

Sản xuất và đầu tư công bùng nổ, tỷ giá hạ nhiệt; áp lực nhu cầu vốn khi thanh khoản trên thị trường 2 cận kề

- **Sản xuất công nghiệp tiếp tục cải thiện tích cực trong T11 2025** do số lượng đơn đặt hàng mới và sản lượng sản xuất tăng. Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP tháng 11 tăng 10,8% YoY cho thấy hoạt động sản xuất giữ đà mở rộng khi tăng trưởng xuất khẩu vẫn giữ ở mức ổn định so với các tháng trước.
- **Tăng trưởng xuất khẩu T11 được thúc đẩy bởi khu vực FDI trong khi khu vực trong nước tiếp đà giảm.** Trong T11, kim ngạch xuất khẩu đạt 39,1 tỷ USD (+15,1% YoY) và nhập khẩu đạt 38 tỷ USD (+16,0% YoY).
- **Giải ngân đầu tư công bật tăng mạnh trong T11 2025 nhờ các biện pháp thúc đẩy tiến độ quyết liệt giai đoạn nước rút cuối năm, ghi nhận mức cao nhất kể từ tháng 8.** Giải ngân đầu tư công trong T11 đạt hơn 67 nghìn tỷ VND (+45% MoM), nâng lũy kế 11T 2025 lên mức 553 nghìn tỷ VND, hoàn thành 62% kế hoạch năm. Tuy nhiên, áp lực giải ngân do Thủ tướng đề ra cho giai đoạn cuối 2025 và T1/2026 vẫn còn rất lớn – mục tiêu giải ngân 360 nghìn tỷ VND đến hết T1 2026. Vốn FDI đăng ký T11 giảm 47,3% YoY, tiếp đà giảm từ H2 2025. Trong khi, vốn FDI giải ngân duy trì tăng trưởng ổn định trong T11 (+ 9,5% YoY).
- **Chỉ số CPI T11 2025 tăng 3,6% YoY, tăng 45 đcb so với tháng trước.** Đóng góp lớn nhất vào mức tăng này đến từ nhóm Nhà ở & VLXD (+1,2 đpt vào mức tăng của CPI T11) và Hàng ăn và Dịch vụ ăn uống (+1,1 đpt vào mức tăng của CPI T11), phản ánh áp lực chi phí sinh hoạt thiết yếu vẫn đang gia tăng.
- **Tăng trưởng tín dụng đạt 16,56% YTD tính đến 27/11.** Ngân hàng Nhà nước bơm ròng hơn 88 nghìn tỷ đồng trong T11. Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao trong T11 phản ánh áp lực huy động vốn của các ngân hàng phục vụ nhu cầu tín dụng cao trong giai đoạn cuối năm.
- **Tỷ giá USD/VND hạ nhiệt đầu tháng 12 sau đợt tăng nóng giữa tháng 11.** Từ mức đỉnh 27.900 VND/USD thiết lập trong tháng 11, tỷ giá tự do đã hạ nhiệt về 27.150 VND/USD tại thời điểm 9/12 nhờ chênh lệch lãi suất được nới rộng khi mặt bằng lãi suất trong nước gia tăng. Ngoài ra, quyết định hạ lãi suất của Fed trong tháng 12 dự kiến sẽ giúp giảm thiểu áp lực tỷ giá giai đoạn cuối năm.

Nguyễn Chí Dũng
+84 2 46 29 27 286 | dungnc@tmr.vn
Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Duy Tùng
+84 2 46 29 27 286 | tungnd@tmr.vn
Phó phòng, Khối Định chế Tài chính

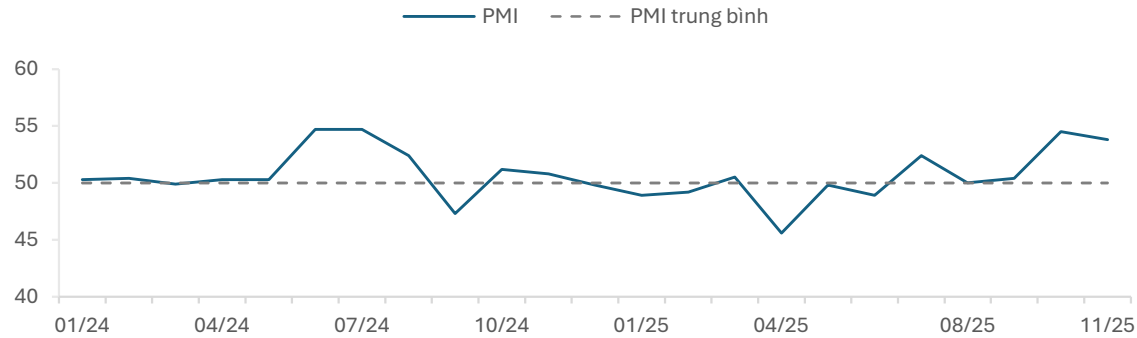
Nguyễn Anh Duy
+84 2 46 29 27 286 | duyna@tmr.vn
Giám đốc Nghiên cứu và Phân tích

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

Sản xuất công nghiệp tiếp tục mở rộng, trong khi chỉ số PMI duy trì vững chắc trong vùng tích cực. Sản lượng và đơn hàng mới tăng trưởng khả quan, thúc đẩy IIP tăng 10,8% so với cùng kỳ. Số lượng việc làm ghi nhận mức tăng mạnh nhất trong vòng 18 tháng.

Chỉ số PMI T11 2025 đạt 53,8 điểm, duy trì sát mức đỉnh T10 và là mức cao thứ hai được ghi nhận kể từ đầu năm 2025

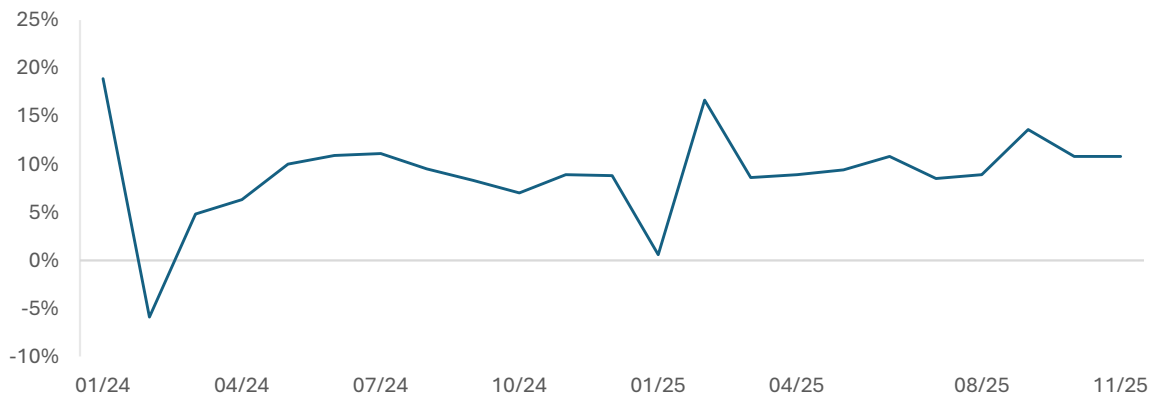
Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2024-Nay [điểm]



Nguồn: S&P Global, TMR

Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP T11 2025 tăng 10,8% YoY

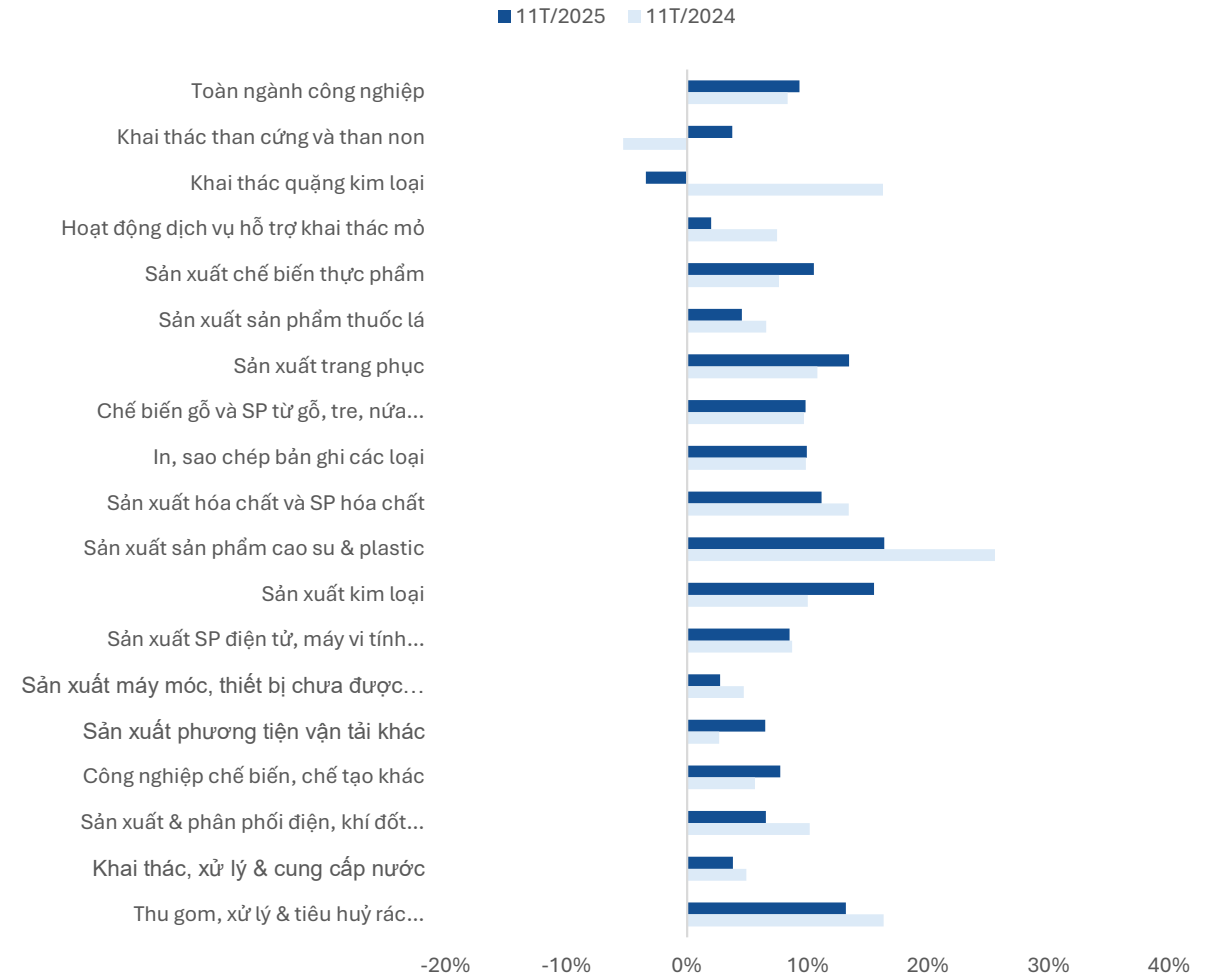
Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TMR

Ngành công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt, đóng góp tích cực vào đà tăng trưởng chung của sản xuất công nghiệp

Chỉ số IIP của Việt nam



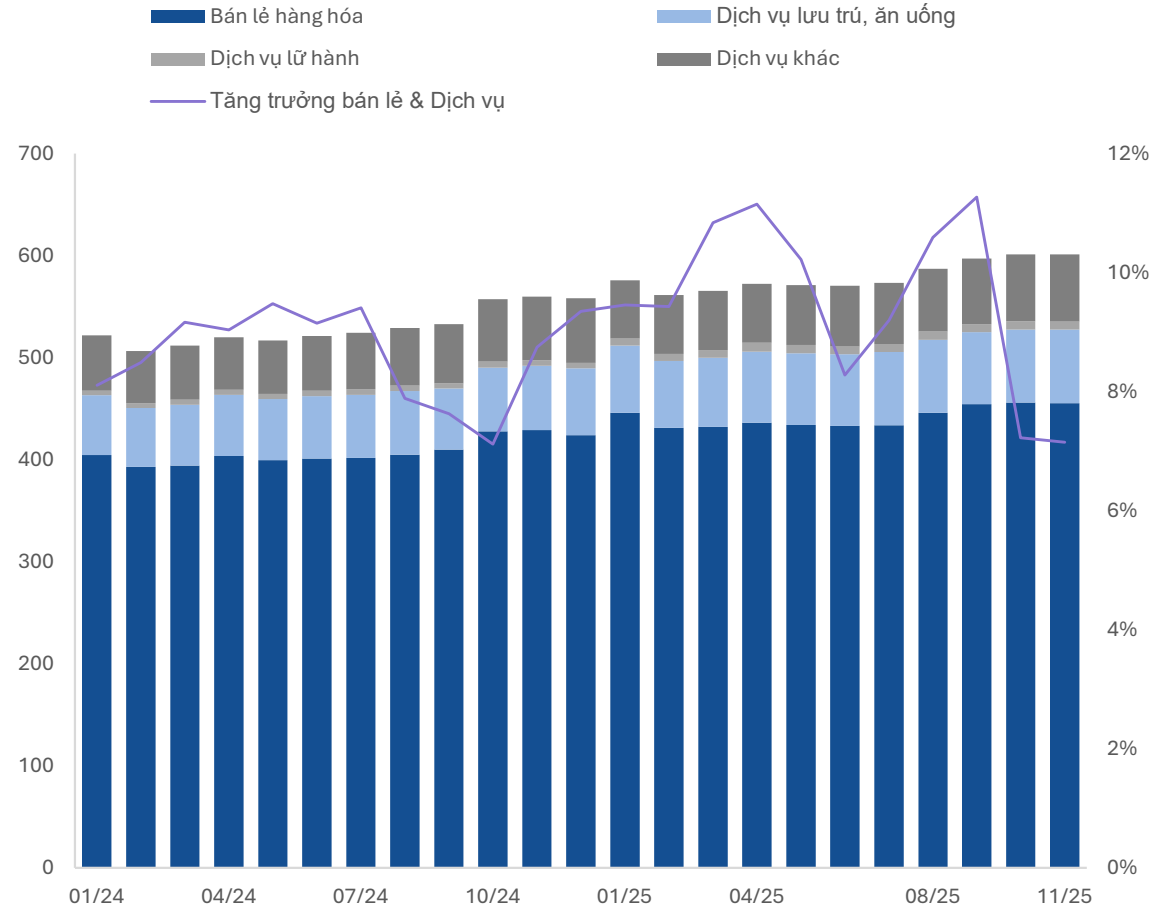
Nguồn: Fiinpro-X, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong T11 2025 tăng chậm lại so với các tháng trước do ảnh hưởng của mưa lũ, trong khi ngành du lịch tiếp tục đà tăng trưởng ấn tượng khi số lượt khách quốc tế đến Việt Nam ở mức cao trong T11.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong T11 2025 đạt 601 nghìn tỷ VND, tăng 7,1% so với cùng kỳ (YoY), ghi nhận mức tăng trưởng YoY thấp nhất trong 3 năm qua.

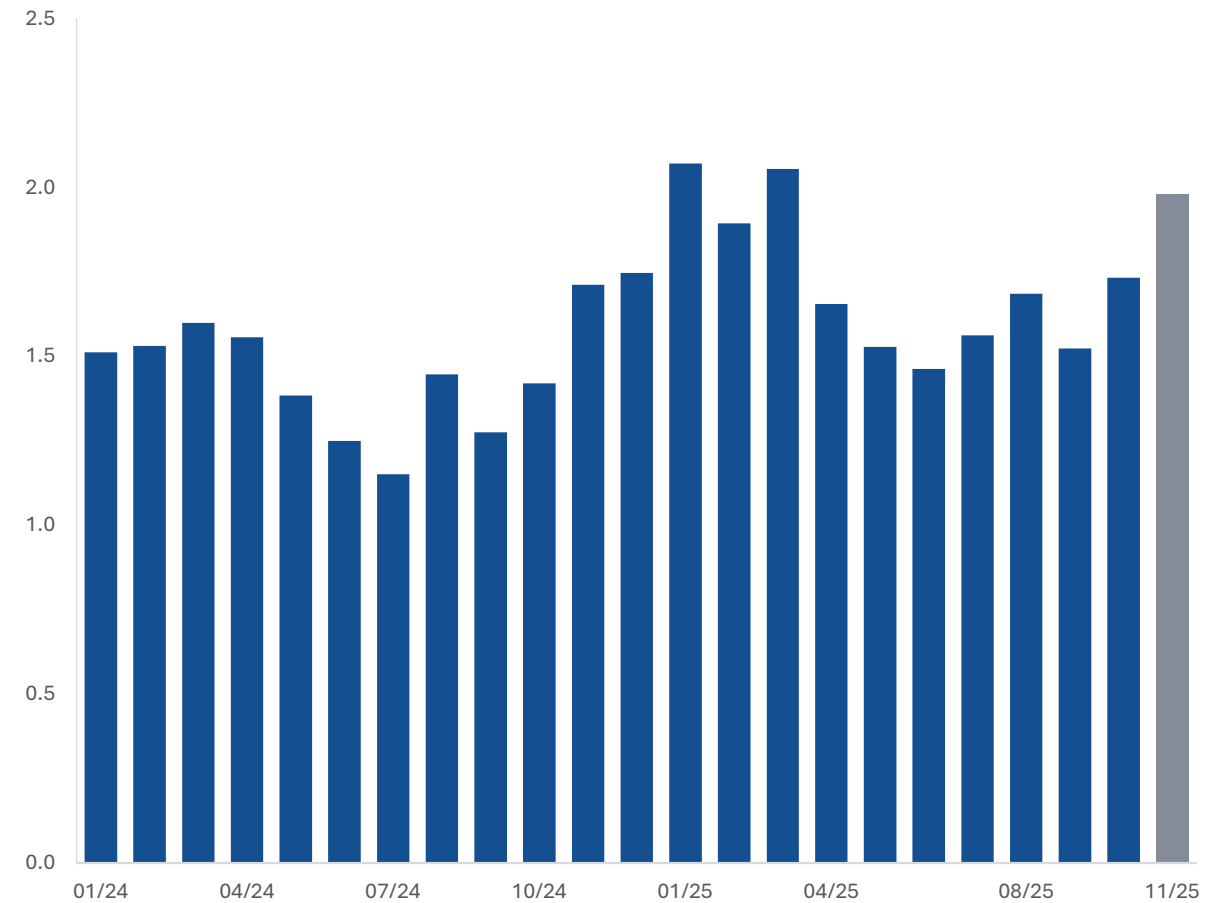
Doanh thu [Nghìn tỷ VND-cột trái] và tổng mức tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ [% YoY-cột phải]



Nguồn: GSO, TMR

Du lịch tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ấn tượng trong T11, khi số lượt khách quốc tế đến Việt Nam đạt 1,98 triệu lượt khách (+15,8% YoY). Lũy kế 11T 2025 đạt hơn 19,1 triệu lượt khách (+20,9% YoY)

Số lượt khách quốc tế đến Việt Nam [triệu lượt – cột trái]



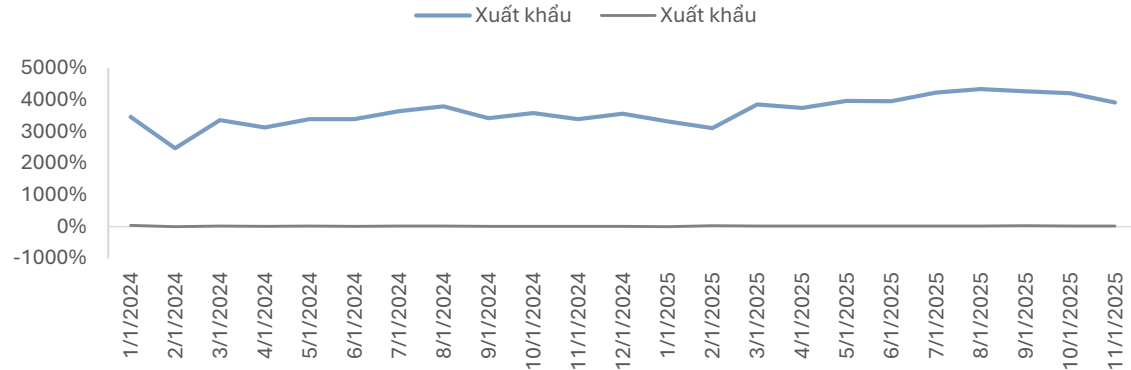
Nguồn: Cục Du lịch, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

Tăng trưởng xuất khẩu T11 2025 tiếp tục được dẫn dắt bởi khu vực FDI, củng cố triển vọng khả quan cho cả năm nhờ hiệu ứng tích trữ hàng hóa và nhu cầu thiết bị điện tử mạnh lên vào cuối năm

Kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu trong T11 2025 tiếp tục duy trì đà tăng trưởng hai con số, lần lượt đạt 39,1 tỷ USD (+15,1% YoY) và 38 tỷ USD (+16,0% YoY)

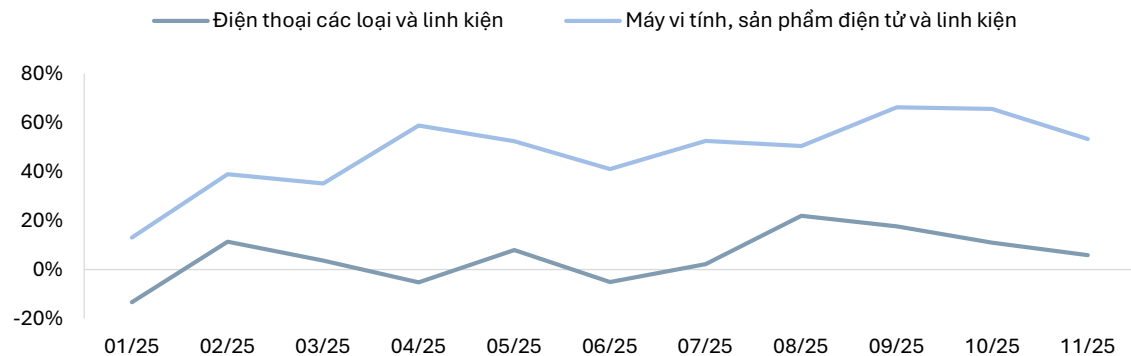
Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu theo tháng từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: Tổng cục hải quan, TMR

Trong T11, Máy vi tính & thiết bị điện tử tiếp tục là điểm sáng dẫn dắt tăng trưởng của khu vực xuất khẩu công nghệ, ghi nhận mức tăng ấn tượng +53,3% YoY, trong khi Điện thoại các loại và linh kiện vẫn duy trì đà tăng trưởng dương nhưng ở mức khiêm tốn +5,8% YoY

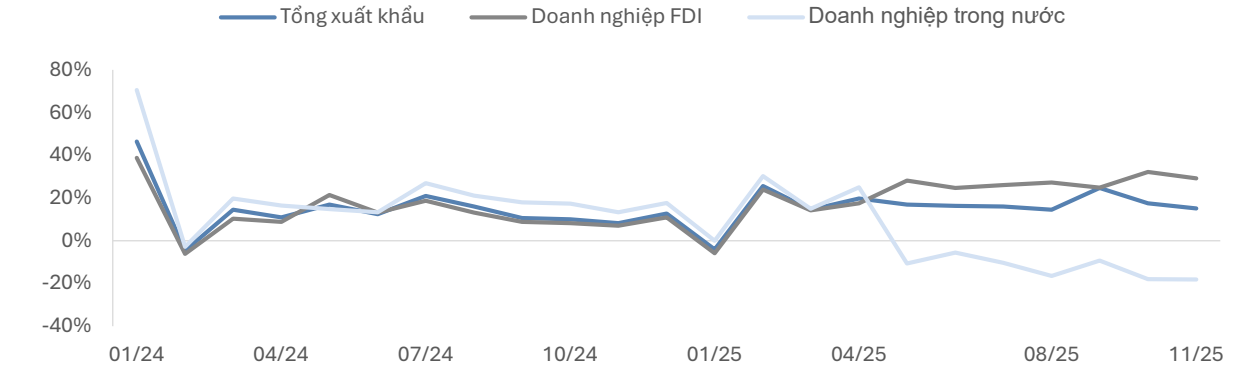
Tốc độ tăng trưởng svck [%YoY]



Nguồn: Fiipro-X, TMR

Tăng trưởng xuất khẩu trong T11 2025 được dẫn dắt hoàn toàn bởi khu vực FDI (+29,2% YoY), trong khi khu vực kinh tế trong nước vẫn chưa thoát khỏi đà giảm sâu (-18,2% YoY)

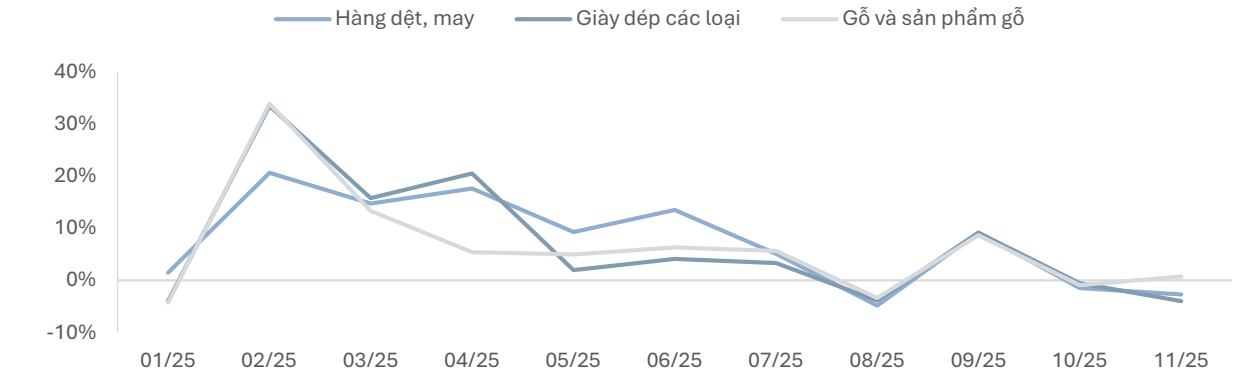
Tăng trưởng xuất khẩu theo nhóm doanh nghiệp T1 2024 - nay [% YoY]



Nguồn: Tổng cục hải quan, TMR

Áp lực suy giảm đè nặng lên các mặt hàng nội địa chủ lực khi giày dép và dệt may ghi nhận mức tăng trưởng âm lần lượt là -4,0% YoY và -2,7% YoY; điểm sáng duy nhất đến từ gỗ và sản phẩm gỗ đảo chiều tăng nhẹ +0,7% YoY, chủ yếu đến từ hiệu ứng mùa vụ và chu kỳ tồn kho

Tốc độ tăng trưởng svck [%YoY]



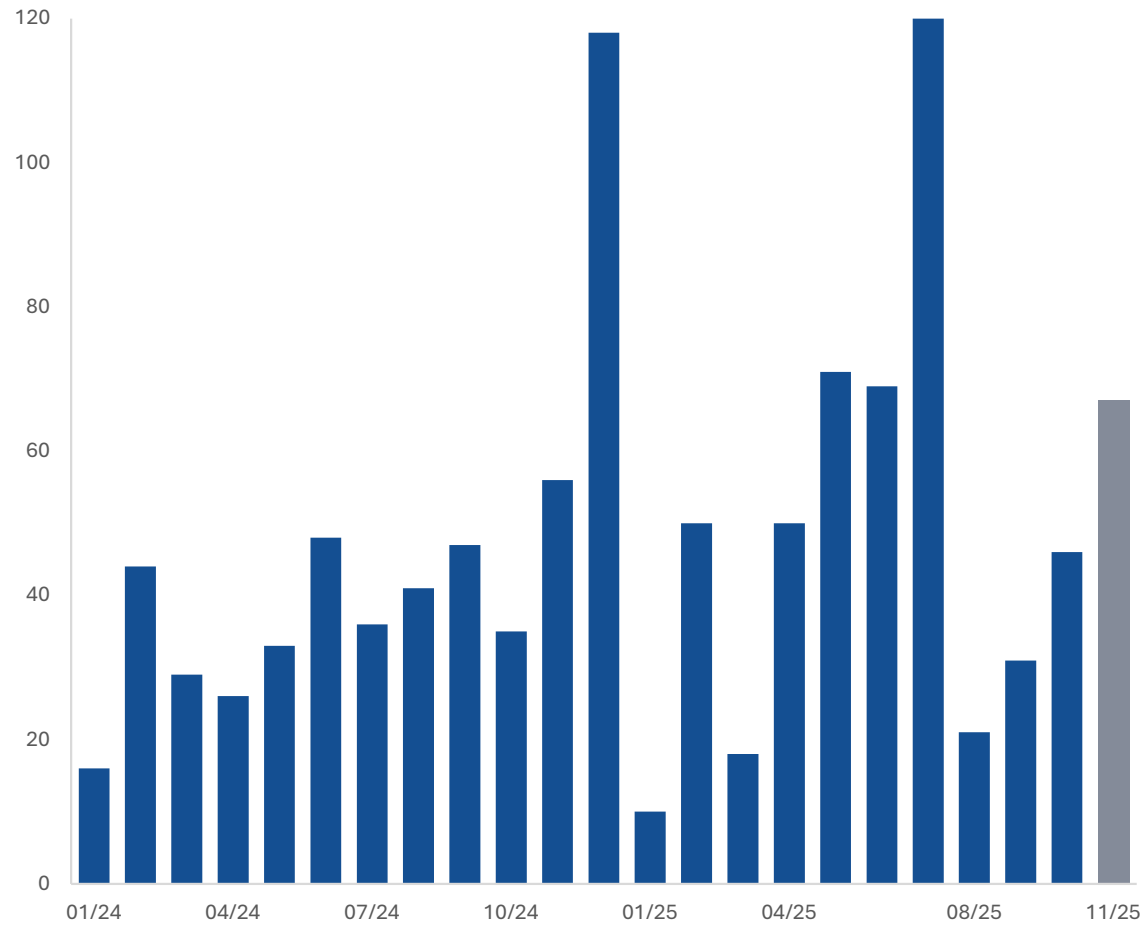
Nguồn: Fiipro-X, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

Giải ngân đầu tư công trong tháng 11 ước đạt hơn 67 nghìn tỷ VND, nâng mức giải ngân 11T 2025 lên mức 553 nghìn tỷ VND, tương đương 62% kế hoạch Thủ tướng đề ra

Giải ngân đầu tư công bật tăng mạnh trong T11 2025 nhờ các biện pháp thúc đẩy tiến độ quyết liệt giai đoạn nước rút cuối năm, ghi nhận mức cao nhất kể từ tháng 8

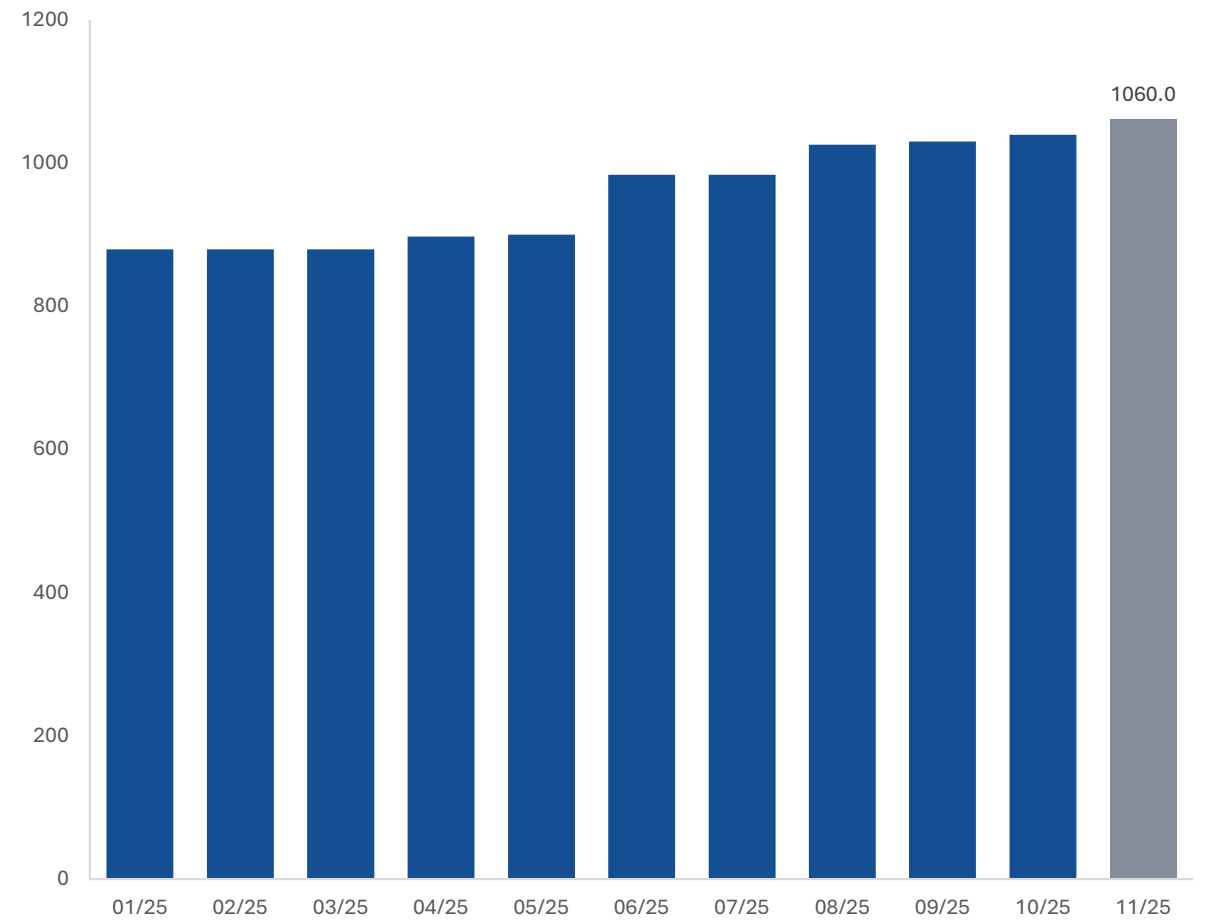
Ước giải ngân đầu tư công [Nghìn tỷ VND]



Nguồn: Bộ Tài chính, TMR

TMR dự báo giải ngân đầu tư công cả năm 2025 sẽ chỉ đạt khoảng 85% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Một phần nguyên nhân chính không đạt kế hoạch đề ra do bão lũ làm gián đoạn thi công, khiến lũy kế 11 tháng mới đạt 62% kế hoạch, ngay cả khi kết quả thực hiện tháng 11 đã cải thiện +45% MoM.

Kế hoạch giải ngân đầu tư công trong năm 2025 [Nghìn tỷ VND – cột trái]



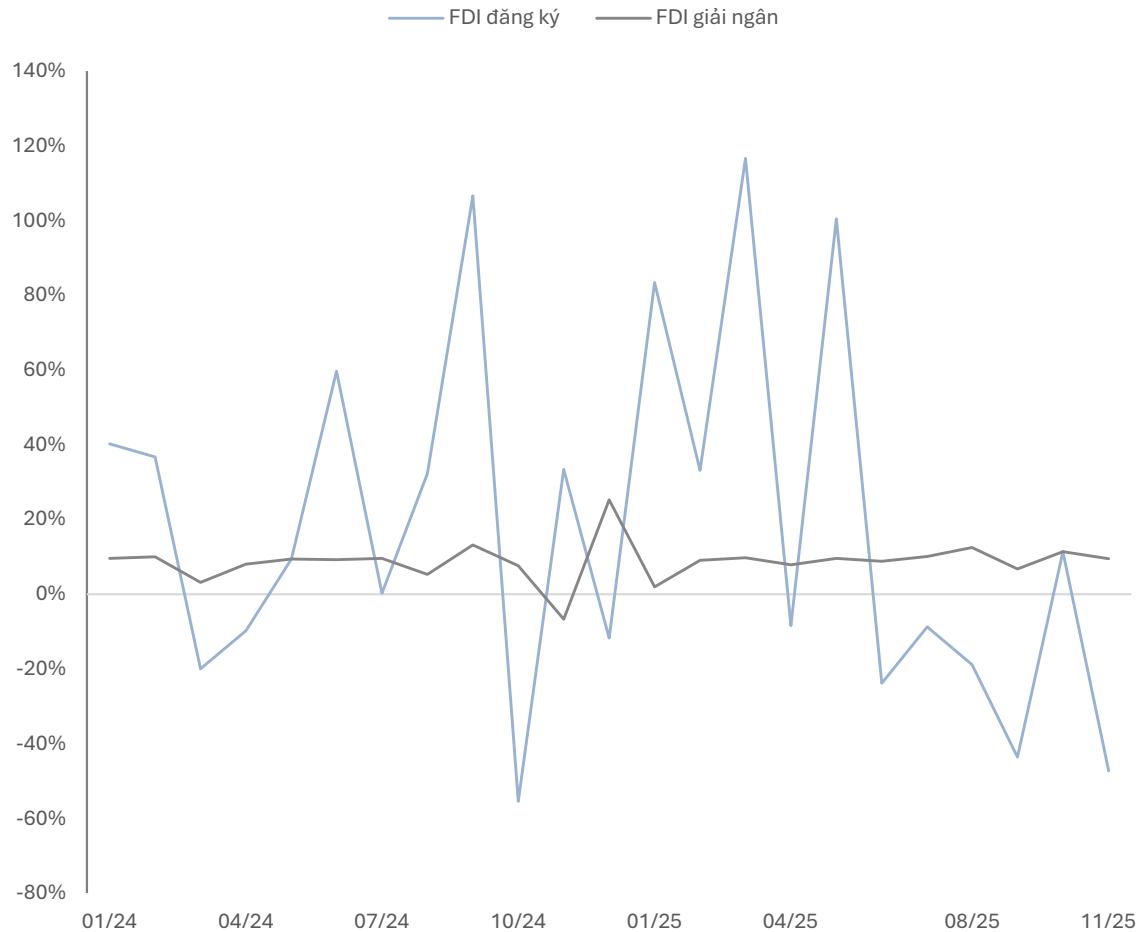
Nguồn: Bộ Tài chính, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

Vốn FDI đăng ký tháng 11 giảm 47,3% YoY, tiếp đà giảm từ H2 2025 do xu hướng thận trọng của các nhà đầu tư nước ngoài trước các chính sách thuế quan của Mỹ trong năm từ đầu năm tới T8/2025. Vốn FDI giải ngân tiếp tục duy trì mức tăng 9,5% YoY trong tháng 11 nhờ tiến độ triển khai tích cực của các dự án công nghiệp trọng điểm.

Vốn FDI giải ngân hàng tháng trong năm 2025 vẫn duy trì mức tăng trên 8% YoY

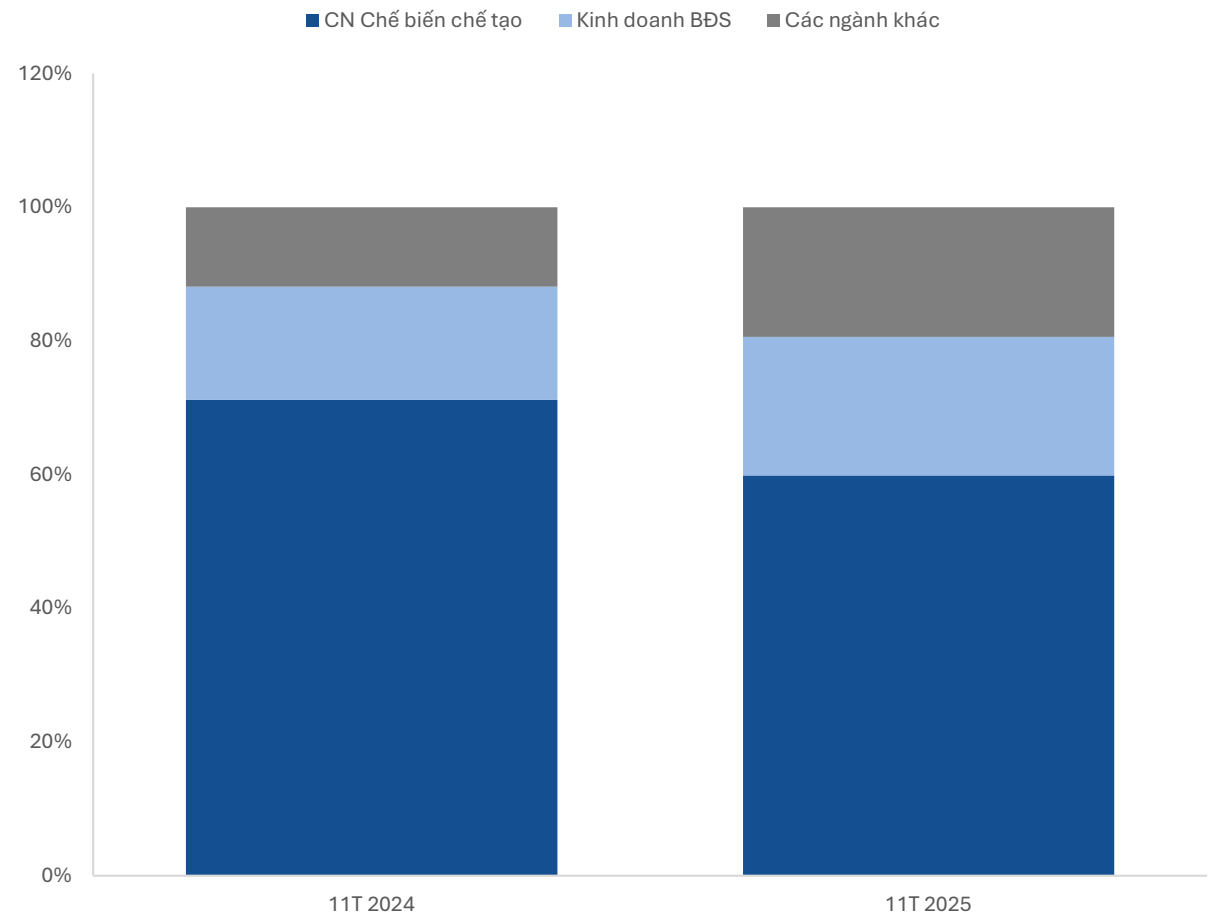
Tăng trưởng dòng vốn FDI đăng ký và giải ngân theo tháng từ T1 2024-Nay [% YoY]



Nguồn: Fiipro-X, TMR

Trong tổng vốn đăng ký 11T 2025, ngành công nghiệp Chế biến & chế tạo vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất (59,9%), sau là đến kinh doanh BĐS (20,7%)

Tỷ trọng các nhóm ngành trong tổng vốn FDI đăng ký 11T 2025 [%]



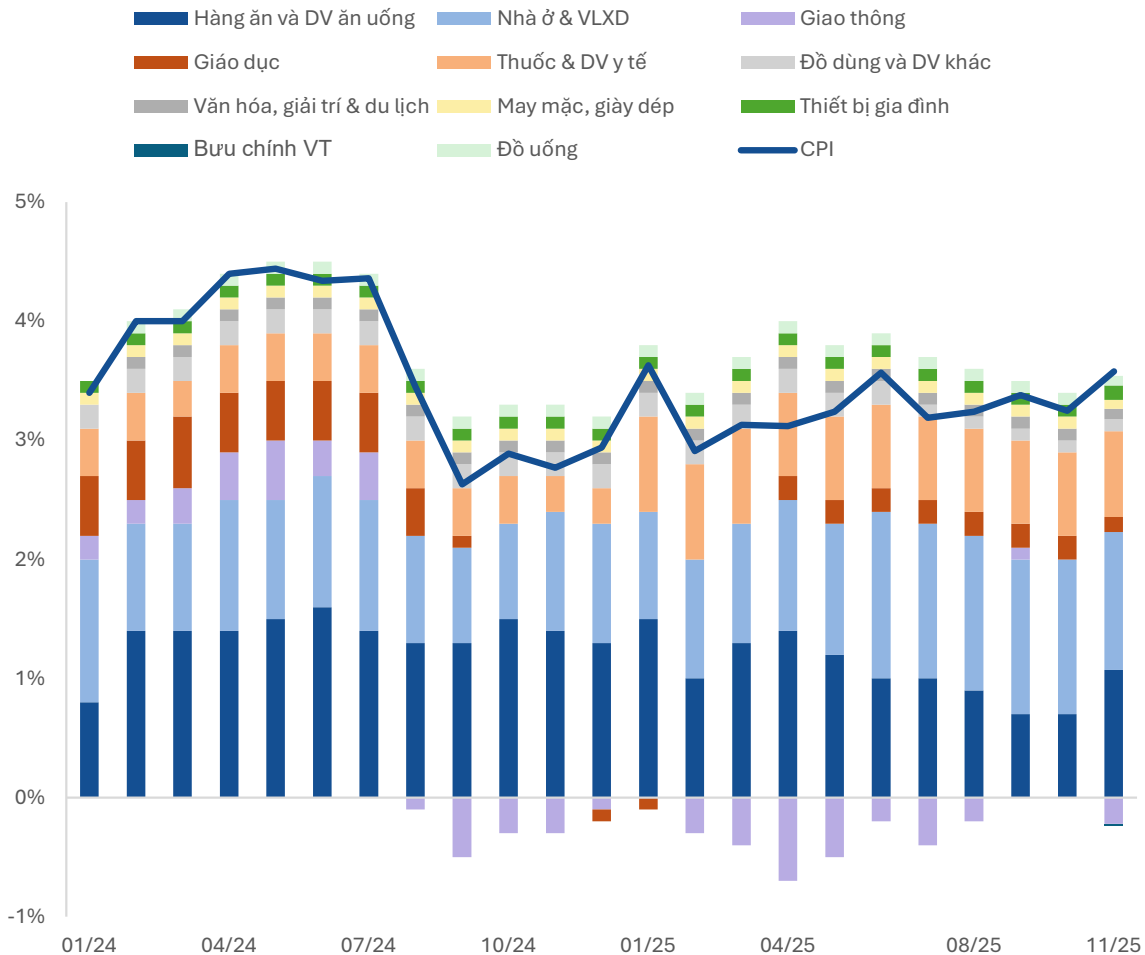
Nguồn: GSO, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

Chỉ số CPI T11 2025 tăng 3,6% YoY, tăng 45 đcb so với tháng trước; đóng góp lớn nhất vào mức tăng này đến từ nhóm Nhà ở & VLXD (+1,2 đpt vào mức tăng của CPI T11) và Hàng ăn và Dịch vụ ăn uống (+1,1 đpt vào mức tăng của CPI T11)

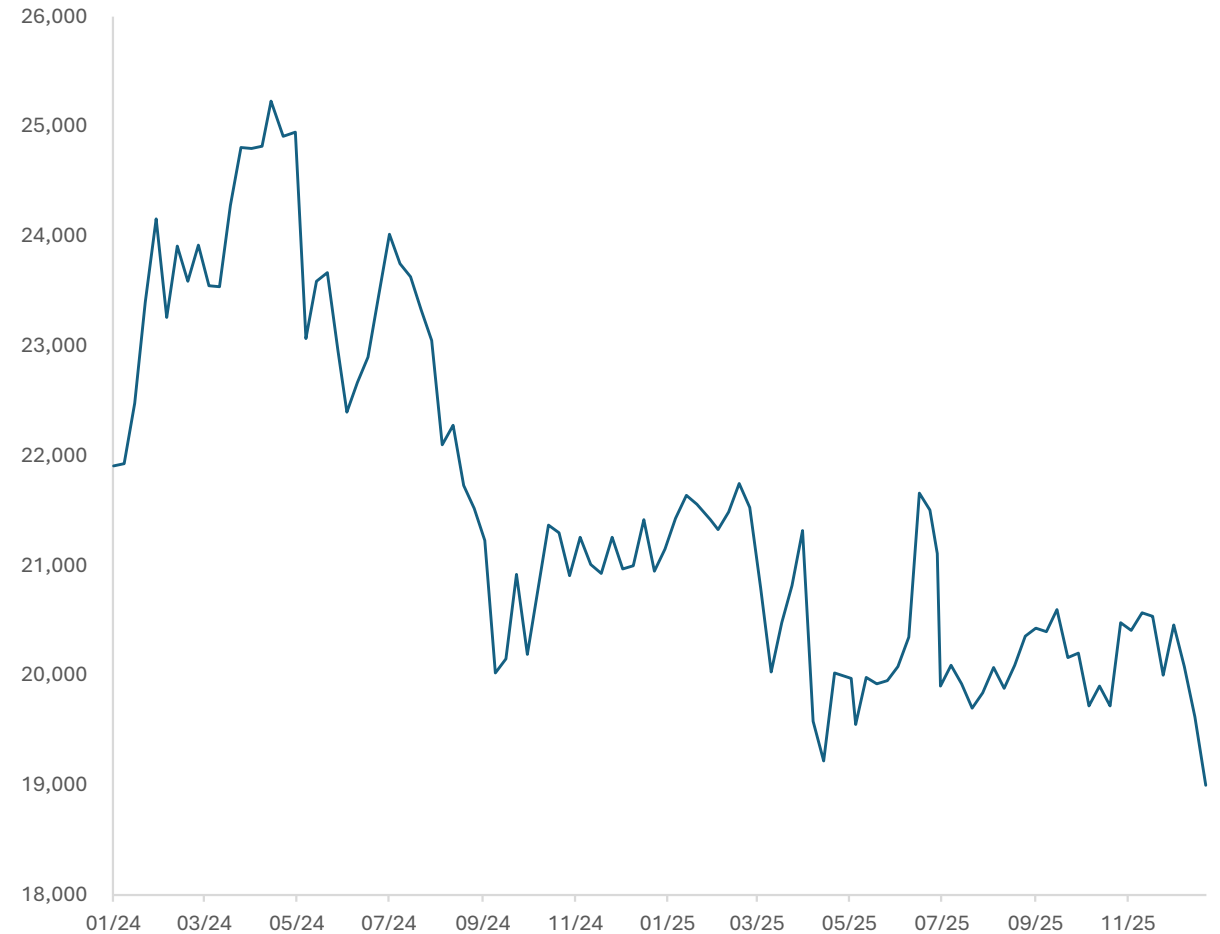
CPI nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 3,29% YoY trong T11 do ảnh hưởng bởi mưa bão làm gián đoạn nguồn cung thực phẩm. CPI nhóm Nhà ở & VLXD tăng 5,73% YoY trong T11 khi giá thuê nhà tăng theo mặt bằng giá bất động sản.

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



Giá xăng biến động trái chiều, tăng nhẹ giữa tháng nhưng giảm mạnh về cuối tháng

Giá xăng Ron95-III vùng 2 trong nước từ T1 2024-Nay [VND]



Nguồn: Fiinpro-X, TMR

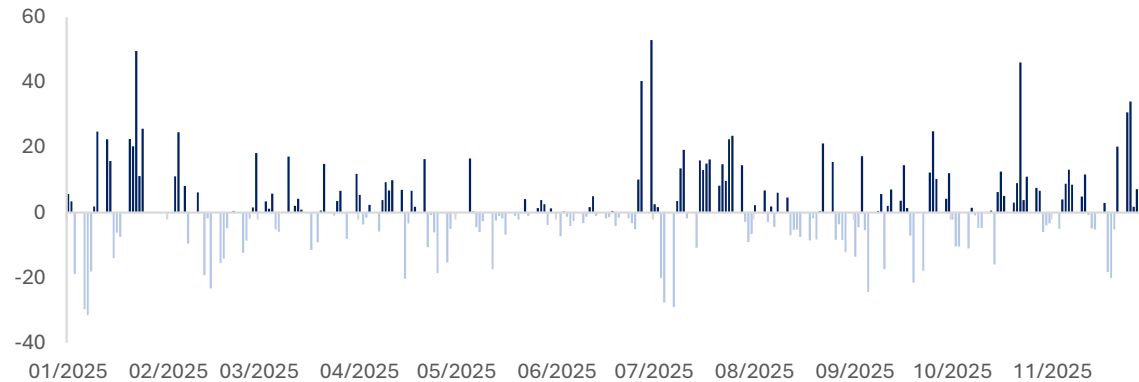
Nguồn: Wifeed, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

NHNN tăng cường hỗ trợ thanh khoản khi bơm ròng hơn 88 nghìn tỷ đồng trong tháng 11, gấp hơn hai lần mức 40 nghìn tỷ đồng của tháng 10. Dù vậy, lãi suất liên ngân hàng vẫn neo cao do áp lực cầu tín dụng mùa cao điểm.

NHNN bơm ròng hơn 88 nghìn tỷ VND trong tháng 11

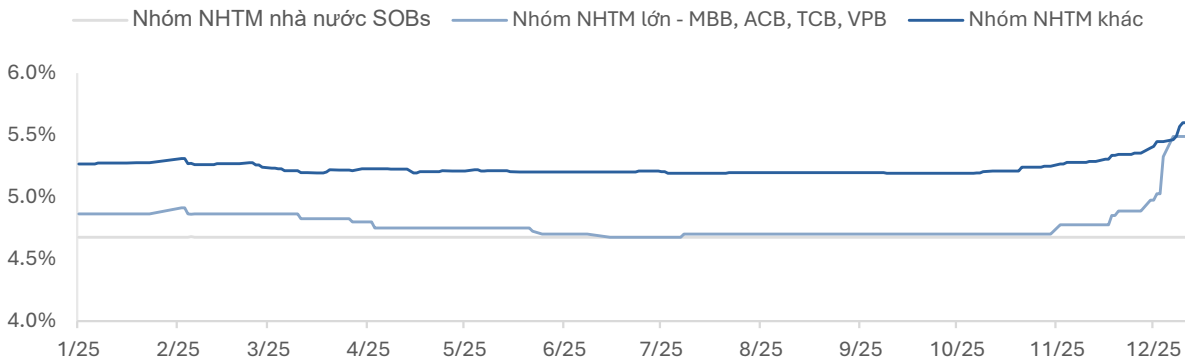
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày từ T1 2025-Nay [nghìn tỷ VND]



Nguồn: Fiinpro-X, TMR

Lãi suất tiền gửi tại hầu hết các nhóm NHTM tăng đối với kỳ hạn 12 tháng nhằm cải thiện thanh khoản hệ thống trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng đang bất ổn

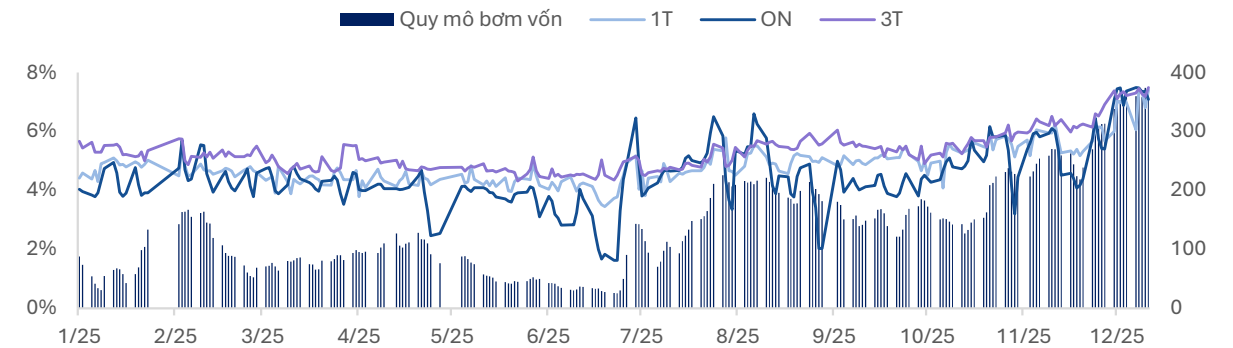
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các NHTM [%]



Nguồn: Fiinpro-X, TMR

Lãi suất bình quân LNH tăng mạnh khi thanh khoản ở thị trường 2 cận kiệt

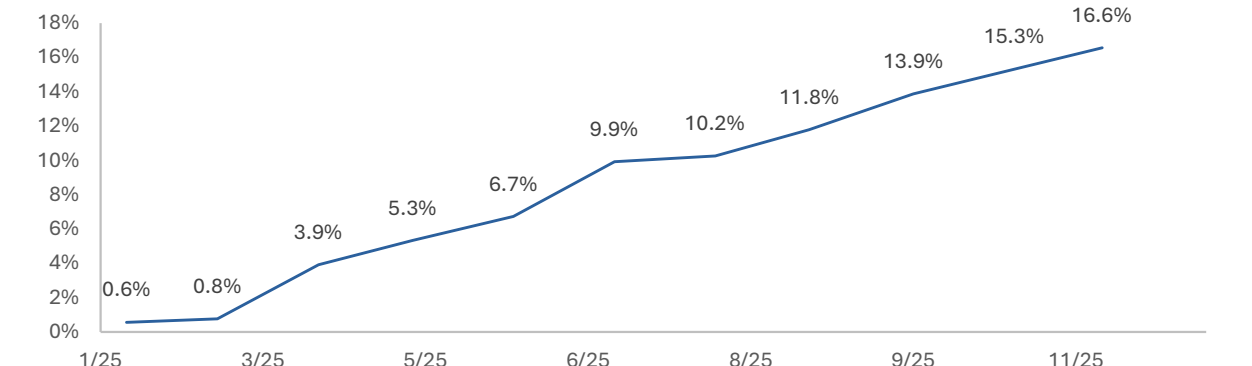
Lãi suất LNH các kỳ hạn từ T1 2025-Nay [%/năm]



Nguồn: Fiinpro-X, TMR.

Tính đến 27/11, tín dụng toàn hệ thống ghi nhận mức tăng 16,56% YTD. Đà tăng trưởng trong quý 4 phản ánh nhu cầu vốn tăng cao mang tính chu kỳ vào giai đoạn cuối năm

Tăng trưởng tín dụng [% YTD]



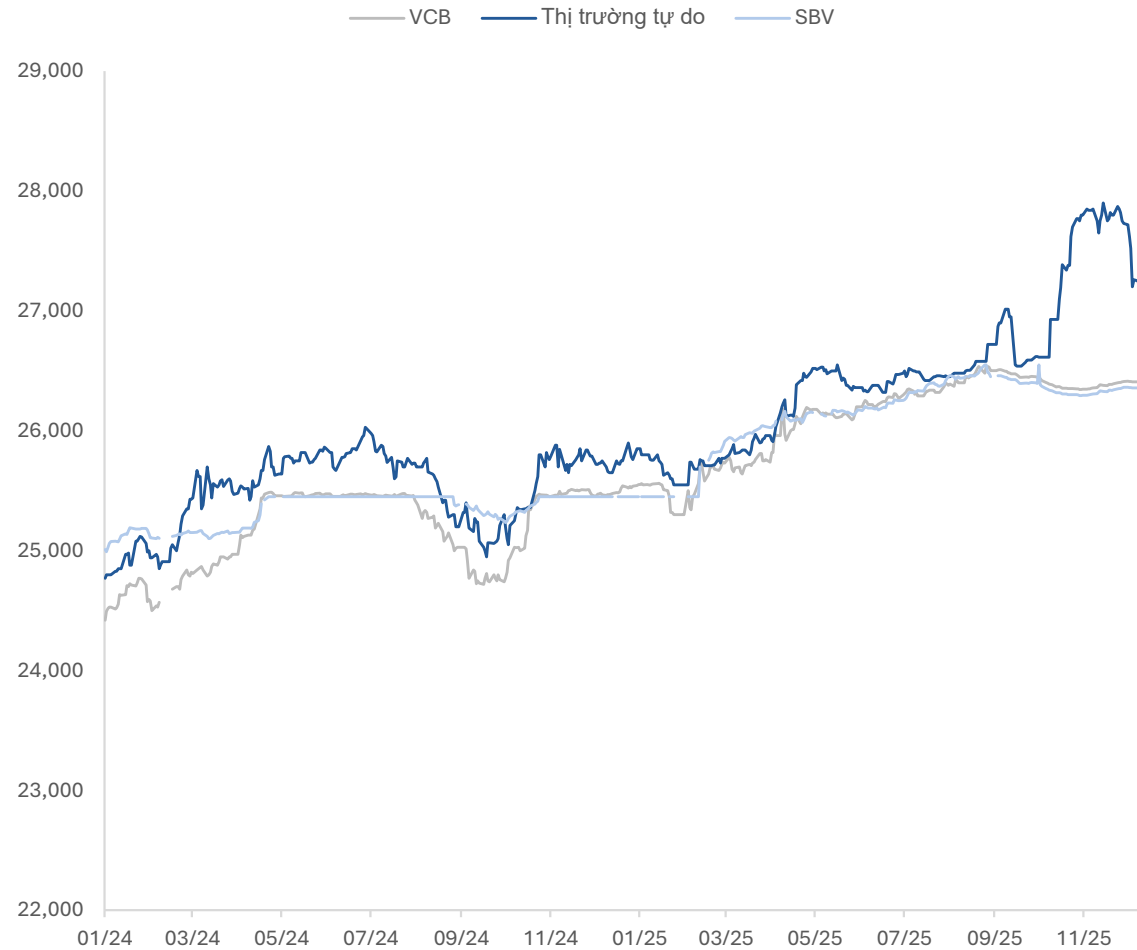
Nguồn: Fiinpro-X, TMR

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ – THÁNG 11/2025

Tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tăng mạnh trong T11 2025, sau đó hạ nhiệt vào đầu tháng 12. Quyết định hạ lãi suất của Fed trong tháng 12 dự kiến sẽ giúp giảm áp lực tỷ giá giai đoạn cuối năm; dự báo tỷ giá bình quân 2025 tăng 3,5% YoY.

Tỷ giá USD/VND hạ nhiệt sau đợt biến động mạnh giữa tháng 11 nhờ mặt bằng lãi suất ở cả thị trường 1 & 2 trong nước gia tăng và quyết định hạ lãi suất của Fed

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



Nguồn: Fiipro-X, TMR

Chỉ số DXY duy trì sức mạnh trong tháng 11 nhờ nền kinh tế Mỹ tiếp tục thể hiện sự vượt trội so với các khu vực khác (như EU, Trung Quốc), được thúc đẩy bởi dòng vốn đầu tư mạnh vào công nghệ và AI.

Chỉ số DXY từ T1 2024 - Nay [điểm]



Nguồn: Wifeed, 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 những 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.