

Vietnam Macro Tour: Chiến lược để cân bằng giữa tăng trưởng và bền vững?

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

Nguyễn Bảo Châu
Chuyên viên, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô
chau.nbao@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4876

- Dựa trên những thông tin chuyên sâu từ chuyến Macro Tour Việt Nam HSC-Citi 2026, chúng tôi nhận thấy một sự dịch chuyển trong cơ cấu chính sách của Việt Nam, trong đó các cơ quan điều hành ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô, đồng thời ngày càng dựa nhiều hơn vào mở rộng tài khóa để giữ vững tốc độ tăng trưởng cao. Trên thực tế, chúng tôi cho rằng các mục tiêu tăng trưởng cao nên được xem là định hướng chiến lược dài hạn thay vì mục tiêu bắt buộc ngắn hạn.
- Đáng chú ý, đánh giá về triển vọng ngắn hạn tương đối thận trọng, khi nền kinh tế đối mặt với những hạn chế về thanh khoản, áp lực tỷ giá và hiệu quả phân bổ vốn, cùng những thách thức liên quan đến nguồn vốn phục vụ kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng.
- Rủi ro bên ngoài vẫn hiện hữu rõ rệt, đặc biệt từ những bất ổn địa chính trị toàn cầu, bao gồm cả khả năng gián đoạn nguồn cung năng lượng qua eo biển Hormuz sau cuộc chiến giữa Mỹ/Israel và Iran.

Những thông tin chính

Dựa trên chuyến Vietnam Macro Tour 2026 của HSC-Citi với các chuyên gia và nhà hoạch định chính sách hàng đầu, khuôn khổ chính sách kinh tế vĩ mô của Việt Nam đang trải qua quá trình tái cân bằng có chủ đích. Chính sách tiền tệ đang chuyển sang lập trường ưu tiên ổn định, tập trung vào quản lý thanh khoản hệ thống, điều hành tỷ giá và kiểm soát lạm phát, trong khi chính sách tài khóa đóng vai trò chủ đạo trong việc thúc đẩy tăng trưởng thông qua đẩy mạnh chu kỳ đầu tư công. Ngoài ra, mô hình tăng trưởng đang dần chuyển dịch sang các động lực bền vững hơn, tập trung vào năng suất và các yếu tố cấu trúc dài hạn.

Các cuộc thảo luận chính sách cho thấy mục tiêu tăng trưởng cao của Chính phủ nên được xem là tham vọng chiến lược dài hạn thay vì mục tiêu ngắn hạn cứng nhắc, trong đó tập trung nhiều hơn vào tăng trưởng dựa trên đầu tư, cải thiện chất lượng & tính bền vững của tăng trưởng. Tuy nhiên, theo ý kiến từ các tổ chức quốc tế, tăng trưởng ngắn hạn có khả năng ở mức vừa phải hơn so với mục tiêu chính thức, phản ánh những hạn chế về thanh khoản hệ thống, áp lực tỷ giá kéo dài và hiệu quả hạn chế trong việc phân bổ vốn.

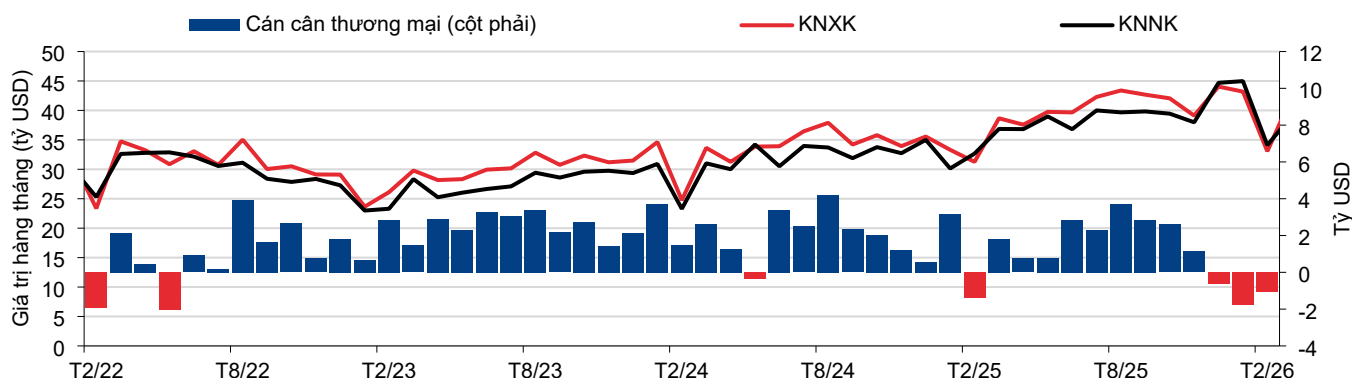
Chính sách tài khóa mở rộng được kỳ vọng sẽ đóng vai trò trung tâm, với quy mô đầu tư công gia tăng đáng kể, đặc biệt là lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, một thách thức chính sách lớn nằm ở việc huy động đủ nguồn vốn phục vụ kế hoạch đầu tư quy mô lớn này, đặc biệt là trong bối cảnh nền kinh tế vẫn phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng và thị trường TPDN vẫn chưa phát triển tương xứng.

Đối với các yếu tố bên ngoài, rủi ro vẫn ở mức cao trong bối cảnh bất ổn địa chính trị toàn cầu kéo dài và điều kiện tài chính thắt chặt. Trong đó, những gián đoạn tiềm ẩn đối với nguồn cung năng lượng qua eo biển Hormuz có thể gây ra những cú sốc đối với giá dầu, từ đó gia tăng áp lực lên lạm phát, tỷ giá và sự ổn định kinh tế vĩ mô. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng Việt Nam nên hướng tới một chính sách cân bằng hơn và một mô hình tăng trưởng bền vững hơn, mặc dù vẫn còn những rủi ro triển khai trong ngắn hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/3.

Biểu đồ 1: Cán cân thương mại hàng tháng của Việt Nam

Cán cân thương mại đã ghi nhận thâm hụt trong ba tháng liên tiếp, từ đó gây áp lực lên tỷ giá



Nguồn: NSO, HSC

Sự tái cân bằng có chủ đích

Dựa trên những cuộc thảo luận với các chuyên gia và nhà hoạch định chính sách hàng đầu, chính sách kinh tế vĩ mô của Việt Nam đang trong quá trình tái cân bằng, với chính sách tiền tệ chuyển dịch sang hỗ trợ tăng trưởng kinh tế bền vững, tập trung vào kiểm soát thanh khoản, tỷ giá và lạm phát, trong khi chính sách tài khóa đóng vai trò chủ đạo trong việc thúc đẩy tăng trưởng thông qua mở rộng chu kỳ đầu tư công. Đồng thời, mô hình tăng trưởng đang chuyển dịch sang các động lực bền vững hơn, tập trung vào năng suất và các yếu tố cấu trúc. Mặc dù triển vọng dài hạn nhìn chung vẫn tích cực, tăng trưởng ngắn hạn có thể sẽ ở mức vừa phải hơn do những hạn chế về thanh khoản hệ thống, áp lực tỷ giá, hiệu quả phân bổ vốn, cũng như thách thức trong việc huy động đủ nguồn lực cho chương trình đầu tư công quy mô lớn, trong bối cảnh rủi ro bên ngoài gia tăng từ các bất ổn địa chính trị toàn cầu.

Tái cân bằng chính sách hướng tới ổn định tiền tệ & tăng trưởng cấu trúc thông qua mở rộng tài khóa

Nằm trong khuôn khổ Macro Tour Việt Nam HSC-Citi 2026 được tổ chức tại Hà Nội, quy tụ các NĐT tổ chức toàn cầu, chuyến thăm này nhằm mục đích cung cấp cái nhìn toàn diện về triển vọng kinh tế vĩ mô, định hướng chính sách và diễn biến thị trường tài chính Việt Nam.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi đã tham gia một số cuộc thảo luận với đại diện từ các cơ quan quản lý nhà nước chủ chốt và các tổ chức tài chính trong và ngoài nước, qua đó thu thập những góc nhìn thực tế về bức tranh kinh tế vĩ mô hiện tại cũng như các ưu tiên chính sách cho năm 2026 và chương trình phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2026-2030, từ đó tạo cơ sở cho đánh giá tổng hợp được trình bày trong báo cáo này.

Những phát hiện chính

Các tín hiệu chính sách cho thấy một sự tái cân bằng có chủ đích của khuôn khổ chính sách kinh tế vĩ mô:

- Chính sách tiền tệ đang chuyển dịch sang lập trường ưu tiên ổn định, tập trung vào (1) thanh khoản hệ thống, (2) điều hành tỷ giá và (3) kiểm soát lạm phát.
- Chính sách tài khóa đảm nhận vai trò chủ đạo trong việc thúc đẩy tăng trưởng với động lực đến từ chu kỳ đầu tư công quy mô lớn.
- Mô hình tăng trưởng đang dần chuyển sang các động lực cấu trúc và tăng trưởng dựa trên đầu tư, bao gồm nâng cao năng suất, đổi mới công nghệ và cải cách thể chế.

Mặc dù triển vọng dài hạn nhìn chung vẫn tích cực nhưng tốc độ tăng trưởng ngắn hạn có thể sẽ chậm hơn so với mục tiêu chính thức, do nền kinh tế đang phải đối mặt với những hạn chế về thanh khoản, áp lực tỷ giá và hiệu quả phân bổ vốn, trong bối cảnh bất ổn toàn cầu ngày càng gia tăng, đặc biệt là cuộc xung đột tại Trung Đông cũng như tình trạng thiếu hụt nguồn cung năng lượng qua eo biển Hormuz.

Mục tiêu tăng trưởng như một tham vọng chiến lược

Theo các cuộc thảo luận với các nhà hoạch định chính sách, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng GDP 10% không nên được xem là một cam kết cứng nhắc hàng năm, mà là một chiến lược phản ánh tham vọng dài hạn nhằm thoát khỏi bẫy thu nhập trung bình vào năm 2045 của Việt Nam.

Do đó, trọng tâm chiến lược không phải chỉ để đạt được tốc độ tăng trưởng ngắn hạn nhất định, mà là tái cấu trúc mô hình tăng trưởng, chuyển dịch:

- Từ việc phụ thuộc vào mở rộng tín dụng.
- Hướng tới mở rộng tài khóa, nâng cao năng suất, phát triển công nghệ & cải cách thể chế.

Một số các nghị quyết chính sách quan trọng hướng đến phát triển công nghệ, khu vực tư nhân & cải cách thể chế được kỳ vọng sẽ mở ra động lực tăng trưởng cơ cấu,

mặc dù các tổ chức quốc tế vẫn duy trì kịch bản cơ sở thận trọng hơn cho Việt Nam, với mức tăng trưởng khoảng 7% trong năm 2026.

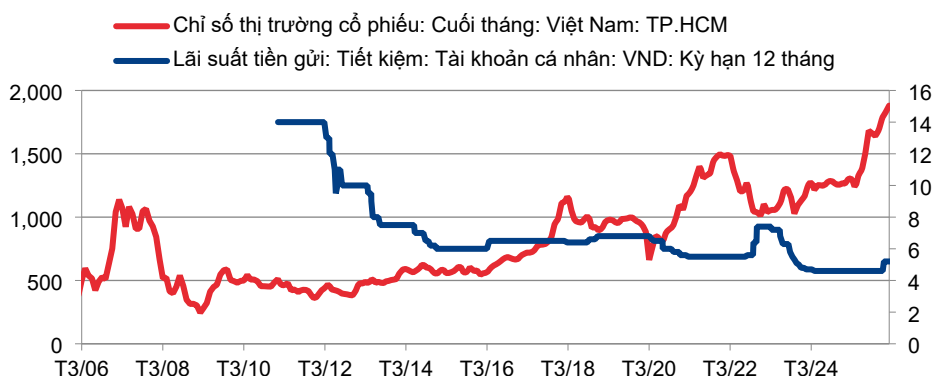
Chính sách tiền tệ: Ưu tiên sự ổn định

Chính sách tiền tệ đang chuyển dịch sang lập trường thận trọng và phòng thủ hơn, với mục tiêu trọng tâm là ổn định kinh tế vĩ mô (theo Chỉ thị số 01, 2026 của NHNN). Mức trần tăng trưởng tín dụng cho năm 2026 được đặt ở mức 15%, giảm so với mức thực hiện trong năm 2025 (19%), phản ánh lo ngại rằng việc tín dụng tăng trưởng quá nhanh có thể gia tăng sức ép lạm phát và rủi ro đối với hệ thống tài chính.

Thanh khoản hệ thống vẫn là một điểm nghẽn quan trọng, do tốc độ tăng trưởng huy động đã chậm hơn đáng kể so với tăng trưởng tín dụng, khiến hệ số LDR duy trì ở mức cao. Mặc dù mối quan hệ truyền thống giữa lãi suất và tăng trưởng tiền gửi đã tạm thời gián đoạn trong giai đoạn 2022-2023 do những cú sốc về niềm tin, các cơ quan điều hành kỳ vọng mối tương quan này sẽ dần trở lại bình thường (Biểu đồ 2).

Biểu đồ 2: Chỉ số VN Index và lãi suất tiền gửi 12 tháng (Vietcombank)

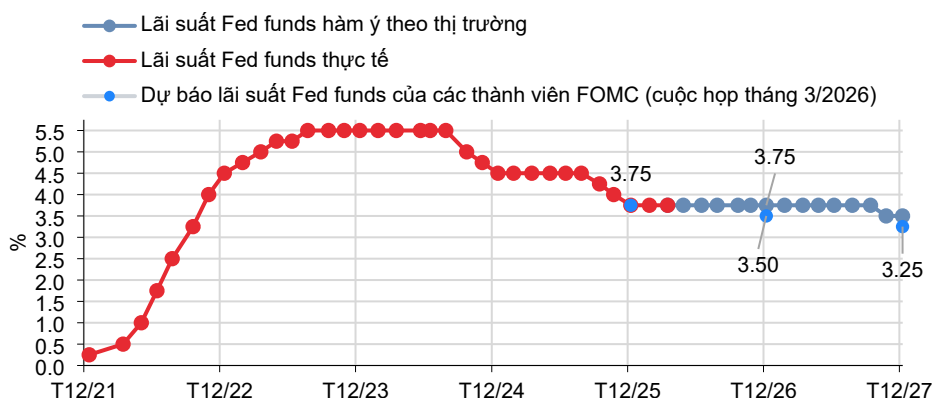
Lãi suất tiền gửi đang có xu hướng tăng



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 3: Lãi suất của Fed và kỳ vọng của thị trường

Thị trường không kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất trong 12 tháng tới



Nguồn: FOMC, CME, HSC

Nhìn từ góc độ bên ngoài, diễn biến tỷ giá tiếp tục chịu ảnh hưởng lớn từ kỳ vọng thị trường, đặc biệt là liên quan đến chính sách của Fed (Biểu đồ 3) và các rủi ro thương mại quốc tế. Cách tiếp cận chính sách của NHNN vẫn linh hoạt, không có ngưỡng can thiệp cố định, thay vào đó dựa vào sự kết hợp của các công cụ lãi suất, quản lý tín dụng và các hoạt động ngoại hối để ổn định điều kiện thị trường và neo giữ kỳ vọng.

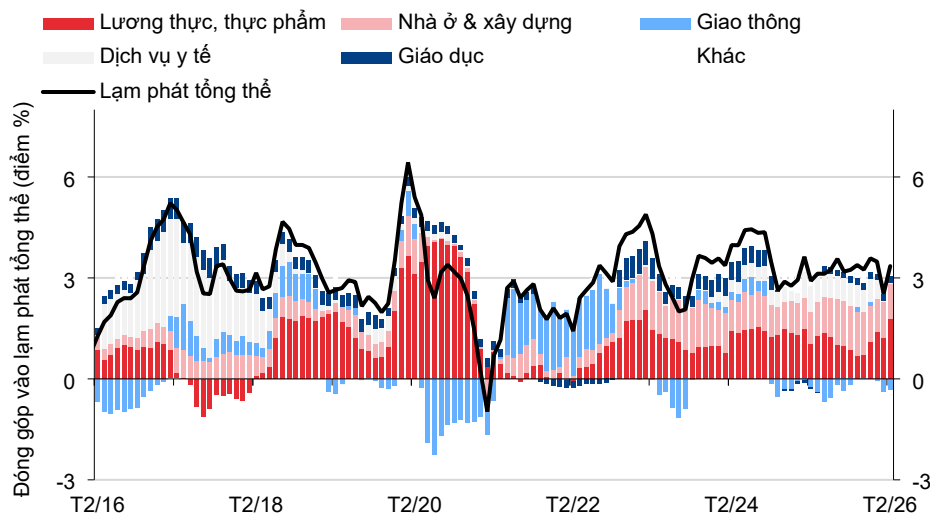
Rủi ro lạm phát (Biểu đồ 4) chủ yếu được nhìn nhận từ lăng kính toàn cầu, đặc biệt là lo ngại về cú sốc giá dầu tiềm ẩn trong trường hợp eo biển Hormuz đóng cửa trong

thời gian dài. Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách vẫn lạc quan vào khả năng duy trì ổn định lạm phát, dựa trên kinh nghiệm quản lý kinh tế vĩ mô trong quá khứ.

Ngoài ra, các biện pháp kiểm soát vĩ mô vẫn tiếp tục được áp dụng, đặc biệt là đối với lĩnh vực BĐS, với những giới hạn về tăng trưởng tín dụng và trọng số rủi ro ở mức cao, nhằm hạn chế dòng vốn vào các phân khúc đầu cơ ([Thông tư 14 của SBV, 2025](#)).

Biểu đồ 4: Đóng góp vào lạm phát tổng thể của Việt Nam

Ba động lực chính đẩy lạm phát tăng cao tại Việt Nam trong quá khứ gồm: nhóm lương thực – thực phẩm, nhà ở & vật liệu xây dựng và chi phí giao thông



Nguồn: CEIC, HSC

Bảng 5: Kế hoạch ngân sách Nhà nước năm 2026

Chính phủ dự kiến phân bổ 8,51 triệu tỷ đồng (320 tỷ USD) cho nguồn vốn đầu tư phát triển trong giai đoạn 2026-2030, cao gấp khoảng 2,5 lần so với mức 3,4 triệu tỷ đồng (128 tỷ USD) được phân bổ trong giai đoạn 2021-2025

Tỷ đồng	Kế hoạch 2026	Kế hoạch 2025	Tăng trưởng
Tổng thu ngân sách Nhà nước	2,529,467	1,966,839	28.6%
Thu trong nước	2,199,967	1,668,356	31.9%
Doanh thu dầu thô	43,000	53,200	-19.2%
Doanh thu thuần từ HĐ thương mại	278,000	235,000	18.3%
Viện trợ	8,500	10,283	-17.3%
Tổng chi ngân sách Nhà nước	3,159,106	2,548,958	23.9%
Chi đầu tư phát triển	1,120,227	790,727	41.7%
Chi trả lãi vay	121,131	110,547	9.6%
Viện trợ	6,300	2,950	113.6%
Chi thường xuyên (bao gồm cải cách tiền lương)	1,808,996	1,554,677	16.4%
Thâm hụt ngân sách nhà nước / GDP	4.2%	3.8%	

Nguồn: Quyết định 2894/QĐ-BTC của Bộ Tài chính; Quyết định 4035/QĐ-BTC của Bộ Tài chính; HSC

Chính sách tài khóa: Động lực tăng trưởng chính

Chính sách tài khóa được coi là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn tới. Đầu tư công năm 2026 ước tính đạt khoảng 1.120 nghìn tỷ đồng (khoảng 43 tỷ USD) (Biểu đồ 5), tăng đáng kể so với năm 2025 và tương đương khoảng 20-22% tổng đầu tư toàn xã hội.

Đầu tư chủ yếu tập trung vào các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn, đặc biệt là giao thông vận tải, với nguồn vốn chủ yếu đến từ nguồn thu ngân sách trong nước và phát hành TPCP, trong khi nguồn vốn ODA đóng vai trò hỗ trợ.

Ngoài ra, các nỗ lực cải thiện tính bền vững của tài khóa cũng đang được triển khai thông qua cải cách thuế. Việc tăng cường quản lý thuế trong nền kinh tế số, đặc biệt là chuyển đổi từ thuế khoán sang thuế thu nhập đối với các hộ kinh doanh, dự kiến sẽ mở rộng cơ sở thuế và cải thiện tính minh bạch.

Quan trọng hơn, kỷ luật tài khóa đang được củng cố thông qua việc tăng cường cơ chế trách nhiệm giải trình. Các quy định mới nhấn mạnh trách nhiệm cá nhân trong các quyết định đầu tư công. Điều này phản ánh sự nhận thức ngày càng tăng về nhu cầu nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn vốn công.

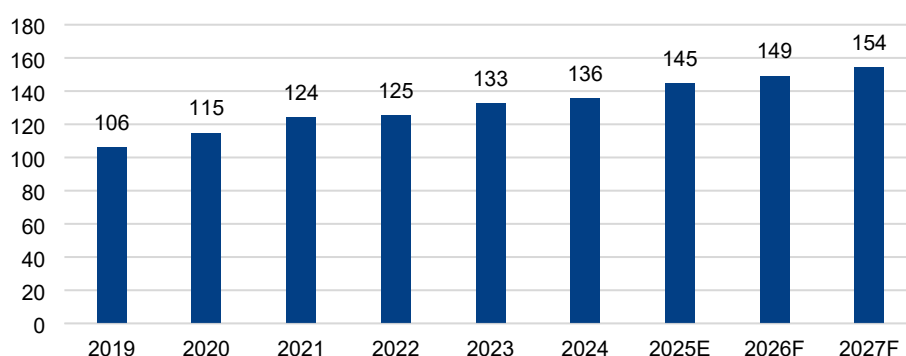
Hạn chế mang tính cấu trúc: Hệ thống tài chính và thị trường vốn

Một hạn chế cấu trúc quan trọng của nền kinh tế vẫn là sự phụ thuộc quá lớn vào lĩnh vực ngân hàng. Thị trường vốn, đặc biệt là thị trường TPDN, vẫn tương đối kém phát triển, từ đó khiến nền kinh tế phụ thuộc đáng kể vào tín dụng ngân hàng để tài trợ cho doanh nghiệp.

Điều này cũng cố nhu cầu về các kênh tài chính thay thế, bao gồm TPDN, nguồn vốn nước ngoài và thị trường chứng khoán. Quan trọng hơn, đây cũng là chìa khóa để giải quyết bài toán chính sách: làm thế nào huy động đủ nguồn lực cho chương trình đầu tư công quy mô lớn đã đề cập trước đó?.

Biểu đồ 6: Tỷ lệ tín dụng / GDP (%)

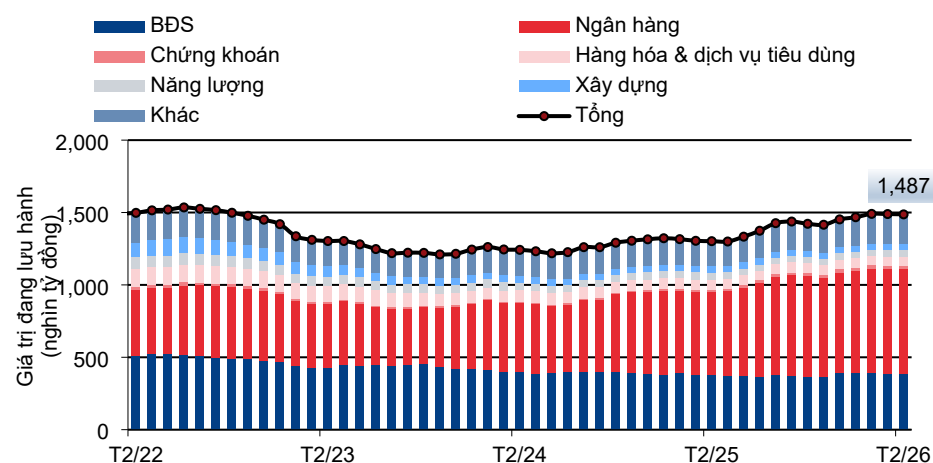
Tỷ lệ tín dụng/GDP ước tính tăng lên 145% vào năm 2025, so với mức 106% năm 2019, do tăng trưởng tín dụng liên tục vượt tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa



Nguồn: NHNN, NSO, HSC

Biểu đồ 7: Giá trị TPDN đang lưu hành theo ngành

Giá trị TPDN đang lưu hành vẫn chưa phục hồi về mức năm 2022



Nguồn: HNX, HSC

Góc nhìn từ bên ngoài: Kịch bản cơ sở thận trọng với rủi ro gia tăng

Các tổ chức quốc tế nhìn chung duy trì dự báo tích cực nhưng thận trọng với tăng trưởng theo kịch bản cơ sở cho năm 2026 bình quân ở mức khoảng 7%, với lạm phát trong tầm kiểm soát.

Tuy nhiên, rủi ro bên ngoài vẫn đáng kể, đặc biệt là liên quan đến các diễn biến địa chính trị và điều kiện tài chính toàn cầu. Trong kịch bản tiêu cực, sự kết hợp giữa cú

sốc giá dầu và điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt có thể gây áp lực lên tỷ giá và làm giảm đáng kể tốc độ tăng trưởng.

Khu vực tư nhân & FDI: Tiềm năng dài hạn, hạn chế ngắn hạn

Khu vực tư nhân và FDI tiếp tục là nền tảng cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn của Việt Nam. Triển vọng tái phân bổ chuỗi cung ứng toàn cầu giúp củng cố dòng vốn đầu tư, đặc biệt là vào các trung tâm kinh tế trọng điểm.

Tuy nhiên, khả năng nắm bắt đầy đủ những cơ hội này phụ thuộc vào một số yếu tố, bao gồm:

- Chuẩn mực quản trị doanh nghiệp.
- Mức độ phát triển thị trường tài chính.
- Khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn.

Trong khi các tập đoàn lớn ngày càng mở rộng sang thị trường quốc tế để đa dạng hóa nguồn doanh thu, các DNNVV vẫn tiếp tục đối mặt với những hạn chế đáng kể về tiếp cận vốn và năng lực vận hành.

Kết luận: Tái cân bằng có chủ đích nhưng còn rủi ro thực hiện

Nhìn chung, những diễn biến chính sách cho thấy một sự tái cân bằng có chủ đích và mang tính phối hợp trong khuôn khổ vĩ mô:

- Chính sách tiền tệ ưu tiên sự ổn định.
- Chính sách tài khóa thúc đẩy tăng trưởng.
- Mô hình tăng trưởng chuyển dịch sang các động lực cấu trúc và dựa trên năng suất.

Mặc dù triển vọng dài hạn vẫn khả quan, tăng trưởng ngắn hạn nhiều khả năng vẫn ở mức vừa phải so với các mục tiêu chính thức, khi nền kinh tế đồng thời phải xử lý các hạn chế về thanh khoản, áp lực tỷ giá và hiệu quả đầu tư.

Bảng 8: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,300	27,000	27,500
Tỷ giá (VND: CNY)	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,761	3,885	3,929
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.36	2.87	2.55	8.54	4.98	7.04	8.02	7.60	8.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	514	546	584
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	5,026	5,293	5,610
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.70	3.30	3.42
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.8	37.2	38.5
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.2	34.0	35.6
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	2.85	3.47	3.60	4.23	5.02
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106	115	124	125	133	136	145	149	154
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.4	5.3
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.15	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.22	2.60	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.3	4.3	4.0
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	4.6	4.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	1.8	4.0	4.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	13.6	12.2	13.6	14.2	13.8	15.1	19.0	15.0	15.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	23,586	26,770
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	13.5	13.5
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	79	95	107	85	90	81	83	85	90
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	6.8	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	5.2	5.5	5.8
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	5.0	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	2.4	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.3	4.2	4.3
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.4	4.5
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.0	19.4	23.9
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	26.1	19.0	18.0	20.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	253	263	333	360	326	381	455	495	544
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	8.7	10.0
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	475	514	568
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	8.2	10.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	123	129	140	149	142	155	169	179	184
Nợ nước ngoài/GDP (%)	36.9	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.4	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	27.6	29.2	31.1
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	38.0	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	38.4	40.4	44.5
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	53.8	50.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	6.2	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	10.1	7.0	7.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	7.0	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	10.9	7.5	8.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	7.0	9.5
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	9.2	11.0	12.0

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

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

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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