

Nhiều thách thức đang chờ đón

- Hoạt động thương mại duy trì đà tăng trưởng trong T4. Tuy nhiên, bất ổn thuế quan đã làm ngành sản xuất suy giảm mạnh với chỉ số PMI chạm đáy 2 năm tại 45.6 điểm.
- Áp lực tỷ giá vẫn kéo dài dù chỉ số DXY giảm mạnh. Đến cuối T4, tỷ giá neo ở mức 25,994 VND/USD (+2.1% so với đầu năm).
- Lãi suất huy động vẫn trên đà giảm nhưng tốc độ đã chậm lại trong T4.

Bất ổn thuế quan khiến ngành sản xuất suy giảm mạnh

Kim ngạch xuất khẩu trong T4 tăng 19.8% svck, trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng 22.9% svck. Trong 4T2025, xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt tăng 13% và 18.6%, đưa thặng dư thương mại lên mức 3.79 tỷ USD. Tốc độ phát triển sản xuất công nghiệp tiếp tục giữ đà tăng trưởng với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T4 tăng 8.9% svck. Tuy nhiên, những thông báo thuế quan của Mỹ đã khiến ngành sản xuất của Việt Nam suy giảm mạnh với chỉ số PMI giảm về mức đáy 2 năm tại 45.6 điểm trong T4.

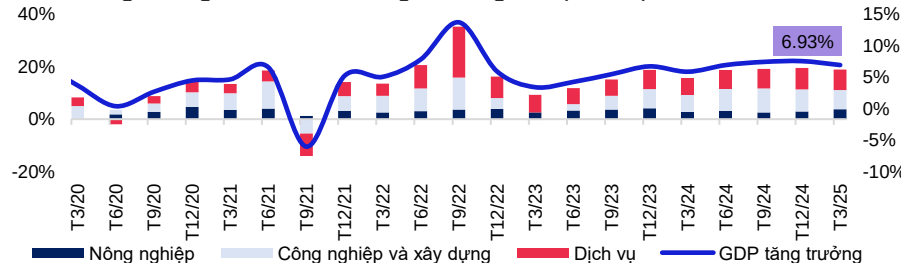
Áp lực tỷ giá vẫn chưa hạ nhiệt

Mặc dù chỉ số DXY đã giảm mạnh 9.7% từ đỉnh năm 2025, tỷ giá USD/VND liên NH vẫn neo ở ngưỡng cao trong T4, với áp lực đến từ: Nguồn cung ngoại tệ phần nào bị thắt chặt khi KBNN tiếp tục mua USD từ các NHTM với tổng trị giá 110 triệu USD, nhu cầu ngoại tệ của các doanh nghiệp có xu hướng tăng trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đối mặt với nhiều biến động, và việc chênh lệch lãi suất VND – USD đảo chiều âm ở mức cao nhất kể từ đầu năm tới nay. Theo đó, tỷ giá liên NH tăng 1.4% so với cuối tháng 3 lên mức 25,994 VND/USD (+2.1% so với đầu năm).

Thuế đối ứng phủ bóng lên triển vọng kinh tế Việt Nam

Mặc dù mức thuế 46% đang tạm được hoãn 90 ngày nhưng chính sách thuế quan khó lường của Mỹ đã bắt đầu ảnh hưởng tới nền kinh tế Việt Nam, trong đó rõ nét nhất là mức sụt giảm mạnh trong số lượng đơn đặt hàng mới khiến chỉ số PMI ngành sản xuất của Việt Nam rơi xuống mức đáy 2 năm. Theo đó, việc này có thể kéo theo hoạt động sản xuất công nghiệp và xuất khẩu suy giảm trong những tháng tới. Bên cạnh đó, rủi ro tỷ giá cũng là vấn đề đáng lưu tâm khi Fed thận trọng hơn đối với việc giảm lãi suất do bất ổn thuế quan có thể khiến lạm phát nóng trở lại, theo đó, sẽ hỗ trợ cho giá trị của Đồng bạc xanh. Do đó, nhiều tổ chức kinh tế như World Bank và UOB đã hạ dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam 1 điểm % xuống mức 5.8% - 6% trong năm nay. Tuy nhiên, tới nay vẫn chưa có thông tin về mức thuế cuối cùng áp dụng lên hàng hóa của Việt Nam nên mức độ bị tác động của nền kinh tế nước ta hiện chưa cụ thể. Trong khi đó, các yếu tố nội tại vẫn đang ghi nhận kết quả tích cực và hỗ trợ cho VND như: thặng dư thương mại (~3.79 tỷ USD trong 4T2025), vốn FDI giải ngân (6.74 tỷ USD, +7.3% svck) và sự phục hồi của lượng khách du lịch quốc tế (+23.8% svck trong 4T2025). Ngoài ra, việc Việt Nam chính thức bắt đầu đàm phán với Mỹ từ ngày 7/5 này được kỳ vọng sẽ mang lại những kết quả tích cực để đặt nền móng cho mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 8% trong năm nay.

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

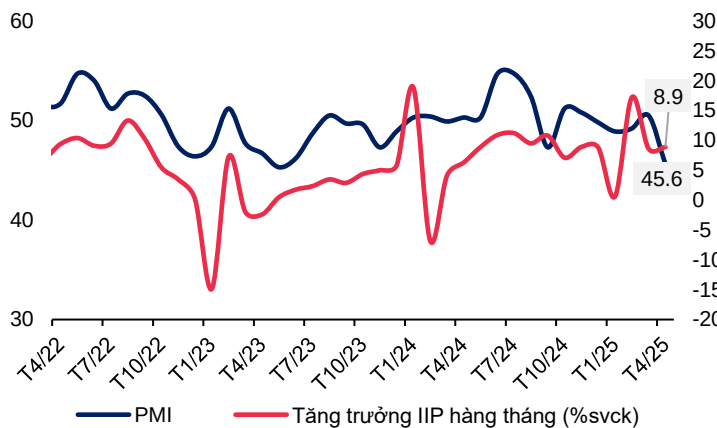
Nhiều thách thức đang chờ đón

Bất ổn thuế quan khiến ngành sản xuất suy giảm mạnh

Việc số lượng đơn đặt hàng mới tăng trở lại trong tháng 3 đã giúp hoạt động sản xuất tiếp tục giữ nhịp tăng trưởng trong tháng 4. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 4 tăng 1.4% so với tháng trước và tăng 8.9% svck với đóng góp lớn đến từ mức tăng trưởng 10.8% svck của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Trong đó, các ngành trọng điểm ghi nhận hoạt động sản xuất tăng trưởng mạnh trong tháng bao gồm: Sản xuất than cốc, sản phẩm dầu mỏ tinh chế (+47.2% svck), sản xuất xe có động cơ (+27.6% svck), sản xuất sản phẩm từ cao su & plastic (+18.6% svck). Trong 4T2025, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 8.4% svck. Trong đó, ngành chế biến chế tạo đạt mức tăng trưởng 9.5%, cao hơn nhiều so với mức 6.3% của cùng kỳ năm 2024.

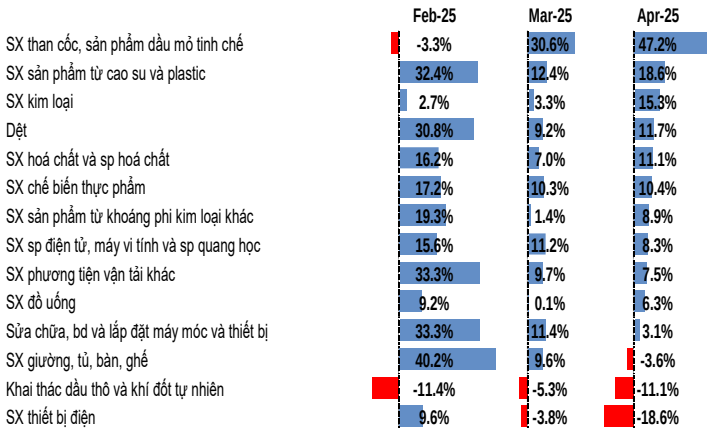
Tuy nhiên, đà tăng của hoạt động sản xuất công nghiệp có khả năng sẽ bị cản trở trong thời gian tới khi các mức thuế mới của Mỹ khiến số lượng đơn đặt hàng mới trong tháng 4 giảm với tốc độ thu hẹp nhanh và mạnh nhất trong gần hai năm. Sau khi Mỹ công bố các mức thuế đối ứng, sản lượng, đơn đặt hàng mới, việc làm và hoạt động mua hàng đều giảm mạnh. Đặc biệt, đơn đặt hàng xuất khẩu mới tiếp tục thu hẹp trong tháng thứ sáu liên tiếp, với mức giảm rõ rệt nhất kể từ T6/2023 cho thấy những thách thức đối với hoạt động xuất khẩu trong các tháng tới. Theo đó, chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam trong tháng 4 đã chạm mức thấp nhất trong hai năm ở mức 45.6 điểm, giảm so với mức 50.5 điểm của tháng 3, báo hiệu sự suy giảm đáng kể về tình trạng của ngành. Ngoài ra, khả năng tiếp tục xảy ra gián đoạn cho ngành sản xuất do thuế quan đã kéo niềm tin kinh doanh giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 44 tháng trở lại đây.

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



Nguồn: TCTK, MBS Research

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



Nguồn: TCTK, MBS Research

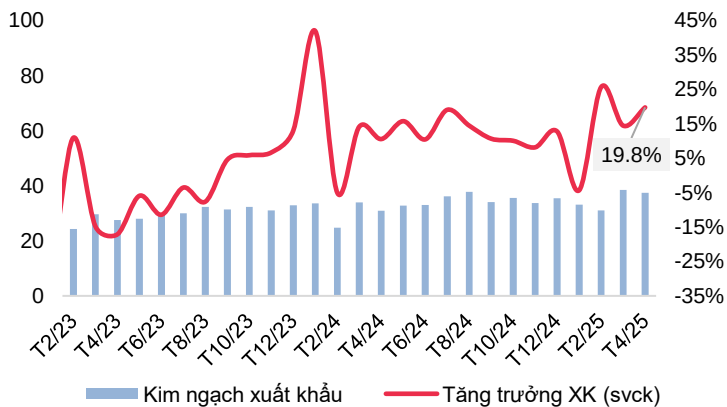
Hoạt động thương mại sôi động trong tháng 4, nhưng thách thức đang đón chờ

Kim ngạch xuất khẩu tháng 4 đạt 38.51 tỷ USD (+19.8% svck), được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+110.3% svck); xơ và sợi dệt (+99% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+58.7% svck). Tuy nhiên, so với tháng trước, kim ngạch xuất khẩu giảm 2.8%, phần nào phản ánh những tác động ban đầu của thuế đối ứng lên chuỗi cung ứng và nhu cầu khách hàng quốc tế giảm sau khi đã đẩy mạnh hoạt động mua hàng trong những tháng trước để tăng dự trữ trước khi mức thuế đối ứng được công bố.

Lũy kế 4T2025, kim ngạch xuất khẩu đạt 140.34 tỷ USD (+13% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+83.6% svck); cà phê (+51.8% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+36.2% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn như: sắt thép (-23.1% svck); máy ảnh, máy quay phim và linh kiện (-19% svck); chất dẻo nguyên liệu (-16.3% svck). Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 43.4 tỷ USD (+25.1% svck). Xuất khẩu sang EU tăng 12.8% svck, đạt 18.5 tỷ USD, trong khi kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 18.1 tỷ USD (+2.1% svck).

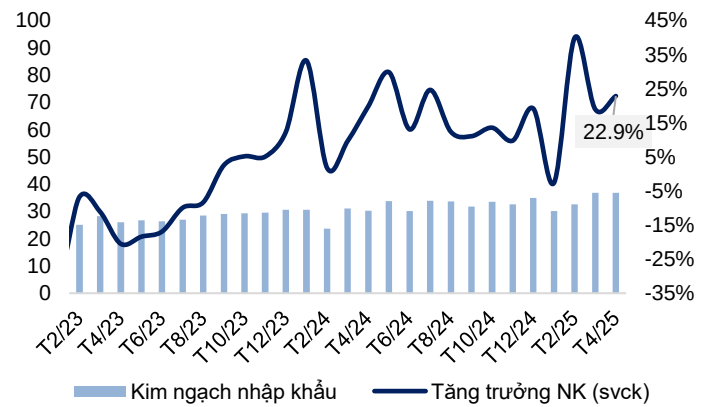
Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu gần như không đổi so với tháng trước với giá trị ước đạt 36.87 tỷ USD (+22.9% svck) trong tháng 4, và lũy kế 4 tháng đầu năm đạt 136.55 tỷ USD (+18.6% svck). Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta với kim ngạch ước đạt 53.2 tỷ USD (+26.5% svck). Trong 4 tháng đầu năm 2025, có 2 mặt hàng nhập khẩu với trị giá trên 5 tỷ USD (chiếm 44.3% tổng kim ngạch nhập khẩu) bao gồm: Điện tử, máy tính và linh kiện; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác.

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



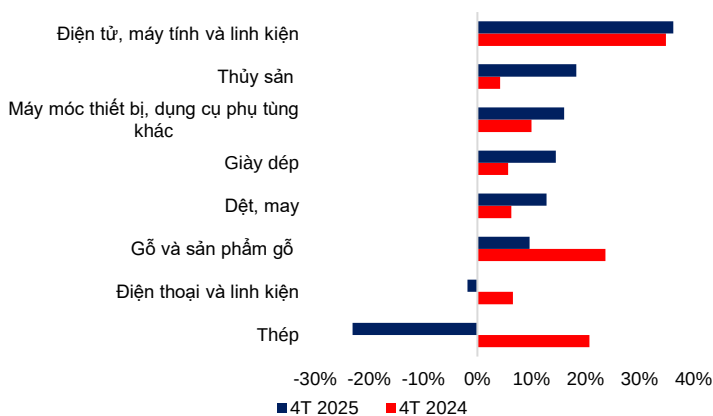
Nguồn: TCTK, MBS Research

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



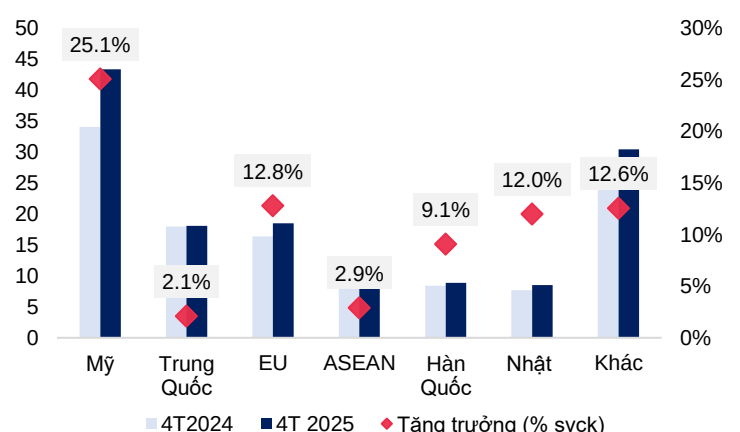
Nguồn: TCTK, MBS Research

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 4T2025 (tỷ USD)



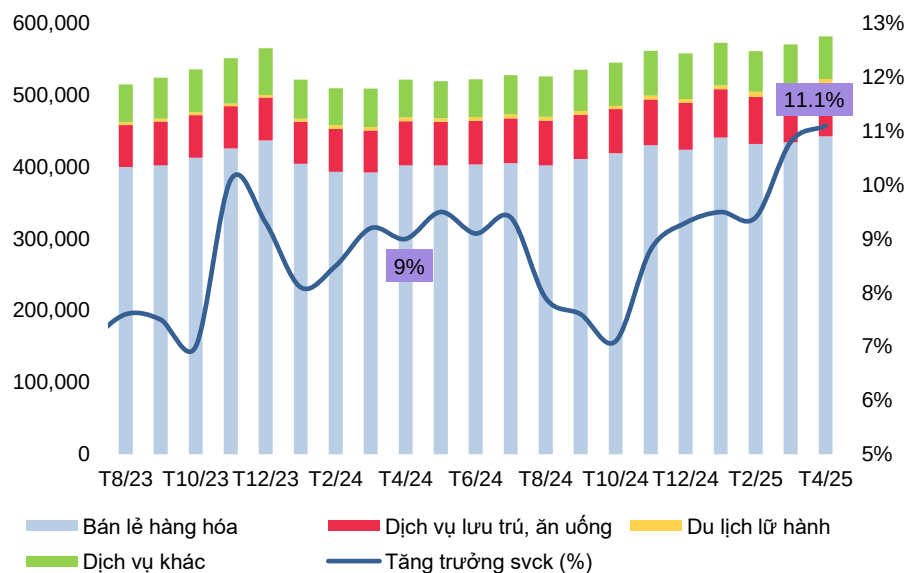
Nguồn: TCTK, MBS Research

Trong bối cảnh tình hình kinh tế toàn cầu đối mặt với nhiều biến động xoay quanh các chính sách thuế quan khó đoán định từ phía Mỹ cũng như tình hình căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam chắc chắn sẽ ít nhiều chịu ảnh hưởng khi là nền kinh tế có độ mở cao. Tuy nhiên, mức độ bị tác động hiện còn chưa rõ ràng khi chưa có thông tin về mức thuế cuối cùng áp dụng lên hàng hóa của Việt Nam trong năm nay. Do vậy, chúng tôi vẫn đang theo dõi những diễn biến của về nội dung đàm phán trong thời gian tới để điều chỉnh triển vọng tăng trưởng phù hợp.

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

Sự hồi phục của tiêu dùng nội địa tiếp tục cho thấy những tín hiệu tích cực và đà tăng trưởng ổn định của ngành du lịch là các nhân tố đóng góp tích cực cho tăng trưởng của ngành thương mại, dịch vụ từ đầu năm đến nay. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng duy trì đà tăng trưởng hai chữ số tháng thứ 2 liên tiếp với mức tăng trưởng 11.1% svck trong tháng 4 - mức tăng cao nhất kể từ T5/2023. Trong 4T2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.9% svck, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7.7% svck – cao hơn mức tăng 5.3% của cùng kỳ năm ngoái. Cùng với đó, ngành du lịch vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh. Nhờ chính sách thị thực thuận lợi, các chương trình quảng bá, xúc tiến du lịch được đẩy mạnh cùng với tổ chức các ngày lễ lớn của dân tộc đã thu hút khách quốc tế đến Việt Nam tiếp tục tăng cao với hơn 7.67 triệu lượt khách quốc tế trong 4 tháng đầu năm, tăng 23.8% svck và tăng 28.6% 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)



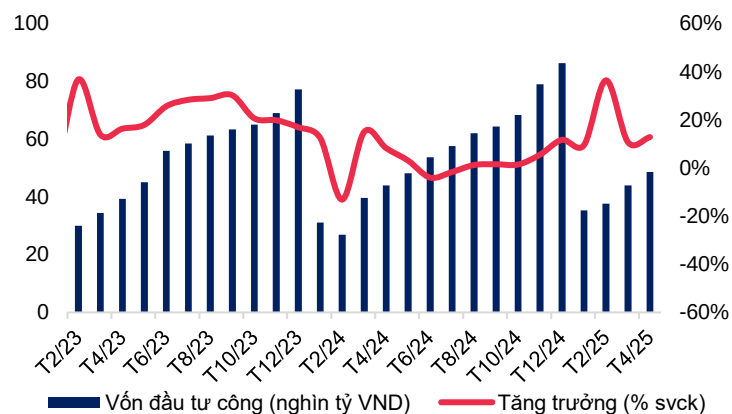
Nguồn: TCTK, MBS Research

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

Trong tháng 4, vốn đăng ký cấp mới giảm 46.2% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 7.9% svck. Lũy kế từ đầu năm, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 5.6 tỷ USD (-23.8% svck); vốn FDI thực hiện đạt 6.74 tỷ USD (+7.3% svck) – đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của bốn tháng trong 5 năm qua. Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo thu hút 5.5 tỷ USD (chiếm khoảng 81.6% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 533.1 triệu USD (chiếm khoảng 7.9%), và khoảng 266.2 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 3.9%). Theo đó, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam trong bốn tháng đầu năm nay đạt 13.82 tỷ USD (+40% svck).

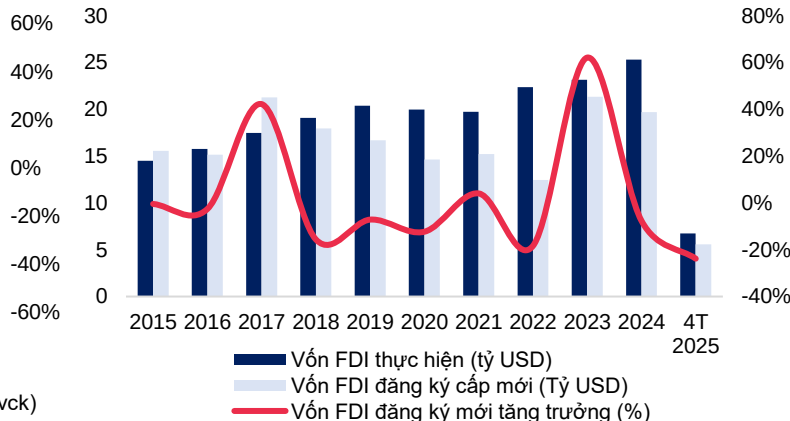
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 4 ước đạt 48.7 nghìn tỷ đồng, tăng 12.9% svck. Trong 4T2025, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 165.6 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 18.6% kế hoạch năm và tăng 17.7% svck.

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 hạ nhiệt trong tháng 4

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong tháng 4 tăng 0.07% so với tháng trước và tăng 3.12% svck – thấp hơn một chút so với mức tăng 3.13% của tháng 3 và thấp hơn đáng kể so với mức tăng 4.4% của T4/2024, chủ yếu nhờ giá xăng dầu giảm mạnh 20.1% svck. Trung bình trong 4 tháng đầu năm 2025, CPI tăng 3.2% svck - vẫn được kiểm soát tốt với CPI bình quân ở dưới mức mục tiêu của Chính phủ là 4.5% - 5%, trong khi lạm phát cơ bản tăng 3.05%.

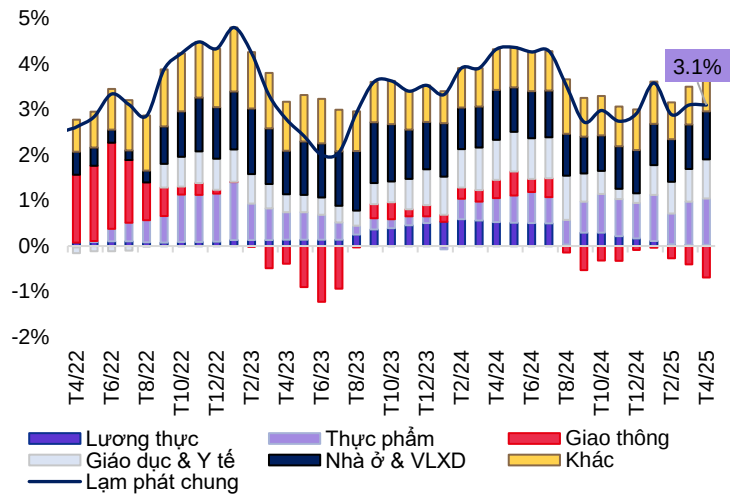
Trong tháng 4, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống (+4.1% svck) đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của chỉ số CPI, chủ yếu do nhóm thực phẩm tăng 4.9% svck trong bối cảnh giá thịt lợn tăng mạnh 16% svck do thiếu hụt nguồn cung. Ngoài ra, chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 5.7% svck, được thúc đẩy bởi mức tăng 7.2% svck của giá nhà ở thuê do giá bán bất động sản tăng khiến nhiều người chuyển sang thuê nhà khiến tăng áp lực lên thị trường cho thuê cùng với chi phí vận hành tăng nên nhiều chủ hộ tăng giá cho thuê. Bên cạnh đó, nhóm thuốc và dịch vụ y tế cũng tăng mạnh 13.6% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh cũng gia tăng áp lực lên lạm phát. Ở chiều ngược lại, nhóm giao thông giảm 6.9% svck nhờ giá xăng dầu trong nước giảm 20.1% svck do lo ngại rằng các bất ổn thuế quan sẽ làm kinh tế trên toàn thế giới chậm lại và làm giảm nhu cầu về năng lượng.

CPI bình quân 4 tháng tăng 3.2% svck (trong khi CPI bình quân 4T2024 tăng 3.9% svck). Đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ: giá xăng dầu giảm 12.4% svck; giá nhóm nhóm bưu chính, viễn thông giảm 0.6% svck do giá điện thoại thể hệ cũ giảm khi các doanh nghiệp áp dụng chương trình giảm giá. Ở chiều ngược lại, các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 13.5% do thiếu hụt nguồn cung; giá điện sinh hoạt tăng 5.2% svck do nhu cầu sử dụng điện tăng và EVN thực hiện đợt tăng giá vào tháng 10/2024.

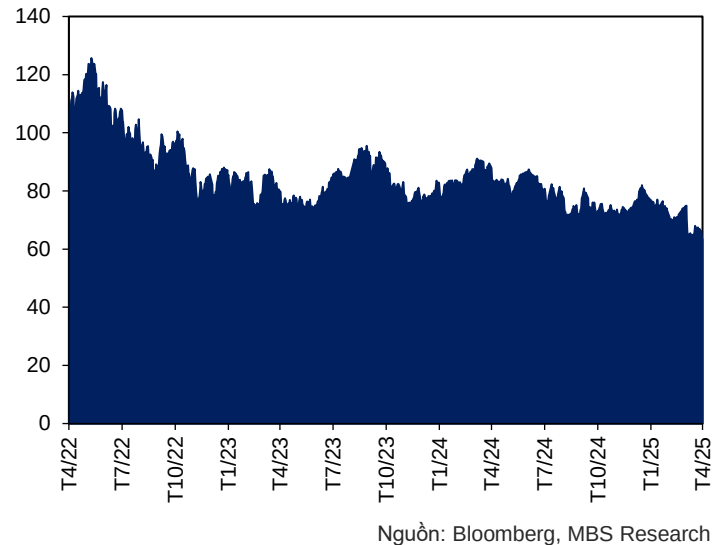
Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 tăng 3.9% svck – thấp hơn mức mục tiêu 4.5% - 5% của Chính phủ, dựa trên các yếu tố sau: Giá dầu được dự báo ở mức 70 USD/thùng trong năm 2025, thấp hơn so với mức 77 - 82 USD/thùng trong năm 2024. Áp lực giá lương thực được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt nhờ nguồn cung dồi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

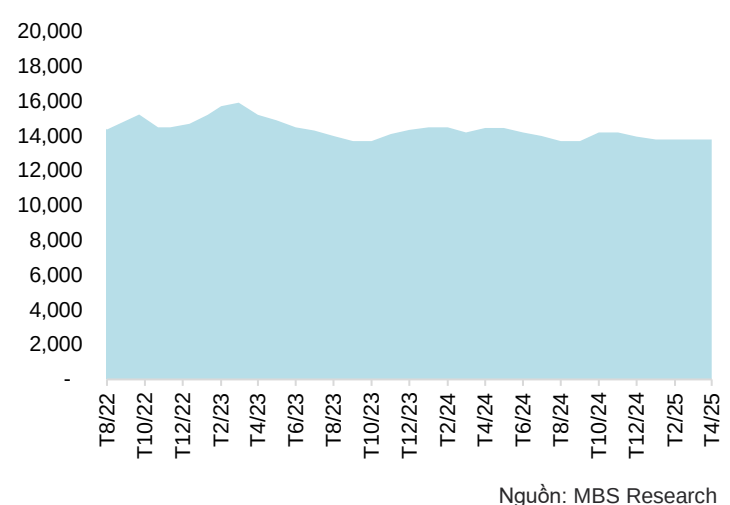
Hình 11: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



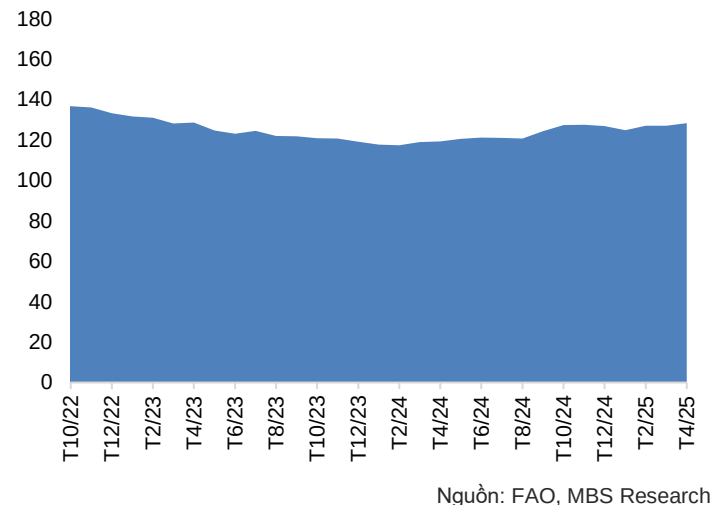
Hình 12: Giá dầu Brent (USD/thùng)



Hình 13: Giá thép (triệu VND/tấn)



Hình 14: Chỉ số giá lương thực FAO



Lãi suất liên NH chạm đáy 13 tháng mặc dù NHNN quay trở lại hút ròng

Lãi suất liên NH chạm đáy 13 tháng phát đi tín hiệu về thanh khoản dồi dào

Trong bối cảnh áp lực tỷ giá gia tăng, NHNN đã quay trở lại hút ròng thanh khoản trong tháng 4 với trị giá ước đạt khoảng gần 22.2 nghìn tỷ đồng. Cụ thể, NHNN đã bơm khoảng 220.3 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, với mức lãi suất 4% và kỳ hạn từ 7 đến 91 ngày. Tuy nhiên, tổng lượng vốn đáo hạn trong tháng lên tới hơn 242.4 nghìn tỷ đồng. Mặc những động thái hút ròng của Nhà điều hành, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm sau khi duy trì quanh ngưỡng 4% - 4.4% trong nửa đầu tháng 4, đã giảm mạnh về mức đáy 13 tháng tại 2.2% vào ngày 25/4 – cho thấy tình trạng dư thừa của thanh khoản hệ thống. Theo đó, đã ảnh hưởng đáng kể lên chênh lệch lãi suất VND-USD và áp lực tỷ giá. Nếu như từ đầu năm tới nửa đầu tháng 4, lãi suất qua đêm USD cao hơn VND từ 0.2% - 1.2%/năm, thì gần về cuối tháng mức chênh lệch này đã tăng mạnh lên

2.1%/năm – mức cao nhất kể từ đầu năm tới nay. Đến cuối tháng, lãi suất qua đêm ở mức 3.8%, trong khi lãi suất các kỳ hạn từ 1 tuần - 1 tháng dao động quanh mức 3.9% - 4.1%.

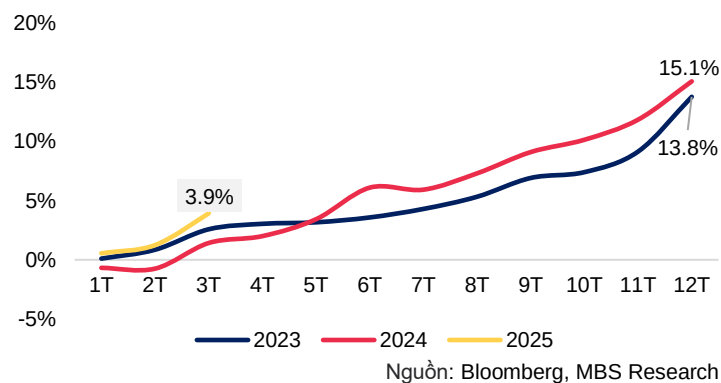
Lãi suất huy động vẫn duy trì đà giảm nhưng đã chậm lại

Sau khi hàng loạt ngân hàng giảm lãi suất trong hai tháng vừa qua, mặt bằng lãi suất huy động tiếp tục duy trì xu hướng đi xuống nhưng đã chậm lại. Trong tháng 4, có gần 10 nhà băng hạ lãi suất với mức giảm 0.1% - 0.5%/năm đối với nhiều kỳ hạn. Ở chiều ngược lại, thị trường cũng đã ghi nhận một vài ngân hàng tư nhân có quy mô vừa và nhỏ tăng lãi suất đầu vào trong bối cảnh nhu cầu tín dụng có dấu hiệu phục hồi tích cực. Theo số liệu của NHNN, tính đến hết Q1, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 3.93% - cao gấp gần 3 lần so với cùng kỳ năm trước. Tuy vậy, nhìn chung số lượng ngân hàng giảm lãi suất hiện vẫn đang chiếm ưu thế. Đến cuối tháng 4, trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM đã giảm 12 điểm cơ bản về mức 4.93%, trong khi lãi suất của nhóm các NHTM quốc doanh vẫn giữ ở mức 4.7%.

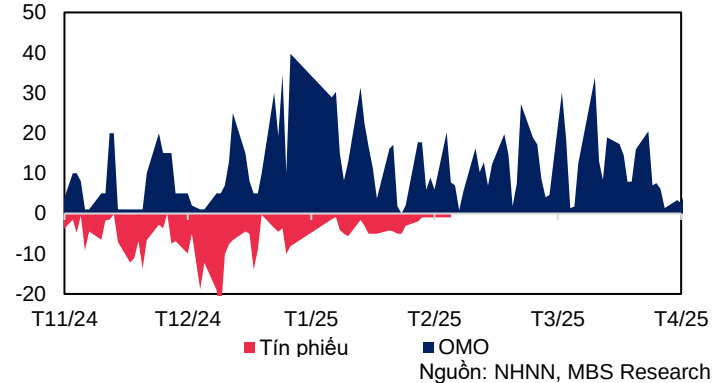
Chúng tôi dự báo lãi suất đầu vào dao động ở mức 5.5% - 6% trong năm 2025

Mặc dù gần đây lãi suất huy động đang trên đà giảm, tuy nhiên chúng tôi cho rằng lãi suất đầu vào sẽ tăng 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 cuối tháng 3, dư nợ tín dụng toàn hệ thống tăng 3.93% so với cuối năm 2024 – cao gấp 2.5 lần so với mức tăng 1.42% của T3/2024, cho thấy nhu cầu vốn đang dần phục hồi. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng trong năm nay sẽ đạt 17 – 18%, được thúc đẩy bởi: sự phục hồi của ngành sản xuất và tiêu dùng nội địa, và việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công. 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.

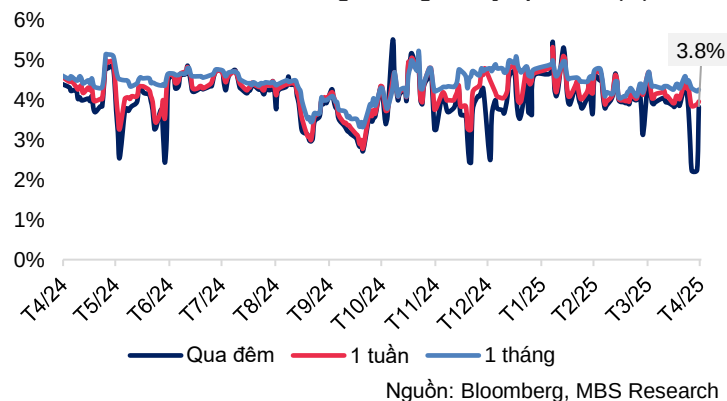
Hình 15: Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (%ytd)



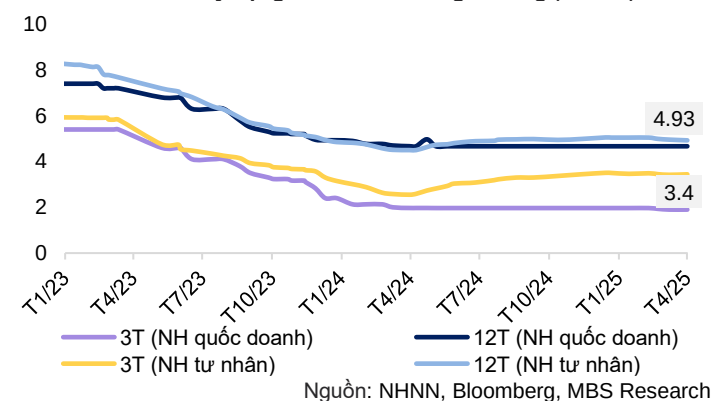
Hình 16: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



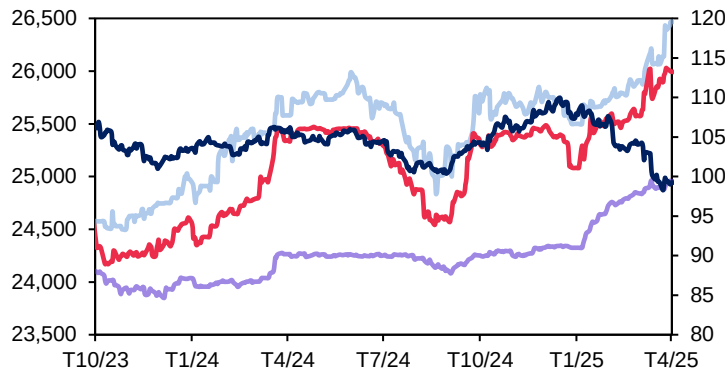
Hình 17: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (%)



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

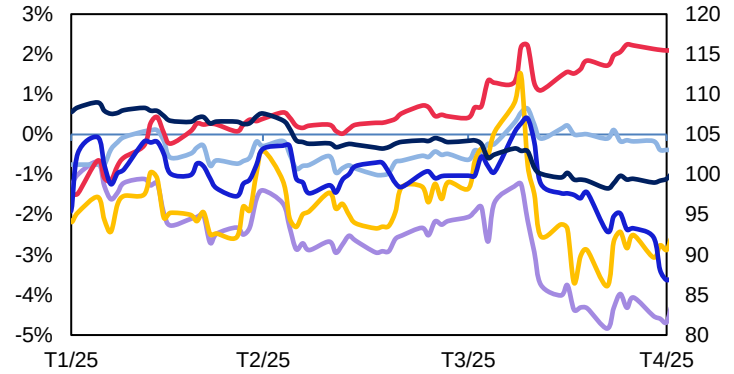


Hình 19: Tỷ giá VND/USD



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

Chỉ số DXY chạm đáy 3 năm trong bối cảnh bất ổn thuế quan

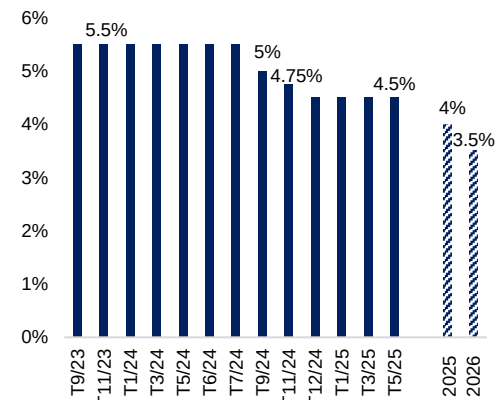
Đồng USD suy giảm khi những bất ổn về chính sách thuế quan làm gia tăng lo ngại về triển vọng kinh tế

Chỉ số DXY duy trì đà giảm mạnh trong suốt tháng dưới sức ép của vòng xoáy thuế quan. Cụ thể, ngày 2/4 được Tổng thống Trump tuyên bố là “Ngày giải phóng” của nước Mỹ với việc áp thuế đối ứng quy mô lớn lên nhiều đối tác thương mại, trong đó có việc nâng thuế đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc lên 145%. Tuy nhiên, ông đã quyết định tạm hoãn áp thuế đối ứng trong vòng 90 ngày. Bên cạnh đó, áp lực giảm lên đồng USD càng gia tăng khi Tổng thống Trump liên tục chỉ trích cũng như gây sức ép lên Cục Dự trữ Liên bang với ý định muốn bãi nhiệm Chủ tịch Fed. Trong bối cảnh này, chỉ số DXY đã chạm đáy ba năm tại mức 98.3 vào ngày 21/4 (-10.2% so với đầu năm). Về dữ liệu kinh tế, ngành sản xuất Mỹ tiếp tục suy giảm tháng thứ hai liên tiếp với chỉ số PMI ISM đạt 48.7 điểm trong tháng 4 do chuỗi cung ứng bị ảnh hưởng bởi các chính sách thuế quan mới. Lạm phát hạ nhiệt nhẹ với chỉ số PCE tháng 3 tăng 2.3% svck, thấp hơn mức 2.7% của tháng 2. Trong khi đó, chỉ tiêu tiêu dùng ghi nhận mức tăng nhanh nhất trong hơn hai năm trở lại đây khi các hộ gia đình đẩy mạnh hoạt động mua sắm trước khi các mức thuế mới được áp dụng. Đối mặt với nhiều rủi ro bất định và triển vọng kinh tế ảm đạm, chỉ số tâm lý người tiêu dùng Mỹ đã giảm xuống mức thấp thứ hai trong lịch sử kể từ năm 1952. Theo đó, đồng USD giảm 4.8% so với cuối tháng 3 về mức 99.2 vào cuối tháng 4 (-9.3% so với đầu năm).

Tỷ giá vẫn neo ở mức cao trong suốt tháng dù đồng USD suy giảm

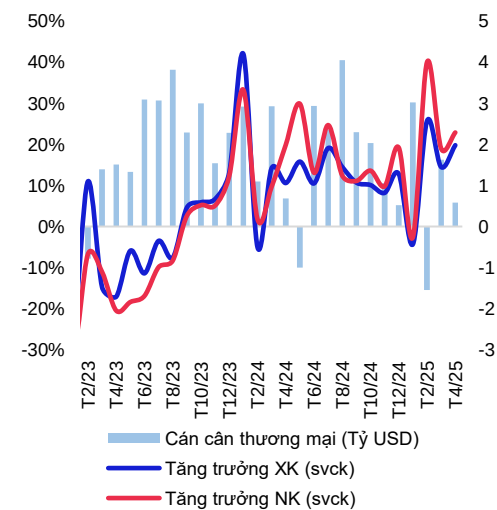
Mặc dù chỉ số DXY đã giảm mạnh 9.7% từ đỉnh năm 2025, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng vẫn duy trì ở ngưỡng cao trong tháng 4. Việc tỷ giá neo ở mức cao một phần được cho là do các yếu tố: Thứ nhất, trong tháng 4, KBNN tiếp tục chào mua USD từ các NHTM với tổng trị giá 110 triệu USD, qua đó cũng đã phần nào khiến nguồn cung ngoại tệ càng bị thắt chặt. Thứ hai, trong bối cảnh tình hình thương mại đối mặt với nhiều bất ổn liên quan đến các chính sách thuế quan khó đoán định từ phía Mỹ, nhu cầu ngoại tệ của các doanh nghiệp thường có xu hướng tăng. Cuối cùng, việc lãi suất liên NH giảm mạnh về mức đáy 13 tháng vào cuối tháng đã khiến chênh lệch lãi suất VND – USD đảo chiều âm ở mức cao nhất kể từ đầu năm tới nay. Do đó, các yếu tố trên đã gây sức ép đáng kể lên tỷ giá. Theo đó, tỷ giá liên NH tăng 1.4% so với cuối tháng 3 lên mức 25,994 VND/USD (+2.1% so với đầu năm). Tỷ giá trên thị trường tự do tăng lên

Fed vẫn giữ nguyên lãi suất ở mức 4.5% trong bối cảnh gia tăng bất ổn trước vòng xoáy thuế quan



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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



Nguồn: CTCT, MBS Research

mức 26,470 VND/USD, trong khi tỷ giá trung tâm niêm yết tại 24,956 VND/USD, tương ứng mức tăng lần lượt 2.8% và 2.5% 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 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. Ngoài ra, các chính sách thuế quan khó đoán định từ phía Mỹ dự kiến sẽ tạo ra nhiều thách thức cho hoạt động xuất khẩu, thu hút FDI của Việt Nam trong thời gian tới và có thể gây áp lực lên dự trữ ngoại hối - vốn đã khá khiêm tốn của Việt Nam sau khi phải bán ra hơn 9 tỷ USD vào năm ngoái. Tuy nhiên, cho tới nay các yếu tố nội tại vẫn đang ghi nhận những kết quả tích cực như: thặng dư thương mại (~3.79 tỷ USD trong 4T2025), vốn FDI giải ngân (6.74 tỷ USD, +7.3% svck) và sự phục hồi của lượng khách du lịch quốc tế (+23.8% svck trong 4T2025). Theo đó, điều này được kỳ vọng 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
1. GDP, dân số và thu nhập							
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
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)							
Nợ chính phủ	49.2	51.5	39.1	34.7	34	34	35
Nợ công	55.9	43.1	38	39.5	37	37	37
Nợ nước ngoài	47.1	47.9	38.4	36.8	37.2	33	34
3. Các chỉ số tài chính							
Tỷ giá USD/VND	23,228	23,115	23,145	23,612	24,353	25,058	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	84

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, Đống Đa, 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> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyến</i> <i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng Lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i> <i>Nguyễn Phương Anh</i>