

Nhu cầu suy yếu nhưng lạm phát gia tăng hạn chế dư địa chính sách tiền tệ

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

- Động lực bên ngoài vẫn vững chắc trong tháng 11/2025 với KNXK và KNNK tăng lần lượt 15,1% và 16%, FDI thực hiện tăng 9,5% và số lượng du khách tăng 15,6% lên 19,1 triệu lượt khách trong 11 tháng đầu năm 2025 (tương đương 117% mức trước dịch COVID-19) và vượt kỷ lục cả năm trong năm 2019.
- Đầu tư công tăng 21,5% trong tháng 11, tương đương thặng dư hàng tháng 1,1 tỷ USD, tiếp tục củng cố sự ổn định của nền kinh tế mặc dù thương mại giảm tốc so với tháng trước.
- Doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ đi ngang so với tháng trước làm giảm tăng trưởng cả năm, không đạt kỳ vọng của chúng tôi, trong khi lạm phát tăng lên 3,58%, cùng với nhu cầu suy yếu, cho thấy triển vọng chính sách tiền tệ sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức hơn trong thời gian tới.

Nhu cầu trong nước suy yếu và lạm phát gia tăng phả hơi nóng lên chính sách tiền tệ

Tình hình thương mại của Việt Nam vẫn ổn định trong tháng 11 với KNXK và KNNK tăng lần lượt 15,1% và 16% so với cùng kỳ, cao hơn so với dự báo của chúng tôi, năng tăng trưởng 11 tháng đầu năm 2025 lên lần lượt 16,1% và 18,4% so với cùng kỳ. Động lực tăng trưởng đến từ nhu cầu mạnh mẽ đối với sản phẩm điện tử, máy tính & nông sản, trong khi KNXK sang Mỹ giảm tốc, tăng 22,7% so với cùng kỳ và KNNK từ Trung Quốc vẫn tăng mạnh 28% so với cùng kỳ, nâng thị phần nhập khẩu từ Trung Quốc lên mức kỷ lục 43%. So với quý trước, KNXK và KNNK giảm lần lượt 7,1% và 3,7% so với tháng trước, phản ánh tác động đẩy đủ ban đầu của chính sách thuế quan và tốc độ tăng trưởng trở lại bình thường. Cán cân thương mại của Việt Nam vẫn thặng dư 1,1 tỷ USD trong tháng 11, tương đương thặng dư 20,5 tỷ USD trong 11 tháng đầu năm 2025 (so với thặng dư 24,4 tỷ USD cùng kỳ năm ngoái).

Ngoài ra, sự ổn định của khu vực nước ngoài cũng được củng cố nhờ dòng vốn FDI vững chắc, tăng 9,5% so với cùng kỳ trong tháng 11 và tăng 8,9% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025. Trong khi đó, đầu tư công tăng 21,5% so với cùng kỳ trong tháng 11 và tăng 26,8% kể từ đầu năm.

Du lịch tiếp tục là điểm sáng với số lượng du khách quốc tế tăng 15,6% so với cùng kỳ trong tháng 11 và tăng 20,9% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025 đạt 19,1 triệu lượt khách, tương đương 117% mức trước dịch COVID-19 và vượt kỷ lục cả năm trong năm 2019.

Những động lực này đã giúp bù đắp sự sụt giảm ở những lĩnh vực khác của nền kinh tế và tiếp tục củng cố sự ổn định kinh tế vĩ mô.

Tuy nhiên, điều kiện trong nước trái chiều hơn. Trong đó, doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ đi ngang so với tháng trước trong tháng 11 và chỉ tăng 7,1% so với cùng kỳ, giảm tốc so với đầu năm và không đạt kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong cả năm. Điều này cho thấy nhu cầu gia đình vẫn còn yếu.

Ngoài ra, lạm phát tăng tốc lên 3,58% so với cùng kỳ, chủ yếu do giá nhóm thực phẩm và tiêu dùng (tăng 3,29% so với cùng kỳ) do ảnh hưởng của lũ lụt sau bão và chi phí vận chuyển tăng cao khi giá nhiên liệu tăng 2,41% so với tháng trước. Do nhu cầu trong nước suy yếu trong khi áp lực lạm phát gia tăng, dư địa chính sách tiền tệ trong ngắn hạn có thể sẽ khó khăn hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 8/12.

Biểu đồ 1: Xu hướng của các chỉ số kinh tế vĩ mô chính, Việt Nam

CPI tăng tốc trong tháng 11, chủ yếu do giá lương thực tăng tại các tỉnh, thành phố chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi ngập lụt sau bão; trong khi đó, chỉ số PMI cho thấy hoạt động sản xuất tiếp tục mở rộng tháng thứ năm liên tiếp

	T10/24	T11/24	T12/24	T1/25	T2/25	T3/25	T4/25	T5/25	T6/25	T7/25	T8/25	T9/25	T10/25	T11/25
CPI (y/y%)	2.89	2.77	2.94	3.63	2.91	3.13	3.12	3.24	3.57	3.19	3.24	3.38	3.25	3.58
Doanh số bán lẻ (y/y%)	5.1	8.4	10.8	9.9	11.3	7.6	9.1	9.5	8.3	8.6	10.4	11.1	12.3	7.1
Kim ngạch xuất khẩu (y/y%)	10.7	8.8	13.0	-3.8	26.3	14.9	20.2	17.4	16.9	16.0	14.5	24.7	17.5	15.1
Kim ngạch nhập khẩu (y/y%)	14.1	10.0	19.2	-2.5	40.3	18.8	22.7	13.9	20.6	17.8	17.7	24.9	16.8	16.0
Cán cân thương mại (triệu USD)	2,029	1,201	566	3,168	-1,403	1,807	750	781	2,849	2,289	3,717	2,846	2,604	1,092
Sản xuất công nghiệp (y/y%)	7.1	8.0	8.8	-1.0	17.2	9.9	9.6	9.6	8.0	7.4	8.7	12.7	10.4	10.8
Markit PMI index	51.2	50.8	49.8	48.9	49.2	50.5	45.6	49.8	48.9	52.4	50.4	50.4	54.5	53.8
Lãi suất LNH (qua đêm)	3.54	3.11	4.04	3.92	4.59	4.61	2.54	3.10	6.45	3.35	2.03	4.38	3.20	5.40
Tỷ giá (VND:USD) (y/y%)	-2.81	-4.34	-4.77	-2.57	-3.49	-2.95	-2.60	-2.23	-2.62	-3.68	-5.64	-7.08	-3.97	-3.87
VN Index (y/y%)	22.98	14.29	12.11	8.65	4.20	1.77	1.39	5.62	10.50	20.06	31.03	29.02	29.67	35.23
Tỷ giá (VND:USD)	25,270	25,344	25,480	25,060	25,530	25,565	26,005	26,022	26,130	26,199	26,345	26,427	26,315	26,365
VN Index	1,264	1,250	1,267	1,265	1,305	1,307	1,226	1,333	1,376	1,503	1,682	1,662	1,640	1,691

Nguồn: CEIC, HSC

Tháng 11/2025: Thương mại tiếp tục vượt dự báo mặc dù nhu cầu trong nước suy yếu & CPI tăng

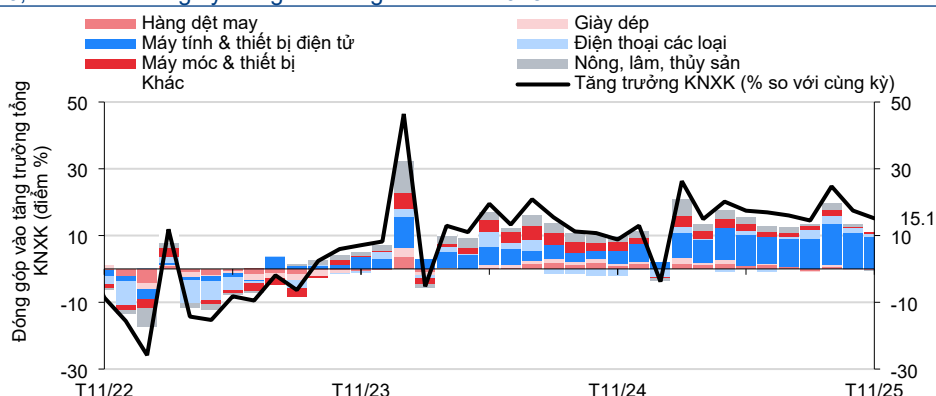
Tình hình thương mại duy trì ổn định trong tháng 11 với KNXXK và KNNK tăng lần lượt 15,1% và 16% so với cùng kỳ, cao hơn so với dự báo của chúng tôi, nâng tổng trưởng 11 tháng đầu năm 2025 lên lần lượt 16,1% và 18,4% so với cùng kỳ, nhờ mức thuế suất cạnh tranh và nhu cầu mạnh mẽ đối với các mặt hàng xuất khẩu chủ lực như điện tử và nông sản. Tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ giảm nhẹ, trong khi nhập khẩu từ Trung Quốc tiếp tục tăng mạnh. So với tháng trước, cả KNXXK và KNNK đều giảm nhẹ, phản ánh tác động ban đầu của chính sách thuế đối ứng và hiệu ứng mùa vụ thông thường. Nhìn chung, hoạt động xuất khẩu vẫn vững chắc nhờ dòng vốn FDI ổn định, đầu tư công mạnh mẽ và ngành du lịch phục hồi tốt, mặc dù điều kiện kinh tế trong nước có sự trái chiều với doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ chững lại và lạm phát gia tăng trong tháng 11 trong bối cảnh giá nhóm thực phẩm & giao thông tăng cao.

KNXXK và KNNK tăng lần lượt 16,1% và 18,4% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

Trong tháng 11, KNXXK và KNNK tăng lần lượt 15,1% và 16% so với cùng kỳ (Biểu đồ 2-3), vượt [dự báo của HSC](#). Điều này cho thấy sự ổn định của hoạt động thương mại nhờ mức thuế suất tương đối cạnh tranh so với các quốc gia đối thủ trong khu vực.

Biểu đồ 2: Đóng góp vào tăng trưởng KNXXK

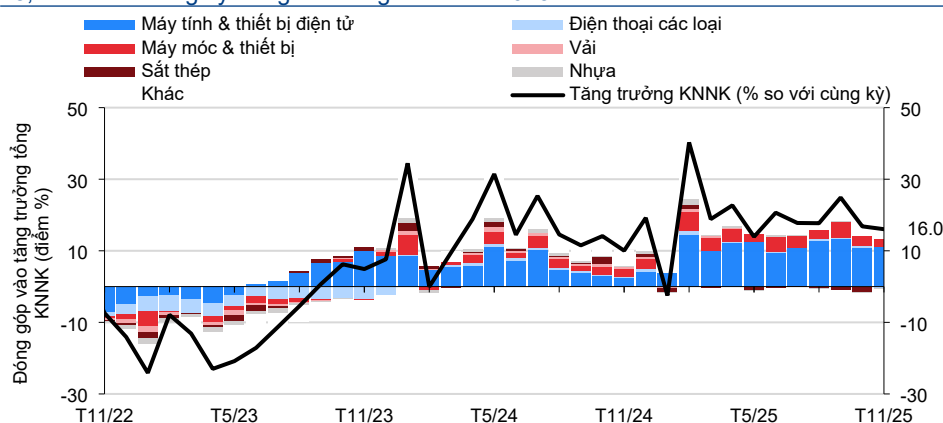
KNXXK tăng 15,1% so với cùng kỳ trong tháng 11 (giảm 7,1s% so với tháng trước) và tăng 16,1% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025



Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Biểu đồ 3: Đóng góp vào tăng trưởng KNNK

KNNK tăng 16% so với cùng kỳ trong tháng 11 (giảm 3,7% so với tháng trước) và tăng 18,4% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

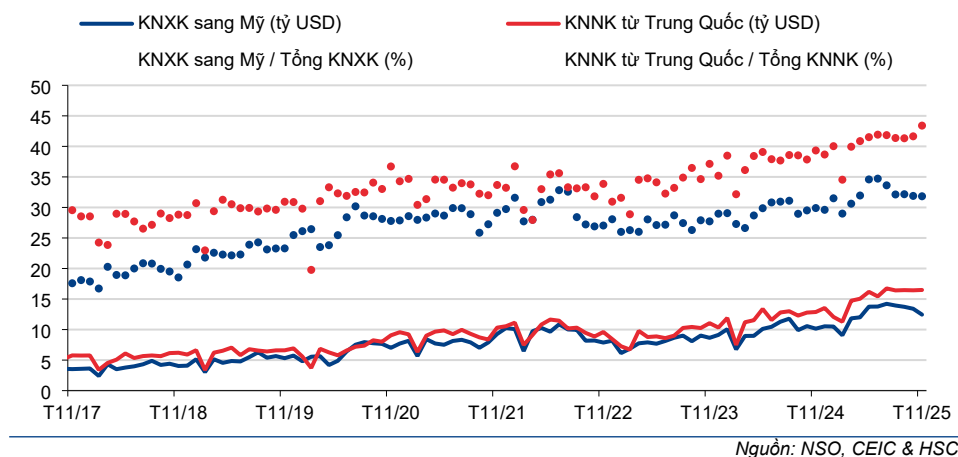


Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Trong tháng, KNXK sang Mỹ tăng chậm lại ở mức 22,7% so với cùng kỳ sau khi tăng 26,9% so với cùng kỳ trong tháng 10, tương đương 32% tổng KNXK của Việt Nam. Trong khi đó, KNNK từ Trung Quốc tăng 28% so với cùng kỳ trong tháng 11, tương đương 43% tổng KNNK của Việt Nam (mức cao kỷ lục) (Biểu đồ 4). So với tháng trước, KNXK sang Mỹ đã giảm trong 4 tháng liên tiếp, dần phản ánh tác động đầy đủ của chính sách thuế đối ứng kể từ ngày 7/8/2025.

Biểu đồ 4: Việt Nam: KNXK sang Mỹ & KNNK từ Trung Quốc

Trong tháng 11, KNNK từ Trung Quốc tăng 28% so với cùng kỳ trong khi KNXK sang Mỹ tăng 22,7% so với cùng kỳ



So với tháng trước, KNXK và KNNK giảm lần lượt 7,1% và 3,7%, tương đương tăng lần lượt 16,1% và 18,4% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025, cao hơn so với dự báo cả năm của chúng tôi (tăng trưởng lần lượt 14,2% và 16,2%). Trong khi đó, chỉ số PMI của Việt Nam đã vượt 50 điểm trong tháng thứ 5 liên tiếp, trong đó [số lượng đơn đặt hàng mới tăng](#) trong tháng thứ 3 liên tiếp và số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu (liên tục sụt giảm kể từ cuối năm ngoái) tăng lần thứ hai và là tốc độ tăng nhanh nhất trong 15 tháng qua.

Bảng 5: Các sản phẩm đóng góp nhiều nhất & ít nhất vào tăng trưởng KNXK trong tháng 11

Máy tính & thiết bị điện tử và rau củ là những nhóm sản phẩm đóng góp chính vào tăng trưởng KNXK trong tháng 11

Các mặt hàng xuất khẩu	So với cùng kỳ	Giá trị (triệu USD)	% tổng KNXK	Các mặt hàng xuất khẩu	So với cùng kỳ	Giá trị (triệu USD)	% tổng KNXK
Đồ chơi & dụng cụ thể thao	175.4%	848	2.2%	Cao su	-26.9%	323	0.8%
Máy tính & thiết bị điện tử	53.3%	9,597	24.6%	Sắt thép	-26.1%	440	1.1%
Rau củ	53.3%	701	1.8%	Hóa chất	-17.2%	207	0.5%
Cà phê	44.4%	508	1.3%	Sợi	-5.0%	349	0.9%
Máy ảnh, máy quay phim, linh kiện	34.7%	792	2.0%	Giày dép	-4.0%	2,076	5.3%
Hạt điều	19.3%	475	1.2%	Sản phẩm hóa chất	-3.0%	228	0.6%
Dây & cáp cách điện	18.7%	364	0.9%	Hàng dệt T5	-2.7%	2,973	7.6%
Kim loại thường khác	13.6%	392	1.0%	Sản phẩm sắt & thép	-0.5%	409	1.0%
Phương tiện vận tải khác	12.3%	1,473	3.8%	Gỗ & sản phẩm gỗ	0.7%	1,483	3.8%
Nhựa	9.2%	200	0.5%	Sản phẩm nhựa	2.5%	619	1.6%

Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Bảng 6: Các sản phẩm đóng góp nhiều nhất & ít nhất vào tăng trưởng KNNK trong tháng 11

Máy tính & sản phẩm điện tử là những mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng KNNK cao nhất trong tháng

Các mặt hàng nhập khẩu	So với cùng kỳ	Giá trị (triệu USD)	% tổng KNNK	Các mặt hàng nhập khẩu	So với cùng kỳ	Giá trị (triệu USD)	% tổng KNNK
Hạt điều	88.6%	264	0.7%	Ngô	-35.7%	227	0.6%
SP kim loại thường khác	47.2%	431	1.1%	Thức ăn gia súc	-23.7%	321	0.8%
Máy tính & thiết bị điện tử	39.4%	12,907	34.0%	Dầu thô	-17.9%	391	1.0%
Máy ảnh, máy quay phim, linh kiện	32.4%	236	0.6%	SP dầu mỏ	-15.4%	474	1.2%
Rau củ	31.2%	328	0.9%	Cao su	-13.4%	284	0.7%
SP sắt & thép	28.9%	752	2.0%	Điện thoại các loại	-12.1%	853	2.2%
Ô tô nhập khẩu nguyên chiếc các loại	21.4%	456	1.2%	Dược liệu	-7.7%	284	0.7%
Thủy sản	21.2%	293	0.8%	Than	-5.3%	378	1.0%
Sản phẩm nhựa	21.1%	960	2.5%	Nhựa	-3.5%	1,003	2.6%
Kim loại thường khác	20.8%	1,007	2.7%	Vải	-2.6%	1,257	3.3%

Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Các sản phẩm xuất khẩu ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong tháng 11 bao gồm máy tính & sản phẩm điện tử (tăng 53,3% so với cùng kỳ) và rau quả (tăng 53,3% so với cùng kỳ). Ngược lại, KNNK máy tính & sản phẩm điện tử tăng 39,4% so với cùng kỳ, tăng trong tháng thứ 30 liên tiếp (Biểu đồ 6).

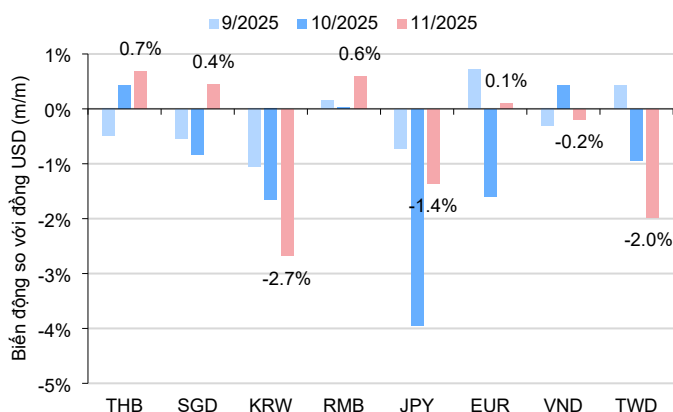
Cán cân thương mại ước tính thặng dư 1,1 tỷ USD trong tháng 11, nâng tổng thặng dư thương mại trong 11 tháng đầu năm 2025 lên 20,2 tỷ USD so với thặng dư 24,4 tỷ USD trong 11 tháng đầu năm 2024.

VND mất giá 0,2% trong tháng 11 và mất giá 3,4% trong 11 tháng đầu năm 2025

Đồng VND mất giá 0,2% so với tháng trước, tương đương mất giá 3,4% kể từ đầu năm, so với dự báo cả năm của chúng tôi là mất giá 4,2% (Biểu đồ 7-8). Một tín hiệu tích cực là tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do đã giảm từ mức cao kỷ lục, thu hẹp chênh lệch với thị trường liên ngân hàng xuống 3,8% trong tháng 11 (Biểu đồ 9).

Biểu đồ 7: Biến động của một số đồng tiền lớn so với đồng USD trong tháng 11

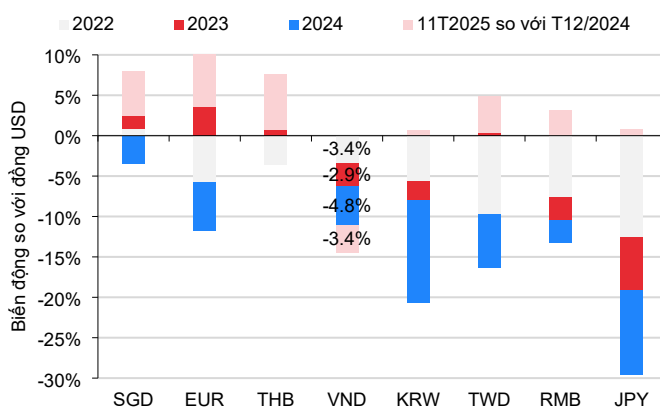
Đồng VND giảm 0,2% trong tháng 11



Nguồn: Investing.com, CEIC & HSC

Biểu đồ 8: Biến động của một số đồng tiền lớn so với đồng USD trong giai đoạn 2022 đến nay

và giảm 3,2% tính chung 11 tháng đầu năm 2025



Nguồn: Investing.com, CEIC & HSC

Biểu đồ 9: Tỷ giá USD/VND: Thị trường LNH so với thị trường tự do

Chênh lệch giữa tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do và thị trường liên ngân hàng đã giảm còn 3,8% trong tháng 11



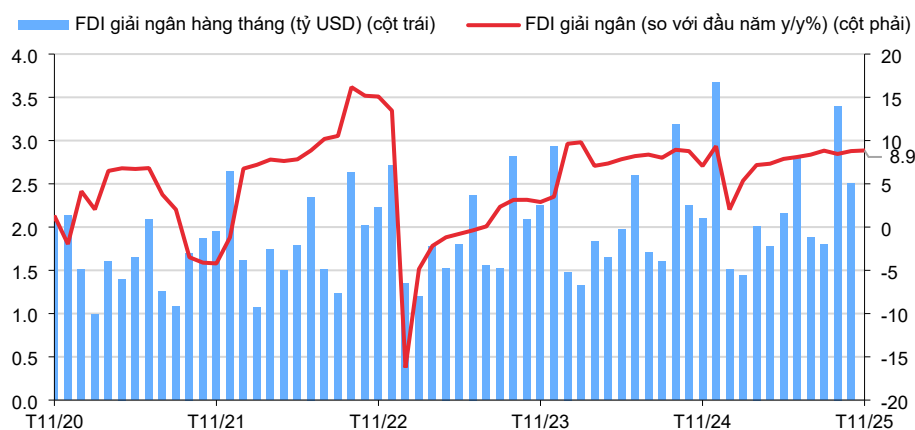
Nguồn: CEIC, HSC

FDI thực hiện và đăng ký tăng lần lượt 8,9% và 7,4% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

Trong tháng 11, FDI thực hiện tăng 9,5% so với cùng kỳ (Biểu đồ 10), trong khi đó FDI đăng ký giảm 47,3% so với cùng kỳ. Trong 11 tháng đầu năm 2025, cả FDI thực hiện (23,6 tỷ USD) và FDI đăng ký (33,7 tỷ USD) tăng lần lượt 8,5% và 15,2% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, FDI thực hiện 11 tháng đầu năm đạt mức cao nhất trong 5 năm vừa qua.

Biểu đồ 10: FDI thực hiện hàng tháng

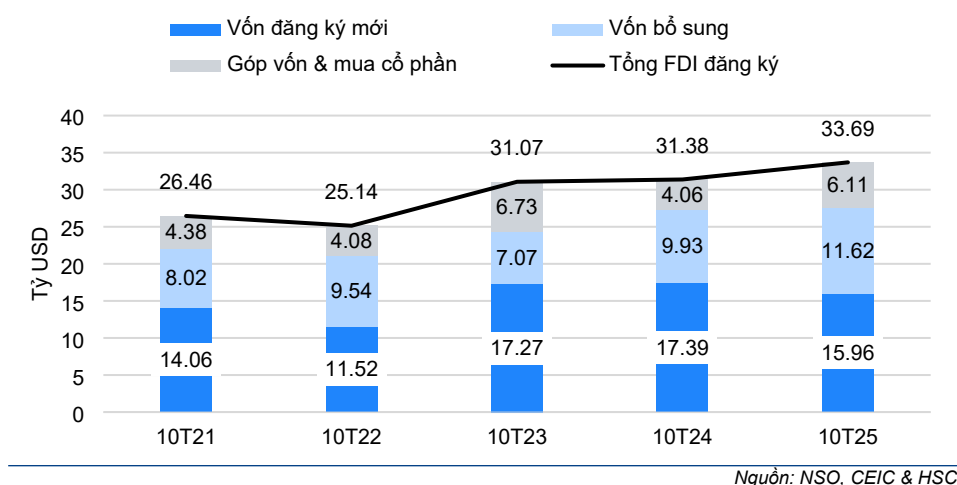
FDI thực hiện tăng 9,5% so với cùng kỳ trong tháng 11 & tăng 8,9% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025



Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Biểu đồ 11: FDI đăng ký theo hình thức

Trong 11 tháng đầu năm 2025, nguồn vốn bổ sung từ điều chỉnh dự án tăng đạt 11,6 tỷ USD, tăng 17% so với cùng kỳ



Cơ cấu đăng ký đầu tư, tổng vốn đăng ký mới đạt 15,96 tỷ USD, giảm 8,2% so với cùng kỳ. Trong khi đó, vốn bổ sung cho các dự án hiện hữu tăng mạnh lên 11,62 tỷ USD, tăng 17% so với cùng kỳ. Góp vốn & mua cổ phần đạt 6,11 tỷ USD, tăng 50,7% so với cùng kỳ (Biểu đồ 11).

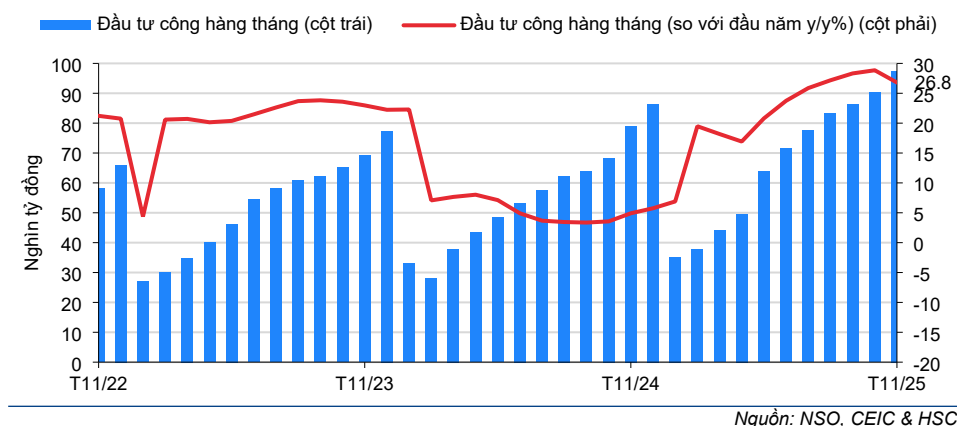
Đầu tư công tăng 21,5% so với cùng kỳ trong tháng 11/2025 & tăng 26,8% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

Trong tháng 11/2025, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tăng 21,5% so với cùng kỳ so với tăng 14,3% so với cùng kỳ trong tháng 11/2024. Trong 11 tháng đầu năm 2025, đầu tư công (736,4 nghìn tỷ đồng) tăng 26,8% so với cùng kỳ, bằng 72,2% kế hoạch cả năm 2025 của Chính phủ (Biểu đồ 12). Trong khi đó, chi đầu tư phát triển từ ngân sách nhà nước đạt 553,3 nghìn tỷ đồng trong 11 tháng đầu năm 2025, bằng 70% kế hoạch ngân sách ban đầu của năm 2025 (790,7 nghìn tỷ đồng) và tăng 39,2% so với cùng kỳ. Điều này cho thấy các biện pháp đồng bộ nhằm đẩy nhanh giải ngân, ưu tiên các dự án hiệu quả và kịp thời tháo gỡ những khó khăn.

Chính phủ ước tính đã thu ngân sách đạt 121,9% kế hoạch năm 2025 so với chi ngân sách đạt 79,5% kế hoạch năm 2025. Do đó, trong 11 tháng đầu năm 2025, ngân sách nhà nước ước tính thặng dư 348 nghìn tỷ đồng so với mục tiêu thâm hụt 471,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (Quyết định 2894 của Bộ Tài chính).

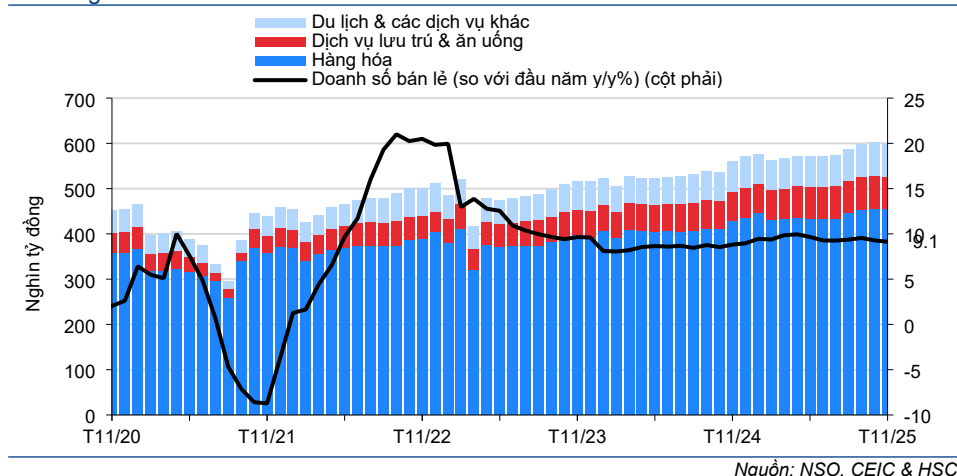
Biểu đồ 12: Đầu tư sử dụng ngân sách Nhà nước

Đầu tư công hàng tháng tăng 21,5% so với cùng kỳ trong tháng 11 và tăng 26,8% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025



Biểu đồ 13: Doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ hàng tháng

Doanh số bán lẻ tăng 7,1% so với cùng kỳ trong tháng 11 & tăng 9,1% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025



Doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tăng 7,1% so với cùng kỳ trong tháng 11 và tăng 9,1% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

Trong tháng 11, doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ (601,2 nghìn tỷ đồng) tăng 7,1% so với cùng kỳ (đi ngang so với tháng trước) (Biểu đồ 13). Trong đó, doanh số hàng hóa tăng 6% so với cùng kỳ (đóng góp 75,7% tổng doanh số) trong khi doanh số dịch vụ lưu trú, thực phẩm & đồ uống tăng 13,6% so với cùng kỳ, đóng góp 12% tổng doanh số.

Trong 11 tháng đầu năm 2025, doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tăng 9,1% so với cùng kỳ, so với tăng 8,9% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2024 và thấp hơn một chút so với dự báo cả năm của chúng tôi (tăng trưởng 10%) (Mời xem: [Triển vọng nền kinh tế Việt Nam trước thềm cuộc cải cách 2.0](#), 2/6/2025, HSC). Trong đó, doanh số lương thực & thực phẩm tăng 9,6% so với cùng kỳ; may mặc tăng 8,5% so với cùng kỳ; thiết bị & đồ gia dụng tăng 7,8% so với cùng kỳ; sản phẩm văn hóa & giáo dục tăng 6,9% so với cùng kỳ.

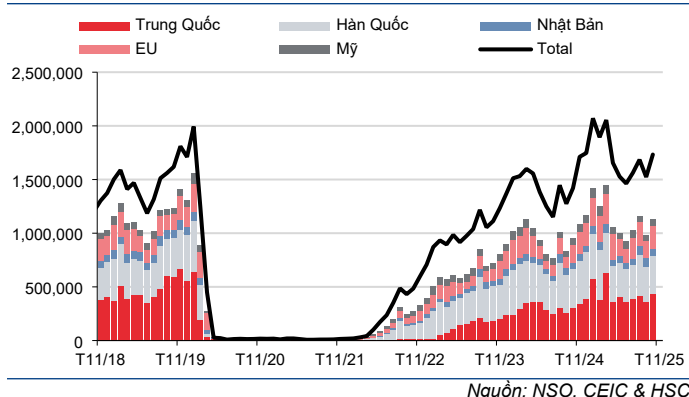
Số lượng du khách quốc tế tăng 15,6% so với cùng kỳ trong tháng 11/2025 và tăng 20,9% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

Trong tháng 11, số lượng du khách quốc tế tăng 15,6% so với cùng kỳ (tăng 14,2% so với tháng trước) đạt 1,98 triệu lượt khách. Trong số 3 thị trường hàng đầu, Trung Quốc dẫn đầu trong tháng thứ 9 liên tiếp với 467.090 lượt khách (tương đương 69% mức trước dịch COVID-19), tiếp theo là Hàn Quốc với 343.998 lượt khách (tương đương 94% mức trước dịch COVID-19) (Biểu đồ 14-15).

Tính chung 11 tháng đầu năm 2025, số lượng du khách quốc tế đạt 19,1 triệu lượt khách (tăng 20,9% so với cùng kỳ), tương đương 117% mức trước dịch COVID-2019 và sát với dự báo của chúng tôi. Trong năm 2025, HSC dự báo số lượng du khách quốc tế sẽ đạt 20,5 triệu lượt, tăng trưởng 17% so với 17,6 triệu lượt trong năm 2024 (Mời xem: [Triển vọng Việt Nam năm 2025-2026: Vàng trước biển động toàn cầu](#), 6/12/2024, HSC).

Biểu đồ 14: Số lượng khách du lịch quốc tế hàng tháng

Số lượng khách du lịch đạt 1,98 triệu lượt trong tháng 11 (tăng 15,6% so với cùng kỳ) và đạt 19,2 triệu lượt trong 11 tháng đầu năm 2025



Bảng 15: Số lượng khách quốc tế hàng tháng theo quốc gia

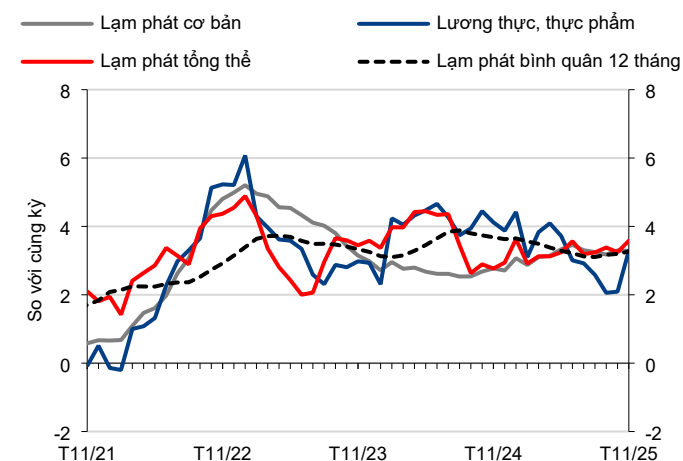
Khách du lịch từ Trung Quốc, Hàn Quốc, EU, Đài Loan, Mỹ, Nhật Bản và Campuchia chiếm tỷ trọng 74%

Quốc gia	Số lượng khách	So với cùng kỳ	Tỷ trọng
Trung Quốc	467,090	38%	24%
Hàn Quốc	343,998	-14%	17%
EU	329,963	60%	17%
Đài Loan	100,149	-13%	5%
Mỹ	81,044	17%	4%
Nhật Bản	75,441	6%	4%
Campuchia	64,601	35%	3%
Malaysia	55,507	15%	3%
Australia	48,410	10%	2%
Thái Lan	40,797	9%	2%

Nguồn: NSO, CEIC & HSC

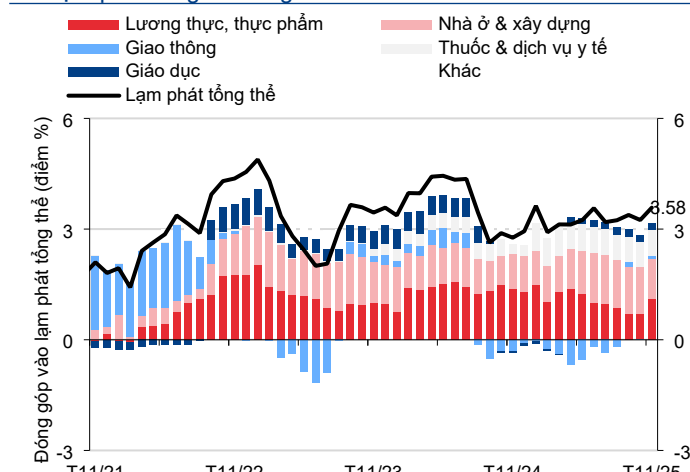
Biểu đồ 16: Lạm phát tổng thể

CPI tăng tốc lên 3,58% so với cùng kỳ trong tháng 11



Biểu đồ 17: Đóng góp vào lạm phát tổng thể

Đóng góp của chi phí lương thực, thực phẩm & chi phí giao thông vào lạm phát tổng thể tăng lên



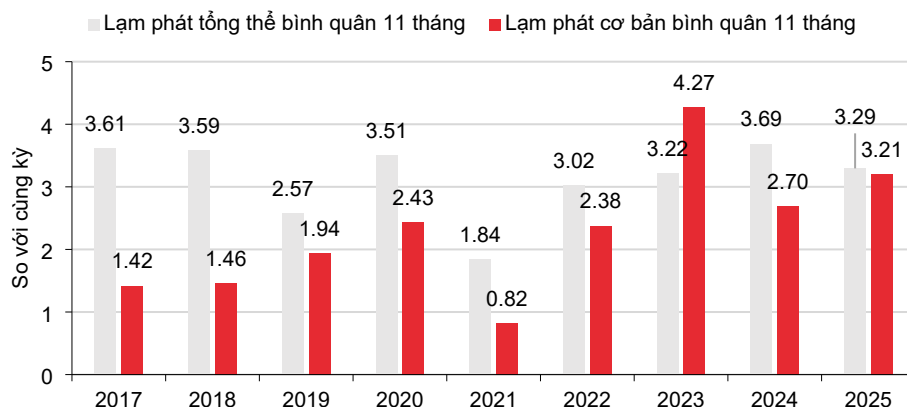
CPI tăng tốc lên 3,58% so với cùng kỳ trong tháng 11, tương đương tăng 3,29% so với cùng kỳ trong 11 tháng đầu năm 2025

Trong tháng 11, CPI tổng thể tăng tốc lên 3,58% so với cùng kỳ (tăng 0,45% so với tháng trước) sau khi tăng 3,25% so với cùng kỳ trong tháng 10, cao hơn một chút so với [dự báo](#) của chúng tôi (Biểu đồ 16-17). Lạm phát gia tăng chủ yếu do đóng góp của giá nhóm lương thực & thực phẩm (tăng 3,29% so với cùng kỳ), phần lớn do giá thực phẩm ở các tỉnh thành chịu ảnh hưởng của lũ lụt và chi phí giao thông (tăng 1,12% so với cùng kỳ), chiếm lần lượt 35,79% và 10,28% trong giỏ CPI. Trong nhóm giao thông, giá nhiên liệu tăng 2,41% so với tháng trước, sau nhiều lần điều chỉnh giá xăng dầu trong tháng. Trong khi đó, lạm phát cơ bản tăng 3,3% so với cùng kỳ, đi ngang so với tháng trước (Biểu đồ 16).

Trong 11 đầu năm 2025, lạm phát tổng thể tăng 3,29% so với cùng kỳ (Biểu đồ 18), thấp hơn [dự báo](#) cả năm của chúng tôi (tăng 3,4%).

Biểu đồ 18: Lạm phát tổng thể & lạm phát cơ bản bình quân: 11 tháng đầu năm 2017 - 11 tháng đầu năm 2025

Tính chung 11 tháng đầu năm 2025, lạm phát tổng thể tăng 3,29%, thấp hơn dự báo cả năm của HSC là 3,4%



Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Bảng 19: 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	27,000	27,000
Tỷ giá (VND: CNY)	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,619	3,673	3,649
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	7.09	7.60	7.10	8.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	502	530	571
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	4,911	5,134	5,490
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.59	2.46	2.63
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.9	37.9	39.0
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.3	34.6	36.0
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	2.85	3.47	3.67	4.13	4.54
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	135.7	143.6	152.4	158.0
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	3.9	4.0
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.4	4.0	4.0
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	4.0	3.5	3.5
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	13.6	12.2	13.6	14.2	13.5	15.1	18.0	16.0	14.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	23,898	27,005
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	15.0	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	5.0	5.5
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	3.2	3.4	3.5
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.0	4.1
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	20.9	19.7	23.6
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	443	467	502
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	16.2	5.5	7.5
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	464	487	526
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	14.2	5.0	8.0
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	123	129	140	149	142	155	165	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.

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

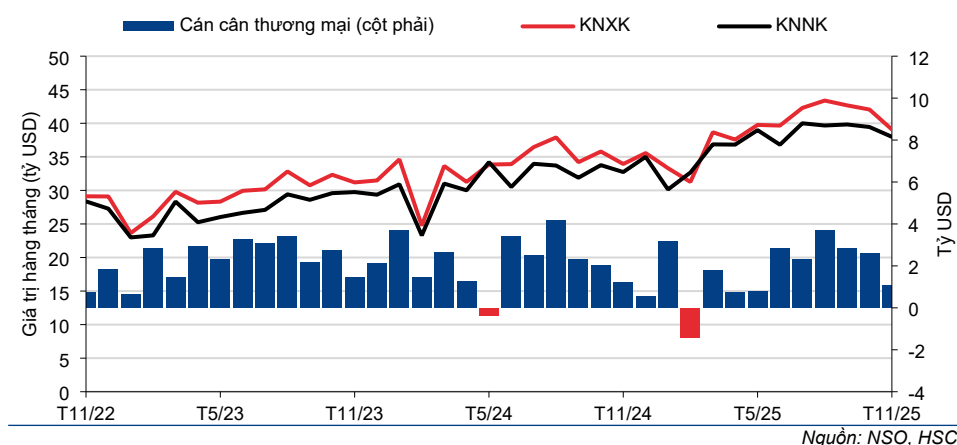
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

Bảng 20: Lịch các sự kiện kinh tế

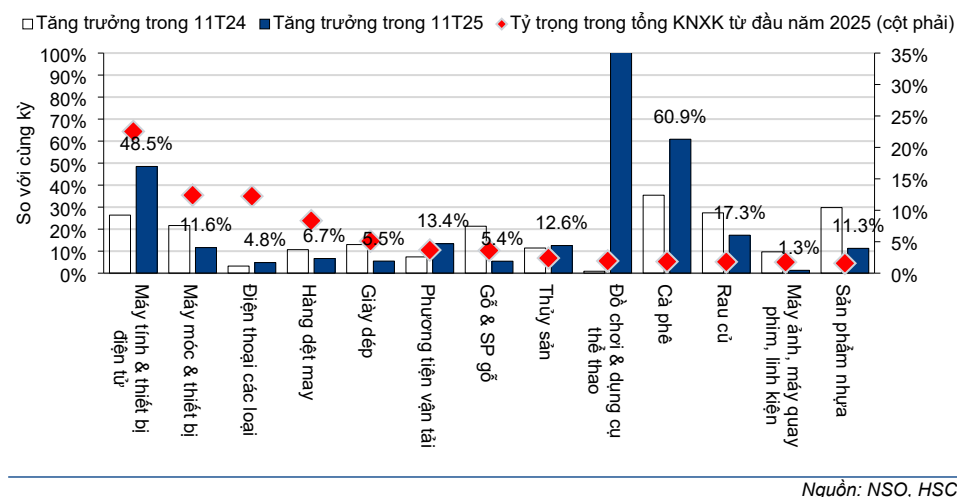
Sự kiện	Ngày	Thời gian	Địa điểm	Công ty / Tổ chức
Việt Nam: PMI sản xuất (T11-25)	Thứ 2, 1/12/2025	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T11-25)	Thứ 7, 6/12/2025		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC (với bản tóm tắt các dự báo kinh tế)	9 – 10/12/2025		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T12-25)	Thứ 5, 1/1/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Q4/25: GDP, giá trị sản xuất công nghiệp, CPI, doanh số bán lẻ, thương mại (T12-25)	Thứ 3, 6/1/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC	27 – 28/1/2026		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T1-26)	Thứ 2, 2/2/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T1-26)	Thứ 6, 6/2/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Việt Nam: PMI sản xuất (T2-26)	Thứ 2, 2/3/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T2-26)	Thứ 6, 6/3/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC (với bản tóm tắt các dự báo kinh tế)	17 – 18/3/2026		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T3-26)	Thứ 4, 1/4/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Q1/26: GDP, giá trị sản xuất công nghiệp, CPI, doanh số bán lẻ, thương mại (T3-26)	Thứ 3, 6/4/2027		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC	28 – 29/4/2026		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T4-26)	Thứ 6, 1/5/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T4-26)	Thứ 4, 6/5/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Việt Nam: PMI sản xuất (T5-26)	Thứ 2, 1/6/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T5-26)	Thứ 7, 6/6/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC (với bản tóm tắt các dự báo kinh tế)	16 – 17/6/2026		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T6-26)	Thứ 4, 1/7/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Q2/26: GDP, giá trị sản xuất công nghiệp, CPI, doanh số bán lẻ, thương mại (T6-26)	Thứ 3, 6/7/2027		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC	28 – 29/7/2026		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T7-26)	Thứ 2, 3/8/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T7-26)	Thứ 5, 6/8/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Việt Nam: PMI sản xuất (T8-26)	Thứ 3, 1/9/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T8-26)	Chủ nhật, 6/9/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC (với bản tóm tắt các dự báo kinh tế)	15 – 16/9/2026		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T9-26)	Thứ 5, 1/10/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Q3/26: GDP, giá trị sản xuất công nghiệp, CPI, doanh số bán lẻ, thương mại (T9-26)	Thứ 4, 6/10/2027		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC	27 – 28/10/2026		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang
Việt Nam: PMI sản xuất (T10-26)	Thứ 2, 2/11/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T10-26)	Thứ 6, 6/11/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Việt Nam: PMI sản xuất (T11-26)	Thứ 3, 1/12/2026	0:30 UTC	Anh	S&P Global
Việt Nam: CPI, giá trị sản xuất công nghiệp, doanh số bán lẻ, thương mại (T11-26)	Chủ nhật, 6/12/2026		Hà Nội	Cục Thống kê
Cuộc họp FOMC (với bản tóm tắt các dự báo kinh tế)	8 – 9/12/20 26		Mỹ	Cục Dự trữ Liên bang

Nguồn: S&P Global, Fed, NSO, HSC

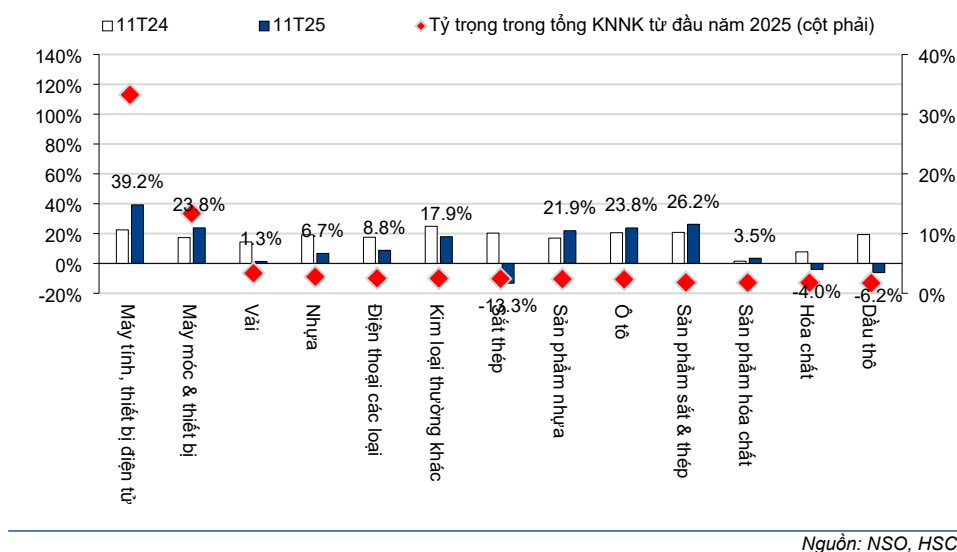
Biểu đồ 21: Cán cân thương mại hàng tháng của Việt Nam



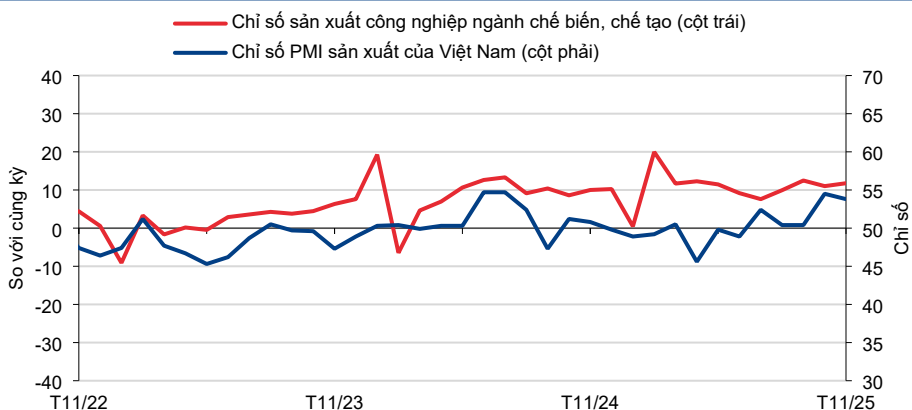
Biểu đồ 22: KNXK 11 tháng đầu năm của Việt Nam



Biểu đồ 23: KNNK 11 tháng đầu năm của Việt Nam

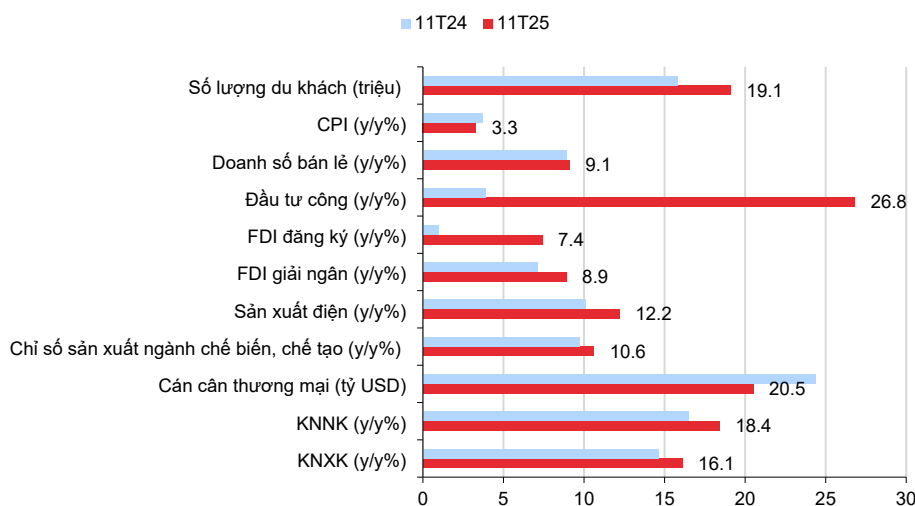


Biểu đồ 24: Việt Nam: PMI sản xuất & chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ)



Nguồn: NSO, HSC

Biểu đồ 25: Các chỉ báo kinh tế quan trọng trong 11T2025 so với 11T2024



Nguồn: NSO, HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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