

## Báo cáo vĩ mô

# Báo cáo tháng 2 2025: Hoạt động đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ sau dịp Tết Nguyên Đán

## Kinh tế vĩ mô thế giới – Chính sách thuế quan của Mỹ leo thang, Việt Nam có nguy cơ chịu thuế trong thời gian tới

Trong nửa cuối T2 và đầu T3 2025, chính sách thuế quan của Mỹ tiếp tục được thực hiện với 2 hướng chính:

- (1) Đánh thuế nhằm vào hàng xuất khẩu từ các quốc gia có thuế suất hàng nhập khẩu cao hơn so với Mỹ, từ đầu T4 2025
- (2) Tiếp tục đánh thuế lên hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc, Mexico và Canada nhằm đạt được mục tiêu chính trị

Rủi ro Mỹ đánh thuế với Việt Nam cũng tăng lên khi Việt Nam có thặng dư thương mại với Mỹ đồng thời đang duy trì một số rào cản thương mại đối với hàng hóa nhập khẩu từ Mỹ.

## Kinh tế vĩ mô Việt Nam – Hoạt động đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ sau dịp Tết Nguyên Đán

Tính chung hai tháng đầu năm 2025, vốn đầu tư từ NSNN ước đạt 73.2 nghìn tỷ VND (+21.7% YoY), tương đương 8.8% kế hoạch năm 2025. Hoạt động xuất khẩu chưa cho thấy nhiều dấu hiệu khả quan (thâm hụt thương mại lần đầu tiên kể từ T5 2024) kéo theo hoạt động sản xuất yếu đi trong 2 tháng đầu năm.

## Thị trường tiền tệ - Tỷ giá tăng mạnh, lãi suất LNH ổn định

Tỷ giá USD/VND đã duy trì đà tăng mạnh trong T2 2025 khi Kho bạc Nhà nước liên tục mua vào ngoại tệ và thâm hụt thương mại diễn ra lần đầu tiên kể từ T5 2024.

NHNN hút tiền trong T2 2025 nhưng đã dần chuyển sang bơm ròng trong những ngày đầu T3. LS LNH dao động từ 3.8 đến 5.7%. LS tiền gửi tại nhiều NHTM điều chỉnh giảm từ cuối T2.

## Thị trường hàng hóa – Giá hàng hóa chủ yếu giảm trong T2 ngoại trừ giá vàng

**Chỉ số BCOM đi ngang trong T2 (+0.4% MoM), chủ yếu nhờ giá vàng tăng.** Giá vàng tăng (+1.3% MoM) do nhà đầu tư tiếp tục tăng tích trữ do lo ngại lạm phát và chiến tranh thương mại. Giá dầu và quặng sắt giảm chủ yếu do dự báo nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc yếu đi.

Chỉ số vĩ mô quốc tế	T2/25	% MoM	%YTD
<b>Lạm phát (%):</b>			
Mỹ	2.4%	0.1%	-0.3%
Khu vực EU	2.5%	0.1%	0.1%
Trung Quốc	0.5%	0.4%	0.4%
<b>PMI (điểm):</b>			
Mỹ	51.2	1.8	1.8
Khu vực EU	50.2	0.6	0.6
Trung Quốc	50.1	-0.4	-0.4

Chỉ số vĩ mô VN	T2/25	% MoM	%YoY
CPI	2.9%	0.3%	2.9%
PMI sản xuất	49.2	0.3	-1.2
IIP	17.2%	-2.2%	17.2%
Xuất khẩu (tỷ USD)	31.1	-6.3%	25.7%
Nhập khẩu (tỷ USD)	32.7	8.6%	40%
Bán lẻ (nghìn tỷ VND)	561.7	-2%	9.4%
ĐTCT (nghìn tỷ VND)	37.9	7.6%	35.1%
FDI đăng ký (tỷ USD)	2.6	-40%	33.8%

Thị trường tiền tệ	T2/25	%MoM	%YTD
USD/VND	25,770	+0.9%	0.03%

Thị trường hàng hóa	T2/25	%MoM	%YTD
BCOM Index	102	+0.4%	+4%

### Chú thích:

- Kém hơn kỳ trước
- Tốt hơn kỳ trước

Nguyễn Đức Anh

[anhnd@tvs.vn](mailto:anhnd@tvs.vn)

+84 24 32484820 Ext. 6417

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

[hanhntk@tvs.vn](mailto:hanhntk@tvs.vn)

+84 24 32484820 Ext. 6412

Nguyễn Văn Quang

[quangnv@tvs.vn](mailto:quangnv@tvs.vn)

+84 24 32484820 Ext. 6420

## Kinh tế vĩ mô thế giới

**Mỹ tiếp tục leo thang chính sách thuế quan và chúng tôi không loại trừ việc Việt Nam có thể là đối tượng bị đánh thuế đối ứng trong thời gian tới.**

Các tuyên bố và hành động áp thuế của Mỹ lên hàng nhập khẩu từ các nước lớn có thể khiến kịch bản chiến tranh thương mại sớm xảy ra trong năm 2025.

Trong nửa cuối T2 và đầu T3 2025, chính sách thuế quan của Mỹ dưới thời Tổng thống D.Trump tiếp tục được thực hiện với 2 hướng chính:

(1) Đánh thuế nhằm vào hàng xuất khẩu từ các quốc gia có thuế suất hàng nhập khẩu cao hơn so với Mỹ. Chính sách này sẽ bắt đầu được thực hiện từ đầu T4 2025

(2) Mỹ tiếp tục thực hiện đánh thuế lên hàng hóa nhập khẩu từ Mexico và Canada sau khi đã hoãn thực hiện trong vòng 30 ngày, trong khi nâng thuế đối hàng Trung Quốc từ 10% lên 20% và đánh thuế lên một số sản phẩm từ châu Âu

Đáp lại động thái này của Mỹ, Chính phủ Trung Quốc tuyên bố sẽ đánh thuế thêm 10% với một số mặt hàng nhập khẩu từ Mỹ. Canada và Mexico cũng thực hiện đánh thuế đáp trả với một số mặt hàng nhập khẩu từ Mỹ. **Mặc dù các nước này có hành động đáp trả, chúng tôi cho rằng các hành động này có chừng mực và nhằm kiểm chế sự thái quá trong chính sách thương mại của ông D.Trump. Tuy nhiên, với việc Mỹ tiếp tục leo thang trong chính sách thuế quan, việc các nước gia tăng đáp trả sẽ xảy ra và làm gián đoạn thương mại toàn cầu.**

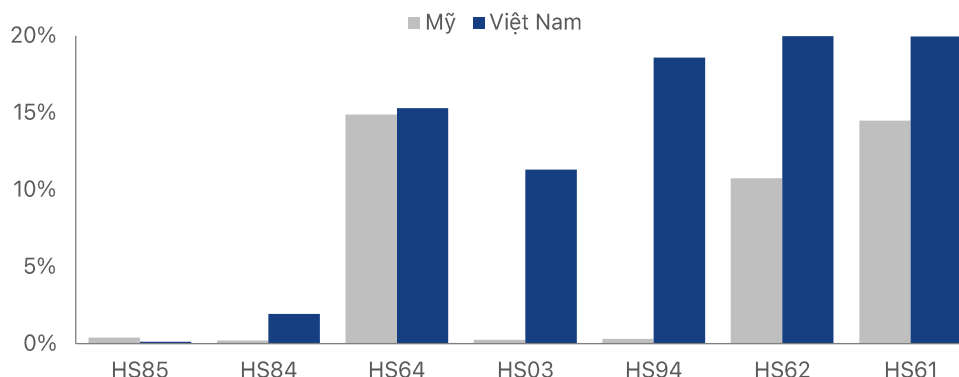
Tại Báo cáo Chiến lược vĩ mô năm 2025, TVS Research cho rằng Mỹ sẽ không đánh thuế hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam trong năm 2025. Tuy nhiên, với tuyên bố của ông D.Trump về việc đánh thuế đối với các quốc gia có chênh lệch thuế nhập khẩu cao hơn so với Mỹ, Việt Nam có thể là đối tượng bị đánh thuế khi vừa có thặng dư thương mại cũng như đang duy trì một số rào cản thương mại đối với hàng hóa nhập khẩu từ Mỹ.

Mặc dù vậy, chênh lệch thuế suất không quá lớn đối với các mặt hàng có kim ngạch xuất khẩu lớn của Việt Nam. Chúng ta cũng đã bắt đầu đối thoại ở cấp Bộ trưởng với Mỹ về thúc đẩy quan hệ thương mại giữa 2 nước. Ngoài ra, Việt Nam cũng có thể tăng nhập khẩu hàng hóa như nông, thủy sản, máy bay của Mỹ nhằm hạn chế việc đánh thuế.

Do đó, TVS Research cho rằng việc Mỹ có thể áp thuế lên hàng hóa Việt Nam sẽ không ảnh hưởng lớn đến tình hình xuất khẩu của Việt Nam trong thời gian tới.

### Biểu đồ 1: Các nhóm hàng xuất khẩu chính của Việt Nam đang có mức chênh lệch thuế nhập khẩu so với Mỹ có thể là đối tượng bị đánh thuế lần này

Thuế suất nhập khẩu một số mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam theo mã HS, sắp xếp theo mức độ giảm dần về kim ngạch thương mại từ trái qua phải [%]



Nguồn: ITC, TVS Research

HS85: Linh kiện điện tử và các bộ phận khác; HS84: Lò phản ứng hạt nhân, nồi hơi và các bộ phận khác  
HS94: Nội thất, chăn ga trải giường; HS64: Giày dép và các bộ phận khác  
HS61 và 62: Quần áo; HS03: Cá và các loại thủy sản

### Bảng 1: Diễn biến chính sách thuế quan của Mỹ và phản ứng của các đối tác thương mại trong nửa cuối T2 và đầu T3 2025

Thời gian	Từ phía Mỹ	Từ các quốc gia khác
13/02/2025	Mỹ thông báo kế hoạch cụ thể đối với “Thuế đối ứng”, nhằm vào các quốc gia có chênh lệch thuế nhập khẩu cao hơn tương đối so với Mỹ và các nước có thặng dư thương mại với nước này	
21/02/2025	Mỹ ra tuyên bố về chính sách ưu tiên đầu tư nhằm hạn chế hoạt động đầu tư vào Trung Quốc và các quốc gia bị Mỹ đánh giá là thù địch  Mỹ tuyên bố việc đối xử bất công đối với các doanh nghiệp điện tử Mỹ bởi một số quốc gia, trong đó có Liên minh châu Âu. Đồng thời, Mỹ cũng đánh giá lại thuế dịch vụ điện tử đối với Áo, Pháp, Ý, Tây Ban Nha và Anh và Canada	
25/02/2025	Mỹ điều tra đối với việc nhập khẩu đồng và các sản phẩm từ đồng, mục tiêu chủ yếu nhằm vào Trung Quốc khi nước này là nhà sản xuất đồng lớn nhất thế giới	
01/3/2025	Mỹ điều tra đối với việc nhập khẩu gỗ và các sản phẩm từ gỗ	
04/3/2025	Mỹ chính thức áp thuế lên hàng hóa nhập khẩu từ Canada và Mexico, đồng thời nâng mức thuế lên 20% đối với hàng hóa Trung Quốc	Trung Quốc đáp trả bằng việc áp thuế 15% lên hàng nông sản từ Mỹ và mở rộng số lượng doanh nghiệp xuất khẩu Mỹ phải chịu giám sát và các hạn chế khác  Canada tuyên bố sẽ áp thuế lên lượng hàng xuất khẩu trị giá 100 tỷ USD của Mỹ. Mexico cũng tuyên bố sẽ áp thuế đối với một số mặt hàng nhập khẩu từ Mỹ
06/3/2025	Mỹ tuyên bố hoãn đánh thuế đối với một số mặt hàng từ Canada và Mexico thêm 1 tháng	

Nguồn: TVS Research tổng hợp

## TVS Research cho rằng lạm phát đang tăng trở lại sẽ khiến FED duy trì lãi suất ở mức hiện tại ít nhất đến T7 2025.

Tại Mỹ, lạm phát đang tăng trở lại phản ánh qua số liệu CPI tăng và thị trường lao động Mỹ được cải thiện trong T2, là cơ sở để FED duy trì lãi suất ở mức 4.25% - 4.5% như hiện tại.

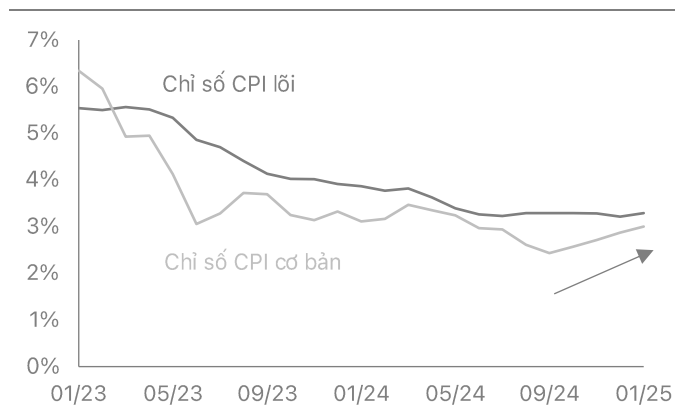
Chỉ số CPI cơ bản và CPI lõi trong T1 tăng nhẹ lên lần lượt 3% và 3.3%. Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ trong T1 2025 giảm xuống còn 4% so với mức 4.2% trong T1 2024. Số lượng việc làm mới trong T1 tiếp tục tăng trong tháng thứ 3 liên tiếp so với cùng kỳ năm ngoái.

Các quan chức của FED trong các cuộc phỏng vấn gần đây cũng cho thấy sự thận trọng với việc lạm phát quay lại, và chưa sẵn sàng để hạ lãi suất tiếp, ít nhất đến T7 2025.

Do đó, TVS Research tiếp tục cho rằng FED có thể chỉ hạ 2 lần lãi suất trong năm 2025 với mức 50 điểm cơ bản.

### Biểu đồ 2: Lạm phát tại Mỹ tăng trở lại từ Q4 2024

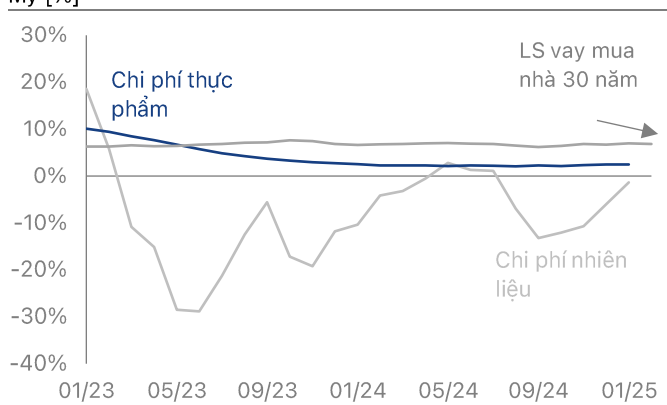
Chỉ số CPI cơ bản và lõi của Mỹ [%]



Nguồn: FRED, TVS Research

### Biểu đồ 3: Chi phí thực phẩm là nhân tố chính kéo lạm phát tăng lại

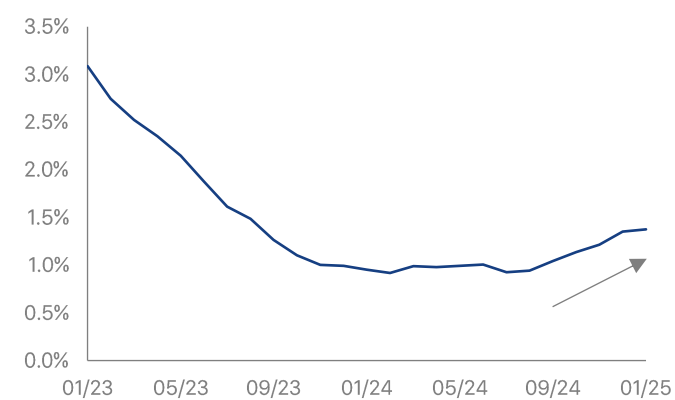
Biến động chi phí thực phẩm, nhiên liệu, lãi suất vay mua nhà tại Mỹ [%]



Nguồn: FRED, TVS Research

### Biểu đồ 4: Số lượng lao động có việc làm tại Mỹ đang tăng dần từ Q4 2024...

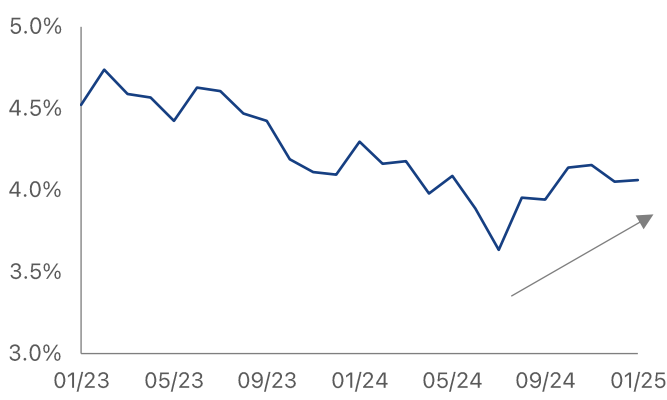
Biến động số lượng lao động phi nông nghiệp YoY [%]



Nguồn: Bloomberg, TVS Research

### Biểu đồ 5: ... và thu nhập của người lao động tăng nhanh dần từ Q3 2024

Thay đổi thu nhập bình quân theo giờ của lao động phi NN [%]



Nguồn: FRED, TVS Research

## Kinh tế vĩ mô Việt Nam

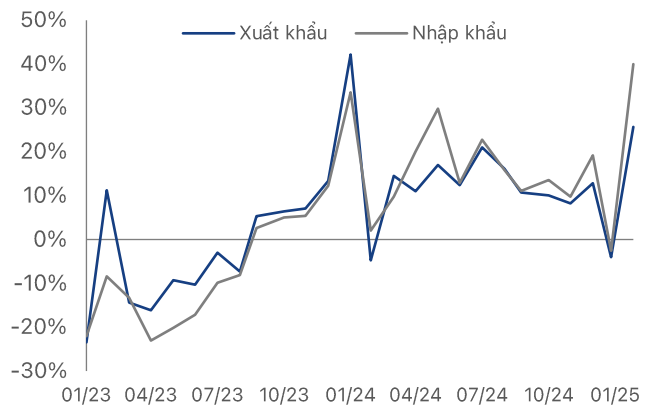
### Tăng trưởng xuất khẩu 2 tháng đầu năm 2025 chỉ đạt mức khiêm tốn 8.4% YoY.

Kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam trong T2 2025 lần lượt đạt 31.1 tỷ USD (+25.7% YoY, -6.2% MoM) và 32.7 tỷ USD (+40.0% YoY, +8.4% MoM). Mức tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ chủ yếu do yếu tố mùa vụ khi Tết Nguyên đán năm 2024 diễn ra trong tháng 2 trong khi Tết năm 2025 diễn ra trong cuối tháng 1. Tính chung 2 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu chỉ tăng 8.4% YoY trong bối cảnh xuất khẩu sang các thị trường lớn như Trung Quốc và các nước thuộc khối ASEAN giảm (xem biểu đồ 7).

Kim ngạch nhập khẩu trong 2 tháng đầu năm tiếp tục tăng trưởng ấn tượng (+15.9% YoY) với các mặt hàng nhập khẩu chính bao gồm điện tử máy tính và máy móc thiết bị tăng lần lượt ở mức 28.9% YoY và 18.5% YoY. TVS Research cho rằng nhập khẩu tăng trưởng tích cực trong hai tháng đầu năm sẽ là dấu hiệu cho thấy số lượng đơn hàng tăng lên trong các tháng tiếp theo, đặc biệt là các mặt hàng chế biến chế tạo xuất khẩu sang các thị trường lớn như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, và Hàn Quốc.

### Biểu đồ 6: Kim ngạch xuất nhập khẩu tăng trong T2 2025 nhờ yếu tố mùa vụ

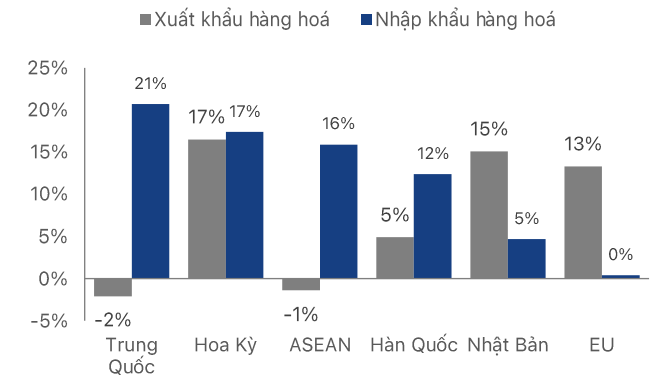
Tăng trưởng xuất nhập khẩu từ T1 2023-Nay [% YoY]



Nguồn: Tổng Cục Hải quan, TVS Research

### Biểu đồ 7: Xuất khẩu sang các thị trường Châu Á giảm trong 2 tháng đầu năm 2025

Tăng trưởng xuất nhập khẩu sang các thị trường chủ lực của Việt Nam trong 2 tháng đầu năm 2025 [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

### Ngành sản xuất chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục trong T2 2025.

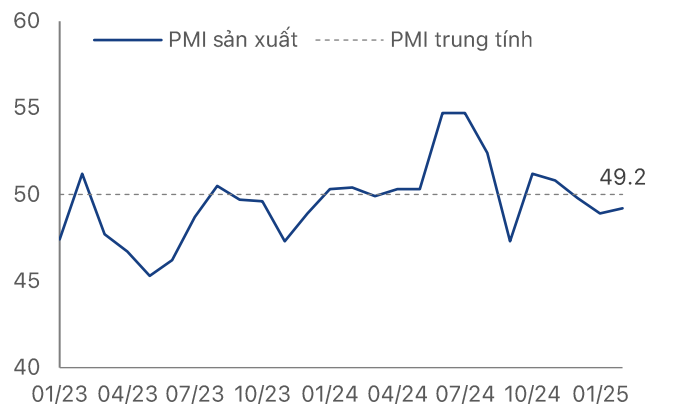
Chỉ số PMI sản xuất T2 2025 tiếp tục ở dưới ngưỡng trung bình, đạt mức 49.2 điểm (tăng nhẹ so với mức 48.9 điểm trong T1 2025). Số lượng đơn đặt hàng mới tiếp tục giảm do nhu cầu tiêu dùng của thị trường trong nước và quốc tế còn yếu. Điều này khiến cho số lượng việc làm tiếp tục giảm tháng thứ 5 liên tiếp, tuy nhiên mức giảm trong tháng này đã chậm lại so với tháng trước. Mặc dù vậy, số lượng hàng hóa mua vào đã tăng trở lại phản ánh niềm tin vào sản lượng sản xuất sẽ hồi phục trong thời gian tới.

Ngành công nghiệp chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục mặc dù chỉ số IIP

trong T2 2025 tăng mạnh so với cùng kỳ (+17.2% YoY, -2.2% MoM). Chúng tôi cho rằng mức tăng mạnh của chỉ số IIP so với cùng kỳ phần lớn đến từ yếu tố mùa vụ khi lịch nghỉ tết năm ngoái diễn ra từ đầu tháng cho đến giữa T2 2024 trong khi lịch nghỉ tết năm nay diễn ra từ giữa tháng đến cuối T1 2025.

### Biểu đồ 8: Chỉ số PMI sản xuất T2 2025 tiếp tục ở dưới mức 50 điểm tháng thứ 3 liên tiếp

Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2023-Nay [điểm]



Nguồn: S&P Global, TVS Research

### Biểu đồ 9: Chỉ số IIP T2 2025 giảm so với tháng trước ở mức 2.2%

Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP từ T1 2023-Nay [% MoM]



Nguồn: GSO, TVS Research

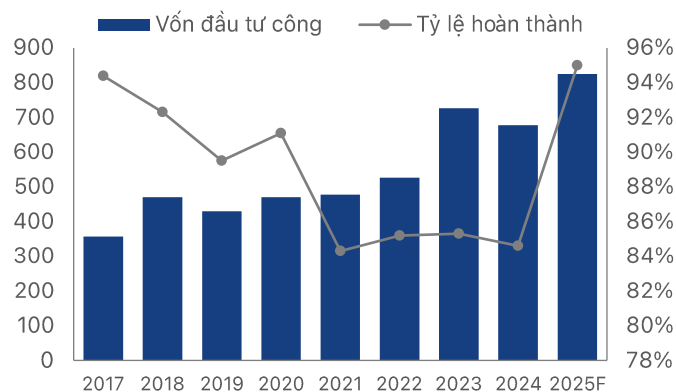
## Hoạt động đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ sau kỳ nghỉ Tết năm 2025.

Tính chung hai tháng đầu năm 2025, vốn đầu tư từ NSNN ước đạt 73.2 nghìn tỷ VND (+21.7% YoY), tương đương 8.8% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao năm 2025. Phân bổ vốn đầu tư công đến cuối tháng 2 mới chỉ đạt 96.5% (cùng kỳ 2024 đạt 101%) do nhiều dự án mới hoàn thiện thủ tục đầu tư nên chưa đủ điều kiện bố trí kế hoạch vốn và các dự án chờ điều chỉnh bổ sung kế hoạch.

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm tỷ lệ giải ngân đầu tư công sẽ đạt 95% kế hoạch Thủ tướng chính phủ giao cho năm 2025 (825,922 tỷ VND, tăng hơn 34 tỷ so với kế hoạch trước đó cuối T12 2024), tăng mạnh so với mức 84% trong năm 2024. Luật đầu tư công sửa đổi và Luật đối tác thông tư (PPP) sửa đổi có hiệu lực từ T1 2025 dự kiến sẽ rút ngắn thời gian triển khai các dự án đầu tư và đẩy nhanh quá trình huy động vốn. Ngoài ra, Chính phủ vừa có văn bản chỉ đạo liên quan đến vật liệu cung ứng cho các dự án giao thông trọng điểm nhằm giải quyết vấn đề thiếu hụt nguyên vật liệu trong công tác giải phóng mặt bằng và san lấp nền.

### Biểu đồ 10: Đầu tư công dự kiến sẽ đạt 95% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao trong 2025

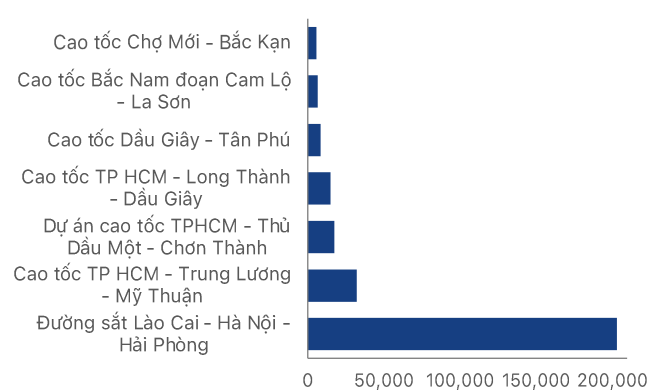
Dự toán vốn đầu tư công từ NSNN từ 2017-nay [trục trái – nghìn tỷ VND] và tỷ lệ hoàn thành [trục phải - %]



Nguồn: Bộ Tài chính, GSO, TVS Research

### Biểu đồ 11: Hàng loạt dự án giao thông trọng điểm quốc gia được khởi công trong năm 2025

Các dự án giao thông trọng điểm quốc gia có vốn đầu tư hơn 5,000 tỷ VND khởi công trong năm 2025 [tỷ VND]



Nguồn: TVS Research tổng hợp

### Tổng vốn FDI thực hiện 2 tháng đầu năm 2025 đạt mức cao nhất của 2 tháng trong vòng 5 năm qua.

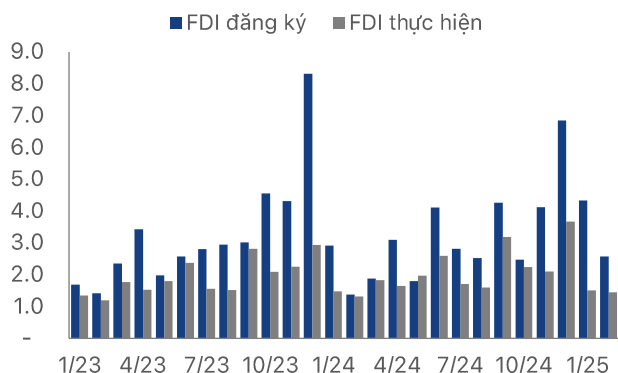
Tổng vốn đầu tư FDI đăng ký và thực hiện trong T2 2025 lần lượt đạt 2.6 tỷ USD (+33.8% YoY) và 1.4 tỷ USD (+6.1% YoY). Tính chung 2 tháng đầu năm, tổng vốn FDI đăng ký và thực hiện tăng lần lượt 35.5% YoY và 5.3% YoY. Đối với các dự án đầu tư cấp phép mới, Trung Quốc và Singapore là những nước có vốn đăng ký cấp mới FDI lớn nhất, lần lượt chiếm 31% và 21% tổng số vốn đăng ký cấp mới.

Tính chung 2 tháng đầu năm, tổng vốn FDI thực hiện tại Việt Nam đạt mức cao nhất của 2 tháng đầu năm kể từ 2021 với 2.95 tỷ USD. Điều này đúng với nhận định của chúng tôi trong [BCCL Ví mô 2025](#), TVS Research cho rằng nguồn vốn FDI giải ngân trong năm 2025 sẽ ở tăng 10% YoY khi:

- (1) Chính phủ đẩy mạnh xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2024 và 2025 (đưa vào hoạt động hơn 11 tuyến đường thuộc dự án cao tốc Bắc-Nam, nâng số lượng cao tốc lên hơn 2,000 km trong 2024 và phần đầu hoàn thành 3,000 km cao tốc trong năm 2025)
- (2) Tiến hành cải cách môi trường pháp lý (Luật Đất đai, Luật Đầu tư, và Luật Đấu thầu sửa đổi có hiệu lực từ T1 2025) nhằm tạo ra môi trường kinh doanh an toàn và minh bạch
- (3) Ban hành Nghị định 182/2024/NĐ-CP thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư tối đa lên tới 50% chi phí đầu tư ban đầu đối với các dự án trong lĩnh vực công nghiệp bán dẫn và trí tuệ nhân tạo

### Biểu đồ 12: Tổng vốn FDI đăng ký và thực hiện T2 2025 nổi tiếp đà tăng so với cùng kỳ

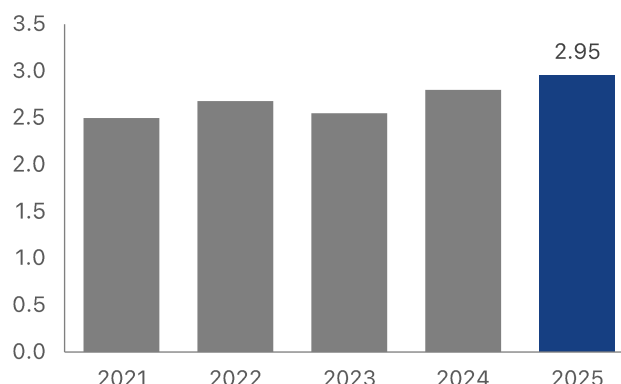
Tăng trưởng doanh FDI đăng ký và giải ngân theo tháng từ T1 2023-nay [tỷ USD]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

### Biểu đồ 13: Vốn FDI thực hiện 2 tháng đầu năm 2025 đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm

Vốn FDI thực hiện trong 2 tháng đầu năm từ 2021-nay [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

### Nhóm ngành bán lẻ và dịch vụ duy trì mức tăng trưởng 9.4% YoY trong T2 2025

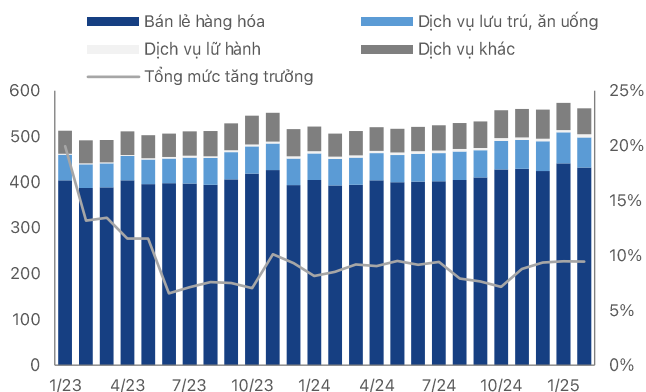
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong T2 2025 tăng 9.4% YoY. Cụ thể, nhóm bán lẻ hàng hóa chỉ đạt mức tăng trưởng 8.3% YoY trong khi tăng trưởng của nhóm dịch vụ bao gồm dịch vụ lưu trú và lữ hành đạt lần lượt 12.7% YoY và 17.3% YoY. Mức tăng trưởng bán lẻ trong 2 tháng đầu năm chưa cho thấy nhiều đột phá (9.4% YoY) nhưng các doanh nghiệp bán lẻ lớn như Aeon, Thế giới di động, và Winmart đều đặt kế hoạch mở rộng thêm chi nhánh và cửa hàng trong năm 2025, cho thấy niềm tin vào sự hồi phục mạnh mẽ của ngành bán lẻ trong năm 2025. Bên cạnh đó, chính sách nới lỏng tài khóa bao gồm tăng lương cơ bản, hỗ trợ thuế VAT đến hết Q2 2025, và đẩy mạnh hoạt động đầu tư công trong năm nay sẽ giúp gia tăng thu nhập cũng như cải thiện niềm tin và thói quen mua sắm của người tiêu dùng.

Số lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong T2 2025 tăng trưởng 23.7% YoY, tính chung 2 tháng đầu năm tăng hơn 30% so với cùng kỳ năm trước. Đóng góp phần lớn vào mức tăng của ngành du lịch đến từ sự hồi phục của các thị trường chính như Trung Quốc, Hàn Quốc, và Đài Loan. Những tháng đầu năm sẽ là mùa cao điểm du lịch quốc tế, trong khi những tháng tới trong Q2 2025 sẽ là mùa cao điểm du lịch nội địa.



### Biểu đồ 14: Tổng mức bán lẻ và dịch vụ trong T2 2025 duy trì đà tăng ổn định 9.4% YoY

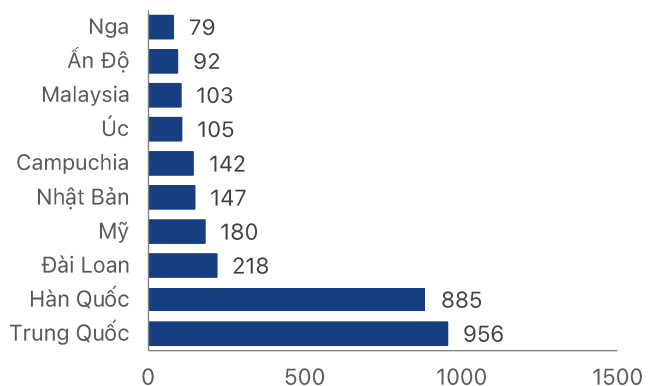
Doanh thu của các nhóm bán lẻ và dịch vụ [nghìn tỷ VND-cột trái] và tổng mức tăng trưởng [% YoY-cột phải] từ T1 2023-nay



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

### Biểu đồ 15: Trung Quốc và Hàn Quốc đứng đầu về số lượng khách quốc tế đến Việt Nam

Lượng khách quốc tế đến Việt Nam 2 tháng đầu năm 2025 từ các thị trường chính [nghìn lượt]



Nguồn: Tổng Cục Du lịch, TVS Research

### Lạm phát 2 tháng đầu năm 2025 nằm dưới mục tiêu kiểm soát của Chính phủ

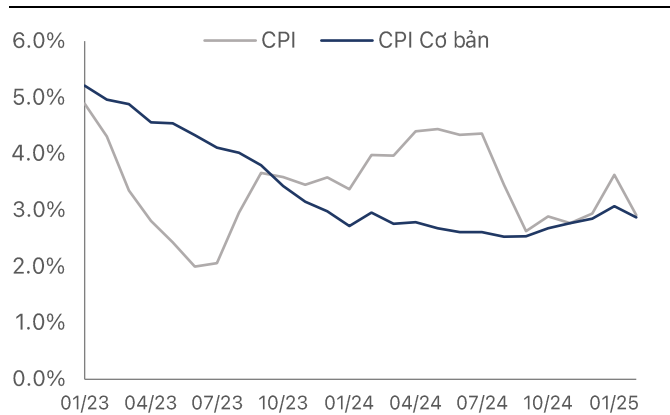
Chỉ số CPI tổng thể trong T2 2025 tăng 2.9% YoY, thấp hơn mức tăng của tháng trước. Tính chung 2 tháng đầu năm, CPI tăng 3.3% YoY chủ yếu đến từ nhóm Nhà ở & VLXD (+5.1% YoY) và nhóm Thực phẩm (+3.2% YoY), làm CPI chung tăng 1.8 điểm.

Nhóm Thực phẩm tăng do giá thịt lợn vẫn ở mức cao trước ảnh hưởng của (1) dịch tả lợn Châu Phi và dịch lở mồm long móng kéo dài, (2) người chăn nuôi tập trung xuất chuồng đồng loạt vào dịp Tết, và (3) hàng nghìn trang trại chăn nuôi nhỏ lẻ đã phải giải tỏa và di dời theo quy định của Luật Chăn nuôi có hiệu lực từ năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thịt lợn sẽ dần đi vào ổn định khi dịch bệnh được kiểm soát (số lượng ổ dịch tả Châu Phi từ đầu năm đến nay đã giảm 67% so với cùng kỳ năm trước theo Bộ Nông nghiệp & Môi trường) và số lượng lợn tái đàn sẽ dần hồi phục khi các doanh nghiệp chăn nuôi tăng số lượng ở các trang trại quy mô lớn (thông thường thời gian từ lúc phối giống đến lúc xuất chuồng mất từ 9 đến 12 tháng).

TVS Research cho rằng lạm phát sẽ tiếp tục được kiểm soát ở mức ổn định, dưới mục tiêu lạm phát của Chính phủ ở mức 4.5%-5.0% (chi tiết xem thêm [BCCL Vĩ mô 2025](#))

### Biểu đồ 16: CPI T2 2025 hạ nhiệt xuống mức 2.9% so với cùng kỳ

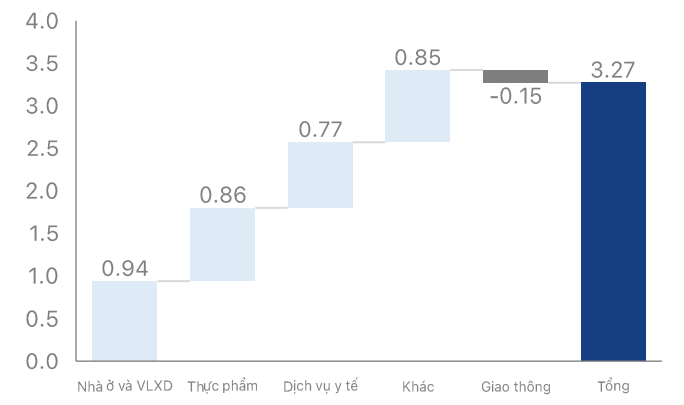
CPI tổng thể và CPI lõi từ T1 2023 – nay [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

### Biểu đồ 17: Nhóm Thực phẩm ăn uống đóng góp nhiều nhất vào mức tăng của CPI T2 2025

Tăng trưởng CPI trong T2 2025 theo đóng góp của các nhóm [đpt]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

## Thị trường tiền tệ

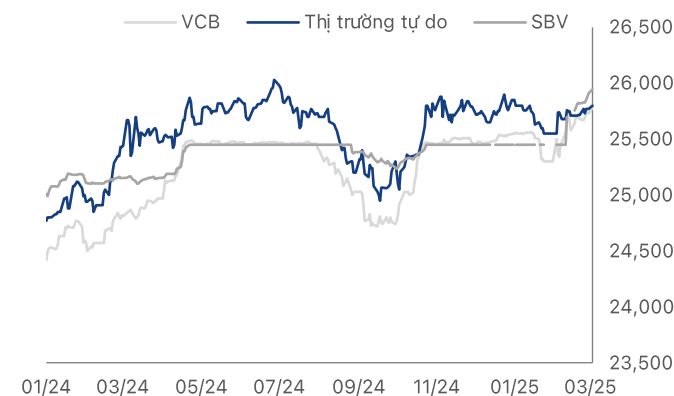
### Tỷ giá USD/VND tăng mạnh khi KBNN tiến hành mua ngoại tệ và thâm hụt thương mại diễn ra trong T2 2025.

Tỷ giá trung tâm USD/VND tăng trong T2 2025 lên mức 24,726 tại ngày 28/2 (+1.6% MoM) khi (1) KBNN đăng ký mua ngoại tệ 3 lần từ các ngân hàng thương mại (từ 13/2 đến 25/2 với tổng giá trị 500 triệu USD) khiến nguồn cung ngoại tệ thắt chặt và làm tăng áp lực lên tỷ giá và (2) nhu cầu USD cho nhập khẩu tăng mạnh (thâm hụt thương mại hơn 3 tỷ USD trong nửa đầu T2). Với lộ trình cắt giảm lãi suất thận trọng hơn của FED và những bất ổn trong chính sách thuế quan của tổng thống Mỹ D.Trump, tỷ giá USD/VND có thể sẽ tiếp tục chịu nhiều áp lực trong thời gian tới.

Trước áp lực tỷ giá tăng cao, NHNN đã nâng mức bán can thiệp lên 25,698 VND/USD (so với mức 25,450 kể từ T10 2024). TVS Research cho rằng với mục tiêu tăng trưởng kinh tế phấn đấu ở mức 8%, NHNN chấp nhận mức mất giá cao hơn đối với VND bằng việc chủ động tăng trần tỷ giá nhằm giảm áp lực lên việc phải bán can thiệp từ dự trữ ngoại hối (dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện nay đạt gần 80 tỷ USD, tỷ lệ dự trữ ngoại hối/ giá trị nhập khẩu đạt 2.4 lần - thấp hơn mức khuyến nghị của IMF là 3 lần).

### Biểu đồ 18: Tỷ giá USD/VND đảo chiều, tăng mạnh trong tháng 2

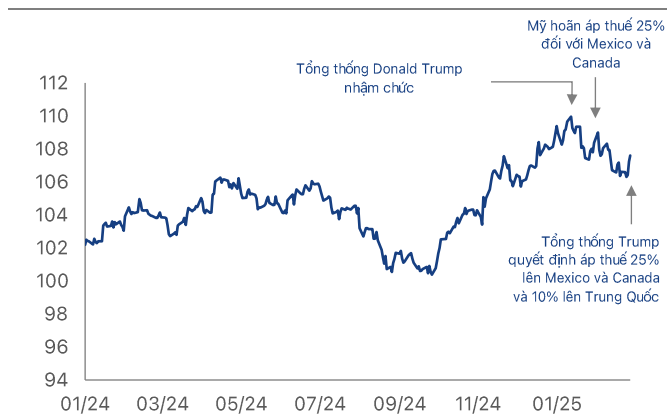
Tỷ giá bán USD/VND tại VCB, TT tự do, và Trung tâm từ T1 2024-Nay [VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

### Biểu đồ 19: DXY có nhiều biến động kể từ ngày tổng thống Trump nhậm chức

Chỉ số DXY [điểm]



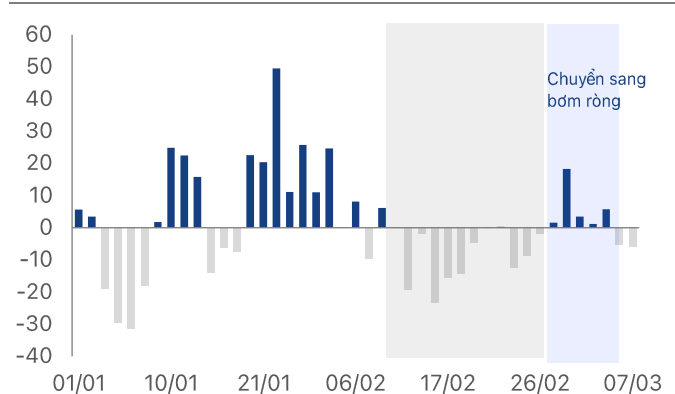
Nguồn: Bloomberg, TVS Research

### Tính chung trong T2 2025, NHNN hút ròng nhẹ trên thị trường mở, trái ngược với trạng thái bơm ròng trong tháng trước.

Trong T2, NHNN đã hút ròng 41.1 nghìn tỷ VND trên thị trường mở, chủ yếu kể từ ngày 12/2 khi tỷ giá USD/VND tăng mạnh. Tuy nhiên, quy mô hút ròng đã giảm dần về cuối tháng và chuyển sang bơm ròng trong những ngày đầu tháng 3. Thêm nữa, NHNN dùng hút tiền qua kênh tín phiếu kể từ ngày 5/3 sau khi lãi suất trúng thầu giảm từ mức 4.0% trong trung tuần T2 về 3.1% vào ngày 4/3, đồng thời mở lại hoạt động mua kỳ hạn 91 ngày đối với tín phiếu. Điều này thể hiện NHNN sẵn sàng hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống để giữ mặt bằng lãi suất ở mức thấp, thậm chí có thể giảm thêm trong thời gian tới.

### Biểu đồ 20: NHNN chuyển sang hút ròng trên thị trường mở trong T2 2025

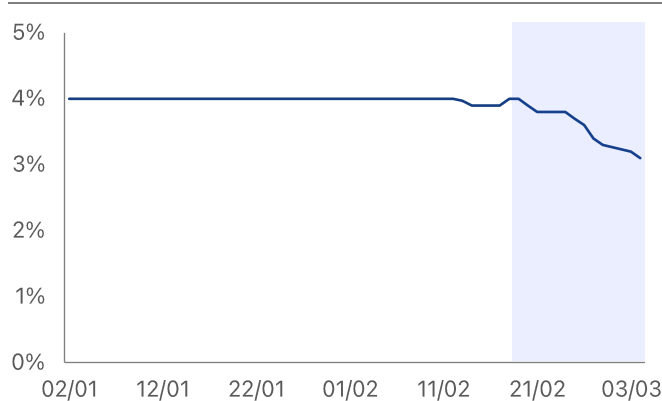
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày kể từ đầu năm 2025 đến nay [nghìn tỷ VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

### Biểu đồ 21: LS trúng thầu tín phiếu giảm từ mức 4.0% trong trung tuần T2 về 3.1% vào ngày 4/3

Lãi suất trúng thầu tín phiếu [%]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

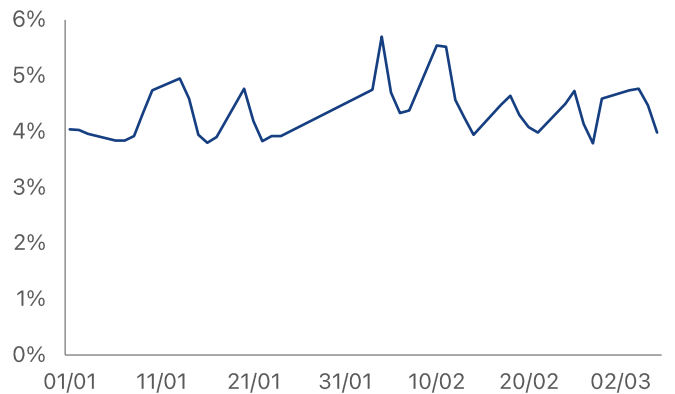
**Lãi suất liên ngân hàng không tăng mạnh dù NHNN hút ròng. Lãi suất huy động giảm nhẹ tại một số ngân hàng sau chỉ đạo của Chính phủ.**

Mặc dù NHNN hút ròng tiền trong phần lớn T2, lãi suất liên ngân hàng không tăng mạnh, dao động trong khoảng 3.8-5.7% đối với kỳ hạn qua đêm. Lãi suất liên ngân hàng qua đêm bình quân trong T2 tăng nhẹ 40 đcb so với T1. TVS Research cho rằng, với định hướng sẵn sàng cung ứng thanh khoản cho hệ thống của NHNN và áp lực tỷ giá đang dịu bớt, lãi suất liên ngân hàng có thể giảm trong ngắn hạn.

Đối với lãi suất tiền gửi, lãi suất tại một số NHTM quy mô nhỏ như BAB, BVB, SGB... đã giảm lãi suất huy động đáng kể sau Công điện số 19/CĐ-TTg ngày 24/2/2025 về việc tăng cường thực hiện các giải pháp giảm lãi suất. TVS Research cho rằng với chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ và sự hỗ trợ về thanh khoản của NHNN, lãi suất huy động sẽ đi ngang ở mức thấp như hiện tại trong thời gian tới. Diễn biến này hiện đang đi ngược với dự báo của chúng tôi trong các báo cáo trước rằng lãi suất tiền gửi năm 2025 có thể tăng nhẹ so với cuối năm 2024. TVS Research sẽ tiếp tục theo dõi các điều hành chính sách, diễn biến thị trường và cập nhật quan điểm khi có thay đổi trong các báo cáo tới.

### Biểu đồ 22: Lãi suất LNH qua đêm bình quân trong T2 2025 tăng 40 đcb so với tháng trước

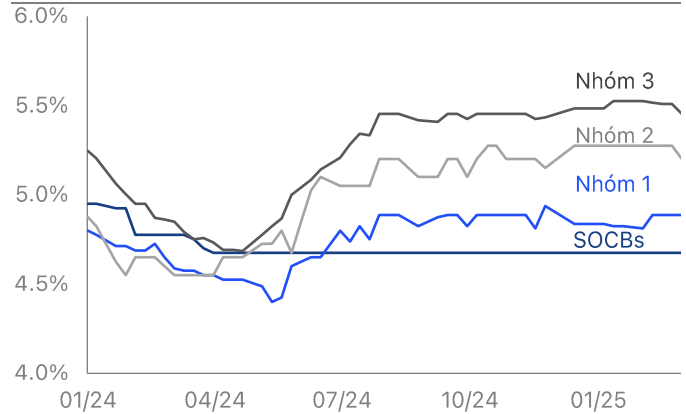
LS liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm kể từ đầu năm 2025 đến nay [%]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

### Biểu đồ 23: LS tiền gửi tại một số NHTM quy mô nhỏ giảm sau chỉ đạo của NHNN

Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12T của một số nhóm NHTM kể từ đầu năm 2024 đến nay [%]



Nguồn: Website các ngân hàng, TVS Research

Ghi chú: SOCBs: Agribank, BID, CTG, VCB; Nhóm 1: MBB, TCB, VPB, ACB; Nhóm 2: HDB, LPB, VIB, MSB; Nhóm 3: ABB, BAB, BVN, EIB, KLB, NAB, NVB, OCB, PGB, SGB, VAB, VBB

## Thị trường hàng hóa

**Giá hàng hóa thế giới chủ yếu giảm trong T2, ngoại trừ giá vàng tiếp tục tăng do lo ngại lạm phát và chiến tranh thương mại.**

**Chỉ số BCOM đi ngang trong T2 (+0.4% MoM), chủ yếu nhờ giá vàng tăng.** Trong khi đó, các hàng hóa khác như dầu thô, lúa mì và quặng sắt giảm mạnh. Giá vàng tăng (+1.3% MoM) do nhà đầu tư tiếp tục tăng tích trữ do lo ngại lạm phát và chiến tranh thương mại. Giá dầu và quặng sắt giảm chủ yếu do kỳ vọng nhu cầu tại Trung Quốc yếu. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng một số hàng hóa khác giảm giá khi nguồn cung tăng và triển vọng vận tải được nối lại tại một số khu vực có xung đột trên thế giới.

### Biểu đồ 24: Chỉ số BCOM đi ngang trong T2 2025

Chỉ số BCOM [điểm]



Nguồn: Bloomberg, TVS Research

### Giá năng lượng

- **Giá dầu thô Brent** cuối T2 ở mức 73.1 USD/thùng, -4.7% MoM.
- **Giá khí thiên nhiên** T2 ở mức 2.6 USD/mmBTU
- **Giá than Newcastle** giảm trong T2 xuống mức 112 USD/tấn, -2.2% MoM

### Giá kim loại và hàng công nghiệp

- **Hợp đồng tương lai vàng** trên sàn COMEX tăng lên mức 2,848 USD/oz (+1.3% MoM)
- **Giá quặng sắt** trên sàn hàng hóa Singapore ở mức 102.4 USD/tấn, giảm 3.1% so với T1 2025

### Giá nông sản

- **Giá hợp đồng tương lai lúa mì** giảm xuống còn 537 USD/gia, -4% MoM

### Biểu đồ 25: Giá dầu tiếp tục giảm trong T2

Giá dầu Brent [USD/thùng]



Nguồn: Bloomberg, TVS Research

### Biểu đồ 26: Giá vàng tăng nhẹ trong T2

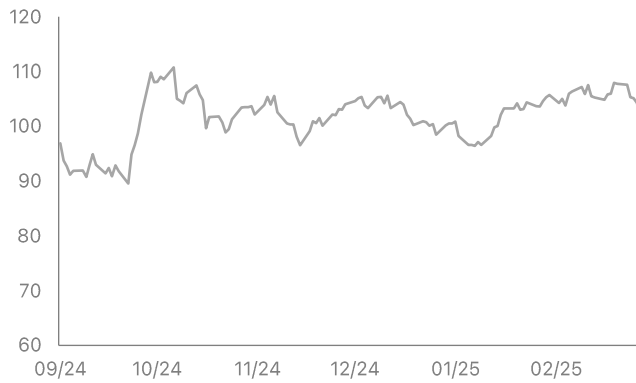
Giá vàng FT [USD/ounce]



Nguồn: Bloomberg, TVS Research

### Biểu đồ 27: Giá quặng sắt giảm trong T2

Giá quặng sắt [USD/tấn]



Nguồn: Bloomberg, TVS Research

### Biểu đồ 28: Giá lúa mì giảm mạnh trong T2

Giá lúa mì [USD/giạ]



Nguồn: Bloomberg, TVS Research

## Thông tin kinh tế đáng chú ý trong tháng 3

Ngày	Sự kiện	Mức độ ảnh hưởng
3/3/2025	Công bố số liệu PMI sản xuất Việt Nam	Vừa phải
6/3/2025	Công bố số liệu kinh tế Việt Nam T2 2025	Cao
9/3/2025	Trung Quốc công bố số liệu CPI T2 2025	Vừa phải
12/3/2025	Mỹ công bố số liệu CPI T2 2025	Cao
19/3/2025	EU công bố chỉ số CPI T2 2025	Vừa phải
20/3/2025	Đáo hạn HĐ phái sinh chỉ số VN30 FED ra quyết định về lãi suất điều hành của Mỹ	Cao



## Danh mục báo cáo đã phát hành

Loại báo cáo	Tiêu đề	Công ty/Ngành	Ngày phát hành
Cập nhật ĐHCĐ	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ bất thường 2025	KBC	<a href="#">07/03/2025</a>
Cập nhật KQKD	Báo cáo cập nhật KQKD 2024	BID	<a href="#">06/03/2025</a>
Cập nhật KQKD	Báo cáo cập nhật KQKD 2024	HDB	<a href="#">28/02/2025</a>
Cập nhật vĩ mô	Báo cáo vĩ mô T1 2025	Vĩ mô	<a href="#">14/02/2025</a>
Cập nhật thị trường	Báo cáo thị trường T1 2025	Thị trường	<a href="#">14/02/2025</a>
BCKQKD 2024	Báo cáo kết quả kinh doanh năm 2024	Toàn thị trường	<a href="#">06/02/2025</a>
Báo cáo chiến lược	Báo cáo Chiến lược đầu tư 2025	Chiến lược đầu tư	<a href="#">23/01/2025</a>
Báo cáo chiến lược	Báo cáo Chiến lược Vĩ mô 2025	Vĩ mô	<a href="#">23/01/2025</a>
Báo cáo chiến lược	Báo cáo Chiến lược Thị trường 2025	Thị trường	<a href="#">23/01/2025</a>
Cập nhật vĩ mô	Báo cáo vĩ mô T11 2024	Vĩ mô	<a href="#">12/12/2024</a>
Cập nhật thị trường	Báo cáo thị trường chứng khoán T11 2024	Thị trường	<a href="#">12/12/2024</a>
Báo cáo doanh nghiệp	Báo cáo cập nhật	PVS	<a href="#">06/12/2024</a>
Báo cáo chiến lược	Báo cáo cập nhật CL đầu tư Q4 2024	Chiến lược đầu tư	<a href="#">22/11/2024</a>
Báo cáo chiến lược	Báo cáo cập nhật thị trường Q4 2024	Thị trường	<a href="#">22/11/2024</a>

## Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Báo cáo được dựa trên các thông tin được thu thập từ các nguồn TVS đánh giá là đáng tin cậy, tuy nhiên TVS không chịu trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Nhận định và quan điểm trong báo cáo thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không đại diện cho quan điểm chung của TVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư, không nhằm mục đích chào mời, xúi giục mua hoặc bán bất cứ chứng khoán nào được đề cập. Nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu rủi ro trong việc sử dụng các thông tin và tham khảo các nhận định trên báo cáo. TVS tuyên bố miễn trách đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

## Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng lợi nhuận kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá hiện tại của cổ phiếu cộng với lợi tức cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về Mức khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm > 20%
NẮM GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm khoảng từ -10% đến 20%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm < -10%

## Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt – [www.tvs.vn](http://www.tvs.vn)

### Hà Nội

Tầng 15, tòa nhà Harec  
4A Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội  
Phone: +84 (24) 7300 6588  
Fax: +84 (24) 3248 4821

### Hồ Chí Minh

Tầng 9, tòa nhà Bitexco Nam Long  
63A Võ Văn Tần, Quận 3, Hồ Chí Minh  
Phone: +84 (28) 7300 6588  
Fax: +84 (28) 299 2088

## Thông tin liên hệ

### BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

P. Giám đốc CLĐT  
tamntd@tvs.vn

#### Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Chuyên viên cao cấp  
hanhntk@tvs.vn

#### Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên  
anhnd@tvs.vn

#### Phạm Nguyễn Long

Chuyên viên cao cấp  
longpn@tvs.vn

#### Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên  
quangtpt@tvs.vn

#### Nguyễn Văn Quang

Chuyên viên  
quangnv@tvs.vn