

## Hướng tới mục tiêu tăng trưởng mới

- Hoạt động xuất nhập khẩu khá trầm lắng trong tháng 1, trong khi ngành sản xuất duy trì đà giảm tháng thứ ba liên tiếp, với chỉ số PMI giảm về mức 48.9.
- Lãi suất liên ngân hàng duy trì khá ổn định trong tháng 1 trước khi tăng vọt lên mức 4.6% vào cuối tháng do tính mùa vụ của dịp Tết nguyên đán gây áp lực lên thanh khoản hệ thống
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 sẽ đạt 7.1% - 7.5%.

### Ngành sản xuất tiếp tục suy giảm do số lượng đơn đặt hàng mới sụt giảm

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 1 giảm 4.3% svck do hoạt động của Cục hải quan và các doanh nghiệp tạm thời bị gián đoạn trong kỳ nghỉ Tết Nguyên đán khiến khối lượng hàng xuất khẩu giảm. Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu cũng giảm 2.6% svck. Tuy nhiên, cán cân thương mại hàng hóa vẫn nghiêng về xuất siêu với giá trị đạt 3.03 tỷ USD trong tháng đầu năm. Hoạt động sản xuất công nghiệp chỉ tăng nhẹ 0.6% svck do trùng vào kỳ nghỉ lễ. Trong khi đó, ngành sản xuất tiếp tục giảm tháng thứ ba liên tiếp với chỉ số PMI giảm xuống mức 48.9 điểm trong tháng 1 do tình trạng nhu cầu yếu dẫn đến sự sụt giảm trong số lượng đơn hàng mới.

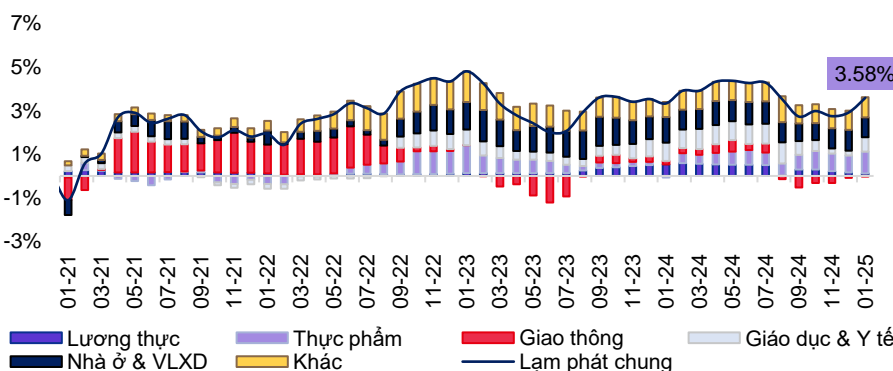
### Lạm phát bật tăng khi nhu cầu tiêu dùng tăng cao trong dịp Tết Nguyên đán

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 1/2025 tăng 0.98% so với tháng trước và 3.63% svck. Đóng góp đáng kể vào CPI là nhóm thuốc và dịch vụ y tế khi tăng 14.1% svck do một số địa phương thực hiện điều chỉnh giá dịch vụ y tế theo Thông tư số 21/2024/TT-BYT. Ngoài ra, giá thực phẩm tăng 4.8% svck do nhu cầu tăng mạnh trong dịp Tết Nguyên đán cũng là yếu tố góp phần thúc đẩy đà tăng của CPI trong tháng này. Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 sẽ duy trì ở mức ổn định, tăng khoảng 4% svck, được hỗ trợ bởi các yếu tố như: giá dầu toàn cầu được dự báo ở mức thấp trong năm 2025, trong khi , áp lực giá lương thực cũng được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo.

### Chúng tôi kỳ vọng GDP năm 2025 sẽ tăng 7.1% - 7.5%.

Năm 2025 có ý nghĩa đặc biệt quan trọng khi là năm cuối thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 2021 - 2025. Do đó, Chính phủ vừa trình Quốc hội đề xuất điều chỉnh chỉ tiêu tăng trưởng GDP năm 2025 lên trên 8% nhằm tạo tiền đề và hướng tới mục tiêu tăng trưởng hai chữ số từ năm 2026. Thể hiện quyết tâm mạnh mẽ đối với mục tiêu này, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 01/NQ-CP về nhiệm vụ, giải pháp cụ thể cho mọi lĩnh vực và thậm chí sẵn sàng chấp nhận mức lạm phát cũng như mức bội chi NSNN cao hơn để huy động nguồn lực cho đầu tư phát triển. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP năm 2025 sẽ đạt 7.1% - 7.5% nhờ đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công và sự phục hồi của ngành sản xuất.

Hình 1: CPI tháng 1 chủ yếu tăng do giá thực phẩm và dịch vụ y tế (%/năm)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đình Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

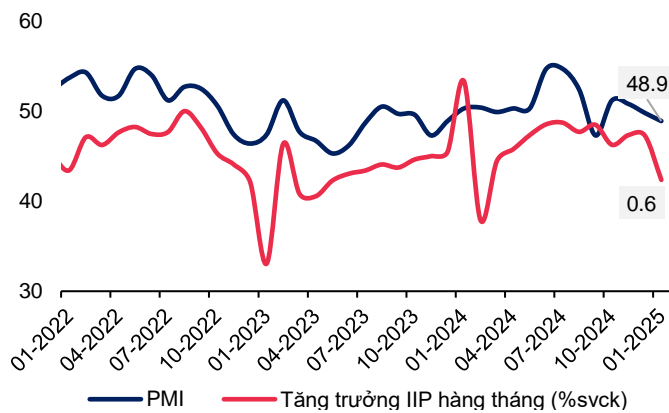
## Hướng tới mục tiêu tăng trưởng mới

### Hoạt động sản xuất công nghiệp bị gián đoạn do trùng vào kỳ nghỉ Tết Nguyên đán

Tết Nguyên đán năm nay diễn ra vào tháng 1 nên số ngày làm việc ít hơn so với tháng trước và cùng kỳ năm trước (Tết Nguyên đán 2024 diễn ra vào tháng 2). Theo đó, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 1 giảm 9.2% so với tháng trước và tăng 0.6% svck. Một số ngành ghi nhận mức sụt giảm đáng kể trong tháng bao gồm: sản xuất thuốc, hoá dược và dược liệu (-29.1% svck); khai thác than cứng và than non (-20.1% svck). Tuy nhiên, một số ngành vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh như: sản xuất xe có động cơ (+33.8% svck); sản xuất giường, tủ, bàn, ghế (+10.6% svck); sản xuất da và các sản phẩm có liên quan (+10.3% svck).

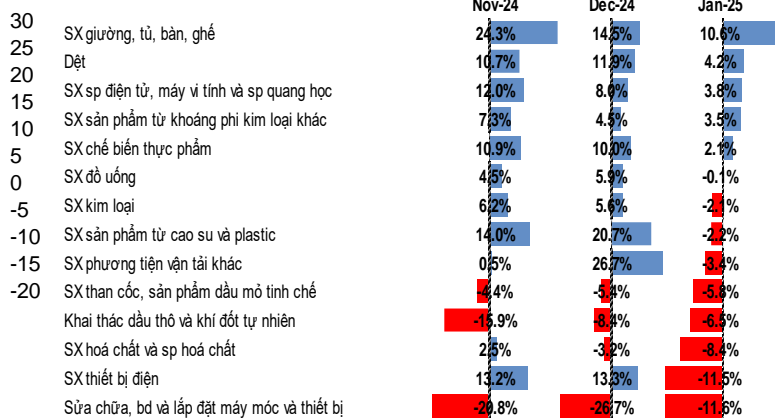
Ngành sản xuất có một khởi đầu chưa mấy khởi sắc khi chỉ số PMI suy giảm tháng thứ ba liên tiếp xuống mức 48.9 điểm trong tháng 1 do số lượng đơn đặt hàng mới giảm. Qua đó, đánh dấu tháng thứ 2 liên tiếp chỉ số PMI ở dưới ngưỡng 50 điểm. Số lượng đơn đặt hàng mới đã giảm lần đầu tiên trong 4 tháng trở lại đây. Trong đó, số lượng đơn hàng xuất khẩu cũng tiếp tục đà giảm trong bối cảnh nhu cầu suy yếu. Đối mặt với khối lượng công việc giảm và những bất ổn toàn cầu, các công ty đã cắt giảm lượng tồn kho hàng thành phẩm và cắt giảm nhân sự. Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn duy trì triển vọng lạc quan về sản lượng trong năm tới, với hy vọng rằng nhu cầu thị trường sẽ phục hồi.

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 trong điểm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

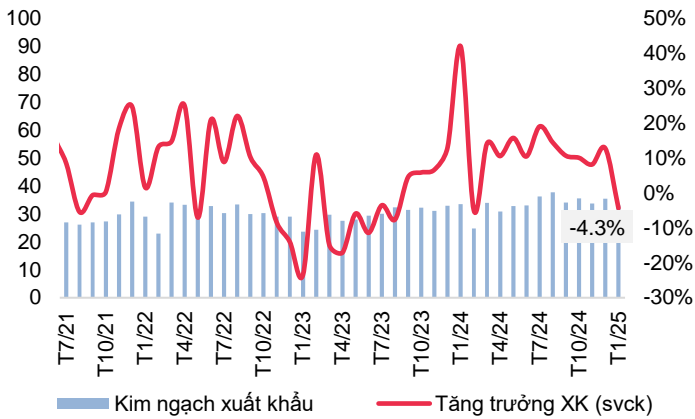
### Hoạt động xuất nhập khẩu suy giảm do chịu ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ và nhu cầu quốc tế hồi phục chậm

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 1/2025 đạt 33.09 tỷ USD, giảm 28.1% so với tháng trước (-4.3% svck). Tốc độ tăng trưởng của xuất khẩu giảm một phần do mức nền cao của năm ngoái (kim ngạch xuất khẩu tháng 1/2024 đạt 33.57 tỷ USD, tăng 42% svck); và một phần do trùng với dịp nghỉ Tết Nguyên đán nên hải quan và các doanh nghiệp nghỉ khiến khối lượng hàng xuất khẩu giảm. Thêm vào đó, tình trạng nhu cầu yếu cũng góp phần làm giảm số lượng đơn hàng xuất khẩu mới. Các mặt hàng xuất khẩu có tăng trưởng âm lớn nhất gồm: điện thoại và linh kiện (-38.1% svck); chất dẻo nguyên liệu (-35.7% svck); máy ảnh, máy quay phim và linh kiện (-27.3% svck). Tuy nhiên, một số mặt hàng chủ lực vẫn duy trì tăng trưởng mạnh như: Xơ và sợi dệt (+57.5% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+29.2% svck); cao su (+14.6% svck).

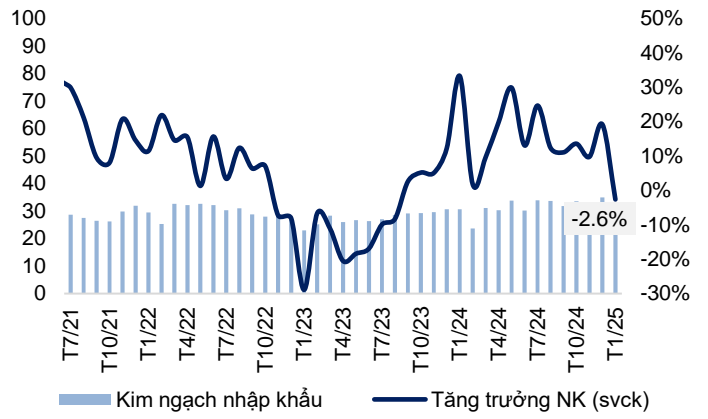
Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 9.8 tỷ USD (-2.1% svck). Xuất khẩu sang EU giảm 12.6% svck, đạt 4 tỷ USD, trong khi kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 5.8 tỷ USD (+25.2% svck).

Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa trong tháng đầu năm 2025 ước đạt 30.06 tỷ USD (-2.6% svck, -14.1% so với tháng trước). Trong đó, Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta với kim ngạch ước đạt 11.6 tỷ USD (-2.2% svck). Trong tháng 1, có 3 mặt hàng nhập khẩu có giá trị trên 1 tỷ USD (chiếm 49.3% tổng kim ngạch nhập khẩu) bao gồm: điện tử, máy tính và linh kiện; Máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng; và vải.

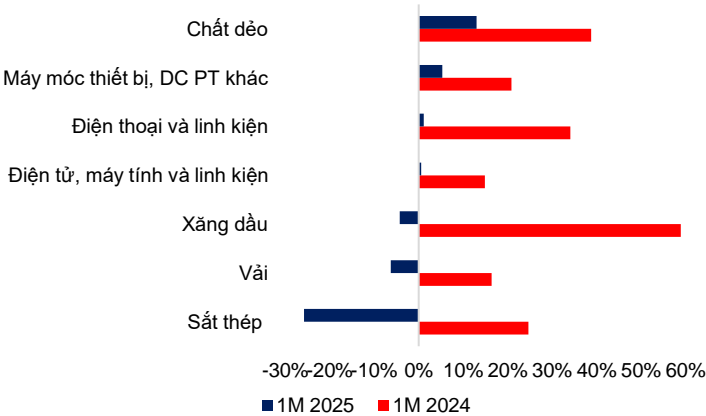
Hình 4: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa qua các tháng (Tỷ USD)



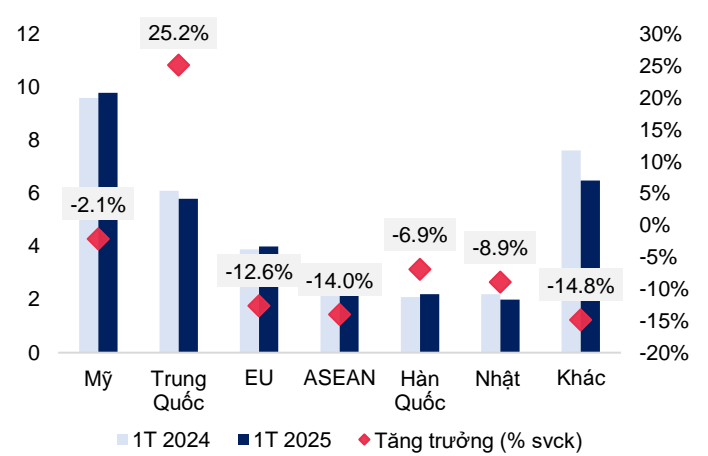
Hình 5: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa qua các tháng (Tỷ USD)



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



Hình 7: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 1T2025 (tỷ USD)



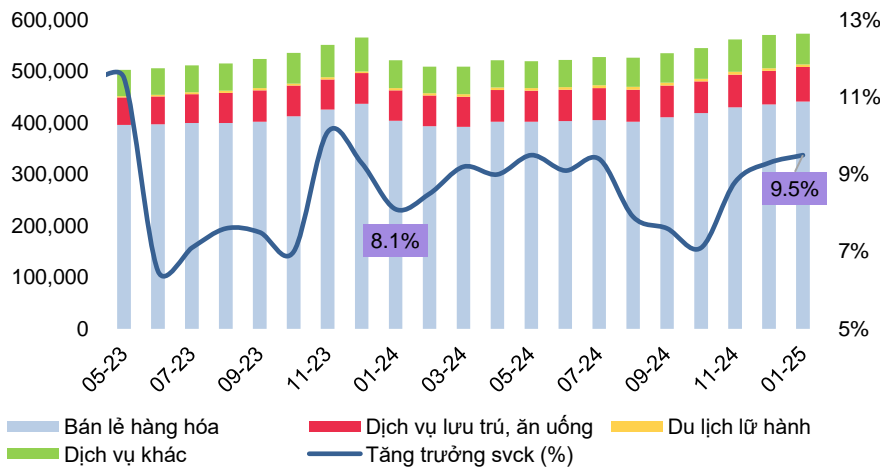
Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng trưởng 9% - 10% trong năm 2025, thặng dư cán cân thương mại ở mức 27 tỷ USD dựa trên các yếu tố như sau: Thứ nhất, Ngân hàng Thế giới dự báo thương mại toàn cầu về hàng hóa và dịch vụ sẽ tăng 3.4% vào năm 2025, trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng trung ương tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ, qua đó sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng. Thứ hai, các dấu hiệu tích cực của dòng vốn FDI vào Việt Nam được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong các hoạt động thương mại. Đặc biệt, Việt Nam đang tăng cường năng lực xuất khẩu thông qua việc tham gia các hiệp định khu vực như CPTPP và RCEP, cũng như đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như UAE thông qua việc ký kết FTA vào tháng 10/2024. Ngoài ra, Việt Nam cũng đang nỗ lực đa dạng hóa các loại mặt hàng, thị trường xuất khẩu như việc ký kết các nghị định thư với Trung Quốc về xuất khẩu sầu riêng đông lạnh và dưa tươi, đồng thời tận dụng thế mạnh nông nghiệp để khai thác thị trường Halal,...

Tuy nhiên, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2025 vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức như: nhu cầu về linh kiện điện tử yếu trong ngắn hạn, trong khi các thị trường lớn như Mỹ đang tăng cường rào cản thuế quan và áp dụng các biện pháp bảo hộ mới với các chính sách khó đoán định, có thể làm gián đoạn chuỗi giá trị toàn cầu. Hơn nữa, căng thẳng thương mại leo thang giữa các nền kinh tế lớn có thể ảnh hưởng gián tiếp đến hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong việc xuất khẩu các sản phẩm có nguyên liệu đầu vào nhập từ Trung Quốc sang Mỹ. Do đó, các ngành xuất khẩu chủ lực như dệt may, gỗ và điện tử có thể sẽ gặp nhiều khó khăn đến từ những biến động lớn trong hoạt động thương mại toàn cầu.

### Tiêu dùng nội địa sôi động trong tháng đầu năm

Nhu cầu tiêu dùng nội địa tăng cao trong dịp Tết Nguyên đán cùng với sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch đã giúp thúc đẩy tăng trưởng của ngành thương mại dịch vụ. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 1 tăng 2.7% so với tháng trước và tăng 9.5% svck (nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6.6% svck), nhờ nhu cầu tiêu dùng và mua sắm của người dân tăng mạnh trong kỳ nghỉ lễ. Tốc độ tăng trưởng 9.5% đánh dấu mức tăng cao nhất kể từ tháng 5/2024, cho thấy triển vọng tích cực đối với sự phục hồi của tiêu dùng nội địa trong năm nay. Trong đó, ngành du lịch vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh. Nhờ các chính sách thị thực thuận lợi, các chương trình xúc tiến du lịch được đẩy mạnh và những giải thưởng quốc tế danh giá, Việt Nam đã thu hút gần 2.1 triệu lượt khách quốc tế trong tháng 1, tăng 36.9% svck và tăng 38% svck năm 2019 - thời điểm trước đại dịch Covid-19.

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



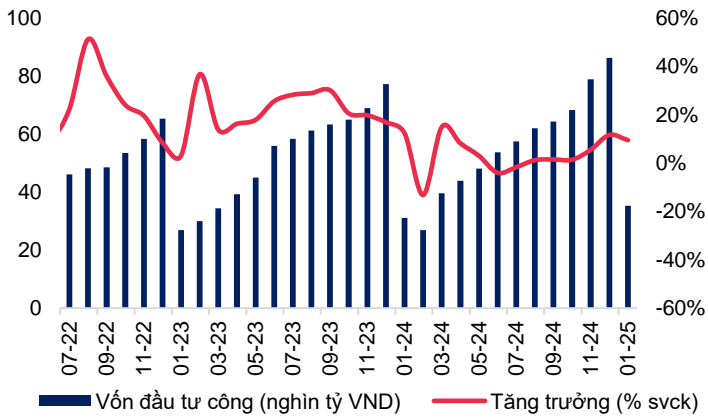
Nguồn: TCTK, MBS Research

### Thu hút FDI và giải ngân vốn đầu tư công khởi đầu khá tích cực

Trong tháng 1, vốn đăng ký cấp mới giảm 43.6% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 2% svck. Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo thu hút 1.26 tỷ USD (chiếm khoảng 83.2% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 72.5 triệu USD (chiếm khoảng 4.7%), và khoảng 72.6 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 4.8%). Đáng chú ý, tháng 1 đã ghi nhận dự án tỷ USD đầu tiên của năm với dự án tăng vốn đầu tư trị giá 1.2 tỷ USD của Samsung Displays, được tỉnh Bắc Ninh trao giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào đầu năm 2025.

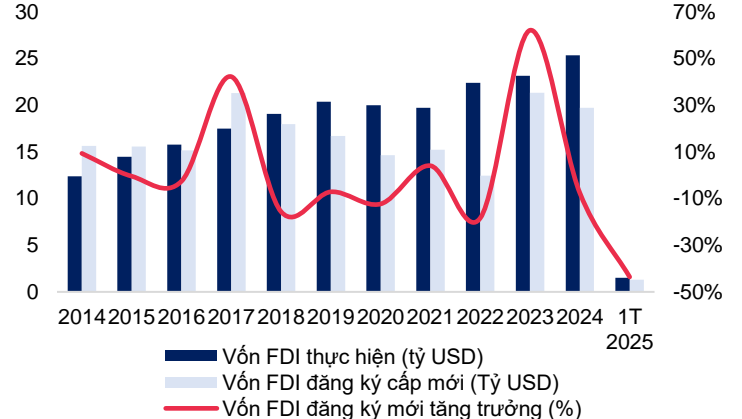
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 1 ước đạt 35.4 nghìn tỷ đồng, bằng 4.1% kế hoạch năm và tăng 9.6% svck.

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 trong tháng cao điểm tiêu dùng nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát

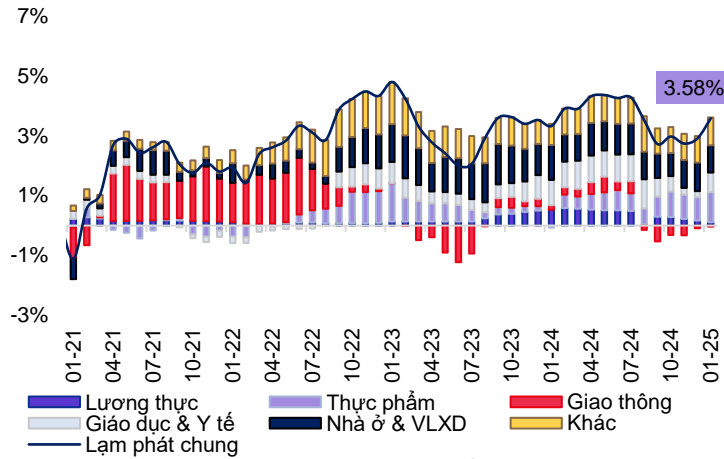
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong tháng 1 tăng 0.98% so với tháng trước và tăng 3.63% svck, trong khi lạm phát cơ bản tăng 3.07% svck. Mức tăng của lạm phát được thúc đẩy chủ yếu bởi nhóm thuốc và dịch vụ y tế do một số địa phương thực hiện điều chỉnh giá dịch vụ y tế theo Thông tư số 21/2024/TT-BYT. Ngoài ra, giá thực phẩm tăng do nhu cầu tăng mạnh trong dịp Tết Nguyên đán cũng là yếu tố góp phần thúc đẩy đà tăng của CPI trong tháng này. CPI tháng 1 tăng cao hơn cùng kỳ năm trước (CPI tháng 1/2024 tăng 3.37% svck) nhưng vì do Tết Nguyên đán năm nay đến sớm hơn. Do đó, áp lực lạm phát vẫn đang trong tầm kiểm soát khi ở dưới mục tiêu 4.5% của Chính phủ.

Trong tháng 1, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống (+4.4% svck) đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của chỉ số CPI, chủ yếu do nhóm thực phẩm tăng 4.8% svck. Bên cạnh đó, nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 14.1% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh cũng góp phần vào đà tăng của CPI. Trong khi, chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 5% svck do giá nguyên liệu đầu vào, chi phí thuê nhà tăng cao cùng với giá điện sinh hoạt (+5.6% svck) sau khi EVN điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân. Ngược lại, nhóm giao thông giảm 0.36% svck nhờ giá xăng dầu trong nước giảm 5.3% svck. Trong khi đó, chỉ số giá nhóm giáo dục giảm 1% svck do một số tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương đã miễn, giảm học phí trong năm học 2024 – 2025, đã góp phần giúp hạn chế tốc độ tăng của CPI.

Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 tăng 4% svck, nhờ giá dầu và giá thực phẩm dự kiến sẽ hạ nhiệt. Mặc dù OPEC+ đã quyết định kéo dài cắt giảm sản lượng đến hết tháng 3/2025, giá dầu được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm do nhu cầu hồi phục chậm, đặc biệt là tại Trung Quốc. Ngoài ra, nguồn cung dồi dào hơn cũng được kỳ vọng sau khi Trump chính thức bắt đầu nhiệm kỳ thứ hai. Theo đó, chúng tôi dự báo giá dầu ở mức 70 USD/thùng trong năm 2025, thấp hơn so với 77 – 82 USD/thùng trong năm 2024. Bên cạnh đó, áp lực giá thực phẩm dự kiến cũng sẽ hạ nhiệt khi nguồn cung dư thừa sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo không phải basmati. Đáng chú ý, Indonesia – một trong những nước nhập khẩu gạo lớn nhất thế giới – gần đây đã công bố kế hoạch ngừng nhập khẩu gạo trong năm 2025, điều này sẽ làm giảm nhu cầu toàn cầu và tạo áp lực giảm giá gạo. Tuy nhiên, rủi ro vẫn tồn tại do 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.

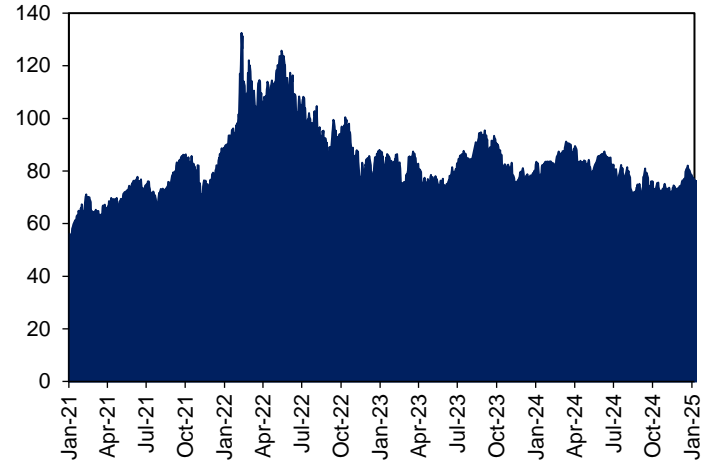


Hình 11: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



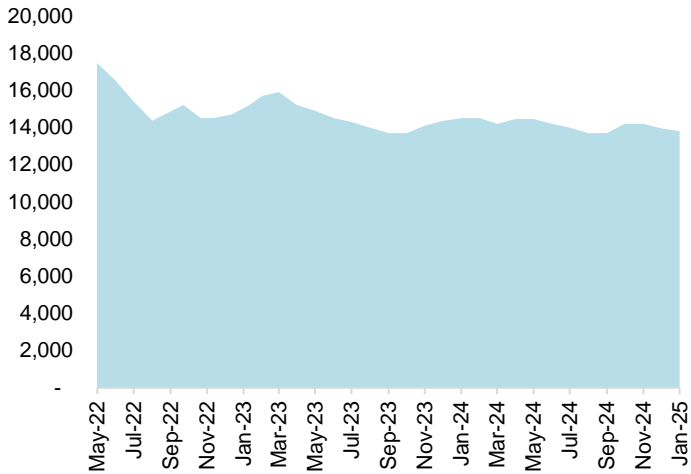
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 12: Giá dầu Brent (USD/thùng)



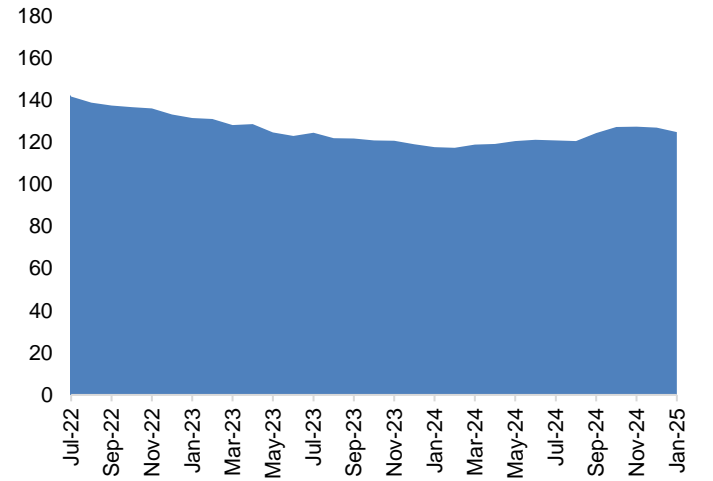
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 13: Giá thép (triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 14: Chỉ số giá lương thực FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

## Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào sẽ duy trì ở mức 5% - 5.2% trong năm 2025

### Lãi suất liên ngân hàng bật tăng vào cuối tháng do tính mùa vụ

Trong tháng 1, NHNN vẫn tiếp tục duy trì hoạt động phát hành tín phiếu song song với việc bơm vốn qua kênh OMO nhằm điều tiết thanh khoản hệ thống. Trong tháng, NHNN đã phát hành gần 162.5 nghìn tỷ đồng tín phiếu, với lãi suất 4%, kỳ hạn 7 - 14 ngày. Cùng với đó, NHNN cũng bơm khoảng 233.6 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, với mức lãi suất 4% và kỳ hạn 7, 14 và 21 ngày. Tháng này NHNN đã tăng lượng thanh khoản hỗ trợ hệ thống với quy mô bơm ròng trong tháng 1 trị giá khoảng 67.5 nghìn tỷ đồng – tăng hơn 5 lần so với tháng trước trong bối cảnh áp lực tỷ giá giảm và nhu cầu chi tiêu của người dân trong dịp Tết tăng cao khiến áp lực thanh khoản gia tăng.

Lãi suất liên ngân hàng duy trì tương đối ổn định trong tháng. Khởi đầu ở mức 4% vào đầu tháng 1, lãi suất qua đêm duy trì đã giảm xuống mức 3.6% vào ngày 23/1 trước khi tăng vọt lên 4.6% vào ngày 24/1. Diễn biến này chủ yếu do tính mùa vụ, khi thanh khoản hệ thống có xu hướng suy giảm trước dịp Tết nguyên đán do nhu cầu chi tiêu của người dân gia tăng. Theo đó, khiến lãi suất liên ngân hàng tăng. Đến cuối tháng, lãi suất qua đêm duy trì ở mức 4.6%. Trong khi lãi suất của các kỳ hạn từ 1 tuần đến 1 tháng dao động trong khoảng 4.7% - 4.8%.

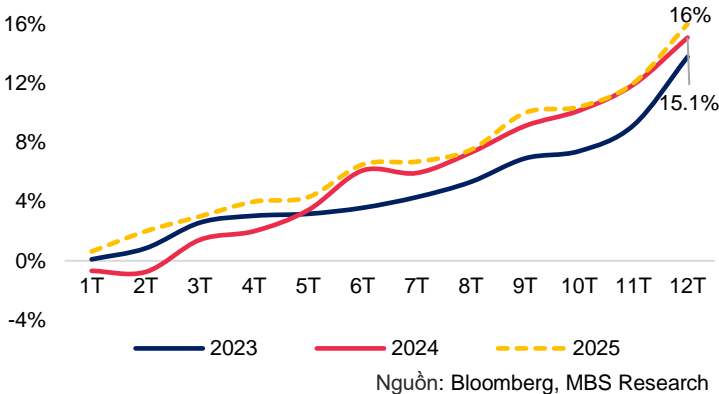
### Lãi suất huy động duy trì ổn định trong tháng

Tháng 1 ghi nhận 12 ngân hàng tăng lãi suất huy động với mức tăng từ 0.1% - 0.9%/năm. Xu hướng tăng lãi suất huy động diễn ra chủ yếu ở các NHTM quy mô nhỏ khi các nhà băng đang chuẩn bị nguồn vốn lớn để phục vụ cho kế hoạch tín dụng trong năm nay. NHNN mới đây đã đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 16% nhằm đạt được mức tăng trưởng kinh tế 8% trong năm 2025. Do đó các ngân hàng cần tập trung thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cũng như huy động vốn ngay từ đầu năm để đạt được mục tiêu đề ra. Ngoài ra, trong tháng 1 cũng có tới 7 ngân hàng giảm lãi suất đầu vào với mức giảm khá đáng kể khi giảm từ 0.1% - 0.75%/năm. Theo số liệu cập nhật đến cuối tháng 1, lãi suất 12 tháng trung bình của nhóm NHTM duy trì ở mức 5.1% - không thay đổi so với tháng trước. Trong khi đó, lãi suất của các ngân hàng thương mại nhà nước vẫn giữ nguyên ở mức 4.7%.

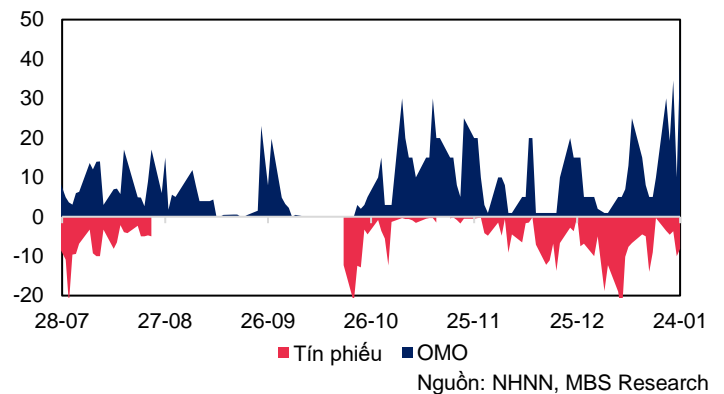
### Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào duy trì ở mức 5% - 5.2% trong năm 2025

Dự địa cho chính sách tiền tệ của Việt Nam sẽ bị hạn chế hơn so với dự kiến dưới áp lực của đồng USD mạnh lên và rủi ro về việc Mỹ tiếp tục thực hiện các cuộc điều tra về thao túng tiền tệ. Trong kịch bản đó, NHNN có thể sẽ cần áp dụng một lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn để kiểm soát sự ổn định của tỷ giá, đồng nghĩa với việc dự địa cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ có thể bị hạn chế. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng sẽ có bất kỳ đợt cắt giảm lãi suất chính sách nào trong năm 2025. Cùng với đó, sự phục hồi của hoạt động sản xuất và việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ là yếu tố quan trọng giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, qua đó sẽ gia tăng áp lực lên lãi suất đầu vào. Tuy vậy, NHNN đã đưa ra chỉ đạo về việc ổn định lãi suất huy động và tiếp tục phấn đấu giảm lãi suất cho vay. 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 5% - 5.2% trong năm 2025.

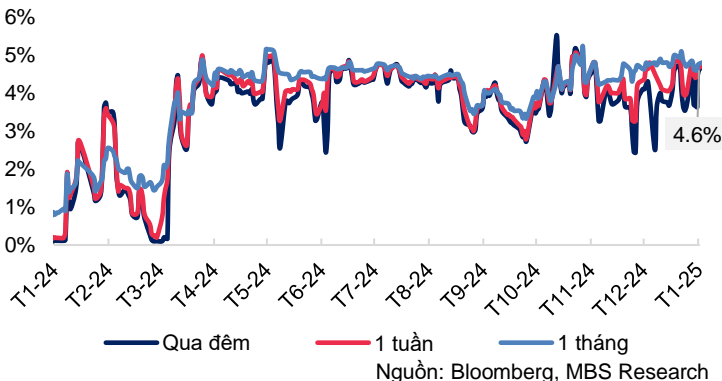
Hình 15: Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (%ytd)



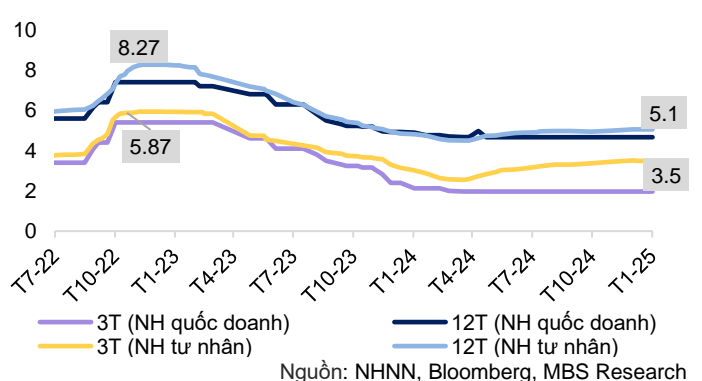
Hình 16: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



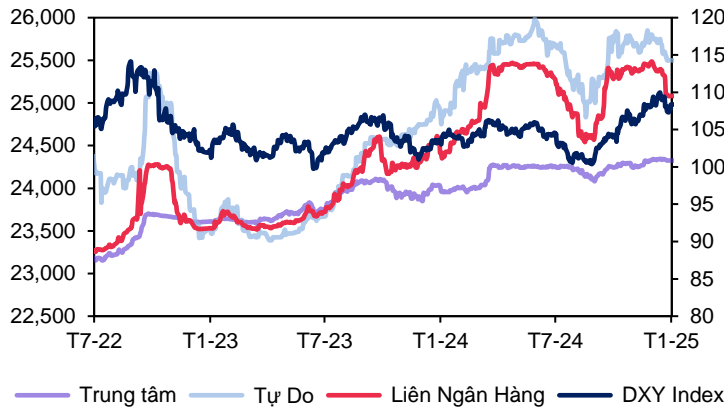
Hình 17: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (%)



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

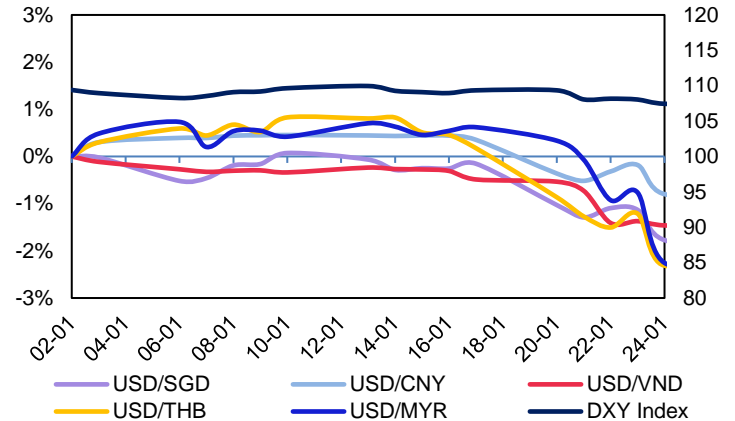


Hình 19: Tỷ giá VND/USD



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

## Áp lực tỷ giá giảm nhẹ trong tháng 1

### Chỉ số DXY suy yếu khi Tổng thống Trump xác nhận sẽ không áp thuế quan ngay lập tức

Khởi đầu tháng 1 ở mức 109.4, chỉ số DXY đã duy trì xu hướng tăng và thậm chí đạt mốc 110 – mức cao nhất trong hơn hai năm – vào ngày 13/1. Đà tăng diễn ra trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ vẫn đang tăng trưởng vững chắc khi ngành sản xuất lần đầu tiên đạt tăng trưởng dương sau 2 năm với chỉ số PMI đạt mức 50.9 điểm trong tháng 1, tăng trưởng việc làm cũng bất ngờ tăng tốc trong tháng 12, trong khi tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 4.1% và tăng trưởng GDP năm 2024 đạt 2.8% nhờ chi tiêu tiêu dùng mạnh mẽ.

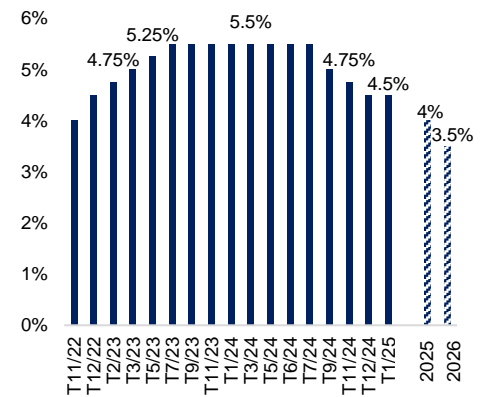
Tuy nhiên, Đồng bạc xanh đã suy giảm sau khi Tổng thống Trump nhậm chức và xác nhận sẽ chưa áp thuế quan ngay trong ngày đầu tiên tại vị. Động thái này cho thấy định hướng của Mỹ trong việc sử dụng thuế quan như một công cụ để đàm phán và mong muốn đạt được thỏa thuận với các quốc gia khác. Do đó, quyết định này đã khiến chỉ số DXY giảm xuống mức 108 vào ngày 21/1.

Đáng chú ý, mặc dù lạm phát đã hạ nhiệt đáng kể so với mức cao nhất trong 40 năm vào giữa năm 2022, nhưng vẫn là một thách thức đối với Fed trong việc tiếp tục cắt giảm lãi suất. Áp lực lạm phát vẫn kéo dài trong tháng cuối năm 2024, khi chỉ số PCE tăng 2.6% trong tháng 12 – vẫn cao hơn mục tiêu 2% của Fed. Trước những tác động mà các chính sách của chính quyền mới có thể gây ra và rủi ro lạm phát kéo dài, các quan chức Fed đã quyết định tạm dừng cắt giảm lãi suất tại cuộc họp tháng 1 sau ba lần cắt giảm trong năm 2024. Theo đó, chỉ số DXY đã phục hồi nhẹ lên mức 108.4 vào cuối tháng.

### Áp lực tỷ giá vơi bớt nhưng vẫn còn hiện hữu

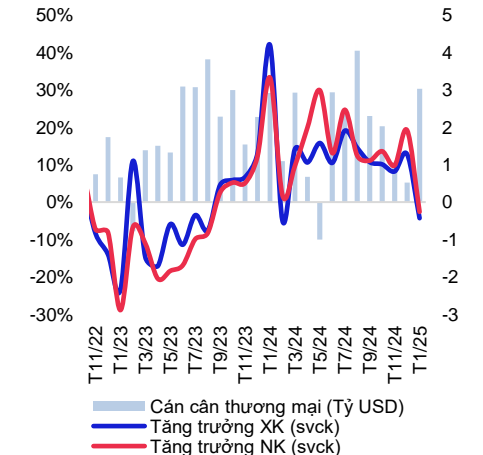
Việc đồng USD suy yếu trong ngắn hạn đã giúp giảm đáng kể áp lực lên tỷ giá. Cùng với những yếu tố khác hỗ trợ đồng VND như: lượng kiều hối gia tăng mạnh mẽ trong thời điểm Tết Nguyên đán, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức khá cao trong kỳ do thiếu hụt thanh khoản hệ thống khi nhu cầu chi tiêu tăng mạnh trong giai đoạn Tết Nguyên đán. Nhờ đó, tỷ giá liên ngân hàng giảm 1.6% trong tháng xuống mức 25,082 VND/USD vào cuối tháng 1. Tỷ giá thị trường tự do cũng có những diễn biến tương tự khi giảm về mức 25,500 VND/USD vào cuối tháng, trong khi tỷ giá trung tâm niêm yết tại 24,325 VND/USD, giảm lần lượt 0.1% và 1% so với đầu năm 2025.

Fed giữ nguyên lãi suất ở mức 4.5% trong cuộc họp tháng 1



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



Nguồn: TCTK, MBS Research



Tuy nhiên, thách thức vẫn còn khi cuộc chiến thương mại được dự báo sẽ là yếu tố hỗ trợ cho đồng USD trong thời gian tới. Gần đây, Trung Quốc đã tuyên bố áp thuế đối với hàng nhập khẩu từ Mỹ nhằm đáp trả các mức thuế mới mà Mỹ áp đặt lên hàng hóa Trung Quốc, làm bùng phát trở lại căng thẳng thương mại giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới. Ngoài ra, Mỹ sẽ có thể áp thuế 25% đối với hàng nhập khẩu từ Mexico và Canada kể từ tháng 3 nếu các cuộc đàm phán không đạt được kết quả như mong đợi. Những rủi ro liên quan đến chính sách thuế quan của Trump sẽ tiếp tục củng cố vị thế của đồng USD. Do đó, rủi ro tỷ giá vẫn sẽ cần được chú ý trong thời gian tới.

**Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 25,800 VND/USD trong Q1/2025** khi các kế hoạch nới lỏng tài khóa của chính quyền mới, kết hợp với các chính sách nhập cư chặt chẽ hơn, cùng với lãi suất cao của Mỹ so với các nước khác và chủ nghĩa bảo hộ tương đối cao của Mỹ, dự kiến sẽ hỗ trợ cho việc gia tăng giá trị của đồng USD trong năm 2025. Tuy nhiên, vẫn có những yếu tố tích cực hỗ trợ cho đồng VND như: Thặng dư thương mại tích cực (~3.03 tỷ USD trong T1/2025), lượng vốn FDI giải ngân dồi dào (1.51 tỷ USD, +2% svck) và du lịch phục hồi mạnh mẽ (+36.9% svck trong T1/2025). Sự ổn định của môi trường vĩ mô nhiều khả năng sẽ được duy trì và cải thiện hơn nữa sẽ là cơ sở để ổn định tỷ giá trong năm 2025.

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

Các chỉ tiêu kinh tế	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
<b>1. GDP, dân số và thu nhập</b>							
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	310.1	334.3	346.6	366.1	430	476.3	503-520
Tăng trưởng GDP (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	7.09	7.1 – 7.5
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	14.3	9.0 – 10.0
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	7	3.6	26.5	8.4	-8.9	16.7	10.0
GDP/đầu người (USD)	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,700	4,900
<b>2. Chỉ số tài khóa (%GDP)</b>							
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
<b>3. Các chỉ số tài chính</b>							
Tỷ giá USD/VND	23,228	23,115	23,145	23,612	24,353	25,058	25,500-25,800
Lạm phát (%)	2.8	3.2	1.8	3.15	3.25	3.63	4.0
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.7	18.2	13.9	12.1	13.5	15.1	15.0
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	7.2	6.8	5.8	8.5	5	5.1	5.0-5.2
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4	11.2	28	31.0	27.0
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	263	281	336	371	355.5	405.5	445
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	253	262	332	360	327.5	380.8	418
Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	78	94	109	86	95	80	85

## 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.

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

### Khuyến nghị đầu tư ngành

<b>KHẢ QUAN</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG LẬP</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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)

## KHỐI 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*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Nguyễn Đức Hào*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*