



CHUYÊN ĐỀ

SỨC MẠNH ĐỒNG ĐÔ



Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

Lê Tự Quốc Hưng

Deputy head of Market Strategy

hung.ltq@vdsc.com.vn

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Macro Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn



MỤC LỤC

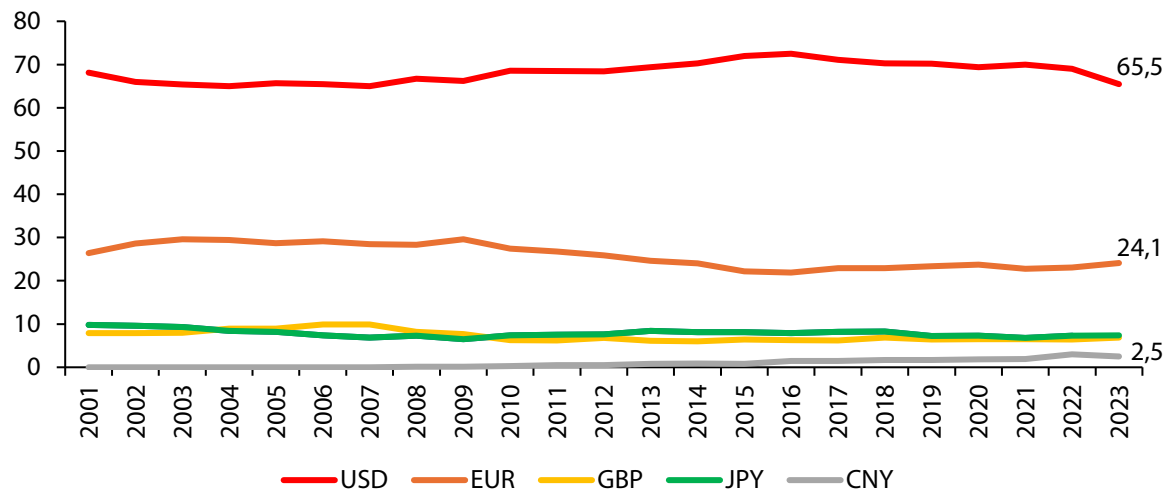
	<u>VỊ THẾ THỐNG TRỊ CỦA ĐỒNG USD</u>
	<u>ĐẶC QUYỀN BÁ CHỦ CỦA ĐỒNG USD VÀ CÁI GIÁ PHẢI TRẢ</u>
	<u>TÁC ĐỘNG CỦA ĐỒNG USD MẠNH ĐỐI VỚI THẾ GIỚI</u>
	<u>TRIỂN VỌNG ĐỒNG USD</u>
	<u>TÁC ĐỘNG CỦA ĐỒNG USD MẠNH ĐỐI VỚI VIỆT NAM</u>

Chuyên đề vĩ mô này là nỗ lực của chúng tôi nhằm đưa ra đánh giá tổng quát về vị thế của đồng USD, chu kỳ hiện tại của đồng USD cũng như tác động của đồng USD mạnh đối với một số nền kinh tế toàn cầu bao gồm Việt Nam. Đồng thời, chuyên đề cũng mong muốn cung cấp một số góc nhìn về mối tương quan của tỷ giá với thị trường chứng khoán Việt Nam để nhà đầu tư tham khảo cho chiến lược đầu tư của mình. Nội dung tóm tắt 5 phần của chuyên đề được tổng hợp ngắn gọn như sau:

- **Vị thế thống trị của đồng USD** được hỗ trợ bởi yếu tố lịch sử khi Mỹ trở thành siêu cường duy nhất sau Chiến tranh lạnh gắn với yếu tố quy mô và sức mạnh kinh tế, quân sự mà nước này tiếp tục củng cố và duy trì trong nhiều thập kỷ sau đó.
- Mỹ nhận được **lợi ích to lớn từ đồng USD mạnh** khi hàng nhập khẩu rẻ hơn một cách tương đối so với hàng trong nước, thu hút nguồn vốn giá rẻ và dồi dào, từ đó giúp tài trợ thâm hụt và kích thích tăng trưởng. Tuy nhiên, điều này cũng tạo **mất cân bằng trong chính lòng nước Mỹ**.
- **Thuế quan của dưới thời Trump 2.0 rất có thể là một kế hoạch có chủ đích nhằm thay đổi hệ thống thương mại và tài chính toàn cầu tự do mà chính Mỹ đã thiết lập** dựa trên đặc quyền mà đồng USD đã trao cho nước Mỹ hơn 100 năm qua.
- **USD mạnh hay yếu đều có mặt lợi và hại**, điều quan trọng là các quốc gia cần hiểu rõ cơ chế tác động để đưa ra chính sách phù hợp, bảo vệ nền kinh tế trước biến động khó lường của đồng tiền dự trữ toàn cầu này.
- **Trong ngắn hạn, các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng đồng USD tương đối cân bằng.** Trong kịch bản cơ sở, đồng đô la sẽ ổn định hoặc giảm về mức trung bình của quá khứ nhưng vẫn duy trì vai trò đặc biệt của mình. **Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng sức mạnh của đồng USD có thể suy giảm.**
- **Tiền đồng thường có áp lực mất giá trong chu kỳ USD tăng giá, ổn định hoặc tăng giá nhẹ trong chu kỳ giảm giá của USD.** Áp lực mất giá của tiền đồng trong chu kỳ giảm giá sắp tới của đồng USD sẽ ở mức vừa phải, trừ phi xảy ra các cú sốc nội sinh hoặc ngoại sinh.
- **Tỷ giá ảnh hưởng đến các yếu tố vĩ mô nhiều hơn ở khía cạnh cơ bản và tác động đến thị trường chứng khoán nhiều hơn ở khía cạnh tâm lý.**

- **Vị thế thống trị của đồng USD** được hỗ trợ bởi yếu tố lịch sử khi Mỹ trở thành siêu cường duy nhất sau Chiến tranh lạnh gắn với yếu tố quy mô và sức mạnh kinh tế, quân sự mà nước này tiếp tục củng cố và duy trì trong nhiều thập kỷ sau đó.
- **Đồng USD đáp ứng được đầy đủ các chức năng của một đồng tiền toàn cầu** gồm “thước đo giá trị”, “phương tiện thanh toán” và “phương tiện lưu giữ giá trị”. Điều này có được nhờ sự cởi mở với thương mại và dòng vốn cũng như độ sâu và tính thanh khoản cao của thị trường tài chính Mỹ, cộng với sự tin tưởng của thế giới vào sức mạnh kinh tế và thể chế của nước này.
- **Ở phương diện “thước đo giá trị” và “phương tiện thanh toán”, đồng USD thống trị mọi thứ ở mọi nơi cùng một lúc**, gồm hóa đơn thương mại/xuất khẩu, hệ thống thanh toán quốc tế, giao dịch tài chính và ngân hàng toàn cầu và giao dịch ngoại hối: 1) 54% hoá đơn thương mại toàn cầu sử dụng đồng USD, 2) Đồng USD chiếm hơn ½ tổng lưu lượng ngoại hối quốc tế được gửi qua hệ thống thanh toán quốc tế SWIFT, 3) Khoảng 60% các khoản tiền gửi và vay của các ngân hàng qua biên giới được tính bằng USD, và 4) Đồng USD chiếm hơn 88% giao dịch ngoại tệ toàn cầu.
- **Ở phương diện “phương tiện lưu trữ giá trị”, USD là đồng tiền dự trữ chính của thế giới và là lựa chọn ưu tiên cho phát hành nợ quốc tế:** 1) USD chiếm 57,8% dự trữ ngoại hối toàn cầu tại thời điểm cuối năm 2024, mặc dù đã giảm so với mức 71,0% vào năm 2000, và 2) 70% nợ ngoại tệ toàn cầu được phát hành bằng USD.
- **Xu hướng phi đô la hoá đã dần thể hiện rõ trong vòng hai thập kỷ qua, dù vậy, cho đến nay, các nhà đầu tư vẫn tiếp tục ưu ái tài sản USD:** 1) Nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 31,0% tổng lượng trái phiếu kho bạc Mỹ vào năm 2022, giảm từ mức đỉnh điểm là 56,5% vào năm 2008, và 2) Khoảng 1/3 danh mục đầu tư cổ phiếu và trái phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài tập trung ở tài sản định danh bằng đồng USD.
- **Khi xảy ra các cú sốc toàn cầu (khủng hoảng tài chính, đại dịch...), nhà đầu tư toàn cầu đổ xô tìm kiếm USD như nơi trú ẩn.** Đồng thời, với tư cách chủ nhân của đồng tiền toàn cầu, **Mỹ dẫn dắt các nỗ lực cứu trợ thanh khoản quốc tế thông qua “người cho vay cuối cùng” là Fed.**

Hình 1: Chỉ số sử dụng tiền tệ

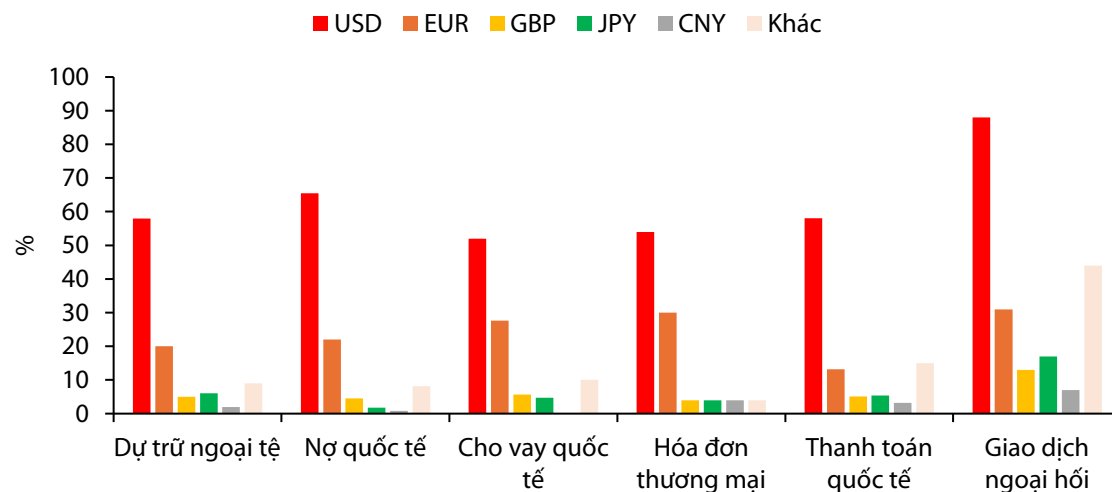


Nguồn: FED, IMF COFER, CTCK Rồng Việt

Chỉ số là mức trung bình có trọng số của từng loại ngoại tệ trong dự trữ ngoại hối toàn cầu (25%), khối lượng giao dịch ngoại tệ (25%), phát hành nợ ngoại tệ (25%), các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ qua hoạt động ngân hàng quốc tế (12,5%), và các khoản vay bằng ngoại tệ qua hoạt động ngân hàng quốc tế (12,5%)

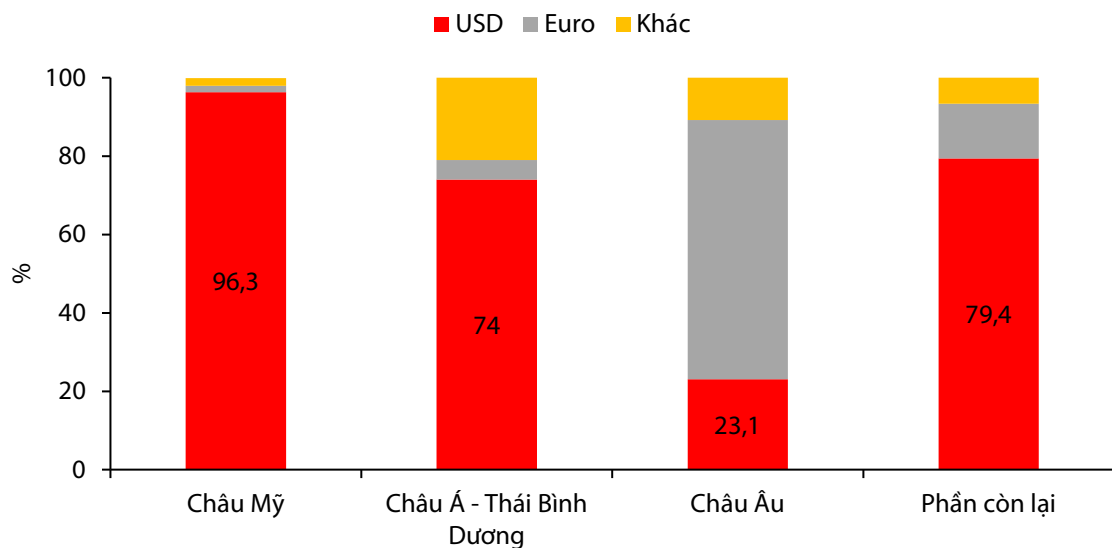
- **Trong hai thập kỷ qua, vai trò thống trị của USD trong hệ thống tài chính toàn cầu vẫn duy trì ổn định**, bất chấp các biến động kinh tế vĩ mô và xu hướng phi đô la hóa.
- Chỉ số sử dụng USD duy trì ổn định ở mức khoảng 65,5 tại năm 2023, vượt xa các đồng tiền khác. Chỉ số sử dụng đồng Nhân dân tệ (CNY) dù tăng trưởng nhanh trong hai thập kỷ qua, nhưng chỉ số sử dụng đồng tiền này chỉ đạt mức khoảng 2,5 tại năm 2023, thấp hơn đồng EUR (24,1), Yên Nhật (7,4) và Bảng Anh (6,9).
- Đồng USD thống trị mọi thứ ở mọi nơi cùng một lúc, gồm hóa đơn thương mại/xuất khẩu, hệ thống thanh toán quốc tế, giao dịch tài chính và ngân hàng toàn cầu và giao dịch ngoại hối.

Hình 2: Vị thế của đồng USD so với các đồng tiền khác



Nguồn: Brookings, CTCK Rồng Việt

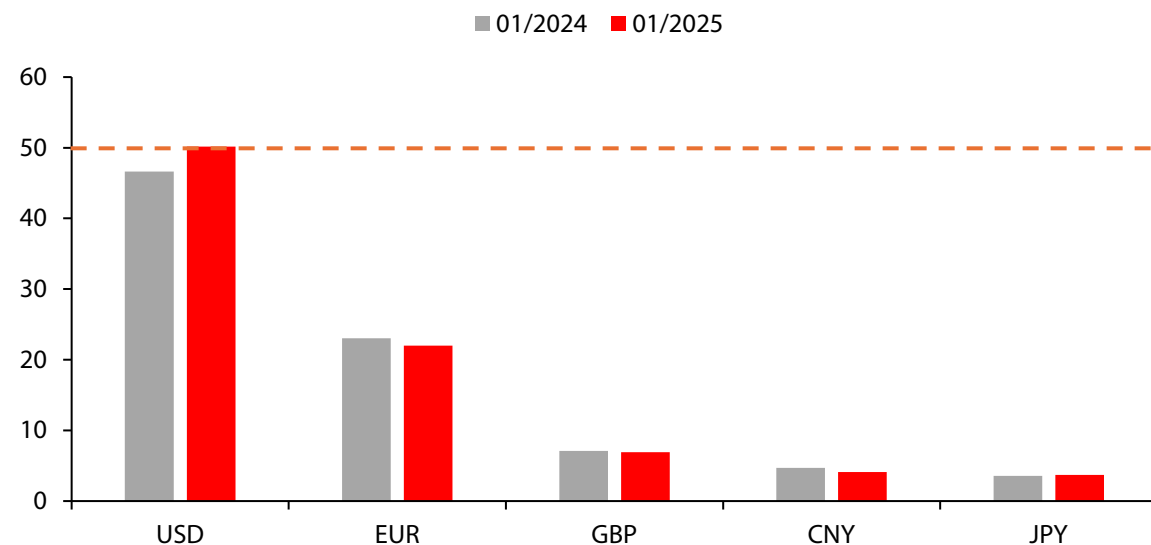
Hình 3: Tỷ lệ sử dụng đồng USD trong hoá đơn xuất khẩu



Nguồn: IMF COFER, CTCK Rồng Việt

Dữ liệu phản ánh cơ cấu tiền tệ trung bình hàng năm trong hoạt động hóa đơn xuất khẩu phạm vi từ năm 1999 đến 2019

Hình 4: Tỷ lệ sử dụng đồng USD thanh toán qua hệ thống SWIFT

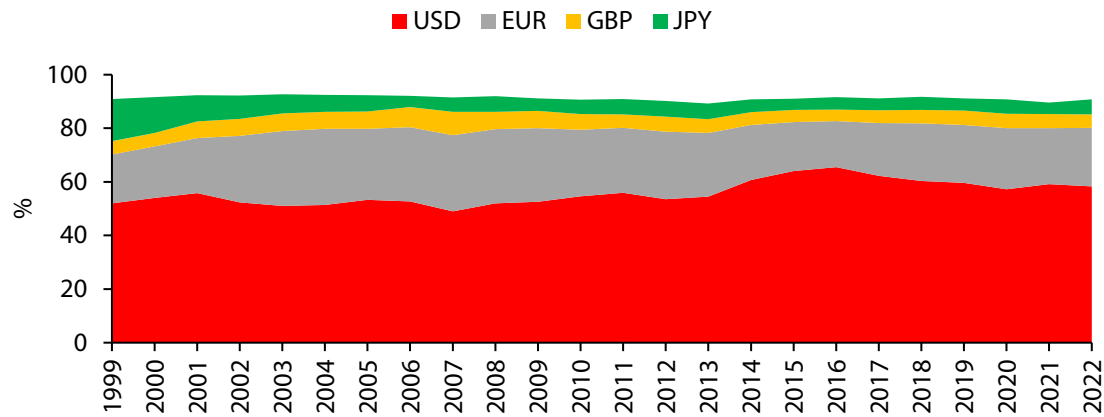


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

SWIFT: Hiệp hội viễn thông tài chính liên ngân hàng toàn cầu

- **Khoảng 54% các hóa đơn thương mại toàn cầu sử dụng đồng USD**, dù Mỹ chỉ chiếm khoảng 13% tổng thương mại toàn cầu.
- Các loại hàng hoá từ dầu mỏ, kim loại cho đến nông sản gần như đều được định giá bằng đồng USD.
- **Đồng USD chiếm hơn ½ tổng lưu lượng ngoại hối quốc tế được gửi qua hệ thống thanh toán quốc tế SWIFT.** Tỷ lệ thanh toán trên toàn thế giới liên quan đến đồng USD đã tăng lên 50,2% vào tháng 1/2025, tăng từ mức 49,1% của tháng trước đó. Đây cũng là mức cao nhất kể từ khi SWIFT sửa đổi cách thu thập dữ liệu giao dịch vào giữa năm 2023.

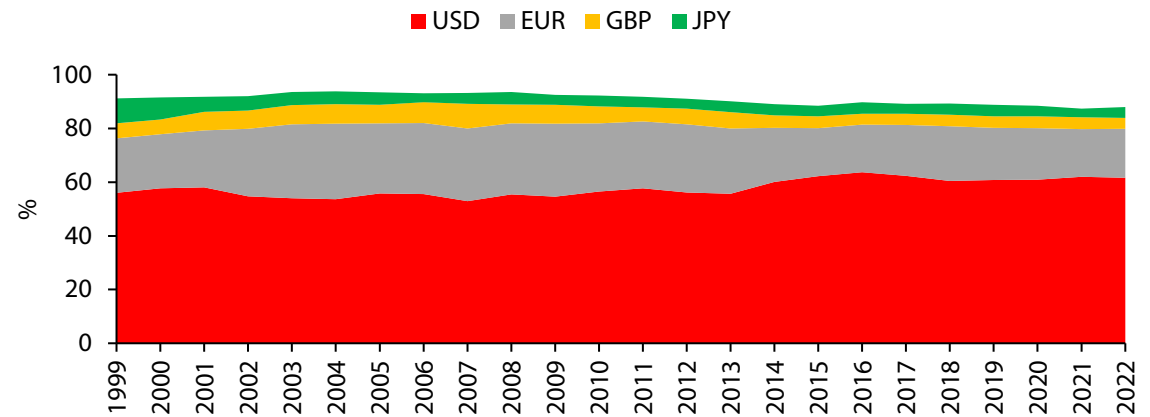
Hình 5: Tỷ trọng tiền gửi ngân hàng quốc tế bằng ngoại tệ



Nguồn: BIS, FED, CTCK Rồng Việt

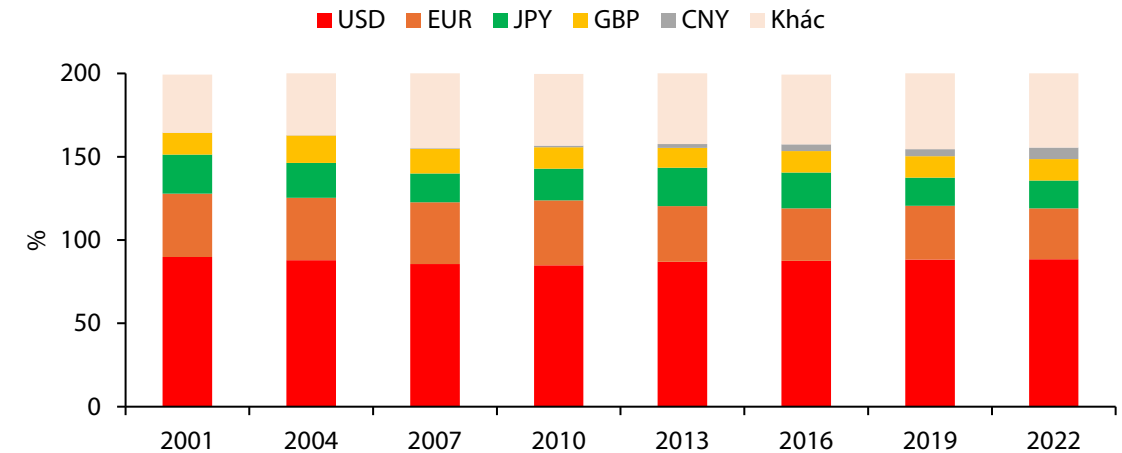
- Vai trò phương tiện thanh toán của đồng USD tiếp tục được thể hiện qua **vị trí thống trị đối với hoạt động ngân hàng quốc tế**. Khoảng 60% các khoản tiền gửi và vay của các ngân hàng qua biên giới được tính bằng USD. Tỷ lệ này vẫn tương đối ổn định kể từ năm 2000 và cao hơn nhiều so với đồng EUR (khoảng 20%).
- Một trong những nhu cầu quan trọng đối với đồng USD đến từ các giao dịch ngoại hối.** Năm 2022, đồng USD chiếm hơn 88% giao dịch ngoại tệ toàn cầu, tỷ trọng này ổn định trong hơn 20 năm. Trong khi đó, đồng EUR chỉ chiếm 30% trong tổng giá trị giao dịch, giảm so với mức 38% vào năm 2001.

Hình 6: Tỷ trọng khoản vay ngân hàng quốc tế bằng ngoại tệ



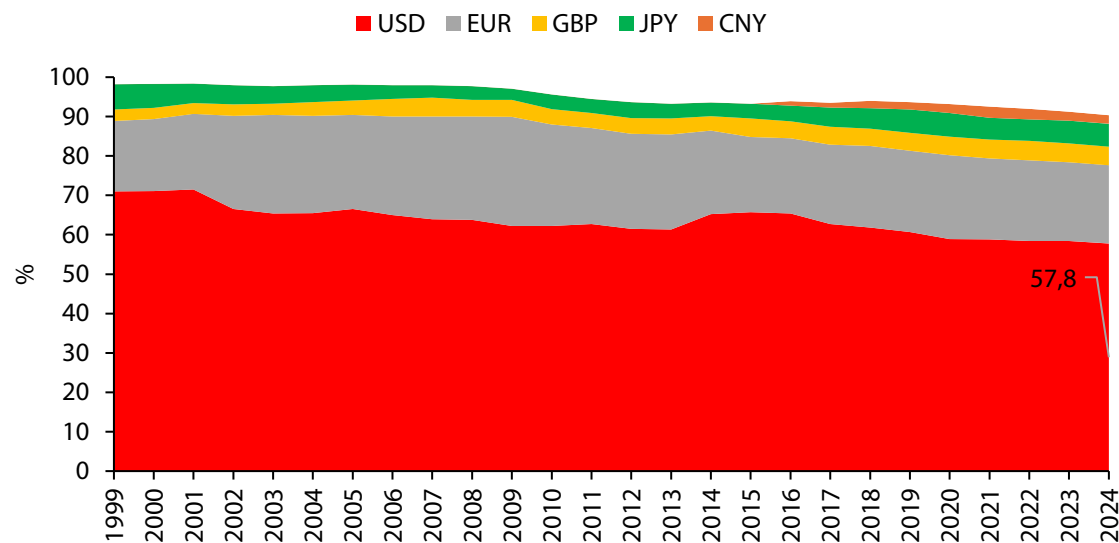
Nguồn: BIS, FED, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Tỷ trọng sử dụng đồng USD trong giao dịch ngoại tệ OTC



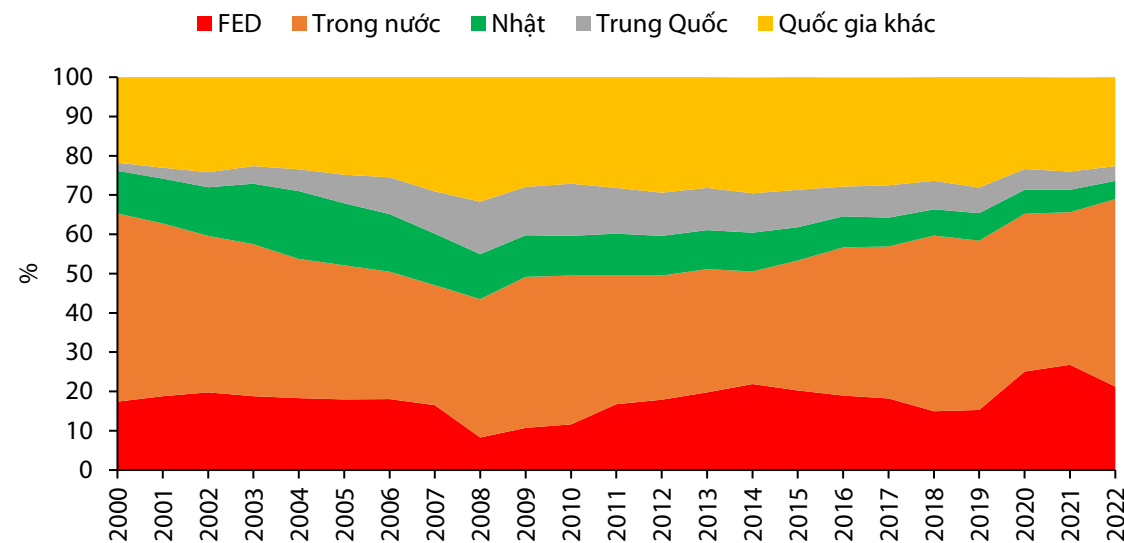
Nguồn: BIS, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Dự trữ ngoại hối toàn cầu theo loại tiền tệ



Nguồn: IMF COFER, CTCK Rồng Việt

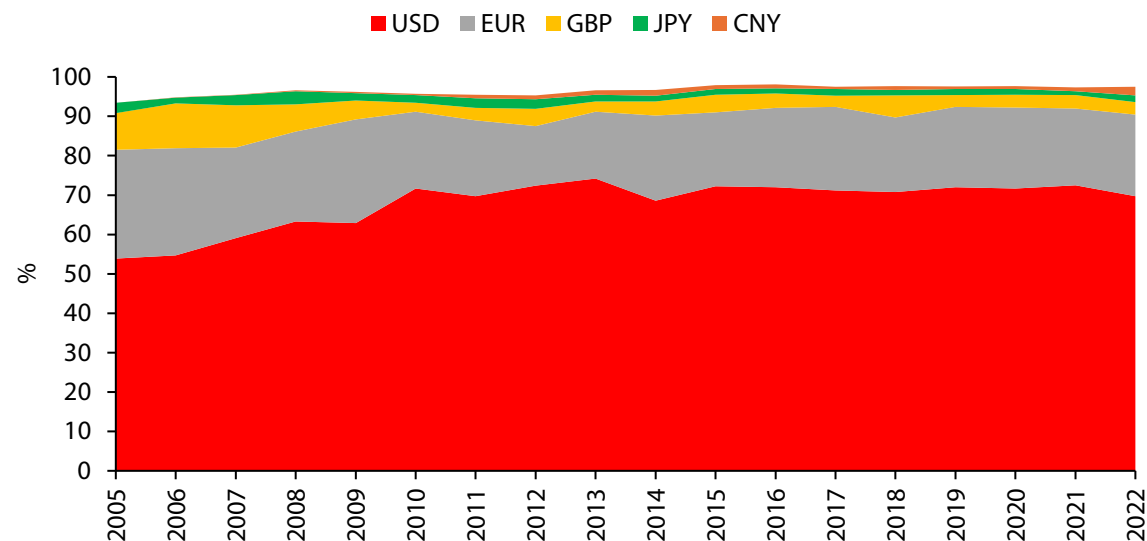
Hình 9: Tỷ trọng nắm giữ trái phiếu kho bạc Mỹ



Nguồn: BIS, CTCK Rồng Việt

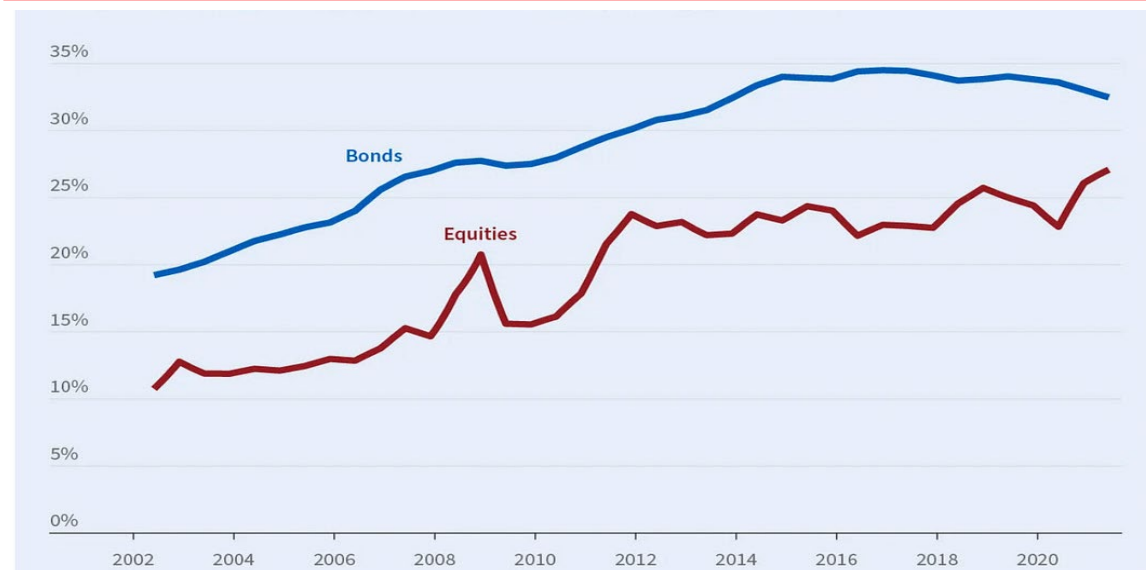
- **USD là đồng tiền dự trữ chính của thế giới, tuy nhiên, tỷ lệ nắm giữ đồng USD trong dự trữ ngoại hối toàn cầu đang giảm dần.** USD chiếm 57,8% dự trữ ngoại hối toàn cầu vào Q4/2024, giảm so với mức 71,0% vào năm 2000 khi các ngân hàng trung ương tiến hành đa dạng hóa danh mục nắm giữ.
- Phần lớn dự trữ ngoại hối bằng USD của các quốc gia được đầu tư vào trái phiếu kho bạc Mỹ. Tính đến cuối năm 2022, nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ khoảng 7,4 nghìn tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ, chiếm 31,0% tổng lượng trái phiếu đang lưu hành, giảm từ mức đỉnh điểm là 56,5% vào năm 2008.

Hình 10: Nợ ngoại tệ toàn cầu theo loại tiền tệ



Nguồn: FED, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Tỷ lệ nắm giữ tài sản USD của nhà đầu tư nước ngoài



Nguồn: Wenxin Du và cộng sự (2023), CTCK Rồng Việt

- **USD là lựa chọn ưu tiên cho phát hành nợ quốc tế.** Từ năm 2010 đến 2022, 70% nợ ngoại tệ toàn cầu được phát hành bằng USD. Nợ bằng USD có lãi suất chuẩn thấp hơn so với các đồng tiền khác, đồng thời thị trường trái phiếu bằng USD có thanh khoản cao thu hút cả nhà đầu tư tổ chức và tư nhân. Đặc biệt, nhu cầu tài trợ bằng USD tăng cao trong thời kỳ khủng hoảng, khi các ngân hàng và doanh nghiệp tìm kiếm tài sản an toàn để bảo vệ bảng cân đối kế toán ([xem thêm slide 10](#)).
- **Khoảng 1/3 danh mục đầu tư cổ phiếu và trái phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài tập trung ở tài sản USD.** Quy mô nắm giữ cổ phiếu và trái phiếu USD của nhà đầu tư nước ngoài đã tăng gấp sáu lần, từ 5,5 tỷ USD vào năm 2002 lên khoảng 33,4 tỷ USD vào năm 2021.

- Khi xảy ra các cú sốc toàn cầu (khủng hoảng tài chính, đại dịch...), nhà đầu tư toàn cầu đổ xô tìm kiếm USD như nơi trú ẩn. Đồng thời, với tư cách chủ nhân của đồng tiền toàn cầu, Mỹ dẫn dắt các nỗ lực cứu trợ thanh khoản quốc tế thông qua “người cho vay cuối cùng” là Fed.
- **Các cơ chế hỗ trợ thanh khoản bằng USD của Fed trong khủng hoảng gồm:**
 - ❑ **Thoả thuận hoán đổi tiền tệ (Swap Lines) với các ngân hàng trung ương:**
 - *Cuộc khủng hoảng tài chính 2008-2009:* Fed thiết lập hoán đổi tạm thời với nhiều ngân hàng trung ương, quy mô đỉnh điểm lên đến 585 tỷ USD. Kể từ năm 2013, Fed duy trì các thoả thuận hoán đổi song phương lâu dài với một số NHTW gồm BoC, BoE, BoJ, ECB và SNB, cung cấp thanh khoản USD ổn định cho các nền kinh tế lớn.
 - *Giai đoạn COVID-19 (2020):* Fed mở rộng các thoả thuận hoán đổi lâu dài và tăng thêm các hoán đổi tạm thời, quy mô đỉnh điểm đạt là 450 tỷ USD.
 - *Khủng hoảng ngân hàng (2023):* Fed và các ngân hàng trung ương tăng cường các thoả thuận hoán đổi tiền tệ nhằm hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng thương mại, sau cuộc rút tiền ồ ạt khiến hai ngân hàng của Mỹ sụp đổ và ngân hàng Credit Suisse của Thụy Sĩ gặp khủng hoảng và bị UBS thôn tính.
 - ❑ **Công cụ FIMA Repo:** Fed cung cấp thanh khoản USD cho các quốc gia không có Swap Lines với Fed nhưng đáp ứng được hai tiêu chí là nắm giữ trái phiếu kho bạc Mỹ và có tài khoản mở tại Fed. Trong các giao dịch này, chủ tài khoản FIMA tạm thời trao đổi trái phiếu kho bạc với Fed để đổi lấy USD và chịu một mức lãi suất nhất định. Hết thời hạn, số trái phiếu được hoàn trả cho các ngân hàng trung ương.

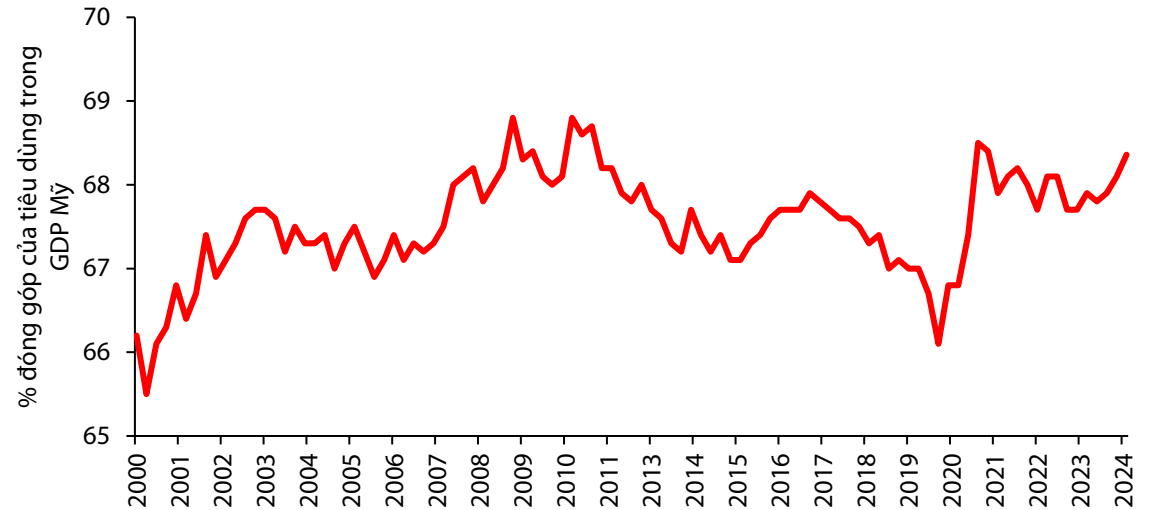
- **Đồng USD mạnh là nền tảng của quyền lực mềm và cứng của Mỹ trong nhiều thập kỷ qua.**
- Mỹ nhận được **lợi ích to lớn từ đồng USD mạnh** khi hàng nhập khẩu rẻ hơn một cách tương đối so với hàng trong nước, thu hút nguồn vốn giá rẻ và dồi dào, từ đó giúp tài trợ thâm hụt và kích thích tăng trưởng.
- Tuy nhiên, điều này cũng tạo **mất cân bằng trong chính lòng nước Mỹ**. Cụ thể là năng lực sản xuất trong nước bị tổn hại ở một số ngành do không cạnh tranh được với hàng nhập khẩu, kéo theo giảm việc làm trong lĩnh vực sản xuất. Đồng thời, vòng xoáy chi tiêu vay mượn khiến quốc gia này trở thành con nợ lớn của thế giới.
- **Thuế quan của dưới thời Trump 2.0 rất có thể là một kế hoạch có chủ đích nhằm thay đổi hệ thống thương mại và tài chính toàn cầu tự do mà chính Mỹ đã thiết lập** dựa trên đặc quyền mà đồng USD đã trao cho nước Mỹ hơn 100 năm qua.

Sự thống trị của đồng USD mang lại cho Mỹ thứ được gọi là "đặc quyền bá chủ" (exorbitant privilege), bao gồm:

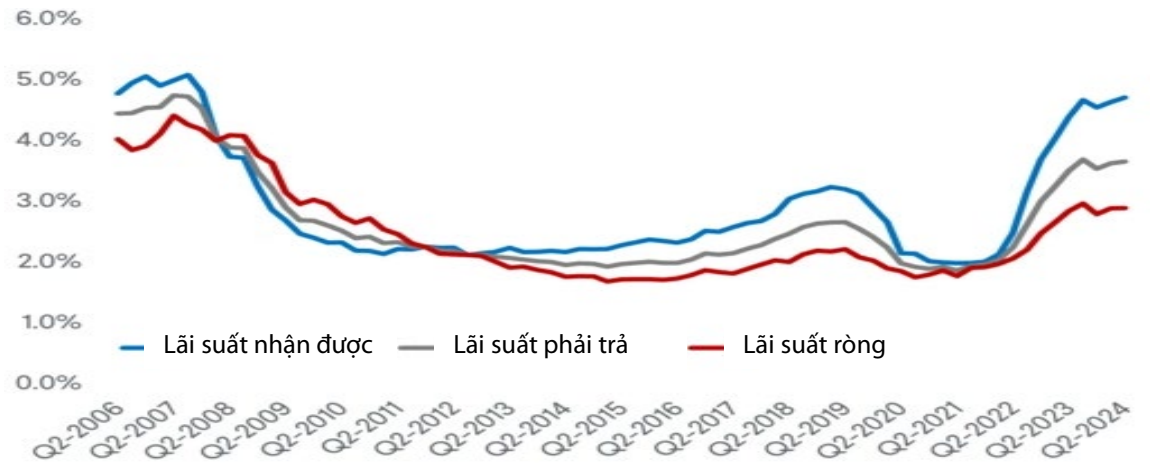
- **Lợi ích cho người tiêu dùng và doanh nghiệp nhập khẩu của Mỹ.** Khi USD tăng giá trị so với các ngoại tệ, hàng hóa nhập khẩu trở nên rẻ hơn đối với người tiêu dùng Mỹ, góp phần giúp kiềm chế lạm phát nhập khẩu và nâng cao sức mua của dân Mỹ.
- **Mỹ sẽ không phải đối mặt với cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán,** vì hàng nhập khẩu được mua bằng đồng tiền của chính họ.
- **Việc nhà đầu tư tin tưởng vào tài sản USD dẫn đến dòng vốn lớn chảy vào Mỹ,** khi kinh tế tăng trưởng tương đối tốt hoặc khi thế giới bất ổn. Mỹ có xu hướng kiếm được nhiều tiền hơn từ các khoản đầu tư quốc tế (và cho vay) so với số tiền trả nợ nước ngoài (Hình 13).
- Nhờ sự hậu thuẫn của nhà đầu tư quốc tế, **Mỹ có thể vay nợ rẻ hơn so với các nước khác,** điều này cho phép chính phủ Mỹ tài trợ các khoản thâm hụt ngân sách với chi phí thấp.
- **Mỹ có khả năng đơn phương áp đặt các biện pháp trừng phạt hiệu quả.** Cụ thể là đóng băng tài sản USD của các chính phủ hoặc cá nhân bị coi là đối địch, hoặc cấm họ truy cập vào hệ thống thanh toán bằng USD.

(Xem thêm Phụ lục: Đặc quyền của đồng USD – Trang 37)

Hình 12: Sức mạnh tiêu dùng của nền kinh tế Mỹ



Hình 13: Mỹ đang hưởng mức lãi suất cho vay nước ngoài cao hơn so với mức lãi suất phải trả cho khoản nợ nước ngoài



Nguồn: CFR, CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

[Trở về trang mục lục](#)

“Đặc quyền bá chủ” cũng đi cùng với một số cái giá phải trả:

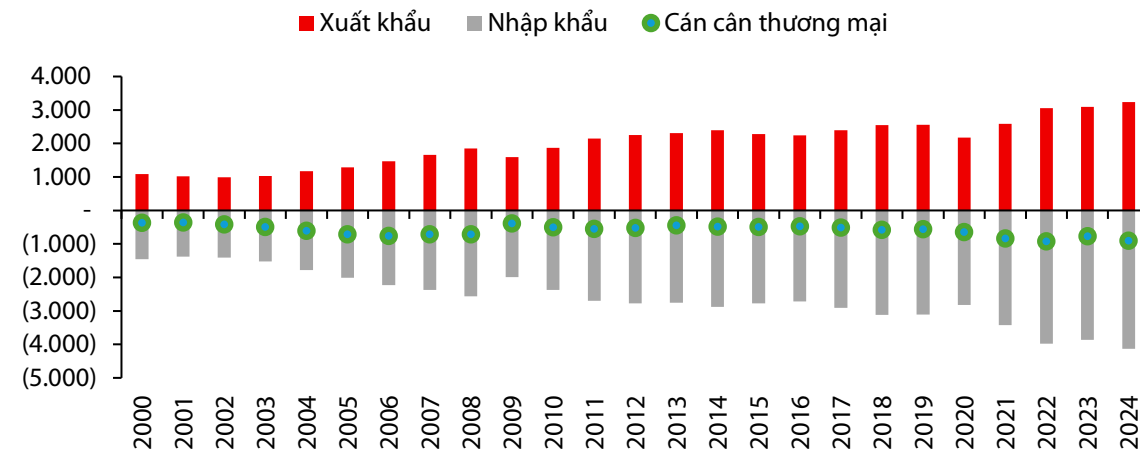
- Trong khi đồng USD mạnh mang lại lợi ích đối với tiêu dùng Mỹ, **các nhà xuất khẩu và sản xuất nội địa gặp bất lợi** khi cạnh tranh với hàng hoá nhập khẩu giá rẻ. Điều này khiến cho **một số ngành sản xuất trong nước bị tổn hại** cùng lúc với việc **triệt tiêu một số việc làm của các ngành này**.
- Xuất khẩu suy giảm trong khi nhập khẩu tăng dẫn đến **cán cân thương mại thâm hụt ngày càng lớn và kéo dài**.
- Vòng xoáy chi tiêu, vay mượn nhiều hơn của chính phủ Mỹ tạo nên một **quỹ đạo nợ công không bền vững**.

⇒ Không thể phủ nhận những lợi ích to lớn mà đồng USD mạnh đã mang lại cho Mỹ. Tuy nhiên, **đặc quyền cũng đi cùng với những mặt trái theo thời gian đã dần bộc lộ**.

⇒ Các hệ lụy do “đặc quyền bá chủ” mà đồng USD mang lại hiện đang gắn chặt với những diễn ngôn chính trị trong giai đoạn Trump 2.0.

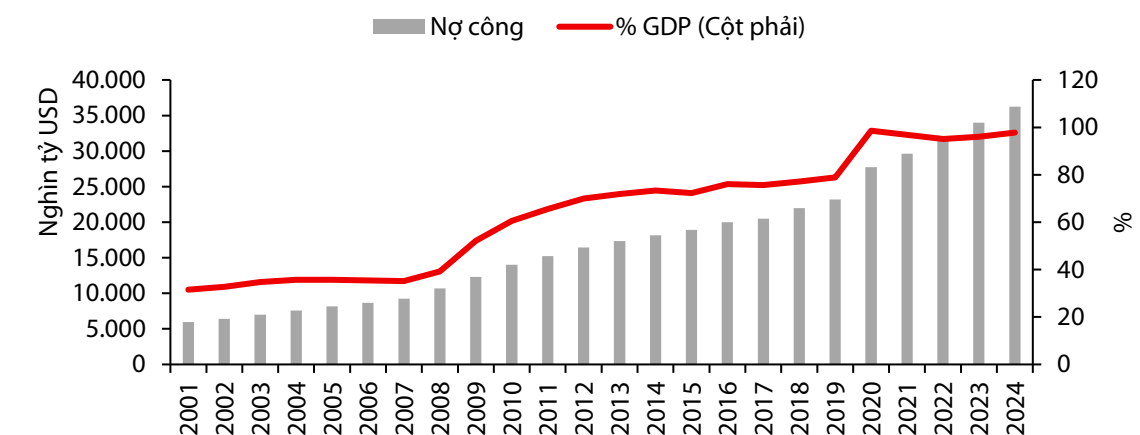
⇒ Chính sách thuế quan của Trump có thể là một kế hoạch có chủ đích nhằm thay đổi hệ thống thương mại và tài chính toàn cầu tự do mà chính Mỹ đã thiết lập dựa trên đặc quyền mà đồng USD đã trao cho nước Mỹ hơn 100 năm qua.

Hình 14: Cán cân thương mại của Mỹ (2000-2024)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Nợ công của Mỹ (2001-2024)

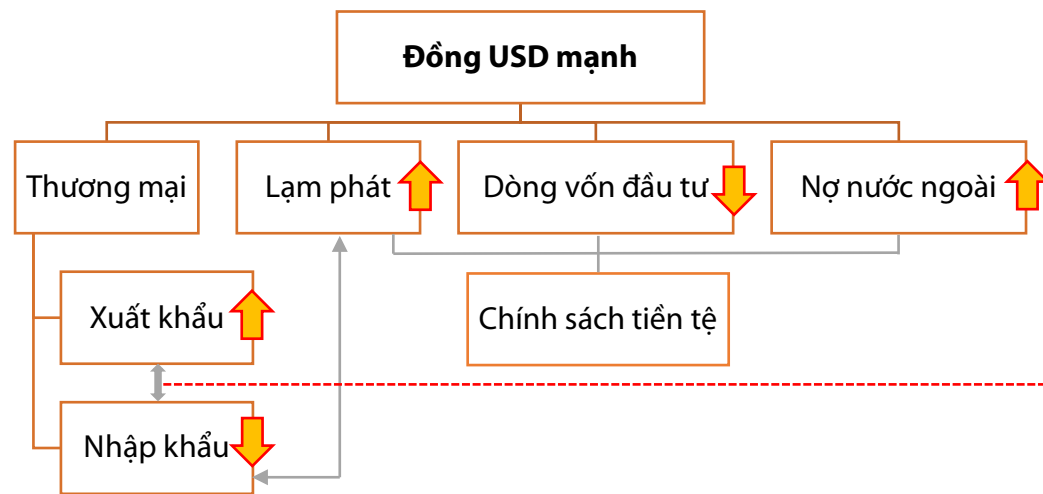


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

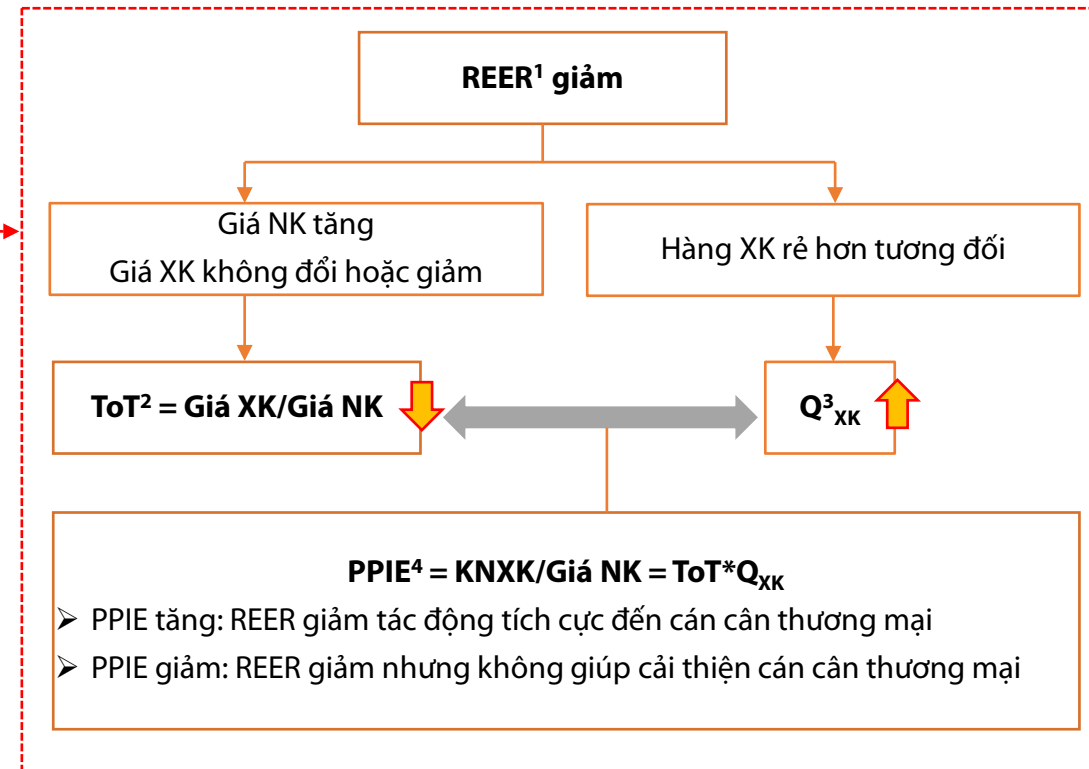
USD mạnh hay yếu đều có mặt lợi và hại, điều quan trọng là các quốc gia cần hiểu rõ cơ chế tác động để đưa ra chính sách phù hợp, bảo vệ nền kinh tế trước biến động khó lường của đồng tiền dự trữ toàn cầu này.

- Đồng USD mạnh tác động tích cực đến cán cân thương mại của Trung Quốc và các nước đang phát triển khu vực châu Á trong khi tác động không đáng kể đến cán cân thương mại của Nhật Bản hay châu Âu.
- Đồng USD mạnh làm tăng chi phí nhập khẩu năng lượng của Châu Âu và Nhật Bản, kéo theo lạm phát của khu vực EU và Nhật Bản tăng cao.
- Lạm phát của các nước châu Á được kiểm soát tương đối tốt trong những năm đồng USD tăng. Nguyên nhân có thể đến từ chính sách tiền tệ thận trọng, nhu cầu tiêu dùng bị ảnh hưởng tiêu cực và phục hồi chậm sau đại dịch Covid-19 hoặc cũng có thể đến từ các chính sách hỗ trợ kiểm soát giá của Chính phủ.
- Việc tăng lãi suất của Fed thường đi cùng với việc đồng USD mạnh lên và tạo áp lực rút vốn đối với thị trường trái phiếu mới nổi. Khác với thị trường trái phiếu, áp lực rút vốn trên thị trường cổ phiếu các thị trường mới nổi châu Á (trừ Trung Quốc) có tần suất dày hơn, dẫn đến mối tương quan không rõ ràng giữa dòng vốn vào thị trường này với chính sách của Fed hay sức mạnh của đồng USD.
- Hệ số tương quan của dòng vốn vào thị trường trái phiếu với sức mạnh của đồng USD nhìn chung là cao hơn so với dòng vốn vào thị trường cổ phiếu.
- Gánh nặng nợ ngoại tệ do đồng USD tăng giá có xu hướng giảm dần ở các thị trường đang phát triển và mới nổi ở châu Á. Tuy nhiên, áp lực về lãi vay tương quan khá mạnh với diễn biến của đồng USD.

Hình 16: Tác động của đồng USD mạnh



Tác động bù trừ giữa XK và NK



Nguồn: CTCK Rồng Việt

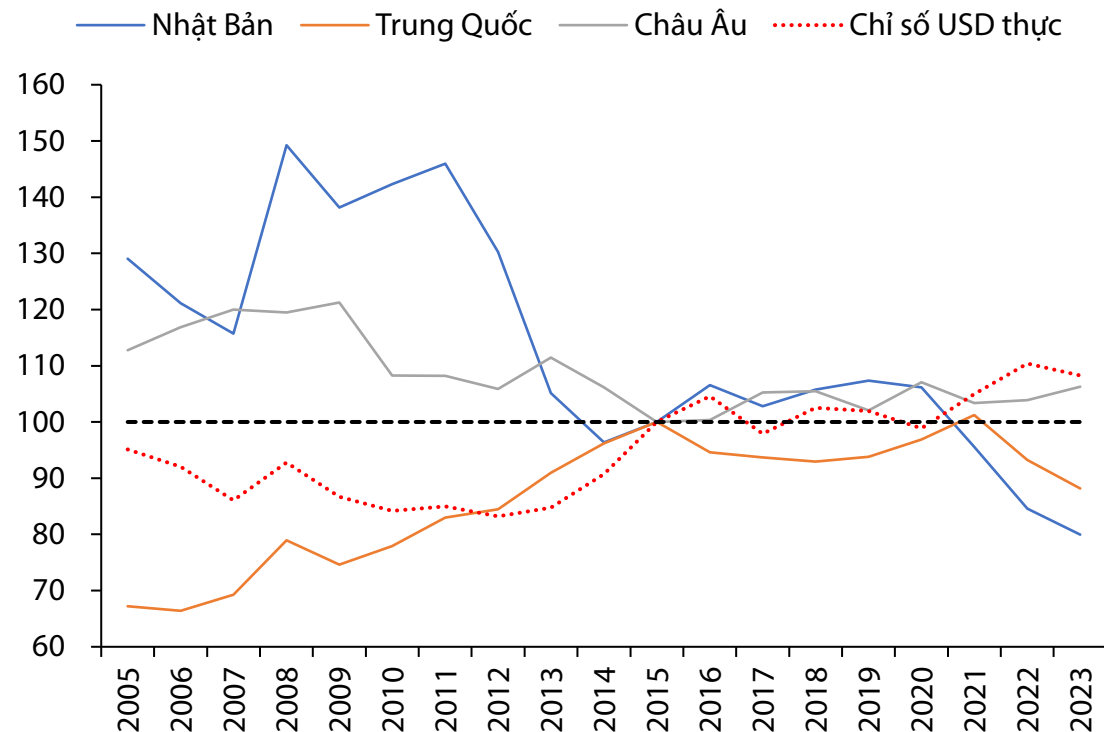
REER¹ (Real Effective Exchange Rate): Tỷ giá hối đoái hiệu lực thực

ToT² (Term of Trade): Tỷ lệ trao đổi

Q^3_{XK} : Lượng xuất khẩu

PPIE⁴ (Purchasing Power Index of Exports): Chỉ số sức mua của xuất khẩu

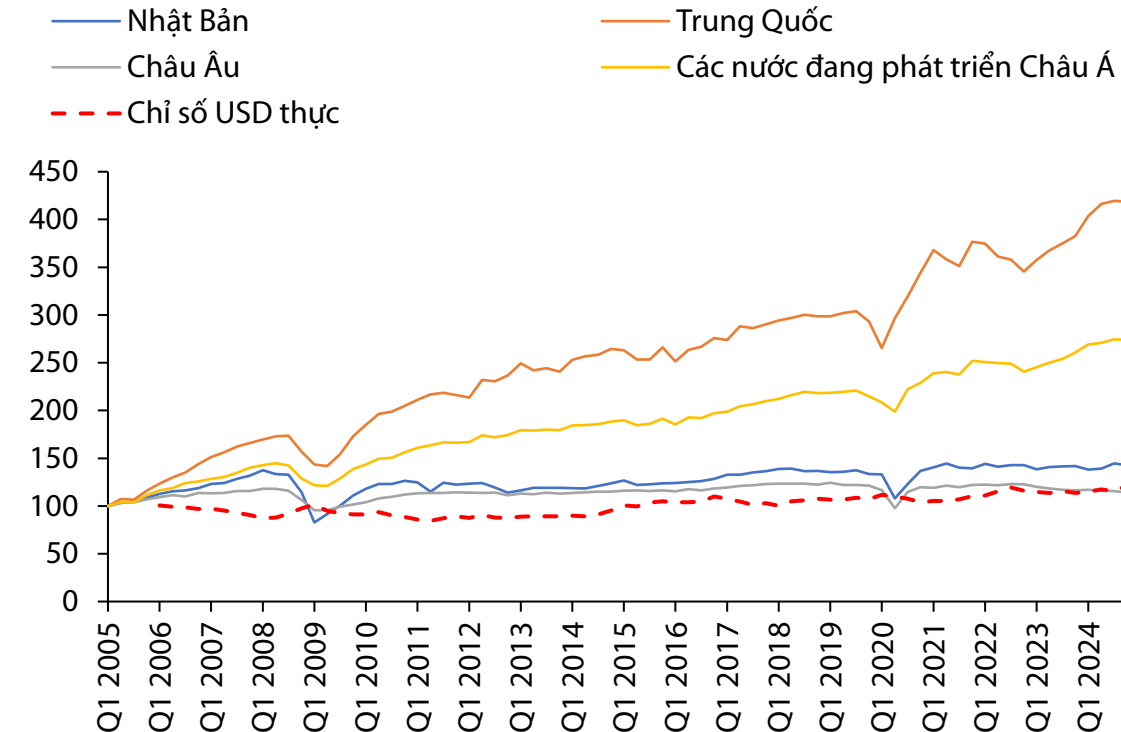
Hình 17: Tỷ giá hối đoái hiệu lực thực (REER) (2015 = 100)



Nguồn: UNCTAD, FRED, CTCK Rồng Việt

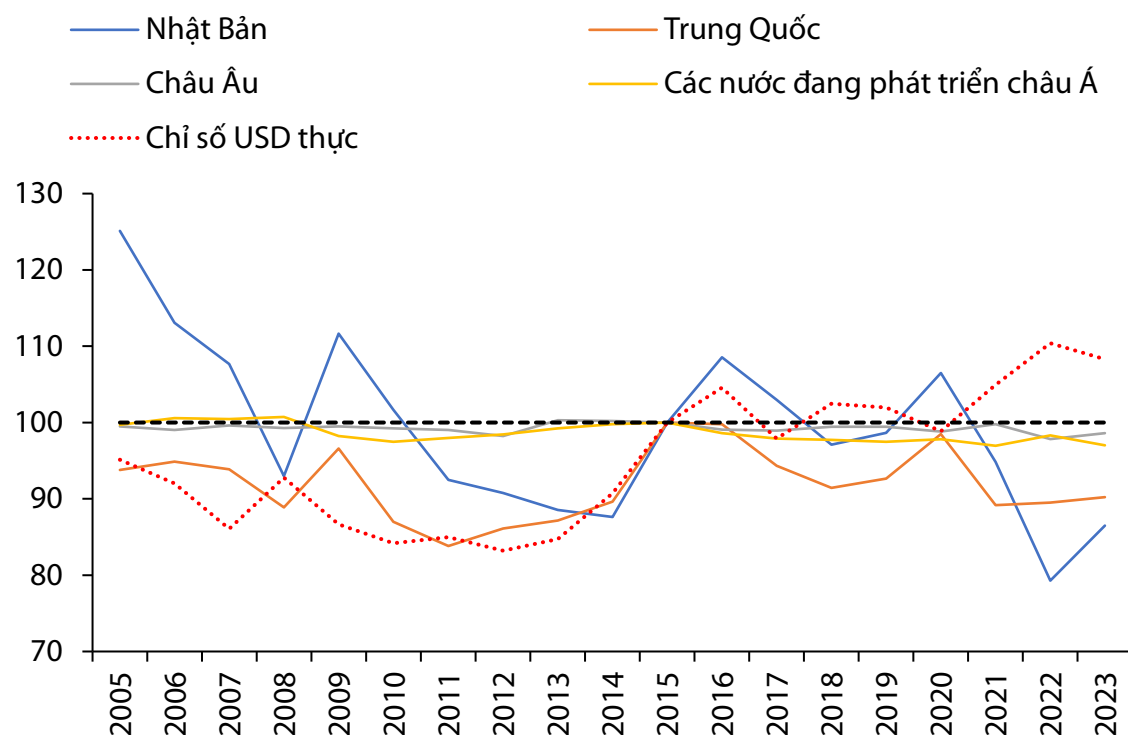
- Tỷ giá hối đoái hiệu lực thực (REER) của Nhật Bản và Châu Âu giảm trong khi REER của Trung Quốc tăng so với năm 2005. Tuy nhiên REER của Trung Quốc tại thời điểm 2023 vẫn thấp hơn so với mức 100 của năm gốc 2015, cho thấy REER của Trung Quốc cũng trong xu hướng giảm khi chỉ số USD thực tăng trong giai đoạn 2015-2023.
- Trong giai đoạn 2005-2024, khối lượng xuất khẩu Trung Quốc và các nước đang phát triển châu Á tăng vượt trội so với Nhật Bản và Châu Âu. Điều này cho thấy **tác động của REER giảm lên xuất khẩu của các nước là khác nhau.**

Hình 18: Khối lượng xuất khẩu (2005 = 100)



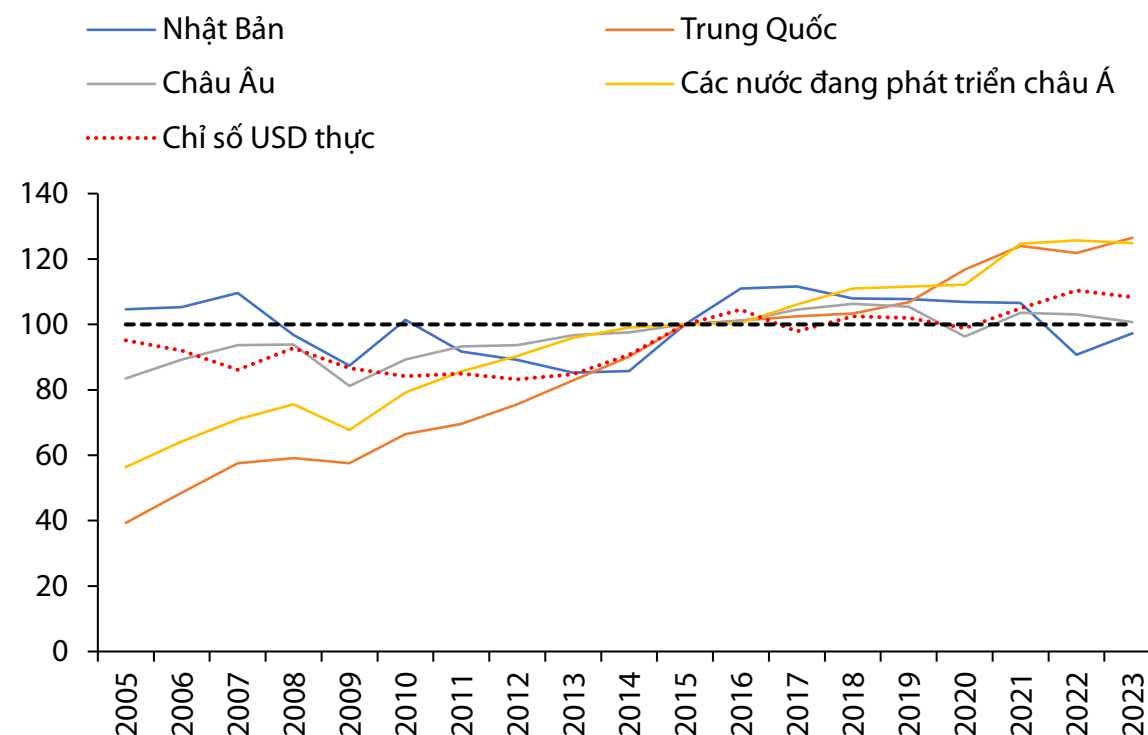
Nguồn: UNCTAD, FRED, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Tỷ lệ trao đổi ToT (2015 = 100)



Nguồn: UNCTAD, FRED, CTCK Rồng Việt

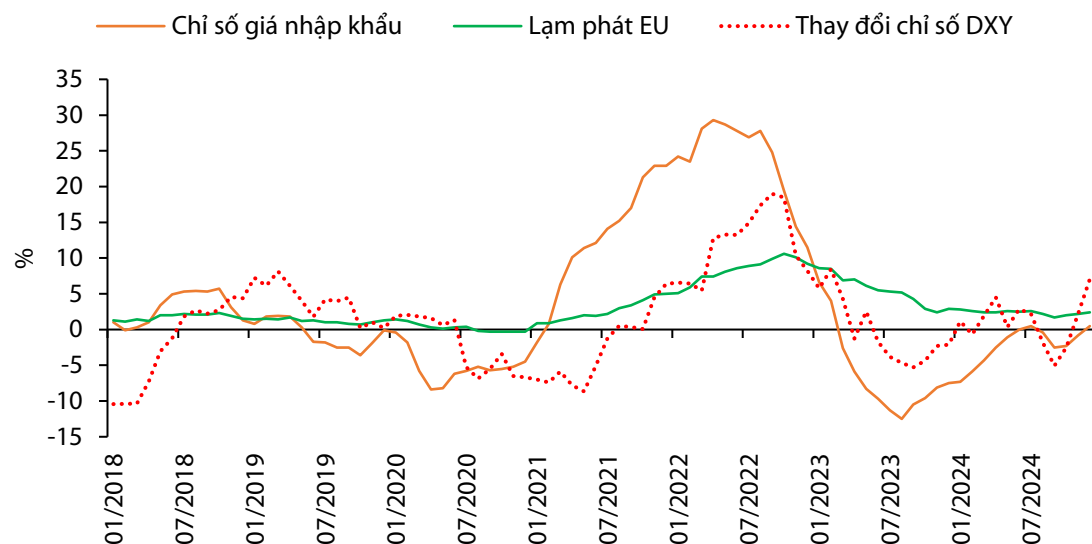
Hình 20: Chỉ số sức mua của xuất khẩu PPIE (2015 = 100)



Nguồn: UNCTAD, FRED, CTCK Rồng Việt

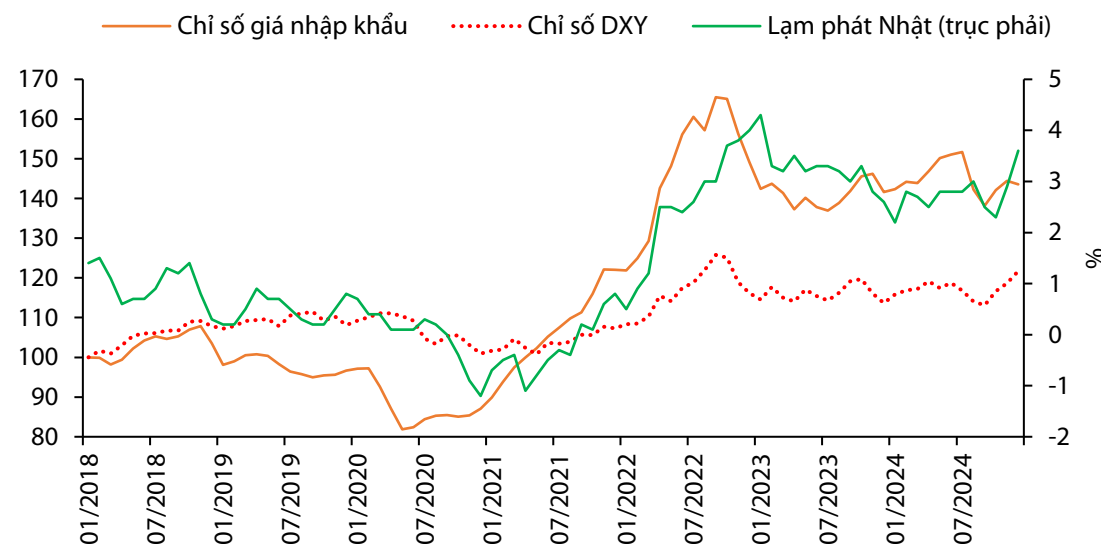
- Tác động của đồng USD mạnh đối với giá nhập khẩu của Nhật Bản mạnh đến mức khiến chỉ số sức mua xuất khẩu của nước này không cải thiện, thậm chí là giảm nhẹ trong giai đoạn 2005-2023. Trái lại, chỉ số sức mua xuất khẩu của Trung Quốc và các nước đang phát triển ở khu vực châu Á cải thiện trong giai đoạn này.
- Điều này có nghĩa rằng **đồng USD mạnh tác động tích cực đến cán cân thương mại của Trung Quốc và các nước đang phát triển khu vực châu Á trong khi tác động không đáng kể đến cán cân thương mại của Nhật Bản hay châu Âu.**

Hình 21: Thay đổi chỉ số giá nhập khẩu và lạm phát khu vực EU



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

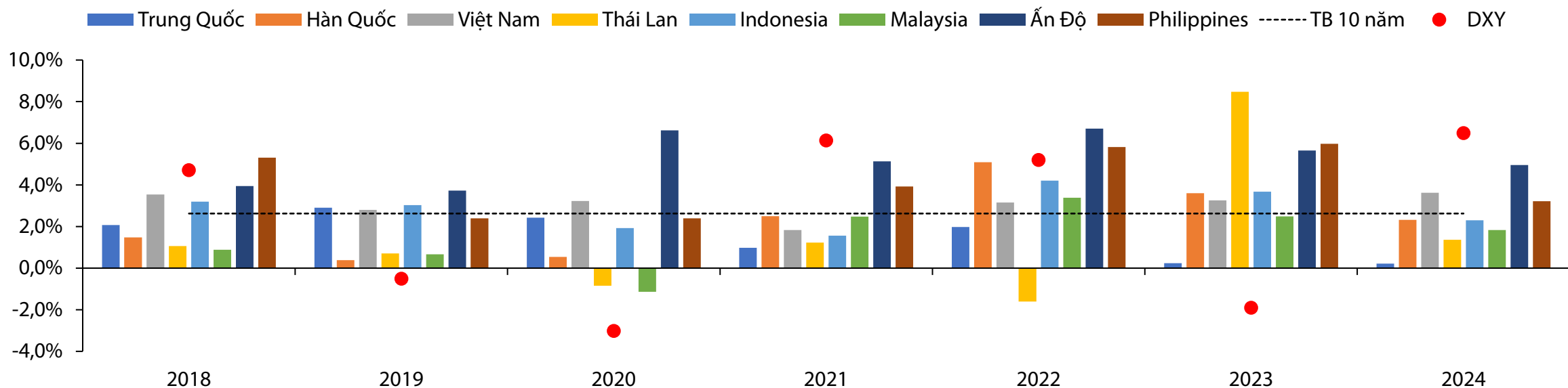
Hình 22: Chỉ số giá nhập khẩu và lạm phát Nhật Bản



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- **Đồng USD mạnh làm tăng chi phí hàng hóa toàn cầu định giá bằng USD**, đặc biệt là năng lượng và nguyên liệu thô, khiến chỉ số giá nhập khẩu của Châu Âu và Nhật Bản chịu áp lực lớn, kéo theo lạm phát của khu vực EU và Nhật Bản tăng cao.
- Khoảng 70% giá trị nhập khẩu của Nhật Bản được tính bằng USD, khiến quốc gia này đối mặt với rủi ro cao về lạm phát truyền dẫn (pass-through inflation). Theo nghiên cứu của Gopinath (2015), một sự tăng giá 10% của đồng USD so với Yên Nhật dẫn đến giá nhập khẩu của Nhật Bản tăng 9% sau tám quý.

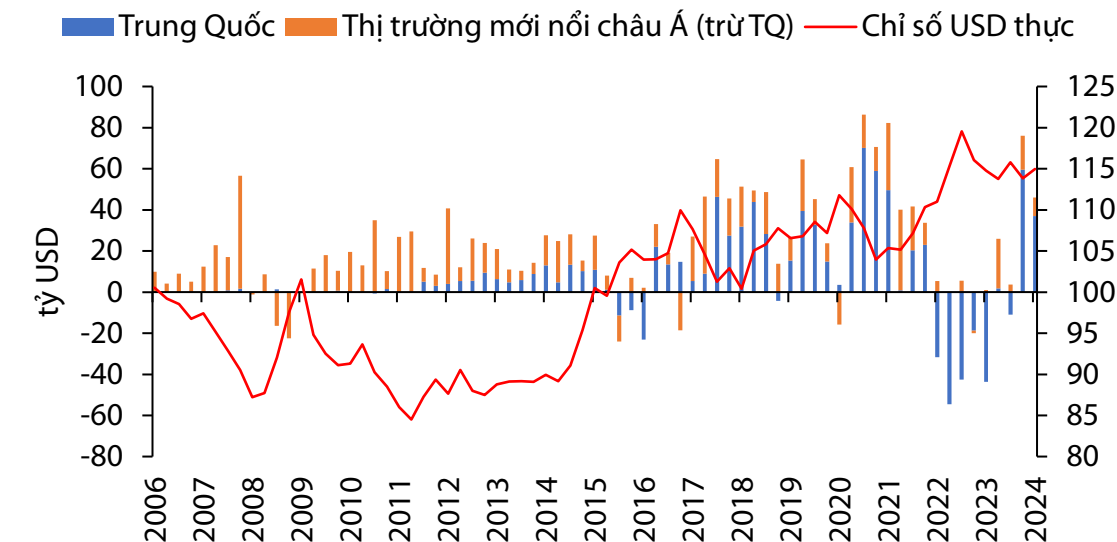
Hình 23: Lạm phát một số nước khu vực châu Á trong tương quan với thay đổi của chỉ số DXY



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

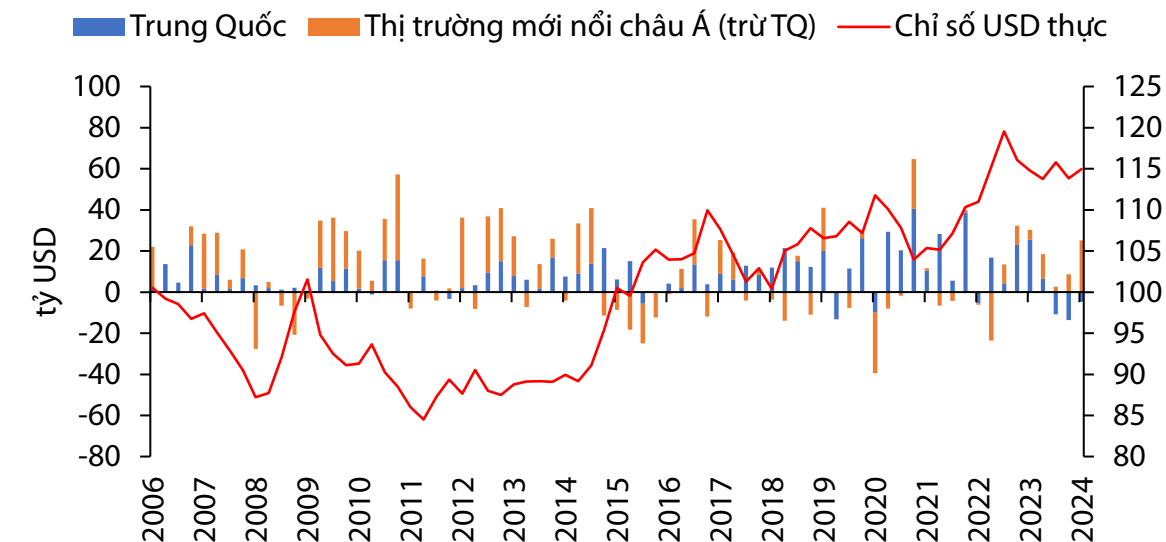
- Việc thiếu dữ liệu chỉ số giá nhập khẩu của các nước châu Á khiến cho việc đánh giá tác động của đồng USD mạnh đối với lạm phát của các nước này không dễ dàng và trực tiếp như Nhật Bản và EU. Tuy nhiên, xét trong tương quan biến động chỉ số DXY và lạm phát của các nền kinh tế này trong giai đoạn 2018-2024 có thể thấy **lạm phát của các nước châu Á được kiểm soát tương đối tốt trong những năm đồng USD tăng**.
- Nguyên nhân có thể đến từ chính sách tiền tệ thận trọng, nhu cầu tiêu dùng bị ảnh hưởng tiêu cực và phục hồi chậm sau đại dịch Covid-19 hoặc cũng có thể đến từ các chính sách hỗ trợ kiểm soát giá của chính phủ, chẳng hạn như trợ cấp giá điện tại Thái Lan, giảm thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu tại Việt Nam, hoặc ổn định giá gạo tại Indonesia, v.v...

Hình 24: Dòng vốn đầu tư gián tiếp vào thị trường trái phiếu nội địa và chỉ số USD thực



Nguồn: BIS, CTCK Rồng Việt

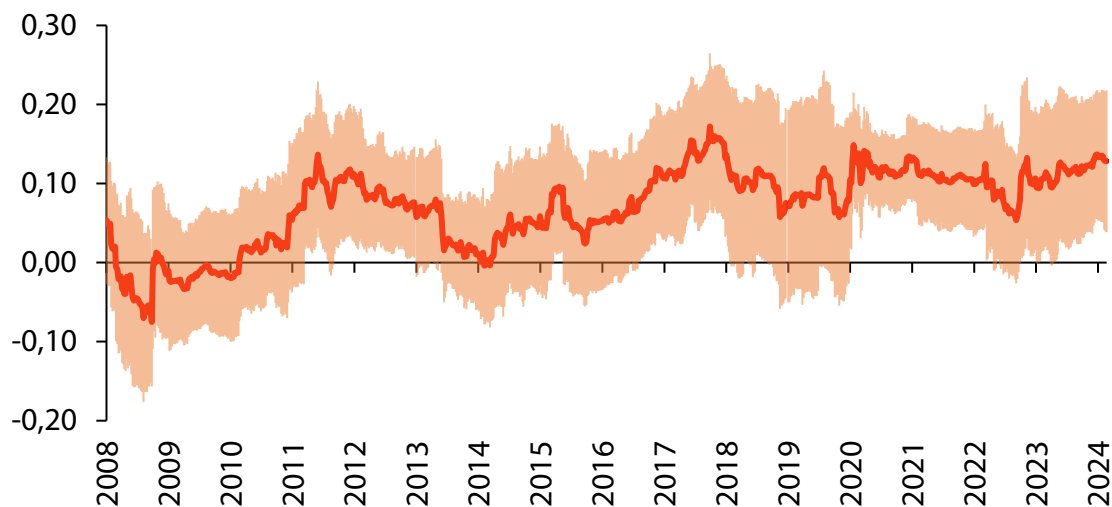
Hình 25: Dòng vốn đầu tư gián tiếp vào thị trường cổ phiếu và chỉ số USD thực



Nguồn: BIS, CTCK Rồng Việt

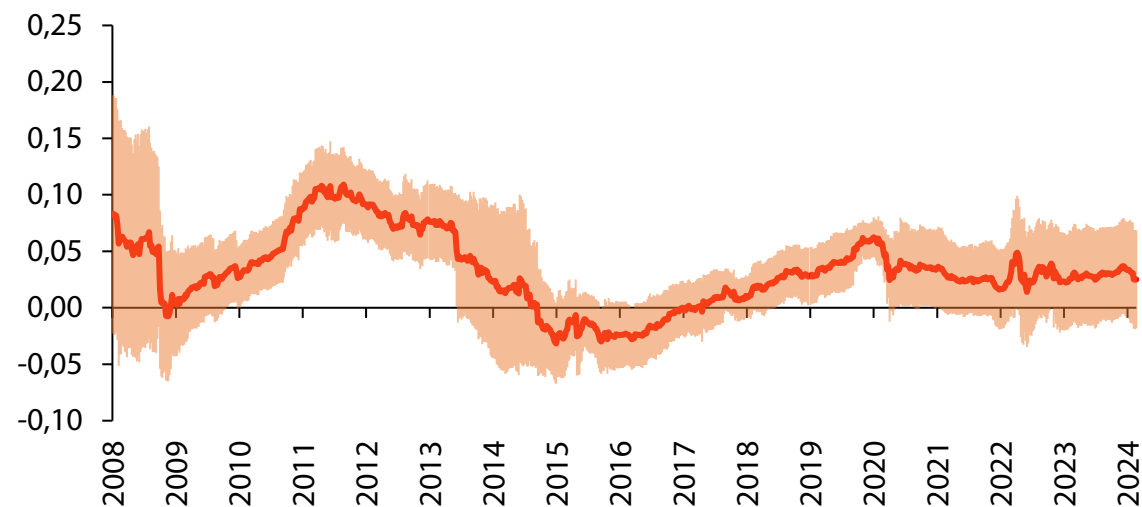
- Trong giai đoạn 2006-23, dòng vốn vào thị trường trái phiếu các nền kinh tế mới nổi có xu hướng tăng dần, đặc biệt là thị trường Trung Quốc trong các năm 2017-21. Áp lực rút ròng đặc biệt mạnh vào giai đoạn 2015-16 khi Fed bình thường hoá chính sách lãi suất và thu hẹp bảng cân đối kế toán lần đầu kể từ khủng hoảng 2008. Tương tự giai đoạn 2022 khi lạm phát tại Mỹ tăng cao khiến Fed phải tăng lãi suất. Nhìn chung, **việc tăng lãi suất của Fed thường đi cùng với việc đồng USD mạnh lên và tạo áp lực rút vốn đối với thị trường trái phiếu mới nổi.**
- Khác với thị trường trái phiếu, áp lực rút vốn trên thị trường cổ phiếu các thị trường mới nổi châu Á (trừ Trung Quốc) có tần suất dày hơn, dẫn đến mối tương quan không rõ ràng giữa dòng vốn vào thị trường này với chính sách của Fed hay sức mạnh của đồng USD. **Dòng vốn đầu tư liên tục đổ vào thị trường cổ phiếu Trung Quốc suốt một thời gian dài trước khi rút ra mạnh từ cuối năm 2023, có lẽ do diễn biến kinh tế không như kỳ vọng của nền kinh tế Trung Quốc hơn là do tác động của đồng USD mạnh gây ra.**

Hình 26: Tương quan của đồng USD với thị trường trái phiếu nội địa của các nền kinh tế mới nổi



Nguồn: BIS, CTCK Rồng Việt, vùng màu cam: khoảng tin cậy 95%

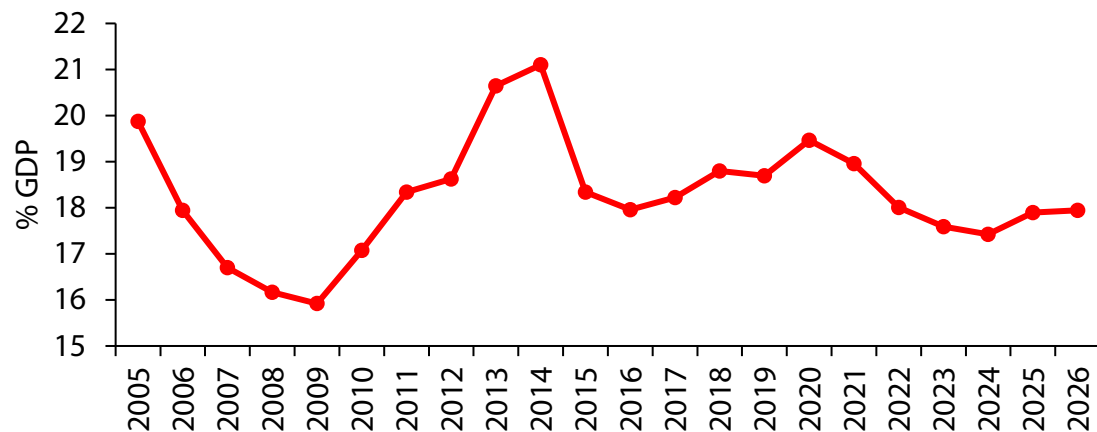
Hình 27: Tương quan của đồng USD với thị trường cổ phiếu của các nền kinh tế mới nổi



Nguồn: BIS, CTCK Rồng Việt, vùng màu cam: khoảng tin cậy 95%

- **Hệ số tương quan của dòng vốn đầu tư vào thị trường mới nổi đối với sức mạnh của đồng USD tăng dần theo thời gian.** Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, hệ số tương quan dòng vốn trái phiếu và cổ phiếu bằng nội tệ đối với sức mạnh của đồng đô la đã tăng và đạt đỉnh vào khoảng năm 2011–12, trước khi giảm nhanh xuống mức gần 0 vào năm 2013–14. Kể từ đây năm 2014, các hệ số này đã tăng dần do các nhà đầu tư gia tăng tỷ lệ nắm giữ các khoản trái phiếu và cổ phiếu thị trường mới nổi (BIS, 2024).
- **Mặc dù vậy,** như đề cập ở slide trước, **kết quả hệ số tương quan của dòng vốn vào thị trường trái phiếu với sức mạnh của đồng USD nhìn chung là cao hơn so với dòng vốn vào thị trường cổ phiếu.**

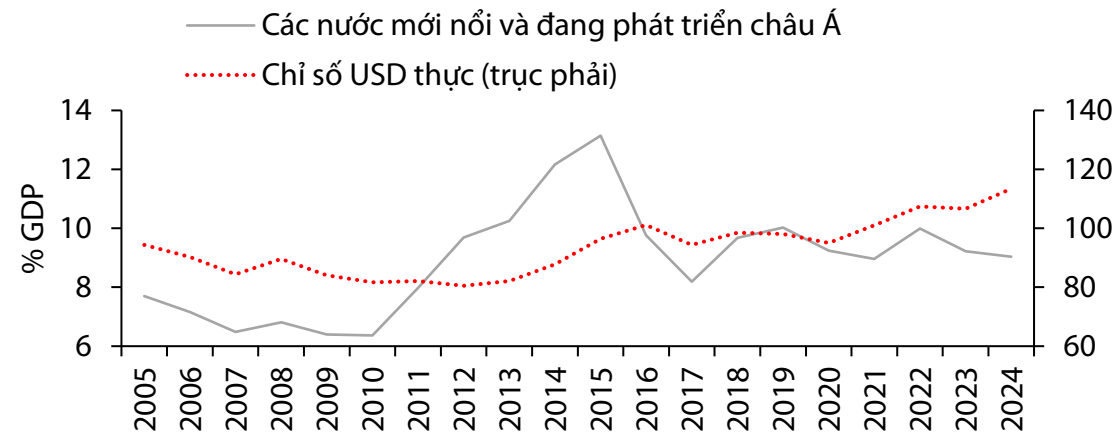
Hình 28: Nợ nước ngoài/GDP các nước đang phát triển châu Á



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

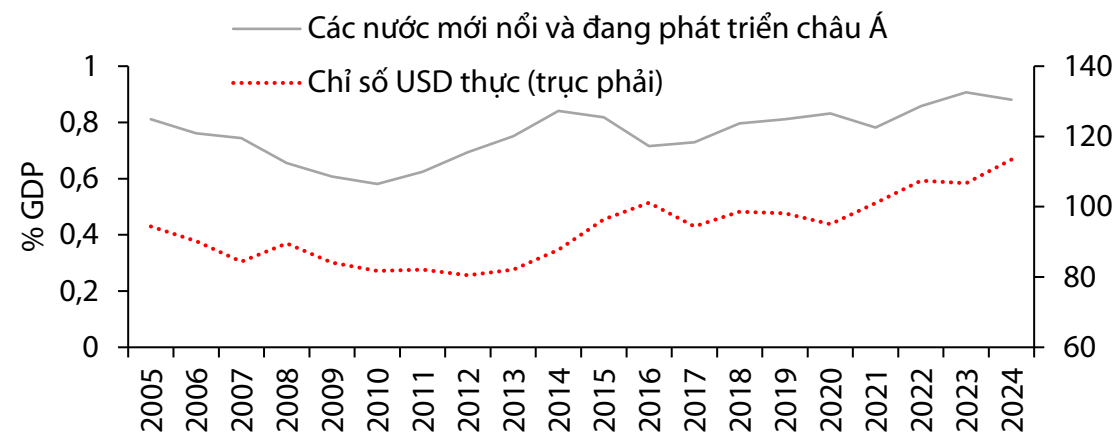
- Nợ nước ngoài/GDP của các nước đang phát triển khu vực châu Á lập đỉnh vào năm 2014, mặc dù có tăng lên trong giai đoạn Covid-19 nhưng đang có xu hướng giảm dần. **Nợ được định giá bằng đồng USD chiếm 60% quy mô nợ nước ngoài của các nền kinh tế này.**
- Tỷ lệ nghĩa vụ trả nợ nước ngoài/GDP của các nền kinh tế này tăng mạnh kể từ sau khủng hoảng tài chính 2008, cùng với sự phục hồi của đồng USD. Tuy nhiên, **điểm tích cực là nghĩa vụ trả nợ không thay đổi nhiều trong xu hướng tăng giá gần đây của đồng USD.**
- Trong khi đó, hình 30 cho thấy **áp lực trả lãi luôn song hành với xu hướng của đồng USD.**

Hình 29: Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài/GDP



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

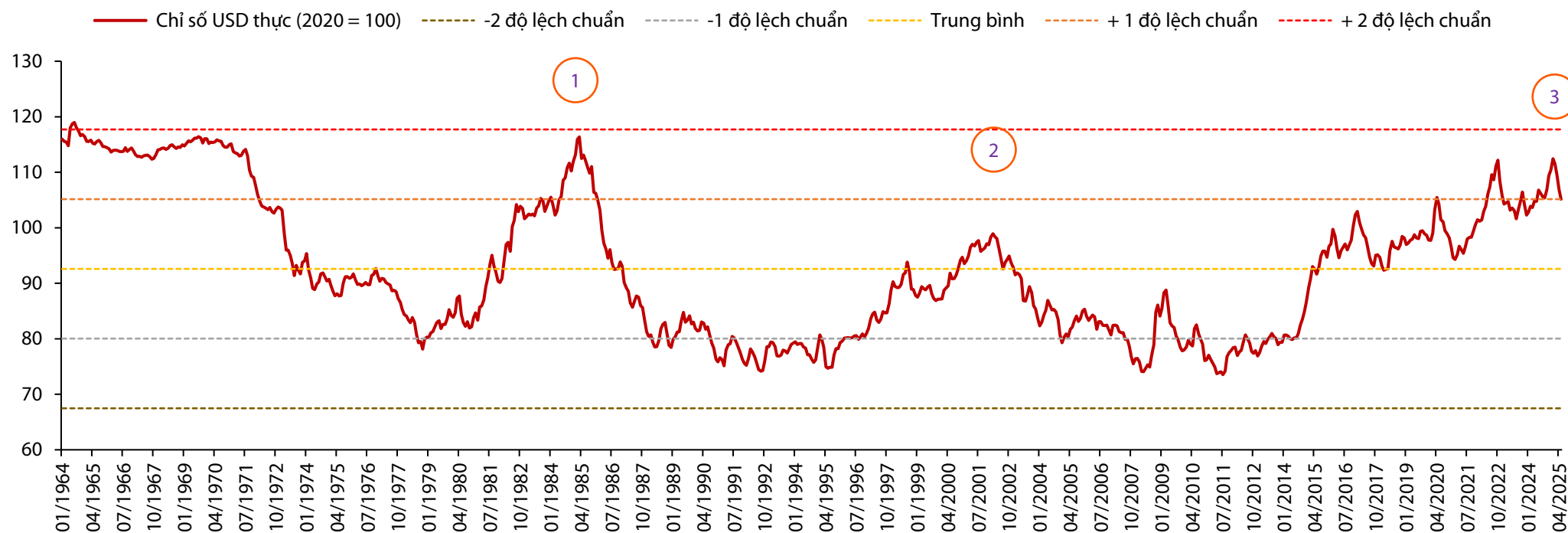
Hình 30: Chi phí trả lãi nước ngoài/GDP



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

- **Đồng USD hiện đang giao dịch ở gần vùng đỉnh của chu kỳ tăng giá lần thứ 3.** Mặc dù chỉ số USD có điều chỉnh mạnh gần đây do sự bất ổn của chính sách thuế quan và nợ công thiếu bền vững của Mỹ khiến cho niềm tin vào đồng USD lung lay, đồng USD vẫn đang ở mức cao hơn so với trung bình quá khứ.
- **“Nụ cười đô la truyền thống” đã lỗi thời** bởi áp lực giảm giá đồng USD sẽ xuất hiện trong cả thời kỳ tăng trưởng thấp/suy thoái kinh tế hoặc căng thẳng địa chính trị gia tăng.
- **Trong ngắn hạn, các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng đồng USD tương đối cân bằng.** Sự sụt giảm mạnh của đồng đô la trong ba tháng qua phần lớn có thể được giải thích bằng việc đánh giá lại triển vọng của nền kinh tế và thị trường tài chính Hoa Kỳ, thay vì mối đe dọa sắp xảy ra đối với vị thế thống trị của đồng đô la trong tài chính toàn cầu.
- **Trong kịch bản cơ sở, đồng đô la sẽ ổn định hoặc chỉ giảm về mức trung bình của quá khứ nhưng vẫn duy trì vai trò đặc biệt của mình.** Tuy nhiên, cách tiếp cận phi truyền thống của chính quyền Trump trên nhiều lĩnh vực chính sách có thể sẽ gây ra một số thiệt hại lâu dài hơn đối với niềm tin vào Hoa Kỳ như một nơi trú ẩn an toàn, cũng như làm xói mòn một số vai trò của đồng đô la và đẩy nhanh quá trình tìm kiếm các giải pháp thay thế.
- Do đó, **trong dài hạn, chúng tôi cho rằng sức mạnh của đồng USD có thể suy giảm do tính thiếu bền vững của nợ công Mỹ và xu hướng đa dạng hoá dự trữ ngoại hối của các NHTW lớn.** Ngoài ra, xu hướng phi đô la hoá cũng sẽ tăng tốc trong bối cảnh leo thang căng thẳng địa chính trị và cạnh tranh nền tảng thanh toán thương mại toàn cầu.

Hình 31: Diễn biến chỉ số thực đồng USD



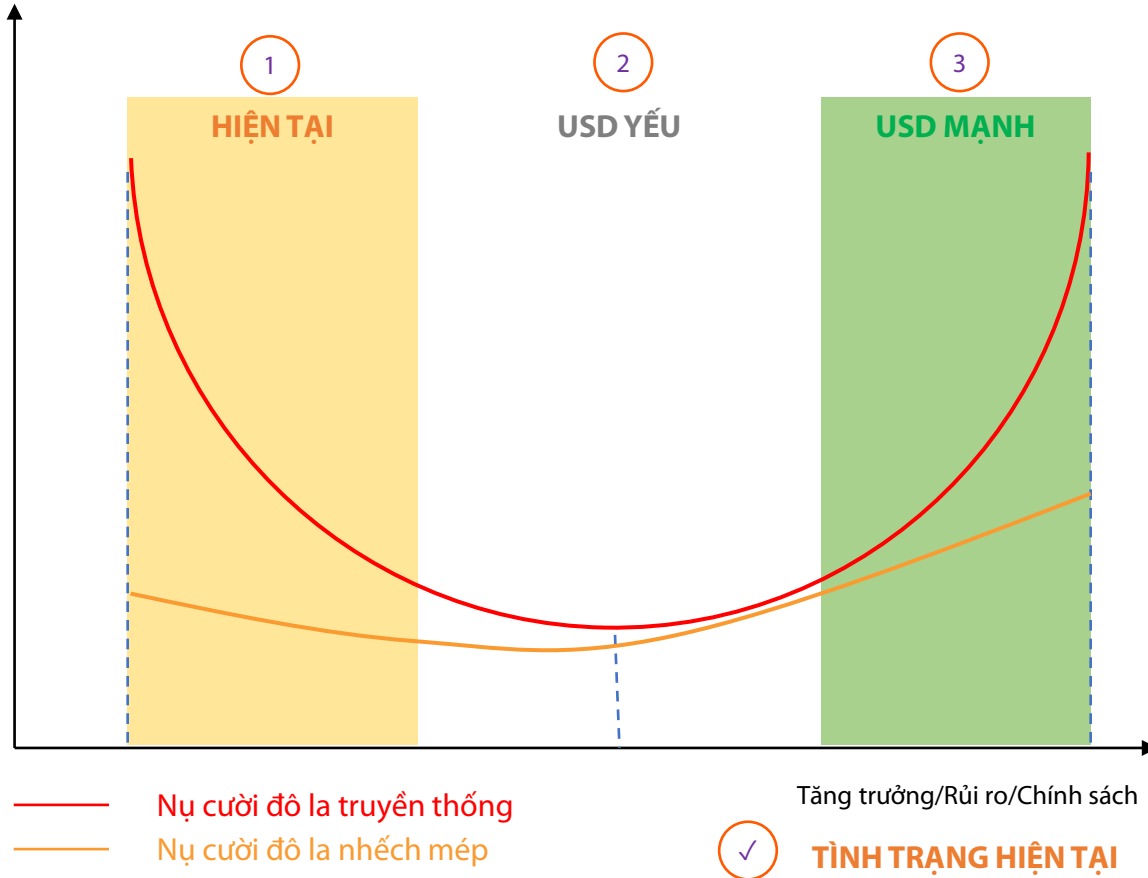
Nguồn: BIS, CTCK Rồng Việt

- **Đồng USD hiện đang giao dịch ở gần vùng đỉnh của chu kỳ tăng giá lần thứ 3.** Mặc dù chỉ số USD có điều chỉnh mạnh gần đây do ảnh hưởng của chính sách thuế quan và nợ công thiếu bền vững khiến cho niềm tin vào đồng USD lung lay, thì đồng USD vẫn đang ở mức cao hơn trung bình quá khứ.

- **Lý thuyết truyền thống thường được sử dụng để giải thích triển vọng của đồng USD là "Nụ cười đô la" (Dollar Smile):**
 1. Khi tăng trưởng kinh tế thấp/suy thoái kinh tế hoặc căng thẳng địa chính trị gia tăng, USD mạnh vì là tài sản an toàn.
 2. Khi tăng trưởng toàn cầu mạnh, USD yếu vì dòng vốn chuyển sang thị trường mới nổi.
 3. Khi Mỹ tăng trưởng vượt trội, USD mạnh trở lại vì dòng vốn đầu tư quay lại Mỹ.
- Tuy nhiên, **"Nụ cười đô la truyền thống" đã lỗi thời bởi áp lực giảm giá đồng USD sẽ xuất hiện trong cả thời kỳ tăng trưởng thấp/suy thoái kinh tế hoặc căng thẳng địa chính trị gia tăng** do:
 - NĐT đổ tiền ồ ạt vào thị trường cổ phiếu và trái phiếu Mỹ kể từ sau khủng hoảng tài chính năm 2008, đặc biệt là vào nhóm Big Tech. Hiện tại, khi tâm lý ngại rủi ro gia tăng bởi yếu tố địa chính trị hay lo ngại suy thoái sẽ dẫn đến dòng vốn chuyển ngược lại ra quốc tế.
 - Vốn đầu tư vào Mỹ phần lớn không được phòng ngừa rủi ro tỷ giá, nếu thị trường biến động dẫn đến việc bán tháo các tài sản đầu tư sẽ gây áp lực giảm giá lên đồng USD như trường hợp nhà đầu tư Đài Loan vào tháng 5/2025.
 - Do lãi suất của Mỹ đang cao hơn, hoạt động giao dịch chênh lệch lãi suất (carry trade) được thực hiện bằng cách vay nợ các đồng tiền chi phí thấp để đầu tư vào các tài sản Mỹ. Khi chi phí vay nợ tăng lên như lần BoJ tăng lãi suất vào tháng 8/2024, việc đóng vị thế carry trade cũng tạo áp lực lên đồng USD. Trái phiếu chính phủ Mỹ không còn là công cụ phòng ngừa rủi ro hiệu quả do tính thiếu bền vững của nợ công Mỹ.
 - Niềm tin vào đồng USD suy giảm bởi sự bất ổn do chính sách thuế quan Mỹ gây ra, điều này khiến các NHTW tìm cách đa dạng hoá danh mục tài sản nắm giữ.

[Tham khảo slide 26](#) về sự thay đổi của "Nụ cười đô la truyền thống" thành "Nụ cười đô la nhếch mép" (JP.Morgan, 2024) và các yếu tố có thể ảnh hưởng đến triển vọng của đồng USD trong ngắn và dài hạn.

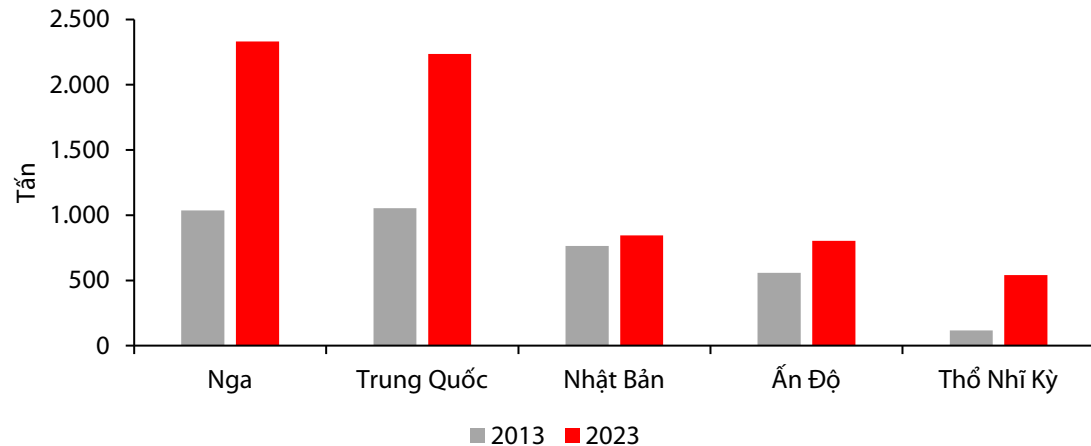
Hiệu suất của đồng USD



		MẠNH	YẾU
Tăng trưởng			
• Mỹ tăng trưởng vượt trội so với các nước khác	Ngắn hạn	✓	
• Tăng trưởng kinh tế Mỹ suy yếu	Ngắn hạn		✓
Rủi ro			
• Suy thoái kinh tế toàn cầu	Ngắn hạn	✓	
• Căng thẳng địa chính trị leo thang	Ngắn/Trung hạn	✓	
Chính sách			
• Thuế quan	Ngắn hạn		✓
• Fed cắt giảm lãi suất	Ngắn hạn	✓	
• Fed neo lãi suất ở mức cao	Ngắn hạn	✓	
• Nợ công Mỹ tăng	Dài hạn		✓
• Đa dạng hoá dự trữ ngoại hối của các NHTW lớn	Dài hạn		✓

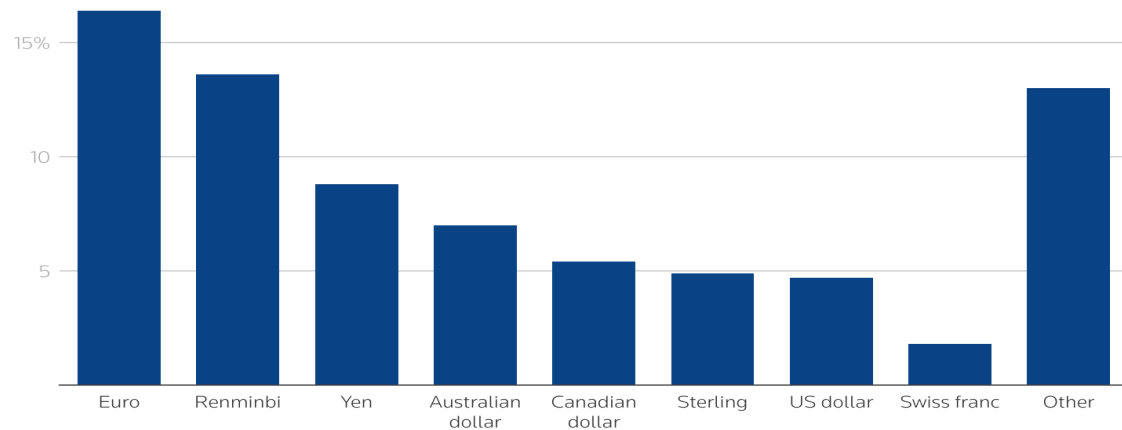
- Trong ngắn hạn, các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng đồng USD tương đối cân bằng.
- Trong dài hạn, sức mạnh của đồng USD có thể suy giảm do tính thiếu bền vững của nợ công Mỹ và xu hướng đa dạng hoá dự trữ ngoại hối của các NHTW lớn ([xem thêm slide 27](#)). Ngoài ra, xu hướng phi đô la hoá cũng tăng tốc trong bối cảnh leo thang căng thẳng địa chính trị và cạnh tranh nền tảng thanh toán thương mại toàn cầu ([xem thêm slide 28-29](#)).

Hình 32: NHTW tăng dự trữ vàng nhằm giảm sự phụ thuộc vào USD



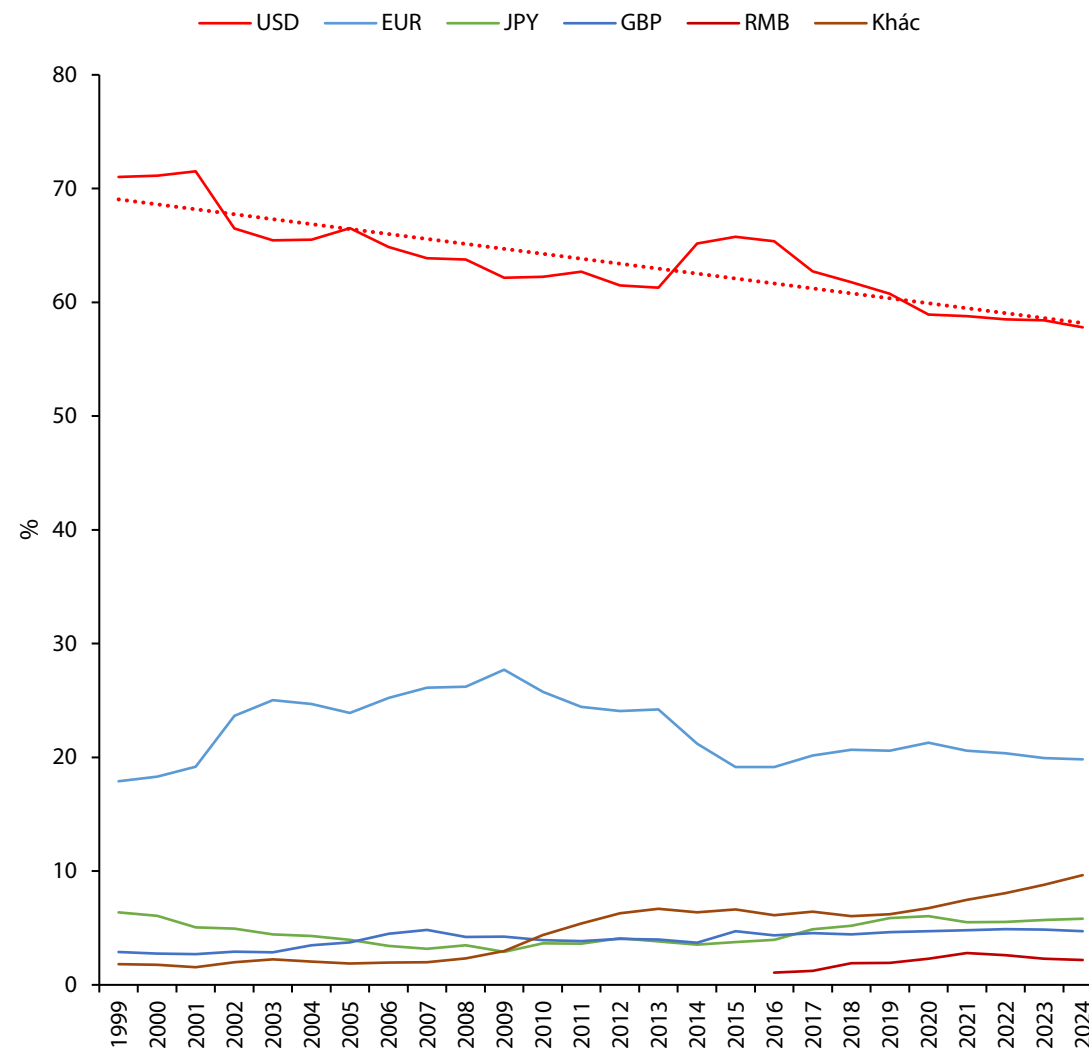
Nguồn: HSBC, CTCK Rồng Việt

Hình 33: Loại tiền tệ NHTW dự kiến tăng nắm giữ trong 1-2 năm tới



Nguồn: OMFIF, CTCK Rồng Việt

Hình 34: Tỷ lệ dự trữ toàn cầu theo USD giảm theo thời gian



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

NỖ LỰC PHI ĐÔ LA HÓA

DIỄN GIẢI

Xu hướng đa dạng hóa dự trữ ngoại hối gia tăng trong bối cảnh địa chính trị bất ổn. Theo khảo sát của Hội đồng Vàng Thế giới (WGC), 29% ngân hàng trung ương có kế hoạch tăng dự trữ vàng trong 12 tháng tới - mức cao nhất kể từ 2018. Nga và Trung Quốc là hai quốc gia dẫn đầu xu hướng này, với dự trữ vàng cuối năm 2023 đạt lần lượt 2.333 và 2.235 tấn - gấp đôi so với năm 2013.

Đồng tiền chung BRICS: ý tưởng chính trị, thách thức thực thi. Các nước BRICS đang nghiên cứu khả năng phát hành đồng tiền chung nhằm thúc đẩy thương mại nội khối và hạn chế vai trò của USD. Tuy nhiên, khác biệt về trình độ phát triển và định hướng chính sách giữa các thành viên là trở ngại lớn cho việc hiện thực hóa sáng kiến này.

Dòng chảy dự trữ dịch chuyển sang nhóm “tiền tệ phi truyền thống”. Trong khi USD, EUR, JPY không ghi nhận dòng vốn mới, một phần dự trữ đang chuyển hướng sang CAD, AUD và CNY. Đây là các đồng tiền đại diện cho những nền kinh tế ổn định, có mối quan hệ thương mại mật thiết với Mỹ và được coi là lựa chọn trung hòa trong bối cảnh cạnh tranh chiến lược gia tăng.

Trung Quốc phát triển hệ thống thanh toán liên ngân hàng xuyên biên giới CIPS cạnh tranh với SWIFT của Mỹ

Năm 2015, CIPS được Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc hỗ trợ, cung cấp dịch vụ thanh toán và bù trừ cho các giao dịch xuyên biên giới bằng CNY. Mục tiêu của CIPS là tạo ra một hệ thống thanh toán độc lập, giảm sự phụ thuộc vào SWIFT và thúc đẩy việc sử dụng NDT trong thương mại quốc tế. Tính đến cuối năm 2024, CIPS đã kết nối với 168 tổ chức trực tiếp và 1.461 tổ chức không trực tiếp tại 119 quốc gia tham gia, xử lý trung bình 25.900 giao dịch mỗi ngày, với tổng giá trị hàng ngày khoảng 482,6 tỷ CNY (~ 67,03 tỷ USD).

Mặc dù CIPS đang mở rộng, nhưng vẫn còn nhỏ bé so với SWIFT, hệ thống kết nối hơn 11.000 tổ chức tài chính trên toàn cầu và xử lý hơn 42 triệu giao dịch mỗi ngày. Hiện tại, hơn 80% giao dịch của CIPS vẫn dựa vào dịch vụ nhắn tin của SWIFT, cho thấy sự phụ thuộc nhất định và cần thời gian để phát triển độc lập hoàn toàn.

Trung Quốc đã ký kết hơn 40 thỏa thuận hoán đổi tiền tệ song phương, trong đó 29 thỏa thuận còn hiệu lực với tổng giá trị hơn 4 nghìn tỷ CNY, nhằm thúc đẩy việc sử dụng CNY trong thương mại quốc tế.

Sau các lệnh trừng phạt từ phương Tây, Nga đã chuyển hướng sử dụng đồng nội tệ và các đồng tiền khác trong giao dịch thương mại. Tính đến tháng 6/2023, hơn 80% giao dịch giữa Nga và Trung Quốc được thanh toán bằng đồng rúp và nhân dân tệ. Nga đã phát triển Hệ thống Chuyển thông điệp Tài chính (SPFS) để thay thế SWIFT, nhằm đảm bảo các giao dịch tài chính không bị gián đoạn bởi các lệnh trừng phạt.

NỖ LỰC PHI ĐÔ LA HÓA

DIỄN GIẢI

Tiền điện tử của ngân hàng trung ương: Tính đến tháng 9 năm 2024, 134 quốc gia, chiếm 98% GDP toàn cầu, đang khám phá hoặc phát triển CBDC. Trong số đó, 44 quốc gia đã tiến đến giai đoạn thử nghiệm.

Trung Quốc là quốc gia tiên phong với dự án e-CNY, Trung Quốc đã thực hiện thí điểm trên quy mô lớn, đạt tổng giá trị giao dịch gần 7 nghìn tỷ Nhân dân tệ (tương đương 987 tỷ USD) vào năm 2024. Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) đã khởi động dự án đồng Euro kỹ thuật số.

- Các dự án CBDC xuyên biên giới, như mBridge kết nối Trung Quốc, Thái Lan, UAE và Hồng Kông, thúc đẩy thanh toán trực tiếp giữa các quốc gia mà không cần thông qua USD.

Tiền điện tử như Bitcoin:

Năm 2024, Nga đã khai thác hơn 53.000 Bitcoin, trị giá khoảng 3,5 tỷ USD, nhằm sử dụng trong các giao dịch quốc tế và giảm thiểu tác động từ các lệnh trừng phạt. Mặt khác, Nga đang tiến hành hợp pháp hóa và quy định việc sử dụng tiền điện tử trong thanh toán quốc tế, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp thực hiện giao dịch mà không cần thông qua USD.

Iran đã phát triển tiền điện tử dựa trên đồng Rial từ năm 2018, sử dụng trong các giao dịch xuất nhập khẩu để vượt qua các lệnh trừng phạt và hạn chế của hệ thống tài chính quốc tế.

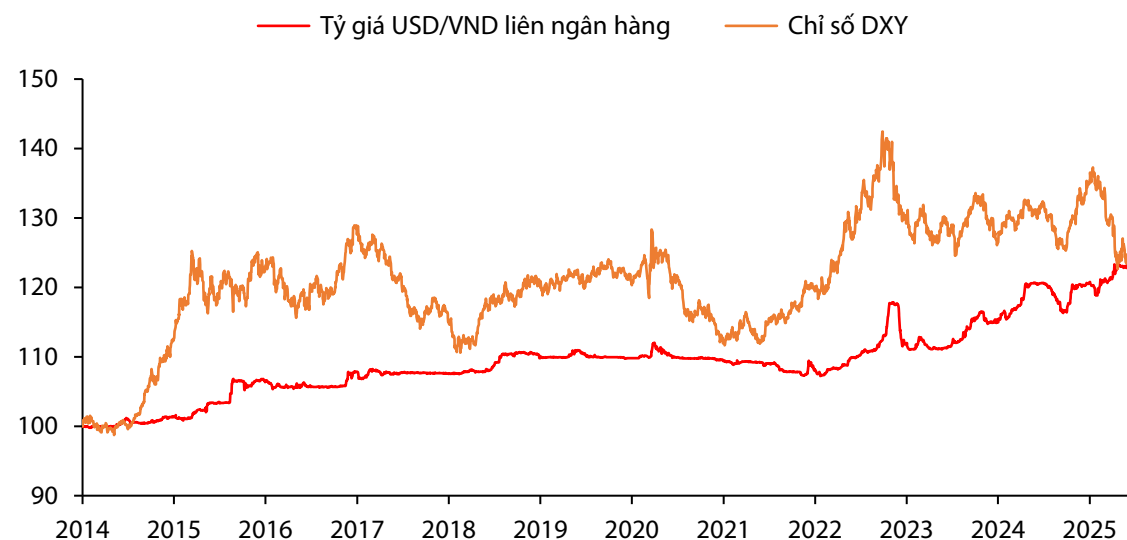
Trung Quốc đã thực hiện thí điểm trên quy mô lớn, đạt tổng giá trị giao dịch gần 7 nghìn tỷ Nhân dân tệ (tương đương 987 tỷ USD) vào năm 2024.

- Tiền điện tử như Bitcoin có sự biến động lớn về giá, gây khó khăn trong việc sử dụng làm phương tiện thanh toán ổn định. Nhiều quốc gia chưa có quy định rõ ràng về việc sử dụng tiền điện tử, dẫn đến rủi ro pháp lý cho các bên tham gia. Hơn nữa, việc triển khai và quản lý tiền điện tử đòi hỏi hạ tầng công nghệ cao và bảo mật, đặt ra thách thức cho nhiều quốc gia.

Tiền điện tử

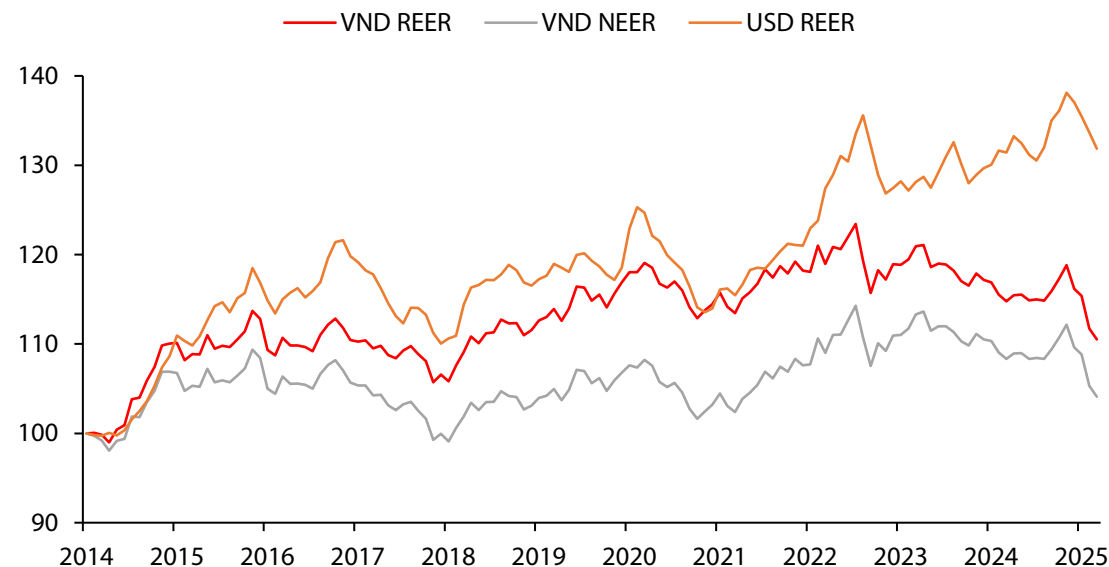
- **Tiền đồng thường có áp lực mất giá trong chu kỳ USD tăng giá, ổn định hoặc tăng giá nhẹ trong chu kỳ giảm giá của USD.** Trong năm 2025, mặc dù chỉ số DXY giảm nhưng tiền đồng vẫn chịu áp lực mất giá nhưng vẫn trong biên độ kiểm soát của NHNN.
- Xét ở góc độ tỷ giá hiệu lực thực, tiền đồng đã mất giá đáng kể so với xu hướng giảm giá của đồng USD từ nửa cuối năm 2022 trở lại đây. Điều này hàm ý **áp lực mất giá của tiền đồng trong chu kỳ giảm giá của đồng USD (nếu có) cũng sẽ ở mức vừa phải trừ phi xảy ra các cú sốc nội sinh** (ví dụ như sự kiện SCB năm 2022) **hoặc ngoại sinh** (ví dụ như Việt Nam bị áp thuế cao hơn kỳ vọng dẫn đến sự dịch chuyển dòng vốn đầu tư).
- Ở các kênh truyền dẫn của đồng USD mạnh đối với các yếu tố vĩ mô Việt Nam, chúng tôi nhận thấy **đồng USD có thể là tác nhân tích cực đến cán cân thương mại**. Mặc dù đồng USD mạnh tác động tiêu cực đến lạm phát, áp lực trả nợ ngoại tệ và dòng vốn đầu tư của Việt Nam, chúng tôi nhận thấy các **rủi ro lạm phát hay áp lực trả nợ ngoại tệ đang được kiểm soát khá tốt** trong các năm trở lại đây. Trái lại, **áp lực rút vốn ròng của NĐT nước ngoài có xu hướng tăng lên**.
- Dữ liệu quá khứ cho thấy trong những giai đoạn tiền đồng mất giá mạnh và thiếu sự chuẩn bị về mặt tâm lý sẽ dẫn đến tác động tiêu cực đến chỉ số VNIndex (như năm 2011 và 2022), trong khi đó, tiền đồng tăng/giảm trong biên độ hẹp hoặc được dự báo trước thường là yếu tố tích cực đối với VNIndex.
- Hiện tại, chúng tôi cho rằng **biên độ tỷ giá rộng hơn so với trước (+/-5%) và việc NHNN chấp nhận để tiền đồng mất giá có kiểm soát sẽ là chỉ dẫn tốt đối với tâm lý nhà đầu tư**. Trừ phi xảy ra cú sốc về tỷ giá khiến NĐT không lường trước thì khi đó tỷ giá mới là tác nhân tiêu cực ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán.
- Doanh thu ngoại tệ chỉ chiếm khoảng 6-7% tổng doanh thu của VNIndex, chỉ có khoảng 52/318 doanh nghiệp thuộc chỉ số VNIndex có rủi ro liên quan đến tỷ giá thường xuyên và đáng kể. Điều này cho thấy **tỷ giá ảnh hưởng đến các yếu tố vĩ mô nhiều hơn ở khía cạnh cơ bản và tác động đến thị trường chứng khoán nhiều hơn ở khía cạnh tâm lý**.
- Đánh giá sơ lược chưa đầy đủ và toàn diện về độ nhạy tỷ giá với diễn biến giá của nhóm doanh nghiệp thường xuyên phát sinh lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá, chúng tôi nhận thấy **tiền đồng mất giá có tương quan dương với nhóm ngành công nghệ phần mềm, vận tải và ngân hàng, trong khi tương quan âm với bất động sản, y tế và tiện ích**. Tương quan với nhóm ngành công nghệ phần mềm, vận tải và tiện ích có thể được giải thích một phần bởi yếu tố cơ bản, trong khi các ngành còn lại thì chúng tôi không có bằng chứng/số liệu đủ thuyết phục.

Hình 35: Tỷ giá USDVND liên ngân hàng và chỉ số DXY (2014 = 100)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 36: Tỷ giá có hiệu lực thực và danh nghĩa của VND (2014 = 100)

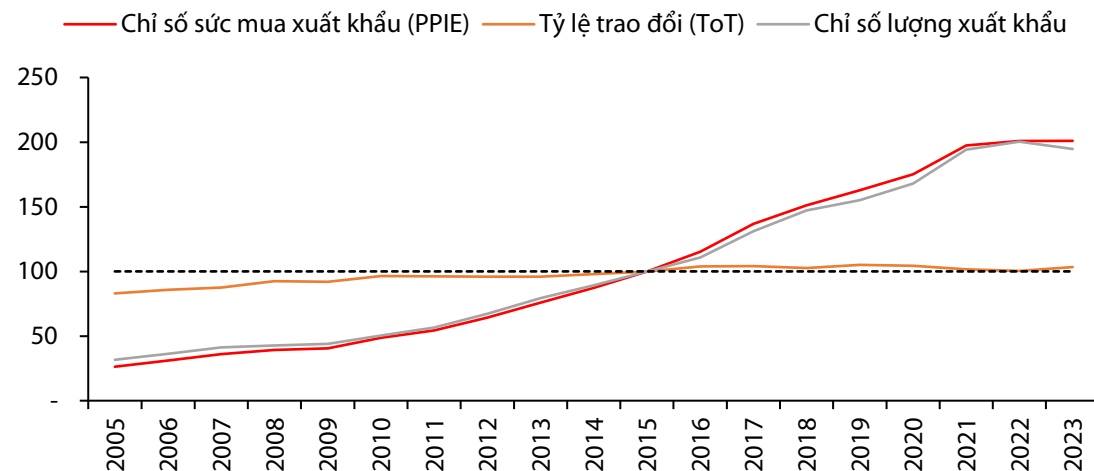


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Chỉ số DXY¹ trải qua nhiều đợt lên/xuống từ năm 2014 đến nay, hình 35 cho thấy chỉ số DXY tăng giá thường tạo áp lực mất giá đối với tiền đồng. Trái lại, chỉ số DXY giảm thì tiền đồng có thể ổn định hoặc tăng giá nhẹ. Trong năm 2025, **mặc dù chỉ số DXY giảm nhưng tiền đồng vẫn chịu áp lực mất giá nhưng vẫn trong biên độ kiểm soát của NHNN** ([xem thêm Phụ lục: Cơ chế điều hành tỷ giá của NHNN Việt Nam – trang 38](#)).
- Bên cạnh hai biến số là tỷ giá USDVND và chỉ số DXY được theo dõi thường xuyên, tỷ giá hiệu lực thực của tiền đồng (VND REER) có diễn biến khá tương đồng với tỷ giá hiệu lực thực của đồng USD (USD REER). Từ nửa cuối năm 2022 trở lại đây, **VND REER và USD REER có xu hướng tách rời nhiều hơn** phản ánh một thực tế là tiền đồng đã mất giá đáng kể so với xu hướng giảm giá của đồng USD. Ước tính tiền đồng đã mất giá gộp khoảng 15% trong 3 năm 2022-2025.

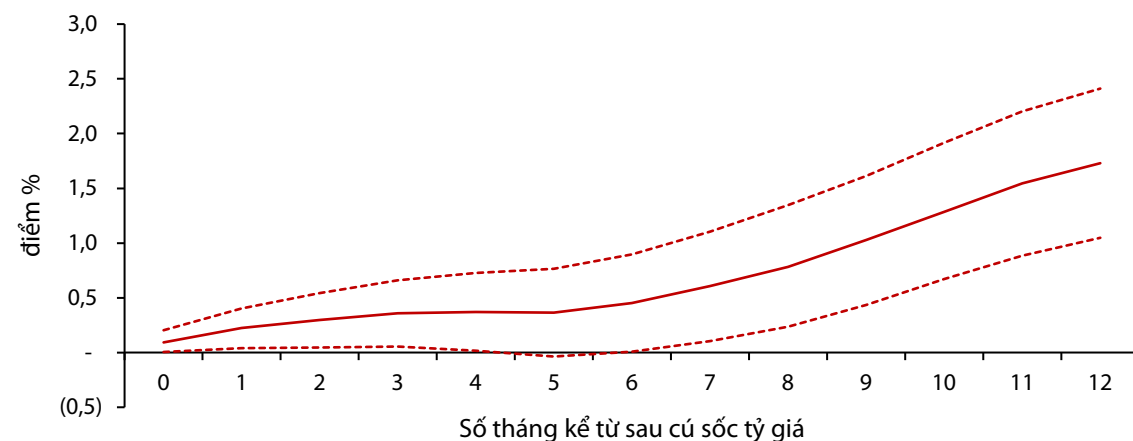
¹ Đo lường sức mạnh của đồng USD qua một rổ gồm 6 loại tiền tệ chính EUR, JPY, GBP, CAD, SEK và CHF với tỷ trọng tương ứng là 57,6%, 13,6%, 11,9%, 9,1%, 4,2% và 3,6%.

Hình 37: Thay đổi lượng xuất khẩu, ToT và PPIE của Việt Nam



Nguồn: UNCTAD, CTCK Rồng Việt

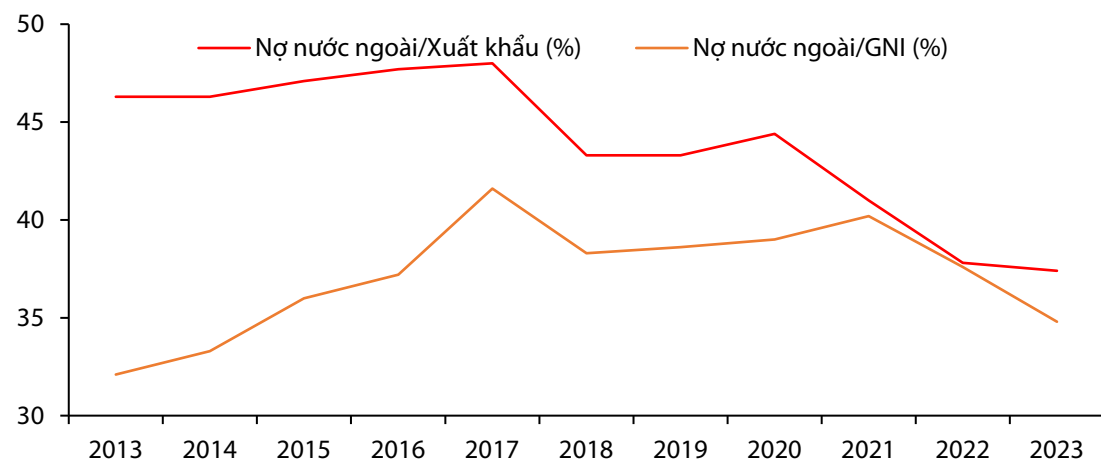
Hình 38: Tác động của việc tiền đồng mất giá 10% lên lạm phát



Nguồn: IMF (2023), CTCK Rồng Việt, đường nét đứt: khoảng tin cậy 95% của ước lượng

- Trong giai đoạn 2005-23, tỷ lệ trao đổi (ToT) giữa giá xuất khẩu và giá nhập khẩu của Việt Nam không thay đổi đáng kể, trong khi sản lượng xuất khẩu của Việt Nam tăng mạnh. Điều này cho thấy **sự mất giá của tiền đồng so với USD có thể là một trong những nhân tố tác động tích cực đến xuất khẩu và cán cân thương mại của Việt Nam.**
- Theo ước tính của IMF, khi **tiền đồng mất giá 10% sẽ làm lạm phát tăng thêm 1,7 điểm % trong vòng 12 tháng tiếp theo.** Trong giai đoạn 2022-25, tiền đồng mất giá 15% trong khi chỉ số CPI của Việt Nam tăng khoảng 10,4%, lạm phát bình quân mỗi năm là 3,3%, thấp hơn mục tiêu của Chính phủ.

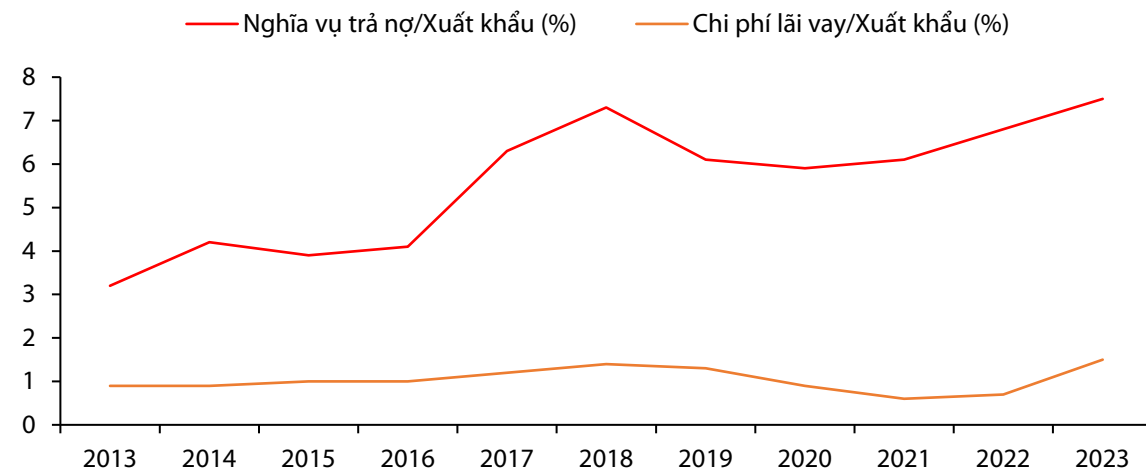
Hình 39: Nợ nước ngoài của Việt Nam



Nguồn: WB, CTCK Rồng Việt

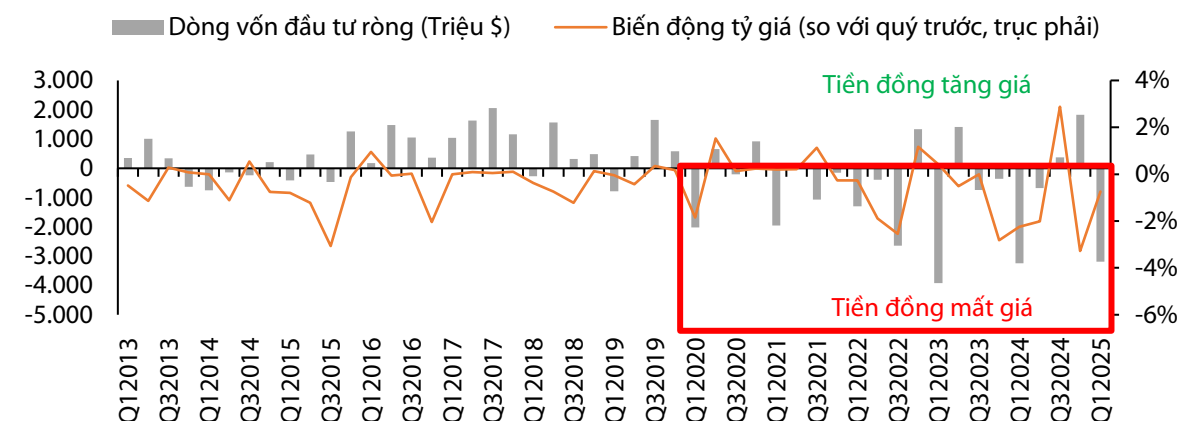
- **Quy mô nợ nước ngoài của Việt Nam giảm dần** từ năm 2017 đến nay. Tuy nhiên, **nghĩa vụ trả nợ và chi phí nợ vay có xu hướng tăng trở lại trong năm 2023**, phản ánh áp lực tỷ giá lên nợ nước ngoài của Việt Nam.
- **Áp lực rút vốn ròng của dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp tăng dần kể từ năm 2020 với tần suất dày hơn và quy mô lớn hơn.** Diễn biến này thường đi cùng với áp lực mất giá mạnh của tiền đồng.

Hình 40: Nghĩa vụ trả nợ và chi phí lãi vay nước ngoài



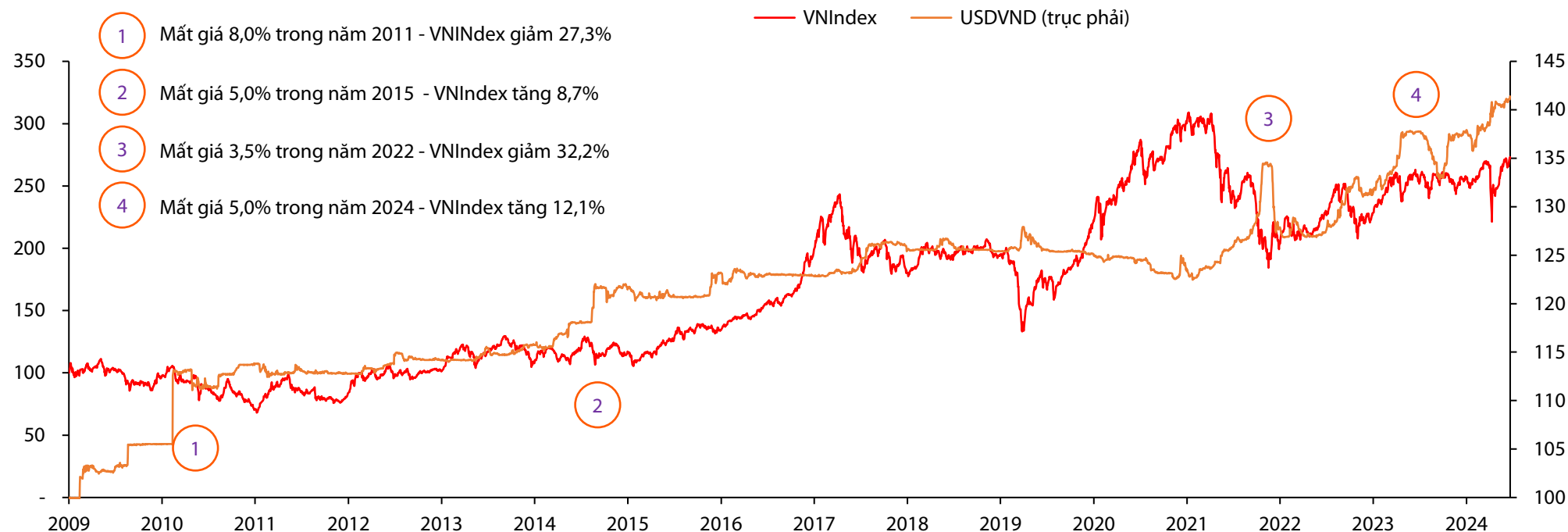
Nguồn: WB, CTCK Rồng Việt

Hình 41: Dòng vốn đầu tư ròng



Nguồn: NHNN, VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 42: Tương quan giữa VNIndex và tỷ giá USDVND



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Dữ liệu quá khứ cho thấy trong những giai đoạn **tiền đồng mất giá mạnh và thiếu sự chuẩn bị về mặt tâm lý** sẽ dẫn đến tác động tiêu cực đến **chỉ số VNIndex** (như năm 2011 và 2022), trong khi đó, **tiền đồng tăng/giảm trong biên độ hẹp hoặc được dự báo trước** thường là yếu tố tích cực đối với VNIndex.
- Hiện tại, chúng tôi cho rằng **biên độ tỷ giá rộng hơn so với trước (+/-5%) và việc NHNN chấp nhận để tiền đồng mất giá có kiểm soát** sẽ là **chỉ dẫn tốt đối với tâm lý nhà đầu tư**. Trừ phi xảy ra cú sốc về tỷ giá khiến NGT không lường trước thì khi đó tỷ giá mới là tác nhân tiêu cực ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán.

Hình 43: Hệ số tương quan của ngành với tỷ giá¹ – Một số DN thường ghi nhận chênh lệch tỷ giá²
(Xem thêm đánh giá chi tiết ở Slide 36)

Ngành	Tương quan	CLTG > 0	CLTG < 0
Bất động sản		-0,7	NVL, VIC
Y Tế		-0,5	VMD
Tiện ích		-0,5	GAS
F&B và Thuốc Lá		-0,4	MSN, PAN, VHC
Nguyên Vật Liệu		-0,2	DGC, HSG, AAA
Hàng tiêu dùng thiết yếu		0,1	MSH
Năng lượng		0,3	PLX, PVT
Phân phối & bán lẻ tiêu dùng lâu bền		0,3	MWG
Công nghệ phần cứng		0,4	DGW
Dịch vụ tài chính		0,4	VND, VCI
Hàng hóa tư liệu sản xuất		0,4	VPD
Ngân hàng		0,7	MSB, VCB, EIB
Vận tải		0,7	VJC
Công nghệ phần mềm		0,8	FPT

Nguồn: CTCK Rồng Việt

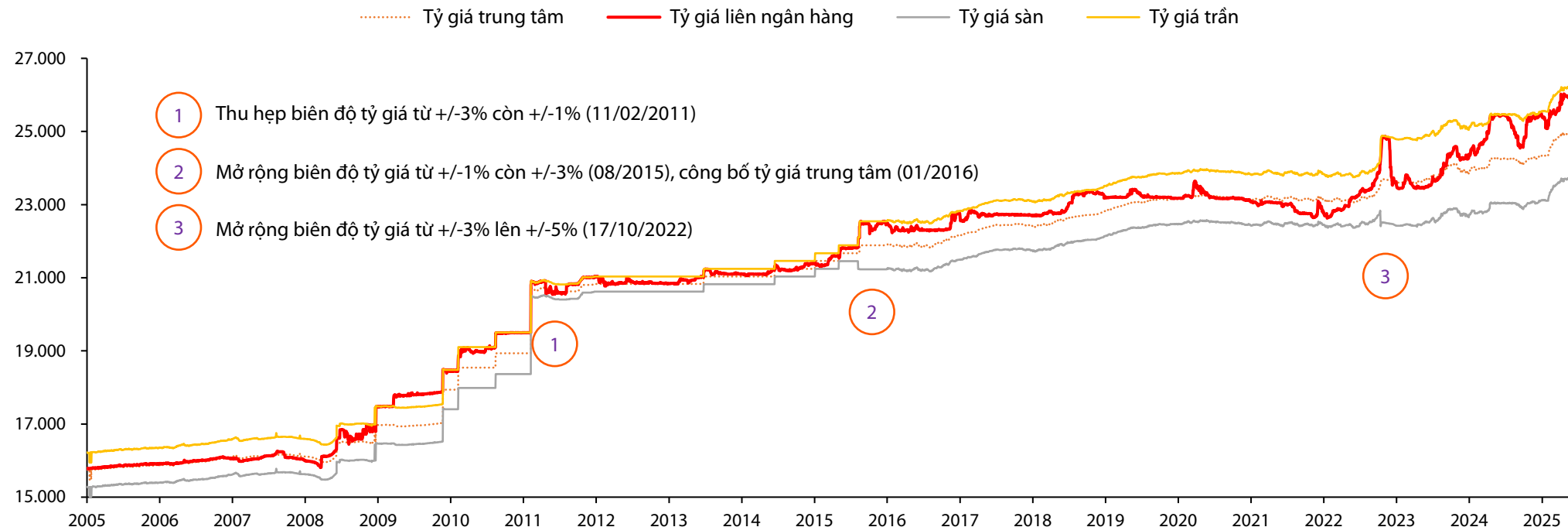
¹ Chúng tôi lọc ra các cổ phiếu có ghi nhận lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn 2020-2024 dựa trên tỷ lệ lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá/doanh thu, tính lại chỉ số ngành dựa trên nhóm chỉ số này từ đó tính hệ số tương quan với tỷ giá USD/VND, năm 2020 là năm gốc.

² Các doanh nghiệp có quy mô và tần suất ghi nhận lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá nhiều trong nhóm cổ phiếu đã lọc trong giai đoạn 2020-2024.

- **Ngành công nghệ phần mềm với đại diện là FPT có tương quan dương và cao nhất với tỷ giá;** doanh thu nước ngoài trung bình của FPT trong giai đoạn 2022-2024 là 46% nhờ mảng xuất khẩu phần mềm.
- **Ngành vận tải có tương quan dương với tỷ giá với đại diện là VJC và GMD.**
 - VJC thường xuyên ghi nhận lãi CLTG có thể nhờ doanh thu từ mảng vận chuyển quốc tế và hoạt động bán & cho thuê lại máy bay (Sales & Lease back); tỷ lệ nợ vay bằng USD chỉ chiếm khoảng 12% tổng nợ của VJC tại thời điểm cuối năm 2024.
 - GMD không vay nợ bằng USD, các khoản ngoại tệ phát sinh đều liên quan đến hoạt động thu tiền hãng tàu, đồng thời doanh nghiệp cũng có phòng ngừa rủi ro tỷ giá nên tác động của tiền đồng mất giá lên doanh nghiệp này là không đáng kể.
- Mặc dù **ngân hàng/BĐS có tương quan cao tỷ giá, tuy nhiên, chúng tôi không tìm thấy có nhiều bằng chứng thuyết phục** từ hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp cho thấy việc tiền đồng mất giá mang lại tác động tích cực/tiêu cực cho doanh nghiệp trong hai ngành này.
- Chúng tôi **không tìm thấy bằng chứng thuyết phục nào cho mối tương quan âm giữa ngành y tế với tỷ giá.**
- **Tương quan âm giữa ngành tiện ích và tỷ giá có thể đến từ nợ vay ngoại tệ (POW, PVG),** trong khi GAS thường xuyên ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá do doanh thu/chi phí được tính theo USD.
- Đáng chú ý, **tương quan của nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu với đại diện là ngành dệt may gần như không có tương quan với tỷ giá,** có thể nhờ hoạt động phòng ngừa rủi ro tỷ giá của các doanh nghiệp này.

ĐẶC QUYỀN	DIỄN GIẢI
Khả năng tài trợ thâm hụt dễ dàng	Với vị thế là đồng tiền dự trữ chính của thế giới, Mỹ có thể phát hành nợ bằng USD để tài trợ cho thâm hụt ngân sách mà không phải lo lắng về rủi ro tỷ giá hoặc thiếu người mua. Điều này cho phép Mỹ vay nợ với chi phí thấp và duy trì mức chi tiêu cao.
Mất cân đối thương mại	Mỹ liên tục thâm hụt thương mại dẫn đến việc các quốc gia khác, đặc biệt là Trung Quốc và Nhật Bản, tích lũy lượng lớn dự trữ USD đã tạo ra sự phụ thuộc lẫn nhau, khi các nước này cần thị trường Mỹ cho xuất khẩu, trong khi Mỹ cần nguồn tài chính từ họ để tài trợ thâm hụt.
Biến động tỷ giá và lãi suất	Mỹ phát hành nợ quá mức có thể dẫn đến lạm phát và tăng lãi suất, gây áp lực lên các nền kinh tế khác, đặc biệt là các thị trường mới nổi với nợ bằng USD cao.
Rủi ro hệ thống tài chính	Sự phụ thuộc vào USD khiến hệ thống tài chính toàn cầu dễ bị tổn thương trước các biến động kinh tế và chính trị tại Mỹ.
USD là công cụ trừng phạt	Mỹ đóng băng 5 tỷ USD tài sản bằng đô la Mỹ của ngân hàng trung ương Nga để ngăn quốc gia này sử dụng đồng tiền toàn cầu làm dự trữ ngoại hối để hỗ trợ đồng Rúp Nga (Maizland & Berman, 2024). Hơn nữa, khoảng 350 tỷ USD dự trữ ngoại tệ của Nga, chiếm một nửa tổng dự trữ đã bị đóng băng (British Broadcasting Corporation, 2024).
	Các ngân hàng lớn của Nga đã bị cấm và bị xóa khỏi hệ thống của Hiệp hội Viễn thông Tài chính Liên ngân hàng Toàn cầu (SWIFT), nơi chịu trách nhiệm cho hầu hết các giao dịch chuyển tiền và chứng khoán quốc tế (Seth, 2023).
	Mỹ đã bắt đầu lệnh cấm hoàn toàn việc nhập khẩu dầu thô và than đá của Nga kể từ 03/2022, tiếp tục khuyến khích các quốc gia lớn khác trong nền kinh tế toàn cầu như Liên minh Châu Âu cấm nhập khẩu dầu thô qua đường biển từ Nga. Mặt khác, Mỹ cùng với các đồng minh G7 đã áp dụng mức giá trần đối với dầu thô của Nga để hạn chế doanh thu mà Nga có thể tạo ra từ xuất khẩu năng lượng.
	Bộ Thương mại Mỹ đã tiếp tục hạn chế xuất khẩu các sản phẩm công nghệ cao, bao gồm thiết bị máy bay và chất bán dẫn, để hạn chế năng lực quân sự của Nga. Hơn nữa, một số quốc gia phương Tây đã cấm xuất khẩu công nghệ có thể hỗ trợ sản xuất vũ khí. ➤ Bộ Tài chính Mỹ ước tính các lệnh trừng phạt đã cản trở sự mở rộng kinh tế của Nga 5% trong hai năm qua (British Broadcasting Corporation, 2024).

Hình 44: Diễn biến điều hành tỷ giá USDVND



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

- **Cơ chế tỷ giá hối đoái ở Việt Nam là cơ chế thả nổi có kiểm soát.**
- NHNN công bố tỷ giá trung tâm dựa trên cơ sở tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu chính sách tiền tệ.
- Đồng thời, NHNN cũng điều chỉnh biên độ tỷ giá tùy thuộc vào biến động tỷ giá trong từng giai đoạn, thường là khi có áp lực mất giá tiền đồng. Biên độ tỷ giá hiện tại là +/-5%. Ngoài ra, NHNN cũng can thiệp điều tiết tỷ giá bằng việc sử dụng dự trữ ngoại tệ qua giao dịch giao ngay và kỳ hạn.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE