



Phòng Phân tích  
[research@gtjas.com.vn](mailto:research@gtjas.com.vn)  
26/02/2024

## Cập nhật Vĩ mô Việt Nam 2024 và Đánh giá Triển vọng Vĩ mô năm 2025:

### *Tổng hợp thông tin chính:*

- Năm 2024 là một năm bản lề của thế giới cũng như Việt Nam. Trong năm có những sự thay đổi lớn về chính sách điều hành cũng như người đứng đầu của các quốc gia, định chế hàng đầu trên thế giới
- Có sự phân cực trong chính sách tiền tệ, tài khóa cũng như diễn biến các nền kinh tế trên thế giới. Dự kiến năm 2025 tiếp tục là một năm phân hóa với những biến động khó lường
- Việt Nam duy trì là một quốc gia, điểm đến an toàn của các nhà đầu tư trên thế giới. Tăng trưởng kinh tế năm 2024 đạt mức cao kỷ lục trong khi 2025 dự kiến sẽ tiếp tục là một năm tăng tốc
- Chính phủ và doanh nghiệp cho thấy quyết tâm đồng lòng triển khai các biện pháp hợp lý, hiệu quả để giúp nền kinh tế tăng cường năng lực cạnh tranh, tạo đà nhảy vọt và chiếm lĩnh các ngành nghề trọng điểm tương lai như kinh tế xanh, AI, bán dẫn....
- Năm 2025 cũng đánh dấu một năm bước ngoặt khi các cơ quan quản lý và nhà đầu tư dự báo Việt Nam sẽ chính thức được thăng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE, mở ra một giai đoạn mới bùng nổ mạnh mẽ cho thị trường tài chính trong nước.



## VĨ MÔ QUỐC TẾ

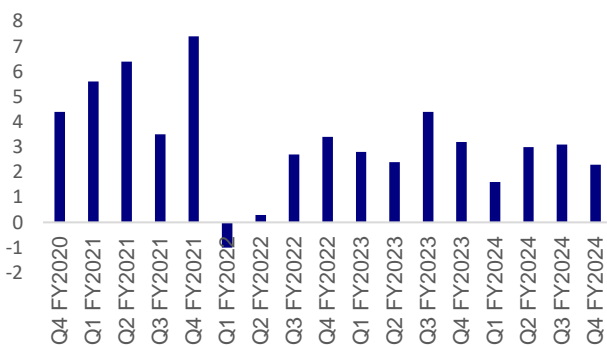
Năm 2024 là một năm biến động của quốc tế. Sự kiện lớn nhất trong năm chắc chắn là cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ với chiến thắng vang dội của tân Tổng thống Donald Trump. Trái với các dự đoán trước bầu cử, khi mà nhiều khảo sát trên các phương tiện chính thống cho thấy khả năng thắng cử khá cao của bà Kamala Harris, đại diện cho Đảng Dân chủ, hoặc ít nhất là một chiến thắng sát sao của Đảng Cộng hòa, trên thực tế ông Donald Trump giành chiến thắng vang dội tại tất cả các bang chiến địa, với kết quả thắng cử cả với số phiếu đại cử tri lẫn số phiếu phổ thông.

Mặc dù vậy, kết quả trên lại khá sát so với tỷ lệ đặt cược trên Polymarket, một ứng dụng/website cho phép bạn dự đoán và đặt cược vào các sự kiện trên toàn cầu. Sự phát triển của Polymarket là một phần của xu hướng phi tập trung hóa, cùng với sự ra đời của các ứng dụng, sản phẩm như crypto, blockchain, AI... là những công cụ sẽ định hình tương lai của cả thế giới.

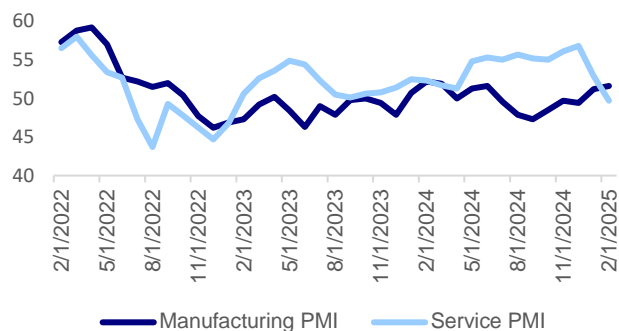
Không chỉ có các biến động tại Mỹ, 2024 còn chứng kiến sự tan rã của chính phủ tại nhiều quốc gia phát triển như Pháp, Đức, Canada, với các phong trào dân tộc, chủ nghĩa dân túy lên cao trên khắp toàn cầu cùng với xung đột gia tăng tại các điểm nóng như Nga – Ukraine hay Trung Đông. Điều đó củng cố cho nhận định thế giới đang trải qua bước ngoặt lớn, và những thay đổi mang tính cơ bản, dài hạn sẽ diễn ra trong những năm sau này định hình cho toàn bộ nhân loại.

Các diễn biến kinh tế năm qua cũng không nằm ngoài xu hướng chung của các thay đổi lớn lao đó. Một trong những sự kiện quan trọng nhất trong năm là biến động mạnh của thị trường khi NHTW Nhật Bản lần đầu tiên nâng lãi suất sau gần 1 thập kỷ giữ lãi suất ở mức âm do áp lực của lạm phát. Động thái này khiến thị trường bất ngờ, dẫn tới chỉ số biến động VIX có thời điểm vượt ngưỡng 60 là dấu hiệu của các cuộc khủng hoảng trong quá khứ. Rất may là NHTW Nhật Bản BOJ đã sớm có can thiệp trấn an thị trường, giúp các nhà đầu tư bình tâm trở lại.

Tăng trưởng GDP Mỹ (yoy %)



US PMI (50 = Neutral)



Nguồn: Bloomberg Terminal, Bureau of Economic Analysis, GTJA RS team

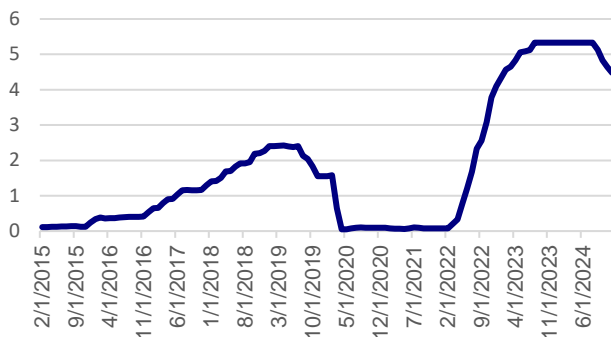
**Tại thị trường Mỹ**, nền kinh tế nước này vẫn tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2024 với chỉ số GDP quý 4 đạt 2.3%, sụt giảm so với mức 3.1% quý trước đó. Dự kiến cả năm 2024, nền kinh tế lớn nhất thế giới này vẫn tăng trưởng vào khoảng 2.8%, tương đương mức của năm 2023. Tăng trưởng vững chắc của Mỹ có phần đóng góp quan trọng của khu vực dịch vụ khi PMI của khu vực này liên tục cho thấy xu hướng mở rộng sản xuất, trong khi khu vực sản xuất thì có nhiều biến động.



Bên cạnh nền kinh tế vững chắc, tình hình lạm phát ở Mỹ có những diễn biến khá phức tạp. Lạm phát tại Mỹ đã trên đà giảm dần cho đến giữa năm, mặc dù vẫn neo ở mức khá cao so với mục tiêu 2% của NHTW Mỹ (Fed). Tính cho đến giữa năm, lạm phát của Mỹ đã dịch chuyển theo xu hướng tích cực, nhờ sự đóng góp quan trọng của việc điều hành của Fed. Tuy nhiên khi Fed quyết định cắt giảm lãi suất mạnh mẽ 3 lần trong năm nay với mức cắt giảm tổng cộng 1%, lạm phát đã có dấu hiệu tăng trở lại cho thấy cuộc chiến chống lạm phát tại quốc gia này chưa đến những hồi cuối.

Việc lạm phát tăng bên cạnh một số biến động của nguyên vật liệu như dầu thô, còn có sự đóng góp của áp lực chi phí nhân công khi lương trung bình ở Mỹ tăng nhanh và tỷ lệ thất nghiệp giảm. Nhìn chung, nền kinh tế Mỹ vẫn đang trong trạng thái vững chắc, tuy nhiên áp lực đang gia tăng với một số biến động kinh tế chính trị vào giai đoạn nửa sau 2024, đặc biệt là quý cuối cùng.

Lãi suất Fed (%)



Lạm phát Mỹ CPI yoy (%)



Nguồn: Bloomberg Terminal, Bureau of Labor Statistics, GTJA RS team

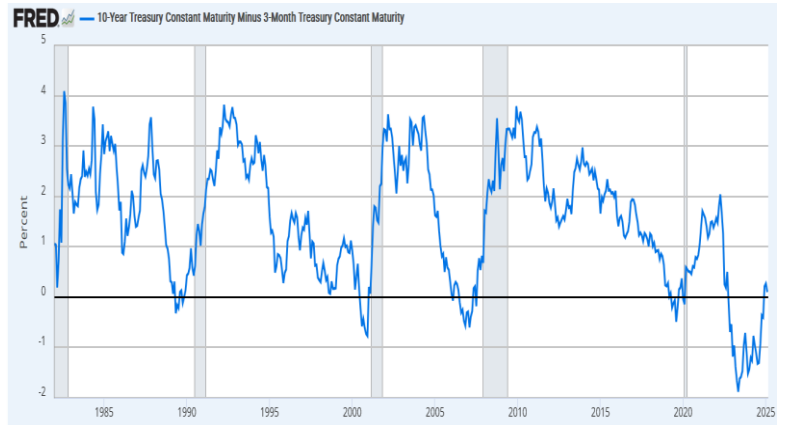
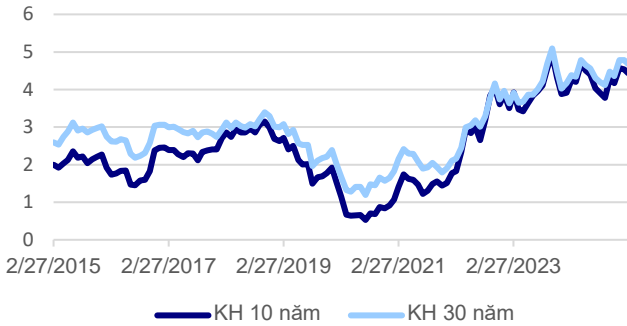
Như đã nói, Fed có động thái cắt giảm lãi suất lần đầu tiên sau gần 2 năm vào tháng 9/2024 và liên tục cắt giảm trong 3 kỳ họp sau đó. Lý do được đưa ra là kỳ vọng lạm phát dịch chuyển về mục tiêu của Fed, do đó quá trình “bình thường hóa” lãi suất được kích hoạt nhằm đưa lãi suất về mức “trung tính” (tức là không thắt chặt cũng không nới lỏng), ước tính là quanh mốc 3-3.5%. Vào thời điểm này, thế giới kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất nhiều lần trong năm 2025 và 2026, đưa mặt bằng lãi suất về mức trung tính kể trên.

Tuy nhiên, thị trường dường như lại có suy nghĩ khác. Lần đầu tiên trong nhiều năm, mặc dù Fed giảm lãi suất nhưng lợi suất trái phiếu chính phủ các kỳ hạn dài 5-10-30 năm lại tăng vọt. Điều này một mặt phản ánh thực tế là Fed chỉ trực tiếp kiểm soát các mức lãi suất ngắn hạn chứ không phải lãi suất dài hạn, phần còn lại cho thấy thị trường đang lo ngại về các yếu tố nằm ngoài thẩm quyền của Fed như tốc độ tăng trưởng kinh tế, lạm phát, chính sách đối nội, đối ngoại..

Với việc lợi suất dài hạn tăng vọt trong khi lãi suất ngắn hạn lại giảm, lần đầu tiên sau gần 2 năm chênh lệch lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ 10 năm và lãi suất 3 tháng đã dương trở lại trong năm 2024 và chênh lệch này càng mở rộng về cuối năm. Tính từ những năm 1990 đến nay, việc chỉ báo này đạt mức âm và bình thường trở lại là dấu hiệu của các cuộc suy thoái sau đó, mặc dù khoảng thời gian xảy ra có thể kéo dài từ vài tháng tới cả năm kể từ khi có sự bình thường trở lại của chênh lệch lợi suất.



Lãi suất trái phiếu Mỹ (%)



Nguồn: Bloomberg Terminal, Federal Reserve Economic Data, GTJA RS team

Trái ngược với sự biến động về kinh tế, chính trị tại thị trường Mỹ, **tại Trung Quốc** nền kinh tế và trật tự xã hội vẫn cải thiện một cách tích cực. Sau nhiều lo ngại về tốc độ GDP giảm dần trong các quý trong 2024, kinh tế Trung Quốc có sự đột phá mạnh mẽ vào quý 4, đạt mức tăng trưởng 5.4% trong quý này và giúp tăng trưởng cả năm vẫn đạt mục tiêu 5.0% đề ra.

Việc chuyển mình trong quý cuối năm có sự đóng góp của các chính sách kích thích mạnh mẽ, bắt đầu từ tháng 9/2024 bao gồm tiếp tục nới lỏng tiền tệ, cũng như đưa ra các gói kích thích tài khóa trị giá hàng nghìn tỷ USD. Bên cạnh đó, Trung Quốc cũng mạnh tay trong việc cải tổ và hỗ trợ thị trường tài chính thông qua việc cho phép vay để mua cổ phiếu quỹ, giúp thị trường chứng khoán nước này tăng vọt 40% khi chính sách mới được ban hành.

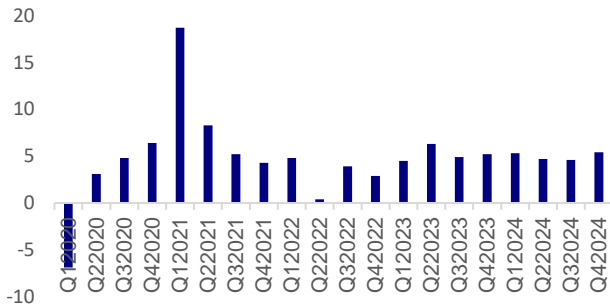
Với việc tiếp tục các chính sách này trong năm 2025, Trung Quốc được kỳ vọng sẽ tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng ấn tượng, đặc biệt khi nước này là quốc gia đầu tiên đạt được mức xuất siêu 1,000 tỷ USD trong năm 2024. Kết quả này trong bối cảnh hàng hóa Trung Quốc bị áp các mức thuế bảo hộ rất cao ở các thị trường như Mỹ, EU cho thấy sức cạnh tranh và ưu thế về năng suất vượt trội của hàng hóa, dịch vụ nước này.

Dĩ nhiên, Trung Quốc cũng có những vấn đề nội tại. Trong khi vẫn đạt kết quả tích cực về sản xuất của cải vật chất, giá cả tại Trung Quốc tiếp tục dao động quanh mức 0%, cho thấy rủi ro về giảm phát vẫn hiện diện. Xét trên bài học tại các quốc gia như Nhật Bản, giảm phát là một yếu tố đe dọa ổn định kinh tế vô cùng nghiêm trọng khi khiến cho người dân trong nước có xu hướng hạn chế và hoãn lại các khoản chi tiêu.

Ở chiều ngược lại, việc giá cả gia tăng chậm được cho là ảnh hưởng của việc cắt giảm chi tiêu hộ gia đình khi tài sản của họ (ước tính trung bình 60% là BDS) bị giảm giá mạnh do thị trường BDS sụt giảm trong những năm qua. Gần đây chính phủ Trung Quốc đã triển khai một số giải pháp để bình ổn thị trường BDS như hỗ trợ tài chính cho các địa phương để mua lại các dự án, và đã có một số dấu hiệu tích cực ban đầu khi giá BDS tại các thành phố lớn vào tháng 12 có dấu hiệu tăng trở lại. Nhìn chung vẫn còn nhiều vấn đề phải xử lý đối với thị trường BDS Trung Quốc nhưng nhiều khả năng quốc gia này sẽ thành công trong việc ngăn chặn giảm phát cũng như xì hơi thị trường BDS vốn ở trạng thái bong bóng nhiều năm qua.



Tăng trưởng GDP Trung Quốc theo quý (%)



Lạm phát Trung Quốc (% yoy)



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

Sự thành công của kinh tế Trung Quốc còn được củng cố bởi chỉ số PMI sản xuất liên tục phục hồi trong những tháng gần đây, Chỉ số PMI Caixin phản ánh xu hướng của các doanh nghiệp tư nhân vừa và nhỏ cũng như chỉ số PMI cung cấp bởi Tổng cục Thống kê Trung Quốc cho thấy xu hướng mở rộng sản xuất trong những tháng tiếp theo.

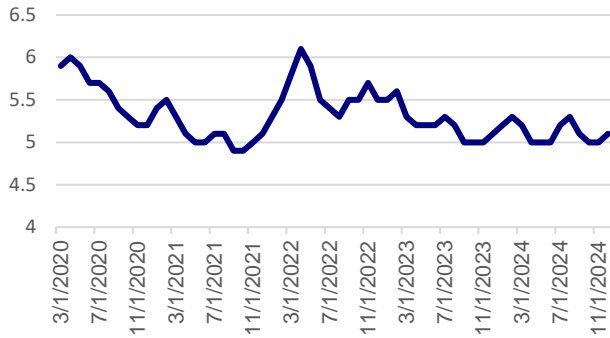
Tỷ lệ thất nghiệp Trung Quốc trong năm 2024 dao động quanh mức 5-5.4%, giảm so với tỷ lệ thất nghiệp trong giai đoạn Covid 19. Mặc dù vậy, đây vẫn là một mức thất nghiệp cao so với lịch sử Trung Quốc và chính quyền trung ương cũng như địa phương quốc gia này đang hết sức nỗ lực để đảm bảo an sinh xã hội, đưa tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống thông qua các chương trình kích thích tài khoản và tiền tệ trị giá hàng nghìn tỷ USD.

Bên cạnh năng lực sản xuất vượt trội, Trung Quốc còn đang cho thấy mình dẫn đầu trong các lĩnh vực tiên tiến hơn như AI, mạng xã hội, cùng với việc gia tăng vị thế toàn cầu cụ thể là việc kết nạp thêm nhiều thành viên trong đó có Malaysia, Thái Lan và Indonesia vào khối BRICS do quốc gia này lãnh đạo. Trong trường hợp Indonesia, quốc gia này nhanh chóng hoàn thành thủ tục và chính thức là một thành viên của BRICS ngay từ đầu 2025, trong khi Malaysia và Thái Lan đang duy trì tư cách đối tác và tiếp tục xem xét hoàn thiện hồ sơ trở thành thành viên trong tương lai.

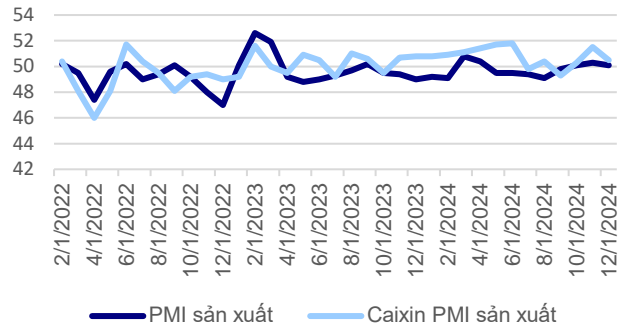
Việc Trung Quốc gần đây công bố AI Deepseek và mã nguồn của ứng dụng này cho toàn thế giới như là một đòn phản công cho tuyên bố về dự án Stargate trị giá 500 tỷ USD của phía Mỹ nhằm duy trì vị thế số 1 về AI và công nghệ của nước này. Hiện tại Deepseek đang được cộng đồng công nghệ quốc tế đón nhận một cách tích cực, và một số bài test cho thấy Deepseek có hiệu suất không kém gì ChatGPT và với mức chi phí thấp hơn rất nhiều.



Tỷ lệ thất nghiệp Trung Quốc (%)



Chỉ số PMI Trung Quốc (50 = Neutral)



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

Quốc gia lớn khác ở khu vực là **Nhật Bản** đang có những khó khăn trong năm 2024. Sau khi liên tục tăng trưởng âm trong Q1 và Q2, kinh tế Nhật Bản đạt mức tăng 0.5% trong quý 3 so với cùng kỳ 2023, như vậy nhiều khả năng tăng trưởng cả năm 2024 của quốc gia này đạt dưới 1%, thấp hơn nhiều so với dự báo 1.55% hay mức tăng 1.9% của năm 2023.

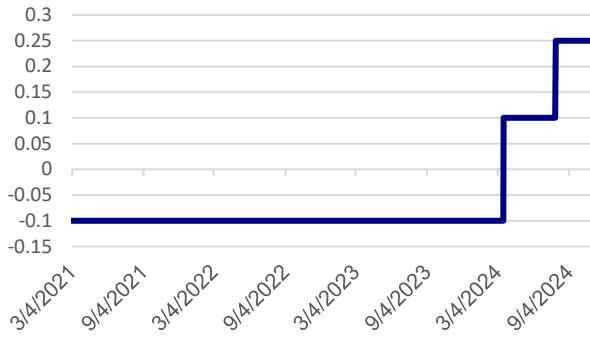
Bên cạnh những khó khăn trong việc duy trì tốc độ tăng trưởng, lạm phát tại Nhật Bản đã gia tăng trở lại sau nhiều năm vật lộn với tình hình giảm phát. Mặc dù vẫn duy trì lãi suất âm trong những năm 2022-2023 do lo ngại giảm phát vẫn là vấn đề, từ 2024 ngân hàng TW Nhật Bản đã quyết định mức lãi suất âm không còn phù hợp cho tình hình mới và lạm phát đã thực sự trở lại cũng như đang dần trở thành một thách thức khi liên tục gia tăng vượt mục tiêu cũng như vượt biên chấp nhận của cơ quan này.

Như vậy, vào Q2 năm 2024, sau gần một thập kỷ duy trì mức lãi suất âm, NHTW Nhật Bản đã lần đầu tiên nâng lãi suất và tiếp tục việc nâng lãi suất vào giữa năm. Việc này gây ra bất ngờ cho thị trường khi nhiều tổ chức, nhà đầu tư do lo ngại lãi suất tiếp tục tăng cũng như khả năng đồng JPY bật tăng mạnh mẽ nên đã phải đóng trạng thái carry trade, gây ra biến động lớn trên thị trường. Dù NHTW Nhật Bản đã nhanh chóng đưa ra cam kết sẽ không đưa ra các chính sách đột ngột và thành công trong việc trấn an, vào đầu năm 2025 cơ quan này đã tiếp tục phải nâng lãi suất do tình hình lạm phát gia tăng mạnh cũng như khả năng áp lực này sẽ mạnh lên do biến động trên chính trường quốc tế.

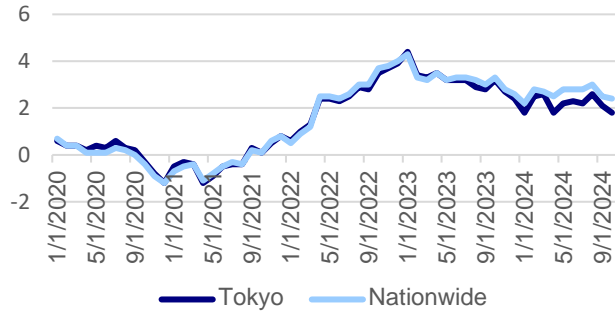
Với những diễn biến này, nhiều khả năng Nhật Bản sẽ còn đối mặt với nhiều khó khăn trong năm 2025, đặc biệt là khi dân số tại quốc gia này vẫn đang già đi nhanh chóng và sự thiếu hụt người lao động gây áp lực lên đất nước.



Lãi suất chính sách BOJ (%)



Lạm phát Nhật Bản (% yoy)



Nguồn: Bloomberg Terminal, GTJA RS team





## VIỆT NAM

Việt Nam kết thúc năm 2024 với những thắng lợi lớn về tăng trưởng kinh tế. Sau quý 1 tốc độ tăng trưởng có phần từ tốn ở mức khoảng 5.98%, Việt Nam liên tục đạt mức tăng trưởng trên 7% cho các quý còn lại của 2024, đưa tăng trưởng cả năm đạt mức 7.09% vượt xa chỉ tiêu đưa ra đầu năm là 6-6.5%, cũng vượt hơn so với kỳ vọng khoảng 7% của các chuyên gia kinh tế.

Mặc dù trong năm 2024 Việt Nam chịu tác động tiêu cực của cơn bão Yagi, gây ra thiệt hại lớn về tài sản cũng như khiến hoạt động sản xuất kinh doanh bị gián đoạn trong khoảng 1-2 tuần, với quyết tâm lớn cũng như các giải pháp kịp thời, chính phủ Việt Nam đã nhanh chóng giúp hoạt động sản xuất kinh doanh phục hồi. Bên cạnh đó các giải pháp tháo gỡ khó khăn cũng như hỗ trợ từ chính sách tiền tệ, tài khóa của chính phủ đã góp phần quan trọng trong việc đạt và vượt các mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong năm vừa qua.

Xét theo cơ cấu kinh tế, ngành nông nghiệp chiếm khoảng 10.4% GDP Việt Nam trong năm 2024, trong khi ngành Công nghiệp và Xây dựng chiếm khoảng 36.5%. Ngành Dịch vụ chiếm tỷ trọng lớn nhất 44.2% và phần còn lại 8.8% thuộc về các chính sách thuế quan, tài trợ. Như vậy tỷ trọng kinh tế Việt Nam vẫn diễn tiến theo hướng tích cực khi quy mô các ngành với giá trị thặng dư thấp như nông nghiệp giảm nhẹ (giảm 0.4% so với 2023) trong khi tỷ trọng Công nghiệp và Xây dựng tăng 0.4%, dịch vụ tăng 0.1%.

Sự dịch chuyển cơ cấu kinh tế này của Việt Nam phù hợp với chính sách công nghiệp hóa, hiện đại hóa nền kinh tế theo chủ trương của Đảng và Nhà nước. **Trong năm 2025, Việt Nam đưa ra mục tiêu tăng trưởng 8.0% là một mốc hết sức thách thức.** Lần gần đây nhất Việt Nam đạt mốc này là năm 2022 với mức tăng 8.02% do tăng trưởng từ nền thấp của năm giãn cách covid 2021. Trừ trường hợp này, Việt Nam chưa bao giờ đạt mức tăng trưởng 8.0% kể từ sau Khủng hoảng Tài chính Mỹ 2008.

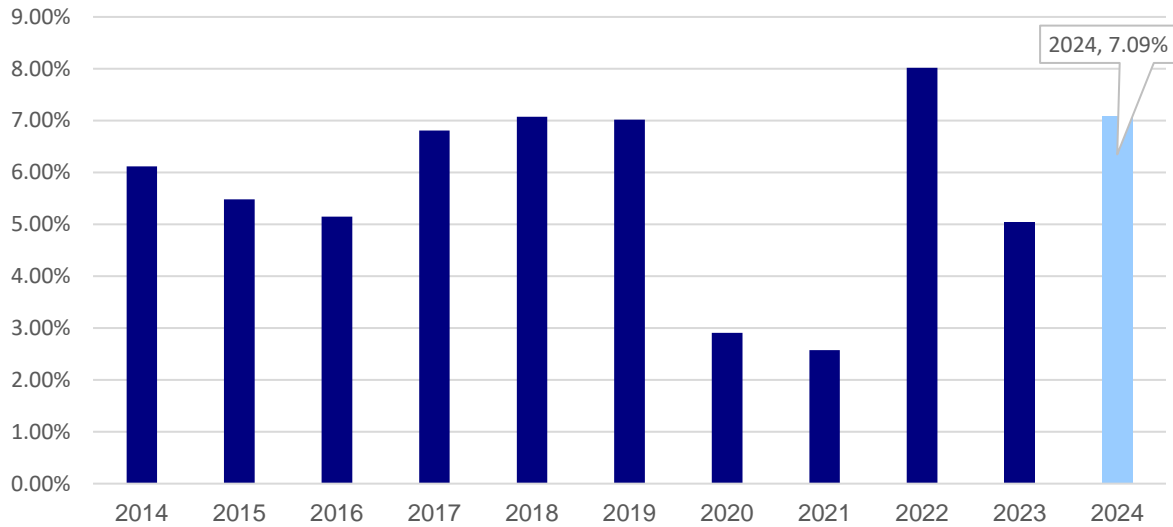
## GDP

Mặc dù là một mục tiêu thách thức, chúng tôi dự kiến kinh tế Việt Nam có cơ hội để đạt được mục tiêu tăng trưởng này nếu không có những biến động bất lợi từ thị trường quốc tế, đặc biệt là từ phía Mỹ với Tân tổng thống Donald Trump. Thực tế là Việt Nam đã hưởng lợi từ việc dịch chuyển dòng vốn FDI từ các nhà sản xuất toàn cầu trong nhiệm kỳ đầu của ông Trump, và hoàn toàn có thể tiếp tục nhận được những ưu tiên trong nhiệm kỳ thứ hai này dưới chính sách ngoại giao và thương mại mềm mỏng, linh hoạt của chính phủ.

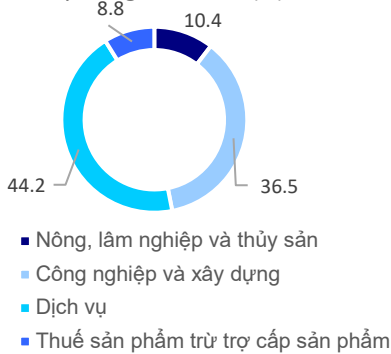
**Nhìn chung, dự báo tăng trưởng của Việt Nam trong năm 2025 sẽ nằm trong khoảng 7.5-8.0% trong tình hình bình thường, vượt trên 8.0% nếu diễn biến quốc tế và trong nước theo hướng thuận lợi. Nếu xuất hiện những khó khăn dồn dập hơn, tăng trưởng trong nước nhiều khả năng quay về mức 6.0-6.5% của các năm trước đây.**



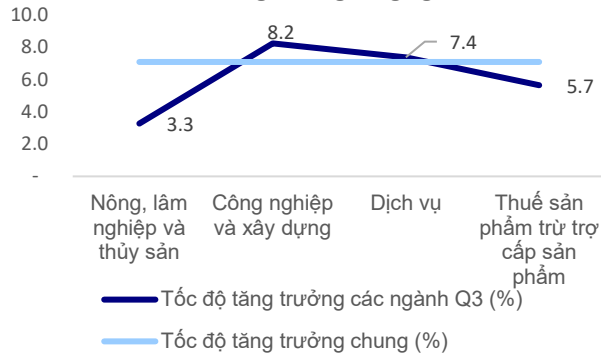
Tăng trưởng GDP Việt Nam theo năm (%)



Tỷ trọng GDP 2024 (%)



Tốc độ tăng trưởng từng ngành



Nguồn: Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

## Sản xuất công nghiệp

Sản lượng công nghiệp trong các tháng cuối năm 2024 khá ổn định. Chỉ số IIP trong tháng 12 đạt mức tăng 8.84%, tương đương với mức tăng 8.94% của tháng 11 so với cùng kỳ 2023. Như vậy, tính trong cả năm 2024, sản lượng công nghiệp đã tăng 8.4%, cao hơn nhiều so với mức 1.3% của năm 2023 và là mức tăng cao nhất kể từ đại dịch covid - 19 năm 2020 cho đến nay. Việc sản lượng công nghiệp phục hồi đà tăng trưởng gần đây đã góp phần quan trọng trong việc đưa tỷ lệ tăng trưởng GDP 2024 vượt mốc 7.0%. Xét trong bối cảnh cơn bão Changi vào đầu tháng 9 đã gây ra thiệt hại nặng nề về tài sản cũng gián đoạn sản xuất tại các trung tâm lớn như Hải Phòng, Quảng Ninh, kết quả trên lại càng đáng trân trọng hơn.

Ngành chế biến chế tạo vẫn đóng vai trò đầu tàu trong việc thúc đẩy tăng trưởng sản lượng công nghiệp, với mức tăng trưởng ấn tượng 9.6% trong cả năm 2024. Tốc độ tăng trưởng cao nhất trong năm 2024 của ngành này thuộc về mảng sản phẩm từ cao su và plastic, cùng với sản xuất đồ gỗ bao gồm giường, tủ, bàn, ghế. Cả hai lĩnh vực này lần lượt đã tăng trưởng 24.9% và 23.8% trong năm qua. Các mảng có thể mạnh truyền thống của Việt Nam như dệt, trang phục, da cũng đạt trên



10% khi nhiều đơn hàng về dệt may đang tìm đến Việt Nam do lợi thế về chi phí cũng như bất ổn chính trị tại Bangladesh.

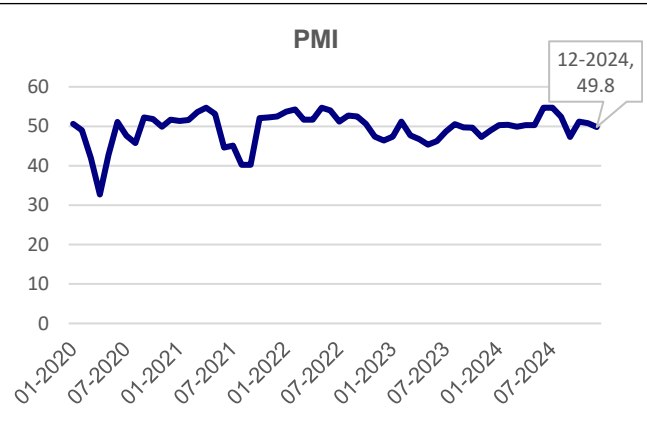
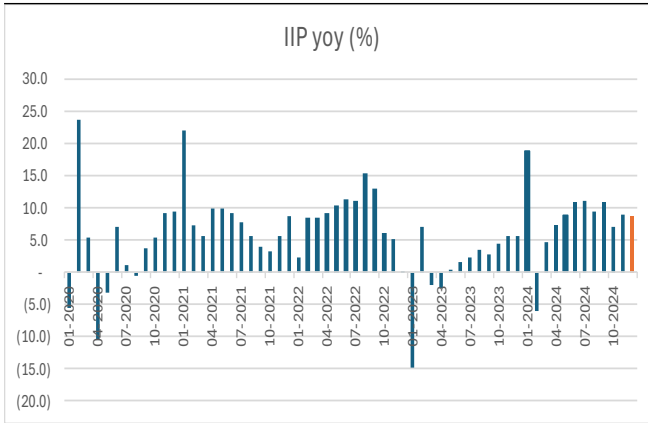
Ngành sản xuất và phân phối điện, khí đốt cũng có mức tăng trưởng khả quan 9.5% trong năm 2024, chủ yếu là nhờ mức tăng trưởng ấn tượng 12.7% và 13.0% lần lượt trong quý 1 và quý 2 đầu năm. Mặc dù vậy, trong nửa sau của 2024 ngành này đã ổn định hơn và có tốc độ tăng trưởng quanh mức 5-7%. Trong khi đó, mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ hơn trong sản xuất công nghiệp, quán quân tăng trưởng 2024 lại là ngành cung cấp nước và hoạt động xử lý rác thải khi đạt mức tăng 10.7%, có phần quan trọng đến từ gia tăng nhu cầu do các hoạt động xử lý sau thiên tai cũng như xử lý chất thải của hoạt động sản xuất khác.

Lĩnh vực khai khoáng trong năm 2024 tiếp tục suy giảm, phù hợp với định hướng dịch chuyển vào các khu vực tạo giá trị gia tăng cao, tận dụng nhiều chất xám cũng như vốn đầu tư và giảm dần phụ thuộc vào tài nguyên thiên nhiên. Trong năm 2024 ngành này sụt giảm 6.5% so với năm 2023, chủ yếu do sụt giảm về khai thác than (-5.5%) và dầu thô, khí đốt tự nhiên (-10.9%).

Chỉ số PMI của Việt Nam trong năm 2024 nhìn chung tích cực. Trong năm chỉ có 3 tháng chỉ số PMI cho thấy kỳ vọng sụt giảm của sản xuất, trong khi 9 tháng ghi nhận mức mở rộng. Đặc biệt trong tháng 9 PMI cho thấy lo ngại về khả năng chậm lại của sản xuất do bão Changi, mặc dù vậy thực tế sản xuất đã nhanh chóng phục hồi như đề cập và giúp Việt Nam vững vàng đạt các mục tiêu đề ra.

Ở chiều ngược lại, PMI về cuối năm sụt giảm, cho thấy lo ngại về khả năng sản xuất suy yếu trong năm 2025 do các bất lợi của kinh tế toàn cầu trong năm tới này. Nhìn chung, phải thừa nhận là nền kinh tế toàn cầu đang có những dấu hiệu suy yếu, đặc biệt đến từ thị trường EU. Đi kèm với đó là những biến động hết sức phức tạp và có phần trái chiều tại Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản.. khiến cho hoạt động mở rộng sản xuất trong năm 2025 nếu có thể duy trì mức của năm 2024 cũng là một thành công. Ở chiều ngược lại, Việt Nam đang tích cực mở rộng các thị trường với các nền kinh tế khác như khối BRICS, với các quốc gia Nam Mỹ, Châu Phi.. Với các lợi thế của mình về địa lý, chi phí lao động, tài nguyên, Việt Nam vẫn có nhiều khả năng có tốc độ tăng trưởng công nghiệp khả quan trong năm 2024.

Bên cạnh đó, Việt Nam cũng đang dịch chuyển theo hướng tập trung thu hút nhiều ngành công nghệ cao như bán dẫn, sản xuất chip, các công nghệ liên quan năng lượng và vận tải xanh. Ngoài ra nhu cầu trong nước cũng sẽ là một bộ đỡ quan trọng chon nhu cầu, giúp các nhà sản xuất yên tâm mở rộng hoạt động tại thị trường này.



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

## Tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ

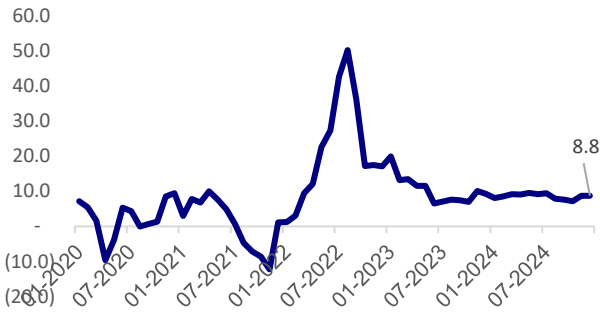
Tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong năm 2024 ước tính đạt 6,391 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 9.0% so với năm 2023. Đây là mức tăng tích cực, tương đương với mức tăng 9.4% của năm 2023. Nếu loại bỏ yếu tố giá, tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng trưởng 5.9% trong năm, thấp hơn một chút so với mức tăng 6.8% của năm 2023.

Bán lẻ hàng hóa vẫn là ngành tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh số bán lẻ, chiếm 77.0% tổng mức bán lẻ, tăng trưởng 8.3% so với cùng kỳ 2023. Lĩnh vực bán lẻ có tốc độ tăng trưởng cao nhất là dịch vụ lữ hành, tăng 16.0% nhưng chỉ chiếm 1.0% cơ cấu bán lẻ hàng hóa dịch vụ, theo sau là dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 13.1% trong khi chiếm khoảng 11.5% tổng mức bán lẻ. Mức tăng trưởng này là hợp lý khi ngành du lịch Việt Nam đang bùng nổ trở lại với số lượng đoàn khách quốc tế phục hồi trở lại mức trước đại dịch Covid – 19, trong khi người dân Việt nam cũng trở lại nhịp sinh hoạt và sẵn sàng mở hầu bao cho các hoạt động du lịch cũng như giải trí, ẩm thực sau những khó khăn của giai đoạn giãn cách và hậu giãn cách vừa qua.

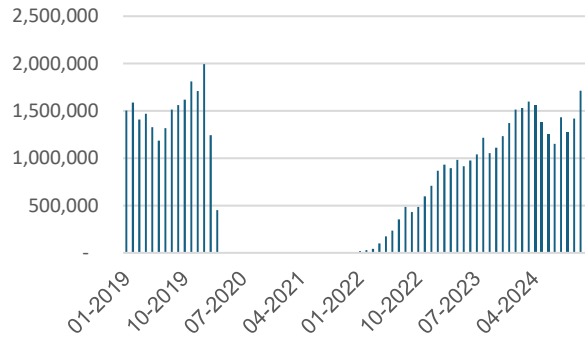
Tính trong cả năm 2024, Việt Nam đón khoảng 17.6 triệu lượt khách du lịch nước ngoài, tăng 39.5% so với cùng kỳ 2023. Như vậy sau khi chững lại vào giữa năm, khách quốc tế đã phục hồi mạnh mẽ trong các tháng cuối, đặc biệt là trong quý 4 2024. Với con số 17.6 triệu lượt khách du lịch quốc tế, số lượng khách đã gần đạt mốc 18 triệu khách của năm 2019, cho thấy tiềm năng du lịch của Việt Nam. Trong số các khách du lịch này, 84.4% đến Việt Nam thông qua đường hàng không, và 14.2% thông qua đường bộ. Chỉ có một thiểu số khách là sử dụng đường biển để tới tham quan Việt Nam.

Tốc độ tăng trưởng khách du lịch tới Việt Nam cao nhất vẫn là khu vực Châu Á (tăng 43.1% so với 2023) theo sau là Châu Âu (36.8%). Khu vực Châu Mỹ chỉ tăng khiêm tốn 10.7% và nhìn chung cũng không phải là khu vực chiếm tỷ trọng lớn khách du lịch tới Việt Nam. Xét theo quốc gia, Trung Quốc, Hàn Quốc và Đài Loan vẫn là những nước có tỷ trọng khách du lịch tới thăm Việt Nam lớn nhất, lần lượt chiếm 21.3%, 26.0% và 7.3%. Mặc dù tỷ trọng thấp hơn Hàn Quốc, tốc độ tăng trưởng khách du lịch Trung Quốc tăng 114% so với 2023, trong khi Hàn Quốc chỉ tăng 27.1%. Nếu tốc độ duy trì, Trung Quốc sẽ sớm trở thành quốc gia có tỷ lệ khách du lịch tới thăm Việt Nam lớn nhất ngay trong năm 2025 cho thấy sự liên kết chặt chẽ của hai quốc gia.

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



Lượt khách du lịch nước ngoài



Nguồn: Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

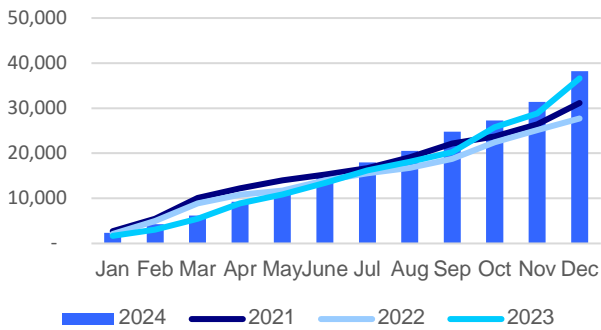
## FDI

Trong năm 2024, Việt Nam thu hút được khoảng 38.23 tỷ USD vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, trong đó 33.69 tỷ USD là vốn đăng ký mới hoặc mở rộng nhà máy hiện tại, còn khoảng 4.54 tỷ USD phục vụ mục tiêu mua cổ phần tại nhà máy, dự án đã thành lập. Như vậy, tổng FDI đăng ký trong năm 2024 duy trì đà nhẹ khoảng 4.4% so với cùng kỳ. Nhìn chung có sự tăng trưởng về vốn FDI đăng ký mới, tuy nhiên lượng FDI mua cổ phần lại giảm 47%. Nhờ đa phần FDI vẫn hướng tới việc lập dự án mới hoặc mở rộng dự án hiện hữu nên năm 2024 vẫn có sự gia tăng về FDI đăng ký, dù mức tăng đã trở nên khá khiêm tốn so với những năm trước đây. Với tình hình quốc tế diễn biến phức tạp, dự kiến FDI năm 2025 có thể đi ngang hoặc tăng nhẹ 5%. Việc Việt Nam triển khai thuế doanh nghiệp tối thiểu toàn cầu cũng là một yếu tố khiến FDI không còn quá mạnh mẽ về số lượng trong năm 2024.

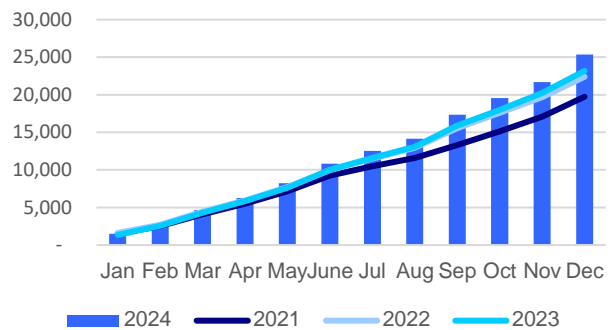
Giải ngân FDI trong cả năm 2024 vẫn hết sức tích cực, đạt 25.35 tỷ USD. Mức giải ngân này tăng trưởng 9.36% so với cùng kỳ 2023, tiếp tục là một năm ghi nhận mức giải ngân FDI cao kỷ lục trong lịch sử nước ta. Mặc dù vậy, do tốc độ gia tăng FDI đăng ký đã chậm lại, nhiều khả năng FDI giải ngân trong năm 2025 cũng sẽ không có nhiều đột biến và tiếp tục đạt mức từ 5-7% cho năm 2025. Trong bối cảnh có những khó khăn, chính phủ đã có lường trước và đang định hướng tăng trưởng vào các lĩnh vực đòi hỏi chất lượng cao hơn chứ không còn tập trung vào số lượng. Nếu có thể thành công trong việc thu hút các lĩnh vực đang được quan tâm, lĩnh vực FDI sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng và giúp cải thiện mặt bằng sản xuất kinh doanh Việt Nam trong nhiều năm tới đây.



Lũy kế FDI đăng ký hàng năm (triệu USD)



Lũy kế FDI giải ngân hàng năm (triệu USD)



Nguồn: Bộ KHĐT, GTJA RS team

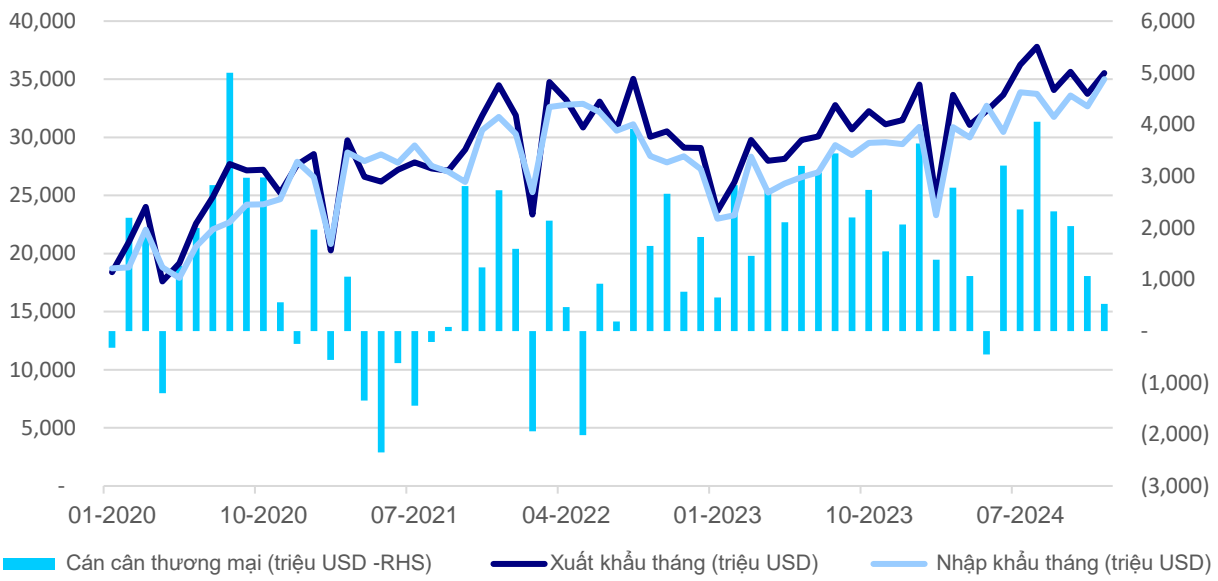
## Xuất nhập khẩu

Năm 2024 đánh dấu sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam. Tính trong cả năm, kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 781.8 tỷ USD tăng trưởng 14.8% so với năm 2023. Đây là mức phục hồi hết sức tích cực khi kim ngạch xuất nhập khẩu giảm 6.9% so với năm trước đó do áp lực của lãi suất tăng và rủi ro suy thoái toàn cầu khiến nhiều doanh nghiệp thu hẹp sản xuất. Việc kim ngạch xuất nhập khẩu gia tăng trở lại củng cố cho nhận định Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu rộng vào chuỗi cung ứng toàn cầu và trở thành một cứ điểm sản xuất quan trọng của các doanh nghiệp trên toàn thế giới.

Hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2024 cũng tăng trưởng tích cực. Lũy kế xuất khẩu cả năm đạt khoảng 402.9 tỷ USD, tăng 13.6% so với năm trước đó. Cùng kỳ 2023, xuất khẩu Việt Nam sụt giảm 4.6% và chỉ bùng nổ trở lại vào đầu 2024. Trong khi đó, nhập khẩu năm 2024 tăng tốc đạt 378.9 tỷ USD, tăng 16.1% so với cùng kỳ 2023. Như vậy trong năm 2024 đã có sự đảo ngược khi nhập khẩu tăng tốc hơn so với xuất khẩu, trong khi năm trước đó tốc độ sụt giảm của nhập khẩu cao hơn so với sụt giảm xuất khẩu, nhiều khả năng do năm nay doanh nghiệp gia tăng tích trữ nguyên liệu sản xuất dự phòng cho các biến động khó lường của thị trường quốc tế. Như vậy, thặng dư thương mại năm 2024 của Việt Nam vẫn đạt được khoảng 24 tỷ USD, giảm nhẹ so với mức 28.4 tỷ USD của năm 2023.

Nhìn tới năm 2025, hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức, chủ yếu đến từ quan điểm bảo hộ thương mại và điều hâu của tân Tổng thống Donald Trump cùng đội ngũ của ông. Với quan điểm bảo hộ sản xuất trong nước và đòi hỏi cân bằng thương mại với các đối tác, nhiều khả năng Việt Nam sẽ phải có những nhượng bộ nhất định với ông Trump để đảm bảo duy trì được đối tác xuất khẩu lớn nhất này. May mắn là Chính phủ Việt Nam đã nhanh chóng có các tiếp xúc với ông Trump cùng người thân, và nhiều khả năng Việt Nam sẽ có thể điều hòa thành công mối quan hệ với Mỹ trong năm 2025.

Mặc dù vậy, xuất nhập khẩu nhiều khả năng không tạo được đột biến trong môi trường bất định gia tăng của năm 2025, tăng trưởng từ 5-10% trong khi thặng dư thương mại của Việt Nam cũng khó đột phá và dừng ở mức khoảng 25-28 tỷ USD.



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

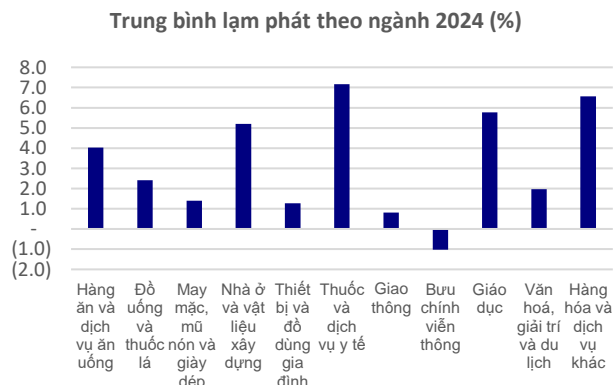
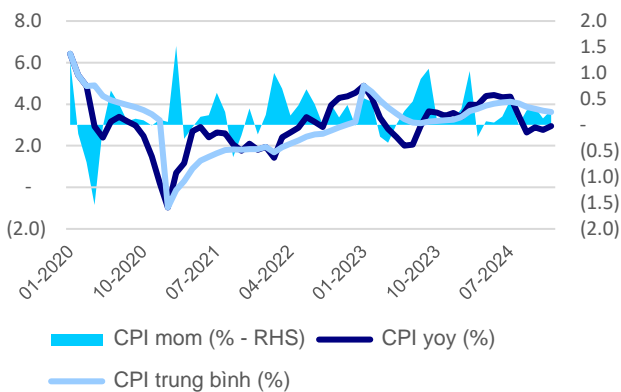


## Lạm phát trong tầm kiểm soát nhưng dự kiến áp lực gia tăng trong những tháng tới

Theo xu hướng hạ nhiệt lạm phát trong quý 4, lạm phát cả năm 2024 của Việt Nam ở tăng 3.63%, thấp hơn đáng kể so với mức trần 4.5% cho cả năm. Điều này nhờ chính phủ đã có những điều hành phù hợp, hạn chế sự gia tăng về giá của các mặt hàng nằm trong kiểm soát. Bên cạnh đó, việc giá dầu năm 2024 không bị tăng giá đột biến giúp ổn định mặt bằng giá cả trong cả năm. Lạm phát cơ bản cả năm cũng ở mức phù hợp, tăng 2.71% so với cùng kỳ 2023.

Mức tăng lạm phát cao nhất trong năm 2024 đến từ Thuốc và dịch vụ y tế, tăng 7.16% trong khi dịch vụ y tế tăng 9.09%. Giáo dục cũng có mức tăng cao, đạt 5.37% theo sau là Nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 5.2%. Trọng số lớn nhất thuộc về Hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm khoảng 1/3 trọng số của chỉ số CPI và cũng có mức tăng cao hơn trung bình đạt 4.03%, đặc biệt là lương thực tăng mạnh 12.19%.

Trong năm 2025, mục tiêu lạm phát vẫn ở trong khoảng 4.0-4.5% và cơ quan điều hành dự kiến sẽ tăng khoảng 4.15%. Tuy nhiên dưới tác động của các đe dọa thuế quan đến từ Mỹ cũng như dự kiến phản ứng từ các đối tác khác trên thế giới, cùng với mục tiêu tăng trưởng cao của Việt Nam chắc chắn gây sức ép lên lạm phát, chúng tôi dự báo lạm phát năm 2025 sẽ ở mức cao khoảng 4.3-4.5%.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, GTJA RS team

Tín dụng trong năm 2024 đã về đích, đạt mục tiêu đề ra khi tăng trưởng cả năm đạt 15.08%. Tín dụng gia tăng mạnh mẽ đã góp phần quan trọng trong việc kích thích kinh tế tăng trưởng đạt kỷ lục 7.09% trong năm nay.

Mặc dù vậy, đây cũng là lĩnh vực tiềm ẩn khó khăn nhất định. Việc tín dụng tăng trưởng mạnh đã gây áp lực lên nền lãi suất, và theo thống kê của NHNN thì mặt bằng lãi suất đã tăng khoảng 0.71% trong năm 2024, phù hợp với những cảnh báo của chúng tôi. Nhìn chung mức tăng này là không quá nghiêm trọng, và vẫn có thể được nền kinh tế hấp thụ dễ dàng.

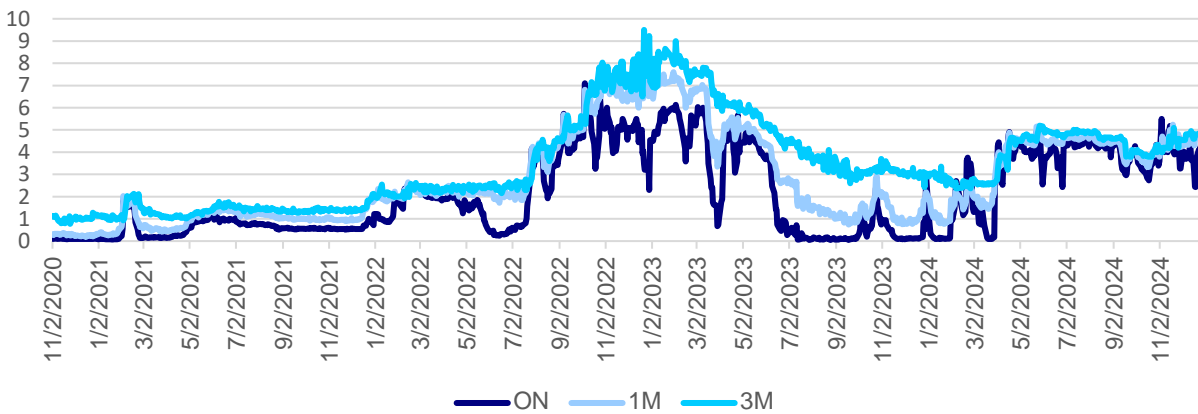
Tuy nhiên, xu hướng huy động vốn tăng trưởng chậm chạp hơn so với tín dụng (tính đến cuối tháng 10 tín dụng tăng khoảng 10.15% YTD trong khi huy động vốn chỉ tăng 5.7% YTD) cho thấy dòng tiền dường như gặp tắc nghẽn ở đâu đó. Việc huy động vốn tăng chậm cũng là yếu tố gây áp

lực lên lãi suất huy động, và kéo theo sẽ là lãi suất cho vay tín dụng, dẫn tới một số trở ngại nhất định trong việc thúc đẩy kinh tế thông qua giải ngân tín dụng và giữ ổn định hoặc giảm lãi suất.

Nhìn chung, dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện ở mức khá thấp so với nhu cầu nhập khẩu, và dự kiến sẽ còn ở mức thấp hơn nữa trong năm 2025. Vào cuối năm 2024, ước tính dự trữ ngoại hối tương đương khoảng 11 tuần nhập khẩu, thấp hơn mức khuyến nghị của IMF là khoảng 12 tuần. Việc dự trữ ngoại hối hạn chế sẽ gây áp lực lên khả năng nói lỏng tiền tệ của ngân hàng nhà nước, tiếp tục gia tăng khó khăn cho mục tiêu của năm 2025.

Với dự báo tăng trưởng GDP 7.5-8.0% trong năm 2025, tín dụng nhiều khả năng phải tăng từ 15-16% trong năm này. Chúng tôi cho rằng đây là một mục tiêu hết sức tham vọng, tuy nhiên vẫn có khả năng cao ngân hàng nhà nước có thể đạt được mục tiêu này thông qua cách tiếp cận linh hoạt đã thu được hiệu quả cho đến nay cũng như triển khai một bộ giải pháp đi kèm với sự hợp tác của các đơn vị khác như Kho bạc nhà nước, Bộ Tài chính.

Diễn biến lãi suất Vnibor (%)



Nguồn: Bloomberg Terminal, GTJA RS team

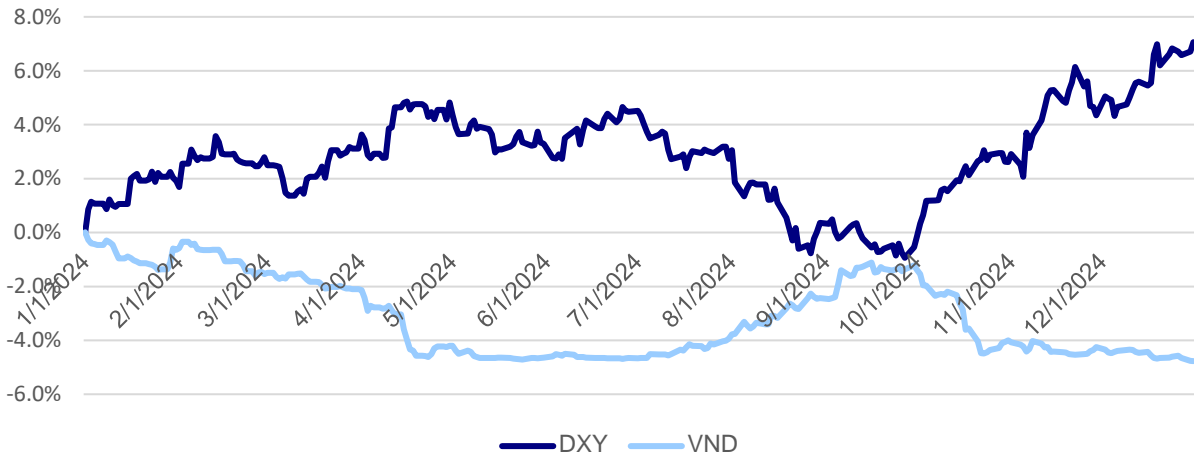
## Sức ép tỷ giá quay trở lại

Tỷ giá trong năm 2024 biến động mạnh. Về cuối năm tỷ giá neo ở mức cao, tương đương với việc VND mất giá khoảng 4.7-4.8% so với đồng USD. Áp lực của VND mất giá đến từ việc USD tăng cao trên thị trường quốc tế, và điều này lại đến từ việc lợi suất dài hạn của Mỹ tăng mạnh trong khi Việt Nam duy trì chính sách nói lỏng tiền tệ. Tính đến cuối năm 2024, lợi suất trái phiếu 10 năm của Mỹ đang chạm mốc 4.5% trong khi lợi suất của Việt Nam khoảng 3.0%, cho thấy rủi ro lớn về áp lực tỷ giá và dòng vốn đầu tư tài chính rút lui khi tỷ suất lợi nhuận có sự chênh lệch.

Những yếu tố này nhiều khả năng vẫn hiện diện trong năm 2025, đặc biệt khi sự bất định trên toàn cầu gia tăng cùng với phong cách lãnh đạo của tân tổng thống Trump. Trong bối cảnh này, các thị trường an toàn hơn, đặc biệt là Mỹ, sẽ trở nên hấp dẫn với các nhà đầu tư ngoại và dòng vốn đầu tư gián tiếp sẽ tiếp tục rời bỏ thị trường Việt Nam hoặc ít nhất là chưa trở nên dồi dào ngay. Như vậy nhiều khả năng áp lực tỷ giá trong năm 2025 vẫn tồn tại, và VND có khả năng mất giá từ 3-5%.



### Diễn biến các đồng tiền từ đầu năm 2024

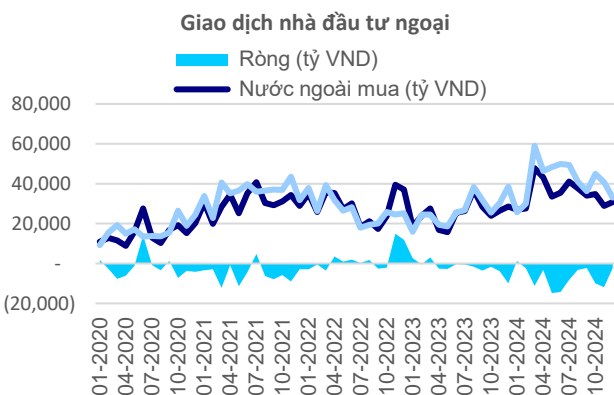


Nguồn: Bloomberg, GTJA RS team

### Diễn biến thị trường chứng khoán

Năm 2024 nhà đầu tư ngoại bán ròng kỷ lục trên sàn chứng khoán Việt Nam. Tổng khối lượng bán ròng trên sàn HOSE đạt 82,595 nghìn tỷ, với nhà đầu tư ngoại bán ròng liên tục trong 11 tháng từ tháng 2 năm 2024. Nhìn chung đây là tác động của việc thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn tái cấu trúc và tích lũy, trong khi thế giới có nhiều biến động phức tạp khiến nhà đầu tư tạm thời rút lui để quan sát diễn biến.

Mặc dù khối lượng bán ròng về cuối năm đã giảm bớt nhiều, dự kiến việc bán ròng sẽ vẫn còn tiếp tục trong nửa đầu 2025 trước khi ổn định lại và có thể đảo chiều trong nửa sau của năm 2025. Nhìn chung áp lực rút lui của dòng vốn ngoại cho đến nay đã được cân đối thành công từ nhà đầu tư nội, đồng thời nhà đầu tư ngoại bán ròng nhưng cũng bỏ ra khoảng 14,000 tỷ để tham gia mua cổ phần từ các đợt phát hành riêng lẻ, làm giảm bớt tác động tiêu cực của việc bán ròng trên thị trường.



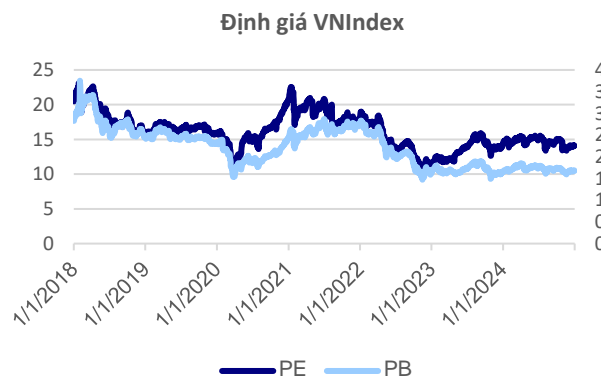
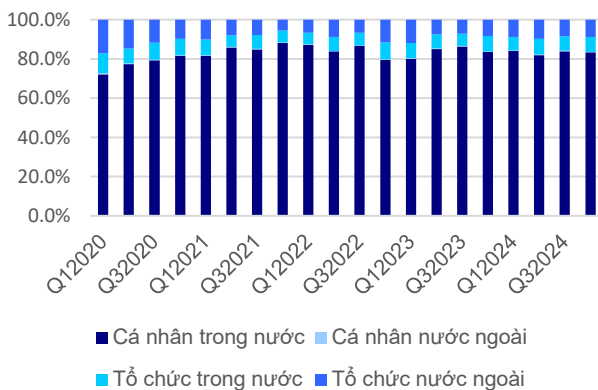
Nguồn: Bloomberg, Sở CK Hồ Chí Minh, GTJA RS team

Năm 2025 sẽ là một năm thách thức, đặc biệt trong giai đoạn đầu năm với nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán Việt Nam nói riêng. Áp lực về dòng tiền, thanh khoản, về các

bất định đến từ quốc tế vẫn sẽ duy trì ở mức cao, nhiều khả năng khiến cho thị trường có những biến động mạnh và chưa thể cất cánh.

Mặc dù vậy, có nhiều lý do để hi vọng vào sự cất cánh của thị trường chứng khoán Việt Nam vào nửa sau của năm 2025, bao gồm:

- Hệ thống KRX dự kiến có thể được nghiệm thu và triển khai vào cuối quý 1, với các bước chuẩn bị cuối cùng đang diễn ra. Việc KRX hoàn thành tiếp tục đưa Việt Nam vững chắc tiến bước trên con đường nâng hạng, trước mắt là với FTSE. Nếu thành công với KRX theo dự kiến, quá trình nâng hạng có thể được hoàn thành sớm nhất đầu 2026 và dòng tiền thông minh sẽ tìm đến thị trường trước thời điểm này khoảng 1 năm, tạo ra cơ hội lớn cho dòng tiền dự kiến 3-5 tỷ USD từ các quỹ chủ động và bị động trên toàn thế giới.
- Quá trình tái cấu trúc nền kinh tế đang dần hoàn thành, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã có nhiều dấu hiệu phục hồi và dự kiến những thời điểm khó khăn nhất đã qua, đặc biệt là từ nửa sau của 2025. Như vậy, dòng tiền bị động do vấn đề pháp lý liên quan có thể được cởi trói, tạo ra động lực lớn cho thị trường trong nửa sau 2025.
- Tổng thống Trump là người có quan điểm độc đáo nhưng khá thực tế về kinh tế, nhiều khả năng ông sẽ dành phần đầu của 2025 để đưa ra các chính sửa cho hệ thống chính quyền, gây ra những biến động trên thị trường. Tuy nhiên sau khi xây dựng đội ngũ và cơ sở cho các chính sách của mình, ông nhiều khả năng sẽ tập trung vào các vấn đề thiết thực như tăng trưởng kinh tế như trọng tâm tranh cử, đồng thời điều này cũng phù hợp với việc ông Trump cần có thành tích để giữ vững thế đa số của Đảng Cộng hòa tại lưỡng viện trong cuộc bầu cử giữa kỳ diễn ra 2 năm sau.
- Với việc kinh tế đang đạt mức tăng trưởng cao trong năm 2024 và dự kiến cả với năm 2025, các cơ hội kinh doanh sẽ ngày càng đa dạng và lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết gia tăng, khiến cho định giá càng trở nên hấp dẫn hơn. Khi các lo ngại về bất ổn toàn cầu được xoa dịu, cùng với việc dòng tiền trở nên dồi dào hơn, dự kiến thị trường sẽ có thể quay lại các mốc cao trước.



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
<b>Mua</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Tích lũy</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
<b>Giảm tỷ trọng</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
<b>Bán</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% 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
<b>Vượt trội</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
<b>Kém hiệu quả</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% 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



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