

# BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 02.2025



- Trên thị trường thế giới, chỉ số sức mạnh đồng USD giảm trở lại. Như đã nhận định xuyên suốt trong các báo cáo trước: chúng tôi cho rằng kỳ vọng về các chính sách điều hành của Tổng thống Donald Trump, cũng như chính sách tiền tệ kéo theo xu hướng gia tăng sức mạnh đồng USD: đã được phần nào hiện thực hóa. Theo đó, DXY có thể chậm lại xu hướng tăng, và thậm chí giảm trở lại, đưa chỉ số về ngưỡng trung bình.
- VCBS đánh giá giải ngân đầu tư công là công cụ quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng năm 2025. Đồng thời, việc duy trì lãi suất ở mặt bằng thấp, cải thiện khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân là định hướng xuyên suốt và được ưu tiên của Ngân hàng Nhà nước.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 02/2025 tăng +0,34% mom, tương ứng mức tăng +2,91% yoy. VCBS cho rằng lạm phát hoàn toàn nằm trong mục tiêu Chính phủ đề ra, và là cơ sở và dự địa để NHNN tiếp tục sử dụng hài hòa các công cụ trong thời gian tới.
- Tỷ giá bất tăng mạnh trong tháng 2. Cụ thể, tỷ giá trung tâm công bố tại đầu tháng 2 ở mức 24,726 VND/USD (tương ứng tăng 401 VND so với tháng trước). Tỷ giá tại các NHTMCP cũng ghi nhận mức tăng mới: 25.340/25.730 VND/USD (tương ứng mức mất giá khoảng 0,7% ytd). Tuy nhiên, VCBS cho rằng áp lực tỷ giá sẽ dần hạ nhiệt trong tháng 3, với kỳ vọng DXY sẽ dần giảm về ngưỡng thấp hơn. Thị trường ngoại hối có thể ghi nhận những diễn biến thuận lợi hơn, thay vì bất tăng mạnh như giai đoạn trước đó.
- VCBS nghiêng về kịch bản lãi suất huy động có thể ổn định trong thời gian tới; trong khi lãi suất cho vay duy trì ở ngưỡng thấp, hỗ trợ doanh nghiệp theo định hướng của Chính phủ.
- Thị trường trái phiếu chính phủ: VCBS cho rằng mặt bằng lợi suất trái phiếu Chính phủ có thể giảm trở lại, trong bối cảnh thanh khoản được đảm bảo, lãi suất liên ngân hàng có thể giảm về ngưỡng thấp hơn.

## Chỉ số sức mạnh USD giảm trở lại.

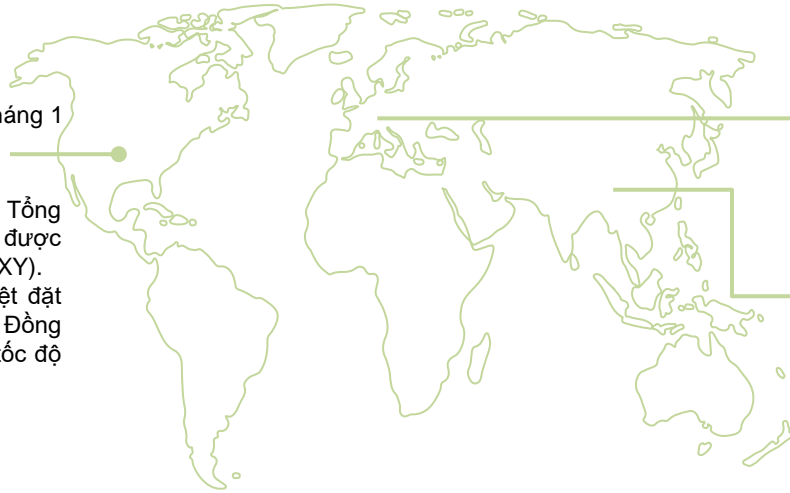
### Mỹ



Tỷ lệ thất nghiệp nhích từ 4,0% trong tháng 1 lên 4,1% trong tháng 2.



Kỳ vọng về động thái điều hành của Tổng thống Donald Trump phần nào đã được phản ánh vào chỉ số sức mạnh USD (DXY). Theo đó, DXY đã giảm trở lại, đặc biệt đặt trong bối cảnh tỷ lệ thất nghiệp tăng. Đồng thời, ECB cho thấy khả năng sẽ giảm tốc độ nới lỏng chính sách tiền tệ.



### EU



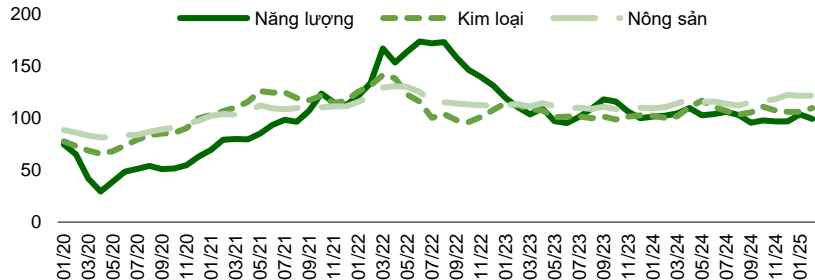
ECB quyết định cắt giảm lãi suất 25 bps trong kỳ họp Chính sách tiền tệ tháng 3. Hiện nay thị trường kỳ vọng ECB có thể chỉ còn 1 lần cắt giảm lãi suất nữa trong năm nay.

### Trung Quốc



Chính phủ Trung Quốc đã triển khai một số biện pháp chính sách nhằm hỗ trợ nền kinh tế, bao gồm cắt giảm lãi suất và nỗ lực kích thích tăng trưởng tín dụng.

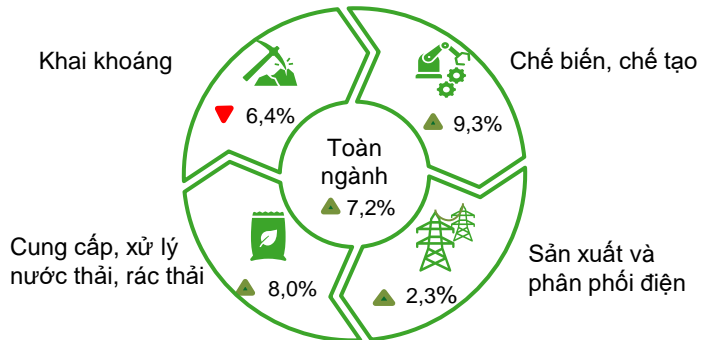
**Chỉ số giá hàng hóa quy đổi theo USD, 2010=100**



- Các động thái điều tra và áp thuế hàng hóa lên các quốc gia có thặng dư thương mại cao với Mỹ đang diễn ra. Việt Nam có thặng dư thương mại cao đối với Mỹ; do đó, các động thái áp thuế (nếu có) sẽ có tác động không hề nhỏ đối với nền kinh tế Việt Nam.
- Tuy nhiên, dài hạn hơn, nhu cầu tiêu dùng nội địa tại Mỹ vẫn luôn được quan sát; do đó, xu hướng chuyển dịch chuyển cung ứng sang các quốc gia ổn định về chính trị vẫn là xu hướng chính. Hiện nay, VCBS duy trì quan điểm Việt Nam với thế mạnh ngoại giao linh hoạt, vẫn có thể được hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng này.

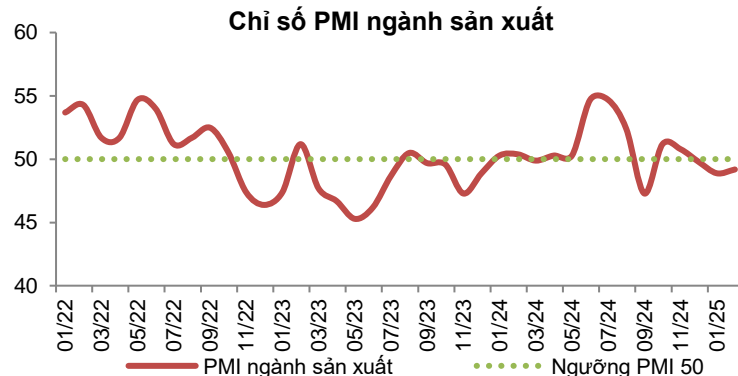
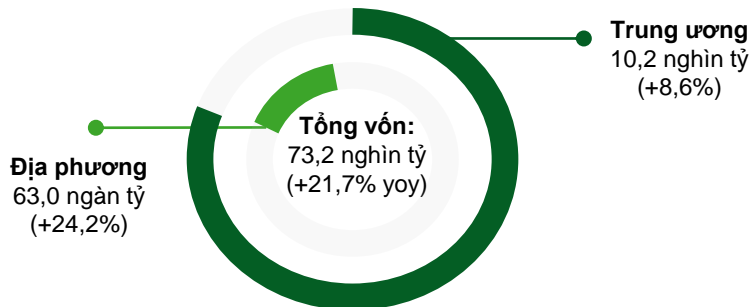
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

- PMI ngành sản xuất Việt Nam trong tháng 2/2025 vẫn nằm dưới ngưỡng trung bình, khi chỉ đạt 49,2 điểm. Tuy nhiên, niềm tin kinh doanh đã tăng tháng thứ hai liên tiếp thành mức cao nhất kể từ tháng 6 năm ngoái.

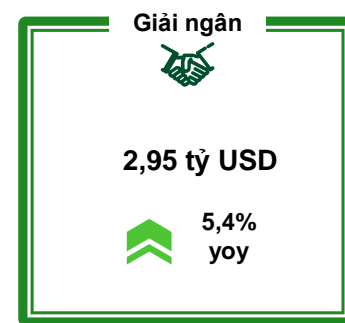
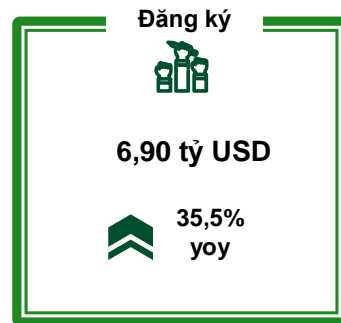


### Hoạt động đầu tư 2 tháng đầu năm

Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước chỉ tăng mạnh so với cùng kỳ và được ghi nhận chủ yếu ở các địa phương.

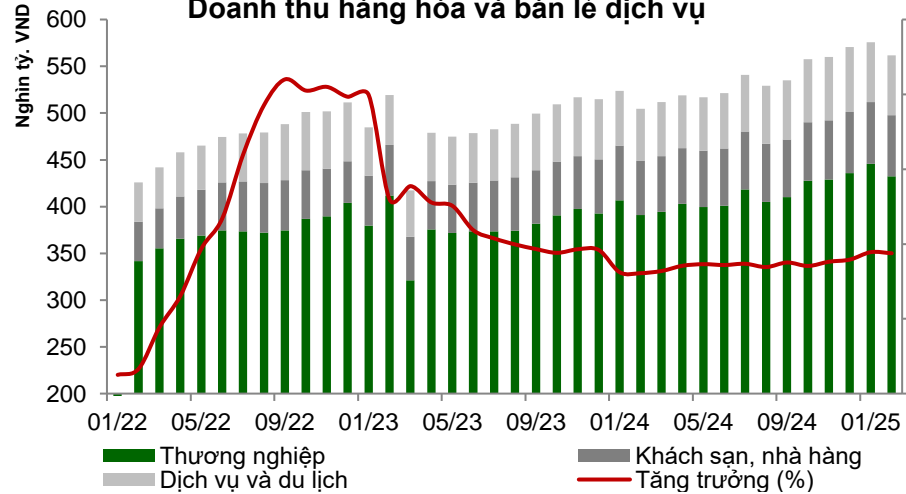


### Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam 2 tháng đầu năm



## CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG NHE.

### Doanh thu hàng hóa và bán lẻ dịch vụ



Tổng mức bán lẻ hàng hóa +9,4% yoy



Bán lẻ hàng hóa +8,7% yoy



Lưu trú ăn uống +12,5% yoy



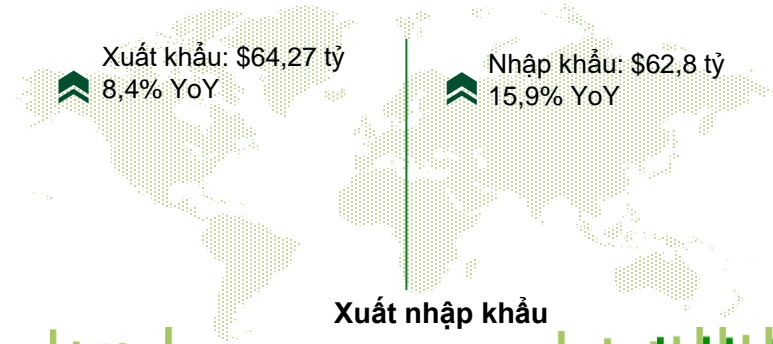
Dịch vụ lữ hành +16,4% yoy



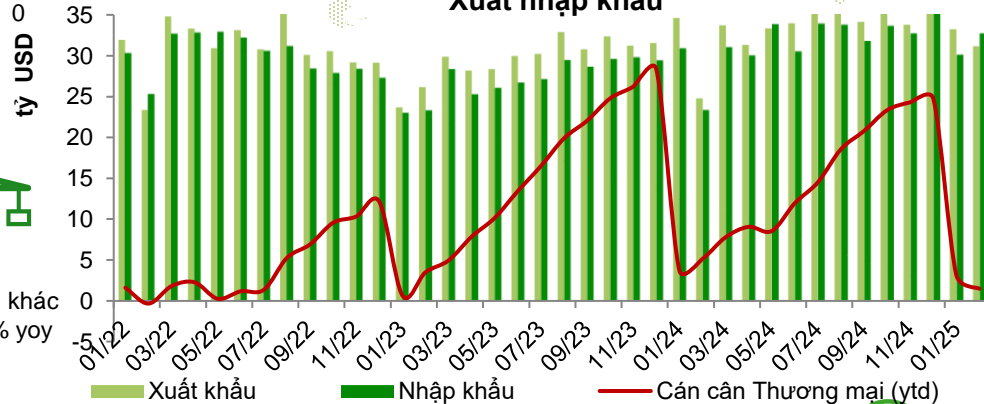
Dịch vụ khác +10,2% yoy

## XUẤT KHẨU TIẾP TỤC LÀ ĐIỂM SÁNG BỨC TRANH KINH TẾ.

- Tháng 2/2025 ước tính xuất siêu 1,47 tỷ USD, trong đó, khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 4,87 tỷ USD; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) xuất siêu 6,34 tỷ USD.

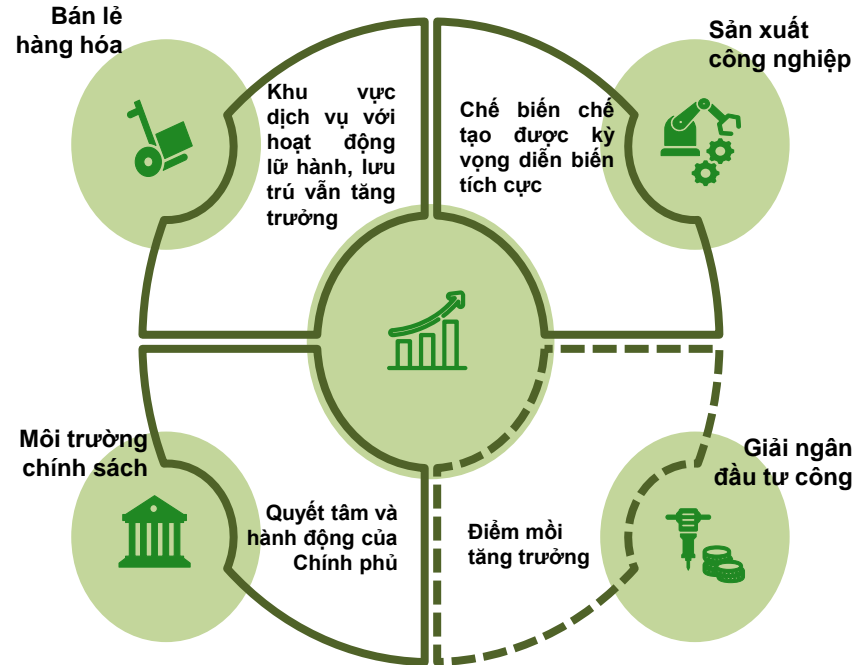


### Xuất nhập khẩu



- ▼ Tại phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 2/2025, Thủ tướng chỉ rõ những nhiệm vụ lớn mang tính trọng tâm và cấp bách. Trong đó, chúng tôi đặc biệt lưu ý đến định hướng điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa hỗ trợ tăng trưởng đạt trên 8%.
  - ▼ Trong đó, chính sách tiền tệ được điều hành chủ động, linh hoạt, kịp thời, hiệu quả, phối hợp nhịp nhàng, hài hòa, đồng bộ với chính sách tài khóa mở rộng hợp lý, có trọng tâm, trọng điểm. Thủ tướng yêu cầu Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh giảm lãi suất điều hành bằng các công cụ như lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn, thị trường mở; lãi suất cho vay qua đêm, lãi suất cho vay các lĩnh vực ưu tiên mà Chính phủ đã chỉ đạo, lãi suất tín phiếu ngân hàng.
  - ▼ Về chính sách tài khóa, Thủ tướng yêu cầu Bộ Tài chính thúc đẩy đầu tư công mạnh hơn, nhanh hơn, quyết liệt hơn; rà soát, hoàn thiện phương án phát hành trái phiếu Chính phủ để bổ sung nguồn lực cho các công trình, dự án lớn, trọng điểm; tăng thu, tiết kiệm chi; miễn, giảm, gia hạn thuế, phí, lệ phí và tiền thuê đất.
- VCBS đánh giá rằng quý đầu năm: đối với hoạt động sản xuất – kinh doanh cần thời gian đề hồi phục, khi đơn đặt hàng có thể tăng mạnh trở lại. Tuy nhiên, mục tiêu tăng trưởng cả năm trên 8% là có cơ sở để kỳ vọng. **Giải ngân đầu tư công là công cụ quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng năm 2025.** Đồng thời, việc **duy trì lãi suất ở mức bằng thấp, cải thiện khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân** là định hướng xuyên suốt và được ưu tiên của Ngân hàng Nhà nước.

## CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN GDP VIỆT NAM 2025



## LẠM PHÁT BÌNH QUÂN TĂNG 3,27% SO VỚI CÙNG KỲ

### Cập nhật tháng 2/2025

+0,34% mom, 1,32% ytd, 2,91% yoy  
Lạm phát cơ bản: 2,97% yoy  
2T.2025: 3,27% yoy

### Dự báo tháng 3/2025

Lạm phát: 0,2% - 0,3% mom  
Tương ứng  
3,36% - 3,97% yoy  
3,56% - 3,57% trung bình

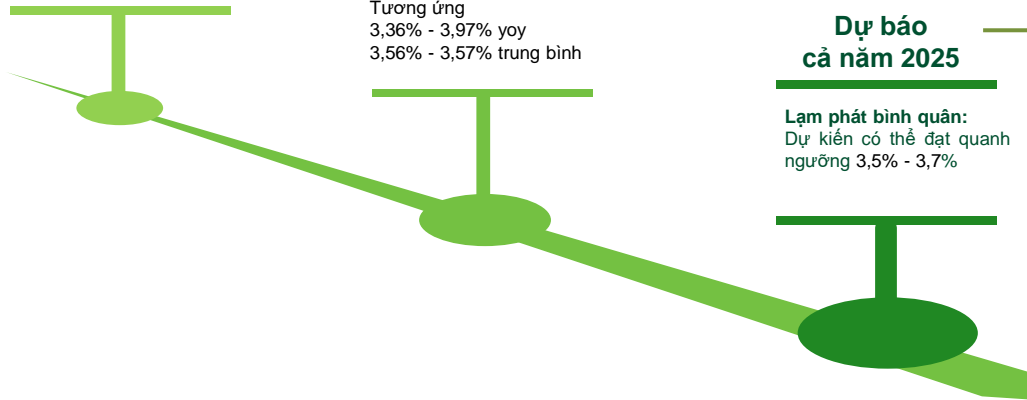
### Dự báo cả năm 2025

Lạm phát bình quân:  
Dự kiến có thể đạt quanh ngưỡng 3,5% - 3,7%

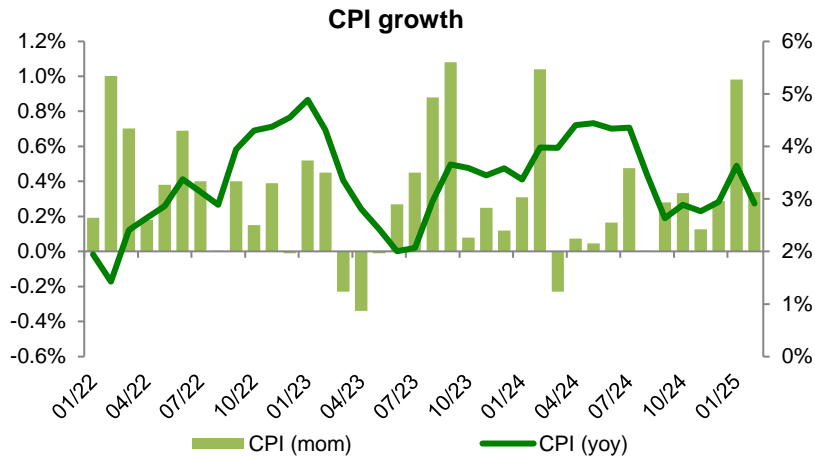
Giá thịt lợn tăng do thiếu hụt nguồn cung, giá ăn uống ngoài gia đình, giá nhà ở thuê và giá dịch vụ giao thông tăng theo nhu cầu tiêu dùng

Áp lực tăng lên giá lương thực, đặc biệt là giá thịt lợn vẫn có thể ghi nhận trong tháng 3, tuy nhiên mức độ không quá lớn.

Lạm phát năm 2025 được dự báo ở mức khoảng 3,5%- 3,7%.



→ VCBS duy trì quan điểm lạm phát nằm trong mục tiêu và khả năng kiểm soát của Chính phủ, và là cơ sở và dự địa để NHNN sử dụng hài hòa các công cụ điều hành. Áp lực lạm phát nếu có, có thể ghi nhận vào cuối năm và đầu năm, do mức nền thấp của năm trước đó.

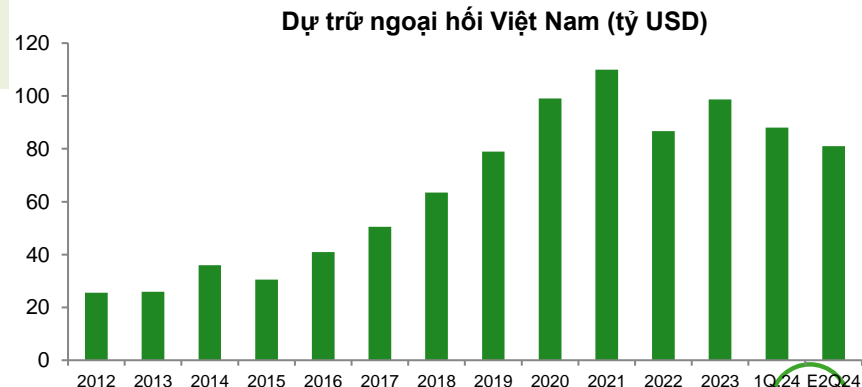
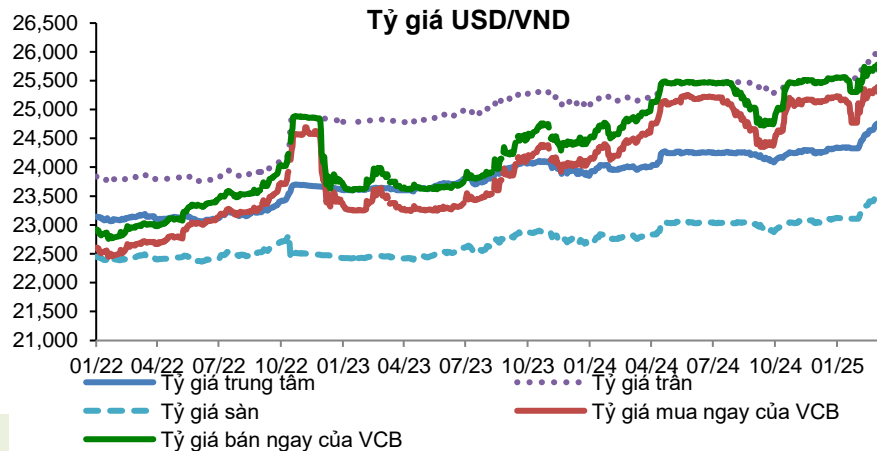


## TỶ GIÁ BẬT TĂNG MẠNH TRONG THÁNG 2

### TUY NHIÊN, ÁP LỰC TỶ GIÁ TỪ THỊ TRƯỜNG THẾ GIỚI DẪN HẠ NHIỆT

- ▼ **Cập nhật:** Tỷ giá bật tăng mạnh trong tháng 2. Cụ thể, tỷ giá trung tâm công bố tại đầu tháng 2 ở mức 24,726 VND/USD (tương ứng tăng 401 VND so với tháng trước). Tỷ giá tại các NHTMCP cũng ghi nhận mức tăng mới: 25.340/25.730 VND/USD (tương ứng mức mất giá khoảng 0,7% ytd).
- ▼ Bên cạnh đó, chỉ số sức mạnh USD (DXY) đã điều chỉnh giảm mạnh từ ngưỡng 109 xuống ngưỡng 105.
- ▼ Như đã nhận định xuyên suốt trong các báo cáo trước: chúng tôi cho rằng kỳ vọng về các chính sách điều hành của Tổng thống Donald Trump, cũng như chính sách tiền tệ kéo theo xu hướng gia tăng sức mạnh đồng USD: đã được được phần nào hiện thực hóa. Theo đó, DXY có thể chậm lại xu hướng tăng, và thậm chí giảm trở lại, đưa chỉ số về ngưỡng trung bình.

**VCBS cho rằng áp lực tỷ giá sẽ dần hạ nhiệt trong tháng 3, với kỳ vọng DXY sẽ dần giảm, đưa chỉ số về ngưỡng trung bình. Thị trường ngoại hối có thể ghi nhận những diễn biến thuận lợi hơn, thay vì bật tăng mạnh như giai đoạn trước đó.**



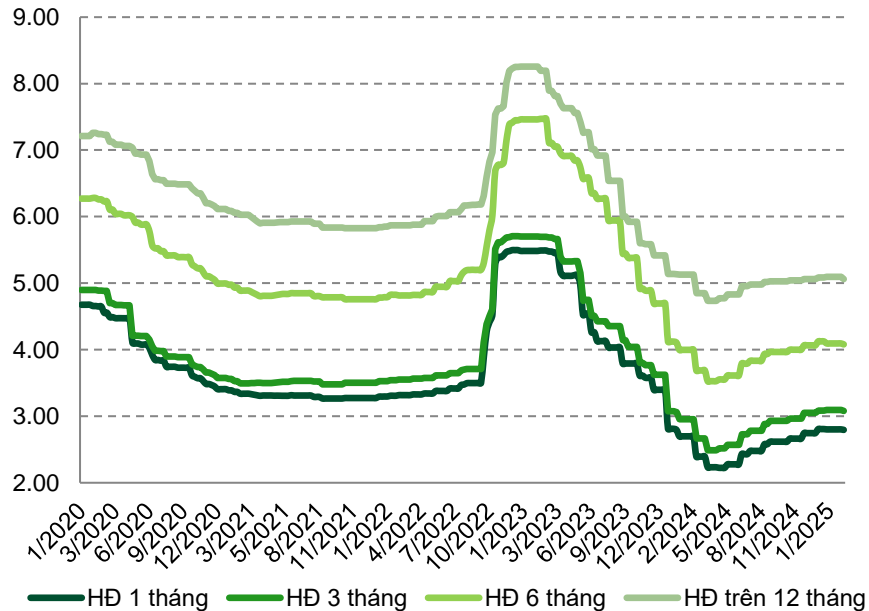


## Lãi suất huy động giảm nhẹ 1-3 bps tại đa số các kỳ hạn

- Cập nhật:** Lãi suất huy động (LSHD) giảm nhẹ khoảng 1-3 bps tại đa số các kỳ hạn. Xu hướng giảm được quan sát chủ yếu tại một số ngân hàng đã tăng lãi suất trước đó. Đồng thời, xu hướng này được quan sát sau cuộc họp khẩn với NHNN. Đây là động thái mang tính quyết liệt, thể hiện sự đồng hành của hệ thống ngân hàng với mục tiêu ổn định kinh tế, hỗ trợ doanh nghiệp, và người dân tiếp cận nguồn vốn với chi phí hợp lý hơn.
- NHNN đã sử dụng linh hoạt công cụ thị trường mở, phát hành Tín phiếu NHNN và Mua kỳ hạn nhằm giảm áp lực tỷ giá và vẫn đảm bảo thanh khoản hệ thống. Đặc biệt, lãi suất tín phiếu được hạ xuống 3,1% (-0,9% mom); trong khi đó, Mua kỳ hạn (Reverse repo) cũng được chào bán với đa dạng kỳ hạn hơn, theo chiều hướng kéo dài kỳ hạn phát hành, đảm bảo thanh khoản dài hạn hơn.
- Về lãi suất, NHNN tiếp tục điều hành lãi suất ổn định để đảm bảo phù hợp với lãi suất chung của nền kinh tế cũng như phù hợp với các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô khác; chỉ đạo các ngân hàng thương mại tiếp tục giảm lãi suất cho vay bằng cách tiết giảm chi phí, ứng dụng công nghệ số để giảm chi phí, hỗ trợ lãi suất cho doanh nghiệp và người dân.
- Theo đó, VCBS kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay được duy trì ở mức thấp nhằm hỗ trợ doanh nghiệp theo định hướng của Chính phủ. Tuy vậy, vẫn có sự phân hóa giữa từng ngành nghề và doanh nghiệp, cũng như khẩu vị rủi ro giữa các NHTM.

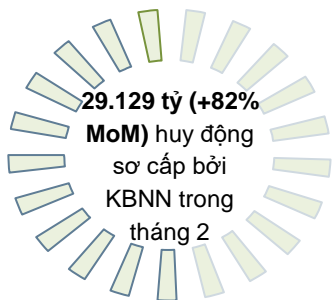
**Theo đó, VCBS duy trì quan điểm lãi suất huy động có thể ổn định trong thời gian tới; trong khi lãi suất cho vay duy trì ở ngưỡng thấp, hỗ trợ các doanh nghiệp.**

### Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



## Lãi suất trúng thầu giảm trong tháng

**Kỳ hạn 10 năm**  
28.060 tỷ đồng  
Lợi suất EoM  
2.97% (+14 bps MoM)

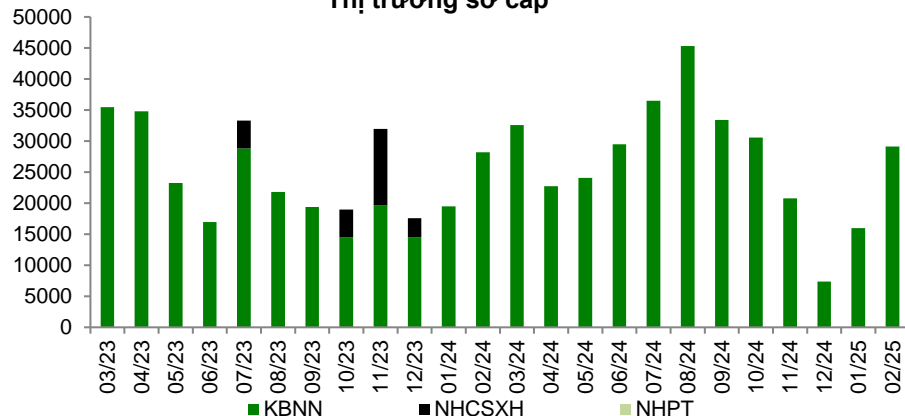


**Kỳ hạn 15 năm**  
300 tỷ đồng  
Lợi suất EoM:  
3,0% (+2 bps MoM)

**Kỳ hạn 30 năm**  
769 tỷ đồng  
Lợi suất EoM:  
3.28% (+3 bps MoM)

Đơn vị: tỷ đồng

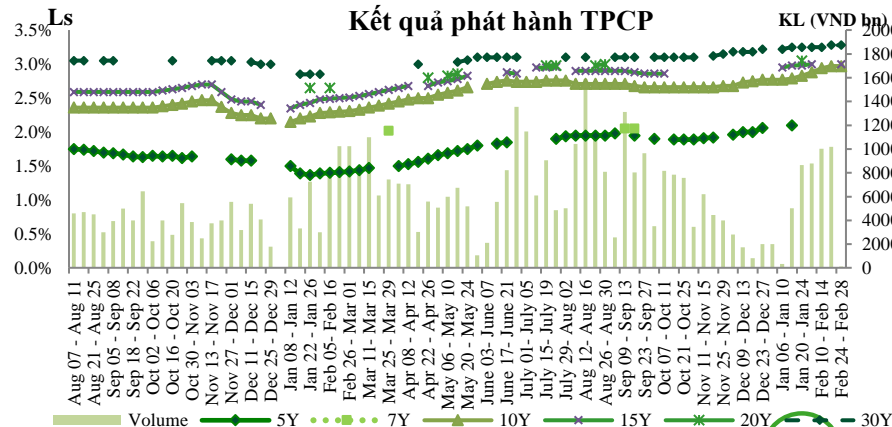
## Thị trường sơ cấp



## Cập nhật Kế hoạch phát hành năm 2024

Kỳ hạn	Kế hoạch Q1.25	Kế hoạch 2025	Phát hành Q1.2025	% KH phát hành Q1.2025	% KH phát hành 2025
3Y	-	40,000	-	-	0.00%
5Y	25,000	100,000	800	3.20%	0.80%
7Y	2,000	10,000	0	0.00%	0.00%
10Y	42,000	230,000	64,346	153.20%	27.98%
15Y	35,000	85,000	7,260	20.74%	8.54%
20Y	2,000	10,000	500	25.00%	5.00%
30Y	5,000	25,000	1,075	21.50%	4.30%
<b>Tổng</b>	<b>111,000</b>	<b>500,000</b>	<b>73,981</b>	<b>66.65%</b>	<b>14.80%</b>

## Kết quả phát hành TPCP

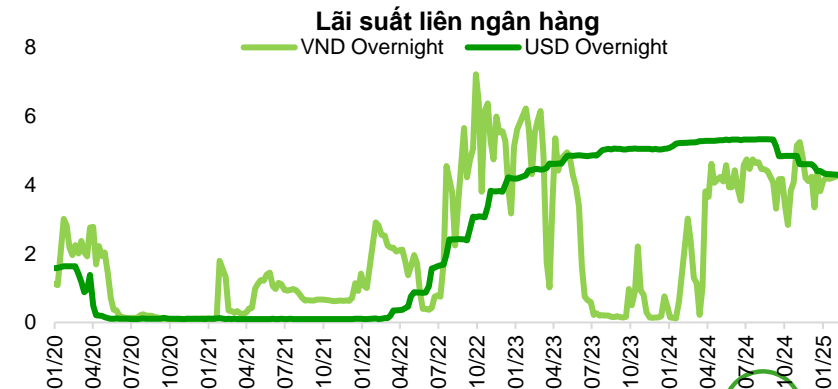
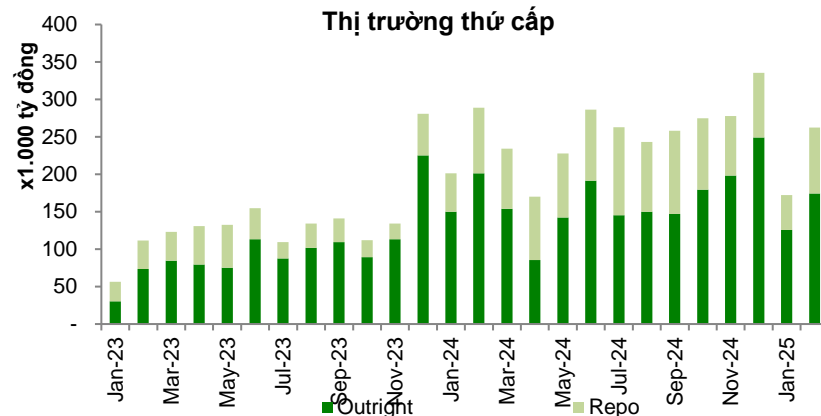
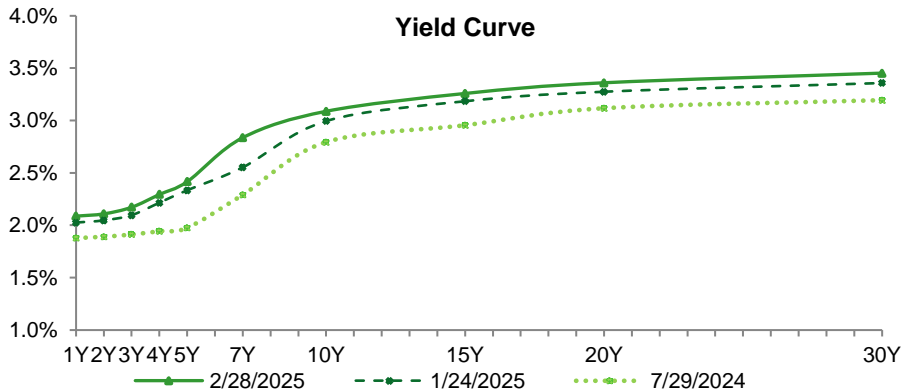


## Lợi suất trái phiếu duy trì đà tăng trong tháng

- 262,350 tỷ đồng (+52% MoM) được giao dịch trên thị trường thứ cấp
- Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục duy trì ở ngưỡng cao. Chênh lệch lãi suất VND và USD trên thị trường liên ngân hàng đã được thu hẹp.
- Lợi suất trái phiếu duy trì đà tăng trong tháng.

**Nhận định:** Lợi suất trái phiếu Chính phủ nhiều khả năng sẽ ghi nhận sự điều chỉnh giảm trong tháng tiếp theo với một số yếu tố chính sau đây:

- Trong tháng 3, chúng tôi kỳ vọng DXY sẽ duy trì ở ngưỡng thấp và vận động trong biên độ 104.5 -106
- Áp lực tỷ giá được dự báo hạ nhiệt trong tháng tiếp theo, do đó thanh khoản tại thị trường liên ngân hàng được kỳ vọng dồi dào hơn so với tháng trước, lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ duy trì ở ngưỡng cao ở vùng 3.6 – 3.9%
- Lãi suất tín phiếu giảm 4% xuống 3,1%, củng cố cho quan điểm LSLNH sẽ khó có thể neo ở ngưỡng trên 4%



## Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## Thông tin liên hệ

**Trần Minh Hoàng**

*Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích*

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Đặng Khánh Linh**

*Chuyên viên cao cấp*

[dklinh@vcbs.com.vn](mailto:dklinh@vcbs.com.vn)

**Nguyễn Hoàng Tuấn Minh**

*Chuyên viên phân tích*

[nhtminh@vcbs.com.vn](mailto:nhtminh@vcbs.com.vn)

