

Cập nhật vĩ mô

Việt Nam vươn lên giữa thách thức toàn cầu

- GDP Việt Nam tăng 8,2% trong Q3/25 và 7,9% trong 9T25
- Lạm phát tăng trong tầm kiểm soát với mức 3,3% trong 9T25

GDP Việt Nam Q3/25 tăng 8,2% svck, đạt mức cao nhất kể từ năm 2011

GDP Việt Nam Q3/25 tăng 8,2% svck—mức tăng trưởng Q3 cao nhất kể từ năm 2011—ngoại trừ mức 14,4% trong Q3/22 khi kinh tế phục hồi sau đại dịch COVID19. Động lực chính đến từ tăng trưởng mạnh mẽ trong khu vực công nghiệp (+9,5%) và dịch vụ (+8,6%), dù bối cảnh thương mại toàn cầu đầy thách thức. Ngành sản xuất (+10%) có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn duy trì sức bền nhờ dòng vốn giải ngân FDI vững chắc và hoạt động thương mại mạnh mẽ, bất chấp nhu cầu nhập khẩu chạy thuế đã thuyên giảm.

Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2025 lên 8%

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP tăng 8,2% svck trong Q4/25, được hỗ trợ bởi nền tảng kinh tế vững chắc và giải ngân đầu tư công tăng tốc trong quý cuối năm. Cùng với đó, Chính phủ chỉ mới giải ngân khoảng 50% kế hoạch đầu tư công cả năm. Do vậy, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2025 lên 8%, từ mức 7,7% trước đó.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8,5%

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP tăng 8,5% svck trong năm 2026, nhờ nội tại kinh tế bền vững. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy vẫn còn tồn tại các rủi ro tiềm ẩn như: nhu cầu toàn cầu giảm do bất ổn chính sách thương mại Mỹ, căng thẳng Mỹ–Trung leo thang, và bất ổn địa chính trị kéo dài. Dù vậy, kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng của Chính phủ nhằm hướng tới mục tiêu tăng trưởng GDP 10% có thể mang lại dư địa tích cực cho các dự phóng của chúng tôi.

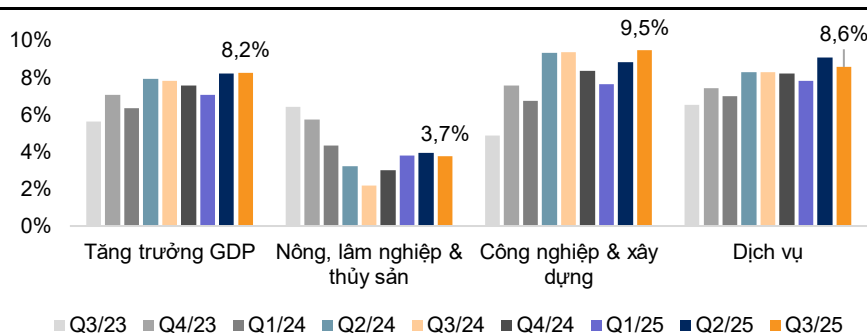
Lạm phát tăng trong tầm kiểm soát

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lạm phát năm 2025 ở mức 3,3% svck, dù áp lực giá có thể gia tăng trong 12 tháng tới qua các yếu tố: 1) giá điện, nước, than có thể điều chỉnh để phản ánh tiệm cận chi phí sản xuất; 2) giá vật liệu xây dựng leo thang do đẩy mạnh đầu tư công; 3) nhu cầu nội địa tăng dưới chính sách tài khóa mở rộng; và 4) bất ổn địa chính trị kéo dài. Tuy nhiên, dự báo lạm phát bình quân vẫn duy trì ở mức 4% (dưới mục tiêu 4,5% của Chính phủ), nhờ giá lương thực thực phẩm ổn định và triển vọng giá dầu thô toàn cầu giảm.

Chu kỳ nới lỏng của Fed tạo dư địa cho chính sách linh hoạt của Việt Nam

Áp lực tỷ giá vẫn là yếu tố cần lưu ý trước thềm cuối năm. Tuy nhiên, các đợt cắt giảm lãi suất dự kiến của Fed—đưa mức lãi suất mục tiêu về ngưỡng 3,50–3,75% vào cuối năm—sẽ góp phần giảm áp lực tỷ giá và tạo dư địa cho NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng, qua đó hỗ trợ tăng trưởng nền kinh tế.

Hình 1: GDP Việt Nam tăng 8,2% svck trong Q3/25



Chuyên viên Phân tích

Trương Thanh Nguyên

nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Kinh tế Việt Nam vững vàng trước thách thức

Việt Nam tăng trưởng Q3 cao nhất kể từ 2011

Theo Tổng Cục Thống kê (TCTK), GDP của Việt Nam tăng 8,2% svck trong Q3/25, ghi nhận mức tăng trưởng Q3 cao nhất kể từ năm 2011, ngoại trừ mức 14,4% trong Q3/22 khi kinh tế phục hồi sau đại dịch COVID19. TCTK cũng điều chỉnh nâng mức tăng trưởng Q2/25 lên 8,2% (từ 8% trước đó), chủ yếu nhờ kết quả tăng trưởng vượt kỳ vọng của ngành dịch vụ. Theo đó, GDP Việt Nam ước tăng 7,9% svck trong 9T25, mức cao thứ hai trong giai đoạn 2011–2025, chỉ sau mức 9,4% của 9T22.

Ngành dịch vụ tăng 8,5%, đóng góp 51,6% vào mức tăng chung, theo sau là ngành công nghiệp và xây dựng (+8,7%), đóng góp 43,1%. Những con số này cho thấy sức chống chịu đáng kể của nền kinh tế Việt Nam trước các thách thức bên ngoài, đặc biệt là xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng tại Mỹ, đồng thời phản ánh một quỹ đạo tăng trưởng nội địa dần bền vững hơn, được củng cố bởi các cải cách của Chính phủ và các biện pháp kích thích trọng điểm.

Động lực tăng trưởng công nghiệp chứng lại song vẫn vững chắc

Ngành công nghiệp và xây dựng tăng 9,5% svck trong Q3/25, cao hơn mức 8,8% của Q2/25, nâng mức tăng của 9T25 lên 9%. Ngành chế biến chế tạo tiếp tục là động lực chính, tuy nhiên mức tăng trưởng cải thiện chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của ngành khai khoáng và ngành điện, khí đốt, hơi nước & điều hòa không khí. Ngành xây dựng ghi nhận đà tăng trưởng chậm lại sau giai đoạn mở rộng mạnh trong Q2/25.

Trong Q3/25, **ngành khai khoáng phục hồi 7,8% svck** (so với -2,6% trong Q2/25) và ngành điện, khí đốt, hơi nước & điều hòa không khí tăng vọt 10,0% svck (so với +3,6% trong Q2/25). Hai ngành này đóng góp tổng cộng 0,52 điểm % vào tăng trưởng GDP trong Q3/25, so với 0,07 điểm % trong Q2/25.

Ngành chế biến chế tạo ghi nhận dấu hiệu hạ nhiệt sớm nhưng vẫn duy trì khả năng chống chịu tốt, tăng 10,0% svck (so với 10,3% trong Q2/25), đóng góp 2,43 điểm % vào tăng trưởng GDP chung. Đà chứng lại phản ánh đơn hàng xuất khẩu giảm dần sau giai đoạn nhập khẩu tồn kho chạy thuế kết thúc, và thời hạn hoãn áp thuế đối ứng 90 ngày hết hiệu lực. Dù vậy, chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức tăng trưởng tích cực, đặc biệt trong bối cảnh áp lực thuế quan từ Mỹ gia tăng sau khi kết thúc đợt hoãn thuế 90 ngày. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 10,0% svck trong Q3/25, trong đó IIP của ngành chế biến chế tạo tăng 10,2% svck. Sản lượng tăng mạnh được ghi nhận ở một số sản phẩm như Ô tô (+28,9%); TV (+22,5%); Xi măng (+19,1%); Giày, dép da (+16,9%) và Quần áo (+13,3%).

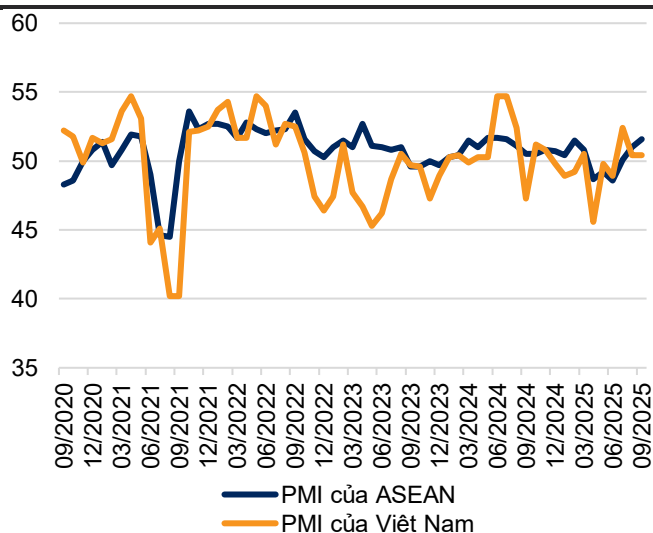
Chỉ số PMI sản xuất cho thấy sự cải thiện nhẹ trong hoạt động sản xuất.

Theo báo cáo của S&P Global, PMI sản xuất của Việt Nam giảm nhẹ xuống 50,4 điểm trong tháng 8 và tháng 9/2025, từ mức cao nhất trong một năm là 52,4 điểm ghi nhận trong tháng 7 (nhờ các đơn hàng giao sớm). Tuy nhiên, chỉ số này vẫn duy trì trên ngưỡng trung tính trong Q3/25 ở mức trung bình 51 điểm, cao hơn đáng kể so với mức trung bình 48,1 điểm của Q2/25. Báo cáo PMI mới nhất cho thấy số lượng đơn hàng mới tăng trở lại sau nhịp giảm trong tháng 8, trong khi đã sụt giảm đơn hàng xuất khẩu đã chậm lại, ở mức nhẹ nhất trong gần một năm. Sản lượng và hoạt động mua hàng cũng mở rộng, nhưng các doanh nghiệp tiếp tục cắt giảm nhân sự trong bối cảnh lượng công việc tồn đọng giảm mạnh, cho thấy nhu cầu cơ bản vẫn còn yếu.

Tăng trưởng ngành xây dựng chậm lại với mức tăn 7,9% svck (so với 10,9% trong Q2/25). Nguyên nhân nhiều khả năng do tiến độ giải ngân đầu tư công

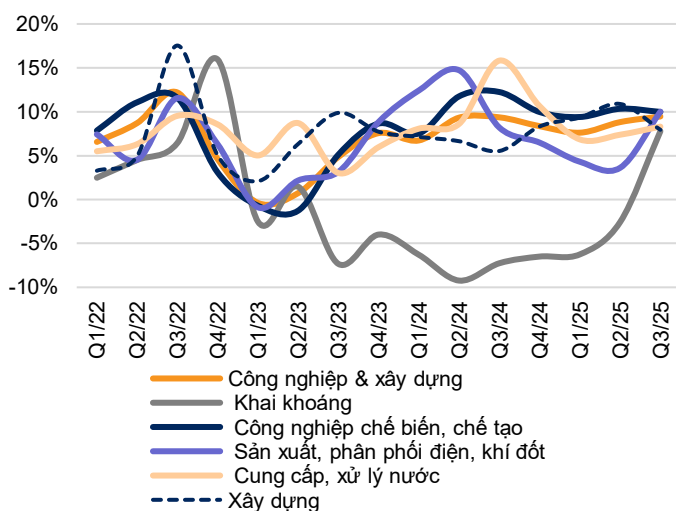
trong Q3 diễn ra chậm hơn so với Q2. Theo Bộ Tài chính, giải ngân vốn đầu tư công đạt 50% kế hoạch của Thủ tướng trong 9T25. So với tỷ lệ hoàn thành 36% trong 6T25 và 9,7% trong Q1/25, lượng giải ngân tăng thêm trong Q3/25 chỉ bằng một nửa so với Q2/25. Đà chậm lại này có thể xuất phát từ quá trình sáp nhập các tỉnh và thành phố trong quý. Một mặt, điều này cho thấy Chính phủ vẫn còn nhiều việc phải làm để hoàn thành kế hoạch giải ngân cả năm; mặt khác, nó cũng cho thấy nền kinh tế vẫn còn dư địa để duy trì tăng trưởng trong quý cuối năm.

Hình 2: Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam và ASEAN



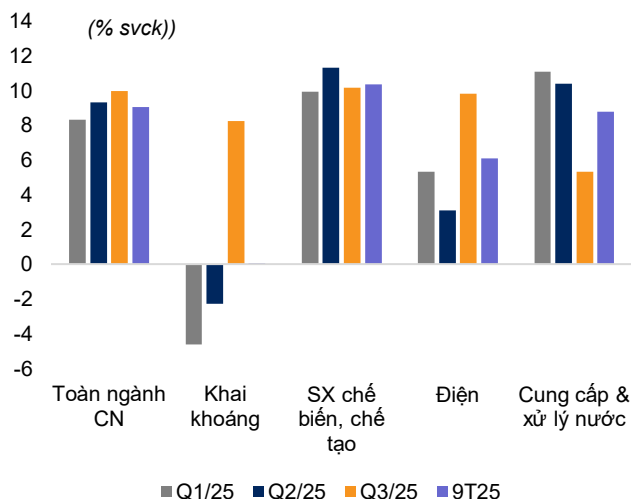
Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Tăng trưởng GDP ngành Công nghiệp & xây dựng



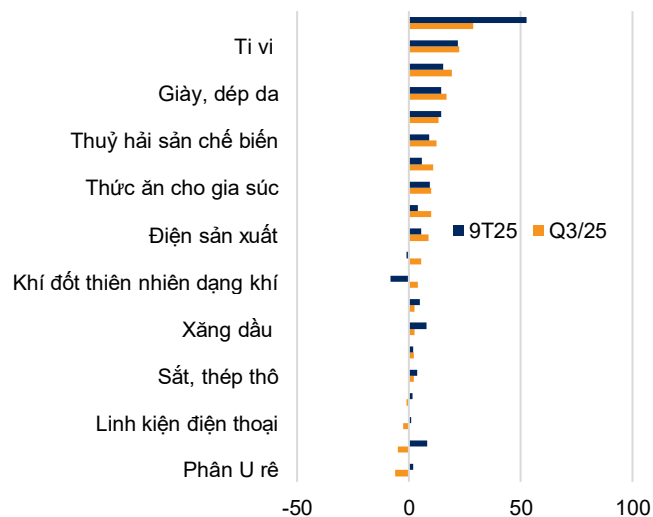
Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp trong 9T25



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Ngành dịch vụ duy trì đà tăng trưởng vững chắc

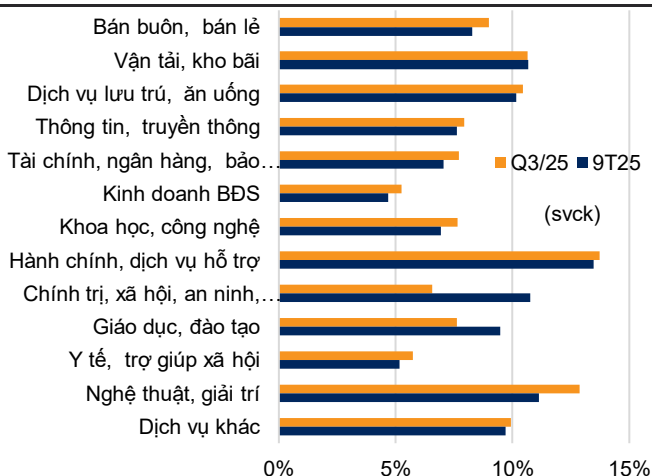
Ngành dịch vụ duy trì đà tăng trưởng vững chắc bất chấp tác động giảm dần của các chính sách hành chính tăng 8,6% svck trong Q3/25, chỉ thấp hơn so với mức 9,1% trong Q2/25. Đà tăng chậm lại chủ yếu phản ánh tác động suy giảm của các gói hỗ trợ một lần từ Chính phủ liên quan đến quá trình tái cơ cấu hành chính, vốn đã thúc đẩy kết quả tăng trưởng trong Q2. Các phân ngành dịch vụ công chủ chốt ghi nhận mức tăng trưởng chậm lại đáng kể, trong

đó quản lý nhà nước, quốc phòng và các hoạt động an ninh & xã hội tăng 6,55% svck (so với 15,5%), và giáo dục & đào tạo tăng 7,6% svck (sv 11,5%).

Trong khi đó, tiêu dùng trong nước tiếp tục duy trì tăng trưởng trong Q3/25, một phần được hỗ trợ bởi kỳ nghỉ lễ quốc gia. Cụ thể, giá trị gia tăng của ngành bán buôn và bán lẻ tăng 8,9% sv cùng kỳ trong Q3/25 (sv +7,9% trong 6T25). Động lực này được thúc đẩy bởi nhu cầu nội địa cải thiện, với tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 10,1% sv trong Q3/25 (sv +9% svck trong Q2/25). Đáng chú ý, riêng tháng 9/2025, tổng mức bán lẻ tăng 11,3% svck—mức tăng hàng tháng mạnh nhất trong 12 tháng qua—nhờ các hoạt động kỷ niệm 80 năm Quốc khánh Việt Nam.

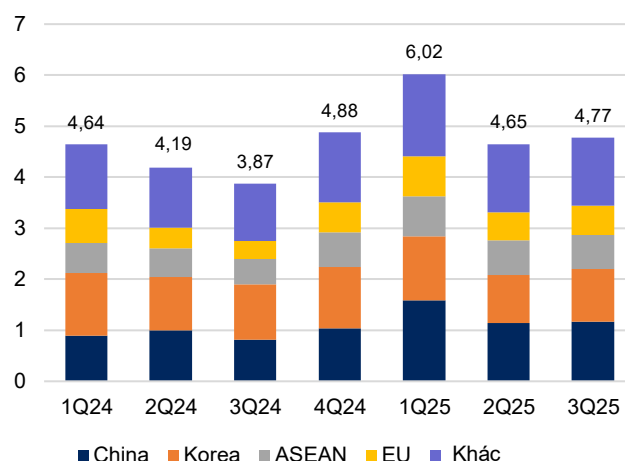
Bên cạnh đó, dù không phải mùa cao điểm, Việt Nam vẫn đón hơn 4,8 triệu lượt khách quốc tế trong Q3/25 (+2,7% sv cùng quý; +23,2% svck) nhờ kỳ nghỉ lễ quốc gia. Theo đó, tổng doanh thu từ dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch tăng 15,3%, đạt 239 nghìn tỷ đồng (9,1 tỷ USD) trong Q3/25. Đà tăng trưởng mạnh mẽ này đã thúc đẩy mức tăng giá trị gia tăng của các ngành liên quan đến du lịch trong Q3/25, bao gồm dịch vụ lưu trú & ăn uống (+10,46%) và nghệ thuật, giải trí & vui chơi (+12,9% svck).

Hình 6: Phần lớn phân ngành dịch vụ ghi nhận tăng trưởng cao trong Q3/25



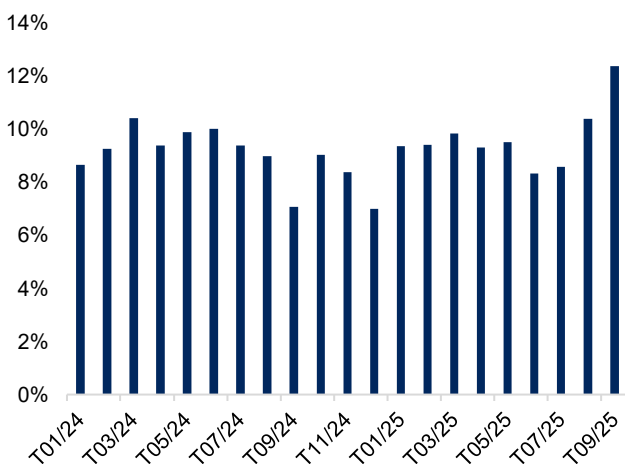
Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam (đơn vị: triệu lượt)



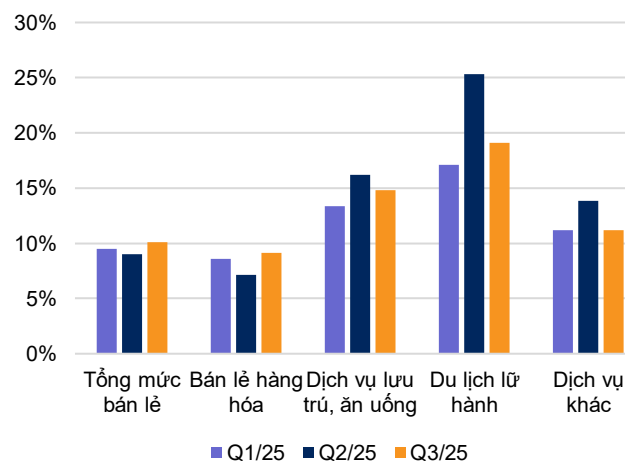
Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa & dịch vụ hàng tháng, svck



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ theo phân ngành



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Tâm lý tiêu dùng trong nước nhìn chung trong Q3/25 được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất thấp, lạm phát được kiểm soát, cùng các chính sách kích cầu tiêu dùng trong dịp nghỉ lễ toàn quốc. Trong 9T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 9,5%, cao hơn mức tăng 8,8% của 9T24, nhưng vẫn thấp hơn mức trước đại dịch COVID-19 và mục tiêu tăng trưởng bán lẻ khoảng 12% của Chính phủ.

Tăng trưởng tín dụng ghi nhận đà tăng mạnh trong Q3/25, đạt 13,4% lũy kế từ đầu năm tính đến cuối Q3/25 (sv mức 9,9% vào cuối Q2/25) và cao hơn đáng kể so với mức tăng 9,1% lũy kế cùng kỳ 9T24. **Đà tăng này đã hỗ trợ cải thiện bền vững ở một số ngành liên quan, đặc biệt là tài chính, ngân hàng và bảo hiểm**, với mức tăng 7,71% svck trong Q3/25 (sv +6,69% svck trong 6T25), cùng với bất động sản, ghi nhận tăng trưởng 5,24% svck trong Q3/25 (sv +4,34% svck trong 6T25).

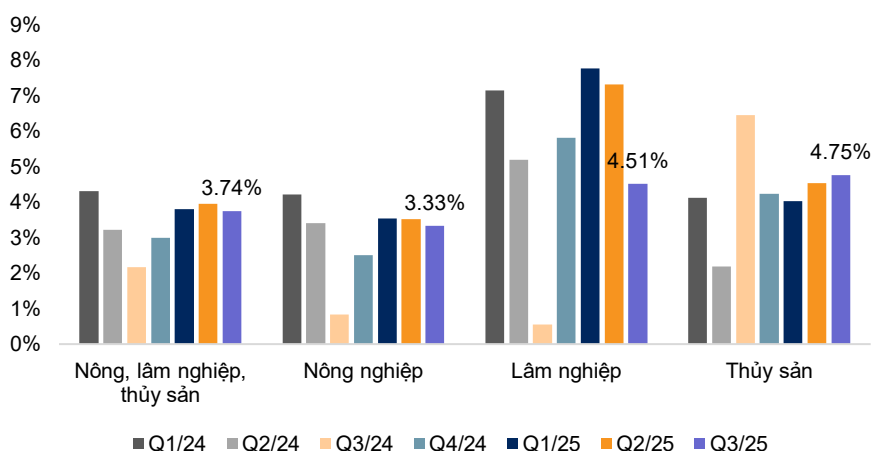
Khu vực nông, lâm, thủy sản tăng trưởng chậm lại do thời tiết bất lợi và dịch bệnh bùng phát

Ngành nông, lâm, thủy sản tăng 3,74% svck trong Q3/25, giảm so với mức 3,8% trong Q1/25, và mức 3,95% trong Q2/25, chủ yếu do chịu ảnh hưởng từ mùa bão lũ. Tuy nhiên, tác động tổng thể ít nghiêm trọng hơn so với cùng kỳ năm trước.

- Ngành lâm nghiệp chậm lại với +4,51% svck, so với mức +7,31% trước đó, do diện tích lớn rừng trồng bị ngập lụt, đặc biệt tại các tỉnh miền Bắc Việt Nam.
- Ngành nông nghiệp + 3,33% svck, thấp hơn so với mức +3,51% trong Q2, do dịch tả lợn châu Phi bùng phát gây thiệt hại cho các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ.
- Ngược lại, ngành thủy sản tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, với mức tăng đạt 4,75% svck, cao hơn so với +4% trong Q1/25 và +4,53% trong Q2/25, nhờ sản lượng nuôi trồng thủy sản gia tăng.

Trong 9T25, ngành nông, lâm, thủy sản tăng 3,8% svck, ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong giai đoạn bốn năm gần đây (2022–2025).

Hình 10: Tăng trưởng GDP ngành Nông, lâm, thủy sản



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

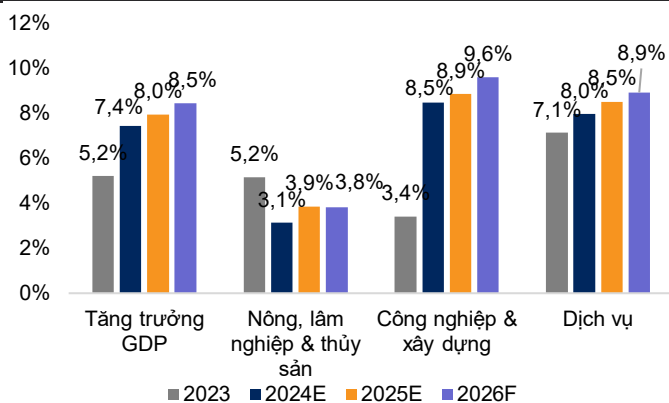
Triển vọng tăng trưởng được kỳ vọng duy trì tích cực

Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 lên 8%

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP đạt 8,2% svck ($\pm 0,3$ điểm %) trong Q4/25, được thúc đẩy bởi nền tảng kinh tế vĩ mô vững chắc và tốc độ giải ngân đầu tư công tăng tốc trong quý cuối năm. Đồng thời, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 của Việt Nam lên 8%, cao hơn mức 7,7% dự phóng trước đó.

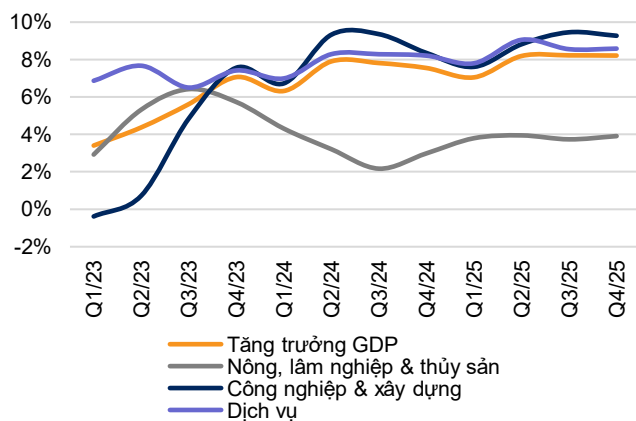
Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng mạnh mẽ sẽ được duy trì sang năm 2026, với dự phóng tăng trưởng GDP đạt 8,5% svck, hỗ trợ bởi nền tảng kinh tế vững chắc. Tuy nhiên, rủi ro vẫn hiện hữu từ: nhu cầu toàn cầu suy yếu do bất ổn chính sách thương mại của Mỹ, căng thẳng Mỹ–Trung leo thang, và bất ổn địa chính trị kéo dài. Dù vậy, kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng của Chính phủ nhằm hướng tới mục tiêu tăng trưởng GDP 10% có thể mang lại dư địa tích cực cho các dự phóng của chúng tôi.

Hình 11: Tăng trưởng GDP của Việt Nam theo năm



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Tăng trưởng GDP của Việt Nam theo quý



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Các dự phóng tăng trưởng của chúng tôi dựa trên các kỳ vọng như sau:

- **Động lực tăng trưởng sản xuất được dự báo sẽ chứng lại do triển vọng thương mại suy yếu.** Hoạt động xuất khẩu có thể tăng chậm do tác động từ các mức thuế quan của chính quyền Trump, triển vọng thương mại toàn cầu suy yếu, và việc Mỹ tăng cường kiểm soát hàng hóa trung chuyển. Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) đã hạ dự báo tăng trưởng sản lượng thương mại hàng hóa toàn cầu năm 2026 xuống 0,5%, so với mức ước tính 1,8% trước đó vào tháng 8/2025. WTO cũng dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu sẽ giảm từ 2,7% trong năm 2025, xuống mức 2,6% trong năm 2026, do tác động mờ dần của nhu cầu nhập khẩu chạy thuế, cùng với ảnh hưởng ngày càng rõ nét của các biện pháp thuế quan và bất định trong chính sách thương mại.
- **Song, dòng vốn FDI giải ngân ổn định sẽ nhiều khả năng hỗ trợ duy trì vững chắc cho hoạt động sản xuất.** Với mức thuế đối ứng 20%, Việt Nam hiện nằm trong nhóm các quốc gia có mức thuế thấp nhất tại châu Á và thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc. Khoảng cách thuế quan ngày càng lớn giữa Mỹ và Trung Quốc, cùng với các lợi thế cạnh tranh của Việt Nam—bao gồm chi phí lao động thấp, vị trí địa lý chiến lược và mạng lưới hiệp định thương mại tự do rộng khắp—tiếp tục củng cố sức hấp dẫn của Việt Nam như một địa điểm xuất khẩu ưu tiên. Trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu gia tăng, chúng tôi kỳ vọng những yếu tố này sẽ thúc đẩy nhanh quá trình dịch chuyển đầu tư và hoạt động sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam.

Nam, qua đó hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu và mở rộng sản xuất công nghiệp trong trung hạn.

- **Sự phục hồi của hoạt động xây dựng được thúc đẩy bởi tiến độ giải ngân đầu tư công tăng tốc và thị trường bất động sản khởi sắc trở lại.** Trước thềm cuối năm 2025, Chính phủ kỳ vọng hoàn thành 90% kế hoạch đầu tư công cả năm, tương ứng mức tăng khoảng 30% svck trong Q4/25. Giai đoạn 2026–2030, Bộ Tài chính dự kiến tổng vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước đạt khoảng 8.510 nghìn tỷ đồng (322 tỷ USD), tăng 156% so với giai đoạn 5 năm trước (2021–2025). Theo đó, tỷ lệ nợ công trên GDP có thể tăng lên khoảng 47%, so với mức hiện tại khoảng 34%. Việc cải thiện hạ tầng và tháo gỡ các vướng mắc pháp lý sẽ hỗ trợ đà phục hồi của thị trường bất động sản.
- **Đầu tư tư nhân tăng trưởng tích cực.** Nghị quyết số 68-NQ/T ban hành ngày 4/5/2025 đã định hướng chiến lược nhằm nâng khu vực kinh tế tư nhân, trở thành động lực trọng yếu của tăng trưởng kinh tế quốc gia. Cùng với quá trình tái cơ cấu bộ máy nhà nước và thúc đẩy mô hình hợp tác đầu tư công–tư (PPP), Nghị quyết 68 được kỳ vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ khu vực tư nhân trở thành một trong những trụ cột chính của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn tới.
- **Tiêu dùng nội địa được củng cố** nhờ sự mở rộng của tầng lớp thu nhập trung lưu tại Việt Nam, được củng cố bởi lạm phát được kiểm soát và chính sách tài khóa hỗ trợ và chính sách tiền tệ nới lỏng. Từ ngày 01/01/2026, mức lương tối thiểu vùng tăng 7,2% svck. Đồng thời, mức giảm trừ thuế thu nhập cá nhân sẽ tăng từ 11 triệu đồng lên 15,5 triệu đồng/tháng cho người nộp thuế; và từ 4,4 triệu đồng lên 6,2 triệu đồng/tháng cho mỗi người phụ thuộc. Những điều chỉnh này giúp giảm thu nhập chịu thuế và tăng thu nhập khả dụng, qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng. Tuy nhiên, các chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh cá thể có thể ảnh hưởng đến nhóm tiểu thương, trong khi các chuỗi bán lẻ lớn có khả năng hưởng lợi và phần nào bù đắp tác động này.
- **Rủi ro lạm phát và tỷ giá vẫn hiện hữu nhưng ở mức có thể kiểm soát.** Chúng tôi kỳ vọng áp lực tỷ giá sẽ giảm trong năm 2026, được hỗ trợ bởi chu kỳ nới lỏng chính sách của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed), khi thị trường đồng thuận dự báo sẽ có thêm hai đợt cắt giảm lãi suất trong năm nay và ít nhất một đợt trong năm 2026. Việt Nam được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ dòng vốn gián tiếp nước ngoài mạnh hơn nhờ 1) thị trường chứng khoán chính thức nâng hạng lên nhóm thị trường mới nổi thứ cấp (tham khảo thêm trong báo cáo [FTSE nâng hạng Việt Nam lên Thị trường mới nổi thứ cấp](#)) và 2) giải ngân FDI vững chắc, được thúc đẩy bởi lợi thế thương mại của quốc gia. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng chỉ số CPI bình quân của Việt Nam sẽ tăng khoảng 4%. Chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng có thể làm gia tăng áp lực lạm phát, tuy nhiên giá dầu thô toàn cầu được dự báo giảm sẽ phần nào giúp bù đắp áp lực này.
- Với những diễn biến trên, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì mặt bằng lãi suất ổn định ở mức hiện tại nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Chúng tôi nhận thấy một số rủi ro đối với dự phóng tăng trưởng, bao gồm:

- **Những bất định gia tăng trong chính sách thương mại của Mỹ** và căng thẳng giữa Mỹ và Trung Quốc theo thang, nhiều khả năng làm gia tăng rủi ro lạm phát và suy yếu nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ, qua đó ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và thương mại của Việt Nam.

- **Rủi ro lạm phát đình trệ tại Mỹ** có thể khiến Fed trì hoãn việc cắt giảm lãi suất, tác động đến khả năng điều hành tỷ giá và dự địa duy trì mặt bằng lãi suất thấp của NHNN Việt Nam.
- **Căng thẳng địa chính trị gia tăng** có thể gây gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, qua đó tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam. Những gián đoạn này cũng nhiều khả năng làm gia tăng áp lực lạm phát và biến động tỷ giá trong nước.

Hình 13: Các dự báo vĩ mô chính cho năm 2025-2026

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
GDP danh nghĩa	tỷ USD	310	334	347	366	413	434	476	518	567
Tăng trưởng GDP thực	% YoY	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	8,0	8,5
GDP bình quân đầu người	USD	3.222	3.441	3.534	3.704	4.148	4.323	4.717	5.094	5.554
Tăng trưởng XK	% YoY	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,4	15,5	13,0
Tăng trưởng NK	% YoY	11,8	6,9	3,7	26,7	8	-9,2	16,7	17,6	14,0
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,3	28,4	24,9	20,8	19,1
FDI thực hiện	tỷ USD	19,1	20,4	20	19,7	22,4	23,2	25,4	27,5	29,7
Tài khoản vãng lai	tỷ USD	5,8	12,2	15,1	-7,2	-1,1	25,8	28	20,7	22,7
Tài khoản vãng lai/GDP	% GDP	1,9	3,6	4,3	-2	-0,3	6	5,9	4,0	4,0
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	88	93	84	84,0	90,8
Dự trữ ngoại hối/GDP	% GDP	17,8	23,3	27,4	29,8	21,2	21,5	17,7	16,2	16,0
Dự trữ theo tháng NK	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,4	2,6	2,1	2,0
CPI (YoY, cuối năm)	% YoY	3,1	5,2	0,2	1,8	4,4	3,6	2,9	3,5	4,2
CPI (Bình quân)	% YoY	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,3	4,0
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,8	15,1	19,0	16,0
Dư nợ tín dụng/GDP	% GDP	103	106	114	123	124	132	136	144	152
Tăng trưởng M2	% YoY	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	12,5	12,3	16,0	14,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,25	6	4	4	4	4,5	4,5	4,5	4,5
LS tiền gửi 12 tháng bình quân	%	6,9	7	5,6	5,6	5,6	4,9	4,9	4,9	5,0
Lợi suất TPCP 10 năm	%	5,1	3,4	2,4	2,1	2,1	2,2	3,0	3,7	4,0
Tỷ giá liên ngân hàng cuối năm	VND/USD	23.175	23.173	23.098	22.826	22.826	24.267	25.485	26.400	26.950
Cán cân tài khóa	% GDP	2,2	2,9	2,9	3,4	3,4	3,9	3,0	3,8	4,0
Nợ công	% GDP	46,0	43,0	44,0	43,0	42,7	36,0	34,0	35,0	35-36

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, BTC

FDI bền vững và đầu tư công mạnh mẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

Vốn FDI 9T25 đạt mức cao kỷ lục

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), tổng vốn FDI thực hiện tháng 9/2025 đạt 3,5 tỷ USD (+89% sv tháng trước; +6,6% svck)—đạt mức cao thứ hai từ trước đến nay, chỉ sau 3,7 tỷ USD ghi nhận vào tháng 12/2024. Kết quả này nâng lũy kế vốn FDI giải ngân 9T25 lên 18,8 tỷ USD (+8,5% svck).

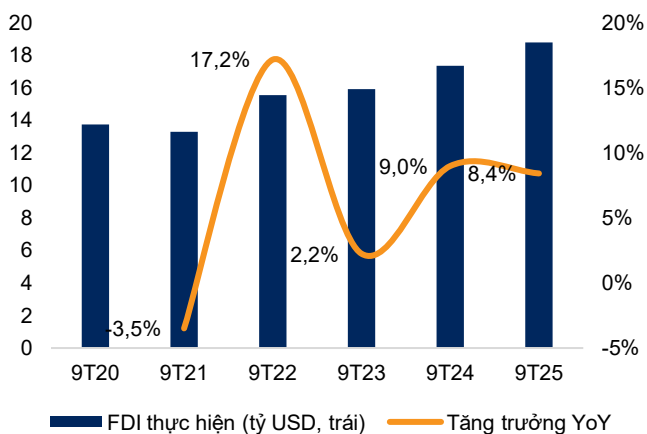
Trong khi đó, tổng vốn FDI đăng ký tháng 9/2025 đạt 2,4 tỷ USD (+17,1% sv tháng trước; -43,4% svck), một phần do mức cơ sở cao của cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, tổng vốn FDI đăng ký 9T25 vẫn ghi nhận tăng trưởng hai chữ số với +15,2% svck, đạt 28,5 tỷ USD. Mức tăng này chủ yếu đến từ vốn bổ sung của các dự án hiện hữu đạt 11,2 tỷ USD (+48,2% svck), trong khi vốn FDI đăng ký mới giảm 8,6% svck xuống 12,4 tỷ USD.

Tổng vốn FDI thực hiện và vốn FDI đăng ký 9T25 đều đạt mức cao nhất từ trước đến nay so với cùng kỳ.

Xét theo ngành, Chế biến chế tạo tiếp tục là ngành đóng vai trò chủ lực, thu hút 15,0 tỷ USD vốn FDI đăng ký, chiếm 63% tổng FDI đăng ký trong 9T25. Bất động sản đứng thứ hai với 5,2 tỷ USD (chiếm 21,8%), phần còn lại phân bổ vào các ngành khác. Cơ cấu này phù hợp với xu hướng Việt Nam từng bước nâng cấp lên chuỗi giá trị cao hơn, đặc biệt trong điện tử, linh kiện và các hoạt động phụ trợ trong chuỗi cung ứng.

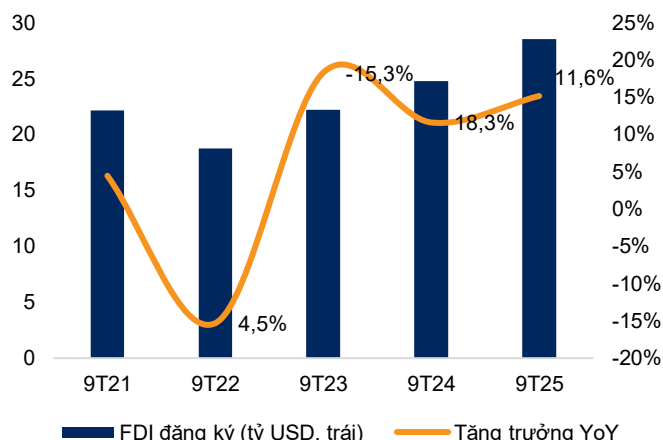
Xét theo đối tác đầu tư trong vốn đăng ký mới, Singapore dẫn đầu với 3,4 tỷ USD (chiếm 27,7%), theo sau là Trung Quốc (2,9 tỷ USD; 23,3%), Hồng Kông (1,1 tỷ USD; 8,5%) và Thụy Điển (1,0 tỷ USD; 8,1%).

Hình 14: Dòng vốn FDI thực hiện



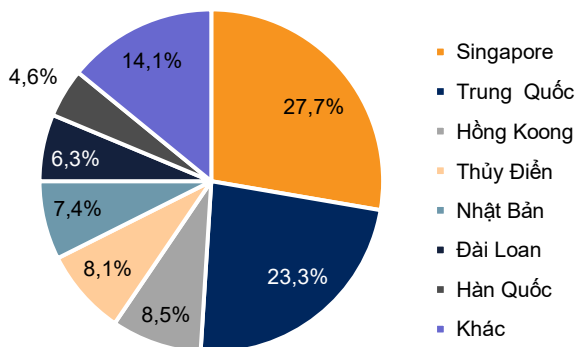
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Dòng vốn FDI đăng ký



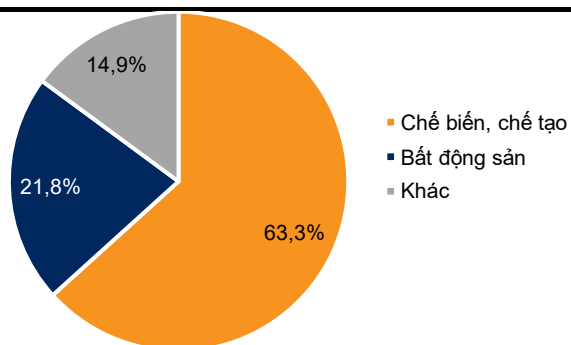
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Singapore đứng đầu về vốn FDI đăng ký mới trong 9T25



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Sản xuất thu hút vốn FDI đăng ký lớn nhất trong 9T25



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Dù bất ổn toàn cầu có thể ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư nước ngoài, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì mạnh mẽ trong năm tới. Động lực này được hỗ trợ bởi khoảng cách thuế quan ngày càng lớn giữa Mỹ và Trung Quốc, cùng với các lợi thế cạnh tranh của Việt Nam—bao gồm chi phí lao động thấp, vị trí địa lý chiến lược và mạng lưới hiệp định thương mại tự do (FTA) rộng khắp—sẽ tiếp tục củng cố sức hút của Việt Nam như một cơ sở sản xuất—xuất khẩu ưu tiên trong khu vực. Trong bối cảnh bảo hộ thương mại toàn cầu gia tăng, chúng tôi cho rằng các yếu tố này sẽ thúc đẩy quá trình dịch chuyển đầu tư và sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu và mở rộng công nghiệp trong trung hạn.

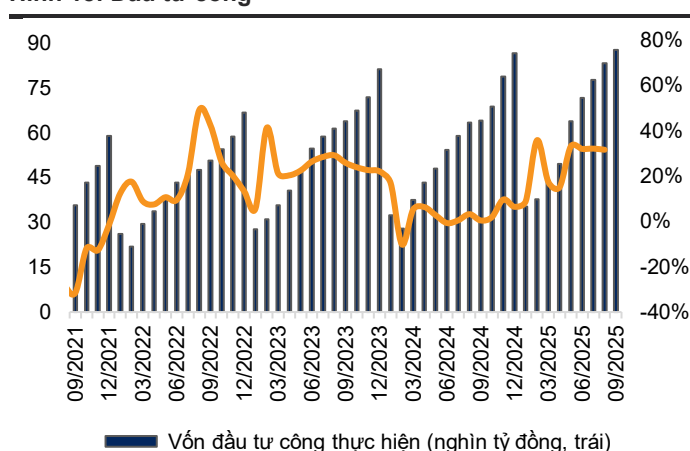
Đầu tư công 9T25 đạt 56% kế hoạch năm

Vốn đầu tư công thực hiện trong tháng 9/2025 đạt 87,6 nghìn tỷ đồng (3,3 tỷ USD), nâng tổng vốn đầu tư công thực hiện 9T25 lên 550,1 nghìn tỷ đồng (20,8 tỷ USD), tăng 27,9% svck, cao hơn đáng kể so với mức tăng 2,5% svck của 9T24. Như vậy, vốn đầu tư công thực hiện 9T25 đã hoàn thành 55,7% kế hoạch năm, nhỉnh hơn mức 55,1% của cùng kỳ 2024, cho thấy khối lượng vốn đầu tư còn lại cho Q4/25 còn rất lớn.

Trong khi đó, theo Bộ Tài chính (MoF), giải ngân đầu tư công tăng mạnh 43,1% svck, đạt 440,4 nghìn tỷ đồng (16,7 tỷ USD), hoàn thành 50% kế hoạch của Thủ tướng, cao hơn mức 45,3% của 9T24.

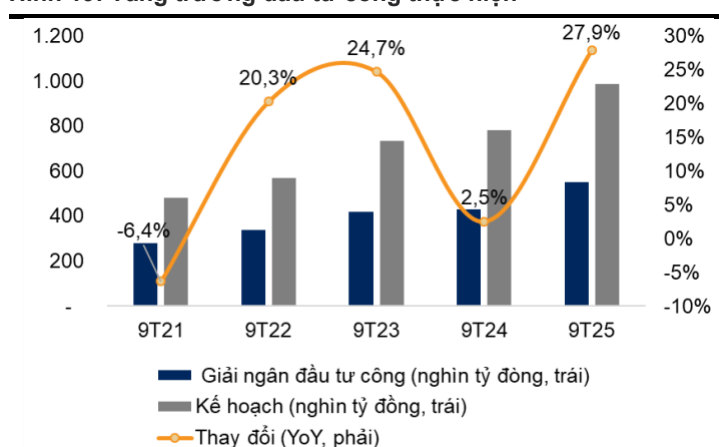
Trong giai đoạn 2026–2030, Bộ Tài chính dự kiến tổng vốn đầu tư từ NSNN sẽ đạt khoảng 8.510 nghìn tỷ đồng (322 tỷ USD), trong đó 8.310 nghìn tỷ đồng (315 tỷ USD) dành cho đầu tư công. Kế hoạch này ghi nhận tăng 156% so với kế hoạch 5 năm 2021–2025 trước đó, với khoảng 3.300 nghìn tỷ đồng (126 tỷ USD). Theo đó, tỷ lệ nợ công/GDP dự kiến tăng trung bình 2,6 điểm % mỗi năm, từ mức hiện tại khoảng 34% GDP lên 47% vào năm 2030, thấp hơn mức trần nợ công là 60%. Đáng chú ý, Chính phủ dự kiến giới hạn số lượng dự án dưới 3.000 dự án, nhằm tập trung nguồn vốn cho các công trình hạ tầng trọng điểm, qua đó nâng cao hiệu quả đầu tư thay vì phân tán nguồn lực cho nhiều dự án nhỏ lẻ.

Hình 18: Đầu tư công



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Tăng trưởng đầu tư công thực hiện



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Danh sách các dự án đầu tư công và hợp tác công tư trọng điểm

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Kế hoạch tiến độ xây dựng									
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031-2035
I. Cao tốc & đường vành đai											
12 dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn 2	146.990										
Vành đai 3 TP.HCM	75.378										
Vành đai 4 thủ đô Hà Nội	85.813										
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	44.691										
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuật	22.000										
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	17.800										
Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu	10.000										
Cao tốc Bắc Nam phía Tây, đoạn Gia Nghĩa- Chơn Thành	25.540										
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	19.600										
Vành đai 4 TP.HCM (giai đoạn 1)	122.774										
II. Đường sắt cao tốc & đường sắt đô thị											
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1.713.548										
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng (kết nối với Trung Quốc)	295.220										
Bến Thành - Tham Lương (đường sắt đô thị TP.HCM)	47.800										
Nam Thăng Long - Trần Hưng Đạo (đường sắt đô thị Hà Nội)	35.588										
Ga Hà Nội - Hoàng Mai (đường sắt đô thị Hà Nội)	40.500										
III. Cảng biển											
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (gồm 7 giai đoạn)*	113.532										
IV. Sân bay quốc tế											
Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	114.500										
Tổng	2.931.274										
Ghi chú:											

Ghi chú: ■ Đang xây dựng ■ Kế hoạch

Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Thu ngân sách Nhà nước 9T25 đạt 98% kế hoạch năm

Theo Bộ Tài chính, tổng thu ngân sách Nhà nước 9T25 đạt khoảng 1.926 nghìn tỷ đồng (73,0 tỷ USD), tăng 30,5% svck, tương ứng 97,9% kế hoạch năm 2025. Kết quả ấn tượng này đến từ việc triển khai hiệu quả các chính sách tài khóa và tiền tệ hỗ trợ doanh nghiệp, kích thích tăng trưởng kinh tế và gia tăng nguồn thu. Công tác quản lý thu cũng được siết chặt, bao gồm mở rộng cơ sở thuế, nâng cao giám sát đối tượng và nguồn thu, đồng thời đẩy mạnh chuyển đổi số trong quản lý thuế.

- Trong đó, thu nội địa ước đạt 1.653,2 nghìn tỷ đồng (62,6 tỷ USD), chiếm 85% tổng thu, tăng 35,1% svck, tương ứng 99,1% kế hoạch năm. Theo TCTK, thu từ lĩnh vực bất động sản cải thiện nhờ thị trường BĐS phục hồi, tăng trưởng kinh tế vững chắc, đẩy nhanh đầu tư công thực thi hiệu quả Luật Đất đai 2024 cùng Chỉ thị 124/CĐ-TTg. Bên cạnh đó, thuế TNDN cũng ghi nhận kết quả khả quan khi doanh nghiệp đã hoàn tất 4/5 kỳ nộp thuế, và doanh thu từ chuyển nhượng BĐS gia tăng.
- Thu từ hoạt động xuất nhập khẩu đạt 234,6 nghìn tỷ đồng (9,6 tỷ USD), tăng 13,0% svck, tương ứng 99,8% kế hoạch năm.
- Ngược lại, thu từ dầu thô đạt 37,1 nghìn tỷ đồng (1,4 tỷ USD), giảm 15,9% svck, tương ứng 69,7% kế hoạch năm, do giá dầu giảm theo thị trường thế giới.

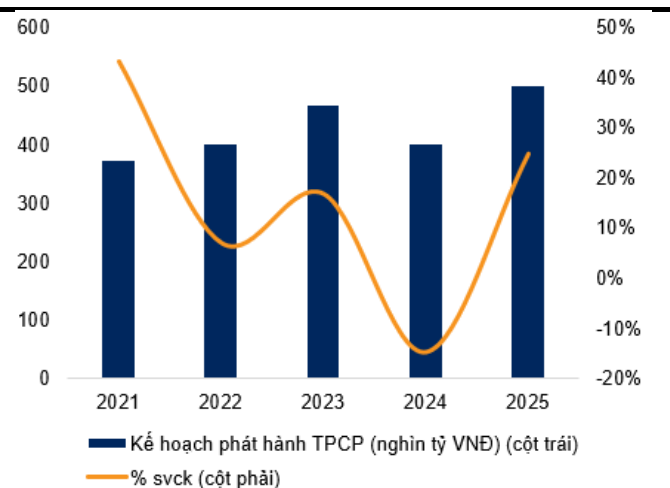
Ở chiều ngược lại, tổng chi ngân sách Nhà nước 9T25 đạt 1.635 nghìn tỷ đồng (61,9 tỷ USD), tăng 31,4% svck, tương ứng 63,4% kế hoạch năm. Trong đó, chi thường xuyên chiếm 68% tổng chi NSNN, đạt 1.113 nghìn tỷ đồng (45,5 tỷ USD), tăng 29,9% svck, tương ứng 69,7% kế hoạch năm. Đáng chú ý, chi đầu tư phát triển tăng mạnh 43,1% svck, đạt 440,4 nghìn tỷ đồng (16,7 tỷ USD), tương ứng 55,7% kế hoạch năm. Trong khi đó, chi trả nợ và lãi vay giảm 3,3% svck, còn 75,6 nghìn tỷ đồng (2,9 tỷ USD), tương ứng 68,4% kế hoạch năm.

Hình 21: Ngân sách nhà nước

Đơn vị: nghìn tỷ đồng	9T25	% sv KH	% YoY
Tổng thu NSNN	1.926,0	97,9%	30,5%
Thu nội địa	1.653,2	99,1%	35,1%
Thu từ dầu thô	37,1	69,7%	15,9%
Thu từ hoạt động XNK	234,6	99,8%	13,0%
Tổng chi NSNN	1.634,8	63,4%	31,4%
Chi thường xuyên	1.113,0	69,7%	29,9%
Chi đầu tư, phát triển	440,4	55,7%	43,1%
Chi trả nợ lãi	75,6	58,4%	-3,3%
Cán cân tài khóa	291,2		

Nguồn: Bộ Tài Chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Phát hành TPCP (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Nhờ đó, ngân sách Nhà nước 9T25 ghi nhận thặng dư 291,2 nghìn tỷ đồng (11,0 tỷ USD). Ngày 06/07/2025, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Công điện số 104/CĐ-TTg, yêu cầu ngân sách Nhà nước năm 2025 phấn đấu vượt tối thiểu 20% so với kế hoạch năm nhằm tăng dự trữ để hỗ trợ mở rộng chi tiêu tài khóa.

Trong 9T25, theo Bộ Tài chính, khối lượng phát hành TPCP đạt 238,7 nghìn tỷ đồng (9,4 tỷ USD), tương ứng 47,7% tổng kế hoạch năm là 500 nghìn tỷ đồng (19,7 tỷ USD).

Thương mại tích cực trước tác động thuế quan

Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại 17,8 tỷ USD trong 9T25

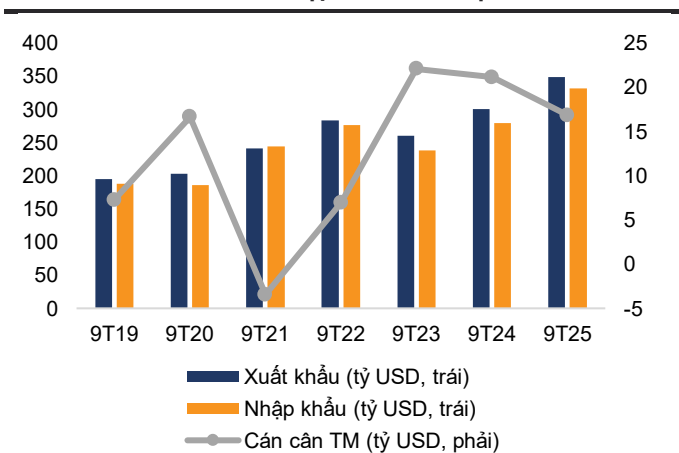
Theo Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu tháng 9/2025 đạt 42,7 tỷ USD (-1,7% sv tháng trước; +24,7% svck) và nhập khẩu đạt 39,8 tỷ USD (+0,4% sv tháng trước; +24,9% svck). Kết quả cho thấy hoạt động thương mại vẫn duy trì sức bật, dù đã trải qua tròn một tháng dưới tác động của chính sách thuế quan mới. Lũy kế 9T25, xuất khẩu đạt 348,7 tỷ USD (+16,0% svck) và nhập khẩu đạt 332 tỷ USD (+18,8% svck), ghi nhận thặng dư thương mại đạt 17,8 tỷ USD, so với 21,1 tỷ USD trong 9T24.

Xuất khẩu duy trì ổn định dù không còn nhu cầu nhập khẩu chạy thuế

Xuất khẩu tháng 9/2025 tăng 24,7% svck, thậm chí cao hơn mức ghi nhận ba tháng trước, khi nhu cầu tích trữ hàng tồn kho tăng mạnh trong thời gian Mỹ hoãn áp thuế 90 ngày. Chính sách thuế quan rõ ràng hơn—với mức thuế áp cho Việt Nam (trung bình khoảng 20%) vẫn tương đối cạnh tranh so với các đối tác thương mại khác—đã giúp một số doanh nghiệp Việt Nam gia tăng đơn hàng xuất khẩu quốc tế. Theo báo cáo tháng 9/2025 của S&P Global, đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục giảm, song tốc độ giảm đã chậm lại, đạt mức yếu nhất trong chu kỳ giảm kéo dài 11 tháng vừa qua.

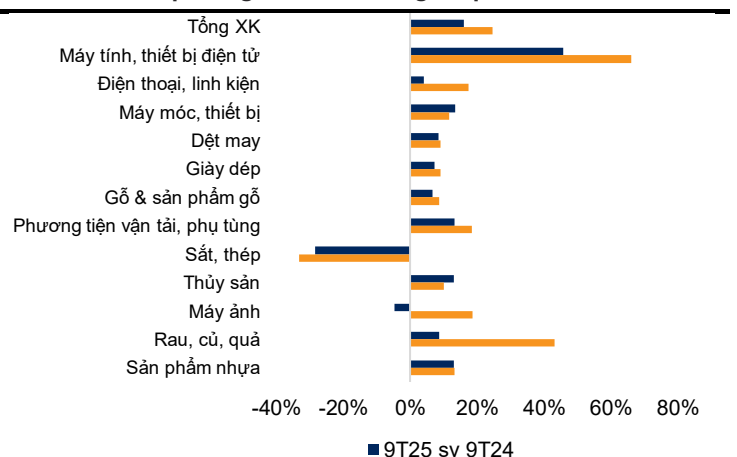
Sức mạnh xuất khẩu phần lớn đến từ khu vực FDI, chiếm gần 70% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, dù các doanh nghiệp nội địa phải đối mặt với nhiều áp lực hơn để thích ứng với bối cảnh thuế quan thay đổi. Xuất khẩu khu vực FDI tăng mạnh 38,6% svck trong T9/25 và +18,8% svck trong 9T25, được thúc đẩy bởi việc dịch chuyển sản xuất và đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam, qua đó củng cố vị thế của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Ngược lại, xuất khẩu khu vực doanh nghiệp nội địa tiếp tục chững lại, giảm 8,5% svck trong T9/25, ghi nhận tháng giảm thứ 5 liên tiếp.

Hình 23: Tình hình xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Các mặt hàng xuất khẩu có giá trị lớn nhất



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Xét theo nhóm hàng xuất khẩu chủ lực trong 9T25, Hàng điện tử, máy tính & linh kiện (77,5 tỷ USD; +45,9% svck) và Máy móc, thiết bị, dụng cụ & phụ tùng (43 tỷ USD; +13,5% svck) tăng mạnh; trong khi Điện thoại & linh kiện (43,6 tỷ USD; +4,1% svck), Dệt may (29,7 tỷ USD; +8,6% svck) và Giày dép (16,1 tỷ USD; +7,4% svck) tăng nhẹ.

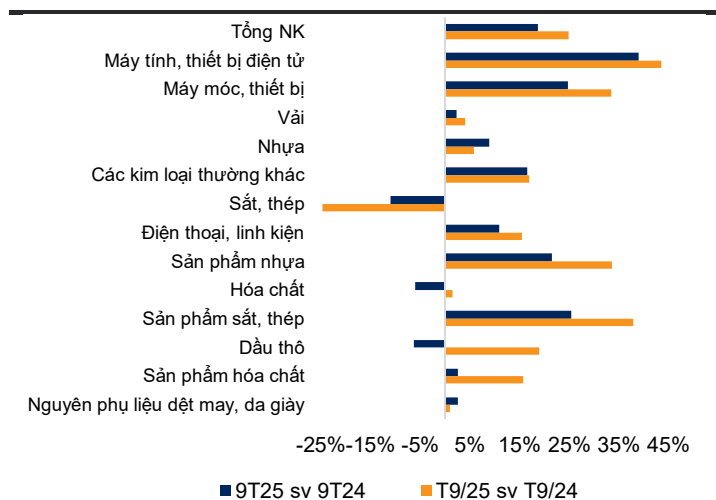
Về thị trường, Mỹ tiếp tục là điểm đến xuất khẩu lớn nhất với 112,8 tỷ USD (+27,7% svck), mang lại thặng dư thương mại 99,1 tỷ USD (+28,3% svck). EU đứng thứ hai với thặng dư 28,8 tỷ USD (+11,8% svck), theo sau là Nhật Bản với 1,5 tỷ USD (-26,2% svck). Ở chiều ngược lại, Việt Nam ghi nhận nhập siêu lớn nhất với Trung Quốc (84,8 tỷ USD; +40,2% svck), Hàn Quốc (23,0 tỷ USD; +2,4% svck) và ASEAN (10,6 tỷ USD; +65,4% svck).

Nhập khẩu phục vụ sản xuất duy trì mạnh trong 9T25; hàng tiêu dùng tiếp tục phục hồi

Nhập khẩu tháng 9/2025 đạt 39,8 tỷ USD (+0,4% sv tháng trước; +24,9% svck), đà tăng cho thấy phản ánh nhập khẩu vẫn duy trì vững chắc, phản ánh nhu cầu cao đối với nguyên vật liệu đầu vào phục vụ sản xuất xuất khẩu và tiêu dùng nội địa. Lũy kế 9T25, nhập khẩu đạt 314,3 tỷ USD, tăng 18,8% svck, chủ yếu đến từ hàng hóa phục vụ sản xuất với tổng giá trị 311,2 tỷ USD, chiếm 93,8% tổng kim ngạch nhập khẩu. Trong đó, máy móc, thiết bị, dụng cụ & phụ tùng chiếm 52,5%; và nguyên vật liệu, nhiên liệu & đầu vào chiếm 41,3%. Hàng tiêu dùng đạt 20,7 tỷ USD, tương đương 6,2% tổng kim ngạch nhập khẩu.

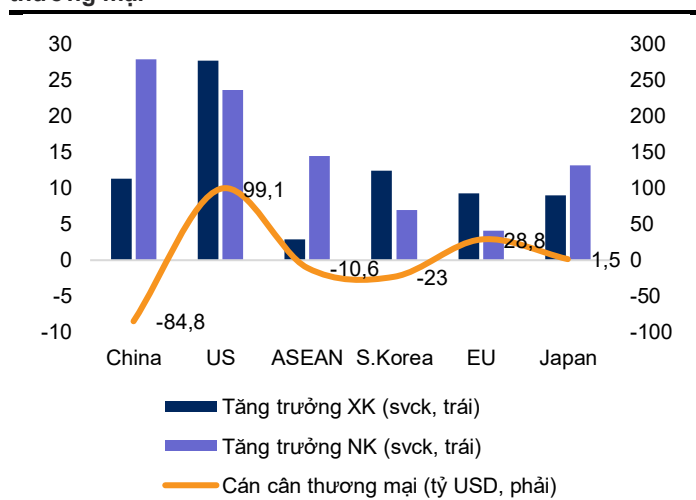
Trong 9T25, năm nhóm hàng nhập khẩu lớn nhất là: Máy vi tính, sản phẩm điện tử & linh kiện (110,0 tỷ USD; +39,0% svck); Máy móc, thiết bị, dụng cụ & dụng cụ (44,3 tỷ USD; +24,7% svck); Vải (11,3 tỷ USD; +2,3% svck); Sản phẩm từ chất dẻo (9,4 tỷ USD; +8,9% svck); và Điện thoại & linh kiện (8,2 tỷ USD; +11% svck).

Hình 25: Các mặt hàng nhập khẩu có giá trị lớn nhất



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Hoạt động xuất nhập khẩu 9T25 theo đối tác thương mại



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Được thúc đẩy bởi kết quả thương mại khả quan trong Q3/25 cùng tác động từ các cú sốc thuế quan thấp hơn dự kiến, chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng xuất-nhập khẩu năm 2025, lên lần lượt +15,5% svck (từ 12,0%) và +17,6% svck (từ 16,0%), qua đó ước tính thặng dư thương mại đạt 20,8 tỷ USD (so với ước tính 16,5 tỷ USD trước đó).

Khuôn khổ thuế quan được thống nhất giữa Việt Nam và Mỹ đã củng cố vị thế của Việt Nam như một trung tâm sản xuất chiến lược tại châu Á, với mức thuế 20% cạnh tranh cho hàng hóa có xuất xứ Việt Nam—thấp hơn đáng kể so với mức 55% của Trung Quốc và mức của các nước khác trong cùng khu vực. Vị thế thuế quan thuận lợi cùng với triển vọng FDI tích cực, được hỗ trợ bởi lợi thế cạnh tranh dài hạn của Việt Nam sẽ tiếp tục hỗ trợ triển vọng thương mại chung trong thời gian tới.

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo hoạt động thương mại nhiều khả năng sẽ chững lại nhẹ trong Q4/25 và xuyên suốt năm 2026, phản ánh tác động rõ nét hơn từ 1) chính sách thuế thời Trump, 2) sự giám sát chặt chẽ hơn của Mỹ đối với hàng hóa trung chuyển, 3) bối cảnh thương mại toàn cầu suy yếu do căng thẳng Mỹ–Trung leo thang, và 4) bất ổn địa chính trị kéo dài.

Trong Báo cáo Triển vọng và Thống kê Thương mại Toàn cầu mới nhất, Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) đã điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng khối lượng thương mại hàng hóa toàn cầu năm 2026 xuống 0,5%, từ mức 1,8% (ước tính 8T25) trước đó. WTO cũng dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu giảm từ 2,7% năm 2025 xuống 2,6% năm 2026. Trong khi đó, IMF dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu đạt 3,1% năm 2026, giảm nhẹ so với mức 3,2% của năm 2025.

Lạm phát và áp lực tỷ giá tăng trong tầm kiểm soát

CPI tháng 9 tăng do giá thực phẩm điều chỉnh

CPI Việt Nam trong T9/25 tăng 0,42% sv tháng trước, tăng 3,38% svck và bình quân tính từ đầu năm đến nay đạt 3,61%. Đà tăng chủ do giá dịch vụ giáo dục ngoài công lập và lương thực thực phẩm tăng. Cụ thể:

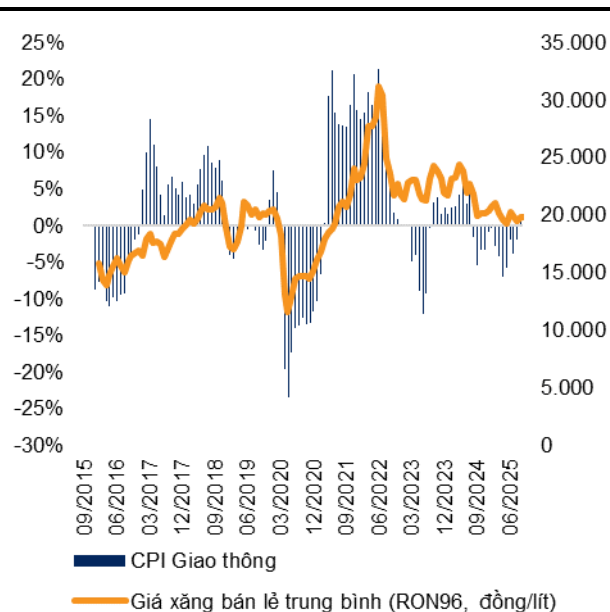
- Nhóm Giáo dục tăng 2,22%, đóng góp 0,14 điểm % vào mức tăng CPI chung, chủ yếu do điều chỉnh học phí tại các trường tư thục cho năm học 2025–2026. Giá các mặt hàng phục vụ học tập cũng tăng theo nhu cầu vào mùa tựu trường.
- Nhóm Hàng ăn & dịch vụ ăn uống tăng 0,41%, đóng góp 0,14 điểm % vào CPI chung. Trong đó: giá thực phẩm tăng 0,49% (đóng góp 0,11 điểm %); ăn uống ngoài gia đình tăng 0,39% nhờ nhu cầu tiêu dùng dịp Quốc khánh và mùa lễ Vu Lan. Ngược lại, giá lương thực giảm nhẹ 0,01%, hỗ trợ bởi chỉ số giá gạo giảm 0,13%.

Hình 27: CPI Việt Nam tăng 3,38% svck trong T9/25

	Weight (%)	MoM	YoY	9M25 avg. (YoY)
CPI	100%	0,42%	3,38%	3,27%
Thực phẩm	33,56%	0,41%	2,06%	3,30%
Lương thực	3,67%	-0,01%	-0,72%	0,69%
Thực phẩm	21,28%	0,49%	1,93%	3,59%
Ăn uống ngoài gia đình	8,61%	0,39%	3,57%	3,72%
Đồ uống	2,73%	0,12%	2,35%	2,21%
May mặc	5,70%	0,07%	1,41%	1,26%
Nhà ở, điện nước, chất đốt & VLXD	18,82%	0,41%	6,87%	6,14%
Đồ dùng gia đình	6,74%	0,10%	1,69%	1,63%
Dịch vụ y tế	5,39%	0,03%	12,62%	13,48%
Giao thông	9,67%	0,58%	1,46%	-2,90%
Bưu chính	3,14%	0,04%	-0,62%	-0,47%
Giáo dục	6,17%	2,22%	3,24%	1,81%
Du lịch	4,55%	-0,13%	1,84%	1,97%
Khác	3,53%	0,22%	2,88%	5,37%
Lạm phát cơ bản	100%	0,20%	3,18%	3,19%

Nguồn: NSO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Giá xăng dầu giảm giúp hạ nhiệt lạm phát



Nguồn: NSO, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, lạm phát bình quân tính từ đầu năm đến nay đạt 3,3%, thấp hơn ngưỡng mục tiêu 4,5–5,0% của Chính phủ. **Chúng tôi duy trì dự báo lạm phát bình quân cả năm ở mức 3,3% svck.**

Về dự báo năm tới, áp lực lạm phát dự kiến tiềm ẩn từ các yếu tố: 1) giá điện, nước, than có thể điều chỉnh để phản ánh tiệm cận chi phí sản xuất; 2) giá vật liệu xây dựng leo thang do đẩy mạnh đầu tư công; 3) nhu cầu nội địa tăng dưới chính sách tài khóa mở rộng; và 4) những bất ổn địa chính trị kéo dài.

Tuy vậy, chúng tôi vẫn duy trì dự báo lạm phát thấp hơn mục tiêu 4,5% của Chính phủ. Chúng tôi kỳ vọng các rủi ro này sẽ được bù đắp bởi diễn biến ổn định của nhóm Lương thực & thực phẩm (chiếm 36% rổ CPI) và triển vọng giá dầu thô toàn cầu giảm. Theo dự báo mới nhất vào tháng 10/2025 của EIA (Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ), giá Brent giao ngay trung bình được dự báo ở mức 68,6 USD/thùng trong năm 2025 và 52,2 USD/thùng trong năm 2026—tương đương mức giảm 24% svck, nhờ nguồn cung dồi dào và tồn kho dầu toàn cầu đang cải thiện rõ rệt.

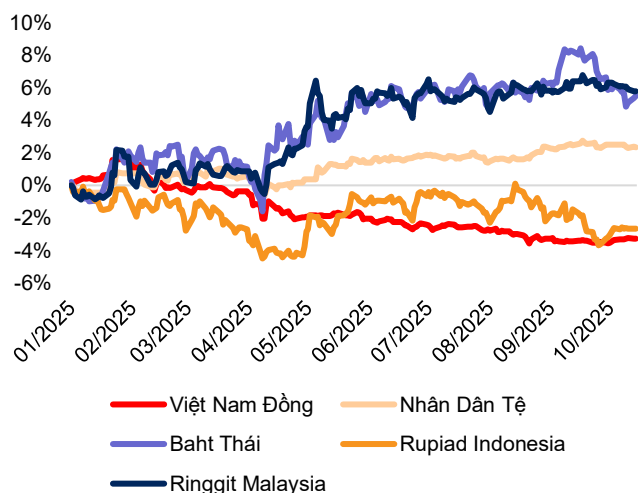
Tỷ giá: Fed hạ lãi suất giúp giảm áp lực ngoại tệ

Chỉ số DXY phục hồi sau cuộc họp Fed tháng 9

Với việc Fed hạ lãi suất vào ngày 19/09, chỉ số DXY đã phục hồi sau khi chạm mức thấp nhất trong năm 2025 ngay trước và sau quyết định này. Động thái cắt giảm lãi suất đã được thị trường phản ánh trước đó, song kỳ vọng về chu kỳ nói lỏng chính sách tiếp theo của Mỹ vẫn mang tính thận trọng.

Hình 29: Hiệu suất của một số đồng tiền so với USD

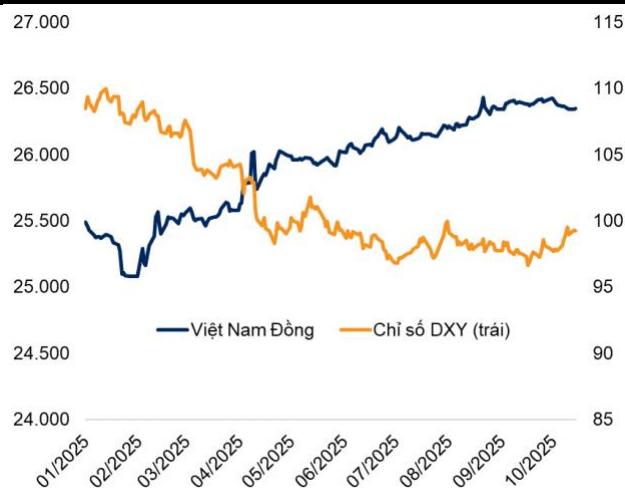
Dữ liệu ngày 14/10/2025



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Tỷ giá USD/VND so với chỉ số Dollar (DXY)

Dữ liệu ngày 14/10/2025



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Đồng USD được hỗ trợ bởi triển vọng kinh tế Mỹ tích cực vượt kỳ vọng, cùng với nhu cầu trú ẩn gia tăng trong bối cảnh căng thẳng chính trị leo thang. Trong cuộc họp tháng 9, Fed đã nâng dự báo tăng trưởng GDP lên lần lượt 1,6% (2025) và 1,8% (2026), so với mức tương ứng 1,4% và 1,6% trước đó. Tỷ lệ thất nghiệp được dự báo giảm về mức 4,4% vào năm 2026 và 4,3% năm 2027, từ mức 4,5% trong năm 2025. Dự báo lạm phát không thay đổi, với PCE toàn phần ở mức 3,0% và PCE lõi ở mức 3,1% vào cuối năm 2025—cho thấy rằng rằng lạm phát nhiều khả năng duy trì trên mục tiêu 2% của Fed đến hết 2027.

Ngoài ra, Chính phủ Mỹ đã chính thức đóng cửa hơn hai tuần kể từ ngày 01/10/2025 đã làm gián đoạn việc công bố các dữ liệu kinh tế quan trọng về thị trường lao động và lạm phát, qua đó có khả năng khiến các quyết sách tiếp theo của Fed chậm lại.

Trong khi đó, các đồng tiền chủ chốt khác tiếp tục chịu áp lực đã củng cố sức mạnh tương đối của đồng USD. Đồng Euro suy yếu do bất ổn chính trị tại Pháp,

trong khi đồng Yên Nhật chịu áp lực khi chính quyền mới tiếp tục duy trì lập trường nói lỏng tiền tệ.

Áp lực tỷ giá gia tăng, song đã hạ nhiệt sau động thái can thiệp của NHNN

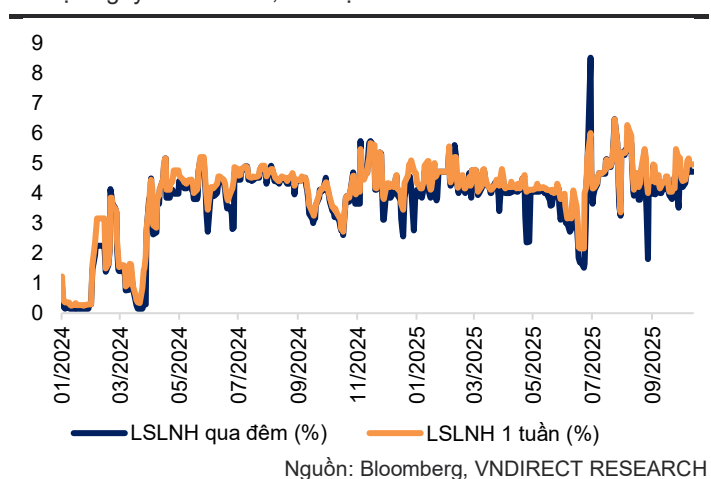
Tỷ giá USD/VND đã vượt mốc 25.400 ngay sau cuộc họp tháng 9 của Fed. Trước diễn biến này, NHNN thông báo bán USD kỳ hạn 180 ngày có huỷ ngang với giá 26.550 VND/USD cho các ngân hàng đang ở trạng thái thiếu hụt USD. Đây là lần bán ngoại tệ thứ hai của NHNN sau đợt bán đầu tiên khoảng 1,6 tỷ USD vào cuối tháng 8. Đồng thời, NHNN đã hút ròng khoảng 42,4 nghìn tỷ đồng (1,6 tỷ USD) qua kênh OMO trong nửa đầu tháng 10, đẩy lãi suất liên ngân hàng qua đêm lên ngưỡng 4,5%–5,0% và thu hẹp chênh lệch lãi suất VND/USD.

Sau động thái can thiệp, tỷ giá USD/VND đã giảm về quanh mức 26.350 dù chỉ số DXY tiếp tục tăng. Tính đến ngày 14/10/2025, tỷ giá USD/VND ở mức 26.350, tương đương mức mất giá 3,5% sv đầu năm của VND so với USD.

Cho tới cuối năm 2025, áp lực tỷ giá vẫn là yếu tố cần theo dõi. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ được điều hành ổn định quanh vùng hiện tại (tương đương mức mất giá 3,5% sv đầu năm). Theo công cụ CME FedWatch, xác suất Fed cắt giảm lãi suất vào tháng 10 là 95% và tháng 12 là 83%, qua đó đưa lãi suất điều hành của Mỹ về vùng 3,5%–3,75%. Chu kỳ chính sách tiền tệ nói lỏng sẽ giúp hạ nhiệt đà tăng của DXY và thu hẹp chênh lệch lãi suất theo hướng có lợi cho VND, qua đó hạn chế nhu cầu đầu cơ và găm giữ ngoại tệ. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung USD sẽ cải thiện về cuối năm, nhờ các yếu tố như việc chính thức nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam, dòng vốn FDI giải ngân mạnh mẽ, thặng dư thương mại mở rộng, cùng sự gia tăng theo mùa của lượng kiều hối vào dịp cuối năm.

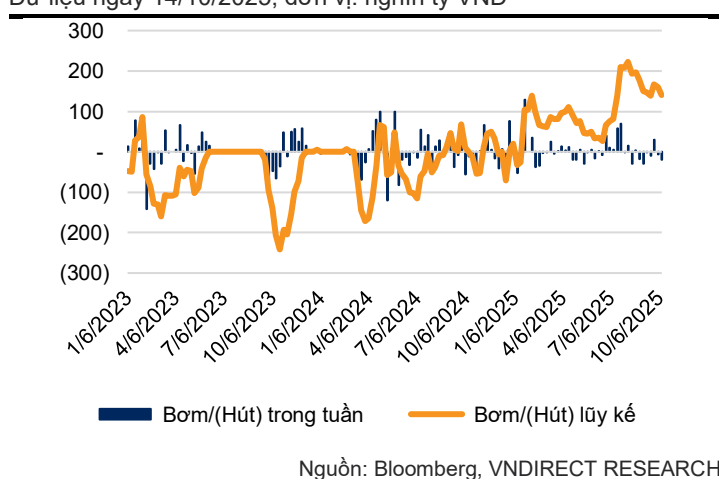
Hình 31: Lãi suất liên ngân hàng ổn định trong T9/25 nhờ thanh khoản dồi dào

Dữ liệu ngày 14/10/2025, đơn vị: %



Hình 32: NHNN hút ròng trong qua kênh OMO

Dữ liệu ngày 14/10/2025, đơn vị: nghìn tỷ VND



Chính sách tiền tệ: Lãi suất ổn định, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Theo Ngân hàng Nhà nước (NHNN), tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế đạt 13,4% sv đầu năm tính đến cuối T9/2025. Dự kiến, tăng trưởng tín dụng nhiều khả năng đạt 19–20% vào cuối năm, với dòng vốn tiếp tục ưu tiên cho sản xuất, kinh doanh, các ngành trọng điểm và các chương trình tín dụng định hướng.

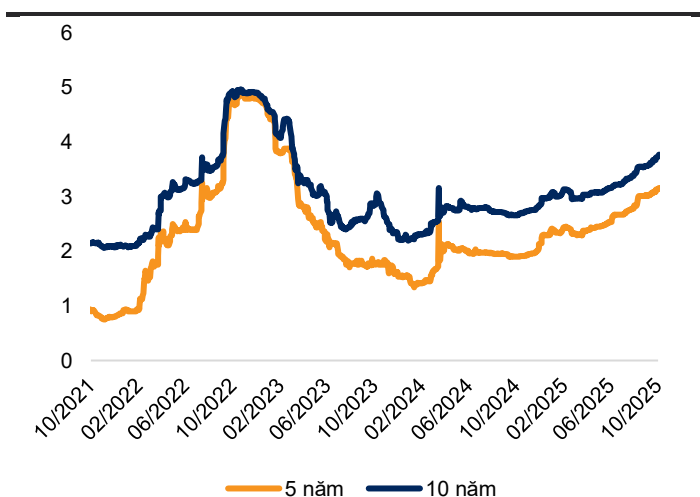
Trên thị trường OMO, NHNN bơm ròng 33 nghìn tỷ đồng (1,37 tỷ USD) trong nửa cuối tháng 9 giúp hỗ trợ thanh khoản hệ thống, sau đó hút ròng 52 nghìn tỷ đồng (1,97 tỷ USD) trong nửa đầu tháng 10 nhằm hấp thụ VND dư thừa và giảm áp lực mất giá đồng nội tệ. Tính đến ngày 15/10, NHNN đã bơm ròng 132 nghìn

tỷ đồng (5 tỷ USD) sv đầu năm, so với chỉ 26 nghìn tỷ đồng (993 triệu USD) cả năm 2024. Điều này phản ánh khả năng điều tiết linh hoạt của NHNN và cam kết duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng, đảm bảo thanh khoản hệ thống và hỗ trợ mở rộng tín dụng giữa bối cảnh nhu cầu vốn tăng mạnh toàn nền kinh tế.

Tính đến ngày 10/10, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại trong danh sách theo dõi của chúng tôi duy trì ở mức 4,78%/năm, tương đối ổn định trong ba tháng vừa qua. Tại nhóm ngân hàng thương mại Nhà nước, lãi suất không đổi ở mức 1,9%/kỳ hạn 3 tháng và 4,67%/kỳ hạn 12 tháng. Đối với nhóm ngân hàng tư nhân, lãi suất 12 tháng ở mức 4,9%, trong khi lãi suất 3 tháng tăng nhẹ 4 điểm cơ bản sv cùng tháng, lên mức 3,47%. Mức tăng chủ yếu tập trung tại các ngân hàng nhỏ, phản ánh áp lực ngày càng tăng buộc một số ngân hàng phải đảm bảo nguồn vốn đáp ứng các yêu cầu thanh khoản theo quy định.

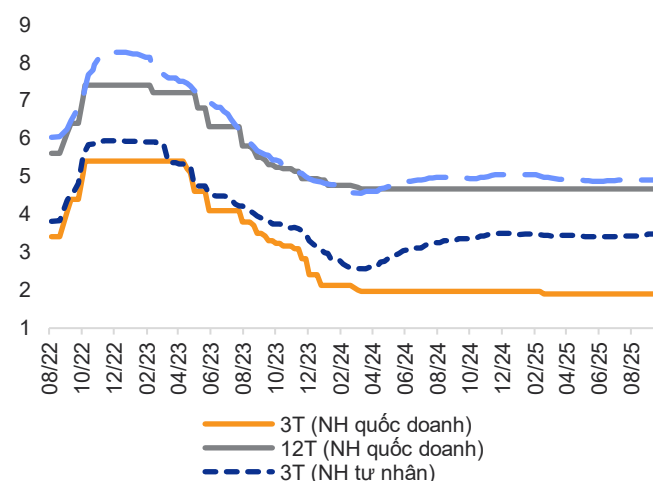
Việc Fed nhiều khả năng hạ lãi suất xuống 3,5%–3,75% vào cuối năm 2025 được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt căng thẳng tỷ giá, qua đó tạo dư địa cho NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Theo đó, chúng tôi giữ nguyên nhận định rằng lãi suất huy động sẽ ổn định trên diện rộng tại các ngân hàng, có thể ghi nhận tăng nhẹ tại một số ngân hàng chịu áp lực thanh khoản do nhu cầu tín dụng cao vào cuối năm.

Hình 33: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Lãi suất huy động của nhóm ngân hàng tư nhân ở ngưỡng 4,9%/năm



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích

Email: Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>