

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

Triển vọng đồng VND trong năm 2025-2026

- HSC điều chỉnh dự báo tỷ giá USD/VND lên lần lượt 25.450, 26.000 và 26.000 tại thời điểm cuối năm 2024, 2025 và 2026 từ lần lượt 24.950, 24.850 và 24.750 trước đó.
- Nguyên nhân chính là do chúng tôi kỳ vọng đồng USD sẽ tiếp tục xu hướng tăng giá trong năm sau, đặc biệt là nếu Tổng thống Trump thực hiện chính sách tài khóa mở rộng & áp dụng chính sách thuế quan đối với hàng hóa từ Trung Quốc và/hoặc toàn cầu. Điều này có thể dẫn tới kịch bản nền kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng tốt hơn nhưng lạm phát cũng tăng lên.
- Nhiều khả năng đồng VND sẽ mất giá trong năm thứ 4 liên tiếp, một xu hướng đã từng diễn ra trong quá khứ (diễn ra gần nhất trong giai đoạn 2008-2011 & 2013-2016).
- Chúng tôi dự báo lãi suất điều hành sẽ tăng nhẹ lên lần lượt 4,75% và 5% vào thời điểm cuối năm 2025 và 2026.

Đồng VND sẽ lại mất giá trong năm thứ 4 liên tiếp?

Sau chiến thắng của ông Donald Trump trong cuộc bầu cử tổng thống Mỹ cùng với việc Đảng Cộng hòa giành quyền kiểm soát cả lưỡng viện, thị trường dự đoán Fed sẽ duy trì mật bằng lãi suất cao hơn trong thời gian dài hơn. Theo đó, Fed hiện được dự báo sẽ chỉ cắt giảm lãi suất 2 lần vào năm 2025, tương đương mật bằng lãi suất cao hơn 50 điểm cơ bản so với dự báo tại thời điểm tháng 9 của các thành viên FOMC.

Trong tháng 10 và tháng 11/2024, đồng USD tăng giá mạnh so với đồng VND và các đồng tiền của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam, do các cam kết trong chiến dịch tranh cử của ông Trump về việc áp dụng chính sách thuế quan mạnh tay đối với Trung Quốc và các nền kinh tế khác, cùng với việc triển khai các chính sách tài khóa nhằm đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế Mỹ. Những biện pháp này nhiều khả năng sẽ giúp nâng cao tăng trưởng kinh tế nhưng cũng có thể khiến lạm phát gia tăng, từ đó làm hạn chế dự địa nới lỏng chính sách tiền tệ của Fed, đồng thời hỗ trợ cho đồng USD.

Cho năm 2025, tỷ giá USD/VND nhiều khả năng sẽ vẫn chịu sức ép từ cả các yếu tố bên trong và bên ngoài. Việc Việt Nam ưu tiên hoàn thành các mục tiêu tăng trưởng sẽ đòi hỏi chính sách tiền tệ phải tiếp tục nới lỏng, trong đó mục tiêu tăng trưởng tín dụng sẽ cao và lãi suất điều hành sẽ ở mức thấp.

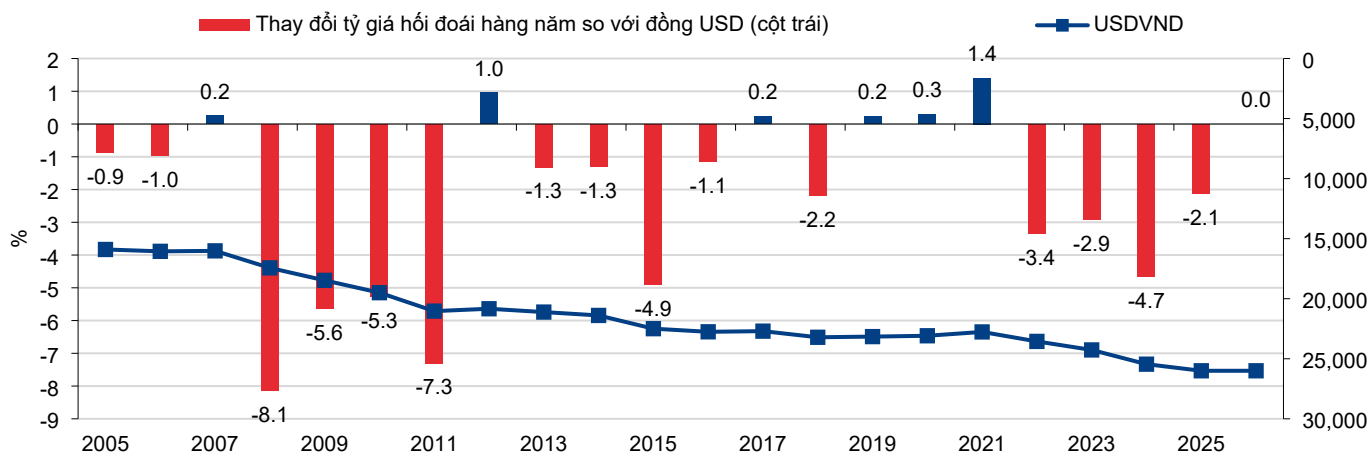
Tuy nhiên, trong bối cảnh dự trữ ngoại hối đang sụt giảm, nếu xu hướng tăng giá của đồng USD không thể sớm đảo chiều, NHNN cuối cùng sẽ có thể phải cân nhắc nâng lãi suất điều hành để hỗ trợ đồng VND và bổ sung dự trữ.

HSC dự báo tỷ giá USD/VND sẽ lần lượt là 25.450, 26.000 và 26.000 tại thời điểm cuối năm 2024, 2025 và 2026, tương đương đồng VND sẽ mất giá 4,7% trong năm 2024 và 2,1% trong năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi dự báo lãi suất điều hành của NHNN (lãi suất tái cấp vốn) sẽ tăng nhẹ lên lần lượt 4,75% và 5% tại thời điểm cuối năm 2025 và 2026.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/11.

Biểu đồ 1: Xu hướng tỷ giá USD/VND trong quá khứ & dự báo

HSC dự báo tỷ giá USD/VND lần lượt là 25.450đ & 26.000đ vào cuối năm 2024-2025



Nguồn: HSC

Triển vọng đồng VND: Áp lực nhiều khả năng sẽ tiếp diễn trong năm 2025

HSC điều chỉnh dự báo tỷ giá USD/VND lên lần lượt 25.450, 26.000 & 26.000 tại thời điểm cuối năm 2024, 2025 & 2026, tăng từ lần lượt 24.950, 24.850 & 24.750, do chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá của đồng USD có thể sẽ tiếp diễn, đặc biệt là nếu ông Trump thực hiện các chính sách tài khóa mở rộng và triển khai chính sách thuế quan. Những biện pháp này có thể giúp đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế Mỹ nhưng cũng sẽ lạm phát tăng lên. Do đó, chúng tôi dự báo đồng VND sẽ có năm thứ 4 mất giá liên tiếp, một xu hướng đã xuất hiện trước đó trong giai đoạn 2008-2011 và 2013-2016. Ngoài ra, HSC dự báo lãi suất điều hành sẽ tăng nhẹ lên lần lượt 4,75% và 5% tại thời điểm cuối năm 2025 và 2026.

VND: Nhiều khả năng tiếp tục mất giá trong năm tới

Chúng tôi tóm tắt dự báo kinh tế ở báo cáo này trong Bảng 2 bên dưới.

Bảng 2: Những điều chỉnh dự báo kinh tế trong báo cáo này

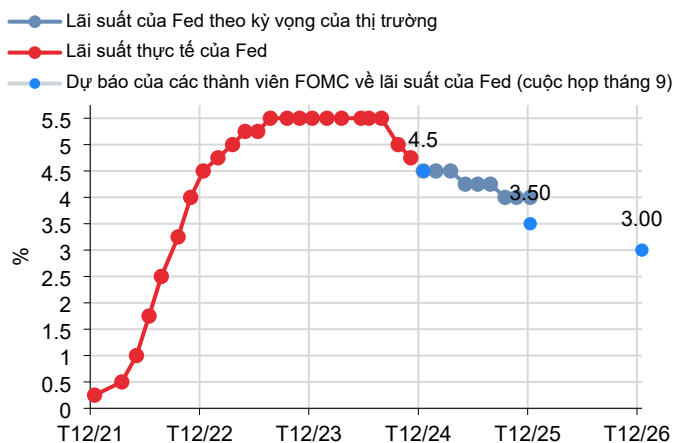
HSC dự báo tỷ giá USD/VND sẽ đạt lần lượt 25.450đ & 26.000đ vào cuối năm 2024-2025

	2024F		2025F		2026F	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Tỷ giá						
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	24,950	25,450	24,850	26,000	24,750	26,000
Tiền tệ & lãi suất						
Lãi suất điều hành (%) (cuối năm)	4.5	4.5	4.25	4.75	4.25	5
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	90	80	105	85	121	95

Nguồn: HSC

Biểu đồ 3: Lãi suất của Fed: Dự báo của thị trường & kỳ vọng của các thành viên FOMC

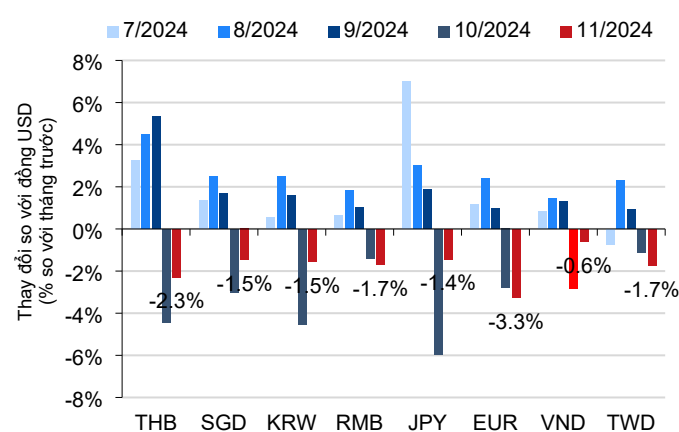
Thị trường dự báo lãi suất của Fed sẽ tiếp tục ở mức cao trong thời gian dài hơn



Nguồn: Fed, CME & HSC

Biểu đồ 4: Các đồng tiền của những đối tác thương mại chính của Việt Nam

Trong tháng 10 & 11, đồng USD đảo chiều tăng giá mạnh



Nguồn: Investing.com & HSC

Trong những tháng xung quanh chiến thắng của ông Donald Trump trong cuộc bầu cử tổng thống Mỹ, cùng với việc Đảng Cộng hòa giành quyền kiểm soát cả Thượng viện & Hạ viện, thị trường kỳ vọng Fed sẽ duy trì lãi suất điều hành ở mức cao trong thời gian dài hơn. Theo đó, thị trường hiện dự báo Fed sẽ chỉ cắt giảm lãi suất điều hành 2 lần trong năm 2025 – tương đương cao hơn 50 điểm cơ bản so với dự báo tại cuộc họp tháng 9 của các thành viên FOMC (Bảng 3).

Trong tháng 10 và tháng 11/2024, đồng USD đảo chiều tăng giá mạnh so với đồng VND và các đồng tiền của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam (Bảng 4) có thể do các cam kết trong chiến dịch tranh cử của ông Trump bao gồm việc áp dụng thuế suất tối thiểu 60% đối với hàng hóa Trung Quốc và mức thuế suất chung toàn cầu 10-20% đối với hàng hóa nhập khẩu từ các quốc gia khác.

Ngoài ra, ông Trump đã đề xuất về việc mở rộng hơn nữa chính sách tài khóa, trong đó thuế TNDN và TNCN sẽ tiếp tục được cắt giảm. Những biện pháp này nhiều khả năng sẽ giúp nâng cao tăng trưởng kinh tế nhưng cũng có thể khiến lạm phát gia tăng, từ đó làm hạn chế dự địa nới lỏng chính sách tiền tệ của Fed, đồng thời củng cố đà tăng của đồng USD.

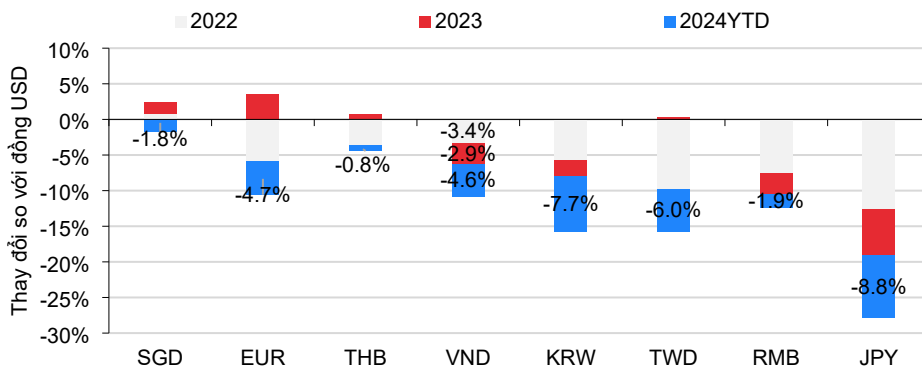
Trong 3 năm qua, đồng VND đã mất giá tổng cộng gần 11% (Biểu đồ 5). Tuy nhiên, NHNN có vẻ đánh giá mức độ mất giá này là trong tầm kiểm soát khi so sánh với các đồng tiền khác, bao gồm EUR, KRW, TWD, RMB và JPY, đặc biệt là trong bối cảnh trọng tâm chính của Việt Nam vẫn là đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế.

Quốc hội thông qua Nghị quyết về [Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2025](#), với mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức khoảng 6,5-7%, với nỗ lực đạt 7-7,5% (cao hơn đáng kể so với mục tiêu tăng trưởng 6-6,5% đặt ra cho năm 2024). Ngoài ra, lạm phát được giới hạn ở mức 4,5% (so với biên độ 4-4,5% cho năm 2024).

Điều này cho thấy tỷ giá USD/VND nhiều khả năng vẫn sẽ chịu sức ép lớn trong năm 2025 không chỉ đến từ những yếu tố bên ngoài mà cả từ những yếu tố bên trong do chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục phải nới lỏng (mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao và lãi suất điều hành thấp) để có thể hoàn thành mục tiêu tăng trưởng.

Biểu đồ 5: Xu hướng của đồng VND & một số đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam: 2022-2024 so với đầu năm

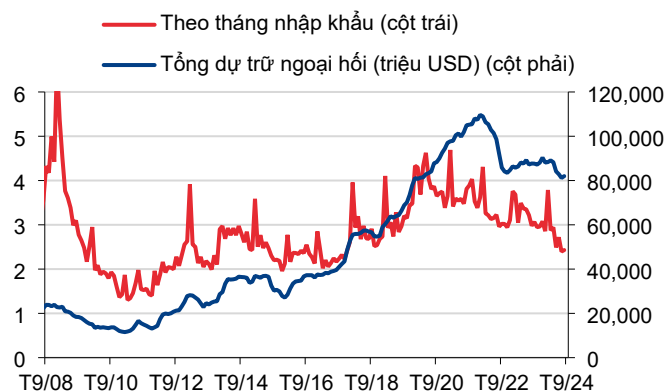
Trong 3 năm qua, đồng VND đã mất giá tổng cộng gần 11%



Nguồn: Investing.com & HSC

Biểu đồ 6: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam

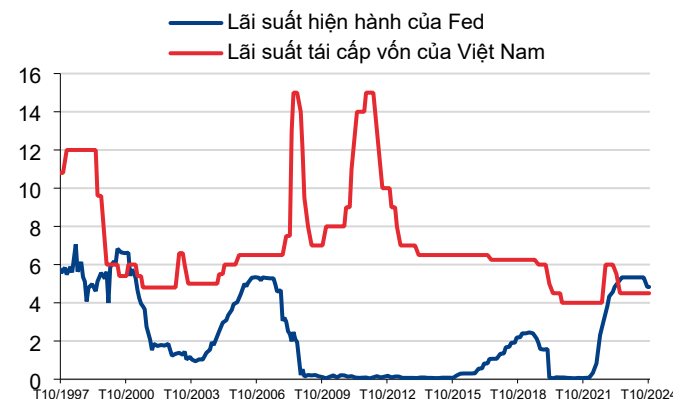
Dự trữ ngoại hối của Việt Nam tiếp tục giảm



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 7: Lãi suất điều hành: Fed & NHNN

Lịch pha chu kỳ lãi suất điều hành giữa Fed và NHNN không phải là chưa từng xảy ra



Nguồn: CEIC & HSC

Tuy nhiên, trong bối cảnh dự trữ ngoại hối tiếp tục sụt giảm (Biểu đồ 6), HSC dự báo NHNN cuối cùng sẽ phải cân nhắc nâng lãi suất điều hành để hỗ trợ đồng VND và bổ sung dự trữ. Ngoài ra, đồng VND suy yếu có thể làm tình trạng thâm hụt thương mại giữa Mỹ và Việt Nam trở nên nghiêm trọng hơn, từ đó có thể dẫn đến những vấn đề tương tự như năm 2020, trong đó Việt Nam đã bị điều tra về thao túng tiền tệ và hoạt

động xuất khẩu sản phẩm gỗ theo [Mục 301](#) (tháng 10/2020) và bị dán nhãn là quốc gia thao túng tiền tệ trong báo cáo "[Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States](#)" của Bộ Tài chính Mỹ (tháng 12/2020). Trước đó, ông Trump cũng cho thấy rằng ông [có thể sẽ áp thuế đối với Việt Nam](#) và mô tả Việt Nam là "lạm dụng thương mại tồi tệ nhất trong số tất cả các quốc gia".

Chênh lệch chu kỳ lãi suất điều hành giữa Fed và NHNN không phải là chưa từng xảy ra (Biểu đồ 7). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ không nâng lãi suất điều hành ngay lập tức. Thay vào đó, chúng tôi dự báo lãi suất tái cấp vốn sẽ tăng 25 điểm cơ bản vào Q4/2025, sau đó tăng thêm 25 điểm cơ bản vào năm 2026.

Dựa trên phân tích ở trên, HSC dự báo tỷ giá USD/VND sẽ lần lượt là 25.450 và 26.000 tại thời điểm cuối năm 2024 và 2025. Chúng tôi tóm tắt dự báo tỷ giá USD/VND, lãi suất điều hành và dự trữ ngoại hối trong Bảng 2.

Trong khi đó, chúng tôi tóm tắt toàn bộ dự báo kinh tế trong Bảng 8 bên dưới.

Bảng 8: 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	25,450	26,000	26,000
Tỷ giá (VND: CNY)	3,562	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,510	3,514	3,514
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	446	480	527
GDP bình quân đầu người (USD)	3,202	3,398	3,558	3,757	4,101	4,324	4,406	4,705	5,112
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	1.89	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.50	4.48	5.20	4.75
Nợ công/GDP (%)	46.2	42.8	43.8	44.7	38.0	38.8	38.1	38.4	38.3
Nợ Chính phủ/GDP (%)	39.5	37.4	38.5	39.6	34.7	35.8	28.7	29.9	30.5
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.21	2.09	2.71	2.55	3.08	3.48	3.52	3.77	3.29
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	102.9	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	136.9	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	4.75	5.00
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	17,599	19,711	22,076
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	12.4	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	10.0	12.0	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	55	79	95	107	85	90	80	85	95
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	163	178	193
Nợ nước ngoài/GDP (%)	36.1	36.9	37.3	37.7	36.2	36.6	36.5	37.0	36.6
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.

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t0 = [(1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t0)]^{1/12} - 1$$

 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