

Báo cáo vĩ mô

Báo cáo tháng 8 2025: Hoạt động bán lẻ hồi phục, tăng trưởng mạnh nhất kể từ đầu năm đến nay

Kinh tế vĩ mô thế giới – Thị trường lao động Mỹ tiếp tục suy yếu củng cố quan điểm FED sẽ hạ lãi suất trong T9

Số lượng việc làm mới phi nông nghiệp tại Mỹ được tạo ra trong T8 chỉ hơn 22,000 việc làm cho thấy suy yếu của thị trường lao động, kéo dài từ T5 2025. Với quan điểm của Chủ tịch FED trong T8 2025, TVS Research cho rằng FED sẽ cần hạ lãi suất ngay trong T9 để hỗ trợ thị trường lao động và nền kinh tế. Lạm phát tại Mỹ đang tăng chậm và kỳ vọng lạm phát trong thời gian tới giảm cũng hỗ trợ cho khả năng giảm lãi suất này.

Trong T8, Mỹ đã đạt được thỏa thuận khung về thương mại với Châu Âu và Nhật Bản. Trong đó Mỹ chấp nhận giảm thuế cho ô tô, thép, dược phẩm và chip bán dẫn từ 2 nền kinh tế trên. Đổi lại, châu Âu và Nhật cam kết (1) sẽ đầu tư mạnh hơn vào Mỹ và (2) mở cửa hơn cho hàng hóa từ Mỹ, đặc biệt là nông, thủy sản. TVS Research cho rằng đây có thể là tiền đề để các nước khác trong đó có Việt Nam đạt được thỏa thuận khung về thương mại với Mỹ.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam –Hoạt động bán lẻ tăng mạnh nhất kể từ đầu năm, chỉ số CPI được kiểm soát ở mức thấp

Hoạt động kỷ niệm 80 năm Cách mạng Tháng Tám và Quốc khánh được tổ chức quy mô lớn đã góp phần thúc đẩy tăng trưởng bán lẻ & dịch vụ trong T8 2025 đạt mức cao nhất 10.6% YoY kể từ đầu năm. Chỉ số CPI trong T8 được kiểm soát ở mức thấp 3.2% YoY khi mức tăng của chỉ số giá thực phẩm giảm nhẹ. Xuất khẩu T8 2025 vẫn giữ đà tăng 14.5% YoY nhưng kim ngạch xk của khu vực trong nước có mức giảm 17.1% YoY - mạnh nhất kể từ đầu năm.

Thị trường tiền tệ - Tỷ giá USD/VND bình quân trong tháng 8 tăng 0.4% MoM, NHNN hút ròng hơn 25 nghìn tỷ VND trên thị trường mở

Áp lực tỷ giá tiếp tục gia tăng trong tháng 8 - tỷ giá USD/VND bình quân bán ra của NHNN trong T8 2025 tăng 0.4% MoM, đạt mức 26,469 VND/USD.

Lãi suất bình quân LNH giảm ở hầu hết tất cả các kỳ hạn trong T8 2025 (bình quân kỳ hạn qua đêm giảm 0.2% so với T7) dù NHNN thực hiện hút ròng hơn 25 nghìn tỷ VND cho thấy thanh khoản dồi dào của thị trường.

Chỉ số vĩ mô quốc tế	T8/25	% MoM	%YTD
Lạm phát (%):			
Mỹ	2.6%	0.1%	0.2%
Khu vực EU	2.1%	0.1%	-0.2%
Trung Quốc	0.1%	0%	-0.4%
PMI (điểm):			
Mỹ	48	-1	-
Khu vực EU	49.8	0.3	-
Trung Quốc	49.5	0.9	-
Chỉ số vĩ mô VN			
CPI	3.2%	0.1%	3.2%
PMI sản xuất	50.4	-2.0	-2.0
IIP	8.9%	2.2%	8.9%
Xuất khẩu (tỷ USD)	43.4	2.7%	14.5%
Nhập khẩu (tỷ USD)	39.9	-0.5%	17.7%
Bán lẻ (nghìn tỷ VND)	576.4	0.9%	10.6%
ĐTCT (nghìn tỷ VND)	70.8	350%	47.5%
FDI đăng ký (tỷ USD)	2.1	-20.2%	-18.8%
Thị trường tiền tệ			
USD/VND	26,452	0.4%	3.9%

Chú thích:

Tệ hơn so với kỳ trước

Tốt hơn so với kỳ trước

Nguyễn Đức Anh

anhnd@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6417

Nguyễn Văn Quang

quangnv@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6420

Kinh tế vĩ mô thế giới

TVS Research cho rằng khả năng FED hạ lãi suất 25đb trong T9 được củng cố khi thị trường lao động Mỹ tiếp tục suy yếu.

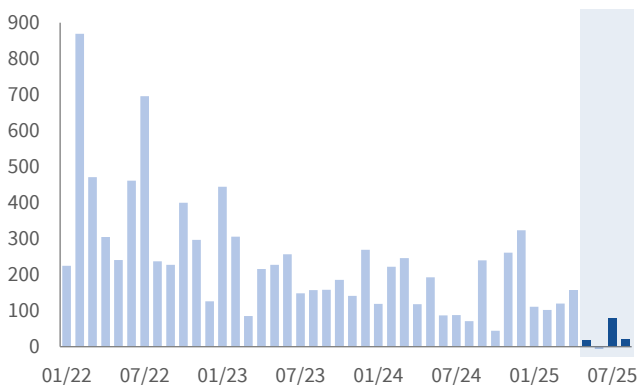
Theo phát biểu của Chủ tịch FED Jerome Powell tại Hội nghị Jackson Hole T8 2025, FED sẵn sàng hạ lãi suất trong trường hợp thị trường lao động tiếp tục suy yếu. Trước kỳ họp T9 2025, theo khảo sát từ Bloomberg, nội bộ FED đã có sự phân hóa với 2/9 thành viên ủng hộ giảm lãi suất, 4/9 thành viên lưỡng lự chờ đợi tình hình thị trường lao động cập nhật. Hiện tại, tình hình hoạt động sản xuất cũng như thị trường lao động tại Mỹ đi xuống trong T8 đang hỗ trợ mạnh mẽ cho sự thay đổi quan điểm này:

- Số việc làm mới phi nông nghiệp T8 chỉ tăng 22,000 việc làm, thấp hơn nhiều so với mức 73,000 việc làm trong tháng trước và kéo dài xu hướng giảm sang tháng thứ 4 liên tiếp. Số liệu T8 cũng thấp hơn đáng kể so với mức dự báo 75,000 việc làm mới mà thị trường kỳ vọng
- Chỉ số thất nghiệp tại Mỹ trong T8 tăng lên mức 4.3%, mức cao nhất kể từ sau giai đoạn COVID-19
- Số lượng người đăng ký nhận trợ cấp thất nghiệp lần đầu tại Mỹ trong T8 ở mức 230,200 người, tăng so với T7 và duy trì xu hướng tăng tính từ đầu năm 2024
- Thu nhập bình quân theo giờ trong T8 của nhóm người lao động trong khu vực tư nhân tiếp tục tăng chậm lại, chỉ tăng 3.7% YoY

Tại báo cáo cập nhật vĩ mô T7 2025, TVS Research đã đánh giá nền kinh tế Mỹ đang có dấu hiệu suy yếu khi tăng trưởng kinh tế trong Q2 chủ yếu phụ thuộc vào mức giảm của nhập khẩu. Trong khi đó các cấu phần còn lại của nền kinh tế tiếp tục yếu đi. Ngoài ra, lạm phát tại Mỹ tăng chậm trong các tháng vừa qua và kỳ vọng lạm phát trong 1 năm tới của thị trường đang có xu hướng giảm theo khảo sát của FED Cleveland. Các yếu tố trên cũng hỗ trợ cho quan điểm FED sẽ hạ lãi suất trong T9.

Biểu đồ 1: Số lượng việc làm phi nông nghiệp mới tiếp tục giảm trong T8, kéo dài mức giảm từ đầu Q2 2025

Số lượng việc làm mới phi nông nghiệp tại Mỹ gđ 2023 – T8 2025 [nghìn việc làm]



Nguồn: FRED, TVS Research

Biểu đồ 2: Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ tăng lại sau giai đoạn đi ngang

Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ gđ 2023 – T8 2025 [%]



Nguồn: FRED, TVS Research

Biểu đồ 3: Số người đăng ký nhận trợ cấp lần đầu tăng trong T8 và duy trì xu hướng tăng từ đầu năm 2025

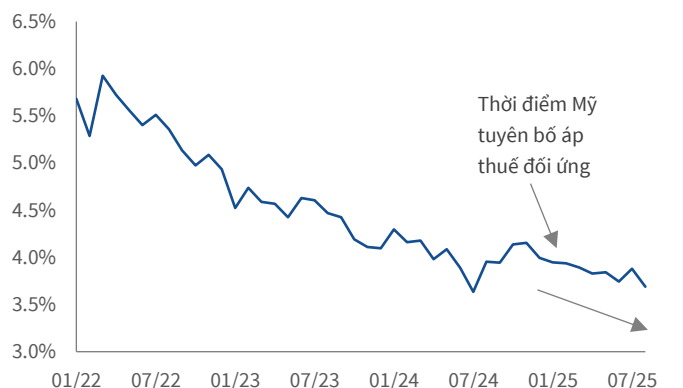
Số lượng đăng ký nhận trợ cấp thất nghiệp tại Mỹ gđ 2023 – T8 2025 [việc làm]



Nguồn: FRED, TVS Research

Biểu đồ 4: Thu nhập bình quân theo giờ khu vực tư nhân đang tăng chậm lại trong các tháng gần đây

Thu nhập bình quân theo giờ khu vực tư nhân tại Mỹ gđ 2023 – T8 2025 [%]



Nguồn: FRED, TVS Research

Mỹ đạt được thỏa thuận khung về thương mại với châu Âu và Nhật Bản, mở đường cho các nước đàm phán thỏa thuận khung với Mỹ.

Trong T8 2025, Mỹ đã đạt được khung thỏa thuận về thương mại với châu Âu và Nhật Bản, theo đó:

- Từ phía Mỹ, nước này đặt mức thuế suất trần với hàng hóa Châu Âu và Nhật Bản ở mức 15%. Mức thuế này giúp giảm thuế đối với ô tô và phụ tùng ô tô của châu Âu từ 25% xuống còn 15%, với Nhật Bản mức thuế này giảm từ 27.5% xuống 15%. Ngoài ra, mức thuế này cũng là mức thuế tiềm năng trong tương lai với các mặt hàng dược phẩm và chất bán dẫn
- Từ phía Châu Âu, liên minh này cam kết mua thêm một lượng khí hóa lỏng và dầu mỏ từ Mỹ tương đương 750 tỷ USD trong 3 năm tới và mua thêm lượng chip AI trị giá 40 tỷ USD. EU cũng cam kết xóa bỏ thuế đối với hàng công nghiệp, giảm thuế cho hàng thủy sản, giảm các hàng rào phi thuế quan như các tiêu chuẩn về ô tô và các biện pháp kiểm soát với hàng nông sản và thịt từ Mỹ
- Nhật Bản đồng ý đầu tư 550 tỷ USD vào các dự án tại Mỹ, dưới sự lựa chọn của Mỹ. Khoản đầu tư này sẽ tập trung vào các ngành công nghiệp quan trọng như khoáng sản, chất bán dẫn và dược phẩm. Nhật Bản cũng cam kết mua thêm các mặt hàng nông sản của Mỹ trị giá 8 tỷ USD, bao gồm ngô, đậu nành, phân bón và ethanol sinh học. Ngoài ra, Nhật Bản mua thêm 75% lượng gạo từ Mỹ

Sau khi Mỹ tuyên bố áp thuế đối ứng lên các đối tác thương mại, nhu cầu dữ trữ chip và linh kiện điện tử tăng nhanh tại Mỹ và kéo theo chi phí nhập khẩu tăng, gây ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất linh kiện điện tử nội địa. Hiện Mỹ đang thực hiện Chip Acts nhằm lôi kéo các doanh nghiệp sản xuất chip tới đặt nhà máy sản xuất tại Mỹ. Tuy nhiên nhiều tổ chức kinh tế đã đánh giá kế hoạch này mất nhiều thời gian để thực hiện. Do đó, trong thời gian tới Mỹ vẫn phải phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn chip nhập khẩu. Với việc Mỹ đánh thuế hạn chế chip AI và chất bán dẫn trong thỏa thuận khung với châu Âu và Nhật Bản, các nước xuất khẩu mặt hàng này như Việt

Nam có thể căn cứ vào các thỏa thuận trên để đàm phán với Mỹ nhằm hạ mức thuế suất nhập khẩu đối với các mặt hàng này.

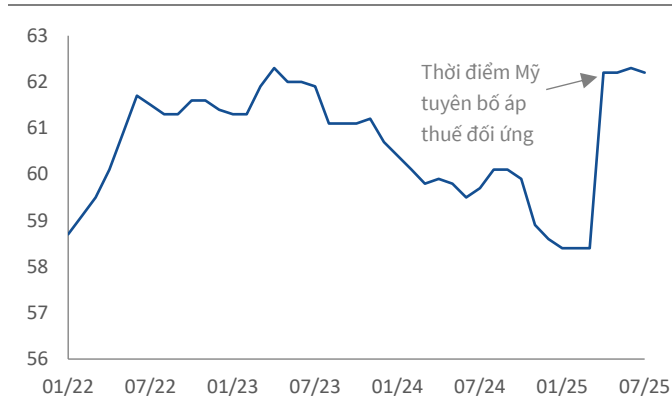
Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy để đạt được thỏa thuận, các nước cũng phải chấp nhận nhượng bộ tương đối với Mỹ, theo đó:

- Thỏa thuận này khiến thị trường tiêu dùng tại Liên minh Châu Âu và Nhật Bản phải mở cửa hơn cho hàng hóa Mỹ, nhất là hàng nông sản. Điều này sẽ làm tăng sự cạnh tranh với hàng hóa sản xuất nội địa và ảnh hưởng tiêu cực cho các nhà sản xuất trong nước
- Ngoài ra, thỏa thuận trên đẩy Liên minh Châu Âu phụ thuộc sâu hơn vào nguồn năng lượng từ Mỹ

Do đó, Việt Nam cũng cần cân nhắc kỹ các yếu tố được và mất trong quá trình đàm phán thương mại với Mỹ nhằm hạn chế các tác động bất lợi đối với khu vực sản xuất công nghiệp, nông nghiệp trong nước.

Biểu đồ 5: Chi phí nhập khẩu chip bán dẫn vào Mỹ đã tăng mạnh sau khi Mỹ tuyên bố áp thuế đối ứng

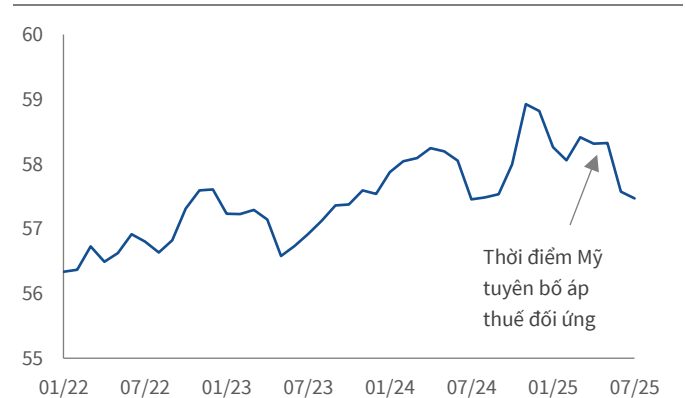
Chỉ số giá nhập khẩu hàng linh kiện điện tử vào Mỹ [điểm]



Nguồn: FRED, TVS Research

Biểu đồ 6: ... ảnh hưởng đến ngành công nghiệp sản xuất linh kiện điện tử tại Mỹ

Chỉ số sản xuất công nghiệp nhóm ngành Điện tử và bán dẫn tại Mỹ [điểm]



Nguồn: FRED, TVS Research

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Tăng trưởng xuất khẩu của khu vực trong nước giảm xuống mức thấp nhất kể từ đầu năm 2025.

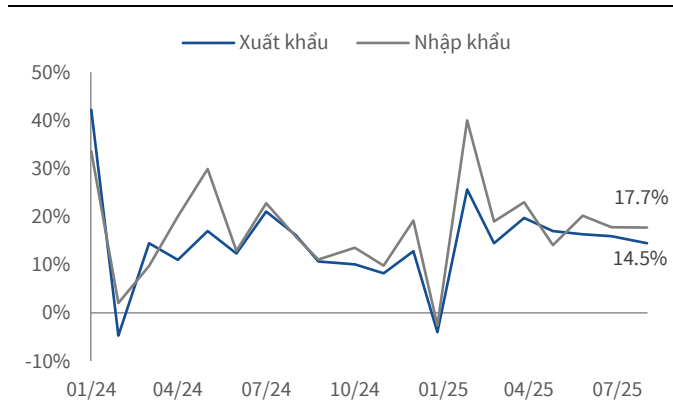
Kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu trong T8 2025 lần lượt đạt 43.4 tỷ USD

(+14.5% YoY) và 39.7 tỷ USD (+17.7% YoY). Tổng kim ngạch xuất khẩu trong T8 2025 duy trì đà tăng so với các tháng trước nhưng tăng trưởng xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ đầu năm 2025 (-17.1% YoY) - phản ánh ảnh hưởng của thuế quan lên các mặt hàng sản xuất nội địa như Dệt may (-4.8% YoY), Giày dép (-3.9% YoY), Sắt thép (-53.3% YoY), và Gỗ & sản phẩm gỗ (-3.4% YoY). Ngược lại, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài trong tháng 8 tiếp tục tăng mạnh (+27.5% YoY) nhờ hiệu ứng tích trữ hàng hóa ở các mặt hàng hiện không bị Mỹ áp thuế như Máy tính & thiết bị điện tử (+50.4% YoY) và Điện thoại & linh kiện (+21.9% YoY).

Dù số liệu tổng quan đến T8 2025 vẫn duy trì ở mức cao nhưng kim ngạch xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước đã cho thấy dấu hiệu sụt giảm kể từ T5 2025 (sau khi Mỹ bắt đầu áp thuế lên các quốc gia trong đó có Việt Nam). TVS Research cho rằng đây là rủi ro đối với hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong những tháng cuối năm nếu những mặt hàng chính trong kim ngạch xuất khẩu của khu vực có vốn đầu tư NN (chiếm hơn 75% tổng kim ngạch) bị Mỹ áp thuế trong thời gian tới. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng xuất khẩu năm 2025 ở mức 10% YoY, nhưng lưu ý rủi ro điều chỉnh tăng nếu xuất khẩu các mặt hàng điện tử tiếp tục được thúc đẩy mạnh bởi hiệu ứng tích trữ hàng hóa đến cuối năm.

Biểu đồ 7: Kim ngạch xuất nhập khẩu trong T8 2025 đạt mức 14.5% YoY

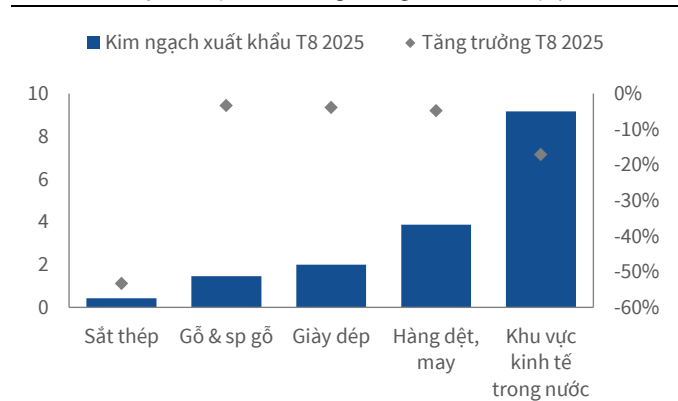
Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu theo tháng từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: Tổng Cục Hải quan, TVS Research

Biểu đồ 8: Một số mặt hàng chính sản xuất trong nước bắt đầu cho thấy dấu hiệu sụt giảm svck trong T8 2025

Kim ngạch xuất khẩu của các mặt hàng chính thuộc khu vực kinh tế trong nước T8 2025 [tỷ USD-cột trái] và tăng trưởng svck [% YoY-cột phải]



Nguồn: Tổng cục Hải quan, TVS Research

Chỉ số PMI sản xuất T8 2025 vẫn duy trì trên 50 điểm dù giảm so với tháng trước.

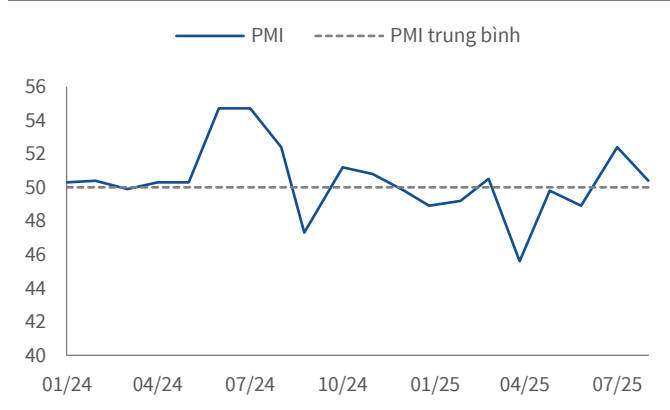
Hoạt động sản xuất của trong T8 2025 vẫn duy trì trạng thái “mở rộng” dù chỉ số PMI giảm so với các tháng trước. Chỉ số PMI sản xuất đạt 50.4 điểm, duy trì trên ngưỡng 50 điểm nhờ sản lượng sản xuất tăng. Tuy nhiên, chỉ số đã giảm so với mức 52.4 điểm trong T7 do (1) tốc độ tăng sản lượng chậm lại, (2) số lượng đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục giảm mạnh do ảnh hưởng của thuế quan. Ngoài ra,

tình trạng thiếu hụt nguyên vật liệu trong T8 khiến thời gian giao hàng kéo dài và chi phí đầu vào tăng mạnh nhất từ đầu năm, đây sẽ là yếu tố cần lưu ý vì có thể làm hạn chế hoạt động sản xuất trong các tháng tới.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T8 2025 tăng 8.9% so với cùng kỳ, duy trì đà tăng ổn định từ đầu năm đến nay nhờ sản lượng sản xuất luôn đạt ở mức cao khi tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu hàng tháng được giữ ở mức 14%-15%. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên quan điểm thận trọng đối với hoạt động sản xuất trong các tháng cuối năm khi các doanh nghiệp ngừng tích trữ hàng hóa và tác động của thuế sẽ khiến nhu cầu tiêu dùng của Mỹ giảm, từ đó tác động tiêu cực tới sản lượng xuất khẩu của Việt Nam.

Biểu đồ 9: Chỉ số PMI sản xuất trong T8 2025 vẫn duy trì trên mức 50 điểm

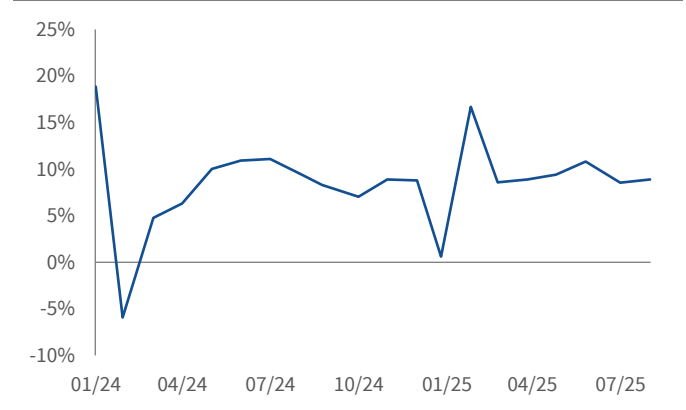
Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2024-Nay [điểm]



Nguồn: S&P Global, TVS Research

Biểu đồ 10: Chỉ số IIP trong T8 2025 tăng 8.9% YoY, duy trì đà tăng ổn định

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



Nguồn: GSO, TVS Research

Tổng mức bán lẻ & dịch vụ trong T8 2025 tăng 10.6% YoY nhờ hoạt động bán lẻ cải thiện.

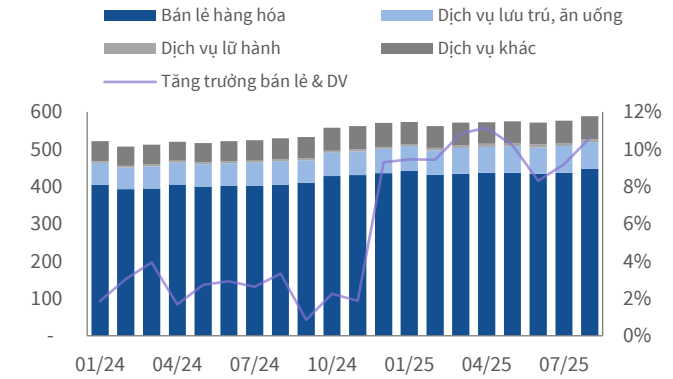
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong T8 2025 ước đạt 588 nghìn tỷ VND (+10.6% YoY). Cụ thể, các hoạt động kỷ niệm 80 năm Cách mạng Tháng Tám và Quốc khánh được tổ chức quy mô lớn đã góp phần thúc đẩy tiêu dùng và du lịch tăng mạnh. Doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 448 nghìn tỷ VND, tăng 10.2% YoY, mức tăng mạnh nhất kể từ đầu năm 2025. Doanh thu từ dịch vụ vẫn duy trì mức tăng ổn định với dịch vụ lưu trú và ăn uống đạt 71 nghìn tỷ VND (+13.2% YoY) trong khi du lịch và dịch vụ lữ hành đạt 7.8 nghìn tỷ VND (+15.2% YoY).

Trong tháng 8, lượng khách quốc tế đến Việt Nam chỉ tăng 16.5% YoY do sụt giảm từ các thị trường lớn như Hàn Quốc và Đài Loan. Tuy nhiên, lũy kế 8 tháng 2025, khách quốc tế vẫn tăng 21.7% YoY nhờ sự bù đắp từ các thị trường khác như Trung Quốc, Ấn Độ và Nga.

TVS Research giữ nguyên dự báo đối với tăng trưởng bán lẻ & dịch vụ trong nửa sau năm 2025 ở mức 10.0%-11.0% YoY nhờ tiêu dùng nội địa hồi phục trong các tháng cuối năm và số lượt khách du lịch dự kiến vượt mức 20 triệu lượt (+12.8% YoY) giúp tăng doanh thu từ hoạt động vận tải và du lịch hành khách.

Biểu đồ 11: Tổng mức bán lẻ & dịch vụ T8 2025 tăng 10.6% YoY, mức tăng mạnh nhất kể từ đầu năm

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



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Tổng vốn FDI đăng ký tiếp tục giảm svck trong T8 2025.

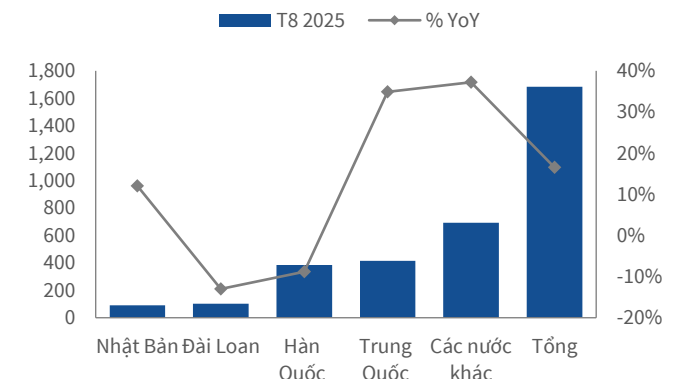
Tổng vốn FDI đăng ký và giải ngân trong T8 2025 lần lượt đạt 2.1 tỷ USD (-18.8% YoY) và 1.8 tỷ USD (+12.5% YoY). Vốn FDI đăng ký tiếp tục giảm tháng thứ 3 liên tiếp, đúng với dự báo trước đó của chúng tôi về việc dòng vốn đăng ký sẽ chững lại trong H2 2025 khi nhà đầu tư thận trọng trước khả năng Tổng thống Trump áp thuế 100% đối với chip và linh kiện điện tử nhập khẩu vào Mỹ. Trong tháng 8, vốn FDI đăng ký mới giảm 19.4% YoY, chủ yếu ở lĩnh vực bất động sản (-28% YoY), trong khi vốn FDI điều chỉnh cũng giảm 12.2% YoY.

Trái ngược với xu hướng giảm của vốn FDI đăng ký, vốn FDI giải ngân trong tháng 8 vẫn tăng mạnh, phản ánh niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài vào tiềm năng và lợi thế cạnh tranh dài hạn của Việt Nam. Trong vốn FDI giải ngân 8T 2025, CN Chế biến chế tạo chiếm 81.6%, hoạt động kinh doanh BĐS chiếm 8%, còn lại các lĩnh vực khác chiếm 3.7%.

Trước rủi ro áp thuế đối với các mặt hàng điện tử cũng như quy định đối với nguồn gốc xuất xứ của mức thuế 40%, TVS Research dự báo vốn FDI đăng ký giảm trong H2 2025, kéo theo vốn đăng ký cả năm 2025 đạt 38 tỷ USD (+0% YoY). Trong khi đó, nguồn vốn FDI giải ngân dự kiến vẫn tăng trưởng ổn định 9.0%-10.0% nhờ triển vọng về kinh tế, ổn định chính trị và môi trường kinh doanh.

Biểu đồ 12: Tăng trưởng lượt khách quốc tế đến Việt Nam trong T8 2025 chỉ đạt 16.5% YoY do số lượt khách Hàn Quốc và Đài Loan giảm

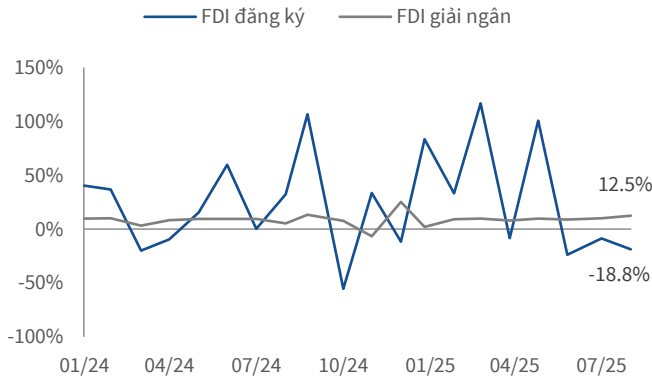
Số lượt khách quốc tế đến Việt Nam từ các thị trường chính trong T8 2025 [nghìn lượt-cột trái] và tăng trưởng svck [% YoY-cột phải]



Nguồn: Cục Du lịch, TVS Research

Biểu đồ 13: FDI đăng ký tiếp tục đà giảm tháng thứ 3 liên tiếp trong T8 2025

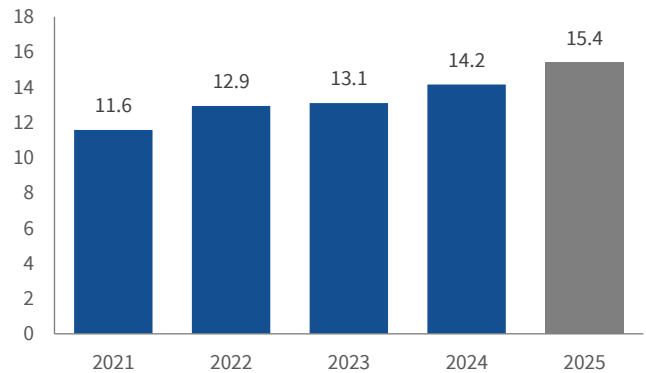
Tăng trưởng vốn FDI đăng ký và FDI giải ngân từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 14: Vốn FDI giải ngân 8T 2025 đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm qua

Vốn FDI giải ngân 8 tháng các năm 2021-2025 [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

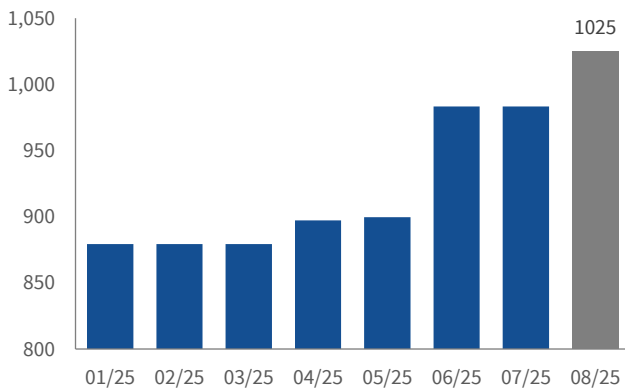
Giải ngân đầu tư công trong T8 2025 ước đạt 70 nghìn tỷ VND.

Ước giải ngân đầu tư công trong tháng 8 đạt hơn 70 nghìn tỷ VND, nâng tỷ lệ giải ngân 8T 2025 lên mức 409 nghìn tỷ VND (+49.2% YoY) – hoàn thành 39.9% tổng kế hoạch điều chỉnh cho cả năm 2025 (cao nhất trong vòng 5 năm qua). Trong tháng 8, Chính phủ điều chỉnh kế hoạch đầu tư công lên mức 1,025 nghìn tỷ VND (tăng 41 nghìn tỷ VND so với kế hoạch đề ra tại thời điểm T7 2025 thông qua nguồn vốn giao tăng từ NSDP). Việc tiếp tục tăng vốn kế hoạch giải ngân đầu tư công cho thấy quyết tâm của Chính phủ trong việc đưa đầu tư công trở thành động lực chính giúp đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8.3%-8.5% trong năm 2025.

TVS Research dự báo hoạt động đầu tư công sẽ tiếp tục tăng tốc trong những tháng cuối năm khi Chính phủ và các địa phương quyết liệt thúc đẩy hoàn thành kế hoạch. Theo đó, tỷ lệ giải ngân dự kiến đạt 95%-100% so với kế hoạch tại thời điểm tháng 7 (984 nghìn tỷ VND), tương ứng khoảng 90%-95% so với kế hoạch điều chỉnh tại T8.

Biểu đồ 15: Kế hoạch giải ngân đầu tư công tiếp tục được điều chỉnh tăng trong T8 2025

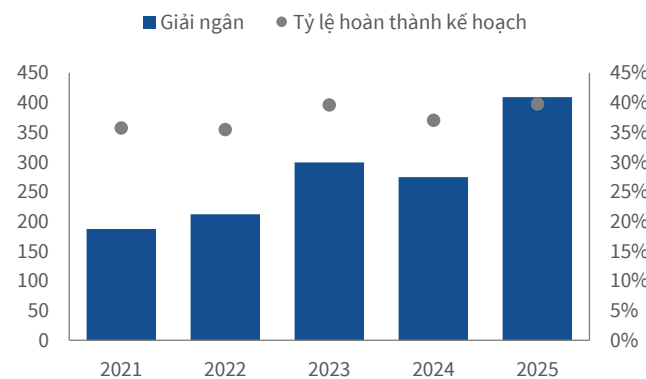
Kế hoạch giải ngân đầu tư công trong năm 2025 [nghìn tỷ VND]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 16: Giải ngân đầu tư công 8T 2025 đạt 409 nghìn tỷ VND

Ước giải ngân [nghìn tỷ VND-cột trái] và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch [%] 8 tháng đầu năm từ 2021-Nay



Nguồn: Bộ Tài chính, TVS Research

Chỉ số CPI T8 2025 tiếp tục duy trì ở mức thấp 3.2% YoY.

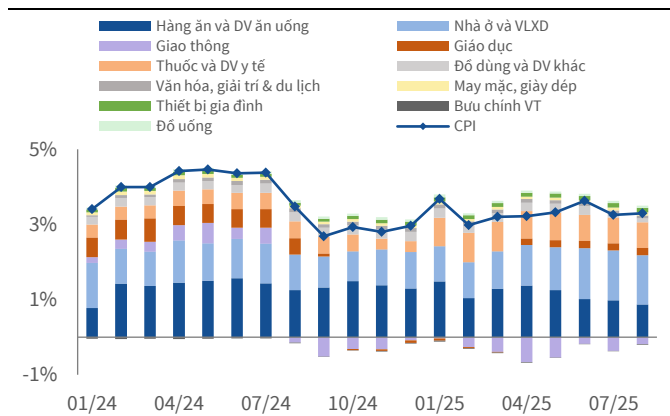
Chỉ số CPI tổng thể trong T8 2025 tiếp tục duy trì ở mức thấp khi tăng 3.2% YoY nhờ mức tăng của nhóm thực phẩm giảm nhẹ khi giá thị lợn giảm svck. Đóng góp lớn nhất vào mức tăng của CPI tiếp tục là nhóm Nhà ở & VLXD (+6.9% YoY) khi giá thuê nhà tăng do nhu cầu chỗ ở dịp năm học mới, trong khi giá điện sinh hoạt tăng vì thời tiết nắng nóng. Mức tăng svck của các nhóm khác như Thực phẩm, Ăn uống ngoài gia đình, và May mặc không biến động nhiều so với mức tăng của các tháng trước đó.

Đối với nhóm đóng góp vào mức giảm của CPI trong T8 2025, nhóm Giao thông và Bưu chính giảm nhẹ lần lượt 0.1% YoY và 0.05% YoY (làm giảm 0.3% CPI tổng thể) khi giá xăng trong tháng 8 vẫn thấp hơn svck. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý giai đoạn tốc độ tăng trưởng CPI thấp nhờ giá nhiên liệu giảm YoY có thể sẽ sớm kết thúc khi mặt bằng giá xăng trong T9 2024 đã bắt đầu giảm mạnh và tương đương với giá tại thời điểm hiện tại.

Tính chung 8T 2025, chỉ số CPI bình quân tăng 3.3% YoY. TVS Research dự báo chỉ số CPI có thể tăng mạnh ở các tháng cuối năm khi (1) chỉ số nhóm Nhà ở & VLXD vẫn tăng ở mức 6%-7% YoY, (2) giá xăng không còn giảm, thậm chí có thể tăng lên so với thời điểm cuối năm 2024, và (3) giá hàng hóa và dịch vụ tăng lên trong các dịp lễ cuối năm. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên quan điểm đối với dự báo CPI bình quân trong năm 2025 ở mức 3.5%-3.6% YoY.

Biểu đồ 17: Chỉ số CPI T8 2025 tiếp tục duy trì ở mức thấp 3.2% YoY

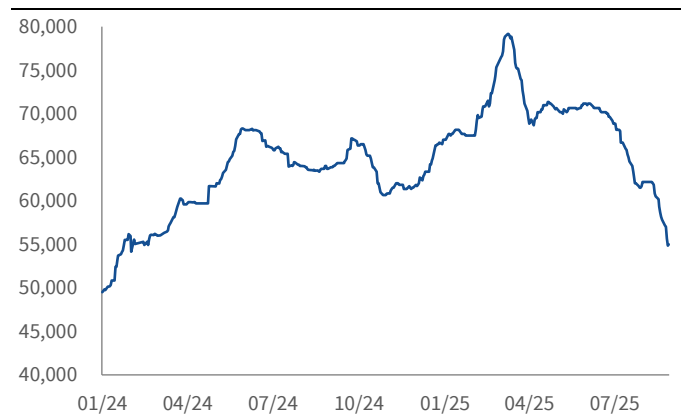
CPI tổng thể và CPI lõi từ T1 2024 – nay [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 18: Giá thịt lợn hơi giảm trong T8 2025 khi người dân hạn chế tiêu thụ trước nguy cơ dịch bệnh

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



Nguồn: Wifeed, TVS Research

Thị trường tiền tệ

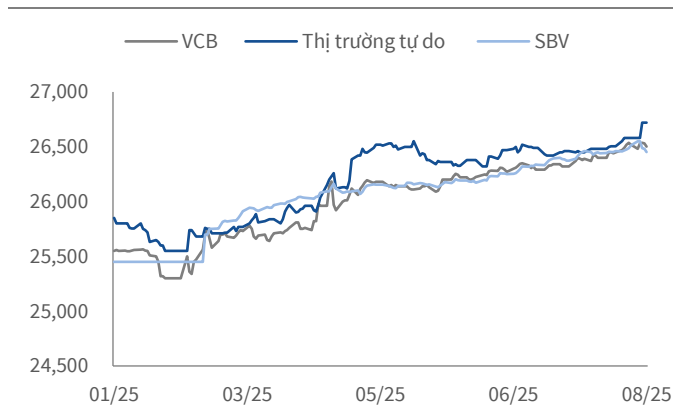
Tỷ giá USD/VND tăng nhẹ trong T8 2025.

Trong T8 2025, tỷ giá USD/VND tiếp tục chịu áp lực tăng – Tỷ giá bán ra của NHNN trung bình tháng 8 tăng 0.4% MoM. Tỷ giá USD/VND của NHNN dao động quanh mức 26,442–26,486, nâng mức mất giá của VND lên 3.9% YTD. Nguyên nhân gây ra áp lực tỷ giá trong các tháng vừa qua đến từ nhu cầu ngoại tệ tăng cao của hoạt động nhập khẩu, cùng với tâm lý găm giữ USD trong bối cảnh lạm phát và bất ổn kinh tế toàn cầu. Ngoài ra, thặng dư thương mại đến thời điểm 8T 2025 giảm mạnh so với cùng kỳ, chỉ đạt 13.9 tỷ USD (kỳ 8T 2024 đạt 19.1 tỷ USD).

Trước sức nóng của tỷ giá tăng cao, tại thời điểm cuối tháng 8, NHNN đã triển khai bán ngoại tệ kỳ hạn 180 ngày có hủy ngang với giá bán 26,550 VND/USD. Tuy nhiên, giao dịch chỉ được thực hiện đối với các tổ chức tín dụng có trạng thái ngoại tệ âm nhằm cân bằng trạng thái ngoại tệ. TVS Research nhận định động thái này của NHNN sẽ góp phần bổ sung nguồn cung trong ngắn hạn và giảm tâm lý găm giữ ngoại tệ.

Biểu đồ 19: Tỷ giá bình quân USD/VND tăng 0.4% MoM trong T8 2025

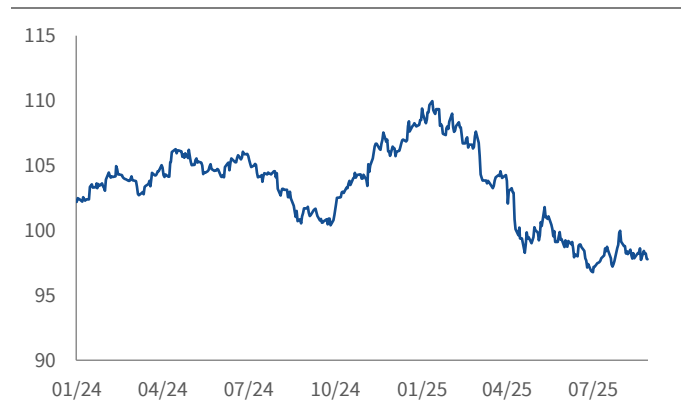
Tỷ giá bán USD/VND tại VCB, TT tự do, và NHNN từ T1 2024-Nay [VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 20: Chỉ số DXY ghi nhận mức giảm nhẹ trong tháng 8 khi Fed ra tín hiệu sẽ giảm lãi suất trong tháng 9

Chỉ số DXY từ T1 2024-Nay [điểm]



Nguồn: WSJ, TVS Research

NHNN hút ròng hơn 25 nghìn tỷ VND trong tháng 8, lãi suất bình quân LNH giảm ở tất cả các kỳ hạn.

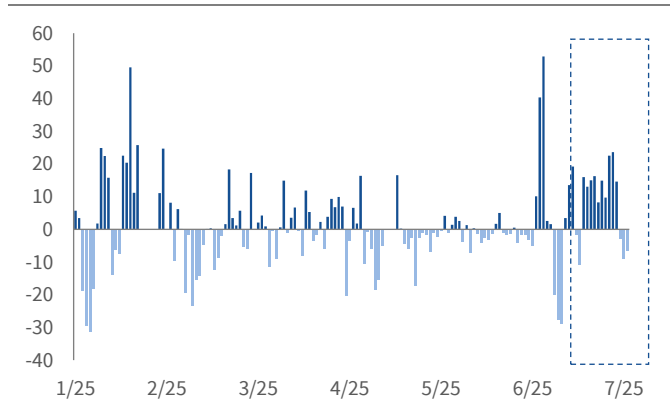
NHNN hút ròng trên thị trường mở với hơn 25 nghìn tỷ VND trong T8 2025. Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh, đặc biệt là trong tuần cuối của tháng 8 khi lãi suất LNH kỳ hạn qua đêm giảm xuống 2.03% (từ mức 4.49% tại thời điểm giữa T8). Việc lãi suất LNH giảm trong khi NHNN hút ròng cho thấy thanh khoản hệ thống ngân hàng đang ở trạng thái dư thừa, áp lực lãi suất ngắn hạn giảm rõ rệt. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục điều tiết linh hoạt thông qua nghiệp vụ thị trường mở, qua đó duy trì trạng thái thanh khoản hợp lý, hỗ trợ ổn định lãi suất và tỷ giá.

Lãi suất tiền gửi bình quân hầu như đi ngang tại cả nhóm ngân hàng quốc doanh và NHTMCP tư nhân, với mức huy động kỳ hạn 12 tháng duy trì quanh 4.7%/năm. Tính đến cuối T8 2025, tăng trưởng tín dụng đạt 11.8% YTD, cao hơn nhiều so với mức 7.3% YTD cùng kỳ 2024, phản ánh xu hướng tích cực nhưng đồng thời tiềm ẩn

rủi ro gây áp lực lạm phát trong dài hạn. Chúng tôi cho rằng tín dụng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng và có thể đạt 16-18% YoY trong năm 2025. Với xu hướng tín dụng tăng mạnh và tốc độ tăng trưởng tiền gửi chưa thể bắt kịp, chúng tôi dự báo lãi suất huy động tại các NHTM có thể tăng nhẹ trong giai đoạn cuối năm để thu hút tiền gửi, đáp ứng nhu cầu vốn cho giải ngân tín dụng.

Biểu đồ 21: NHNN hút ròng hơn 25 nghìn tỷ VND trong tháng 8

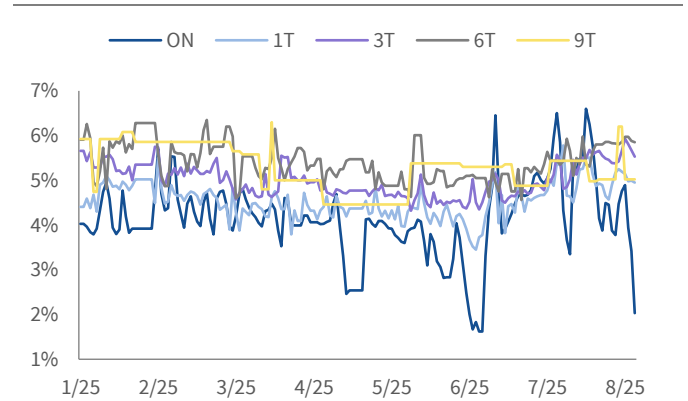
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày từ T1 2025-Nay [nghìn tỷ VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 22: Lãi suất liên ngân hàng bình quân giảm trong T8 2025 ở tất cả các kỳ hạn

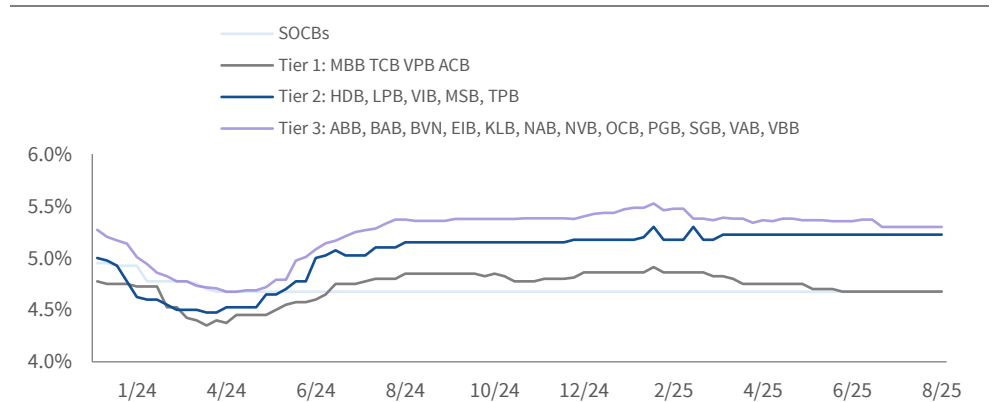
Lãi suất LNH các kỳ hạn từ T1 2025-Nay [%/năm]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 23: LS tiền gửi tại các NHTM giữ nguyên trong tháng 8 so với các tháng trước

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



Nguồn: Wifeed, TVS Research

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

Bảng 1: Dự báo về các chỉ số vĩ mô quan trọng của Việt Nam

Chỉ báo	Đơn vị	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Tăng trưởng GDP thực	% YoY	2.9%	2.6%	8.0%	5.1%	7.1%	7.2%
Lạm phát tổng thể	% YoY	3.2%	1.8%	3.2%	3.3%	3.6%	3.5%
Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa & dịch vụ	% YoY	2.3%	-7.8%	22.8%	9.3%	9.3%	10.0%
Tăng trưởng xuất khẩu	% YoY	7.0%	19.0%	10.4%	-4.5%	14.3%	9.8%
Tăng trưởng nhập khẩu	% YoY	3.7%	26.5%	8.0%	-8.7%	16.7%	11.0%
Tăng trưởng giải ngân đầu tư công	% YoY	34.7%	-7.9%	19.8%	21.2%	3.3%	35.0%
Tăng trưởng FDI thực hiện	% YoY	-2.0%	-1.2%	13.5%	3.5%	9.4%	10.0%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	13.6%	12.2%	13.6%	14.2%	15.1%	16.0%-18.0%
Lãi suất điều hành [ON]	%	4.0%	4.0%	6.0%	4.5%	4.5%	4.5%
Lãi suất huy động [12 tháng]	%	6.0%	5.5%	5.6%	6.5%	4.8%	5.0%
Tỷ giá USD/VND [trung bình năm]	VND	23,223	22,934	23,429	23,839	25,053	25,805
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	94.8	109.4	86.5	89.0	80.0	75.0

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

Thông tin kinh tế đáng chú ý trong tháng 9

Ngày	Sự kiện	Mức độ ảnh hưởng
01/09/2025	Công bố số liệu PMI sản xuất Việt Nam T8	Vừa phải
	EU công bố PMI sản xuất T8	Vừa phải
	Mỹ công bố PMI sản xuất T8	Vừa phải
	Trung Quốc công bố PMI sản xuất T8	Vừa phải
04/09/2025	Mỹ công bố số liệu việc làm và thất nghiệp T8	Vừa phải
08/09/2025	Việt Nam công bố số liệu kinh tế T8	Cao
09/09/2025	Trung Quốc công bố chỉ số giá tiêu dùng CPI	Vừa phải
12/09/2025	Mỹ công bố chỉ số giá tiêu dùng CPI	Cao
17/09/2025	FED họp điều hành chính sách tiền tệ của Mỹ	Cao
18/09/2025	Đáo hạn HĐ phái sinh tương lai chỉ số VN30	Cao
25/09/2025	Mỹ công bố chỉ số PCE T8	Vừa phải

Danh mục báo cáo đã phát hành

Loại báo cáo	Tiêu đề	Công ty/Ngành	Ngày phát hành
Báo cáo công ty	Báo cáo cập nhật	DXG	20/08/2025
Báo cáo công ty	Báo cáo cập nhật	FRT	13/08/2025
Báo cáo thị trường	Báo cáo cập nhật Thị trường T7 2025	Thị trường	11/08/2025
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật Vĩ mô T7 2025	Vĩ mô	11/08/2025
Báo cáo công ty	Báo cáo cập nhật Q2 2025	NLG	05/08/2025
Báo cáo cập nhật	Cập nhật KQKD 6T 2025	CTG	01/08/2025
Báo cáo chiến lược thị trường H2 2025	Báo cáo chiến lược	Thị trường	18/07/2025
Báo cáo chiến lược vĩ mô H2 2025	Báo cáo chiến lược	Toàn thị trường	18/07/2025
Báo cáo chiến lược đầu tư H2 2025	Báo cáo chiến lược	Vĩ mô	18/07/2025
Báo cáo ngành	Báo cáo ngành Bất động sản	Ngành	14/07/2025
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ngành Ngân hàng: Luật hóa nghị quyết 42	Ngành	27/06/2025

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Báo cáo được dựa trên các thông tin được thu thập từ các nguồn TVS đánh giá là đáng tin cậy, tuy nhiên TVS không chịu trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Nhận định và quan điểm trong báo cáo thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không đại diện cho quan điểm chung của TVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư, không nhằm mục đích chào mời, xúi giục mua hoặc bán bất cứ chứng khoán nào được đề cập. Nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu rủi ro trong việc sử dụng các thông tin và tham khảo các nhận định trên báo cáo. TVS tuyên bố miễn trách đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng lợi nhuận kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá hiện tại của cổ phiếu cộng với lợi tức cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về Mức khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm > 20%
NĂM GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm khoảng từ -10% đến 20%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm < -10%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt – www.tvs.vn

Hà Nội

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

Hồ Chí Minh

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

Thông tin liên hệ

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Chuyên viên cao cấp
hanhntk@tvs.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên
anhnd@tvs.vn

Phạm Nguyên Long

Chuyên viên cao cấp
longpn@tvs.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên
quangtpt@tvs.vn

Nguyễn Văn Quang

Chuyên viên
quangnv@tvs.vn