

Tương lai rực rỡ phía trước

- Kết quả ấn tượng trong Q3 vẽ ra một bức tranh tươi sáng về triển vọng kinh tế của Việt Nam trong năm nay. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Q4 ở mức 8.4% - 8.8%, qua đó giúp GDP cả năm 2025 đạt mức 8% - 8.1%.
- Chỉ số CPI tăng lên mức 3.38% trong T9 và được dự báo sẽ tiếp tục nhích tăng trong tháng tới do ảnh hưởng từ các cơn bão gần đây.
- Trong 9T25, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 550.1 nghìn tỷ đồng (+27.9% svck), hoàn thành 55.7% kế hoạch năm, đóng góp đáng kể vào việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Tăng trưởng GDP Q3 ghi nhận mức tăng cao thứ hai trong hơn một thập kỷ

Tăng trưởng GDP Q3 của Việt Nam ước đạt 8.23% - chỉ thấp hơn mức tăng 14.38% của cùng kỳ năm 2022 trong giai đoạn 2011-2025. Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.7% svck (đóng góp 5.04% vào mức tăng trưởng của GDP); khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 9.5% svck (đóng góp 46.4%); khu vực dịch vụ tăng 8.6% svck (đóng góp 48.6%). Kết quả ấn tượng trong Q3 cùng với GDP Q2 được điều chỉnh tăng lên mức 8.19% đã giúp tăng trưởng GDP trong chín tháng đầu năm đạt mức 7.85%.

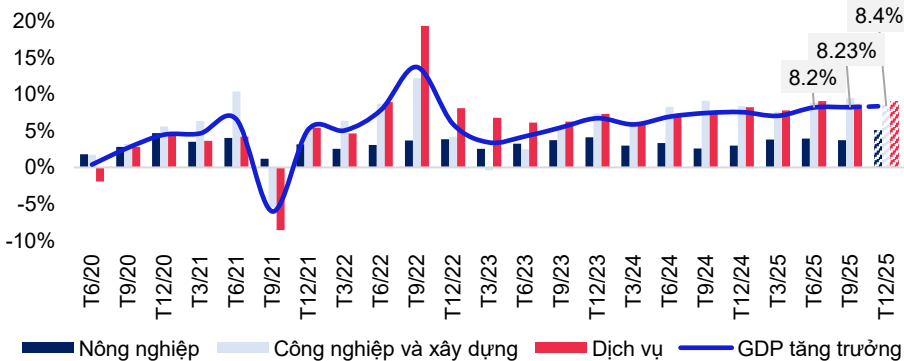
Lạm phát tăng trong T9 và được dự báo sẽ tiếp tục nhích tăng trong tháng tới do ảnh hưởng từ các cơn bão gần đây

Chỉ số CPI T9 tăng 0.4% so với tháng trước và tăng 3.38% svck – mức cao nhất trong 3 tháng trở lại đây, với áp lực chủ yếu đến từ: Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng 9.3% svck trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung, giá điện tăng 10.8% svck do đợt điều chỉnh giá của EVN vào T5, nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 12.6% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh. CPI bình quân 9T25 tăng 3.27% svck, lạm phát cơ bản tăng 3.2% svck. Nhìn chung, lạm phát vẫn đang trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, trong T10, áp lực lên nhóm thực phẩm có khả năng sẽ gia tăng do ảnh hưởng từ các cơn bão gần đây khiến giá các mặt hàng như rau xanh, thủy sản và thực phẩm chế biến có thể tăng so với T9, qua đó tác động tới lạm phát chung.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP 2025 ở mức 8% - 8.1%

Bất chấp các rủi ro về thuế quan và ảnh hưởng từ thiên tai, Việt Nam vẫn duy trì kết quả kinh tế rất tích cực với GDP quý sau cao hơn quý trước nhờ: tăng trưởng xuất khẩu mạnh mẽ (+16% svck), dòng vốn FDI (+8.5% svck), tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công (+27.9% svck), và lượng khách du lịch phục hồi (+21.5% svck). Trong khi đó, lạm phát vẫn được kiểm soát tốt dù tăng trưởng tín dụng bật tăng mạnh (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 đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Q4 ở mức 8.4% - 8.8% với động lực chính đến từ tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công và tiêu dùng nội địa phục hồi, qua đó giúp GDP cả năm 2025 đạt mức 8% - 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

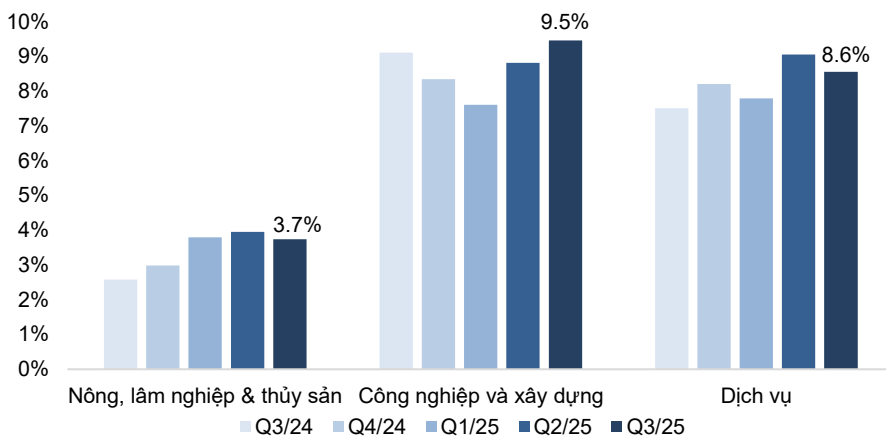
Tương lai rực rỡ phía trước

GDP Q3 ghi nhận mức tăng cao thứ hai trong hơn một thập kỷ

Bất chấp các tác động của thuế quan từ Mỹ và thiên tai, Việt Nam vẫn ghi nhận mức tăng trưởng cao khi tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q3/25 ước tính tăng 8.23% svck – chỉ thấp hơn mức tăng 14.38% của Q3/22 trong giai đoạn 2011 – 2025. Kết quả tăng trưởng này khá sát với mục tiêu đặt ra cho Q3/25 là 8.3% của kịch bản tăng trưởng cả năm 8%. Tuy nhiên, vẫn thấp hơn so mục tiêu của kịch bản tăng trưởng năm 2025 đạt 8.3% - 8.5% (trong đó, mục tiêu tăng trưởng của Q3/25 là 8.9% - 9.2%). Theo đó, để đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 8.3% - 8.5% trong năm nay, GDP Q4 cần tăng ít nhất 9.6% svck. Điều này được đánh giá là khá thách thức đặc biệt trong bối cảnh đất nước ta vừa liên tiếp hứng chịu tới 5 cơn bão trong T9 và đầu T10 khiến khu vực miền Bắc và miền Trung chịu nhiều thiệt hại, do đó các địa phương này sẽ cần thời gian để khắc phục hậu quả của bão và sẽ phần nào ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế của khu vực.

Trong Q3, khu vực công nghiệp và xây dựng có mức tăng trưởng cao nhất trong ba khu vực khi tăng 9.46% svck, đóng góp 46.4% 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% svck. Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản ghi nhận mức tăng trưởng ổn định khi tăng 3.74% svck, đóng góp 5%. Trong khi đó, khu vực dịch vụ tăng 8.6% svck, đóng góp 48.6%. Trong đó, một số ngành có mức tăng trưởng ổn định như: hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ (+13.7% svck); vận tải kho bãi (+10.7% svck); dịch vụ lưu trú và ăn uống (+10.5% svck).

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



Nguồn: TCTK, MBS Research

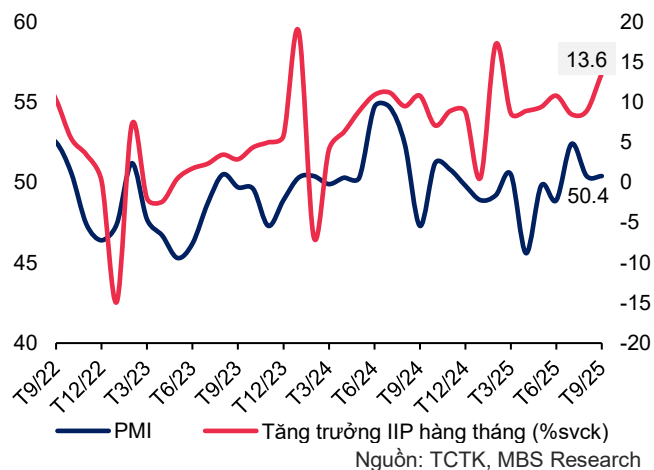
Hoạt động sản xuất công nghiệp tích cực khi sức khỏe ngành sản xuất tiếp tục cải thiện tháng thứ ba liên tiếp

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 9 tăng 0.1% so với tháng trước và tăng 13.6% svck – mức cao nhất kể từ T2/25. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 12.7% svck, trong bối cảnh tình hình thuế quan dần ổn định giúp số lượng đơn hàng mới tăng trở lại, theo đó, các nhà sản xuất tiếp tục tăng sản lượng. 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 (+23% svck); sản xuất sản phẩm từ khoáng phi kim loại khác (+22.9% svck); sản xuất than cốc, sản phẩm dầu mỏ tinh chế (+22.4% svck). Ngoài ra, hoạt động khai khoáng và sản xuất điện cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng khi lần lượt tăng 22.4% (trong

khi mức tăng trưởng trung bình tháng trong 8 tháng đầu năm là -0.3%) và 15.4% svck (trong khi mức tăng trưởng trung bình tháng trong 8 tháng đầu năm là 5.5%). Trong 9T25, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 9.1% svck. Trong đó, ngành chế biến chế tạo đạt mức tăng trưởng 10.4%, cao hơn so với mức 9.9% của cùng kỳ năm ngoái.

Cùng với đó, chỉ số PMI tiếp tục duy trì trên ngưỡng 50 điểm tháng thứ ba liên tiếp khi đạt 50.4 điểm trong T9, cho thấy sức khỏe ngành sản xuất vẫn tích cực nhờ số lượng đơn đặt hàng mới tăng trở lại. Trong đó, số lượng đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục giảm nhưng tốc độ đã giảm về mức yếu nhất trong chuỗi 11 tháng giảm gần đây, khi các chính sách thuế quan của Mỹ dần ổn định giúp các doanh nghiệp nước ngoài nối lại hoạt động mua hàng. Trong bối cảnh số lượng đơn hàng mới tăng trở lại nhờ nhu cầu khách hàng cải thiện, các nhà sản xuất đã tiếp tục tăng sản lượng tháng thứ năm liên tiếp. Về mặt giá cả, chi phí đầu vào và giá cả đầu ra đều tăng với tốc độ nhanh hơn trong kỳ. Cụ thể, mức tăng chi phí đầu vào trong T9 là mức tăng nhanh nhất kể từ T7/24 do giá thị trường tăng và biến động tỷ giá. Theo đó, giá cả đầu ra cũng tăng với tốc độ nhanh nhất trong 14 tháng.

Hình 3: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



Hình 4: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)

	Jul-25	Aug-25	Sep-25
Sửa chữa, bd và lắp đặt máy móc và thiết bị	14.9%	24.1%	23.0%
SX sản phẩm từ khoáng phi kim loại khác	22.3%	19.0%	22.9%
SX than cốc, sản phẩm dầu mỏ tinh chế	1.1%	1.1%	22.4%
SX sản phẩm từ cao su và plastic	16.4%	20.1%	19.5%
SX kim loại	12.3%	17.3%	18.3%
SX hoá chất và sp hoá chất	11.4%	4.4%	17.9%
Khai thác dầu thô và khí đốt tự nhiên	-3.1%	9.9%	15.2%
Dệt	7.2%	8.4%	14.8%
SX chế biến thực phẩm	9.9%	11.0%	13.1%
SX đồ uống	13.3%	9.2%	12.6%
SX thiết bị điện	15.2%	15.5%	11.8%
SX phương tiện vận tải khác	-0.2%	0.8%	10.1%
SX sp điện tử, máy vi tính và sp quang học	5.1%	8.6%	7.1%
SX giường, tủ, bàn, ghế	8.3%	6.5%	6.0%

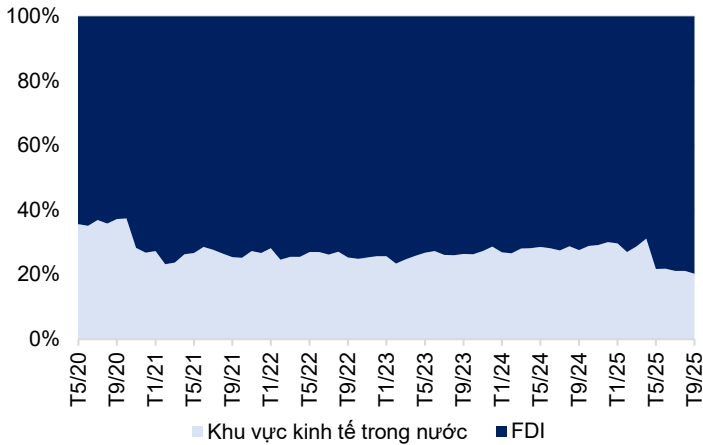
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hoạt động xuất khẩu duy trì mức tăng trưởng cao dù xuất khẩu sang Mỹ có dấu hiệu chậm lại

Kim ngạch xuất khẩu T9 đạt 42.67 tỷ USD (-1.7% so với tháng trước). Đặc biệt, xuất khẩu sang Mỹ giảm 1.5% so với tháng trước – đánh dấu tháng thứ hai liên tiếp ghi nhận mức tăng trưởng theo tháng âm. Trong đó, một số mặt hàng chủ lực ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn nhất bao gồm: giày dép (-27% so với tháng trước); dệt may (-20% so với tháng trước). Qua đó cho thấy mức sụt giảm này có thể là những tín hiệu ban đầu về rủi ro đối với hoạt động xuất khẩu dưới ảnh hưởng của thuế quan.

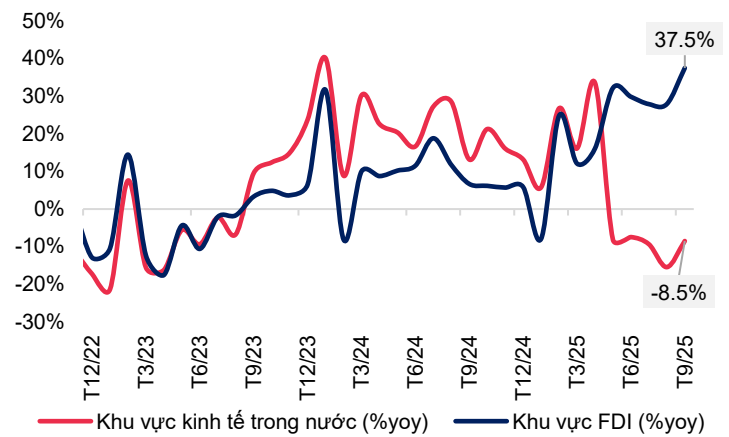
Tuy nhiên, so với cùng kỳ, kim ngạch xuất khẩu vẫn ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng khi tăng 24.7% - mức cao nhất kể từ T2/25, được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao & bộ phận (+238.5% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+66.2% svck); xơ, sợi dệt các loại (+47.7% svck). Trong đó, giá trị xuất khẩu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt hơn 34 tỷ USD (+37.5% yoy) – chiếm 80% tổng kim ngạch xuất khẩu trong tháng. Trong khi đó, khu vực kinh tế trong nước duy trì mức tăng trưởng âm tháng thứ năm liên tiếp khi ghi nhận mức giảm 8.5% trong T9 với giá trị xuất khẩu đạt 8.7 tỷ USD – chiếm 20% tổng kim ngạch.

Hình 5: Cơ cấu kim ngạch xuất khẩu theo nhóm doanh nghiệp



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 6: Tăng trưởng xuất khẩu theo tháng của doanh nghiệp nội địa và FDI (% svck)



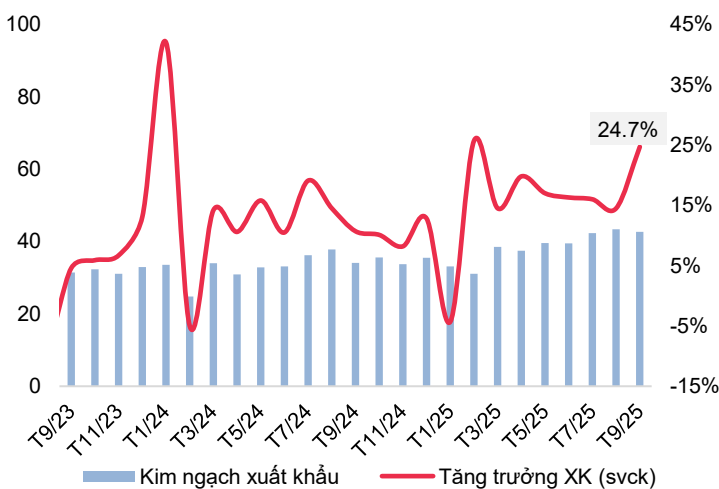
Nguồn: TCTK, MBS Research

Lũy kế 9T25, kim ngạch xuất khẩu đạt 348.74 tỷ USD (+16% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+134.6% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+45.9% svck); dây điện và cáp điện (+26.3% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn như: sắt thép (-28.3% svck); gạo (-20% svck); chất dẻo nguyên liệu (-14% svck).

Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 112.8 tỷ USD (+27.7% svck). Xuất khẩu sang EU tăng 9.3% svck, đạt 41.7 tỷ USD. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 49.6 tỷ USD (+11.3% svck) – cao hơn nhiều so với mức 1% của cùng kỳ năm ngoái.

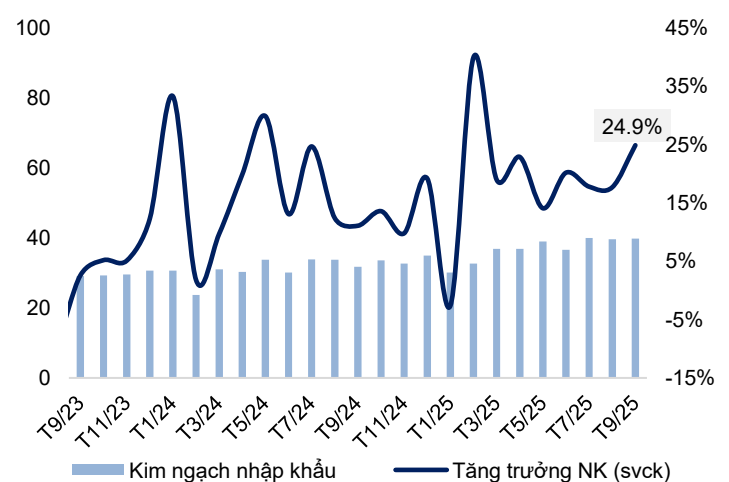
Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu tăng 0.4% so với tháng trước với giá trị ước đạt 39.82 tỷ USD (+24.9% svck) trong T9, và lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 331.92 tỷ USD (+18.8% svck). Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta (chiếm 40.5% tổng kim ngạch nhập khẩu) với kim ngạch ước đạt 134.4 tỷ USD (+27.9% svck). Ngoài ra, kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ cũng tăng trưởng mạnh ở mức 23.6% svck, đạt 13.7 tỷ USD. Trong 9T25, có 3 mặt hàng nhập khẩu với trị giá trên 10 tỷ USD (chiếm 50% tổng kim ngạch nhập khẩu), bao gồm: Điện tử, máy tính và linh kiện (+39% svck); máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác (+24.7% svck); Vải (+2.3% svck).

Hình 7: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



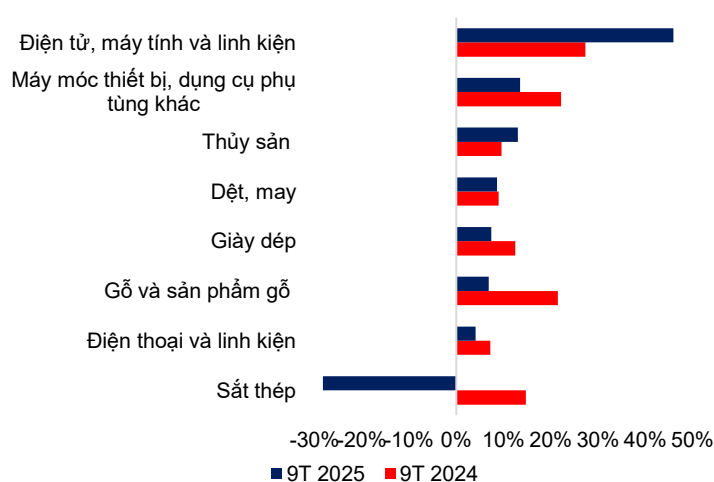
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 8: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



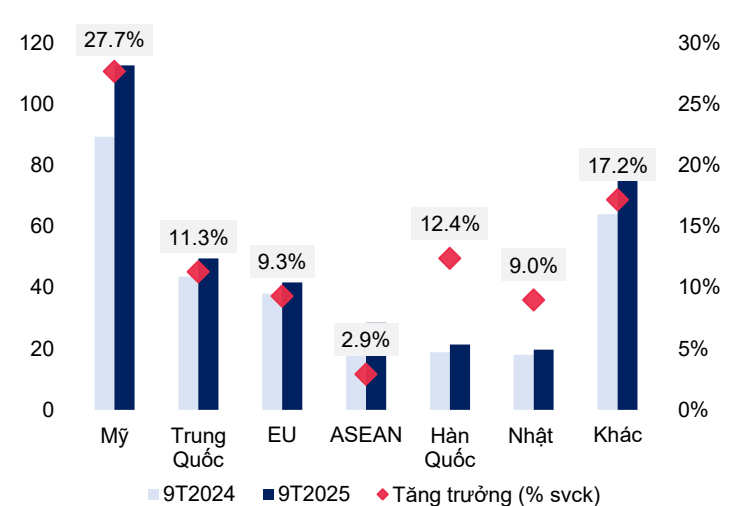
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 9: 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: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 9T25 (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 9 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 13% - 14%**. 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. (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 (+23.6% svck trong 9T25) 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 20.4 – 24.4 tỷ USD.

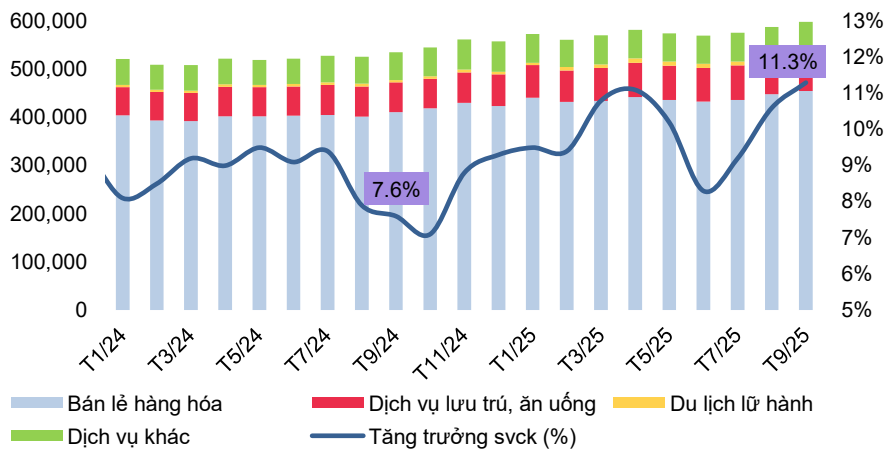
Tiêu dùng nội địa duy trì đà tăng trưởng hai chữ số

Trong T9, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 2% so với tháng trước và tăng 11.3% svck – mức cao nhất kể từ T5/23. Trong đó, doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 15%, và doanh thu du lịch lữ hành tăng 19.7%. 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 9T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.5% svck (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7.2% svck) – cao hơn mức tăng trung bình 8.8% của năm ngoái. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 8.3% svck – thấp hơn mức trước đại dịch, phản ánh xu hướng thắt chặt tiêu dùng hàng hóa của người dân; 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 14.8% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 20.5% 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 9T25, Việt Nam đã thu hút được hơn 15.4 triệu lượt người (+21.5% svck).

Hình 11: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Tỷ đồng)



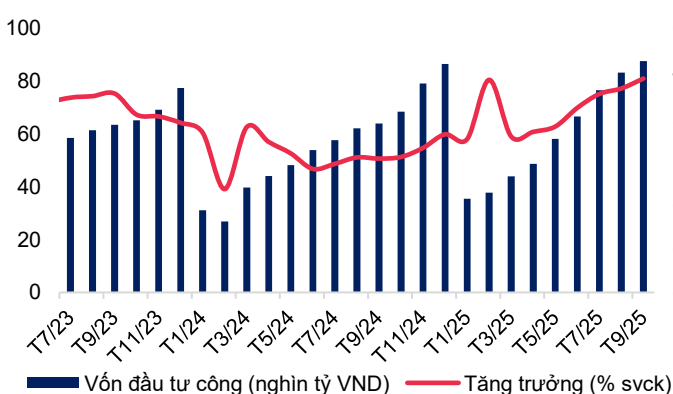
Nguồn: TCTK, MBS Research

Tăng tốc giải ngân đầu tư công trong chặng nước rút

Trong tháng 9, vốn đăng ký cấp mới giảm 12.3% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 6.6% svck. Lũy kế từ đầu năm, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 12.39 tỷ USD (-8.6% svck); vốn FDI thực hiện đạt 18.8 tỷ USD (+8.5% svck) – đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của chín tháng trong 5 năm qua. Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo thu hút 15.56 tỷ USD (chiếm khoảng 82.8% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 1.37 tỷ USD (chiếm khoảng 7.3%), và khoảng 598.7 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 3.2%). Theo đó, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam trong 9T25 đạt 28.54 tỷ USD (+15.2% svck).

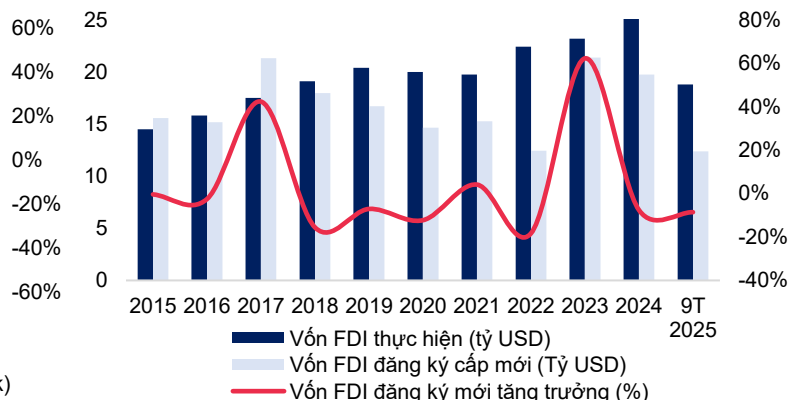
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 9 ước đạt 87.6 nghìn tỷ đồng, tăng 37.1% svck. Trong 9T25, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 550.1 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 55.7% kế hoạch năm và tăng 27.9% svck. Do đó, áp lực lên tốc độ giải ngân vốn đầu tư công còn rất lớn khi chỉ còn 3 tháng cuối năm để đạt được mục tiêu giải ngân 100% vốn đầu tư công mà Chính phủ đưa ra. Trong khi đó, theo báo cáo từ Bộ Tài chính, vẫn còn 29 bộ, cơ quan trung ương và 15 địa phương có tỷ lệ giải ngân dưới mức trung bình cả nước. Tuy nhiên, dưới sự đốc thúc sát sao của Chính phủ, giải ngân đầu tư công vẫn được kỳ vọng sẽ tăng tốc về cuối năm, đóng vai trò là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế.

Hình 12: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 13: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: TCTK, MBS Research

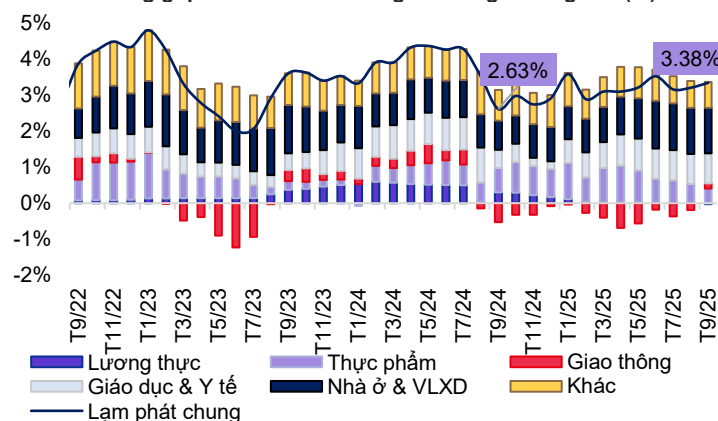
Lạm phát tháng 9 tăng lên mức cao nhất trong ba tháng trở lại đây

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong tháng 9 tăng 0.4% so với tháng trước và tăng 3.38% so với cùng kỳ năm trước – mức cao nhất trong 3 tháng trở lại đây, với áp lực chủ yếu đến từ: (1) Chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 6.9% so với cùng kỳ năm trước, được thúc đẩy bởi mức tăng 9.3% so với cùng kỳ năm trước của giá cát và đá trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung và giá điện tăng 10.8% so với cùng kỳ năm trước do đợt điều chỉnh giá của EVN vào tháng 5. (2) Nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 12.6% so với cùng kỳ năm trước do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh. (3) Giá nhóm giao thông tăng 1.5% do giá xăng, dầu trong nước tăng 1.1% theo giá thế giới. Tuy nhiên, mức tăng của CPI vẫn nằm trong tầm kiểm soát chủ yếu nhờ áp lực giá thực phẩm hạ nhiệt khi giá thịt lợn giảm mạnh 12.3% so với cùng kỳ năm trước trong bối cảnh nguồn cung dồi dào.

CPI bình quân 9T25 tăng 3.27% so với cùng kỳ năm trước (trong khi CPI bình quân 9T24 tăng 3.88% so với cùng kỳ năm trước) – duy trì ở dưới mức mục tiêu 4.5 – 5% của Chính phủ, và lạm phát cơ bản tăng 3.2%. Đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ: giá xăng dầu giảm 10.6% so với cùng kỳ năm trước. Ở chiều ngược lại, các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 10.1% do thiếu hụt nguồn cung trong nửa đầu năm do ảnh hưởng của dịch bệnh; giá điện sinh hoạt tăng 7.1% so với cùng kỳ năm trước sau các đợt tăng giá vào T10/24 và T5/25 của EVN, giá nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 13.5% theo giá dịch vụ y tế điều chỉnh. Nhìn chung, lạm phát vẫn đang trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, trong T10, áp lực lên nhóm thực phẩm có khả năng sẽ gia tăng do ảnh hưởng từ các cơn bão gần đây khiến giá các mặt hàng như rau xanh, thủy sản và thực phẩm chế biến có thể tăng so với T9, qua đó tác động tới lạm phát chung.

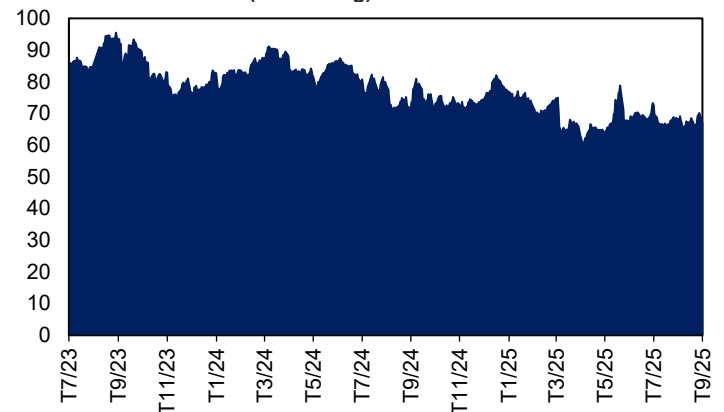
Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 tăng 3.5% so với cùng kỳ năm trước – thấp hơn mức mục tiêu 4.5% - 5% của Chính phủ, dựa trên các yếu tố sau: Giá dầu được dự báo ở mức 70 USD/thùng trong năm 2025, thấp hơn so với mức 77 - 82 USD/thùng trong năm 2024. Áp lực giá lương thực được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt 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 14: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



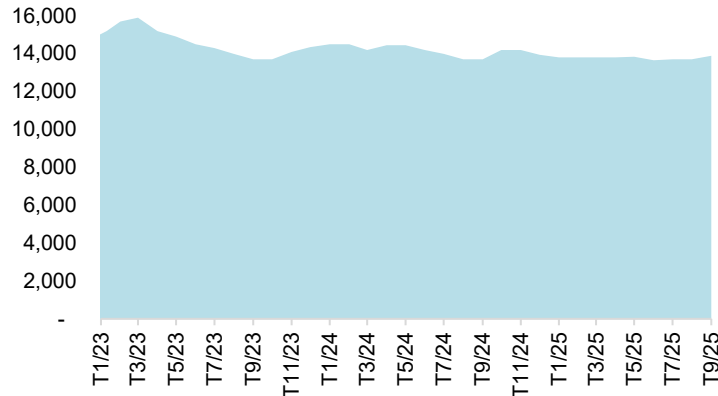
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 15: Giá dầu Brent (USD/thùng)



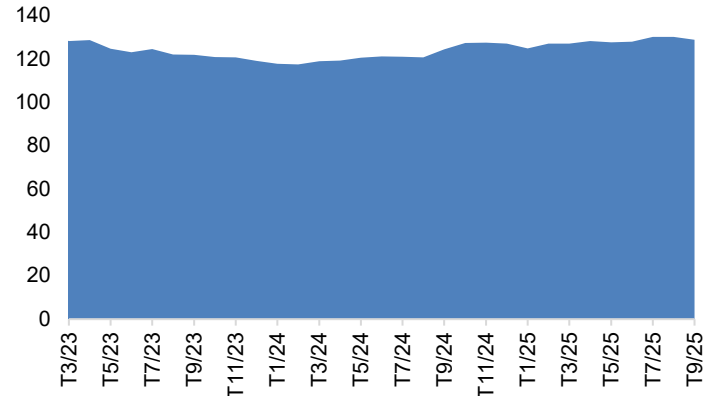
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 16: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 17: Chỉ số giá thực phẩm FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

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

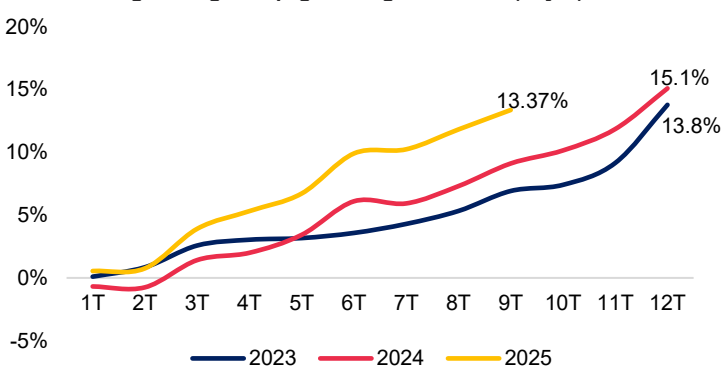
Trong T9, NHNN đã bơm hơn 277.3 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO với lãi suất 4%, kỳ hạn 7 - 91 ngày. Cùng với đó, lượng vốn đáo hạn trên OMO trong kỳ đạt khoảng hơn 273.9 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã bơm ròng gần 3.4 nghìn tỷ đồng trong kỳ.

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

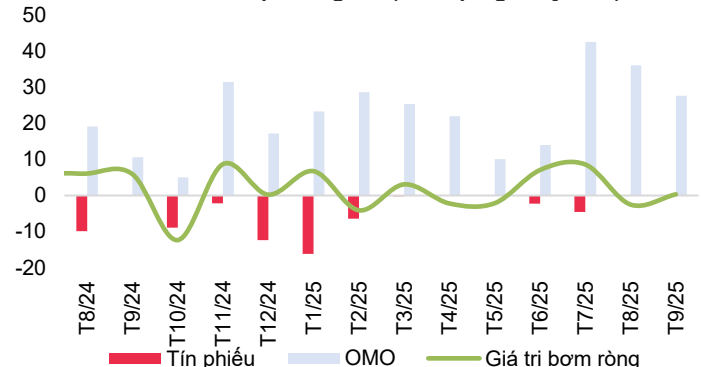
Trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, VPB là ngân hàng duy nhất điều chỉnh lãi suất huy động trong tháng này. Cụ thể, VPB tăng lãi suất tiền gửi 30 điểm cơ bản đối với các kỳ hạn từ 1-9 tháng. Theo đó, trung bình lãi suất kỳ hạn 3 tháng của nhóm NHTM tư nhân tăng nhẹ 4 điểm cơ bản so với tháng trước 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.

Hình 18: Tăng trưởng tín dụng toàn ngành kinh tế (% ytd)



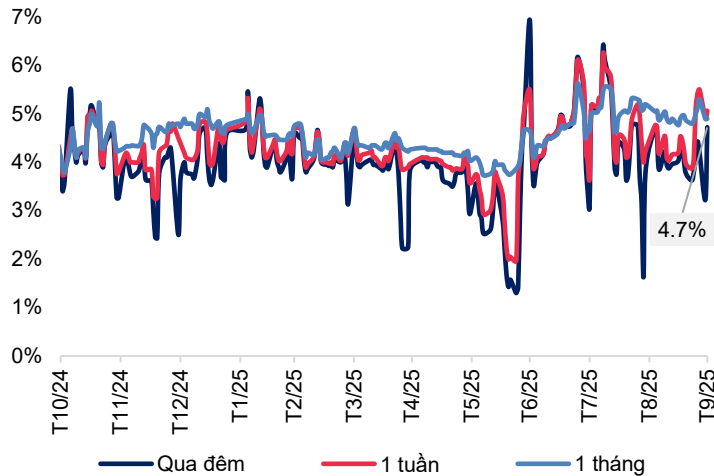
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 19: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: Nghìn tỷ VND)



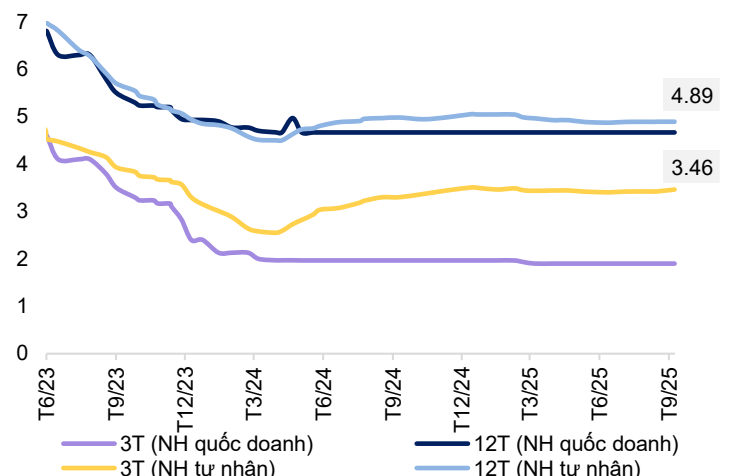
Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 20: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng (%)



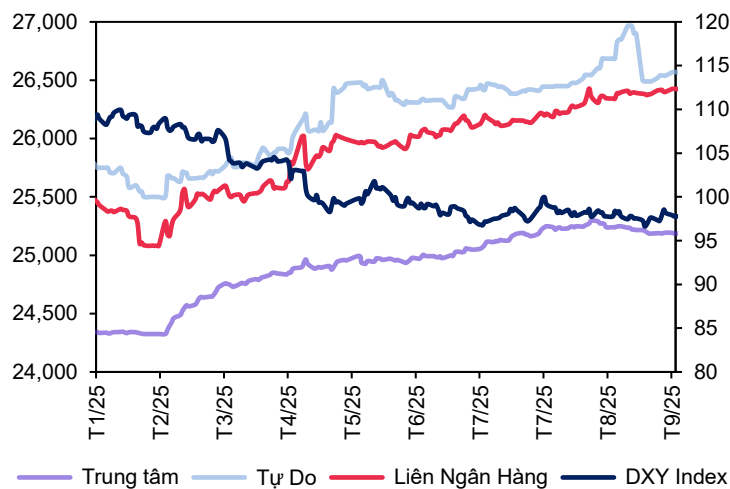
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 21: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%)



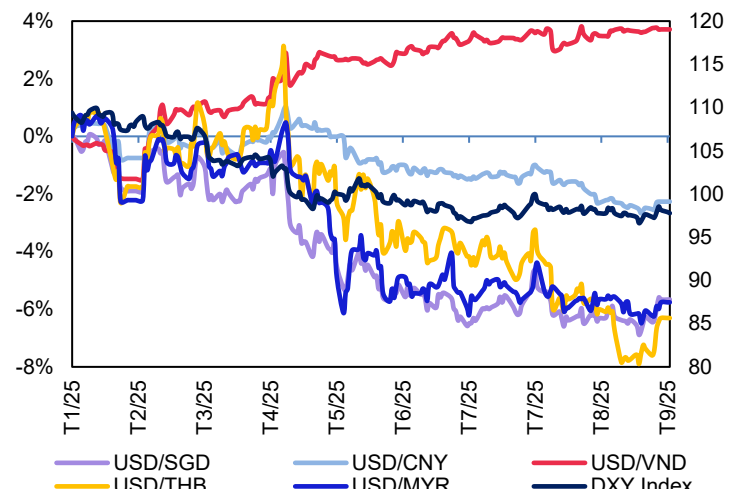
Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Hình 22: Tỷ giá USD/VND



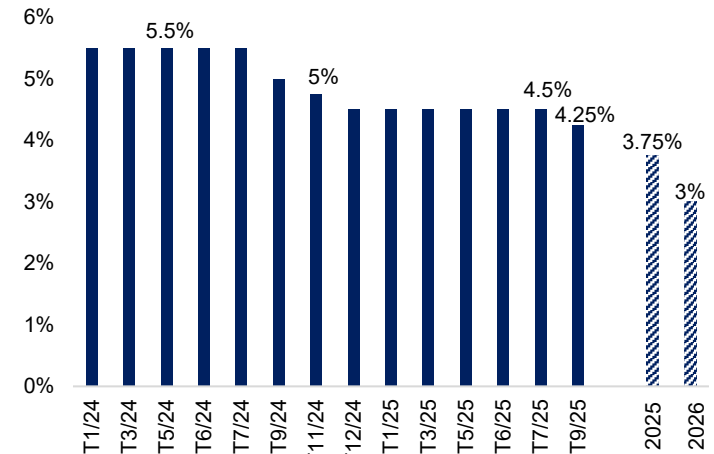
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 23: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2025



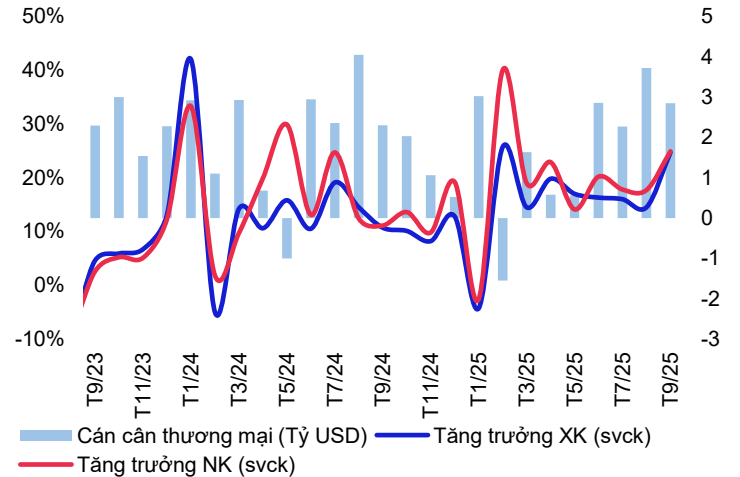
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 24: 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

Hình 25: Tăng trưởng xuất nhập khẩu và thặng dư thương mại hàng tháng



Nguồn: TCTK, MBS Research

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).

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

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 là yếu tố giúp hạ nhiệt áp lực tỷ giá USD/VND đến cuối năm. Đồng thời cũng sẽ 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 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 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.

Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 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	8 - 8.1
Xuất khẩu hàng hóa (% svck)	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	14.3	13 - 14
Nhập khẩu hàng hóa (% svck)	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 (Đến cuối năm)	23,173	23,115	22,986	23,623	24,305	25,485	26,230-26,420
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	19
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	7.2	6.8	5.8	8.5	5	5.1	4.8
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4	11.2	28	24.77	20.4 - 24.4
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	263	281	336	371	355.5	405.5	458.2 – 462.3
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

KHOI NGHIEN CUU CÔNG TY CPCK 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>Nguyễn Phú Cường</i> <i>Đinh Hà Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyến</i> <i>Phạm Thị Thanh Hường</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>