

Triển vọng kinh tế 2H2025

Biến “Thách thức” thành “Động lực”

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhdt@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh
Chuyên viên vĩ mô
linhpp@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang
Chuyên viên vĩ mô
trangnt6@kbsec.com.vn

Một số dự báo chính của KBSV về kinh tế Việt Nam trong năm 2025:

23/07/2025

- 1) Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2025 lên 7.6 – 7.8% (so với dự báo 6% trước đó theo kịch bản Việt Nam chịu thuế đối ứng 46%), với kỳ vọng Chính phủ sẽ biến thách thức bên ngoài thành động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng khu vực trong nước thông qua định hướng nới lỏng chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó, Chúng tôi lưu ý rủi ro từ khả năng Mỹ áp thuế 40% với hàng “trung chuyển” qua Việt Nam. Nếu Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa cao (>50%), xuất khẩu và dòng vốn FDI vào Việt Nam có thể suy giảm mạnh trong ngắn hạn. Tuy vậy, về dài hạn, sức ép này có thể tạo cú hích thúc đẩy doanh nghiệp FDI dịch chuyển thêm công đoạn sản xuất sang Việt Nam để đáp ứng quy tắc xuất xứ, từ đó nâng cao giá trị gia tăng và khả năng tự chủ của nền kinh tế Việt Nam.
- 2) Duy trì dự báo lạm phát bình quân ở mức 4% cho cả năm 2025, nằm trong mục tiêu lạm phát 4.5% mà Chính phủ đề ra. Mặc dù chịu ảnh hưởng từ áp lực tỷ giá, giá heo dự kiến quay trở lại xu hướng tăng vào quý 4/2025 và việc điều chỉnh tăng giá điện trong tháng 5/2025, dự báo lạm phát sẽ được kiểm soát tốt nhờ kỳ vọng giá cả lương thực, giá xăng dầu và các loại hàng hóa khác dự báo giảm nhẹ hoặc duy trì ở mức cân bằng ổn định.
- 3) Tỷ giá có thể vẫn căng thẳng ở một vài thời điểm trong quý 3 khi (1) việc đẩy mạnh xuất khẩu trong thời gian hoãn thuế (KNXK quý 2 +20% YoY), trong khi chỉ số PMI dưới mức 50 trong 3 tháng gần nhất sẽ gây áp lực tăng trưởng trong quý 3 do thiếu vắng các đơn hàng; (2) mùa các doanh nghiệp chuyển lợi nhuận về nước; (3) dòng FDI giải ngân mới có thể chậm lại nếu triển vọng thuế quan sau 1/8 không như kỳ vọng. Tuy nhiên, về giai đoạn cuối năm tỷ giá USD/VND kỳ vọng sẽ hạ nhiệt, dự báo tỷ giá năm 2025 tăng không vượt quá 4% YoY.
- 4) Lãi suất cho vay nhiều khả năng đã tạo đáy nhưng được dự báo sẽ tiếp tục đi ngang ở vùng hiện tại, phù hợp với chính sách nới lỏng của Chính phủ. Lãi suất huy động của các ngân hàng tư nhân, đặc biệt là các ngân hàng có quy mô nhỏ có thể tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm để tối ưu chi phí vốn và phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng.

Nội dung	I. Tóm tắt tổng quan	3
	II. Tăng trưởng GDP	4
	1. Tăng trưởng GDP 1H2025	4
	2. Dự báo	7
	III. Lạm phát	12
	1. Lạm phát 1H2025	12
	2. Dự báo	13
	IV. Tỷ giá	15
	1. Tỷ giá 1H2025	15
	2. Dự báo	17
	V. Lãi suất	19
	1. Lãi suất 1H2025	19
	2. Dự báo	21

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) 1H2025 tăng 7.52% so với cùng kỳ năm trước, là mức cao nhất của nửa đầu năm trong giai đoạn 2011-2025. Trong đó, mức tăng trưởng tích cực được đóng góp bởi cả ba khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản; khu vực công nghiệp, xây dựng và khu vực dịch vụ.

Chúng tôi điều chỉnh mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 lên 7.6 – 7.8% (so với dự phóng 6% trước đó theo kịch bản Việt Nam chịu thuế đối ứng 46%), với kỳ vọng Chính phủ sẽ tập trung thúc đẩy các động lực tăng trưởng của khu vực trong nước thông qua định hướng nới lỏng chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ.

Bảng 1. Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2025

KBSV dự báo				
	Đơn vị	Kỳ dự báo Tháng 1/2025	Kỳ dự báo Tháng 4/2025	Kỳ dự báo Tháng 7/2025
Tăng trưởng GDP	% YoY	7.00	6.00	7.60 – 7.80
Lạm phát bình quân	% YoY	4.00	4.00	4.00
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	16.00	16.00	18-20
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân	%/năm	5.38	5.5-6	5.5-6
Tỷ giá	VND	26,000	26,500	26,500

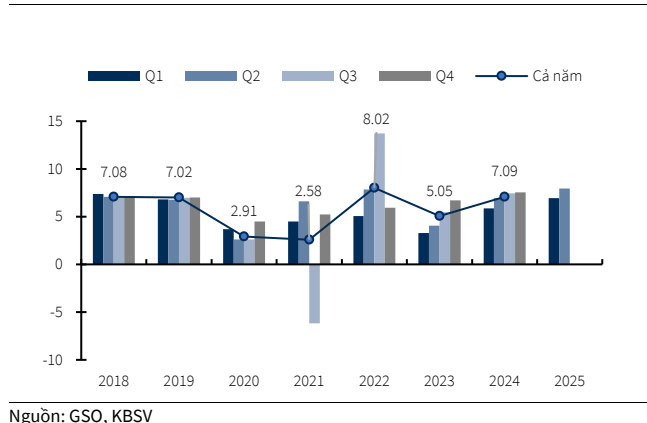
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

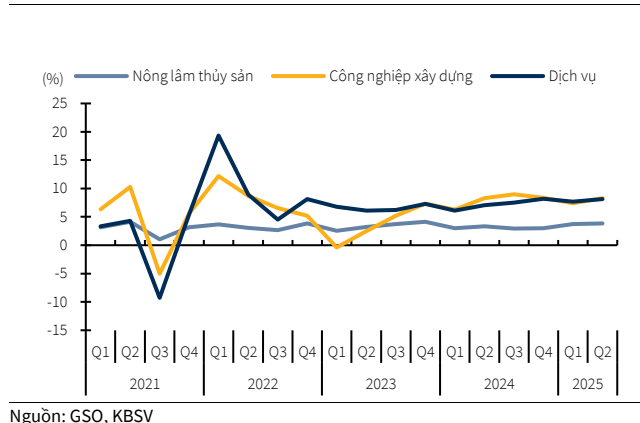
Tăng trưởng GDP 1H2025 – Kết quả tăng trưởng ấn tượng

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) 1H2025 tăng 7.52% so với cùng kỳ năm trước, là mức cao nhất của nửa đầu năm trong giai đoạn 2011-2025. Trong đó, mức tăng trưởng tích cực được đóng góp bởi cả ba khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản; khu vực công nghiệp, xây dựng và khu vực dịch vụ.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng GDP theo quý (%YoY)



Biểu đồ 2. Tăng trưởng GDP theo khu vực



Xét từ phía cầu, tiêu dùng và đầu tư duy trì xu hướng tích cực trong Quý 2/2025

Tiêu dùng hồi phục tuy nhiên vẫn chưa đạt mức tăng trưởng trước Covid

Sự phục hồi và mở rộng của nhu cầu chi tiêu và du lịch nội địa trong 6 tháng đầu năm đã đóng góp tích cực vào mức tăng trưởng của tổng mức bán lẻ. Trong quý II/2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 1,713.8 nghìn tỷ đồng, tăng 0.6% so với quý trước và tăng 9.0% YoY. Tính chung 6T2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 3,416.8 nghìn tỷ đồng, tăng 9.3% YoY, thấp hơn so với giai đoạn trước Covid 11 – 13%.

Vốn đầu tư tăng trưởng tích cực đến từ cả động lực trong và ngoài nước

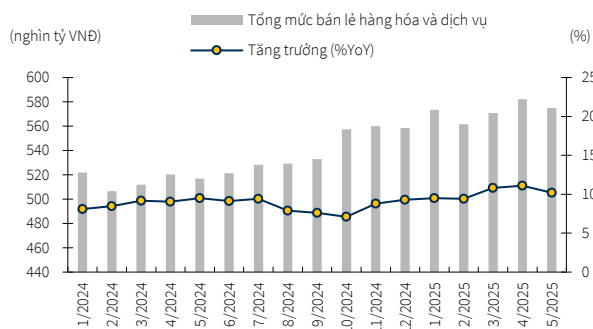
Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội quý II/2025 đạt 921.5 nghìn tỷ đồng, tăng 10.5% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 6T2025, đạt 1,591.9 nghìn tỷ đồng, tăng 9.8%.

Trong nước, giải ngân vốn đầu tư công quý II/2025 tăng tốc nhờ bộ máy nhà nước

hoàn thành công tác sắp xếp trong quý I/2025, tạo thuận lợi cho việc tháo gỡ thủ tục, giải phóng mặt bằng và đẩy nhanh tiến độ các dự án trọng điểm. Bên cạnh đó, thời tiết thuận lợi cũng hỗ trợ thi công đúng kế hoạch, góp phần nâng hiệu quả giải ngân. Tổng vốn đầu tư công giải ngân quý II/2025 (theo Bộ Tài Chính) đạt 189,4 nghìn tỷ đồng, tăng 141% QoQ. Tính chung 6T2025, đạt 268.1 nghìn tỷ đồng, đạt 32.5% kế hoạch Thủ tướng giao.

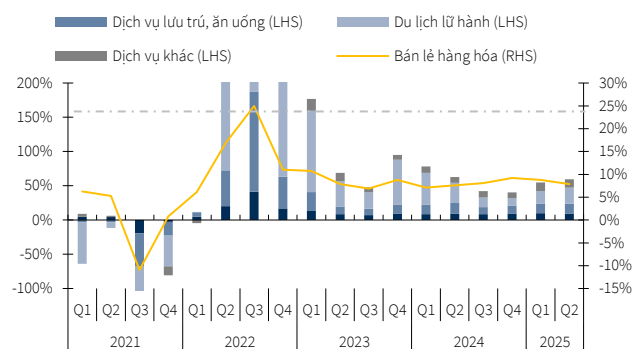
Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam ghi nhận những con số ấn tượng, bất chấp những lo ngại đỉnh điểm của Tradewar 2.0. Trong đó, mức tăng trưởng ấn tượng trong 6T2025 đến từ các đối tác như Hàn Quốc (+2x YoY), Trung Quốc (+96% YoY), Nhật Bản (+24% YoY), ngược lại dòng vốn từ Singapore ghi nhận mức giảm 21% YoY. Tính chung trong quý II/2025, tổng vốn FDI đăng ký đạt 10.54 tỷ USD, giảm nhẹ 4% QoQ và tăng 16.85% YoY; vốn FDI thực hiện đạt 6.76 tỷ USD, tăng 36.3% QoQ và 8.86% YoY. Trong 6T2025, tổng vốn FDI đăng ký đạt 21.52 tỷ USD, tăng 32.6% YoY; vốn FDI thực hiện đạt 11.72 tỷ USD, tăng 8.1% YoY.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ



Nguồn: GSO, KBSV

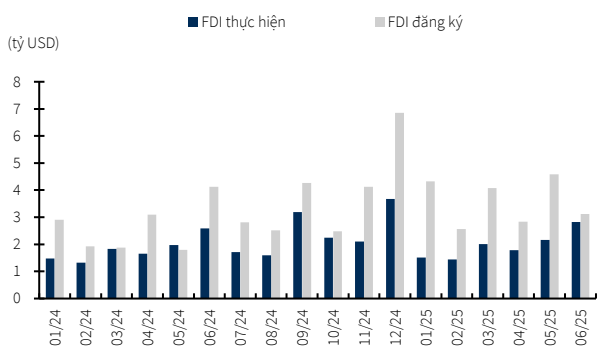
Biểu đồ 4. Tăng trưởng theo từng thành phần



Nguồn: GSO, KBSV

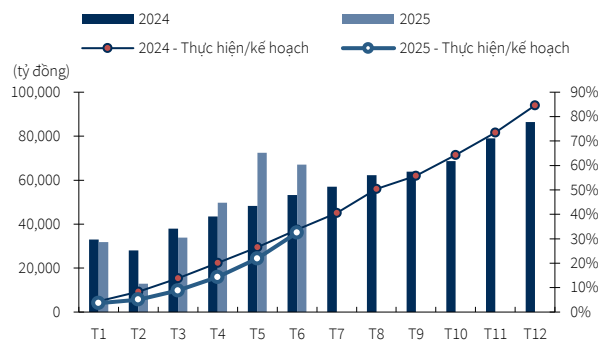
Tăng trưởng doanh thu dịch vụ lữ hành Q2/Q3/Q4 năm 2022 lần lượt là 324% YoY/3831%YoY/231%YoY

Biểu đồ 5. Tổng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 6. Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp, xây dựng và khu vực dịch vụ tiếp tục đà tăng trưởng

Khu vực dịch vụ đạt mức tăng trưởng ấn tượng

Khu vực dịch vụ trong Quý II/2025 ghi nhận mức tăng trưởng 8.46%, đóng góp 51.18% vào tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế. Trong 6T2025, khu vực dịch vụ ghi nhận mức tăng trưởng 8.14%, đóng góp 52.21%. Sự gia tăng nhu cầu tiêu dùng, đi lại trong các dịp lễ tết và lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng mạnh đã thúc đẩy hoạt động thương mại và dịch vụ, góp phần quan trọng vào mức tăng trưởng tích cực của khu vực này. Trong 6T2025, lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt 10.1 triệu lượt người, tăng 20.7% so với cùng kỳ.

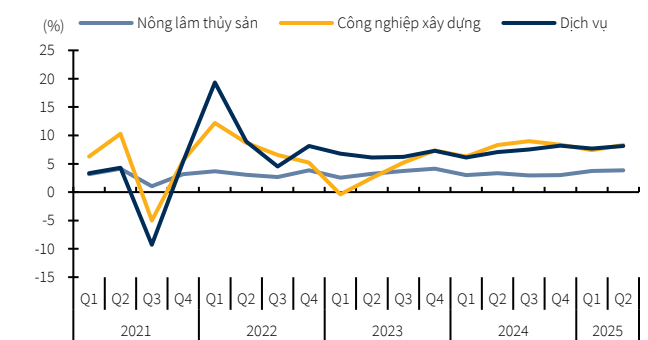
Khu vực công nghiệp và xây dựng nổi bật đà tăng trưởng mạnh mẽ

Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục khởi sắc trong quý II/2025 với giá trị toàn ngành công nghiệp tăng 8.97%YoY, đóng góp 43.63% vào tăng trưởng chung của nền kinh tế. Trong 6T2025, khu vực công nghiệp và xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng 8.33%, đóng góp 42.20%. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo duy trì vai trò là động lực chính với mức tăng 10.11% YoY.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản duy trì tăng trưởng, đáp ứng nhu cầu tiêu dùng trong nước và phục vụ xuất khẩu

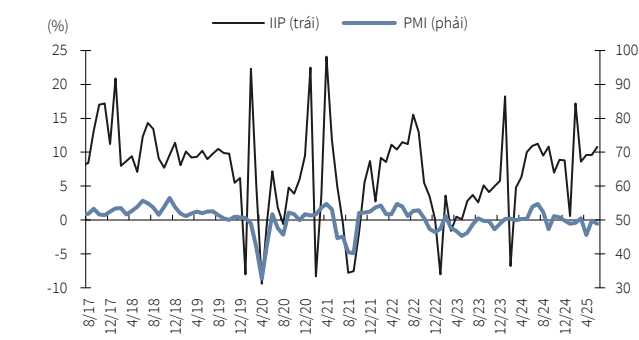
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng trong quý II/2025 đạt 3.89%, đóng góp 5.19% vào mức tăng tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế. Trong 6T2025, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản ghi nhận mức tăng trưởng 3.84%, đóng góp 5.59%.

Biểu đồ 7. Tăng trưởng GDP theo thành phần



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 8. Chỉ số IIP và PMI



Nguồn: GSO, KBSV

Dự báo tăng trưởng GDP

Điều chỉnh dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 đạt 7.6-7.8%

Chúng tôi điều chỉnh mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 lên 7.6 – 7.8% (so với dự phóng 6% trước đó theo kịch bản Việt Nam chịu thuế đối ứng 46%), với kỳ vọng Chính phủ sẽ tập trung thúc đẩy các động lực tăng trưởng nội địa, đặc biệt là đầu tư công, kích cầu tiêu dùng và đẩy mạnh tăng trưởng của khu vực doanh nghiệp tư nhân.

Rủi ro cần theo dõi, chúng tôi lưu ý về rủi ro đối với mức thuế 40% mà Tổng thống Donald Trump đã tuyên bố sẽ áp với hàng “trung chuyển” qua Việt Nam. Trong kịch bản Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa đối với Việt Nam ở mức cao (trên 50%), điều này sẽ gây suy giảm đáng kể trong ngắn hạn đối với xuất khẩu, dòng vốn FDI vào Việt Nam. Tuy vậy, về dài hạn, sức ép này có thể tạo cú hích thúc đẩy doanh nghiệp FDI dịch chuyển thêm công đoạn sản xuất sang Việt Nam để đáp ứng quy tắc xuất xứ, từ đó nâng cao giá trị gia tăng và khả năng tự chủ của nền kinh tế Việt Nam.

Đầu tư công - Đẩy nhanh các dự án lớn và tháo gỡ nút thắt pháp lý

Kết quả giải ngân vốn đầu tư công trong Quý 2/2024 đạt 189.4 nghìn tỷ đồng, tăng 141% QoQ, phản ánh những nỗ lực của Chính phủ trong việc “Xoay chuyển trụ cột tăng trưởng” hướng đến các động lực trong nước.

Trong 2H2025, chúng tôi duy trì quan điểm kỳ vọng việc giải ngân đầu tư công tiếp tục đạt kết quả tích cực, kỳ vọng năm 2025 giải ngân đầu tư công sẽ đạt mức 80 - 90% kế hoạch thủ tướng giao, nhờ: (1) các dự án lớn đi vào đầu tư như Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành, các tuyến metro ở Hà Nội và TP.HCM (bảng 2); (2) Chính phủ đặt ra những nhóm chính sách giúp giải quyết các vướng mắc của công tác giải ngân đầu tư công trong giai đoạn trước (bảng 3)

Bảng 2. Các dự án đầu tư công trọng điểm

	Dự án	Trước 2024	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Sau 2030
Cao tốc	Cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 1)									
	Cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 2)									
	Đường vành đai HCM No.3									
	Đường vành đai Hà Nội No.4									
	Đường vành đai Hà Nội No.5									
	Đường vành đai HCM No.4									
	Cao tốc Quy Nhơn - Pleiku									
	Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu									
	Đường cao tốc Bắc Kạn - Cao Bằng									
Đường sắt	Đường sắt Bắc Nam									
	Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Quảng Ninh (kết hợp với Trung Quốc)									
	Tuyến Metro Bến Thành - Tham Lương									
Cảng	Cảng Quốc tế Cần Giờ									
	Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng									
	Trung tâm Logistic Cai Mép									
Sân Bay	Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)									

Nguồn: KBSV tổng hợp

Bảng 3. Nhóm chính sách giúp tháo gỡ các vướng mắc pháp lý trong công tác Đầu tư công

Nhóm chính sách	Nội dung cụ thể	Chi tiết triển khai
1 Mục tiêu & Định hướng	Duy trì tỷ lệ giải ngân cao Đặt trọng tâm vào 3 đột phá chiến lược: Thể chế, Nhân lực, Hạ tầng	Mục tiêu giải ngân >95% kế hoạch; ưu tiên cao tốc, sân bay Long Thành, vành đai 3 TP.HCM, vành đai 4 Hà Nội. Quyết tâm đẩy mạnh, hướng tới thúc đẩy động lực tăng trưởng chính từ Đầu tư công
2 Chính sách về Vốn	Tăng vốn ngân sách đầu tư công	Tổng vốn NSNN cho đầu tư công 2025 là 875 nghìn tỷ đồng/năm (kế hoạch Bộ Tài Chính) ; tăng 40% so với năm 2024
3 Đẩy nhanh thủ tục pháp lý	Phân cấp thẩm quyền phê duyệt dự án Tách GPMB thành tiểu dự án	Giao địa phương, UBND tỉnh tự quyết định phê duyệt dự án dưới 10,000 tỷ đồng. Những dự án trên 10,000 tỷ đồng phải được đưa lên Thủ tướng phê duyệt Mục tiêu: Rút gọn những thủ tục pháp lý cho những dự án quy mô vừa và nhỏ (<10,000 tỷ đồng) Tách công tác GPMB cho dự án A (nhóm lớn) thành dự án độc lập nhóm B và C (Nghị quyết 55/2022/QH15) Mục tiêu: không phải chờ đến khi đề xuất đầu tư tổng thể được phê duyệt → GPMB thực hiện sớm, tránh ảnh hưởng đến tiến độ chung
4 Thúc đẩy đầu tư PPP (Hợp tác đầu tư công)	Ưu đãi cho các dự án PPP Áp dụng trở lại hợp đồng BT Tín dụng thuận lợi hơn	Nâng tỷ lệ vốn ngân sách nhà nước từ 50% lên 70% cho các dự án hạ tầng ưu tiên Bãi bỏ hạn mức về quy mô vốn đầu tư tối thiểu để thực hiện dự án PPP Bãi bỏ yêu cầu kinh nghiệm đối với nhà đầu tư PPP Tiếp tục áp dụng loại hợp đồng BT thanh toán bằng tiền và thanh toán bằng quỹ đất NHNN khuyến khích ngân hàng thương mại mở room tín dụng cho dự án hạ tầng.
5 Kiểm soát tiến độ	Ban chỉ đạo quốc gia Công tác kiểm soát thúc đẩy giải ngân	Thành lập Ban chỉ đạo Quốc gia, giải quyết từng dự án trọng điểm bị tồn đọng Áp KPI, công bố tỷ lệ giải ngân theo quý, địa phương, bộ ngành. Điều chuyển chủ đầu tư nếu tiến độ không đảm bảo.

Nguồn: KBSV

Những chuyển đổi đột phá mang tính dài hạn đối với nền kinh tế Việt Nam

Năm 2025, chúng tôi đánh giá Nghị quyết 68-NQ/TW là bước đột phá quan trọng nhất khi lần đầu tiên xác định rõ khu vực tư nhân là động lực mũi nhọn của tăng trưởng kinh tế. Điều này diễn ra trong bối cảnh các động lực tăng trưởng truyền thống như FDI và xuất khẩu đang chững lại, buộc Việt Nam phải tìm kiếm nguồn lực nội tại để duy trì đà phát triển, hướng tới mục tiêu trở thành quốc gia có thu nhập cao vào năm 2045.

Trước đây, Việt Nam đã từng đưa ra nhiều chính sách nhằm thúc đẩy khu vực tư nhân, như Đề án 30 (2007) hay chuỗi Nghị quyết 19 (sau này là Nghị quyết 02) giai đoạn 2014–2018. Tuy nhiên, Nghị quyết 68-NQ/TW mang tính toàn diện và quyết liệt hơn khi coi khu vực tư nhân không chỉ là một thành phần kinh tế, mà là động lực trung tâm trong chiến lược phát triển dài hạn.

Chúng tôi cho rằng với nền tảng này, các doanh nghiệp tư nhân lớn trong nước như Vingroup (VIN), Hòa Phát (HPG), FPT, Thaco... sẽ có điều kiện thuận lợi hơn để mở rộng quy mô, nâng cao năng lực cạnh tranh và đóng góp mạnh mẽ vào tăng trưởng kinh tế trong những năm tới.

Bảng 4. Những Đề án/Nghị quyết quan trọng trong mục tiêu đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế tư nhân

	Thời gian ban hành	Nội dung chính	Kết quả đã đạt được
Đề án 30	2007 (QĐ 30/QĐ-TTg ngày 10/01/2007)	Cải cách thủ tục hành chính trên quy mô lớn nhất từ trước đến nay tại Việt Nam. Mục tiêu: rà soát, đơn giản hóa ít nhất 30% thủ tục hành chính. Thành lập Tổ công tác chuyên trách do Bộ trưởng, Chủ nhiệm Văn phòng Chính phủ làm tổ trưởng.	Năm 2010, Chính phủ đã ban hành 25 nghị quyết, yêu cầu các bộ ngành phải đơn giản hóa 4.723 thủ tục hành chính Tiết giảm 1,4 tỷ USD chi phí mỗi năm
Nghị quyết 19 (Nghị quyết số 02)	2014 – 2018 (ban hành hàng năm từ 2014 đến 2018)	Cải thiện môi trường kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia. Mục tiêu: rút ngắn thời gian nộp thuế, hải quan, tiếp cận điện, đăng ký doanh nghiệp, bảo hiểm xã hội, phá sản doanh nghiệp... Hướng tới đưa Việt Nam vào nhóm ASEAN 4. Dựa trên tiêu chí của World Bank, WEF và OECD.	Theo xếp hạng của Ngân hàng thế giới năm 2016 về môi trường kinh doanh, Việt Nam đứng thứ 82/190 quốc gia, tăng 9 bậc so với 2015 Thời gian nộp thuế giảm mạnh (từ 537 giờ xuống dưới 300 giờ). Thủ tục đăng ký doanh nghiệp được đơn giản hóa, rút ngắn thời gian xử lý.
Nghị quyết 68/NQ-CP	2025 (Tổng Bí thư Tô Lâm ký Nghị quyết số 68-NQ/TW ngày 4/5/2025)	Lần đầu xác định khu vực tư nhân là động lực quan trọng nhất của nền kinh tế. Mục tiêu đến năm 2030 có ít nhất 20 doanh nghiệp tư nhân lớn mạnh, có khả năng cạnh tranh toàn cầu. Mục tiêu đến 2030, Doanh nghiệp tư nhân đóng góp vào 35-40% GDP Hỗ trợ doanh nghiệp tư nhân khởi nghiệp, đổi mới sáng tạo; bảo vệ doanh nhân trước rủi ro pháp lý. Cải cách thể chế, tạo điều kiện tiếp cận vốn, đất đai, thị trường, công nghệ bình đẳng.	Đã đạt một số kết quả ban đầu: đơn giản hóa/cắt giảm trên 3.000 quy định kinh doanh

Nguồn: KBSV

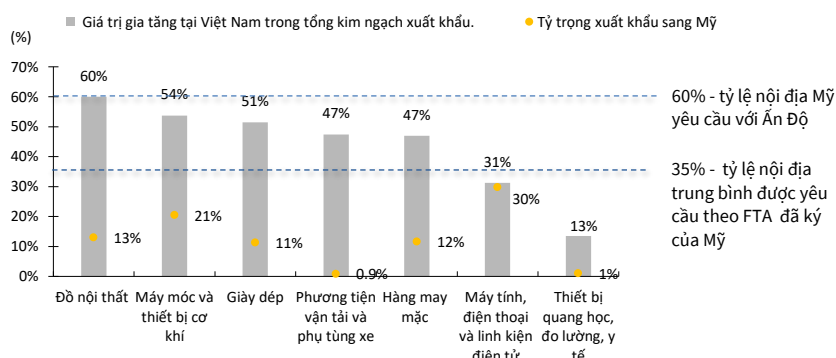
Tradewar 2.0 – lưu ý về rủi ro đối với mức thuế 40% cho hàng hóa “trung chuyển” qua Việt Nam

Ngày 2/7, Tổng thống D.Trump đã tuyên bố mức thuế đối ứng với Việt Nam, bao gồm 20% cho hàng hóa xuất xứ từ Việt Nam và 40% cho hàng hóa “trung chuyển” qua Việt Nam (thỏa thuận chính thức chưa được công bố).

Chúng tôi cho rằng mức thuế 20% là mức tương đối tích cực với Việt Nam trong dài hạn, do mức thuế của Việt Nam thấp hơn hầu hết các đối thủ chính (bảng 5, ngoại trừ Ấn Độ - do chưa có công bố chính thức).

Tuy vậy, chúng tôi lưu ý về rủi ro đối với mức thuế 40% mà Tổng thống Donald Trump đã tuyên bố sẽ áp với hàng “trung chuyển” qua Việt Nam. Trong kịch bản Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa đối với Việt Nam ở mức cao (trên 50%), điều này sẽ gây suy giảm đáng kể trong ngắn hạn đối với xuất khẩu, dòng vốn FDI vào Việt Nam, đặc biệt với những ngành chủ lực như máy tính, điện thoại, linh kiện điện tử Tuy vậy, về dài hạn, sức ép này có thể tạo cú hích thúc đẩy doanh nghiệp FDI dịch chuyển thêm công đoạn sản xuất sang Việt Nam để đáp ứng quy tắc xuất xứ, từ đó nâng cao giá trị gia tăng và khả năng tự chủ của nền kinh tế Việt Nam.

Biểu đồ 9. Giá trị gia tăng tại Việt Nam trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024



Nguồn: ITC, Bảng Cân đối Liên ngành Việt Nam (GSO), OECD, KBSV

* Số liệu ước tính có thể bị ảnh hưởng do sự khác nhau giữa các thống kê về mặt hàng của các tổ chức và ảnh hưởng của sai số khi ước tính tỷ trọng nhập khẩu sử dụng cho tiêu dùng cuối cùng trong nước và sử dụng cho sản xuất để xuất khẩu, ước tính sai số nhỏ hơn 5%.

Bảng 5. Các mức thuế đối ứng mới được công bố

	Thuế đối ứng (%)	
	Công bố lần đầu 2/4/2025	Mức thuế áp dụng mới (sơ bộ) (tính đến 8/7)
Lào	48	40
Việt Nam (hàng trung chuyển qua Việt Nam)	46	40
Burma	44	40
Campuchia	49	36
Thái Lan	36	36
Bangladesh	37	35
Serbia	37	35
Indonesia	32	32
Nam Phi	30	30
Bosnia	35	30
Nhật Bản	24	25
Hàn Quốc	25	25
Malaysia	24	25
Kazakhstan	27	25
Tunisia	28	25
Việt Nam (hàng xuất xứ từ Việt Nam)	46	20
Anh	20	10

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo xuất khẩu sẽ sụt giảm trong 2H2025

Chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong nửa cuối năm 2025 (2H2025) sẽ đối mặt với nhiều thách thức, dự báo xuất khẩu của Việt Nam trong 2H2025 sẽ giảm khoảng 5–7% so với cùng kỳ năm trước, do:

- (1) **Giảm tốc đơn hàng sang thị trường Mỹ**, phần lớn nhu cầu nhập khẩu từ thị trường Mỹ – đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam – đã được

đẩy mạnh trong 1H2025, dẫn đến khả năng giảm tốc đơn hàng trong nửa cuối năm. Thực tế, theo S&P, Việt Nam đã ghi nhận số lượng đơn đặt hàng mới từ nước ngoài giảm mạnh trong 3 tháng liên tiếp (tháng 4, 5, 6), mức giảm mạnh nhất kể từ tháng 9/2021;

- (2) **Rủi ro từ chính sách thương mại của Mỹ (biểu đồ 9)**, chúng tôi lưu ý về rủi ro đối với mức thuế 40% mà Tổng thống Donald Trump đã tuyên bố sẽ áp với hàng “trung chuyển” qua Việt Nam. Trong kịch bản Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa đối với Việt Nam ở mức cao (trên 50%), KBSV ước tính trên 50% tỷ trọng hàng hóa xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ sẽ đối mặt với mức thuế cao 40%, điều này làm giảm đáng kể khả năng cạnh tranh về giá, nhất là trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng toàn cầu đang chậm lại.

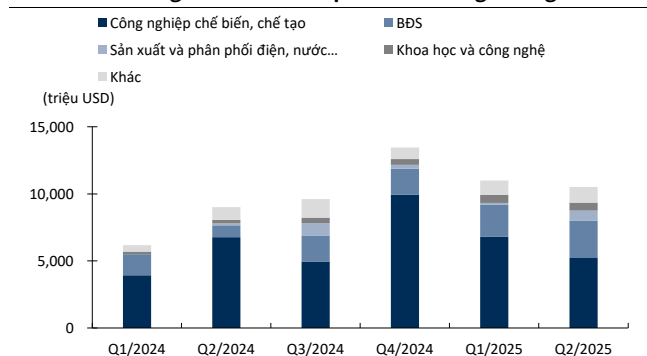
Dự báo dòng vốn FDI giải ngân sụt giảm trong 2H2025

Bức tranh tổng thể trong 1H2025 chưa phản ánh những rủi ro Tradewar 2.0. Dòng vốn FDI đăng ký trong 1H2025 ghi nhận mức tăng trưởng tích cực chủ yếu được đóng góp từ ngành BĐS với vốn FDI đăng ký đạt 5.1 tỷ USD, tăng gấp 2 lần nhờ các dự án lớn như Lodgis Hospitality Holdings, Phương Trạch Tower, Ganmuda Land... Tuy nhiên, dòng vốn FDI ngành công nghiệp chế biến chế tạo đã ghi nhận mức sụt giảm mạnh, đạt 12 tỷ USD – giảm 22% YOY và 21% QoQ, điều này phản ánh những rủi ro bất định trong Tradewar 2.0 (biểu đồ 10).

Do đó, **Chúng tôi duy trì quan điểm dòng vốn FDI trong 2H2025 sẽ sụt giảm**, đặc biệt là ở ngành Công nghiệp chế biến chế tạo – vốn là động lực then chốt cho tăng trưởng sản xuất và xuất khẩu tại Việt Nam.

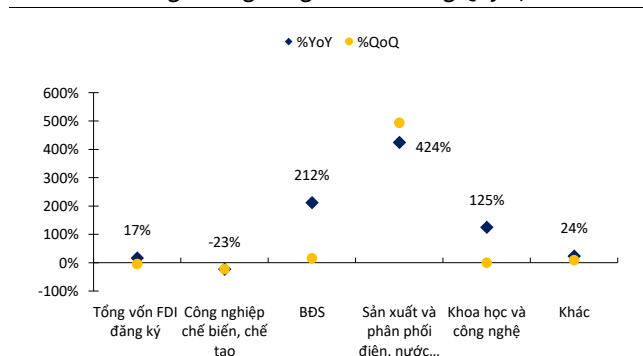
Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam tiếp tục thu hút dòng vốn FDI, bao gồm cả các doanh nghiệp hướng đến thị trường Mỹ, do: (1) mức thuế đối ứng mới không tạo khoảng cách cạnh tranh lớn với các đối thủ chính; (2) Việt Nam sở hữu lợi thế về nhân công giá rẻ, Chính trị ổn định, sở hữu nhiều FTA...; (3) trong dài hạn, kỳ vọng các doanh nghiệp FDI sẽ gia tăng công đoạn sản xuất tại Việt Nam, tăng tỷ lệ nội địa hóa để tận dụng mức thuế thấp (20%)... Tuy vậy, đà tăng trưởng sẽ chậm lại so với 2018 – 2024 (xu hướng Trung Quốc +1), do các doanh nghiệp FDI hướng tới Mỹ sẽ phải cân nhắc kỹ lưỡng về khả năng cung ứng của các doanh nghiệp trong nước, để mở rộng dư địa tăng tỷ lệ nội địa tại Việt Nam nhằm tránh bị áp mức thuế 40%.

Biểu đồ 10. Dòng vốn FDI vào Việt Nam theo ngành nghề



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài Việt Nam, Fiindata, KBSV

Biểu đồ 11. Tăng trưởng dòng vốn FDI trong Quý II/2025



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài Việt Nam, Fiindata, KBSV

Lạm phát

Lạm phát 1H2025 – Trong mục tiêu kiểm soát

Lạm phát trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ

Tính chung 6T2025, CPI bình quân tăng 3.27% YoY, lạm phát cơ bản tăng 3.16% YoY, đà tăng chủ yếu do giá thực phẩm, điện sinh hoạt, thuốc và dịch vụ y tế. Bên cạnh đó, các yếu tố góp phần kiềm chế tốc độ tăng CPI quý I/2025 bao gồm mức giảm của giá xăng dầu và giá gạo.

Tính chung 6 tháng đầu năm 2025, các yếu tố chính tác động tới CPI bao gồm:

- (1) Chỉ số giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 3.69% (góp phần làm CPI chung tăng 1.24pp), trong đó chỉ số giá nhóm thịt lợn tăng 12.75%
- (2) Chỉ số giá nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng 5.73% (làm CPI chung tăng 1.08 điểm phần trăm). Trong đó, chỉ số giá nhóm điện sinh hoạt tăng 5.51% do nhu cầu sử dụng điện tăng cùng với EVN điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân vào ngày 11/10/2024 và ngày 10/5/2025, tác động làm CPI chung tăng 0.18 điểm phần trăm.
- (3) Chỉ số giá nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 13.87% (làm CPI chung tăng 0.75 điểm phần trăm) do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh theo Thông tư số 21/2024/TT-BYT ngày 17/10/2024 của Bộ Y tế.
- (4) Chỉ số nhóm giao thông giảm 3.63% (góp phần làm CPI chung giảm 0.35 điểm phần trăm), trong đó giá xăng dầu giảm 12.56%

Dự báo lạm phát

Duy trì dự báo lạm phát năm 2025 ở mức 4% YoY

Chúng tôi duy trì dự báo lạm phát bình quân năm 2025 của Việt Nam ở mức 4% YoY, được kiểm soát dưới mục tiêu 4.5% của Chính phủ. Mặc dù chịu ảnh hưởng từ áp lực tỷ giá, giá heo dự kiến quay trở lại xu hướng tăng vào quý 4/2025 và việc điều chỉnh tăng giá điện trong tháng 5/2025, dự báo lạm phát sẽ được kiểm soát tốt nhờ kỳ vọng giá cả lương thực, giá xăng dầu và các loại hàng hóa khác dự báo giảm nhẹ hoặc duy trì ở mức cân bằng ổn định.

Giá dầu thô năm 2025 duy trì xu hướng giảm

Trong 2H2025, khi các cú shock địa chính trị ở khu vực Trung Đông đã tạm thời hạ nhiệt, giá dầu chịu áp lực giảm chính khi mức tồn kho dầu toàn cầu tăng mạnh trong khi nhu cầu suy yếu. Theo EIA, tồn kho dầu toàn cầu tăng lên 1.2 triệu thùng/ngày trong 1H2025, dự báo tồn kho dầu sẽ tiếp tục tăng 0.9 triệu thùng/ngày trong 2H2025. Trong khi đó, dự báo nhu cầu chỉ tăng nhẹ 0.8 triệu thùng/ngày trong 2025 do các tác động của chính sách thuế quan của Mỹ khiến tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại. Dự báo giá dầu Brent trong 2H2025 sẽ đạt mức 66 USD/thùng.

Giá gạo duy trì xu hướng giảm

Giá gạo xuất khẩu bình quân 6 tháng đầu năm ước đạt 517,5 USD/ tấn, giảm 18,4% so với cùng kỳ năm 2024. Trong 2H2025, dự báo giá gạo sẽ tiếp tục duy trì xu hướng giảm, do: (1) Philippines – thị trường xuất khẩu gạo lớn nhất của Việt Nam, trong năm 2025 sẽ giảm nhập khẩu xuống dưới 4,5 triệu tấn, thấp hơn so với dự báo 5,4 triệu tấn của Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA); (2) Ấn Độ - quốc gia xuất khẩu gạo lớn nhất thế giới đã gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng.

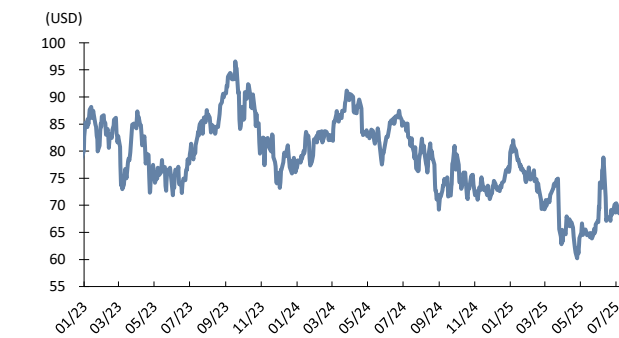
Giá heo diễn biến phức tạp, dự báo quay trở lại xu hướng tăng trong quý 4/2025

Giá heo hơi đang chịu áp lực giảm do nguồn cung tăng mạnh khi nhiều hộ chăn nuôi buộc phải xuất bán sớm để tránh thiệt hại từ dịch bệnh, do diễn biến dịch tả lợn Châu Phi phức tạp hơn. Tính đến ngày 17/7/2025, giá trung bình đã giảm về mức 65.000 đồng/kg, tương đương mức giảm 17% so với đỉnh tháng 4. Chúng tôi cho rằng, bước sang quý 4/2025, thị trường có thể đối mặt với nguy cơ thiếu hụt nguồn cung do sản lượng đã được đẩy mạnh tiêu thụ trong quý 3, trong khi việc tái đàn bị hạn chế bởi dịch tả lợn tiếp tục diễn biến phức tạp. Điều này có thể đẩy giá heo hơi quay lại xu hướng tăng.

Giá điện tăng, tuy nhiên chưa gây áp lực đáng kể đến lạm phát

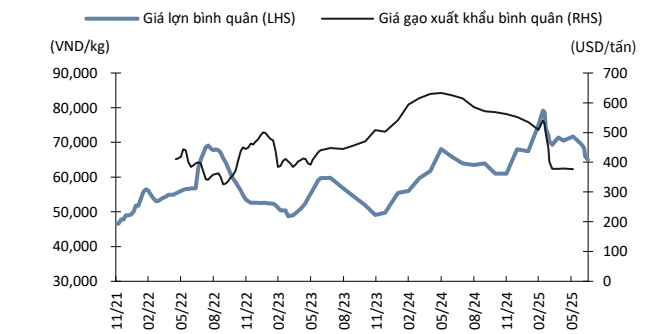
Ngày 10/5/25, giá bán lẻ điện bình quân tăng 4,8% theo thông báo của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Theo phân tích của Cục Thống kê (Bộ Tài chính), việc tăng giá bán lẻ điện bình quân thêm 4,8% sẽ tác động trực tiếp lên CPI năm 2025 khoảng 0,09%, do đó chưa tạo áp lực lớn lên lạm phát trong năm 2025.

Biểu đồ 12. Giá dầu Brent (USD/b)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Giá gạo và giá thịt heo



Nguồn: Bloomberg, Vinafeed, KBSV

Bảng 6. Dự báo CPI

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2025(%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	3.67	3.0	0.1
	Thực phẩm	21.28	5.0	1.1
	Ăn uống ngoài gia đình	8.61	5.0	0.4
2	Đồ uống và thuốc lá	2.73	3.0	0.1
3	May mặc, mũ nón, giày dép	5.7	3.0	0.2
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	18.82	5.0	0.9
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.74	4.0	0.3
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.39	3.0	0.2
7	Giao thông	9.67	1.6	0.2
8	Bưu chính viễn thông	3.14	1.0	0.0
9	Giáo dục	6.17	5.0	0.3
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.55	1.7	0.1
11	Khác	3.53	5.0	0.2
	Tổng			4.0

Nguồn: KBSV dự báo

Tỷ giá

Áp lực tỷ giá USD/VND tạm thời được xoa dịu nhờ diễn biến tích cực hơn của chính sách thuế quan

Tỷ giá hạ nhiệt sau mức thuế suất mới được công bố áp dụng cho hàng hoá Việt Nam

Tỷ giá USD/VND trong quý 2/2025 ghi nhận diễn biến tăng trong biên độ 25,600 – 26,200 đồng/USD (tương đương +2.5%YTD), duy trì đà tăng từ đầu năm đến nay trong bối cảnh kinh tế thế giới có nhiều biến động. Mặc dù các đồng tiền khác tăng giá đáng kể khiến chỉ số DXY giảm 11% trong 6T2025, đồng VND có xu hướng trái ngược khi mất giá hơn 2% so với đồng USD. Nguyên nhân chính đến từ việc (1) nới lỏng chính sách tiền tệ của Chính phủ; (2) rủi ro về vấn đề thuế quan vẫn còn hiện hữu làm gia tăng nhu cầu dự trữ ngoại tệ ở trong nước. Trước những diễn biến căng thẳng của tỷ giá, NHNN đã có những động thái điều hành tỷ giá linh hoạt bao gồm (1) nâng tỷ giá trung tâm lên mức trên 25,000 đồng/USD; (2) điều tiết thanh khoản qua thị trường mở OMO để duy trì chênh lãi suất VND-USD ở mức hợp lý.

Thông tin về mức thuế quan sau cuộc đàm phán gần đây cho thấy mức thuế 20% mà Mỹ áp cho hàng hoá của Việt Nam tương đối khả quan so với mức thuế 46% được công bố trước đó. Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng đã ghi nhận giảm từ mức đỉnh 26,205 đồng/USD nhưng vẫn đang đi ngang quanh mốc 26,129 đồng/USD (+2.53% YTD). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ việc thị trường vẫn đang lo ngại rủi ro tiềm ẩn nằm ở mức thuế 40% đối với hàng hoá “trung chuyển” khi định nghĩa với loại hàng hoá này chưa có quy định cụ thể.

Diễn biến tỷ giá trên thị trường chợ đen

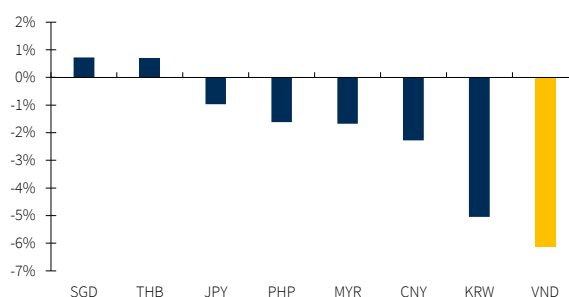
Tỷ giá thị trường chợ đen cũng ghi nhận xu hướng tăng tương tự như tỷ giá liên ngân hàng, thậm chí tăng mạnh hơn ở một số thời điểm khi giá vàng thế giới tiếp tục thiết lập kỷ lục mới ở trên mức 3,400 USD/oz do những vấn đề địa chính trị ở khu vực Trung Đông. Giá vàng trong nước cũng ghi nhận tăng mạnh, có thời điểm lên tới trên 124 triệu/lượng, nhưng chênh lệch giữa vàng trong nước và vàng quốc tế vẫn tương đối lớn (hơn 10 triệu/lượng). Điều này gián tiếp gây áp lực lên tỷ giá của thị trường tự do khi nhu cầu nhập vàng lậu tăng cao. Tính đến thời điểm hiện tại, tỷ giá chợ đen đang ở mức 26,430 đồng/USD (+2.2% YTD). Trước bối cảnh đó, NHNN đã đưa ra một số giải pháp để bình ổn thị trường vàng bao gồm (1) Sửa đổi, bổ sung Nghị định số 24/2012 của Chính phủ về quản lý hoạt động kinh doanh vàng (kỳ vọng chấm dứt độc quyền nhập khẩu vàng miếng/nguyên liệu của nhà nước); (2) can thiệp bán vàng trực tiếp. Nhờ vậy, mức chênh lệch giá vàng miếng SJC trong nước và thế giới đã bước đầu có sự thu hẹp, từ đó giảm bớt lên áp lực tỷ giá.

NEER và REER diễn biến cùng chiều

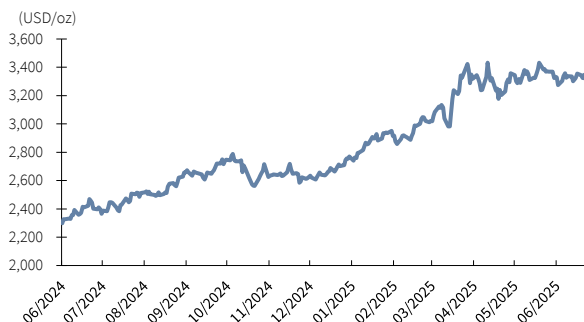
Theo mô hình tính toán của chúng tôi, NEER - tỷ giá danh nghĩa đa phương đo lường giá trị của đồng VND với rổ 8 đồng tiền tham chiếu theo cơ chế tỷ giá trung tâm và REER - tỷ giá thực đa phương là chỉ số được điều chỉnh lạm phát so với NEER). Trong quý 2/2025, NEER tiếp tục có xu hướng giảm từ đầu năm đến nay (-6.6% YTD). Điều này phản ánh việc VND mất giá tương đối so với rổ các đồng tiền chủ chốt với nguyên nhân đã được chúng tôi đề cập phía trên. Đối với REER cũng có mức giảm tương tự (-6.5% YTD), cho thấy mức độ cạnh tranh về giá của hàng hóa Việt Nam được cải thiện nhẹ trong bối cảnh đồng nội tệ suy yếu và lạm phát trong nước được kiểm soát dưới mức 4%.

Biểu đồ 14. Tỷ giá USD/VND

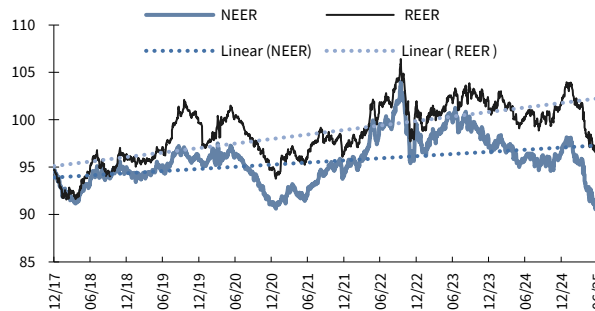
Nguồn: Bloomberg, Fiingroup, KBSV

Biểu đồ 15. Biến động các đồng tiền chính so với USD

Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Biểu đồ 16. Diễn biến giá vàng thế giới

Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Biểu đồ 17. NEER và REER (điểm)

Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Dự báo tỷ giá 2H2025

Duy trì quan điểm thận trọng cho đến khi chính sách thuế quan rõ ràng hơn

Chúng tôi duy trì dự báo tỷ giá USD/VND cả năm 2025 sẽ vẫn dao động trong biên độ cho phép là +4% so với năm 2024 như đã đề cập xuyên suốt trong các báo cáo trước. Mặc dù tỷ giá đã có dấu hiệu hạ nhiệt trong thời gian gần đây khi mức thuế mới được công bố cho hàng hoá xuất khẩu Việt Nam sang Mỹ là 20% thay vì 46%, KBSV đánh giá rủi ro về tỷ giá vẫn cần được tiếp tục theo dõi. Theo đó, (1) sự rõ ràng về quy định cụ thể của chính sách thuế quan với Việt Nam (đặc biệt là định nghĩa hàng hóa trung chuyển); (2) mức thuế đối ứng của Việt Nam so sánh với các quốc gia khác; (3) xu hướng biến động của chỉ số DXY sẽ là những yếu tố quan trọng quyết định diễn biến tỷ giá trong thời gian tới.

Áp lực tỷ giá tăng lên trong một vài thời điểm nhưng sẽ hạ nhiệt về giai đoạn cuối năm

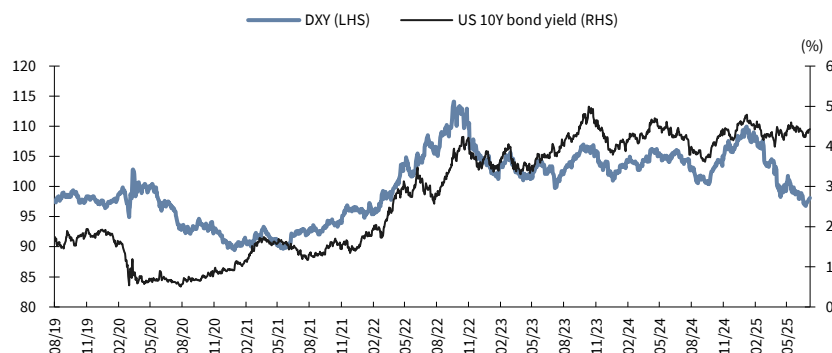
Các yếu tố liên quan đến thuế suất ảnh hưởng lên dòng vốn ngoại tệ vào Việt Nam từ kênh xuất khẩu và đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Mức thuế đối ứng 20% cho Việt Nam hiện tại là tương đối khả quan nếu so với các quốc gia khác (Trung Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Bangladesh...), nhưng quyết định mức thuế cuối cùng áp dụng với các đối tác của Mỹ vẫn chưa được công bố cho đến ngày 1/8 tới đây. Chúng tôi cho rằng mức chênh thuế đối ứng (20%) của Việt Nam với các quốc gia khác sẽ không quá đáng kể. KBSV thận trọng hơn với con số 40% cho các loại hàng hoá trung chuyển khi định nghĩa về hàng hoá “trung chuyển” vẫn chưa rõ ràng. Theo tham khảo một số Hiệp định FTA mà Mỹ đã ký kết với các quốc gia khác, Mỹ định nghĩa hàng hoá trung chuyển là hàng có tỷ lệ nội địa hoá <35%. Nếu quy định về tỷ lệ nội địa càng cao thì ảnh hưởng tiêu cực với Việt Nam sẽ gia tăng và ngược lại. Dù vậy, việc so sánh với các quốc gia đối thủ là quan trọng, nếu quy định về tỷ lệ nội địa được áp chung cho tất cả các nước, hoặc mức chênh về tỷ lệ này không quá đáng kể thì tác động tiêu cực sẽ được giảm bớt.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tỷ giá có thể vẫn căng thẳng ở một vài thời điểm trong quý 3 khi (1) việc đẩy mạnh xuất khẩu trong thời gian hoãn thuế (KNXK quý 2 +20% YoY), trong khi chỉ số PMI dưới mức 50 trong 3 tháng gần nhất sẽ gây áp lực tăng trưởng trong quý 3 do thiếu vắng các đơn hàng; (2) mùa các doanh nghiệp chuyển lợi nhuận về nước; (3) dòng FDI giải ngân mới có thể chậm lại nếu triển vọng thuế quan sau 1/8 không như kỳ vọng. Tuy nhiên, về giai đoạn cuối năm tỷ giá USD/VND kỳ vọng hạ nhiệt nhờ (1) sự hồi phục của hoạt động xuất khẩu trong mùa cao điểm; (2) nguồn kiều hối về nước; (3) đồng USD suy giảm sức mạnh trong bối cảnh Mỹ áp dụng chính sách One Big Beautiful Bill Act của Trump và kỳ vọng Fed sẽ có 2 lần hạ lãi suất trong năm nay – 2 nội dung này đã được phân tích chi tiết trong [Báo cáo chiến lược 2H2025](#). Áp lực lên tỷ giá vẫn là một yếu tố cần theo dõi sát sao trong các tháng tiếp theo, đặc biệt trong những thời điểm khi chính sách thuế quan được công bố áp dụng cho Việt Nam và các quốc gia khác.

NHNN điều hành chính sách linh động để ứng phó với những bất định từ bên ngoài

Với dự phóng tỷ giá USD/VND sẽ tăng không quá 4% trong năm nay, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục có những biện pháp điều hành linh hoạt để tỷ giá dao động trong biên độ cho phép, tạo điều kiện thuận lợi để thực hiện chính sách nới lỏng thúc đẩy tăng trưởng. Mặc dù trong 6T2025 tỷ giá ghi nhận căng thẳng ở trong một vài thời điểm, NHNN đã có sự can thiệp kịp thời bao gồm (1) nâng tỷ giá trung tâm; (2) điều tiết trên thị trường mở, duy trì chênh lệch lãi suất đồng USD-VND ở mức hợp lý. Cho nửa sau của năm 2025, nhiều khả năng các công cụ này sẽ tiếp tục được sử dụng để ổn định tỷ giá, trong khi khả năng tăng lãi suất điều hành ngay trong năm nay là tương đối thấp. Nhìn chung, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm định hướng chính sách tiền tệ trong thời gian tới của NHNN sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng, nhưng sẽ ứng biến linh hoạt trước những cú sốc của nền kinh tế.

Biểu đồ 28. Mỹ - 10Y bond yield & DXY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

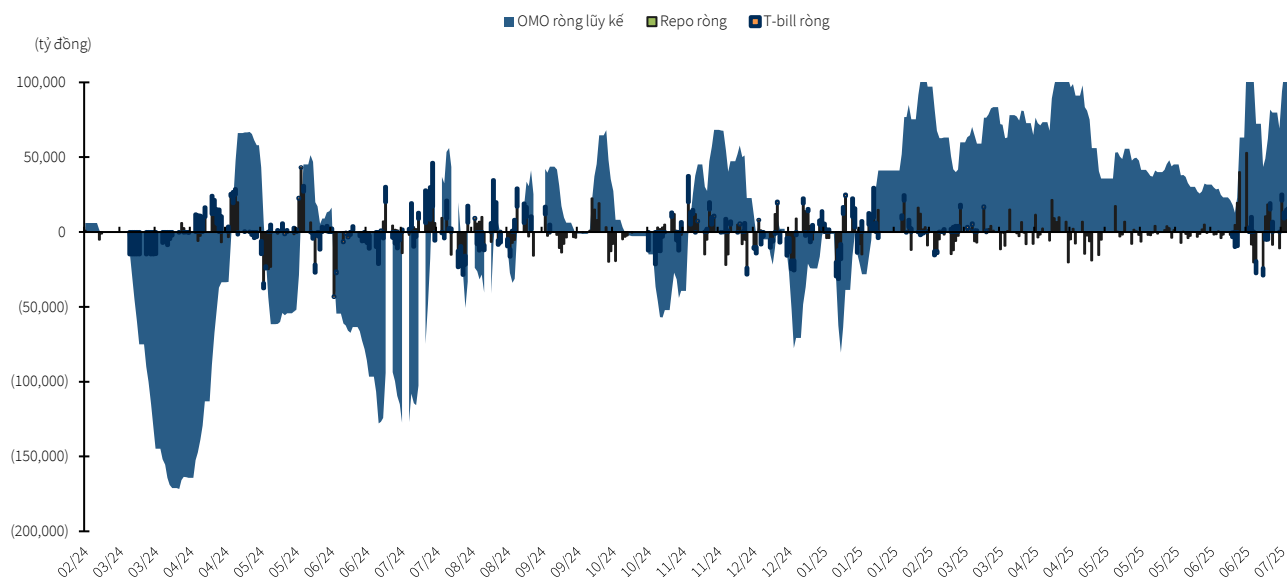
Lãi suất

Lãi suất 6 tháng đầu năm – tiếp tục chính sách nới lỏng

Lãi suất thị trường 2 tiếp tục ổn định nhờ động thái bơm hút linh hoạt của NHNN

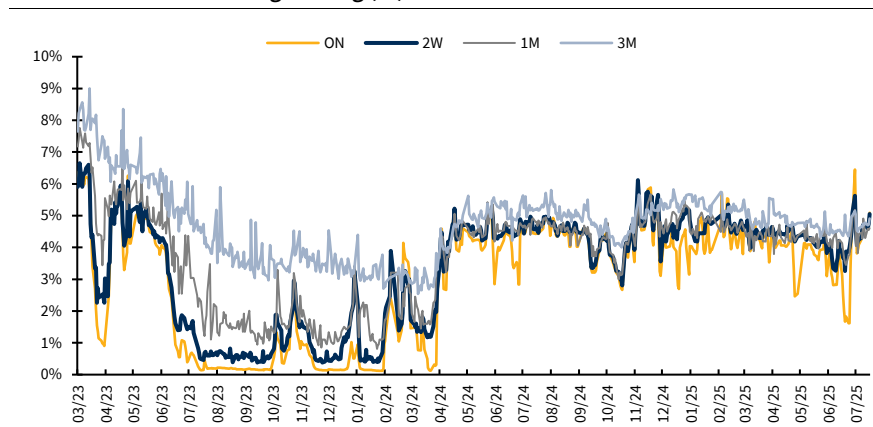
Với nhiệm vụ hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng, nhưng đồng thời phải ổn định tỷ giá, NHNN đã có những động thái bơm hút linh hoạt trên thị trường 2. Cụ thể, sau nhiều tháng bơm ròng cho hệ thống và ngưng chào bán tín phiếu, NHNN quay trở lại phát hành trên kênh mua kỳ hạn 7-91 ngày với lãi suất 3.4-3.5% để can thiệp tỷ giá trong một số giai đoạn căng thẳng. Dù vậy, quy mô hút ròng vẫn tương đối nhỏ, NHNN vẫn duy trì cung ứng các khoản cho vay cầm cố giấy tờ có giá (OMO) để đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ ngay trong 6 tháng đầu năm. Nhờ sự can thiệp linh hoạt và kịp thời trên thị trường mở, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm vẫn duy trì ổn định trong khoảng 3-4% trong quý 2, ngoại trừ phiên cuối tháng tăng mạnh lên hơn 6% do hiệu ứng cuối kỳ.

Biểu đồ 19. Bơm hút trên thị trường mở và diễn biến lãi suất



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 20. Lãi suất liên ngân hàng (%)



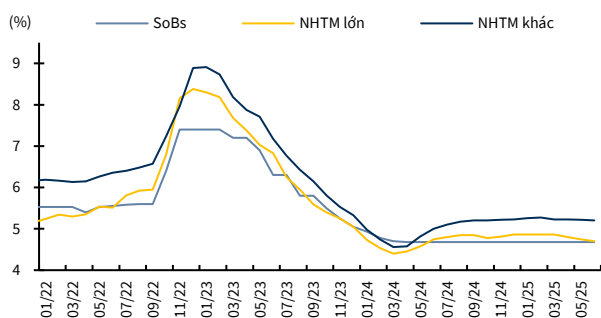
Nguồn: NHNN, KBSV

Lạm phát trong kiểm soát, tỷ giá ổn định là điều kiện cần để duy trì chính sách nới lỏng

Mặt bằng lãi suất thấp được duy trì kể từ nửa cuối năm 2024 đến nay nhờ môi trường vĩ mô trong nước vẫn tương đối thuận lợi khi lạm phát ở mức dưới 4%, trong khi tỷ giá vẫn dao động trong biên độ cho phép (+/-4%). Báo cáo từ NHNN cho thấy lãi suất cho vay trung bình của nền kinh tế hiện tại ở mức 6.38% - giảm 0.8% so với cuối năm 2024. Tăng trưởng tín dụng 6T2025 ghi nhận đạt mức tích cực 9.9% YTD – cao hơn so với mức cùng kỳ của 2 năm trở lại đây. Đây là kết quả của chính sách nới lỏng để thúc đẩy kinh tế tăng trưởng khi các ngân hàng thương mại với nhiệm vụ duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp, bên cạnh việc tham gia vào các gói vay ưu đãi hỗ trợ nhiều lĩnh vực trong nền kinh tế.

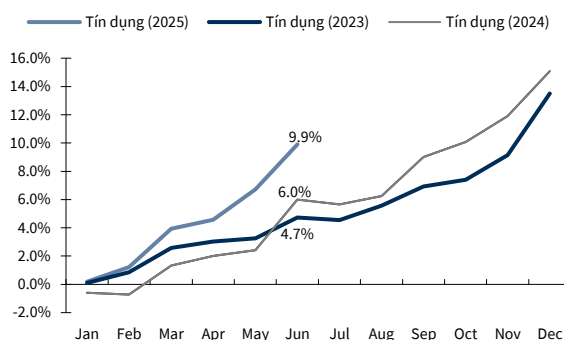
Tình hình thanh khoản hệ thống vẫn tương đối ổn định nhờ sự hỗ trợ của NHNN, bao gồm (1) tăng tiền gửi kho bạc ở các ngân hàng quốc doanh; (2) sử dụng các công cụ trên thị trường mở; (3) giải ngân các khoản vay đặc biệt 0% cho các ngân hàng tiếp nhận TCTD yếu kém. Nhờ vậy, thanh khoản hệ thống được duy trì trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ mà lãi suất huy động ở thị trường 1 vẫn giữ được ở mức thấp, có xu hướng giảm dần trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, gần đây chúng tôi ghi nhận lãi suất huy động kỳ hạn dài của một số ngân hàng tư nhân đã có mức điều chỉnh tăng nhẹ, nhiều khả năng để gia tăng nguồn cho tăng trưởng tín dụng đẩy mạnh vào giai đoạn cuối năm.

Biểu đồ 21. Lãi suất huy động 12 tháng (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 22. Tăng trưởng tín dụng hệ thống qua các tháng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Dự báo lãi suất 2H2025

Mặt bằng lãi suất cho vay đã tạo đáy và sẽ tiếp tục duy trì ở vùng hiện tại ít nhất cho đến hết năm 2025

Mới đây, Chính phủ đã phát đi thông điệp phấn đấu tăng trưởng kinh tế năm 2025 đạt 8.3-8.5%. Chúng tôi cho rằng để đạt được mục tiêu tham vọng này, tín dụng sẽ đóng góp một vai trò quan trọng để Việt Nam đẩy mạnh các trụ cột tăng trưởng kinh tế chính đến từ lĩnh vực đầu tư công và tiêu dùng nội địa. Lãi suất cho vay nhiều khả năng đã tạo đáy nhưng được dự báo sẽ tiếp tục đi ngang ở vùng hiện tại, phù hợp với chính sách nới lỏng của Chính phủ. Duy trì mặt bằng lãi suất thấp sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng trong nước, hỗ trợ vốn vay cho doanh nghiệp. Cùng với đó, kết hợp triển khai các chính sách thúc đẩy kinh tế tư nhân (Nghị quyết 68), tháo gỡ pháp lý cho thị trường Bất động sản và đẩy mạnh đầu tư công sẽ đưa tăng trưởng kinh tế năm 2025 đạt mức khả quan.

NHNN hỗ trợ thanh khoản để kiểm soát lãi suất huy động dù dư địa đã thu hẹp hơn trước

Tín dụng tăng tốc trở lại ngay trong giai đoạn đầu năm đã khiến tỷ lệ LDR thuần (Loan to Deposit ratio – tỷ lệ cho vay/huy động TT1) của nhiều ngân hàng tăng mạnh lên trên mức 100%. Dù vậy, tình hình thanh khoản hệ thống vẫn tương đối ổn định nhờ sự hỗ trợ của NHNN. Tuy nhiên thời gian gần đây, NHNN đã có động thái phát hành tín phiếu trở lại, lãi suất liên ngân hàng vẫn đang được duy trì ở mức phù hợp để hạn chế tác động lên thị trường ngoại hối. Như chúng tôi đã đề cập trong phần trên, áp lực tỷ giá tạm thời được xoa dịu nhưng có thể sẽ gia tăng trở lại trong một vài thời điểm từ nay đến cuối năm. Do vậy, chúng tôi không loại trừ trường hợp NHNN hút ròng VNĐ trở lại để hạn chế đà mất giá của đồng nội tệ.

Lãi suất huy động có thể gia tăng trở lại để tối ưu chi phí vốn và phục vụ cho đẩy mạnh tín dụng cuối năm

Chúng tôi nhận thấy cơ cấu huy động của các ngân hàng thương mại có sự dịch chuyển sang tiền gửi kho bạc (nhóm quốc doanh), hoặc tăng huy động từ phát hành giấy tờ có giá (NHTM tư nhân). Xu hướng này có thể làm tăng chi phí huy động của các NHTM tư nhân do chi phí phát hành GTCG thường cao hơn huy động từ khách hàng. Nhiều khả năng lãi suất huy động của các ngân hàng tư nhân, đặc biệt là các ngân hàng có quy mô nhỏ có thể tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm để tối ưu chi phí vốn và phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng. Với kết quả 6T2025 tương đối tích cực, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 có thể đạt 18-20%.

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Nguyên vật liệu

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711
Email: info@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)**

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.