

Nền tảng kinh tế vững chắc thúc đẩy triển vọng về tăng trưởng GDP Q3

- Hoạt động thương mại ghi nhận chuỗi bảy tháng tăng trưởng hai chữ số. Trong khi đó, chỉ số PMI giảm về mức 50.4 trong T8 trong bối cảnh số lượng đơn hàng mới giảm do nhu cầu suy yếu.
- Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công và tiêu dùng nội địa đều cải thiện đáng kể trong T8, qua đó giúp củng cố triển vọng về mức tăng trưởng GDP mạnh mẽ trong năm nay.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP Q3 đạt 8.6% - 8.9% nhờ hoạt động xuất khẩu và đẩy mạnh tốc độ giải ngân vốn đầu tư công.

Ngành sản xuất tiếp tục cải thiện trong T8, tuy nhiên tốc độ đã chậm lại

Kim ngạch xuất khẩu trong T8 tăng 14.5% svck, trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng 17.7% svck. Trong 8T25, thặng dư thương mại đạt mức 13.99 tỷ USD. Hoạt động sản xuất công nghiệp tăng trưởng tích cực với chỉ số IIP T8 tăng 8.9% svck. Trong khi đó, chỉ số PMI giảm về mức 50.4 trong kỳ khi số lượng đơn hàng mới giảm do nhu cầu suy yếu.

Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh

Vốn đầu tư công giải ngân ước đạt 83.8 nghìn tỷ đồng (+32.6% svck) trong T8, và lũy kế 8T25 đạt 463.2 nghìn tỷ đồng (+26.9% svck) - hoàn thành 48.3% kế hoạch năm. Trong tháng 8, trên cả nước đã diễn ra đồng loạt lễ khởi công, khánh thành 250 công trình tiêu biểu. Theo Thứ trưởng Bộ Xây dựng, 250 dự án này sẽ đóng góp trên 18% giá trị GDP cả nước ngay trong năm 2025. Theo đó, giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm nay.

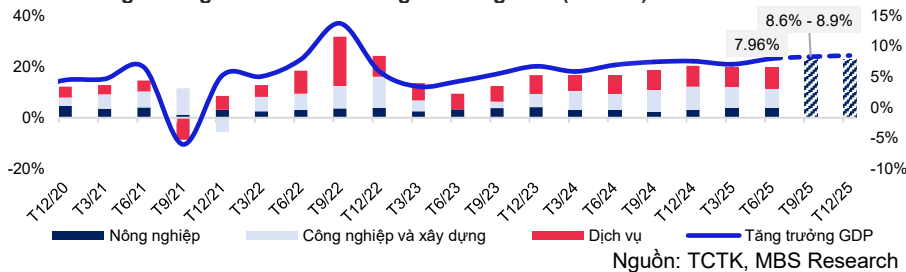
Dịp lễ lớn của đất nước góp phần thúc đẩy tiêu dùng nội địa mạnh mẽ

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 10.6% svck trong T8, nhờ các sự kiện và hoạt động kỷ niệm 80 năm Cách mạng tháng Tám và Quốc khánh được tổ chức với quy mô lớn nhất từ trước đến nay. Cú hích này đã giúp tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 8T25 tăng 9.4% svck (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7.2% svck) – cao hơn mức tăng trung bình 8.6% của năm ngoái. Trong đó, tiêu dùng hàng hóa khá ảm đạm, trong khi tiêu dùng dịch vụ tiếp tục khởi sắc.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Q3 ở mức 8.6% - 8.9%

Bất chấp các rủi ro về thuế quan và tình trạng bất ổn chính trị, kinh tế toàn cầu, Việt Nam vẫn ghi nhận những kết quả tích cực trong 8T25 như: tăng trưởng xuất khẩu mạnh mẽ (+14.8% svck), dòng vốn FDI (+8.8% svck), tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công (+26.9% svck), và lượng khách du lịch phục hồi (+21.7% svck). Trong khi đó, lạm phát vẫn được kiểm soát tốt dù tăng trưởng tín dụng bật tăng mạnh và áp lực tỷ giá dai dẳng. Theo đó, Chính phủ đã nâng mục tiêu cho tăng trưởng GDP năm nay lên mức 8.3% - 8.5%. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Q3 ở mức 8.6% - 8.9% - cho thấy đất nước vẫn đang trên đà đạt được mục tiêu đầy tham vọng của mình.

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



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

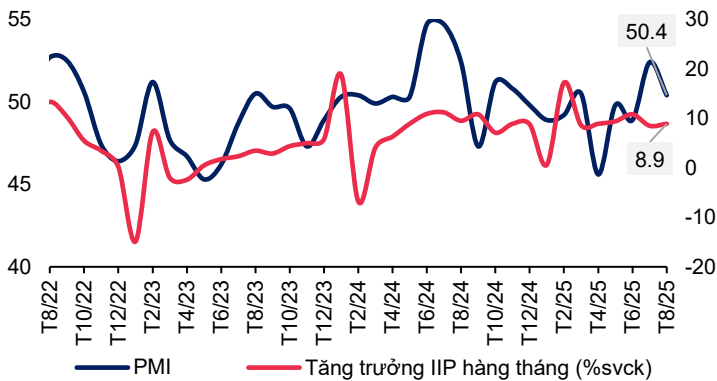
Nền tảng kinh tế vững chắc thúc đẩy triển vọng về tăng trưởng GDP Q3

Ngành sản xuất tiếp tục cải thiện trong T8, tuy nhiên tốc độ đã chậm lại

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 8 tăng 2.2% so với tháng trước và tăng 8.9% svck. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo có mức tăng trưởng cao nhất khi tăng 9.5% svck. Các ngành trọng điểm ghi nhận hoạt động sản xuất tăng trưởng mạnh trong tháng bao gồm: Sửa chữa, bảo dưỡng và lắp đặt máy móc và thiết bị (+24.1% svck); sản xuất sản phẩm từ cao su & plastic (+20.1% svck); sản xuất sản phẩm từ khoáng phi kim loại khác (+19% svck). Trong 8T25, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 8.5% svck. Trong đó, ngành chế biến chế tạo đạt mức tăng trưởng 10%, cao hơn so với mức 9.7% của cùng kỳ năm ngoái.

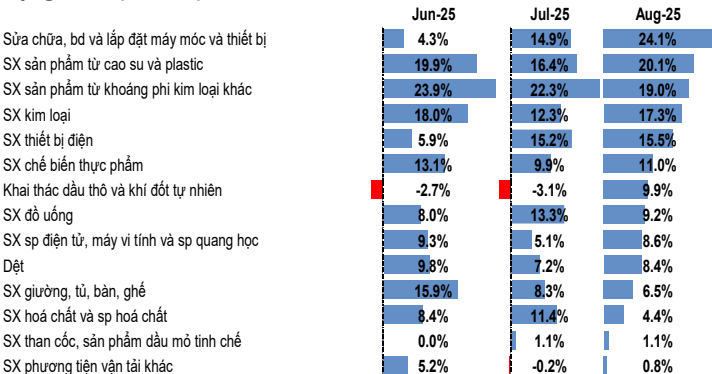
Trong khi đó, chỉ số PMI duy trì trên ngưỡng 50 điểm tháng thứ hai liên tiếp cho thấy sức khỏe ngành sản xuất vẫn tiếp tục cải thiện. Tuy nhiên, chỉ số PMI đã giảm từ mức 52.4 của T7 về mức 50.4 trong T8 khi số lượng đơn đặt hàng mới giảm do nhu cầu suy yếu. Trong đó, số lượng đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục giảm tháng thứ mười liên tiếp, với mức độ giảm mạnh hơn so với mức giảm của tổng số lượng đơn đặt hàng mới, qua đó làm dấy lên nỗi lo ngại về ảnh hưởng của thuế quan lên hoạt động xuất khẩu của ngành. Về mặt giá cả, giá cả đầu vào tiếp tục tăng do tình trạng thiếu hụt nguyên vật liệu, thuế quan và chi phí vận tải tăng. Cùng với đó, giá cả đầu ra đã tăng tháng thứ ba liên tiếp do thuế quan và đồng thời cũng phần nào phản ánh việc nhà sản xuất chuyển giao mức tăng chi phí đầu vào sang cho khách hàng. Mặc dù vậy, các công ty vẫn tự tin hơn vào triển vọng của năm tới với kỳ vọng về việc nhu cầu phục hồi và tình hình thuế quan ổn định hơn.

Hình 2: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 3: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hoạt động xuất khẩu tiếp tục giữ đà tăng ổn định

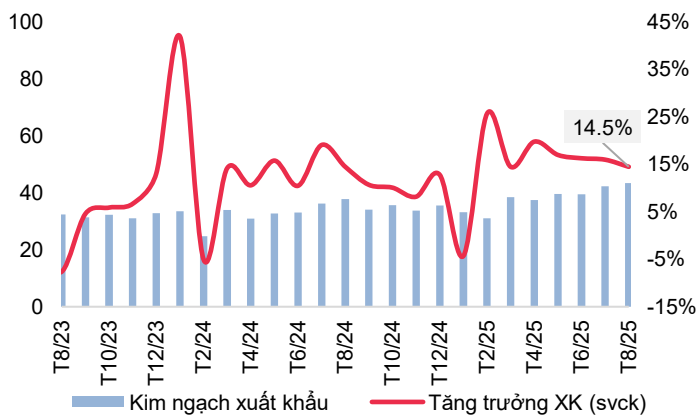
Hoạt động xuất khẩu tiếp tục diễn ra sôi động trong T8 với kim ngạch xuất khẩu đạt 43.39 tỷ USD (+2.6% so với tháng trước, +14.5% svck), được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao & bộ phận (+139.5% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+50.4% svck); điện thoại & linh kiện (+21.9% svck). Đáng chú ý, tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ trong T8 có dấu hiệu chậm lại khi chỉ tăng 18.6% svck - thấp hơn đáng kể so với mức tăng trung bình tháng ở mức 34.1% trong giai đoạn từ T2/25 đến nay. Điều này có thể là tín hiệu ban đầu về rủi ro đối với hoạt động xuất khẩu dưới ảnh hưởng của thuế quan.

Lũy kế 8T25, kim ngạch xuất khẩu đạt 305.96 tỷ USD (+14.8% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+121.8% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+43.1% svck); sản phẩm từ sắt thép (+26.4% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn như: sắt thép (-27.9% svck); gạo (-15.1% svck); chất dẻo nguyên liệu (-12.8% svck).

Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 99.1 tỷ USD (+26.4% svck). Xuất khẩu sang EU tăng 8.1% svck, đạt 37 tỷ USD. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 42 tỷ USD (+9.2% svck) – cao hơn nhiều so với mức 2.8% của cùng kỳ năm ngoái.

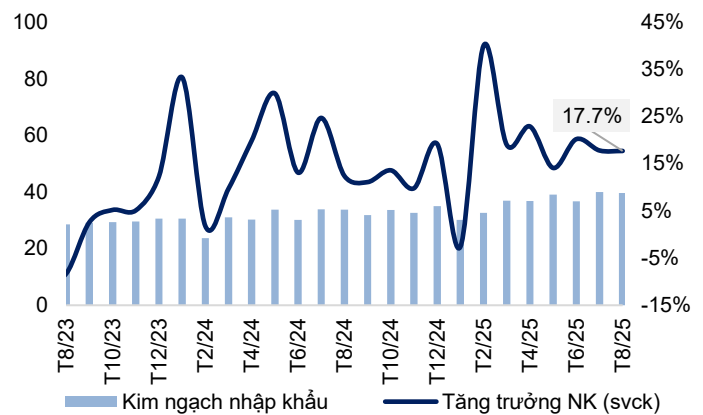
Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu giảm 0.8% so với tháng trước với giá trị ước đạt 39.67 tỷ USD (+17.7% svck) trong T8, và lũy kế 8 tháng đầu năm đạt 291.97 tỷ USD (+17.9% svck). Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta (chiếm 40.4% tổng kim ngạch nhập khẩu) với kim ngạch ước đạt 117.9 tỷ USD (+27.1% svck). Ngoài ra, kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ cũng tăng trưởng mạnh ở mức 23.4% svck, đạt 12.1 tỷ USD. Trong 8T25, có 2 mặt hàng nhập khẩu với giá trên 10 tỷ USD (chiếm 46.2% tổng kim ngạch nhập khẩu), bao gồm: Điện tử, máy tính và linh kiện (+38.2% svck); máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác (+23.6% svck).

Hình 4: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa qua các tháng (Tỷ USD)



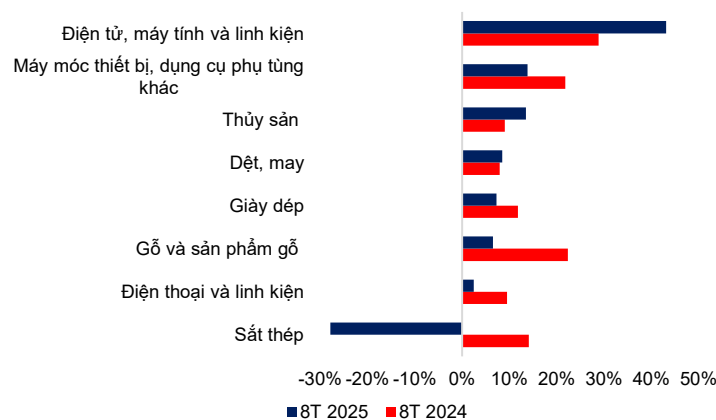
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 5: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa qua các tháng (Tỷ USD)



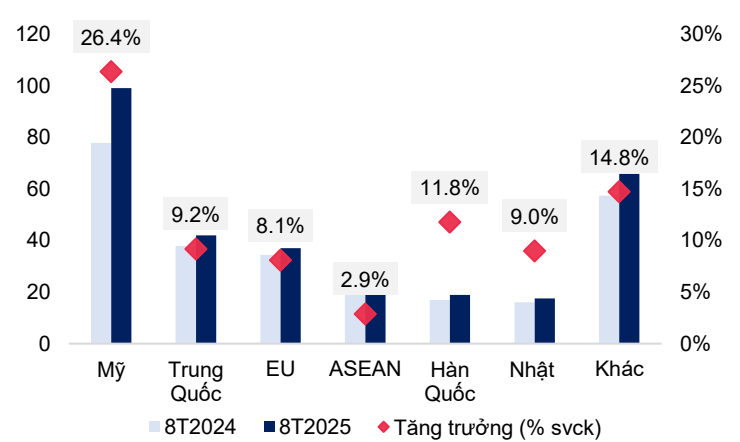
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 6: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 7: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 8T25 (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Bất chấp rủi ro thuế quan và tình hình thương mại toàn cầu có nhiều biến động, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong 8 tháng đầu năm vẫn rất tích cực, qua đó tạo nền tảng để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng 12% mà Chính phủ đề ra. Theo đó, **chúng tôi ước tăng trưởng xuất khẩu trong năm nay sẽ ở mức 12% - 13%**. Tuy nhiên, vẫn còn những rủi ro hiện hữu đối với hoạt động xuất khẩu, bao gồm:

(1) Nhu cầu sẽ giảm sau khi các nhà nhập khẩu đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trước hạn thuế quan vào đầu tháng 8. Trên thực tế, theo báo cáo PMI của S&P trong T7, đơn hàng xuất khẩu đã giảm liên tục trong 9 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”.

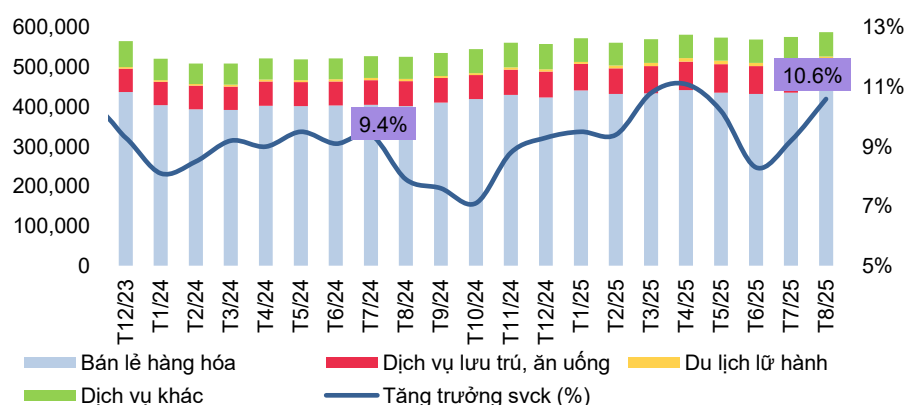
Về phía nhập khẩu, hàng hóa từ Trung Quốc, chiếm 40.4% kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam sẽ chậm lại, do thắt chặt về xuất xứ nguồn gốc cũng như khả năng sẽ chịu mức thuế cao hơn. Tuy nhiên, điều này có thể được bù đắp bởi việc gia tăng nhập khẩu từ Mỹ (+23.4% svck trong 8T25) khi Việt Nam sẽ có xu hướng 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 16.3 – 20.4 tỷ USD.

Dịp lễ lớn của đất nước góp phần thúc đẩy tiêu dùng nội địa mạnh mẽ

Trong T8, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 2.2% so với tháng trước và tăng 10.6% svck. Trong đó, doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 13.2%, và doanh thu du lịch lữ hành tăng 15.2%. Đóng góp chính vào mức tăng trưởng ấn tượng này là các sự kiện, hoạt động kỷ niệm 80 năm Cách mạng tháng Tám và Quốc khánh được tổ chức với quy mô lớn nhất từ trước đến nay.

Nhờ đó, trong 8T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.4% svck (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7.2% svck) – cao hơn mức tăng trung bình 8.6% của năm ngoái. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 8.1% svck – thấp hơn mức trước đại dịch. Theo TCTK, điều này cho thấy người dân có xu hướng thắt chặt tiêu dùng hàng hóa; đồng thời, xu hướng tiêu dùng cũng chuyển dịch từ số lượng sang chất lượng, nhất là sau đợt cao điểm phòng chống buôn lậu, gian lận thương mại, hàng giả, hàng nhái. Trái ngược với việc tiêu dùng hàng hóa ảm đạm thì tiêu dùng dịch vụ lại khởi sắc với doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14.7% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 20.3% svck. Sự phục hồi mạnh mẽ thị trường dịch vụ tiêu dùng có phần đóng góp không nhỏ nhờ khách du lịch quốc tế. Trong 8T25, Việt Nam đã thu hút được 13.9 triệu lượt người (+21.7% svck). Do vậy, để đạt được mục tiêu thu hút 22-23 triệu lượt du khách quốc tế trong 2025, từ nay đến cuối năm, bình quân mỗi tháng nước ta cần đón khoảng 2.27 triệu lượt khách (cao hơn mức bình quân từ đầu năm đến nay khi mỗi tháng đón khoảng 1.7 triệu lượt người). Nhằm hỗ trợ ngành du lịch đạt được mục tiêu, Chính Phủ trong T8 đã thông báo áp dụng chính sách miễn thị thực thêm cho công dân của 12 quốc gia châu Âu kể từ ngày 15/8, nâng tổng số nước được hưởng ưu đãi này lên 24.

Hình 8: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm (Tỷ đồng)



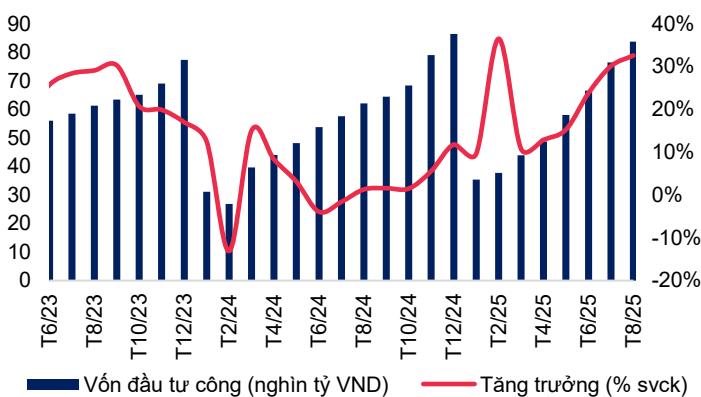
Nguồn: TCTK, MBS Research

Tiếp tục đẩy mạnh tốc độ giải ngân vốn đầu tư công

Trong T8, vốn đăng ký cấp mới giảm 19.4% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 12.5% svck. Lũy kế từ đầu năm, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 11.03 tỷ USD (-8.1% svck); vốn FDI thực hiện đạt 15.4 tỷ USD (+8.8% svck) – đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của tám tháng trong 5 năm qua. Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo thu hút 12.57 tỷ USD (chiếm khoảng 81.6% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 1.24 tỷ USD (chiếm khoảng 8%), và khoảng 563.6 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 3.7%). Theo đó, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam trong tám tháng đầu năm nay đạt 26.14 tỷ USD (+27.3% svck).

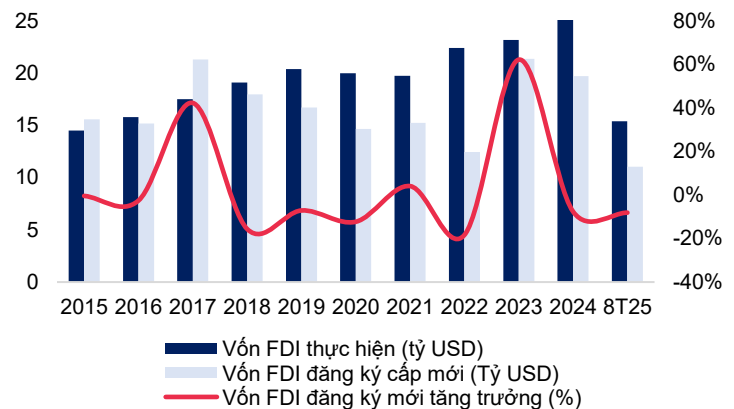
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước T8 ước đạt 83.8 nghìn tỷ đồng, tăng 32.6% svck. Trong 8T25, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 463.2 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 48.3% kế hoạch năm và tăng 26.9% svck. Trong T8, trên cả nước đã diễn ra đồng loạt lễ khởi công, khánh thành 250 công trình tiêu biểu. Trong đó, nguồn vốn Nhà nước có 129 dự án với 478 nghìn tỷ đồng, chiếm 37% tổng mức; và 121 dự án, công trình được đầu tư từ các nguồn vốn khác với 802 nghìn tỷ đồng, chiếm 63% tổng mức. Ngoài ra, vốn FDI có 05 dự án với tổng vốn đầu tư khoảng 54 nghìn tỷ đồng. Việc khánh thành đưa vào khai thác các dự án và triển khai khởi công đồng loạt các công trình có quy mô lớn được đánh giá sẽ là động lực quan trọng đóng góp vào mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trở lên trong năm nay. Theo Thứ trưởng Bộ Xây dựng, 250 dự án này sẽ đóng góp trên 18% giá trị GDP cả nước ngay trong năm 2025 và trên 20% cho những năm tiếp theo.

Hình 9: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 10: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: TCTK, MBS Research

Lạm phát tăng nhẹ trong tháng 8 nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

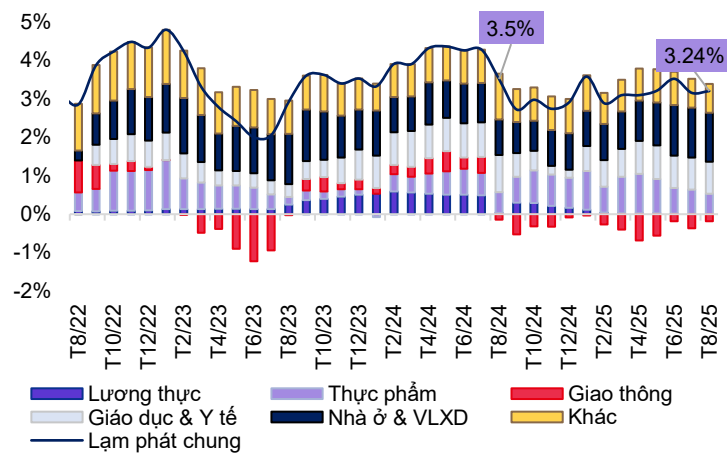
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong T8 tăng 0.05% so với tháng trước và tăng 3.24% svck - khá tương đương với mức trung bình tháng từ T2/25 đến nay. Các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI trong tháng bao gồm: (1) Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở (cát, đá xây dựng,...) tăng 8.9% svck do thiếu hụt nguồn cung; giá điện sinh hoạt tăng 10.9% svck sau đợt tăng giá điện vào T5/25. (2) Nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 12.6% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh. Ở chiều ngược lại, các yếu tố giúp kiềm chế đà tăng của lạm phát bao gồm: giá xăng, dầu giảm 7.6% svck theo giá thế giới; giá thịt lợn giảm 7.2% svck giúp áp lực giá thực phẩm hạ nhiệt.

CPI bình quân 8T25 tăng 3.25% svck (trong khi CPI bình quân 8T24 tăng 4.04% svck) – thấp hơn mức mục tiêu 4.5% - 5% của Chính phủ, trong khi lạm phát cơ bản tăng 3.2%. Đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ: giá xăng dầu giảm 12% svck. Ở

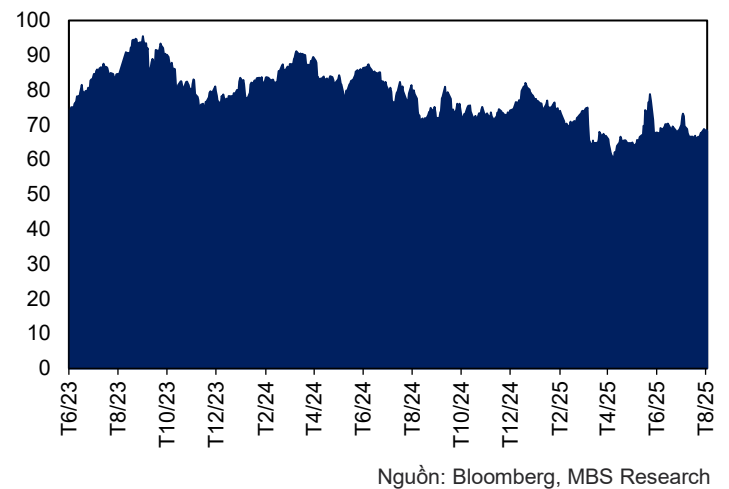
chiều ngược lại, các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 13.9% do thiếu hụt nguồn cung; giá điện sinh hoạt tăng 6.6% svck sau các đợt tăng giá vào T10/24 và T5/25 của EVN; giá nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 13.6% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh.

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.

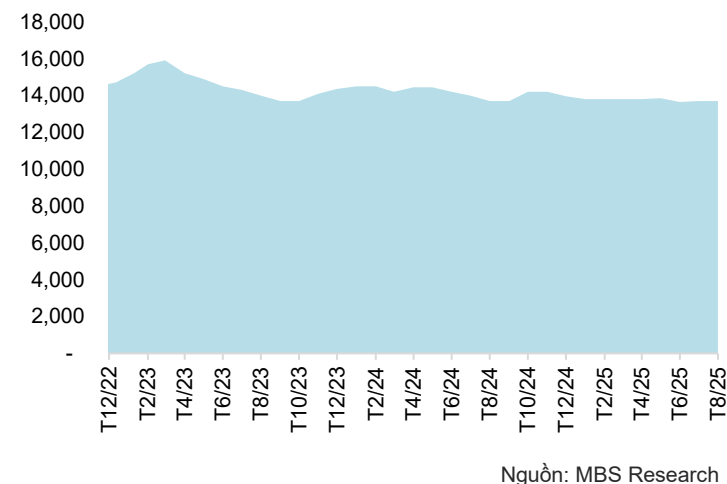
Hình 11: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



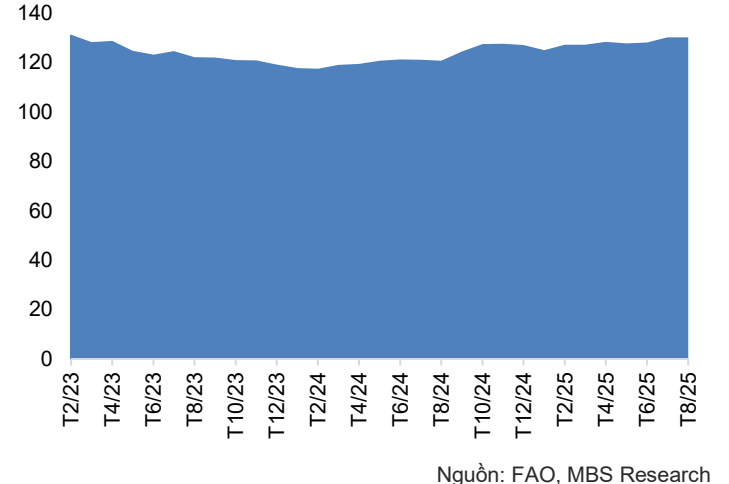
Hình 12: Giá dầu Brent (USD/thùng)



Hình 13: Giá thép (triệu VND/tấn)



Hình 14: Chỉ số giá lương thực FAO



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 đáo 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%.

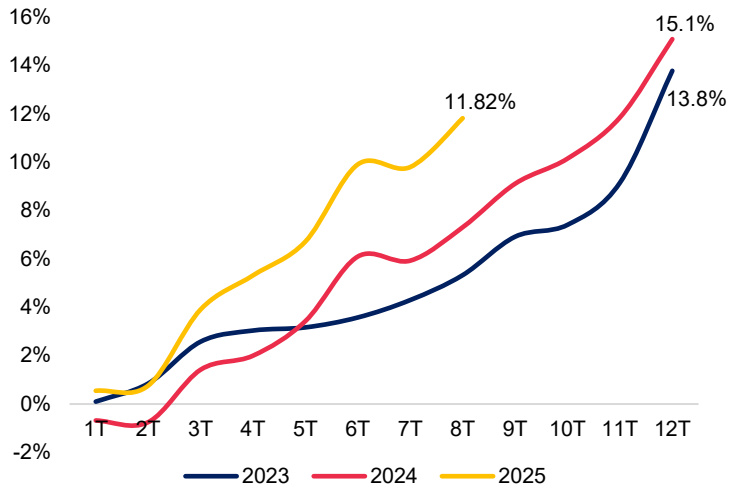
Lãi suất huy động duy trì ổn định trong tháng 8

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

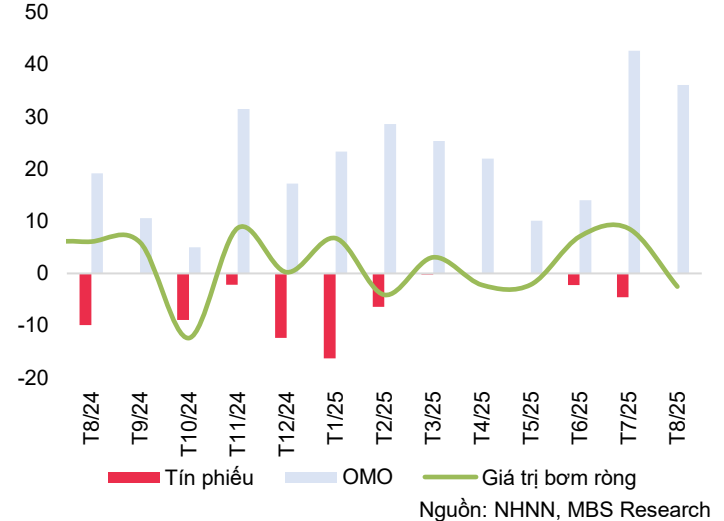
Đến cuối năm, lãi suất huy động dự kiến sẽ chịu áp lực từ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, đặc biệt sau thông báo của NHNN về việc tăng thêm chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho các tổ chức tín dụng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, NHNN trong T7 cũng tiếp tục yêu cầu các tổ chức tín dụng triển khai đồng bộ các giải pháp để ổn định và phần đầu 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 thêm 50 điểm cơ bản trong Q4/25, qua đó nâng tổng mức cắt giảm trong năm nay lên 75 điểm cơ bản, sẽ giúp thu hẹp chênh lệch lãi suất VND-USD, đồng thời cũng sẽ tạo điều kiện để NHNN duy trì môi trường lãi suất thấp. Dựa vào các yếu tố trên, chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM tư nhân sẽ có dư địa giảm nhẹ 2 điểm cơ bản về mức 4.7% vào cuối năm 2025.

Hình 15: Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (%ytd)

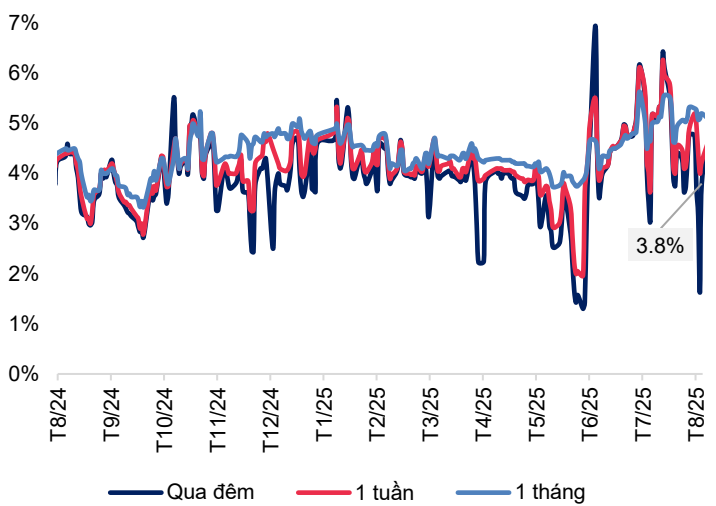


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 16: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: nghìn tỷ VND)

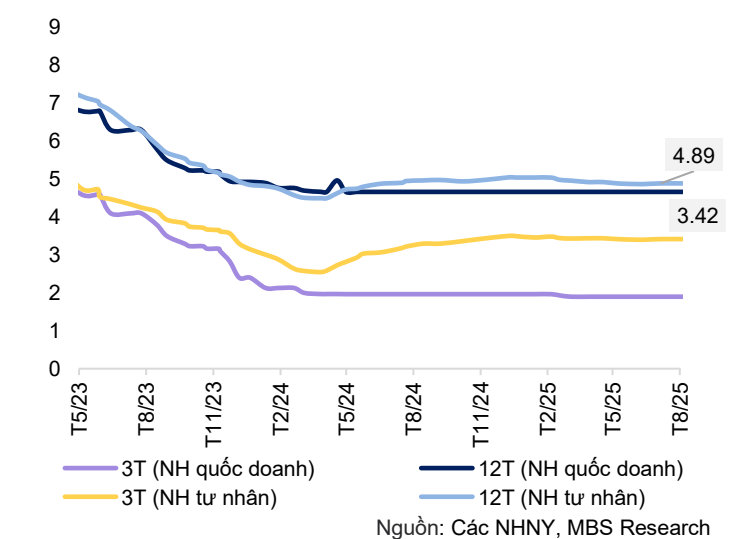


Hình 17: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (%)

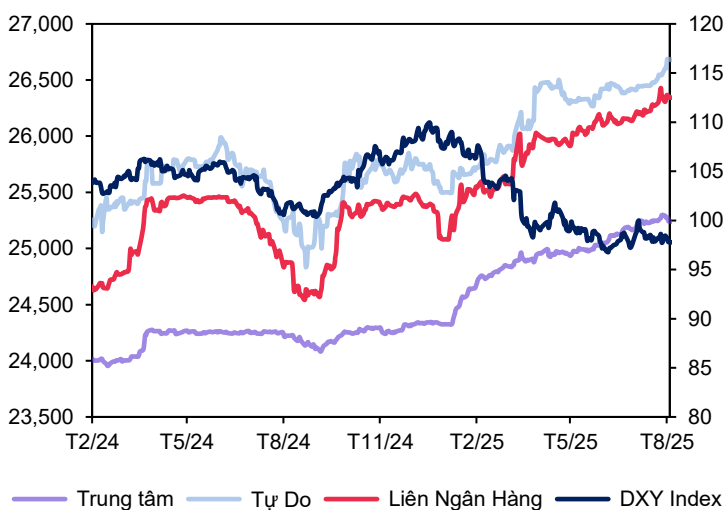


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 18: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%/năm)

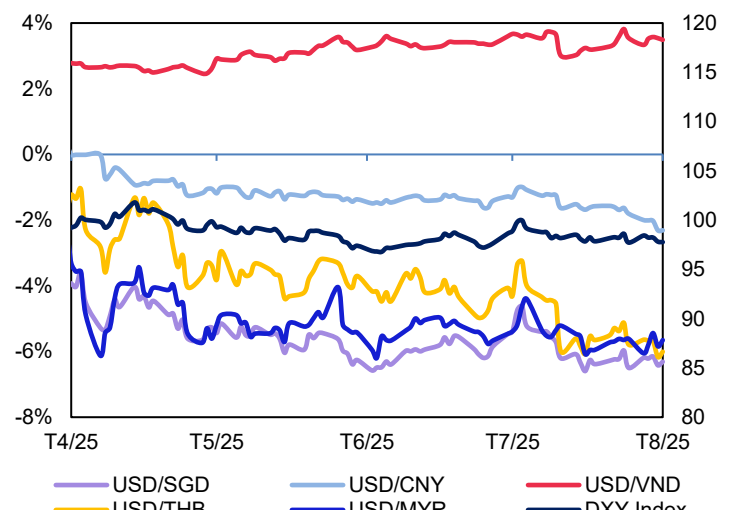


Hình 19: Tỷ giá VND/USD



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 20: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2025



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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

Chỉ số DXY trượt dốc trong T8 dưới áp lực từ việc Fed giảm lãi suất và căng thẳng chính trị tiếp diễn

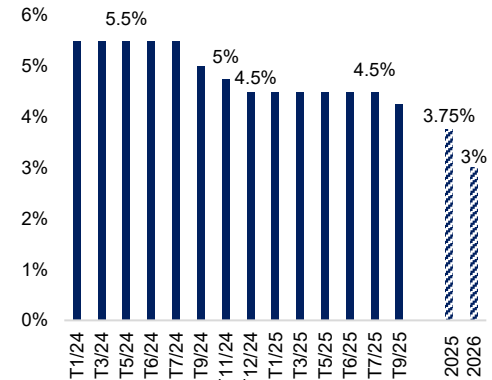
Chỉ số DXY ngay từ đầu tháng đã giảm mạnh gần 1% so với cuối T7 xuống mức 99.1. Kể từ đó, chỉ số này duy trì xu hướng giảm về cuối tháng trong bối cảnh rủi ro đối với thị trường lao động ngày càng gia tăng, khi cả phía cung và cầu lao động đều có dấu hiệu suy yếu đáng kể. Cụ thể, dữ liệu mới nhất cho 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 thúc đẩy Fed giảm lãi suất lần đầu tiên trong năm nay với mức giảm 25 điểm cơ bản để đưa phạm vi lãi suất về 4% - 4.25% trong cuộc họp 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).

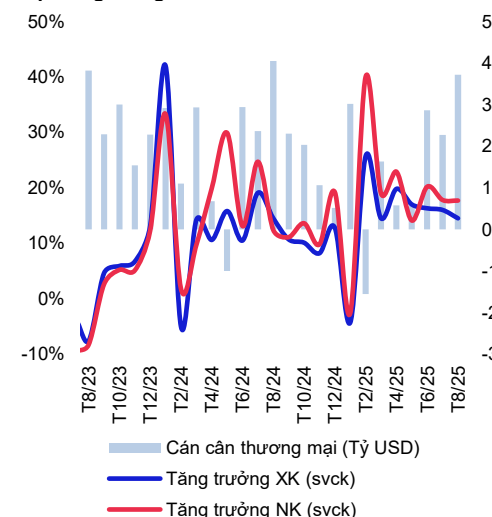
Mặc dù đồng USD được dự báo sẽ duy trì đà giảm về cuối năm khi Fed bắt đầu chu kỳ cắt giảm lãi suất mới, chúng tôi tin rằng các áp lực nội tại sẽ là yếu tố chính góp phần vào đà tăng của tỷ giá, bao gồm: (1) Chênh lệch lãi suất USD-VND vẫn tiếp diễn cho dù FED cắt giảm lãi suất thêm 50 điểm cơ bản trong Q4, qua đó nâng tổng mức giảm năm nay lên 75 điểm cơ bản. (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 giảm lãi suất 0.25 điểm cơ bản trong T9, đưa phạm vi lãi suất về 4% - 4.25% 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

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	514 - 515
Tăng trưởng GDP (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	7.09	8.0 - 8.3
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	14.3	12 - 13
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	16.3 - 20.4
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	263	281	336	371	355.5	405.5	454.2 - 458.2
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	253	262	332	360	327.5	380.8	437.9

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, Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHOẢNG NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nguyễn Phú Cường

Đinh Hà Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hường

Bất động sản - VLXD

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Logistics – Vật liệu cơ bản

Võ Đức Anh

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly