

Cập nhật vĩ mô

Dữ liệu vĩ mô cập nhật		
	Q1/24	Q1/25
Tăng trưởng GDP (svck)	6,0%	6,9%
Công nghiệp	6,9%	7,4%
Dịch vụ	6,2%	7,7%
Nông, lâm, ngư nghiệp	3,5%	3,7%
	Tháng 3	Tháng 4
Tổng mức bán lẻ (svck)	9,8%	11,1%
Khách quốc tế	2.054.309	1.654.681
Xuất khẩu (svck)	14,3%	20,0%
Nhập khẩu (svck)	18,9%	23,2%
Cán cân thương mại (triệu USD)	1.630	577
PMI (điểm)	50,5	45,6
IIP (svck)	9,9%	8,9%
FDI thực hiện (svck)	10,1%	7,6%
Đầu tư công thực hiện (svck)	17,4%	12,9%
CPI (svck)	3,1%	3,1%
USD/VND	25.577	25.990
Lãi suất tái cấp vốn	4,5%	4,5%
Lãi suất tái chiết khấu	3,0%	3,0%
Tăng trưởng tín dụng (từ đầu năm)	3,9%	4,3%
Lợi suất TPCP		
5 năm	2,29%	2,42%
10 năm	2,96%	3,07%

Chuyên viên phân tích



Đinh Quang Hình

hinh.dinh@vndirect.com.vn

Phá bỏ rào cản để kinh tế tư nhân cất cánh

- Trong tháng 05, Quốc hội ban hành hai nghị quyết then chốt để thúc đẩy khu vực tư nhân, bao gồm Nghị quyết 68-NQ/TW và Nghị quyết 198/2025/QH15.
- Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam theo S&P Global giảm về 45,6 điểm trong T4/25
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng GDP ở mức 7,3%

Nghị quyết 68-NQ/TW: Tạo đột phá cho tăng trưởng khu vực tư nhân

Vào ngày 04/05/2025, Ban Chấp hành Trung ương ban hành Nghị quyết 68-NQ/TW, thông qua những cải cách mạnh mẽ để xóa bỏ rào cản và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tư nhân. Nghị quyết khẳng định khu vực tư nhân là động lực quan trọng nhất của nền kinh tế quốc gia, chuyển từ nền hành chính công vụ, quản lý là chủ yếu sang phục vụ và kiến tạo phát triển. Nghị quyết bác bỏ các chính sách hạn chế, đề cao quyền sở hữu và tự do kinh doanh, đảm bảo cạnh tranh bình đẳng giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân. Nghị quyết khuyến khích cách tiếp cận cân bằng hơn đối với các vi phạm về dân sự và kinh tế, ưu tiên tạo điều kiện khắc phục trước, không hời hợt các quy định pháp luật để xử lý bất lợi cho doanh nghiệp. Nghị quyết 68 cũng hướng đến giảm thiểu sự can thiệp hành chính, tăng cường minh bạch và thay thế cơ chế tiền kiểm bằng hậu kiểm, nhằm tạo ra một môi trường kinh doanh năng động hơn.

Nghị quyết 198/2025/QH15 về các chính sách cụ thể thúc đẩy khu vực tư nhân

Nghị quyết 198/2025/QH15 đưa ra các ưu đãi đột phá nhằm thúc đẩy tăng trưởng khu vực kinh tế tư nhân, bao gồm: (1) miễn thuế TNDN trong 3 năm kể từ ngày đăng ký kinh doanh lần đầu cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME); (2) miễn thuế TNDN 2 năm, sau đó giảm 50% trong 4 năm tiếp theo đối với thu nhập từ hoạt động khởi nghiệp đổi mới sáng tạo; (3) miễn thuế TNCN, thuế TNDN đối với khoản thu nhập từ chuyển nhượng cổ phần, phần vốn góp, quyền góp vốn, quyền mua cổ phần, quyền mua phần vốn góp vào doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo; (4) miễn thuế TNCN trong 2 năm và giảm 50% trong 4 năm kế tiếp cho các chuyên gia và nhà khoa học làm việc tại các doanh nghiệp và trung tâm đổi mới sáng tạo; và (5) hỗ trợ lãi suất 2%/năm cho các khoản vay đầu tư vào các dự án xanh, tuần hoàn và áp dụng khung tiêu chuẩn môi trường, xã hội, quản trị (ESG).

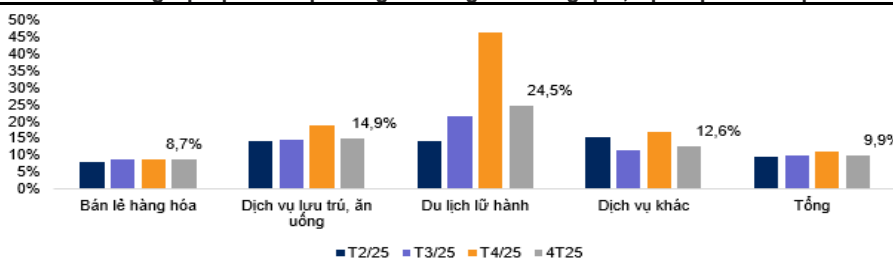
Tiêu dùng nội địa trên đà tăng trưởng

Tổng mức bán lẻ tăng 11,1% svck trong T4 (sv +9,8% trong T3). Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch mở rộng ấn tượng, lần lượt tăng 18,8% và 46,1% svck, thúc đẩy bởi mức tăng 6,3% svck ở lượng khách quốc tế (1,7 triệu lượt) và mức tăng 33,3% sv tháng trước ở lượng khách nội địa (12 triệu lượt) trong dịp kỷ niệm 50 năm Ngày Thống nhất đất nước. Doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 8,8% svck, sv +8,7% trong T3. Tính chung 4T25, tổng mức bán lẻ tăng 9,9% svck (sv +8,6% trong 4T24), với mức tăng trưởng sau lạm phát đạt 7,7% (sv +5,4% trong 4T24), tiệm cận mức +8-9% hàng năm trước đại dịch.

Động thái miễn thuế 90 ngày thúc đẩy hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ

Xuất khẩu tăng trưởng 20,0% svck trong T4, đạt 37,4 tỷ USD, đánh dấu mức tăng cao nhất kể từ T8/24 (loại trừ yếu tố mùa vụ). Như chúng tôi kỳ vọng, sự tăng trưởng mạnh mẽ này chủ yếu đến từ việc các nhà nhập khẩu Mỹ đẩy mạnh việc tích trữ hàng tồn kho trước thời điểm quy định miễn thuế 90 ngày hết hiệu lực. Điều này được thể hiện rõ qua mức tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ đạt 25,0% svck trong 4T25. Trong 4T25, xuất khẩu đạt 140,3 tỷ USD, tăng 13,0% svck (sv +15,3%, 124,2 tỷ USD trong 4T24). Mặc dù tốc độ tăng trưởng thấp hơn cùng kỳ, mức tăng hai con số vẫn là một kết quả đáng ghi nhận.

Hình 1: Tiêu dùng nội địa cải thiện đáng kể trong hai tháng qua, đặc biệt ở khu vực lưu hành



Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Phá bỏ rào cản để kinh tế tư nhân cất cánh

Nghị quyết 68-NQ/TW: Tạo đột phá cho tăng trưởng khu vực kinh tế tư nhân

Trong những tuần gần đây, trong khi nhà đầu tư trong nước tập trung theo dõi sát sao chính sách thuế quan của Tổng thống Trump và các cuộc đàm phán thương mại Việt Nam - Hoa Kỳ, một sự thay đổi âm thầm nhưng mang tính chiến lược đã diễn ra tại Việt Nam. Các cơ quan quản lý nhà nước đã công bố một loạt Nghị quyết để phá bỏ những rào cản tồn tại lâu nay, khơi dậy động lực tăng trưởng mới và thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân cất cánh. Trọng tâm của động thái này là hai nghị quyết then chốt: **Nghị quyết 68-NQ/TW** của Bộ Chính trị nhằm đẩy mạnh phát triển khu vực tư nhân, và **Nghị quyết 198/2025/QH15** của Quốc hội về việc thiết lập các cơ chế và chính sách đặc biệt hỗ trợ doanh nghiệp tư nhân — những công cụ pháp lý mạnh mẽ được kỳ vọng sẽ định hình lại toàn diện bức tranh kinh tế tư nhân Việt Nam.

Trước những biến động ngày càng gia tăng từ chính sách thuế quan Mỹ, Việt Nam cần khẩn trương khơi dậy các động lực tăng trưởng mới để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng là 8% trong năm nay và tạo đà hướng đến mức tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2026-2030. Trọng tâm của nỗ lực này chính là khu vực kinh tế tư nhân — một khu vực có tiềm năng to lớn nhưng vẫn chưa được khai phá và hỗ trợ hiệu quả. Trong bối cảnh đó, việc Ban Chấp hành Trung ương ban hành Nghị quyết 68-NQ/TW vào ngày 04/05/2025 đánh dấu một bước ngoặt quan trọng, tạo kỳ vọng về một bước chuyển đổi mang tính cách mạng trong sự phát triển của khu vực tư nhân trong những năm tới. Thay vì diễn giải toàn bộ nội dung nghị quyết, bài viết này tập trung phân tích năm đột phá then chốt sẽ định hình quỹ đạo phát triển của khu vực kinh tế tư nhân trong giai đoạn tới.

1. Xóa bỏ định kiến và khẳng định vai trò ngày càng quan trọng của kinh tế tư nhân

Nghị quyết 68 đã khẳng định trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, kinh tế tư nhân là một động lực quan trọng nhất của nền kinh tế quốc gia. Điều này đã thực sự nâng vị thế của kinh tế tư nhân. Sự công nhận này đánh dấu một bước chuyển biến quan trọng, nâng cao vị thế và củng cố vai trò không thể thiếu của khu vực tư nhân đối với tương lai kinh tế của Việt Nam.

2. Cách mạng trong tư duy và thể chế

Nghị quyết 68 mở ra một bước chuyển đổi mang tính đột phá — chuyển từ nền hành chính công vụ, quản lý là chủ yếu, sang “nhà nước kiến tạo phát triển”. Trước đây, doanh nghiệp được coi như một đối tượng để quản lý, nhưng bây giờ, doanh nghiệp tư nhân được coi là đối tác để cùng với Nhà nước tham gia kiến tạo, phát triển đất nước. Theo đó, tất cả các cơ chế, chính sách được xây dựng phải xoay quanh việc phục vụ, kiến tạo điều kiện thuận lợi cho người dân và doanh nghiệp phát triển.

Một trong những đột phá quan trọng nhất của nghị quyết là việc loại bỏ cơ chế “xin-cho”, thay thế bằng việc kiến tạo môi trường thuận lợi, cởi mở hơn để dòng chảy kinh tế được lưu thông một cách tự nhiên. Nghị quyết cũng bác bỏ tư duy quản lý “không quản được thì cấm” - một tư duy an toàn nhưng kìm hãm sự phát triển. Thay vào đó, nghị quyết đề cao việc bảo vệ quyền sở hữu và tự do kinh doanh, đảm bảo cạnh tranh bình đẳng giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân. Đặc biệt, nghị quyết mở đường cho các doanh nghiệp tư nhân tham gia vào các dự án trọng điểm quốc gia — những dự án mang tính chiến lược, quy mô lớn và có vai trò then chốt đối với sự phát triển của đất nước.

3. Giảm can thiệp hành chính

Nghị quyết 68 vạch ra một lộ trình cụ thể, quyết liệt nhằm hạn chế tối đa can thiệp hành chính, đảm bảo một môi trường kinh doanh minh bạch và thân thiện hơn. Nghị quyết nghiêm cấm các hành vi tham nhũng và sai phạm của bộ máy hành chính, chỉ cho phép thanh, kiểm tra không quá một lần một năm— trừ khi có bằng chứng rõ ràng về vi phạm.

Một thay đổi then chốt là việc chuyển đổi từ cơ chế tiền kiểm sang hậu kiểm, giúp đơn giản hóa quy trình và thúc đẩy một môi trường kinh doanh năng động hơn. Trong năm 2025, nghị quyết đặt mục tiêu xóa bỏ ít nhất 30% các điều kiện kinh doanh, giảm 30% chi phí tuân thủ cho doanh nghiệp, giảm 30% thời gian xử lý các thủ tục hành chính, và tiếp tục cắt giảm mạnh trong những năm tiếp theo.

4. Ưu tiên các biện pháp xử lý về hành chính, dân sự và kinh tế trong giải quyết vi phạm

Nghị quyết ưu tiên một cách tiếp cận cân bằng hơn trong xử lý các vi phạm, ưu tiên doanh nghiệp được chủ động khắc phục sai phạm, thiệt hại trước khi xem xét truy cứu trách nhiệm hình sự. Trường hợp đến mức xử lý hình sự thì ưu tiên các biện pháp khắc phục hậu quả kinh tế trước và là căn cứ quan trọng để xem xét các biện pháp xử lý tiếp theo.

Hơn nữa, các quy định pháp luật sẽ không được hồi tố để xử phạt doanh nghiệp, nhằm đảm bảo tính công bằng và bảo vệ sự ổn định trong khu vực tư nhân. Nguyên tắc suy đoán vô tội được củng cố, và các cơ quan chức năng được khuyến khích kết thúc nhanh chóng các cuộc điều tra khi bằng chứng không thuyết phục, giảm thiểu thiệt hại về uy tín cho doanh nghiệp.

5. Tăng cường khả năng tiếp cận nguồn lực về đất đai, vốn, cho doanh nghiệp tư nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ

Nghị quyết 68 đề ra một khuôn khổ mạnh mẽ nhằm đảm bảo cơ hội bình đẳng cho các doanh nghiệp tư nhân, xóa bỏ phân biệt đối xử trong đấu thầu, tiếp cận đất đai và tín dụng. Nghị quyết hướng tới việc dỡ bỏ các rào cản hành chính và giải phóng tiềm năng của khu vực tư nhân, đặc biệt là trong các lĩnh vực hạ tầng số, năng lượng và logistics, nơi các thủ tục hành chính thường là rào cản đầu tư.

Về tiếp cận đất đai, nghị quyết quy định mỗi địa phương phải đảm bảo quỹ đất riêng trong các khu công nghiệp và thương mại —20 héc ta, hoặc ít nhất 5% tổng quỹ đất đã đầu tư kết cấu hạ tầng — dành riêng cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNNVV) và các startup đổi mới sáng tạo. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp này sẽ được giảm 30% tiền thuê lại đất trong vòng năm năm kể từ ngày ký hợp đồng thuê đất, nhằm giảm bớt áp lực tài chính và thúc đẩy tăng trưởng.

Về chính sách tín dụng, nghị quyết kêu gọi thiết lập các chính sách ưu tiên một phần nguồn tín dụng thương mại để dành cho các DNNVV, startup, doanh nghiệp mới thành lập và các công ty hoạt động trong các lĩnh vực ưu tiên như chuyển đổi số và phát triển xanh. Bên cạnh đó, một cơ chế hỗ trợ lãi suất sẽ được triển khai, có khả năng thông qua các quỹ tài chính do nhà nước bảo trợ, đảm bảo các doanh nghiệp có thể tiếp cận vốn với chi phí thấp hơn, từ đó phát triển mạnh mẽ trong một môi trường cạnh tranh ngày càng tăng.

Nghị quyết 68-NQ/TW đề ra những mục tiêu đầy tham vọng và mang tính chiến lược cho sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân Việt Nam, với sự tăng trưởng của khu vực này là động lực chính cho sự vươn tầm và thịnh vượng của dân tộc.

Mục tiêu đến năm 2030:

- Phần đầu đạt hai triệu doanh nghiệp, góp phần kiến tạo một môi trường kinh doanh năng động và bền vững.
- Tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế tư nhân đạt khoảng 10-12%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế
- Kinh tế tư nhân đóng góp đáng kể vào nền kinh tế: đóng góp khoảng 55-58% GDP, khoảng 35-40% tổng thu ngân sách nhà nước, giải quyết việc làm cho khoảng 84-85% tổng số lao động.
- Có ít nhất 20 doanh nghiệp tư nhân lớn tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu, khẳng định vị thế Việt Nam trên trường quốc tế.
- Trình độ, năng lực công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số thuộc nhóm 3 nước đứng đầu ASEAN và nhóm 5 nước đứng đầu khu vực châu Á, minh chứng cho hệ sinh thái sáng tạo và tiến bộ công nghệ vượt bậc.

Tầm nhìn đến năm 2045:

- Phần đầu có ít nhất 3 triệu doanh nghiệp hoạt động trong nền kinh tế, khẳng định vị trí của khối tư nhân là động lực nòng cốt của quốc gia
- Khu vực tư nhân đóng góp khoảng trên 60% GDP
- Chủ động tham gia vào chuỗi sản xuất, chung ứng toàn cầu, đảm bảo cộng đồng doanh nghiệp Việt Nam duy trì vai trò là một đối tác quan trọng trên trường quốc tế.

Nghị quyết 198/2025/QH15 về cơ chế, chính sách đặc biệt để phát triển kinh tế tư nhân

Nhằm hiện thực hóa các định hướng tại Nghị quyết 68-NQ/TW, Quốc hội đã chính thức ban hành **Nghị quyết 198/2025/QH15** vào ngày 17/05/2025 về các cơ chế và chính sách đặc thù để thúc đẩy sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân, đặc biệt về các hỗ trợ tài chính, được tổng hợp trong bảng dưới đây:

Hình 2: Tổng hợp trọng tâm chính sách hỗ trợ về tài chính, tín dụng nổi bật của Nghị quyết 198/2025/QH15

Chính sách	Thời gian/Phạm vi	Đối tượng	Chính sách	Thời gian/Phạm vi	Đối tượng
Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp	3 năm kể từ ngày được cấp Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh lần đầu	Doanh nghiệp vừa và nhỏ	Miễn thuế thu nhập cá nhân	2 năm đối với thu nhập từ tiền lương, tiền công của chuyên gia và nhà khoa học	Các công ty khởi nghiệp đổi mới sáng tạo, trung tâm nghiên cứu và phát triển, trung tâm đổi mới sáng tạo, tổ chức trung gian hỗ trợ khởi nghiệp đổi mới sáng tạo
Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp	2 năm đối với thu nhập từ hoạt động đổi mới sáng tạo	Các công ty khởi nghiệp đổi mới sáng tạo, công ty quản lý quỹ đầu tư mạo hiểm cho khởi nghiệp đổi mới sáng tạo, tổ chức trung gian hỗ trợ khởi nghiệp sáng tạo	Giảm 50% thuế thu nhập cá nhân phải nộp	4 năm kể tiếp sau thời hạn 2 năm miễn thuế	
Giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp	4 năm kể tiếp sau thời hạn 2 năm miễn thuế		Không áp dụng phương pháp khoán thuế		
Miễn thuế thu nhập cá nhân	Đối với thu nhập từ việc chuyển nhượng...	...cổ phần, phần vốn góp, quyền góp vốn, quyền mua cổ phần, quyền mua phần vốn góp vào doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo	Nộp thuế theo pháp luật về quản lý thuế	Từ ngày 01/01/2026	Hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh
Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp			Chấm dứt việc thu, nộp lệ phí môn bài		
Hỗ trợ lãi suất 2% mỗi năm	Cho các khoản vay dành riêng để thúc đẩy các dự án xanh, tuần hoàn, và tích hợp các tiêu chuẩn môi trường, xã hội, quản trị (ESG)	Doanh nghiệp tư nhân, hộ kinh doanh, và cá nhân kinh doanh	Cung cấp dịch vụ miễn phí	Bao gồm tư vấn pháp lý, đào tạo quản trị doanh nghiệp, kế toán, thuế, và quản trị nguồn nhân lực	Doanh nghiệp vừa và nhỏ, hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh
Khấu trừ chi phí nghiên cứu và phát triển	Chi phí nghiên cứu và phát triển có thể được hạch toán ở mức 200% chi phí thực tế cho mục đích khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp	Doanh nghiệp tư nhân	Chương trình "Go Global" hỗ trợ các công ty tư nhân lớn trong nước tham gia chuỗi cung ứng toàn cầu	Nhà nước hỗ trợ về thị trường, vốn, công nghệ, thương hiệu, kênh phân phối, logistics, bảo hiểm, tư vấn, pháp lý, mua bán sáp nhập	Doanh nghiệp tư nhân lớn

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiêu dùng nội địa trên đà tăng trưởng

Du lịch thúc đẩy sự mở rộng của khu vực dịch vụ trong T4/25

Dữ liệu từ Cục Thống kê cho thấy tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 11,1% svck trong T4/25 (sv +9,8% trong T3/25), phản ánh sự mở rộng đáng kể trong tiêu dùng nội địa.

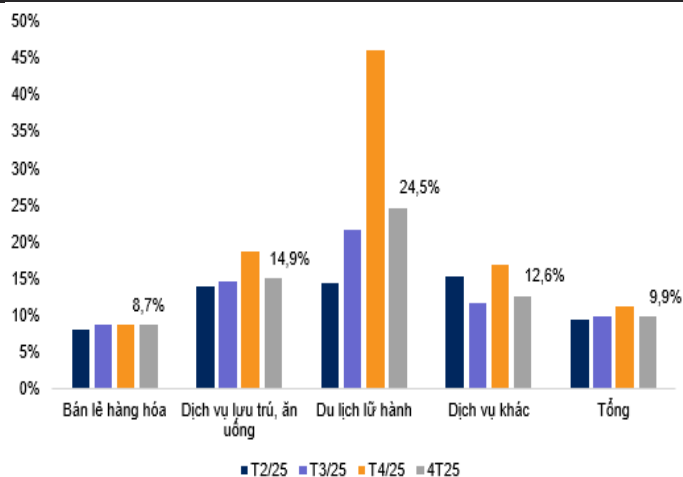
Trong các tiểu ngành, doanh thu từ dịch vụ lưu trú & ăn uống và lữ hành đều tăng mạnh trong tháng 4, lần lượt tăng vọt 18,8% và 46,1% svck. Mức tăng trưởng này được thúc đẩy nhờ sự gia tăng đáng kể lượng khách du lịch quốc tế, đạt 1,7 triệu lượt trong tháng 4 (-19,5% sv tháng trước; +6,3% svck). Hơn nữa, lượng khách du lịch nội địa cũng tăng 33,3% sv tháng trước, đạt 12 triệu

lượt trong tháng 4, nhờ nhu cầu du lịch tăng cao trong dịp kỷ niệm 50 năm Ngày Thống nhất đất nước. Trong khi đó, bán lẻ hàng hóa tăng 8,8% svck trong T4/25, cải thiện nhẹ so với mức 8,7% trong T3/25.

Tính chung 4T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9,9% svck (sv mức tăng 8,6% trong 4T24). Loại trừ lạm phát, tổng mức bán lẻ tăng 7,7% (sv +5,4% trong 4T24), tiến gần tới tốc độ tăng trưởng hàng năm 8-9% trước đại dịch.

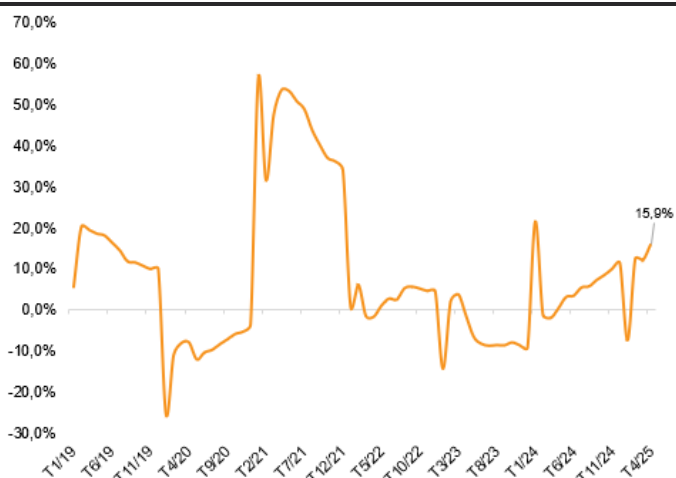
Nhìn chung, tiêu dùng nội địa đang trên đà tăng trưởng mạnh mẽ, được phản ánh rõ nét qua sự cải thiện của tổng mức bán lẻ, cùng với việc nhập khẩu hàng tiêu dùng trong 4T25 tăng 15,9% svck. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ tiếp tục được củng cố, nhờ vào các biện pháp kích thích kinh tế liên tục của Chính phủ, bao gồm việc gia hạn giảm 2% thuế GTGT đến hết năm 2026, cũng như quy định cho phép giảm 30% tiền thuê đất năm 2024 và được bù trừ vào khoản phải trả của năm 2025. Trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát (bình quân 3,2% trong 4T25), những chính sách này được kỳ vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ chi tiêu của người tiêu dùng.

Hình 3: Tiêu dùng nội địa cải thiện đáng kể trong hai tháng qua, đặc biệt ở hoạt động du lịch lữ hành



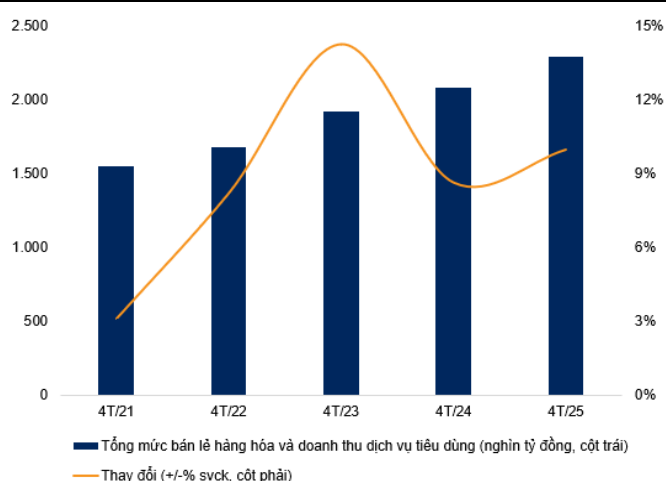
Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Nhập khẩu hàng tiêu dùng trong 4T25 tăng 15,9% svck, cho thấy nhu cầu tiêu dùng trong nước đang phục hồi rõ rệt



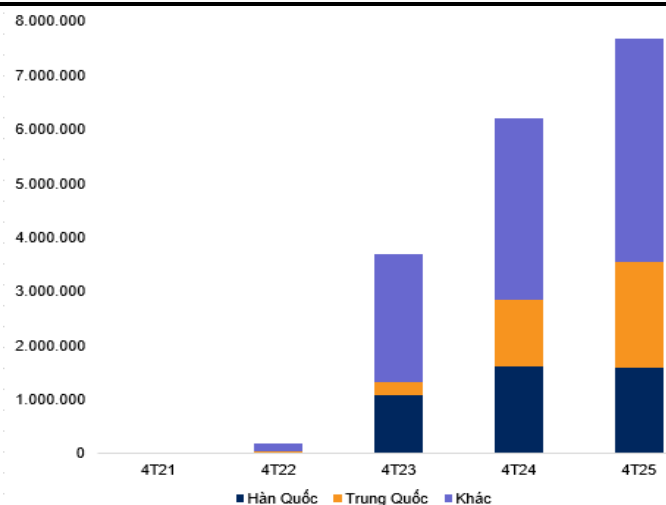
Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng trưởng ấn tượng trong 4T25



Nguồn: Cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Khách du lịch quốc tế khởi sắc, với Trung Quốc quay trở lại là nguồn cung cấp khách hàng đầu



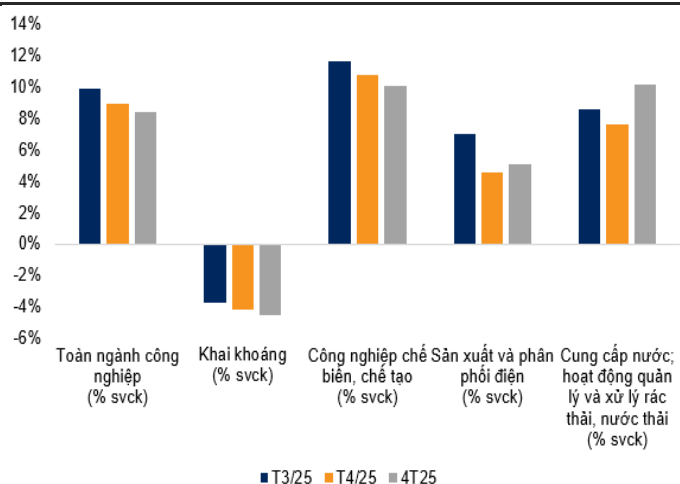
Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Khu vực công nghiệp tiếp tục mở rộng mặc dù PMI suy yếu

Dữ liệu từ Cục Thống kê cho thấy khu vực công nghiệp tiếp tục mở rộng trong tháng 4. Cụ thể, Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam trong T4/25 tăng 1,4% sv tháng trước và ghi nhận mức tăng 8,9% svck; sv mức tăng 12,3% sv tháng trước và 9,9% svck trong T3/25. Xét theo tiểu ngành, hoạt động công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, mở rộng 10,8% svck trong tháng 4, chỉ thấp hơn một chút so với mức 11,7% trong T3/25. Các ngành sản xuất và phân phối điện, nước cũng ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là 4,6% và 7,6% svck, trong khi ngành khai khoáng giảm 4,2% svck, phản ánh những những khó khăn liên tục trong hoạt động khai thác dầu khí trong những năm qua.

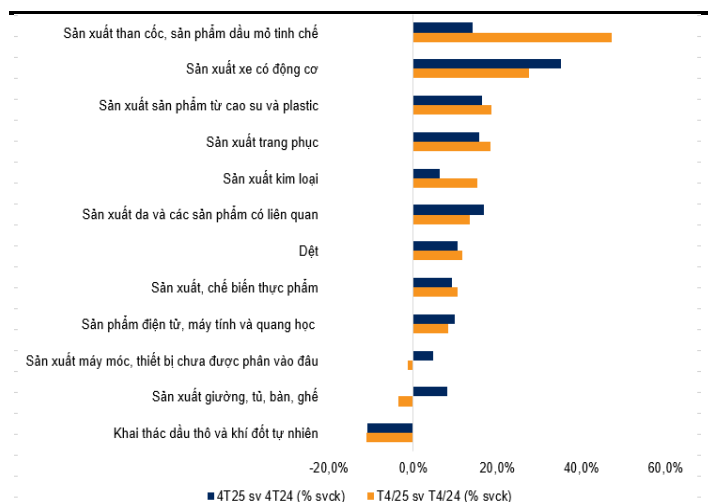
Mặc dù hoạt động công nghiệp chế biến, chế tạo có dấu hiệu chậm lại nhẹ trong tháng 4, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) lũy kế 4T25 vẫn tăng 8,4% svck, cải thiện đáng kể so với mức 6,0% ghi nhận của cùng kỳ năm 2024. Điều này, cùng với việc Cục Thống kê điều chỉnh tăng tốc độ tăng trưởng IIP svck T3/25 thêm 1,3 điểm % và kim ngạch xuất nhập khẩu khởi sắc trong T4/25 đã cho thấy sự ổn định của hoạt động sản xuất trong bối cảnh gián đoạn thương mại toàn cầu gia tăng trở lại do cú sốc thuế quan của Mỹ.

Hình 7: Chỉ số IIP hoạt động chế biến, chế tạo tăng trưởng mạnh mẽ vào T4/25



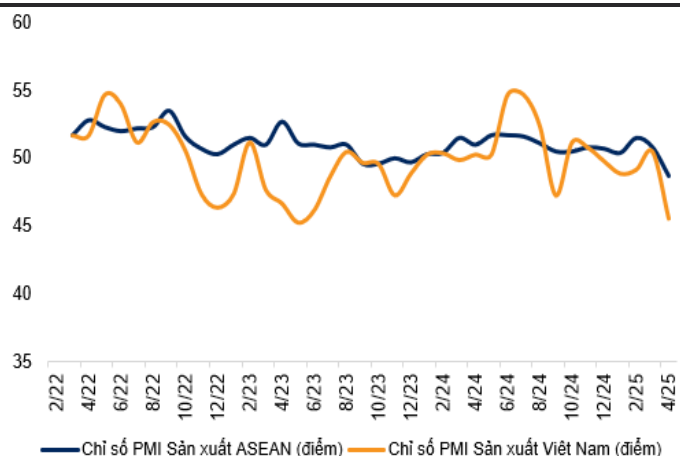
Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: IIP theo từng nhóm ngành cụ thể



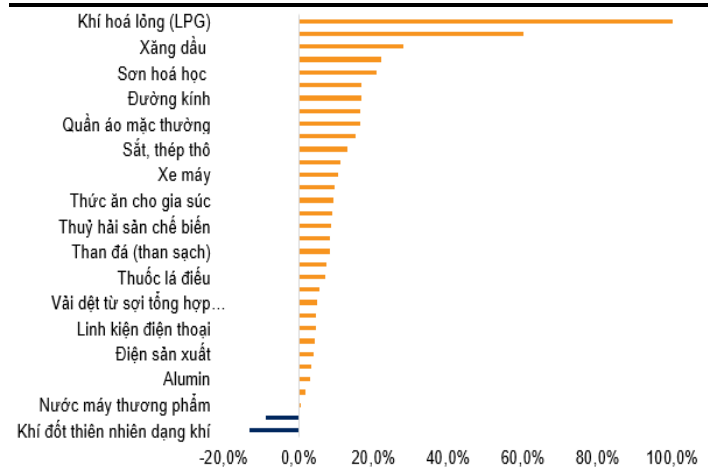
Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: PMI Việt Nam giảm xuống dưới ngưỡng 50 điểm trong T4/25



Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: LPG và Ô tô là những sản phẩm dẫn đầu tăng trưởng trong T4/25



Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Sản lượng của một số sản phẩm công nghiệp chủ lực tăng mạnh trong T4/25, bao gồm LPG (+115,1% svck); Ô tô (+60,0% svck); Xăng dầu (+28,0% svck); TV (+22,2% svck); và Sơn hóa học (+20,9% svck). Ngược lại, sản lượng của một số sản phẩm khác lại sụt giảm, bao gồm khí đốt thiên nhiên (dạng khí) (-13,1% svck) và dầu mỏ thô khai thác (-8,9% svck).

Mặc dù chỉ số IIP tiếp tục cho thấy đà mở rộng vững chắc ở khu vực công nghiệp, nhưng Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng (PMI) lại phản ánh một tình hình kém lạc quan hơn nhiều. Theo S&P Global, PMI ngành sản xuất của Việt Nam đạt 45,6 điểm trong T4/25, đảo chiều đáng kể so với mức 50,5 điểm hồi T3, báo hiệu sự suy giảm rõ rệt trong niềm tin kinh doanh. Các điểm nổi bật chính từ báo cáo bao gồm:

- Đơn đặt hàng mới: Giảm đáng kể trong T4/25, đảo ngược xu hướng tăng trong T3/25. Tốc độ suy giảm mạnh và nhanh nhất trong gần 2 năm. Số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới thậm chí còn giảm nhanh hơn tổng số lượng đơn đặt hàng mới.
- Sản lượng: Giảm trở lại sau khi tăng trong T3/25, mức giảm sản lượng là đáng kể và nhanh nhất kể từ T1/23.
- Niềm tin kinh doanh: Giảm mạnh xuống mức thấp nhất kể từ T8/21.
- Tình hình việc làm: Các nhà sản xuất giảm việc làm lần thứ 7 liên tiếp khi lượng công việc tồn đọng giảm. Tốc độ giảm việc làm mạnh nhất trong 3 năm rưỡi.
- Hoạt động mua hàng: Giảm mạnh khi số lượng đơn đặt hàng mới giảm và yêu cầu sản lượng giảm.
- Chi phí đầu vào và giá bán: Trong khi chi phí đầu vào tiếp tục tăng, giá bán hàng giảm tháng thứ 4 liên tiếp, tạo áp lực lên biên lợi nhuận.

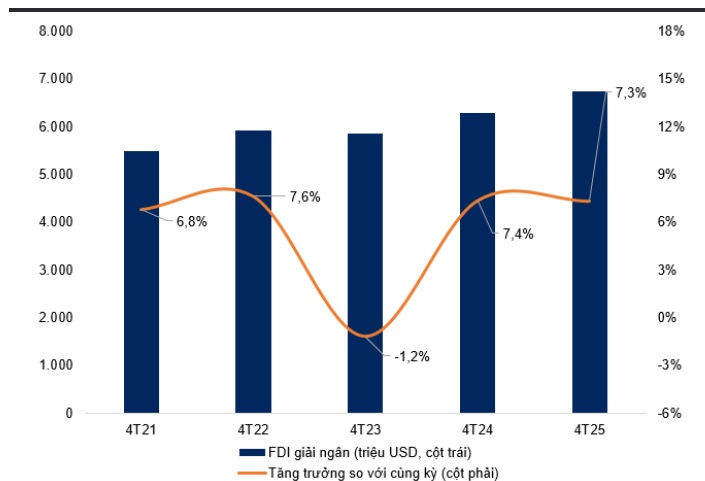
Sự khác biệt giữa IIP và PMI trong bối cảnh hiện tại không phải là điều bất thường, do có sự khác nhau về phạm vi, đối tượng khảo sát, và tiêu chí đánh giá. Trong khi IIP tập trung vào sản lượng của toàn bộ ngành công nghiệp, cung cấp thước đo chính xác về mức độ sản xuất hiện tại, PMI dựa trên một tập hợp các chỉ báo rộng hơn, thông qua khảo sát, không chỉ phản ánh sản lượng sản xuất mà còn bao gồm các yếu tố mang tính dự báo như đơn đặt hàng mới và niềm tin kinh doanh, đồng thời chỉ tập trung vào phân ngành sản xuất. Do đó, việc PMI giảm mạnh xuống 45,6 điểm trong T4/25 – mức thấp nhất kể từ T5/23 – cùng với sự suy yếu trên diện rộng của tất cả các tham số chính, thể hiện những tín hiệu lo ngại ban đầu ở khu vực sản xuất, cần được theo dõi chặt chẽ trong thời gian tới.

Tựu chung lại, chúng tôi duy trì triển vọng lạc quan một cách thận trọng đối với ngành sản xuất trong Q2/25 trong bối cảnh Mỹ tạm hoãn thuế quan trong 90 ngày. Khi các nhà bán lẻ Mỹ tăng cường tích trữ hàng tồn kho, hoạt động sản xuất và xuất khẩu ngắn hạn của Việt Nam dự kiến sẽ được hưởng lợi. Tuy nhiên, những thách thức có thể tái xuất hiện vào nửa cuối năm 2025 khi thời gian trì hoãn kết thúc và tác động đầy đủ của thuế quan có khả năng làm suy yếu nhu cầu tiêu dùng Mỹ. Để giảm thiểu ảnh hưởng từ cú sốc thuế quan, Việt Nam cần đẩy nhanh đàm phán với Mỹ nhằm đạt được mức thuế thấp hơn – lý tưởng là dưới 20%. Đồng thời, các doanh nghiệp có thể tận dụng các hiệp định thương mại tự do như EVFTA, CPTPP và RCEP để đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, hướng tới các khu vực như EU, ASEAN, Trung Đông và Nam Mỹ. Bên cạnh đó, sự mở rộng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam và sự phục hồi tiêu dùng nội địa mạnh mẽ hơn dự kiến trong 4T25 sẽ đóng vai trò là trụ cột chính cho nền kinh tế và ngành sản xuất trong bối cảnh những bất ổn thương mại leo thang hiện nay.

FDI: Tốc độ giảm FDI đăng ký mới có dấu hiệu chậm lại

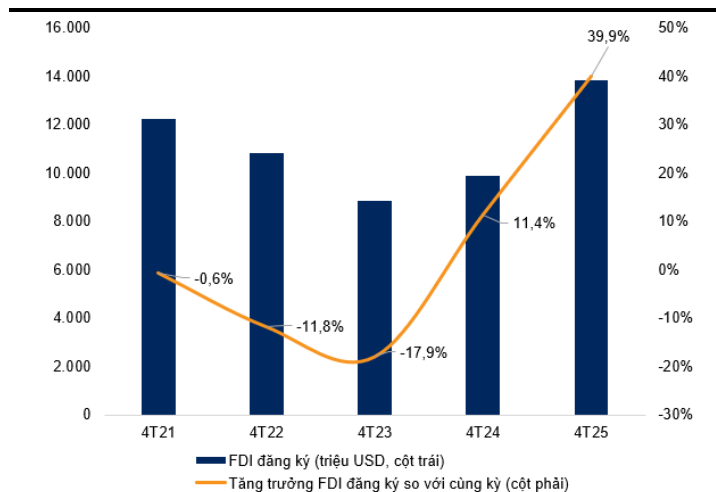
Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Bộ KH&ĐT), tổng vốn FDI đăng ký đạt 13,8 tỷ USD trong 4T25, tăng 39,9% svck. Trong khi đó, vốn FDI thực hiện tăng 7,3% svck, đạt 6,7 tỷ USD. Cụ thể, số dự án cấp mới tăng 14,1% svck, lên 1.204 dự án, với tổng vốn đăng ký mới đạt 5,59 tỷ USD (giảm 23,8% svck). Bên cạnh đó, 540 lượt dự án đã cấp phép trước đó được phê duyệt tăng vốn đầu tư với tổng vốn FDI tăng thêm đạt 6,4 tỷ USD, gấp 3,9 lần svck. Ngoài ra, có 1.106 lượt góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài, với giá trị đạt 1,83 tỷ USD (gấp 2,0 lần svck). Mặc dù vốn FDI thực hiện tiếp tục tăng trưởng ổn định, vốn FDI đăng ký đã chứng kiến mức tăng trưởng hai chữ số svck, chủ yếu được thúc đẩy bởi dòng vốn tăng thêm. Ngược lại, vốn FDI đăng ký mới ghi nhận mức giảm 23,8% svck. Tuy nhiên, tốc độ giảm này đã chậm lại đáng kể so với mức giảm gần 50% trong hai tháng trước đó, phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư trong bối cảnh các cuộc đàm phán thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ diễn ra trong giai đoạn 90 ngày tạm dừng áp thuế.

Hình 11: FDI thực hiện duy trì đà tăng trưởng ổn định



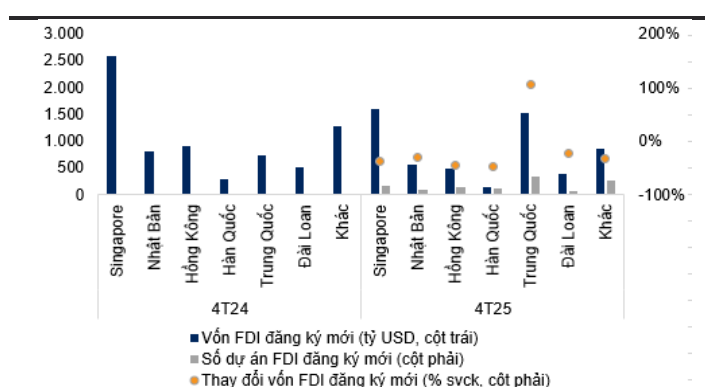
Nguồn: BỘ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: FDI đăng ký tăng 40% svck trong 4T25



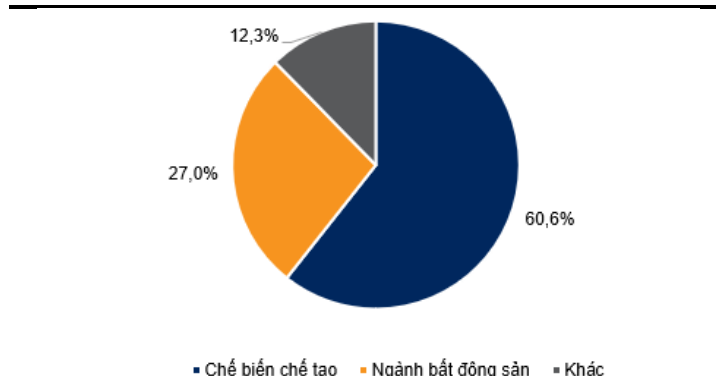
Nguồn: BỘ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Singapore tiếp tục dẫn đầu về FDI đăng ký mới



Nguồn: BỘ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Ngành sản xuất chiếm tới gần hai phần ba số vốn FDI đăng ký mới trong 4T25



Nguồn: BỘ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Xét theo tỉnh thành, Bắc Ninh dẫn đầu về vốn FDI đăng ký với 2,7 tỷ USD, chiếm 19,5% tổng vốn đăng ký trong 4T25 và tăng 2,7 lần svck. Đồng Nai tiếp tục giữ vị trí thứ hai, thu hút 1,5 tỷ USD, chiếm 11% tổng vốn đăng ký 4T25 và tăng 2,3 lần svck. Trong khi đó, TP. Hồ Chí Minh đứng đầu về số lượng dự án đăng ký mới (chiếm 39,5%), lượt điều chỉnh vốn (chiếm 21,9%) và lượt góp vốn, mua cổ phần (chiếm 66,9%).

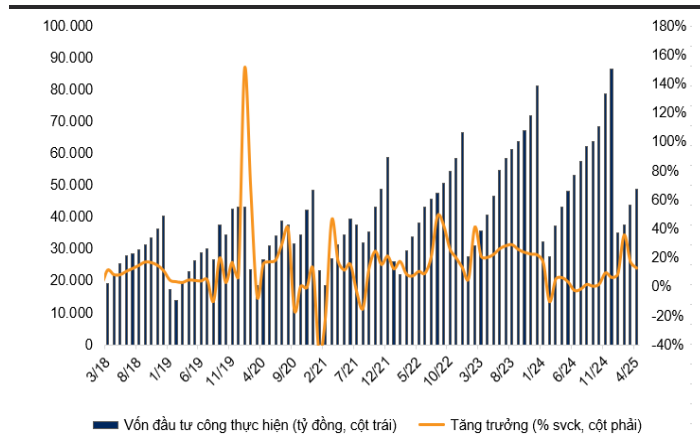
Về đối tác đầu tư, Singapore đứng đầu về tổng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam với 3,2 tỷ USD (tăng 10% svck), chiếm 23,5% tổng vốn FDI đăng ký. Tiếp theo

là Hàn Quốc với 2,8 tỷ USD (tăng gấp 3,3 lần svck), chiếm 20,4%. Trung Quốc dẫn đầu về số lượng dự án đăng ký mới (chiếm 28,7%), trong khi Hàn Quốc dẫn đầu về lượt điều chỉnh vốn FDI, góp vốn và mua cổ phần. Tiếp nối xu hướng từ đầu năm, 1) vốn FDI đăng ký mới từ nhà đầu tư Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 105,1% svck, củng cố quan điểm của chúng tôi rằng FDI từ Trung Quốc sẽ có xu hướng dịch chuyển sang Việt Nam trong bối cảnh căng thẳng thương mại leo thang giữa Mỹ và Trung Quốc; và 2) dòng vốn FDI mới từ Mỹ cũng tăng vọt 2,2 lần svck, đạt 144,5 triệu USD tính đến tháng 4.

Giải ngân đầu tư công cải thiện

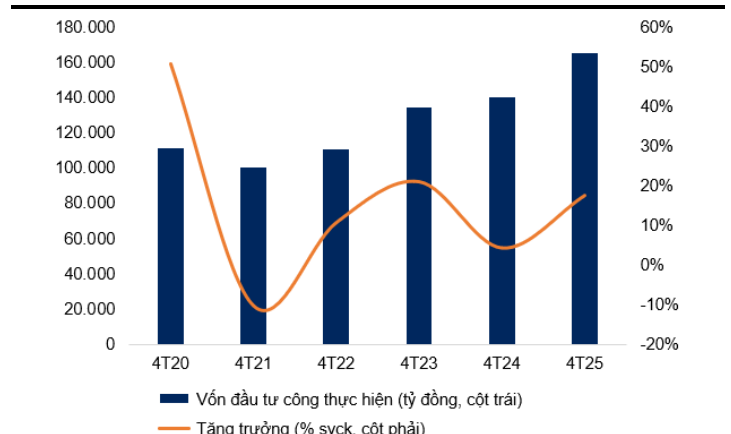
Theo Cục Thống kê, trong T4/25, vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước (đầu tư công) thực hiện tăng 12,9% svck, đạt 48,7 nghìn tỷ đồng (tương đương 1,9 tỷ USD; sv +17,4% trong T3/25). Lũy kế 4T25, vốn đầu tư công thực hiện tăng 17,7% svck, đạt 165,6 nghìn tỷ đồng (tương đương 6,5 tỷ USD), cao hơn đáng kể sv +4,4% trong 4T24. Tuy nhiên, với việc vốn đầu tư công thực hiện trong 4T25 chỉ đạt 18,6% kế hoạch năm (sv 20,1% trong 4T24), tiến độ này dường như chưa đạt kỳ vọng. Trong khi đó, theo Bộ Tài chính, giải ngân đầu tư công đạt 128,5 nghìn tỷ đồng (tương đương 5,0 tỷ USD), tương ứng 15,6% kế hoạch của Thủ tướng Chính phủ (so với 16,6% trong 4T24). Mặc dù tỷ lệ hoàn thành kế hoạch thấp hơn so với 4T24, tốc độ giải ngân đã tăng tốc rõ rệt trong suốt giai đoạn này, khi trước đó tỷ lệ giải ngân chỉ đạt 5,4% vào T2/25 và sau đó cải thiện lên 9,7% vào T3/25.

Hình 15: Đầu tư công tăng trưởng ấn tượng trong T4/25



Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

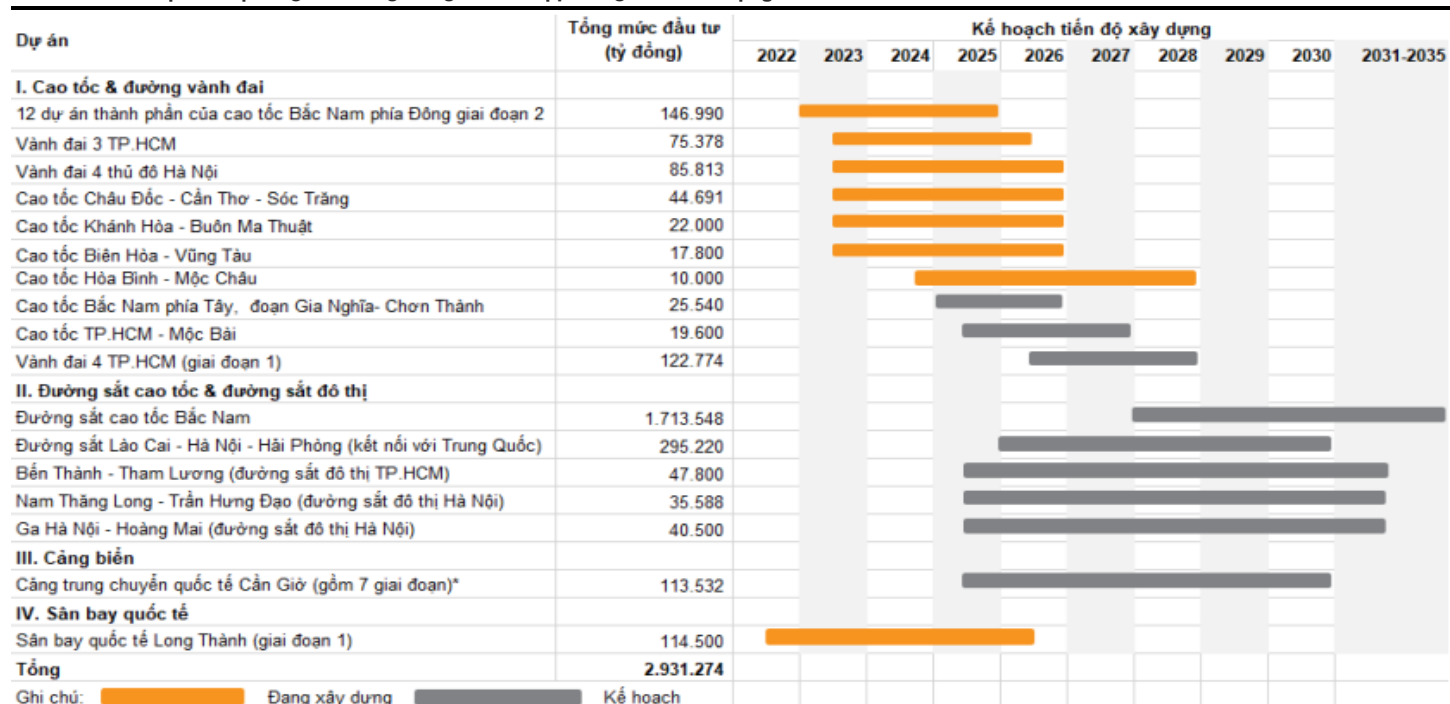
Hình 16: Đầu tư công 4T25 tăng trưởng cao nhờ mức nền thấp



Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Trước những thách thức toàn cầu từ các chính sách thuế quan của Mỹ, việc thúc đẩy các động lực tăng trưởng nội địa đã trở thành một trong những ưu tiên hàng đầu. Theo đó, vào ngày 10/05 vừa qua, Phó Thủ tướng Hồ Đức Phớc đã ban hành Công điện số 60/CĐ-TTg, nhấn mạnh yêu cầu cấp bách phải đẩy nhanh phân bổ và giải ngân vốn đầu tư công trong năm nay. Công điện quy định các bộ, cơ quan trung ương và địa phương phải khẩn trương hoàn thiện chi tiết phương án phân bổ vốn đầu tư công, đồng thời đề xuất các giải pháp khả thi đối với nguồn vốn chưa phân bổ, và phải gửi về Bộ Tài chính trước ngày 15/05.

Hình 17: Tiến độ các dự án giao thông công và kết hợp công-tư nhân trọng điểm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thu ngân sách đạt 48% kế hoạch năm

Theo Bộ Tài chính, thu ngân sách nhà nước trong 4T25 đạt 944,1 nghìn tỷ đồng (tương đương 36,8 tỷ USD), tăng 26,3% svck và đạt 48,0% dự toán năm 2025. Trong đó, thu nội địa ước đạt 827,2 nghìn tỷ đồng (tương đương 32,3 tỷ USD), chiếm 49,6% dự toán năm và tăng 29,5% svck. Thu từ dầu thô ước đạt 17,3 nghìn tỷ đồng (tương đương 674,7 triệu USD), giảm 12,0% svck và bằng 32,6% dự toán năm. Thu từ hoạt động xuất nhập khẩu ước đạt 99,1 nghìn tỷ đồng (tương đương 3,9 tỷ USD), chiếm 42,2% dự toán năm và tăng 11,7% svck.

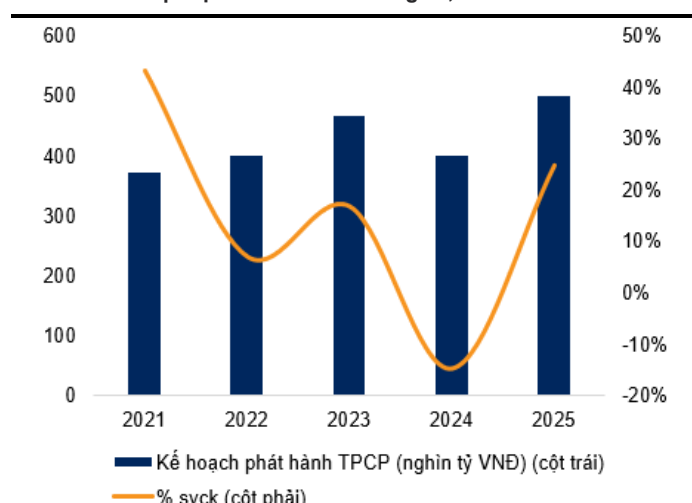
Thu nội địa tăng mạnh được thúc đẩy bởi tăng trưởng GDP mạnh mẽ đạt 7,55% trong Q4/24 và 7,09% cho cả năm 2024, với đà tăng trưởng tiếp tục duy trì sang đầu Q1/25, kéo theo nguồn thu thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế giá trị gia tăng tăng cao. Trong đó, đáng chú ý là sự gia tăng 18,9% svck của việc thu thuế thu nhập cá nhân, đạt 49,2% mục tiêu đề ra.

Hình 18: Chi tiết thu-chi NSNN trong 2T25

Đơn vị: Nghìn tỷ đồng	4T25	% kế hoạch năm	tăng trưởng % svck
Thu ngân sách	944,1	48,0%	26,3%
Thu nội địa	827,2	49,6%	29,5%
Thu từ dầu thô	17,3	32,6%	-12,0%
Thu từ hoạt động xuất nhập khẩu	99,1	42,2%	11,7%
Chi ngân sách	595,4	23,4%	15,2%
Chi thường xuyên	425,0	27,1%	16,1%
Chi đầu tư phát triển	128,5	16,3%	16,3%
Chi trả lãi và nợ gốc	40,7	36,8%	2,3%
Cân đối ngân sách	348,7		

Nguồn: Bộ Tài chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Kế hoạch phát hành TPCP tăng 25,0% svck



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Mặt khác, chi ngân sách nhà nước trong 4T25 tăng 15,2% svck, đạt 595,4 nghìn tỷ đồng (tương đương 23,2 tỷ USD) và bằng 23,4% dự toán năm. Trong đó, chi thường xuyên ước đạt 425 nghìn tỷ đồng (tương đương 16,6 tỷ USD), tăng 16,1% svck và chiếm 27,1% dự toán năm. Chi đầu tư phát triển tăng 16,3% svck, đạt 128,5 nghìn tỷ đồng (tương đương 5,0 tỷ USD), bằng 16,3% dự toán năm. Chi trả nợ & lãi vay tăng nhẹ 2,3% svck, đạt 40,7 nghìn tỷ đồng (tương đương 1,6 tỷ USD), bằng 36,8% dự toán năm.

Trong 4T25, ngân sách nhà nước ghi nhận thặng dư 348,7 nghìn tỷ đồng (tương đương 13,6 tỷ USD). Tính đến ngày 24/04/2025, đã có 142,8 nghìn tỷ đồng (tương đương 5,6 tỷ USD) trái phiếu Chính phủ được phát hành, với kỳ hạn bình quân 10,08 năm và lãi suất bình quân 2,91%/năm. Con số này tương đương 28,6% kế hoạch phát hành 500 nghìn tỷ đồng (tương đương 19,5 tỷ USD) trái phiếu Chính phủ cho cả năm 2025.

Tồn kho chạy thuế thúc đẩy xuất khẩu mở rộng

Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại 577 triệu USD trong T4/25

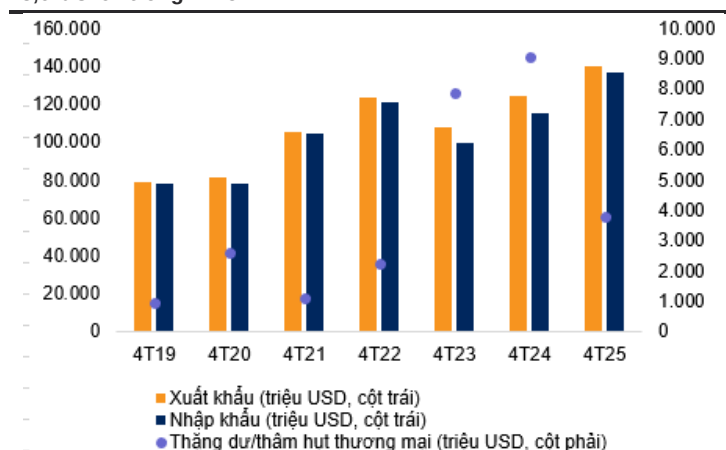
Miễn thuế 90 ngày thúc đẩy kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ

Theo Cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong T4/25 đạt 37,4 tỷ USD, tăng 20,0% svck. Đây là mức tăng cao nhất kể từ T8/24, loại trừ yếu tố mùa vụ. So với tháng trước, giá trị xuất khẩu trong T4/25 giảm 2,8% sau khi tăng mạnh 23,8% trong T3/25.

Phù hợp với dự báo của chúng tôi trong tháng trước, kim ngạch xuất khẩu tăng vọt chủ yếu nhờ vào việc các nhà bán lẻ Mỹ đẩy mạnh tích trữ tồn kho trong giai đoạn 90 ngày tạm dừng áp thuế, điều này thể hiện rõ qua mức tăng trưởng 25,0% svck của kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ trong 4T25.

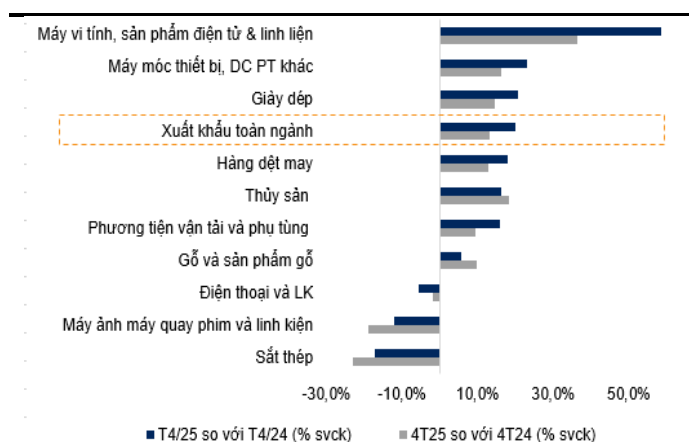
Lũy kế 4T25, xuất khẩu của Việt Nam đạt 140,3 tỷ USD, tăng 13,0% svck (so với mức tăng 15,3%, đạt 124,2 tỷ USD trong 4T24). Mặc dù tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với 4T24, kết quả tăng trưởng hai chữ số này vẫn là một điểm nhấn đáng chú ý.

Hình 20: Xuất khẩu Việt Nam tăng 13,0% svck trong khi nhập khẩu tăng 18,6% svck trong 4T25



Nguồn: Cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực



Nguồn: Cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Đối với các nhóm hàng hóa xuất khẩu chủ lực trong 4T25, Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện (29,3 tỷ USD; -4,9% sv tháng trước; +36,2% svck); Điện thoại và linh kiện (17,8 tỷ USD; -22,0% sv tháng trước; -1,9% svck); Máy móc, thiết bị, dụng cụ, phụ tùng khác (17,1 tỷ USD; +0,9% sv tháng trước; +16,1% svck); Dệt may (11,8 tỷ USD; +0,2% sv tháng trước; +12,8% svck); và Giày dép (7,6 tỷ USD; +16,9% sv tháng trước; +14,5% svck) là năm nhóm sản phẩm với

kim ngạch xuất khẩu cao nhất trong 4T25. Một số nhóm hàng khác cũng chứng kiến tăng trưởng xuất khẩu svck ấn tượng trong T4, bao gồm Đồ chơi, dụng cụ thể thao (+110,3% svck); Quặng và khoáng sản khác (+107,0% svck); và Cà phê (+68,7% svck).

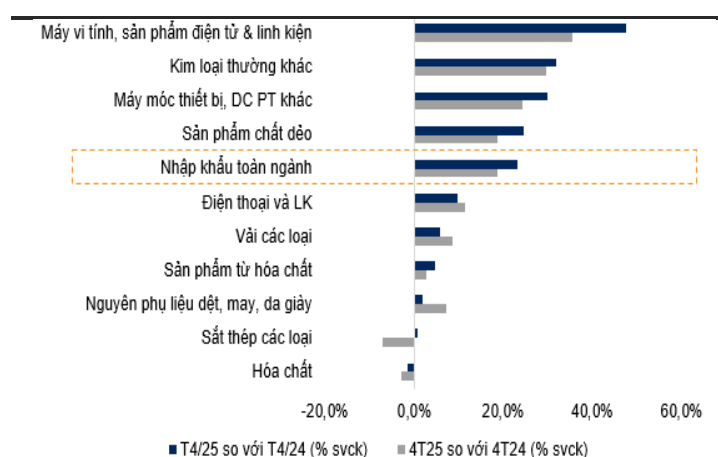
Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch đạt 43,1 tỷ USD (+25,0% svck), chiếm 30,9% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong 4T25, tiếp theo là Trung Quốc với 18,1 tỷ USD (+2,1% svck), ASEAN với 12,5 tỷ USD (+2,8% svck), Châu Âu với 12,0 tỷ USD (+10,3% svck), Hàn Quốc với 8,9 tỷ USD (+9,0% svck), và Nhật Bản với 8,5 tỷ USD (+12,0% svck).

Nhu cầu nhập khẩu hàng tiêu dùng tăng rõ rệt

Kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam trong T4/25 tăng 23,2% svck, đạt 36,9 tỷ USD. Đây là mức tăng cao nhất kể từ T7/24, loại trừ yếu tố mùa vụ. Lũy kế 4T25, nhập khẩu của Việt Nam tăng 18,6% svck, đạt 136,6 tỷ USD, chủ yếu do nhu cầu nhập khẩu gia tăng đối với sản phẩm trung gian, tư liệu sản xuất và nguyên liệu thô. Cụ thể, sản phẩm trung gian (+20,9% svck) chiếm 57,5% tổng kim ngạch nhập khẩu 4T25, tiếp đến là nguyên liệu thô (+10,4% svck) và tư liệu sản xuất (+23,2% svck), đóng góp lần lượt 14,9% và 13,2% vào tổng kim ngạch nhập khẩu 4T25. Nhu cầu nhập khẩu hàng tiêu dùng tính từ đầu năm đến nay cũng cho thấy đà tăng lên rõ rệt, tăng 15,9% sau khi mở rộng 12,1% trong T3/25 và 12,4% trong T2/25. Điều này, cùng với mức tăng 11,1% svck của tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 4, củng cố xu hướng phục hồi liên tục của nhu cầu tiêu dùng nội địa.

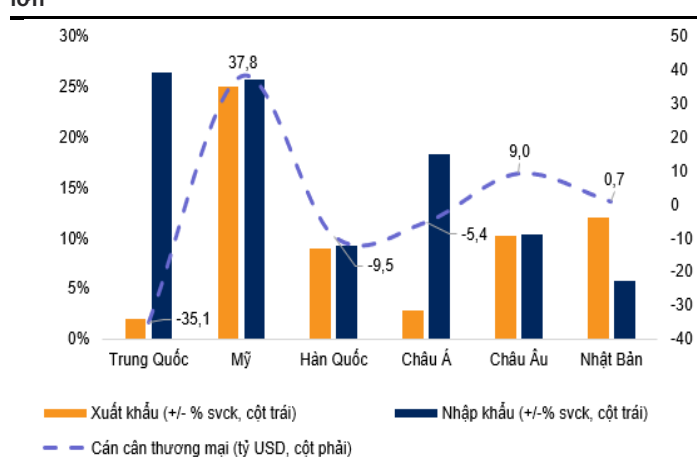
Trong 4T25, năm nhóm hàng có kim ngạch nhập khẩu cao nhất bao gồm: Máy vi tính, sản phẩm điện tử & linh kiện (42,9 tỷ USD; -2,2% sv tháng trước; +35,4% svck); Máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng khác (17,6 tỷ USD; +1,8% sv tháng trước; +24,3% svck); Hàng hóa khác (7,7 tỷ USD; -12,0% sv tháng trước; +12,2% svck); Vải (4,9 tỷ USD; +5,7% sv tháng trước; +8,5% svck); và Chất dẻo nguyên liệu (4,1 tỷ USD; -2,3% sv tháng trước; +19,4% svck). Với kết quả này, Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại 3,8 tỷ USD (-58,2% svck) trong 4T25.

Hình 22: Một số mặt hàng nhập khẩu chủ lực



Nguồn: Cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Hoạt động thương mại 4T25 theo các đối tác thương mại lớn



Nguồn: Cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật đàm phán thương mại toàn cầu với Mỹ: Hai thỏa thuận đã được ký kết, chờ đợi điều gì?

Đầu tháng 5 chứng kiến những diễn biến đáng khích lệ trong bức tranh thỏa thuận thương mại. Như kỳ vọng, vào ngày 08/05, Anh trở thành quốc gia đầu tiên hoàn tất thỏa thuận thương mại với Mỹ. Các điều khoản chính của thỏa

thuận bao gồm duy trì mức thuế 10% đối với hàng nhập khẩu từ Anh, 10% thuế cho 100.000 chiếc ô tô nhập khẩu đầu tiên, sau đó mức thuế tăng lên 25%, cơ hội xuất khẩu nông sản của Mỹ dự kiến đạt 5 tỷ USD, và khả năng miễn thuế đối với thép và nhôm từ Anh. Theo đánh giá ban đầu của chúng tôi, thỏa thuận này mang tính biểu tượng nhiều hơn là một thỏa thuận mang tính bước ngoặt, bởi các nhượng bộ đạt được từ Anh dường như nằm trong dự kiến, xét đến mối quan hệ song phương chặt chẽ đã được thiết lập với Mỹ từ trước.

Vì vậy, chúng tôi quan tâm hơn cả tới cuộc đối thoại Mỹ-Trung tại Geneva, và kết quả thực tế đã vượt đáng kể kỳ vọng ban đầu của chúng tôi. Cả Mỹ và Trung Quốc đều thông báo vào ngày 12/05 về cam kết giảm thuế quan song phương trong vòng 90 ngày. Theo tuyên bố của Nhà Trắng, Mỹ quyết định giảm thuế đối với hàng hóa Trung Quốc từ 145% xuống 30%, và Trung Quốc cũng giảm thuế đối ứng đối với hàng hóa Mỹ từ 125% xuống 10%, cả hai đều sẽ được thực hiện trong khung thời gian quy định.

Mặc dù vẫn duy trì quan điểm lạc quan thận trọng đối với các thỏa thuận sơ bộ này, chúng tôi coi đây là bước đi ban đầu tương đối tích cực, hướng tới các cuộc đàm phán kế tiếp trong thời hạn 90 ngày, khi tính đến quy mô giảm thuế từ hai thỏa thuận vừa rồi, đặc biệt là mức giảm thuế giữa Mỹ-Trung Quốc. Diễn biến này là động thái ban đầu trong việc giảm leo thang căng thẳng thương mại đang diễn ra và tạo tiền lệ tích cực cho các thỏa thuận thương mại trong tương lai với các đối tác khác, bao gồm cả Việt Nam.

DXY tăng sau thỏa thuận thương mại, gây áp lực tỷ giá

Lạm phát: Chi phí thuê nhà làm tăng CPI theo tháng

CPI Việt Nam tăng nhẹ 0,07% sv tháng trước trong T4/25 (so với -0,03% trong T3/25), với áp lực tăng đến từ chi phí thuê nhà, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống ngoài gia đình. So với cùng kỳ năm trước, CPI T4/25 tăng 3,12% (so với +3,13% trong tháng 3). Lạm phát lõi tăng 0,21% trong T4/25 (so với +0,25% trong T3/25) và tăng 3,14% svck (so với +3,10% trong T3/25).

Trong các rổ chỉ số CPI, 8/11 nhóm ghi nhận tăng sv tháng trước. Áp lực lạm phát trong tháng 4, một lần nữa, chủ yếu tập trung ở nhóm Nhà ở và vật liệu xây dựng, tăng 0,62% và đóng góp 0,12 điểm % vào CPI chung, với chi phí thuê nhà tăng 0,57%. Nhóm Hàng hóa và dịch vụ khác tăng 0,15%, chịu ảnh hưởng bởi giá đồ trang sức tăng vọt 7,32%, phản ánh đà tăng của giá vàng thế giới. Nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 0,12%, trong đó giá lương thực giảm 0,65% (do giá gạo hạ nhiệt) nhưng giá thực phẩm tăng 0,17% (do giá thịt lợn hơi tăng 0,8% sv tháng trước) và ăn uống ngoài gia đình tăng 0,32% (chịu ảnh hưởng bởi nhu cầu gia tăng trong dịp kỷ niệm 50 năm Ngày Thống nhất đất nước). Ngược lại, nhóm Giao thông giảm mạnh nhất, -1,05%, kéo CPI tháng giảm 0,1 điểm %, do giá xăng dầu giảm 2,83%. Nhóm Bưu chính Viễn thông giảm 0,15% do giá điện thoại thông minh và máy tính bảng giảm 1,65%.

Nhìn chung, lạm phát bình quân từ đầu năm đến nay đạt 3,2%, thấp hơn đáng kể so với giới hạn đề ra là 4,5-5,0% của Chính phủ, củng cố đánh giá của chúng tôi rằng áp lực lạm phát hiện đang được kiểm soát tốt. Tuy nhiên, tính đến đầu tháng 5, chúng tôi dự báo xuất hiện một số rủi ro gây áp lực lên lạm phát, bao gồm: 1) Khả năng xung đột Ấn Độ-Pakistan làm gián đoạn chuỗi cung ứng gạo, đặc biệt khi Ấn Độ là nhà xuất khẩu gạo lớn nhất thế giới và Pakistan giữ vị trí thứ tư; 2) EVN điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện 4,8%, có hiệu lực từ ngày 10/05, đánh dấu lần điều chỉnh đầu tiên kể từ T10/24. Mặc dù vậy, việc điều chỉnh giá

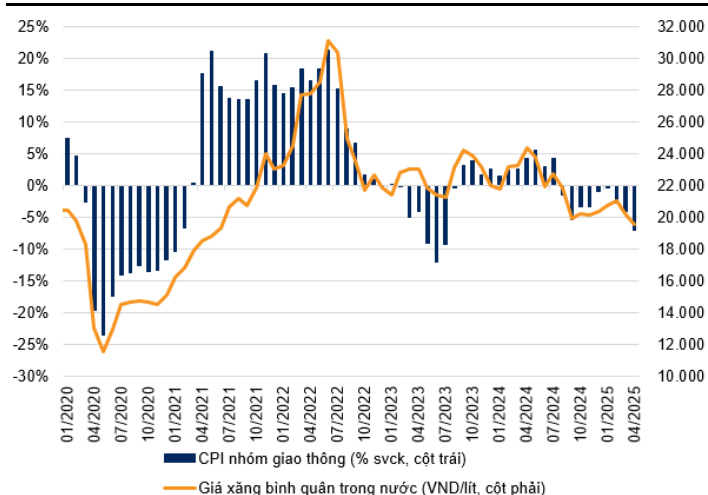
điện theo cơ chế thị trường đã được chúng tôi tính toán vào dự báo CPI cả năm. Bên cạnh đó, các rủi ro tăng CPI này có thể được giảm thiểu một phần nhờ giá dầu thô toàn cầu giảm, đặc biệt sau thỏa thuận gần đây của OPEC+ về việc đẩy nhanh hơn nữa sản lượng dầu trong tháng 6, cũng như kỳ vọng rằng giá thịt lợn hơi sẽ hạ nhiệt vào cuối Q2/25 khi nguồn cung tăng lên.

Hình 24: CPI Việt Nam tăng 3,12% svck trong T4/25

	Tỷ trọng (%)	sv tháng trước	sv đầu năm	svck
CPI Việt Nam	100%	0,07%	3,20%	3,12%
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	33,56%	0,12%	3,86%	4,09%
Lương thực	3,67%	-0,65%	1,38%	0,66%
Thực phẩm	21,28%	0,17%	4,37%	4,91%
Ăn uống ngoài gia đình	8,61%	0,32%	3,67%	3,57%
Đồ uống và thuốc lá	2,73%	0,11%	2,21%	2,07%
Máy mặc, mũ nón, giày dép	5,70%	0,06%	1,15%	1,09%
Nhà ở và vật liệu xây dựng	18,82%	0,62%	5,26%	5,73%
Thiết bị và đồ dùng gia đình	6,74%	0,10%	1,57%	1,57%
Thuốc và dịch vụ y tế	5,39%	0,02%	14,19%	13,56%
Giao thông	9,67%	-1,05%	-3,55%	-6,89%
Bưu chính viễn thông	3,14%	-0,15%	-0,56%	-0,50%
Giáo dục	6,17%	0,00%	0,23%	2,76%
Văn hoá, giải trí và du lịch	4,55%	0,01%	2,16%	2,14%
Hàng hoá và dịch vụ khác	3,53%	0,15%	6,58%	6,40%
CPI lõi	100%	0,21%		3,14%

Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Giá xăng dầu giảm giúp hạ nhiệt lạm phát



Nguồn: CỤC THỐNG KÊ, VNDIRECT RESEARCH

Áp lực ngoại hối hiện hữu khi DXY phục hồi

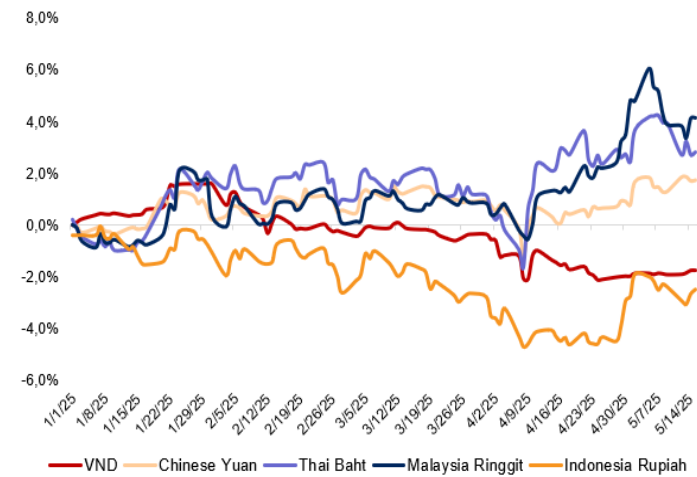
Tính đến ngày 15/05/2025, tỷ giá USD/VND đạt 25.933 VND/USD, tương đương mức mất giá 1,8% của đồng VND từ đầu năm. Áp lực lên tỷ giá hối đoái tiếp tục duy trì đến đầu tháng 5, không chỉ bởi các yếu tố nội tại mà còn do những thách thức bên ngoài quay trở lại. Trong nước, việc Kho bạc Nhà nước mua vào hơn 1,1 tỷ USD từ đầu năm đã tạo áp lực đáng kể lên đồng VND. Bên cạnh đó, nhập khẩu liên tục tăng trưởng mạnh mẽ, mở rộng 23,2% svck trong T4/25, mức tăng cao nhất kể từ T7/24, cho thấy nhu cầu USD ngày càng lớn.

Các yếu tố gây áp lực tỷ giá từ bên ngoài đã quay trở lại vào đầu tháng 5, khi chỉ số DXY phục hồi đáng kể, vượt mốc 100 vào ngày 01/05 và sau đó vượt mốc 101 vào ngày 12/05. DXY phục hồi trong bối cảnh Anh và Trung Quốc đạt một số kết quả trong đàm phán thương mại với Mỹ. Đáng chú ý, trong khi sự phục hồi của DXY tiếp tục gây áp lực lên đồng VND (NHNN đã linh hoạt nâng tỷ giá trung tâm lên 24.973 VND/USD vào ngày 13/05, mức cao nhất từ trước đến nay), thì mặt khác, điều này đã giúp kim hãm đà tăng giá trước đó của một số đồng tiền trong khu vực trong T4/25, bao gồm Nhân dân tệ Trung Quốc, Baht Thái và Ringgit Malaysia. Quay trở lại T4/25, những đồng tiền này đã tăng giá đáng kể so với đồng bạc xanh, gây ảnh hưởng lên khả năng cạnh tranh xuất khẩu. Thậm chí, Cơ quan Tiền tệ Hồng Kông đã phải mua vào 6 tỷ USD để điều tiết đồng Đô la Hồng Kông.

Chúng tôi dự báo tỷ giá sẽ chứng kiến biến động mạnh hơn trong ngắn hạn, chủ yếu do những thay đổi mang tính bất ngờ trong bối cảnh thương mại toàn cầu, ảnh hưởng đáng kể đến quỹ đạo của chỉ số DXY. Thỏa thuận thương mại Việt - Mỹ sắp tới được kỳ vọng sẽ là yếu tố then chốt trong việc ổn định thị trường ngoại hối của Việt Nam. Nếu Việt Nam đạt được thỏa thuận giảm thuế xuống dưới 25%, kết quả này sẽ bảo vệ dòng vốn FDI và FII, thúc đẩy sự ổn định hơn của đồng VND, và ngược lại. Tuy nhiên, điều quan trọng cần thừa nhận là một thỏa thuận thương mại với Mỹ có thể sẽ đòi hỏi chúng ta phải gia tăng nhập khẩu hàng hóa Mỹ, điều này sẽ gây thêm áp lực mất giá cho đồng VND.

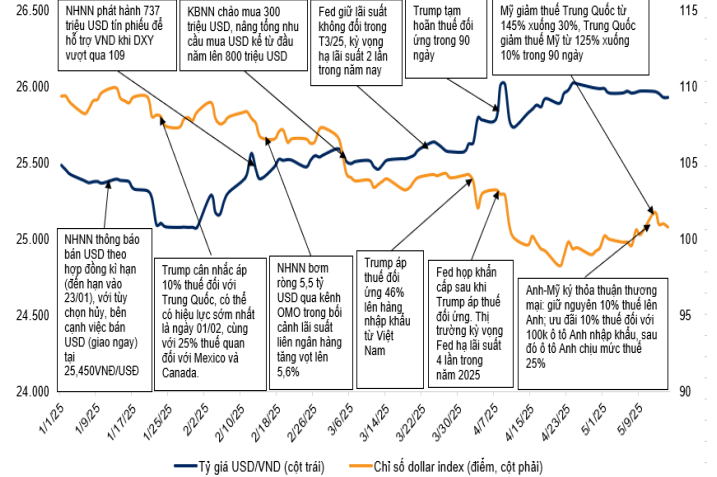
Ở thời điểm này, chúng tôi không quá lo ngại vào mức độ mất giá của đồng VND hiện tại, khi 4T24 chứng kiến VND mất giá gần 5%, buộc NHNN phải bán ra 6 tỷ USD dự trữ. Thay vào đó, chúng tôi đặc biệt thận trọng đối với khả năng biến động mạnh của tỷ giá USD/VND, điều mà chúng tôi cho là có hại tới tỷ giá hơn cả. Do đó, kết quả của thỏa thuận thương mại Việt - Mỹ ít nhất sẽ cung cấp những tín hiệu rõ ràng hơn cho thị trường, từ đó giảm bớt những biến động mạnh trên thị trường ngoại hối.

Hình 26: Một số đồng tiền trong khu vực giữ vững đà tăng khi DXY phục hồi, Rupiah, VND là ngoại lệ (dữ liệu ngày 15/05/2025)



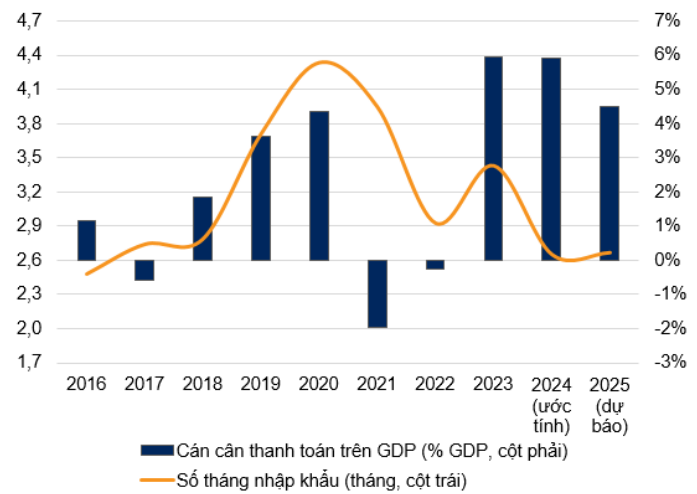
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Tỷ giá USD/VND tăng 1,8% kể từ đầu năm (dữ liệu ngày 15/05/2025)



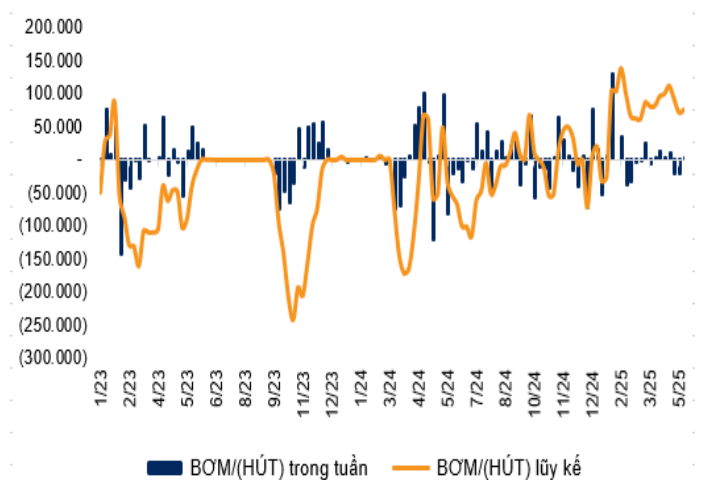
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Cán cân tài khoản vãng lai và phạm vi nhập khẩu của Việt Nam (2016-2024)



Nguồn: BLOOMBERG, NHNN, Cục Hải Quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: NHNN bơm ròng nhẹ trong tuần đầu T5/25 (dữ liệu ngày 09/05/2025)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

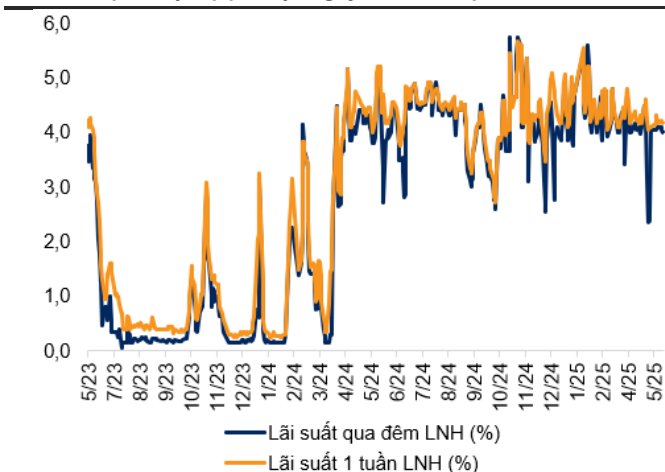
Chính sách tiền tệ: Lãi suất liên ngân hàng ổn định khi NHNN điều tiết thanh khoản qua kênh OMO

Tính đến ngày 08/05, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại đạt 4,80%/năm, không đổi so với cuối tháng 4 (sv -0,01 điểm % trong T3/25) và -0,06 điểm % kể từ đầu năm. Lãi suất tiền gửi tiếp tục xu hướng giảm trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng đang tăng tốc, đạt 4,27% tính đến ngày 18/04, cao hơn mức 1,48% vào tháng 4 năm ngoái. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng ở mức 4,8-5,0%/năm, phản ánh quan điểm rằng lập trường chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN sẽ tiếp tục hỗ trợ thanh khoản thông qua môi trường lãi suất liên ngân hàng thấp hơn.

Khi thanh khoản dồi dào với lãi suất liên ngân hàng qua đêm giảm xuống 2,35% vào ngày 25/04, NHNN đã giảm quy mô phát hành các hợp đồng cho vay OMO, dẫn đến lượng OMO đáo hạn lớn hơn lượng phát hành mới. Khi lãi suất liên ngân hàng qua đêm sau đó phục hồi từ mức thấp này, NHNN tiếp tục bơm ròng qua kênh OMO, đưa số dư OMO từ đầu năm đến ngày 09/05 lên 75,7 nghìn tỷ đồng (tương đương 2,9 tỷ USD). Hoạt động quản lý thanh khoản chủ động này đã giúp ổn định lãi suất liên ngân hàng qua đêm quanh ngưỡng 4%.

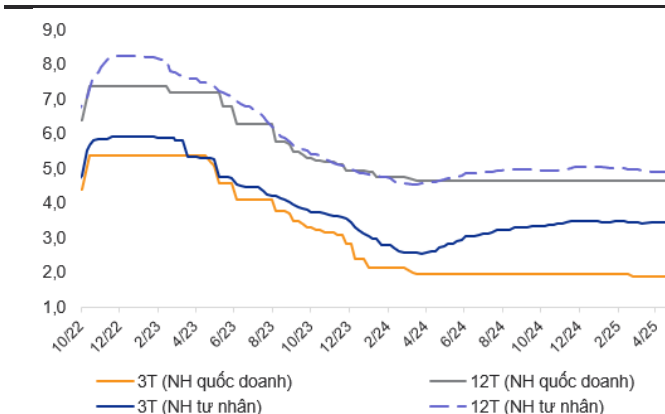
Trong thời gian tới, nếu Fed thực hiện 2-3 đợt cắt giảm lãi suất trong năm nay (thị trường hiện đang kỳ vọng vào 2 đợt cắt giảm, với lần đầu tiên vào T9/25. Số liệu ngày 16/05), NHNN có thể sẽ có thêm dư địa để linh hoạt nới lỏng chính sách tiền tệ. Điều này có thể được thực hiện bằng cách hạ lãi suất OMO từ mức 4%/năm hiện tại, hoặc, và trong kịch bản nới lỏng mạnh hơn, NHNN có thể sẽ cân nhắc giảm lãi suất điều hành 25 điểm cơ bản để kích thích tăng trưởng tín dụng và củng cố mục tiêu GDP.

Hình 30: Lãi suất liên ngân hàng ổn định quanh ngưỡng 4%/năm vào đầu T5/25 (đơn vị: %) (dữ liệu ngày 15/05/2025)



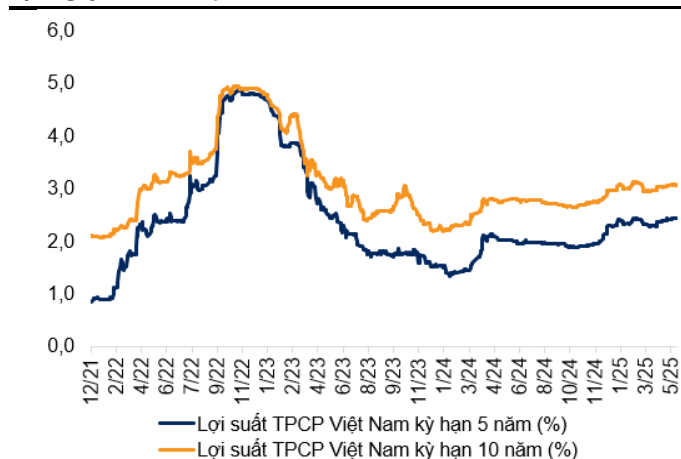
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Lãi suất huy động tiếp tục xu hướng giảm tính đến đầu T5/25 (đơn vị: %) (dữ liệu ngày 08/05/2025)



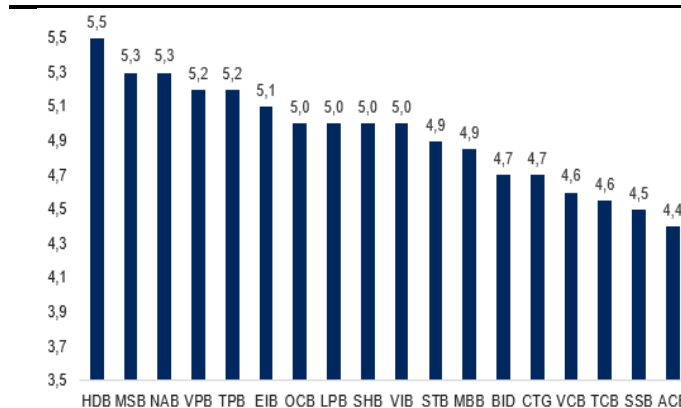
Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Lợi suất TPCP có xu hướng tăng nhẹ vào đầu năm mới (dữ liệu ngày 15/05/2025)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Hầu hết các ngân hàng đều giữ lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng quanh 5%/năm (đơn vị: %) (dữ liệu ngày 08/05/2025)



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục

Hình 34: Các dự báo vĩ mô trọng điểm trong năm 2024-2025

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (dự báo)
GDP danh nghĩa	tỷ USD	310	337	347	367	414	434	475	515
Tăng trưởng GDP	% svck	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	7,3
GDP bình quân đầu người	USD	3.251	3.465	3.552	3.724	4.166	4.324	4.701	5.063
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,3	11,3
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,7	26,7	8,0	-9,2	16,4	13,2
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,3	28,4	25,7	21,4
FDI thực hiện	tỷ USD	19,1	20,4	20,0	19,7	22,4	23,2	25,4	27,5
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,2	15,1	(7,2)	(1,1)	25,8	28,0	23,2
Cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,6	4,3	-2,0	-0,3	6,0	5,9	4,5
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	88	93	84	91
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,8	23,3	27,4	29,8	21,2	21,5	17,7	17,6
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,4	2,7	2,5
Lạm phát (svck, cuối năm)	% svck	3,1	5,2	0,2	1,8	4,4	3,6	2,9	3,4
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,2
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,8	15,1	16,0
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	102,9	106,3	114,3	123,1	123,9	131,5	135,6	142,0
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	12,5	12,3	14,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,25	6,00	4,00	4,00	6,00	4,50	4,50	4,25
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,9	7,0	5,6	5,6	7,8	4,9	4,9	4,8-5,0
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,1	4,8	2,2	3,0	3,0
Tỷ giá (liên ngân hàng, cuối kỳ)	USD/VND	23.175	23.173	23.098	22.826	23.633	24.267	25.485	25.800
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,9	2,9	3,4	3,6	3,9	3,0	3,8
Nợ công	% GDP	46	43	44	43	37	36	36	37

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC THỐNG KÊ, NHNN, Bộ Tài chính

KHUYẾN CÁO

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

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN

Khả năng sinh lời của cổ phiếu dự kiến sẽ đạt 15% trở lên trong 12 tháng tới.

TRUNG LẬP

Khả năng sinh lời của cổ phiếu dự kiến sẽ nằm trong khoảng từ âm 10% đến dương 15% trong 12 tháng tới.

KÉM KHẢ QUAN

Khả năng sinh lời của cổ phiếu dự kiến sẽ giảm xuống dưới âm 10% trong 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC

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

TRUNG TÍNH

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

TIÊU CỰC

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

Đình Quang Hình – Trưởng bộ phận Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Lê Trần Thu Hằng- Chuyên viên Phân tích

Email: hng.lethu3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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

