

Tự tin bước vào kỳ nguyên mới

- Xuất nhập khẩu tăng trưởng ấn tượng trong tháng 12, song chỉ số PMI giảm xuống dưới ngưỡng 50 điểm lần đầu tiên trong 3 tháng trở lại đây cho thấy sự suy giảm nhẹ của ngành sản xuất.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 25,800 VND/USD trong Q1/2025 với những rủi ro xoay quanh 'Trump 2.0'.
- Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng GDP ấn tượng khi đạt 7.55% trong Q4, và 7.09% trong năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo GDP năm 2025 sẽ tăng 7.1% svck nhờ đẩy mạnh vốn đầu tư công và hoạt động sản xuất sôi động.

Hoạt động xuất khẩu tích cực, nhiều ngành sản xuất công nghiệp trọng điểm duy trì đà tăng trưởng

Giá trị xuất khẩu trong tháng 12 tăng 12.8% svck, chủ yếu được đóng góp bởi: sản phẩm từ sắt thép (+58.1%), xơ và sợi dệt (+47.5%), và sản phẩm nội thất từ chất liệu khác gỗ (+32.2%), trong khi giá trị nhập khẩu tăng 19.2% svck. Trong 12T2024, xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt tăng 14.3% và 16.7%, đưa thặng dư thương mại lên 24.77 tỷ USD. Tốc độ phát triển sản xuất công nghiệp tiếp tục giữ đà tăng trưởng ổn định với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 8.8% svck. Tuy nhiên, ngành sản xuất tiếp tục suy giảm tháng thứ hai liên tiếp với chỉ số PMI giảm xuống mức 49.8 trong tháng 12 khi các công ty giảm số lượng việc làm và lượng hàng tồn kho do những lo ngại về sự bất ổn của thị trường thế giới trong thời gian tới.

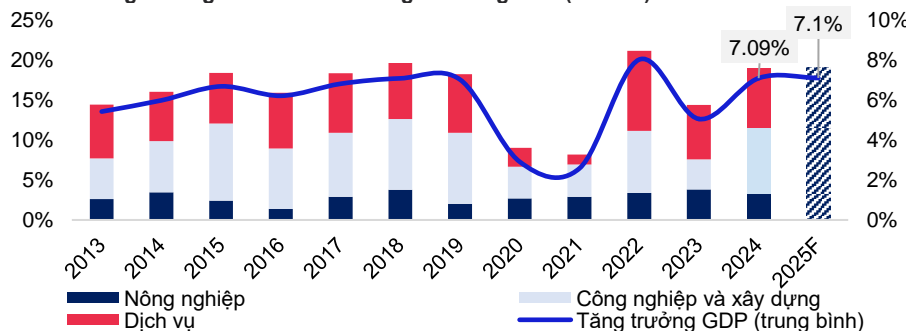
Lạm phát tăng nhẹ vào tháng cuối năm, trung bình cả năm đạt mục tiêu đề ra

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 12/2024 tăng 2.94% svck và bình quân cả năm tăng 3.63% svck, duy trì dưới mức mục tiêu 4.5% của Chính phủ. Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 vẫn sẽ được kiểm soát tốt và tăng 4% svck, được hỗ trợ bởi các yếu tố như: giá dầu toàn cầu được dự báo ở mức thấp do cung-cầu yếu trong năm 2025, áp lực giá lương thực cũng được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng phi basmati sẽ khiến nguồn cung dồi dào hơn. Thêm vào đó, Indonesia – một trong những nước nhập khẩu gạo lớn nhất trên thế giới – gần đây đã thông báo sẽ dừng nhập khẩu gạo trong năm 2025. Theo đó, điều này sẽ khiến nhu cầu gạo trên thế giới giảm và gia tăng áp lực giảm giá lên giá gạo.

Chúng tôi kỳ vọng GDP năm 2025 sẽ tăng 7.1%

Nền kinh tế Việt Nam đã duy trì xu hướng cải thiện qua các quý liên tiếp (Q1: +5.87%; Q2: +6.93%; Q3: +7.4%; Q4: +7.55%). Tăng trưởng GDP cả năm 2024 đạt 7.09%, được thúc đẩy bởi hoạt động sản xuất tích cực và sự phục hồi mạnh mẽ của ngành dịch vụ trong quý cuối năm. Dựa trên kết quả này, Quốc hội đã đặt ra mục tiêu tăng trưởng GDP khoảng 6.5% - 7% trong năm 2025. Theo đó, chúng tôi dự báo nền kinh tế sẽ tăng trưởng 7.1% trong năm 2025 nhờ đẩy mạnh vốn đầu tư công và hoạt động sản xuất sôi động.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng năm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đình Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

Tự tin bước vào kỷ nguyên mới

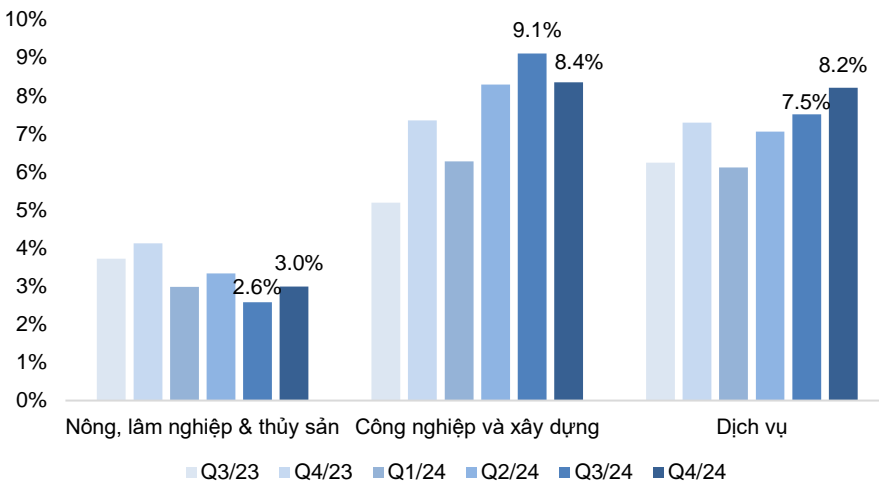
Nền kinh tế duy trì xu hướng cải thiện qua các quý trong năm 2024

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q4/2024 ước tính tăng 7.55% svck, chỉ thấp hơn Q4 các năm 2017, 2018 trong giai đoạn 2011-2024, và duy trì xu hướng cải thiện qua các quý (Q1: +5.98%, Q2: +7.25%, Q3: +7.4%).

Trong Q4, ngành công nghiệp và xây dựng tăng 8.4%, đóng góp 44% vào mức tăng trưởng chung của toàn nền kinh tế. Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng chính của khu vực này với mức tăng 10%. Ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2.99%, đóng góp 4.9%. Tốc độ tăng trưởng của khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản thấp hơn so với cùng kỳ các năm trước do chịu ảnh hưởng nghiêm trọng của cơn bão Yagi đổ bộ trong tháng 9. Trong khi đó, ngành dịch vụ tăng 8.2%, đóng góp 51.1%, với một số ngành cốt lõi có mức tăng trưởng ổn định như: dịch vụ lưu trú và ăn uống (+10.3% svck); vận tải và kho bãi (+10% svck); hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm (+9.3% svck).

Kết quả kinh tế ấn tượng trong năm 2024 đã cho thấy một nền kinh tế kiên cường và tạo tiền đề vững chắc để Việt Nam bước vào một kỷ nguyên mới. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 sẽ đạt 7.1% nhờ đẩy mạnh vốn đầu tư công và hoạt động sản xuất sôi động. Bên cạnh đó, tiêu dùng nội địa được kỳ vọng sẽ hồi phục trong năm 2025 khi được thúc đẩy bởi các chương trình kích thích tiêu dùng, giảm giá như: giảm thuế VAT, hạ lãi suất cho vay và tăng lương cơ bản. Thêm vào đó, mức tăng trưởng cao hơn dự kiến của Mỹ hoặc Trung Quốc có thể giúp thúc đẩy tăng trưởng dựa vào xuất khẩu.

Hình 2: Tăng trưởng GDP các thành phần kinh tế theo quý (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

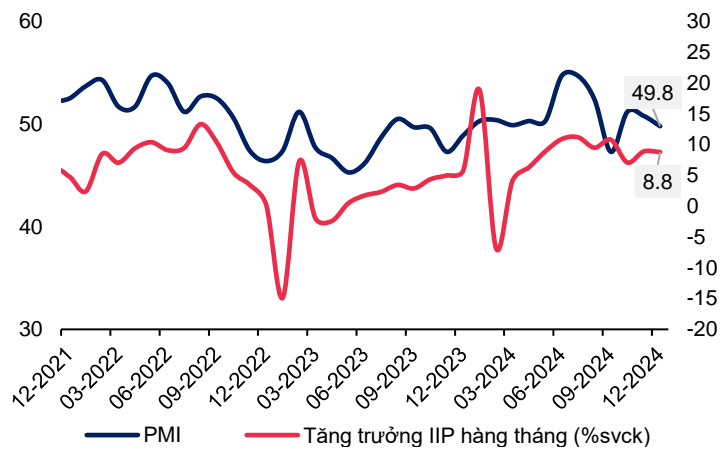
Tăng trưởng sản xuất công nghiệp đạt mức cao nhất kể từ 2020

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 12 tăng 0.8% so với tháng trước và tăng 8.8% svck. Các ngành trọng điểm ghi nhận hoạt động sản xuất tăng trưởng mạnh trong tháng bao gồm: Sản xuất xe có động cơ (+37.8% svck), sản xuất phương tiện vận tải khác (+26.7% svck), hoạt động dịch vụ hỗ trợ khai thác mỏ và quặng (+25.5% svck). Tính chung năm 2024, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 8.4% svck, là mức tăng cao nhất kể từ năm 2020 đến nay. Trong đó, ngành chế

biến chế tạo đạt mức tăng trưởng 9.6%, cao hơn nhiều so với mức 1.6% của năm 2023.

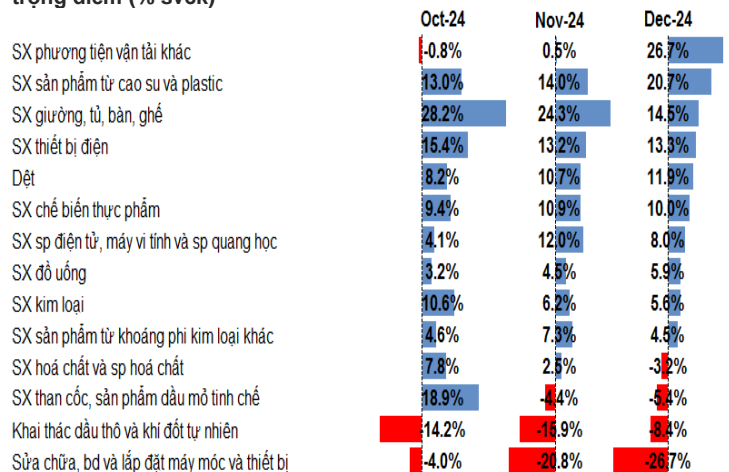
Tháng cuối cùng của năm chứng kiến sự suy giảm nhẹ trong điều kiện kinh doanh chung của ngành sản xuất, khi chỉ số PMI giảm xuống dưới ngưỡng 50 điểm lần đầu tiên trong ba tháng trở lại đây. Cụ thể, chỉ số PMI tháng 12 đạt 49.8 điểm, giảm 1 điểm so với mức 50.8 điểm của tháng 11. Mặc dù cả sản lượng và đơn đặt hàng mới đều tăng trong tháng, nhưng tốc độ tăng trưởng chỉ ở mức khiêm tốn và là mức yếu nhất trong ba tháng gần đây. Do đó, các nhà sản xuất đã cắt giảm việc làm tháng thứ ba liên tiếp, với tốc độ giảm mạnh nhất kể từ tháng 8. Ngoài ra, lo ngại về sự bất ổn và không chắc chắn của thị trường toàn cầu đã làm giảm niềm tin về triển vọng sản lượng trong năm tới. Điều này khiến các doanh nghiệp ngần ngại trong việc tích trữ quá nhiều hàng tồn kho, dẫn đến việc giảm tồn kho hàng mua. Các yếu tố này đã tạo nên một kết thúc năm ảm đạm đối với ngành sản xuất Việt Nam.

Hình 3: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 4: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hoạt động xuất nhập khẩu khởi sắc

Kim ngạch xuất khẩu tháng 12 ước đạt 35.5 tỷ USD, tăng 5.3% so với tháng trước. So với cùng kỳ năm ngoái, kim ngạch xuất khẩu tăng 12.8%, được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có giá trị xuất khẩu tăng cao bao gồm: sản phẩm từ sắt thép (+58.1% svck), xơ và sợi dệt (+47.5% svck), và sản phẩm nội thất từ chất liệu khác gỗ (+32.2% svck).

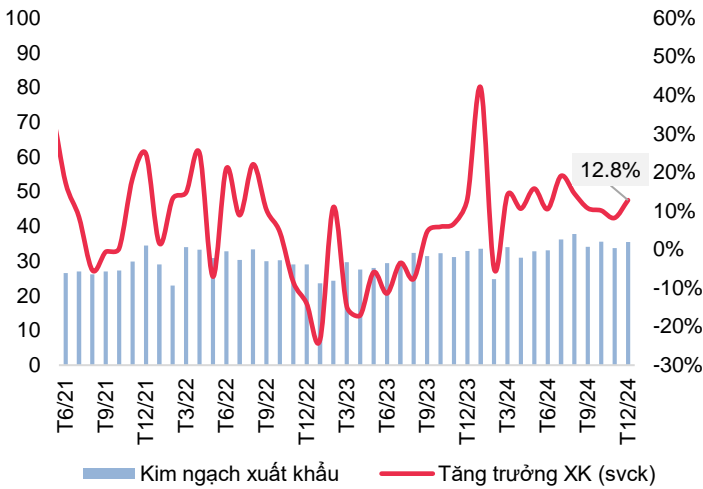
Lũy kế 12T2024, kim ngạch xuất khẩu đạt 405.5 tỷ USD (+14.3% svck). Các mặt hàng xuất khẩu có tăng trưởng âm lớn nhất gồm: Clanhke và xi măng (-14.2% svck); sắn và sản phẩm của sắn (-11.4% svck). Mặc dù vậy, xuất khẩu vẫn có những điểm sáng như: Sản phẩm từ chất dẻo (+29.8% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+26.6% svck); và máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác (+21% svck).

Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 119.6 tỷ USD (+23.3% svck). Trong khi xuất khẩu sang EU tăng 19.3% svck đạt 52.1 tỷ USD; xuất khẩu sang Trung Quốc 60.6 tỷ USD (-1.1% svck).

Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu ước đạt 35 tỷ USD (+19.2% svck, +7.2% so với tháng trước) trong tháng 12, và lũy kế 12 tháng đạt 380.8 tỷ USD (+16.7% svck). Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta với kim ngạch ước đạt 144.3 tỷ USD (+30.4% svck). Trong 12 tháng năm 2024, có 6 mặt hàng nhập khẩu với trị giá trên 10 tỷ USD (chiếm 54% tổng kim ngạch nhập khẩu)

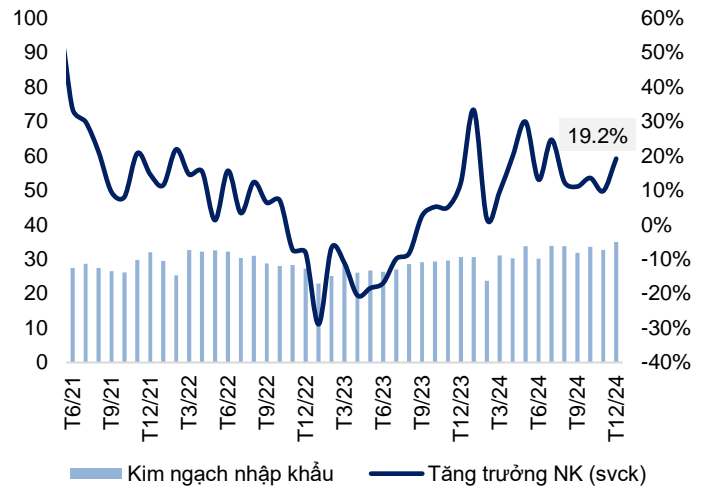
bao gồm: Điện tử, máy tính và linh kiện; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác; vải; sắt thép; chất dẻo; điện thoại và linh kiện.

Hình 5: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



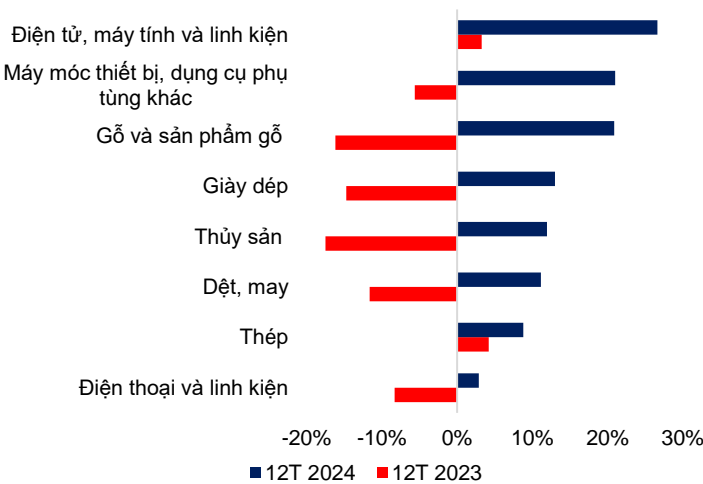
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 6: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



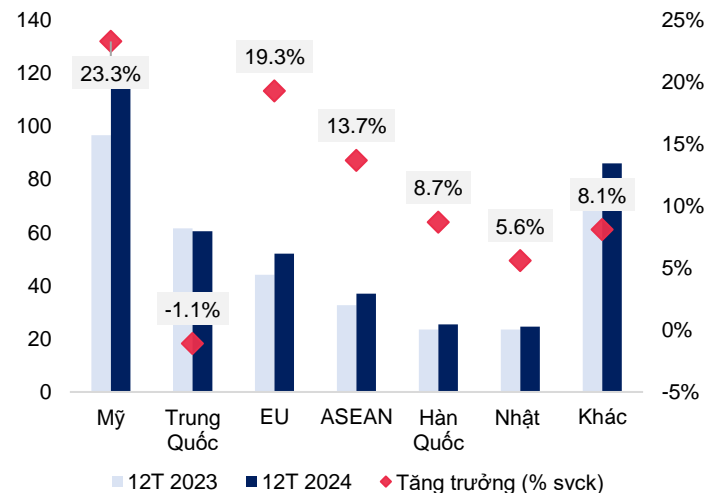
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 7: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 8: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam 12T.2024 (Tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng trưởng 9% - 10% trong năm 2025, thặng dư cán cân thương mại ở mức 27 tỷ USD dựa trên các yếu tố như sau: Thứ nhất, Ngân hàng Thế giới dự báo thương mại toàn cầu về hàng hóa và dịch vụ sẽ tăng 3.4% vào năm 2025, trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng trung ương tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ, qua đó sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng. Thứ hai, các dấu hiệu tích cực của dòng vốn FDI vào Việt Nam được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong các hoạt động thương mại. Đặc biệt, Việt Nam đang tăng cường năng lực xuất khẩu thông qua việc tham gia các hiệp định khu vực như CPTPP và RCEP, cũng như đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như UAE thông qua việc ký kết FTA vào tháng 10/2024. Ngoài ra, Việt Nam cũng đang nỗ lực đa dạng hóa các loại mặt hàng, thị trường xuất khẩu như việc ký kết các nghị định thư với Trung Quốc về xuất khẩu sầu riêng đông lạnh và dưa tươi, đồng thời tận dụng thế mạnh nông nghiệp để khai thác thị trường Halal,...

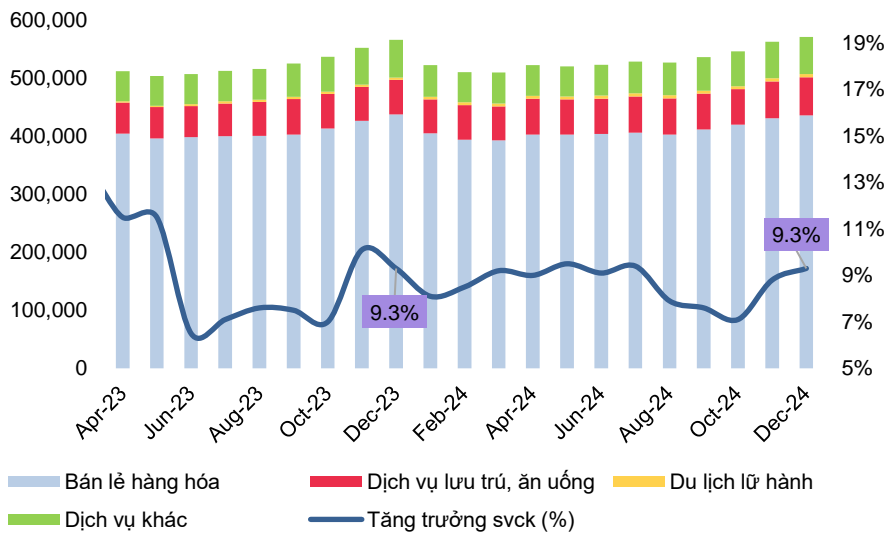
Tuy nhiên, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2025 phải đối mặt với nhiều thách thức như: nhu cầu về linh kiện điện tử yếu trong ngắn hạn, căng thẳng và xung đột địa chính trị có thể làm gián đoạn chuỗi giá trị toàn cầu. Bên cạnh đó,

những thay đổi trong chính sách thương mại của Mỹ trong nhiệm kỳ của ông Trump có thể khiến căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc leo thang sẽ gây ảnh hưởng gián tiếp đến hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong việc xuất khẩu các sản phẩm có nguyên liệu đầu vào nhập từ Trung Quốc sang Mỹ. Thêm vào đó, nền kinh tế Việt Nam có độ mở cao nên chịu tác động lớn từ diễn biến quốc tế, sẽ kéo theo những khó khăn cho những ngành có kim ngạch xuất khẩu lớn như dệt may, gỗ, điện tử.

Tín hiệu tích cực của tiêu dùng nội địa trong tháng cuối năm

Nhiều chương trình như khuyến mãi, hội chợ được đẩy mạnh trong những tháng gần đây đã thành công thúc đẩy tiêu dùng nội địa vào cuối năm. Theo đó, tổng mức bán lẻ hàng hóa trong tháng 12 tăng 1.9% so với tháng trước và tăng 9.3% svck – mức tăng cao nhất kể từ tháng 7 – cho thấy nhu cầu nội địa đã có những tín hiệu tích cực hơn và có thể là bước đệm cho sự phục hồi mạnh hơn trong năm 2025. Tính chung năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính tăng 9% svck, và nếu loại trừ yếu tố giá tăng 5.9% svck. Trong đó, ngành du lịch vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh. Nhờ các chính sách thị thực thông thoáng, hoạt động xúc tiến quảng bá du lịch được đẩy mạnh, và các giải thưởng du lịch danh giá, Việt Nam đã thu hút hơn 17.6 triệu du khách quốc tế trong năm 2024, tăng 39.5% svck và giảm 2.4% so với cùng kỳ năm 2019 - năm chưa xảy ra đại dịch Covid-19.

Hình 9: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Nghìn tỷ đồng)



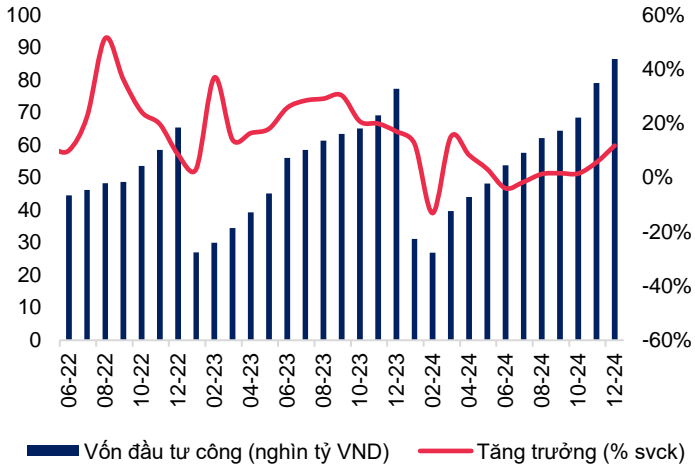
Nguồn: TCTK, MBS Research

Giải ngân vốn đầu tư công bứt tốc mạnh mẽ

Trong tháng 12, vốn đăng ký cấp mới giảm 38.1% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 23.2% svck. Trong 12 tháng năm 2024, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện tại nước ta tăng 9.4% svck lên 25.35 tỷ USD, đánh dấu mức giải ngân cao nhất từ trước đến nay. Trong đó, công nghiệp chế biến và chế tạo thu hút 20.6 tỷ USD (chiếm khoảng 81.4% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 1.84 tỷ USD (chiếm khoảng 7.2%), và khoảng 1.07 tỷ USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 4.2%). Đáng chú ý trong tháng 12, tỉnh Nghệ An đã cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư cho dự án nhà máy dệt may Mega Textile Vietnam tại KNC Thọ Lộc, với tổng vốn đầu tư 590 triệu USD.

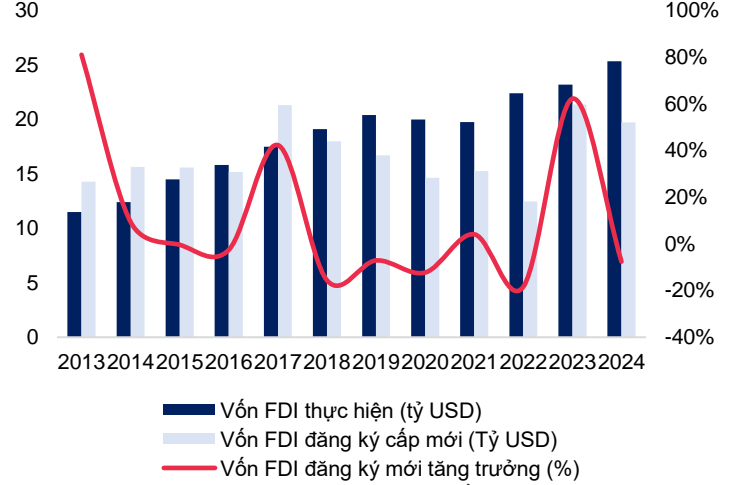
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 12 ước đạt 86.4 nghìn tỷ đồng, tăng 11.8% svck. Tính chung năm 2024, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 661.3 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 84.6% kế hoạch năm và tăng 3.3% svck.

Hình 10: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 11: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: TCTK, MBS Research

Lạm phát tăng nhẹ trong tháng cuối năm, trung bình cả năm đạt mục tiêu đề ra

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong tháng 12 tăng 0.29% so với tháng trước và tăng 2.94% svck. Mức tăng của lạm phát được thúc đẩy chủ yếu bởi giá điện tăng 7.5% svck sau khi EVN điều chỉnh tăng giá điện vào đầu tháng 10. Tuy vậy, áp lực lạm phát phần nào được giảm bớt nhờ giá xăng dầu trong nước giảm trên mức nền cao của năm ngoái. Trung bình năm 2024, CPI tăng 3.63% svck, trong khi lạm phát cơ bản tăng 2.7%. Nhìn chung, lạm phát đã được kiểm soát tốt với CPI bình quân ở dưới mức mục tiêu của Chính phủ là 4.5%.

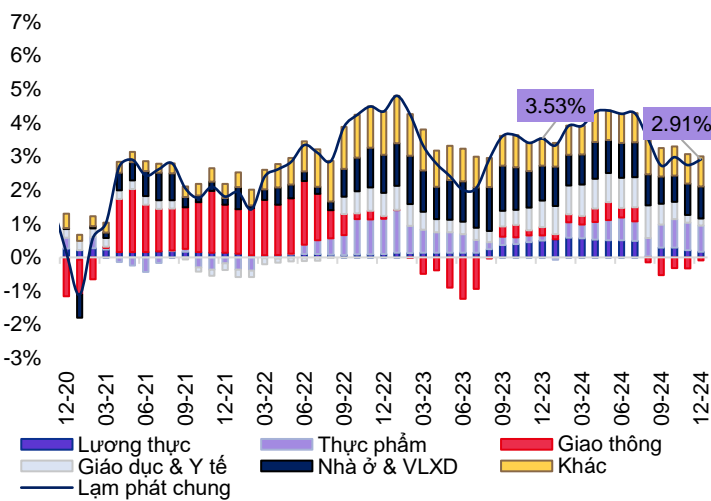
Trong tháng 12, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống (+3.9% svck) đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của chỉ số CPI, chủ yếu do nhóm lương thực tăng 4.6% svck. Nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 5.2% svck. Bên cạnh đó, nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 6.9% svck do việc điều chỉnh giá dịch vụ y tế cũng góp phần vào đà tăng của CPI. Ở chiều ngược lại, việc giá dầu giảm 6.4% svck trên mức nền cao của năm ngoái - khi xung đột địa chính trị tại Trung Đông leo thang - đã giúp chỉ số nhóm giao thông tháng này giảm 0.9% svck.

CPI bình quân 12 tháng tăng dưới tác động của chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng (+5.2% svck) do giá nguyên liệu đầu vào, chi phí thuê nhà tăng cao cùng với giá điện sinh hoạt tăng 7.7% svck do EVN điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân kể từ cuối năm ngoái. Thêm vào đó, chỉ số nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống cũng tăng 4% svck, chủ yếu do nhóm lương thực tăng mạnh 12.2% svck, qua đó đóng góp đáng kể vào mức tăng của lạm phát. Ngược lại, chỉ số giá của nhóm bưu chính và viễn thông giảm 1% svck do giá của các loại điện thoại thể hệ cũ giảm, là yếu tố giúp hạn chế tốc độ tăng của CPI bình quân.

Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 tăng 4% svck, với áp lực tăng giá của giá dầu và giá lương thực dự kiến sẽ hạ nhiệt. Mặc dù OPEC+ đã quyết định duy trì cắt giảm sản lượng đến hết tháng 12, đà giảm của giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục được duy trì do nhu cầu tiêu thụ đang hồi phục khá chậm, đặc biệt ở thị trường Trung Quốc. Thêm vào đó, nguồn cung dầu dự kiến sẽ tăng dưới thời của Tổng

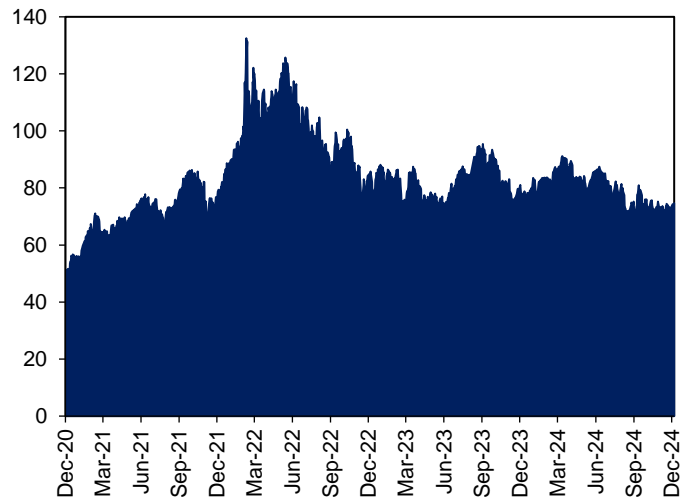
thống Trump cũng là yếu tố khiến gia tăng áp lực giảm giá lên giá dầu. Do đó, chúng tôi dự báo giá dầu thô Brent trung bình trong năm 2025 sẽ dao động quanh mức 70 USD/thùng, thấp hơn mức 77 – 82 USD/thùng của năm 2024. Bên cạnh đó, áp lực giá lương thực cũng được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong bối cảnh Ấn Độ đã dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng phi basmati sẽ giúp nguồn cung trở nên dồi dào hơn. Thêm vào đó, Indonesia – một trong những nước nhập khẩu gạo lớn nhất trên thế giới – gần đây đã thông báo sẽ dừng nhập khẩu gạo trong năm 2025. Theo đó, điều này sẽ khiến nhu cầu gạo trên thế giới giảm và tác động tiêu cực lên giá gạo. Tuy vậy, áp lực lạm phát vẫn hiện hữu khi xung đột địa chính trị lan rộng, quy mô và tốc độ thay đổi chính sách dưới thời Tổng thống Trump có thể gây ra những gián đoạn trong chuỗi cung ứng và đẩy giá cả hàng hóa tăng cao, theo đó, sẽ gia tăng áp lực lên lạm phát.

Hình 12: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



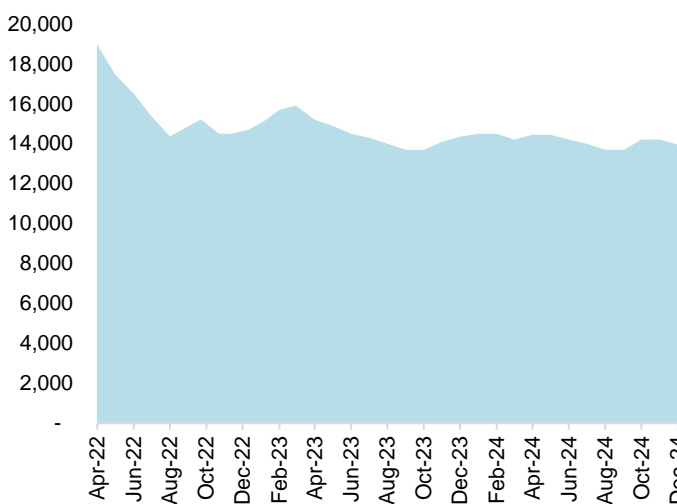
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 13: Giá dầu Brent (USD/thùng)



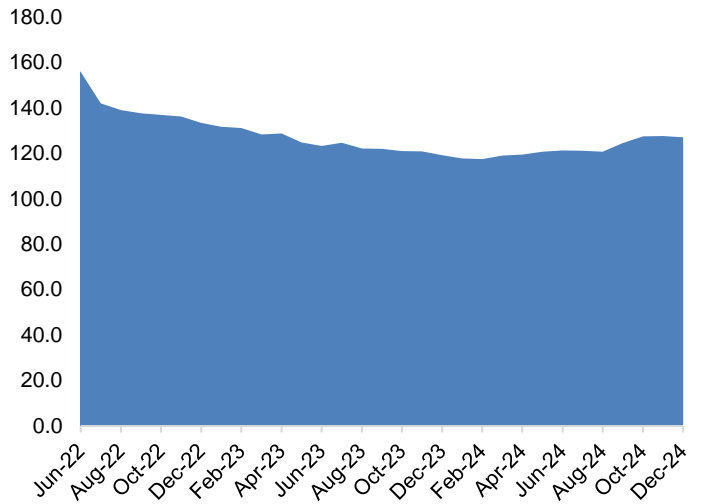
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 14: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 15: Chỉ số giá thực phẩm FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào sẽ duy trì ở mức 5% - 5.2% trong năm 2025

Lãi suất qua đêm liên NH ghi nhận ở mức 3.6% vào cuối năm 2024

Trong bối cảnh áp lực tỷ giá gia tăng, NHNN đã thực hiện nhiều biện pháp can thiệp trên thị trường tiền tệ một cách linh động nhằm điều tiết thanh khoản hệ thống. Trong tháng 12, NHNN đã phát hành gần 123.7 nghìn tỷ đồng tín phiếu,

với lãi suất 3.9% - 4%, kỳ hạn 7, 14 và 28 ngày. Cùng với đó, NHNN cũng bơm khoảng 172 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, với mức lãi suất 4% và kỳ hạn 7-14 ngày. Tháng này NHNN đã giảm lượng thanh khoản hỗ trợ hệ thống với quy mô bơm ròng trong tháng 12 trị giá khoảng 12.8 nghìn tỷ đồng - giảm gần 7 lần so với tháng trước nhằm giữ mặt bằng lãi suất liên ngân hàng ở mức cao vừa phải, qua đó giúp giảm áp lực lên tỷ giá.

Lãi suất thị trường liên ngân hàng đã trải qua nhiều biến động trong tháng này. Khởi đầu tháng ở mức 4%, lãi suất qua đêm đã giảm mạnh về mức thấp nhất trong 7 tháng trở lại đây tại 2.4% vào ngày 19/12 nhờ lượng vốn hỗ trợ thanh khoản từ NHNN. Tuy nhiên, lãi suất liên NH đã nhanh chóng tăng trở lại lên mức 4% vào ngày 27/12 sau khi NHNN bán ra lượng lớn USD ra thị trường khiến thanh khoản hệ thống sụt giảm. Đến cuối tháng 12, lãi suất qua đêm ở mức 3.6%, trong khi lãi suất các kỳ hạn từ 1 tuần đến 1 tháng dao động trong khoảng 4.4% - 4.7%.

Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM đạt mức 5.1% vào cuối năm

Sau khi chạm đáy vào tháng 3, lãi suất tiền gửi đã có xu hướng tăng trở lại kể từ tháng 4 do mức lãi suất thấp trước đó đã khiến người dân dần rút tiền gửi khỏi hệ thống ngân hàng. Xu hướng tăng trở nên rõ rệt hơn kể từ tháng 6, khi tăng trưởng tín dụng tăng vọt từ mức 3.4% của tháng 5 lên mức 6.1% vào cuối tháng 6. Việc tăng trưởng tín dụng tăng nhanh gấp 2-3 lần so với tốc độ tăng của huy động vốn đã thúc đẩy các ngân hàng tăng lãi suất huy động, thậm chí lãi suất ở một vài ngân hàng đã vượt mốc 6%/năm.

Sau khoảng 2 tháng chững lại, lãi suất huy động đã bắt đầu tăng trở lại kể từ tháng 11 nhằm đảm bảo thanh khoản phục vụ cho nhu cầu tín dụng thường có xu hướng tăng về những tháng cuối năm. Theo đó, lãi suất đầu vào tiếp tục duy trì xu hướng tăng trong tháng 12 với 12 ngân hàng tăng lãi suất tiết kiệm với mức tăng từ 0.1% - 0.3%/năm. Xu hướng tăng này được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng tín dụng ấn tượng. Theo số liệu từ NHNN, tăng trưởng tín dụng tính đến cuối tháng 12 đã tăng 15.08% so với cuối năm 2023 – vượt mục tiêu NHNN đặt ra là 15%. Bên cạnh đó, nợ xấu nội bảng của toàn hệ thống đến cuối tháng 9 năm nay đã tăng 4.55% so với cuối năm 2023, gần bằng mức cuối năm 2023 và tăng gấp đôi so với mức 2% của năm 2022. Do đó, điều này là một yếu tố góp phần thúc đẩy các NH tiếp tục điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi nhằm thu hút vốn mới, qua đó giúp đảm bảo thanh khoản. Theo số liệu cập nhật đến cuối tháng 12, lãi suất 12 tháng trung bình của nhóm NHTM đạt mức 5.1% (cao hơn 20 điểm cơ bản so với đầu năm). Trong khi đó, lãi suất của các ngân hàng thương mại nhà nước vẫn giữ nguyên ở mức 4.7%, thấp hơn 26 điểm cơ bản so với đầu năm.

Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào duy trì ở mức 5% - 5.2% trong năm 2025

Dự địa cho chính sách tiền tệ của Việt Nam sẽ bị hạn chế hơn so với dự kiến dưới áp lực của đồng USD mạnh lên và rủi ro về việc Mỹ tiếp tục thực hiện các cuộc điều tra về thao túng tiền tệ. Trong kịch bản đó, NHNN có thể sẽ cần áp dụng một lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn để kiểm soát sự ổn định của tỷ giá, đồng nghĩa với việc dự địa cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ có thể bị hạn chế. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng sẽ có bất kỳ đợt cắt giảm lãi suất chính sách nào trong năm 2025. Cùng với đó, sự phục hồi của hoạt động sản xuất và việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025 được kỳ vọng

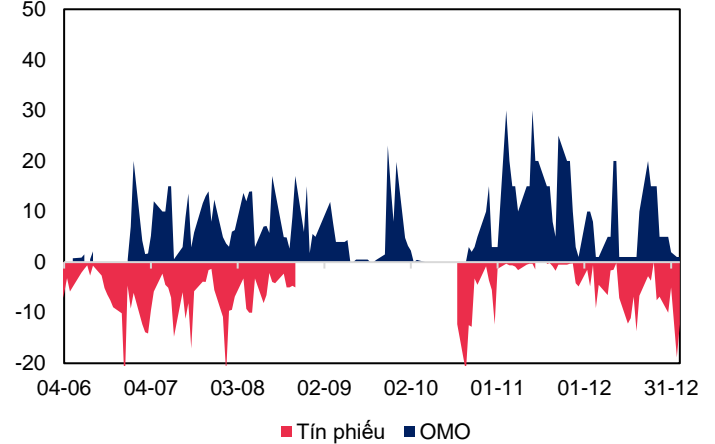
sẽ là yếu tố quan trọng giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, qua đó sẽ gia tăng áp lực lên lãi suất đầu vào. Tuy vậy, NHNN đã đưa ra chỉ đạo về việc ổn định lãi suất huy động và tiếp tục phân đấu giảm lãi suất cho vay. Dựa vào các yếu tố trên, chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM lớn sẽ dao động quanh mức 5% - 5.2% trong năm 2025.

Hình 16: Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (%ytd)



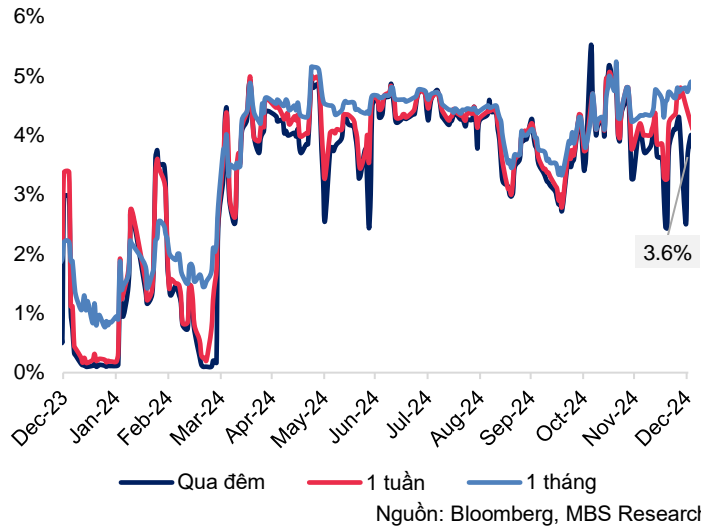
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 17: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



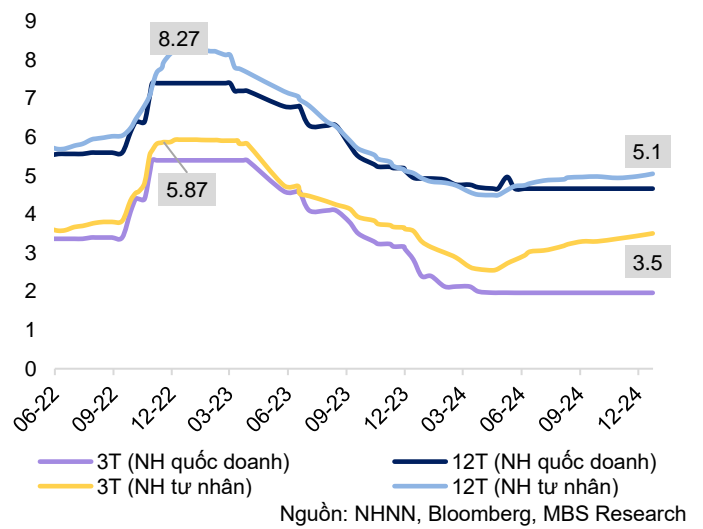
Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 18: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (Đơn vị: %)



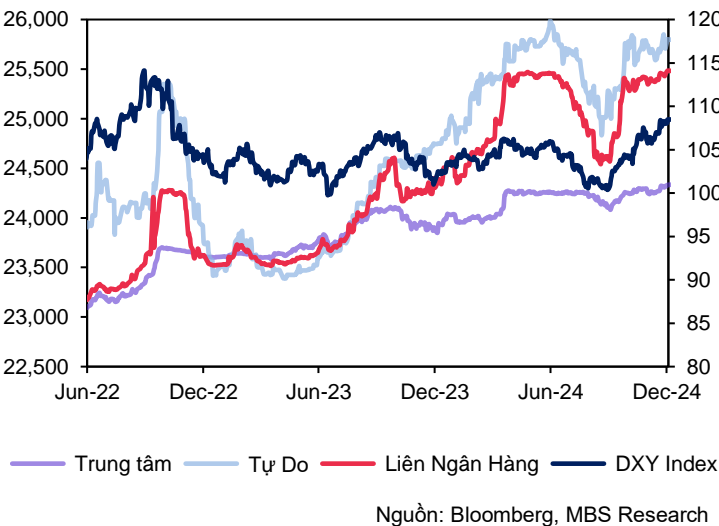
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 19: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%/năm)



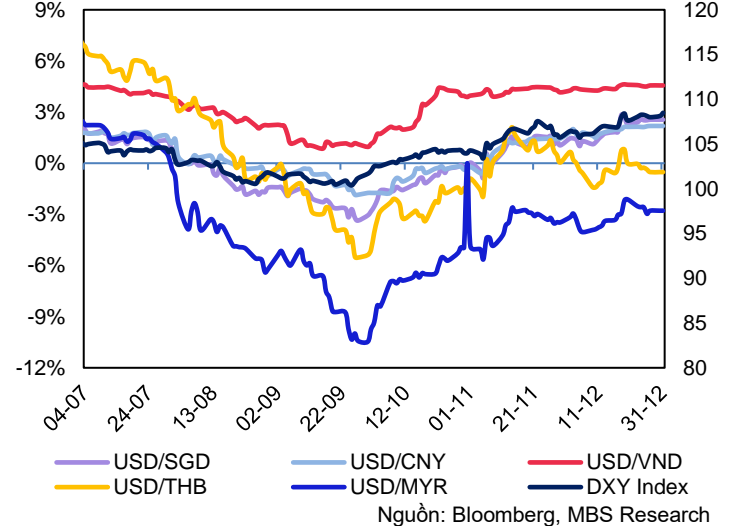
Nguồn: NHNN, Bloomberg, MBS Research

Hình 20: Tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 21: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2024



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tỷ giá USD/VND đạt mức cao nhất lịch sử

Sự thận trọng trong tốc độ cắt giảm lãi suất của Fed khiến DXY tăng vọt

Chỉ số DXY duy trì đà tăng đều đặn trong suốt tháng 12, và đạt mức cao trong hai năm tại 108.4 vào ngày 19/12 sau khi Fed quyết định giảm lãi suất thêm 25 điểm cơ bản. Tuy nhiên, động thái này đi kèm với thông điệp thận trọng liên quan đến chính quyền Trump sắp tới. Do đó, các quan chức Fed dự kiến sẽ chỉ có hai lần giảm lãi suất trong năm 2025, trong bối cảnh nền kinh tế vẫn đang tăng trưởng vững chắc và lạm phát vẫn chưa đạt mức mục tiêu với CPI tháng 11 ở mức 2.7%. Trong khi đó, nền kinh tế Mỹ tiếp tục cho thấy khả năng phục hồi, với GDP Q3 tăng 3.1% nhờ chi tiêu tiêu dùng mạnh mẽ. Chỉ số DXY đã giữ đà tăng đều đặn trong ba tháng vừa qua, được hỗ trợ bởi kỳ vọng rằng các chính sách của Tổng thống Donald Trump về việc nới lỏng tài khóa, tăng thuế quan và siết chặt nhập cư sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng đồng thời cũng sẽ thúc đẩy lạm phát. Trong bối cảnh này, lợi suất trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 10 năm đã tăng lên mức cao nhất trong hơn 7 tháng tại 4.6% vào cuối tháng 12. Điều này cũng đã góp phần giúp hỗ trợ Đồng bạc xanh tăng 2.6% trong tháng, lên mức 108.5 vào cuối tháng 12.

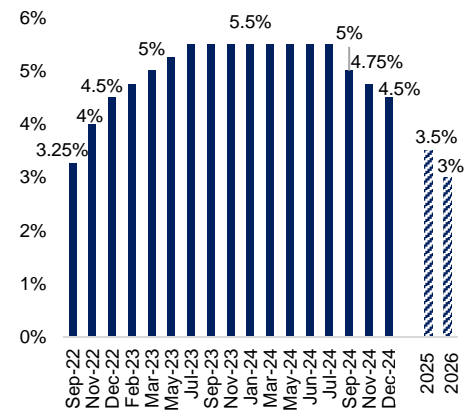
Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 25,800 VND/USD trong Q1/2025

Tỷ giá hối đoái đã trở thành tâm điểm kể từ tháng 3. Áp lực tỷ giá có lúc chạm đến đỉnh điểm vào tháng 5 khi chạm mức 25,470 VND/USD, đánh dấu mức mất giá khoảng 4.6% tính từ đầu năm nay, khi đối mặt với sức ép từ việc Fed duy trì lãi suất ở mức cao nhất trong vòng 23 năm, nhu cầu về USD tăng vọt nhằm phục vụ cho việc nhập khẩu nguyên liệu và tích trữ đầu cơ. Sau khi vật lộn với áp lực mất giá, VND đã dần phục hồi đáng kể từ giữa tháng 9, sau đợt cắt giảm lãi suất mạnh tay với mức 50 điểm cơ bản của Fed – đánh dấu lần giảm đầu tiên trong 4 năm. Tuy vậy, điều nay diễn ra không lâu khi tỷ giá lại một lần nữa tăng nóng trở lại trong Q4 khi các doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu nhằm gia tăng sản xuất cho mùa cuối năm. Bên cạnh đó, nhu cầu mua USD của KBNN cũng tăng cao trong giai đoạn này do phải chi trả các nghĩa vụ nợ.

Cho đến tháng 12, áp lực tỷ giá vẫn căng thẳng do sự phục hồi mạnh mẽ của đồng USD, và đã đẩy tỷ giá liên ngân hàng tăng lên mức cao nhất lịch sử tại 25,485 VND/USD vào cuối tháng 12. Tính từ đầu năm 2024, đồng VND đã mất giá hơn 4.6% so với đồng USD. Tỷ giá thị trường tự do cũng đã tăng lên mức 25,800 VND/USD, trong khi tỷ giá trung tâm đạt mức cao nhất kể từ khi cơ chế tỷ giá trung tâm được áp dụng vào năm 2016 tại 24,335 VND/USD, tăng lần lượt 4.3% và 2% so với đầu năm 2024. Trong bối cảnh này, NHNN đã phải cung ứng ra thị trường lượng lớn ngoại tệ và linh hoạt điều tiết thanh khoản hệ thống ngân hàng nhằm giảm áp lực lên tỷ giá.

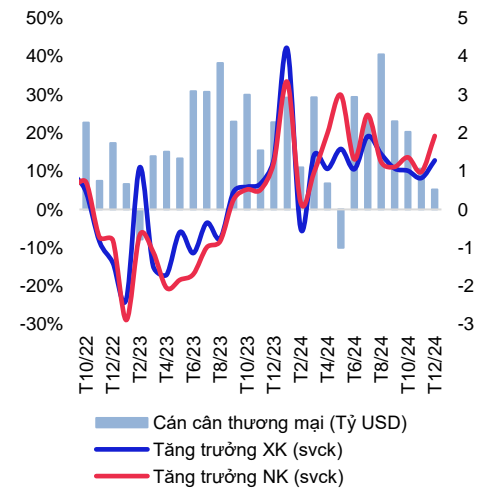
Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 25,800 VND/USD trong Q1/2025 khi các kế hoạch nới lỏng tài khóa của chính quyền mới, kết hợp với các chính sách nhập cư chặt chẽ hơn, cùng với lãi suất cao của Mỹ so với các nước khác và chủ nghĩa bảo hộ tương đối cao của Mỹ, dự kiến sẽ hỗ trợ cho việc gia tăng giá trị của đồng USD trong năm 2025. Tuy nhiên, vẫn có những yếu tố tích cực hỗ trợ cho đồng VND như: Thặng dư thương mại tích cực (~24.77 tỷ USD trong năm 2024), dòng vốn FDI (25.35 tỷ USD, +9.4% svck) và du lịch phục hồi mạnh mẽ (+39.5% svck trong năm 2024). Sự ổn định của môi trường vĩ mô nhiều khả năng sẽ được duy trì và cải thiện hơn nữa sẽ là cơ sở để ổn định tỷ giá trong năm 2025.

Fed đã cắt giảm lãi suất 3 lần trong năm 2024, đưa lãi suất về mức 4.5% vào cuối năm



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tăng trưởng xuất nhập khẩu và thặng dư thương mại hàng tháng



Nguồn: GSO, MBS Research

Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 2024 - 2025

Các chỉ tiêu kinh tế	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
1. GDP, dân số và thu nhập							
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	310.1	334.3	346.6	366.1	430	476.3	503-520
Tăng trưởng GDP (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	7.09	7.1
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	14.3	9.0 – 10.0
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	7	3.6	26.5	8.4	-8.9	16.7	10.0
GDP/đầu người (USD)	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,700	4,900
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)							
Nợ chính phủ	49.2	51.5	39.1	34.7	34	34	35
Nợ công	55.9	43.1	38	39.5	37	37	37
Nợ nước ngoài	47.1	47.9	38.4	36.8	37.2	33	34
3. Các chỉ số tài chính							
Tỷ giá USD/VND	23,228	23,115	23,145	23,612	24,353	25,058	25,500-25,800
Lạm phát (%)	2.8	3.2	1.8	3.15	3.25	3.63	4.0
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.7	18.2	13.9	12.1	13.5	15.1	15.0
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	7.2	6.8	5.8	8.5	5	5.1	5.0-5.2
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4	11.2	28	31.0	27.0
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	263	281	336	371	355.5	405.5	445
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	253	262	332	360	327.5	380.8	418
Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	78	94	109	86	95	80	94

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

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

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly