

## Rủi ro tỷ giá vẫn là mối lo ngại lớn trong năm 2025

- Lãi suất qua đêm liên ngân hàng ghi nhận ở mức 3.6% vào cuối năm 2024.
- Với dự địa hạn chế cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ, chúng tôi không kỳ vọng sẽ có bất kỳ đợt cắt giảm lãi suất chính sách nào trong năm 2025 và kỳ vọng lãi suất đầu vào sẽ dao động trong khoảng 5% - 5.2%.
- Những bất ổn liên quan đến 'Trump 2.0' có thể dẫn đến việc gia tăng giá trị của đồng USD, do đó chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 25,800 VND/USD trong Q1/2025.

### Tỷ giá USD/VND đạt mức cao nhất lịch sử

#### Sự thận trọng trong tốc độ cắt giảm lãi suất của Fed khiến DXY tăng vọt

Chỉ số DXY duy trì đà tăng đều đặn trong suốt tháng 12, và đạt mức cao trong hai năm tại 108.4 vào ngày 19/12 sau khi Fed quyết định giảm lãi suất thêm 25 điểm cơ bản. Tuy nhiên, động thái này đi kèm với thông điệp thận trọng liên quan đến chính quyền Trump sắp tới. Do đó, các quan chức Fed dự kiến sẽ chỉ có hai lần giảm lãi suất trong năm 2025, trong bối cảnh nền kinh tế vẫn đang tăng trưởng vững chắc và lạm phát vẫn chưa đạt mức mục tiêu với CPI tháng 11 ở mức 2.7%. Trong khi đó, nền kinh tế Mỹ tiếp tục cho thấy khả năng phục hồi, với GDP Q3 tăng 3.1% nhờ chi tiêu tiêu dùng mạnh mẽ. Chỉ số DXY đã giữ đà tăng đều đặn trong ba tháng vừa qua, được hỗ trợ bởi kỳ vọng rằng các chính sách của Tổng thống Donald Trump về việc nới lỏng tài khóa, tăng thuế quan và siết chặt nhập cư sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng đồng thời cũng sẽ thúc đẩy lạm phát. Trong bối cảnh này, lợi suất trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 10 năm đã tăng lên mức cao nhất trong hơn 7 tháng tại 4.6% vào cuối tháng 12. Điều này cũng đã góp phần giúp hỗ trợ Đồng bạc xanh tăng 2.6% trong tháng, lên mức 108.5 vào cuối tháng 12.

#### Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 25,800 VND/USD trong Q1/2025

Tỷ giá hối đoái đã trở thành tâm điểm kể từ tháng 3. Áp lực tỷ giá có lúc chạm đến đỉnh điểm vào tháng 5 khi chạm mức 25,470 VND/USD, đánh dấu mức mất giá khoảng 4.6% tính từ đầu năm nay, khi đối mặt với sức ép từ việc Fed duy trì lãi suất ở mức cao nhất trong vòng 23 năm, nhu cầu về USD tăng vọt nhằm phục vụ cho việc nhập khẩu nguyên liệu và tích trữ đầu cơ. Sau khi vật lộn với áp lực mất giá, VND đã dần phục hồi đáng kể từ giữa tháng 9, sau đợt cắt giảm lãi suất mạnh tay với mức 50 điểm cơ bản của Fed – đánh dấu lần giảm đầu tiên trong 4 năm. Tuy vậy, điều nay diễn ra không lâu khi tỷ giá lại một lần nữa tăng nóng trở lại trong Q4 khi các doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu nhằm gia tăng sản xuất cho mùa cuối năm. Bên cạnh đó, nhu cầu mua USD của KBNN cũng tăng cao trong giai đoạn này do phải chi trả các nghĩa vụ nợ.

Cho đến tháng 12, áp lực tỷ giá vẫn căng thẳng do sự phục hồi mạnh mẽ của đồng USD, và đã đẩy tỷ giá liên ngân hàng tăng lên mức cao nhất lịch sử tại 25,485 VND/USD vào cuối tháng 12. Tính từ đầu năm 2024, đồng VND đã mất giá hơn 4.6% so với đồng USD. Tỷ giá thị trường tự do cũng đã tăng lên mức 25,800 VND/USD, trong khi tỷ giá trung tâm đạt mức cao nhất kể từ khi cơ chế tỷ giá trung tâm được áp dụng vào năm 2016 tại 24,335 VND/USD, tăng lần lượt 4.3% và 2% so với đầu năm 2024. Trong bối cảnh này, NHNN đã phải cung ứng

#### Thuật ngữ viết tắt:

- TPCP: Trái phiếu chính phủ  
NSNN: Ngân sách nhà nước  
NHNN: Ngân hàng nhà nước  
NHTMCP: Ngân hàng thương mại  
KBNN: Kho bạc nhà nước  
GTGD: Giá trị giao dịch  
NĐTNN: Nhà đầu tư nước ngoài  
TCTD: Tổ chức tín dụng  
LSTC: Lãi suất tham chiếu

#### Giám đốc Khởi Nghiên cứu

**Trần Thị Khánh Hiền**

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

#### Chuyên viên phân tích

**Đinh Hà Anh**

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

ra thị trường lượng lớn ngoại tệ và linh hoạt điều tiết thanh khoản hệ thống ngân hàng nhằm giảm áp lực lên tỷ giá.

**Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 25,800 VND/USD trong Q1/2025** khi các kế hoạch nới lỏng tài khóa của chính quyền mới, kết hợp với các chính sách nhập cư chặt chẽ hơn, cùng với lãi suất cao của Mỹ so với các nước khác và chủ nghĩa bảo hộ tương đối cao của Mỹ, dự kiến sẽ hỗ trợ cho việc gia tăng giá trị của đồng USD trong năm 2025. Tuy nhiên, vẫn có những yếu tố tích cực hỗ trợ cho đồng VND như: Thặng dư thương mại tích cực (~24.77 tỷ USD trong năm 2024), dòng vốn FDI (25.35 tỷ USD, +9.4% svck) và du lịch phục hồi mạnh mẽ (+39.5% svck trong năm 2024). Sự ổn định của môi trường vĩ mô nhiều khả năng sẽ được duy trì và cải thiện hơn nữa sẽ là cơ sở để ổn định tỷ giá trong năm 2025.

**Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào sẽ duy trì ở mức 5% - 5.2% trong năm 2025**

**Lãi suất qua đêm liên NH ghi nhận ở mức 3.6% vào cuối năm 2024**

Trong bối cảnh áp lực tỷ giá gia tăng, NHNN đã thực hiện nhiều biện pháp can thiệp trên thị trường tiền tệ một cách linh động nhằm điều tiết thanh khoản hệ thống. Trong tháng 12, NHNN đã phát hành gần 123.7 nghìn tỷ đồng tín phiếu, với lãi suất 3.9% - 4%, kỳ hạn 7, 14 và 28 ngày. Cùng với đó, NHNN cũng bơm khoảng 172 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, với mức lãi suất 4% và kỳ hạn 7-14 ngày. Tháng này NHNN đã giảm lượng thanh khoản hỗ trợ hệ thống với quy mô bơm ròng trong tháng 12 trị giá khoảng 12.8 nghìn tỷ đồng - giảm gần 7 lần so với tháng trước nhằm giữ mặt bằng lãi suất liên ngân hàng ở mức cao vừa phải, qua đó giúp giảm áp lực lên tỷ giá.

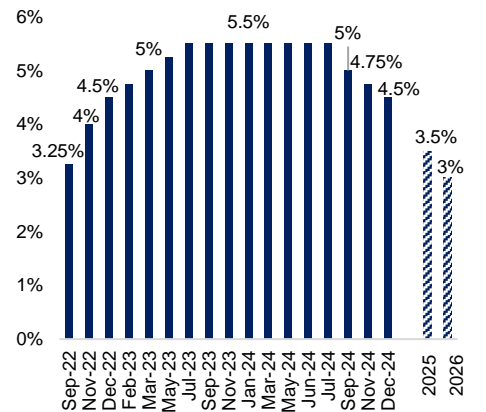
Lãi suất thị trường liên ngân hàng đã trải qua nhiều biến động trong tháng này. Khởi đầu tháng ở mức 4%, lãi suất qua đêm đã giảm mạnh về mức thấp nhất trong 7 tháng trở lại đây tại 2.4% vào ngày 19/12 nhờ lượng vốn hỗ trợ thanh khoản từ NHNN. Tuy nhiên, lãi suất liên NH đã nhanh chóng tăng trở lại lên mức 4% vào ngày 27/12 sau khi NHNN bán ra lượng lớn USD ra thị trường khiến thanh khoản hệ thống sụt giảm. Đến cuối tháng 12, lãi suất qua đêm ở mức 3.6%, trong khi lãi suất các kỳ hạn từ 1 tuần đến 1 tháng dao động trong khoảng 4.4% - 4.7%.

**Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM đạt mức 5.1% vào cuối năm**

Sau khi chạm đáy vào tháng 3, lãi suất tiền gửi đã có xu hướng tăng trở lại kể từ tháng 4 do mức lãi suất thấp trước đó đã khiến người dân dần rút tiền gửi khỏi hệ thống ngân hàng. Xu hướng tăng trở nên rõ rệt hơn kể từ tháng 6, khi tăng trưởng tín dụng tăng vọt từ mức 3.4% của tháng 5 lên mức 6.1% vào cuối tháng 6. Việc tăng trưởng tín dụng tăng nhanh gấp 2-3 lần so với tốc độ tăng của huy động vốn đã thúc đẩy các ngân hàng tăng lãi suất huy động, thậm chí lãi suất ở một vài ngân hàng đã vượt mốc 6%/năm.

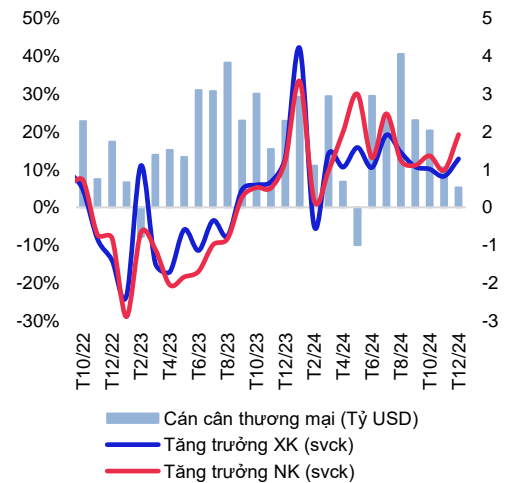
Sau khoảng 2 tháng chững lại, lãi suất huy động đã bắt đầu tăng trở lại kể từ tháng 11 nhằm đảm bảo thanh khoản phục vụ cho nhu cầu tín dụng thường có xu hướng tăng về những tháng cuối năm. Theo đó, lãi suất đầu vào tiếp tục duy trì xu hướng tăng trong tháng 12 với 12 ngân hàng tăng lãi suất tiết kiệm với mức tăng từ 0.1% - 0.3%/năm. Xu hướng tăng này được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng tín dụng ấn tượng. Theo số liệu từ NHNN, tăng trưởng tín dụng tính đến

**Fed đã cắt giảm lãi suất 3 lần trong năm 2024, đưa lãi suất về mức 4.5% vào cuối năm**



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Tăng trưởng xuất nhập khẩu và thặng dư thương mại hàng tháng**



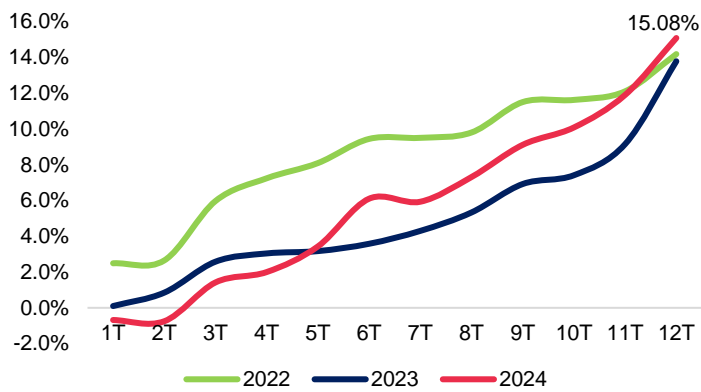
Nguồn: GSO, MBS Research

cuối tháng 12 đã tăng 15.08% so với cuối năm 2023 – vượt mục tiêu NHNN đặt ra là 15%. Bên cạnh đó, nợ xấu nội bảng của toàn hệ thống đến cuối tháng 9 năm nay đã tăng 4.55% so với cuối năm 2023, gần bằng mức cuối năm 2023 và tăng gấp đôi so với mức 2% của năm 2022. Do đó, điều này là một yếu tố góp phần thúc đẩy các NH tiếp tục điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi nhằm thu hút vốn mới, qua đó giúp đảm bảo thanh khoản. Theo số liệu cập nhật đến cuối tháng 12, lãi suất 12 tháng trung bình của nhóm NHTM đạt mức 5.1% (cao hơn 20 điểm cơ bản so với đầu năm). Trong khi đó, lãi suất của các ngân hàng thương mại nhà nước vẫn giữ nguyên ở mức 4.7%, thấp hơn 26 điểm cơ bản so với đầu năm.

**Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào duy trì ở mức 5% - 5.2% trong năm 2025**

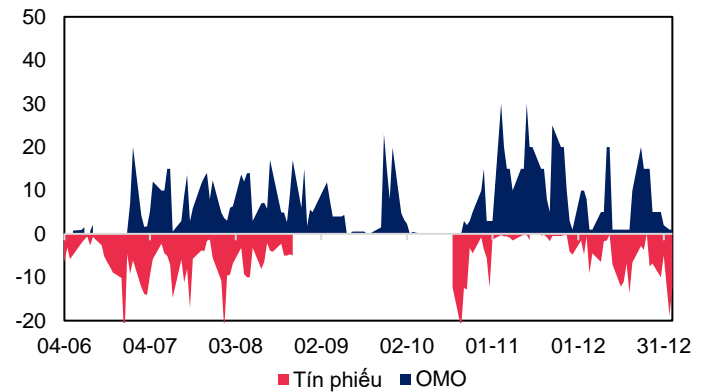
Dự địa cho chính sách tiền tệ của Việt Nam sẽ bị hạn chế hơn so với dự kiến dưới áp lực của đồng USD mạnh lên và rủi ro về việc Mỹ tiếp tục thực hiện các cuộc điều tra về thao túng tiền tệ. Trong kịch bản đó, NHNN có thể sẽ cần áp dụng một lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn để kiểm soát sự ổn định của tỷ giá, đồng nghĩa với việc dự địa cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ có thể bị hạn chế. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng sẽ có bất kỳ đợt cắt giảm lãi suất chính sách nào trong năm 2025. Cùng với đó, sự phục hồi của hoạt động sản xuất và việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ là yếu tố quan trọng giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, qua đó sẽ gia tăng áp lực lên lãi suất đầu vào. Tuy vậy, NHNN đã đưa ra chỉ đạo về việc ổn định lãi suất huy động và tiếp tục phân đấu giảm lãi suất cho vay. Dựa vào các yếu tố trên, chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM lớn sẽ dao động quanh mức 5% - 5.2% trong năm 2025.

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (%ytd)



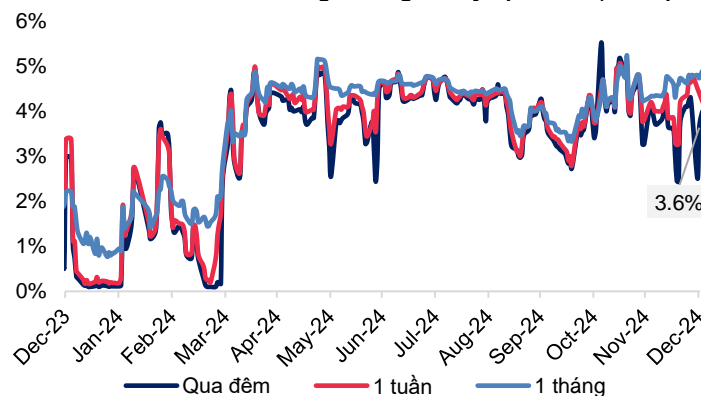
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 2: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



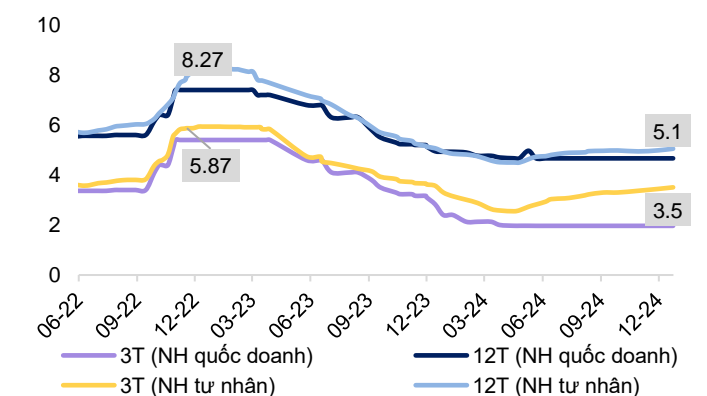
Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 3: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (Đơn vị: %)



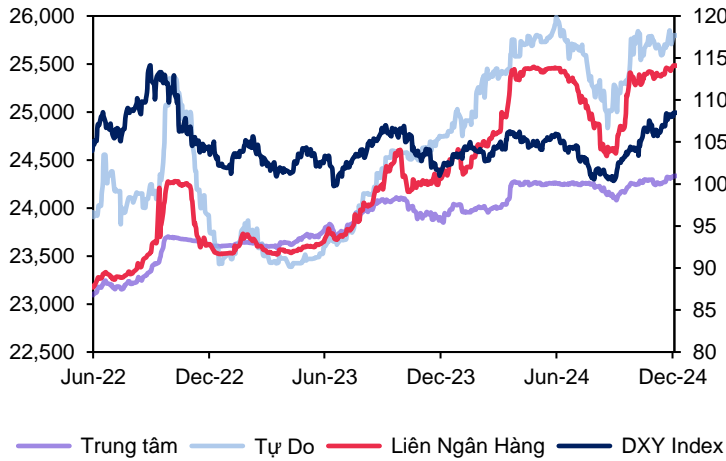
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 4: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%/năm)



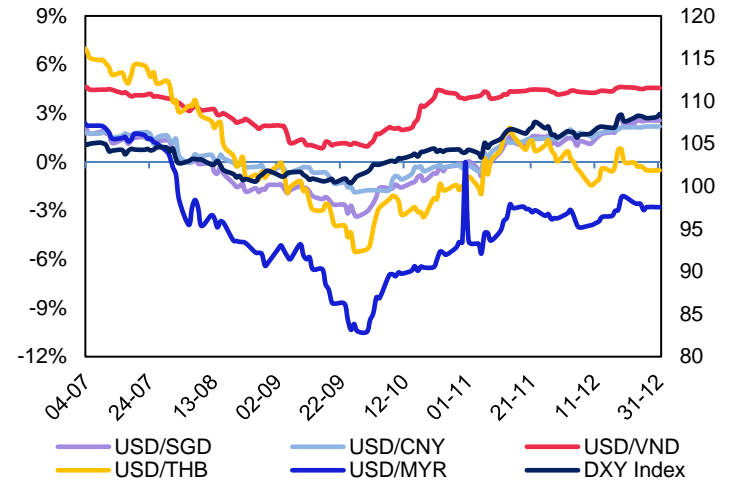
Nguồn: NHNN, Bloomberg, MBS Research

Hình 5: Tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 6: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2024



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

|              |   |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%                     |

### Khuyến nghị đầu tư ngành

|              |   |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN     | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền      |
| TRUNG LẬP    | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| KÉM KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền     |

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyện*

*Nguyễn Đức Hải*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*