

Vươn mình vượt sóng gió

Peter Redhead

Giám Đốc Điều Hành
peter.redhead@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 350

Tyler Nguyễn

Giám Đốc Chiến Lược Thị Trường
tyler.nguyen@hsc.com.vn
+84 8 5470 6208 Ext. 5332

Phạm Vũ Thăng Long

Giám đốc, Kinh Tế Vĩ Mô
long.pvthang@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

- Nửa cuối năm 2024, những yếu tố tích cực của nền kinh tế Việt Nam đã bị ảnh hưởng bởi nhiều vấn đề cả trong nước và quốc tế, bao gồm thay đổi chính trị trong nước cũng như nước ngoài, cùng với thái độ thận trọng nói chung dẫn đến sự suy yếu trên toàn bộ các thị trường mới nổi cũng như cận biên.
- Những lo ngại gần đây về khả năng Mỹ áp thuế và rủi ro địa chính trị cao đã khiến các hoạt động nghiên cứu gia tăng nhằm dự đoán các kết quả có thể xảy ra. Một lần nữa, sự bất định này đã kìm hãm thị trường.
- HSC tin rằng thị trường đang phản ứng quá mức và nhìn nhận Việt Nam là một nền kinh tế vẫn đang vững mạnh, có khả năng sẽ ghi nhận kết quả vượt trội so với các thị trường khác trong năm 2025. Chúng tôi dự báo chỉ số VNIndex sẽ đạt 1.468 điểm trong năm 2025, tương đương tiềm năng tăng giá hơn 18%.

Mục tiêu chỉ số đạt 1.468 điểm cho năm 2025

Dựa trên mô hình chỉ số của chúng tôi, HSC hiện dự báo VNIndex sẽ đạt 1.468 điểm vào cuối năm 2025. Thị trường Việt Nam vẫn duy trì sức hấp dẫn đáng kể so với các thị trường trong khu vực về các chỉ số giá trị, tăng trưởng và khả năng sinh lời (Xem chi tiết trong phần Chiến lược của ông Tyler Nguyễn bên dưới). Tuy nhiên phương pháp tiếp cận từ dưới lên của chúng tôi đôi khi có một số hạn chế. Do trên thực tế, mục tiêu chỉ số có thể điều chỉnh lớn do biến động thị trường, đặc biệt là khi có các chất xúc tác chính như việc được nâng hạng lên thị trường mới nổi.

Động lực phát triển trong nước đến từ đội ngũ lãnh đạo & các thay đổi trong chính sách mới

HSC cho rằng Việt Nam đang chứng kiến sự thay đổi chính trị đầy triển vọng từ đội ngũ lãnh đạo mới với năng lượng mạnh mẽ với các hoạt động cả trong nước và nước ngoài. Nhiều dự thảo luật mới gần đây được thảo luận và ban hành nhằm thúc đẩy đổi mới và tái khởi động tăng trưởng cũng như thu hút đầu tư.

Nền kinh tế vững mạnh và tăng trưởng lợi nhuận tích cực với định giá hấp dẫn

HSC cho rằng những lo ngại ban đầu về chính sách thuế quan của Mỹ đã bị thổi phồng, vì trên thực tế các tác động đáng kể từ sự kiện này dự kiến sẽ phản ánh vào năm 2026 thay vì năm 2025. HSC đánh giá tích cực đối với triển vọng năm 2025 nhờ xu hướng đầy mạnh mẽ chi tiêu cho cơ sở hạ tầng & tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ từ hầu hết các ngành trên thị trường, đặc biệt là lĩnh vực công nghiệp. So với các quốc gia khác ở châu Á, thị trường Việt Nam có định giá rẻ & tăng trưởng lợi nhuận cao. Với khả năng nâng hạng lên thị trường mới nổi vào tháng 9 đang trở nên rõ ràng nhờ rào cản không cần ứng trước vốn đã được gỡ bỏ, chúng tôi nhận thấy một số cổ phiếu vốn hóa lớn có thể hưởng lợi từ việc tái định giá.z

Danh mục cổ phiếu ưa thích của chúng tôi được trình bày trong Bảng 1. Trong đó, chúng tôi đặc biệt khuyến nghị các cổ phiếu: **VCB, TCB, CTG, SSI, PDR, CTD, IDC, VGC, PVD, HPG, DGC và MWG.**

Bảng 1: Quan điểm về ngành và lựa chọn cổ phiếu

Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2025	Tiềm năng tăng giá	Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu
Ngân hàng	45.8%	16.8%	22.7%	ACB, TCB, VCB, CTG, BID
Tiêu dùng	11.7%	18.3%	27.0%	PNJ, MWG, TCM
BDS - Nhà ở	6.9%	3.0%	14.9%	KDH, PDR, NLG
Công nghiệp	9.2%	27.2%	28.7%	HPG, ACV, HVN, VEA, DGC
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích	8.2%	34.6%	18.6%	PVD, GEG, PVS, TDM
Công nghệ	5.7%	25.4%	12.0%	FPT
Nông nghiệp	2.5%	24.9%	24.0%	VHC, FMC
Các ngành khác	10.0%	10.5%	13.9%	BVH, SSI, CTD, VGC, IDC

Nguồn: Các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC, dữ liệu tại ngày 4/12/2024

Mục lục

Nhìn lại năm 2024 và triển vọng năm 2025	3
Triển vọng năm 2025: Những bất ổn vẫn còn nhưng triển vọng tổng thể vẫn tích cực	7
Triển vọng Việt Nam năm 2025-2026: Vững vàng trước biến động toàn cầu	19
Danh sách cổ phiếu lựa chọn của HSC	31

Nhìn lại năm 2024 và triển vọng năm 2025

Tyler Nguyễn

Giám Đốc Chiến Lược Thị Trường
tyler.nguyen@hsc.com.vn
+84 8 5470 6208 Ext. 5332

Đỗ Minh Hằng

Chuyên Viên PT Cao Cấp Thị Trường
hang.dm@hsc.com.vn
+84 8 6809 9142 Ext. 230

Nguyễn Tuấn Anh

Chuyên Viên PT Cao Cấp Thị Trường
anh.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 160

Đoàn Đức Việt

Chuyên Viên Phân Tích Thị Trường
viet.dd@hsc.com.vn
+84 8 9885 0723 Ext. 231

- Chỉ số VNIndex đã trải qua nhiều bất ổn trong năm 2024, chịu tác động từ các yếu tố trong và ngoài nước, cùng với áp lực bán ròng mạnh từ nhà đầu tư nước ngoài.
- Tuy nhiên, triển vọng năm 2025 ngày càng lạc quan nhờ những yếu tố trong nước, bao gồm chính trị ổn định, cải cách chính sách, nâng hạng thị trường và kinh tế vĩ mô hồi phục, và những yếu tố toàn cầu, bao gồm đồng USD ổn định, nền kinh tế Mỹ vững chắc và chính sách rõ ràng hơn. HSC hiện dự báo chỉ số VNIndex sẽ đạt 1.468 điểm trong năm 2025.
- Chúng tôi ưu tiên lựa chọn cổ phiếu thay vì phân bổ theo ngành nhằm nâng cao hiệu suất đầu tư. Trong đó, chúng tôi tập trung vào những doanh nghiệp có đội ngũ BLĐ tâm huyết, bảng CĐKT lành mạnh, tiềm năng tăng trưởng tốt và hưởng lợi từ những xu hướng kinh tế vĩ mô tích cực.

Triển vọng năm 2025: Những bất ổn vẫn còn nhưng triển vọng tổng thể tích cực

Hướng đến năm 2025, triển vọng của thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng hứa hẹn khi phần lớn những bất ổn dường như đã lùi về quá khứ. Mặc dù vẫn tồn tại một số yếu tố bất định, với kỳ vọng về một sự phục hồi trên diện rộng trong thời gian tới cùng nhiều động lực hấp dẫn cho thị trường, HSC kỳ vọng thị trường vẫn còn tiềm năng tăng trưởng đáng kể từ mức hiện tại. Đối với thị trường Việt Nam, những lĩnh vực trọng tâm trong năm tới - cả trong nước & nước ngoài – bao gồm:

Những yếu tố trong nước: (1) Chính trị ổn định: Kỳ vọng hoàn tất bổ nhiệm các lãnh đạo cấp cao cho nhiệm kỳ tới, từ đó giúp môi trường chính trị trở nên rõ ràng hơn; (2) Cải cách chính sách: Kết quả cụ thể từ các cải cách đang triển khai và thành quả từ các sáng kiến ngoại giao toàn cầu gần đây của ban lãnh đạo mới; (3) Nâng hạng thị trường: Tiến triển trong quá trình nâng hạng thị trường cùng việc triển khai hệ thống giao dịch mới được chờ đợi từ lâu; (4) Phục hồi kinh tế vĩ mô: Đà phục hồi mạnh mẽ hơn trong lợi nhuận doanh nghiệp, tiếp tục hỗ trợ tâm lý thị trường.

Những yếu tố toàn cầu: (1) Sức khỏe nền kinh tế Mỹ: Những dấu hiệu về một cuộc hạ cánh mềm của nền kinh tế Mỹ có thể giúp đảo ngược xu hướng của dòng vốn, và khôi phục sự quan tâm đến những tài sản rủi ro hơn như Việt Nam; (2) Chính sách của Trump: Chính sách và quy định về thuế quan tiềm năng của chính quyền tổng thống Trump sẽ rõ ràng hơn, đặc biệt là đối với Việt Nam; (3) Tỷ giá ổn định: Đồng USD trở lại bình thường giúp giảm bớt sức ép lên đồng VND và giảm thiểu rủi ro liên quan đến tỷ giá.

Mục tiêu chỉ số VNIndex của chúng tôi

Trong phạm vi phân tích của HSC, chúng tôi dự báo tăng trưởng tổng lợi nhuận ròng đạt 17,6% trong năm 2025, cao hơn so với mức tăng trưởng trong năm 2024 nhưng từ mức nền cao hơn. Hầu hết các ngành được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2025 so với nhiều ngành ghi nhận tăng trưởng âm trong năm 2024, báo hiệu một sự phục hồi trên diện rộng hơn. Tuy nhiên, thời điểm phục hồi có sự khác biệt giữa các ngành, cho thấy sự phục hồi luân chuyển giữa các ngành sau khi chạm đáy vào năm 2023.

Theo đó, HSC đặt mục tiêu chỉ số VNIndex sẽ đạt 1.468 điểm tại thời điểm cuối năm 2025, tương đương tiềm năng tăng giá 18,3% trong 12 tháng tới (tại thời điểm ngày 4/12/2024) và P/E dự phóng là 12,6 lần (gần với mức bình quân 3 năm). Đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi dự báo lợi nhuận tăng trưởng 17,6%, trong khi chúng tôi giả định lợi nhuận của những cổ phiếu không nằm trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng theo tăng trưởng GDP là 6,7% (dựa trên dự báo của HSC).

Bảng 2: Tính toán tiềm năng tăng giá

HSC sử dụng phương pháp tổng hợp từ dưới lên dựa trên giá mục tiêu để tính tiềm năng tăng giá cho các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị và sử dụng ước tính tăng trưởng GDP để tính tiềm năng tăng giá cho các cổ phiếu không thuộc danh sách khuyến nghị

	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Tỷ trọng	Tiềm năng tăng giá đến cuối năm 2024	Tiềm năng tăng giá đến cuối năm 2025	Tăng trưởng EPS năm 2024	Tăng trưởng EPS năm 2025
VN Index:	211,467	100.0 %	1.5%	18.4%	14.9%	15.0%
Doanh nghiệp HSC theo dõi (thuộc sản phẩm HSX)	160,206	75.8%	1.8%	22%	17.5%	17.6%
Doanh nghiệp HSC không theo dõi	51,261	24.2%	0.6%	6.9%	6.7%	6.7%

Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp

Bảng 3: Quan điểm về ngành và lựa chọn cổ phiếu

Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2025	Tiềm năng tăng giá	Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu
Ngân hàng	45.8%	16.8%	22.7%	ACB, TCB, VCB, CTG, BID
Tiêu dùng	11.7%	18.3%	27.0%	PNJ, MWG, TCM
BDS – nhà ở	6.9%	3.0%	14.9%	KDH, PDR, NLG
Công nghiệp	9.2%	27.2%	28.7%	HPG, ACV, HVN, VEA, DGC
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích	8.2%	34.6%	18.6%	PVD, GEG, PVS, TDM
Công nghệ	5.7%	25.4%	12.0%	FPT
Nông nghiệp	2.5%	24.9%	24.0%	VHC, FMC
Các ngành khác	10.0%	10.5%	13.9%	BVH, SSI, CTD, VGC, IDC

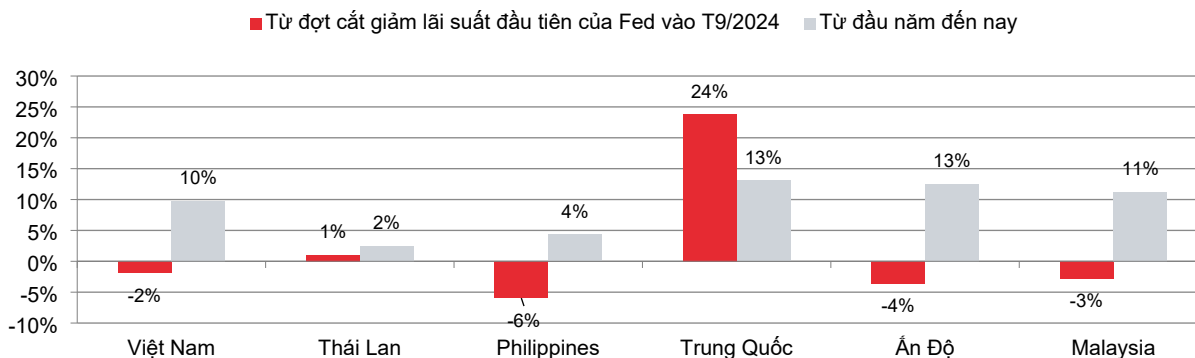
Đối với kịch bản cơ sở, mục tiêu chỉ số của chúng tôi xác định theo cách tiếp cận từ dưới lên. Tuy nhiên, chỉ số VNIndex sẽ phụ thuộc nhiều vào các động lực của thị trường, đặc biệt là đối với một năm nhiều sự kiện như năm 2025. Những động lực chính được kỳ vọng bao gồm: Tiềm năng được nâng hạng thị trường và/hoặc dòng vốn của khối ngoại quay trở lại các thị trường mới nổi, có thể giúp nâng cao tiềm năng tăng giá, từ đó giúp thị trường được định giá lại cao hơn và thu hẹp chênh lệch định giá giữa Việt Nam và khu vực.

Nhìn lại năm 2024: Xây dựng lại động lực trong bối cảnh biến động

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã cho thấy sự vững chắc trong nửa đầu năm 2024, trong đó chỉ số VN-Index tăng 9,6% từ mức nền thấp, vượt trội so với các thị trường trong khu vực với thanh khoản cao. Tuy nhiên, 6 tháng cuối năm 2024 đánh dấu giai đoạn tích lũy khi chỉ số VNIndex giao dịch trong biên độ hẹp 1.200–1.300 điểm sau nhiều nỗ lực vượt ngưỡng kháng cự thất bại. Trong khi đó, một số thị trường trong khu vực đã tăng điểm tốt trong giai đoạn này (Biểu đồ 3). Thanh khoản cũng giảm mạnh trong nửa cuối năm 2024, bình quân đạt 16–17 nghìn tỷ đồng/phiên giao dịch (650–750 triệu USD), so với bình quân 6 tháng đầu năm 2024 là 20–22 nghìn tỷ đồng/phiên (800–900 triệu USD).

Biểu đồ 4: Hiệu suất của thị trường Việt Nam và một số thị trường khác từ đầu năm 2024 đến nay

Sau khi Fed cắt giảm lãi suất, hầu hết các thị trường mới nổi ghi nhận mức tăng trưởng âm, ngoại trừ Thái Lan và Trung Quốc - những thị trường có khả năng phục hồi

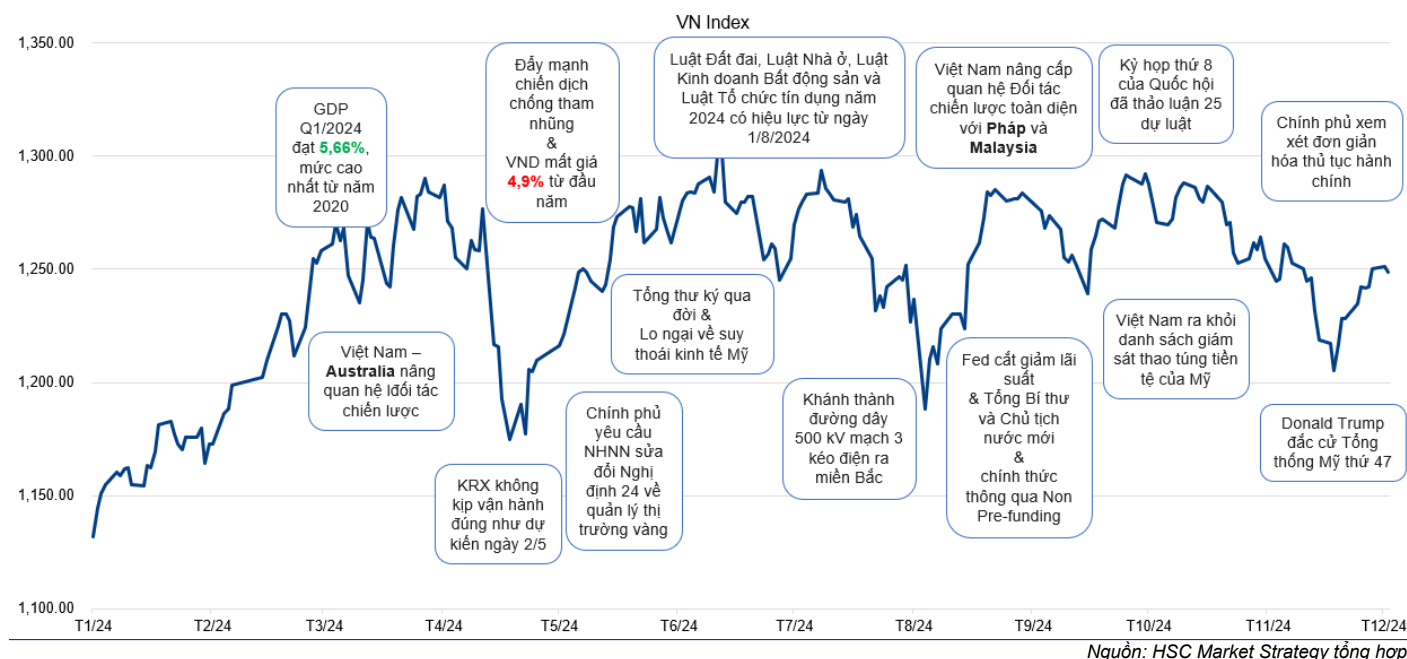


Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp

Năm 2024 là năm nền tảng của thị trường chứng khoán Việt Nam sau khi năm 2023 phải đối mặt với những đỉnh điểm của sự bất ổn chính trị và kinh tế trong nước. Kết hợp với những bất ổn lớn trên toàn cầu, Việt Nam - với tư cách là một thị trường cận biên - không tránh khỏi những biến động. Những bất ổn này đã dẫn đến làn sóng rút vốn liên tiếp của khối ngoại do cả những yếu tố trong nước (bất ổn chính trị & kinh tế) và những lo ngại toàn cầu (biến động tỷ giá và xu hướng rời khỏi các thị trường mới nổi) (Biểu đồ 4).

Biểu đồ 5: Tóm tắt VN Index 2024 & các sự kiện chính

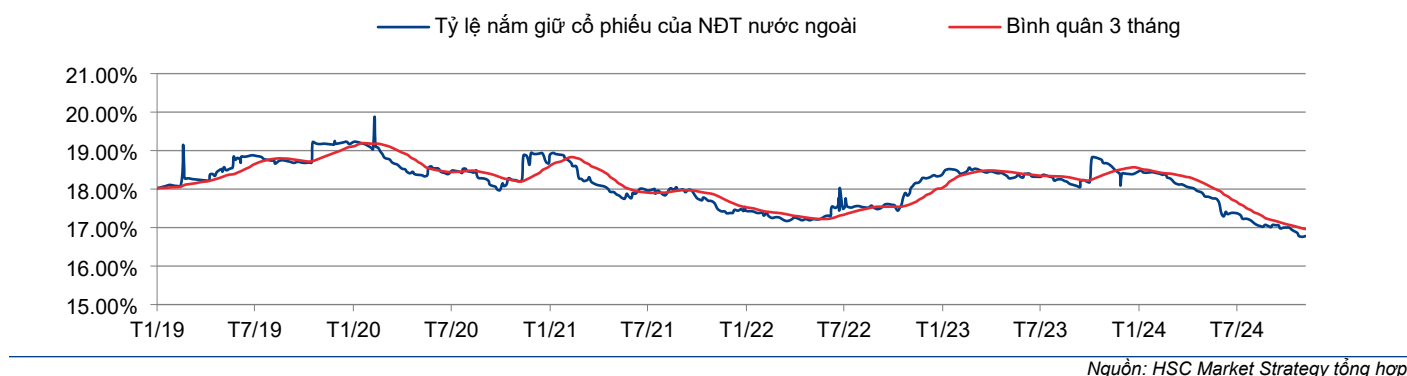
Việt Nam đã trải qua năm 2024 đầy thử thách, đánh dấu bằng cả những thách thức và thành công



Do đó, khối ngoại đã rút ròng đáng kể khỏi thị trường Việt Nam với dữ liệu sơ bộ cho thấy giá trị bán ròng vào khoảng 87,9 nghìn tỷ đồng (3,4 tỷ USD) trong năm 2024. Làn sóng rút vốn tăng mạnh trong nửa cuối năm 2024, cùng với khoảng 25,5 tỷ USD rút khỏi các thị trường mới nổi chỉ tính riêng tháng 10/2024 – mức cao nhất kể từ tháng 3/2020. Lũy kế năm 2023-2024, Việt Nam bị rút ròng khoảng 109,1 nghìn tỷ đồng (tương đương 4,4 tỷ USD), từ đó làm tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với cổ phiếu Việt Nam giảm xuống mức thấp kỷ lục là dưới 17% tổng số cổ phiếu đang lưu hành (Biểu đồ 5).

Biểu đồ 6: Tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài

Tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua



Dù nhiều yếu tố tiêu cực xảy ra, chúng tôi cho rằng sự chuyển mình của thị trường sang giai đoạn tích lũy là một tín hiệu tích cực. Mặc dù sự thiếu vắng các tín hiệu tích cực có thể làm cho thị trường chuyển động không ấn tượng, nhưng điều này lại phản ánh sự ổn định và cho thấy rằng các rủi ro giảm giá hiện đã phần nào hạn chế.

Biểu đồ 7: Các đợt điều chỉnh của chỉ số VN Index

Mức độ dao động của mỗi đợt điều chỉnh dần thu hẹp hơn



Sự kiện/ tác động	1	2	3	4
Sự kiện chính trị	Tiêu cực Chủ tịch nước Nguyễn Xuân Phúc từ chức	Tiêu cực Chủ tịch nước Võ Văn Thưởng từ chức	Trung tính Tổng Bí thư qua đời; chuyển giao lãnh đạo mới	Tích cực Ông Tô Lâm trở thành Tổng Bí thư kiêm Chủ tịch nước mới Ông Lương Cường được bổ nhiệm làm chủ tịch nước mới
Các sự kiện chính	Tiêu cực Lo ngại của NHNN về tính phòng thủ của đồng VND Nhiều tin tức bất ổn chính trị trên thế giới Chiến tranh nổ ra giữa Israel và Hamas	Tiêu cực Chiến dịch chống tham nhũng tiếp tục Chủ tịch nước thứ 2 từ chức	Trung tính Khủng hoảng trái phiếu chính quyền địa phương, nhưng đã được dự phòng từ trước Nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu ngân hàng tăng Đồng Yên thoát khỏi chênh lệch lãi suất Lo ngại về suy thoái kinh tế Mỹ	Trung tính Fed đầu tiên cắt giảm lãi suất 50 điểm cơ bản Sự bất ổn trong cuộc bầu cử Mỹ Lần đầu tiên áp dụng non-prefunding Dự thảo Chứng khoán gây lo ngại cho thị trường
Đồng VND mất giá	Tiêu cực Giảm 4.5% từ đầu năm	Tiêu cực Giảm 4.9% từ đầu năm	Tiêu cực Giảm xuống 4.4% từ đầu năm	Tiêu cực Tăng trở lại mức 4.7% từ đầu năm
Dòng vốn nước ngoài	Tiêu cực Bán ròng 450 triệu USD	Tiêu cực Bán ròng 273 triệu USD	Tiêu cực Bán ròng 298 triệu USD	Tiêu cực Bán ròng 509 triệu USD
Giao dịch của tự doanh	Tích cực Mua ròng 84 triệu USD	Tích cực Mua ròng 29 triệu USD	Tích cực Mua ròng 75 triệu USD	Tích cực Mua ròng 203 triệu USD
Giao dịch của NĐT cá nhân	Trung tính Giao dịch trong biên độ hẹp nhằm nhanh chóng thu về lợi nhuận	Trung tính Giao dịch trong biên độ hẹp nhằm nhanh chóng thu về lợi nhuận	Trung tính Giao dịch trong biên độ hẹp nhằm nhanh chóng thu về lợi nhuận	Tích cực Dòng tiền đang chờ bắt đáy
Tỷ lệ ký quỹ	Tiêu cực Bán giải chấp Tỷ lệ ký quỹ/vốn CSH là 80%	Trung tính Trong tầm kiểm soát Tỷ lệ ký quỹ/vốn CSH là 89%	Trung tính Trong tầm kiểm soát Tỷ lệ ký quỹ/vốn CSH là 89%	Trung tính Trong tầm kiểm soát Tỷ lệ ký quỹ/vốn CSH là 87%

Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp

Triển vọng năm 2025: Những bất ổn vẫn còn nhưng triển vọng tổng thể vẫn tích cực

1. Yếu tố trong nước: Niềm tin vào bộ máy lãnh đạo mới ổn định và ưu tiên tăng trưởng

Bộ máy lãnh đạo chính trị Việt Nam đang thể hiện cam kết chưa từng có về sự thống nhất trong việc đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế sau chiến dịch chống tham nhũng. Sự cấp thiết trong việc thúc đẩy nền kinh tế tiến lên là rất rõ ràng, thể hiện qua sự chuyển hướng trong cách ưu tiên quản trị. Mặc dù sự chuyển đổi này có thể là không đáng kể đứng ở góc độ bên ngoài nhưng chúng tôi nhận thấy một số thay đổi mang tính chất cơ bản: Dần dần giảm bớt điều tra chống tham nhũng thay vào đó là tập trung mạnh mẽ vào cải cách & nâng cao hiệu quả.

Những cải cách này, hiện đã và đang được triển khai, bao gồm sửa đổi & bổ sung khuôn khổ pháp lý và tinh giản bộ máy chính quyền nhằm đẩy nhanh tiến trình phê duyệt & cắt giảm chi phí. Những dấu hiệu tích cực ban đầu đang dần xuất hiện khi thị trường đang chờ đợi những kết quả hữu hình hơn. Lợi ích từ những nỗ lực này nhiều khả năng sẽ trở nên rõ ràng hơn vào năm 2025, thời điểm Việt Nam đã hoàn thiện đội ngũ lãnh đạo chủ chốt cho giai đoạn 2026–2030.

Theo quan sát của chúng tôi, chiến lược hiện tại của Chính phủ tập trung vào hai trụ cột chính:

1. **Thu hút vốn FDI và đa dạng hóa thương mại thông qua những nỗ lực ngoại giao** mạnh mẽ nhằm thu hút các cường quốc kinh tế và thị trường mới.

2. **Cải cách khuôn khổ quản lý và tinh giản bộ máy Chính phủ** để cắt giảm chi phí và nâng cao hiệu quả đầu tư công.

Những sáng kiến này nhằm giải quyết nhu cầu cấp thiết nhất của Việt Nam – tăng dòng tiền vào kích thích nền kinh tế - và đặt nền tảng cho tăng trưởng kinh tế bền vững.

1. Những nỗ lực ngoại giao

Chỉ trong vòng 3 tháng kể từ sau thời điểm chuyển giao quyền lực từ cố Tổng Bí thư Nguyễn Phú Trọng, Chính phủ đã thực hiện 28 hoạt động ngoại giao cấp cao. Những nỗ lực này đã giúp nâng tầm quan hệ với các quốc gia như Pháp & Malaysia lên Đối tác chiến lược toàn diện, mở rộng quan hệ với các thị trường mới nổi ở khu vực Trung Đông (UAE, Qatar) đồng thời đem lại những cơ hội mới tại các khu vực như BRICS, Cộng hòa Dominica và Chile.

Mục tiêu chiến lược của Chính phủ mới rất rõ ràng: Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và giảm thiểu sự phụ thuộc quá mức vào một số thị trường chính, như Mỹ. Mặc dù những sáng kiến ngoại giao này sẽ cần thời gian để hiện thực hóa nhưng điều này cho thấy một chiến lược dài hạn nhằm giảm thiểu rủi ro tập trung và mở ra các cơ hội thương mại & đầu tư mới cho nền kinh tế định hướng xuất khẩu của Việt Nam.

2. Những cải cách lớn trên toàn quốc

Chiến lược quản trị của Việt Nam đã chuyển trọng tâm từ chống tham nhũng sang chống lãng phí & kém hiệu quả, đồng thời tinh giản hệ thống chính trị để nâng cao hiệu quả hoạt động. Sự chuyển đổi này đánh dấu một giai đoạn ổn định hơn cho thị trường chứng khoán, giảm tần suất những thông tin gây ảnh hưởng tới thị trường so với thời kỳ chống tham nhũng.

Tuy nhiên, trọng tâm chính được đặt ra là hiệu quả thực thi, một trong những thách thức hiện hữu với Việt Nam. Các cải cách đang diễn ra nhằm loại bỏ các chức năng chồng chéo, giảm bớt các lớp trung gian của bộ máy hành chính và làm rõ trách nhiệm trong cấu trúc tổ chức. Sáng kiến này được coi là một "cuộc cách mạng" trong quản trị, mang lại những thay đổi mang tính cấu trúc trên toàn bộ hệ thống Đảng và chính trị.

Cải cách pháp lý cũng đã trở thành trọng tâm của chương trình kỳ họp lần này. Kỳ họp thứ 8 của Quốc hội đã giải quyết khối lượng công việc lập pháp chưa từng có, phản ánh tính cấp thiết của việc cải cách. Tính riêng trong kỳ họp này, 18 bộ luật mới và 21 nghị định đã được thông qua, cùng với việc đóng góp ý kiến cho 10 dự thảo luật khác (Bảng 7). Những cải cách này nhằm giải quyết những nút thắt trọng yếu trong quản lý nhà nước, cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực.

Những sửa đổi đáng chú ý bao gồm Luật Điện lực, Luật Chứng khoán và Luật Đầu tư công, nhằm giải quyết tình trạng kém hiệu quả mang tính hệ thống và giải phóng tiềm năng kinh tế của Việt Nam. Những cải cách này không chỉ đơn thuần là một sự thay đổi chính sách mà còn là động lực dài hạn cho sự chuyển đổi kinh tế, mở đường cho tăng trưởng bền vững.

Bảng 8: Những dự luật quan trọng được thảo luận tại kỳ họp Quốc hội khóa XV

Qua các kỳ họp có thể thấy Chính phủ ngày càng chú trọng hơn đến vấn đề kinh tế

	2021 Kỳ họp thứ 2	2022 Kỳ họp thứ 3	2022 Kỳ họp thứ 4	2023 Kỳ họp thứ 5	2023 Kỳ họp thứ 6	2024 Kỳ họp thứ 7	2024 Kỳ họp thứ 8
Các luật được thông qua	2	5	6	9	9	10	18
Các luật được xem xét	5	6	8	9	8	11	10
Các luật liên quan tới kinh tế	1	2	7	9	5	4	11
Những luật quan trọng	1. Luật Kinh doanh Bảo hiểm*	1. Luật Kinh doanh Bảo hiểm* 2. Luật Kinh doanh xăng dầu*	1. Luật Kinh doanh xăng dầu* 2. Luật Đất đai* 3. Luật Đấu thầu* 4. Luật Hợp tác xã* 5. Luật Bảo vệ người tiêu dùng* 6. Luật Giá* 7. Luật Giao dịch điện tử*	1. Luật Đất đai* 2. Luật Đấu thầu* 3. Luật Hợp tác xã* 4. Luật Bảo vệ người tiêu dùng* 5. Luật Giá* 6. Luật Giao dịch điện tử* 7. Luật Các tổ chức tín dụng* 8. Luật Kinh doanh BDS* 9. Luật Nhà ở*	1. Luật Đất đai* 2. Luật Các tổ chức tín dụng* 3. Luật Kinh doanh BDS* 4. Luật Nhà ở* 5. Luật Đấu giá tài sản*	1. Luật Đấu giá tài sản* 2. Luật Công đoàn* 3. Luật Quy hoạch đô thị và nông thôn 4. Luật Thuế GTGT*	1. Luật Đầu tư 2. Luật PPP 3. Luật Đấu thầu 4. Luật Điện lực* 5. Luật Chứng khoán* 6. Luật Ngân sách Nhà nước 7. Luật Quản lý sử dụng vốn Nhà nước 8. Luật Đầu tư công* 9. Luật Thuế doanh nghiệp* 10. Luật thuế GTGT* (sửa đổi) 11. Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt*

Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp

Tư duy đổi mới về tăng trưởng GDP và đầu tư công sẽ là trọng tâm từ năm 2025

Gần đây, Tổng Bí thư Tô Lâm nhấn mạnh rằng Chính phủ đang đơn giản hóa các quy trình nhằm đạt được nhiều hơn là chỉ cải thiện hiệu quả hành chính hay tối ưu hóa ngân sách (mặc dù đây là những lợi ích đáng kể). Hiện tại, khoảng 70% chi tiêu Chính phủ hiện được phân bổ cho các cơ quan hành chính và chỉ để lại 30% dành cho phát triển & đầu tư. Thông qua việc tinh giản hóa các quy trình hành chính, Việt Nam có thể đẩy nhanh quá trình thực thi, giảm lãng phí và gia tăng đáng kể các nguồn lực khả dụng cho đầu tư.

Tham vọng hơn, đội ngũ lãnh đạo mới đã đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt hai con số, một cột mốc quan trọng để Việt Nam chuyển mình trở thành quốc gia có thu nhập trung bình cao từ những năm 2030. Nỗ lực cải cách bộ máy và loại bỏ tình trạng kém hiệu quả, cùng việc sửa đổi luật & quy định, đóng vai trò quan trọng trong việc giải quyết các nút thắt và giải phóng tiềm năng tăng trưởng tiềm ẩn của Việt Nam.

Để đặt tầm nhìn này vào bối cảnh, HSC đã phân tích các tiền lệ lịch sử từ các nền kinh tế như Đài Loan, Singapore và Hàn Quốc. Khi GDP bình quân đầu người của những quốc gia này tương đương Việt Nam hiện tại (khoảng 4.000 USD), họ đã duy trì tăng trưởng hai con số trong thời gian dài, từ đó thúc đẩy quá trình chuyển mình của nền kinh tế. Tương tự, Malaysia đã duy trì mức tăng trưởng hàng năm trên 9% trong giai đoạn tương tự.

Biểu đồ 9: Tăng trưởng GDP của các “Con Hổ châu Á”

Còn nhiều dư địa để cải thiện tốc độ tăng trưởng GDP

Năm	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Việt Nam																									
Tăng trưởng GDP (%)	4.8	6.8	6.2	6.3	6.9	7.5	7.5	7.0	7.1	5.7	5.4	6.4	6.4	5.5	5.6	6.4	7.0	6.7	6.9	7.5	7.4	2.9	2.6	8.1	5.0
GDP bq đầu người (USD)	367	395	409	435	485	552	693	791	913	1,158	1,226	1,684	1,954	2,190	2,367	2,559	2,595	2,761	2,992	3,267	3,491	3,586	3,760	4,179	4,347
Đài Loan																									
Tăng trưởng GDP (%)	16.6	16.0	15.2	16.3	19.9	29.9	34.1	7.4	20.1	17.2	19.7	20.9	24.8	18.5	7.4	11.9	11.5	4.8	17.0	12.8	8.1	11.5	11.0	12.2	11.8
GDP bq đầu người (USD)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,367	2,691	2,675	2,882	3,203	3,294	4,008	5,325	6,338	7,576	8,167	9,082	10,716
Singapore																									
Tăng trưởng GDP (%)	13.5	13.8	13.9	12.4	13.3	10.6	6.1	4.0	7.4	6.9	7.8	9.6	10.1	10.8	7.1	8.6	8.8	-0.6	1.3	10.8	11.3	10.2	9.8	6.7	6.6
GDP bq đầu người (USD)	2,169	2,488	2,834	3,280	3,857	4,740	5,755	6,068	6,542	7,033	7,791	8,870	10,717	11,984	12,840	14,195	15,274	14,935	14,960	16,415	18,774	20,918	23,134	25,053	26,285
Hàn Quốc																									
Tăng trưởng GDP (%)	13.2	14.6	10.1	10.5	7.2	14.9	9.5	7.8	13.2	12.3	11.0	8.7	-1.6	7.2	8.3	13.4	10.6	7.8	11.3	12.7	12.0	7.1	9.9	10.8	6.2
GDP bq đầu người (USD)	198	243	279	301	324	407	563	617	834	1,056	1,406	1,784	1,715	1,883	1,993	2,199	2,413	2,482	2,835	3,555	4,749	5,817	6,610	7,637	8,127
Malaysia																									
Tăng trưởng GDP (%)	9.4	11.7	8.3	0.8	11.6	7.8	6.7	9.3	7.4	6.9	5.9	6.3	7.8	-1.0	1.2	5.2	9.9	9.1	9.0	9.5	8.9	9.9	9.2	9.8	10.0
GDP bq đầu người (USD)	402	467	693	838	800	928	1,075	1,304	1,648	1,853	1,843	1,925	2,123	2,311	2,065	1,783	2,007	2,135	2,282	2,513	2,728	3,194	3,512	3,802	4,405

Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp

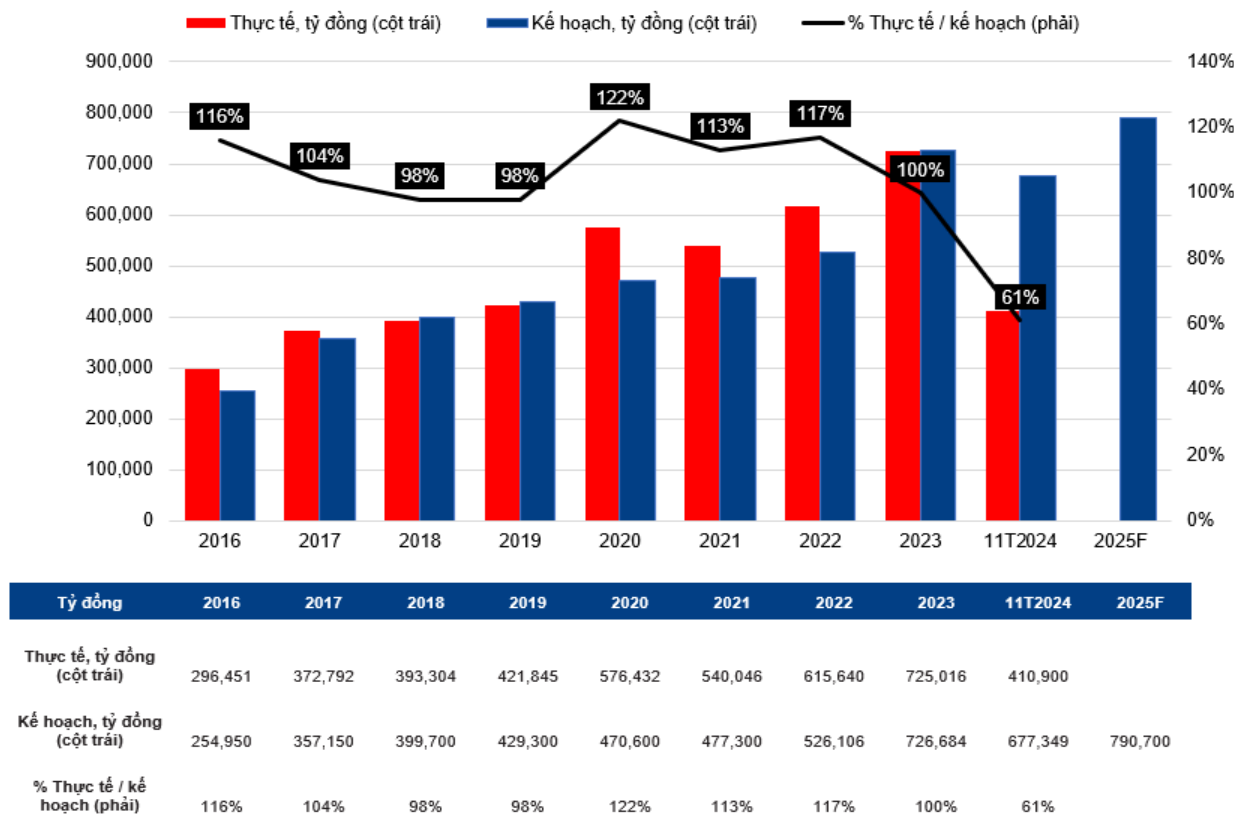
Mặc dù mức tăng trưởng GDP 7% hiện tại của Việt Nam là một thành tích đáng ghi nhận, trong đó Chuyên gia kinh tế Phạm Vũ Thăng Long của HSC dự báo GDP sẽ tăng trưởng 6,7% trong năm 2025, tuy nhiên nền kinh tế vẫn có nhiều dư địa để tăng tốc. Mục tiêu tăng trưởng hai con số đầy tham vọng của tân Tổng Bí thư, mặc dù đầy thách thức, nhưng là cần thiết để đưa Việt Nam thoát khỏi bẫy thu nhập trung bình. Để đạt được mục tiêu này, Chính phủ cần phải thực hiện thành công các cải cách toàn diện, từ tinh giản đến hiện đại hóa bộ máy quản lý.

Thời gian tới, ông Tô Lâm nhấn mạnh rằng Việt Nam sẽ cần duy trì mức tăng trưởng hai con số liên tục để đạt được vị thế thu nhập trung bình cao vào năm 2030 và vị thế thu nhập cao vào năm 2045. Mặc dù vẫn còn quá sớm để đưa ra kết luận chắc chắn về triển vọng của Việt Nam nhưng lập trường chủ động của đội ngũ lãnh đạo mới cho thấy cam kết trong việc đẩy nhanh tiến độ chuyển đổi kinh tế & nâng tầm Việt Nam lên vị thế một thị trường mới nổi hàng đầu.

Đối với đầu tư công, Việt Nam đến nay đã đạt được các mục tiêu ngân sách đề ra (Biểu đồ 9). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng Chính phủ có đủ năng lực để vượt qua mục tiêu này, dựa trên dư địa tài khóa để đẩy mạnh chi tiêu hoặc mở rộng ngân sách kể từ năm 2025. Đáng chú ý, nợ công của Việt Nam hiện ở mức khoảng 37,6% GDP, thấp hơn nhiều so với mức trần 60% (Biểu đồ 10). HSC tin rằng câu chuyện về đầu tư công sẽ đóng vai trò lớn đối với thị trường Việt Nam kể từ năm 2025. Để biết thêm chi tiết về đầu tư công và tăng trưởng GDP, vui lòng tham khảo mục Kinh tế của Bộ phận Kinh tế vĩ mô của HSC, do ông Phạm Vũ Thăng Long đứng đầu, ở phần sau của báo cáo này.

Biểu đồ 10: Giải ngân vốn đầu tư công

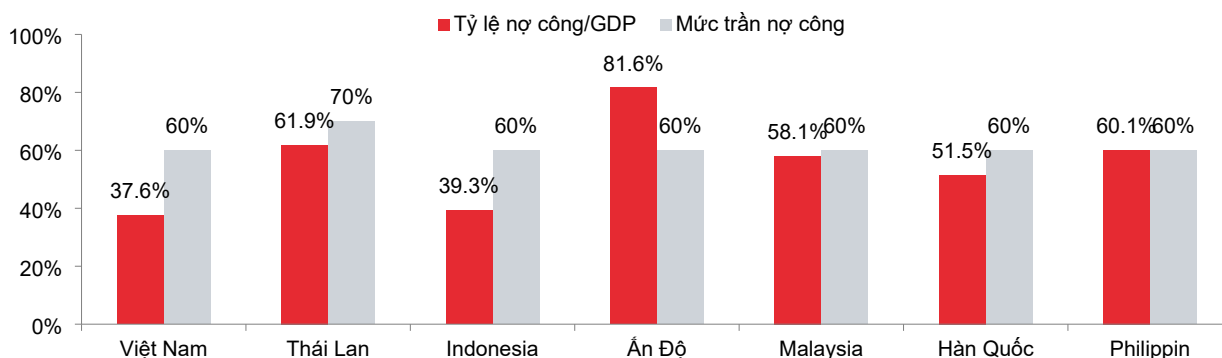
Tổng vốn đầu tư công giải ngân luôn thấp hơn kế hoạch, gây áp lực lên tăng trưởng kinh tế



Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp

Biểu đồ 11: Tỷ lệ nợ công/GDP năm 2023 của Việt Nam và một số nước khác trong khu vực

Việt Nam nổi bật với tỷ lệ nợ công/GDP thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực



Nguồn: Investing, HSC Market Strategy tổng hợp

3. Nâng hạng thị trường: Nâng hạng của FTSE, hệ thống giao dịch mới và triển vọng xếp hạng tín nhiệm quốc gia

Tham vọng của Việt Nam đạt được nâng hạng lên Thị trường Mới nổi là một yếu tố nền tảng trong chương trình cải cách toàn diện của Việt Nam. Một cột mốc quan trọng trong quá trình này là việc gỡ bỏ yêu cầu ký quỹ cho nhà đầu tư tổ chức nước ngoài vào tháng 11/2024, đáp ứng điều kiện hàng đầu để được nâng hạng của FTSE. Dù vẫn còn một số rào cản như triển khai cơ chế đối tác thanh toán trung tâm CCP để bù trừ ETF, lộ trình mà Chính phủ đặt ra để đảm bảo được nâng hạng thị trường vào năm 2025–2026 thể hiện cam kết mạnh mẽ với cải cách.

Các nhà đầu tư đang theo dõi chặt chẽ diễn biến liên quan đến quyết định phân loại lại của FTSE. Mặc dù có khả năng Việt Nam sẽ chỉ được đưa vào danh sách rút gọn vào tháng 9/2025 và chính thức được nâng hạng vào tháng 3/2026, nhưng câu chuyện về đợt nâng hạng sắp tới vẫn tiếp tục tạo ra sự kỳ vọng. Tầm nhìn của thị trường xung quanh cột mốc này sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc định hình cả rủi ro và tiềm năng cho năm 2025.

Một khía cạnh khác không kém phần quan trọng là xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam. Trong đó, Việt Nam hiện đang xếp hạng thấp hơn một bậc so với mức đầu tư (Biểu đồ 11), và rất có thể đang chuẩn bị cho một đợt nâng cấp tiềm năng trong vòng 2–3 năm tới dựa trên tiến triển bền vững của các cải cách pháp lý & quy định. Nếu được nâng cấp lên định mức đầu tư, Việt Nam sẽ hưởng những lợi ích mang tính chuyển đổi, bao gồm chi phí vay thấp hơn và tăng cường niềm tin của nhà đầu tư.

Những nỗ lực để nâng cấp xếp hạng tín nhiệm quốc gia và nâng hạng thị trường chứng khoán lên Mới Nổi sẽ không chỉ nâng cao vị thế kinh tế của Việt Nam mà còn thúc đẩy đáng kể sự phát triển của thị trường tài chính. Mặc dù Việt Nam cần thêm thời gian để được nâng cấp xếp hạng tín nhiệm quốc gia nhưng tâm lý xung quanh câu chuyện dài hạn này có khả năng sẽ đi trước thông báo chính thức, từ đó gia tăng sức hút của thị trường Việt Nam đối với các nhà đầu tư toàn cầu.

Biểu đồ 12: Định giá thị trường Việt Nam và một số thị trường khác trong khu vực

Chỉ số VN Index của Việt Nam đang chiết khấu hơn so với chỉ số thị trường của các nước khác trong khu vực, mặc dù tăng trưởng EPS và ROE cao hơn



Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp

4. Ví mô và lợi nhuận doanh nghiệp hồi phục

HSC lạc quan về triển vọng phục hồi kinh tế vĩ mô cùng với tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp. Chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 17,6% trong năm 2025, cao hơn so với mức tăng trưởng ước tính 17,5% trong năm 2024. Mặc dù tăng trưởng giữa các ngành sẽ có sự chênh lệch nhưng xu hướng phục hồi được kỳ vọng sẽ diễn ra sâu rộng và mạnh mẽ hơn so với năm 2024.

Các chỉ báo kinh tế vĩ mô chính, bao gồm KNXXK, FDI thực hiện, chỉ số PMI, chỉ số IIP, doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ và số lượng du khách, tiếp tục cho thấy xu hướng tích cực (Biểu đồ 12). Mặc dù xu hướng phục hồi hình chữ U nhưng nền xu hướng cho thấy các yếu tố cơ bản của nền kinh tế đang được cải thiện. Vui lòng xem dự báo chi tiết của Bộ phận Kinh tế vĩ mô của HSC do ông Phạm Vũ Thăng Long đứng đầu trong chuyên mục Kinh tế của báo cáo này.

Bảng 13: Các chỉ số kinh tế vĩ mô chính của Việt Nam

Chỉ số	T1/24	T2/24	T3/24	T4/24	T5/24	T6/24	T7/24	T8/24	T9/24	T10/24	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	34.5	24.6	33.6	31.0	32.2	33.6	36.2	37.7	34.1	35.59	92.7	96.8	108.6
Cán cân thương mại (triệu USD)	3,630	1,380	2,780	1,070	-460	3,200	2,360	4,050	2,320	1,990	7,792	3,811	8,730
Giải ngân vốn FDI (tỷ USD)	1.4	1.3	1.8	1.6	1.9	2.5	1.7	1.6	3.2	2.3	4.6	6.2	6.5
Giải ngân vốn đầu tư công (nghìn tỷ đồng)	31.5	28.4	29.9	35.2	18.6	53.0	29.9	42.5	46.1	40.5	89.8	106.8	118.4
PMI	50.3	50.4	49.9	50.3	50.3	54.7	54.7	52.4	47.3	51.2	50.2	51.7	51.4
Chỉ số sản xuất công nghiệp (%)	18.8	-5.9	4.7	7.3	10.0	12.3	11.2	9.5	10.8	7.0	5.9	9.9	10.5
Tăng trưởng doanh thu bán lẻ (giá trị danh nghĩa, %)	8.1	8.5	9.2	9.0	9.5	9.1	9.4	7.9	7.6	7.1	8.6	9.2	8.3
Doanh thu bán lẻ danh nghĩa (nghìn tỷ đồng)	521.7	506.5	511.9	520.1	516.7	521.2	528.2	526.6	535.8	545.7	1,537	3,098	4,703
Tổng số lượng du khách (triệu)	1.5	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.4	1.3	1.4	4.6	4.0	3.8
Tăng trưởng số du khách (% so với cùng kỳ)	(+74%)	(+64%)	(+79%)	(+58%)	(+51%)	(+28%)	(+11%)	(+17%)	(+20%)	(+28%)	(+77%)	(+43%)	(+43%)
Tăng trưởng tín dụng (từ đầu năm, %)	-0.6	-0.7	1.4	2.0	2.4	6.0	5.6	6.6	9.0	10.1	1.4	6.0	9.0
Lạm phát (CPI, so với cùng kỳ)	3.4	4.0	4.0	4.4	4.4	4.3	4.3	3.4	2.6	2.9	3.8	4.4	3.4
Tỷ giá USD/VND (bình quân; do Vietcombank niêm yết)	24,595	24,820	24,970	25,458	25,474	25,473	25,420	24,780	23,875	25,270	24,795	25,468	24,691

Ghi chú: Màu xanh: tăng so với cùng kỳ, màu đỏ: giảm so với cùng kỳ.
 Nguồn: HSC Market Strategy tổng hợp, GSO

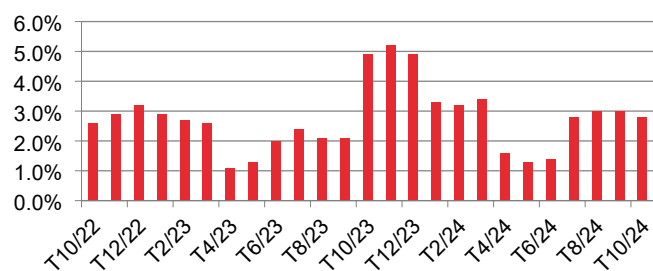
Những yếu tố toàn cầu: Những dự báo và xác định rủi ro của thị trường trong nước

Nền kinh tế Mỹ

Mặc dù HSC không phân tích chi tiết về diễn biến kinh tế toàn cầu nhưng dựa trên những quan sát của chúng tôi, sự ổn định của nền kinh tế toàn cầu phần lớn phụ thuộc vào việc nền kinh tế Mỹ hạ cánh mềm thành công. Những số liệu gần đây cho thấy sự vững chắc của nền kinh tế Mỹ. Trong Q3/2024, GDP tăng trưởng ổn định 2,8% so với cùng kỳ (Biểu đồ 13) với tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức có thể kiểm soát là 4,1% tính đến tháng 10/2024 (Biểu đồ 14). Ngoài ra, chỉ số PCE tiếp tục xu hướng giảm (Biểu đồ 15), từ đó củng cố sự lạc quan về việc Mỹ sẽ tránh được một cuộc hạ cánh cứng.

Biểu đồ 14: Tăng trưởng GDP của Mỹ (% so với cùng kỳ)

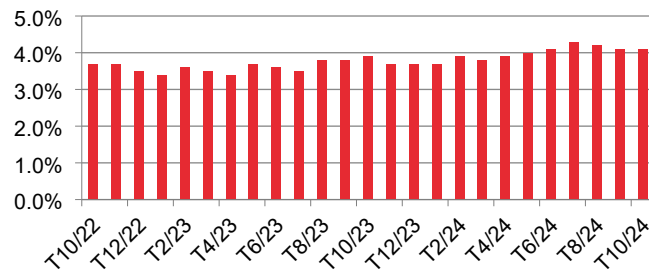
GDP Q3/2024 của Mỹ đạt 2,8% so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 15: Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ (%)

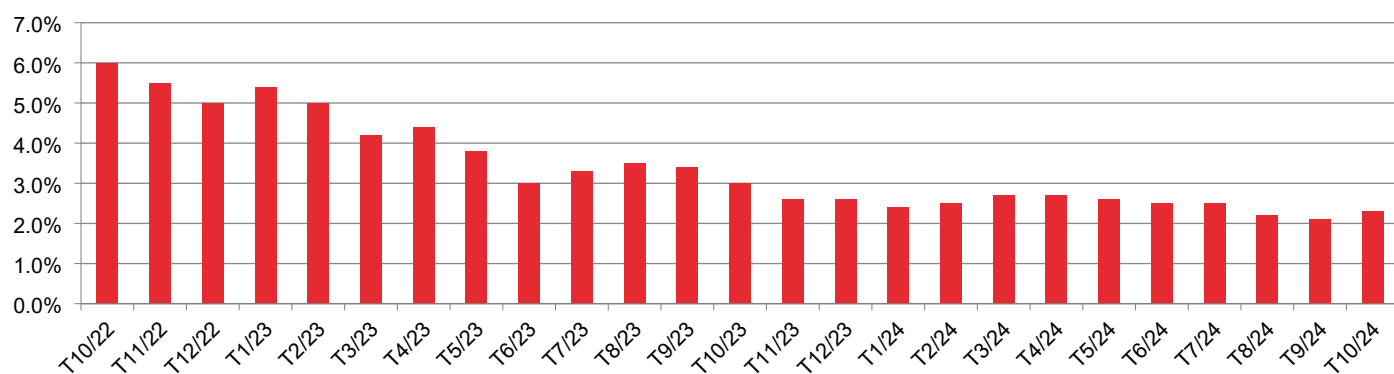
Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ trong T10/2021 duy trì ở mức 4,1%



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 16: Chỉ số PCE của Mỹ (% so với cùng kỳ)

Thước đo lạm phát mà Fed ưa chuộng – PCE đang có xu hướng hạ nhiệt



Nguồn: Bloomberg

Những chính sách kinh tế do Tổng thống đắc cử Donald Trump đề xuất bao gồm: Cắt giảm thuế TNDN & TNCN, thành lập Bộ Hiệu quả chính phủ tập trung vào việc bãi bỏ quy định & tối ưu hóa ngân sách. Những sáng kiến này có thể giúp bù đắp sự gia tăng của chi phí nhập khẩu trong khi vẫn kiểm soát được lạm phát, giúp vực dậy nền kinh tế.

Thị trường Mỹ hiện đang phản ánh kịch bản hạ cánh mềm, góp phần đưa chỉ số S&P 500 tăng lên mức cao kỷ lục. Sau giai đoạn đầu mang tính đầu cơ từ chiến thắng bầu cử của ông Trump, các chính sách thương mại và biện pháp thuế quan của ông dự kiến sẽ mang lại sự ổn định cho cả thị trường chứng khoán và chỉ số DXY. Với sự phụ thuộc ngày càng lớn của Việt Nam vào các thị trường toàn cầu, việc duy trì triển vọng rõ ràng tích cực về kinh tế Mỹ có thể thúc đẩy dòng vốn quay trở lại các thị trường mới nổi (EMs), đặc biệt là các tài sản rủi ro cao như Việt Nam. Xu hướng này sẽ là một trọng tâm quan trọng trong năm 2025.

Triển vọng thương mại Mỹ - Việt Nam: Rủi ro và cơ hội

Đối với Việt Nam, mối bất định lớn nhất nằm ở khả năng áp thuế của Mỹ dưới thời chính quyền Tổng thống Trump. Những chính sách thuế quan dự kiến này có thể tạo ra thách thức đáng kể đối với tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, câu chuyện này vẫn có cả mặt tích cực và tiêu cực.

Dự đoán định hướng chính sách của ông Trump trong nhiệm kỳ thứ hai mặc dù rất khó nhưng số liệu quá khứ từ nhiệm kỳ đầu tiên của ông (giai đoạn 2016–2021) cho thấy một số thông tin như sau: Trong giai đoạn này, Việt Nam nổi lên như một quốc gia hưởng lợi chính từ chiến lược Trung Quốc+1 sau khi các doanh nghiệp sản xuất toàn cầu đa dạng hóa cơ sở sản xuất để tránh mức thuế suất cao của Mỹ áp dụng cho hàng hóa Trung Quốc. Động lực này đã giúp Việt Nam thu hút mạnh mẽ dòng vốn FDI, đồng thời củng cố vị thế của Việt Nam như một trung tâm sản xuất trong khu vực.

Trong nhiệm kỳ thứ hai của ông Trump, khả năng áp dụng các chính sách thuế quan cho hàng hóa Trung Quốc - thuế suất có thể lên tới 60% với mức thuế suất bổ sung

10% - có thể tiếp tục đẩy nhanh xu hướng này. Việt Nam đang có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội này nhờ:

1. **Lợi thế về vị trí chiến lược:** Gần các tuyến vận tải biển quan trọng và các thị trường trong khu vực.
2. **Chi phí nhân công cạnh tranh:** Dồi dào lực lượng lao động có tay nghề.
3. **Giá bán điện cạnh tranh:** Giá điện của Việt Nam phải chăng nhất khu vực Đông Nam Á và xếp thứ 42 trên toàn cầu.
4. **Các chính sách kịp thời của Chính phủ:** Đề xuất các ưu đãi để thu hút vốn FDI, đặc biệt là trong bối cảnh triển khai thuế tối thiểu toàn cầu (GMT)..

Rủi ro: Việt Nam trực tiếp bị đánh thuế

Kịch bản xấu nhất là Mỹ áp thuế trực tiếp vào Việt Nam, do các diễn biến chính trị hoặc do sự mất cân bằng thương mại giữa hai nước. Mặc dù Việt Nam có thể nỗ lực giảm thiểu mức thâm hụt này bằng cách tăng nhập khẩu từ Mỹ - như LNG hoặc tàu bay - nhưng những biện pháp này có thể không đủ, do thực trạng về cấu trúc nền kinh tế toàn cầu, giữa những nền kinh tế tiêu dùng thu nhập cao và những quốc gia sản xuất định hướng xuất khẩu.

Rủi ro này rất khó để đo lường do hoàn toàn phụ thuộc vào các cuộc đàm phán ngoại giao. Thị trường dự báo nếu chính sách thuế quan này được áp dụng, tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 có thể giảm từ mức bình quân 16–18% xuống bình quân 4–5%. HSC thấy rằng tác động thực tế trong dài hạn có thể nghiêm trọng hơn nhiều, tạo ra một viễn cảnh ảm đạm cho nền kinh tế Việt Nam.

Tuy nhiên, vị thế ngoại giao của Việt Nam khác biệt rõ rệt so với Trung Quốc, cụ thể Việt Nam đã giảm thiểu các rủi ro tiềm ẩn sau các cuộc đàm phán trong nhiệm kỳ đầu tiên của ông Trump. HSC dự báo Việt Nam sẽ áp dụng cách tiếp cận tương tự trong trường hợp căng thẳng thương mại leo thang và thực tế là quy mô nền kinh tế Việt Nam không đủ lớn để trở thành mục tiêu thương mại hàng đầu của Mỹ.

Mặc dù khả năng Mỹ áp dụng thuế suất bổ sung cho Việt Nam vẫn tương đối thấp nhưng mức độ thiệt hại nếu chính sách này được áp dụng là rất lớn và cần được theo dõi chặt chẽ. Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2025 sẽ phụ thuộc rất lớn vào sự rõ ràng của những chính sách này. Cho đến thời điểm đó, đây vẫn là một khía cạnh quan trọng với nhiều bất ổn cần được xem xét kỹ lưỡng.

Định giá thị trường và dự báo chỉ số

Lợi nhuận và định giá

Theo ngành (Biểu đồ 16), HSC dự báo ngành Xây dựng, Vật liệu xây dựng, phát triển BĐS (cả nhà ở và KCN) sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn. Mời xem phần Báo cáo nhanh về ngành trong báo cáo này do các chuyên gia của HSC là Hồ Thị Kiều Trang và Võ Thị Ngọc Hân phân tích.

HSC cũng nhận thấy ngành Dầu khí (do ông Nguyễn Hoàng Nam đứng đầu), trong khi ngành Tài chính & Ngân hàng (do bà Phạm Liên Hà đứng đầu) và Tiêu dùng (do bà Trần Hương Mỹ đứng đầu) được dự báo sẽ tăng trưởng vừa phải hơn. Mời xem Báo cáo tương ứng ở phần sau của báo cáo này.

Từ các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị, HSC dự báo tổng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2025, so với tăng trưởng 14,3% trong năm 2024. Hầu hết các ngành được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2025, so với nhiều ngành tăng trưởng âm trong năm 2024, báo hiệu một sự phục hồi trên diện rộng hơn. Tuy nhiên, thời điểm phục hồi có sự khác biệt giữa các ngành, cho thấy sự phục hồi luân chuyển giữa các ngành sau khi chạm đáy vào năm 2023.

Trong khi ngành Tiêu dùng, Vật liệu xây dựng và Ô tô & Phụ tùng được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2025 so với mức tăng trưởng cao trong năm 2024 (từ mức nền rất thấp trong năm 2023), các ngành như phát triển BĐS và Dầu khí đang phục hồi từ mức nền âm. Chúng tôi dự báo dòng tiền sẽ luân chuyển giữa các ngành khi nhà đầu tư tìm đến các cơ hội hấp dẫn.

Nhìn chung, HSC kỳ vọng vào sự cải thiện chung trong tâm lý tiêu dùng khi ngành BĐS phục hồi trong 6–12 tháng tới, điều này cũng sẽ thúc đẩy tăng trưởng ở các

ngành khác như Tài chính & Ngân hàng. Khối ngoại liên tiếp bán ròng đã gây sức ép lên giá các cổ phiếu vốn hóa lớn chất lượng, trong đó nhiều cổ phiếu đang giao dịch dưới giá trị tiềm năng. HSC ưu tiên lựa chọn cổ phiếu cụ thể thay vì phân bổ theo ngành, những cái tên đáng chú ý mà chúng tôi muốn nhấn mạnh từ các cổ phiếu hàng đầu của mình bao gồm: VCB, TCB, CTG, SSI, PDR, CTD, IDC, VGC, PVD, HPG, DGC và MWG.

Bảng 17: Dự báo tăng trưởng lợi nhuận ngành & tiềm năng tăng giá từ mức thị giá hiện tại, các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC trên sàn HSX

STT	Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng tổng lợi nhuận thuần năm 2024	Tăng trưởng tổng lợi nhuận thuần năm 2025	Tiềm năng tăng giá (%)	Quan điểm của HSC
1	Tài chính: Ngân hàng	46.7%	15.5%	16.6%	19.5%	Trung lập
2	Tiêu dùng	11.9%	46.3%	16.6%	25.6%	Trung lập
3	Công nghiệp: Vật liệu xây dựng	4.8%	83.6%	29.7%	28.9%	Nâng tỷ trọng
4	Công nghiệp: Giao thông vận tải	0.6%	-33.4%	2.1%	24.4%	Trung lập
5	Công nghiệp: Ô tô và phụ tùng	0.1%	49.7%	26.6%	20.8%	Trung lập
6	Công nghiệp: Tư liệu sản xuất	0.4%	5.5%	2.7%	13.9%	Trung lập
7	Công nghiệp: Hàng không	3.2%	N/a	-23.0%	13.2%	Nâng tỷ trọng
8	Bất động sản: Nhà ở	7.0%	-24.7%	19.5%	10.7%	Trung lập
9	Bất động sản: Khu công nghiệp	1.2%	-54.4%	46.8%	22.0%	Nâng tỷ trọng
10	Bất động sản: Bán lẻ	1.0%	-10.5%	-7.6%	22.1%	Trung lập
11	Đa ngành	3.8%	-19.1%	108.4%	5.6%	Hạ tỷ trọng
12	Năng lượng: Dầu khí	4.4%	-1.4%	40.9%	24.4%	Trung lập
13	Năng lượng & Dịch vụ tiện ích: Khí, Nước	2.7%	26.0%	17.2%	19.3%	Nâng tỷ trọng
14	Công nghệ	5.6%	19.6%	21.5%	4.4%	Trung lập
15	Vật liệu – Hóa chất	1.9%	13.3%	15.7%	20.5%	Nâng tỷ trọng
16	Nông nghiệp: Thủy sản, Gạo, và Cao su	0.6%	28.1%	24.6%	21.6%	Trung lập
17	Dệt may	0.2%	27.5%	17.3%	15.2%	Nâng tỷ trọng
18	Dịch vụ y tế	0.4%	-22.8%	8.5%	-0.4%	Hạ tỷ trọng
19	Tài chính: Chứng khoán	2.2%	15.7%	22.0%	30.7%	Nâng tỷ trọng
20	Tài chính: Bảo hiểm	1.0%	4.8%	15.8%	14.7%	Trung lập
21	Bất động sản: Xây dựng & Vật liệu xây dựng	0.2%	62.0%	25.2%	43.3%	Nâng tỷ trọng
Tổng cộng		100.0%	14.3%	19.5%	18.9%	

Nguồn: HSC

Định giá và dự báo chỉ số

Trong danh sách khuyến nghị, HSC dự báo tăng trưởng tổng lợi nhuận ròng đạt 15% trong năm 2025, cao hơn so với mức tăng trưởng trong năm 2024 nhưng từ mức nền cao hơn. Hầu hết các ngành được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2025, so với nhiều ngành tăng trưởng âm trong năm 2024, báo hiệu một sự phục hồi trên diện rộng hơn. Tuy nhiên, thời điểm phục hồi có sự khác biệt giữa các ngành, cho thấy sự phục hồi luân chuyển giữa các ngành sau khi chạm đáy vào năm 2023.

HSC đặt mục tiêu chỉ số VNIndex sẽ đạt 1.468 điểm tại thời điểm cuối năm 2025, tương đương tiềm năng tăng giá 18,3% trong 12 tháng tới (tại thời điểm ngày 4/12/2024) và P/E dự phóng là 12,6 lần (gần với bình quân 3 năm). Đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi dự báo lợi nhuận tăng trưởng 17,6%, trong khi chúng tôi giả định lợi nhuận của những cổ phiếu không nằm trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng theo tăng trưởng GDP là 6,7% (dựa trên dự báo của HSC).

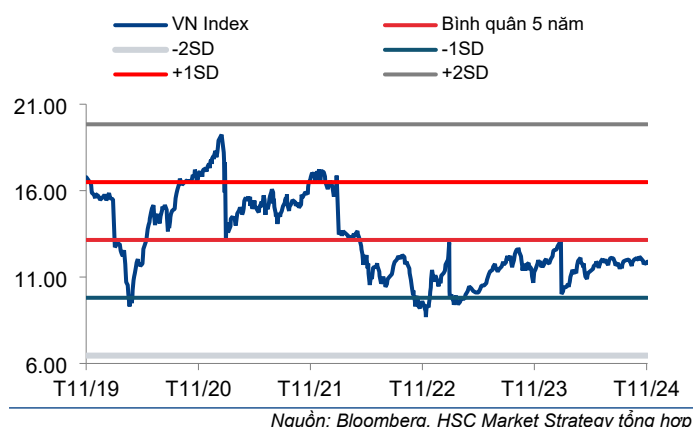
Tính đến ngày 4/12/2024, chỉ số VNIndex có định giá tương đối hấp dẫn và đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng thấp hơn bình quân 5 năm. Ngoài ra, tăng trưởng EPS

và P/E của thị trường Việt Nam trong năm 2024 (Biểu đồ 19) và 2025 (Biểu đồ 20) cho thấy sức hấp dẫn ngày càng lớn của Việt Nam. Nhờ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, định giá hấp dẫn và tỷ suất lợi nhuận đứng đầu trong khu vực ASEAN, Việt Nam vẫn là điểm đến đầu tư hàng đầu.

Đối với kịch bản cơ sở, mục tiêu chỉ số của chúng tôi xác định theo cách tiếp cận từ dưới lên. Tuy nhiên, VNIndex rất nhạy cảm với các điều chỉnh do động lực của thị trường, đặc biệt là đối với một năm nhiều sự kiện như năm 2025. Những động lực chính được kỳ vọng bao gồm: Tiềm năng được nâng hạng thị trường và/hoặc dòng vốn của khối ngoại quay trở lại các thị trường mới nổi, có thể giúp nâng cao tiềm năng tăng giá, từ đó giúp thị trường được định giá lại cao hơn và thu hẹp chênh lệch định giá giữa Việt Nam và khu vực. Trong trường hợp đó, HSC sẽ xem xét điều chỉnh mục tiêu chỉ số lên cao hơn để phản ánh một mức định giá cao hơn được thị trường áp dụng cho VNIndex so với phương pháp cách tiếp cận đơn giản từ dưới lên.

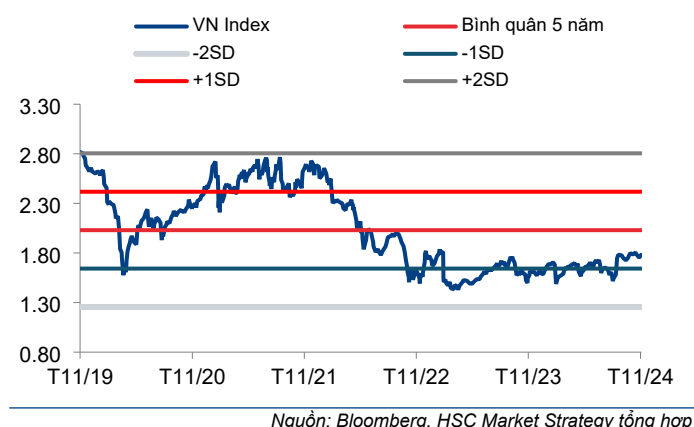
Biểu đồ 18: P/E dự phóng của VN Index

P/E dự phóng của VN Index vẫn nằm trong khoảng -1 độ lệch chuẩn và bình quân 5 năm, cho thấy định giá hấp dẫn vẫn còn



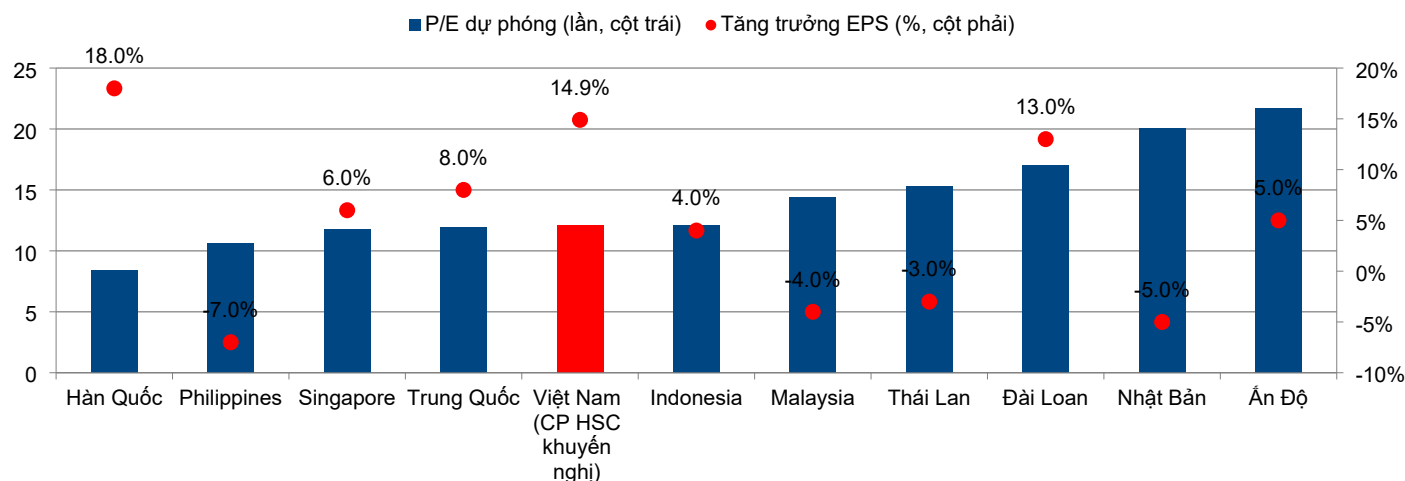
Biểu đồ 19: P/B dự phóng của VN Index

P/B dự phóng của VN Index cũng thuộc khoảng -1 độ lệch chuẩn và bình quân 5 năm, cho thấy cổ phiếu vẫn giao dịch ở mức giá thấp hơn định giá



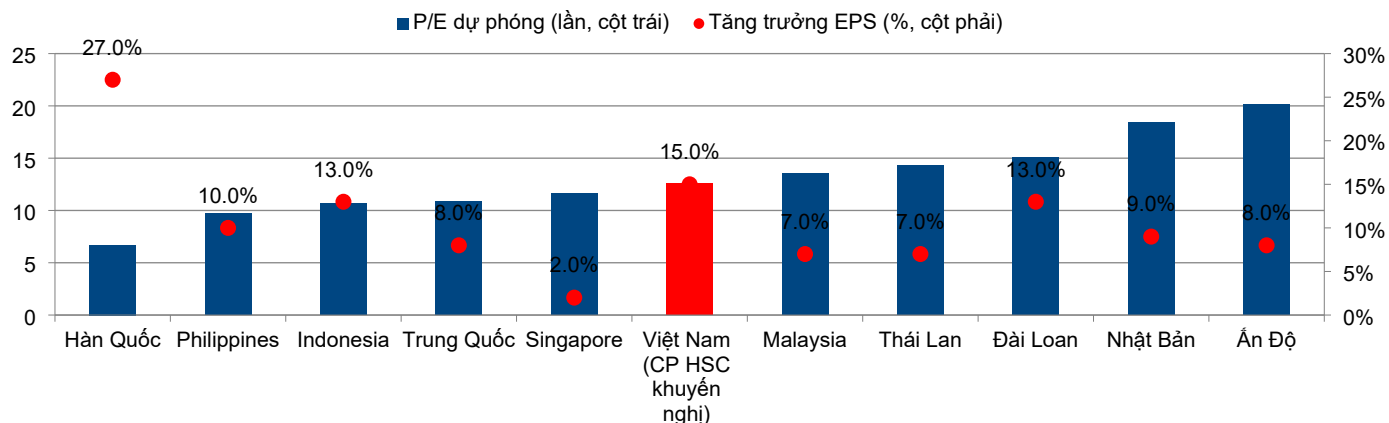
Biểu đồ 20: P/E (lần) dự phóng và tăng trưởng EPS năm 2024

Triển vọng tăng trưởng của Việt Nam vẫn tích cực, nâng định giá khi thời điểm cuối năm đang đến gần



Biểu đồ 21: dự báo P/E (lần) dự phóng và tăng trưởng EPS năm 2025

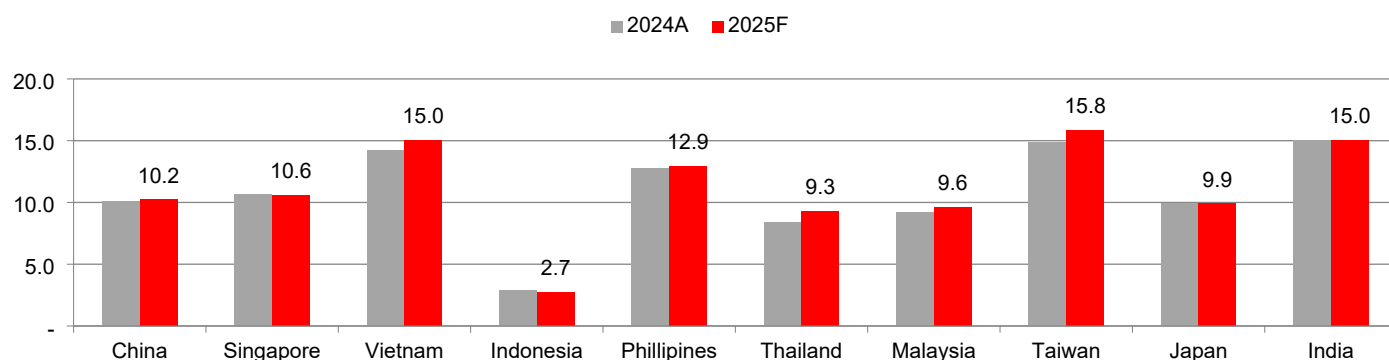
Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS của Việt Nam thuộc nhóm cao nhất trong khu vực, ở mức 15,9%, thấp hơn một chút so với Indonesia



Nguồn: Bloomberg, HSC Market Strategy tổng hợp

Biểu đồ 22: So sánh ROE của các nước trong khu vực

ROE của Việt Nam nổi bật so với các nước trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

Triển vọng Việt Nam năm 2025-2026: Vững vàng trước biến động toàn cầu

Phạm Vũ Thăng Long

Giám đốc, Kinh Tế Vĩ Mô
long.pvthang@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

Vũ Việt Linh

Trưởng Phòng, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô
linh.vuviet@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4870

Nguyễn Bảo Châu

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

- HSC nâng dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2025 lên 6,7% nhờ hoạt động đầu tư mạnh mẽ hơn trong khi xu hướng thương mại & tiêu dùng tích cực được giữ vững.
- Triển vọng cho năm 2026 được định hình bởi sự thiếu chắc chắn xung quanh chính sách thương mại của Mỹ, đặc biệt là chính sách thuế quan, từ đó có thể ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là với sự phụ thuộc vào thị trường Mỹ của Việt Nam hiện nay. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 sẽ giảm tốc xuống 5,8%, cũng một phần do vốn đầu tư FDI có khả năng giảm tốc và đầu tư công giảm theo chu kỳ.
- Chính phủ đang nỗ lực cải cách để xử lý những vấn đề quan ngại cho cộng đồng doanh nghiệp và nhà đầu tư, bao gồm cơ sở hạ tầng, khuôn khổ pháp lý & thủ tục hành chính. Nhiều bộ luật mới sẽ có hiệu lực vào năm 2025, cùng với những cải cách thể chế đang diễn ra để đưa Việt Nam vào một kỷ nguyên mới.

Nền kinh tế Việt Nam năm 2025: Vững vàng trước biến động toàn cầu

Trong năm 2024, nền kinh tế toàn cầu đang dần hồi phục trở lại mức trước đại dịch, với dự báo tăng trưởng GDP đạt 3,2% và CPI là 5,8%. Kỳ vọng tăng trưởng toàn cầu trong 5 năm tới là tích cực, trong đó các quốc gia tập trung tái thiết lại chuỗi cung ứng bị gián đoạn và kiểm soát lạm phát. Các nền kinh tế trong khu vực ASEAN, đặc biệt là Việt Nam, đã trở thành động lực ngày càng quan trọng đối với tăng trưởng toàn cầu, trong đó ngành sản xuất định hướng xuất khẩu của Việt Nam dẫn đầu khu vực.

Nhìn sang năm 2025, HSC nâng dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam lên 6,7%, nhờ đóng góp từ hoạt động đầu tư tăng lên cùng với động lực bền vững từ hoạt động thương mại & tiêu dùng. Kế hoạch đầu tư công quốc gia, với ngân sách cao kỷ lục (tăng trưởng 17% so với năm 2024), được kỳ vọng sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm, đặc biệt là ở khu vực phía Nam, khu vực đã tụt hậu so với miền Bắc. Các dự án trọng điểm bao gồm: dự án đường bộ cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 2, Cảng hàng không quốc tế Long Thành và Đường vành đai 3 của TP.HCM. Tuy nhiên, đến năm 2026, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP sẽ giảm tốc xuống 5,8%, chủ yếu do dòng vốn FDI có khả năng giảm tốc, đầu tư công bước dự báo giảm ở đầu chu kỳ kế hoạch 5 năm và tăng trưởng thương mại giảm tốc. Triển vọng này cũng chịu tác động của sự không chắc chắn liên quan đến chính sách thương mại của Mỹ, đặc biệt là chính sách thuế quan, có thể tác động đến hoạt động xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là với sự phụ thuộc vào thị trường Mỹ của Việt Nam hiện nay.

HSC nhận thấy Chính phủ đang tích cực theo đuổi các cải cách để giải quyết 3 vấn đề chính của NĐT NN: cơ sở hạ tầng, khuôn khổ pháp lý và thủ tục hành chính. Nhiều bộ luật mới sẽ bắt đầu có hiệu lực từ năm 2025, bao gồm Luật Chứng khoán, Luật Đầu tư công, Luật PPP, Luật Điện lực cùng nhiều bộ luật khác. Ngoài ra, những cải cách về thể chế cũng đang được tiến hành, với những [đề xuất như giảm năm bộ](#), sáp nhập Bộ Tài chính với Bộ Kế hoạch & Đầu tư, cũng như Bộ Xây dựng với Bộ Giao thông vận tải và kết thúc hoạt động của Ủy ban Quản lý vốn nhà nước. Những kế hoạch này, dự kiến hoàn thành trong năm 2025, nhằm nâng cao hiệu quả quản lý nhà nước, từ đó giúp Việt Nam bước vào một kỷ nguyên mới.

Bảng 23: Những dự báo quan trọng

HSC nâng dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam lên 6,7%, nhờ đóng góp từ hoạt động đầu tư tăng lên, nhưng giảm dự báo cho năm 2026 xuống 5,8% do dự đoán đầu tư & thương mại ròng sẽ suy yếu

	2021	2022	2023E	2024F	2025F	2026F
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	22,765	23,555	24,265	25,450	26,000	26,000
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	2.58	8.10	5.05	6.68	6.70	5.80
GDP (tỷ USD)	370	408	434	446	481	524
GDP bình quân đầu người (USD)	3,757	4,101	4,324	4,406	4,713	5,088
Lạm phát bình quân 12 tháng (y/y %)	1.8	3.1	3.3	3.8	3.4	3.3
Lãi suất điều hành (%)	4.00	6.00	4.50	4.50	4.75	5.00
Lãi suất qua đêm LNH (%)	0.7	4.4	0.5	4.0	3.8	3.3
TPCP kỳ hạn 10 năm (%)	2.9	4.8	2.2	2.8	3.2	3.3
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	107	85	90	80	85	95
Cán cân thương mại (tỷ USD)	3.3	12.1	28.4	24.2	26.8	24.7
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	-2.2	-0.3	6.5	4.5	3.7	3.2
Nợ công/GDP (%)	44.7	38.0	38.8	38.1	38.3	38.7
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (%GDP)	2.5	3.1	3.5	3.5	3.8	3.5
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	124.4	125.3	132.7	136.9	141.5	146.8
Kim ngạch nhập khẩu (y/y %)	26.7	8.0	-9.2	17.5	11.0	8.5
Kim ngạch xuất khẩu (y/y %)	18.9	10.6	-4.6	15.0	11.0	7.5
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	19.7	22.4	23.2	25.3	26.8	27.9
Giá trị sx ngành chế biến chế tạo hàng năm (%)	6.0	8.0	3.6	9.0	8.8	7.0
Doanh số bán lẻ hàng năm (%)	-9.1	19.8	9.6	9.0	8.5	8.0

Nguồn: HSC

Nền kinh tế Việt Nam vẫn mạnh mẽ trong năm con Rắn

Nền kinh tế toàn cầu đang dần hồi phục trở lại mức trước đại dịch, trong đó Việt Nam trở thành động lực tăng trưởng chính tại khu vực ASEAN nhờ ngành sản xuất định hướng xuất khẩu. Tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2025 dự báo tăng lên 6,7% nhờ hoạt động đầu tư mạnh mẽ, thương mại & tiêu dùng tiếp tục mở rộng, đặc biệt là với ngân sách đầu tư công cao kỷ lục tập trung vào các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm ở khu vực phía Nam. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP sẽ giảm tốc trong năm 2026 xuống 5,8% do FDI suy yếu, kế hoạch đầu tư công sụt giảm và hoạt động thương mại không chắc chắn do ảnh hưởng từ những chính sách của Mỹ. Chính phủ Việt Nam đang giải quyết những lo ngại của nhà đầu tư thông qua các cải cách quan trọng, bao gồm nhiều bộ luật mới có hiệu lực từ năm 2025 và tái cấu trúc thể chế, để nâng cao hiệu quả quản lý và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế dài hạn.

Triển vọng khu vực ASEAN & thế giới

Bảng 24: Những điều chỉnh dự báo kinh tế trong báo cáo này

HSC nâng dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam lên 6,7%, nhờ đóng góp từ hoạt động đầu tư tăng lên, nhưng giảm dự báo cho năm 2026 xuống 5,8% trong bối cảnh HĐ đầu tư & thương mại rùng có khả năng suy giảm

	2024F		2025F		2026F	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
GDP và việc làm						
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	6.68	6.68	6.50	6.70	6.50	5.80
Kinh doanh & Tiêu dùng						
Giá trị sx ngành chế biến chế tạo hàng năm (%)	8.0	9.0	8.5	8.8	8.5	7.0
Doanh số bán lẻ hàng năm (%)	9.0	9.0	9.0	8.5	9.0	8.0

Nguồn: HSC

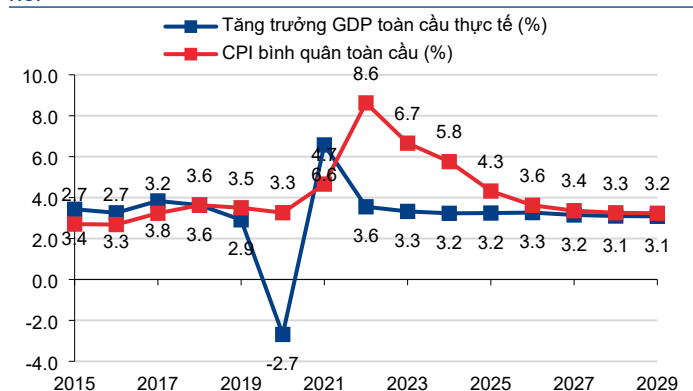
Năm 2024 đánh dấu 5 năm kể từ khi nền kinh tế toàn cầu bắt đầu phục hồi sau hậu quả của đại dịch COVID-19, trong đó các điều kiện kinh tế vĩ mô đã gần trở lại mức trước dịch. Tăng trưởng kinh tế toàn cầu và lạm phát trong 5 năm tới được dự báo sẽ trở lại giai đoạn "bình thường", với tăng trưởng GDP dự báo đạt 3,2% - thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm trước đại dịch là 3,4% - và CPI tăng nhẹ lên 3,6% từ 3,2% trước đại dịch (Biểu đồ 3 và 4).

Điều này phản ánh kỳ vọng tích cực tiếp theo giao đoạn hồi phục 2020–2024 với mức tăng trưởng thấp (2,8%) & lạm phát cao (5,8%). Các quốc gia đã nỗ lực không ngừng để kết nối lại các chuỗi cung ứng bị gián đoạn nghiêm trọng - không chỉ làm suy yếu hoạt động kinh tế mà còn làm gia tăng lạm phát – từ đó khôi phục nền tảng cho tăng trưởng toàn cầu.

Nhờ kiểm soát tốt và đưa lạm phát trở lại mức mục tiêu ở nhiều quốc gia, chính sách tiền tệ toàn cầu đang dần chuyển sang lập trường nới lỏng để nâng cao tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ 25: Dự báo kinh tế toàn cầu: tăng trưởng & lạm phát

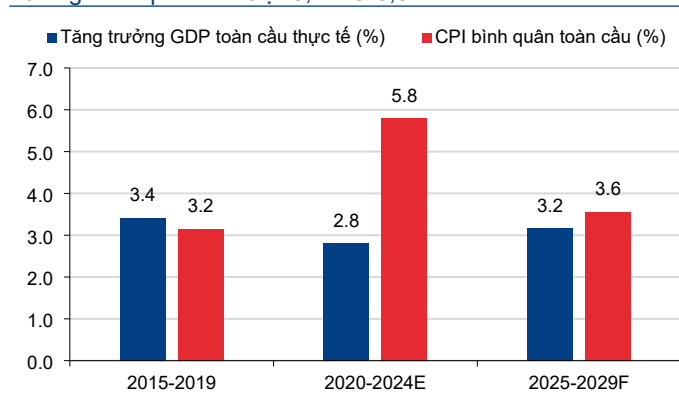
Lạm phát toàn cầu đang giảm và tăng trưởng kinh tế đang phục hồi



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 26: Tăng trưởng & lạm phát: 2015-2029F

Trong 5 năm tới, GDP & CPI toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng bình quân lần lượt 3,2% & 3,6%

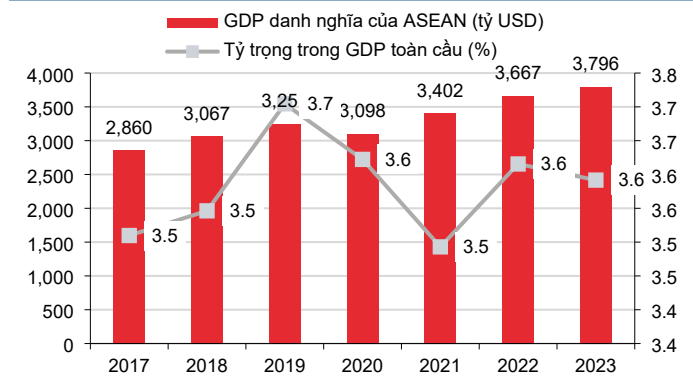


Nguồn: IMF & HSC

Trong bối cảnh này, các nền kinh tế ASEAN ngày càng trở nên năng động và đóng vai trò quan trọng hơn đối với nền kinh tế toàn cầu. Kể từ khi căng thẳng thương mại Mỹ-Trung bắt đầu vào năm 2018, nền kinh tế của 10 quốc gia trong khu vực ASEAN nhìn chung đã được hưởng lợi, đóng góp thêm 8 điểm cơ bản vào quy mô kinh tế toàn cầu, đạt thị phần 3,6% (3,8 nghìn tỷ USD) tính đến cuối năm 2023 (Biểu đồ 5).

Biểu đồ 27: Tỷ trọng của ASEAN trong nền kinh tế toàn cầu

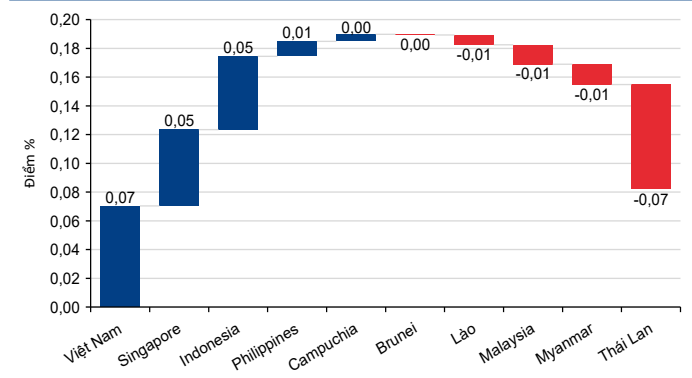
Tỷ trọng của ASEAN trong nền kinh tế toàn cầu đã tăng 8 điểm cơ bản, đạt 3,6% trong giai đoạn 2017–2023



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 28: Thay đổi tỷ trọng GDP toàn cầu, 2023 & 2017

Việt Nam đóng góp lớn nhất vào mức tăng trưởng này, tăng thêm 7 điểm cơ bản

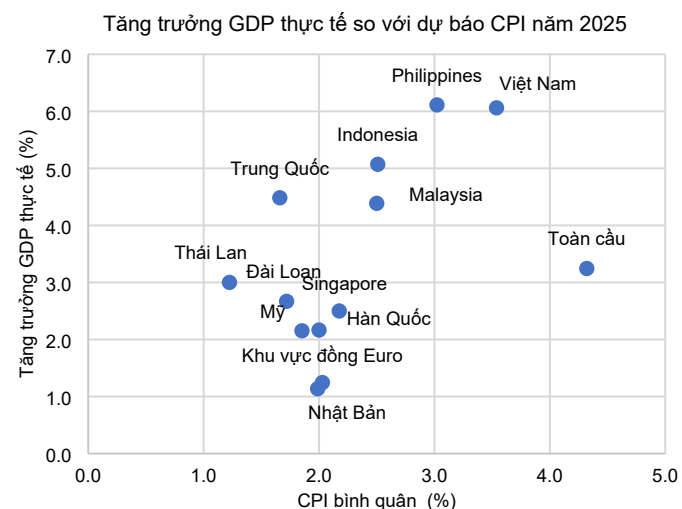


Nguồn: HSC

Trong đó, Việt Nam đóng góp lớn nhất vào mức tăng trưởng này, tăng thêm 7 điểm cơ bản (Biểu đồ 6). Điều này nhấn mạnh xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam, một quốc gia láng giềng của Trung Quốc với vị trí đặc địa nằm dọc châu Á Thái Bình Dương, đóng vai trò là cửa ngõ cho thương mại toàn cầu vào Châu Á và thế giới.

Biểu đồ 29: Tăng trưởng GDP thực tế & dự báo CPI cho năm 2025

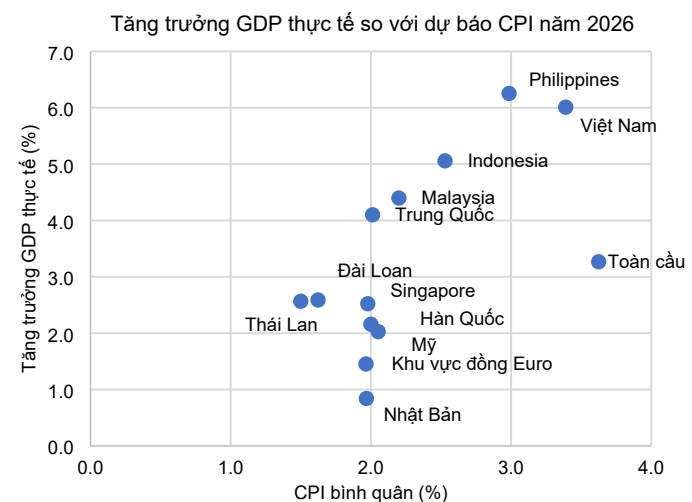
Việt Nam được dự báo sẽ vẫn nằm trong số những quốc gia tăng trưởng hàng đầu trong khu vực ASEAN và so với các đối tác kinh tế toàn cầu lớn



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 30: Tăng trưởng GDP thực tế & dự báo CPI cho năm 2026

Tuy nhiên, tỷ lệ lạm phát của Việt Nam cũng cao hơn so với toàn bộ các đối tác thương mại

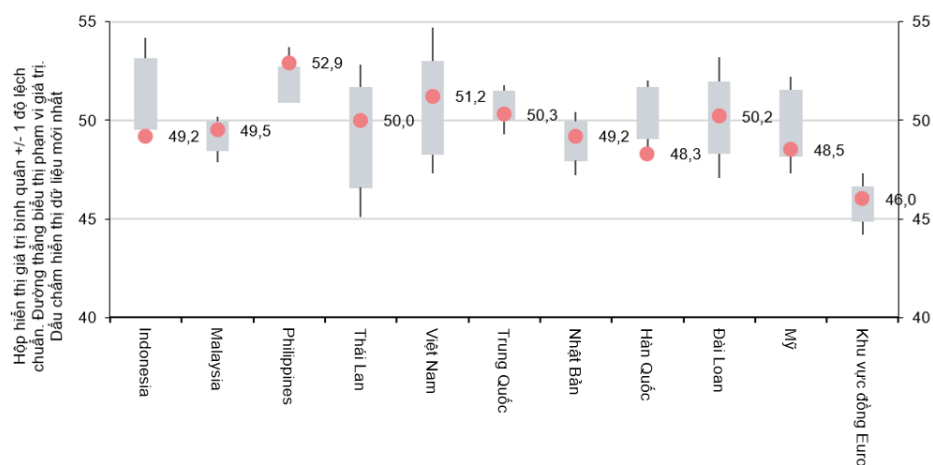


Nguồn: IMF & HSC

Trong 2 năm tới, Việt Nam được dự báo sẽ vẫn nằm trong số những quốc gia tăng trưởng hàng đầu trong khu vực ASEAN và so với các đối tác kinh tế toàn cầu lớn (Biểu đồ 7 và 8). Tuy nhiên, mặt bằng lạm phát ở Việt Nam cũng cao hơn tất cả các đối tác thương mại, từ đó hạn chế dư địa để tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ trong thời gian tới. Điều này trái ngược với hầu hết các nền kinh tế khác vì Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để điều chỉnh chính sách tài khóa do nợ công thấp. Trong khi đó, các quốc gia khác đang có xu hướng củng cố điều kiện tài khóa sau khi triển khai các gói hỗ trợ lớn sau đại dịch, từ đó làm nợ công tăng cao.

Biểu đồ 31: Chỉ số PMI sản xuất toàn cầu trong 12 tháng qua của S&P

Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam dẫn đầu khu vực, trái ngược với tình trạng ảm đạm ở các nền kinh tế phát triển

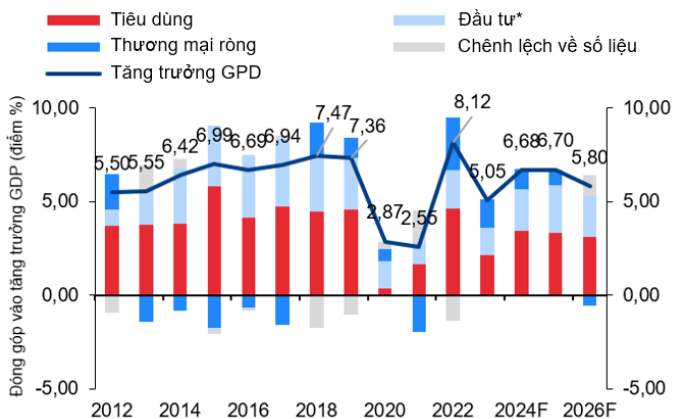


Nguồn: CEIC & HSC

Tăng trưởng mạnh mẽ ở Việt Nam xuất phát từ động lực của ngành sản xuất định hướng xuất khẩu, trong đó doanh nghiệp FDI chiếm hơn 70% tổng giá trị xuất khẩu. Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam dẫn đầu khu vực, trái ngược với tình trạng ảm đạm ở các nền kinh tế phát triển như Nhật Bản, Mỹ và khu vực Eurozone (Biểu đồ 9).

Biểu đồ 32: Dự báo GDP năm 2025-26: Phía cầu

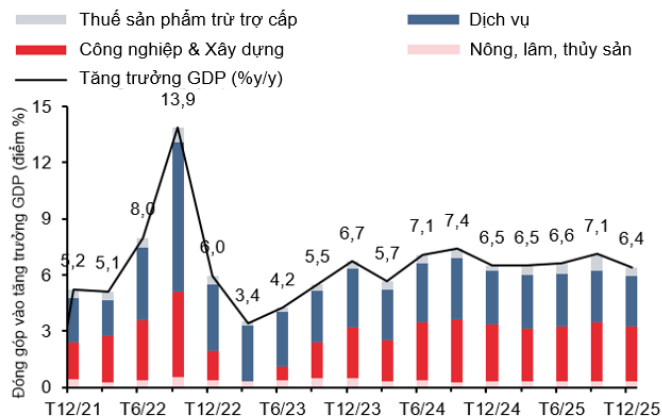
HSC nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 lên 6,7% nhờ HD đầu tư tăng lên



Nguồn: HSC

Biểu đồ 33: Dự báo GDP năm 2025-26: Nguồn cung

Dự báo theo quý cho giai đoạn Q1-Q4/25: tăng lần lượt 6,5%, 6,6%, 7,1% & 6,4% so với cùng kỳ



Nguồn: HSC

Triển vọng Việt Nam

HSC nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 của Việt Nam lên 6,7%, tăng 20 điểm cơ bản so với dự báo trước đó, nhờ hoạt động đầu tư tăng lên trong khi đóng góp từ tiêu dùng & thương mại ròng vẫn tốt mặc dù thấp hơn một chút so với năm 2024 (Biểu đồ 10). Ngược lại, chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng GDP cho năm 2026 xuống 5,8%, giảm 70 điểm cơ bản so với dự báo trước đó, do cả đầu tư FDI & đầu tư công đều suy yếu và thương mại ròng sụt giảm. Chúng tôi sẽ phân tích chi tiết những yếu tố này ở phần sau.

Đối với nguồn cung, tăng trưởng GDP hàng quý và cơ cấu 3 khu vực của nền kinh tế - nông lâm ngư nghiệp (AFF), công nghiệp & xây dựng và dịch vụ - được trình bày trong Biểu đồ 11 và 12. Nhìn chung, ngành công nghiệp chế biến & chế tạo được dự báo sẽ hưởng lợi từ hoạt động thương mại bền vững, trong khi ngành xây dựng sẽ hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư công trong khi thị trường BĐS vẫn phục hồi chậm.

Bảng 34: Dự báo GDP theo quý cho năm 2025-2026: Nguồn cung

Ngành công nghiệp chế biến & chế tạo được dự báo sẽ hưởng lợi từ hoạt động thương mại mạnh mẽ bền vững, trong khi ngành xây dựng sẽ hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư công và thị trường BĐS phục hồi

	Tăng trưởng GDP	Nông, lâm, thủy sản	Công nghiệp & Xây dựng	Sản xuất	Xây dựng	Dịch vụ	Bán buôn & bán lẻ
Q1/23	3.4	2.9	-0.3	-0.4	1.9	6.9	8.0
Q2/23	4.2	3.8	2.0	0.5	7.2	6.6	8.6
Q3/23	5.5	4.3	5.2	5.6	8.0	6.4	8.7
Q4/23	6.7	4.1	7.4	8.0	9.3	7.3	9.9
Q1/24	5.7	3.0	6.3	7.0	6.8	6.1	6.9
Q2/24	7.1	3.6	8.6	10.4	7.8	7.1	6.5
Q3/24	7.4	2.6	9.1	11.4	7.1	7.5	6.9
Q4/24F	6.5	2.8	8.3	8.8	7.3	6.5	7.0
Q1/25F	6.5	3.0	8.0	8.3	7.6	6.5	7.0
Q2/25F	6.6	3.1	8.1	8.4	7.5	6.3	6.8
Q3/25F	7.1	2.9	8.4	9.0	7.5	6.4	7.0
Q4/25F	6.4	3.0	7.8	8.0	7.6	6.2	6.5

Nguồn: HSC

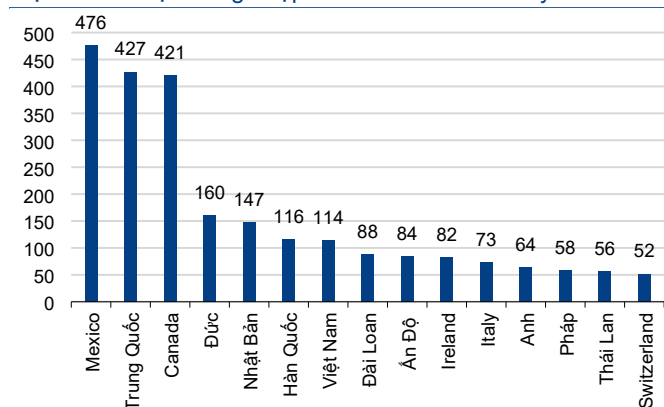
Hoạt động thương mại

Xu hướng toàn cầu hóa rõ ràng đang bị đảo ngược, thay vào đó là chủ nghĩa bảo hộ và thương mại phân cực. Một ví dụ điển hình là nền kinh tế lớn nhất thế giới, Mỹ, dưới sự lãnh đạo của tổng thống đắc cử Donald Trump trong 4 năm tới, có khả năng sẽ gia tăng thuế suất áp dụng cho các quốc gia có thịnh dư thương mại đáng kể với Mỹ. Mức thuế suất hiện đang được Mỹ áp dụng cho các quốc gia khác, đặc biệt là Trung Quốc, cho thấy Mỹ có thể tiếp tục gia tăng gánh nặng thuế theo Mục 201 hoặc 301 của Đạo luật Thương mại năm 1974 hoặc Mục 232 của Đạo luật Mở rộng Thương mại năm 1962.

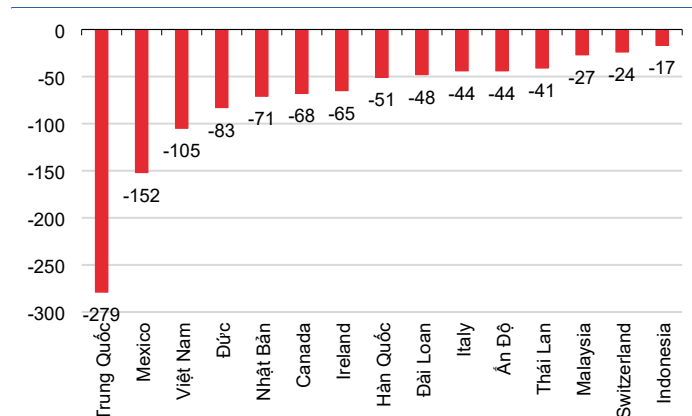
Dựa trên số liệu thống kê, Việt Nam hiện là thị trường nhập khẩu lớn thứ 7 của Mỹ (Biểu đồ 13) và đứng thứ 3 về thâm hụt thương mại của Mỹ vào năm 2023 (Biểu đồ 14).

Biểu đồ 35: Nhập khẩu của Mỹ theo các đối tác thương mại trong năm 2023

Việt Nam là thị trường nhập khẩu lớn thứ 7 của Mỹ



Nguồn: USITC DataWeb/Census & HSC

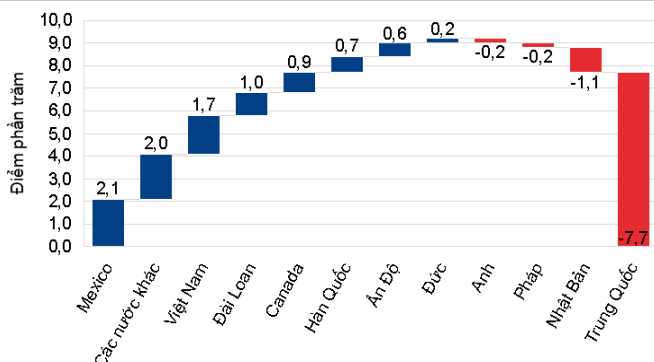
Biểu đồ 36: Cán cân thương mại của Mỹ theo các đối tác thương mại trong năm 2023

Nguồn: USITC DataWeb/Census & HSC

Kể từ khi căng thẳng thương mại Mỹ-Trung Quốc nổ ra, thị phần nhập khẩu từ Trung Quốc của Mỹ đã giảm 7,7%. Ngược lại, Mexico (tăng 2,1 điểm phần trăm), Việt Nam (tăng 1,7 điểm phần trăm), Đài Loan (tăng 1 điểm phần trăm), Canada (tăng 0,9 điểm phần trăm), Hàn Quốc (tăng 0,7 điểm phần trăm) và Ấn Độ (tăng 0,6 điểm phần trăm) là 6 quốc gia hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng chuyển dịch khỏi Trung Quốc (Biểu đồ 15).

Biểu đồ 37: Thay đổi trong thị phần nhập khẩu của Mỹ, 2023 & 2017

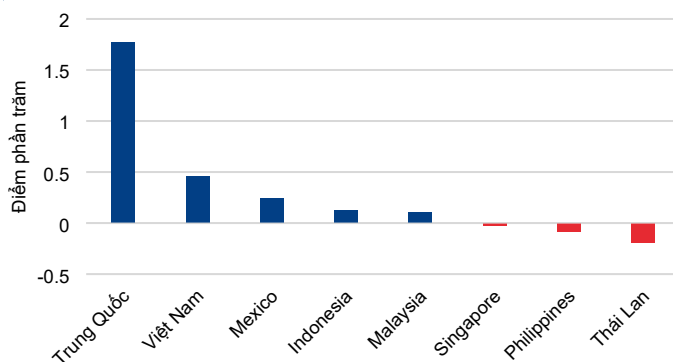
Thị phần nhập khẩu từ Trung Quốc của Mỹ đã giảm 7,7%. Mexico, Việt Nam, Đài Loan & Canada trở thành những quốc gia hưởng lợi nhiều nhất.



Nguồn: USITC DataWeb/Census & HSC

Biểu đồ 38: Thay đổi trong thị phần xuất khẩu toàn cầu, 2023 & 2017

Trung Quốc đã nâng thị phần xuất khẩu toàn cầu lên 1,77%. Việt Nam cũng dẫn đầu khu vực ASEAN trong việc mở rộng thị phần xuất khẩu toàn cầu

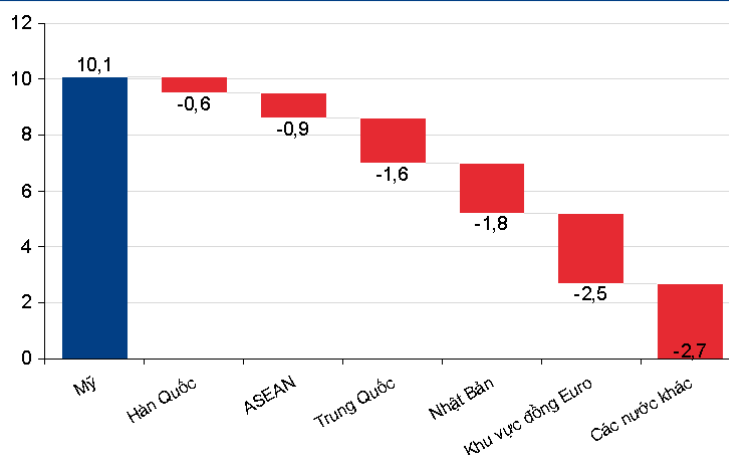


Nguồn: CEIC & HSC

Tuy nhiên, trong 7 năm qua, Trung Quốc đã đa dạng hóa thành công thị trường xuất khẩu, không chỉ giảm thiểu tác động tiêu cực từ chính sách thuế quan của Mỹ mà còn nâng thị phần xuất khẩu toàn cầu lên 1,77%. Việt Nam cũng dẫn đầu khu vực ASEAN, mở rộng thêm 0,46 điểm phần trăm thị phần xuất khẩu toàn cầu (Biểu đồ 16).

Biểu đồ 39: Thay đổi thị phần của xuất khẩu Việt Nam theo các điểm đến, từ đầu năm 2024 & năm 2017

Thị phần xuất khẩu của Việt Nam gia tăng hoàn toàn nhờ việc đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ, từ 19,3% (năm 2017) lên 29,4% (năm 2023) tổng KNXXK của Việt Nam



Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, HSC

Tuy nhiên, không giống như Trung Quốc, thị phần xuất khẩu của Việt Nam gia tăng hoàn toàn nhờ việc đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ, tăng 10,1 điểm phần trăm, từ 19,3% (năm 2017) lên 29,4% (năm 2023) tổng KNXXK của Việt Nam. Trong khi, hoạt động xuất khẩu sang các quốc gia khác đã giảm đáng kể so với cuối năm 2017 (Biểu đồ 17).

Bảng 40: Nhận định về xuất khẩu sang thị trường Mỹ của Việt Nam theo loại hàng hóa

Các mặt hàng dễ bị Mỹ áp thuế cao hơn bao gồm: máy tính & SP điện tử; máy móc & thiết bị; điện thoại & linh kiện; gỗ & SP gỗ; các phương tiện vận tải khác; sản phẩm nhựa; thủy sản; v.v...

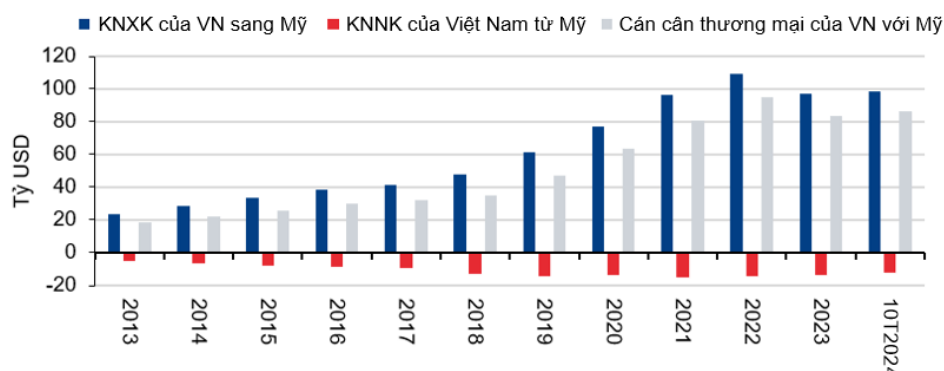
	KNXK sang Mỹ (tỷ USD) trong 10T2024	KNXK sang Mỹ (tỷ USD) trong năm 2017	Tỷ trọng trong tổng KNXK của Việt Nam trong 10T2024	Tỷ trọng trong tổng KNXK theo loại hàng hóa trong 10T24	Tỷ trọng trong tổng KNXK theo loại hàng hóa trong năm 2017	Thay đổi thị phần tại Mỹ (điểm %, 10T24 vs. 2017)	Thuế suất MFN của Mỹ đối với hàng hóa của Việt Nam (loại trừ sắt & thép)
Máy tính, SP điện tử, linh kiện	19.1	3.4	5.7%	32.6%	13.2%	19.4	Thuế suất thấp (tai nghe trùm đầu, tai nghe nhét tai, bộ amply: 0%)
Máy móc, thiết bị, dụng cụ & công cụ	18.0	2.4	5.4%	41.7%	18.8%	23.0	Thuế suất thấp (thường dưới 5%)
Hàng dệt may	13.3	12.3	4.0%	43.5%	47.0%	-3.5	Có thể cao tới 22,8%, thường là 10% (quần áo, quần dài, áo khoác, v.v...)
Điện thoại & linh kiện	8.7	3.7	2.6%	18.7%	8.2%	10.6	Thuế suất thấp (Máy điện thoại cố định: 0%)
Gỗ & sản phẩm gỗ	7.3	3.3	2.2%	55.5%	42.4%	13.1	Thuế suất thấp (có thể cao tới 7%: các SP có lớp ngoài bằng gỗ nhiệt đới)
Giày dép	6.9	5.1	2.0%	36.9%	34.8%	2.1	Có thể cao tới 21,3% (giày thể thao; giày tennis, v.v...)
Phương tiện vận tải khác, phụ tùng & phụ kiện	2.7	1.2	0.8%	21.3%	16.8%	4.5	Thuế suất thấp (thường dưới 5%)
Sản phẩm nhựa	2.4	0.4	0.7%	44.6%	14.8%	29.8	Thuế suất thấp (Chất hóa dẻo, hợp chất: 5,8%)
Thủy sản	1.5	1.4	0.5%	18.5%	16.9%	1.6	Thuế suất thấp (thường dưới 5%)
Đồ chơi & dụng cụ thể thao, phụ tùng & phụ kiện	1.5	0.4	0.4%	47.1%	35.0%	12.1	Thuế suất thấp (thường dưới 5%)
Túi xách, ví, vali, mũ & ô	1.5	1.3	0.4%	42.4%	40.7%	1.7	Thuế suất thấp (thường dưới 8%, có thể cao tới 11,2%)
Sắt & thép	1.2	0.4	0.4%	15.4%	13.5%	1.8	Từ T3/2018: áp thuế 25% đối với thép & 10% đối với nhôm theo mục 232; SP khác: thuế suất thấp (thường dưới 5%)
Sản phẩm sắt & thép	1.1	0.4	0.3%	28.8%	15.7%	13.0	Từ T3/2018: áp thuế 25% đối với thép & 10% đối với nhôm theo mục 232; SP khác: thuế suất thấp (thường dưới 5%)
Máy ảnh, máy quay phim & linh kiện	1.0	0.1	0.3%	15.0%	1.7%	13.3	Thuế suất thấp (thường dưới 5%)
Tổng KNXK sang Mỹ	98.7	41.6	29.4%	29.4%	19.3%	10.1	

Nguồn: WITS, Tổng Cục Hải quan Việt Nam, HSC

Nếu Mỹ áp dụng mức thuế suất 10%-20% đối với hàng hóa Việt Nam, các mặt hàng dễ chịu ảnh hưởng nhất trước chính sách này bao gồm: máy tính & sản phẩm điện tử (chiếm 5,7% tổng KNXK của Việt Nam); máy móc & thiết bị (5,4%); điện thoại các loại (2,6%); gỗ & sản phẩm từ gỗ (2,2%); phương tiện vận tải khác (0,8%); sản phẩm nhựa (0,7%); sản phẩm thủy sản (0,5%); đồ chơi & đồ thể thao (0,4%); túi xách, ví, vali, mũ & ô (0,4%); máy ảnh & máy quay (0,3%). Tổng cộng, những mặt hàng này chiếm 19% tổng KNXK của Việt Nam (Biểu đồ 18).

Biểu đồ 41: Thương mại hai chiều giữa Việt Nam và Mỹ: 2013 – Từ đầu năm 2024 đến nay

Việt Nam khó có thể đảo ngược tình trạng thâm hụt thương mại ngày càng tăng với Hoa Kỳ, với xuất khẩu cao hơn khoảng bảy lần so với nhập khẩu



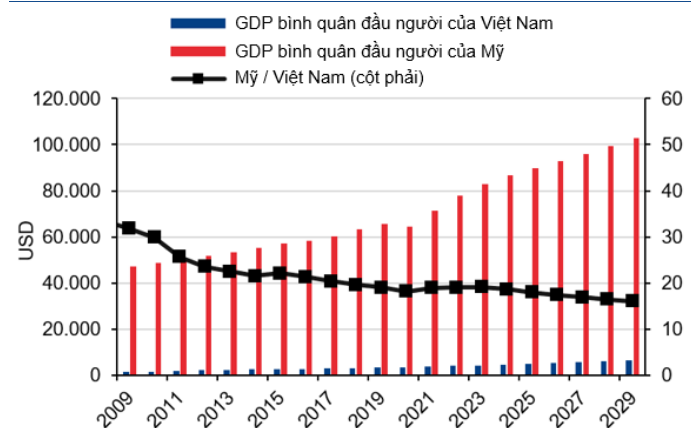
Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, HSC

Việt Nam khó có thể đảo ngược được tình trạng thâm hụt thương mại ngày càng tăng với Mỹ, trong đó KNXK cao hơn khoảng 7 lần so với KNNK (Biểu đồ 19). Điều này phù hợp với mức chênh lệch thu nhập bình quân đầu người gấp 16 lần giữa hai quốc gia này (Biểu đồ 20). Nói cách khác, nếu Việt Nam vẫn là quốc gia có thu nhập trung bình, việc thu hẹp mức chênh lệch này sẽ rất khó khăn.

Trong 10 tháng đầu năm 2024, KNNK từ Mỹ chỉ chiếm 3,9% tổng KNNK của Việt Nam, với một số ngoại lệ đáng chú ý như đậu nành (chiếm 32% tổng KNNK mặt hàng này), các phương tiện vận tải khác (28%) và bông (26%). Nhìn chung, Việt Nam chủ yếu tập trung nhập khẩu nguyên liệu sản xuất để duy trì mô hình sản xuất định hướng xuất khẩu. Trong 10 tháng đầu năm 2024, theo [số liệu của Tổng cục Thống kê](#), nguyên liệu sản xuất chiếm 93,7% tổng KNNK của Việt Nam, trong đó máy móc, thiết bị, dụng cụ & phụ tùng chiếm 47,3% và nguyên liệu thô, nhiên liệu & vật tư chiếm 46,4%. Ngược lại, sản phẩm tiêu dùng nhập khẩu chỉ chiếm 6,3% tổng KNNK.

Biểu đồ 42: GDP bình quân đầu người: Mỹ & Việt Nam

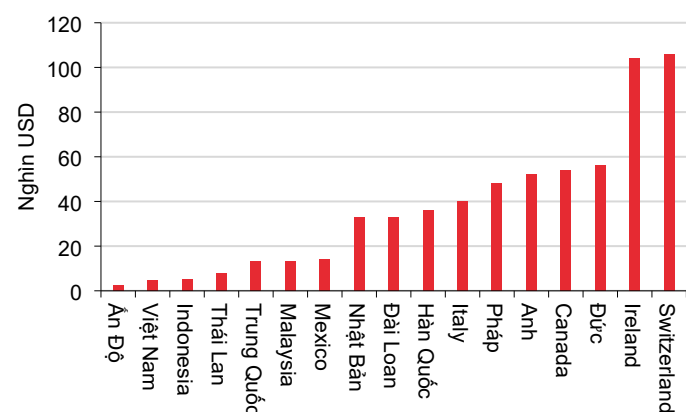
Điều này phù hợp với mức chênh lệch thu nhập bình quân đầu người gấp 16 lần giữa hai quốc gia này



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 43: GDP bình quân đầu người của các đối tác thương mại lớn của Mỹ

Thu nhập bình quân đầu người tương đối khiêm tốn của Việt Nam là một lợi thế trong việc duy trì chi phí lao động thấp so với các đối thủ cạnh tranh

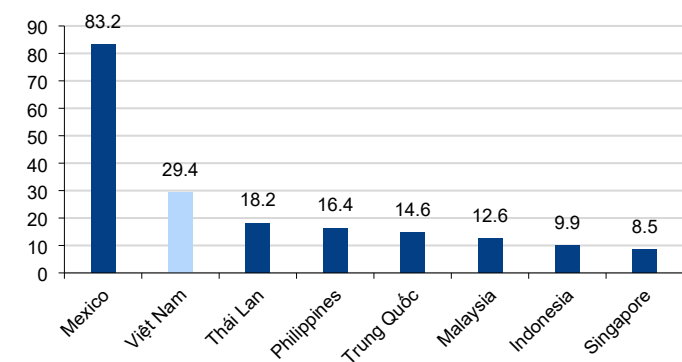


Nguồn: IMF & HSC

So với các quốc gia xuất khẩu hoặc thặng dư thương mại lớn khác với Mỹ, thu nhập bình quân đầu người tương đối khiêm tốn của Việt Nam là một lợi thế trong việc duy trì chi phí lao động thấp so với các đối thủ cạnh tranh, ngoại trừ Ấn Độ, với GDP bình quân đầu người chỉ bằng một nửa Việt Nam & Indonesia (thu nhập bình quân đầu người cao hơn một chút so với Việt Nam) (Biểu đồ 21).

Biểu đồ 44: Tỷ trọng KNXX sang Mỹ trên tổng KNXX

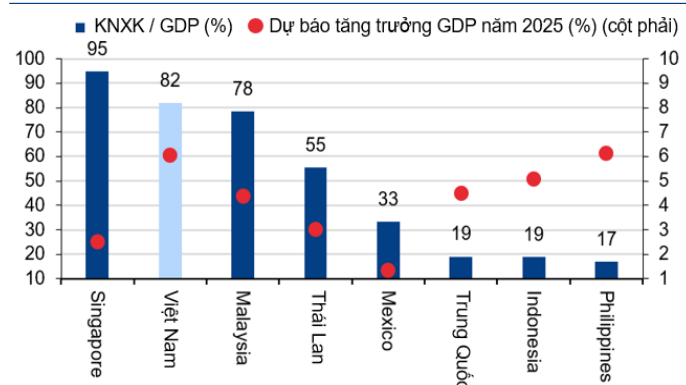
Trong số các quốc gia ASEAN và hai quốc gia có thặng dư thương mại lớn nhất với Mỹ, Việt Nam đứng thứ hai về mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 45: Tỷ lệ KNXX / GDP

Việt Nam cũng đứng thứ hai về tỷ lệ KNXX trên GDP



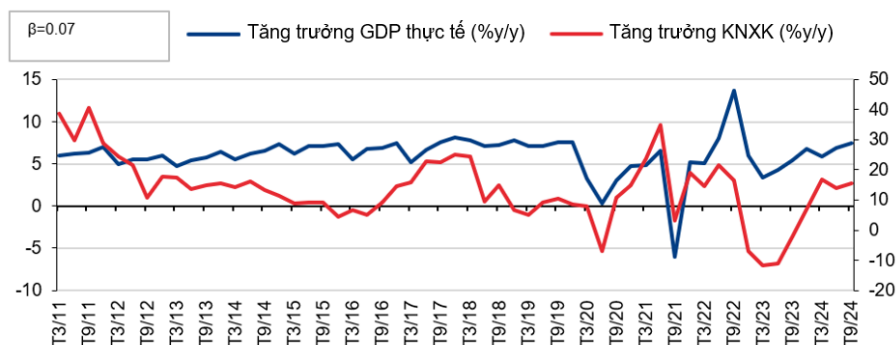
Nguồn: CEIC, IMF & HSC

Tuy nhiên, sự phụ thuộc đáng kể của Việt Nam vào thị trường Mỹ trong khi thị phần xuất khẩu sang các quốc gia khác chỉ cải thiện hạn chế (như đã đề cập trước đó) nhiều khả năng sẽ tác động đến triển vọng xuất khẩu của Việt Nam trong giai đoạn tới (Mời xem: [Thương mại & FDI giai đoạn 2025-2027: Nhìn xa hơn chính sách thuế quan của ông Trump](#), HSC). HSC dự báo KNXX của Việt Nam sang Mỹ sẽ tăng trưởng 8% trong năm 2025, sau đó đi ngang trong năm 2026 & 2027.

Trong số các quốc gia ASEAN và hai quốc gia có thặng dư thương mại lớn nhất với Mỹ là Mexico & Trung Quốc, Việt Nam đứng thứ hai về mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ (Biểu đồ 22). Điều này cũng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng GDP của Việt Nam do Việt Nam cũng đứng thứ hai về tỷ lệ KNKK trên GDP (Biểu đồ 23).

Biểu đồ 46: Mối tương quan giữa tăng trưởng GDP thực tế của Việt Nam & tăng trưởng KNKK danh nghĩa

HSC ước tính KNKK giảm 1 điểm phần trăm sẽ làm tăng trưởng GDP giảm 0,07 điểm phần trăm



Nguồn: HSC

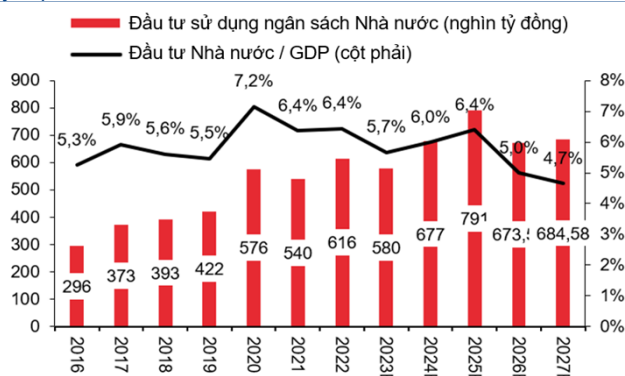
HSC ước tính KNKK giảm 1 điểm phần trăm sẽ làm tăng trưởng GDP giảm 0,07 điểm phần trăm (Biểu đồ 24). Trong khi hoạt động xuất khẩu được dự báo sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025, việc điều chỉnh giảm 3,5 điểm phần trăm tăng trưởng so với dự báo trước đó là một trong ba lý do dẫn đến việc HSC hạ dự báo tăng trưởng Việt Nam trong năm 2026.

Đầu tư

Năm 2025 đánh dấu một năm quan trọng trong kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025 của Việt Nam, với ngân sách đầu tư công cao kỷ lục là 791 nghìn tỷ đồng (tương đương 6,4% GDP) vừa được Quốc hội phê duyệt (Biểu đồ 25). Khoản phân bổ đáng kể này được thiết lập để đẩy nhanh tiến độ hoàn thành các dự án cơ sở hạ tầng giao thông trọng điểm, bao gồm Giai đoạn 2 phía Đông của Đường cao tốc Bắc-Nam, kéo dài 724km từ miền Trung đến Cà Mau, Cảng hàng không quốc tế Long Thành và Đường vành đai 3 của TP.HCM (Biểu đồ 26).

Biểu đồ 47: Đầu tư công: Giai đoạn 2016-2027

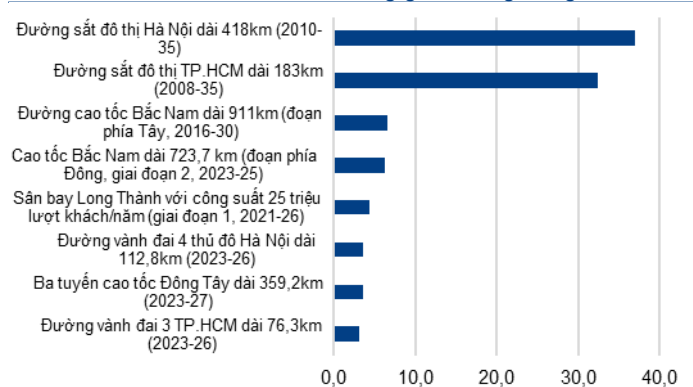
Ngân sách đầu tư công cao kỷ lục là 791 nghìn tỷ đồng được phê duyệt phân bổ cho năm 2025



Nguồn: GSO & HSC

Biểu đồ 48: Các dự án đầu tư công lớn đang triển khai

Khoản phân bổ đáng kể này được thiết lập để đẩy nhanh tiến độ hoàn thành các dự án cơ sở hạ tầng giao thông trọng điểm



Nguồn: HSC

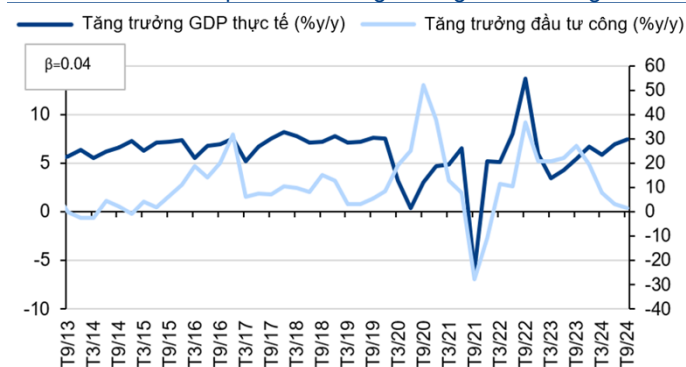
Mặc dù tác động không lớn bằng (hệ số tương quan beta thấp hơn) thương mại nhưng chúng tôi ước tính tăng trưởng thực của nền kinh tế sẽ tăng thêm 0,04 điểm phần trăm với mỗi 1 điểm phần trăm tăng trưởng đầu tư công và ngược lại (Biểu đồ 27). Đây là nguyên nhân thứ hai khiến chúng tôi lạc quan về tăng trưởng GDP Việt Nam trong năm 2025, trong đó đầu tư công dự kiến tăng trưởng khoảng 17% so với năm 2024.

Tuy nhiên, điều này cũng là nguyên nhân khiến chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng cho năm 2026. Trong năm đầu tiên của kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2026-2030, đầu tư công dự kiến sẽ sụt giảm theo chu kỳ trong năm 2026, với mức giảm dự kiến khoảng 15% so với năm 2025 (theo [Kế hoạch tài chính và ngân sách quốc gia giai đoạn 2025-2027](#)) (Biểu đồ 25).

Trong dài hạn, HSC cũng nhận thấy môi trường pháp lý của Việt Nam cho hoạt động đầu tư đang được cải thiện bền vững với sự chuyển dịch theo hướng minh bạch hơn & phân cấp mạnh mẽ hơn. Quốc hội gần đây đã thông qua sửa đổi các bộ luật quan trọng, bao gồm Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật Đối tác công tư (PPP) và Luật Đấu thầu, có hiệu lực từ ngày 15/1/2025. Ngoài ra, Luật Đầu tư công sửa đổi sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2025. Đáng chú ý, ngưỡng vốn để xác định các dự án đầu tư công trọng điểm quốc gia đã được tăng lên 30 nghìn tỷ đồng - gấp 3 lần mức hiện tại là 10 nghìn tỷ đồng. Tương tự, tiêu chí vốn để phân loại các dự án vào nhóm A, B và C đã tăng gấp đôi. Chúng tôi tóm tắt thông tin về các sửa đổi trong Bảng 33.

Biểu đồ 49: GDP thực tế & tăng trưởng đầu tư công danh nghĩa

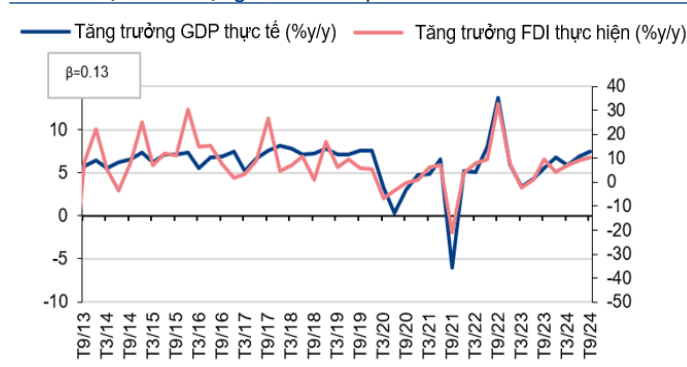
Tăng trưởng thực của nền kinh tế sẽ tăng thêm 0,04 điểm phần trăm với mỗi 1 điểm phần trăm tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 50: GDP thực tế & tăng trưởng vốn FDI giải ngân danh nghĩa

FDI thực hiện biến động 1 điểm phần trăm có thể làm tăng trưởng kinh tế thực biến động 0,13 điểm phần trăm



Nguồn: CEIC & HSC

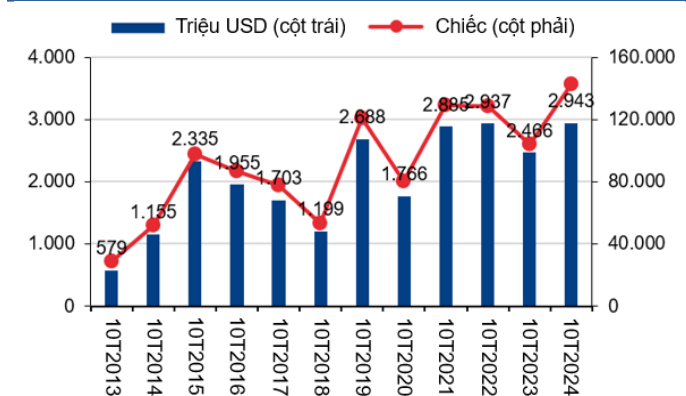
Trước sự không chắc chắn về tác động từ các chính sách thương mại của Mỹ, HSC dự báo vốn FDI thực hiện của Việt Nam sẽ chậm lại, với mức tăng trưởng dự báo sẽ giảm xuống lần lượt **6% và 4% trong hai năm tới** do nhà đầu tư có thể sẽ "chờ đợi và xem xét" cho đến khi tình hình rõ ràng hơn.

Đây cũng là một nguyên nhân khiến chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng cho năm 2026 do cả hai động lực đầu tư chính - đầu tư công & FDI - đều được dự báo sẽ sụt giảm/hoặc chững lại. FDI thực hiện biến động 1 điểm phần trăm có thể làm tăng trưởng kinh tế thực biến động 0,13 điểm phần trăm (Biểu đồ 28).

Tiêu dùng

Biểu đồ 51: Nhập khẩu ô tô của Việt Nam

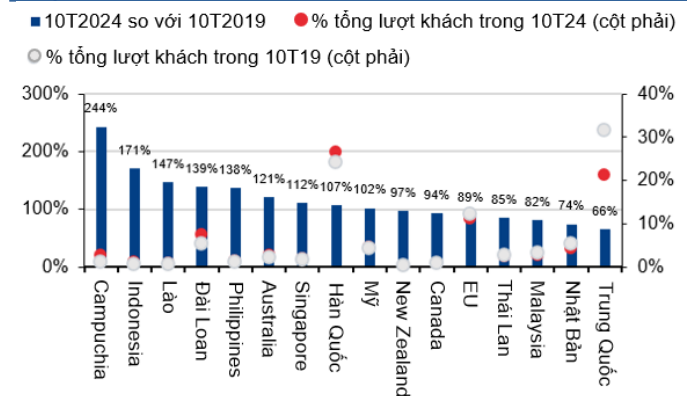
Trong 10 tháng đầu năm 2024, giá trị nhập khẩu ô tô đạt mức cao kỷ lục



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 52: Số lượng du khách đến Việt Nam

Số lượng du khách đến từ Trung Quốc phục hồi chậm nhất, chỉ bằng 66% mức trước dịch



Nguồn: CEIC & HSC

Trong năm 2025, HSC dự báo doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ vẫn sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 8,5% (tăng trưởng danh nghĩa), nhờ: (1) tiếp tục thực hiện chính sách giảm 2% thuế GTGT trong nửa đầu năm 2025 (thâm hụt thuế ước tính hơn 1 tỷ đồng), (2) thu nhập bình quân người lao động được nâng cao, tăng 7,3% so với cùng kỳ trong Q3/2024, cao hơn mức tăng của lạm phát, (3) nhu cầu đối với các mặt hàng xa xỉ như ô tô ngày càng tăng, (4) sự phục hồi vững chắc của thị trường du lịch & số lượng du khách quốc tế và (5) miễn thuế GTGT cho hộ gia đình & doanh nghiệp cá thể có doanh thu hàng năm dưới 200 triệu đồng theo luật Thuế giá trị gia tăng sửa đổi (có hiệu lực từ ngày 1/7/2025). Theo đó, hơn 620.000 hộ gia đình & doanh nghiệp cá thể sẽ được miễn thuế GTGT, từ đó làm thâm hụt khoảng 2,6 nghìn tỷ đồng ngân sách nhà nước.

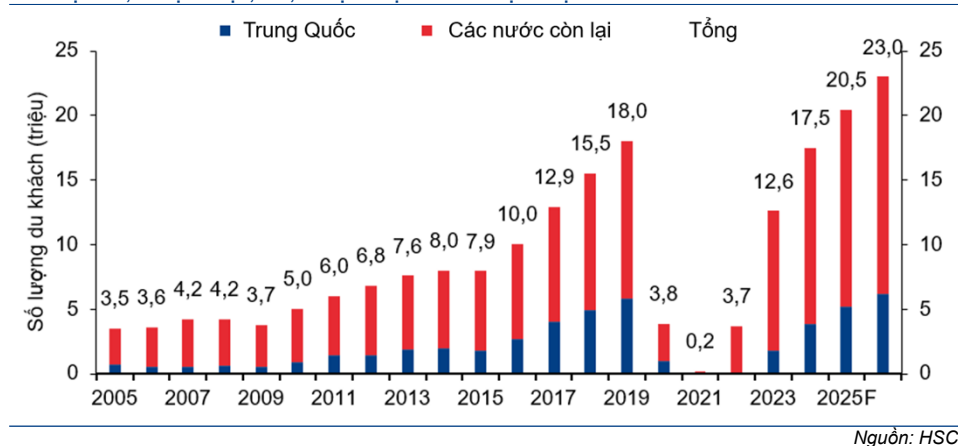
Trong 10 tháng đầu năm 2024, Việt Nam đã nhập khẩu hơn 140.000 ô tô, tăng gần 38% so với cùng kỳ, với giá trị nhập khẩu đạt mức cao kỷ lục (Biểu đồ 29).

Trong khi đó, số lượng du khách quốc tế đến Việt Nam đã bằng khoảng 98% so với mức trước đại dịch.

Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng từ du khách Trung Quốc vẫn rất lớn, quốc gia phục hồi chậm nhất, với số lượng du khách chỉ bằng 66% so với mức trước dịch. Du khách Trung Quốc hiện đóng góp khoảng một phần tổng số du khách quốc tế đến Việt Nam, giảm từ mức 32% trước dịch (Biểu đồ 30).

Biểu đồ 53: Dự báo số lượng khách du lịch

Trong giai đoạn 2024-2026, HSC dự báo số lượng du khách quốc tế đến Việt Nam sẽ đạt lần lượt 17,5 triệu lượt, 20,5 triệu lượt và 23 triệu lượt



Trong giai đoạn 2024-2026, HSC dự báo số lượng du khách quốc tế đến Việt Nam sẽ đạt lần lượt 17,5 triệu lượt, 20,5 triệu lượt và 23 triệu lượt, tương đương tăng trưởng lần lượt 39%, 17% và 13% (Biểu đồ 31).

Bảng 54: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F	2026F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,210	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	25,450	26,000	26,000
Tỷ giá (VND: CNY)	3,562	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,510	3,514	3,514
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.47	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	6.68	6.70	5.80
GDP (tỷ USD)	304	332	346	370	408	434	446	481	524
GDP bình quân đầu người (USD)	3,202	3,398	3,558	3,757	4,101	4,324	4,406	4,713	5,088
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	1.89	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.50	4.48	3.74	3.24
Nợ công/GDP (%)	46.2	42.8	43.8	44.7	38.0	38.8	38.1	38.3	38.7
Nợ Chính phủ/GDP (%)	39.5	37.4	38.5	39.6	34.7	35.8	28.7	29.8	30.9
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.21	2.09	2.71	2.55	3.08	3.48	3.52	3.77	3.52
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	102.9	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	136.9	141.5	146.8
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.19	2.15	2.63	3.56	2.32	2.26	2.24	2.30	2.30
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.5	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.8	3.4	3.3
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	3.0	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	3.2	3.4	3.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.25	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.75	5.00
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	3.9	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	3.8	3.3
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	10.7	13.6	12.2	13.6	14.2	13.5	14.5	14.0	13.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	9,212	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,759	19,890	22,277
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	12.4	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	11.0	12.0	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	55	79	95	107	85	90	80	85	95
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	6.8	6.8	5.6	5.5	7.4	4.8	5.5	6.0	6.2
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	5.0	5.0	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	4.4	2.4	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.0	3.1
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	4.9	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.2	3.3
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	7.2	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.2	26.8	24.7
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	5.8	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	20.0	18.0	17.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	238	253	263	333	360	326	384	426	462
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	12.5	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	17.5	11.0	8.5
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	245	264	283	336	372	355	408	452	487
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	14.5	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	15.0	11.0	7.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	110	123	129	140	148	159	163	178	193
Nợ nước ngoài/GDP (%)	36.1	36.9	37.3	37.7	36.2	36.6	36.5	36.9	36.8
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	19.1	20.4	20.0	19.7	22.4	23.2	25.3	26.8	27.9
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	35.5	38.0	28.5	31.2	27.7	36.6	35.0	32.6	32.6
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	53.8	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	50.9	51.0	51.0
Giá trị sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	11.4	6.2	9.5	8.7	0.2	5.8	8.5	8.3	7.5
Giá trị sx ngành chế biến chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	13.7	7.0	13.1	10.9	0.6	7.6	10.0	9.0	8.5
Giá trị sx ngành chế biến chế tạo hàng năm (%)	12.3	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	9.0	8.8	7.0
Doanh số bán lẻ TB năm (%)	11.0	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.6	9.0	8.5	8.0

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.

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

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

Danh sách cổ phiếu lựa chọn của HSC

Mã CK	HSC Khuyến nghị	Giá	Giá	Tiềm năng	Vốn hóa	Tăng trưởng EPS			P/E			P/B			Lợi suất cổ tức		
		đóng cửa	mục tiêu	/giảm giá (triệu USD)		23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
Tài chính: Ngân hàng																	
ACB	Mua vào	25,700	34,700	35.0%	4,518	15.6%	4.1%	10.8%	7.3	7.0	6.4	1.6	1.4	1.2	2.9%	3.4%	3.9%
TCB	Mua vào	24,200	31,100	28.5%	6,710	-10.9%	26.5%	17.9%	9.5	7.5	6.4	1.3	1.2	1.0	-	6.2%	6.2%
VCB	Mua vào	94,000	112,900	20.1%	20,676	10.5%	7.1%	11.3%	15.9	14.8	13.3	3.2	2.7	2.1	0.0%	0.0%	0.9%
CTG	Mua vào	36,400	45,300	24.5%	7,693	17.6%	12.6%	26.9%	9.8	8.7	6.9	1.6	1.4	1.2	-	-	-
BID	Mua vào	46,000	54,700	18.9%	7,281	19.4%	10.6%	21.0%	12.1	10.9	9.0	2.2	1.9	1.6	0.9%	1.1%	1.1%
Tài chính: Bảo hiểm																	
BVH	Tăng tỷ trọng	51,900	58,200	12.1%	1,516	15.1%	9.9%	20.4%	21.6	19.6	16.3	1.8	1.7	1.6	1.8%	1.9%	1.9%
Tài chính: Dịch vụ tài chính																	
SSI	Mua vào	25,700	29,500	14.8%	1,984	36.2%	-3.2%	3.9%	16.6	17.1	16.5	1.7	1.9	1.9	3.9%	3.9%	3.9%
Bất động sản																	
PDR	Tăng tỷ trọng	21,800	25,200	15.6%	749	-40.4%	-30.5%	4.0%	21.6	31.1	29.9	1.7	1.7	1.6	0.0%	0.0%	0.0%
KDH	Mua vào	33,300	42,000	26.1%	1,325	-44.1%	-18.3%	39.4%	36.8	45.0	32.3	2.0	2.0	1.9	0.0%	0.0%	1.5%
NLG	Tăng tỷ trọng	38,300	46,700	21.9%	577	-13.2%	10.1%	7.1%	30.5	27.7	25.8	1.6	1.5	1.5	0.5%	1.3%	1.3%
CTD	Mua vào	67,400	96,000	42.4%	265	1506.9%	58.2%	20.6%	20.8	13.2	10.9	0.8	0.8	0.7	0.0%	1.5%	2.3%
IDC	Mua vào	55,500	69,000	24.3%	721	-24.7%	40.3%	-8.2%	13.1	9.4	10.2	3.7	3.3	3.0	8.4%	7.2%	7.2%
VGC	Mua vào	43,950	54,900	24.9%	775	-29.5%	-23.5%	26.4%	16.2	21.1	16.7	2.5	2.5	2.4	4.7%	5.1%	4.6%
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích - Dầu khí																	
PVD	Mua vào	23,800	34,000	42.9%	521	599.3%	48.5%	48.7%	22.6	15.2	10.3	0.9	0.9	0.8	0.0%	0.0%	0.0%
PVS	Mua vào	34,100	50,000	46.6%	641	-15.4%	26.8%	22.7%	18.8	14.8	12.1	1.3	1.2	1.2	4.4%	5.9%	5.9%
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích - Điện																	
GEG	Mua vào	11,200	16,857	50.5%	149	-65.9%	100.6%	45.4%	35.2	17.5	12.1	0.9	0.9	0.6	3.4%	3.4%	3.4%
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích - Nước																	
TDM	Mua vào	49,600	66,000	33.1%	215	28.6%	-35.0%	45.5%	17.5	26.9	18.5	2.4	2.5	2.4	2.6%	3.0%	3.2%
Công nghiệp: Vận tải																	
ACV	Mua vào	122,120	156,700	28.3%	10,496	15.5%	33.0%	16.9%	36.4	27.4	23.4	5.3	4.5	3.8	0.0%	0.0%	0.0%
HVN	Mua vào	26,150	34,500	31.9%	2,278	47.5%	N/m	-45.9%	(9.8)	8.1	15.0	(3.3)	(5.6)	(8.9)	0.0%	0.0%	0.0%
VEA	Mua vào	38,164	51,500	34.9%	2,013	-18.4%	6.2%	4.9%	8.2	7.8	7.4	2.0	2.0	1.9	13.1%	11.4%	12.0%
Công nghiệp: Vật liệu - Kim loại công nghiệp																	
HPG	Mua vào	27,850	38,800	39.3%	7,010	-19.4%	65.5%	35.2%	23.7	14.3	10.6	1.6	1.5	1.4	0.0%	1.8%	3.6%
Hàng tiêu dùng: Thiết yếu và không thiết yếu																	
PNJ	Mua vào	96,000	130,200	35.6%	1,277	5.2%	10.6%	22.5%	17.2	15.5	12.7	3.2	2.8	2.4	2.1%	2.1%	2.1%
MWG	Mua vào	61,000	75,800	24.3%	3,511	-95.9%	2176.4%	28.2%	532.2	23.4	18.2	3.8	3.2	2.8	0.0%	0.8%	0.8%
VHC	Mua vào	73,500	91,600	24.6%	648	-53.6%	27.8%	-5.7%	14.7	11.5	12.2	1.6	1.7	1.5	2.7%	2.7%	2.7%
TCM	Mua vào	48,600	58,600	20.6%	195	-52.8%	106.2%	10.5%	44.2	21.4	19.4	2.5	2.2	2.1	1.3%	1.9%	3.1%
FMC	Mua vào	48,700	59,300	21.8%	125	-10.2%	1.5%	26.0%	11.5	11.4	9.0	1.6	1.5	1.3	4.1%	4.1%	4.1%
Công nghiệp: Vật liệu - Hóa chất																	
DGC	Mua vào	110,000	138,900	26.3%	1,644	-44.3%	0.8%	20.1%	13.5	13.4	11.1	3.6	3.1	2.6	2.7%	2.7%	2.7%
Công nghệ, truyền thông & Internet: Công nghệ thông tin																	
FPT	Tăng tỷ trọng	148,500	160,800	8.3%	8,597	5.2%	4.7%	26.3%	31.9	30.4	24.1	7.6	7.5	6.3	1.3%	1.3%	1.7%

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 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