

Vẫn còn tiềm ẩn rủi ro tỷ giá

- Lãi suất liên ngân hàng duy trì khá ổn định trong tháng 1 trước khi tăng vọt lên mức 4.6% vào cuối tháng do tính mùa vụ của dịp Tết nguyên đán gây áp lực lên thanh khoản hệ thống.
- Chỉ số DXY suy giảm trong tháng đã giúp giảm bớt áp lực lên tỷ giá. Tỷ giá liên ngân hàng giảm 1.6% so với cuối tháng trước về mức 25,082 VND/USD vào cuối tháng 1.

Áp lực tỷ giá giảm nhẹ trong tháng 1

Chỉ số DXY suy yếu khi Tổng thống Trump xác nhận sẽ không áp thuế quan ngay lập tức; tuy nhiên, vẫn còn tiềm ẩn những rủi ro đối với tỷ giá

Khởi đầu tháng 1 ở mức 109.4, chỉ số DXY đã duy trì xu hướng tăng và thậm chí đạt mốc 110 – mức cao nhất trong hơn hai năm – vào ngày 13/1. Đà tăng diễn ra trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ vẫn đang tăng trưởng vững chắc khi ngành sản xuất lần đầu tiên đạt tăng trưởng dương sau 2 năm với chỉ số PMI đạt mức 50.9 điểm trong tháng 1, tăng trưởng việc làm cũng bất ngờ tăng tốc trong tháng 12, trong khi tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 4.1% và tăng trưởng GDP năm 2024 đạt 2.8% nhờ chi tiêu tiêu dùng mạnh mẽ.

Tuy nhiên, Đồng bạc xanh đã suy giảm sau khi Tổng thống Trump nhậm chức và xác nhận sẽ chưa áp thuế quan ngay trong ngày đầu tiên tại vị. Động thái này cho thấy định hướng của Mỹ trong việc sử dụng thuế quan như một công cụ để đàm phán và mong muốn đạt được thỏa thuận với các quốc gia khác. Do đó, quyết định này đã khiến chỉ số DXY giảm xuống mức 108 vào ngày 21/1.

Đáng chú ý, mặc dù lạm phát đã hạ nhiệt đáng kể so với mức cao nhất trong 40 năm vào giữa năm 2022, nhưng vẫn là một thách thức đối với Fed trong việc tiếp tục cắt giảm lãi suất. Áp lực lạm phát vẫn kéo dài trong tháng cuối năm 2024, khi chỉ số PCE tăng 2.6% trong tháng 12 – vẫn cao hơn mục tiêu 2% của Fed. Trước những tác động mà các chính sách của chính quyền mới có thể gây ra và rủi ro lạm phát kéo dài, các quan chức Fed đã quyết định tạm dừng cắt giảm lãi suất tại cuộc họp tháng 1 sau ba lần cắt giảm trong năm 2024. Theo đó, chỉ số DXY đã phục hồi nhẹ lên mức 108.4 vào cuối tháng.

Áp lực tỷ giá với bớt nhưng vẫn còn hiện hữu

Việc đồng USD suy yếu trong tháng đã giúp giảm đáng kể áp lực lên tỷ giá. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng đã duy trì ở mức khá cao trong kỳ do thiếu hụt thanh khoản hệ thống khi nhu cầu chi tiêu tăng mạnh trong giai đoạn Tết Nguyên đán. Yếu tố này đã góp phần giúp giảm chênh lệch lãi suất giữa đồng USD và VND, qua đó hỗ trợ chống lại sự mất giá của đồng VND. Nhờ đó, tỷ giá liên ngân hàng đã giảm 1.6% trong tháng xuống mức 25,082 VND/USD vào cuối tháng 1. Tỷ giá thị trường tự do cũng có những diễn biến tương tự khi giảm về mức 25,500 VND/USD vào cuối tháng, trong khi tỷ giá trung tâm niêm yết tại 24,325 VND/USD, giảm lần lượt 0.1% và 1% so với đầu năm 2025.

Tuy nhiên, thách thức vẫn còn khi cuộc chiến thương mại được dự báo sẽ là yếu tố hỗ trợ cho đồng USD trong thời gian tới. Gần đây, Trung Quốc đã tuyên bố áp thuế đối với hàng nhập khẩu từ Mỹ nhằm đáp trả các mức thuế mới mà Mỹ áp đặt lên hàng hóa Trung Quốc, làm bùng phát trở lại căng thẳng thương mại giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới. Ngoài ra, Mỹ sẽ có thể áp thuế 25% đối với hàng nhập khẩu từ Mexico và Canada kể từ tháng 3 nếu các cuộc đàm phán không đạt được kết quả như mong đợi. Những rủi ro liên quan đến chính

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 Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đinh Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

sách thuế quan của Trump sẽ tiếp tục củng cố vị thế của đồng USD. Do đó, rủi ro tỷ giá vẫn sẽ cần được chú ý trong thời gian tới.

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 (~3.03 tỷ USD trong T1/2025), lượng vốn FDI giải ngân dồi dào (1.51 tỷ USD, +2% svck) và du lịch phục hồi mạnh mẽ (+36.9% svck trong T1/2025). 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 liên ngân hàng bật tăng vào cuối tháng do tính mùa vụ

Trong tháng 1, NHNN vẫn tiếp tục duy trì hoạt động phát hành tín phiếu song song với việc bơm vốn qua kênh OMO nhằm điều tiết thanh khoản hệ thống. Trong tháng, NHNN đã phát hành gần 162.5 nghìn tỷ đồng tín phiếu, với lãi suất 4%, kỳ hạn 7 - 14 ngày. Cùng với đó, NHNN cũng bơm khoảng 233.6 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, với mức lãi suất 4% và kỳ hạn 7, 14 và 21 ngày. Tháng này NHNN đã tăng lượng thanh khoản hỗ trợ hệ thống với quy mô bơm ròng trong tháng 1 trị giá khoảng 67.5 nghìn tỷ đồng – tăng hơn 5 lần so với tháng trước trong bối cảnh áp lực tỷ giá giảm và nhu cầu chi tiêu của người dân trong dịp Tết tăng cao khiến áp lực thanh khoản gia tăng.

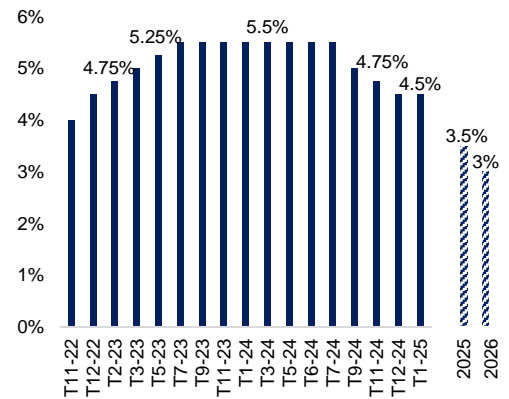
Lãi suất liên ngân hàng duy trì tương đối ổn định trong tháng. Khởi đầu ở mức 4% vào đầu tháng 1, lãi suất qua đêm duy trì đã giảm xuống mức 3.6% vào ngày 23/1 trước khi tăng vọt lên 4.6% vào ngày 24/1. Diễn biến này chủ yếu do tính mùa vụ, khi thanh khoản hệ thống có xu hướng suy giảm trước dịp Tết nguyên đán do nhu cầu chi tiêu của người dân gia tăng. Theo đó, khiến lãi suất liên ngân hàng tăng. Đến cuối tháng, lãi suất qua đêm duy trì ở mức 4.6%. Trong khi lãi suất của các kỳ hạn từ 1 tuần đến 1 tháng dao động trong khoảng 4.7% - 4.8%.

Lãi suất huy động duy trì ổn định trong tháng

Tháng 1 ghi nhận 12 ngân hàng tăng lãi suất huy động với mức tăng từ 0.1% - 0.9%/năm. Xu hướng tăng lãi suất huy động diễn ra chủ yếu ở các NHTM quy mô nhỏ khi các nhà băng đang chuẩn bị nguồn vốn lớn để phục vụ cho kế hoạch tín dụng trong năm nay. NHNN mới đây đã đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 16% nhằm đạt được mức tăng trưởng kinh tế 8% trong năm 2025. Do đó các ngân hàng cần tập trung thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cũng như huy động vốn ngay từ đầu năm để đạt được mục tiêu đề ra. Ngoài ra, trong tháng 1 cũng có tới 7 ngân hàng giảm lãi suất đầu vào với mức giảm khá đáng kể khi giảm từ 0.1% - 0.75%/năm.

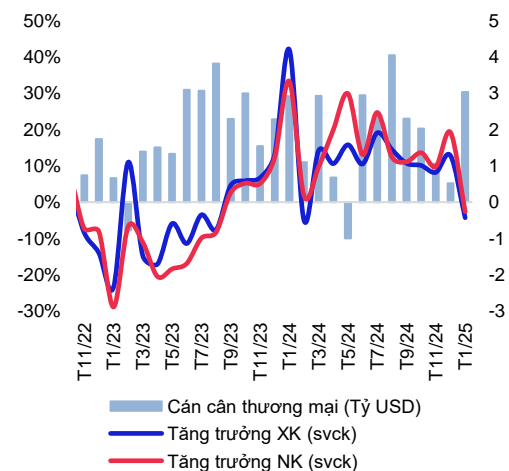
Theo số liệu cập nhật đến cuối tháng 1, lãi suất 12 tháng trung bình của nhóm NHTM duy trì ở mức 5.1% - không thay đổi so với tháng trước. Trong khi đó, lãi suất của các ngân hàng thương mại nhà nước vẫn giữ nguyên ở mức 4.7%.

Fed quyết định giữ nguyên lãi suất ở mức 4.5% trong cuộc họp tháng 1



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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

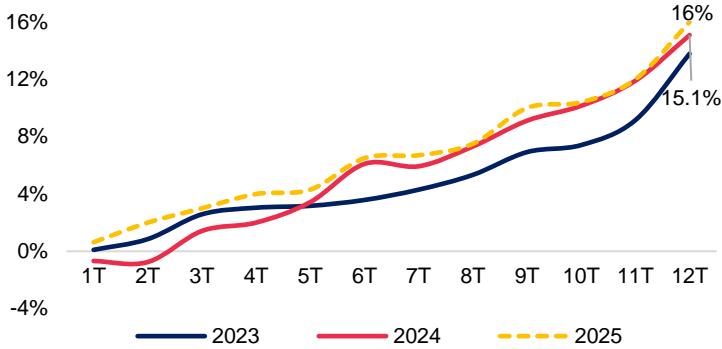


Nguồn: GSO, MBS Research

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

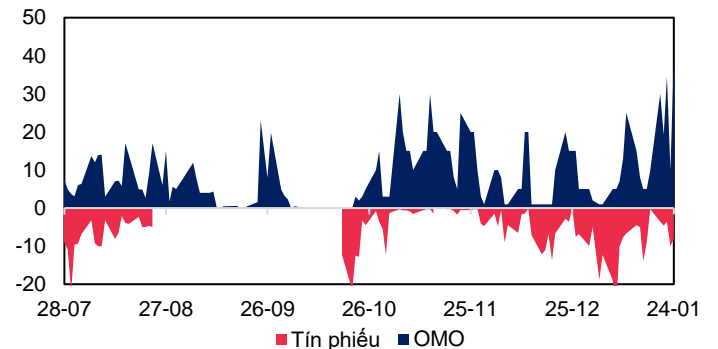
Dự địa cho chính sách tiền tệ của Việt Nam sẽ bị hạn chế hơn so với dự kiến dưới áp lực của đồng USD mạnh lên và rủi ro về việc Mỹ tiếp tục thực hiện các cuộc điều tra về thao túng tiền tệ. Trong kịch bản đó, NHNN có thể sẽ cần áp dụng một lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn để kiểm soát sự 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 phấn 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)



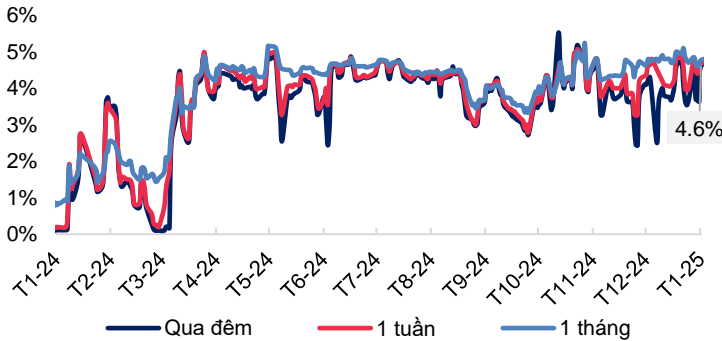
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



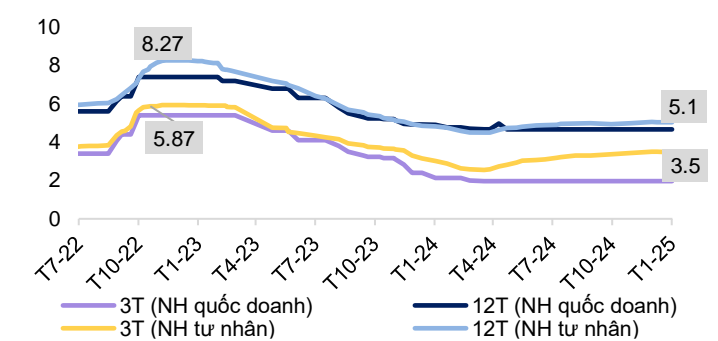
Nguồn: NHNN, MBS Research

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



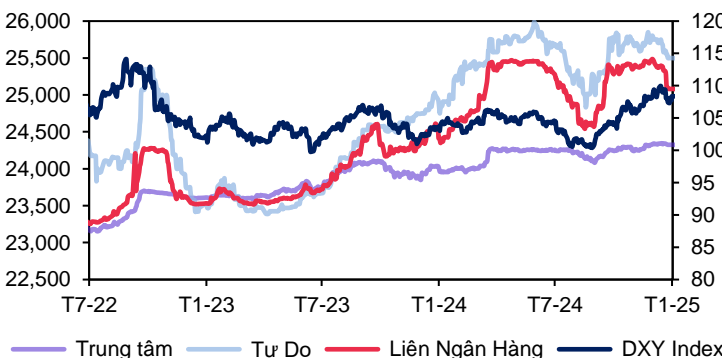
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



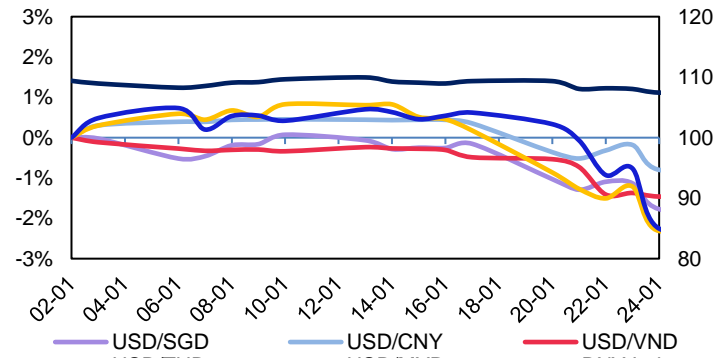
Nguồn: NHNN, Bloomberg, MBS Research

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 2025



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

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