

Vũ Việt Linh

Trưởng Phòng, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô
linh.vuviet@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4870

Phạm Vũ Thăng Long

Giám đốc, Kinh Tế Vĩ Mô
long.pvthang@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

Thương mại Việt Nam và ảnh hưởng từ kinh tế Mỹ

- Trong năm 2023, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam ở mức 27%, cao hơn đáng kể so với Trung Quốc (17%) và EU (15%). Do đó, chúng tôi dự báo triển vọng của nền kinh tế Mỹ sẽ tác động đáng kể tới triển vọng thương mại của Việt Nam.
- HSC vẫn kỳ vọng nền kinh tế Mỹ sẽ “hạ cánh mềm” nhờ (1) các chỉ báo kinh tế vững chắc và (2) các chỉ báo kỹ thuật ổn định. Trong khi đó, những rủi ro chính bao gồm (1) căng thẳng Trung Đông leo thang và (2) các chính sách mới sau bầu cử Mỹ.
- HSC giữ nguyên dự báo KNXX và KNNK năm 2024 tăng trưởng lần lượt 15% và 17,5%. Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi dự báo cả KNXX và KNNK đều tăng trưởng vừa phải lần lượt 12% và 11%.

Triển vọng thương mại phụ thuộc vào triển vọng nền kinh tế Mỹ

Trong năm 2023, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam ở mức 27%, cao hơn đáng kể so với Trung Quốc (17%) và EU (15%) (Mời xem Biểu đồ 16 phần Phụ lục). Do đó, chúng tôi dự báo triển vọng của nền kinh tế Mỹ sẽ tác động đáng kể tới triển vọng thương mại của Việt Nam. Trong quá khứ, xu hướng tăng trưởng KNNK của Mỹ, thường tương đồng với chu kỳ kinh tế Mỹ, có mức độ tương quan lớn đối với tăng trưởng KNXX của các quốc gia đang phát triển ở châu Á và Việt Nam.

Kịch bản cơ sở của chúng tôi vẫn là nền kinh tế Mỹ sẽ hạ cánh mềm

HSC giữ nguyên dự báo KNXX và KNNK năm 2024 tăng trưởng lần lượt 15% và 17,5%. Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi dự báo cả KNXX và KNNK đều tăng trưởng vừa phải lần lượt 12% và 11%.

Chúng tôi vẫn kỳ vọng nền kinh tế Mỹ sẽ “hạ cánh mềm” nhờ (1) các chỉ báo kinh tế vững chắc như tăng trưởng GDP, thị trường lao động mạnh mẽ, tình hình tài chính doanh nghiệp lành mạnh, chính sách tài khóa và tiền tệ đang dần nới lỏng và (2) các chỉ báo kỹ thuật ổn định, bao gồm đường cong lợi suất vẫn đang trong “làn đảo ngược đầu tiên” và chỉ số Leading Economic gần thoát khỏi vùng tín hiệu suy thoái.

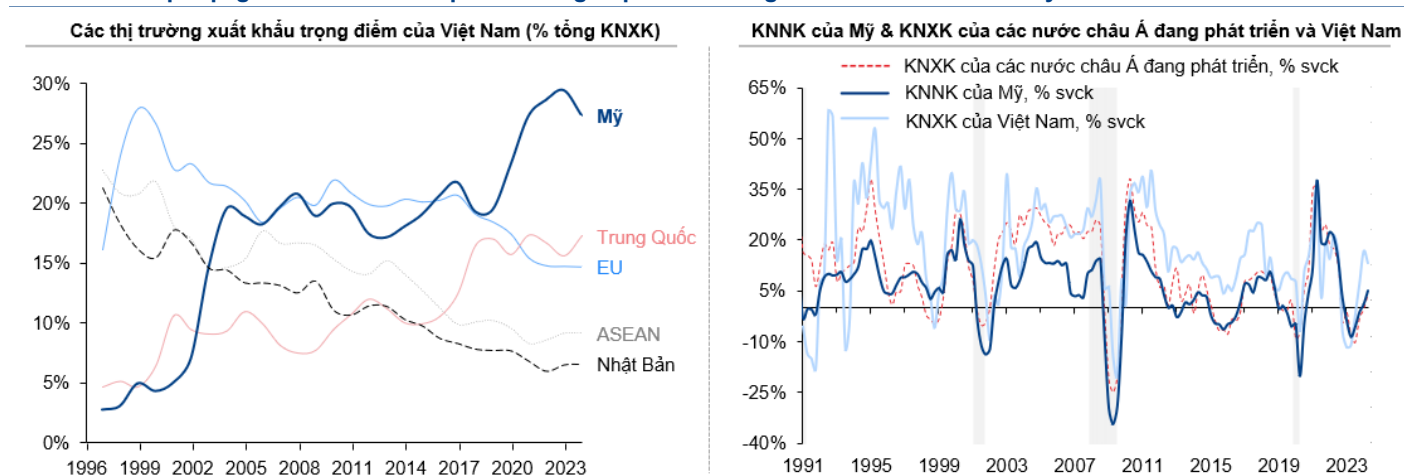
Rủi ro đối với kịch bản Mỹ hạ cánh mềm của chúng tôi

Căng thẳng leo thang đáng kể ở khu vực Trung Đông có thể dẫn đến cú sốc giá dầu, từ đó làm lạm phát tăng cao, làm mất ổn định nền kinh tế và đảo ngược chu kỳ cắt giảm lãi suất của Fed. Tuy nhiên, theo một nghiên cứu của Fitch, rủi ro xảy ra chiến tranh toàn diện là khá thấp.

Rủi ro chính sách sau cuộc bầu cử Mỹ cũng gây ra lo ngại. Với bà Harris, chính sách kiểm soát giá bán có thể làm lạm phát tăng cao do mất cân bằng cung cầu. Mặt khác, chính sách thuế quan và hạn chế nhập cư của ông Trump cũng có thể làm tăng lạm phát và cản trở tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, trên thực tế, khả năng triển khai các chính sách của tổng thống như kể trên thường hạn chế và chịu điều tiết bởi các cơ quan kiểm soát, như cơ quan tư pháp.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/10.

Biểu đồ 1: Hoạt động xuất khẩu của Việt Nam từng chịu ảnh hưởng của tình hình kinh tế Mỹ



Nguồn: IMF, Cục Hải quan Việt Nam, HSC
*Vùng màu xám biểu thị những lần suy thoái trong quá khứ của Mỹ

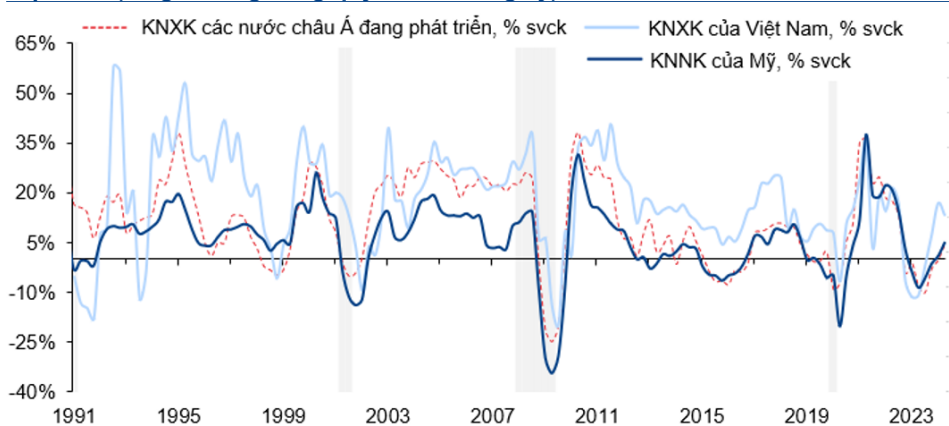
Cập nhật chủ đề kinh tế hàng tháng

HSC giữ nguyên dự báo KNXXK và KNNK năm 2024 tăng trưởng lần lượt 15% và 17,5%. Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi dự báo cả KNXXK và KNNK đều tăng trưởng vừa phải lần lượt 12% và 11%. Chúng tôi vẫn kỳ vọng nền kinh tế Mỹ sẽ “hạ cánh mềm” nhờ (1) các chỉ báo kinh tế vững chắc và (2) các chỉ báo kỹ thuật ổn định. Trong khi đó, những rủi ro chính đối với kịch bản “Hạ cánh mềm” của chúng tôi là các sự kiện “Thiên nga đen” bao gồm (1) căng thẳng xung đột ở Trung Đông leo thang và (2) các chính sách rủi ro của tổng thống mới sau cuộc bầu cử Mỹ.

Thương mại Việt Nam chịu ảnh hưởng lớn từ kinh tế Mỹ

Năm 2023, thị trường Mỹ chiếm tỷ trọng lớn nhất trong KNXXK của Việt Nam với 27%, cao hơn nhiều so với Trung Quốc (17%) và EU (15%) (Biểu đồ 16 phần Phụ lục). Do đó, triển vọng kinh tế Mỹ sẽ tác động lớn đến thương mại của Việt Nam (Biểu đồ 2).

Biểu đồ 2: KNNK của Mỹ so với KNXXK của các quốc gia đang phát triển tại châu Á & Việt Nam (tăng trưởng hàng quý so với cùng kỳ)



Nguồn: IMF, HSC
*Vùng màu xám biểu thị những lần suy thoái trong quá khứ của Mỹ

Xu hướng tăng trưởng KNNK của Mỹ, thường tương đồng với chu kỳ kinh tế Mỹ, và có mức tương quan lớn với tăng trưởng KNXXK của các quốc gia đang phát triển ở châu Á và Việt Nam.

Kịch bản cơ sở của chúng tôi vẫn là kinh tế Mỹ sẽ hạ cánh mềm

Như đã đề cập trước đó (Mời xem: [Triển vọng thương mại tiếp tục cải thiện dù có rủi ro suy thoái ở Mỹ](#), tháng 8/2024, HSC), HSC vẫn kỳ vọng nền kinh tế Mỹ sẽ “hạ cánh mềm” nhờ (1) các chỉ báo kinh tế vững chắc và (2) các chỉ báo kỹ thuật ổn định (Biểu đồ 3). Chúng tôi cũng sẽ phân tích cụ thể trong các phần sau của báo cáo này.

Biểu đồ 3: Kịch bản cơ sở của HSC vẫn cho rằng nền kinh tế Mỹ sẽ “hạ cánh mềm”
Các chỉ báo kinh tế vững chắc giữ vai trò quan trọng trong dự báo “hạ cánh mềm” của HSC

Kịch bản cơ sở của HSC duy trì dự báo nền kinh tế Mỹ sẽ “hạ cánh mềm”	1	Các chỉ báo kinh tế duy trì vững chắc	- GDP tăng trưởng mạnh mẽ & có thể tăng tốc trong Q3/2024 - Số lượng đơn xin trợ cấp thất nghiệp & chỉ số CEAI ổn định - Bảng cân đối gia đình đã giảm dần bẫy đáng kể - Lợi nhuận các DN Mỹ đang phục hồi & tỷ lệ nợ quá hạn vẫn ở mức thấp - Chính sách tiền tệ & tài khóa đang dần nói lời
	2	Các chỉ báo kỹ thuật ở vùng an toàn	- Đường cong lợi suất của Mỹ chưa “đảo ngược lần hai”* - Chỉ số LEI** đang có xu hướng thoát khỏi vùng nguy hiểm suy thoái - Tăng trưởng GDP không bị điều chỉnh giảm đáng kể
	3	Rủi ro đối với luận điểm của HSC	- Căng thẳng leo thang tại Trung Đông có thể gây ra cú sốc giá dầu - Sau cuộc bầu cử: Thuế nhập khẩu của ông Trump & chính sách kiểm soát giá, tăng thuế của bà Harris

Nguồn: HSC
* LEI = Chỉ số Leading Economic của Conference Board

Chúng tôi giữ nguyên dự báo KNXXK và KNNK năm 2024 tăng trưởng lần lượt 15% và 17,5%. Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi dự báo cả KNXXK và KNNK đều tăng trưởng vừa phải lần lượt 12% và 11%. (Mời xem: [Thương mại hưởng lợi trong bối cảnh căng thẳng giữa Trung Quốc và EU](#), tháng 10/2024, HSC).

#1: Các chỉ báo kinh tế vẫn vững chắc

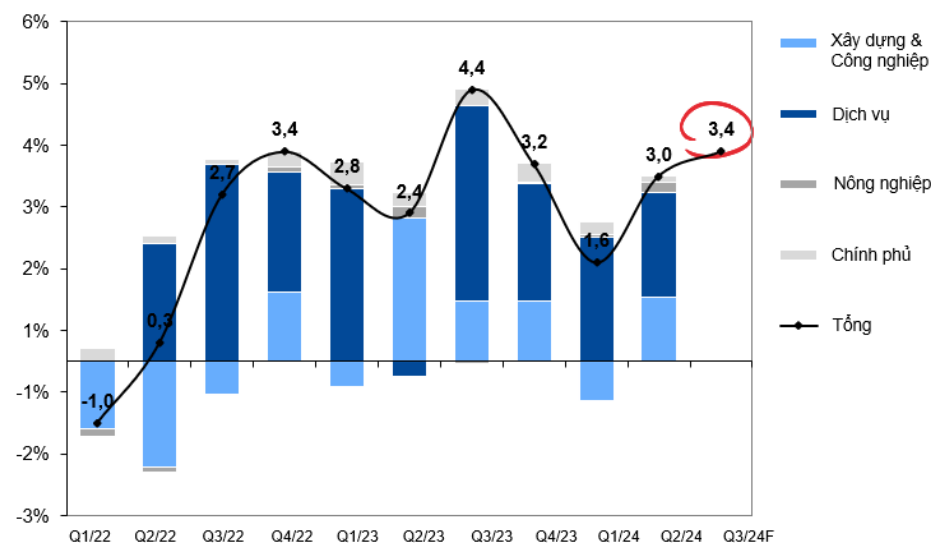
Tăng trưởng GDP vẫn vững chắc và vượt dự báo

Tăng trưởng GDP của Mỹ vượt dự báo của thị trường, cho thấy sự hồi phục mạnh trong 2Q24, chủ yếu nhờ khu vực dịch vụ vững chắc (Mời xem: [U.S. Economic Growth Accelerates, Outpacing Forecasts](#), T7/2024, The New York Times) (Biểu đồ 4).

Khu vực dịch vụ đóng góp hơn 70% GDP của Mỹ, chỉ số PMI dịch vụ mạnh mẽ gần đây đã củng cố kỳ vọng nền kinh tế sẽ tiếp tục vững chắc (Biểu đồ 5). Trên thực tế, dự báo GDP mới nhất cho thấy tăng trưởng GDP sẽ tăng tốc mạnh mẽ trong 3Q24 (Mời xem: [GDPNow Q3 GDP growth at 3.4%](#), tháng 10/2024, Market Watch).

Biểu đồ 4: Đóng góp vào tăng trưởng GDP của Mỹ (q/q hàng năm)

GDP của Mỹ tăng trưởng mạnh mẽ & có thể tăng tốc trong Q3/2024

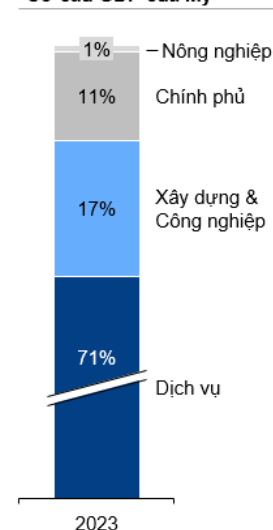


Nguồn: Cục Phân tích Kinh tế Hoa Kỳ (BEA), Fed, HSC

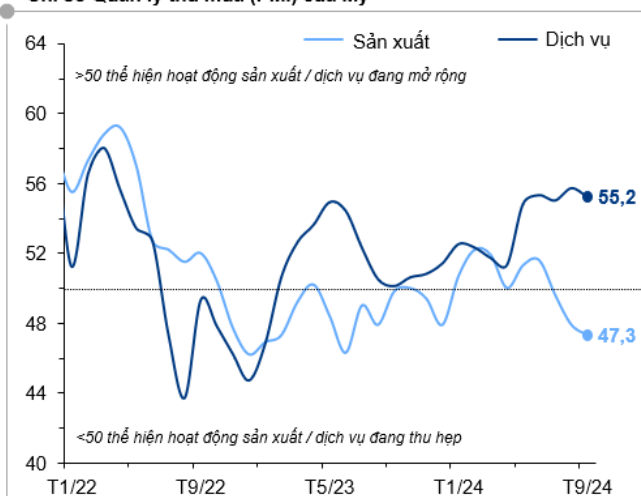
Biểu đồ 5: Cơ cấu GDP & chỉ số PMI dịch vụ của Mỹ

Những kết quả gần đây của chỉ số PMI dịch vụ giúp củng cố kỳ vọng nền kinh tế sẽ tiếp tục ổn định

Cơ cấu GDP của Mỹ



Chỉ số Quản lý thu mua (PMI) của Mỹ



Nguồn: BEA, S&P Global, HSC

Thị trường lao động vẫn tích cực và tình hình tài chính hộ gia đình cải thiện

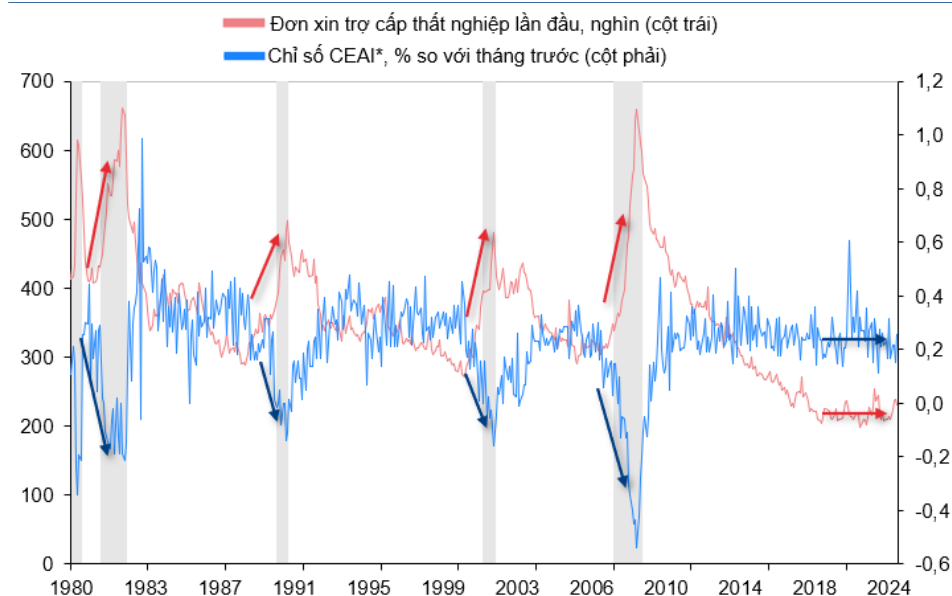
Thị trường lao động Mỹ vẫn lành mạnh với cả số liệu đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu và chỉ số CEAI – bao gồm các chỉ báo quan trọng của thị trường lao động như số lượng việc làm phi nông nghiệp, tỷ lệ thất nghiệp, số giờ làm bình quân ở khu vực sản xuất và tiền lương – vẫn ổn định cho đến hiện tại.

Ngoài ra, bảng cân đối hộ gia đình ở Mỹ đã giảm đòn bẩy đáng kể kể từ năm 2009 với tỷ lệ vay nợ hộ gia đình/GDP và tỷ lệ nợ chi trả trên thu nhập đã giảm xuống sát mức thấp nhất trong 20 năm (Biểu đồ 7).

Bảng cân đối hộ gia đình Mỹ đã giảm vay nợ, giúp sức khỏe tài chính tiêu dùng lành mạnh hơn, từ đó đẩy mạnh niềm tin tiêu dùng. Gánh nặng nợ giảm xuống cũng giúp các hộ gia đình có sức chống chịu tốt hơn và đóng góp nhiều hơn cho nền kinh tế.

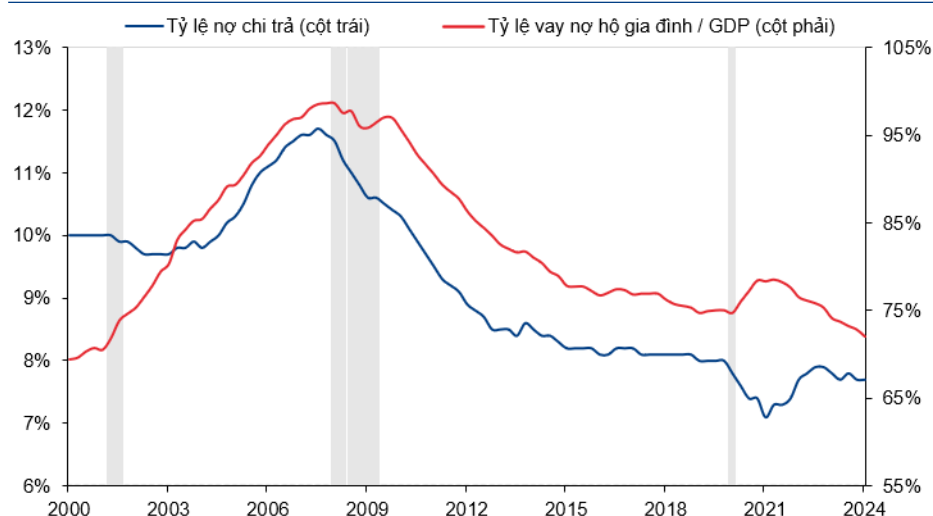
Biểu đồ 6: Số liệu đơn xin trợ cấp thất nghiệp & chỉ số CEAI

Thị trường lao động Mỹ vẫn lành mạnh



Biểu đồ 7: Nợ vay hộ gia đình & tỷ lệ nợ chi trả của Mỹ*

Nợ hộ gia đình tại Mỹ giảm đáng kể, cho thấy tình hình tài chính tiêu dùng lành mạnh hơn



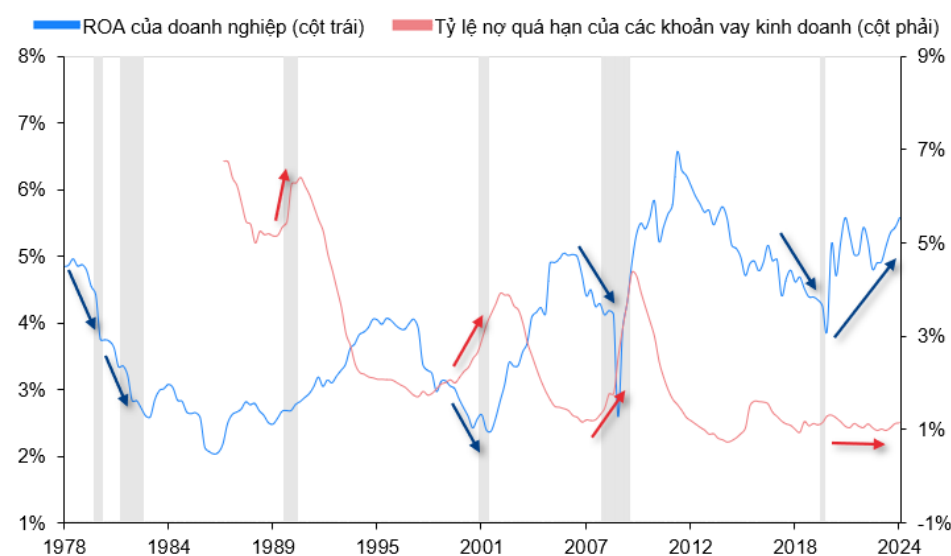
Lợi nhuận doanh nghiệp tiếp tục hồi phục trong giai đoạn triển khai chính sách kích thích tài khóa và tiền tệ

Lợi nhuận của các doanh nghiệp Mỹ vẫn đang phục hồi đáng kể sau đại dịch COVID-19. Sức mạnh tài chính này đã đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì tỷ lệ nợ quá hạn thấp đối với các khoản vay kinh doanh (hiện đang dao động gần mức thấp kỷ lục) (Hình 8). Trong lịch sử, lợi nhuận doanh nghiệp giảm và tỷ lệ nợ quá hạn tăng thường xảy ra trước giai đoạn kinh tế suy thoái. Do đó, việc các chỉ số này vẫn đang duy trì tích cực là tín hiệu tốt cho triển vọng kinh tế Mỹ.

HSC kỳ vọng HĐKD của các tập đoàn ở Mỹ sẽ tiếp tục vững chắc nhờ (1) chính sách tài khóa vẫn được mở rộng trong bối cảnh cả 2 ứng cử viên tổng thống tiềm năng của Mỹ (ông Trump/bà Harris) đều chỉ ra tình trạng thâm hụt tài khóa tiếp diễn trong các cuộc thảo luận về chính sách kinh tế và (2) chính sách tiền tệ hỗ trợ hơn, với việc Fed đã bắt đầu chu kỳ nới lỏng tiền tệ vào tháng 9/2024 (Biểu đồ 9).

Biểu đồ 8: Lợi nhuận doanh nghiệp & tỷ lệ nợ quá hạn tại Mỹ

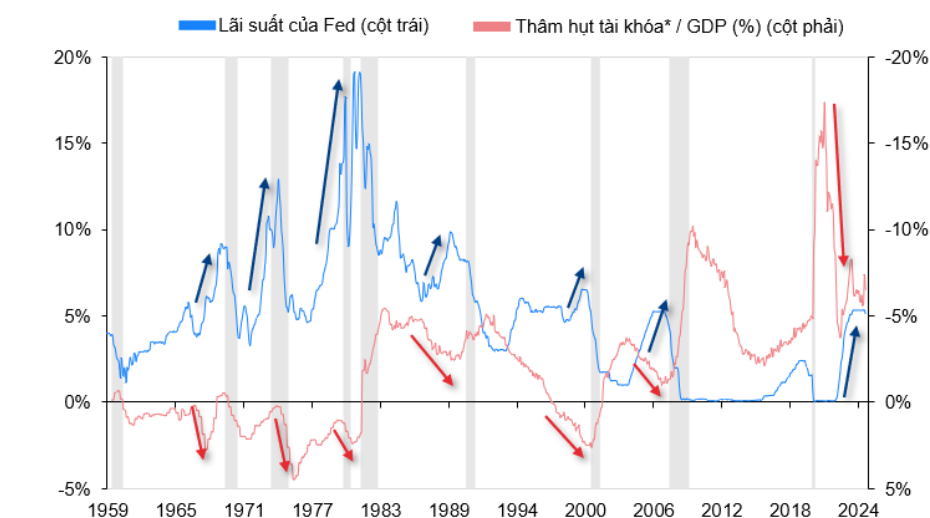
Sức mạnh tài chính của các doanh nghiệp Mỹ đã giúp duy trì tỷ lệ nợ quá hạn ở mức thấp



Nguồn: Dữ liệu kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang, HSC
* ROA = LNST sau điều chỉnh định giá hàng tồn kho & tiêu hao vốn / Tổng tài sản của DN ngoài tài chính
** Các vùng màu xám biểu thị những lần suy thoái của Mỹ trong quá khứ

Biểu đồ 9: Lãi suất điều hành của Fed & thâm hụt tài khóa

Chính sách tài khóa & tiền tệ đang dần nới lỏng đã giúp hỗ trợ các doanh nghiệp Mỹ



Nguồn: Dữ liệu kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang, HSC
* Quy mô thâm hụt ngân sách / GDP (cột phải) đã đảo ngược
** Các vùng màu xám biểu thị những lần suy thoái của Mỹ trong quá khứ

#2: Các chỉ báo kỹ thuật vẫn tích cực

Các chỉ báo kỹ thuật chưa cho dấu hiệu suy thoái trong ngắn hạn

HSC đã nghiên cứu 2 chỉ báo suy thoái kỹ thuật phổ biến bao gồm: (1) chênh lệch lợi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm và 2 năm của Mỹ và (2) chỉ số LEI của The Conference Board. Chúng tôi nhận thấy các chỉ báo này hiện không cho thấy dấu hiệu suy thoái trong ngắn hạn ở Mỹ.

Mặc dù đã có nhiều ý kiến về tỷ lệ dự báo chính xác 100% về suy thoái trong quá khứ nếu đường cong lợi suất đảo ngược ở Mỹ (Mời xem: [This Recession Indicator Has Been 100% Accurate Since 1955](#), tháng 4/2023, Nasdaq), nhưng nền kinh tế Mỹ thường không suy thoái cho đến 6-18 tháng sau "lần đảo ngược thứ hai". Đường cong lợi suất Mỹ vẫn đang ở "lần đảo ngược đầu tiên" (Biểu đồ 10).

Một chỉ báo suy thoái nổi tiếng khác, chỉ số LEI của Conference Board, cũng cho thấy rằng nền kinh tế Mỹ sắp thoát khỏi vùng nguy hiểm suy thoái (Mời xem: [The LEI for the US inched down in August](#), tháng 9/2024, The Conference Board). Lưu ý rằng nền kinh tế Mỹ đã đi ngược xu hướng quá khứ với việc tránh được suy thoái khi chỉ số LEI rơi sâu vào vùng báo hiệu suy thoái vào năm 2022 và 2023 (Biểu đồ 11).

Biểu đồ 10: Chênh lệch lợi suất trái phiếu Kho bạc kỳ hạn 10 năm – 2 năm của Mỹ
Lần đảo ngược đầu tiên đã diễn ra nhưng "lần đảo ngược thứ hai" vẫn chưa xuất hiện



Nguồn: Dữ liệu kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang, HSC

* Các vùng màu xám biểu thị những lần suy thoái của Mỹ trong quá khứ

Biểu đồ 11: Chỉ số LEI đang thoát khỏi vùng nguy hiểm suy thoái
Nền kinh tế Mỹ đang thoát khỏi vùng tín hiệu suy thoái



Nguồn: Conference Board, HSC

* Các vùng màu xám biểu thị những lần suy thoái của Mỹ trong quá khứ

Tăng trưởng GDP ở Mỹ gần đây không bị điều chỉnh giảm đáng kể

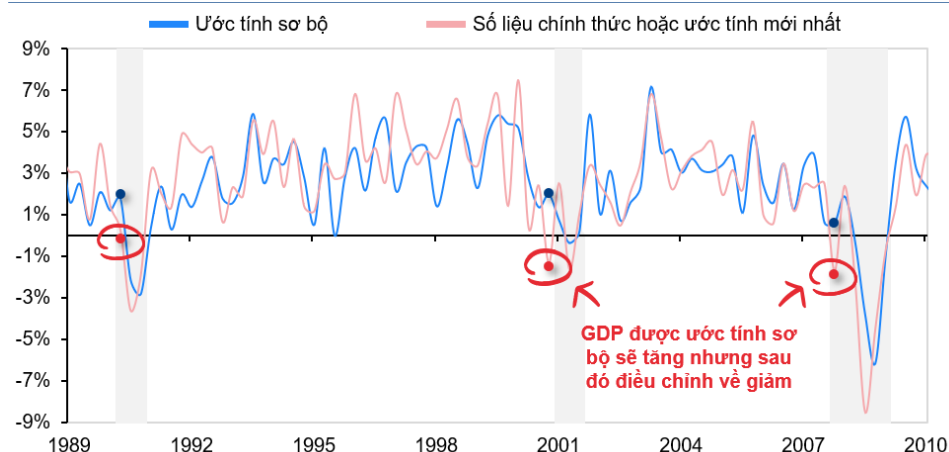
Bên cạnh đó, HSC cũng nghiên cứu một chỉ báo khác là chênh lệch giữa ước tính GDP sơ bộ và chính thức. Trong quá khứ, ở thời điểm đảo chiều chu kỳ kinh doanh, các số liệu tăng trưởng GDP của Mỹ kém tin cậy hơn. Ví dụ, theo số liệu chính thức, GDP Q1/2001 và Q1/2008 đã sụt giảm lần lượt 1,3% và 1,7%, đánh dấu sự khởi đầu của cuộc "suy thoái Dotcom" và "Đại khủng hoảng". Tuy nhiên, theo ước tính ban đầu, nền kinh tế Mỹ được cho là đã tăng trưởng lần lượt 2% và 0,6% (Biểu đồ 12).

Trên thực tế, tăng trưởng GDP gần đây của Mỹ không điều chỉnh giảm đáng kể cũng là một dấu hiệu đáng tin cậy khác cho thấy tình hình kinh tế ở thời điểm hiện tại ổn định và đáng tin cậy hơn (Biểu đồ 13).

Nhìn chung, mặc dù vẫn cần thận trọng nhưng chúng tôi cho rằng rủi ro suy thoái ở Mỹ trong ngắn hạn là không cao. Điều này có thể nhờ nền tảng kinh tế cơ bản vững chắc cùng các chính sách hỗ trợ hiệu quả (đã được phân tích trước đó).

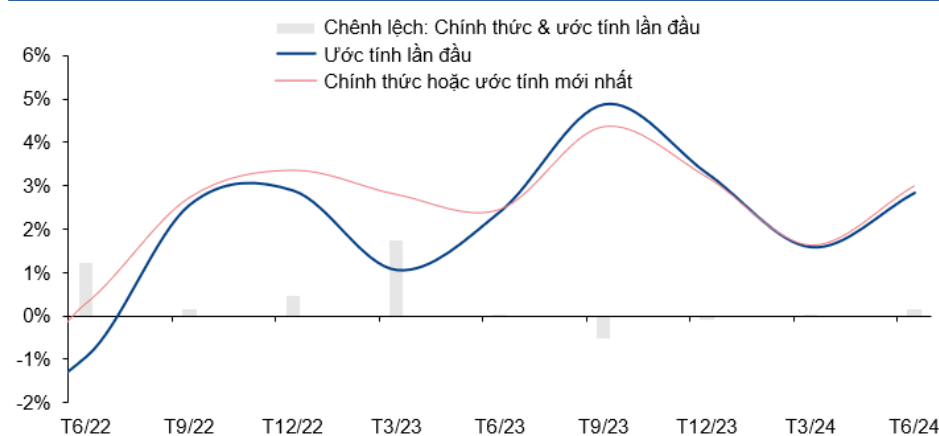
Lưu ý rằng rủi ro suy thoái trong dài hạn của Mỹ vẫn ở mức cao do (1) lực lượng lao động sụt giảm và (2) nợ công tăng cao (Mời xem Biểu đồ 17, 18 & 19 phần Phụ lục). Lực lượng lao động giảm xuống có thể cản trở tăng trưởng kinh tế đồng thời gia tăng gánh nặng lên hệ thống an sinh xã hội. Trong khi đó, nợ công tăng cao sẽ làm hạn chế chính sách tài khóa đồng thời làm giảm khả năng ứng phó với suy thoái kinh tế & đầu tư vào các sáng kiến thúc đẩy tăng trưởng của chính phủ.

Biểu đồ 12: Tăng trưởng GDP hàng quý: Ước tính lần đầu & chính thức (1989-2010)
GDP bị điều chỉnh giảm là tiền đề những lần suy thoái trong quá khứ



Nguồn: BEA, HSC
* Các vùng màu xám biểu thị những lần suy thoái của Mỹ trong quá khứ

Biểu đồ 13: Tăng trưởng GDP theo quý: Ước tính lần đầu & chính thức (2022-2024)
Số liệu GDP gần đây không có sự điều chỉnh giảm lớn nào



Nguồn: BEA, HSC

#3: Rủi ro đối với kịch bản nền kinh tế Mỹ hạ cánh mềm

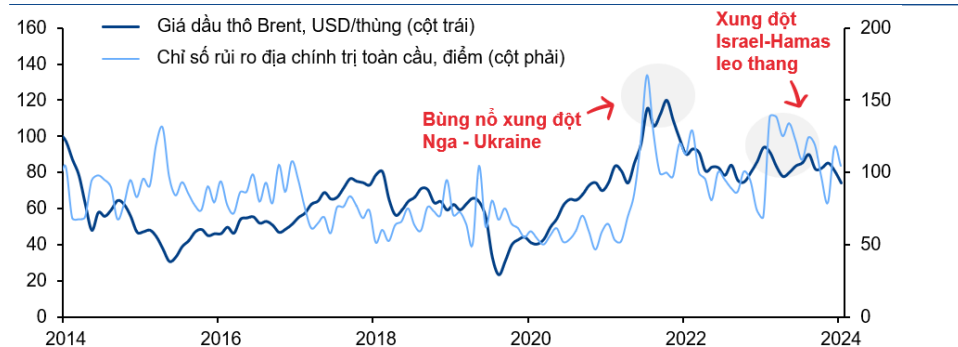
Rủi ro chính với luận điểm của chúng tôi bao gồm (1) căng thẳng ở khu vực Trung Đông leo thang và (2) chính sách rủi ro của tổng thống mới sau cuộc bầu cử Mỹ.

Căng thẳng leo thang đáng kể ở khu vực Trung Đông có thể dẫn đến cú sốc giá dầu, từ đó làm lạm phát tăng cao và đảo ngược chu kỳ cắt giảm lãi suất của Fed. Tuy nhiên, theo Fitch, rủi ro xảy ra chiến tranh toàn diện vẫn khá thấp (Mời xem: [MENA War Scenarios: 22% Probability Of Full Conflict](#), tháng 10/2024, Fitch) (Biểu đồ 14).

Rủi ro chính sách sau cuộc bầu cử Mỹ cũng gây ra lo ngại. Với bà Harris, chính sách kiểm soát giá bán có thể làm lạm phát tăng cao do mất cân bằng cung cầu (Mời xem: [Remembering Nixon's Price Controls](#), T8/2011, Cato). Mặt khác, chính sách thuế và hạn chế nhập cư của ông Trump cũng có thể làm tăng lạm phát và cản trở tăng trưởng kinh tế (Mời xem: [Trump Policies Spell Higher Prices](#), T9/2024, Forbes) (Biểu đồ 15).

Tuy nhiên, trên thực tế, khả năng triển khai các chính sách của tổng thống như kể trên thường hạn chế và được điều tiết bởi các cơ quan kiểm soát, như cơ quan tư pháp. Điều này sẽ làm giảm tác động tiềm ẩn của các chính sách cực đoan (Mời xem: [The realities of U.S. presidential power](#), tháng 9/2024, RBC).

Biểu đồ 14: Căng thẳng leo thang tại Trung Đông có thể gây ra cơn sốc giá dầu
Căng thẳng leo thang tại Trung Đông có thể gây ra cú sốc giá dầu & lạm phát tăng cao



Nguồn: Bloomberg, EPU, HSC

Biểu đồ 15: So sánh quan điểm chính sách của bà Harris & ông Trump
Chính sách rủi ro của tổng thống mới có thể gây ra lạm phát và giảm tăng trưởng

	Kamala Harris	Donald Trump
Chính sách tài khóa	Thâm hụt ngân sách duy trì ở mức hiện tại do chi tiêu cho trẻ em, nhà ở & dịch vụ y tế tăng. Một phần thâm hụt sẽ được bù đắp nhờ thuế áp lên người có thu nhập cao & các doanh nghiệp lớn tăng.	Thâm hụt ngân sách có thể tăng do Mỹ dự kiến sẽ cắt giảm thuế thu nhập & doanh nghiệp. Một phần thâm hụt sẽ được bù đắp nhờ (1) thuế nhập khẩu tăng & (2) giảm chi tiêu cho dịch vụ đối với các hộ gia đình có thu nhập thấp.
Nhập cư	Bà Harris có thể siết chặt vấn đề biên giới Mexico, nhưng có thể tạo điều kiện cho một số người nhập cư có tư cách pháp nhân.	Ông Trump đã tuyên bố ý định áp dụng các lệnh trục xuất hàng loạt để trục xuất 15-20 triệu người di cư trái phép.
Lạm phát	Bà Harris đặt mục tiêu giảm lạm phát thông qua các chính sách tương tự như kiểm soát giá – điều này có thể sẽ hạn chế các công ty lớn bán hàng với mức giá quá cao.	Chiến lược lạm phát của ông Trump nhằm mục đích giảm giá năng lượng & điện bằng cách khuyến khích sản xuất dầu & khí đốt tự nhiên trong nước.
Thương mại	Bà Harris có thể tiếp tục gây áp lực lên các mặt hàng nhập khẩu của Trung Quốc, đồng thời kiềm hãm việc khởi xướng các thỏa thuận thương mại tự do mới do bà phản đối hiệp định TPP*.	Ông Trump có thể sẽ áp thuế 10-20% đối với tất cả các mặt hàng nhập khẩu của Mỹ và mức thuế đặc biệt (lên tới 60%) đối với hàng hóa của Trung Quốc, cùng với những hạn chế khác đối với hàng xuất khẩu nhạy cảm.
Chính sách đối ngoại	Bà Harris sẽ duy trì chính sách đa phương của ông Biden và tiếp tục nỗ lực củng cố các liên minh tại khu vực ASEAN. Bà cũng giữ vững lập trường cứng rắn với Trung Quốc & Nga trong khi các cam kết với NATO được duy trì vô điều kiện. Cách tiếp cận "cân bằng lợi ích" đối với vấn đề căng thẳng tại Trung Đông có thể sẽ được duy trì.	Ông Trump theo đuổi chính sách "Nước Mỹ trên hết", điều này có khả năng làm giảm các cam kết với những đồng minh như NATO, Nhật Bản, Hàn Quốc. Ông có khả năng sẽ thúc đẩy lệnh ngừng bắn giữa Ukraine-Nga & chấm dứt xung đột tại Gaza, có thể bằng cách cắt giảm hỗ trợ đối với Ukraine và nổi lại áp lực "tối đa" đối với Iran.

Nguồn: Bloomberg, Reuters, HSC

* TPP = Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương

Chiến lược kiểm soát lạm phát bằng cách kiểm soát giá của bà Harris nhằm mục đích kiềm chế chi phí tiêu dùng tăng cao. Tuy nhiên, dựa trên tham chiếu trong quá khứ, chính sách này có thể tác động tiêu cực tới cân bằng cung cầu, gây ra tình trạng phát tăng lên sau khi các biện pháp kiểm soát được gỡ bỏ.

Ngược lại, các chính sách thuế quan và hạn chế nhập cư của ông Trump hướng đến mục đích bảo vệ ngành công nghiệp trong nước nhưng có thể làm gia tăng chi phí sản xuất và giảm nguồn cung lao động, từ đó tăng lạm phát và giảm tốc kinh tế.

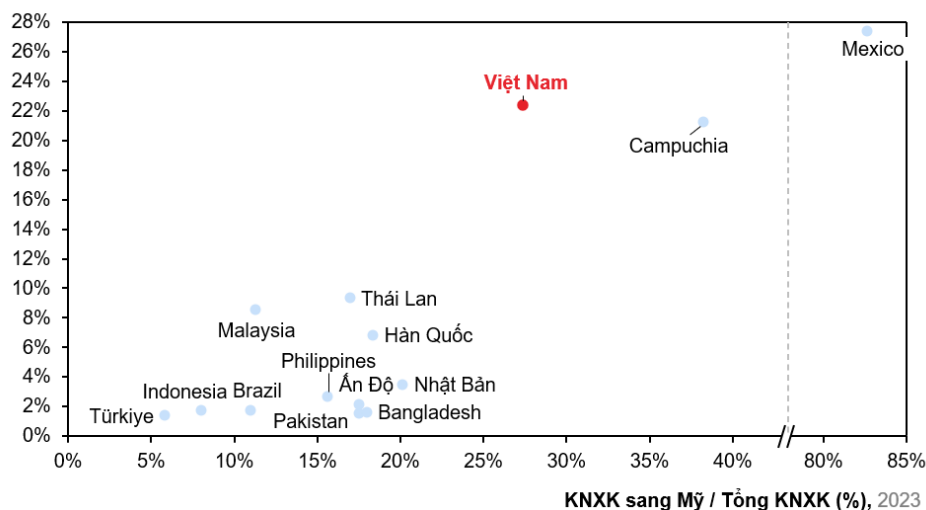
Phụ lục:

Thị trường Mỹ & tầm quan trọng đối với xuất khẩu của Việt Nam

Biểu đồ 16: Tầm quan trọng của thị trường Mỹ đối với tổng KNXK & GDP

So với các quốc gia khác, KNXK của Việt Nam phụ thuộc nhiều hơn vào thị trường Mỹ

KNXK sang thị trường Mỹ / GDP (%), 2023



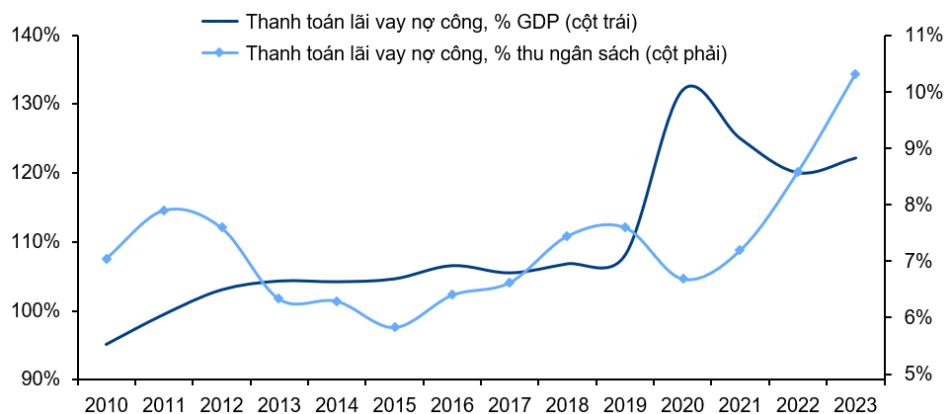
KNXK sang Mỹ / Tổng KNXK (%), 2023

Nguồn: IMF, Cục Hải quan Việt Nam, HSC

Tình hình nợ công tại Mỹ

Biểu đồ 17: Nợ công* tại Mỹ & các khoản thanh toán lãi vay nợ công

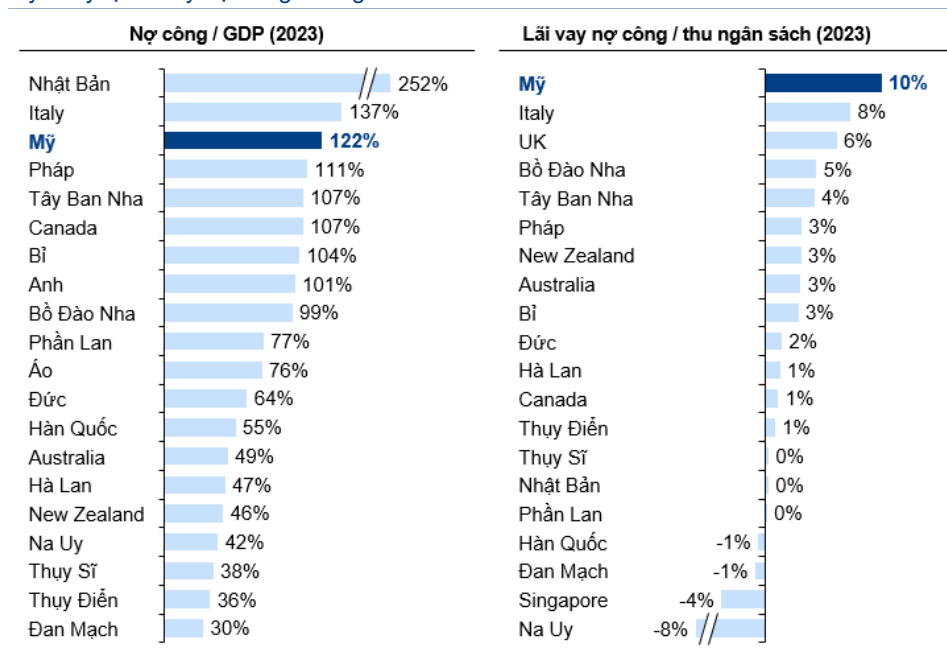
Nợ công tăng dẫn tới khoản thanh toán lãi vay đạt 10% thu ngân sách trong năm 2023



Nguồn: Liên Hợp Quốc, IMF, HSC

* Nợ công bao gồm toàn bộ các nghĩa vụ nợ yêu cầu thanh toán lãi/gốc theo định nghĩa của IMF

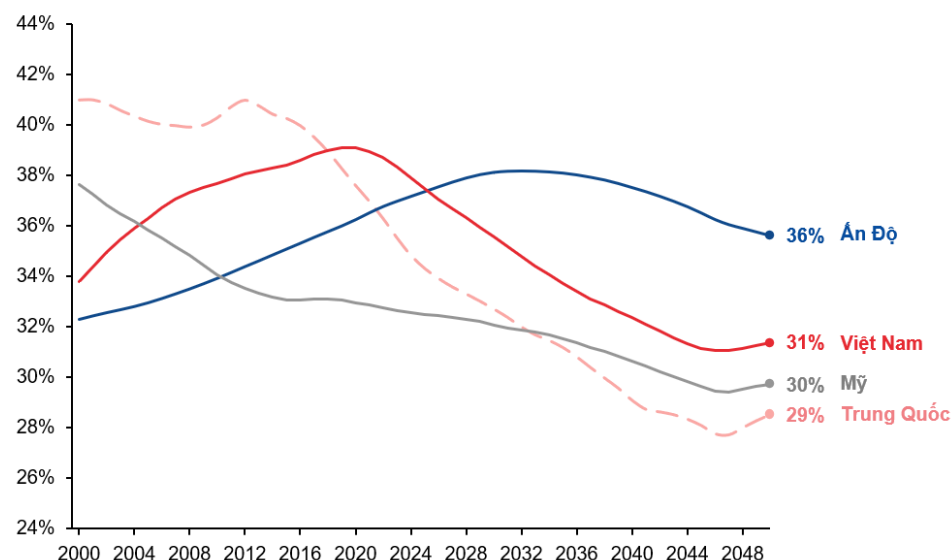
Biểu đồ 18: Tình trạng nợ công tại một số nền kinh tế phát triển chính
 Mỹ có tỷ lệ lãi vay nợ công/thu ngân sách cao nhất



Nguồn: Liên Hợp Quốc, IMF, HSC
 * Tỷ lệ lãi vay nợ công/thu ngân sách của Singapore được tính dựa trên số liệu năm 2022

Dân số trong độ tuổi lao động chính của Mỹ

Biểu đồ 19: Tỷ lệ dân số trong độ tuổi từ 25 – 49
 Mỹ phải đối mặt với sự suy giảm dân số trong độ tuổi lao động chính do vấn đề già hóa



Nguồn: Liên Hợp Quốc, IMF, HSC

Bảng 20: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F	2026F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,210	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	24,950	24,850	24,750
Tỷ giá (VND: CNY)	3,562	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,418	3,451	3,438
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.47	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	6.68	6.50	6.50
GDP (tỷ USD)	304	332	346	370	408	434	454	503	553
GDP bình quân đầu người (USD)	3,202	3,398	3,558	3,757	4,101	4,324	4,487	4,922	5,371
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	1.89	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.50	4.40	4.97	4.52
Nợ công/GDP (%)	46.2	42.8	43.8	44.7	38.0	39.8	39.9	39.0	38.2
Nợ Chính phủ/GDP (%)	39.5	37.4	38.5	39.6	34.7	36.8	36.7	36.1	35.5
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.21	2.09	2.71	3.76	3.08	4.46	3.53	2.80	2.56
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	102.9	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	137.1	141.8	146.1
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.19	2.15	2.63	3.56	2.32	2.26	2.30	2.30	2.30
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.5	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.8	3.4	3.3
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	3.0	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	3.2	3.4	3.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.25	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.25	4.25
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	3.9	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.5	3.5	3.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	10.7	13.6	12.2	13.6	14.2	13.5	14.5	14.0	13.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	9,212	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	18,079	20,248	22,678
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	12.4	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	13.0	12.0	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	55	79	95	107	85	90	90	105	121
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	6.8	6.8	5.6	5.5	7.4	4.8	5.5	6.0	6.2
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	5.0	5.0	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	4.4	2.4	1.2	1.0	4.6	1.9	2.6	3.0	3.1
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	4.9	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.2	3.3
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	7.2	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.2	27.1	30.1
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	5.8	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	20.0	25.0	25.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	238	253	263	333	360	326	384	430	477
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	12.5	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	17.5	12.0	11.0
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	245	264	283	336	372	355	408	457	507
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	14.5	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	15.0	12.0	11.0
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	110	123	129	140	148	159	166	181	196
Nợ nước ngoài/GDP (%)	36.1	36.9	37.3	37.7	36.2	36.6	36.5	36.0	35.4
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	19.1	20.4	20.0	19.7	22.4	23.2	25.3	28.3	31.1
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	35.5	38.0	28.5	31.2	27.7	36.6	39.9	43.5	47.8
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	53.8	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	50.9	52.0	51.0
Giá trị sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	11.4	6.2	9.5	8.7	0.2	5.8	8.1	9.0	9.0
Giá trị sx ngành chế biến chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	13.7	7.0	13.1	10.9	0.6	7.6	10.0	10.0	9.5
Giá trị sx ngành chế biến chế tạo hàng năm (%)	12.3	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	8.0	8.5	8.5
Doanh số bán lẻ TB năm (%)	11.0	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.6	9.0	9.0	9.0

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$

 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn