

TÂM ĐỘNG

VÀNG LAY



GIỚI THIỆU

Tại thời điểm viết báo cáo này, vàng đang đứng ở vị trí đặc biệt của thế giới tài sản. Với vốn hóa hơn 29,1 nghìn tỷ USD, vàng vượt xa cả tài sản đứng thứ hai là cổ phiếu Nvidia với hơn 4,3 nghìn tỷ USD. Vài năm gần đây, kim loại tưởng như cũ kỹ này lại có bước bứt phá mạnh mẽ, và trong năm 2025 đà tăng ấy càng rõ rệt hơn, đưa vàng trở thành một trong những tài sản vượt trội trên chu kỳ dài hạn. Sự quan tâm của thị trường vì thế cũng trở lại, không còn là thứ âm ỉ ở bên lề như trước. Nhưng dù vàng lên cao đến đâu, ta cũng hiểu rằng không có tài sản nào chỉ đi theo một hướng. Mọi giá trị đều chuyển động theo những nhịp lên xuống của thời cuộc, của tâm lý và của lịch sử vận hành qua từng giai đoạn.

Mỗi chu kỳ biến động của vàng luôn có vẻ gì đó giống với những thị trấn dựng tạm thuở xưa: ồn ã, bất định, đầy cơ hội và cũng đầy cạm bẫy. **Những người bám trụ được thường không phải kẻ khỏe nhất hay liều nhất, mà là người biết quan sát, đủ tỉnh để hiểu dòng người đang đổ đi đâu, và đủ nhạy để đứng đúng chỗ vào đúng thời điểm.**

Tiếp nối trong dòng suy nghĩ ấy, người viết lại nhớ đến một cái tên khác của thời đào vàng: Levi Strauss. Ông đến San Francisco năm 1853, giữa lúc cơn sốt vàng đang rực lửa, nhưng không theo người ta xuống mỏ. Strauss chỉ bán những món đồ thiết yếu. Rồi từ những chiếc quần của thợ mỏ rách ở đúng một vài điểm chịu lực, ông cùng Jacob Davis nghĩ ra chiếc quần denim gắn đinh tán đơn giản mà bền. Một nhu cầu nhỏ, một giải pháp lặt vặt, vậy mà “blue jeans” đi xa hơn cả cơn sốt vàng đã sinh ra nó. Câu chuyện ấy nhắc ta rằng **có khi giá trị bền vững không nằm trong thứ lấp lánh, mà trong đôi mắt biết nhận ra điều cần thiết ngay trước mặt và sự kiên trì đáp lại nó.**

Thị trường vàng Việt Nam hôm nay cũng mang cùng nhịp đập ấy: bề ngoài náo động, bên trong là những dòng chảy cung cầu, chính sách, tâm lý đan vào nhau tạo nên những lệch pha kỳ lạ mà mô hình đơn giản khó lòng nắm bắt. Khi giá vàng thế giới đổi hướng, khi tỷ giá lay động, khi tâm lý tích trữ của người dân trỗi dậy, thị trường nội địa lập tức vang lên những âm hưởng riêng của nó, vừa quen thuộc vừa khó lường.

Chúng tôi viết báo cáo này không phải để tìm “công thức” giải mã vàng, bởi vàng luôn vượt khỏi những khuôn mẫu tĩnh tại. Mục tiêu là soi vào cấu trúc vận hành, vào những niềm tin sâu hơn về tài sản, tiền tệ và cách một quốc gia lựa chọn con đường ổn định cho mình. Vàng ở đây không chỉ là kim loại quý, mà còn là biểu tượng của sợ hãi, của trú ẩn, của ký ức lịch sử và của niềm tin vào tương lai bất định.

Hy vọng rằng khi đi qua những trang tiếp theo, người đọc sẽ cảm nhận được điều mà người viết cảm nhận khi nhớ về câu chuyện Klondike: **đôi khi, để hiểu được vàng, ta không cần chạy theo nơi nó được đào lên, mà cần đứng ở nơi vàng được trao đổi, gìn giữ, gửi gắm kỳ vọng và nỗi lo của con người.** Từ góc nhìn ấy, bức tranh thị trường hiện lên rõ ràng hơn, nhẹ nhàng hơn và cũng chân thật hơn.

Mục Lục

04

Phần 1

Cơ chế hình thành giá vàng

15

Phần 2

Lý thuyết và những điểm “mù”

21

Phần 3

Gợi ý phân bổ tài sản vào vàng

29

Phụ Lục

34

Kết Luận

PHẦN 1

Cơ chế hình thành giá vàng



KHUNG CÔNG THỨC GIÁ VÀNG VIỆT NAM

Giá vàng trong nước về cơ bản được quyết định bởi giá vàng quốc tế quy đổi cộng với một phần chênh lệch nội địa (thường gọi là GAP). Vì nguồn cung vàng Việt Nam chủ yếu đến từ nhập khẩu mà cung khai thác nội địa rất ít nên công thức khung có thể viết đơn giản như sau:

Giá vàng Việt Nam = [Giá vàng thế giới (XAU/USD) × Tỷ giá USD/VND] + GAP nội địa.

Giá vàng thế giới thường được thể hiện qua XAU trên USD, tức giá vàng giao ngay tính theo USD mỗi ounce troy với trọng lượng khoảng 31,1 gram. Đây là mức giá có tính tham chiếu toàn cầu. Và tỷ giá giúp chuyển đổi mức giá đó sang đồng Việt Nam. Chỉ cần một ví dụ đơn giản: nếu vàng thế giới ở mức 2.000 USD mỗi ounce và tỷ giá là 24.000 VND trên USD thì giá quy đổi tương ứng xấp xỉ 48 triệu đồng mỗi ounce. Khi cần đổi sang đơn vị lượng quen thuộc ở Việt Nam với trọng lượng 37,5 gram, ta nhân thêm tỷ lệ 37,5 trên 31,1 tương đương khoảng 1,205.

Phần chênh lệch hay GAP là phần tăng hoặc giảm so với mức quy đổi. Nó phản ánh nhiều yếu tố mang tính đặc thù trong nước như chi phí thuế phí, hạn ngạch nhập khẩu, yếu tố thương hiệu, cấu trúc thị trường và nhất là tâm lý. Trong một thị trường tự do lý tưởng, GAP sẽ gần bằng không vì giá nội địa bám sát thế giới sau quy đổi. Nhưng thực tế tại Việt Nam lại không diễn ra như vậy. **GAP thường dương** vì nhiều rào cản hành chính và nhu cầu đặc thù trong nước, và cũng có những thời điểm hiếm hoi GAP âm. Năm 2016 từng có ít nhất hai lần giá SJC thấp hơn giá thế giới vài trăm nghìn đồng mỗi lượng, một hiện tượng ít khi xảy ra.

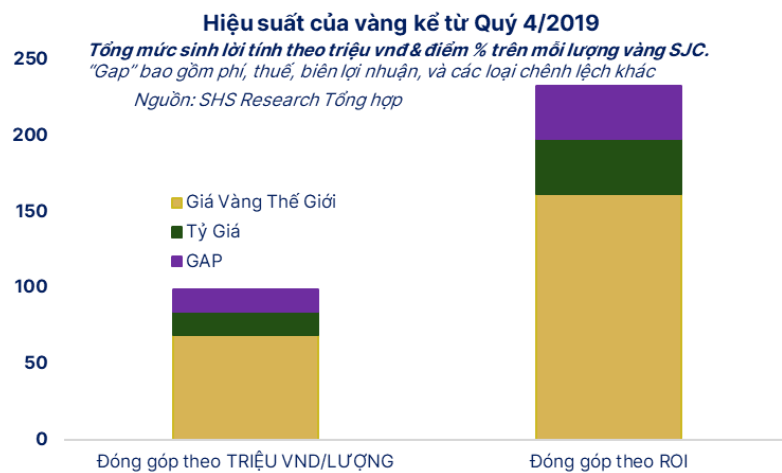
Yếu tố chính sách có ảnh hưởng rất mạnh. Ngân hàng Nhà nước với vai trò cơ quan quản lý thị trường vàng thường ưu tiên sự ổn định của tỷ giá và kinh tế vĩ mô hơn là điều chỉnh giá vàng. Khi giá thế giới biến động mạnh, nhà điều hành ít khi mở rộng ngay nguồn cung vàng miếng để giữ giá trong nước, mà chú trọng duy trì ổn định thị trường ngoại hối và giá trị đồng Việt Nam. Đã có nhiều lần Ngân hàng Nhà nước chấp nhận để chênh lệch mở rộng miễn sao tỷ giá USD trên VND không chịu sức ép lớn. Chỉ khi mức chênh quá cao và gây bất ổn, cơ quan quản lý mới can thiệp trực tiếp bằng cách đấu thầu bán vàng miếng từ dự trữ hoặc cấp hạn mức nhập vàng nguyên liệu để giảm GAP nhưng vẫn cân nhắc giữ an toàn cho dự trữ ngoại hối. Có thể thấy sự ổn định của tỷ giá USD trên VND là ưu tiên cao hơn biến động giá vàng. Đây cũng là **quyết định điều hành hợp lý**.

Nhìn sang các thị trường mở như Mỹ và châu Âu, giá vàng nội địa gần như trùng hoàn toàn với giá thế giới vì thuế quan không đáng kể và hoạt động kinh doanh chênh lệch giá diễn ra trơn tru. Chênh lệch nhỏ gần như bị xóa ngay nhờ dòng vốn mua bán tự do. Ở nhiều nước châu Á, nơi vàng chịu thuế hoặc bị quản lý chặt như Hàn Quốc, Trung Quốc và Việt Nam, giá trong nước thường cao hơn quốc tế. Trước năm 2023, Ấn Độ áp thuế nhập khẩu gần 15-18%, bao gồm thuế cơ bản, phụ phí và thuế hàng hóa, khiến vàng tại quốc gia này đắt hơn tương ứng và tạo điều kiện cho buôn lậu. Gần đây, Ấn Độ giảm thuế xuống khoảng 6% nhằm thu hẹp chênh lệch. Nguồn tại [đây](#).

Tại Trung Quốc, hạn ngạch nhập khẩu và kiểm soát ngoại hối khiến nhiều thời điểm giá vàng Thượng Hải đắt hơn thế giới vài chục USD/ounce. Đỉnh điểm tháng 9/2023, mức chênh đạt khoảng 120 USD/ounce, tức khoảng 6%, do NHTW Trung Quốc tạm ngừng cấp hạn ngạch nhập vàng khiến cung nội địa thiếu hụt. Ở Việt Nam, chênh lệch cuối giai đoạn 2022 đến 2023 cũng khá lớn, thường nằm trong vùng 10 - 15% và đã có lúc vọt lên khoảng 20 triệu đồng mỗi lượng, tương đương khoảng 10% giá thế giới. Nguồn tại [đây](#).

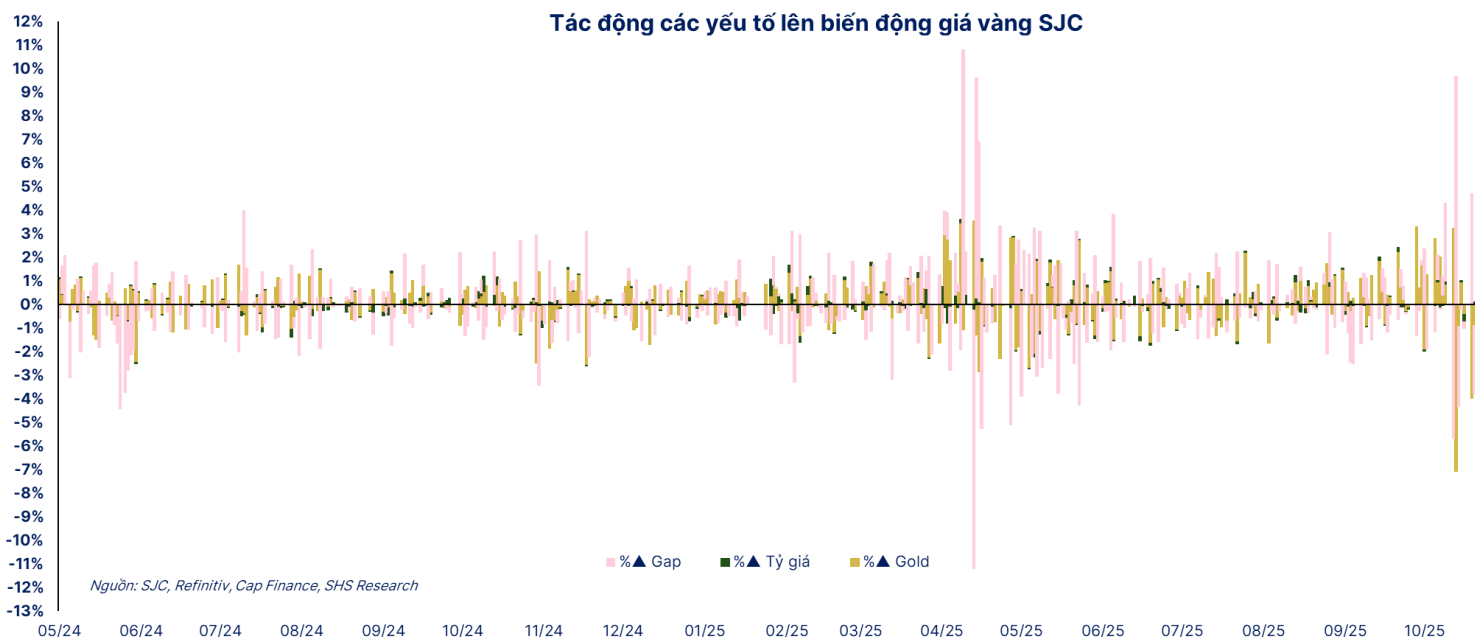
GAP vì vậy trở thành nơi phản ánh những biến động cung cầu bị giới hạn bởi chính sách và tâm lý. **Khi giá thế giới tăng nhanh mà nguồn cung trong nước chưa mở ra, giá nội địa lập tức bị kéo vọt lên cao hơn mức quy đổi. Khi thị trường bình ổn hoặc có bán ra từ phía quản lý, GAP sẽ thu hẹp lại.**

Tâm lý và thói quen tích trữ vàng của người Việt cũng góp phần làm GAP nghiêng về phía dương. Chỉ cần xuất hiện biến động kinh tế hay chính trị, nhu cầu mua vàng tăng mạnh đẩy giá nội địa tăng nhanh hơn giá thế giới. Tuy vậy, mục tiêu lâu dài của Việt Nam vẫn là thu hẹp khoảng cách này. Chính phủ đã tiến hành bước cải cách quan trọng là chính thức bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, mở cửa cho nhiều doanh nghiệp tham gia và xây dựng sàn vàng quốc gia nhằm minh bạch hóa giao dịch. Chúng ta sẽ bàn chi tiết hơn ở những phần dưới.



Biểu đồ cho thấy phần tăng giá của vàng thế giới vẫn là động lực chính, đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận. Tỷ giá USD/VND cũng góp thêm một phần đáng kể. Tuy vậy, phần GAP trong nước – gồm thuế, phí, biên lợi nhuận và các chênh lệch thị trường – cũng chiếm tỷ trọng không nhỏ trong tổng ROI.

Tác động các yếu tố lên biến động giá vàng SJC



Phần lớn những cú “giật cục” của giá vàng SJC hàng ngày đến từ GAP trong nước, chứ không phải từ giá vàng thế giới hay tỷ giá. Các cột màu hồng (GAP) thường dài nhất, đóng góp mạnh nhất vào biến động ngắn hạn, trong khi vàng thế giới và tỷ giá dao động nhỏ hơn, đi cùng nhau và quyết định xu hướng dài hạn. Nói cách khác, vàng thế giới vẽ đường đi tổng thể, còn GAP nội địa mới là thứ làm giá vàng Việt Nam rung lắc mạnh từng ngày, qua đó gia tăng độ khó trong phân tích giao dịch ngắn hạn.

HAI THỊ TRƯỜNG VÀNG Ở VIỆT NAM: SJC VÀ VÀNG NHẪN

Mặc dù cùng được gọi là vàng và có hàm lượng 99,99% giống nhau, vàng miếng SJC và vàng nhẫn tròn trơn 9999 hiện nay vận hành như hai thị trường riêng biệt với những đặc điểm tách bạch khá rõ. Vàng miếng SJC chịu ảnh hưởng mạnh của cơ chế độc quyền sản xuất và quản lý hành chính, trong khi vàng nhẫn 9999 lưu thông rộng rãi hơn theo cung cầu tự nhiên của thị trường dù vẫn có những ràng buộc nhất định về thương hiệu và quy mô. Chính từ sự khác biệt này mà giá cả giữa hai loại vàng và vai trò của chúng trong nền kinh tế cũng không giống nhau.

Vàng miếng SJC chịu sự kiểm soát cung ở mức chặt chẽ. Sau Nghị định 24 năm 2012, Nhà nước nắm độc quyền thương hiệu SJC. Chỉ Công ty SJC được phép dập đúc vàng miếng và NHNN giữ quyền cho phép nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất. Trong khoảng 5 - 6 năm trở lại đây, gần như không có đợt cấp phép nào để dập mới vàng miếng, khiến lượng vàng lưu hành chủ yếu là vàng cũ trên thị trường thứ cấp. Khi nguồn cung cố định như vậy, thị trường dễ rơi vào tình trạng **khan hiếm** tương đối mỗi khi nhu cầu tăng mạnh. Người mua vì thế sẵn sàng trả mức premium cao để sở hữu vàng SJC như trả thêm cho một thương hiệu quốc gia tạo cảm giác yên tâm về chất lượng. Báo cáo của Metals Focus cho thấy phí chênh lệch của vàng SJC thường dao động từ 250 - 650 USD mỗi lượng tùy thời điểm, tương đương khoảng 6 - 15 triệu đồng mỗi lượng tùy giá USD. Trong những giai đoạn thị trường biến động lớn, chẳng hạn như thời điểm 2020 - 2021, nguồn cung hạn chế càng đẩy giá SJC cách xa giá vàng thế giới.

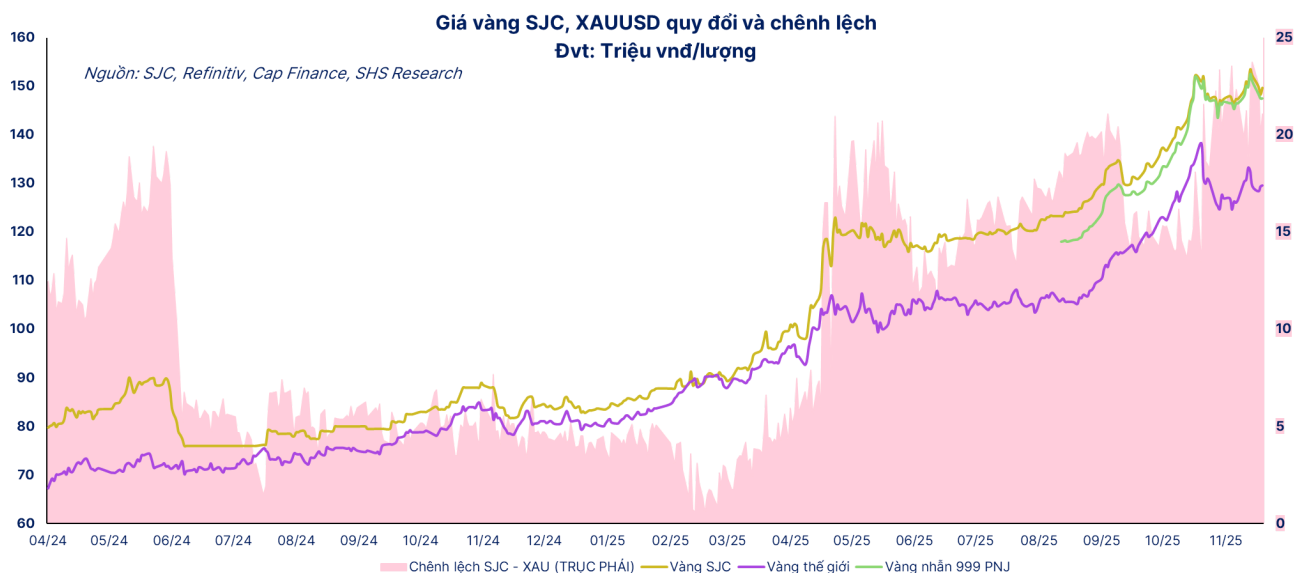
Đã có lúc vàng SJC đắt hơn giá quốc tế tới 20 triệu đồng/lượng với mức chênh khoảng 20%. Những tháng gần đây, nhà điều hành đã can thiệp để hạ nhiệt bằng cách xuất một phần vàng dự trữ cho SJC và một số ngân hàng bán ra thị trường. Nhờ động thái này, chênh lệch giữa SJC và giá thế giới trong dịp mùa Xuân tết Ất Ty có lúc thu hẹp còn khoảng 0 - 3 triệu đồng/lượng. Tuy vậy, việc can thiệp chỉ mang tính tạm thời và giới hạn do chúng ta vẫn cần ưu tiên bảo toàn nguồn ngoại tệ, nên cung SJC chưa thật sự dồi dào. Nếu nhu cầu tăng đột biến, giá SJC có thể lại bứt lên và tách khỏi diễn biến thế giới thêm một lần nữa.

Vàng nhẫn 9999 vận hành linh hoạt hơn. Loại nhẫn trơn 1 chỉ, 2 chỉ, 5 chỉ 24K được sản xuất bởi nhiều doanh nghiệp tư nhân như PNJ, DOJI, Bảo Tín Minh Châu hay Phú Quý. Vì được phân loại là vàng trang sức, vàng nhẫn không chịu hạn ngạch quản lý nghiêm ngặt như vàng miếng. Các doanh nghiệp có thể tự nhập nguyên liệu ở dạng hợp kim theo giấy phép nữ trang hoặc thu mua vàng trong dân để chế tác nhẫn bán ra thị trường. Nhờ vậy, nguồn cung vàng nhẫn thường rộng rãi và dễ điều chỉnh. Giá vàng nhẫn thường bám sát giá vàng thế giới hơn. Premium của vàng nhẫn thường khá thấp, ~100 - 150 USD mỗi lượng tức chưa đến 3 - 4 triệu đồng, chủ yếu nhằm bù chi phí gia công và lợi nhuận bán lẻ. Không ít thời điểm, vàng nhẫn gần như ngang bằng giá quy đổi từ thế giới và trở thành lựa chọn tích trữ của người dân khi giá SJC quá cao. Quan sát sẽ thấy từ trước đến nay vàng nhẫn 9999 thường chỉ cao hơn giá thế giới khoảng 3 - 4 triệu đồng mỗi lượng, nhưng giai đoạn gần đây khi “khan” nhẫn thì GAP có dấu hiệu nới rộng ra.

Tuy nhiên, vàng nhẫn cũng có những hạn chế riêng. Do có nhiều thương hiệu cùng sản xuất như SJC, PNJ, DOJI hay BTMC, mức độ đồng nhất của vàng nhẫn không cao bằng vàng miếng SJC. Người dân thường tin tưởng vào vàng miếng SJC vì xem đó là thương hiệu quốc gia với độ an toàn cao và khó làm giả. Ngược lại, vàng nhẫn đa dạng thương hiệu nên rủi ro giả mạo cũng lớn hơn. Vì lý do đó, vàng nhẫn thường bị ép giá nhẹ khi bán lại và có không ít người sẵn sàng trả thêm để mua vàng SJC. Bên cạnh đó, dù nguồn cung vàng nhẫn mở rộng hơn nhưng không phải vô hạn. Khi nhu cầu tăng mạnh trong cả nước, ngay cả những cửa hàng lớn cũng có lúc hết hàng, buộc họ phải điều chỉnh giá lên. Đợt sóng tháng 7 năm 2024 là ví dụ rõ nhất. Khi giá vàng thế giới lập đỉnh mới ở mức khoảng 2450 USD mỗi ounce, vàng nhẫn trong nước tăng mạnh vượt 77 triệu đồng/lượng. Có lúc giá vàng nhẫn còn cao hơn vàng miếng SJC, một hiện tượng hiếm gặp. Nguyên nhân là thời điểm đó Nhà điều hành giữ giá bán SJC ở mức 77 triệu đồng/lượng và không điều chỉnh theo thế giới, khiến dòng tiền chuyển sang vàng nhẫn và gây ra khan hiếm cục bộ (nguồn tại [đây](#)). Sau đó, có sự phối hợp với các doanh nghiệp để tăng cung vàng miếng SJC và giảm nhiệt thị trường vàng nhẫn.

Đến giữa tháng 7/2024, khoảng cách giá giữa 2 loại vàng thu hẹp và vàng nhẫn trở lại thấp hơn vàng SJC ~1 triệu đồng /lượng.

Tự trung, dù cùng đạt hàm lượng 99,99% nhưng vàng SJC và vàng nhẫn 24K đang vận hành theo hai cấu trúc cung cầu và quản lý khác nhau. Vàng SJC mang dáng dấp một tài sản tài chính với thương hiệu Nhà nước, lượng cung hạn chế và chịu sự quản lý chặt chẽ nhằm giữ ổn định vĩ mô. Vàng nhẫn 9999 lại giống hàng hóa thị trường hơn, lưu thông rộng rãi để phục vụ tích trữ dân dụng và nhu cầu trang sức, với giá cả phản ánh tương đối sát cung cầu và mức giá thế giới. Người dân thường chọn vàng nhẫn khi muốn tích lũy dần vì có loại 0,5 chỉ hoặc 1 chỉ phù hợp túi tiền, trong khi vàng miếng SJC thường được ưu tiên cho những khoản đầu tư lớn và dài hạn nhờ tính thanh khoản cao và thương hiệu vững. Sự hiện diện song song của hai thị trường này là nét riêng của Việt Nam và cũng là thách thức cho nhà quản lý vì chính sách tác động đến vàng miếng không phải lúc nào cũng lan sang vàng nhẫn. Điều này khiến việc điều tiết thị trường vàng nói chung cần tính đến cả 2 phân khúc để đạt hiệu quả toàn diện.



Đợt Xuân Ất Tỵ đầu năm nay lúc đó GAP vàng được thu hẹp nhờ các biện pháp điều hành (vùng màu hồng trên biểu đồ tụt xuống khá nhanh). Nhưng ngay sau đó, khi vàng thế giới tiếp tục lập đỉnh mới, trong nước lại thiếu kênh bổ sung nguồn cung SJC, tâm lý “sợ bỏ lỡ” quay lại, lực mua lẻ vẫn lớn trong khi khả năng nhập vàng, chuyển đổi thương hiệu còn bị giới hạn.

CUNG CẦU VÀNG TOÀN CẦU & Ý NGHĨA VỚI VIỆT NAM

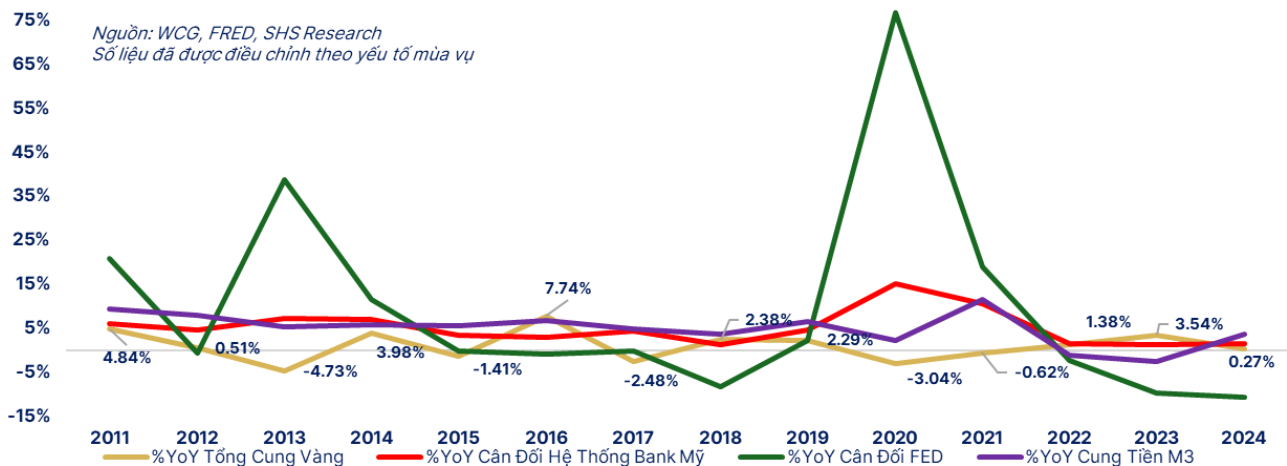
Nguồn cung vàng trên thế giới tăng rất chậm và **gần như cố định** trong từng giai đoạn ngắn. Tổng lượng vàng đã được khai thác trong lịch sử vào ~216.000 tấn, trong khi mỗi năm các mỏ vàng toàn cầu chỉ tạo thêm khoảng 3.000 - 3.600 tấn, tức tương đương 1,5 - 2% tổng trữ lượng hiện có. Điều đó khiến trữ lượng vàng trên mặt đất gần như không thay đổi theo từng năm và lượng vàng mới được khai thác hiếm khi theo kịp nhịp tăng của nhu cầu hoặc sự mở rộng của lượng tiền trong nền kinh tế. Vì vậy, vàng được xem như một tài sản cứng (Hard Asset) mà cung không thể được tạo thêm tùy ý, và chính đặc tính này khiến vàng có độ biến động rất mạnh (High Volatility) mỗi khi nhà đầu tư lo ngại lạm phát hoặc bất ổn.

Cầu vàng toàn cầu hiện được cấu thành bởi ba nhóm chính với tỷ trọng khá cân bằng. **Nhóm đầu tư** chiếm khoảng **40%**, bao gồm nhu cầu mua vàng thỏi và xu vàng của các nhà đầu tư cá nhân cùng nhu cầu mua vàng thông qua quỹ ETF và các hợp đồng tài chính của nhà đầu tư tổ chức. Vàng trong vai trò đầu tư thường gia tăng mạnh khi kinh tế vĩ mô nhiều biến động. Chẳng hạn giai đoạn 2020 đến 2021, lượng vàng nắm giữ của các quỹ ETF tăng kỷ lục khi nhà đầu tư tìm tới vàng trong bối cảnh đại dịch và lãi suất thấp.

Vàng miếng và xu cũng bán chạy tại các thị trường bán lẻ phương Tây trong những thời điểm căng thẳng. Nguồn tại [đây](#).

Nhóm thứ hai đến từ dự trữ quốc gia của các **Ngân hàng Trung ương** với tỷ trọng khoảng **20%**. Nhiều năm gần đây, các Ngân hàng Trung ương đặc biệt ở những nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc, Nga, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ hay Ba Lan liên tục mua vàng ở tốc độ rất cao. Năm 2022, các Ngân hàng Trung ương mua ròng 1.136 tấn vàng, mức cao nhất trong 55 năm và đánh dấu năm thứ 13 liên tiếp lực mua ròng đến từ nhóm này. Động lực nằm ở mong muốn đa dạng hóa dự trữ khỏi đồng USD, phòng ngừa rủi ro địa chính trị và khả năng trừng phạt tài chính, đồng thời củng cố niềm tin tiền tệ bằng tài sản hữu hình. Sau khi Nga bị đóng băng dự trữ USD và EUR năm 2022 do xung đột Ukraine, nhiều Ngân hàng Trung ương châu Á đã đẩy mạnh mua vàng để giảm lệ thuộc vào đồng USD và tránh nguy cơ dự trữ bị sử dụng như công cụ gây sức ép. Tỷ trọng vàng trong dự trữ ngoại hối toàn cầu vì vậy đã lên mức cao nhất trong 30 năm. Nhiều nước như Thổ Nhĩ Kỳ, Trung Quốc hay Ấn Độ thường xuyên báo cáo bổ sung hàng chục tấn vàng mỗi quý. Lượng vàng này giúp quốc gia giảm phụ thuộc vào đồng USD và duy trì niềm tin với đồng nội tệ trong dài hạn.

Tăng Trưởng Cung Vàng YoY với Tăng Trưởng Tiền Pháp Định YoY (%)



Cung vàng tăng rất chậm và đều, mỗi năm chỉ nhích quanh 0-4% YoY, hầu như không có cú "tăng sốc". Trong khi đó, các thước đo của tiền pháp định – tổng tài sản FED, tổng tài sản hệ thống các ngân hàng Mỹ, cung tiền M3 – có những giai đoạn giật cục tăng vài chục tới gần trăm phần trăm (như năm 2020). Điều này phản ánh đúng cơ chế: vàng là tài sản hữu hạn, không thể "bơm thêm" nhanh, còn tiền giấy có thể được mở rộng mạnh khi chính sách tài khóa – tiền tệ cần hỗ trợ nền kinh tế theo Money Modern Theory. Kết quả là, **Vàng – tài sản cung (gần như) cố định giống như cố chai**: bình thường dòng nước chảy êm đềm, nhưng chỉ cần áp lực thay đổi, độ xoáy ở miệng chai sẽ rất lớn (High Volatility).

Nhóm thứ ba chiếm khoảng 40 %, gồm nhu cầu trang sức và nhu cầu công nghiệp. Khoảng **35 - 40%** lượng vàng tiêu thụ toàn cầu được dùng cho **trang sức, đồ mỹ nghệ** và một phần nhỏ trong công nghiệp như điện tử hay y tế (không nhiều như Bạc & Đồng). Tại nhiều nơi có truyền thống lâu đời như các nước Á Đông, Ấn Độ hoặc Trung Đông, vàng trang sức vừa là vật làm đẹp vừa là hình thức tích lũy quen thuộc. Ấn Độ mỗi năm tiêu thụ khoảng 750 - 800 tấn vàng, chủ yếu dưới dạng trang sức do văn hóa cưới hỏi và thói quen tiết kiệm bằng vàng. Tại Trung Quốc, nhu cầu trang sức vàng cũng rất lớn, dù từng giảm trong các năm giãn cách vì dịch bệnh. Nhóm công nghiệp chỉ chiếm khoảng 5 - 7%. Lượng này được dùng trong các linh kiện điện tử cao cấp hoặc trong y sinh như mạch điện thoại hay nha khoa. Tỷ trọng nhỏ và ít biến động của nhóm này khiến cầu vàng toàn cầu chủ yếu được quyết định bởi nhu cầu đầu tư và trang sức.

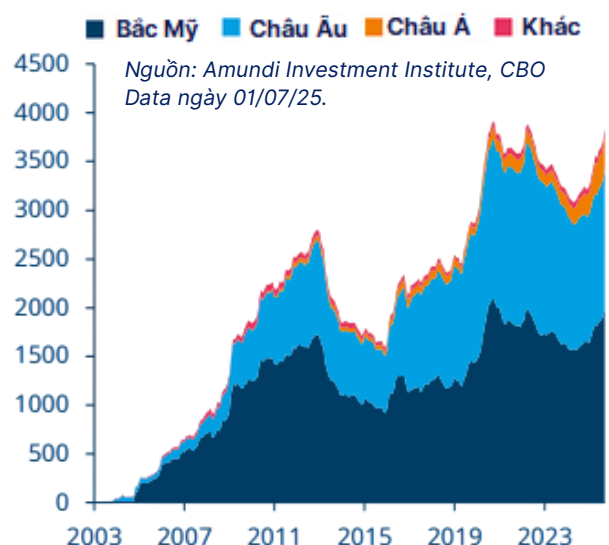
Từ góc nhìn tâm lý, vàng vẫn giữ vị trí của tài sản an toàn cuối cùng đối với nhiều cộng đồng từng trải qua những biến động lớn. Ở Việt Nam, ký ức về thời bao cấp với lạm phát phi mã và những đợt đổi tiền khiến vàng trở thành điểm tựa giúp nhiều gia đình bảo toàn tài sản. Trong chiến tranh và rối loạn, vàng càng được xem trọng vì dễ cất giữ và có thể trao đổi để duy trì cuộc sống. Do vậy ở thời bình, người Việt vẫn quen giữ một phần tài sản dưới dạng vàng như một sự phòng bị. Ước tính của WCG từ nhu cầu tiêu dùng trong nước, người dân Việt Nam hiện nắm giữ tới 500 tấn vàng (~ 30 tỉ Dollar), một con số rất lớn thể hiện vai trò của vàng như kênh tích sản. Nguồn tại [đây](#).

Khi có biến cố như bất ổn chính trị, thiên tai dịch bệnh hoặc lạm phát tăng cao, nhu cầu mua vàng thường bùng nổ trong dân. Năm 2020, khi đại dịch Covid 19 bùng phát, giá vàng thế giới tăng mạnh và kéo theo cơn sốt mua vàng miến tại Việt Nam. Giá SJC vượt 60 triệu đồng mỗi lượng và cao hơn giá thế giới khoảng 2 - 4 triệu đồng.

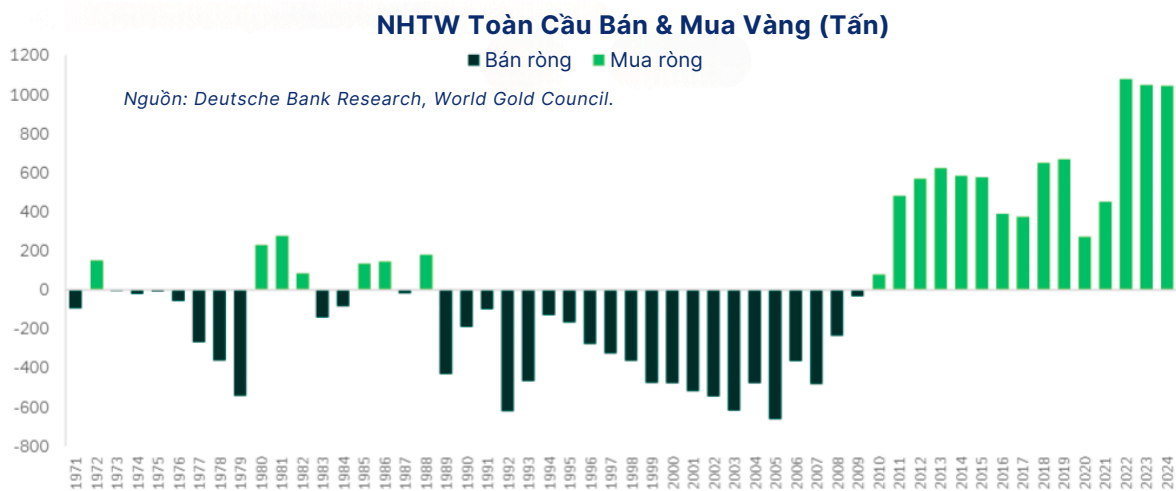
Tình hình tương tự diễn ra đầu năm 2022 khi xung đột Nga Ukraine cùng lạm phát toàn cầu leo thang khiến giá vàng tăng vọt. Có thể thấy vàng trở thành nơi trú ẩn trước bất ổn ở cả cấp độ gia đình lẫn cấp độ quốc gia.

Đối với Việt Nam, việc hiểu rõ bức tranh cung cầu vàng thế giới giúp các cơ quan quản lý hoạch định chính sách phù hợp. Khi các Ngân hàng Trung ương trên thế giới ồ ạt mua vàng như năm 2022, giá vàng quốc tế thường bước vào xu hướng tăng dài hạn và người dân trong nước có xu hướng kỳ vọng giá tiếp tục tăng, từ đó găm giữ vàng nhiều hơn và tạo thách thức cho các kênh đầu tư khác. Khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ điều chỉnh lãi suất theo hướng giảm sau một chu kỳ tăng mạnh, giá vàng thế giới thường bật lên do đồng USD suy yếu. Điều này có thể dẫn tới làn sóng chuyển đổi từ việc nắm giữ VND sang nắm giữ vàng trong dân. Ngược lại, nếu biết tận dụng, nền kinh tế có thể biến vàng thành nguồn lực, chẳng hạn thông qua việc phát triển sản phẩm tài chính gắn với vàng như chứng chỉ vàng hay quỹ ETF vàng trong nước để thu hút lượng vàng đang cất giữ. Việt Nam cũng có thể đẩy mạnh xuất khẩu trang sức vàng nhằm thu ngoại tệ và giảm phần vàng nhàn rỗi trong dân. Những hướng đi này sẽ được trình bày trong phần tiếp theo của báo cáo.

Lượng vàng nắm giữ hàng tháng của các quỹ ETF (tấn)

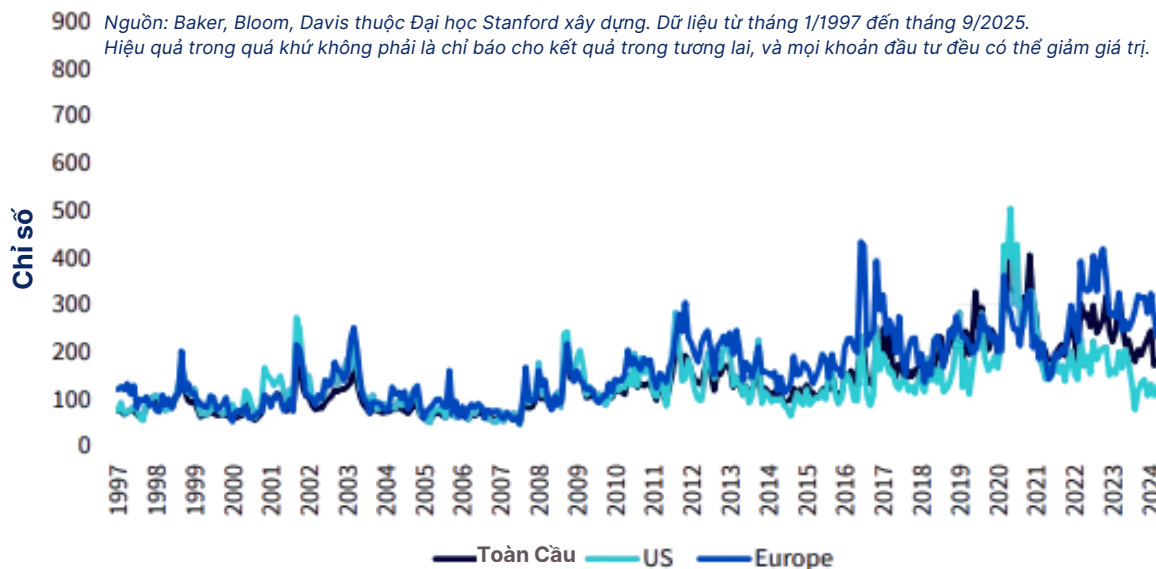


Lượng vàng do các ETF nắm giữ đã tăng trở lại vùng cao, nhưng vẫn thấp hơn đỉnh 2020 khoảng 17 triệu ounce. Cùng lúc đó, vị thế mua ròng trên thị trường futures dù tăng nhưng không ở trạng thái cực đoan. Kết hợp với xu hướng các NHTW và NĐT tổ chức tiếp tục gom vàng để đa dạng hóa dự trữ, bức tranh vị thế hiện tại cho thấy đà tăng giá vàng được hỗ trợ bởi dòng tiền thật, chứ không đơn thuần là một cú “bong bóng đầu cơ” đã quá căng.



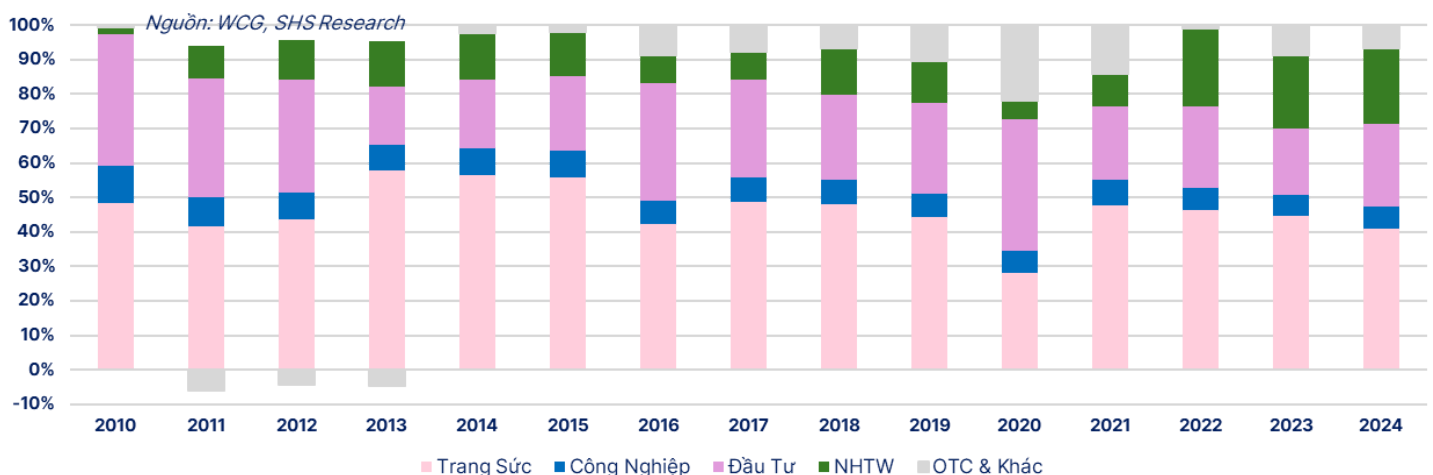
Một cú xoay trục rất rõ: từ chỗ bán ròng suốt mấy thập kỷ trước 2010, các NHTW đã trở thành người mua ròng lớn kể từ sau GFC 08. Từ 2018 trở lại đây, lượng mua ròng thường xuyên trên 400–1.000 tấn/năm. Xu hướng này đặc biệt mạnh sau 2022, khi câu chuyện đóng băng dự trữ Nga và rủi ro địa chính trị khiến nhiều NHTW, nhất là ở các thị trường mới nổi, tăng tốc đa dạng hóa khỏi USD. Điều đó giải thích vì sao vàng ngày càng mang màu sắc một “tài sản chiến lược” trong dự trữ ngoại hối, chứ không chỉ là tài sản đầu tư thuần túy của giới tư nhân.

Chỉ số Bất định Kinh tế



Trong môi trường như GFC 2008, rồi khủng hoảng nợ châu Âu, Brexit, COVID, chiến tranh... nhà đầu tư vừa muốn ở lại với cổ phiếu để hưởng tăng trưởng, vừa buộc phải mua bảo hiểm cho kịch bản xấu – và vàng là lựa chọn tự nhiên: không mang rủi ro tín dụng, ít liên thông với cổ phiếu và trái phiếu, lại hưởng lợi khi niềm tin vào chính sách lung lay.

Tỷ trọng Tổng Cầu Vàng từng năm (%)



Vàng không giống bạc hay đồng – phần công nghiệp chỉ chiếm một lát rất mỏng và gần như ổn định qua các năm. Hai “chân” quyết định thị trường là trang sức và đầu tư, và từ sau 2018 thì có thêm “người chơi lớn” là ngân hàng trung ương. Tỷ trọng mua ròng của NHTW tăng mạnh giai đoạn 2022–2024, trong khi tổng cầu không phình ra quá nhiều. Nói ngắn gọn, cú đột biến giá vài năm gần đây ít liên quan tới sản xuất – tiêu thụ thực, mà chủ yếu là do dòng tiền dự trữ và đầu tư tài chính.

GAP VÀNG GIỮA CÁC NƯỚC & ARBITRAGE

Chênh lệch giá vàng giữa các quốc gia, hay giữa thị trường nội địa và thị trường quốc tế, hình thành từ nhiều yếu tố đan xen. Trong số đó, chính sách quản lý như thuế quan, hạn ngạch hay kiểm soát ngoại hối thường giữ vai trò quyết định, cùng với tâm lý và thị hiếu của từng thị trường. Trên lý thuyết, khi xuất hiện một mức chênh lệch đủ lớn, nhà kinh doanh có thể tìm cách mua vàng ở nơi có giá thấp rồi mang đến nơi có giá cao hơn để hưởng phần chênh lệch. Thế nhưng trên thực tế, hoạt động này bị thu hẹp rất mạnh bởi những rào cản pháp lý và chi phí liên quan.

Có bốn yếu tố chính tạo nên sự khác biệt giá giữa các thị trường vàng quốc gia. **Yếu tố đầu tiên** là thuế nhập khẩu và các loại thuế phí kèm theo. Mức thuế không giống nhau khiến giá bán lẻ khác biệt giữa từng nước. Thí dụ, trước đây Ấn Độ áp thuế khoảng 15% lên vàng nhập khẩu nên giá vàng tại Ấn Độ thường cao hơn tương ứng (Nguồn tại [đây](#)). Trung Quốc không công bố mức thuế riêng cho vàng nhưng áp thuế giá trị gia tăng khoảng 13% cùng phí gia công, khiến giá vàng trang sức tại đây cũng cao hơn khoảng 5 - 6%. Việt Nam đánh thuế nhập khẩu vàng nguyên liệu ở mức 0-3% nhưng vàng thành phẩm như trang sức nhập về cũng từng phải chịu thuế 2% và thuế giá trị gia tăng 10% nhưng gần đây Chính phủ đã điều chỉnh nhiều lần (Nguồn tại [đây](#)). Chi phí kiểm định, dập khuôn hay vận chuyển cũng được cộng vào giá. Bởi vậy, cùng một mức giá thế giới, người mua lẻ tại từng nước sẽ phải trả mức giá khác nhau theo thuế phí địa phương.

Yếu tố thứ hai là hạn ngạch nhập khẩu và kiểm soát ngoại hối. Nhiều quốc gia giới hạn lượng vàng nhập vào để bảo vệ cán cân ngoại tệ. Trung Quốc và Việt Nam đều yêu cầu giấy phép đặc biệt cho hoạt động nhập khẩu vàng, chỉ một số ít đơn vị được cấp phép. Khi nhu cầu cao hơn lượng vàng được phép nhập, thị trường sẽ thiếu hàng và giá buộc phải tăng. Đây là lý do khiến vàng Việt Nam có mức chênh lệch lớn, có thời điểm đạt 300 - 800 Dollar/ounce như đã được đề cập. Trung Quốc từng tạm ngưng cấp hạn ngạch nhập vàng để bảo vệ tỷ giá đồng Nhân dân tệ, dẫn đến giá vàng tại Thượng Hải năm 2023 tăng vọt so với thế giới. Kiểm soát dòng vốn cũng có tác động gián tiếp. Khi người dân bị hạn chế mang ngoại tệ ra khỏi nước, họ có xu hướng chuyển sang mua vàng để tích trữ thay cho đồng USD, khiến giá vàng trong nước tăng thêm một nhịp.

Yếu tố thứ ba là chi phí vận chuyển, bảo hiểm và logistics. Vàng là loại hàng hóa có giá trị cao nên vận chuyển quốc tế luôn gắn với yêu cầu bảo đảm an ninh và bảo hiểm. Chi phí này thường chỉ chiếm vài Dollar mỗi ounce, không lớn so với biến động giá, nhưng vẫn tạo nên sự khác biệt giữa các thị trường xa nhau. Giá vàng tại London và New York có lúc chênh lệch vài đô la do phí vận chuyển, còn giữa London và Mumbai mức chênh có thể khoảng 10 - 15 Dollar/ounce do cộng thêm chi phí vận chuyển, bảo hiểm và thuế nhập khẩu sau khi hoàn lại thuế nếu tái xuất. Nhìn chung, chi phí vận chuyển chỉ góp phần tạo nên những mức chênh nhỏ, còn những chênh lệch lớn chủ yếu đến từ thuế và hạn ngạch.

Sản lượng Vàng Theo Khu Vực 2024

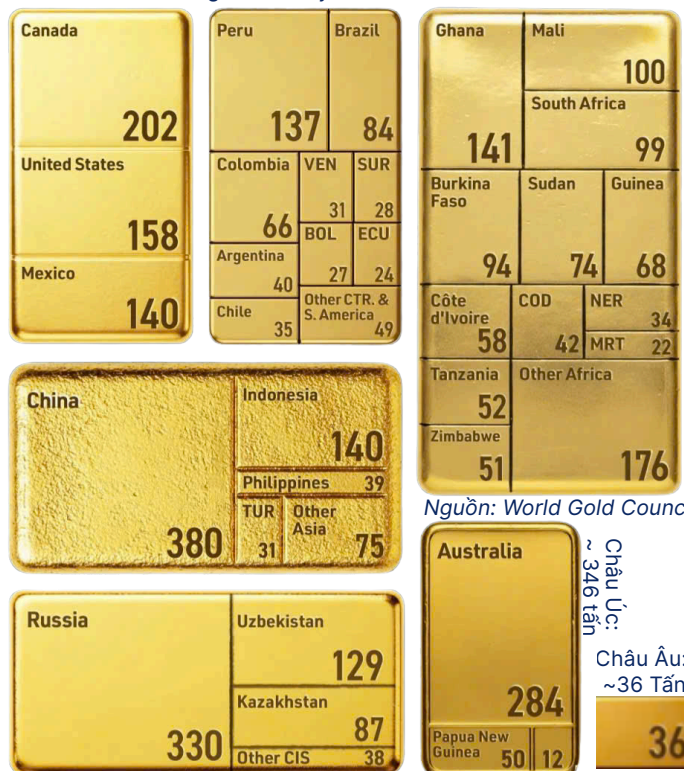
Tổng toàn cầu: ~3660 tấn

Trung & Nam Mỹ: ~ 519 tấn Châu Phi: ~ 1.010 tấn

Bắc Mỹ: ~ 500 tấn

Châu Á: ~ 665 tấn

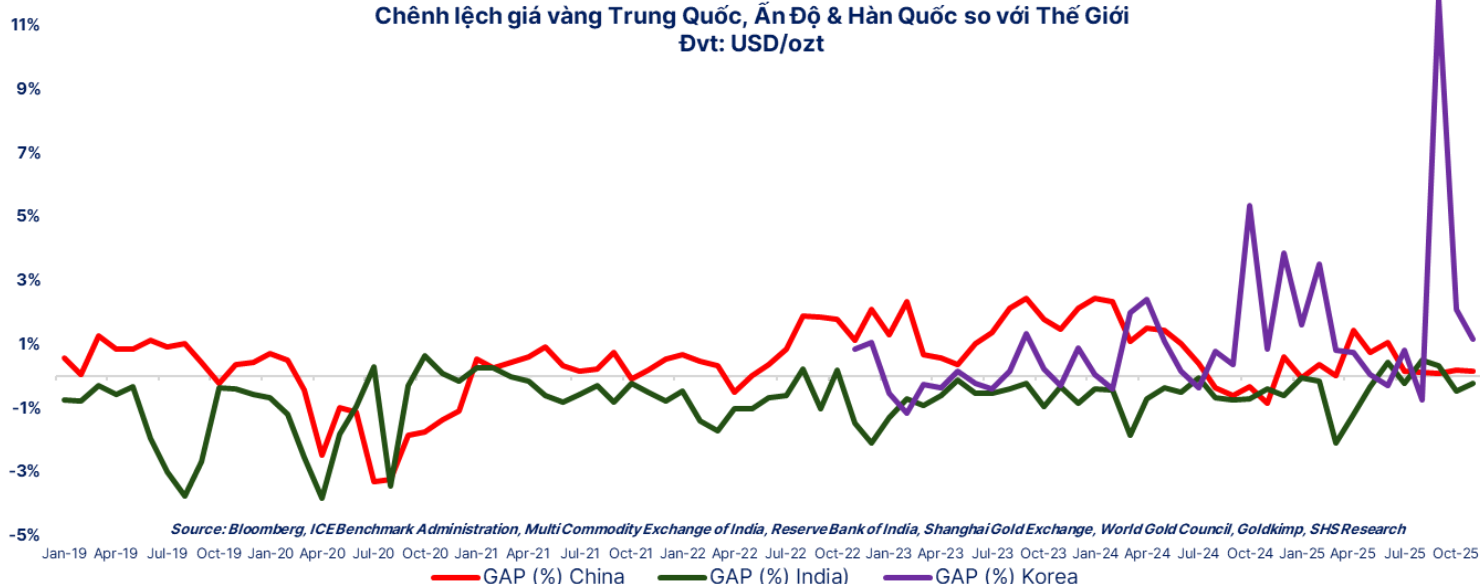
Khối CIS (Liên Xô trước đây): ~ 584 tấn



Nguồn: World Gold Council

So với tiền giấy có thể được "in thêm" khá dễ dàng, lượng vàng tăng thêm hàng năm là rất hạn chế (1-2%) – đây là một trong những lý do khiến vàng được xem là loại "tiền cứng" và có khả năng giữ giá trị tốt hơn trong dài hạn.

Chênh lệch giá vàng Trung Quốc, Ấn Độ & Hàn Quốc so với Thế Giới
Đvt: USD/ozt



Dữ liệu GAP Vàng: Premium/Discount được lấy vào đóng cửa của phiên giao dịch cuối cùng mỗi tháng, tương đương chốt giá đóng cửa tháng.

Nhìn cả giai đoạn 2019–2025, Ấn Độ hầu như luôn ở trạng thái chiết khấu (GAP âm). Ngược lại, Hàn Quốc nổi bật với biên độ GAP rất lớn và biến động mạnh trong vài năm gần đây: có lúc premium vọt lên +11.86% cuối tháng 09/25 rồi nhanh chóng co lại, nhưng điều này chỉ diễn ra trong 1 vài phiên giao dịch. Diễn hình thực tế xảy ra ở giai đoạn tháng 02/25 (đợt ra tết Ất Tỵ), theo như dữ liệu trên Goldkimp rất nhiều phiên GAP Vàng Hàn Quốc duy trì biến động trong biên độ +7-22%.

Về câu chuyện kinh doanh chênh lệch giá, nếu không có rào cản thì mọi chênh lệch đều sẽ được xóa bỏ nhanh chóng bằng hoạt động mua bán này. Chẳng hạn, nếu vàng ở Việt Nam cao hơn thế giới 10%, một thương nhân có thể mua vàng tại nơi giá thấp rồi bán tại Việt Nam để hưởng mức chênh lệch gần 10% sau khi trừ chi phí. Nhưng trên thực tế, điều này rất khó làm. **Pháp luật Việt Nam không cho phép cá nhân tự do nhập khẩu vàng và mọi hành vi vận chuyển vàng qua biên giới mà không khai báo đều bị xem là buôn lậu.** Nếu khai báo chính ngạch, vàng nhập khẩu sẽ phải chịu thuế và tuân theo nhiều quy định, khiến khoản lợi nhuận kỳ vọng gần như bị triệt tiêu. Nguồn tại [đây](#).

Đối với cá nhân khi xuất cảnh hoặc nhập cảnh Việt Nam, theo Thông tư 11/2014/TT-NHNN cá nhân Việt Nam và người nước ngoài bằng hộ chiếu mang vàng miếng, vàng nguyên liệu; vàng trang sức, mỹ nghệ tổng khối lượng từ 300g trở lên phải khai báo với cơ quan hải quan. Nguồn tại [đây](#).

Mặc dù vậy, khi mức chênh lệch quá lớn, hoạt động arbitrage trong bóng tối vẫn có thể xuất hiện. Không ít thời điểm buôn lậu vàng diễn ra mạnh khi giá vàng Việt Nam cao hơn các nước lân cận..

Vàng từ Hong Kong hay Campuchia có xu hướng chảy vào Việt Nam qua các đường nhỏ lẻ. Ngược lại, khi giá vàng Việt Nam thấp hơn như trong năm 2016, vàng lại bị gom mang ra ngoài. Cơ quan quản lý thừa nhận rằng mức chênh lệch quá lớn sẽ tạo động lực cho hoạt động buôn lậu, gây thất thoát ngoại tệ và làm thị trường tiền tệ thêm phức tạp. Trong giai đoạn những năm gần đây, khi chênh lệch ở mức 15 đến 20 triệu đồng, nhiều vụ vận chuyển vàng lậu đã bị phát hiện tại khu vực biên giới Campuchia. Nguồn tại [đây](#).

Một hình thức khác là lách qua vàng nữ trang. Giả định rằng thương nhân có thể đúc 8 lượng vàng thành đồ trang sức như vòng hay dây chuyền rồi mang sang bán tại một thị trường có giá cao hơn. Người viết **giả định tình huống** ngày 13/02/25, du khách có thể mang 8 lượng vàng dưới dạng trang sức từ Việt Nam, nơi giá thấp hơn với GAP +560.000 VNĐ/lượng, sang Hàn Quốc ngày 14/02/25 để bán với GAP +19,9 triệu VNĐ/lượng. Tổng lãi Gross (Chưa tính chi phí chế tác, vé máy bay...) là ~155 triệu VNĐ/8 lượng. **Cần nói rõ là trong báo cáo này, ví dụ trên chỉ nhằm minh họa cơ chế tạo ra chênh lệch giá, không phải khuyến nghị thực hiện.**

Trung Quốc đang mua vàng

Dữ liệu từ Thượng Hải cho thấy lượng vàng vật chất được nắm giữ đã tăng gấp 25 lần trong năm nay

- Chứng quyền vàng Thượng Hải

Nguồn: Bloomberg, Shanghai Futures Exchange



Một chiến lược có chủ đích, kết hợp với dữ liệu dự trữ chính thức, Trung Quốc đã mua thêm hàng trăm tấn vàng từ 2023 đến nay và còn đặt mục tiêu nâng dự trữ lên quanh 5.000 tấn. Về bản chất, họ đang dùng vàng như "lớp đệm tài sản cứng" để hậu thuẫn cho ý định muốn quốc tế hóa đồng Rmb.

PHẦN 2

Lý thuyết và những điểm “mù”

Không có mô hình lý thuyết nào giải thích hoàn hảo giá vàng trong mọi giai đoạn. Đa số mô hình chỉ như một bức ảnh chụp tĩnh của thế giới luôn chuyển động; do đó, có lúc mô hình dự báo khá chính xác, nhưng có lúc lại hoàn toàn thất bại. Nói cách khác, giá vàng thường “phá vỡ” mô hình khi bối cảnh kinh tế thay đổi.



LUẬN ĐỀ TRUNG TÂM

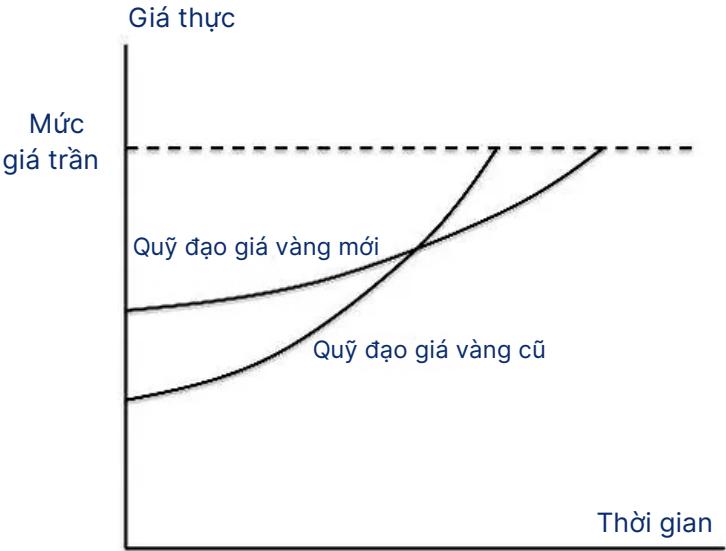
Không có mô hình lý thuyết nào có thể giải thích trọn vẹn giá vàng trong mọi thời điểm. **Mỗi mô hình** giống như một bức ảnh tĩnh chụp lại một thế giới luôn chuyển động, nên **có giai đoạn dự báo khá đúng, nhưng cũng có lúc lại hoàn toàn chệch khỏi thực tế**. Khi bối cảnh kinh tế thay đổi, giá vàng thường vượt khỏi khuôn khổ của mô hình đang được dùng để lý giải nó.

Một minh họa rõ ràng nằm ở mối quan hệ giữa vàng và lạm phát. Vàng thường được coi là thước đo phản ánh lạm phát, nhưng lịch sử cho thấy biến động của vàng không phải tín hiệu đáng tin để dự báo lạm phát trong tương lai. Trong giai đoạn 2004 đến 2008, giá vàng tăng từ khoảng 400 Dollars lên trên 800 Dollars/ounce, nhưng lạm phát Mỹ không bùng lên ngay sau đó. Chỉ số giá tiêu dùng của Mỹ vẫn dao động quanh mức 2 - 4%/năm. Ngược lại, trong năm 2021 đến 2022, lạm phát Mỹ tăng vọt lên mức cao nhất trong bốn mươi năm, khi chỉ số giá tiêu dùng chạm đỉnh khoảng 9%, nhưng giá vàng lại không tăng tương xứng mà chỉ dao động trong vùng 1700 - 1900 đô la mỗi ounce. Paul Krugman từng nhận xét rằng giá vàng tăng không phải là dấu hiệu báo trước lạm phát. **Những người mua vàng để phòng siêu lạm phát “đã đúng nhưng vì nhầm lý do”**. Thực tế cho thấy vàng leo thang trong giai đoạn 2004 - 2008 nhưng lạm phát sau đó không tăng mạnh, còn khi lạm phát 2021 - 2022 bùng nổ thì vàng lại không có phản ứng tương ứng.

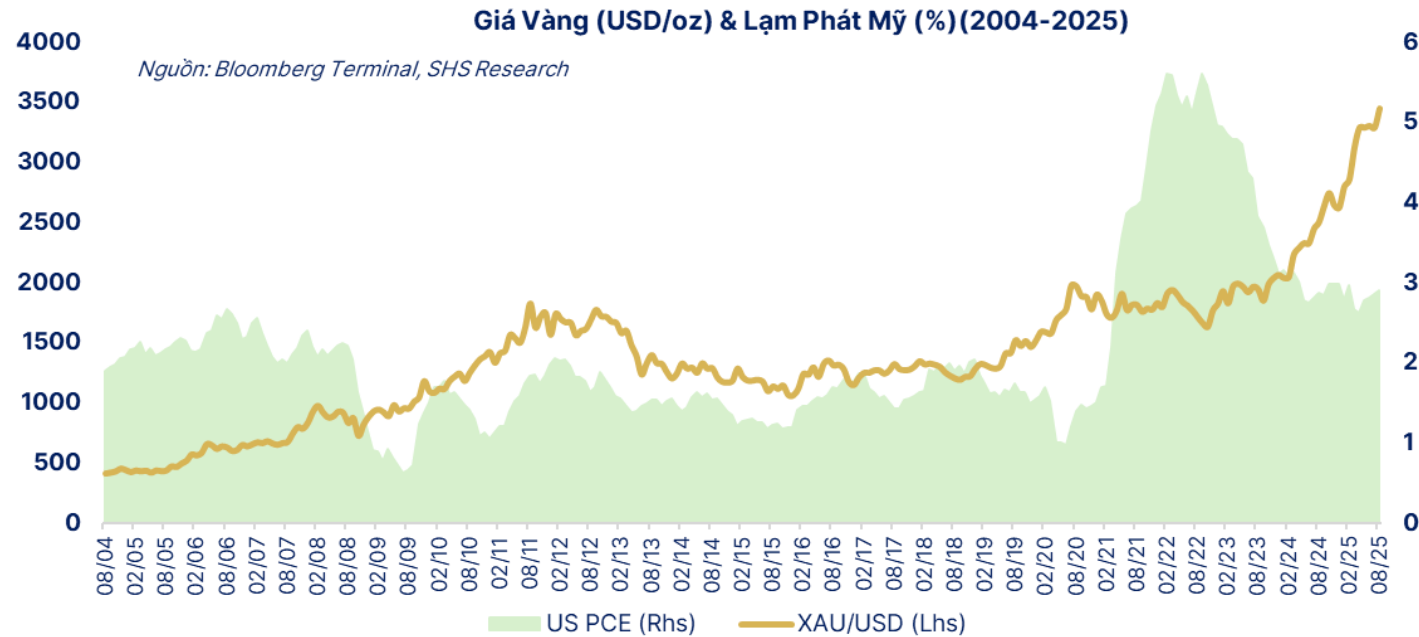
Những mô hình kinh điển khác, gồm cả mô hình của Krugman, cũng đặt mối quan hệ giữa vàng và lãi suất thực. Theo đó, lãi suất thực giảm mạnh sẽ hỗ trợ giá vàng và ngược lại. Nhìn lại phần lớn thập niên 2010, khi lãi suất thực của Mỹ thấp hoặc âm, giá vàng thực sự đã đi lên rất mạnh. Giai đoạn 2009 - 2011, lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ sau điều chỉnh lạm phát giảm xuống gần 0% rồi chuyển âm, trong khi vàng tăng từ khoảng 700 Dollars lên gần 1.900 Dollars/Ounce. Ngay cả trong thập niên đó, mỗi khi kỳ vọng lãi suất thực giảm do sự nới lỏng của FED hay do lạm phát kỳ vọng tăng, giá vàng thường bật lên. Mối tương quan âm giữa vàng và lãi suất thực hiện diện khá rõ ràng trong nhiều năm.

Thế nhưng từ chu kỳ tăng lãi suất năm 2022 đến nay, tương quan này đã đổi khác. FED Fund Rate nâng từ 0% lên khoảng 5% chỉ trong vài quý. Vậy thì theo mô hình cũ, giá vàng trong bối cảnh này đáng lẽ phải giảm sâu. Nhưng vàng gần như không phản ứng. Trong suốt giai đoạn 2022 - 2023, vàng vẫn đứng vững quanh vùng 1.800 - 2.000 Dollars/ounce, dù đây là đợt tăng lãi suất mạnh nhất trong nhiều thập kỷ. Điều này cho thấy **mối tương quan nghịch giữa vàng và lãi suất chỉ giữ được độ chính xác khi những yếu tố khác tương đối ổn định. Một khi bối cảnh thay đổi, mô hình có thể mất hiệu lực hoàn toàn**.

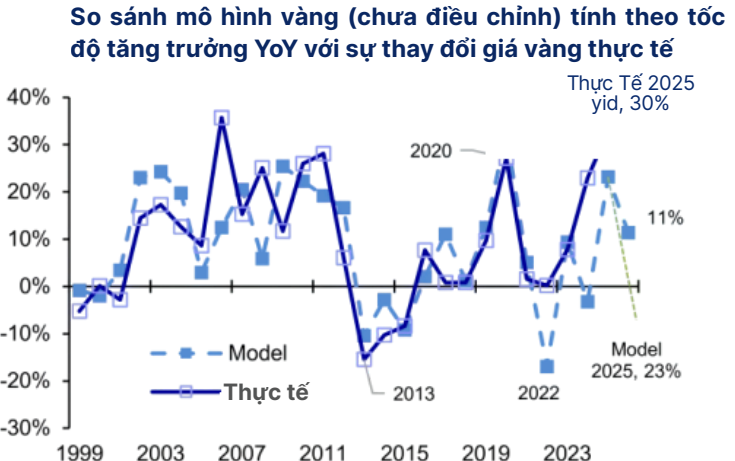
Kết luận là các mô hình định giá vàng tuy đem lại góc nhìn hữu ích để hiểu từng giai đoạn, nhưng không có mô hình nào là chân lý bất biến. Câu nói quen thuộc rằng **lý thuyết thì màu xám còn thực tế thì xanh tươi** luôn đúng với thị trường. Diễn biến giá vàng vẫn chứa đầy những bất ngờ vượt khỏi khuôn khổ mô hình. Nếu có ai giao dịch vàng và luôn đúng trong mọi hoàn cảnh, thì phần còn lại của thị trường chỉ còn là bài tập thực hành mà thôi.



Mô hình của Paul Krugman, khi lãi suất thực giảm, giá vàng nhảy vọt lên ngay. Sau đó tăng chậm hơn theo thời gian, nhưng vẫn kết thúc ở cùng một mức giá trần trong tương lai cao đến mức không ai muốn dùng vàng nữa (hoặc chuyển sang dùng thứ khác).



Mối tương quan nghịch giữa vàng và lãi suất đúng là có thật, nhưng nó chỉ hoạt động khi các biến số khác tương đối yên ổn. Vì vậy, quan hệ vàng – lãi suất chỉ nên coi là một lát cắt của bức tranh, chứ không phải “chén thánh” để dự báo chắc chắn đường đi của giá vàng.



Nhìn vào mô hình đã được điều chỉnh, cho thấy đang phản ánh khá tốt việc dự đoán. Nhưng cũng cần nhắc lại: mô hình chỉ là ảnh chụp quá khứ, trong khi thế giới thay đổi liên tục. Nếu nhu cầu mua của NHTW chẳng lại, chính sách tiền tệ đổi hướng, hay xuất hiện cú sốc địa chính trị mới, đường mô hình rất dễ “tụt lại phía sau”. Vì vậy, nên xem các kết quả này như một mốc tham chiếu để đối chiếu với các tín hiệu khác (real yield, dòng ETF, chính sách NHTW, rủi ro vĩ mô...), chứ không nên coi đây là “kim chỉ nam” duy nhất khi ra quyết định về vàng.



John Maynard Keynes - Ông gọi chế độ bản vị vàng là "di tích man rợ" ("barbarous relic") vì cho rằng ràng buộc tiền tệ vào vàng sẽ trói tay chính sách, khiến ngân hàng trung ương khó ứng phó linh hoạt với khủng hoảng. Nguồn tại [đây](#).



Paul Krugman - cảnh báo rằng đợt tăng giá vàng không phải dấu hiệu báo trước lạm phát sẽ tăng. Ông viết mô hình của mình cho thấy "giá vàng tăng không phải dự báo tốt cho lạm phát tương lai". Nguồn tại [đây](#).



Warren Buffett - mĩa mai vàng là tài sản "không sinh lợi, không có ích gì." Ông ví von: "Con người đào vàng lên từ lòng đất ở châu Phi hay nơi nào đó. Rồi lại nung chảy nó, đào một cái hố khác chôn xuống và thuê người canh giữ. Vàng chẳng có công dụng gì. Người ngoài hành tinh quan sát hẳn sẽ lắc đầu khó hiểu". Nguồn tại [đây](#).



George Soros - từng gọi vàng là "bong bóng tối hậu" ("ultimate bubble") với ý nghĩa giá vàng có thể còn lên nữa nhưng chắc chắn không an toàn, bong bóng sẽ vỡ vào một thời điểm nào đó. Dù vậy, chính Soros cũng tích cực giao dịch vàng - ông nổi tiếng mua bán vàng rất nhạy bén. Nguồn tại [đây](#).



Ray Dalio - thường khuyên nhà đầu tư nên giữ một tỷ trọng vàng nhất định trong danh mục (khoảng 5-10%). Ông coi vàng là tài sản phòng thủ giúp đa dạng hóa rủi ro, đặc biệt trong bối cảnh tiền pháp định bị in quá nhiều. Dalio cũng nổi tiếng với câu nói "cash is trash" (tiền mặt là rác) nên ông đề cao việc nắm giữ tài sản như vàng để chống mất giá tiền. Nguồn tại [đây](#).



John Paulson - huyền thoại quỹ đầu cơ xem vàng là khoản cược có lý nếu lo ngại lạm phát trong tương lai. Ông từng chuyển phần lớn tài sản quỹ sang vàng sau khủng hoảng 2008 để "đặt cược" vào kịch bản lạm phát tăng. Paulson dự đoán vàng có thể lên tới 5.000 USD/oz trong vài năm tới khi các NHTW và nhà đầu tư tìm đến vàng để phòng ngừa sự mất giá của tiền giấy. Nguồn tại [đây](#).

VÌ SAO MÔ HÌNH GIÁ VÀNG ĐÔI KHI KHÔNG HOẠT ĐỘNG?

Lý do sâu xa khiến các mô hình định giá vàng thường xuyên “hông” là vì chúng bỏ qua quá nhiều biến số quan trọng. Giá vàng chịu tác động đồng thời của cả yếu tố kinh tế lẫn tâm lý, địa chính trị... Vàng phản ứng mạnh trước “tổng hòa nổi lo” của thị trường hơn là trước một biến số đơn lẻ nào đó. Do đó, mô hình chỉ xét 1-2 biến (như lạm phát hay lãi suất) sẽ dễ thất bại khi những biến khác trở thành mối quan tâm chính của nhà đầu tư.

Trước hết, vàng là một tài sản đa chiều độc đáo:

- Tài sản trú ẩn: Trong khủng hoảng hoặc bất ổn địa chính trị, vàng được săn tìm như nơi trú ẩn an toàn, bảo toàn giá trị. Ví dụ, giai đoạn khủng hoảng tài chính 2008, mặc dù kinh tế suy thoái và lạm phát xuống thấp, giá vàng vẫn tăng vọt gần gấp 3 lần (2007–2011) nhờ dòng tiền trú ẩn.

- Phòng hộ lạm phát: Về dài hạn, vàng được coi là hàng rào chống lạm phát do nguồn cung hạn chế. Tuy nhiên, mối liên hệ này không hề tức thời (như đã phân tích ở mục trước, vàng không phản ánh đúng lạm phát kỳ vọng trong ngắn hạn).

- “Lá phiếu” phản đối chính sách tiền tệ: Vàng đôi khi được mua như một cách đặt cược chống lại đồng tiền giấy và chính sách tiền tệ nới lỏng. Khi nhà đầu tư mất niềm tin vào ngân hàng trung ương hoặc lo ngại tiền fiat mất giá (do in tiền quá mức), họ có xu hướng tìm đến vàng. Giai đoạn sau 2008, bảng cân đối Fed phình to (QE liên tục) và nợ công Mỹ tăng vọt, nhiều người mua vàng vì lo USD sẽ mất giá dài hạn.

Bên cạnh đó, các biến số quan trọng thường bị bỏ qua trong mô hình đơn giản bao gồm:

- Chính sách tài khóa và nợ công: Thâm hụt ngân sách lớn và núi nợ chính phủ tăng cao có thể làm dấy lên lo ngại về sức khỏe tài chính quốc gia, gián tiếp thúc đẩy nhu cầu vàng. Sau khủng hoảng 2008, nợ công Mỹ tăng chưa từng có cùng với các gói QE khổng lồ khiến nhiều nhà đầu tư khi đó đổ xô mua vàng nhằm phòng kích bản đồng USD mất giá vì “in tiền”.

- Địa chính trị và xung đột: Rủi ro chiến tranh, khủng bố, trừng phạt quốc tế... đều có thể khiến vàng tăng giá do nhu cầu trú ẩn. Gần đây, việc phương Tây đóng băng dự trữ ngoại hối của Nga năm 2022 đã khiến nhiều NHTW (nhất là Trung Quốc) lo ngại và tích trữ thêm vàng để giảm phụ thuộc vào USD. Chính dòng mua kỷ lục từ các ngân hàng trung ương mới nổi này đã nâng đỡ giá vàng, bất chấp cùng thời điểm đó Fed tăng lãi suất mạnh.

- Dòng vốn và vị thế đồng USD: Giá vàng thường diễn biến ngược với sức mạnh của đồng USD. Khi USD suy yếu hoặc khi dòng vốn tìm nơi trú ẩn ngoài các tài sản tài chính thông thường, vàng được hưởng lợi.

- Cấu trúc thị trường vàng: Sự phát triển của các quỹ ETF vàng, thị trường phái sinh (hợp đồng tương lai) và chi phí khai thác mỏ cũng ảnh hưởng đáng kể. Chẳng hạn, các quỹ ETF giúp nhà đầu tư mua vàng dễ dàng hơn, làm tăng cầu đầu tư vào vàng trong những năm 2000 – 2010. Thị trường tương lai vàng với đòn bẩy cao có thể khuếch đại biên độ biến động giá trong ngắn hạn. Ngoài ra, khi giá vàng vượt xa chi phí khai thác, các mỏ vàng tăng sản lượng bán ra (vì lợi nhuận biên cao) cũng tạo áp lực kiềm chế đà tăng giá.

Chính vì vàng **chịu tác động đan xen của nhiều yếu tố, hiệu ứng của một biến đơn lẻ lên giá vàng có thể lúc mạnh lúc yếu tùy bối cảnh**. Có những giai đoạn một biến thống trị tâm lý thị trường vàng, khiến mô hình đơn giản tạm thời hiệu quả. Ngược lại, khi biến thống trị thay đổi, mô hình cũ sẽ “trật nhịp”.

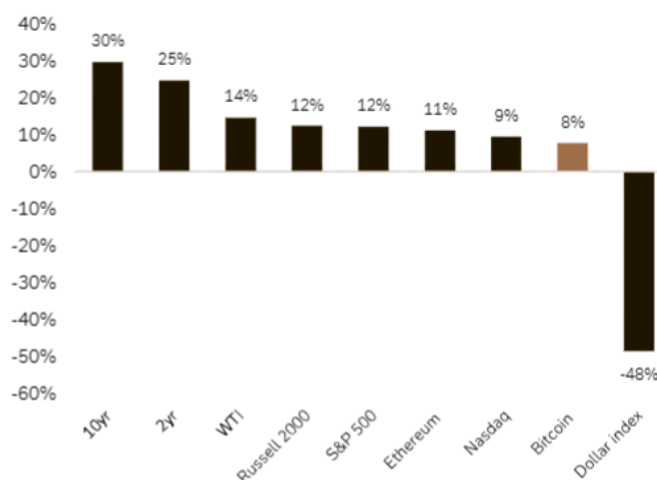
Ví dụ, trong thập niên 2010, lạm phát thấp kéo dài và chính sách tiền tệ nới lỏng khiến lãi suất thực trở thành biến chủ đạo chi phối giá vàng. Quả thực, giai đoạn 2010–2019, tương quan vàng và lãi suất lại rất chặt chẽ: mỗi khi lãi suất thực giảm sâu (âm), vàng tăng giá mạnh và ngược lại. Mô hình vàng biến động ngược với lãi suất phát huy tác dụng tốt.

Tuy nhiên, bước sang giai đoạn 2020–2022, các yếu tố khác lấn át. Đại dịch COVID-19 bùng phát (2020) kéo theo hỗn loạn kinh tế, rồi đến xung đột Nga Ukraine (2022) làm dấy lên lo ngại địa chính trị toàn cầu. Thêm vào đó, lạm phát cao trở lại và phản ứng chính sách cực đoan (Fed tăng lãi suất sốc). Trong bối cảnh đó, vàng phản ứng trước “tổng hòa nỗi lo” hơn là tuân theo quy luật cũ. Năm 2022, dù lãi suất thực tăng nhanh (yếu tố bất lợi), giá vàng vẫn giữ vững vì nhà đầu tư đồng thời lo ngại chiến tranh và bất ổn tài chính nên không bán vàng. *Với tất cả sự tôn trọng của người viết dành cho Giáo Sư Paul Krugman, nhưng có thể nói, mô hình lãi suất đã gần như vô dụng trong giai đoạn này vì những yếu tố khác (lạm phát, chiến sự, dòng tiền trú ẩn) đã chi phối tâm lý mạnh hơn.*

Tương quan giữa vàng và lãi suất do đó thay đổi theo thời gian. Tính toán cho thấy hệ số tương quan (Correlation) 60 phiên giữa giá vàng và lợi suất thực có những lúc tiến gần 0 hoặc dương, rồi lại âm mạnh trở lại tùy bối cảnh sự kiện. Chẳng hạn, cuối 2022 tương quan gần như bằng 0 (vàng độc lập với lãi suất), nhưng sang giữa 2023 khi lo ngại suy thoái gia tăng, tương quan âm truyền thống lại xuất hiện trở lại (vàng lên khi lãi suất thực giảm).

Tóm lại, các mô hình giá vàng hay “hồng” vì vàng là tài sản phản ánh kỳ vọng đa chiều, không đơn thuần như các mô hình lý thuyết thường giả định. Một biến số có thể giải thích tốt giá vàng ở giai đoạn này nhưng sang giai đoạn khác lại bị lu mờ bởi biến số quan trọng hơn. *Kinh nghiệm của chính người viết là nhà đầu tư vàng luôn phải để mắt đến bức tranh tổng thể:* chính sách tiền tệ và tài khóa, lạm phát và tăng trưởng, đồng USD và địa chính trị, thị trường tài chính và dòng tiền trú ẩn. Hiểu được điều này sẽ tránh được “điểm mù” khi áp dụng máy móc các mô hình, và cũng lý giải vì sao giao dịch vàng đòi hỏi sự nhạy bén toàn diện **nơi không có chỗ cho tư duy một chiều.**

Tương quan của vàng với các chỉ số khác (Từ 2011)



Nguồn: Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP. Data ngày 19/09/25

Nhìn trên khung dài hạn, vàng vẫn chủ yếu phản ánh mức độ bào mòn của tiền pháp định. Từ sau các chương trình QE quy mô lớn, giai đoạn DXY suy yếu, giá vàng thường có xu hướng đi ngược chiều. Điều này không phải do vàng “thay đổi bản chất”, mà do việc tài trợ thâm hụt dẫn đến gia tăng cung tiền ngoại sinh vào hệ thống khiến kỳ vọng về giá trị thực của USD suy giảm.

PHẦN 3

Gợi ý phân bổ tài sản vào vàng



POLICY MAPPING

Việc thành lập sàn giao dịch vàng (sàn vàng) có thể cải thiện cách thức mua bán vàng tại Việt Nam – cụ thể là tăng thanh khoản và minh bạch, thu hẹp chênh lệch giá mua – bán (Bid/Ask spread) và tạo điều kiện để một phần lượng vàng “trong két” được đưa vào hệ thống tài chính. Tuy nhiên, sàn vàng khó xử lý căn nguyên của chênh lệch giá vàng trong nước so với thế giới. Nói cách khác, **sàn vàng chỉ “xử” được cách giao dịch, chứ không “xử” được mức giá.**

Những gì sàn vàng có thể làm: **Thứ nhất, sàn vàng sẽ cải thiện thanh khoản và tính minh bạch** của thị trường vàng. Khi giao dịch tập trung qua một sàn quốc gia với các thành viên được cấp phép, giá cả và khối lượng giao dịch được công bố liên tục, giúp nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận thông tin và giao dịch trong môi trường minh bạch. Đồng thời, quy trình niêm yết giá và khớp lệnh điện tử sẽ chuẩn hóa bước giá và phương thức giao dịch, hạn chế tình trạng chào giá tùy tiện trên thị trường tự do.

Thứ hai, sàn vàng có thể góp phần thu hẹp chênh lệch giá mua/bán. Hiện nay, chênh lệch giá mua 1 và bán 1 vàng SJC trong nước thường ở mức khá cao (khoảng 20 triệu đồng/lượng, tương đương ~1-1,3% giá trị), thậm chí vàng trang sức có đợt chênh tới 2,6-3 triệu đồng/lượng (nguồn tại [đây](#)). Mức này lớn hơn nhiều so với thị trường vàng quốc tế: tại các trung tâm lớn, chênh lệch mua bán vàng chỉ khoảng 0,1-0,2%. Một sàn vàng với nhiều người tham gia và cạnh tranh sẽ tạo “Bid Ask Spread” thị trường thấp hơn, giảm chi phí ẩn cho nhà đầu tư khi mua bán.

Thứ ba, sàn vàng là kênh để “monetize” một phần vàng trong dân, tức giúp chuyển hóa một phần vàng nhàn rỗi thành vốn trong hệ thống tài chính thay vì nằm bất động.

Cung vàng miếng eo hẹp (chỉ luân chuyển thương hiệu SJC) dẫn đến giá vàng SJC thường xuyên cao hơn giá quốc tế, và thực trạng này *tạm coi là “hợp lý”* trong khuôn khổ chính sách hiện nay. Rõ ràng, một sàn giao dịch không thể tự tạo thêm nguồn cung vàng vật chất. Nếu cơ chế nhập khẩu vàng không thay đổi, sàn cũng chỉ giao dịch lượng vàng hiện có; chênh lệch giá về bản chất vẫn tồn tại.

Trong hơn 10 năm qua, **Tỷ lệ tiền mặt trên tổng phương tiện thanh toán (CIC)** ở Việt Nam đã giảm rõ rệt. Điều này cho thấy người dân ngày càng tin tưởng hơn vào hệ thống ngân hàng, dùng chuyển khoản, thẻ và ví điện tử nhiều hơn, thay vì cầm tiền mặt. **Đây là một thành quả quan trọng của NHNN** trong việc ổn định vĩ mô và hiện đại hóa hệ thống tài chính.

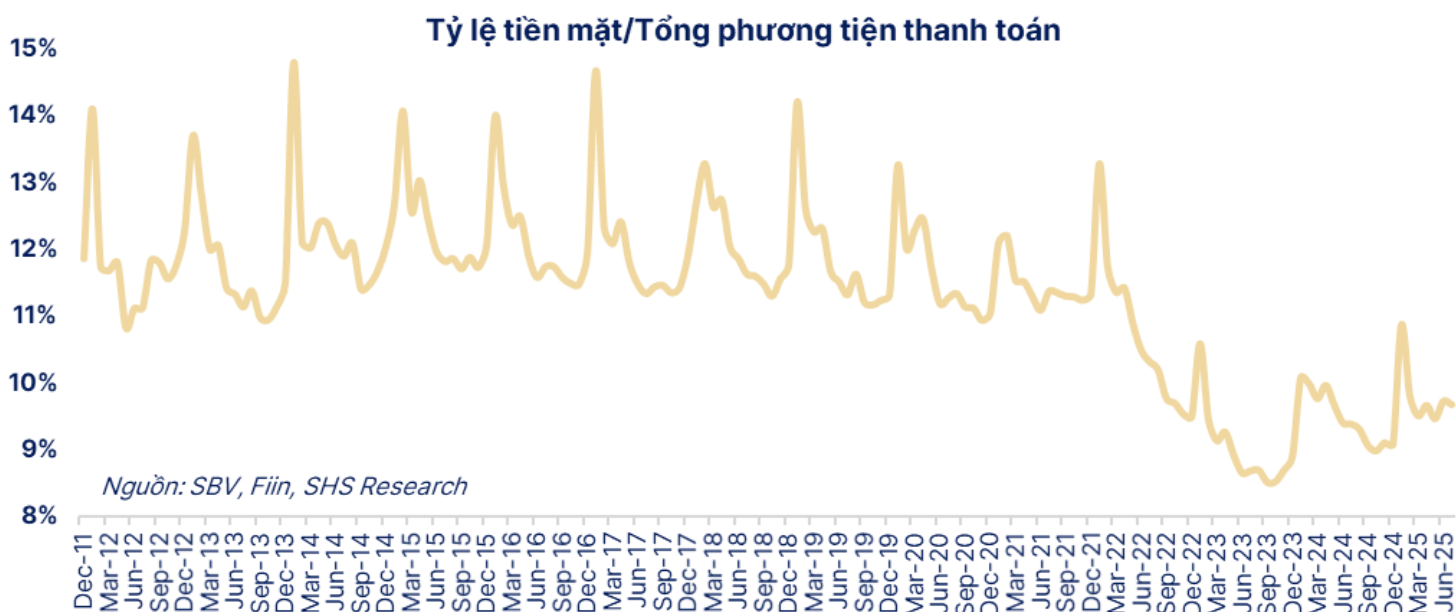
Tuy vậy, các giao dịch vàng và đô la trên thị trường chợ đen vẫn chủ yếu dùng tiền mặt. Từ lúc người dân rút tiền ra mua bán đến khi tiệm vàng đem nộp lại ngân hàng **luôn có một khoảng thời gian “đứt đoạn”** – tiền nằm ngoài hệ thống. **Nếu hoạt động này dày và lớn**, nó cùng với áp lực kê khai thuế của hộ kinh doanh cá thể chắc chắn sẽ kéo CIC lên làm tỷ lệ tiền mặt cao hơn mức đáng lẽ là “Goldilock”. Nếu xây dựng sàn vàng điện tử, giao dịch và lưu ký vàng qua tài khoản ngân hàng thay vì tiền mặt, một phần dòng tiền này sẽ được kéo vào hệ thống chính thức. Điều đó vừa **tăng minh bạch, vừa hỗ trợ tiếp tục hạ CIC xuống.**

Tổng hợp lại, sàn vàng chỉ có thể tác động đến “cách giao dịch” (tính thanh khoản, minh bạch, mức chênh lệch mua bán giữa giá trong nước và giá thế giới). Sàn khó triệt tiêu “khoảng cách” giữa giá trong nước và giá thế giới, vì **khoảng cách này do XAU/USD, tỷ giá và chính sách ngoại hối quyết định** – những yếu tố mà sàn không dễ chạm tới. Điều này cũng đã được chứng minh qua kinh nghiệm quốc tế: nhiều nước có sàn vàng vẫn tồn tại “gap” cao.

Ví dụ, Trung Quốc có Sở Giao dịch Vàng Thượng Hải (SGE) hoạt động hiệu quả, nhưng khi nhu cầu tăng vọt và Nhà nước siết hạn ngạch nhập khẩu (nhằm giữ ổn định tỷ giá nhân dân tệ), giá vàng nội địa đã vọt lên cao hơn giá thế giới kỷ lục. Năm 2023, chênh lệch giá vàng ở Trung Quốc có lúc vượt 121 USD/oz – mức cao chưa từng có. Nguyên nhân được xác định do cầu nội địa mạnh cộng với nguồn cung bị gián đoạn bởi hạn chế nhập vàng giữa năm 2023 (một biện pháp của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc để hỗ trợ tỷ giá). Nguồn tại [đây](#).

Sau khi hạn ngạch nhập vàng được nới, giá nội địa Trung Quốc mới hạ nhiệt dần, nhưng vẫn duy trì mức cao hơn thế giới 20–50 USD/oz một thời gian. Điều này cho thấy ngay cả với thị trường có sàn tập trung, nếu nguồn cung vàng bị quản lý hoặc hạn chế, chênh lệch giá nội địa – thế giới vẫn lớn.

Tương tự, Ấn Độ có các sàn giao dịch vàng tương lai và thị trường khá phát triển, nhưng do chính phủ áp thuế nhập khẩu vàng cao, giá vàng trong nước thường chênh lệch đáng kể so với thế giới. Đặc biệt vào năm 2013, khi Ấn Độ thắt chặt nhập khẩu để giảm thâm hụt vãng lai, giá vàng nội địa đã cao hơn giá quốc tế tới ~130 USD/oz (trong khi ở các thị trường tự do như Hong Kong, Singapore chỉ chênh khoảng 2 USD). Mức premium khổng lồ này phản ánh tình trạng khan nguồn cung chính thức, khiến vàng chảy vào Ấn Độ qua con đường buôn lậu tăng mạnh. Dù Ấn Độ có sàn giao dịch, giá vẫn bị kéo cao do chính sách thuế quan và hạn ngạch. Nguồn tại [đây](#).



Tỷ lệ CIC chịu ảnh hưởng đáng kể từ kê khai thuế cùng các khó khăn vướng mắc từ phía hộ kinh doanh cá thể. Ở nhiều lĩnh vực mua bán nhỏ lẻ, dịch vụ, vàng bạc, bất động sản... việc thanh toán bằng tiền mặt vẫn được ưa dùng do thói quen, sự tiện lợi và cách thức ghi chép, kê khai hiện nay. Điều đó khiến một lượng lớn tiền mặt còn lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng.

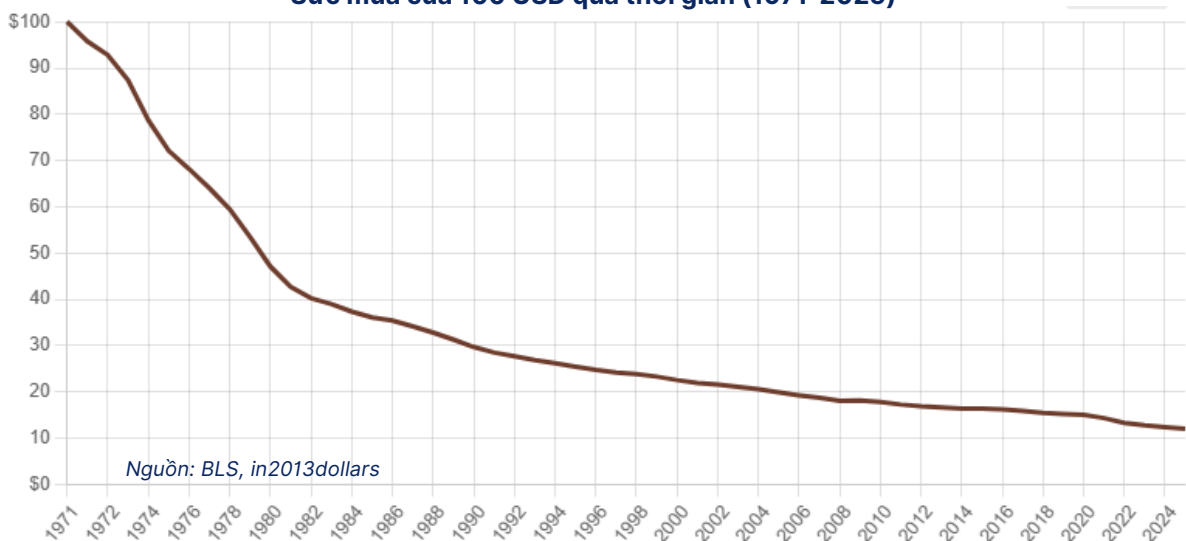
ASSET MAPPING

Về dài hạn, giá trị của vàng và các tài sản tài chính khác có xu hướng tăng lên cùng với sự mất giá của các đồng tiền pháp định. Lịch sử cho thấy tiền pháp định (fiat currency) luôn mất giá theo thời gian do lạm phát và việc mở rộng cung tiền của các NHTW. Trong bối cảnh đó, **vàng với tổng cung hữu hạn thường tăng giá khi đo bằng tiền pháp định trong các chu kỳ dài hạn**. Ngược lại, việc cố định giá trị tiền vào vàng (chế độ bản vị vàng) từng trói buộc chính sách tiền tệ, khiến ngân hàng trung ương không thể linh hoạt ứng phó khi khủng hoảng, đẩy kinh tế vào suy thoái trầm trọng. Bài học lịch sử hàm ý rằng vàng nên được nhìn nhận là một lớp tài sản dự trữ/dầu tư quan trọng, chứ không phải “xiềng xích” cố định hệ thống tiền tệ. Thay vì “thần thánh hóa” vàng như giải pháp thay thế hoàn toàn cho tiền pháp định, cả nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách cần tiếp cận cân bằng: sử dụng vàng như một công cụ bảo toàn giá trị và phòng ngừa rủi ro trong danh mục, đồng thời tiếp tục củng cố niềm tin vào tiền pháp định thông qua chính sách kinh tế vĩ mô vững chắc.

Các dữ liệu dài hạn khẳng định một thực tế: sức mua của các đồng tiền pháp định giảm dần theo năm tháng, chủ yếu do lạm phát tích lũy. Từ khi hệ thống Bretton Woods sụp đổ năm 1971 (chấm dứt việc USD đối được vàng cố định), **đồng Dollar Mỹ đã mất giá khoảng 87% sau hơn 50 năm**. Nói cách khác, 1 USD ngày nay chỉ mua được khoảng 13% lượng hàng hóa so với năm 1971. Nguyên nhân là lạm phát: giá cả ở Mỹ hiện cao gấp ~7,8 lần so với đầu thập niên 1970. (Nguồn tại [đây](#)).

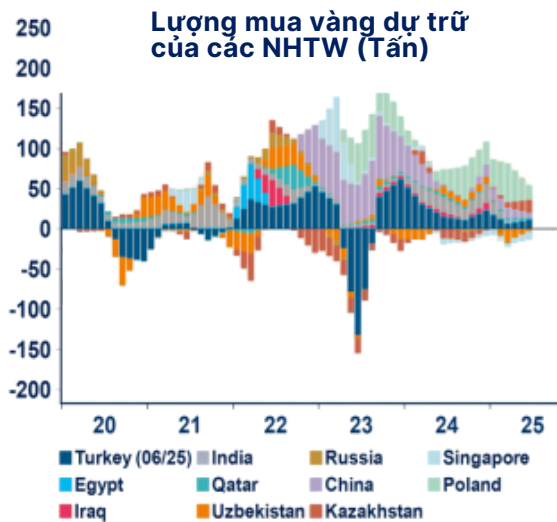
Đây không phải hiện tượng riêng lẻ khi hầu hết các đồng tiền pháp định mạnh trên thế giới (USD, EUR, JPY, GBP) đều ghi nhận lạm phát trường kỳ ở mức vài phần trăm mỗi năm, đủ để bào mòn phần lớn giá trị theo thời gian dài. Trong khi đó, giá vàng tính theo USD đã tăng vọt từ mức 35 USD/oz (năm 1971) lên khoảng 1.900 USD/oz hiện nay (thậm chí có thời điểm gần 2.700 USD/oz vào 2024–2025).

Sức mua của 100 USD qua thời gian (1971–2025)



Nếu tính từ 1971, năm kết thúc Bretton Woods, 100 USD thời đó chỉ còn 12.03 USD năm 2025. Câu chuyện này không riêng gì USD; hầu hết các đồng tiền pháp định đều suy giảm sức mua theo thời gian vì mục tiêu lạm phát không âm và những giai đoạn nổi lộng mạnh. Đó cũng là lý do tại sao, ở khung siêu dài hạn, vàng vẫn được nhiều nhà đầu tư xem như cách giữ nguyên sức mua tốt hơn tiền mặt: giá vàng có thể biến động mạnh theo chu kỳ, nhưng xu hướng nhiều thập kỷ thường đi lên cùng với sự bào mòn của fiat money.

Tính ra, giá vàng danh nghĩa đã tăng hơn 50 lần kể từ 1971, vượt xa mức tăng của chỉ số giá tiêu dùng (CPI) Mỹ trong cùng kỳ. Vàng do nguồn cung hữu hạn (chỉ tăng ~1–2% mỗi năm từ khai thác mỏ) nên về dài hạn, khi lượng tiền liên tục được “bơm” ra (bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ và các NHTW khác phình to), giá vàng có xu hướng phản ánh sự suy giảm sức mua của tiền giấy.



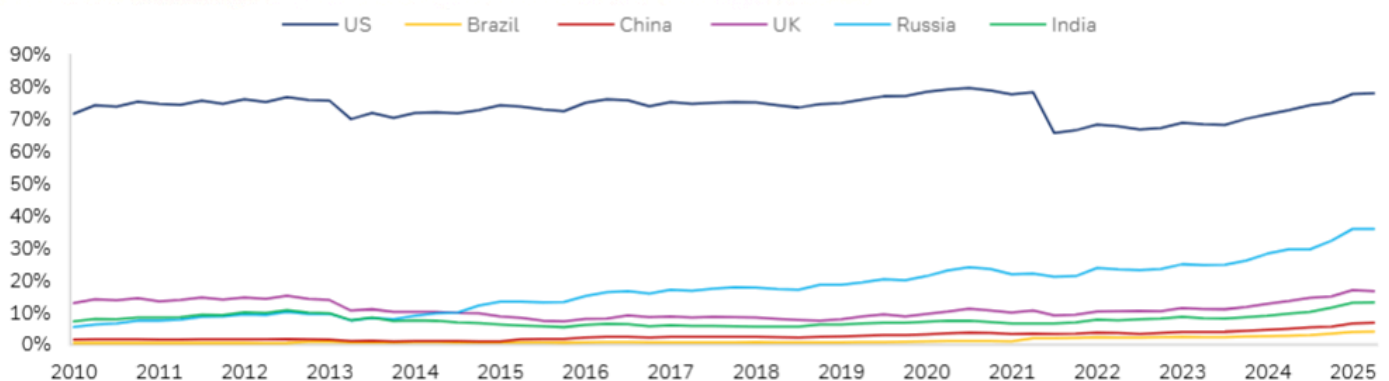
Hoạt động mua vàng của các NHTW cho đến nay chủ yếu tập trung vào một vài quốc gia lớn, nhưng dấu hiệu của những bên tham gia mới đang bắt đầu xuất hiện.

Nguồn: Viện Đầu tư Amundi trích dẫn từ Bloomberg, Macrobond, Datastream. Dữ liệu ngày 07/10/25

7 động lực chính đằng sau quyết định tăng tỷ trọng vàng: từ môi trường vĩ mô bất ổn, rủi ro lạm phát và mất giá tiền tệ, nhu cầu đa dạng hóa khỏi USD, cho tới yếu tố văn hóa – chính trị và lo ngại về an ninh tài sản sau các lệnh trừng phạt.

Nghiên cứu của Hội đồng Vàng Thế giới chỉ ra rằng từ 1971 đến nay vàng đã tăng giá vượt cả CPI của Mỹ và thế giới, giúp nhà đầu tư bảo toàn và gia tăng giá trị tài sản thực về dài hạn. Nói một cách hình tượng: nếu như giữ 100 USD từ năm 1971 đến nay, giá trị thực chỉ còn ~12 USD, nhưng nếu giữ lượng vàng trị giá 100 USD năm 1971 thì hiện nay lượng vàng đó tương đương khoảng 1.500 USD. Vàng đã bảo toàn sức mua và còn đem lại lợi nhuận thực dương qua nhiều thập kỷ biến động. Dĩ nhiên, trong ngắn hạn, giá vàng có thể biến động và thậm chí giảm khi chính sách tiền tệ thắt chặt không đi kèm các biến số khác (ví dụ các giai đoạn lãi suất cao đã kiềm chế đà tăng của vàng những năm 1980 và 1990). Nhưng xét theo chu kỳ dài, đồ thị giá vàng (đặc biệt nếu điều chỉnh theo lạm phát) vẫn cho thấy xu hướng đi lên cùng với sự phình to của cung tiền pháp định. Điều này củng cố vai trò của vàng như một hàng rào chống mất giá tiền về lâu dài.

Tỷ lệ vàng nắm giữ so với Dự trữ Chiến lược



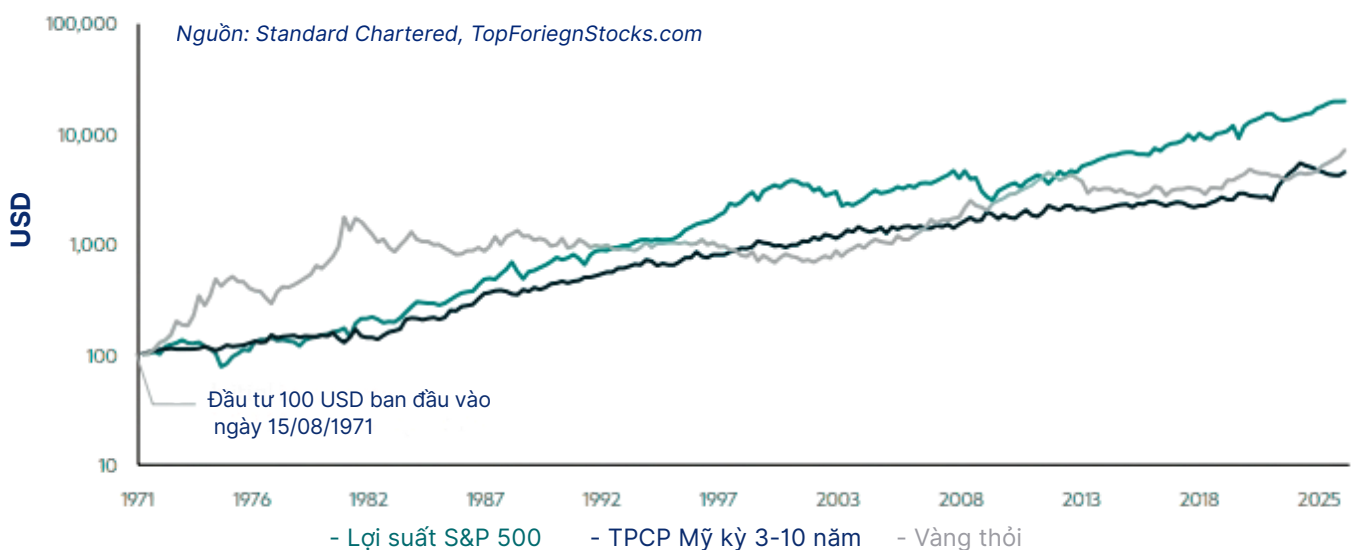
Nguồn: DB Research, WGC. Dữ liệu tính đến T9/2025

Các nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc, Nga, Ấn Độ... xuất phát từ mức rất thấp nhưng đang tăng tỷ trọng vàng rõ rệt từ sau 2010, đặc biệt mạnh sau 2022 – cùng nỗ lực muốn “Phi Dollar Hóa” của họ. Nói cách khác, vàng đã trở lại vị thế trụ cột trong dự trữ toàn cầu, nhưng phần lớn động lực tăng thêm đến từ một nhóm nước “đối trọng” với Mỹ, muốn giảm phụ thuộc vào tài sản bằng USD trong bối cảnh trừng phạt tài chính, nợ công cao và bất ổn địa chính trị.

Bài học từ chế độ bản vị vàng: Dù vàng giúp ổn định sức mua trong dài hạn, việc neo cứng giá trị tiền vào vàng trong hệ thống bản vị vàng cổ điển đã bộc lộ nhiều nhược điểm. Lịch sử kinh tế thế giới (đặc biệt là cuộc Đại Suy Thoái 1929–1933) cho thấy **bản vị vàng hạn chế nghiêm trọng khả năng ứng phó khủng hoảng của chính phủ và ngân hàng trung ương**. Khi tiền phải đảm bảo bằng một lượng vàng cố định, NHTW không thể tùy ý tăng cung tiền hay giảm lãi suất mạnh để kích thích kinh tế, do làm vậy sẽ gây chảy vàng khỏi ngân khố. Chính sách tiền tệ bị “trói tay”: trong suy thoái, lẽ ra cần nới lỏng tiền tệ để cứu thanh khoản và kích thích cầu, nhưng dưới bản vị vàng, nhiều NHTW buộc phải tăng lãi suất nhằm bảo vệ tỷ giá cố định giữa nội tệ và vàng (hoặc USD). Hệ quả là suy thoái càng trầm trọng và kéo dài. Đại Suy Thoái những năm 1930 được hầu hết các nhà kinh tế nhìn nhận rằng bị kéo dài và sâu thêm do bản vị vàng.

Các nước bám quá lâu vào vàng (như Mỹ, Pháp) đã chứng kiến ngân hàng phá sản hàng loạt, giảm phát nghiêm trọng do không thể hạ lãi suất và bơm tiền kịp thời. Ngược lại, những nước sớm từ bỏ bản vị vàng (Anh bỏ năm 1931) phục hồi nhanh hơn nhờ tự do nới lỏng tiền tệ. Tóm lại, vàng khi được coi là “xiềng xích” cố định tiền tệ – đã khiến chính sách trở nên kém linh hoạt và đôi khi phản tác dụng. Chính vì vậy, từ sau Thế chiến II, hệ thống Bretton Woods dù cố định USD với vàng nhưng cuối cùng cũng phải bỏ vào năm 1971 khi Mỹ nhận ra không thể giữ mãi tỷ giá 35 USD/oz trong bối cảnh thâm hụt và lạm phát gia tăng. Bản vị vàng bị “khai tử” do tính chất cứng nhắc và dễ gây bất ổn khi nền kinh tế cần các biện pháp kích thích linh hoạt. Nói cách khác, bản vị vàng đánh đổi sự ổn định tài chính nội địa để lấy ổn định tỷ giá và tránh lạm phát, một đánh đổi không còn phù hợp trong nền kinh tế hiện đại phức tạp.

Vàng, Trái Phiếu & Cổ Phiếu



Biểu đồ “Vàng, Trái phiếu & Cổ phiếu” từ 1971 – năm bỏ Bretton Woods cho một kết luận khá rõ: về dài hạn, cổ phiếu vẫn là tài sản sinh lời tốt nhất, theo sau là trái phiếu chính phủ Mỹ, còn vàng đứng thứ ba. Tuy vậy, đường giá vàng không “đuối” như nhiều người nghĩ – từ 100 USD ban đầu, vàng vẫn nhân lên nhiều lần và giữ sức mua tốt hơn hẳn tiền mặt. Điểm khác biệt là lợi nhuận của vàng đến theo từng “cú nhảy” gắn với các chu kỳ lạm phát, khủng hoảng và nới lỏng chính sách, chứ không đều đặn như cổ phiếu hay trái phiếu. Vì thế, vàng không phải lựa chọn tối ưu để tối đa hóa lợi suất, nhưng là một mảnh ghép quan trọng để bảo vệ sức mua và làm “đệm an toàn” khi cả cổ phiếu lẫn trái phiếu cùng chịu áp lực.

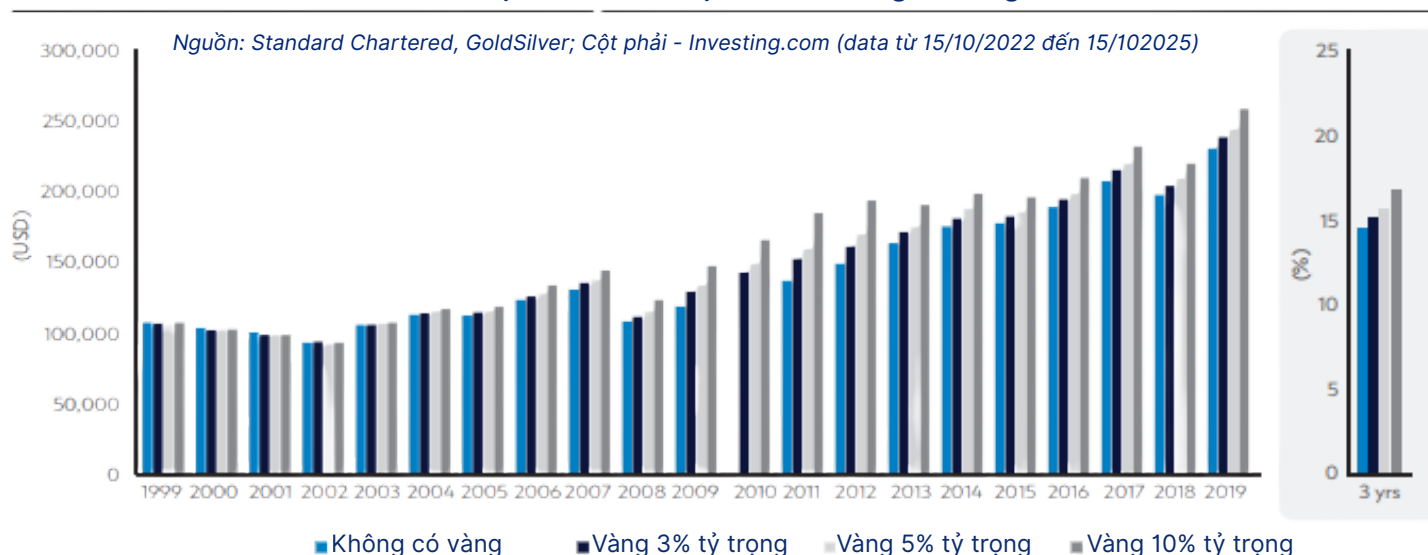
Cách tiếp cận cân bằng nên coi vàng là tài sản dự trữ, không phải “cứu tinh” duy nhất:

Từ những phân tích trên, có thể rút ra hướng tiếp cận đối với vàng trong bối cảnh ngày nay. Vàng nên được coi là một lớp tài sản dự trữ và đầu tư quan trọng để đa dạng hóa và phòng ngừa rủi ro, thay vì được xem là thước đo cố định cho tiền tệ. Đối với nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, điều này có nghĩa là nên phân bổ một tỷ trọng vàng hợp lý trong danh mục nhằm bảo hiểm trước các kịch bản cực đoan (lạm phát phi mã, khủng hoảng tài chính, chiến tranh...).

Nhiều chuyên gia khuyến nghị tỷ trọng vàng khoảng 5–10% đối với danh mục đầu tư dài hạn của người có khẩu vị rủi ro thận trọng. Thực tế nghiên cứu cho thấy, việc thêm một tỷ lệ nhỏ vàng (vài phần trăm) vào danh mục 60/40 cổ phiếu-trái phiếu có thể cải thiện rõ rệt tỷ suất lợi nhuận điều chỉnh rủi ro của danh mục.

Chẳng hạn, một phân tích giai đoạn 2005–2025 cho thấy danh mục có 5% vàng cho lợi nhuận trung bình năm cao hơn khoảng 1% so với danh mục không có vàng; nếu 15% vàng thì cao hơn ~3,4%/năm (đi kèm biến động lớn hơn). Vàng thường có tương quan thấp với cổ phiếu và trái phiếu, nên bổ sung vàng giúp giảm thiểu biến động tổng thể của danh mục trong dài hạn. Hơn nữa, trong những giai đoạn lạm phát cao hoặc khủng hoảng, vàng tăng giá mạnh khi các tài sản tài chính truyền thống sụt giảm, đóng vai trò lớp đệm chống sốc. Do đó, một nhà đầu tư thận trọng có thể xem vàng như “bảo hiểm”: chấp nhận giữ một phần nhỏ tài sản bằng vàng để đề phòng rủi ro hệ thống, đổi lại phần tài sản này có thể không sinh lời cao trong điều kiện bình thường nhưng sẽ phát huy tác dụng khi có biến cố.

Hiệu suất danh mục khi có/không có Vàng



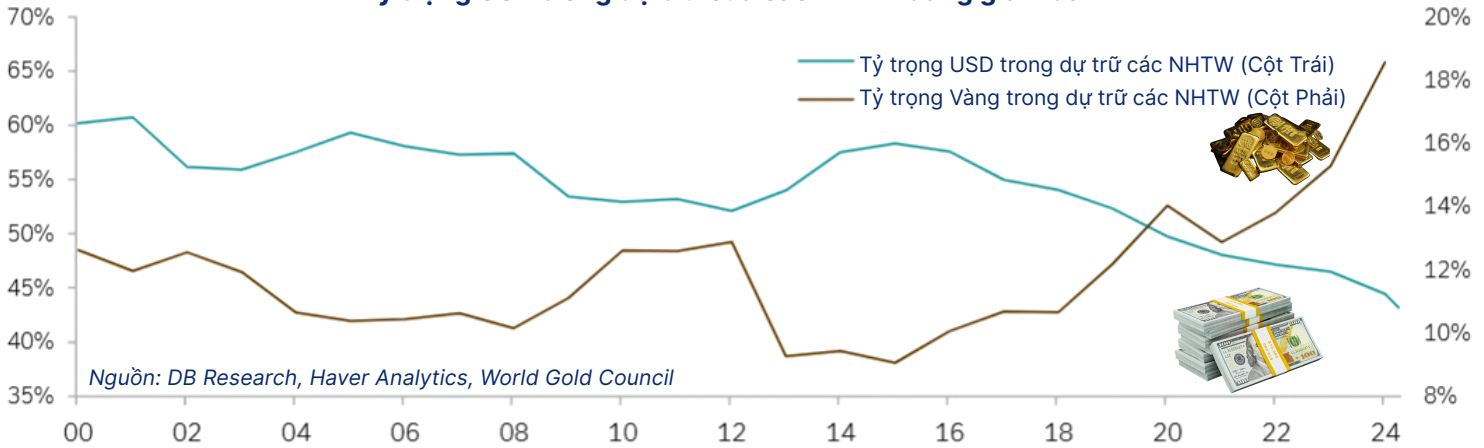
Trong giai đoạn 1999–2019, danh mục 60/40 truyền thống (không có vàng) luôn đứng dưới các danh mục có thêm 3–10% vàng. Đáng chú ý nhất, danh mục phân bổ 10% vàng là danh mục duy nhất nâng được giá trị giả định từ 100.000 USD lên 250.000 USD sau 20 năm, đồng thời chịu mức sụt giảm nhỏ hơn trong các giai đoạn thị trường cổ phiếu lao dốc. Nói cách khác, một lớp vàng nhỏ trong danh mục không làm “giết chết” lợi suất, mà còn giúp vừa tăng hiệu quả sinh lời, vừa giảm độ rủi ro – minh họa rõ ràng cho giá trị của việc hedging dài hạn.

Đối với các nhà hoạch định chính sách và NHTW toàn cầu, cách tiếp cận cân bằng là tích lũy vàng dự trữ một cách thận trọng, bên cạnh việc củng cố khuôn khổ chính sách tiền tệ và tài khóa. Nhiều NHTW trên thế giới đang tăng cường dự trữ vàng những năm gần đây, coi vàng như một tài sản dự trữ an toàn trong bối cảnh địa chính trị, tài chính biến động. Tính đến 2025, vàng chiếm khoảng 15% tổng dự trữ toàn cầu (theo giá thị trường) một tỷ lệ đã tăng so với mức khoảng 10% cách đây một thập kỷ. Các nước lớn như Mỹ, Đức, Italia, Pháp duy trì lượng vàng rất lớn, chiếm trên 60–70% tổng dự trữ của họ (ví dụ Mỹ nắm hơn 8.100 tấn vàng, tương đương ~78% dự trữ quốc gia). Các nước mới nổi cũng đẩy mạnh mua vàng: Trung Quốc đã nâng tỷ trọng vàng trong dự trữ từ 1,8% (năm 2015) lên khoảng 5% hiện nay, Ấn Độ nâng từ dưới 7% lên gần 15% chỉ trong một thập kỷ. Nga thậm chí có lúc đưa vàng chiếm tới 33% dự trữ (2024), nhằm giảm phụ thuộc USD trong bối cảnh cấm vận. Xu hướng này phản ánh niềm tin rằng vàng là nơi trú ẩn giá trị và tài sản dự phòng chiến lược trong bảng cân đối của ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, **hầu như không quốc gia nào tìm cách quay lại neo đồng tiền vào vàng cứng nhắc.** Thay vào đó, vàng được nắm giữ như “của để dành” phòng khi cần hỗ trợ niềm tin thị trường, còn chính sách tiền tệ vẫn vận hành theo cơ chế tiền pháp định linh hoạt. Các NHTW tiếp tục ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô qua lãi suất, tỷ giá, cung tiền, đồng thời dùng vàng như một công cụ bổ sung để đa dạng hóa dự trữ

Hàm ý chính sách: Thay vì tranh luận “vàng hay tiền pháp định” cái nào ưu việt hơn, nhà quản lý **nên nhìn nhận vàng và tiền pháp định có vai trò bổ trợ nhau.** Một hệ thống tài chính hiện đại cần tiền pháp định để có tính linh hoạt và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, đồng thời nên có một tỷ trọng vàng nhất định trong dự trữ để tăng khả năng chống chịu trước cú sốc và củng cố niềm tin. Điều này đồng nghĩa với việc Việt Nam có thể xem xét tăng dần dự trữ vàng quốc gia khi có điều kiện (ví dụ trích một phần dự trữ ngoại hối mua vàng mỗi năm), nhưng không nhằm mục tiêu cố định giá VND theo vàng. Song song đó, tiếp tục hoàn thiện khung điều hành tỷ giá, giữ lạm phát trong tầm kiểm soát để đồng nội tệ không mất giá quá nhanh. **Về phía nhà đầu tư cá nhân, cần hiểu rằng vàng là tài sản phòng thủ dài hạn chứ không phải kênh đầu cơ làm giàu nhanh chóng.** Việc phân bổ một phần hợp lý tài sản vào vàng vật chất hoặc các chứng chỉ vàng có thể bảo vệ của cải trước rủi ro tiền mất giá quá nhanh hoặc khủng hoảng, nhưng cũng phải chấp nhận đặc tính giá vàng biến động và không sinh lãi cố định. Cuối cùng, *vàng không phải “thần dược” cho mọi vấn đề kinh tế, nó không thể thay thế hoàn toàn niềm tin vào quản trị kinh tế vĩ mô. Sức khỏe tài chính quốc gia vẫn phụ thuộc chủ yếu vào chính sách tiền tệ, tài khóa kỷ luật, hệ thống ngân hàng lành mạnh và năng lực sản xuất của nền kinh tế.* Vàng đóng vai trò như một lớp đệm an toàn. Một cơ chế quản lý kinh tế khôn ngoan sẽ tận dụng lợi ích của vàng (ổn định giá trị dài hạn) mà vẫn giữ được dư địa linh hoạt của tiền pháp định.

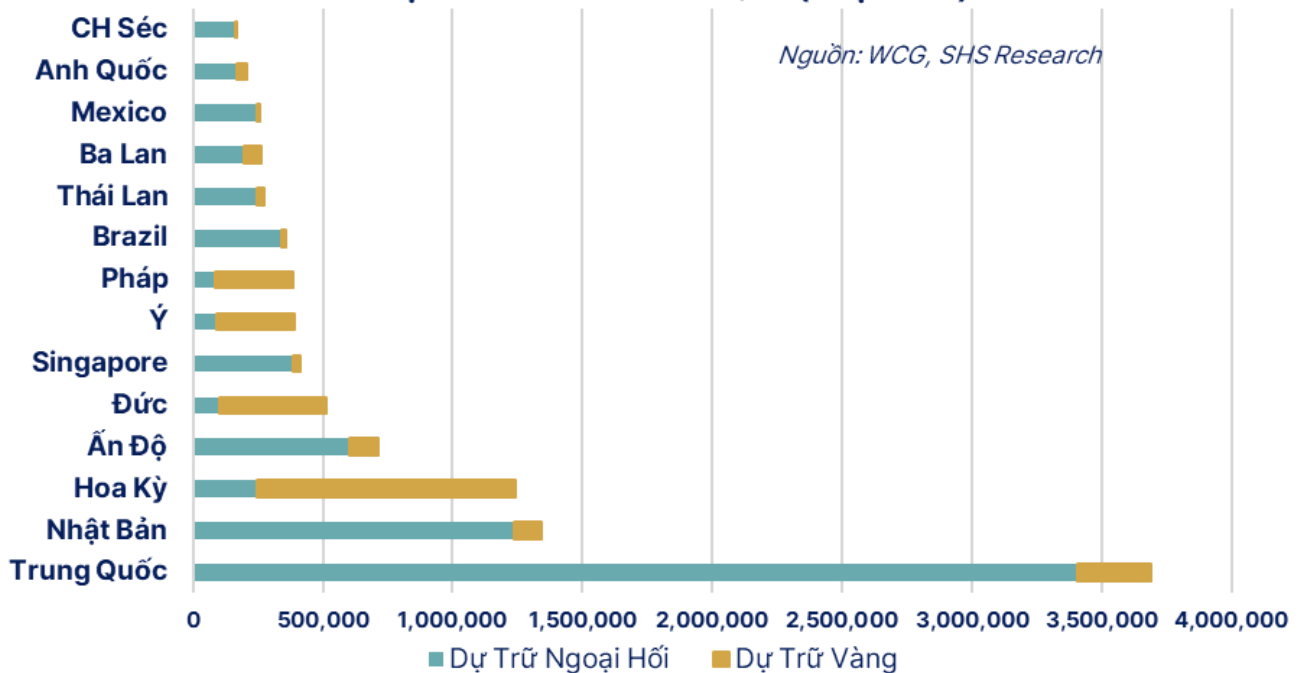
PHỤ LỤC

Tỷ trọng USD trong dự trữ của các NHTW đang giảm dần

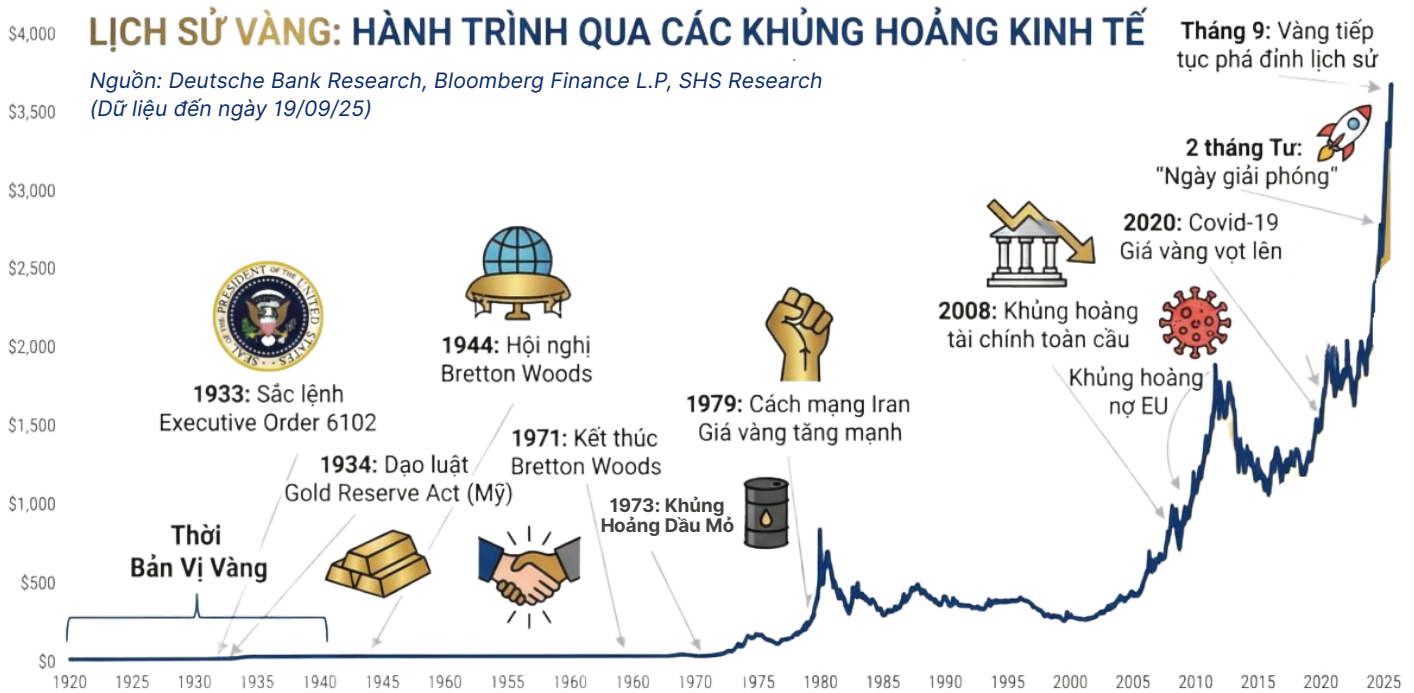


Các NHTW vẫn coi USD là trục chính của hệ thống, nhưng đang chủ động đa dạng hóa để giảm rủi ro trừng phạt, nợ công Mỹ và sức mua của đô la. Trong bức tranh đó, vàng nổi lên như một “đối trọng hiền lành”: không mang rủi ro tín dụng, không phụ thuộc vào chính sách của bất kỳ nước nào, nên được chọn làm lớp đệm an toàn trong cơ cấu dự trữ.

Dự Trữ Các Quốc Gia Q3/25 (Triệu USD)

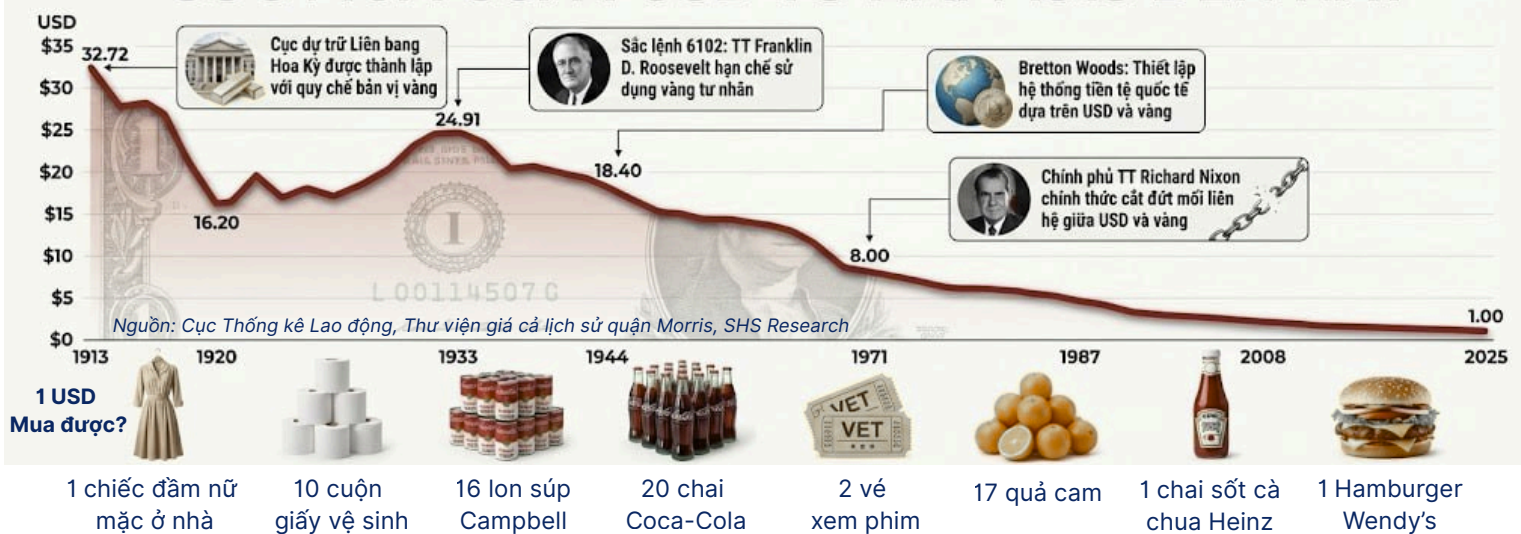


Bảng số liệu cho thấy Trung Quốc dù mua vàng rất mạnh trong những năm gần đây nhưng vàng mới chiếm khoảng 7,7% tổng dự trữ, vẫn chủ yếu nắm giữ ngoại tệ (USD, EUR, v.v.). Ngược lại, các nước phương Tây như Mỹ, Đức, Pháp, Ý có tỷ trọng vàng trong dự trữ quanh 70–80%, là kết quả của cả một lịch sử dài: họ đã tích lũy kho vàng lớn từ thời bản vị vàng/Bretton Woods và đồng USD, EUR vốn đã là hai đồng tiền dự trữ chủ chốt của thế giới. Vì vậy, họ chỉ cần “đệm” thêm vàng và một số ngoại tệ khác, còn Trung Quốc đang đi theo con đường ngược lại: từng bước bổ sung vàng để cân bằng dần với lượng tài sản bằng USD/EUR đang nắm giữ.



Cả thế kỷ biến động của vàng đã được kể lại trong một khung hình: từ giai đoạn bản vị vàng gần như "nằm im" trước 1971, cho tới khi Mỹ bỏ neo vàng. Mỗi cú nhảy lớn đều gắn với một cú sốc hệ thống: khủng hoảng dầu mỏ thập niên 1970, lạm phát cao, cách mạng Iran, rồi khủng hoảng tài chính 2008, khủng hoảng nợ châu Âu và gần đây là COVID, chiến tranh, nới lỏng tiền tệ quy mô lớn. Sau mỗi lần niềm tin vào tiền pháp định hoặc hệ thống tài chính bị thử thách, đường giá vàng lại bước lên một mặt bằng mới cao hơn. Lịch sử này cho thấy vai trò ổn định của vàng: nó không tăng đều hàng năm, nhưng cứ mỗi lần hệ thống tiền tệ rung lắc, vàng lại được định giá lại như "phao cứu sinh" của giới đầu tư và các NHTW. Điều này cho thấy vàng không phải lúc nào cũng là nơi trú ẩn hoàn hảo, nhưng trong 50 năm qua, lợi suất trung bình hàng năm vẫn khoảng 8%, cho thấy vàng vẫn có khả năng đem lại lợi suất vượt lạm phát dài hạn.

SỨC MUA CỦA 1 USD TỪ NĂM 1913 ĐẾN NAY

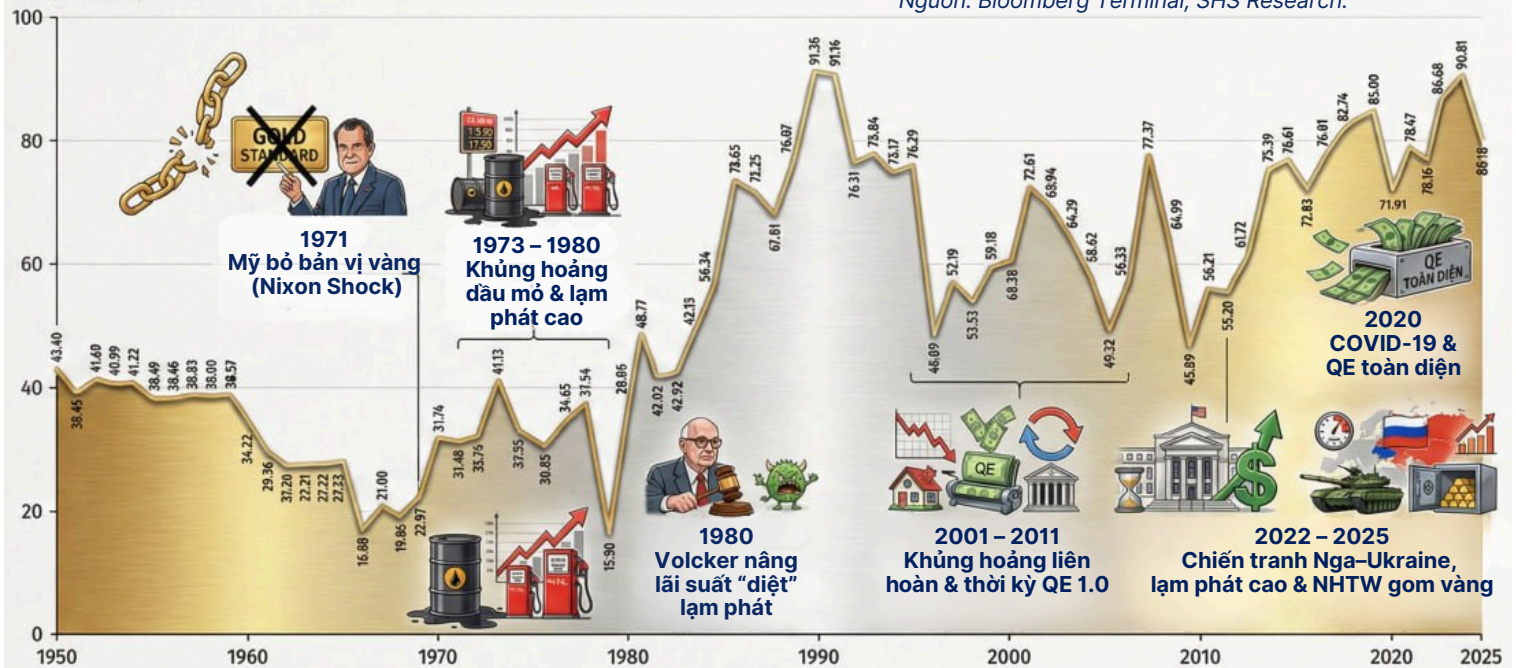


Tiền pháp định tất yếu hao mòn sức mua theo thời gian khi mức giá tăng. Chính quyền có thể in tiền để chi tiêu nhưng cái giá là lạm phát bào mòn sức mua của người giữ tiền. Với Purchasing Power Parity (PPP: về dài hạn, chênh lệch lạm phát sẽ phản ánh vào tỷ giá, nghĩa là quốc gia lạm phát cao hơn sẽ thấy sức mua đồng nội tệ giảm tương đối.

Nói cách khác, 1 ounce vàng ngày nay hiếm chẳng kém 1 ounce vàng của nhiều thập kỷ trước, còn 1 USD ngày nay kém xa giá trị 1 USD trước đây vì đã "loãng" hơn do lượng tiền lưu hành tăng cao.

Diễn biến Tỷ lệ Vàng/Bạc (1950–2025)

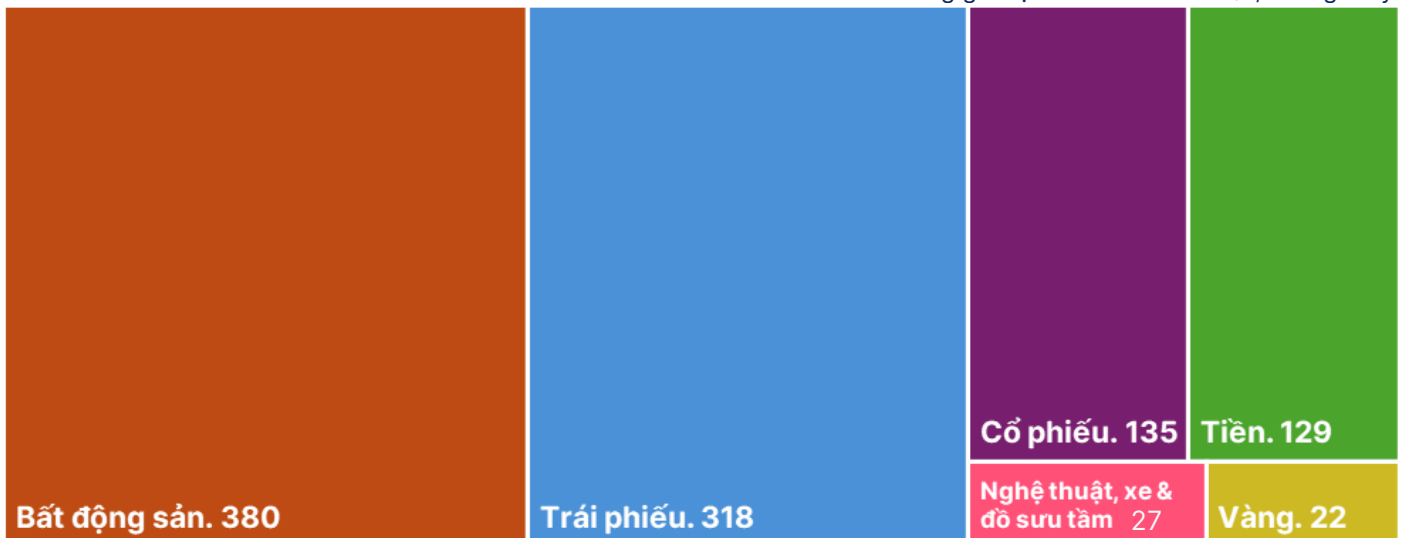
Nguồn: Bloomberg Terminal, SHS Research.



Từ vùng quanh 40:1 những năm 1970, tỷ lệ này đã nhiều lần vọt lên 70–90:1 sau các cú sốc lớn và gần đây thường xuyên duy trì trên 70:1. Điều này phản ánh vai trò của hai kim loại đã tách hẳn: bạc vẫn chịu ảnh hưởng mạnh của nhu cầu công nghiệp và chu kỳ tăng trưởng, trong khi vàng được “nâng cấp” thành tài sản dự trữ và tài sản phòng thủ của ngân hàng trung ương và nhà đầu tư. Nói cách khác, cùng là kim loại quý nhưng vàng ngày càng được định giá như “tiền cứng” của hệ thống tài chính, còn bạc bị đối xử giống một hàng hóa công nghiệp hơn – và chênh lệch giá giữa hai tài sản đã mở rộng tương xứng với sự khác biệt về vai trò đó.

Giá trị các tài sản toàn cầu 2025 (Đvt: Ngàn tỷ USD)

Tổng giá trị tài sản toàn cầu: \$1,013 ngàn tỷ



■ Vàng ■ Nghệ thuật, xe & đồ sưu tầm ■ Cổ phiếu ■ Bất động sản ■ Trái phiếu ■ Tiền



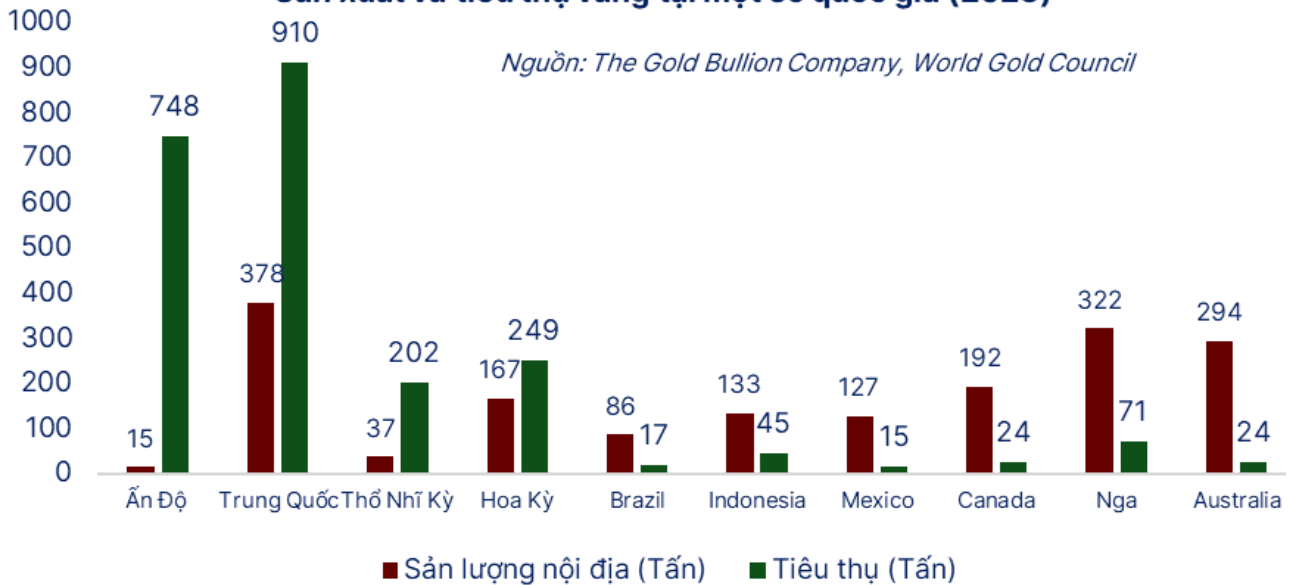
Bitcoin. 1.9

Nguồn: Bloomberg L.P., FactSet Research Systems và CompaniesMarketCap.com, SHS Research

Bức tranh giá trị tài sản toàn cầu đến 2025 cho thấy vàng vẫn chỉ chiếm một lát bánh tương đối nhỏ. Tuy nhiên, nếu nhìn vào tốc độ tăng trưởng CAGR, vàng lại nổi bật: giá trị thị trường của vàng tăng bình quân khoảng 35%/năm trong giai đoạn 2023–2025, vượt xa cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản và tiền mặt. Chỉ có Bitcoin là tăng nhanh hơn, nhưng quy mô vẫn rất nhỏ (1.9 nghìn tỷ). Điều này củng cố luận điểm: dù không phải tài sản chủ đạo về quy mô, vàng đang ngày càng được trả giá cao hơn trong rổ tài sản toàn cầu, phản ánh nhu cầu trú ẩn, đa dạng hóa và lo ngại về sức mua của tiền pháp định trong môi trường nợ công và bất ổn vĩ mô hiện nay.

Sản xuất và tiêu thụ vàng tại một số quốc gia (2023)

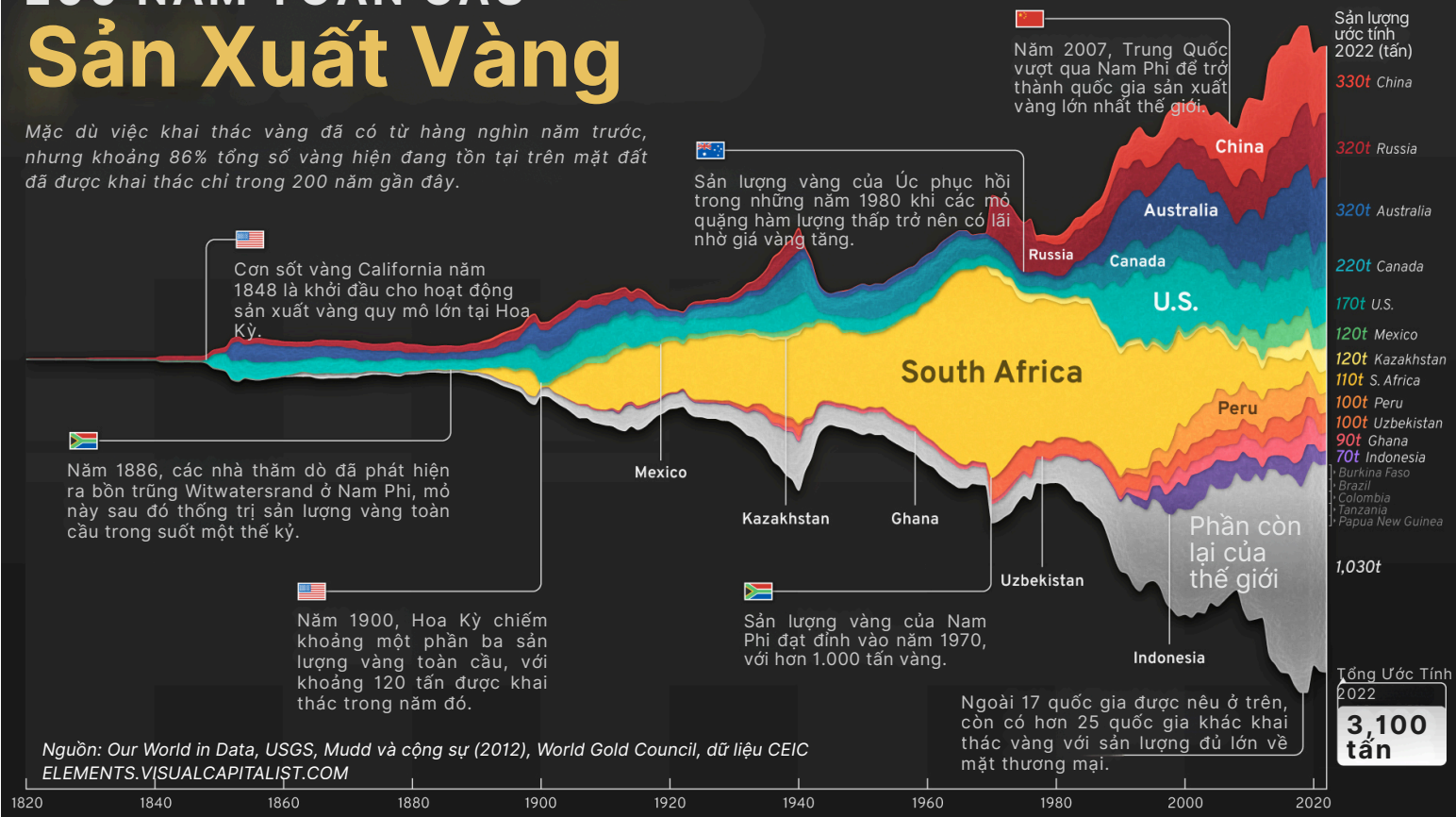
Nguồn: The Gold Bullion Company, World Gold Council



Dữ liệu này cho thấy vì sao Ấn Độ và Trung Quốc luôn là hai “đầu hút” lớn nhất của dòng chảy vàng vật chất toàn cầu, và bất kỳ thay đổi nào trong chính sách thuế, nhập khẩu hay thu nhập người dân ở hai nước này cũng có thể tác động đáng kể tới vàng thế giới.

200 NĂM TOÀN CẦU Sản Xuất Vàng

Mặc dù việc khai thác vàng đã có từ hàng nghìn năm trước, nhưng khoảng 86% tổng số vàng hiện đang tồn tại trên mặt đất đã được khai thác chỉ trong 200 năm gần đây.



Trữ lượng vàng trong lòng đất có hạn và quặng mới ngày càng ít đi. Theo Hội đồng Vàng Thế giới, vàng là một trong những nguyên tố **khan hiếm** nhất trong vỏ Trái Đất (chỉ chiếm khoảng 0,0000001% – nghĩa là một phần tỷ – khối lượng vỏ Trái Đất). Điều này giới hạn tốc độ con người có thể khai thác thêm vàng, tạo ra tỷ lệ stock-to-flow rất cao cho vàng (cỡ 50–60 năm). Nói cách khác, phải mất hàng chục năm sản xuất mới bằng được lượng vàng đang lưu hành, trong khi đối với tiền fiat, chỉ cần vài tháng in tiền có thể tăng cung bằng nhiều năm trước đó.

Trung tâm sản xuất vàng liên tục dịch chuyển: từ Nam Phi thống trị gần trọn thế kỷ XX, sang Mỹ, rồi hiện tại Trung Quốc là nhà sản xuất lớn nhất, cùng với Nga, Australia, Canada. Tuy nhiên, việc thay đổi “ngôi vua đào vàng” không làm cung toàn cầu bật nhảy, mà chỉ là chuyển trục địa lý (tổng sản lượng 2022 vẫn chỉ quanh 3.100 tấn). Điều này củng cố luận điểm: về tổng thể, cung vàng tăng chậm và khó bùng nổ, nên khi nhu cầu (Đầu tư, NHTW) tăng lên đột ngột, áp lực chủ yếu dồn vào giá, chứ không phải vào sản lượng.

Top 10 Quốc Gia Châu Á về trữ lượng vàng (Q2 2025)



Nguồn: World Gold Council

Bảng xếp hạng dự trữ vàng cho thấy “tâm lý vàng” của châu Á không chỉ nằm ở hộ gia đình mà đã lên tới cấp quốc gia. Dẫn đầu khu vực là Trung Quốc và Ấn Độ hai nền văn minh coi vàng là “của để dành” truyền thống với dự trữ lần lượt khoảng 2.300 và 880 tấn, lọt top 10 thế giới. Nhật Bản, Đài Loan, Uzbekistan, Kazakhstan cũng nằm lượng vàng đáng kể, phản ánh nhu cầu vừa phòng thủ trước rủi ro địa chính trị, vừa đa dạng hóa khỏi USD.

Trong khu vực ASEAN, Thái Lan, Singapore và Philippines nổi lên với mức dự trữ từ hơn 120 tới hơn 230 tấn. Thái Lan và Philippines thừa hưởng văn hóa tích trữ vàng lâu đời trong dân, còn Singapore lại tiếp cận vàng dưới góc độ trung tâm tài chính, coi đây là tài sản dự trữ chiến lược bên cạnh ngoại tệ mạnh. Hàn Quốc tuy đứng cuối bảng châu Á về khối lượng tuyệt đối (khoảng 104 tấn) nhưng cũng nằm trong xu hướng chung: các NHTW châu Á, nơi người dân vốn ưa chuộng vàng, đang dần “quốc hữu hoá” tâm lý tích trữ đó bằng cách tăng dần tỷ trọng vàng trong kho dự trữ chính thức.

Infographic này giúp hình dung “quy mô thật” của vàng theo cách rất trực quan. Nếu gom toàn bộ khoảng 216.000 tấn vàng mà nhân loại đã khai thác từ trước tới nay lại thành một **khối lập phương**, cạnh của nó chỉ khoảng 22,3m, tức chưa bằng chiều cao một toà nhà văn phòng trung bình, và nhỏ gấp 1/3 lần so với Kim tự tháp Giza (138m). Phần “dự trữ còn lại có thể khai thác được” chỉ khoảng 64.000 tấn, tương đương một khối nhỏ hơn nữa với chiều cao 15m. Cũng trong ảnh, chiếc xe bán tải Ford F-150 đậu trước chỉ cao 2m cho thấy hai khối vàng này thực ra không quá lớn như chúng ta vẫn nghĩ.

Dù con người đào vàng từ hàng nghìn năm, khoảng 86% lượng vàng trên mặt đất lại mới được khai thác trong 200 năm gần đây trong thời kỳ công nghiệp hóa. Ngay cả vậy, tổng lượng vàng vẫn là hữu hạn và với tốc độ khai thác khoảng 3.000–3.500 tấn mỗi năm, kho dự trữ này **đủ dùng vài thập kỷ nữa nhưng chắc chắn không thể tạo ra cú bùng nổ cung**.

CÒN BAO NHIÊU VÀNG CÓ THỂ KHAI THÁC?

2/3 số vàng này đã được khai thác kể từ năm 1950.



Nguồn: World Gold Council, Britannica, Live Science

KẾT LUẬN

Có lẽ điều rõ ràng nhất rút ra từ hành trình quan sát vàng suốt nhiều thập kỷ là: **Vàng không đi theo một câu trả lời duy nhất.** Nó phản chiếu kỳ vọng, nỗi lo, sự bất định và những biến chuyển sâu xa của nền kinh tế toàn cầu. Mỗi mô hình từng được tạo ra để diễn giải vàng đều hữu ích trong từng giai đoạn, nhưng rồi lại trở nên lạc nhịp khi bối cảnh thay đổi. Vàng nhắc ta rằng thị trường không chỉ là những con số, mà còn là tâm thế của con người trước rủi ro và hy vọng.

Nhìn trong dòng chảy dài hạn, vàng kiên nhẫn giữ vai trò như một “mạch ngầm giá trị”. Khi tiền pháp định luôn bị bào mòn bởi lạm phát và những chu kỳ mở rộng cung tiền, vàng nhắc chúng ta về giới hạn của con người trong việc kiểm soát giá trị do chính mình phát hành. Sự tăng giá nhiều thập kỷ của vàng không phải minh chứng cho sự vượt trội tuyệt đối, mà là lời nhắc rằng bất kỳ hệ thống nào cũng cần có một điểm tựa để soi lại những dao động của chính nó.

Nhưng vàng không phải chiếc chìa khóa mở mọi cánh cửa. Lịch sử bản vị vàng từng để lại một bài học đắt giá: khi đồng tiền bị khóa cứng vào vàng, chính sách trở nên mất đi sự linh hoạt cần thiết trong khủng hoảng, gây ra sự giảm phát báo động. **Một nền kinh tế phức tạp không thể đặt vận mệnh vào một điểm tựa duy nhất.** Sự ổn định lâu dài đòi hỏi khả năng linh hoạt của tiền pháp định và kỷ luật trong điều hành vĩ mô, chứ không thể chỉ dựa vào một định chuẩn cố định. Vàng vì thế phù hợp hơn khi đóng vai trò một lớp dự trữ và phòng thủ, chứ không phải bộ khung trói buộc toàn bộ hệ thống.

Đối với nhà đầu tư và nhà quản lý, điều quan trọng là giữ được sự thấu hiểu cân bằng. Vàng là nơi trú ẩn khi bất ổn, là lớp đệm khi cú sốc xảy đến, là tài sản giúp duy trì sức mua qua nhiều thế hệ. Nhưng vàng không sinh lãi, không tự tạo ra dòng tiền, không thay thế được nền tảng tăng trưởng của một nền kinh tế lành mạnh. Nó là phần bổ sung khôn ngoan, nhưng không thể là toàn bộ câu chuyện. **Ai dành cho vàng một vị trí vừa đủ trong danh mục sẽ nhận được sự bảo vệ cần thiết mà không đánh mất cơ hội từ những tài sản khác.**

Cuối cùng, vàng dạy ta một bài học rộng hơn về sự khiêm nhường khi quan sát thế giới. Thị trường luôn biến động theo những sợi dây vô hình đan giữa kinh tế, chính trị, tâm lý và niềm tin. **Không mô hình nào nắm trọn, không công thức nào bất biến.** Điều ta có thể làm là liên tục quan sát tổng hòa, giữ sự tỉnh táo trước những biến động lớn và xây dựng một cấu trúc tài sản có khả năng chống chịu. Trong bức tranh ấy, *vàng không phải nhân vật chính, nhưng luôn là một nhân vật cần thiết.* Nó đứng đó như một điểm tĩnh giữa ngọn ngang biến số, nhắc ta rằng sự bền vững không đến từ một câu trả lời duy nhất, mà đến từ khả năng hiểu bức tranh rộng lớn và biết đặt mọi thứ vào đúng vị trí của nó.

NGUỒN THAM KHẢO

- LBMA – “Spotlight on Vietnam (2023)
- World Gold Council – Gold Demand Trends 2022 (31/1/2023)
- CanAm – “Gold’s Strategic Role... (WGC Insights)” (4/6/2025)
- Allianz Research - The electro-state era: from Made in China to Powered, Designed & Financed by China? (2025)
- Deutsche Bank Research - Gold to 4,000 (2025)
- Amundi Investment Solution - Gold beyond records (2025)
- Standard Chartered Global Private Bank - Gold market dynamics (2025)
- VanEck - Gold in 2025: A New Era of Structural Strength and Enduring Appeal (2025)
- State Street - Monthly Gold Monitor (11/2025)
- WisdomTree - Gold Outlook to Q3 2026: Structural tailwinds and policy fragilities (2025)
- John Maynard Keynes – A Tract on Monetary Reform (1924).
- Barry Eichengreen – Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939 (1992).
- Peter L. Bernstein – The Power of Gold: The History of an Obsession (2000).
- International Monetary Fund (IMF) – Working Paper: “Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?” (2023).
- Bank for International Settlements (BIS) – Working Paper No. 906: “What Share for Gold? On the interaction of gold and foreign exchange reserve returns” (2020).
- European Central Bank (ECB) – “Gold demand: the role of the official sector and geopolitics” (2025).
- Bloomberg Intelligence – “Energy Deflation May Be Fueling Gold Inflation” (2023).
- Michael D. Bordo & Barry Eichengreen – “The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System” (1998).
- Claude B. Erb & Campbell R. Harvey – “The Golden Dilemma” (2013).
- Colin Weiss – “De-Dollarization? Diversification? Exploring Central Bank Gold Purchases and the Dollar’s Role in International Reserves” (2025).
- Paul Krugman – “The Gold Bug Variations” (1996).
- Warren Buffett – Berkshire Hathaway Shareholder Letter (2011).
- Ray Dalio – “Paradigm Shifts” (2019).

Nguyen Minh Hanh
Head of Research
Hanh.nm@shs.com.vn

Nguyen Thanh Hoa
Research Director
Hoa.nt@shs.com.vn

Vu Tuan Duy
Macro Analyst
Duy.vt@shs.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin, dữ liệu và phân tích trong tài liệu này đã được thu thập, tổng hợp và xử lý một cách cẩn trọng tại thời điểm công bố. Tuy nhiên, SHS Research và tác giả không cam kết tính đầy đủ, chính xác tuyệt đối hay cập nhật liên tục của các thông tin được sử dụng. Mọi nội dung trình bày hoàn toàn không đại diện cho quan điểm chính thức của Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS, trừ khi có ghi rõ.

Các quan điểm, mô hình và nhận định trong báo cáo phản ánh đánh giá chuyên môn độc lập của nhóm phân tích tại thời điểm viết, dựa trên các giả định cụ thể về bối cảnh kinh tế, chính sách và thị trường. Báo cáo này không cấu thành khuyến nghị đầu tư, lời mời gọi giao dịch, hay cam kết hiệu quả tài chính đối với bất kỳ loại tài sản nào, bao gồm nhưng không giới hạn ở cổ phiếu, trái phiếu, ngoại tệ, hàng hóa, bất động sản hoặc các sản phẩm tài chính phái sinh.

Các nội dung trong báo cáo cũng không phải là tài liệu tư vấn chính sách chính thức, và không nhằm thay thế cho đánh giá độc lập của các cơ quan hoạch định hoặc các tổ chức ra quyết định điều hành kinh tế. Mọi phân tích về chính sách công chỉ mang tính tham khảo về mặt logic truyền dẫn và kịch bản giả định, không mang tính chỉ đạo hay phản biện chính sách cụ thể.

Chúng tôi khuyến nghị người đọc dù là nhà đầu tư tổ chức, cá nhân hay cán bộ hoạch định chính sách cần tự đánh giá độ phù hợp của thông tin với mục tiêu sử dụng, khẩu vị rủi ro, và bối cảnh pháp lý/kinh tế tại thời điểm xem xét. Các dự báo trong báo cáo mang tính mô hình, có thể thay đổi đáng kể khi các yếu tố đầu vào hoặc định hướng chính sách thay đổi.

Tài liệu này không được sử dụng để xây dựng hồ sơ chào bán chứng khoán, truyền thông tiếp thị sản phẩm tài chính, hoặc làm căn cứ pháp lý nếu không có phê duyệt rõ ràng từ Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS.

Mọi hành vi sao chép, chia sẻ, trích dẫn một phần hoặc toàn bộ báo cáo cần tuân thủ quy định về bản quyền.

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

Tòa nhà SHS Số 43
Lý Thường Kiệt, phường Cửa Nam, Tp.
Hà Nội

Tel: (8424)3818 1888

Fax: (8424)3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số
36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành,
TP. Hồ Chí Minh

Tel: (848)3915 1368

Fax: (848)3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2 Số 03
Lê Đình Lý, phường Thanh Khê, Tp.
Đà Nẵng

Tel: (84511)352 5777

Fax: (84511)352 5779



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



Website: shs.com.vn



Tel: 1900 63 8588



Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn