

Báo cáo vĩ mô

Báo cáo tháng 9 2025: GDP Q3 2025 đạt 8.23% YoY, cao nhất kể từ năm 2023

Kinh tế vĩ mô thế giới – FED có thể chưa hạ lãi suất trong T10 khi kinh tế Mỹ trong Q3 đang dần tích cực hơn

TVS Research cho rằng tình hình kinh tế Mỹ hiện tại đang phát đi nhiều tín hiệu trái chiều có thể ngăn FED hạ lãi suất trong T10. Theo đó, thị trường việc làm chưa có dấu hiệu cải thiện, lạm phát tiếp tục tăng trong các tháng gần đây. Trong khi đó, FED Atlanta dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ trong Q3 có thể đạt mức 3.8% nhờ tiêu dùng nội địa được cải thiện.

Trong T10, Chính phủ Mỹ đã ngừng hoạt động sau khi Thượng viện Mỹ 2 lần từ chối thông qua dự luật ngân sách hoạt động của Chính phủ. Nếu sự kiện này kéo dài, nền kinh tế Mỹ có thể chịu tác động tiêu cực từ tỷ lệ thất nghiệp tăng cùng tiêu dùng suy giảm. Ngoài ra, việc này cũng cho thấy sự bất đồng trong nội bộ đảng Cộng hòa, mặc dù đang chiếm đa số ghế tại Thượng viện.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam –GDP Q3 2025 đạt 8.2% YoY, cao nhất kể từ 2023 nhờ hoạt động xuất khẩu và giải ngân đầu tư công mạnh mẽ

Xuất khẩu T9 2025 tăng mạnh 24.7% YoY, được thúc đẩy bởi hoạt động tích trữ hàng hóa trong nhóm máy tính và máy móc. Doanh thu bán lẻ và dịch vụ cải thiện, tăng 11.3% YoY – mức cao nhất kể từ đầu năm 2024. Trong khi đó, vốn FDI đăng ký giảm tháng thứ 4 liên tiếp, phản ánh lo ngại về rủi ro Mỹ áp thuế lên hàng điện tử. Chỉ số CPI tăng nhẹ lên mức 3.4% YoY, chủ yếu do giá xăng dầu tăng so với cùng kỳ.

Thị trường tiền tệ - Tỷ giá USD/VND bình quân giảm trong tháng 9 sau khi Fed hạ lãi suất, lãi suất LNH kỳ hạn qua đêm giảm nhẹ so với tháng trước

Tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tại thời điểm đầu tháng 9 tăng mạnh, có thời điểm đạt mức 27,015 nhưng sau đó giảm xuống 26,540 khi Fed chính thức hạ lãi suất vào ngày 17/9.

Trong T9 2025, NHNN bơm ròng hơn 3,000 tỷ VND trên thị trường mở. Trước đó, trong 3 tuần đầu tháng 9, NHNN đã hút ròng hơn 60,000 tỷ VND, đưa khối lượng lưu hành reverse repo xuống chỉ còn 120,000 tỷ VND – mức thấp nhất kể từ T7 2025.

Chỉ số vĩ mô quốc tế	T9/25	% MoM	%YTD
Lạm phát (%):			
Mỹ	2.6%	0.1%	0.2%
Khu vực EU	2.2%	0.2%	0%
Trung Quốc	-0.4%	-0.4%	-0.9%
PMI (điểm):			
Mỹ	52	-1	-
Khu vực EU	49.8	-0.9	-
Trung Quốc	49.4	-0.3	-
Chỉ số vĩ mô VN			
CPI	3.4%	0.2%	3.4%
PMI sản xuất (điểm)	50.4	0	+3.1
IIP	13.6%	0.1%	13.6%
Xuất khẩu (tỷ USD)	42.7	-0.2%	24.7%
Nhập khẩu (tỷ USD)	39.9	0.1%	24.9%
Bán lẻ (nghìn tỷ VND)	598	0.2%	11.3%
ĐTC (nghìn tỷ VND)	31	-56%	47.5%
FDI đăng ký (tỷ USD)	2.4	17%	-43.6%
Thị trường tiền tệ			
USD/VND	26,396	-0.2%	3.7%

Chú thích:

Tệ hơn so với kỳ trước

Tốt hơn so với kỳ trước

Nguyễn Đức Anh

anhnd@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6417

Nguyễn Văn Quang

quangnv@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6420

Kinh tế vĩ mô thế giới

TVS Research cho rằng FED sẽ duy trì lãi suất ở mức hiện tại trong kỳ điều hành T10 và có thể giảm thêm 25đcb trong 2 tháng cuối năm.

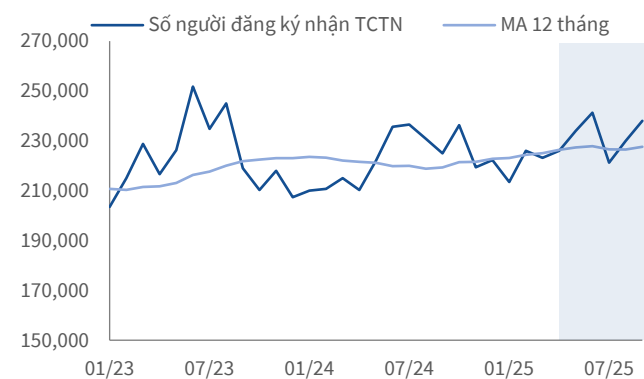
Trong T9 2025, FED đã thực hiện hạ lãi suất 25 điểm cơ bản (đcb), đưa lãi suất cơ bản về mức 4.0% – 4.25%. Quyết định này căn cứ trên tình hình thị trường lao động Mỹ suy yếu rõ rệt kể từ T6 2025 (tham khảo Báo cáo cập nhật vĩ mô T8 2025). Tuy nhiên, lạm phát đang tăng trở lại cũng khiến FED thận trọng hơn trong quyết định giảm lãi suất lần này.

TVS Research duy trì quan điểm FED có thể hạ lãi suất thêm 1 lần ở mức 25đcb, dự kiến trong tháng 12. Đối với kỳ điều hành T10, chúng tôi cho rằng FED sẽ có thể cân nhắc duy trì lãi suất ở mức hiện tại trước những tín hiệu trái chiều của nền kinh tế Mỹ:

- Thị trường lao động suy yếu khi số người đăng ký nhận trợ cấp thất nghiệp liên tục tăng kể từ T6 – T8 2025, hiện đã cao hơn mức bình quân 12 tháng gần nhất
- Ở chiều ngược lại, tăng trưởng kinh tế Mỹ trong Q3 tiếp tục được duy trì khi FED Atlanta ước tính tốc độ tăng trưởng GDP Mỹ Q3 2025 có thể đạt 3.8% YoY, tương đương mức tăng của Q2. TVS Research cho rằng nguyên nhân chính đến từ hoạt động tiêu dùng tại Mỹ vẫn được cải thiện, phản ánh qua tốc độ tăng trưởng bán lẻ tăng trở lại trong các tháng gần đây
- Lạm phát tại Mỹ đang tăng với chỉ số CPI đã tăng từ 2.4% trong T5 lên 2.9% trong T8. Lạm phát tăng là yếu tố khiến FED lưỡng lự chưa hạ lãi suất trong nửa đầu năm 2025 và điều này có thể tiếp tục ảnh hưởng đến quyết định của FED trong Q4 2025

Biểu đồ 1: Số người nhận trợ cấp thất nghiệp tại Mỹ tăng dần trong các tháng gần đây cho thấy thị trường lao động tiếp tục suy yếu

Số người đăng ký nhận trợ cấp thất nghiệp [người]



Nguồn: FRED, TVS Research

Biểu đồ 2: Hoạt động bán lẻ tại Mỹ được cải thiện trong Q3 khi người dân tăng chi tiêu tiêu dùng

Tốc độ tăng trưởng bán lẻ [%]



Nguồn: FRED, TVS Research

Sự kiện Chính phủ Mỹ đóng cửa trong T10 có thể dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp tăng và tiêu dùng tại Mỹ giảm trong Q4 2025.

Chính phủ Mỹ ngừng hầu hết các hoạt động bắt đầu từ ngày 01/10 sau khi Thượng viện Mỹ từ chối thông qua dự luật ngân sách mới, sau khi dự luật cũ hết hạn vào ngày 30/09 và tiếp tục từ chối thông qua Dự luật này vào ngày 06/10. Điều này cho thấy sự bất đồng trong nội bộ đảng Cộng hòa mặc dù Đảng này nắm đa số ghế tại Thượng viện.

Theo Văn phòng Ngân sách Quốc hội Mỹ, trong lần đóng cửa dài nhất kéo dài 35 ngày diễn ra vào 2018 - 2019, thiệt hại đối với kinh tế Mỹ ước tính khoảng 5 tỷ USD. TVS Research cho rằng tính đến hiện tại, việc Chính phủ Mỹ đóng cửa sẽ chưa gây ra ảnh hưởng đối với kinh tế Mỹ. Tuy nhiên, trong trường hợp Chính phủ đóng cửa kéo dài, đi kèm sa thải người lao động (ước tính hơn 800,000 nhân viên liên bang sẽ bị nghỉ việc tạm thời hoặc bị sa thải theo quyết định đóng cửa từng phần của Chính phủ Mỹ), tỷ lệ thất nghiệp có thể gia tăng, kéo theo sự suy giảm trong tiêu dùng.

Bảng 1: Thời gian đóng cửa của Chính phủ Mỹ tăng dần trong những năm gần đây và ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng kinh tế Mỹ

Năm	Số ngày đóng cửa	Số người lao động phải tạm nghỉ (nghìn người)	Ước tính thiệt hại của Chính phủ Mỹ (triệu USD)
1980	1	1.6	0.7
1981	1	241	80 – 90
1984	1	500	65
1986	1	500	62.2
1990	3	2.8	2.5
1995 (Tháng 11)	5	800	400
1995 – 1996	21	284	
2013	16	800	2,100
2018 (Tháng 1)	3	693	N/A
2018 – 2019	35	380	5,000
2025 (Đang diễn ra)	8	803	Chưa xác định

Nguồn: TVS Research tổng hợp

Mỹ mở rộng áp thuế đối với gỗ và các sản phẩm từ gỗ trong T9 nhằm vào Việt Nam và Trung Quốc.

Sau khi chính thức áp thuế đối ứng điều chỉnh lên các đối tác thương mại vào ngày 07/08/2025, Mỹ tiếp tục bổ sung thêm các chính sách thuế mới đối với một số mặt hàng nhập khẩu. Ngày 29/09, Mỹ tuyên bố đánh thuế lên gỗ và các sản phẩm từ gỗ như đồ nội thất và các sản phẩm khác từ tất cả các đối tác thương mại và có hiệu lực từ ngày 14/10/2025, sau đó sẽ điều chỉnh tăng từ 01/01/2026. Mục tiêu chính là nhằm vào đồ gỗ từ Trung Quốc, đồng thời hạn chế việc các nước trong đó có Việt Nam thực hiện chuyển tải đồ gỗ Trung Quốc vào Mỹ. Hiện tại, mức thuế áp lên các sản phẩm từ Việt Nam và Trung Quốc tương đương nhau và ở nhóm cao nhất trong danh mục, cụ thể như sau:

- Mức thuế 10% đối với gỗ mềm và gỗ xẻ nhập khẩu
- Mức thuế 25% đối với đồ nội thất bọc mềm đến 31/12/2025, sau đó tăng lên 30%

từ 01/01/2026

- Mức thuế 25% đối với tủ bếp và bàn trang điểm đến 31/12/2025, sau đó tăng lên 50% từ 01/01/2026

Mỹ đang là đối tác nhập khẩu đồ gỗ quan trọng của Việt Nam, chiếm 56% tỷ trọng trong tổng kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm từ gỗ trong năm 2025. Do đó, việc Mỹ đánh thuế mạnh lên các sản phẩm này khiến giá các mặt hàng này tại Mỹ tăng, kéo giảm nhu cầu nội địa của người Mỹ, từ đó làm giảm các đơn hàng và kéo giảm sản xuất đối với doanh nghiệp sản xuất và chế biến gỗ tại Việt Nam.

Sau khi Mỹ tuyên bố mức thuế đối ứng điều chỉnh, áp dụng từ ngày 07/08/2025, Việt Nam đã tích cực đàm phán với Mỹ nhằm điều chỉnh giảm mức thuế đối ứng này và nội dung đàm phán về các sản phẩm từ gỗ cũng sẽ tiếp tục được đưa vào nghị trình đàm phán trong thời gian tới.

Sau ngày 07/08, Việt Nam và Mỹ đã tổ chức các phiên trao đổi, làm việc nhằm thúc đẩy tiến trình đàm phán thuế đối ứng. Dự kiến trong tháng 10 và tháng 11, một số đoàn công tác của Việt Nam sẽ sang Mỹ để tiếp tục thảo luận, hướng đến hoàn thành thỏa thuận về thương mại đối ứng giữa 2 nước.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

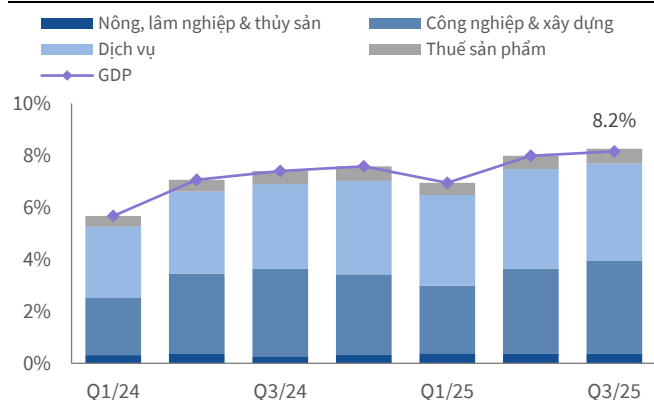
GDP Q3 2025 tăng trưởng ấn tượng 8.23% YoY, dẫn dắt bởi hoạt động xuất khẩu và giải ngân đầu tư công mạnh mẽ.

GDP của Việt Nam tăng 8.23% YoY trong Q3 2025, mức tăng mạnh nhất kể từ năm 2023. Về phía cung, khu vực Công nghiệp & Xây dựng và Dịch vụ tăng lần lượt 9.0% YoY và 8.6% YoY, đóng góp hơn 94.8% vào mức tăng GDP. Trong đó, ngành CN chế biến, chế tạo đóng góp phần lớn nhờ kim ngạch xuất khẩu thiết bị điện tử và máy móc tăng mạnh trong Q3 2025. Bên cạnh đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa cải thiện từ tháng 8 và dịch vụ du lịch tăng mạnh nhờ lượng khách quốc tế hàng tháng luôn duy trì ở mức cao svck. Ngành Nông, lâm nghiệp & thủy sản tăng 3.9% YoY (đóng góp 5.2% vào tăng trưởng GDP).

Tăng trưởng GDP trong Q3 2025 mạnh hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi do kim ngạch xuất khẩu cao hơn kỳ vọng nhờ đà tăng mạnh của các mặt hàng thiết bị điện tử & máy móc. TVS Research nâng dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2025 lên 8.0%–8.2% YoY do tăng trưởng GDP trong Q3 2025 cao hơn so với dự báo của chúng tôi, trong khi giữ nguyên dự báo GDP quý IV ở mức 8.0% YoY. Chúng tôi cho rằng xuất khẩu trong Q4 2025 sẽ chậm lại dưới tác động của thuế quan và hoạt động tích trữ hàng hóa yếu dần, tuy nhiên doanh thu tăng lên từ Bán lẻ & Dịch vụ cải thiện cùng với hoạt động giải ngân đầu tư công mạnh mẽ trong các tháng cuối năm sẽ bù đắp cho mức giảm của xuất khẩu.

Biểu đồ 3: Tăng trưởng GDP trong Q3 2025 đạt 8.23% YoY, cao nhất kể từ 2023.

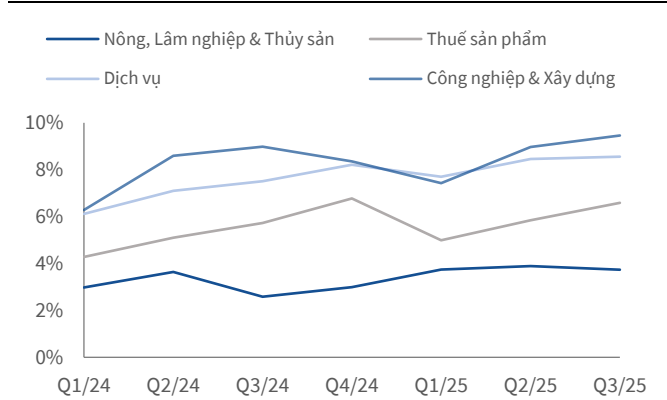
Tăng trưởng GDP và đóng góp vào tăng trưởng của các nhóm ngành chính từ Q1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 4: Khu vực Công nghiệp & Xây dựng và Dịch vụ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng GDP trong Q3 2025

Tăng trưởng GDP của các nhóm ngành từ Q1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Kim ngạch xuất khẩu T9 2025 tăng 24.7% YoY, tiếp tục được thúc đẩy bởi hiệu ứng tích trữ các mặt hàng thiết bị điện tử.

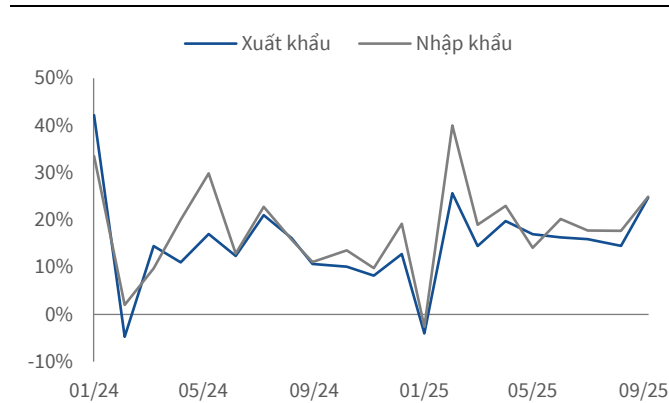
Kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu trong T9 2025 lần lượt đạt 42.7 tỷ USD

(+24.7% YoY) và 39.8 tỷ USD (+24.9% YoY). Tính chung Q3 2025, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu tăng lần lượt 18.2% YoY và 20% YoY, mức tăng mạnh nhất kể từ Q1 2024. Kim ngạch xuất khẩu Q3 tăng mạnh nhờ hoạt động tích trữ các mặt hàng thiết bị điện tử và máy móc tiếp tục diễn ra trước những rủi ro áp thuế của tổng thống Mỹ Donald Trump trong thời gian tới. Trong Q3 2025, kim ngạch xuất khẩu khu vực FDI tăng 23.6% YoY, trong khi khu vực trong nước tiếp tục giảm từ T7 2025, khiến tăng trưởng xuất khẩu chỉ đạt 5.1% YoY.

TVS Research cho rằng kim ngạch xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước sẽ tiếp tục đà giảm trong Q4 2025 trước những tác động tiêu cực của thuế quan của Mỹ. Bên cạnh đó, kim ngạch xuất khẩu của khu vực FDI dự kiến giảm sớm nhất trong Q4 2025 và muộn nhất từ Q1 2026 khi các doanh nghiệp dùng tích trữ các mặt hàng thiết bị điện tử và máy móc.

Biểu đồ 5: Kim ngạch xuất nhập khẩu trong T9 2025 tăng 24.7% YoY

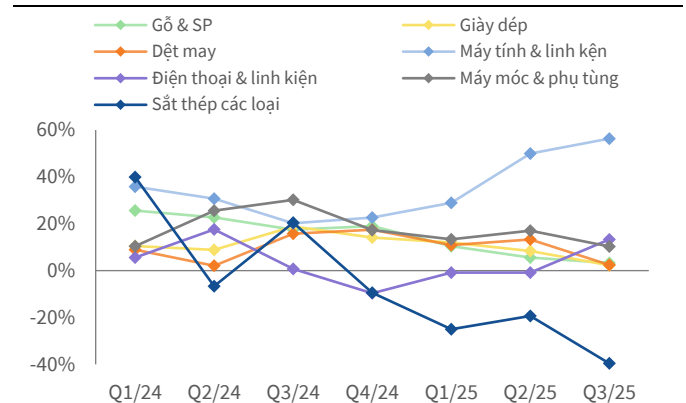
Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu theo tháng từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: Tổng Cục Hải quan, TVS Research

Biểu đồ 6: Kim ngạch xuất khẩu của các mặt hàng nội địa cho thấy xu hướng giảm từ Q3 2024 đến nay

Tăng trưởng xuất khẩu của các mặt hàng chủ lực từ Q1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: Tổng cục Hải quan, TVS Research

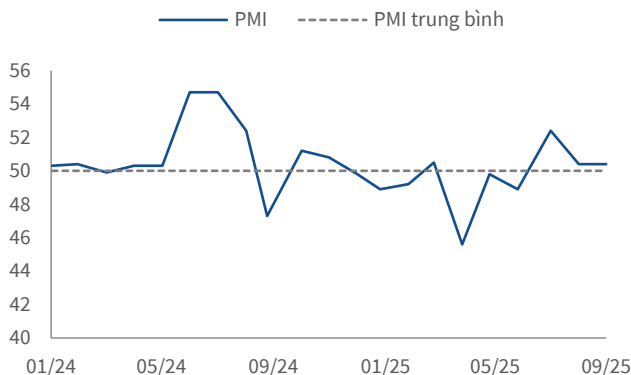
Chỉ số PMI sản xuất T9 2025 giữ nguyên so với tháng trước, duy trì trên ngưỡng 50 điểm.

Hoạt động sản xuất của Việt Nam duy trì trạng thái mở rộng trong T9 2025 với chỉ số PMI giữ ở mức 50.4 điểm. Sản lượng và hàng tồn kho tiếp tục tăng, song việc làm giảm tháng thứ 12 liên tiếp, phản ánh tâm lý thận trọng của doanh nghiệp. Chỉ số PMI vẫn giữ được trên mức 50 điểm nhưng rủi ro từ chi phí cao và kim ngạch xuất khẩu yếu đi sẽ là những yếu tố tác động tới chỉ số PMI trong các tháng cuối năm.

Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP T9 2025 tăng 13.6% YoY so với mức nền thấp trong cùng kỳ năm trước do ảnh hưởng của bão Yagi. TVS Research giữ nguyên quan điểm thận trọng đối với hoạt động sản xuất trong các tháng cuối năm trong bối cảnh doanh nghiệp có thể ngừng hoạt động tích trữ hàng hóa và tác động tiêu cực của thuế quan tới sản lượng xuất khẩu của Việt Nam dần trở nên rõ nét.

Biểu đồ 7: Chỉ số PMI sản xuất trong T9 2025 giữ nguyên so với tháng trước

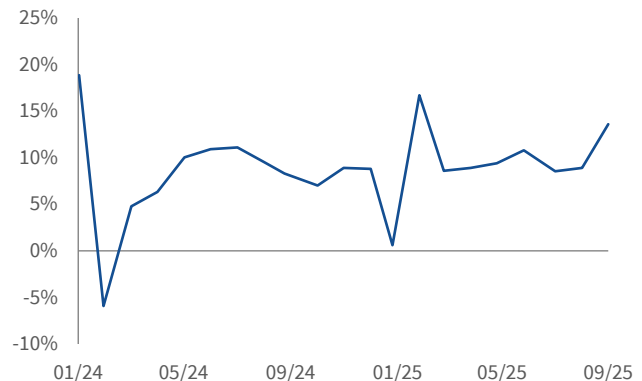
Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2024-Nay [điểm]



Nguồn: S&P Global, TVS Research

Biểu đồ 8: Chỉ số IIP trong T9 2025 tăng 13.6% YoY do mức nền thấp của cùng kỳ năm 2024

Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

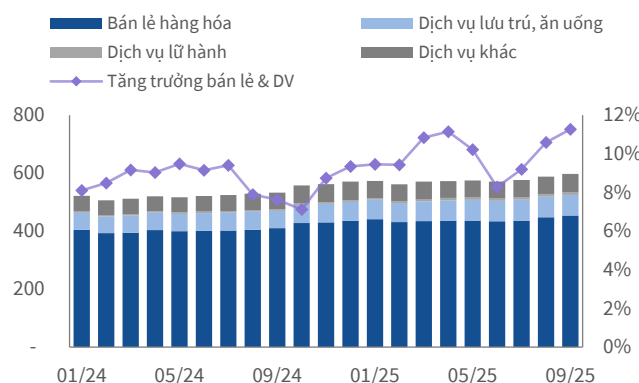
Tăng trưởng bán lẻ & dịch vụ trong T9 2025 cải thiện so với các tháng trước.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong T9 2025 ước đạt 598 nghìn tỷ VND (+11.3% YoY), mức tăng trưởng cao nhất kể từ đầu năm 2024. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 454 nghìn tỷ VND (+10.4% YoY, cao hơn bình quân 8.6% YoY của 8T 2025) với nhóm hàng lương thực thực phẩm tăng 13.8% YoY và nhóm hàng may mặc tăng 15.2% YoY (chiếm hơn 30% doanh thu bán lẻ 9T 2025). Doanh thu từ dịch vụ lưu trú và ăn uống đạt 71 nghìn tỷ VND (+15% YoY), dịch vụ lữ hành đạt 8.3 nghìn tỷ VND (+19.7% YoY), và dịch vụ khác đạt 64 nghìn tỷ VND (+12.4% YoY).

TVS Research giữ nguyên dự báo đối với tăng trưởng Bán lẻ & Dịch vụ trong Q4 2025 ở mức 10.0%-11.0% YoY nhờ hoạt động bán lẻ tăng lên trong các dịp lễ cuối năm và doanh thu từ hoạt động dịch vụ lưu trú và du lịch duy trì ở mức cao khi số lượt khách du lịch dự kiến đạt hơn 5 triệu lượt trong Q4 2025 (+15% YoY).

Biểu đồ 9: Tổng mức bán lẻ & dịch vụ T9 2025 tiếp tục cải thiện

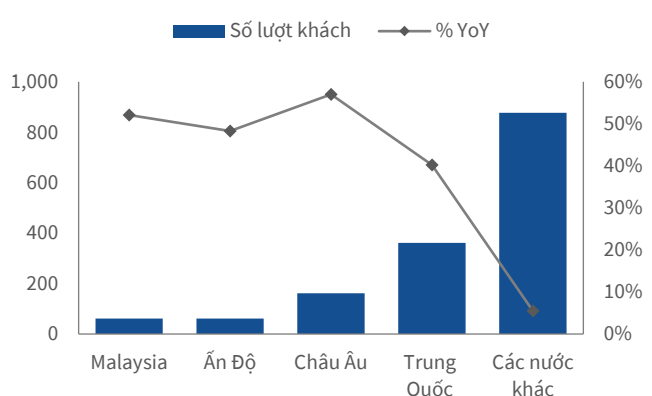
Doanh thu của các nhóm bán lẻ và dịch vụ [nghìn tỷ VND-cột trái] và tổng mức tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ [% YoY-cột phải] từ T1 2024-Nay



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 10: Lượt khách quốc tế đến Việt Nam trong T9 2025 tăng mạnh nhờ thị trường Trung Quốc và Châu Âu

Số lượt khách quốc tế đến Việt Nam từ các thị trường chính trong T8 2025 [nghìn lượt-cột trái] và tăng trưởng svck [% YoY-cột phải]



Nguồn: Cục Du lịch, TVS Research

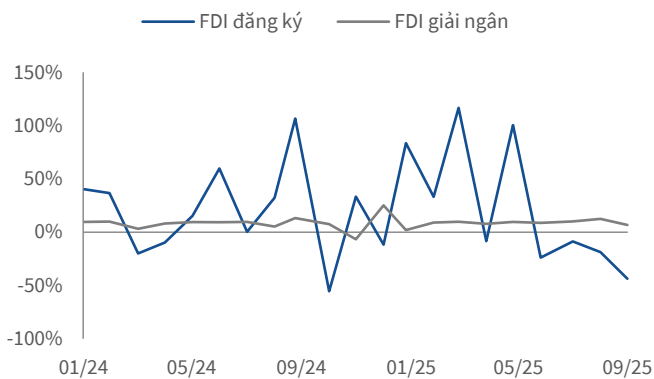
Tổng vốn FDI đăng ký T9 2025 giảm tháng thứ 4 liên tiếp, củng cố thêm về lo ngại đối với thuế quan của Mỹ.

Tổng vốn FDI đăng ký và giải ngân trong T9 2025 lần lượt đạt 2.4 tỷ USD (-43.6% YoY) và 3.4 tỷ USD (+6.8% YoY). Vốn FDI đăng ký tiếp tục giảm tháng thứ 4 liên tiếp khi nhà đầu tư thận trọng trước nguy cơ Tổng thống Trump áp thuế 100% đối với chip và linh kiện điện tử nhập khẩu vào Mỹ (ngành CN Chế biến chế tạo chiếm 59% tổng vốn FDI đăng ký 9T 2025). Trong tháng 9, vốn FDI điều chỉnh và FDI đăng ký bổ sung giảm mạnh lần lượt 65.3% YoY và 50.8% YoY (chiếm 60% tổng vốn FDI đăng ký).

Trước rủi ro áp thuế đối với các mặt hàng điện tử cũng như quy định đối với nguồn gốc xuất xứ của thuế truyền tải hàng hóa. TVS Research dự báo vốn FDI đăng ký sẽ tiếp tục đà giảm trong Q4 2025, kéo theo vốn đăng ký cả năm 2025 đạt 38 tỷ USD (+0% YoY). Trong khi đó, nguồn vốn FDI giải ngân dự kiến vẫn tăng trưởng ổn định 9.0%-10.0% nhờ triển vọng về kinh tế, ổn định chính trị và môi trường kinh doanh.

Biểu đồ 11: FDI đăng ký tiếp tục đà giảm tháng thứ 4 liên tiếp trong T9 2025

Tăng trưởng vốn FDI đăng ký và FDI giải ngân từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Giải ngân đầu tư công chậm lại trong T9 2025 do ảnh hưởng của bão và bộ máy chính quyền 2 cấp chưa hoàn thiện.

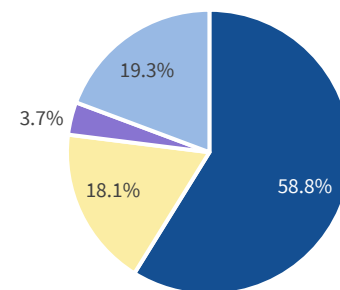
Ước giải ngân đầu tư công trong tháng 9 đạt hơn 31 nghìn tỷ VND, nâng tỷ lệ giải ngân 9T 2025 lên mức 440 nghìn tỷ VND (+42.9% YoY) – hoàn thành 43% tổng kế hoạch năm 2025. Điều kiện thời tiết bất lợi trong tháng 9 với 4 cơn bão kéo dài hơn 10 ngày, đã làm chậm tiến độ thi công các dự án trọng điểm và gây thiệt hại nghiêm trọng tại khu vực miền Trung và miền Bắc. Ngoài ra, tại thời điểm cuối tháng 9, mô hình chính quyền 2 cấp vẫn còn một số vướng mắc và chưa thể đi vào hoạt động hiệu quả (hơn 16 nghìn cơ sở nhà đất cần sắp xếp, 18 xã chưa mở tài khoản kho bạc, nhiều xã chưa bố trí được kế toán trưởng...).

Chính phủ đặt mục tiêu tỷ lệ giải ngân đầu tư công đạt 100% kế hoạch trong năm 2025. Theo đó, từ nay đến T1 2026 (số giải ngân tính theo 13 tháng), số vốn đầu tư công giải ngân mỗi tháng cần đạt trung bình 146 nghìn tỷ VND - gấp 3 lần số vốn giải ngân bình quân trong 9T 2025. TVS Research cho rằng ảnh hưởng của thời tiết bất lợi và mô hình chính quyền 2 cấp chưa vận hành đồng bộ, tỷ lệ giải ngân đầu tư công trong năm nay dự báo sẽ đạt khoảng 90%-95% kế hoạch điều chỉnh tại thời điểm cuối tháng 9 (hơn 1 triệu tỷ VND).

Biểu đồ 12: Ngành Công nghiệp Chế biến, chế tạo chiếm gần 60% tổng vốn FDI đăng ký 9T 2025

Tỷ trọng các nhóm ngành trong tổng vốn FDI đăng ký 9T 2025 [%]

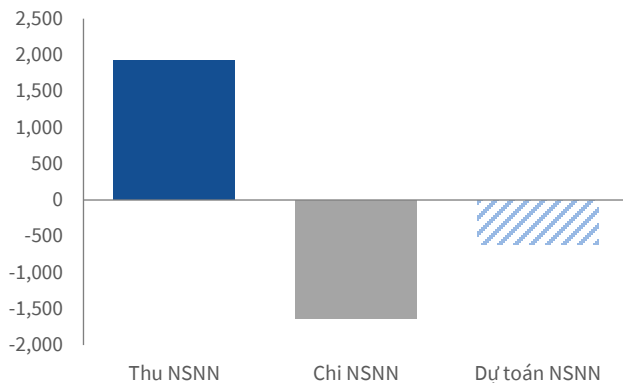
■ CN Chế biến chế tạo ■ Kinh doanh BĐS
■ Hoạt động KHCN ■ Các ngành khác



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 13: Dự toán NSNN bội chi hơn 600 nghìn tỷ VND trong năm 2025 – mức cao nhất từ trước đến nay

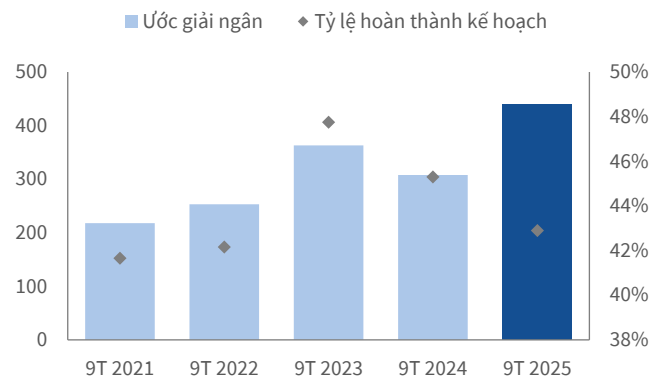
Thu chi NSNN và dự toán trong năm 2025 tại thời điểm T9 2025 [nghìn tỷ VND]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 14: Giải ngân đầu tư công trong T9 2025 chậm lại do ảnh hưởng của thời tiết và bộ máy 2 cấp chưa ổn định

Ước giải ngân [nghìn tỷ VND-cột trái] và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch trong 9 tháng đầu năm từ 2021-Nay [% - cột phải]



Nguồn: Bộ Tài chính, TVS Research

Chỉ số CPI T9 2025 tăng 3.4% YoY trong bối cảnh giá xăng tăng so với cùng kỳ.

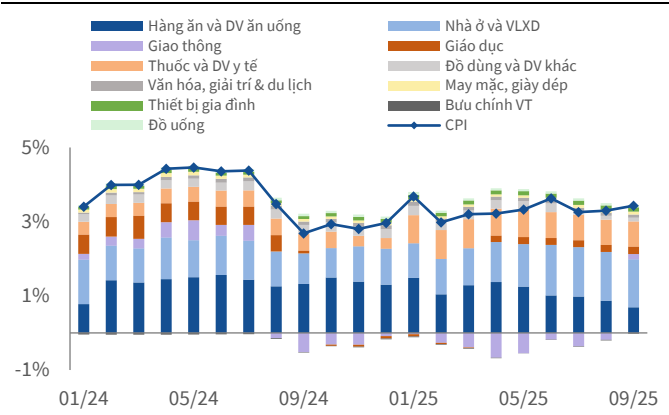
Chỉ số CPI tổng thể trong T9 2025 đạt 3.4% YoY, tăng nhẹ so với mức tăng của các tháng trước. Đóng góp lớn nhất vào mức tăng này đến từ nhóm Nhà ở & VLXD (+6.9% YoY) khi giá thuê nhà tăng theo mặt bằng giá bất động sản. Ngoài ra, chỉ số nhóm Giao thông tăng 1.5% YoY do hiệu ứng giá xăng giảm svck suy yếu (giá xăng bắt đầu giảm từ T9 2024). Đây là lần đầu tiên chỉ số giá nhóm Giao thông tăng kể từ đầu năm 2025.

Trong khi đó, giá lương thực giảm 0.3% YoY nhờ nguồn cung dồi dào, trong khi giá thực phẩm chỉ tăng nhẹ 1.9% YoY (giảm so với mức tăng bình quân 3.8% YoY trong 8T 2025), chủ yếu do giá thịt lợn giảm so với cùng kỳ khi nhu cầu tiêu dùng suy yếu do lo ngại dịch bệnh. Bên cạnh đó, kể từ T9 2025, Chính phủ bắt đầu áp dụng chính sách miễn học phí cho học sinh từ mầm non đến hết THPT công lập, qua đó giúp giá của nhóm Giáo dục giảm svck.

TVS Research giữ nguyên dự báo chỉ số CPI ở mức 3.5%-4.0% YoY trong các tháng cuối năm khi nhóm Nhà ở & VLXD vẫn tăng ở mức 6%-7% YoY và giá xăng tăng svck, kéo theo CPI bình quân trong năm 2025 ở mức 3.5%-3.6% YoY.

Biểu đồ 15: Chỉ số CPI T9 2025 nhích nhẹ lên mức 3.4% YoY

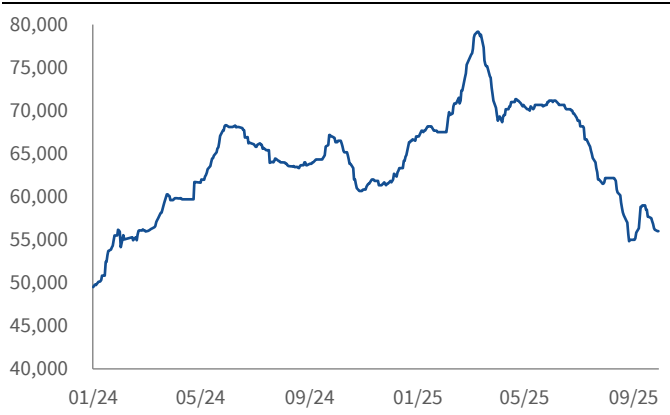
CPI tổng thể và đóng góp của các nhóm từ T1 2024 – Nay [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 16: Giá thịt lợn hơi tiếp tục giảm trong T9 2025 khi người dân hạn chế tiêu thụ do lo ngại dịch bệnh

Giá thịt lợn hơi trung bình trong nước từ T1 2024-Nay [VND]



Nguồn: Wifeed, TVS Research

Thị trường tiền tệ

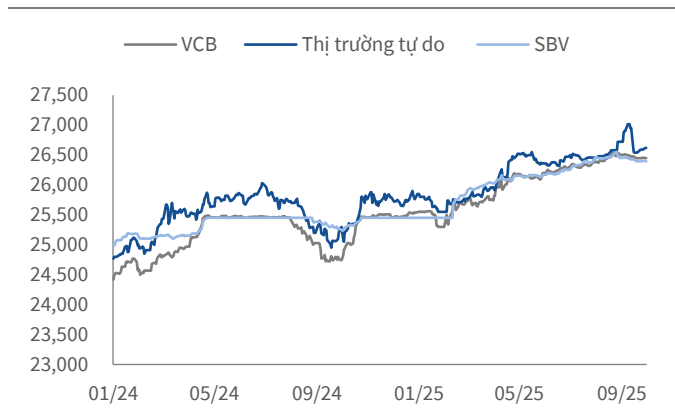
Tỷ giá USD/VND giảm nhẹ trong tháng 9 sau khi Fed hạ lãi suất.

Trong T9 2025, áp lực tỷ giá USD/VND dịu đi khi Fed thực hiện hạ lãi suất, qua đó giúp thu hẹp chênh lệch giữa lãi suất USD và VND. Tỷ giá bán ra của NHNN trung bình trong tháng 9 giảm 0.2% MoM. Tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tại thời điểm đầu tháng 9 tăng mạnh, có thời điểm đạt mức 27,015 nhưng sau đó giảm xuống 26,540 khi Fed chính thức hạ lãi suất vào ngày 17/9 – chỉ số DXY qua đó giảm nhẹ về mức 96.6 điểm.

NHNN đã triển khai bán ngoại tệ kỳ hạn 180 ngày có hủy ngang với giá bán 26,550 VND/USD tại thời điểm cuối tháng 8 và đầu tháng 10 - góp phần tăng nguồn cung ngoại tệ trong ngắn hạn. TVS Research dự báo áp lực tỷ giá trong các tháng cuối năm sẽ giảm bớt nhờ (1) Fed có khả năng cao sẽ hạ thêm 0.25% lãi suất từ trong thời gian còn lại của 2025, (2) lượng kiều hối chảy về nước trong thời điểm quý 4 hàng năm (thường chiếm hơn 30% cả năm), và (3) dòng vốn FDI giải ngân vẫn giữ được mức tăng trưởng tích cực. Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo mức tăng tỷ giá USD/VND bình quân trong năm 2025 ở mức 3.5% YoY.

Biểu đồ 17: Tỷ giá bình quân USD/VND giảm nhẹ trong tháng 9

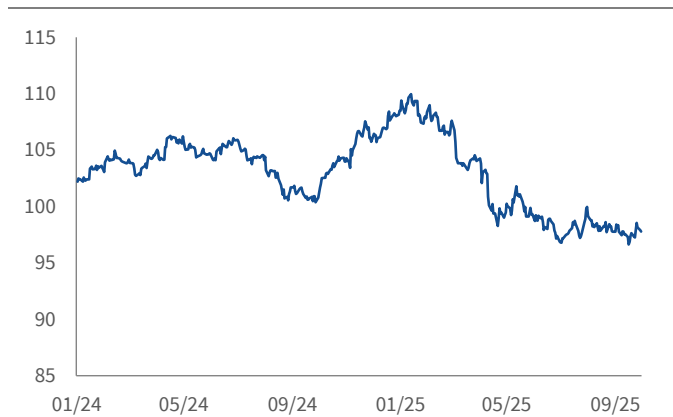
Tỷ giá bán USD/VND tại VCB, TT tự do, và NHNN từ T1 2024-Nay [VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 18: Chỉ số DXY duy trì ở mức thấp trong tháng 9 sau khi Fed cắt giảm lãi suất

Chỉ số DXY từ T1 2024-Nay [điểm]



Nguồn: WSJ, TVS Research

NHNN bơm ròng VND trong tháng 9, lãi suất bình quân LNH giảm với kỳ hạn qua đêm.

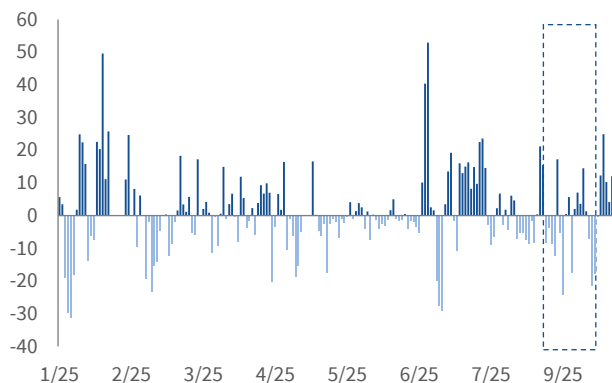
Trong T9 2025, NHNN bơm ròng hơn 3,000 tỷ VND trên thị trường mở. Trước đó, trong ba tuần đầu tháng, NHNN đã hút ròng hơn 60,000 tỷ VND, đưa khối lượng lưu hành reverse repo xuống chỉ còn 120,000 tỷ VND – mức thấp nhất kể từ giữa T7 2025. Dù hút ròng mạnh, lãi suất LNH vẫn giảm, phản ánh thanh khoản hệ thống dồi dào.

Lãi suất tiền gửi bình quân nhìn chung giữ nguyên so với các tháng trước, lãi suất tại nhóm ngân hàng quốc doanh và NHTMCP tư nhân với kỳ hạn 12 tháng duy trì quanh 4.7%/năm. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động của một số NHTM có thể tăng nhẹ trong giai đoạn cuối năm để thu hút tiền gửi, đáp ứng nhu cầu vốn cho giải ngân tín dụng tăng mạnh. Tín dụng 9T 2025 tăng 13.4% YTD, cao hơn so với

mức 9.1% YTD trong cùng kỳ 2024, phản ánh nhu cầu vốn lớn của nền kinh tế khi môi trường lãi suất thuận lợi. Chúng tôi cho rằng với đà tăng này, tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 có khả năng sẽ vượt cận trên dự báo của chúng tôi là 18%.

Biểu đồ 19: NHNN hút ròng hơn 60 nghìn tỷ VND trong 3 tuần đầu tháng 9 nhưng sau đó quay lại bơm ròng

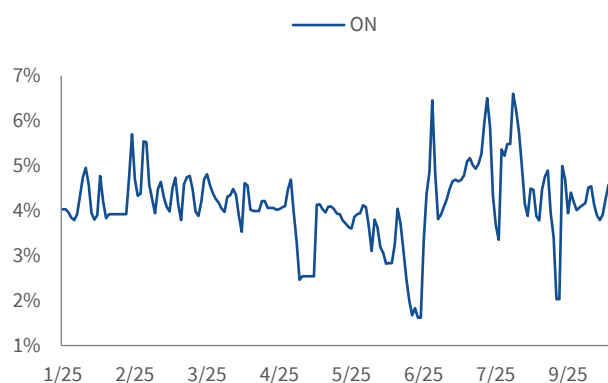
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày từ T1 2025-Nay [nghìn tỷ VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 20: Lãi suất bình quân LNH kỳ hạn qua đêm giảm nhẹ trong tháng 9 so với tháng trước

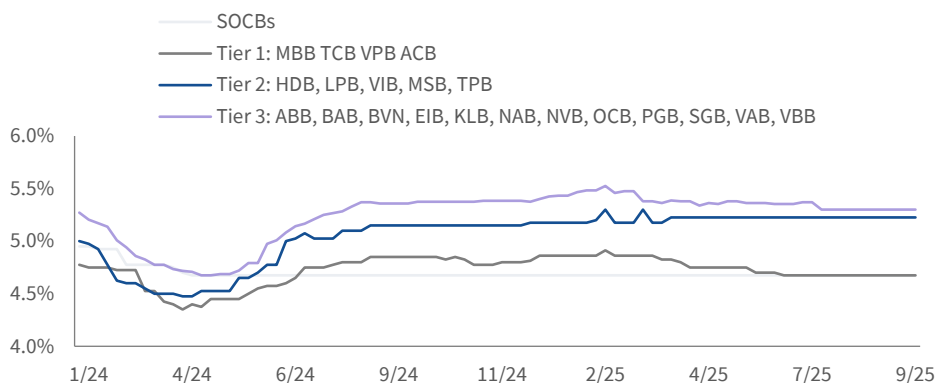
Lãi suất LNH kỳ hạn qua đêm từ T1 2025-Nay [%/năm]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 21: LS tiền gửi tại các NHTM giữ nguyên trong tháng 9 so với các tháng trước

Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các NHTM [%/năm]



Nguồn: Wifeed, TVS Research

Ghi chú: SOCBs: Agribank, BID, CTG, VCB

Bảng 2: Dự báo về các chỉ số vĩ mô quan trọng của Việt Nam

Chỉ báo	Đơn vị	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Tăng trưởng GDP thực	% YoY	2.9%	2.6%	8.0%	5.1%	7.1%	8.0%
Lạm phát tổng thể	% YoY	3.2%	1.8%	3.2%	3.3%	3.6%	3.5%
Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa & dịch vụ	% YoY	2.3%	-7.8%	22.8%	9.3%	9.3%	10.0%
Tăng trưởng xuất khẩu	% YoY	7.0%	19.0%	10.4%	-4.5%	14.3%	9.8%
Tăng trưởng nhập khẩu	% YoY	3.7%	26.5%	8.0%	-8.7%	16.7%	11.0%
Tăng trưởng giải ngân đầu tư công	% YoY	34.7%	-7.9%	19.8%	21.2%	3.3%	35.0%
Tăng trưởng FDI thực hiện	% YoY	-2.0%	-1.2%	13.5%	3.5%	9.4%	10.0%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	13.6%	12.2%	13.6%	14.2%	15.1%	16.0%-18.0%
Lãi suất điều hành [ON]	%	4.0%	4.0%	6.0%	4.5%	4.5%	4.5%
Lãi suất huy động [12 tháng]	%	6.0%	5.5%	5.6%	6.5%	4.8%	5.0%
Tỷ giá USD/VND [trung bình năm]	VND	23,223	22,934	23,429	23,839	25,053	25,929
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	94.8	109.4	86.5	89.0	80.0	75.0

Nguồn: FiinPro-X, Bloomberg, TVS Research

Ghi chú: Lãi suất huy động tính theo lãi suất trung bình của nhóm SOCBs: Agribank, BID, CTG, VCB; Nhóm 1: MBB, TCB, VPB, ACB; Nhóm 2: HDB, TPB, VIB, MSB

Thông tin kinh tế đáng chú ý trong tháng 10

Ngày	Sự kiện	Mức độ ảnh hưởng
01/10/2025	Công bố số liệu PMI sản xuất Việt Nam T9	Vừa phải
	EU công bố PMI sản xuất T9	Vừa phải
	Mỹ công bố PMI sản xuất T9	Vừa phải
	Trung Quốc công bố PMI sản xuất T9	Vừa phải
03/10/2025	Mỹ công bố số liệu việc làm và thất nghiệp T9	Vừa phải
06/10/2025	Việt Nam công bố số liệu kinh tế T9	Cao
08/10/2025	FTSE Russell công bố kết quả đánh giá nâng hạng TTCK Việt Nam	Cao
14/10/2025	Trung Quốc công bố chỉ số giá tiêu dùng CPI	Vừa phải
15/10/2025	Mỹ công bố chỉ số giá tiêu dùng CPI	Vừa phải
16/10/2025	Đáo hạn HĐTL chỉ số VN30 T10	Thấp
29/10/2025	FOMC họp và công bố kết quả điều hành lãi suất cơ bản	Cao

Danh mục báo cáo đã phát hành

Loại báo cáo	Tiêu đề	Công ty/Ngành	Ngày phát hành
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật kết quả nâng hạng TTCK	Vĩ mô	08/10/2025
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T8 2025	Thị trường	11/09/2025
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo vĩ mô T8 2025	Vĩ mô	11/09/2025
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật cổ phiếu	DXG	20/08/2025
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật cổ phiếu	FRT	13/08/2025
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T7 2025	Thị trường	11/08/2025
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo vĩ mô T7 2025	Vĩ mô	11/08/2025
Báo cáo cập nhật	Cập nhật KQKD 6T 2025	NLG	05/08/2025
Báo cáo cập nhật	Cập nhật KQKD 6T 2025	CTG	01/08/2025
Báo cáo chiến lược thị trường H2 2025	Báo cáo chiến lược	Thị trường	18/07/2025
Báo cáo chiến lược vĩ mô H2 2025	Báo cáo chiến lược	Toàn thị trường	18/07/2025
Báo cáo chiến lược đầu tư H2 2025	Báo cáo chiến lược	Vĩ mô	18/07/2025

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 Nằm 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%
NĂM 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

Hà Nội

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

Hồ Chí Minh

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

Thông tin liên hệ

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Chuyên viên cao cấp
hanhntk@tvs.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên
anhnd@tvs.vn

Phạm Nguyên 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