**Vietnam at a glance**

**Câu chuyện về vốn**

* *Mọi sự chú ý đều đang hướng về tiềm năng Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi trong năm nay, mở rộng các kênh huy động vốn cho quốc gia này.*
* *Bất chấp những thách thức, các cải cách nhằm tháo gỡ rào cản trong giao dịch và nâng cao mức độ minh bạch và công bố thông tin của doanh nghiệp đang diễn ra*
* *Dữ liệu cho thấy: Thương mại Việt Nam khởi đầu tháng 1 bằng những bước chân vững chắc, xét trong bối cảnh có những biến động do Tết*

**Thị trường vốn chưa phát triển**

Mặc dù là thị trường chứng khoán có kết quả hoạt động tốt nhất ASEAN trong năm qua, thị trường vốn Việt Nam vẫn chưa được coi là phát triển toàn diện. Trong nhiều thập kỷ qua, tăng trưởng kinh tế Việt Nam chủ yếu dựa vào tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, mức độ phụ thuộc nhiều vào tín dụng có thể dẫn đến việc những điều chỉnh về mặt kinh tế gia tăng tác động theo hướng bất lợi. Dù đã có những nỗ lực thúc đẩy phát triển thị trường vốn Việt Nam, song những thách thức lớn vẫn hiện hữu, bao gồm những rào cản trong giao dịch và liên quan đến hạ tầng, mức độ minh bạch và công bố thông tin của doanh nghiệp còn hạn chế.

**Tháo gỡ rào cản**

Điều may mắn là những thay đổi cũng đang diễn ra. Việt Nam đã chính thức bãi bỏ yêu cầu ký quỹ trước khi giao dịch chứng khoán, đáp ứng một tiêu chí quan trọng để nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi. Song song đó, các cải cách nhằm nâng cao mức độ minh bạch và công bố thông tin, để tạo điều kiện thuận lợi cho nhóm nhà đầu tư toàn cầu cũng như mở rộng số lượng nhà đầu tư trong nước cũng rất đáng khích lệ.

**Dữ liệu tháng 1: Biến động do Tết**

Đừng để những biến động do Tết làm lu mờ bức tranh kinh tế trong tháng 1 của Việt Nam. Mặc dù xuất khẩu giảm trong tháng 1, mức giảm vừa phải này chủ yếu phản ánh những biến động do Tết, khi các nhà máy đã đóng cửa nghỉ lễ dài hơn bình thường. Thuế quan vẫn là từ khóa phổ biến, song còn quá sớm để đưa ra những nhận định cụ thể, nhất là khi bối cảnh còn nhiều bất định đối với khu vực ASEAN và Việt Nam. Bên cạnh đó, lạm phát có vẻ đáng lo ngại khi tăng lên 3,6% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng có ít cơ sở để phải lo lắng về diễn biến lạm phát, vì rủi ro gia tăng có khả năng chỉ mang tính thời vụ.

**Bảng 1. Tóm lược các chỉ số kinh tế chính gần đây**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Tháng 11/2024** | **Tháng 12/2024** | **Tháng 1/2025** |
| PMI | 50,8 | 49,8 | 48,9 |
| Xuất khẩu (% so với cùng kỳ năm) | 8,2 | 12,8 | -4,3 |
| Nhập khẩu (% so với cùng kỳ năm) | 9,8 | 19,2 | -2,6 |
| CPI (% so với cùng kỳ năm) | 2,8 | 2,9 | 3,6 |

Nguồn: CEIC, S&P Global, HSBC

**Biểu đồ 1. Tăng trưởng kinh tế Việt Nam chủ yếu được “bơm vốn” thông qua mở rộng tín dụng ngân hàng**



**Câu chuyện về vốn**

Khi nói đến đầu tư ở Việt Nam, chúng ta không thể bỏ qua thị trường vốn đang chớm nở nơi đây (Biểu đồ 1). Thực tế, Việt Nam là thị trường chứng khoán có kết quả hoạt động tốt nhất nhất Đông Nam Á năm 2024. Tuy nhiên, các quý gần đây lại ghi nhận sự suy giảm trong dòng vốn đầu tư nước ngoài (Biểu đồ 2). Mặc dù phần lớn bị chi phối bởi các yếu tố vĩ mô, hiện tượng này cũng làm dấy lên câu hỏi: Liệu có tồn tại rào cản nào đang cản trở sự quan tâm và tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam? Quả thật, có những thách thức lớn vẫn hiện hữu chẳng hạn như những rào cản trong giao dịch và liên quan đến hạ tầng, mức độ minh bạch và công bố thông tin của doanh nghiệp còn hạn chế.

Tuy nhiên, những thay đổi cũng đang diễn ra. Có hiệu lực từ tháng 11/2024, Việt Nam đã chính thức bãi bỏ yêu cầu ký quỹ trước khi giao dịch chứng khoán (*Bloomberg*, 18/9/2024), đáp ứng một tiêu chí quan trọng để nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi, có khả năng đạt được vào cuối năm nay. Việt Nam đã nằm trong danh sách xem xét từ năm 2018. Do đó, nếu chính thức triển khai, FTSE Russell, một công ty cung cấp chỉ số hàng đầu, ước tính việc thăng hạng này có thể thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài trị giá khoảng 6 tỷ USD, tương đương hơn 1% GDP, vào Việt Nam (*Nikkei*, 28/1/2025).

Sau nhiều lần trì hoãn, việc nâng cấp cơ sở hạ tầng giao dịch cuối cùng đã được triển khai khi các cơ quan quản lý đặt mục tiêu và nỗ lực thúc đẩy triển khai hệ thống KRX trong năm nay (*Theinvestor*, 18/12/2024).

|  |  |
| --- | --- |
| **Biểu đồ 2: Dù quy mô còn nhỏ, gần đây đã có dòng vốn đi ra từ các nhà đầu tư nước ngoài** | **Biểu đồ 3: Nền kinh tế Việt Nam phụ thuộc lớn vào vốn vay ngân hàng** |
|  |  |

|  |  |
| --- | --- |
| **Biểu đồ 4: Nền kinh tế rất nhạy cảm với những thay đổi trong điều kiện tài chính** | **Biểu đồ 5: Tăng trưởng tín dụng chậm lại, đặc biệt là trong lĩnh vực dịch vụ, trong năm 2023**  |
|  |  |

Sự chú trọng này đặc biệt có ý nghĩa với Việt Nam, một quốc gia đi sau so với các láng giềng ASEAN xét về mức độ phát triển thị trường chứng khoán (Biểu đồ 3). Ngược lại, tín dụng ngân hàng đã tăng đáng kể so với quy mô nền kinh tế, cho thấy đây vẫn là yếu tố chính hỗ trợ xu hướng tăng trưởng cao của Việt Nam trong những năm qua.

Tuy nhiên, mức độ phụ thuộc nhiều vào tín dụng có thể dẫn đến việc những điều chỉnh về mặt kinh tế gia tăng tác động theo hướng bất lợi, chẳng hạn như khi chi phí đi vay tăng vào cuối năm 2022. Khi nền kinh tế trải qua một đợt lạm phát ngay sau đại dịch và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) ứng phó bằng cách thắt chặt chính sách tiền tệ, tăng trưởng tín dụng đã giảm mạnh khi áp lực len lỏi vào nhiều lĩnh vực kinh tế trong nước (Biểu đồ 4), đặc biệt là ngân hàng và bất động sản, thuộc nhóm các dịch vụ khác (Biểu đồ 5).

Trong bối cảnh đó, những diễn biến chính sách nhằm cải thiện thị trường vốn không chỉ giúp Việt Nam bắt kịp các thị trường khác mà còn nhằm đa dạng hóa và mở rộng các kênh huy động vốn để tạo sức bền tài chính. Mặc dù thị trường cổ phiếu có quy mô lớn hơn so với thị trường trái phiếu, lượng vốn thực tế huy động qua thị trường cổ phiếu chỉ chiếm khoảng 10% tổng lượng vốn huy động qua thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong giai đoạn 2019-23 (*Ngân hàng Thế giới*, 23/8/2024). Sự thống lĩnh của ngành ngân hàng cũng được thể hiện rõ trên hai thị trường này, ở đó, ngành ngân hàng có truyền thống và tiếp tục chiếm phần lớn trong các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp (Biểu đồ 6). Các ngành khác, như sản xuất và bán lẻ, lại đối mặt với nhiều thách thức hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn ngoài tín dụng ngân hàng, có thể hạn chế khả năng phân bổ vốn hiệu quả và kìm hãm hoạt động kinh doanh.

Điều may mắn là chính phủ đã có những bước đi nhằm giải quyết một số thách thức và rủi ro xung quanh thị trường vốn. Sau giai đoạn đầy biến động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp vào cuối năm 2022, các cơ quan quản lý đã triển khai nhiều biện pháp bảo vệ nhằm xoa dịu những lo lắng của các nhà đầu tư, chẳng hạn như quy định chỉ cho phép các nhà đầu tư chuyên nghiệp được tham gia giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ (*Theinvestor*, 29/11/2024).

|  |  |
| --- | --- |
| **Biểu đồ 6: Phát hành trái phiếu doanh nghiệp theo ngành trong năm 2024** | **Biểu đồ 7: Cơ cấu sở hữu trái phiếu chính phủ tính đến quý 3/2024** |
|  |  |

Trong khi đó, những cải cách nhằm nâng cao mức độ minh bạch và công bố thông tin để tạo điều kiện thuận lợi cho nhóm nhà đầu tư toàn cầu cũng đang được triển khai. So với các nước ASEAN đã áp dụng Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS), nhiều doanh nghiệp ở Việt Nam vẫn chưa chuyển từ Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) sang IFRS, dẫn đến khác biệt trong định giá. Điều đáng khích lệ là năm 2025 là năm then chốt trong kế hoạch chuyển đổi của chính phủ, khi việc áp dụng IFRS sẽ chuyển từ tự nguyện sang bắt buộc đối với các công ty đại chúng kể từ năm nay trở đi (*Vietnam Investment Review*, 16/3/2022).

Việc nâng cao tính minh bạch cũng được đẩy mạnh trong các lĩnh vực khác của nền kinh tế, chẳng hạn như thị trường bất động sản. Những thay đổi pháp lý trong Luật Đất đai năm 2024, Luật Nhà ở năm 2023 và Luật Kinh doanh Bất động sản năm 2023 đã góp phần thúc đẩy dòng vốn FDI đăng ký mới đổ vào lĩnh vực này, đạt 4 tỷ USD trong năm 2024, tăng lên so với mức 1 tỷ USD của năm 2023. Những thay đổi đáng chú ý như định giá đất sát hơn giá trị thị trường, nới lỏng các quyền liên quan tới đất cho người Việt Nam ở nước ngoài và yêu cầu công bố thông tin chặt chẽ hơn từ các doanh nghiệp bất động sản sẽ tiếp tục góp phần vào quá trình phục hồi tâm lý thị trường.

Bên cạnh khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường vốn, việc mở rộng và đa dạng hóa nhà đầu tư trong nước sẽ là chìa khóa giúp Việt Nam vững vàng đạt được mục tiêu chính thức: quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 120% và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đạt 25% GDP vào năm 2030 (*Vietnamplus*, 19/2/2024). Quả thật, vẫn còn nhiều dư địa để gia tăng sự hiện hiện của các nhà đầu tư tổ chức trên cả hai thị trường này. Chẳng hạn, quỹ an sinh xã hội (VSS) của Việt Nam, ước tính đang nắm giữ tài sản tương đương hơn 10% GDP, vẫn chưa được phép đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp trong nước (*Ngân hàng Thế giới*, 23/8/2024). Một phần do thiếu lựa chọn đầu tư, sự hạn chế này khiến VSS chủ yếu tập trung mua trái phiếu chính phủ, từ đó, quỹ này cùng các ngân hàng nắm thị trường trái phiếu chính phủ (Biểu đồ 7) và gây nhiễu tín hiệu giá. Do vậy, hoạt động trên các thị trường vốn Việt Nam có tiềm năng phát triển đáng kể, trong đó, việc nâng hạng thị trường chứng khoán mởi chỉ là bước khởi đầu.

**Tổng quan tình hình tháng 1**

Tết năm nay không chỉ đến sớm vào tháng 1 mà còn kéo dài kỳ nghỉ lên đến chín ngày, nhiều hơn hai ngày so với năm ngoái. Điều này ảnh hưởng đến phân tích dữ liệu tháng khi nhiều người lao động về quê ăn Tết. Không quá ngạc nhiên khi doanh số bán lẻ tăng 10% so với cùng kỳ năm trước, cả hàng hóa và dịch vụ đều ghi nhận mức tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, xu hướng tiêu dùng cho thấy chi tiêu của Việt Nam vẫn còn dư địa để phục hồi, vì doanh số bán lẻ vẫn thấp hơn 8% so với tiềm năng do xu hướng tăng trưởng mang lại. Chúng ta sẽ chờ thêm dữ liệu tháng 2 để điều chỉnh các biến động do Tết, từ đó có cái nhìn rõ hơn về quỹ đạo phục hồi của nhu cầu trong nước.

Về lĩnh vực bên ngoài, thoạt nhìn, dữ liệu thương mại tháng 1 có phần yếu do nhiều nhà máy đóng cửa nghỉ lễ. Tuy nhiên, sau khi loại trừ biến động Tết, xuất khẩu tháng 1 giảm 4,3% so với cùng kỳ năm trước được đánh giá là vừa phải. Một điểm thú vị đáng chú ý là sự phân hóa trong nhóm hàng điện tử (Biểu đồ 8). Trong những tháng qua, xuất khẩu điện thoại là yếu tố chính cản trở tăng trưởng, trong khi xuất khẩu điện tử máy tính lại là động lực mạnh mẽ cho tăng trưởng xuất khẩu. Tương tự, xu hướng này cũng diễn ra đối với nhập khẩu, do ngành sản xuất Việt Nam còn phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu. Với mức nhập khẩu giảm 2,6% so với cùng kỳ năm trước, tháng 1 ghi nhận ​​thặng dư thương mại khá lớn, đạt hơn 3 tỷ USD, so với mức trung bình 2 tỷ USD vào năm 2024.

|  |  |
| --- | --- |
| **Biểu đồ 8. Sự phân hóa trong xuất khẩu hàng điện tử vẫn tiếp diễn** | **Biểu đồ 9. Thặng dư thương mại của Việt Nam với Mỹ vượt 100 tỷ USD trong năm 2024** |
|  |  |

Mặc dù năm 2025 khởi đầu không quá tệ, rủi ro thuế quan vẫn phủ một bóng mây lên triển vọng thương mại. Như chúng tôi đã đề cập trong các nghiên cứu trước đây, Việt Nam là quốc gia đối diện với rủi ro thuế quan cao nhất trong ASEAN do có thặng dư thương mại lớn với Mỹ. Mặc dù vậy, tình hình vẫn còn nhiều bất định. Sau động thái gần đây của Mỹ là hoãn việc áp thuế với Canada và Mexico trong 30 ngày, vấn đề thuế quan lại tiếp tục được đưa ra trên bàn đàm phán và các quyết định có thể thay đổi một cách nhanh chóng. Bài toán đặt ra cho Trung Quốc cũng như các nền kinh tế châu Á không giống nhau. Đối với Trung Quốc, định hướng chính sách dễ dự đoán hơn nhưng mức độ tác động lại chưa rõ ràng. Còn với các nền kinh tế châu Á khác, đặc biệt là các quốc gia ASEAN, câu hỏi đặt ra là liệu rủi ro thuế quan có trở thành hiện thực. Bên cạnh đó, một câu hỏi đáng cân nhắc khác là: có bao nhiêu công ty sẵn sàng di chuyển chuỗi cung ứng, vốn gây tốn kém cả thời gian lẫn đầu tư, chỉ vì các yếu tố ngắn hạn? Vị thế của Việt Nam như một trung tâm sản xuất toàn cầu đang lên không chỉ đến từ yếu tố địa chính trị mà còn nhờ vào các yếu tố nền tảng đang được cải thiện.

Trái ngược với sự bất định trong thương mại, sức hút của Việt Nam trong vai trò một điểm đến du lịch đã gia tăng đáng kể. Ngành du lịch của nước này đã ghi nhận kỷ lục mới trong tháng khi đón hơn hai triệu du khách quốc tế, tăng gần 40% so với cùng kỳ năm trước. Đặc biệt, số lượng khách du lịch từ Trung Quốc đại lục đã tăng gấp đôi so với tháng 1/2024, thu hẹp khoảng cách so với mức cao trước đại dịch từ 36% trong năm 2024 xuống chỉ còn 10% vào tháng 1/2025.

Trong khi đó, lạm phát tháng 1 tăng 1% so với tháng trước. Kết quả này đưa lạm phát tăng lên 3,6% so với cùng kỳ năm trước, vượt kỳ vọng của thị trường (HSBC: 3,0%; Bloomberg: 3,1%). Yếu tố gây tăng bất ngờ chủ yếu do giá thực phẩm tăng cao (đặc biệt là thịt lợn) và chi phí y tế (tăng 9,5% so với tháng trước). Mặc dù cũng cần theo dõi chặt chẽ diễn biến lạm phát, chúng tôi cho rằng đây chưa phải là dấu hiệu đáng lo ngại, vì cả hai yếu tố này đều có khả năng mang tính thời vụ hoặc chỉ là tác động nhất thời.

|  |  |
| --- | --- |
| **Biểu đồ 10. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt mức cao kỷ lục với hơn 2 triệu lượt trong tháng 1** | **Biểu đồ 11. Lạm phát tăng lên mức 3,6% trong tháng 1, do chi phí thực phẩm và y tế tăng cao** |
|  |  |