

Vững vàng trước giông bão

- GDP Q1 tăng trưởng tích cực với mức tăng 6.9% svck – mức tăng trưởng cao nhất so với Q1 các năm trong giai đoạn 2020 – 2025.
- Hoạt động xuất khẩu sôi động trong tháng 3 với kim ngạch tăng 14.5% svck, chỉ số PMI vượt ngưỡng 50 điểm lần đầu tiên trong bốn tháng trở lại đây.
- Mức thuế đối ứng đối với hàng hóa Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ hiện được giảm xuống còn 10% và lùi thời hạn áp dụng mức thuế 46% thêm 90 ngày.

Khởi đầu mạnh mẽ với GDP Q1 đạt mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2020

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q1/2025 ước tính tăng 6.9% svck – mức tăng trưởng cao nhất so với Q1 các năm trong giai đoạn 2020 – 2025. Kết quả tăng trưởng này đã vượt mục tiêu đặt ra cho quý I/2025 là 6.2% - 6.6% của kịch bản tăng trưởng cả năm 6.5 - 7%. Tuy nhiên vẫn chưa đạt mục tiêu của kịch bản tăng trưởng năm 2025 đạt 8% với mục tiêu tăng trưởng của quý I/2025 là 7.7%. Trong Q1, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.7% svck (đóng góp 6.1% vào mức tăng trưởng của GDP); khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 7.4% svck (đóng góp 40.2%); khu vực dịch vụ tăng 7.7% svck (đóng góp 53.7%).

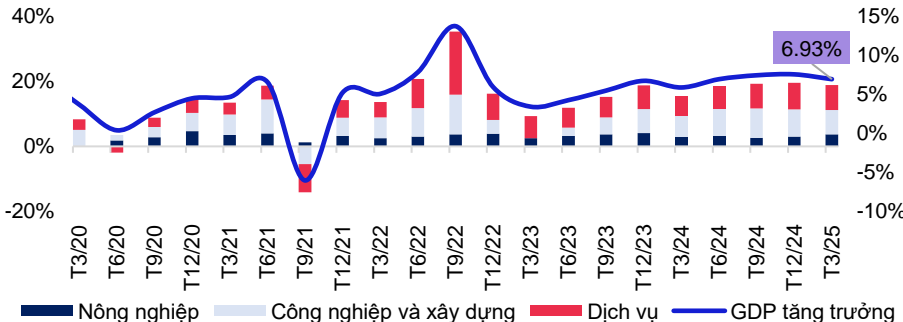
Hoạt động sản xuất công nghiệp lấy lại đà tăng trưởng trong tháng 3

Kim ngạch xuất khẩu trong tháng 3 tăng 14.5% svck, trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng 19% svck. Trong Q1, xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt tăng 10.6% và 17%, đưa thặng dư thương mại lên mức 3.16 tỷ USD. Tốc độ phát triển sản xuất công nghiệp tiếp tục giữ đà tăng trưởng ổn định với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 3 tăng 8.6% svck. Cùng với đó, chỉ số PMI đã tăng lên trên ngưỡng 50 điểm lần đầu tiên trong bốn tháng khi đạt 50.5 điểm trong tháng 3 nhờ số lượng đơn đặt hàng mới tăng trở lại sau chuỗi hai tháng giảm.

Cú sốc thuế đối ứng 46%

Ngày 2/4, Tổng thống Trump đã công bố mức thuế đối ứng đối với các quốc gia trên thế giới, theo đó thuế suất 10% sẽ được áp dụng lên tất cả các mặt hàng nhập khẩu vào Mỹ (hiệu lực từ ngày 5/4) và mức thuế quan cao hơn đối với các quốc gia có thặng dư thương mại lớn với Mỹ (có hiệu lực từ ngày 9/4). Trong đó, Việt Nam phải đối mặt với mức thuế lên đến 46%. Tuy nhiên, đến chiều ngày 9/4 (sáng sớm ngày 10/4 theo giờ Việt nam), Tổng thống Mỹ bất ngờ thông báo giảm thuế đối ứng còn 10% và lùi thời hạn áp dụng mức thuế ban đầu thêm 90 ngày để các nước tiến hành đàm phán song phương với Mỹ, đồng thời nâng mức thuế áp dụng với Trung Quốc lên 125%. Trong bối cảnh này, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam chắc chắn sẽ ít nhiều chịu ảnh hưởng khi là nền kinh tế có độ mở cao. Tuy nhiên, mức độ bị tác động hiện còn chưa rõ ràng khi chưa có thông tin về mức thuế cuối cùng áp dụng lên hàng hóa của Việt Nam trong năm nay. Do vậy, chúng tôi vẫn đang theo dõi những diễn biến của về nội dung đàm phán trong thời gian tới để điều chỉnh triển vọng tăng trưởng phù hợp.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng năm (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đình Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

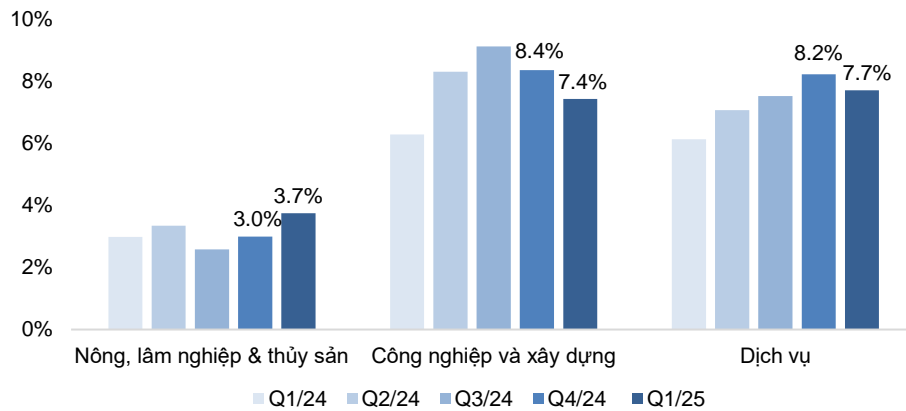
Vững vàng trước giông bão

Khởi động năm 2025 mạnh mẽ với tăng trưởng xấp xỉ 7% trong Q1...

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q1/2025 ước tính tăng 6.9% svck – mức tăng trưởng cao nhất so với Q1 các năm trong giai đoạn 2020 – 2025. Kết quả tăng trưởng này đã vượt mục tiêu đặt ra cho quý I/2025 là 6.2% - 6.6% của kịch bản tăng trưởng cả năm 6.5 - 7%. Tuy nhiên vẫn chưa đạt mục tiêu của kịch bản tăng trưởng năm 2025 đạt 8% (trong đó, mục tiêu tăng trưởng của quý I/2025 là 7.7%) trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đối mặt với nhiều bất ổn đã ảnh hưởng đến kinh tế - xã hội nước ta.

Trong Q1, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 7.4%, đóng góp 40.2% vào mức tăng trưởng chung của toàn nền kinh tế. Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng chính của khu vực này với mức tăng 9.3%. Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.7%, đóng góp 6.1%. Đóng góp lớn vào mức tăng trưởng này là nhờ sản lượng thu hoạch một số cây lâu năm và sản lượng nuôi trồng thủy sản tăng trưởng tích cực nhờ ứng dụng kỹ thuật công nghệ cao. Trong khi đó, khu vực dịch vụ có mức tăng trưởng cao nhất trong ba khu vực khi tăng 7.7% svck trong Q1, đóng góp 53.7%. Trong đó, một số ngành có mức tăng trưởng ổn định như: hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ (+12.6% svck); vận tải và kho bãi (+9.9% svck); dịch vụ lưu trú và ăn uống (+9.3% svck).

Hình 2: Tăng trưởng GDP các thành phần kinh tế theo quý (% svck)



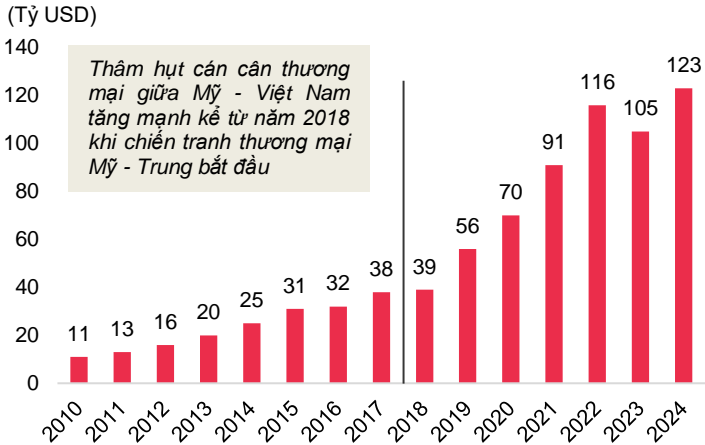
Nguồn: TCTK, MBS Research

... song mức thuế đối ứng 46% của Mỹ cho hàng hóa Việt Nam phủ bóng lên triển vọng tăng trưởng

Ngày 2/4, Tổng thống Trump đã công bố mức thuế đối ứng đối với các quốc gia trên thế giới với thông điệp rằng mức thuế đối ứng phản ánh các rào cản thương mại mà các nước này đã áp đặt lên hàng hóa Mỹ trong suốt thời gian qua, cũng như bao hàm cả yếu tố thao túng tiền tệ. Theo đó, Việt Nam nằm trong nhóm các quốc gia chịu mức thuế nhập khẩu cao nhất, lên đến 46%, cao hơn nhiều so với kịch bản xấu nhất mà thị trường dự đoán trước đây chỉ từ 15% - 20%. Sau đó vào ngày 9/4, Tổng thống Trump đã thông báo giảm thuế đối ứng còn 10% và lùi thời hạn áp dụng mức thuế ban đầu thêm 90 ngày (tức là có hiệu lực từ ngày 8/7) để các nước tiến hành đàm phán song phương với Mỹ để tìm kiếm mức thuế áp dụng cuối cùng.

Khác với nhiều dự đoán trước đây, chính quyền đương nhiệm đã chọn cách xác định thuế đối ứng dựa trên thâm hụt thương mại, thay vì mức thuế quan mà các nước áp lên hàng hóa Mỹ. Chẳng hạn như, cán cân Thương mại giữa Việt Nam và Mỹ khoảng 124 tỷ USD, chiếm 90% tổng kim ngạch Thương mại, từ đó mức thuế 46% được áp dụng, tương đương một nửa tỷ lệ thâm hụt thương mại. Chúng tôi cho rằng, với những nỗ lực đàm phán mà Việt Nam đang thực hiện, mức thuế cuối cùng được áp dụng cho Việt Nam nhiều khả năng sẽ thấp hơn 46%, song với con số ban đầu khá cao như vậy rất khó để đưa thuế đối ứng về mức như thị trường kỳ vọng trước đây.

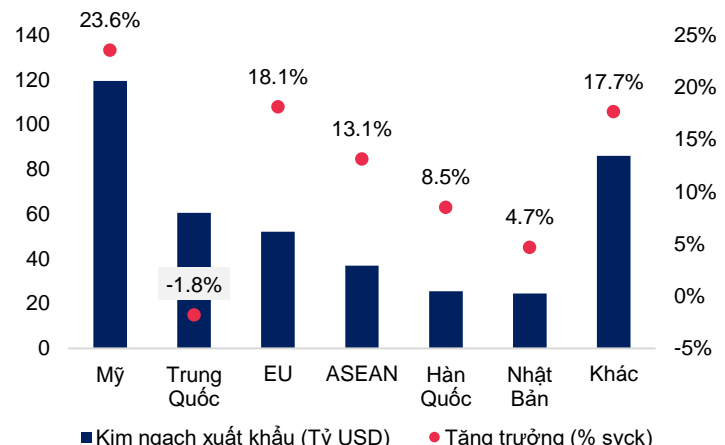
Hình 3: Năm 2024 Việt Nam đứng thứ 3 trong số các quốc gia mà Mỹ có thâm hụt thương mại lớn nhất



Thâm hụt cán cân thương mại giữa Mỹ - Việt Nam tăng mạnh kể từ năm 2018 khi chiến tranh thương mại Mỹ - Trung bắt đầu

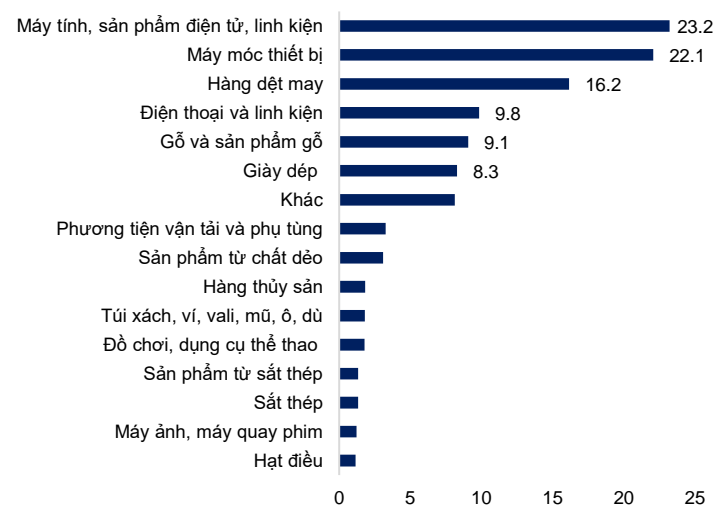
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 4: Giá trị xuất khẩu sang Mỹ chiếm gần 30% tổng kim ngạch xuất khẩu, tăng trưởng 23.3% svck trong năm 2024



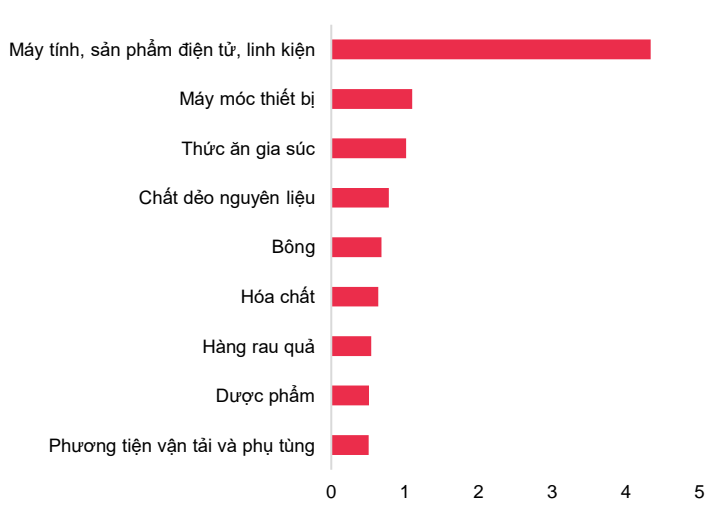
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 5: Các mặt hàng có giá trị xuất khẩu sang Mỹ lớn nhất năm 2024 (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Hải quan, MBS Research

Hình 6: Các mặt hàng nhập khẩu từ Mỹ có giá trị lớn nhất năm 2024 (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Hải quan, MBS Research

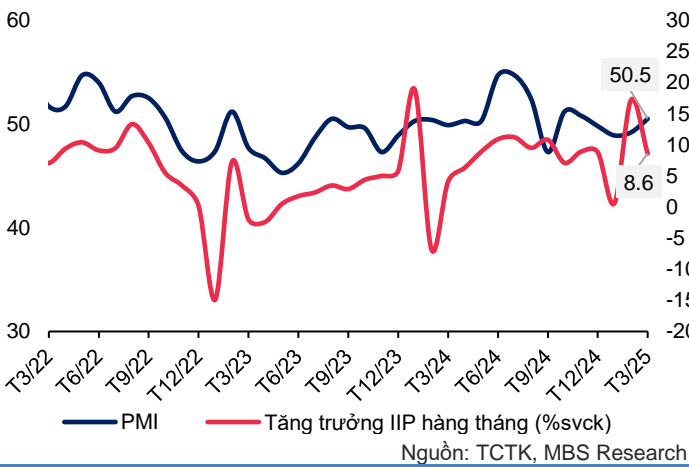
Chúng tôi đánh giá mức thuế đối ứng cao hơn dự kiến sẽ tác động tiêu cực lên ba khía cạnh kinh tế chính. Thứ nhất, thuế suất đối ứng cao làm giảm sức cạnh tranh của các mặt hàng chủ chốt của Việt Nam vào thị trường Mỹ như máy móc thiết bị, linh kiện điện tử, điện thoại, may mặc da giày,... trong khi các đối thủ cạnh tranh trực tiếp có mức thuế thấp hơn đáng kể như Ấn Độ (26%), Thái Lan (37%),... Thứ hai, Việt Nam là nước chịu mức thuế đối ứng cao thứ 3 trong khu vực Đông Nam Á, điều sẽ ảnh hưởng đến dòng vốn FDI sản xuất đang dịch chuyển vào Việt Nam theo chiến lược Trung Quốc +1. Thứ ba, tỷ giá sẽ chịu thêm sức ép do Việt Nam cần phải tăng cường nhập khẩu từ Mỹ nhằm thu hẹp thặng dư Thương mại với nước này.

Tăng trưởng sản xuất công nghiệp trong Q1 đạt mức cao nhất kể từ 2020

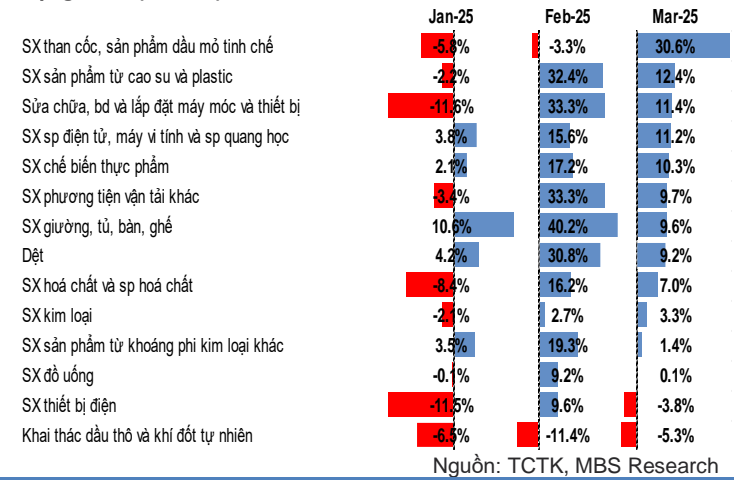
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 3 tăng 12% so với tháng trước và tăng 8.6% svck, với đóng góp lớn đến từ mức tăng trưởng 10.2% svck của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Trong đó, các ngành trọng điểm ghi nhận hoạt động sản xuất tăng trưởng mạnh trong tháng bao gồm: Sản xuất than cốc, sản phẩm dầu mỏ tinh chế (+30.6% svck), sản xuất xe có động cơ (+18.4% svck), sản xuất trang phục (+16.8% svck). Trong Q1, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 7.8% svck – đánh dấu mức tăng trưởng cao nhất so với Q1 các năm trong giai đoạn 2020 – 2025. Trong đó, ngành chế biến chế tạo đạt mức tăng trưởng 9.5%, cao hơn nhiều so với mức 5.9% của cùng kỳ năm 2024.

Ngành sản xuất cũng đã có dấu hiệu khởi sắc hơn với chỉ số PMI tăng lên trên ngưỡng 50 điểm lần đầu tiên trong bốn tháng trở lại đây khi đạt 50.5 điểm trong tháng 3 nhờ số lượng đơn đặt hàng mới tăng trở lại sau chuỗi 2 tháng giảm. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của số lượng đơn đặt hàng mới chỉ ở mức khiêm tốn. Ngoài ra, các lo ngại về sự bất ổn và không chắc chắn của thị trường toàn cầu đã khiến các doanh nghiệp ngần ngại hơn trong hoạt động tuyển dụng cũng như mua thêm hàng hóa đầu vào. Tựu chung lại, tâm lý của các doanh nghiệp nhìn chung vẫn khá lạc quan khi số lượng đơn đặt hàng mới tăng và hy vọng nhu cầu khách hàng sẽ dần phục hồi. Tuy nhiên, mức độ lạc quan vẫn ở dưới mức trung bình do những lo ngại về sự bất ổn của nền kinh tế thế giới.

Hình 7: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



Hình 8: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)



Hoạt động xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng hai chữ số

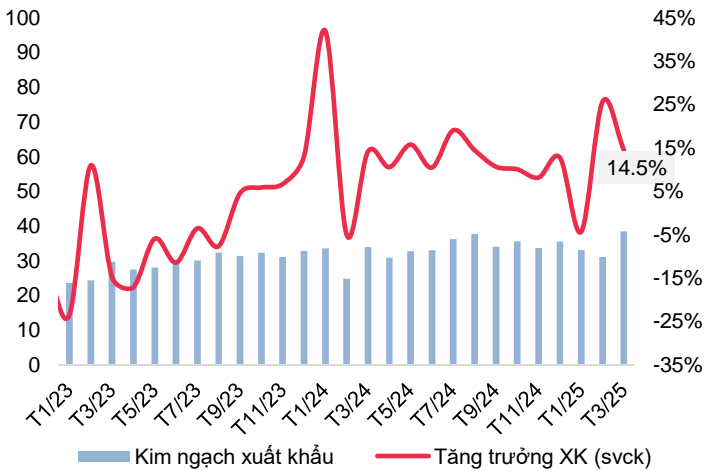
Kim ngạch xuất khẩu tháng 3 tăng 23.8% so với tháng trước khi đạt 38.51 tỷ USD – mức kim ngạch trong tháng cao nhất trong vòng 10 năm trở lại đây – phần nào phản ánh việc các doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu hàng hóa trước khi Tổng thống Trump công bố mức thuế đối ứng vào tháng 4. So với cùng kỳ năm ngoái, kim ngạch xuất khẩu tăng 14.5%, được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao bao gồm: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+91.9% svck); xơ và sợi dệt (+65.8% svck); điện tử, máy tính và linh kiện (+35.1% svck).

Lũy kế 3T2025, kim ngạch xuất khẩu đạt 102.84 tỷ USD (+10.6% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+73.8% svck); cà phê (+45.9% svck); sản phẩm từ sắt thép (+30.2% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn như: sắt thép (-25.1% svck); máy ảnh, máy quay phim và linh kiện (-21.6% svck); chất dẻo nguyên liệu (-

19.3% svck). Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 31.4 tỷ USD (+21.9% svck). Xuất khẩu sang EU tăng 12.7% svck, đạt 13.7 tỷ USD, trong khi kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 13.2 tỷ USD (+0.2% svck).

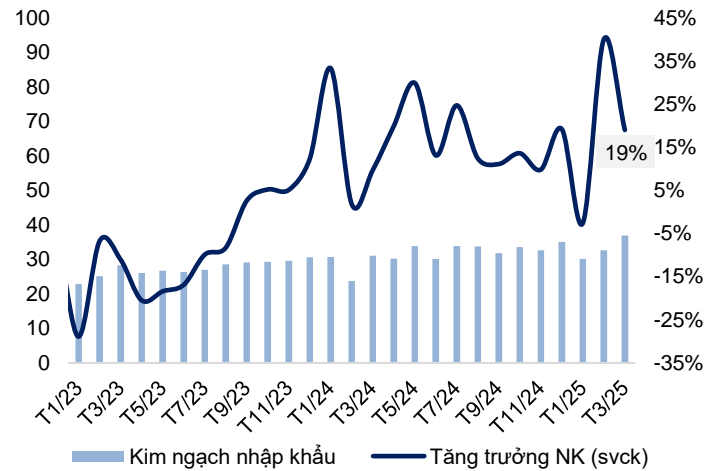
Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu ước đạt 36.88 tỷ USD (+19% svck, +12.9% so với tháng trước) trong tháng 3, và lũy kế 3 tháng đầu năm đạt 99.68 tỷ USD (+17% svck). Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta với kim ngạch ước đạt 38.1 tỷ USD (+24.7% svck). Trong Q1, có 2 mặt hàng nhập khẩu với trị giá trên 5 tỷ USD (chiếm 44.4% tổng kim ngạch nhập khẩu) bao gồm: Điện tử, máy tính và linh kiện; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác.

Hình 9: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



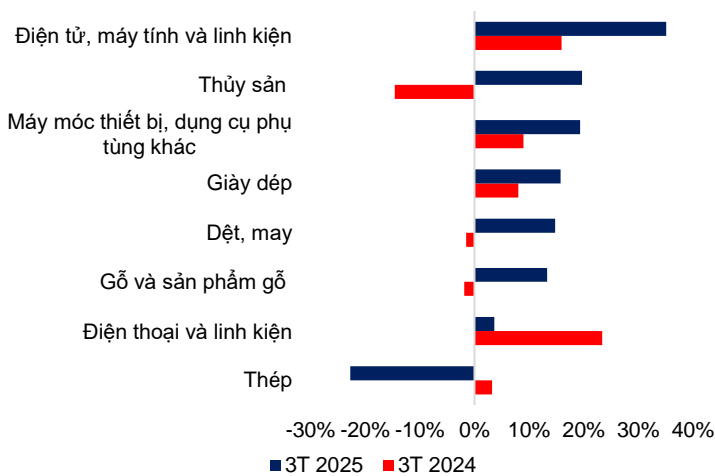
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 10: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



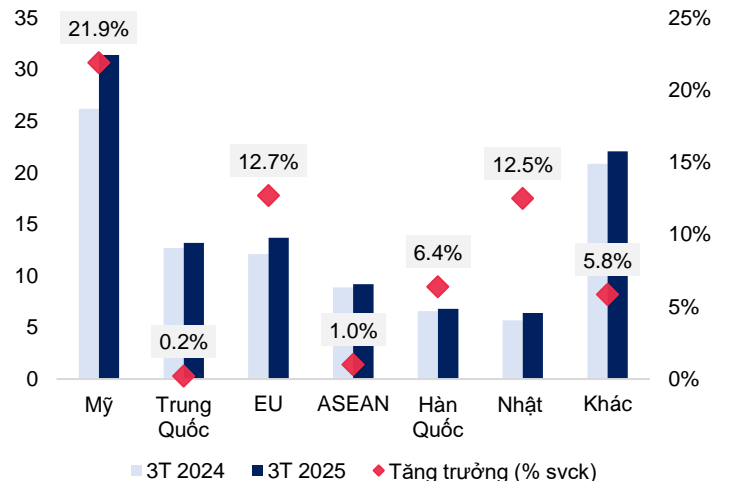
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 11: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 12: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong Q1 (Tỷ USD)



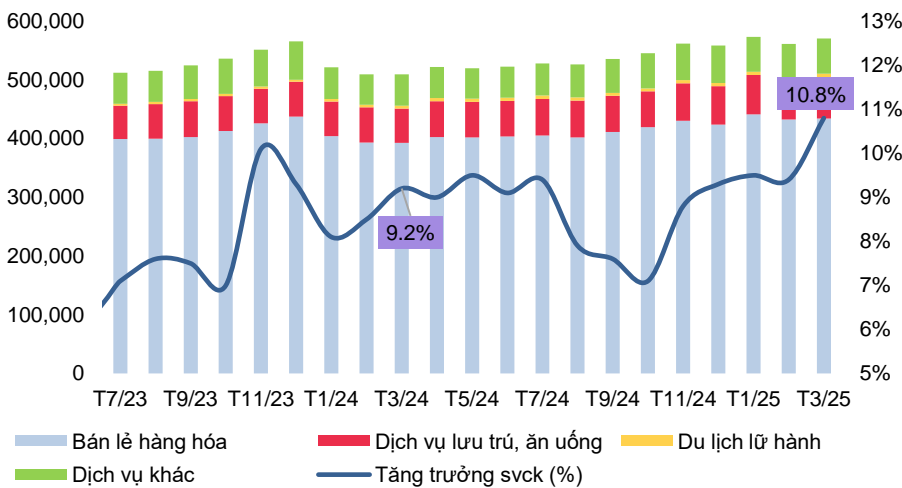
Nguồn: TCTK, MBS Research

Trong bối cảnh tình hình kinh tế toàn cầu đối mặt với nhiều biến động xoay quanh các chính sách thuế quan khó đoán định từ phía Mỹ cũng như tình hình căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam chắc chắn sẽ ít nhiều chịu ảnh hưởng khi là nền kinh tế có độ mở cao. Tuy nhiên, mức độ bị tác động hiện còn chưa rõ ràng khi chưa có thông tin về mức thuế cuối cùng áp dụng lên hàng hóa của Việt Nam trong năm nay. Do vậy, chúng tôi vẫn đang theo dõi những diễn biến của về nội dung đàm phán trong thời gian tới để điều chỉnh triển vọng tăng trưởng phù hợp.

Tiêu dùng nội địa phục hồi rõ nét trong tháng 3

Tiêu dùng nội địa tiếp tục khởi sắc và ngành du lịch vẫn tiếp tục giữ đà tăng trưởng mạnh mẽ trong tháng 3. Cụ thể, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 3 tăng 10.8% svck – mức tăng cao nhất kể từ T5/2023. Trong Q1, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.9% svck, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7.5% svck – cao hơn mức tăng 5.5% của cùng kỳ năm ngoái. Mức tăng trưởng tích cực này cho thấy triển vọng tích cực đối với sự phục hồi của tiêu dùng nội địa trong năm nay với sự thúc đẩy từ các chương trình kích cầu tiêu dùng và các chính sách ưu đãi như việc gia hạn giảm 2% thuế VAT đến hết tháng 6/2025. Cùng với đó, ngành du lịch vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh. Nhờ các chính sách thị thực thuận lợi, các chương trình xúc tiến du lịch được đẩy mạnh và những giải thưởng quốc tế danh giá, Việt Nam đã thu hút hơn 6 triệu lượt khách quốc tế trong 3 tháng đầu năm, tăng 29.6% svck và tăng 33.7% svck năm 2019 - thời điểm trước đại dịch Covid-19.

Hình 13: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Tỷ đồng)



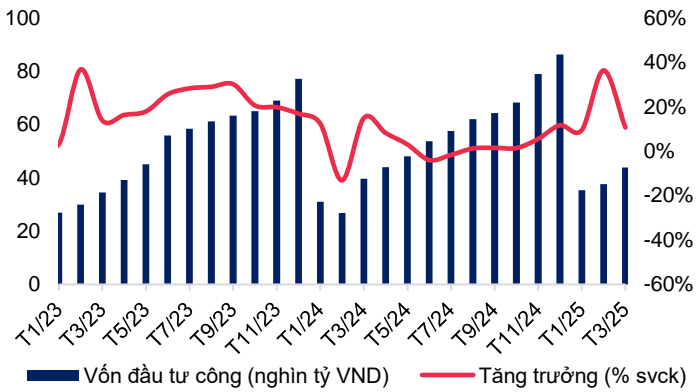
Nguồn: TCTK, MBS Research

Giải ngân vốn FDI và đầu tư công giữ đà tăng trưởng tốt

Trong tháng 3, vốn đăng ký cấp mới tăng 82.9% svck, trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân tăng 9.8% svck. Lũy kế từ đầu năm, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 4.33 tỷ USD (-31.5% svck); vốn FDI thực hiện đạt 4.96 tỷ USD (+7.2% svck) – đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của ba tháng trong 5 năm qua. Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo thu hút 4.05 tỷ USD (chiếm khoảng 81.7% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản thu hút 387.7 triệu USD (chiếm khoảng 7.8%), và khoảng 193.3 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 3.9%). Đáng chú ý trong tháng, tỉnh Bắc Ninh đã cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư cho Công ty Hainan Goertek với dự án sản xuất linh kiện điện tử tại KCN Nam Sơn với tổng vốn đầu tư trị giá 270 triệu USD.

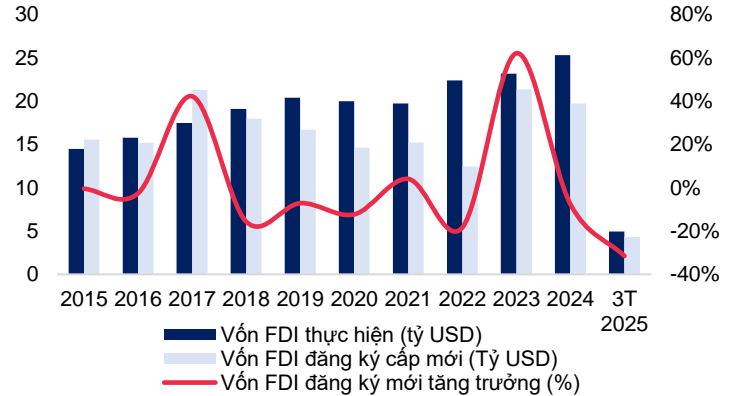
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 3 ước đạt 43.97 nghìn tỷ đồng, tăng 10.8% svck. Trong Q1, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước ước đạt 116.9 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 13.5% kế hoạch năm và tăng 19.8% svck.

Hình 14: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 15: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: TCTK, MBS Research

Đà tăng của lạm phát dần hạ nhiệt

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong tháng 3 giảm 0.03% so với tháng trước và tăng 3.1% svck – thấp hơn đáng kể so với mức tăng 4% của T3/2024 nhờ giá xăng dầu và giá gạo giảm theo giá thế giới. Trung bình trong 3 tháng đầu năm 2025, CPI tăng 3.2% svck - vẫn được kiểm soát tốt với CPI bình quân ở dưới mức mục tiêu của Chính phủ là 4.5% - 5%, trong khi lạm phát cơ bản tăng 3%.

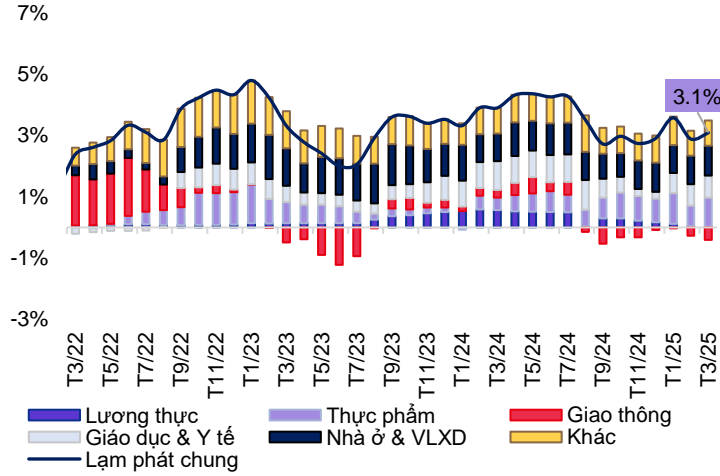
Trong tháng 3, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống (+3.8% svck) đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của chỉ số CPI, chủ yếu do nhóm thực phẩm tăng 4.5% svck trong bối cảnh giá thịt lợn tăng mạnh 32% svck do thiếu hụt nguồn cung. Bên cạnh đó, nhóm thuốc và dịch vụ y tế cũng tăng mạnh 14.6% svck do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh cũng gia tăng áp lực lên lạm phát. Ngoài ra, chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng 5.3% svck, được thúc đẩy bởi mức tăng 7.3% svck của giá nhà ở thuê do giá bất động sản tăng cao thời gian qua khiến các hộ kinh doanh tăng giá cho thuê nhà. Ở chiều ngược lại, nhóm giao thông giảm 4.1% svck nhờ giá xăng dầu trong nước giảm 13.8% svck do lo ngại rằng các bất ổn thuế quan sẽ làm kinh tế trên toàn thế giới chậm lại và làm giảm nhu cầu năng lượng, trong khi OPEC+ dự kiến sẽ tiếp tục tăng nguồn cung kể từ tháng 5 năm nay.

CPI bình quân 3 tháng tăng 3.2% svck (trong khi CPI bình quân 3T2024 tăng 3.8% svck). Đà tăng của lạm phát chậm lại nhờ: giá xăng dầu giảm 9.7% svck; giá nhóm giáo dục giảm 0.6% svck do trong năm học 2024-2025 một số tỉnh, thành phố đã miễn, giảm học phí. Ở chiều ngược lại, các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: giá thịt lợn tăng mạnh 12.5% do thiếu hụt nguồn cung; giá điện sinh hoạt tăng 5.1% svck sau đợt tăng giá vào tháng 10/2024 của EVN.

Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 tăng 3.9% svck – thấp hơn mức mục tiêu 4.5% - 5% của Chính phủ, dựa trên các yếu tố sau: Giá dầu được dự báo ở mức 70 USD/thùng trong năm 2025, thấp hơn so với mức 77 - 82 USD/thùng trong năm 2024. Áp lực giá lương thực được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt nhờ nguồn cung dồi dào sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo; tuy nhiên, mức tác động có thể sẽ không quá lớn do mức giảm của giá gạo phần nào sẽ bù trừ với mức tăng mạnh của giá thịt lợn. Bên cạnh đó, chỉ số nhóm giáo dục dự kiến sẽ giảm nhẹ nhờ chính sách miễn học phí cho học sinh từ bậc mầm non đến THPT trên toàn quốc trong năm học 2025 - 2026. Tuy nhiên, giá bán lẻ điện dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong năm nay khi nguồn cung cho các nguồn điện giá rẻ đang khan dần khiến EVN phải chuyển qua tập trung phát triển nguồn điện mới theo Quy hoạch điện 8 nên là các nguồn điện sử dụng năng lượng tái tạo – loại hình có giá thành cao, đòi hỏi huy động lượng vốn lớn. Ngoài ra, việc nhu cầu xây dựng tăng cao cùng với các biện

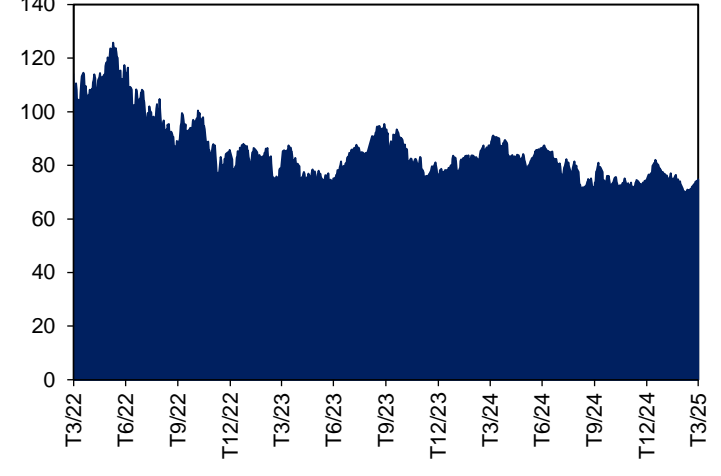
pháp áp thuế chống bán phá giá của Bộ Tài chính dự kiến sẽ khiến giá thép xây dựng tăng trong năm nay. Thêm vào đó, xung đột địa chính trị lan rộng và khả năng thay đổi chính sách của Mỹ có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng, đẩy giá hàng hóa tăng cao, từ đó làm gia tăng nguy cơ lạm phát nhập khẩu.

Hình 16: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



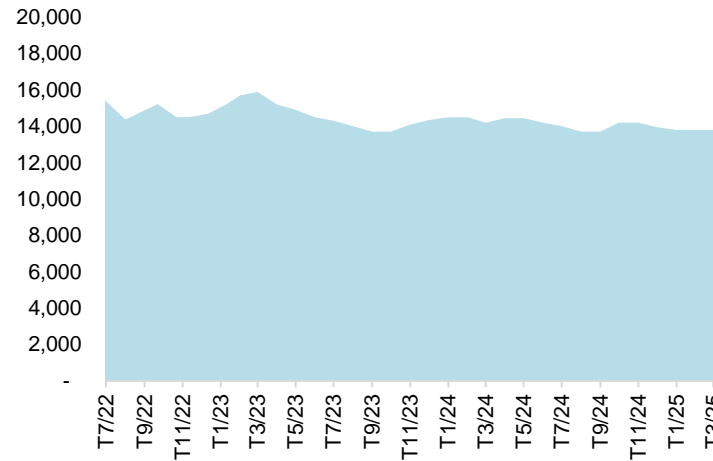
Nguồn: TCTK, MBS Research

Hình 17: Giá dầu Brent (USD/thùng)



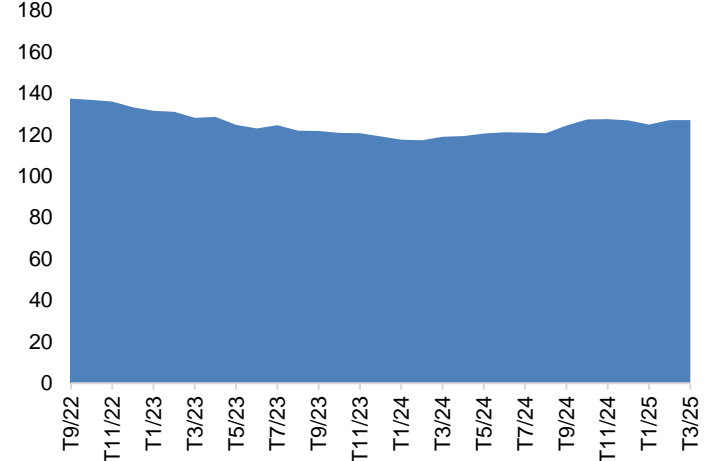
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 18: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 19: Chỉ số giá thực phẩm FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

Lãi suất huy động đang trên đà giảm sau chỉ đạo của Thủ tướng

Lãi suất liên NH dao động quanh vùng 3.2% - 4.6% trong tháng 3

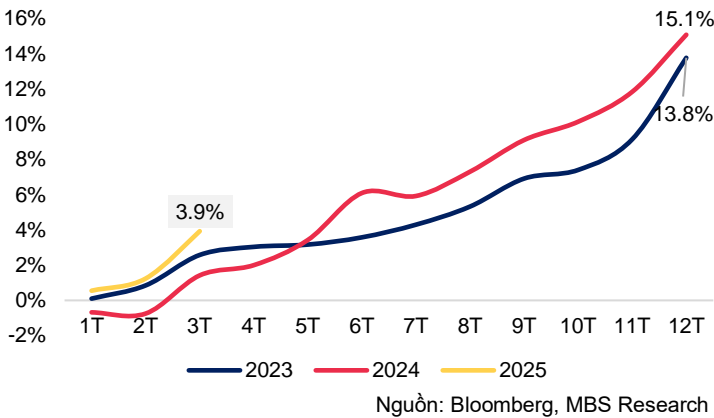
Trong tháng 3, NHNN đã phát hành gần 2 nghìn tỷ đồng tín phiếu, kỳ hạn 7 ngày với lãi suất 3.1% - 3.2%, và đã tạm dừng hoạt động trên kênh tín phiếu kể từ ngày 5/3. Cùng với đó, lần đầu tiên sau nhiều tháng, NHNN đã sử dụng lại hợp đồng OMO kỳ hạn dài 28, 35, và 91 ngày trong tháng 3. Qua đó cho thấy định hướng hỗ trợ thanh khoản dài hạn hơn cho hệ thống ngân hàng của Nhà điều hành. Cụ thể, NHNN đã bơm khoảng 253.5 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, với mức lãi suất 4% và kỳ hạn từ 7 đến 91 ngày. Như vậy, NHNN đã bơm ròng khoảng 30.9 nghìn tỷ đồng trong tháng 3.

Trong suốt tháng 3, lãi suất liên NH chủ yếu duy trì ổn định quanh mức 4% - 4.6%. Tuy nhiên, nhờ nỗ lực bơm ròng của NHNN, lãi suất liên NH đã giảm mạnh từ mức 4.6% của cuối tháng 2 về mức 3.2% vào ngày 28/3. Đến cuối tháng, lãi suất qua đêm ở mức 4.6%, trong khi lãi suất các kỳ hạn từ 1 tuần - 1 tháng dao động quanh mức 4.7%.

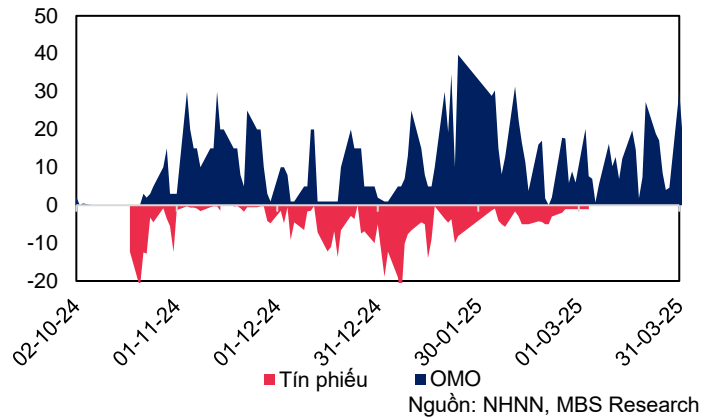
Lãi suất huy động đang trên đà giảm

Kể từ sau những chỉ đạo quyết liệt của Thủ tướng vào cuối tháng 2, mặt bằng lãi suất đầu vào đã hạ nhiệt đáng kể với 25 ngân hàng đồng loạt hạ lãi suất với mức giảm 0.1% - 1.05% đối với nhiều kỳ hạn. Đối với nhóm NHTM quốc doanh, trung bình lãi suất kỳ hạn ngắn đã giảm khoảng 0.07% so với cuối tháng 2, trong khi trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng vẫn giữ nguyên ở mức 4.7%. Đối với nhóm NHTM tư nhân, trung bình lãi suất kỳ hạn ngắn đã giảm khoảng 0.07, và trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng đã giảm 0.09% về mức 4.96%. Qua đó, việc này đã tạo điều kiện cho mặt bằng lãi suất cho vay giảm giúp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Theo Vụ trưởng vụ Chính sách tiền tệ NHNN, mặt bằng lãi suất cho vay đã giảm 0.6% trong 3 tháng đầu năm nay.

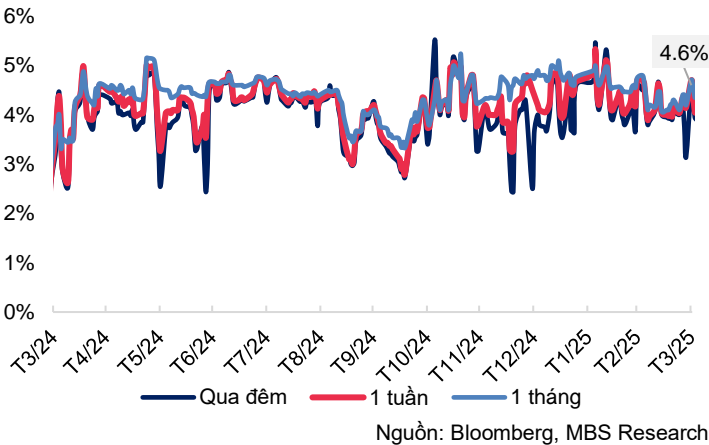
Hình 20: Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (%ytd)



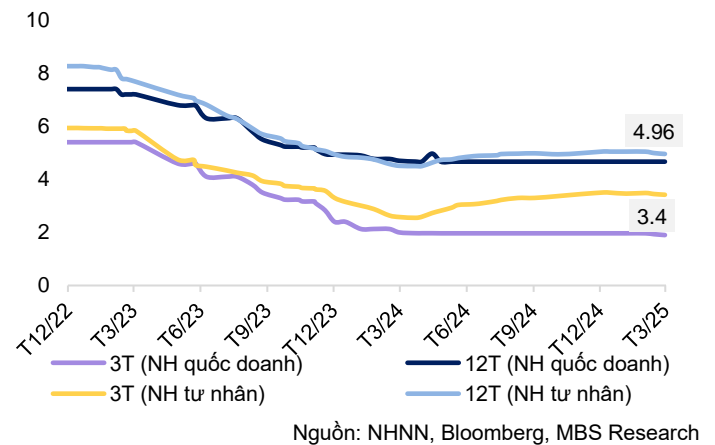
Hình 21: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



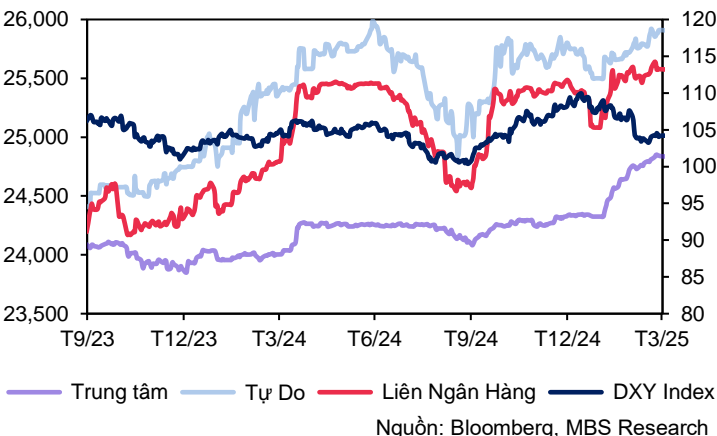
Hình 22: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (Đơn vị: %)



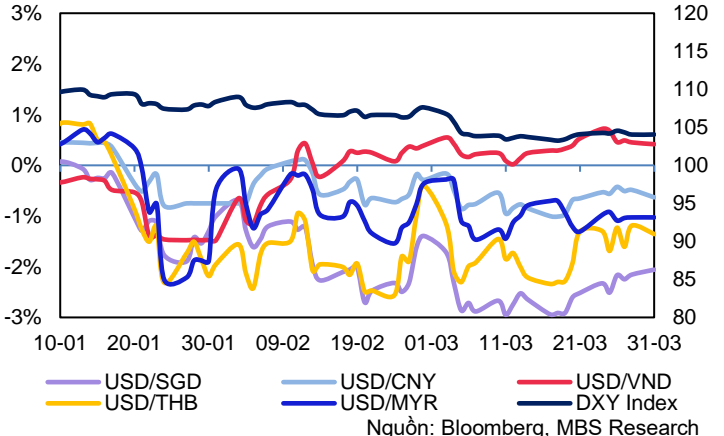
Hình 23: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%/năm)



Hình 24: Tỷ giá USD/VND



Hình 25: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2025



Chỉ số DXY chạm đáy 5 tháng trước những lo ngại về triển vọng kinh tế

Đồng USD suy yếu khi những bất ổn về chính sách thuế quan làm gia tăng lo ngại về triển vọng kinh tế

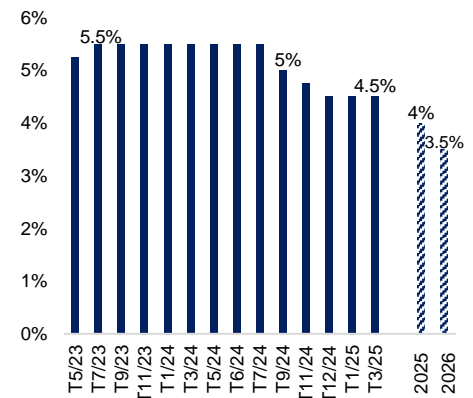
Chỉ số DXY duy trì đà giảm mạnh trong suốt tháng, thậm chí đã giảm xuống mức thấp nhất trong 5 tháng trở lại đây tại 103.2 vào ngày 18/3, khi nền kinh tế Mỹ bắt đầu xuất hiện các vết nứt với: Tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 4.1%; trong khi lĩnh vực sản xuất phục hồi chậm với chỉ số PMI của ISM giảm xuống mức 49 trong tháng 3. Thêm vào đó, mặc dù tiêu dùng nội địa nhìn chung vẫn khá ổn định trong tháng 2 nhưng người tiêu dùng đang có xu hướng chi tiêu thận trọng hơn do những lo ngại về triển vọng tăng trưởng và lạm phát cao. Trong bối cảnh này, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã quyết định giữ nguyên lãi suất điều hành trong biên độ 4.25% - 4.5%, đồng thời hạ dự báo tăng trưởng kinh tế và nâng dự báo lạm phát. Các quan chức hiện kỳ vọng nền kinh tế Mỹ sẽ chỉ tăng trưởng 1.7% trong năm 2025, trong khi lạm phát lõi dự kiến tăng 2.8% svck.

Bất chấp triển vọng kinh tế ảm đạm, Tổng thống Trump vẫn tiếp tục làm leo thang căng thẳng địa chính trị khi liên tiếp áp thuế bổ sung đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc; cùng với mức thuế 25% đối với tất cả xe ô tô phụ tùng nhập khẩu. Theo đó, một số quốc gia như Trung Quốc và Canada đã có các các biện pháp trả đũa khiến căng thẳng thương mại trở nên trầm trọng hơn. Trong bối cảnh này, niềm tin của người tiêu dùng Mỹ trong tháng 3 đã giảm xuống mức thấp nhất trong hơn bốn năm do những lo ngại về các chính sách thuế quan. Do đó, đồng USD đã giảm 3.3% trong tháng về mức 104.1 vào cuối tháng 3.

Tỷ giá vẫn neo ở mức cao dù đồng USD suy giảm mạnh mẽ

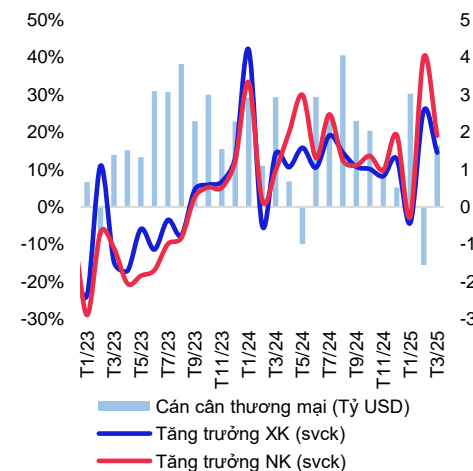
Mặc dù đồng USD suy yếu mạnh, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng vẫn duy trì ở ngưỡng cao quanh vùng 25,480 – 25,600 VND/USD trong tháng 3. Việc tỷ giá neo ở mức cao một phần được cho là do chịu áp lực đáng kể từ nhu cầu ngoại tệ trong nước gia tăng. Trong tháng 3, KBNN đã có 3 đợt chào mua USD từ các NHTM với tổng trị giá lên đến 730 triệu USD, qua đó cũng đã phần nào khiến nguồn cung ngoại tệ càng bị thắt chặt và gây thêm áp lực lên tỷ giá. Theo đó, tỷ giá liên ngân hàng gần như không thay đổi so với tháng trước, kết thúc tháng 3 ở mức 25,563 VND/USD (+0.4% so với đầu năm). Tỷ giá trên thị trường tự do tăng lên mức 25,910 VND/USD, trong khi tỷ giá trung tâm niêm yết tại 24,837 VND/USD, tương ứng mức tăng lần lượt 0.6% và 2% so với đầu năm 2025.

Fed quyết định giữ nguyên lãi suất ở mức 4.5% trong cuộc họp tháng 3



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tăng trưởng xuất nhập khẩu và thặng dư thương mại hàng tháng



Nguồn: TCTK, MBS Research

Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 2024 - 2025

Các chỉ tiêu kinh tế	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
1. GDP, dân số và thu nhập							
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	310.1	334.3	346.6	366.1	430	476.3	513 – 515
Tăng trưởng GDP (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	7.09	7.8 – 8.0
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	14.3	11.0
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	7	3.6	26.5	8.4	-8.9	16.7	11.0
GDP/đầu người (USD)	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,700	5,000
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)							
Nợ chính phủ	49.2	51.5	39.1	34.7	34	34	35
Nợ công	55.9	43.1	38	39.5	37	37	37
Nợ nước ngoài	47.1	47.9	38.4	36.8	37.2	33	34
3. Các chỉ số tài chính							
Tỷ giá USD/VND	23,228	23,115	23,145	23,612	24,353	25,058	25,500-26,000
Lạm phát (%)	2.8	3.2	1.8	3.15	3.25	3.63	3.9
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.7	18.2	13.9	12.1	13.5	15.1	17 – 18
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	7.2	6.8	5.8	8.5	5	5.1	5.5 - 6.0
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4	11.2	28	31.0	27.5
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	263	281	336	371	355.5	405.5	450.1
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	253	262	332	360	327.5	380.8	422.6
Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	78	94	109	86	95	80	84

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Nguyễn Phương Anh