



Phòng Phân tích  
[research@gtjas.com.vn](mailto:research@gtjas.com.vn)  
29/04/2024

## Cập nhật Vĩ mô Việt Nam Quý 1/2025 và các thông tin quan trọng

### *Tổng hợp thông tin chính:*

- Kinh tế thế giới có sự phân hóa, với việc Mỹ lựa chọn đơn phương triển khai thuế quan với nhiều nước trên thế giới, trong khi đó Trung Quốc thể hiện vai trò là trụ cột trong kinh tế, thương mại toàn cầu
- Số liệu kinh tế Trung Quốc cũng cho thấy sự ổn định và phục hồi, trong khi Mỹ cũng duy trì được sự tích cực ở một số mặt. Tuy nhiên, năm 2025 là năm Mỹ đối mặt với nhiều thách thức ở thị trường trong nước cũng như đảm bảo thực hiện đa mục tiêu của Tổng thống Trump
- Kinh tế Việt Nam có khởi đầu vững chắc trong năm 2025, nhưng thương chiến đang tạo ra tác động bất định trong ngắn hạn.



## VĨ MÔ QUỐC TẾ

Có thể nói toàn bộ giai đoạn đầu năm 2025 cả thế giới xoay quanh nước Mỹ và tân tổng thống Donald Trump. Sau gần 100 ngày đầu tiên nhận chức, ông đã gần như đảo ngược toàn bộ những chính sách và chiến lược được theo đuổi nhiều năm qua của Mỹ, cũng như tác động lên các định chế đa phương lâu đời và các đối tác trên toàn cầu. Ở một khía cạnh nhẹ hơn, những quốc gia chịu ảnh hưởng lớn nhất của thay đổi trong định hướng của Mỹ, gồm có Nga, EU, và quan trọng nhất là Trung Quốc đã và đang triển khai các biện pháp ứng phó phù hợp với tình hình mới.

Điểm trọng tâm lớn nhất của chính sách ông Trump không chỉ là các cuộc chiến về thuế quan với các đối tác thương mại truyền thống, mà điểm quan trọng nhất của ông là việc chống lại xu hướng toàn cầu hóa, vốn mang lại lợi ích thương mại to lớn cho các quốc gia trên toàn thế giới cũng như đem lại sự thịnh vượng cho nhiều quốc gia, cho phép người dân những nước này được sử dụng các hàng hóa dịch vụ mà họ chỉ dám mơ đến đôi khi là mới mấy chục năm trước thôi.

Dĩ nhiên, toàn cầu hóa không phải chỉ toàn ưu điểm hay chỉ mang lại lợi ích. Chắc chắn vẫn có những nhược điểm của xu hướng này, ví dụ như sự dịch chuyển việc làm đặc biệt là trong khu vực sản xuất từ các quốc gia phát triển như Mỹ tới những nơi có chi phí về lương cạnh tranh hơn. Điều này đòi hỏi quốc gia phát triển nếu muốn tiếp tục duy trì sản xuất tại thị trường nội địa, phải có chính sách hỗ trợ người lao động, doanh nghiệp, cũng như quan trọng nhất là cải thiện môi trường hoạt động cũng như đầu tư giáo dục, nghiên cứu, thúc đẩy gia tăng năng suất giúp cho chi phí tổng thể trở nên cạnh tranh. Trong trường hợp này, chúng ta thấy việc trỗi dậy của Trung Quốc, dù trong những năm trước được gán cho chi phí sản xuất rẻ, thì điều đó không còn đúng trong ít nhất 10 năm gần đây khi quốc gia này dịch chuyển lên các vị trí cao hơn trong chuỗi sản xuất thông qua đầu tư R&D, hấp thu và cải tiến công nghệ tiên tiến của thế giới.

Dù sao, việc nước Mỹ tiến hành thương chiến với các quốc gia khác là một thực tế, và trong nhiều kịch bản được xem xét bởi GJTAS Việt Nam cũng như các tổ chức khác trên thế giới, thì xu hướng này nhiều khả năng không sớm kết thúc. Điều này là có cơ sở, khi Mỹ đã đưa ra các hạn chế với Trung Quốc trong 2 nhiệm kỳ Tổng thống gần đây của cả đảng Dân chủ và Cộng hòa chứ không chỉ giới hạn trong chính sách của Tân tổng thống Donald Trump.

Như vậy, chúng ta đang ở một thời điểm bước ngoặt lớn cả trong nước và trên thế giới, khi các cường quốc đang có những điều chỉnh về chiến lược và định vị vai trò dài hạn trên toàn cầu, còn trong nước Việt Nam đang đứng trước một thời điểm “chuyển mình” quan trọng. Ta có thể tin rằng hững diễn biến trong năm 2025 này sẽ định hình và mở ra một thời kỳ mới hoàn toàn khác cho Việt Nam cho nhiều thập kỷ tiếp theo.



| Country        | Tariffs Charged by the U.S. | U.S. Reciprocal Proposed Tariff |
|----------------|-----------------------------|---------------------------------|
| China          | 67%                         | 34%                             |
| European Union | 39%                         | 20%                             |
| Vietnam        | 90%                         | 46%                             |
| Taiwan         | 64%                         | 32%                             |
| Japan          | 48%                         | 24%                             |
| India          | 52%                         | 26%                             |
| South Korea    | 50%                         | 25%                             |
| Thailand       | 72%                         | 36%                             |
| Switzerland    | 61%                         | 31%                             |
| Indonesia      | 64%                         | 32%                             |
| Malaysia       | 47%                         | 24%                             |
| Cambodia       | 97%                         | 49%                             |
| United Kingdom | 10%                         | 10%                             |
| South Africa   | 60%                         | 30%                             |
| Brazil         | 10%                         | 10%                             |
| Bangladesh     | 74%                         | 37%                             |
| Singapore      | 10%                         | 10%                             |
| Israel         | 33%                         | 17%                             |
| Philippines    | 34%                         | 17%                             |
| Chile          | 10%                         | 10%                             |
| Australia      | 10%                         | 10%                             |
| Pakistan       | 88%                         | 44%                             |
| Turkey         | 10%                         | 10%                             |
| Sri Lanka      | 88%                         | 44%                             |
| Colombia       | 10%                         | 10%                             |

| Country              | Tariffs Charged by the U.S. | U.S. Reciprocal Proposed Tariff |
|----------------------|-----------------------------|---------------------------------|
| Peru                 | 10%                         | 10%                             |
| Nicaragua            | 36%                         | 18%                             |
| Norway               | 30%                         | 15%                             |
| Costa Rica           | 17%                         | 10%                             |
| Jordan               | 40%                         | 20%                             |
| Dominican Republic   | 10%                         | 10%                             |
| United Arab Emirates | 10%                         | 10%                             |
| New Zealand          | 20%                         | 10%                             |
| Argentina            | 10%                         | 10%                             |
| Ecuador              | 12%                         | 10%                             |
| Guatemala            | 10%                         | 10%                             |
| Honduras             | 10%                         | 10%                             |
| Madagascar           | 93%                         | 47%                             |
| Myanmar (Burma)      | 88%                         | 44%                             |
| Tunisia              | 55%                         | 28%                             |
| Kazakhstan           | 54%                         | 27%                             |
| Serbia               | 74%                         | 37%                             |
| Ugry                 | 10%                         | 10%                             |
| Saudi Arabia         | 10%                         | 10%                             |
| El Salvador          | 10%                         | 10%                             |
| Laos                 | 41%                         | 21%                             |
| Cote d'Ivoire        | 95%                         | 48%                             |
| Botswana             | 74%                         | 37%                             |
| Trinidad and Tobago  | 12%                         | 10%                             |
| Morocco              | 10%                         | 10%                             |

Consider an environment in which the U.S. levies a tariff of rate  $\tau_i$  on country  $i$  and  $\Delta\tau_i$  reflects the change in the tariff rate. Let  $\epsilon < 0$  represent the elasticity of imports with respect to import prices, let  $\varphi > 0$  represent the passthrough from tariffs to import prices, let  $m_i > 0$  represent total imports from country  $i$ , and let  $x_i > 0$  represent total exports. Then the decrease in imports due to a change in tariffs equals  $\Delta\tau_i \epsilon \varphi m_i < 0$ . Assuming that offsetting exchange rate and general equilibrium effects are small enough to be ignored, the reciprocal tariff that results in a bilateral trade balance of zero satisfies:

$$\Delta\tau_i = \frac{x_i - m_i}{\epsilon * \varphi * m_i}$$

Nguồn: Bloomberg Terminal, Whitehouse.gov, GTJA RS team

**Thông tin quan trọng nhất giai đoạn cuối Q1 đầu Q2** vừa qua không phải là thông tin kinh tế, mà là công thức tính và mức thuế đối ứng được Tổng thống Trump công bố và áp dụng cho các quốc gia trên toàn thế giới. Mức thuế này được dựa trên một số thông tin và công thức có phần phi truyền thống, áp dụng cho khoảng 90 quốc gia trên thế giới. Cấu phần quan trọng nhất để xác định mức thuế này là tỷ lệ xuất siêu trên tổng kim ngạch xuất khẩu vào Mỹ của mỗi quốc gia. Căn cứ vào công thức này, mức thuế tối đa áp dụng là vào khoảng 51%, tuy nhiên không có quốc gia nào đạt mức này mà cao nhất là Campuchia với mức thuế 49%, theo sau là Lào 48% và Madagascar 47%.

Việt Nam được đề xuất mức thuế cũng rất cao là 46% trong khi Trung Quốc chịu mức thuế đề xuất 34%. Tuy nhiên phía Trung Quốc còn đang chịu thêm nhiều sắc thuế khác nên mức thực tế là cao hơn 34% khá nhiều. Mức thuế tối thiểu đề xuất cho các quốc gia là 10%. Việc công bố sắc thuế tương hỗ áp dụng dụng với hầu hết đối tác thương mại của Mỹ đã gây chấn động toàn thế giới. Bên cạnh đó phía Mỹ cũng cảnh báo các quốc gia khác không nên trả đũa thương mại mà hãy tiến hành đàm phán với phía Mỹ. Nhìn chung các nước đã phản ứng theo 03 cách chính sau:

- Một số quốc gia chấp thuận mức thuế phòng vệ, không có phản ứng đáp trả đồng thời chủ động liên lạc và sắp xếp đàm phán thương mại với phía Mỹ ngay lập tức. Đi đầu là Nhật Bản, Israel, Argentina.
- Một số quốc gia chấp nhận mức thuế, cũng không trả đũa phía Mỹ tuy nhiên tìm kiếm các giải pháp đa phương hóa đối tác, thị trường như Malaysia, Thái Lan
- Một số quốc gia đi đầu là Trung Quốc đã đáp trả thương mại với phía Mỹ

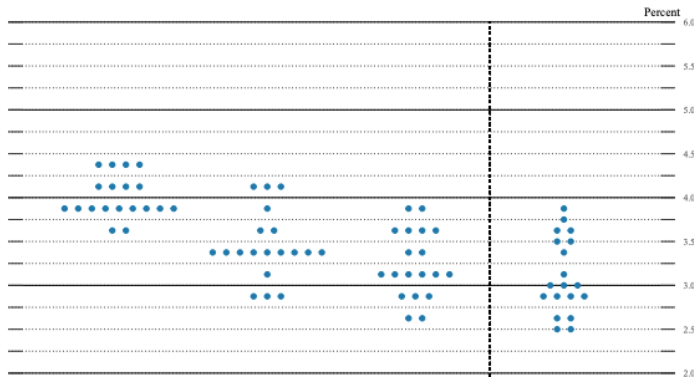
Trước phản ứng khá tiêu cực của thị trường thế giới nói chung, Tổng thống Trump đã quyết định gia hạn áp dụng mức thuế tương hỗ thêm 3 tháng tính từ thời hạn áp dụng đầu tiên là ngày 9.4. Tuy nhiên, ông tiếp tục giữ, và thậm chí đã vài lần gia tăng mức thuế với hàng hóa Trung Quốc do căng thẳng hai bên tăng nhiệt.

Có nhiều lập luận về tác động của thế quan lên nền kinh tế Mỹ cũng như các quốc gia đối tác. Mặc dù vậy, đa số đồng ý rằng thuế quan gây tác động tiêu cực đến lạm phát và tăng trưởng của Hoa Kỳ. Lập luận này cũng được chủ tịch Fed Jerome Powell đưa ra trong các phát biểu gần đây, dẫn tới đồn đoán là tổ chức này sẽ không sớm cắt giảm lãi suất như kỳ vọng trước đó. Hiện các quan



chức Fed đang dự kiến cắt giảm lãi suất khoảng 2 lần trong năm nay so với kỳ vọng thị trường là 3-4 lần

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



| Meeting    | #Hikes/Cuts | %Hike/Cut | Imp. Rate Δ | Implied Rate | A.R.M. |
|------------|-------------|-----------|-------------|--------------|--------|
| 05/07/2025 | -0.096      | -9.6%     | -0.024      | 4.306        | 0.250  |
| 06/18/2025 | -0.700      | -60.4%    | -0.175      | 4.155        | 0.250  |
| 07/30/2025 | -1.456      | -75.6%    | -0.364      | 3.966        | 0.250  |
| 09/17/2025 | -2.288      | -83.1%    | -0.572      | 3.758        | 0.250  |
| 10/29/2025 | -2.937      | -65.0%    | -0.734      | 3.596        | 0.250  |
| 12/10/2025 | -3.628      | -69.1%    | -0.907      | 3.423        | 0.250  |
| 01/28/2026 | -4.070      | -44.2%    | -1.018      | 3.312        | 0.250  |
| 03/18/2026 | -4.523      | -45.2%    | -1.131      | 3.199        | 0.250  |

Nguồn: Bloomberg Terminal, FOMC Meeting Minutes, GTJA RS team

**Thương chiến lần này của Mỹ** diễn ra trong bối cảnh chính quyền mới của ông Trump đang theo đuổi đa mục tiêu. Bên cạnh việc cân bằng thương mại với các quốc gia khác, ông này cũng muốn tìm cách làm giảm giá đồng USD, vốn được ông cho là đang định giá quá cao so với các đồng tiền khác gây ra bất lợi cho hàng hóa Mỹ để có thể cạnh tranh tại các thị trường xuất khẩu khác. Tuy nhiên, điều này có thể xung đột với vị thế là đồng tiền dự trữ và thanh toán toàn cầu của USD.

Sau khi chế độ bản vị vàng kết thúc, đồng USD đã xác lập vị thế là đồng tiền thanh toán và dự trữ toàn cầu, do vị thế siêu cường của Mỹ cũng như thỏa thuận petrodollar khi các quốc gia muốn mua dầu thô phải thanh toán bằng USD. Điều này tạo ra lợi thế vô cùng lớn của phía Mỹ, đặc biệt trong trường hợp thực hiện các biện pháp cấm vận tài chính gần đây nhất là với Nga.

Ở chiều ngược lại, thương mại toàn cầu cần có USD để thanh toán, và các quốc gia cũng gia tăng nắm giữ USD thay vàng, dẫn tới nhu cầu cao của đồng tiền này cũng như tất yếu khách quan là Mỹ phải cung cấp USD (thông qua nhập siêu) cho các quốc gia đối tác khác. Những chuyển dịch tất yếu này đi kèm với việc Mỹ dịch chuyển dần lên các vị trí cao hơn của chuỗi cung ứng và tập trung vào các mảng dịch vụ, sáng tạo càng làm gia tăng vấn đề nhập siêu của nước này.

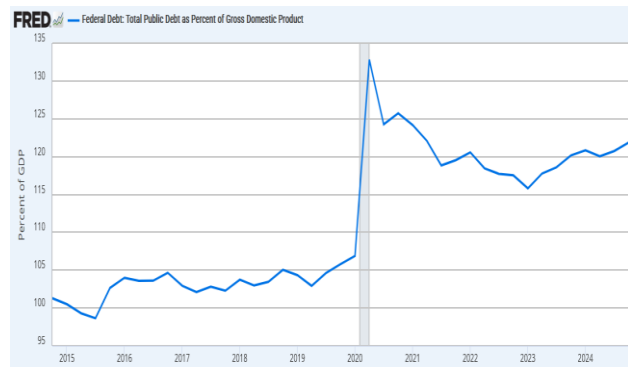
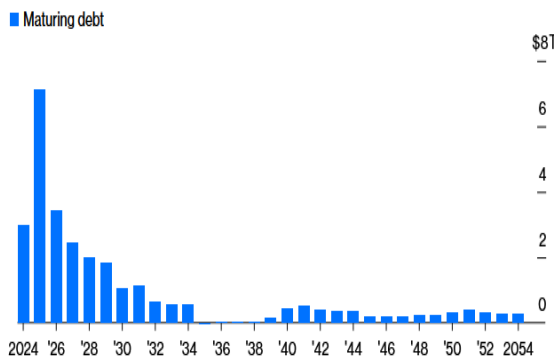
Như vậy, giá trị cao của USD gần như là một tất yếu khách quan và khó có thể đảo ngược mà không làm tổn hại tới vị trí của Mỹ trên toàn cầu, một vị thế đã đem lại nhiều lợi thế cho Mỹ trong việc thực thi các định hướng chiến lược trong hàng chục năm vừa qua.

Một thách thức khác của chính sách chính quyền Mỹ xuất phát từ nội bộ nước này. Trong những năm gần đây Mỹ liên tục có thâm hụt ngân sách ở mức cao, khi ngân sách được sử dụng để tài trợ cho nhiều chương trình an sinh xã hội. Ước tính nợ công của Mỹ vào cuối 2024 đạt khoảng 123.4% GDP tương đương khoảng 35.5 nghìn tỷ USD, cao nhất trong lịch sử. Đồng thời lần đầu tiên Mỹ phải giành khoản tiền chi trả lãi suất nợ công nhiều hơn khoản chi quốc phòng an ninh, cho thấy dịch chuyển không bền vững của nợ công tại quốc gia này. Dịch chuyển này cũng là yếu tố khiến

tổ chức định hạng tín dụng Fitch hạ mức rủi ro của trái phiếu kho bạc Mỹ từ AAA xuống AA+, một diễn biến mang tính biểu tượng cho thấy sự lo ngại của cộng đồng đầu tư.

Với khối nợ công lớn, chính quyền tiền nhiệm của Tổng thống Biden với Bộ trưởng Tài chính Janet Yellen đã tiến hành vay nợ bằng các trái phiếu ngắn (có kỳ hạn khoảng 2-5 năm) so với thông lệ là sử dụng các trái phiếu dài 10 năm trở lên. Việc phát hành nhiều trái phiếu ngắn giúp làm giảm áp lực lên lãi suất khi các kỳ hạn ngắn thường có lãi suất thấp hơn kỳ hạn dài do mức độ rủi ro thấp hơn. Ở chiều ngược lại, việc hạn chế phát hành trái phiếu dài khiến nhu cầu của một số tổ chức như bảo hiểm, quỹ hưu trí bị thiếu hụt, dẫn tới áp lực tăng giá trái phiếu và khiến đường cong lợi suất bị méo mó.

Bên cạnh đó, việc phát hành ngắn khiến nhu cầu tái phát hành khi đáo hạn gia tăng, điều này làm tăng áp lực tài chính lên chính quyền ông Trump, khi ước tính có khoảng 7 nghìn tỷ trái phiếu sẽ đáo hạn và cần phát hành thêm trong năm 2025 này. Do ông Trump và Bộ trưởng Tài chính Bessent mong muốn phát hành các kỳ hạn dài để có sự ổn định tài khóa, lãi suất trái phiếu dài hạn đã gia tăng mạnh gần đây do kết hợp tác động của nhu cầu phát hành tăng cũng như kỳ vọng lạm phát cao do thương chiến, khiến áp lực trả nợ lại càng gia tăng trong nhiệm kỳ này.



Nguồn: Bloomberg Terminal, US Treasury, Fred St.Louis, GTJA RS team

**Trung Quốc theo đuổi cách tiếp cận khác với phía Mỹ.** Trong khi phía Mỹ tập trung vào việc dỡ bỏ các thể chế cũ hoặc các thỏa thuận trước đây, và theo đuổi cách tiếp cận đơn phương và có phần độc đoán, Trung Quốc cho thấy một bộ mặt khác hẳn. Các nhà lãnh đạo Trung Quốc đã hết sức bình tĩnh cũng như kiên định tìm kiếm các giải pháp đa phương, dựa trên các định chế quốc tế như WTO mà Trung Quốc là một thành viên quan trọng.

Với mức thuế đơn phương lên đến 145% từ phía Mỹ, Trung Quốc cũng đã nhiều lần áp thuế tương đương lên hàng hóa Mỹ lên đến khoảng 125%. Mặc dù vậy, phía Trung Quốc đã dừng việc tăng thuế vì cho rằng các mức thuế hiện tại là quá cao và việc tiếp tục tăng chỉ mang tính biểu tượng chứ không làm thay đổi tình hình thực tế.

Trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc đã có nhiều cải cách kể từ thương chiến 1.0, với năng lực sản xuất cũng như làm chủ công nghệ của Trung Quốc có sự đột phá mạnh mẽ trong các lĩnh vực chiến lược như tự động hóa, drone, AI, bán dẫn... Trung Quốc đang ở một vị thế mạnh hơn rất nhiều trên



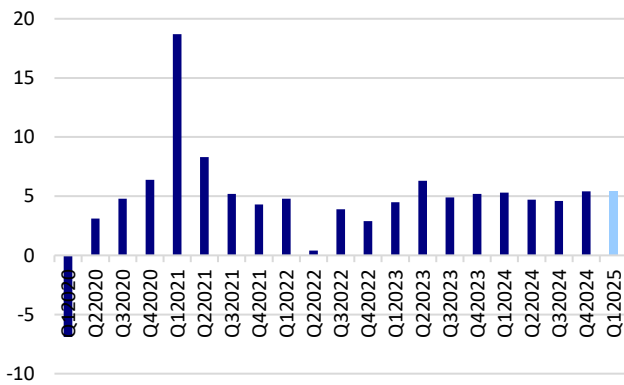
bàn đàm phán với phía Mỹ, cũng như khả năng duy trì được tốc độ tăng trưởng kinh tế và các mục tiêu vĩ mô của nước này.

Trong năm 2025, Trung Quốc tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế khoảng 5%. Kết quả tăng trưởng quý 1 của nước này đã đạt 5.4% so với cùng kỳ năm trước, vượt xa so với các dự đoán trước đó là vào khoảng 5.2%. Điều này củng cố nhận định Trung Quốc có cơ sở nền tảng vững chắc hơn nhiều quốc gia khác, và sẽ ít chịu tác động tiêu cực của thương chiến lần này.

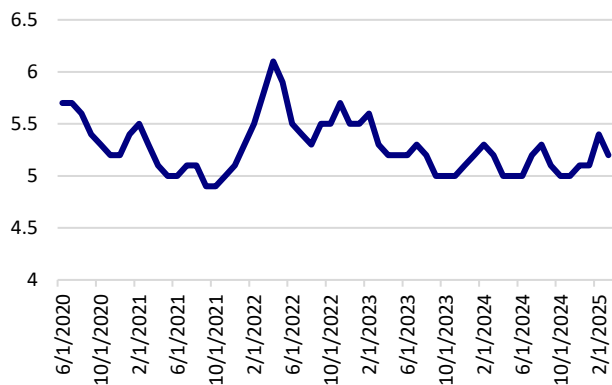
Đi cùng với tăng trưởng kinh tế tích cực, tỷ lệ thất nghiệp của Trung Quốc cũng giảm từ mức 5.4% trước đó xuống 5.2%. Với việc nền kinh tế Trung Quốc chịu áp lực gần đây của việc khó khăn trong tìm kiếm việc làm, kết quả của thị trường BDS trong nước giảm sâu trong những năm trước đó, việc tăng trưởng gia tăng cũng như tỷ lệ thất nghiệp đang có dấu hiệu giảm là những tiền đề vô cùng quan trọng cho nhận định Trung Quốc đã tạo đáy và sẽ bền vững phục hồi trong những năm tiếp theo.

Kết quả trên, bên cạnh năng lực thực tế của Trung Quốc, còn nhờ chính sách kích cầu được triển khai từ cuối Q3/2024 của chính phủ nước này. Nhiều gói nới lỏng tín dụng và chi tiêu tài khóa đã được chính phủ Trung Quốc tung ra, cho thấy cam kết mạnh mẽ của việc khôi phục lòng tin của người tiêu dùng trong nước cũng như cung cấp dư địa cho việc xử lý một số khoản nợ tiềm ẩn của các chính quyền địa phương. Bên cạnh đó, cũng có những gói nới lỏng được thiết kế để bơm vốn cho các ngân hàng quốc doanh Trung Quốc, bổ sung năng lực tài chính cho việc thúc đẩy tín dụng và gia tăng sức mua của nền kinh tế trước thương chiến 2.0.

Tăng trưởng GDP Trung Quốc theo quý (%)



Tỷ lệ thất nghiệp Trung Quốc (%)



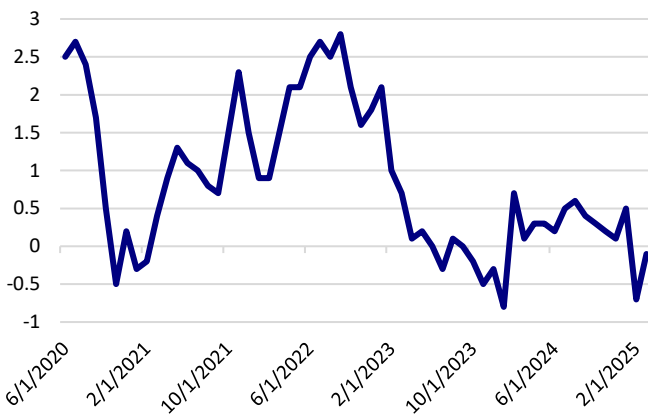
Nguồn: Bloomberg, Tổng cục Thống kê quốc gia Trung Quốc, GTJA RS team

Dĩ nhiên, vẫn có những quan ngại đối với thị trường Trung Quốc. Yếu tố quan trọng nhất là việc lạm phát tại nước này vẫn đang quanh mức 0%, tiếp tục duy trì áp lực về khả năng giảm phát lên nền kinh tế. Đi kèm với các khó khăn bên ngoài như thương chiến 2.0, rủi ro giảm phát sẽ làm suy yếu sức mua nội địa khi người tiêu dùng trong nước trì hoãn chi tiêu để chờ đợi mức giá tốt hơn. Điều này làm gia tăng khó khăn cho chính quyền Trung Quốc trong việc chuyển dịch mô hình tăng trưởng nhờ xuất khẩu sang mô hình dựa nhiều hơn vào nhu cầu nội tại vốn được cho là bền vững hơn.



Không chỉ có chỉ số giá tiêu dùng gây ra bất ổn cho nền kinh tế, chỉ số giá sản xuất tại Trung Quốc cũng đang sụt giảm, cho thấy khả năng dư thừa năng lực sản xuất của nước này. Dĩ nhiên, việc chỉ số giá sản xuất giảm cũng đến từ khả năng cải thiện năng suất lao động vô cùng mạnh mẽ của Trung Quốc, khi nước này đang tiến tới việc trở thành quốc gia đầu tiên kiểm soát toàn bộ chuỗi cung ứng chip. Các quốc gia khác, như Mỹ hay Đài Loan, Hàn Quốc phải dựa vào chuỗi cung ứng gồm doanh nghiệp từ nhiều quốc gia để sản xuất các loại chip tiên tiến nhất hiện nay. Với việc làm chủ các công nghệ tiên tiến vốn đang bị hạn chế xuất khẩu sang Trung Quốc, chi phí sản xuất giảm cũng là một điều dễ hiểu.

Lạm phát Trung Quốc (% yoy)



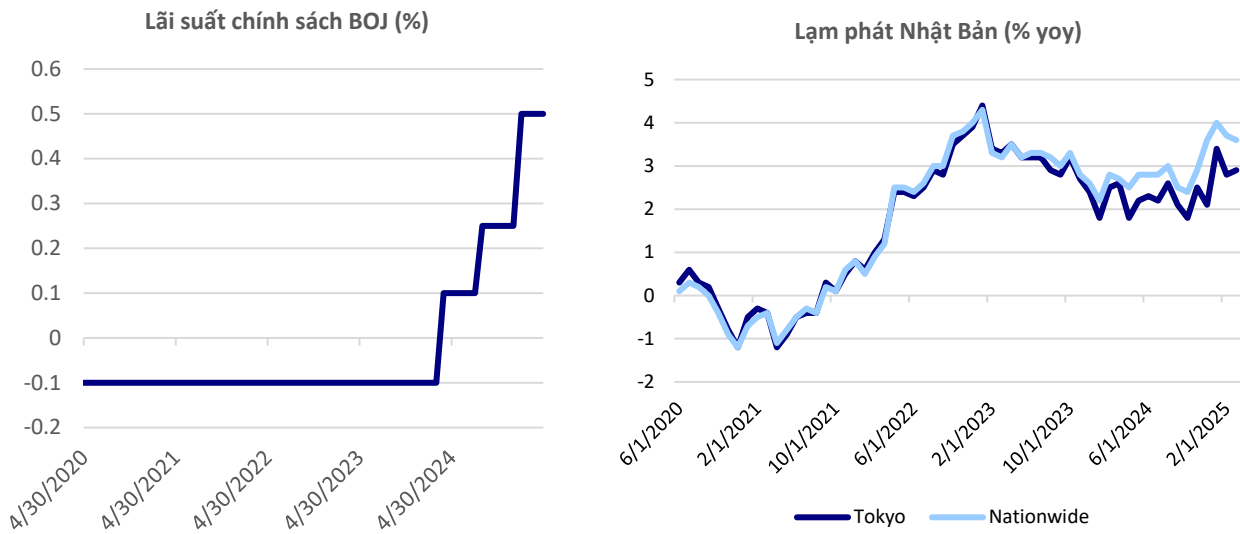
Đầu tư tài sản cố định TQ (% yoy)



Nguồn: Bloomberg Terminal, Tổng cục Thống kê quốc gia Trung Quốc, GTJA RS team

**Đối với thị trường Nhật Bản**, việc lạm phát giá tăng tiếp tục đặt sức ép lên NHTW nước này. Chỉ số lạm phát Tokyo gần đây ghi nhận mức tăng 3.4%, cao hơn so với dự đoán là 3.2% trong khi lạm phát cả nước vẫn giữ mức 3.2%. Các mức này đều cao hơn mục tiêu lạm phát của BOJ là 2% (với trần là 3%), và các phát biểu gần đây của thống đốc BOJ cho thấy cơ quan này sẵn sàng nâng lãi suất ngay vào các kỳ họp tiếp theo, nhiều khả năng tiếp tục gây áp lực lên đồng JPY cũng như các chiến lược carry trade trên thị trường.

Trong bối cảnh Nhật Bản vẫn đang tìm kiếm giải pháp cho lo ngại về thương mại của Mỹ, trong khi vẫn muốn duy trì mối quan hệ tốt đẹp với đối tác thương mại lớn là Trung Quốc, khiến việc tìm kiếm thỏa thuận với phía Mỹ gặp khó khăn mặc dù cả 2 bên đều muốn có thể tìm được tiếng nói chung. Trong bối cảnh các thị trường xuất khẩu gặp khó khăn, việc BOJ bị hạn chế trong khả năng triển khai chính sách tiền tệ hỗ trợ nhu cầu trong nước có lẽ sẽ là một điểm trừ đối với thị trường Nhật Bản trong mắt các nhà đầu tư.



Nguồn: Bloomberg Terminal, Bank of Japan, GTJA RS team

## VIỆT NAM

Việt Nam mở đầu năm 2025 với mức tăng trưởng GDP khá ấn tượng, đạt 6.93% ngay trong quý 1. Đây là mức tăng trưởng cao nhất ở quý 1 trong 6 năm trở lại đây, ghi nhận nỗ lực mạnh mẽ của chính phủ và quyết tâm cả nước trong việc đạt được mức tăng trưởng 8.0% hoặc cao hơn trong năm cửa ngõ 2025 này. Dĩ nhiên dù là mức tăng ấn tượng trong quý 1, thời gian còn lại của 2025 đòi hỏi phải có những kết quả nỗ lực cao hơn, ước các quý còn lại phải tăng trưởng khoảng 8.2% trung bình để có thể đạt được mức chi tiêu đề ra.

Nhìn trong quý 1, khu vực nông nghiệp chiếm khoảng 10.2% tỷ trọng GDP, giảm nhẹ so với mức 10.4% của năm 2024. Như vậy Việt Nam tiếp tục dịch chuyển nền kinh tế theo hướng hiện đại hóa, giảm bớt phụ thuộc vào lĩnh vực nông nghiệp truyền thống trong khi đẩy mạnh các lĩnh vực hiện đại tạo ra giá trị thặng dư cao hơn cũng như có tác động lan tỏa về tăng trưởng cũng như công nghệ cho nền kinh tế. Với tốc độ tăng trưởng chỉ 3.74% trong quý 1, dự kiến tỷ trọng khu vực nông nghiệp sẽ tiếp tục giảm dần trong thời gian tới, mặc dù đây vẫn sẽ là một lĩnh vực được quan tâm nhằm đảm bảo an ninh lương thực quốc gia.

Đối với đầu tàu tăng trưởng những năm gần đây là Công nghiệp và xây dựng, khu vực này chiếm 35% GDP, đạt mức tăng trưởng 7.42% trong quý 1. Đây là mức tăng trưởng tích cực, mặc dù tỷ trọng đóng góp GDP có phần giảm nhẹ so với năm 2024 (36.5%) do sự sụt giảm của khai khoáng trong những tháng đầu năm. Lĩnh vực quan trọng nhất là Công nghiệp chế biến chế tạo chiếm 66.1% tỷ trọng của Công nghiệp và Xây dựng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khả quan 9.28% khi Việt Nam tiếp tục là công xưởng quan trọng của thế giới. Trong khi đó lĩnh vực quan trọng thứ hai là Xây dựng chiếm 15.5% tỷ trọng Công nghiệp và xây dựng cũng có mức tăng trưởng cao đạt 7.99%.

Khu vực dịch vụ ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong các ngành nghề chính, đạt 7.7% đưa khu vực này lên chiếm 45.3% GDP của quý 1. Lĩnh vực kinh doanh và sửa chữa xe có động cơ, ô tô, mô tô vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất trong các ngành dịch vụ, chiếm khoảng 22.1% tỷ trọng các

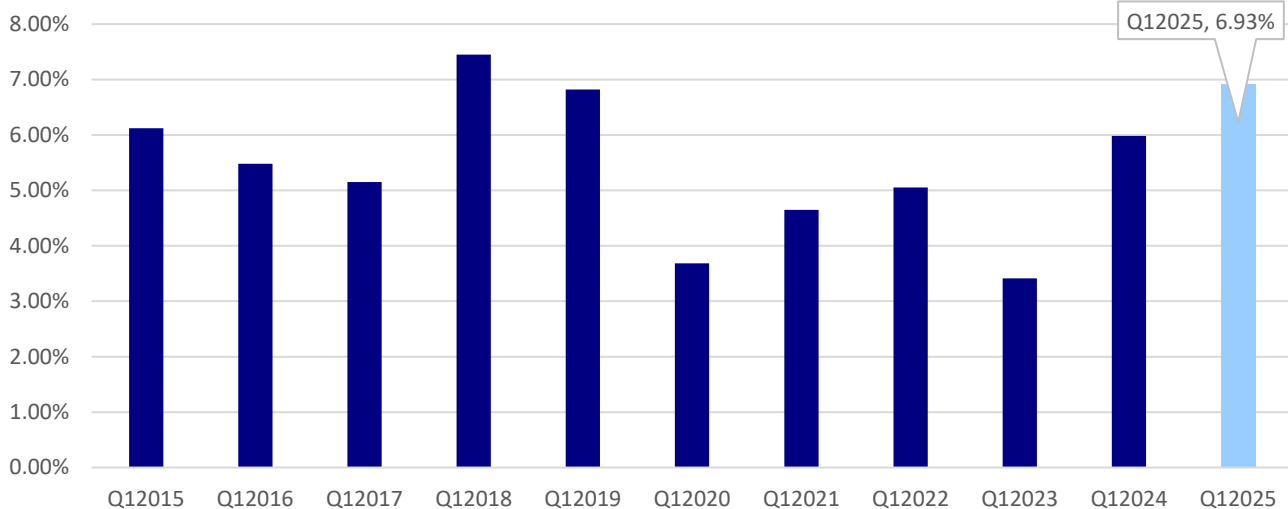


ngành dịch vụ và tăng trưởng 7.47%. Trong khi đó lĩnh vực quan trọng là vận tải và kho bãi có liên quan trực tiếp tới các hoạt động sản xuất, xuất khẩu chiếm tỷ trọng thứ hai là 13.9% tổng Dịch vụ, tăng trưởng ấn tượng 9.9% cũng là mức tăng cao thứ nhì trong ngành.

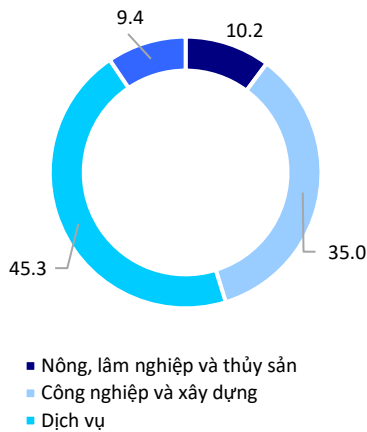
Như vậy, GDP của Việt Nam đã có sự khởi đầu khá thuận lợi trong quý đầu tiên, với các ngành nghề tiếp tục dịch chuyển theo định hướng hiện đại hóa và dịch chuyển chuỗi giá trị. Mặc dù vậy, mục tiêu tăng trưởng 8.0% năm nay sẽ là thách thức do các khó khăn đến từ sự bất định của chính sách kinh tế của Mỹ cũng như phản ứng của các đối tác khác trên toàn cầu. Với nền kinh tế có độ mở cao (kim ngạch XNK/GDP của VN năm 2024 vào khoảng 165%, cao hơn nhiều các quốc gia khác), sự dịch chuyển bất lợi của thương mại toàn cầu sẽ có tác động tiêu cực lên kinh tế Việt Nam nhiều hơn các nước khác.

Mặc dù vậy, với việc chính phủ đã nhanh chóng, khẩn trương, chủ động tìm cách giảm thiểu và đàm phán với phía Mỹ, trong khi nhiều chương trình kích thích kinh tế được triển khai, vẫn có cơ hội cho kinh tế Việt Nam đạt mục tiêu đề ra trong năm nay, nhất là trong bối cảnh đã có khởi đầu thuận lợi trong quý 1 cũng như việc hoãn đánh thuế 90 ngày của Tổng thống Trump cho phép các doanh nghiệp tận dụng thời gian để gia tăng sản xuất trong quý 2. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam kịch bản cơ sở trong mức 7.5-8.0%, hoặc có thể giảm về mức 6.0-6.5% nếu có những diễn biến bất lợi hơn. Mặc dù vậy, chúng tôi cũng sẽ xem xét lại các dự báo nếu xuất hiện tình hình mới.

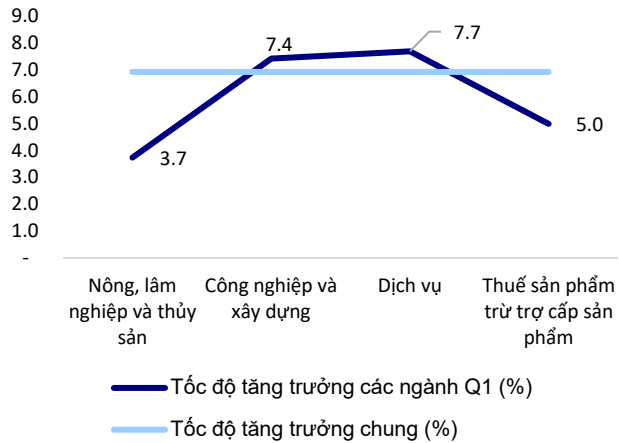
Tăng trưởng GDP Việt Nam Quý 1 các năm (%)



Tỷ trọng GDP Q1 2025 (%)



Tốc độ tăng trưởng từng ngành



Nguồn: Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

Sau 2 tháng số liệu biến động do tác động của tết Nguyên đán, số liệu sản xuất ổn định trở lại trong tháng 3. Theo đó sản lượng công nghiệp đo lường bằng chỉ số IIP của Việt Nam tăng trưởng 8.6% so với cùng kỳ 2024. Tính trong cả quý 1, sản lượng công nghiệp tăng 7.8%, thấp hơn một chút so với mức tăng 8.4% của cả năm 2024 nhưng vẫn là tốc độ tăng trưởng tích cực so với các năm gần đây.

Lĩnh vực khai khoáng có sản lượng sụt giảm, suy yếu 4.7% so với cùng kỳ 2024 khi Việt Nam dịch chuyển dần từ các ngành thâm dụng tài nguyên thiên nhiên. Trong khi đó công nghiệp chế biến chế tạo (+9.5%) và Cung cấp nước, xử lý rác thải (+11.6%) là những lĩnh vực có tăng trưởng tốt nhất. Việc sản lượng công nghiệp trong giai đoạn đầu 2025 có tốc độ khiêm tốn nhiều khả năng là do lo ngại về các diễn biến bất định tại thị trường Mỹ, đánh dấu bởi việc nhận chức cùng các tuyên bố trước và sau đó của Tổng thống Trump.

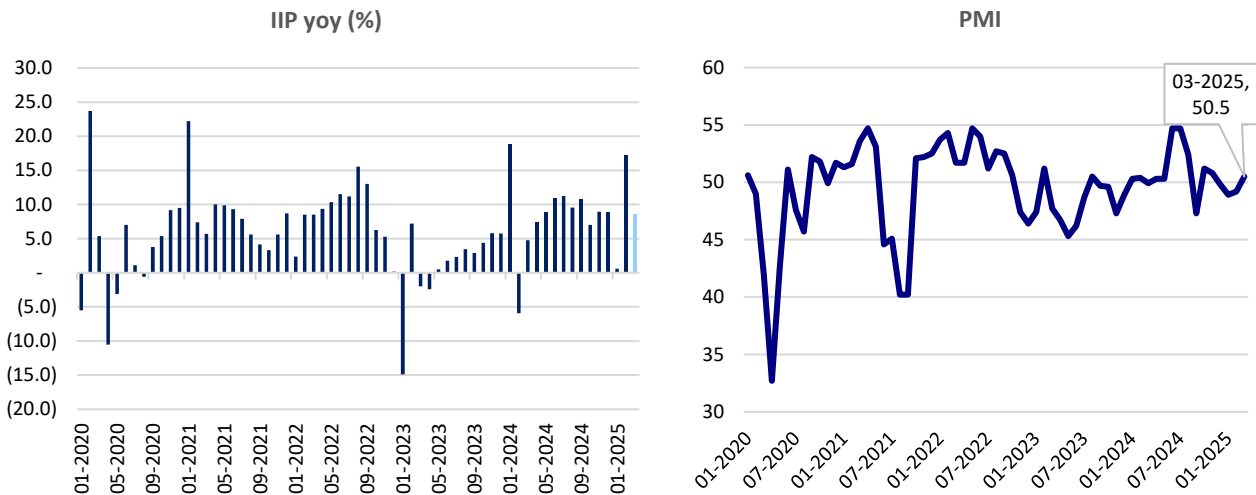
Với việc bất định gia tăng cùng một số lo ngại về diễn biến thương mại (mà sau đó được chứng minh là đúng đắn khi ông Trump đơn phương tuyên bố thuế tương hỗ với toàn thế giới), chỉ số PMI tại Việt Nam đã sụt giảm liên tục trong 3 tháng ngay sau khi ông Trump đắc cử, cho thấy tác động sâu rộng của ông đến hoạt động kinh tế toàn cầu nói chung hay Việt Nam nói riêng.

Điều may mắn là từ đầu tháng 4, chỉ số PMI đã cho thấy xu hướng mở rộng sản xuất trở lại tại Việt Nam. Nhiều khả năng là các doanh nghiệp đã có các biện pháp phòng vệ và cảm thấy tự tin trở lại đối với triển vọng kinh tế. Ở chiều ngược lại, việc thuế quan tương hỗ được công bố, dù sau đó lại được hoãn 90 ngày, có thể sẽ làm trật hướng toàn bộ các kế hoạch sản xuất của các bên.

Các phản ứng của doanh nghiệp tại Việt Nam khi thuế quan tương hỗ được công bố là rất mạnh. Trước khi có thông tin hoãn, một loạt đơn hàng của các doanh nghiệp sản xuất tại Bình Dương đã bị thông báo cắt từ phía đối tác, gây ảnh hưởng nghiêm trọng tới hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Kể từ khi thuế tương hỗ được hoãn trong 90 ngày, một số doanh nghiệp đã gia tăng sản xuất mạnh mẽ để tận dụng giai đoạn này gia tăng trữ hàng nhằm phòng bị cho các đứt gãy có thể xảy ra sau thời gian hoãn thuế.

Nhìn chung, hoạt động sản xuất công nghiệp tại Việt Nam những tháng đầu năm diễn ra ở mức tích cực vừa phải. Khi triển vọng đang phục hồi, thì lại bị phủ lên màn sương bất định của cuộc thương chiến của ông Trump. Nhìn chung, triển vọng ngắn hạn trong giai đoạn tạm hoãn thuế quan vẫn hết sức tích cực, giúp Việt Nam ở một vị thế tốt để đạt các mục tiêu tăng trưởng trong năm 2025.

Mặc dù vậy, phụ thuộc vào kết quả đàm phán về thương mại và thuế quan giữa Việt Nam và Mỹ, triển vọng dài hạn hơn của hoạt động sản xuất tại Việt Nam có thể sẽ diễn tiến theo những hướng hoàn toàn khác nhau.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, S&P Global, GTJA RS team

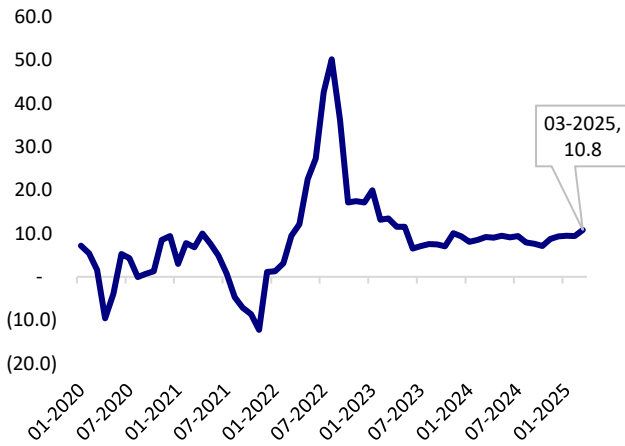
**Tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ** trong tháng 03/2025 ước tính đạt 570.9 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 10.8% so với năm 2024. Đây là một sự cải thiện về tốc độ tăng trưởng trong tháng 3 so với các tháng trước đó, đưa tổng tăng trưởng doanh số bán lẻ trong quý 1 2025 lên mức 9.9%. Nếu loại trừ yếu tố giá, tốc độ tăng trưởng bán lẻ trong tháng 3 vẫn đạt mức 7.5%, cao hơn trung bình 6.2-6.4% của những tháng gần đây.

Trong tổng mức bán lẻ, bán lẻ hàng hóa dịch vụ chiếm 76.1% trong tháng 3, tăng trưởng 9.2% cao hơn mức 8.3% của tháng trước đó. Trong khi đó, dịch vụ lữ hành tăng trưởng ấn tượng 25.1% trong tháng 3, cao nhất trong các hoạt động bán lẻ, và dịch vụ lưu trú, ăn uống cũng tăng trưởng 16.4%. Tính trong quý 1, tốc độ tăng trưởng của các mảng bán lẻ hàng hóa dịch vụ, lưu trú ăn uống và lữ hành cũng đạt mức ấn tượng lần lượt là 8.8%, 14.0% và 18.3%. Như vậy, hoạt động bán lẻ đang dần có sự phục hồi trong những tháng gần đây, dưới sự hỗ trợ tích cực của kinh tế tăng trưởng ấn tượng cũng như các chính sách kích cầu của chính phủ và giải ngân tín dụng.

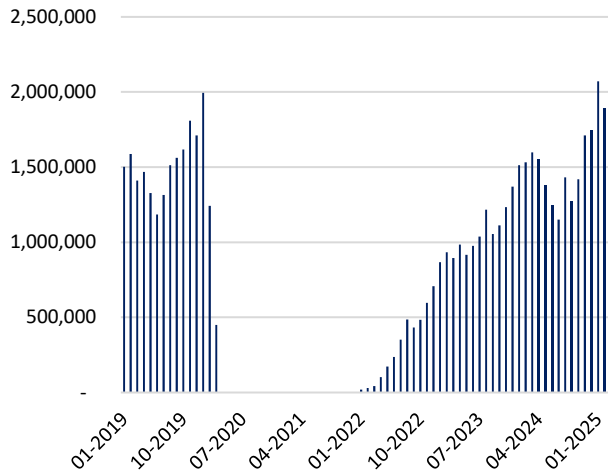
Số lượng khách du lịch nước ngoài tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong tháng 3, đạt 2.05 triệu lượt khách, tăng trưởng 28.5% so với cùng kỳ 2024. Tính trong cả quý 1, khách nước ngoài đã tăng trưởng 29.6%, là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ cho các hoạt động liên quan tới du lịch, lưu trú, nhà hàng của Việt Nam. Khách du lịch tới từ châu Á vẫn chiếm tỷ trọng lớn khoảng 78.6% tổng lượng khách du lịch nước ngoài tới Việt Nam trong tháng 3, trong đó khoảng 39.1% khách du lịch châu Á đến từ Trung Quốc. Như vậy, du khách Trung Quốc đã liên tục tăng trưởng bùng nổ tại thị trường Việt Nam, với mức tăng trong quý 1 là 78.3%, gấp hơn 2 lần mức tăng trung bình của khu vực. Trong

khi đó, khách du lịch tới từ Hàn Quốc là thị trường đứng thứ 2 tại Châu Á của Việt Nam, chiếm 23.2% tổng lượng khách tới từ châu Á trong tháng 3, lại đột ngột giảm nhẹ 3.6% trong tháng. Tính trong quý 1/2025, lượng khách du lịch tới từ Hàn Quốc chỉ tăng trưởng nhẹ 2.2%

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ HH và DV yoy (%)



Lượng khách du lịch nước ngoài



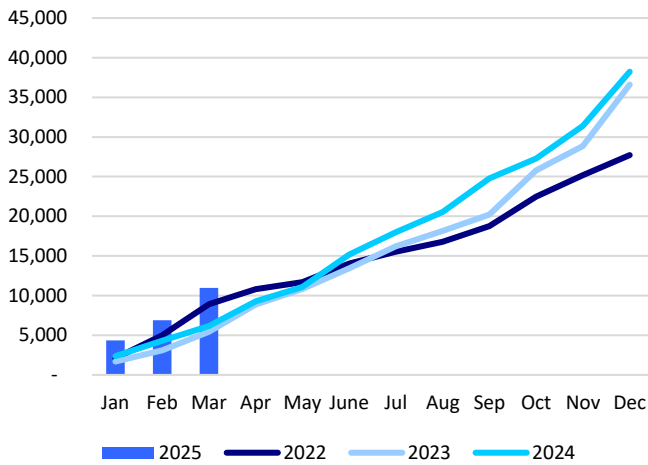
Nguồn: Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

Tính trong quý 1, tổng FDI đăng ký vào thị trường Việt Nam đạt con số ấn tượng khoảng 10.98 tỷ USD, tăng mạnh 34.7% so với cùng kỳ năm trước. Phần lớn là vốn FDI dành cho dự án mới đăng ký hoặc tăng thêm vốn cho một số dự án hiện hữu, đạt khoảng 9.49 tỷ USD chiếm 86.4% tổng lượng vốn FDI đăng ký trong quý 1. Mặc dù vậy, lượng FDI đăng ký cho dự án mới trong quý 1 chỉ đạt 4.33 tỷ USD, giảm 9.2% so với cùng kỳ 2024.

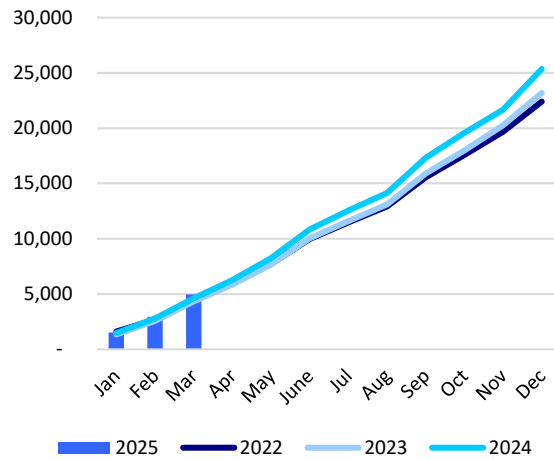
Như vậy, có thể thấy mặc dù đối đầu với những cơn gió ngược từ thị trường thế giới trong 3 tháng đầu năm, lòng tin của các nhà đầu tư quốc tế đối với thị trường Việt Nam vẫn hết sức vững vàng và vẫn còn nhiều dư địa cho tăng trưởng hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp này tại Việt Nam cũng như cơ hội phát triển các ngành, dịch vụ hỗ trợ như BDS khu công nghiệp, logistic, kho bãi.

Với việc FDI đăng ký gia tăng mạnh mẽ, tốc độ giải ngân FDI trong quý 1 cũng có sự cải thiện. Tính trong 3 tháng đầu năm đã có 4.96 tỷ USD vốn FDI được thực tế giải ngân, tăng 7.13% so với cùng kỳ 2024. Việc FDI giải ngân tăng tốc là một tiền đề quan trọng đảm bảo việc thực hiện thành công kế hoạch tăng trưởng của Việt Nam trong năm 2025 này cũng như tạo đà cho các mức tăng trưởng cao hơn vào những năm sau.

Lũy kế FDI đăng ký hàng năm (triệu USD)



Lũy kế FDI giải ngân hàng năm (triệu USD)



Nguồn: : Bộ KHĐT, GTJA RS team

Trong quý 1 2025, hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam khởi sắc trở lại. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu ước đạt 202.4 tỷ USD, tăng 13.7% so với cùng kỳ 2024. Kim ngạch xuất khẩu trong 3 tháng đầu năm ước đạt 102.8 tỷ USD, tăng 10.7% trong khi kim ngạch nhập khẩu đạt 99.6 tỷ USD, tăng 17.1%.

Tính riêng trong tháng 3, xuất khẩu cũng đạt 38.5 tỷ USD, tăng 14.4% so với cùng kỳ 2024 và nhập khẩu đạt 36.9 tỷ USD, tăng 19.4%. Hoạt động xuất nhập khẩu khởi sắc trở lại phù hợp với diễn biến của giải ngân FDI, cho thấy vai trò quan trọng của khối này đối với thương mại nói riêng và nền kinh tế Việt Nam nói chung.

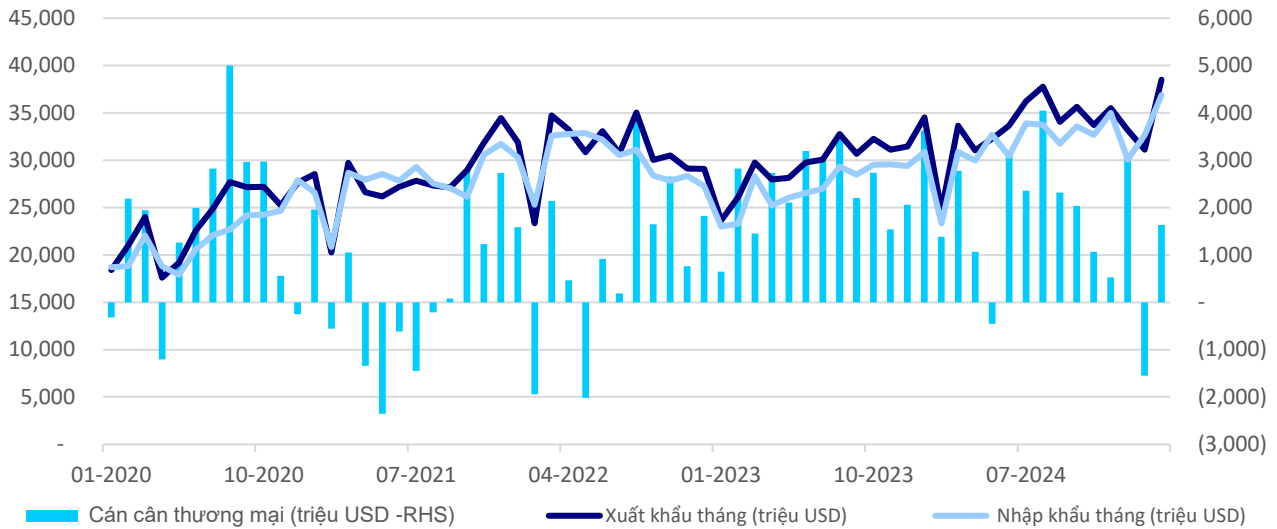
Như vậy, trong tháng 3 Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại 1.6 tỷ USD, lũy kế 3 tháng đầu năm thặng dư thương mại đạt 3.2 tỷ USD, có phần sụt giảm so với mức 7.8 tỷ USD cùng kỳ 2024. Mặc dù vậy, thặng dư thương mại này vẫn là yếu tố tích cực bổ sung nguồn cung ngoại hối, giúp ổn định hơn tỷ giá USDVND trên thị trường.

Bên cạnh các yếu tố tích cực, việc tổng kim ngạch xuất nhập khẩu tại Việt Nam tương đương 165% GDP trong năm 2024 cho thấy độ mở lớn của nền kinh tế và sự phụ thuộc vào thương mại cho tăng trưởng trong nước. Trước các diễn biến khó lường của kinh tế quốc tế và khả năng sụt giảm thương mại tại các thị trường chính như Mỹ trong thời gian tới, sẽ có áp lực nhất định lên kinh tế Việt Nam và cần quan sát một cách thận trọng các diễn biến của kim ngạch xuất nhập khẩu trong thời gian tới.

Đặc biệt, dù duy trì mức xuất siêu tích cực, nhưng đang có sự phân bố không đều trong xuất khẩu của Việt Nam. Tính trong năm 2024, dự kiến Việt Nam xuất siêu khoảng 25 tỷ USD, tuy nhiên khối FDI lại chiếm tỷ trọng xuất siêu lớn đạt gần 49 tỷ USD. Như vậy, các doanh nghiệp trong nước Việt Nam nhập siêu lớn, làm hạn chế yếu tố tích cực của xuất siêu khi đa phần chỉ tiêu này thuộc về doanh nghiệp nước ngoài. Điều này cũng làm giảm nguồn lực Việt Nam có thể huy động để đáp ứng các yêu cầu từ phía Mỹ liên quan tới thương mại và thuế quan.



### Chỉ số xuất nhập khẩu và cán cân thương mại

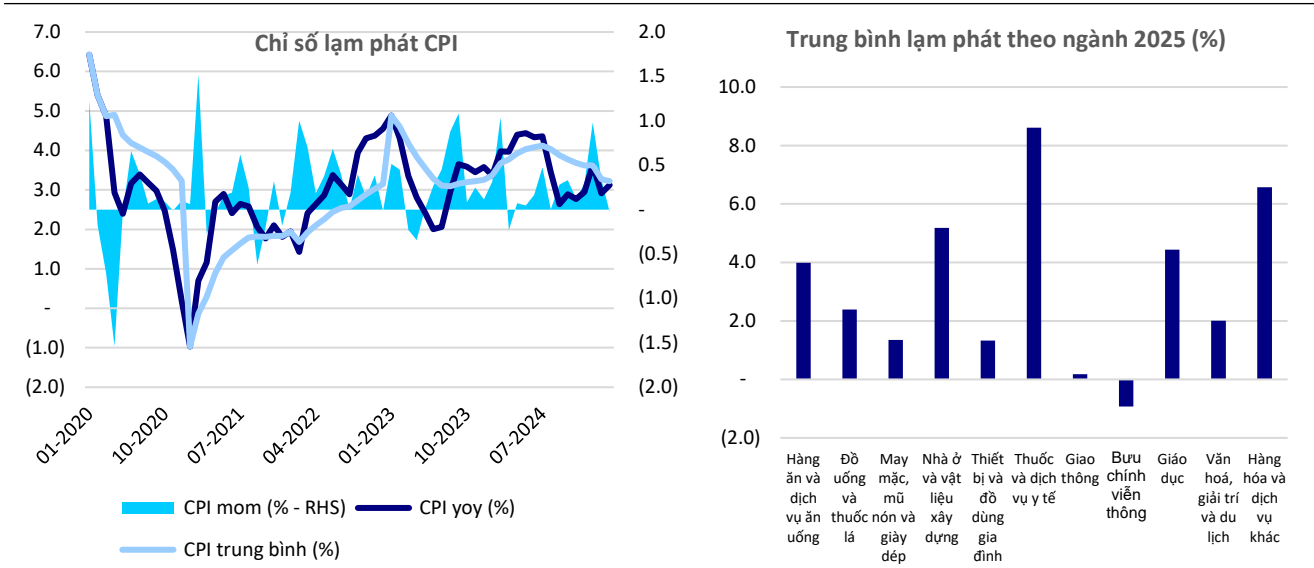


Nguồn: Hải quan Việt Nam, Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

Lạm phát tại Việt Nam trong tháng 3 tiếp tục ổn định, tăng 3.13% so với cùng kỳ 2024 đưa mức lạm phát trung bình cả năm 2025 lên 3.22%. Với chỉ tiêu lạm phát ở mức 4.5%, dư địa cho các chính sách tài khóa và tiền tệ của Việt Nam trong năm 2025 là còn khá nhiều, củng cố nhận định về mức tăng trưởng cao trong năm 2025, đặc biệt khi chính phủ cho biết sẵn sàng chấp nhận hi sinh tiêu chí lạm phát ở mức nào đó để thúc đẩy kinh tế.

Áp lực giá của chi tiêu thuốc, dịch vụ y tế vẫn ở mức cao trong tháng 3, tăng 14.6% so với cùng kỳ 2024. Mức tăng này đã được duy trì từ đầu 2025 do các điều chỉnh về giá thuốc, dịch vụ y tế và chưa có dấu hiệu giảm. Chỉ tiêu có tốc độ tăng giá cao thứ hai trong tháng 3 là chi tiêu nhà ở và vật liệu xây dựng với mức tăng 5.3% so với cùng kỳ 2024. Chi tiêu lương thực thực phẩm là yếu tố chiếm tỷ trọng cao trong rổ chỉ số CPI (33.6%), có mức tăng vừa phải 3.83% so với cùng kỳ 2024, vẫn gây áp lực tăng nhẹ lên chỉ số CPI. Trong khi đó, nhờ giá xăng dầu suy giảm gần đây, chỉ số giá về giao thông tiếp tục giảm 4.1% so với cùng kỳ 2024, hỗ trợ việc ổn định chỉ số CPI.

Do Việt Nam là quốc gia sản xuất, trong điều kiện thông thường áp lực lạm phát sẽ dễ thở hơn nếu các nền kinh tế trên thế giới gặp suy thoái do tác động giảm cầu. Tuy nhiên với diễn biến hiện tại, nếu các hàng rào thuế quan không được sớm gỡ bỏ, áp lực đứt gãy chuỗi cung ứng và tăng giá sản xuất sẽ xảy ra tại các quốc gia, khiến tình hình lạm phát tại Việt Nam diễn biến phức tạp hơn. Hiện tại, chúng tôi duy trì dự báo lạm phát Việt Nam nằm trong khoảng 4.0-4.5%, vẫn phù hợp với chỉ tiêu của chính phủ trong năm 2025.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

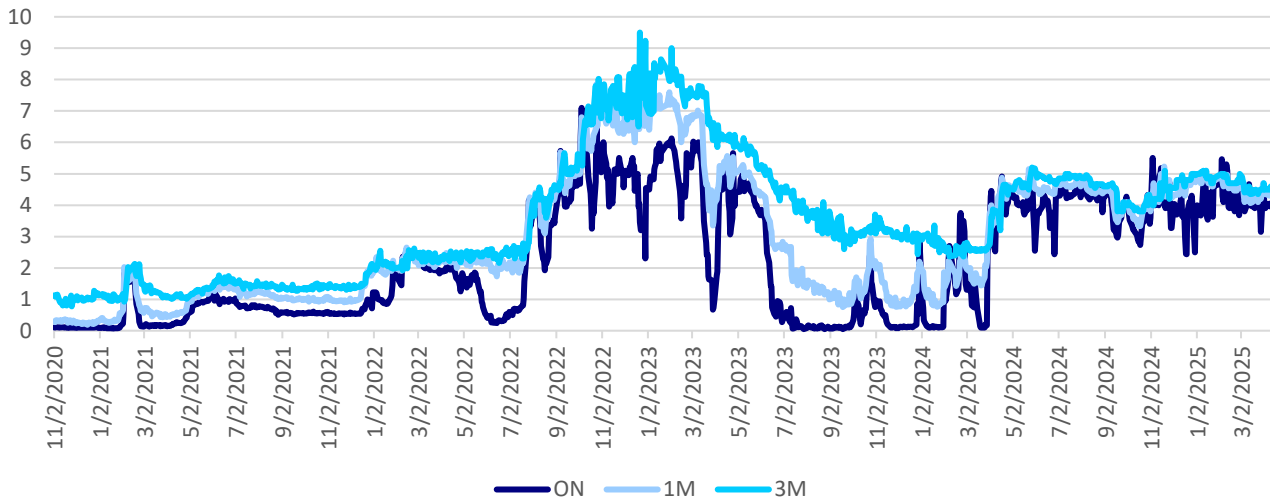
Thị trường tài chính Việt Nam đón nhận những thông tin tích cực về tăng trưởng tín dụng. Theo đó tính tới hết quý 1/2025 tín dụng đã tăng trưởng 3.93%, cao hơn khoảng 2.5% so với cùng kỳ 2024. Tín dụng giải ngân tăng trưởng mạnh ngay từ đầu năm cũng là cơ sở tích cực cho việc đạt chỉ tiêu giải ngân tín dụng từ 16% trở lên, hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8.0% cho năm nay.

Trong quý 1, Ngân hàng nhà nước đã tổ chức chuyển giao các ngân hàng 0 đồng và ngân hàng đang bị kiểm soát đặc biệt cho tổ chức nhận. Tổng cộng có 4 ngân hàng đã được chuyển giao trong năm nay, mở ra một chương mới trong việc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng.

Với việc chuyển giao này, thị trường tài chính Việt Nam tiến thêm một bước trong việc minh bạch hóa các hoạt động theo chuẩn mực quốc tế. Bên cạnh đó, với việc nhận chuyển giao, sát nhập các ngân hàng gặp khó khăn, tổ chức nhận chuyển giao sẽ có điều kiện tiến hành tái cấu trúc, tận dụng ưu thế về vốn, chuyên môn, hệ thống của mình đồng thời kế thừa mạng lưới khách hàng, hỗ trợ công tác cung cấp vốn cho nền kinh tế.

Nhìn chung trong quý 1 nền lãi suất ổn định, dù chịu nhiều áp lực trong và ngoài nước. Hiện tại chính phủ và NHNN vẫn định hướng duy trì và giảm các mức lãi suất nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên đang có nhiều ý kiến cho rằng lãi suất thấp đang gây khó khăn cho hoạt động thu hút vốn, qua đó các ngân hàng phải dựa nhiều hơn vào các kênh cấp vốn cấp 2 như vay của các định chế tài chính hay nghiệp vụ thị trường mở (OMO) của NHNN, dẫn tới rủi ro trong những giai đoạn biến động mạnh của thị trường.

### Diễn biến lãi suất Vnibor (%)



Nguồn: Bloomberg Terminal, GTJA RS team

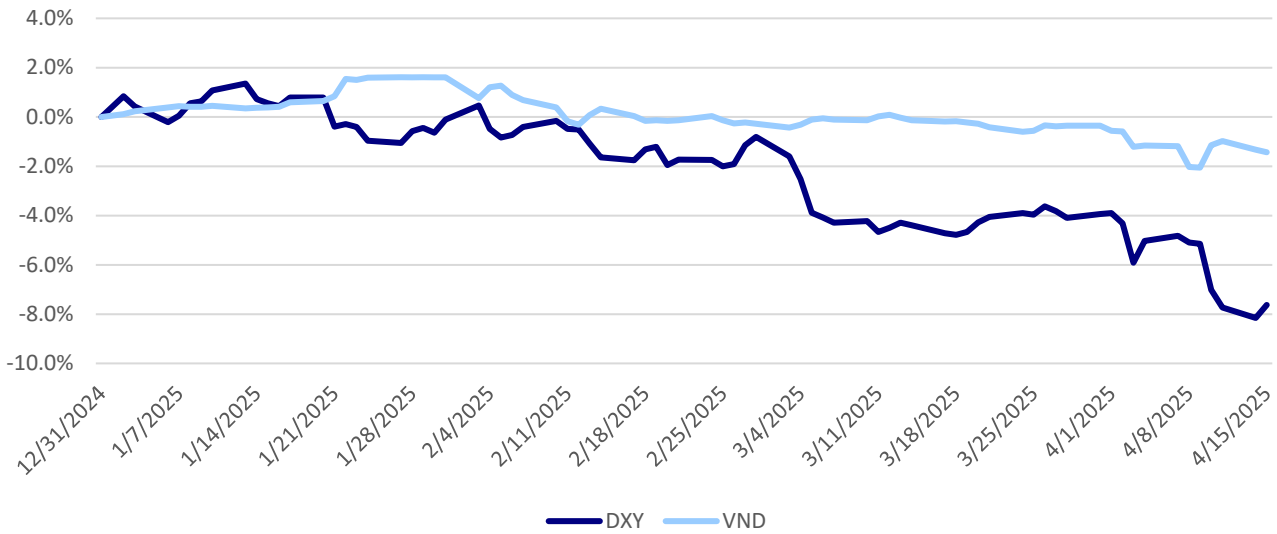
Sau khi diễn biến tương đối ổn định trong 2 tháng đầu năm, tỷ giá USD/VND có biến động từ tháng 3, đạt đỉnh ngắn hạn vào khoảng giữa tháng 4 ở mức 26,013 VND đối 1 USD. Như vậy, tính từ đầu năm VND đã mất giá khoảng 2.0-2.1%. So sánh với giai đoạn lịch sử 10 năm 2012-2022, đây là một mức mất giá khá cao, khi trung bình các năm trong giai đoạn đó VND suy giảm trung bình khoảng 1.8-2.0% mỗi năm. Mặc dù vậy, sau biến động thị trường tài chính trong nước và quốc tế với việc Fed nâng lãi suất mạnh mẽ để kiềm chế lạm phát năm 2022 và ngân hàng SCB bị kiểm soát đặc biệt, tỷ giá tại Việt Nam có xu hướng biến động mạnh hơn mất giá khoảng 4-5% mỗi năm.

Trong bối cảnh hiện tại, VND đang chịu các tác động trái chiều. Về một mặt, việc bị đề xuất mức thuế quan cao do tỷ trọng xuất siêu lớn của Việt Nam với Mỹ đã làm nhiều doanh nghiệp lo ngại, cụ thể là có thông tin về việc một số đơn hàng bị hủy trong giai đoạn chờ áp thuế (trước ngày 9.4). Để có mức thuế quan tích cực hơn, Việt Nam sẽ cần phải gia tăng nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ, tuy nhiên điều này lại bị giới hạn do xuất siêu thực tế nằm trong tay các doanh nghiệp FDI và NHNN đã không thể gia tăng dự trữ ngoại hối một cách đáng kể trong 2 năm vừa qua. Ước tính dự trữ ngoại hối hiện tại vào khoảng 82 tỷ USD, tương đối bé so với mức xuất siêu trên 100 tỷ USD của Việt Nam vào Mỹ.

Ở khía cạnh còn lại, thương chiến của Mỹ cùng với mong muốn Tổng thống Trump là một đồng USD yếu để hỗ trợ xuất khẩu có lẽ sẽ là yếu tố giảm bớt áp lực cho VND. Với việc chỉ số DXY đang giảm về quanh mức 100, tức là giảm khoảng 8% so với đỉnh, đồng VND có lẽ sẽ ổn định hơn trong thời gian tới, trước khi có những quyết định về thuế hoặc thỏa thuận giữa Việt Nam và Mỹ.

Hiện tại, dự báo tỷ giá VND có thể mất giá từ 3-5% trong năm 2025.

### Diễn biến các đồng tiền từ đầu năm 2025

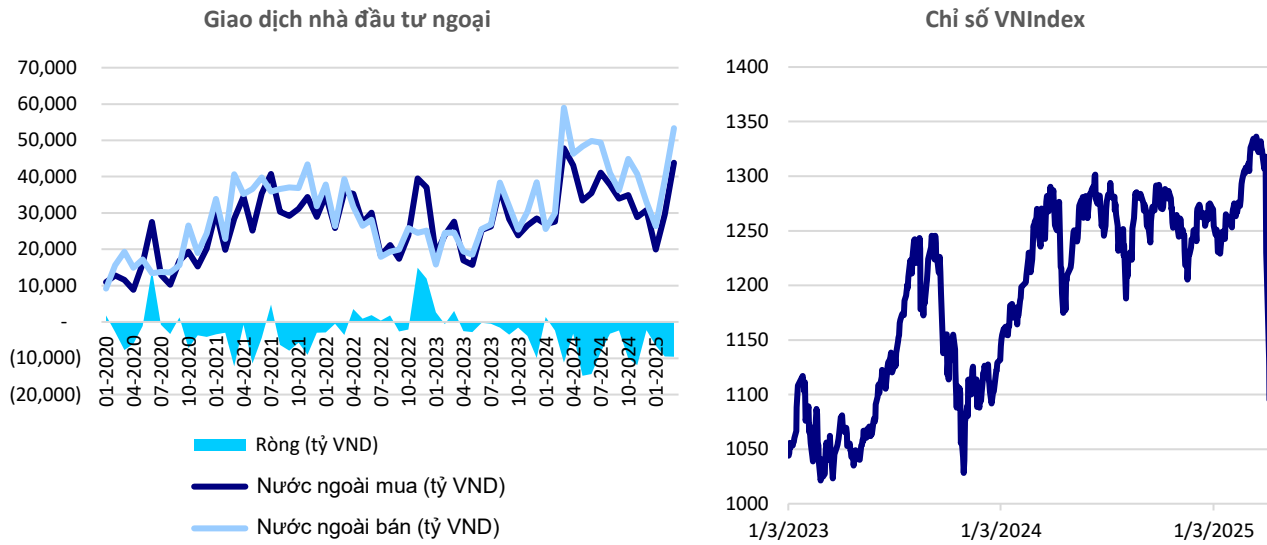


Nguồn: Bloomberg Terminal, GTJA RS team

Lo ngại về các rủi ro kinh tế tại Việt Nam và thị trường mới nổi nhìn chung tiếp tục là động lực khiến các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn tại các thị trường này. Trong tháng 3, các nhà đầu tư đã bán ròng khoảng 9,500 tỷ VND, tương đương mức bán ròng của tháng trước đó. Như vậy tính trong quý 1, các nhà đầu tư đã bán ròng khoảng 25,600 tỷ VND, gần bằng 1/3 mức bán ròng trong năm 2024.

Chỉ số VNIndex cũng có biến động mạnh, giảm sâu sau khi mức thuế quan được công bố, có thời điểm giảm 13.6% so với đầu năm. Sau đó, thị trường nhanh chóng phục hồi và vào giữa tháng 4 chỉ còn giảm khoảng 3% nhờ sức mua mạnh mẽ của các nhà đầu tư trong nước.

Nhìn chung, với các bất định hiện tại của chính sách thuế cũng như diễn biến kinh tế toàn cầu, nhiều khả năng dòng vốn ngoại sẽ chưa vội quay lại trong thời gian 1-2 tháng tới. Mặc dù vậy, vẫn có hi vọng từ việc Việt Nam sớm triển khai các hệ thống giao dịch hiện đại và xúc tiến khả năng nâng hạng thị trường, thu hút một số dòng vốn chủ động để tận dụng cơ hội trong thời gian tới.



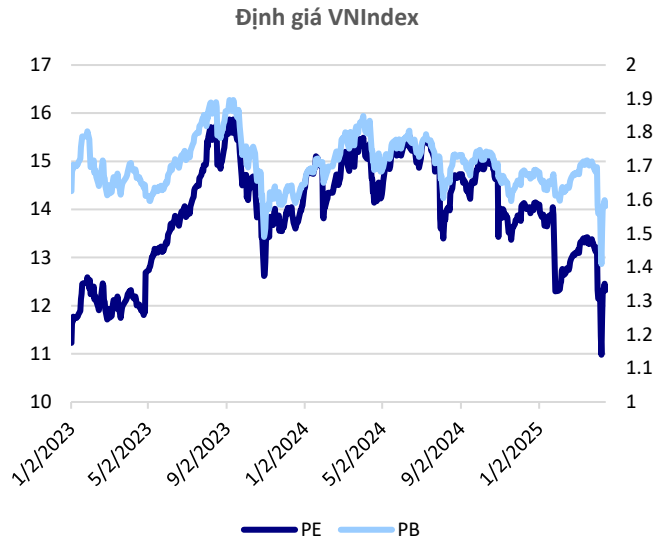
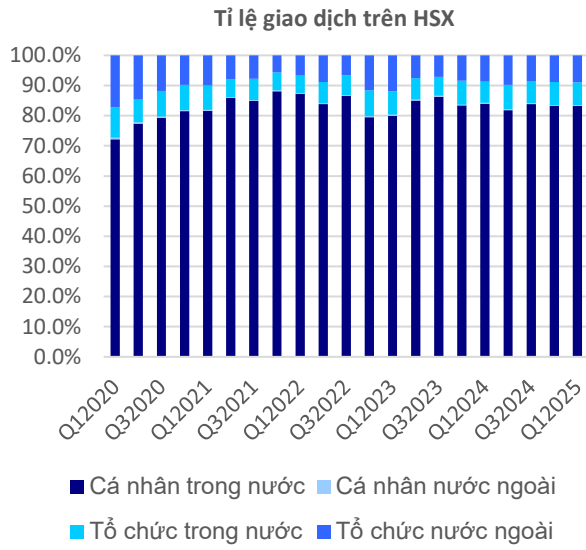
Nguồn: Bloomberg, Sở CK Hồ Chí Minh, GTJA RS team

Thị trường chứng khoán Việt Nam có những khởi đầu khá thuận lợi trong tháng 3/2025, tuy nhiên nhanh chóng bị ảnh hưởng bởi các lo ngại về thuế quan với Mỹ. Nhìn chung chúng tôi cho rằng thị trường vẫn đang trong giai đoạn tìm kiếm điểm cân bằng, với tình hình vĩ mô trong nước tương đối thuận lợi và có thông tin tích cực về việc triển khai hệ thống giao dịch KRX mới dự kiến vào đầu tháng 5/2025.

Mặc dù vậy, các bất định vẫn chưa được khai thông, do đoàn Việt Nam vẫn đang đàm phán với phía Mỹ để tìm kiếm một giải pháp cho lo ngại của đối tác này. Như vậy, chúng tôi khuyến khích các nhà đầu tư tiếp tục nắm giữ trạng thái hiện tại, nhưng bình tĩnh chờ đợi các mức giá tốt để giải ngân khi dự kiến thị trường vẫn còn có những đợt biến động theo các thông tin cập nhật của thương chiến và kinh tế toàn cầu.

Nhìn xa hơn, kinh tế Việt Nam đang vào thời điểm chuyển mình, và dù thương chiến xảy ra theo chiều hướng nào thì Việt Nam nhiều khả năng sẽ có tốc độ tăng trưởng kinh tế tích cực khi dân số ở trong giai đoạn vàng, cùng với sự liên kết chặt chẽ với các trung tâm sản xuất, công nghệ toàn cầu. Vì vậy, lựa chọn thời điểm cũng như chứng khoán cụ thể để giải ngân là hết sức quan trọng với nhà đầu tư.





Nguồn: Bloomberg Terminal, FiinPro, GTJA RS team



### XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

| Khuyến nghị   | Định nghĩa  |
|---------------|---|
| Mua           | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực        |
| Tích lũy      | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15%<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực      |
| Trung lập     | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5%<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập     |
| Giảm tỷ trọng | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5%<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực |
| Bán           | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15%<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực   |

### XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

| Xếp loại     | Định nghĩa   |
|--------------|--|
| Vượt trội    | Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5%<br>Hoặc triển vọng ngành tích cực      |
| Trung lập    | Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5%<br>Hoặc triển vọng ngành trung lập  |
| Kém hiệu quả | Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5%<br>Hoặc triển vọng ngành kém tích cực |

### KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

**Nguyễn Kỳ Minh**

Chief Economist

[minhmk@gtjas.com.vn](mailto:minhmk@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073- ext:706

**Trần Thị Hồng Nhung**

Deputy Director

[nhungtth@gtjas.com.vn](mailto:nhungtth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 - ext:703



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)  
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

| LIÊN HỆ  | TRỤ SỞ CHÍNH<br>HÀ NỘI          | CHI NHÁNH<br>TP. HCM   |
|--|---------------------------------|--|
| Điện thoại tư vấn:<br>(024) 35.730.073   | P9-10, Tầng 1, Charmvit Tower   | Tầng 3, Số 2 BIS, Công Trường<br>Quốc Tế, P. 6, Q. 3, Tp.HCM |
| Điện thoại đặt lệnh:<br>(024) 35.779.999   | Điện thoại:<br>(024) 35.730.073 | Điện thoại:<br>(028) 38.239.966                              |
| Email: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a><br>Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a> | Fax: (024) 35.730.088           | Fax: (028) 38.239.696  |