

Vĩ mô đầu tuần: Kỳ vọng Fed hạ lãi suất

Phạm Vũ Thăng Long
Giám Đốc Cấp Cao, Kinh Tế Vĩ Mô
long.pvthang@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

- Tuần này, thị trường sẽ hướng tới chính sách tiền tệ với quyết định lãi suất & cập nhật dự báo kinh tế của Fed cùng cuộc đàm phán thương mại giữa Mỹ & Trung Quốc và số liệu kinh tế của Trung Quốc.
- Fed được dự báo sẽ hạ lãi suất lần đầu kể từ tháng 12/2024, giảm 25 điểm cơ bản lãi suất điều hành, trong khi thị trường cũng chờ đợi bài phát biểu của ông Powell về lộ trình chính sách trong giai đoạn cuối năm. Tại châu Á, số liệu kinh tế của Trung Quốc cùng các cuộc đàm phán thương mại với Mỹ sẽ là những thông tin chính. Trong khi đó, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ) nhiều khả năng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành ở mức 0,5% trong bối cảnh bất ổn thuế quan toàn cầu.
- Tại Việt Nam, KNXX và KNNK được dự báo tăng lần lượt 5,9% và 8,7% trong nửa đầu tháng 9, giảm tốc so với tăng lần lượt 11,9% và 12% trong 2 tuần cuối tháng 8, phù hợp với quan điểm hoạt động thương mại sẽ trở lại bình thường sau khi xu hướng đẩy mạnh tích trữ kết thúc.

Những thông tin kinh tế chính công bố trong tuần

Tuần này, thị trường toàn cầu sẽ theo dõi chặt chẽ những thông tin về chính sách tiền tệ khi các ngân hàng trung ương phải đối mặt với những thách thức từ thương mại, nợ công và tăng trưởng chậm lại. Quyết định chính sách cùng các dự báo cập nhật của Fed sẽ là tâm điểm, cùng các số liệu về doanh số bán lẻ & giá trị sản xuất công nghiệp của Mỹ. Trong khi đó, cuộc đàm phán thương mại Mỹ - Trung được nối lại cùng các số liệu kinh tế hàng tháng của Trung Quốc sẽ đưa ra một cái nhìn tổng quan về nền kinh tế lớn nhất châu Á.

Tại Mỹ, thị trường dự báo Fed sẽ cắt giảm lãi suất 25 điểm cơ bản xuống 4-4,25%, mặc dù một số nhà đầu tư nhận thấy khả năng có thể cắt giảm mạnh hơn ở mức 50 điểm cơ bản. Thị trường sẽ phân tích cuộc họp báo của Chủ tịch Powell để tìm kiếm thông tin về lộ trình chính sách trong giai đoạn cuối năm. Về mặt số liệu, doanh số bán lẻ của Mỹ được dự báo tăng 0,3% trong tháng 8 trong khi CPI chính thức tại khu vực Eurozone được kỳ vọng sẽ xác nhận lạm phát ở mức 2,1%.

Giá trị sản xuất công nghiệp và doanh số bán lẻ của Trung Quốc được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ, trong khi cuộc họp của Phó Thủ tướng Hà Lập Phong (He Lifeng) với các quan chức Mỹ tại Tây Ban Nha sẽ tiếp tục tập trung vào các chính sách thương mại. Trong khi đó, BoJ nhiều khả năng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành ở mức 0,5% để cân bằng giữa hoạt động kinh tế trong nước kém tích cực cùng những bất ổn trên toàn cầu, đặc biệt là hậu quả từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ.

Tại Việt Nam, KNXX và KNNK được dự báo sẽ tăng lần lượt 5,9% và 8,7% so với cùng kỳ trong nửa đầu tháng 9 – giảm tốc sau khi tăng lần lượt 11,9% và 12% so với cùng kỳ trong 2 tuần cuối tháng 8/2025 (Biểu đồ 2), phù hợp với quan điểm hoạt động thương mại sẽ trở lại bình thường sau khi xu hướng đẩy mạnh tích trữ kết thúc. Tuần trước, tỷ giá USD/VND giao ngay (niêm yết tại VCB) tăng 0,053% lên 26.321, trong khi chỉ số VNIndex đi ngang so với tuần trước đó ở mức 1.667,26 điểm.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/9.

Bảng 1: Các số liệu kinh tế vĩ mô quan trọng

Các số liệu kinh tế vĩ mô chính công bố trong tuần của Mỹ, Trung Quốc và Việt Nam

Ngày	Sự kiện	Trước	Thực tế	Dự báo
11-9-25	Lãi suất của ECB (%)	2.15	2.15	2.15
	Mỹ: Lạm phát cơ bản (T8-25, m/m %)	0.3	0.3	0.3
	Mỹ: Lạm phát cơ bản (T8-25, y/y %)	3.1	3.1	3.1
	Mỹ: Tỷ lệ lạm phát (T8-25, m/m %)	0.2	0.4	0.3
	Mỹ: Tỷ lệ lạm phát (T8-25, y/y %)	2.7	2.9	2.9
12-9-25	Mỹ: Niềm tin của người tiêu dùng (T9-25, sơ bộ)	58.2	55.4	58.0
15-9-25	Trung Quốc: Giá trị sản xuất công nghiệp (T8-25, y/y%)	5.7		5.8
	Trung Quốc: Doanh số bán lẻ (T8-25, y/y%)	3.7		3.8
16-9-25	Mỹ: Doanh số bán lẻ (T8-25, m/m %)	0.5		0.3
	Mỹ: Giá trị sản xuất công nghiệp (T8-25, m/m %)	-0.1		0.0
17-9-25	EU: Tỷ lệ lạm phát (T8-25, y/y %, chính thức)	2.0		2.1
18-9-25	Quyết định lãi suất của Fed (%)	4.25-4.50		4.00-4.25
	Dự báo kinh tế của FOMC			
	Việt Nam: KNXX (Nửa đầu T9-25, y/y %)	11.9		5.9
	Việt Nam: KNNK (Nửa đầu T9-25, y/y %)	12.0		8.7
19-9-25	Quyết định lãi suất của BoJ (%)	0.5		0.5
20-9-25	T.Quốc: Lãi suất cho vay cơ bản kỳ hạn 1 năm (%)	3.0		3.0
	T.Quốc: Lãi suất cho vay cơ bản kỳ hạn 5 năm (%)	3.5		3.5

Nguồn: Investing.com, tradingeconomics.com, HSC

Việt Nam

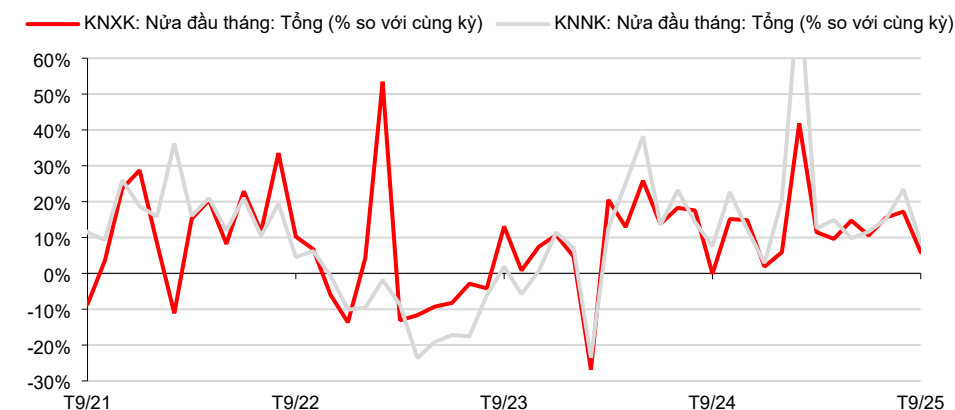
KNXK và KNNK được dự báo sẽ tăng lần lượt 5,9% và 8,7% so với cùng kỳ trong nửa đầu tháng 9 – giảm tốc sau khi tăng lần lượt 11,9% và 12% so với cùng kỳ trong 2 tuần cuối tháng 8/2025 (Biểu đồ 2), phù hợp với quan điểm hoạt động thương mại sẽ trở lại bình thường sau khi xu hướng đẩy mạnh tích trữ kết thúc. Tuần trước, tỷ giá USD/VND giao ngay (niêm yết tại VCB) tăng 0,053% lên 26.321, trong khi chỉ số VNIndex đi ngang so với tuần trước đó ở mức 1.667,26 điểm.

Hoạt động thương mại 2 tuần đầu tháng 9

KNXK và KNNK được dự báo sẽ tăng lần lượt 5,9% và 8,7% so với cùng kỳ trong nửa đầu tháng 9 – so với tăng lần lượt 11,9% và 12% so với cùng kỳ trong 2 tuần cuối tháng 8/2025 (Biểu đồ 2), phù hợp với quan điểm hoạt động thương mại sẽ trở lại bình thường sau khi xu hướng đẩy mạnh tích trữ kết thúc.

Biểu đồ 2: Hoạt động thương mại hàng tháng của Việt Nam

KNXK và KNNK được ước tính tăng lần lượt 5,9% và 8,7% so với cùng kỳ trong nửa đầu tháng 9/2025, so với mức tăng 11,9% & 12% trong 2 tuần cuối tháng 8



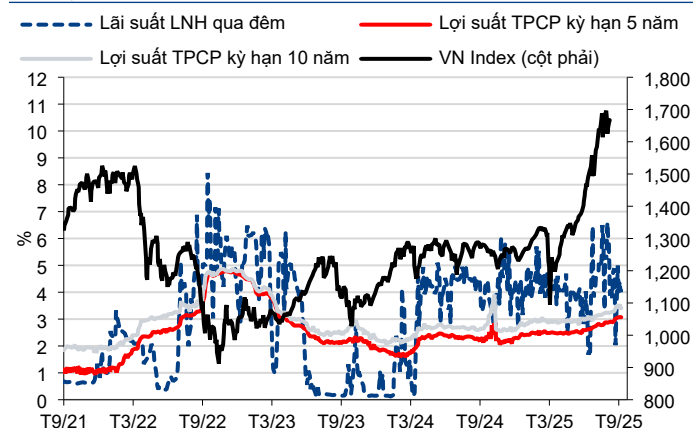
Nguồn: CEIC & HSC

Cập nhật hàng tuần xu hướng thị trường chứng khoán và biến động tỷ giá

HSC cập nhật xu hướng thị trường chứng khoán và biến động tỷ giá trong Biểu đồ 2 và 3.

Biểu đồ 3: Lãi suất & diễn biến TT chứng khoán hàng tuần

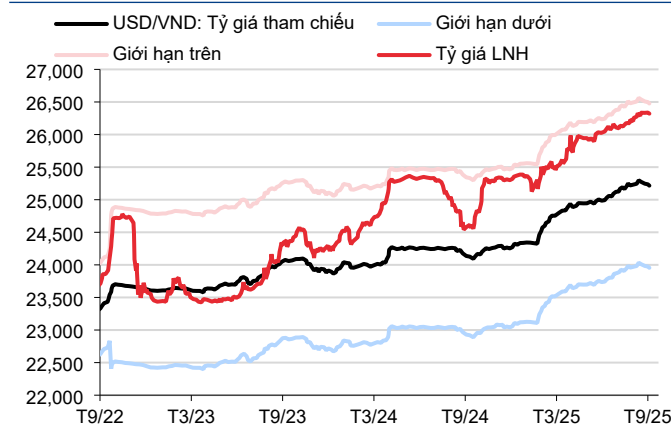
Chỉ số VN Index không đổi so với tuần trước, đóng cửa ở mức 1.667,26 điểm



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 4: Biến động tỷ giá USD/VND hàng tuần

Tỷ giá USD/VND (niêm yết tại VCB) giảm 0,053% xuống 26.321



Nguồn: CEIC, HSC

Bảng 5: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025F	2026F	2027F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,600	26,800	26,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,619	3,646	3,622
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	7.09	7.30	7.10	8.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	501	532	574
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	4,898	5,158	5,516
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.60	2.44	2.61
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	37.0	38.0	39.1
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.4	34.7	36.1
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	3.48	3.47	3.68	4.15	4.55
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	135.7	141.6	146.3	151.7
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.2	5.1
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.15	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.50	2.60	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.4	3.3	3.2
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.4	3.5	3.4
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.00	4.00	4.00
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	3.8	3.3	3.3
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	13.6	12.2	13.6	14.2	13.5	15.1	16.0	13.0	14.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,243	22,875	25,849
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	13.0	13.0	13.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	79	95	107	85	90	81	78	75	85
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	6.8	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	4.6	4.7	4.7
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	5.0	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	2.4	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.0	3.1	3.2
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.2	3.3	3.4
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.1	18.9	22.7
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	26.1	18.0	13.0	15.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	253	263	333	360	326	381	431	454	488
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	13.0	5.5	7.5
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	451	473	511
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	11.0	5.0	8.0
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	123	129	140	149	142	155	164	174	179
Nợ nước ngoài/GDP (%)	36.9	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.4	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	26.9	27.7	29.3
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	38.0	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	42.0	40.8	44.9
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	51.0	50.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	6.2	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	8.3	7.0	7.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	7.0	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	9.0	7.5	8.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	6.5	9.5
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	10.0	11.0	12.0

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$

 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn