

Áp lực tỷ giá hạ nhiệt hỗ trợ cho NHNN duy trì chính sách nới lỏng

- NHNN quay trở lại bơm ròng từ ngày 24/9 giúp lãi suất liên NH qua đêm giảm mạnh về mức 3.2% trước khi tăng lên mức 4.7% vào cuối T9.
- Lãi suất huy động tăng nhẹ tại các kỳ hạn ngắn trong T9, trong khi trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng của các NHTM vẫn ở mức 4.78% tháng thứ ba liên tiếp.
- Chúng tôi dự báo tỷ giá đến cuối năm 2025 sẽ dao động trong khoảng 26,500 – 26,700 VND/USD, phản ánh mức tăng 4.1% - 4.9% so với đầu năm.

Áp lực tỷ giá hạ nhiệt sau quyết định hạ lãi suất của Fed

Chỉ số DXY hồi phục nhờ dữ liệu kinh tế tích cực

Khởi đầu tháng ở mức 97.8, chỉ số DXY liên tục duy trì đà giảm, thậm chí rơi về mức đáy bốn năm tại 96.6 vào ngày 16/9 khi các nhà đầu tư kỳ vọng vào đợt cắt giảm lãi suất của Fed trong cuộc họp tháng 9 sau một loạt các dữ liệu cho thấy thị trường lao động đang suy yếu. Đến ngày 17/9, Fed đã thông báo cắt giảm lãi suất lần đầu tiên trong chín tháng với mức giảm 25 điểm cơ bản, đồng thời dự kiến có thể thực hiện thêm 2 đợt cắt giảm nữa trong năm nay, qua đó đưa phạm vi lãi suất về mức 3.5% - 3.75% vào cuối năm. Dù vậy, chỉ số DXY đã nhanh chóng phục hồi lên mức 98.5 vào ngày 25/9 nhờ dữ liệu kinh tế mạnh mẽ. Cụ thể, nền kinh tế ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong gần hai năm, với GDP Q2 được điều chỉnh tăng lên 3.8% nhờ chi tiêu tiêu dùng mạnh mẽ và thâm hụt thương mại giảm mạnh. Điều này làm giảm đi kỳ vọng về khả năng Fed sẽ cắt giảm lãi suất mạnh mẽ trong Q4 do việc tăng trưởng kinh tế ổn định sẽ tạo điều kiện cho Fed áp dụng lập trường ít ôn hòa hơn để kiềm chế lạm phát (Chỉ số PCE T8 tăng 2.7% svck, trong khi PCE lõi tăng 2.9% - cao hơn mục tiêu của Fed). Tuy nhiên, thị trường vẫn đang dự đoán sẽ có hai lần cắt giảm lãi suất nữa trong năm nay, qua đó làm mờ triển vọng của Đồng bạc xanh về cuối năm. Đến cuối tháng, chỉ số DXY ở mức 97.9 (-10.5% so với đầu năm).

Chúng tôi dự báo tỷ giá đến cuối năm sẽ dao động trong khoảng 26,500 – 26,700 VND/USD

Áp lực tỷ giá hạ nhiệt trong T9 nhờ chỉ số DXY suy giảm trong nửa đầu tháng 9 và dự kiến sẽ tiếp tục suy yếu khi thị trường kỳ vọng sẽ có thêm 2 đợt giảm lãi suất nữa đến cuối năm. Thêm vào đó, đồng nội tệ cũng được hỗ trợ một phần nhờ việc chênh lệch lãi suất VND-USD đảo chiều dương, từ mức -2.7% ở cuối T8 lên mức 0.6% vào cuối T9. Theo đó, tỷ giá liên NH kết tháng ở mức 26,426 VND/USD (+0.3% so với tháng trước, +3.8% so với đầu năm). Trái ngược lại, tỷ giá trên thị trường tự do giảm 0.4% trong tháng về mức 26,570 VND/USD (+3.2% so với đầu năm). Cùng với đó, tỷ giá trung tâm giảm 0.2% so với đầu tháng về mức 25,187 VND/USD (+3.5% so với đầu năm).

Việc Fed giảm lãi suất trong T9 và dự kiến sẽ tiếp tục giảm thêm 50 điểm cơ bản trong Q4 để nâng tổng mức giảm năm nay lên 75 điểm cơ bản, sẽ giúp hạ nhiệt áp lực tỷ giá USD/VND, qua đó tạo điều kiện cho NHNN duy trì chính sách nới lỏng và giữ môi trường lãi suất thấp nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn có những rủi ro đối với tỷ giá, bao gồm: (1) Thặng dư thương mại hàng hóa dự kiến sẽ thu hẹp về mức 16.3 – 20.4 tỷ USD trong năm nay do hoạt động xuất khẩu dự kiến sẽ chậm lại trong Q4 khi các doanh nghiệp đã đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trước khi mức thuế đối ứng có hiệu lực kể từ ngày 7/8. Trong khi đó, Việt Nam vẫn cần duy trì hoạt động nhập khẩu từ Mỹ để giảm thiểu rủi ro bị áp thuế cao. (2) Chênh lệch giá vàng trong nước và

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

thế giới trong bối cảnh giá vàng tăng. (3) Fed có thể áp dụng lập trường ít ôn hòa hơn để kiềm chế lạm phát nếu không có tín hiệu rõ ràng nào cho thấy thị trường lao động hoặc nền kinh tế suy yếu. Theo đó, **chúng tôi dự báo tỷ giá sẽ tăng nhẹ về cuối năm 2025, dao động trong khoảng 26,500 – 26,700 VND/USD, phản ánh mức tăng 4.1% - 4.9% so với đầu năm.**

NHNN bơm ròng nhẹ trở lại trong tháng 9

Lãi suất liên NH qua đêm duy trì ổn định quanh mức 4% trong tháng 9

Trong T9, NHNN đã bơm hơn 277.3 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO với lãi suất 4%, kỳ hạn 7 - 91 ngày. Cùng với đó, lượng vốn đáo hạn trên OMO trong kỳ đạt khoảng hơn 273.9 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã bơm ròng gần 3.4 nghìn tỷ đồng trong kỳ.

Từ mức 4.7% ở đầu tháng, lãi suất qua đêm liên NH đã giảm dần và duy trì ổn định quanh mức 4% trong các tuần sau đó, trước khi giảm mạnh về mức 3.2% vào ngày 29/9. Diễn biến này diễn ra sau khi NHNN đảo chiều bơm ròng mạnh với trị giá gần 63.7 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn từ ngày 24-30/9, qua đó giúp cải thiện thanh khoản hệ thống. Tuy vậy, đến cuối tháng, lãi suất qua đêm đã nhanh chóng tăng trở lại lên mức 4.7%. Trong khi đó, lãi suất cho các kỳ hạn 1 tuần - 1 tháng giảm nhẹ 2 điểm cơ bản so với đầu tháng, dao động trong khoảng 4.9% - 5% vào cuối T9.

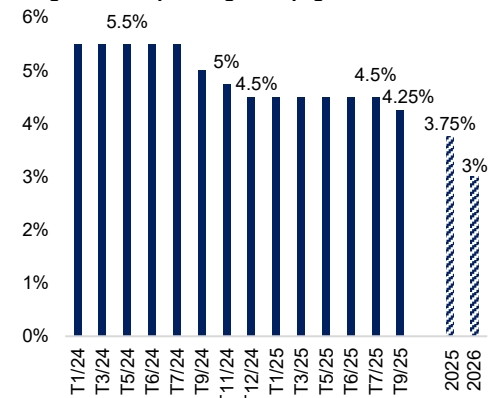
Lãi suất huy động tăng nhẹ tại các kỳ hạn ngắn trong tháng 9

Trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, VPB là ngân hàng duy nhất điều chỉnh lãi suất huy động trong tháng này. Cụ thể, VPB tăng lãi suất tiền gửi 30 điểm cơ bản đối với các kỳ hạn từ 1-9 tháng. Theo đó, trung bình lãi suất kỳ hạn 3 tháng của nhóm NHTM tư nhân tăng nhẹ 4 điểm cơ bản so với tháng trước lên mức 3.46%. Trong khi đó, trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM tư nhân vẫn ở mức 4.89% (-16 điểm cơ bản so với đầu năm), và lãi suất của nhóm các NHTM quốc doanh giữ ổn định ở mức 4.7%. Theo đó, trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng của các NHTM vẫn duy trì ở mức 4.78% tháng thứ ba liên tiếp. Nhìn chung, mặt bằng lãi suất vẫn đang được duy trì ở mức thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế như theo chỉ đạo của Chính Phủ và NHNN.

Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào sẽ duy trì ổn định ở mức 4.8% vào cuối năm 2025

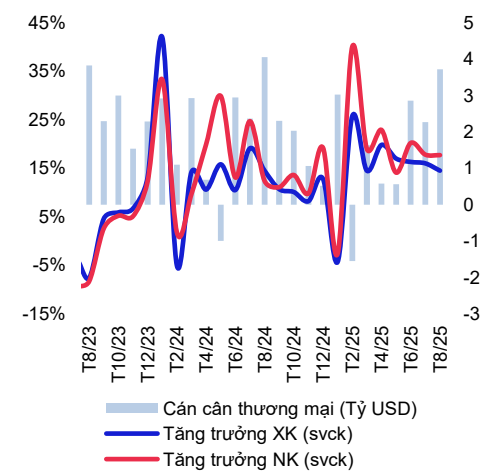
Đến cuối năm, lãi suất huy động dự kiến sẽ chịu áp lực từ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, đặc biệt sau thông báo của NHNN về việc tăng thêm chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho các tổ chức tín dụng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế. Theo NHNN, tính đến ngày 29/9, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đã tăng 13.37% so với cuối năm 2024 và tăng 19.6% svck. Theo ước tính của Phó thống đốc NHNN, tăng trưởng tín dụng năm nay ước đạt 20.19% - là mức cao nhất trong nhiều năm. Tuy nhiên, NHNN vẫn tiếp tục yêu cầu các tổ chức tín dụng triển khai đồng bộ các giải pháp để ổn định và phân 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 thêm 50 điểm cơ bản trong Q4/25, qua đó nâng tổng mức cắt giảm trong năm nay lên 75 điểm cơ bản, 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 đến cuối năm 2025 sẽ duy trì ổn định ở mức 4.8%.

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



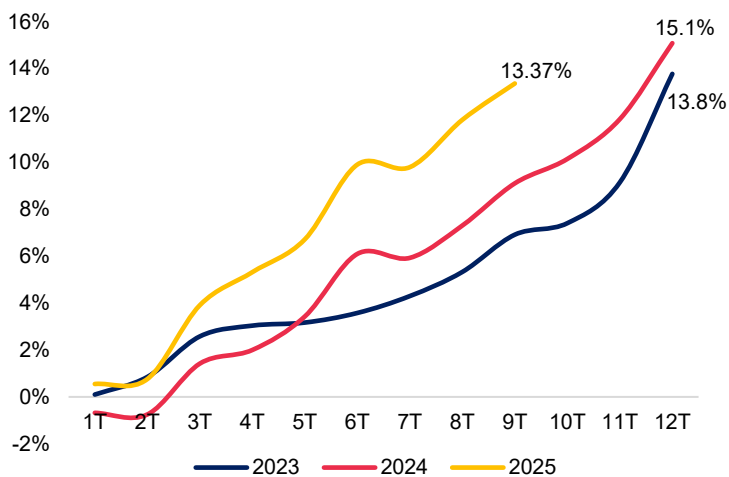
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



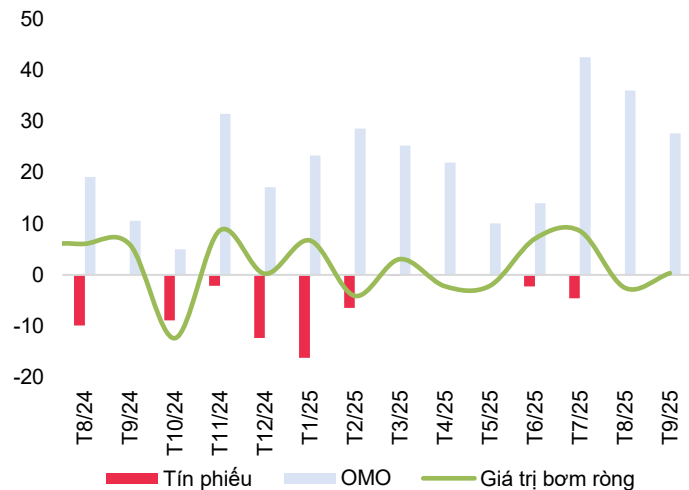
Nguồn: TCTK, MBS Research

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



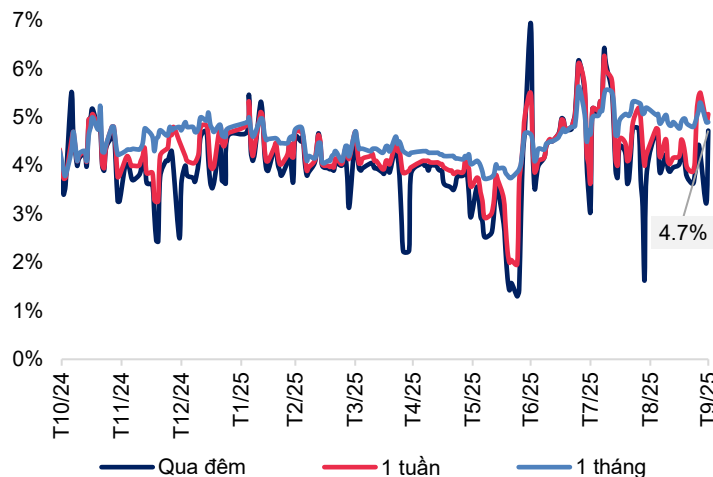
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



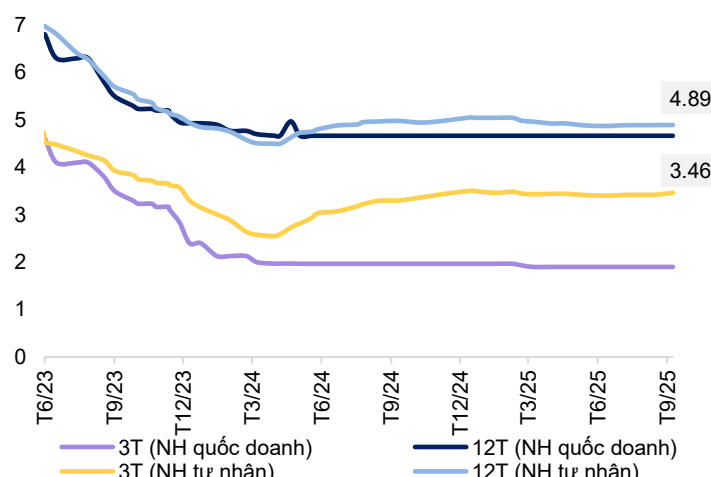
Nguồn: NHNN, MBS Research

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



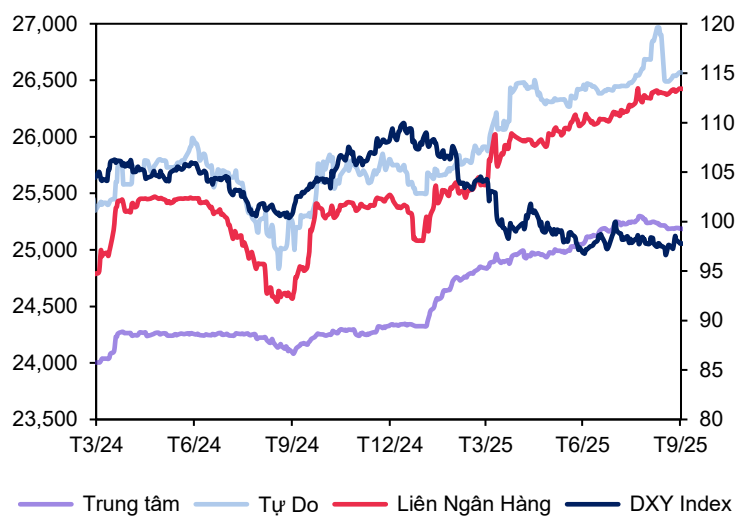
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



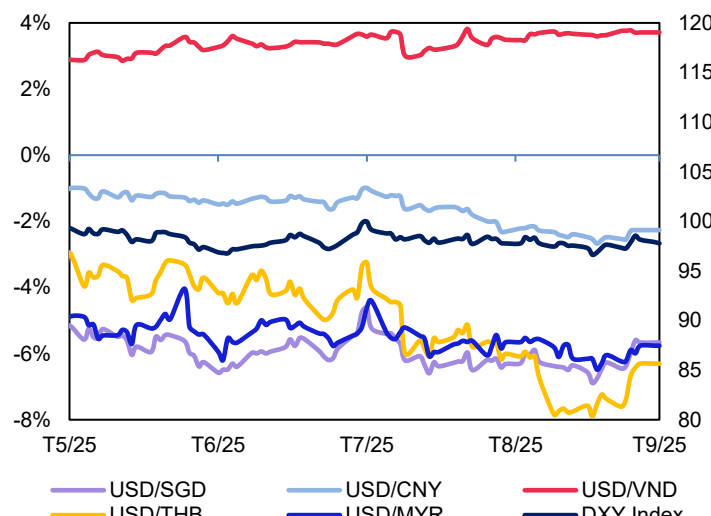
Nguồn: Các NHNNY, MBS Research

Hình 5: Tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



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, Ô Chợ Dừa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI 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 Luyện</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>