

## Cán cân thanh toán Việt Nam chịu sức ép khi thương mại hàng hóa thâm hụt trở lại

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

- Mặc dù KNXK tăng trưởng mạnh và cán cân thương mại hàng hóa liên tục thặng dư trong những năm gần đây, cán cân thanh toán của Việt Nam chịu nhiều sức ép kể từ năm 2022.
- Hạng mục “Lỗi và sai sót” âm đáng kể phản ánh dòng vốn chảy ra không được ghi nhận ngày càng lớn, các kênh có thể dẫn tới sai số bao gồm buôn lậu vàng, gian lận hóa đơn thương mại, ngoại tệ xuất khẩu chậm quay trở lại và dòng tiền đầu tư vào tiền điện tử & tài sản nước ngoài, tất cả đều có thể hạn chế khả năng tích lũy dự trữ ngoại hối của NHNN.
- Mặc dù các nhà hoạch định chính sách gần đây đã tăng cường các biện pháp để hạn chế thất thoát ngoại tệ, áp lực lên cán cân thanh toán có thể tiếp tục khi cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt trở lại.

### Nhập siêu có thể gây áp lực lên cán cân thanh toán

Cán cân thanh toán của Việt Nam chịu nhiều áp lực kể từ năm 2022 bất chấp KNXK tăng trưởng mạnh và cán cân thương mại hàng hóa thặng dư đáng kể trong những năm gần đây. Hàng hóa xuất khẩu, đặc biệt là máy tính và thiết bị điện tử, điện thoại và máy móc, tiếp tục tăng hơn 20% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2026 nhờ nhu cầu mạnh từ Mỹ và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam. Tuy nhiên, KNNK linh kiện và hàng hóa trung gian cho các sản phẩm xuất khẩu cũng tăng mạnh, trong khi KNNK xăng dầu gia tăng đã khiến cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt trở lại trong Q1/2026 và nhiều khả năng khiến tài khoản vãng lai thâm hụt trong quý. Trong khi đó, thâm hụt dịch vụ vẫn tiếp diễn do nhu cầu du lịch nước ngoài mạnh và chi phí vận chuyển hàng hóa cao, trong khi lượng kiều hối gửi về không đủ bù đắp việc các doanh nghiệp FDI chuyển lợi nhuận về nước và các khoản tiền chuyển ra nước ngoài của người dân trong bối cảnh kỳ vọng đồng VND tiếp tục mất giá và lợi suất đồng USD ở nước ngoài cao hơn.

Về phía tài khoản tài chính, FDI thực hiện vẫn ổn định theo xu hướng Trung Quốc+1, trong khi dòng vốn đầu tư gián tiếp vẫn ra ròng.

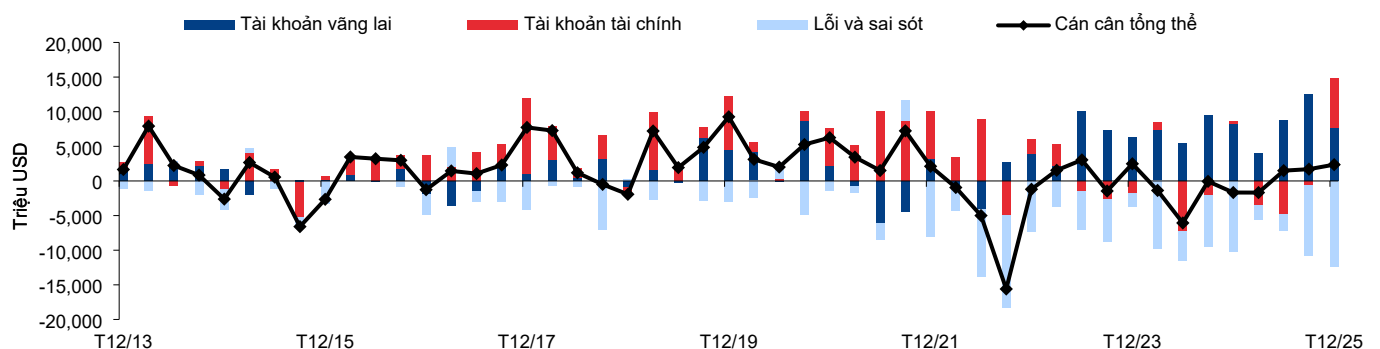
Quan trọng hơn là hạng mục “Lỗi và sai sót” âm đáng kể kể từ năm 2022 cho thấy dòng vốn chảy ra không được ghi nhận ngày càng tăng, có thể thông qua các kênh như buôn lậu vàng, gian lận hóa đơn thương mại, doanh thu xuất khẩu chậm quay trở lại, đa dạng hóa tài sản ở nước ngoài và các giao dịch liên quan đến tiền điện tử ngày càng tăng. Việt Nam đã nổi lên là một trong những thị trường tiền mã hóa lớn nhất thế giới, với tổng giao dịch tiền mã hóa trên chuỗi ước tính khoảng 173 tỷ USD năm 2024, tương đương khoảng 38% GDP (theo NHTG).

Từ đó, mặc dù thương mại liên tục thặng dư trong giai đoạn 2022–2025, dự trữ ngoại hối của Việt Nam vẫn tương đối thấp so với các nền kinh tế trong khu vực, cho thấy một phần đáng kể ngoại tệ thu được có thể không được giữ lại trong hệ thống ngân hàng chính thức. Dự trữ ngoại hối giảm mạnh vào năm 2022 khi NHNN can thiệp mạnh để ổn định tỷ giá và kể từ đó chỉ phục hồi dần dần, trong khi tỷ lệ dự trữ đã suy yếu đáng kể. Các nhà hoạch định chính sách gần đây đã tăng cường nỗ lực hạn chế thất thoát ngoại tệ thông qua cải cách thị trường vàng, áp dụng các biện pháp chống buôn lậu, giám sát chặt chẽ hơn các khoản chuyển tiền ra nước ngoài và lên kế hoạch thành lập các sàn giao dịch tiền điện tử chính thức. Tuy nhiên, trong bối cảnh cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt trở lại và kỳ vọng đồng VND mất giá vẫn tiếp diễn, áp lực lên cán cân thanh toán có thể vẫn ở mức cao trong ngắn hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/5.

### Biểu đồ 1: Cán cân thanh toán của Việt Nam

Cán cân thanh toán của Việt Nam chịu nhiều sức ép kể từ năm 2022, bất chấp xuất khẩu tăng trưởng mạnh và thặng dư thương mại hàng hóa lớn



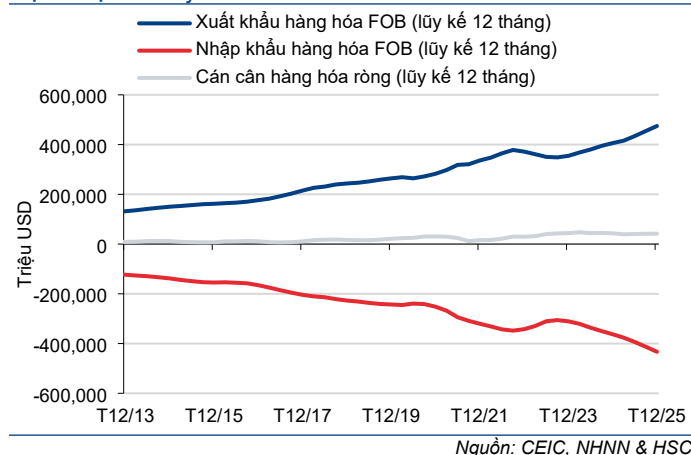
Nguồn: CEIC, NHNN & HSC

## Cán cân thanh toán của Việt Nam chịu áp lực từ thâm hụt thương mại

Cán cân thanh toán của Việt Nam ngày càng chịu sức ép kể từ năm 2022 mặc dù tài khoản vãng lai thặng dư đáng kể (Biểu đồ 1). Về phía tài khoản vãng lai, KNXK hàng hóa (Biểu đồ 2), đặc biệt là máy tính và sản phẩm điện tử, điện thoại và máy móc, tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, tăng hơn 20% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2026, nhanh hơn so với cùng kỳ (Biểu đồ 4).

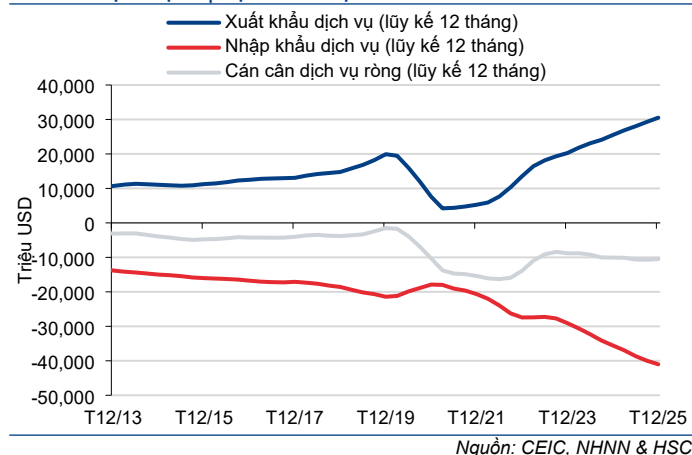
**Biểu đồ 2: Tài khoản vãng lai: Xuất khẩu và nhập khẩu hàng hóa**

Tài khoản vãng lai tiếp tục được hỗ trợ nhờ xuất khẩu hàng hóa tăng mạnh, đặc biệt là các mặt hàng máy tính & thiết bị điện tử, điện thoại và máy móc



**Biểu đồ 3: Tài khoản vãng lai: Xuất khẩu và nhập khẩu dịch vụ**

Du lịch đã hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu dịch vụ, tuy nhiên chi tiêu du lịch outbound và chi phí vận tải nhập khẩu ở mức cao đã khiến cán cân dịch vụ tiếp tục thâm hụt

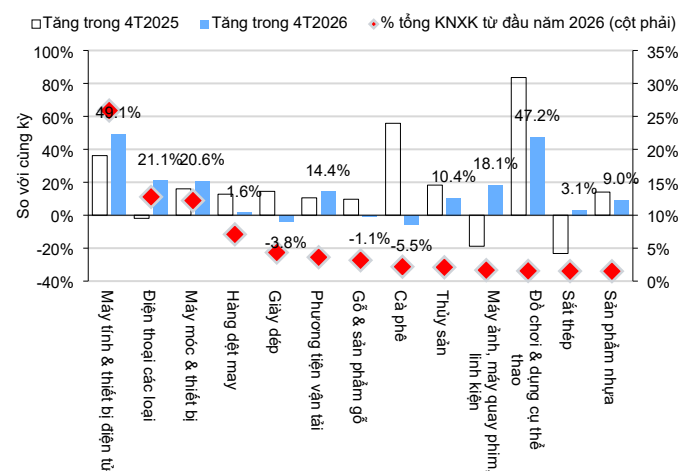


Thặng dư thương mại lớn giữa Việt Nam với Mỹ tiếp tục là động lực chính cho tài khoản vãng lai. Tuy nhiên, KNNK tăng nhanh, đặc biệt là máy tính và sản phẩm điện tử, máy móc (chủ yếu từ Trung Quốc) và sản phẩm xăng dầu (Biểu đồ 5), đã khiến cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt trong Q1/2026 và nhiều khả năng khiến tài khoản vãng lai thâm hụt trong quý.

Trong khi đó, du lịch phục hồi đã hỗ trợ xuất khẩu dịch vụ nhưng chi tiêu du lịch nước ngoài lớn và cước vận tải nhập khẩu cao đã khiến cán cân dịch vụ thâm hụt (Biểu đồ 3).

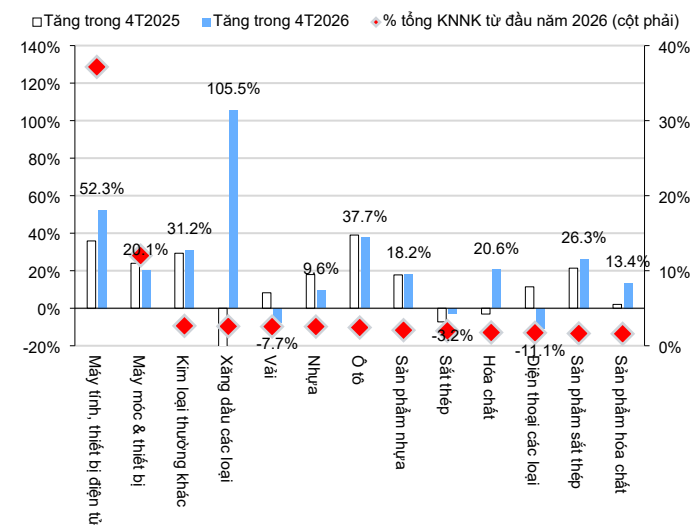
**Biểu đồ 4: KNXK hàng hóa của Việt Nam (FOB)**

KNXK máy tính, thiết bị điện tử, điện thoại và máy móc đã tăng hơn 20% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2026



**Biểu đồ 5: KKNK hàng hóa của Việt Nam (CIF)**

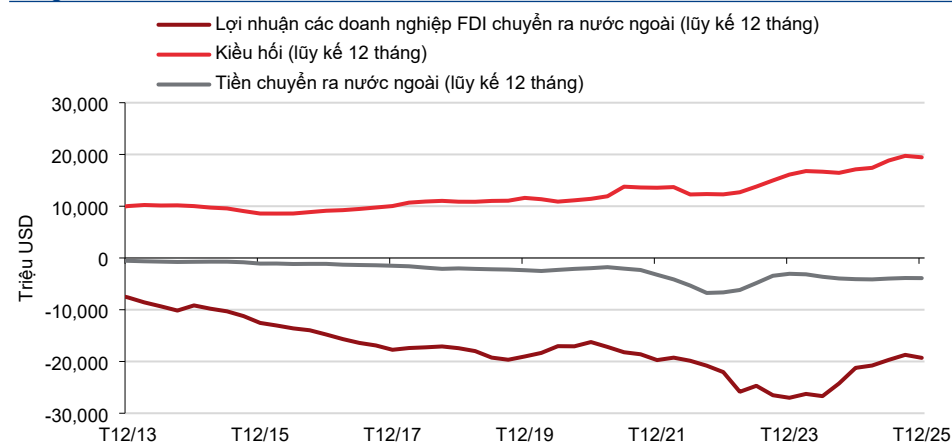
KNNK tăng đã khiến cán cân hàng hóa thâm hụt trong Q1/2026



Kiều hối đã tăng mạnh lên hơn 20 tỷ USD trong năm 2025, đóng vai trò là một nguồn cung ngoại tệ ổn định. Tuy nhiên, lượng kiều hối gửi về không đủ bù đắp việc các doanh nghiệp FDI chuyển lợi nhuận về nước (19 tỷ USD) và các khoản tiền chuyển ra nước ngoài của người dân (3,9 tỷ USD trong năm 2025). Điều này phản ánh nhu cầu nắm giữ đồng USD và tài sản ở nước ngoài của các hộ gia đình gia tăng trong bối cảnh kỳ vọng đồng VND sẽ tiếp tục mất giá (Biểu đồ 6).

## Biểu đồ 6: Tài khoản vãng lai: Kiều hối so với tiền chuyển ra nước ngoài & thu nhập chuyển về nước của khối FDI

Dòng kiều hối vào Việt Nam không đủ bù đắp lượng lớn thu nhập được các doanh nghiệp FDI chuyển ra nước ngoài, cùng với các khoản chuyển tiền ra nước ngoài của người dân trong nước



Nguồn: CEIC, NHNN & HSC

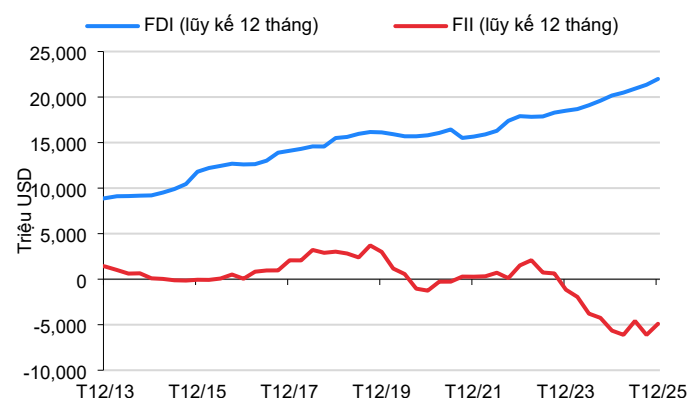
Về phía tài khoản tài chính, FDI thực hiện vẫn ổn định nhờ chiến lược Trung Quốc+1 cùng xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam tiếp tục diễn ra. Ngược lại, vốn đầu tư gián tiếp vẫn tiếp tục âm (Biểu đồ 7).

Hạng mục Lỗi và sai sót âm đáng kể kể từ năm 2022 phản ánh dòng vốn chảy ra không được ghi nhận ngày càng tăng (Biểu đồ 8). Một nguyên nhân có thể đến từ hoạt động buôn lậu vàng trong bối cảnh chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và quốc tế do hạn chế nhập khẩu vàng (Biểu đồ 9).

Gian lận hóa đơn thương mại cũng có thể đã gia tăng với việc các doanh nghiệp có thể khai thấp giá trị xuất khẩu hoặc khai cao giá trị nhập khẩu để giữ ngoại tệ ở nước ngoài. Ngoài ra, một số doanh nghiệp xuất khẩu có thể đã trì hoãn chuyển tiền trở lại và chuyển đổi sang VND đối với doanh thu xuất khẩu trong bối cảnh kỳ vọng đồng VND tiếp tục mất giá.

## Biểu đồ 7: Tài khoản tài chính: FDI và FII

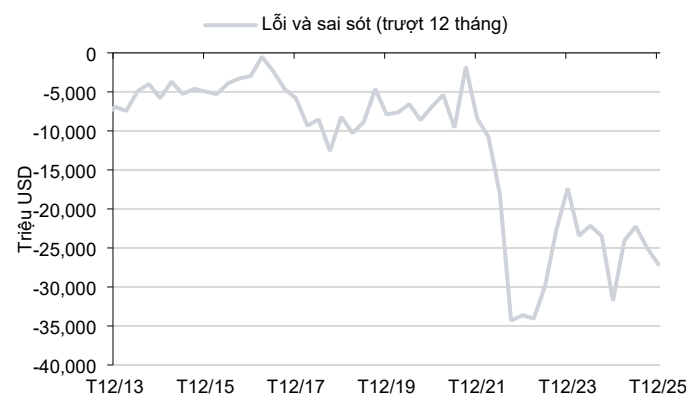
Giải ngân FDI tăng trưởng tích cực, trong khi dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) vẫn yếu



Nguồn: CEIC, NHNN & HSC

## Biểu đồ 8: Lỗi và sai sót (E&O)

Cán cân lỗi và sai sót xấu đi rõ rệt từ năm 2022, phản ánh dòng vốn chảy ra ngoài không được ghi nhận ngày càng gia tăng



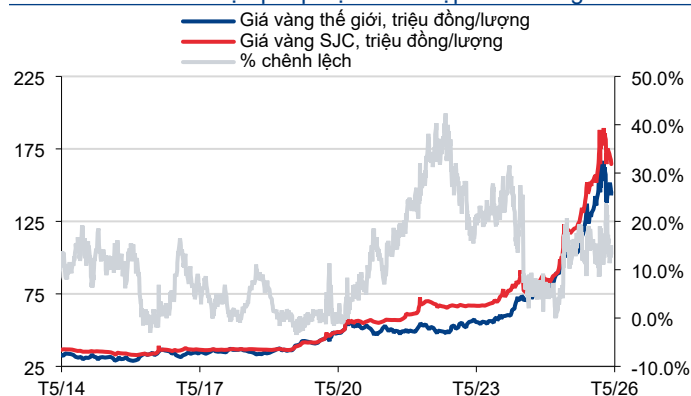
Nguồn: CEIC, NHNN & HSC

Các yếu tố đóng góp khác có thể bao gồm nhu cầu đa dạng hóa tài sản ở nước ngoài của các hộ gia đình và doanh nghiệp cùng với nhu cầu đầu tư tiền điện tử & việc chuyển tiền không chính thức ngày càng tăng khó có thể phản ánh đầy đủ vào thống kê chính thức.

Theo NHTG, công dân Việt Nam giao dịch và đầu tư vào tài sản tiền điện tử ngày càng nhiều thông qua các sàn giao dịch toàn cầu, mặc dù không có số liệu chính thức để ước tính quy mô các giao dịch này. Theo số liệu năm 2024, Việt Nam là một trong những quốc gia nắm giữ tiền điện tử lớn nhất thế giới với tổng giá trị giao dịch tiền điện tử đạt 173 tỷ USD (khoảng 38% GDP) (Biểu đồ 10). Các đối tác quốc tế chính được cho là [Mỹ và Hàn Quốc](#), trong khi Bitcoin, stablecoin và token dựa trên blockchain chiếm ưu thế trong các giao dịch

**Biểu đồ 9: Giá vàng trong nước so với thế giới**

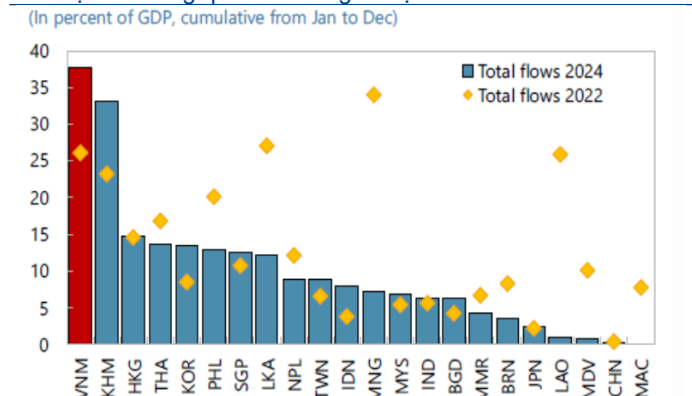
Chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới duy trì ở mức cao do các biện pháp hạn chế nhập khẩu vàng



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 10: Dòng chảy tài sản tiền điện tử xuyên quốc gia**

Người dân Việt Nam ngày càng giao dịch và đầu tư vào tài sản tiền điện tử thông qua các sàn giao dịch toàn cầu



Ghi chú: Được tính bằng tổng dòng tiền vào và dòng tiền ra, bao gồm cả dòng vốn trực tiếp và gián tiếp.  
Nguồn: IMF

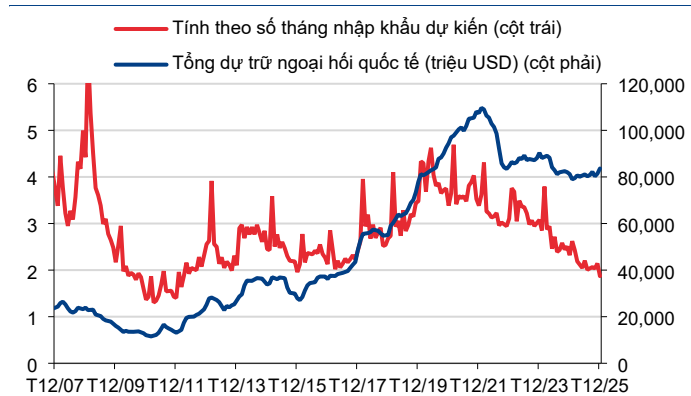
Mặc dù thương mại hàng hóa liên tục thặng dư kể từ năm 2022, dự trữ ngoại hối của Việt Nam vẫn tương đối thấp so với nhiều nền kinh tế châu Á. Điều này cho thấy một phần đáng kể ngoại tệ thu được có thể không được giữ lại trong hệ thống ngân hàng chính thức, hạn chế khả năng tích trữ dự trữ của NHNN. Đặc biệt, hạng mục Lỗi & sai sót âm đáng kể và liên tục kể từ năm 2022 nhiều khả năng cho thấy dòng vốn chảy ra không được ghi nhận ở mức cao, như đã phân tích ở trên.

Dự trữ ngoại hối tăng từ khoảng 95 tỷ USD năm 2020 lên gần 110 tỷ USD vào cuối năm 2021, trước khi giảm mạnh xuống khoảng 85 tỷ USD năm 2022 khi NHNN bán lượng lớn USD để ổn định tỷ giá trong bối cảnh Fed thắt chặt mạnh và đồng USD tăng giá rộng rãi (Biểu đồ 13). Dự trữ kể từ đó chỉ phục hồi dần, dao động quanh mức 80-84 tỷ USD trong giai đoạn 2024-2025 (Biểu đồ 11). Sự phục hồi chậm một phần do cách tiếp cận thận trọng trong tích lũy dự trữ trong giai đoạn năm 2023 khi tỷ giá liên ngân hàng giao dịch gần hoặc dưới tỷ giá tham chiếu của NHNN (Biểu đồ 12). Theo đó, tỷ lệ dự trữ suy yếu đáng kể với số tháng nhập khẩu được bảo đảm giảm từ gần 5 tháng vào năm 2021 xuống khoảng 2 tháng vào cuối năm 2025, tương đối thấp so với tiêu chuẩn khu vực.

Áp lực tỷ giá kéo dài khiến NHNN phải liên tục nâng tỷ giá tham chiếu trung tâm kể từ năm 2022 trong khi tỷ giá USD/VND liên ngân hàng thường xuyên giao dịch sát trần biên độ, cho thấy thanh khoản USD tiếp tục căng thẳng trên thị trường trong nước (Biểu đồ 12).

## Biểu đồ 11: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam

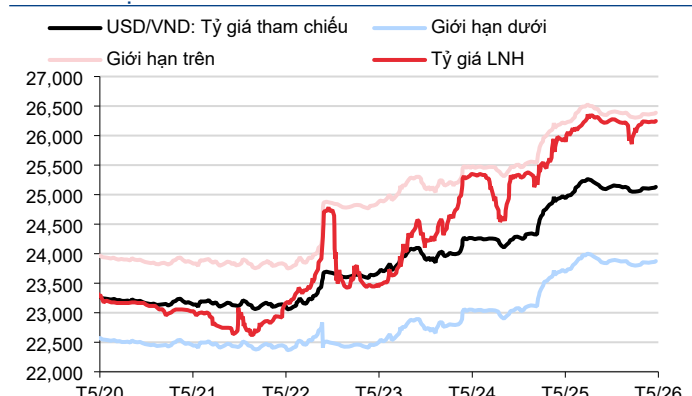
Dự trữ ngoại hối của Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp so với nhiều nền kinh tế châu Á



Nguồn: CEIC, HSC

## Biểu đồ 12: Tỷ giá LNH và tỷ giá tham chiếu của Việt Nam

NHNN đã liên tục nâng tỷ giá trung tâm kể từ năm 2022, trong khi tỷ giá USD/VND liên ngân hàng thường xuyên giao dịch sát mức trần biên độ



Nguồn: CEIC, NHNN, HSC

Các nhà hoạch định chính sách gần đây đã tăng cường các biện pháp hạn chế thất thoát ngoại tệ và ổn định cán cân thanh toán. Những nỗ lực này bao gồm [Thông tư 20/2022](#) quy định chuyển tiền một chiều ra nước ngoài, [Nghị định 340/2025/NĐ-CP](#) đưa ra các chế tài nghiêm khắc hơn đối với hoạt động mua bán ngoại tệ trái phép, tăng cường chống buôn lậu vàng, [Nghị định 232/2025](#) sửa đổi Nghị định 24/2012 về quản lý thị trường vàng, trong đó nhà nước sẽ không còn duy trì độc quyền sản xuất vàng miếng, thúc đẩy cung cấp nguyên liệu thô, và đề xuất thành lập [sàn giao dịch vàng quốc gia](#). [11 công ty và tổ chức tín dụng](#) đã nộp đơn xin cấp phép sản xuất vàng miếng. Các cơ quan chức năng đã xem xét đơn xin cấp phép sàn giao dịch tài sản số với [5 công ty](#) được báo cáo đáp ứng đủ các yêu cầu pháp lý.

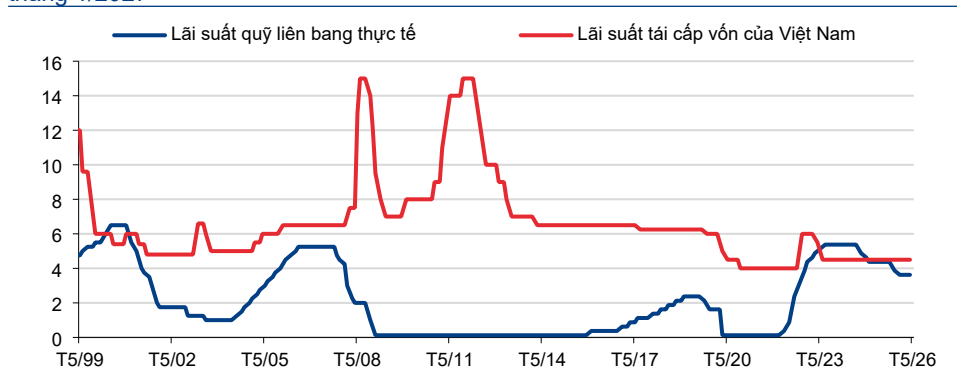
Ngoài ra, NHNN duy trì lãi suất liên ngân hàng tương đối cao để hạn chế đầu cơ USD, đồng thời linh hoạt hơn đối với đồng VND thông qua điều chỉnh tỷ giá tham chiếu trung tâm hàng ngày và can thiệp trong các giai đoạn biến động mạnh.

Tuy nhiên, chênh lệch giữa giá vàng trong nước và quốc tế vẫn lớn (Biểu đồ 9), kỳ vọng đồng VND tiếp tục mất giá và lãi suất toàn cầu ở mức cao (Biểu đồ 13) tiếp tục khiến việc nắm giữ USD ở nước ngoài hấp dẫn hơn so với tiền gửi USD lãi suất 0% trong hệ thống ngân hàng trong nước.

Nhìn chung, với việc cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt trở lại, áp lực lên cán cân thanh toán nhiều khả năng vẫn tiếp diễn. Khả năng hạn mục Lỗi & sai sót cải thiện đáng kể sẽ phụ thuộc vào việc triển khai các biện pháp sắp tới một cách hiệu quả, đặc biệt là việc thành lập các sàn giao dịch vàng và tiền điện tử chính thức.

## Biểu đồ 13: Lãi suất điều hành của Fed và NHNN

Thị trường kỳ vọng Fed sẽ nâng lãi suất quỹ liên bang thêm 25 điểm cơ bản lên 4% vào tháng 1/2027



Nguồn: CEIC, NHNN, HSC

Bảng 14: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế &amp; dự báo của HSC

|                                                                       | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tỷ giá</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>GDP và việc làm</b>                                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  | 0.34   | 5.96   | 6.41   | 6.38   | 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)                                   | 2.1    | 2.7    | 2.5    | 3.1    | 2.9    | 2.8    | 3.6    | 4.2    | 5.0    |
| 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   |
| <b>Giá cả</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)                        | 2.8    | 3.2    | 1.8    | 3.1    | 3.3    | 3.6    | 3.3    | 4.7    | 4.2    |
| CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)                                      | 5.2    | 0.2    | 1.8    | 4.5    | 3.6    | 2.9    | 3.5    | 5.1    | 4.5    |
| <b>Tiền tệ và lãi suất</b>                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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    |
| <b>Thương mại và kinh tế đối ngoại</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Cán cân thương mại (tỷ USD)                                           | 10.9   | 19.9   | 3.3    | 12.1   | 28.4   | 24.9   | 20.0   | 13.8   | 17.9   |
| Tài khoản vãng lai (tỷ USD)                                           | 12.2   | 15.1   | -8.1   | 1.4    | 25.8   | 30.5   | 32.8   | 18.0   | 20.0   |
| Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)                                          | 253    | 263    | 333    | 360    | 326    | 381    | 455    | 529    | 582    |
| Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 6.7    | 3.7    | 26.7   | 8.0    | -9.2   | 16.7   | 19.4   | 16.2   | 10.0   |
| Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)                                          | 264    | 283    | 336    | 372    | 355    | 406    | 475    | 542    | 599    |
| Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 8.0    | 6.9    | 18.9   | 10.6   | -4.6   | 14.4   | 17.0   | 14.2   | 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   |
| <b>Kinh doanh &amp; Tiêu dùng</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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   | 10.0   | 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.  

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{(1/12)} - 1$$
  
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC



## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)