

Kỳ vọng giảm lãi suất đè nặng lên triển vọng của DXY

- Lãi suất qua đêm liên ngân hàng chạm đáy 2 tháng tại mức 1.6% vào ngày 28/8 trước khi kết tháng ở mức 3.8%.
- Lãi suất huy động duy trì ổn định trong T8. Đến cuối tháng, trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM tư nhân ở mức 4.89%.
- Áp lực tỷ giá vẫn dai dẳng bất chấp nỗ lực can thiệp của NHNN. Đến cuối T8, tỷ giá liên ngân hàng ở mức 26,345 VND/USD (+3.5% so với đầu năm).

NHNN triển khai biện pháp can thiệp nhằm giảm áp lực tỷ giá

Chỉ số DXY trượt dốc trong T8 dưới áp lực từ kỳ vọng Fed giảm lãi suất gia tăng và căng thẳng chính trị vẫn tiếp diễn

Chỉ số DXY ngay từ đầu tháng đã giảm mạnh gần 1% so với cuối T7 xuống mức 99.1. Kể từ đó, chỉ số này duy trì xu hướng giảm về cuối tháng trong bối cảnh rủi ro đối với thị trường lao động ngày càng gia tăng, khi cả phía cung và cầu lao động đều có dấu hiệu suy yếu đáng kể. Cụ thể, dữ liệu mới nhất cho thấy nền kinh tế Mỹ chỉ tạo thêm 22 nghìn việc làm mới trong T8 – mức tăng thấp nhất trong năm, trong khi tỷ lệ thất nghiệp đã tăng lên mức cao nhất trong gần bốn năm tại 4.3%. Trong khi đó, lạm phát vẫn duy trì mức tăng phù hợp với dự báo. Cụ thể, chỉ số PCE lõi tăng 0.3% so với tháng trước và 2.9% svck trong T7. Bên cạnh đó, chỉ số CPI lõi ghi nhận mức tăng 3.1% svck trong T8. Do đó, các dữ liệu này đã giúp củng cố cho kỳ vọng Fed sẽ hạ lãi suất trong cuộc họp vào ngày 16-17/9. Theo công cụ FedWatch của CME, thị trường đang định giá khoảng 90% Fed sẽ giảm lãi suất 25 điểm cơ bản trong T9. Ngoài ra, chỉ số DXY cũng chịu áp lực từ căng thẳng chính trị giữa Tổng thống Trump và Fed. Trong T8, Tổng thống Trump đã đưa ra thông báo bãi nhiệm Thống đốc Fed Lisa Cook. Động thái này được đánh giá là chưa từng có tiền lệ và làm suy yếu thêm niềm tin vào tài sản của Mỹ và khả năng hoạt động độc lập của Fed. Đến cuối tháng, chỉ số DXY giảm 1.4% so với đầu tháng về mức 97.7 (-10.6% so với đầu năm).

Áp lực tỷ giá dai dẳng bất chấp nỗ lực can thiệp của NHNN

Mặc dù suy giảm của chỉ số DXY, tỷ giá USD/VND vẫn duy trì đà tăng trong tháng 8 do áp lực từ nhu cầu ngoại tệ trong nước gia tăng, nhất là trong giai đoạn các doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ cho mùa sản xuất cuối năm. Ngoài ra, tình trạng găm giữ USD trong bối cảnh NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng cũng được cho là yếu tố đóng góp vào đà tăng của tỷ giá. Theo đó, trong hai ngày 25 – 26/8, NHNN đã triển khai biện pháp can thiệp bằng việc bán USD thông qua các hợp đồng kỳ hạn 180 ngày (có hủy ngang) cho các TCTD có trạng thái ngoại tệ âm với giá bán 26,550 VND/USD. Đây được xem là động thái linh hoạt của NHNN trong việc vừa ổn định tâm lý thị trường và cũng vừa bảo vệ được dự trữ ngoại hối trong trường hợp các TCTD hủy giao dịch nếu áp lực tỷ giá giảm trong sáu tháng cuối năm. Ngay sau thông báo này, tỷ giá đã có dấu hiệu hạ nhiệt vào ngày 25/8, tuy nhiên sau đó đã lại nhanh chóng quay đầu tăng trở lại về cuối tháng. Trong đó, tỷ giá liên NH kết tháng ở mức 26,345 VND/USD (+3.5% so với đầu năm). Trong khi tỷ giá trên thị trường tự do tăng lên mức 26,685 VND/USD (+3.6% so với đầu năm). Trái ngược lại, tỷ giá trung tâm giảm nhẹ 0.04% trong tháng về mức 25,240 VND/USD (+3.7% 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

Thuật ngữ viết tắt:

TPCP:	Trái phiếu chính phủ
NSNN:	Ngân sách nhà nước
NHNN:	Ngân hàng nhà nước
NHTMCP:	Ngân hàng thương mại
KBNN:	Kho bạc nhà nước
GTGD:	Giá trị giao dịch
NĐTNN:	Nhà đầu tư nước ngoài
TCTD:	Tổ chức tín dụng
LSTC:	Lãi suất tham chiếu

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đinh Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

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.**

Lãi suất liên NH qua đêm chạm đáy 2 tháng ở mức 1.6%

Lãi suất liên NH qua đêm chạm đáy 2 tháng ở mức 1.6% mặc động thái hút ròng của NHNN

Sau khi NHNN bắt đầu quay trở lại hút ròng từ những ngày cuối T7, lãi suất liên NH đã có dấu hiệu bật tăng mạnh vào đầu T8, thậm chí lãi suất kỳ hạn qua đêm đã chạm đỉnh 5 tuần tại mức 6.4%/năm vào ngày 7/8. Tuy nhiên, kể từ đó, lãi suất liên NH liên tục duy trì đà giảm. Trong T8, NHNN đã bơm hơn 361 nghìn tỷ đồng qua kênh với lãi suất 4%, kỳ hạn 7 - 91 ngày. Cùng với đó, lượng vốn đảo hạn trên OMO trong kỳ đạt khoảng 386.1 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã hút ròng hơn 25.2 nghìn tỷ đồng trong kỳ. Mặc động thái hút ròng trở lại của NHNN, lãi suất liên NH kỳ hạn qua đêm vẫn chạm đáy hai tháng tại 1.6% vào ngày 28/8, qua đó cho thấy thanh khoản hệ thống vẫn khá dồi dào. Đến cuối tháng, lãi suất qua đêm tăng lên mức 3.8% khi nhu cầu chi tiêu của người dân tăng cao trong thời điểm cận lễ Quốc Khánh gây áp lực lên thanh khoản hệ thống. Trong khi đó, lãi suất cho các kỳ hạn 1 tuần - 1 tháng dao động trong khoảng 4.2% - 5.2%.

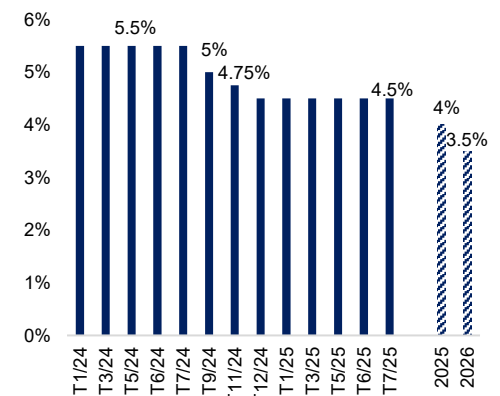
Lãi suất huy động duy trì ổn định trong tháng 8

Trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, đều không ghi nhận điều chỉnh nào mới của lãi suất huy động. Đến cuối tháng 8, trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM tư nhân ở mức 4.89% (-16 điểm cơ bản so với đầu năm), trong khi lãi suất của nhóm các NHTM quốc doanh vẫn giữ ổn định ở mức 4.7%. Đáng chú ý, điều này diễn ra bất chấp tăng trưởng tín dụng tiếp tục tăng mạnh khi tính đến ngày 29/8, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đã tăng 11.8% so với cuối năm 2024 và tăng 20.6% svck. Việc mặt bằng lãi suất huy động duy trì ổn định mặc dù tăng trưởng tín dụng vẫn giữ đà được cho là nhờ tình hình thanh khoản hệ thống vẫn khá dồi dào sau đợt bơm ròng mạnh mẽ trị giá hơn 156.9 nghìn tỷ đồng trong tháng 6 và tháng 7. Theo đó, điều này phần nào đã hỗ trợ các nhà băng duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế như theo chỉ đạo của Chính Phủ. Theo Phó Thống đốc NHNN, lãi suất cho vay bình quân tính đến 31/8 đã giảm 0.56% so với cuối năm 2024 về mức 6.38%.

Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào sẽ giảm nhẹ về mức 4.7% vào cuối năm 2025

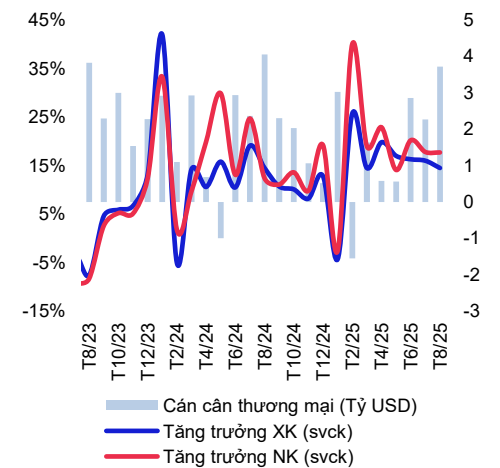
Đến cuối năm, lãi suất huy động dự kiến sẽ chịu áp lực từ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, đặc biệt sau thông báo của NHNN về việc tăng thêm chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho các tổ chức tín dụng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, NHNN trong T7 cũng tiếp tục yêu cầu các tổ chức tín dụng triển khai đồng bộ các giải pháp để ổn định và phấn đấu giảm lãi suất huy động, góp phần ổn định thị trường tiền tệ và tạo dư địa giảm lãi suất cho vay. Điều này, cùng với kỳ vọng về việc FED 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. Dựa vào các yếu tố trên, chúng

Fed giữ nguyên lãi suất ở phạm vi 4.25% - 4.5% trước rủi ro gia tăng đối với thị trường lao động



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

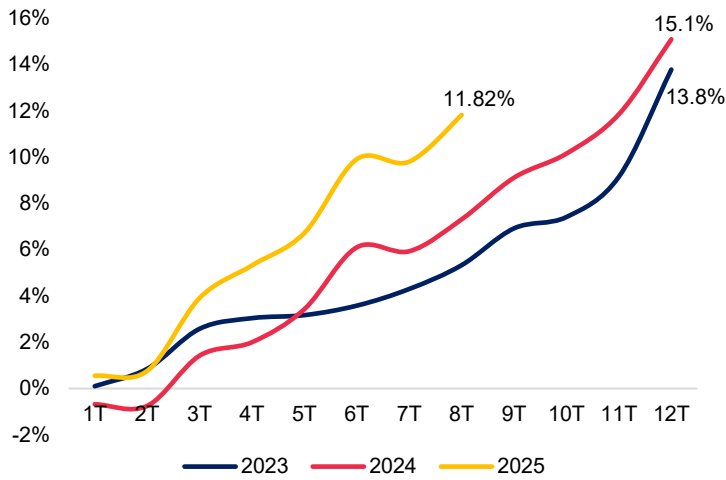
Tăng trưởng xuất nhập khẩu và thặng dư thương mại hàng tháng



Nguồn: TCTK, MBS Research

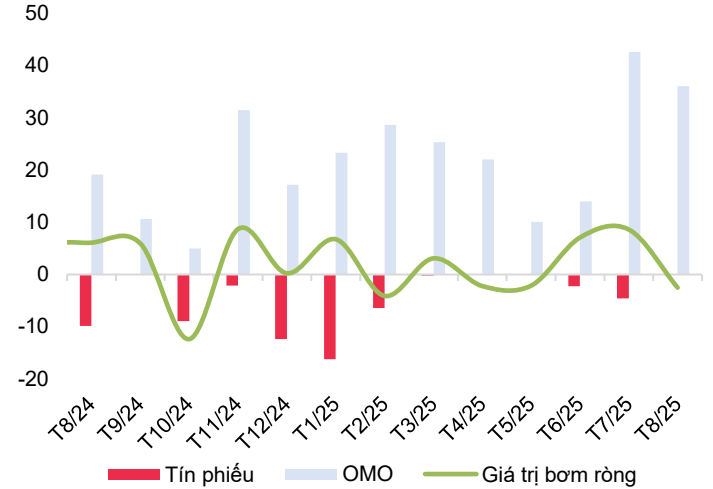
tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM tư nhân sẽ có dự
địa giảm nhẹ 2 điểm cơ bản về mức 4.7% vào cuối năm 2025.

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng toàn ngành kinh tế (% ytd)



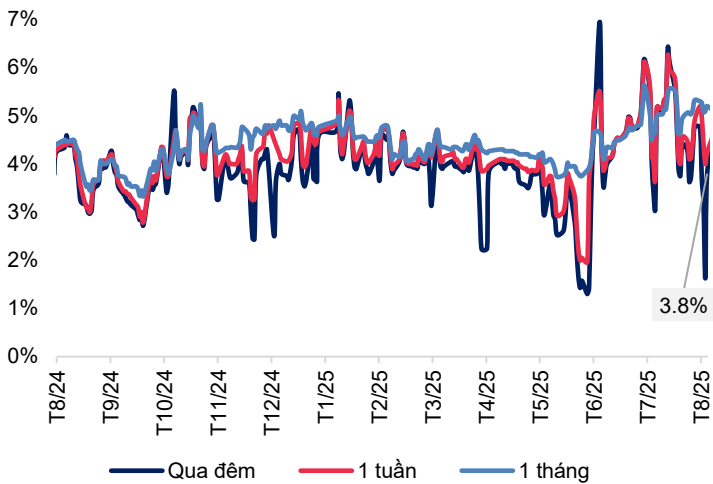
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



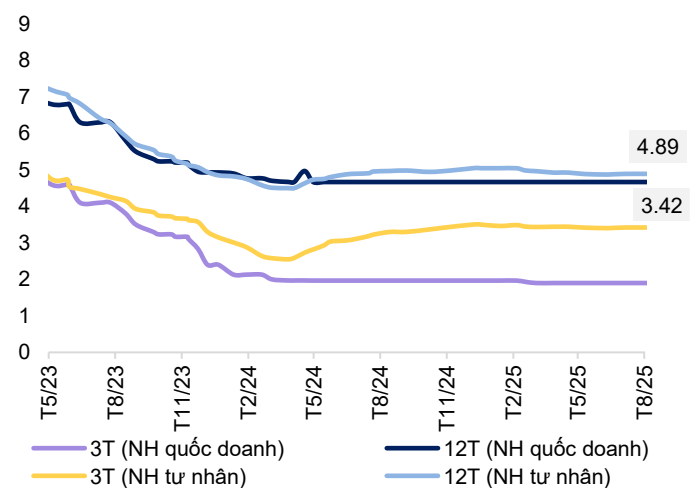
Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 3: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng (%)



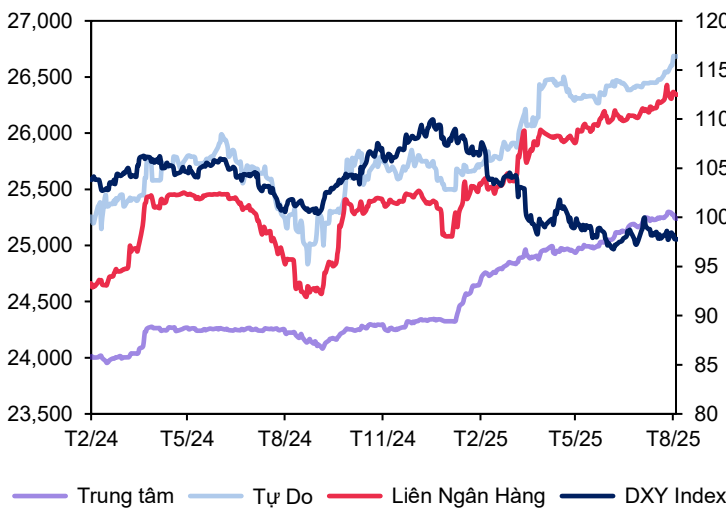
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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

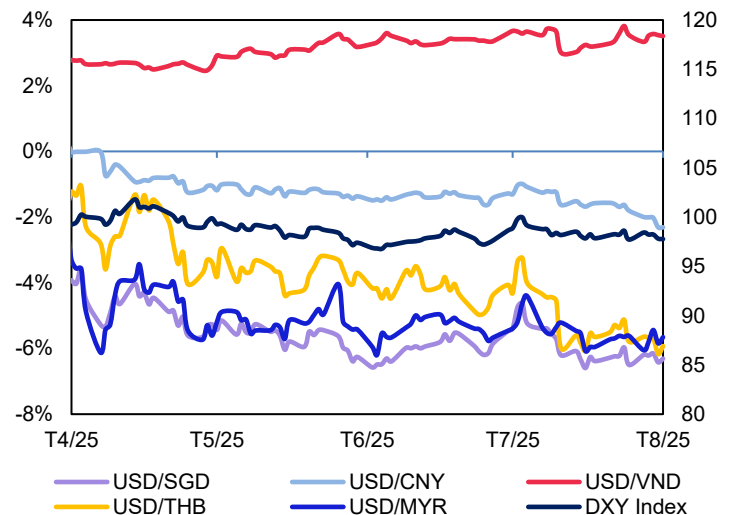


Nguồn: Các NHNNY, MBS Research

Hình 5: Tỷ giá USD/VND



Hình 6: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2025



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHOẢNG NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

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

