

Ngày 22/04/2025

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Mỹ Liên

liennguyen@phs.vn

Bùi Thị Quỳnh Nga

ngabui@phs.vn

RỦI RO TỪ THUẾ QUAN ẢNH HƯỞNG ĐẾN MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG

- Tổng thống Mỹ Donald Trump tuyên bố áp thuế đối ứng lên các đối tác thương mại, trong đó Việt Nam chịu mức cao nhất 46%. Tuy nhiên, quyết định tạm hoãn 90 ngày để đàm phán đã giảm sức ép ngắn hạn, tạo cơ hội để Việt Nam xây dựng chiến lược ứng phó và củng cố vị thế trong chuỗi cung ứng toàn cầu.
- GDP quý 1 của Việt Nam tăng 6.93%, mức cao nhất 5 năm qua nhưng vẫn chưa đạt mục tiêu đề ra là 8%, trong khi lạm phát vẫn ở mức thấp. Các chỉ số về tiêu dùng và sản xuất đều cho thấy bức tranh cải thiện. Chỉ số PMI quay lại vùng mở rộng, dù doanh nghiệp còn thận trọng trước rủi ro toàn cầu.
- Hoạt động thương mại lẫn đầu tư FDI cũng ghi nhận các con số kỷ lục trong Quý 1. Nhờ sự tăng trưởng đồng đều ở các hoạt động kinh tế, thu NSNN ghi nhận mức tăng vượt trội gần 30% so với cùng kỳ. Ở chiều ngược lại, giải ngân đầu tư công còn chậm mặc dù có nhiều kỳ vọng.
- Số liệu quý 1 chưa phản ánh các tác động tiêu cực trực tiếp và gián tiếp từ thuế quan, do đó chúng tôi cho rằng bức tranh kinh tế trong thời gian tới sẽ rất khó đoán định. Chúng tôi cũng thận trọng điều chỉnh các dự phóng kinh tế và chia ra nhiều kịch bản để phù hợp hơn trong bối cảnh hiện tại.

Chiến tranh thương mại 2.0

Tổng thống Mỹ Donald Trump công bố thuế quan đối ứng lên toàn bộ đối tác thương mại, trong đó Việt Nam bất ngờ chịu mức thuế thuộc nhóm cao nhất, lên đến 46%. Tuy nhiên, chính quyền Trump đã thực hiện tạm hoãn thuế trong 90 ngày để tiến hành đàm phán với các đối tác thương mại. Quyết định này đã giảm áp lực ngắn hạn, tạo điều kiện để Việt Nam triển khai các đối sách chiến lược và củng cố vị thế trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Chúng tôi tin Chính phủ sẽ đồng bộ thực hiện nhiều giải pháp nhằm thực đẩy tiêu dùng nội địa, đẩy mạnh đầu tư, gồm cả đầu tư tư nhân, đầu tư nước ngoài và đầu tư công. Tuy vậy, chúng tôi cũng cần điều chỉnh lại các kịch bản dự phóng kinh tế.

Kinh tế Việt Nam Quý 1: tiếp tục cải thiện

GDP đạt 6.93%, cao nhất trong vòng 5 năm qua, khẳng định xu hướng phục hồi mạnh mẽ và bền vững. Con số này, dù vượt trội so với cùng kỳ các năm trước, vẫn chưa chạm đến mục tiêu tham vọng trên 7.7% (hướng tới 8% cho cả năm 2025).

CPI phù hợp với dự báo của PHS khi ghi nhận giảm nhẹ 0.03% so với tháng trước & tăng 3.13% svck nhờ giá xăng dầu & giá gạo giảm sâu theo thị trường thế giới, lạm phát bình quân quý 1 ở mức 3.22% - cách khá xa so với mức kiểm soát của Chính phủ đặt ra (4.5 – 5.0%).

Doanh số bán lẻ trong nước cũng được thúc đẩy mạnh mẽ. Ngoài động lực từ khách du lịch, nhu cầu đối với hàng hóa của khu vực nội địa cũng hồi phục nhưng phần lớn vẫn tập trung ở nhóm nhu yếu phẩm (lượng thực phẩm, giáo dục). Cụ thể, tổng mức bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tháng 3 đạt 570.9 nghìn tỷ, tăng 1.7% so với tháng 2 & tăng 10.8% svck, đánh dấu mức doanh thu cao nhất trong 22 tháng.

Lũy kế Quý 1, doanh số bán lẻ tăng 9.9% svck, loại trừ yếu tố giá vẫn ghi nhận mức tăng 7.5% (so với mức 5.5% của Quý 1.2024).

IIP tăng 7.8% so với quý 1.2024, đáng chú ý là riêng ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng trưởng 9.5% svck. IIP tháng 3 tăng 12% MoM chủ yếu vì hiệu ứng nền thấp của tháng trước, trong khi đó tăng trưởng svck đạt 8.6%. Chỉ số PMI cũng đã ghi nhận trở lại ngưỡng mở rộng kể từ đầu năm, với 50.5 điểm trong tháng 3. Tuy nhiên, môi trường kinh tế đang cho thấy nhiều rủi ro trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu có nhiều trở ngại, các công ty qua đó cũng có phần thận trọng hơn trong triển vọng kinh doanh cũng như tốc độ đặt hàng & tuyển dụng lao động.

Hoạt động thương mại Quý 1 vẫn khá tích cực và chưa phản ánh các rủi ro từ căng thẳng thương mại. Kim ngạch xuất khẩu tăng mạnh trở lại sau giai đoạn nghỉ Tết, lần đầu tiên vượt mức 38.5 tỷ USD. Nhu cầu nhập khẩu hàng hóa phục vụ sản xuất cũng cải thiện mạnh mẽ. Hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chủ lực như đồ điện tử, dệt may, đồ gỗ & nông thủy sản đều duy trì tốc độ tăng trưởng tốt. Việc tạm hoãn thuế quan hiện tại theo chúng tôi sẽ là khoảng thời gian để các doanh nghiệp xuất khẩu đẩy mạnh hoạt động sản xuất & xuất khẩu. Qua đó, số liệu tăng trưởng Quý 2 có thể tiếp tục xô đổ kỷ lục cũ.

FDI đăng ký vào Việt Nam trong 3 tháng đầu năm đạt gần 10.98 tỷ USD, tăng 34.7% svck năm trước. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện tại Việt Nam ước đạt 4.96 tỷ USD, tăng 7.2% svck. Đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của 3 tháng trong 5 năm qua. Chúng tôi cho rằng khả năng các doanh nghiệp FDI rút khỏi Việt Nam là khó diễn ra, tuy vậy, vốn giải ngân FDI nhiều khả năng sẽ chững lại trong giai đoạn chờ đợi đàm phán này.

Ngân sách nhà nước (NSNN) Trong Quý 1/2025, hoạt động thu NSNN diễn biến rất tích cực với tổng thu tăng 33.7% svck năm trước. Trong khi đó các hoạt động chi NSNN còn khá khiêm tốn, đặc biệt là chi đầu tư công vẫn rất chậm so với kế hoạch cũng như quyết tâm của Chính phủ khi chỉ đạt 78.7 nghìn tỷ, tương đương với 10% dự toán & giảm nhẹ so với cùng kỳ 2024. Trong bối cảnh thuế quan đang chực chờ gây ảnh hưởng mạnh đến động lực xuất nhập khẩu của tăng trưởng GDP, đầu tư công đang được kỳ vọng sẽ bứt phá mạnh mẽ để tạo hiệu ứng lan tỏa đến các động lực khác như tiêu dùng & đầu tư.

Bảng 1: Tình hình kinh tế Việt Nam

Chỉ số	ĐVT	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25
GDP	% YTD YoY			7.6			6.9
CPI	%YoY	2.9	2.8	2.9	3.6	2.9	3.2
Bán lẻ	%YTD YoY	8.5	8.8	9	9.5	9.4	9.9
Xuất khẩu	%YoY	10.8	10.1	2.8	-3.9	25.9	10.7
Nhập khẩu	%YoY	13.2	11.6	18.6	-2.7	40.4	17.2
CCTM	Tỷ USD	2.5	0.96	-2.2	3.1	-1.7	1.7
FDI thực hiện	Tỷ USD	2.2	2.1	3.7	1.5	1.5	2.0
IIP	%YTD YoY	8.3	8.4	8.4	0.6	7.2	7.8
PMI sản xuất		51.2	50.8	49.8	48.9	49.2	50.5

Nguồn: PHS tổng hợp

NỘI DUNG

1. Thuế đối ứng của Mỹ và ước tính tác động đến kinh tế Việt Nam.....	4
2. Tăng trưởng GDP & sản xuất cải thiện nhưng vẫn chưa đạt kỳ vọng.....	8
4. Hoạt động thương mại & đầu tư FDI đối mặt với cả những cơ hội và thách thức.	15
5. Hoạt động chi NSNN còn yếu.....	19

1. Thuế đối ứng của Mỹ và ước tính tác động đến kinh tế Việt Nam.

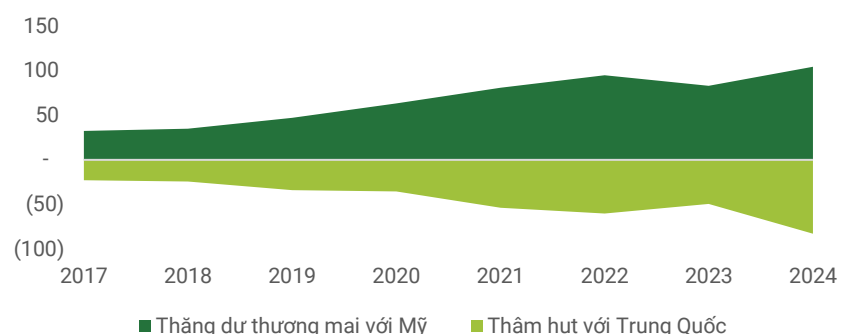
Rạng sáng ngày 03/04/2025 (giờ Việt Nam), Tổng thống Mỹ Donald Trump công bố thuế quan đối ứng lên toàn bộ đối tác thương mại, trong đó Việt Nam bắt ngờ chịu mức thuế thuộc nhóm cao nhất, lên đến 46%. Thị trường tài chính toàn cầu đã phản ứng mạnh mẽ trong “Ngày Giải phóng” – theo lời của Tổng thống Trump. *(Chi tiết hơn, quý Nhà đầu tư có thể tham khảo báo cáo ngày 03/04/2025 của PHS, trong đó chúng tôi đã diễn giải chi tiết công thức tính thuế và các phản ứng thị trường ban đầu).*

Sau đó không lâu, ngày 10/04/2025, Tổng thống Trump tuyên bố hoãn áp dụng thuế đối ứng trong 90 ngày đối với các đối tác, trừ Trung Quốc, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung tiếp tục leo thang. Quyết định hoãn thuế mở ra cơ hội để các nước tiến hành đàm phán, nhằm đạt được các thỏa thuận thương mại có lợi. Mức thuế 46%, nếu được triển khai, chắc chắn sẽ tác động mạnh đến các ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như dệt may, da giày, điện tử, và thủy sản, vốn đóng góp đáng kể vào GDP. Tuy nhiên, quyết định hoãn thuế đã giảm áp lực ngắn hạn, tạo điều kiện để Việt Nam triển khai các đối sách chiến lược và củng cố vị thế trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Cụ thể, chúng tôi thấy lãnh đạo Việt Nam tập trung vào 03 hướng: thương mại, đầu tư FDI & đầu tư trong nước.

1.1 Về các đối sách về thương mại: tập trung đàm phán song phương với Mỹ, đẩy mạnh chống gian lận thương mại & tìm kiếm thêm thị trường mới.

Một mặt, Việt Nam thực hiện ngay các biện pháp đàm phán với phía Mỹ, thậm chí trước “Ngày Giải Phóng”, Thủ tướng Chính phủ đã quyết định thành lập Đoàn đàm phán Chính phủ về thỏa thuận thương mại đối ứng với Hoa Kỳ. Các giải pháp đưa ra gồm tăng nhập khẩu hàng Mỹ (nông sản, máy bay, LNG,...), giảm thuế cho hàng Mỹ về 0% và thúc đẩy hỗ trợ sự hiện diện của các doanh nghiệp Mỹ (Starlink), đặc biệt là chống gian lận thương mại, hạn chế nhập khẩu hàng hóa từ nước thứ 3 để xuất khẩu sang Mỹ. Đây là các động thái khá cứng rắn và nhanh nhạy của chính quyền Việt Nam, thể hiện thiện chí đối với phía Mỹ. Trên thực tế, thâm hụt thương mại giữa Mỹ với Việt Nam hơn 100 tỷ USD (2024) nên việc đưa về mức cân bằng gần như là bất khả thi, vì vậy, vấn đề đàm phán theo chúng tôi thiên về các yếu tố phi thương mại nhiều hơn. Tuy nhiên, có một điều chắc chắn rằng Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì chính sách ngoại giao cây tre hiện tại, giữ tính độc lập trong mọi quyết định quốc tế.

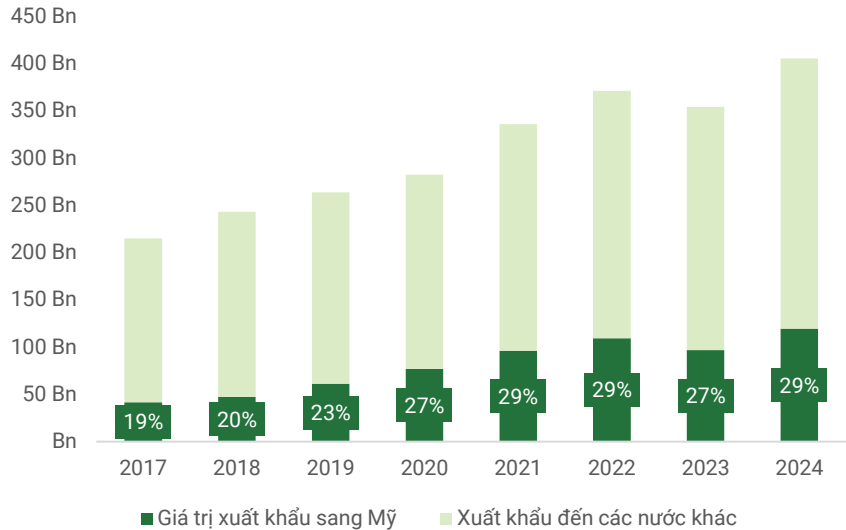
Hình 1: Cán cân thương mại với Mỹ & Trung Quốc qua các năm (ĐVT: tỷ USD)



Nguồn: PHS tổng hợp

Mặt khác, Việt Nam cũng đang chủ động trong tiếp cận các thị trường mới nhằm tránh tác động trong việc phụ thuộc quá nhiều vào một thị trường.

Hình 2: Thị phần Xuất khẩu sang Mỹ qua các năm

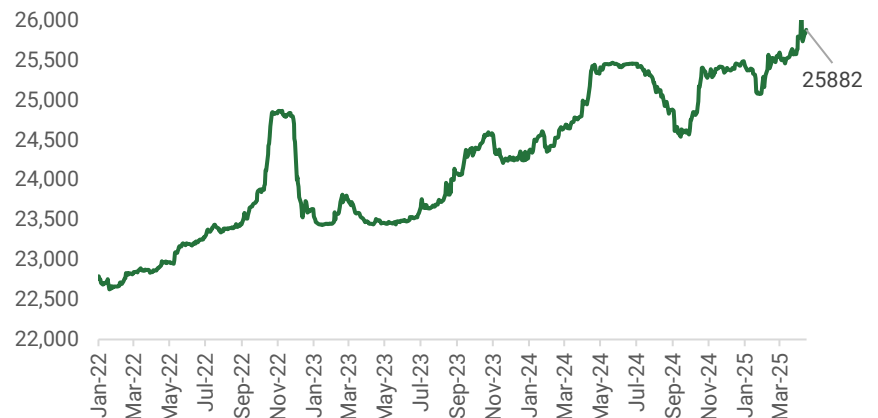


Nguồn: PHS tổng hợp

1.2 Về các chính sách dành cho đầu tư FDI: tìm kiếm các giải pháp giải tỏa quan ngại của các nhà đầu tư.

Trong báo cáo ngày 03/04/2025, chúng tôi có nêu ra điều chúng tôi lo ngại nhất khi Mỹ tuyên bố áp thuế mạnh vào Việt Nam không phải là tăng trưởng xuất khẩu, mà là ảnh hưởng đến dòng chảy của vốn đầu tư FDI. Và vì thế, chúng tôi quan sát rất kĩ các diễn biến trên thị trường ngoại hối. Một điểm sáng đáng chú ý là tỷ giá USD/VND duy trì sự ổn định, chỉ tăng dưới 1% sau công bố thuế quan ngày 03/04 và nhanh chóng giảm trở lại sau quyết định hoãn thuế. Điều này phản ánh kỳ vọng mạnh mẽ của thị trường về khả năng Việt Nam đạt được thỏa thuận với Mỹ, đồng thời cho thấy không có xu hướng rút vốn ồ ạt và cũng phù hợp với xu hướng ổn định của chỉ số DXY trên thị trường quốc tế.

Hình 3: Tỷ giá USDEVND



Nguồn: PHS tổng hợp

Chính phủ Việt Nam lẫn các chính quyền địa phương cũng đã làm việc với các doanh nghiệp FDI lớn để lắng nghe các quan ngại và cùng tìm giải pháp

với vấn đề thuế quan. Nhìn chung, Việt Nam cam kết tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp FDI từ các quốc gia đầu tư lớn, giảm điều kiện kinh doanh, đơn giản hóa thủ tục hành chính, và có thể cung cấp ưu đãi về thuế hoặc đất đai.

Việt Nam vẫn được ghi nhận là quốc gia có lợi thế trong chiến lược Friend-shoring. Thêm vào đó, việc di dời các nhà máy theo quan điểm của chúng tôi là một bài toán khó của các doanh nghiệp khi cân đối giữa chi phí và lợi ích và các quốc gia cạnh tranh như các nước ASEAN, Ấn Độ, Mexico,... cũng chịu các mức thuế khá cao.

Một điểm đáng chú ý nữa là chuyến thăm của Chủ tịch Trung Quốc Tập Cận Bình đến Việt Nam, cùng với việc ký kết 45 thỏa thuận hợp tác trong các lĩnh vực thương mại, đầu tư, và cơ sở hạ tầng, là một sự kiện đáng chú ý. Sự kiện này không chỉ củng cố mối quan hệ kinh tế Việt - Trung, mà còn thể hiện khả năng ngoại giao linh hoạt của Việt Nam theo “đường lối cây tre.” Điều này khẳng định vai trò ngày càng quan trọng của Việt Nam trên bản đồ chính trị - kinh tế thế giới, đồng thời giúp đa dạng hóa các mối quan hệ đối tác để giảm rủi ro từ căng thẳng thương mại với Mỹ.

1.3 Về các chính sách củng cố nội lực trong nước: đầu tư công và thúc đẩy tiêu dùng trong nước.

Sự kiện này đã thúc đẩy Chính phủ trong việc đẩy mạnh hạ tầng và nghiên cứu công nghệ và Chính phủ đã nhanh chóng đề xuất nhiều chính sách, bao gồm:

Bảng 1: Các chính sách do Chính phủ đề xuất để giải quyết các vấn đề thuế quan mới của Mỹ

No.	Các chính sách do Chính phủ đề xuất để giải quyết các vấn đề thuế quan mới của Mỹ
1	Giảm thuế, lãi suất để hỗ trợ tối đa cho doanh nghiệp
2	Giảm thời gian giải quyết thủ tục hành chính, chi phí kinh doanh và điều kiện kinh doanh ít nhất 30% vào năm 2025
3	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam được giao xây dựng gói tín dụng ưu đãi khoảng 500 nghìn tỷ đồng cho khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo, hạ tầng chiến lược
4	Giảm thuế VAT vào năm 2025 và 2026
5	Bộ Công Thương sẽ đi đầu trong việc thúc đẩy đa dạng hóa thị trường, sản phẩm và chuỗi cung ứng
6	Xây dựng gói chính sách kích cầu để thúc đẩy tiêu dùng, đặc biệt đối với các mặt hàng chủ lực như xi măng, thép, vật liệu xây dựng,...
7	Kích thích tiêu dùng nội địa, đẩy mạnh cuộc vận động “Người Việt Nam ưu tiên dùng hàng Việt Nam”
8	Tăng cường kiểm tra, giám sát giải ngân vốn đầu tư công; kịp thời rà soát, phân bổ lại vốn cho các dự án có khả năng giải ngân tốt, nhu cầu triển khai cấp bách.
9	Tập trung thu hút và giải quyết kịp thời các khó khăn, vướng mắc đối với các dự án FDI quy mô lớn, công nghệ cao.

Nguồn: PHS tổng hợp

Đáng chú ý, Thủ tướng vẫn kiên định mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm 2025 bất chấp các bối cảnh kinh tế bất định. Vì vậy, các chính sách tài khóa và tiền tệ dự kiến sẽ tiếp tục theo hướng hỗ trợ nền kinh tế, trong đó:

- Việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm 2025 là điều chắc chắn phải thực hiện và chúng tôi cũng kỳ vọng vào việc này.
- NHNN tiếp tục duy trì ổn định lãi suất, đặc biệt là mặt bằng lãi suất huy động và cho vay, thúc đẩy giải ngân tín dụng theo mục tiêu 16% trong năm nay.

1.4 Tóm lại:

Chúng tôi đã giảm nhiều sự kỳ vọng về việc đạt được một thỏa thuận hoàn toàn với Mỹ. Đường lối ngoại giao của Việt Nam sẽ duy trì nhất quán và sự kiện này sẽ thúc đẩy Chính phủ Việt Nam thực hiện mạnh mẽ hơn các cải tiến công nghệ, đầu tư công và đa dạng hóa thêm thị trường, giảm sự phụ thuộc vào bất kỳ quốc gia nào - đương nhiên sẽ rất dài hạn.

Trong ngắn hạn, chúng tôi tin Chính phủ sẽ đồng bộ thực hiện các giải pháp nhằm thực đẩy tiêu dùng nội địa, đẩy mạnh đầu tư tư nhân và đầu tư công, ổn định môi trường lãi suất, đưa ra thêm các gói hỗ trợ cho doanh nghiệp trong nước lẫn các doanh nghiệp FDI để giữ chân các nhà đầu tư và duy trì niềm tin cho họ. Tuy vậy, chúng tôi cũng cần điều chỉnh lại các kịch bản dự phóng kinh tế. Ảnh hưởng của thuế quan trong kịch bản Việt Nam không đạt được thỏa thuận có thể khiến cho GDP giảm 1 - 2% trong năm 2025F & 2 - 3% trong năm 2026F, tương ứng với mức tăng trưởng GDP đạt 5 - 6% & 3 - 4%, lần lượt trong 2025F & 2026F. Cùng với đó, chúng tôi ước tính dòng vốn FDI có thể giảm khoảng 15 - 20% trong năm 2025F & 2026F. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn hy vọng Việt Nam có thể đạt được thỏa thuận làm giảm căng thẳng với phía Mỹ.

Bảng 2: Mục tiêu tăng trưởng mới của Chính phủ

Chỉ báo	KH 2025 của Chính phủ	Q1/2025	PHS 2025F		
			Kịch bản tích cực (thuế quan ở mức 10 - 25%)	Kịch bản cơ sở (thuế quan ở mức 30 - 35%)	Kịch bản xấu (thuế quan ở mức 46% hoặc hơn)
GDP (%YoY)	> 8.0%	6.93%	7 - 8%	5 - 6%	3 - 4%
CPI bình quân (%YoY)	4.5-5.0%	3.22%	3.5 - 4.0%	4 - 5%	5 - 5.5%
Tỷ lệ thất nghiệp khu vực thành thị	<4%		3.5%	5%	7 - 9%
Tăng trưởng tín dụng	16%	+2.49% (As of 25 th Mar)	17%	16%	10 - 12%
Tỷ lệ giải ngân so với kế hoạch	95%	9%	90%	95%	100%
Tăng trưởng nhập khẩu (YTD YoY)		+17.2%	14.0%	-10%	-18%
Tăng trưởng xuất khẩu (YTD YoY)		+10.7%	12.0%	-8%	-16.5%
Tăng trưởng sản xuất công nghiệp (IIP)		+7.8%	9 - 10%	6 - 8%	4 - 5%
Tăng trưởng bán lẻ		+9.9%	8 - 9%	6 - 7%	4 - 5%
Vốn giải ngân FDI (% YoY)		7.1%	7 - 8%	-5%	-15 -> -20%

Nguồn: PHS dự phóng

2. Tăng trưởng GDP & sản xuất cải thiện nhưng vẫn chưa đạt kỳ vọng.

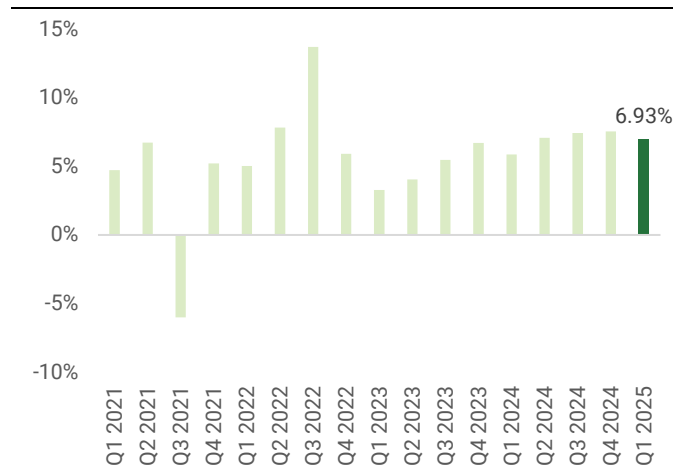
2.1 GDP

Trong quý 1 năm 2025, nền kinh tế Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng GDP đạt 6.93%, cao nhất trong vòng 5 năm qua, khẳng định xu hướng phục hồi mạnh mẽ và bền vững. Con số này, dù vượt trội so với cùng kỳ các năm trước, vẫn chưa chạm đến mục tiêu tham vọng trên 7.7% (hướng tới 8% cho cả năm 2025) được đề ra tại Nghị quyết số 25 ban hành ngày 05/02/2025.

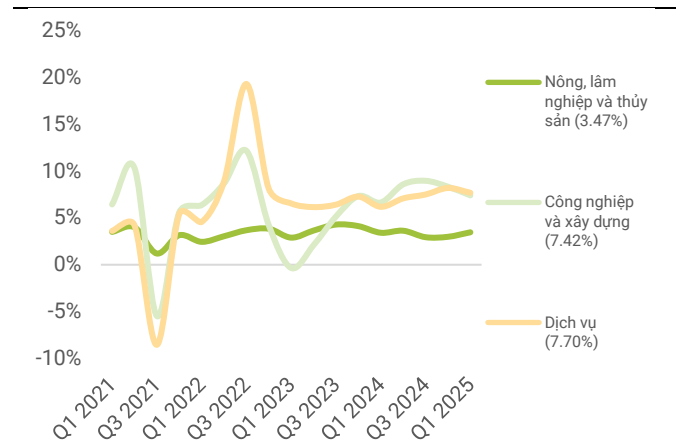
Cơ cấu kinh tế quý 1/2025 ghi nhận hồi phục tốt ở cả khu vực dịch vụ lẫn sản xuất với mức tăng lần lượt 7.70% & 7.42%.

Điểm sáng trong Quý 1/2025 là sự phục hồi mạnh mẽ của ngành bất động sản và tài chính & ngân hàng, với mức tăng trưởng vượt trội svck năm 2024. Thị trường bất động sản, sau khi trải qua giai đoạn trầm lắng, đã xuất hiện nhiều tín hiệu tích cực nhờ các chính sách hỗ trợ tín dụng linh hoạt và sự trở lại của niềm tin nhà đầu tư. Theo dữ liệu từ Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam (VARS), quý 1/2025 ghi nhận nguồn cung bất động sản nhà ở đạt 27,000 sản phẩm, tăng 33% svck năm 2024. Trong đó, 14,500 sản phẩm chào bán mới, dù chỉ bằng một nửa so với quý trước, nhưng tăng gấp 3 lần svck. Đáng chú ý, tỷ lệ hấp thụ toàn thị trường đạt 45%, tương đương 12,273 giao dịch, gấp đôi cùng kỳ năm ngoái, với tỷ lệ hấp thụ các dự án mới mở bán lên tới 60%. Sự sôi động này tập trung tại các địa phương có thông tin quy hoạch rõ ràng và hạ tầng phát triển như Hà Nội, TP.HCM, Hà Nam, Hải Phòng, Bắc Giang, Đà Nẵng, Thanh Hóa và Thái Nguyên. Các nhóm ngành khác qua đó cũng nhận được hiệu ứng lan tỏa và ghi nhận khởi sắc.

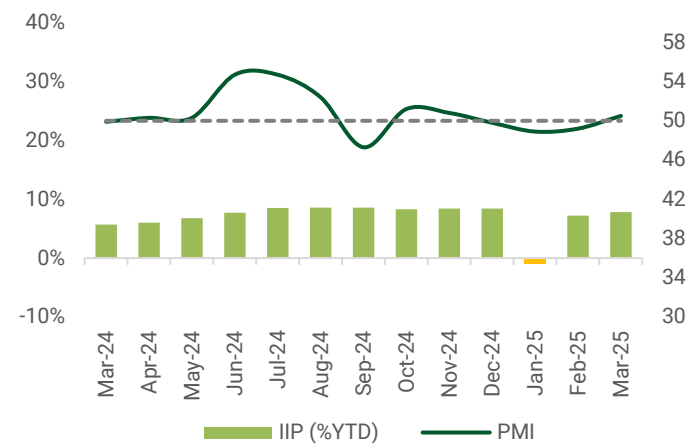
Đối với nhóm ngành dịch vụ, nhu cầu tiêu dùng mạnh mẽ trong dịp Tết Nguyên đán cùng với tăng trưởng mạnh mẽ của lượng khách du lịch nước ngoài & hoạt động thương mại đã giúp cho ngành Vận tải, kho bãi; Dịch vụ lưu trú, ăn uống; nhóm ngành Giải trí & bán lẻ tăng trưởng vượt trội, lần lượt đạt 9.9%, 9.3%, 9.2% & 7.5%.

Hình 4: Tăng trưởng GDP Việt Nam (YoY)


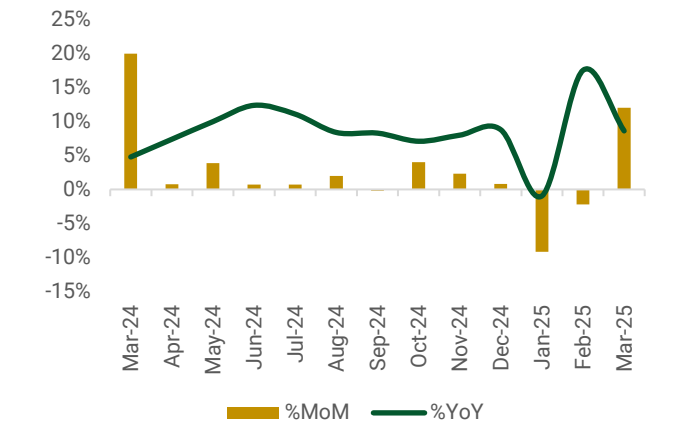
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 5: Tăng trưởng theo từng khu vực (YoY)


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 6: Tăng trưởng IIP (%YTD) và chỉ số PMI


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 7: Tăng trưởng IIP (%MoM và %YoY)


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

2.2 Sản xuất công nghiệp (IIP)

Ngành công nghiệp cũng đã ghi nhận sự hồi phục đáng kể trong Quý 1 với IIP tăng 7.8% so với quý 1.2024, đáng chú ý là riêng ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng trưởng 9.5% svck. IIP tháng 3 tăng 12% MoM chủ yếu vì hiệu ứng nền thấp của tháng trước, trong khi đó tăng trưởng svck đạt 8.6%. Theo quan sát của chúng tôi, hoạt động sản xuất của tháng 3 đã có nhiều sự hồi phục ở hầu hết các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực. Chỉ số PMI cũng đã ghi nhận trở lại ngưỡng mở rộng kể từ đầu năm, với 50.5 điểm trong tháng 3. Tuy nhiên, môi trường kinh tế đang cho thấy nhiều rủi ro trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu có nhiều trở ngại, các công ty qua đó cũng có phần thận trọng hơn trong triển vọng kinh doanh cũng như tốc độ đặt hàng & tuyển dụng lao động. Đáng chú ý, khảo sát PMI tháng 3 chưa phản ánh đòn thuế quan của Tổng thống Trump, vì vậy, số liệu PMI tháng sau nhiều khả năng sẽ phản ánh bức tranh khó khăn hơn của ngành sản xuất.

Bảng 3: 10 sản phẩm công nghiệp chính có sản lượng thực hiện ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong Q1/2025 (YoY).

Top sản phẩm công nghiệp ghi nhận tăng trưởng	%YoY		
	Q3.2024	Q4.2024	Q1.2025
Ô tô	46.8%	61.1%	81.5%
Ti vi	26.5%	65.0%	22.9%
Vải dệt từ sợi tự nhiên	12.0%	19.5%	18.6%
Phân bón hỗn hợp N.P.K	5.3%	10.4%	15.8%
Quần áo	10.6%	15.8%	14.3%
Phụ kiện điện thoại	2.6%	-3.9%	12.0%
Giày da	10.4%	15.9%	9.1%
Thức ăn thủy sản	-1.6%	3.6%	7.4%
Sản phẩm thủy sản chế biến	15.7%	10.5%	7.1%
Khí hóa lỏng (LPG)	-8.5%	-6.6%	7.0%
IIP	9.9%	9.3%	7.8%

Nguồn: GSO, PHS tổng hợp.

Bảng 4: 10 sản phẩm công nghiệp chính có sản lượng thực hiện ghi nhận mức tăng trưởng thấp nhất trong tháng Q1/2025 (YoY).

Top sản phẩm công nghiệp ghi nhận suy yếu	%YoY		
	Q3.2024	Q4.2024	Q1.2025
Phân bón Urê	3.4%	8.1%	1.4%
Thép thô, sắt	14.0%	3.7%	-0.1%
Thuốc lá	4.5%	6.5%	-0.4%
Bia	-2.5%	5.0%	-0.7%
Sơn hóa học	-0.5%	6.2%	-0.9%
Điện thoại di động	-13.2%	1.4%	-1.7%
Thép nhiều lớp	14.0%	6.9%	-1.8%
Vải dệt từ sợi polyester hoặc sợi nhân tạo	11.1%	7.9%	-2.4%
Dầu thô được chiết xuất	-4.7%	-4.7%	-6.4%
Khí tự nhiên	-6.1%	-18.8%	-12.9%
IIP	9.9%	9.3%	7.8%

Nguồn: GSO, PHS tổng hợp.

Nhìn chung, mức tăng trưởng GDP 6.93% trong quý 1/2025, cùng với sự đóng góp nổi bật của khu vực dịch vụ và công nghiệp & xây dựng, cũng như sự phục hồi mạnh mẽ của các ngành như bất động sản và tài chính & ngân hàng, cho thấy nền kinh tế Việt Nam đang trên đà phát triển tích cực. Tuy nhiên, để tiến gần hơn đến mục tiêu 8% cho cả năm 2025, chúng tôi cho rằng Việt Nam cần kích thích đầu tư tư nhân và nâng cao năng lực cạnh tranh, điều này càng phải đẩy nhanh hơn nữa trong bối cảnh rủi ro thuế quan toàn cầu hiện tại. Với nền tảng hiện tại, Việt Nam hoàn toàn có tiềm năng đạt được những bước tiến vượt bậc, nếu các giải pháp được thực thi kịp thời và đồng bộ.

Nhờ việc tạm hoãn thuế quan trong 90 ngày cùng với diễn biến đang ngày càng căng thẳng giữa Mỹ & Trung Quốc, hoạt động sản xuất đang được đẩy mạnh hơn bao giờ hết khi các nhà nhập khẩu Mỹ đang tăng cường hoạt động gia tăng hàng tồn kho đồng thời chờ đợi kết quả đàm phán của Việt Nam với phía chính quyền Trump. Qua đó, PHS cho rằng GDP Quý 2 có thể ghi nhận mức tăng trưởng 7.1%. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng về vấn đề thuế quan và dự phòng nhiều kịch bản như đã đề cập bên trên.











3. Lạm phát & tiêu dùng

3.1 Lạm phát (CPI)

CPI tháng 3 phù hợp với dự báo của PHS khi ghi nhận giảm nhẹ 0.03% so với tháng trước & tăng 3.13% svck nhờ giá xăng dầu & giá gạo giảm sâu theo thị trường thế giới, lạm phát bình quân quý 1 ở mức 3.22% - cách khá xa so với mức kiểm soát của Chính phủ đặt ra (4.5 – 5.0%). Có một điểm đáng lưu ý là lạm phát cơ bản tháng 3 (CPI sau khi loại trừ các yếu tố như lượng thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và các mặt hàng do Nhà nước quản lý) vẫn duy trì mức tăng 0.25% so với tháng trước, ngược chiều với chỉ số chung, điều này cho thấy phần nhiều các nhóm hàng hóa khác đang tiếp tục ghi nhận sự gia tăng về giá, mặc dù vậy svck mức tăng của lạm phát lõi cũng ở mức khiêm tốn, lần lượt đạt 3.10% YoY & 3.01% bình quân Quý 1.

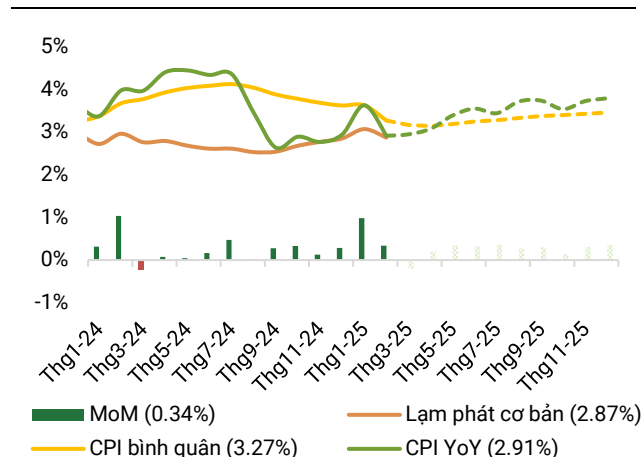
Nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tiếp tục ghi nhận mức tăng mạnh và duy trì đà tăng trong 23 tháng liên tiếp. Như PHS đề cập bên trên, thị trường bất động sản hồi phục cùng với nhu cầu gia tăng đã đẩy giá thuê nhà cùng với các dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng, vật liệu xây dựng tăng theo, qua đó khiến chỉ số giá nhóm này tăng mạnh bất chấp sự điều chỉnh giảm của giá dầu hỏa, gas,...

Nhóm giao thông điều chỉnh giảm sâu 1.41% MoM khi nhu cầu đi lại quay trở về mức bình thường, qua đó giá cước công cộng, vé tàu, xe máy bay,... cũng giảm nhiệt so với tháng Giêng. Thêm vào đó, giá dầu thế giới liên tục lao dốc, khiến cho giá xăng giảm 3.61% & giá dầu diezen giảm 4.67% trong riêng tháng 3. Xu hướng giá dầu tiếp tục theo chiều hướng giảm trong Quý 2 khi “bóng ma” căng thẳng thương mại che phủ triển vọng tăng trưởng toàn cầu, đe dọa nhu cầu đối với “vàng đen”. Thêm vào đó, OPEC vừa ra quyết định gia tăng nguồn cung cầu kể từ tháng 5 thêm 411,000 thùng/ngày, khiến cho dầu chứng kiến sụt giảm hơn 8% trong 1 tháng & giảm 22.6% svck.

										
-0.1%	0.0%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%

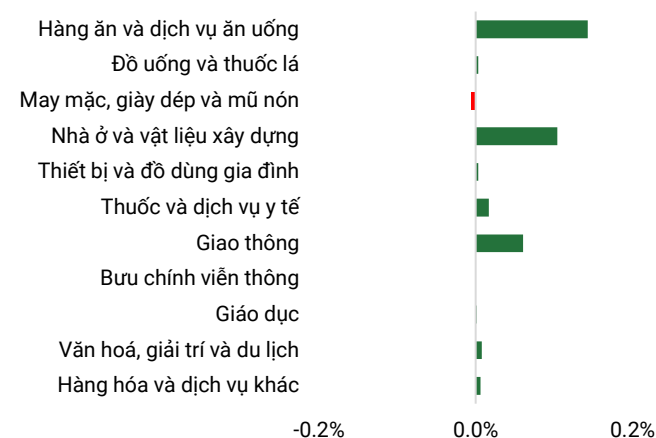
Nhìn chung, CPI trong nước vẫn đang được kiểm soát khá tốt với các điều kiện thuận lợi trên thị trường thế giới khi giá cả hàng hóa cũng đang trong nhịp điều chỉnh sâu. Điều này tạo ra không gian tốt cho Chính phủ để thực thi các chính sách tài khóa & tiền tệ theo hướng hỗ trợ nền kinh tế.

Hình 8: Chỉ số CPI theo tháng



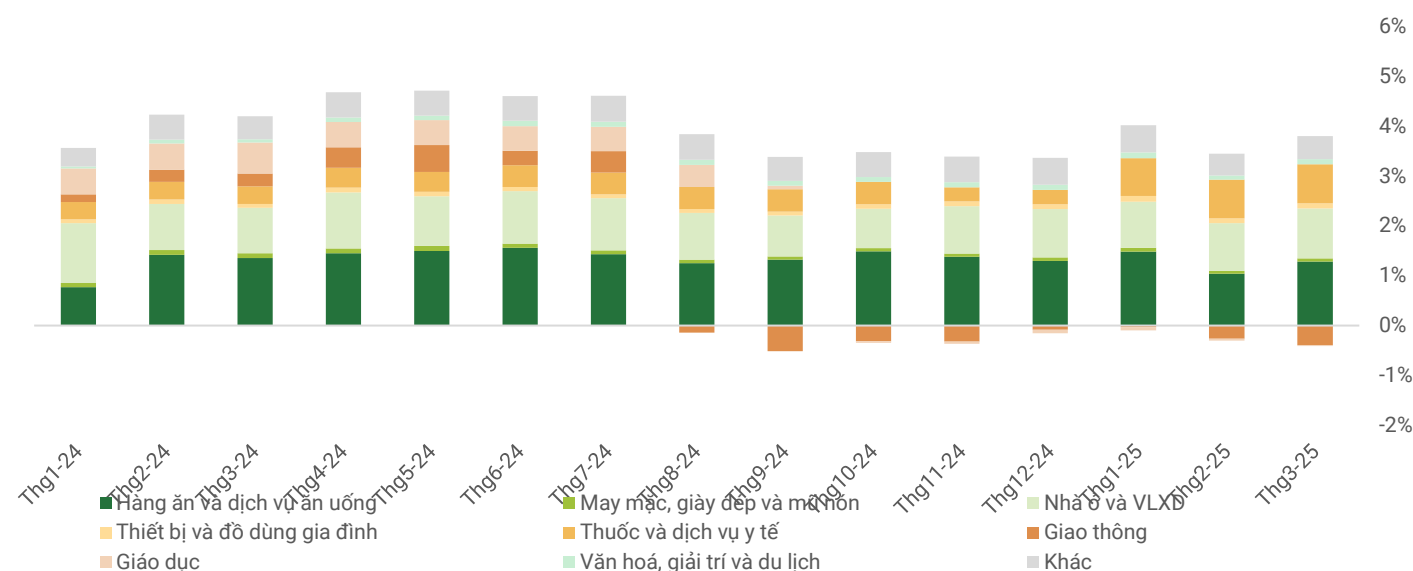
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 9: Biến động chỉ số CPI trong tháng 2/2025 (MoM).



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 10: Đóng góp vào lạm phát YoY (%)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

3.2 Tiêu dùng cho thấy sự cải thiện

Trong khi đó, tiêu dùng trong nước cũng được thúc đẩy mạnh mẽ. Ngoài động lực từ khách du lịch, nhu cầu đối với hàng hóa của khu vực nội địa cũng hồi phục nhưng phần lớn vẫn tập trung ở nhóm nhu yếu phẩm (lượng thực phẩm, giáo dục). Cụ thể, tổng mức bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tháng 3 đạt 570.9 nghìn tỷ, tăng 1.7% so với tháng 2 & tăng 10.8% svck, đánh dấu mức doanh thu cao nhất trong 22 tháng. Lũy kế Quý 1, doanh số bán lẻ tăng 9.9% svck, loại trừ yếu tố giá vẫn ghi nhận mức tăng 7.5% (so với mức 5.5% của Quý 1.2024).

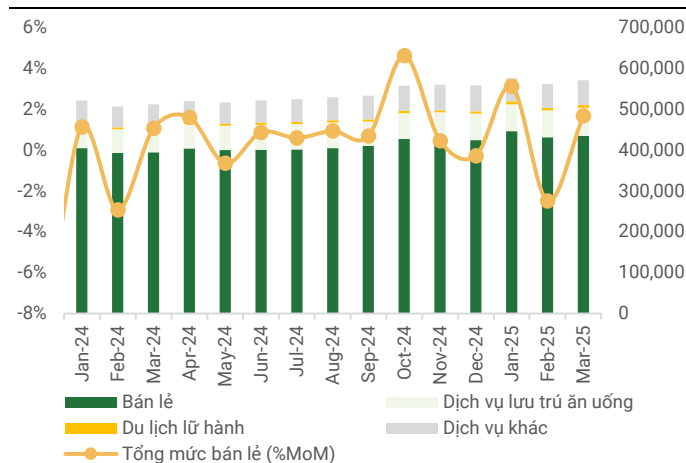
Nhìn chung, tốc độ tăng của doanh thu Quý 1 với nhóm ngành dịch vụ vẫn ghi nhận tích cực hơn nhiều so với tăng trưởng của hàng hóa, lần lượt đạt 13.5% & 8.8% so với Quý 1.2024. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt hơn 6 triệu lượt trong 3 tháng đầu năm, tăng 30% svck, tương ứng với hơn 66 nghìn lượt khách mỗi ngày và là con số cao nhất từng được ghi nhận trong 1 quý của ngành du lịch Việt Nam. Chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm

năng của ngành du lịch Việt Nam nhờ vào các lợi thế về tự nhiên cũng như sự quan tâm của Chính phủ trong thúc đẩy ngành công nghiệp không khói này.

Khách du lịch chính đến Việt Nam phần lớn vẫn là khách ở khu vực Đông Bắc Á (Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản & Đài Loan) nhờ các tuyến bay trực tiếp đang ngày càng mở rộng khai thác. Tuy Trung Quốc dẫn đầu về số lượng khách và ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ qua từng quý, nhưng con số này vẫn chưa quay về lại mức trước đại dịch. Sau chuyến thăm của Tổng Bí Thư, Chủ tịch nước Trung Quốc Tập Cận Bình, PHS kỳ vọng tốc độ gia tăng về du lịch sẽ cải thiện mạnh mẽ hơn, đặc biệt là khu Việt Nam và Trung Quốc đặt trọng tâm giao lưu về văn hóa trong năm 2025.

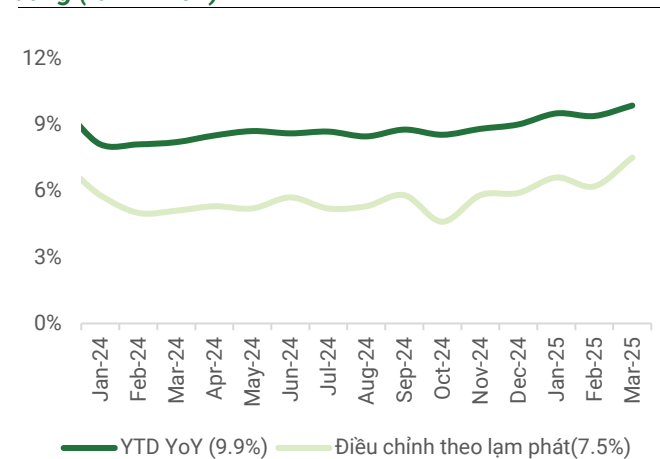
Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy lượng khách từ khu vực châu Âu trong 3 tháng đầu năm nay – mặc dù còn thấp so với các nước kể trên – nhưng đã có mức tăng trưởng mạnh mẽ gần như gấp đôi svck lên gần 800 nghìn lượt khách, và đây cũng là con số cao nhất kể từ trước đến nay. Điều này là tín hiệu tích cực, ngoài việc khách Tây có xu hướng chi tiêu nhiều hơn, còn ở việc Việt Nam ngày càng được ghi dấu trên bản đồ du lịch thế giới.

Hình 11: Tổng doanh số bán lẻ



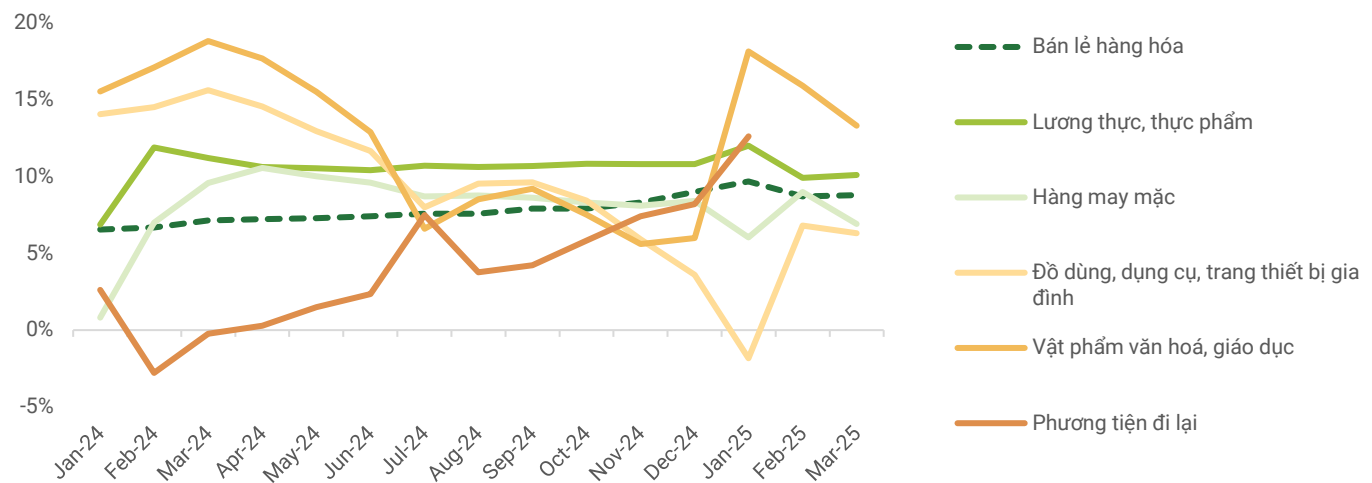
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 12: Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng (%YTD YoY).



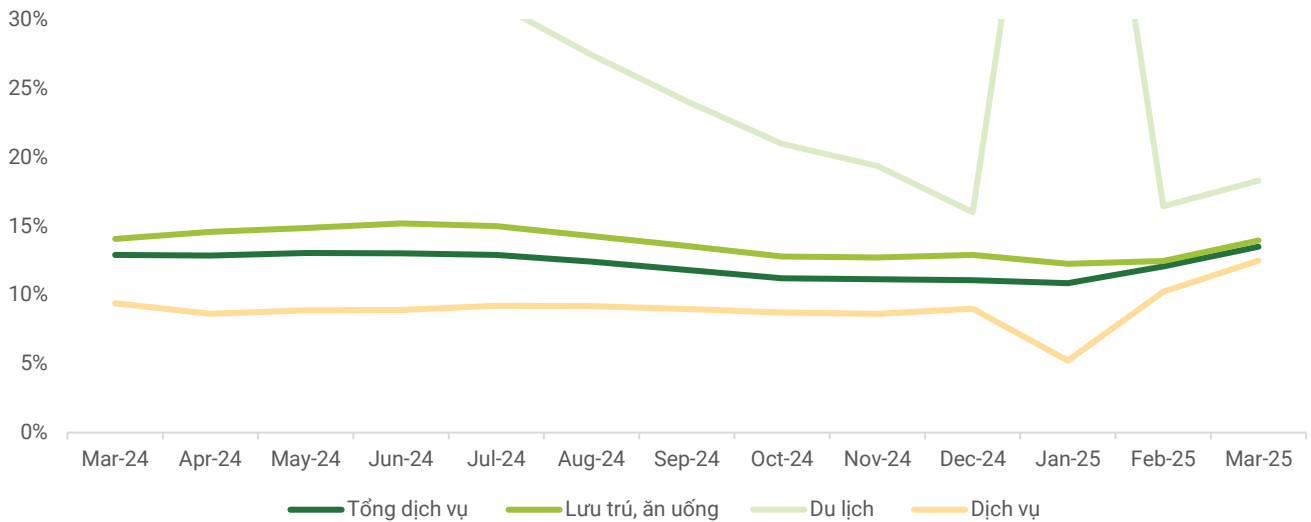
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 13: Tăng trưởng của các nhóm sản phẩm, hàng hóa chính trong tổng mức bán lẻ hàng hóa (% YTD YoY)



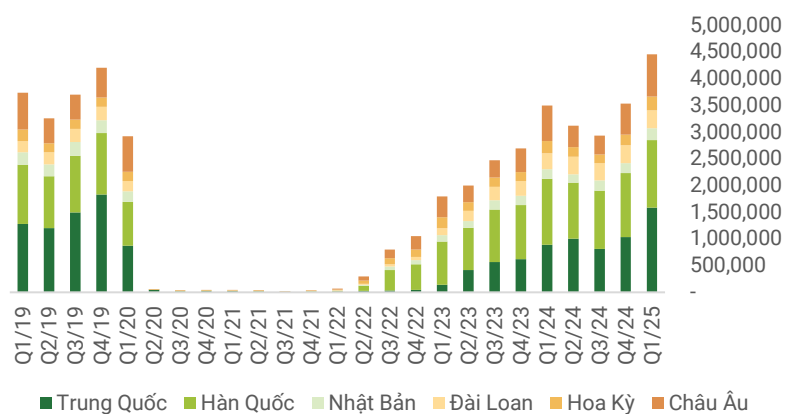
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 14: Tăng trưởng của các thành phần chi tiết trong tổng mức bán lẻ từ dịch vụ (%YTD YoY)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 15: Khách du lịch từ các quốc gia chính (triệu lượt người).



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

PHS ước tính hoạt động bán lẻ trong tháng 4 sẽ sôi nổi hơn, tăng khoảng 0.7 – 1.0% so với tháng 3 vì có nhiều ngày nghỉ lễ, đặc biệt là lễ Chiến thắng 30/04 với lịch nghỉ dài ngày và các hoạt động vui chơi giải trí sôi nổi, qua đó doanh thu dịch vụ dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh và lan tỏa ra các nhóm ngành khác.

Điều này cũng đồng thời có thể kích thích lạm phát tháng 4 tăng trở lại, PHS ước tính mức tăng ở vào 0.3 – 0.5%, ngoài dẫn dắt bởi nhóm giao thông khi chi phí đi lại dự kiến tăng theo dịp Lễ, tháng 4 cũng bắt đầu bước vào giai đoạn nắng nóng, từ đó khiến cho nhóm Điện nước cũng điều chỉnh tăng theo. Theo đó, lạm phát yoy và bình quân sẽ tăng lần lượt là 3.5% và 3.3% svck năm trước.

4. Hoạt động thương mại & đầu tư FDI đối mặt với cả những cơ hội và thách thức.

4.1 Xuất nhập khẩu đón nhận con số kỷ lục

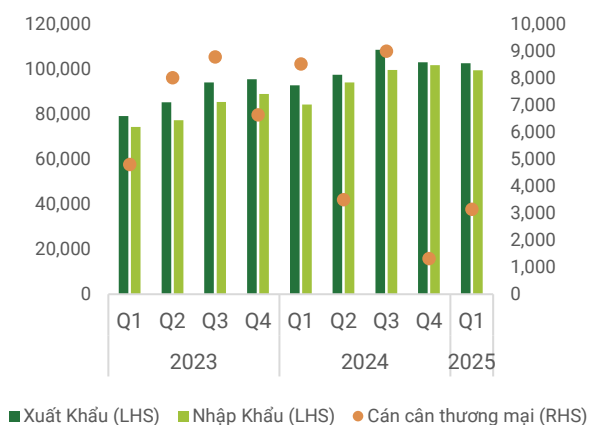
Số liệu Quý 1 vẫn khá tích cực và chưa phản ánh các rủi ro từ căng thẳng thương mại.

Kim ngạch xuất khẩu tăng mạnh trở lại sau giai đoạn nghỉ Tết, lần đầu tiên vượt mức 38.5 tỷ USD, tăng 15% svck. Lũy kế Quý 1/2025, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 102.8 tỷ USD, tăng 10.6% svck năm trước. Trong đó, khu vực kinh tế trong nước tăng 15%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng 9%.

Nhu cầu nhập khẩu hàng hóa phục vụ sản xuất cũng cải thiện mạnh mẽ trong tháng 3, đạt gần 37 tỷ USD, tăng 13% so với tháng trước và 19% svck năm ngoái, và là mức nhập khẩu kỷ lục của 1 tháng từ trước đến nay. Lũy kế 3 tháng đầu năm, tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 99.68 tỷ USD, tăng 17% svck, trong đó khu vực trong nước tăng 19% svck năm trước và khu vực FDI tăng 16%.

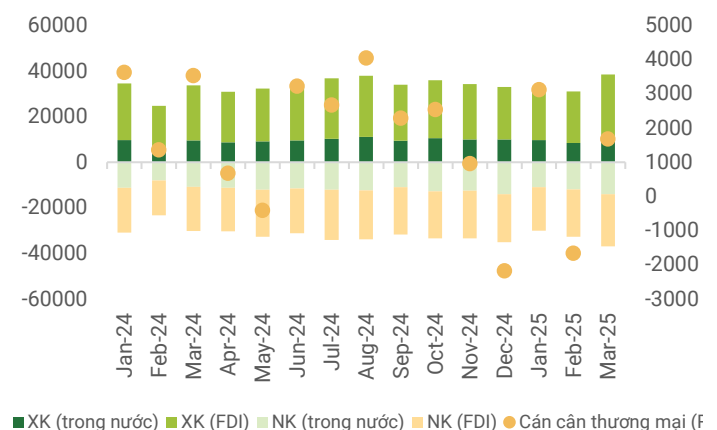
Qua đó, cán cân thương mại trong tháng 3 ghi nhận mức thặng dư gần 1.7 tỷ USD sau khi thâm hụt trong tháng 2. Lũy kế 3 tháng đầu năm, thặng dư thương mại đạt 3.15 tỷ USD (cùng kỳ thặng dư đạt 8.5 tỷ USD).

Hình 16: Kim ngạch Xuất - nhập khẩu hàng hóa hàng tháng (triệu USD)



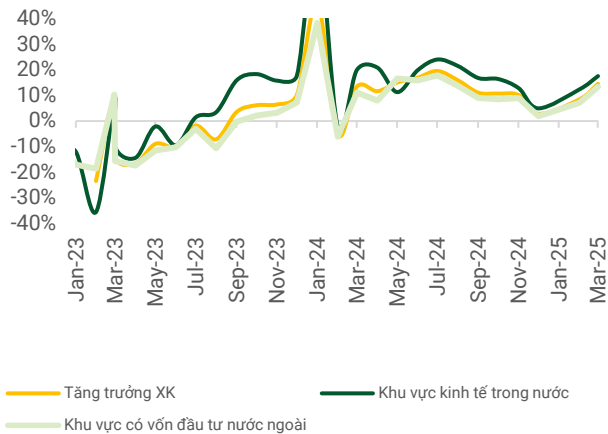
Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

Hình 17: Hoạt động XNK trong nước và FDI (triệu USD)



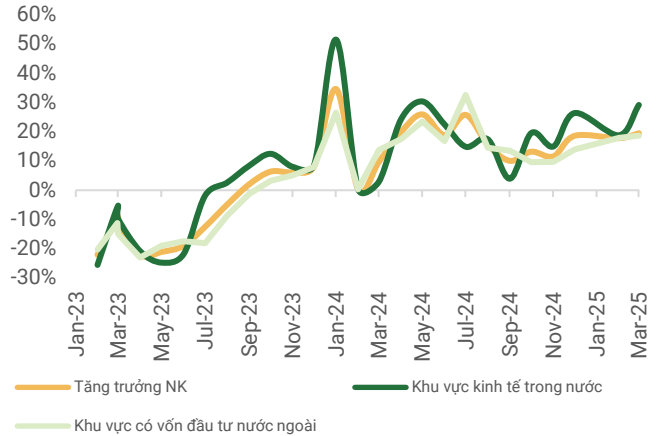
Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

Hình 18: Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu hàng tháng theo khu vực (%YoY)



Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

Hình 19: Tốc độ tăng trưởng nhập khẩu hàng tháng theo khu vực (%YoY)



Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

Bảng 5: Tình hình thương mại 3 tháng đầu năm 2025.

YTD	Xuất khẩu		Nhập khẩu		Thặng dư/thâm hụt
	(Triệu USD)	% YoY	(Triệu USD)	%YoY	(Triệu USD)
Tổng	102,836	10.6%	99,682	17%	3,154
FDI	73,814	9.0%	62,900	16%	10,914
Trong nước	29,022	15.0%	36,782	19%	-7,760

Nguồn: Cutsom, PHS tổng hợp

Hầu hết các mặt hàng xuất khẩu chủ lực như đồ điện tử, dệt may, đồ gỗ & nông thủy sản đều duy trì tốc độ tăng trưởng tốt. Việc tạm hoãn thuế quan hiện tại theo chúng tôi sẽ là khoảng thời gian để các doanh nghiệp xuất khẩu đẩy mạnh hoạt động sản xuất & xuất khẩu. Qua đó, số liệu tăng trưởng Quý 2 có thể tiếp tục xô đổ kỷ lục cũ. Tuy nhiên, cần làm rõ rằng trong thuế quan đối ứng của chính quyền Mỹ vẫn có nhiều các mặt hàng được loại trừ như thép (chịu mức thuế khác), các sản phẩm bán dẫn (bao gồm cả sản phẩm điện tử), dược,... Và vì vậy, các mặt hàng chịu tác động lớn nếu như thuế đối ứng 46% áp dụng lên Việt Nam là dệt may & nông thủy sản (chúng tôi đã có đề cập chi tiết trong báo cáo ngày 03/04).

Không thể phủ nhận rằng việc gia tăng căng thẳng giữa cuộc chiến thuế quan giữa Mỹ và Trung Quốc có thể đem lại nhiều lợi thế cho Việt Nam, thậm chí Việt Nam có thể sẽ lại trở thành quốc gia hưởng lợi như trong giai đoạn 2018 – 2019. Tuy nhiên, việc ứng xử khôn khéo và kiểm soát gian lận thương mại cũng sẽ đem đến nhiều thách thức và nếu cuộc chiến kéo dài và leo thang, sự suy yếu trong tiêu dùng cũng sẽ kéo giảm nhu cầu nhập khẩu của các thị trường mà Việt Nam xuất khẩu. Đương nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng xuất khẩu sẽ có sự suy giảm mạnh trong trường hợp chịu mức thuế cao, nhưng chúng tôi cũng dự báo rằng suy giảm trong nhập khẩu sẽ mạnh hơn.

4.2 FDI duy trì đà tăng trưởng tích cực

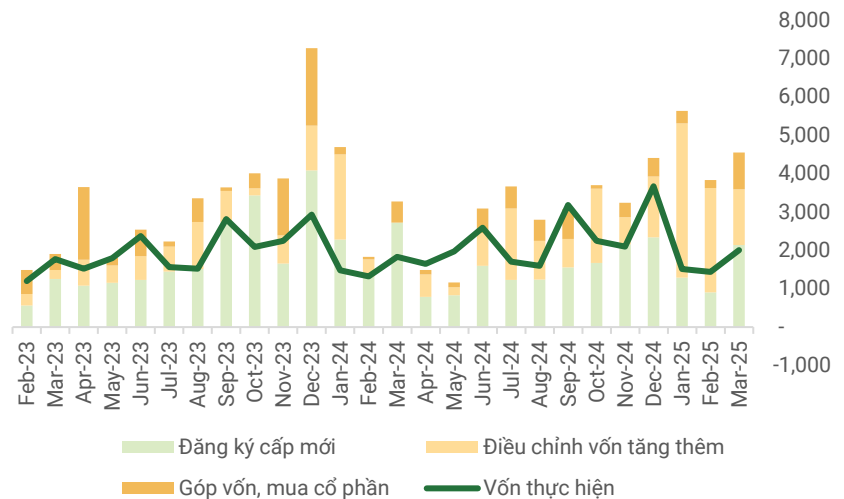
Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam trong 3 tháng đầu năm đạt gần 10.98 tỷ USD, tăng 34.7% svck năm trước. Trong đó, vốn đăng ký cấp mới đạt 4.33 tỷ USD, tăng 11.5% svck năm trước về số dự án và giảm 31.5% về số vốn đăng ký (số lượng dự án đăng ký mới nhiều hơn nhưng giá trị mỗi dự án không lớn); Vốn đăng ký điều chỉnh tăng thêm 5.16 tỷ USD, gấp 5 lần svck năm trước; Vốn đăng ký góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 1.49 tỷ USD, tăng 83.7% svck năm trước.

Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục dẫn đầu trong việc thu hút vốn FDI, chiếm 60.5% tổng vốn đăng ký mới, tương đương khoảng 2.62 tỷ USD trong Quý 1/2025. Ngành kinh doanh bất động sản đứng thứ hai với 1.13 tỷ USD, chiếm 26.1% tổng vốn đăng ký mới.

Về đối tác đầu tư, Singapore là nhà đầu tư lớn nhất trong các dự án mới, với 1.32 tỷ USD, chiếm 30.5% tổng vốn đăng ký mới. Các quốc gia và vùng lãnh thổ khác như Trung Quốc, Đài Loan, Nhật Bản lần lượt ghi nhận 1.23 tỷ USD, 368.1 triệu USD & 341.8 triệu USD.

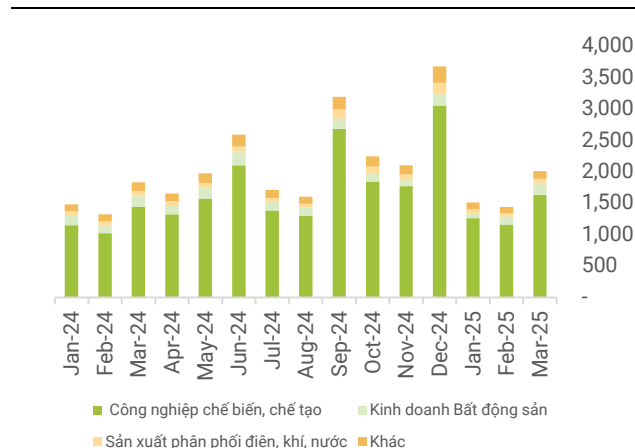
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện tại Việt Nam 3 tháng đầu năm 2025 ước đạt 4.96 tỷ USD, tăng 7.2% svck năm trước. Đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất của 3 tháng trong 5 năm qua. Trong đó Công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm 81.7% tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện.

Hình 20: Tổng vốn đăng ký nước ngoài và vốn thực hiện hàng tháng (tỷ USD).



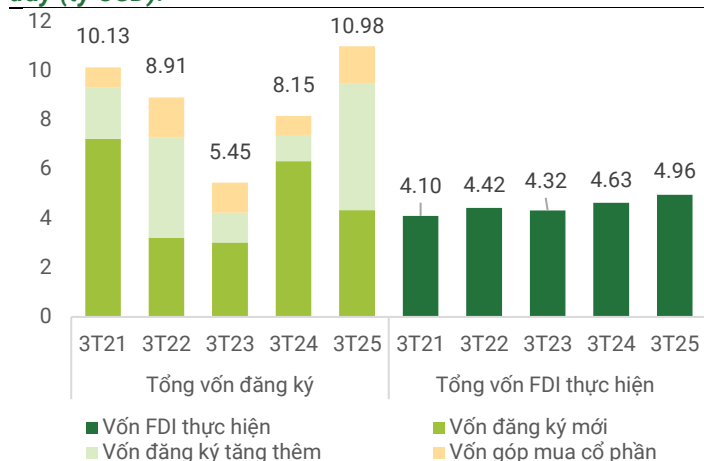
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 21: Vốn thực hiện theo từng lĩnh vực (tỷ USD).



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 22: Tổng vốn đăng ký và thực hiện trong 5 năm trở lại đây (tỷ USD).



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Cho tới hiện tại, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn có những lợi thế nhất định nhưng vẫn phải chuẩn bị cho các kịch bản xấu nhất. Và điều PHS lo ngại là sự dịch chuyển của dòng vốn FDI. Mặc dù Chính phủ Việt Nam đã có nhiều hành động tích cực và chủ động trong vấn đề đàm phán và trao đổi với các nhà đầu tư để tìm giải pháp và củng cố niềm tin của các nhà đầu tư, nhưng chúng tôi cũng không loại trừ khả năng Việt Nam không đạt được thỏa thuận hoặc mức thuế áp dụng giảm không nhiều so với con số 46% vì Tổng thống Trump vẫn là một người khó đoán.

Chúng tôi cho rằng khả năng các doanh nghiệp FDI rút khỏi Việt Nam là khó diễn ra vì:

- (1) Việc xây dựng nhà máy mới, tìm kiếm nguồn nhân lực và nguồn cung ứng cần nhiều thời gian và khá tốn kém, cần cân nhắc nhiều hơn trong bối cảnh kinh tế thế giới nhiều khả năng chững lại;
- (2) các quốc gia có sự cạnh tranh trong thu hút FDI với Việt Nam đều đối diện với mức thuế đối ứng khá cao (Thái Lan 36%, Indonesia 32%, Malaysia 24%, Ấn Độ 26%, Bangladesh 37%,...) &
- (3) Việt Nam có nhiều uy tín trong việc giải quyết các vấn đề chính trị.

Tuy vậy, vốn giải ngân FDI nhiều khả năng sẽ chững lại trong giai đoạn chờ đợi đàm phán này. Vì vậy, không bất ngờ nếu như số liệu FDI trong Quý 2 giảm nhiệt về dưới 1 tỷ USD/tháng.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh các dự phóng cho cả thương mại lẫn đầu tư FDI như đã đề cập ở phần 1 dựa trên các kịch bản kết quả đàm phán khác nhau. Chúng tôi duy trì quan điểm không quá bi quan về bức tranh thương mại & đầu tư của Việt Nam và xu hướng đa dạng hóa thị trường sẽ được đẩy mạnh hơn nữa trong dài hạn.

5. Hoạt động chi NSNN còn yếu.

Trong Quý 1/2025, hoạt động thu ngân sách Nhà nước (NSNN) diễn biến rất tích cực với tổng thu đạt 721.3 nghìn tỷ đồng, tương đương 36.7% dự toán cả năm và tăng 33.7% svck năm trước. Trong đó, thu nội địa ước đạt 646.3 nghìn tỷ đồng, bằng 38.7% dự toán năm và tăng 38.2% svck năm 2024.

Về chi ngân sách, tổng chi NSNN trong Quý 1 đạt 428.2 nghìn tỷ đồng, tăng 11.6% svck và đạt 16.8% kế hoạch năm, chi đầu tư công vẫn khá chậm so với kế hoạch cũng như quyết tâm của Chính phủ khi chỉ đạt 78.7 nghìn tỷ, tương đương với 10% dự toán & giảm nhẹ so với cùng kỳ 2024.

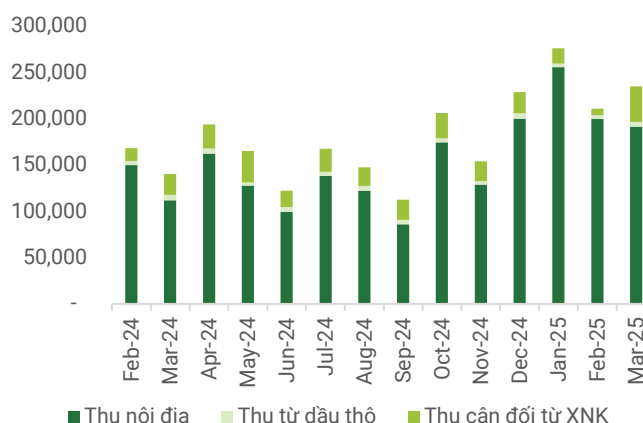
Qua đó, NSNN duy trì thặng dư với con số hơn 293 nghìn tỷ đồng.

Trong bối cảnh thuế quan đang chực chờ gây ảnh hưởng mạnh đến động lực xuất nhập khẩu của tăng trưởng GDP, đầu tư công đang được kỳ vọng sẽ bứt phá mạnh mẽ để tạo hiệu ứng lan tỏa đến các động lực khác như tiêu dùng & đầu tư. Việc tinh gọn lại bộ máy Nhà nước cùng với sắp xếp, sáp nhập các tỉnh thành đang khiến cho các hoạt động giải ngân bị chậm lại khi cần xử lý sớm các khoản hỗ trợ cho các cán bộ nghỉ hưu tự nguyện, các hoạt động hỗ trợ sáp nhập tỉnh thành,...

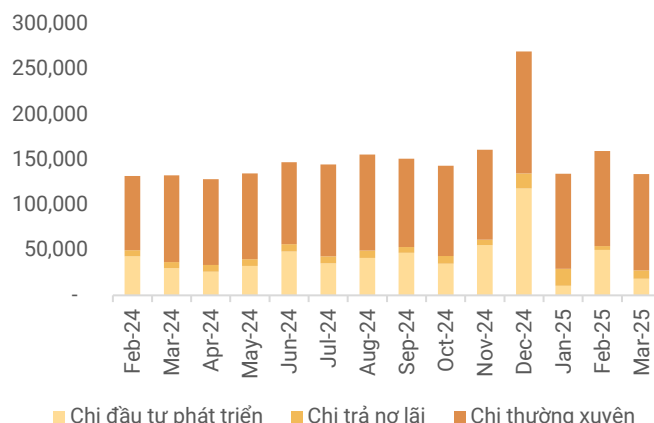
Bảng 6: Thu chi NSNN (tỷ đồng)

	Q1.2025	So với dự toán	Svck	Kế hoạch 2025
Tổng Thu NSNN	721,300	36.7%	29.3%	1,966,839
- Thu nội địa (không kể dầu thô)	646,300	38.7%	34.5%	1,668,356
- Thu từ dầu thô	13,300	25.0%	-15.3%	53,200
- Thu cân đối từ XNK	61,600	26.2%	0.4%	235,000
Tổng Chi NSNN	428,200	16.8%	11.6%	2,633,258
- Chi đầu tư phát triển	78,700	10.0%	-2.5%	875,027
- Chi trả nợ lãi	32,600	29.5%	1.7%	110,547
- Chi thường xuyên	316,500	20.2%	16.8%	1,554,677
Thặng dư/Bội chi NSNN	293,100			-666,419

Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 23: Thu Ngân sách nhà nước (tỷ đồng)


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 24: Chi Ngân sách nhà nước (tỷ đồng)




Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Chúng tôi tin rằng Chính phủ Việt Nam có đủ nguồn lực và quyết tâm để thực hiện các công cụ thúc đẩy tài khóa. Ngoài đẩy mạnh chi tiêu, Bộ Tài chính còn có thể tiến tới giảm một số khoản thu bằng cách miễn giảm, hỗ trợ một số khoản phí cho người dân & doanh nghiệp. Cụ thể, Bộ Chính trị đã quyết định thực hiện miễn toàn bộ học phí cho học sinh từ mầm non đến hết trung học phổ thông công lập trên phạm vi cả nước từ đầu năm học 2025 – 2026 (từ tháng 9/2025) và tiến đến việc miễn viện phí cho toàn dân. Các chính sách hỗ trợ được các Bộ ngành đều xuất (như chúng tôi liệt kê ở phần 1) dự kiến sẽ sớm được thông qua và sẽ phần nào tiếp thêm động lực cho nền kinh tế.

Tuy vậy, đầu tư công vẫn là yếu tố then chốt để đạt được mục tiêu 8% tăng trưởng của Chính phủ. Song song với tài khóa, NHNN cũng thực hiện chỉ đạo về lãi suất và tín dụng để thúc đẩy nguồn lực của nền kinh tế, tận dụng môi trường lạm phát thấp hiện tại & tỷ giá đang khá ổn định. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động giải ngân sẽ có chuyển biến rõ nét kể từ tháng 4 trở đi khi tình hình thế giới chuyển biến khác đi sau thuế quan, đồng thời các dự án và sắp xếp bộ máy, tỉnh thành đã phần nào hoàn tất về chủ trương. Chúng tôi tin trong kịch bản thuế quan nào, tỷ lệ giải ngân công cũng sẽ ở mức cao và các gói hỗ trợ sẽ sớm được thông qua trong kỳ họp Quốc hội tới.

Chỉ báo kinh tế	Dự báo 2025 của PHS			Kế hoạch 2025
	Kịch bản tốt nhất	Kịch bản cơ sở	Kịch bản xấu	
Tăng trưởng GDP (%YoY)	7.0 – 8.0%	5.0 – 6.0%	3.0 – 4.0%	Trên 8.0%
CPI bình quân	3.5 – 4.0%	4.0 – 5.0%	5.0 – 5.5%	4.5-5.0%
Thu ngân sách nhà nước (%YoY)	+15.0%	+10.0%	+5.0%	15.6%
Bội chi ngân sách nhà nước/GDP	-3.6%	-4.0%	-4.5%	-4.0% - 4.5%
Nợ công/GDP	37%		37%	Đến ngưỡng hoặc vượt ngưỡng cảnh báo khoảng 5% GDP
Nợ chính phủ/GDP	35%		35%	
Nợ nước ngoài quốc gia/GDP	34%		34%	
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của chính phủ/ Tổng thu ngân sách	23%		23%	Khoảng 24%
Tăng trưởng tín dụng	17%	16%	10 – 12%	16%
Giải ngân đầu tư công/ Kế hoạch	90%	95%	100%	95% (875,027 tỷ đồng)
Lũy kế chiều dài đường cao tốc (kilometers)	3,000		3,000	3,000
Kim ngạch Nhập khẩu (%YoY)	17.2%	14.0%	-10.0%	Trên 12%
Kim ngạch Xuất khẩu (%YoY)	10.7%	12.0%	-8%	Trên 12%
Sản xuất công nghiệp (%YoY)	9 – 10%	6 – 8%	4 – 5%	
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (%YoY)	8 – 9%	6 – 7%	4 – 5%	Trên 12%
Vốn FDI thực hiện (%YoY)	7 – 8%	-5%	-15 – -20%	

(Nguồn: PHS dự báo & tổng hợp)

 **Điều chỉnh giảm**
 **Điều chỉnh tăng**

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Thị Mỹ Liên – Trưởng phòng & Bùi Thị Quỳnh Nga, Chuyên viên cao cấp phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801