

BÁO CÁO ĐIỂM LẠI
THÁNG 8/2024



THE WORLD BANK

IBRD • IDA | WORLD BANK GROUP

East Asia & Pacific

Public Disclosure Authorized

Public Disclosure Authorized

Public Disclosure Authorized

Public Disclosure Authorized

VƯƠN TỚI
TẦM CAO MỚI
TRÊN THỊ TRƯỜNG VỐN

BÁO CÁO ĐIỂM LẠI
THÁNG 8/2024



**VƯƠN TỚI
TẦM CAO MỚI
TRÊN THỊ TRƯỜNG VỐN**

© 2024 Ngân hàng Tài thiết và Phát triển Quốc tế / Ngân hàng Thế giới
1818 H Street NW
Washington DC 20433
Telephone: 202-473-1000
Internet: www.worldbank.org

Báo cáo này là sản phẩm do chuyên gia của Ngân hàng Thế giới và các chuyên gia tư vấn thực hiện. Các kết quả, giải thích và kết luận đưa ra trong báo cáo này không phản ánh quan điểm chính thức của Ngân hàng Thế giới, Ban Giám đốc điều hành Ngân hàng Thế giới hoặc các Chính phủ mà họ đại diện.

Ngân hàng Thế giới không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ hoặc tính thời sự của dữ liệu được sử dụng trong báo cáo và không chịu trách nhiệm về bất kỳ sai sót, thiếu sót hoặc tính thiếu nhất quán trong thông tin cũng như trách nhiệm pháp lý đối với việc sử dụng hoặc không sử dụng thông tin, phương pháp, quy trình hoặc kết luận đưa ra. Đường biên giới, màu sắc, tên gọi và các thông tin khác biểu hiện trên các bản đồ trong báo cáo này không hàm ý bất kỳ đánh giá nào của Ngân hàng Thế giới về vị thế pháp lý của bất kỳ vùng lãnh thổ nào và cũng không thể hiện bất kỳ sự ủng hộ hay chấp nhận nào của Ngân hàng Thế giới về các đường biên giới đó.

Không có nội dung nào trong báo cáo này cấu thành hoặc được hiểu hoặc được coi là hạn chế hay từ bỏ các đặc quyền và miễn trừ của Ngân hàng Thế giới, tất cả những điều trên được bảo lưu.

Mọi câu hỏi về quyền và giấy phép xin gửi về Bộ phận Xuất bản, Ngân hàng Thế giới, phố 1818 H. NW, Washington DC, 20433, USA, Fax: 202-522-2625; email: pubrights@worldbank.org.

Thiết kế bìa bởi Công ty Le Bros, ảnh bìa [@shutterstock.com](https://www.shutterstock.com)

Mục lục

Từ viết tắt tiếng Anh	9
Lời cảm ơn	11
Tổng quan	12
Chương 1. Diễn biến kinh tế và triển vọng	19
I. Diễn biến kinh tế gần đây	20
Kinh tế tăng tốc trong nửa đầu năm 2024	20
Nhờ nhu cầu bên ngoài phục hồi, sản xuất công nghiệp và dịch vụ liên quan tới xuất khẩu đã từng bước phục hồi	20
Nhu cầu trong nước cũng cải thiện nhưng vẫn còn thấp hơn so với giai đoạn trước COVID	21
Sản lượng công nghiệp chế biến chế tạo tăng trưởng vượt trội so với tăng việc làm, dẫn đến tăng năng suất	23
Xét tổng thể, việc làm ở khu vực chính thức gần như không tăng, trong khi đó thu nhập thực chi tăng trưởng ở mức khiêm tốn	25
Thị trường bất động sản có dấu hiệu phục hồi, nhưng chưa rõ nét	26
Tuy tài khoản vãng lai và tài khoản tài chính đang có thặng dư, nhưng cán cân thanh toán quốc tế tổng thể lại thâm hụt do dòng vốn ra nước ngoài phi chính thức tăng lên	27
Khu vực tài chính cho thấy dấu hiệu phục hồi	29
Trong điều kiện nền kinh tế phục hồi, ngân sách nhà nước đạt bội thu cao trong nửa đầu năm 2024	32
II. Triển vọng kinh tế, rủi ro và hàm ý chính sách	33
Triển vọng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam là tích cực	33
Triển vọng trên cơ sở hội và rủi ro nhìn chung ở thế cân bằng	36
Các chính sách hỗ trợ cho đã tăng trưởng	37
Chương 2 - Vươn tới tầm cao mới trên thị trường vốn	38
I. Giới thiệu	39
II. Các yếu tố quan trọng trong thị trường vốn ở Việt Nam	41
1. Công cụ	43
1.1. Thị trường tiền tệ	44
Thị trường tiền tệ đòi hỏi mức lãi suất tham chiếu vững hơn và tiêu chuẩn hóa	44
1.2. Thị trường trái phiếu chính phủ	45
Cần giải quyết những thách thức về thanh khoản và chênh lệch trong định giá	45

1.3. Trái phiếu doanh nghiệp	47
Tăng trưởng bị cản trở do vi phạm quy định, nhấn mạnh sự cần thiết phải tăng cường tinh minh bạch và tinh chuyên nghiệp của thị trường	47
1.4. Thị trường cổ phiếu	48
Việc nâng hạng lên Thị trường mới nổi đòi hỏi những cải cách mạnh mẽ nhằm mở rộng cơ sở nhà đầu tư và đảm bảo ổn định thị trường	48
2. Nhà đầu tư	50
Đa dạng hóa đầu tư, tăng cường bảo vệ nhà đầu tư, và cải cách pháp quy là điều kiện cần thiết để đảm bảo ổn định và phát triển thị trường	50
2.1. Quỹ hưu trí nhà nước: Quỹ của Bảo hiểm Xã hội Việt Nam	51
2.2. Công ty bảo hiểm	52
2.3. Quỹ đầu tư	53
2.4. Quỹ hưu trí tư nhân	54
2.5. Nhà đầu tư cá nhân trong nước	54
2.6. Nhà đầu tư quốc tế	54
3. Tổ chức phát hành	55
Tăng cường quản trị công bố thông tin của tổ chức phát hành để tăng cường lòng tin trên thị trường và thu hút đầu tư	55
4. Trung gian thị trường	56
Giám sát và phối hợp giữa các tổ chức trung gian cần được cải thiện	56
5. Hạ tầng thị trường	57
Hạ tầng thị trường cần được nâng cấp, với vai trò lớn hơn của hệ thống xếp hạng tín nhiệm	57
6. Cơ quan quản lý giám sát	57
Tăng cường giám sát và thực thi dựa trên rủi ro là yêu cầu quan trọng để đảm bảo liên chính trên thị trường	57
III. Những thách thức chính và định hướng trong thời gian tới	58
Mức độ tập trung và chi phối của BHHH trên thị trường trái phiếu chính phủ	58
Sự thiếu vắng các nhà đầu tư tổ chức cho khu vực doanh nghiệp	59
Hiện đại hóa thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp để đem lại các công cụ đầu tư và huy động vốn	59
Hướng tới các thị trường vốn hiện đại để khai mở tăng trưởng ở Việt Nam	60

Hộp

Hộp 1.1 Diễn biến kinh tế toàn cầu và triển vọng	34
--	----

Hình

Hình 1.1. Kinh tế tăng tốc trong nửa đầu năm 2024 nhờ thương mại phục hồi	20
Hình 1.2. Thương mại phục hồi, thúc đẩy sản xuất công nghiệp chế biến chế tạo trở thành động lực tăng trưởng chính	20
Hình 1.3. Công nghiệp chế biến chế tạo và dịch vụ liên quan đến xuất khẩu là động lực tăng trưởng GDP	21
Hình 1.4. Thương mại hàng hóa tiếp tục phục hồi kể từ năm 2023	21
Hình 1.5. Tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa phục hồi, chủ yếu nhờ hàng điện tử	22
Hình 1.6. Đầu tư tư nhân đang phục hồi	22
Hình 1.7. Tăng trưởng doanh số bán lẻ ổn định nhưng vẫn thấp hơn xu hướng trước COVID	22
Hình 1.8. ... còn doanh số hàng hóa không thiết yếu đang giảm	22
Hình 1.9. Niềm tin của người tiêu dùng yếu làm giảm nhu cầu về hàng hóa không thiết yếu	23
Hình 1.10. Sản lượng chế tạo chế biến phục hồi	24
Hình 1.11. ... nhờ các mặt hàng điện tử, xăng dầu và khoáng sản	24
Hình 1.12. Tăng trưởng việc làm ngành chế tạo chế biến nhờ vào hàng điện tử và thiết bị điện	25
Hình 1.13. Tăng trưởng sản lượng cao hơn tăng trưởng việc làm trong các lĩnh vực chế tạo chế biến, dẫn đến tăng năng suất	25
Hình 1.14. Việc làm vẫn duy trì	26
Hình 1.15. Tăng trưởng thu nhập chưa cao	26
Hình 1.16. Lãi suất vay bất động sản hấp dẫn hơn cho các khoản vay mới, làm gia tăng số lượng giao dịch	27
Hình 1.17. Nguồn cung căn hộ và dự án được cấp phép mới vẫn duy trì so với quý trước	27
Hình 1.18. Tài khoản vãng lai vẫn thặng dư	28
Hình 1.19. Tài khoản tài chính đạt thặng dư ít hơn cùng kỳ năm trước do dòng vốn ròng ra nước ngoài tăng lên	28
Hình 1.20. Dòng vốn ra nước ngoài phi chính thức tăng mạnh khiến cán cân thanh toán thâm hụt mặc dù tài khoản vãng lai và tài chính ghi nhận thặng dư	29
Hình 1.21. Áp lực lên tỷ giá tiếp tục diễn ra dẫn đến đồng tiền mất giá so với US\$	29
Hình 1.22. Lãi suất liên ngân hàng tăng khi NHNN hút thanh khoản về	29

Hình 1.23. NHNN giảm áp lực tỷ giá bằng cách bán dự trữ ngoại hối	29
Hình 1.24. Tăng trưởng tín dụng cải thiện, nhưng vẫn thấp hơn chi tiêu đề ra	30
Hình 1.25. Tâm lý người tiêu dùng vẫn yếu	30
Hình 1.26. Giá thực phẩm tăng góp phần đẩy lạm phát cao hơn	31
Hình 1.27. Nợ xấu và tỷ lệ dự phòng tổn thất tín dụng vẫn là quan ngại lớn	32
Hình 1.28. Khối lượng trái phiếu phát hành tăng mạnh nhờ khu vực ngân hàng	32
Hình 1.29. Bội thu ngân sách tăng do thu ngân sách tăng và chi ngân sách giảm	33
Hình 1.30. Thu ngân sách tăng chủ yếu do tăng thu từ vốn	33
Hình 1.31. Tăng trưởng toàn cầu đang ổn định sau những năm có nhiều cú sốc tiêu cực diễn ra đồng thời	34
Hình 1.32. Tăng trưởng thương mại hàng hóa toàn cầu dự kiến sẽ phục hồi trong giai đoạn 2024-2026	34
Hình 2.1. Quy mô thị trường vốn so với các quốc gia so sánh (2023)	40
Hình 2.2. Huy động vốn qua thị trường vốn và ngân hàng	40
Hình 2.3. Tỷ lệ các nhà đầu tư tổ chức so GDP (2023)	41
Hình 2.4. Biến động ở các thị trường cổ phiếu trong khu vực	41
Hình 2.5. Khung căn bản về thị trường vốn của Việt Nam	42
Hình 2.6. Thứ tự tầng bậc tự nhiên của các thị trường vốn	43
Hình 2.7. Lãi suất ngắn hạn thị trường tiền tệ so với lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu	44
Hình 2.8. Khối lượng trái phiếu chính phủ và quy mô so GDP	44
Hình 2.9. Lợi suất cho cùng kỳ hạn trên thị trường sơ cấp và thứ cấp	47
Hình 2.10. Số đợt và quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp so GDP	48
Hình 2.11. Số lượng các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp	48
Hình 2.12. Mức vốn hóa thị trường cổ phiếu ở Việt Nam	49
Hình 2.13. Huy động vốn trên các sàn giao dịch cổ phiếu (HOSE & HNX)	49
Hình 2.14. Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm và lạm phát	51
Hình 2.15. Giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư tại Việt Nam	53
Hình 2.16. Số lượng doanh nghiệp niêm yết so với quy mô thị trường cổ phiếu (2023)	55

Bảng

Bảng 0.1. Một số chỉ số kinh tế, Việt Nam 2021-2026	16
Bảng 1.1. Một số chỉ số kinh tế, Việt Nam 2021-2026	36
Bảng 2.1. Cơ cấu nhà đầu tư trái phiếu chính phủ (%)	45
Bảng 2.2. Tài sản đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ, tháng 12/2022	52

Từ viết tắt tiếng Anh

ASEAN	Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á
AUM	Tài sản được quản lý
BPS	Điểm cơ bản
CIT	Thuế thu nhập doanh nghiệp
COVID-19	Bệnh vi-rút Cò-rô-na - 19
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FOLs	Giới hạn tỷ lệ sở hữu vốn của nhà đầu tư nước ngoài
FX	Tỷ giá
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GSO	Tổng cục Thống kê
GVC	Chuỗi giá trị toàn cầu
HNX	Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HOSE	Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
IDX	Sở Giao dịch Chứng khoán In-đô-nê-xia
IFRS	Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
IOSCO	Tổ chức Quốc tế của các Ủy ban Chứng khoán
IPI	Chỉ số sản xuất công nghiệp
IPO	Chào bán đại chúng lần đầu
KLSE	Sở Giao dịch Chứng khoán Ma-lay-xia
LF	Lực lượng lao động
LHS	Thang bên trái
MoF	Bộ Tài chính
NAV	Giá trị tài sản ròng
NPL	Nợ xấu
PIT	Thuế thu nhập cá nhân
PMI	Chỉ số nhà quản trị mua hàng
PP	Điểm phần trăm
Q/q	So quý trước
NHNN	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
SET	Sàn Giao dịch Chứng khoán Thái Lan

UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
STI	Chỉ số thị trường chứng khoán Straits Times
UPCOM	Thị trường Công ty Đại chúng Chưa Niêm yết
VAT	Thuế giá trị gia tăng
VBMA	Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam
VND	Đồng Việt Nam
VNIBOR	Lãi suất liên ngân hàng Việt Nam
VNX	Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam
VSS	Bảo hiểm xã hội Việt Nam
WB	Ngân hàng Thế giới
WBG	Nhóm Ngân hàng Thế giới
Y/y	So cùng kỳ năm trước

Lời cảm ơn

Chương đầu của báo cáo này do các tác giả Dorsati Madani (Chuyên gia kinh tế cao cấp phụ trách quốc gia), Nguyễn Thị Thu Hà (Cán bộ nghiên cứu) và Sacha Dray (Chuyên gia kinh tế) biên soạn. Chương cũng nhận được sự đóng góp của Đỗ Việt Dũng (Cán bộ Chương trình quốc gia cao cấp), Ketut Ariadi Kusuma (Chuyên gia cao cấp về khu vực tài chính), Samuel Christopher Hill (Chuyên gia kinh tế cao cấp), Judy Yang (Chuyên gia kinh tế cao cấp về tình trạng nghèo), và Paul Andres Corral Rodas (Chuyên gia kinh tế cao cấp về tình trạng nghèo). Chương hai của báo cáo được biên soạn bởi Ketut Ariadi Kusuma (Chuyên gia cao cấp về khu vực tài chính) với sự hỗ trợ của Tạ Minh Trang (Tư vấn) và Matthew Sullivan (Tư vấn). Chúng tôi cảm ơn sự hỗ trợ về truyền thông của Lê Thị Quỳnh Anh (Cán bộ đối ngoại) và Nguyễn Hồng Ngân (Cán bộ đối ngoại cao cấp). Simon Drought đã giúp hỗ trợ biên tập.

Nguyễn Thị Thanh Hoà (Trợ lý chương trình) đã hỗ trợ công tác hậu cần cho quá trình biên soạn báo cáo này.

Nhóm biên soạn xin được cảm ơn sự chi đạo chung của Andrea Coppola (Chuyên gia kinh tế trưởng kiêm Chủ nhiệm chương trình), Sebastian Eckardt (Quản lý khối, Khối Kinh tế Vi mô, Thương mại và Đầu tư- MTI), Ilias Skamnelos (Quản lý khối, Khối Tài chính, Năng lực Cạnh tranh và Đổi mới Sáng tạo), Kathleen Whimp (Giám đốc Quản lý hoạt động dự án) và Mariam Sherman (Giám đốc Quốc gia Ngân hàng Thế giới tại Việt Nam, Campuchia và Lào).

Tổng quan



Diễn biến kinh tế và triển vọng

Kinh tế tăng tốc trong nửa đầu năm 2024

GDP của Việt Nam tăng trưởng 6.4% trong nửa đầu năm 2024 (so cùng kỳ năm trước), cao hơn mức tăng trưởng 5% trong nửa đầu năm 2023, nhờ xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến được phục hồi, cũng như mức đầu tư và tiêu dùng cao hơn. Xuất nhập khẩu hàng hóa tăng nhanh hơn so với dự báo cho nửa đầu năm 2024, nhờ sức cầu bên ngoài mạnh hơn, trong đó xuất khẩu và nhập khẩu tăng lần lượt 16,9% và 17% (so cùng kỳ năm trước). Mặc dù đóng góp ròng của xuất khẩu (chênh lệch xuất nhập khẩu) cho GDP vẫn ở mức khiêm tốn, nhưng tăng trưởng thương mại đã góp phần giúp cho nhu cầu trong nước từng bước phục hồi, trong đó tăng trưởng đầu tư và tiêu dùng đạt lần lượt 6,7% và 5,8% so cùng kỳ năm trước trong nửa đầu năm 2024.

Trên phương diện sản xuất, các lĩnh vực chế tạo chế biến, các ngành dịch vụ liên quan đến xuất khẩu và du lịch đạt mức tăng trưởng cao. Sản lượng công nghiệp chế tạo chế biến tăng trưởng 7% (so cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024 trên nền xuất phát điểm thấp, là động lực tăng trưởng cho năm 2024, đóng góp đến một phần tư tăng trưởng GDP. Dịch vụ tiếp tục đóng góp trên một nửa cho tăng trưởng GDP, tăng đến 7,4% (so cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024. Các dịch vụ liên quan đến xuất khẩu (vận tải và kho bãi) được hưởng lợi do xuất khẩu hàng hóa phục hồi, đồng thời lĩnh vực nhà hàng khách sạn cũng tăng trở lại, khi số lượt du khách quốc tế đạt 8,8 triệu lượt trong tháng 6/2024, cao hơn lượng du khách ghi nhận trước đại dịch COVID.¹ Đóng góp của nông nghiệp vẫn được duy trì ổn định ở mức 0,4 điểm phần trăm.

Tuy vẫn đang hồi phục, nhưng chi tiêu của người tiêu dùng vẫn dừng ở mức thấp hơn so với trước đại dịch. Doanh số bán lẻ tăng 8,8% (so với cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024, nhờ doanh số bán hàng hóa tiếp tục duy trì mức tăng trưởng ổn định kể từ cuối năm 2022, nhưng vẫn thấp hơn bình quân ghi nhận trước đại dịch (11,6%). Đặc biệt, nhu cầu đối với các dịch vụ và mặt hàng không thiết yếu, như xe hơi, thiết bị gia dụng, du lịch hay nâng cấp nhà ở vẫn ở mức thấp, cho thấy niềm tin của người tiêu dùng vẫn duy trì ở mức thấp. Tăng trưởng thu nhập thực vẫn yếu ở mức 2,5% so cùng kỳ năm trước vào tháng 6/2024, tương đương với tốc độ tăng bình quân hàng năm ở mức 2,7% kể từ năm 2022 - nhưng thấp hơn xu hướng trước đại dịch (8,4%). Tương tự, việc làm trong khu vực chính thức vẫn tương đối ổn định, tăng 0,4% (so với cùng kỳ năm trước) trong tháng 4/2024.

Tăng trưởng đầu tư của khu vực tư nhân có cải thiện trong nửa đầu năm 2024, nhưng vẫn thấp hơn so với mức tăng trưởng trước đại dịch COVID. Xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến phục hồi đã góp phần khiến cho đầu tư tăng lên. Tổng vốn đầu tư tăng 6,7% (theo giá so sánh) so với cùng kỳ năm trước trong nửa đầu năm 2024, từ mức 4,1% so với cùng kỳ năm trước trong nửa đầu năm 2023, nhưng thấp hơn so với bình quân trước đại dịch COVID là 7,1%. Tương tự, đầu tư của khu vực tư nhân trong nước - đóng góp gần 60% cho tổng vốn đầu tư - đóng góp 3,9% (so với cùng kỳ năm trước) cho tăng trưởng

¹ Tổng cục Thống kê, Việt Nam.

trong nửa đầu năm 2024, thấp hơn mức bình quân hàng năm là 4,7% trong giai đoạn 2017-2019. Đầu tư nước ngoài có mức tăng trưởng mạnh nhất trong nửa đầu năm 2024, tăng 13% (so với cùng kỳ năm trước). Trong khi đó, mức tăng của đầu tư công² chứng lại còn 4% (so với cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024, so với mức 20,5% trong nửa đầu năm 2023, cũng là giai đoạn đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ nền kinh tế năm 2023.

Vị thế cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam suy giảm do dòng vốn ra nước ngoài phi chính thức tăng lên mặc dù tài khoản vãng lai và tài khoản tài chính ghi nhận thặng dư

Tài khoản vãng lai đạt thặng dư đáng kể, nhờ kết quả tích cực của hoạt động ngoại thương. Thặng dư tài khoản vãng lai đạt 5,1% GDP trong Q1-2024³ so với 2,1% trong Q1-2023, nhờ thặng dư thương mại lên đến 11,7% GDP trong Q1-2024, so với 8,7% trong Q1-2023, trên cơ sở xuất khẩu hàng hóa phục hồi mạnh. Nhờ dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài được duy trì (3,4% GDP trong Q1-2024), tài khoản tài chính cũng đạt thặng dư trong Q1-2024, tuy vẫn thấp hơn so với Q1-2023 do vốn đầu tư gián tiếp và đầu tư khác rút ra ngoài mạnh hơn (dòng vốn ròng rút ra là 2% GDP trong Q1-2024, so với dòng vốn ròng chảy vào là 0,1% trong Q1-2023) do các nhà đầu tư nước ngoài hiện thực hóa lợi nhuận đầu tư của họ.

Mặc dù vậy, do chênh lệch lãi suất giữa trong và ngoài nước vẫn duy trì và đồng đô-la Mỹ mạnh lên trong nửa đầu năm 2024 khiến cho dòng vốn phi chính thức bị chảy ra nước ngoài mạnh hơn dẫn đến cán cân thanh toán quốc tế ghi nhận thâm hụt. Chênh lệch lãi suất qua đêm giữa tiền đồng Việt Nam và đồng đô-la Mỹ vẫn ở mức cao (166 điểm cơ bản) trong nửa đầu năm 2024, do vậy, mặc dù lãi suất qua đêm của Việt Nam gần đây đã tăng lên nhưng vẫn làm tăng dòng vốn chảy ra nước ngoài để tìm kiếm lợi suất tốt hơn. Trong khi đó, do đồng đô-la mạnh lên, tỷ giá VND/US\$ tăng từ mức 24.258 VND trong tháng 12/2023 lên 25.334 VND vào cuối tháng 6/2024 trên thị trường. Do người dân tìm kiếm công cụ đầu tư khác, nhu cầu mua vàng trong nước tăng vọt (+28,6% so với cùng kỳ năm trước), kết hợp với các biện pháp kiểm soát nguồn cung, khiến cho vàng bị đội giá cao gây ra tình trạng mua và nhập khẩu vàng phi chính thức. Khoản mục "Lỗi và sai sót" - bao gồm dòng vốn ra nước ngoài phi chính thức, tăng gấp bốn lần, từ 1,9% GDP trong Q4-2023 lên 7,9% trong Q1-2024, cao hơn nhiều so với mức bình quân các năm 2017-2019 (2,5%), khiến cho tổng thâm hụt cán cân thanh toán lên 1,37 tỷ US\$ trong Q1-2024.

NHNN thực hiện các biện pháp bao gồm can thiệp trên thị trường ngoại hối và thắt chặt thanh khoản nhằm giảm áp lực lên tỷ giá đồng Việt Nam. NHNN giảm tỷ giá trung tâm 1,2% từ tháng 1 đến tháng 6 năm 2024, cho phép tỷ giá thị trường giảm thêm 3,6% trong cùng kỳ, đồng thời áp dụng các biện pháp can thiệp ngoại hối để giảm áp lực tỷ giá đồng Việt Nam. Dự trữ ngoại hối ước tính đã giảm từ 90 tỷ US\$ trong tháng 12/2023 xuống khoảng 83-84 tỷ US\$ vào cuối tháng 6/2024 (tương đương 2,7 tháng trị giá nhập khẩu). Ngoài ra, NHNN bắt đầu hút thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng vào giữa tháng 3/2024 bằng cách phát hành tin phiếu với lãi suất cao hơn (4,25%). Các biện pháp này đã đẩy lãi suất liên ngân hàng qua đêm từ mức 0,9% trong tháng 3/2024 lên 3,25% trong tháng 5/2024, trước khi hạ xuống còn 2,8% trong tháng 6/2024. Lãi suất liên ngân hàng tăng lên làm giảm áp lực cho tiền đồng Việt Nam.

² Bao gồm đầu tư của doanh nghiệp Nhà nước

³ Số liệu mới nhất có được vào thời điểm báo cáo.

Lạm phát tăng lên 4,3% (so với cùng kỳ năm trước) vào tháng 6/2024 do giá lương thực thực phẩm bị đẩy lên. Giá lương thực thực phẩm gia tăng đóng góp lớn nhất vào lạm phát CPI (+0,8 điểm phần trăm kể từ tháng 1/2024) khi giá lợn hơi tăng mạnh do bệnh tả lợn châu Phi bùng phát. Lạm phát cơ bản (không bao gồm giá lương thực thực phẩm, xăng dầu, giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý) tiếp tục giảm còn 2,6% (so với cùng kỳ năm trước) trong tháng 6/2024 từ mức 4,3% (so với cùng kỳ năm trước) trong tháng 6/2023.

Kinh tế đang phục hồi, tăng trưởng tín dụng có cải thiện, tuy nhiên chất lượng tài sản ngân hàng vẫn là quan ngại lớn

Tăng trưởng tín dụng được cải thiện từ sau giai đoạn tăng rất chậm hồi đầu năm 2024. Tính đến cuối tháng 6/2024, tăng trưởng tín dụng đạt 13,5% so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu là nhờ vào các hoạt động xuất khẩu, sản xuất công nghiệp chế tạo chế biến, bất động sản, thương mại, vận tải, và viễn thông được cải thiện. Tuy nhiên, số liệu mới nhất về cho vay tiêu dùng lại cho thấy niềm tin của người tiêu dùng vẫn yếu, khi các khoản vay mua nhà và xe hơi giảm trong Q1-2024 so với cuối năm 2023. Tổng tín dụng cho vay tiêu dùng chỉ tăng 6,8% so với cùng kỳ năm trước trong Q1-2024, so với tăng trưởng nhẹ của năm 2023 và thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 16,1% trong 5 năm trước đây.

Chất lượng tài sản ngân hàng vẫn là một mối quan ngại kể từ năm 2023. Nợ xấu toàn hệ thống tăng mạnh, từ 1,9% năm 2022 lên 4,6% tổng dư nợ cho vay năm 2023, theo số liệu mới nhất có được, chủ yếu do ghi nhận nợ xấu của Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn (SCB). Mặc dù vậy, tổng nợ vay được coi là xấu có thể lên đến 7,9% nếu tính cả các khoản vay được tái cơ cấu và nợ của Công ty Quản lý Tài sản của các Tổ chức Tín dụng Việt Nam (VAMC). Số liệu mới nhất cho Q1-2024 cho thấy tỷ lệ nợ xấu của 27 ngân hàng thương mại niêm yết, chiếm 83% tổng dư nợ tín dụng trong khu vực ngân hàng, tăng từ 1,9% trong Q4-2023 lên 2,2% trong Q1-2024, trong điều kiện nợ xấu tăng kết hợp với tăng trưởng tín dụng chững lại. Ngoài ra, các biện pháp gia hạn cơ cấu nợ nhằm ứng phó đại dịch, dự kiến sẽ chấm dứt vào tháng 12/2024, có thể khiến cho tỉ lệ nợ xấu còn cao hơn nữa. Nhu cầu dự kiến về tăng dự phòng, bổ sung dự phòng tổn thất vốn vay, đang gây thêm áp lực cho lợi nhuận của các ngân hàng vốn đã bị co kéo do thu nhập lãi thuần, phí và hoa hồng đang chững lại.

Trong khi đó, thị trường trái phiếu doanh nghiệp có dấu hiệu phục hồi. Lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp tăng gấp 2,5 lần trong nửa đầu năm 2024 so với cùng kỳ năm 2023, do các ngân hàng tạm dừng môi trường lãi suất thấp để đảo nợ trái phiếu. Tuy nhiên, lượng trái phiếu đảo hạn trong nửa cuối năm 2024 ước lên đến 139,8 ngàn tỷ VND (5,6 tỷ US\$), trong đó trái phiếu bất động sản chiếm 42%, tạo áp lực cho lĩnh vực bất động sản trong điều kiện khó khăn về dòng tiền. Ngoài những diễn biến ngắn hạn trên, việc tái cân bằng dần hệ thống tài chính của Việt Nam theo hướng nâng cao vai trò của thị trường vốn vẫn tiếp tục là một chương trình nghị sự quan trọng và sẽ được bàn thêm trong chương chuyên đề đặc biệt của báo cáo này.

Ngân sách nhà nước thặng dư trong nửa đầu năm 2024 sau giai đoạn mở rộng tài khóa nhẹ trong năm 2023

Ngân sách nhà nước ghi nhận bội thu 4,2% GDP trong nửa đầu năm 2024, so với 1,5% trong nửa đầu năm 2023, do thu ngân sách cao hơn và chi ngân sách giảm. Thu ngân sách tăng đến 19,5%

GDP trong nửa đầu năm 2024 (+1 điểm phần trăm so với nửa đầu năm 2023), do tăng thu từ vốn qua bán đất (+0,7 điểm phần trăm), tăng thu nguồn thu từ thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) và thuế giá trị gia tăng GTGT (+0,5 điểm phần trăm). Đồng thời, chi ngân sách giảm 1,6 điểm phần trăm từ mức 17% GDP trong nửa đầu 2023 xuống còn 15,4% GDP nửa đầu năm 2024, do cắt giảm chi thường xuyên đồng loạt và giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn (từ 5,4% GDP nửa đầu năm 2023 còn 3,7% GDP nửa đầu năm 2024). Đến cuối tháng 6/2024, giải ngân đầu tư công chỉ mới thực hiện được 29% so với ngân sách được Quốc hội phê duyệt, tỉ lệ giải ngân đầu tư công giảm 6% so cùng kỳ năm 2023. Giải ngân đầu tư công chững lại là do chậm trễ trong giải phóng mặt bằng và đền bù cho các dự án lớn xây đường quốc lộ, khan hiếm vật liệu san lấp (đá và cát), giá cả vật liệu thô biến động.

Triển vọng kinh tế của Việt Nam được nhìn nhận là tích cực, với cơ hội và rủi ro nhìn chung ở thế cân bằng

Nền kinh tế Việt Nam được dự báo tăng trưởng 6,1% trong năm 2024, sau đó lên đến 6,5% trong các năm 2025-2026 (Bảng 0.1). Dự báo trên đã xét đến hiệu ứng xuất phát điểm cao hơn kể từ nửa cuối năm 2023 với giả định tăng trưởng xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến chững lại trong nửa cuối năm 2024, sau khi phục hồi 16,9% (so với cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024 và nhu cầu trên toàn cầu dự kiến chững lại năm 2024, nhất là tại Hoa Kỳ, là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Thị trường bất động sản cho thấy dấu hiệu phục hồi và dự báo sẽ xoay chiều vào cuối 2024 và đầu 2025 sau khi giải quyết được tình trạng đóng băng thị trường trái phiếu doanh nghiệp và Luật đất đai có hiệu lực từ tháng 8/2024. Trong điều kiện xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng và bất động sản có dấu hiệu phục hồi, nhu cầu trong nước sẽ vững lên vào nửa cuối năm 2024 khi tâm lý nhà đầu tư và người tiêu dùng được cải thiện. Cán đối tài khoản vãng lai được dự báo vẫn duy trì thặng dư nhỏ, đồng thời Chính phủ đang quay lại củng cố cân đối ngân sách, còn lạm phát dự báo sẽ giảm từ 4,5% năm 2024 xuống còn 3,5% năm 2026.

Bảng 0.1. Một số chỉ số kinh tế, Việt Nam 2021-2026

Chi số	2021	2022	2023	Ước 2024	Dự báo 2025	Dự báo 2026
Tăng trưởng GDP (%)	2,6	8,0	5,0	6,1	6,5	6,5
Tăng trưởng các yếu tố chi tiêu						
Tiêu dùng của tư nhân	2,0	7,8	3,5	5,3	5,9	5,9
Tiêu dùng của Chính phủ	4,7	3,6	4,9	5,5	5,4	5,4
Đầu tư	3,7	5,8	4,1	6,8	7,0	7,2
Xuất khẩu	13,9	4,9	-2,5	11,4	7,4	8,0
Nhập khẩu	15,8	2,2	-4,3	11,7	7,0	7,7
Chỉ số giá tiêu dùng (bình quân, %)	1,8	3,1	3,3	4,5	4,0	3,5
Cân đối tài khoản vãng lai (%GDP)	-2,2	0,3	5,8	0,9	1,0	1,0
Cân đối tài khóa (*) (%GDP)	-1,4	0,7	-2,4	-0,8	-0,4	-0,2
Nợ Chính phủ và được Chính phủ bảo lãnh (**) (% GDP)	42,5	37,1	36,0	35,7	35,0	34,6

Nguồn: TCTK; Bộ Tài chính; NHNN; IMF; và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Chú thích: e = ước; f = dự báo; *, không bao gồm chi tiêu chưa phân bổ và áp dụng chuẩn Thống kê Tài chính Chính phủ (GFS); **, tính toán dựa trên Quyết định số 458/QĐ-TTg (28/04/2023) về kế hoạch vay và trả nợ công năm 2023, giai đoạn 2023-2025, Nghị quyết số 105/2023/QH15 (10/11/2023) về dự toán ngân sách năm 2024 của Quốc hội

Một trong những rủi ro chính đối với tăng trưởng kinh tế là yếu tố bất định của tăng trưởng kinh tế toàn cầu có thể thấp hơn dự kiến, nhất là tăng trưởng của những đối tác thương mại lớn của Việt Nam như Hoa Kỳ, Liên minh Châu Âu, và Trung Quốc. Những diễn biến đó có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến của Việt Nam và ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng. Ngoài ra, đối với trong nước, sự mất ổn định của kinh tế vĩ mô có thể có tác động tiêu cực đến niềm tin của người tiêu dùng và các nhà đầu tư, ảnh hưởng đến tiêu dùng và đầu tư. Thị trường bất động sản có thể hồi phục lâu hơn dự kiến, tác động xấu đến đầu tư của khu vực tư nhân. Nếu chất lượng tài sản của các ngân hàng tiếp tục yếu đi, năng lực cho vay của các ngân hàng có thể bị suy giảm. Là một trong những quốc gia có nguy cơ dễ tổn thương nhất với biến đổi khí hậu trên thế giới, thiên tai liên quan đến khí hậu ngày một gia tăng cũng có thể là một rủi ro tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế.

Triển vọng trên cũng có thể được hưởng lợi từ những diễn biến tích cực hơn. Tăng trưởng cao hơn dự kiến của kinh tế toàn cầu có thể thúc đẩy phục hồi bền vững cho lĩnh vực xuất khẩu của Việt Nam. Chính sách tiền tệ nới lỏng hơn tại các nền kinh tế phát triển lớn đã được bắt đầu tại Ngân hàng Trung ương Châu Âu và Ngân hàng Trung ương Anh Quốc, kết hợp với Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ đang có tín hiệu về khả năng cắt giảm lãi suất vào tháng 9, có thể tiếp tục thúc đẩy tổng cầu ở các nền kinh tế phát triển và đẩy mạnh xuất khẩu của Việt Nam. Điều này cũng có thể góp phần làm giảm chi phí huy động tài chính trên toàn cầu và thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa VND/US\$, từ đó đem lại tác động tích cực lan tỏa cho ngành ngân hàng và khu vực tài chính ở Việt Nam.

Vươn tới tầm cao mới trên thị trường vốn

Trên cơ sở nền tảng kinh tế vĩ mô vững vàng, thị trường vốn ở Việt Nam đã và đang phát triển mạnh mẽ trong thập kỷ qua. Tăng trưởng kinh tế lành mạnh, lạm phát thấp và tỷ giá ổn định, kết hợp với ổn định chính trị khiến thị trường vốn của Việt Nam đang bắt kịp với các quốc gia so sánh trong khu vực xét về quy mô, đạt trên 90% GDP vào năm 2023, tương đương với In-đô-nê-xia. Các thị trường vốn vận hành tốt là điều kiện quan trọng để huy động nguồn lực, trong tổng thể thị trường tài chính mang tính bao trùm, có khả năng chống chịu linh hoạt và hiện đại.

Mặc dù vậy, nếu đánh giá qua sự thành công trong phát triển thị trường trên phương diện chức năng trung gian tài chính, các chỉ số thị trường vốn của Việt Nam vẫn cho thấy cơ hội tiếp tục tăng trưởng. Điều quan trọng là phải nhìn vào ba chức năng về trung gian tài chính của các thị trường vốn, đó là các chức năng huy động, tiết kiệm và định giá. Về huy động vốn, mặc dù quy mô vốn hóa thị trường lớn, nhưng lượng vốn huy động qua phát hành cổ phiếu mới trên các sàn giao dịch cổ phiếu trong năm năm qua vẫn tương đối nhỏ. Huy động vốn trên các thị trường trái phiếu, nhất là trái phiếu doanh nghiệp, lớn hơn đáng kể; tuy nhiên, nguồn vốn dài hạn vẫn hạn chế và những yếu kém về nền tảng thị trường đã bắt đầu lộ ra trong thời gian qua. Về tiết kiệm, tổng mức tiết kiệm huy động qua các nhà đầu tư tổ chức còn thấp, chỉ đạt 19% GDP, thấp hơn so với các quốc gia so sánh trong khu vực, gây hạn chế về nguồn tài chính để đầu tư dài hạn. Còn về định giá, các thị trường vốn chưa tạo ra được giá tham chiếu tốt

do mức tham chiếu lãi suất ngắn hạn chưa rõ ràng, sự thiếu hiệu quả của thị trường trái phiếu chính phủ, và sự biến động lớn của giá cổ phiếu.

Để Việt Nam khai mở ra tiềm năng của thị trường vốn, cần phải vượt qua một số rào cản cụ thể nhằm đảm bảo tăng trưởng lành mạnh và bền vững. Vấn đề căn bản của Việt Nam là cơ sở nhà đầu tư tổ chức kém phát triển, bao gồm việc chưa tận dụng được quỹ của Bảo hiểm Xã hội (BHXH), một nguồn lực chủ đạo tiềm năng trong việc thúc đẩy phát triển thị trường vốn. Do sự thiếu vắng tỉ trọng lớn của các nhà đầu tư tổ chức trên các thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư cá nhân trở nên chi phối, qua đó tạo ra nhiều biến động do hành vi mua bán mang tính bầy đàn. Điều này cũng góp phần làm tích tụ rủi ro trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và hạn chế sự phát triển của thị trường cổ phiếu trở thành kênh huy động vốn cho khu vực doanh nghiệp.

Danh mục đầu tư của BHXH phần lớn vào trái phiếu chính phủ làm hạn chế lợi nhuận đầu tư, thiếu hiệu quả về giá, và tác động thiếu tích cực đến sự phát triển của khu vực tài chính. Quản lý một danh mục tương đương 10% GDP, BHXH là nhà đầu tư tổ chức lớn nhất ở Việt Nam, lớn hơn toàn bộ các nhà đầu tư tổ chức trong nước khác cộng lại. Do hạn chế về pháp lý, tài sản của BHXH đang tập trung chủ yếu vào trái phiếu chính phủ. BHXH đã và đang trở thành nhà đầu tư nội ngành đối với trái phiếu chính phủ, làm cho lợi suất thấp đi rất nhiều trong các phiên đấu giá, qua đó gây sai lệch chức năng định giá của thị trường trái phiếu chính phủ.

Việc đa dạng hóa đầu tư của BHXH sẽ thúc đẩy sự hiện đại hóa hệ thống tài chính của Việt Nam xét trên một số góc độ. Việc này sẽ giúp giảm tình trạng đầu tư nội ngành trên thị trường trái phiếu chính phủ, làm giảm sai lệch trên thị trường và cải thiện tín hiệu giá. Ngoài ra, sự đa dạng hóa của BHXH sang các thị trường chứng khoán doanh nghiệp - cổ phiếu và trái phiếu - sẽ hỗ trợ sự phát triển của các thị trường đó qua đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư và tạo ra tình trạng ổn định tương đối với tư cách là nhà đầu tư dài hạn. Nếu được triển khai hợp lý theo từng bước nhỏ, đa dạng hóa đầu tư sẽ làm tăng lợi nhuận đầu tư cho BHXH về lâu dài.

Các nhà đầu tư tổ chức khác nên tăng thêm tỉ trọng đầu tư để thúc đẩy sự phát triển của khu vực doanh nghiệp. Các công ty bảo hiểm nhân thọ có quy mô tương đối lớn nhưng cũng chỉ tập trung chủ yếu vào trái phiếu chính phủ và tiền gửi ngân hàng. Điều đó có nghĩa là các thị trường chứng khoán doanh nghiệp chịu sự chi phối của các nhà đầu tư không chuyên nghiệp, dễ bị ảnh hưởng bởi tâm lý bầy đàn và có nguy cơ bị lợi dụng và mua bán sai lầm. Điều đó cũng có nghĩa là các tổ chức phát hành có chất lượng cao hơn ở tất cả các ngành kinh tế không có động lực để tham gia thị trường, vì cơ hội huy động vốn dài hạn bị hạn chế. Ở những thị trường phát triển, các quỹ hưu trí và nhà đầu tư tổ chức là những bên mua chính đối với cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, các quỹ thị trường tiền tệ và quỹ đầu tư ngách, đồng thời là động lực để phát triển các công cụ khác. Việt Nam cần có biện pháp để phát triển tinh chuyên nghiệp của nhà đầu tư, thông qua các nhà đầu tư tổ chức, cụ thể là các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí tư nhân và các quỹ đầu tư.

Mục tiêu quan trọng của Chính phủ và tất cả các bên liên quan là tiến hành những nỗ lực đồng bộ để phát triển thị trường vốn. Các thị trường vốn tăng trưởng lành mạnh cũng đem lại tác động ngoại ứng tích cực cho toàn bộ nền kinh tế thông qua sự phân bổ vốn hiệu quả. Việt Nam sẽ có khả năng đạt được tăng trưởng kinh tế cao hơn, không chỉ do nguồn lực trong nước được sử dụng đảm bảo năng suất cao hơn, mà còn tận dụng được đòn bẩy nguồn vốn hết sức cần thiết trên thị trường quốc tế để đạt được mục tiêu trở thành nền kinh tế thu nhập cao.

Chương 1

Diễn biến kinh tế
và triển vọng

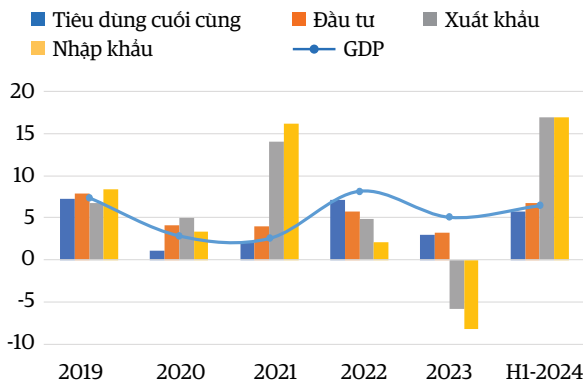


I. Diễn biến kinh tế gần đây

Kinh tế tăng tốc trong nửa đầu năm 2024

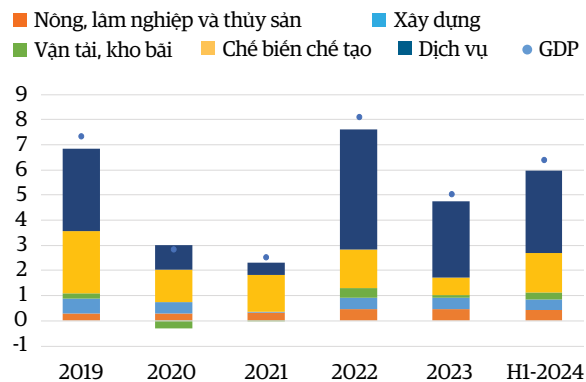
GDP của Việt Nam tăng trưởng 6.4% (so với cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024 cao hơn so với mức 5% trong năm 2023, nhờ xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến được phục hồi, cũng như mức đầu tư và tiêu dùng cao hơn. Xuất nhập khẩu hàng hóa tăng nhanh hơn so với dự kiến trong nửa đầu năm 2024, nhờ sức cầu bên ngoài mạnh hơn, trong đó xuất khẩu và nhập khẩu tăng lần lượt 16,9% và 17% (so cùng kỳ năm trước). Mặc dù đóng góp ròng của xuất khẩu cho GDP vẫn ở mức khiêm tốn, nhưng tăng trưởng thương mại đã góp phần giúp cho nhu cầu trong nước từng bước phục hồi, trong đó tăng trưởng đầu tư và tiêu dùng đạt lần lượt 6,7% và 5,8% so cùng kỳ năm trước trong nửa đầu năm 2024 (Hình 1.1).

Hình 1.1. Kinh tế tăng tốc trong nửa đầu năm 2024 nhờ thương mại phục hồi
Tăng trưởng các yếu tố cầu của GDP
(so cùng kỳ năm trước)



Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Hình 1.2. Thương mại phục hồi, thúc đẩy sản xuất công nghiệp chế biến chế tạo trở thành động lực tăng trưởng chính
Đóng góp của các yếu tố cung cho tăng trưởng GDP, điểm % (so cùng kỳ năm trước)



Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

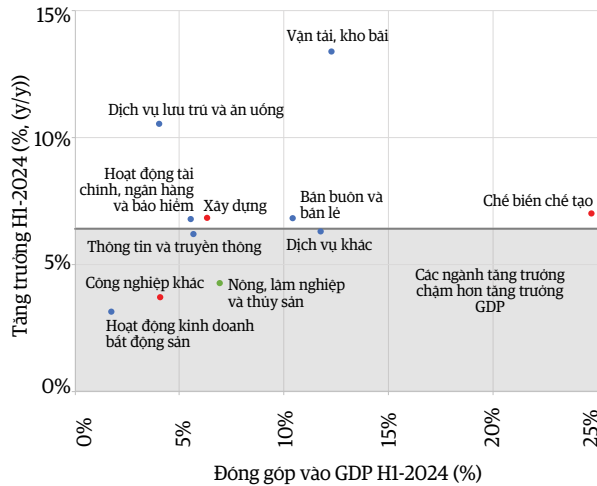
Chú thích: Không thể hiện đóng góp của thuế ròng cho sản xuất. Nông nghiệp gồm nông, lâm, ngư nghiệp

Nhờ nhu cầu bên ngoài phục hồi, sản xuất công nghiệp và dịch vụ liên quan tới xuất khẩu đã từng bước phục hồi

Về sản xuất, các lĩnh vực chế tạo chế biến, các ngành dịch vụ liên quan đến xuất khẩu và du lịch đạt tăng trưởng cao. Sản lượng chế tạo chế biến tăng trưởng 7% so cùng kỳ năm trước trong nửa đầu năm 2024 trên nền xuất phát điểm thấp, là động lực tăng trưởng cho năm 2024, đóng góp đến một phần tư tăng trưởng GDP. Dịch vụ tiếp tục đóng góp trên một nửa cho tăng trưởng GDP, tăng đến 7,4% so cùng kỳ năm trước trong nửa đầu năm 2024 (Hình 1.2). Các dịch vụ liên quan đến xuất khẩu (vận tải và kho bãi) được hưởng lợi do xuất khẩu hàng hóa phục hồi, đồng thời lĩnh vực nhà hàng khách sạn cũng tăng trở lại, khi số

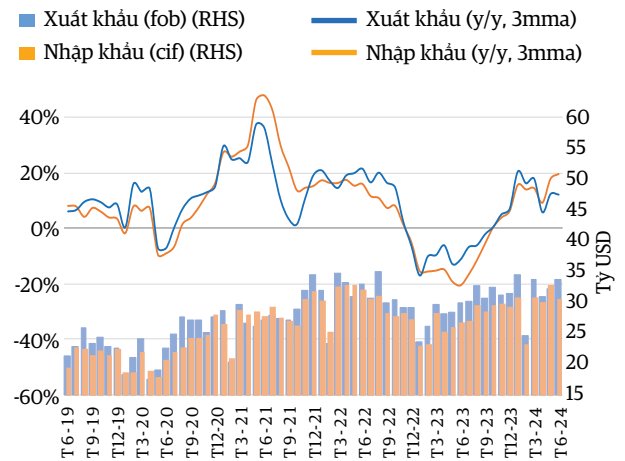
lượng du khách quốc tế đạt 8,8 triệu lượt trong tháng 6/2024, cao hơn mức đỉnh của năm 2019 (các Hình 1.3-1.5). Đóng góp của nông nghiệp vẫn được duy trì ổn định ở mức 0,4 điểm phần trăm.

Hình 1.3. Công nghiệp chế biến chế tạo và dịch vụ liên quan đến xuất khẩu là động lực tăng trưởng GDP



Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới. Các chấm màu biểu thị các ngành (đỏ = công nghiệp, xanh dương = dịch vụ, xanh lá cây = nông nghiệp)

Hình 1.4. Thương mại hàng hóa tiếp tục phục hồi kể từ năm 2023



Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

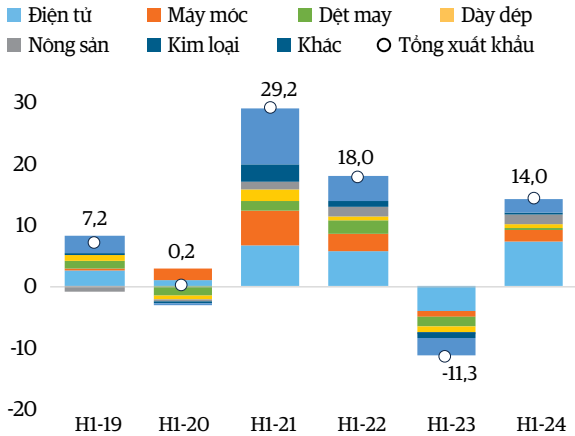
Nhu cầu trong nước cũng cải thiện nhưng vẫn còn thấp hơn so với giai đoạn trước COVID

Tăng trưởng đầu tư của khu vực tư nhân có cải thiện trong nửa đầu năm 2024, nhưng vẫn thấp hơn so với mức tăng trưởng trước COVID. Xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến phục hồi đã góp phần khiến cho đầu tư tăng lên. Tổng vốn đầu tư tăng 6,7% (theo giá so sánh, so với cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024, từ mức 4,1% (so với cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2023, nhưng thấp hơn so với bình quân trước COVID là 7,1% (so với cùng kỳ năm trước) (Hình 1.6). Tương tự, đầu tư của khu vực tư nhân trong nước - đóng góp gần 60% cho tổng vốn đầu tư, đóng góp 3,9% (so với cùng kỳ năm trước) cho tăng trưởng trong nửa đầu năm 2024, thấp hơn mức bình quân hàng năm là 4,7% trong giai đoạn 2017-2019. Đầu tư nước ngoài có tốc độ tăng mạnh nhất trong nửa đầu năm 2024, tăng 13% (so với cùng kỳ năm trước). Trong khi đó, mức tăng của đầu tư khu vực công⁴ cũng lại còn 4% (so với cùng kỳ năm trước) trong nửa đầu năm 2024, so với mức 20,5% trong nửa đầu năm 2023 cũng là giai đoạn đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ nền kinh tế năm 2023.

⁴ Bao gồm đầu tư của doanh nghiệp nhà nước

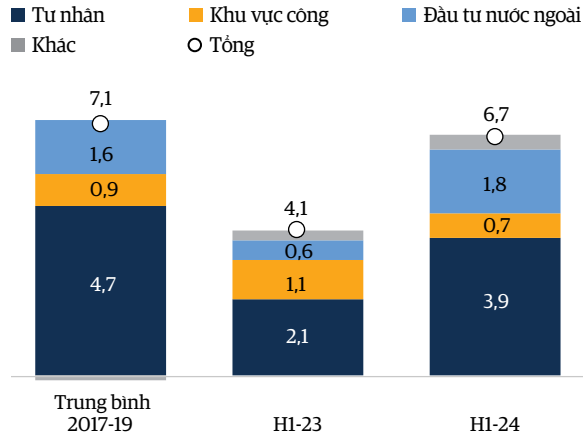
Hình 1.5. Tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa phức hồi, chủ yếu nhờ hàng điện tử

Đóng góp cho tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa (điểm phần trăm, so cùng kỳ năm trước)



Hình 1.6. Đầu tư tư nhân đang phục hồi

Đóng góp cho tăng trưởng đầu tư theo giá so sánh (điểm phần trăm, so cùng kỳ năm trước)

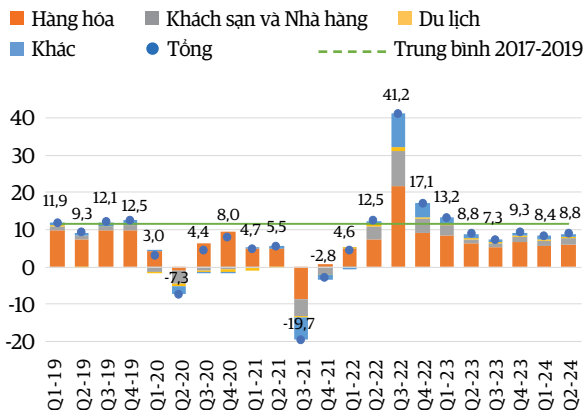


Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Tuy vẫn đang hồi phục, nhưng chi tiêu của người tiêu dùng vẫn dừng ở mức thấp hơn so với trước đại dịch, chủ yếu do niềm tin của người tiêu dùng yếu, làm giảm doanh số các mặt hàng lâu bền và không thiết yếu. Doanh số bán lẻ tăng 8,8% so với cùng kỳ năm trước trong nửa đầu năm 2024, nhờ doanh số bán hàng hóa duy trì đà tăng kể từ cuối năm 2022, nhưng vẫn thấp hơn bình quân trước đại dịch - được ghi nhận ở mức 11,6% (Hình 1.7). Niềm tin của người tiêu dùng vẫn duy trì ở mức thấp do bị ảnh hưởng bởi giảm tốc tăng trưởng kinh tế năm 2023. Do đó, nhu cầu về dịch vụ và các mặt hàng không thiết yếu, được thể hiện qua việc suy giảm doanh số bán xe hơi và xe máy (Hình 1.8) cũng như số lượt mua sắm các thiết bị gia dụng đắt tiền, đi du lịch và nâng cấp nhà cửa. Trong khi đó, tiêu dùng các mặt hàng thiết yếu như lương thực thực phẩm, giáo dục và y tế tiếp tục tăng (Hình 1.9).

Hình 1.7. Tăng trưởng doanh số bán lẻ ổn định nhưng vẫn thấp hơn xu hướng trước COVID ...

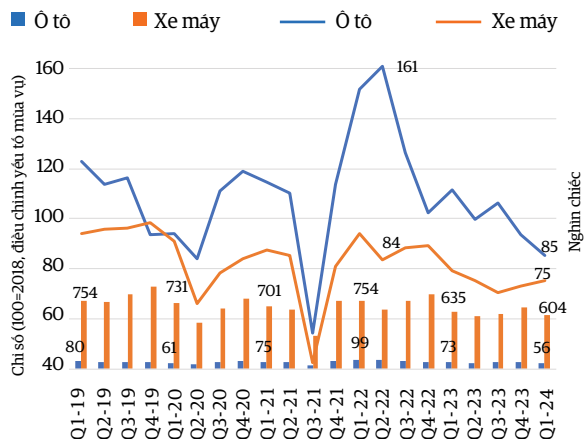
Tăng trưởng doanh số bán lẻ (điểm phần trăm, so cùng kỳ năm trước)



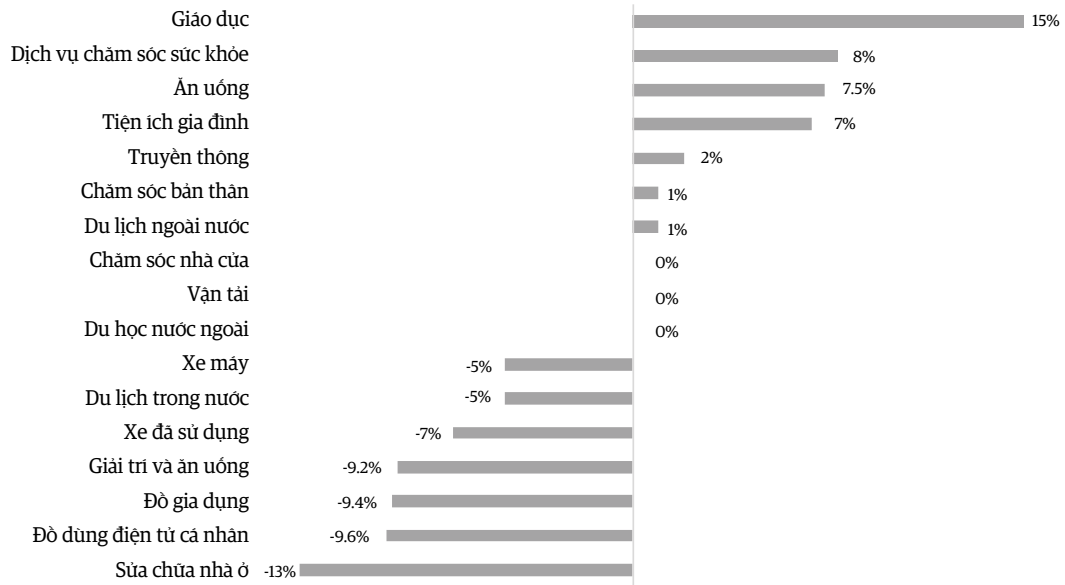
Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Hình 1.8. ... còn doanh số hàng hóa không thiết yếu đang giảm

Doanh số ô tô và xe máy



Hình 1.9. Niềm tin của người tiêu dùng yếu làm giảm nhu cầu về hàng hóa không thiết yếu
Các thay đổi ghi nhận trong tiêu dùng và các ý định mua sắm trong tháng 6/2024



Nguồn: Khảo sát của InFocus Mé-kông và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

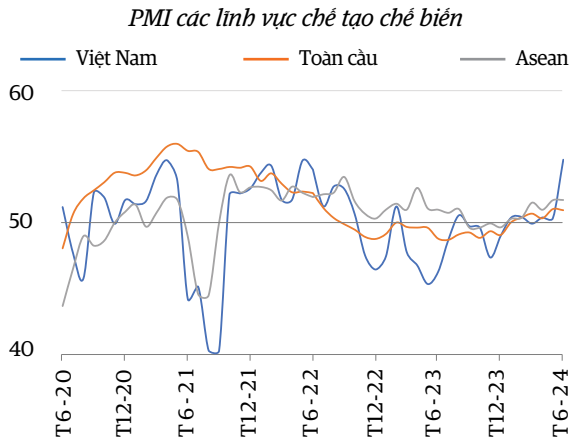
Chú thích: * biểu thị dự kiến mua sắm, các mục khác thể hiện tỷ lệ người trả lời cho biết có tăng tiêu dùng trong thực tế

Sản lượng công nghiệp chế biến chế tạo tăng trưởng vượt trội so với tăng việc làm, dẫn đến tăng năng suất

Sản lượng công nghiệp phục hồi từ xuất phát điểm thấp, nhờ tăng trưởng sản lượng các mặt hàng điện tử, xăng dầu và khoáng sản. Các lĩnh vực chế tạo chế biến ở Việt Nam tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2024, cụ thể trong tháng 6, chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI) lên đến 166 (+14,3% so với cùng kỳ năm trước). Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) cũng tăng mạnh, chạm mức 55, cho thấy tăng trưởng trong các lĩnh vực chế tạo chế biến⁵ - đạt mức cao nhất kể từ tháng 6/2022 - cao hơn nhiều so với mức bình quân của ASEAN, nhờ đơn hàng của các doanh nghiệp chế tạo chế biến tăng trưởng cao nhất so với khu vực hoặc toàn cầu. Cải thiện trong sản xuất chế tạo chế biến có được là nhờ lĩnh vực hàng điện tử (IPI tăng +39 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước trong tháng 6/2024), xăng dầu (+34 điểm phần trăm) và sản phẩm kim loại (+45 điểm phần trăm). Sản lượng giày da và dệt cũng tăng trên nền xuất phát điểm thấp (các Hình 1.10 và 1.11).

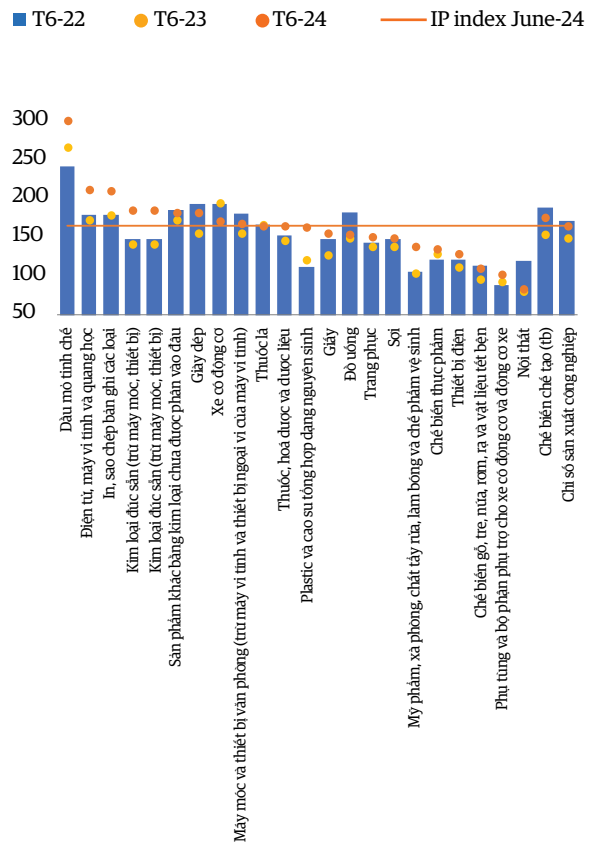
⁵ PMI là chỉ số đơn hàng của các lĩnh vực chế tạo chế biến, dựa trên khảo sát nhà quản trị mua hàng của các doanh nghiệp chế tạo chế biến, IPI là chỉ số năng lực sản xuất chế tạo chế biến, dựa trên sản lượng công nghiệp.

Hình 1.10. Sản lượng chế tạo chế biến phục hồi...



Nguồn: S&P Global và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới
 Chú thích: Nếu PMI trên 50, nghĩa là đang có tăng trưởng trong sản xuất chế tạo chế biến. Nếu PMI thấp hơn 50, nghĩa là các hoạt động chế tạo chế biến suy giảm

Hình 1.11. ... nhờ các mặt hàng điện tử, xăng dầu và khoáng sản
 IPI theo lĩnh vực (2015=100)

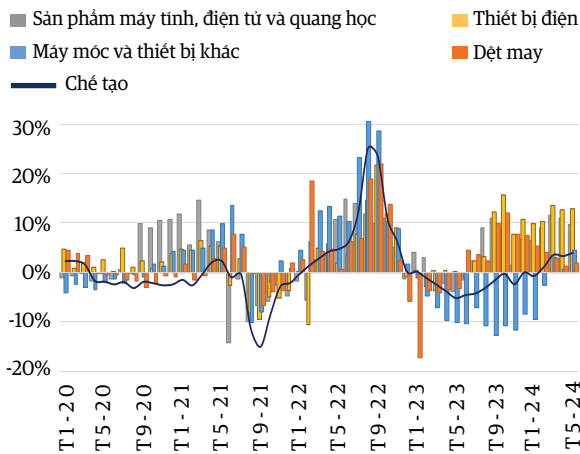


Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Việc làm trong các ngành chế tạo chế biến tăng lên 4% (so với cùng kỳ năm trước) trong tháng 5/2024, sau khi ghi nhận sự giảm sút của việc làm trong năm 2023 đồng thời với suy giảm về sản xuất chế tạo chế biến (đặc biệt là chế tạo máy) do sức cầu bên ngoài yếu. Tăng số lượng việc làm trong thời gian qua là nhờ những việc làm được tạo ra trong các ngành điện tử và thiết bị điện, trong khi ngành dệt - là trụ cột truyền thống cho việc làm - lại có dấu hiệu mất đà (chi tăng 1,9% so với cùng kỳ năm trước, và giảm 5,5% so với tháng 12/2023) (Hình 1.12). Sản lượng công nghiệp tăng ổn định với tốc độ cao hơn so với tốc độ tăng việc làm kể từ tháng 2/2023. Tăng trưởng sản lượng chế tạo chế biến hiện nay đạt 11,9% so với cùng kỳ năm trước trong tháng 5/2024, so với 4% (so với cùng kỳ năm trước) của việc làm trong ngành công nghiệp chế tạo chế biến, qua đó cho thấy năng suất tăng lên đáng kể. Mặc dù mức tăng trên một phần phản ánh độ trễ về phục hồi việc làm, nhưng quy mô và tính chất bền vững trong gần 18 tháng cho thấy năng suất tăng ổn định từ xuất phát điểm thấp bên cạnh sản xuất hàng thương phẩm thô gia tăng⁶ (Hình 1.13).

⁶ Các chỉ tiêu về năng suất lao động chưa được công bố theo tần suất hàng tháng hoặc hàng quý. Năm 2023, năng suất lao động trong các lĩnh vực chế tạo chế biến - đo bằng sản lượng trên số lao động có việc làm - tăng 2,4%, tương đương 203,2 triệu VND mỗi lao động (8.000 USD). Năng suất lao động ở Việt Nam từ trước đến nay vẫn thấp so với các quốc gia so sánh trong khu vực như In-đô-nê-xia, Phi-lip-pin và Thái Lan.

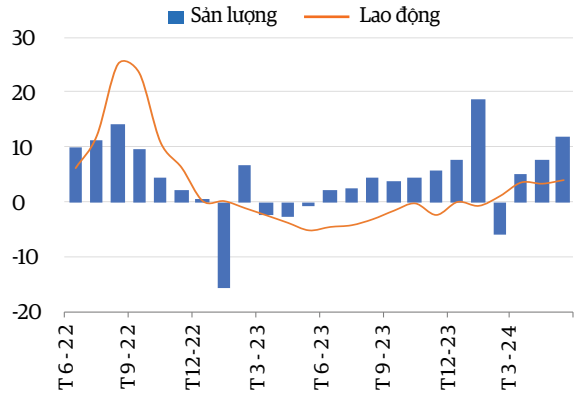
Hình 1.12. Tăng trưởng việc làm ngành chế tạo chế biến nhờ vào hàng điện tử và thiết bị điện
(%, so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Hình 1.13. Tăng trưởng sản lượng cao hơn tăng trưởng việc làm trong các lĩnh vực chế tạo chế biến, dẫn đến tăng năng suất

Sản lượng và việc làm trong các lĩnh vực chế tạo chế biến (%, so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Chú thích: Việc làm là số lượng lao động đang làm việc tại các doanh nghiệp công nghiệp vào ngày đầu tiên của tháng. Sản lượng là IPI

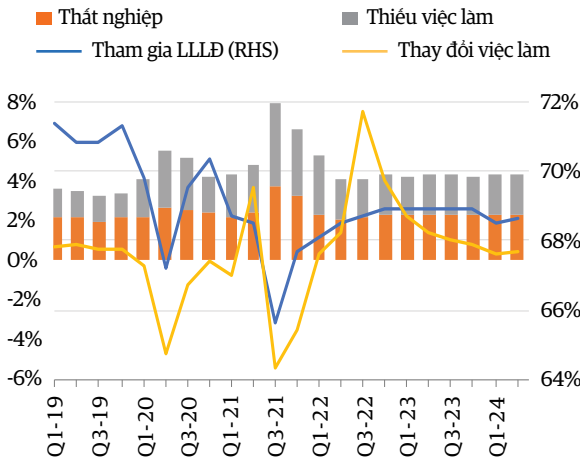
Xét tổng thể, việc làm ở khu vực chính thức gần như không tăng, trong khi đó thu nhập thực chỉ tăng trưởng ở mức khiêm tốn

Việc làm ở khu vực chính thức gần như không tăng, trong khi lực lượng lao động bị thu hẹp sau đại dịch. Đến tháng 4/2024, có 51,5 triệu người Việt Nam có việc làm (+0,4% so với cùng kỳ năm trước). Tỷ lệ tham gia lực lượng lao động đạt 68,6% trong tháng 6/2024 (Hình 1.14), vẫn tương đối ổn định trong hai năm qua, nhưng thấp hơn so với tỷ lệ 71,1% trong năm 2019, phần nào do cách đo lường và chuyển đổi cơ cấu, ảnh hưởng đến dân số tham gia nông nghiệp.⁷ Tỷ lệ việc làm thay đổi không đáng kể, với tỷ lệ thất nghiệp và thiếu việc làm ổn định lần lượt ở mức 2,3% và 2,1% so với cùng kỳ năm trước vào tháng 6/2024. Tỷ lệ thiếu việc làm vẫn cao hơn so với trước khi diễn ra đại dịch, cho thấy nhiều người có việc làm bán thời gian và tỷ lệ tham gia khu vực phi chính thức tăng lên.

Tăng trưởng thu nhập thực còn khiêm tốn, gây ảnh hưởng đến tiêu dùng trong nước. Tiêu dùng trong nước đóng góp khoảng 64% cho tăng trưởng GDP năm 2024. Thu nhập bình quân hàng tháng ở mức 7,45 triệu VND (293 US\$) vào tháng 6/2024 tương đương tốc độ tăng trưởng 7% (theo giá hiện hành) so với cùng kỳ năm trước, hoặc 2,5% (theo giá so sánh) so với cùng kỳ năm trước. Thu nhập thực vẫn chưa tăng mạnh kể từ năm 2022, chỉ tăng nhẹ bình quân 2,7% mỗi năm, thấp hơn xu hướng trước đại dịch (tăng trưởng bình quân hàng năm ở mức 11,9% theo giá hiện hành, và 8,4% theo giá so sánh), gây ảnh hưởng đến tiêu dùng trong nước (Hình 1.15).

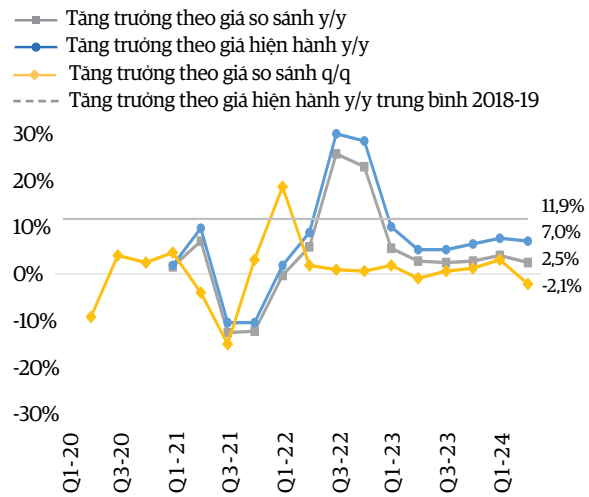
⁷ Thay đổi về các tiêu chí khảo sát năm 2021 đồng nghĩa với việc nông dân tự cung tự cấp không còn được phân loại là tham gia lực lượng lao động, phần nào làm cho lượng lao động ngành nông nghiệp giảm 1,8 triệu người từ năm 2020-2021. Tăng trưởng lực lượng lao động cũng giảm ở tất cả các ngành so với các giai đoạn trước COVID (tham khảo chi tiết tại Báo cáo cập nhật trình trạng nghèo và công bằng của Ngân hàng Thế giới năm 2024).

Hình 1.14. Việc làm vẫn duy trì
(%, so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: TCTK và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Hình 1.15. Tăng trưởng thu nhập chưa cao



Nguồn: tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới và Haver Analytics

Thị trường bất động sản có dấu hiệu phục hồi, nhưng chưa rõ nét

Thị trường bất động sản cho thấy dấu hiệu phục hồi, nhưng các nhà đầu tư vẫn thận trọng.

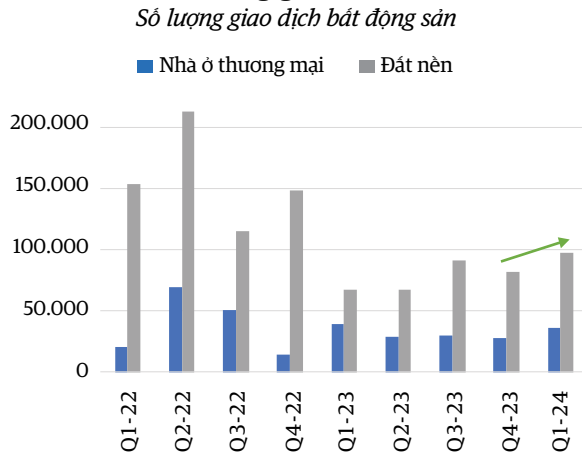
Nguồn cung các dự án được cấp phép và số lượng căn hộ mới vẫn gần như đi ngang trong Q1-2024, so với Q4-2023 do các vấn đề trong quy trình giải phóng mặt bằng và đền bù đất đai vẫn chưa có chuyển biến (Hình 1.17). Lãi suất vay bất động sản hấp dẫn hơn đối với những khoản vay mới khiến cho giá trị giao dịch tăng mạnh ở mức 22% trong Q1-2024 so với quý trước trên nền xuất phát điểm thấp (Hình 1.16). Mặc dù vậy, niềm tin của các nhà đầu tư vẫn ở mức thấp và ngành bất động sản này phải đối mặt với rủi ro tài chính vì nợ xấu của các doanh nghiệp bất động sản và người mua nhà tăng lên khoảng 2,73% tổng dư nợ trong năm 2023, từ mức 1,7% năm 2022, theo số liệu của NHNN. Theo số liệu của Hiệp hội Môi giới Bất động sản Việt Nam, số lượng giao dịch hiện nay mới chỉ đạt 20% bình quân giao dịch các năm trước đại dịch (2018-2019).

Các cấp có thẩm quyền của Việt Nam đang nỗ lực hỗ trợ ngành bất động sản phục hồi.

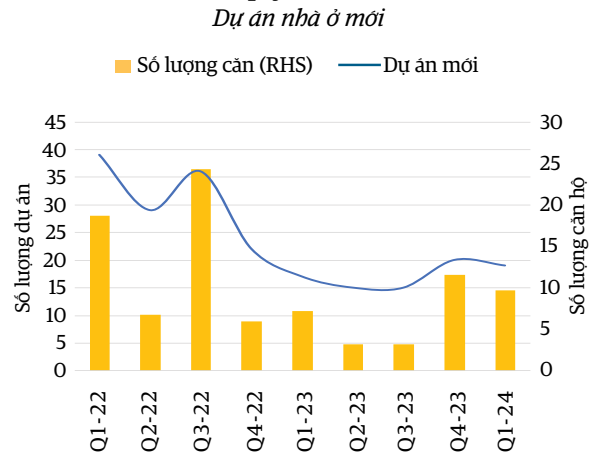
Các văn bản luật sửa đổi quan trọng, bao gồm Luật kinh doanh bất động sản, Luật nhà ở và Luật đất đai, được đẩy lên có hiệu lực thi hành vào tháng 8/2024, sớm hơn so với mốc tháng 1/2025. Những sửa đổi đáng chú ý trong các văn bản pháp luật bao gồm: (i) giảm mức đặt cọc sớm tối đa cho các dự án nhà ở tương lai, từ 70% xuống còn 50% tổng tiền mua, nhằm giảm áp lực huy động tài chính trả trước cho người mua, (ii) yêu cầu công bố công khai thông tin dự án trước khi bán để nâng cao tính minh bạch của thị trường⁸ và (iii) tạo thuận lợi cho quy trình giải phóng mặt bằng và đền bù thông qua định giá đất hàng năm theo giá trị trường. Ngoài ra, lãi suất vay bất động sản đã giảm đối với các khoản vay mới, sau khi NHNN cắt giảm lãi suất bốn lần trong năm 2023, qua đó phần nào hỗ trợ cầu bất động sản.

⁸ Trước đây, các dự án thường được phép bán mà chưa cần phê duyệt đầy đủ hoặc có đầy đủ thông tin, thường dẫn đến vi phạm và tranh chấp. Luật kinh doanh bất động sản mới năm 2023 ban hành hướng dẫn rõ ràng về công bố thông tin, chẳng hạn về quyền sử dụng đất và các mục đích của dự án, qua đó nâng cao minh bạch và bảo vệ người tiêu dùng.

Hình 1.16. Lãi suất vay bất động sản hấp dẫn hơn cho các khoản vay mới, làm gia tăng số lượng giao dịch



Hình 1.17. Nguồn cung căn hộ và dự án được cấp phép mới vẫn duy trì so với quý trước



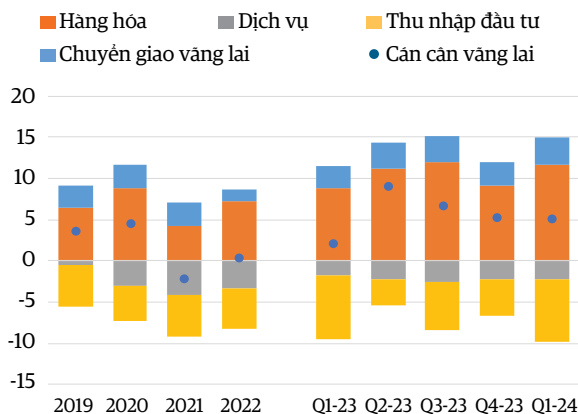
Nguồn: Bộ Xây dựng

Tuy tài khoản vãng lai và tài khoản tài chính đang có thặng dư, nhưng cán cân thanh toán quốc tế tổng thể lại thâm hụt do dòng vốn ra nước ngoài phi chính thức tăng lên

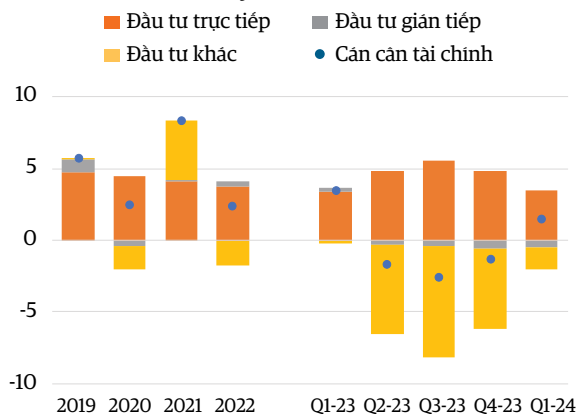
Tài khoản vãng lai vẫn thặng dư trong Q1-2024, cao hơn so với Q1-2023 do thặng dư thương mại lớn hơn bù trừ cho thâm hụt cao về thu nhập cơ bản (Hình 1.18). Tài khoản vãng lai đạt thặng dư tương ứng với khoảng 5,1% GDP trong Q1-2024 so với mức 2,1% GDP trong Q1-2023. Thặng dư thương mại hàng hóa tăng từ 8,7% GDP trong Q1-2023 lên 11,7% trong Q1-2024 nhờ xuất khẩu phục hồi 17,1% so với cùng kỳ năm trước trong ba tháng đầu năm 2024, còn nhập khẩu tăng 12,9% so với cùng kỳ năm trước. Thu nhập cơ bản (primary income) thâm hụt ròng 7,5% GDP trong Q1-2024, gần tương đương so với mức 7,7% GDP trong Q1-2023.

Mặc dù dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vẫn duy trì, nhưng thặng dư tài khoản tài chính đạt mức thấp hơn trong quý đầu năm 2024 so với Q1-2023 do dòng vốn ròng ra ngoài tăng lên (Hình 1.19). Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tiếp tục ổn định ở mức 3,4% GDP trong Q1-2024, tương đồng với Q1-2023, do nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục có niềm tin với triển vọng kinh tế của Việt Nam và do các chuỗi cung ứng tiếp tục dịch chuyển trên khắp khu vực. Đầu tư gián tiếp có dòng vốn ròng ra nước ngoài tăng (đến 0,5% GDP trong Q1-2024 so với dòng vốn rút ra ròng ở mức 0,3% GDP trong Q1-2023) do các nhà đầu tư nước ngoài hiện thực hóa lợi nhuận vốn đầu tư của họ.

Hình 1.18. Tài khoản vãng lai vẫn thặng dư
Tỷ lệ % GDP



Hình 1.19. Tài khoản tài chính đạt thặng dư ít hơn cùng kỳ năm trước do dòng vốn ròng ra nước ngoài tăng lên
Tỷ lệ % GDP

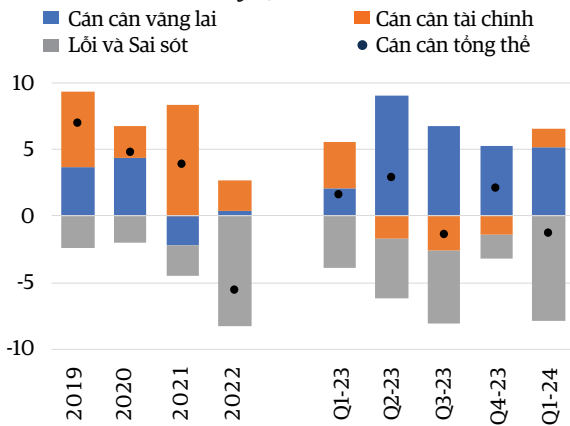


Nguồn: NHNN và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới
 Chú thích: Mẫu số là GDP năm cho 2019-2022, và GDP quý cho 2023-2024

Chênh lệch lãi suất giữa VND-US\$ tiếp tục duy trì, kết hợp với đồng đô-la Mỹ tăng giá trên toàn cầu, làm dòng vốn ròng phi chính thức ra nước ngoài tăng lên trong Q1-2024. Mặc dù lãi suất qua đêm của Việt Nam gần đây đã tăng, nhưng chênh lệch lãi suất qua đêm giữa hai đồng tiền vẫn ở mức đáng kể (166 điểm cơ bản) trong nửa đầu năm 2024, do đó vẫn khiến dòng vốn chảy ra nước ngoài do các nhà đầu tư tìm kiếm lợi suất tốt hơn. Hơn nữa, do đồng đô-la mạnh lên, tỷ giá tăng từ 24.258 VND trong tháng 12/2023 lên 24.760 VND vào cuối tháng 3/2024, tạo áp lực cho đồng nội tệ và làm dấy lên quan ngại về khả năng đồng tiền tiếp tục bị mất giá. Do người dân tìm kiếm công cụ đầu tư khác, nhu cầu mua vàng trong nước tăng vọt (+28,6% so với cùng kỳ năm trước), kết hợp với các biện pháp kiểm soát nguồn cung, khiến cho vàng bị đội giá cao gây ra tình trạng mua và nhập khẩu vàng phi chính thức tăng lên. Kết quả là khoản mục “Lỗi và sai sót” - bao gồm dòng vốn ra nước ngoài phi chính thức, tăng gấp bốn lần, từ 1,9% GDP trong Q4-2023 lên 7,9% (8 tỷ US\$) trong Q1-2024, cao hơn nhiều so với mức bình quân 2,5% trong các năm 2017-2019, dẫn tới cán cân thanh toán bị thâm hụt ở mức thấp (-1,37 tỷ US\$), mặc dù tài khoản vãng lai và tài khoản tài chính đều thặng dư (Hình 1.20).

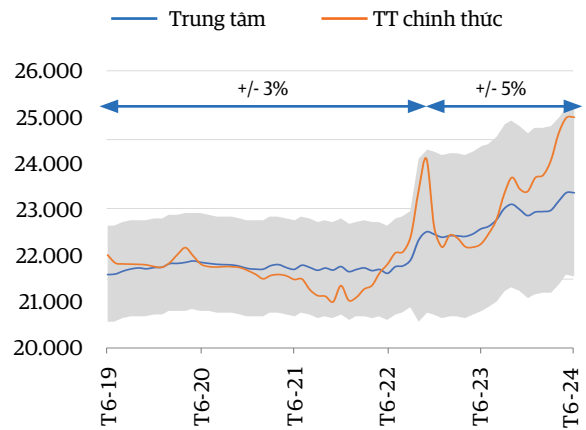
NHNN thực hiện các biện pháp bao gồm can thiệp trên thị trường ngoại hối và thắt chặt thanh khoản nhằm giảm áp lực lên tỷ giá đồng Việt Nam. NHNN giảm tỷ giá trung tâm 1,2% từ tháng 1 đến tháng 6 năm 2024, cho phép tỷ giá thị trường giảm thêm 3,6% trong cùng kỳ (Hình 1.21), đồng thời áp dụng các biện pháp can thiệp ngoại hối để giảm áp lực tỷ giá đồng Việt Nam, dự trữ ngoại hối theo ước tính đã giảm từ 90 tỷ US\$ trong tháng 12/2023 xuống khoảng 83-84 tỷ US\$ vào cuối tháng 6/2024 (tương đương 2,7 tháng trị giá nhập khẩu) (Hình 1.23). Ngoài ra, NHNN bắt đầu hút thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng vào giữa tháng 3/2024 bằng cách phát hành tin phiếu với lãi suất cao hơn (4,25%). Các biện pháp đó đẩy lãi suất liên ngân hàng qua đêm từ mức 0,9% trong tháng 3/2024 lên 3,25% trong tháng 5/2024, trước khi hạ xuống còn 2,8% trong tháng 6/2024 (Hình 1.22). Lãi suất liên ngân hàng tăng lên làm giảm áp lực cho tiền đồng Việt Nam.

Hình 1.20. Dòng vốn ra nước ngoài phi chính thức tăng mạnh khiến cân cán thanh toán thâm hụt mặc dù tài khoản vãng lai và tài chính ghi nhận thặng dư
Tỷ lệ % GDP



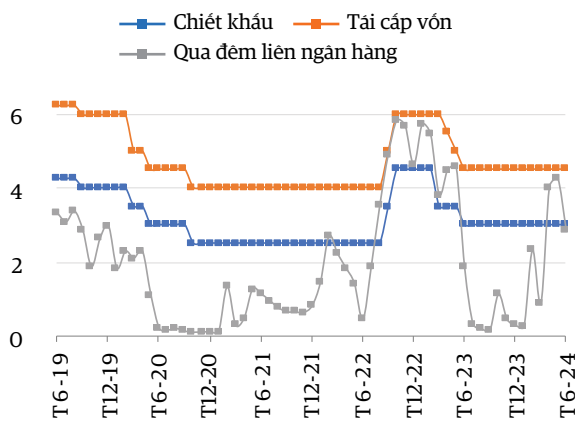
Nguồn: NHNN và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới
Chú thích: Mâu số là GDP năm cho 2019-2022, và GDP quý cho 2023-2024

Hình 1.21. Áp lực lên tỷ giá tiếp tục diễn ra dẫn đến đồng tiền mất giá so với US\$
VND/US\$



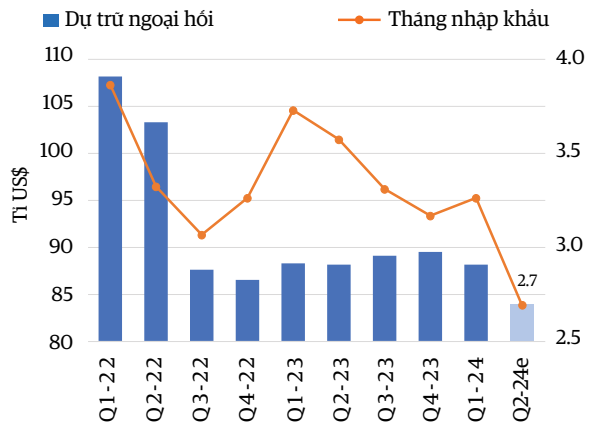
Nguồn: Haver Analytics và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Hình 1.22. Lãi suất liên ngân hàng tăng khi NHNN hút thanh khoản về
%



Nguồn: Haver Analytics

Hình 1.23. NHNN giảm áp lực tỷ giá bằng cách bán dự trữ ngoại hối
Tỷ US\$/tháng nhập khẩu



Nguồn: NHNN, Haver Analytics và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

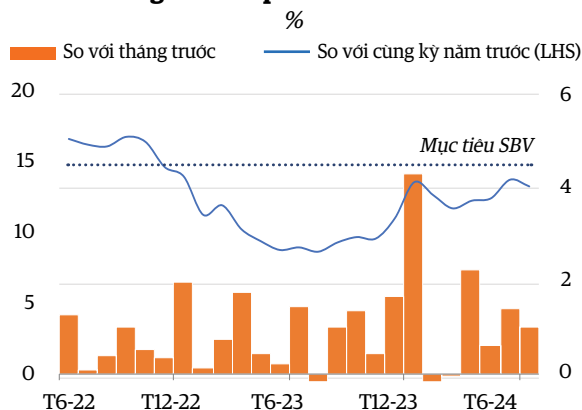
Khu vực tài chính cho thấy dấu hiệu phục hồi

Tăng trưởng tín dụng được cải thiện nhưng vẫn thấp hơn chỉ tiêu 15% cho năm của NHNN mặc dù môi trường lãi suất rất thuận lợi, cho thấy nhu cầu đầu tư trong nước vẫn còn yếu. Tính đến cuối tháng 6/2024, tăng trưởng tín dụng đạt 13,5% so cùng kỳ, nhờ các ngành công nghiệp chế tạo chế biến, bất động sản, thương mại, vận tải và viễn thông⁹ (Hình 1.24). Dữ liệu mới nhất về cho vay tiêu dùng của các ngân hàng,

⁹ Fiigroup Research. Dữ liệu cho Q1/2024 (tính từ đầu năm) cho thấy tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực chế tạo chế biến (3%), bất động sản (2,1%), thương mại, vận tải và viễn thông (1,5%) là những lĩnh vực chính đóng góp cho tổng tăng trưởng tín dụng.

chiếm khoảng 95% tổng cho vay tiêu dùng¹⁰, cho thấy tâm lý của người tiêu dùng vẫn yếu, khi các khoản vay mua nhà và mua ô tô giảm trong Q1-2024 so với cuối năm 2023. Tổng cho vay tiêu dùng vào Q1-2024 tăng 6,8% so cùng kỳ, ngay cả khi xét đến mức tăng trưởng thấp năm 2023, thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ bình quân đạt 16,1% trong năm năm trước đó (Hình 1.25).

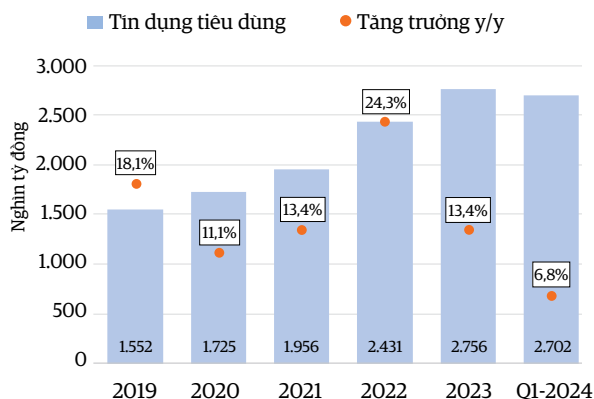
Hình 1.24. Tăng trưởng tín dụng cải thiện, nhưng vẫn thấp hơn chỉ tiêu đề ra



Nguồn: NHNN, Haver Analytics và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Hình 1.25. Tâm lý người tiêu dùng vẫn yếu

Vốn vay tiêu dùng, ngàn tỷ VND



Nguồn: Fiingroup Research

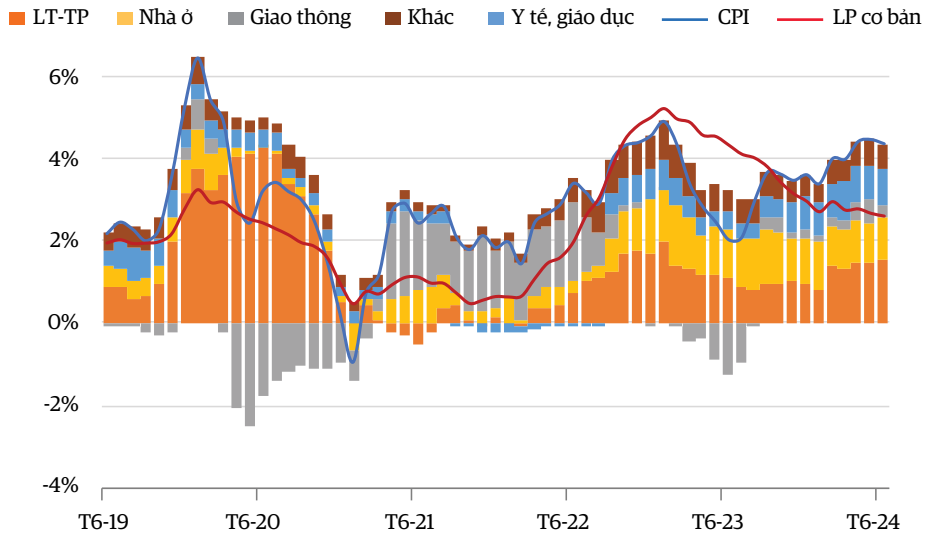
Lạm phát theo chỉ số giá (CPI inflation) trong tháng 6/2024 lên đến 4,3% (so với cùng kỳ năm trước), trong khi lạm phát cơ bản giảm còn 2,6% (so với cùng kỳ năm trước). Giá lương thực thực phẩm tăng đóng góp lớn nhất vào lạm phát CPI, đóng góp 1,5 điểm phần trăm cho lạm phát trong tháng 6 (+0,8 điểm phần trăm kể từ tháng 1) khi giá lợn hơi tăng mạnh do bệnh tả lợn châu Phi bùng phát tại một số địa phương, buộc phải tiêu hủy 42.400 lợn bị nhiễm trong năm 2025, cao gấp năm lần so với cùng kỳ năm trước.¹¹ Giá do Nhà nước quản lý trong lĩnh vực y tế và giáo dục đóng góp 0,6 điểm phần trăm (tăng 0,2 điểm phần trăm kể từ tháng 6/2023) do áp dụng giá dịch vụ y tế mới.¹² Lạm phát cơ bản (không bao gồm giá lương thực thực phẩm, xăng dầu, giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý) tiếp tục giảm còn 2,6% (so với cùng kỳ năm trước) trong tháng 6/2024, từ mức 4,3% (so với cùng kỳ năm trước) trong tháng 6/2023 (Hình 1.26).

¹⁰ Nguồn: Fiingroup.

¹¹ Giá lợn hơi miền nam Việt Nam lên 65.000 VND (2,6 US\$) một ký, tăng 30% kể từ tháng 1/2024, còn giá gà và vịt vẫn ổn định (Nguồn: Chăn Nuôi Việt Nam).

¹² Thông tư số 22/2023/TT-BYT (17/11/2023) về giá dịch vụ khám chữa bệnh được bảo hiểm y tế chi trả cho các bệnh viện trên toàn quốc.

Hình 1.26. Giá thực phẩm tăng góp phần đẩy lạm phát cao hơn
Điểm % (so cùng kỳ)



Nguồn: TCTK, Haver Analytics, và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới
 Chú thích: Lương thực thực phẩm gồm ngũ cốc, thực phẩm và đồ ăn tiêu thụ ngoài nhà.
 Nhà ở bao gồm tiền thuê, tiện ích (điện, nước, nhiên liệu) và vật liệu xây dựng.

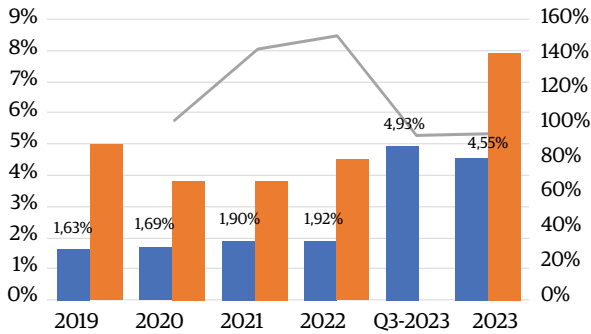
Chất lượng tài sản ngân hàng vẫn là một mối quan ngại kể từ năm 2023 khi tỷ lệ nợ xấu và dự phòng tổn thất tín dụng tăng lên. Nợ xấu toàn hệ thống tăng mạnh, từ 1,9% năm 2022 lên 4,6% tổng dư nợ cho vay năm 2023 (Hình 1.27), theo số liệu mới nhất có được, chủ yếu do ghi nhận nợ xấu của Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn (SCB). Mặc dù vậy, tổng nợ vay được coi là xấu có thể lên đến 7,9% nếu tính cả các khoản vay được tái cơ cấu và nợ của Công ty Quản lý Tài sản của các Tổ chức Tín dụng Việt Nam (VAMC). Số liệu mới nhất cho Q1-2024 cho thấy tỷ lệ nợ xấu của 27 ngân hàng thương mại niêm yết, chiếm 83% tổng dư nợ tín dụng trong khu vực ngân hàng, tăng từ 1,9% trong Q4-2023 lên 2,2% trong Q1-2024, trong điều kiện nợ xấu tăng kết hợp với tăng trưởng tín dụng chững lại. Ngoài ra, các biện pháp gia hạn cơ cấu nợ nhằm ứng phó đại dịch, tiếp tục được gia hạn và dự kiến chấm dứt vào tháng 12/2024, có thể khiến cho tỉ lệ nợ xấu còn cao hơn nữa. Nhu cầu dự kiến về tăng dự phòng, bổ sung dự phòng tổn thất vốn vay, đang tạo thêm áp lực cho lợi nhuận của các ngân hàng vốn đã bị co kéo do thu nhập ròng tiền lãi, phí và hoa hồng đang chững lại.

Khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp đang tăng trở lại, nhưng áp lực trả nợ trái phiếu vẫn cao. Khối lượng phát hành trái phiếu tăng mạnh ở mức 2,5 lần trong nửa đầu năm 2024 so cùng kỳ năm 2023, do các ngân hàng tận dụng môi trường lãi suất thấp hơn để đảo nợ trái phiếu (Hình 1.28). Các ngành phát hành trái phiếu tích cực nhất vẫn là các ngân hàng và công ty bất động sản, chiếm lần lượt 64% và 26% tổng lượng phát hành trong nửa đầu năm 2024. Tuy nhiên, lượng trái phiếu đáo hạn trong nửa cuối năm 2024 ước lên đến 139,8 ngàn tỷ VND (5,6 tỷ US\$), trong đó trái phiếu bất động sản chiếm 42%, tạo áp lực cho lĩnh vực bất động sản trong điều kiện khó khăn về dòng tiền.

Hình 1.27. Nợ xấu và tỷ lệ dự phòng tổn thất tín dụng vẫn là quan ngại lớn

Tỷ lệ %

- Nợ xấu nội bảng toán hệ thống (LHS)
- Nợ xấu góp (LHS)
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (26 NH) (RHS)

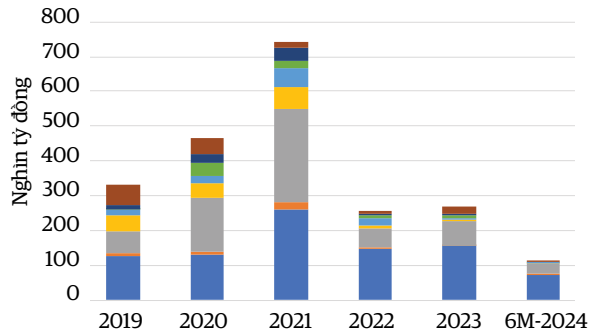


Nguồn: Fiingroup Research. Lưu ý nợ xấu góp năm 2023 là số ước tính

Hình 1.28. Khối lượng trái phiếu phát hành tăng mạnh nhờ khu vực ngân hàng

Nghìn tỷ VND

- Tô chức tín dụng
- Chứng khoán
- Bất động sản
- Thương mại
- Xây dựng
- Sản xuất
- Năng lượng
- Khác



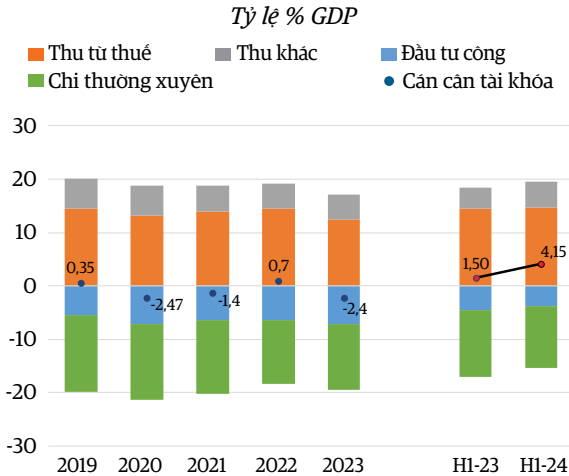
Nguồn: Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Trong điều kiện nền kinh tế phục hồi, ngân sách nhà nước đạt bội thu cao trong nửa đầu năm 2024

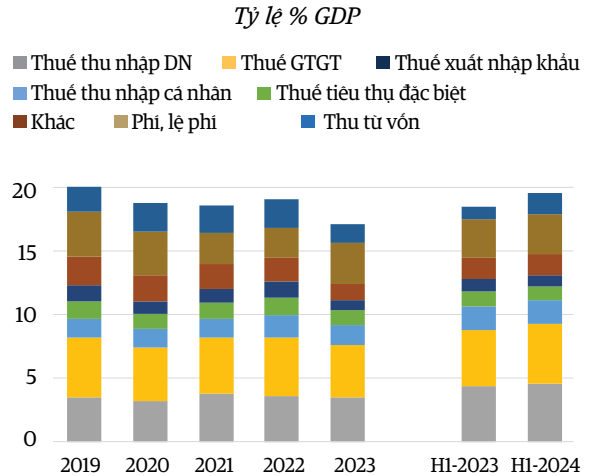
Bội thu ngân sách đạt mức 4,2% GDP trong nửa đầu năm 2024, so với 1,5% trong nửa đầu năm 2023, do tổng thu ngân sách cao hơn và chi ngân sách thấp hơn so với cùng kỳ năm trước (Hình 1.29). Thu ngân sách lên đến 19,5% GDP trong nửa đầu năm 2024 (+1 điểm phần trăm so với nửa đầu năm 2023), do tăng thu từ vốn (chủ yếu là từ chuyển nhượng quyền sử dụng đất) và các nguồn thu lớn từ thuế (thuế TNDN và thuế GTGT) (Hình 1.30). Đồng thời, chi ngân sách giảm 1,6 điểm % từ mức 17% GDP trong nửa đầu năm 2023 xuống còn 1,4% trong nửa đầu năm 2024, do giải ngân đầu tư công giảm (từ 4,5% GDP nửa đầu năm 2023 xuống còn 3,7% trong nửa đầu năm 2024) đồng thời chi thường xuyên cũng giảm (50% dự toán chi thường xuyên trong nửa đầu năm 2023 xuống còn 40% trong nửa đầu năm 2024). Tiết kiệm chi thường xuyên hàng năm theo dự toán được dành riêng để đảm bảo cho chương trình cải cách lương công chức, từ ngày 01/07/2024 (lương cơ bản và lương hưu tăng lần lượt bình quân 30% và 15%).¹³ Đến cuối tháng 6/2024, dự toán ngân sách đầu tư công được Quốc hội phê duyệt cho năm 2024 chỉ thực hiện được 29%, giải ngân đầu tư công giảm 6% so với cùng kỳ năm 2023. Giải ngân đầu tư công chững lại do chậm trễ trong công tác giải phóng mặt bằng và đền bù trong các dự án lớn xây đường quốc lộ, khan hiếm vật liệu san lấp (đá và cát), giá vật liệu thô biến động. Ngoài ra, những rào cản quy định và thủ tục phê duyệt kéo dài tiếp tục gây chậm trễ trong triển khai các dự án đầu tư công. Bội thu ngân sách lớn trong nửa đầu năm 2024 dẫn đến giảm nhu cầu huy động vay. Trong 6 tháng đầu năm 2024, tổng khối lượng phát hành trái phiếu đạt 156,5 ngàn tỷ VND (6,4 tỷ US\$), tương đương 39,1% kế hoạch năm, giảm đáng kể so với mức huy động 179,9 ngàn tỷ VND, tương đương 45% kế hoạch cho nửa đầu năm 2023.

¹³ Nghị định số 73/2024/NĐ-CP (300/06/2024) quy định về mức lương luật định và chế độ tiền thưởng cho cán bộ, công viên chức và lực lượng vũ trang.

Hình 1.29. Bội thu ngân sách tăng do thu ngân sách tăng và chi ngân sách giảm



Hình 1.30. Thu ngân sách tăng chủ yếu do tăng thu từ vốn



Nguồn: Bộ Tài chính và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Chu thích: Mẫu số là GDP năm cho 2019-2022, và GDP quy cho 6 tháng năm 2023 và 6 tháng năm 2024

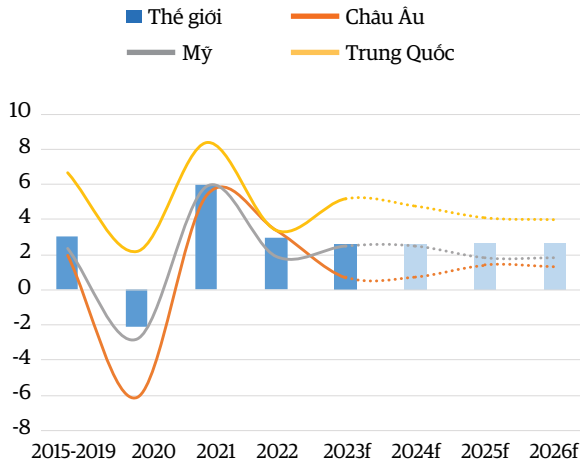
II. Triển vọng kinh tế, rủi ro và hàm ý chính sách

Triển vọng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam là tích cực

Nền kinh tế Việt Nam được dự báo tăng trưởng 6,1% trong năm 2024, và tăng tốc lên đến 6,5% trong các năm 2025-2026 (Bảng 1.1). Dự báo trên dựa trên giả định tăng trưởng xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến chứng lại trong nửa cuối năm 2024, sau khi phục hồi 16,9% (so cùng kỳ) trong nửa đầu năm 2024 và nhu cầu trên toàn cầu dự kiến chứng lại năm 2024, nhất là tại Hoa Kỳ, là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Tăng trưởng xuất khẩu dự kiến sẽ tăng nhẹ trong các năm 2025-2026 khi triển vọng thương mại toàn cầu và sức cầu bên ngoài ở các đối tác thương mại lớn như Hoa Kỳ, khu vực đồng Euro và Trung Quốc cải thiện (các Hình 1.31 và 1.32, Hộp 1.1). Thị trường bất động sản cho thấy dấu hiệu phục hồi và dự báo sẽ xoay chiều vào cuối 2024 và đầu 2025 sau khi giải quyết được tình trạng đóng băng thị trường trái phiếu doanh nghiệp và Luật đất đai có hiệu lực từ tháng 8/2024. Trong điều kiện xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng và bất động sản có dấu hiệu phục hồi, nhu cầu trong nước sẽ tăng lên vào nửa cuối năm 2024 khi tâm lý nhà đầu tư và người tiêu dùng được cải thiện, với tăng trưởng theo giá so sánh của tổng đầu tư và tổng tiêu dùng của tư nhân dự kiến đạt lần lượt 5,8% và 5,6% trong năm 2024.

Hình 1.31. Tăng trưởng toàn cầu đang ổn định sau những năm có nhiều cú sốc tiêu cực diễn ra đồng thời

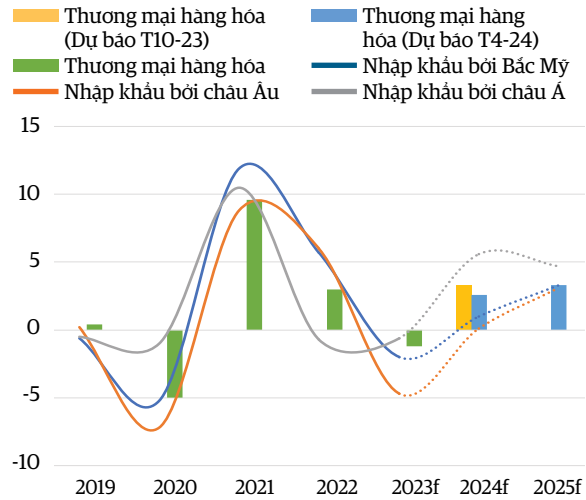
%, so cùng kỳ năm trước



Nguồn: Viễn cảnh Kinh tế toàn cầu, tháng 6/2024, Ngân hàng Thế giới

Hình 1.32. Tăng trưởng thương mại hàng hóa toàn cầu dự kiến sẽ phục hồi trong giai đoạn 2024-2026

%, so cùng kỳ năm trước



Nguồn: Dự báo của WTO, tháng 4/2024

Hộp 1.1 Diễn biến kinh tế toàn cầu và triển vọng¹⁴

Nền kinh tế toàn cầu đang ổn định lại sau một số năm đối mặt với các cú sốc tiêu cực diễn ra đồng thời.

Mặc dù chi phí huy động tài chính vẫn ở mức cao, căng thẳng địa chính trị gia tăng, nhưng hoạt động kinh tế trên toàn cầu đã vững lại trong nửa đầu năm 2024, nhờ các nền kinh tế lớn đang phục hồi trở lại. Tăng trưởng toàn cầu được dự báo đạt 2,6% năm 2024, tăng thêm 0,2% điểm phần trăm so với dự báo hồi tháng 1/2024. Tăng trưởng sản lượng công nghiệp toàn cầu gần đây nhìn chung được cải thiện, bao gồm chỉ số PMI toàn cầu đã và đang theo hướng đi lên, là tín hiệu về tăng trưởng vào khoảng giữa năm. Thương mại toàn cầu cũng có dấu hiệu phục hồi, nhờ tăng trưởng thương mại hàng hóa tăng lên, sau giai đoạn chậm lại hồi năm 2023 - ghi nhận mức tăng trưởng thấp nhất trong 50 năm qua ngoài các đợt suy thoái toàn cầu. Mặc dù vậy các chỉ số chính cho thấy thương mại vẫn yếu trong giai đoạn trước mắt, do chỉ số các đơn hàng xuất khẩu mới (chỉ số PMI) lĩnh vực chế tạo chế biến toàn cầu lại đang vào vùng suy giảm trong tháng 6. Lạm phát toàn phần toàn cầu tiếp tục hạ nhiệt, bình quân ở mức 3,5% năm 2024, tiến dần đến chi tiêu của các ngân hàng trung ương, mặc dù với tốc độ còn chậm, trong khi lạm phát cơ bản vẫn cao dai dẳng ở nhiều nền kinh tế. Bên cạnh đó, nhiều nền kinh tế hạ lãi suất, ngoại trừ Hoa Kỳ trong điều kiện kinh tế có khả năng chống chịu và lạm phát vẫn cao hơn mục tiêu.

Triển vọng toàn cầu vẫn chưa khởi sắc mạnh mẽ do độ trễ tác động của chính sách tiền tệ thắt chặt, cùng cố cản đổi ngân sách, và tăng trưởng tiêu dùng chưa có bước đột phá (Ngân hàng Thế giới 2024a).

Tăng trưởng đầu tư dự kiến vẫn yếu trong năm 2024, do lãi suất thực tăng cao và bất định chính sách trong điều kiện căng thẳng địa chính trị gia tăng. Tăng trưởng toàn cầu được dự báo sẽ tăng nhẹ lên 2,7% trong các năm 2025-2026,

¹⁴ Dựa trên Viễn cảnh Kinh tế Toàn cầu (tháng 6/2024) của Ngân hàng Thế giới và Triển vọng Thị trường Thương phẩm Thô (tháng 4/2024) của Ngân hàng Thế giới.

thấp hơn gần 0,5 điểm phần trăm so với bình quân giai đoạn 2010-2019, trong các điều kiện lạm phát dần hạ nhiệt, và lãi suất chính sách giảm, tăng trưởng thương mại tốt hơn. Sau khi chậm lại trong năm 2023, tăng trưởng thương mại dự kiến sẽ nhích lên 2,5% trong năm 2025, tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với bình quân trước đại dịch, sau đó tăng lên 3,4% vào năm 2025 và 2026. Nếu giả định các cuộc xung đột hiện nay không leo thang, giá cả thương phẩm thô nhìn chung được dự báo chi giảm nhẹ trong năm 2024 và 2025, vẫn cao hơn so với mức trước đại dịch (Ngân hàng Thế giới 2024b).

Rủi ro đối với triển vọng toàn cầu vẫn nghiêng theo hướng tiêu cực, cụ thể do khả năng điều kiện huy động tài chính toàn cầu bị thắt chặt hơn dự kiến và tình trạng phân mảnh thương mại tiếp tục diễn ra.

Chính sách nới lỏng tiền tệ sẽ tiếp tục bị các nền kinh tế phát triển trì hoãn nếu tiến độ đưa lạm phát quay lại mục tiêu diễn ra chậm. Căng thẳng địa chính trị và chia rẽ về chính sách thương mại gia tăng sẽ gây ảnh hưởng xấu đến thương mại toàn cầu và làm cho tâm lý toàn cầu yếu đi. Do bầu cử sẽ diễn ra ở nhiều quốc gia trong năm 2024 và cũng như khả năng về chính sách hướng nội mạnh hơn, những rủi ro liên quan đến chính sách thương mại vẫn rất lớn. Một rủi ro tiêu cực quan trọng nữa là xung đột vũ trang leo thang có thể đẩy giá thương phẩm thô tăng cao, càng làm tăng lạm phát toàn cầu vốn hiện nay đã cao. Ngược lại nếu Hoa Kỳ tăng trưởng cao hơn dự kiến, chẳng hạn nhờ tỷ lệ tham gia lực lượng lao động hoặc nhập cư tăng cao, sẽ tạo thuận lợi cho triển vọng kinh tế thế giới.

Lạm phát theo chỉ số giá (CPI inflation) của Việt Nam năm 2024 dự kiến tiếp tục tăng, lên đến 4,5% từ mức 3,2% năm trước, do giá lương thực thực phẩm tiếp tục tăng cao.

Dự báo trên phản ánh giá thực phẩm tăng vọt gần đây, đóng góp nhiều nhất cho lạm phát mới phát sinh trong nửa đầu năm 2024, và còn tăng hơn nữa khi dịch tả lợn châu Phi bùng phát trên toàn quốc cho dù đã có các biện pháp tăng cường phòng chống dịch.¹⁵ Mặc dù xung đột ở U-crai-na và Trung Đông đang tiếp diễn, lạm phát giá dầu và thương phẩm thô được dự báo tiếp tục hạ nhiệt trong năm 2024. Đợt tăng lương công chức và lương hưu vào tháng 7/2024 dự kiến chỉ gây tác động nhỏ đến lạm phát do quy mô lao động khu vực nhà nước là khá nhỏ so với với tổng việc làm (khoảng 2 triệu công chức và viên chức, bằng 3,8% tổng việc làm¹⁶). Trong trung hạn, lạm phát được dự báo sẽ quay lại mức bình quân trong lịch sử ở mức khoảng 3,5% trong năm tiếp theo.

Tài khoản vãng lai được dự báo vẫn thặng dư trong năm 2024, chủ yếu nhờ cán cân thương mại hàng hóa.

Cán cân tài khoản vãng lai được dự báo đạt thặng dư nhỏ trong các năm 2025-2026, nhờ xuất khẩu hàng hóa tiếp tục tăng trưởng, cùng với đóng góp của dịch vụ vận tải và du lịch. Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) dự kiến vẫn ổn định trong ngắn và trung hạn, do các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục quan tâm đến Việt Nam.

Chính phủ dự kiến quay lại củng cố cân đối ngân sách khi nền kinh tế quay lại lộ trình tăng trưởng cao hơn.

Bộ chi ngân sách dự kiến sẽ giảm còn 0,8% GDP trong năm 2024, tiếp tục giảm còn 0,5% và 0,1% GDP lần lượt trong năm 2025 và 2026, trong quá trình quay lại củng cố cân đối ngân sách trên cả chi

¹⁵ Bệnh tả lợn châu Phi là bệnh vi-rút lây nhiễm mạnh, ảnh hưởng đến lợn và lợn hoang dã, có tỷ lệ tử vong lên đến 100% số ca. Đến ngày 14/07/2024, khoảng 660 ca bùng phát được phát hiện so với 208 ca cùng kỳ năm 2023, trong đó 42.400 lợn bị nhiễm phải tiêu hủy trong năm 2024, cao gấp năm lần so với cùng kỳ 2023. Các cấp có thẩm quyền của Việt Nam đã công bố tăng vốn ưu tiên giảm lây lan dịch, bao gồm tiêm vắc-xin cho lợn.

¹⁶ Việt Nam, Bộ LĐTĐ&XH, số liệu lao động 2023.

tiêu và nguồn thu từ thuế trong năm 2024. Trong hai năm tới, chi thường xuyên tiếp tục được cân đối trên cơ sở kế hoạch tài chính 5 năm đang triển khai. Số thu nội địa được cải thiện cũng dự kiến sẽ hỗ trợ cùng cố cân đối nhờ cơ sở tinh thuế được mở rộng, đồng thời, các luật thuế lớn (thuế GTGT và TNDN) được sửa đổi cũng như cải thiện về quản lý thuế sẽ giúp tăng số thu.

Bảng 1.1. Một số chỉ số kinh tế, Việt Nam 2021-2026

Chỉ số	2021	2022	2023	Ước 2024	Dự báo 2025	Dự báo 2026
Tăng trưởng GDP (%)	2,6	8,0	5,0	6,1	6,5	6,5
Tăng trưởng các yếu tố chỉ tiêu						
Tiêu dùng của tư nhân	2,0	7,8	3,5	5,3	5,9	5,9
Tiêu dùng của Chính phủ	4,7	3,6	4,9	5,5	5,4	5,4
Đầu tư	3,7	5,8	4,1	6,8	7,0	7,2
Xuất khẩu	13,9	4,9	-2,5	11,4	7,4	8,0
Nhập khẩu	15,8	2,2	-4,3	11,7	7,0	7,7
Chỉ số giá tiêu dùng (bình quân, %)	1,8	3,1	3,3	4,5	4,0	3,5
Cân đối tài khoản vãng lai (%GDP)	-2,2	0,3	5,8	0,9	1,0	1,0
Cân đối tài khoa (*) (%GDP)	-1,4	0,7	-2,4	-0,8	-0,4	-0,2
Nợ Chính phủ và được Chính phủ bảo lãnh (**) (% GDP)	42,5	37,1	36,0	35,7	35,0	34,6

Nguồn: TCTK; Bộ Tài chính; NHNN; IMF; và tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Chú thích: e = ước; f = dự báo, *: không bao gồm chi tiêu chưa phân bổ và áp dụng chuẩn Thống kê Tài chính Chính phủ (GFS), **: tính toán dựa trên Quyết định số 458/QĐ-TTg (28/04/2023) về kế hoạch vay và trả nợ công năm 2023, giai đoạn 2023-2025, Nghị quyết số 105/2023/QH15 (10/11/2023) về dự toán ngân sách năm 2024 của Quốc hội

Triển vọng trên có cơ hội và rủi ro nhìn chung ở thế cân bằng

Triển vọng trên vẫn có những rủi ro theo hướng tiêu cực cả từ bên ngoài và trong nước. Do nền kinh tế Việt Nam có độ mở với kinh tế toàn cầu, yếu tố bất định chính phát sinh do tăng trưởng toàn cầu thấp hơn dự kiến, đặc biệt ở các đối tác thương mại lớn như Hoa Kỳ, Liên minh Châu Âu và Trung Quốc. Những diễn biến đó có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến, sản xuất công nghiệp mà Việt Nam có mô hình tăng trưởng chủ yếu dựa vào xuất khẩu. Căng thẳng địa chính trị leo thang có thể ảnh hưởng thêm đến xuất khẩu. Nhìn vào trong nước, trường hợp tình hình ổn định kinh tế vĩ mô yếu đi, niềm tin của người tiêu dùng tiếp tục bị ảnh hưởng, gây ảnh hưởng đến tiêu dùng và đầu tư. Thị trường bất động sản có thể phục hồi lâu hơn dự kiến, gây ảnh hưởng bất lợi đến đầu tư của khu vực tư nhân, là yếu tố quan trọng đóng góp cho tăng trưởng kinh tế. Nếu chất lượng tài sản trong khu vực tài chính tiếp tục yếu đi, năng lực cho vay của ngân hàng có thể bị suy giảm. Là một trong những quốc gia có nguy cơ dễ tổn thương nhất với biến đổi khí hậu, thiên tai gia tăng về cường độ có thể làm tăng rủi ro gây thiệt hại cho nền kinh tế. Thiếu hụt nguồn cung năng lượng có thể làm giảm tăng trưởng xuất khẩu các mặt hàng chế tạo chế biến, do Việt Nam vẫn có nguy cơ với những đợt nắng nóng, ảnh hưởng đến các nhà máy thủy điện ở miền bắc Việt Nam, mặc dù đường dây truyền tải 500 kV dọc đất nước dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2024 có thể làm giảm rủi ro này.

Triển vọng trên cũng có thể được hưởng lợi từ những diễn biến tích cực hơn. Tăng trưởng cao hơn dự kiến của kinh tế toàn cầu có thể thúc đẩy phục hồi bền vững cho lĩnh vực xuất khẩu của Việt Nam. Chính sách tiền tệ nới lỏng hơn tại các nền kinh tế phát triển lớn đã được bắt đầu tại Ngân hàng Trung ương Châu Âu và Ngân hàng Trung ương Anh Quốc, kết hợp với Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ đang có tín hiệu về khả năng cắt giảm lãi suất vào tháng 9, có thể tiếp tục thúc đẩy tổng cầu ở các nền kinh tế phát triển và đẩy mạnh xuất khẩu của Việt Nam. Điều này cũng có thể góp phần làm giảm chi phí huy động tài chính trên toàn cầu và thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa VND/US\$, từ đó đem lại tác động tích cực lan tỏa cho ngành ngân hàng và khu vực tài chính ở Việt Nam.

Các chính sách hỗ trợ cho đà tăng trưởng

Trong điều kiện nền kinh tế chưa quay lại lộ trình tăng trưởng trước đại dịch, giải ngân đầu tư công nếu được đẩy nhanh có thể hỗ trợ tổng cầu trong ngắn hạn, đồng thời giúp thu hẹp những thiếu hụt hạ tầng đang phát sinh. Chi cần tăng đầu tư công thêm một điểm phần trăm so GDP có thể khiến cho GDP tăng thêm 0,1 phần trăm.¹⁷ Mặt khác, Việt Nam tiếp tục phải đối mặt với giới hạn về khả năng tiếp tục cắt giảm lãi suất do đã tồn tại chênh lệch lãi suất lớn giữa thị trường trong nước và thị trường quốc tế bên cạnh áp lực phải chịu về tỷ giá.

Trên cơ sở những cải cách trong thời gian qua, các bước tiếp theo nhằm giảm nhẹ nguy cơ để tổn thương và rủi ro đối với thị trường ngân hàng vẫn rất quan trọng. Các cấp có thẩm quyền có thể khuyến khích các ngân hàng cải thiện tỷ lệ an toàn vốn và tăng cường khung thể chế về giám sát an toàn (bao gồm cả việc phát hiện và xử lý các vấn đề phát sinh do quan hệ liên kết giữa ngân hàng với các tập đoàn doanh nghiệp) và can thiệp sớm (xác định sớm vấn đề và phòng ngừa xảy ra khủng hoảng lan rộng). Mặc dù Luật các tổ chức tín dụng đã được tăng cường qua đợt sửa đổi gần đây, nhưng hiện vẫn còn bất cập trong một số nội dung bao gồm củng cố giám sát hợp nhất cả tập đoàn, đặc biệt ở các ngân hàng có liên kết với lĩnh vực bất động sản. Các nội dung khác cần cải thiện bao gồm xử lý ngân hàng yếu kém và quản lý khủng hoảng, cũng như phòng vệ pháp lý cho cán bộ giám sát. Ví dụ, NHNN chưa có đủ thẩm quyền và công cụ xử lý để xử lý những ngân hàng không còn khả năng tồn tại. Ưu tiên đặt ra là cần tăng cường nhiệm vụ của NHNN về những nội dung đó trong những cải cách pháp luật sắp tới cho khu vực tài chính, bao gồm thông qua sửa đổi Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Cuối cùng, các cải cách cơ cấu có vai trò sống còn để duy trì triển vọng tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Ngoài các gói kích cầu ngắn hạn, tăng cường quản lý đầu tư công cũng hết sức quan trọng nhằm xử lý những thiếu hụt phát sinh về hạ tầng - chẳng hạn về năng lượng, giao thông và vận tải - hiện đang ngày càng trở thành trở ngại với tăng trưởng. Bên cạnh đó, các cấp có thẩm quyền cần đẩy nhanh những cải cách cơ cấu nhằm tăng cường môi trường pháp quy trong các dịch vụ trụ cột quan trọng (công nghệ thông tin và truyền thông, điện, vận tải), để xanh hóa nền kinh tế, tạo dựng vốn nhân lực và cải thiện môi trường kinh doanh. Tiếp tục đa dạng hóa thương mại (điểm đến và sản phẩm) đồng thời tăng cường chiều sâu hội nhập thương mại khu vực và kết nối cũng là cách để giảm nguy cơ với tình trạng chia rẽ thương mại toàn cầu và đảm bảo tăng trưởng có khả năng chống chịu tốt hơn. Ngoài ra, hệ sinh thái tư nhân trong nước nếu hội nhập hơn nữa vào các chuỗi cung ứng toàn cầu (tăng tỷ trọng các nhà cung cấp trong nước cho các doanh nghiệp FDI) cũng là cách để đảm bảo hội nhập thương mại đem lại đóng góp lớn hơn tại Việt Nam.

¹⁷ Tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới.

Chương 2

Vươn tới tầm cao mới
trên thị trường vốn¹⁸



I. Giới thiệu

Việt Nam, một trong những nền kinh tế tăng trưởng cao trên thế giới, đặt mục tiêu trở thành quốc gia thu nhập cao vào năm 2045. Để đạt được mục tiêu này, Việt Nam cần đạt tăng trưởng GDP theo giá so sánh ở mức khoảng 6,5% mỗi năm trong 20 năm tới, đồng thời phải nâng cao tổng đầu tư hiện đang ở mức 32% GDP (khoảng 131 tỷ đô la Mỹ).¹⁸ Mục tiêu phấn đấu này vẫn nằm trong khả năng vì nền kinh tế Việt Nam đã từng tăng trưởng ở mức trên 6,5% và đã phục hồi nhanh kể từ sau đại dịch COVID-19.

Để trở thành quốc gia thu nhập cao, Việt Nam sẽ cần tăng cường huy động tài chính cho các dự án dài hạn - đặc biệt là trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng và chuyển đổi khí hậu—với các nguồn lực bổ sung ước tính chiếm 7% GDP chỉ riêng cho các dự án cơ sở hạ tầng.²⁰ Xét GDP năm 2023 của Việt Nam, con số này tương đương 30 tỷ đô la Mỹ mỗi năm. Đầu tư công sẽ chỉ đáp ứng một phần của nhu cầu vốn (một phần ba cho các khoản đầu tư liên quan đến khí hậu), và phần còn lại phải do khu vực tư nhân đáp ứng. Bên cạnh cơ sở hạ tầng vật chất, nguồn tài chính dài hạn huy động thông qua thị trường vốn cũng rất cần thiết cho việc thích ứng với biến đổi khí hậu, giảm thải các-bon trong nền kinh tế, cũng như phát triển hạ tầng kỹ thuật số.

Thị trường vốn hoạt động hiệu quả có vai trò hết sức quan trọng để huy động nguồn lực, như một phần của thị trường tài chính có tính bao trùm, có khả năng chống chịu cao và hiện đại. Thị trường vốn lành mạnh là yếu tố cần thiết cho chiến lược tăng trưởng trở thành quốc gia thu nhập cao của Việt Nam. Các thị trường đó sẽ giúp huy động nguồn lực cho đầu tư dài hạn và phân bổ nguồn lực hiệu quả giữa các ngành, khu vực địa lý và thời điểm khác nhau, đồng thời giúp đa dạng hóa các nguồn tài chính và giảm tập trung rủi ro trong khu vực ngân hàng.

Thị trường vốn của Việt Nam đã phát triển mạnh mẽ trong thập kỷ qua, được hỗ trợ bởi các điều kiện kinh tế vĩ mô vững vàng, nhưng vẫn còn non trẻ. Tăng trưởng kinh tế lành mạnh, tỷ giá ổn định, cải thiện về cùng có cân đối tài khóa, kiểm soát lạm phát và ổn định chính trị đã đặt Việt Nam vào vị thế để thị trường vốn có thể bắt kịp các quốc gia khác khu vực xét về quy mô tương đối (Hình 2.1).

Mức độ hiệu quả của thị trường vốn có thể được đánh giá qua sự thành công trong việc trung gian tài chính. Trung gian tài chính đóng vai trò huy động nguồn lực bằng cách kết nối các tác nhân kinh tế có nhu cầu huy động tài chính với những tác nhân có tiết kiệm. Trung gian tài chính phát triển tốt có thể giúp tối ưu hóa về phân bổ nguồn lực kinh tế giữa các lĩnh vực, địa bàn và giai đoạn thời gian khác nhau. Phân bổ nguồn lực hiệu quả—điều quan trọng để nền kinh tế đạt tăng trưởng cao hơn với các nguồn lực khan hiếm—đòi hỏi việc định giá tài sản và đầu tư chính xác, để thị trường tài chính vận hành tốt. Chính vì vậy,

¹⁸ Chương này là phiên bản ngắn của báo cáo có tiêu đề "Mở ra tiềm năng của thị trường vốn tại Việt Nam," một ấn phẩm của Ngân hàng Thế giới ra mắt vào tháng 12/2023, được cập nhật những số liệu thống kê và thông tin gần đây hơn.

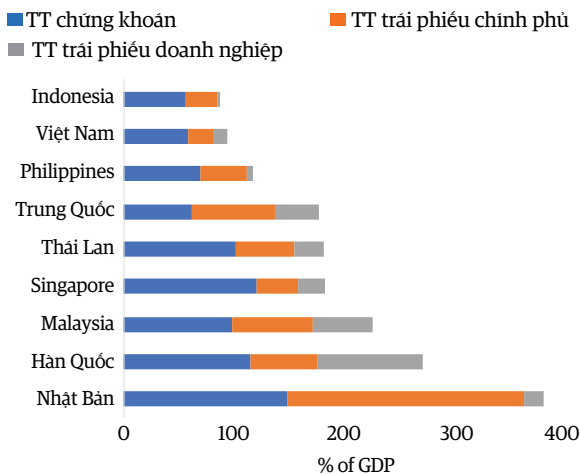
¹⁹ Mức đầu tư hiện nay của Việt Nam (đầu tư công và tư nhân) tương đương 32% GDP, thấp hơn so với Trung Quốc và Thổ Nhĩ Kỳ, hoặc tỷ lệ đầu tư trong quá khứ của Hàn Quốc và Sing-ga-po khi họ trở thành quốc gia thu nhập cao (Báo cáo chuỗi giá trị toàn cầu của Ngân hàng Thế giới, sắp ra mắt).

²⁰ Diop, M. 2019. "Đẩy nhanh con đường đi tới thịnh vượng của Việt Nam." Washington, DC: Ngân hàng Thế giới. Nhu cầu tài chính bổ sung cho chuyển đổi khí hậu ước bằng 368 tỷ US\$ vào năm 2040, tương đương khoảng 6,8% GDP mỗi năm (Ngân hàng Thế giới CDDR 2022).

để đánh giá sự phát triển của thị trường tài chính ở Việt Nam cần nhìn vào ba chức năng chính: (i) huy động vốn, (ii) tiết kiệm, và (iii) định giá. Xét cả ba tiêu chí trên, thị trường vốn của Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng.

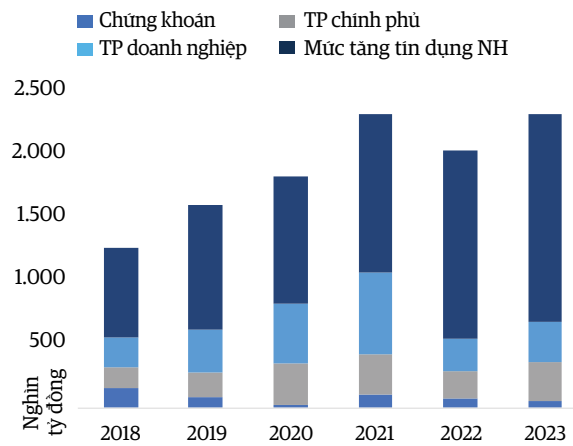
Chức năng huy động vốn: Mặc dù có quy mô vốn hóa thị trường lớn, nhưng lượng vốn huy động thông qua phát hành cổ phần trong năm năm qua lại tương đối nhỏ, bình quân chỉ đạt 37 ngàn tỷ đồng (1,5 tỷ đô la Mỹ) mỗi năm trên hai sàn giao dịch chứng khoán. Khối lượng phát hành trái phiếu lớn hơn tương đối, đạt bình quân mỗi năm 271 ngàn tỷ đồng (11 tỷ đô la Mỹ) và 403 ngàn tỷ đồng (17 tỷ đô la Mỹ) tương ứng với trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp từ năm 2019 đến năm 2023 (Hình 2.2). Trái phiếu doanh nghiệp có triển vọng đang kích lệ với khối lượng phát hành tăng trưởng đáng kể cho đến năm 2021, khi đạt đỉnh ở mức 637 ngàn tỷ đồng (26 tỷ đô la Mỹ). Mặc dù vậy, trái phiếu doanh nghiệp có kỳ hạn bình quân ngắn, chỉ khoảng bốn năm, chưa bằng một nửa so với mức trung bình của khu vực, phản ánh khả năng huy động dài hạn còn hạn chế. Đồng thời, những biến động gần đây trên thị trường—với khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp sụt giảm mạnh từ cuối năm 2022—đã bộc lộ những yếu kém trong nền tảng của thị trường.

Hình 2.1. Quy mô thị trường vốn so với các quốc gia so sánh (2023)



Nguồn: Asian Bonds Online, Bộ Tài chính, số giao dịch chứng khoán và cơ quan thống kê của các quốc gia

Hình 2.2. Huy động vốn qua thị trường vốn và ngân hàng



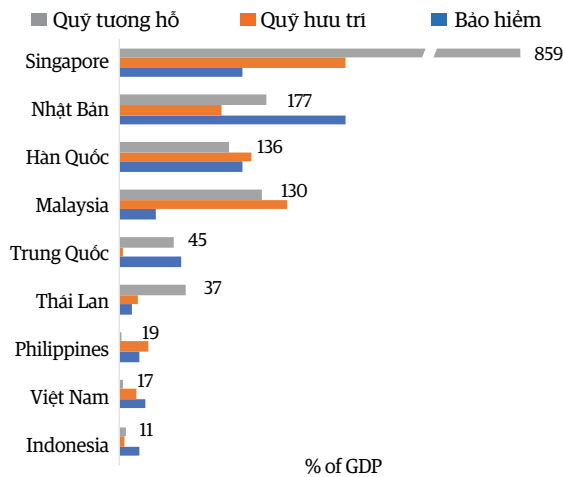
Nguồn: Bộ Tài chính, FiinGroup, Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam, tính toán của tác giả

Chức năng tiết kiệm: Tổng mức tiết kiệm vẫn thấp, hạn chế lượng vốn sẵn cho các khoản đầu tư dài hạn. Trong những năm gần đây, số tài khoản chứng khoán của cá nhân đã tăng lên, nhưng tổng quy mô các nhà đầu tư tổ chức của Việt Nam vẫn nhỏ hơn so với các quốc gia so sánh trong khu vực, chỉ ở mức 19% GDP (Hình 2.3). Điều đó cho thấy tiềm năng chưa được khai thác của thị trường vốn Việt Nam, gây hạn chế về nguồn cung tài chính dài hạn. Trong số các nhà đầu tư tổ chức hiện có, chỉ có một số ít đầu tư vào khu vực doanh nghiệp.

Chức năng định giá: Mặc dù khối lượng giao dịch và dữ liệu định giá đang gia tăng, nhưng vẫn tồn tại những khoảng trống đáng kể. Mặc dù đã phát triển trái phiếu chính phủ chuẩn, sự biến động lớn trong lãi suất liên ngân hàng và chênh lệch giữa lãi suất đo với lãi suất chính sách của

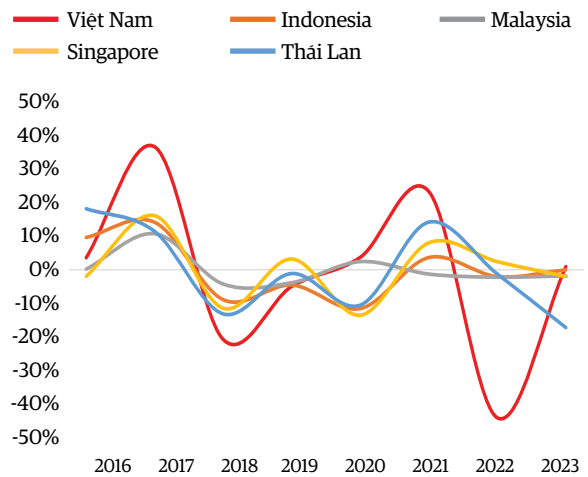
ngân hàng trung ương đồng nghĩa với việc đường cong lợi suất chưa được sát.²¹ Chênh lệch thường được thể hiện rõ trên giá trái phiếu chính phủ giữa khi đấu thầu và khi được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Giá trái phiếu chính phủ hiếm khi được dùng làm mốc tham chiếu cho các công cụ khác, như trái phiếu doanh nghiệp. Trong thị trường cổ phiếu, khối lượng đã tăng đáng kể khi tổng giá trị giao dịch năm 2023 đạt 7.222 ngàn tỷ đồng (282 tỷ đô la Mỹ), nhưng thị trường cổ phiếu Việt Nam là thị trường biến động nhất trong khu vực (Hình 2.4).

Hình 2.3. Tỷ lệ các nhà đầu tư tổ chức so GDP (2023)



Nguồn: Finstat, IMF, Ngân hàng Thế giới, các cơ quan Chính phủ

Hình 2.4. Biến động ở các thị trường cổ phiếu trong khu vực



Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán In-đô-nê-xia, Sở Giao dịch chứng khoán Ma-lay-xia, Chỉ số chứng khoán SET của Thái Lan, Chỉ số chứng khoán Straits Times, các chỉ số của Việt Nam, cán bộ Nhóm NHTG

Để thị trường vốn thực hiện các chức năng trên hiệu quả, các yếu tố liên kết trên thị trường phải cùng vận hành đồng bộ. Những chính sách tác động đến các yếu tố thị trường trên phải được thiết kế và triển khai thận trọng để khai mở dòng vốn đầu tư to lớn và đem lại tác động, đồng thời chuyển vốn đó đến các lĩnh vực hoạt động năng suất trong nền kinh tế Việt Nam. Mục tiêu quan trọng của Chính phủ và tất cả các bên liên quan là tạo nỗ lực đồng bộ để phát triển các thị trường vốn.

II. Các yếu tố quan trọng trong thị trường vốn ở Việt Nam

Thị trường vốn ở Việt Nam được xây dựng trên sáu yếu tố "I" (I#1-I#6) như minh họa ở Hình 2.5.

I#1: Công cụ (Instrument) có vai trò trung tâm ở bất kỳ thị trường vốn nào, vì công cụ tài chính

²¹ Đường cong lợi suất biểu diễn các mức lãi suất theo các kỳ hạn khác nhau, chia là ngắn hạn, trung hạn và dài hạn.

được bán để đổi lấy tiền, bao gồm các giấy tờ có giá, trái phiếu (chính phủ và doanh nghiệp), cổ phiếu, và các công cụ phái sinh.

I#2: Nhà đầu tư (Investor) cấp “máu” nuôi sống thị trường vốn vì họ có tiền để đầu tư. Họ đại diện cho phía cầu trên thị trường. Thành phần các nhà đầu tư đa dạng, gồm nhà đầu tư khu vực công, khu vực tư nhân, trong nước hoặc quốc tế.

I#3: Tổ chức phát hành (Issuer) là các tổ chức tạo lập và bán các công cụ tài chính để huy động vốn từ phía nhà đầu tư. Tổ chức phát hành đại diện cho phía cung trên các thị trường vốn. Đó có thể là tổ chức phát hành của Chính phủ hoặc ngoài chính phủ (ví dụ các doanh nghiệp niêm yết).

I#4: Trung gian (Intermediary) là bên quản lý sự lưu chuyển của vốn từ nhà đầu tư sang tổ chức phát hành. Họ đóng vai trò là đại lý cho tổ chức phát hành (là bên cần tiền) và nhà đầu tư (là bên có tiền). Đơn vị trung gian có thể là công ty chứng khoán hoặc ngân hàng.

I#5: Hạ tầng (Infrastructure) nghĩa là hạ tầng thị trường tạo điều kiện để thực hiện lưu chuyển vốn từ nhà đầu tư sang tổ chức phát hành. Hạ tầng không chỉ bao gồm hạ tầng giao dịch và thanh toán (các sàn giao dịch chứng khoán, ngân hàng thanh toán, tổ chức bù trừ, lưu ký), mà còn có cả hạ tầng thông tin (các tổ chức đánh giá định mức tín nhiệm, đơn vị cung cấp dữ liệu).

I#6: Cơ quan quản lý (Institution) nghĩa là các tổ chức nhà nước quản lý và giám sát các thành viên thị trường với mục tiêu chính nhằm đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả, bảo vệ nhà đầu tư và đảm bảo ổn định chung trên thị trường tài chính.

Hình 2.5. Khung căn bản về thị trường vốn của Việt Nam



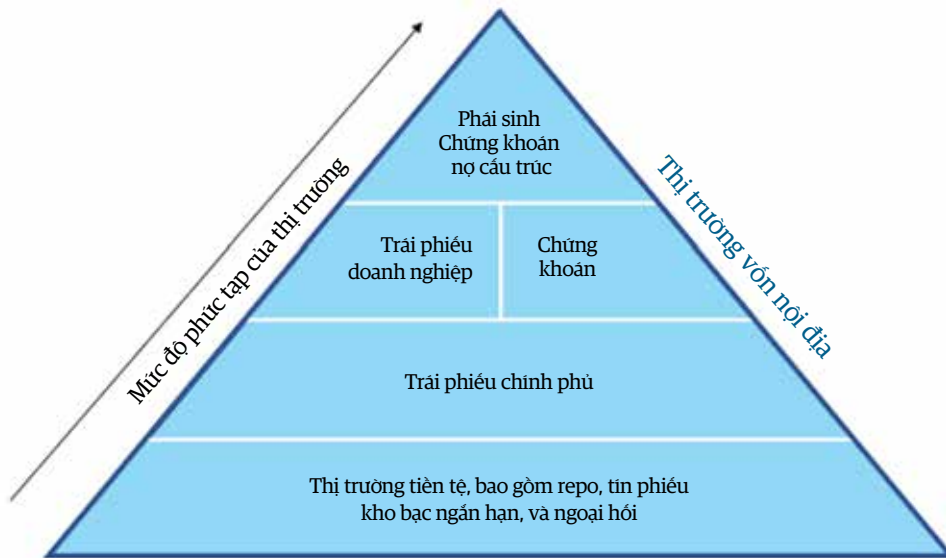
Nguồn: Cán bộ Ngân hàng Thế giới

1. Công cụ

Các công cụ trên thị trường tài chính được sắp xếp theo thứ tự tăng bậc tự nhiên, theo hướng các thị trường phức tạp hơn được xây dựng dựa trên các thị trường mang tính cơ bản (Hình 2.6):

- (i) **Thị trường tiền tệ** là cơ bản nhất, được dùng để quản lý thanh khoản ngắn hạn chủ yếu trên thị trường liên ngân hàng. Thị trường này thực chất xác định mức lãi suất—nghĩa là giá của tiền tệ.
- (ii) Khi được hỗ trợ của các thị trường tiền tệ vận hành tốt, **trái phiếu chính phủ** bằng nội tệ đại diện cho công cụ có rủi ro thấp nhất trên thị trường vốn trong nước, đóng vai trò là nền tảng để định giá các công cụ tài chính khác trên thị trường tài chính.
- (iii) Thị trường trái phiếu chính phủ có cơ cấu tốt và hiệu quả sẽ cung cấp thông tin để hỗ trợ sự phát triển của thị trường chứng khoán do khu vực tư nhân phát hành, chủ yếu là **trái phiếu doanh nghiệp** và **cổ phần (cổ phiếu)**. Các công cụ có cấu trúc phức tạp hơn phần nhiều lệ thuộc vào sự thành công của các sản phẩm này.
- (iv) Các công cụ có cấu trúc phức tạp hơn bao gồm **công cụ tài chính phái sinh**, là công cụ được phép theo pháp luật có giá trị hoàn toàn từ việc tham chiếu đến thị trường khác, như lãi suất trên thị trường tiền tệ (đối với sản phẩm phái sinh lãi suất), lợi suất trái phiếu, và giá cổ phiếu (hợp đồng tương lai trái phiếu và cổ phiếu).

Hình 2.6. Thứ tự tăng bậc tự nhiên của các thị trường vốn



Nguồn: Nhóm Ngân hàng Thế giới

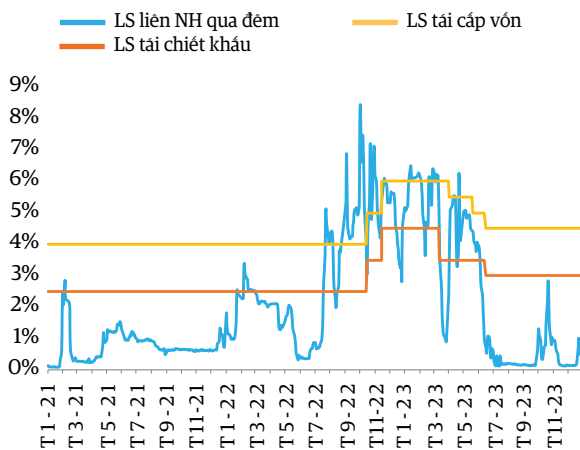
1.1. Thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ đòi hỏi mức lãi suất tham chiếu vững hơn và tiêu chuẩn hóa

Thị trường tiền tệ là nền tảng đầu tiên để phát triển các thị trường vốn. Đó là nơi để trao đổi thanh khoản ngắn hạn và rất quan trọng đối với hiệu quả của chính sách tiền tệ, nhằm xác định tham chiếu giá và ổn định tài chính. Là bước đầu tiên trong cơ chế chuyển dần tiền tệ, thị trường này cung cấp giá tham chiếu cho phân khúc ngắn hạn trên đường cong lợi suất và các công cụ ngắn hạn cho ngân hàng và các tổ chức khác quản lý thanh khoản. Tại Việt Nam, các thành phần chính của thị trường tiền tệ bao gồm thị trường liên ngân hàng đồng nội tệ không có đảm bảo, thị trường hoán đổi ngoại tệ và thị trường mua bán lại giấy tờ có giá (hay còn gọi tắt là "thị trường repo"). Thị trường repo đặc biệt quan trọng trong việc thực hiện chính sách tiền tệ và phát triển thị trường chứng khoán, do thị trường này cho phép hoạt động tiền tệ của ngân hàng trung ương thực hiện cung cấp hoặc rút thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng qua các giao dịch có đảm bảo bằng tài sản thế chấp. Tuy nhiên, sự hấp dẫn của hợp đồng repo tại Việt Nam bị hạn chế do chưa có các thỏa thuận hợp đồng repo chuẩn được sử dụng rộng rãi.

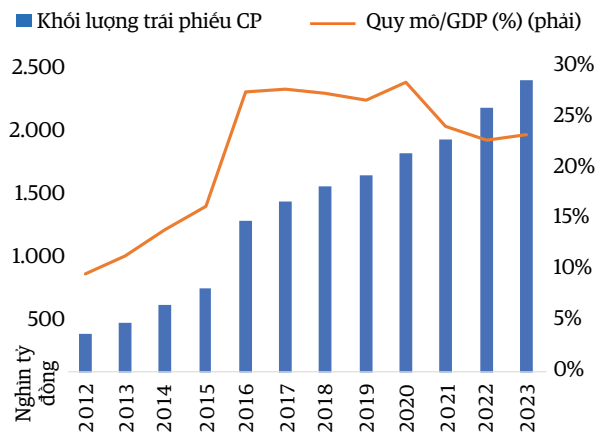
Lãi suất chuẩn từ thị trường tiền tệ sôi động sẽ hỗ trợ phát triển thị trường bằng việc giảm bất đối xứng thông tin và cải thiện xác định giá, nhưng tất cả các mức lãi suất công bố ở Việt Nam đều có những điểm yếu then chốt gây hạn chế trong việc sử dụng làm tham chiếu giá đáng tin cậy. Vì lãi suất chiết khấu và tài cấp vốn do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) công bố đều chưa có mối liên kết hiệu quả với thị trường (Hình 2.7), nên chúng không thể được dùng để làm mốc định giá cho các công cụ dài hạn hơn. Lãi suất liên ngân hàng qua đêm, được NHNN tổng hợp và công bố, có thể là ứng cử viên trở thành lãi suất tham chiếu dựa trên giao dịch được sử dụng rộng rãi, nhưng cần được kiện toàn để tuân thủ với các Nguyên tắc đối với Mức chuẩn Tài chính của Tổ chức Quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO). Trong khi đó, lãi suất ngày ngắn hạn do Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam (VBMA) dựa trên các báo giá tại thị trường repo kém thanh khoản hơn, thay vì dựa trên giá giao dịch thực tế. Lãi suất cho vay liên ngân hàng của Việt Nam (VNIBOR) cũng được dựa trên giá chào dự kiến.

Hình 2.7. Lãi suất ngắn hạn thị trường tiền tệ so với lãi suất tài cấp vốn và lãi suất chiết khấu



Nguồn: Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam, FiinGroup

Hình 2.8. Khối lượng trái phiếu chính phủ và quy mô so GDP



Nguồn: Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam, Bộ Tài chính, Việt Nam

1.2. Thị trường trái phiếu chính phủ

Cần giải quyết những thách thức về thanh khoản và chênh lệch trong định giá

Thị trường trái phiếu chính phủ thanh khoản và hiệu quả là điều thiết yếu cho quản lý tài chính của Chính phủ và là nền tảng quan trọng để phát triển thị trường vốn. Thị trường trái phiếu chính phủ lành mạnh sẽ giúp: (i) cung cấp một đường cong lợi suất ổn định và các tham chiếu về giá để định giá các công cụ tài chính và phát triển thị trường cho các sản phẩm của khu vực tư nhân như trái phiếu doanh nghiệp, (ii) thúc đẩy trung gian tài chính, tạo điều kiện để khu vực tư nhân phát hành nợ, (iii) cung cấp các công cụ rủi ro thấp để các tổ chức tài chính quản lý thanh khoản và để ngân hàng trung ương thực hiện chính sách tiền tệ, và (iv) tạo kênh đầu tư rủi ro thấp cho các nhà đầu tư. Điều này đòi hỏi một thị trường dựa trên danh mục trái phiếu có cơ cấu tốt với đa dạng kỳ hạn sẵn có, được hỗ trợ bằng thanh khoản hợp lý trên thị trường thứ cấp. Thị trường trái phiếu chính phủ bằng nội tệ phát triển sâu và hiệu quả cũng giúp đem lại khả năng chống chịu với các cú sốc. Thị trường trái phiếu chính phủ đã trở thành nguồn huy động vốn chính cho Chính phủ Việt Nam, khi quy mô thị trường so với GDP đang ổn định trong những năm qua và khối lượng phát hành hàng năm đạt 298 ngàn tỷ đồng trong năm 2023 (Hình 2.8).

Quý Bảo hiểm Xã hội Việt Nam (BHXH) tham gia đầu tư đáng kể vào kênh trái phiếu chính phủ và đã tạo điều kiện để Chính phủ tập trung phát hành các công cụ có kỳ hạn dài. Những công cụ dài hạn đo chi phối lượng phát hành trái phiếu chính phủ, giúp kéo dài kỳ hạn bình quân và bảo vệ Chính phủ chống các cú sốc ngắn hạn, bao gồm thay đổi về lãi suất và tâm lý của các nhà đầu tư. Bộ Tài chính đã đặt ra mục tiêu chiến lược là từng bước nâng cao kỳ hạn bình quân trong danh mục trái phiếu chính phủ. Qua đó, 95% toàn bộ khối lượng phát hành năm 2021 có kỳ hạn từ 10 năm trở lên và chi tiêu đó lên đến 100% trong năm 2022. Trong khi đó, BHXH quản lý một lượng vốn lớn để đảm bảo phúc lợi hưu trí cho người dân và các phúc lợi xã hội khác với dự trữ lên đến 10% GDP, có nhu cầu lớn cho các trái phiếu đó để bù trừ các nghĩa vụ dài hạn của mình. Chính vì vậy, thị phần của các tổ chức bảo hiểm, bao gồm BHXH là với chức năng an sinh xã hội, đã tăng nhanh lên 60% (Bảng 2.1) trên thị trường trái phiếu chính phủ, phần còn lại chủ yếu hầu như do các ngân hàng nắm giữ (40%).

Bảng 2.1. Cơ cấu nhà đầu tư trái phiếu chính phủ (%)

Nhà đầu tư	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Các ngân hàng	52,7	47,8	43,9	45,2	41,9	40,5	39,7
BHXH và các công ty bảo hiểm	45,4	50,8	54,7	54,1	57,2	58,9	59,8
Các công ty chứng khoán	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Các quỹ đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nước ngoài (không thường trú)	1,2	0,6	0,8	0,6	0,7	0,2	0,2
Khác	0,6	0,8	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3

Nguồn: Bộ Tài chính, Việt Nam

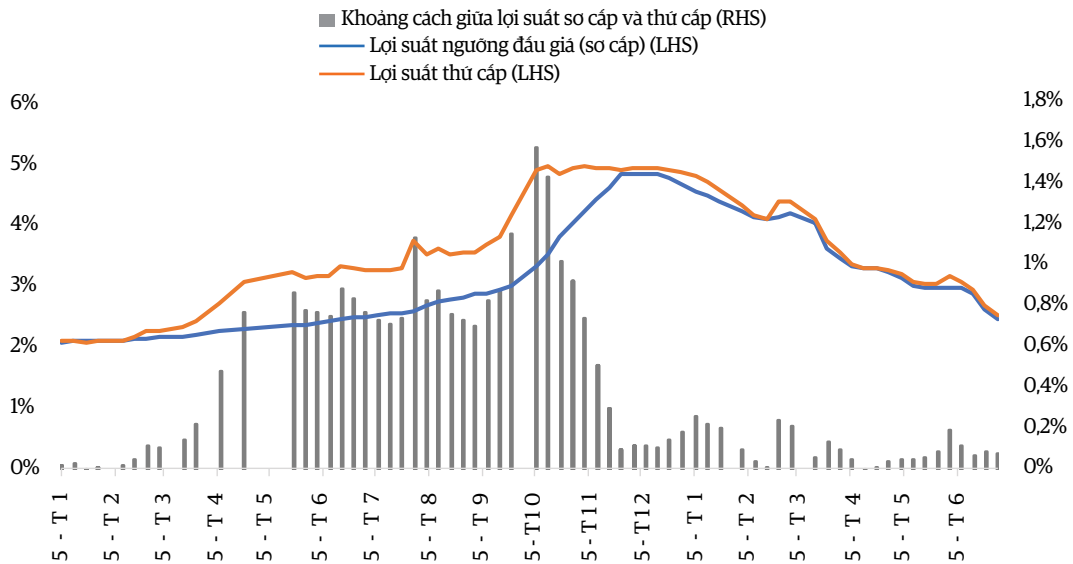
Tuy nhiên, trọng tâm phát hành trái phiếu có kỳ hạn dài hơn cho BHHH cũng có hệ quả không mong muốn cho việc xác định giá trái phiếu, đường cong lợi suất và thanh khoản trên thị trường thứ cấp. Trước hết, vì BHHH không được phép đầu tư gì khác ngoài các công cụ nợ của Chính phủ và các ngân hàng thuộc sở hữu Nhà nước,²² họ trở thành nhà đầu tư nội ngành về trái phiếu Chính phủ. Tình trạng này khiến họ phải mua trái phiếu chính phủ ngay cả khi lợi suất thấp, vì không có kênh nào khác để đầu tư lượng tiền dự trữ lớn (vấn đề này sẽ được thảo luận thêm ở Phần 2.1). Thứ hai, việc tập trung vào các nhà đầu tư "mua và nắm giữ" như BHHH có nghĩa là giao dịch trên thị trường thứ cấp sẽ kém sôi động và do đó thiếu thông tin về giá cả. Các hạn chế pháp lý hiện tại đang ngăn cản BHHH tham gia trên thị trường thứ cấp. Chính vì vậy, thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp thường có khác biệt về giá (Hình 2.9). Trong nỗ lực duy trì chi phí vay nợ thấp, Bộ Tài chính đôi khi hủy bỏ phát hành nếu bên mua đưa ra mức lợi suất cao hơn mong muốn, điều này thường diễn ra khi lợi suất trên thị trường thứ cấp tăng lên. Chẳng hạn, từ tháng 1/2020 đến tháng 12/2023, Bộ Tài chính đã từ chối toàn bộ các giá thầu trong 20% đợt đấu thầu. Tất cả các vấn đề đó góp phần gây ra sự biến dạng cho chức năng định giá của thị trường trái phiếu Chính phủ.

Danh mục trái phiếu chính phủ cũng bị phân mảnh khi nhiều mã trái phiếu có ngày đáo hạn tương tự nhau. Năm 2023, có 194 mã trái phiếu chính phủ, cho thấy quy mô bình quân của trái phiếu nhỏ hơn tiềm năng, dẫn đến thanh khoản chưa tối ưu. Điều này cũng dẫn đến thông lệ chào giá cho một nhóm mã trái phiếu có cùng kỳ hạn thay vì giá theo mã trái phiếu cụ thể. Trong trường hợp này, bên mua không được đảm bảo sẽ nhận được đúng mã trái phiếu cụ thể họ muốn, mà chỉ có các mã nằm trong cùng một nhóm nhất định. Đây là thông lệ phổ biến ở Việt Nam, chưa phù hợp với thị trường quốc tế và có thể là trở ngại lớn cho việc tham gia vào các chỉ số trái phiếu quốc tế, chẳng hạn Chi số Trái phiếu Toàn cầu J.P. Morgan. Việc được đưa vào các chỉ số này sẽ đem lại lợi ích lớn trong việc tăng sự hấp dẫn của thị trường với các nhà đầu tư quốc tế và qua đó mở rộng cơ sở nhà đầu tư.

Để hiện thực hóa hiệu quả của thị trường trái phiếu chính phủ với chức năng làm nền tảng định giá cho các thị trường vốn, cần xem xét một số cải cách. Những cải cách chính bao gồm, trước tiên là đa dạng hóa đầu tư của BHHH để họ thoát khỏi tình trạng là nhà đầu tư nội ngành về trái phiếu chính phủ. Điều này sẽ giảm sự sai lệch về giá. Hai là, Chính phủ cần định kỳ phát hành trái phiếu ở mọi phân đoạn kỳ hạn chính - ngắn hạn, trung hạn, và dài hạn - sao cho các kỳ hạn đó có thanh khoản và được quan tâm, để tạo tín hiệu định giá. Ba là giảm số lượng các mã trái phiếu đồng thời nâng quy mô của từng mã trái phiếu để trái phiếu trở nên thanh khoản và hấp dẫn. Tăng quy mô mã trái phiếu đòi hỏi Bộ Tài chính phải có hệ thống tái cơ cấu nợ hiệu quả, nhằm giảm nhẹ rủi ro không trả nợ được khi có khoản trả nợ trái phiếu lớn bị đáo hạn.

²² Luật bảo hiểm xã hội mới sửa đổi, được thông qua vào tháng 6/2024, quy định Chính phủ xác định lộ trình đa dạng hóa đầu tư, các tiêu chí danh mục đầu tư, cơ cấu đầu tư và phương thức đầu tư các quỹ bảo hiểm xã hội. Tuy nhiên, các công cụ đầu tư được phép vẫn còn hạn chế.

Hình 2.9. Lợi suất cho cùng kỳ hạn trên thị trường sơ cấp và thứ cấp
Trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm



Nguồn: Bộ Tài chính Việt Nam, Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam, tính toán của cán bộ Ngân hàng Thế giới

Chú thích: Trong một thị trường hiệu quả, không nên có chênh lệch lớn giữa lợi suất trên thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp

1.3. Trái phiếu doanh nghiệp

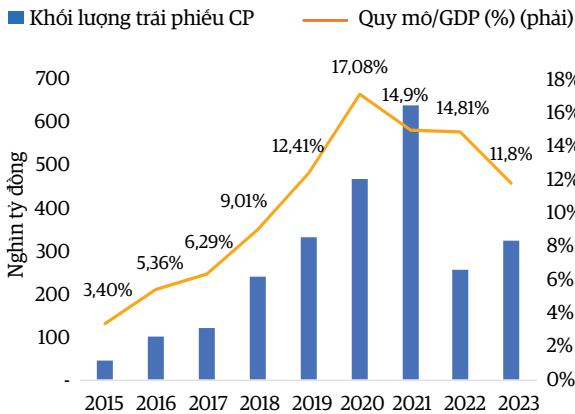
Tăng trưởng bị cản trở do vi phạm quy định, nhấn mạnh sự cần thiết phải tăng cường tính minh bạch và tính chuyên nghiệp của thị trường

Trái phiếu doanh nghiệp phát triển tương đối tích cực đến giữa năm 2022, khi biến động trên thị trường đồng thời bộc lộ ra những yếu kém cơ bản, nhưng cho thấy tiềm năng tiếp tục tăng trưởng. Khối lượng phát hành đạt đỉnh 637 ngàn tỷ đồng (28 tỷ đô la Mỹ) trong năm 2021 (Hình 2.10), nhưng sau đó sụt mạnh do phải xử lý các hành vi gian lận trong phát hành trái phiếu của các tập đoàn bất động sản Vạn Thịnh Phát và Tân Hoàng Minh vào năm 2022.²³ Trong năm 2023, thị trường dần phục hồi, đạt 12% GDP, so với mức dao động từ 27-105% của các quốc gia trong khu vực.²⁴ Thị trường chủ yếu do các đợt phát hành riêng lẻ chi phối, với bình quân chỉ có 23 đợt phát hành đại chúng (24 ngàn tỷ đồng) so với 938 đợt phát hành riêng lẻ (383 ngàn tỷ đồng) trong năm năm qua (Hình 2.11) – mặc dù đang có sự chuyển dịch sang phát hành đại chúng nhiều hơn trong năm 2023, chiếm 11% tổng các đợt phát hành (so với 3-5% trong các năm trước đó).

²³ Quản lý cấp cao và các bên liên quan của tập đoàn Vạn Thịnh Phát, một trong những tập đoàn bất động sản lớn nhất Việt Nam, bị phát hiện phạm tội biến thù giấy phép bất động sản và phát hành trái phiếu gian lận. Tương tự, lãnh đạo tập đoàn Tân Hoàng Minh biến thù trên 8,6 ngàn tỷ VND (348 triệu US\$) bằng cách huy động vốn trái phép thông qua các công ty bình phong.

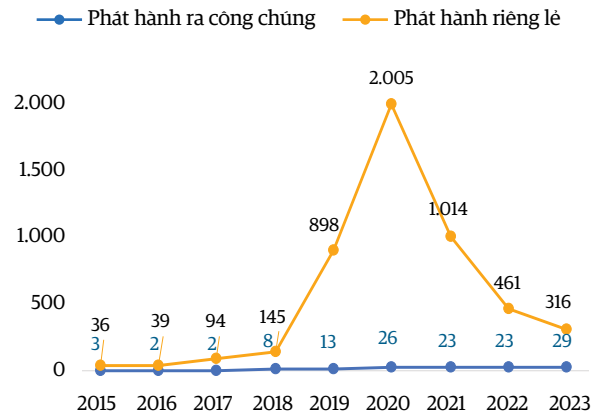
²⁴ Bao gồm Úc, Malaysia, Hàn Quốc, Singapore và Thái Lan (Nguồn: Asian Bonds Online).

Hình 2.10. Số đợt và quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp so GDP



Nguồn: Bộ Tài chính, Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam

Hình 2.11. Số lượng các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp



Nguồn: FiinGroup, Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam

Cho đến gần đây, việc tập trung vào phát hành riêng lẻ tạo rủi ro cho các nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm.

Thị trường phát hành riêng lẻ, về bản chất, hạn chế về việc công bố thông tin và bảo vệ nhà đầu tư nhỏ lẻ. Do đó, Luật chứng khoán ở Việt Nam giới hạn thị trường này cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Trên các thị trường phát hành riêng lẻ phát triển tốt, các nhà đầu tư chuyên nghiệp thực thụ có năng lực phân tích, đánh giá rủi ro và định giá phù hợp cho trái phiếu. Trong khi đó, trên thị trường phát hành đại chúng, phát hành trái phiếu phải có sự phê duyệt của cơ quan quản lý nhà nước khi phát hành để đảm bảo công bố thông tin đầy đủ. Trong cả hai trường hợp, cơ chế đối chiếu và cân đối phù hợp đều tồn tại để ngăn chặn tổ chức phát hành có dụng ý xấu huy động vốn trên thị trường, tuy nhiên, lại chưa đầy đủ cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam. Mặc dù Luật chứng khoán đã quy định hạn chế tiếp cận trái phiếu phát hành riêng lẻ, nhưng những bất cập về định nghĩa nhà đầu tư chuyên nghiệp và cách áp dụng trong thực tế đã tạo điều kiện để một lượng lớn trái phiếu phát hành riêng lẻ được bán cho các nhà đầu tư cá nhân chưa được trang bị để hiểu về rủi ro hoặc có khả năng hấp thụ tổn thất. Kết quả là, khi các vụ việc gian lận lớn và hành vi sai trái bị phát hiện vào giữa năm 2022, nhà đầu tư mất lòng tin và thị trường giảm mạnh.

Điều quan trọng là các cơ quan chức năng tiếp tục cải cách để ổn định lại thị trường và định hướng để thị trường tăng trưởng theo đúng hướng.

Nghị định số 08/2023/NĐ-CP đã tạo hành lang tái cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp để ngăn chặn những xáo trộn lớn hơn gây ảnh hưởng đến ổn định tài chính, còn Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ban hành các điều kiện và yêu cầu chặt chẽ hơn về phát hành riêng lẻ trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu bán cho nhà đầu tư cá nhân, với các yêu cầu thắt chặt về công bố thông tin. Mặc dù đó là các bước đi tích cực, nhưng cần có nhiều nỗ lực hơn nữa để phát triển thị trường theo hướng lành mạnh. Những việc cần làm tiếp theo bao gồm tăng cường tiêu chí xác định nhà đầu tư chuyên nghiệp và cách áp dụng, mở rộng việc sử dụng xếp hạng tín nhiệm, khuyến khích các quỹ đầu tư đại chúng phát triển để tập hợp các nhà đầu tư nhỏ lẻ và đẩy mạnh tinh chuyên nghiệp trên thị trường, tối ưu hóa kênh phát hành đại chúng, và tăng cường minh bạch thông tin trước và sau giao dịch.

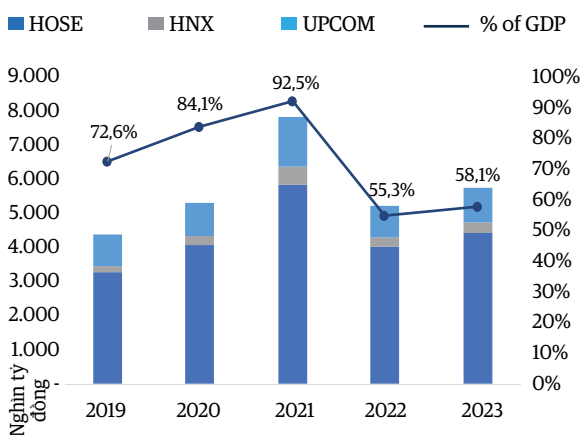
1.4. Thị trường cổ phiếu

Việc nâng hạng lên Thị trường mới đòi hỏi những cải cách mạnh mẽ nhằm mở rộng cơ sở nhà đầu tư và đảm bảo ổn định thị trường

Thị trường cổ phiếu của Việt Nam có tiềm năng to lớn để trở thành nguồn huy động tài chính quan trọng cho khu vực tư nhân. Nói về tiềm năng của thị trường, mức vốn hóa thị trường đã tăng từ 38% lên 58% trong thập kỷ qua, thậm chí còn đạt đỉnh lên đến 93% vào năm 2021 (Hình 2.12). Thị trường gồm hai sàn giao dịch trong phạm vi quản lý nhà nước - Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) - tới tổng mức vốn hóa lên đến 4.740 ngàn tỷ đồng (198 tỷ đô la Mỹ), song song với một thị trường nửa dành cho các công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM) khoảng 1.036 ngàn tỷ VND (43 tỷ đô la Mỹ). Tuy nhiên, mặc dù vốn hóa thị trường ở mức lớn, nhưng huy động vốn trên hai sàn giao dịch trên chưa đáng kể, bình quân đạt 37 ngàn tỷ đồng (1,5 tỷ đô la Mỹ) mỗi năm trong năm năm qua, chủ yếu qua chào bán thứ cấp, vượt trội chào bán đại chúng lần đầu (IPO) (Hình 2.12).²⁵ Các hoạt động IPO diễn ra sôi động nhất trong các năm 2017-2018 nhưng sau đó giảm mạnh. Trong năm 2023, chỉ có ba đợt IPO được thực hiện, huy động được 173 tỷ đồng (7 triệu đô la Mỹ).

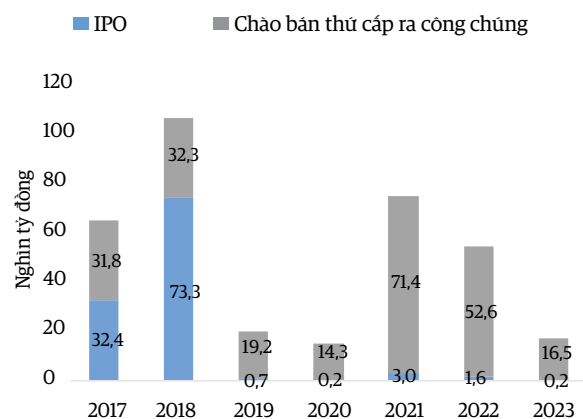
Thị trường cổ phiếu của Việt Nam thuộc dạng biến động nhất trong khu vực, do sự kết hợp cả yếu tố cung và cầu. Về cung, mặc dù có đến 1.632 doanh nghiệp niêm yết hoặc đăng ký giao dịch, nhưng số lượng cổ phiếu có thể đầu tư lại tương đối nhỏ. Không chỉ quy mô các doanh nghiệp trên thị trường cổ phiếu Việt Nam nhỏ hơn so với nhiều quốc gia khác trong khu vực, mà lượng cổ phiếu sẵn có cũng chịu ảnh hưởng bất lợi bởi giới hạn tỷ lệ sở hữu vốn của nhà đầu tư nước ngoài áp dụng cho một số ngành (như được thảo luận dưới đây). Điều này dẫn đến biến động giá mạnh khi các nhà đầu tư muốn mua hay bán cổ phiếu (tham khảo Hình 2.13). Về cầu, thị trường thiếu sự đa dạng về nhà đầu tư, do sự chi phối của các nhà đầu tư cá nhân, chiếm phần lớn (89%) các giao dịch trong năm năm qua. Nhà đầu tư cá nhân thường có hành vi bầy đàn với tầm nhìn ngắn hạn. Một cơ sở các nhà đầu tư rộng hơn, và đặc biệt là gia tăng sự hiện diện của các nhà đầu tư tổ chức, sẽ giúp ổn định giá cổ phiếu. Khi tất cả các quỹ hưu trí, các công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư đại chúng đều có những cân nhắc khác nhau khi tham gia hay rời khỏi thị trường, quyết định mua hay bán của một loại hình nhà đầu tư sẽ ảnh hưởng ít hơn đến giá thị trường. Vì sức khỏe của thị trường cổ phiếu thường được coi là thước đo cho nền kinh tế thị trường của một quốc gia, điều hết sức quan trọng là cần duy trì quỹ đạo tăng trưởng dài hạn với ít biến động hơn.

Hình 2.12. Mức vốn hóa thị trường cổ phiếu ở Việt Nam



Nguồn: HNX, HOSE

Hình 2.13. Huy động vốn trên các sàn giao dịch cổ phiếu (HOSE & HNX)



Nguồn: FiinGroup, UBCKNN

²⁵ Huy động vốn trên thị trường UPCOM ước đạt 32 ngàn tỷ đồng (1,3 tỷ đô la Mỹ) bình quân mỗi năm trong năm năm qua.

Trong thời gian tới, với khát vọng trở thành quốc gia thu nhập cao, Việt Nam cần thu hút đầu tư quốc tế ở mức đáng kể để tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn. Khi quy mô cơ sở các nhà đầu tư trong nước còn nhỏ (như đã thảo luận ở Phần 2), Việt Nam cần thêm sự hỗ trợ của các nhà đầu tư danh mục quốc tế. Hiện nay, Việt Nam được MSCI và FTSE Russell—hai trong số những tổ chức xếp hạng chỉ số lớn nhất thế giới dựa trên số vốn theo dõi các chỉ số của họ—xếp hạng là Thị trường Cận biên. Việc nâng hạng lên Thị trường Mới nổi sẽ là động lực quan trọng để thị trường của Việt Nam được công nhận là có khả năng đầu tư, xét đến khả năng tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài, cũng như lượng cổ phiếu có đủ quy mô và thanh khoản để trở nên hấp dẫn. Để đạt được nâng hạng này, sau đây là các bước cần thực hiện trong những lĩnh vực chính như sau:

- (i) **Ký quỹ và phong tỏa chứng khoán trước giao dịch.** Trước một giao dịch bất kỳ, bên mua phải có sẵn tiền và bên bán phải nắm giữ sẵn chứng khoán, khiến cho tiền mất khả năng lưu động và cản trở giao dịch hiệu quả của các nhà đầu tư tổ chức, do họ phải chuyển tiền đến / từ các quốc gia khác hoặc liên tục phải tái cân đối các danh mục của họ. Việc loại bỏ thông lệ ký quỹ trước giao dịch là hết sức quan trọng để thu hút các nhà đầu tư quốc tế lớn.
- (ii) **Giới hạn tỷ lệ sở hữu vốn của nhà đầu tư nước ngoài và tỷ lệ cổ phiếu tối đa nhà đầu tư nước ngoài được phép sở hữu.** Việt Nam đặt ra giới hạn tỷ lệ sở hữu vốn của nước ngoài trong các doanh nghiệp vì lý do chủ quyền, an ninh quốc gia và lợi ích công chúng. Vì nhiều khi giới hạn tỷ lệ sở hữu của nước ngoài được xác định từ 30 đến 50%, nên nhà đầu tư nước ngoài không thể tìm được chứng khoán để mua nếu không phải trả chênh ở mức cao. Cổ phiếu của các ngân hàng đặc biệt bị ảnh hưởng do giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài tương đối thấp (30%), trong khi các ngân hàng chiếm tỷ lệ lớn trong các chỉ số chứng khoán chính (VN30), vì vậy thường là mục tiêu đầu tư của các nhà đầu tư lớn. Nâng giới hạn tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài hoặc tạo ra phương án thay thế cho cổ phiếu đã chạm giới hạn, chẳng hạn thông qua chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) sẽ giúp xử lý được hạn chế đó.
- (iii) **Tiếp cận thông tin công bằng.** Để đảm bảo sân chơi công bằng, các nhà đầu tư nước ngoài cần được tiếp cận thông tin và tin tức thị trường cùng thời điểm như các nhà đầu tư trong nước. Đối với các doanh nghiệp lớn, điều này có nghĩa là đặt ra yêu cầu bắt buộc công bố thông tin bằng ngôn ngữ tiếng Anh và từng bước triển khai Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS).

2. Nhà đầu tư

Đa dạng hóa đầu tư, tăng cường bảo vệ nhà đầu tư, và cải cách pháp quy là điều kiện cần thiết để đảm bảo ổn định và phát triển thị trường

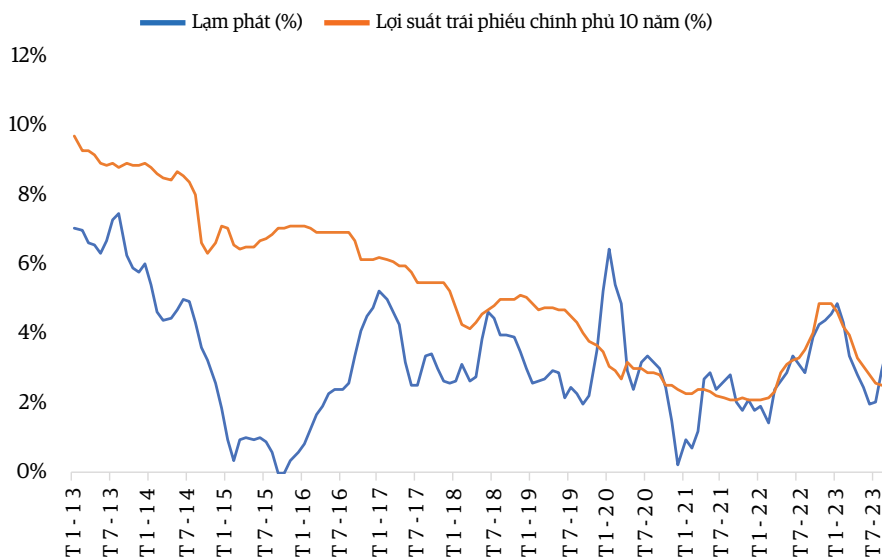
Nhà đầu tư là bên cung cấp vốn, giống như cấp máu nuôi sống trên các thị trường vốn, còn được gọi là "bên cầu". Sản phẩm có thể được thiết kế tốt, nhưng nếu không có đủ nhà đầu tư để mua sản phẩm đó thì thị trường cũng yếu ớt như người thiếu máu. Thị trường sẽ trở nên lành mạnh và sôi động hơn nếu có thêm nhiều loại hình các nhà đầu tư để họ phản ứng theo các cách khác nhau với các sự kiện kinh tế hoặc trên thị trường.

2.1. Quỹ hưu trí nhà nước: Quỹ của Bảo hiểm Xã hội Việt Nam

Quỹ BHXH là nhà đầu tư tổ chức lớn nhất ở Việt Nam - hiện đang quản lý danh mục tương đương 10% GDP. Các quỹ thuộc quản lý của BHXH ước lên đến 1.130 ngàn tỷ đồng (44 tỷ đô la Mỹ) và dự kiến sẽ tăng trưởng tới 15% trong vài thập kỷ tới. BHXH hiện bao phủ 32% lực lượng lao động của Việt Nam (17,5 triệu lao động), với mục tiêu bao phủ tới 60% vào năm 2030. Vì Việt Nam là một trong những quốc gia già hóa nhanh nhất thế giới, yêu cầu đặt ra là BHXH phải duy trì năng lực tài chính trong dài hạn để những người đóng góp hôm nay có thể tin tưởng họ sẽ nhận được các khoản lương hưu đầy đủ trong tương lai. Hiện nay, người tham gia đang dựa vào BHXH để quản lý và tăng trưởng vốn đầu tư của họ để họ đạt có thể được độc lập về tài chính khi nghỉ hưu.

Do những hạn chế pháp lý, tài sản của BHXH chủ yếu tập trung vào trái phiếu chính phủ. Điều này gây ảnh hưởng bất lợi đến lợi nhuận đầu tư, làm sai lệch lợi suất của trái phiếu chính phủ và gây hạn chế về đóng góp của BHXH cho sự phát triển chung của các thị trường tài chính. Luật bảo hiểm Xã hội cho phép BHXH chỉ được đầu tư quỹ vào trái phiếu chính phủ hoặc tiền gửi ngân hàng. Chính vì vậy, trái phiếu chính phủ chiếm đến 86% tài sản thuộc quản lý của BHXH, phần còn lại là tiền gửi ngân hàng. BHXH không có khoản đầu tư nào vào chứng khoán doanh nghiệp. Để BHXH trở nên bền vững và đảm bảo an ninh tài chính dài hạn cho người về hưu, cần phải tạo ra lợi nhuận ổn định. Luật thực chất yêu cầu họ phải tránh rủi ro thua lỗ. Cách tiếp cận cực kỳ thận trọng như vậy ngăn cản việc tạo lợi nhuận đủ để đảm bảo bền vững trong dài hạn cũng như khả năng chi trả phúc lợi cho người tham gia. Vì đầu tư của BHXH tập trung vào trái phiếu chính phủ, một điểm đến an toàn, nên lợi nhuận đầu tư đang giảm dần do phản ánh lợi suất giảm dần của trái phiếu chính phủ trong những năm gần đây. Hiện nay, lợi suất đó còn thấp hơn mức lạm phát (Hình 2.14), dẫn đến mất giá trị thực. Việc BHXH chỉ phối mua trái phiếu chính phủ qua các phiên đấu thầu cũng góp phần tạo sự sai lệch trên thị trường trái phiếu chính phủ (như được nêu ở Phần 1.2.). Hơn nữa, phạm vi đầu tư hẹp của BHXH đồng nghĩa với việc bỏ lỡ các cơ hội để tiếp tục phát triển các thị trường tài chính bằng cách bổ sung vốn đầu tư dài hạn hơn.

Hình 2.14. Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm và lạm phát



Nguồn: GSO, Hiệp hội Trái phiếu Việt Nam

Tạo điều kiện đa dạng hóa đầu tư của BHXH sẽ là bước cải cách mang tính đột phá. Điều này sẽ mở hướng để BHXH đầu tư vào các cơ hội đem lại lợi nhuận cao hơn và không còn cần phải chấp nhận giá chào bất kỳ tại các phiên đấu giá trái phiếu chính phủ nếu quá thấp. Về nội bộ, việc đa dạng hóa nếu được triển khai thận trọng và từng bước sẽ giúp nâng cao lợi nhuận đầu tư của BHXH về lâu về dài. Nhìn ra bên ngoài, điều này sẽ không chỉ giảm bớt sự sai lệch trên thị trường trái phiếu chính phủ, mà còn khuyến khích tăng trưởng ở các thị trường khác mà BHXH đầu tư vào, nơi hiện đang thiếu nhà đầu tư dài hạn lớn và ổn định.

2.2. Công ty bảo hiểm

Các công ty bảo hiểm có thể có tác động lớn tới thị trường vốn, nhất là các công ty bảo hiểm nhân thọ cần phải đầu tư vào những công cụ dài hạn để đối ứng với các nghĩa vụ dài hạn. Đến tháng 12/2023, các công ty bảo hiểm nhân thọ đã nắm giữ tổng tài sản lên đến 786 ngàn tỷ đồng (31 tỷ đô la Mỹ), với tốc độ tăng trưởng bình quân cao ở mức 20% trong năm năm qua. Với giá trị tương đương 8% GDP, đây là nhóm các nhà đầu tư tổ chức trong nước lớn thứ hai ở Việt Nam.

Tuy có tiềm năng giúp thúc đẩy phát triển các thị trường vốn, nhưng đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ lại vẫn tập trung nhiều vào trái phiếu chính phủ và tiền gửi ngân hàng. Tổng khối lượng nắm giữ các công cụ đầu tư đem lại lợi suất thấp hoặc ngắn hạn đã vượt quá 80% (Bảng 2.2), nghĩa là tỷ lệ nắm giữ chứng khoán doanh nghiệp chỉ chiếm chưa đến một phần năm. Danh mục bất cân đối như vậy có thể do những thách thức liên quan đến thị trường chứng khoán doanh nghiệp như đã thảo luận ở trên (các Phần 1.3 và 1.4). Các công ty bảo hiểm được khuyến khích đa dạng hóa sang khu vực doanh nghiệp, vì tập trung vào đầu tư ngắn hạn và đầu tư trái phiếu chính phủ vốn có tính rủi ro và đem lại lợi nhuận hạn chế. Các vấn đề trên thị trường chứng khoán doanh nghiệp nếu được xử lý sẽ dần tạo thêm niềm tin cho các công ty bảo hiểm để họ đa dạng hóa, và qua đó giúp thị trường chứng khoán doanh nghiệp phát triển lành mạnh hơn.

Bảng 2.2. Tài sản đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ, tháng 12/2022

Đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ		
Loại tài sản	Tỷ đồng	%
Tiền gửi	249.236	40,5
Trái phiếu chính phủ	243.252	39,6
Trái phiếu doanh nghiệp không đảm bảo, cổ phần và quỹ đầu tư	73.226	4,4
Trái phiếu doanh nghiệp có đảm bảo	26.891	11,9
Góp vốn	836	0,1
Bất động sản	67	0,0
Vốn vay	12.881	2,1
Khác	8.382	0,0
Tổng tài sản đầu tư	614.771	100

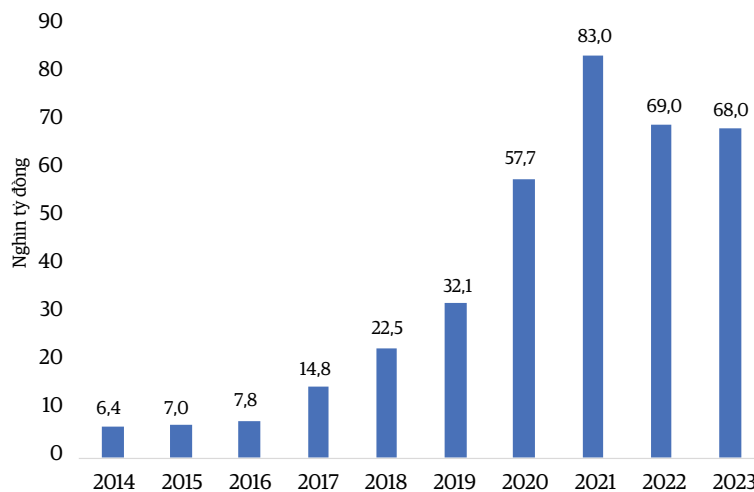
Nguồn: Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm

2.3. Quỹ đầu tư

Mặc dù thị trường quỹ đầu tư ở Việt Nam còn nhỏ, nhưng hạt giống tăng trưởng đã hiện rõ. Kể từ năm 2016, thị trường đã chứng kiến tốc độ tăng trưởng đáng kể 36% mỗi năm, giá trị tài sản ròng (NAV) đạt đỉnh, lên đến 83 ngàn tỷ đồng (4 tỷ đô la Mỹ) vào năm 2021. Ở thời điểm cuối năm 2023, giá trị tài sản ròng (NAV) đạt 68 ngàn tỷ đồng (2,7 tỷ đô la Mỹ, Hình 2.15). Hiện có 107 quỹ đang hoạt động, nhưng chỉ có hai quỹ chi phối: quỹ đầu tư thu nhập cố định được thành lập bởi một ngân hàng lớn trong nước và một quỹ hoán đổi danh mục theo chỉ số chính (VFM VN30). Tuy đã có nhiều tiến triển, nhưng đến năm 2023, thị trường quỹ mới chỉ đạt 0,7% GDP, nhỏ hơn rất nhiều so với 29% và 34% tương ứng tại Thái Lan và Ma-lay-xia.²⁶

Với các biện pháp chính sách đúng đắn, các quỹ đầu tư đang ở vị trí xuất phát điểm tốt để giúp khơi nguồn tài chính cho nền kinh tế. Quỹ đầu tư là phương tiện tốt để huy động tiết kiệm của cá nhân và hộ gia đình, tập hợp vốn và chuyển vào các quỹ được quản lý chuyên nghiệp và các khoản đầu tư tốt. Đó là cách để các nhà đầu tư chưa có kinh nghiệm có thể tiếp cận gián tiếp đến trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ. Để làm được điều đó, các quỹ đầu tư cần được linh hoạt hơn trong đầu tư (ví dụ, cho phép đầu tư vào những tài sản chưa niêm yết vượt quá hạn mức quy định hiện nay là 10% tài sản), đồng thời quản lý chặt chẽ về cấp phép và giám sát. Những thay đổi khác để thúc đẩy tăng trưởng ngành đầu tư là loại bỏ đánh thuế hai lần trên lợi nhuận, tăng cường phân phối qua các kênh điện tử và ngân hàng kết hợp giám sát chặt chẽ, đồng thời tạo điều kiện thành lập các loại hình quỹ mới, bao gồm quỹ ô (quỹ có các 'quỹ con' trong đó), quỹ có cấu trúc chủ/phụ, quỹ có trọng tâm đặc biệt (xanh và bền vững), quỹ đầu tư hạ tầng, quỹ bất động sản và quỹ thị trường nước ngoài.

Hình 2.15. Giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư tại Việt Nam



Nguồn: UBCKNN

²⁶ Nguồn: Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Thái Lan, Ủy ban Chứng khoán Ma-lay-xia.

2.4. Quỹ hưu trí tư nhân

Mặc dù có tiềm năng, nhưng các quỹ hưu trí tư nhân tự nguyện còn nhỏ bé. Là công cụ hữu ích để đa dạng hóa hệ thống hưu trí, các quỹ này mở rộng phạm vi hưu trí và huy động các nguồn tiết kiệm dài hạn. Đến cuối năm 2023, bốn giấy phép được cấp ra cho các công ty quản lý quỹ hưu trí tư nhân với 10 quỹ đi vào hoạt động. Tổng tài sản thuộc quản lý đã tăng từ 70 tỷ đồng (3 triệu đô la Mỹ) năm 2021 lên 858 tỷ đồng (34 triệu đô la Mỹ) trong năm 2023. Để đẩy mạnh tăng trưởng, cần thực hiện một số bước như nới lỏng quy định về hạn chế đầu tư, hài hòa cơ chế phù hợp với lợi ích của người lao động, mở rộng điều kiện tham gia (đơn vị sử dụng lao động được tự động đăng ký cho người lao động tham gia), và tạo thuận lợi cho đóng góp từ các bên thứ ba.

2.5. Nhà đầu tư cá nhân trong nước

Nhà đầu tư cá nhân ở Việt Nam đã và đang có những đóng góp lớn cho các thị trường vốn, kể cả trong giai đoạn đại dịch COVID-19. Trong các năm 2020-2021, số lượng tài khoản của các nhà đầu tư trong nước tăng vọt, từ 2,7 triệu vào tháng 12/2020 lên 4,3 triệu vào cuối năm 2021. Đến cuối năm 2023, tổng số tài khoản đạt 7,1 triệu, chiếm 7,5% dân số.²⁷ Sự tham gia tích cực của nhà đầu tư cá nhân là yếu tố tích cực trên thị trường vì họ đem lại thanh khoản và tin hiệu giá liên tục. Nhưng ngược lại, nếu thị trường chủ yếu do các nhà đầu tư cá nhân chi phối, thị trường sẽ biến động lớn do tầm nhìn đầu tư thường ngắn hạn và do hành vi bầy đàn.

Tiêu chí xác định nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp cần được làm rõ hơn để tránh việc phân loại sai và để bảo vệ các nhà đầu tư. Nhà đầu tư cá nhân có thể được chia làm hai nhóm, nhỏ lẻ và chuyên nghiệp. Hầu hết các nhà đầu tư cá nhân là nhỏ lẻ, nghĩa là họ có quy mô đầu tư nhỏ, thiếu kinh nghiệm và do đó dễ bị lợi dụng. Tuy nhiên, định nghĩa pháp lý hiện nay về nhà đầu tư chuyên nghiệp và cách áp dụng trên thực tế có thể khiến cho nhà đầu tư nhỏ lẻ bị phân loại sai. Ví dụ, quy định về danh mục nắm giữ tối thiểu có thể bị lách bằng cách sử dụng vốn vay, làm tăng tài sản của nhà đầu tư. Mặc dù đã sửa đổi, quy định về giá trị danh mục vẫn thấp và chỉ có hiệu lực vào năm 2024. Các cải cách tiếp theo mà cơ quan chức năng nên xem xét bao gồm: (i) áp dụng giá trị tối thiểu cao hơn cho từng khoản đầu tư của nhà đầu tư chuyên nghiệp, (ii) yêu cầu các công ty chứng khoán chính thức phân loại nhà đầu tư có hiểu biết tốt về rủi ro và có khả năng chịu lỗ, và (iii) điều chỉnh giá trị danh mục ròng đủ điều kiện cho phù hợp với các thị trường khác trong khu vực.²⁸

2.6. Nhà đầu tư quốc tế

Mặc dù những nhà đầu tư như vậy chưa có nhiều ở Việt Nam, nhưng với những cải cách phù hợp, họ có thể gia nhập với số lượng đáng kể. Hiện nay, họ chủ yếu tập trung ở thị trường cổ phiếu, và ngay cả ở đó thì họ mới chỉ nắm chưa đến 1% tổng số tài khoản và chỉ chiếm 8% giá trị giao dịch.²⁹ Mặc

²⁷ Nguồn: UBCKNN.

²⁸ Ví dụ, 300.000 tại Thái Lan.

²⁹ Nguồn: UBCKNN.

đủ những tỷ lệ trên còn nhỏ so với các thị trường khác ở ASEAN-5 mà có thứ hạng là thị trường mới nổi hoặc cao hơn, cần lưu ý rằng Việt Nam vẫn đang là thị trường cận biên. Trên các thị trường của ASEAN-5, giá trị giao dịch của nhà đầu tư quốc tế thường chiếm 40%³⁰ trở lên.

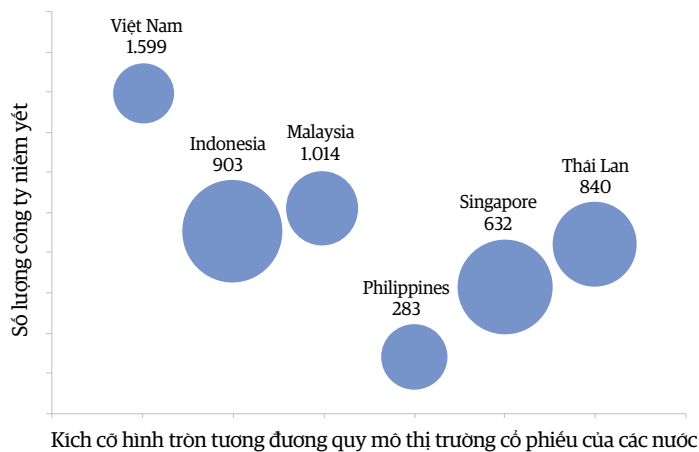
Việt Nam cần có những cải thiện cụ thể để được nâng hạng thành Thị trường mới nổi, đồng thời phải có hạ tầng và môi trường tổng thể vững chắc. Điều đó có nghĩa là quy định phải ổn định, thực thi mạnh mẽ, hình thành giá cả tin cậy và minh bạch trong doanh nghiệp, được hỗ trợ bởi cơ sở hạ tầng thị trường hiệu quả và đáng tin cậy cho các khâu giao dịch, bù trừ và thanh toán, cũng như hạ tầng thông tin. Nhà đầu tư nước ngoài cũng chịu ảnh hưởng bởi thủ tục phê duyệt hành chính của các cơ quan chức năng, cần được tinh giản cho phù hợp.

3. Tổ chức phát hành

Tăng cường quản trị công bố thông tin của tổ chức phát hành để tăng cường lòng tin trên thị trường và thu hút đầu tư

Là bên chủ yếu sử dụng các thị trường vốn để huy động vốn, các tổ chức phát hành nằm ở "bên cung" trên thị trường. Ngoài Chính phủ phát hành trái phiếu chính phủ, Việt Nam còn có nhiều tổ chức phát hành hiện tại và tiềm năng trên các phân khúc ngoài chính phủ ở thị trường vốn. Trên thị trường cổ phiếu của Việt Nam năm 2023, có 743 công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán, HOSE and HNX,³¹ cộng thêm 856 trên sàn UPCOM. Những con số như vậy là lớn so với quy mô nền kinh tế và so với các thị trường khác trong khu vực (Hình 2.16).³²

Hình 2.16. Số lượng doanh nghiệp niêm yết so với quy mô thị trường cổ phiếu (2023)



Nguồn: FiinGroup, sàn giao dịch cổ phiếu ở các quốc gia

³⁰ Tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên tổng giá trị giao dịch là 45% tại Sing-ga-po, 38% tại Thái Lan và 30% tại In-đô-nê-xia.

³¹ Hai sàn giao dịch chứng khoán trên trực thuộc sở giao dịch chứng khoán Việt Nam.

³² Quy mô của hình tròn ở Hình 16 thể hiện mức vốn hóa thị trường cổ phiếu ở mỗi quốc gia, còn con số tương ứng với số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên sàn. Mặc dù Việt Nam có mức vốn hóa thị trường cổ phiếu nhỏ nhất so với các quốc gia so sánh, nhưng lại có số lượng doanh nghiệp niêm yết lớn nhất. Điều đó có nghĩa là quy mô bình quân của mỗi doanh nghiệp niêm yết nhỏ hơn nhiều so với tiềm năng tăng trưởng to lớn.

Chất lượng của tổ chức phát hành—xét về quản trị doanh nghiệp và công bố thông tin—có vai trò lớn hơn so với số lượng đề thị trường phát triển. Việc có nhiều các tổ chức phát hành chất lượng thấp sẽ phản tác dụng cho công cuộc phát triển thị trường vì như vậy là làm gia tăng rủi ro thao túng, gây sai lệch giá cả, lạm dụng và gây mất lòng tin. Sự minh bạch và công bố thông tin chất lượng thấp cũng làm giảm giá trị thị trường trong mắt của nhà đầu tư, vì họ sẽ áp dụng mức 'chiết khấu' cao hoặc định giá thấp chứng khoán của các doanh nghiệp. Ngược lại, quản trị doanh nghiệp và công bố thông tin tốt là cách để thu hút thêm nhà đầu tư với chi phí vốn thấp hơn.

Một cách tiếp cận đa chiều để nâng cao chất lượng thông tin của tổ chức phát hành trên toàn bộ các thị trường của Việt Nam. Những biện pháp này bao gồm thiết lập bộ phận quan hệ nhà đầu tư tại các tổ chức phát hành, khuyến khích công bố thông tin bằng hai ngôn ngữ (tiếng Anh và tiếng Việt), hài hòa Chuẩn mực kế toán Việt Nam với chuẩn mực IFRS. Một cách nữa để xử lý rủi ro tiềm ẩn do yếu kém trong thông lệ quản trị doanh nghiệp và công bố thông tin gây ra là phân biệt rõ các doanh nghiệp theo nhóm và quy định về cách thức các nhà đầu tư có thể tiếp cận các doanh nghiệp đó. Vì thị trường cổ phiếu ở Việt Nam gồm ba thị trường (HOSE, HNX, và UPCOM) có các quy tắc khác nhau, nên không có sự phân biệt rõ ràng để các nhà đầu tư tiếp cận. Trong điều kiện UPCOM là thị trường chưa niêm yết, nên việc tiếp cận cần được hạn chế. Các cơ quan chức năng cũng nên tạo thuận lợi để các doanh nghiệp hủy niêm yết và không tập trung nguồn lực cho các doanh nghiệp không thực sự có nhà đầu tư đại chúng hoặc không quan tâm đến huy động vốn từ đại chúng. Mặc dù vậy, chính sách cần tạo điều kiện cho việc tiếp cận mọi loại hình doanh nghiệp nhằm tạo ra một thị trường vốn đa dạng. Khi các tổ chức phát hành trên thị trường cổ phiếu phải là doanh nghiệp đại chúng, thì doanh nghiệp không đại chúng cũng vẫn nên có khả năng tiếp cận kênh trái phiếu doanh nghiệp, có thể qua chào bán đại chúng hoặc chào bán riêng lẻ.

4. Trung gian thị trường

Giám sát và phối hợp giữa các tổ chức trung gian cần được cải thiện

Các tổ chức trung gian là các tác nhân quan trọng để đảm bảo tiền tiết kiệm được lưu chuyển đến các khoản đầu tư và thực hiện các thông lệ tốt trên thị trường. Công ty chứng khoán là tổ chức trung gian chuyên trách trên thị trường vốn, được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) cấp phép thực hiện một loạt các hoạt động, như tư vấn đầu tư, môi giới, tự doanh, lưu ký và bảo lãnh phát hành. Vì UBCKNN không thể giám sát hiệu quả toàn bộ các nhà đầu tư và các tổ chức phát hành theo cách trực tiếp, nên các công ty chứng khoán là tuyến phòng thủ đầu tiên nhằm đảm bảo tuân thủ các quy định khi họ phục vụ cả nhà đầu tư lẫn tổ chức phát hành. Trong những năm gần đây, các cơ quan chức năng đã chú trọng đăng ký đến quản trị doanh nghiệp, hệ thống, tình hình tài chính của các công ty này, đồng thời loại bỏ các công ty yếu kém. Đến cuối năm 2023, có khoảng 82 công ty chứng khoán được cấp phép ở Việt Nam.

Là nhân tố tích cực để thúc đẩy phát triển thị trường, một số ngân hàng thương mại cũng đóng vai trò trung gian trên thị trường vốn. Những ngân hàng đó thực hiện chức năng trung gian chứng khoán chủ yếu qua các công ty con chuyên về nghiệp vụ chứng khoán. Mặc dù sự tham gia của các ngân hàng đem lại tác động tích cực về phát triển thị trường qua việc mở rộng mạng lưới khách hàng và nguồn lực so với các công ty chứng khoán đơn lẻ, nhưng cần có sự giám sát và quản lý nhà nước thận trọng để tránh lách các quy định quản lý nhà nước và khả năng bán sai sản phẩm thị trường chứng khoán cho khách hàng của ngân hàng, là những người chưa chắc đã có đủ thông tin về rủi ro. Nhân viên ngân hàng

nên được đào tạo nghiệp vụ và có thể cần được cấp phép để có thể bán các sản phẩm chứng khoán. Trong điều kiện có sự tương tác giữa ngân hàng và lĩnh vực chứng khoán, sự phối hợp chặt chẽ giữa UBCKNN (là cơ quan giám sát các thị trường chứng khoán) và NHNN (là cơ quan giám sát ngân hàng) là rất quan trọng.

5. Hạ tầng thị trường

Hạ tầng thị trường cần được nâng cấp, với vai trò lớn hơn của hệ thống xếp hạng tín nhiệm

Nhiều cơ quan ở Việt Nam hỗ trợ về hạ tầng để thực hiện, bù trừ, thanh toán và ghi chép giao dịch—tất cả đều thuộc phạm vi giám sát của UBCKNN. Giao dịch được thực hiện tại các sàn HNX và HOSE, hiện đã được đưa vào cơ cấu chung của Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam (VNX). Tổ chức lưu ký chứng khoán tập trung duy nhất, Tổng Công ty Lưu ký và Bù trừ Chứng khoán Việt Nam (VSDC), cung cấp dịch vụ cho trái phiếu chính phủ, cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp, đảm nhiệm bù trừ và thanh toán cho các giao dịch. NHNN vận hành hệ thống thanh toán và đóng vai trò ngân hàng thanh toán cho các giao dịch trái phiếu chính phủ, còn giao dịch về chứng khoán doanh nghiệp được thanh toán qua một ngân hàng thương mại thuộc sở hữu của Nhà nước.

Điều quan trọng là hạ tầng thị trường phải theo kịp sự phát triển của thị trường. Đến nay, sự kết hợp giữa xử lý thủ công và điện tử trong quy trình thanh toán trên thị trường trái phiếu chính phủ đang gây hạn chế hiệu quả. Hơn nữa, điều này ngăn cản việc thanh toán trái phiếu chính phủ trong ngày, gây hạn chế cho nghiệp vụ quản lý thanh khoản. Trên thị trường cổ phiếu, cơ chế đối tác bù trừ trung tâm đang được phát triển để giảm thiểu rủi ro trong thanh toán. Khi thị trường được nâng hạng thành Thị trường mới nổi trong tương lai, nhiều nhà đầu tư quốc tế sẽ đến với Việt Nam, quy trình ra vào thị trường cần được thực hiện một cách hiệu quả nhất có thể.

Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm đóng vai trò quan trọng trong quá trình đầu tư vì họ cung cấp thông tin về độ tin nhiệm của các tổ chức phát hành cho các nhà đầu tư tiềm năng. Vì vậy, họ là một phần của cơ sở hạ tầng thông tin cho thị trường. Hiện đang có ba tổ chức hoạt động tại Việt Nam, hai trong đó có hợp tác với các tổ chức quốc tế, và một số đang bày tỏ sự quan tâm đến việc thành lập trong nước. Tuy nhiên, vì đánh giá định mức tín nhiệm không phải là yêu cầu bắt buộc với hầu hết trái phiếu, hiện không có trái phiếu được xếp hạng tín nhiệm vào thời điểm viết báo cáo này.

6. Cơ quan quản lý giám sát

Tăng cường giám sát và thực thi dựa trên rủi ro là yêu cầu quan trọng để đảm bảo liêm chính trên thị trường

Khi các cơ quan giám sát và quản lý nhà nước định hình sự phát triển của thị trường, việc giám sát càng cần phải dựa vào rủi ro và được phối hợp tốt hơn khi các thị trường ngày càng trở nên phức tạp. Mặc dù việc tuân thủ các quy định là quan trọng, nhưng nguồn lực của cơ quan giám sát nên được tập trung vào những gì quan trọng với mục tiêu đề ra và nơi có khả năng xảy ra rủi ro. Điều đó có nghĩa là giám sát dựa trên rủi ro và giám sát thận trọng đòi hỏi UBCKNN phải tăng cường năng lực và nhiệm vụ. Mối quan hệ tương tác giữa các thị trường vốn và các thành phần khác trong hệ thống tài chính

vốn đã quan trọng nhưng ngày càng quan trọng hơn, điều này đồng nghĩa với việc rủi ro hệ thống và lây lan cũng gia tăng. Điều này đặt gánh nặng cho cơ quan chức năng cần có cách ứng phó hiệu quả và phối hợp, mang tính bao trùm, ví dụ như chính sách và quy định về ngân hàng có ảnh hưởng đến các thị trường vốn (với tư cách tổ chức phát hành, nhà đầu tư, tổ chức trung gian và hạ tầng).

Cường chế thực thi đối với hành vi không tuân thủ và sai phạm trên thị trường cần được thực hiện mạnh mẽ và rõ ràng, với các biện pháp xử phạt nên có hiệu quả răn đe mạnh mẽ. Trước đây, mức phạt cho vi phạm chưa đủ tính răn đe để làm thay đổi hành vi cụ thể. Chẳng hạn, mức phạt tối đa cho vi phạm yêu cầu công bố thông tin là 100 triệu đồng (4.350 đô la Mỹ). Tuy nhiên, gian lận được phát hiện gần đây về trái phiếu doanh nghiệp liên quan đến bất động sản và ngân hàng thương mại cuối cùng đã dẫn đến xử lý hình sự bằng các hình phạt khắt khe. Các hình thức phạt có tác dụng răn đe nên được cân nhắc trước khi phải xử lý hình sự. Để hài hòa các thông lệ giám sát và quản lý nhà nước của Việt Nam với thông lệ quốc tế, nên cân nhắc một đánh giá mới về tình hình triển khai các Mục tiêu và Nguyên tắc của Quy định Chứng khoán do IOSCO ban hành.³³

III. Những thách thức chính và định hướng trong thời gian tới

Để Việt Nam có thể khai mở tiềm năng cho thị trường vốn, một số rào cản cụ thể cần được xử lý nhằm đảm bảo tăng trưởng bền vững và lành mạnh. Vấn đề căn bản của Việt Nam là cơ sở nhà đầu tư tổ chức chưa được phát triển, bao gồm chưa khai thác đầy đủ các quỹ BHXH để trở thành lực lượng chi phối có tiềm năng thúc đẩy sự phát triển thị trường vốn. Tuy lớn hơn tất cả các nhà đầu tư tổ chức khác gộp lại, nhưng nhiệm vụ thực chất của BHXH là chi đầu tư vào trái phiếu chính phủ bên cạnh tiền gửi ngân hàng. Do sự thiếu vắng tỉ trọng lớn của các nhà đầu tư tổ chức trên các thị trường trái phiếu phi chính phủ, nên các nhà đầu tư cá nhân trở nên chi phối, gây nhiều biến động do hành vi bầy đàn. Điều này cũng góp phần làm tích tụ rủi ro cho trái phiếu doanh nghiệp kìm hãm sự phát triển của thị trường cổ phiếu trong việc thực hiện vai trò huy động vốn cho khu vực doanh nghiệp.

Mức độ tập trung và chi phối của BHXH trên thị trường trái phiếu chính phủ

Việc gần như chi phối phân bổ danh mục đầu tư của BHXH vào trái phiếu chính phủ không chỉ làm hạn chế lợi nhuận đầu tư mà còn gây ảnh hưởng bất lợi đến sự phát triển của khu vực tài chính. Hình 2.14 cho thấy lợi suất trái phiếu chính phủ bị suy giảm, có thể là yếu tố tốt cho Chính phủ trong ngắn hạn vì chi phí vay thấp, nhưng cũng đồng nghĩa với việc là lợi nhuận đầu tư của BHXH đang suy giảm. Đồng thời, đầu tư của BHXH làm cho thị trường thiếu hiệu quả, chẳng hạn lợi suất trái phiếu chính phủ thấp hơn rất nhiều tại các cuộc đấu giá, lợi suất trái phiếu chính phủ không hiệu quả để dùng làm tham chiếu

³³ Đánh giá mới nhất về tình hình triển khai các nguyên tắc của IOSCO được thực hiện vào năm 2013.

gia cho các công cụ tài chính khác, và phát hành trái phiếu chính phủ chỉ tập trung hẹp vào kỳ hạn dài có thể khiến cho bảng cân đối tài sản của các ngân hàng thương mại gặp rủi ro. Các ngân hàng thương mại cần nâng cao thanh khoản bằng các công cụ an toàn không có nhiều lựa chọn ngoài mua những trái phiếu đó, làm tăng thêm rủi ro bất cân đối kỳ hạn do nguồn huy động (tiền gửi) của họ là nguồn ngắn hạn. Trái phiếu chính phủ có lợi suất thấp và kỳ hạn bình quân dài hơn có thể tốt cho Chính phủ trong ngắn hạn, nhưng có thể làm suy giảm lợi nhuận cho tài sản của BHHH và cản trở tăng trưởng quý để đảm bảo nhu cầu chi trả các nghĩa vụ hưu trí trong tương lai.

Đa dạng hóa đầu tư của BHHH là cách để đẩy nhanh quá trình hiện đại hóa hệ thống tài chính của Việt Nam từ nhiều khía cạnh khác nhau. Thứ nhất, việc sẽ giúp BHHH thoát khỏi tình trạng đầu tư nội ngành trên thị trường trái phiếu chính phủ, quá đó giảm sai lệch trên thị trường. Thứ hai, việc đa dạng hóa sang các thị trường chứng khoán doanh nghiệp—gồm cổ phiếu và trái phiếu—sẽ giúp các thị trường đó phát triển qua đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư và đem lại sự ổn định tương đối cho thị trường với tư cách là nhà đầu tư dài hạn. Ngay cả khi BHHH không đầu tư trực tiếp trên các thị trường đó lúc ban đầu mà chỉ tham gia thông qua các quỹ ngách, sự gia nhập của họ cũng nâng cao tính cạnh tranh và tinh chuyên nghiệp trong lĩnh vực quản lý tài sản. Cuối cùng, nếu được triển khai dần dần từ mức nhỏ, đa dạng hóa sẽ nâng cao lợi nhuận cho tài sản của BHHH trong dài hạn.

Sự thiếu vắng các nhà đầu tư tổ chức cho khu vực doanh nghiệp

Cùng với BHHH, các nhà đầu tư tổ chức khác nên có sự hiện diện lớn hơn để thúc đẩy phát triển khu vực doanh nghiệp. Ngoài BHHH, chỉ có các công ty bảo hiểm nhân thọ là tương đối lớn, nhưng họ cũng chỉ tập trung vào trái phiếu chính phủ và tiền gửi ngân hàng. Điều đó cũng có nghĩa là các tổ chức phát hành chất lượng cao khác ở khắp các ngành kinh tế chưa được khuyến khích tham gia thị trường. Tại các thị trường phát triển, các quỹ hưu trí và các nhà đầu tư tổ chức là các tổ chức chính đứng ra mua cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, các quỹ thị trường tiền tệ và quỹ đầu tư ngách, và là động lực để phát triển các công cụ khác. Để đảo ngược tình trạng này, biện pháp song hành với đa dạng hóa của BHHH là: các công ty bảo hiểm xã hội cần được khuyến khích đa dạng hóa sang khu vực doanh nghiệp, quỹ đầu tư và quỹ hưu trí tư nhân, tạo điều kiện để họ cung cấp thêm các dịch vụ ngách cho các nhà đầu tư cá nhân.

Hiện đại hóa thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp để đem lại các công cụ đầu tư và huy động vốn

Để lọt vào mắt các nhà đầu tư tổ chức, trái phiếu doanh nghiệp cần một cuộc cải tổ—nhất là về minh bạch và bảo vệ nhà đầu tư. Đây là điều cần thiết để tái cân đối từ nhà đầu tư cá nhân sang nhà đầu tư tổ chức. Các quỹ đầu tư được cấp phép hoạt động chuyên nghiệp cùng các nhà đầu tư tổ chức khác cần được tạo điều kiện gia nhập thị trường theo cách tương tự với thị trường ở các quốc gia khác, vì những nhà đầu tư tổ chức đó được trang bị tốt hơn so với cá nhân để đánh giá, định giá và hấp thụ những rủi ro liên quan. Các quỹ đầu tư cần được khuyến khích phát triển để tạo thành kênh đương nhiên cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ và nhà đầu tư khác tham gia thị trường. Tiêu chí xác định nhà đầu tư chuyên nghiệp nên được hoàn thiện để phản ánh tốt hơn nhà đầu tư có khả năng đánh giá rủi ro, đồng thời các quy trình chào bán trái phiếu đại chúng cần được hoàn thiện. Hơn nữa, yêu cầu đánh giá định mức tín nhiệm cần được áp dụng rộng rãi hơn, nhất là với các công cụ chào bán cho các nhà đầu tư cá nhân.

Thị trường cổ phiếu có tiềm năng lớn để phát triển thành nguồn huy động vốn quan trọng cho khu vực doanh nghiệp. Số liệu chung về mức vốn hóa thị trường tuy rất ấn tượng, nhưng khối lượng huy động được lại không đáng kể. Sự quan tâm mạnh mẽ của các nhà đầu tư quốc tế đối với thị trường cổ phiếu của Việt Nam vẫn đang bị kiềm chế, chỉ chờ những điều chỉnh thể chế được triển khai và được minh chứng. Các cấp có thẩm quyền đang thực hiện những nỗ lực đáng kể để xử lý ba yếu tố hết sức quan trọng—yêu cầu ký quỹ trước giao dịch, tỷ lệ cổ phiếu tối đa được phép sở hữu do giới hạn tỷ lệ sở hữu vốn của nhà đầu tư nước ngoài, công bằng trong tiếp cận thông tin—để đáp ứng những kỳ vọng đó. Việc đối thoại liên tục với cộng đồng nhà đầu tư quốc tế rất quan trọng trong quá trình này. Nhìn vào trong nước, các cơ quan chức năng và các sở giao dịch chứng khoán cũng cần cân nhắc cách thức tạo động lực tốt hơn cho các doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường, thay vì chỉ đơn thuần niêm yết, để các nhà đầu tư tổ chức và quốc tế bắt đầu tìm kiếm cơ hội đầu tư vào chứng khoán doanh nghiệp. Một thước đo thành công thực sự về phát triển thị trường cổ phiếu không phải là tăng giá cổ phiếu hay không, mà là số vốn khu vực doanh nghiệp có thể huy động được.

Hướng tới các thị trường vốn hiện đại để khai mở tăng trưởng ở Việt Nam

Nếu được lồng ghép hợp lý, thị trường vốn của Việt Nam có thể trở thành công cụ hiệu quả để huy động vốn, tiết kiệm và tạo tín hiệu định giá, đó là các yếu tố cần thiết để nguồn lực kinh tế được phân bổ hiệu quả. Các thị trường vốn có thể khuếch đại tác động truyền tải của chính sách tiền tệ được thiết kế để thiết lập tín hiệu định giá trong tương lai cho các tài sản tài chính. Chẳng hạn, các mức lãi suất tham chiếu ngắn hạn đáng tin cậy sẽ thúc đẩy tăng trưởng trên thị trường hoán đổi lãi suất, đem lại công cụ quản lý rủi ro hết sức quan trọng cho các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác. Đường cong lợi suất của trái phiếu chính phủ căn cứ vào thị trường thứ cấp thanh khoản không bị sai lệch sẽ tạo ra tham chiếu giá đáng tin cậy cho các công cụ tài chính khác, bao gồm cả công cụ có kỳ hạn trung và dài hạn, qua đó giúp phát triển thị trường để huy động vốn dài hạn nhằm bổ sung cho khu vực ngân hàng. Thị trường cổ phiếu hiệu quả cũng tạo tín hiệu mạnh mẽ cho giá cả tài sản và cơ hội đầu tư ở các ngành khác nhau, qua đó hỗ trợ phân bổ vốn hiệu quả.

Những cải cách hợp lý, nếu được triển khai thận trọng, sẽ giúp mở ra kênh huy động vốn dài hạn bổ sung to lớn cho khu vực doanh nghiệp ở Việt Nam. Chi cần BHXH phân bổ đầu tư ở mức khiêm tốn vào chứng khoán doanh nghiệp, điều đó đồng nghĩa với việc bổ sung thêm 20 tỷ đô la Mỹ dành cho khu vực doanh nghiệp vào năm 2030.³⁴ Lợi nhuận tăng thêm cộng dồn có thể lên đến 4 tỷ đô la Mỹ vào năm 2030. Tương tự, chi cần tái phân bổ một phần khiêm tốn vốn đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ sang chứng khoán doanh nghiệp, là có thể huy động được thêm 15 tỷ đô la Mỹ trong cùng thời gian đó.³⁵ Các quỹ đầu tư và quỹ hưu trí tư nhân tăng trưởng mạnh có thể đem lại khoảng 14 tỷ đô la Mỹ.³⁶ Đồng thời, nếu được MSCI và FTSE Russell nâng cấp thành thị trường mới nổi, nghĩa là dòng vốn ròng 5 tỷ đô la Mỹ sẽ đổ vào thị trường cổ phiếu Việt Nam, do danh mục của thị trường mới nổi toàn cầu được tái phân bổ sang Việt Nam sau khi được nâng cấp. Dòng tiền đổ vào có thể lên đến 25 tỷ đô la Mỹ vào năm 2030 nếu những cải cách mạnh mẽ tiếp tục diễn ra và môi trường đầu tư toàn cầu vẫn lành

³⁴ Giả sử đa dạng hóa dần sang chứng khoán doanh nghiệp ở mức tối đa 25%, trong đó tài sản có thể đầu tư của BHXH sẽ tăng ổn định theo các xu hướng tăng trưởng trước đó, nâng tài sản thuộc phạm vi quản lý lên mức 80 tỷ đô la Mỹ vào năm 2030.

³⁵ Giả sử tái phân bổ một phần năm vốn đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ sang chứng khoán doanh nghiệp.

³⁶ Giả sử lĩnh vực quỹ đầu tư đạt 6% GDP và các quỹ hưu trí tư nhân bao phủ được thêm 1% tổng số lao động.

ạnh.³⁷ Về tổng thể, điều đó có nghĩa là riêng các thị trường vốn sẽ dành được khoảng 87 tỷ đô la Mỹ cho khu vực doanh nghiệp vào cuối thập kỷ.

Các thị trường vốn phát triển lành mạnh cũng đem lại những tác động ngoại ứng tích cực cho cả nền kinh tế, thông qua phân bổ vốn hiệu quả. Việt Nam sẽ có khả năng đạt tăng trưởng kinh tế cao hơn, không chỉ vì nguồn lực trong nước được sử dụng đảm bảo năng suất cao hơn, mà còn vì quốc gia có thể dùng đòn bẩy bằng nguồn vốn rất cần trên thị trường quốc tế để hoàn thành mục tiêu phấn đấu trở thành quốc gia thu nhập cao. Chính vì vậy, mục tiêu chính của Chính phủ và tất cả các bên là tạo nỗ lực đồng bộ để phát triển thị trường vốn.

³⁷ Những cải cách được tiếp tục triển khai, chẳng hạn xử lý các vấn đề về giới hạn sở hữu của nước ngoài, cổ phần hóa hoặc IPO thành công các doanh nghiệp lớn, có thể sẽ nâng trọng số của Việt Nam trong các chỉ số thị trường mới nổi, dẫn đến danh mục của các nhà đầu tư toàn cầu sẽ được tái phân bổ nhiều hơn vào Việt Nam. Hơn nữa, môi trường đầu tư toàn cầu lành mạnh sẽ đảm bảo tài sản thuộc phạm vi quản lý của các nhà đầu tư đầu tư vào các thị trường mới nổi được tăng trưởng ổn định. Chẳng hạn nhóm tài sản mốc chuẩn của các chỉ số cổ phiếu MSCI được đạt tăng trưởng trên 7% mỗi năm trong giai đoạn 2014-2021.



63 Lý Thái Tô, Hà Nội

Tel: (84-24) 3934 6600

Fax: (84-24) 3935 0752

Email: vietnam@worldbank.org

Website: www.worldbank.org.vn