

BÁO CÁO VĨ MÔ - THỊ TRƯỜNG 2026

MỤC LỤC

Chiến lược đầu tư	<u>03</u>
Đường dài mới biết ngựa hay	
Tiêu điểm vĩ mô	<u>04</u>
Tiêu điểm Thị trường	<u>11</u>
Kinh tế vĩ mô Việt Nam	
Kinh tế vĩ mô	<u>15</u>
Xuất nhập khẩu	<u>18</u>
FDI	<u>24</u>
Chính sách tiền tệ	<u>29</u>
Lạm phát	<u>32</u>
Chính sách tài khóa	<u>34</u>
Thị trường chứng khoán	
VN-Index Vững tay cương - Đón đường phi mã	<u>36</u>
Nhìn lại thị trường chứng khoán 2025	<u>37</u>
Định giá hấp dẫn	<u>38</u>
Phụ lục	<u>40</u>

Danh mục từ viết tắt

NĐTNN	Nhà đầu tư nước ngoài
CSTT	Chính sách tiền tệ
CSTK	Chính sách tài khóa
TTCK	Thị trường chứng khoán
CTCK	Công ty chứng khoán
y/y	So với cùng kỳ năm trước

Chiến lược đầu tư - Đường dài mới biết ngựa hay

TTCK Việt Nam đang trải qua chu kỳ tăng giá thứ 5 với nhiều yếu tố lịch sử hội tụ?

Nhìn lại lịch sử, 4 chu kỳ tăng trưởng giá lớn của thị trường chứng khoán Việt Nam gồm giai đoạn 2005 – 2007, 2009 – 2010, 2016 – 2018, 2020 – 2022, giai đoạn khởi phát từ 2025 đều gắn liền với những bước ngoặt quan trọng của nền kinh tế. Bước sang giai đoạn hậu 2025, thị trường đang hội tụ nhiều điều kiện để tiến vào chu kỳ tăng trưởng giá lần thứ 5, với nền tảng vĩ mô cải thiện rõ rệt, lợi nhuận doanh nghiệp bước vào pha mở rộng và dòng tiền trong – ngoài nước được kích hoạt đồng thời.

Thứ nhất, nền kinh tế Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng cao và ổn định hơn so với các chu kỳ trước. Nếu các chu kỳ tăng trưởng trước đây phụ thuộc nhiều vào các biện pháp nới lỏng tiền tệ ngắn hạn, thì chu kỳ hiện tại được hậu thuẫn bởi cách thức điều hành chủ động, linh hoạt, với sự phối hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và tài khóa, hướng tới mục tiêu tăng trưởng trung – dài hạn. Hàng loạt nghị quyết và chính sách mới đang từng bước tháo gỡ các nút thắt thể chế, khơi thông nguồn lực xã hội và mở ra dư địa tăng trưởng mới trong các lĩnh vực như chuyển đổi số, công nghệ – dữ liệu, chuỗi cung ứng công nghệ cao, năng lượng tái tạo, kinh tế xanh, logistics và hạ tầng.

Thứ hai, lợi nhuận toàn thị trường được dự báo tăng trưởng khoảng 17%/năm trong giai đoạn 2026, cao hơn mức trung bình dài hạn. Động lực chính đến từ chu kỳ phục hồi tín dụng, sự cải thiện của tiêu dùng nội địa và làn sóng đầu tư mới vào công nghệ, hạ tầng và năng lượng. Thực tiễn các chu kỳ trước cho thấy, giai đoạn tăng tốc đầu tư công thường song hành với nhịp mở rộng lợi nhuận doanh nghiệp, đặc biệt ở các nhóm ngành ngân hàng, xây dựng, vật liệu và khu công nghiệp.

Thứ ba, dòng tiền trong nước ngày càng đóng vai trò trụ cột của thị trường. Sự mở rộng nhanh của tầng lớp trung lưu, cùng với việc đầu tư chứng khoán dần trở thành kênh đầu tư phổ biến, được phản ánh qua số lượng tài khoản mở mới và mức thanh khoản duy trì ở mặt bằng cao trong những năm gần đây. Bên cạnh đó, quá trình nâng hạng lên thị trường mới nổi không chỉ thu hút dòng vốn quốc tế mà còn thúc đẩy tái cấu trúc thị trường theo hướng gia tăng tỷ trọng nhà đầu tư tổ chức, nâng chuẩn quản trị doanh nghiệp và phát triển các sản phẩm đầu tư mới, qua đó củng cố vai trò của thị trường chứng khoán như kênh huy động vốn trung – dài hạn cho nền kinh tế.

Trên cơ sở tổng hòa các yếu tố vĩ mô, chính sách, lợi nhuận và dòng tiền, thị trường chứng khoán Việt Nam đang đứng trước khả năng bước vào chu kỳ tăng trưởng giá lần thứ 5 trong lịch sử, với đặc trưng là một thị trường trưởng thành hơn, bền vững hơn và có tầm nhìn dài hạn hơn so với các chu kỳ trước đây.

Tiêu điểm Vĩ mô

Nội dung chính

- **Quốc tế:** Bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Hoa Kỳ, chính sách tiền tệ của FED.
- **Trong nước:** Tư duy điều hành mới.
- **Rủi ro:** Bong bóng AI, rủi ro điều hành, rủi ro tỷ giá, rủi ro thương mại.

Quốc tế: Bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Hoa Kỳ

Bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Hoa Kỳ, diễn ra vào ngày 03/11/2026, sẽ là sự kiện chính trị nhận được nhiều sự chú ý nhất trong năm 2026. Thực chất của bầu cử giữa nhiệm kỳ là đảng Dân chủ và đảng Cộng hoà tranh đoạt quyền kiểm soát tại quốc hội.

Tại cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ: cử tri Hoa Kỳ sẽ bầu cử lại cử tri mới, trong đó:

- Tại Hạ viện: Toàn bộ Hạ viện Hoa Kỳ (435 ghế) sẽ được bầu lại, với nhiệm kỳ 2 năm.
- Tại Thượng viện: Khoảng 1/3 Thượng viện Hoa Kỳ (tương đương số lượng từ 33 đến 34 trên 100 ghế) sẽ được bầu lại, với nhiệm kỳ 6 năm.
- Nhiều thống đốc các bang sẽ được bầu lại.

Cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ được xem như là một đợt trưng cầu dân ý đối với tổng thống đương nhiệm. Kết quả bầu cử sẽ cho mọi người biết đảng nào kiểm soát quốc hội, từ đó củng cố hoặc làm suy giảm quyền lực của tổng thống.

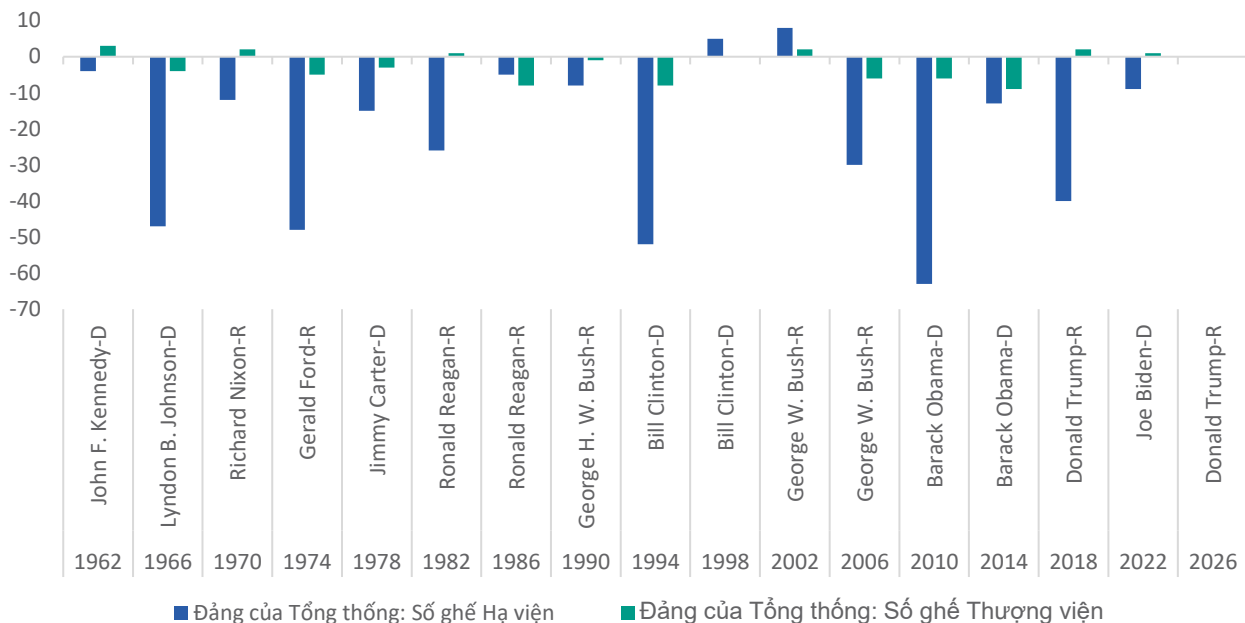
Nếu đảng của tổng thống đương nhiệm mất đa số ghế tại quốc hội sẽ khiến việc thông qua luật, ngân sách, hay các chương trình cải cách gặp khó khăn hơn. Nếu đảng đối lập thắng lớn thì quốc hội có thể điều tra chính quyền đương nhiệm, chặn các dự luật quan trọng, thậm chí khởi động quy trình luận tội.

Từ dữ liệu quá khứ, đảng của tổng thống thường mất ghế trong các cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc các cử tri bất mãn với tình hình kinh tế, lạm phát, chiến tranh, hay các chính sách gây tranh cãi của tổng thống.... Cụ thể, đảng của tổng thống đã mất vị thế trong 20 trong số 22 cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ gần đây nhất tại hạ viện và hiện tại đảng Cộng hòa đang nắm giữ 219 ghế, chỉ nhiều hơn 1 ghế so với 218 ghế cần thiết để đạt đa số, do đó, khả năng mất quyền kiểm soát quốc hội đối với Tổng thống Trump là rất cao.

Năm 2024, Tổng thống Trump chiến thắng trong cuộc đua vào Nhà Trắng chủ yếu đến từ câu chuyện lạm phát. Tuy nhiên, việc áp dụng một chính sách thương mại tranh cãi, khiến cho lạm phát tại Hoa Kỳ giữ ở mức cao hơn so với mục tiêu của Cục dự trữ liên bang Mỹ FED sẽ là một điểm bất lợi cho đảng Cộng hoà tại cuộc bầu cử giữa kỳ này. Vì lý do đó, chúng tôi kỳ vọng, các chính sách của Tổng thống Trump trong năm 2026 sẽ ôn hoà và bớt chấn động hơn.

Tiêu điểm Vĩ mô

Biểu đồ 1: Thay đổi số ghế với đảng của Tổng thống trong cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ tại Mỹ



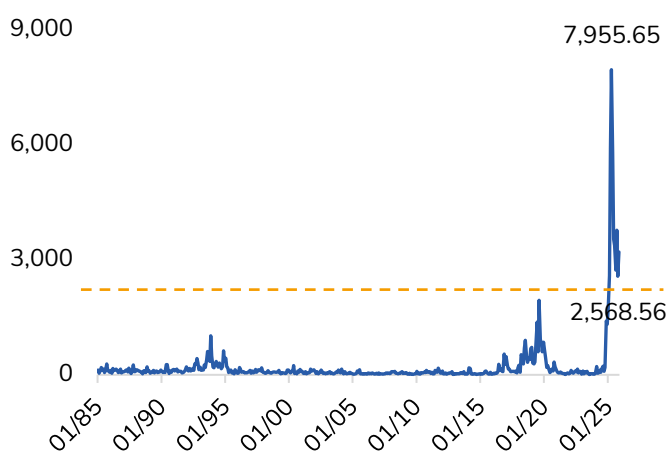
Chú thích: D = Đảng Dân chủ, R = Đảng Cộng hòa

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Theo thống kê trong hơn 60 năm qua, có 16 đợt bầu cử giữa nhiệm kỳ. Chỉ số SP500 có mức hiệu suất trung bình giảm -1.1% trong 12 tháng trước bầu cử, cho thấy, thị trường chứng khoán Hoa Kỳ thường không có hiệu suất quá tốt vào những năm bầu cử giữa nhiệm kỳ. Nguyên nhân chính được lý giải là do tính không chắc chắn của chính sách. Với việc không biết đảng nào sẽ nắm giữ phần lớn số ghế trong quốc hội, không rõ chính sách kinh tế - xã hội nào sẽ được ưu tiên, do đó mức độ biến động thường cao hơn so với những năm còn lại.

Xét trên ảnh hưởng toàn cầu, thuế quan vốn là một trong những công cụ yêu thích của Tổng thống Trump, chỉ số Bất ổn chính sách thương mại đã giảm nhưng vẫn còn rất cao khi so sánh với thương chiến lần 1, do đó, chúng tôi dự đoán rằng dòng chảy vốn và thương mại trên toàn cầu sẽ duy trì một tâm thế thận trọng cho năm 2026. Cụ thể, dòng chảy hàng hóa-thương mại có thể sẽ đợi những chi tiết rõ ràng trong thỏa thuận thương mại; dòng chảy vốn sẽ hướng đến những lớp tài sản an toàn hơn để đa dạng hóa danh mục cũng như giảm thiểu mức độ chấp nhận rủi ro.

Biểu đồ 2: Bất ổn chính sách thương mại



Nguồn: EPU Index

Tiêu điểm Vĩ mô

Quốc tế: FED có thể “Điều hòa” hơn so với kỳ vọng của thị trường trong nửa đầu năm 2026

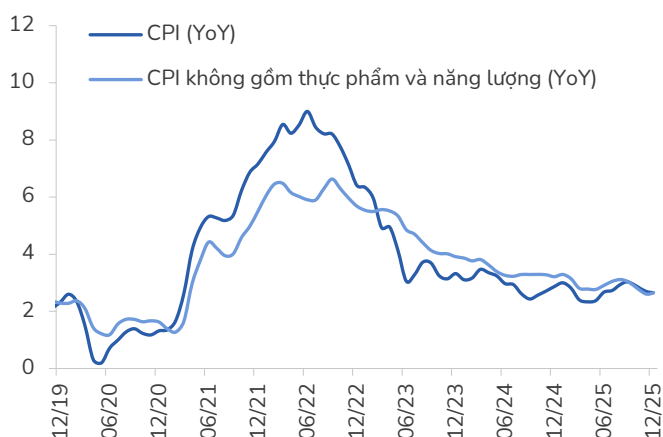
Kinh tế Hoa Kỳ duy trì sự bền bỉ trong năm 2025 và được dự báo tiếp tục duy trì tính ổn định trong năm 2026 do (1) Tiêu dùng ổn định và (2) Đầu tư gia tăng.

- Tiêu dùng, chiếm tỷ trọng khoảng 68.4%, vẫn đang là động lực chính của nền kinh tế. Dữ liệu tiết kiệm cá nhân hầu như không có sự tăng trưởng cho thấy xu hướng chi tiêu ổn định của người dân. Ngoài ra, nhiều nguồn dữ liệu cho thấy tiêu dùng Hoa Kỳ thời gian qua được thúc đẩy mạnh bởi tầng lớp thượng lưu – những người hưởng lợi từ hiệu ứng gia sản, và không bị tác động quá nhiều bởi khó khăn kinh tế chung, do đó, chúng tôi kỳ vọng thành phần này sẽ tiếp tục thúc đẩy xu hướng tăng trưởng trong năm tới.
- Trong bối cảnh chính phủ và các doanh nghiệp gia tăng đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, năng lượng và các vấn đề liên quan tới Trí tuệ Nhân tạo (AI), chúng tôi kỳ vọng đầu tư sẽ gia tăng đóng góp cho GDP tại Hoa Kỳ năm 2026.

Liên quan đến lạm phát, chúng tôi cho rằng lạm phát tại Hoa Kỳ tiếp tục hạ nhiệt từ vùng đỉnh năm 2022, nhưng nhiều khả năng giá trị vẫn cao hơn mức mục tiêu của FED trong năm 2026 do (1) Ảnh hưởng một lần của thuế quan và (2) Tổng cầu duy trì sức mạnh.

- Thuế quan mang đến hiệu ứng tăng giá một lần lên lạm phát nhưng mức độ tăng sẽ hạn chế. Do (1) rổ hàng hoá liên quan đến thức phẩm, chiếm 14.4% trọng số không chịu tác động bởi thuế quan, vì Mỹ nhập khẩu hoàn toàn từ Mexico và Canada, mức giá được tuân thủ theo hiệp định USMCA; (2) khoản mục Nhà ở có trọng số 36% không chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi thuế quan và (3) 1/3 giá trị nhập khẩu của Mỹ là các hàng điện tử được miễn thuế.
- Tổng cầu duy trì sức mạnh, cụ thể (1) hiệu ứng thu nhập và tài sản tăng có thể khiến tiêu dùng của Mỹ tiếp tục tích cực; (2) Chính sách tài khoá mở rộng có thể kích cầu mạnh hơn thông qua việc cắt giảm thuế thu nhập, tăng hoàn thuế thường niên (diễn ra từ tháng 1 đến tháng 4, ước tính đưa khoảng 100 tỷ USD trực tiếp vào túi người tiêu dùng) và đề xuất cho người dân nhận 2,000 USD từ thuế quan (Tariff-dividend).

Biểu đồ 3: CPI Hoa Kỳ (YoY)

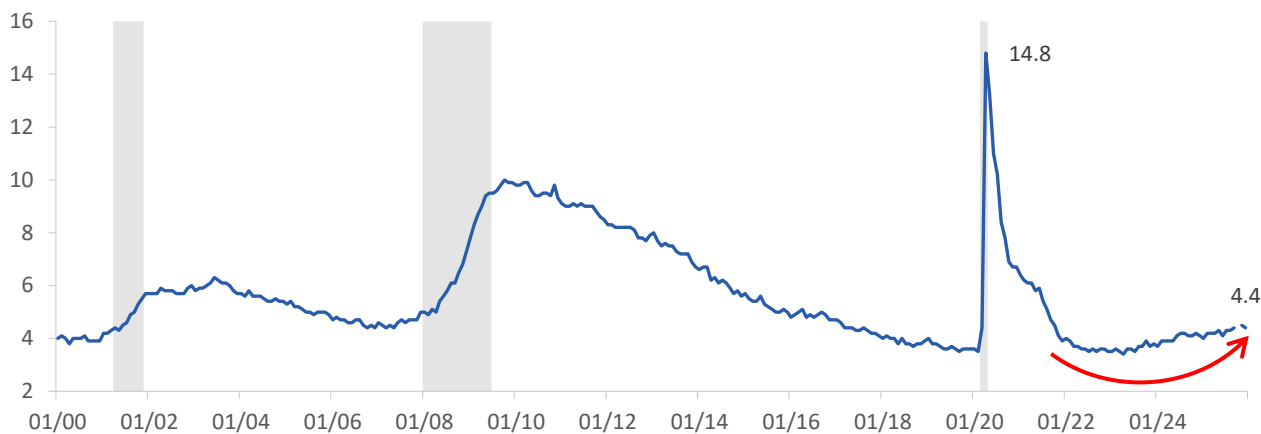


Nguồn: Bloomberg

Tiêu điểm Vĩ mô

Liên quan đến thị trường lao động tại Hoa Kỳ. Tỷ lệ thất nghiệp nhích tăng nhẹ giai đoạn cuối năm 2025 là lý do chính khiến cho FED cắt giảm lãi suất.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ thất nghiệp tại Hoa Kỳ



Nguồn: Bloomberg

Tuy vậy, chúng tôi cho rằng, việc tỷ lệ thất nghiệp tăng nhanh không xuất phát từ bản chất thị trường lao động suy yếu, mà phần nhiều đến từ tình trạng siết chặt nhập cư, làm cho mẫu số của tỷ lệ thất nghiệp là lực lượng lao động khả dụng tại Hoa Kỳ giảm đi, trong khi tử số là số lượng thất nghiệp không thay đổi quá nhiều. Nhìn về năm 2026, nếu tăng trưởng kinh tế lạc quan do chi tiêu tiêu dùng ổn định, chúng tôi đánh giá rằng tỷ lệ thất nghiệp sẽ được duy trì ổn định. Trong trường hợp dữ liệu về số lượng đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu tăng vọt trên mức 270 - 280 nghìn đơn, chúng tôi cho rằng, thị trường lao động tại Hoa Kỳ sẽ suy yếu đi nhanh chóng, và FED cần phải thực hiện những đợt cắt giảm lãi suất nhanh và mạnh hơn.

Biểu đồ 5: Đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu tại Hoa Kỳ



Nguồn: Bloomberg

Tổng kết, chúng tôi dự báo FED tiếp tục chu kỳ cắt giảm lãi suất trong năm 2026 từ 2-3 lần, mỗi lần 0.25%. Tuy nhiên, chúng tôi cũng không loại trừ việc FED thận trọng hơn so với kỳ vọng của thị trường khi không cắt giảm lãi suất trong nửa đầu năm 2026 là hoàn toàn có thể.

Tiêu điểm Vĩ mô

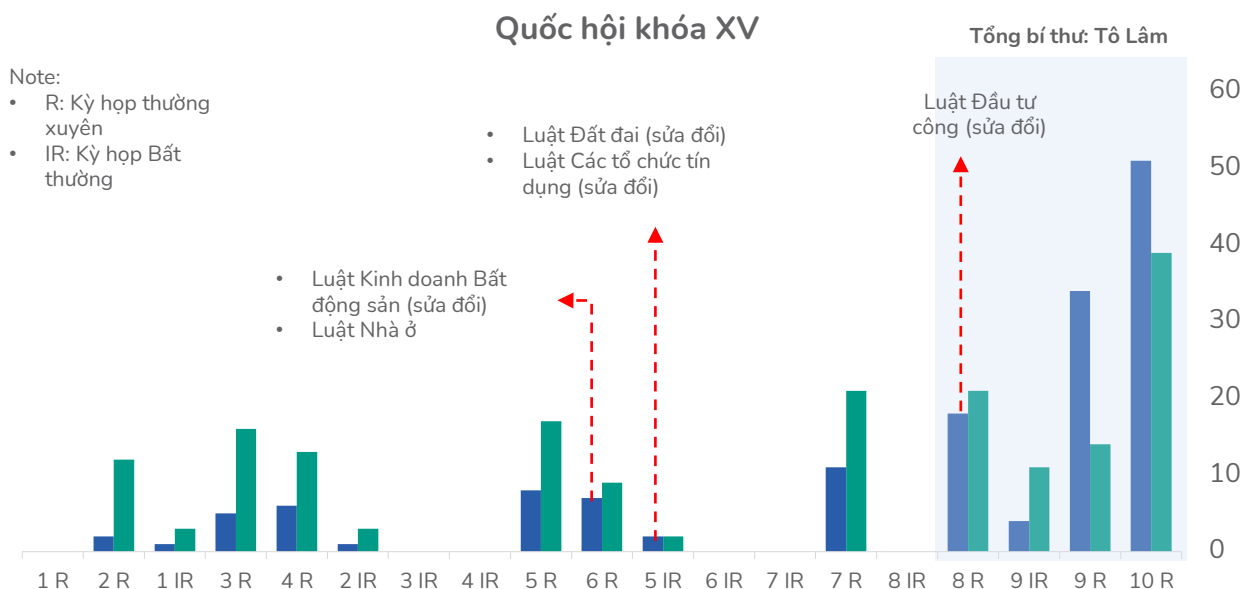
Trong nước: Tư duy điều hành mới

Bên cạnh các Nghị quyết quan trọng của Bộ Chính trị như 57, 59, 66, 68, 70, 71, 72, 79 cho thấy thay đổi mang tính chất toàn diện, là các hoạt động sôi nổi của Quốc hội trong thời vận mới của đất nước. Quốc hội khoá 15, có tổng cộng 150 luật và 180 nghị quyết đã được thông qua, chỉ riêng trong 3 phiên họp cuối cùng đã có đến 89 luật được thông qua. Điều này nói lên quyết tâm tháo gỡ các điểm nghẽn về pháp lý, thay đổi tư duy tiếp cận, tạo môi trường kinh doanh thông thoáng để từ đó khơi thông các nguồn lực.

Một điển hình tiêu biểu là cuộc cải cách tinh gọn bộ máy chính quyền và nhân sự, sáp nhập đơn vị hành chính, cắt giảm thời gian thủ tục hành chính... Cuộc sắp xếp lại giang sơn này mang rất nhiều ý nghĩa cho môi trường kinh doanh. Năm 2024, Tổ chức Thương mại Đối ngoại Nhật Bản (JETRO) nói rằng, 62% các doanh nghiệp được khảo sát trả lời về thủ tục hành chính tốn thời gian là rủi ro chính khiến doanh nghiệp lo ngại mở rộng kinh doanh tại Việt Nam.

Chúng tôi cho rằng, những động thái kể trên của nhà quản lý là một tư duy hoàn toàn mới và giải quyết trực diện các vấn đề đã tồn tại trước đây thông qua việc xây dựng nền tảng vững chắc bằng việc mở rộng hành lang pháp lý, giúp Việt Nam giải quyết được những thách thức lâu dài, hướng đến tăng trưởng kinh tế cao hơn. Tuy nhiên, mặt trái của vấn đề là rủi ro trong quá trình thực hiện cũng tăng đáng kể, khi khối lượng công việc tăng lên trong khi số lượng nhân viên lại giảm đi, tạo sức ép lớn trong việc vận hành bộ máy hoạt động hiệu quả.

Biểu đồ 6: Số lượng Luật và Nghị quyết được thông qua tại Quốc hội khoá XV



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Tiêu điểm Vĩ mô

Rủi ro: Bong bóng AI, rủi ro điều hành, rủi ro tỷ giá, rủi ro thương mại.

Thứ nhất, liên quan đến Bong bóng AI.

Xu hướng đầu tư vào Trí tuệ Nhân tạo (AI) bởi giới đầu tư tăng lên trong những năm gần đây, và dự kiến sẽ còn tiếp diễn trong tương lai. Dòng vốn trên toàn cầu phân bổ lại và chuyển hướng đến các quốc gia hưởng lợi từ AI. Trong sân khấu đó, Mỹ chiếm hầu hết ánh sáng, với 7 công ty công nghệ hàng đầu thế giới (Magnificent 7).

Xét về mặt định giá, P/E của nhóm ngành Công nghệ (liên quan đến AI) tại Mỹ đang ở mức tương đối cao (khoảng 25 lần), tạo ra những lo ngại nhất định về việc liệu có bong bóng hay không? Chúng tôi cho rằng rất khó để xác định được liệu sẽ có một đợt vỡ bong bóng trong khoảng từ 12 đến 18 tháng tới. Nhưng các bài học từ khủng hoảng trong quá khứ có thể cho thị trường tài chính những tín hiệu lạc quan, qua hai luận điểm như sau:

- Thứ nhất, so với thời kỳ bong bóng Dotcom, mặt bằng định giá P/E khi ấy khoảng 100 lần, mặt bằng định giá hiện tại nhiều khả năng chưa hình thành bong bóng.
- Thứ hai, các công ty đang được niêm yết trên sàn chủ yếu là những công ty làm về phần cứng, những đơn vị đã có doanh thu. Trong khi đó, các công ty làm về phần mềm hay thuật toán thì hầu như chưa được niêm yết trên sàn.

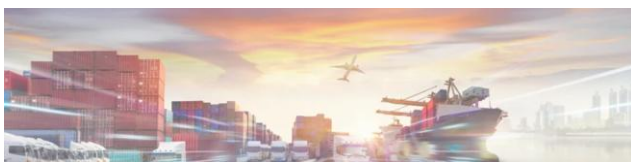
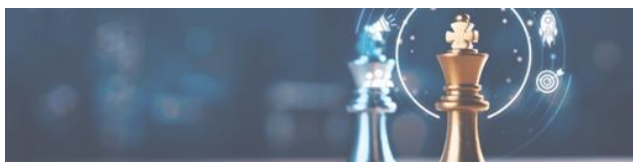
Từ đó, chúng tôi cho rằng, xác suất để vỡ bong bóng AI còn tương đối thấp. Tuy vậy, chủ đề đầu tư AI giờ đây đã là một sự kiện không còn ở phạm vi hẹp, những nhịp điều chỉnh của nhóm này cũng có thể gây ra chao đảo cho thị trường tài chính toàn cầu.

Thứ hai, liên quan đến rủi ro điều hành của Việt Nam.

Có thể nói rằng Việt Nam đang thực hiện một đợt Cải cách 2.0, với số lượng lớn các bộ văn bản pháp lý được thông qua cùng lúc hướng tới cải tiến cơ chế, khởi thông điểm nghẽn, tạo môi trường kinh doanh thông thoáng, tiến đến mục tiêu tăng trưởng kinh tế tham vọng. Nhưng luôn tồn tại mặt trái của vấn đề, khi bộ máy nhân sự được tinh gọn còn khối lượng công việc tăng lên, việc thích ứng với lượng lớn công việc để thực thi suôn sẻ là không dễ dàng. Nếu bộ máy không vận hành nhịp nhàng thì tăng trưởng kinh tế sẽ chậm lại so với kế hoạch đề ra.

Lấy đầu tư công như một ví dụ điển hình. Để vượt qua “bẫy thu nhập trung bình” và đạt mục tiêu trở thành nước thu nhập cao vào năm 2045, Việt Nam cần duy trì các chỉ tiêu giải ngân đầu tư công, cụ thể phải từ 90-95% kế hoạch trở lên cho mỗi năm. Tuy nhiên, nếu bộ máy điều hành không hiệu quả, dẫn đến thực thi đầu tư công không như mong muốn, chậm trễ trong việc đưa các tài sản vào quá trình sản xuất, không mang lại giá trị thặng dư cho nền kinh tế, tồn đọng vốn, hao hụt nguồn lực tổng thể quốc gia và kéo cả nền kinh tế Việt Nam đi xuống.

Tiêu điểm Vĩ mô



Thứ ba, liên quan đến rủi ro tỷ giá.

Tỷ giá trong những năm gần đây luôn là vấn đề khiến cho Nhà điều hành phải căng mình ra để cân đối nguồn lực đối phó. Tính đến cuối tháng 9/2025, Dự trữ ngoại hối của Việt Nam chỉ khoảng 82 tỷ USD, tương đương với hơn 2 tháng nhập khẩu, thấp hơn so với chuẩn mực ARA là 3-4 tháng nhập khẩu của IMF. Việc dự trữ ngoại hối tương đối mỏng, SBV không còn quá nhiều công cụ để điều tiết nếu áp lực tỷ giá gia tăng. Trường hợp xấu, SBV có thể sẽ phải nâng lãi suất lên để tránh việc đồng VND mất giá quá nhiều, điều này gián tiếp ảnh hưởng đến các hoạt động trong nền kinh tế.

Thứ tư, liên quan đến rủi ro thương mại.

Kinh tế Việt Nam năm 2025 có một khoảng thời gian chao đảo với chính sách thương mại của Tổng thống Hoa Kỳ Donald Trump. Trong bối cảnh địa chính trị toàn cầu phân cực, các siêu cường có cho riêng mình chính sách bảo hộ nền kinh tế và củng cố quyền lực, đồng thời họ cũng đưa ra những biện pháp kiểm chế các quốc gia được cho là đối thủ.

Việt Nam, tuy không phải là đối thủ mà các siêu cường muốn hướng đến, nhưng việc đứng giữa làn ranh cạnh tranh của các siêu cường có thể khiến chúng ta phải chịu những tác động tiêu cực không mong muốn. Năm 2026, rủi ro thương mại cho Việt Nam suy giảm nhiều so với năm 2025, khi Việt Nam đã thực hiện những chính sách ngoại giao linh hoạt, có thể kể đến như 14 mối Quan hệ đối tác chiến lược toàn diện, tham gia 17 Hiệp định thương mại tự do (FTA), trên 500 thoả thuận hợp tác kinh tế cũng như việc Việt Nam và Hoa Kỳ đã có thoả thuận khung về thương mại. Mặc dù thế, việc chưa có thông tin chi tiết về thoả thuận và định nghĩa rõ ràng về hàng trung chuyển (Transshipment) sẽ vẫn là những yếu tố bất ngờ cho Việt Nam.

Tiêu điểm Thị trường

Nội dung chính

- **Lộ trình nâng hạng FTSE Russell:** Cột mốc lịch sử và triển vọng dòng vốn ngoại
- **Làn sóng IPO thứ 3:** Sự trỗi dậy của nhóm Phi Tài chính và Dòng vốn ngoại

Việt Nam đã lên hạng ...

Ngày 08/10/2025, FTSE Russell đã chính thức thông báo nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi sơ cấp. Đây được xem là cột mốc khẳng định sự ghi nhận của quốc tế đối với các nỗ lực cải cách và việc vận hành mô hình thanh toán Non-pre-funding, đưa Việt Nam tiến sát đến tiêu chuẩn Secondary Emerging Market.

... và đang trong lộ trình 1 năm chuyển đổi sang nhóm mới nổi

Theo lộ trình, việc chuyển đổi sẽ bắt đầu có hiệu lực từ tháng 09/2026 (sau kỳ thẩm định kỹ thuật cuối cùng vào tháng 03/2026) và kéo dài đến khoảng tháng 03 - 06/2027. Giai đoạn đệm này nhằm đảm bảo hệ thống vận hành ổn định trước áp lực dòng vốn lớn.

Về tiềm năng, thị trường kỳ vọng đón nhận **0.5 – 1.0 tỷ USD** từ các quỹ thụ động ngay khi kích hoạt chuyển đổi. Tính chung cả chu kỳ, tổng dòng vốn ngoại (bao gồm cả quỹ chủ động) có thể đạt **5 – 6 tỷ USD**. Tham chiếu từ sự tăng trưởng thanh khoản gấp 20 lần của những quốc gia đã được nâng hạng, thanh khoản thị trường Việt Nam dự báo sẽ thiết lập mặt bằng mới ở mức **1.3 – 2.1 tỷ USD/phần** trong giai đoạn 2026-2030.

Danh mục Báo cáo Chuyên đề Nâng hạng của BSC – [BSC Insight](#)

[Việt Nam – Đường đến Emerging Market \(Kỳ 1\)](#)

[Việt Nam – Đường đến Emerging Market \(Kỳ 2\)](#)

[Nâng hạng Thị trường Chứng khoán Việt Nam - Cận kề đích đến \(Kỳ 3\)](#)

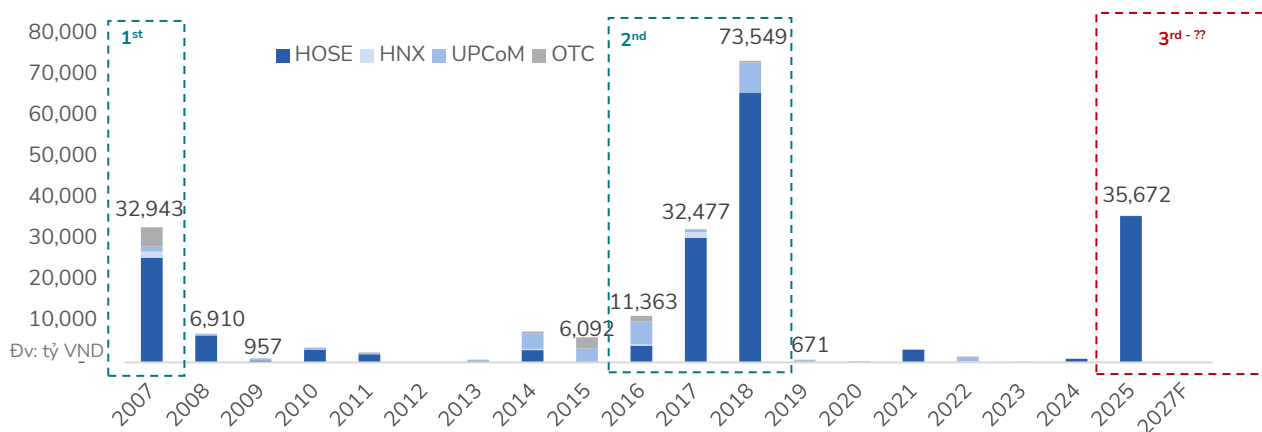


Tiêu điểm Thị trường

Khởi đầu “Làn sóng IPO thứ 3”

Năm 2025 được ghi nhận là giai đoạn chuyển tiếp quan trọng, đánh dấu sự kết thúc của chu kỳ trầm lắng (2019-2024) và mở ra kỳ vọng về một chu kỳ tăng trưởng mới. Mặc dù thị trường 2025 vẫn mang tâm lý thận trọng, nhưng những tín hiệu tích cực vào cuối năm cùng với sự hỗ trợ quyết liệt từ cơ quan quản lý đã tạo tiền đề cho "Làn sóng IPO thứ 3" dự kiến bùng nổ trong giai đoạn 2026-2027. Khác với các giai đoạn trước, làn sóng này được dẫn dắt bởi sự phục hồi của hoạt động niêm yết từ các doanh nghiệp lớn và triển vọng nâng hạng thị trường.

Biểu đồ 7: Hoạt động IPO trên TTCK Việt Nam kể từ 2007-2025 – làn sóng thứ 3 đang quay trở lại ?



Nguồn: CTCK BIDV (BSC) tổng hợp từ FiinproX

Từ Tài chính sang Tiêu dùng và Công nghệ

Bức tranh IPO năm 2026 sẽ chứng kiến sự thay đổi rõ rệt về cơ cấu ngành nghề. Nếu năm 2025 là sân chơi chủ đạo của nhóm tài chính - chứng khoán, thì giai đoạn danh sách các thương vụ tiềm năng đang thu hút sự chú ý lớn bao gồm Bách Hóa Xanh với định giá khoảng 1.7 tỷ USD, Highlands Coffee (800 triệu USD) hay "kỳ lân" công nghệ VNPay (2 tỷ USD). Đặc biệt, sự xuất hiện của khối doanh nghiệp sản xuất tư nhân lớn như THACO (dự kiến 5 tỷ USD) hay mảng y tế với Long Châu (1.45 tỷ USD) sẽ giúp thị trường giảm bớt sự phụ thuộc vào nhóm Ngân hàng và Bất động sản vốn chiếm tỷ trọng lớn trong các chu kỳ trước.

Tiêu dùng

 GOLDEN GATE 653 TrUSD	 12.8 Tỷ USD
 5 Tỷ USD	
 Bách hóa XANH 1.7 Tỷ USD	

Tài chính

TECHCOMSECURITIES 2.5 - 4 Tỷ USD

F88 1 Tỷ USD

vps 5 Tỷ USD

VPBank Securities

Công nghệ – Dịch vụ CNTT

MISA
TIN CẬP-THIỆN KỊCH-TẦN TÍNH 100 TrUSD

viettel 4.7 Tỷ USD IDC

VNPAY 2 Tỷ USD

Chăm sóc sức khỏe



**NHÀ THUỐC
LONG CHÂU**

1.45 Tỷ USD



1.9 Tỷ USD

Truyền thông



Galaxy Media



DatVietVAC

UPCOM → HOSE



**Masan
consumer**



VIMC



BVBANK
Ngân hàng Bản Việt



VIETBANK



**VEAM
CORP**



TASECO Land



viettel



TON DONG A



SAIGONBANK



global

Nguồn: Dragon Capital, BSC tổng hợp

Tiêu điểm Thị trường

Cú hích pháp lý - Rút ngắn thời gian đưa cổ phiếu vào giao dịch

Một trong những động lực cốt lõi thúc đẩy nguồn cung hàng hóa là việc Chính phủ ban hành Nghị định 245/2025/NĐ-CP, giúp tháo gỡ đáng kể các nút thắt về thủ tục hành chính. Điểm đột phá của Nghị định này là cho phép doanh nghiệp **nộp hồ sơ IPO và niêm yết song song**, thay vì quy trình tuần tự như trước đây, giúp rút ngắn thời gian từ lúc IPO đến khi cổ phiếu chính thức giao dịch từ trung bình 90 ngày xuống chỉ còn khoảng **30 ngày**. Bên cạnh đó, các tiêu chí kỹ thuật cũng được nới lỏng, điển hình là việc bỏ quy định "không có nợ quá hạn trên một năm", tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp đang trong quá trình tái cấu trúc tiếp cận vốn. Việc HoSE trở thành đầu mối duy nhất tiếp nhận hồ sơ niêm yết từ 01/07/2025 cũng thể hiện quyết tâm chuyên biệt hóa và nâng cao tính minh bạch của thị trường.

Chiến lược đầu tư ?

Nhà đầu tư cần xác định rõ vị thế và khung thời gian khi tham gia thị trường IPO do tính chất phân hóa cao. Đối với hoạt động đầu cơ ngắn hạn (T+), cơ hội sinh lời chủ yếu dựa vào dòng tiền và tính thời điểm khi thị trường sôi động, với tỷ lệ chiến thắng có thể đạt **50%**. Tuy nhiên, rủi ro biến động giá trong những phiên đầu là rất lớn, đòi hỏi kỷ luật cắt lỗ/chốt lời nghiêm ngặt. Ngược lại, với tầm nhìn dài hạn (1-3 năm), nhà đầu tư nên tập trung vào yếu tố cơ bản - chọn mặt gửi vàng - thay vì biến động giá ngắn hạn. Dữ liệu lịch sử năm 2012 cho thấy sau 3 năm, mức sinh lời trung vị của các cổ phiếu IPO là **-28.9%**, nhưng mức sinh lời trung bình lại đạt **+47.4%**. Con số chênh lệch này chứng minh rằng: Dù thị trường có khó khăn, những cổ phiếu chất lượng thật sự vẫn sẽ có mức tăng trưởng vượt trội. Do đó, yếu tố chọn lọc doanh nghiệp sẽ thay thế cho xu hướng chung. *(Chi tiết tại phụ lục)*

Bảng 1: Thống kê tỷ lệ thắng (Win Rate) của cổ phiếu IPO theo năm và thời gian nắm giữ

Win Rate	+1D	+1M	+3M	+6M	+1Y	+2Y	+3Y	+4Y	+5Y
2025	50.0%	0.0%	50.0%	100.0%					
2024	50.0%	25.0%	40.0%	40.0%	40.0%				
2023	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2022	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	33.3%		
2021	42.9%	42.9%	42.9%	42.9%	28.6%	28.6%	57.1%	57.1%	
2020	20.0%	40.0%	60.0%	20.0%	40.0%	33.3%	16.7%	16.7%	33.3%
2019	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.6%	14.3%	0.0%	0.0%
2018	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	20.0%	22.0%	31.0%	47.6%	38.1%
2017	22.9%	18.8%	20.4%	22.0%	15.7%	33.3%	25.0%	38.5%	46.2%
2016	25.6%	25.6%	20.5%	22.5%	17.1%	19.5%	29.3%	45.2%	59.5%
2015	8.3%	12.5%	12.5%	16.7%	12.5%	16.7%	16.7%	20.8%	20.8%
2014	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	0.0%	33.3%
2012	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	40.0%	20.0%	20.0%	40.0%
2011	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%
2010	42.9%	42.9%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%	14.3%	14.3%	14.3%
2009	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	16.7%	16.7%	16.7%
2008	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	0.0%
2007	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%

Nguồn: CTCK BIDV (BSC) tổng hợp từ FiinproX

Tiêu điểm Thị trường

Rủi ro - Bẫy thanh khoản và Định giá

Rủi ro lớn nhất mà nhà đầu tư phải đối mặt là sự bất cân xứng thông tin và vấn đề nguồn cung (Float). Một số cổ phiếu khi mới chào sàn có lượng cổ phiếu free float thấp (low-float), tạo ra sự khan hiếm giả và đẩy giá tăng nóng do hiệu ứng FOMO. Tuy nhiên, khi lượng cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng được giải tỏa sau 6-12 tháng, tăng áp lực cung có thể khiến giá trị cổ phiếu sụt giảm mạnh về mức thực tế.

Ngoài ra, nhà đầu tư cần cẩn trọng với "bẫy định giá" khi giá chào bán thường được doanh nghiệp và đơn vị tư vấn neo ở mức cao dựa trên các kịch bản tăng trưởng lạc quan nhất. Do đó, việc thực hiện Stress test định giá theo các kịch bản tiêu cực và theo dõi lộ trình giải tỏa cổ phiếu là yêu cầu bắt buộc để quản trị rủi ro.

Danh mục Báo cáo Chuyên đề Market Waves – [BSC Insight](#)

[Market Waves- Làn sóng IPO & các đợt huy động vốn trên TTCK Việt Nam \(Kỳ 1\)](#)

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Nội dung chính

- **GDP:** Hành trình thách thức trong việc tăng trưởng 2 chữ số.
- **Tiêu dùng:** Kỳ vọng tiếp tục phục hồi.
- **Đầu tư:** Động cơ chính thúc đẩy nền kinh tế.
- **Xuất nhập khẩu:** Tốc độ chậm lại sau hai năm tăng trưởng ấn tượng.

GDP: Hành trình thách thức trong việc tăng trưởng 2 chữ số

Tăng trưởng GDP năm 2025 của Việt Nam đạt mức 8.02% y/y, trong đó, quý I tăng 7.05% y/y, quý II tăng 8.16% y/y, quý III tăng 8.25% y/y và quý IV tăng 8.46% y/y. Dữ liệu cho thấy xu hướng tăng đang được thiết lập qua thời gian.

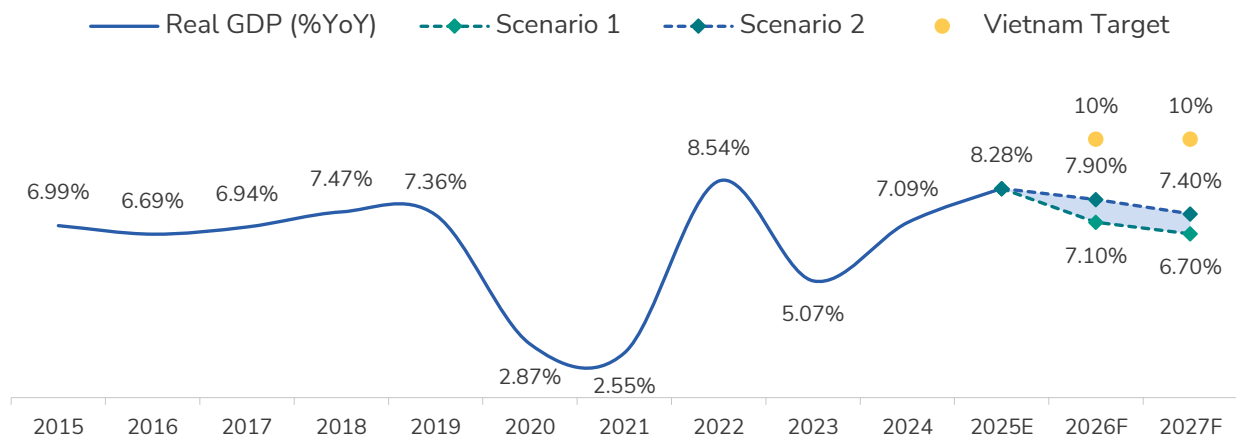
Kinh tế Việt Nam năm 2025, xét từ phía cung, giá trị tổng sản phẩm quốc nội theo phân ngành kinh tế đã có sự phục hồi đáng kể. Trong đó: (1) Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3.78% y/y (đóng góp 5.30%) mặc dù chịu tác động bất lợi từ bão, mưa lũ nhưng nhờ triển khai kịp thời các biện pháp ứng phó, khắc phục hậu quả thiên tai nên sản xuất nông, lâm nghiệp và thủy sản vẫn duy trì ở mức ổn định; (2) Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 8.95% y/y (đóng góp 43.62%) với đầu tàu là ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 9.97% y/y là mức tăng cao nhất trong giai đoạn 2019-2025; (3) Khu vực dịch vụ tăng 8.62% y/y (đóng góp 51.08%) do các hoạt động xuất nhập khẩu, du lịch tăng cao, cụ thể khách quốc tế đến Việt Nam năm 2025 cao nhất từ trước đến nay trong bối cảnh Việt Nam tổ chức hoạt động kỷ niệm các ngày lễ lớn.

Xét từ phía cầu, tiêu dùng phục hồi qua thời gian phản ánh kết quả từ chính sách kích cầu của chính phủ. Năm 2025, dữ liệu tổng mức bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng ước đạt gần 7.008 triệu tỷ đồng, tăng 9.2%y/y, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6.7% y/y (tương đương mức tăng 2024). Sự phục hồi tiêu dùng đến từ (1) Việc gia hạn giảm thuế giá trị gia tăng (VAT) 2% còn 8% đến hết năm 2026 cùng các chính sách kích cầu khác; (2) Du khách quốc tế gia tăng đáng kể trong bối cảnh Việt Nam tổ chức các sự kiện ngày lễ kỷ niệm lớn của dân tộc; (3) Tăng lương cơ sở của người lao động, và nâng mức độ giảm trừ gia cảnh trong tính thuế thu nhập cá nhân; (4) Những khoản chi tiêu một lần như chi tiêu theo Nghị định 178, Nghị định 67 với mục đích trợ cấp tinh giản biên chế, trợ cấp thất nghiệp và chi tiêu phúc lợi xã hội kỷ niệm dịp đại lễ... Ở chiều ngược lại, các yếu tố bất ổn kinh tế do chính sách thương mại của Hoa Kỳ, chiến dịch chống hàng giả hàng nhái, và thiên tai bão lũ khiến cho tâm lý người tiêu dùng thận trọng trong chi tiêu.

Nhìn về năm 2026, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam từ 7.1% - 7.9% đến từ việc (1) Tiêu dùng phục hồi từ từ; (2) Đầu tư là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; (3) Tăng trưởng xuất nhập khẩu chậm lại sau 2 năm tăng trưởng cao.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Biểu đồ 8: Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê, BSC Research dự báo

Tiêu dùng: Kỳ vọng tiếp tục phục hồi

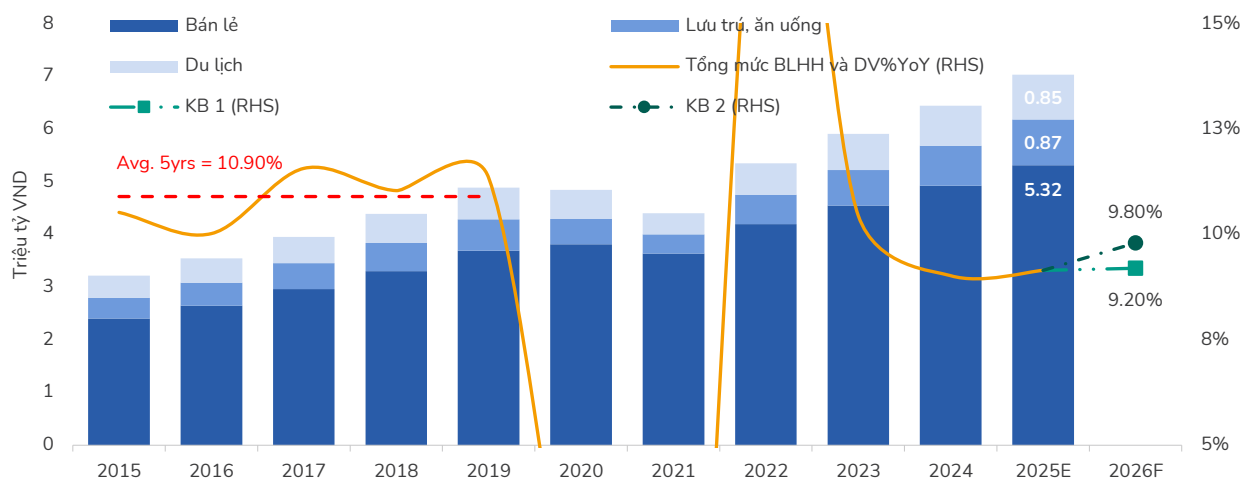
Bên cạnh các yếu tố tích cực thúc đẩy tiêu dùng như đã đề cập ở trên. Chúng tôi cũng nhận thấy những yếu tố khiến cho tiêu dùng tăng trưởng chậm lại như sau:

(1) Cuộc chiến chống hàng giả khiến người dân thận trọng khi tiêu dùng;

(2) Chính sách thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập cá nhân áp dụng lên các hộ kinh doanh nhỏ lẻ. Trong ngắn hạn, chi phí kinh doanh của tầng lớp này sẽ tăng lên, và họ cần một khoảng thời gian để thích ứng chính sách. Nhìn từ góc độ chi tiêu, các hộ kinh doanh nhỏ lẻ cũng chính là một thành phần tiêu dùng chủ đạo trong nền kinh tế, do đó, để thích ứng với các chính sách thuế, họ sẽ thắt chặt hầu bao chi tiêu trong thời gian ngắn tới.

Tổng quan, chúng tôi thấy rằng, Việt Nam vẫn đang duy trì xung lực thúc đẩy tiêu dùng chống lại được các lực kéo. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu dùng từ 9.2% - 9.8%.

Biểu đồ 9: Dự báo tăng trưởng tiêu dùng Việt Nam



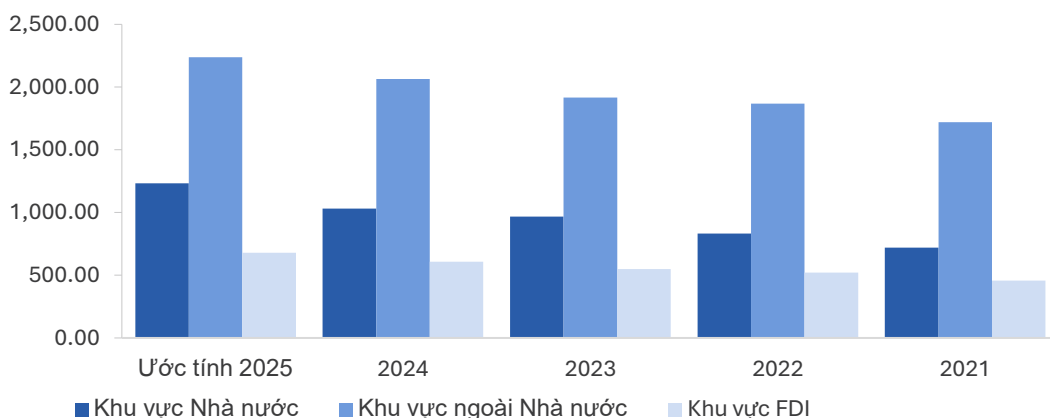
Nguồn: Tổng cục Thống kê, BSC Research dự báo

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Đầu tư: Động cơ chính thúc đẩy nền kinh tế

Theo Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội năm 2025 theo giá hiện hành ước đạt 4.150 triệu tỷ đồng, tăng 12.1% y/y, cao hơn nhiều mức tăng 7.8% của năm trước. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện tại Việt Nam năm 2025 ước đạt 27.62 tỷ USD, tăng 9.0% y/y, cao nhất trong 5 năm qua.

Biểu đồ 10: Tổng vốn đầu tư toàn xã hội tại Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Năm 2026, chúng tôi dự báo tăng trưởng đầu tư toàn xã hội tại Việt Nam từ 9.5% - 12.0% y/y. Dựa vào các yếu tố như sau:

- Thứ nhất, vốn đầu tư của khu vực nhà nước sẽ đóng vai trò then chốt trong việc lan tỏa niềm tin ra các thành phần khác của nền kinh tế. Theo Nghị quyết số 245/2025/QH15 về dự toán ngân sách nhà nước năm 2026, dự chi đầu tư phát triển khoảng 1.12 triệu tỷ đồng, tăng hơn 40% so với kế hoạch năm 2025.
- Thứ hai, vốn đầu tư của dân cư và tư nhân tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng do môi trường đầu tư được cải thiện, mặt bằng lãi suất vẫn ở mức thấp và triển vọng kinh tế phục hồi.
- Thứ ba, Việt Nam duy trì năng lực cạnh tranh so với các quốc gia trong cùng khu vực, tiếp tục thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp của nước ngoài (Dòng vốn FDI). Kỳ vọng tăng trưởng 5.0%-8.0% y/y. (Chi tiết phân tích FDI ở phần sau).

Xuất nhập khẩu: Tốc độ chậm lại sau hai năm tăng trưởng ấn tượng

Việt Nam ghi nhận tăng trưởng xuất nhập khẩu hai chữ số trong năm 2025 được thúc đẩy chính đến từ hiệu ứng nhập hàng trước của Mỹ. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lĩnh vực này trong năm 2026 từ 6.0% - 10.0% y/y do hiệu ứng nền cao đã hình thành trong hai năm 2024 và 2025, cũng như nhu cầu nhập hàng không còn tăng trưởng mạnh sau khi chính sách thuế quan mới của chính quyền Tổng thống Hoa Kỳ Donald Trump được áp dụng. (Chi tiết phân tích hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam ở phần sau).

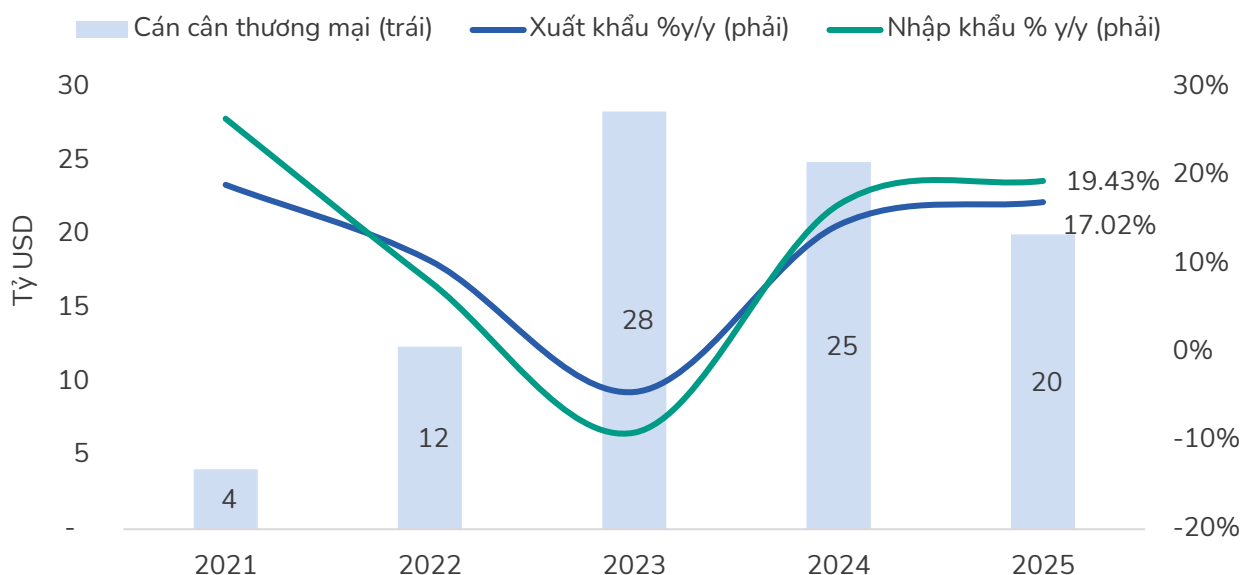
Xuất nhập khẩu

Nội dung chính

- 2025: Trái ngược với phần đông dự báo, hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam đã có diễn biến tăng trưởng ngoạn mục nhờ hiệu ứng nhập hàng trước (front-loading) tại Hoa Kỳ.
- 2026: Ảnh hưởng tiêu cực từ thuế quan sẽ rõ ràng hơn khi hiệu ứng front-loading tại Hoa Kỳ kết thúc. Bộ Công thương đặt mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu **8.0% y/y**, cán cân thương mại ước xuất siêu khoảng **25 tỷ USD**.
- Việt Nam đang tích cực tìm kiếm các thị trường xuất khẩu thay thế.
- Dự báo 2026: **Tăng trưởng từ 6.0% -10.0% y/y**

2025, xuất khẩu đạt 475.06 tỷ USD (tăng 17.02% y/y); xuất khẩu từ khối FDI đạt 365.72 tỷ USD (tỷ trọng 76.98%, tăng 26.40% y/y). Nhập khẩu đạt 455 tỷ USD (tăng 19.43% y/y); nhập khẩu từ khối FDI đạt 317.63 tỷ USD (tỷ trọng 69.81%, tăng 31.09% y/y). Cán cân thương mại thặng dư 20 tỷ USD. Trong năm, tăng trưởng xuất nhập khẩu lũy kế mở rộng qua từng tháng.

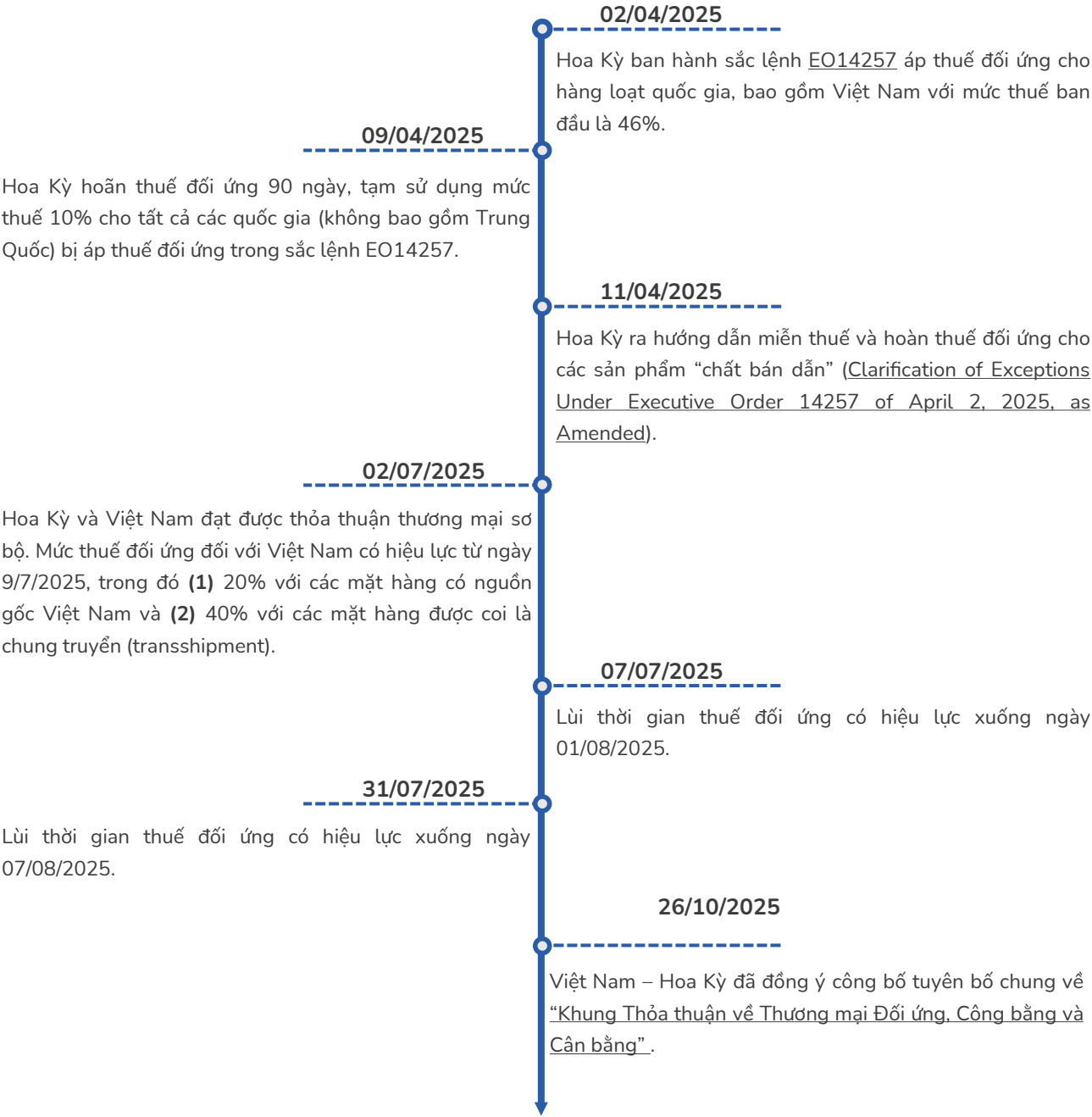
Biểu đồ 11: Tăng trưởng xuất nhập khẩu Việt Nam giai đoạn 2021 - 2025



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinProX, BSC Research

Năm 2025 đánh dấu thương mại toàn cầu trải qua cú sốc chưa từng có tiền lệ - Hoa Kỳ áp thuế đối ứng cho hàng loạt quốc gia đối tác với mục tiêu bảo vệ nền sản xuất trong nước; mức thuế cao chủ yếu hướng đến các quốc gia có quan hệ với Trung Quốc và Nga. Biểu đồ dưới đây minh họa một số diễn biến áp thuế từ Hoa Kỳ ảnh hưởng đến xuất khẩu của Việt Nam:

Xuất nhập khẩu



Bên cạnh những nội dung trên, **(1)** Hoa Kỳ mở rộng phạm vi áp thuế đối với thép, nhôm; áp thuế riêng lên một số sản phẩm liên quan đến gỗ,...; **(2)** Việt Nam và Hoa Kỳ đã ghi nhận các thỏa thuận thương mại trong các lĩnh vực nông nghiệp, hàng không vũ trụ và năng lượng (Vietnam Airlines đồng ý mua 50 máy bay Boeing với giá trị hơn 8 tỷ USD; doanh nghiệp Việt Nam ký 20 biên bản ghi nhớ (MOU) với các công ty Hoa Kỳ để nhập khẩu hàng hóa nông sản Hoa Kỳ, với tổng giá trị ước tính hơn 2.9 tỷ USD); **(3)** Hoa Kỳ ban hành sắc lệnh [EO14326](#), trong đó Phụ lục III của sắc lệnh liệt kê những mặt hàng Hoa Kỳ sẵn sàng hạ thuế đối ứng xuống 0% nếu đạt được thỏa thuận với đối tác thương mại. Trong trường hợp Việt Nam đủ điều kiện miễn thuế tất cả hàng hóa trong Phụ lục này, tỷ trọng hàng hóa được miễn thuế đối ứng sang Hoa Kỳ sẽ tăng thêm khoảng 11% lên trên mức 50%. Những mặt hàng này bao gồm thịt tươi sống, hoa quả, nông sản, một số loại linh kiện,...

Xuất nhập khẩu

Trong bối cảnh chiến tranh thuế quan bất ngờ, trái ngược với phần đông dự báo, xuất nhập khẩu Việt Nam 2025 đã có diễn biến ngoạn mục nhờ hiệu ứng front-loading tại Hoa Kỳ.

Xuất khẩu

Về đối tác, Hoa Kỳ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với giá trị xuất khẩu trong năm 2025 đạt 153.18 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 32.25% kim ngạch xuất khẩu, tăng 28.18% y/y. Trái ngược với dự báo suy giảm của thị trường hồi đầu năm, xuất khẩu sang Hoa Kỳ tăng mạnh nhờ hiệu ứng front-loading. Giá trị xuất khẩu *Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện* ghi nhận tăng trưởng mạnh nhất trong 6 năm trở lại đây. Xếp thứ hai là mặt hàng *Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận* ghi nhận đà tăng ấn tượng 260.4% y/y, đóng góp 10.91% trong mức tăng trưởng 28.18% y/y xuất khẩu sang Hoa Kỳ.

Với dự báo cầu hàng nhập khẩu tại Hoa Kỳ sẽ giảm do tác động thuế quan, năm 2025 cũng là năm Việt Nam tích cực tìm kiếm các thị trường thay thế. Xuất khẩu sang Trung Quốc và một số quốc gia châu Á khác như Hong Kong, Hàn Quốc, Nhật Bản đều ghi nhận tăng trưởng tốt hơn cùng kỳ 2024. Bên cạnh các nước châu Á đóng vai trò chính, tăng trưởng xuất khẩu sang một số thị trường ở châu Âu (Đức, Pháp, Áo) và thị trường châu Phi đều ghi nhận con số tích cực.

Bảng 2: Xuất khẩu sang Hoa Kỳ theo các mặt hàng chính (Đvt: tỷ USD)

	Tỷ trọng (%)	2021	2022	2023	2024	2025
Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện	27.47	12.75	15.94	17.02	23.20	42.09
(% y/y)		22.80	24.98	6.78	36.31	81.39
Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác	15.75	17.81	20.18	18.20	22.05	24.13
(% y/y)		45.85	13.30	-9.82	21.17	9.41
Hàng dệt, may	11.67	16.09	17.36	14.47	16.15	17.88
(% y/y)		15.02	7.90	-16.66	11.65	10.72
Điện thoại các loại và linh kiện	6.44	9.69	11.88	7.90	9.82	9.86
(% y/y)		10.26	22.55	-33.45	24.29	0.40
Gỗ và sản phẩm gỗ	6.18	8.77	8.66	7.31	9.06	9.46
(% y/y)		22.41	-1.28	-15.65	23.98	4.46
Giày dép các loại	5.89	7.42	9.62	7.16	8.28	9.03
(% y/y)		17.83	29.58	-25.53	15.67	9.00
Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận	4.19	1.57	2.06	1.64	1.78	6.42
(% y/y)		-5.81	31.49	-20.56	8.92	260.40

*Tỷ trọng: So với kim ngạch xuất khẩu Việt Nam sang Hoa Kỳ

Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, BSC Research

Xuất nhập khẩu

Bảng 3: Một số thị trường xuất khẩu của Việt Nam (Đvt: tỷ USD)

	Tỷ trọng (%)	2021	2022	2023	2024	2025
Hoa Kỳ	32.25	96.27	109.39	97.02	119.50	153.18
(% y/y)		24.90	13.63	-11.31	23.17	28.18
Trung Quốc	13.83	55.93	57.70	61.21	61.21	70.45
(% y/y)		14.36	3.18	6.07	0.01	15.10
Hàn Quốc	6.09	21.95	24.29	23.50	25.62	28.94
(% y/y)		14.87	10.69	-3.27	9.02	12.98
Nhật Bản	5.63	20.13	24.23	23.31	24.61	26.77
(% y/y)		4.39	20.38	-3.79	5.55	8.77
Hồng Kông	3.70	12.00	10.94	9.63	12.42	17.56
(% y/y)		14.93	-8.83	-11.93	28.98	41.32
Đức	2.01	7.29	8.97	7.40	7.93	9.53
(% y/y)		9.69	23.05	-17.48	7.22	20.14
Pháp	0.85	3.21	3.70	3.17	3.40	4.04
(% y/y)		-2.64	15.19	-14.19	7.28	18.55
Áo	0.54	3.02	2.46	2.54	2.00	2.55
(% y/y)		4.87	-18.66	3.18	-21.25	27.89
Châu Phi	0.89	2.96	2.85	2.98	3.13	4.22
(% y/y)		20.49	-3.71	4.52	5.29	34.51

*Tỷ trọng: So với kim ngạch xuất khẩu Việt Nam

Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, BSC Research

Về mặt hàng, Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện giữ vững vị trí đầu bảng về giá trị xuất khẩu, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong kim ngạch xuất khẩu Việt Nam (107.75 tỷ USD, tỷ trọng 22.68%, tăng 48.42% y/y). Tăng trưởng xuất khẩu mặt hàng này trong 2025 gấp đôi cùng kỳ 2024 (tăng 26.64% y/y) do **(1)** Hiệu ứng front-loading tại Hoa Kỳ; **(2)** Nhiều mặt hàng thuộc nhóm này được Hoa Kỳ xếp vào hàng hóa “bán dẫn” và được miễn thuế đối ứng; **(3)** Việt Nam thực hiện đẩy mạnh xuất khẩu mặt hàng này sang các thị trường khác như Trung Quốc, Hàn Quốc, Hong Kong, Thái Lan, Mexico,...

Bảng 4: Các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam (Đvt: tỷ USD)

	Tỷ trọng (%)	2021	2022	2023	2024	2025
Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện	22.68	50.83	55.54	57.33	72.59	107.75
(% y/y)		14.03	9.26	3.22	26.64	48.42
Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác	12.43	38.34	45.75	43.13	52.17	59.05
(% y/y)		41.01	19.32	-5.74	20.97	13.18
Điện thoại các loại và linh kiện	11.94	57.54	57.99	52.38	53.89	56.71
(% y/y)		12.41	0.79	-9.69	2.89	5.23
Hàng dệt, may	8.34	32.75	37.57	33.32	37.04	39.64
(% y/y)		9.88	14.69	-11.30	11.16	7.02
Giày dép các loại	5.10	17.75	23.90	20.24	22.88	24.20
(% y/y)		5.72	34.61	-15.32	13.04	5.81

*Tỷ trọng: So với kim ngạch xuất khẩu Việt Nam

Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, BSC Research

Xuất nhập khẩu

Nhập khẩu

Về đối tác, Trung Quốc tiếp tục là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam (186.03 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 40.89% kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam, tăng 29.17% y/y). Các mặt hàng Việt Nam chủ yếu nhập khẩu từ Trung Quốc là *Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện* (52.89 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 28.43% kim ngạch nhập khẩu từ Trung Quốc, tăng 52.91% y/y) và *Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác* (38.59 tỷ USD, 20.74%, tăng 33.25% y/y).

Đáng chú ý, nhập khẩu từ Đài Loan tăng vọt trong năm 2025 chủ yếu do mặt hàng *Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện* (23.71 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 71.80% trong kim ngạch nhập khẩu từ Đài Loan, tăng 71.06% y/y), đóng góp 51% vào tăng trưởng nhập khẩu từ Đài Loan. Nhập khẩu từ Hoa Kỳ tăng vọt +27.71% y/y; giảm thâm hụt thương mại cho Hoa Kỳ là một trong những điều kiện để Việt Nam đổi lấy mức thuế đối ứng hiện tại.

Bảng 5: Các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam (Đvt: tỷ USD)

	Tỷ trọng (%)	2021	2022	2023	2024	2025
Trung Quốc	40.89	110.53	117.87	110.64	144.02	186.03
(% y/y)		31.29	6.63	-6.13	30.17	29.17
Hàn Quốc	13.31	56.31	62.09	52.51	55.93	60.54
(% y/y)		20.08	10.25	-15.43	6.50	8.26
Đài Loan	7.26	20.78	22.63	18.42	22.74	33.03
(% y/y)		24.43	8.91	-18.60	23.45	45.23
Nhật Bản	5.42	22.80	23.37	21.64	21.59	24.68
(% y/y)		12.09	2.51	-7.42	-0.23	14.31
Hoa Kỳ	4.24	15.28	14.47	13.82	15.10	19.29
(% y/y)		11.41	-5.28	-4.48	9.26	27.71

*Tỷ trọng: So với kim ngạch nhập khẩu Việt Nam

Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, BSC Research

Về mặt hàng, *Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện; Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác* là những mặt hàng được nhập khẩu nhiều nhất trong năm.

Hoạt động nhập khẩu gắn bó mật thiết với xuất khẩu khi Việt Nam chủ yếu nhập sản phẩm đầu vào từ nước ngoài, thực hiện gia công tại Việt Nam và xuất khẩu cho nước thứ ba hoặc chính quốc gia của công ty mẹ.

Bảng 6: Các mặt hàng nhập khẩu chính của Việt Nam (Đvt: tỷ USD)

	Tỷ trọng (%)	2021	2022	2023	2024	2025
Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện	33.12	75.44	81.88	87.97	107.12	150.70
(% y/y)		17.93	8.54	7.43	21.77	40.68
Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác	13.41	46.30	45.19	41.57	48.90	61.03
(% y/y)		24.28	-2.38	-8.01	17.61	24.81
Vải các loại	3.34	14.32	14.71	13.02	14.91	15.20
(% y/y)		20.62	2.67	-11.47	14.54	1.92
Chất dẻo nguyên liệu	2.75	11.69	12.39	9.76	11.79	12.53
(% y/y)		39.16	6.00	-21.21	20.77	6.33
Kim loại thường khác	2.50	8.61	9.25	7.63	9.56	11.37
(% y/y)		42.28	7.46	-17.58	25.39	18.93

*Tỷ trọng: So với kim ngạch nhập khẩu Việt Nam

Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, BSC Research

Xuất nhập khẩu

Xét về vị thế của Việt Nam trong chuỗi giá trị AI của Hoa Kỳ - chủ đề đầu tư đang tăng trưởng mạnh tại Hoa Kỳ. Quốc gia này đang trong giai đoạn đẩy mạnh chi tiêu phát triển cho việc xây dựng trung tâm dữ liệu (data center), cần phần cứng phục vụ hoạt động huấn luyện AI (AI training). Những mặt hàng điện tử Việt Nam xuất khẩu sang Hoa Kỳ phần lớn là laptop, điện thoại, phần nhỏ hơn là các thiết bị chuyển đổi, truyền dẫn mang tính hỗ trợ, không phải những phần cốt lõi trong AI Training (xem chi tiết tại Báo cáo *BSC Navigator / T12.2025: Việt Nam trong chuỗi giá trị AI Hoa Kỳ*).

Năm 2026, BSC dự báo kịch bản xuất nhập khẩu Việt Nam như sau:

Thứ nhất, hiệu ứng front-loading tại Hoa Kỳ có thể sẽ kết thúc sau một năm tăng cường nhập khẩu dự trữ. Tuy nhiên, điều này phụ thuộc vào diễn biến của chính sách thuế quan. Nếu sự bất ổn vẫn chiếm vị thế chủ đạo như năm 2025 thì hiệu ứng trên có thể tiếp diễn.

Thứ hai, xét về tổng thể, thuế quan khiến cầu hàng hóa nhập khẩu tại Hoa Kỳ giảm. Tuy nhiên, xét trên năng lực cạnh tranh về giá, hàng hóa Việt Nam vẫn có ưu thế nhất định khi mức thuế quan hiệu dụng (effective tariff rate) Hoa Kỳ áp lên Việt Nam thấp (*Phụ lục 01*).

Thứ ba, trong trường hợp chủ đề đầu tư AI tại Hoa Kỳ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2026, xuất khẩu linh kiện điện tử Việt Nam tiếp tục được hưởng lợi với vai trò các thiết bị hỗ trợ.

Bảng 7: Dự báo xuất nhập khẩu Việt Nam 2026

	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực
Khả năng xảy ra	80%	20%
Tăng trưởng xuất nhập khẩu (%y/y)	6.0% - 10.0%	Trên 10.0%
Các giả định chính	- Hiệu ứng front-loading tại Hoa Kỳ kết thúc. - Thuế 40% cho hàng hóa “transshipment” chính thức có hiệu lực.	- Chính sách thương mại tiếp tục bất ổn. - Thuế 40% cho hàng hóa “transshipment” chưa chính thức có hiệu lực khiến hiệu ứng front-loading tiếp diễn.
Yếu tố hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam	Effective tariff rate của Việt Nam ở mức trung bình thấp so với các quốc gia cạnh tranh, hàng hóa Việt Nam có sức cạnh tranh về giá.	

Nguồn: BSC Research dự báo

Nội dung chính

- Các chính sách hỗ trợ: Nghị định số 205/2025/NĐ-CP; Luật Thuế thu nhập cá nhân 2025; Luật Đầu tư 2025.
- Cơn gió ngược: Chính sách thuế quan Hoa Kỳ.
- Liên quan đến Thuế tối thiểu toàn cầu: **(1)** Cơ sở pháp lý: Nghị quyết 107/2023/QH15; **(2)** Hướng dẫn thi hành: Nghị định số 236/2025/NĐ-CP; **(3)** Cơ chế hỗ trợ doanh nghiệp: Nghị định số 182/2024/NĐ-CP.
- Dự báo 2026: FDI giải ngân dự báo **tăng trưởng từ 5.0% - 8% y/y**.

Trong năm 2025,

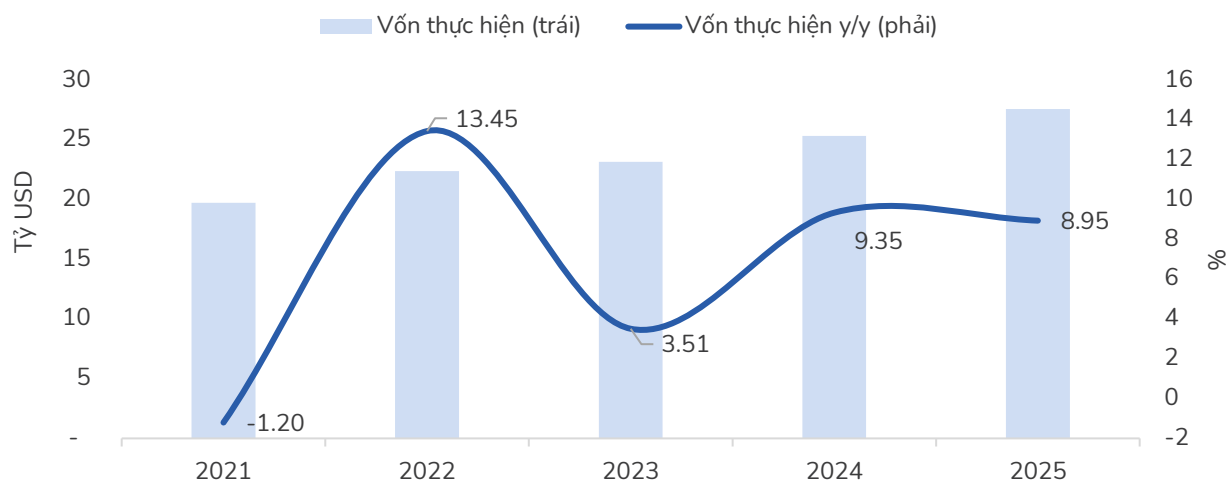
Vốn FDI thực hiện đạt 27.62 tỷ USD, tăng 8.95% y/y, cao hơn mức trung bình động 5 năm (tăng 6.81% y/y).

Vốn FDI đăng ký cấp mới có 4,054 dự án được cấp phép với số vốn đăng ký đạt 17.32 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 55.18% trong tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm, ghi nhận tăng 20.12% y/y về số lượng dự án cấp mới và giảm 12.22% y/y về số vốn đăng ký. Từ năm 2022 đến nay, số lượng dự án cấp mới duy trì xu hướng năm sau cao hơn năm trước.

Vốn FDI đăng ký tăng thêm đạt 14.07 tỷ USD (chiếm tỷ trọng 44.82% trong tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm) với 1,404 dự án điều chỉnh tăng vốn, ghi nhận tăng 0.81% y/y về số vốn đăng ký tăng thêm và giảm 8.77% y/y về số lượng dự án điều chỉnh tăng vốn.

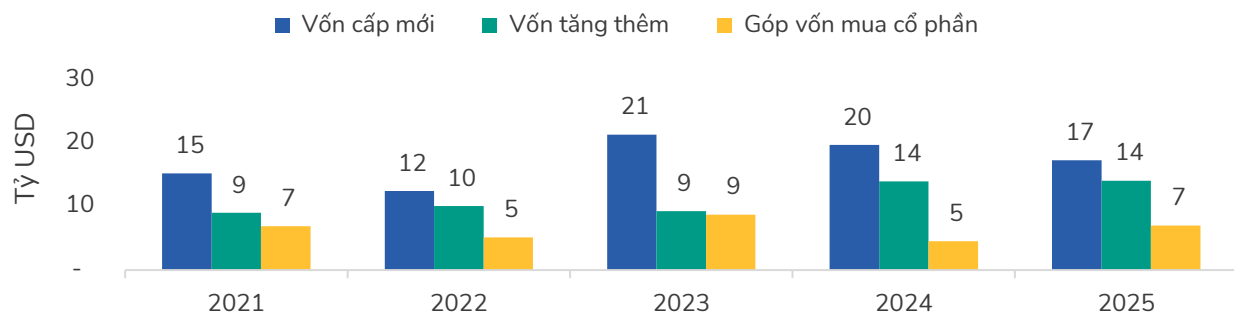
Vốn đăng ký góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 7.03 tỷ USD (tăng 54.8% y/y) với 3,587 lượt (tăng 2.43% y/y).

Biểu đồ 12: Diễn biến giải ngân FDI tại Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinProX, BSC Research

Biểu đồ 13: Vốn FDI đăng ký tại Việt Nam



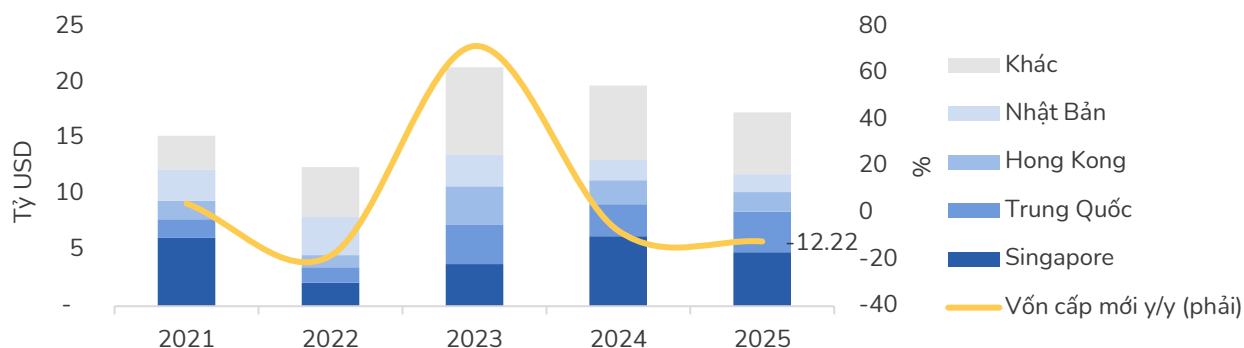
Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinProX, BSC Research

Xét về quốc gia,

Singapore tiếp tục dẫn đầu về dòng vốn đăng ký cấp mới (4.84 tỷ USD, tỷ trọng 27.92%), theo sau là Trung Quốc (3.64 tỷ USD, 20.99%), Hong Kong (1.72 tỷ USD, 9.96%), Nhật Bản (1.62 tỷ USD, 9.36%). Dòng vốn FDI từ Singapore chủ yếu đầu tư vào nhóm Kinh doanh Bất động sản, với Bất động sản Khu công nghiệp đóng vai trò xương sống, ngoài ra còn Bất động sản đô thị & thương mại phân khúc cao cấp. Đáng chú ý, hai năm trở lại đây chứng kiến sự tăng lên của số lượng dự án cấp mới từ Trung Quốc, tỷ trọng trong tổng số lượng dự án đăng ký cấp mới tăng từ khoảng 20% (tháng 12/2023) lên 31.45% (tháng 12/2025), trong đó sôi động nhất là nhóm ngành *Điện tử & linh kiện bán dẫn, pin mặt trời*, nhóm *Ô tô*,... Theo báo cáo thị trường của CBRE và Savills Việt Nam (2024), nhóm doanh nghiệp sản xuất từ Trung Quốc đang dẫn đầu về nhu cầu thuê nhà xưởng xây sẵn (RBF) tại miền Bắc. Phần lớn trong số này là các nhà cung cấp cấp 2, cấp 3 di chuyển theo chuỗi cung ứng của các tập đoàn lớn, với đặc điểm quy mô vốn nhỏ và tập trung vào công nghiệp phụ trợ (bao bì, linh kiện nhựa, khuôn mẫu).

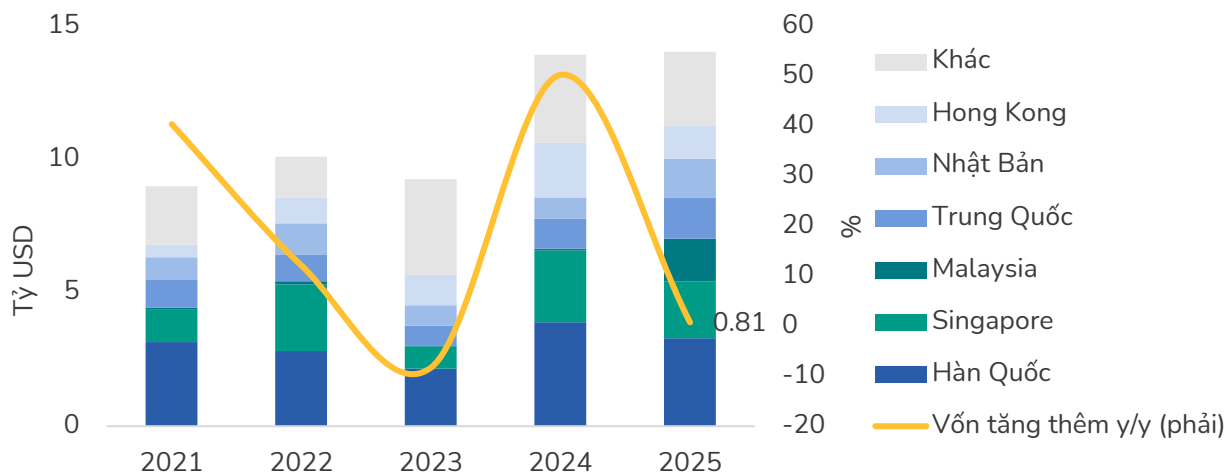
Về dòng vốn đăng ký tăng thêm, dòng vốn từ Hàn Quốc dẫn đầu (3.3 tỷ USD, tỷ trọng 23.45%), theo sau là Singapore (2.15 tỷ USD, 15.24%); Malaysia (1.60 tỷ USD, 11.34%); Trung Quốc (1.56 tỷ USD, 11.06%); Nhật Bản (1.46 tỷ USD, 10.36%); Hong Kong (1.23 tỷ USD, 8.72%). Dòng vốn FDI từ Malaysia tăng đột biến từ tháng 9/2025 vào các dự án Bất động sản như Gamuda, SkyWorld,...

Biểu đồ 14: Vốn FDI đăng ký cấp mới theo quốc gia



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinProX, BSC Research

Biểu đồ 15: Vốn đăng ký tăng thêm theo quốc gia



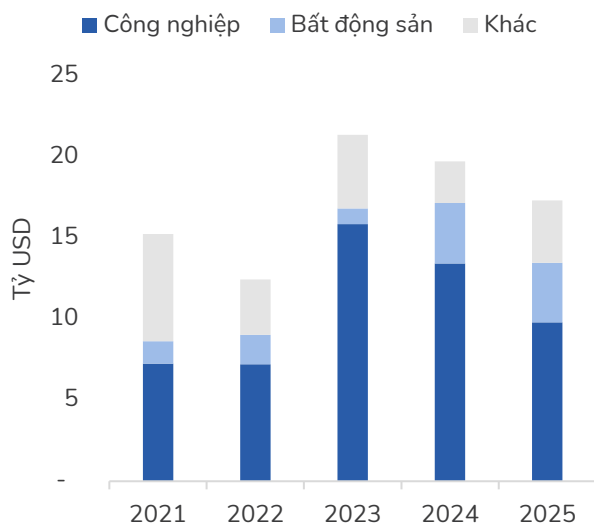
Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinProX, BSC Research

Xét về ngành,

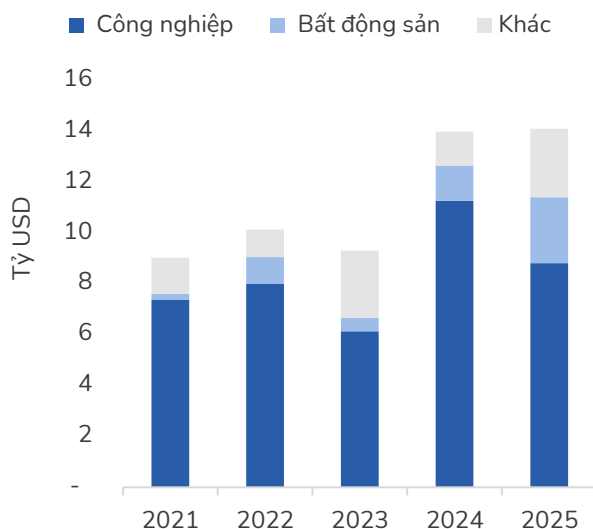
Về vốn đăng ký cấp mới, ngành *Công nghiệp chế biến chế tạo* vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất (9.8 tỷ USD, 56.58%), theo sau là ngành *Bất động sản* (3.67 tỷ USD, 21.19%). Đặc biệt, trong 2 năm trở lại đây, tỷ trọng đầu tư mới vào ngành *Bất động sản* hầu như duy trì trên 20% (từ mức 4.6% cuối năm 2023) nhờ **(1)** Xu hướng xây dựng để cho thuê Bất động sản khu công nghiệp bùng nổ trong 2024 – 2025; **(2)** Dòng tiền FDI vào các dự án Bất động sản cho thuê văn phòng; **(3)** FDI mới đang đổ vào nhà xưởng xây sẵn (RBF) và kho bãi logistics (để phục vụ thương mại điện tử).

Vốn đăng ký tăng thêm đi cùng xu hướng với vốn đăng ký cấp mới, với ngành *Công nghiệp chế biến, chế tạo* chiếm tỷ trọng cao nhất (8.79 tỷ USD, tỷ trọng 62.47%), theo sau là ngành *Bất động sản* (2.59 tỷ USD, 18.41%).

Biểu đồ 16: Vốn đăng ký cấp mới theo ngành



Biểu đồ 17: Vốn đăng ký tăng thêm theo ngành



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinProX, GSO, BSC Research

Đối với hình thức góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài, vốn đầu tư vào Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt (2.43 tỷ USD, 34.6%); Hoạt động chuyên môn, khoa học công nghệ đạt (1.29 tỷ USD, 18.3%); ngành còn lại 3.31 tỷ USD, 47.1%.

Về vốn đầu tư của Việt Nam ra nước ngoài,

2025, 173 dự án được cấp mới giấy chứng nhận đầu tư với tổng số vốn của Việt Nam là 1.0 tỷ USD, tăng 65.9% y/y; 32 lượt dự án điều chỉnh vốn với số vốn điều chỉnh tăng 360.8 triệu USD, gấp hơn 3 lần cùng kỳ. Tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 1.36 tỷ USD, tăng 88.7% y/y. Trong đó: Sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí đạt 506.9 triệu USD, tỷ trọng 37.2% tổng vốn đầu tư; Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt 300.7 triệu USD, tỷ trọng 22.1%; Bán buôn và bán lẻ, sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác đạt gần 130,8 triệu USD, tỷ trọng 9.6%.

Trong năm 2025, có 36 quốc gia và vùng lãnh thổ nhận đầu tư của Việt Nam, trong đó: Lào dẫn đầu (773.7 triệu USD, tỷ trọng 56.8% tổng vốn đầu tư); theo sau là Philippines (92.0 triệu USD, 6.8%); Đức (78.1 triệu USD, 5.7%); Hoa Kỳ (74.5 triệu USD, 5.5%); Indonesia (69.6 triệu USD, 5.1%).

Liên quan đến thuế tối thiểu toàn cầu,

Thuế tối thiểu toàn cầu (Global Minimum Tax - GMT) là một thỏa thuận quốc tế do OECD khởi xướng nhằm ngăn chặn cuộc đua giảm thuế để thu hút đầu tư giữa các quốc gia. Quy tắc của GMT: Các tập đoàn đa quốc gia có doanh thu hợp nhất từ 750 triệu EUR trở lên phải chịu mức thuế thu nhập doanh nghiệp thực tế ít nhất là 15%. Nếu một tập đoàn nộp thuế thấp hơn 15% tại bất kỳ quốc gia nào, họ sẽ phải nộp phần chênh lệch còn thiếu (thuế bổ sung) cho quốc gia đặt trụ sở chính hoặc các quốc gia khác mà tập đoàn này có đặt văn phòng, nhà máy,....

Tại Việt Nam, cơ chế này đã được thực thi từ ngày 01/01/2024 theo Nghị quyết 107/2023/QH15. Thay vì để dòng tiền thuế bổ sung chảy về nước ngoài, Việt Nam đã chủ động áp dụng quy định Thuế tối thiểu bổ sung nội địa đạt chuẩn (QDMTT) để giữ quyền thu phần chênh lệch này ngay tại trong nước (ước tính thu thêm hơn 14,600 tỷ đồng/năm).

Để giải quyết bài toán môi trường đầu tư kém hấp dẫn khi ưu đãi thuế không còn tác dụng, Chính phủ đã vận hành Quỹ Hỗ trợ Đầu tư (theo Nghị định 182/2024/NĐ-CP), dùng nguồn thu ngân sách để hỗ trợ ngược lại bằng tiền mặt cho các doanh nghiệp công nghệ cao đáp ứng tiêu chí về R&D và quy mô đầu tư.

Ngoài ra, Nghị định số 236/2025/NĐ-CP mới được ban hành 29/08/2025 hướng dẫn doanh nghiệp cách tính toán, kê khai và nộp thuế cụ thể trên cơ sở Nghị quyết số 107/2023/QH15.

Trong năm 2026, dòng vốn FDI vào Việt Nam hưởng lợi từ những chính sách mới được ban hành:

Nghị định số 205/2025/NĐ-CP, có hiệu lực từ ngày 01/09/2025: Mở rộng chính sách ưu đãi cho các ngành công nghiệp hỗ trợ. Các doanh nghiệp thuộc danh mục ưu tiên phát triển được hưởng mức hỗ trợ lên tới 50–70% chi phí liên quan đến R&D, đào tạo nhân lực và chuyển giao công nghệ.

Luật thuế thu nhập cá nhân 2025: Miễn thuế thu nhập cá nhân trong thời hạn 05 năm đối với thu nhập từ tiền lương, tiền công của cá nhân là nhân lực công nghệ cao thực hiện hoạt động nghiên cứu và phát triển công nghệ cao hoặc công nghệ chiến lược thuộc Danh mục công nghệ cao được ưu tiên đầu tư phát triển hoặc Danh mục công nghệ chiến lược và sản phẩm công nghệ chiến lược theo quy định của pháp luật về công nghệ cao.

Luật Đầu tư 2025 đưa ra nhiều biện pháp nhằm cải thiện môi trường kinh doanh. Nội dung cải cách đáng chú ý bao gồm: giảm 30% thời gian xử lý thủ tục hành chính và chi phí liên quan đến kinh doanh, và loại bỏ ít nhất 30% các điều kiện kinh doanh không cần thiết.

Ở chiều ngược lại, thuế quan là cơn gió ngược đối với dòng vốn FDI. Các doanh nghiệp FDI chiếm tỷ trọng trên 70% trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam; đặc biệt chiếm gần 100% đối với xuất khẩu các mặt hàng công nghệ cao. Tăng trưởng xuất nhập khẩu trong năm 2026 chậm lại sẽ kéo theo dòng vốn FDI thực hiện cũng như đăng ký.

BSC dự báo tăng trưởng vốn FDI thực hiện năm 2026 từ **5.0% – 8.0% y/y**.

Chính sách tiền tệ

Nội dung chính

- Tỷ giá: Áp lực vẫn còn khi FED chưa vội vàng cắt giảm lãi suất
- Thanh khoản trên toàn bộ hệ thống eo hẹp.
- Lạm phát – Trong tầm kiểm soát, khi mặt bằng lãi suất tăng có thể sẽ khiến cho tốc độ tăng của giá cả chậm lại.

Năm 2025, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt với mục tiêu đảm bảo các cân đối vĩ mô lớn và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Mặt bằng lãi suất duy trì ổn định ở mức thấp trong phần lớn thời gian của năm, chỉ tăng nhẹ thời điểm cuối năm đối với lãi suất huy động và lãi suất cho vay do áp lực đến từ việc thiếu thanh khoản trên hệ thống và vấn đề tỷ giá.

Bảng 8: Diễn biến tỷ giá các đồng tiền

Tỷ giá	2025	2024	2023	2022	2021	2020
DXY Index	-8.32%	7.06%	-2.11%	8.21%	6.37%	-6.69%
VND/USD	-3.34%	-4.77%	-2.62%	-3.41%	1.19%	0.32%
EUR/USD	12.03%	-6.21%	3.11%	-5.87%	-6.90%	8.95%
CNY/USD	3.18%	-2.73%	-2.84%	-7.86%	2.69%	6.68%
KRW/USD	0.32%	-12.49%	-1.75%	-6.05%	-8.63%	6.43%
JPY/USD	0.65%	-10.28%	-7.03%	-12.23%	-10.28%	5.19%
SGD/USD	5.32%	-3.32%	1.45%	0.71%	-1.99%	1.80%
IDR/USD	-3.35%	-4.38%	1.11%	-8.45%	-1.42%	-1.31%
THB/USD	5.90%	0.13%	1.36%	-3.47%	-10.34%	0.06%
PHP/USD	-1.35%	-4.25%	0.62%	-8.50%	-5.81%	5.46%
Trung bình	2.76%	-4.56%	-1.07%	-6.05%	-4.50%	3.54%
VND xếp hạng	9	7	7	2	2	8
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	82.2	88	109	95	79	55

Dữ liệu cập nhật: 30/11/2025

Nguồn: Tổng cục Thống kê, FiinProX, IMF, BSC Research

Tỷ giá – Áp lực vẫn còn khi FED chưa vội vàng cắt giảm lãi suất

Áp lực đối với Chính sách tiền tệ trong năm 2025 một phần đến từ tỷ giá. Tính đến hết năm 2025, chỉ số DXY giảm khoảng 10%, tuy nhiên, tỷ giá USD/VND tăng khoảng 3.3% do một số yếu tố chính như: (1) Kho bạc Nhà nước mua khoảng 2 tỷ USD để trả nợ nước ngoài; (2) Giá vàng thế giới tăng mạnh, khiến cho một lượng lớn USD chảy ra ngoài thị trường để thực hiện các hoạt động mua vàng; (3) Các doanh nghiệp nước ngoài thực hiện hoạt động chốt lời và chuyển lợi nhuận về nước, gồm cả doanh nghiệp FDI và FII; (4) Chỉ số DXY suy giảm, tuy nhiên, chênh lệch lợi suất TPCP Mỹ và Việt Nam duy trì ở mức cao, điều này cũng khiến dòng vốn dịch chuyển đến nơi có hiệu suất hấp dẫn hơn.

Chính sách tiền tệ

Một lượng lớn ngoại tệ chảy ra khỏi Việt Nam khiến cho dự trữ ngoại hối của Việt Nam chưa có nhiều tín hiệu khởi sắc. Theo IMF, tính đến cuối tháng 9/2025, dự trữ ngoại hối Việt Nam đạt mức 82.1 tỷ USD, tương đương hơn 2 tháng nhập khẩu, thấp hơn so với chuẩn mực ARA của IMF là 3-4 tháng nhập khẩu.

Ngoài ra, trong giai đoạn cuối quý 3 đầu quý 4 năm 2025, khi tỷ giá tăng nhanh hơn, SBV đã thực hiện bán USD kỳ hạn 6 tháng có huỷ ngang để kiểm soát đà tăng của tỷ giá. Như vậy, áp lực tỷ giá phần lớn đến từ nội lực tương đối yếu của Việt Nam, do dự trữ ngoại hối Việt Nam thấp, và phải SBV phải dàn trải nguồn lực để ưu tiên thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong nước hơn.

Nhìn về năm 2026, chúng tôi cho rằng, áp lực tỷ giá sẽ giảm dần khi FED tiếp tục cắt giảm lãi suất, và đồng USD duy trì mặt bằng giá trị thấp. Tuy vậy, chúng tôi cũng không loại trừ kịch bản FED có thể giữ nguyên lãi suất trong nửa đầu năm 2026 kết hợp với việc đáo hạn các hợp đồng bán USD kỳ hạn của SBV sẽ khiến áp lực tỷ giá vẫn còn trong hai quý đầu năm.

Vì thế, chúng tôi dự báo tỷ giá vẫn sẽ có thiên hướng mất giá một cách từ từ trong năm 2026. Dự báo tỷ giá USD/VND trung bình năm 2026:

- Kịch bản 1: Từ +1.5% đến 3.5% y/y.
- Kịch bản 2: Từ 0% đến +1.5% y/y.

Thanh khoản trên toàn bộ hệ thống eo hẹp

Cuối năm 2025, tỷ lệ Tín dụng/Huy động (LDR) tiến gần đến mức 110% vào thời điểm cuối năm, vượt xa mức trần 85% theo quy định tại Thông 22/2019. Chênh lệch giữa Tín dụng và Huy động đạt khoảng 1.6 triệu tỷ đồng. Theo chúng tôi ước tính, khoảng chênh lệch này đến từ chủ yếu 3 nguồn: (1) Tiền tại Kho bạc Nhà nước (Khoảng hơn 1 triệu tỷ đồng); (2) Tiền SBV cho vay SCB (khoảng 590 nghìn tỷ đồng) và (3) khoảng 140 nghìn tỷ đồng SBV thực hiện tái cấp vốn cho các NHTM thực hiện việc tái cấu trúc các tổ chức tín dụng (TCTD) yếu kém.

Biểu đồ 18: Tỷ lệ Tín dụng/Huy động (LDR)



Chính sách tiền tệ

Tại Việt Nam, với việc tỷ số Tín dụng/GDP khoảng 140% cho thấy hầu như nguồn vốn cung ứng cho phát triển kinh tế là nguồn vốn tín dụng. Việc mặt bằng lãi suất thấp trong những năm gần đây, và triển vọng kinh tế phục hồi cho những năm tới sẽ khiến cho nhu cầu tín dụng tiếp tục tăng trưởng tốt. Trong khi đó, so với các kênh đầu tư có lợi suất tốt như cổ phiếu, bất động sản, trái phiếu, hoặc thậm chí là trái phiếu doanh nghiệp, thì kênh tiền gửi có hiệu suất kém nhất, dẫn đến khả năng huy động vốn cho các TCTD gặp nhiều khó khăn. Như vậy, việc cầu tiền cao, trong khi cung tiền không theo kịp sẽ khiến cho giá của tiền là lãi suất chịu áp lực tăng trong thời gian tới.

Năm 2026, chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng có thể tăng từ 0.5% - 1.0%.

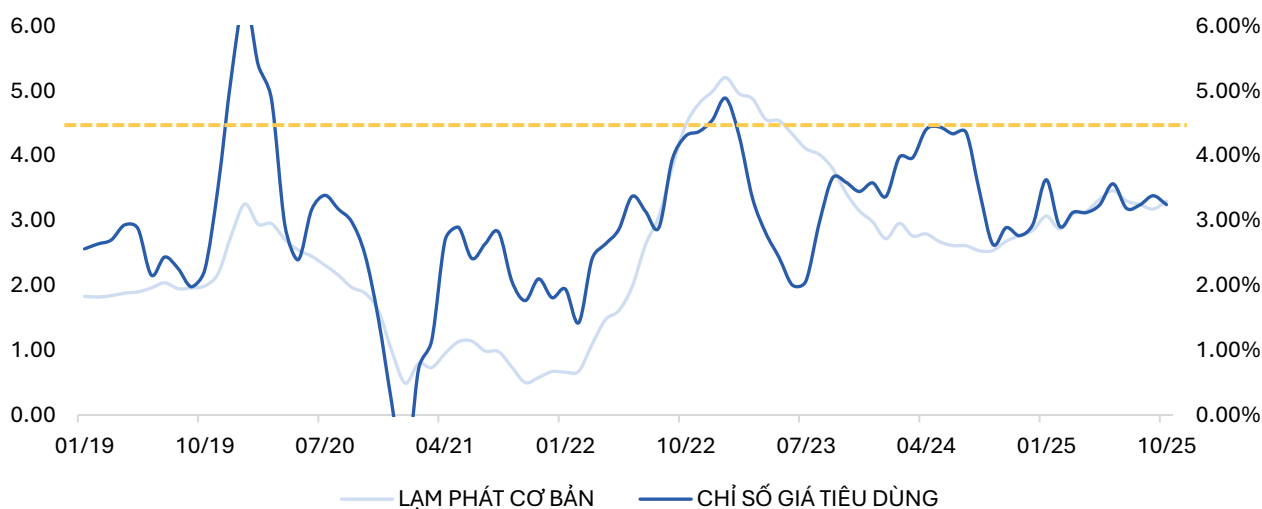
Lạm phát – Trong tầm kiểm soát, khi mặt bằng lãi suất tăng có thể sẽ khiến cho tốc độ tăng của giá cả chậm lại.

Trong năm 2025, đóng góp phần lớn vào áp lực tăng của lạm phát là (1) Giá nhóm nhà ở & vật liệu xây dựng (giá vật liệu xây dựng tăng do nguồn cung khan hiếm, giá điện được điều chỉnh tăng từ ngày 10/05/2025) và (2) Giá các mặt hàng do Nhà nước quản lý được điều chỉnh tăng (giá y tế, giá giáo dục)

Ở chiều ngược lại, giá các hàng hóa trong nước: gạo, heo hơi, gas,... ổn định; giá xăng dầu thế giới vẫn đang giao dịch ở mức thấp, đồng thời, OPEC đã tăng sản lượng trở lại, không tạo áp lực tăng lớn đối với giá xăng dầu trong nước.

Nhìn về năm 2026, chúng tôi dự báo lạm phát vẫn nằm trong tầm kiểm soát do (1) Chuỗi cung ứng ổn định, khả năng xảy ra đứt gãy chuỗi cung ứng là tương đối thấp và (2) Tổng cầu còn tương đối yếu, và việc mặt bằng lãi suất nhích tăng khiến cho hiện tượng cầu kéo là chưa cao. (Chi tiết phân tích về lạm phát ở phần sau)

Biểu đồ 19: Chỉ số giá tiêu dùng tại Việt Nam



Lạm phát

Nội dung chính

- Lạm phát trong tầm kiểm soát.
- Dự báo lạm phát 2026: **tăng 3.4% – 4.5% y/y**.

Trong năm 2025,

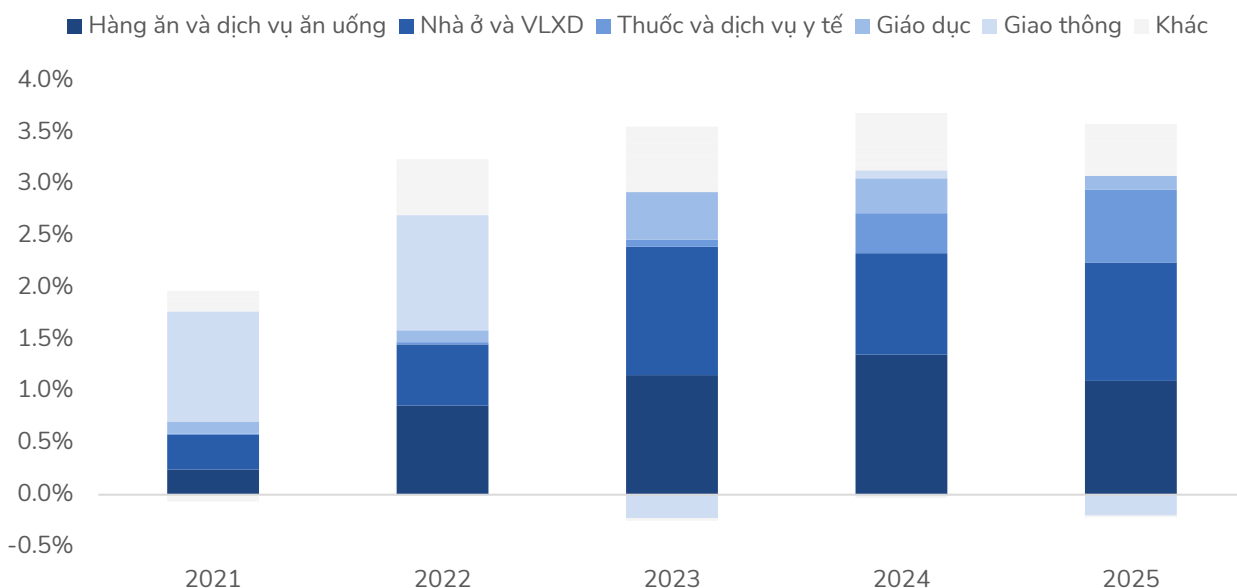
CPI năm 2025 trung bình ở mức 3.31% y/y. Áp lực lạm phát trong năm không lớn do:

- Nguồn cung của các mặt hàng lương thực, thực phẩm ổn định. Trong năm, giá heo hơi duy trì đà giảm và mới chỉ tạo đáy từ giữa tháng 11, trung bình cả năm tăng 3.5% y/y; giá gạo trung bình cả năm giảm 28.48% y/y.
- Giá xăng dầu trong nước giảm so với năm trước theo giá dầu thế giới, trung bình cả năm giảm 7.57% y/y.

Đóng góp vào đà tăng của lạm phát chủ yếu đến từ:

- Giá các mặt hàng do nhà nước quản lý: **(1)** Giá dịch vụ y tế: Một số địa phương thực hiện điều chỉnh giá dịch vụ y tế theo Thông tư số 21/2024/TT-BYT; **(2)** Học phí: Một số trường đại học, trung học dân lập và mầm non tư thục tại một số địa phương điều chỉnh tăng mức học phí năm học 2025 – 2026 dù các trường công lập được miễn, giảm và hỗ trợ học phí theo Nghị định 238/2025/NĐ-CP.
- Giá vật liệu xây dựng tăng do giải ngân đầu tư công tăng mạnh trong năm. Chỉ số giá nguyên vật liệu sử dụng cho xây dựng 2025 tăng 3.10% y/y (cùng kỳ 2024: tăng 0.31% y/y).

Biểu đồ 20: Đóng góp vào đà tăng CPI của các cấu phần



Nguồn: FiinProX, BSC Research

Lạm phát

Năm 2026, các yếu tố tác động đến lạm phát bao gồm:

- Áp lực tăng lạm phát sẽ rõ ràng hơn trong 2026, là kết quả sau một năm áp dụng các chính sách nới lỏng. Ví dụ, tiêu dùng có thể khôi phục trong năm 2026 nhờ các chính sách kích cầu; tuy nhiên, chính sách thuế chặt chẽ và chính sách chống hàng giả, hàng nhái có thể khiến tâm lý chi tiêu của người dân thận trọng hơn.
- *Lương tối thiểu vùng*: từ ngày 01/01/2026, lương tối thiểu vùng bình quân tăng 7.2% y/y. *Lương cơ sở*: lộ trình trong năm 2026 đang được thảo luận; nếu tăng thì khả năng cao sẽ tăng từ tháng 7, giống như các lần tăng trước đây.
- Giá heo: Hiện tại giá heo đã chạm mốc 76,000 đồng/kg do ảnh hưởng của dịch tả lợn châu Phi và bão lũ gây thiệt hại tại các tỉnh miền Trung và miền Bắc. Năm 2026, dự kiến nguồn cung heo nửa đầu năm bị hạn chế do thời gian cần để tái đàn khoảng 5 – 6 tháng.
- Giá nguyên vật liệu xây dựng trong nước có thể tiếp tục tăng trong năm 2026 khi đầu tư công được đẩy mạnh.
- Giá các mặt hàng được quản lý như giá y tế, giá giáo dục, giá điện có thể được điều chỉnh tăng.
- Giá gạo tiếp tục ổn định ở mức thấp sau khi nguồn cung phục hồi.
- Giá xăng dầu trong nước dự kiến tiếp tục hạ nhiệt theo giá dầu thô thế giới. Nguồn cung dầu thô dư thừa khi **(1)** tăng trưởng kinh tế toàn cầu dự kiến chậm lại trong 2026; **(2)** Xu hướng chuyển đổi mạnh mẽ sang xe điện, đặc biệt là tại Trung Quốc – một trong những quốc gia tiêu thụ dầu nhiều nhất thế giới. Giá xăng dầu trong nước dự kiến có thể giảm 5% y/y trong trường hợp tỷ giá hạ nhiệt.
- Về chỉ số giá nhập khẩu, Việt Nam chủ yếu nhập khẩu *Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện; Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác* và các nguyên, vật liệu sử dụng cho đầu vào sản xuất khác. Việt Nam chủ yếu nhập khẩu những sản phẩm này từ Trung Quốc – quốc gia vẫn đang ở trong tình trạng giảm phát do dư thừa sản xuất. Vì vậy, vấn đề nhập khẩu lạm phát không đáng lo ngại trong năm 2026.

Với những yếu tố trên, BSC dự báo kịch bản CPI năm 2026 như sau:

Bảng 9: Dự báo lạm phát Việt Nam 2026

	Kịch bản tích cực	Kịch bản tiêu cực
CPI trung bình năm	3.4%	4.5%
Các giả định chính	• Giá dầu brent: 61.96 USD/thùng (kịch bản trung bình được tổng hợp bởi Bloomberg). • Giá heo trung bình: 63,000 đồng/kg.	• Giá dầu brent: 70 USD/thùng (kịch bản tiêu cực được tổng hợp bởi Bloomberg). • Giá heo trung bình: 65,000 đồng/kg.

Nguồn: BSC Research dự báo

Chính sách tài khóa

Nội dung chính

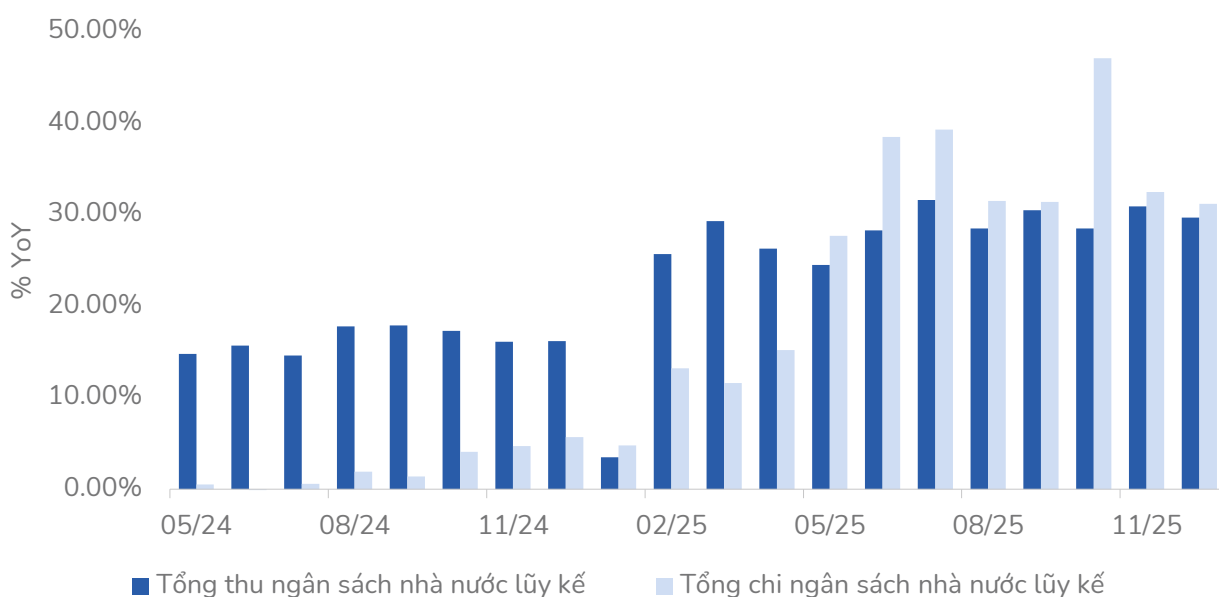
- Ngân sách Nhà nước (NSNN): Ghi nhận thặng dư trong năm 2025
- Kế hoạch giải ngân đầu tư công 2026 & giai đoạn 5 năm tới

Thu chi Ngân sách Nhà nước

Theo dữ liệu từ Tổng cục Thống kê, thu NSNN năm 2025 ước đạt 2.6 triệu tỷ đồng, bằng 134.7% dự toán năm và tăng 29.7% y/y. Đáng chú ý trong số này có mảng thu nội địa ước đạt 2.28 triệu tỷ đồng, bằng 136.7% dự toán năm và tăng 33.2% y/y, trong đó, một số khoản thu nội địa đạt khá như: Các khoản thu từ nhà, đất ước đạt 575.5 nghìn tỷ đồng, bằng 196.4% dự toán năm nhờ các địa phương đẩy mạnh đấu giá đất, cho thuê đất đã góp phần huy động kịp thời nguồn lực từ đất đai cho ngân sách. Điều này cũng cho thấy kết quả bước đầu từ việc tháo gỡ khó khăn trên thị trường bất động sản của Chính phủ.

Về chi NSNN năm 2025 ước đạt 2.4 triệu tỷ đồng, bằng 93.2% dự toán năm và tăng 31.2% y/y. Trong dữ liệu chi NSNN đã bao gồm tăng chi cho các đối tượng chính sách theo Nghị định số 178/2024/NĐ-CP và Nghị định số 67/2025/NĐ-CP của Chính phủ từ nguồn cải cách tiền lương của Ngân sách Trung ương (NSTW) và tăng chi từ nguồn tăng thu NSNN, chi kỷ niệm, tặng quà cho người dân dịp 80 năm Cách mạng tháng 8 và Quốc khánh 2/9. Trong giai đoạn nền kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan, những khoản chi mang tính chất một lần này đã gián tiếp kích cầu tiêu dùng, củng cố niềm tin người dân vào lập trường thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Chính phủ.

Biểu đồ 21: Tăng trưởng thu, chi NSNN tại Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê, BSC Research

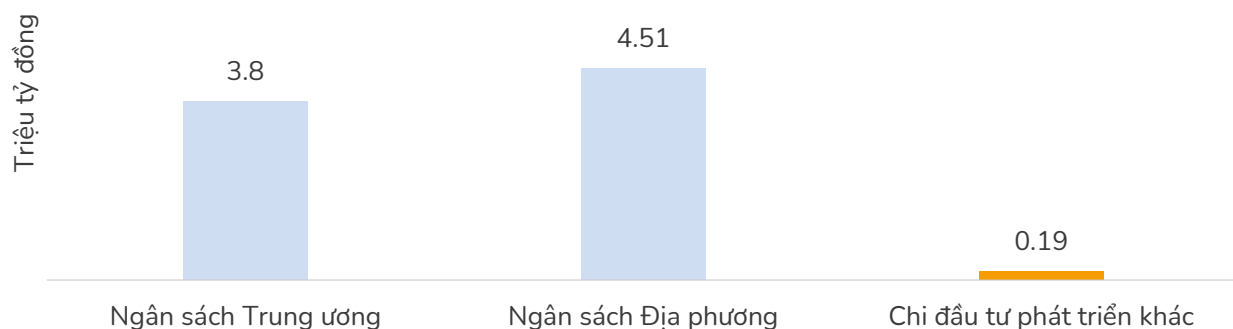
Chính sách tài khóa

Kế hoạch giải ngân đầu tư công 2026 & giai đoạn 5 năm tới

Trong văn bản dự toán NSNN năm 2026 Chính phủ trình và đã được Quốc hội thông qua, dự toán thu NSNN là 2.5 triệu tỷ đồng, tăng 28.6% so với dự toán năm 2025 và tăng 5.9% so với ước thực hiện năm 2025, tỷ lệ huy động vào NSNN khoảng 17.4% GDP; dự toán tổng chi NSNN năm 2026 khoảng 3.1 triệu tỷ đồng, tăng 22.6% so với dự toán năm 2025, trong đó, dự toán chi đầu tư phát triển 1.12 triệu tỷ đồng, chiếm tỷ trọng khoảng 35.5% tổng chi NSNN, tăng 329.5 nghìn tỷ đồng (tương đương tăng 41.7%) so với dự toán năm 2025.

Bên cạnh đó, Việt Nam cũng đưa ra một kế hoạch đầu tư để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế rất tham vọng. Cụ thể, giai đoạn 2026-2030, Việt Nam dự kiến tổng mức vốn cân đối cho chi đầu tư phát triển từ nguồn NSNN là 8.5 triệu tỷ đồng cho tối đa 3,000 dự án. Có thể nói là đây là một cú đấm thép có tính trọng tâm trọng điểm khi đưa ra so sánh với con số khoảng 3 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2025 cho 4,600 dự án. Các dự án trọng điểm quốc gia với quy mô rất lớn như đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, cảng hàng không quốc tế, 5,000 km đường bộ cao tốc và các dự án metro, cầu, cảng trọng điểm khác... Thách thức đặt ra với Việt Nam cũng là rất nhiều, khi phải đảm bảo một nguồn vốn rất lớn cho các dự án, đồng thời cũng phải chứng minh việc sử dụng những đồng vốn này hiệu quả thông qua tiến độ thi công và chất lượng công trình.

Biểu đồ 22: Dự kiến Tổng mức vốn cân đối cho chi Đầu tư phát triển giai đoạn 2026 - 2030



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Trong bối cảnh Việt Nam hướng tới tăng trưởng kinh tế nhanh, không gian cho chính sách tiền tệ nới lỏng bị thu hẹp lại đáng kể, chính sách tài khoá sẽ đóng vai trò kiến tạo chính trong thời gian tới. Về mặt lý thuyết, thường có một khoảng trễ về thời gian kể từ lúc lên kế hoạch đến thực thi, đây cũng chính là điểm yếu của loại hình chính sách này. Tuy nhiên, khi xét đến tinh thần “Cải cách 2.0”, với tinh thần tháo gỡ các điểm nghẽn, tạo môi trường kinh doanh thông thoáng và khơi thông các nguồn lực, chúng tôi kỳ vọng, độ trễ về thời gian này sẽ được rút ngắn đáng kể trong thời gian tới cũng như tạo ra hiệu ứng lan toả tích cực nhanh hơn.

VN – Index: Vững tay cương - Đón đường phi mã

Nội dung chính

- Tại kịch bản cơ sở 2026, chúng tôi dự phóng VN-Index sẽ **chinh phục mốc 1,954 điểm**, tương ứng với P/Efw từ 15.5 - 16.x và tăng trưởng LNST đạt 16-17%.
- Động lực tăng trưởng: **(1)** Nền tảng vĩ mô: Chính sách linh hoạt hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP; **(2)** Cú hích Nâng hạng; **(3)** Lợi nhuận doanh nghiệp tiếp tục hồi phục; **(4)** Định giá hấp dẫn.

Năm 2026, chiến lược của BSC được gói gọn trong thông điệp chủ đạo "Vững tay cương – Đón đường phi mã"

Trong đó, "Vững tay cương" phản ánh tâm thế đầu tư dựa trên sự vững chắc của các trụ cột kinh tế vĩ mô và định hướng duy trì tăng trưởng GDP cao của Chính phủ; đây chính là "dây cương" giữ nhịp cho thị trường trước các biến động địa chính trị. Song hành với đó, kỳ vọng lợi nhuận doanh nghiệp phục hồi mạnh mẽ (16-17%) sẽ tạo nền móng an toàn cho sự tăng trưởng của TTCK.

Động lực để thị trường "Đón đường phi mã" và thiết lập mặt bằng giá mới đến từ sự hội tụ của 3 yếu tố: **(1)** Cú hích nâng hạng FTSE Russell giúp khơi thông dòng vốn ngoại; **(2)** Mức định giá P/E đang ở vùng hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng ([Chi tiết trang 38](#)); **(3)** Sự bứt phá của các trụ cột kinh tế và sự đồng thuận của các nhóm ngành dẫn dắt. Đặc biệt, việc mở khóa "Siêu chu kỳ đầu tư công" với các đại dự án (Sân bay Long Thành, Đường sắt tốc độ cao, Siêu cảng Cần Giẽ...) sẽ tạo hiệu ứng lan tỏa mạnh mẽ tới các nhóm ngành trọng điểm như Ngân hàng, Bất động sản - Vật liệu xây dựng và Bán lẻ... ([Chi tiết luận điểm đầu tư và định giá các nhóm ngành tiềm năng được trình bày tại Báo cáo Chiến lược Ngành Doanh nghiệp 2026](#)).

Bên cạnh cơ hội, nhà đầu tư cần chú ý đến các biến số: **(1)** Biến động địa chính trị toàn cầu khó lường; **(2)** Tốc độ nới lỏng lãi suất của Fed chậm hơn dự kiến gây áp lực lên tỷ giá; và **(3)** Rủi ro rung lắc của hiện tượng hút thanh khoản từ các đợt IPO, phát hành tăng vốn lớn trong chu kỳ thị trường sôi động.

VN-Index 2026

Kịch bản cơ sở: VN-Index đạt 1,954 điểm, tương ứng với mức P/Efw 15.5 - 16.x và tăng trưởng LNST đạt 16-17%.

Kịch bản 1: VN-Index <1,633 điểm, P/Efw 13-13.5, tăng trưởng LNST <15%.

Kịch bản 2: VN-Index > 2,155 điểm, P/Efw >16.0, tăng trưởng LNST >19%.

Lộ trình 2026 - Từ tích lũy đến bùng nổ

Chúng tôi dự báo thị trường sẽ trải qua 2 pha diễn biến trong năm 2026: 6 tháng đầu năm sẽ tích lũy và sàng lọc dựa trên kỳ vọng từ mùa ĐHCĐ và KQKD sơ bộ. Bước sang nửa cuối năm, cú hích nâng hạng cùng dòng vốn ngoại sẽ kích hoạt đà tăng tốc bùng nổ, mở ra cơ hội "đón đường phi mã", TTCK chinh phục đỉnh cao mới. Để thành công, nhà đầu tư cần "vững tay cương", giữ sự tỉnh táo trong quản trị margin và danh mục để làm chủ tốc độ thay vì bị cuốn theo tâm lý hưng phấn.

Nhìn lại thị trường chứng khoán năm 2025

Nội dung chính

- Những điểm sáng hỗ trợ TTCK năm 2025 đến từ bối cảnh nới lỏng chính sách toàn cầu. Trong nước động lực chính đến từ CSTT và CSTK nới lỏng; nỗ lực cơ quan quản lý trong việc hoàn thiện thể chế, tinh gọn bộ máy; và dòng tiền của nhà đầu tư trong nước mạnh mẽ.
- Tuy nhiên rủi ro liên quan đến chính sách thương mại; áp lực tỷ giá duy trì ở mức cao; và mặt bằng lãi suất trong nước tăng là những thách thức mà thị trường phải đối mặt.

Một năm đầy thăng trầm với thị trường chứng khoán Việt Nam

Trong nửa đầu năm 2025, TTCK Việt Nam đã trải qua nhiều biến động và thách thức. Trong tháng 4, thị trường bước vào pha điều chỉnh mạnh sau thông tin tiêu cực liên quan đến việc Tổng thống Donald Trump công bố áp thuế đối ứng 43% lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam. Tuy nhiên, nhờ vào nỗ lực ngoại giao của cơ quan điều hành mức thuế được điều chỉnh xuống còn 20%. Điều này đã phần nào xoa dịu áp lực tâm lý tiêu cực lên nhà đầu tư trong và ngoài nước.

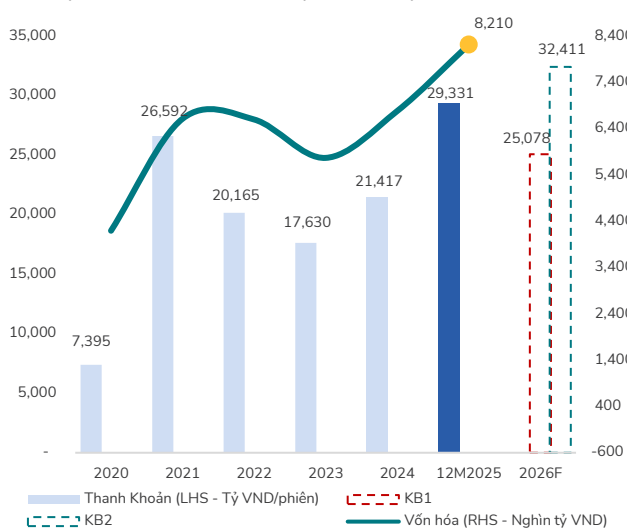
Thị trường nhanh chóng hồi phục trở lại và bước vào làn sóng uptrend thứ 5 chinh phục vùng 1,800 điểm với thanh khoản bùng nổ, có những phiên thanh khoản đạt hơn 86,000 tỷ trên cả 3 sàn (3.26 tỷ USD). Trong Q4/2025, thị trường bước vào nhịp điều chỉnh sau thông tin về việc mặt bằng lãi suất tại các ngân hàng thương mại có xu hướng tăng trở lại do gap chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vốn mở rộng. Tuy nhiên, thị trường nhanh chóng hồi phục trở lại vào giai đoạn cuối tháng 12. Kết phiên ngày 31/12/2025, VN-Index đóng cửa tại mức 1784.49 điểm, thanh khoản giao dịch trung bình đạt hơn 29,331 tỷ/phiên (+39.77% y/y).

NĐT trong nước tiếp tục là động lực chính nâng đỡ thị trường

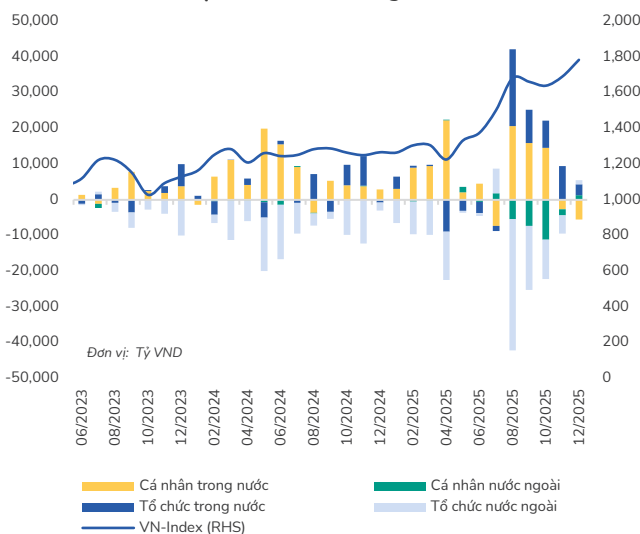
Trong năm 2025, NĐTNN bán ròng hơn 135 nghìn tỷ đồng (5.13 tỷ USD), nguyên nhân đến từ áp lực tỷ giá tăng cao cùng với việc dòng vốn toàn cầu có xu hướng dịch chuyển sang những thị trường phát triển khác. Tuy nhiên, điểm tích cực ở đây là khối ngoại không bán ròng xuyên suốt năm 2025 mà có quay trở lại mua ròng tại một số tháng như tháng 7 (mua ròng hơn 8,521 tỷ đồng) và tháng 12 (mua ròng hơn 1,692 tỷ đồng).

Về phía khối NĐT trong nước, NĐT cá nhân đóng vai trò là lực mua đối trọng lại áp lực bán ròng của khối ngoại. Bên cạnh đó, khối NĐT tổ chức trong nước cũng quay trở lại mua ròng mạnh trong giai đoạn nửa cuối năm 2025. Tuy nhiên, dòng tiền có xu hướng suy giảm vào giai đoạn cuối năm đến từ áp lực “hút thanh khoản” từ hoạt động IPO, huy động vốn và sức hút từ các kênh đầu tư khác

Đồ thị 23: GTGD năm 2025 đạt mức kỷ lục hơn 29,331 tỷ/ phiên

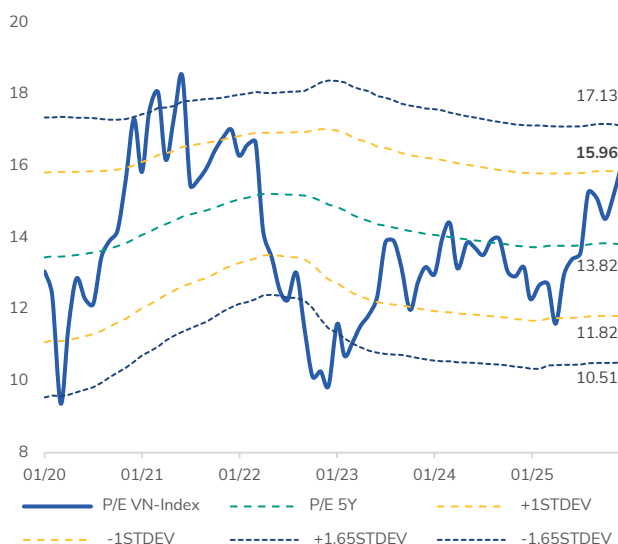


Đồ thị 24: Diễn biến dòng tiền NĐT

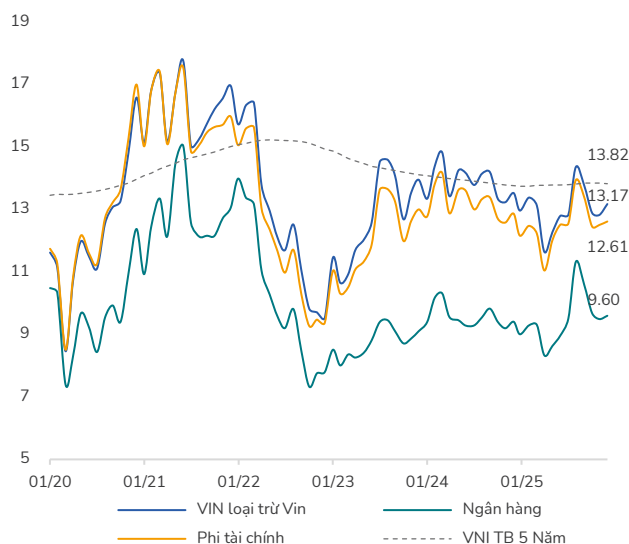


Định giá hấp dẫn

Đồ thị 25: P/E giao dịch quanh ngưỡng +1 độ lệch chuẩn



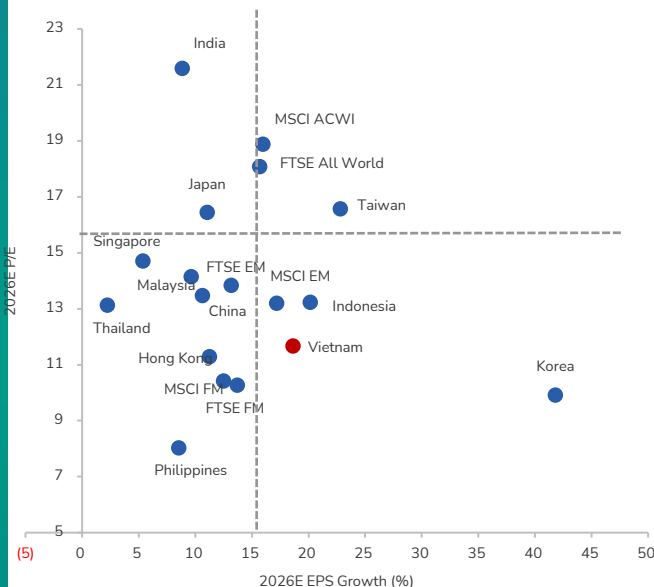
Đồ thị 26: P/E của VN-Index tại 1 số nhóm ngành



Nguồn: BSC Research tính toán dựa trên số liệu của FinproX

Tính đến ngày 31/12/2025, P/E đạt mức 15.96, nếu loại trừ nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup P/E của VN- Index đạt mức 13.17. Trong khi đó, P/B của VN-Index đạt 2.13 lần.

Đồ thị 27: Tăng trưởng EPS (%) và P/E 2026F



Bảng 10: Các trường hợp giả định P/E và tăng trưởng EPS

EPS+ P/E	10%	11.5%	13.0%	14.5%	16.0%	17.5%	19.0%
12	1,449	1,469	1,489	1,508	1,528	1,548	1,568
12.5	1,509	1,530	1,551	1,571	1,592	1,612	1,633
13	1,570	1,591	1,613	1,634	1,655	1,677	1,698
13.5	1,630	1,652	1,675	1,697	1,719	1,741	1,764
14	1,691	1,714	1,737	1,760	1,783	1,806	1,829
14.5	1,751	1,775	1,799	1,823	1,846	1,870	1,894
15	1,811	1,836	1,861	1,885	1,910	1,935	1,959
15.5	1,872	1,897	1,923	1,948	1,974	1,999	2,025
16	1,932	1,958	1,985	2,011	2,037	2,064	2,090
16.5	1,992	2,020	2,047	2,074	2,101	2,128	2,155

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Mặc dù P/E đang giao dịch trên ngưỡng trung bình 5 năm, tuy nhiên nếu so mức định giá dự phóng trong năm 2026, Việt Nam vẫn đang tương đối hấp dẫn so với các quốc gia khác trong khu vực.

Xét trong khu vực Châu Á, tốc độ tăng trưởng EPS và P/E dự phóng 2026 của Việt Nam có phần kém ưu thế hơn so với Hàn Quốc. Tuy nhiên, trong nhóm thị trường mới nổi, Việt Nam vẫn tương đối hấp dẫn hơn các quốc gia khác với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp dự phóng trong năm 2026 cao hơn trong khi mức định giá P/E lại thấp hơn hoặc tương đương.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên BSC không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của BSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của BSC.

© 2026 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

Thông tin liên hệ - Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

PGĐ Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Vĩ mô – Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

PGĐ Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Vĩ mô – Thị trường

Vũ Việt Anh

Chuyên viên phân tích

Anhvv@bsc.com.vn

Trần Thanh Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtt1@bsc.com.vn

Phạm Thanh Thảo

Chuyên viên phân tích

Thaopt1@bsc.com.vn

Nguyễn Giang Anh

Chuyên viên phân tích

Anhng@bsc.com.vn

Lưu Diễm Ngọc

Chuyên viên phân tích

Ngoctd@bsc.com.vn

BSC Trụ sở chính

Tầng 8, Tầng 9 LPB Tower,
Số 210 Trần Quang Khải, Phường Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội
Tel: (008424) 3935 2722
Fax: (008424) 2220 0669

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place,
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: (008424) 3821 8885
Fax: (008424) 3821 8879

Trung tâm Phân tích nghiên cứu

hn.ptnc@bsc.com.vn

Đối với Khách hàng tổ chức

hn.tvdt.khtc@bsc.com.vn

Đối với Khách hàng cá nhân

i-center@bsc.com.vn
Phía Nam: (024) 39264 660
Phía Bắc: (028) 38218 889

Website: <https://www.bsc.com.vn/>

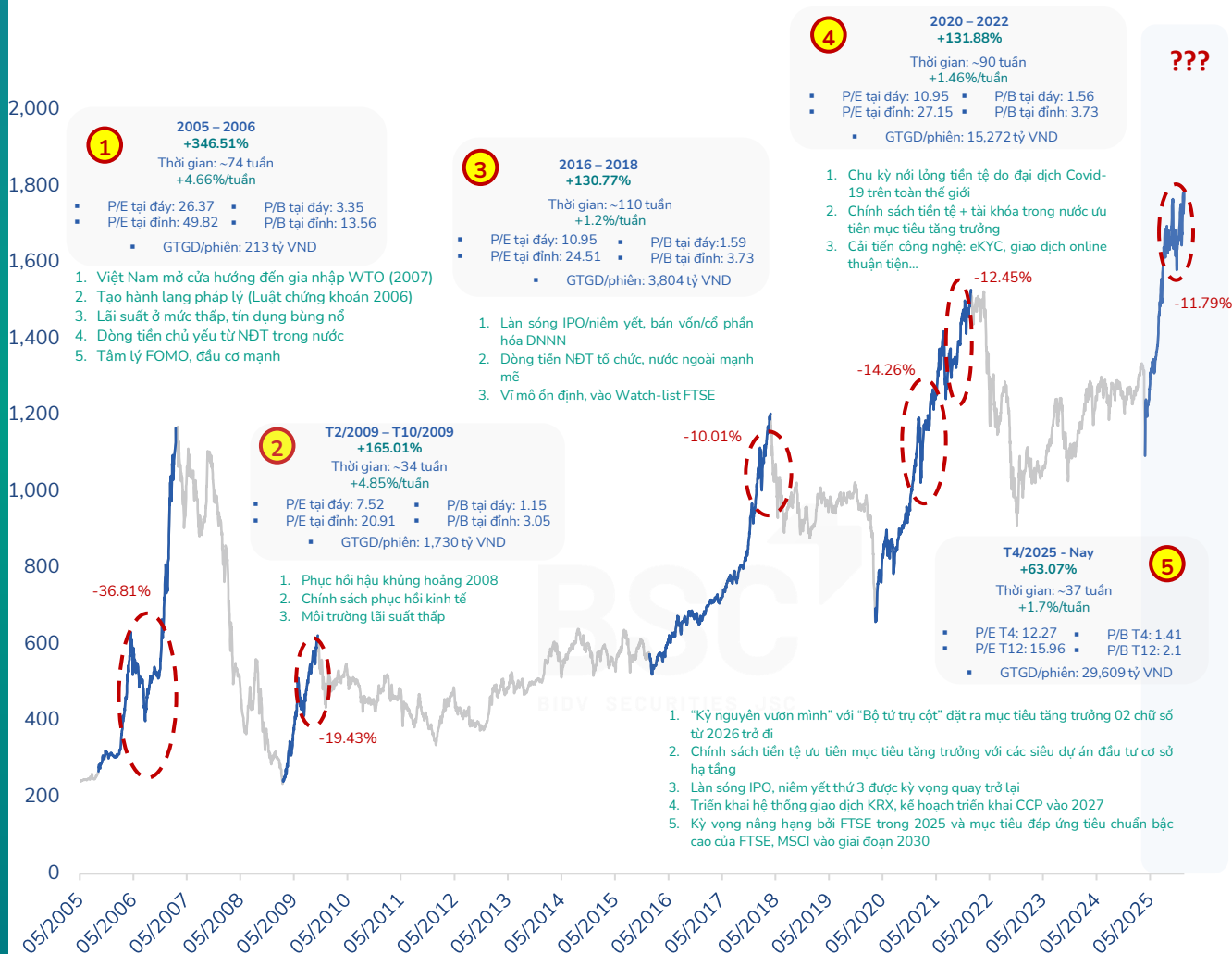
Bloomberg: RESP BSC ResearchV <GO>

Phụ lục

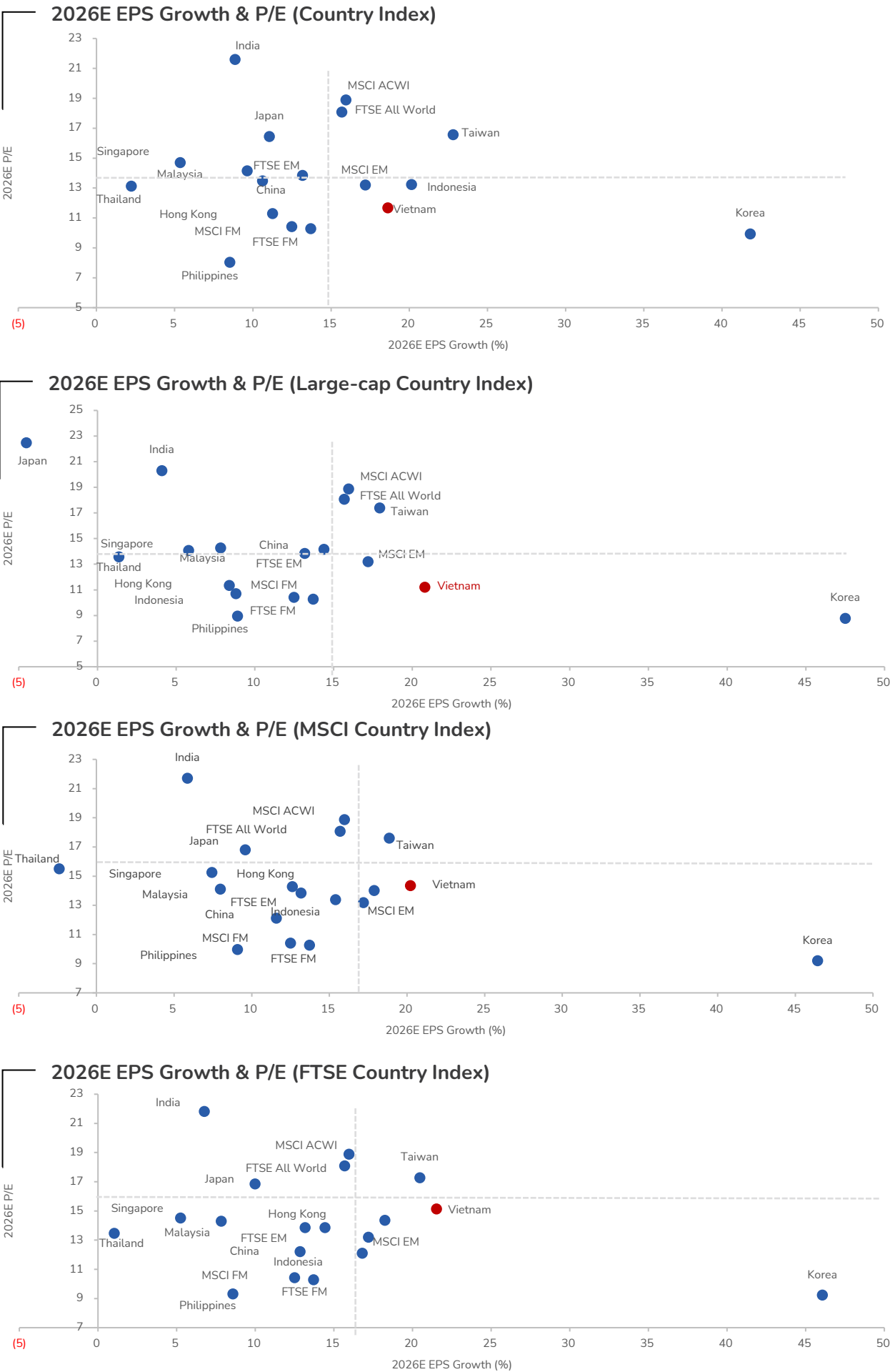
Phụ lục 1: Thuế quan hiệu dụng (Effective tariff rates) của một số quốc gia trong năm 2025

Quốc gia	31/01	28/02	31/03	30/04	31/05	30/06	31/07	31/08	30/09	31/10
Trung Quốc	11.04	12.93	26.31	38.62	48.25	40.29	40.36	39.72	37.34	37.71
Bangladesh	15.22	15.05	14.81	15.89	19.05	23.79	24.63	25.83	30.20	33.48
Cambodia	7.74	6.99	7.84	8.91	11.96	15.23	15.25	16.25	26.37	28.94
Brazil	1.11	1.64	2.58	4.54	8.04	8.78	9.20	11.86	17.77	22.37
Indonesia	5.01	4.67	4.78	6.27	8.16	12.82	12.51	14.65	19.12	22.04
Ấn Độ	2.25	2.05	2.33	3.87	6.27	8.51	8.56	9.63	17.41	21.86
Hàn Quốc	0.24	0.36	0.41	5.68	12.26	12.42	13.05	13.35	15.51	14.66
Nhật Bản	1.47	1.45	1.82	9.28	14.10	15.89	14.75	16.92	16.55	14.62
Philippines	1.29	1.18	1.23	2.53	5.24	6.83	7.62	8.83	12.64	14.41
Việt Nam	3.53	3.19	3.42	4.83	7.04	9.28	9.24	9.99	12.61	12.32
Malaysia	0.65	0.61	0.76	2.22	3.98	5.91	6.55	7.72	8.59	9.49
Thái Lan	1.39	1.41	1.55	2.79	5.89	7.37	7.32	8.23	10.03	9.05
Đài Loan	0.86	0.83	1.16	1.74	2.59	3.39	3.14	3.52	4.92	3.53
Singapore	0.07	0.07	0.14	0.92	2.24	2.66	2.45	3.00	2.59	2.94

Phụ lục 2: Các chu kỳ tăng giá trên TTCK Việt Nam



Phụ lục 3: Tăng trưởng EPS (%) và P/E 2026F



Phụ lục 4: EPS (%) và P/E 2026F tại Việt Nam và một số quốc gia

Categories	Country	Index	EPS growth (%)	PE
MSCI Country Index	Vietnam	MSCI: Vietnam Price VND Index	20.23	14.35
	Thailand	MSCI Thailand Index	(2.40)	15.50
	Malaysia	MSCI Malaysia Index	7.97	14.12
	Indonesia	MSCI Indonesia Index	15.39	13.39
	Philippines	MSCI Philippines Index	9.08	9.98
	Singapore	MSCI Singapore Index	7.44	15.26
	China	MSCI China Index	11.58	12.13
	India	MSCI India Index	5.86	21.72
	Hong Kong	MSCI Hong Kong Index	12.61	14.29
	Taiwan	MSCI Taiwan Index	18.86	17.60
	Korea	MSCI Korea Index	46.43	9.20
	Japan	MSCI Japan Index	9.58	16.81
	Asia ex Japan	MSCI AC Asia Ex. Japan Index	17.88	14.02
FTSE Country Index	Vietnam	FTSE Vietnam Index USD	21.53	15.13
	Thailand	FTSE THAILAND Index USD	1.03	13.46
	Malaysia	FTSE Bursa Malaysia KLCI Index - Kuala Lumpur Composite Index	7.83	14.28
	Indonesia	FTSE Indonesia Index	16.81	12.10
	Philippines	FTSE Philippines Index	8.58	9.30
	Singapore	FTSE Singapore Index	5.24	14.50
	China	FTSE China Index	12.85	12.21
	India	FTSE India Index	6.76	21.82
	Hong Kong	FTSE Hong Kong Index	14.43	13.85
	Taiwan	FTSE Taiwan Index	20.46	17.27
	Korea	FTSE Korea Index	46.06	9.23
	Japan	FTSE Japan Index	9.99	16.85
	Asia ex Japan	FTSE All World Asia Pacific Excluding Japan Index	18.23	14.36
FTSE	Frontier	FTSE Frontier Index	13.71	10.28
	Emerging	FTSE Emerging Index	13.18	13.84
	All-world	FTSE All World Index	15.69	18.08

Categories	Country	Index	EPS growth (%)	PE
Country Index	Vietnam	Vietnam: Hose	18.64	11.66
	Thailand	Thailand: SET	2.24	13.13
	Malaysia	FTSE Bursa Malaysia KLCI Index - Kuala Lumpur Composite Index	9.64	14.16
	Indonesia	Jakarta Stock Exchange Composite Index	20.15	13.23
	Philippines	Philippines Stock Exchange PSEi Index	8.54	8.03
	Singapore	FTSE Singapore All Cap Index	5.36	14.71
	China	Shanghai Stock Exchange Composite Index	10.62	13.48
	India	NSE Nifty 500 Index	8.86	21.60
	Hong Kong	Hang Seng Index Hong Kong IDX	11.26	11.30
	Taiwan	Taiwan Stock Exchange Weighted Index	22.81	16.57
	Korea	Korea Stock Exchange KOSPI Index	41.81	9.92
	Japan	Nikkei 225	11.06	16.45
Large - cap country Index	Vietnam	Vietnam Ho Chi Minh Stock Index / VN30-Index	20.80	11.20
	Thailand	Stock Exchange of Thailand SET 50 Index	1.37	13.57
	Malaysia	FTSE Bursa Malaysia KLCI Index - Kuala Lumpur Composite Index	7.83	14.28
	Indonesia	IDX30 INDEX	8.80	10.71
	Philippines	Philippines Stock Exchange PSEi Index	8.90	8.96
	Singapore	Straits Times Index STI	5.80	14.07
	China	Shanghai Shenzhen CSI 300 Index	14.39	14.17
	India	NSE Nifty 50 Index	4.09	20.31
	Hong Kong	Hang Seng China 50 Index	8.39	11.35
	Taiwan	FTSE TWSE Taiwan 50 Index	17.93	17.40
	Korea	Korea Stock Price 50 Composite Index	47.51	8.78
	Japan	Nikkei 225	(4.52)	22.48
MSCI	Frontier	MSCI FM FRONTIER MARKETS	12.49	10.42
	Emerging	MSCI Emerging Markets Index	17.19	13.20
	All-world	MSCI ACWI Index (viết tắt của MSCI All Country World Index)	15.96	18.89

Dữ liệu được cập nhật đến ngày 15/12/2025