

# KINH TẾ VĨ MÔ 6T 2021, TRIỂN VỌNG CUỐI NĂM

## Nội dung chính

- Diễn biến kinh tế vĩ mô Việt Nam 6 T năm 2021 và triển vọng cuối năm.

**Hoàng Công Tuấn**

**Trưởng bộ phận nghiên cứu kinh tế**

E:[Tuan.hoangcong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.hoangcong@mbs.com.vn)

**Nguyễn Đức Anh**

E:[A2.nguyenduc@mbs.com.vn](mailto:A2.nguyenduc@mbs.com.vn)

**MBS Vietnam Research**

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

Bloomberg: MBSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

## **Tóm tắt nội dung:**

- Việt Nam tiếp tục duy trì mục tiêu kép kết hợp chiến lược chống dịch Covid 19 chủ động và tạo điều kiện duy trì tăng trưởng kinh tế ở mức hợp lý. Chiến lược tiêm chủng toàn dân để sớm đưa nền kinh tế trở về trạng thái bình thường đang được triển khai và dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2021. Mặc dù gặp nhiều áp lực do đợt dịch thứ 2 năm 2021 bùng phát tại TP Hồ Chí Minh, Bắc Giang và Bắc Ninh song nhiều khả năng tăng trưởng GDP vẫn đạt mức trên 6% trong năm 2021.
- Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu khó khăn song các cân đối vĩ mô vẫn được giữ vững khi lạm phát, tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán ổn định là một điểm xuất sắc trong công tác điều hành nền kinh tế của Chính phủ và NHNN.
- Môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam tiếp tục là nền tảng vững chắc thu hút FDI trong năm 2021 và các năm tiếp theo.
- NHNN đã phát ra nhiều tín hiệu cho thấy định hướng điều hành chính sách tiền tệ thận trọng hơn trong năm 2021 khi sức ép lạm phát và tỷ giá được kỳ vọng gia tăng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu phục hồi nhanh chóng.
- Chính sách tài khóa đã giảm mức độ nới lỏng khi các gói hỗ trợ tài khóa trực tiếp cho các đối tượng gặp khó khăn bởi dịch bệnh Covid 19 giảm dần. Mức tăng trưởng đầu tư công tuy vẫn ở mức cao song đã giảm so với năm 2020. Áp lực trả nợ gia tăng trong năm 2021, cộng thêm thâm hụt ngân sách ở mức cao trong năm 2020 khiến chính sách tài khóa không còn nhiều dư địa để hỗ trợ cho nền kinh tế.

## KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM 6T 2021 VÀ TRIỂN VỌNG CẢ NĂM

### Chỉ tiêu kinh tế vĩ mô 6T 2021 và dự phóng cả năm

Chỉ tiêu kinh tế	6T 2021	2021F
Tăng trưởng GDP	5,64%	6,0%
Mức tăng CPI (YTD)	1,47%	3,55%
Tỷ giá hối đoái (VND/USD)	23,130	23,300
Thặng dư thương mại (tỷ USD)	-1,47	3
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	100	105
Tăng trưởng tín dụng	5,4%	12%
Lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm	5,6%	5,8%
Vốn đầu tư FDI giải ngân (tỷ USD)	9,24	21

Nguồn: NHNN và MBS dự phóng.

**Nhìn chung, chúng tôi dự phóng môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam gặp nhiều thách thức do dịch bệnh Covid 19 song sẽ phục hồi mạnh trong năm 2021 đi cùng với đà phục hồi của kinh tế thế giới.**

### Tổng quan

Tăng trưởng GDP Việt Nam 6 T năm 2021 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm 2020, đạt mức tăng 5,64% so với cùng kỳ năm ngoái trong đó Quý I tăng 4,48%; quý II tăng 6,61%; Đây là mức tăng khả quan nếu tính đến yếu tố dịch Covid 19 vẫn còn diễn biến phức tạp gây áp lực lên nhiều ngành dịch vụ và công nghiệp.

Mặc dù diễn biến của dịch Covid 19 phức tạp song nhờ chiến lược chống dịch chủ động và quyết liệt nên Chính phủ Việt Nam không phải áp dụng các biện pháp phong tỏa xã hội cực đoan tạo điều kiện tối đa cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và người dân. Các biện pháp giãn cách xã hội được áp dụng theo chiều hướng chọn lọc hơn và các biện pháp kích thích tăng trưởng kinh tế bao gồm cả tài khóa và tiền tệ đã góp phần đáng kể trong thành tích tăng trưởng khả quan của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm.

Nền kinh tế Việt Nam cũng cho thấy khả năng thích nghi và phục hồi cao khi đạt mức tăng trưởng tốt trong 6 T năm 2021 trong bối cảnh nhiều nền kinh tế trên thế giới cũng bắt đầu phục hồi sau dịch. Đặc biệt, chất lượng tăng trưởng kinh tế cải thiện rất khả quan, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư thể hiện qua các cân đối vĩ mô như lạm phát, tỷ giá hối đoái, cán cân thanh toán, nợ xấu trong hệ thống ngân hàng, nợ công/GDP đều không có biến động lớn và cơ bản được giữ trong mức an toàn.

Lạm phát duy trì ở mức ổn định trong 6 T năm 2021 mặc dù áp lực giá xăng dầu tăng lên do tác động giá dầu thế giới. CPI tháng 6/2021 tăng 0,19% so với tháng trước, tăng 1,62% so với tháng 12/2020 và tăng 2,41% so với cùng kỳ năm 2020. CPI bình quân 6 tháng đầu năm 2021 tăng 1,47% so với bình quân cùng kỳ năm 2020.

Có một số yếu tố gây sức ép lên lạm phát trong 6 tháng cuối năm 2021 như diễn biến của giá xăng dầu, giá điện, đà tăng của nhiều hàng hóa cơ bản trên thế giới hiện nay và môi trường lãi suất thấp do đó chúng tôi vẫn kỳ vọng lạm phát năm 2021 sẽ tăng nhẹ so với năm 2020 tuy vẫn giữ ở mức ổn định dưới 4% do chính sách tiền tệ khá thận trọng của NHNN so với các quốc gia trong khu vực và trên thế giới cộng thêm sức cầu nội địa khó có thể phục hồi nhanh trong bối cảnh hiện tại khiến yếu tố cầu kéo không cao.

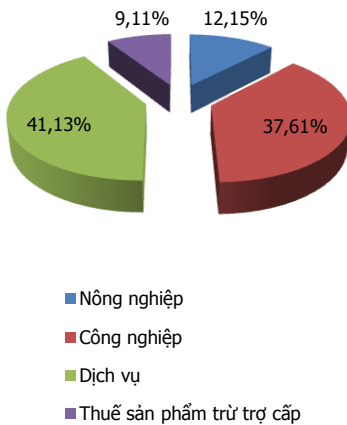
Lạm phát được kỳ vọng tăng trong khi nguồn cung USD có xu hướng giảm đi khi thặng dư thương mại giảm trong 6T đầu năm 2021 khiến áp lực tỷ giá VND/USD sẽ tăng nhẹ mặc dù không đáng quan ngại. Tỷ giá VND/USD giao động đi ngang trong một biên hẹp trong 6 T năm 2021 khi áp lực từ yếu tố cung cầu USD tương đối thấp trong khi các nền kinh tế lớn như Mỹ và EU đã nới lỏng tiền tệ rất mạnh tay khiến áp lực bên ngoài lên VND không lớn. Tuy nhiên các yếu tố này có thể thay đổi khi nền kinh tế Mỹ và EU phục hồi mạnh làm tăng giá các đồng tiền này trong thời gian tới do đó VND có khả năng sẽ mất giá nhẹ so với USD trong các tháng cuối năm 2021 ở mức dưới 1,5%.

Áp lực suy thoái kinh tế trên toàn cầu sẽ giảm mạnh trong các tháng tới đi kèm với áp lực lạm phát gia tăng, các NHTU của các nền kinh tế chủ chốt trên toàn cầu sẽ giảm dần quy mô các gói kích thích tiền tệ và áp dụng quan điểm điều hành thận trọng hơn. Mặc dù vậy mức lãi suất gần 0% hoặc thậm chí dưới mức 0% (đối với NHTU Châu Âu và NHTU Nhật Bản) vẫn duy trì trong một vài tháng tới trước khi dịch bệnh được kiểm chế hoàn toàn. Động thái này đã làm các đồng tiền của các quốc gia trên mạnh lên song không nhiều và đã tạo điều kiện cho NHNN trong việc điều hành tỷ giá ổn định trong năm 2021 mà không phải sử dụng đến nguồn dự trữ ngoại tệ hiện có.

USD index giao động đi ngang quanh mức 90 điểm trong 5 tháng đầu năm 2021 và tăng mạnh lên mức 93 điểm vào tháng 6 cho thấy xu hướng phục hồi của đồng tiền này do kỳ vọng kinh tế Mỹ tăng trưởng mạnh và các biện pháp kích thích tiền tệ mạnh tay từ FED sẽ được thu hẹp trong thời gian tới. Điều này sẽ khiến lực mất giá của VND so với USD sẽ tăng lên 6T cuối năm 2021 song mức độ sẽ không lớn.

Bên cạnh đó, nguồn cung USD trong nước không còn quá dồi dào khi Việt Nam có thâm hụt thương mại nhẹ trong 6T đầu năm 2021 (khoảng 1,47 tỷ USD) mặc dù dòng vốn đầu tư nước ngoài vẫn tương đối khá (FDI khả quan và FII bơm ròng nhẹ).

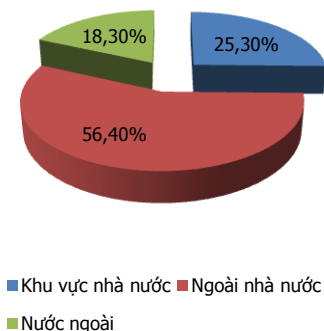
## Tỷ trọng GDP 6T 2021



Nguồn: Tổng cục thống kê

**Tỷ trọng khu vực dịch vụ vẫn ở mức cao cho thấy sự chuyển dịch cơ cấu của nền kinh tế.**

## Tỷ trọng vốn đầu tư toàn xã hội



Nguồn: Tổng cục thống kê

**Đầu tư từ khu vực tư nhân đang dần chiếm tỷ trọng cao hơn cho thấy sự chuyển dịch cơ cấu của nền kinh tế theo hướng hiệu quả hơn.**

Vốn FDI giải ngân ước tính 6T năm 2021 ước tính đạt 9,24 tỷ USD, tăng 6,8% so với cùng kỳ năm trước, là con số rất khả quan trong tình hình dịch bệnh của năm 2021. Mức độ mua ròng trái phiếu Chính phủ của NĐTNN đạt trên 7900 tỷ VNĐ;

Việt Nam nhập siêu nhẹ trong 6 tháng đầu năm 2021 khi nhu cầu nguyên liệu sản xuất và tiêu dùng tăng lại. Tính chung 6 tháng năm 2021, nhập siêu đạt mức 1,47 tỷ USD. Trong đó, 6 tháng đầu năm 2021, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa ước tính đạt 157,63 tỷ USD, tăng 28,4% so với cùng kỳ năm trước; kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước tính đạt 159,1 tỷ USD, tăng 36,1% so với cùng kỳ năm trước. Tụy nhiên Cán cân thanh toán vẫn thặng dư và dự trữ ngoại hối vẫn được duy trì ở quanh mức cao là 100 tỷ VNĐ.

Triển vọng năm 2021, kinh tế vĩ mô của Việt Nam nhiều khả năng sẽ tăng trưởng khả quan do hậu quả của dịch bệnh Covid 19 sẽ suy yếu khiến lĩnh vực xuất khẩu và dịch vụ khởi sắc. Bên cạnh đó, khi chiến lược tiêm chủng được triển khai mạnh mẽ vào 6 T cuối năm các lĩnh vực như hàng không, du lịch và dịch vụ vui chơi giải trí sẽ phục hồi đóng góp đáng kể vào tăng trưởng GDP.

Điểm tích cực là có một số yếu tố vĩ mô sẽ hỗ trợ cho nền kinh tế phục hồi bao gồm: Mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp, hỗ trợ doanh nghiệp và người dân phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh; các biện pháp hỗ trợ tài khóa của Chính phủ cho doanh nghiệp như giãn, hoãn các khoản thuế, tiền sử dụng đất vv...được duy trì; Khu vực FDI vẫn kỳ vọng phục hồi khả quan nhờ kỳ vọng vào các hiệp định thương mại EVFTA và CPTPP.

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng GDP sẽ tăng trưởng trên 6%, lạm phát vẫn duy trì ổn định và ở mức dưới 4% nhờ xu hướng chính sách tiền tệ thận trọng của NHNN và sức cầu nội địa khó phục hồi nhanh.

Thị trường ngoại hối sẽ tương đối ổn định mặc dù áp lực có tăng nhẹ khi các NHTU trên thế giới duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng và áp lực lạm phát không quá cao. NHNN có đủ dư địa để can thiệp, duy trì biên độ giao động của tỷ giá VND/USD dưới 1,5% nhờ lượng dự trữ ngoại hối dồi dào. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ ở mức thấp hơn năm 2020 do NHNN đã có động thái điều hành thận trọng và xấp xỉ mức 12%.

Trong năm 2021, chúng tôi đánh giá mức độ hỗ trợ từ chính sách tài khóa cho nền kinh tế sẽ giảm dần về cuối năm khi nền kinh tế đã có dấu hiệu phục hồi và áp lực trả nợ của ngân sách tăng lên.

Mức lợi suất trái phiếu chính phủ giảm khoảng 0,5 – 1% so với một năm trước tùy kỳ hạn. Mặt bằng lợi suất trái phiếu chính phủ ở mức rất thấp đang tạo điều kiện để Chính Phủ huy động thêm nguồn lực cho các biện pháp kích thích kinh tế. Tỷ lệ Nợ công/GDP vẫn duy trì ở mức an toàn trong năm 2021 mặc dù đã tăng lên đáng kể trong năm 2020 do thâm hụt ngân sách 2021 sẽ giảm và mức tăng GDP sẽ cao hơn năm 2020. Nhu cầu huy động vốn trái phiếu trong năm 2021 sẽ ở mức cao khoảng 350,000 tỷ VNĐ do nghĩa vụ trả nợ đến hạn trong năm 2021 khá cao. Điều này sẽ khiến mặt bằng lợi suất trái phiếu Chính phủ chịu sức ép tăng nhẹ song không đáng ngại do nhu cầu của các NĐT nước ngoài và các NHTM còn khá cao.

Tổng thu ngân sách Nhà nước 6 tháng đầu năm 2021 ước tính đạt 775 nghìn tỷ đồng, bằng 57,7% dự toán năm. Tổng chi ngân sách Nhà nước 6 tháng đầu năm 2021 ước tính đạt 694,4 nghìn tỷ đồng, bằng 41,2% dự toán năm.

Ngân sách nhà nước ước tính thặng dư 80,6 nghìn tỷ VNĐ (không tính chi trả nợ gốc). Mặc dù vậy áp lực lên ngân sách sẽ tăng thêm vào 6 tháng cuối năm 2021 áp lực trả lãi vay và trả nợ gốc đang gia tăng. Theo cáo cáo của Chính phủ, 9,3% danh mục nợ trong nước của Chính phủ đến hạn năm 2019; 32,7% sẽ đến hạn trong giai đoạn 2019-2021.

NHNN đã nhiều tín hiệu cho thấy định hướng điều hành chính sách theo hướng thận trọng hơn trong năm 2021 để đảm bảo ổn định vĩ mô khi nền kinh tế hoàn toàn bình thường hóa bao gồm: giữ nguyên mặt bằng các mức lãi suất điều hành; thay đổi chính sách mua vào USD từ mua giao ngay sang mua kỳ hạn 6 tháng và giảm giá mua USD; giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng tạm thời thấp hơn so với năm 2020; ban hành Thông tư 03/2021/TT-NHNN, đề ra lộ trình trích lập dự phòng các khoản nợ xấu do dịch Covid 19.

Chúng tôi đánh giá động lực nới lỏng thêm nữa chính sách tiền tệ trong năm 2021 đã không còn khi nền kinh tế đã phục hồi, tín dụng đã phục hồi trong khi áp lực lạm phát có khả năng gia tăng cùng với đà phục hồi của nền kinh tế. Nhiều khả năng lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ trong 6T cuối năm khi tăng trưởng tín dụng đang gia tăng mạnh hơn tăng trưởng huy động khoảng 2%.

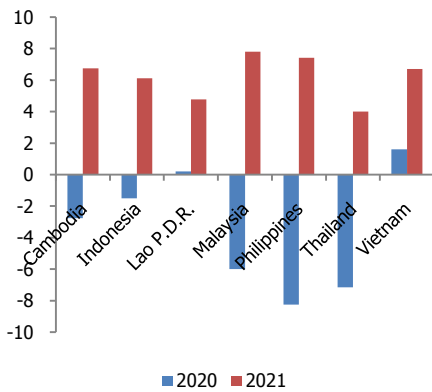
Trong 6 tháng đầu năm 2021, vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội theo giá hiện hành đạt 1.169,7 nghìn tỷ đồng, tăng 7,2% so với cùng kỳ năm trước. Cơ cấu vốn đầu tư toàn xã hội tương đối ổn định khi khu vực nhà nước tăng chậm lại, vốn từ khu vực tư nhân và vốn từ khu vực đầu tư nước ngoài phục hồi. Vốn khu vực Nhà nước đạt 295,2 nghìn tỷ đồng, chiếm 25,3% tổng vốn và tăng 7,3% so với cùng kỳ năm trước; khu vực ngoài Nhà nước đạt 660,1 nghìn tỷ đồng, bằng 56,4% và tăng 7,4%; khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 214,4 nghìn tỷ đồng, bằng 18,3% và tăng 6,7%

Chúng tôi đánh giá, xu hướng gia tăng nguồn vốn đầu tư từ khu vực tư nhân sẽ diễn ra trong 6T cuối năm 2021 khi các lĩnh vực dịch vụ sớm phục hồi trở lại. Mặc dù gặp nhiều khó khăn, chúng tôi vẫn cho rằng xu hướng chuyển dịch cơ cấu đầu tư toàn xã hội lấy khu vực kinh tế tư nhân là chủ đạo vẫn sẽ tiếp diễn trong các năm tới tại Việt Nam.

Việt Nam đã có nhiều nỗ lực đáng ghi nhận trong công tác kiểm soát dịch bệnh và ổn định kinh tế vĩ mô tuy nhiên nền kinh tế chỉ trở về trạng thái bình thường sau khi chiến dịch tiêm chủng được thực hiện thành công. Hiện tại, nền kinh tế của Việt Nam đã cơ bản trở lại vận hành bình thường (trừ một số lĩnh vực cụ thể vẫn chịu ảnh hưởng của tình hình thế giới như hàng không, du lịch và xuất khẩu).

Việt Nam là một trong số ít các quốc gia vẫn duy trì mức tăng trưởng GDP dương trong năm 2020. GDP 2021 hứa hẹn tăng trưởng trên 6% là ở mức khá tốt so với các quốc gia trong khu vực.

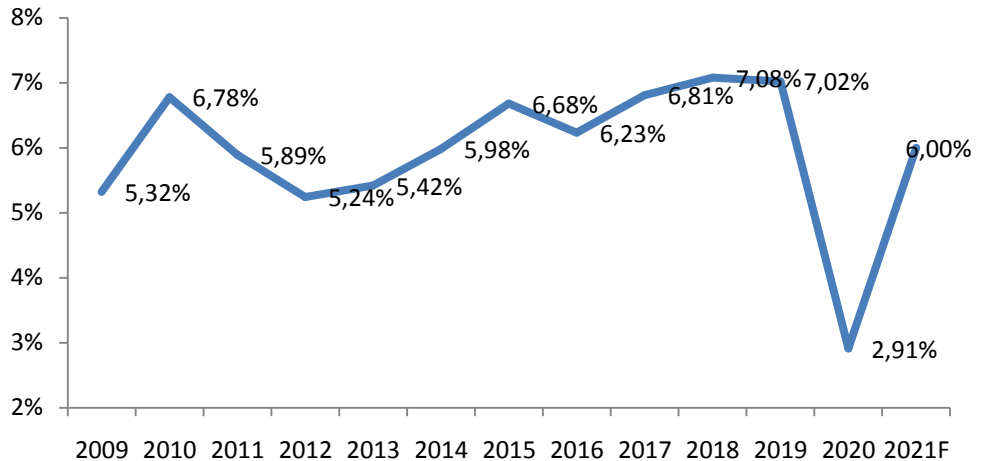
**Tăng trưởng GDP dự kiến Việt Nam với các quốc gia khác**



Nguồn: IMF

**Việt Nam là điểm sáng kinh tế trong năm 2020 và 2021 nếu so với các quốc gia trong khu vực khi đã sớm kiểm soát được dịch bệnh và đưa nền kinh tế về trạng thái bình thường.**

**Tăng trưởng GDP của Việt Nam qua các năm**



Nguồn: MBS tổng hợp

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, tăng trưởng GDP năm 2020 giảm đột ngột đến từ cú sốc cung và cú sốc cầu do dịch bệnh Covid 19 gây ra. Các yếu tố cơ bản của nền kinh tế Việt Nam vẫn cơ bản được giữ vững. Sang năm 2021 khi dịch bệnh được kiểm soát trên toàn cầu hoặc các giải pháp điều trị hữu hiệu và vaccine được tìm ra, nền kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ phục hồi mạnh ở mức trên 6%.

**Bối cảnh vĩ mô toàn cầu đã có nhiều điểm thuận lợi khi các nền kinh tế chủ chốt phục hồi sau dịch. Một số ngành trong nền kinh tế chịu ảnh hưởng nặng nề tuy nhiên sẽ phục hồi dần về cuối năm nhờ giải pháp Vaccine. Với việc nền kinh tế đã cải thiện về hiệu quả thông qua các cải cách cơ cấu của Chính phủ trong các năm trước, chúng tôi kỳ vọng thời kỳ tăng trưởng mạnh sẽ sớm đến trong 6 tháng cuối năm 2021.**

## Phân tích các chỉ tiêu kinh tế

### Tăng trưởng GDP

Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2021 đạt 5,64% dần quay trở lại tốc độ tăng bình quân trước dịch Covid 19 và bám sát mục tiêu theo Nghị quyết của Quốc hội (6% cho năm 2021). Mặc dù gặp nhiều khó khăn, Chính phủ Việt Nam vẫn trình Quốc hội mức tăng trưởng mục tiêu trên 6.5% năm 2021 thể hiện quyết tâm cao trong việc thúc đẩy nền kinh tế phục hồi sau dịch bệnh.

Mức độ tăng trưởng khá tốt trong Quý 1 (4,48%) và Quý 2 (6,61%), khiến GDP 6T đầu năm năm 2021 tăng khá tốt. Đây chưa phải là mức tăng tốt trong hơn 10 năm trở lại đây do Covid-19 đã ảnh hưởng tiêu cực tới mọi lĩnh vực kinh tế - xã hội khi Chính phủ chấp nhận hy sinh lợi ích kinh tế để bảo đảm tính mạng và sức khỏe của người dân song cũng là mức khả quan. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP sẽ phục hồi mạnh trong nửa cuối 2021 khi các biện pháp dẫn cách xã hội đã được gỡ bỏ hoàn toàn ở Việt Nam và trên thế giới với sự triển khai vaccin đồng loạt tại nhiều quốc gia.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3,82%, đóng góp 8,17%; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 8,36%, đóng góp 59,05%; khu vực dịch vụ tăng 3,96%, đóng góp 32,78%.

Về cơ cấu nền kinh tế 6 tháng đầu năm 2021, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chiếm tỷ trọng 12,15%; khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 37,61%; khu vực dịch vụ chiếm 41,13%; thuế sản phẩm trừ trợ cấp sản phẩm chiếm 9,11%.

Về cơ cấu nền kinh tế năm 2020, đóng góp của khu vực công nghiệp và xây dựng tăng mạnh so với 2020 do khu vực dịch vụ tăng chậm do Covid 19, khu vực nông nghiệp chỉ ổn định (Cơ cấu tương ứng của cùng kỳ năm 2020 là: 14,16%; 33,51%; 41,99%; 10,34%) Chúng tôi đánh giá, cơ cấu các lĩnh vực sẽ trở về mức bình thường trong nửa cuối năm 2021. Mặc dù có sự chững lại, xu hướng chuyển dịch cơ cấu nền kinh tế từ nông nghiệp sang công nghiệp và dịch vụ vẫn tiếp tục diễn ra. Tỷ trọng khu vực công nghiệp, dịch vụ tăng và tỷ trọng khu vực nông nghiệp co hẹp là xu hướng tất yếu trong thời gian tới và phản ánh yếu tố chuyển dịch cơ cấu kinh tế tích cực.

Lĩnh vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng ở mức độ khả quan so với các năm gần đây khi tình hình khí hậu thuận lợi khiến năng suất lúa tăng khá, nuôi trồng thủy sản thuận lợi và dịch tả lợn Châu phi được kìm chế. Trong đó, ngành nông nghiệp tăng 3,69%; ngành lâm nghiệp tăng 3,98%; ngành thủy sản tăng 4,25%. Chúng tôi đánh giá, lĩnh vực nông, lâm và thủy sản có thể tiếp tục duy trì khả quan trong năm 2021.

Trong khu vực công nghiệp và xây dựng, ngành công nghiệp 6 tháng đầu năm 2021 tăng 8,91%. Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng của toàn nền kinh tế với tốc độ tăng 11,42%. Ngành sản xuất và phân phối điện tăng 8,16%. Ngành khai khoáng giảm 6,61% do sản lượng dầu thô khai thác giảm 7,3% và khí đốt tự nhiên giảm 12,5%. Ngành xây dựng tăng 5,59%.

Do các biện pháp giãn cách xã hội tại một số địa phương để phòng Covid 19, khu vực dịch vụ chịu ảnh hưởng nặng nề, đặc biệt là mảng lưu trú, ăn uống và vận tải hành khách. Tuy nhiên, vẫn có một số mảng tăng trưởng khả quan. Bán buôn và bán lẻ tăng 5,63% so với cùng kỳ; hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm tăng 9,27%; ngành vận tải, kho bãi giảm 0,39%; ngành dịch vụ lưu trú và ăn uống giảm 5,02%.

Chúng tôi đánh giá, khu vực dịch vụ sẽ phục hồi một phần vào 2021 song mức tăng trưởng vẫn sẽ khiêm tốn do mảng vận tải hành khách, lưu trú và ăn uống không thể phục hồi hoàn toàn khi khách du lịch nước ngoài vẫn chưa trở lại Việt Nam và giải pháp vaccin chỉ phát huy tác dụng vào thời điểm cuối năm.

Mặc dù mức tăng GDP chưa trở lại mức tiềm năng trong 6 T đầu năm 2021 song chúng tôi nhận định chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam đã có nhiều sự cải thiện đáng kể. Bối cảnh kinh tế thế giới diễn biến hết sức bất lợi song các cân đối vĩ mô vẫn được giữ ổn

định cho thấy mức tăng trưởng cao trong các năm trước là lành mạnh nhờ vào sự cải thiện về năng suất và năng lực cạnh tranh của nền kinh tế. Chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế cải thiện trong thời gian qua đã giúp Việt Nam giải quyết một cách căn bản tình trạng bất ổn của nền kinh tế với lạm phát cao, biến động tỷ giá lớn và bong bóng tài sản.

Trong 6 tháng đầu năm 2021, vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội theo giá hiện hành đạt 1.169,7 nghìn tỷ đồng, tăng 7,2% so với cùng kỳ năm trước. Nguồn vốn đầu tư toàn xã hội mặc dù tăng trưởng yếu so với mọi năm song đã có dấu hiệu phục hồi so với năm ngoái là một tín hiệu tích cực cho thấy các doanh nghiệp vẫn lạc quan vào triển vọng phục hồi của nền kinh tế.

## Lạm phát

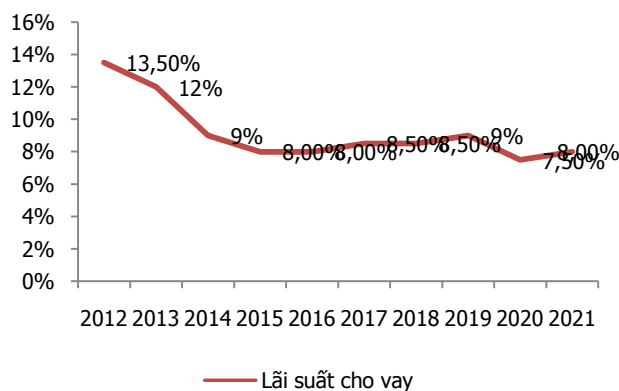
CPI tháng 6/2021 tăng 0,19% so với tháng trước, tăng 1,62% so với tháng 12/2020 và tăng 2,41% so với cùng kỳ năm 2020. CPI bình quân 6 tháng đầu năm 2021 tăng 1,47% so với bình quân cùng kỳ năm 2020. Động lực chính khiến tăng CPI chủ yếu là giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào tăng theo giá thế giới, giá điện, nước sinh hoạt tăng theo nhu cầu tiêu dùng trong 6 tháng đầu năm.

Chúng tôi đánh giá trong các tháng cuối năm 2021 áp lực lạm phát sẽ tăng hơn các tháng đầu năm. Về mặt chi phí đẩy, giá các hàng hóa cơ bản gia tăng trên thị trường thế giới điển hình là giá xăng dầu sẽ gây sức ép lạm phát. Các mặt hàng dịch vụ công như giáo dục và y tế đã được điều chỉnh theo lộ trình. Về mặt cầu kéo, nền kinh tế Việt Nam sẽ được bình thường hóa sau khi chương trình tiêm chủng toàn dân được triển khai sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng.

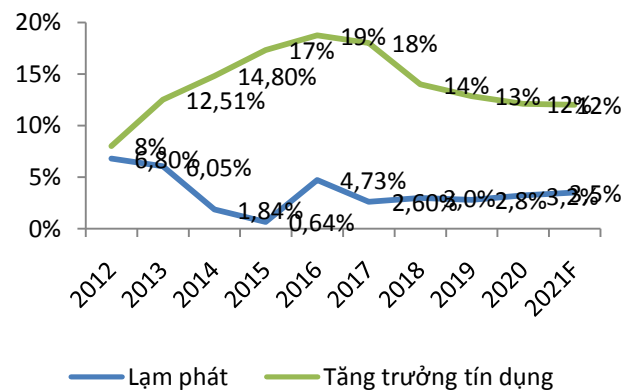
Về nguyên nhân tiền tệ, Chính sách của NHNN cũng không gây áp lực lên CPI trong năm 2021 khi từ năm 2018 NHNN đã kiên định điều hành thận trọng và kiểm soát mức tăng trưởng tín dụng dưới 14% (thậm chí tín dụng năm 2021 dự kiến chỉ tăng 12% do định hướng thận trọng của NHNN ngay từ đầu năm). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính tạo ra lạm phát tại Việt Nam vẫn xuất phát chủ yếu từ nguyên nhân tiền tệ. Trong các năm lạm phát mất kiểm soát trong quá khứ như năm 2008, 2010 và 2011, tỷ lệ tăng cung tiền và tín dụng của các năm liền trước đều rất cao.

Hiện nay, độ chênh lệch giữa tăng trưởng GDP danh nghĩa và tăng trưởng cung tiền trong năm 2020 là khá cao khoảng 8% song sẽ thu hẹp lại trong năm 2021 nên không gây rủi ro lạm phát cao trong dài hạn. Về cơ bản lạm phát tại Việt Nam đã được kiểm soát chặt chẽ. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục duy trì quan điểm điều hành như hiện nay trong tương lai.

**Lãi suất cho vay bình quân**



**Lạm phát của Việt Nam qua các năm**



Nguồn: Tổng cục thống kê

Nguồn: Tổng cục thống kê & MBS dự phóng

**Sau khi chạm đáy vào năm 2015, lạm phát tăng lên trong các năm 2016, 2017, 2018 và 2019 song đều trong tầm kiểm soát của NHNN. Mục tiêu của NHNN là kiểm soát lạm phát dưới 4% trong các năm tới và với các động thái điều hành của**

**NHNN thời gian gần đây chúng tôi đánh giá điều này hoàn toàn có thể đạt được trong năm 2021. Việc chấm dứt thời kỳ lạm phát cao từ 2009 – 2013 bước vào thời kỳ lạm phát ổn định là một thành tích đáng ghi nhận của Việt Nam. Lạm phát ổn định sẽ không gây sức ép lên mặt bằng lãi suất, tỷ giá qua đó đảm bảo một môi trường vĩ mô ổn định, khuyến khích tiết kiệm và đầu tư, tạo ra tăng trưởng bền vững trong các năm tới.**

#### Tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán

Tỷ giá VND/USD diễn biến ổn định giao động quanh một biên hẹp trong suốt 6 tháng đầu năm 2021. Diễn biến tỷ giá VND/USD từ đầu năm 2021 cho đến tháng 6 khá ổn định với mức dao động tỷ giá VND/USD chỉ ở mức 0,2 – 0,3% và không có một giai đoạn căng thẳng nào. Do cung cầu USD trong nước khá ổn định, trong khi đồng USD vẫn trong trạng thái yếu kể từ đầu năm nên sức ép tỷ giá là không đáng kể.

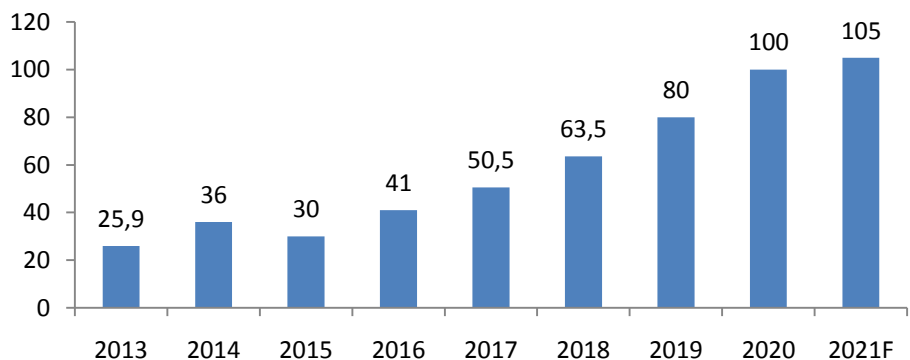
Trong 6 tháng đầu năm 2021, NHNN áp dụng chính sách điều hành linh hoạt thông qua tỷ giá trung tâm, tuy nhiên chủ yếu để thị trường tự điều tiết và chưa có động thái bán ra lượng lớn USD để can thiệp vào thị trường. Tận dụng điều kiện thị trường thuận lợi và nguồn cung USD dồi dào, NHNN tiếp tục mua vào USD để làm dày thêm dự trữ ngoại hối, tuy nhiên cường độ mua USD đã giảm đáng kể so với năm 2020 do NHNN muốn kiểm soát lượng tiền VND bơm ra thị trường.

Trong suốt năm 2020 và 6 tháng đầu năm 2021, FED đã hạ lãi suất về mức 0%, đồng thời bơm một lượng tiền khổng lồ vào thị trường tài chính thông qua động thái mua trái phiếu. Chính các động thái bơm tiền mạnh mẽ của FED đã giảm áp lực lên VND cũng như các đồng tiền khác của các quốc gia mới nổi. Tuy nhiên, trong thời gian tới áp lực đối với VND có thể sẽ tăng lên khi FED đang ra tín hiệu đảo chiều chính sách làm tăng giá USD trên thị trường thế giới. Khi dịch Covid 19 hoàn toàn được kiểm chế và nền kinh tế trở lại trạng thái bình thường, nhiều khả năng FED sẽ gỡ bỏ dần các gói kích thích tiền tệ qua đó làm tăng giá USD.

Dự trữ ngoại hối được củng cố và duy trì đà gia tăng trong năm 2020 và 6 tháng đầu năm 2021 khi cán cân thanh toán thặng dư. Ước tính dự trữ ngoại hối thời điểm hiện tại đạt khoảng 100 tỷ USD khi NHNN đã tiếp tục mua vào USD tại những thời điểm thuận lợi tạo điều kiện giữ ổn định tỷ giá. Trong năm 2021, NHNN sẽ chủ động điều hành ngay từ đầu năm do đó hoàn toàn chủ động trong việc điều hành tỷ giá linh hoạt trong biên độ an toàn.

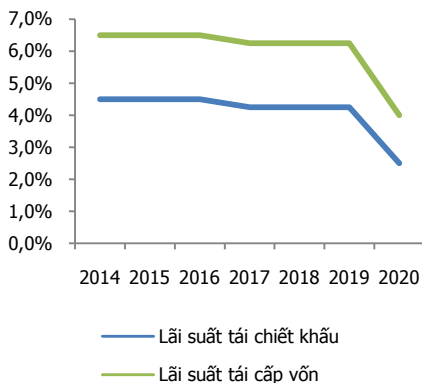
Với xu hướng dao động đi lên nhẹ của USD trên thị trường tài chính thế giới cộng thêm áp lực lạm phát của Việt Nam tăng nhẹ 6 tháng cuối năm 2021, sức ép giảm giá VND so với USD sẽ tăng song không đáng quan ngại. Do đó, chúng tôi đánh giá NHNN sẽ để VND giảm giá nhẹ so với USD trong năm 2021 tùy thuộc vào điều kiện thị trường. Nhìn chung, NHNN vẫn phải cân đối hai mục tiêu là ổn định vĩ mô và hỗ trợ xuất khẩu do đó không có động lực hạ giá hay tăng giá VND quá mạnh nếu không chịu sức ép từ lạm phát hoặc từ môi trường kinh tế thế giới.

#### Dự trữ ngoại hối của Việt Nam qua các năm



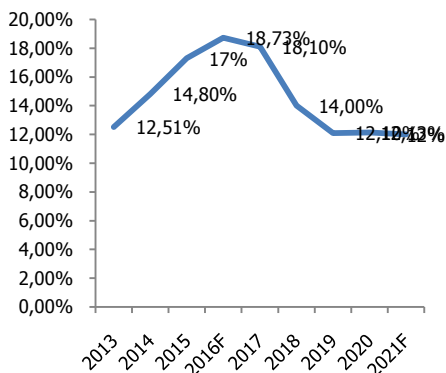
Nguồn: MBS tổng hợp

## Các mức lãi suất điều hành



Nguồn: NHNN

## Tăng trưởng tín dụng qua các năm



Nguồn: MBS tổng hợp

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam trong năm 2021 sẽ không tăng mạnh như năm 2020 song vẫn sẽ gia tăng nhờ được hỗ trợ bởi dòng vốn đầu tư nước ngoài (cả trực tiếp và gián tiếp) và kiều hối. Hiện tại, dự trữ ngoại hối ước đạt 100 tỷ USD đã đạt trên 3.5 tháng nhập khẩu và cao hơn đáng kể so với mức nợ ngoại tệ ngắn hạn của nền kinh tế là 21.9 tỷ USD do đó chúng tôi đánh giá rủi ro tỷ giá tăng cao trong 2021 là khá thấp.

## Chính sách tiền tệ

Trong 6 tháng đầu năm 2021, NHNN vẫn giữ định hướng điều hành chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng song đã cho thấy các động thái thận trọng hơn. Mặc dù ảnh hưởng của dịch bệnh Covid 19 vẫn đáng kể song với sự phục hồi của kinh tế Việt Nam nói riêng và kinh tế thế giới nói chung khiến áp lực lạm phát và tỷ giá được kỳ vọng tăng lên, NHNN đã không đưa ra thêm một biện pháp nới lỏng chính sách tiền tệ nào trong 6 tháng đầu năm.

Trong 6 tháng đầu năm 2021, NHNN đã giữ nguyên các mức lãi suất điều hành sau khi cắt giảm mạnh trong năm ngoái. Bên cạnh đó, NHNN cũng giữ nguyên trần lãi suất huy động ngắn hạn (kỳ hạn dưới 6 tháng) ở mức 4,25%. Bên cạnh đó, NHNN đã thay đổi chính sách mua vào USD từ mua giao ngay sang mua kỳ hạn 6 tháng và giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng tạm thời thấp hơn so với năm ngoái.

Các động thái của NHNN đã duy trì mặt bằng lãi suất huy động và cho vay tại NHTM ổn định trong 6 tháng đầu năm. Hiện lãi suất tiền gửi bằng VND phổ biến ở mức 0,1-0,2%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; 3,2-3,9%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng; 4,0-6,0%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng; kỳ hạn từ 12 tháng trở lên ở mức 5,6-6,8%/năm.

NHNN vẫn kiên định nhiệm vụ chính yếu của ngành là ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát ở mức 1 con số (lạm phát bình quân không vượt quá 4%/năm), nâng cao giá trị đồng bản tệ, đảm bảo thanh khoản hệ thống. Trên thực tế, NHNN cũng không khuyến khích các NHTM tăng trưởng tín dụng thiếu an toàn và vẫn duy trì mức cung tiền phù hợp. Tính đến Ngày 16-4-2021, tổng phương tiện thanh toán M2 tăng 2,90% so với cuối năm 2020.

Chính sách tỷ giá đã được NHNN điều hành theo hướng duy trì biên giao động ổn định, phù hợp với cân đối vĩ mô và cung cầu thị trường. NHNN thực hiện công bố tỷ giá trung tâm hàng ngày trên cơ sở tham chiếu diễn biến thị trường trong và ngoài nước, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và mục tiêu CSTT góp phần ổn định tỷ giá và thị trường ngoại tệ trong nước. Nhìn chung nhờ bối cảnh vĩ mô vẫn vững chắc cộng thêm nguồn cung USD khá ổn định NHNN chủ yếu để thị trường tự điều tiết biến động tỷ giá VND/USD theo định hướng chung mà không phải can thiệp quá nhiều vào thị trường.

## Chính sách tài khóa

Cân đối tài khóa của Việt Nam trong năm 2021 sẽ bớt căng thẳng hơn so với năm 2020 do ngân sách sẽ bớt hụt thu khi ảnh hưởng của dịch bệnh Covid19 giảm đi (mức hụt thu ngân sách năm 2020 là 30,000 tỷ VNĐ), trong khi mức chi ngân sách sẽ không tăng mạnh khi Chính phủ không đưa ra các gói hỗ trợ mạnh như năm 2020.

Tổng thu ngân sách Nhà nước 6 tháng đầu năm 2021 ước tính đạt 775 nghìn tỷ đồng, bằng 57,7% dự toán năm, trong đó thu nội địa đạt 633,1 nghìn tỷ đồng, bằng 55,9%; thu từ dầu thô 18,5 nghìn tỷ đồng, bằng 79,8%; thu cân đối ngân sách từ hoạt động xuất, nhập khẩu 122,8 nghìn tỷ đồng, bằng 68,8%. Tổng chi ngân sách Nhà nước 6 tháng đầu năm 2021 ước tính đạt 694,4 nghìn tỷ đồng, bằng 41,2% dự toán năm, trong đó chi thường xuyên đạt 501 nghìn tỷ đồng, bằng 48,3%; chi đầu tư phát triển 133,9 nghìn tỷ đồng, bằng 28,1%; chi trả nợ lãi 56,8 nghìn tỷ đồng, bằng 51,6%.

Trong 6 tháng cuối năm 2021, các nguồn thu nhiều khả năng sẽ tăng khi thu nội địa phục hồi do thu nhập của khu vực doanh nghiệp và người tăng lên; thu từ dầu thô có khả năng tăng khi giá dầu có xu hướng tăng lên; trong khi thu từ xuất nhập khẩu của sẽ ổn định nhờ kim ngạch khả quan.

Trong năm 2021, áp lực chi ngân sách vẫn sẽ gia tăng chủ yếu là chi trả nợ do mức độ nợ ngân sách gia tăng các năm trước. Chi đầu tư cũng sẽ gia tăng do chương trình đẩy mạnh đầu tư công của Chính Phủ song mức độ tăng sẽ giảm đi.

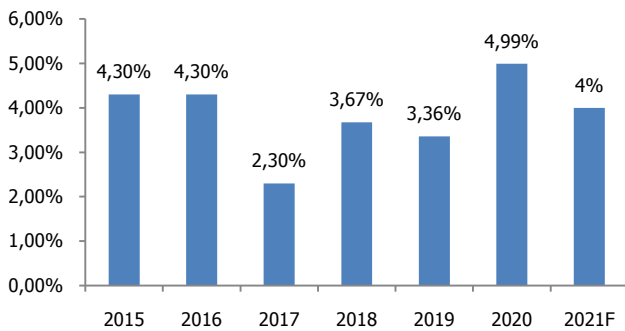


Thâm hụt ngân sách năm 2021/GDP sẽ giảm do GDP tăng khả quan và thâm hụt giảm song vẫn sẽ ở mức cao do các nguồn thu chưa thể phục hồi hoàn toàn và các gói hỗ trợ tài khóa có khả năng được gia hạn trong các tháng cuối năm 2021. Chúng tôi đánh giá mức thâm hụt ngân sách sau quyết toán của năm 2021 sẽ ở mức cao nhưng thấp hơn mức 4% GDP.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, thâm hụt ngân sách tính theo phương pháp mới (không tính chi trả nợ gốc) sẽ khó phản ánh được thực trạng căng thẳng ngân sách. Theo báo cáo của Chính phủ, nghĩa vụ trả nợ gốc trong nước của Chính phủ năm 2019 là 152.000 tỷ đồng, năm 2020 là 158.000 tỷ đồng và năm 2021 là 211.000 tỷ đồng.

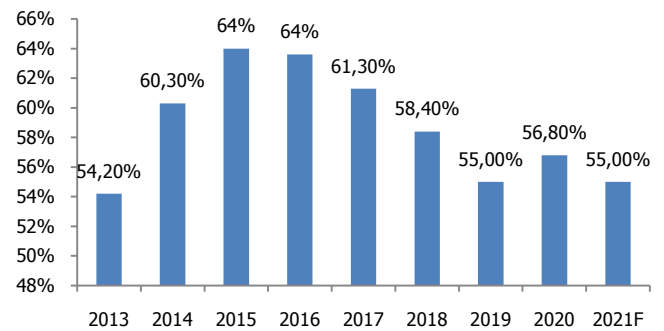
Năm 2021, thanh khoản hệ thống NHTM vẫn khá thuận lợi và nhu cầu tăng trưởng tín dụng không cao cộng thêm các NĐT nước ngoài cũng quan tâm đến TPCP của Việt Nam do lợi suất cao hơn nhiều nước trong khu vực và ổn định vĩ mô tốt. Do đó, sức cầu TPCP vẫn khá dồi dào. Trong 6 tháng đầu năm 2021, Kho bạc Nhà nước mới huy động được gần 138 nghìn tỷ đồng thông qua đấu thầu tại HNX và đặt kế hoạch là 350 nghìn tỷ.

**Thâm hụt ngân sách/GDP qua các năm**



Nguồn: MBS tổng hợp

**Nợ công của Việt Nam/GDP qua các năm**



Nguồn: MBS tổng hợp

## Liên hệ:

**Trịnh Xuân Sơn**  
GD TT Nghiên cứu

Email:  
[son.trinhxuan@mbs.com.vn](mailto:son.trinhxuan@mbs.com.vn)

**Hoàng Công Tuấn- Trưởng**  
Phòng NC Khách hàng tổ chức

Email:  
[tuan.hoangcong@mbs.com.vn](mailto:tuan.hoangcong@mbs.com.vn)

**Trần Hoàng Sơn**  
GD Khối CLTT

Email:  
[son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:son.tranhoang@mbs.com.vn)

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land) và Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

### MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

## MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.