BSC
BIDV SECURITIES JSC

BÁO CÁO

VĨ MÔ - THỊ TRƯỜNG

2025

BSC Research

MỤC LỤC

Chiến lược đầu tư

Đổi mới 2.0 Thách thức và Cơ hội 03

Tiêu điểm

Toàn cầu – Trump 2.0 04

Trong nước – Cải cách và tăng trưởng 05

Thị trường chứng khoán – Nâng hạng 05

Kinh tế vĩ mô

Tổng quan nền kinh tế 07

Chính sách tiền tệ 09

Chính sách tài khóa 13

Thương mại 15

Vốn Đầu tư trực tiếp Nước ngoài (FDI) 17

Thị trường chứng khoán

VN-Index – Tiền Hung Hậu Cát 19

Nhìn lại thị trường chứng khoán 2024 20

Định giá hấp dẫn 21

Phụ lục 23

Danh mục từ viết tắt

NĐTNN	Nhà đầu tư nước ngoài
SHNN	Sở hữu Nhà nước
CSTT	Chính sách tiền tệ
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
TTCK	Thị trường chứng khoán
CTCK	Công ty chứng khoán

Đổi mới 2.0 Thách thức và Cơ hội

Quốc tế, lạm phát và lãi suất giảm, thị trường lao động vững vàng giúp các nền kinh tế chủ chốt trên thế giới tránh được kịch bản hạ cánh cứng trong năm 2024. Với việc quay lại nhà Trắng nhiệm kỳ thứ 2, chính sách Trump 2.0 sẽ định hình lại bức tranh kinh tế thế giới trong 5 năm tới. Các trọng tâm chính sách mới về giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, đơn giản hóa quy trình pháp lý, áp đặt thuế nhập khẩu cao, cải cách nhập cư và năng lượng đều hướng tới mục tiêu tăng trưởng, cùng với hệ quả Dollar Index gia tăng và nguy cơ lạm phát trở lại.

USD tăng giá đi cùng sự giảm giá của đồng nội tệ và dòng vốn rút ra tại các nước đang phát triển xảy ra trong cả năm 2024. Diễn biến này tiếp tục căng thẳng vào đầu năm 2025, ảnh hưởng không nhỏ đến nguồn lực cũng như điều hành chính sách các nước khu vực, trong đó có Việt Nam.

Trong nước, Việt Nam đang theo đuổi cuộc cách mạng sâu rộng trên 3 phương diện **thể chế, nhân lực và kết cấu hạ tầng** cho mục tiêu tăng trưởng GDP 2 con số trong nhiệm kỳ mới:

Cải cách thể chế, công tác lập pháp được đẩy mạnh, chỉ trong 2024 đã có **31 luật và 42 nghị quyết** ban hành, chiếm 50% số lượng từ đầu nhiệm kỳ, trong đó có luật sửa nhiều luật và 1 số luật quan trọng có hiệu lực sớm như Luật đất đai, nhà ở, kinh doanh bất động sản.

Nhân lực, công tác tinh gọn bộ máy và tăng hiệu quả hoạt động đang trở thành tâm điểm và là cuộc cách mạng có ảnh hưởng sâu rộng đến kinh tế xã hội của Việt Nam trong nhiều năm tới. Kế hoạch giảm tối thiểu 20% công chức, viên chức hưởng lương từ ngân sách và dự kiến thông qua vào tháng 2/2025.

Hạ tầng, Việt Nam đã đầu tư nâng cấp đường cao tốc lên 2,021 km và hướng tới **3,000 km** trong năm 2025, triển khai vành đai 4 vùng Thủ đô, vành đai 3 TP HCM, đường sắt đô thị. Các dự quy mô lớn và có tầm nhìn dài hạn như đầu tư đường sắt cao tốc Bắc – Nam có giá trị đầu tư 67 tỷ USD và dự kiến làm tăng **0.97% cho GDP** từ nay đến 2035 và điện hạt nhân cũng đã được Quốc hội thông qua.

Với các định hướng rõ ràng, cải cách sâu rộng và sự quyết liệt trong thực thi, Việt Nam kỳ vọng sẽ vượt quá thách thức trước mắt để biến giai đoạn 2025 – 2030 thành bước ngoặt và nền tảng cho chu kỳ phát triển cao trong trung và dài hạn. Các chính sách lớn, đặc biệt là công tác nhân sự, cần có thời gian đi vào cuộc sống và phát huy hiệu quả. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng bộ máy mới sẽ đi vào vận thông suốt kể từ quý III năm 2025, mở ra những chuyển rõ rệt về kinh tế vĩ mô và hiệu ứng tích cực đến thị trường chứng khoán.

Trên cơ sở đánh giá các yếu tố quốc tế và trong nước, chúng tôi dựa báo kịch bản kinh tế vĩ mô và thị trường như sau:

Kinh tế vĩ mô năm 2025, áp lực tỷ giá sẽ giảm dần sau quý I, tạo điều kiện cho các chính sách hỗ trợ tăng trưởng. BSC dự báo tăng trưởng **GDP** theo 2 KB lần lượt: **6.5**% và 7.4%, CPI ở mức **4.4%** và **3.2%**, Lãi suất điều hành ở mức **4.5+%** và **4.5-%**, Xuất nhập khẩu ở mức **7%** và **17%**; FDI giải ngân ở mức **24 và 25 tỷ USD**.

Thị trường chứng khoán năm 2025, VN-Index tiếp tục tích lũy đi ngang trong quý Q1 và Q2; vượt cản 1,300 điểm và duy trì đà tăng trong QIII và Quý IV: **(1)** Kinh tế vĩ mô và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ở chu kỳ tăng trưởng tích cực; **(2)** Môi trường lãi suất thấp duy trì, tăng trưởng tín dụng cao; **(3)** Nhà đầu tư cá nhân tiếp tục là động chính và dòng vốn ngoại cải thiện nhờ khả năng nâng hạng từ FTSE vào tháng 9/2025. VN-Index dự báo kịch bản cơ sở lên mức **1,436** điểm (+13%), EPS **+18%** và **P/E 14.2** lần.

Các chủ đề lưu ý đầu tư trong năm 2025, 4 chủ đề được đánh giá nổi bật và theo dõi đầu tư: **(1)** Ngành ngân hàng; **(2)** Điện – Đạm – Khí; **(3)** Thép – Bất động sản và **(4)** Xuất nhập khẩu – Logistics – Bán lẻ, xem chi tiết tại báo cáo **"Vietnam Sector Outlook 2025"**.

Tiêu điểm

Nội dung chính

- **Toàn cầu:** Chính sách thời Trump 2.0.
- **Trong nước:** Các yếu tố trong nước ủng hộ mục tiêu tăng trưởng.
- **Thị trường chứng khoán:** 2025 – Thời điểm "vàng" để nâng hạng – Bài học từ Saudi Arabia

Toàn cầu – Trump 2.0

2024 là năm của thay đổi và bất ngờ khi nhìn vào tình hình địa chính trị. Sau căng thẳng tại Nga - Ukraine, ngọn lửa ở khu vực Trung Đông cũng bùng lên với những mâu thuẫn khởi đầu từ Israel – Palestine. 2024 cũng là năm chứng kiến hơn 2 tỷ người từ trên 70 quốc gia khác nhau tham gia vào cuộc bầu cử người lãnh đạo điều hành đất nước. Có thể thấy, "biến động" nhiều khả năng là từ khóa chính cho năm 2025.

Trong làn sóng bầu cử toàn cầu, tâm điểm tập trung vào vị trí Tổng thống Hoa Kỳ, nơi mà ông Donald Trump sẽ có nhiệm kỳ lần thứ 2. Ông Trump, với những chính sách thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tưởng chừng gặp khó khăn, khi khảo sát thăm dò dư luận kết quả đôi khi còn cho thấy rằng các đối thủ trong cuộc đua đến Nhà Trắng nhỉnh hơn ông. Nhưng sau cùng, ông đã giành chiến thắng áp đảo; Đảng Cộng hoà nắm giữ cả Thượng viện và Hạ viện Hoa Kỳ, một động lực lớn giúp chính sách của ông có thể được thông qua nhanh hơn.

Một vài điểm chính trong chính sách của ông Donald Trump như sau:

- *Thứ nhất:* Bãi bỏ các luật định. Trong đó có việc tháo gỡ những chuẩn mực về quản trị rủi ro cho các ngân hàng Hoa Kỳ;
- *Thứ hai:* Bảo hộ thương mại - Thuế quan. Ông Trump cũng nhấn mạnh về việc sẽ nâng mức thuế nhập khẩu từ 10-20% cho mọi mặt hàng nhập khẩu vào Hoa Kỳ, và thuế suất cho một số mặt hàng tại Trung Quốc có thể lên đến mức 60%;
- *Thứ ba:* Cải cách về nhập cư. Ông Trump sẽ tiến hành bảo vệ đường biên giới và trục xuất một số lượng lớn những người nhập cư bất hợp phát tại Hoa Kỳ, điều mà ông làm mạnh ở nhiệm kỳ đầu tiên;
- *Thứ tư:* Cắt giảm thuế thu nhập. Ông Trump cam kết sẽ tiếp tục gia hạn đạo luật Cắt giảm thuế và Việc làm (2017), ngoài ra, ông cũng đề xuất việc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp từ mức 21% xuống 20%, và mục tiêu là xuống còn 15%;
- *Thứ năm:* Năng lượng. Trong các buổi phỏng vấn, ông Trump luôn nhấn mạnh vào việc thiếu hụt về nguồn cung năng lượng truyền thống là nguyên nhân chính gây ra lạm phát, do đó, khi ông lên nắm quyền, ông sẽ tiến hành mở rộng nguồn cung năng lượng truyền thống.

Các chính sách thúc đẩy nền kinh tế của ông Trump có thể khiến tăng trưởng kinh tế Hoa Kỳ đi kèm với lạm phát, giảm tốc độ hạ lãi suất của FED và khiến sức mạnh đồng USD duy trì ở mức cao. Tuy nhiên, chúng ta vẫn cần chờ đợi xem các chính sách được ban hành như thế nào, khi nào và phản ứng của Thị trường chứng khoán sau khi ban hành chính sách ra sao.

Mặc dù chính sách của ông Trump có phần tiêu cực với toàn cầu, tuy nhiên, chúng ta không cần quá bi quan.

Với lo ngại về chính sách mang thiên hướng mở rộng tài khoá thúc đẩy kinh tế đi kèm với lạm phát như việc cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, các chính sách này sẽ cần một khoảng thời gian để được Quốc hội Hoa Kỳ thông qua, trước khi thẩm thấu vào nền kinh tế, do đó, các chính sách này có thể sẽ không quá sốc.

Về lo ngại về chính sách mang tính chất bảo hộ thương mại. Đầu tiên, người tiêu dùng Hoa Kỳ gần như gánh chịu mọi hệ lụy từ việc tăng thuế quan. Thứ hai, nếu các chính sách thương mại quá sốc, điều này hoàn toàn có thể mang lại những động thái trả đũa từ các quốc gia và khu vực bị áp đặt thuế suất, hình thành phản lực vào nền kinh tế Hoa Kỳ. Với lý do đó, chúng tôi kỳ vọng

Tiêu điểm

các chính sách của ông Trump không quá đột ngột, khắc nghiệt.

Tổng kết, năm 2025 và xa hơn trong tương lai sẽ được định hình bởi các chính sách đến từ những nhà lãnh đạo đất nước mới lên điều hành. Khó khăn thích ứng chính sách giai đoạn đầu là không tránh khỏi, tuy nhiên, chúng ta hoàn toàn có thể lạc quan về việc sẽ vượt qua được những chông gai đó.

Trong nước – Cải cách và tăng trưởng

Tăng trưởng GDP năm 2024 đạt +7.09% y/y. Đây là mức tăng trưởng cao thứ hai trong năm năm trở lại đây (chỉ sau 2022). Mức tăng trưởng này chủ yếu đến từ cấu phần sản xuất khi xuất nhập khẩu tăng trưởng tốt, tuy nhiên có mức độ lan tỏa thấp. *(Tham khảo thêm tại phần Vĩ mô – Tổng quan nền kinh tế)*.

Sang năm 2025, BSC kỳ vọng GDP vẫn sẽ tăng trưởng tốt, **động lực chính chuyển từ thương mại sang thúc đẩy tăng trưởng trong nước**. Một số công tác đã và đang được thực hiện để chuẩn bị cho động lực tăng trưởng này bao gồm:

(1) Cải cách thể chế, tinh gọn bộ máy, đẩy mạnh hạ tầng *(Chi tiết tham khảo tại phần Chiến lược);*

(2) Kế hoạch giải ngân đầu tư công cao. Ngày 04/12/2024, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 1508/QĐ-TTg về việc giao kế hoạch đầu tư vốn Ngân sách Nhà nước năm 2025, trong đó Chi đầu tư phát triển 790.7 nghìn tỷ, +16.7% y/y – mức tăng cao thứ hai trong nhiều năm trở lại đây, sau năm 2023 (+38.1% y/y). Chúng tôi cũng kỳ vọng khi thể chế đã ổn định, bộ máy được tinh gọn, việc giải ngân đầu tư công sẽ hanh thông hơn;

(3) Chính phủ tiếp tục hỗ trợ tiêu dùng trong nước (năm 2024 tăng trưởng thấp, +9.0% y/y; trung bình giai đoạn trước dịch 2015-2019 đạt +10.8% y/y). Từ năm 2022, Chính phủ đã giảm VAT từ 10% xuống 8% và chính sách này vẫn được kéo dài tới hiện tại. Ngày 30/11/2024, Quốc hội đã đồng ý tiếp tục giảm 2% VAT trong nửa đầu năm 2025 đối với các nhóm hàng hóa tương tự như năm 2022.

Hiện tại, bối cảnh vĩ mô của Việt Nam ủng hộ cho việc **thực hiện mục tiêu tăng trưởng**. Lạm phát năm 2025 sẽ nằm trong tầm kiểm soát do các yếu tố gây áp lực tăng đối với lạm phát đều hạ nhiệt so với 2024 như giá xăng dầu, giá gạo,..., tạo dư địa cho CSTT trong nước tiếp tục nới lỏng.

Tuy nhiên, có những yếu tố bất định ở thời điểm hiện tại và cần quan sát trong tương lai, tiêu biểu là các chính sách dưới thời Trump 2.0 có khả năng khiến lạm phát Hoa Kỳ tăng trở lại, gián tiếp khiến tốc độ hạ lãi suất của FED chậm lại hoặc kết thúc sớm hơn.

Thị trường chứng khoán – Nâng hạng

Thời điểm thích hợp để nâng hạng thị trường

Trong chỉ số thị trường cận biên (Frontier) do MSCI, FTSE phân loại, Việt Nam đứng Top 1 về tỷ trọng, tuy nhiên giá trị vốn hóa, thanh khoản, số lượng cổ phiếu từ lâu đã đáp ứng các tiêu chí của một thị trường mới nổi (Emerging), thậm chí còn xếp trên nhiều quốc gia khác trong khu vực và thế giới *(Đồ thị 34)*. Việc ở lại quá lâu trong "chiếc áo" Frontier sẽ thu hẹp cơ hội của Doanh nghiệp trong nước tiếp cận với nguồn lực từ NĐTNN, cũng như hạn chế khả năng phát triển của thị trường để hội nhập với các tiêu chuẩn thế giới. Mặt khác, việc nâng hạng thành công sẽ cải thiện niềm tin nhà đầu tư, từ đó tác động tích cực đến nền kinh tế, tăng cường uy tín quốc gia – thời điểm rất phù hợp theo tư tưởng lớn mà Tổng bí thư Tô Lâm đề ra: **"Kỷ nguyên mới – Kỷ nguyên vươn mình của dân tộc"**

2024 - Nỗ lực hành động để nâng hạng

Sau nhiều tháng dự thảo, tiếp thu ý kiến từ các thành viên thị trường, ngày 18/09/2024 Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 68/TT-BTC nhằm gỡ nút thắt "pre-funding", cũng như lộ trình công bố thông tin song ngữ nhằm tạo thuận lợi hơn cho NĐTNN khi tham gia

Tiêu điểm

thị trường. Ngày 29/11/2024, Quốc hội cũng đã thông qua Luật Chứng khoán sửa đổi trong đó có nội dung quan trọng trong việc tạo cơ chế thành lập công ty chuyên trách mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) – bước thay đổi quan trọng để sớm đưa CCP vào vận hành trên TTCK cơ sở. Tháng 12/2024, Bộ Tài chính, UBCKNN đã khẩn trương xây dựng dự thảo Nghị định 155 với mục tiêu mở cửa tiếp cận thị trường cho NĐTNN, rút ngắn thời gian IPO/niêm yết cho doanh nghiệp, sớm thực thi các thay đổi quan trọng của Luật Chứng khoán trong năm 2025 – mốc thời gian quan trọng của mục tiêu nâng hạng lên thị trường mới nổi.

FTSE, MSCI ghi nhận sự thay đổi, nhưng…

Lần đầu tiên sau hơn 03 năm, MSCI đã đánh giá sự cải thiện ở 01 tiêu chí của Việt Nam *(Đồ thị 35)*, đồng thời trong đánh giá mới nhất FTSE Russell cũng ghi nhận sự thay đổi sau khi Bộ Tài chính ban hành Thông tư 68. Tuy nhiên, FTSE Russell cũng đề cập các vấn đề mà Việt Nam cần phải lưu ý trong đó: (1) Tính khả thi cũng như trải nghiệm của NĐTNN khi sử dụng giải pháp NPS (Non-pre-funding) là yếu tố quan trọng, (2) Quy trình và chi phí liên quan đến các giao dịch thất bại cần được đánh giá thêm để xem xét nâng hạng trong tương lai. Mặt khác, những vẫn đề còn tồn tại như: quy trình đăng ký/mở tài khoản cho NĐTNN, tỷ lệ sở hữu nước ngoài, lộ trình rõ ràng trong việc thực thi các quy định mới cũng cần sớm được thay đổi *(Đồ thị 36)*.

Bài học từ Saudi Arabia

Năm 2018, Saudi Arabia được chấp thuận nâng hạng đồng thời bởi cả 03 tổ chức (MSCI, FTSE Russell, S&P Globlal) – quốc gia được MSCI nâng hạng với tốc độ nhanh nhất trong lịch sử (01 năm) kể từ khi đưa vào danh sách theo dõi. Thành công của Saudi Arabia đến từ nhiều yếu tố, trong đó nổi bật là: (1) Quyết tâm và nỗ lực chính trị cao, (2) Sự phối hợp chặt chẽ giữa NHTW (SAMA) và Cơ quan phát triển thị trường vốn (CMA), (3) Tầm nhìn dài hạn phát triển đất nước trong đó xác định thị trường tài chính là một cấu phần quan trọng (kế hoạch FSDP), (4) Cam kết và thực hiện mạnh mẽ các thay đổi để thu hút NĐTNN (tỷ lệ sở hữu Nhà nước, quy trình mở tài khoản…), cũng như (5) Áp dụng các chuẩn mực quốc tế, công nghệ mới trên thị trường (IFRS, CCP, tiền kỹ thuật số, công nghệ sổ cái phân tán…).

Giải pháp dài hạn cho sự phát triển TTCK

Việc sớm vận hành hệ thống giao dịch mới tiến đến triển khai mô hình CCP với sự tham gia của hệ thống ngân hàng tại Việt Nam sẽ là giải pháp dài hạn, bền vững cho thị trường – giải quyết vấn đề "pre-funding" (tương tự lộ trình mà Saudi Arabia đã trải qua). Mặt khác, TTCK Việt Nam sẽ có thêm các sản phẩm mới như: Day-trading, short-selling, options... Từ đó thu hút được nhiều NĐTNN tham gia hơn, tiệm cận với tiêu chuẩn của các TTCK khác trong khu vực và thế giới.

Bên cạnh đó, cơ quan quản lý, các doanh nghiệp cũng cần đánh giá lại cơ hội, tiềm năng khi thị trường được nâng hạng, để lên kế hoạch IPO, chuyển từ chứng khoán đăng ký giao dịch lên niêm yết, cổ phần hóa/thoái vốn Doanh nghiệp Nhà nước, tận dụng được dòng vốn lớn từ nước ngoài trong tương lai – chiến lược mà Saudi Arabia thực hiện để các doanh nghiệp lớn trong nước (Saudi Aramco…) thu hút được dòng vốn ngoại khi mở cửa thị trường vốn với thế giới.

Trong quá khứ cũng có không ít các quốc gia đã bị hạ bậc thị trường – gần nhất vào ngày 23/09/2024 FTSE Russell đã chính thức hạ bậc Pakistan từ Secondary Emerging xuống Frontier market – do đó TTCK Việt Nam cũng cần có chiến lược dài hạn để hướng đến các tiêu chuẩn cao hơn trong đánh giá của các tổ chức xếp hạng uy tín trên thế giới.

Dự báo thời điểm nâng hạng, dòng vốn ngoại

Nếu Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng thị trường, TTCK sẽ đón nhận tối thiểu **700 triệu – 1.5 tỷ USD** từ các quỹ ETF/chủ động, BSC Research dự báo kịch bản cơ sở T09/25, FTSE sẽ ra thông báo chính thức *(Đồ thị 37)*. Bên canh đó, ***NĐTNN thông thường sẽ mua ròng từ 3-4 tháng trước khi FTSE ra thông báo, và từ 4-5 tháng đối với MSCI, vì vậy, nhà đầu tư trong nước cũng cần lưu ý về yếu tố này để đánh giá***.

Tổng quan nền kinh tế

Nội dung chính

- GDP cả năm 2024 +7.09% y/y, mức tăng trưởng cao thứ hai trong năm năm trở lại đây (chỉ sau 2022).
- Đóng góp vào tăng trưởng kinh tế chủ yếu là khu vực xuất nhập khẩu (FDI) và sản xuất.
- Kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng đầu tư công trong năm 2025 sẽ giúp cho tăng trưởng kinh tế vĩ mô có độ lan tỏa cao hơn.

GDP quý 1, 2, 3, 4 năm 2024 lần lượt tăng dần ở mức 5.87%, 7.09%, 7.40%, 7.55% y/y, giúp cho tăng trưởng GDP cả năm +7.09% y/y – mức tăng trưởng cao thứ hai trong năm năm trở lại đây (chỉ sau 2022). Trong các cấu phần thuộc GDP, *Dịch vụ* vẫn giữ tỷ trọng cao nhất và có mức đóng góp lớn nhất lên tăng trưởng GDP (tăng trưởng +7.38% y/y, đóng góp 3.26 điểm phần trăm). Cấu phần *Công nghiệp và xây dựng*, đặc biệt là cấu phần *Công nghiệp* (thuộc *Công nghiệp và xây dựng*) ghi nhận mức tăng trưởng nổi bật trong năm +8.32% y/y, đóng góp 2.49 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP, nhờ sự hồi phục mạnh mẽ từ xuất nhập khẩu.

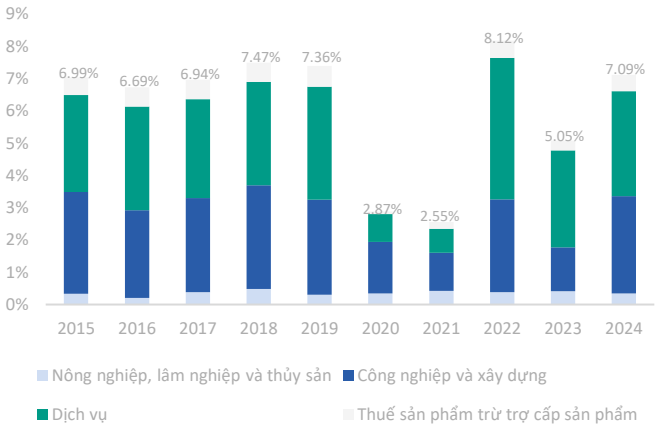
Tuy nhiên, phần đóng góp lớn đến từ khu vực thương mại chưa có tính lan tỏa cao, Tăng trưởng tiêu dùng trong năm 2024 vẫn ở mức thấp **(+8.96% y/y)** *(Đồ thị 02)*.

Với động lực tăng trưởng đã được trình bày tại phần *Tiêu điểm: Trong nước – Cải cách và tăng trưởng*, BSC dự báo GDP năm 2025:

KB1: GDP tăng trưởng **+6.5% y/y**.

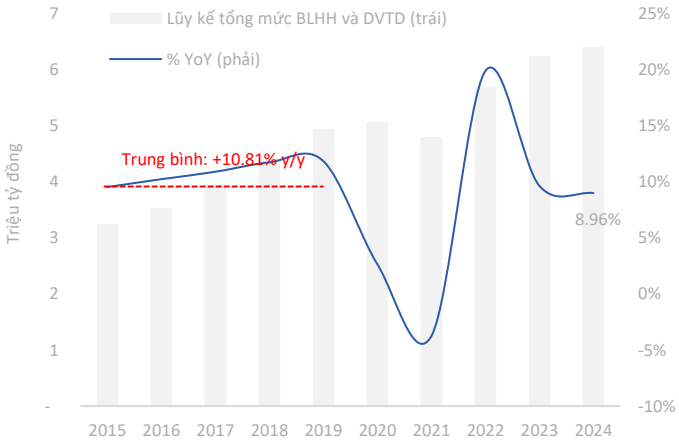
KB2: GDP tăng trưởng **+7.4% y/y**.

Đồ thị 01. Tăng trưởng GDP Việt Nam hàng năm



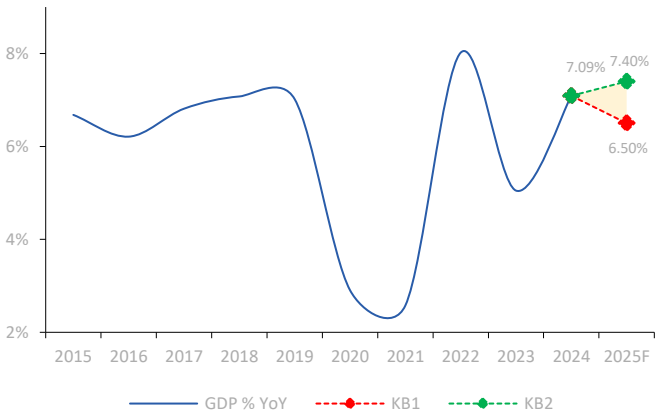
Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 02. Diễn biến tiêu dùng trong nước



Nguồn: GSO, BSC Research

Đồ thị 03. Dự báo tăng trưởng GDP 2025



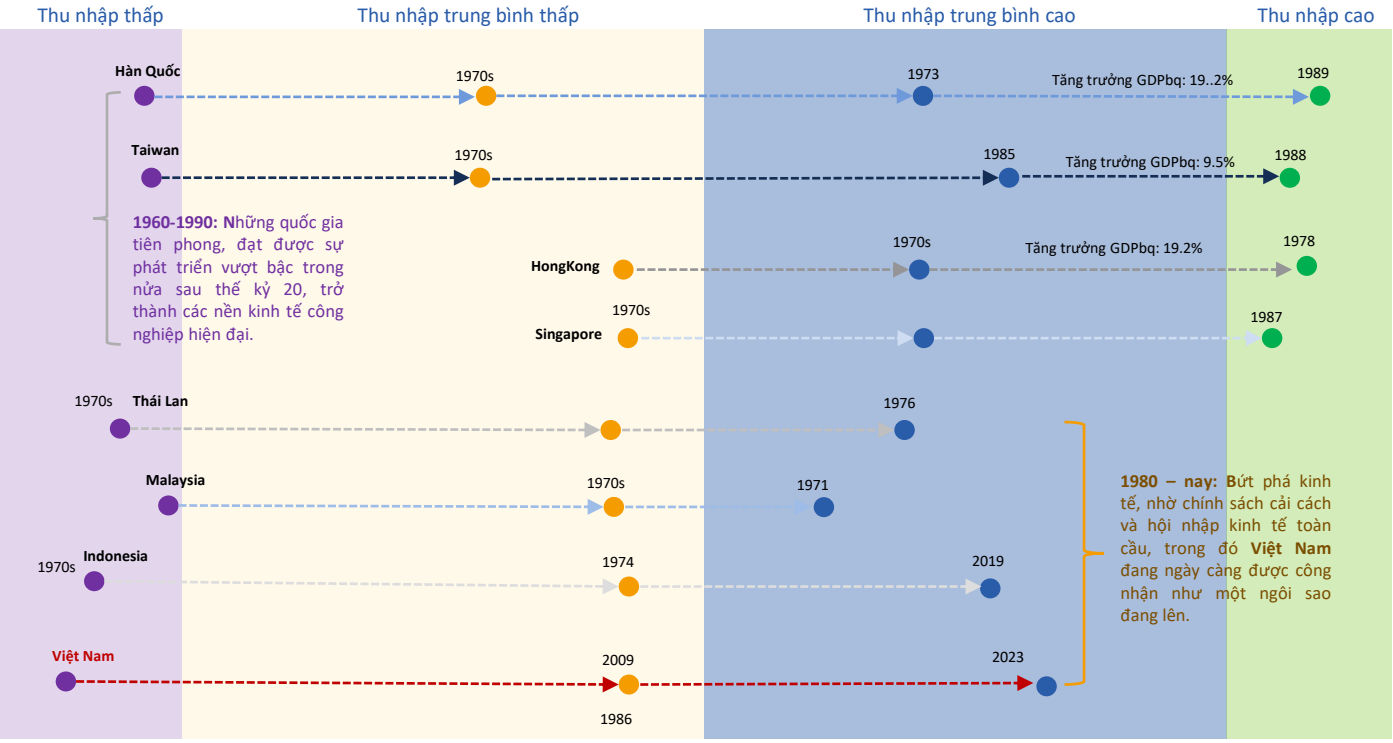
Nguồn: BSC Research

Tổng quan nền kinh tế

Việt Nam đang đứng trước ngưỡng cửa quan trọng để quyết định tương lai, đối mặt với thách thức vượt qua bẫy thu nhập trung bình nhằm đạt mục tiêu trở thành quốc gia thu nhập cao. Với GDP bình quân đầu người năm 20024 ước tính đạt 4,649 USD, Việt Nam cần đạt **"tăng trưởng GDP hai con số"** để thu hẹp khoảng cách với các nước như Thái Lan, Malaysia và Trung Quốc. Bài học từ nhiều quốc gia cho thấy nguy cơ mắc kẹt do các chiến lược tăng trưởng lỗi thời, phụ thuộc vào đầu tư hoặc nóng vội đổi mới mà thiếu lộ trình. Thống kê của WB* cho thấy, chỉ số ít quốc gia thu nhập trung bình (**34 nền kinh tế trong 50 năm**) chuyển sang thu nhập cao, phần lớn nhờ lợi thế đặc biệt (gia nhập EU hoặc tài nguyên). Ngược lại, các nước như Hàn Quốc, Ba Lan, Chile đã thành công nhờ **"chiến lược 3i" (đầu tư - hấp thụ công nghệ - đổi mới)** kết hợp cải cách mạnh mẽ.

Thách thức của Việt Nam gia tăng bởi tình trạng già hóa dân số nhanh chóng (tuổi trung bình dự kiến 40 vào năm 2038), làm tăng gánh nặng an sinh xã hội. Hiện tại, Việt Nam đang theo đuổi cuộc cách mạng trên ba trụ cột: thể chế, nhân lực và hạ tầng. **Năm 2025 là cột mốc quan trọng**, là năm bản lề, đặt nền móng cho các giai đoạn phát triển tiếp theo, hướng đến mục tiêu GDP bình quân đầu người 12,000 USD vào năm 2045. Nguy cơ "già trước khi giàu" là hiện hữu nếu không hành động quyết liệt. Tuy nhiên, với **chiến lược đúng đắn**, học hỏi **kinh nghiệm thành công** và **tránh vết xe đổ** của các quốc gia bị mắc lại tại bẫy thu nhập trung bình, Việt Nam hoàn toàn có khả năng bứt phá, vươn lên vị thế kinh tế cao hơn trên bản đồ thế giới.

Đồ thị 04. Để thoát "bẫy thu nhập trung bình", các quốc gia thường duy trì tăng trưởng GDP 9-19%/năm



**Báo cáo: World Development Report 2024 – The middle-income trap*

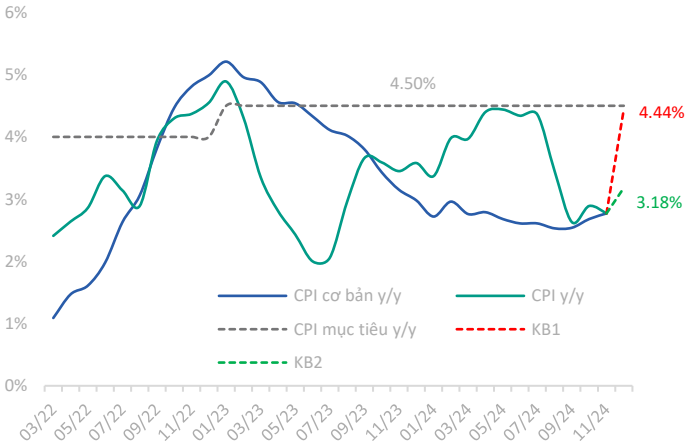
Nguồn: World Bank, IMF, BSC Research

Chính sách tiền tệ

Nội dung chính

- **Lạm phát:** Áp lực tăng vừa phải khi các yếu tố đầu vào có xu hướng giảm giá.
- **Lãi suất:** Có dư địa để mặt bằng lãi suất tiếp tục ổn định hoặc nhích tăng nhẹ trong năm 2025 nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.
- **Tỷ giá:** ***Áp lực tăng:*** Ảnh hưởng từ chính sách của Tổng thống Donald Trump. ***Yếu tố thuận lợi:*** Chu kỳ nới lỏng CSTT của FED.

Đồ thị 05. Diễn biến CPI Việt Nam



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Lạm phát

CPI tháng 12/2024 đạt +2.94% y/y; CPI cơ bản tháng 12/2024 đạt +2.85% y/y; CPI và CPI cơ bản trung bình cả năm 2024 lần lượt đạt +3.63% y/y và +2.71% y/y.

Sang năm 2025, BSC dự báo lạm phát sẽ nằm trong tầm kiểm soát nhờ:

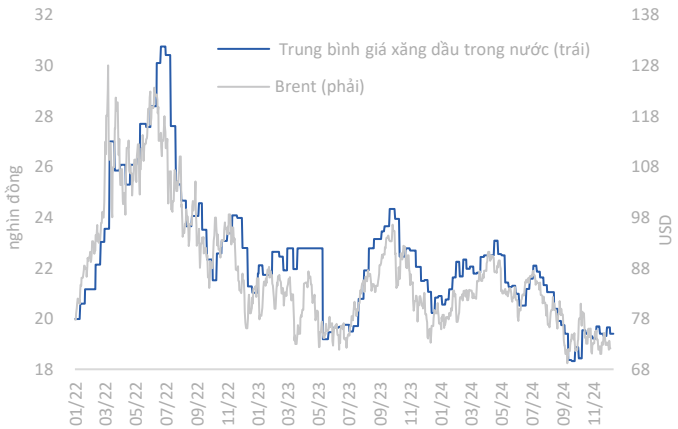
- **Giá dầu thế giới được dự báo ở mức thấp** do (1) Tăng trưởng kinh tế Trung Quốc yếu; (2) Sản lượng tại Hoa Kỳ tăng; (3) Ông Donald Trump đưa ra quan điểm muốn bãi bỏ các quy định cản trở khai thác dầu khí và than. Những điều này tạo động lực cho giá xăng dầu trong nước tiếp tục ở mức thấp *(Đồ thị 06)*;
- **Giá gạo trong nước giảm theo giá gạo xuất khẩu** sau khi Chính phủ Ấn Độ gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo từ cuối tháng 09/2024 *(Đồ thị 07)*.

BSC dự báo CPI trung bình trong năm 2025 sẽ ở mức 3.18% – 4.44% với các giả định như sau:

KB1: CPI trung bình năm 2025 ở mức **4.44% y/y**.

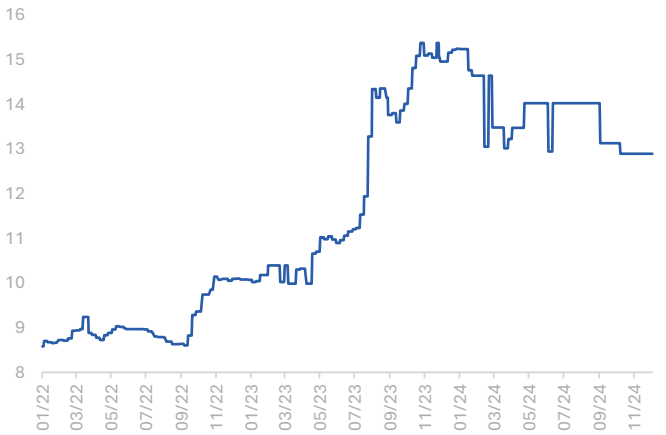
- Giá dầu Brent ở mức 92 USD/thùng (giá trị cao nhất của Bloomberg consensus);
- Giá heo hơi trung bình đạt +68,000/kg;
- Giá điện được điều chỉnh hai lần, tăng 7 – 8%;
- Giá y tế được điều chỉnh tăng 8%;
- Học phí được điều chỉnh tăng 7.5%.

Đồ thị 06. Diễn biến giá dầu Brent và xăng dầu trong nước



Nguồn: Petrolimex, BSC Research

Đồ thị 07. Diễn biến giá gạo thành phẩm xuất khẩu



Nguồn: WiChart , BSC Research

Chính sách tiền tệ

KB 2: CPI trung bình năm 2025 ở mức 3.18% **y/y**.

- Giá dầu Brent ở mức 73.69 USD/thùng (giá trị trung bình của Bloomberg consensus);
- Giá heo hơi trung bình đạt 65,000/kg;
- Giá điện được điều chỉnh một lần, tăng 5%;
- Giá y tế, học phí giữ nguyên.

Lãi suất

Trên thị trường một, nơi diễn ra các giao dịch giữa định chế tài chính với doanh nghiệp và dân cư, tăng trưởng tín dụng hồi phục đáng kể bắt đầu từ tháng 05/2024, trong khi tăng trưởng huy động ở mức thấp so với tăng trưởng tín dụng và chính nó trong quá khứ. Tính đến cuối tháng 12/2024, tăng trưởng tín dụng ước đạt 15.08% YTD (cùng kỳ 2023: khoảng +13.8% YTD), tăng trưởng huy động ước đạt +9.1% YTD (cùng kỳ 2023: khoảng +13.2% YTD). Đây là lý do khiến mặt bằng lãi suất huy động trên thị trường một đã có xu hướng tạo đáy và tăng dần qua các tháng kể từ quý 2/2024. Tuy nhiên, ở mặt tích cực, lãi suất cho vay được duy trì ở nền thấp (thấp hơn cả giai đoạn dịch COVID-19) *(Đồ thị 09)*.

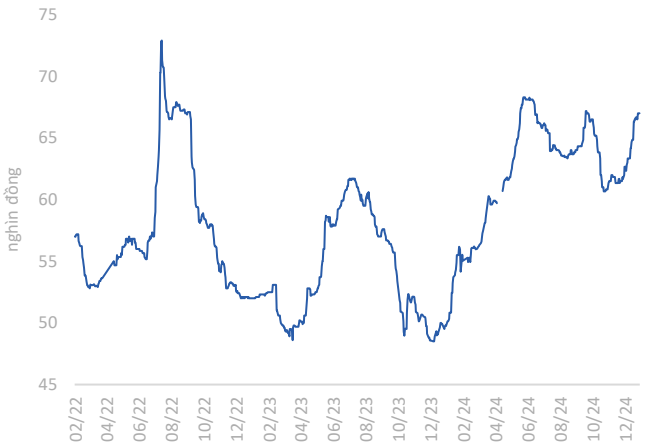
Mặt bằng lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tăng mạnh từ cuối tháng 03/2024 từ vùng 0% – 3% lên vùng 4% – 6% sau khi NHNN thực hiện bán USD để ổn định tỷ giá. Ngoài ra, hiện tượng thiếu tiền cục bộ tại một số ngân hàng cũng là lý do khiến lãi suất liên ngân hàng tăng.

Để ổn định tỷ giá, NHNN đã điều tiết thanh khoản qua việc bơm và hút tiền trên thị trường mở, kể từ đầu quý 02/2024 đến nay *(Đồ thị 10)*.

BSC dự báo mặt bằng lãi suất trên thị trường một có khả năng tiếp tục duy trì ổn định hoặc nhích tăng nhẹ với lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng trung bình ở mức 5% – 5.5% dựa vào:

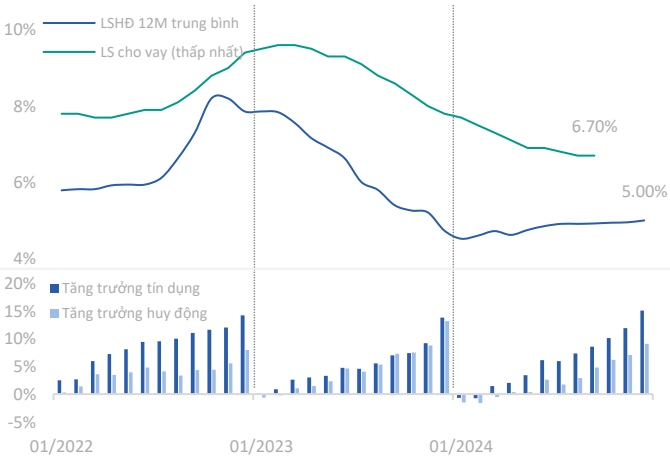
(1) Chu kỳ nới lỏng CSTT quy mô toàn cầu đã và đang diễn ra (dù chậm hơn dự kiến);

Đồ thị 08. Diễn biến giá heo trong nước



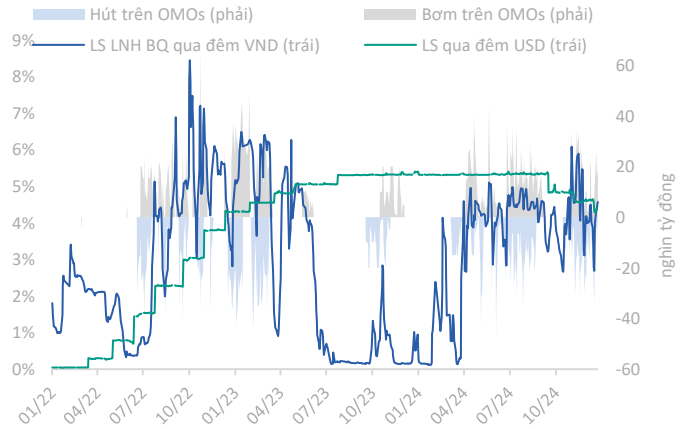
Nguồn: WiChart, BSC Research

Đồ thị 09. Diễn biến thanh khoản thị trường một



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 10. Diễn biến thanh khoản thị trường hai



Nguồn: FiinProX, Bloomberg, BSC Research

Chính sách tiền tệ

(2) Lạm phát trong năm 2025 dự báo nằm trong tầm kiểm soát, tạo điều kiện cho NHNN tiếp tục CSTT nới lỏng;

(3) Giải ngân đầu tư công được thúc đẩy giúp tăng trưởng cung tiền được cải thiện. (Tăng trưởng cung tiền tính đến 25/12/2024 đạt +9.42% YTD, đây là mức tăng trưởng thấp thứ hai sau năm 2022 trong giai đoạn 2019 – 2024) *(Đồ thị 11).*

Tỷ giá

Tỷ giá USD/VND trung bình năm 2024 tăng khoảng 5% y/y do:

(1) Chỉ số DXY duy trì ở mức cao bởi việc cắt giảm lãi suất chậm hơn của FED so với các Ngân hàng Trung ương lớn khác trên toàn cầu, cũng như kỳ vọng đồng USD mạnh lên đến từ chính sách của ông Donald Trump;

(2) Nhu cầu USD trong nước phục vụ cho hoạt động thương mại tăng vọt kể từ cuối quý 2/2024;

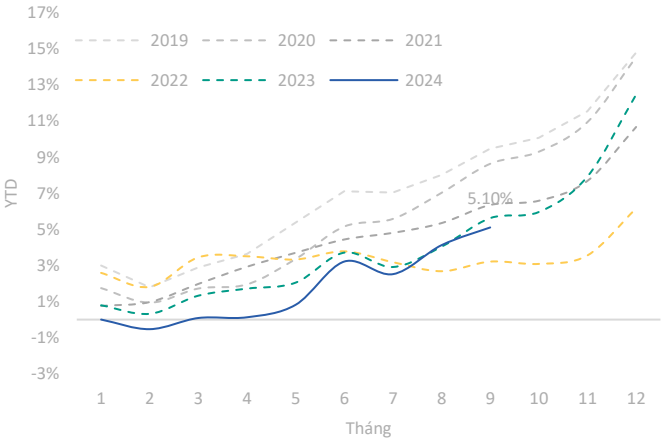
(3) Giá Vàng tăng, nguồn cung Vàng trong nước hạn chế, một lượng tiền Đồng chảy qua kênh vàng. Cùng với đó, việc giá vàng trong nước cao hơn giá vàng thế giới, đã kích hoạt nhu cầu USD cho hoạt động buôn lậu Vàng *(Đồ thị 13)*.

Để ổn định lại tỷ giá cũng như thị trường vàng, NHNN đã thực hiện các biện pháp sau:

(1) Điều hành chính sách tiền tệ theo hướng linh hoạt, điều tiết thanh khoản trên thị trường mở;

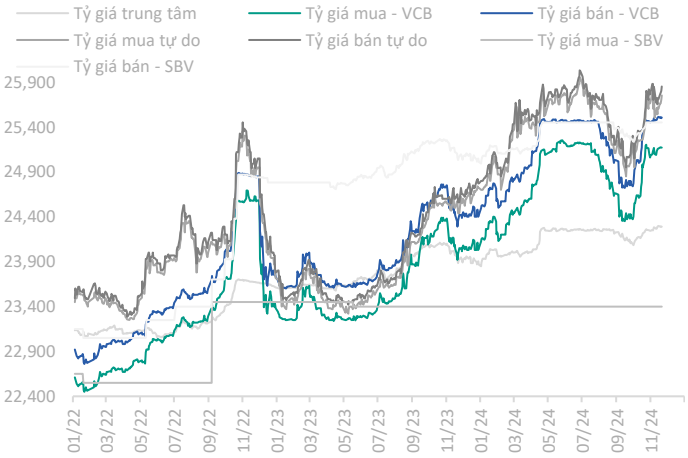
(2) Bán ngoại tệ giao ngay và can thiệp trên thị trường Vàng. Ước tính, đến hết năm 2024, NHNN đã bán 9.1 tỷ USD, đưa mức dự trữ ngoại hối về khoảng 80 tỷ USD.

Đồ thị 11. Tăng trưởng cung tiền



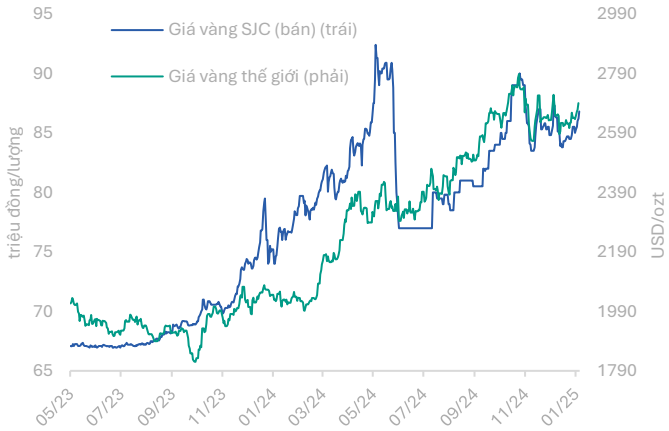
Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 12. Diễn biến tỷ giá trong nước



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 13. Diễn biến giá vàng trong nước và quốc tế



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

Chính sách tiền tệ

Các yếu tố thuận lợi đối với tỷ giá trong năm 2025:

(1) Kỳ vong FED tiếp tục CSTT nới lỏng (dù có thể chậm hơn kỳ vọng). Chênh lệch tốc độ cắt giảm lãi suất giữa FED và các Ngân hàng Trung ương lớn trên toàn cầu thu hẹp;

(2) Thặng dư thương mại và dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ cải thiện tình trạng mất cân bằng cung cầu USD trong nước;

(3) Du lịch Việt Nam hồi phục.

Các yếu tố khiến tỷ giá tăng trong năm 2025:

(1) Chính sách của ông Donald Trump rất khắc nghiệt có thể khiến kinh tế Hoa Kỳ tăng trưởng đi kèm với lạm phát tăng trở lại. Điều này khiến FED hạ lãi suất chậm hơn so với kỳ vọng.

BSC dự báo tỷ giá **USD/VND trung bình năm 2025** như sau:

KB1: 26,056 – tương ứng mức tăng khoảng +4% y/y.

KB2: 25,554 – tương ứng mức tăng khoảng +2% y/y.

Chính sách tài khóa

Nội dung chính

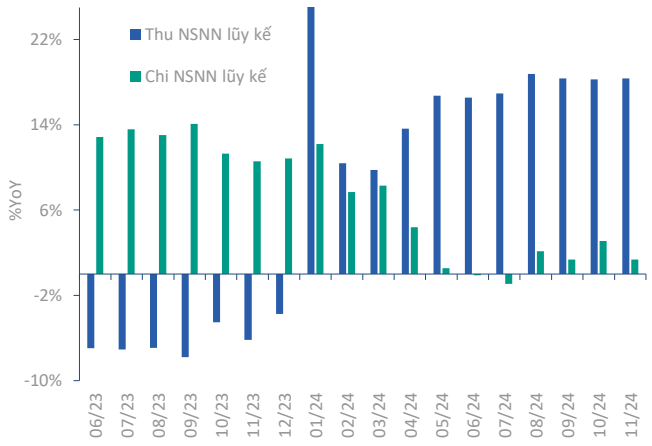
- Thu Ngân sách Nhà nước năm 2024 vượt dự toán, tăng tích cực so với cùng kỳ năm 2023.
- Chi Ngân sách Nhà nước năm 2024 không cho thấy nhiều đột phá.
- Giải ngân đầu tư công được kỳ vọng đẩy mạnh trong năm 2025 có thể cải thiện tình trạng tăng trưởng cung tiền thấp trong năm 2024.
- Kế hoạch Ngân sách Nhà nước 2025 dự toán chi đầu tư phát triển 790.7 nghìn tỷ đồng, chiếm 31% tổng chi ngân sách nhà nước.

Thu Ngân sách Nhà nước năm 2024 vượt dự toán, tăng tích cực so với cùng kỳ năm 2023, phản ánh sự phục hồi của nền kinh tế, cũng như những nỗ lực trong công tác quản lý thu ngân sách. Các lĩnh vực thu ngân sách nhà nước đều cơ bản ước đạt và vượt dự toán giao. Trong đó, thu nội địa ước đạt 1,572.7 nghìn tỷ đồng, vượt 8.9% so dự toán; Thu từ dầu thô đạt 59.3 nghìn tỷ đồng, vượt 28.9% so dự toán; Thu cân đối từ hoạt động xuất nhập khẩu đạt 235.2 nghìn tỷ đồng, vượt 15.3% so dự toán. Số thuế, phí, lệ phí và tiền thuê đất được miễn, giảm, gia hạn ước khoảng 189.6 nghìn tỷ đồng, góp phần tháo gỡ khó khăn cho người dân và doanh nghiệp.

Ngoài ra, thuế thu nhập cá nhân cũng ghi nhận mức tăng ấn tượng nhờ thu từ chuyển nhượng bất động sản, chứng khoán và quản lý hiệu quả các nguồn thu nhập từ nền tảng số, thương mại điện tử, livestream bán hàng. Bên cạnh đó, việc giảm thuế VAT 2% khiến cho ước tính giảm thu 11 tháng năm 2024 giảm 17.3 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên, con số thu ngân sách nói chung vẫn ghi nhận tích cực, cho thấy sự phục hồi của nền kinh tế.

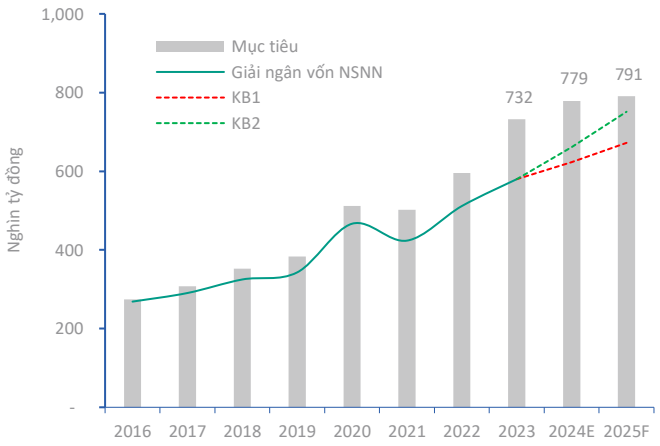
Chi Ngân sách Nhà nước năm 2024 không cho thấy nhiều đột phá. Lũy kế đến hết tháng 10/2024, giải ngân kế hoạch vốn đầu tư công chỉ đạt 54% tổng kế hoạch vốn được giao trong năm 2024.

Đồ thị 14. Tăng trưởng lũy kế Thu, Chi NSNN y/y



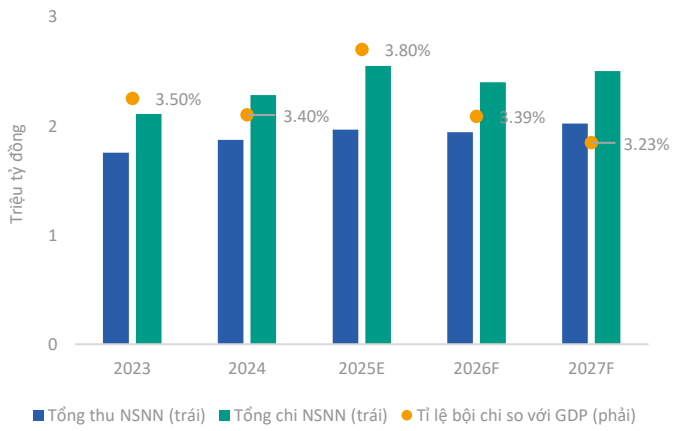
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Đồ thị 15. Dự toán Giải ngân vốn NSNN



Nguồn: BSC Research

Đồ thị 16. Dự kiến cân đối NSNN 2025 – 2027



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Chính sách tài khóa

Thu Ngân sách Nhà nước tăng nhanh, nhưng Chi Ngân sách Nhà nước lại không có nhiều tiến triển, điều này đã tạo ra **một lượng lớn tiền chưa được giải phóng ra khỏi nền kinh tế. Kết hợp với kế hoạch Ngân sách Nhà nước 2025, dự toán chi đầu tư phát triển 790.7 nghìn tỷ đồng, chiếm 31% tổng chi ngân sách nhà nước**, rõ ràng, các nhà điều hành đang có cả không gian và công cụ để hướng đến mục tiêu thúc đẩy nền kinh tế. Một khi khơi thông được những điểm nghẽn về vốn trong nền kinh tế, tác động của chính sách tài khoá thông qua giải ngân đầu tư công sẽ mang lại những hiệu quả tích cực, và tạo ra hiệu ứng lan toả đến nhiều ngành nghề trong nền kinh tế.

BSC dự báo kịch bản giải ngân vốn từ Ngân sách Nhà nước năm 2025:

KB1: Tỷ lệ giải ngân **85%** (672 nghìn tỷ VND).

KB2: Tỷ lệ giải ngân **95%** (751 nghìn tỷ VND).

Thương mại

Nội dung chính

- Thương mại Việt Nam có thể tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2025 khi nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu hồi phục.
- Việt Nam có thể tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng *"Trung Quốc +1", "Phòng hộ Trung Quốc +1", "Friend-shoring".*
- Chính sách thuế quan của Tổng thống Hoa Kỳ Donald Trump, các yếu tố bất định của xung đột địa chính trị là những ẩn số đối với xuất nhập khẩu của Việt Nam.

Xuất nhập khẩu hồi phục mạnh mẽ từ mức giảm của năm 2023, và ghi nhận tăng trưởng ấn tượng trong năm 2024, cụ thể, xuất khẩu tăng 14.3% y/y; nhập khẩu tăng 16.7% y/y; cán cân thương mại thặng dư 24.8 tỷ USD. *(Đồ thị 21)*.

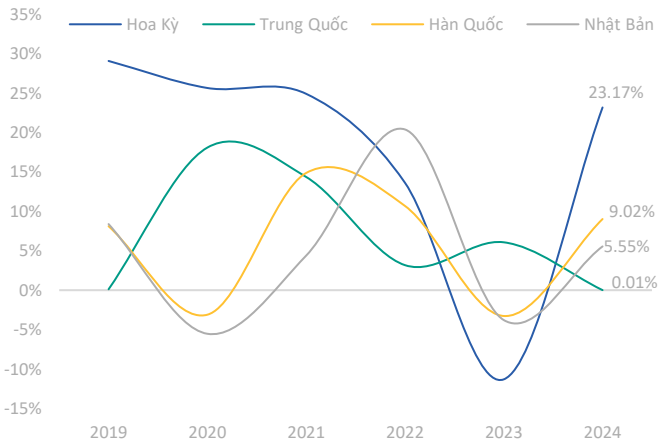
Xuất khẩu

2024, xuất khẩu đạt 405.5 tỷ USD (+14.3% y/y). Xuất khẩu từ khối FDI đạt 289.2 tỷ USD (tỷ trọng 71.3% – tăng trưởng +12.5% y/y).

Các thị trường xuất khẩu của Việt Nam hầu hết đều ghi nhận tăng, ngoại trừ Trung Quốc do tiêu dùng nội địa tại đây vẫn yếu. Các quốc gia xuất khẩu chính: Hoa Kỳ (tỷ trọng 29.5% – tăng trưởng +23.2% y/y), Trung Quốc (tỷ trọng 15.1% – tăng trưởng +0.01% y/y), Hàn Quốc (tỷ trọng 6.3% – tăng trưởng +9.0% y/y), Nhật Bản (tỷ trọng 6.1% – tăng trưởng +5.6% y/y).

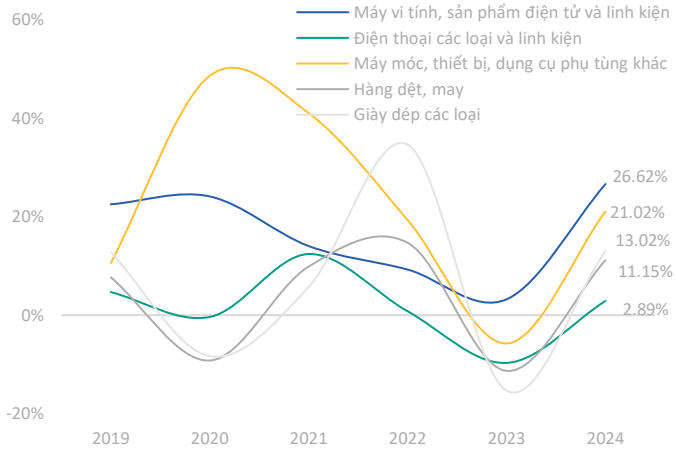
Các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam: Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện (tỷ trọng 17.9% – tăng trưởng +26.6% y/y); Điện thoại và các loại linh kiện tỷ trọng 13.3% – tăng trưởng +2.89% y/y); Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác (tỷ trọng 12.9% – tăng trưởng +21.0% y/y); Hàng dệt may (tỷ trọng 9.1% – tăng trưởng +11.2% y/y); Giày dép các loại (tỷ trọng 5.6% – tăng trưởng +13.0% y/y).

Đồ thị 17. Tăng trưởng xuất khẩu tới các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 18. Tăng trưởng so với cùng kỳ của một số mặt hàng xuất khẩu chính



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Nhập khẩu

2024, nhập khẩu đạt 380.76 tỷ USD (+16.7% y/y). Nhập khẩu từ khối FDI đạt 240.7 tỷ USD (tỷ trọng 63.2% – tăng trưởng +15.1% y/y). Nhập khẩu của Việt Nam hồi phục theo xuất khẩu do các mặt hàng nhập khẩu chủ yếu đều là đầu vào cho khâu sản xuất. Tăng trưởng nhập khẩu bắt đầu ghi nhận sự hồi phục nhanh hơn tăng trưởng xuất khẩu kể từ tháng 05/2024.

Các quốc gia nhập khẩu chính của Việt Nam là Trung Quốc (tỷ trọng 37.8% – tăng trưởng +30.2% y/y); Hàn Quốc (tỷ trọng 14.7% – tăng trưởng +6.5% y/y); Đài Loan (tỷ trọng 6.0% – tăng trưởng +23.5% y/y); Nhật Bản (tỷ trọng 5.7% – tăng trưởng -0.2% y/y).

Thương mại

Các mặt hàng nhập khẩu chính của Việt Nam chủ yếu vẫn là hàng hóa đầu vào cho sản xuất: Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện (tỷ trọng 28.1% – tăng trưởng +21.7%); Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác (tỷ trọng 12.8% – tăng trưởng +17.6% y/y); Vải các loại (tỷ trọng 3.9% – tăng trưởng +14.5% y/y); Sắt thép các loại (tỷ trọng 3.3% – tăng trưởng +20.6% y/y); Chất dẻo nguyên liệu (tỷ trọng 3.1% – tăng trưởng +20.7% y/y).

Các yếu tố thuận lợi đối với thương mại Việt Nam:

(1) Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam hầu hết đang hồi phục (ngoại trừ Trung Quốc);

(2) Có thể sẽ có một đợt nhập khẩu lớn từ Hoa Kỳ trước khi các chính sách áp thuế lên hàng hóa nhập khẩu của Tổng thống Donald Trump chính thức được áp dụng;

(3) Tăng trưởng hàng tồn kho tại Hoa Kỳ thấp *(Đồ thị 33)*;

(4) Trong trường hợp chính sách áp thuế của Tổng Thống Donald Trump chủ yếu nhắm vào Trung Quốc khiến chiến tranh thương mại Hoa Kỳ – Trung Quốc trở nên nghiêm trọng hơn, Việt Nam có thể tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng *"Trung Quốc +1", "Phòng hộ Trung Quốc +1", "Friend-shoring"* (*Tham khảo báo cáo ngắn về Chiến tranh thương mại Hoa Kỳ - Trung Quốc 2024*);

(5) Trung Quốc – thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam hiện đang (1) dư thừa sản xuất và (2) cầu tiêu dùng trong nước yếu. Giá hàng hóa xuất khẩu của Trung Quốc đã giảm mạnh *(Đồ thị 32)*, không gây áp lực đối với khâu sản xuất cũng như lạm phát Việt Nam.

Các yếu tố bất lợi đối với thương mại Việt Nam:

(1) Chính sách thuế đối với tất cả hàng hóa nhập khẩu của Tổng thống Hoa Kỳ Donald Trump;

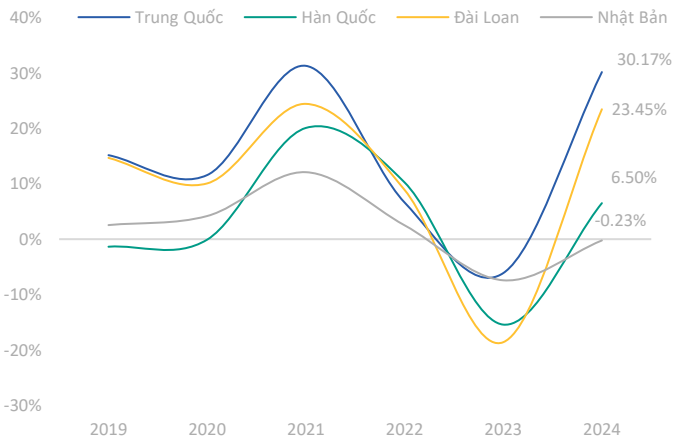
(2) Bất ổn địa chính trị tại vùng Trung Đông có thể gây ra đứt gãy chuỗi cung ứng.

BSC dự báo tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam trong năm 2025:

KB1: Tăng trưởng xuất nhập khẩu ở mức **7%**.

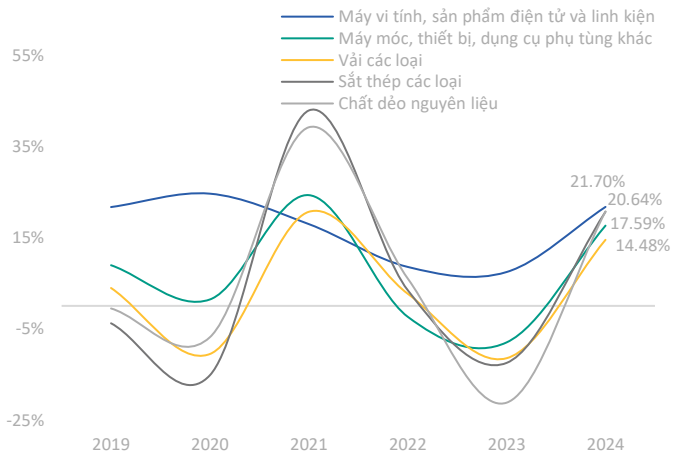
KB2: Tăng trưởng xuất nhập khẩu ở mức **17%**.

Đồ thị 19. Tăng trưởng nhập khẩu tới các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam



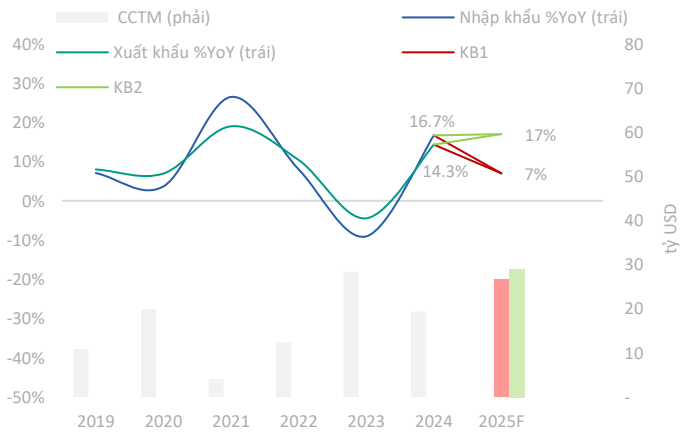
Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 20. Tăng trưởng so với cùng kỳ của một số mặt hàng nhập khẩu chính



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 21. Diễn biến tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam



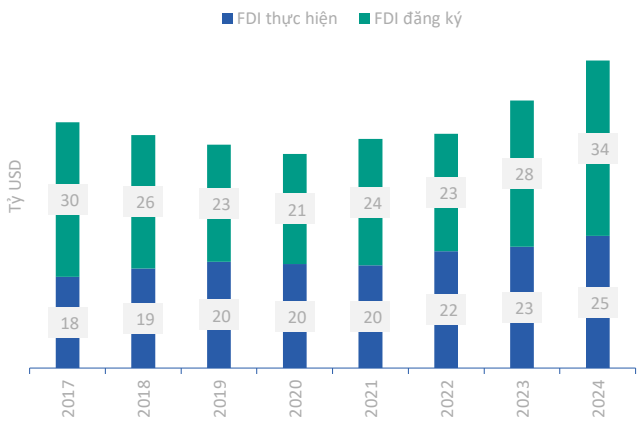
Nguồn: FiinProX, BSC Research

Vốn Đầu tư trực tiếp Nước ngoài (FDI)

Nội dung chính

- Năm 2025: Các cơn gió ngược trong ngắn hạn như Thuế tối thiểu toàn cầu hay chính sách thương mại của ông Donald Trump có thể gây ra những tác động tiêu cực trong ngắn hạn đối với dòng vốn FDI.
- Về trung dài hạn, xu hướng dịch chuyển dòng vốn FDI đến Việt Nam sẽ vẫn duy trì.
- Giải ngân FDI trong năm 2025 dự kiến đạt 26 – 28 tỷ USD.

Đồ thị 22. Dòng vốn FDI vào Việt Nam



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Trong năm 2024 có:

- 3,375 dự án mới được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư (tăng 1.8% so với năm 2023), tổng vốn đăng ký đạt gần 17.39 tỷ USD (tăng 0.7% so với cùng kỳ).
- 1,350 lượt dự án đăng ký điều chỉnh vốn đầu tư (tăng 12.9% so với cùng kỳ), tổng vốn đăng ký tăng thêm đạt hơn 9.93 tỷ USD (tăng 40.7% so với cùng kỳ).
- 3,029 giao dịch góp vốn mua cổ phần của nhà ĐTNN (giảm 7% so với cùng kỳ), tổng giá trị vốn góp đạt gần 4.06 tỷ USD (giảm 39.7% so với cùng kỳ).

Về cơ cấu vốn FDI:

- Ngành Công nghệ chế biến, chế tạo dẫn đầu với tổng vốn đầu tư đạt gần 25.58 tỷ USD, chiếm gần 66.9% tổng vốn đầu tư đăng ký, tăng 1.17% so với năm 2023.
- Ngành kinh doanh bất động sản đứng thứ hai với tổng vốn đầu tư gần 6.31 tỷ USD, chiếm hơn 16.5% tổng vốn đầu tư đăng ký, tăng 18.8% so với năm 2023.

Về đối tác: có 114 quốc gia và vùng lãnh thổ có đầu tư tại Việt Nam trong năm 2024. Trong đó:

- Singapore dẫn đầu với tổng vốn đầu tư gần 10.21 tỷ USD, chiếm hơn 26.7% tổng vốn đầu tư.
- Hàn Quốc đứng thứ hai với gần 7.06 tỷ USD, chiếm 18.5% tổng vốn đầu tư, tăng 37.5% so với năm 2023. Tiếp theo là Trung Quốc, Hồng Kông, Nhật Bản,…
- Ngoài ra, có một điểm đáng chú ý: Xét về số dự án, Trung Quốc là đối tác dẫn đầu về số dự án đầu tư mới (chiếm 28.3%); Hàn Quốc dẫn đầu về số lượt điều chỉnh vốn (chiếm 22.8%) và góp vốn mua cổ phần (chiếm 25.2%).

Về địa bàn đầu tư: Các nhà ĐTNN đã đầu tư vào 56 tỉnh, thành phố trên cả nước trong năm 2024. Cụ thể:

- Bắc Ninh dẫn đầu với tổng vốn đầu tư đăng ký gần 5.12 tỷ USD, chiếm 13.4% tổng vốn đầu tư cả nước, gấp hơn 2.8 lần cùng kỳ.
- Hải Phòng đứng thứ hai với hơn 4.94 tỷ USD, chiếm 12.9% tổng vốn đầu tư đăng ký, tăng 42.4% so với năm 2023.
- TP Hồ Chí Minh đứng thứ ba với tổng vốn đầu tư đăng ký hơn 3.04 tỷ USD, chiếm gần 8% tổng vốn đầu tư cả nước, giảm 49.4% so với năm 2023. Tiếp theo lần lượt là Quảng Ninh, Hà Nội, Bình Dương,…
- Nếu xét về số dự án, TP Hồ Chí Minh dẫn đầu cả nước cả về số dự án mới (chiếm 42%), số lượt dự án điều chỉnh vốn (chiếm 15.4%) và góp vốn mua cổ phần (chiếm 69%).

Vốn Đầu tư trực tiếp Nước ngoài (FDI)

Nhìn về năm 2025 và xa hơn: Các cơn gió ngược trong ngắn hạn như chính sách thương mại của ông Donald Trump, Thuế tối thiểu toàn cầu có thể gây ra những tác động tiêu cực trong ngắn hạn đối với dòng vốn FDI.

Tuy nhiên, ***nhìn về trung dài hạn,*** xu hướng dịch chuyển dòng vốn FDI đến Việt Nam sẽ vẫn duy trì do:

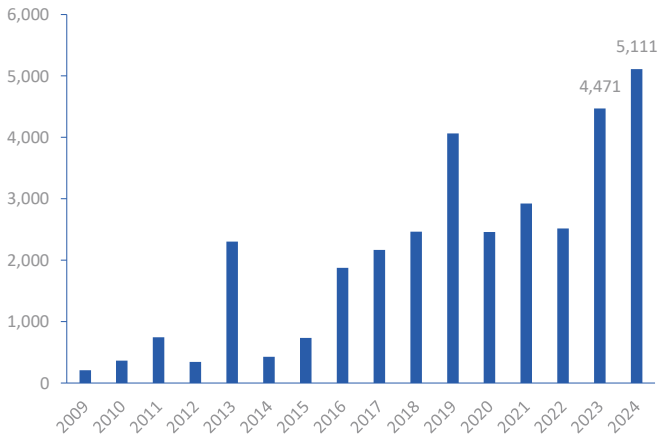
- Xu hướng "Trung Quốc + 1" duy trì, các doanh nghiệp dịch chuyển chuỗi sản xuất cung ứng ra bên ngoài Trung Quốc;
- Xu hướng "Phòng hộ Trung Quốc +1" sẽ tiếp tục mở rộng, khi chính các doanh nghiệp Trung Quốc cũng chuyển dịch ra nước ngoài trước những lo ngại áp thuế đến từ các nước phương Tây, cụ thể là Hoa Kỳ, lên Trung Quốc;
- Chính phủ đã nhận diện được các vấn đề liên quan đến Thuế tối thiểu toàn cầu, và đang xây dựng các chính sách phù hợp để thu hút dòng vốn FDI;
- Việt Nam có cơ sở hạ tầng được cải thiện đáng kể, lực lượng lao động trong độ tuổi vàng, số lượng nhân lực có trình độ gia tăng, kết hợp với nền tảng chính trị ổn định, tham gia nhiều hiệp định thương mại tự do (FTAs), cũng như sở hữu nhiều mối quan hệ song phương tốt với các cường quốc kinh tế trên thế giới.

BSC dự báo dòng vốn FDI năm 2025:

KB1: Tăng trưởng **3 – 5%** so với năm 2024 (Khoảng 26 tỷ USD).

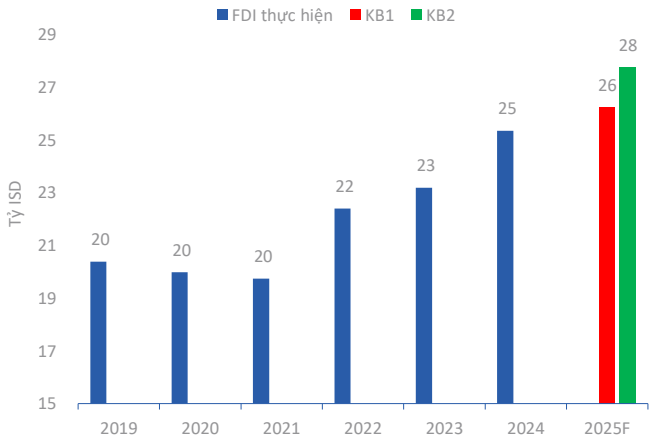
KB2: Tăng trưởng **8 – 10%** so với năm 2024 (Khoảng 28 tỷ USD).

Đồ thị 23. Tổng vốn FDI đăng ký mới vào Việt Nam từ Trung Quốc



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 24. Dự báo dòng vốn FDI năm 2025



Nguồn: FiinProX, BSC Research

VN-Index – Tiền Hung Hậu Cát

Nội dung chính

- **VN-Index:** Với dự phóng P/E fw 13.x-14.5x và LNST toàn ngành tăng 16 – 18% YoY, BSC dự báo VN-Index có thể chạm mốc **1,436 điểm** vào năm 2025.
- **Động lực tăng trưởng:** Triển vọng thị trường lạc quan hơn nhờ: động lực từ cuộc cách mạng **"thể chế, nhân lực, kết cấu"**, đà **hồi phục kinh tế vĩ mô**, **môi trường lãi suất thấp** và **triển vọng nâng hạng TTCK**. Thêm vào đó, yếu tố quốc tế như sự ổn định của đồng USD, kinh tế toàn cầu hồi phục sẽ tạo nền tảng cho thị trường.

Dự báo của BSC

Dựa trên bối cảnh kinh tế toàn cầu và trong nước, cùng các yếu tố vĩ mô, chính sách và xu hướng thị trường, BSC Research đưa ra những luận điểm chính cho triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2025:

(1) Động lực từ cuộc cách mạng "thể chế, nhân lực, kết cấu": Những cải cách quan trọng về thể chế, phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao, và đầu tư mạnh mẽ vào kết cấu hạ tầng đang tạo ra nền móng vững chắc cho sự phát triển kinh tế. Các dự án quy mô lớn như sân bay Long Thành và cao tốc Bắc - Nam nâng cao sức hấp dẫn của thị TTCK;

(2) Đà hồi phục kinh tế vĩ mô và môi trường lãi suất thấp: Bên cạnh những dấu hiệu phục hồi rõ rệt của nền kinh tế vĩ mô, lạm phát được kiểm soát ổn định và lãi suất duy trì ở mức thấp tiếp tục là yếu tố thuận lợi, tạo điều kiện cho dòng vốn vào TTCK;

(3) Triển vọng nâng hạng: Việt Nam đang từng bước giải quyết các vấn đề còn tồn tại nhằm đáp ứng tiêu chí nâng hạng lên thị trường mới nổi sơ cấp của FTSE. Thông tư 68/TT-BTC đã tháo gỡ nút thắt về pre-funding. Song song với đó, Luật Chứng khoán sửa đổi, hệ thống giao dịch mới và giải quyết room ngoại.

Đồ thị 25. Diễn biến VN-Index trong năm 2024

Nguồn: FiinProX, BSC Research

Những cải cách này tạo nền tảng quan trọng để thu hút dòng vốn ngoại và thúc đẩy sự phát triển của TTCK.

VN-Index năm 2025

Kịch bản cơ sở: VN-Index đạt **1,436 điểm** tương đương với mức tăng trưởng 12%, P/E fw ở mức 13 – 14.5x lần và với mức tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng đạt **16 – 18%**.

BSC thống kê dựa trên Định giá 35 mã cổ phiếu lớn nhất được các CTCK ra báo cáo mục tiêu 2025:

Vùng bi quan nhất của các CTCK: dưới **1,250 điểm** với giả định EPS tăng trưởng < 15% và P/E ở mức < 11 lần.

Vùng lạc quan nhất của các CTCK: trên **1,550 điểm** với giả định EPS tăng trưởng trên 20% và P/E ở mức 15.x.

Đầu năm khó & cuối năm lên. Thị trường chứng khoán năm 2025 dự kiến sẽ phân hóa rõ rệt giữa hai nửa của năm. Trong nửa đầu năm, tâm lý thận trọng của nhà đầu tư, lo ngại về rủi ro thuế quan, ẩn số chính sách Trump 2.0 và cần thời gian để chủ trương tinh gọn bộ máy hiệu quả, dẫn đến TTCK khó khăn với dao động sideway hoặc điều chỉnh. Tuy nhiên, càng gần nửa cuối năm, các chính sách thúc đẩy đầu tư hạ tầng, nâng hạng và tháo gỡ các điểm nghẽn thể chế được kỳ vọng sẽ hỗ trợ nền kinh tế phục hồi, có thể tạo động lực giúp thị trường tăng trưởng tích cực .

Nhìn lại thị trường chứng khoán 2024

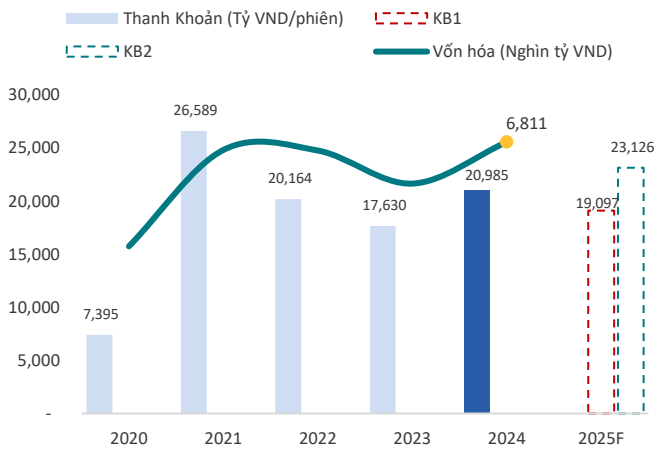
Nội dung chính

Chính sách nới lỏng tiền tệ, dòng tiền nội địa mạnh mẽ và nỗ lực cải thiện của cơ quan quản lý là những **điểm sáng** hỗ trợ. Tuy nhiên, áp lực từ, tỷ giá, chênh lệch lãi suất và chính sách tiền tệ của các nền kinh tế lớn vẫn là **thách thức** đáng kể.

Hai gam màu đối lập

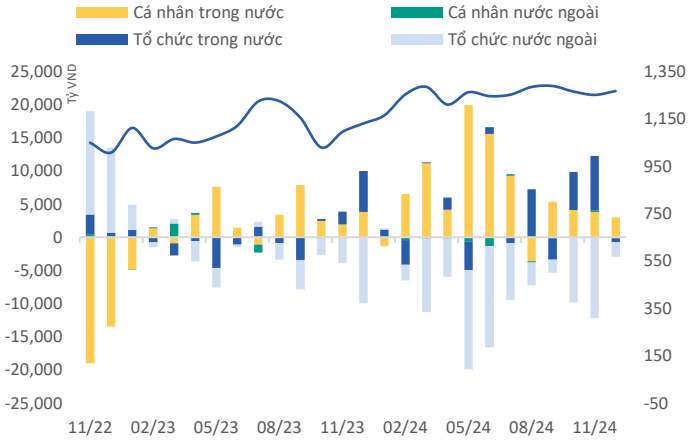
Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2024 ghi nhận hai gam màu đối lập. Nửa đầu năm bùng nổ với mức tăng trưởng **hơn 10%** của VN-Index. Thanh khoản đạt đỉnh hơn 21 nghìn tỷ đồng/phiên (**858 trUSD)**. Tuy nhiên, bức tranh thịnh vượng nhanh chóng nhường chỗ cho sự trầm lắng trong nửa cuối năm. VN-Index rơi vào trạng thái **sideway**, dao động trong **1,200 – 1,300 điểm**, bất chấp nhiều lần nỗ lực vượt cản. Đáng chú ý, thanh khoản thị trường cũng hạ nhiệt đáng kể. GTGD bình quân chỉ đạt khoảng 18 nghìn tỷ đồng/phiên, báo hiệu sự thận trọng gia tăng trong tâm lý nhà đầu tư.

Đồ thị 26. GTGD năm 2024 ở mức 20,985 tỷ VND/phiên



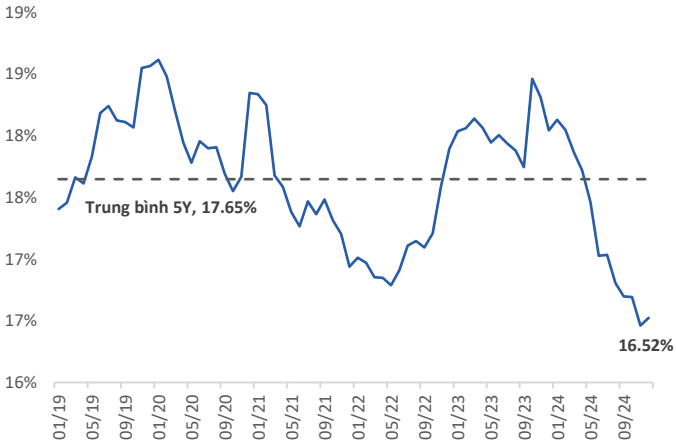
Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 27. Diễn biến dòng tiền NĐT



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Đồ thị 28. Xu hướng giảm tỷ lệ sở hữu của NĐTNN



Nguồn: FiinProX, BSC Research

2024: NĐT cá nhân sôi động đầu năm, lặng sóng cuối năm; NĐTNN trầm lắng

Năm 2024, NĐTNN bán ròng kỷ lục hơn 90 nghìn tỷ đồng, tương đương 3.54 tỷ USD, do dòng vốn toàn cầu dịch chuyển sang các thị trường phát triển. Tuy nhiên, NĐT cá nhân trong nước đã trở thành lực cầu chủ đạo, giúp thị trường duy trì thanh khoản. Dù dòng tiền này có phần suy giảm vào cuối năm do áp lực từ các đợt phát hành và sức hút của kênh đầu tư khác, nhưng triển vọng nâng hạng thị trường và làn sóng giải ngân đầu tư công năm 2025 hứa hẹn tạo sức bật mới. Chính phủ đang đẩy mạnh đầu tư công, kỳ vọng tạo hiệu ứng lan tỏa và thúc đẩy đà tăng trưởng của thị trường.

Định giá hấp dẫn

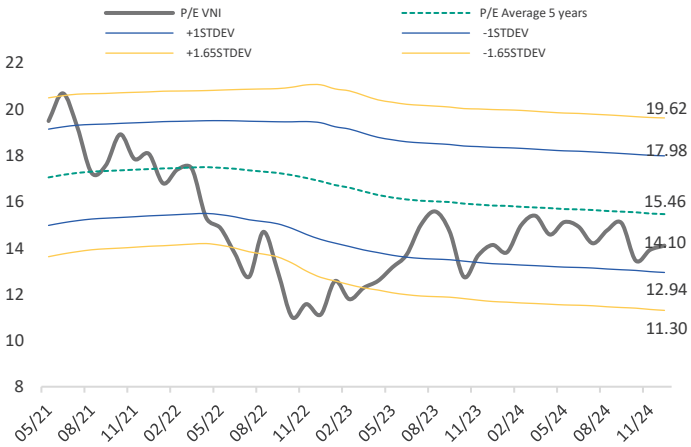
Nội dung chính

So với dữ liệu lịch sử của VN-INDEX và các thị trường quốc tế, Việt Nam đang ở mức định giá thấp với tiềm năng tăng trưởng EPS. P/E và P/B của VN-INDEX hiện đang ở mức thấp, điều này phản ánh tiềm năng tăng giá của thị trường.

VN-Index vẫn giữ được định giá hấp dẫn

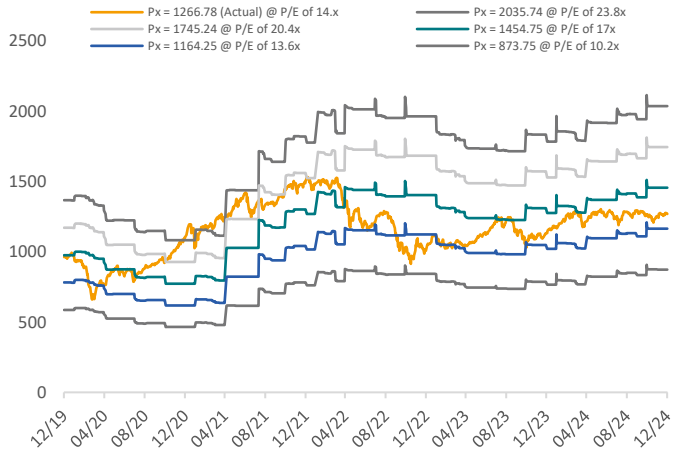
Tại ngày 31/12/2024, P/E và P/B của VN-Index giao dịch ở mức thấp hơn trung bình 5 năm, lần lượt là 14.1 và 1.6 lần.

Đồ thị 29. P/E chiết khấu 8.8% so với P/E trung bình 5 năm



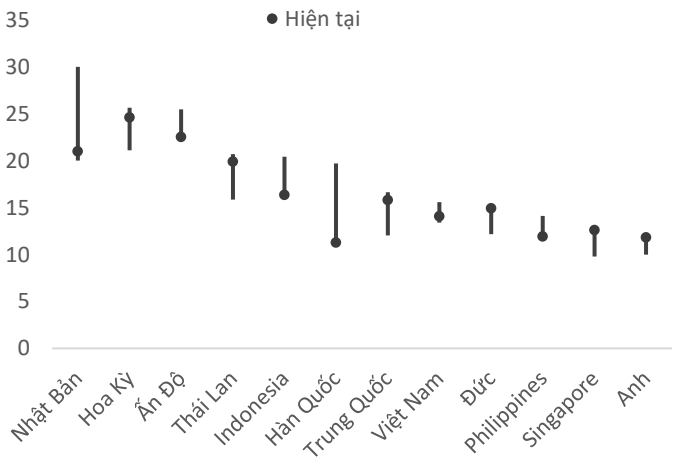
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đồ thị 30. Dải giá P/E (LTM)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đồ thị 31. P/E một số quốc gia



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng 01. Các trường hợp giả định P/E và tăng trưởng EPS*

P/E \ EPS growth	15%	16%	17%	18%	19%	20%
10	1,087	1,096	1,105	1,115	1,124	1,134
11	1,195	1,206	1,216	1,226	1,237	1,247
11.5	1,250	1,260	1,271	1,282	1,293	1,304
12	1,304	1,315	1,327	1,338	1,349	1,361
12.5	1,358	**1,370**	**1,382**	**1,394**	**1,405**	1,417
13	1,413	**1,425**	**1,437**	**1,449**	**1,462**	1,474
13.5	1,467	**1,480**	**1,492**	**1,505**	**1,518**	1,531
14	1,521	**1,534**	**1,548**	**1,561**	**1,574**	1,587
14.5	1,576	**1,589**	**1,603**	**1,617**	**1,630**	1,644
15	1,630	1,644	1,658	1,672	1,687	1,701
16	1,738	1,754	1,769	1,784	1,799	1,814
17	1,847	1,863	1,879	1,895	1,911	1,927

Với giả định tăng trưởng EPS trong khoảng 16 – 19%, P/E hợp lý trong trong khoảng 13 – 14.5x, vùng điểm hợp lý của VN-Index là 1,435 điểm.

Tốc độ tăng EPS kỳ vọng sẽ đưa PE FW và PB FW năm 2025 về mức thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn, tạo dư địa hấp dẫn về định giá cho các hoạt động đầu tư trung và dài hạn.

*Dự báo % tăng trưởng LNST theo ngành: Báo cáo triển vọng ngành 2025 (trang 15).

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình thị trường chứng khoán cũng như diễn biến của cổ phiếu NAB. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Khách hàng chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên BSC không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của BSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của BSC.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

Thông tin liên hệ - Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long
Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
PGĐ Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Vĩ mô – Thị trường
Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương
PGĐ Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Định lượng
Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
PGĐ Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Vĩ mô – Thị trường

Vũ Việt Anh
Chuyên viên phân tích
Anhvv@bsc.com.vn

Trần Thanh Tùng
Chuyên viên phân tích
Tungtt1@bsc.com.vn

Phạm Thanh Thảo
Chuyên viên phân tích
Thaopt1@bsc.com.vn

Nguyễn Giang Anh
Chuyên viên phân tích
Anhng@bsc.com.vn

Lưu Diễm Ngọc
Chuyên viên phân tích
Ngocld@bsc.com.vn

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 4 & 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

Trung tâm Phân tích nghiên cứu
hn.ptnc@bsc.com.vn
(+84) 39352722 - Ext 108

Đối với Khách hàng tổ chức
hn.tvdt.khtc@bsc.com.vn
(024) 39264 659

Đối với Khách hàng cá nhân
i-center@bsc.com.vn
(024) 39264 660

Website: **https://www.bsc.com.vn/**

Bloomberg: **RESP BSC ResearchV <GO>**

Phụ lục

Bảng 02. Dự báo GDP Việt Nam của các tổ chức tài chính

Các tổ chức	Tại ngày	2024	2025	2026
Bank of America Merrill Lynch	10/01/25	6.4	6.8	6.8
Standard Chartered	10/01/25	6.8	6.7	6.7
Goldman Sachs Group	07/01/25	6.4	6.6	6.4
Citigroup	06/01/25	6.6	6.6	6.5
Fitch Ratings	06/01/25	6.8	6.2	6
Fitch Solutions	30/12/24	6.8	7.2	7.2
IMA Asia	20/12/24	7	6	
DekaBank Deutsche Girozentrale	06/12/24	6.4	6.5	5.4
Deutsche Bank	04/12/24	6.9	6.6	5.8
Natixis	03/12/24	6.7	6.5	6.5
Natixis	07/11/24	6.5	6.5	
Australia & New Zealand Banking Group	22/10/24	6.1	6.3	6.4
Capital Economics	22/10/24	7	7	7
Credit Agricole CIB	22/10/24	6	6.3	
DBS Group	22/10/24	6.8	6.8	6.6
HSBC Holdings	22/10/24	7	6.5	6.3
Maybank Kim Eng Holdings Ltd	22/10/24	6.7	6.4	
Moody's	22/10/24	6.2	6.5	6.5
Oversea-Chinese Banking Corp	22/10/24	6.5		
Oxford Economics	22/10/24	6.7	6.4	
Pantheon Macroeconomic Advisors	22/10/24	6.7	6.5	6.5
United Overseas Bank	22/10/24	6.4	6.6	

Bảng 03. Dự báo CPI Việt Nam của các tổ chức tài chính

Các tổ chức	Tại ngày	2024	2025	2026
Bank of America Merrill Lynch	10/01/25	3.8	4.1	4
Standard Chartered	10/01/25	3.7	3.8	5.5
Goldman Sachs Group	07/01/25	3.6	2.3	2
Citigroup	06/01/25	3.7	3.5	4.2
Fitch Ratings	06/01/25	3.6	3.8	3.5
IMA Asia	20/12/24	3.6	3.5	
DekaBank Deutsche Girozentrale	06/12/24	3.6	3.1	3.5
Deutsche Bank	04/12/24	3.8	3.5	3.7
Natixis	03/12/24	3.8	3.5	3.5
Natixis	07/11/24	3.8	3.5	
Australia & New Zealand Banking Group	22/10/24	3.7	3.4	3.6
Capital Economics	22/10/24	3.6	3	3.5
Credit Agricole CIB	22/10/24	3.6	3.1	
DBS Group	22/10/24	3.7	3.5	3.3
HSBC Holdings	22/10/24	3.6	3	3.5
Maybank Kim Eng Holdings Ltd	22/10/24	3.7	3.4	
Moody's	22/10/24	3.8	3.6	2.9
Oxford Economics	22/10/24	3.6	3.5	
Pantheon Macroeconomic Advisors	22/10/24	3.7	3.1	3.3
United Overseas Bank	22/10/24	4	4.4	

Nguồn: Bloomberg

Phụ lục

Bảng 04. Tổng hợp dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)

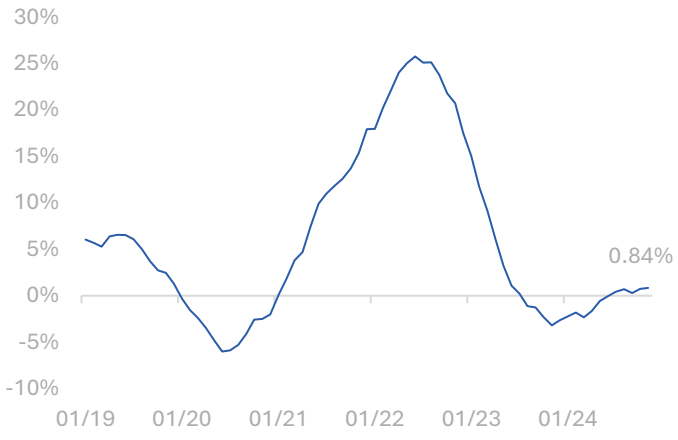
	Tại ngày	2025	2026	2027	2028
Trung vị	10/01/25	73.19	71.00	72.00	72.15
Trung bình	10/01/25	73.69	72.74	74.47	73.23
Cao nhất	10/01/25	92.00	95.00	106.00	82.00
Thấp nhất	10/01/25	60.00	60.00	60.00	65.00

Nguồn: Bloomberg

Đồ thị 32. Chỉ số giá xuất khẩu của Trung Quốc

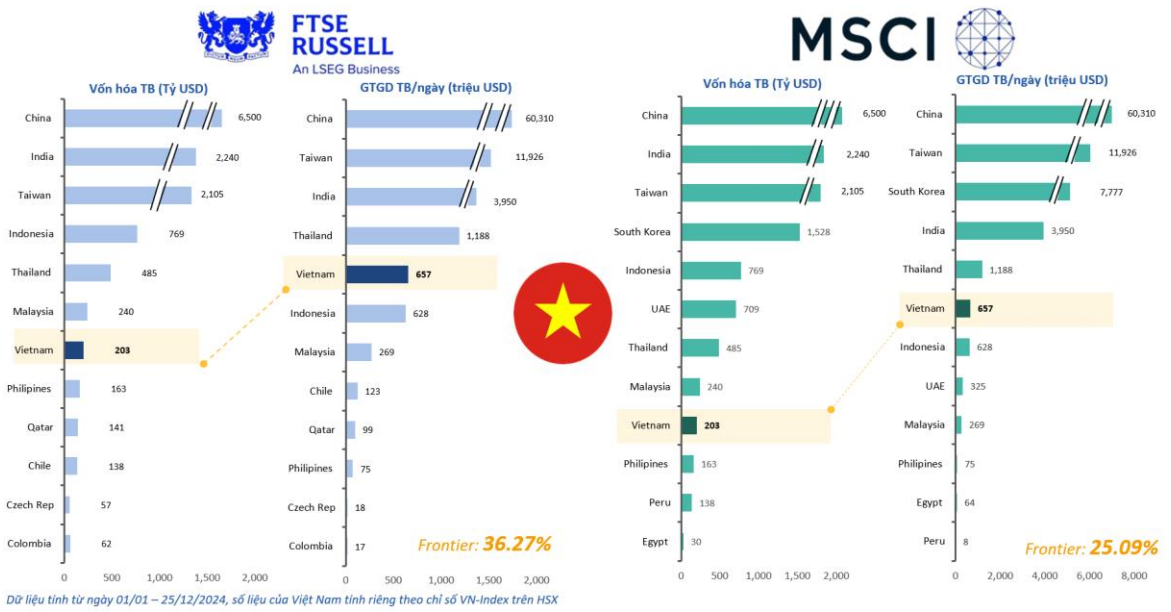
Nguồn: Bloomberg

Đồ thị 33. Hàng tồn kho Hoa kỳ so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Đồ thị 34. "Chiếc áo" Frontier đã không còn phù hợp với Việt Nam



Nguồn: BSC Research

Phụ lục

Đồ thị 35. Các tiêu chí đánh giá mới nhất của MSCI về thị trường chứng khoán Việt Nam

Phân loại thị trường	Emerging market				Frontier market
Độ mở đối với NĐTNN					
Mức độ yêu cầu đối với nhà đầu tư	++	++	++	++	++
Giới hạn sở hữu nước ngoài	-	+	++	-	-
Room ngoại còn lại cho NĐTNN	-	++	++	-	-
Quyền bình đẳng của NĐTNN	-	+	+	+	-
Sự dễ dàng ra/vào của dòng vốn					
Mức độ hạn chế đối với dòng vốn	++	++	++	++	++
Mức độ tự do thị trường ngoại hối	+	+	-	-	-
Khả năng tham gia thị trường					
Quy trình đăng ký và thiết lập tài khoản cho NĐT	++	++	++	++	+
Tính tổ chức của thị trường					
Các quy định pháp lý liên quan đến thị trường	++	++	++	++	+
Luồng thông tin	++	++	+	++	-
Cơ sở hạ tầng thị trường					
Thanh toán bù trừ	+	++	+	+	-
Hoạt động giám sát, lưu ký	++	++	++	++	++
Cơ quan đăng ký/lưu ký	++	++	++	++	++
Hoạt động giao dịch	++	++	++	++	++
Khả năng chuyển nhượng	++	+	+	++	+
Hoạt động cho vay chứng khoán	+	++	+	-	-
Hoạt động bán khống chứng khoán	+	+	+	-	-
Tính sẵn có của công cụ đầu tư	++	++	++	++	++
Tính ổn định của khuôn khổ thể chế	+	+	+	+	+

Cải thiện

++: không có vấn đề gì; +: không có vấn đề gì lớn, có thể cải thiện; -: cần cải tiến

Nguồn: BSC Research tổng hợp từ MSCI

Đồ thị 36. Cập nhật kỳ đánh giá phân loại thị trường T9/2024 của FTSE

Việt Nam **tiếp tục nằm trong danh sách theo dõi (Watch list)** để được xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi sơ cấp (Secondary Emerging market) trong báo cáo phân loại thị trường các quốc gia tháng 9/2024.

Đánh giá của FTSE Russell về TTCK Việt Nam

Các tiêu chí chưa đáp ứng

- Chu kỳ thanh toán **(DVP)**
- Thanh toán – chi phí liên quan đến các **giao dịch thất bại**

*→ Do thông lệ của TTCK Việt Nam cần có **đủ tiền trước khi giao dịch** → Điều này mặc định thị trường sẽ không ghi nhận các giao dịch thất bại*

Ghi nhận sự thay đổi

BTC và UBCKNN ban hành **Thông tư số 68/2024/TT-BTC** vào ngày 18/09/2024

*Đưa ra mô hình thanh toán "Không trả trước" **NPS (Non-pre-funding)** nhằm loại bỏ yêu cầu trả trước đối với NĐTNN khi mua cổ phiếu cũng như đưa ra lộ trình công bố thông tin.*

01 02 03 04

Các cân nhắc trong tương lai

- **Quy tắc hoạt động từ VSDC**
- **Khả năng tiếp cận thông tin đối với NĐTNN**
- Cải thiện **quy trình đăng ký, mở TK**
- Vấn đề **sở hữu nước ngoài**
- **Lộ trình rõ ràng về cách thực hiện các quy định mới,** làm rõ vai trò chủ thể tham gia thị trường

Ghi nhận sự hỗ trợ của chính phủ

Đối với các **cải cách thị trường** và vẫn đánh giá cao **mối quan hệ mang tính xây dựng** với UBCKNN, các cơ quan thị trường khác và Nhóm Ngân hàng Thế giới, những bên đang hỗ trợ chương trình cải cách thị trường rộng hơn.

Nguồn: CTCK BIDV (BSC) tổng hợp từ FTSE

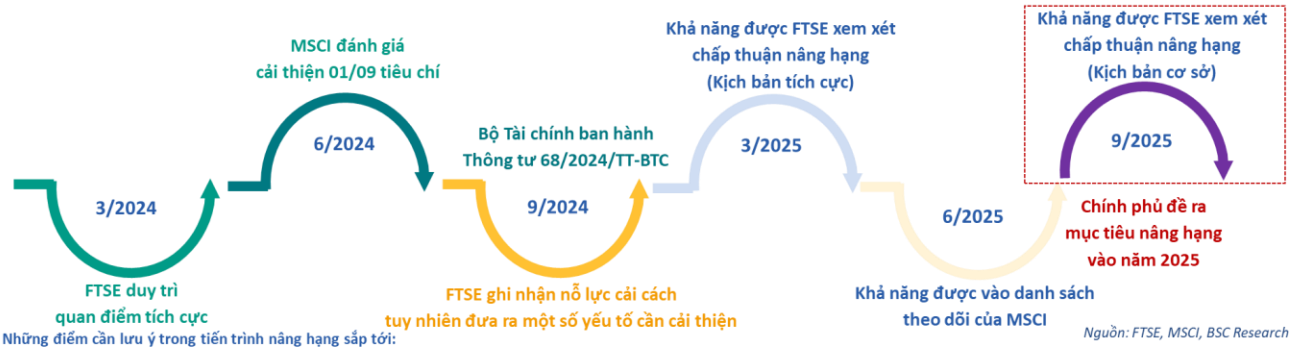
Tiêu chí đánh giá chất lượng thị trường FTSE (danh sách theo dõi) T9/2024

TIÊU CHÍ	SEC EMG WATCH	VIETNAM**
Thu nhập bình quân đầu người (theo dữ liệu của World Bank)		Trung bình thấp
Xếp hạng tín dụng		Đầu cơ
Môi trường giao dịch và quy định pháp luật		
Các cơ quan quản lý TTCK thường xuyên theo dõi hoạt động thị trường (VD: SEC, FSA, SFC).	X	Đạt
Đối xử công bằng và không định kiến đối với cổ đông thiểu số		Hạn chế
Không có hoặc có sự hạn chế chọn lọc về việc SHNN		Hạn chế
Không cấm, không hạn chế hoặc áp dụng hình phạt cho việc đầu tư vốn hoặc chuyển vốn và thu nhập về nước	X	Đạt
Quy trình đăng ký đối với NĐTNN tinh giản hoặc không có		Hạn chế
Thị trường ngoại hối		
Thị trường ngoại hối đã phát triển		Hạn chế
Thị trường chứng khoán		
Phí môi giới - Cạnh tranh đủ để đảm bảo dịch vụ môi giới chất lượng cao	X	Đạt
Chi phí giao dịch có tính cạnh tranh và hợp lý	X	Đạt
Thuế – Áp dụng các quy định hợp lý và tương đương giữa NĐT trong nước và NĐTNN		Đạt
Cho phép vay cổ phiếu		Hạn chế
Cho phép bán khống cổ phiếu		Chưa đạt
Thị trường phái sinh phát triển		Hạn chế
Cho phép giao dịch ngoài sàn giao dịch		Chưa đạt
Cơ chế giao dịch hiệu quả		Hạn chế
Tính minh bạch - thông tin chiều sâu thị trường/khả năng hiển thị và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	X	Đạt
Thanh toán bù trừ, thanh toán và lưu ký		
Thanh toán - chi phí liên quan đến các giao dịch thất bại	X	Hạn chế
Chu kỳ thanh toán (DVP)	X	T+2
Trung tâm Lưu ký Chứng khoán	X	Đạt
Đối tác bù trừ trung tâm (CCP)		Chưa đạt
Thanh toán - phân bổ chứng khoán miễn phí		Chưa đạt
Cạnh tranh đủ để đảm bảo dịch vụ lưu ký chất lượng cao	X	Đạt
Cấu trúc tài khoản hoạt động ở cấp ngân hàng lưu ký (chứng khoán và tiền mặt)		Chưa đạt

Nguồn: BSC Research

Phụ lục

Đồ thị 37. Dự báo của BSC về quá trình nâng hạng



Nguồn: FTSE, MSCI, BSC Research

Những điểm cần lưu ý trong tiến trình nâng hạng sắp tới:

- **Khả năng thực thi trong thực tế** của các thành viên thị trường – đặc biệt là các CTCK – đối với **mô hình NPS (Non-Pre-funding) và trải nghiệm của Nhà đầu tư nước ngoài** khi sử dụng **(Quan trọng);**
- **Quan điểm của các Bộ và cơ quan ngang Bộ** có liên quan đến việc phối hợp thúc đẩy tiến trình nâng hạng thị trường, cụ thể là các nội dung: (1) quy trình đăng ký mở tài khoản mới cho NĐTNN, (2) vai trò của hệ thống ngân hàng trong mô hình thanh toán đối tác bù trừ trung tâm (CCP) trên TTCK cơ sở, (3) vấn đề tỷ lệ sở hữu nước ngoài cũng như (4) giải pháp đối với các cổ phiếu đã đạt tới giới hạn sở hữu dành cho NĐTNN và (5) Giải pháp gia tăng hàng hóa chất lượng niêm yết **(Quan trọng – có ý nghĩa lâu dài cho sự phát triển bền vững của thị trường);**
- **Báo cáo đánh giá phân loại thị trường** định kỳ hàng năm của các tổ chức xếp hạng thị trường – đặc biệt là nhận xét của FTSE trong kỳ đánh giá tiếp theo;
- **Trên góc độ thị trường**: Diễn biến của khối ngoại, ETF – trong đó động thái **mua ròng** mạnh mẽ các cổ phiếu đáp ứng các tiêu chí về vốn hóa, thanh khoản trong rổ chỉ số Emerging market là một yếu tố cần chú ý;
- Tiến độ thực tế triển khai hệ thống giao dịch mới và mô hình CCP (thành lập công ty chuyên trách - giải pháp toàn diện và lâu dài cho vấn đề (pre-funding);

FTSE Russell **700 triệu → 1.5 tỷ USD**

MSCI **1.2 tỷ → 2 tỷ USD**

Các cổ phiếu cần chú ý

HPG, VNM, MSN, VCB, SSI, VIC, VHM, VRE

Nguồn: BSC Researh