

Vững vàng trước những cơn gió ngược

- Tăng trưởng GDP tăng mạnh lên mức 7.96% trong Q2, và 7.52% trong 6T25. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP 2025 sẽ đạt 7.9%-8.1% nhờ đẩy mạnh vốn đầu tư công và đầu tư tư nhân.
- Hoạt động thương mại diễn ra sôi động trong tháng 6, tuy nhiên chỉ số PMI giảm về mức 48.9 khi số lượng đơn hàng xuất khẩu mới giảm mạnh.
- Việt Nam đạt thỏa thuận thuế quan với Mỹ với mức thuế suất 20% cho hàng hóa Việt Nam và 40% cho hàng hóa trung chuyển (có hiệu lực từ 1/8/2025).

Tăng trưởng GDP nửa đầu năm 2025 đạt mức cao nhất trong gần 2 thập kỷ

Bất chấp tình hình thế giới bất ổn, nền kinh tế Việt Nam vẫn vững vàng với tăng trưởng GDP Q2 ước tính tăng 7.52% svck. Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.9% svck (đóng góp 5.2% vào mức tăng trưởng của GDP); khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 9% svck (đóng góp 43.6%); khu vực dịch vụ tăng 8.5% svck (đóng góp 51.2%). Kết quả ấn tượng trong Q2 cùng với GDP Q1 được điều chỉnh tăng lên mức 7.05% đã giúp tăng trưởng GDP trong nửa đầu năm đạt mức 7.52% - mức cao nhất trong gần 2 thập kỷ.

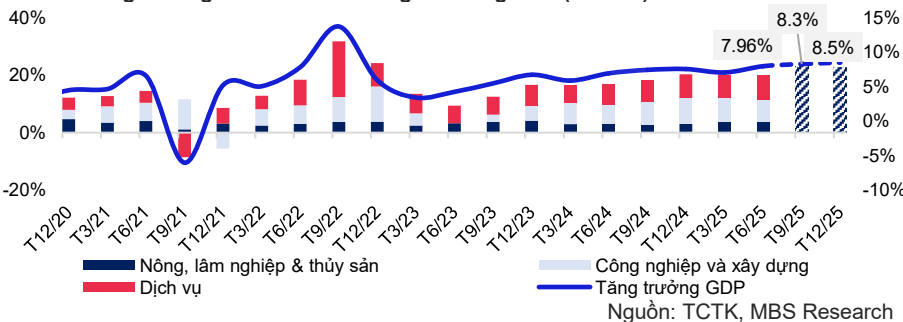
Hoạt động thương mại tiếp tục diễn ra sôi động, tuy nhiên khó khăn vẫn chưa qua đối với ngành sản xuất

Kim ngạch xuất khẩu trong tháng 6 tăng 16.3% svck, trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng 20.2% svck. Trong 6T25, xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt tăng 14.4% và 17.9%, đưa thặng dư thương mại lên mức 7.63 tỷ USD. Tốc độ phát triển sản xuất công nghiệp tiếp tục giữ đà tăng trưởng ổn định với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 6 tăng 10.8% svck. Tuy nhiên, chỉ số PMI đã giảm về mức 48.9 khi số lượng đơn hàng xuất khẩu mới giảm tháng thứ 8 liên tiếp, và với tốc độ giảm mạnh nhất trong 2 năm trở lại đây.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP 2025 ở mức 7.9% - 8.1%

Ngày 3/7, Việt Nam trở thành quốc gia Đông Nam Á đầu tiên đạt được thỏa thuận thuế quan với Mỹ với mức thuế suất 20% cho hàng hóa Việt Nam và 40% cho hàng hóa trung chuyển, có hiệu từ ngày 1/8/2025. Tuy đây là tín hiệu tích cực khi mức thuế này thấp hơn hầu hết mức thuế áp lên các nước xuất khẩu cạnh tranh với Việt Nam, chúng tôi cho rằng tăng trưởng xuất khẩu sẽ chậm lại trong 6T cuối năm do nhu cầu của các doanh nghiệp giảm sau khi đã đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trong thời gian hoãn thuế. Ngoài ra, các nhà nhập khẩu cũng sẽ cần thêm thời gian để chờ thêm thông tin về định nghĩa cụ thể của các loại hàng hóa, đặc biệt là quy định về nguồn gốc xuất xứ cho “hàng hóa trung chuyển”. Tuy nhiên, việc hoạt động xuất khẩu chậm lại được kỳ vọng sẽ được bù đắp bởi chính sách tài khóa nới lỏng, lãi suất thấp sẽ hỗ trợ cho tiêu dùng nội địa phục hồi. Ngoài ra, tốc độ giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng tốc đến cuối năm, qua đó là yếu tố quan trọng đóng góp vào tăng trưởng GDP. Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP 2025 ở mức 7.9% - 8.1%.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng năm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đinh Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

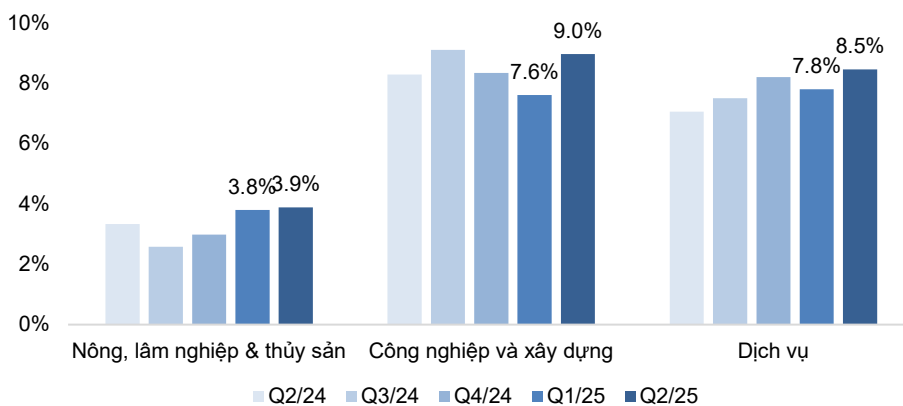
## Vững vàng trước những cơn gió ngược

### Tăng trưởng GDP trong 6T25 đạt mức cao nhất trong gần 2 thập kỷ

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q2/25 ước tính tăng 7.96% svck – chỉ thấp hơn mức tăng 8.6% của Q2/22 trong giai đoạn 2020 – 2025. Kết quả tăng trưởng này đã vượt mục tiêu đặt ra cho Q2/25 là 7% của kịch bản tăng trưởng cả năm 6.5 - 7%. Tuy nhiên, vẫn thấp hơn so mục tiêu của kịch bản tăng trưởng năm 2025 đạt 8% (trong đó, mục tiêu tăng trưởng của Q2/25 là 8.2%).

Trong Q2, khu vực công nghiệp và xây dựng có mức tăng trưởng cao nhất trong ba khu vực khi tăng 9% svck, đóng góp 43.6% vào mức tăng trưởng chung của toàn nền kinh tế. Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng chính của khu vực này với mức tăng 10.8% svck. Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.9% svck, đóng góp 5.2%. Trong khi đó, khu vực dịch vụ tăng 8.5% svck, đóng góp 51.2%. Trong đó, một số ngành có mức tăng trưởng ổn định như: hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ (+16.4% svck); giáo dục và đào tạo (+11.5% svck); dịch vụ lưu trú và ăn uống (+10.7% svck).

Hình 2: Tăng trưởng GDP các thành phần kinh tế theo quý (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

### Tín hiệu tích cực ban đầu về thỏa thuận thuế quan với Mỹ

Ngày 3/7, Việt Nam trở thành quốc gia Đông Nam Á đầu tiên đạt được thỏa thuận thuế quan với Mỹ với mức thuế suất 20% cho hàng hóa Việt Nam và 40% cho hàng hóa trung chuyển, có hiệu từ ngày 1/8/2025. Mức thuế suất này cơ bản thấp hơn so với mức được công bố vào ngày 2/4, đồng thời đây là tín hiệu tích khi các nước xuất khẩu cạnh tranh với Việt Nam hiện đều có mức thuế cao hơn (Hình 3). Ngược lại, Việt Nam sẽ giảm thuế về 0% cho hầu hết các mặt hàng nhập từ Mỹ. Tuy nhiên, đây mới chỉ là những tín hiệu tích cực ban đầu, đi kèm theo đó vẫn còn những rủi ro nhất định đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam khi các quy định cụ thể về hàng hóa thế nào được coi là “hàng hóa trung chuyển” và “hàng xuất khẩu từ Việt Nam” vẫn chưa được công bố. Theo đó, sẽ cần thêm thời gian và thông tin để xác định được mức độ ảnh hưởng của thuế quan lên kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ.

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng xuất khẩu sẽ chậm lại trong 6T cuối năm do: (1) Nhu cầu của các doanh nghiệp giảm sau khi đã đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trong thời gian hoãn thuế; (2) Các doanh nghiệp cần thời gian để có định nghĩa cụ thể về các loại hàng hóa, chẳng hạn như quy định về nguồn gốc xuất xứ cho “hàng hóa trung chuyển”. Tuy nhiên, về mặt tích cực, đây cũng sẽ là động lực để các doanh nghiệp Việt Nam gia tăng tỷ lệ nội địa hóa nguồn cung ứng linh kiện và

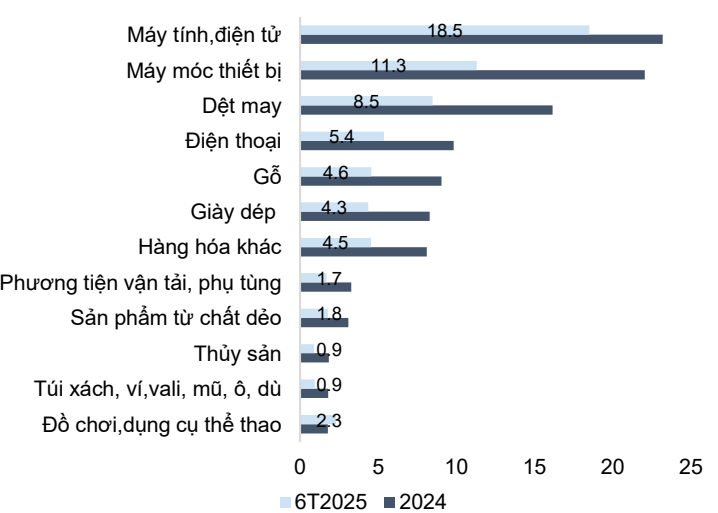
nguyên liệu, thúc đẩy ngành công nghiệp phụ trợ trong nước phát triển, và tham gia sâu vào chuỗi cung ứng. Ở chiều ngược lại, chúng tôi cho rằng, với việc giảm thuế 0% và tăng cường nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ nhằm thu hẹp thặng dư thương mại Việt–Mỹ, sẽ là yếu tố gây gia tăng áp lực lên tỷ giá USD/VND trong thời gian tới.

Hình 3: Cập nhật mức thuế suất áp dụng cho các nước cạnh tranh xuất khẩu với Việt Nam đến ngày 25/7

| Quốc gia    | Thị phần NK vào Mỹ 2024 | Thuế suất công bố ngày 2/4 | Thuế suất cập nhật | Nhận định                                                                                                                     |
|-------------|-------------------------|----------------------------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| China       | 13.4%                   | 55%                        |                    | Là đối tác cạnh tranh với Việt Nam các mặt hàng chính như đồ gỗ, dệt may, hóa chất, xe ô tô, điện tử,...                      |
| Nhật bản    | 4.5%                    | 24%                        | 15%                |                                                                                                                               |
| Vietnam     | 4.2%                    | 46%                        | 20%                |                                                                                                                               |
| Taiwan      | 3.6%                    | 32%                        |                    | Là đối tác cạnh tranh với Việt Nam các mặt hàng như điện tử                                                                   |
| India       | 2.7%                    | 27%                        |                    | Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI                                                                                             |
| Thailand    | 1.9%                    | 37%                        | 36%                | Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực đồng thời cạnh tranh xuất khẩu các mặt hàng nông nghiệp như cao su, đường,... |
| Malaysia    | 1.6%                    | 24%                        | 25%                | Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực                                                                               |
| Brazil      | 1.3%                    | 10%                        | 50%                | Là đối tác cạnh tranh với Việt Nam các mặt hàng nông nghiệp như: cao su, cà phê, đường                                        |
| Indonesia   | <1%                     | 32%                        | 19%                | Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực, đồng thời cạnh tranh xuất khẩu các mặt hàng cao su, xe điện, kim loại, ...   |
| Philippines | <1%                     | 18%                        | 19%                | Là đối tác cạnh tranh thu hút FDI trong khu vực, đồng thời là cạnh tranh xuất khẩu linh kiện điện tử, máy móc,...             |
| Cambodia    | <1%                     | 49%                        | 36%                | Cạnh tranh các mặt hàng may mặc, da giày                                                                                      |
| Bangladesh  | <1%                     | 37%                        | 35%                |                                                                                                                               |
| Pakistan    | <1%                     | 30%                        |                    |                                                                                                                               |
| Sri Lanka   | <1%                     | 44%                        | 30%                |                                                                                                                               |
| Kazakhstan  | <1%                     | 27%                        | 25%                | Cạnh tranh xuất khẩu hóa chất                                                                                                 |

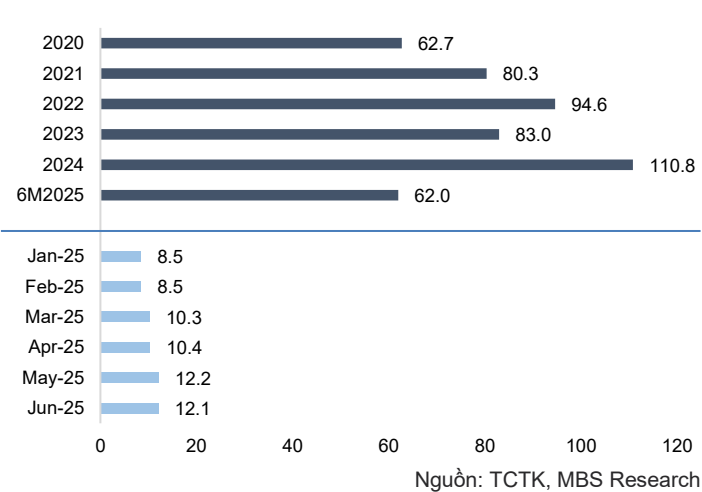
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 5: Các mặt hàng có giá trị xuất khẩu sang Mỹ lớn nhất, chiếm 91% giá trị xuất khẩu (Tỷ USD)



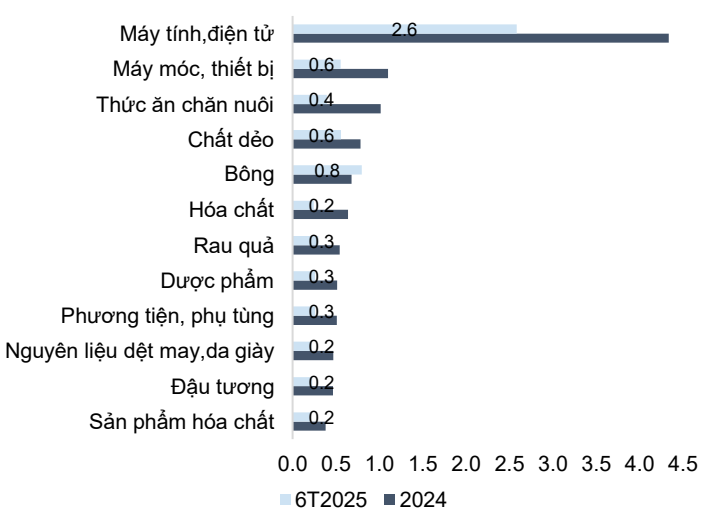
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 4: Thặng dư thương mại Việt – Mỹ nổi rộng trong Q2/25 do hoạt động xuất khẩu tăng mạnh trong thời gian hoãn thuế (Tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 6: Các mặt hàng có giá trị nhập khẩu từ Mỹ lớn nhất, chiếm 74% giá trị xuất khẩu (Tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

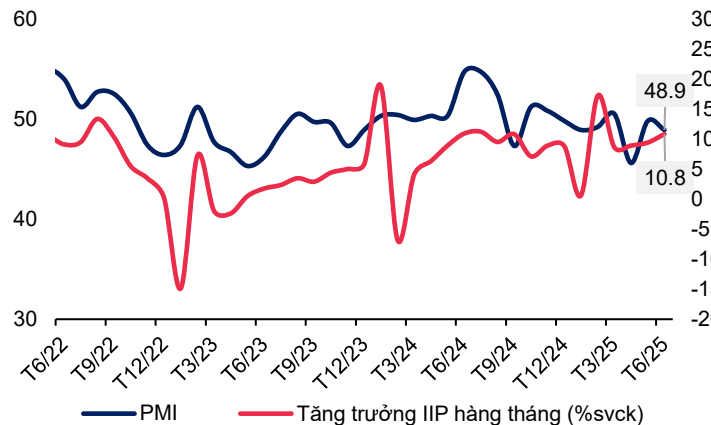
### Khó khăn vẫn chưa qua đối với ngành sản xuất

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 6 tăng 4.1% so với tháng trước và tăng 10.8% svck, với đóng góp lớn đến từ mức tăng trưởng 12.1% svck của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Trong đó, các ngành trọng điểm ghi nhận hoạt động sản xuất tăng trưởng mạnh trong tháng bao gồm: Sản xuất xe có động cơ(+34.9% svck), sản xuất sản phẩm từ khoáng phi kim loại khác (+23.9% svck), sản xuất kim loại (+18% svck). Trong 6T25, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 9.2% svck – đánh dấu mức tăng trưởng cao nhất trong 6 tháng đầu năm của các năm trong giai đoạn 2020 – 2025. Trong đó, ngành chế biến chế tạo đạt mức tăng trưởng 11.1%, cao hơn nhiều so với 8.5% của cùng kỳ năm 2024.

Tuy nhiên, ngành sản xuất dự kiến vẫn sẽ còn khá nhiều thử thách trong tương lai gần khi chỉ số PMI tiếp tục nằm dưới mức 50 điểm tháng thứ ba liên tiếp, đạt 48.9 điểm trong tháng 6 - thấp hơn so với 49.8 điểm trong tháng 5. Việc này diễn ra trong bối cảnh số lượng đơn hàng xuất khẩu mới giảm với tốc độ nhanh nhất trong hai

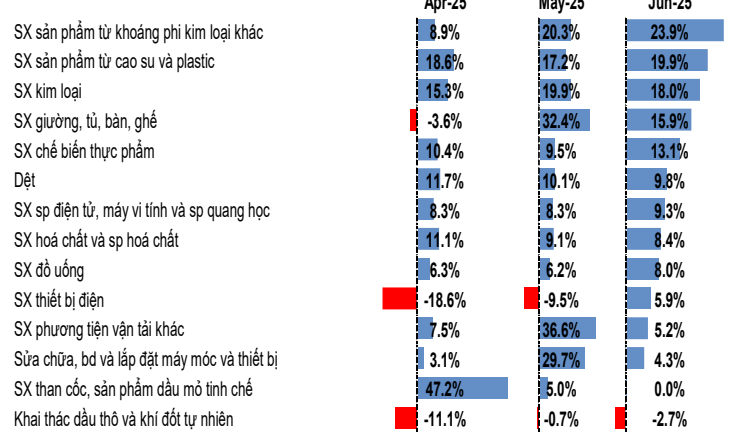
năm do ảnh hưởng thuế quan. Theo đó, sự sụt giảm này đã khiến số đơn hàng mới giảm tháng thứ ba liên tiếp, và khiến các công ty cắt giảm việc làm cũng như hoạt động mua hàng. Dù vậy, một điểm tích cực của khảo sát chỉ số PMI tháng này là các doanh nghiệp vẫn tiếp tục tăng sản lượng, nhưng điều này sẽ khó có thể duy trì mà không có sự cải thiện của nhu cầu. Nhìn chung, ngành sản xuất trong 6 tháng đầu năm khá trầm lắng khi có tới 5 trên 6 tháng chỉ số PMI ở dưới ngưỡng 50 điểm.

Hình 7: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 8: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

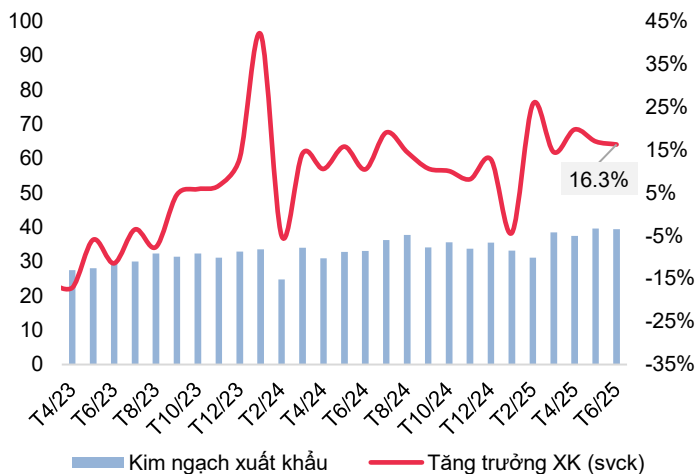
## Hoạt động xuất nhập khẩu duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số

Kim ngạch xuất khẩu tháng 6 đạt 39.5 tỷ USD (-0.3% so với tháng trước, +16.3% svck), được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+145.6% svck); xơ và sợi dệt (+73.4% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+40.9% svck). Động lực chính cho hoạt động xuất khẩu trong tháng 6 là thị trường Mỹ với kim ngạch xuất khẩu đạt 13.7 tỷ USD (+33% svck) – chiếm 35% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong kỳ trong bối cảnh các doanh nghiệp đẩy mạnh hoạt động mua hàng trong thời gian hoãn thuế 90 ngày. Theo đó, thặng dư thương mại của Việt - Mỹ đã tăng lên mức 12.1 tỷ USD trong tháng 6 (+33.4% svck).

Lũy kế 6T25, kim ngạch xuất khẩu đạt 219.83 tỷ USD (+14.4% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+103.4% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+40% svck); sản phẩm từ sắt thép (+31.6% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn như: sắt thép (-22.5% svck); chất dẻo nguyên liệu (-14% svck); máy ảnh, máy quay phim và linh kiện (-12.8% svck). Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 70.9 tỷ USD (+28.2% svck). Xuất khẩu sang EU tăng 10% svck, đạt 27.3 tỷ USD, trong khi kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 29.1 tỷ USD (+4.2% svck).

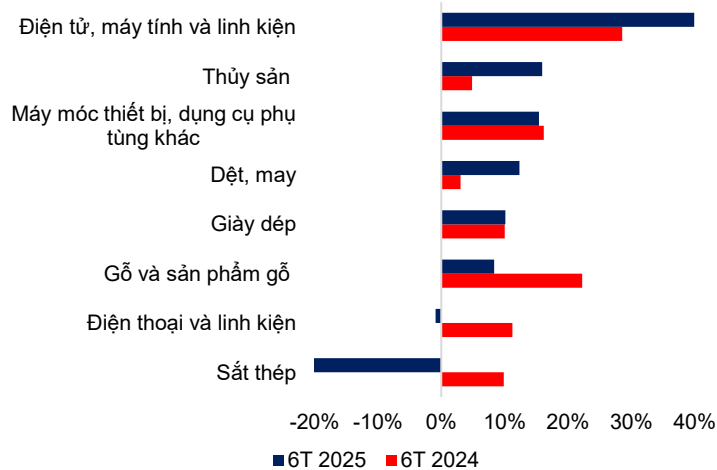
Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu giảm 6.1% so với tháng trước với giá trị ước đạt 36.7 tỷ USD (+20.2% svck) trong tháng 6, và lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 212.2 tỷ USD (+17.9% svck). Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta với kim ngạch ước đạt 84.7 tỷ USD (+26.4% svck). Ngoài ra, kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ cũng tăng trưởng mạnh ở mức 22.3% svck, đạt 8.9 tỷ USD. Trong 6 tháng đầu năm 2025, có 6 mặt hàng nhập khẩu với trị giá trên 5 tỷ USD (chiếm 56.8% tổng kim ngạch nhập khẩu) bao gồm: Điện tử, máy tính và linh kiện; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác; vải; chất dẻo; kim loại thường khác; và sắt thép.

Hình 9: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



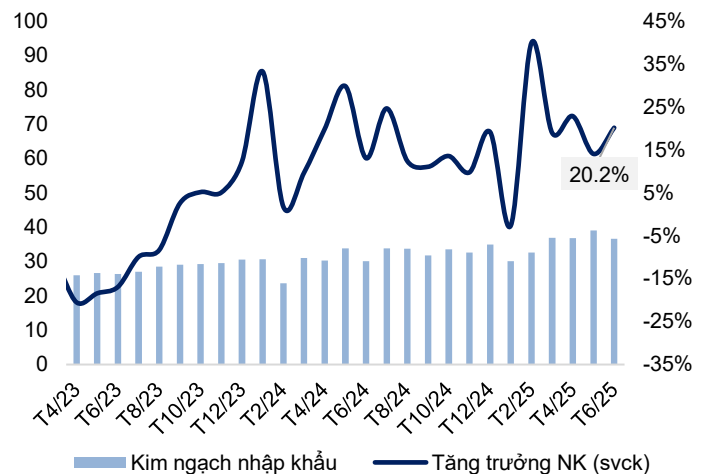
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 11: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%svck)



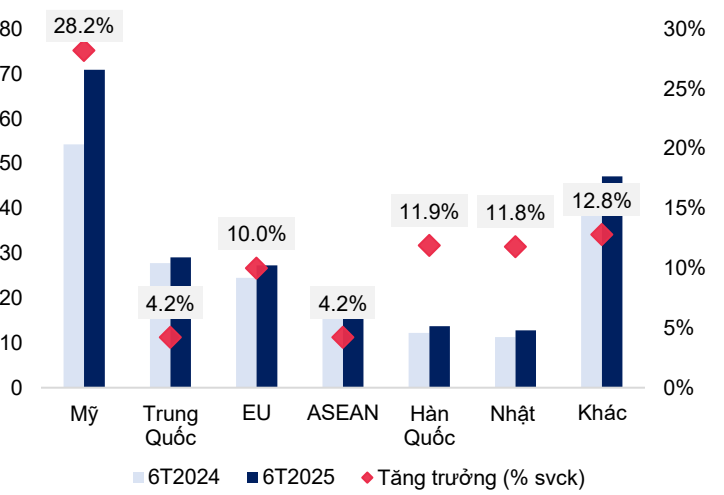
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 10: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 12: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 6T25 (Tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

**Chúng tôi ước tăng trưởng xuất khẩu trong năm nay sẽ ở mức 9% - 10%** do:

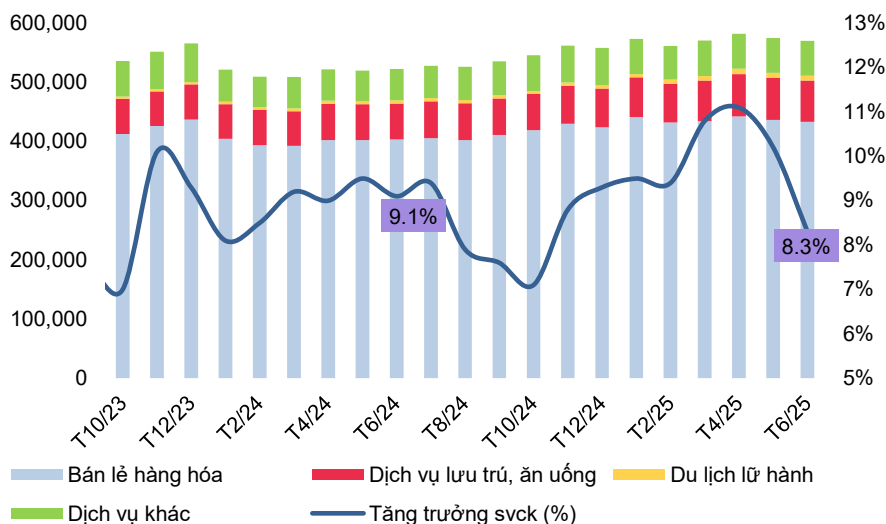
(1) Nhu cầu sẽ giảm sau khi các nhà nhập khẩu Mỹ đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trước hạn thuế quan vào đầu tháng 7. Trên thực tế, theo báo cáo PMI của S&P trong T6, đơn hàng xuất khẩu đã giảm liên tục trong 8 tháng liên tiếp. (2) Các nhà nhập khẩu cũng sẽ cần thêm thời gian để chờ thêm thông tin về định nghĩa cụ thể của các loại hàng hóa, đặc biệt là quy định về nguồn gốc xuất xứ cho “hàng hóa trung chuyển”.

Về phía nhập khẩu, hàng hóa từ Trung Quốc, chiếm 40% kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam sẽ chậm lại, do thắt chặt về xuất xứ nguồn gốc cũng như khả năng sẽ chịu mức thuế cao hơn. Tuy nhiên, điều này có thể được bù đắp bởi việc gia tăng nhập khẩu từ Mỹ (+22% svck trong 6T25) khi Việt Nam sẽ có xu hướng tăng nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ với thuế suất gần ~0% để thể hiện thiện chí trong việc thu hẹp thặng dư thương mại với quốc gia này. Dựa vào các yếu tố trên, **chúng tôi ước tính tăng trưởng nhập khẩu trong năm nay sẽ ở mức 15%**. Do đó, thặng dư thương mại trong năm nay sẽ dao động trong khoảng 4 - 8 tỷ USD, thấp hơn nhiều so với mức 24.8 tỷ USD của năm 2024. Do vậy, đây dự kiến sẽ là yếu tố gia tăng áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới.

## Đà phục hồi của tiêu dùng nội địa đã chứng lại

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đã kết thúc chuỗi 3 tháng tăng trưởng hai chữ số khi ghi nhận mức tăng 8.3% svck trong tháng 6. Trong 1H25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.3% svck (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7.2% svck) – cao hơn mức tăng trung bình 8.6% của năm ngoái - cho thấy tiêu dùng nội địa vẫn đang trên đà phục hồi. Tuy nhiên, mức tăng này vẫn thấp hơn mức trước đại dịch và dưới mục tiêu 12% của Chính phủ. Trong đó, du lịch vẫn là điểm sáng khi các chính sách thị thực thuận lợi, các chương trình quảng bá, xúc tiến du lịch được đẩy mạnh cùng với các hoạt động chào mừng các ngày lễ lớn của dân tộc đã thu hút khách quốc tế đến Việt Nam ngày càng tăng. Trong 6T25, Việt Nam đã thu hút gần 10.7 triệu lượt khách quốc tế, tăng 20.7% svck. Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng nội địa đến cuối năm sẽ cải thiện lên mức 9% - 9.5%: (1) Môi trường lãi suất thấp. (2) Hoạt động sản xuất tích cực trở lại khi tình hình thuế quan dần ổn định. (3) Chính sách giảm thuế VAT 2% sẽ được kéo dài đến hết năm 2026, đồng thời mở rộng thêm đối tượng được giảm thuế bao gồm: dịch vụ vận tải, logistic, hàng hóa, dịch vụ công nghệ thông tin.

**Hình 13: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Tỷ đồng)**



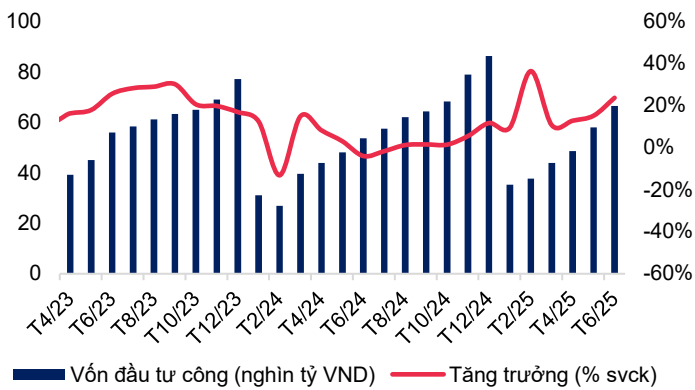
Nguồn: TCTK, MBS Research

## Giải ngân vốn FDI và đầu tư công giữ đà tăng trưởng tốt

Trong tháng 6, vốn đăng ký cấp mới tăng 41.9% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 8.9% svck. Lũy kế từ đầu năm, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 9.3 tỷ USD (-9.6% svck); vốn FDI thực hiện đạt 11.7 tỷ USD (+8.1% svck) – đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của sáu tháng trong 5 năm qua. Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo thu hút 9.56 tỷ USD (chiếm khoảng 81.6% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 932.2 triệu USD (chiếm khoảng 8%), và khoảng 444.7 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 3.8%). Theo đó, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam trong sáu tháng đầu năm nay đạt 21.52 tỷ USD (+32.6% svck).

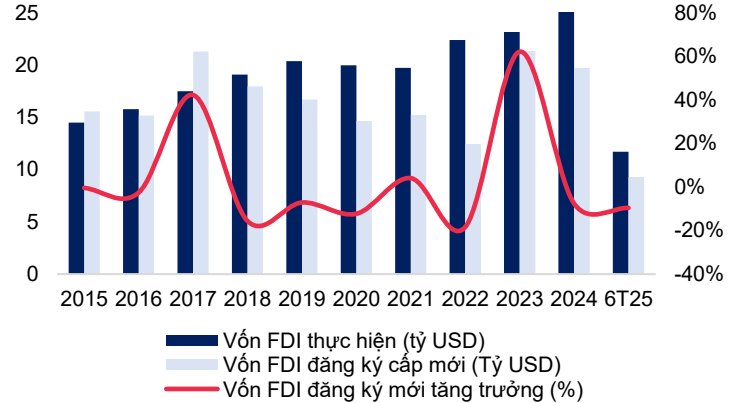
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 6 ước đạt 66.6 nghìn tỷ đồng, tăng 23.8% svck. Trong 6T25, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 291.1 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 31.7% kế hoạch năm và tăng 19.8% svck.

Hình 14: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 15: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: TCTK, MBS Research

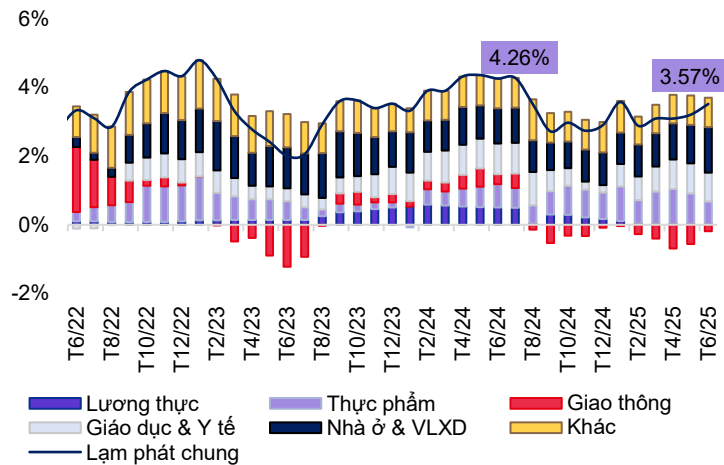
## Lạm phát tháng 6 tăng lên mức cao nhất trong năm tháng trở lại đây

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong tháng 6 tăng 0.48% so với tháng trước và tăng 3.57% svck – mức cao nhất kể từ T1/25, với áp lực chủ yếu đến từ: (1) Chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 7.2% svck, được thúc đẩy bởi mức tăng 6.5% svck của giá cát và đá trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung và giá điện tăng 8.5% svck do đợt điều chỉnh giá của EVN vào tháng 5. (2) Chỉ số giá nhóm thực phẩm tăng 3.2% svck, chủ yếu do giá thịt lợn tăng 4.1% svck do thiếu hụt nguồn cung gây ra bởi dịch bệnh. (3) Nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 13.6% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh. Tuy nhiên, mức tăng của CPI trong tháng 6 vẫn thấp hơn đáng kể so với mức 4.34% của cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu nhờ giá xăng, dầu giảm 8.3% svck.

CPI bình quân 6T25 tăng 3.3% svck (trong khi CPI bình quân 6T24 tăng 4.1% svck), và lạm phát cơ bản tăng 3.1%. Đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ: giá xăng dầu giảm 12.6% svck. Ở chiều ngược lại, các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 12.8% do thiếu hụt nguồn cung; giá điện sinh hoạt tăng 5.5% svck sau các đợt tăng giá vào T10/24 và T5/25 của EVN.

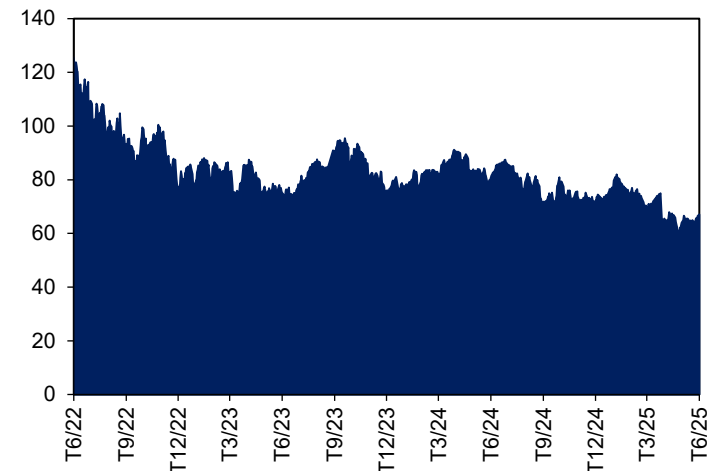
Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 tăng 3.5% svck – thấp hơn mức mục tiêu 4.5% - 5% của Chính phủ, dựa trên các yếu tố sau: Giá dầu được dự báo ở mức 70 USD/thùng trong năm 2025, thấp hơn so với mức 77 - 82 USD/thùng trong năm 2024. Áp lực giá lương thực được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt nhờ nguồn cung dồi dào sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo; tuy nhiên, mức tác động có thể sẽ không quá lớn do mức giảm của giá gạo phần nào sẽ bù trừ với mức tăng mạnh của giá thịt lợn. Bên cạnh đó, chỉ số nhóm giáo dục dự kiến sẽ giảm nhẹ nhờ chính sách miễn học phí cho học sinh từ bậc mầm non đến THPT trên toàn quốc trong năm học 2025 - 2026. Tuy nhiên, giá bán lẻ điện dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong năm nay khi nguồn cung cho các nguồn điện giá rẻ đang khan dần khiến EVN phải chuyển qua tập trung phát triển nguồn điện mới theo Quy hoạch điện 8 nêu là các nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo – loại hình có giá thành cao, đòi hỏi huy động lượng vốn lớn. Ngoài ra, việc nhu cầu xây dựng tăng cao cùng với các biện pháp áp thuế chống bán phá giá của Bộ Tài chính dự kiến sẽ khiến giá thép xây dựng tăng 3% trong năm nay. Thêm vào đó, xung đột địa chính trị lan rộng và khả năng thay đổi chính sách của Mỹ có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng, đẩy giá hàng hóa tăng cao, từ đó làm gia tăng nguy cơ lạm phát nhập khẩu.

Hình 16: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



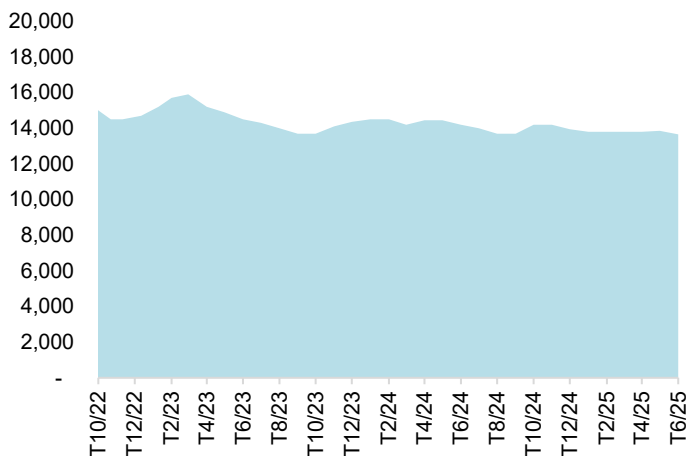
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 17: Giá dầu Brent (USD/thùng)



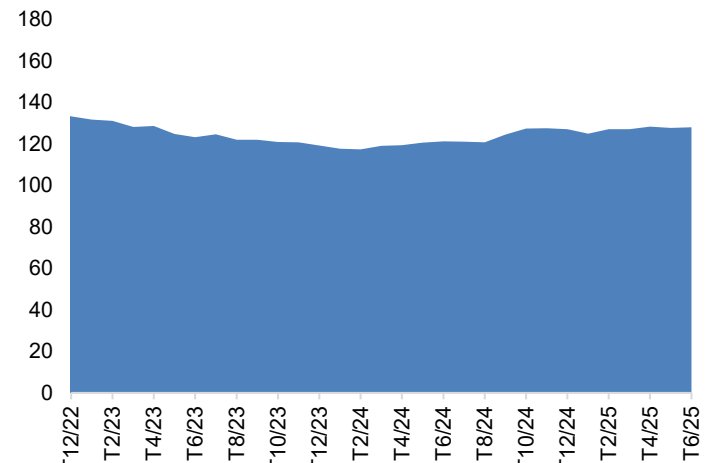
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 18: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 19: Chỉ số giá thực phẩm FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

## Lãi suất liên NH qua đêm chạm 7% phát tín hiệu về thiếu hụt thanh khoản về cuối Q2

### Lãi suất liên NH qua đêm chạm mức cao nhất kể từ T10/2022

Kể từ đầu tháng 6, lãi suất liên ngân hàng qua đêm đã liên tục duy trì xu hướng giảm mạnh, thậm chí đã chạm đáy 15 tháng tại 1.3% vào ngày 23/6. Điều này đã gây áp lực đáng kể lên tỷ giá. Trong bối cảnh đó, NHNN đã quay trở lại phát hành tín phiếu sau gần bốn tháng tạm ngưng, qua đó nhằm nâng mặt bằng lãi suất liên NH để hỗ trợ tỷ giá. Trong tháng 6, NHNN đã phát hành 22.5 nghìn tỷ đồng tín phiếu với lãi suất từ 3.45% - 3.5% và kỳ hạn 7 ngày. Song song với đó, NHNN cũng bơm vào hệ thống 140.1 nghìn tỷ đồng qua kênh cầm cố giấy tờ có giá (OMO) với lãi suất 4% với các kỳ hạn từ 7 - 91 ngày, trong khi tổng vốn đáo hạn đạt khoảng 46.9 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã bơm ròng mạnh mẽ với giá trị gần 70.8 nghìn tỷ đồng trong tháng 6. Tuy nhiên, đến cuối tháng, lãi suất qua đêm tăng vọt lên 7% trong bối cảnh nhu cầu thanh khoản thường tăng cao vào cuối quý. Trong khi đó, lãi suất cho các kỳ hạn từ một tuần đến một tháng dao động trong khoảng 5% - 5.5%.

### Đà giảm của lãi suất huy động đã chứng lại

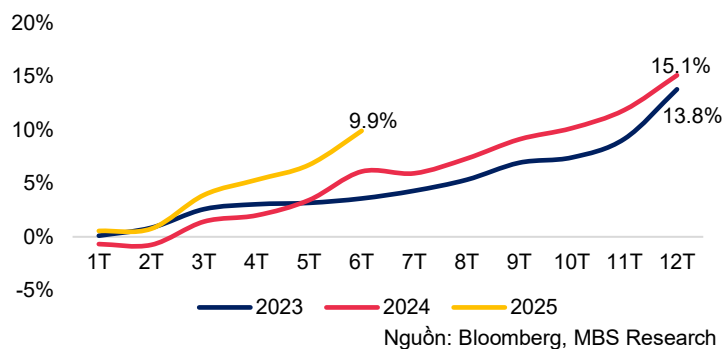
Đà giảm của lãi suất huy động đã chứng lại trong T6 với rất ít ngân hàng điều chỉnh giảm và biên độ giảm hẹp. Trong tháng, thị trường chỉ ghi nhận 3 ngân hàng, bao gồm: LPB, BAB, và VPB điều chỉnh giảm lãi suất huy động từ 0.1%

đến 0.2%/năm ở nhiều kỳ hạn khác nhau. Đến cuối tháng 6, trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM giảm 17 điểm cơ bản so với đầu năm về mức 4.87%, trong khi lãi suất của nhóm các NHTM quốc doanh vẫn giữ ổn định ở mức 4.7%. Việc giữ mặt bằng lãi suất huy động ở mức thấp đã tạo điều kiện cho lãi suất cho vay tiếp tục giảm. Theo NHNN, lãi suất cho vay bình quân của các khoản cho vay mới hiện đã giảm 0.6% so với cuối năm 2024, về mức 6.38%/năm.

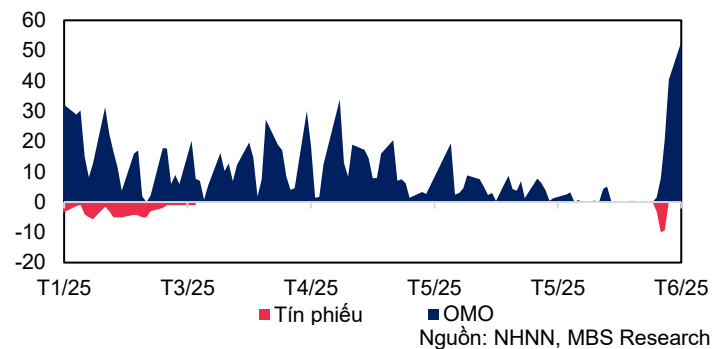
### Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào dao động quanh mức 4.7% vào cuối năm 2025

Mặc dù mặt bằng lãi suất tiền gửi đã có dấu hiệu ổn định, chúng tôi cho rằng đây chưa phải là mức thấp nhất và vẫn còn dư địa để giảm thêm về cuối năm, dựa trên: Kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất 50 điểm cơ bản trong nửa cuối năm 2025 sẽ giúp thu hẹp chênh lệch lãi suất VND - USD, qua đó tạo điều kiện để NHNN duy trì môi trường lãi suất thấp. Ngoài ra, trong cuộc họp báo đầu tháng 7, NHNN đã gửi thông điệp rõ ràng về việc duy trì sức hấp dẫn của VND, và giảm mặt bằng lãi suất cho vay trong thời gian tới để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. 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 4.7% trong năm 2025.

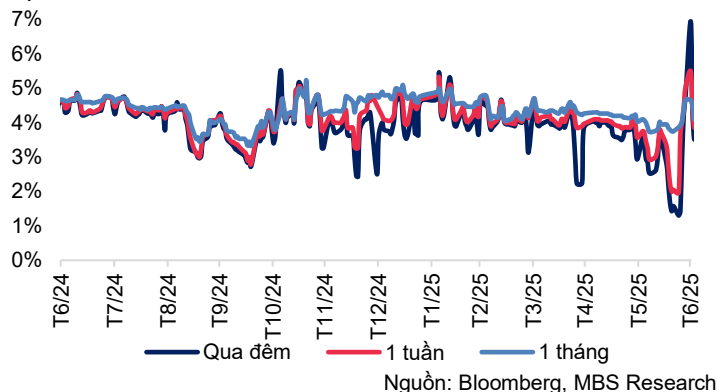
Hình 20: Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (%ytd)



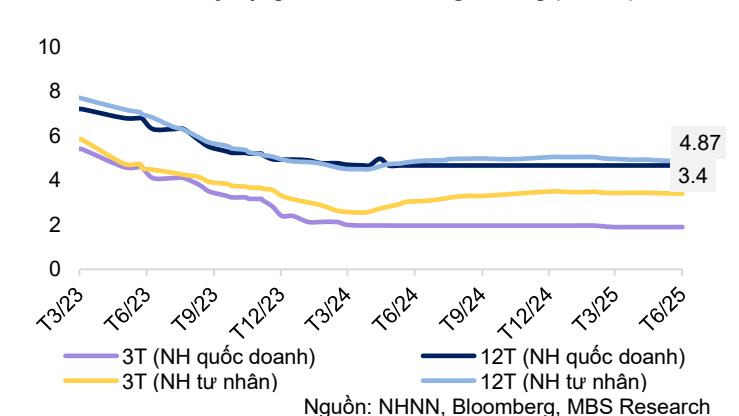
Hình 21: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



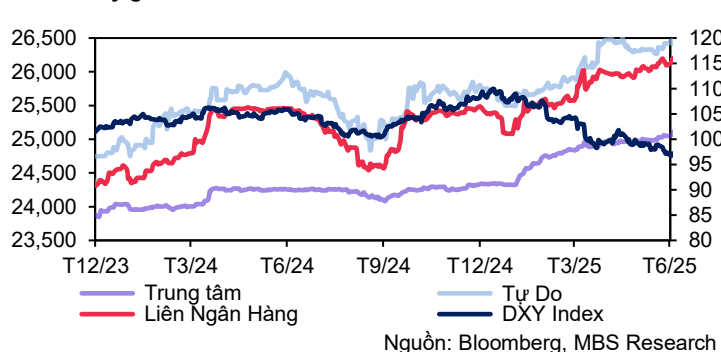
Hình 22: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (Đơn vị: %)



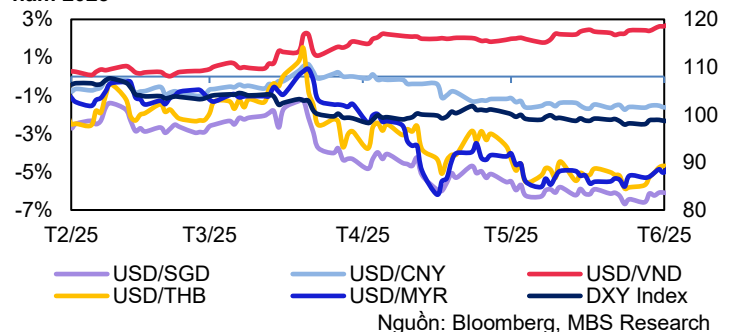
Hình 23: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%/năm)



Hình 24: Tỷ giá USD/VND



Hình 25: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2025



## Tỷ giá liên ngân hàng liên tục xô đổ kỷ lục trong tháng

### Chỉ số DXY trải qua nửa đầu năm tệ nhất trong hơn 50 năm trở lại đây

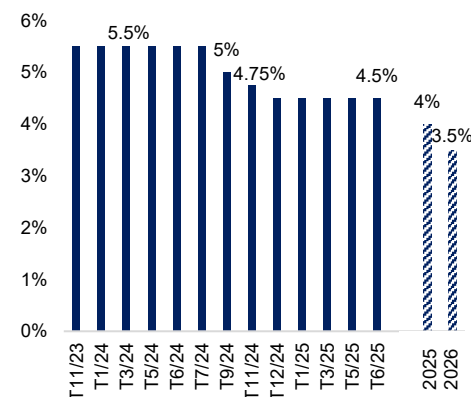
Khởi đầu tháng ở mức 98.7, chỉ số DXY giảm mạnh 2.5% trong tháng 6, và đánh dấu nửa đầu năm tệ nhất kể từ năm 1973 với mức giảm 12%. Về dữ liệu kinh tế: thị trường lao động vẫn ổn định với tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 4.1% trong T6, chỉ số PMI sản xuất tăng vọt lên mức cao nhất trong 3 năm tại 52.9, nhưng doanh số bán lẻ lại giảm 0.9% so với tháng trước trong T5. Đặc biệt, áp lực lạm phát vẫn dai dẳng với chỉ số PCE tăng lên 2.3% svck trong T5. Do đó, Fed đã quyết định giữ nguyên lãi suất đồng thời hạ dự báo tăng trưởng GDP của Mỹ trong năm xuống 1.4% và dự đoán lạm phát ở mức 3%. Tuy nhiên, Chủ tịch Fed tiết lộ rằng việc cắt giảm lãi suất vào T7 vẫn có thể xảy ra nếu thị trường lao động cho thấy dấu hiệu suy yếu hơn kỳ vọng. Về tình hình thuế quan, đến cuối T6 mới chỉ có Việt Nam, Trung Quốc và Anh đạt được các thỏa thuận thương mại với Mỹ, trong khi thời hạn tạm hoãn thuế quan 90 ngày đang đến gần, làm gia tăng lo ngại về tác động của thuế quan đã gây thêm áp lực giảm giá lên đồng USD. Đến cuối T6, chỉ số DXY giảm về mức đáy 3 năm tại 96.6 - một sự sụt giảm đáng kể đối với đồng tiền truyền thống được coi là nơi trú ẩn an toàn của thế giới.

### Tỷ giá liên ngân hàng liên tục xô đổ kỷ lục trong tháng 6

Mặc dù đồng USD suy giảm mạnh trong tháng, áp lực tỷ giá vẫn dai dẳng khi chịu sức ép từ trong nước khi nhu cầu ngoại tệ tăng cao. Trong tháng 6, KBNN tiếp tục chào mua USD từ các NHTM với tổng trị giá lên tới 300 triệu USD, qua đó nâng tổng lượng USD mua vào từ đầu năm đến nay lên gần 1.9 tỷ USD (gần bằng mức 2.1 tỷ USD mua trong năm 2024), qua đó đã phần nào khiến nguồn cung ngoại tệ càng bị thắt chặt. Ngoài ra, chênh lệch lãi suất VND-USD đã nở rộng trong tháng khi lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm duy trì ở mức thấp trong kỳ, và thậm chí có lúc chạm đáy 15 tháng tại 1.3%. Theo đó, tỷ giá liên ngân hàng duy trì đà tăng và kết tháng ở mức 26,118 VND/USD (+2.6% so với đầu năm). Tỷ giá trên thị trường tự do tăng lên mức 26,430 VND/USD, trong khi tỷ giá trung tâm niêm yết tại 25,052 VND/USD, tương ứng với mức tăng lần lượt 2.6% và 2.9% so với đầu năm.

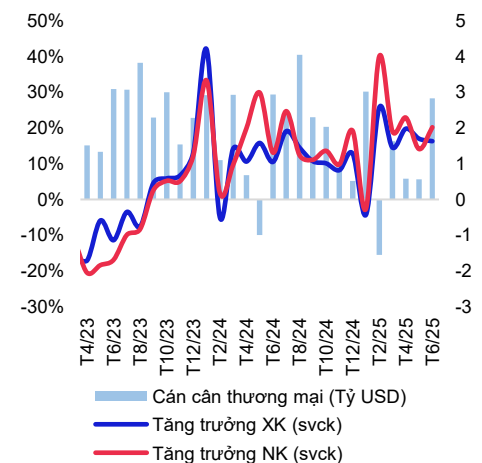
Mặc dù đồng USD được dự báo sẽ duy trì đà giảm về cuối năm khi Fed được dự đoán sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất, chúng tôi tin rằng các áp lực nội tại sẽ là yếu tố chính góp phần vào đà tăng của tỷ giá, bao gồm: (1) Chênh lệch lãi suất USD-VND vẫn tiếp diễn cho dù FED cắt giảm lãi suất xuống 4%. (2) Nhu cầu nhập khẩu lớn hơn khi mức thuế 0% được áp dụng hàng hóa từ Mỹ. Ngược lại, xuất khẩu nói chung sẽ chậm lại, dẫn đến thặng dư thương mại bị thu hẹp. (3) Dòng vốn FDI sẽ chậm lại chờ đợi các thông tin rõ ràng hơn về thuế quan. (4) Chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới trong bối cảnh giá vàng tăng. Theo đó, chúng tôi dự báo tỷ giá trung bình năm 2025 sẽ dao động trong khoảng 26,600 – 26,750 VND/USD, phản ánh mức tăng 4.5% - 5% so với đầu năm.

### Fed giữ nguyên mức lãi suất 4.5% trong bối cảnh bất ổn thuế quan



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



Nguồn: TCTK, MBS Research

Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 2024 - 2025

| Các chỉ tiêu kinh tế                  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F           |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|
| 1. GDP, dân số và thu nhập            |        |        |        |        |        |        |                 |
| GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)               | 310.1  | 334.3  | 346.6  | 366.1  | 430    | 476.3  | 512 - 514       |
| Tăng trưởng GDP (%)                   | 7.02   | 2.91   | 2.58   | 8.02   | 5.05   | 7.09   | 7.9 - 8.1       |
| Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)            | 8.1    | 6.5    | 19     | 10.6   | -4.4   | 14.3   | 9 - 10          |
| Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)            | 7      | 3.6    | 26.5   | 8.4    | -8.9   | 16.7   | 15.0            |
| GDP/đầu người (USD)                   | 3,267  | 3,491  | 3,586  | 3,756  | 4,163  | 4,700  | 5,000           |
| 2. Chỉ số tài khóa (%GDP)             |        |        |        |        |        |        |                 |
| Nợ chính phủ                          | 49.2   | 51.5   | 39.1   | 34.7   | 34     | 34     | 35              |
| Nợ công                               | 55.9   | 43.1   | 38     | 39.5   | 37     | 37     | 37              |
| Nợ nước ngoài                         | 47.1   | 47.9   | 38.4   | 36.8   | 37.2   | 33     | 34              |
| 3. Các chỉ số tài chính               |        |        |        |        |        |        |                 |
| Tỷ giá USD/VND                        | 23,228 | 23,115 | 23,145 | 23,612 | 24,353 | 25,058 | 26,600 - 26,750 |
| Lạm phát (%)                          | 2.8    | 3.2    | 1.8    | 3.15   | 3.25   | 3.63   | 3.5             |
| Tăng trưởng tín dụng (%)              | 18.7   | 18.2   | 13.9   | 12.1   | 13.5   | 15.1   | 17 - 18         |
| Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng | 7.2    | 6.8    | 5.8    | 8.5    | 5      | 5.1    | 4.7             |
| Cán cân thương mại (tỷ USD)           | 9.9    | 19.1   | 4      | 11.2   | 28     | 31.0   | 4.2 - 8.2       |
| Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)          | 263    | 281    | 336    | 371    | 355.5  | 405.5  | 442 - 446.08    |
| Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)          | 253    | 262    | 332    | 360    | 327.5  | 380.8  | 437.9           |
| Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)        | 78     | 94     | 109    | 86     | 95     | 80     | 84              |

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](http://www.mbs.com.vn)

KHOI NGHIEN CUU CÔNG TY CPCK MB

|                                                                                                                                        |                                                                                               |                                                                                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Giám đốc Khối Nghiên cứu</b><br><i>Trần Thị Khánh Hiền</i>                                                                          | <b>Trưởng phòng</b><br><i>Nguyễn Tiến Dũng</i>                                                |                                                                                                     |
| <b>Vĩ mô &amp; Chiến lược thị trường</b><br><i>Ngô Quốc Hưng</i><br><i>Nguyễn Phú Cường</i><br><i>Đinh Hà Anh</i><br><i>Võ Đức Anh</i> | <b>Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính</b><br><i>Đinh Công Luyến</i><br><i>Phạm Thị Thanh Hường</i> | <b>Bất động sản</b><br><i>Nguyễn Minh Đức</i><br><i>Lê Hải Thành</i><br><i>Phạm Thị Thanh Huyền</i> |
|                                                                                                                                        | <b>Công nghiệp – Năng Lượng</b><br><i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i><br><i>Mai Duy Anh</i>            | <b>Dịch vụ - Tiêu dùng</b><br><i>Nguyễn Quỳnh Ly</i><br><i>Nguyễn Phương Anh</i>                    |