

Tăng trưởng GDP Q3 tích cực, tuy nhiên áp lực giải ngân đầu tư công những tháng cuối năm lớn

- **Tăng trưởng GDP Q3 đạt 8,2%, lũy kế 9T đạt 7,8%.** Động lực chính đến từ Công nghiệp - Xây dựng (đóng góp 43,1%) và Dịch vụ (đóng góp 51,6%). Doanh thu Bán lẻ & Tiêu dung T9 đạt 598 nghìn tỷ VND (+11,3% YoY). Mức tăng trưởng được cải thiện đồng bộ ở hầu hết các nhóm ngành hàng và dịch vụ. Khách du lịch quốc tế tăng mạnh nhờ lượng khách từ thị trường Trung Quốc và Châu Âu.
- **Trong T9, xuất khẩu đạt 42,7 tỷ USD (+24,7%), nhập khẩu 39,8 tỷ USD (+24,9%).** Tăng trưởng chủ yếu nhờ khối FDI (+23,6%), trong khi khối nội địa tiếp tục giảm. Một điểm lưu ý khác trong T9 là Mỹ mở rộng áp thuế lên gỗ và sản phẩm gỗ từ Việt Nam.
- **9T giải ngân đầu tư công đạt 440 nghìn tỷ VND (+42,9%), đạt 43% kế hoạch.** Tình hình giải ngân trong T9 bị chậm lại một phần là do ảnh hưởng của thời tiết. Áp lực giải ngân cuối năm rất lớn (cần ~146 nghìn tỷ/tháng). Vốn FDI đăng ký giảm tháng thứ 4 liên tiếp do tâm lý thận trọng, tuy nhiên vốn FDI giải ngân vẫn duy trì đà tăng tích cực.
- **Lạm phát (CPI) trong T9 tăng 3,4% YoY.** Nhóm Nhà ở & VLXD (+6,9%) là tác nhân tăng giá chính, trong khi đó Lương thực - Thực phẩm là yếu tố hỗ trợ giảm mức tăng của CPI. Dự báo áp lực lạm phát sẽ tăng dần vào cuối năm.
- **NHNN tiếp tục bơm ròng trong T9, lãi suất bình quân liên ngân hàng dao động xung quang khoảng hẹp.** Tuy nhiên, thanh khoản hệ thống dự báo sẽ chịu áp lực khi tín dụng tăng tốc cuối năm.
- **Áp lực tỷ giá USD/VND giảm trong T9 do Fed tiến hành hạ lãi suất và và NHNN triển khai bán ngoại tệ kỳ hạn tại thời điểm cuối tháng 8 và đầu tháng 10.** Trong thời gian tới, mặc dù có yếu tố hỗ trợ từ nguồn kiều hối cuối năm, tỷ giá vẫn đối mặt với nhiều thách thức

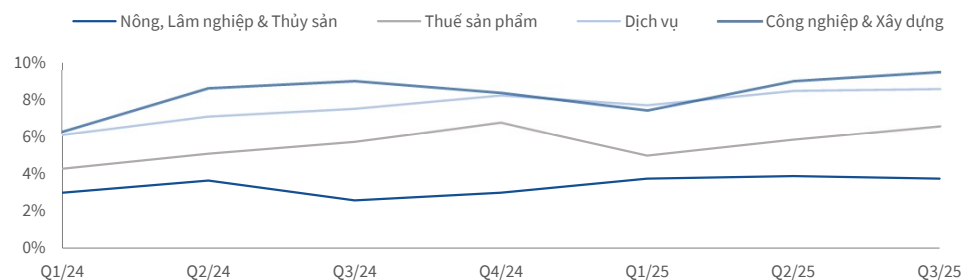
Nguyễn Anh Duy
+84 2 46 29 27 286 | duyna@tmr.vn
Giám đốc Nghiên cứu và Phân tích

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

GDP Q3 tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, đạt 8,2%, kéo tăng trưởng 9 tháng lên 7,8%

Động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ Công nghiệp & Xây dựng và Dịch vụ

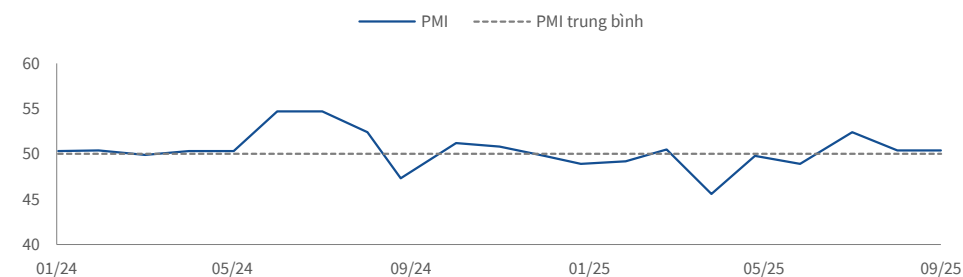
Tăng trưởng GDP của các nhóm ngành từ Q1 2024-Nay [% YoY]



Source: Tổng cục hải quan, TMR

Chỉ số PMI sản xuất T9 2025 giữ nguyên so với tháng trước, tiếp tục duy trì ở ngưỡng mở rộng

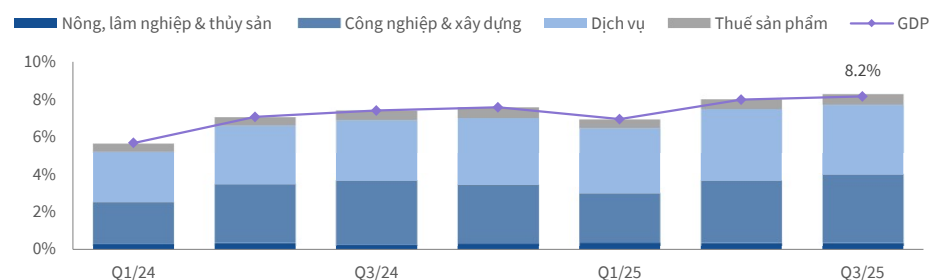
Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2024-Nay [điểm]



Source: S&P Global, TMR

Khu vực Công nghiệp & Xây dựng và Dịch vụ đóng góp cho tổng giá trị tăng thêm của nền kinh tế lần lượt 43,05% và 51,59% trong 9T đầu năm

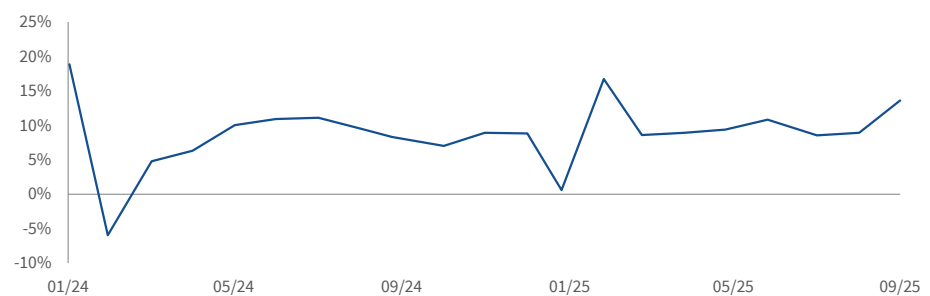
Tăng trưởng GDP và đóng góp vào tăng trưởng của các nhóm ngành chính từ Q1 2024-Nay [% YoY]



Source: Tổng cục hải quan, TMR

Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP T9 2025 tăng 13,6% YoY, so với mức nền thấp trong cùng kỳ năm trước do bị ảnh hưởng của bão Yagi

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



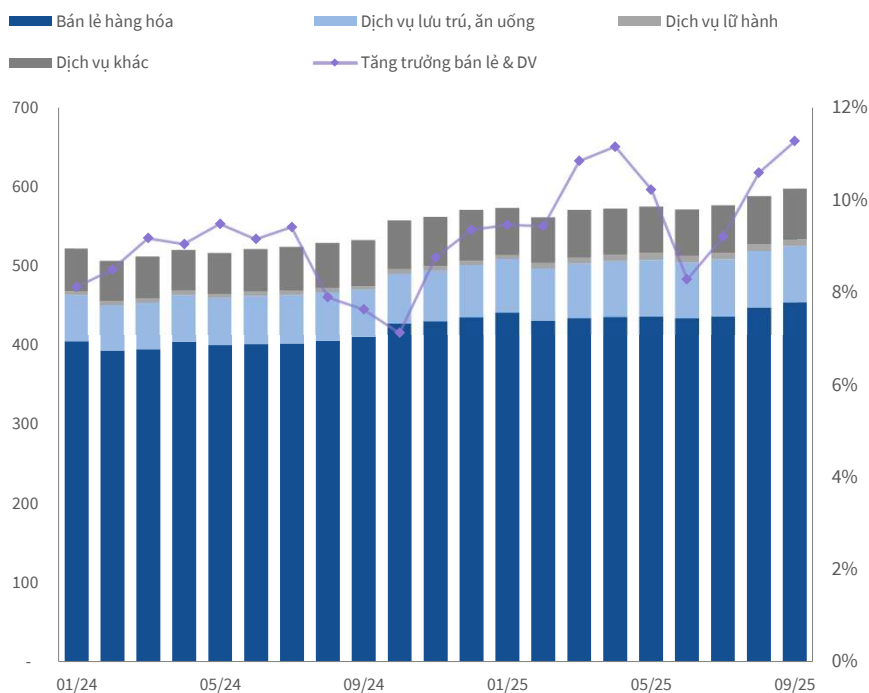
Source: GSO, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong T9 2025 ước đạt 598 nghìn tỷ VND (+11,3% YoY). Xu hướng cải thiện doanh thu lan tỏa ở nhiều nhóm ngành hàng và dịch vụ

Tăng trưởng bán lẻ & dịch vụ trong T9 2025 duy trì đà cải thiện của các thành phần trước

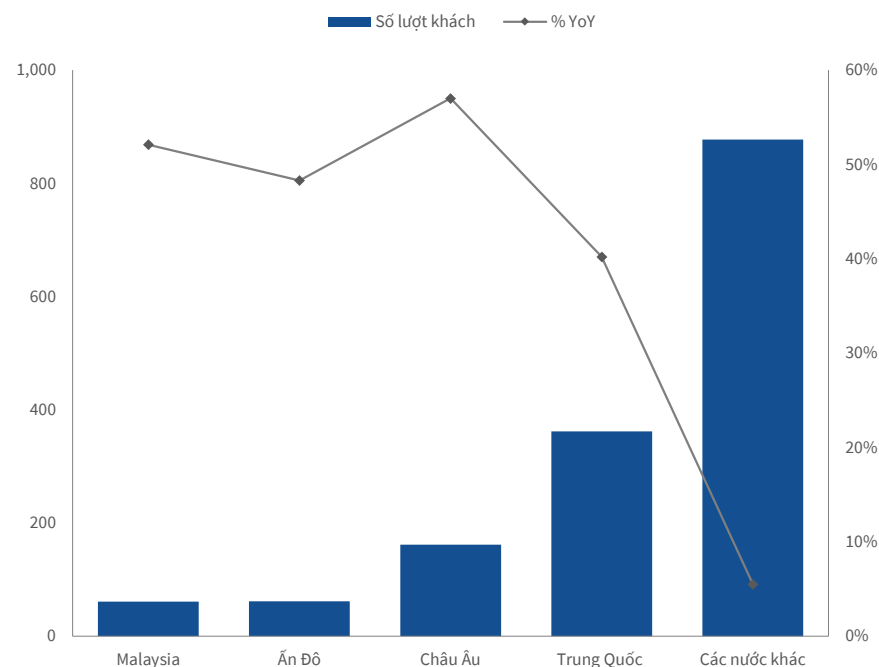
Doanh thu [Nghìn tỷ VND-cột trái] và tổng mức tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ [% YoY-cột phải]



Source: GSO, TMR

Lượt khách quốc tế đến Việt Nam trong T9 2025 tăng mạnh nhờ thị trường Trung Quốc và Châu Âu

Số lượt khách quốc tế đến Việt Nam trong T9 2025 [nghìn lượt - cột trái] và tăng trưởng svck [% YoY - cột phải]



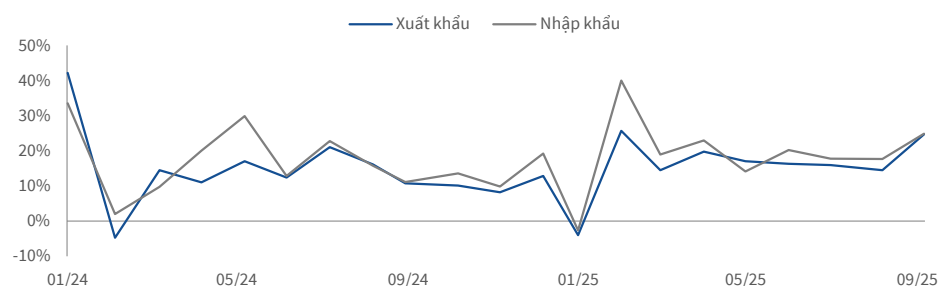
Source: Cục Du lịch, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

Kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu trong T9 2025 lần lượt đạt 42,7 tỷ USD (+24,7% YoY) và 39,8 tỷ USD (+24,9% YoY), được dẫn dắt bởi khu vực FDI (+ 23,6% YoY)

Kim ngạch xuất nhập khẩu trong T9 2025 tăng 24,7% YoY

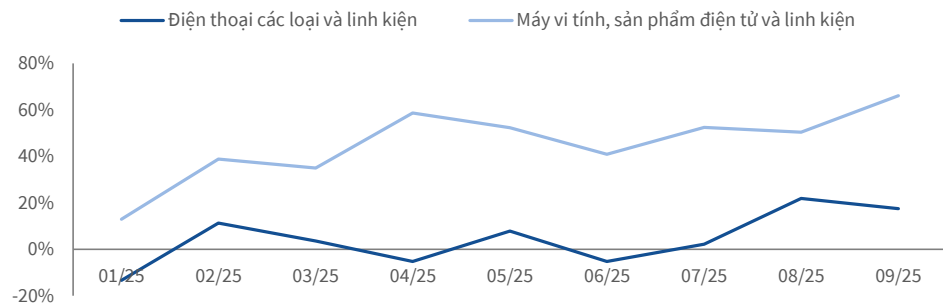
Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu theo tháng từ T1 2024-Nay [% YoY]



Source: Tổng cục hải quan, TMR

Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu của mặt hàng thiết bị điện tử và máy móc

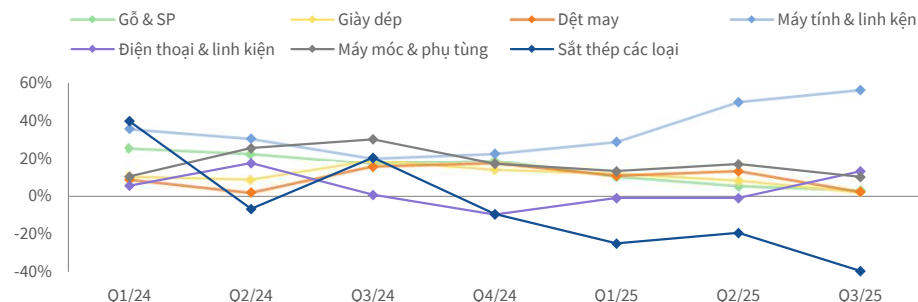
Tốc độ tăng trưởng svck trong 9T 2025 [%YoY]



Source: Fiinpro-X, TMR

Trong Q3 2025, trong khi kim ngạch xuất khẩu khu vực FDI tăng 23,6% YoY, kim ngạch xuất khẩu của nhóm hàng sản xuất bởi doanh nghiệp nội tiếp tục xu hướng giảm

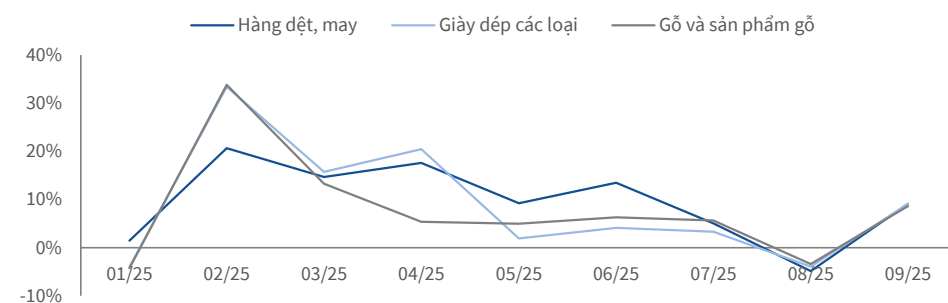
Tăng trưởng xuất khẩu của các mặt hàng chủ lực Q1 2024 - nay [% YoY]



Source: Tổng cục hải quan, TMR

Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của một số mặt hàng sản xuất bởi doanh nghiệp nội địa đang có xu hướng giảm trong khi đó Mỹ mở rộng áp thuế đối với gỗ và các sản phẩm từ gỗ trong T9 nhằm vào Việt Nam và Trung Quốc

Tốc độ tăng trưởng svck trong 9T 2025 [%YoY]



Source: FRED, TMR

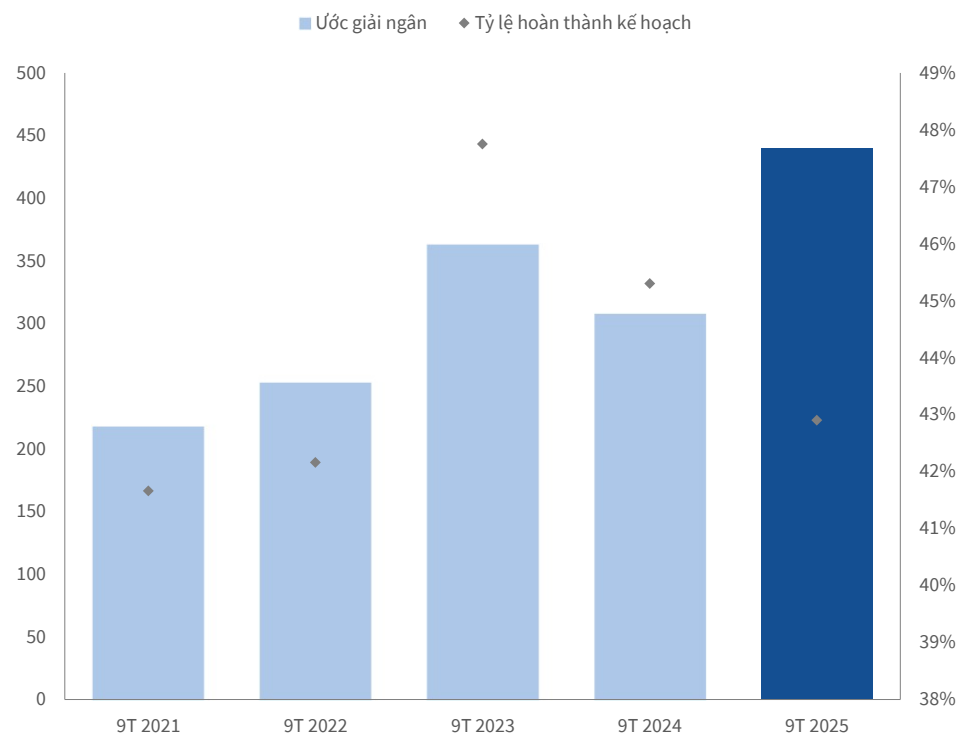
BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

Ước giải ngân đầu tư công trong tháng 9 đạt hơn 31 nghìn tỷ VND, nâng tỷ lệ giải ngân 9T 2025 lên mức 440 nghìn tỷ VND (+42,9% YoY) – hoàn thành 43% tổng kế hoạch năm 2025

Giải ngân đầu tư công trong T9 2025 chậm lại do ảnh hưởng của thời tiết và bộ máy 2 cấp chưa ổn định

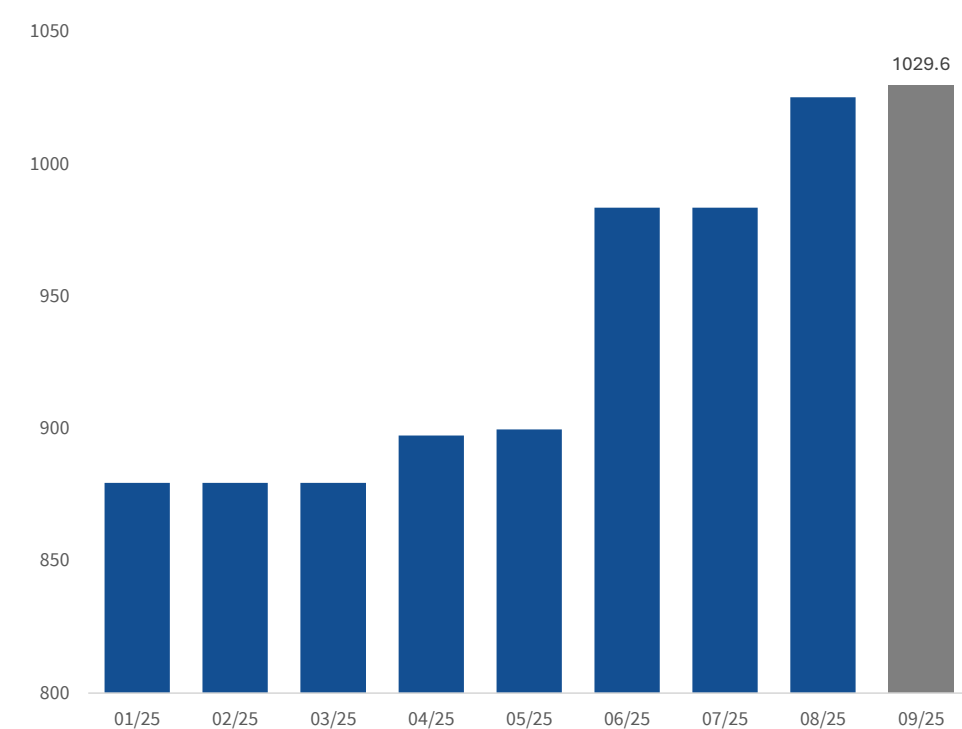
Để đạt kế hoạch giải ngân đầu tư công 2025, từ nay đến T1 2026 số vốn đầu tư công giải ngân mỗi tháng cần đạt trung bình 146 nghìn tỷ VND

Ước giải ngân [Nghìn tỷ VND] và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch trong 9T đầu năm từ 2021- Nay [%-cột phải]



Source: Bộ Tài chính, TMR

Kế hoạch giải ngân đầu tư công [Nghìn tỷ VND – cột trái]



Source: Bộ Tài chính, TMR

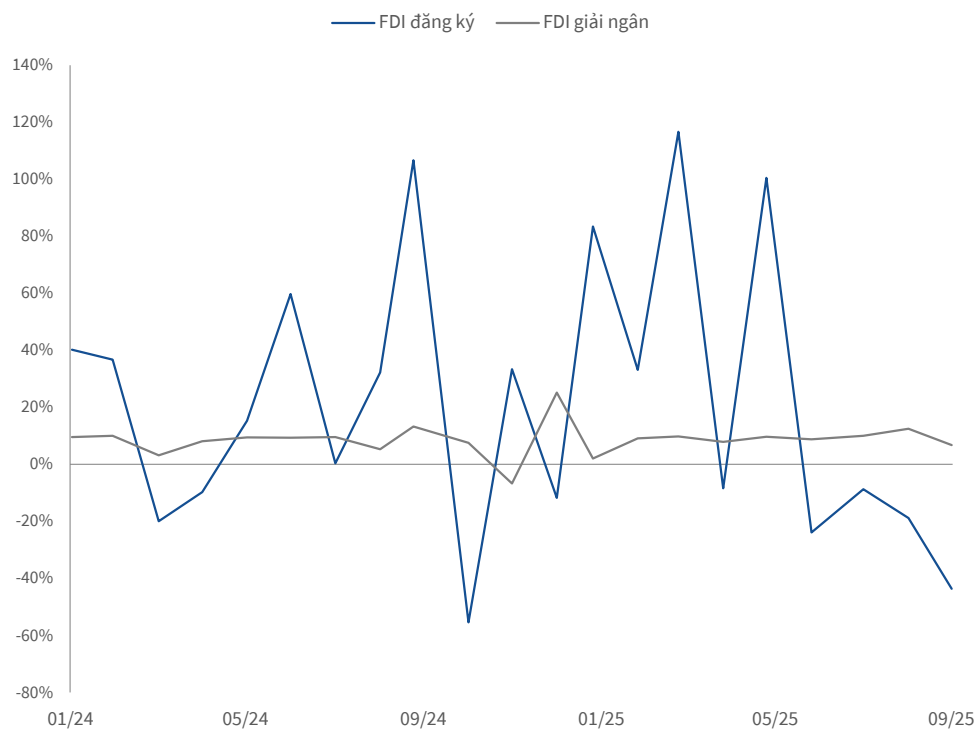
BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

Vốn FDI đăng ký tiếp tục giảm tháng thứ 4 liên tiếp do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư, trong khi đó vốn FDI giải ngân tiếp tục tăng

Tổng vốn FDI đăng ký và giải ngân trong T9 2025 lần lượt đạt 2,4 tỷ USD (-43.6% YoY) và 3.4 tỷ USD (+6,8% YoY)

Ngành Công nghiệp Chế biến & chế tạo chiếm gần 60% tổng vốn FDI đăng ký 9T 2025

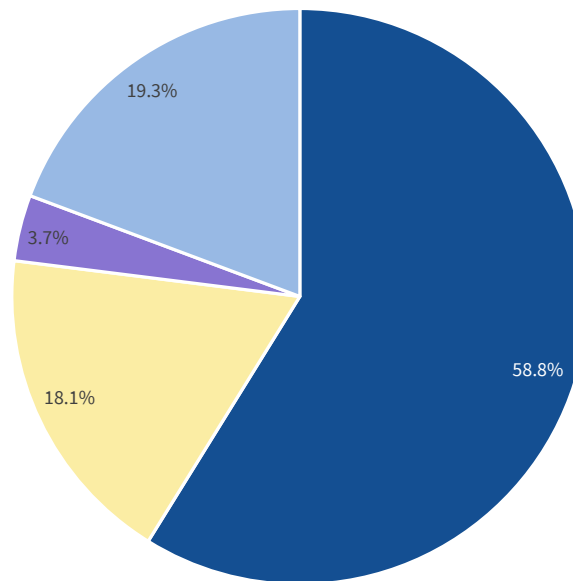
Tăng trưởng dòng vốn FDI đăng ký và giải ngân theo tháng từ T1 2024-Nay [% YoY]



Source: Fiinpro-X, TMR

Tỷ trọng các nhóm ngành trong tổng vốn FDI đăng ký 9T 2025 [%]

■ CN Chế biến chế tạo ■ Kinh doanh BĐS ■ Hoạt động KHCN ■ Các ngành khác



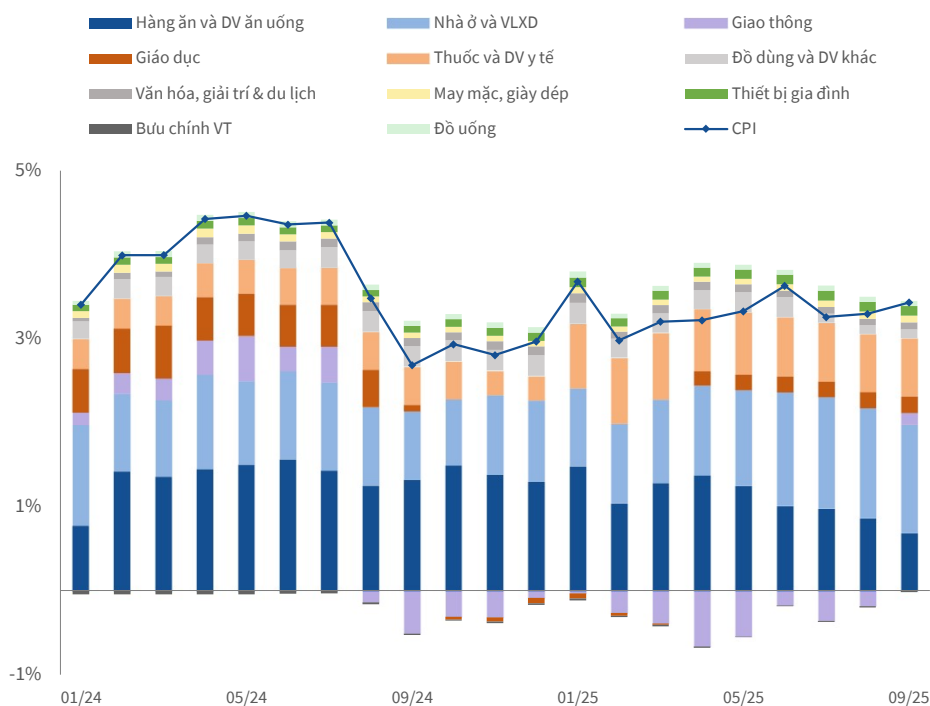
Source: GSO, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

Chỉ số CPI trong T9 2025 đạt 3,4% YoY, tăng nhẹ so với mức tăng của các tháng trước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ dần tăng trở lại do giá nguyên liệu đầu vào có dấu hiệu gia tăng, hiệu ứng nền thấp của giá xăng, đà tăng được duy trì của nhóm Nhà ở và VLXD

Đóng góp lớn nhất vào mức tăng của CPI đến từ nhóm Nhà ở & VLXD (+6,9% YoY) khi giá thuê nhà tăng theo mặt bằng giá bất động sản

Đóng góp của các nhóm vào CPI tổng thể [đpt]



Source: Fiinpro-X, TMR

Ngược lại, áp lực lạm phát được giảm nhờ nhóm Lương thực giảm 0,3% YoY và Thực phẩm chỉ tăng nhẹ 1,9% YoY (thấp hơn mức 3,8% YoY của 8 tháng đầu năm) do giá thịt lợn giảm trước sức cầu yếu

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



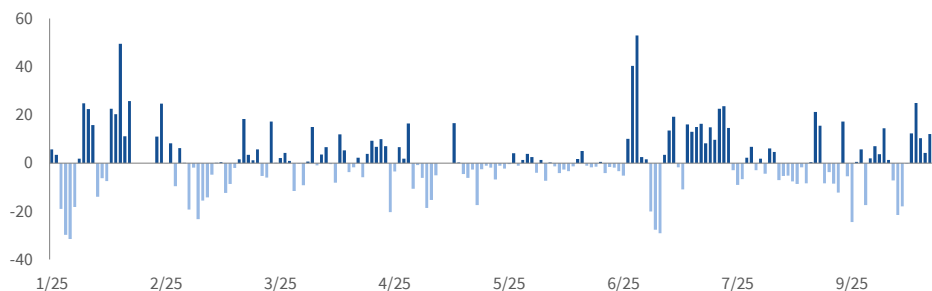
Source: Wifeed, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

Trong T9, NHNN tiếp tục bơm ròng. Lãi suất bình quân liên ngân hàng giảm nhẹ so với tháng trước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thanh khoản hệ thống sẽ gặp nhiều áp lực hơn khi tăng trưởng tín dụng kỳ vọng tăng mạnh trong những tháng cuối năm

Trong T9 2025, NHNN bơm ròng hơn 3 000 tỷ VND trên thị trường mở

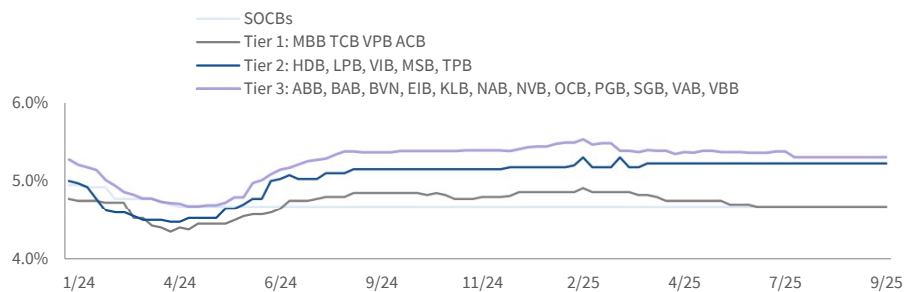
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày từ T1 2025-Nay [nghìn tỷ VND]



Source: Fiinpro-X, TMR

Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM giữ nguyên trong T9 so với T8

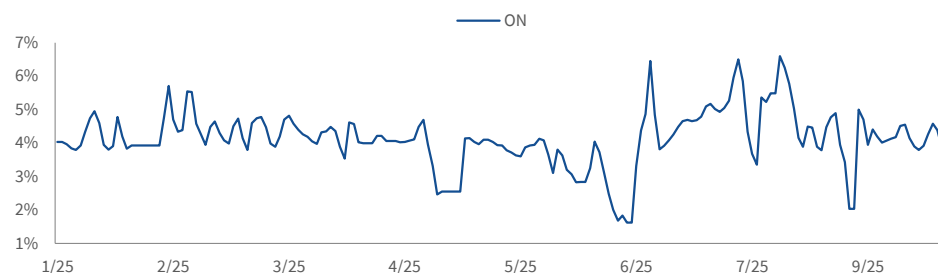
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các NHTM [%]



Source: Fiinpro-X, TMR

Lãi suất bình quân LNH dao động trong khoảng hẹp 3,9% - 4,5%

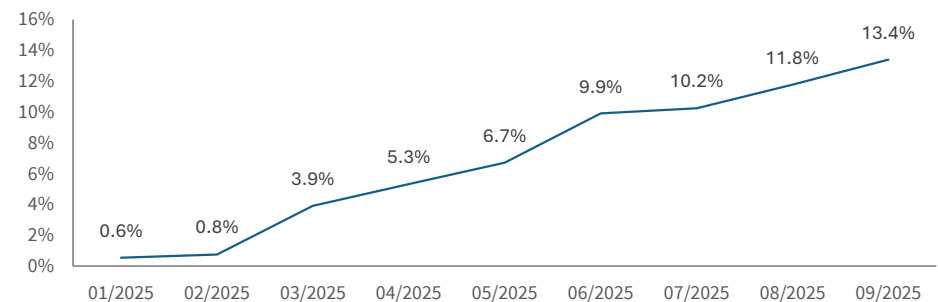
Lãi suất LNH các kỳ hạn từ T1 2025-Nay [%/năm]



Source: Fiinpro-X, TMR

Tăng trưởng tín dụng đến cuối tháng tháng 9 đạt 13,4%. NHNN dự kiến tăng trưởng tín dụng năm 2025 sẽ đạt khoảng 18 - 20%

Tăng trưởng tín dụng [YTD]



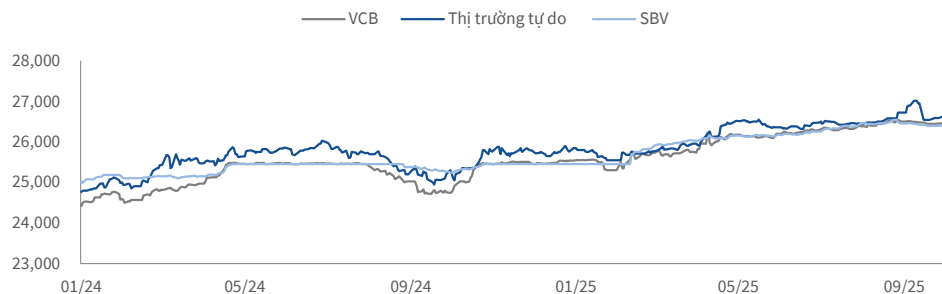
Source: Fiinpro-X, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ T9 2025

Áp lực tỷ giá USD/VND giảm trong tháng 9 khi Fed hạ lãi suất điều hành và NHNN triển khai bán ngoại tệ kỳ hạn tại thời điểm cuối tháng 8 và đầu tháng 10. Trong thời gian tới, mặc dù có yếu tố hỗ trợ từ nguồn kiều hối cuối năm, tỷ giá vẫn đối mặt với nhiều thách thức

Tỷ giá bình quân USD/VND giảm nhẹ trong tháng 9

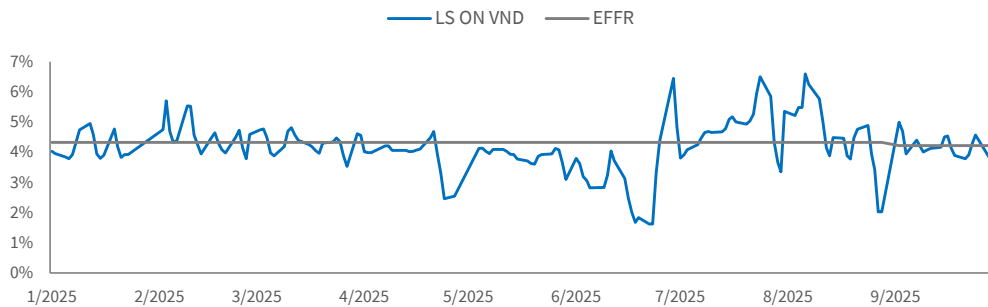
Tỷ giá bán USD/VND tại VCB, TT tự do, và NHNN từ T1 2024-Nay [VND]



Source: Fiinpro-X, TMR

Lãi suất liên ngân hàng dao động trong khoảng 4% - 4,5%

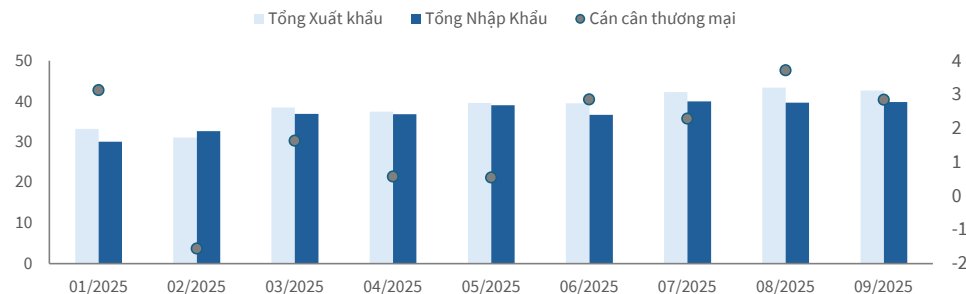
Lãi suất của hai đồng USD và VND [% YoY]



Source: Fiinpro-X, TMR

thặng dư thương mại đến thời điểm 9T 2025 giảm mạnh so với cùng kỳ, chỉ đạt 16,8 tỷ USD (kỳ 9T 2024 đạt 21,5 tỷ USD)

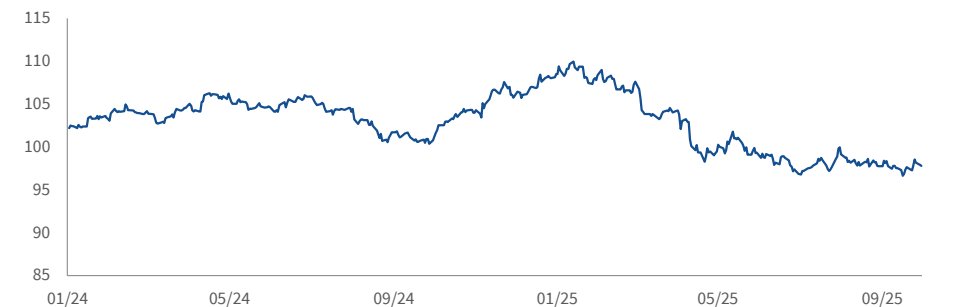
Kim ngạch xuất nhập khẩu theo [tỷ USD-cột trái] và thặng dư thương mại [tỷ USD-cột phải]



Source: Fiinpro-X, TMR

Chỉ số DXY ghi nhận mức giảm nhẹ trong T9 sau khi Fed cắt giảm lãi suất

Chỉ số DXY [điểm]



Source: WSJ, TMR

© 2025 CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THIÊN MINH (“THIÊN MINH RATING”)

Xếp hạng tín nhiệm (“XHTN”) của Thiên Minh Rating là những ý kiến về rủi ro tín dụng tương đối trong tương lai của một tổ chức phát hành hoặc một tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm. XHTN sẽ đánh giá các rủi ro cơ bản theo quy định của pháp luật Việt Nam (bao gồm nghị định 88/2014/NĐ-CP ngày 26 tháng 9 năm 2014 của chính phủ Việt Nam) về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm tùy từng thời điểm, xếp hạng tín nhiệm không giải quyết bất kỳ rủi ro nào khác, bao gồm nhưng không giới hạn ở rủi ro thanh khoản, rủi ro giá trị thị trường hoặc biến động giá cả.

Kết quả XHTN mang tính dự báo và dựa trên các giả định về diễn biến trong tương lai, do đó không thể được xác minh hoàn toàn tại thời điểm công bố. Ngay cả khi dữ liệu hiện tại đã được xác minh, kết quả xếp hạng vẫn có thể bị ảnh hưởng bởi các sự kiện hoặc yếu tố không lường trước.

Báo cáo XHTN, các đánh giá, ý kiến và tài liệu phát hành của Thiên Minh Rating không phải là tư vấn đầu tư tài chính và không bao hàm, ám chỉ hay hướng dẫn bất kỳ ai trong việc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, vốn góp hay công cụ nợ nào. Xếp hạng tín nhiệm cũng không đánh giá tính hợp lý của giá thị trường, sự phù hợp của công cụ nợ với nhà đầu tư cụ thể, hay các vấn đề liên quan khác. Thiên Minh Rating không tham gia vào hoạt động tư vấn phát hành, quản lý rủi ro, bảo lãnh phát hành hay phân phối với tổ chức được xếp hạng tín nhiệm hay tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm.

Khi đưa ra báo cáo kết quả xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác, TMR dựa trên dữ liệu thực tế nhận được từ khách hàng, các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin hợp pháp khác. TMR có thể tiến hành nhưng không bắt buộc quy trình đánh giá và xác minh thông tin được cung cấp. Tuy nhiên, mức độ đánh giá và xác minh của TMR thay đổi tùy theo bản chất của tổ chức phát hành hay công cụ nợ được xếp hạng, yêu cầu phân tích, đánh giá, thẩm định đầu tư, yêu cầu pháp lý, tính minh bạch của thông tin công khai, khả năng tiếp cận ban lãnh đạo và các xác minh từ bên thứ ba như báo cáo kiểm toán, báo cáo thẩm định, báo cáo kỹ thuật, ý kiến pháp lý và các tài liệu liên quan khác. TMR không đảm bảo tính chính xác hoặc đầy đủ tuyệt đối của tất cả thông tin sử dụng trong quá trình xếp hạng hoặc lập báo cáo. Trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của thông tin thuộc về tổ chức phát hành trong các tài liệu công bố.

TMR không cam kết rằng báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo sẽ đáp ứng mọi yêu cầu của người đọc. Xếp hạng của TMR là ý kiến về mức độ tín nhiệm của một tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Ý kiến này và các báo cáo khác của TMR dựa trên các tiêu chí và phương pháp đánh giá được thiết lập và TMR liên tục đánh giá, cập nhật phương pháp đó. Do đó, báo cáo xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác là sản phẩm của TMR mà không có một cá nhân hoặc nhóm cá nhân nào chịu trách nhiệm duy nhất về một báo cáo cụ thể này. Tất cả các báo cáo của TMR đều có sự đóng góp của nhiều tác giả. Một báo cáo xếp hạng tín nhiệm của TMR không phải là bản cáo bạch và không thay thế thông tin mà tổ chức phát hành cung cấp cho nhà đầu tư khi bán công cụ nợ.

Văn bản này, bao gồm tất cả nội dung, phân tích và tài liệu được trình bày ở đây, là tài sản độc quyền của Thiên Minh Rating và được bảo vệ bởi luật bản quyền hiện hành. Tất cả các quyền, quyền sở hữu và lợi ích trong và đối với báo cáo và nội dung của nó, bao gồm nhưng không giới hạn ở văn bản, đồ họa, dữ liệu và các tài sản trí tuệ khác, đều thuộc sở hữu hoặc cấp phép của Thiên Minh Rating. Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, phân phối hoặc truyền tải dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, bao gồm sao chụp, ghi âm hoặc lưu trữ điện tử, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của Thiên Minh Rating . Việc sử dụng, sao chép hoặc phân phối trái phép báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo này đều bị cấm và có thể vi phạm luật bản quyền, nhãn hiệu hoặc luật sở hữu trí tuệ khác. Bất kỳ việc sử dụng hoặc sửa đổi trái phép nội dung của báo cáo đều có thể dẫn đến hành động pháp lý. Tất cả các nhãn hiệu, nhãn hiệu dịch vụ và logo được sử dụng trong báo cáo này là tài sản của chủ sở hữu tương ứng.