

Triển vọng kinh tế 2025

Khởi đầu cho một kỷ nguyên mới

Một số dự báo chính của KBSV về kinh tế Việt Nam trong năm 2025:

- 1) Dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 đạt 7%, dựa trên kỳ vọng các yếu tố nội sinh như đầu tư công, tiêu dùng và thị trường bất động sản hồi phục, kết hợp với sự duy trì đà tăng trưởng của các yếu tố ngoại sinh như xuất khẩu và dòng vốn FDI.
- 2) Lạm phát bình quân ở mức 4% cho cả năm 2025, nằm trong mục tiêu lạm phát 4.5% mà Chính phủ đề ra. Tiêu dùng hồi phục sẽ tác động làm tăng CPI, tuy nhiên dự báo CPI vẫn được kiểm soát tốt nhờ kỳ vọng giá cả lương thực, thực phẩm và các loại hàng hóa khác dự báo giảm nhẹ hoặc duy trì ở mức cân bằng ổn định
- 3) Áp lực tỷ giá có thể quay trở lại ở 1 vài thời điểm, tuy nhiên sẽ giảm dần về cuối năm. Dự báo tỷ giá USD/VND cả năm tăng ngưỡng 26,000 VND/USD (+2% so với đầu năm).
- 4) NHNN nhà nước sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng, giữ lãi suất ở mặt bằng thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Lãi suất huy động thị trường 1 có thể tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp, dự báo tăng 30-100bps.

Trần Đức Anh

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhtd@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh

Chuyên viên vĩ mô
linhpp@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang

Chuyên viên vĩ mô
trangnt6@kbsec.com.vn

20/01/2025

Nội dung	I. Tóm tắt tổng quan	3
	II. Tăng trưởng GDP	4
	1. Tăng trưởng GDP năm 2024	4
	2. Dự báo	6
	III. Lạm phát	15
	1. Lạm phát năm 2024	15
	2. Dự báo	16
	IV. Tỷ giá	21
	1. Tỷ giá năm 2024	21
	2. Dự báo	23
	V. Lãi suất	26
	1. Lãi suất năm 2024	26
	2. Dự báo	28

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam

Bức tranh kinh tế vĩ mô trong năm 2024 mang nhiều gam màu tươi sáng. Tăng trưởng GDP đạt cao nhất so với cùng kỳ giai đoạn 5 năm trở lại đây, chỉ trừ năm 2022 khi nền kinh tế mở cửa trở lại sau đại dịch; khu vực công nghiệp và xây dựng dẫn đầu tăng trưởng nhờ sự hồi phục của hoạt động sản xuất và xuất khẩu, trong khi khu vực nông, lâm, thủy sản và dịch vụ giữ vững sự ổn định.

Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ đạt tăng trưởng GDP 7% với động lực tăng trưởng đến từ nhiều phía, từ sự phục hồi của các yếu tố nội tại trong nước đến mức tăng trưởng tích cực của hoạt động xuất khẩu và dòng vốn FDI được duy trì.

Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy những rủi ro bất định đến từ môi trường quốc tế sẽ là yếu tố tiêu cực tác động đến tăng trưởng của Việt Nam trong 2025, đặc biệt là các chính sách thuế quan của Tổng thống Donald Trump.

Bảng 1. Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2025

	Đơn vị	KBSV dự báo	
		2024	2025
Tăng trưởng GDP	% YoY	7.09	7.00
Lạm phát bình quân	% YoY	3.63	4.00
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	15.08	16.00
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân	%/năm	4.88	5.38
Tỷ giá	VND	25,485	26,000

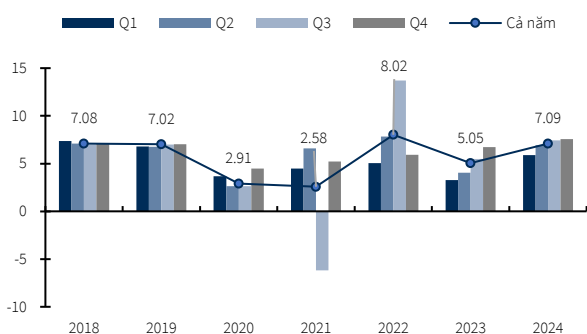
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

Tăng trưởng GDP 2024 – Cán đích thành công

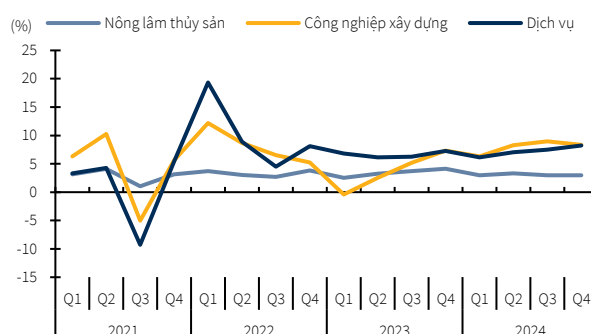
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP trong năm 2024 ước tính tăng 7.09% YoY (quý 1 tăng 5.98% YoY, quý 2 tăng 7.25% YoY, quý 3 tăng 7.43% YoY và quý 4 tăng 7.55% YoY), đây là mức tăng cao nhất trong giai đoạn 2011 - 2024, chỉ đứng sau năm 2022 khi nền kinh tế hồi phục sau đại dịch. Động lực chính cho mức tăng trưởng này đến từ sự phục hồi ấn tượng của hoạt động xuất khẩu, góp phần thúc đẩy sản xuất công nghiệp.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng GDP theo quý (%YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng GDP theo khu vực (% YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Xét từ phía cầu, chính sách tài khóa/tiền tệ mở rộng đang bắt đầu “thấm thấu” vào nền kinh tế

Niềm tin người tiêu dùng cho tín hiệu hồi phục nhẹ

Tính chung cả năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành đạt 6,391 nghìn tỷ đồng, tăng 9 %YoY (năm 2023 tăng 9.4%), nếu loại trừ yếu tố giá tăng 5.9% (năm 2023 tăng 6.8%) - thấp hơn so với mức tăng trước đại dịch Covid19 (8-9%).

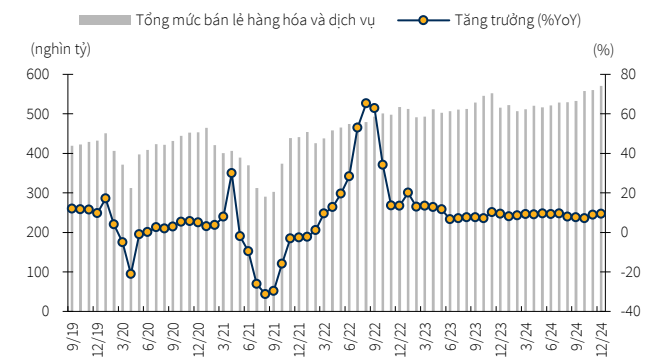
Niềm tin người tiêu dùng hồi phục nhẹ, đạt mức 54 trong tháng 1/2025 (theo khảo sát của Infocus Mekong Research). Mặc dù tổng mức bán lẻ hàng hóa vẫn chưa hoàn toàn phục hồi, nhưng nhu cầu tiêu dùng đối với các mặt hàng không thiết yếu như ô tô, xe máy đã có sự cải thiện đáng kể. Bên cạnh đó, hoạt động du lịch và dịch vụ ăn uống cũng đang dần trở lại mức trước dịch, điều này cho thấy những chính sách tài khóa/ tiền tệ mở rộng đang bắt đầu “thấm thấu” vào

Đầu tư toàn xã hội gia tăng – tạo động lực tăng trưởng cho nền kinh tế

nền kinh tế.

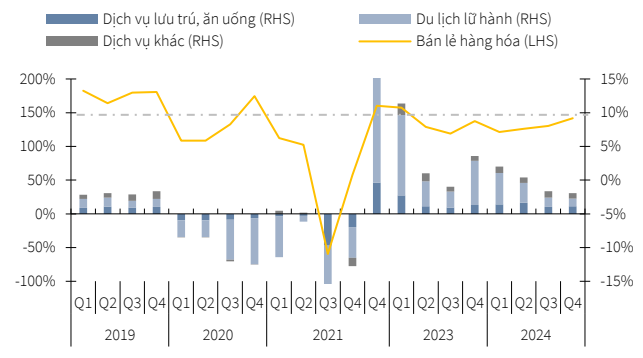
Vốn đầu tư toàn xã hội năm 2024 đạt 3,692 tỷ đồng, tăng 7.5% YoY. Mức tăng tích cực nhất đến từ vốn đầu tư của khối doanh nghiệp FDI, đạt gần 609 nghìn tỷ đồng, tăng 10.6% YoY. Hai khối còn lại cũng ghi nhận mức tăng ấn tượng, cụ thể: vốn khu vực nhà nước đạt 1,019 nghìn tỷ đồng, tăng 5.3% YoY; vốn khu vực tư nhân đạt 2,064 nghìn tỷ đồng, tăng 7.7% YoY

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu và dịch vụ



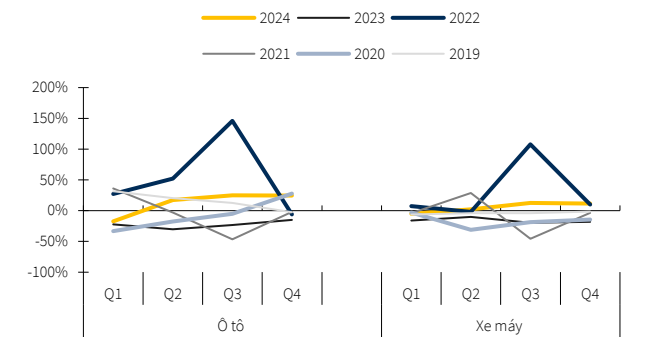
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu và dịch vụ từng thành phần



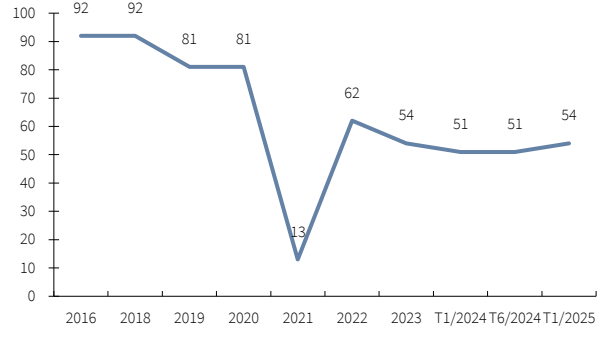
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 5. Tăng trưởng số xe ô tô, xe máy bán ra (%YoY)



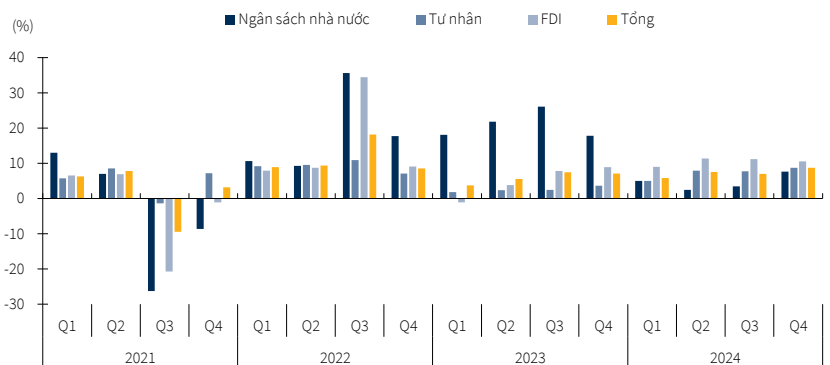
Nguồn: VAMM, VAMA, KBSV

Biểu đồ 6. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng



Nguồn: Infocus Mekong Research

Biểu đồ 7. Tăng trưởng vốn đầu tư toàn xã hội (% YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp và xây dựng, khu vực dịch vụ tiếp tục đà tăng trưởng

Khu vực dịch vụ duy trì tăng trưởng

Khu vực dịch vụ tăng 7.4%YoY trong năm 2024, đóng góp 49.5% vào mức tăng GDP, tốc độ tăng của khu vực dịch vụ tích cực hơn năm 2023 (+6.9%YoY) chủ yếu nhờ vào việc Chính phủ duy trì đẩy mạnh các chính sách kích thích sự phục hồi của tiêu dùng nội địa, gia tăng xúc tiến, quảng bá du lịch.

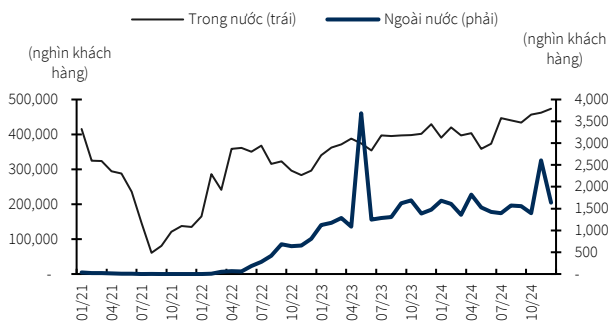
Khu vực công nghiệp và xây dựng nổi bước đà tăng trưởng mạnh mẽ

Khu vực công nghiệp và xây dựng trong năm 2024 tăng 8.3% YoY (riêng quý 4 tăng 8.4%YoY), đóng góp 45.2% vào mức tăng GDP, với động lực chính tiếp tục đến từ ngành chế biến chế tạo (+9.83% YoY – đóng góp 2.49 điểm phần trăm trong mức tăng chung của GDP).

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng nhẹ

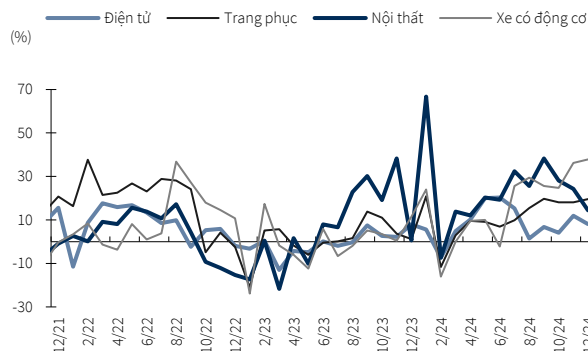
Do chịu ảnh hưởng nặng nề của thiên tai, năm 2024, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn đạt 3.3%YoY, đóng góp 5.4% vào mức tăng của GDP.

Biểu đồ 8. Vận tải hàng khách



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 9. Tăng/giảm các ngành công nghiệp chủ lực (%YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Dự báo tăng trưởng GDP 2025

Tăng trưởng GDP năm 2025 dự báo đạt 7% - đạt mức cận trên của chỉ tiêu do Quốc hội đề ra

Chúng tôi dự báo nền kinh tế Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng GDP 7% trong năm 2025 với động lực thúc đẩy tăng trưởng đến từ cả yếu tố nội sinh và ngoại sinh.

Năm 2025 là năm cuối của giai đoạn thực hiện mục tiêu tăng trưởng 5 năm 2020 – 2025, đồng thời 2025 cũng là năm đặt nền móng cho mục tiêu tăng trưởng tham vọng của chính phủ trong giai đoạn tiếp theo “Phấn đấu tăng trưởng GDP đạt 10% trở lên đến 2045, nhằm đạt mục tiêu trở thành nước có thu nhập cao vào 2045”. Chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ tiếp tục duy trì các chính sách nới lỏng tài khóa và tiền tệ nhằm thúc đẩy tăng trưởng GDP. Nhờ vậy, các động lực nội sinh – phần đã chững lại trong 2024 (bao gồm: tiêu dùng, đầu tư công, thị trường bất động sản), sẽ phục hồi trở lại và đóng góp mạnh mẽ hơn vào đà tăng trưởng của nền kinh tế từ 2025. Bên cạnh đó, các động lực ngoại sinh đến từ xuất khẩu và dòng vốn FDI vào Việt Nam được kỳ vọng duy trì đà tăng tích cực đã ghi nhận trong 2024.

Tuy nhiên, năm 2025, Việt Nam cũng phải đối mặt với một số thách thức, đặc biệt là các chính sách thuế quan của Mỹ. Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung leo thang trở lại và bối cảnh sẽ thay đổi dưới nhiệm kỳ Trump 2.0, do Việt Nam nằm trong TOP 3 các nước có mức thâm hụt thương mại lớn nhất với Mỹ. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng với lợi thế về sự ổn định chính trị, vị trí địa lý chiến lược, và chính sách ngoại giao linh hoạt, Việt Nam sẽ có thể hạn chế rủi ro bị gia tăng áp thuế toàn diện trong chính sách thuế quan của Tổng thống Donald Trump.

Đầu tư công - kỳ vọng sẽ đạt được hiệu quả cao trong 2025

Năm 2025 là năm cuối để thực hiện kế hoạch Đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021 – 2025. Bên cạnh đó, đẩy mạnh đầu tư công sẽ là động lực quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng, việc thúc đẩy đầu tư công của chính phủ trong năm 2025 sẽ đạt hiệu quả cao nhờ vào:

- (1) Chính phủ dự kiến nguồn vốn giải ngân đầu tư công lên đến 790.727 tỷ đồng, tăng 17% so với mức 680.000 tỷ đồng của năm 2024, tương đương với mức 7% GDP 2024
- (2) Kỳ vọng tháo gỡ được những rào cản lớn nhất gây ra sự chậm trễ trong công tác giải ngân vốn đầu tư công nhờ việc cải cách sửa đổi các quy định pháp lý được áp dụng từ 2025 (bảng 2)
- (3) Dư địa tài khóa còn rộng, tăng khả năng chi tiêu đầu tư công. Nợ công và nợ khu vực bảo lãnh của Việt Nam đang ở mức 37% GDP – thấp hơn đáng kể so với ngưỡng trần nợ công (60%) chính phủ đề ra. Điều này giúp Việt nam có thêm dư địa để tăng tỷ lệ đòn bẩy, hỗ trợ cho chi tiêu đầu tư công
- (4) Những dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025 – 2030 đang trong quá trình triển khai (bảng 3)

Bảng 2. Các quy định pháp lý sửa đổi trong Luật Đầu tư công 2024

	Khó khăn, rào cản	Tháo gỡ pháp lý (Luật Đầu tư công 2024)
Giai đoạn nghiên cứu tiền khả thi (Khâu chuẩn bị/lựa chọn dự án)	Các dự án đầu tư thường có giá trị quyết toán vượt quá dự toán đầu tư ban đầu, dẫn đến việc các chủ đầu tư bị thiếu vốn, kéo dài dự án, do (1) kế hoạch GPMB bị trì hoãn khiến chi phí tăng; (2) định mức cho chi phí kỹ thuật không sát thực tế; (3) Chủ đầu tư ít muốn điều chỉnh tổng mức đầu tư trong giai đoạn đầu vì sẽ phải quay lại giai đoạn lập báo cáo nghiên cứu tiền khả thi.	- Nâng quy mô vốn đầu tư công: của dự án quan trọng quốc gia từ 30.000 tỷ đồng trở lên; của dự án nhóm A, nhóm B và nhóm C với quy mô gấp 2 lần so với các quy định hiện hành. - Quy định thời gian tối đa: đối với vốn NSTW, các dự án nhóm A, nhóm B và nhóm C có tổng mức đầu tư dưới 10.000 tỷ đồng thì gia hạn thời gian bố trí vốn không quá 01 năm, nhóm A từ 10.000 tỷ đồng đến 30.000 tỷ đồng không quá 02 năm. - Nới room kế hoạch trung hạn và có thể nới được 50% kế hoạch trung hạn năm sau
Giai đoạn triển khai dự án	- Thủ tục phê duyệt dự án phức tạp làm chậm tiến độ triển khai và giải ngân dự án - Công tác GPMB, tái định cư gặp nhiều khó khăn	- Phân cấp thẩm quyền cho người đứng đầu bộ, cơ quan trung ương, UBND quyết định chủ trương đầu tư dự án - Cho phép tách công tác bồi thường, hỗ trợ, tái định cư, giải phóng mặt bằng thành dự án độc lập đối với tất cả các nhóm dự án. - Cho phép sử dụng nguồn chi thường xuyên và các nguồn vốn hợp pháp khác để chuẩn bị đầu tư dự án - Đẩy nhanh tốc độ triển khai các dự án có tài trợ ODA.
Giai đoạn hậu kiểm dự án	- Dữ liệu về đầu tư công thường chưa được công bố công khai, do vậy không hỗ trợ tích cực cho công tác theo dõi và đánh giá các dự án của các bên liên quan - Hệ thống thông tin quản lý đầu tư nguồn Ngân sách Nhà nước SBIMIS chưa vận hành liên thông với Hệ thống thông tin quản lý ngân sách và kho bạc (TABMIS) để trao đổi những thông tin cần thiết - như cam kết chi, giải ngân, và tiến độ triển khai - làm căn cứ cho các biện pháp khắc phục cần thực hiện	

Nguồn: KBSV tổng hợp

Bảng 3. Các dự án đầu tư công trọng điểm

Dự án	Trước 2024	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Sau 2030
Cao tốc									
Cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 1)									
Cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 2)									
Đường vành đai HCM No.3									
Đường vành đai Hà Nội No.4									
Đường vành đai Hà Nội No.5									
Đường vành đai HCM No.4									
Cao tốc Quy Nhơn - Pleiku									
Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu									
Đường cao tốc Bắc Kạn - Cao Bằng									
Đường sắt									
Đường sắt Bắc Nam									
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Quảng Ninh (kết hợp với Trung Quốc)									
Tuyến Metro Bến Thành - Tham Lương									
Cảng									
Cảng Quốc tế Cần Giờ									
Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng									
Trung tâm Logistic Cai Mép									
Sân Bay									
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)									

Nguồn: KBSV tổng hợp

Thị trường BĐS - động lực hồi phục từ cả phía cung và cầu

Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của thị trường BĐS năm 2025 sẽ được đóng góp từ cả hai phía cung và cầu. Về phía cung, sự thông thoáng của hành lang pháp lý với ba luật quan trọng (Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi), Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi)) có hiệu lực từ 1/8/2024 sẽ thúc đẩy nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM tăng trưởng đáng kể. Theo dự báo của CBRE, nguồn cung căn hộ tại thị trường Hà Nội và Tp. HCM dự báo tăng 14%/4%, số lượng căn hộ bán được dự báo tăng mạnh lần lượt 29%/12% trong năm

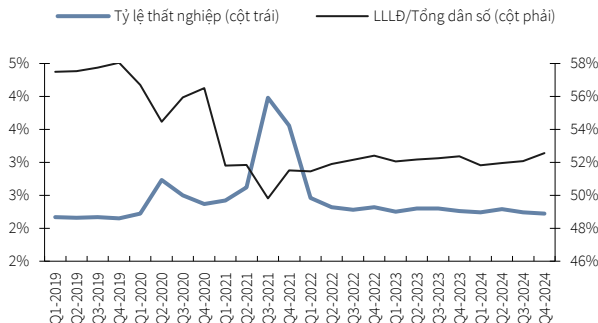
2025F/2026F. Bên cạnh đó, nhu cầu mua nhà và đầu tư cũng được dự báo sẽ hồi phục trở lại nhờ lãi suất vay giữ ở mức nền thấp.

Tiêu dùng – động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế 2025

Với việc đóng góp hơn 60% vào tăng trưởng GDP, tiêu dùng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng rằng sự phục hồi của tiêu dùng sẽ ghi nhận kết quả khả quan hơn và trở thành động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm 2025, nhờ vào:

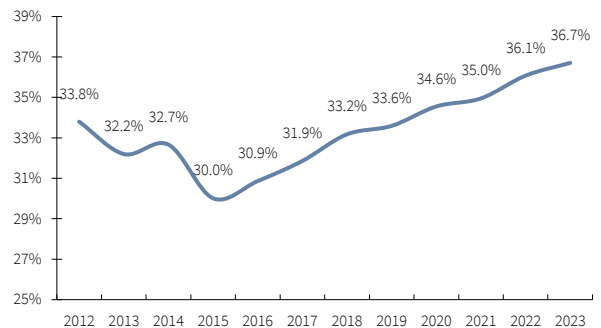
- (1) Kỳ vọng niềm tin người tiêu dùng nội địa cải thiện rõ rệt hơn khi chính sách nới lỏng tài khóa/ tiền tệ duy trì kết hợp
 Các chính sách nới lỏng tài khóa hỗ trợ tiêu dùng trong 2025 bao gồm: tăng 30% lương cơ bản cho khu vực công (từ tháng 7/2024); gia hạn cắt giảm thuế VAT đến hết tháng 6/2025; tiếp tục giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với sản phẩm xăng dầu đến hết 2025
- (2) Yếu tố thúc đẩy người dân gia tăng chi tiêu khi niềm tin hồi phục:
 - Tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục giảm. Tỷ lệ tham gia lực lượng lao động đạt 53%, tương đối ổn định trong năm 2024, tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục duy trì xu hướng giảm nhẹ, với mức 2.2% ghi nhận vào Quý 4/2024
 - Tiết kiệm đang ở mức cao do được tích lũy từ đại dịch Covid19

Biểu đồ 10. Thị trường lao động



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 11. Tỷ lệ Tiết kiệm/GDP



Nguồn: Worldbank, KBSV

Xuất khẩu - kỳ vọng những cơn gió thuận tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng

Bức tranh thương mại toàn cầu năm 2025 được bao phủ bằng lớp sương mù với các yếu tố bất định liên quan đến chính sách thuế quan của Tổng thống Mỹ Donald Trump. Tuy nhiên với sự linh hoạt của Chính phủ khi nhanh chóng thực hiện những chính sách giúp gia tăng mối quan hệ ngoại giao và giảm mức thâm hụt thương mại giữa Việt Nam và Mỹ như kế hoạch mua khí LNG và máy bay Mỹ, chúng tôi kỳ vọng vẫn sẽ có những “cơn gió thuận” giúp thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam. Dự báo tăng trưởng xuất khẩu Việt Nam năm 2025 sẽ đạt 10% YoY, nhờ:

Đối với thị trường Mỹ:

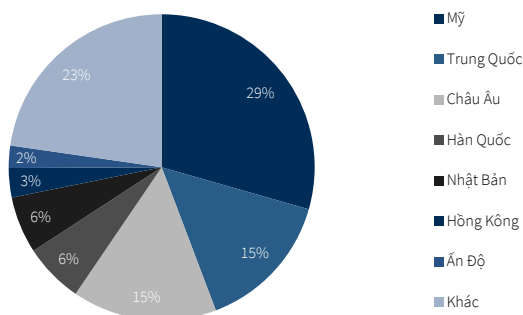
- (1) Việt Nam có thể tiếp tục hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc, do Donald Trump có định hướng áp thuế quan với Trung Quốc cao hơn mức thuế đối với các quốc gia còn lại

(2) Kỳ vọng Việt Nam không phải mục tiêu nhắm tới của Donald Trump trong việc áp thuế. Khác với Canada và Mexico, 2 nước này bị nhắm tới do việc nhập cư trái phép và việc buôn bán thuốc phiện vào Mỹ. Ngoài ra, cơ cấu mặt hàng xuất khẩu của Canada và Mexico khác với Việt Nam (biểu đồ 13), hai nước này có tỷ trọng lớn là xuất khẩu máy móc, phương tiện vận tải và nhiên liệu khoáng sản khí đốt. Đặc biệt là xuất khẩu ô tô – mặt hàng cạnh tranh trực tiếp với sản xuất ô tô Mỹ. Việt Nam chủ yếu xuất khẩu các mặt hàng thiết bị điện, điện tử (sản xuất ở công đoạn lắp ráp), hàng dệt may => đây là những mặt hàng Mỹ ưu tiên nhập khẩu

Đối với các thị trường lớn khác:

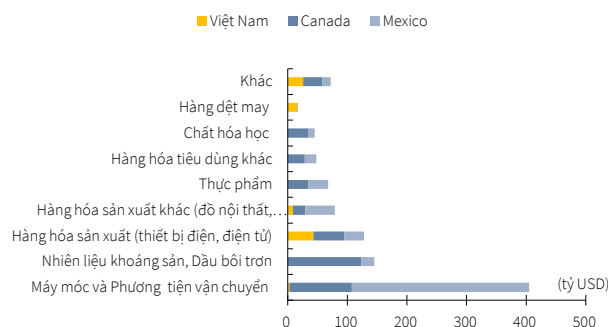
(3) Xuất khẩu sang thị trường EU dự báo sẽ tăng tích cực trở lại nhờ kỳ vọng khu vực EU sẽ ghi nhận tăng trưởng kinh tế tích cực trong 2025/2026, lần lượt đạt 1.3%/1.5%, cao hơn mức 0.8% ghi nhận trong 2024 (theo OECD)

Biểu đồ 12. TOP thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt nam



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 13. Giá trị các mặt hàng xuất khẩu sang thị trường Mỹ



Nguồn: Worldbank, KBSV

Dòng vốn FDI – dự báo Việt Nam tiếp tục hưởng lợi khi chiến lược “Trung Quốc +1” được đẩy mạnh

Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung leo thang căng thẳng, điều này thúc đẩy các doanh nghiệp đa quốc gia đẩy nhanh quá trình chuyển dịch với chiến lược “Trung Quốc +1” nhằm hạn chế những rủi ro bị áp thuế. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng này. Dự báo tăng trưởng dòng vốn FDI đăng ký 2025 đạt 5%, nhờ lợi thế (1) Chi phí sản xuất (nhân công, điện) thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc; (2) Vị trí địa lý gần Trung Quốc, thuận lợi cho việc dịch chuyển sản xuất của các doanh nghiệp; (3) Chiến lược ngoại giao “cây tre” của chính phủ Việt Nam giúp hạn chế các rủi ro liên quan đến các vấn đề chính trị; (4) đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng; (5) ký kết các hiệp định FTA với độ phủ rộng hơn 60 quốc gia toàn thế giới. Bên cạnh đó, trong bối cảnh cạnh tranh thu hút vốn FDI giữa các quốc gia ngày càng gay gắt, chúng tôi kỳ vọng việc ưu tiên đưa ra những chính sách thu hút làn sóng FDI ngành công nghệ cao sẽ là bước tiến mới giúp thúc đẩy tăng trưởng vốn FDI trong dài hạn (bảng 4).

Bảng 4. Các chính sách của chính phủ nhằm phát triển ngành công nghệ cao ở Việt Nam

Chính sách	Nội dung
Giáo dục, gia tăng đào tạo nhân lực ngành bán dẫn	Nghiên cứu, đề xuất sửa đổi bổ sung cơ chế chính sách miễn, giảm học phí đối với học sinh, sinh viên theo học các chuyên ngành đào tạo liên quan đến ngành công nghiệp bán dẫn.
Hỗ trợ chi phí đào tạo, chi phí nghiên cứu phát triển	Hỗ trợ chi phí đào tạo, phát triển nguồn nhân lực (hỗ trợ tối đa 50%) đối với chi phí doanh nghiệp thực tế đã chi trong năm cho hoạt động đào tạo phát triển nguồn nhân lực là người lao động Việt Nam; Hỗ trợ chi phí nghiên cứu và phát triển (tối đa 30%) đối với chi phí doanh nghiệp thực tế đã chi trong năm cho hoạt động R&D;
Hỗ trợ chi phí đầu tư tài sản cố định	Hỗ trợ tối đa 10% đối với chi phí đầu tư tạo tài sản cố định mà doanh nghiệp thực tế đã đầu tư tăng thêm
Hỗ trợ chi phí sản xuất	Hỗ trợ tối đa 3% chi phí sản xuất sản phẩm công nghệ cao, dựa trên giá trị sản xuất gia tăng của sản phẩm
Hỗ trợ chi phí đầu tư hệ thống công trình hạ tầng	Hỗ trợ tối đa 25% chi phí đầu tư hệ thống công trình hạ tầng xã hội đối với các loại chi phí đầu tư hệ thống công trình xã hội.

Nguồn: KBSV tổng hợp

Lạm phát

Lạm phát 2024 – Trong mục tiêu kiểm soát

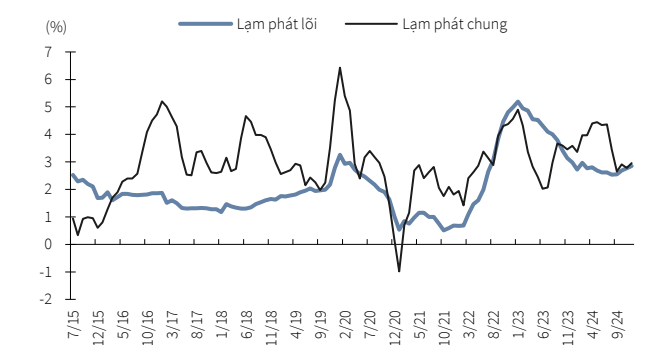
Lạm phát 2024 trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ

Chỉ số giá tiêu dùng bình quân (CPI) năm 2024 tăng 3.63% YoY, trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ. Xét riêng Quý 4/2024, CPI tăng 2.87% QoQ, tăng nhẹ so với mức 2.78% trong Quý 3/2024. Lạm phát cơ bản có xu hướng tương đồng với lạm phát chung, CPI cơ bản bình quân tăng 2.71% YoY, thấp hơn mức tăng CPI bình quân chung, chủ yếu do giá lương thực, thực phẩm, điện sinh hoạt, dịch vụ giáo dục, dịch vụ y tế là yếu tố tác động làm tăng CPI nhưng thuộc nhóm hàng được loại trừ trong danh mục tính lạm phát cơ bản.

Năm 2024, các yếu tố chính tác động tới CPI bao gồm:

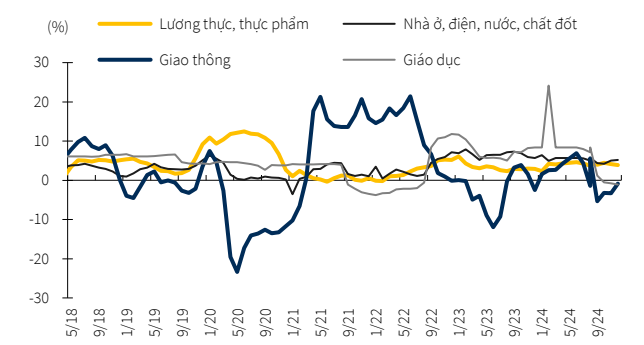
- (1) Nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 4.03% YoY, tác động làm CPI chung tăng 1.35pp. Trong đó, tác động tăng chủ yếu đến từ: giá gạo tăng 15,93% theo giá gạo xuất khẩu; nhóm thực phẩm tăng 2.7%, chủ yếu do giá lợn hơi tăng mạnh khi dịch bệnh tả lợn Châu Phi bùng phát
- (2) Nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng 5.2%, tác động làm CPI chung tăng 0.98pp
- (3) Nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 7,16%, tác động làm CPI chung tăng 0,39 điểm phần trăm do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh tăng
- (4) Chỉ số giá nhóm giáo dục tăng 5,37% do tăng học phí, tác động làm CPI chung tăng 0,33 điểm phần trăm
- (5) Chỉ số giá nhóm giao thông tăng 0,76%, tác động làm CPI chung tăng 0,07 điểm phần trăm

Biểu đồ 16. Lạm phát và lạm phát cơ bản (%YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 17. Biến động các nhóm ngành chính (%)



Nguồn: GSO, KBSV

Dự báo lạm phát 2025

Dự báo lạm phát năm 2025 ở mức 4% YoY

Chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2025 của Việt Nam ở mức 4% YoY, được kiểm soát dưới mục tiêu 4.5% của Chính phủ.

Tiêu dùng được kỳ vọng hồi phục trở lại trong 2025, tuy vậy chúng tôi cho rằng CPI bình quân sẽ giữ ở mức ổn định trong năm 2025 nhờ các yếu tố: i) Giá gạo tiếp tục xu hướng giảm; ii) giá thịt lợn dự báo giảm nhẹ và ổn định nhờ nguồn cung tăng và dịch bệnh được kiểm soát; iii) giá đầu thô được kỳ vọng sẽ nghiêng về xu hướng giảm; iv) mức tăng của các mặt hàng do nhà nước quản lý (điện, giá giáo dục, y tế) sẽ không gây áp lực quá lớn đến CPI và được chủ động cân đối

Giá dầu thô năm 2025 dự báo nghiêng về xu hướng giảm

Diễn biến giá dầu sẽ có nhiều biến động dưới nhiệm kỳ Tổng thống Donald Trump. Tuy vậy, chúng tôi nghiêng về kịch bản giá dầu sẽ có xu hướng giảm, chủ yếu nhờ (1) Nguồn cung dầu gia tăng do định hướng khuyến khích tăng sản lượng dầu thô của Donald Trump; (2) Nhu cầu tiêu thụ dầu của Trung Quốc chưa hồi phục mạnh do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung gia tăng căng thẳng. Dự báo giá dầu Brent bình quân năm 2025 giảm từ mức 80 USD/thùng xuống 75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở và 70 USD/thùng trong kịch bản tiêu cực ([Báo cáo triển vọng ngành Dầu khí 2025](#)).

Ngoài ra, theo nghị quyết 60/2024/UBTVQH15, mức thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu, mỡ nhờn tiếp tục được giảm 50% đến hết 2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biến động giá dầu sẽ không tác động làm tăng CPI trong 2025

Bảng 5. Dự báo tăng trưởng thặng dư (+) và thâm hụt (-) nguồn cung dầu thô cho năm 2024 và 2025 (triệu thùng/ngày)

Tổ chức	Dự báo tại tháng 12/2024	
	2024F	2025F
OPEC	-0.3	-0.3
EIA	-0.3	0.3
IEA	-0.6	0.8
Trung bình	-0.4	0.3

Tổ chức	Dự báo tại tháng 9/2024	
	2024F	2025F
OPEC	-0.8	-0.6
EIA	-0.6	0.9
IEA	-0.2	1.2
Trung bình	-0.5	0.5

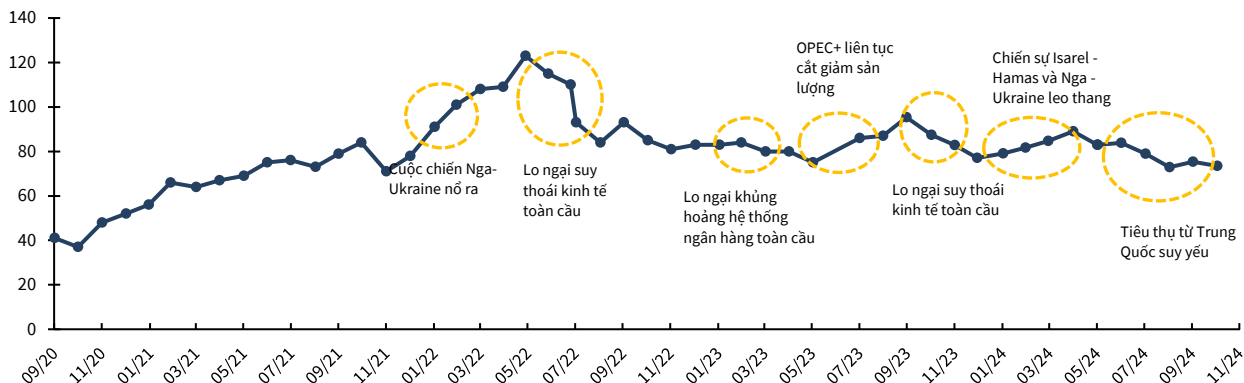
Nguồn: OPEC, EIA, IEA, KBSV

Bảng 6. Dự báo giá dầu thô Brent của các tổ chức cho năm 2024 và 2025 (USD/thùng)

Tổ chức	Ngày dự báo	2024F	2025F
BNP Paribas SA	09/12/2024	81.0	76.0
Citigroup Inc	06/12/2024	80.0	60.0
EIA	05/12/2024	81.0	74.0
Morgan Stanley	05/12/2024	80.3	70.0
Natixis SA	03/12/2024	77.0	73.3
Landesbank	03/12/2024	79.0	71.0
BoAMerrill Lynch	02/12/2024	80.0	65.0
Kshitij Consultancy	02/12/2024	79.4	72.3
JPMorgan Chase & Co	29/11/2024	80.0	73.0
Trung vị		80.0	72.3
Giả định của KBSV		80.0	75.0

Nguồn: Bloomberg, EIA, KBSV

Biểu đồ 18. Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2020-2024 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

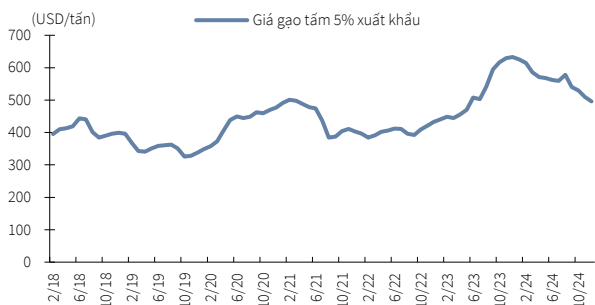
Giá gạo duy trì xu hướng giảm

Năm 2025, giá gạo dự kiến sẽ tiếp tục giảm theo đà giảm của giá gạo xuất khẩu. Nguyên nhân chính là do nguồn cung gạo dồi dào trên thị trường toàn cầu, theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), sản lượng gạo toàn cầu trong mùa vụ 2024-2025 dự báo đạt mức kỷ lục 530.4 triệu tấn. Nguồn cung gia tăng chủ yếu nhờ việc Ấn Độ - quốc gia xuất khẩu gạo lớn nhất thế giới đã gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng; trong khi dự báo xuất khẩu gạo lớn như Brazil, Pakistan, Thái Lan và Việt Nam không biến động nhiều.

Giá thịt heo ổn định nhờ cung cầu cân bằng

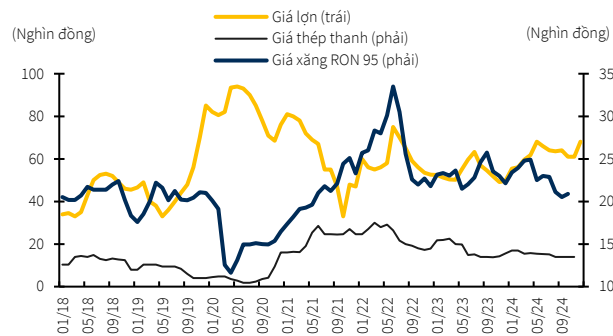
Chúng tôi cho rằng tác động của việc gia tăng chi tiêu năm 2025 sẽ làm tăng giá thịt heo, tuy nhiên đà tăng này sẽ được kìm hãm bởi dự báo sản lượng thịt heo của Việt Nam tăng 3%, đạt 3.8 triệu tấn nhờ dự kiến mở rộng đàn lợn khi khả năng kiểm soát dịch tả lợn châu Phi (ASF) được cải thiện. Dự báo giá thịt heo có thể biến động quanh mức 60,000 – 70,000/kg trong 2025

Biểu đồ 19. Giá gạo tấm 5% xuất khẩu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 20. Giá lợn, thép, xăng dầu



Nguồn: Hiệp hội chăn nuôi Việt Nam, FiinPro, KBSV tổng hợp

Bảng 7. Dự báo CPI

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2025(%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	3.67	3.0	0.1
	Thực phẩm	21.28	5.0	1.1
	Ăn uống ngoài gia đình	8.61	5.0	0.4
2	Đồ uống và thuốc lá	2.73	3.0	0.1
3	May mặc, mũ nón, giày dép	5.7	3.0	0.2
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	18.82	5.0	0.9
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.74	4.0	0.3
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.39	3.0	0.2
7	Giao thông	9.67	1.6	0.2
8	Bưu chính viễn thông	3.14	1.0	0.0
9	Giáo dục	6.17	5.0	0.3
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.55	1.7	0.1
11	Khác	3.53	5.0	0.2
	Tổng			4.0

Nguồn: KBSV dự báo

Tỷ giá

Tỷ giá USD/VND 2024 – một năm chịu nhiều áp lực

Tỷ giá chịu áp lực ở nhiều giai đoạn những vẫn kiểm soát trong phạm vi cho phép

Tỷ giá USD/VND năm 2024 trải qua nhiều biến động đáng chú ý, đặc biệt trong quý 2 (khi Fed suy trì mặt bằng lãi suất cao do nền kinh tế tăng trưởng nóng) và cuối năm (phản ánh kỳ vọng đồng USD mạnh hơn sau khi Tổng thống Donald Trump đắc cử). Dù vậy, tỷ giá vẫn được kiểm soát trong biên độ cho phép quanh ngưỡng +/-5% của NHNN. Trong bối cảnh đó, NHNN đã chủ động triển khai các biện pháp kịp thời nhằm ổn định thị trường và hạn chế sự mất giá của đồng VNĐ: (1) Bán dự trữ ngoại hối - NHNN đã thực hiện các đợt can thiệp mạnh mẽ trong quý 2 và quý 4, với tổng lượng dự trữ ngoại hối bán ra ước tính đạt 10,5 tỷ USD trong năm 2024; (2) Điều tiết thanh khoản tiền đồng - NHNN sử dụng linh hoạt các công cụ thị trường mở (OMO) và phát hành tín phiếu nhằm hút ròng tiền đồng trong các giai đoạn cao điểm từ tháng 5-6/2024 và tháng 10-12/2024, qua đó giảm áp lực lên tỷ giá. Kết thúc năm, tỷ giá trung tâm được điều chỉnh tăng 1,9% so với đầu năm, lên mức 24.320 VNĐ/USD. Tỷ giá liên ngân hàng tăng 5% so với đầu năm (YTD).

Tỷ giá chợ đen

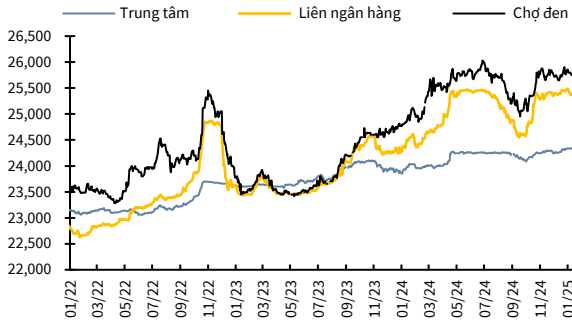
Tỷ giá trên thị trường chợ đen trong năm 2024 tiếp tục chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ biến động giá vàng, đặc biệt trong các giai đoạn giá vàng thế giới tăng cao. Sự chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và quốc tế (có thời điểm chênh hơn 20 triệu/lượng) thúc đẩy nhu cầu nhập lậu vàng, tạo áp lực lên tỷ giá. Do vậy, để ổn định thị trường và tăng cường tính minh bạch, một số chính sách quản lý đã được đưa ra: (1) Thay đổi cơ chế cung ứng vàng: Ngoài SJC, NHNN cho phép 4 ngân hàng quốc doanh lớn được mua vàng từ NHNN và bán trực tiếp cho người dân. Biện pháp này nhằm giảm thiểu tình trạng chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế, đồng thời hạn chế hoạt động đầu cơ. (2) Định hướng sửa đổi Nghị định 24 nhằm cải thiện nguồn cung vàng miếng và ổn định thị trường. Tính đến cuối năm 2024, tỷ giá USD/VND thị trường chợ đen tăng 4.3% so với đầu năm.

NEER và REER diễn biến cùng chiều

Theo mô hình tính toán của chúng tôi, NEER - tỷ giá danh nghĩa đa phương đo lường giá trị của đồng VNĐ với rổ 8 đồng tiền tham chiếu theo cơ chế tỷ giá trung tâm và REER - tỷ giá thực đa phương là chỉ số được điều chỉnh lạm phát so với NEER). NEER và REER có diễn biến cùng chiều, đều giảm nhẹ trong nửa đầu năm nhưng tăng lại trong nửa sau, lần lượt +1% và 0.9% YTD (tính đến 31/12/2024). Điều này chủ yếu là do đồng VNĐ bị mất giá ít hơn so với các đồng tiền khác trong rổ, đặc biệt là giai đoạn cuối năm khi sự mất giá của VNĐ phần

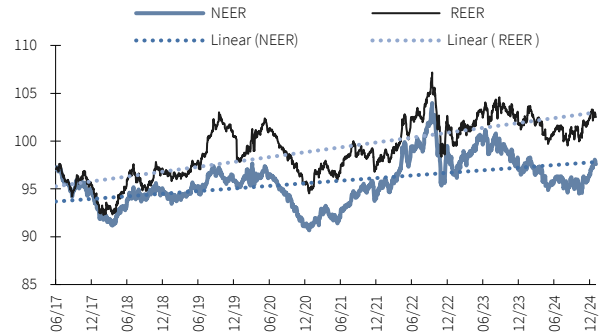
nào được kiểm soát bởi nguồn cung ngoại tệ từ ổn định xuất khẩu, dòng vốn FDI và kiều hối.

Biểu đồ 21. Tỷ giá USD/VND



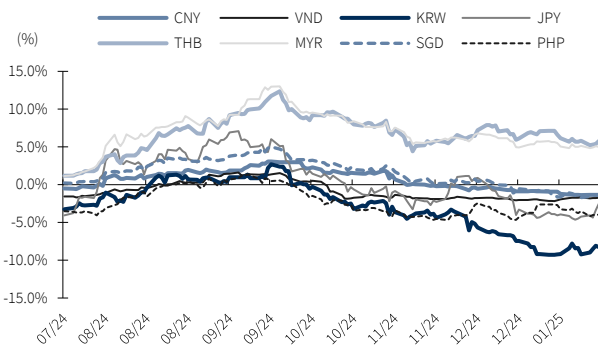
Nguồn: Bloomberg, Fiingroup, KBSV

Biểu đồ 22. NEER và REER (điểm)



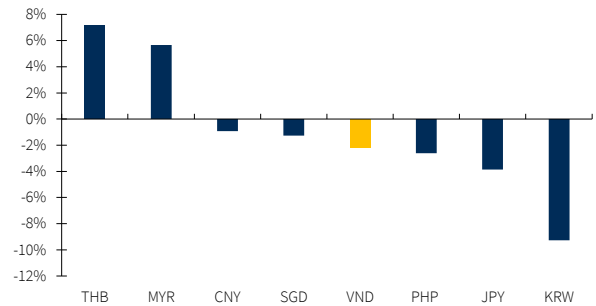
Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Biểu đồ 23. Diễn biến mức độ mất giá so với USD của một số đồng tiền (%YTD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 24. Mức độ mất giá so với USD tại 16/01/2025 (%YTD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo tỷ giá 2025

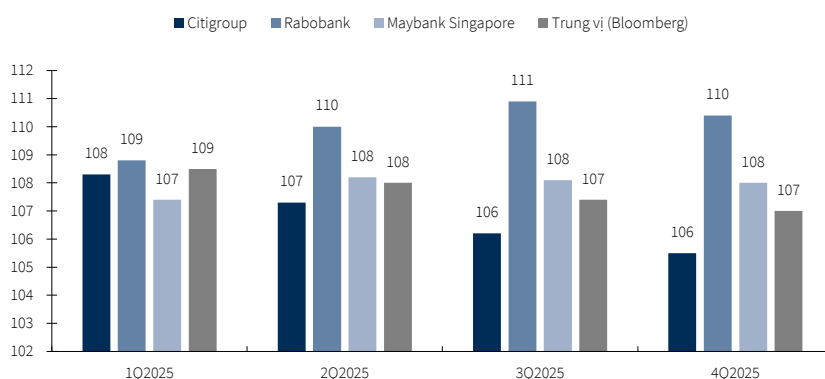
Tỷ giá USD/VND dự báo đạt 26,000 VNĐ/USD trong năm 2025, dù sẽ căng thẳng ở một vài thời điểm

Triển vọng tỷ giá USD/VND năm 2025 được đánh giá sẽ tiếp tục là sự đan xen giữa cơ hội và thách thức. Chúng tôi nhận định tỷ giá trong năm 2025 sẽ không biến động mạnh, với dự báo tăng khoảng 2% so với năm 2024, và kết thúc năm quanh mức 26,000 VNĐ/USD. Dự báo của KBSV dựa trên kịch bản DXY sẽ hạ nhiệt sau khi đã phản ánh chính sách của ông Trump, kết hợp với nguồn ngoại tệ từ thặng dư thương mại và vốn đầu tư FDI vẫn đang được dự báo sẽ duy trì ở mức tốt. Dù vậy, tỷ giá có thể sẽ vẫn chịu áp lực và căng thẳng trở lại ở một vài thời điểm, khi những chính sách của ông Trump chính thức được công bố.

Chỉ số DXY sẽ hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2025

Đồng USD hiện vẫn đang được củng cố sức mạnh, phản ánh kỳ vọng kịch bản khi Tổng thống Trump thực hiện chính sách tài khoá mở rộng và áp dụng thuế quan với hàng hoá của một số nền kinh tế dẫn đến nền kinh tế Mỹ tăng trưởng tốt hơn, đồng nghĩa lạm phát tăng lên. Điều này có thể khiến lộ trình cắt giảm lãi suất của FED chậm lại so với kỳ vọng trước đó. Thực tế, những điều này đã phản ánh một phần vào chỉ số DXY (hiện đang giao dịch ở quanh mức 110) (biểu đồ 25). Tuy nhiên, như đã đề cập trong [Báo cáo chiến lược 2025](#), chúng tôi kỳ vọng DXY sẽ hạ nhiệt về giai đoạn cuối năm nhờ (1) kỳ vọng Fed có 2 lần hạ lãi suất trong năm 2025; (2) tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ không quá vượt trội so với phần còn lại của thế giới như được chứng kiến trong năm 2024; (3) chỉ số DXY đã có nhịp phản ứng sớm sớm, tăng mạnh từ Q4/2024 và đang ở vùng cao.

Biểu đồ 25. Dự báo chỉ số DXY của một số tổ chức kinh tế lớn



Nguồn: Bloomberg, KBSV

NHNN sẽ can thiệp trong những giai đoạn tỷ giá căng thẳng

Dự kiến sẽ tiếp tục áp dụng các biện pháp can thiệp tỷ giá trong những giai đoạn căng thẳng, với trọng tâm là duy trì ổn định thị trường ngoại hối. Các công cụ như bán dự trữ ngoại hối hoặc điều tiết thanh khoản thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) và phát hành tín phiếu vẫn sẽ được sử dụng. Tuy nhiên, mức độ sử dụng các công cụ này có thể sẽ ít hơn năm 2024 với kỳ vọng áp lực tỷ giá trong 2025 sẽ hạ nhiệt. Việc bán dự trữ ngoại hối sẽ được cân nhắc cẩn trọng, nhằm bảo toàn nguồn dự trữ quốc gia, trong khi việc bơm hoặc hút ròng tiền đồng qua OMO và tín phiếu sẽ được điều chỉnh linh hoạt để cân bằng giữa

áp lực tỷ giá và thanh khoản hệ thống ngân hàng:

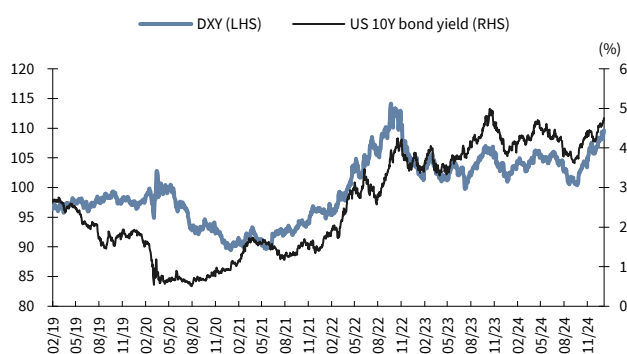
- **Dữ trữ ngoại hối:** Sau khi bán khoảng hơn 10 tỷ USD trong năm qua lượng dữ trữ ngoại hối đã trở nên hạn chế hơn (ước tính hiện tại DTNN khoảng 80 tỷ - thấp hơn mức 3 tháng nhập khẩu IMF khuyến nghị). Trong kịch bản tích cực, áp lực tỷ giá không còn đáng lo ngại và các điều kiện khách quan cho phép, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ gia tăng dự trữ trở lại để đảm bảo nguồn lực quốc gia.
- **Lãi suất điều hành:** chúng tôi nghiêng về khả năng NHNN sẽ chưa nâng lãi suất điều hành trong năm tới do (1) định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ kinh tế; (2) chênh lệch lãi suất đồng USD và VNĐ đã thu hẹp sau những đợt cắt giảm lãi suất của Fed trong năm vừa qua, giảm bớt phần nào áp lực tỷ giá.

Cán cân thương mại thặng dư, nguồn FDI và kiều hối dồi dào sẽ tiếp tục hỗ trợ tỷ giá trong năm 2025

Bên cạnh kỳ vọng DXY sẽ có biến động ổn định hơn trong năm 2025, chúng tôi nhận thấy Việt Nam vẫn còn những yếu tố khác để ổn định tỷ giá:

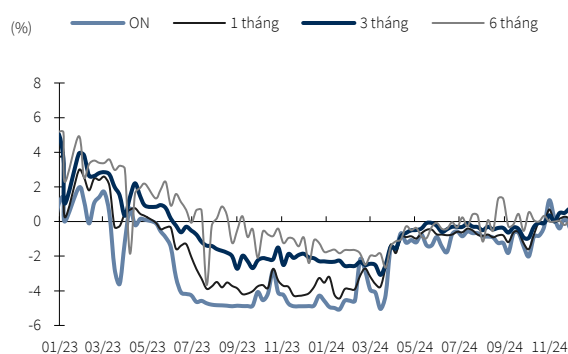
- Cán cân thương mại Việt Nam thặng dư do hoạt động xuất khẩu tích cực hơn. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu tăng trưởng 10% YoY nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ từ các nước đối tác ấm lên; (2) Việt Nam hưởng lợi nhờ làn sóng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc; (3) Các mặt hàng XK của Việt Nam nhiều khả năng không phải mục tiêu áp thuế của ông Trump.
- Dòng vốn FDI kỳ vọng tăng trưởng, đặc biệt trong nhiệm kỳ của ông Trump thì Việt Nam được đánh giá là một trong những nước được hưởng lợi từ việc thu hút dòng vốn FDI. Cùng với đó, kiều hối tăng trưởng ổn định sẽ là những yếu tố gia tăng nguồn cung ngoại tệ cho thị trường trong năm 2025.

Biểu đồ 26. Mỹ - 10Y bond yield & DXY



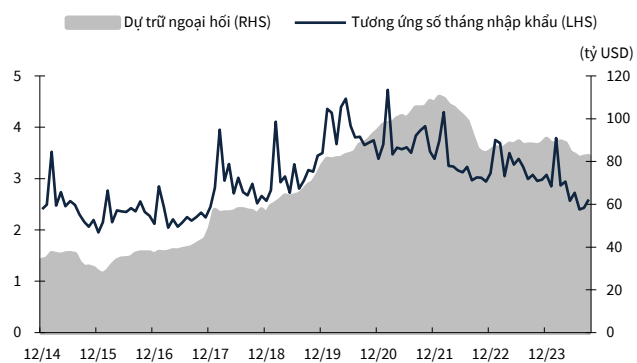
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 27. Chênh lệch lãi suất VND-USD liên ngân hàng (%)



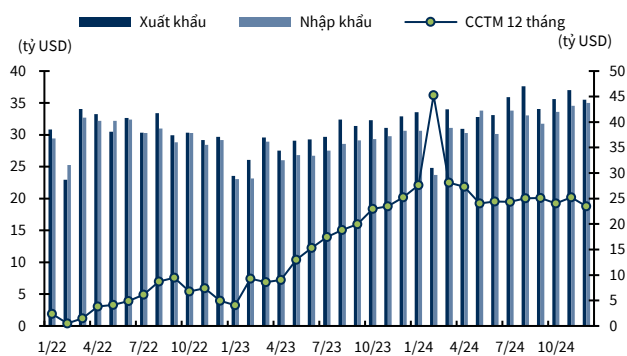
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 28. Dự trữ ngoại hối



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 29. Cán cân thương mại của Việt Nam



Nguồn: CEIC, KBSV

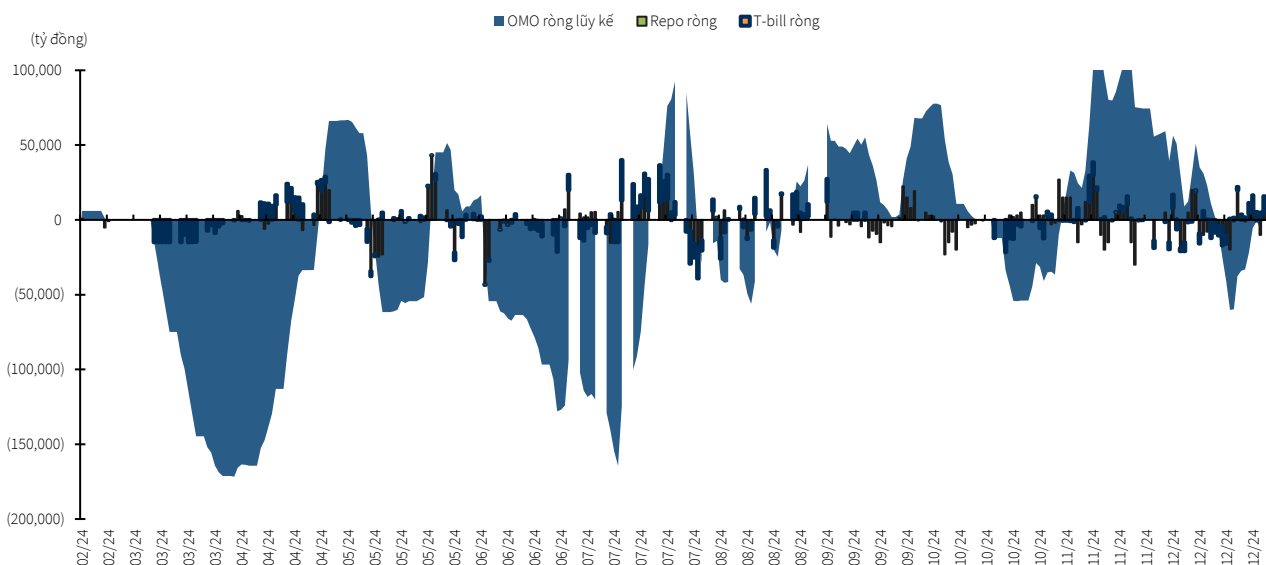
Lãi suất

Lãi suất 2024 – Tái định ở một mặt bằng mới

Thanh khoản hệ thống được duy trì ổn định

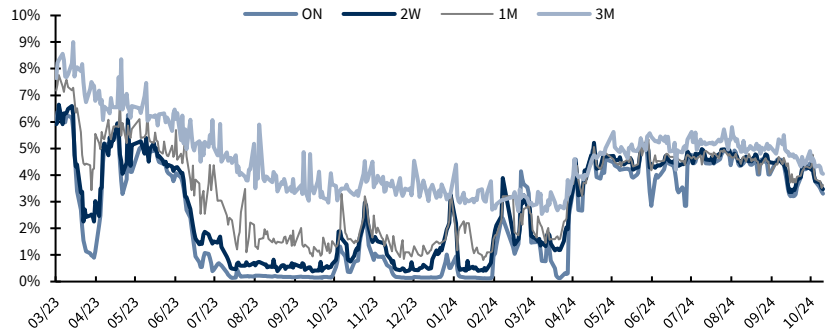
Năm 2024, đã thực hiện nhiều biện pháp linh hoạt trên thị trường liên ngân hàng (thị trường 2) nhằm ổn định tỷ giá và duy trì thanh khoản hệ thống ngân hàng. Cụ thể, trong các giai đoạn tỷ giá chịu áp lực tăng cao, như tháng 5-6/2024 và cuối năm, NHNN đã tập trung vào hoạt động hút ròng thông qua phát hành tín phiếu, nhằm giảm lượng tiền đồng trong lưu thông và kiểm soát áp lực mất giá của VNĐ. Ngược lại, ở các giai đoạn thị trường hạ nhiệt, đặc biệt trong quý 3/2024 khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) bắt đầu cắt giảm lãi suất, NHNN đã linh hoạt chuyển sang bơm ròng tiền đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO). Sự điều hành linh hoạt giữa các công cụ của NHNN không chỉ hỗ trợ thanh khoản hệ thống ngân hàng mà còn đảm bảo môi trường lãi suất ổn định. Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng dao động trong khoảng 3-6% (tùy các kỳ hạn) đảm bảo hỗ trợ thanh khoản cho thị trường nhưng đồng thời vẫn kiểm soát được giao dịch đầu cơ tỷ giá nhờ chênh lệch lãi suất (Carry Trade). Lãi suất qua đêm, 2W, 1M, 3M lần lượt hiện đang ở mức 3.94%, 4.45%, 4.86%, 5.47% (+299bps, +226bps, +306bps, +107bps so với đầu năm 2024).

Biểu đồ 30. Bơm hút trên thị trường mở và diễn biến lãi suất



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 31. Lãi suất liên ngân hàng (%)



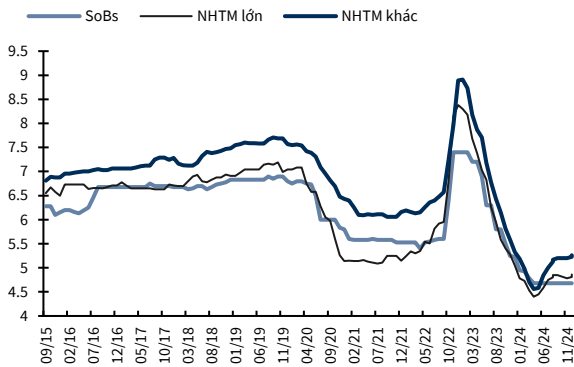
Nguồn: NHNN, KBSV

Lãi suất huy động trên thị trường 1 tăng trở lại, tái định ở mặt bằng mới

Trong 3 tháng đầu năm, lãi suất huy động (LSHD) tiếp tục xu hướng giảm từ năm 2023 và chạm mức đáy, thấp hơn cả giai đoạn đáy lãi suất trong thời kỳ Covid-19. Tuy nhiên, lãi suất bắt đầu ghi nhận tăng tại các ngân hàng kể từ tháng 4, mức tăng đáng kể đặc biệt là với các kỳ hạn ngắn. Mặt bằng lãi suất nhìn chung vẫn thấp hơn 35bps so với cuối năm 2023, nhưng đã tăng thêm 95bps kể từ khi làn sóng tăng lãi suất quay trở lại. Nhóm NHTM tư nhân có mức tăng mạnh nhất, kỳ hạn 12 tháng +46bps (ACB, MBB, TCB, VPB) và +70bps (NHTM còn lại) từ đáy tháng 3/2024, trong khi nhóm NHQD không có sự thay đổi nhiều về lãi suất huy động trong cả năm 2024. Xu hướng gia tăng trở lại của LSHĐ đến từ (1) Nhu cầu tăng huy động để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng (tín dụng +15.08% trong năm 2024, với tốc độ tăng nhanh hơn trong 2H2024); (2) mặt bằng lãi suất giai đoạn trước đó tương đối thấp; (3) lãi suất liên ngân hàng duy trì mức cao gia tăng áp lực huy động từ thị trường 1.

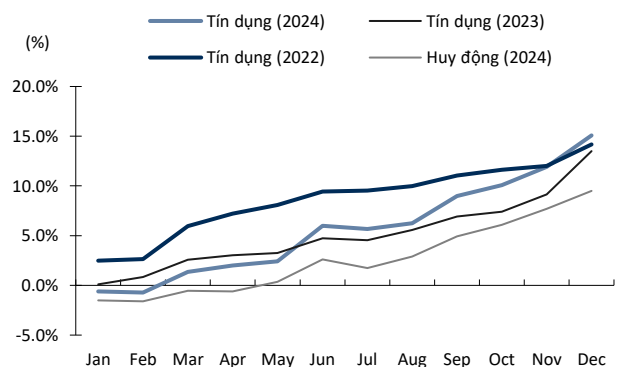
Theo NHNN, lãi suất cho vay bình quân năm 2024 giảm 1.72% so với năm 2023 và hiện đang đi ngang ở mức hiện tại. Diễn biến này phù hợp trong bối cảnh (1) Chính phủ định hướng chính sách duy trì lãi suất thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; (2) nhu cầu tín dụng tương đối yếu trong giai đoạn đầu năm; (3) các ngân hàng thực hiện nhiều chương trình hỗ trợ lãi suất giúp khách hàng hồi phục sau thiên tai.

Biểu đồ 32. Lãi suất huy động 12 tháng (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 33. Tăng trưởng tín dụng hệ thống qua các tháng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

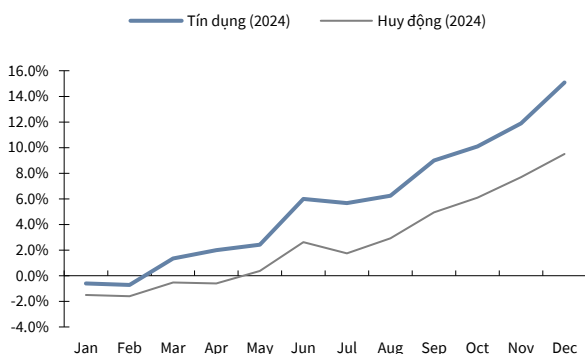
Dự báo lãi suất 2025

Dự báo năm 2025, mặt bằng lãi suất sẽ tăng nhẹ nhưng tiếp tục duy trì mặt bằng thấp

Như đã đề cập trong phần dự báo tỷ giá, chúng tôi cho rằng NHNN nhà nước sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng, giữ lãi suất ở mặt bằng thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (với mục tiêu Quốc hội đặt ra là 6.5-7%). Do vậy lãi suất huy động thị trường 1 có thể tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp, dự báo tăng 30-100bps (tùy nhóm ngân hàng) do:

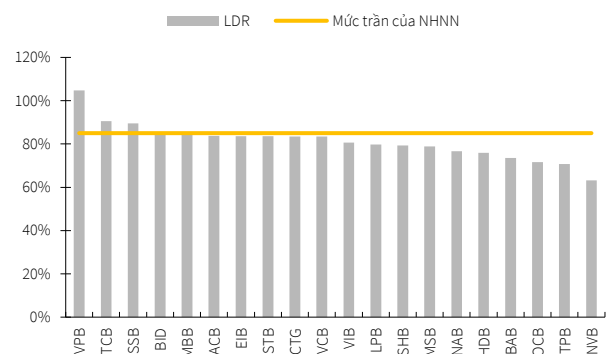
- **Áp lực thanh khoản của các ngân hàng vẫn đang hiện hữu.** Chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ cần gia tăng nguồn huy động do (1) chênh lệch tín dụng/ huy động tương đối lớn trong năm 2024 trong khi huy động tại các ngân hàng vẫn tương đối chậm dù LSHĐ đã tăng trở lại so với giai đoạn trước; (2) Tỷ lệ LDR của nhiều ngân hàng tăng lên gần mức trần quy định 85% của NHNN tạo áp lực gia tăng huy động để tránh rủi ro thanh khoản; (3) Lãi suất thị trường 2 (liên ngân hàng) dự báo vẫn ở mức hiện tại (mức cao, duy trì ít nhất trong 1H2025) do tỷ giá có thể vẫn căng thẳng trong giai đoạn đầu năm, tạo cơ chế dẫn truyền sang thị trường 1. Trong khi đó, mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 tương đối cao (16% so với năm 2024) sẽ đòi hỏi các ngân hàng huy động nguồn vốn đủ lớn để đáp ứng đầu ra.
- **Mức tăng LSHĐ có sự phân hoá giữa các ngân hàng:** Nhóm Ngân hàng quốc doanh (NHQD): lãi suất huy động có thể tăng 30-50bps từ mức hiện tại. Mức tăng này vẫn thấp hơn nhóm NHTM do có sự hỗ trợ từ tiền gửi KBNN nên vấn đề thanh khoản không quá lo ngại. Nhóm NHTM còn lại sẽ có sự phân hoá và mức tăng cũng sẽ lớn hơn (50-100bps). Những ngân hàng quy mô nhỏ, không có lợi thế về CASA sẽ chịu áp lực nhiều hơn trong việc tăng lãi suất huy động.

Biểu đồ 34. Tăng trưởng huy động của các ngân hàng (YTD)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 35. Tỷ lệ LDR của một số ngân hàng 3Q2024



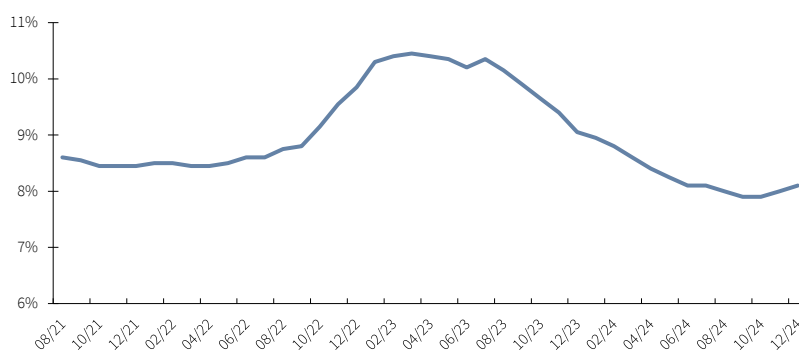
Nguồn: FiinPro, KBSV

Lãi suất cho vay dự kiến đi ngang trong nửa đầu năm trước khi hồi phục trong giai đoạn cuối năm

Trong năm 2024, việc duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp đóng vai trò quan trọng cho mức tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng bền vững phải đến từ sự hồi phục và gia tăng nhu cầu vốn (điều này được thể hiện trong giai đoạn quý 1-2/2024 khi lãi suất giảm đáng

kể nhưng tín dụng vẫn tương đối ảm đạm). Chúng tôi kỳ vọng tín dụng năm 2025 được kỳ vọng dẫn dắt chủ yếu bởi nhu cầu thực trong bối cảnh nền kinh tế hồi phục. Dự báo lãi suất cho vay sẽ đi ngang từ mức hiện tại trong 1H2025 trước khi hồi phục trong nửa cuối năm. Đà hồi phục của lãi suất cho vay phản ánh (1) nhu cầu tín dụng của nhóm doanh nghiệp và cá nhân cải thiện tốt nhờ vĩ mô ổn định, thị trường BĐS hồi phục; (2) độ trễ với lãi suất huy động (độ trễ từ 6-12 tháng) và sự chuyển giao chi phí đầu vào cho khách hàng của các ngân hàng; (3) giảm bớt các chương trình hỗ trợ khách hàng, gói vay ưu đãi như năm trước.

Biểu đồ 36. Lãi suất cho vay bình quân các khoản vay mới và cũ



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.