

# Lạc quan thận trọng về triển vọng kinh tế

- Ngành sản xuất vẫn tiếp tục trì trệ trong tháng 2 với chỉ số PMI ở dưới ngưỡng 50 điểm tháng thứ ba liên tiếp trong bối cảnh nhu cầu suy yếu.
- Mức tăng mạnh của giá thịt lợn được bù trừ bởi giá dầu giảm, qua đó giúp đà tăng của lạm phát chậm lại khi tăng 2.9% svck trong tháng 2 và tăng 3.3% svck trong 2T2025 (thấp hơn mức tăng 3.7% svck của 2T2024). Chúng tôi dự báo CPI bình quân 2025 sẽ tăng 3.9% svck.

## Việt Nam ghi nhận thâm hụt thương mại lần đầu tiên trong 9 tháng

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 2 tăng 25.7% svck, trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng 40% svck. Cán cân thương mại hàng hóa đã ghi nhận thâm hụt lần đầu tiên kể từ tháng 5/2024. Theo đó, mức thặng dư trong 2 tháng đầu năm cũng bị kéo giảm xuống 1.47 tỷ USD – thấp hơn đáng kể so với mức thặng dư 5.13 tỷ USD của cùng kỳ năm ngoái. Hoạt động sản xuất công nghiệp trong tháng 2 tăng 17.2% svck trong khi chỉ số PMI tiếp tục ở dưới ngưỡng 50 điểm tháng thứ ba liên tiếp khi đạt 49.2 điểm trong tháng 2 do tình trạng nhu cầu yếu dẫn đến sự sụt giảm trong số lượng đơn hàng mới.

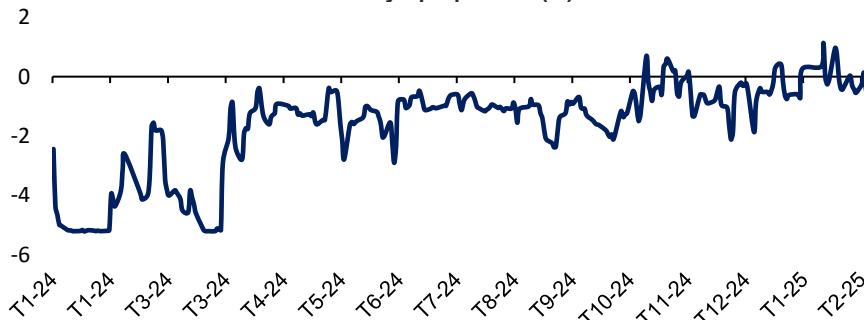
## Lạm phát hạ nhiệt nhờ giá dầu suy giảm bù trừ với việc giá thịt lợn tăng mạnh

Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 sẽ tăng 3.9% svck, được hỗ trợ bởi: giá dầu được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm do cán cân cung cầu yếu; áp lực giá lương thực dự kiến sẽ hạ nhiệt nhờ nguồn cung gạo dồi dào sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu. Bên cạnh đó, chỉ số nhóm giáo dục được kỳ vọng sẽ giảm nhẹ nhờ chính sách miễn học phí cho tất cả học sinh từ mầm non đến THPT trên toàn quốc trong năm học 2025 - 2026. Tuy nhiên, rủi ro vẫn còn khi giá điện bán lẻ dự kiến tiếp tục tăng trong năm nay. Ngoài ra, giá thép xây dựng cũng đối mặt với áp lực tăng giá do nhu cầu xây dựng tăng cao và các biện pháp thuế chống bán phá giá của Bộ Tài chính.

## Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 26,000 VND/USD trong năm 2025

Áp lực tỷ giá được dự báo vẫn sẽ hiện hữu trong 2025 khi đồng USD vẫn dao động quanh mức cao trong bối cảnh Tổng thống Trump liên tục đưa ra những chính sách thuế quan làm tăng rủi ro lạm phát và khiến Fed thận trọng hơn trong việc giảm lãi suất. Tuy nhiên, đồng VND được kỳ vọng sẽ được hỗ trợ từ mức chênh lệch lãi suất VND – USD đang dần được thu hẹp. Nếu như trong 2 tháng đầu năm 2024, lãi suất qua đêm USD cao hơn VND từ 1.6% - 5.2%/năm, thì trong 2T2025 mức chênh lệch này chỉ còn 0.2% - 0.8%/năm và thậm chí có những thời điểm lãi suất VND còn cao hơn USD. Bên cạnh đó, các yếu tố nội tại như: thặng dư thương mại tích cực (~1.47 tỷ USD trong 2T2025), vốn FDI giải ngân (2.95 tỷ USD, +5.4% svck) và sự phục hồi của lượng khách du lịch quốc tế (+30.2% svck trong 2T2025) sẽ tiếp tục hỗ trợ cho đồng VND.

Hình 1: Diễn biến lãi suất VND – USD kỳ hạn qua đêm (%)



Nguồn: New York Fed, Bloomberg, 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

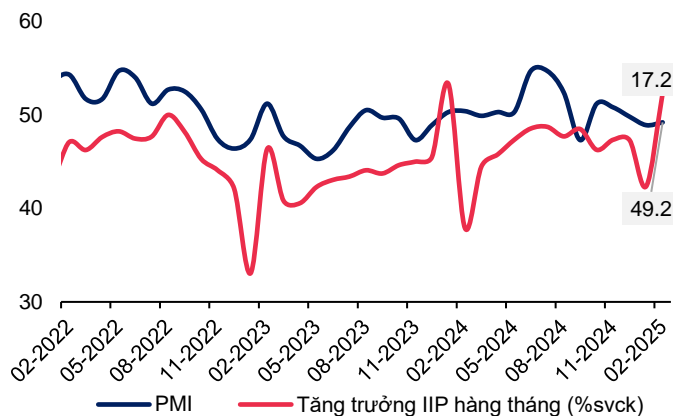
# Lạc quan thận trọng về triển vọng kinh tế

## Ngành sản xuất vẫn trì trệ trong bối cảnh nhu cầu suy yếu

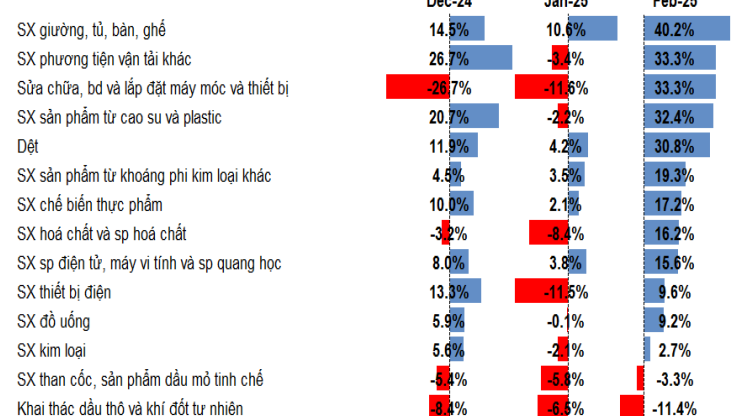
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 2 tăng 17.2% svck do Tết Nguyên đán 2024 diễn ra vào tháng 2 nên số ngày làm việc ít hơn tháng 2 năm nay. Một số ngành có mức tăng trưởng mạnh bao gồm: sản xuất xe có động cơ (+76.1% svck); xuất da và các sản phẩm có liên quan (+42.4% svck); sản xuất giường, tủ, bàn, ghế (+40.2% svck). So với tháng trước, chỉ số IIP giảm 2.2%. Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, hoạt động sản xuất công nghiệp tăng 7.2% svck. Trong đó, chỉ số IIP ngành khai khoáng giảm 6.4% svck và ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 9.3% svck. Trong khi đó, theo Tổng cục thống kê, để GDP đạt được mức tăng trưởng 8% trong năm 2025 thì GDP Q1 phải tăng 7.7% svck và do đó, hai ngành này cần tăng lần lượt 8% và 10% svck. Qua đó cho thấy những thử thách không nhỏ đối với hoạt động sản xuất công nghiệp trong quý đầu năm.

Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam tháng 2 mặc dù đã tăng nhẹ lên 49.2 điểm so với 48.9 điểm của tháng 1, nhưng vẫn đang ở dưới ngưỡng 50 điểm tháng thứ ba liên tiếp. Sự suy giảm vào thời điểm đầu năm của ngành sản xuất Việt Nam tiếp tục diễn ra trong kỳ trong bối cảnh nhu cầu khách hàng suy yếu khiến số lượng đơn đặt hàng mới và sản lượng tiếp tục giảm. Về khía cạnh giá cả, chi phí vận chuyển và giá nguyên liệu tăng cao đã khiến chi phí đầu vào tăng trở lại trong tháng. Trái ngược với xu hướng chung của ngành sản xuất trong tháng, hoạt động mua hàng ghi nhận mức tăng nhẹ đã phần nào phản ánh sự lạc quan về triển vọng của ngành sản xuất trong thời gian tới. Tuy nhiên, mức tăng nhẹ này cũng có thể xuất phát từ mong muốn tích trữ nguyên vật liệu trong bối cảnh những bất ổn về nguồn cung và chuỗi cung ứng đang gia tăng mạnh mẽ thời gian gần đây.

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



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



## Cán cân thương mại thu hẹp đáng kể do hoạt động xuất khẩu suy giảm

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 2/2025 giảm 6.2% so với tháng trước khi đạt 31.11 tỷ USD – mức thấp nhất kể từ tháng 4/2024 – trong bối cảnh số lượng đơn hàng xuất khẩu mới giảm tháng thứ tư liên tiếp do nhu cầu thế giới suy yếu. So với cùng kỳ năm trước, kim ngạch xuất khẩu tăng 25.7% trên mức nền thấp của năm ngoái - khi Tết rơi vào tháng 2 khiến các hoạt động hải quan bị gián đoạn và dẫn đến khối lượng hàng xuất khẩu giảm. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực có mức tăng trưởng mạnh gồm: đồ chơi, dụng cụ thể thao (+106.5% svck); xơ và sợi dệt (+83.1% svck); cao su (+73.7% svck); sản phẩm từ sắt thép (+59.7% svck). Lũy kế từ đầu

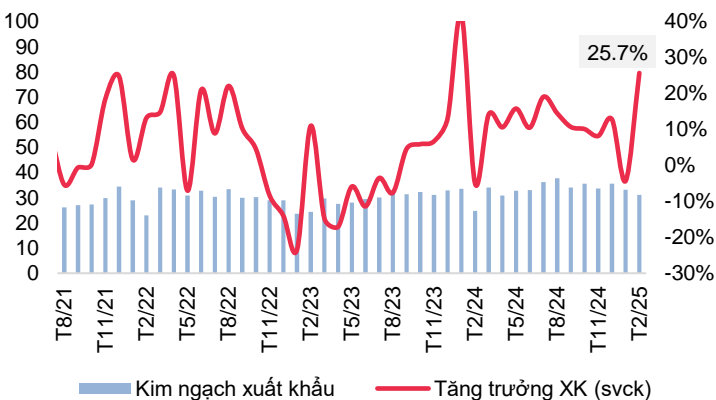
năm, kim ngạch xuất khẩu đạt 64.27 tỷ USD (+8.4% svck), với nhiều ngành có mức tăng trưởng cao như: Hạt tiêu (+48.5% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+25.3% svck); dây điện và cáp điện (+22.9% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn như: sắt thép (-26.4% svck); chất dẻo nguyên liệu (-24.7% svck); máy ảnh, máy quay phim và linh kiện (-23.2% svck).

Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 19.6 tỷ USD (+16.5% svck). Xuất khẩu sang EU tăng 13.3% svck, đạt 8.8 tỷ USD, trong khi kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 7.9 tỷ USD (-2.1% svck).

Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 32.66 tỷ USD (+40% svck) trong tháng 2, và lũy kế 2 tháng đạt 62.8 tỷ USD (+15.9% svck). Trong đó, Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta với kim ngạch ước đạt 23.3 tỷ USD (+20.7% svck). Trong 2 tháng đầu năm, có 2 mặt hàng nhập khẩu có giá trị trên 5 tỷ USD (chiếm 44.5% tổng kim ngạch nhập khẩu) bao gồm: điện tử, máy tính và linh kiện; và máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng.

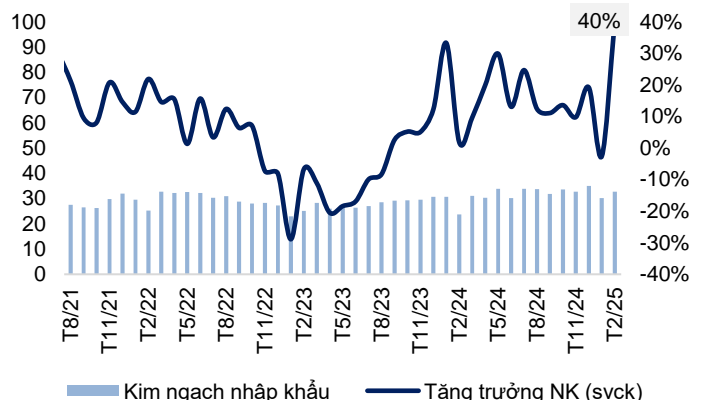
Cán cân thương mại hàng hóa trong tháng 2 nhập siêu 1.55 tỷ USD - ghi nhận mức thâm hụt lần đầu tiên kể từ tháng 5/2024. Theo đó, đã kéo giảm mức thặng dư trong 2 tháng đầu năm xuống mức 1.47 tỷ USD - giảm đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái với mức xuất siêu 5.13 tỷ USD. Sự suy giảm này diễn ra trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu suy giảm, trong khi hoạt động nhập khẩu vẫn trên đà tăng khi các doanh nghiệp có xu hướng tích trữ nguyên liệu trước những bất ổn về nguồn cung và chuỗi cung ứng đang gia tăng mạnh mẽ thời gian gần đây. Trong 2T2025, nhóm hàng tư liệu sản xuất nhập khẩu đạt gần 59 tỷ USD (+15.4% svck) – mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây.

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



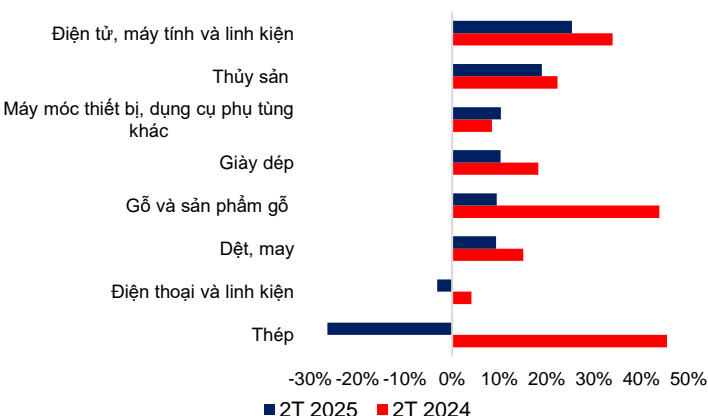
Nguồn: TCTK, MBS Research

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



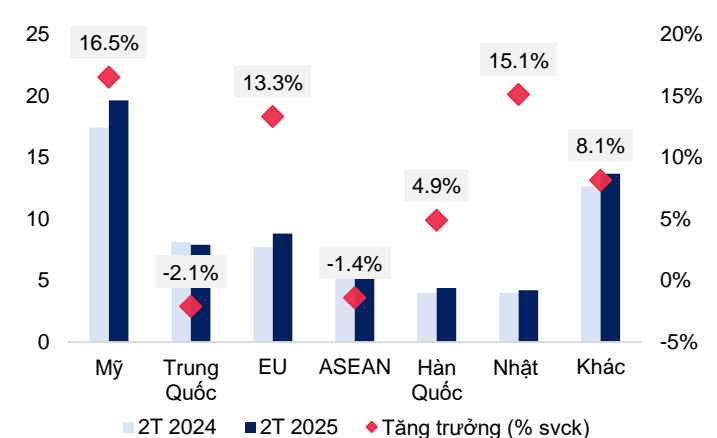
Nguồn: TCTK, MBS Research

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 2T2025 (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

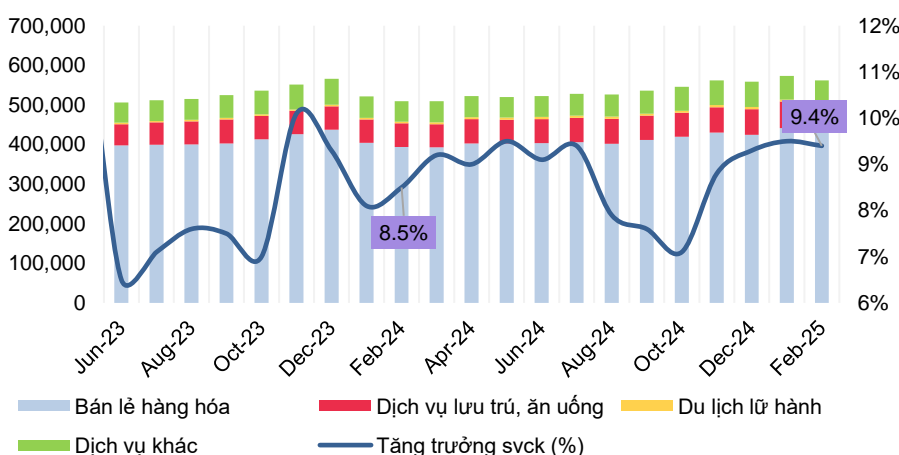
Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng trưởng 11% trong năm 2025, thặng dư cán cân thương mại ở mức 27.5 tỷ USD dựa trên các yếu tố như sau: Thứ nhất, Ngân hàng Thế giới dự báo thương mại toàn cầu về hàng hóa và dịch vụ sẽ tăng 3.4% vào năm 2025, trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát sẽ tạo điều kiện cho 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 duy trì đà hồi phục vững vàng

Sự hồi phục của tiêu dùng nội địa tiếp tục cho thấy những tín hiệu tích cực và ngành du lịch cũng vẫn tiếp tục giữ đà tăng trưởng mạnh mẽ trong tháng 2. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 2 tăng 9.4% svck, và 2T2025 tăng 9.4% svck – cao hơn mức tăng 8.4% của cùng kỳ năm ngoái. Nếu loại trừ yếu tố giá, tổng mức bán lẻ tăng 6.2% svck. Mức tăng trưởng tích cực này cho thấy triển vọng tích cực đối với sự phục hồi của tiêu dùng nội địa trong năm nay với sự thúc đẩy từ các chương trình kích cầu tiêu dùng và các chính sách ưu đãi như việc gia hạn giảm 2% thuế VAT đến hết tháng 6/2025. Trong khi 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 hơn 3.9 triệu lượt khách quốc tế trong 2 tháng đầu năm, tăng 30.2% svck và tăng 28.3% 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)



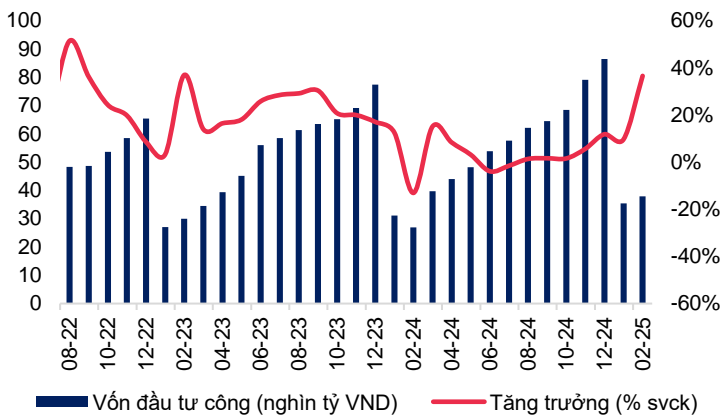
Nguồn: TCTK, MBS Research

## Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công tăng tốc mạnh mẽ

Trong tháng 2, vốn đăng ký cấp mới giảm 43.4% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 9.1% svck. Lũy kế từ đầu năm, vốn FDI đăng ký mới đạt 2.19 tỷ USD (-48.4% svck); vốn FDI thực hiện đạt 2.95 tỷ USD (+5.4% svck) – đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của hai tháng trong 5 năm qua. Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo thu hút 2.42 tỷ USD (chiếm khoảng 82.1% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 203 triệu USD (chiếm khoảng 6.9%), và khoảng 122 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 4.1%). Đáng chú ý trong tháng, công ty TNHH SMC Manufacturing Việt Nam đăng ký tăng thêm 330 triệu USD cho dự án sản xuất, lắp ráp các thiết bị điều khiển tự động. Qua đó, nâng tổng vốn đầu tư tại Đồng Nai lên gần 1 tỷ USD.

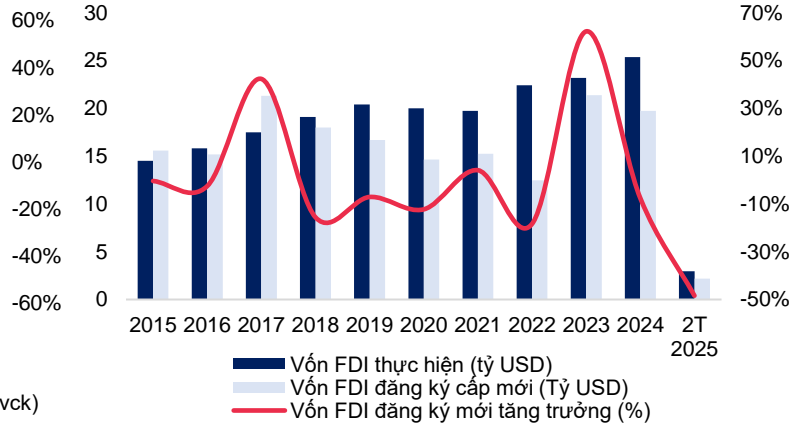
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 2 ước đạt 37.9 nghìn tỷ đồng, tăng 36.5% svck. Tính chung 2 tháng đầu năm 2025, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 73.2 nghìn tỷ USD (+21.7% svck), hoàn thành 8.5% kế hoạch năm. Những tín hiệu khởi sắc của tốc độ giải ngân vốn đầu tư công trong 2 tháng đầu năm cùng với động lực giải ngân đến từ các dự án trọng điểm có kế hoạch hoàn thành trong năm nay như Cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành đã thấp sáng niềm tin cho việc đạt được mục tiêu của Chính phủ là hoàn thành 95% kế hoạch. Là năm cuối trong kế hoạch đầu tư trung hạn 2021-2025, đầu tư công được kỳ vọng sẽ được thúc đẩy mạnh mẽ và là yếu tố chủ chốt giúp Việt Nam đạt được mức tăng trưởng GDP đầy tham vọng ở mức 8% trong năm 2025. Theo đó, trong tháng 2, Quốc hội đã quyết định bổ sung khoảng 84.3 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư công, qua đó nâng tổng kế hoạch giao năm 2025 lên hơn 878.3 nghìn tỷ đồng.

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 hạ nhiệt nhờ mức giảm của giá dầu bù trừ với mức tăng mạnh của giá thịt lợn

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong tháng 2 tăng 0.3% so với tháng trước và tăng 2.9% svck. Đà tăng của lạm phát chậm lại trong kỳ nhờ: giá vận tải hành khách bằng đường sắt giảm do Tết năm ngoái rơi vào tháng 2/2024 nên nhu cầu đi lại tăng cao. Ở chiều ngược lại, các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 28.5% svck do thiếu hụt nguồn, giá nhà ở thuê tăng 6.4% do giá bất động sản tăng cao thời gian qua khiến các hộ kinh doanh tăng giá cho thuê nhà. Trung bình trong 2 tháng đầu năm, CPI tăng 3.27% svck, trong khi lạm phát cơ bản tăng 2.97% svck.

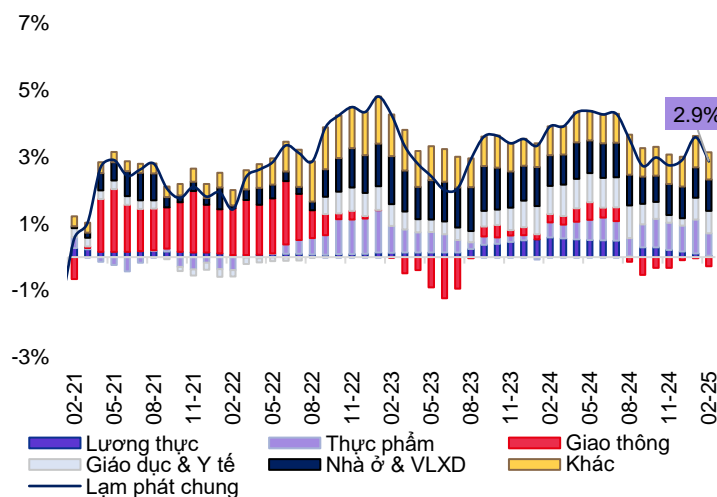


Trong tháng 2, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống (+3.1% svck) đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của chỉ số CPI, chủ yếu do nhóm thực phẩm tăng 3.2% svck trong bối cảnh giá thịt lợn tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung. Bên cạnh đó, chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 5.1% svck, được thúc đẩy bởi mức tăng 6.4% svck của giá nhà ở thuê do giá bất động sản tăng cao thời gian qua khiến các hộ kinh doanh tăng giá cho thuê nhà. Ở chiều ngược lại, nhóm giao thông giảm 2.7% svck nhờ giá vận tải hành khách bằng đường sắt giảm 26.9% svck và giá xăng dầu trong nước giảm 10% svck do lo ngại rằng thuế quan của Mỹ đối với Canada, Mexico và Trung Quốc sẽ làm kinh tế trên toàn thế giới chậm lại và làm giảm nhu cầu năng lượng, trong khi OPEC+ dự kiến sẽ tiếp tục tăng nguồn cung.

CPI bình quân 2 tháng tăng 3.3% svck (trong khi CPI bình quân 2T2024 tăng 3.7% svck). Đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ: giá xăng dầu giảm 7.6% svck; giá nhóm giáo dục giảm 0.8% svck do trong năm học 2024-2025 một số tỉnh, thành phố đã miễn, giảm học phí. Ở chiều ngược lại, các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 10.8% do thiếu hụt nguồn cung; giá nhà ở thuê tăng do giá bất động sản tăng cao thời gian qua khiến các chủ hộ kinh doanh tăng giá cho thuê nhà; và giá điện sinh hoạt tăng 5.4% svck sau đợt tăng giá vào tháng 10/2024 của EVN.

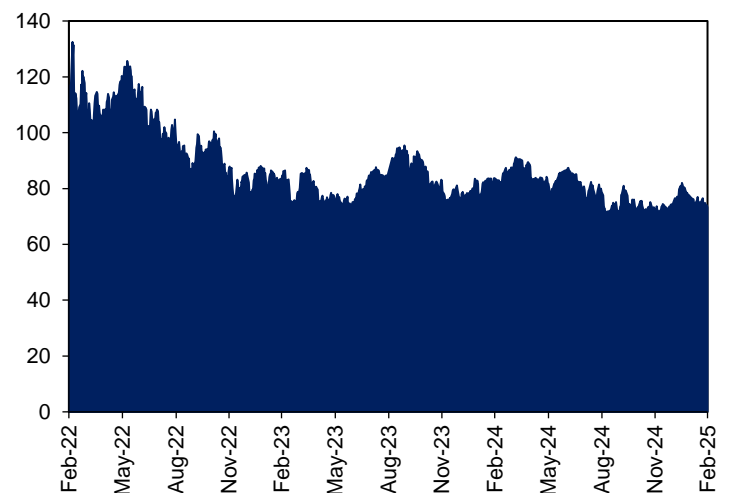
Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 tăng 3.9% svck – thấp hơn mức mục tiêu 4.5% - 5% của Chính phủ, dựa trên các yếu tố sau: Giá dầu được dự báo ở mức 70 USD/thùng trong năm 2025, thấp hơn so với mức 77 - 82 USD/thùng trong năm 2024. Áp lực giá lương thực được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt nhờ nguồn cung dồi 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 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 (%)



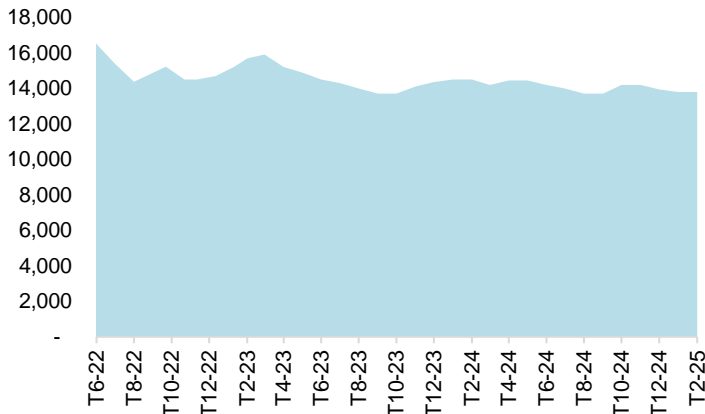
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 12: Giá dầu Brent (USD/thùng)



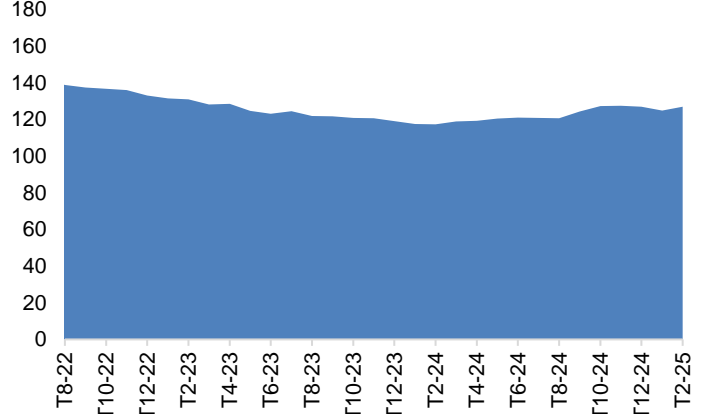
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 13: Giá thép (triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 14: Chỉ số giá lương thực FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

## Lãi suất liên ngân hàng neo cao trên ngưỡng 4% tại tất cả các kỳ hạn vào cuối tháng 2

### NHNN quay trở lại hút ròng lần đầu tiên sau ba tháng

Trong tháng 2, NHNN đã quay trở lại hút ròng thanh khoản lần đầu tiên sau ba tháng nhằm giữ mặt bằng lãi suất liên ngân hàng ở mức cao vừa phải, qua đó nhằm góp phần giảm áp lực lên tỷ giá. Trong tháng, NHNN đã phát hành gần 64.3 nghìn tỷ đồng tín phiếu, với lãi suất 3.3% - 4%, kỳ hạn 7 ngày. Cùng với đó, NHNN cũng bơm khoảng 286.4 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, với mức lãi suất 4% và kỳ hạn 7 - 14 ngày. Qua đó, NHNN đã hút ròng khoảng 41.1 nghìn tỷ đồng trong tháng 2 trong bối cảnh áp lực tỷ giá gia tăng mạnh mẽ.

Lãi suất liên NH tăng vọt vào đầu tháng lên mức 5.5% vào ngày 4/2 do nhu cầu chi tiêu của người dân trong dịp Tết tăng mạnh gây áp lực lên thanh khoản hệ thống. Kể từ đó tới cuối tháng, mặt bằng lãi suất liên NH đã hạ nhiệt nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức khá cao khi NHNN quay trở lại hút ròng khiến áp lực thanh khoản gia tăng. Đến cuối tháng, lãi suất qua đêm neo ở mức 4.6%, trong khi lãi suất các kỳ hạn từ 1 tuần - 1 tháng dao động quanh mức 4.7% - 4.8%.

### Nhiều ngân hàng giảm lãi suất huy động tại nhiều kỳ hạn nhằm tạo điều kiện giảm mặt bằng lãi suất cho vay

Ngay từ những ngày đầu tháng, lãi suất huy động ở các NHTM đã ghi nhận nhiều biến động trái chiều. Tính từ đầu tháng 2, có tổng cộng 15 ngân hàng thực hiện điều chỉnh lãi suất đầu vào. Trong đó ghi nhận một số nhà băng chủ yếu có quy mô vừa và nhỏ tăng nhẹ lãi suất thêm 0.1% - 0.4%/năm. Việc điều chỉnh tăng này được cho là để chuẩn bị nguồn vốn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16% trong năm nay. Theo số liệu của NHNN, tính đến ngày 18/2, dư nợ tín dụng toàn hệ thống tăng 0.02% so với cuối năm 2024, tăng 16.4% svck (cùng kỳ năm 2024 tăng trưởng tín dụng giảm 1.01% so với tháng 12/2023).

Ở chiều ngược lại, có tới 9 NHTM đã đồng loạt điều chỉnh giảm mạnh lãi suất huy động với mức giảm từ 0.1% - 0.6%/năm nhằm tạo điều kiện để tiếp tục giảm lãi suất cho vay để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Đặc biệt, một số ngân hàng đã giảm lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng về xuống dưới mức 6%. Cụ thể, BVBank giảm 0.25% xuống còn 5.8%/năm, KienLongBank giảm 0.4% xuống 5.7%/năm, MSB giảm 0.2% xuống 5%/năm, và TPBank giảm 0.1% xuống 5.2%/năm,... Việc giảm lãi suất huy động này được thực hiện sau khi Thủ tướng đưa ra chỉ đạo về việc ổn định lãi suất tiền gửi và giảm lãi suất cho vay. Trong thời gian gần đây, Chính phủ đã đưa ra nhiều chỉ đạo tới NHNN và các tổ chức tín dụng trong việc triển khai các biện pháp giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ người dân, doanh

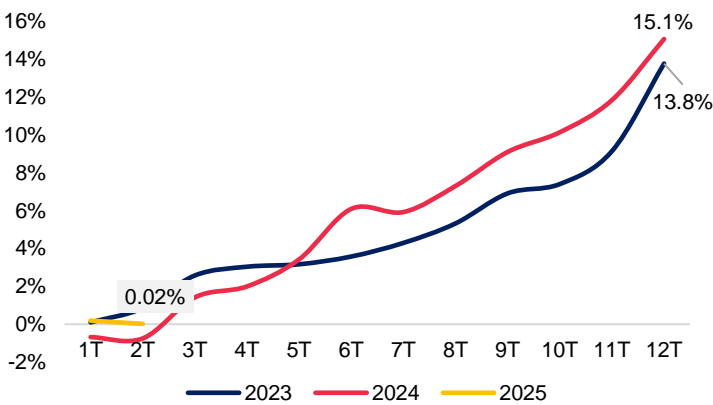
nghiệp tiếp cận nguồn vốn tín dụng, thúc đẩy phát triển sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, thị trường vẫn ghi nhận một số NHTM tăng lãi suất tiền gửi và kéo theo áp lực lên lãi suất cho vay. Trước tình hình đó, vào ngày 24/2, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Công điện số 19, yêu cầu NHNN khẩn trương thực hiện các giải pháp như: thực hiện thanh tra đối với các NHTM đã điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi thời gian vừa qua, kiểm tra việc các tổ chức tín dụng công bố, thực hiện lãi suất cho vay, huy động,...

Theo số liệu cập nhật đến cuối tháng 2, lãi suất 12 tháng trung bình của nhóm NHTM ở mức 5%, trong khi lãi suất của nhóm các NHTM quốc doanh vẫn giữ ở mức 4.7%.

**Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào dao động ở mức 5.5% - 6% trong năm 2025**

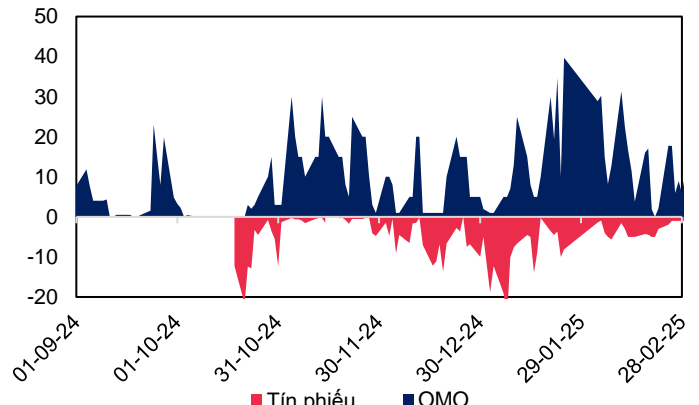
Mặc dù gần đây lãi suất huy động đang trên đà giảm theo chỉ đạo của NHNN, tuy nhiên chúng tôi cho rằng lãi suất đầu vào sẽ cải thiện dần về cuối năm với kỳ vọng rằng nền kinh tế sẽ tăng trưởng tích cực và tăng trưởng tín dụng sẽ đạt hoặc thậm chí vượt mục tiêu đề ra là 16%. Tính đến ngày 18/2, dư nợ tín dụng toàn hệ thống tăng 0.02% so với cuối năm 2024, và tăng 16.4% svck (cùng kỳ năm 2024 tăng trưởng tín dụng giảm 1.01% so với tháng 12/2023), cho thấy nhu cầu vốn đang dần phục hồi. Tăng trưởng tín dụng trong năm nay dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi: sự phục hồi của ngành sản xuất và tiêu dùng nội địa nhờ nhu cầu gia tăng, và việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công. Hơn thế, việc mật bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, theo đó, sẽ góp phần cải thiện tốc độ tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới. 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% - 6% trong năm 2025.

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



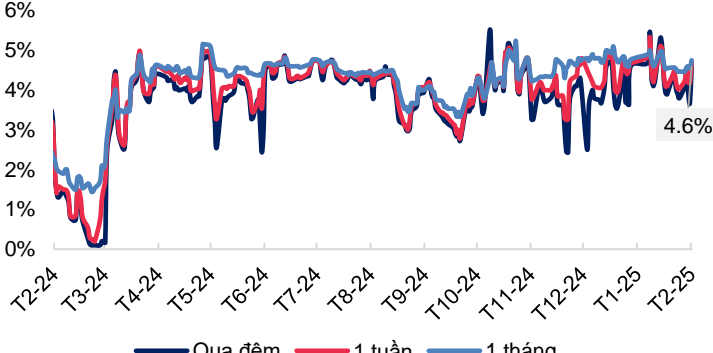
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



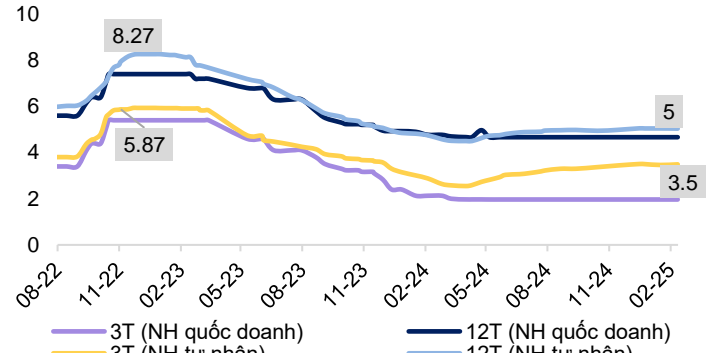
Nguồn: NHNN, MBS Research

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



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

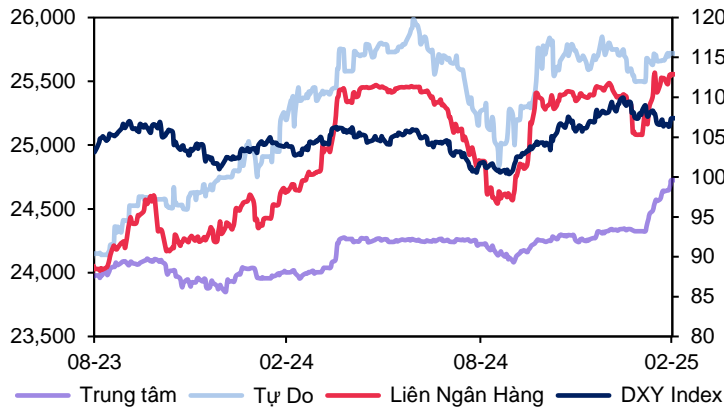
Hình 18: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%/năm)



Nguồn: NHNN, Bloomberg, MBS Research

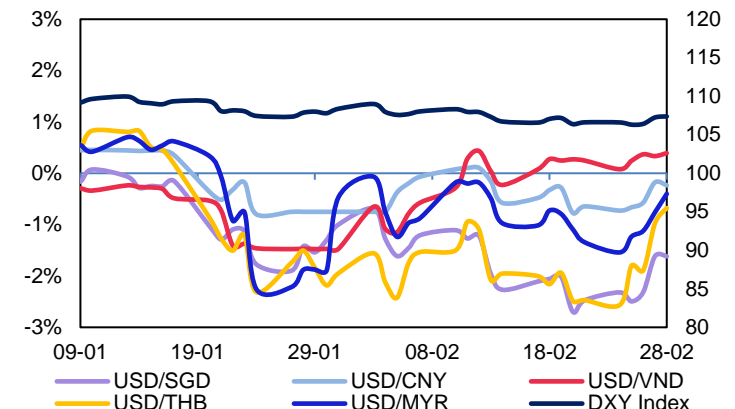


Hình 19: Tỷ giá VND/USD



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

## Tỷ giá USD/VND biến động mạnh trong tháng 2

### Đồng USD suy yếu trước những bất ổn về chính sách và dữ liệu kinh tế kém khả quan

Chỉ số DXY đã đứt đà tăng bốn tháng liên tiếp trong tháng 2 khi đối mặt với nhiều sự bất ổn về chính sách cũng như các dữ liệu kinh tế không quá tích cực. Khởi đầu tháng 2 ở mức 109, chỉ số DXY đã duy trì xu hướng giảm và thậm chí đã chạm đáy hai tháng ở mức 106.3 vào ngày 25/2.

Về tình hình kinh tế, nền kinh tế Mỹ ghi nhận một loạt dữ liệu kém tích cực hơn so với các tháng trước: tốc độ tăng trưởng của hoạt động kinh tế trong lĩnh vực dịch vụ bất ngờ chậm lại trong tháng 1 với chỉ số PMI ISM giảm về 52.8 điểm do nhu cầu yếu, tăng trưởng việc làm chậm hơn dự kiến sau hai tháng tăng mạnh, chỉ số CPI tăng 3% svck – mức cao nhất kể từ tháng 6/2024. Mức tăng mạnh của lạm phát một phần được thúc đẩy bởi giá thực phẩm tăng đột biến, đặc biệt khi giá trứng tăng 53% svck do dịch cúm gia cầm gây thiếu hụt nguồn cung nghiêm trọng. Ngoài ra, doanh số bán lẻ tại Mỹ trong tháng 1 ghi nhận mức giảm mạnh nhất trong gần hai năm, trong khi chỉ số sản xuất Fed Philadelphia giảm với tốc độ nhanh nhất trong gần 5 năm về mức 18.1 điểm trong tháng 2.

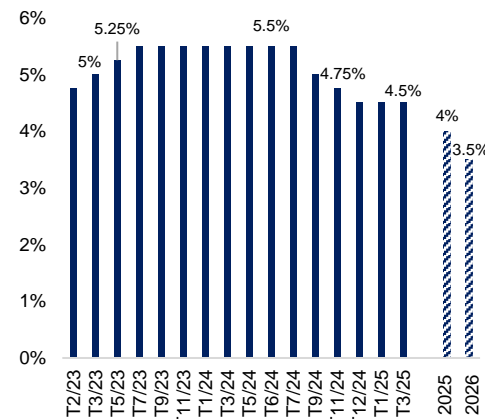
Một yếu tố khác gây áp lực lên đồng USD trong tháng là chính sách thuế quan. Kể từ đầu tháng 2, chính quyền Mỹ liên tục công bố các mức thuế mới gần như mỗi tuần, nổi bật trong đó bao gồm: áp thuế bổ sung 10% với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc; 25% đối với thép và nhôm nhập khẩu; đe dọa áp thuế đối ứng toàn cầu; và 25% đối với ô tô, chất bán dẫn, dược phẩm và hàng hóa từ EU. Bất chấp những lo ngại về thuế quan, đồng USD vẫn giảm 2.4% trong tháng, xuống mức 106.3 vào ngày 25/2. Qua đó dường như cho thấy thị trường đã rơi vào trạng thái "mệt mỏi với thuế quan", khi các phản ứng không còn mạnh mẽ như trong giai đoạn hậu bầu cử.

Đến cuối tháng, chỉ số DXY tăng nhẹ lên mức 107.4 sau khi Tổng thống Trump tuyên bố lệnh áp thuế 25% đối với Canada và Mexico sẽ có hiệu lực từ ngày 4/3, đồng thời Trung Quốc cũng sẽ chịu thêm 10% thuế, nâng tổng mức thuế bổ sung lên 20%.

### NHNN có động thái mới trong bối cảnh tỷ giá biến động mạnh mẽ

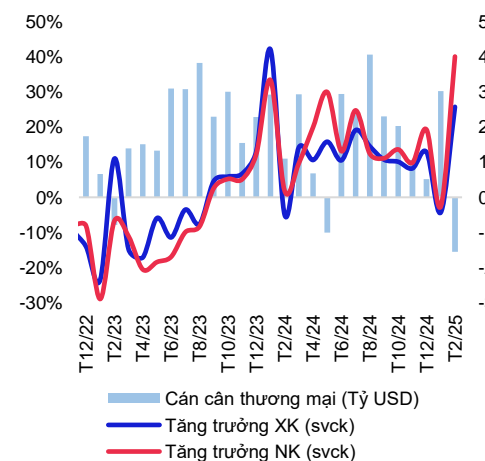
Tỷ giá biến động mạnh mẽ trong suốt tháng 2 dưới áp lực từ nhiều yếu tố. Về các yếu tố bên ngoài, mặc dù đồng USD suy yếu trong kỳ nhưng vẫn đang dao động ở ngưỡng cao nên vẫn gây ra áp lực nhất định lên tỷ giá hối đoái. Cùng

### Fed giữ nguyên lãi suất ở mức 4.5% trong cuộc họp tháng 3



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



Nguồn: TCTK, MBS Research

với đó, tỷ giá cũng phải chịu áp lực từ nhu cầu ngoại tệ trong nước gia tăng khi các doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu tư liệu sản xuất. Theo số liệu của TCTK, Việt Nam trong tháng 2 đã ghi nhận thâm hụt thương mại lần đầu tiên kể từ tháng 5/2024, với kim ngạch nhập khẩu tăng 40% svck. Bên cạnh đó, KBNN trong tháng cũng có 3 đợt chào mua USD từ các NHTM với tổng trị giá lên đến 500 triệu USD cũng đã phần nào khiến nguồn cung ngoại tệ càng bị thắt chặt và gây thêm áp lực lên tỷ giá.

Trong bối cảnh này, NHNN đã can thiệp bằng cách liên tục tăng tỷ giá trung tâm, kéo theo trần tỷ giá được nới rộng. Kể từ đầu tháng tới nay, tỷ giá trung tâm đã tăng tổng cộng 401 đồng, tương đương 1.6% - mức điều chỉnh rất mạnh so với mức tăng 487 đồng của cả năm 2024. Bên cạnh đó, NHNN cũng có động thái mới khi không còn thiết lập mức chặn cứng cho tỷ giá liên ngân hàng ở mức 25,450 VND/USD như giai đoạn trước đó nữa. Vào ngày 11/2, Nhà điều hành đã tăng mạnh giá bán USD can thiệp lần đầu tiên kể từ cuối tháng 10/2024, lên mức 25,698 VND/USD và liên tục thả nổi giá bán USD theo tỷ giá trung tâm khi duy trì ở mức thấp hơn 50 đồng so với tỷ giá trần mà các ngân hàng được phép giao dịch. Động thái này cho thấy tín hiệu về việc NHNN đang chấp nhận một mức biến động tỷ giá mạnh hơn nhằm giảm bớt áp lực lên dự trữ ngoại hối sau khi phải bán ra hơn 9 tỷ USD trong năm vừa qua.

Tuy nhiên, tỷ giá liên ngân hàng vẫn tăng 1.9% trong tháng lên mức 25,557 VND/USD vào cuối tháng 2. Tỷ giá trên thị trường tự do tăng lên mức 25,720 VND/USD, trong khi tỷ giá trung tâm niêm yết tại 24,726 VND/USD, tương ứng mức giảm 0.1% và tăng 1.6% so với đầu năm 2025.

**Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ dao động trong khoảng 25,500 – 26,000 VND/USD trong năm 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, đồng VND được kỳ vọng sẽ được hỗ trợ từ mức chênh lệch lãi suất VND – USD đang dần được thu hẹp. Nếu như trong 2 tháng đầu năm 2024, lãi suất qua đêm USD cao hơn VND từ 1.6% - 5.2%/năm, thì trong 2T2025 mức chênh lệch này chỉ còn 0.2% - 0.8%/năm và thậm chí có những thời điểm lãi suất VND còn cao hơn USD. Bên cạnh đó, các yếu tố nội tại như: thặng dư thương mại tích cực (~1.47 tỷ USD trong 2T2025), vốn FDI giải ngân (2.95 tỷ USD, +5.4% svck) và sự phục hồi của lượng khách du lịch quốc tế (+30.2% svck trong 2T2025) sẽ tiếp tục hỗ trợ cho đồng VND.

## 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	513 - 515
Tăng trưởng GDP (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	7.09	7.8 – 8.0
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	14.3	11.0
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	7	3.6	26.5	8.4	-8.9	16.7	11.0
GDP/đầu người (USD)	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,700	5,000
<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	25,500-26,000
Lạm phát (%)	2.8	3.2	1.8	3.15	3.25	3.63	3.9
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.7	18.2	13.9	12.1	13.5	15.1	17.0 – 18.0
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	7.2	6.8	5.8	8.5	5	5.1	5.5 – 6.0
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4	11.2	28	31.0	27.5
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	263	281	336	371	355.5	405.5	450.1
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	253	262	332	360	327.5	380.8	422.6
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 Luyện*

### 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*