

Ông Michael Kokalari, CFA

Giám đốc phòng Phân tích kinh tế vĩ mô và Nghiên cứu thị trường

## HƯỚNG ĐẾN NĂM 2025

Nền kinh tế mạnh mẽ của Mỹ đã hỗ trợ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2024, nhưng các yếu tố nội tại sẽ đóng vai trò chính trong việc thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam vào năm 2025, bởi kinh tế Việt Nam gắn bó chặt chẽ với nền kinh tế Mỹ và tăng trưởng xuất khẩu sang quốc gia này dự kiến sẽ chậm lại trong năm sau vì một số lý do. Chính phủ đang lên kế hoạch để giảm thiểu tác động của sự suy giảm đó, nhưng vẫn cần những biện pháp quyết liệt để đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP vào năm 2025.

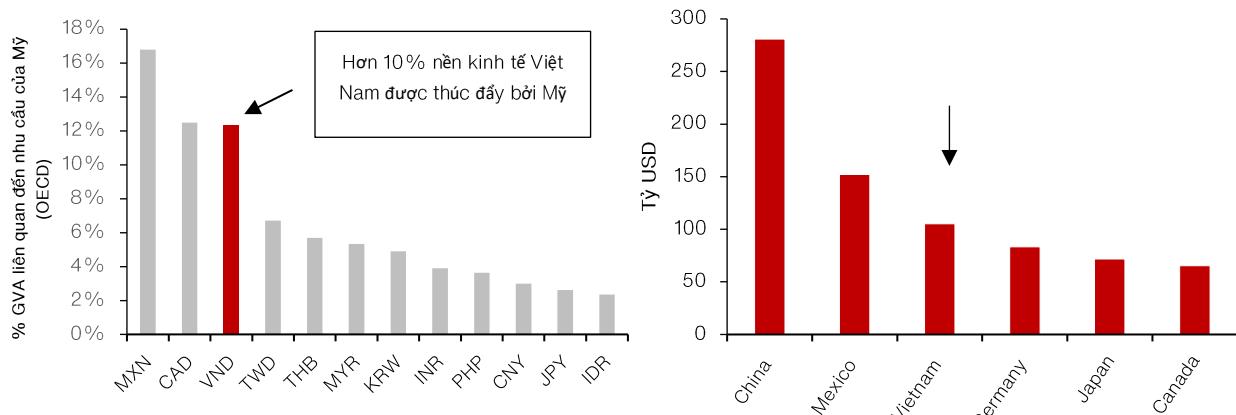
Ba điểm chính dưới đây sẽ giúp các nhà đầu tư hiểu rõ hơn về nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2025:

- Các yếu tố nội tại sẽ quyết định tăng trưởng GDP trong năm 2025:** Xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã tăng mạnh trong năm nay cũng như lượng khách du lịch quốc tế tăng nhanh, nhưng dự báo cả hai lĩnh vực này sẽ giảm tốc trong năm tới. Nhiều chuyên gia phân tích chưa đánh giá đúng mức độ tác động của việc xuất khẩu chậm lại đối với tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2025, nhưng các sáng kiến của Chính phủ và tâm lý người tiêu dùng cải thiện có thể giúp duy trì mức tăng trưởng GDP từ 6,5-7% trong năm tới.
- Chính phủ đang nắm vai trò chủ động:** Chính phủ gần đây đã công bố nhiều biện pháp để thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam, bao gồm việc tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng và thực hiện các cải cách nghiêm túc. Những biện pháp này chắc chắn sẽ thúc đẩy tăng trưởng GDP lâu dài, nhưng có thể chưa đủ để bù đắp sự suy giảm xuất khẩu năm tới – điều này có nghĩa là sẽ cần các biện pháp mạnh mẽ hơn để đạt được mục tiêu tăng trưởng.
- “Rủi ro Tổng thống Trump” đối với Việt Nam là không đáng lo:** Việt Nam và Mexico là hai quốc gia hưởng lợi lớn nhất trong nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Trump. Chúng tôi nhận thấy ít rủi ro rằng chính sách thuế quan của ông Trump sẽ làm gián đoạn nền kinh tế đang phát triển của Việt Nam – trái ngược hoàn toàn với những tuyên bố được đăng trong một số bài báo sau khi ông Trump đắc cử. Tuy nhiên, Việt Nam hiện đang có thặng dư thương mại lớn thứ ba với Mỹ. Để tránh bị chính quyền ông Trump nhắm đến trong tương lai, Việt Nam sẽ cần có những bước đi nhanh để giảm thặng dư thương mại với Mỹ.

Tiếp theo, chỉ số VN-Index đã tăng 12,1% tính đến ngày 18/12/2024, mặc dù khối ngoại bán ròng kỷ lục, một phần do VND mất giá gần 5% so với USD trong năm nay. Sự kiên cường của thị trường chứng khoán Việt Nam dù khối ngoại bán ròng gần 4 tỷ USD, kết hợp với mức định giá rất hấp dẫn (P/E dự phóng 12x so với mức tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng khoảng 17%) cho thấy VN-Index không cần một yếu tố tác động quá lớn để tiếp tục tăng trưởng trong năm tới. Tuy nhiên, năm 2025 có thể sẽ là một năm đầy biến động đối với cả thị trường chứng khoán và nền kinh tế.

Những lo ngại về thuế quan của ông Trump, kết hợp với xuất khẩu và GDP chậm lại, có thể sẽ ảnh hưởng đến VN-Index và giá trị VND trong nửa đầu năm 2025. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm, tăng trưởng GDP của Việt Nam dự kiến sẽ tăng tốc nếu Chính phủ thực hiện các biện pháp mạnh mẽ hỗ trợ nền kinh tế, và áp lực tỷ giá USD-VND có thể giảm, cùng với những lo ngại về tác động của Tổng thống Trump đối với Việt Nam.

**Việt Nam đứng thứ ba về mức độ liên kết chặt chẽ với Mỹ và cũng có thặng dư thương mại lớn thứ ba với Mỹ**



**Các yếu tố nội tại sẽ thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam trong năm 2025**

Nền kinh tế Việt Nam gắn bó chặt chẽ với Mỹ. Xuất khẩu sang Mỹ đã tăng mạnh hơn 20% trong năm nay (so với mức giảm khoảng 10% trong năm 2023), đây là yếu tố chính hỗ trợ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2024. Tăng trưởng này chủ yếu nhờ vào mức 40% trong xuất khẩu điện tử và các sản phẩm công nghệ cao sang Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo sự tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ sẽ chững lại vào năm sau, một phần do nền kinh tế Mỹ có khả năng sẽ trải qua một đợt "hạ cánh mềm" và suy giảm kinh tế.

Các lý do khác khiến xuất khẩu tăng trưởng chậm lại vào năm sau liên quan đến chu kỳ tái dự trữ hàng hóa của Mỹ mà chúng tôi đã đề cập trong báo cáo "Hướng đến năm 2024" (trong đó chúng tôi dự báo sự bùng nổ sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam trong năm nay, điều trái ngược với nhận định chung). Hơn nữa, xuất khẩu trên toàn châu Á hiện đang được thúc đẩy bởi sự đón đầu nhu cầu trước khi ông Trump nhậm chức, điều này sẽ dẫn đến nhu cầu giảm dần vào năm sau. Do đó, tăng trưởng sản xuất của Việt Nam có thể sẽ giảm vào năm tới, vì hầu hết các sản phẩm sản xuất đều được xuất khẩu sang các thị trường nước ngoài.

	2023	11M24	2024F	2025F
GDP	5.1%	6.8%	6.5%	6.5%
Bán lẻ	7.1%	5.8%	5.5%	8.0%
Sản xuất	3.6%	9.7%	10.0%	6.0%
Xây dựng	7.1%	7.5%	7.5%	15.0%
Xuất khẩu	-4.6 %	14.4 %	14.0 %	9.0 %

Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng xuất khẩu và/hoặc sản xuất của Việt Nam sẽ thực sự suy giảm trong năm tới, vì dòng vốn FDI ổn định đảm bảo rằng mỗi năm sẽ có thêm các nhà máy bắt đầu sản xuất (và xuất khẩu) các sản phẩm tại Việt Nam<sup>1</sup>. Mặc dù tăng trưởng sản xuất dự kiến sẽ chậm lại trong năm tới, chúng tôi vẫn kỳ vọng Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng GDP 6,5% trong năm 2025 vì chúng tôi dự báo cơ cấu tăng trưởng sẽ chuyển sang các yếu tố nội tại nhiều hơn trong năm sau, như có thể thấy trong bảng trên.

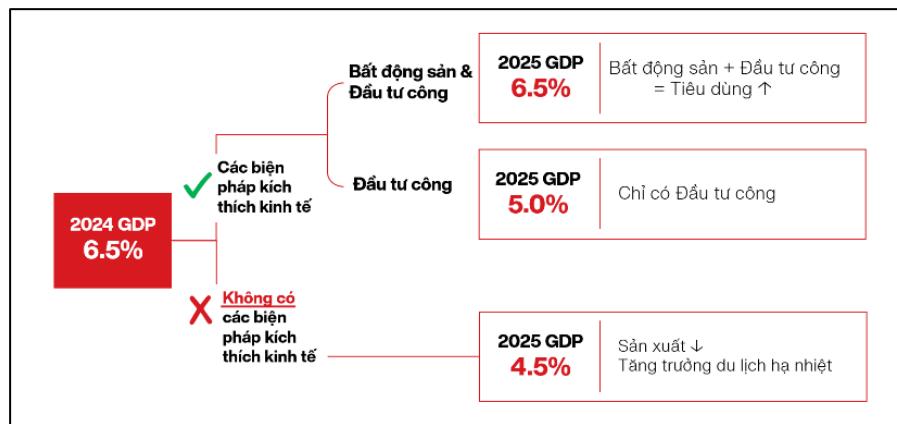
Tâm lý tiêu dùng yếu đã ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2023 và 2024, mặc dù đã có sự cải thiện phần nào trong năm 2024, theo các công ty nghiên cứu tiêu dùng trong nước như Cimigo và InFocus Mekong Research. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ thực tế (loại trừ tác động của lạm phát) ước tính khoảng 6% trong năm nay, thấp hơn mức tăng trưởng 8-9% điển hình ở Việt Nam. Hơn nữa, khoảng một nửa trong con số 6% này là do sự phục hồi liên tục của lượng khách du lịch quốc tế, từ 70% so với trước COVID trong năm 2023 lên 100% vào năm 2024.

Tiêu dùng chiếm hơn 60% nền kinh tế của Việt Nam (so với khoảng 25% của ngành sản xuất), vì vậy nếu tiêu dùng tăng trưởng mạnh sẽ dễ dàng bù đắp cho sự suy giảm trong tăng trưởng xuất khẩu/sản xuất/lượng khách du lịch trong năm tới. Chính phủ cho thấy sẽ tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng vào năm 2025, và hy vọng rằng các biện pháp này sẽ giúp người tiêu dùng tự tin hơn trong việc tăng chi tiêu. Chúng tôi dự báo rằng chi tiêu tiêu dùng sẽ có sự phục hồi trong năm tới vì một lý do khác: chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ thực hiện những bước đi quan trọng để khôi phục thị trường bất động sản.

Chúng tôi tin rằng khi thị trường bất động sản phục hồi sẽ có tác động lớn hơn nhiều đối với tâm lý tiêu dùng so với việc tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng. Một mức tăng vừa phải trong chi tiêu cho cơ sở hạ tầng, chiếm khoảng 6% GDP, sẽ không đủ để thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam đáng kể. Tuy nhiên, sự kết hợp giữa tiến độ nhanh chóng trong các dự án như sân bay mới của TP.HCM và các tuyến đường vành đai mới của Hà Nội, cùng với sự phục hồi của thị trường bất động sản, sẽ có thể khiến người tiêu dùng cảm thấy tự tin hơn trong việc chi tiêu nhờ vào "hiệu ứng tài sản" liên quan đến giá trị của khu đô thị mà nhiều người tiêu dùng trung lưu Việt Nam sở hữu.

---

<sup>1</sup> Vào năm 2025, Việt Nam có thể sẽ chứng kiến sự phân kỳ giữa giải ngân FDI thực tế – tiếp tục tăng trưởng – và FDI mới đăng ký/kế hoạch – có thể sẽ giảm, trừ khi và cho đến khi rõ ràng là Trump sẽ không nhắm mục tiêu vào Việt Nam.



Chúng tôi đã phác thảo kỳ vọng về tăng trưởng GDP năm 2025 trong sơ đồ trên: 1) nếu Chính phủ không thực hiện bất kỳ biện pháp nào để bù đắp sự suy giảm xuất khẩu sang Mỹ trong năm tới, 2) nếu Chính phủ chỉ tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng để đối phó với sự suy giảm đối với sản phẩm "Made in Vietnam" (mà chúng tôi cho rằng sẽ không đủ để cải thiện niềm tin của người tiêu dùng), và 3) nếu Chính phủ vừa thúc đẩy thị trường bất động sản vừa tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng, điều mà chúng tôi tin sẽ khiến người tiêu dùng trong nước đủ tự tin để chi tiêu.

Liên quan đến điểm cuối cùng, Chính phủ gần đây đã công bố các mục tiêu tăng trưởng GDP ngày càng quyết liệt. Chúng tôi cảm thấy yên tâm với các mục tiêu đầy lạc quan này vì quan điểm của chúng tôi rằng các hành động quyết đoán sẽ cần thiết để bù đắp tác động của sự sụt giảm xuất khẩu sang Mỹ dự kiến trong năm tới. Tuy nhiên, những sáng kiến như kéo dài thời gian giảm thuế VAT của Việt Nam từ 10% xuống 8% thêm sáu tháng nữa, hay các kế hoạch tinh giản hoạt động của Chính phủ (xem bên dưới), hoặc là quá khiêm tốn để có tác động thực sự đến tăng trưởng GDP năm 2025, hoặc sẽ trở thành các động lực mạnh mẽ thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng dài hạn của Việt Nam, nhưng sẽ không thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm 2025.

Cuối cùng, có thể năm 2025 sẽ có nhiều biến động đối với nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong nửa đầu năm 2025, sự suy giảm tăng trưởng xuất khẩu có thể sẽ tác động mạnh hơn đến tăng trưởng GDP của Việt Nam so với kỳ vọng của nhiều nhà kinh tế. Sự giảm sút này có thể sẽ thúc đẩy các hành động quyết liệt của Chính phủ để hỗ trợ nền kinh tế, đặc biệt là trong bối cảnh các mục tiêu tăng trưởng GDP cao. Kết quả cuối cùng có thể là tăng trưởng giảm sút vào đầu năm 2025, theo sau là sự tăng tốc mạnh mẽ vào cuối năm 2025. Tuy nhiên, như câu nói nổi tiếng của cầu thủ bóng chày Mĩ Yogi Berra: "Rất khó để đưa ra dự đoán, nhất là về tương lai."

### Chính phủ nắm vai trò chủ động trong năm 2025

Quốc hội Việt Nam đã đặt mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2025 là 6,5-7% vào ngày 12/11, sau đó, các lãnh đạo công bố các mục tiêu tăng trưởng cao hơn và cam kết Chính phủ sẽ thực hiện các hành động quyết liệt để đảm bảo Việt Nam đạt được những mục tiêu này. Như đã đề cập ở trên,

chúng tôi tin rằng các biện pháp cụ thể sẽ cần thiết để bù đắp các yếu tố có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP năm 2025.

Chúng tôi dự đoán sản xuất sẽ giảm từ 10% trong năm nay xuống còn 6% trong năm tới, điều này sẽ làm giảm khoảng 1 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP của Việt Nam (vì ngành sản xuất chiếm khoảng 25% GDP), và chúng tôi cũng dự báo lượng khách du lịch quốc tế sẽ giảm từ 40% trong năm nay xuống còn 15% trong năm tới, điều này sẽ làm giảm hơn 1,5 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP (vì du lịch quốc tế chiếm khoảng 8% GDP). Chính phủ cho biết sẽ tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng để hỗ trợ tăng trưởng GDP năm 2025 và cung cấp triển vọng tăng trưởng dài hạn của đất nước.

Dựa trên các thông tin<sup>2</sup> từ Chính phủ và các nguồn khác, có thể thấy rằng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng của Việt Nam sẽ tăng từ 15-20% vào năm 2025, đạt khoảng 31 tỷ USD (tương đương khoảng 6% GDP) cho các dự án như hoàn thành thêm 1.000 km đường cao tốc, hoàn thành giai đoạn đầu của sân bay mới TP.HCM và mở rộng hai sân bay hiện tại ở TP.HCM và Hà Nội. Tuy nhiên, mức tăng trưởng 15-20% này sẽ tương đương với việc chi thêm khoảng 5 tỷ USD (tương đương khoảng 1% GDP), điều này sẽ không đủ để bù đắp tác động từ sự suy giảm trong sản xuất và du lịch như đã đề cập ở trên, vì vậy các biện pháp bổ sung sẽ cần thiết để duy trì tăng trưởng GDP nhanh chóng của Việt Nam trong năm tới.

## Các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng GDP dài hạn của Việt Nam

Trong ngắn hạn, có thể Chính phủ sẽ chi tiêu nhiều hơn nữa vào phát triển cơ sở hạ tầng, nhờ vào tình hình tài chính vững mạnh (nợ công hiện dưới 40% GDP), và chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có những bước đi cụ thể để hỗ trợ thị trường bất động sản trong năm tới; hiện chúng tôi đã thấy một số dấu hiệu tích cực về vấn đề này. Quy trình quy hoạch và phê duyệt dự án kéo dài là rào cản lớn nhất đối với việc đẩy mạnh phát triển bất động sản, nhưng chúng tôi đã nghe thông tin thực tế cho thấy một số phê duyệt dự án hiện đang được đẩy nhanh.

Bên cạnh những biện pháp để thúc đẩy tăng trưởng ngắn hạn của Việt Nam, Chính phủ cũng đang thực hiện một số bước để thúc đẩy tăng trưởng GDP dài hạn của đất nước. Các biện pháp này bao gồm các cải cách cơ cấu, một số trong đó sẽ có hiệu lực vào năm tới và có thể giúp "giải nhiệt" thị trường bất động sản và cải thiện thứ hạng về chỉ số thuận lợi kinh doanh của Việt Nam. Các kế hoạch cũng đã được công bố để sáp nhập năm Bộ và nhiều cơ quan khác nhằm tinh gọn hoạt động của Chính phủ<sup>3</sup>.

Chúng tôi rất phấn khởi trước những sáng kiến mới đây, như kế hoạch xây dựng tuyến đường sắt cao tốc trải dài khắp đất nước. Tuy nhiên, những biện pháp này sẽ không có tác động đến tăng trưởng GDP trong năm 2025, và báo cáo này chủ yếu tập trung vào nền kinh tế và thị trường chứng

<sup>2</sup> [Significant pressure for public investment disbursement in 2025, October 24, 2024, Vietnam News](#).

<sup>3</sup> [PM Chinh orders effective reorganization of government apparatus, December 12, 2024, VOV](#).

khoán Việt Nam trong năm tới. Tương tự, Chính phủ cũng đã có những bước đi đáng khích lệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế dài hạn của Việt Nam, đặc biệt là khai thác tiềm năng lớn của đất nước trong lĩnh vực bán dẫn và trí tuệ nhân tạo (AI)<sup>4</sup>. Chúng tôi dự định sẽ công bố các báo cáo về cả hai chủ đề này trong những tháng tới.

## Rủ ro "Tổng thống Trump" đối với Việt Nam đã bị thổi phồng

Việc ông Donald Trump đắc cử đã tạo ra sự bi quan thái quá về tác động tiềm tàng của các chính sách của ông đối với Việt Nam từ một số bài báo quốc tế. Thực tế, Việt Nam khó có thể là mục tiêu vì vai trò hữu ích của Việt Nam trong việc giúp Mỹ đạt được các mục tiêu địa chính trị và các mục tiêu khác (chúng tôi đã phân tích chi tiết về tác động tiềm năng của chính quyền Trump đối với Việt Nam trong ba báo cáo<sup>5</sup> đã công bố kể từ sau cuộc bầu cử).

FT FINANCIAL  
TIMES

**Why Vietnam risks ending up a big loser  
from Donald Trump's tariffs**

NIKKEI Asia

**A rough four years await Vietnam**

THE WALL STREET JOURNAL

**Vietnam Won Big in Donald Trump's First  
Trade War. Now, It's a Target.**

The New York Times

**Trump's Tariffs Helped Northern Vietnam  
Boom Like Never Before. What Now?**

Hơn nữa, nếu ông Trump áp đặt mức thuế 5-10% đối với tất cả các quốc gia (trừ Trung Quốc) xuất khẩu sang Mỹ, Việt Nam vẫn sẽ duy trì lợi thế trong việc thu hút FDI vào lĩnh vực sản xuất. Tuy nhiên, Việt Nam có thặng dư thương mại lớn thứ ba với Mỹ, điều này là một mối lo ngại. Ông Trump gần đây đã công bố ý định áp thuế 25% đối với Canada và Mexico, cùng với việc áp thêm 10% thuế đối với hàng xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ. Thông báo này, cộng với thặng dư thương mại 100 tỷ USD của Việt Nam với Mỹ, đã làm dấy lên lo ngại rằng Việt Nam có thể sẽ trở thành mục tiêu tiếp theo, nhưng thị trường ngoại hối đã chỉ ra những tín hiệu rõ ràng về điều sẽ xảy ra tiếp theo.

Đồng Peso của Mexico đã giảm giá hơn 20% so với USD trong giai đoạn trước và ngay sau cuộc bầu cử, trong khi đồng nhân dân tệ và đô la Canada chỉ giảm lần lượt 2% và 6% so với USD sau thông báo thuế gần đây của ông Trump. Thông điệp từ thị trường là rõ ràng: Mexico là mục tiêu, và các nhà giao dịch kỳ vọng Canada, Trung Quốc và Việt Nam sẽ đàm phán với chính quyền của ông

<sup>4</sup> [Vietnam makes efforts to promote responsible AI development, August 29, 2024, VietnamPlus](#).

<sup>5</sup> [Ông Donald Trump tái đắc cử Tổng thống Mỹ sẽ không gây tác động lớn đến kinh tế Việt Nam](#)

<sup>5</sup> [Bổ nhiệm nhân sự gần đây của Tổng thống Trump làm giảm rủi ro đối với các nhà đầu tư vào Việt Nam](#)

<sup>5</sup> [Tóm tắt nội dung: "A User's Guide to Restructuring the Global Trading System"](#)

Trump để tránh thuế suất cao đối với hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ (tỷ giá USD-VND không thay đổi sau thông báo thuế mới nhất của ông Trump).

Mặc dù vậy, FDI hàng năm từ Trung Quốc vào Việt Nam đã gần như gấp đôi trong ba năm qua, khiến Trung Quốc trở thành nhà đầu tư FDI lớn nhất vào Việt Nam, điều này có thể sẽ thu hút sự chú ý từ các quan chức Mỹ vào một thời điểm nào đó (mặc dù chúng tôi dự báo rằng FDI đăng ký mới vào Việt Nam sẽ giảm trong năm tới do những bất ổn về thuế suất của Trump đối với Việt Nam).

#### *Tại sao ông Trump có khả năng sẽ không đến Việt Nam*

Mục tiêu chính mà ông Trump đã công khai (liên quan đến Việt Nam) bao gồm việc đưa lại các công việc sản xuất vào Mỹ và thu hẹp thâm hụt thương mại của Mỹ. Về vấn đề thâm hụt thương mại, sau cuộc bầu cử, Chính phủ Việt Nam đã công bố kế hoạch<sup>6</sup> giảm thiểu dư thương mại bằng cách mua LNG và máy bay từ Mỹ (các chuyên gia trong ngành năng lượng cho biết Việt Nam có thể bắt đầu nhập khẩu khoảng 30 tỷ USD LNG mỗi năm từ Mỹ thông qua việc sử dụng các đơn vị Lưu trữ nồi và tái hóa khí).

Về việc đưa lại công việc sản xuất trở về Mỹ, mức lương ở Mỹ quá cao và nguồn cung công nhân lành nghề quá thấp để có thể sản xuất các sản phẩm "Made in Vietnam" ở Mỹ một cách hiệu quả về chi phí. Trong một bài báo gần đây của Bloomberg<sup>7</sup> về vấn đề này, một giám đốc sản xuất của Mỹ đã chia sẻ rằng "Ngành chế tạo công cụ là một nghệ thuật đã bị thất truyền. Sẽ mất rất lâu để chúng ta xây dựng lại trình độ kỹ năng đó [ở Mỹ]". Bảng dưới đây, là một mẫu nhỏ các sản phẩm tiêu dùng mà Mỹ nhập khẩu, cho thấy sản xuất các sản phẩm tiêu dùng ở Mỹ đã được giao công ở các quốc gia khác như thế nào – và việc đưa lại sản xuất các sản phẩm này tại Mỹ sẽ khó khăn đến mức nào.

<sup>6</sup> [Vietnam Vows to Buy More US Aircraft, LNG in New Trump Tariff Era, Bloomberg, November 27, 2024](#)

<sup>7</sup> [Trump's Manufacturing Revival Doesn't Add Up for These Businesses, Bloomberg, December 10, 2024.](#)

Sản phẩm	% Xuất khẩu sang Mỹ
Giày dép	99%
Xe đạp	99%
Điện tử tiêu dùng	95%
May mặc	95%
Dụng cụ thể thao	90%
Pin điện	90%
Vật dụng bếp	90%
Dụng cụ cắm trại	90%
Phương tiện cỡ nhỏ	90%
Đồ chơi	85%
Văn phòng phẩm	85%

Nguồn: FDRA, FRED U.S. Database, VinaCapital phân tích.

Cả đảng Cộng hòa và đảng Dân chủ đều lo ngại về việc trung chuyển các sản phẩm "Made in China" qua Mexico và/hoặc Việt Nam để tránh thuế quan của Mỹ đối với hàng hóa Trung Quốc. Một nhóm lưỡng đảng các thượng nghị sĩ Mỹ<sup>8</sup> đã kêu gọi Tổng thống Biden "giải quyết vấn đề Trung Quốc lợi dụng Mexico<sup>9</sup> làm trung gian để trung chuyển hàng hóa" vào tháng 9 vừa qua. Ngược lại, chỉ khoảng 2% xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ là hàng trung chuyển từ Trung Quốc, theo nghiên cứu của Đại học Harvard<sup>10</sup>, và chúng tôi kỳ vọng vào sự hợp tác chặt chẽ giữa Hải quan Việt Nam và các chuyên gia kỹ thuật của Mỹ để giải quyết vấn đề này.

Cuối cùng, niềm tin của doanh nghiệp và người tiêu dùng Mỹ đã tăng mạnh sau khi ông Trump đắc cử, điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu của Mỹ đối với các sản phẩm "Made in Vietnam". Niềm tin của người tiêu dùng Mỹ đã phục hồi mạnh nhất sau bầu cử kể từ khi ông Bill Clinton đắc cử. Tuy nhiên, sẽ mất một thời gian để sự phấn khích này chuyển thành việc gia tăng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ, vì vậy đây có thể là câu chuyện của năm 2026.

### Một năm biến động nữa đối với đồng VND

Tỷ giá USD-VND đã có sự biến động mạnh trong ba năm qua, chủ yếu là do Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) bắt đầu chu kỳ tăng lãi suất nhanh nhất từ trước đến nay vào đầu năm 2022, và sau đó bắt đầu cắt giảm lãi suất vào tháng 9 năm 2024, mặc dù các yếu tố riêng biệt của Việt Nam cũng ảnh hưởng đến đồng VND. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã cắt giảm lãi suất trong nửa đầu năm 2023 trong khi Fed đang tăng lãi suất, dẫn đến khoảng cách kỷ lục giữa lãi suất ngắn hạn

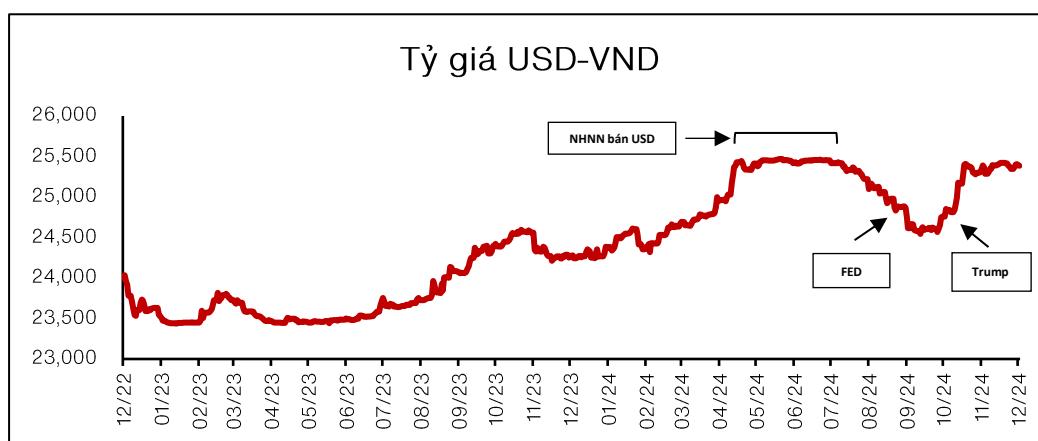
<sup>8</sup> [US Senate Bi-Partisan Letter to President Joe Biden, September 17, 2024.](#)

<sup>9</sup> [Financial Times, February 2024: China circumvents US tariffs by shipping more goods via Mexico](#)

<sup>10</sup> [Harvard Business School, 2024 Working Paper: Exports in Disguise? Trade Rerouting during the US-China Trade War.](#)

VND và USD (lãi suất VND thấp hơn lãi suất USD hơn 500 điểm cơ bản vào thời điểm đó), tạo ra áp lực giảm giá lớn đối với đồng VND trong nửa sau năm 2023.

Trong năm nay, đồng VND đã giảm gần 5% tính đến tháng 5, chủ yếu do chỉ số USD/DXY tăng gần 4% (do lạm phát của Mỹ và kỳ vọng giảm lãi suất của Fed yếu đi) và các lo ngại khác tại Việt Nam. Ngân hàng Nhà nước đã hành động trước sự giảm giá của VND bằng cách thắt chặt chính sách tiền tệ và bán khoảng 6 tỷ USD từ dự trữ ngoại hối, giúp giảm tổng dự trữ của NHNN xuống còn khoảng 87 tỷ USD, thấp hơn ba tháng nhập khẩu.



Trong những tháng gần đây, tỷ giá USD-VND đã có sự biến động mạnh, đầu tiên tăng giá do kỳ vọng về việc Fed sẽ cắt giảm lãi suất vào tháng 9 năm 2024, nhưng sau đó lại giảm giá do lo ngại về cuộc bầu cử của Donald Trump (Chỉ số DXY tăng khoảng 7% trước và sau ngay lập tức cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ vì thuế quan làm tăng giá trị của đồng USD). Chúng tôi dự đoán rằng năm 2025 sẽ chứng kiến một số biến động đối với đồng VND, nhưng tỷ giá USD-VND cuối cùng sẽ kết thúc năm với mức giảm 3% hợp lý so với đồng USD.

Hai yếu tố riêng biệt của Việt Nam sẽ tác động đến đồng VND trong năm 2025: 1) Dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện thấp hơn ba tháng nhập khẩu, và 2) Thặng dư thương mại khoảng 6% GDP của Việt Nam dự kiến sẽ thu hẹp. Về yếu tố đầu tiên, các Ngân hàng Trung ương thường duy trì ít nhất ba tháng dự trữ ngoại hối (ví dụ: dự trữ ngoại hối không đủ sẽ hạn chế khả năng NHNN bán USD để bảo vệ đồng VND). Như đã đề cập ở trên, đồng VND đã tăng giá so với USD trước khi Fed cắt giảm lãi suất vào tháng 9. Tuy nhiên, tỷ giá USD-VND đã tăng ít hơn so với các đồng tiền ở các thị trường mới nổi ở ASEAN từ tháng 7 đến tháng 9 do dự trữ ngoại hối của NHNN không đủ.

Về thặng dư thương mại của Việt Nam, các nhà máy FDI đã tiêu thụ hết lượng hàng tồn kho nguyên liệu sản xuất trong hai năm qua<sup>11</sup>. Việc này đã làm gia tăng thặng dư thương mại của Việt Nam (~6% GDP trong cả hai năm) vì phần lớn nguyên liệu sản xuất đó được nhập khẩu và sau đó được

<sup>11</sup> Theo chỉ số PMI hàng tháng của các nhà máy tại Việt Nam, cùng với các cuộc thảo luận của VinaCapital với các giám đốc điều hành trong ngành.

sử dụng để sản xuất các sản phẩm xuất khẩu. Hiện tại, các doanh nghiệp FDI đang nhập khẩu nhiều nguyên liệu hơn để dự trữ tồn kho, khiến tốc độ tăng trưởng nhập khẩu của Việt Nam vượt tốc độ tăng trưởng xuất khẩu (tăng trưởng nhập khẩu khoảng 16% so với 14% tăng trưởng xuất khẩu). Chúng tôi kỳ vọng sự chênh lệch này sẽ tiếp tục mở rộng trong năm tới, dẫn đến sự thu hẹp thặng dư thương mại của Việt Nam.

### **Đồng Đô la và Đồng Việt Nam**

Dự đoán của chúng tôi về việc VND sẽ giảm giá 3% vào năm tới dựa trên kỳ vọng rằng chỉ số USD/DXY sẽ kết thúc năm 2025 gần như không thay đổi (DXY là yếu tố tác động lớn nhất đến tỷ giá USD-VND). Tuy nhiên, năm 2025 có khả năng sẽ là một năm đầy biến động đối với USD, một phần vì lạm phát của Mỹ luôn tăng vào đầu năm 2025 vì nhiều lý do, bất kể ai thắng cử tổng thống. Thị trường đang kỳ vọng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) sẽ cắt giảm lãi suất thêm hai lần trong năm tới, nhưng chúng tôi sẽ không ngạc nhiên nếu Fed không cắt giảm lãi suất trong năm tới, điều này sẽ đẩy USD lên cao hơn.

Hơn nữa, khoảng hai phần ba mức thuế quan mà Mỹ áp đặt lên các quốc gia khác cuối cùng đều phản ánh vào việc giá trị USD tăng lên<sup>12</sup>. Điều này có nghĩa là USD sẽ tiếp tục tăng giá nếu ông Trump tiếp tục thực hiện kế hoạch áp thuế lên Canada/Mexico/Trung Quốc, nhưng Bộ trưởng Tài chính mới Scott Bessent và những người khác cũng cho biết chính quyền của ông Trump dự định sử dụng thuế quan như một công cụ đàm phán để làm giảm giá trị USD thông qua một thỏa thuận quốc tế gọi là "Plaza Accord 2.0"<sup>13</sup>.

### **Đồng Việt Nam, Nhân dân tệ và VN-Index**

Nhiều nhà phân tích lầm tưởng rằng việc đồng Nhân dân tệ (CNY) giảm giá mạnh so với USD sẽ rất tiêu cực đối với nền kinh tế Việt Nam và gây áp lực giảm giá lớn đối với đồng Việt Nam (VND). Tuy nhiên, việc đồng CNY giảm giá từ 10-25% so với VND sẽ không làm mất đi tính cạnh tranh xuất khẩu của Việt Nam vì mức lương công nhân ở Việt Nam chỉ bằng chưa đến một nửa so với Trung Quốc. Tuy nhiên, điều này sẽ làm giảm chi phí sản xuất ở Việt Nam, vì hơn một phần ba dầu vào sản xuất của Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc. Mặc dù vậy, biến động của đồng CNY có ảnh hưởng lớn đến tâm lý thị trường đối với tỷ giá USD-VND và chỉ số VN-Index.

Cuối cùng, biến động của đồng USD cũng có ảnh hưởng lớn đến tâm lý nhà đầu tư đối với VN-Index. Tuy nhiên, khác với sự biến động của đồng Nhân dân tệ, mối liên kết giữa tỷ giá USD-VND và VN-Index dựa trên logic kinh tế. NHNN thường thắt chặt chính sách tiền tệ khi tỷ giá VND giảm hơn 3% so với đầu năm, điều này làm giảm tính thanh khoản trong nước để mua cổ phiếu. Ngoài ra, sự giảm

<sup>12</sup> [To What Extent are Tariffs Offset by Exchange Rates, December 2021, NBER](#).

<sup>13</sup> [Why Scott Bessent could be Trump's James Baker, Nov 25, 2024, Financial Times](#).

giá của VND thường dẫn đến dòng vốn ngoại rút khỏi thị trường chứng khoán, như đã xảy ra trong năm nay – điều này sẽ được phân tích trong phần tiếp theo của báo cáo.

### Thị trường chứng khoán năm 2025

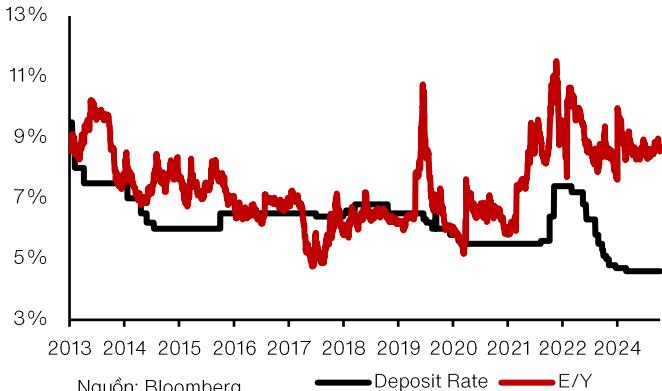
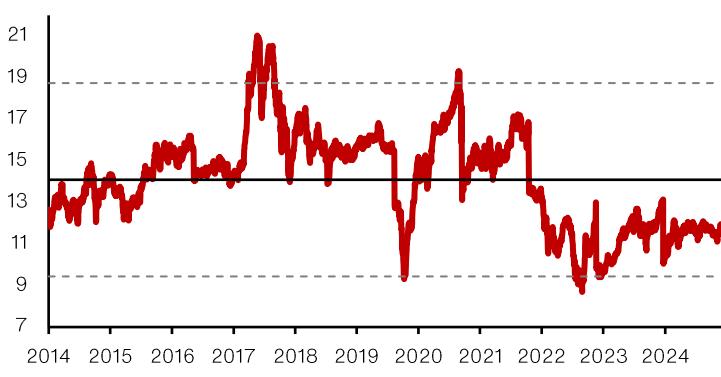
Chỉ số VN-Index (VNI) đã tăng 12,1% tính đến ngày 18 tháng 12 năm 2024 tính theo VND. Chỉ số này tăng mạnh vào đầu năm, nhờ vào lãi suất tiền gửi thấp kỷ lục (sau bốn lần cắt giảm lãi suất trong năm ngoái), sự phục hồi của lợi nhuận doanh nghiệp và được hỗ trợ bởi các mức định giá hấp dẫn. Tuy nhiên, sự giảm giá của VND và các yếu tố khác đã khiến nhà đầu tư nước ngoài bán ra 3,6 tỷ USD cổ phiếu Việt Nam trong năm nay (sau 940 triệu USD dòng vốn rút ra trong năm ngoái), làm giảm tỷ lệ sở hữu của khối ngoại đối với cổ phiếu Việt Nam xuống mức thấp kỷ lục dưới 17%.



Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền nước ngoài sẽ quay trở lại thị trường chứng khoán Việt Nam vào năm tới khi có thông tin rõ ràng rằng Tổng thống Trump sẽ không nhắm vào Việt Nam, phần lớn nhờ vào tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết, từ 13% trong năm 2024 lên 17% trong năm 2025. Hơn nữa, định giá của thị trường vẫn hấp dẫn với tỷ lệ P/E dự phóng là 12 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 10 năm của VN-Index và thấp hơn 20% so với mức định giá của các nước cùng khu vực như Malaysia, Thái Lan, Indonesia và Philippines.

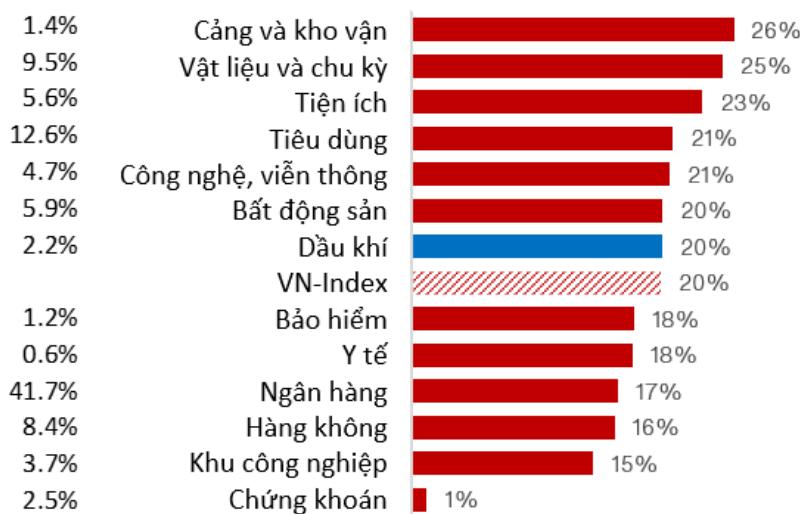
Định giá cũng rất hấp dẫn khi xét theo tỷ lệ PEG ở mức khoảng 0,7x và khi so sánh "lợi suất lợi nhuận" của VN-Index (tức là nghịch đảo của tỷ lệ P/E 12 lần của VN-Index) với lãi suất tiền gửi 12 tháng mà các ngân hàng trả (lưu ý rằng chúng tôi đã điều chỉnh mô hình "Fed model" mà Warren Buffet và những người khác thường xuyên sử dụng<sup>14</sup>, để áp dụng cho thị trường chứng khoán Việt Nam bằng cách thay thế lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm bằng lãi suất tiền gửi ngân hàng).

<sup>14</sup> [Inflation and the Stock Market: Understanding the Fed Model, 2009, Columbia Business School](#).

Tỷ lệ P/E dự phóng 12 tháng của VN-Index (x) Lợi suất lợi nhuận của VN-Index so với lãi suất tiền gửi 12 tháng

Tiếp theo, sự tăng trưởng lợi nhuận mà chúng tôi kỳ vọng trong năm 2025 một phần dựa vào sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở trong năm tới (từ mức tăng trưởng lợi nhuận "cốt lõi" 9% trong năm 2024 lên 20% trong năm 2025), điều này cũng sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng – vì cho vay mua nhà sẽ tăng nhanh cùng với hoạt động phát triển bất động sản. Tỷ trọng lớn của ngành ngân hàng trong VN-Index có nghĩa là ngay cả khi lợi nhuận tăng trưởng một cách khiêm tốn (từ 14% trong năm 2024 lên 17% trong năm 2025), cũng sẽ thúc đẩy đáng kể tổng mức tăng trưởng lợi nhuận của VN-Index.

Biểu đồ dưới đây tóm tắt kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận "cốt lõi" của chúng tôi theo từng ngành (tức là loại trừ các khoản mục ngoại lệ). Sự khác biệt lớn trong hiệu suất các ngành dưới đây tạo ra nhiều cơ hội cho các nhà đầu tư chủ động vượt trội so với thị trường thông qua chọn cổ phiếu thông minh.

Tỷ trọng ngành (%) tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi trong năm 2025 theo ngành

Tâm lý nhà đầu tư hiện nay đang được cải thiện nhờ vào kỳ vọng ngày càng lớn rằng Việt Nam sẽ được nâng hạng từ Thị trường Cận biên (Frontier) lên Thị trường Mới nổi (Emerging Market - EM)

vào năm 2026, khi Việt Nam hiện nay đã đáp ứng gần như tất cả các tiêu chí của FTSE để được xem xét là một thị trường EM, sau những cải cách hành chính gần đây giúp hoạt động của thị trường chứng khoán ngày càng gần hơn với các tiêu chuẩn quốc tế. Tâm lý này cũng được củng cố bởi sự lạc quan về các biện pháp mà Chính phủ công bố nhằm thúc đẩy tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2025 và các năm tiếp theo như đã được đề cập ở trên.

Liên quan đến rủi ro “Tổng thống Trump” đã đề cập trước đó trong báo cáo này, mặc dù chúng tôi không cho rằng có nguy cơ ông Trump sẽ làm chệch hướng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, nhưng ông có thể tác động mạnh đến tâm lý thị trường chứng khoán của Việt Nam và các thị trường châu Á khác. Chúng tôi đặc biệt lo ngại về dự luật Mỹ đề xuất hủy bỏ Quy chế Quan hệ Thương mại Bình thường Vĩnh viễn (PNTR)<sup>15</sup> của Trung Quốc, điều này sẽ là một sự leo thang lớn trong chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, làm xáo trộn thị trường chứng khoán châu Á. Ngoài ra, có khả năng giá trị đồng USD sẽ tăng mạnh trong đầu năm 2025, điều này sẽ gây áp lực lên các thị trường chứng khoán châu Á, nhưng sau đó sẽ giảm lại vào cuối năm vì những lý do đã được đề cập ở trên.

## Lựa chọn cổ phiếu và những ngành hàng đầu

Để vượt trội so với VN-Index, việc lựa chọn cổ phiếu một cách thông minh là rất quan trọng. Các ngành chúng tôi ưa chuộng trong năm 2025 bao gồm: Bất động sản, Ngân hàng, Hàng tiêu dùng, Vật liệu, và Công nghệ thông tin.

- **Bất động sản:** Doanh số bán trước của các đơn vị nhà ở mới tăng khoảng 40% trong năm 2024, điều này sẽ giúp tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành lên khoảng 20% vào năm 2025. Nhu cầu về nhà ở mới tại Việt Nam hiện vượt quá nguồn cung với tỷ lệ 2:1, và chúng tôi hy vọng rằng các cải cách pháp lý gần đây sẽ thúc đẩy nhanh quá trình phê duyệt dự án, qua đó giúp tăng trưởng lợi nhuận của các nhà phát triển bất động sản trong những năm tới. Trong ngắn hạn, nhu cầu đối với các sản phẩm nhà ở tầm trung (khoảng 1.500-2.000 USD/m<sup>2</sup>) đang rất mạnh, và có nhiều dấu hiệu cho thấy sự bùng nổ trong phát triển bất động sản vẫn sẽ tiếp diễn (nhiều kiến trúc sư tại Việt Nam hiện đang bận rộn hơn bao giờ hết).
- **Ngân hàng:** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành sẽ tăng từ 14% trong năm 2024 lên 17% trong năm 2025, nhờ vào việc giảm chi phí tín dụng. Lãi suất tiền gửi có thể tăng 50-100 điểm cơ bản trong năm tới vì tăng trưởng tín dụng vượt quá tăng trưởng tiền gửi trong năm nay, khiến các ngân hàng phải nỗ lực huy động vốn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận rộng (NIM) sẽ ổn định trong năm tới, vì cho vay chủ yếu sẽ được thúc đẩy bởi các khoản vay thế chấp và cho vay cơ sở hạ tầng. Định giá của ngành ngân hàng vẫn rất hấp dẫn với hệ số P/B kỳ hạn 1,3x, thấp hơn 2 độ lệch chuẩn so với mức trung bình P/B của 5 năm.

<sup>15</sup> [Trump's Threat to Revoke China's Trade Status, Explained, December 4, 2024, Foreign Policy](#).

- **Hàng tiêu dùng:** Tâm lý tiêu dùng tại Việt Nam đã dần phục hồi trong năm 2024 và chúng tôi kỳ vọng sẽ có một sự phục hồi mạnh mẽ với tăng trưởng doanh thu bán lẻ thực đạt 8-9% trong năm 2025 (tương đương với mức tăng trưởng dài hạn của Việt Nam), điều này sẽ thúc đẩy doanh thu của các công ty tiêu dùng. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh số các sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu như điện thoại thông minh và máy tính xách tay sẽ tăng trưởng vượt trội so với tổng doanh thu bán lẻ, vì người tiêu dùng thường thay thế các sản phẩm này sau 3-4 năm, và đỉnh điểm của đợt bán hàng trước là vào năm 2021 trong thời gian dịch COVID.
- **Vật liệu và chu kỳ:** Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ thép tại Việt Nam sẽ tăng 10% trong năm 2025, nhờ vào sự phục hồi của ngành xây dựng bất động sản và sự tăng trưởng dự kiến 15-20% trong xây dựng cơ sở hạ tầng công cộng vào năm tới, điều này sẽ giúp đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành lên 25% trong năm 2025.
- **Công nghệ thông tin:** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của FPT, công ty hàng đầu ngành công nghệ thông tin tại Việt Nam, sẽ duy trì ở mức khoảng 20% trong năm 2025, nhờ vào khoảng 30% trong doanh thu gia công phần mềm. FPT hưởng lợi từ sự tăng trưởng mạnh mẽ trong chi tiêu IT toàn cầu và đang có vị thế vững vàng để đón đầu nhu cầu ngày càng tăng đối với các dịch vụ liên quan đến AI, đặc biệt là với mối quan hệ chặt chẽ với NVIDIA.

Cuối cùng, triển vọng tăng trưởng dài hạn của các ngành logistics và khu công nghiệp cũng rất hấp dẫn. Quá trình công nghiệp hóa đang diễn ra tại Việt Nam gần như chắc chắn sẽ tiếp tục trong nhiều năm tới, thúc đẩy nhu cầu trong cả hai ngành này. Tầng lớp trung lưu đang phát triển nhanh chóng của Việt Nam cũng sẽ tiếp tục thúc đẩy sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử tại Việt Nam, qua đó kéo theo nhu cầu về các dịch vụ "giao hàng chặng cuối" và logistics chuỗi lạnh tại Việt Nam.

## Kết luận

Sự gia tăng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã hỗ trợ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm nay, nhưng dự kiến sẽ chậm lại trong năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố trong nước, bao gồm việc tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng của Chính phủ, sự phục hồi của thị trường bất động sản, và sự hồi phục của chi tiêu tiêu dùng, sẽ giúp duy trì tăng trưởng GDP ở mức khoảng 6,5% trong năm tới, phù hợp với mục tiêu chính thức của Quốc hội và với tăng trưởng GDP năm 2024.

Chúng tôi không quá lo ngại rằng thuế quan của ông Trump sẽ làm chệch hướng nền kinh tế Việt Nam, mặc dù chính quyền Trump 2.0 có thể sẽ không mang lại lợi ích như chính quyền Trump 1.0, và có thể dòng FDI sẽ giảm vào đầu năm 2025 cho đến khi các nhà đầu tư có cái nhìn rõ ràng hơn về việc ông Trump sẽ không nhắm đến Việt Nam. Tương tự, có thể giá trị đồng USD sẽ tăng mạnh vào đầu năm 2025 do lo ngại về thuế quan, điều này sẽ tạo sức ép giảm giá đối với đồng VND.

Cuối cùng, chúng tôi dự đoán năm 2025 sẽ là một năm biến động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam vì trong nửa đầu năm 2025 tăng trưởng GDP có thể chậm lại và đồng VND có thể bị ảnh

hưởng, nhưng cả hai khả năng này có thể sẽ đảo chiều vào cuối năm. Chúng tôi xem sự sụt giảm trên thị trường chứng khoán là cơ hội để mua vào, đặc biệt vì định giá thị trường chứng khoán vẫn hấp dẫn với hệ số P/E dự phóng là 12x, so với mức tăng trưởng EPS dự báo là 17%./.

#### Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

© 2024 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã đăng ký Bản quyền. Báo cáo này đã được chuẩn bị và đang được VCFM hoặc một trong các chi nhánh của VCFM phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không tuyên bố về tính chính xác của thông tin đó. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày xuất bản. Chúng không phản ánh rõ ràng ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi hoặc theo bất kỳ cách nào để sửa đổi báo cáo này hoặc thông báo cho người đọc trong trường hợp bất kỳ chủ đề hoặc ý kiến, dự báo hoặc ước tính nào trong báo cáo thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Thông tin cũng như bất kỳ ý kiến nào được thể hiện trong báo cáo này đều không phải là lời đề nghị hoặc lời mời đưa ra để nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc bất kỳ quyền chọn, hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ chứng khoán nào. Nó cũng không nên được hiểu là một quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành chung và chỉ cung cấp thông tin chung. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào có thể nhận hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động và có thể lên xuống. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là hướng dẫn cho tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra các quyết định tài chính của riêng mình dựa trên các cổ vấn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính cụ thể và các mục tiêu đầu tư của họ. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ người nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép rõ ràng bằng văn bản của VCFM. Vui lòng trích dẫn nguồn khi trích dẫn.