá đang ở ngưỡng lưỡng lự

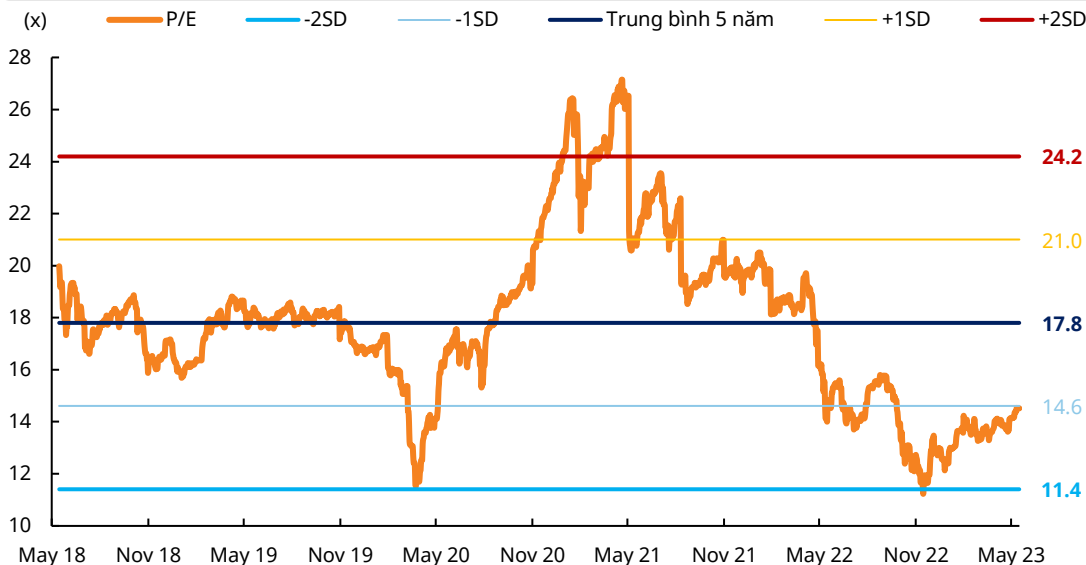
- **Thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục xu hướng hồi phục** (VN-Index: +2,5% MoM; +6,8% YTD) nhờ: 1) các ngành nhạy cảm với lãi suất như Chứng khoán tăng tốt trong bối cảnh NHNN cắt giảm lãi suất điều hành 3 lần liên tiếp; 2) Xây dựng và Vật liệu xây dựng tăng theo kỳ vọng thúc đẩy giải ngân đầu tư công; 3) Dầu khí cũng có sự bứt phá khi Quy hoạch điện 8 được phê duyệt (theo Quyết định số 500/QĐ-TTg ngày 15/5/2023) và kỳ vọng vào tiến độ chuỗi dự án khí, điện Lô B Ô Môn có tiến triển; 4) cổ phiếu Bất động sản cũng phục hồi nhờ những nỗ lực không ngừng của Chính phủ mang lại hy vọng về “hạ cánh mềm” cho trái phiếu doanh nghiệp và tháo gỡ nút thắt pháp lý cho các nhà phát triển bất động sản.
- **Định giá so sánh chỉ hấp dẫn khi duy trì được ROE cao:** Sau một quá trình hồi phục, hiện tại P/E (tính trên EPS 4 quý gần nhất) của Việt Nam (VN-Index: 14,6x) đang ngang bằng với nhiều thị trường khác như Trung Quốc (SHCOMP: 14,4x), Indonesia (JCI: 14,5x), Hàn Quốc (KOSPI: 15x), Malaysia (FBMKLCI: 15,3x); và cao hơn nhiều so với chỉ số tham chiếu MSCI các thị trường cận biên (9x), thị trường mới nổi (12,6x).
- **Định giá lịch sử:** Chúng tôi nhận thấy tổng lợi nhuận sau thuế quý 1/2023 của các doanh nghiệp niêm yết giảm 18% YoY, thu hẹp đà giảm so với mức giảm của quý 4/2022 là 30%. Việc EPS quý 1/2023 giảm góp phần đưa P/E của VN-Index hiện tại lên ngưỡng trung bình 5 năm trừ 1 độ lệch chuẩn (SD). Với triển vọng lợi nhuận tăng trưởng chung cả năm nay, tham chiếu thống kê mục tiêu lợi nhuận trước thuế được đặt ra tại Đại hội đồng cổ đông của 321/395 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE (~90% vốn hóa thị trường), lợi nhuận năm nay của các doanh nghiệp có thể chưa phục hồi mạnh do bối cảnh kinh tế chung vẫn còn nhiều thách thức. Do đó, chúng tôi kỳ vọng P/E của thị trường sẽ giảm co ở ngưỡng định giá này trước khi sự kỳ vọng cải thiện về yếu tố cơ bản của doanh nghiệp. Trong khi đó, hệ thống tài chính nói chung vẫn đang chịu áp lực khá lớn từ đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp, chủ yếu từ ngành bất động sản và tập trung từ tháng 6 đến tháng 9 (khoảng 82 nghìn tỷ đồng).

Định giá so sánh P/E và ROE giữa các thị trường chứng khoán



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Định giá theo P/E lịch sử



Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

## ⑤ Cập nhật xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

Trong bối cảnh kinh tế khó khăn, các doanh nghiệp niêm yết báo cáo 2 quý liên tiếp có lợi nhuận sau thuế sụt giảm so với cùng kỳ.

| Phân ngành GICS      | Tăng trưởng lợi nhuận quý (YoY) |       |      |        |      | Tăng trưởng lợi nhuận quý (QoQ) |       |       |       |      |
|----------------------|---------------------------------|-------|------|--------|------|---------------------------------|-------|-------|-------|------|
|                      | 1Q22                            | 2Q22  | 3Q22 | 4Q22   | 1Q23 | 1Q22                            | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23 |
| Ngân hàng            | 32%                             | 38%   | 57%  | 21%    | -3%  | 49%                             | -7%   | -3%   | -10%  | 20%  |
| Bất động sản         | -8%                             | -48%  | 51%  | 12%    | 36%  | 8%                              | -21%  | 139%  | -45%  | 31%  |
| Thực phẩm, đồ uống   | 44%                             | 13%   | 9%   | -84%   | -54% | -37%                            | -1%   | -14%  | -71%  | 87%  |
| Tiện ích             | 54%                             | 62%   | 9%   | 63%    | -6%  | 55%                             | 19%   | -29%  | 24%   | -10% |
| Nguyên vật liệu      | 46%                             | -33%  | -92% | -96%   | -82% | 7%                              | -33%  | -89%  | -45%  | 347% |
| Xây dựng cơ bản      | 28%                             | -7%   | -7%  | -116%  | -54% | -6%                             | -31%  | -27%  | -134% | 410% |
| Vận tải              | 96%                             | 70%   | 61%  | -2129% | 976% | 12%                             | -351% | -38%  | -309% | 134% |
| Dịch vụ tài chính    | 29%                             | -66%  | -66% | -89%   | -55% | -12%                            | -69%  | -8%   | -57%  | 268% |
| Phần mềm và dịch vụ  | 37%                             | 26%   | 28%  | 3%     | 20%  | -10%                            | 4%    | 15%   | -4%   | 4%   |
| Bán lẻ               | 20%                             | 8%    | 57%  | -58%   | -94% | -22%                            | -21%  | -12%  | -23%  | -88% |
| Dầu khí              | -46%                            | -103% | 24%  | 48%    | 160% | -57%                            | -113% | 1050% | 170%  | -24% |
| Bảo hiểm             | 6%                              | -32%  | -19% | -29%   | 6%   | -15%                            | -29%  | 10%   | 6%    | 27%  |
| May mặc và trang sức | 38%                             | 19%   | 663% | -33%   | -32% | 20%                             | -23%  | -21%  | -7%   | 21%  |
| Tổng cộng            | 35%                             | 1%    | 15%  | -30%   | -18% | 16%                             | -15%  | -4%   | -27%  | 36%  |

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ các báo cáo kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết trên sàn HOSE. Cập nhật đến ngày 24/5/2023.

## ⑤ Cập nhật xu hướng thị trường chứng khoán (tiếp theo)

Các doanh nghiệp đưa ra mức mục tiêu thận trọng hơn cho năm 2023, với mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế kỳ vọng khoảng 3% so với 2022.

| Phân ngành GICS      | Tăng trưởng lợi nhuận năm (YoY) |       |      |      | Kế hoạch Đại hội cổ đông |         |                  |
|----------------------|---------------------------------|-------|------|------|--------------------------|---------|------------------|
|                      | 2019                            | 2020  | 2021 | 2022 | Đại diện vốn hóa         | Số DN   | Tăng trưởng LNTT |
| Ngân hàng            | 31%                             | 16%   | 32%  | 36%  | 92%                      | 16/17   | 12%              |
| Bất động sản         | 39%                             | -1%   | 9%   | -1%  | 95%                      | 38/49   | 8%               |
| Thực phẩm, đồ uống   | -1%                             | -12%  | 29%  | -22% | 98%                      | 32/33   | 2%               |
| Tiện ích             | 14%                             | -20%  | 12%  | 46%  | 89%                      | 24/27   | -50%             |
| Nguyên vật liệu      | -12%                            | 56%   | 118% | -50% | 93%                      | 51/66   | -31%             |
| Xây dựng cơ bản      | -3%                             | 3%    | 19%  | -35% | 92%                      | 61/75   | 14%              |
| Vận tải              | -19%                            | -173% | -9%  | 36%  | 76%                      | 20/28   | 20%              |
| Dịch vụ tài chính    | -23%                            | 38%   | 153% | -53% | 81%                      | 14/17   | 38%              |
| Phần mềm và dịch vụ  | 19%                             | 13%   | 24%  | 22%  | 94%                      | 2/3     | 18%              |
| Bán lẻ               | 20%                             | 0%    | 41%  | -8%  | 100%                     | 9/10    | -7%              |
| Dầu khí              | 5%                              | -58%  | 82%  | -42% | 33%                      | 8/11    | -29%             |
| Bảo hiểm             | 14%                             | 28%   | 27%  | -19% | 26%                      | 4/5     | 23%              |
| May mặc và trang sức | 1%                              | 37%   | 8%   | 28%  | 90%                      | 16/17   | -4%              |
| Tổng cộng            | 15%                             | -1%   | 38%  | 4%   | 90%                      | 321/395 | 3%               |

Nguồn: Phòng phân tích Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam tổng hợp từ các báo cáo kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết trên sàn HOSE. Cập nhật đến ngày 24/5/2023.

# Phụ lục

## Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.