

Macro Outlook's 2025

Timing is Everything



Lời Nói Đầu

Nguyễn Minh Hạnh, Head of Research

Nhìn lại, năm 2024 là năm mà "bóng ma" lạm phát đã được đưa trở lại trong tầm kiểm soát. Hiện tại, trọng tâm là việc các ngân hàng trung ương sẽ giảm lãi suất nhanh như thế nào để trở về mức trung lập và liệu họ có cần phải tiến xa hơn, cắt giảm lãi suất xuống mức hỗ trợ để thúc đẩy nền kinh tế hay không.

Ở những nơi khác trên thế giới, Nhật Bản đã thành công trong việc nâng lãi suất khỏi mức thấp kỷ lục sau nhiều thập kỷ duy trì chính sách siêu nới lỏng, và các nhà chức trách Trung Quốc vừa đưa ra một gói kích thích mạnh mẽ để hỗ trợ nền kinh tế, vốn đang có nguy cơ không đạt được mục tiêu tăng trưởng.

Các thị trường tài chính trong năm qua đã biến động theo diễn biến kinh tế vĩ mô. Điều đáng chú ý về định giá thị trường hiện tại là mức độ tự tin vào khả năng "hạ cánh mềm" của nền kinh tế toàn cầu và giá cổ phiếu đang ở mức cao.

Nếu kịch bản cơ sở của thị trường chuyển từ "hạ cánh mềm" sang "hạ cánh cứng," thì có thể xảy ra một sự điều chỉnh nghiêm trọng.

Chúng tôi không nghi ngờ rằng năm 2025 sẽ mang đến những thách thức mới. Các thị trường không bao giờ đứng yên quá lâu. Luôn có những thông tin mới cần được xử lý. Nhiệm vụ của chúng tôi với tư cách là nhà đầu tư, nhà phân tích, hay nhà tư vấn đầu tư luôn và sẽ luôn là lọc thông tin thực sự khỏi nhiễu loạn, hiểu rõ hơn về thế giới xung quanh, xây dựng niềm tin vào những gì sẽ xảy ra tiếp theo, và quan trọng nhất, đưa ra các vị thế đầu tư đủ lớn để tận dụng lợi ích từ kết quả đó.

Tôi tin rằng đội ngũ của mình đã đạt được những bước tiến lớn trong việc xây dựng một văn hóa đầu tư hàng đầu, có khả năng liên tục mang lại lợi nhuận ổn định cho bạn, các khách hàng của chúng tôi. Tôi mong bạn sẽ cùng đồng hành với chúng tôi trong bước tiếp theo của hành trình 2025 này.



Nguyễn Minh Hạnh

MỤC LỤC

Góc nhìn Quốc Tế:
Hoa Kỳ - Trung Quốc
- Châu Âu - Nhật Bản

p.4

Phi Dollar hóa liệu
có dễ dàng?

p.19

Tác Động của
Trump 2.0

p.22

Tháp dân số Việt
Nam

p.25

Việt Nam trong
cuộc chơi công
nghệ số toàn cầu

P.28

Việt Nam năm Ất Tỵ:
Rắn thay da

P.32

Chiến lược
phân bổ tài sản

P.43

Các yếu tố cơ bản về kinh tế, bao gồm cả chính sách tiền tệ & tài khóa đóng vai trò chủ đạo chi phối triển vọng về thị trường tài chính. Các diễn biến địa chính trị chỉ ảnh hưởng lên tài chính hành vi.

Hà Nội, tháng 01/2025

Góc nhìn Quốc Tế:

Hoa Kỳ - Trung Quốc - Châu Âu - Nhật Bản



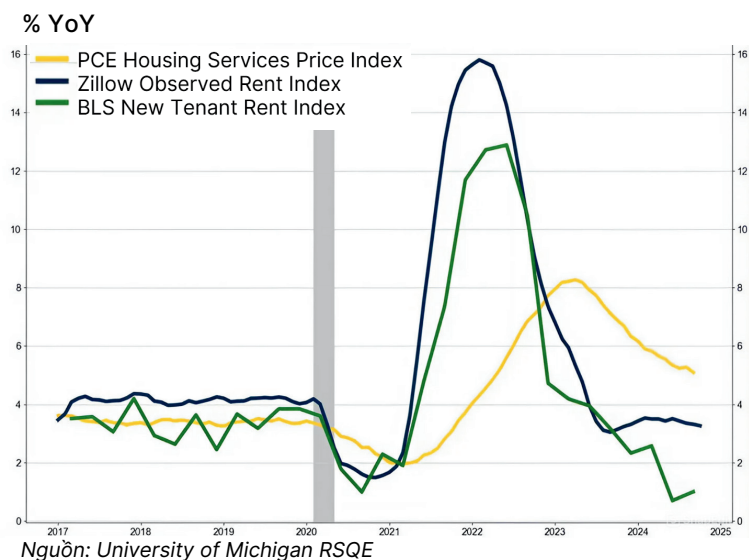
GÓC NHÌN QUỐC TẾ HOA KỲ

Theo truyền thống và theo những con số thống kê, tính từ lần bắt đầu tăng lãi suất tại tháng 3/22, sẽ mất tầm 12-18 tháng để nền kinh tế bị chậm lại bởi Chính Sách Tiền Tệ thắt chặt hơn. Tuy nhiên kết thúc năm 2024 là câu trả lời về trạng thái Không Hạ Cánh thay vì những suy đoán của giới phân tích về Hạ Cánh Cứng hay Hạ Cánh Mềm, tình trạng Không Hạ Cánh ở đây là khi nền Kinh Tế vẫn tăng trưởng tốt với tăng trưởng GDP quý 1,2,3 lần lượt là +1.6%, +3%, +3.1%. Tỷ Lệ Thất Nghiệp duy trì trong biên +3.7% đến +4.2 % nhưng Lạm Phát PCE vẫn chưa hoàn toàn ổn định quanh mục tiêu +2% với cấu phần về **chi phí nhà ở** trong rổ Lạm Phát **vẫn rất “bám dính”** (Hình 1).

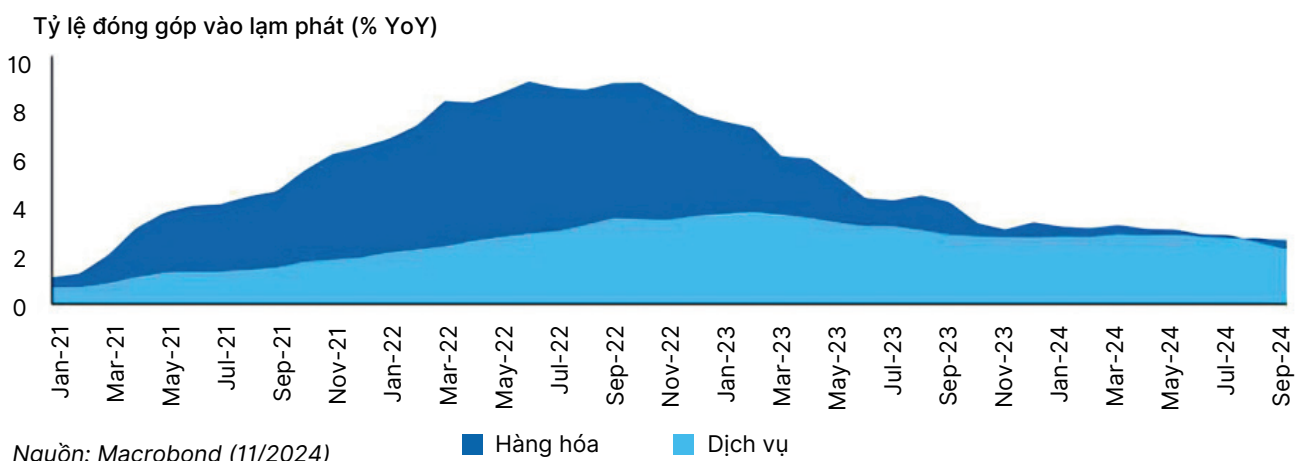
Điều này lí giải bởi sự hỗ trợ về nguồn cung khi năng suất lao động Mỹ gia tăng ấn tượng những năm hậu đại dịch với **sự phát triển của AI**, cùng với đó là những chính sách cởi mở về **nhập cư** của chính quyền Biden giúp thúc đẩy tăng trưởng lực lượng lao động (Từ Q2/22 đến Q2/24 năng suất tăng +4% và nguồn cung lao động +1,8%) và quan trọng nhất là **lượng tiền dư** vẫn rất dồi dào, tạo điều kiện cho thanh khoản hệ thống nền Kinh Tế không bị “khan” và quá thiếu hụt.

Một ưu điểm với cơ chế Lãi suất cố định tính từ thời hạn vay của Mỹ đó là những người mua nhà đã khóa mức lãi suất thế chấp thấp kỳ hạn dài, vì vậy việc FED bắt đầu tăng lãi tháng 3/22 không gây ảnh hưởng tới Chi Phí Vốn (Cost of Fund) của hộ gia đình. Đúng là tại thời điểm này nếu nộp đơn xin thế chấp, anh sẽ phải trả ~7%, nhưng với những hộ gia đình cũng như doanh nghiệp đã chủ động khóa lãi suất thời kỳ đại dịch, cộng thêm việc Chi Phí Vốn của họ chỉ ~3,9% cũng là một tác nhân giúp cho chi tiêu hộ gia đình, đi du lịch, ăn nhà hàng khách sạn, xem phim... vẫn được duy trì tốt.

Hình 1: Ảnh hưởng của giá nhà lên lạm phát



Hình 2: Lạm phát giảm chủ yếu ở hàng hóa

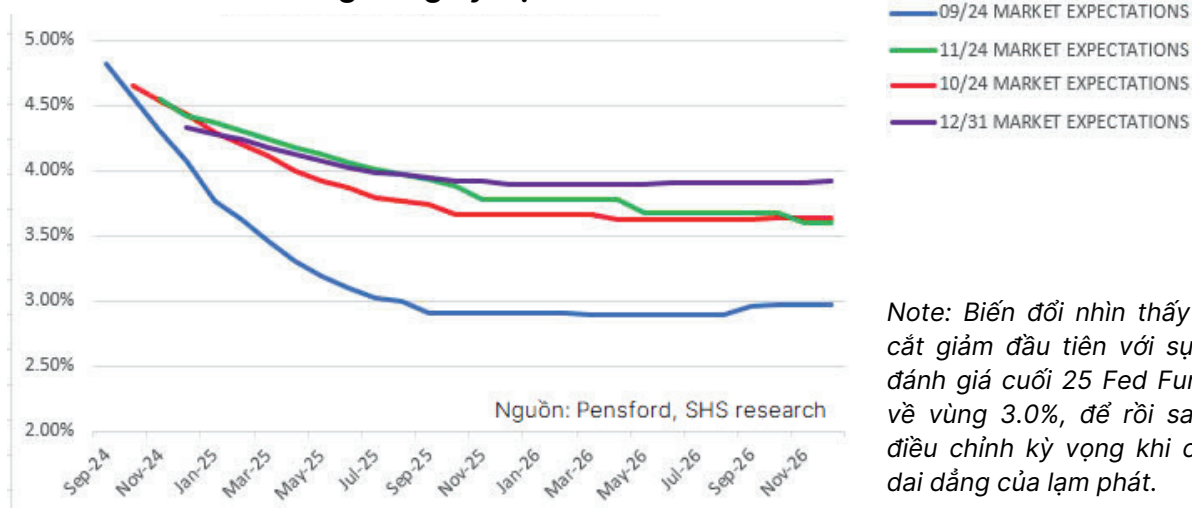


GÓC NHÌN QUỐC TẾ HOA KỲ

FED đã chủ động giảm quy mô bảng cân đối của mình từ tháng 5/22, song hành với đó là dự trữ tại các ngân hàng cũng giảm so với đỉnh điểm 2022, nhưng vẫn đủ dồi dào để duy trì hỗ trợ tín dụng. Điểm nhấn là đầu tháng 5/24 khi họ công bố sẽ làm chậm tốc độ Thắt Chặt Định Lượng (QT) từ trần 95 tỷ USD/tháng xuống 60 tỷ USD/tháng. Chủ tịch FED Dallas Logan và Thống Đốc Waller đều nhiều lần nhấn mạnh **muốn thấy** số dư **RRP O/N về 0** trước khi kết thúc QT, lượng QT chốt năm 2024 là 280 tỷ USD, dự kiến với tốc độ này sẽ kết thúc về 0 vào tầm Quý 2/25.

Năm qua giới tài chính chứng kiến **sự biến đổi đường cong kỳ hạn lãi suất SOFR (Hình 3)** khi trong tháng 9 - tháng cắt lãi suất đầu tiên của FED, thị trường định giá tích cực cuối 2025 giao dịch với lãi suất 2.97%, để rồi tại cuộc họp tháng 11, khi mà PCE Mỹ vẫn rất dai dẳng, thị trường đã định giá lại với 3.60% trước khi chốt năm 2024 bằng kỳ vọng cao hơn 3.92%. Sự điều chỉnh kỳ vọng này khá hợp lý, tương ứng số lần cắt giảm 2025 chỉ còn 2 lần và sẽ chấm dứt trong bán niên đầu tiên.

Hình 3: Biến đổi đường cong kỳ hạn SOFR



Note: Biến đổi nhìn thấy rất rõ tại lần cắt giảm đầu tiên với sự lạc quan khi đánh giá cuối 25 Fed Fund Rate sẽ hạ về vùng 3.0%, để rồi sau đó đã phải điều chỉnh kỳ vọng khi chứng kiến sự dai dẳng của lạm phát.

Việc Tổng Thống Trump tái đắc cử cùng sự can quét của làn sóng đỏ tại lưỡng viện (Tuy rằng chiến thắng tại Hạ Viện vẫn rất mong manh cho Đảng Cộng Hòa) giúp chúng ta “dễ suy đoán những điều khó đoán” hơn một chút, qua các chương trình nghị sự chính trị của ông Trump với sự thiết lập nhiệm kỳ 2 của mình qua 3 trục chính sách: Thương Mại + Tài Chính + Nhập Cư tô điểm bằng chủ nghĩa dân tộc kinh tế cùng một nước Mỹ “hướng nội” hơn khi tập trung quay vào trong xử lý những vấn đề của mình.

1, Thương Mại:

Sẵn sàng đánh Thuế Quan Trung Quốc lên tới **60%**, còn thuế quan của Hoa Kỳ đối với Canada & Mexico phức tạp hơn (Do hiệp định USMCA) và được sử dụng như 1 chiến thuật để đàm phán hạn chế nhập cư và hầu hết các quốc gia đều áp mức thuế cao hơn cho Mỹ đối với hàng hóa mà Mỹ xuất khẩu sang họ—trung bình khoảng 6,5%—so với khoảng 3%, như vậy câu hỏi Mỹ sẽ tăng lên 6,5% hay các đối tác thương mại phải hạ xuống 3% cũng khá thú vị nếu vấn đề thuế quan qua lại được thực thi.

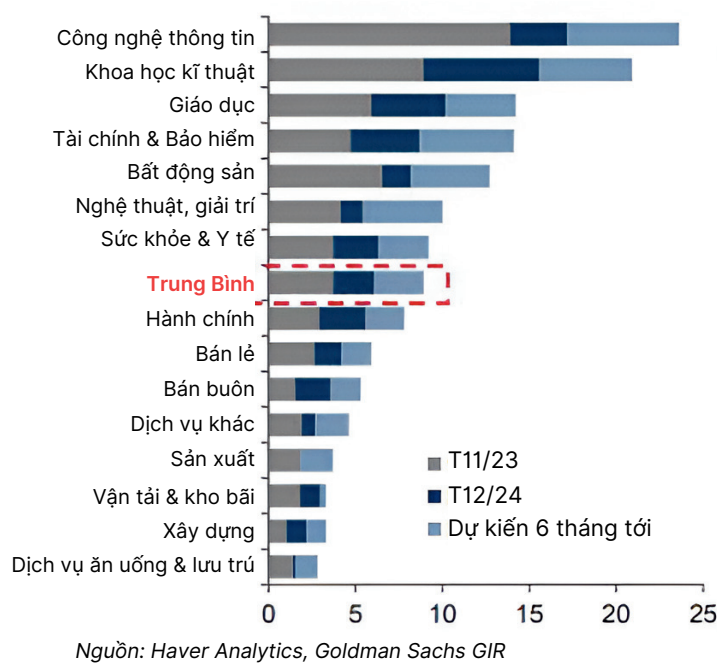
GÓC NHÌN QUỐC TẾ HOA KỲ

Có 1 điều chắc chắn là việc chọn lựa chiến lược bảo hộ và thuế quan cao trước hết sẽ gây hậu quả lớn cho chính chuỗi cung ứng chất bán dẫn, điện tử và cơ sở hạ tầng kỹ thuật số của chính mình (Ước tính tại các nước phát triển, AI sẽ giải quyết 30% giờ làm việc trong 20 năm tới). Bản chất rủi ro Thuế quan và các lệnh trừng phạt có xu hướng leo thang và gây ra sự trả đũa qua lại.

2, Tài Chính:

Việc thuế thu nhập cho tiền boa, tiền làm thêm giờ và thuế phúc lợi an sinh xã hội được miễn hoàn toàn không dễ xảy ra (khả năng miễn 1 phần). Tiếp tục gia hạn Đạo luật cắt giảm thuế và việc làm 2017 (TCJA) đồng thời sẵn sàng giảm thuế thu nhập doanh nghiệp từ 21% về mức min của Quốc Tế **+15%** qua đó làm tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp Mỹ, đồng thời tăng độ hấp dẫn hơn cho mặt bằng định giá P/E.

Hình 4: Tỷ lệ doanh nghiệp Mỹ ứng dụng AI (theo ngành), %

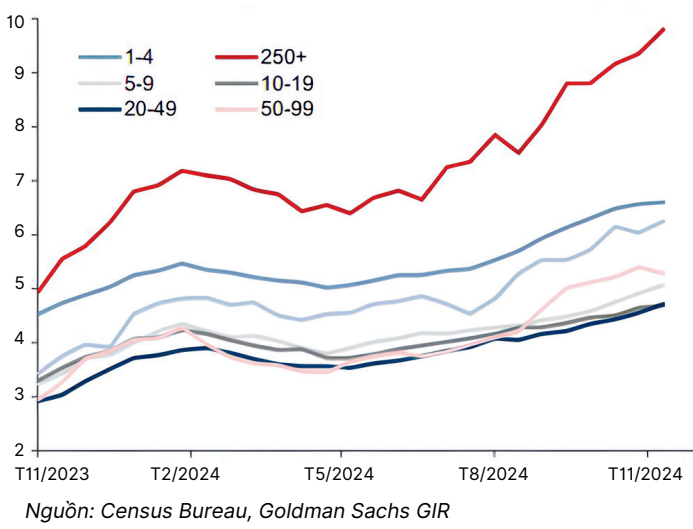


Nguy cơ gia tăng thâm hụt ngân sách cũng là một mối quan tâm của nhiệm kỳ tới với việc cắt giảm thuế, việc nâng trần nợ nếu xảy ra cũng là điều tất yếu. Ngay lập tức sau khi ông Trump tái đắc cử, lợi tức thị trường Trái Phiếu Chính Phủ Mỹ tiến về đỉnh cũ tháng 4/24 với e ngại về tân chính quyền gia tăng nguồn cung phát hành, trong khi đó FED vẫn chưa kết thúc quá trình thắt chặt định lượng (QT) để chuyển sang nới lỏng định lượng (QE) nhằm tài trợ thâm hụt nên tổng hợp lại là sự phản ánh cho trung hạn (**Bond Vigilantes**).

3, Nhập Cư

Thị trường lao động nói riêng có dấu hiệu hạ nhiệt khi tỷ lệ thất nghiệp thoát ra khỏi nền 3,5% với đỉnh điểm +4,3% tại tháng 7/24 vì không đáp ứng kịp số việc làm mới do lượng nhập cư tăng quá nhiều. Hạn chế nhập cư và trực xuất diện rộng tại nhiệm kỳ đầu là 1.5 triệu người, dự tính nhiệm kỳ thứ hai là 1 triệu/13 triệu người không giấy tờ (Trước đó dưới thời Tổng Thống Eisenhower 1965 trực xuất 1.3 triệu người).

Hình 5: Tỷ lệ doanh nghiệp Mỹ ứng dụng AI, theo số lượng nhân viên



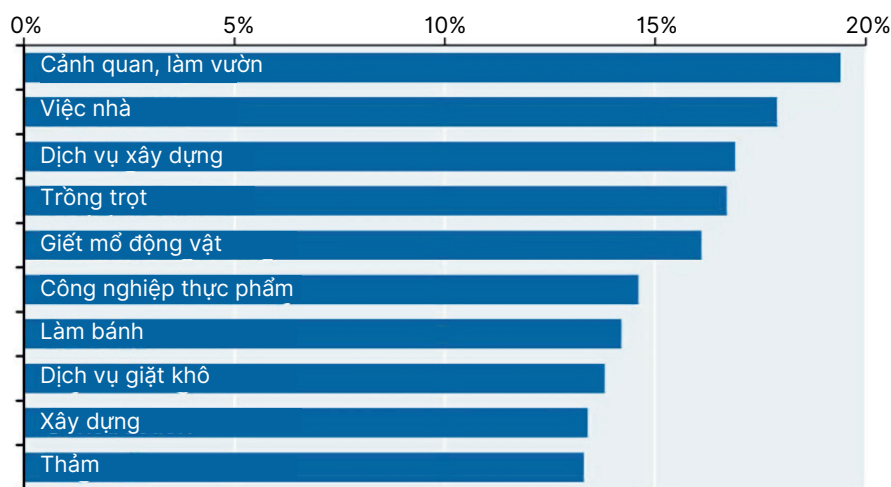
GÓC NHÌN QUỐC TẾ

HOA KỲ

Kiểm soát chặt về nhập cư tuy trước mắt đủ dư địa làm giảm tỷ lệ thất nghiệp nhưng đồng nghĩa **hạn chế nguồn cung lao động trong tương lai (Hình 6)**. Một diễn biến dễ đoán là nhu cầu thuê & mua nhà ở cũng sẽ giảm tốc khi nguồn cầu chậm lại giúp cho PCE & Core PCE bớt bám dính hơn, nhưng qua đó cũng gián tiếp gia tăng lạm phát dịch vụ vì tỷ lệ tham gia lao động của những người nhập cư cao (Ít nguồn cung lao động khiến tăng trưởng lương phải trả cho ngành dịch vụ tăng lên + điều kiện lao động chặt chẽ hơn khi quyền thương lượng của người lao động dần tăng lên).

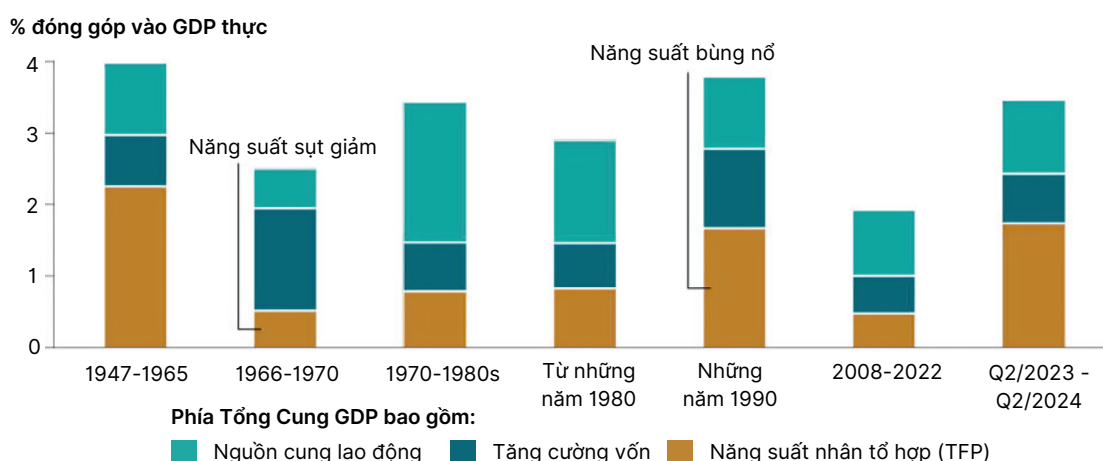
Việc xử lý vấn đề Tài Chính và Nhập cư có thể diễn ra luôn trong 2025 thông qua các sắc lệnh hành pháp, về Thương Mại dự kiến 2026 sẽ thành hình vì cần phải đưa ra nghị trường. Bộ Hiệu quả Chính phủ (DOGE) mới thành lập dự kiến sẽ không đưa ra các đề xuất cho đến giữa năm 2026.

Hình 6: Ước lượng tỷ lệ người nhập cư bất hợp pháp trong một số ngành nghề, %



Nguồn: 2023 Điều tra khảo sát cộng đồng Hoa Kỳ, Goldman Sachs

Hình 7: Phía Tổng Cung là động lực đưa kinh tế Mỹ tăng trưởng xuyên suốt chu kỳ kinh tế



Nguồn: Vanguard, sử dụng dữ liệu từ Federal Reserve Bank of San Francisco (30/6/2024)

GÓC NHÌN QUỐC TẾ

HOA KỲ

Lạm Phát PCE cho năm 2025 nên được nhìn nhận dưới góc độ tổng hòa các yếu tố. Như vừa đề cập ở trên chúng ta có vấn đề kiểm soát nhập cư được tổng hòa bởi 2 yếu tố làm tăng và giảm, về rủi ro Thuế Quan gia tăng làm cho hàng hóa vào Mỹ trở nên đắt đỏ hơn là câu chuyện của 2026, và điều quan trọng là *bất kỳ cú sốc lạm phát nào liên quan đến thuế quan đều sẽ tồn tại trong thời gian ngắn* tương tự như cách các công ty và người tiêu dùng điều chỉnh sau “chiến tranh thương mại” nhiệm kỳ Trump 1.0.

Một yếu tố nữa cần xét đến là ảnh hưởng của giá dầu trong rõ PCE Mỹ, khi về phía cung những chính sách nới lỏng hơn các hoạt động khai thác dầu thượng nguồn của Hoa Kỳ cùng tiềm năng đến từ các biện pháp giảm bớt lệnh trừng phạt nguồn cung LNG cũng như đường ống dẫn dầu của Nga trong chương trình nghị sự chính trị cũng được coi là 1 nhân tố giải tỏa áp lực lạm phát 2025, nhất là trong bối cảnh về phía cầu khi mà nền kinh tế Trung Quốc vẫn hoạt động yếu hơn dự kiến với lực cản lĩnh vực bất động sản. Người viết cho rằng năm 2025 kinh tế Mỹ sẽ chuyển từ trạng thái không hạ cánh sang hạ cánh mềm, với sự tăng trưởng GDP chậm lại nhưng PCE ổn định quanh ngưỡng +2% vào các tháng cuối năm. Nghiên cứu về phương pháp luận F.AI.T trong quá trình ra quyết định của FED, họ sẽ không cố “ép” số PCE về dưới mức 2% thậm chí là 1 con số giảm phát âm để bù lại những năm tháng lạm phát cao đã qua khi bài học về giới hạn dưới hiệu quả vẫn còn đó, thay vào đó “cái gì qua rồi thì để nó qua”, cũng có nghĩa về quanh mức mục tiêu 2%.

GÓC NHÌN QUỐC TẾ

TRUNG QUỐC

Là sự tương phản với nền kinh tế Mỹ, khi **Trung Quốc** có quá ít nợ của chính quyền trung ương (chủ yếu là chính quyền địa phương), tiết kiệm quá cao đi kèm tiêu dùng yếu. Trong khi đó **Mỹ** có quá nhiều nợ Liên Bang, nền tiết kiệm hộ gia đình thấp đi cùng tiêu dùng luôn mạnh mẽ.

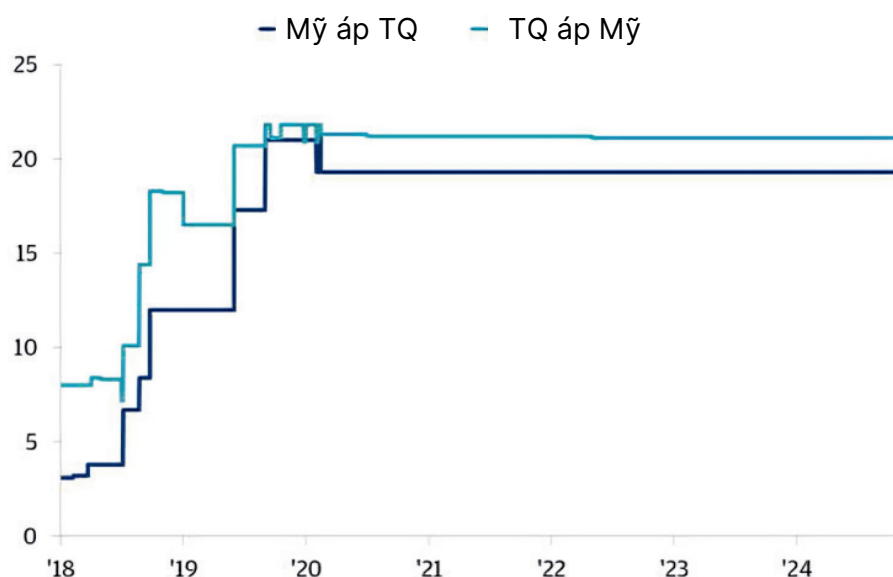
Về Thuế Quan, mặc dù Trung Quốc có thể trả đũa với các lựa chọn có hạn, đồng thời các doanh nghiệp Trung Quốc cũng phải khai phá thêm các thị trường tiềm năng khác. Khó khăn chồng thêm khó khăn khi xu hướng bảo hộ với hàng hóa Trung Quốc không chỉ diễn ra trên chính trường Mỹ, mà cả Châu Âu với chốt áp thuế 45% lên xe điện Trung Quốc. Với thị trường Mỹ, khoảng 30% hàng hóa Trung Quốc bị đánh thuế ở mức 25% (nhóm 1), 30% khác ở mức 10% (nhóm 2) và phần còn lại không bị đánh thuế (Hình 8).

Cũng phải đánh giá cao cho những nỗ lực của Trung Quốc từ nhiệm kỳ Trump 1.0 khi tìm kiếm các quốc gia trung gian xuất khẩu cũng

như khai phá các thị trường đang phát triển và mới nổi, đặc biệt là những quốc gia đang được Trung Quốc đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, giúp cho thặng dư thương mại 2024 đạt 992 tỷ USD (+21% YoY), qua đó gap thặng dư vẫn được duy trì với kim ngạch xuất khẩu +7,1%, nhập khẩu +2,3% (YoY).

Trước cuộc bầu cử, các công ty trong một số lĩnh vực thâm dụng lao động đã di dời hoạt động sản xuất sang các thị trường khác trong Trung Quốc +1 do các điều khoản thương mại thuận lợi (lực lượng lao động giá rẻ sẽ tiết kiệm chi phí). Điều này ít đáng lo ngại hơn đối với các lĩnh vực thâm dụng vốn lớn, như công nghệ và dược phẩm, do yêu cầu về một lực lượng lao động với chuyên môn cao cùng rào cản gia nhập từ các chuỗi hậu cần đã được thiết lập. Theo ước tính của viện Peterson, trường hợp thương chiến giữa 2 nước diễn ra với mức thuế quan 60%, ước tính Trung Quốc sẽ phải chịu tổn thất GDP ~770 tỷ đô la, Hoa Kỳ ~327 tỷ đô la trong cùng kỳ.

Hình 8: Trung bình thuế quan 2 quốc gia đang áp cho nhau



Nguồn: Viện Peterson, Bloomberg

GÓC NHÌN QUỐC TẾ TRUNG QUỐC

Các biện pháp trả đũa khác của Trung Quốc như *ngừng cung cấp các khoáng sản quan trọng* (đất hiếm), *phá giá tiền tệ*, *bán tháo tài sản của Hoa Kỳ* (dù tỷ trọng nắm giữ TPCP Mỹ mấy năm gần đây giảm rất nhiều) đồng thời hỗ trợ gia hạn hoàn thuế cho các nhà xuất khẩu địa phương và cắt giảm lãi suất.

Nhưng những hiện tượng Trung Quốc đang trải qua là 1 dạng **bẫy thanh khoản** khi mà họ đã cắt giảm dự trữ bắt buộc đi cùng nền lãi suất huy động cũng như cho vay thấp. Thế cò khó ở đây là nhu cầu vay cùng tăng trưởng cung tiền đang giảm (Hình 9), và hơn hết vẫn chưa có dấu hiệu nào cho thấy đáy trong bất động sản nhà ở (Hình 10).

Hình 9: Tăng trưởng cung tiền M2 Trung Quốc

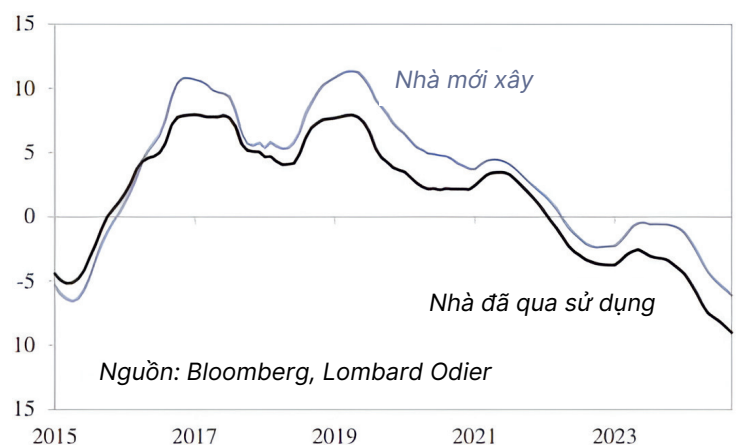


Điều này làm giới kinh tế liên tưởng đến hiện tượng “Japanification” (**Bong bóng bất động sản + Giảm phát + Xu hướng già hóa dân số + thương chiến với Mỹ**). Trong quá khứ, Nhật Bản cũng tập trung vào sự phát triển nền công nghiệp sản xuất của mình, thúc đẩy tăng thị phần xuất khẩu toàn cầu cùng tích lũy thặng dư qua tài khoản vãng lai.

Nếu nhìn về sự khác biệt thì Trung Quốc có lợi thế là hiểu được sách lược của Nhật Bản từ một góc nhìn chính sách vĩ mô cần trọng, họ thấy cái giá phải trả cùng những biện pháp cực đoan phải làm trong quá trình chữa lành nền kinh tế này sẽ như nào, sẽ mất bao lâu thay vì cố gắng “đi ngược chiều gió”? Điểm cộng là Trung Quốc cũng đạt được những tiến bộ về số hóa cũng như công nghệ xanh thời gian qua.

Hình 10: Giá nhà Trung Quốc

Giá nhà ở 70 thành phố (ước lượng của Bloomberg), % YoY



GÓC NHÌN QUỐC TẾ

TRUNG QUỐC

Mặt khác, điểm trừ là so với Nhật Bản cách đây 3 thập kỷ, tốc độ **lão hóa thấp dân số** nhanh hơn, tỷ trọng bất động sản trên tổng tài sản hộ gia đình gấp đôi Nhật Bản cuối thập niên 80 và đặc biệt là **tỷ lệ thất nghiệp diễn ra trong giới trẻ** khi thế hệ thanh niên bằng cấp cao không chấp nhận làm những công việc không tương xứng (Một hình thức của việc khiếm dụng lao động). Sự phục hồi hậu đại dịch của Trung Quốc còn đáng thất vọng hơn Châu Âu, dù sao thì tái sinh niềm tin của người tiêu dùng sau bong bóng Bất Động Sản luôn khó hơn là Chứng Khoán với 2/3 tài sản hộ gia đình Trung Quốc nằm trong Bất Động Sản, là kênh tài sản liên hệ mật thiết với an sinh toàn dân, là tài sản thế chấp tại các ngân hàng.

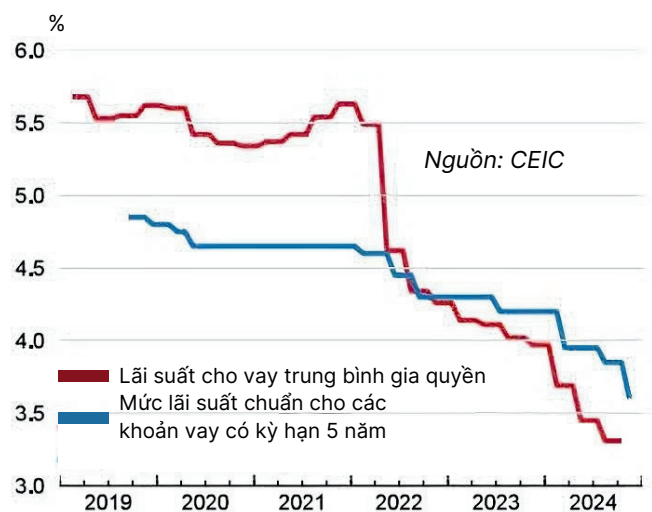
Vậy Bắc Kinh đã làm những gì nữa? Đó là tuyên bố thay đổi lập trường chính sách sang nói lỏng kể từ sau Khủng Hoảng Tài Chính Thế Giới 08, mục đích hỗ trợ phục hồi và đảm bảo thanh khoản đầy đủ. Bao gồm cả việc cắt giảm 20 điểm cơ bản trong lãi suất chính sách cơ bản vào tháng 9 và cắt giảm 25 điểm cơ bản trong cả lãi suất cho vay cơ bản 1 năm và 5 năm (LPR) vào tháng 10.

Hình 11: Các điều kiện tài chính Trung Quốc

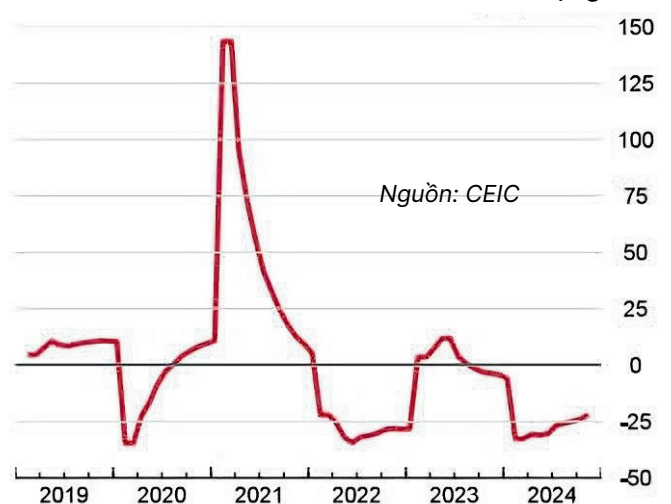


Việc nói lỏng các quy định thận trọng (Hình 11), như ít hạn chế hơn yêu cầu thanh toán trước đối với ngôi nhà thứ hai và khả năng bán căn hộ có thể chấp, đã bắt đầu thúc đẩy một chút tại các giao dịch, đặc biệt là ở các thành phố lớn và các thành phố hạng nhất cũng như các thị trấn nghỉ dưỡng (Hình 12-13).

Hình 12: Lãi suất thế chấp tiếp diễn xu hướng giảm tại Trung Quốc



Hình 13: Doanh số bán nhà tiếp tục suy giảm
% biến động YoY



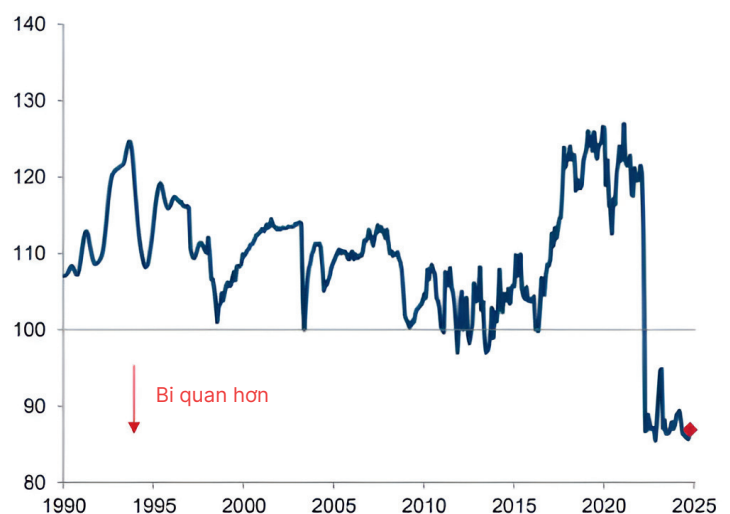
GÓC NHÌN QUỐC TẾ TRUNG QUỐC

Tất cả những cú “Bazooka” Tài Chính tiếp tục được PBoC bắn ra, là **bơm thẳng vào ttck** (cho vay mua lại cổ phiếu quỹ và hoán đổi TPDN sang TPCP), là **1400 tỷ \$ cho LCGV** được hoán đổi từ nợ chính quyền địa phương sang Trái Phiếu Chính Phủ - để trở nên thanh khoản hơn. Tuy nhiên, tất cả các kích thích phản chu kỳ là không đủ nếu không có các cải cách về mặt cấu trúc, do xu hướng tăng trưởng đang giảm. Và trên hết, vấn đề của Trung Quốc không phải là **nới lỏng**, mà là **nới lỏng nhưng không thể hấp thụ được**. Thực tế chỉ số niềm tin người tiêu dùng (hình 14) vẫn rất thấp, tình trạng dư thừa hàng tồn kho chưa bán được ở các thành phố hạng 3 đáng quan ngại. Đơn giản nếu các hộ gia đình không tin rằng giá nhà hoặc giá cổ phiếu sẽ tăng, họ sẽ không mua chúng bất kể họ có nhiều tiền mặt đến mức nào. Và nếu các doanh nghiệp không mong đợi có nhu cầu của người tiêu dùng, họ sẽ không đầu tư bất kể bạn hạ chi phí vay xuống bao nhiêu chăng nữa? Chưa kể cái giá phải trả nếu PBOC càng cho phép đồng RMB suy yếu nhiều hơn thì họ sẽ đối mặt với rủi ro liên quan đến dòng vốn chảy ra ngoài càng lớn.

Nhiều bất động sản và các khoản nợ liên quan nằm trong bảng cân đối kế toán của chính quyền địa phương, làm giảm khả năng thúc đẩy hoạt động tiếp theo của chính quyền địa phương, đây cũng là 1 dạng "Suy thoái cân đối" kéo dài y như Nhật Bản thập niên 90s và 2000s. Chính quyền trung ương cũng có thể xử lý bằng cách đẩy lên cân đối của mình, nhưng đi kèm với rủi ro đạo đức trong việc giải phóng chính quyền địa phương khỏi các trách nhiệm giải trình.

Thế cờ này rất khó để giải, đi cùng với tiếng tik-tak đếm ngược của đồng hồ thời gian khi chuyển mình dần sang nền kinh tế bạc với các ngành dịch vụ du lịch dưỡng sinh phát triển thời gian gần đây... Từ 10,4 ca sinh trên 1.000 dân 2019 xuống còn 6,4 ca sinh 2023, cũng như sự sụt giảm đáng kể về số lượng các cuộc hôn nhân.

Hình 14: Chỉ số niềm tin tiêu dùng Trung Quốc



Nguồn: Haver Analytics, Goldman Sachs GIR

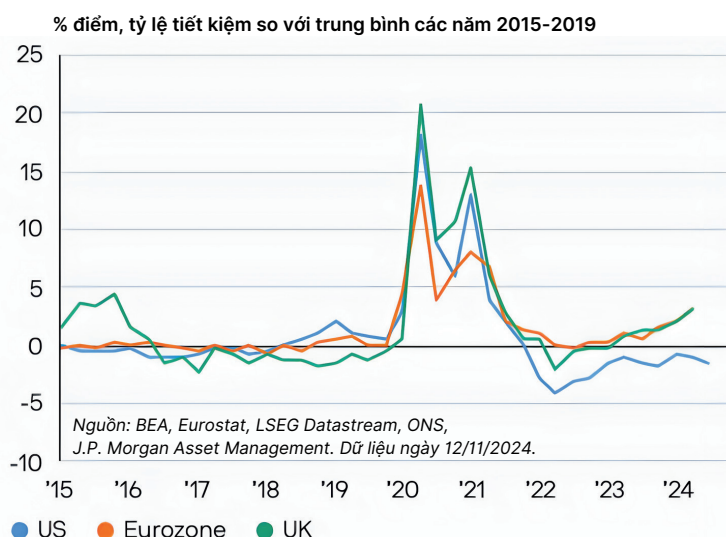
GÓC NHÌN QUỐC TẾ CHÂU ÂU

Ảnh hưởng **vấn đề địa chính trị** của nền kinh tế Liên Âu cao hơn Mỹ, họ vẫn đang sống chung với chiến tranh Nga và Ukraine cùng tâm lý người tiêu dùng chưa mạnh dạn chi tiêu trở lại (Hình 15), bên cạnh đó là bất ổn khu vực Trung Đông. Ngay như nội tại là những biến động chính trường 2 đầu tàu Đức và Pháp. Sóng gió diễn ra tại Đức khi liên minh 3 Đảng trong chính phủ đã sụp đổ hồi tháng 11 sau những bất đồng về chính sách tài khóa, và từ đây cho đến cuộc bầu cử sớm vào tháng 2/25, chính phủ Đức nhiều khả năng sẽ hành động thận trọng, không đưa ra các quyết định chính sách táo bạo nào cả, đồng nghĩa châu Âu sẽ thiếu đi sự dẫn dắt về kế hoạch giải quyết vấn đề thâm hụt ngân sách từ đầu tàu này.

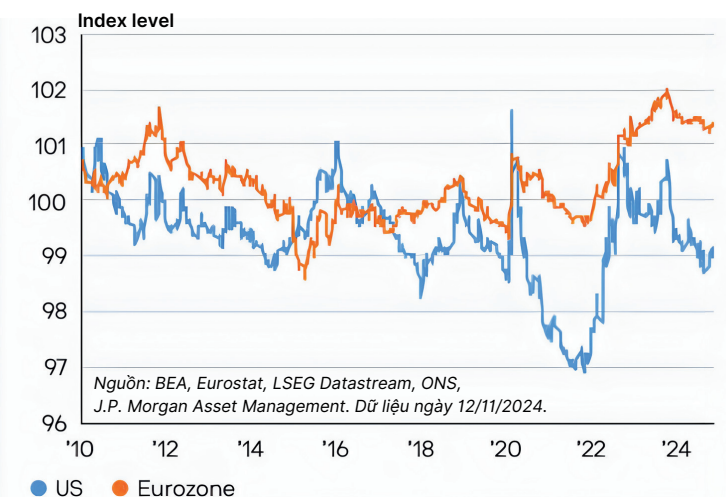
Sự hỗn loạn tại Pháp khi Thủ Tướng Michael Barnier phải từ chức 5/12 cùng xếp hạng của Fitch đưa quốc gia này vào mức triển vọng không mấy tích cực cho lắm, sự chia rẽ chính trị khiến cho bất kỳ ai thành lập chính phủ mới vào lúc này cũng sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc thúc đẩy các đề xuất về thuế và chi tiêu, tóm lại việc thiếu sự lãnh đạo chính trị mạnh mẽ trong tình huống này lại là sự cản trở các cải cách.

Thâm hụt ngân sách không phải là mối lo ngại cho đến khi chúng trở thành mối lo ngại. Các nền kinh tế lớn trên toàn cầu - từ Hoa Kỳ, Vương quốc Anh và Nhật Bản đến phần lớn châu Âu - đang thâm hụt 5%-6% (dù giới hạn của châu Âu là 3%). Điều đó có thể kiểm soát được nếu lãi suất thấp, nhưng nếu thâm hụt tiếp tục tăng và lãi suất không giảm nhiều như mong đợi, việc tài trợ thâm hụt sẽ thêm khó khăn khi gia tăng Chi Phí Vốn. Nếu để vấn đề này trở thành trọng tâm, nó sẽ là một yếu tố tác động đến tâm lý thị trường.

Hình 15: Tỷ lệ tiết kiệm dư thừa



Hình 16: Điều kiện tài chính Mỹ và Eurozone

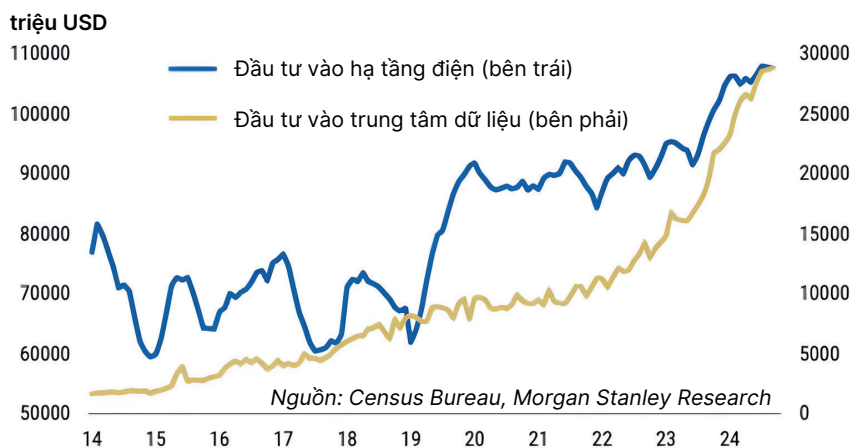


GÓC NHÌN QUỐC TẾ CHÂU ÂU

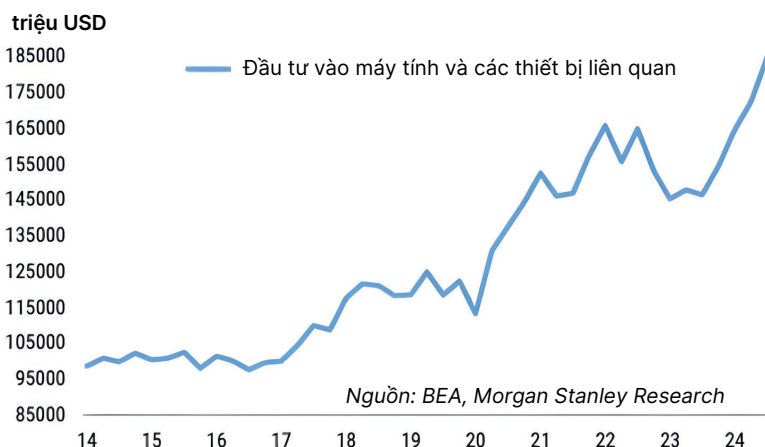
Điểm tích cực là lạm phát hiện đã gần đạt mục tiêu ở khu vực đồng Euro và có tiến triển nhanh hơn so với Mỹ, nhưng điều đó đã phải trả giá bằng sự trì trệ trong năm 2023 và 2024, với nhu cầu bên ngoài yếu cùng năng suất yếu. Nếu như Đức và Ý là những nốt trầm của bản nhạc về sự chậm trễ đầu tư, đổi mới cũng như năng suất hậu đại dịch thì Tây Ban Nha lại cất nên những nốt cao chói vót cùng tăng trưởng năng suất mạnh mẽ đi kèm với hoạt động vượt trội của ngành du lịch, tóm lại là chính giữa các quốc gia thành viên đang kém sự đồng nhất.

Có 3 lí do chính khiến năng suất của Liên Âu không được như Hoa Kỳ những năm vừa qua: Đầu tiên, Hoa Kỳ suốt đại dịch đã chủ động **thúc đẩy** sự gia tăng đột biến trong **việc hình thành** các doanh nghiệp **công nghệ cao** (Hình 16). Thứ hai là chính sách tài khóa mở rộng của Hoa Kỳ tập trung rất mạnh để **thúc đẩy năng suất** với mục tiêu nhắm đến ngành công nghệ thông tin và chất bán dẫn - những ngành giúp tăng năng suất. Cuối cùng là **khả năng tái phân bổ lại vốn và lao động khi đại dịch được kiểm soát** của Hoa Kỳ là tốt hơn. Một phần lý do chính cho việc tập trung phát triển AI diễn ra chủ yếu tại 2 siêu cường Quốc Tế là Hoa Kỳ và Trung Quốc là do chi phí đào tạo hệ thống ngày càng tăng.

Hình 17: Đầu tư vào trung tâm dữ liệu của Mỹ gia tăng từ đầu năm 2023



Hình 18: Chi tiêu thực tế vào máy tính của Mỹ và các thiết bị liên quan



GÓC NHÌN QUỐC TẾ

CHÂU ÂU

Bên lề thì lạm phát tại châu Âu đã được hạ nhiệt những năm qua, về lý thuyết thì phải thúc đẩy sức mua thực tế, nhưng vẫn chưa có sự gia tăng đáng kể nhu cầu tiêu dùng. Nguyên do là vì **tâm lý tiêu dùng** tại khu vực này **thiếu lạc quan** vào triển vọng và thu nhập trong tương lai cùng bất ổn địa chính trị tại Đông Âu còn dai dẳng khiến tâm lý phòng thủ chưa được giải tỏa, dẫn đến mức tiết kiệm trung bình của hộ gia đình châu Âu vượt qua mức trước Covid (15,7% cho Quý 2/2024 so với 12% theo WorldBank). Về mặt tích cực thì vẫn phải nhìn nhận CPI được kiểm soát tốt (Cá biệt tháng 9/24 đạt 1,7% so với cùng kỳ) sẽ tạo nhiều dư địa cho khu vực này hạ lãi suất 2025 nhiều hơn so với Hoa Kỳ (nhiều bên kỳ vọng cắt 1,25%) nếu như thấy tăng trưởng nền kinh tế bị chậm lại.

Cách mà ECB thực hiện quá trình bình thường hóa (Normalisation) tương tự FED với tốc độ giảm quy mô bảng cân đối là 40 tỷ Euro/tháng trong 2025, tạo sản lãi suất giảm biên độ giữa lãi suất MRO và DFR từ 50 bps xuống còn 15 bps, điều tiết thanh khoản triển khai các hoạt động cho vay dài hạn mang tính cấu trúc và danh mục trái phiếu cấu trúc mới.

Một chính sách tiền tệ chung cho 20 Quốc Gia với những chính sách tài khóa riêng biệt để khiến ta liên tưởng đến hình ảnh một 1 đôi giày cùng 1 kích cỡ được đúc cho nhiều đôi chân khác nhau.

GÓC NHÌN QUỐC TẾ

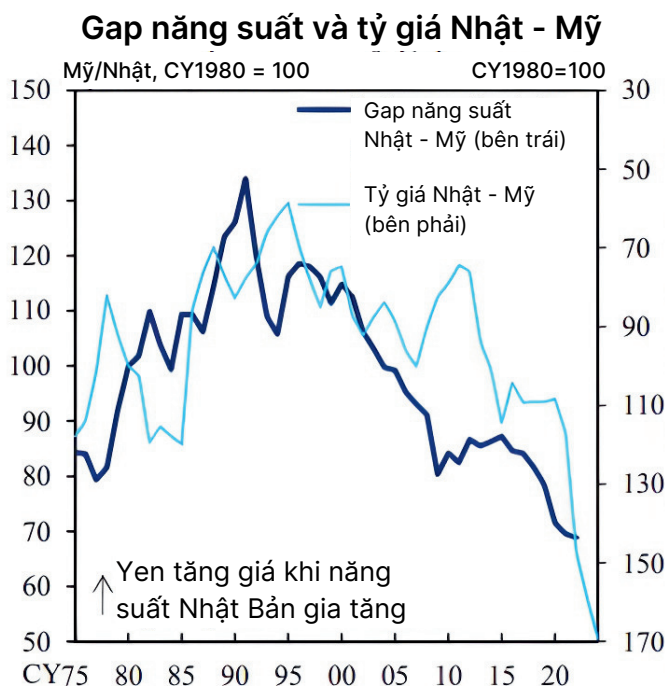
NHẬT BẢN

Điểm tích cực là Nhật Bản đang tiếp tục hướng tới cải thiện chất lượng quản trị doanh nghiệp và lợi nhuận cho cổ đông với **nỗ lực tối ưu hóa bảng cân đối kế toán**. Họ đang đi theo **1 quỹ đạo riêng** so với các nền kinh tế lớn khác, họ mong đợi lạm phát hơn hết thấy, lần gần nhất để có được CPI >2% là của 10 năm về trước. Nhật Bản đã phải chờ đợi rất lâu đan xen bởi những đợt giảm phát 2016 cùng 2 năm đại dịch 2020 & 2021, con lắc thiên thời lúc này quay trở lại với Nhật Bản khi cú sốc giá dầu thế giới từ cuộc chiến Nga & Ukraine, lúc này việc BOJ cần làm những năm qua là tiếp tục nói lỏng cả về mặt định lượng khi duy trì lượng TPCP nắm giữ đồng thời để nền lãi suất chính sách thấp hơn mức độ lạm phát (về mặt kì vọng, các mức độ lãi suất đều được đẩy lên cao hơn)

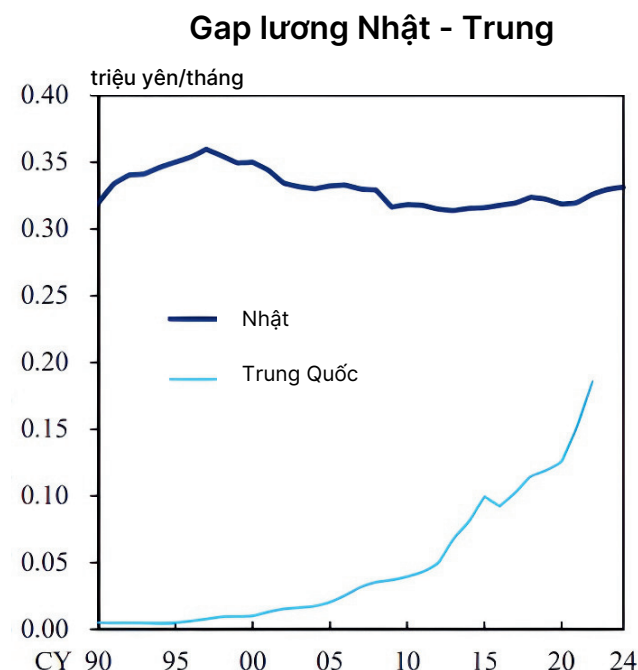
và đợi cho Mỹ + Châu Âu + Phần còn lại của Thế Giới cùng tăng lãi suất, từ đó giúp cho đồng Yên được mất giá (xin nhấn mạnh người viết dùng những từ như “giúp” và “được”) (Hình 18).

Bản chất Nhật Bản phụ thuộc rất nhiều vào thực phẩm và năng lượng từ bên ngoài, đồng Yên mất giá giúp chi phí nhập khẩu cao hơn, từ đó cũng là 1 tác nhân thúc đẩy cho CPI từ giữa 2022 đến giờ luôn duy trì >2%, đỉnh điểm là CPI +4.3% tháng 1/2023 so với cùng kỳ, gia tăng bởi tâm lý tích cực từ đàm phán lương mùa xuân “Shunto” 2024 khi Công Đoàn Nhật quyết định mức tăng tổng hợp “5% trở lên” (trong đó bao gồm 2% thâm niên) cũng là một nhân tố duy trì lạm phát thêm 1 chặng đường dài nữa.

Hình 18:



Nguồn: BEA, BLS, Cabinet Office, Haver, Bộ Y tế, Lao động và Phúc lợi, Bộ Nội vụ và Truyền thông, Văn phòng Thống kê Quốc gia Trung Quốc, Bank of Japan



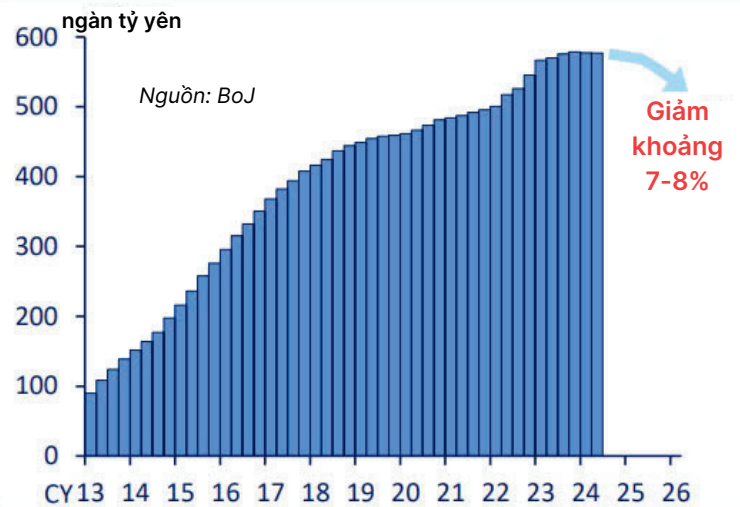
Note: Gap lương Nhật Trung ngày càng thu hẹp khoảng cách, việc chủ động tăng lương cho người lao động tại đại hội mùa xuân Shunto là cần thiết để duy trì mục tiêu CPI +2%. Điểm trừ là gây khó khăn cho nỗ lực tối ưu bảng cân đối của các doanh nghiệp.

GÓC NHÌN QUỐC TẾ NHẬT BẢN

Và việc BOJ đã làm là tăng lãi suất trong cuộc họp giữa tháng 3 và cuối tháng 7/24, kết quả là lãi suất chính sách từ đầu đến cuối năm của BOJ từ -0,1% lên +0,25% cùng với quyết định giảm lượng mua vào trái phiếu chính phủ Nhật Bản (JGB) cho đến hết năm tài chính 2025 (Hình 19). Đi kèm với đó là cơn rung lắc ngắn ngủi của giao dịch “carry trade” đã diễn ra khi các nhà đầu tư đóng bớt vị thế. Cá nhân người viết đánh giá quyết định này là hợp lý khi tạo sự cân bằng giữa rủi ro upside và downside, cũng như tạo thêm dư địa về chính sách tiền tệ khi cần thiết.

Dù là buổi hoàng hôn, nhưng ánh chiều tà vẫn đẹp rực rỡ.

Hình 19: Lượng TPCP BoJ nắm giữ

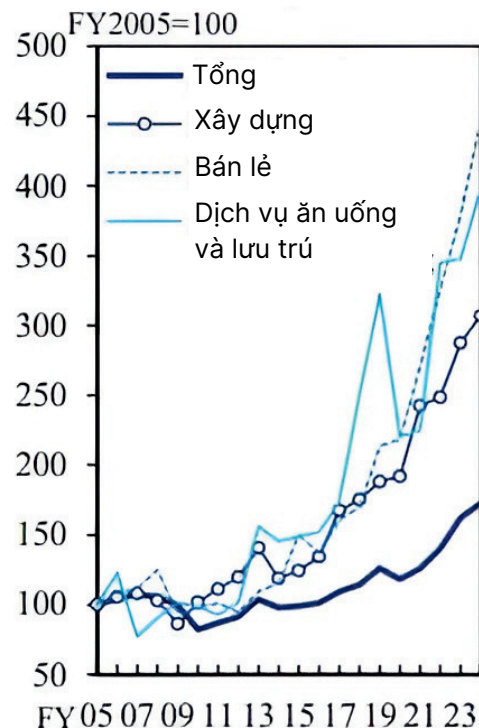


Note: Đi cùng với kế hoạch giảm bảng cân đối của NHTW là giảm bớt lượng mua lại TPCP hàng tháng từ 5,7 xuống 2,9 ngàn tỷ Yên đến đầu 2026 (Tính trung bình giảm 400 tỷ Yên mỗi quý).

Hình 20: Năng suất lao động



Đầu tư phần mềm do thiếu hụt lao động



Nguồn: Cabinet Office, Bộ Y tế, Lao động và Phúc lợi, Bộ Nội vụ và Truyền thông, Bank of Japan



PHI DOLLAR HÓA, LIỆU CÓ DỄ DÀNG?



Phi Dollar hóa, liệu có dễ dàng?

Đầu tiên là Nga, khi Nga buộc phải sử dụng đồng nhân dân tệ rộng rãi hơn bởi các biện pháp trừng phạt của phương Tây khiến cho quốc gia này hạn chế tiếp cận với đồng USD. Bangladesh cũng phải dùng đồng tiền này để thanh toán cho 1 nhà máy điện hạt nhân mà Nga xây dựng cho họ. Cuối tháng 4/23, Argentina cho biết sẽ bắt đầu thanh toán hàng nhập khẩu của Trung Quốc bằng đồng nhân dân tệ, đến lượt quốc gia láng giềng Brazil đã bắt đầu chấp nhận các khoản thanh toán thương mại và đầu tư bằng nhân dân tệ. Lần lượt sau đó là Pakistan, Iran... Saudi Arabia, nước bán 1/4 dầu xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn đang thảo luận về việc thanh toán thương mại song phương bằng đồng nhân dân tệ, tương tự là Nam Phi. Ngay lập tức **ông Trump** tuyên bố luôn: "*Chúng tôi yêu cầu các nước này cam kết không tạo ra một loại tiền tệ BRICS mới, cũng **không ủng hộ bất kỳ loại tiền tệ nào khác để thay thế đồng USD hùng mạnh**, nếu không họ sẽ phải đối mặt với mức thuế 100% và nên nói lời tạm biệt với việc bán hàng vào nền kinh tế tuyệt vời của Mỹ*".

Nhưng điều này là không hề dễ dàng khi mà NHTW các quốc gia đều phải quản lý bộ đệm dự trữ ngoại hối của mình. Và khi ở dưới dạng dự trữ ngoại hối, việc để hoàn toàn 100% dưới dạng tiền không phải là một giải pháp tối ưu, khi mà họ hoàn toàn có thể đầu tư vào 1 tài sản thanh khoản nào đó để được hưởng lợi tức, mà ở đây không có **Trái Phiếu Chính Phủ** (TPCP) quốc gia nào ưu việt như **Hoa Kỳ** với quy mô 20.000 tỷ cùng thị trường giao dịch với thanh khoản tốt, hệ sinh thái repo sâu (qua kênh FIMA).

Vậy với các thị trường TPCP khác thì sao? Lấy ví dụ là JGB của Nhật Bản, thanh khoản không tốt bằng và 60% trong số đó được BOJ hấp thụ chưa kể lợi tức rất thấp (lợi tức âm từ 2016-2023 kỳ hạn 2y và hiện tại chỉ +0,6%).

Khối EU rời rạc với đại diện ưu tú được xếp hạng AAA là Bund Đức, nhưng lượng cung không nhiều do chính phủ Đức luôn ám ảnh từ thời thế chiến với công nợ và lạm phát.

Các quốc gia khác trong BRICS như Brazil thì lạm phát 2 chữ số, Trung Quốc không ra vào tự do dễ dàng dòng vốn...Như vậy kho bạc Hoa Kỳ vẫn không có đối thủ cạnh tranh nào trên toàn cầu về dự trữ ngoại hối cả.

Hơn thế nữa, nếu một quốc gia khi xuất khẩu không chấp nhận thanh toán bằng USD thì đến khi cần trả nợ hay tái cấp cho chính khoản nợ của mình, họ sẽ cực kỳ gặp khó khăn. Chưa kể trong hệ thống thanh toán toàn cầu (International Settlement), **quy trình thanh toán luôn cần USD làm đồng tiền trung gian**.

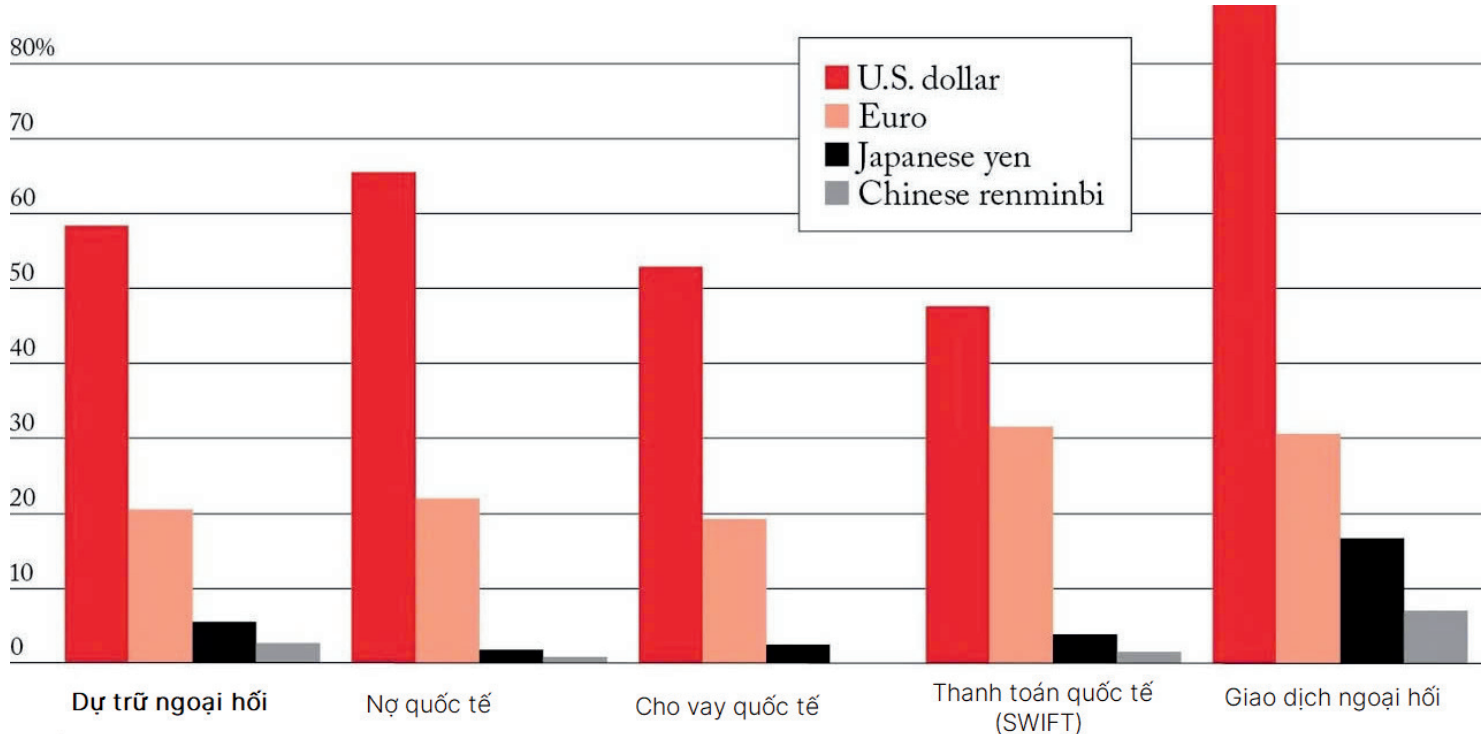
Phi Dollar hóa, liệu có dễ dàng?

Giả thiết khối BRICS tạo ra 1 đồng tiền mới nhằm thay thế USD cũng kém khả thi, ta có thể xét đến 2 khả năng:

- 1. Sử dụng 1 đồng tiền trong khối BRICS để làm đồng tiền của khối, ví dụ Nhân Dân Tệ. Giả thiết này nếu xảy ra sẽ luôn gặp sự phản đối từ Ấn Độ hay các quốc gia còn lại khi mất đi quyền phát hành, quyền điều hành chính sách tiền tệ của riêng mình.
- 2. Tạo ra 1 đồng tiền chung của khối tương tự như đồng EURO, nhưng đây cũng không phải là giải pháp khả thi khi mà ngay chính khối EURO được nối liền lãnh thổ với nhau trên cự lực địa, có nền văn hóa khá tương đồng nhưng trong việc điều hành chính sách tiền tệ vẫn sẽ có những bất cập và thái quá riêng.

Với Tài Chính, không điều gì là không thể xảy ra cả. Nhưng với quan điểm của tác giả, ít nhất là trong ngắn và trung hạn thì việc phi Dollar hóa là điều kém khả thi, trừ khi liên tiếp chúng ta có những biến động rất mạnh về địa chính trị toàn cầu khiến thay đổi lại trật tự thế giới mới.

Hình 21: Tầm ảnh hưởng của các đồng tiền trong nền kinh tế toàn cầu



Nguồn: Bank for International Settlement, IMF, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication và ECB (2022)



TÁC ĐỘNG CỦA TRUMP 2.0



TÁC ĐỘNG CỦA TRUMP 2.0

Ông Trump chỉ nhắc đến Trung Quốc, Canada, Mexico trong chương trình nghị sự về thuế quan của mình, chứ không nhắc đến Việt Nam, nhưng thực tế, sau Trung Quốc và Mexico, Việt Nam là quốc gia có **thặng dư thương mại lớn thứ ba** so với Hoa Kỳ.

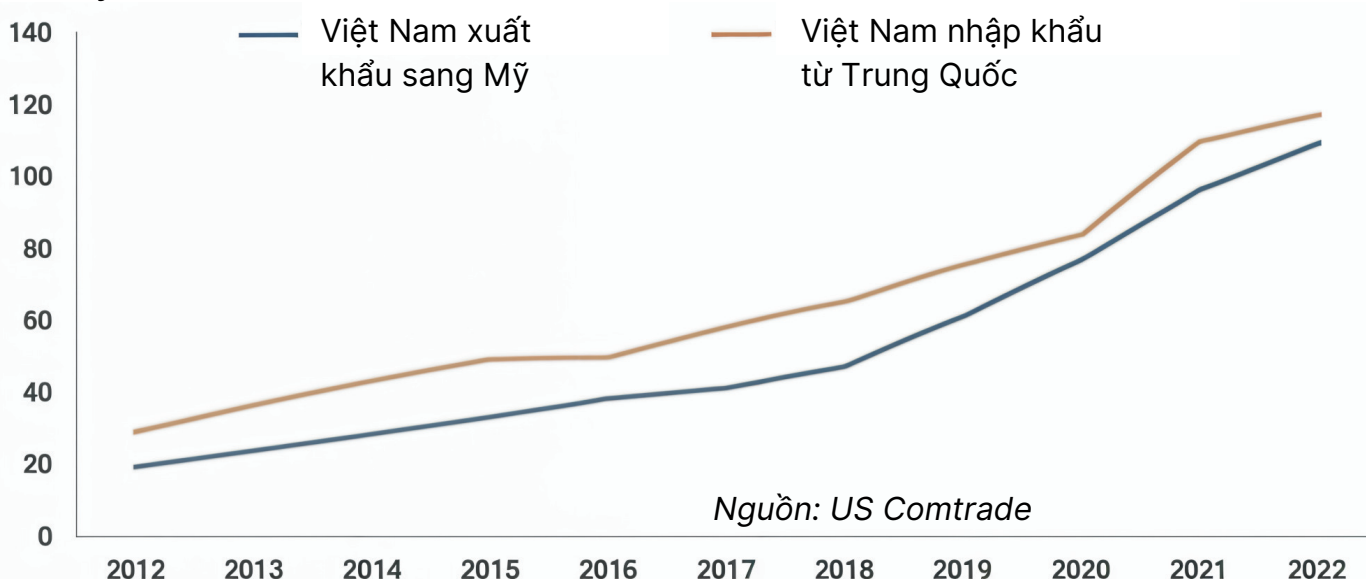
Trump xem thâm hụt thương mại song phương là một bảng điểm kinh tế tại sân chơi của mình và đã tìm cách cân bằng sân bằng điều đó. Scott Bessent, người được Trump lựa chọn để lãnh đạo Bộ Tài chính cho biết: “Thuế quan còn là công cụ đàm phán để đạt được các mục tiêu chính sách đối ngoại của ông Trump”. Cuối nhiệm kỳ đầu 1.0 của ông Trump thâm hụt thương mại Mỹ Việt gần 70 tỷ USD, nhưng trong 10 tháng đầu 2024 nó đã đạt 102 tỷ USD tăng +20% so với cùng kỳ năm ngoái. Điều đáng chú ý là **thặng dư thương mại với Mỹ của Việt Nam đi kèm thâm hụt với Trung Quốc** (Hình 22) cho thấy.

Tuy nhiên ông Trump có khoản đầu tư 1,5 tỷ USD tại khu phức hợp của KBC ở Hưng Yên. SpaceX của Elon Musk cũng đang biến Việt Nam thành trung tâm sản xuất chính cho dự án Internet vệ tinh Starlink, với các nhà cung cấp chuyển hoạt động sản xuất từ Đài Loan sang các nhà máy ở Việt Nam để giảm thiểu rủi ro địa chính trị.

Như vậy liệu Việt Nam có là đối tượng trong tầm ngắm tới của ông Trump hay không hay sẽ có cân nhắc về mặt địa chính trị khi cân nhắc thuế quan cho từng quốc gia? Câu trả lời là: **Không cần phải đoán điều đấy làm gì vì không thể đoán được!** Và Trade War 2 cũng không có nghĩa lặp lại Trade War 1.

Hình 22: Việt Nam nhập khẩu từ Trung Quốc và xuất khẩu sang Mỹ

Đvt: Tỷ USD



Note: Sự tương quan trong việc đồng gia tăng khối lượng xuất khẩu sang Mỹ và nhập khẩu Trung Quốc từ nhiệm kỳ đầu của ông Trump rất dễ đặt ra câu hỏi về vấn đề trung gian xuất khẩu.

TÁC ĐỘNG CỦA TRUMP 2.0

Chỉ có những điều với khả năng cao sẽ xảy ra dưới đây:

1, Việc áp thuế quan nếu có sẽ là câu chuyện của **2026**, vì những thẩm quyền này cần Quốc hội trao cho Tổng Thống mà ông cần để áp thuế. Thời gian nghiên cứu và đưa ra nghị trường sẽ không thể nhanh chóng vánh được.

2, Việt Nam có thể sẽ **“bù đắp”** một phần thiệt hại thương mại của mình với Hoa Kỳ, bằng cách tăng cường nhập khẩu khí đốt tự nhiên hóa lỏng (LNG), thuốc và máy bay.

3, Từ những năm cuối nhiệm kỳ Trump 1.0, vấn đề đàm phán truy suất xuất xứ hàng hóa đã được đưa ra. Các quan chức thương mại Hoa Kỳ khả năng cao sẽ lại nhấn mạnh vào các cơ chế để ngăn chặn việc trung gian xuất khẩu qua Việt Nam. Như vậy Việt Nam sẽ cần **cải thiện khả năng truy xuất nguồn gốc hàng hóa và linh kiện** để xóa bỏ lo ngại này. Nhưng để lên được bộ văn kiện đàm phán điều khoản cũng như thiết lập bộ tiêu chí mới về chứng nhận nguồn gốc xuất xứ cũng cần nhiều thời gian.

4, Trong trường hợp áp thuế quan, những ngành có rủi ro cao nhất là những ngành như linh kiện điện tử (pin năng lượng mặt trời, máy giặt, xe đạp điện...), đồ công nghệ, gỗ giấy khi có mức thuế suất tương đối thấp so với các đối thủ cạnh tranh cũng như gia tăng tỷ trọng ấn tượng trong kim ngạch nhập khẩu của Mỹ giữa 2 nhiệm kỳ. Những ngành như dệt may, nông nghiệp...ít rủi ro bị áp thuế hơn.



Tháp dân số Việt Nam

Tháp Dân Số Việt Nam

Đây là *điều tất yếu* tại các quốc gia tiến bộ hay đang trên đà tiến bộ, nơi người phụ nữ được giải phóng và được đi làm đóng góp cho xã hội, cùng với đó là những tiêu chuẩn cao hơn về chăm sóc trẻ, nhưng tốc độ già hóa của Việt Nam nhanh hàng đầu thế giới thì là điều thực sự đáng quan ngại. Tỷ suất sinh gia tăng trong 2 năm lockdown vì Covid (20&21), nhưng sang đến 2022 giảm -5% so với cùng kỳ. Năm 2024 thuận lợi với tâm lý “săn rồng vàng” của người Á Đông nhưng tỷ lệ sinh vẫn suy giảm từ 1,96 về 1,91 con/phụ nữ (Hình 23), đáng chú ý phụ nữ của đầu tàu TP. Hồ Chí Minh hiện có mức sinh thấp nhất cả nước, bình quân chỉ 1,39 con/phụ nữ. Quy mô gia đình nhỏ dần, gia đình 3-4 thế hệ ngày càng ít. Việt Nam hiện vẫn đang ở trong thời kì “dân số vàng” nhưng cũng đã bước vào quá trình già hóa dân số, dự báo sẽ chuyển sang giai đoạn “dân số già” vào năm **2038**, tức chúng ta đang đếm ngược khoảng 14 năm nữa.

Hình 23: Số con/phụ nữ



Hai hệ lụy rõ ràng nhất khi phân tích từ góc độ Kinh Tế là **thiếu hụt lực lượng lao động** và **áp lực lên hệ thống an sinh xã hội**. Những quốc gia với dân số già hóa sẽ có ít động lực hơn cho nhu cầu tiêu dùng cũng như dễ sa lầy trong bẫy thanh khoản hay giai đoạn giảm phát sau mỗi khủng hoảng.

Những biện pháp động viên, tuyên truyền thế hệ đang trong độ tuổi kết hôn và sinh con là chưa đủ, mà cần coi đây là một vấn đề hệ trọng, huyết mạch phải giải quyết nếu như không muốn chưa kịp giàu thì đã già, cùng với đó là khó bứt phá khỏi bẫy thu nhập trung bình khi thiếu đi ưu thế về tăng trưởng năng suất.

Nhóm giải pháp như sau:

- 1, Cần khuyến khích các công ty cho phép phụ nữ có nhiều sự linh hoạt hơn để nuôi dạy con cái khi tham gia vào lực lượng lao động, thông qua các dịch vụ như **giáo dục** sớm và **chăm sóc** bà mẹ trẻ em cả về **dinh dưỡng cũng như sức khỏe**.
- 2, **Tăng tuổi hưu** để duy trì lực lượng lao động đặc biệt là các ngành lao động trí óc (hạn chế tăng tuổi hưu các ngành lao động cường độ cao và độc hại cho sức khỏe).
- 3, Thời gian chuyển đổi từ giai đoạn dân số già hóa sang dân số già của các nước Đông Á thường cao hơn (Hình 24), trái ngược với các nước Âu Mỹ sẵn sàng nhập cư điển hình là Pháp. Cái khó của giải pháp này là sự phản kháng xã hội, có thể thí điểm dần bằng hình thức **nhập cư có chọn lọc**. Trước đây, Nhật Bản đã từng nhập cư “Nhật Hệ Nhân” - là những người Brazil nhưng có tổ tiên là người Nhật đến làm việc trong các nhà máy, để rồi sau đó khi không thể hòa nhập được với văn hóa Nhật Bản họ đành hỗ trợ để những người này quay về Nam Mỹ.
- 4, Chủ động tạo điều kiện cho khu vực **kinh tế bạc** như các sản phẩm hàng hóa, dịch vụ đáp ứng nhu cầu tiêu dùng cũng như chăm sóc sức khỏe người cao tuổi, mục đích chính là tăng cầu tiêu dùng từ nhóm dân số này.

Tháp Dân Số Việt Nam

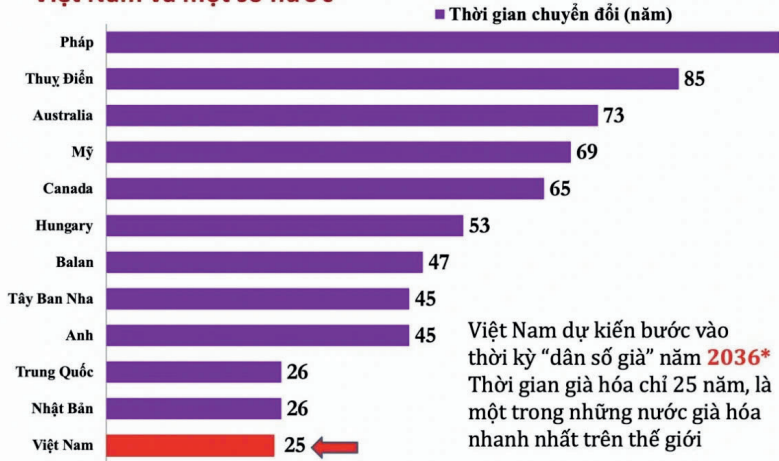
5, Đẩy mạnh trọng tâm phát triển vào **AI & Tự động hóa** nhằm tăng năng suất bù đắp cho sự thiếu hụt về lực lượng lao động.

6, Năm vừa qua chúng ta tiếp tục không hoàn thành mục tiêu xây 130.000 căn nhà ở xã hội, cần xem vấn đề an sinh này là sống còn khi 1 căn hộ 3 phòng ngủ là điều kiện cần cho hộ gia đình với 2 người con. Nên nghiên cứu **tăng nguồn cung nhà ở xã hội** như 1 hạng mục đầu tư công và ưu tiên tại các đô thị lớn cùng hạ tầng kết nối.

Vấn biết già hóa dân số như 1 quy luật không thể tránh khỏi, là vấn đề mang tính toàn cầu không chỉ của riêng quốc gia nào, nhưng mong rằng quá trình này với chúng ta (nếu có thể) diễn ra càng chậm càng tốt.

Hình 24: Thời gian chuyển đổi

Thời gian chuyển đổi từ “già hoá dân số” sang “dân số già” của Việt Nam và một số nước

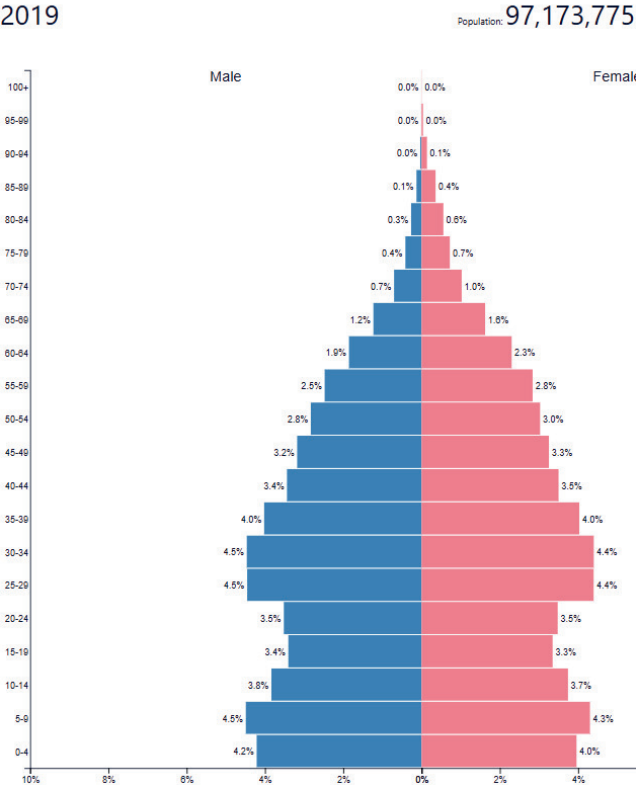


Nguồn: Dự đoán của Tổng cục thống kê

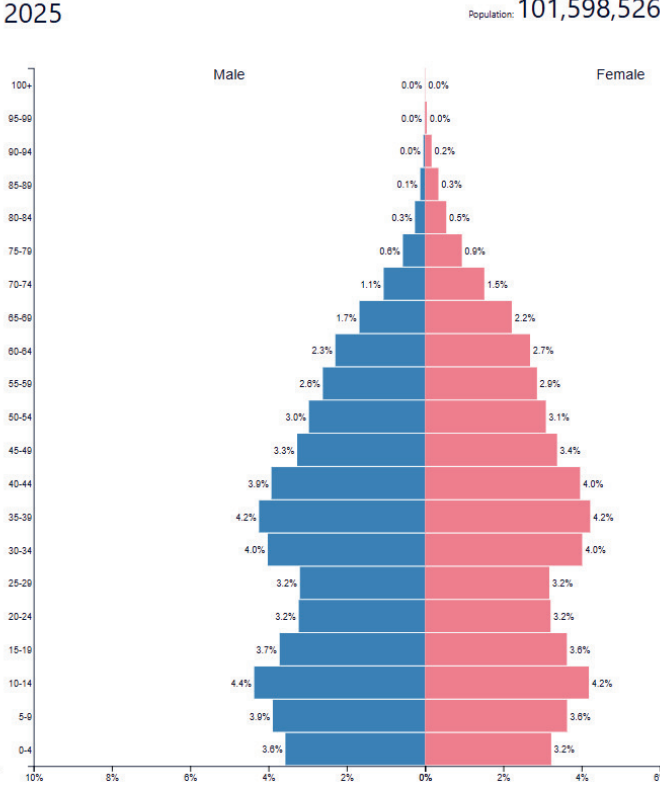
Note: Thời gian chuyển đổi của chúng ta còn nhanh Nhật Bản và Trung Quốc là 1 điều đáng báo động, đây cũng là 2 nước Đông Á cùng văn hóa không quá cởi mở với chuyện nhập cư.

Hình 25: Tháp dân số Việt Nam

Viet Nam ▼
2019



Viet Nam ▼
2025



Note: Đi qua đại dịch, sự lão hóa của tháp dân số diễn ra rõ rệt nhất khi phần trên của tháp (từ 55 tuổi trở lên) bắt đầu phình ra. Còn phần đáy tháp (19 tuổi trở xuống) lại tụt lại. Phần giữa tháp vốn là lực lượng lao động chính cũng có dấu hiệu lão hóa của nó.



Việt Nam Trong Cuộc Chơi Công Nghệ Số Toàn Cầu



Việt Nam Trong Cuộc Chơi Công Nghệ Số Toàn Cầu

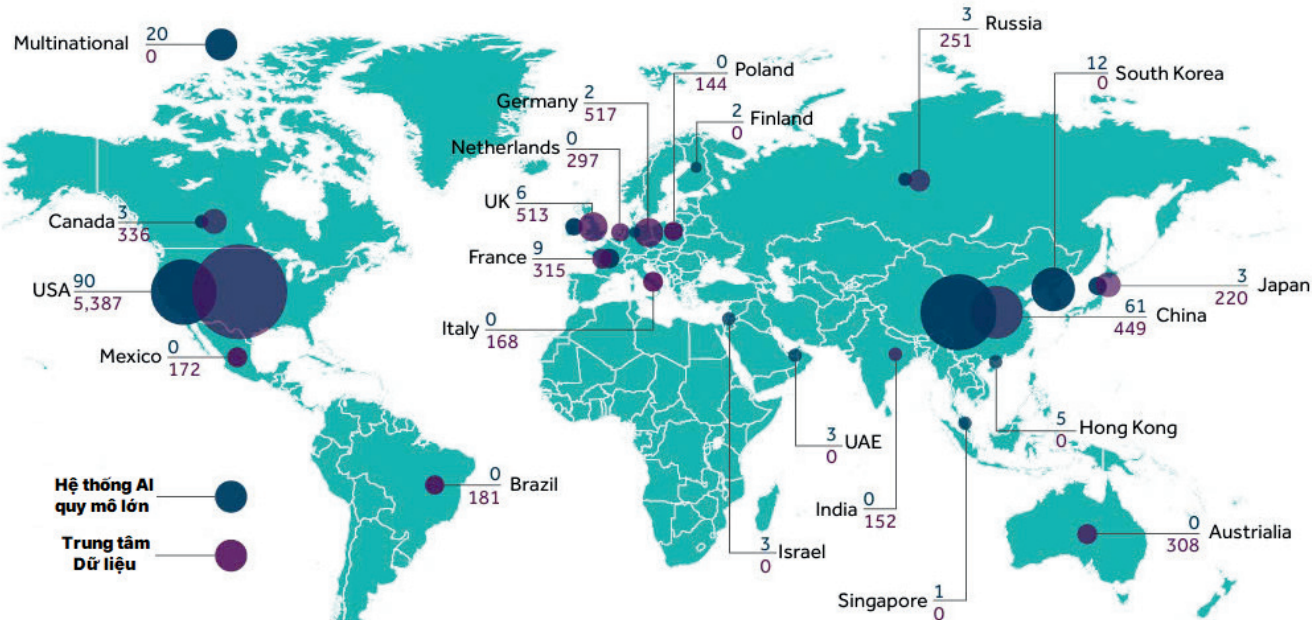
Khi cuộc cạnh tranh thu hút FDI ngày càng nóng lên, đặc biệt bám sát chiến lược Trung Quốc +1, Việt Nam vẫn cố gắng duy trì những ưu thế của mình, trong đó đứng đầu vẫn là chi phí tiền lương cạnh tranh, mạng lưới rộng lớn các hiệp định thương mại, và nỗ lực cải thiện cơ sở hạ tầng giao thông đang tụt hậu của mình (Năm 2025 kế hoạch cho vốn đầu tư công dự kiến 791.000 tỷ đồng (+12,4% so với 2024). Tuy nhiên *những ưu thế về nhân công giá rẻ rồi cũng sẽ biến mất dần* theo thời gian như kinh nghiệm từ mô hình của các nước đi trước cùng với quy luật lão hóa dân số vô cùng khắc nghiệt, trong bối cảnh xu hướng đầu tư thân thiện với môi trường đang dần lên ngôi.

Giữa tháng 12/2024, NVIDIA đã ký thỏa thuận với một số đối tác về việc dịch chuyển chuỗi sản xuất từ các nước khác sang Việt Nam, với cam kết đầu tư từ 4-4,5 tỷ USD trong vòng 4 năm tới. Việc này sẽ giúp tạo thêm khoảng 4.000 việc làm trực tiếp và khoảng 40.000-

50.000 việc làm gián tiếp. Qua đó thấy được quyết tâm của toàn bộ hệ thống chính trị vào cuộc từ 2020. Cuối tháng 12/2024 là **ng nghị quyết 57-NQ/TW** của Bộ Chính Trị với những chỉ tiêu về phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số đến 2030, cụ thể đóng góp năng suất (Total Factor Productivity) vào nền Kinh Tế ít nhất 55%, giao dịch phi tiền mặt và dịch vụ công trực tuyến cùng ít nhất 80%, sẵn sàng đầu tư kinh phí chi cho R&D 2% GDP mỗi năm và mục tiêu ít nhất 5 doanh nghiệp công nghệ số ngang tầm các nước tiên tiến năm 2030.

Tuy nhiên, cuộc chơi thu hút 1 cách có chọn lọc các FDI nhằm hướng tới phát triển công nghệ bán dẫn & AI luôn gặp sự cạnh tranh gay gắt từ chính các quốc gia đồng hưởng lợi từ chiến lược Trung Quốc +1. Ấn Độ đã đầu tư hàng tỷ USD để tạo điều kiện hấp dẫn thu hút FDI, còn Malaysia thậm chí đã phát triển năng lực công nghệ bán dẫn từ năm 1970. Như vậy thứ bạn đọc cần quan tâm là chúng ta đang có lợi thế cũng như bất lợi gì nổi bật so với các quốc gia khác?

Hình 26: Số lượng Hệ thống AI & Trung tâm dữ liệu toàn cầu



Nguồn: Our World in data, Lightcast via AI Index, Barclays Private Bank

Việt Nam Trong Cuộc Chơi Công Nghệ Số Toàn Cầu

Đầu tiên chính là con át chủ bài trữ lượng **đất hiếm**, nguyên vật liệu không thể thay thế trong sản phẩm công nghệ cao như điện thoại di động, máy tính, xe điện... cũng như ngành công nghiệp quân sự và hạt nhân. Trữ lượng của Việt Nam đứng thứ 2 thế giới với 22 triệu tấn, nhưng chủ yếu là đất hiếm nhóm nhẹ (nhóm lantan – ceri), có nguồn gốc nhiệt dịch và tập trung ở vùng Tây Bắc.

Thứ hai là **sự chủ động với xu hướng** số hóa khi năm vừa qua xếp hạng Chính Phủ điện tử hạng 71/193, tăng 15 bậc so với 2022, về tỷ trọng Kinh Tế Số tăng khá nhanh lên hạng 41. Trong khu vực, Singapore & Việt Nam góp mặt trong TOP 30 thế giới về nghiên cứu AI. Quyết định số 1018/QĐ-Ttg rất rõ ràng khi chia ra làm 3 giai đoạn, và chúng ta hiện đang ở giai đoạn đầu tới 2030 với mục tiêu trước mắt là thu hút FDI có chọn lọc để hình thành năng lực cơ bản trong tất cả các công đoạn của công nghiệp bán dẫn. Chính phủ cũng đã có những bước đi đáng ghi nhận khi sẵn sàng cung cấp tới 50% chi phí đầu tư ban đầu cho các dự án R&D lớn trong ngành công nghiệp bán dẫn và AI với số vốn ít nhất 3.000 tỷ đồng lấy từ nguồn tiền từ Quỹ hỗ trợ đầu tư thuộc bộ Kế Hoạch Đầu Tư.

Thứ ba, các công ty AI đều coi sự thiếu hụt nguồn điện là một yếu tố rủi ro chính và tập trung vào các nơi cung cấp được cho họ. Các trung tâm dữ liệu AI chiếm 2-4% mức tiêu thụ năng lượng trong các nền kinh tế lớn hiện nay, nhưng con số này dự kiến sẽ tăng gấp đôi vào năm 2030 (Một Model AI tiêu thụ 6 Gigawatt (GW) điện, tương đương sản lượng 6 nhà máy điện hạt nhân). Ước tính 1 lần truy vấn GPT Chat sẽ cần lượng điện gấp 10 lần so với Google Search, đồng thời phải khai thác hàng chục nghìn chip AI của NVIDIA cùng lúc. Như vậy cuộc chơi về đường dài của kỷ nguyên số hóa sẽ không thuận lợi cho những quốc gia không tạo ra được sản lượng điện đủ cung cấp. Ở bảng xếp hạng 2024, **sản lượng điện** được tạo ra bởi Việt Nam hiện đứng thứ 18 toàn cầu ngang bằng với Australia (Hình 22). Thêm vào đó, mới đây nhất Việt Nam vừa tái khởi động dự án điện hạt nhân Ninh Thuận với thời hạn hoàn thành dự kiến là 5 năm, thể hiện tầm nhìn và quyết tâm về một Việt Nam sẵn sàng cho kỷ nguyên mới.

Điểm trừ cần phải cải thiện là chỉ số sẵn sàng về AI của Việt Nam (AI Preparedness Index) năm 2024 chỉ đạt 0,48 điểm, thấp hơn trung bình thế giới là 0,5, thấp hơn khi so sánh với các quốc gia khác trong khu vực (Thái Lan, Indonesia, Malaysia). Hơn nữa **năng lực R&D** của chúng ta còn rất hạn chế (xét chỉ số đổi mới sáng tạo GII là 46/132 quốc gia, chỉ số về nguồn nhân lực và nghiên cứu chỉ đứng thứ 71/132 quốc gia; chỉ số đầu ra về sản phẩm tri thức và công nghệ chỉ đứng thứ 48/132 quốc gia). Cùng với đó **hệ thống giáo dục và đào tạo** chưa đáp ứng được nhu cầu: tỷ lệ sinh viên của 4 khối ngành STEM (Khoa học, Công nghệ, Kỹ thuật,

Việt Nam Trong Cuộc Chơi Công Nghệ Số Toàn Cầu

Toán học) mới khoảng 29% trên tổng số sinh viên đang theo học, thấp hơn nhiều nếu muốn hướng đến tỷ lệ của các quốc gia phát triển khác như Hàn Quốc, Phần Lan, Đức là khoảng 39%; trong khu vực thì Malaysia và Singapore đều trên 45%.

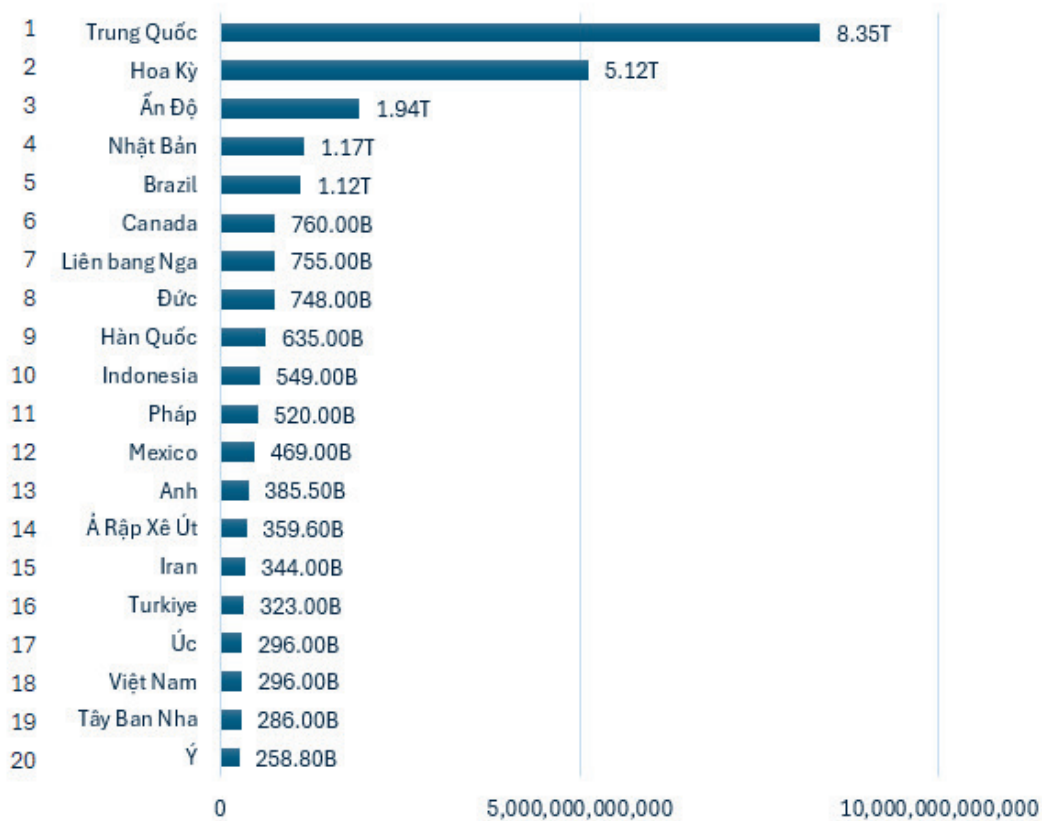
Chúng ta cũng cần **AI chủ quyền Việt Nam** và xây dựng các mô hình hiệu tiếng Việt để ứng dụng tối ưu hơn và cho phép người Việt sử dụng chính dữ liệu ngôn ngữ và văn hóa của mình.

Cần **đẩy mạnh ứng dụng** AI trong các ngành nghề khác. Ví dụ như Y Tế, ngoài việc chẩn đoán hình ảnh siêu âm, AI có thể hỗ trợ quản trị dữ liệu, tối ưu lịch trình điều trị và phẫu thuật. Ngành công nghệ chăm sóc sức khỏe ở Mỹ ghi nhận chi phí lao động chiếm 35% doanh thu, vì vậy nếu ứng dụng AI sẽ tối ưu lên tới 65% lượng công việc của nhân công.

Số hóa sẽ nâng cao chứ không hoàn toàn thay thế người lao động toàn cầu, một loạt công việc mới sẽ được tạo ra. Điều này giống như cái cách các nước phát triển dịch chuyển từ lĩnh vực công nghiệp sang dịch vụ vậy.

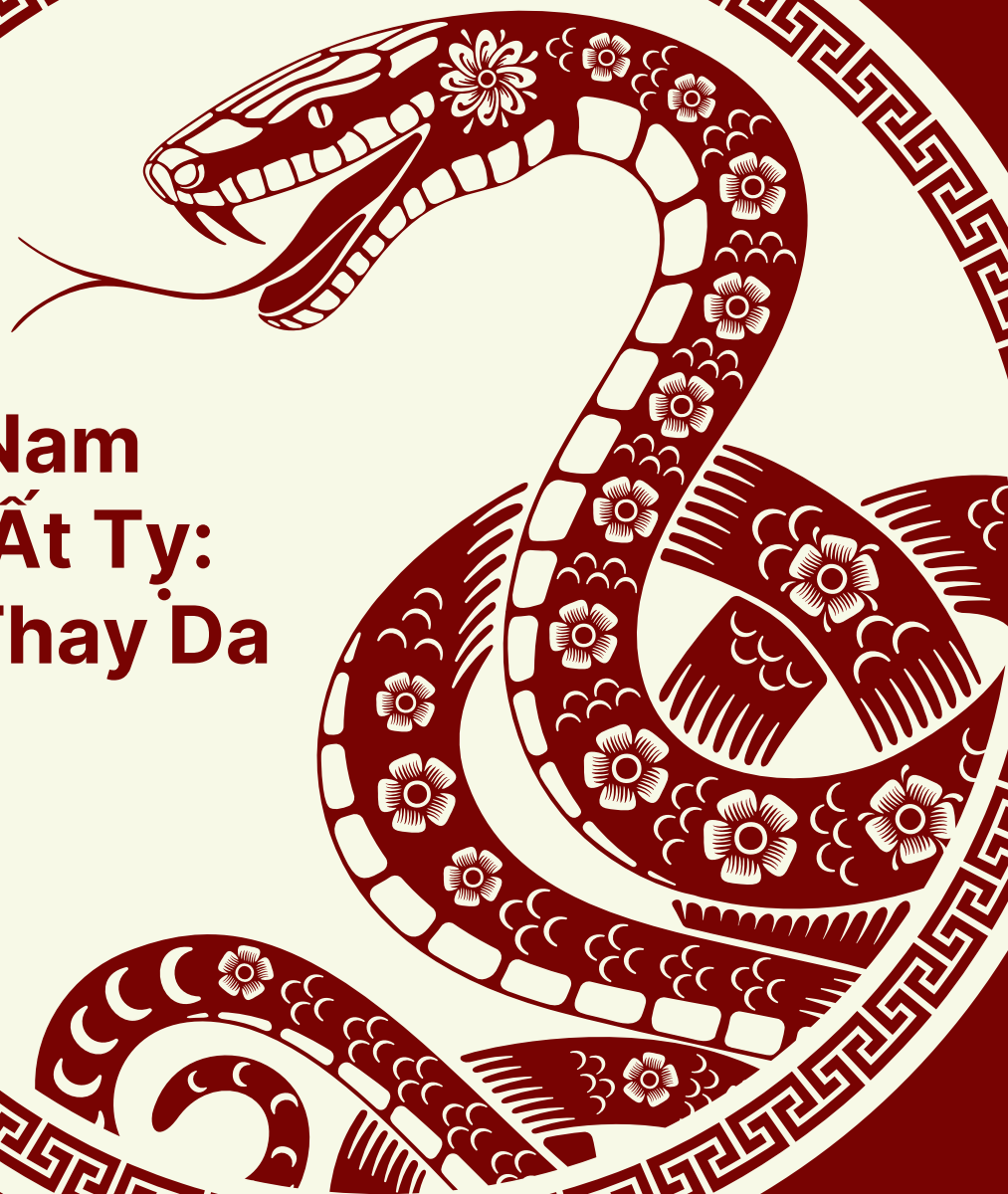
Về xu thế “di chuyển xanh”, so với các nước trong khu vực, Việt Nam đang có tỷ lệ mua ô tô điện rất cao, trung bình cứ 10 ô tô bán ra có 1 xe điện (chủ yếu là Vinfast). Mức độ nhận thức và quan tâm theo khảo sát của người tiêu dùng Việt Nam là rất cao với 75% và 80% lần lượt cho nhóm tuổi >40 và 25-39 tuổi với mục đích bảo vệ môi trường cũng như tiết kiệm chi phí. Những hạn chế chính còn lại là giới hạn quãng đường di chuyển và thời gian sạc sẽ dần được giải quyết với sự tiến bộ về mặt công nghệ cùng việc phủ sóng thêm hạ tầng trạm sạc theo thời gian.

Hình 27: Xếp hạng quốc gia về sản xuất điện năng (kWh)



Nguồn: The WorldBank

**Việt Nam
Năm Ất Tỵ:
Rắn Thay Da**

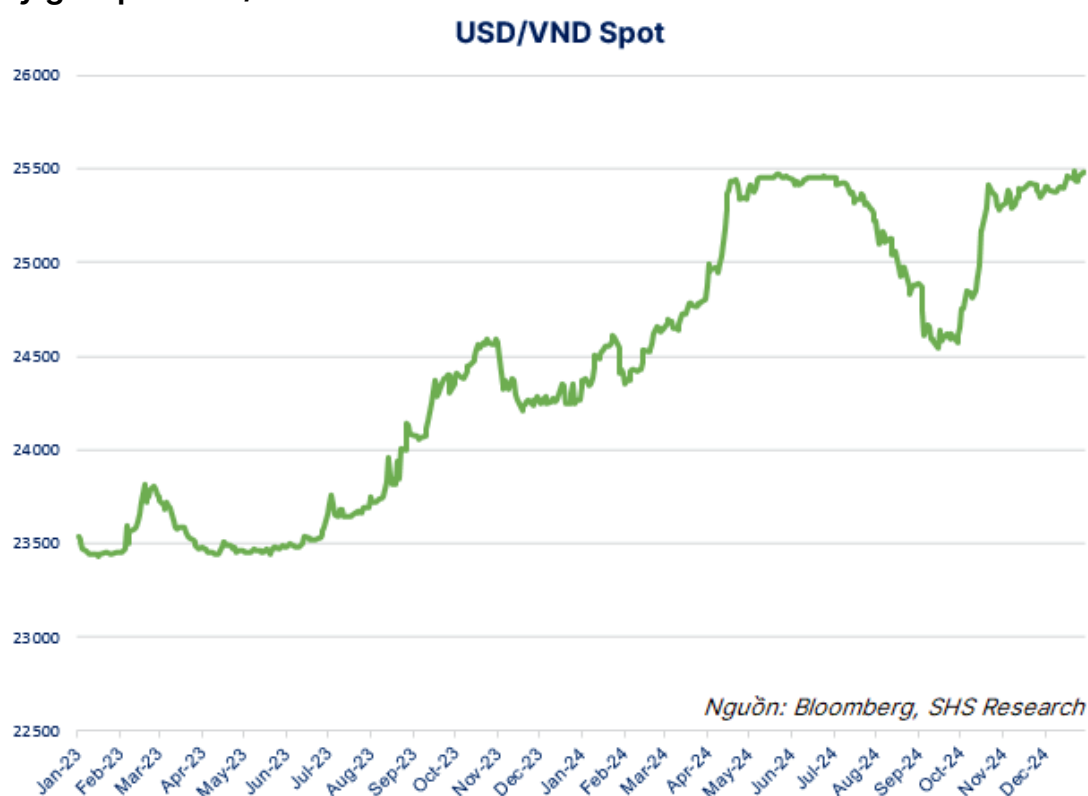


Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

Trong kịch bản cơ sở, mức tăng trưởng GDP+6,5% mà Quốc Hội chốt số 2025 không khó để đạt được, vì vậy người viết sẽ không đi vào việc dự đoán GDP mà sẽ hướng bạn đọc vào những chất lượng khác của nền kinh tế. Năm 2024 là một năm không được như mong đợi của “phòng tuyến” tỷ giá khi USD/VND spot tăng ~5,01% (Hình 28), số ngoại tệ phải bán trong dự trữ ngoại hối theo ước tính của chúng tôi là khoảng ~9 tỷ 350 triệu USD, gây **áp lực lên cung tiền ngoại sinh** của các ngân hàng, từ đó làm cho cân đối hệ thống trở nên mỏng hơn. Đáng chú ý nếu xét tổng thể thì 2022 và 2023 là những năm FED nâng lãi suất, thậm chí 2024 thuận lợi hơn với 3 lần cắt lãi tổng 1%, từ đó hạn chế bớt áp lực chênh lệch lãi suất USD/VND nhưng chúng ta vẫn phải bán USD và tiền bị mất giá. Nhìn nhận khách quan thì sau cuộc bầu cử Mỹ, chỉ số **DXY** mạnh hơn gây sức ép lên hành vi của dòng tiền đặc biệt là các dòng thu nhập sơ cấp (primary income) trên cán cân thanh toán từ đó **ảnh hưởng tâm lý giao dịch** tỷ giá.

Tại thời điểm viết báo cáo này thì SBV đã ra thông báo chặn cứng trần tỷ giá tại 25.450 vnd xóa tan những tin đồn về việc nâng trần khiến cho thị trường ngay lập tức phản ứng bằng động thái đóng vị thế Long, qua đó giúp cho tỷ giá trong ngắn hạn được “làm mát” lại. Việc không nâng trần có lẽ được rút kinh nghiệm từ phiên giao dịch nâng trần tỷ giá ngày 15/04/2024, là cách xử lý không triệt để, xử lý phần ngọn của vấn đề khởi đầu cho đợt bán ngoại tệ lần thứ nhất từ 22/04 đến 04/07 với tầm ~6 tỷ 640 triệu USD.

Hình 28: Tỷ giá spot USD/VND

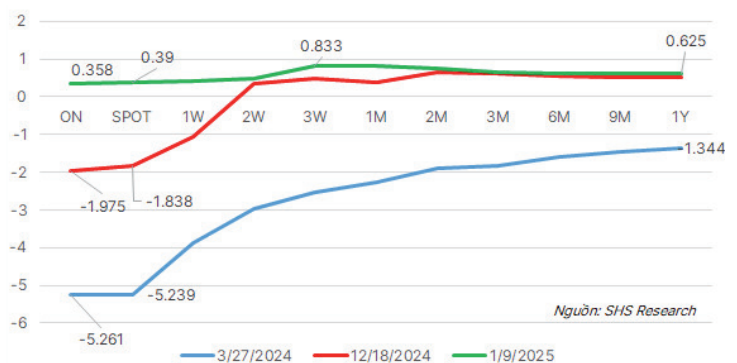


Việt Nam Năm Ất Ty: Rắn Thay Da

Diễn biến đợt bán USD lần thứ 2 diễn ra vào cuối năm nay khi mà lãi suất Liên Ngân Hàng có dấu hiệu đột ngột hạ xuống hôm 17/12 & 18/12 tạo ra điều kiện cần khiến cho dòng tiền sẵn sàng đi ra rất nhanh (Hình 29), và tất cả chỉ chờ để được kích hoạt đúng buổi họp ngày hôm đấy của FED – ngày mà chủ tịch Jerome Powell dội gáo nước lạnh lên thị trường, rằng đừng quá hy vọng về việc FED sẽ cắt lãi suất mạnh tay hơn vì lạm phát Mỹ chưa thực sự ổn định. Trước đó vào tháng 11, dù phía KBNN phát sinh nhu cầu mua USD để trả nợ (Tính tổng từ đầu năm theo con số tổng hợp của chúng tôi là 1 tỷ 980 triệu USD), tỷ giá thời điểm đó hết sức căng thẳng, áp lực lại càng áp lực khi các dòng tiền kết chuyển lợi nhuận găm giữ lại, tuy nhiên thời điểm đó SBV chưa phải bán USD trong bộ đệm dự trữ ngoại hối của mình.

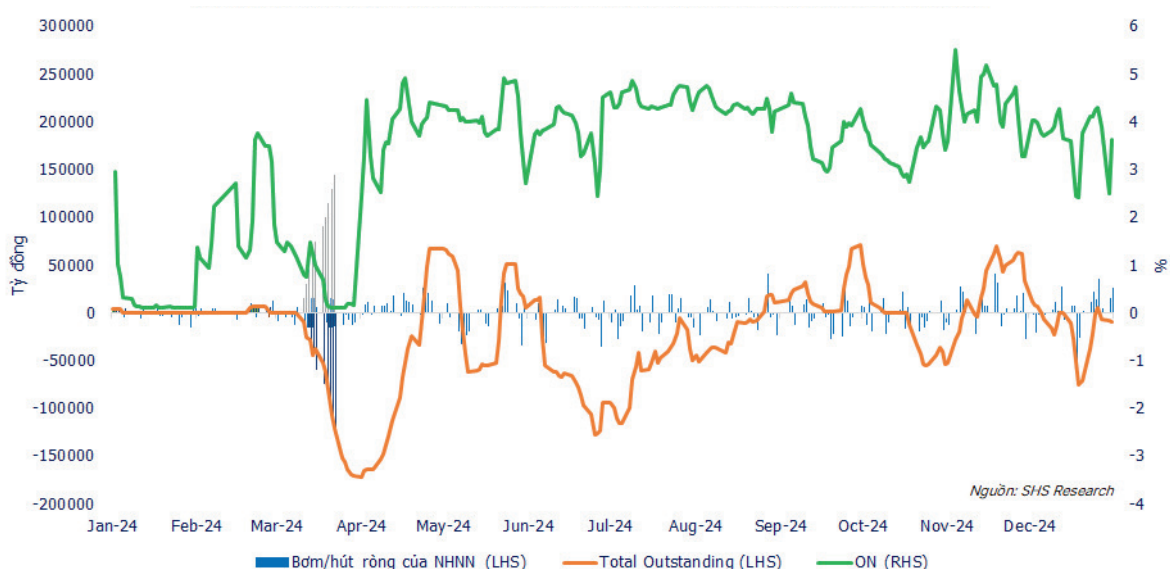
Theo ý kiến cá nhân người viết, kết quả sẽ có phần tích cực hơn nếu SBV liên tục duy trì kênh T-Bill các kỳ hạn để **xử lý lượng tiền dư** ra trong hệ thống (Lượng tiền Citad năm nay nhìn chung vẫn duy trì nhiều), qua đó đẩy lãi suất Liên Ngân Hàng lên 1 nền cao hơn Fed Fund Rate, **duy trì chênh lệch lãi suất USD/VND (SWAP) dương** như giai đoạn trước Covid (Hình 30). Đồng thời, người viết luôn hy vọng về sự phối hợp nhịp nhàng ăn ý giữa SBV và KBNN, đặc biệt là tại các thời điểm có nhiều sự kiện quan trọng, giúp cho nền tài chính nước nhà chủ động cũng như linh hoạt ứng phó hơn trước mọi bão giông!

Hình 30: SWAP USD/VND các kỳ hạn (%)



Note: Dễ dàng nhận thấy trước đợt bán USD đầu tiên, SWAP tại các kỳ hạn ngắn để âm rất sâu, đợt bán USD thứ hai tương tự. Chỉ đến đầu 2025 việc quyết liệt xử lý lượng tiền dư qua kênh T-Bill đưa SWAP dương nhẹ trở lại qua đó giải tỏa áp lực tỷ giá trong bối cảnh DXY tăng khoảng +1,5% YTD, cách xử lý này của SBV đã có hiệu quả rõ rệt.

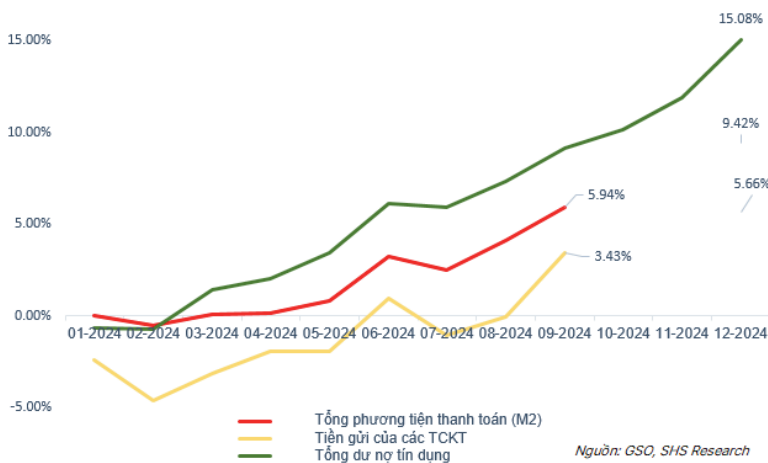
Hình 29: Lãi suất Liên Ngân Hàng kỳ (O/N) và diễn biến bơm rút ròng qua OMO của NHNN



Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

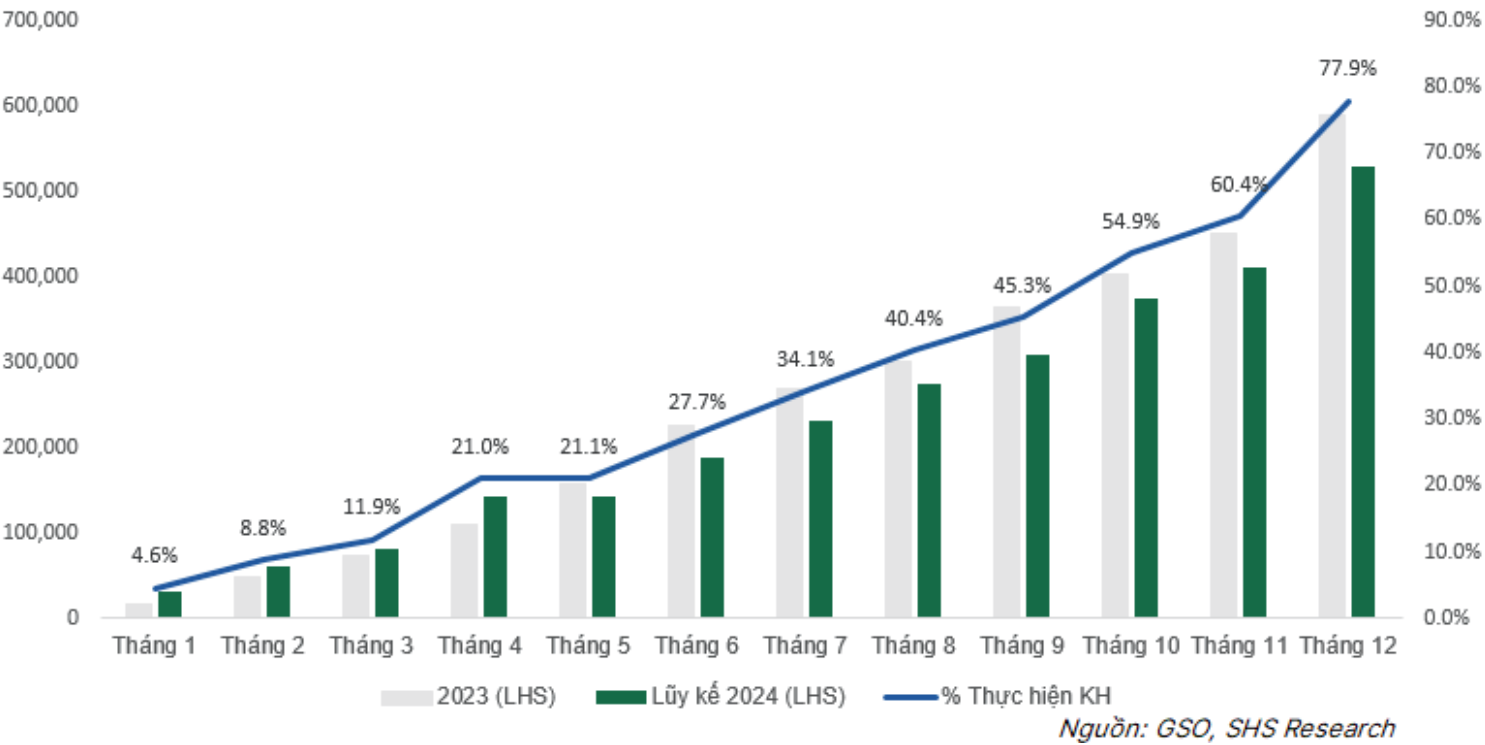
Cung tiền M2 (Hình 31) trong năm 2024 chứng kiến sự co hẹp đáng kể trong từng cấu phần của nền kinh tế (+9.42%YTD), chiếm phần lớn trong đó đến từ việc giảm dự trữ ngoại hối khoảng 9,35 tỷ USD trước áp lực tỷ giá vào đợt từ tháng 4 đến tháng 7 và trong 2 tuần cuối năm. Nhìn lại năm 2022, với số giảm ròng khoảng 21 tỷ USD để can thiệp vào thị trường ngoại hối và đến năm 2024 NHNN phải tiếp tục bán ra thậm chí vượt mức mua tích lũy trong 2023 thêm hơn 3 tỷ USD dẫn đến cung tiền M2 không còn thực sự dồi dào, hiện cận kề dưới mức 3 tháng nhập khẩu theo Quỹ tiền tệ Quốc tế IMF. Bên cạnh đó, áp lực còn ở phía Kho bạc Nhà nước khi nhu cầu phát hành không đáng kể đi kèm với mức độ giải ngân đầu tư công (Hình 32) còn hạn chế (78% kế hoạch) và bội thu NSNN cả năm đạt 206.7 nghìn tỷ cũng góp phần gây áp lực lên cung tiền hệ thống.

Hình 31: Cung tiền M2



Note: Không có số liệu tăng trưởng cung tiền 2 tháng 10&11/2024 tại thời điểm viết bài. Gap giữa tăng trưởng tín dụng và M2 đến chủ yếu từ việc suy giảm cung tiền ngoại sinh do bán ngoại tệ.

Hình 32: Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 2023-2024 (Đvt: Tỷ đồng)



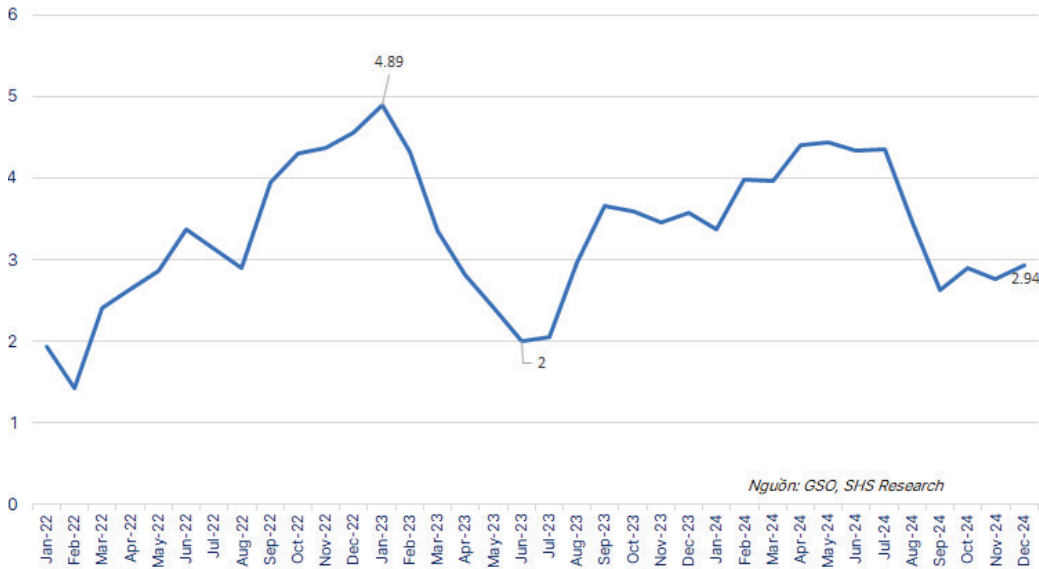
Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

Và để bù đắp cho gap giữa tín dụng và huy động (hình 35) thì các ngân hàng đã tăng cường việc phát hành Giấy Tờ Có Giá, chấp nhận đẩy nguồn về kỳ hạn dài (vừa giúp xử lý về mặt nguồn tiền vừa giúp xử lý tỷ lệ LDR SFL). Đây cũng là một thành công trong việc điều hành của SBV 2024, thông qua việc xử lý nguồn này giúp tạo điều kiện dịch **chuyển dần từ cung tiền M2 sang tương lai M3**, đồng thời là một bước chuẩn bị về mặt vốn cho dự thảo lên Basel III theo quy định của NHNN.

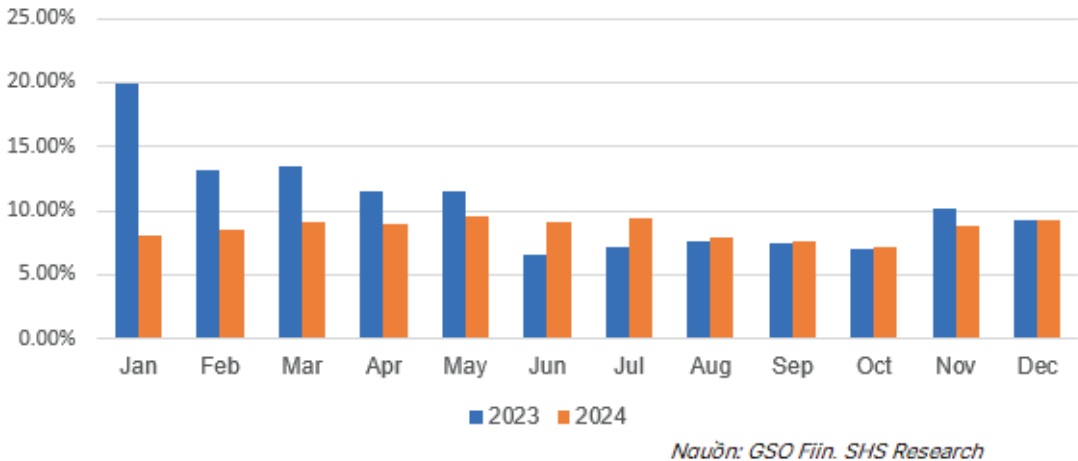
Trái phiếu ngân hàng trong năm 2024 ước đạt 302,881 tỷ đồng (68.3% tổng GTPH 12 tháng đầu năm), vẫn chiếm tỷ trọng lớn (273,000 tỷ đồng) trong 11 tháng đầu năm, tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ và 2/3 tổng giá trị phát hành mới. Bên cạnh các ngân hàng quốc doanh, đáng chú ý nhất là TCB và ACB với mức tăng trưởng giấy tờ có giá kể từ 2022 tính đến cuối T9/2024 là 270% và 104%. Tuy nhiên hệ quả từ việc này là hệ thống phải chịu thêm chi phí vốn lớn cho việc phát hành cũng như gây ra **áp lực bào mòn NIM** của hệ thống khi thiếu hụt nguồn huy động tương ứng. *Đây sẽ là câu chuyện chính và đáng quan tâm của hệ thống ngân hàng trong năm 2025 tới đây.*

Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

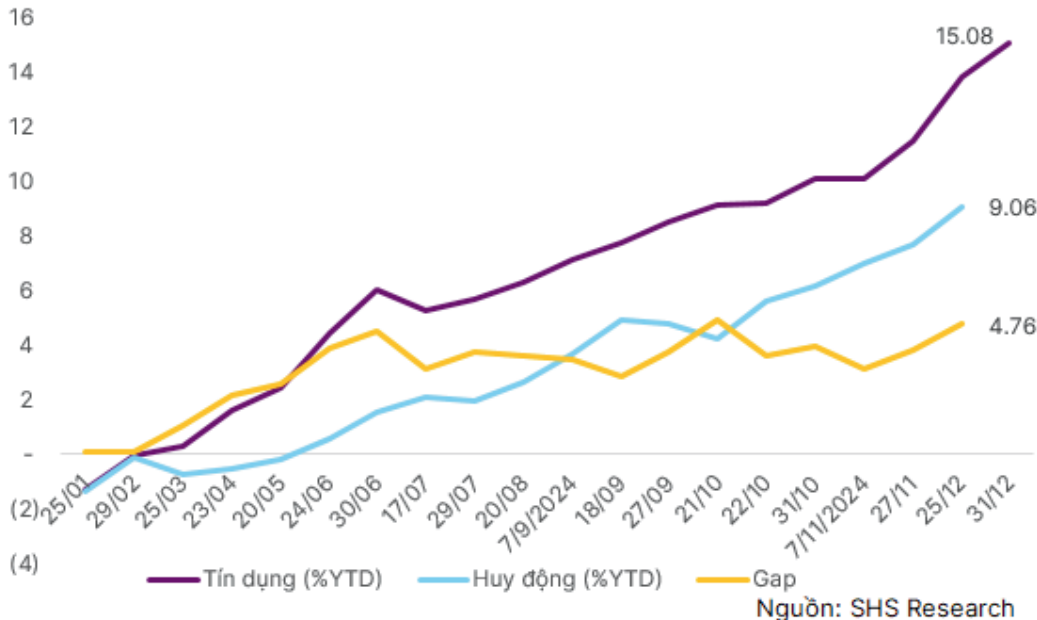
Hình 33: Diễn biến CPI qua các tháng (%YoY)



Hình 34: Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng tháng (%YoY)



Hình 35: Diễn biến tăng trưởng tín dụng và huy động 2024 (%YoY)



Việt Nam Năm Ất Ty: Rắn Thay Da

Cụ thể hơn vì sao người viết đánh giá NIM hệ thống năm tới sẽ giảm tiếp (Hình 36). Thứ nhất là như đề cập phía trên, **việc bán USD** khiến suy giảm cung tiền ngoại sinh làm hệ thống phải bù đắp bằng việc tăng lãi suất huy động tiền gửi cao hơn. Thêm vào đó, **việc phát hành Giấy Tờ Có Giá tại các kỳ hạn dài** (dĩ nhiên lãi suất không rẻ) khiến cho chi phí vốn hệ thống tăng cao. Thứ hai, **việc tạo điều kiện hoãn giãn nợ** những tài sản thuộc dạng không tiếp tục hoạt động (Discontinued Operating Asset) tồn đọng từ thời Covid đến giờ chiếm mất dư địa cho vay dài hạn, buộc các ngân hàng phải đẩy cho vay ngắn nhiều hơn và dĩ nhiên là lãi suất cho vay không bằng. Cuối cùng là phần Tài Sản Thanh Khoản trên cân đối vẫn buộc phải phân bổ vào **TPCP**, nhưng 2024 là năm mà mặt bằng **lợi tức** không cao cũng là tác nhân khiến NIM tổng thể giảm, kể cả với những ngân hàng vốn có lợi thế về mặt CASA.

Một vấn đề nữa đáng cho người đọc lưu tâm là câu chuyện đáo hạn TPDN 2025 (Hình 37) với ước tính theo Fii ratings thì dư nợ cả gốc lẫn lãi khoảng 334.000 tỷ đồng (2024 là 315.000 tỷ đồng), đặc biệt trong đó riêng trái phiếu bất động sản dư nợ đáo hạn dự kiến 135.000 tỷ đồng, gấp 2.25 lần so với 60.000 tỷ đồng 2024. Tuy nhiên như vừa đề cập phía trên, việc chủ động phát hành Giấy Tờ Có Giá 2 năm vừa qua của các ngân hàng (~60% quy mô lượng TPDN đang lưu hành với Bond Duration 4.x năm và yield 5.5-6%) cũng đã **sẵn sàng để xử lý**.

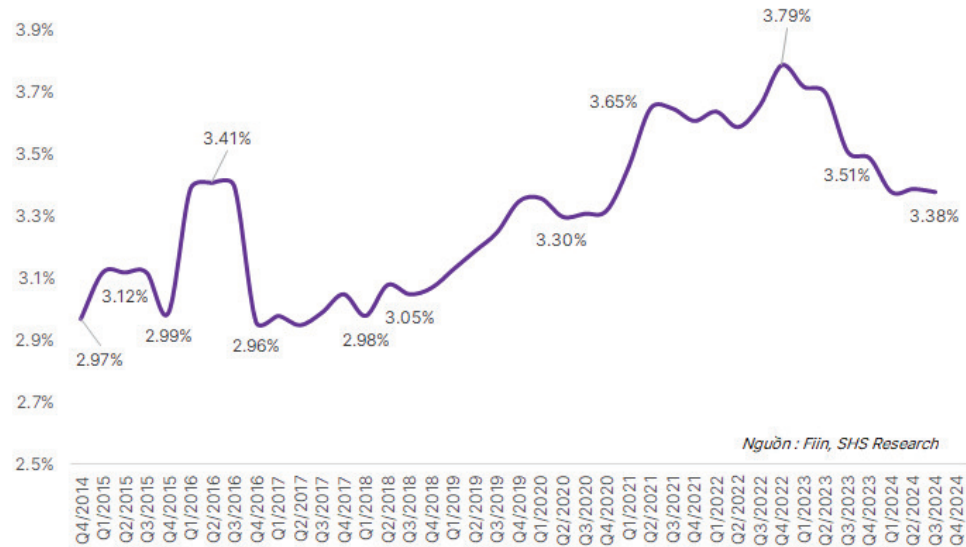
Kênh TPCP (Hình 38), tháng 12/2027 mới đi vào khởi công Đường Sắt Cao Tốc, nhưng từ 2025 sẽ xuất hiện những áp lực phát hành. Bộ Nội vụ dự kiến cần 130.000 tỷ đồng để thực hiện chế độ, chính sách với cán bộ, công chức, viên chức, người lao động khi sắp xếp lại bộ máy. Kế hoạch tổng nhu cầu vay của Chính Phủ năm 2025 là 500.000 tỷ đồng. Tiềm tàng việc **gia tăng lượng cung khá lớn** (+25%) trong khi về phía cầu chưa có nhiều điều để kỳ vọng rất dễ làm cho lợi tức (yield) của TPCP năm sau dự kiến sẽ tăng nhẹ (đặc biệt tại kỳ hạn 10y & 15y, vốn là 2 kỳ hạn phục vụ cho các kế hoạch chiến lược dài hạn).

Vấn đề lo ngại về việc không gia hạn tiếp TT02, nó làm cho cân đối của 1 số bank không còn được đẹp nữa khi phải trích lập thêm thẳng vào lợi nhuận (trước đó vẫn phải dự phòng tối thiểu theo TT11/2021). Bản thân số phải trích lập không dùng cho vay được nữa, coi như cục đó bị “khóa” lại. Nhưng ảnh hưởng về mặt thanh khoản hệ thống thì người viết đánh giá là không có.

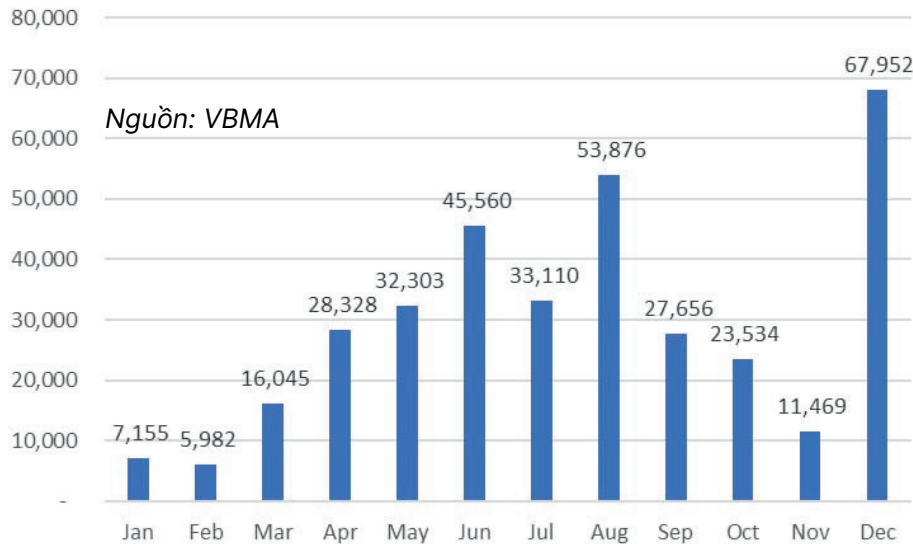
Vấn đề cuối cùng việc giảm Tiền gửi Kho Bạc tại BIG4 về 20% trong tính tỷ lệ LDR không quá ảnh hưởng trong bối cảnh số dư Citad đang để rất dồi dào (Số chốt 31/12 là 500 ngàn tỷ đồng), theme của hiện tại (không như 2022) vẫn là xử lý lượng tiền dư cùng sự phối kết hợp của các nhà điều hành nhằm ổn định tỷ giá.

Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

Hình 36: NIM hệ thống

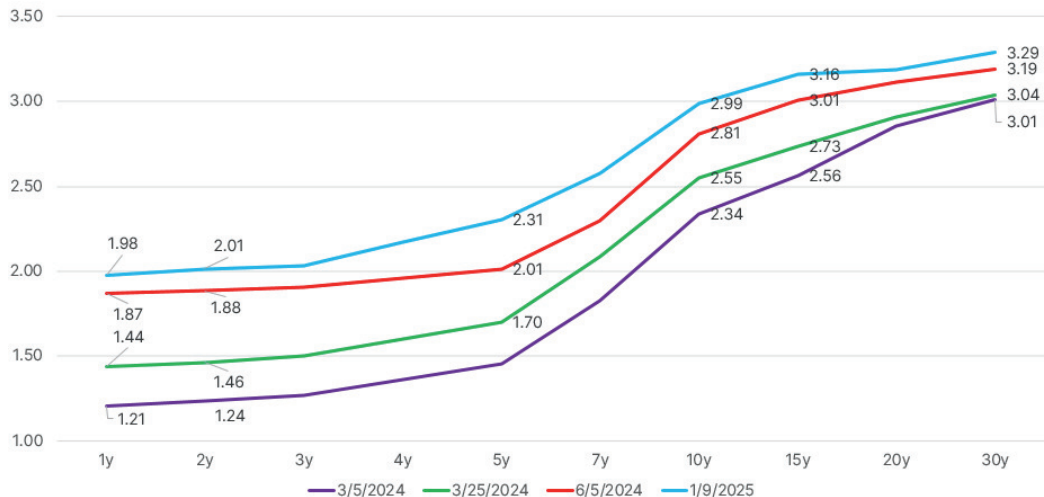


Hình 37: Trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn (Đvt: tỷ đồng)



Note: Dự kiến 350.000 TPDN sẽ đáo hạn trong 2025

Hình 38: Lợi tức TPCP các kỳ hạn (%)



Note: Lợi tức các kỳ hạn lần lượt gia tăng xếp theo thứ tự các mốc thời gian dẫn tới chi phí vốn tăng cao, tuy nhiên Việt Nam vẫn có lợi thế về dư địa tài khóa lớn khi Nợ Công/GDP vẫn ở ngưỡng an toàn 39%

Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

Kết luận:

- 2025 dự kiến vẫn sẽ là 1 năm **hiều thách thức** trong việc điều hành **tỷ giá**, cùng chính sách để cho chênh lệch lãi suất USD/VND (SWAP) hầu hết thời gian chênh lệch âm như những năm gần đây đi kèm với bối cảnh kỳ vọng về số lần cắt giảm lãi suất của FED ít hơn ban đầu.
- Như vậy thì **nền lãi suất Liên Ngân Hàng** dự kiến cũng **~4,0%** với kỳ vọng cắt giảm lãi suất FED thêm 2 lần nữa về quanh 4,0%.
- **NIM sẽ bé hơn** với những lí do trình bày phía trên, thêm vào đó dự kiến **lãi suất huy động** cũng như **cho vay** trên thị trường 1 dự kiến **sẽ tăng nhẹ**, khó để giữ tiếp nền thấp như 2023&24 (Hình 39-40) khi suy giảm về mặt cung tiền nội sinh làm mỏng cân đối hệ thống cùng với đó áp lực tăng lãi suất cho vay để cải thiện NIM từ phía các ngân hàng khi nhu cầu tín dụng có xu hướng cải thiện dần.
- **Lợi tức kênh TPCP** dự kiến cũng sẽ **tăng nhẹ** (đặc biệt kỳ hạn 10y & 15y) như trình bày phía trên.

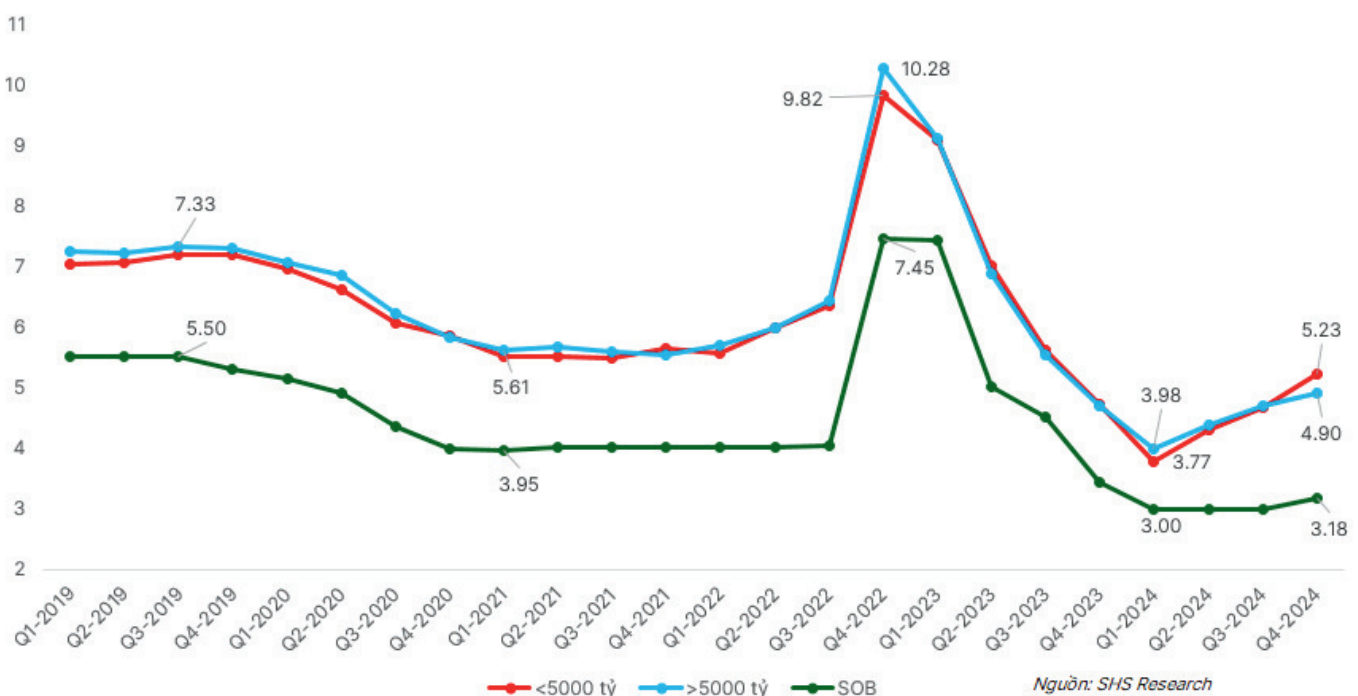
Hình 39: Spread G-Bond VN 10y-2y (%)



Note: Chênh lệch TPCP kỳ hạn 10 năm và 2 năm của VN có dấu hiệu gia tăng trở lại cùng lượng cung tiềm năng phát hành thêm khá lớn cho dự án đường sắt cao tốc.

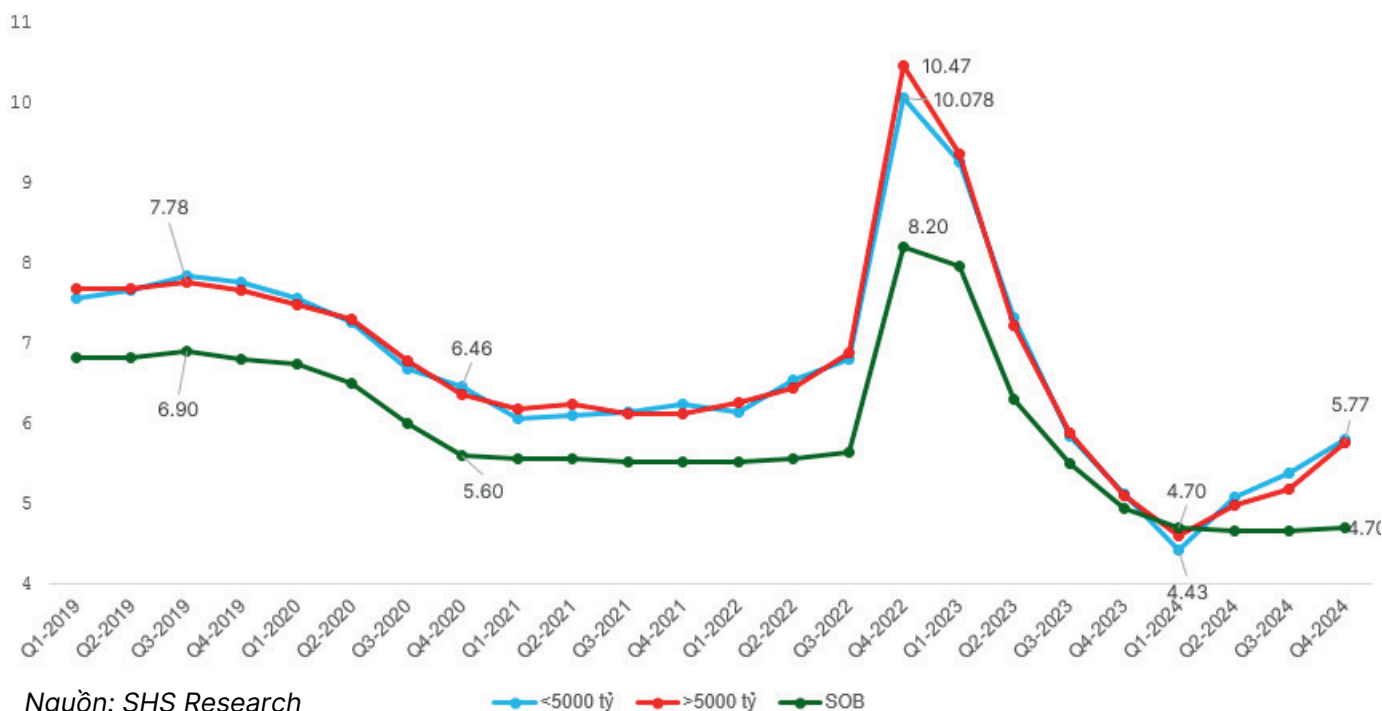
Mong rằng năm Ất Tỵ này sẽ là năm bản lề của sự đổi mới. Từ quyết tâm tinh gọn bộ máy điều hành của Chính Phủ đến công cuộc số hóa nền Kinh Tế Quốc Gia, hy vọng sẽ là một năm bút phá, sẵn sàng thay đổi tư duy, nâng cấp cách điều hành cũng như phối hợp giữa các bộ ban ngành thêm ăn ý hơn. Tựa như một con rắn phải thay da để chữa lành những vết thương và tiếp tục phát triển vậy.

Hình 40: Diễn biến lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng (%)



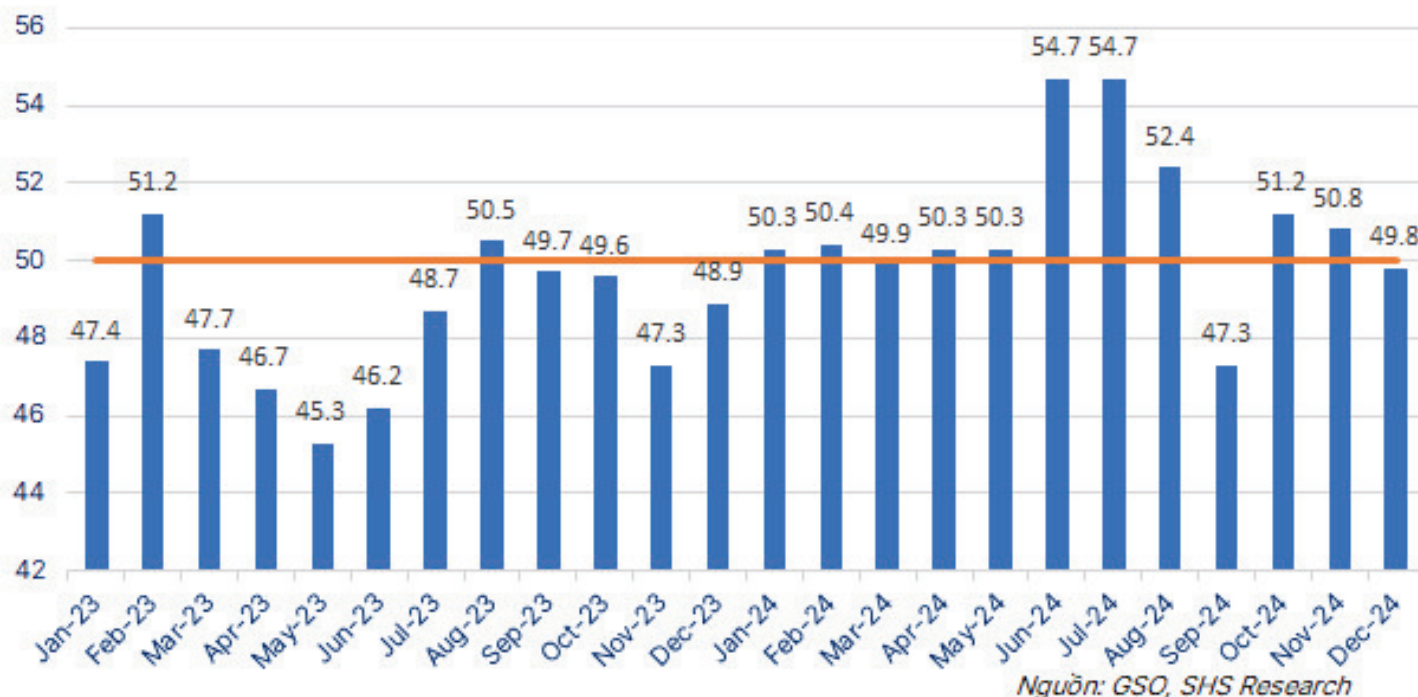
Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

Hình 41: Diễn biến lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm (%)



Note: Lãi suất tại các kỳ hạn ngắn và dài đều đã bắt đầu có dấu hiệu tăng lên rõ rệt tại khối NHTM tư nhân từ cuối 2024, khối BIG 4 vẫn chiếm ưu thế về nguồn nên vẫn giữ nền thấp tốt hơn.

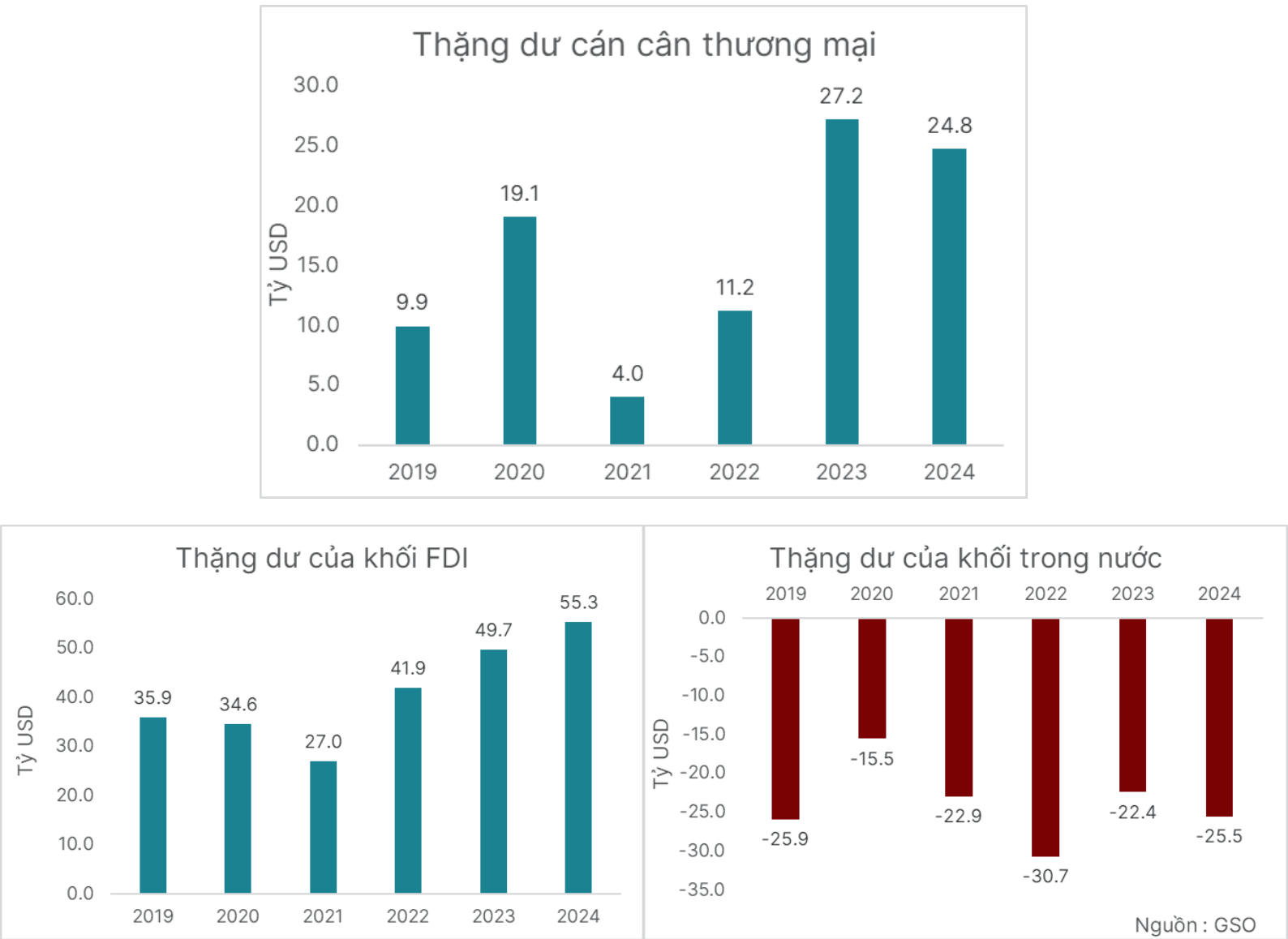
Hình 42: Chỉ số PMI (điểm)



Note: Ngoại trừ tháng 9 với cơn bão Yagi gây ảnh hưởng các tỉnh miền Bắc, nhìn chung 2024 là năm phục hồi của sản xuất. Trùng khớp là cuối thời điểm quý 2 đầu quý 3 là thời điểm bán USD nhiều của SBV, cũng là lúc PMI đạt gần 55 phản ánh một phần do nhu cầu nhập nguyên nhiên vật liệu phục vụ sản xuất.

Việt Nam Năm Ất Tỵ: Rắn Thay Da

Hình 43: Cán cân thương mại



Note: Chúng ta đều có cán cân thương mại dương những năm vừa qua, nhưng người viết xin được phép trích dẫn lời Tổng Bí Thư Tô Lâm tại Diễn đàn quốc gia về phát triển doanh nghiệp công nghệ số Việt Nam năm 2024 như sau

"Đây là những con số có vẻ ấn tượng, hoành tráng, đáng tự hào, nhưng thử hỏi chúng ta đã bao giờ nhìn sâu vào bản chất những số liệu này chưa? Chúng ta đóng góp được bao nhiêu % giá trị trong đó? Hay là mình đang ở phân khúc thấp nhất của chuỗi giá trị, chủ yếu là gia công cho nước ngoài. Một cái áo bán ra mà thiết kế, vải, nhuộm, chỉ, cúc đều của người khác thì mình được bao nhiêu? Có chăng chỉ là công lao động và sự ô nhiễm môi trường?"

"Tại Bắc Ninh có 176 đối tác cấp I thì có tới 164 doanh nghiệp nước ngoài. Các doanh nghiệp trong nước chủ yếu cung cấp dịch vụ an ninh, suất ăn công nghiệp, xử lý rác thải..."

Tôi muốn nêu rõ những bất cập này để chúng ta nhìn thẳng vào sự thật rằng doanh nghiệp của chúng ta đang đứng ở đâu trong chuỗi giá trị toàn cầu cũng như trong năng lực cạnh tranh quốc tế để cố gắng"- Tổng Bí thư thẳng thắn chỉ ra.



Chiến lược phân bổ tài sản

Chiến lược phân bổ tài sản

Hình 44 với **Cổ phiếu** và **Vàng SJC**, cùng đặc tính Capital Gain người viết lấy **hiệu suất sinh lời** so với cùng kỳ năm ngoái (**YoY**). Còn với **Lãi suất** trung bình **tiền gửi** dưới 1y và **Lợi tức TPCP 2y**, vì đặc điểm 2 kênh này thiên về **thu nhập cố định** nên người viết lấy số đóng cửa của năm.

Hình 46 là sự tương quan giữa tăng trưởng GDP - VNINDEX - Lợi nhuận VN-INDEX. GDP vẫn tăng đều đặn theo đường tuyến tính, nhưng VNINDEX thì không, đặc biệt P/E lại không giữ được cường độ tăng trưởng được như thế, sự tương quan của Trung Quốc cũng tương tự. Điều này lặp lại câu nói kinh điển của Paul Krugman: “First, the stock market is not the economy. Second, the stock market is not the economy. Third, the stock market is not the economy”. Việc tăng trưởng GDP không có nghĩa là TTCK phải tăng tương ứng, ít nhất điều này luôn diễn ra trong trung hạn, đó là lí do phương pháp luận của người viết *không đi sâu vào vấn đề GDP để áp dụng trong đầu tư*. Hơn nữa, như Hình 47 có thể thấy đặc điểm của những quốc gia có tỷ lệ M2/Market Cap cao như Trung Quốc và Việt Nam là độ biến động khi đã vào xu hướng thường rất mạnh, độ phản ứng với tin tức cũng rất mạnh.

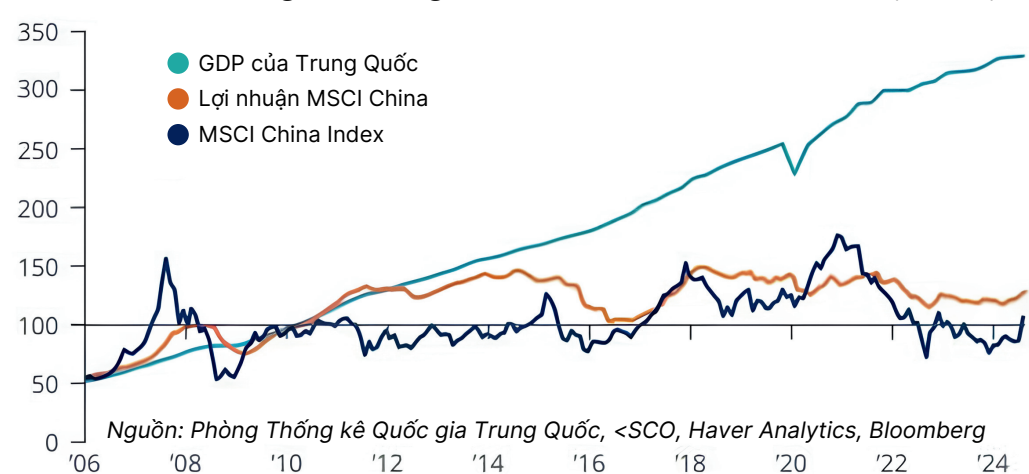
Hiện tại Vốn Hóa Thị Trường/GDP của Việt Nam đang khoảng 46%, người viết cũng không sử dụng mục tiêu phần đầu quy mô Market Cap/GDP là 150% trong *phương pháp luận của mình*, mà theo tác giả chính thanh khoản hệ thống mới là điều kiện cần để VN-INDEX không bị rút sâu như 2022, điều kiện đủ chính là những yếu tố tác động lên hành vi giao dịch khiến cho tín dụng được đổ vào thị trường. Như những gì đã phân tích ở phần trên, 2025 không quá thuận lợi cho thị trường **chứng khoán** nhưng trong kịch bản cơ sở (không biến cố Thiên Nga Đen) sẽ không có gì quá xấu như 2022 và **vẫn là kênh đáng để đầu tư** cùng nửa cuối năm với triển vọng nâng hạng thị trường (FTSE Secondary Emerging Market), lưu ý tập trung vào cổ phiếu vốn hóa lớn. Nhà đầu tư nên cẩn thận những nhịp biến động lớn tăng giảm shock bởi sự khó lường, khó đoán tác động từ ông Trump. Việc *phán đoán điểm số là không cần thiết*, khi phải bám trụ vào điểm số hay một cái mốc nào đó, khác gì cố ôm vàng trắng sáng cố ngăn dòng nước chảy, liệu tư duy của chúng ta có còn khoáng đạt và tự do?

Hình 44: Thống kê hiệu suất sinh lời các loại tài sản

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
6.12%	14.82%	48.03%	6.00%	15.40%	30.70%	35.73%	6.90%	12.20%	12.11%
5.95%	5.95%	5.90%	4.21%	7.67%	14.87%	8.60%	6.90%	9.40%	8.20%
5.31%	5.00%	3.89%	-0.20%	6.15%	5.00%	4.95%	4.89%	6.30%	4.75%
-8.50%	4.82%	2.40%	-9.32%	1.69%	0.42%	0.80%	-32.78%	1.79%	2.14%
Cổ phiếu (VN-INDEX YoY)			Lãi suất trung bình của tiền gửi dưới 1 năm						
Vàng SJC (Mua Vào - Bán Ra YoY)			Lợi tức TPCP 2y						

Nguồn: Fiinpro, SHS Research

Hình 45: GDP danh nghĩa Trung Quốc, MSCI China Index và lợi nhuận



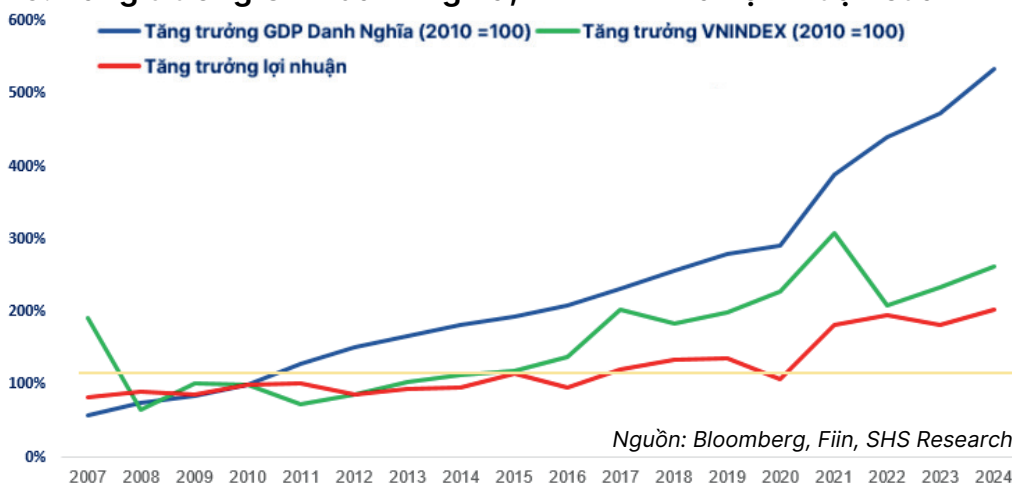
Chiến lược phân bổ tài sản

Gửi Tiết Kiệm như phân tích **lãi suất TT1** ở phần trên dự kiến **sẽ tăng nhẹ**, mức tăng và kỳ hạn tăng tùy thuộc vào chiến lược quản lý nguồn vốn của từng ngân hàng đi kèm với tiềm năng tăng trưởng huy động & tín dụng toàn hệ thống. Trái Phiếu Chính Phủ như phân tích ở phần trên tiềm tàng việc gia tăng lượng cung khá lớn với kế hoạch tăng chi tiêu Tài Khóa, tăng phát hành thêm lượng trái gấp 1,25 lần so với 2024 trong khi về phía cầu chưa có nhiều điều để kỳ vọng sẽ gia tăng tương ứng 25% rất dễ làm cho **lợi tức (yield) của TPCP năm sau dự kiến sẽ tăng nhẹ** (đặc biệt tại kỳ hạn 10y & 15y). Do đa phần TPCP được coi là một công cụ thanh khoản trên cân đối các ngân hàng cùng chiến lược nắm giữ đến khi đáo hạn nên trong trường hợp

tổ chức đầu tư có chiến lược trading, cần cẩn trọng và chặt chẽ cơ hội hơn.

Trong khi đó, **Vàng** - tài sản với **nguồn cung gần như là cố định** với diễn biến tăng rất tốt 2023&24, mới đây nhất về mặt cầu thì động cơ lớn nhất là ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) đã không thêm vàng vào dự trữ của mình trong tháng thứ 9 liên tiếp và chỉ chấp nhận mua vào ở nền giá thấp hơn. PBoC đã chấm dứt chuỗi 18 tháng mua ròng vàng vào tháng 5. Năm 2023, các ngân hàng trung ương đã mua thêm 1.037 tấn vàng – mức mua hàng năm cao thứ hai trong lịch sử – sau mức cao kỷ lục là 1.082 tấn vào năm 2022, vì những lo ngại về địa chính trị. Theo đó Vàng cũng **không** phải là kênh đầu tư **quá tiềm năng** cho 2025.

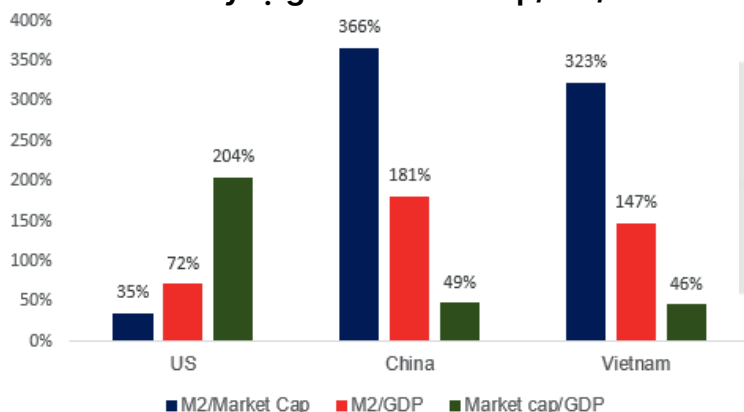
Hình 46: Tăng trưởng GDP danh nghĩa, VNINDEX và Lợi nhuận của VN-INDEX



Nguồn: Bloomberg, Fiin, SHS Research

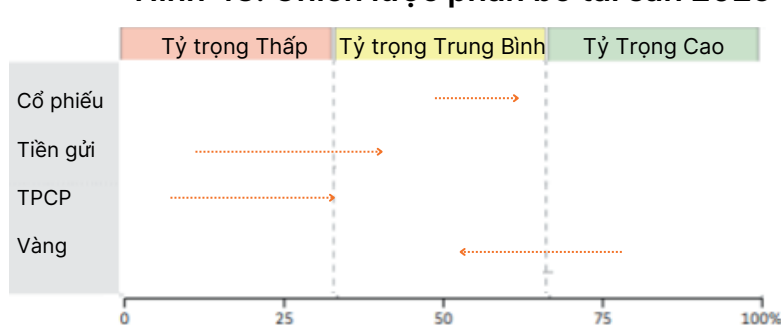
Note: SHS Research đã tiến hành đo tương quan (Correlation) tăng trưởng từng năm (bắt đầu từ 2008) so với năm liền trước GDP & VNI -0,36 => Tương quan cực thấp, là lí do không sử dụng trong phương pháp luận.
VNI & Lợi nhuận +0,12 => Tương quan thấp, những nhà đầu tư giá trị phải timing rất kỹ càng.
GDP & Lợi nhuận doanh nghiệp +0,55%. => Tương quan trung bình, tăng trưởng GDP vẫn song hành với tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp phần nào đó.

Hình 47: Tỷ lệ giữa Market cap/M2/GDP



Nguồn: Yanderni Research, Fiin, SHS Research

Hình 48: Chiến lược phân bổ tài sản 2025



Lựa chọn nhóm ngành cổ phiếu theo Top Down

		Tỷ Trọng			Nhận định
Nhóm Ngành	Ngành	Thấp	Trung Bình	Cao	
Tài Chính	Ngân Hàng				Dự kiến tiếp tục tăng trưởng Tín Dụng & Huy Động, tuy nhiên phải đối mặt với bài toán NIM giảm. Về mặt thanh khoản hệ thống, nếu SBV vẫn duy trì chênh lệch lãi suất USD/VND âm thì không quá lạc quan. Từ tháng 3/25 tỷ trọng vốn hóa 1 ngành trong VN30 không >40%.
	Chứng Khoán				Không quá lạc quan về mặt thanh khoản hệ thống như Ngân Hàng. Nhưng dự kiến sẽ hưởng lợi nửa cuối năm với triển vọng nâng hạng.
IT	Công Nghệ Thông Tin				Vẫn tiếp tục tăng trưởng theo nghị quyết 57-NQ/TW về phát triển công nghệ và chuyển đổi số. Song hành cùng xu hướng AI toàn cầu.
	Gỗ				Rủi ro Tradewar 2.0 khi tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ những năm qua gia tăng cùng thuế suất đang chịu thấp.
Vật Liệu	Phân Bón				Hưởng lợi từ áp thuế VAT +5% là chủ điểm chính của năm. Nhu cầu nông nghiệp vẫn ổn định. Dự kiến giá khí metan NH4,kali, than đá, lưu huỳnh vẫn ổn định.
	Nhựa				Tiết giảm chi phí hơn khi giá dầu hạ nhiệt nhưng về lâu dài xu hướng bảo vệ môi trường với rủi ro thắt chặt việc nhập khẩu nguyên liệu từ phế liệu nhựa.
	Thép				Lĩnh vực bất động sản chiếm 40% nhu cầu thép, và cuộc khủng hoảng bất động sản Trung Quốc ảnh hưởng đến nhu cầu này, Bắc Kinh thay vào đó đẩy mạnh công nghệ xanh và công nghệ cao.
	Cảng Biển				Dự kiến hồi phục thị trường tiêu thụ thế giới khi các NHTW cắt giảm lãi suất. Rủi ro ngăn chặn trung gian xuất khẩu nếu có cũng không diễn ra trong năm 2025. Hưởng lợi dài hạn với đề án quy hoạch Cảng Biển.
Công Nghiệp	Hàng Không				Giá dầu dự đoán sẽ dễ chịu hơn cho 2025 cùng chi phí vốn cho hoạt động thuê tàu bay giảm (FED ECB cắt lãi suất) cùng nỗ lực hoàn thành sân bay Long Thành cuối năm nay.
	Xây Dựng Hạ Tầng				Tiếp tục tăng cường đẩy mạnh giải ngân Đầu Tư Công, tuy nhiên nên quan sát nhóm này vào cuối năm cùng diễn biến tỷ giá.
Năng Lượng	Dầu Khí				Cầu tiêu thụ dầu mỏ của Trung Quốc chậm lại những quý gần đây và không đạt được lại tốc độ trước đại dịch. Phía cung, Mỹ sẵn sàng tăng nguồn cung dầu cùng các biện pháp giải tỏa bớt lệnh trừng phạt Nga. Catalyst còn lại của nhóm Dầu vẫn là các Lô dự án.
Bất Động Sản	Dân Cư				Các doanh nghiệp từ sau Luật BĐS 2024 gặp khó khăn hơn trong phát triển dự án cũng như mở rộng quỹ đất. Triển vọng không khả quan nếu như không có những bộ Luật mới thúc đẩy.
	Khu Công Nghiệp				Hưởng lợi Trade War với chiến lược China +1. Trường hợp Hoa Kỳ yêu cầu cơ chế ngăn chặn việc trung gian xuất khẩu thì ngành không thiệt hại nhiều. Hưởng lợi với sự nâng cấp hạ tầng & logistic.
Tiện Ích	Thủy Điện				Luôn phải gia tăng sản lượng theo sự phát triển của Khu Công Nghiệp, cùng với đó đáp ứng nhu cầu cho AI và Data Centre. Ưu tiên Thủy Điện, ở chu kỳ ENSO trung tính vẫn đạt 80% sản lượng so với La Nina.

Để tham khảo Equity Outlook 2025's SHS trong đó có những phần:

- Chiến lược thị trường.
- 5 nhóm ngành theo Bottom Up.
- 10 cổ phiếu tiêu biểu được SHS Research chọn mặt gửi vàng.

Kính mời quý độc giả truy cập [liên kết](#).

Nguyễn Minh Hạnh

Giám đốc, Trung tâm Phân tích

Vũ Tuấn Duy

Chuyên viên Phân Tích

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Những quan điểm được trình bày trong báo cáo đã phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về công ty này. Chúng tôi xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan tới các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. Ngoài yếu tố nội tại, tâm lý thị trường có thể ảnh hưởng tới biến động giá cổ phiếu. Quá trình định giá doanh nghiệp cũng có thể có những thay đổi tùy thuộc vào diễn biến nền kinh tế vĩ mô, chính sách của nhà nước đối với ngành nghề kinh doanh, sự phát triển chung của ngành và biến động liên quan đến tình hình hoạt động, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Việc diễn giải các khuyến nghị này cần được thực hiện một cách linh hoạt và chúng tôi không có bất cứ trách nhiệm nào nếu việc sử dụng khuyến nghị này gây ra thiệt hại.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội Số 41
Ngô Quyền, Hàng Bài, Q. Hoàn Kiếm,
Tp. Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao Ốc Sài Gòn Metropolitan
Số 235 Đồng Khởi, P. Bến Nghé, Q1,
Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2 Số 03
Lê Đình Lý, Phường Vĩnh Trung,
Quận Thanh Khê, Tp. Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

-  Website: shs.com.vn
-  Tel: 84.24.38181888
-  Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn