

BÁO CÁO VĨ MÔ QUÝ III.2025



- Với kỳ vọng Fed tiếp tục hạ lãi suất, dòng tiền đầu tư có thể dần chuyển dịch tới các quốc gia có tiềm năng tăng trưởng khả quan và đảm bảo ổn định vĩ mô.
- Hiện nay, căng thẳng địa chính trị toàn cầu vẫn đang ở mức cao, chủ yếu do cạnh tranh Mỹ-Trung, xung đột khu vực (như Ukraine, Trung Đông, Ấn Độ). Gần đây, Indonesia là điểm nóng với biểu tình lớn nhất kể từ 1998. Trong bối cảnh cạnh tranh kinh tế kéo theo căng thẳng giữa các cường quốc, và các xung đột trong chính nội tại các quốc gia, Việt Nam nổi bật với sự ổn định chính trị - xã hội vững chắc, môi trường kinh doanh cải thiện, và vị trí chiến lược trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Điều
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 9/2025 tăng 0,42% MoM. Tính chung 9 tháng đầu năm, CPI tăng 3,27% so với cùng kỳ năm trước. VCBS cho rằng lạm phát hoàn toàn nằm trong mục tiêu Chính phủ đề ra, tuy nhiên chúng tôi lưu ý áp lực có thể xuất hiện nhiều hơn vào những tháng cuối năm.
- Trong quý III, thị trường ngoại hối ghi nhận áp lực tăng. VCBS dự báo áp lực tăng lên tỷ giá USD/VND trong Quý IV năm 2025 có thể giảm bớt, và tỷ giá có thể dần ổn định trở lại, VND có thể giảm giá tương đối so với đồng USD với mức biến động hợp lý khoảng 5% cho cả năm 2025.
- VCBS dự báo lãi suất huy động có thể nhích tăng nhẹ trở lại tại một số NHTMCP vào cuối năm nhằm đáp ứng nhu cầu vốn và kiểm soát rủi ro hệ thống, song vẫn được duy trì ở mặt bằng thấp theo định hướng hỗ trợ tăng trưởng. Trong khi đó, lãi suất cho vay được kỳ vọng ổn định, tiếp tục hỗ trợ doanh nghiệp sản xuất – kinh doanh và các lĩnh vực ưu tiên.
- Thị trường trái phiếu chính phủ: VCBS cho rằng mặt bằng lợi suất trái phiếu Chính phủ có thể nhích tăng nhẹ trong quý tới.

Thị trường kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất hai lần nữa trong Q4.2025

Mỹ



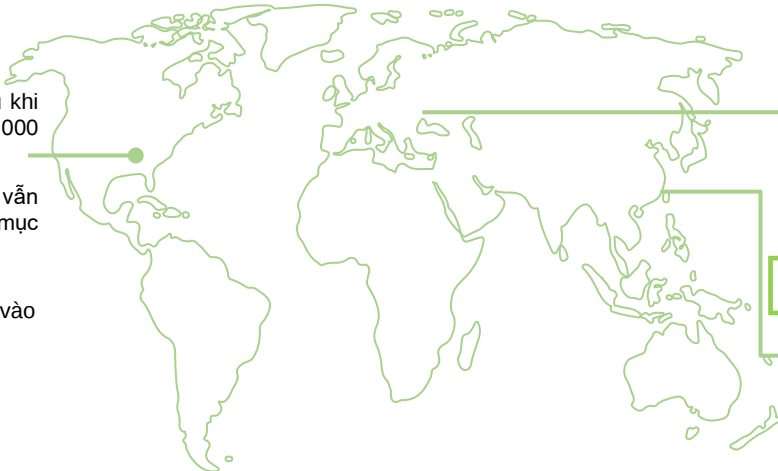
Thị trường lao động Mỹ suy yếu khi khu vực tư nhân bất ngờ mất 32.000 việc làm trong tháng 9, theo ADP.



Lạm phát nhích tăng nhẹ nhưng vẫn nằm trong quỹ đạo giảm dần về mục tiêu 2% của Fed.



FED đã cắt giảm lãi suất 25 bps vào 17/9.



EU



Lạm phát tăng lên 2,2% trong khi lạm phát lõi giữ ổn định trong tháng 9/2025.



ECB giữ nguyên lãi suất ở mức 2% trong tháng 9/2025.
Quyết định về lãi suất sẽ tiếp tục theo sát xu hướng dữ liệu kinh tế vĩ mô.

Trung Quốc

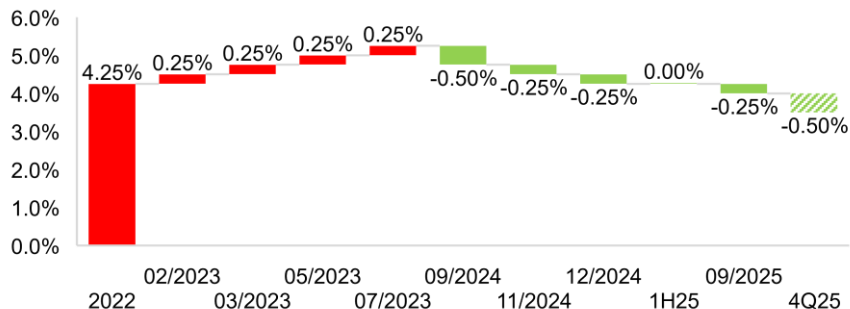


Ngành sản xuất và bất động sản tiếp tục đối mặt với tình trạng suy thoái kéo dài.



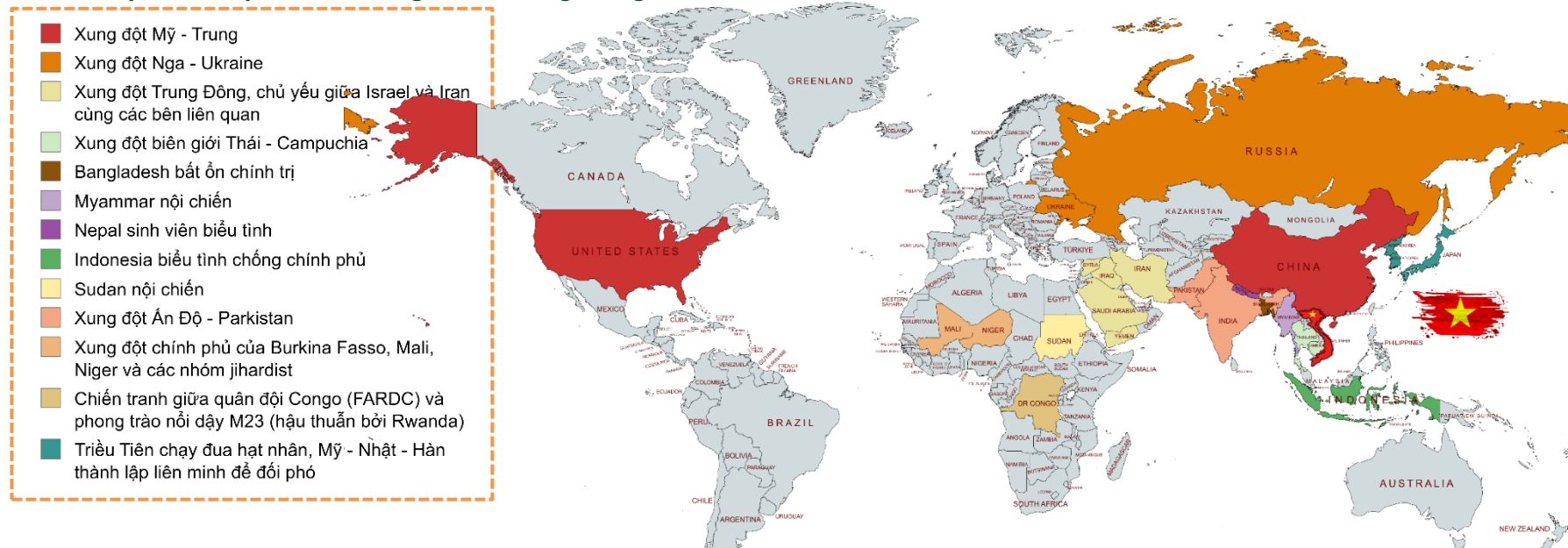
Chính phủ tiếp tục thực hiện công cụ tài chính chính sách để thúc đẩy đầu tư hiệu quả và tăng trưởng kinh tế ổn định..

FED được dự báo sẽ có thêm 2 lần cắt giảm lãi suất trong Q4.2025



Với kỳ vọng Fed tiếp tục hạ lãi suất, dòng tiền đầu tư có thể dần chuyển dịch tới các quốc gia có tiềm năng tăng trưởng khả quan và đảm bảo ổn định vĩ mô. Việt Nam sẽ là điểm đến lý tưởng của dòng vốn đầu tư và các hoạt động sản xuất-kinh doanh trong tương lai.

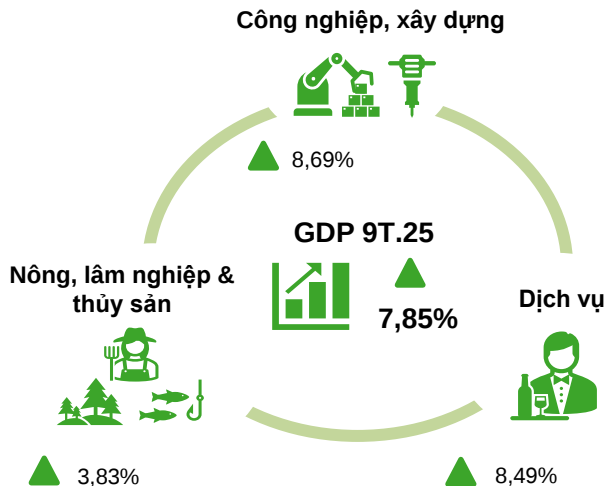
Bối cảnh địa chính trị toàn cầu đang ở mức căng thẳng và bất ổn đa chiều



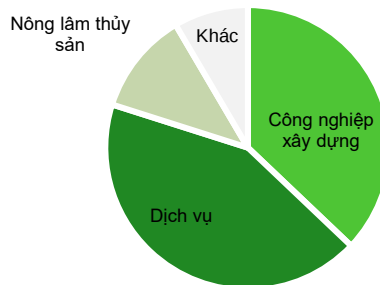
- ♥ Hiện nay, căng thẳng địa chính trị toàn cầu vẫn đang ở mức cao, chủ yếu do cạnh tranh Mỹ-Trung, xung đột khu vực (như Ukraine, Trung Đông, Ấn Độ). Gần đây, Indonesia là điểm nóng với biểu tình lớn nhất kể từ 1998.
- ♥ Trong bối cảnh cạnh tranh kinh tế kéo theo căng thẳng giữa các cường quốc, và các xung đột trong chính nội tại các quốc gia, Việt Nam nổi bật với sự ổn định chính trị - xã hội vững chắc, môi trường kinh doanh cải thiện, và vị trí chiến lược trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Điều này tạo điều kiện thuận lợi để Việt Nam đón nhận dòng vốn đầu tư, và dịch chuyển từ các quốc gia bất ổn.

KHU VỰC DỊCH VỤ TIẾP ĐÀ TĂNG ĐI CÙNG SỰ TRỞ LẠI MẠNH MẼ CỦA KHU VỰC SẢN XUẤT

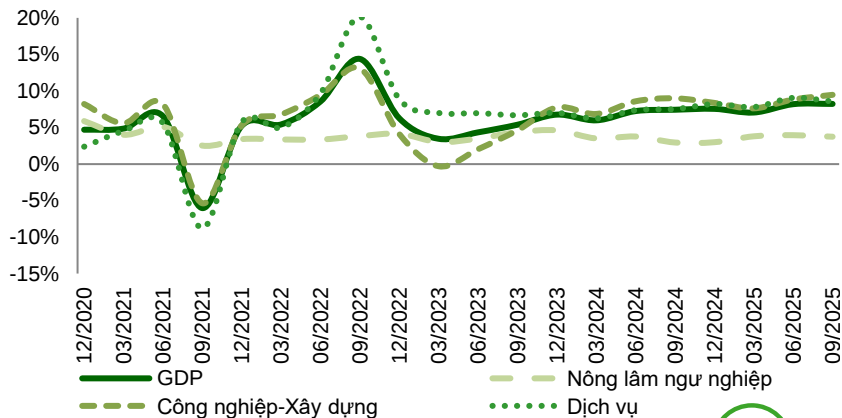
- Sự trở lại mạnh mẽ của khu vực Sản xuất, cùng đà tăng trưởng của khu vực Dịch vụ, đã đưa GDP quý III/2025 ước tính tăng 8,23% so với cùng kỳ năm trước.
- Như vậy, GDP chín tháng năm 2025 ước tăng 7,85% so với cùng kỳ năm trước.
 - Công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng với tốc độ tăng 9,92%, đóng góp 31,73%. Ngành xây dựng tăng 9,33%, đóng góp 7,99%.
 - Khu vực dịch vụ: nhu cầu tiêu dùng hàng hóa, dịch vụ, du lịch trong nước tăng mạnh, đặc biệt trong thời gian diễn ra nhiều hoạt động chào mừng các ngày lễ lớn của dân tộc.
 - Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản: mặc dù chịu tác động bất lợi từ thiên tai, nhưng nhờ triển khai kịp thời các biện pháp ứng phó, khắc phục nên duy trì ở mức ổn định.



Tỷ trọng đóng góp theo nhóm ngành

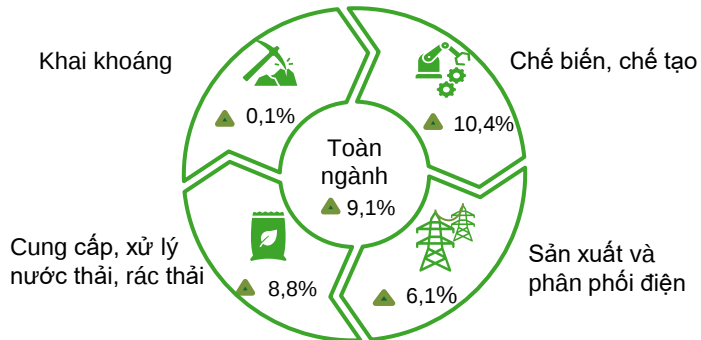


Tăng trưởng GDP theo khu vực



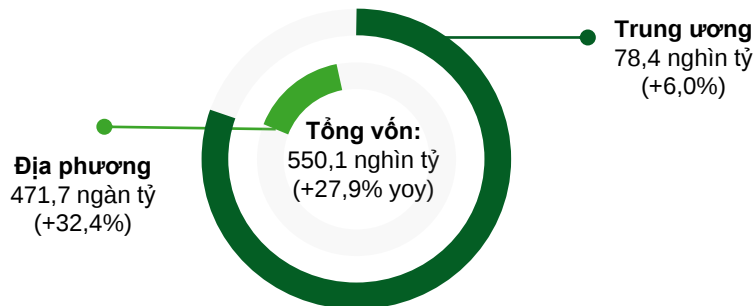
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

- Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam duy trì ở mức 50.4 điểm trong tháng 9/2025, cho thấy các điều kiện kinh doanh đang cải thiện, song tốc độ còn khá khiêm tốn. Trong đó, sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới tăng nhẹ trở lại; việc làm tiếp tục giảm; áp lực lạm phát tăng cao khi tốc độ tăng chi phí đầu vào và giá cả đầu ra tăng nhanh.

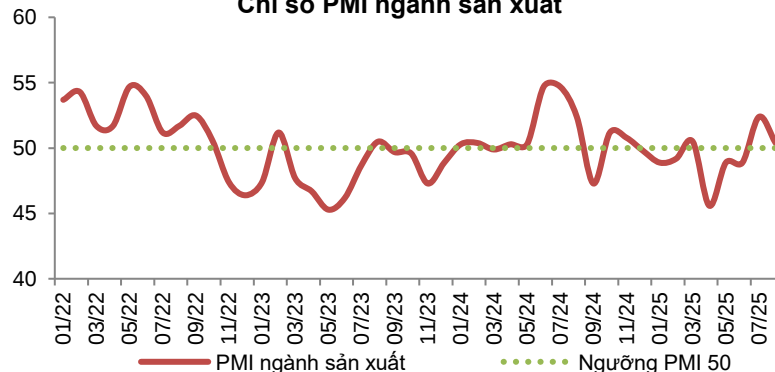


Hoạt động đầu tư trong 9 tháng đầu năm 2025

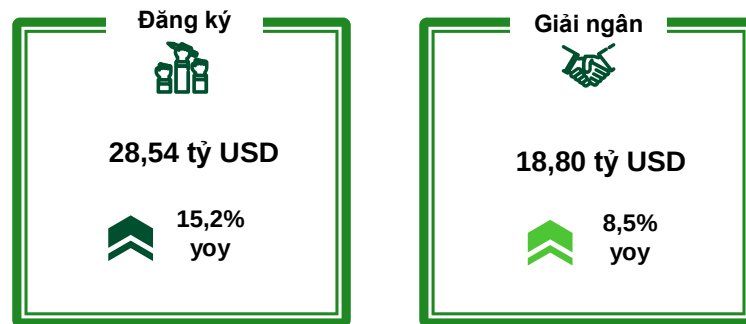
Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước tăng đáng kể so với cùng kỳ và được ghi nhận chủ yếu ở các địa phương.



Chỉ số PMI ngành sản xuất

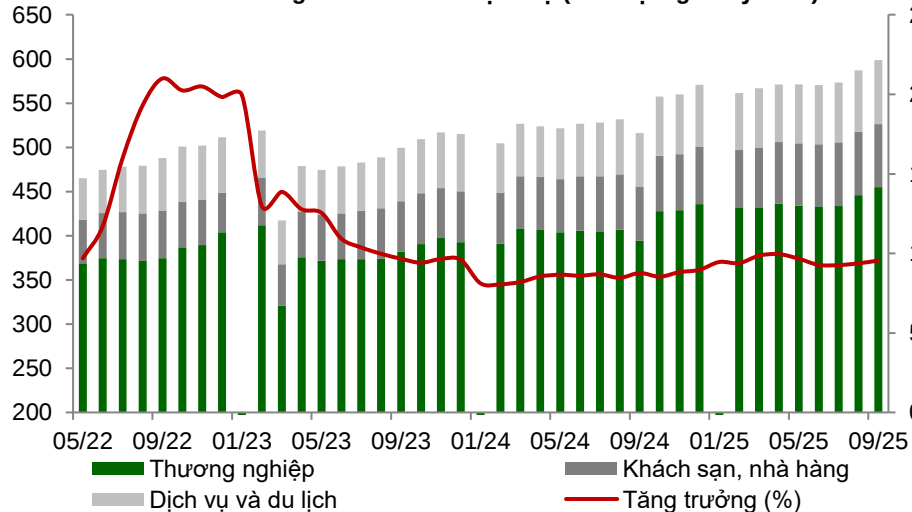


Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam trong 9 tháng đầu năm



CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG.

Doanh thu hàng hóa và bán lẻ dịch vụ (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



Tổng mức bán
lẻ hàng hóa
+9,6% yoy



Bán lẻ hàng
hóa
+8,3% yoy



Lưu trú ăn
uống
+14,8% yoy



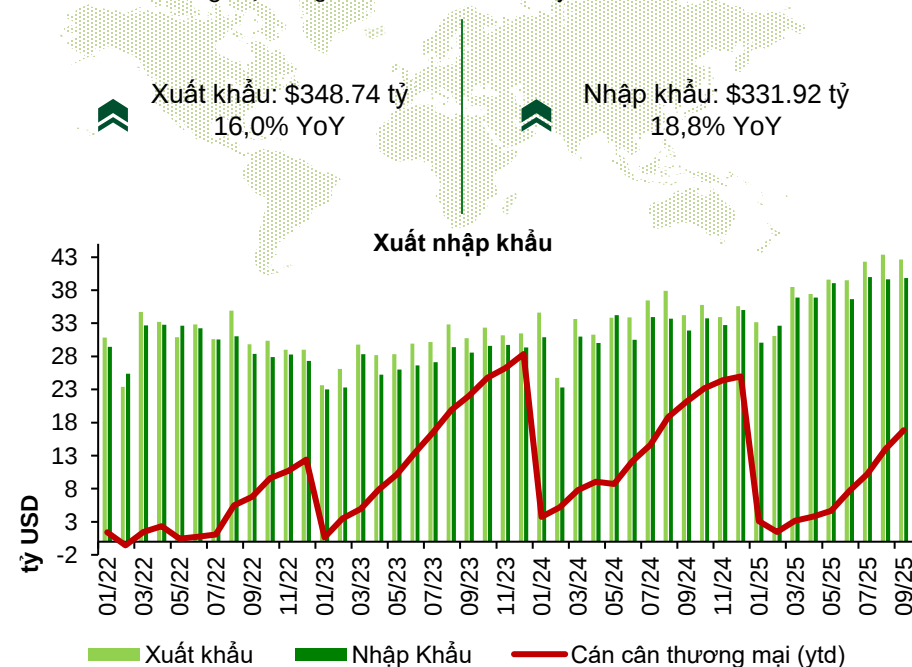
Dịch vụ lữ
hành
+20,5% yoy



Dịch vụ
khác
+12,1% yoy

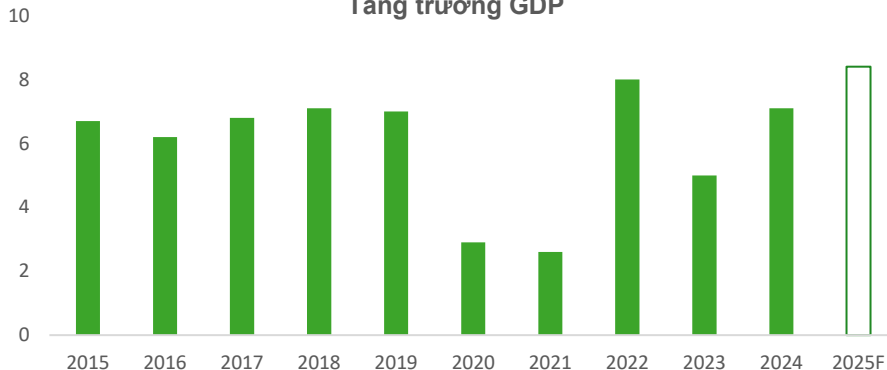
XUẤT NHẬP KHẨU

- Tính chung 9 tháng năm 2025, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 680.66 tỷ USD, tăng 17.3% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu tăng 16,0%; nhập khẩu tăng 18,8%
- Cán cân thương mại hàng hóa xuất siêu 16,83 tỷ USD.

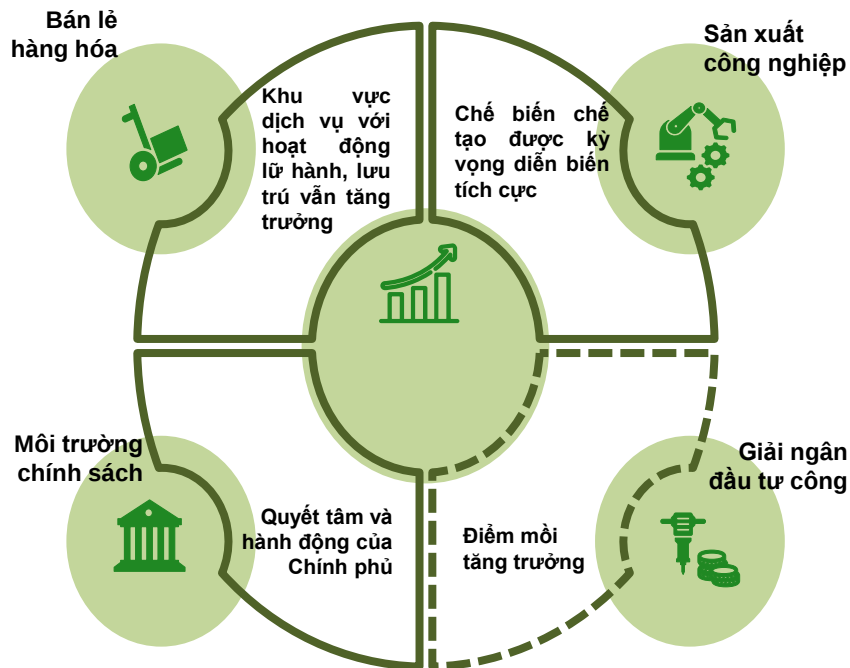


- Ng nghị quyết 226/NQ-CP ngày 5/8/2025 đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 ở mức **8,3-8,5%**, thay thế cho mục tiêu 8% trở lên theo Nghị quyết 25/NQ-CP trước đó. Nghị quyết này nhấn mạnh việc hoàn thiện thể chế, và thúc đẩy tăng.
- Với nỗ lực và thành quả đã được GDP trong 9 tháng đầu năm, đây sẽ là cơ sở và động lực để Chính phủ quyết tâm đạt được mục tiêu tăng trưởng trong cả năm nay.
- Giải ngân đầu tư công: **Đầu tư công được đánh giá là công cụ quan trọng trong mục tiêu tăng trưởng dài hạn.**
- Cầu tiêu dùng được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng, và khu vực dịch vụ lữ hành phát triển nhờ chính sách thu hút dịch vụ du lịch xuyên suốt
- Hoạt động xuất nhập khẩu: Với triển vọng các quan hệ ngoại giao tích cực, sẽ mở ra các cơ hội sản xuất công nghiệp và xuất khẩu hàng hóa trong tương lai.
- Với chính sách tiền tệ, **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.

Tăng trưởng GDP



CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN GDP VIỆT NAM 2025

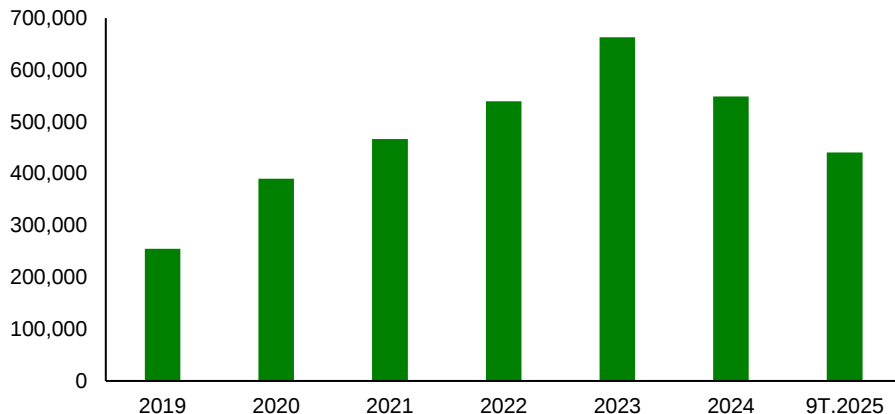


GIẢI NGÂN ĐẦU TƯ CÔNG - CÔNG CỤ QUAN TRỌNG THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG

♥ Giải ngân đầu tư công là công cụ quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng của Chính phủ. VCBS đánh giá tiến độ giải ngân sẽ cải thiện tích cực hơn trong những tháng cuối năm:

- **Thủ tục đầu tư và hoạt động triển khai thuận lợi hơn** nhờ: (1) Ổn định bộ máy nhân sự tại các địa phương và cơ quan chuyên trách, (2) Những cập nhật từ Luật Đất đai và bảng giá đất mới thúc đẩy tiến độ giải phóng mặt bằng.
- Một số dự án hạ tầng giao thông quan trọng sẽ giúp gia tăng khả năng kết nối và năng lực thu hút FDI, phát triển các trung tâm sản xuất tại các tỉnh thành mới nổi

Giá trị giải ngân NSNN



Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025 - 2030

Miền Bắc

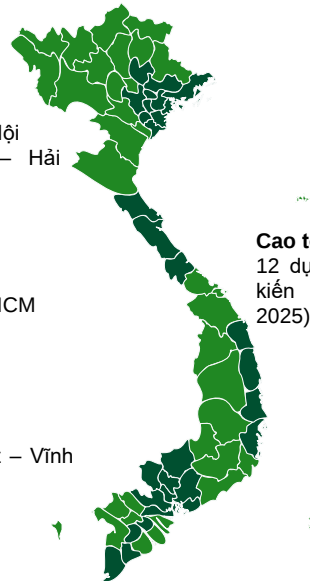
Đường Vành đai 4 Hà Nội
Cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng

Miền Nam

Đường Vành đai 3 TP.HCM
Sân bay Long Thành
Biên Hòa – Vũng Tàu
Bến Lức – Long Thành
TP.HCM – Chơn Thành
TP.HCM – Mộc Bài
Dầu Giây – Phan Thiết – Vĩnh Hảo

Cao tốc Bắc – Nam GD2

12 dự án thành phần (dự kiến hoàn thành trong 2025)



Hoạt động giải ngân đầu tư công và tiến độ triển khai các dự án hạ tầng dự báo sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong năm 2025

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

Cập nhật tháng 9/2025

Lạm phát:
+0,42% mom, 3,38% yoy, 2,61% ytd
Lạm phát cơ bản 9T.2025: 3,19% yoy

Dự báo tháng 10/2025

Lạm phát: 0,3% - 0,4% mom
Tương ứng
3,35% - 3,45% yoy

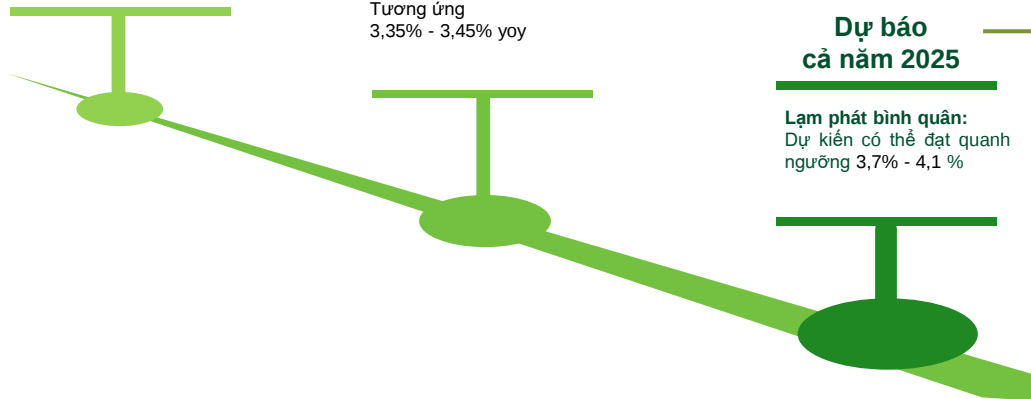
Dự báo cả năm 2025

Lạm phát bình quân:
Dự kiến có thể đạt quanh
ngưỡng 3,7% - 4,1 %

Dịch vụ giáo dục các trường ngoài công lập, giá thực phẩm và vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng là những nguyên nhân chính làm tăng CPI tháng 9.

Dự báo giá nguyên vật liệu tiếp tục xu hướng tăng, nhu cầu lớn hơn ở thời điểm cuối năm, đặc biệt đầu tư công tiếp tục được tập trung đẩy mạnh

VCBS cho rằng áp lực lạm phát có thể xuất hiện nhiều vào những tháng cuối năm.



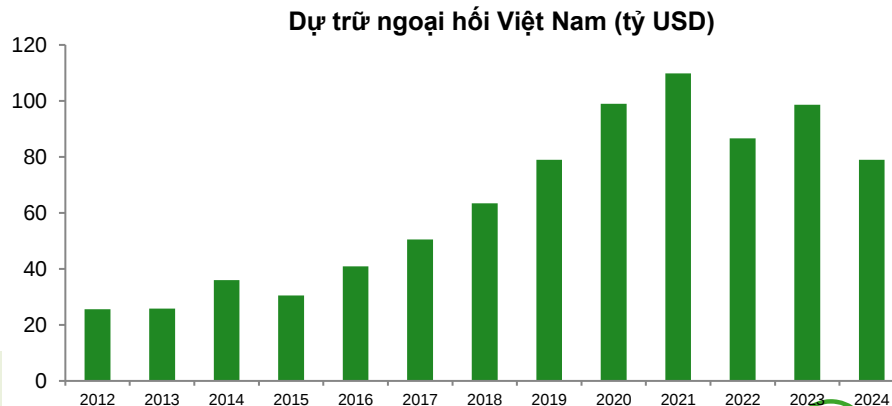
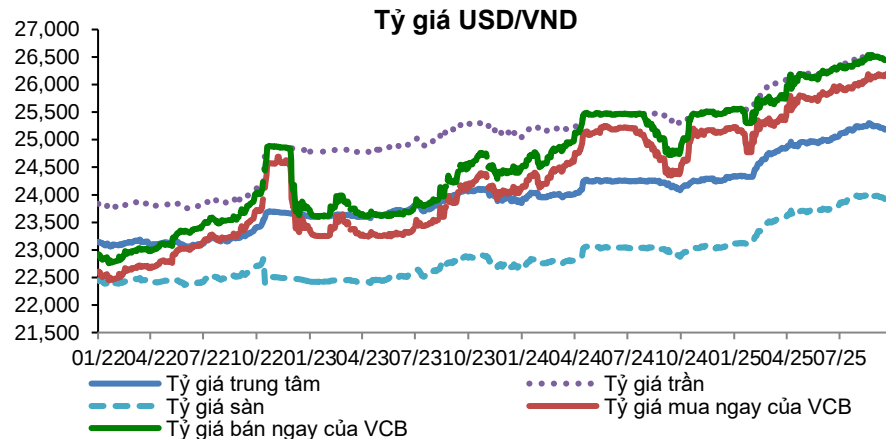
Lạm phát



→ 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.

- Trong quý III, thị trường ngoại hối ghi nhận áp lực tăng. Cụ thể, tỷ giá tại các NHTMCP đã tăng 296 VND trong tháng, và đạt 26.176/26.446. Bên cạnh đó, tỷ giá trên thị trường tự do cũng tăng mạnh, và hiện đang giao dịch quanh ngưỡng đạt 26.600 VND/USD. Theo đó, từ đầu năm tới nay, VND đã mất giá khoảng 4,1% so với USD.
- NHNN gần đây đã bán ngoại tệ thông qua hợp đồng kỳ hạn 180 ngày, có huy ngang. Giao dịch chỉ được thực hiện đối với các tổ chức tín dụng có trạng thái ngoại tệ âm, với giá bán 26.550 VND/USD. Chúng tôi cho rằng động thái nhằm ổn định thị trường ngoại tệ, cũng như vẫn hướng tới đảm bảo dự trữ ngoại hối.
- VCBS dự báo áp lực tăng lên tỷ giá USD/VND trong Quý IV năm 2025 có thể giảm bớt, và tỷ giá có thể dần ổn định trở lại**
 - Kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất 1-2 lần trong các kỳ họp tiếp theo. Dòng tiền đầu tư có thể dần chuyển dịch tới các quốc gia có tiềm năng tăng trưởng khả quan và đảm bảo ổn định vĩ mô.
 - Kiều hối: Quý IV thường là giai đoạn dòng kiều hối chuyển về Việt Nam để chuẩn bị cho dịp Tết Nguyên Đán, tạo ra một nguồn cung USD dồi dào trên thị trường.
 - Dòng vốn FDI và FII: Việc giải ngân vốn Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và sự quay trở lại của dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) sẽ làm tăng nguồn cung ngoại tệ.
 - Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã thể hiện rõ cam kết ổn định vĩ mô và tỷ giá, thông qua các động thái điều hành linh hoạt như bán ngoại tệ (bao gồm cả hợp đồng kỳ hạn có huy ngang). Điều này giúp ổn định tâm lý thị trường và ngăn chặn tâm lý đầu cơ.

→ Theo đó, VCBS dự báo VND có thể giảm giá tương đối so với đồng USD với mức biến động hợp lý khoảng 5% cho cả năm 2025.

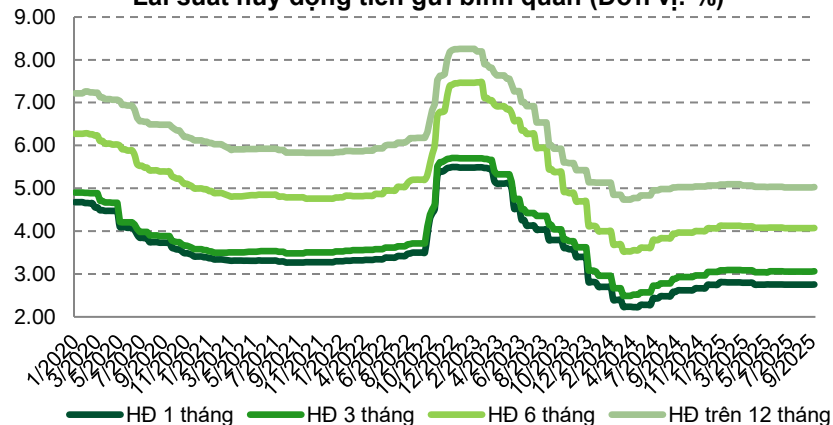


Lãi suất huy động giảm nhẹ

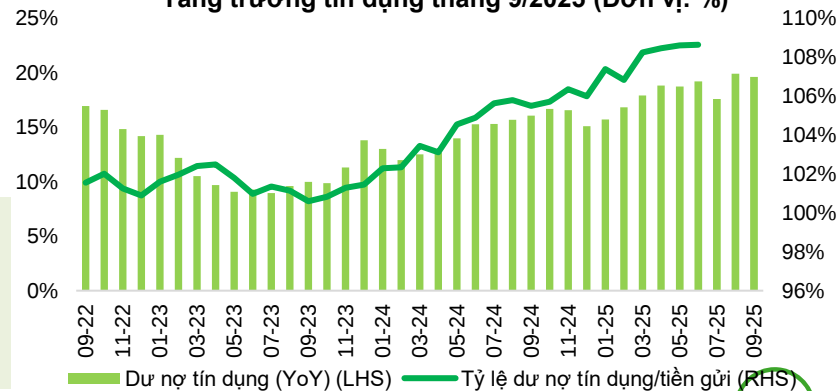
- **Cập nhật:** Lãi suất huy động trong T9.2025 tiếp tục duy trì ổn định. So với đầu năm, lãi suất huy động đã giảm 2-8 điểm bps.
- Tính đến cuối tháng 9/2025, tín dụng tăng 13,37% so với cuối năm 2024, cho thấy nhu cầu vốn mạnh mẽ trong nền kinh tế. Bất chấp đà tăng mạnh, mặt bằng lãi suất vẫn được duy trì ở mức thấp nhờ chính sách điều hành linh hoạt của NHNN trên thị trường mở để cân bằng cung – cầu vốn trên thị trường, qua đó hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng cao của Chính phủ (8,3%-8,5%). Với triển vọng tín dụng tiếp tục tăng tốc, VCBS dự báo tăng trưởng cả năm đạt 18–20%.
- VCBS dự báo dư địa giảm lãi suất huy động sẽ bị hạn chế trong thời gian tới; thay vào đó có tăng nhẹ trở lại:
 - (1) Tín dụng nhiều khả năng bứt tốc vào cuối năm khi NHNN nới chỉ tiêu, buộc các ngân hàng – đặc biệt nhóm NHTMCP – phải đẩy mạnh huy động vốn, làm gia tăng rủi ro thiếu hụt thanh khoản cục bộ;
 - (2) Áp lực tỷ giá USD/VND vẫn hiện hữu;
 - (3) Thị trường bất động sản và tài sản tài chính tăng nóng làm gia tăng nhu cầu tín dụng rủi ro, tạo động lực gián tiếp cho việc điều chỉnh lãi suất huy động lên mức hợp lý để kiểm soát dòng vốn.

Theo đó, VCBS dự báo lãi suất huy động có thể nhích tăng nhẹ trở lại tại một số NHTMCP vào cuối năm nhằm đáp ứng nhu cầu vốn và kiểm soát rủi ro hệ thống, song vẫn được duy trì ở mặt bằng thấp theo định hướng hỗ trợ tăng trưởng. Trong khi đó, lãi suất cho vay được kỳ vọng ổn định, tiếp tục hỗ trợ doanh nghiệp sản xuất – kinh doanh và các lĩnh vực ưu tiên.

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



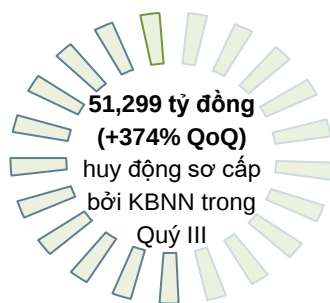
Tăng trưởng tín dụng tháng 9/2025 (Đơn vị: %)



Lãi suất trúng thầu và khối lượng đồng loạt bất tăng mạnh

Kỳ hạn 5 năm
1,900 tỷ đồng
Lợi suất EoM:
3.03% (+44 bps QoQ)

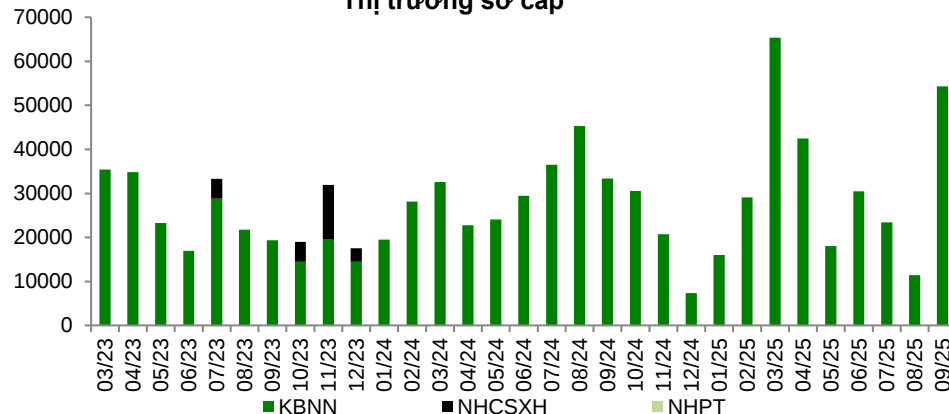
Kỳ hạn 10 năm
47,336 tỷ đồng
Lợi suất EoM
3.59% (+41 bps QoQ)



Kỳ hạn 15 năm
4,004 tỷ đồng
Lợi suất EoM:
3.45% (+18 bps QoQ)

Kỳ hạn 30 năm
1,058 tỷ đồng
Lợi suất EoM:
3.64% (+24 bps QoQ)

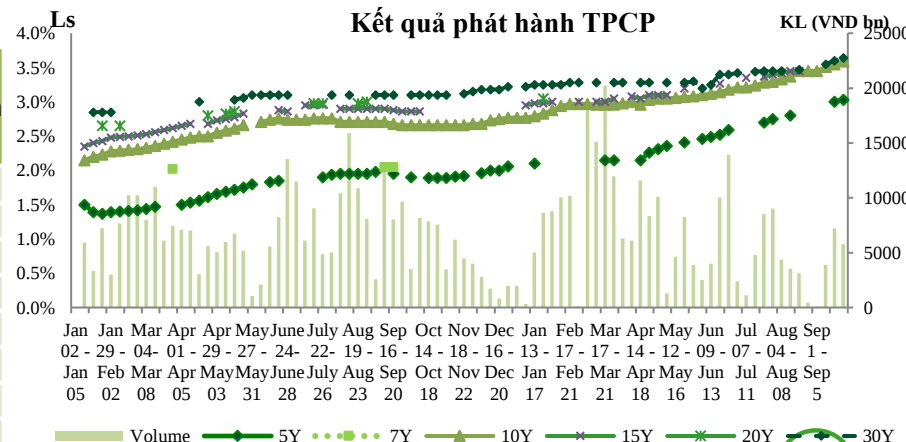
Thị trường sơ cấp



Cập nhật Kế hoạch phát hành năm 2025 Đơn vị: tỷ đồng

Kỳ hạn	Kế hoạch 2025	Kế hoạch Q3	Phát hành Q3	% KH phát hành Q3.2025	Phát hành 9T.2025	% KH phát hành 2025
3Y	40,000	-	0	0%	0	0.00%
5Y	100,000	30,000	1,900	6%	25,900	25.90%
7Y	10,000	2,000	0	0%	0	0.00%
10Y	230,000	50,000	47,336	95%	215,147	93.54%
15Y	85,000	30,000	4,005	13%	11,150	13.12%
20Y	10,000	3,000	0	0%	500	5.00%
30Y	25,000	5,000	1,058.60	21%	2,993	11.97%
Tổng	500,000	120,000	54,299	45%	255,689	51.14%

Kết quả phát hành TPCP

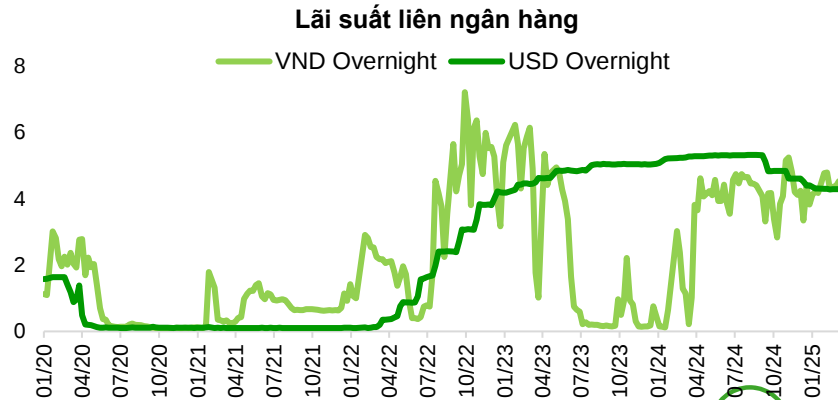
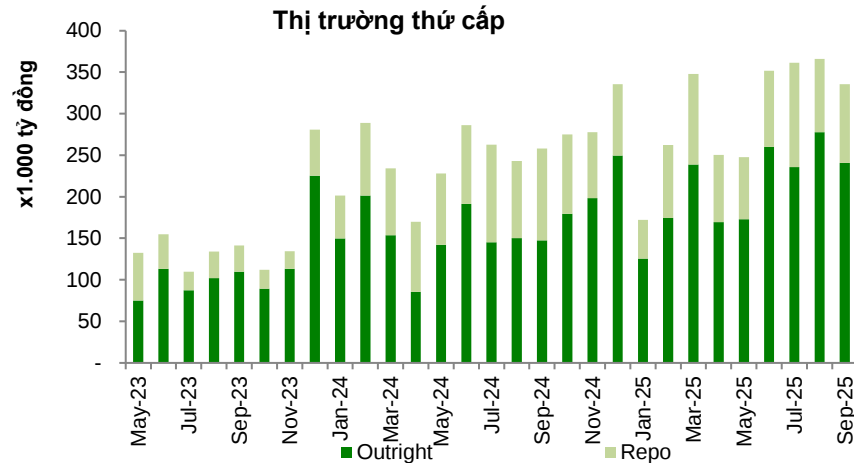
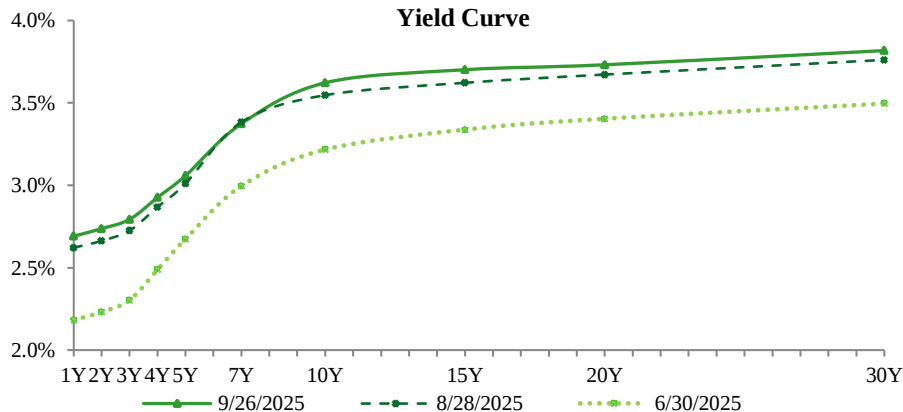


Lợi suất bất tăng tuy nhiên khối lượng giảm nhẹ trong quý

1,026,077 tỷ đồng (+21% QoQ, +34% YoY) được giao dịch trên thị trường thứ cấp với giảm tương đối so với quý trước. Lợi suất trái phiếu tăng mạnh trong bối cảnh LSLNH duy trì ở ngưỡng cao

VCBS dự báo lợi suất sẽ tăng nhẹ trong quý tới với những yếu tố sau:

1. Chính phủ đang đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Theo đó, Kho bạc Nhà nước có thể tăng cường huy động vốn qua kênh TPCP.
2. Thanh khoản vẫn luôn được đảm bảo ổn định dưới định hướng của NHNN tuy nhiên ít dồi dào hơn so với giai đoạn trước, đặc biệt trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng được đẩy mạnh
3. Chi phí vốn của các tổ chức tài chính có thể cao hơn trong thời gian tới, kéo theo yêu cầu lợi suất trái phiếu cao hơn.



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

Đặng Khánh Linh

Kinh tế trưởng

dklinh@vcbs.com.vn

Nguyễn Hoàng Tuấn Minh

Chuyên viên phân tích

nhtminh@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Minh Trang

Chuyên viên phân tích

ntmtrang@vcbs.com.vn