

Triển vọng kinh tế 2Q2025

Xoay chuyển trụ cột tăng trưởng

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhtd@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:

18/04/2025

- 1) Điều chỉnh mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 xuống 6% (so với dự phóng 7% trước đó – tương ứng với kịch bản Việt Nam chịu thuế đối ứng 2x% từ phía Mỹ) sau khi đánh giá những rủi ro trong Tradewar 2.0 đối với nền kinh tế Việt Nam. Trước những thách thức từ bên ngoài, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tập trung thúc đẩy các động lực tăng trưởng nội địa, đặc biệt là đầu tư công và tăng trưởng tín dụng (khi tỷ giá chưa tăng quá 4%).
- 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, dự báo lạm phát kiểm soát tốt nhờ kỳ vọng giá cả lương thực, thực phẩm, giá xăng dầu và các loại hàng hóa khác dự báo giảm nhẹ hoặc duy trì ở mức cân bằng ổn định.
- 3) Chính sách thuế quan của Mỹ dự kiến sẽ tạo ra tác động tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế và hoạt động thương mại toàn cầu, chúng tôi nâng mức dự báo biên độ dao động của tỷ giá, tỷ giá USD/VND có thể tăng xấp xỉ 4% so với cuối năm 2024. Trong những thời điểm tỷ giá căng thẳng, NHNN sẽ có những biện pháp can thiệp (1) bán dự trữ ngoại hối; (2) phát hành Tín phiếu; (3) nâng lãi suất điều hành.
- 4) Lãi suất cho vay và lãi suất huy động dự kiến đi ngang trong thời gian hoãn thuế 90 ngày hoặc khi chính sách thuế sau đàm phán được công bố tác động không qua tiêu cực lên tỷ giá. Trong trường hợp tỷ giá và lạm phát tăng mạnh, việc duy trì mặt bằng lãi suất thấp sẽ trở thành thách thức. Khi đó, KBSV dự báo lãi suất huy động có thể tăng 1-2%, lãi suất cho vay tăng nhẹ và chậm hơn lãi suất huy động (0.5-1%).

| | | |
|-----------------|-----------------------------|-----------|
| Nội dung | I. Tóm tắt tổng quan | 3 |
| | II. Tăng trưởng GDP | 4 |
| | 1. Tăng trưởng GDP 1Q2025 | 4 |
| | 2. Dự báo | 6 |
| | III. Lạm phát | 15 |
| | 1. Lạm phát 1Q2025 | 15 |
| | 2. Dự báo | 16 |
| | IV. Tỷ giá | 21 |
| | 1. Tỷ giá 1Q2025 | 21 |
| | 2. Dự báo | 23 |
| | V. Lãi suất | 26 |
| | 1. Lãi suất 1Q2025 | 26 |
| | 2. Dự báo | 28 |

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam

Bức tranh kinh tế vĩ mô Quý 1/2025 duy trì xu hướng tích cực. Tổng sản phẩm trong nước (GDP) quý I/2025 ước tính tăng 6.93% YoY, đạt mức tăng cao nhất so với quý I các năm trong giai đoạn 2020-2025. Trong đó, Khu vực công nghiệp và xây dựng dẫn đầu tăng trưởng, trong khi khu vực nông, lâm, thủy sản và dịch vụ giữ vững sự ổn định.

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam gắn chặt với hoạt động thương mại quốc tế. Do đó, đứng trước những rủi ro từ Tradewar 2.0, **Chúng tôi điều chỉnh mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 xuống 6% (so với dự phóng 7% trước đó)**. Trong bối cảnh này, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tập trung thúc đẩy các động lực tăng trưởng nội địa, đặc biệt là đầu tư công và tăng trưởng tín dụng.

Bảng 1. Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2025

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

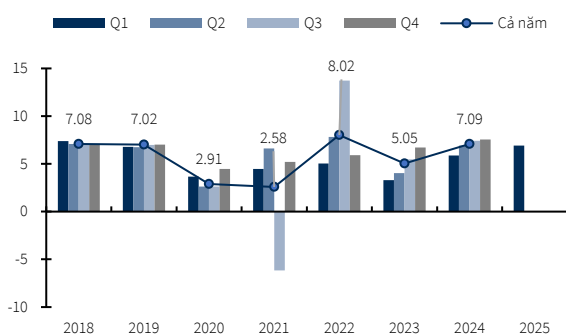
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

Tăng trưởng GDP Quý 1/2025 – Duy trì xu hướng tích cực

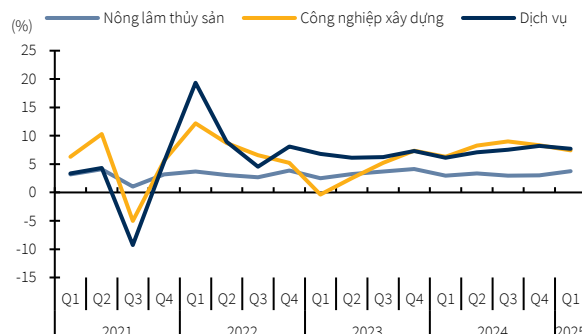
Tổng sản phẩm trong nước (GDP) quý I/2025 ước tính tăng 6.93% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức tăng trưởng ấn tượng, cao nhất so với quý I của các năm trong giai đoạn 2020-2025. Tuy vậy, mức tăng trưởng này vẫn chưa đạt được mục tiêu phấn đấu là 8.0% cho năm 2025.

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



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng GDP theo khu vực



Nguồn: GSO, KBSV

Xét từ phía cầu, tiêu dùng và đầu tư duy trì xu hướng tích cực trong Quý 1/2025

Tiêu dùng hồi phục mạnh mẽ

Trong Quý 1/2025, nhu cầu tiêu dùng trong nước tăng cao nhờ dịp nghỉ lễ, Tết cuối năm. Cụ thể, Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng Quý 1/2025 tăng 9.9% so với cùng kỳ năm trước; nếu loại trừ yếu tố tăng giá, mức tăng đạt 7.5% (quý I/2024 tăng 5.5%), trong đó: Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14.0% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 18.3%.

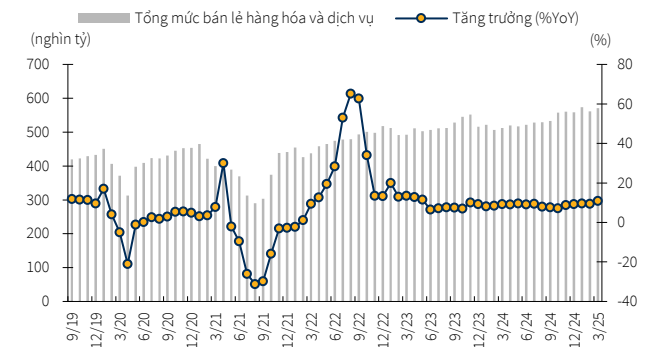
Gia tăng đầu tư toàn xã hội nhưng giải ngân vốn đầu tư công vẫn chậm tiến độ

Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội quý I/2025 đạt 666.5 nghìn tỷ đồng, tăng 8.3%YoY, phản ánh xu hướng đầu tư tiếp tục được duy trì tích cực. Tuy nhiên, bức tranh tăng trưởng đầu tư lại ghi nhận những diễn biến trái chiều.

Dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam là điểm sáng nổi bật. Cụ thể, tổng vốn FDI đăng ký đạt 10.98 tỷ USD, tăng 34.7% YoY; vốn FDI thực hiện đạt 4.96 tỷ USD (khoảng 126,500 tỷ đồng), tăng 7.2% YoY – mức cao nhất trong các Quý 1 giai đoạn 2021–2025.

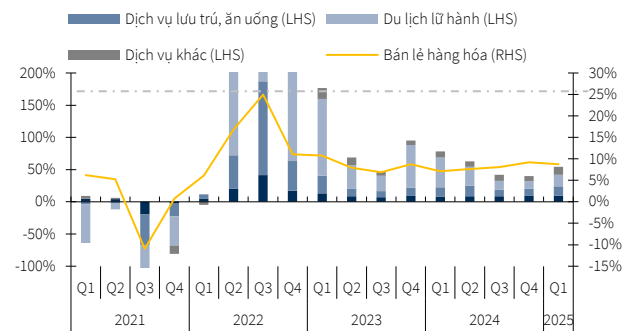
Ở chiều ngược lại, giải ngân vốn đầu tư công trong nước lại diễn ra chậm, đạt 78,712 tỷ đồng, tương đương 8.98% kế hoạch năm, thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ năm 2024 (đạt 80,689 tỷ đồng, tương ứng 11.64% kế hoạch năm). Bên cạnh những khó khăn liên quan đến các công tác GPMB, giải quyết pháp lý, năm 2025, tiến độ giải ngân đầu tư công còn bị ảnh hưởng do việc tinh giản biên chế và sắp xếp lại bộ máy hành chính dẫn đến tiến độ thẩm định, thanh toán và quyết toán chậm lại tại các dự án đầu tư công.

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



Nguồn: GSO, KBSV

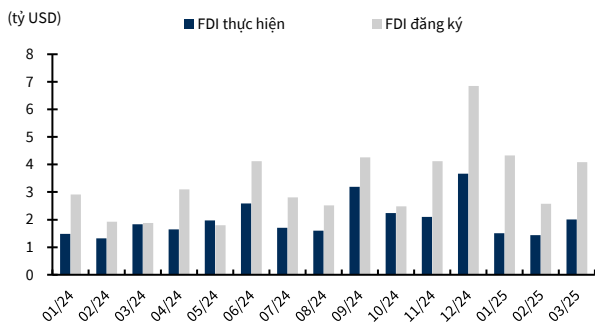
Biểu đồ 4. Tăng trưởng theo từng thành phần



Nguồn: GSO, KBSV

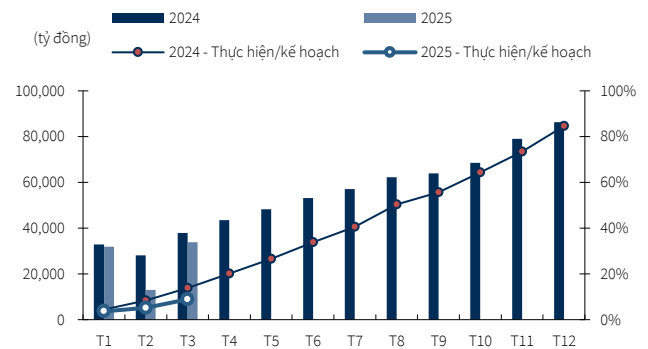
Tăng trưởng doanh thu dịch vụ lữ hành Q2/Q3/Q4 năm 2022 lần lượt là 324% YoY/3831%YoY/231%YoY

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 duy trì tăng trưởng

Khu vực dịch vụ trong Quý I/2025 ghi nhận mức tăng trưởng 7.70%YoY, đóng góp 53.74% vào tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế. Sự gia tăng nhu cầu tiêu dùng trong dịp Tết Nguyên đán cùng với 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 Quý 1/2025, lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt 6 triệu lượt người, tăng 30% so với cùng kỳ.

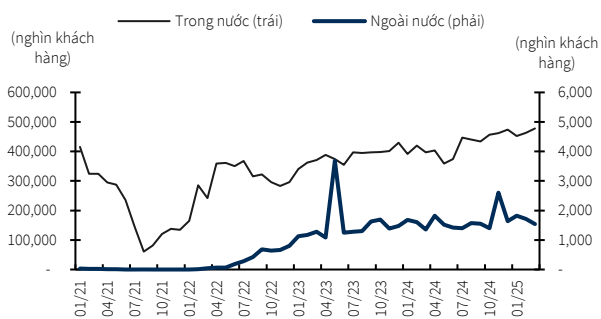
**Khu vực công nghiệp và xây dựng
nổi bước đà tăng trưởng mạnh mẽ**

Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục khởi sắc trong quý 1/2025 với giá trị tăng thêm toàn ngành công nghiệp tăng 7.32%YoY, đóng góp 40.17% vào tăng trưởng chung của nền kinh tế. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo duy trì vai trò là động lực chính với mức tăng 9.28% YoY.

**Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy
sản tăng trưởng nhẹ**

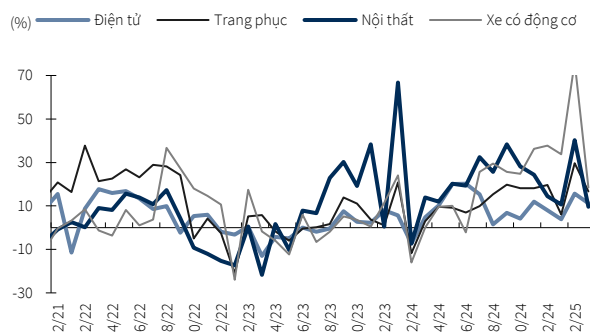
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng đạt mục tiêu đề ra trong quý 1/2025, tăng 3.74%, đóng góp 6.09% vào mức tăng tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế. Mức tăng trưởng này nhờ vào sự gia tăng sản lượng thu hoạch của một số cây lâu năm, sản lượng gỗ khai thác và sản lượng nuôi trồng thủy sản.

Biểu đồ 7. Vận tải hàng khách



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 8. Tăng/giảm các ngành công nghiệp chủ lực (%YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Dự báo tăng trưởng GDP

Điều chỉnh dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 đạt 6%

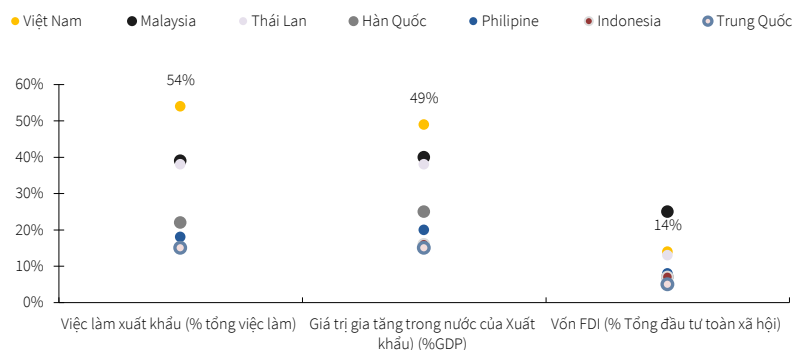
Chúng tôi điều chỉnh mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 xuống 6% (so với dự phóng 7% trước đó – tương ứng với kịch bản Việt Nam chịu thuế đối ứng 2x%) sau khi đánh giá những rủi ro trong Tradewar 2.0 đối với nền kinh tế Việt Nam. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tập trung thúc đẩy các động lực tăng trưởng nội địa, đặc biệt là đầu tư công và tăng trưởng tín dụng.

Động lực tăng trưởng bên ngoài suy yếu - Thách thức từ Tradewar 2.0

Khoảng 50% mức tăng trưởng GDP và 54% thị trường lao động của Việt Nam phụ thuộc trực tiếp hoặc gián tiếp vào xuất khẩu. Đồng thời Việt Nam cũng là nền kinh tế dựa vào thương mại nhiều nhất ở Đông Á, ngoại trừ Sing-ga-po, cho thấy nền kinh tế Việt Nam có độ mở cao, và **tăng trưởng kinh tế gắn chặt với thương mại quốc tế**.

Trong bối cảnh Tradewar 2.0 dưới thời Tổng thống Donald Trump, các chính sách mới không còn tạo điều kiện thuận lợi cho Việt Nam như Tradewar 1.0 trước đó. Điều này khiến Việt Nam đối mặt với rủi ro sụt giảm hoạt động xuất khẩu và việc thu hút đầu tư nước ngoài, từ đó tác động trực tiếp đến tăng trưởng kinh tế và việc làm trong nước ([xem chi tiết tại các báo cáo kỳ trước](#)).

Biểu đồ 9. Đóng góp xuất khẩu và dòng vốn FDI vào nền kinh tế Việt Nam



Nguồn: World Bank, KBSV

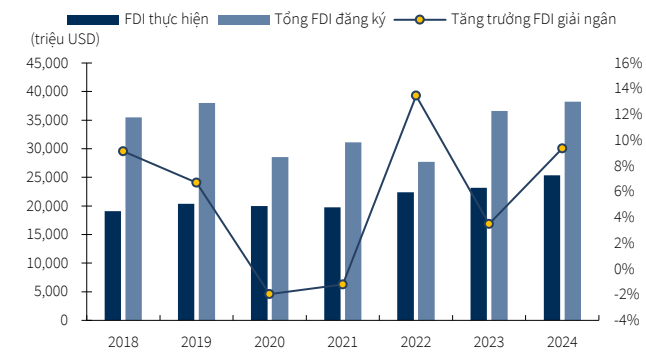
Dự báo dòng vốn FDI giải ngân có xu hướng giảm trong 2025

Trong ngắn hạn, chúng tôi duy trì quan điểm dòng vốn FDI giải ngân vào Việt Nam sẽ sụt giảm giai đoạn 2025 – 2026. Mức độ sụt giảm sẽ phụ thuộc chính vào mức thuế đối ứng mà Việt Nam phải chịu. Trong kịch bản tiêu cực nhất, với xác suất xảy ra thấp, Việt Nam chịu Thuế đối ứng không đổi là 46% (được coi là mức trần sau đàm phán), vốn FDI giải ngân dự báo sụt giảm 80 - 90% YoY trong năm 2025.

Rủi ro thuế quan cũng sẽ làm gia tăng áp lực rút vốn đầu tư từ khối doanh nghiệp FDI trong năm 2025. Thực tế, trong năm 2024, tài khoản tài chính của Việt Nam đã ghi nhận mức thâm hụt 8.03 tỷ USD cao hơn gần 2.7 lần so với mức thâm hụt 2.99 tỷ USD của năm 2023, nguyên nhân chủ yếu đến từ việc doanh nghiệp FDI có xu hướng chuyển lợi nhuận về nước thay vì tái đầu tư tại Việt Nam do chênh lệch lãi suất.

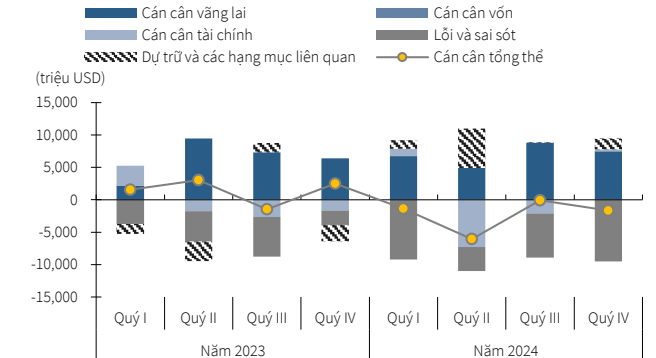
Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI giải ngân có thể dần phục hồi khi những căng thẳng của Tradewar 2.0 qua đi và được bù đắp bởi các doanh nghiệp FDI có thị trường xuất khẩu ngoài Mỹ, nhờ Việt Nam vẫn duy trì lợi thế về lực lượng nhân công giá rẻ, vị trí thuận lợi cho việc giao thương, ký kết nhiều hiệp định thương mại tự do, và các chính sách thu hút vốn FDI...

Biểu đồ 10. Tăng trưởng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 11. Cán cân thanh toán của Việt Nam



Nguồn: SBV, KBSV

Dự báo xuất khẩu có thể tăng trong Quý 2/2025 sau đó sụt giảm nhanh chóng trong 2H2025

Ngày 10/4, Chính quyền D. Trump công bố quyết định tạm hoãn áp dụng thuế đối ứng với tất cả các quốc gia, ngoại trừ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng động thái này sẽ tạo cơ hội ngắn hạn cho các doanh nghiệp đẩy mạnh đơn hàng xuất khẩu sang thị trường Mỹ, đặc biệt trong quý 2/2025, trước khi các chính sách thuế mới chính thức có hiệu lực.

Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2025, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam có thể sụt giảm nhanh chóng. Nguyên nhân chủ yếu là do các doanh nghiệp nhập khẩu Mỹ thường lên đơn hàng trước từ 3-6 tháng. Vì vậy mức sụt giảm việc đặt hàng trong Quý 2/2025 sẽ dẫn đến khả năng xuất khẩu Việt Nam có thể sụt giảm mạnh vào 2H2025.

Chúng tôi kỳ vọng, với những nỗ lực đàm phán và thương lượng với Mỹ, mức thuế đối ứng áp với Việt Nam sẽ giảm xuống. Dự báo xuất khẩu giai đoạn 2025, Chúng tôi đưa ra hai kịch bản chính:

- Kịch bản 1: Mức thuế đối ứng với Việt Nam giảm xuống 30 - 40%
Xuất khẩu của Việt Nam có thể giảm từ 10-15% trong 2025. Dù vậy, xuất khẩu các mặt hàng như điện thoại, máy tính xách tay, linh kiện bán dẫn... có thể được duy trì trong ngắn hạn, nhờ việc được loại ra khỏi danh sách áp Thuế đối ứng.
- Kịch bản 2: Mức thuế đối ứng với Việt Nam giảm xuống 2x%
Mức thuế này tương đồng hoặc chênh lệch không quá với các đối thủ cạnh tranh như Indonesia, Bangladesh, Malaysia, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu dù vẫn chịu ảnh hưởng tiêu cực nhưng tác động sẽ phần nào được kiểm soát. Mức sụt giảm xuất khẩu sẽ khoảng 5-8%.

Bảng 2. Đơn đặt hàng qua đường biển

(so sánh tuần 24 - 31 tháng 3 và 1 - 8 tháng 4)

| Đơn đặt hàng qua đường biển | |
|--|------|
| Tổng lượng TEU đặt hàng trên toàn cầu | -49% |
| Tổng đơn đặt hàng nhập khẩu của Mỹ | -64% |
| Tổng đơn đặt hàng xuất khẩu của Mỹ | -30% |
| Tổng đơn đặt hàng của Mỹ nhập khẩu từ Trung Quốc | -64% |
| Tổng đơn đặt hàng của Mỹ xuất khẩu sang Trung Quốc | -36% |

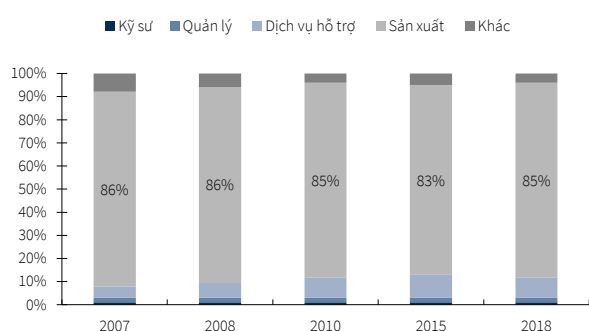
Nguồn: SONAR, KBSV

Cuộc chiến thuế quan tác động tiêu cực đến thị trường lao động và tiêu dùng trong nước

Thị trường lao động Việt Nam đang đối mặt với những thách thức đáng kể do sự suy giảm của dòng vốn FDI và hoạt động xuất khẩu. Các doanh nghiệp FDI đóng góp tới 35% tỷ lệ việc làm, con số thực tế có thể còn cao hơn do hoạt động sản xuất còn lan tỏa đến các doanh nghiệp trong nước. Thêm vào đó, 54% việc làm trong nước phụ thuộc vào hoạt động xuất khẩu. Do đó, việc dòng vốn FDI và xuất khẩu giảm sút sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến thị trường lao động của Việt Nam, đặc biệt là các ngành xuất khẩu chủ lực sang Mỹ như máy móc thiết bị điện, dệt may và gỗ...

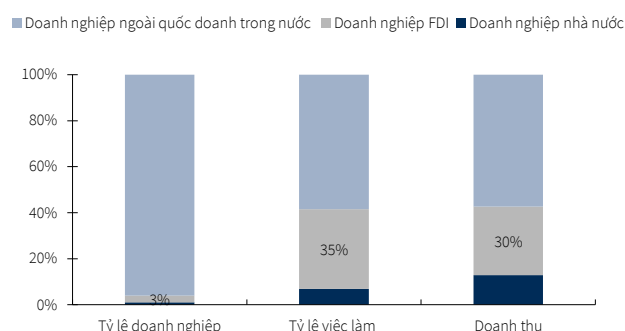
Sự suy giảm này không chỉ gây áp lực lên việc làm mà còn tác động tiêu cực đến niềm tin tiêu dùng, vốn chưa hồi phục hoàn toàn. Tuy vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng các tác động tiêu cực đến tiêu dùng trong nước sẽ được giảm thiểu một phần nhờ việc Chính phủ thông qua các biện pháp kích thích kinh tế như duy trì mặt bằng lãi suất thấp, thúc đẩy đầu tư công, gia hạn giảm thuế VAT và thúc đẩy du lịch (kéo dài thời gian lưu trú cho du khách từ 12 quốc gia được miễn thị thực).

Biểu đồ 12. Lao động của Việt Nam



Nguồn: World Bank, KBSV

Biểu đồ 13. Tỷ lệ doanh nghiệp, cơ cấu việc làm Việt Nam 2020



Nguồn: World Bank, KBSV

Đẩy mạnh những động lực tăng trưởng từ nội địa

Trước những thách thức từ bên ngoài, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ thúc đẩy mạnh mẽ những động lực tăng trưởng nội tại như Đầu tư công và tăng trưởng tín dụng.

Đầu tư công – Trụ cột thúc đẩy tăng trưởng trong bối cảnh nhiều thách thức bên ngoài

Công tác sắp xếp, tinh gọn bộ máy nhà nước đã cơ bản hoàn tất trong Quý 1/2025, tạo nền tảng cho hoạt động quản lý và triển khai dự án trở nên hiệu quả hơn trong thời gian tới. Bên cạnh đó, việc Quốc hội thông qua ba bộ luật mới (Luật đầu tư công, Luật Đất đai, Luật Kinh doanh Bất động sản) sẽ giúp tháo gỡ

những vướng mắc pháp lý, đẩy nhanh tiến độ thực hiện các dự án đầu tư công.

Với những yếu tố thuận lợi này, chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tăng tốc trong các quý tiếp theo và trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh các động lực bên ngoài suy yếu. Quyết tâm của Chính phủ trong việc thúc đẩy đầu tư công cũng đã thể hiện rõ ngay từ đầu năm 2025 với hàng loạt các kế hoạch được đưa ra:

- (1) **Bổ sung vốn đầu tư công**, Nghị quyết số 192/2025/QH15 bổ sung khoảng 84.3 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư công, nâng tổng kế hoạch giải ngân lên 875,707 tỷ đồng, tăng 40% so với năm 2024, với mục tiêu giải ngân 95%
- (2) **Phê duyệt các tuyến đường sắt quan trọng**, bao gồm tuyến đường sắt cao tốc Bắc-Nam (67 tỷ USD) và tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng (8 tỷ USD). Mục tiêu đến năm 2030, tăng gấp đôi chiều dài các tuyến cao tốc
- (3) **Kế hoạch phát triển mạnh lưới điện**, Quy hoạch điện VIII (PDP8) được điều chỉnh vào tháng 3 mới đây đã đặt ra những kế hoạch cụ thể cho việc nâng công suất lắp đặt lên hơn 236 GW đến năm 2030, tăng khoảng 3 lần so với mức 79 GW của hiện tại
- (4) **Kế hoạch phát triển hệ thống cảng biển**, Chính phủ đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch hệ thống cảng biển trong Quý 1/2025, bổ sung dự án cảng Cần Giờ, mục tiêu tăng công suất cảng biển Việt Nam lên 50% trong 2030

Bảng 3. 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

Ngân hàng Nhà nước thúc đẩy tín dụng, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế năm 2025

Năm 2025, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 16% nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8%. Trong bối cảnh hoạt động xuất nhập khẩu và dòng vốn FDI chịu nhiều tác động tiêu cực từ cuộc chiến thương mại (Tradewar 2.0), chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng sẽ

được thúc đẩy nhờ Chính phủ nỗ lực phục hồi thị trường bất động sản và đẩy mạnh đầu tư công – động lực quan trọng góp phần hỗ trợ nền kinh tế 2025.

Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản năm 2025 sẽ tiếp tục đà phục hồi, được thúc đẩy bởi hai yếu tố chính:

- (1) **Nỗ lực tháo gỡ pháp lý từ Chính phủ:** Việc Chính phủ đẩy mạnh tháo gỡ các nút thắt pháp lý đang tạo điều kiện thuận lợi cho các dự án bất động sản bị đình trệ được tái khởi động. Điều này đã trực tiếp dẫn đến sự tăng trưởng mạnh mẽ của nguồn cung trong quý I/2025. Cụ thể, thị trường đã ghi nhận khoảng 27,000 sản phẩm nhà ở mới, tăng 33% so với cùng kỳ năm 2024. Đồng thời, các dự án tiêu biểu khác cũng được tái khởi động sau thời gian trì trệ như Dat Xanh Homes Riverside, New Galaxy, Bien Hoa Universe Complex, Metro Star, NovaWorld Hồ Tràm và NovaWorld Phan Thiết..., đây minh chứng cho tác động tích cực của những nỗ lực khơi thông pháp lý.
- (2) **Chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN:** Định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp của NHNN được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu thị trường. Những tín hiệu ban đầu cho thấy điều này đang phát huy hiệu quả, với tỷ lệ hấp thụ trên toàn thị trường Bất động sản đạt khoảng 45% trong quý I/2025, gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, tuy vậy sự hồi phục này chưa phản ánh những rủi ro trong Tradewar 2.0. Chúng tôi cho rằng, nếu tỷ giá tăng dưới 4%, NHNN vẫn có dư địa để tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng, duy trì lãi suất vay thấp để kích cầu mua và đầu tư Bất động sản trong năm 2025, đặc biệt trong bối cảnh niềm tin người mua nhà có thể bị ảnh hưởng bởi thị trường lao động kém khả quan.

Lạm phát

Lạm phát Q1/2025 – Trong mục tiêu kiểm soát

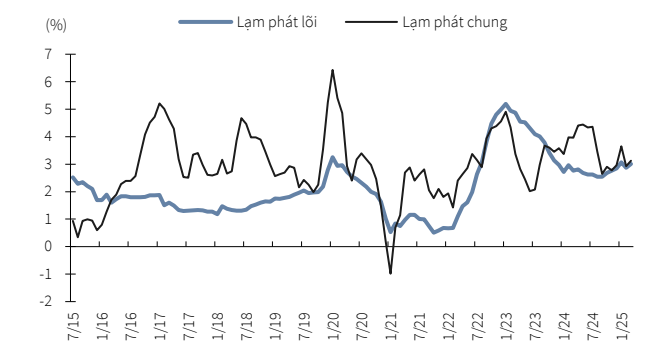
Lạm phát trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ

Tính chung quý I/2025, CPI tăng 3.22% so với cùng kỳ năm trước; lạm phát cơ bản tăng 3.01%, đà tăng chủ yếu do giá thực phẩm, điện sinh hoạt, dịch vụ giáo dục, 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.

Quý 1/2025, các yếu tố chính tác động tới CPI bao gồm:

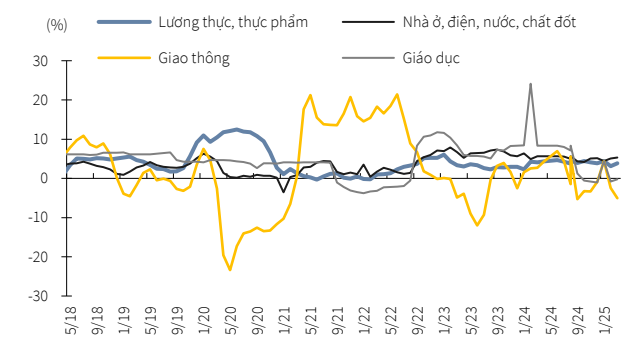
- (1) Chỉ số giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 3.78% (góp phần làm CPI chung tăng 1.27pp), trong đó chỉ số giá nhóm thịt lợn tăng 12.49%
- (2) Chỉ số giá nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng 5.11% (làm CPI chung tăng 0.96 điểm phần trăm) do giá xi măng, sắt, thép, cát tăng theo giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào và giá nhà thuê tăng
- (3) Chỉ số giá nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 14.4% (làm CPI chung tăng 0.78 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 2.4% (góp phần làm CPI chung giảm 0.23 điểm phần trăm), trong đó giá xăng dầu giảm 9.73%

Biểu đồ 14. Lạm phát và lạm phát cơ bản (%YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 15. Biến động các nhóm ngành chính (%)



Nguồn: GSO, KBSV

Dự báo lạm phát 2025

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 sức ép từ áp lực tỷ giá, dự báo lạm phát năm 2025 sẽ giữ ở mức ổn định nhờ các yếu tố: i) Giá xăng dầu giảm theo xu hướng giảm của thế giới; ii) Giá gạo tiếp tục xu hướng giảm; iii) giá thịt lợn dự báo ổn định trở lại; iv) mức tăng của các mặt hàng do nhà nước quản lý (điện, giá giáo dục, y tế) sẽ không gây áp lực quá lớn đến CPI và được chủ động cân đối

Giá dầu thô năm 2025 dự báo giảm

Bất ổn thương mại và áp lực suy thoái tại các nền kinh tế lớn như Mỹ, Trung Quốc và EU sẽ tạo thêm sức ép lên giá xăng dầu thế giới. Theo bản cập nhật tháng 4/2025, EIA dự báo giá dầu Brent giao ngay trung bình sẽ ở mức 67,87 USD/thùng trong năm 2025 và 61.48 USD/thùng trong năm 2026. Đây là mức giảm khá mạnh so với dự báo trước đó trong báo cáo tháng 3, khi EIA từng dự báo lần lượt là 74.22 USD/thùng và 68.47 USD/thùng cho hai năm nói trên. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biến động giá dầu có xu hướng giảm sẽ góp phần kiểm chế lạm phát trong 2025.

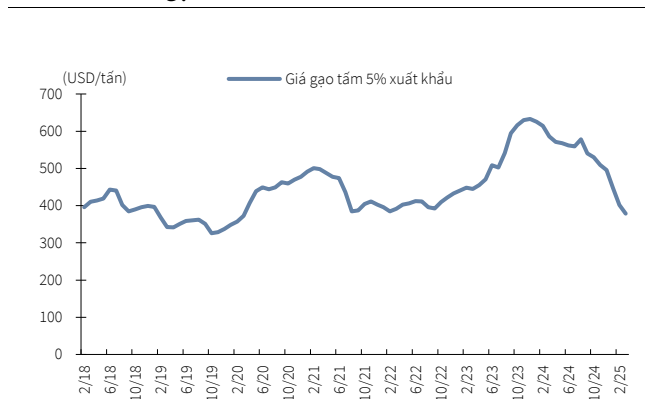
Giá gạo duy trì xu hướng giảm

Năm 2025, giá gạo dự kiến sẽ tiếp tục giảm theo đà giảm của giá gạo xuất khẩu. Nguyên nhân chính là do nguồn cung gạo dồi dào trên thị trường toàn cầu, theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), sản lượng gạo toàn cầu trong mùa vụ 2024-2025 dự báo đạt mức kỷ lục 530.4 triệu tấn. Nguồn cung gia tăng chủ yếu nhờ việc Ấn Độ - quốc gia xuất khẩu gạo lớn nhất thế giới đã gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng; trong khi dự báo xuất khẩu gạo lớn như Brazil, Pakistan, Thái Lan và Việt Nam không biến động nhiều.

Giá thịt heo dần ổn định nhờ cung cầu cân bằng

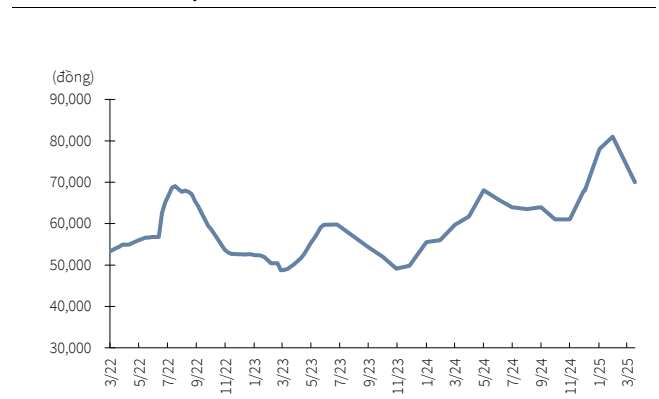
Giá thịt heo tăng mạnh trong Quý 1/2025, do nguồn cung giảm và nhu cầu tiêu thụ dịp lễ tết tăng cao, tuy nhiên đà tăng này dần sẽ được kìm hãm bởi dự báo sản lượng thịt heo của Việt Nam tăng 3% trong năm 2025, đạt 3.8 triệu tấn nhờ dự kiến mở rộng đàn lợn khi khả năng kiểm soát dịch tả lợn châu Phi (ASF) được cải thiện. Dự báo giá thịt heo có thể biến động quanh mức 60,000 – 70,000/kg trong cả 2025

Biểu đồ 16. Giá gạo tằm 5% xuất khẩu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Giá thịt heo



Nguồn: Hiệp hội chăn nuôi Việt Nam, FiinPro, KBSV tổng hợp

Bảng 4. 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

Tỷ giá USD/VND – áp lực gia tăng kể từ khi chính sách thuế được công bố

Tỷ giá chịu áp lực kể từ khi chính sách thuế đối ứng được công bố

Trong quý 1/2025, tỷ giá USD/VND ghi nhận diễn biến tăng trong biên độ 25,080 – 25,640 đồng/USD (mức tăng tương ứng 0.5-0.7% so với cuối năm 2024). Diễn biến này phản ánh phần nào kỳ vọng thị trường về triển vọng kinh tế Mỹ trong nhiệm kỳ mới của Tổng thống Trump, khi chỉ số DXY dao động trong vùng 104–108 điểm. Trong bối cảnh đó, NHNN đã có những động thái điều hành tỷ giá linh hoạt, nâng tỷ giá trung tâm từ 24,325 lên 24,726 tạo dư địa để tỷ giá diễn biến linh hoạt theo cung – cầu thị trường.

Tuy nhiên, áp lực lên tỷ giá gia tăng rõ rệt kể từ thời điểm Mỹ công bố chính sách thuế đối ứng 46% áp dụng với hàng hóa từ Việt Nam. Tỷ giá có thời điểm chạm trần 26.000 đồng/USD của NHNN, phản ánh tâm lý lo ngại về khả năng xuất khẩu sang Mỹ suy giảm và hệ quả gián tiếp đến dòng vốn FDI trong thời gian tới. Dù vậy, trong những phiên sau đó áp lực tỷ giá phần nào được xoa dịu sau (1) quyết định tạm hoãn áp thuế trong 90 ngày, (2) chỉ số DXY giảm xuống vùng 99–101 điểm – mức thấp nhất trong vòng 5 tháng, phản ánh lo ngại của thị trường về sức mạnh của đồng USD khi Mỹ có nguy cơ rơi vào suy thoái. Tính đến ngày 15/4, tỷ giá trung tâm ở mức 24,886 (+2.2%YTD), tỷ giá liên ngân hàng là 25,888 (+1.58%YTD – giảm 0.5% so với thời điểm ngày 9/4).

Tỷ giá chợ đen

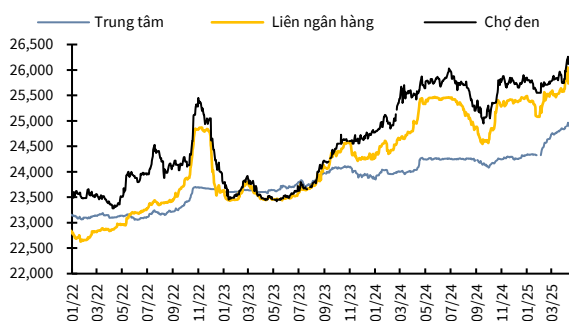
Tỷ giá trên thị trường chợ đen cũng có diễn biến tương tự thậm chí là căng thẳng hơn do thị trường này phản ứng mạnh mẽ trước các biến động kinh tế. Ngoài ra, với sự bất định tương đối lớn của kinh tế toàn cầu trong thời điểm hiện tại khiến các tài sản trú ẩn như vàng tăng giá mạnh mẽ. Giá vàng thế giới trong những tuần qua lần đầu tiên vượt mức 3,200 USD/oz, thiết lập đỉnh mới đồng thời ghi nhận mức tăng mạnh nhất trong 5 năm trở lại đây. Giá vàng trong nước cũng ghi nhận tăng mạnh ở một số thời điểm (vượt 110 triệu/lượng) nhưng chênh lệch giữa vàng trong nước và vàng quốc tế vẫn tương đối lớn. 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 26,130 đồng/USD.

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 8 đồng tiền tham chiếu theo cơ chế tỷ giá

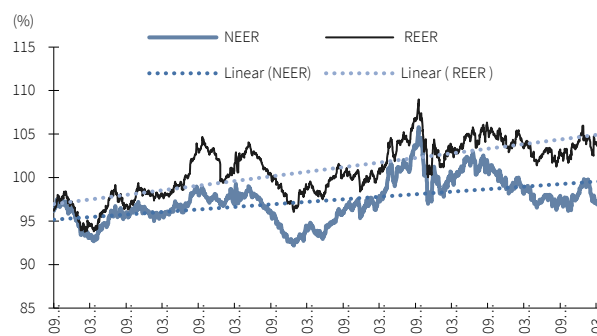
trung tâm và REER - tỷ giá thực đa phương là chỉ số được điều chỉnh lạm phát so với NEER). Trong quý 1/2025, NEER ghi nhận xu hướng giảm nhẹ (-2.7% YTD), phản ánh việc VND mất giá so với rổ các đồng tiền chủ chốt. Đối với REER, cũng giảm cùng chiều trong 2 tháng đầu năm, cho thấy mức độ cạnh tranh về giá của hàng hóa Việt Nam được cải thiện trong bối cảnh đồng nội tệ suy yếu và lạm phát trong nước được kiểm soát. Tuy nhiên, cuối tháng 3, REER bất ngờ tăng trở lại về mức đầu năm, dù NEER vẫn duy trì ở mức thấp. Diễn biến này cho thấy áp lực lạm phát nội địa gia tăng trong giai đoạn cuối kỳ đã làm triệt tiêu phần lớn tác động tích cực từ việc VND mất giá, khiến lợi thế cạnh tranh về giá của hàng hóa Việt Nam bị thu hẹp trở lại.

Biểu đồ 18. Tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, Fiingroup, KBSV

Biểu đồ 19. NEER và REER (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV tính toán

Dự báo tỷ giá 2Q2025

Nâng dự báo tỷ giá USD/VND trong bối cảnh triển vọng kinh tế thế giới có nhiều biến động

Trong năm 2025, triển vọng tỷ giá được đánh giá sẽ có diễn biến tương đối phức tạp, chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố bất định từ bên ngoài. Chính sách thuế quan của Mỹ dự kiến sẽ tạo ra tác động tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế và hoạt động thương mại toàn cầu. Chúng tôi nâng mức dự báo biên độ dao động của tỷ giá, tỷ giá USD/VND có thể tăng xấp xỉ 4% so với cuối năm 2024. Diễn biến tỷ giá trong thời gian tới sẽ tiếp tục phụ thuộc vào hai yếu tố chính: (1) cung – cầu ngoại tệ, đặc biệt là các dòng vốn FDI, cán cân thương mại và kiều hối; và (2) xu hướng vận động của đồng USD trên thị trường quốc tế, thể hiện qua chỉ số DXY. Trong đó, việc đồng USD suy yếu trở lại sau giai đoạn tăng mạnh sẽ là yếu tố hỗ trợ giúp giảm bớt áp lực tỷ giá trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nếu căng thẳng thương mại kéo dài làm suy giảm nguồn cung ngoại tệ vào Việt Nam, tỷ giá vẫn có thể đối mặt với áp lực tăng trong các quý còn lại của năm.

Cung ngoại tệ bị ảnh hưởng từ chính sách thuế quan

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo chuyên đề Việt Nam trong Trade War 2.0, chính sách thuế quan nhiều khả năng sẽ gia tăng áp lực lên tỷ giá USD/VND. Các biện pháp áp thuế mới có thể gây tác động gián tiếp đến dòng vốn ngoại tệ vào Việt Nam từ kênh xuất khẩu và đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Trong ngắn hạn, việc Mỹ tạm hoãn thuế đối ứng trong vòng 90 ngày sẽ khiến mùa cao điểm xuất khẩu đến sớm hơn vào quý 2/2025. Các khách hàng ở Mỹ lo ngại về chính sách thuế quan bất định sau đó nên sẽ tăng cường nhập khẩu; điều này sẽ hỗ trợ cho nguồn cung ngoại tệ trong nước góp phần xoa dịu căng thẳng tỷ giá. Tuy nhiên trong giai đoạn nửa sau của năm, sự sụt giảm của hoạt động XK và giải ngân FDI sẽ tác động bất lợi rõ nét hơn đến tỷ giá. Hai yếu tố cần được đánh giá và theo dõi sau khi có quyết định cuối cùng bao gồm (1) Mức thuế đối ứng cho Việt Nam là bao nhiêu để đánh giá mức độ ảnh hưởng đến kim ngạch XK sang Mỹ, (2) Thuế đối ứng của Việt Nam so với các nước đối thủ sẽ tác động như thế nào đến sự chuyển dịch của doanh nghiệp FDI trong dài hạn. Áp lực lên tỷ giá vẫn là một yếu tố cần theo dõi sát sao trong các tháng tiếp theo, đặc biệt trong bối cảnh thị trường quốc tế còn nhiều biến động khó lường.

Với giả định dựa trên những thông tin chính thức tính đến thời điểm hiện tại, trong kịch bản xấu khi Việt Nam vẫn chịu mức thuế trên 30%, áp lực tỷ giá trong dài hạn vẫn hiện hữu bởi (1) ước tính KNXK năm 2025 giảm 10-15% YoY (giảm hoạt động xuất khẩu tại thị trường Mỹ); (2) trong khi đó, doanh nghiệp FDI trong ngắn hạn sẽ ngưng giải ngân vốn đầu tư mới, đồng thời tìm kiếm các quốc gia bị áp thuế thấp hơn cho mục đích dịch chuyển trong dài hạn. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng khả năng xảy ra kịch bản này sẽ thấp hơn tương đối do Việt Nam đang nỗ lực đàm phán với Mỹ để đưa mức thuế về mức thấp nhất có thể (15-20% cho kịch bản tích cực).

Diễn biến của chỉ số DXY sẽ không còn gây áp lực lên tỷ giá như năm trước

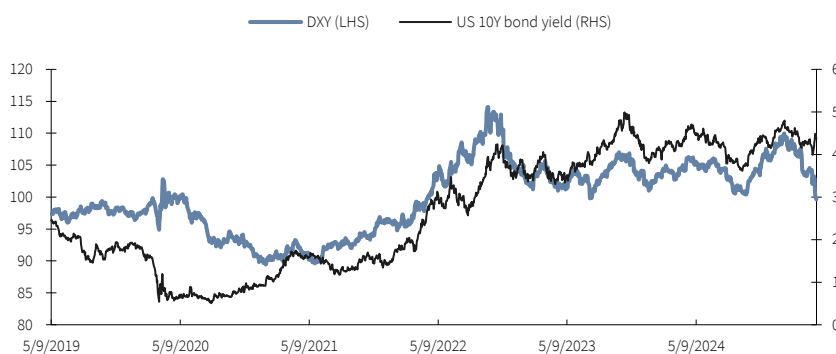
Chỉ số DXY thường là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá USD/VND, bối cảnh hiện tại sức ép từ DXY lên tỷ giá dự kiến sẽ không quá lớn (như trong năm 2024). Tính đến ngày 15/4, DXY đã giảm 8.2% YTD so với mức giảm 4.8%

cùng kỳ năm trước. Diễn biến này phản ánh những lo ngại xoay quanh nguy cơ leo thang xung đột thương mại toàn cầu, đặc biệt sau khi Mỹ triển khai chính sách thuế quan mới, đang tạo lực cản đối với đồng USD khi dòng tiền quốc tế có xu hướng thận trọng và tìm đến các tài sản an toàn khác. Bên cạnh đó, ở kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng Fed sẽ có 2 lần cắt lãi suất trong năm 2025 (0.25 điểm phần trăm mỗi lần), đợt đầu tiên có thể diễn ra vào tháng 6/2025. Chúng tôi cũng không loại trừ trường hợp chính sách thuế quan làm tăng trưởng kinh tế Mỹ chậm lại do gián đoạn chuỗi cung ứng, Fed có thể nâng số lần cắt giảm lãi suất để hỗ trợ, ngay cả khi lạm phát vẫn cao. Áp lực tỷ giá sẽ được xoa dịu khi sức mạnh của đồng USD suy yếu.

NHNN ưu tiên tăng trưởng nhưng sẽ linh hoạt để thích ứng với những cú sốc bên ngoài

Mặc dù chính sách thuế quan từ phía Mỹ được dự báo sẽ gây áp lực nhất định lên tỷ giá, NHNN đã phát đi thông điệp ưu tiên giữ mặt bằng lãi suất thấp, nới room tín dụng nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Điều này ngầm cho thấy NHNN có thể nâng mức chấp nhận sự mất giá của đồng VND trong biên độ hợp lý nhằm hỗ trợ xuất khẩu và kích thích sản xuất. Tuy nhiên, nếu tỷ giá tăng quá nhanh và vượt ngưỡng 4% so với đầu năm sẽ dẫn đến rủi ro bất ổn vĩ mô và ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài vào Việt Nam. Trong kịch bản này, NHNN có thể sẽ có biện pháp can thiệp hạn chế sự mất giá của đồng nội tệ thông qua (1) bán dự trữ ngoại hối; (2) Phát hành tín phiếu nhằm hút bớt lượng VND trong hệ thống; (3) hoặc thậm chí tăng lãi suất điều hành trong các kịch bản cực đoan. Nhìn chung chúng tôi cho rằng định hướng chính sách tiền tệ trong thời gian tới của NHNN vẫn nghiêng về hỗ trợ tăng trưởng, nhưng đồng thời duy trì tính chủ động và linh hoạt để phản ứng kịp thời với các cú sốc từ bên ngoài.

Biểu đồ 20. Mỹ - 10Y bond yield & DXY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

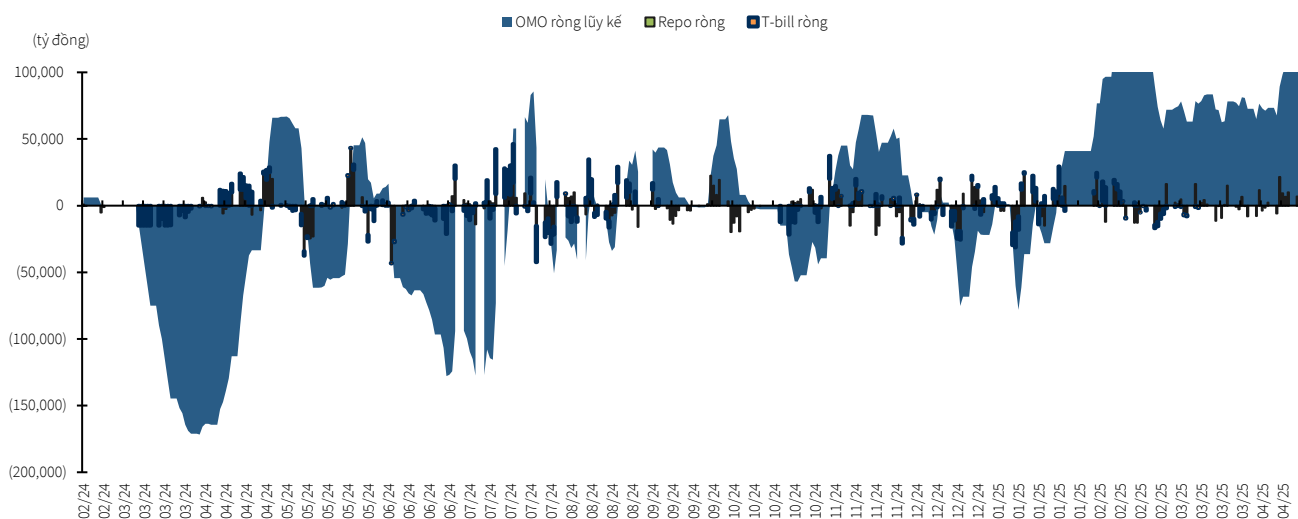
Lãi suất

Lãi suất 3 tháng đầu năm – Duy trì ở mức thấp

**Điều hành linh hoạt các công cụ để
hài hoà giữa ổn định tỷ giá và giảm
lãi suất**

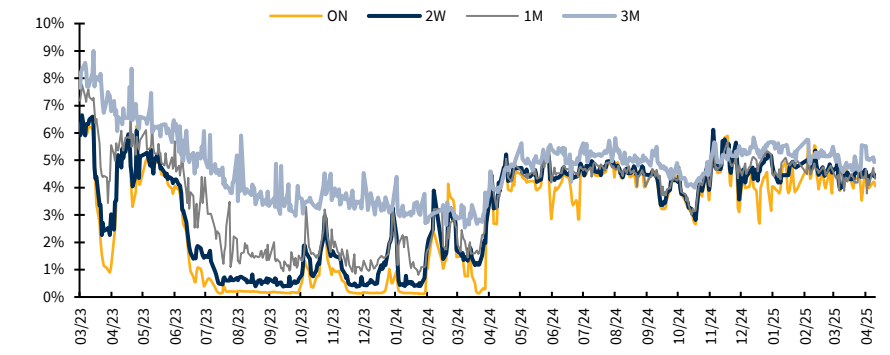
Trong bối cảnh chính sách thuế quan của Mỹ khiến thị trường lo ngại về áp lực tỷ giá, NHNN cam kết vẫn hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng nhằm ổn định lãi suất. Cụ thể, NHNN đã ngưng phát hành Tín phiếu từ một tháng trước, thay vào đó tăng cường bơm ròng thông qua nghiệp vụ mua kỳ hạn, với khối lượng đạt 36,730 tỷ đồng trong tuần 08–14/04/2025. Ngoài ra, NHNN cũng bổ sung thêm các kỳ hạn dài hơn như 35 ngày và 91 ngày, cho thấy định hướng hỗ trợ thanh khoản mang tính dài hạn, ổn định hơn cho hệ thống ngân hàng. Việc duy trì thanh khoản dồi dào thể hiện rõ định hướng ưu tiên hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn hiện nay. Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng tiếp tục ổn định ở mức thấp, dao động quanh 3,5–4%. Lãi suất qua đêm, 2W, 1M, 3M lần lượt hiện đang ở mức 4.06%, 4.44%, 4.32%, 4.96% (+2bps, -41bps, -18bps, -69bps so với đầu năm 2025).

Biểu đồ 21. Bơm hút trên thị trường mở và diễn biến lãi suất



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 22. Lãi suất liên ngân hàng (%)



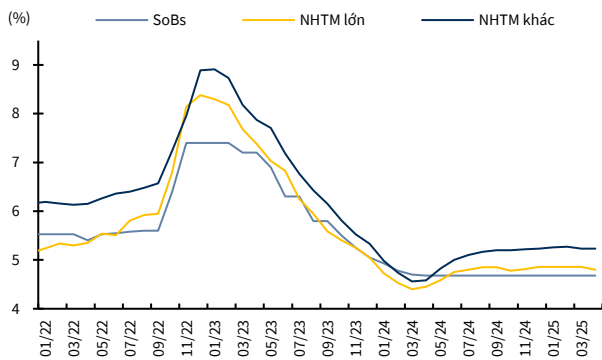
Nguồn: NHNN, KBSV

Lãi suất duy trì ở mặt bằng thấp đã tạo điều kiện cho tăng trưởng tín dụng

Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 trên 16%, việc duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp là mục tiêu quan trọng mà NHNN hướng đến. Do vậy từ đầu năm nay, các ngân hàng thương mại được yêu cầu kiểm soát lãi suất huy động đầu vào để hạn chế dẫn truyền sang lãi suất cho vay. Theo báo cáo từ NHNN, mặt bằng lãi suất cho vay bình quân giảm 0.4% YTD, trong khi lãi suất huy động chỉ nhích nhẹ 0.08%. Lãi suất huy động ghi nhận tăng so với đầu năm chủ yếu từ nhóm NHTM quy mô nhỏ, nhưng đa số các ngân hàng đã điều chỉnh giảm lãi suất kể từ sau Công điện số 19/CP-TTg ngày 24/2/2025 (Thủ tướng yêu cầu NHNN thực hiện ngay việc thanh tra, kiểm tra các ngân hàng thương mại đã điều chỉnh tăng lãi suất huy động).

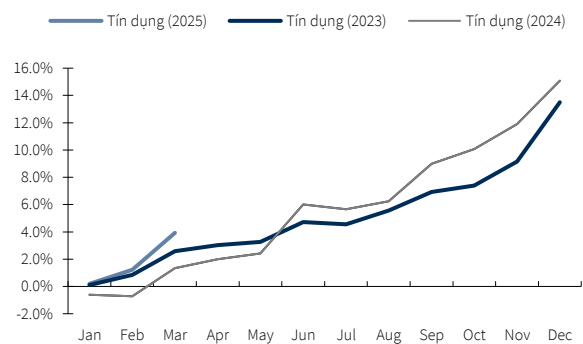
Lãi suất duy trì ở mặt bằng thấp đã tạo điều kiện cho tăng trưởng tín dụng. Hết quý 1/2025, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đặt 3.93% YTD – cao gấp 2.5 lần so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh đó, NHNN cũng phối hợp với các ngân hàng triển khai thực hiện chương trình ưu đãi tín dụng cho các ngành nghề như lĩnh vực nông, lâm nghiệp và thủy sản với quy mô 100.000 tỷ đồng. Mặc dù các biến động bên ngoài có thể làm giảm dư địa chính sách tiền tệ nới lỏng, mục tiêu tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là khu vực sản xuất trong nước vẫn được ưu tiên.

Biểu đồ 23. Lãi suất huy động 12 tháng (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 24. Tăng trưởng tín dụng hệ thống qua các tháng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Dự báo lãi suất 2Q2025

Mặt bằng lãi suất cho vay sẽ duy trì ở mức thấp để hỗ trợ kinh tế tăng trưởng

Trước những tác động tiêu cực từ chính sách thuế qua lên tăng trưởng kinh tế, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ nỗ lực đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế trong nước ở các lĩnh vực đầu tư công, sản xuất, tiêu dùng nội địa. Khi đó hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc khơi thông dòng vốn cho nền kinh tế. Trong ngắn hạn khi áp lực tỷ giá chưa bị ảnh hưởng tiêu cực bởi vấn đề thuế quan, mặt bằng lãi suất cho vay dự kiến sẽ giữ nguyên ở mức hiện tại. Bên cạnh đó, các chương trình hỗ trợ doanh nghiệp được các ngân hàng triển khai với mức lãi suất vay ưu đãi cũng sẽ kéo mặt bằng chung lãi suất cho vay thấp hơn. NHNN nhiều khả năng sẽ chấp nhận mức biến động tỷ giá lớn hơn trong năm nay để ưu tiên cho tăng trưởng trong nước.

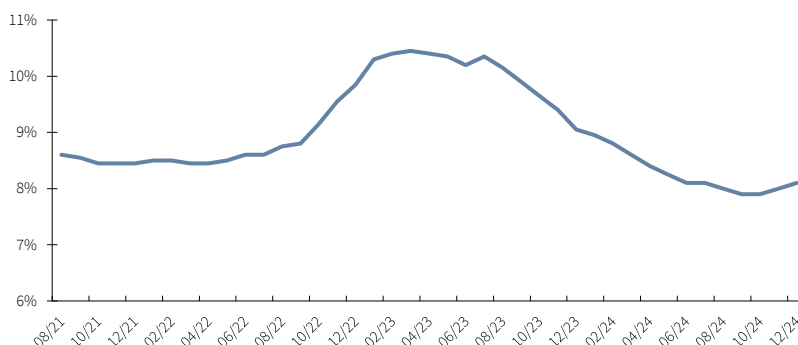
NHNN hỗ trợ thanh khoản để kiểm soát lãi suất huy động

Trong báo cáo kỳ trước, chúng tôi đã đề cập đến áp lực thanh khoản mà các ngân hàng có thể sẽ phải đối mặt khi tăng cường giải ngân để thực hiện mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao. Hiện tại, duy trì chính sách điều hành tỷ giá linh hoạt, NHNN sẽ vẫn có nguồn lực để hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng thương mại. Với thanh khoản toàn hệ thống ở trạng thái dồi dào, các ngân hàng thương mại không chịu nhiều áp lực tăng lãi suất huy động để cạnh tranh nguồn vốn, qua đó góp phần duy trì mặt bằng lãi suất ổn định ở mức thấp, phù hợp với định hướng chính sách tiền tệ hỗ trợ tăng trưởng trong thời điểm hiện tại.

Lãi suất có thể gia tăng trong dài hạn do chịu sức ép từ vấn đề thuế quan

Tuy nhiên về dài hạn, sự bất định của chính sách thuế quan tạo ra sức ép lên công cuộc điều hành chính sách của NHNN. Trong trường hợp tỷ giá và lạm phát tăng mạnh (trên 4%), việc duy trì mặt bằng lãi suất thấp sẽ trở thành thách thức. Dự báo lãi suất huy động có thể tăng 1-2%, lãi suất cho vay tăng nhẹ và chậm hơn lãi suất huy động (0.5-1%). Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng lãi suất vẫn được duy trì ở vùng thấp tương đối và sẽ tiếp tục đóng vai trò thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ 25. Lãi suất cho vay bình quân các khoản vay mới và cũ



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

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

quannnd@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 & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@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, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, 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, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@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 tuyệt đối 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 kỳ vọng tăng giá tuyệt đối 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.