

Báo cáo vĩ mô tháng 11/2025

**“TIÊU DÙNG TRONG NƯỚC
CÒN YẾU,
ĐỘNG LỰC TỪ KHU VỰC
NƯỚC NGOÀI”**

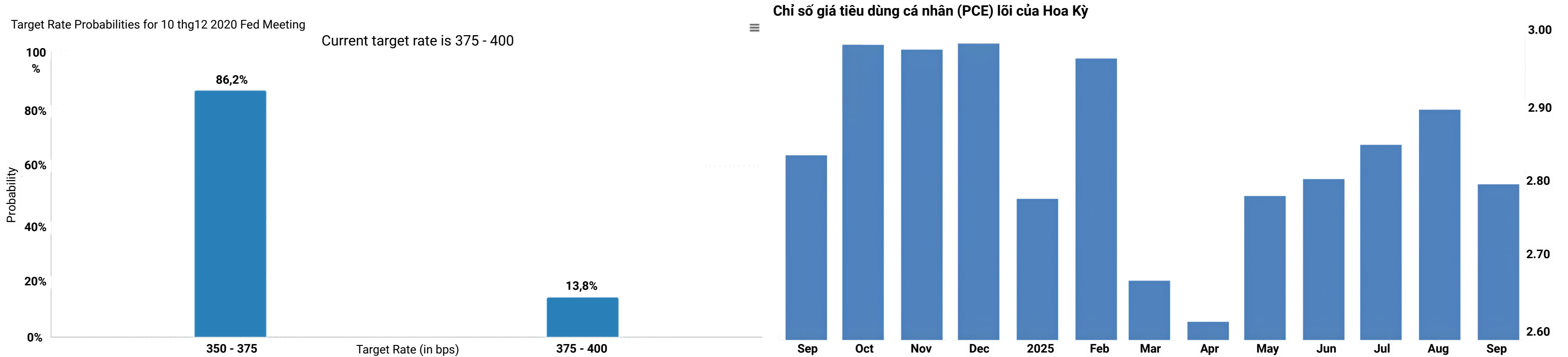


THẾ GIỚI

- Kỳ họp tiếp theo của FED diễn ra vào ngày 10, 11/12, Theo công cụ dự báo lãi suất CME, 86% xác suất FED sẽ hạ thêm 25 điểm phần trăm trong kỳ họp này
- Chỉ số giá tiêu dùng cá nhân lõi (core PCE) của Mỹ hạ nhiệt trong tháng 9 cho thấy dấu hiệu tích cực trong cuộc chiến chống lạm phát, giúp FED có thêm động lực để hạ thêm lãi suất hỗ trợ kinh tế.

TRONG NƯỚC

- Hoạt động **sản xuất tiếp tục có thêm dấu hiệu phục hồi**, PMI tháng 11 đạt 53,8 điểm, thấp hơn 54,5 điểm của tháng 10 nhưng vẫn nằm vững trên ngưỡng 50 điểm cho thấy các điều kiện kinh doanh tiếp tục cải thiện và ngành sản xuất duy trì đà phục hồi tháng thứ 5 liên tiếp. Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP tháng 11 cũng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số so với cùng kỳ, lũy kế 11 tháng đầu năm tăng trưởng 9,3% svck năm trước.
- Hoạt động **tiêu dùng trong nước tăng trưởng ở mức thấp và cách xa mục tiêu tăng trưởng 2 con số trước đại dịch**. Lũy kế 11 tháng tổng mức bán lẻ chỉ tăng 7,9% tổng mức tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tích cực hơn đạt 9,1% nhờ hoạt động du lịch và lưu trú, ăn uống
- **Xuất khẩu vẫn tăng trưởng 2 con số (15%)** nhưng tiếp tục phân hoá mạnh khi khối doanh nghiệp FDI xuất khẩu tăng mạnh trong khi **khu vực doanh nghiệp trong nước suy giảm đến 18%**
- FDI giải ngân tăng trưởng tốt, tuy nhiên vốn đăng ký tháng 11 giảm mạnh so với kỳ năm 2024. Lũy kế số liệu giải ngân và đăng ký mới FDI đều tăng trưởng svck.
- **Lũy kế 11 tháng giải ngân vốn đầu tư công đạt 60,6% kế hoạch thủ tướng chính phủ giao**, cao hơn cùng kỳ năm 2024 (58,2%), về số tuyệt đối cao hơn khoảng 155,7 nghìn tỷ , tuy nhiên mức này cách xa mục tiêu giải ngân 100% kế hoạch vốn trong năm nay
- **Lũy kế 11 tháng tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng mạnh 20,9%**
- Lãi suất liên ngân hàng tăng lên mức cao nhất 3 năm trong đầu tháng 12 lên 7,5%, đồng thời lần đầu sau hơn 14 tháng, NHNN nâng lãi suất OMO thêm 0,5% lên 4,5%



Chỉ số giá tiêu dùng cá nhân (PCE) lõi loại trừ giá năng lượng và thực phẩm tăng 0,2% trong tháng và 2,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Mức tăng theo năm thấp hơn 0,1 điểm phần trăm so với dự báo và giảm so với mức 2,9% của tháng 8.

Trong khi đó chỉ số PCE toàn phần tăng 0,3% trong tháng và 2,8% theo năm đúng như kỳ vọng.

Cùng số liệu trong tháng 9, tỷ lệ thất nghiệp cũng tăng vọt lên 4,4% cao hơn 0.1 điểm phần trăm so với tháng 8 và là con số cao nhất kể từ tháng 19/2021

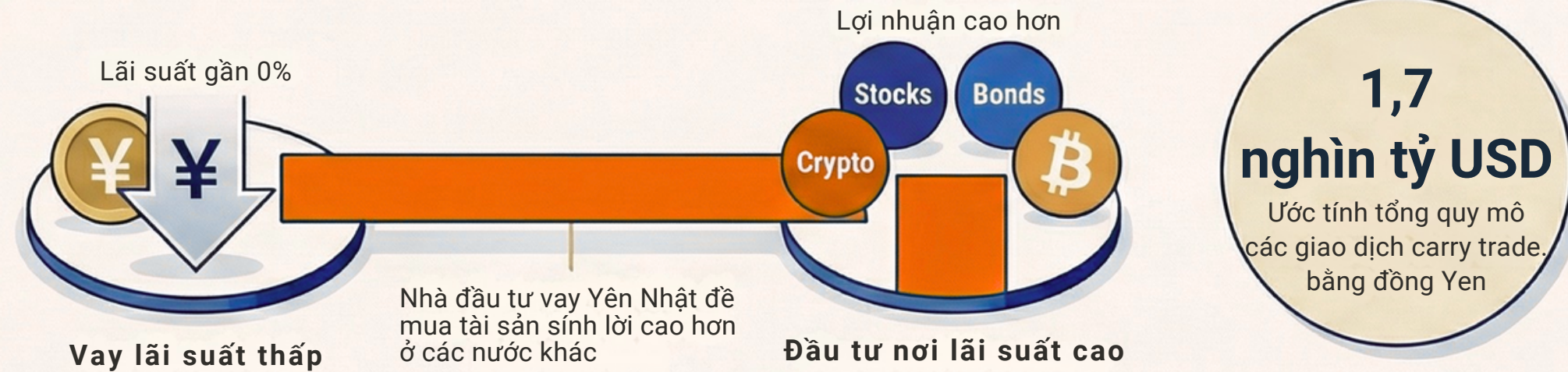
Nhìn vào những số liệu có thể đánh giá nhanh tỷ lệ lạm phát đang bắt đầu hạ nhiệt trong khi kinh tế vẫn gặp khó khăn, đây là những tín hiệu củng cố khả năng hạ lãi suất trong kỳ họp tiếp theo của FED. Tuy nhiên số liệu về việc làm mạnh lên trong tháng 9 lại cho thấy kỳ vọng hạ lãi suất sẽ chậm lại khi các doanh nghiệp Mỹ tuyển dụng thêm 119.000 lao động gấp đôi so với dự báo của các chuyên gia kinh tế tham gia khảo sát của Dow Jones.

Đánh giá: Mặc dù khảo sát của CME cho thấy cơ hội hạ lãi suất của FED trong kỳ họp tới là rất cao, tuy nhiên khảo sát này không phải lúc nào cũng chính xác 100% vì chỉ số chỉ phản ánh kỳ vọng của thị trường dựa trên các thông tin có sẵn và thông tin đó liên tục thay đổi. Việc **FED hạ lãi suất trong kỳ họp này sẽ áp lực tỷ giá lên đồng VNĐ bất căng thẳng**, tuy nhiên mức lạm phát hiện tại của Mỹ vẫn là tương đối cao do vậy **định hướng về tốc độ hạ lãi suất của FED mới thực sự là điều quan trọng**. Thị trường cũng đã có một giai đoạn phục hồi phản ánh kỳ vọng của giới đầu tư vào triển vọng hạ lãi suất trong tháng 12 của FED, do vậy thông tin hạ lãi suất có thể sẽ không có tác động quá mạnh đến xu hướng tăng giá của thị trường.

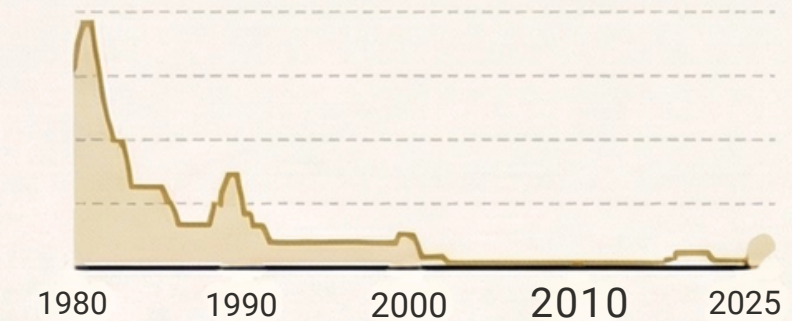
RỦI RO QUỐC TẾ ĐẾN TỪ VIỆC NHẬT BẢN TĂNG LÃI SUẤT

Trong ngày 19/12/2025 Ngân hàng TW Nhật Bản (BoJ) họp bàn về lãi suất. Nếu tốc độ lãi suất tại Nhật Bản tăng nhanh, đồng Yên mạnh lên nhanh sẽ buộc các quỹ đầu cơ và nhà đầu tư Nhật tháo gỡ carry trade vay Yên mua tài sản ngoại. Hậu quả là thị trường có thể chứng kiến rủi ro biến động tiêu cực mạnh h tương tự tháng 8/2024.

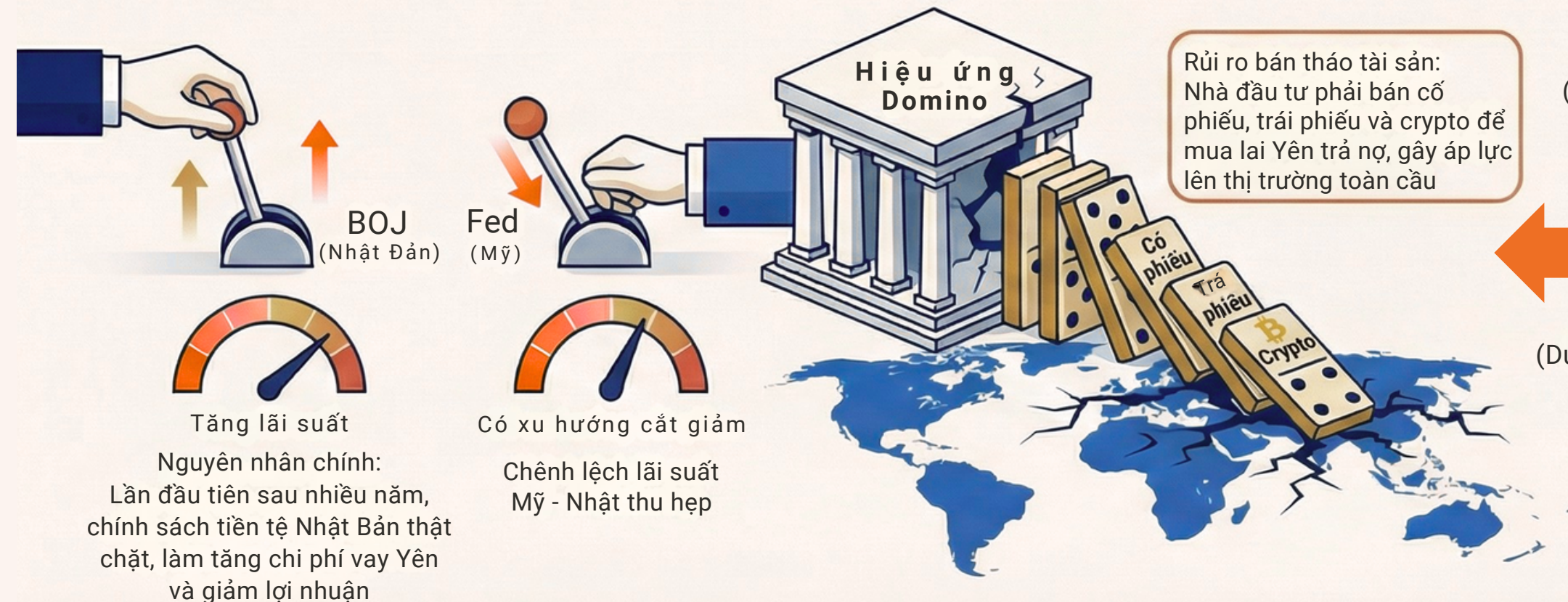
Giao Dịch Carry Trade Đồng Yên là gì?



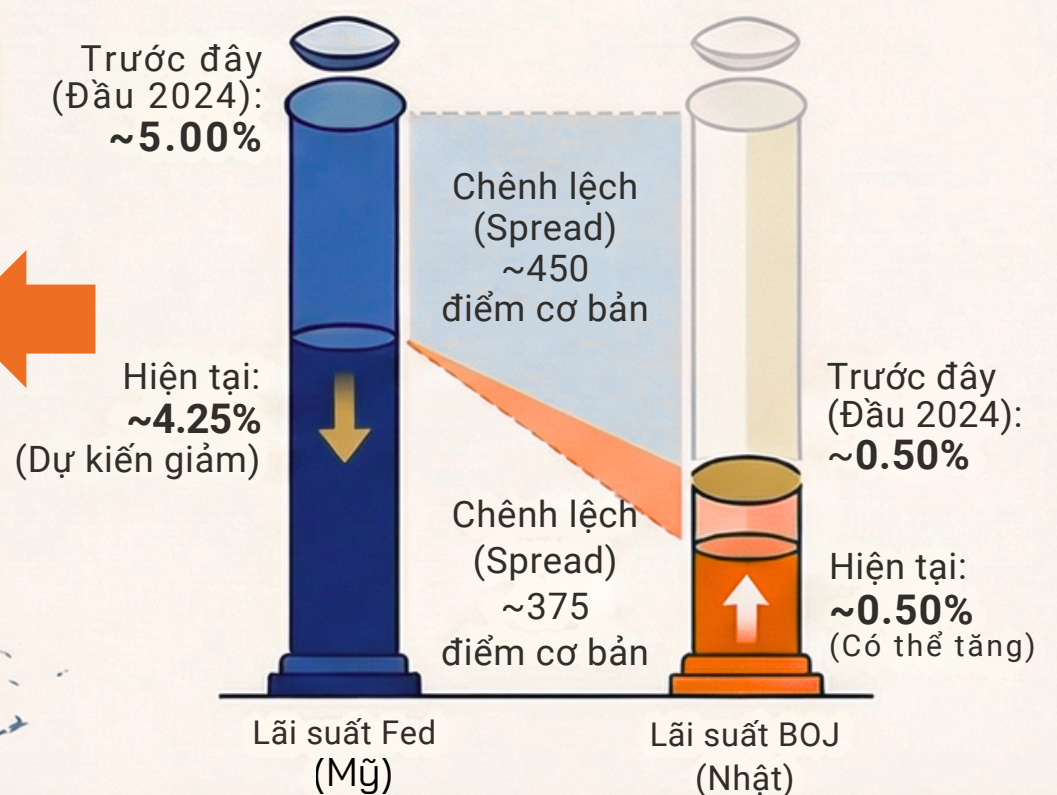
Tại sao lại là Đồng Yên?

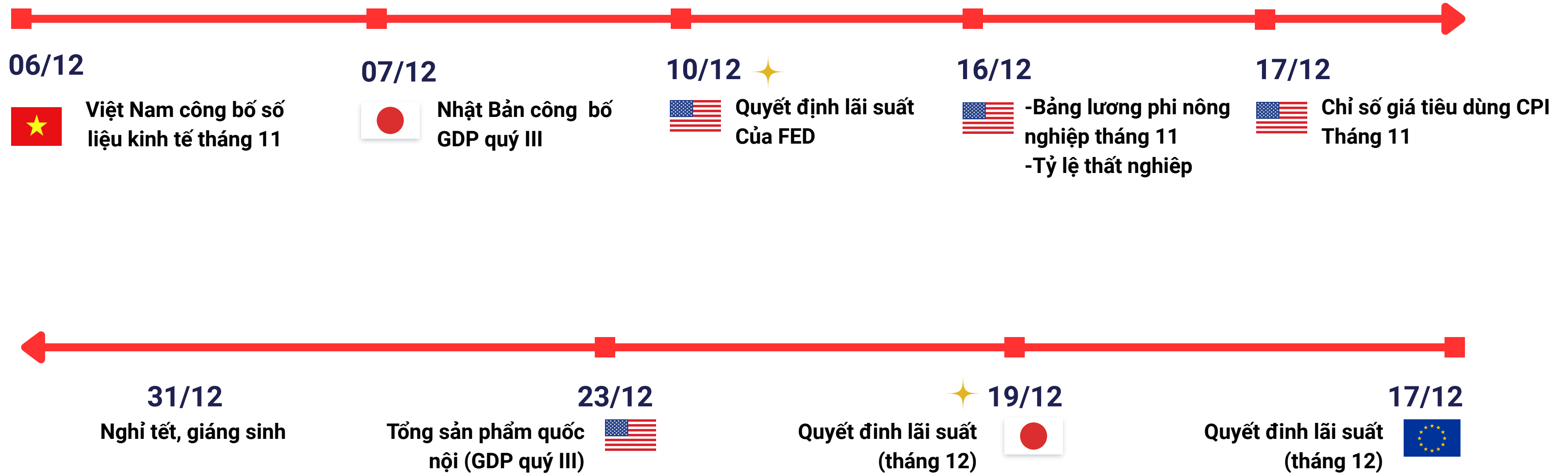


Tác Động Toàn Cầu



Chênh lệch lãi suất Mỹ - Nhật thu hẹp (Dự kiến cuối 2025)





Tổng kim ngạch XNK tăng trưởng mạnh

Tổng giá trị xuất khẩu 11 tháng 2025 tăng 16,1% svck, tuy nhiên khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài tăng mạnh 23,1% trong khi khu vực kinh tế trong nước giảm 17% svck. Tính riêng tháng 11 xuất khẩu khu vực kinh tế trong nước giảm 17,5% svck

Đối với hoạt động nhập khẩu, lũy kế 11 tháng đầu năm tổng giá trị nhập khẩu trong nước tăng 18,4%, tính riêng khu vực kinh tế trong nước tăng 1,7%.

Nếu xét riêng khu vực kinh tế trong nước, 11 tháng đầu năm xuất khẩu 116,1 tỷ USD trong khi nhập khẩu 118,4 tỷ USD, như vậy mặc dù **tổng thể nước ta xuất siêu nhưng khối doanh nghiệp trong nước lại đang nhập siêu và hoạt động XK suy yếu rõ rệt.**

Giải ngân vốn chậm hơn kỳ vọng

Lũy kế 11 tháng giải ngân vốn đầu tư công đạt 60,6% kế hoạch **thủ tướng chính phủ giao**, đây là cột mốc giải ngân cao kỷ lục nhưng còn cách xa mục tiêu giải ngân 100% vốn đến cuối năm.

Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công 11 tháng đầu năm đạt 553.250 tỷ đồng trên tổng vốn kế hoạch gần 1,1 triệu tỷ đồng, tỷ lệ giải ngân tương đối thấp do tình trạng thiếu vật liệu xây dựng và giá tăng cao khiến các nhà thầu càng làm càng lỗ. Tỷ lệ giải ngân thấp khiến mục tiêu tăng trưởng kinh tế trở lên thách thức hơn nữa khi đầu tư công được coi là một trong những động lực chính thúc đẩy kinh tế trong năm 2025 và những năm tới.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng 11 tháng đầu năm đạt mức tăng trưởng 9,1% so với cùng kỳ (svck), **riêng trong tháng 11 giảm 0,2% so với tháng liền trước** và 7,1% svck do tình hình thiên tai bão lũ xảy ra trên nhiều địa phương ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh tế. Phần lớn động lực tăng trưởng đến từ hoạt động du lịch, lưu trú của khách quốc tế đến Việt Nam.

Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI)

Sức khỏe ngành sản xuất Việt Nam trong tháng 11 tiếp tục duy trì trên ngưỡng 50 và đạt 53,8 điểm. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy **sản lượng và đơn hàng mới tiếp tục tăng mạnh trở lại trong tháng.**

Vốn đầu tư nước ngoài FDI

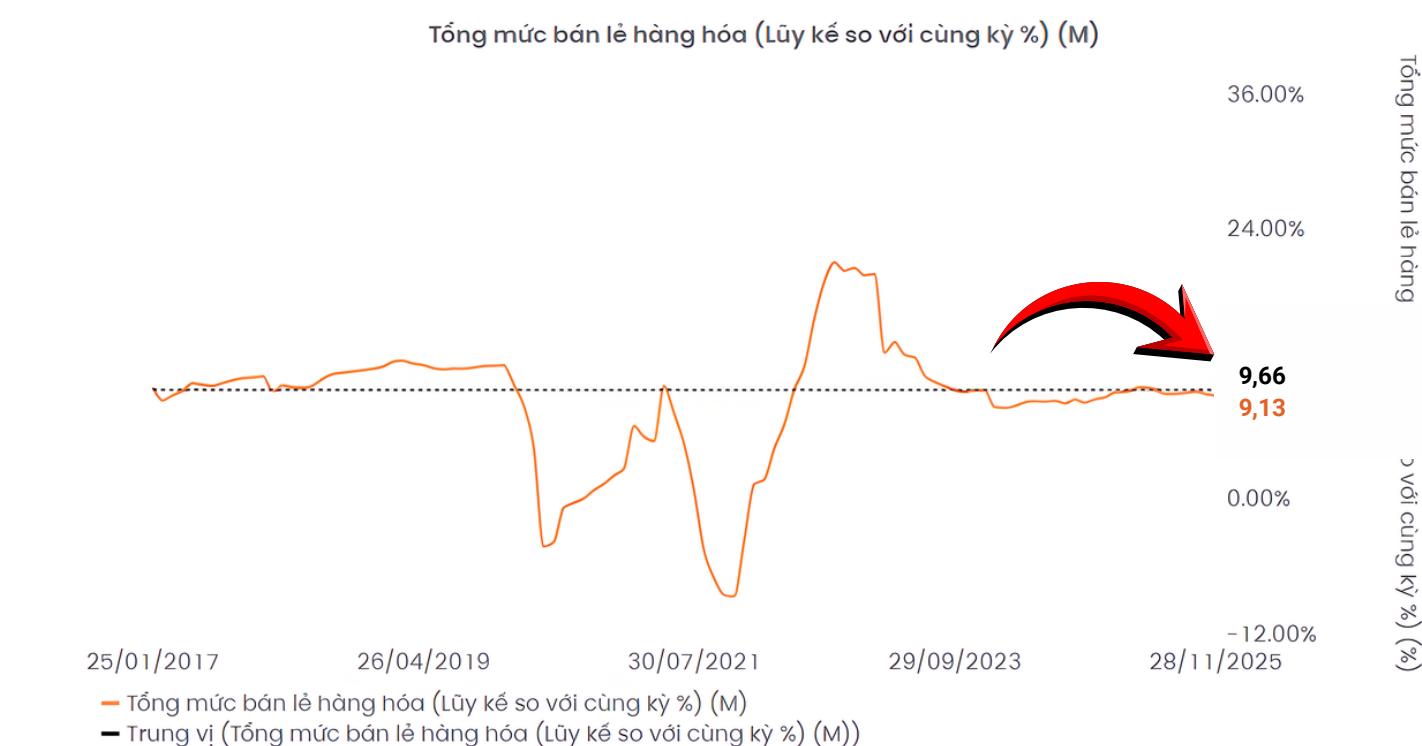
Lũy kế 11 tháng 2025, **tổng vốn FDI thực hiện ghi nhận mốc kỷ lục** khi đạt 23,6 tỷ USD, tăng 7,4% so với cùng kỳ. Tổng vốn đăng ký cấp mới, vốn đăng ký điều chỉnh và giá trị góp vốn mua cổ phần của NĐTNN đạt 33,69 tỷ USD, tăng 7,4% svck năm trước

Cả số liệu về vốn thực hiện và vốn đăng ký cấp mới đều lập kỷ lục sau 11 tháng đầu năm 2025. Tuy nhiên nhìn vào số riêng tháng 11, tổng vốn FDI đăng ký giảm mạnh so với cùng kỳ. Đây là những số liệu cho thấy sức hút của Việt Nam đối với dòng vốn FDI vẫn còn tương đối mạnh, nhưng cần theo dõi sát số liệu từng tháng để có đánh giá sát nhất sự thay đổi của dòng vốn này





TIÊU DÙNG TRONG NƯỚC CHẬM, ĐIỂM SÁNG TỪ KHÁCH QUỐC TẾ

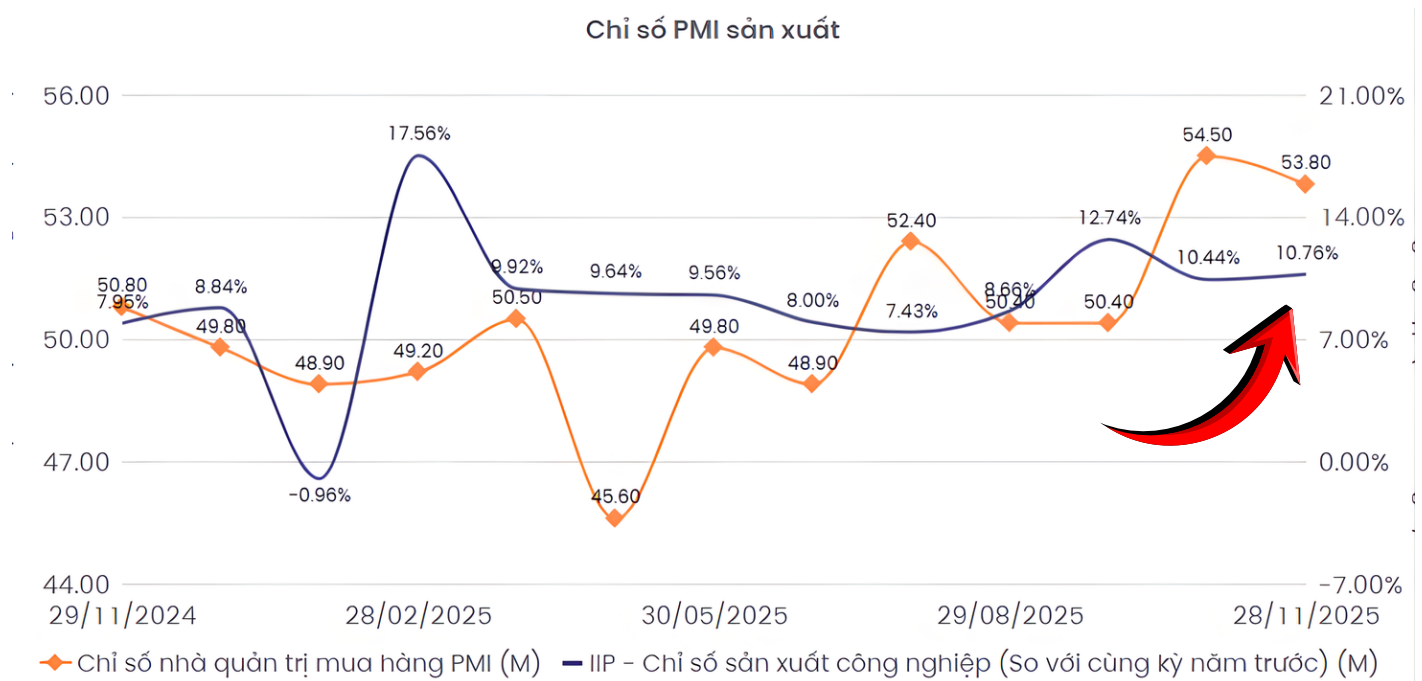


Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng 11 tháng đầu năm đạt mức tăng trưởng 9,13% so với cùng kỳ (svck). Đây được xem là một kết quả **ổn định**, song mức tăng trưởng này vẫn thấp hơn **giai đoạn trước covid 2018, 2019 (11-12%)** và thấp hơn trung vị 8 năm (9,66%).
Riêng **tổng mức bán lẻ hàng hóa trong tháng 11** suy giảm 0,2% so với tháng liền trước, và lũy kế 11 tháng tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 7,9%.

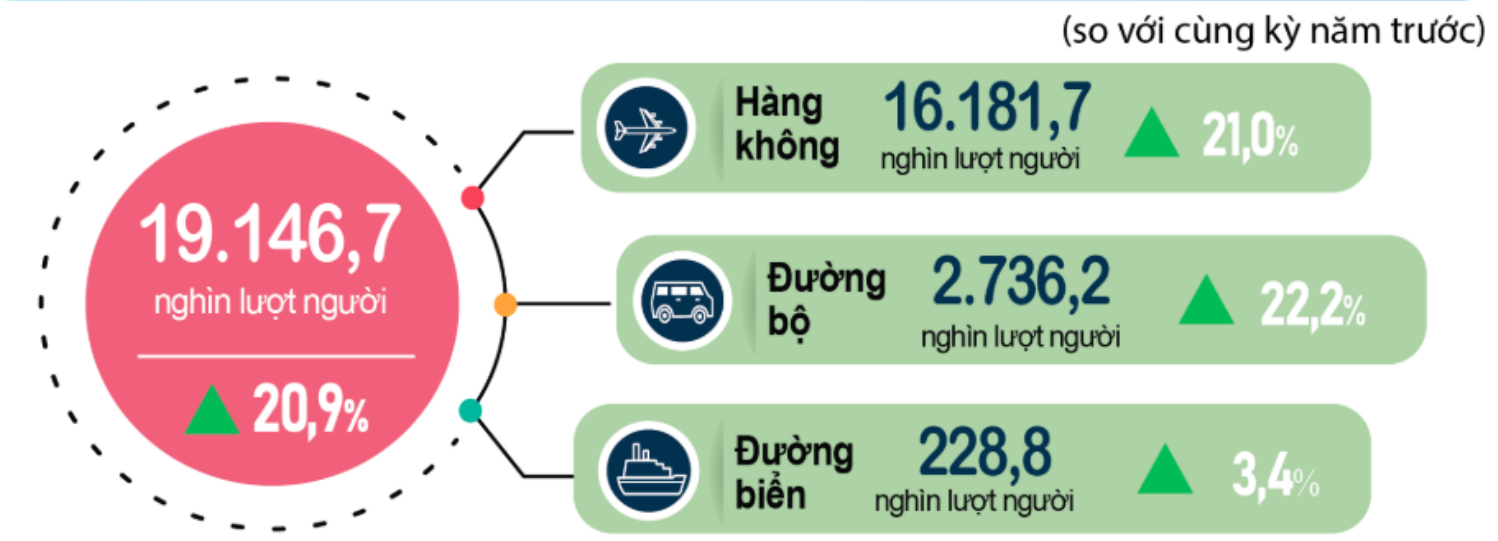
Nhìn vào số liệu có thể thấy tiêu dùng trong nước trong những tháng cuối năm vẫn tương đối yếu, phần lớn **động lực tăng trưởng đến từ dịch vụ lưu trú, ăn uống, dịch vụ lữ hành của khách quốc tế khi tổng lượt khách quốc tế đến Việt Nam trong 11 tháng đầu năm tăng 20,9% svck** khi đạt trên 19 triệu lượt khách quốc tế trong 11 tháng. Riêng trong tháng 11/2025, Việt Nam đón gần 2 triệu lượt khách quốc tế, tăng 14,1% so với tháng trước và tăng 15,6% so với cùng kỳ năm 2024.

Chỉ số nhà quản trị mua hàng PMI có mức điểm cao nhất trong 1 năm trở lại đây cho thấy sự **phục hồi mạnh mẽ trở lại trong hoạt động sản xuất kinh doanh**.

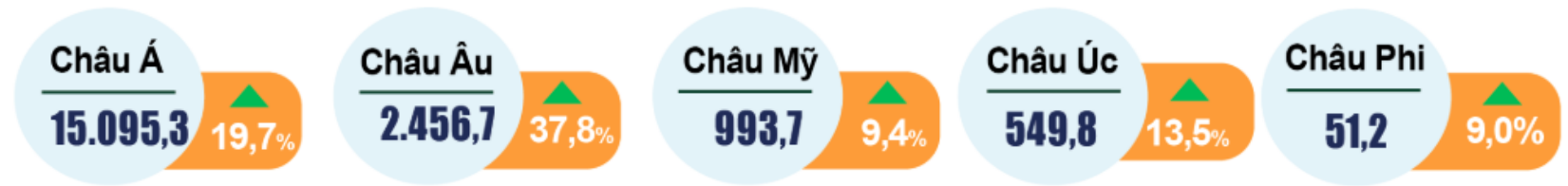
Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP duy trì mức tăng 2 chữ số tháng thứ 2 liên tiếp svck và đạt 10,8% cho thấy **ngành sản xuất trong nước vẫn đang trong giai đoạn mở rộng tích cực**.



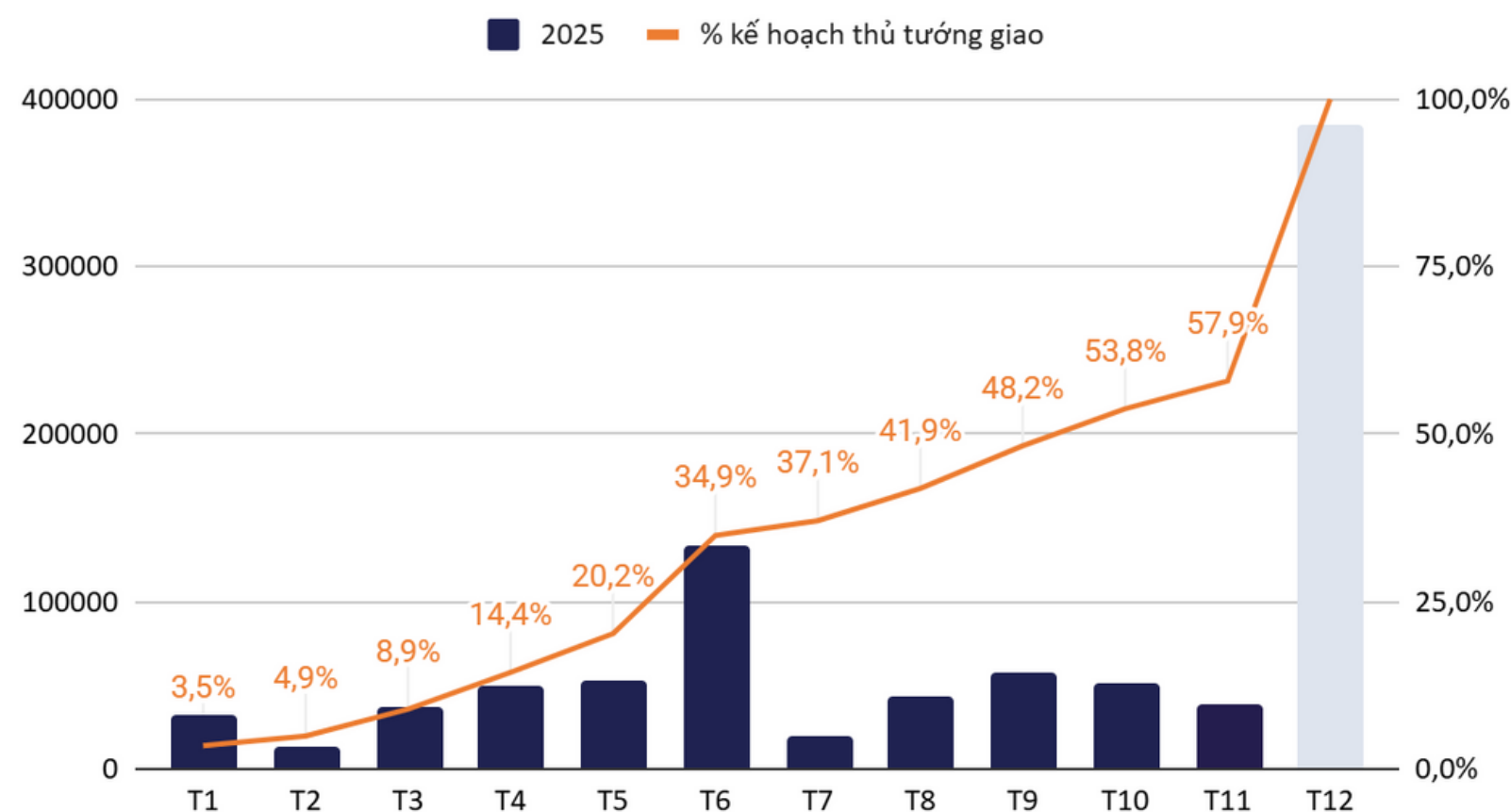
KHÁCH QUỐC TẾ ĐẾN VIỆT NAM 11 THÁNG NĂM 2025



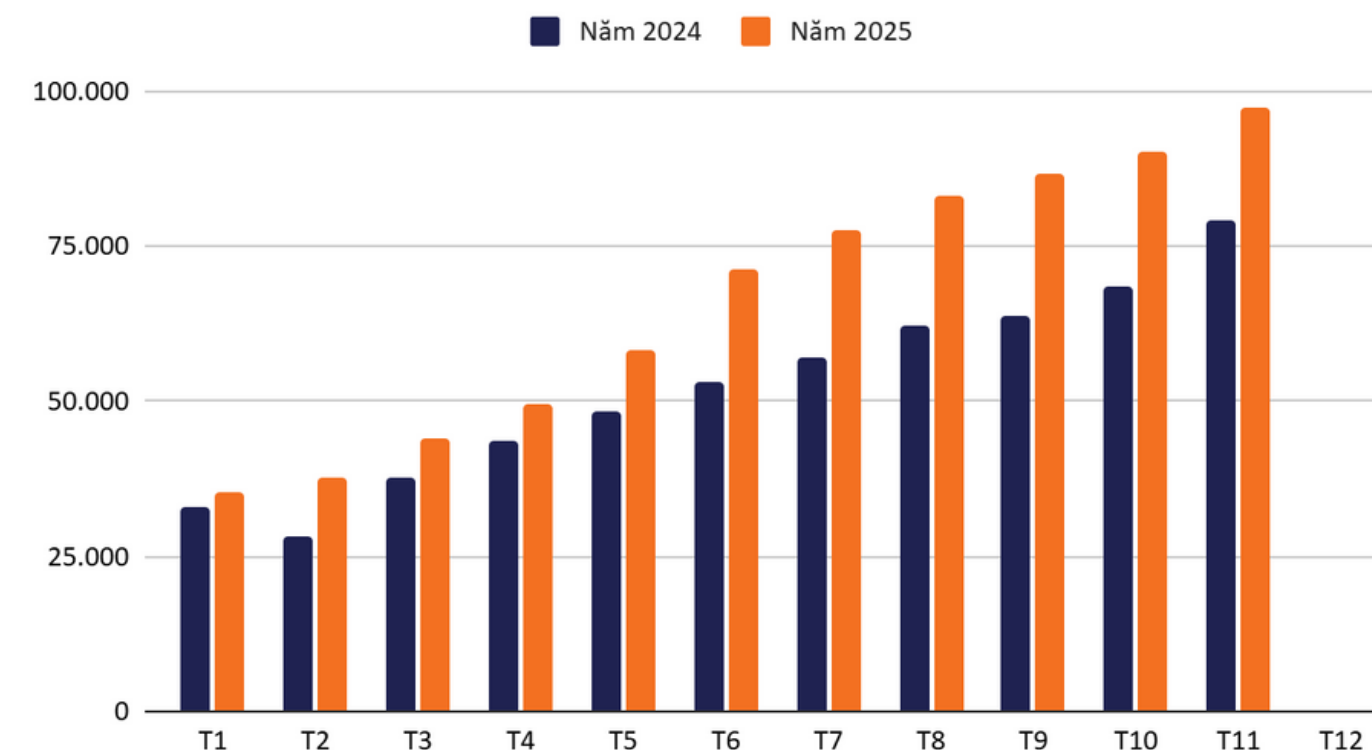
Phân theo vùng lãnh thổ (Nghìn lượt người)



Giải ngân vốn đầu tư công từng tháng 2025



Số liệu giải ngân vốn NSNN



Tính đến hết tháng 11 tổng số vốn đầu tư công đã giải ngân là 528870 tỷ, đạt 57,9% kế hoạch thủ tướng giao và còn cách khá xa mục tiêu giải ngân 100% vốn mà chính phủ nỗ lực,

Tốc độ giải ngân trong quý 3 tương đối chậm do những vướng mắc về cơ chế, chính sách khi bộ máy mới đi vào vận hành; nguồn cung nguyên vật liệu còn thiếu, giá vật liệu tăng cao hơn dự toán, chủ thầu càng làm càng lỗ khiến tiến độ kéo dài hơn dự kiến. Bước sang tháng 10 tổng vốn giải ngân tiếp tục duy trì mức thấp do tình hình bão lũ phức tạp cản trở hoạt động xây dựng của các dự án.

Để hoàn thành mục tiêu giải ngân 100% vốn thủ tướng giao tháng 12 sẽ cần giải ngân gần 400.000 tỷ, đây là điều tương đối bất khả thi do vậy nhiều khả năng lượng vốn đầu tư công sẽ được đẩy dồn sang năm 2026 khi bộ máy chính quyền mới đi vào vận hành ổn định.

XUẤT, NHẬP KHẨU HÀNG HÓA 11 THÁNG NĂM 2025

(so với cùng kỳ năm trước)

TỔNG KIM NGẠCH

839,75 tỷ USD ▲ 17,2%



Nhập khẩu

409,61 tỷ USD

▲ 18,4%



Xuất khẩu

430,14 tỷ USD

▲ 16,1%



XUẤT SIÊU 20,53 tỷ USD

Lũy kế 11 tháng 2025

Khu vực kinh tế trong nước

Nhập siêu: 25,987 tỷ
Giá trị XK giảm 1,7% svck
Giá trị NK tăng 1,7% svck

Khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài

Xuất siêu: 46,518 tỷ
Giá trị Xk tăng 23,1% svck
Giá trị NK tăng 28% svck



Lũy kế 11 tháng đầu năm tổng kim ngạch xuất nhập khẩu cả nước tăng 17% svck, ghi nhận kỷ lục mới và đạt 839,75 tỷ USD. Trong đó:

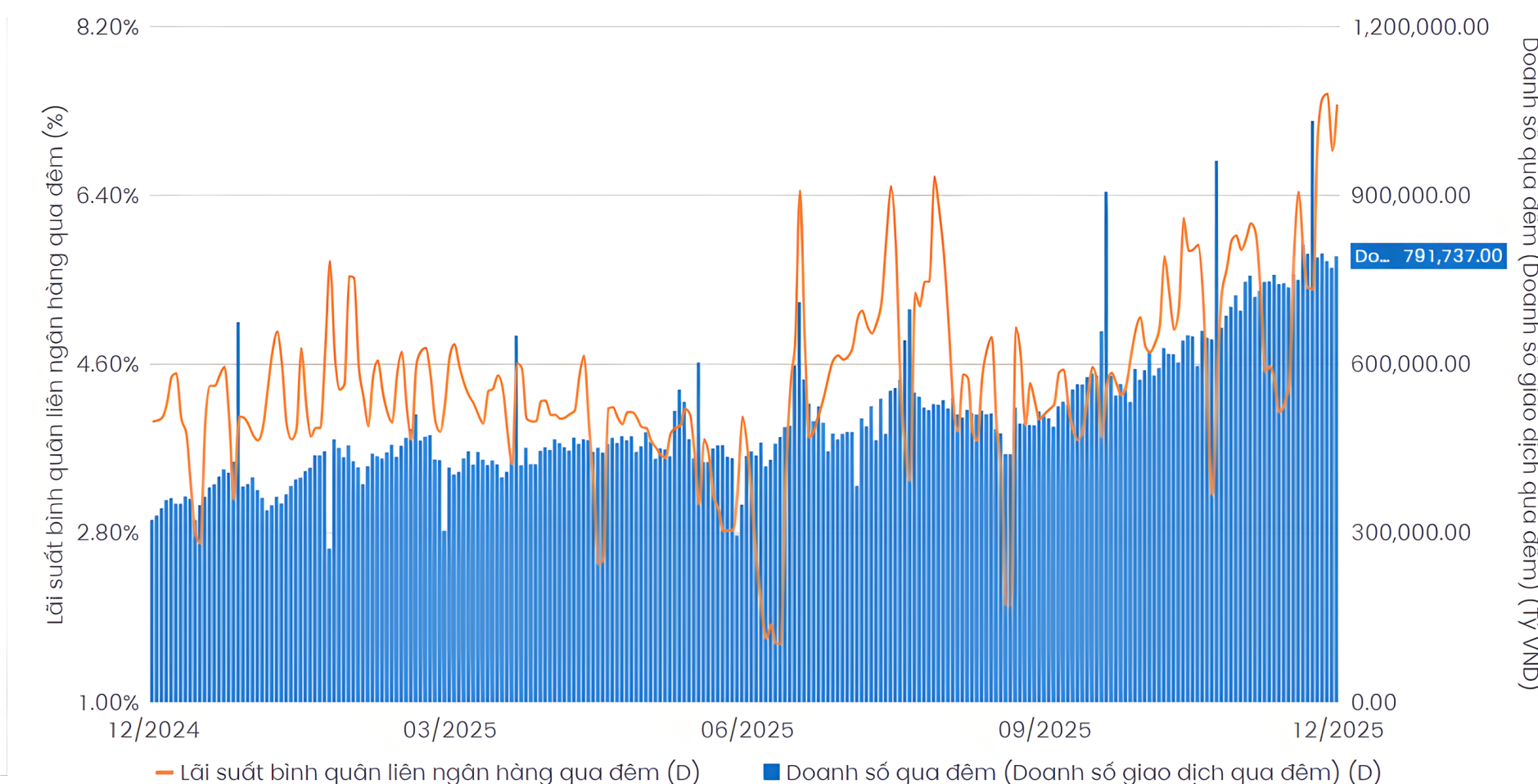
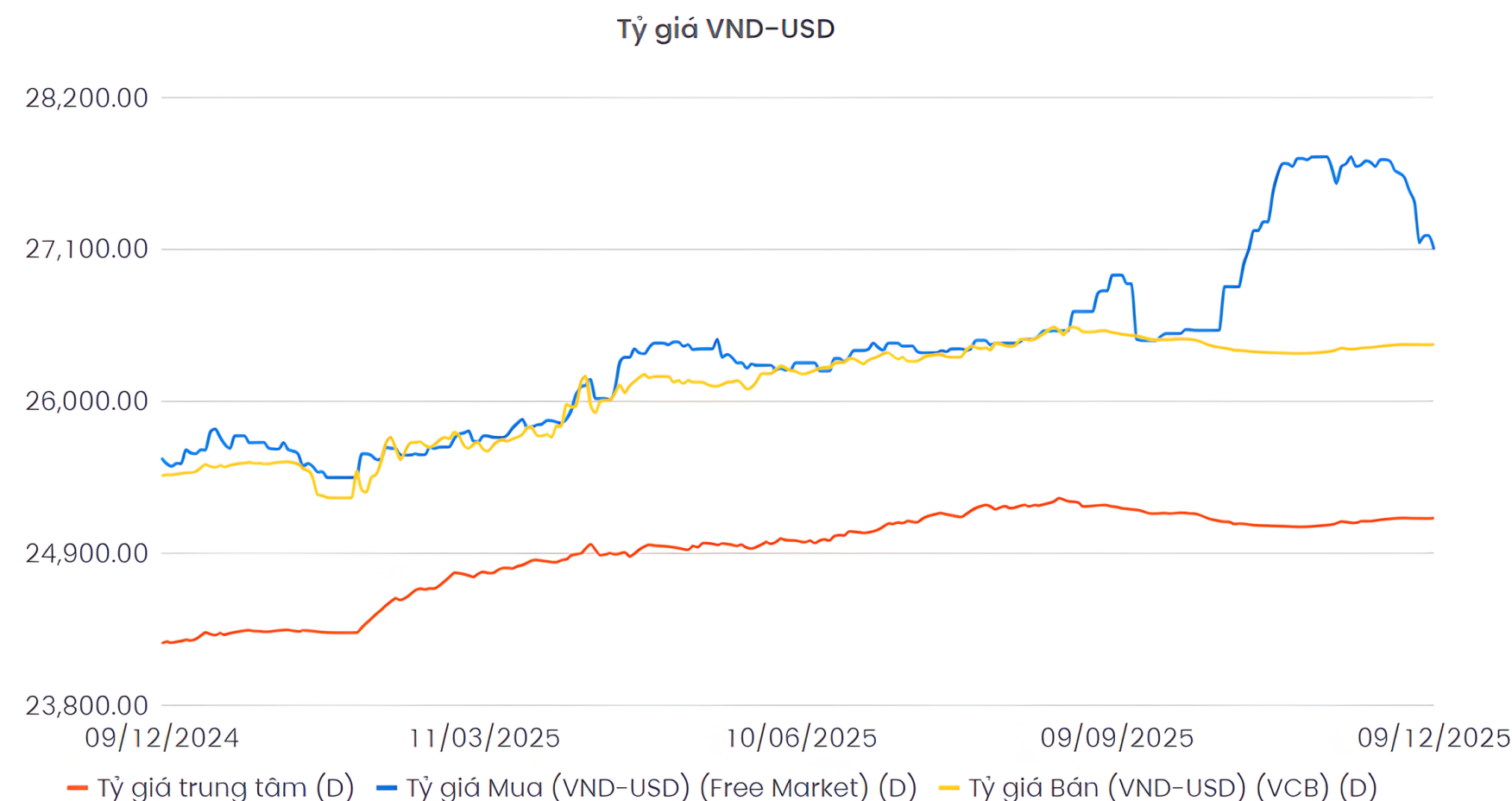
- Tổng giá trị xuất khẩu: 430,14 tỷ USD, tăng 16,1% svck
- Tổng giá trị nhập khẩu: 409,61 USD, tăng 18,4%
- Xuất siêu 20,53 tỷ USD

Xét trên tổng thể tổng kim ngạch khẩu của nước ta tiếp tục tăng mạnh, giá trị xuất siêu cũng ghi nhận tích cực, tuy nhiên nhìn vào thực tế tăng trưởng trong xuất nhập khẩu hầu như chỉ đến từ khối doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Lũy kế 11 tháng 2025, khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 25,98 tỷ USD trong khi khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài xuất siêu 46,5 tỷ USD. Riêng tháng 11 xuất khẩu của khu vực trong nước giảm 17,5% svck và mức giảm này lớn hơn 17,4% của tháng 10.

Có thể đánh giá tác động thuế đối ứng lên khối doanh nghiệp trong nước là rất lớn, sự suy giảm đã xuất hiện từ thời điểm thuế chưa chính thức được áp dụng. Tuy nhiên đây cũng có thể nhìn nhận là cơ hội để các doanh nghiệp Việt Nam mở rộng thị trường xuất khẩu, tránh rủi ro tập trung phụ thuộc vào 1 thị trường.



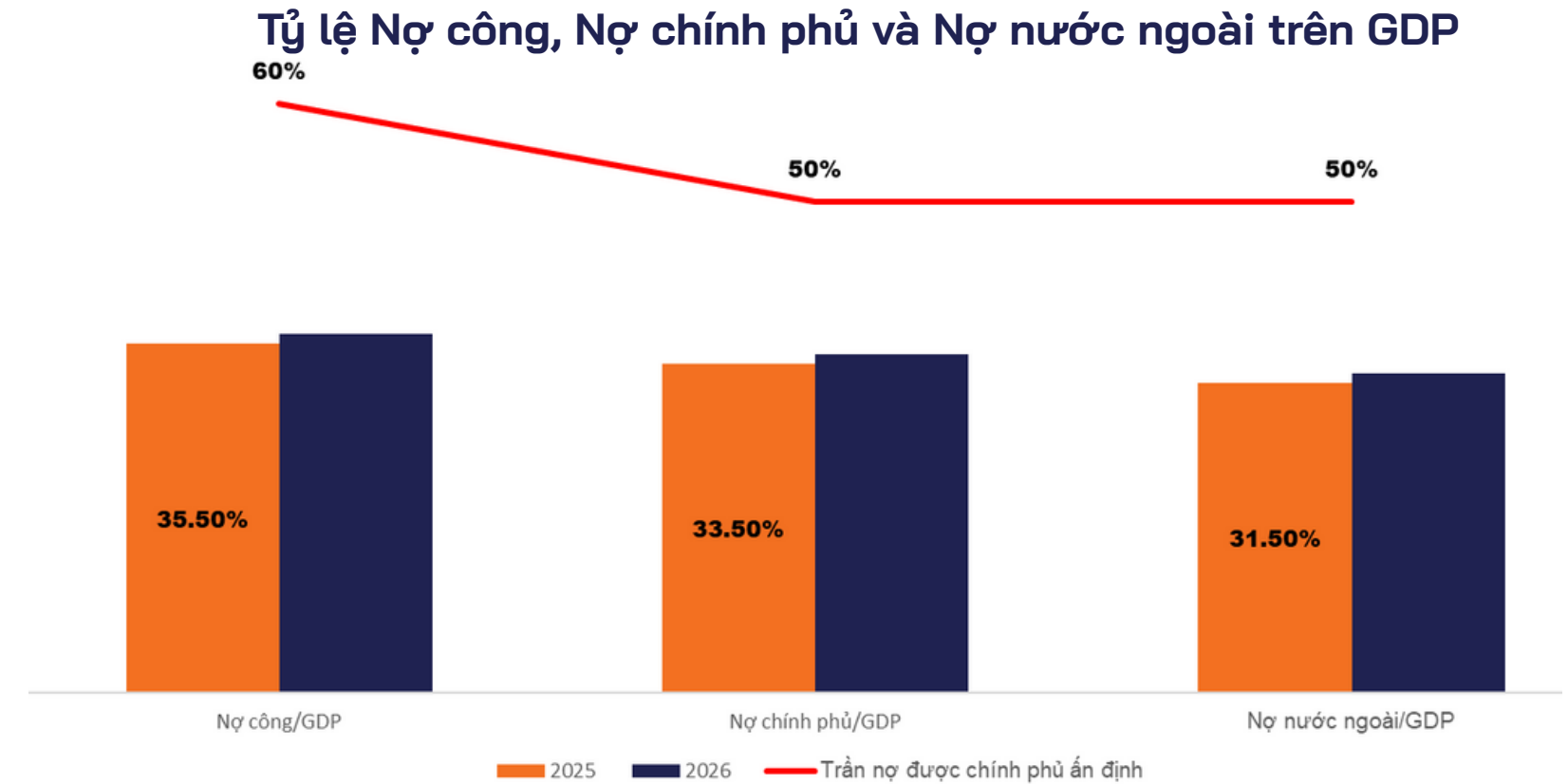
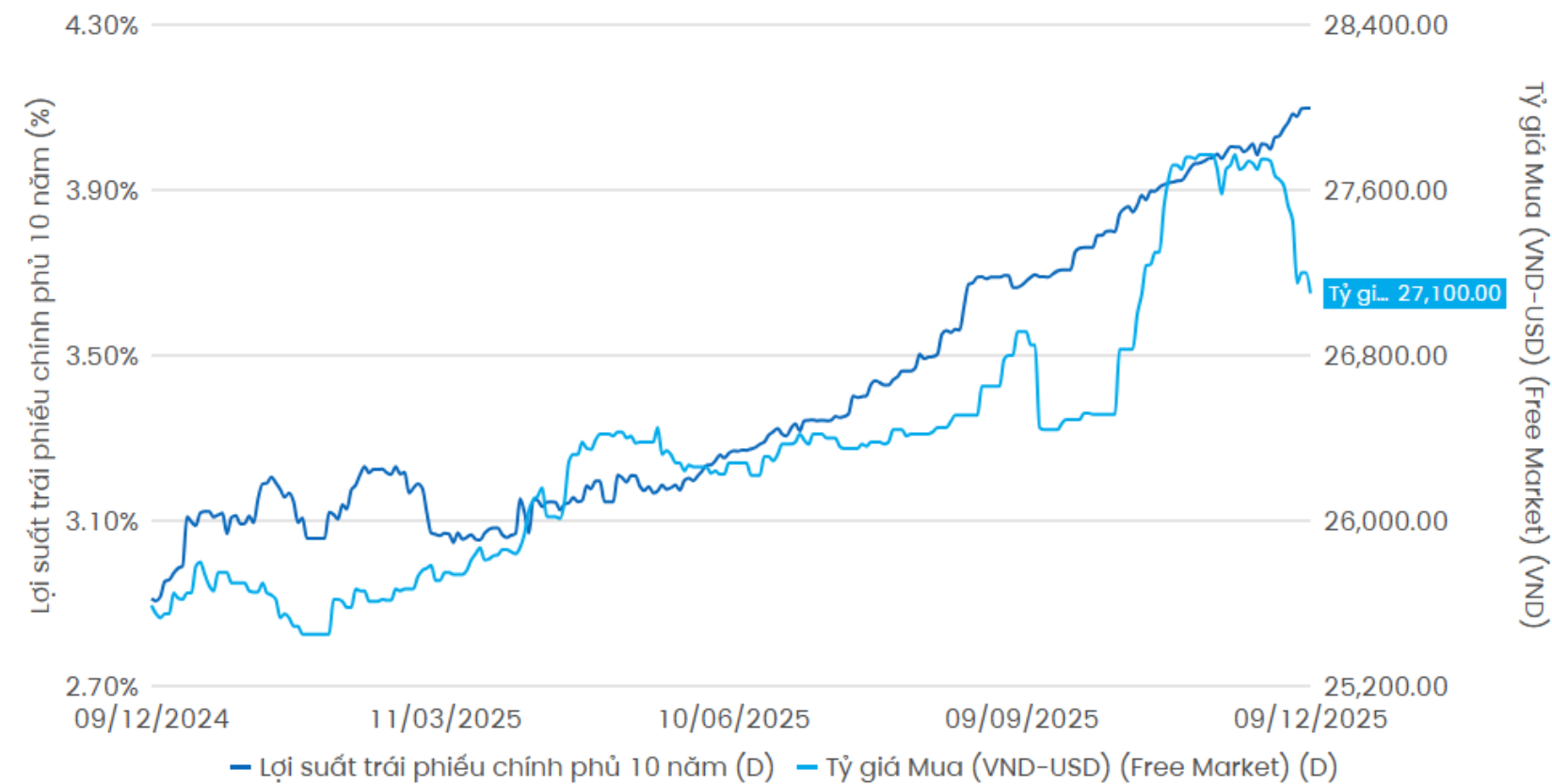
TỶ GIÁ HẠ NHIỆT TRONG NGẮN HẠN, DÀI HẠN CÒN ĐÁNG LO



Thanh khoản hệ thống căng thẳng trong ngắn hạn khi tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng huy động, điều này khiến lãi suất cho vay liên ngân hàng tăng nhanh lên mức kỷ lục 3 năm và có thời điểm chạm mức 7.5%. Lãi suất vay liên ngân hàng tăng sẽ đặt các ngân hàng vào vị thế phải tăng lãi suất cho vay hoặc NIM suy giảm.

Cũng lần đầu tiên sau 14 tháng NHNN nâng lãi suất OMO từ 4 lên 4.5%. Sự điều chỉnh này mang tính kỹ thuật chứ chưa mang tính định hướng chính sách tiền tệ do lãi suất liên ngân hàng đã tăng từ trước. Định hướng chính sách cho năm 2026 tiếp tục là nới lỏng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

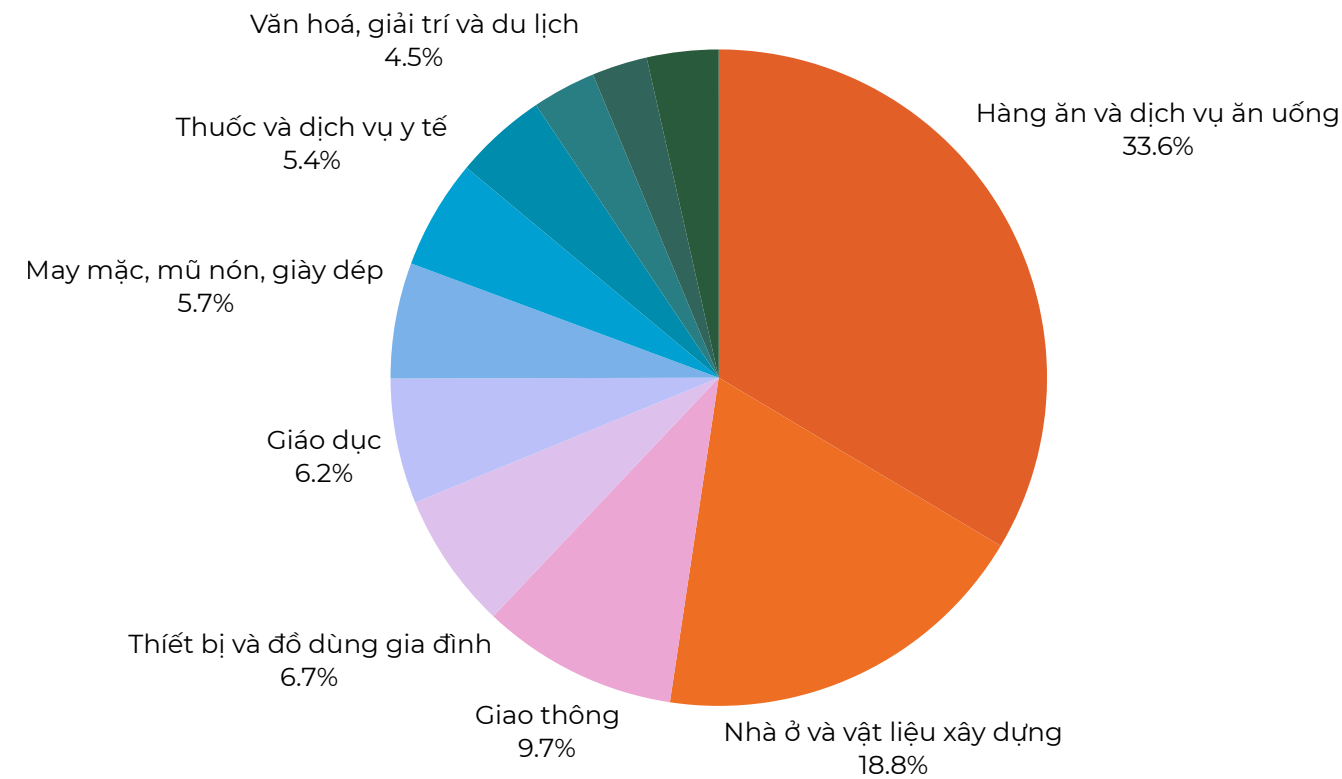
Lãi suất tăng đi ngược lại với định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ, tuy nhiên **lãi suất tăng cũng góp phần hỗ trợ hạ nhiệt tỷ giá**, tuy nhiên tỷ giá chỉ hạ nhiệt trong ngắn hạn còn về dài hạn nếu không có nguồn USD mới bổ sung vào dự trữ thì áp lực tỷ giá sẽ còn căng thẳng. Đặc biệt các số liệu về xuất nhập khẩu cho thấy các doanh nghiệp trong nước tiếp tục nhập siêu, các doanh nghiệp cũng có xu hướng găm USD khi tỷ giá thị trường tự do vẫn neo cao.



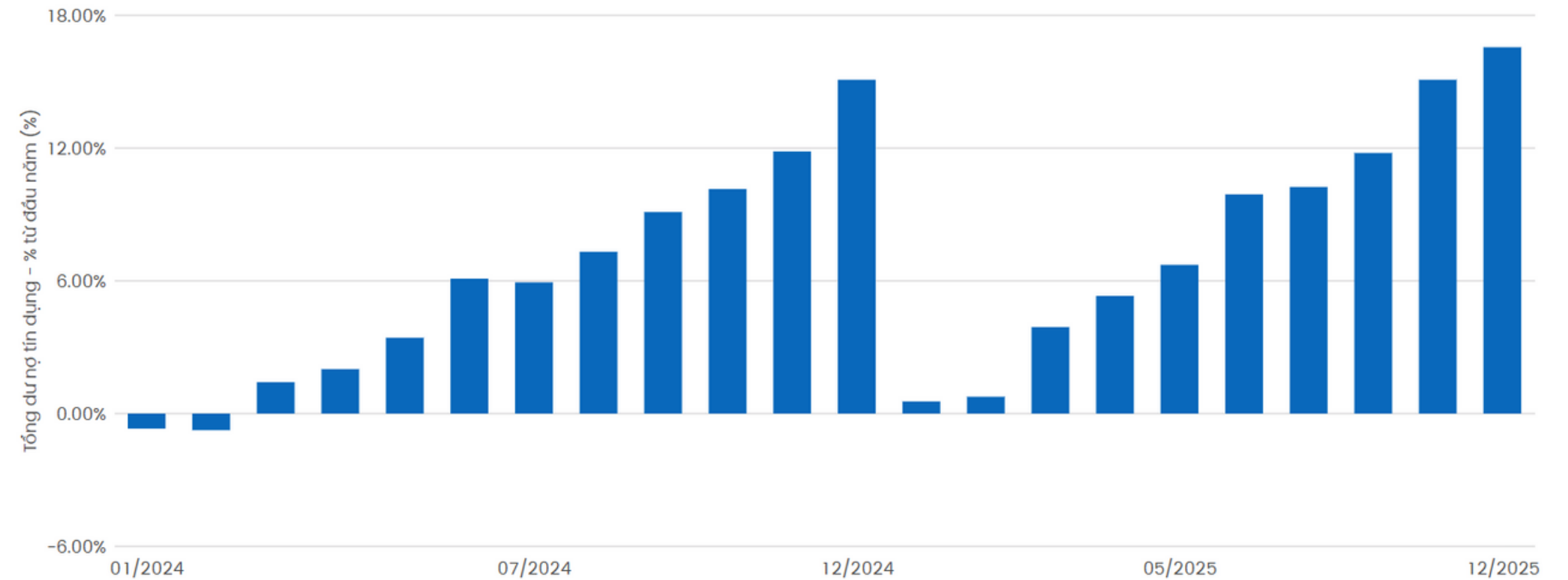
- Nợ công ước đạt 35-36% GDP, thấp hơn nhiều so với trần 60%.
- Bước sang 2026 tổng nhu cầu vay của chính phủ dự kiến khoảng 969.796 tỷ đồng, tăng gần 19% so với kế hoạch 2025.

Tỷ lệ nợ công còn thấp là cơ sở để Việt Nam có thể tiếp tục thực hiện chính sách tài khóa mở rộng, đẩy mạnh đầu tư công trong nhiều năm tới. Tuy nhiên cần lưu ý khi **tỷ liên tục tăng trong khi lợi suất trái phiếu chính phủ cũng tăng mạnh đặt ra cảnh báo về hoạt động vay nợ**, hoạt động phát hành trái phiếu ra quốc tế bằng đồng USD sẽ yêu cầu mức lợi tức cao hơn và áp lực mất giá đồng VND cũng khiến áp lực trả nợ lớn hơn. Hoạt động điều hành tỷ giá còn gặp nhiều khó khăn nếu các NHTW lớn trên thế giới duy trì mức lãi suất cao như hiện tại và tốc độ hạ lãi suất chậm lại.

Rổ hàng hóa tính CPI



Tăng trưởng tín dụng lũy kế từ đầu năm (%)



Mức tăng giá Vàng, bạc trong 1 năm



Lạm phát trong tầm kiểm soát và khó tăng mạnh trong cuối 2025, tuy nhiên giá các loại tài sản không trong rổ chỉ số đo lường lạm phát như Vàng, BĐS tăng mạnh tạo cảm giác đồng VNĐ mất giá. Khi tâm lý lo lắng VND mất giá nhanh, người dân sẽ có tâm lý tích trữ, gom vàng, USD hay BĐS thay vì đưa ra chi tiêu ngoài nền kinh tế. Tâm lý tích trữ của cải thay vì chi tiêu phục vụ cuộc sống khiến vòng quay tiền giảm xuống, gián tiếp ảnh hưởng đến tăng trưởng nền kinh tế. Mặc dù **tăng trưởng tín dụng 11 tháng đầu năm đạt mức cao 16,56%, tuy nhiên cả tiêu dùng và hoạt động sản xuất đều phục hồi chưa thực sự mạnh cho thấy dòng tiền vẫn đang tập trung vào các kênh tài sản.**

Đánh giá: Lạm phát trong ngưỡng mục tiêu và không có nguy cơ tăng mạnh vào cuối năm khi các mặt hàng chính trong rổ chỉ số đo lường CPI giữ nền giá thấp, tuy nhiên sức mua thực sự của đồng tiền đối với phần lớn các tài sản tích trữ trong dân suy giảm mạnh ảnh hưởng đến tâm lý chi tiêu của người dân, qua đó gián tiếp tác động lên tăng trưởng kinh tế.

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại:(84-8)62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại:(84-4)39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nghiêm Bảo Nam	Chuyên viên phân tích	nam.nghiem@vfs.com.vn
Giang Việt Hoàng	Chuyên viên phân tích	hoang.giang@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	ngoc.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.