

Động lực 2026: Việt Nam tự cường

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 Cấp Cao, Kinh Tế Vĩ Mô

long.pvthang@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4805

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài C

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

- Báo cáo chiến lược gần đây nhất của chúng tôi (Việt Nam: Linh hoạt trước thách thức) được xuất bản trong giai đoạn bất ổn với tâm điểm của các cuộc thảo luận là chính sách thuế quan của Mỹ. Sau 6 tháng, chủ đề thuế quan đã không còn xuất hiện nhiều trong báo cáo này cũng như được đề cập nhiều trên thị trường.
- Việt Nam đã nhanh chóng chuyển hướng sang chiến lược trong nước với trọng tâm hướng đến khu vực kinh tế tư nhân, điều chỉnh quy định, xây dựng cơ sở hạ tầng và cải cách hành chính cũng như cơ cấu bộ máy nhà nước. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ giúp GDP tăng trưởng 7,6% trong năm tới.
- Dựa trên nhiều động lực, chúng tôi tin rằng chu kỳ thị trường tăng điểm mạnh mẽ trong năm 2025 sẽ được tiếp diễn trong thời gian tới. Chúng tôi đặt mục tiêu chỉ số VNIndex đạt 1.958 vào năm 2026 nhưng nhận thấy tiềm năng chỉ số có thể vượt mục tiêu này.

Tham vọng phi thường

Từ một quốc gia có vẻ rất dễ chịu ảnh hưởng từ mức thuế suất ban đầu 46% của Mỹ đầu năm nay, trở thành một quốc gia đang thực hiện chiến lược nội địa tham vọng nhất trên toàn cầu, Việt Nam đã lựa chọn tự quyết định vận mệnh trong khi các quốc gia khác vẫn đang nỗ lực đàm phán các thỏa thuận thương mại. Chúng tôi gọi đây là chiến lược "tự lực tự cường". Như được phân tích trong những phần tiếp theo, tham vọng này có rủi ro thực hiện và vấn đề về thời điểm nhưng cũng là những cơ hội hấp dẫn cho NĐT mong muốn tiếp cận tham vọng và tăng trưởng này. Ngay cả với dự báo tăng trưởng GDP của chúng tôi (7,6%) (thấp hơn mục tiêu tăng trưởng hai chữ số của Chính phủ trong thời gian tới), đây vẫn có thể là mức tăng trưởng mạnh nhất tại châu Á trong năm tới.

Thị trường tăng điểm tiếp tục trong năm 2026

Trong nhiều trường hợp, chính sách của Chính phủ sẽ là chỉ báo cho thị trường tăng điểm và điều này đã đúng trong năm nay. Thị trường đã tăng hơn 30% với lực tăng nghiêng về một số tên tuổi lớn có khả năng hưởng lợi từ chiến lược này trong thời gian tới. Tuy nhiên, sau khi đánh giá lại chỉ số, chúng tôi vẫn nhận thấy nhiều cổ phiếu có định giá hấp dẫn. Sau giai đoạn thị trường chững lại như thường lệ xung quanh Đại hội Đảng, chúng tôi nhận thấy một động lực mới đang chảy vào thị trường với công bố nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE vào tháng 3 sắp tới cùng các thông báo về thị trường vốn & quy định trong nước với mục tiêu đẩy mạnh phát triển các Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC) và chỉ tiêu cơ sở hạ tầng.

Chúng tôi tóm tắt những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu trong Bảng 1 và trình bày chi tiết ở phần sau của báo cáo. Chủ đề của chúng tôi bao gồm 2 phần: Cổ phiếu tăng trưởng cao và những cổ phiếu hưởng lợi từ cải cách pháp lý (cổ phiếu được lựa chọn thường sở hữu cả 2 đặc điểm này). Trong danh sách dài dưới đây, chúng tôi sẽ tổng hợp những cổ phiếu đặc biệt hấp dẫn khi bước sang năm 2026: **PC1, CTD, HPG, VTP và TCB**.

Bảng 1: Đánh giá ngành và các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của HSC

Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2025	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2026	Tiềm năng tăng giá	Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu
Ngân hàng	34.8%	13.2%	17.8%	20.4%	CTG, MBB, TCB, VPB
Tiêu dùng	11.1%	11.8%	15.8%	9.4%	MWG, PNJ
Bất động sản	12.1%	28.2%	21.7%	11.2%	KDH, IDC, CTD
Công nghiệp	11.2%	14.5%	8.3%	14.1%	HPG, GMD, VTP
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích	6.7%	57.4%	-2.5%	16.1%	PC1, PVS
Chứng khoán	3.7%	42.9%	19.8%	48.3%	TCX, SSI
Công nghệ	2.8%	17.7%	13.8%	27.5%	FPT
Các ngành khác*	18.1%	-29.7%	27.3%	-40.5%	BVH, VHC, DCM

Ghi chú: * Bao gồm một số cổ phiếu tỉ trọng cao và một số phân ngành khác như: Bảo hiểm, Dệt may, Hóa chất, Nông nghiệp và Dịch vụ y tế
Nguồn: HSC

Mục lục

Triển vọng VNIndex năm 2026: Tăng trưởng nội lực là chủ đề chính tiếp theo	3
Triển vọng năm 2026: Câu chuyện của Việt Nam ngày càng rõ ràng	6
Động lực tăng trưởng nội tại sẽ quyết định câu chuyện 2026 của Việt Nam	12
Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026-2027: Những động lực mới	21
Việt Nam trong bối cảnh toàn cầu	25
Dự báo GDP	35
Khu vực tư nhân	35
Triển vọng CPI	36
Triển vọng dài hạn: Cơ hội và thách thức	37
Rủi ro tỷ giá	40
Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC	42
Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của HSC	43

Triển vọng VNIndex năm 2026: Tăng trưởng nội lực là chủ đề chính tiếp theo

- Chúng tôi khẳng định triển vọng vững chắc của thị trường chứng khoán Việt Nam với dự báo 12 tháng cho chỉ số VN-Index đạt 1.958 điểm vào cuối năm 2026, theo kịch bản cơ sở. Dự báo điều chỉnh này được đánh giá từ dưới lên (bottom-up), kết hợp các đợt IPO gần đây và giả định cổ tức tiền mặt.
- Chúng tôi tin rằng Việt Nam vẫn vững vàng trong giai đoạn tăng trưởng và điều này sẽ kéo dài sang năm 2026, từ đó có thể giúp chỉ số vượt dự báo theo kịch bản cơ sở.
- Những động lực chính thúc đẩy thị trường vẫn nguyên vẹn, phần lớn trong đó đến từ tăng trưởng nội tại. Điều này đánh dấu sự chuyển dịch dần dần trong câu chuyện của Việt Nam sang một chương mới, không còn phụ thuộc nhiều vào các động lực tăng trưởng bên ngoài như trước đây.

Triển vọng tích cực năm 2026; VNIndex mục tiêu 12 tháng ở mức 1.958 điểm, tăng 16%

Theo kịch bản cơ sở, HSC dự báo chỉ số VN-Index đạt 1.958 điểm, tương đương tiềm năng tăng giá 16%, dựa trên cách tiếp cận bottom-up, kết hợp các đợt IPO mới trên sàn HOSE, giả định cổ tức bằng tiền mặt và dự báo lợi nhuận cho các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của HSC, đồng thời giả định tăng trưởng 7,6% cho các cổ phiếu không nằm trong phạm vi phân tích (tăng trưởng tương đương dự báo GDP của HSC). Chúng tôi kỳ vọng thị trường năm 2026 sẽ tăng điểm với thanh khoản cao nhờ các cải cách mang tính cấu trúc cùng các động lực vĩ mô, trong khi thị trường có thể chịu ảnh hưởng từ các yếu tố đột biến đáng kể. Sau khi đánh giá các động lực tích cực của thị trường Việt Nam với định giá thường chạy vượt nền tảng cơ bản, HSC dự báo chỉ số sẽ giao dịch quanh mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn theo kịch bản cơ sở và cao hơn 2 độ lệch chuẩn đối với kịch bản tích cực.

Năm 2026: Đà tăng điểm mạnh mẽ có thể khiến chỉ số chạy vượt nền tảng cơ bản

Chỉ số VN-Index vẫn nhạy với những biến động tâm lý thị trường, đặc biệt là trong bối cảnh năm 2026 đầy năng động, khi ảnh hưởng của các hoạt động cải cách pháp lý sâu rộng ngày càng lớn. Như các NĐT dày dặn kinh nghiệm đều nhận thức rõ, thị trường Việt Nam có xu hướng rõ rệt là quá mua trong giai đoạn tăng điểm và quá bán trong giai đoạn sụt giảm, từ đó khiến định giá sai lệch đáng kể so với nền tảng cơ bản. Từ đó, nếu NĐT quá mua trong năm 2026 sẽ không gây ngạc nhiên và có thể khiến chỉ số vượt đáng kể dự báo dựa trên nền tảng cơ bản của chúng tôi.

Những động lực chính làm nền tảng cho một thị trường mạnh mẽ trong năm 2026

Từ đó, những động lực chính bao gồm:

- 1) Tiến triển hướng đến phân loại lại thị trường vào tháng 3/2026 cùng dòng vốn nước ngoài phục hồi khi tình hình tỷ giá ổn định trở lại;
- 2) các cải cách quy định toàn diện, liên ngành, đặc biệt là trên thị trường vốn (như Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC), CCP và giao dịch trong ngày);
- 3) chính trị ổn định và các chính sách ưu tiên tăng trưởng, hỗ trợ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và tăng trưởng GDP mạnh nhất trong nhiều thập kỷ nhờ đầu tư công cao kỷ lục;
- 4) lợi nhuận doanh nghiệp phục hồi trên diện rộng;
- 5) tiềm năng phục hồi hoạt động xuất khẩu/dòng vốn FDI nhờ chính sách thuế quan của Mỹ trở nên rõ ràng hơn; và
- 6) xu hướng nới lỏng tiền tệ toàn cầu, điều này có thể thúc đẩy dòng vốn lợi suất thấp chảy về các quốc gia có lợi suất tiền tệ cao hơn, như Việt Nam. Nếu những động lực này thành hiện thực, cổ phiếu Việt Nam có thể được định giá lại ở mặt bằng cao hơn đáng kể và có thể khiến chỉ số vượt dự báo hiện tại của chúng tôi.

Một năm 2026 đầy năng lượng: Dự báo chỉ số VN-Index đạt 1.958 điểm theo kịch bản cơ sở

Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo chỉ số đạt 1.958 điểm dựa trên phương pháp bottom-up, tương đương tiềm năng tăng giá 16% so với giá đóng cửa tại thời điểm cuối tháng 11/2025. Cách tiếp cận này phản ánh phương pháp bottom-up của chúng tôi, kết hợp với các đợt IPO gần đây trên sàn HOSE và giả định cổ tức tiền mặt. Phương pháp này cũng tận dụng dự báo cho các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của chúng tôi trên thị trường Việt Nam (chiếm 81% vốn hóa thị trường) trong khi chúng tôi áp dụng giả định tăng trưởng 7,6% cho các cổ phiếu không nằm trong phạm vi phân tích, dựa trên dự báo GDP từ các chuyên gia kinh tế của HSC.

HSC cũng dự báo thị trường sẽ bước vào một giai đoạn tăng giá bắt đầu từ năm 2026 nhờ các cải cách mang tính cấu trúc đang diễn ra cùng các động lực vĩ mô quan trọng. Thông thường, TTCK Việt Nam có xu hướng chạy trước khi lợi nhuận phục hồi, chủ yếu nhờ thanh khoản. Do đó, năm 2026 có thể không điển hình: Thị trường chịu ảnh hưởng không cân xứng do xu hướng tăng đột biến của các cổ phiếu lớn gây ra sự sai lệch đáng kể cho chỉ số (tăng vượt bậc so với vùng giao dịch trung bình).

Do đó, bên cạnh phương pháp định giá bottom-up, chúng tôi đã bao gồm các động lực điển hình trong các chu kỳ tăng điểm trước đây của TTCK Việt Nam, trong đó các cổ phiếu thường tiếp tục tăng mạnh mặc dù định giá tạm thời ở mức cao. Do đó, HSC dự báo chỉ số VN-Index sẽ giao dịch quanh mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn theo **kịch bản cơ sở** và cao hơn 2 độ lệch chuẩn theo **kịch bản tích cực** trong năm 2026.

Bảng 2: Chỉ số dự phóng – các kịch bản

	Chỉ số mục tiêu theo phương pháp bottom-up	Chỉ số P/E tại giá mục tiêu	Chỉ số P/E tại mức tăng vượt định giá	Chỉ số mục tiêu tại mức vượt định giá	Tiềm năng tăng	Ghi chú
Cơ sở	1,828	12.7	13.6*	1,958	16%	Giá mục tiêu theo phương pháp bottom-up; giả định đang sử dụng giá mục tiêu của VIC
Tích cực	1,844	12.8	14.7*	2,118	25%	Giá mục tiêu theo phương pháp bottom-up giả định sử dụng giá mục tiêu cho VIC là 143.000đ; giả định chênh lệch từ đợt tăng giá là +2SD của bình quân 5 năm

Ghi chú: Kịch bản cơ sở sử dụng chênh lệch +1SD (1 độ lệch chuẩn), Kịch bản tích cực sử dụng +2SD (2 độ lệch chuẩn) của giá trị trung bình 5 năm. Nguồn: HSC

Tuy nhiên, chỉ số VN-Index vẫn rất nhạy với những biến động tâm lý thị trường, đặc biệt là trong năm 2026 đầy năng động do tác động của những cải cách quy định trên diện rộng bắt đầu phản ánh vào các lĩnh vực. NGT giàu kinh nghiệm hiểu rõ xu hướng chạy trước của giá cổ phiếu theo cả hai hướng: Thị trường thường quá mua trong các giai đoạn tăng điểm và bán ra quá mức trong các giai đoạn sụt giảm, từ đó làm định giá sai lệch so với nền tảng cơ bản. Từ đó, chúng tôi cho rằng thị trường hoàn toàn có thể sẽ rơi vào vùng quá mua trong năm 2026, từ đó khiến chỉ số chạy trước đáng kể so với định giá theo phương pháp bottom-up của chúng tôi.

Lựa chọn cổ phiếu: Dựa trên tăng trưởng và cải cách quy định

HSC nhận thấy các lựa chọn cổ phiếu có thể được chia thành hai nhóm: (1) Đầu tư dựa trên tăng trưởng và (2) Hưởng lợi từ cải cách pháp lý.

Theo chiến lược dựa trên tăng trưởng, theo kịch bản cơ sở, chúng tôi ưa thích những ngành có đà tăng trưởng lợi nhuận vững chắc và chu kỳ thuận lợi như Ngân hàng, Tiêu dùng, BĐS, Công nghiệp, Năng lượng & Tiện ích, và Nông nghiệp, như tổng hợp trong các bảng dưới đây. Cụ thể, chúng tôi lựa chọn các cổ phiếu bao gồm: CTG, MBB, TCB, VPB, MWG, PNJ, KDH, IDC, HPG, GMD, VTP, PC1, PVS, TCX, SSI, FPT, BVH, VHC, DCM – tất cả đều khuyến nghị Mua vào.

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy nhiều cơ hội đa dạng hóa với các ứng cử viên bổ sung đáng để khám phá bên cạnh 20 lựa chọn ở trên, như tổng hợp trong Bảng bên dưới.

Bảng 3: Dự báo tăng trưởng lợi nhuận ngành & tiềm năng tăng giá, các cổ phiếu HSC khuyến nghị

STT	Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng lợi nhuận thuần 2025	Tăng trưởng lợi nhuận thuần 2026	Tiềm năng tăng giá
1	Tài chính: Ngân hàng	34.8%	13.2%	17.8%	20.4%
2	Tài chính: Bảo hiểm	0.9%	36.3%	29.5%	13.0%
3	Tài chính: Chứng khoán	3.7%	42.9%	19.8%	48.3%
4	Bất động sản: Nhà ở	8.4%	20.0%	35.4%	7.7%
5	Bất động sản: Bán lẻ	1.2%	61.5%	-34.8%	15.6%
6	Bất động sản: Xây dựng & Vật liệu xây dựng	0.1%	79.3%	5.3%	30.2%
7	Bất động sản: Khu công nghiệp	2.4%	32.6%	18.9%	20.9%
8	Đa ngành	14.8%	-94.8%	282.1%	-52.0%
9	Năng lượng - Dầu khí	3.9%	39.7%	-3.0%	12.4%
10	Dịch vụ tiện ích - Điện, Khí, Nước	2.7%	90.1%	-1.9%	21.5%
11	Công nghiệp: Hàng không	6.1%	6.3%	-9.7%	1.3%
12	Công nghiệp: Ô tô & phụ tùng	0.8%	-7.7%	-7.8%	10.5%
13	Công nghiệp: Giao thông vận tải	0.7%	26.0%	8.3%	24.4%
14	Công nghiệp: Vật liệu xây dựng	3.3%	35.6%	37.1%	35.5%
15	Công nghiệp: Tư liệu sản xuất	0.3%	34.2%	2.7%	18.2%
16	Vật liệu: Hóa chất	1.0%	34.4%	12.1%	28.8%
17	Nông nghiệp	0.5%	70.7%	12.9%	25.6%
18	Vật liệu: Hóa chất	11.1%	11.8%	15.8%	9.4%
19	Dệt may	0.0%	2.9%	-11.2%	3.5%
20	Công nghệ	2.6%	18.0%	14.0%	27.7%
21	Viễn thông	0.1%	12.1%	11.4%	22.7%
22	Dịch vụ y tế	0.3%	12.9%	19.6%	12.6%
Tổng (bao gồm doanh nghiệp Đa ngành)		100%	15.2%	15.9%	7.6%
Tổng cộng (không bao gồm doanh nghiệp Đa ngành)		100%	18.6%	15.5%	15.3%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Đánh giá ngành và các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của HSC, các cổ phiếu HSC khuyến nghị

Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2025	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2026	Tiềm năng tăng giá	Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu
Ngân hàng	34.8%	13.2%	17.8%	20.4%	CTG, MBB, TCB, VPB
Tiêu dùng	11.1%	11.8%	15.8%	9.4%	MWG, PNJ
Bất động sản	12.1%	28.2%	21.7%	11.2%	KDH, IDC, CTD
Công nghiệp	11.2%	14.5%	8.3%	14.1%	HPG, GMD, VTP
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích	6.7%	57.4%	-2.5%	16.1%	PC1, PVS
Chứng khoán	3.7%	42.9%	19.8%	48.3%	TCX, SSI
Công nghệ	2.8%	17.7%	13.8%	27.5%	FPT
Các ngành khác*	18.1%	-29.7%	27.3%	-40.5%	BVH, VHC, DCM

Ghi chú: * Bao gồm một số cổ phiếu tỷ trọng cao và một số phân ngành khác như: Bảo hiểm, Dệt may, Hóa chất, Nông nghiệp và Dịch vụ y tế
 Nguồn: HSC

Tiếp theo, chúng tôi nhận thấy nhóm thứ hai đem lại cơ hội trong năm 2026: **Tập trung vào những ngành được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ các cải cách quy định sắp tới**. Trong khi lựa chọn cổ phiếu theo từng ngành của chúng tôi vẫn không thay đổi, phân bổ theo chiến lược này sẽ ít đa dạng hơn với tỷ trọng tập trung hơn vào những ngành sau: **Ngân hàng, Tiêu dùng, BĐS, Năng lượng & Tiện ích, Dịch vụ tài chính cùng các ngành liên quan đến đầu tư công**.

Bảng 5: Các ngành chủ chốt (6 tháng cuối năm 2025-2026), các cổ phiếu HSC khuyến nghị

Các doanh nghiệp được hưởng lợi từ việc cải cách quy định pháp luật, cơ hội mở rộng hoạt động kinh doanh và khả năng huy động vốn giúp nâng tỷ trọng

Ngành	Hưởng lợi từ cải cách quy định pháp luật	Các yếu tố thúc đẩy
Ngân hàng	- Nghị định 69 về tăng giới hạn sở hữu nước ngoài - Luật hóa Nghị quyết 42 về đẩy nhanh xử lý nợ xấu - Tăng chi đầu tư hạ tầng	- Khả năng Chính phủ nới quan điểm về giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) tại các ngân hàng - Đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu - Tiềm năng niêm yết tài sản cơ sở - Tăng trưởng tín dụng nhờ thúc đẩy đầu tư công
Tiêu dùng	- Giảm thuế GTGT 2% và gia hạn đến năm 2026 - Duy trì môi trường lãi suất thấp - Thị trường bất động sản phục hồi, thúc đẩy niềm tin và chi tiêu của người tiêu dùng thông qua hiệu ứng tài sản	- Định giá hấp dẫn - Nhu cầu phục hồi cùng với sự phục hồi của thị trường bất động sản - Chu kỳ thay thế thiết bị CNTT mới
Bất động sản: Nhà ở	- Nghị quyết 158 về bình ổn thị trường và thúc đẩy phát triển nhà ở xã hội, nhà ở công nhân - Nghị quyết 161 về phát triển nhà ở xã hội - Nghị quyết 170 về cơ chế đặc thù nhằm xử lý các tranh chấp đất đai và dự án tại các đô thị trọng điểm - Nghị quyết 171 về thí điểm phát triển nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận quyền sử dụng đất (LUR) - Sửa đổi Luật Đất đai	- Gỡ bỏ các vướng mắc pháp lý - Nguồn cung đang phục hồi - Định giá đang ở mức chiết khấu
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích	- Dự thảo Nghị định lần thứ 6 sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu - Sửa đổi Thông tư 16 về cơ chế vận hành thị trường điện cạnh tranh của Việt Nam - Quyết định 1509 về Điều chỉnh Quy hoạch điện VIII	- Gỡ bỏ các vướng mắc pháp lý - Có độ trễ nhưng có tiềm năng bắt kịp - Nhu cầu ổn định trong bối cảnh bất ổn toàn cầu
Tài chính: Chứng khoán	- Hệ thống KRX với các tính năng mới đang được triển khai dần - Thông tư 68 về cơ chế không yêu cầu nộp tiền trước - Nghiên cứu rút ngắn thời gian thanh toán xuống T+2 - Nghiên cứu triển khai cơ chế bán khống	- Thanh khoản tăng - Nâng hạng thị trường lên phân khúc mới nổi - Rào cản pháp lý được giải quyết và các đợt IPO mới
Liên quan đến đầu tư công	- Khôi phục mô hình Xây dựng – Chuyển giao (BT) - Sửa đổi Luật Đầu tư công - Sửa đổi mô hình PPP - Sửa đổi Luật Quy hoạch	- Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công - Việc khôi phục mô hình BT thu hút nhiều hơn sự tham gia của khu vực tư nhân

Nguồn: HSC

Triển vọng năm 2026: Câu chuyện của Việt Nam ngày càng rõ ràng

Việt Nam có vẻ đang nằm ở giữa chu kỳ tăng của thị trường; GDP đang trong giai đoạn tăng trưởng, định giá hợp lý

Tăng trưởng GDP của Việt Nam thường tương quan với chỉ số VN-Index, dựa trên số liệu quá khứ. Tăng trưởng GDP phản ánh một phần sức mạnh kinh tế cơ bản, cuối cùng giúp nâng cao tăng trưởng EPS, một động lực chính cho thị trường chứng khoán. Khi Việt Nam bước vào giai đoạn tăng trưởng tiếp theo với mục tiêu tăng trưởng hai chữ số của Chính phủ, HSC kỳ vọng xu hướng tăng điểm hiện tại sẽ kéo dài trong trung hạn nhờ tăng trưởng EPS mạnh mẽ và nhu cầu trong nước phục hồi. Sự trở lại của dòng vốn FDI và năng lực cạnh tranh xuất khẩu phản ánh những tiềm năng tăng từ những yếu tố bên ngoài.

Trong hai thập kỷ qua, thị trường Việt Nam đã trải qua 3 đợt tăng điểm mạnh, mỗi đợt kéo dài khoảng 60-70 tuần. Kể từ đầu năm 2025, chỉ số VN-Index đã tăng đáng kể 33,5% nhưng chỉ diễn ra trong khoảng 33 tuần, mặc dù nền tảng cơ bản đã cải thiện đáng kể so với 3 chu kỳ trước đó. Dựa trên dự báo GDP tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong năm 2026 cùng nhiều động lực chính vẫn chưa phản ánh, chúng tôi cho rằng

khả năng thị trường tiếp tục tăng điểm vẫn ở mức cao dựa trên các mô hình trong quá khứ.

Biểu đồ 6: Chỉ số VN Index và tăng trưởng GDP: nhìn lại 20 năm

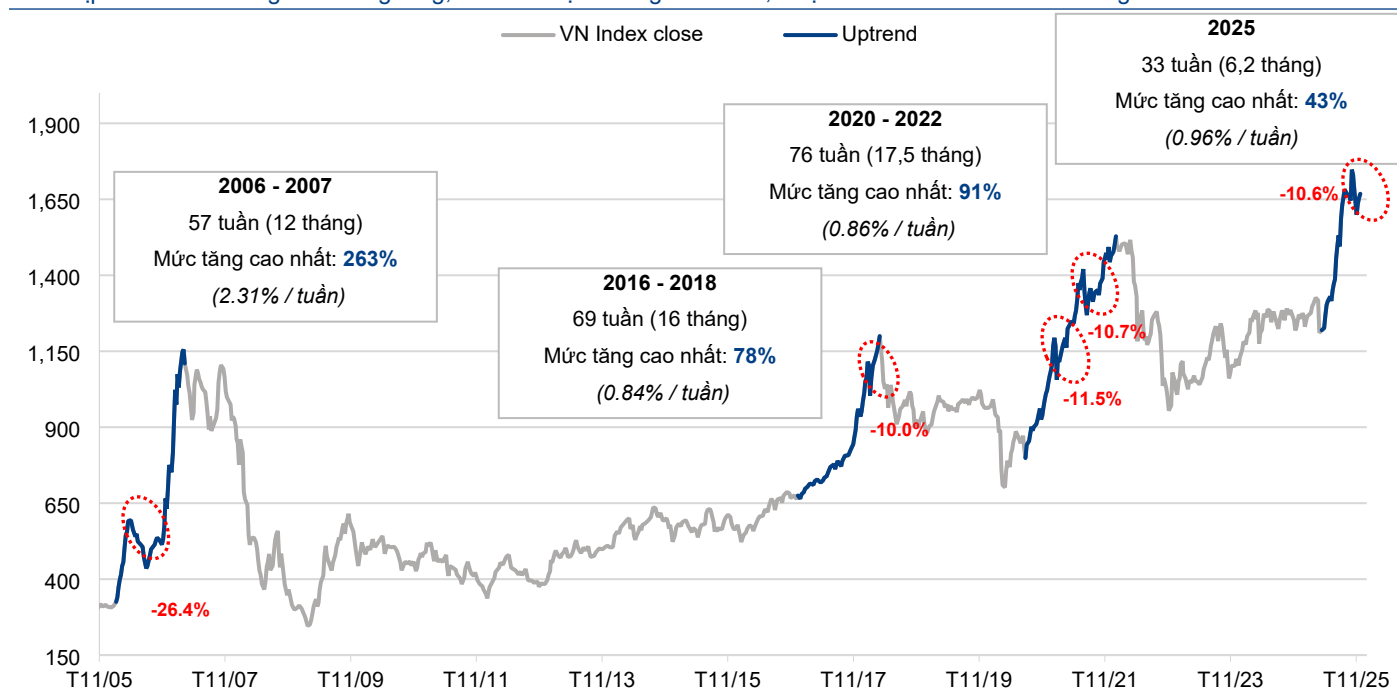
VN Index và tăng trưởng GDP có mối tương quan mật thiết với nhau, xu hướng chỉ lệch trong một vài thời điểm nhất định



Nguồn: NSO, HSC

Biểu đồ 7: Tổng hợp các giai đoạn tăng trưởng mạnh trong lịch sử của VN Index

Các nhịp điều chỉnh trong xu hướng tăng, với biên độ khoảng 10 - 11%, được coi là mức điều chỉnh trung bình



Nguồn: HSC

Bảng 8: Các chu kỳ tăng trưởng mạnh: lịch sử và hiện tại

Chu kỳ tăng hiện tại ngày càng được củng cố bởi nền tảng cơ bản vững chắc hơn và mức định giá hấp dẫn hơn

Tiêu chí		2006 - 2008	2016 - 2018	2020 - 2022	2025 trở đi
Bối cảnh vĩ mô	Tăng trưởng GDP	8.3%	7.08%	8.02%	Mục tiêu 8.2-8.5%
	Tăng trưởng tín dụng (từ đầu năm)	33.8%	15.7%	13.4%	15.1% (cuối T10)
	VND mất giá	9.8%	3.0%	2.0%	3.3% từ đầu năm
Định giá & Lợi nhuận	Tăng trưởng EPS bình quân	N/A	4.1%	-18.7%	20.3%*
	P/E trượt / dự phóng cao nhất	42.3 / 16.3	23.0 / 20.1	25.3 / 18.0	16.7 / 14.4
	P/E trượt / dự phóng cao nhất	9.0 / 3.1	3.4 / 3.5	2.9 / 2.8	2.1 / 2.1
	Tỷ lệ M/E đạt đỉnh	> 200%	182%	129%	125% (cuối tháng 9)
Thanh khoản & Các yếu tố thúc đẩy	Dòng vốn ngoại ròng	N/A	Mua ròng 1,7 tỷ USD	Bán ròng 3,1 tỷ USD	Bán ròng 4,8 tỷ USD
	Động lực thúc đẩy các đợt tăng mạnh	Sự lạc quan về việc gia nhập WTO Làn sóng cổ phần hóa ngân hàng và DN nhà nước Tín dụng tăng trưởng mạnh	Chiến dịch 'China+1' Dòng tiền chảy vào thị trường mới nổi	Chính sách tiền tệ nới lỏng Dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán trong nước	Cải cách lịch sử Đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng Chính sách tiền tệ & tài khóa nới lỏng
	Chu kỳ tăng (tuần)	57	69	76	21+
Đặc điểm từng chu kỳ	Điều chỉnh	-26.4%	-10.0%	-11.5%	N/A
	Tốc độ tăng (% tuần)	2.31%	0.84%	0.86%	1.71%
Kết quả & Điều chỉnh	% tăng cao nhất	Đồng USD 263% 240%	78% 76%	91% 90%	42% 37%
	Nguyên nhân thị trường đảo chiều giảm	Tác động do khủng hoảng tài chính Mỹ Lạm phát hai chữ số	Thắt chặt tín dụng toàn cầu Chiến tranh thương mại 1.0 dẫn đến tâm lý e ngại rủi ro	Thắt chặt tín dụng toàn cầu Khủng hoảng TPDN Bất ổn địa chính trị	N/A
	Số tuần điều chỉnh	14	10	9	N/A

Nguồn: HSC

Định giá vẫn hấp dẫn cả tổng thể và sau khi điều chỉnh các yếu tố đột biến

Chỉ số VN-Index đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 11,7 lần, tương đương bình quân 5 năm, nhờ tăng trưởng EPS phục hồi ổn định và kỳ vọng về triển vọng năm 2026 vững chắc. Sau khi loại ra các cổ phiếu đột biến, đặc biệt là các cổ phiếu nhóm Vingroup, VNIndex đang giao dịch chiết khấu đáng kể so với bình quân 5 năm. Điều này cho thấy định giá của thị trường chung không quá cao và các cổ phiếu ngoài nhóm đột biến trên thị trường có tiềm năng tăng giá lớn hơn so với bội số của thị trường chung.

Thanh khoản nhiều khả năng sẽ quay trở lại vào năm 2026, cả từ trong nước và nước ngoài

Sự quan tâm của NĐT cá nhân, thể hiện qua số lượng tài khoản mở mới tăng mạnh gần đây, đã cải thiện đáng kể trong những tháng gần đây. Tuy nhiên, thanh khoản thị trường tiếp tục chững lại. Số lượng tài khoản tăng trưởng ổn định thường hỗ trợ tăng trưởng thanh khoản thị trường thay vì tương quan âm như giai đoạn từ tháng 8/2025 đến nay.

Biểu đồ 9: P/E dự phóng của VN Index không bao gồm nhóm cổ phiếu Vingroup

Hiện VN Index đang có P/E dự phóng hấp dẫn ở mức 10,6 lần



Ghi chú: nhóm cổ phiếu Vingroup bao gồm VIC, VHM, và VRE.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 10: P/B dự phóng của VN Index không bao gồm Vin-trio

P/B thấp hơn mức bình quân 5 năm

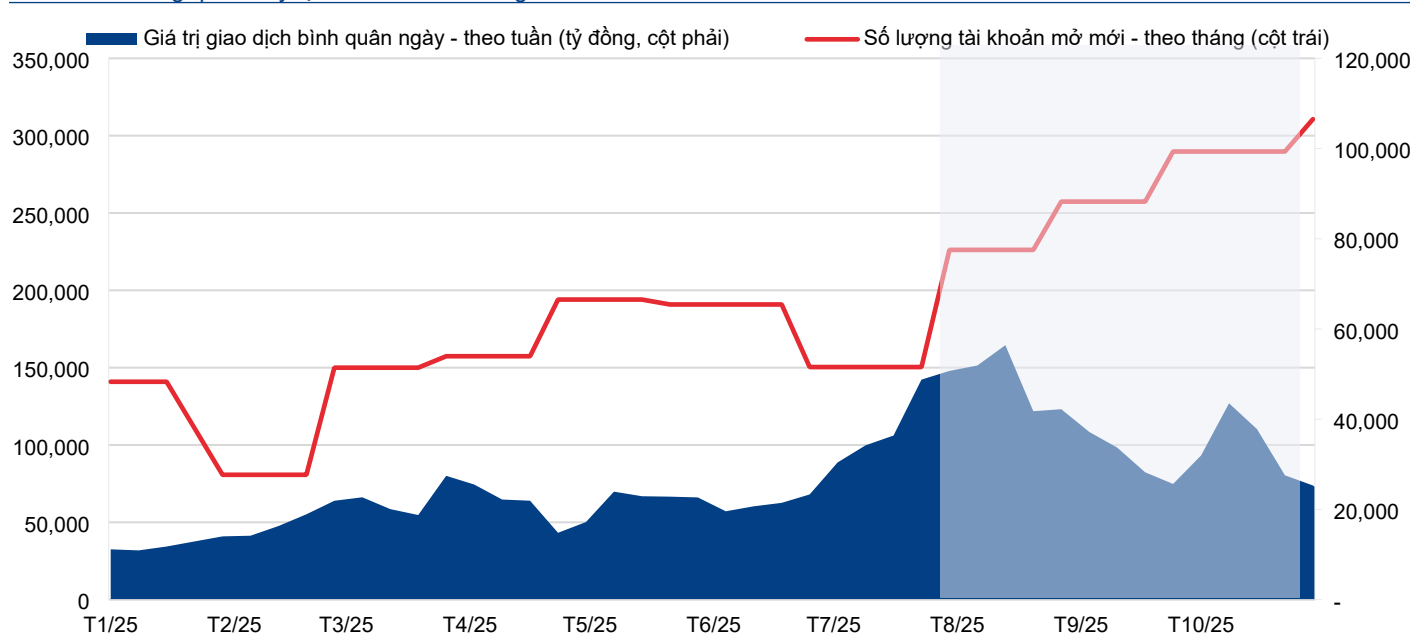


Ghi chú: nhóm cổ phiếu Vingroup bao gồm VIC, VHM, và VRE.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Điều này có thể cho thấy thanh khoản bị rút khỏi TTCK gần đây chỉ là tạm thời, diễn ra trước giai đoạn thường trầm lắng khi Đại hội Đảng toàn quốc khai mạc. Trong tháng 1/2026, sau khi Đại hội Đảng kết thúc và bộ máy chính phủ mới được công bố, những bất ổn hiện tại sẽ tan biến, giúp giảm bớt tâm lý lo ngại cho NĐT trong nước. Dựa trên số liệu quá khứ, thị trường thường điều chỉnh với thanh khoản sụt giảm trong giai đoạn trước mỗi kỳ Đại hội Đảng trong 2 thập kỷ vừa qua, trước khi phục hồi lên mức cao mới với thanh khoản cải thiện sau đó (Biểu đồ 11). Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tương tự sẽ diễn ra trong giai đoạn này.

Biểu đồ 11: Tăng trưởng số lượng tài khoản giao dịch và giá trị giao dịch bình quân hàng tháng, Việt Nam

Tốc độ tăng trưởng số lượng tài khoản giao dịch mới là động lực quan trọng cho tính bền vững của thanh khoản thị trường, tuy nhiên mối tương quan này lại đảo chiều từ tháng 8/2025



Nguồn: VSD, FiinPro, HSC

Bảng 12: Diễn biến thị trường trước Đại hội Đảng toàn quốc

Năm	Kỳ Đại hội Đảng toàn quốc	Mức độ điều chỉnh (%)	Thời điểm điều chỉnh (bao lâu trước ĐHĐ)	Thời gian điều chỉnh (ngày)	Thanh khoản bình quân ngày TRƯỚC ĐHĐ	Thanh khoản bình quân ngày SAU ĐHĐ	Thiết lập đỉnh mới cao hơn SAU ĐHĐ
2011	XI	10.5	3 tháng	15	-34%	8%	Có
2016	XII	16.6	3 tháng	47	-7%	19%	Có
2021	XIII	6.4	3 tháng	9	-12%	42%	Có

Nguồn: HSC

Trong khi đó, xu hướng tăng vốn của các CTCK sẽ giúp mở rộng dư địa cho vay ký quỹ. Hiện tại, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH của các CTCK đang tiến sát mức đỉnh trước đó của chu kỳ tăng điểm, khoảng 129%, từ đó gia tăng lo ngại về những hạn chế tiềm ẩn đối với sự tham gia của NĐT cá nhân. Trong đó, 25,9 nghìn tỷ đồng (tương đương 990,8 triệu USD) sẽ gia nhập thị trường trong năm 2026, chúng tôi ước tính tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH sẽ giảm đáng kể, từ đó cung cấp nguồn vốn cho hoạt động mua vào trên thị trường. Điều này đặc biệt quan trọng khi NĐT cá nhân vẫn đóng góp một phần đáng kể vào hoạt động giao dịch trên thị trường (89% giá trị giao dịch Q3/2025).

Bảng 13: Kế hoạch tăng vốn trong giai đoạn 2024-2025, một số công ty ngành Chứng khoán

Các công ty Chứng khoán niêm yết đã tăng vốn lên 43.1 nghìn tỷ đồng và dự kiến sẽ huy động thêm 22.3 nghìn tỷ đồng

Công ty	Phương thức phát hành	% số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Số lượng cổ phiếu phát hành (triệu cổ phiếu)	2024 (tỷ đồng)	Hoàn thành trong năm 2025 (tỷ đồng)	Kế hoạch (tỷ đồng)
Huy động trên thị trường vốn				19,108	43,170	22,359 (*)
SSI	Phát hành quyền mua	10%	151	1,510		
	Phát hành riêng lẻ	7%	104		3,250	
	Phát hành quyền mua	20%	415			6,225
VND	Phát hành quyền mua	20%	243.6	2,436		
	Phát hành riêng lẻ	20%	106.5			N/A
	Phát hành quyền mua	20%	325.7			3,257
HCM	Phát hành quyền mua	50%	228.6	2,286		
	Phát hành quyền mua	50%	360		3,600	
VCI	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2,420		
	Phát hành riêng lẻ	17%	127.5			3,950
MBS	Phát hành quyền mua	25%	109.4	1,094		
	Phát hành riêng lẻ	5%	26	765		
	Phát hành quyền mua	12%	68.7		687	
TCX	Phát hành cho lãnh đạo	5%	119	1,337		
	IPO	11%	231.1		10,800	
VCK	IPO	15.8%	202.3		12,120	
	Phát hành riêng lẻ	10.9%	161.8			N/A
VPX	IPO	25%	375		12,713	
VIX	Phát hành quyền mua	95%	636	6,360		
	Phát hành quyền mua	60%	919			11,028
TCI	Phát hành ra công chúng	100%	115.6			1,156
	Phát hành riêng lẻ	30%	70			
DSE	IPO	10%	30	900		
VDS	Phát hành riêng lẻ	17.5%	48			864
Huy động vốn từ nội bộ				6,638	12,780	3,600
ACBS	Phát hành cổ phiếu cho ACB	42%	300	3,000		
	Phát hành cổ phiếu cho ACB	36%	400		4,000	
LPBS	Phát hành quyền mua	1450%	363.8	3,638		
	Phát hành quyền mua	225%	878		8,780	
ORS	Phát hành cổ phiếu cho TPB	86%	288			3,600
Tổng cộng				25,746	55,950	25,959 (*)

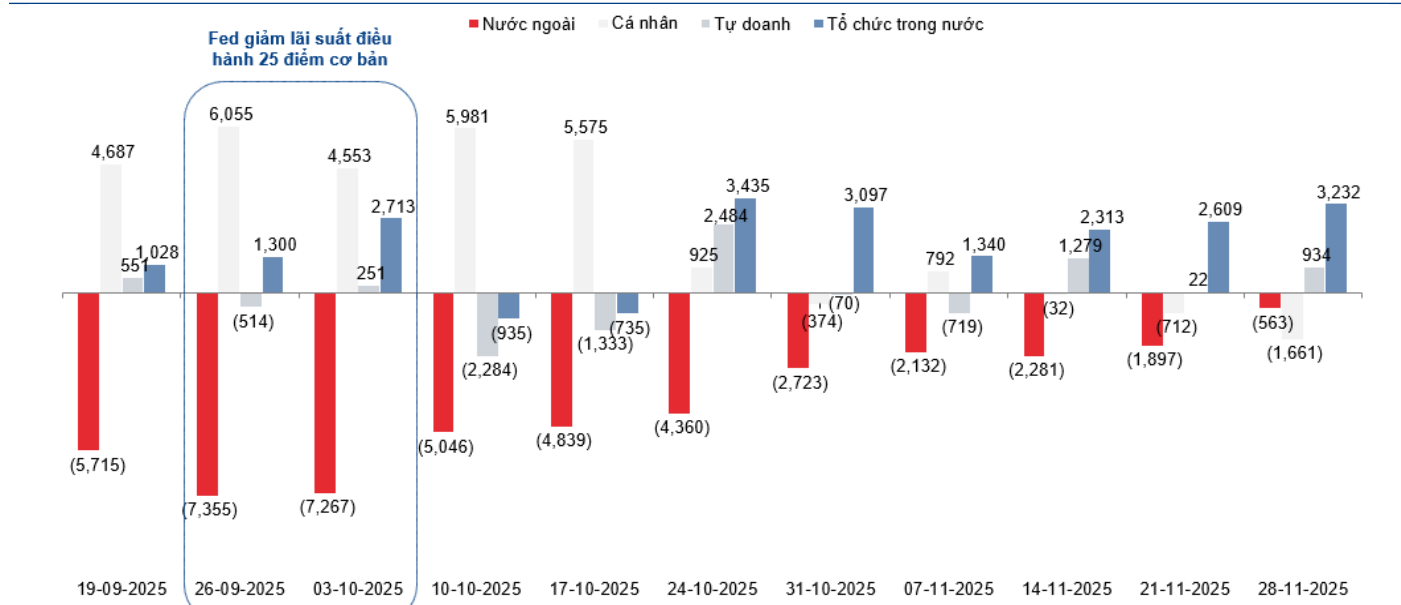
Ghi chú: (*) Nguồn vốn dự kiến huy động không bao gồm khoản thu từ các đợt phát hành riêng lẻ của VCK và VND (được ước tính là khá lớn.)
Nguồn: HSC

Tâm lý khối ngoại cải thiện rõ ràng trên toàn khu vực

Tại Malaysia, hoạt động bán ròng của khối ngoại đã thu hẹp mạnh xuống 63 triệu USD từ 647 triệu USD trong tháng 10. Indonesia cũng chuyển biến tích cực và thu hút được 672 triệu USD, trong khi Philippines cũng thu hút được 166 triệu USD. Việc Fed cắt giảm lãi suất vào tháng 9 có vẻ đã hỗ trợ cho những thị trường này.

Biểu đồ 14: Dòng tiền ròng của các nhóm nhà đầu tư chính theo tuần (tỷ đồng),

Áp lực bán ròng của khối ngoại đã giảm đáng kể sau đợt cắt giảm lãi suất của Fed

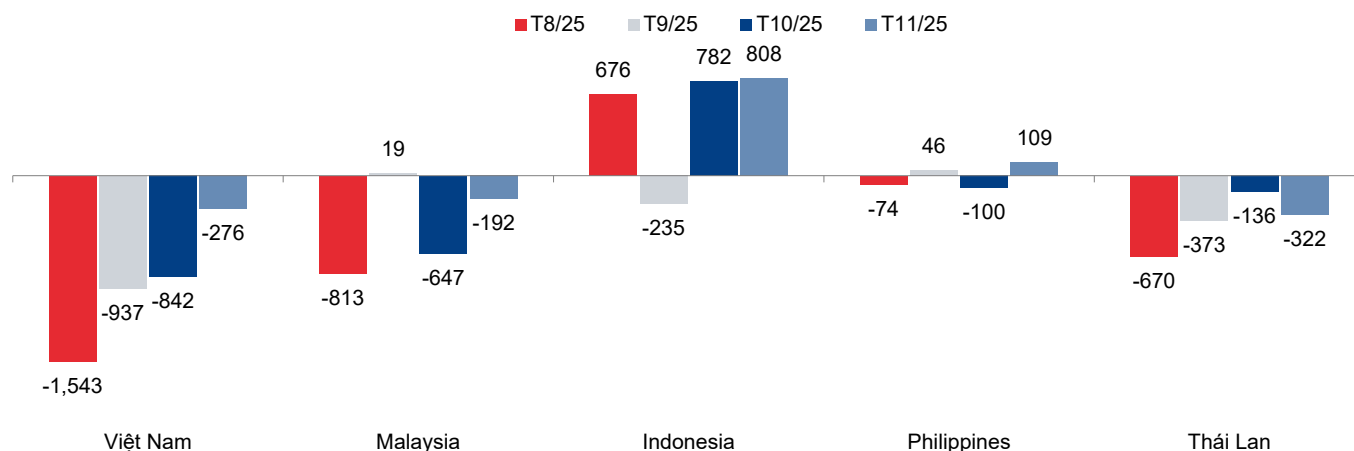


Nguồn: FiinPro, HSC

Đối với Việt Nam, chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá vẫn là rào cản chính. Việt Nam hiện là thị trường duy nhất trong khu vực có đồng nội tệ mất giá so với đồng USD trong năm nay (mất giá 3,5% so với đầu năm) ngay cả khi chỉ số DXY đã giảm 7,8% trong cùng kỳ. Ngoài ra, một phần của tình trạng bán ra quá mức có thể do tình trạng rút vốn khỏi các quỹ tập trung vào Việt Nam tại các thị trường phổ biến như Thái Lan và Đài Loan, nơi NĐT bán lẻ đang chốt lời từ các quỹ ủy thác đầu tư. Theo đó, dòng vốn chỉ có khả năng quay trở lại khi có một động lực vĩ mô đáng kể mà động lực này chưa xuất hiện trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về trung hạn, các yếu tố thúc đẩy chính có thể xuất hiện sớm nhất là trong nửa đầu năm 2026, điều này sẽ giải quyết tình trạng này và giúp thu hút dòng vốn một lần nữa.

Biểu đồ 15: Dòng vốn ròng của NĐT nước ngoài theo tháng (triệu USD), một số quốc gia

Giá trị bán ròng của khối ngoại nhìn chung đã hạ nhiệt trong những tháng gần đây tại khu vực Đông Nam Á



Nguồn: Bloomberg, HSC

Ngoài ra, chúng tôi dự báo tăng trưởng FDI sẽ tiếp tục mạnh mẽ. Trong tháng 10/2025, FDI đăng ký và thực hiện tăng lần lượt 20,4% và 11,4% so với cùng kỳ, trong khi kiều hối gia tăng theo mùa trong giai đoạn cuối năm sẽ giúp giảm bớt áp lực lên tỷ giá.

Ngoài ra, theo báo cáo lao động của Mỹ, áp lực trên thị trường việc làm ngày càng gia tăng. Tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 4,4%, vượt dự báo ở mức 4,3%, tháng tăng thứ 4 liên tiếp. Mặc dù lạm phát tháng 10 chưa được công bố do chính phủ Mỹ đóng cửa nhưng xu hướng chung cho thấy thị trường lao động đang hạ nhiệt. Thị trường hiện đang phản ánh 67,3% Fed sẽ tiếp tục cắt giảm 0,25 điểm cơ bản lãi suất điều hành, tăng từ 42% vào thứ tư tuần trước. Nếu Fed cắt giảm lãi suất điều hành, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ có thêm dư địa để ổn định tỷ giá.

Động lực tăng trưởng nội tại sẽ quyết định câu chuyện 2026 của Việt Nam

Việt Nam đang chuyển dịch từ một nền kinh tế từng phụ thuộc chủ yếu vào các động lực bên ngoài, như dòng vốn FDI và chiến lược ngoại giao “cây tre” nổi tiếng, sang một mô hình cân bằng hơn, trong đó các động lực nội tại đóng vai trò trọng tâm. NĐT hiện đang tập trung nhiều hơn vào (1) các cải cách toàn diện của Chính phủ, (2) các chính sách hỗ trợ tăng trưởng với động lực từ đầu tư công và (3) sự phục hồi của chi tiêu hộ gia đình. TTCK có vẻ đã phản ánh một phần sự chuyển dịch này, đặc biệt là sau khi Tổng Bí thư mới được bổ nhiệm. Tuy nhiên, đây mới chỉ là giai đoạn đầu của một chu kỳ dài hạn với những triển vọng tích cực hơn vẫn còn ở phía trước.

Biểu đồ 16: Diễn biến của chỉ số và tổng hợp các chính sách/sự kiện đáng chú ý



Nguồn: HSC

Đổi Mới 2.0: Chính trị đi trước kinh tế

Việt Nam đang trải qua một trong những giai đoạn chuyển mình mạnh mẽ nhất trong lịch sử hiện đại. Tại khu vực Đông Nam Á, bao gồm Việt Nam, chính trị thường đi trước kinh tế và môi trường hiện tại càng khẳng định thực tế này. Ổn định chính trị là điều cần thiết để giải phóng toàn bộ tiềm năng của lực lượng lao động trẻ, năng động và mức nền thu nhập thấp của Việt Nam. Tính đến nửa cuối năm 2025, Việt Nam đã đảm bảo được sự ổn định này.

Bảng 17: Chiến lược chính trị và kinh tế trong Đổi Mới 2.0

Tóm tắt các chiến lược

Khu vực	Tác động
Nỗ lực 'chống lãng phí' (số hóa hoạt động của chính phủ; loại bỏ sự trùng lặp và tham nhũng vặt)	Số hóa, giúp tiết kiệm chi phí về lâu dài và có khả năng nâng cao hiệu quả hoạt động
Cải cách pháp lý và hành chính (Đợt sửa đổi luật lệ và quy định lớn nhất trong lịch sử hiện đại của Việt Nam)	- Một trong những năm cải cách pháp lý lớn nhất trong lịch sử hiện đại của Việt Nam Sáp nhập tỉnh để nâng cao hiệu quả và quy mô - Các luật chủ chốt: Luật Đất đai, Luật Đầu tư Công; Luật Điện lực, Luật Đầu tư và Luật Chứng khoán
Các sáng kiến tăng trưởng (Mục tiêu tăng trưởng cao nhất trong nhiều thập kỷ)	- Các ý tưởng thiên về tăng trưởng nhằm hỗ trợ các động lực tăng trưởng nội tại Mục tiêu GDP 8,3-8,5% trong năm 2025; hướng tới 10% GDP trong năm 2026 - Nghị quyết số 68-NQ/TW về nhấn mạnh vai trò của khu vực tư nhân Đầu tư công sẽ được thúc đẩy đáng kể - Quyết định nâng cấp thị trường vốn: Nghị định 245 và Quyết định 2014
Hiệu quả chính sách ngoại giao (59 hoạt động trong 11 tháng đầu năm 2025, nâng cấp quan hệ với 12 đối tác, ký 339 hiệp định hợp tác, tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ năm trước)	- Ưu điểm: Đa dạng hóa so với các thị trường xuất khẩu truyền thống, tập trung vào khu vực, quan hệ song phương - Hạn chế: Có thể mất thời gian để thấy kết quả cụ thể

Nguồn: HSC

Các cải cách của Chính phủ kể từ đó đã trở thành động lực chính cho triển vọng cải thiện của đất nước, có thể tóm tắt thành 4 trụ cột chính bao gồm: (1) các sáng kiến chống lãng phí; (2) cải cách pháp lý & hành chính; (3) định hướng chính sách hỗ trợ tăng trưởng và (4) lập trường ngoại giao "mới" tập trung vào các quan hệ đối tác song phương đa dạng và sâu sắc hơn.

Đáy chu kỳ tiêu dùng, tương tự như các quốc gia trong khu vực

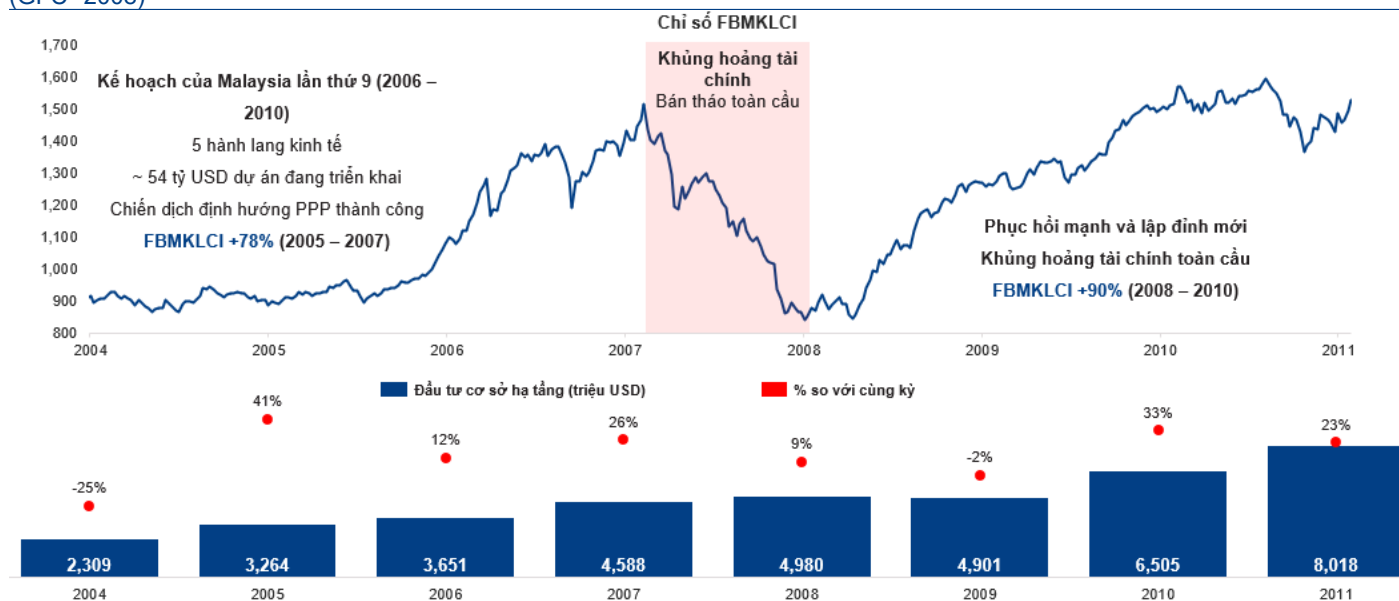
Có rất nhiều ví dụ về tác động của các gói đầu tư cơ sở hạ tầng quy mô lớn lên triển vọng trung hạn của TTCK. Chúng tôi nhận thấy mỗi Dự án Cơ sở hạ tầng Quốc gia (NIP) thành công đều mang lại tác động đáng kể và lâu dài đến cả tăng trưởng kinh tế và TTCK.

Nhìn vào Malaysia giữa những năm 2000, "Kế hoạch Malaysia lần thứ 9 (9MP)" là kế hoạch lớn nhất từng được chính quyền Malaysia triển khai với tổng ngân sách 54 tỷ USD tính theo giá trị hiện tại. 9MP được triển khai một cách chiến lược nhằm tăng cường năng lực quốc gia thông qua đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng, nâng cao trình độ nguồn nhân lực và cải thiện năng lực thể chế để hỗ trợ quá trình chuyển đổi sang một nền kinh tế có giá trị cao hơn và cạnh tranh hơn.

Nhờ đó, chỉ số KLCI Malaysia đã có một đợt tăng điểm ấn tượng 78% kể từ giữa năm 2005 đến năm 2007. Trong khi thị trường toàn cầu chịu ảnh hưởng nặng nề bởi hiệu ứng lan tỏa từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, TTCK Malaysia đã chạm đáy vào đầu năm đó và nhanh chóng phục hồi lên mức cao kỷ lục mới vào cuối năm 2009, tăng điểm ấn tượng 90% trong giai đoạn 2008-2010.

Biểu đồ 18: Chi tiêu chính phủ của Malaysia và hiệu suất thị trường chứng khoán

Đầu tư cơ sở hạ tầng có kế hoạch chiến lược bù đắp hoàn toàn tổn thất thị trường chứng khoán trong thời kỳ suy thoái toàn cầu (GFC* 2008)



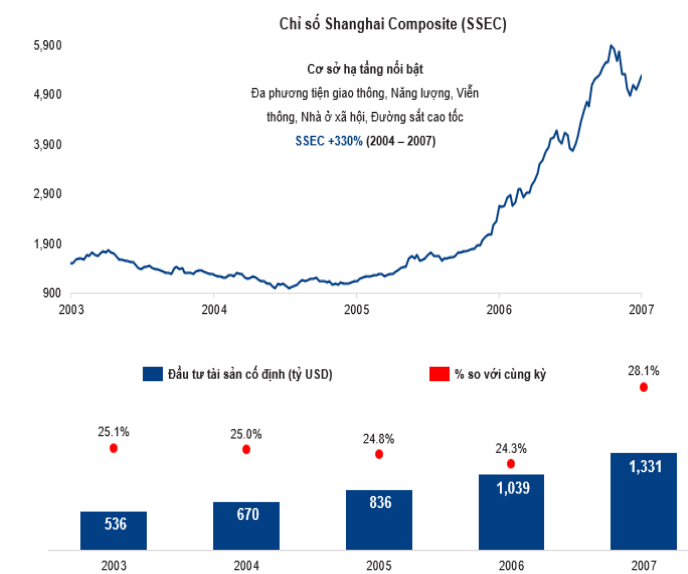
Ghi chú: * Khủng hoảng tài chính toàn cầu.
Nguồn: Bank of Negara Malaysia, Bloomberg, HSC

Tương tự, chỉ số Shanghai Composite của Trung Quốc đã tăng mạnh khoảng 330% trong giai đoạn 2004-2007 khi nền kinh tế bước vào giai đoạn đẩy mạnh đầu tư tài sản cố định, liên tục tăng trên 20%/năm và vượt mốc 1 nghìn tỷ USD vào năm 2006.

Gần đây, chỉ số NIFTY 50 của Ấn Độ đã duy trì xu hướng tăng trong nhiều năm từ năm 2019 đến năm 2024, nhờ kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng quốc gia trị giá 1,4 nghìn tỷ USD theo kế hoạch Modi 2.0. Trong giai đoạn 2020-2023, chi tiêu cơ bản của chính phủ Ấn Độ tiếp tục tăng trưởng trên 20%/năm.

Biểu đồ 19: Chi tiêu chính phủ của Trung Quốc và hiệu suất thị trường chứng khoán

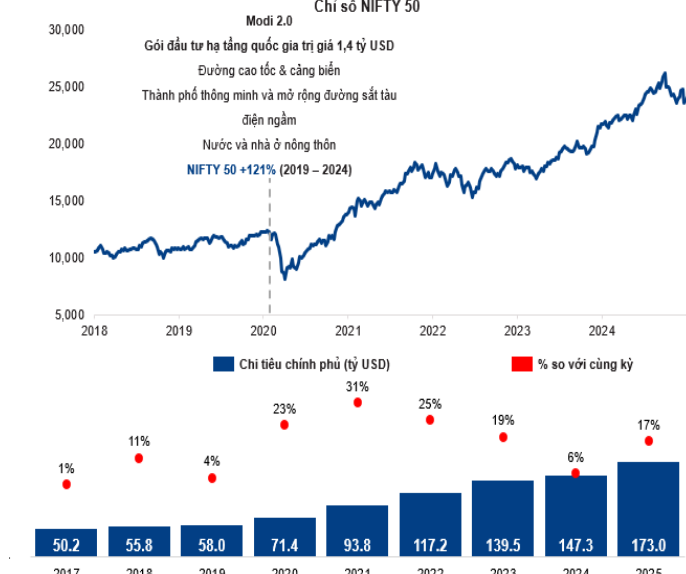
Tăng chi tiêu cơ sở hạ tầng thường thúc đẩy đáng kể vào đà tăng của thị trường



Nguồn: National Bureau of Statistic of China, HSC

Biểu đồ 20: Chi tiêu của chính phủ Ấn Độ và hiệu suất thị trường chứng khoán

Tăng chi tiêu cơ sở hạ tầng thường thúc đẩy đáng kể vào đà tăng của thị trường



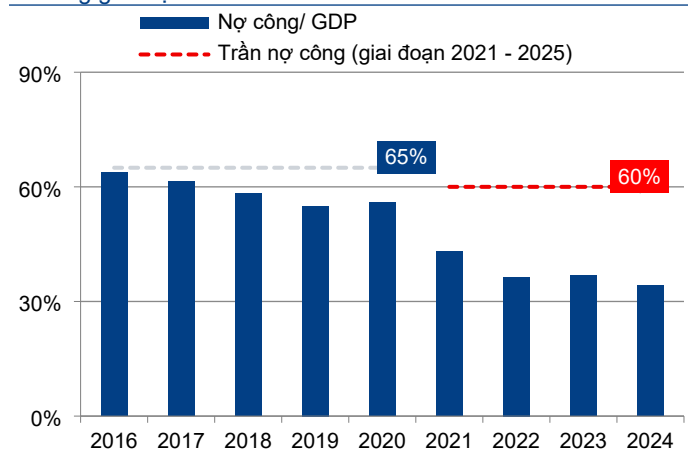
Nguồn: Government of India, CEIC, HSC

Việt Nam hiện có dư địa tài khóa dồi dào để đẩy mạnh chi tiêu. Phân tích chi tiết trong phần Báo cáo Kinh tế của Trưởng nhóm Kinh tế vĩ mô của HSC, ông Phạm Vũ Thăng Long ([Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026-2027: Những động lực mới](#)). Nhìn chung, vị thế vĩ mô của Việt Nam đang được củng cố, mở đường cho nhiều năm tăng trưởng mạnh mẽ. Tỷ lệ nợ công/GDP đã cải thiện ổn định cùng quyết định hạ trần nợ công vào năm 2021 cho thấy cách tiếp cận tài khóa thận trọng và kỷ luật của Chính phủ. Nhìn chung, những yếu tố này cho thấy Việt Nam đang bước vào giai đoạn có thể đẩy mạnh triển khai nguồn lực công trong những năm tới.

Nhờ đó, thâm hụt ngân sách cũng đã thu hẹp, phù hợp với xu hướng giảm của tỷ lệ TPCP đang lưu hành/GDP. Đối với tình hình tài khóa, Việt Nam có vị thế thuận lợi so với các quốc gia trong khu vực. Dựa trên bối cảnh vĩ mô rộng hơn, Việt Nam rõ ràng có khả năng đẩy mạnh đầu tư công.

Biểu đồ 21: Nợ công của Việt Nam / GDP

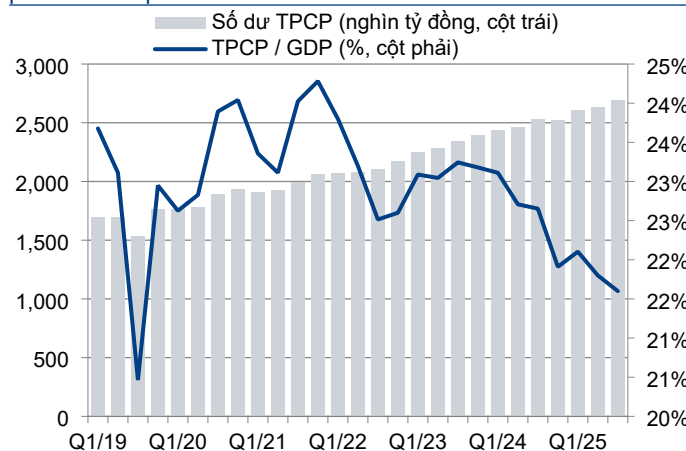
Được kiểm soát chặt chẽ dưới mức trần trong 10 năm qua, duy trì trong giới hạn 60% GDP



Lưu ý: Nghị quyết số 23/2021/QH15 của Quốc hội về Kế hoạch Tài chính Quốc gia và vay, trả nợ Công giai đoạn 2021-2025.
Nguồn: IMF, MoF, HSC

Biểu đồ 22: Thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam

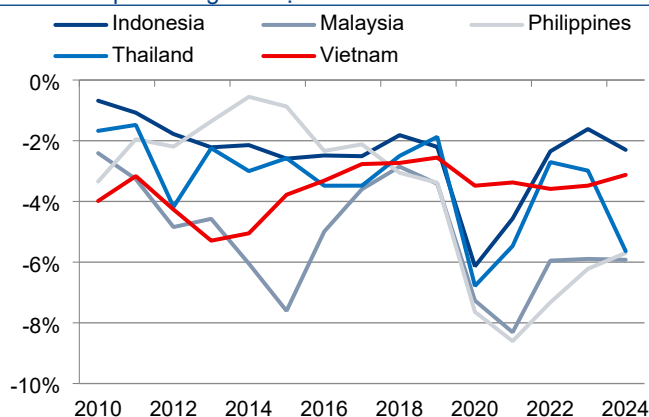
Tỷ lệ nợ được kiểm soát, tạo tiền đề mở rộng phát hành trái phiếu Chính phủ



Nguồn: Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam, HSC

Biểu đồ 23: So sánh thâm hụt ngân sách theo % GDP

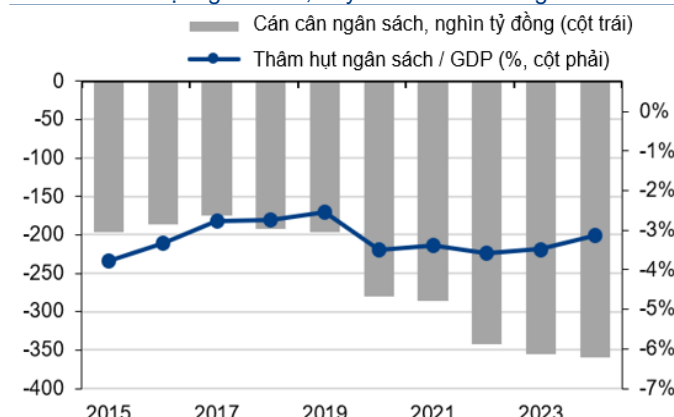
Thâm hụt ngân sách của Việt Nam được quản lý tốt, duy trì ở mức bình quân trong khu vực



Nguồn: CEIC, MoF, HSC

Biểu đồ 24: Cán cân ngân sách của Việt Nam

Dù chỉ tiêu tăng nhưng quy mô kinh tế lớn hơn đã giúp kiểm soát tốt thâm hụt ngân sách, duy trì ở mức khoảng 3-4% GDP

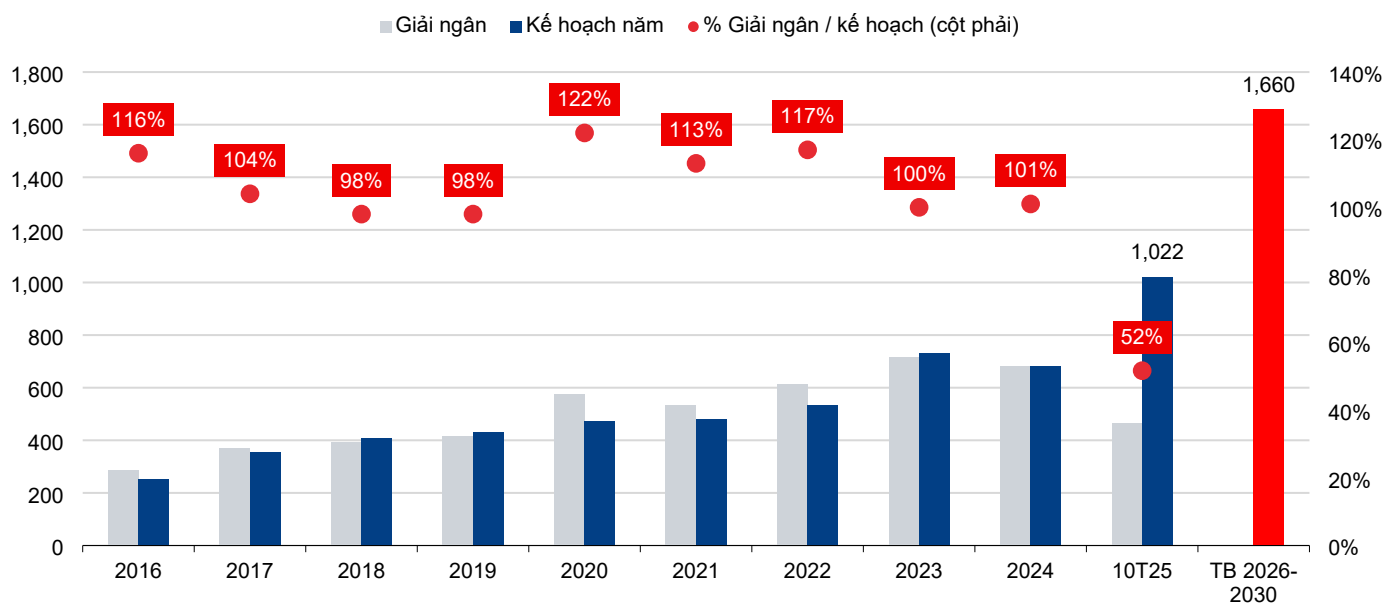


Nguồn: CEIC, MoF, HSC

Đối với trường hợp của Việt Nam, nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng của nền kinh tế thậm chí còn quan trọng hơn do đang ở giai đoạn phát triển nhanh hơn so với Ấn Độ. Tuy nhiên, đầu tư công vẫn chưa được mở rộng đáng kể, một phần do những hạn chế về quy định. Chính phủ hiện tại đã loại bỏ những hạn chế này rất hiệu quả, tạo ra những điều kiện tương tự như những nghiên cứu điển hình kể trên. Những cải cách này nếu có thể giúp đầu tư công tăng trưởng bền vững, chúng tôi kỳ vọng TTCK Việt Nam sẽ được hưởng lợi kể từ năm 2026, trong đó các ngành Tài chính, BĐS và Tiện ích có thể sẽ dẫn đầu chu kỳ tăng trưởng tiếp theo.

Biểu đồ 25: Đầu tư công tại Việt Nam (nghìn tỷ đồng)

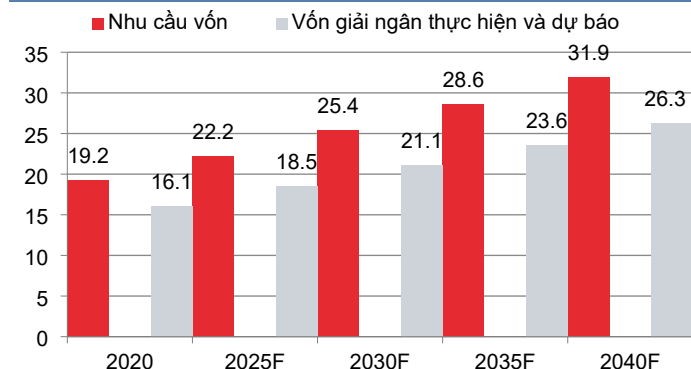
Việt Nam đã giải ngân 52% vốn đầu tư công theo kế hoạch mới, đạt trên 1 triệu tỷ đồng trong 10 tháng đầu năm 2025



Nguồn: Bộ Tài chính, Kế hoạch phát triển quốc gia giai đoạn 2016-2030, HSC

Biểu đồ 26: Nhu cầu vốn đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam (tỷ USD)

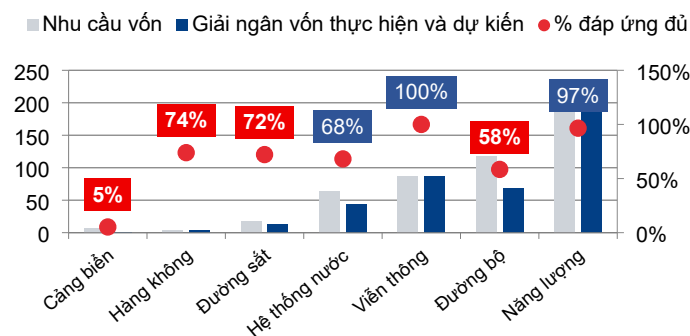
Vốn đầu tư cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn của Việt Nam có thể bị thiếu hụt



Nguồn: Global Infrastructure Outlook, HSC

Biểu đồ 27: Nhu cầu vốn đầu tư cơ sở hạ tầng theo ngành tại Việt Nam (tỷ USD)

Dự báo ngành cảng biển và giao thông sẽ thiếu hụt lớn nhất



Nguồn: Global Infrastructure Outlook, HSC

Động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn

Việt Nam đang có cơ hội được nâng hạng từ nhiều tổ chức: (1) FTSE nâng hạng trong ngắn hạn, (2) MSCI tiềm năng được nâng hạng trong trung hạn, (3) nâng tỷ trọng trong giỏ thị trường mới nổi từ cả hai tổ chức này và (4) cuối cùng là nâng hạng tín nhiệm quốc gia lên nhóm đầu tư trong dài hạn (Việt Nam chỉ thấp hơn nhóm đầu tư một bậc). Bên cạnh đó là một số tiềm năng nâng hạng khác, bao gồm (5) triển vọng được Mỹ công nhận là một nền kinh tế thị trường.

Ngoài ra, thị trường vốn Việt Nam đang trải qua quá trình tái cấu trúc đáng kể thông qua các sáng kiến như Trung tâm Tài chính Quốc tế tại TP.HCM và Đà Nẵng cùng các cải cách quy định để bảo vệ quyền lợi tối thiểu của NĐT nước ngoài và cập nhật điều kiện thị trường phù hợp với các tiêu chuẩn của MSCI và các tiêu chuẩn thị trường mới nổi rộng hơn. Các cột mốc quan trọng bao gồm Nghị định 245/2025/NĐ-CP và Quyết định 2014/QĐ-TTg.

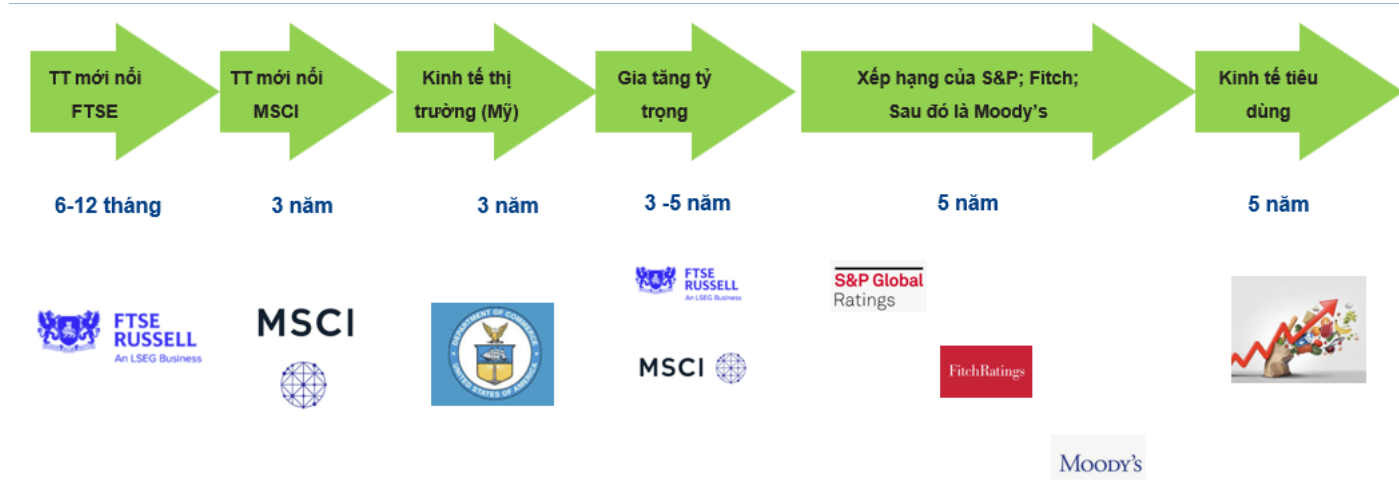
Những mục tiêu này cũng được đưa vào chương trình nghị sự chiến lược gần đây của Chính phủ với hầu hết các mục tiêu đều hướng đến hoàn thành vào năm 2030. Triển vọng này sẽ là động lực quyết định thu hút dòng vốn đầu tư vào Việt Nam kể từ năm 2026.

Rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi

Tỷ giá: Đồng VND đã mất giá mạnh hơn so với các đồng tiền trong khu vực trong 2 năm qua. Khoản mục lỗi & sai sót cùng với các sự kiện chính trị lớn tại Việt Nam, cũng có thể làm gia tăng chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do, từ đó gây ra những hạn chế về thanh khoản (Biểu đồ 29).

Biểu đồ 28: Kỳ vọng nâng hạng đối với Việt Nam

Có nhiều yếu tố thúc đẩy triển vọng trong trung và dài hạn



Nguồn: HSC

Mặc dù năm 2026 có thể sẽ xuất hiện một số tín hiệu tích cực dựa trên kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất, nhu cầu đối với đồng USD giảm xuống sau chu kỳ chính trị tại Việt Nam và triển vọng xuất khẩu cải thiện, nhưng rủi ro giảm đáng kể vẫn hiện hữu nếu những yếu tố kể trên không thành hiện thực. Các chuyên gia kinh tế của HSC dự báo đồng VND sẽ mất giá 1,5% so với đồng USD trong năm 2026, mức giảm hợp lý dựa trên kịch bản cơ sở của chúng tôi.

Biểu đồ 29: Diễn biến tỷ giá so với USD từ 2024, một số quốc gia tiêu biểu

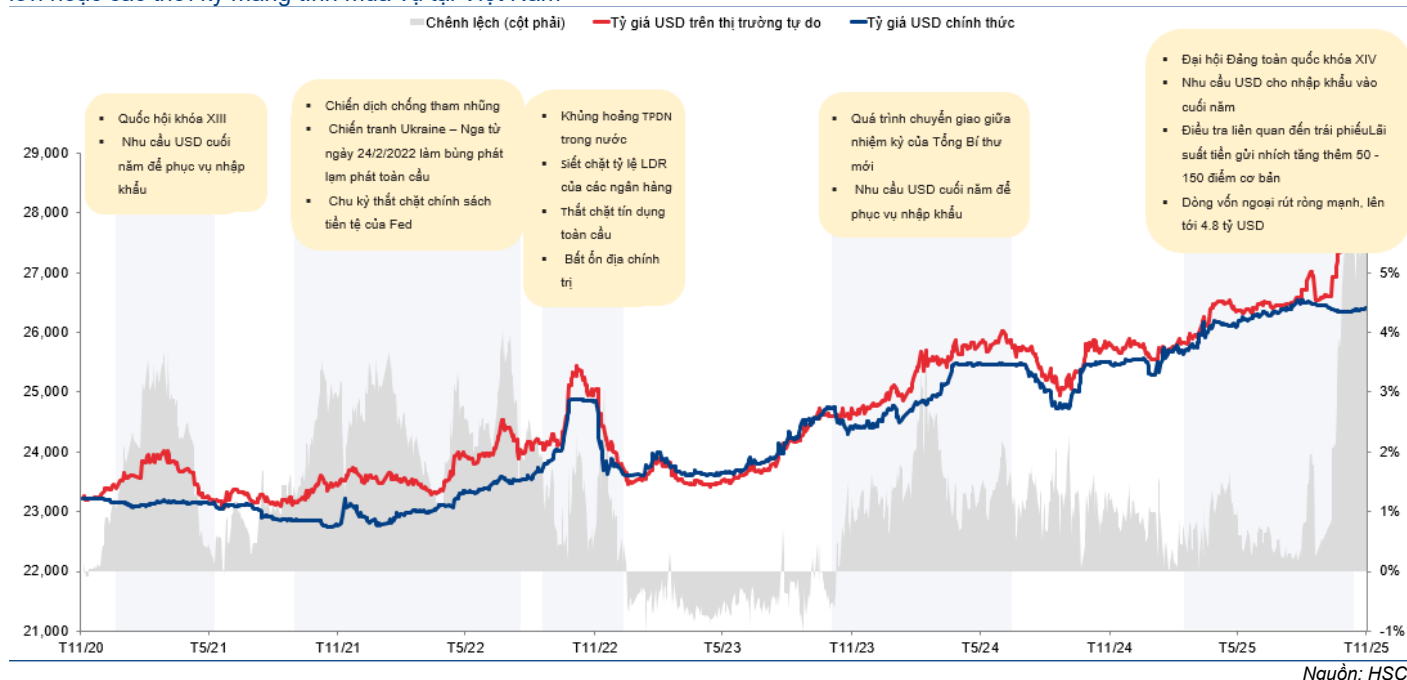
Các số liệu cơ bản về vĩ mô và thị trường ngoại hối trong khu vực

	VND	IDR	INR	PHP	THB	MYR
	-8.7%	-8.1%	-7.3%	-5.7%	5.6%	10.1%
Cán cân TM (cuối T9-25)	2,8 tỷ USD	4,3 tỷ USD	- 32,1 tỷ USD	- 4,3 tỷ USD	1,2 tỷ USD	4,8 tỷ USD
Chênh lệch lãi suất phi rủi ro (so với Mỹ)	2.0% thấp hơn	2.5% cao hơn	2.5% cao hơn	1.9% cao hơn	2.0% thấp hơn	0.5% thấp hơn
Tăng trưởng GDP (Q3/25)	8.2%	5.0%	N/A	4.0%	1.2%	5.2%
CPI	3.3%	2.8%	2.0%	1.7%	-0.7%	1.5%
Tăng trưởng tín dụng	16.1%	7.6%	11.3%	10.5%	-1.3%	5.5%
Dự trữ ngoại hối / số tháng nhập khẩu	2.1	6.4	10	6.4	7.9	5.5
Vốn FDI giải ngân/ GDP (TB 10 năm)	4.6%	1.9%	1.6%	2.3%	1.6%	3.1%
Rút ròng của NĐT nước ngoài (% vốn hóa)	4,8 tỷ USD (1.4%)	1,7 tỷ USD (0.2%)	16,3 tỷ USD (0.7%)	643 triệu USD (0.4%)	3,3 tỷ USD (0.7%)	4,6 tỷ USD (1.6%)

Ghi chú: màu đỏ / màu xanh thể hiện giảm giá / tăng giá so với USD.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 30: So sánh tỷ giá hối đoái của VN: Tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường tự do

Tỷ giá USD-VND trên thị trường tự do thường có sự chênh lệch so với tỷ giá chính thức trong bối cảnh diễn ra các sự kiện chính trị lớn hoặc các thời kỳ mang tính mùa vụ tại Việt Nam



Tăng trưởng tín dụng và lạm phát: Tăng trưởng tín dụng cao có thể hỗ trợ tăng trưởng GDP ngắn hạn và Chính phủ có vẻ đang dựa vào chiến lược này, dựa trên các ý tưởng và sáng kiến chính thức mới được công bố gần đây. Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ đang trở thành một công cụ quan trọng để theo đuổi mục tiêu tăng trưởng GDP tối thiểu 10% vừa được phê duyệt, nhưng điều này làm gia tăng lo ngại về chất lượng tăng trưởng. Tín dụng cần được chuyển hướng sang sản xuất, các ngành công nghiệp định hướng xuất khẩu và các dịch vụ GTGT thay vì làm tăng giá tài sản. Hiện tại, một lượng tín dụng không cân xứng vẫn tiếp tục chảy vào BĐS, góp phần khiến giá BĐS tăng đáng kể ở các thành phố lớn (ví dụ, giá chung cư tại Hà Nội và TP.HCM đã tăng khoảng 50% so với đầu năm). Một áp lực khác đến từ lạm phát với mục tiêu lạm phát cao hơn cho năm sau, những câu hỏi đặt ra về khả năng kiểm soát giá cả của Chính phủ trong chu kỳ tăng trưởng tín dụng nhanh chóng.

Rủi ro chính trị & triển khai: Hoạt động tái cấu trúc đang diễn ra trong bộ máy Chính phủ có thể tạm thời làm chậm việc triển khai chính sách, đặc biệt là đầu tư công. Trong bối cảnh nền kinh tế trong nước vẫn đang trong giai đoạn phục hồi mong manh, đặc biệt là ngành công nghiệp chế biến & chế tạo, sự chậm trễ trong đầu tư công sẽ hạn chế tăng trưởng đáng kể và có thể khiến thị trường bị hạ định giá trong năm 2026. Mức độ tập trung thị trường xuất khẩu vẫn ở mức cao, đặc biệt là đối với Mỹ. Mặc dù các nỗ lực đa dạng hóa thị trường đang được thúc đẩy (59 cuộc gặp cấp cao trong 11 tháng đầu năm 2025, nâng cấp quan hệ với 12 đối tác và ký kết 339 thỏa thuận hợp tác, tăng gấp đôi so với cùng kỳ), những sáng kiến này sẽ cần thời gian để chuyển thành kết quả, có thể mất 2-3 năm trước khi rủi ro tập trung tại Mỹ có thể giảm đáng kể.

Suy thoái kinh tế toàn cầu: Nền kinh tế toàn cầu phục hồi yếu hơn dự báo, bao gồm cả thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là Mỹ. Tăng trưởng toàn cầu tiếp tục chậm lại sẽ cản trở đà phục hồi của Việt Nam, đặc biệt là khi tăng trưởng xuất khẩu đã giảm đáng kể.

Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026-2027: Những động lực mới

- Nền kinh tế Việt Nam được dự báo tăng trưởng 7,6% trong năm 2026, thấp hơn một chút so với năm 2025 (tăng trưởng sau khi điều chỉnh dự báo đạt 7,7%) nhờ tăng trưởng KNXXK chậm lại trong khi các tác động thuế quan trở nên rõ ràng hơn. Doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ được kỳ vọng sẽ dần hồi phục, tăng trưởng 11-12% trong 2 năm tới, trong khi đầu tư công sẽ tăng mạnh với ngân sách năm 2026 là 42 tỷ USD & kế hoạch phát triển 3 năm ở mức 166 tỷ USD.
- Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 19% và tiếp tục hỗ trợ hoạt động kinh tế, nâng tỷ lệ dư nợ tín dụng/GDP lên 154% trong năm 2026. Thương mại vẫn vững chắc với KNXXK dự báo tăng trưởng 8,2% & FDI dự báo tăng trưởng 5,9% trong năm 2026. CPI ước tính đạt 3,9% trong năm 2026 do tác động của việc đẩy mạnh đầu tư có thể làm tăng áp lực chi phí. Triển vọng trung hạn sẽ phụ thuộc vào kết quả của kế hoạch cải cách cơ cấu & các biện pháp kiểm soát rủi ro tăng trưởng nóng.

Giai đoạn bứt tốc: Đưa VN trở thành quốc gia thu nhập cao trong tương lai

Bối cảnh kinh tế thế giới bước sang năm 2026 bao gồm: tăng trưởng kinh tế chững lại, lạm phát hạ nhiệt trong khi bất ổn chính sách vẫn tiếp diễn. Mặc dù hoạt động sản xuất & dịch vụ tiếp tục mở rộng đến cuối năm 2025, triển vọng trung hạn vẫn âm ỉ do chủ nghĩa bảo hộ kéo dài và điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt. Các nền kinh tế lớn, bao gồm Mỹ, khu vực Eurozone và Trung Quốc, được dự báo sẽ tăng trưởng dưới mức trung bình trước đại dịch, do các hạn chế tài khóa và mất cân bằng cơ cấu như ngành BĐS tiếp tục điều chỉnh tại Trung Quốc. Do đó, nhu cầu quốc tế đối với các nền kinh tế định hướng xuất khẩu như Việt Nam vẫn sẽ không đồng đều và nhạy với các cú sốc toàn cầu. Lạm phát được dự báo sẽ hạ nhiệt trên toàn cầu trong năm 2026-2027 mặc dù tình hình khu vực có sự phân hóa. Áp lực liên quan đến chính sách thuế quan Mỹ đã thúc đẩy giá hàng hóa cơ bản trong khi lạm phát dịch vụ vẫn dai dẳng tại Mỹ, từ đó làm phức tạp định hướng chính sách của Fed. Kỳ vọng tốc độ cắt giảm lãi suất của Fed chậm lại đồng nghĩa với việc tiếp tục căng thẳng khối đối ngoại với các thị trường mới nổi. Đối với Việt Nam, môi trường này có thể khiến áp lực tỷ giá kéo dài, rủi ro CPI nhập khẩu gia tăng và dư địa nới lỏng tiền tệ hạn chế, ngay cả khi CPI trong nước vẫn đang được kiểm soát tốt.

Trong nước, động lực tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam tiếp tục nhờ tăng trưởng tín dụng tăng tốc và đầu tư công cao kỷ lục. Tăng trưởng tín dụng vẫn nằm trong nhóm các quốc gia tăng trưởng mạnh nhất trong khu vực và kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026-2030 cho thấy động lực nâng cấp cơ sở hạ tầng mạnh mẽ. Tuy nhiên, chỉ tiêu hộ gia đình vẫn chưa trở lại xu hướng trước đại dịch do sự dồn nén từ những cú sốc liên tục và xu hướng tiết kiệm để phòng rủi ro, bất chấp các biện pháp hỗ trợ tài khóa.

Triển vọng dài hạn của Việt Nam sẽ phụ thuộc vào cải cách cơ cấu, phát triển khu vực kinh tế tư nhân và khả năng duy trì tăng trưởng năng suất từ mức nền thu nhập cao hơn. Mặc dù mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10%/năm trong giai đoạn 2026-2030 của Chính phủ là tham vọng nhưng kinh nghiệm quốc tế cho thấy mức tăng trưởng bền vững 6,5-7%, cùng sự hỗ trợ từ việc hội nhập sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu, áp dụng công nghệ & cải thiện khả năng huy động vốn khu vực tư nhân, có thể đủ để Việt Nam chuyển đổi sang trạng thái thu nhập cao. Do đó, yêu cầu chiến lược không chỉ đơn thuần là đẩy mạnh tăng trưởng mà còn là nâng cao chất lượng tăng trưởng dựa trên cải cách thể chế & tiến bộ công nghệ.

Bảng 31: Dự báo kinh tế vĩ mô của HSC

Tăng trưởng kinh tế được dự báo sẽ chậm hơn trong năm 2026 so với năm 2025 trong bối cảnh áp lực lạm phát gia tăng

	2022	2023E	2024E	2025F	2026F	2027F
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,555	24,265	25,480	26,600	27,000	27,500
Tăng trưởng GDP hàng năm (%)	8.10	5.05	7.09	7.70	7.60	8.00
GDP (Tỷ USD)	411	433	476	508	545	582
GDP bình quân đầu người (USD)	4,132	4,317	4,702	4,972	5,280	5,597
Lạm phát bình quân 12T (y/y %)	3.1	3.3	3.6	3.4	3.9	4.0
Lãi suất điều hành (%)	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất LNH qua đêm (%)	4.4	0.5	4.0	4.0	4.0	4.0
Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%)	4.8	2.2	2.8	4.0	4.2	4.3
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	85	90	81	83	85	90
Cán cân thương mại (tỷ USD)	12.1	28.4	24.9	20.9	20.3	24.9
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	-0.3	6.5	5.5	3.7	3.3	3.4
Nợ công/GDP (%)	37.4	36.9	37.0	36.9	37.3	38.6
Thâm hụt ngân sách của Chính phủ (% GDP)	3.1	2.9	3.5	3.6	4.2	5.0
Tổng dư nợ tín dụng/GDP (%)	125.3	132.7	135.7	143.9	153.6	164.4
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	14.2	13.8	15.1	18.0	19.0	19.0
KNNK (y/y %)	8.0	-9.2	16.7	16.2	8.7	10.0
KNXK (y/y %)	10.6	-4.6	14.4	14.2	8.2	10.5
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	22.4	23.2	25.4	26.9	28.5	30.3
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	8.0	3.6	9.8	10.5	7.0	9.5
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	19.8	9.4	9.0	10.0	11.0	12.0

Source: HSC Research

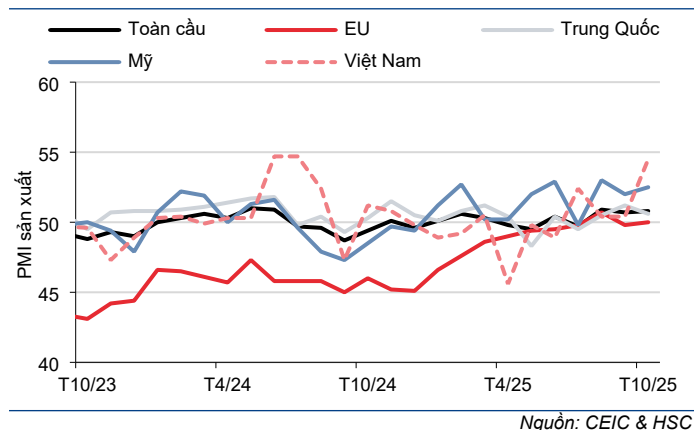
Giai đoạn bất ổn: Đưa VN trở thành quốc gia thu nhập cao trong tương lai

Kinh tế toàn cầu tiếp tục tăng trưởng vào đầu Q4, trong đó tăng trưởng mạnh mẽ ở cả hoạt động sản xuất & dịch vụ (Biểu đồ 32, 33). Áp lực lạm phát tiếp tục hạ nhiệt nhưng thương mại & niềm tin kinh doanh đều suy yếu.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng toàn cầu giảm xuống 3,1% trong năm 2026, thấp hơn bình quân trước đại dịch và ước tính năm 2025 (3,2%) (Biểu đồ 34) do những tác động của chủ nghĩa bảo hộ, bất ổn chính sách (Biểu đồ 35) và lãi suất tăng cao.

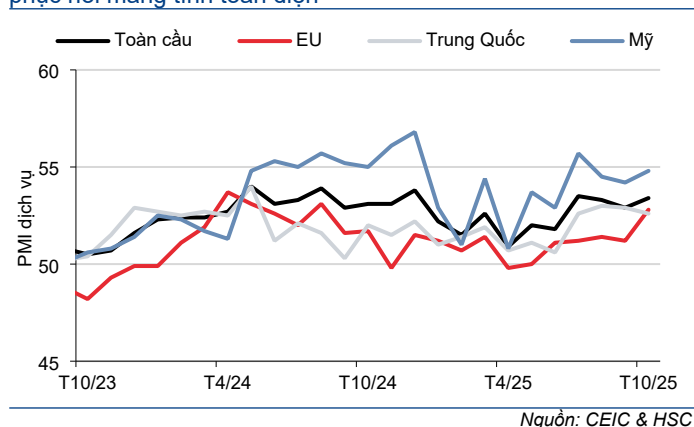
Biểu đồ 32: Chỉ số PMI sản xuất

Cả ngành sản xuất và...



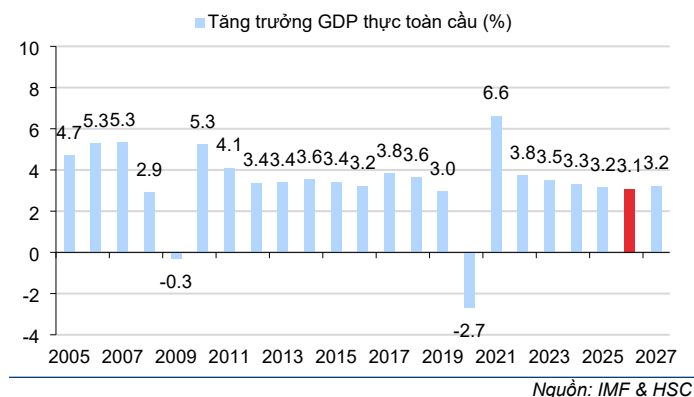
Biểu đồ 33: PMI dịch vụ

...dịch vụ đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao hơn, cho thấy sự phục hồi mang tính toàn diện

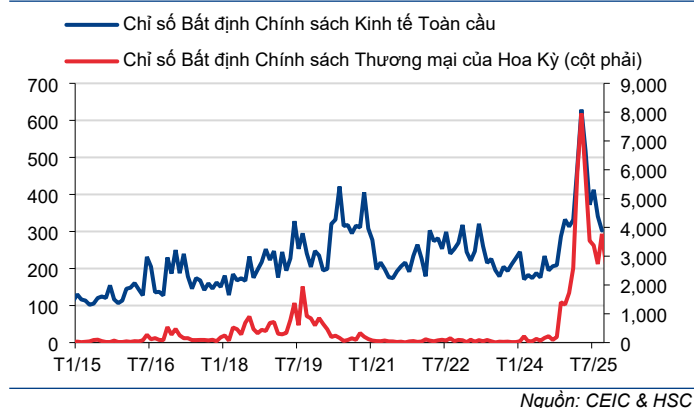


Biểu đồ 34: Tăng trưởng GDP thực toàn cầu

Tốc độ tăng trưởng GDP toàn cầu được dự báo sẽ giảm còn khoảng 3,1% trong năm 2026...

**Biểu đồ 35: Bất định trong chính sách toàn cầu và thương mại của Mỹ**

...phản ánh tác động kéo dài của những bất định về chính sách



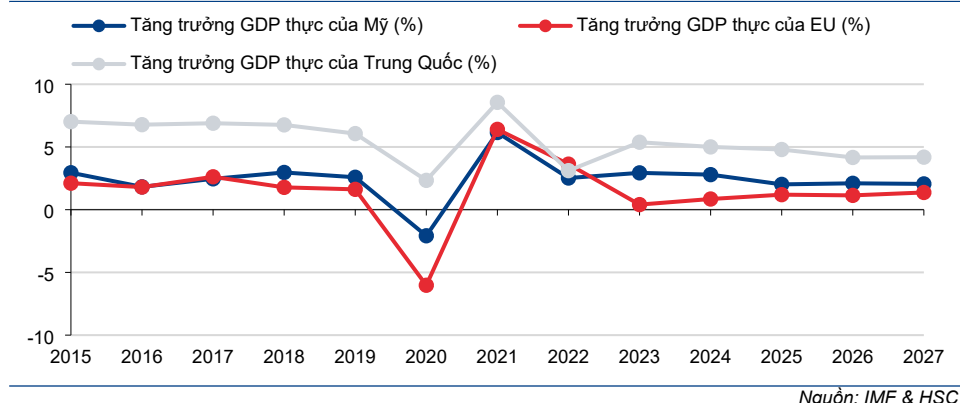
Tăng trưởng năm 2025 của Mỹ được dự báo sẽ chậm lại ở mức khoảng 2% (Fed dự báo tăng trưởng thấp hơn ở mức 1,6%), sau khi tăng trưởng 2,8% trong năm 2024, do thị trường lao động & đầu tư công suy yếu, trong khi tiêu dùng vẫn chịu áp lực từ chi phí lãi vay cao (Biểu đồ 36). Do thuế suất đối ứng thấp hơn dự báo, GDP năm 2026 dự báo sẽ tăng trưởng 2,1% trong năm 2026 (Fed: 1,8%). Tuy nhiên, thâm hụt ngân sách lớn và nợ công cao sẽ tiếp tục hạn chế dự địa tài khóa.

Tại khu vực Eurozone, tăng trưởng vẫn sẽ ở mức thấp, khoảng 1-1,4% trong 2 năm tới, trước áp lực từ nhu cầu trong nước yếu và lạm phát cơ bản giảm chậm. ECB có thể sẽ tiếp tục giảm lãi suất điều hành để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế mặc dù vẫn phải thận trọng do rủi ro tài khóa gia tăng.

Tăng trưởng của Trung Quốc dự báo đạt khoảng 4,2% trong năm 2026, sau khi tăng trưởng 4,8% trong năm 2025 trong bối cảnh thị trường BĐS ảm đạm, tiêu dùng thấp và cải cách cơ cấu chậm chạp. Chính phủ nhiều khả năng sẽ duy trì chính sách tài khóa mở rộng, tăng cường đầu tư công và phát hành trái phiếu đặc biệt, trong khi PBoC có thể sẽ theo đuổi chính sách nới lỏng tiền tệ có mục tiêu. Tuy nhiên, rủi ro giảm phát và niềm tin khu vực tư nhân suy yếu vẫn là những thách thức lớn.

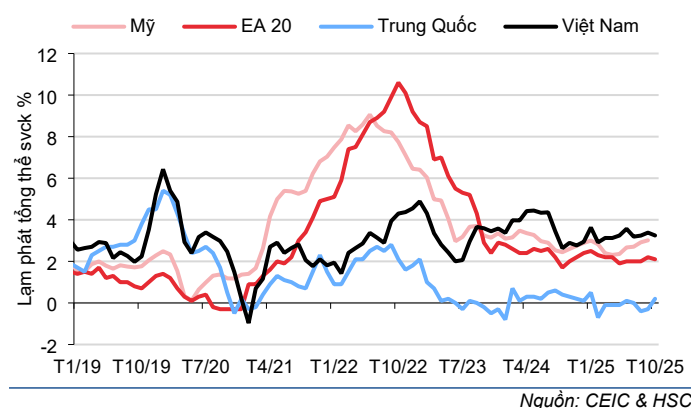
Biểu đồ 36: Tăng trưởng GDP thực tế tại các nền kinh tế lớn

Tăng trưởng GDP thực tại Mỹ có thể tăng lên 2,1% trong năm 2026 nhờ thuế đối ứng thấp hơn dự báo



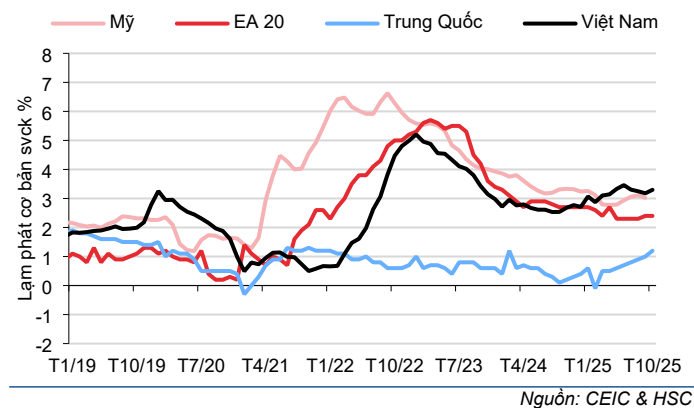
Biểu đồ 37: Lạm phát tổng thể

Tại quốc gia áp thuế – Mỹ, cả lạm phát tổng thể...



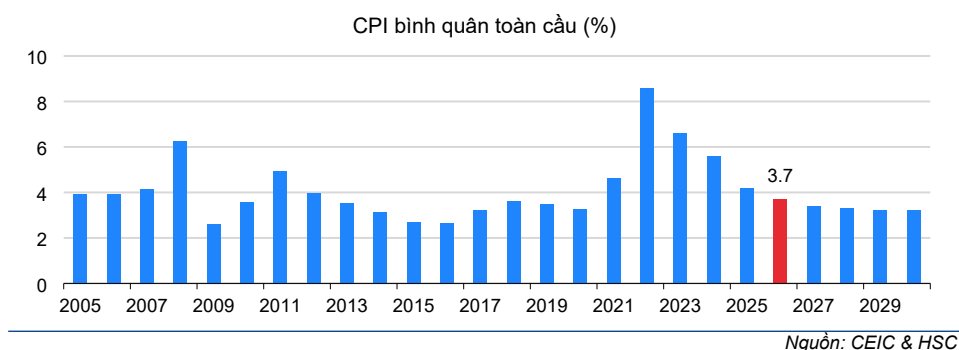
Biểu đồ 38: Lạm phát cơ bản

...và lạm phát cơ bản đều chỉ tăng nhẹ



Biểu đồ 39: Lạm phát toàn cầu (%)

Lạm phát toàn cầu được dự báo giảm xuống 4,2% trong năm 2025 và tiếp tục giảm còn 3,7% trong năm 2026



Cho đến nay, tác động lên lạm phát của chính sách thuế quan và hoạt động tái cấu trúc chuỗi cung ứng vẫn hạn chế. Tại quốc gia áp thuế là Mỹ, cả lạm phát tổng thể và lạm phát cơ bản đều chỉ tăng nhẹ (Biểu đồ 37-38). Tuy nhiên, sau khi phân tích sâu hơn về lạm phát cơ bản, chúng tôi nhận thấy giá hàng hóa cơ bản tại Mỹ tăng đáng kể hơn, một xu hướng không xuất hiện ở các khu vực khác. Đáng chú ý, xu hướng này diễn ra trong bối cảnh lạm phát dịch vụ liên tục tăng cao.

Lạm phát toàn cầu dự báo sẽ giảm xuống 4,2% trong năm 2025, sau đó tiếp tục hạ nhiệt xuống 3,7% trong năm 2026. Tại Mỹ, lạm phát được dự báo sẽ tiếp tục ở mức cao trong Q4/2025 do tác động của chính sách thuế quan dần chuyển sang người tiêu dùng, trước khi trở lại biên độ mục tiêu của Fed (2%) trong năm 2027. Tại các quốc gia châu Á mới nổi (Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan), lạm phát được dự báo sẽ giảm mạnh do giá thực phẩm, năng lượng và các hàng hóa khác được chính phủ quản lý thấp hơn kỳ vọng.

Đối với chính sách tiền tệ của Mỹ, FOMC sẽ tiếp tục điều chỉnh lãi suất Fed phù hợp với triển vọng vĩ mô. Trong bối cảnh thị trường lao động suy yếu nhưng lạm phát vẫn ở mức cao, cùng áp lực từ chính sách thuế quan & nhập cư của chính quyền Tổng thống Trump, việc điều chỉnh chính sách trở nên đặc biệt khó khăn. Nới lỏng chính sách quá nhanh có nguy cơ làm bùng phát lạm phát, trong khi duy trì lãi suất cao có thể làm tăng tỷ lệ thất nghiệp.

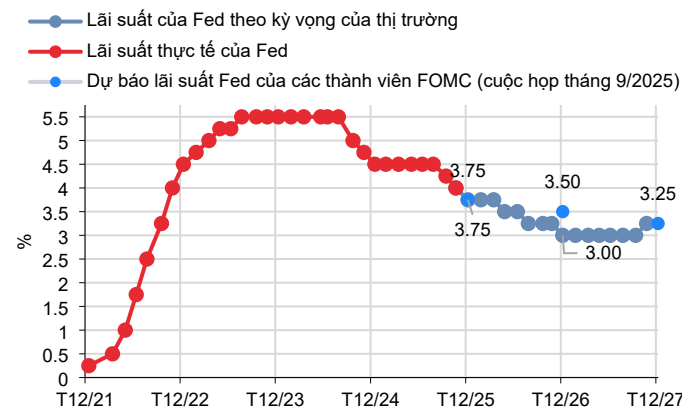
Dựa trên dự báo từ các tài liệu và biên bản của FOMC, chúng ta nhận thấy Fed duy trì mục tiêu lạm phát ở mức 2% và xác định tỷ lệ thất nghiệp 4,2% là bền vững về mặt tổng thể. Fed có thể tiếp tục giảm lãi suất điều hành để hỗ trợ nhu cầu nhưng sẽ thận trọng do lạm phát cơ bản vẫn ở mức gần 3%. Theo dự báo của các thành viên FOMC, Fed có thể chỉ cắt giảm thêm 3 lần lãi suất điều hành trong 2 năm tới: Một lần

vào tháng 12/2025, một lần vào năm 2026 và một lần vào năm 2027, mỗi lần giảm 0,25 điểm cơ bản (Biểu đồ 40).

Trước kỳ vọng tốc độ giảm lãi suất của Fed sẽ hạn chế hơn trong thời gian tới, sau khi đã cắt giảm lãi suất điều hành 5 lần kể từ tháng 9/2024 từ mức đỉnh 5,5% xuống 4%, chỉ số DXY có vẻ sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2025 trong bối cảnh đồng VND có mức độ tương quan yếu với chỉ số DXY và đã liên tục mất giá (Biểu đồ 41).

Biểu đồ 40: Dự báo lãi suất của Fed

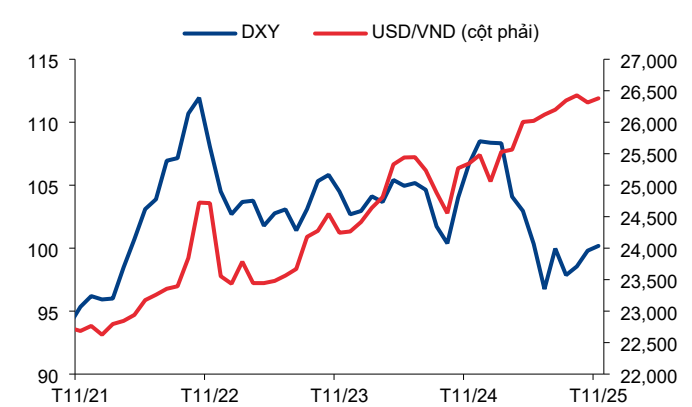
Trong hai năm tới, có khả năng Fed sẽ chỉ thực hiện thêm ba lần hạ lãi suất, mỗi lần 25 điểm cơ bản



Nguồn: CME Group, FOMC & HSC

Biểu đồ 41: Chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY)

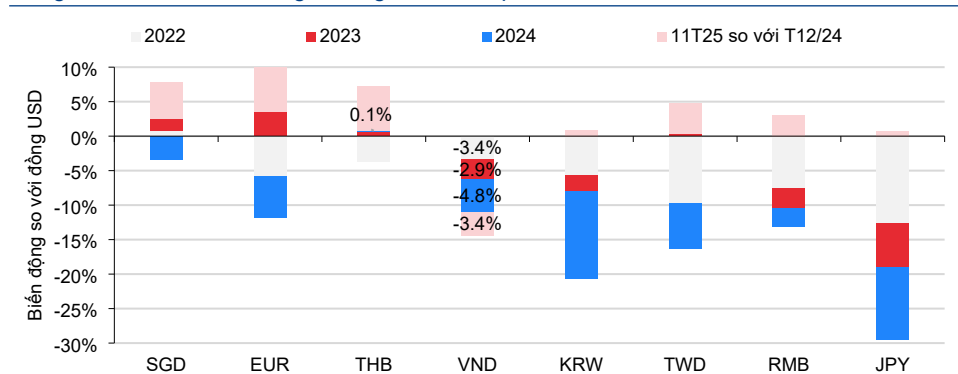
Đồng VND có mối tương quan hạn chế với chỉ số DXY và đã trải qua đà mất giá kéo dài



Nguồn: CEIC, Investing.com & HSC

Biểu đồ 42: Đồng tiền của các đối tác thương mại lớn của Việt Nam: Biến động so với đồng USD

Đồng VND đã liên tục mất giá trong bốn năm qua



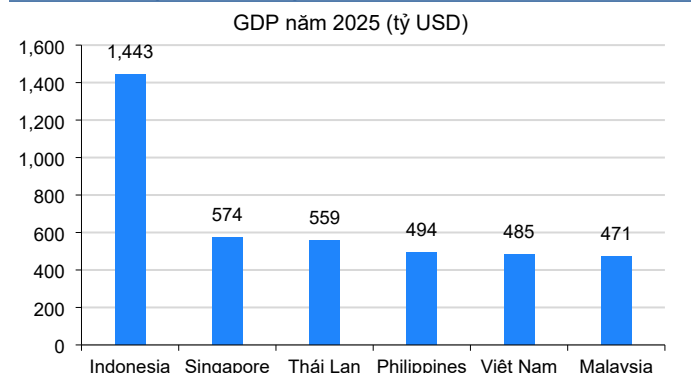
Nguồn: CEIC, Investing.com & HSC

Việt Nam trong bối cảnh toàn cầu

Mặc dù nền kinh tế vẫn duy trì tăng trưởng mạnh, đồng VND đã liên tục mất giá trong 4 năm qua (Biểu đồ 42), điều này khiến quy mô nền kinh tế tính theo USD nhìn chung tương đương với các quốc gia khác trong khu vực, ngoại trừ Indonesia (Biểu đồ 43). Theo IMF, tăng trưởng của Việt Nam dự báo sẽ chậm lại 5,6% trong năm 2026, trong khi lạm phát vẫn thấp hơn mục tiêu của NHNN, phản ánh lạm phát liên tục ở mức thấp tại Trung Quốc, thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam. Tuy nhiên, Việt Nam được dự báo vẫn sẽ là một trong những quốc gia tăng trưởng mạnh nhất khu vực trong 2 năm tới (sau Philippines) (Biểu đồ 44).

Biểu đồ 43: Ước tính GDP của các quốc gia ASEAN trong năm 2025

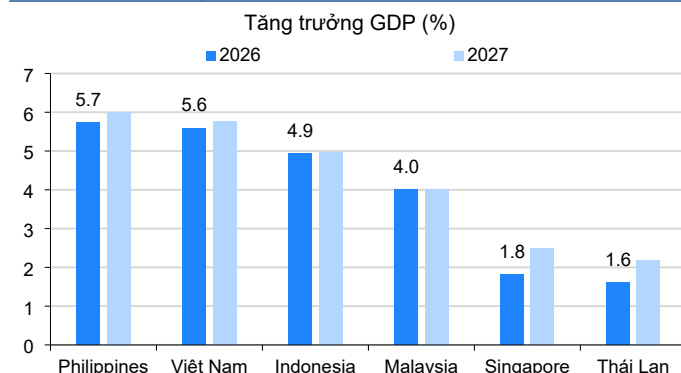
Quy mô nền kinh tế Việt Nam tính theo USD tương đối đồng đều với các quốc gia khác trong khu vực



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 44: Tăng trưởng GDP của các nền kinh tế ASEAN trong giai đoạn 2025-2026

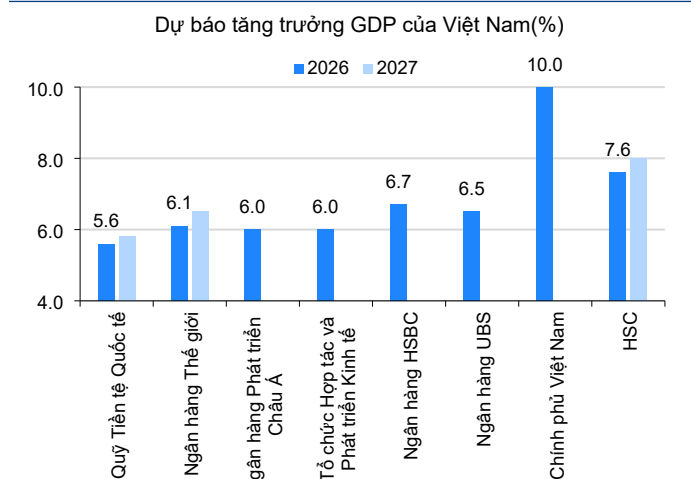
Tăng trưởng GDP của Việt Nam dự kiến vẫn duy trì ở mức cao nhất khu vực trong hai năm tới, chỉ sau Philippines



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 45: Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam

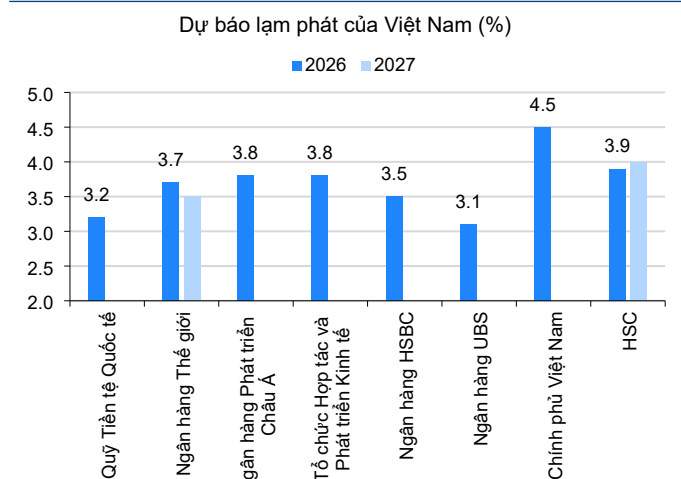
Dự báo của chúng tôi về Việt Nam lạc quan hơn so với các tổ chức khác...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 46: Dự báo lạm phát của Việt Nam

...mặc dù vẫn chưa đạt mục tiêu mà Chính phủ đề ra



Nguồn: HSC

Nhìn chung, các tổ chức quốc tế dự báo tăng trưởng kinh tế và lạm phát của Việt Nam trong năm 2026 sẽ thấp hơn đáng kể so với [mục tiêu của Chính phủ](#) (lần lượt ở mức 10% và 4,5%) (Biểu đồ 45-46). Điều này phản ánh nhiều thách thức đã phân tích ở phần trên, trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu vẫn tiếp tục âm ảm.

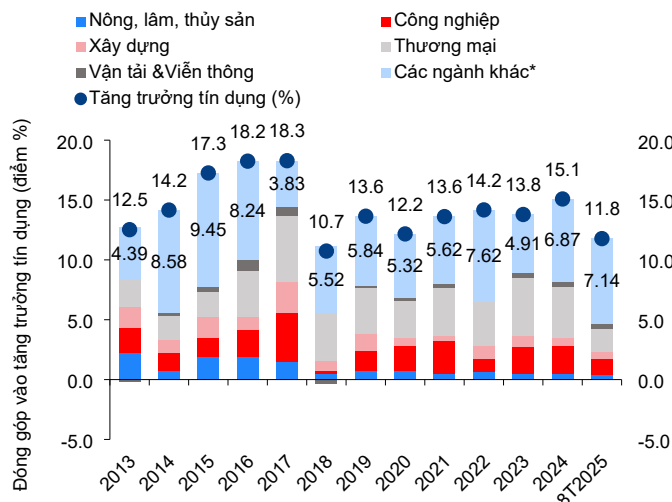
Động lực tăng trưởng

Tín dụng ngân hàng

Hoạt động kinh tế tại Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào tăng trưởng tín dụng. Các nhà hoạch định chính sách Việt Nam [ước tính](#) tín dụng tăng 2 điểm phần trăm sẽ giúp GDP tăng 1 điểm phần trăm. Trên thực tế, tăng trưởng tín dụng đã tăng tốc lên 15,1% trong năm 2024 và 19,9% so với cùng kỳ trong tháng 8, nhờ môi trường chính sách tiền tệ nới lỏng cùng sự phục hồi của ngành BĐS (Biểu đồ 47). Tỷ lệ tín dụng/GDP đã tăng lên 136% trong năm 2024 với kỳ vọng vượt 150% trong năm tới, mức cao nhất trong số các thị trường mới nổi. Trên thực tế, tăng trưởng tín dụng của Việt Nam vượt xa quốc gia đứng thứ hai trong khu vực là Philippines (Biểu đồ 48).

Biểu đồ 47: Đóng góp vào tăng trưởng tín dụng của Việt Nam theo ngành

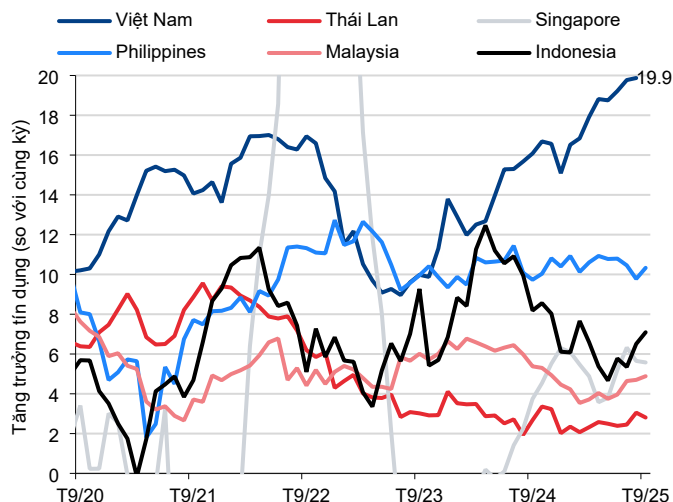
Tăng trưởng tín dụng đạt 19,9% so với cùng kỳ trong tháng 8, được hỗ trợ bởi sự hồi phục của ngành BĐS



Ghi chú: * BĐS, tài chính và các ngành khác.
Nguồn: SBV & HSC

Biểu đồ 48: Tăng trưởng tín dụng tại một số quốc gia ASEAN

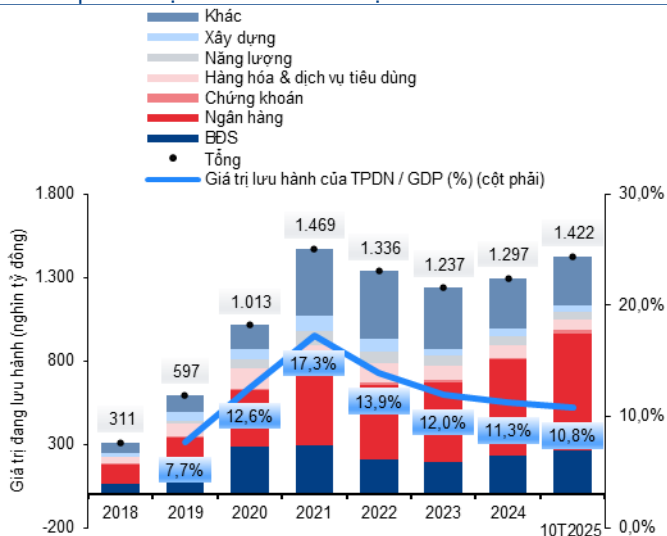
Tăng trưởng tín dụng của Việt Nam vượt trội so với các quốc gia khác trong khu vực



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 49: Giá trị TPDN đang lưu hành

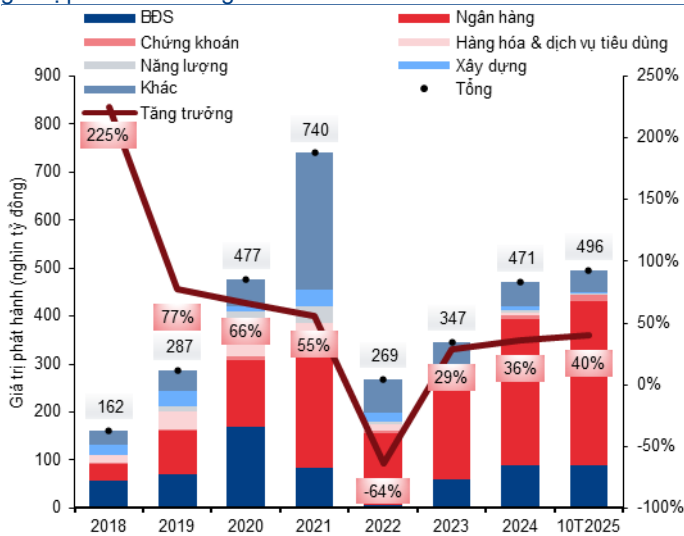
Quy mô thị trường hiện đã gần chạm mức đỉnh năm 2021 nhưng vẫn thấp hơn mục tiêu 20% GDP đặt ra cho năm 2025



Nguồn: HNX, VBMA & HSC

Biểu đồ 50: Giá trị trái phiếu phát hành theo ngành

Giá trị phát hành mới trong 10 tháng đầu năm 2025 đã vượt tổng giá trị phát hành trong năm 2024



Nguồn: HNX & HSC

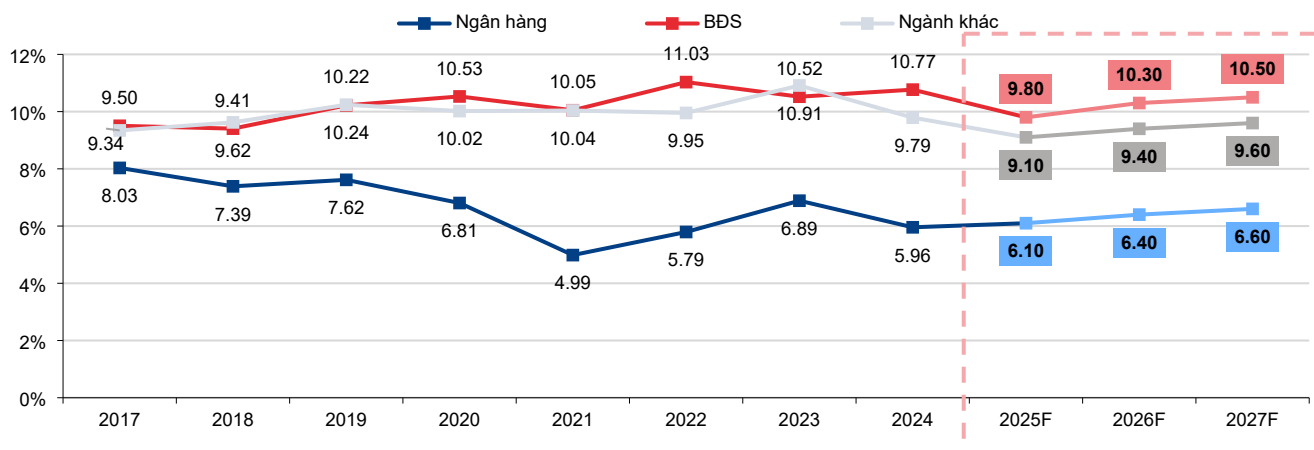
Trong khi đó, giá trị TPDN đang lưu hành, cũng như các đợt phát hành mới, đã tiếp tục phục hồi nhưng vẫn thấp hơn năm 2021, trước cuộc khủng hoảng thị trường trái phiếu (Biểu đồ 49-50), gây thêm áp lực lên hệ thống ngân hàng trong tương lai.

Hoạt động phát hành TPDN được kỳ vọng sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong năm 2026-2027, nhờ nhu cầu tái cấp vốn, nhu cầu vốn dài hạn và khuôn khổ pháp lý ngày càng hoàn thiện (bộ Luật số 56/2024/QH15 sửa đổi Luật Chứng khoán năm 2019 cùng quy định liên quan khác, bộ Luật số 76/2025/QH15 sửa đổi Luật Doanh nghiệp và Nghị định 245/2025/NĐ-CP). Tuy nhiên, lợi suất phát hành TPDN nhiều khả năng sẽ tăng dần trong hai năm tới do mặt bằng lãi suất huy động và chi phí huy động tăng (Mời xem: Báo cáo Thị trường TPDN. [Triển vọng năm 2026-2027: Bước vào chương phát triển mới](#), ngày 21/11/2025, HSC).

Môi trường lãi suất thấp cùng tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ có vẻ đã hỗ trợ thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã bước vào giai đoạn tăng trưởng trong 3 năm liên tiếp với thanh khoản tăng mạnh và nằm trong 3 thị trường chứng khoán hàng đầu khu vực (sau Singapore & Thái Lan) (Biểu đồ 52). Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng hiện tại vẫn ở mức hợp lý so với quá khứ: Trong 26 năm qua, thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng trưởng với tốc độ trung bình 11%/năm, thấp hơn tăng trưởng GDP danh nghĩa ở mức 13% (Biểu đồ 53).

Biểu đồ 51: Dự báo lãi suất phát hành TPDN

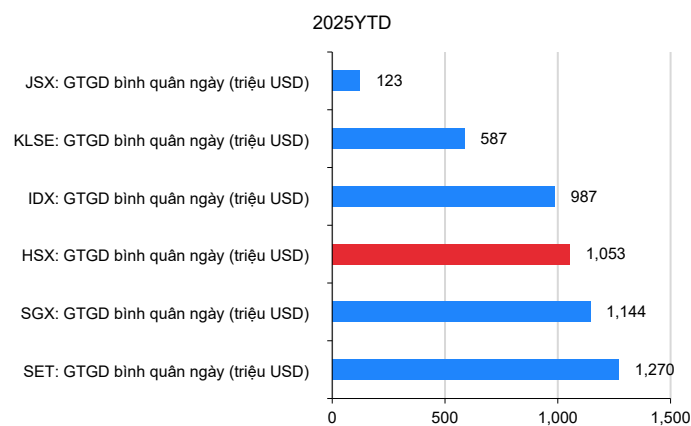
Lợi suất phát hành TPDN được dự báo sẽ điều chỉnh tăng nhẹ dần trong hai năm tới



Nguồn: HNX & HSC

Biểu đồ 52: Thanh khoản bình quân ngày trên thị trường chứng khoán

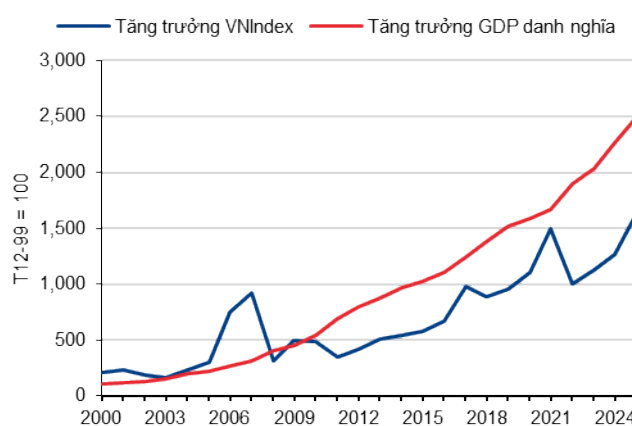
Thanh khoản trên sàn HSX đã vượt lên nằm trong nhóm ba thị trường cao nhất khu vực, chỉ sau Singapore và Thái Lan



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 53: Thị trường chứng khoán & tăng trưởng kinh tế

Thị trường chứng khoán Việt Nam tăng trưởng bình quân 11% mỗi năm, thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa



Nguồn: HSC

Tiêu dùng trong nước

Tiêu dùng của Việt Nam vẫn chưa phục hồi so với trước đại dịch và đang tăng trưởng chậm hơn so với tăng trưởng kinh tế nói chung. Do đó, tỷ lệ doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ/GDP đã giảm từ mức đỉnh 64% năm 2019 xuống 57% trong 9 tháng đầu năm 2025 (Biểu đồ 54). Doanh số bán xe du lịch cũng chưa phục hồi về giai đoạn trước đó (Biểu đồ 55).

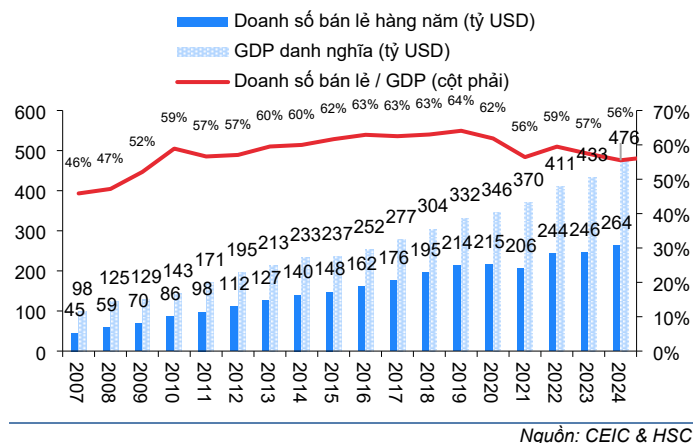
Tuy nhiên, những kết quả này không bao gồm doanh số bán xe điện. Trong 9 tháng đầu năm 2025, doanh số của VinFast đạt 100.000 xe điện. Ý nghĩa từ kết quả này bao gồm: Thứ nhất, tổng doanh số bán xe du lịch đã thực sự trở lại mức đỉnh sau đại

dịch vào năm 2022 và thứ hai, người tiêu dùng đang dần chuyển sang xe điện, phù hợp với chương trình chuyển đổi xanh của Chính phủ về giao thông vận tải ([Quyết định 876](#), 2022).

Tuy nhiên, niềm tin tiêu dùng đã suy yếu do nhiều cú sốc lớn trong giai đoạn 2020-2025, bao gồm đại dịch COVID-19, căng thẳng trong ngành BĐS và tài chính và tác động của chính sách thuế đối ứng, điều này có thể đã làm tăng xu hướng tiết kiệm để phòng rủi ro của người tiêu dùng (Biểu đồ 56).

Biểu đồ 54: Doanh số bán lẻ danh nghĩa / GDP danh nghĩa (%)

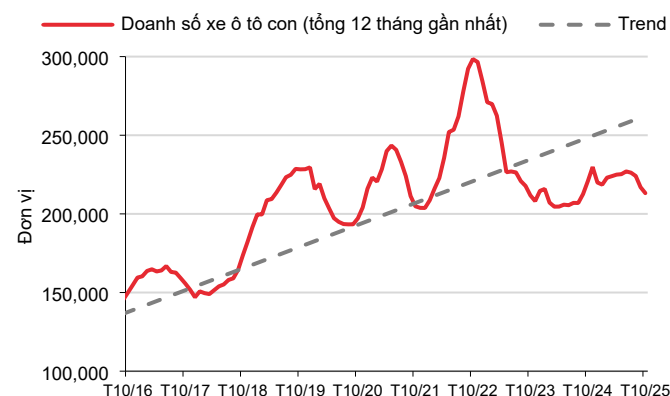
Tỷ lệ doanh số bán lẻ/GDP đã giảm từ mức đỉnh 64% năm 2019 xuống còn 57% trong 9 tháng đầu năm 2025



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 55: Doanh số xe ô tô con

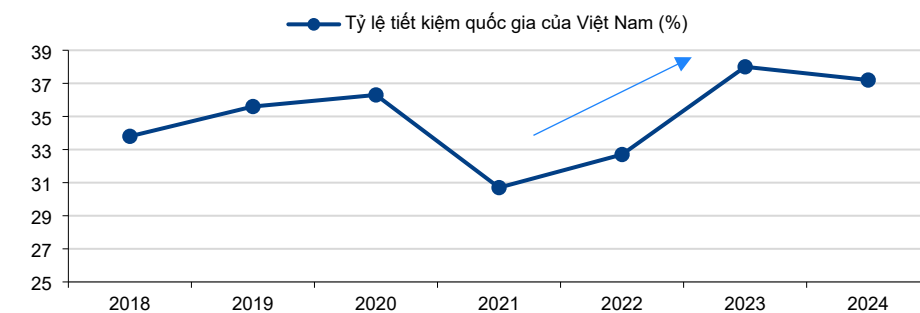
Doanh số xe (không bao gồm xe điện) vẫn chưa quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng trước đây



Ghi chú: Doanh số xe con bao gồm tất cả các phân khúc chính - sedan, crossover, MPV, mui trần, hatchback và các dòng khác - bao gồm các mẫu của Mercedes-Benz, Lexus, Thaco Premium và Peugeot; trong đó bao gồm cả xe hybrid (đang tăng trưởng nhanh), nhưng không bao gồm VinFast. Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 56: Tỷ lệ tiết kiệm quốc gia của Việt Nam

Niềm tin người tiêu dùng đã suy giảm sau hàng loạt cú sốc lớn trong giai đoạn 2020-2024, từ đó có thể đã làm gia tăng xu hướng tiết kiệm để phòng rủi ro



Nguồn: IMF & HSC

Chính phủ đã đưa ra một số biện pháp để hỗ trợ tiêu dùng. Đáng chú ý nhất là [gia hạn](#) chính sách giảm 2% thuế GTGT đối với một số hàng hóa và dịch vụ sang năm 2026 để kích thích nhu cầu & sản xuất trong nước. Quốc hội cũng [đang xem xét các đề xuất](#) tăng ngưỡng doanh thu miễn thuế đối với hộ kinh doanh & cá nhân (hiện được quy định ở mức 200 triệu đồng trong Dự thảo Luật Thuế Thu nhập Cá nhân sửa đổi) kể từ năm 2026. Nếu được thông qua, chính sách này sẽ tác động tích cực đến hơn [5,2 triệu hộ kinh doanh](#), tạo ra tổng cộng 8-9 triệu việc làm, theo số liệu của Tổng cục Thống kê giai đoạn 2018-2020.

Trong hai năm tới, chúng tôi dự báo doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ sẽ tiếp tục phục hồi, tăng trưởng lần lượt 11% và 12%, mặc dù năm nay khó có thể hoàn thành dự báo [tăng trưởng 10%](#). Trong Q4/2024, Việt Nam đã hứng chịu một loạt thiên tai và

lũ lụt lịch sử, gây **thiệt hại tối thiểu 3 tỷ USD**, đồng thời cho thấy sự mong manh trong khả năng chống chịu với biến đổi khí hậu của quốc gia.

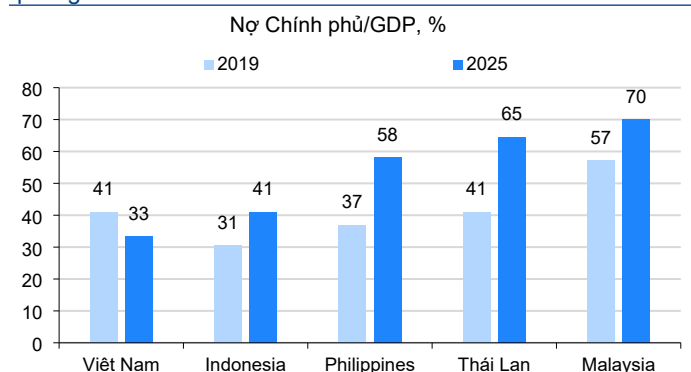
Đầu tư công

Dự địa tài khóa tương đối lớn hơn so với các quốc gia tương đồng (Biểu đồ 57), chính sách tài khóa có thể đóng vai trò lớn hơn trong việc hỗ trợ thận trọng hoạt động kinh tế. Chính phủ được dự báo sẽ phân bổ khoảng **8,51 triệu tỷ đồng** (320 tỷ USD) cho đầu tư phát triển trong giai đoạn 2026-2030, so với khoảng 3,4 triệu tỷ đồng (128 tỷ USD) được phân bổ cho giai đoạn 2021-2025.

Trong năm 2026, ngân sách đầu tư phát triển đặt ở mức **1,12 triệu tỷ đồng** (42 tỷ USD), tăng trưởng 41,7% so với năm 2025. Tổng vốn đầu tư phát triển trong 3 năm tới dự báo đạt 4,4 triệu tỷ đồng (166 tỷ USD) (Biểu đồ 58).

Biểu đồ 57: Tỷ lệ nợ Chính phủ / GDP

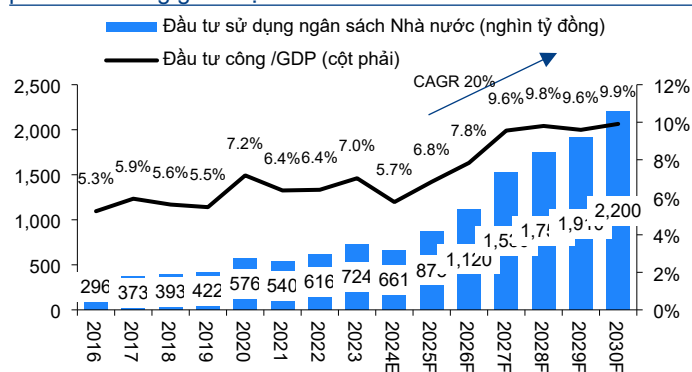
Việt Nam có mức dư địa tài khóa tương đối lớn hơn so với các quốc gia khác



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 58: Đầu tư sử dụng ngân sách Nhà nước

Chính phủ dự kiến phân bổ khoảng 8,51 triệu tỷ đồng cho đầu tư phát triển trong giai đoạn 2026-2030



Nguồn: Bộ Tài chính & HSC

Bảng 59: Các dự án hạ tầng, cảng và năng lượng trọng điểm

Các dự án mang tầm chiến lược quốc gia bao gồm: Cao tốc Bắc-Nam phía Đông, tuyến đường sắt Lào Cai-Hà Nội-Hải Phòng, các tuyến metro trọng điểm tại Hà Nội và TP.HCM, Sân bay quốc tế Long Thành, Vành đai 4 Hà Nội, Vành đai 3 TP.HCM, v.v.

Các dự án đầu tư công/PPP	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
A. Đường cao tốc, vành đai									
1 12 dự án đường Cao tốc Bắc-Nam (723.7km)	6,2								
2 Cao tốc Châu Đốc- Cần Thơ- Sóc Trăng (188.2km)	1,7								
3 Cao tốc Biên Hòa- Vũng Tàu	0,7								
4 Cao tốc Khánh Hòa- Buôn Ma Thuột	0,8								
5 Vành đai 3 TP.HCM	3,2								
6 Vành đai 4 HN	3,7								
7 Cao tốc Bắc-Nam phía Đông (CT.01)- Cầu Cần Thơ 2 và đường dẫn hai đầu cầu (15km)	1,1								
8 Cao tốc Bắc-Nam phía Tây (CT.02) (Phủ Thọ- Cổ Tiết, Cổ Tiết- Hòa Lạc, Đức Hòa- Mỹ An) (123km)	2,3								
9 Cao tốc Hà Nội- Hòa Bình- Sơn La- Điện Biên (CT.03) (302km)	2,5								
10 Cao tốc Tuyên Quang- Hà Giang giai đoạn 2 (CT.15) (58.5km)	0,6								
11 Cao tốc Bắc Kạn- Cao Bằng (CT.07) (87.3km)	1,1								
12 Cao tốc Nội Bài- Bắc Ninh (CT.09) (30km)	0,1								
13 Cao tốc Đồng Đăng- Trà Lĩnh giai đoạn 2 (CT.10) (Lạng Sơn, Cao Bằng)	0,4								
14 Vành đai 5 Hà Nội (CT.39) (331km)	6,5								
15 Cao tốc Phú Lý- Nam Định (CT.11) (25km)	0,4								
16 Cao tốc Ninh Bình- Hải Phòng, đoạn qua TP. Hải Phòng và tỉnh Hưng Yên (CT.08) (29km)	0,5								
17 Cao tốc Vĩnh- Thanh Thủy (CT.17) (60km)	0,7								
18 Cao tốc Cam Lộ- Lao Bảo (CT.19) (56km)	0,5								
19 Cao tốc Quy nhơn- Pleiku (CT.20) (125km)	1,6								
20 Cao tốc Quảng Ngãi- Kon Tum (CT.42) (144km)	1,7								
21 Vành đai 4 TP.HCM (CT.41) (199km)	4,6								
22 Cao tốc Hồng Ngự- Trà Vinh, đoạn Hồng Ngự- Cao Lãnh, Đồng Tháp (CT.36) (68km)	0,8								
23 Cao tốc Gò Dầu- Xa Mát GĐ 1, Tây Ninh (CT.32) (65km)	0,3								
24 Cao tốc Hà Tiên- Rạch Giá- Bạc Liêu, đoạn Hà Tiên- Rạch Giá, An Giang (CT.35) (100km)	2,1								
25 Cao tốc Cà Mau- Đất Mũi (CT.43) (84km)	2,2								
B. Đường sắt tốc độ cao, đường sắt đô thị (metro)									
1 Tuyến đường sắt cao tốc Bắc - Nam (1.541km)	67,3								
2 Dự án tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng (390,9km)	8,4								
3 Tuyến metro số 2 Bến Thành- Tham Lương (11.3km)	2,0								
4 Tuyến metro số 3 (An Hạ- Hiệp Bình Phước), 4 (Đống Thạnh- Hiệp Phước), 6 (Vành Đai Trong)	19,0								
5 Tuyến Thành phố mới Bình Dương - Suối Tiên (32.43km)	2,4								
6 Tuyến metro Bến Thành - Cần Giờ	3,3								
7 Tuyến metro số 5 (Vân Cao - Ngọc Khánh - Hòa Lạc) (39km)	2,5								
8 Tuyến metro số 2 (Nam Thăng Long - Trần Hưng Đạo) (11.5km)	1,4								
C. Sân bay quốc tế									
1 Sân bay quốc tế Chu Lai	0,6								
2 Sân bay quốc tế Gia Bình (Giai đoạn 1)	5,4								
3 Sân bay quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1)	4,7								
D. Hệ thống cảng									
1 Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (7 giai đoạn)	5,5								
2 Cảng tổng hợp Cái Mép Hạ (giai đoạn 1)	0,5								
3 Cảng Lạch Huyện (Bến 7, 8)	0,5								
4 Cảng Nam Đồ Sơn (giai đoạn 1)	1,1								
5 Cảng nước sâu Liên Chiểu	1,8								
E. Năng lượng & Dịch vụ tiện ích									
1 Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận	22,0								
2 Nhà máy Nhiệt điện Na Dương II, An Khánh - Bắc Giang, Vũng Ang II, Quảng Trạch I, Vân Phong I, Long Phú I	8,2								
3 Nhà máy nhiệt điện khí Ô Môn II, III, IV; Miền Trung I, II và Dung Quất I, II, III	6,4								
Ước tính tổng giá trị đầu tư	209,3								

* Ghi chú: Các dự án mang tầm chiến lược quốc gia, chịu sự giám sát tăng cường của Quốc hội khóa XVI, bao gồm: Cao tốc Bắc-Nam phía Đông, tuyến đường sắt Lào Cai-Hà Nội-Hải Phòng, các tuyến metro trọng điểm tại Hà Nội và TP.HCM, Sân bay quốc tế Long Thành, Vành đai 4 Hà Nội, Vành đai 3 TP.HCM, và các cao tốc quan trọng như Khánh Hòa-Buôn Ma Thuột, Biên Hòa-Vũng Tàu, Châu Đốc-Cần Thơ-Sóc Trăng. Trong lĩnh vực năng lượng, Lò B-Ô Môn là dự án chủ chốt, với bốn nhà máy điện khí (các tổ máy I-IV) dự kiến vận hành tổ máy đầu tiên vào năm 2027.

Nguồn: HSC

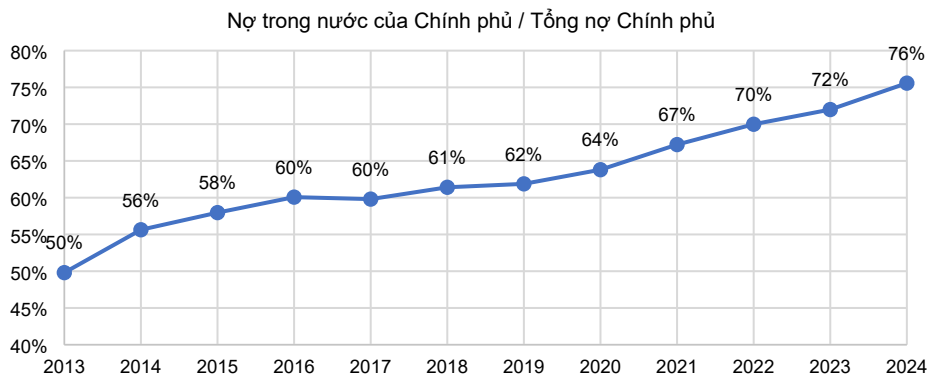
Chúng tôi đã tóm tắt các dự án cơ sở hạ tầng, cảng biển và năng lượng trọng điểm hiện đang triển khai hoặc dự kiến triển khai trong 10 năm tới ở Biểu đồ 59 bên dưới với tổng giá trị ước tính hơn 200 tỷ USD.

Để tài trợ cho đầu tư công, Chính phủ đang thúc đẩy cải cách thuế nhằm mở rộng và nâng cao hiệu quả thu ngân sách, bao gồm các biện pháp như [quản lý thuế điện tử](#), xóa bỏ thuế khoán và [khai thuế bắt buộc](#) kể từ năm 2026.

Đồng thời, Chính phủ có thể sẽ cần tiếp tục huy động vốn thông qua phát hành TPDN để tài trợ cho chi tiêu phát triển và bù đắp thâm hụt ngân sách - ước tính khoảng 2,4 triệu tỷ đồng (90 tỷ USD) trong 3 năm tới, tương đương 4,8% GDP hàng năm. Tuy nhiên, nợ công của Việt Nam vẫn được quản lý tốt với cơ cấu ngày càng ít phụ thuộc vào vay nợ nước ngoài: Tỷ trọng nợ chính phủ trong nước đã tăng mạnh từ 56% một thập kỷ trước lên 76% tính đến cuối năm ngoái (Biểu đồ 60). Đợt phát hành trái phiếu quốc tế gần đây nhất của Chính phủ là trái phiếu kỳ hạn 10 năm trị giá [1 tỷ USD](#) vào tháng 11/2014 với lãi suất coupon 4,8%, đáo hạn vào tháng 11/2024.

Biểu đồ 60: Tỷ lệ nợ trong nước của Chính phủ / tổng nợ Chính phủ

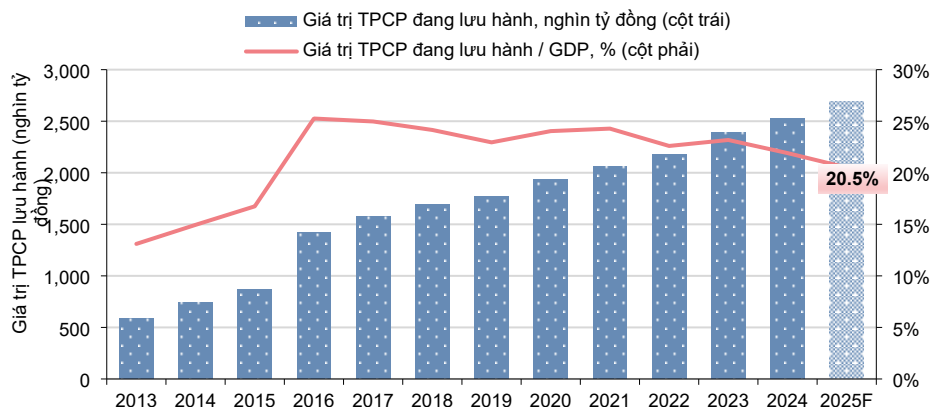
Tỷ trọng nợ trong nước của Chính phủ đã tăng mạnh, từ 56% cách đây một thập kỷ lên 76% vào cuối năm 2024



Nguồn: Bộ Tài chính & HSC

Biểu đồ 61: Quy mô thị trường TPCP

Tỷ lệ trái phiếu Chính phủ đang lưu hành / GDP đã gần như tăng gấp đôi kể từ năm 2013 trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng mạnh mẽ



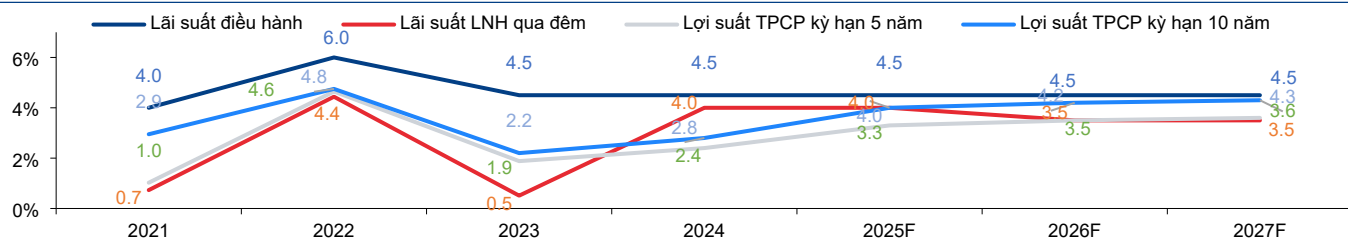
Nguồn: ADB, CEIC, HSC

HSC kỳ vọng Chính phủ sẽ tăng khoảng 10% kế hoạch phát hành TPCP cho năm 2026 so với kế hoạch năm 2025, lên 550 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, mặc dù giá trị TPCP đang lưu hành tăng lên nhưng tốc độ phát hành vẫn chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng chung của nền kinh tế. Do đó, tỷ lệ giá trị TPCP đang lưu hành/GDP đã giảm từ 25% năm 2016 xuống khoảng 20,5% vào cuối năm nay (Biểu đồ 61).

Nhu cầu phát hành tăng gây sức ép lên lợi suất trái phiếu Chính phủ, trong đó, chúng tôi dự báo lợi suất cho kỳ hạn 5 năm và 10 năm tại thời điểm cuối năm 2025 sẽ điều chỉnh tăng lên 3,3% và 4% (từ 3,2% và 3,8%), sau đó tiếp tục tăng lên 3,5% và 4,2% trong năm 2026 và 3,6% và 4,3% trong năm 2027, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với lãi suất điều hành hiện tại ở mức 4,5% (Biểu đồ 62). Mời xem: [Thị trường TPCP năm 2026-2027: Vận hành theo nhịp động lực tài khóa](#), ngày 26/11/2025, HSC.

Biểu đồ 62: Tóm tắt dự báo lợi suất TPCP & lãi suất LNH qua đêm của HSC

Lợi suất trái phiếu Chính phủ dự kiến sẽ tăng nhẹ, nhưng vẫn thấp hơn so với lãi suất điều hành hiện hành



Nguồn: HSC

Thương mại & FDI

HSC tăng lần lượt 3,2 và 2,5 điểm phần trăm dự báo tăng trưởng thương mại cho năm 2026 và 2027, tương đương tăng trưởng lần lượt 8,2% và 8,7% trong năm 2026 sau đó tăng trưởng lần lượt 10,5% và 10% trong năm 2027 (Biểu đồ 63) (Mời xem: [Triển vọng thương mại & FDI năm 2026-2027: Vững vàng trước thuế quan](#), HSC).

Động lực chính cho việc điều chỉnh tăng dự báo bao gồm: Môi trường chính sách thuế quan rõ ràng hơn cùng các cuộc đàm phán thương mại thành công của Việt Nam. Bất ổn từ chính sách thuế quan đã hạ nhiệt đáng kể so với thời điểm Tổng thống Trump công bố chính sách bảo hộ thương mại vào ngày 2/4/2025 do hầu hết các quốc gia đã theo đuổi các thỏa thuận thương mại thay vì đáp trả (Biểu đồ 64-65). Ngoài ra, Việt Nam đã ký kết thành công một khuôn khổ thương mại với mức thuế suất thuận lợi so với các quốc gia đối thủ và vẫn có tiềm năng tiếp tục được miễn trừ theo Phụ lục III.

Phù hợp với dự báo thương mại mới, HSC nâng dự báo FDI cho năm 2026-2027, tương đương tổng vốn FDI đăng ký tăng trưởng lần lượt 5,2% và 10,2% trong năm 2026-2027 trong khi FDI thực hiện tăng trưởng lần lượt 5,9% và 6,3% trong năm 2026-2027, phản ánh động lực từ các yếu tố bên ngoài – hạ nhiệt thuế quan từ Mỹ - và yếu tố nội tại - nỗ lực ngoại giao chủ động của Việt Nam và kế hoạch đẩy mạnh tăng trưởng với động lực từ đầu tư cơ sở hạ tầng (Biểu đồ 66).

Biểu đồ 63: Tổng quan & dự báo thương mại và FDI

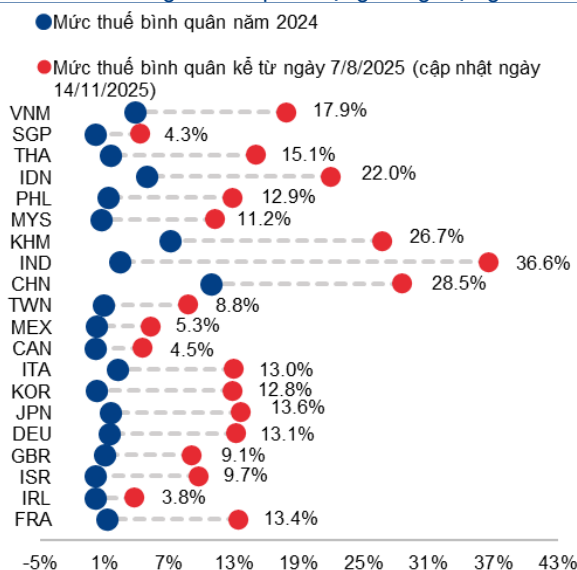
Việc chính sách thuế quan trở nên rõ ràng hơn cùng với vị thế thuế tương đối cạnh tranh của Việt Nam là cơ sở để chúng tôi nâng dự báo thương mại & FDI. Đà tăng trưởng được dự báo sẽ chậm lại trong năm 2026 trước khi phục hồi trở lại vào năm 2027

Thương mại & FDI	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
KNKK (triệu USD)	243.697	264.268	282.629	336.167	371.715	354.721	405.896	463.533	501.543	554.205	
KNKK (so với cùng kỳ)	13,3%	8,4%	6,9%	18,9%	10,6%	-4,6%	14,4%	14,2%	8,2%	10,5%	
KNKK (triệu USD)	236.869	253.393	262.691	332.843	359.575	326.358	380.991	442.711	481.227	529.350	
KNKK (so với cùng kỳ)	11,2%	7,0%	3,7%	26,7%	8,0%	-9,2%	16,7%	16,2%	8,7%	10,0%	
KNKK sang Mỹ (so với cùng kỳ)	14,0%	29,0%	25,7%	24,9%	13,7%	-11,3%	23,2%	25,9%	6,5%	10,1%	
KNKK từ Trung Quốc (so với cùng kỳ)	11,8%	15,2%	11,5%	31,3%	7,2%	-6,0%	29,6%	25,0%	5,7%	5,6%	
Cán cân thương mại (triệu USD)	6.828	10.874	19.938	3.324	12.140	28.363	24.906	20.822	20.316	24.856	
Tổng vốn FDI đăng ký (triệu USD)	35.466	38.019	28.530	31.153	27.718	36.602	38.226	42.000	44.200	48.708	
Tổng vốn FDI đăng ký (svck)	-1,2%	7,2%	-25,0%	9,2%	-11,0%	32,1%	4,4%	10,0%	5,2%	10,2%	
Tổng vốn FDI thực hiện (triệu USD)	19.100	20.380	19.980	19.740	22.396	23.183	25.351	26.900	28.500	30.300	
Tổng vốn FDI thực hiện (so với cùng kỳ)	9,1%	6,7%	-2,0%	-1,2%	13,5%	3,5%	9,4%	6,1%	5,9%	6,3%	

Nguồn: NSO, CEIC, HSC

Biểu đồ 64: So sánh mức thuế thực tế theo thời kỳ

Việc theo đuổi các hiệp định thương mại thay vì áp dụng biện pháp trả đũa đã đóng vai trò quan trọng trong việc giảm thuế



Ghi chú: Mức thuế trung bình của Việt Nam gần đây được điều chỉnh giảm từ 18,1% xuống còn 17,9% sau Lệnh Hành pháp ngày 14/11/2025, loại bỏ các khoản thuế nông sản. Mức thuế tổng thể của Trung Quốc đã giảm đáng kể, từ 38,2% theo Lệnh Hành pháp ngày 31/07/2025 xuống còn 28,5% tính đến ngày 14/11/2025. Trước đó, mức thuế này đã giảm xuống 28,6% vào ngày 10/11/2025, phản ánh tiến triển từ các thỏa thuận thương mại Mỹ-Trung ngày 30/10/2025, bao gồm việc giảm thuế liên quan đến fentanyl xuống còn 10%. Ngược lại, Ấn Độ phải đối mặt với mức thuế tăng mạnh, với mức bình quân tăng từ 20,3% lên 36,6%, có hiệu lực từ ngày 6/08/2025, sau khi Mỹ quyết định nâng mức thuế riêng với Ấn Độ từ 25% lên 50%.

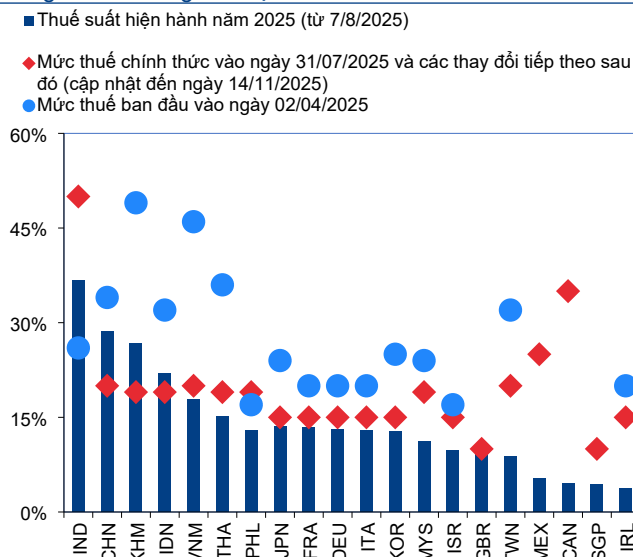
Phương pháp chi tiết được liệt kê trong Phụ lục 57

* Mã quốc gia: IND: Ấn Độ, CHN: Trung Quốc, KHM: Campuchia, IDN: Indonesia, VNM: Việt Nam, THA: Thái Lan, PHL: Philippines, JPN: Nhật Bản, FRA: Pháp, DEU: Đức, ITA: Ý, KOR: Hàn Quốc, MYS: Malaysia, ISR: Israel, GBR: Vương quốc Anh, TWN: Đài Loan, MEX: Mexico, CAN: Canada, SGP: Singapore, IRL: Ireland

Nguồn: Nhà Trắng, US ITC, HSC

Biểu đồ 65: So sánh mức thuế thực tế theo thời kỳ

Việt Nam hiện chịu mức thuế 17,9% - mức có lợi so với các quốc gia khác trong khu vực



Ghi chú: Mức thuế trung bình của Việt Nam gần đây được điều chỉnh giảm từ 18,1% xuống còn 17,9% sau Lệnh Hành pháp ngày 14/11/2025, loại bỏ các khoản thuế nông sản. Mức thuế tổng thể của Trung Quốc đã giảm đáng kể, từ 38,2% theo Lệnh Hành pháp ngày 31/07/2025 xuống còn 28,5% tính đến ngày 14/11/2025. Trước đó, mức thuế này đã giảm xuống 28,6% vào ngày 10/11/2025, phản ánh tiến triển từ các thỏa thuận thương mại Mỹ-Trung ngày 30/10/2025, bao gồm việc giảm thuế liên quan đến fentanyl xuống còn 10%. Ngược lại, Ấn Độ phải đối mặt với mức thuế tăng mạnh, với mức bình quân tăng từ 20,3% lên 36,6%, có hiệu lực từ ngày 6/08/2025, sau khi Mỹ quyết định nâng mức thuế riêng với Ấn Độ từ 25% lên 50%.

Phương pháp chi tiết được liệt kê trong Phụ lục 57

* Mã quốc gia: IND: Ấn Độ, CHN: Trung Quốc, KHM: Campuchia, IDN: Indonesia, VNM: Việt Nam, THA: Thái Lan, PHL: Philippines, JPN: Nhật Bản, FRA: Pháp, DEU: Đức, ITA: Ý, KOR: Hàn Quốc, MYS: Malaysia, ISR: Israel, GBR: Vương quốc Anh, TWN: Đài Loan, MEX: Mexico, CAN: Canada, SGP: Singapore, IRL: Ireland

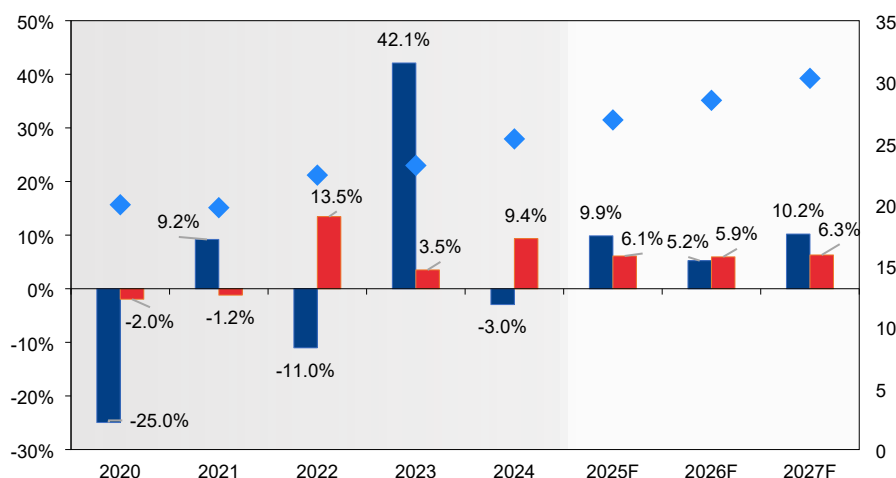
Nguồn: Nhà Trắng, US ITC, HSC

Biểu đồ 66: Tóm tắt dự báo FDI hàng năm

Tăng trưởng tổng vốn FDI đăng ký và thực hiện dự kiến sẽ giảm tốc trong năm 2026 trước khi tăng trở lại vào năm 2027

■ Tổng FDI đăng ký (so với cùng kỳ) (cột trái) ■ FDI thực hiện (so với cùng kỳ) (cột phải)

◆ FDI thực hiện (tỷ USD) (cột phải)



Nguồn: NSO, CEIC, HSC

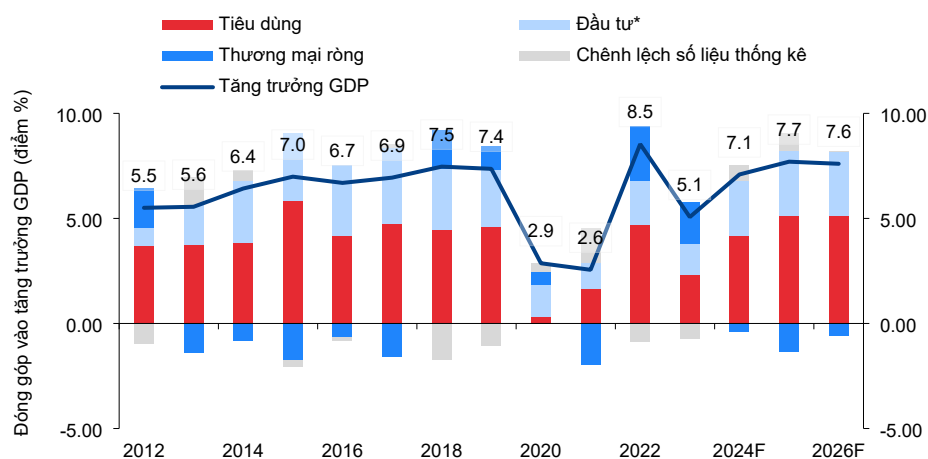
Dự báo GDP

Từ đó, tăng trưởng GDP thực được dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm 2026 xuống 7,6%, sau khi tăng trưởng 7,7% (đã điều chỉnh tăng so với [dự báo trước đó](#) của chúng tôi) trong năm 2025 (Biểu đồ 67), do xuất khẩu chạy thuế giảm xuống và tác động toàn diện của chính sách thuế quan rõ ràng hơn. Thặng dư tài khoản vãng lai dự kiến sẽ thu hẹp xuống 18 tỷ USD vào năm 2026, so với ước tính 19 tỷ USD trong năm 2025, do tăng trưởng xuất khẩu chậm lại và tăng trưởng thương mại thuần tiếp tục âm trong năm 2026.

Lợi ích từ xu hướng chuyển dịch thương mại nhiều khả năng sẽ hạn chế do giám sát chặt chẽ về quy tắc xuất xứ và tình hình bất ổn chính sách thương mại toàn cầu. Trong khi đó, doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tiếp tục phục hồi và đầu tư công tăng cao kỷ lục, tương đương tiêu dùng cuối và đầu tư (tích lũy tài sản) đóng góp lần lượt khoảng 5,1 và 3,1 điểm phần trăm vào GDP tổng thể trong năm 2026 (Biểu đồ 67).

Biểu đồ 67: Dự báo GDP

Tăng trưởng GDP thực tế được dự báo sẽ giảm nhẹ xuống còn 7,6% trong năm 2026, so với dự báo 7,7% đã được điều chỉnh tăng cho năm nay



Nguồn: HSC

Dự báo GDP và các cấu phần theo quý được trình bày trong Bảng 68 dưới đây.

Bảng 68: Dự báo GDP theo quý

Doanh số bán lẻ được kỳ vọng sẽ phục hồi cùng mức đầu tư công cao kỷ lục là những động lực thúc đẩy tăng trưởng GDP trong bối cảnh hoạt động thương mại chậm lại.

	CPI (% so với cùng kỳ)	Doanh số bán lẻ (% so với cùng kỳ)	Giá trị sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ)	KNXK (% so với cùng kỳ)	KNNK (% so với cùng kỳ)	Đầu tư công (% so với cùng kỳ)	Tăng trưởng GDP thực tế (% so với cùng kỳ)
Q2/25	3.3	9.0	9.1	18.2	19.1	26.9	8.2
Q3/25	3.3	10.0	9.6	18.4	20.1	35.2	8.2
Q4/25F	4.1	9.4	8.3	10.8	10.7	31.5	7.4
Q1/26F	3.4	9.0	7.3	8.7	9.6	24.0	7.5
Q2/26F	3.9	9.3	6.0	6.7	7.5	33.4	7.1
Q3/26F	4.1	12.3	5.3	6.1	6.4	24.4	7.2
Q4/26F	4.1	13.0	9.0	11.7	12.1	30.5	8.6

Nguồn: HSC

Khu vực tư nhân

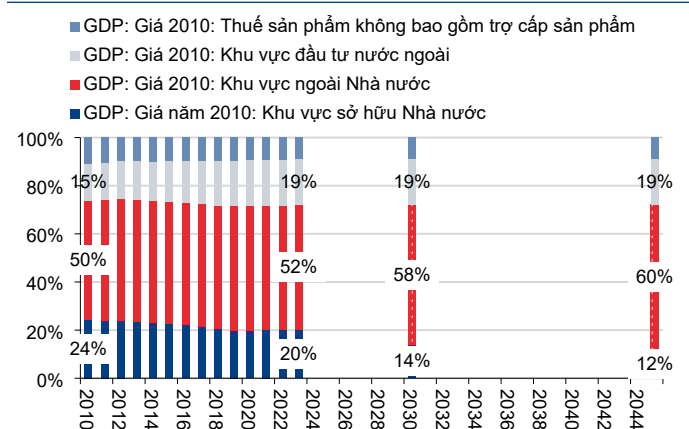
Phát triển khu vực tư nhân là trọng tâm của [Nghị quyết 68-NQ/TW](#) (ngày 4/5/2025), trong đó xác định khu vực kinh tế tư nhân là động lực chính của nền kinh tế. Đến năm 2030, tầm nhìn đặt ra là khu vực tư nhân sẽ dẫn đầu về công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số, với 2 triệu doanh nghiệp đang hoạt động, trong đó có khoảng 20 doanh nghiệp lớn tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu - đạt tăng trưởng 10-12%/năm, đóng góp 55-58% GDP, 35-40% nguồn thu ngân sách, tạo việc làm cho 84-85% lực lượng lao động, với năng suất lao động tăng trưởng 8,5-9,5%/năm.

Năng lực công nghệ, đổi mới sáng tạo và số hóa đặt mục tiêu nằm trong nhóm 3 quốc gia hàng đầu khu vực ASEAN và nhóm 5 quốc gia hàng đầu châu Á. Sang năm 2045, khu vực tư nhân được kỳ vọng sẽ phát triển mạnh mẽ, bền vững và có sức cạnh tranh toàn cầu, với tối thiểu 3 triệu doanh nghiệp, đóng góp hơn 60% GDP và tham gia tích cực vào chuỗi sản xuất và cung ứng toàn cầu (Biểu đồ 69).

Nghị quyết cũng nhấn mạnh sự hình thành và phát triển nhanh chóng của các doanh nghiệp vừa & lớn, cũng như các tập đoàn kinh tế tư nhân tầm cỡ khu vực & toàn cầu. Nghị quyết kêu gọi mở rộng sự tham gia của khu vực tư nhân vào các dự án trọng điểm quốc gia, điều này có vẻ đã có tác động ngay lập tức đến một số doanh nghiệp lớn niêm yết tại Việt Nam, như Vingroup (VIC) và VietJet (VJC), những doanh nghiệp sẽ hưởng lợi từ Nghị quyết 68 và hiện đang ghi nhận diễn biến vượt trội so với VN-Index (Biểu đồ 70).

Biểu đồ 69: GDP theo hình thức sở hữu

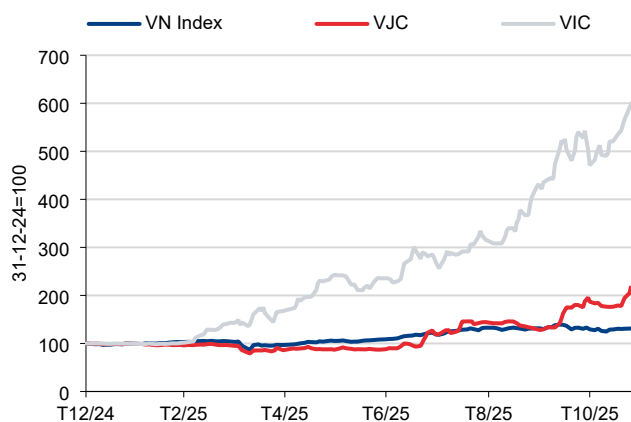
Khu vực tư nhân dự kiến sẽ đóng góp hơn 60% GDP vào năm 2045



Nguồn: NSO & HSC

Biểu đồ 70: Hiệu suất cổ phiếu của các tập đoàn lớn so với VN Index

Động thái thúc đẩy sự tham gia của khu vực tư nhân vào các dự án trọng điểm theo Nghị quyết 68 đã hỗ trợ VIC và VJC; hiện tại, hai cổ phiếu này đang diễn biến vượt trội so với VN-Index



Nguồn: HSC

Bảng 71: Tổng quan CPI Việt Nam và dự báo theo các nhóm chính

HSC dự báo CPI sẽ tăng 3,9% trong năm 2026 & 4% trong năm 2027 từ mức 3,4% trong năm 2025

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
Tăng trưởng bình quân (%)											
CPI tổng thể	3,5	2,8	3,2	1,8	3,1	3,3	3,6	3,4	3,9	4,0	
Lương thực & Thực phẩm	3,2	4,1	10,0	0,7	2,6	3,4	4,0	3,5	4,4	4,3	
Nhà ở & Xây dựng	3,3	3,0	1,8	1,8	3,1	6,6	5,2	5,6	9,7	9,9	
Giao thông	6,4	-1,0	-11,2	10,5	11,3	-2,5	0,8	-2,5	-2,3	-0,3	
Giáo dục	6,3	5,7	4,1	1,9	1,7	7,4	5,4	6,0	2,0	0,5	
Dịch vụ y tế	10,8	3,8	2,2	0,2	0,4	1,2	7,2	10,2	2,0	1,8	
Tỷ trọng (điểm %)											
	1,2	1,5	3,4	0,2	0,9	1,2	1,4	1,1	1,5	1,4	
Lương thực & Thực phẩm	0,5	0,5	0,3	0,3	0,6	1,2	1,0	1,2	1,8	1,9	
Giao thông	0,6	-0,1	-1,1	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,0	
Giáo dục	0,4	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,0	
Dịch vụ y tế	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,7	0,1	0,1	

Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Triển vọng CPI

Trong năm 2026-2027, HSC duy trì dự báo CPI bình quân ở mức lần lượt 3,9% và 4% trong năm 2026-2027, so với dự báo đạt 3,4% trong năm 2025 (Biểu đồ 71), và mục tiêu của Chính phủ cho năm 2026 (4,5%) (Mời xem: [Triển vọng CPI năm 2026-2027: Giữ nguyên dự báo trong bối cảnh các yếu tố cầu kéo và chi phí đẩy tăng tốc trở lại](#), ngày 25/11/2025, HSC).

Đối với chính sách tài khóa, [đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng](#) thông qua đầu tư công & đầu tư phát triển được dự báo sẽ nâng cao lạm phát từ phía chi phí, đặc biệt là chỉ số phụ nhà ở & xây dựng. Ngoài ra, việc tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng -

với [tăng trưởng tín dụng đạt 19%, theo dự báo của nhóm Dịch vụ Tài chính của HSC](#) - sẽ mở rộng cung tiền M2 và trở thành động lực thúc đẩy lạm phát từ phía nhu cầu trong thời gian tới.

Triển vọng dài hạn: Cơ hội và thách thức

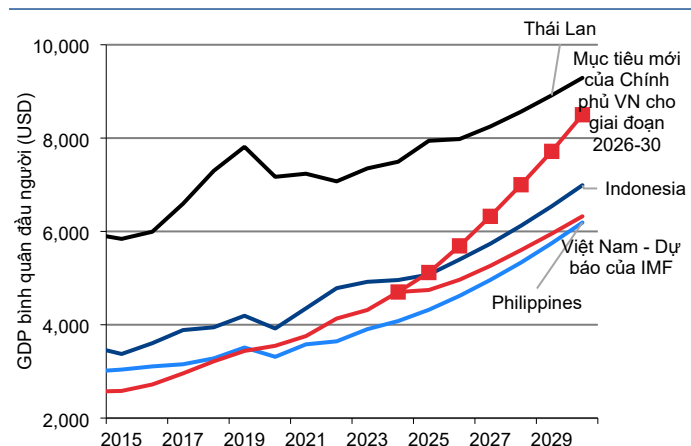
Theo [Dự thảo Báo cáo Chính trị](#) của Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XIII tại Đại hội đảng toàn quốc lần thứ XIV tổ chức vào tháng 1/2026, mục tiêu đặt ra là tăng trưởng GDP bình quân hàng năm đạt tối thiểu 10% trong giai đoạn 2026-2030 với GDP bình quân đầu người đạt khoảng 8.500 USD vào năm 2030 (Biểu đồ 72). Mục tiêu đầy tham vọng này nếu hoàn thành có thể đưa Việt Nam sánh ngang thu nhập bình quân với Thái Lan và vượt Indonesia và Philippines trong 5 năm tới.

Tuy nhiên, dựa trên xu hướng quá khứ, Việt Nam chưa bao giờ hoàn thành đầy đủ các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 5 năm trong 30 năm qua. Ngay cả trong nhiệm kỳ 2021-2025, nếu tăng trưởng đạt 8,3% trong năm nay, tăng trưởng bình quân cả nhiệm kỳ cũng chỉ đạt 6,3%, thấp hơn mục tiêu đã đặt ra đầu nhiệm kỳ (6,5%) (Biểu đồ 73).

Việt Nam đặt mục tiêu trở thành quốc gia có thu nhập cao vào năm 2045, đánh dấu 100 năm thành lập đất nước. Điều này đặt ra câu hỏi về sự cần thiết của việc duy trì tăng trưởng 10% trong những năm tới để hoàn thành mục tiêu này, hay chỉ cần một mức tăng trưởng thấp hơn là đủ.

Biểu đồ 72: Quy mô nền kinh tế Việt Nam trong 5 năm tới

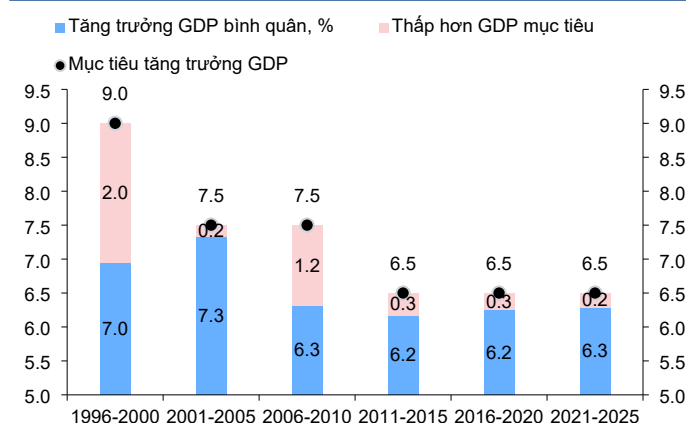
Mục tiêu của Chính phủ là đạt tăng trưởng GDP bình quân hàng năm 10% trở lên trong giai đoạn 2026–2030



Nguồn: IMF & HSC

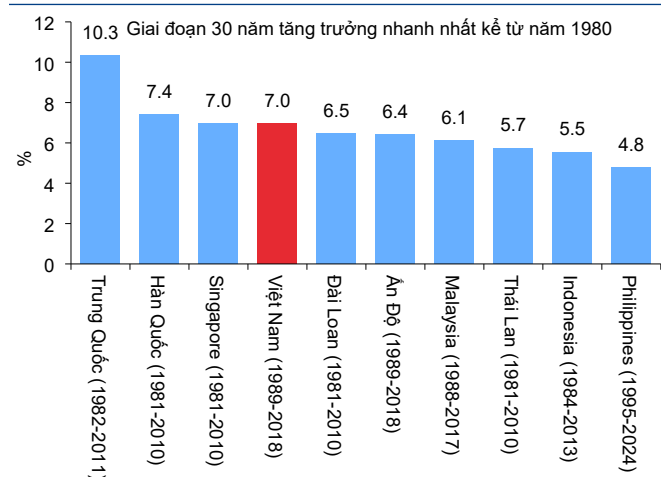
Biểu đồ 73: Mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong 30 năm qua

Nếu tăng trưởng đạt 8,3% trong năm nay, mức tăng trưởng bình quân cho giai đoạn 2021–2025 sẽ chỉ đạt 6,3%, thấp hơn mục tiêu 6,5%



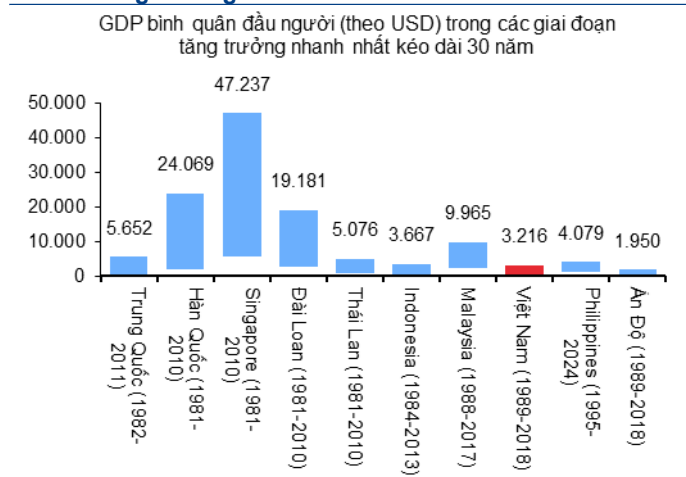
Nguồn: NSO & HSC

Biểu đồ 74: Các giai đoạn 30 năm tăng trưởng nhanh nhất kể từ 1980



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 75: GDP bình quân đầu người trong các giai đoạn 30 năm tăng trưởng nhanh nhất



Nguồn: IMF & HSC

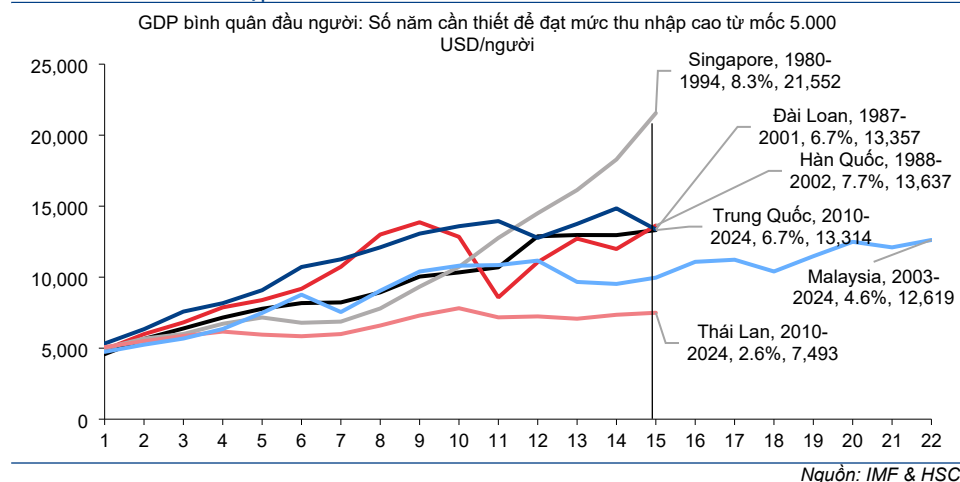
Để tìm câu trả lời, HSC phân tích số liệu quá khứ từ các quốc gia đã thành công đạt được vị thế thu nhập cao. Trong 50 năm qua, Việt Nam đứng thứ 4 châu Á về duy trì tăng trưởng cao trong giai đoạn 30 năm, với mức tăng trưởng bình quân 7%/năm kể từ năm 1989 đến năm 2018 (Biểu đồ 74), sau Trung Quốc (10,3%), Hàn Quốc (7,4%) và Singapore (7%) và đứng trên Đài Loan (6,5%).

Giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng này đã giúp các quốc gia như Hàn Quốc, Singapore và Đài Loan đạt được vị thế thu nhập cao. Tuy nhiên, trong trường hợp của Việt Nam, tốc độ tăng trưởng cao đạt được từ một xuất phát điểm rất thấp và GDP bình quân/người chỉ đạt hơn 3.200 USD vào cuối giai đoạn tăng trưởng nhanh (Biểu đồ 75).

Câu hỏi liên quan tiếp theo: Đối với một quốc gia xuất phát từ một nền tảng tương đối cao như Việt Nam (GDP bình quân đầu người khoảng 5.000 USD), tốc độ tăng trưởng trung bình cần thiết là bao nhiêu và mất bao lâu để trở thành một quốc gia có thu nhập trung bình cao?

Trên thực tế, Singapore, Đài Loan, Hàn Quốc và thậm chí cả Trung Quốc đã đạt được điều này từ xuất phát điểm 5.000 USD trong vòng 15 năm với tốc độ tăng trưởng dao động từ 6,7% (Trung Quốc, Đài Loan) đến 8,3% (Singapore) (Biểu đồ 76).

Biểu đồ 76: Số năm cần thiết để đạt mức thu nhập cao tính từ mức 5.000 USD/người
Dữ liệu cho thấy Việt Nam không nhất thiết phải duy trì mức tăng trưởng 10%/năm để vươn lên nhóm thu nhập cao



Về mặt kỹ thuật, ngưỡng **thu nhập cao** (theo định nghĩa của World Bank) sẽ cao hơn trong 15 năm tới, nhưng điều này cho thấy Việt Nam không nhất thiết phải duy trì mức tăng trưởng 10%/năm để đạt được vị thế thu nhập cao.

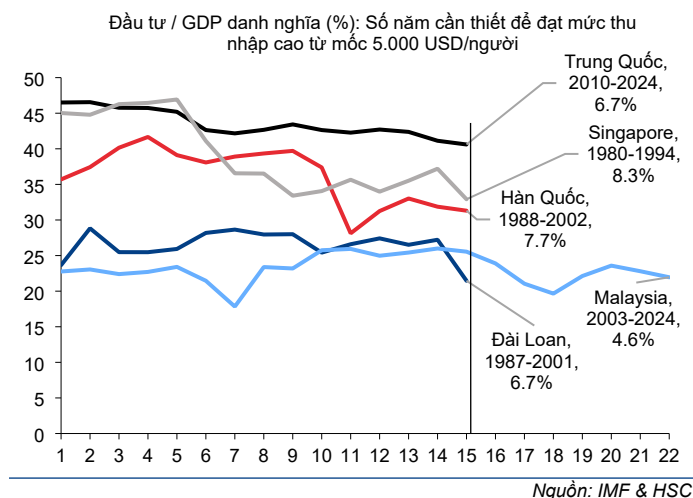
Tiếp theo, chúng tôi đánh giá các động lực giúp các nền kinh tế kể trên tăng trưởng từ 5.000 USD/người lên vị thế thu nhập cao và so sánh với cơ cấu hiện tại của Việt Nam.

Theo Biểu đồ 77, các nền kinh tế thành công trở thành quốc gia có thu nhập cao thường duy trì tỷ lệ đầu tư trên GDP cao trong giai đoạn đầu và giảm dần theo thời gian. Ví dụ, Trung Quốc và Singapore ghi nhận tỷ lệ trên 45% trong 5 năm đầu, sau đó giảm xuống 35-40% trong 5 năm cuối. Do đó, ngay cả trong giai đoạn sau của chu kỳ tăng trưởng hướng đến vị thế thu nhập cao, các quốc gia này vẫn duy trì tỷ lệ đầu tư danh nghĩa trên GDP cao hơn đáng kể so với Việt Nam hiện tại (30%).

Về cơ cấu nhân khẩu học, các quốc gia thành công thường có tỷ lệ dân số trong độ tuổi lao động tăng lên trong quá trình chuyển đổi sang vị thế thu nhập cao, như tại Hàn Quốc & Singapore. Trong khi đó, tỷ lệ tham gia lực lượng lao động của Trung Quốc mặc dù đã giảm xuống nhưng quốc gia này vẫn có thể đạt được vị thế thu nhập cao (Biểu đồ 78).

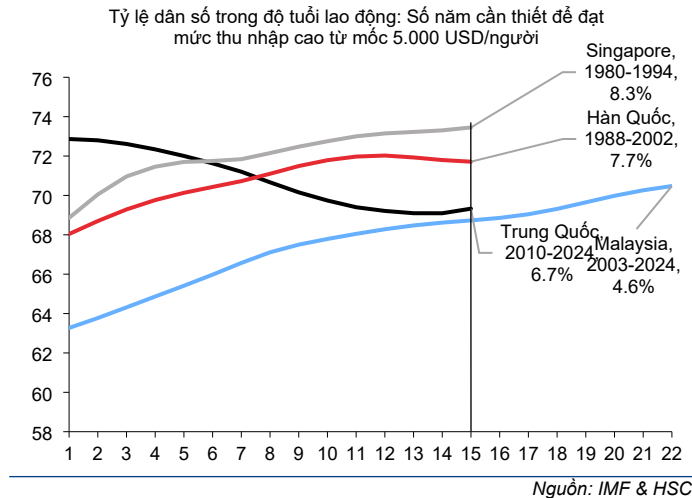
Biểu đồ 77: Đầu tư / GDP danh nghĩa (%)

Các quốc gia thành công thường duy trì tỷ lệ đầu tư / GDP cao trong giai đoạn đầu, sau đó giảm dần theo thời gian



Biểu đồ 78: Dân số trong độ tuổi lao động

Tỷ lệ tham gia lực lượng lao động của Trung Quốc giảm, nhưng nước này vẫn có thể bước vào nhóm thu nhập cao

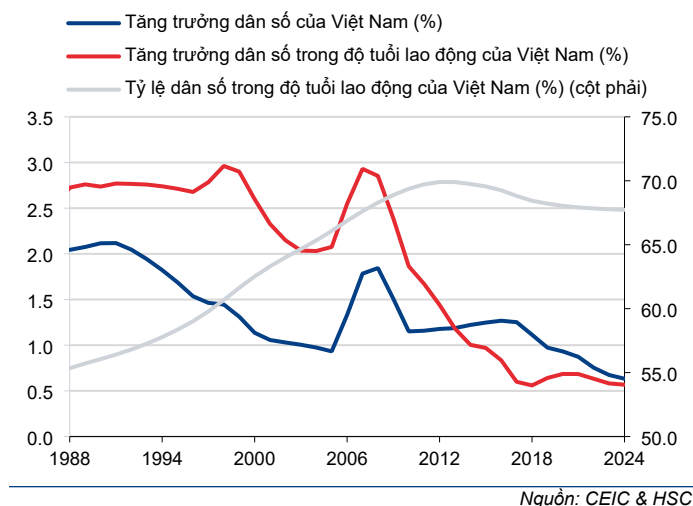


Từ đó, chúng tôi rút ra bài học cho Việt Nam. Việt Nam có thể thành công nếu áp dụng mô hình của Trung Quốc 15 năm trước, thông qua việc đẩy mạnh tỷ lệ đầu tư/GDP và đạt được vị thế thu nhập cao mặc dù lợi thế lao động đang suy giảm (như Trung Quốc đã tại thời điểm đó) với điều kiện các cải cách công nghệ được thực hiện để nâng cao năng suất lao động (Biểu đồ 79, 80).

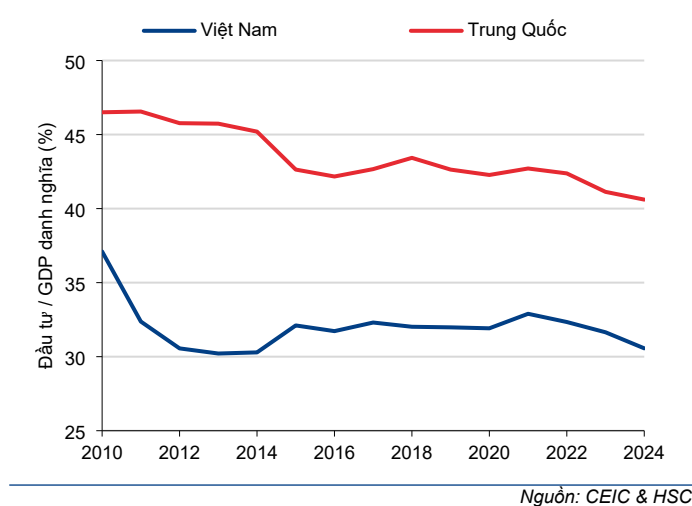
Yếu tố thứ ba này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc thực hiện [Nghị quyết 57-NQ/TW](#) về đột phá khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo & chuyển đổi số quốc gia.

Biểu đồ 79: Cơ cấu dân số Việt Nam

Việt Nam có thể đạt được thành công theo mô hình mà Trung Quốc từng áp dụng cách đây 15 năm...

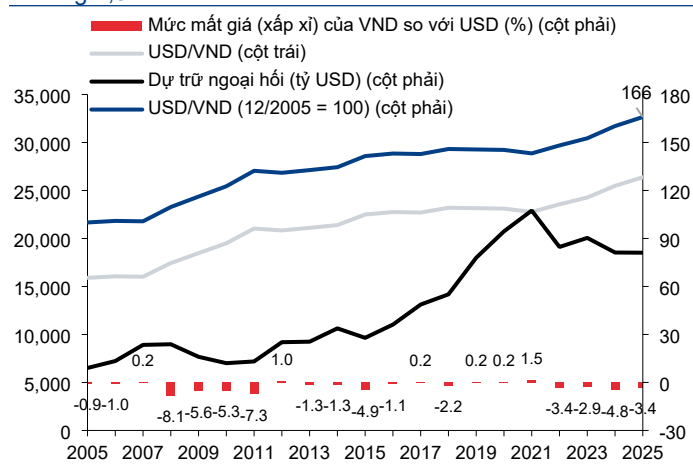


Biểu đồ 80: Đầu tư / GDP danh nghĩa: Việt Nam & Trung Quốc ...bằng cách nâng tỷ lệ đầu tư / GDP



Biểu đồ 81: Biến động đồng VND so với đồng USD

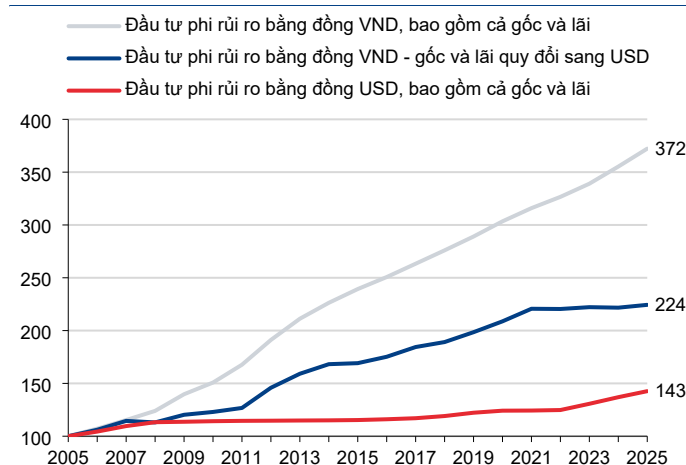
Thành công của Việt Nam không chỉ đến từ tăng trưởng mà còn từ sự ổn định của tỷ giá, với mức mất giá kép hàng năm chỉ khoảng 2,5%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 82: Giá trị đồng VND so với đồng USD

Nhờ đó, khi xét đến chênh lệch lãi suất, đồng VND đem lại mức lợi suất thực cao hơn so với đồng USD



Ghi chú: Tiêu chuẩn tham chiếu cho đầu tư phi rủi ro: Đối với đầu tư bằng USD: lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 1 năm; Đối với đầu tư bằng VND: lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm tại các NHTM
Nguồn: CEIC & HSC

Ngoài ra, tăng trưởng cao phải bền vững; nếu gây ra bất ổn, như tỷ giá, mục tiêu trở thành nền kinh tế thu nhập cao vẫn có thể không hoàn thành, vì ngưỡng thu nhập cuối được xác định bằng USD.

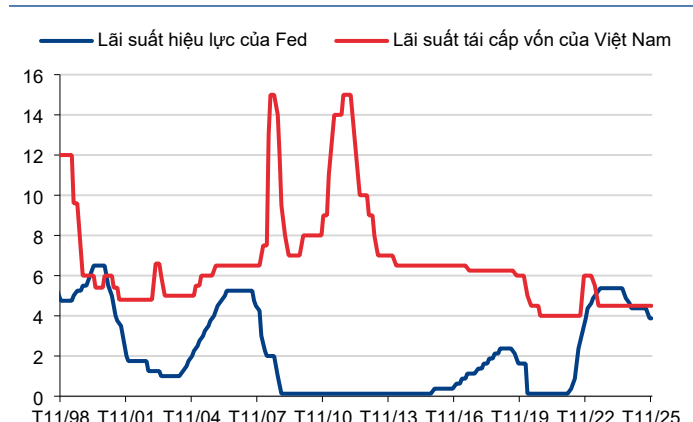
Trong 20 năm qua, thành công của Việt Nam không chỉ dựa vào tăng trưởng mà còn dựa vào sự ổn định tỷ giá, với tốc độ mất giá hàng năm trung bình chỉ là 2,5% (Biểu đồ 81). Điều này trên thực tế đã giúp đồng VND mang lại lợi nhuận thực tế cao hơn đồng USD nếu tính đến chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền (Biểu đồ 82).

Rủi ro tỷ giá

Cuối cùng, chúng tôi sẽ phân tích về tình hình tỷ giá. Sau hơn 2 năm lãi suất điều hành của Mỹ cao hơn lãi suất điều hành của NHNN, gây căng thẳng trên cả thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do, tình hình hiện đã đảo ngược, lãi suất điều hành của Việt Nam đã cao hơn lãi suất điều hành của Mỹ (Biểu đồ 83).

Biểu đồ 83: Biến động lãi suất điều hành của Việt Nam & Mỹ

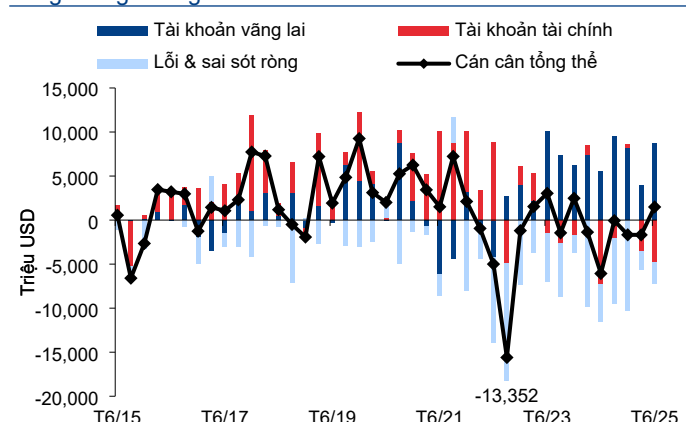
Lãi suất điều hành của Việt Nam hiện cao hơn Mỹ



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 84: Cán cân thanh toán của Việt Nam

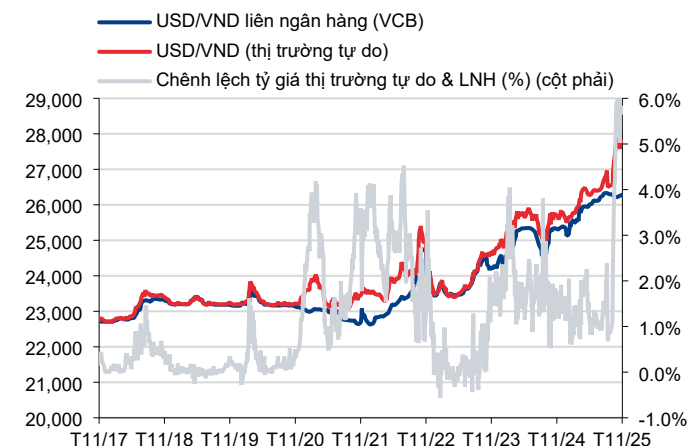
Cán cân thanh toán được cải thiện nhờ thặng dư thương mại hàng hóa gia tăng



Nguồn: SBV & HSC

Biểu đồ 85: Diễn biến tỷ giá USD/VND: Thị trường LNH & thị trường tự do

Chênh lệch giữa tỷ giá LNH và tỷ giá tại thị trường tự do tiếp tục mở rộng lên mức khoảng 6%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 86: Biến động giá vàng: quốc tế & nội địa

Chênh lệch giữa giá vàng trong nước và quốc tế duy trì ở mức khoảng 20%



Nguồn: HSC

Điều này, cùng với cán cân thanh toán cải thiện nhờ thặng dư thương mại hàng hóa cải thiện (Biểu đồ 84), đã giảm bớt áp lực trên thị trường liên ngân hàng, trong đó đồng VND mất giá 3,4% kể từ đầu năm, thấp hơn dự báo cả năm 2025 của chúng tôi (mất giá 4,2%).

Tuy nhiên, chênh lệch giữa tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá tự do tiếp tục tăng lên khoảng 6% (Biểu đồ 85), phản ánh nhu cầu USD tăng cao trong bối cảnh giá vàng thế giới liên tục tăng và chênh lệch giá vàng trong nước & thế giới duy trì ở mức khoảng 20%.

Do đó, HSC giữ nguyên dự báo tỷ giá cho năm 2026 nhưng điều chỉnh dự báo cho năm 2027 ở mức 27.500 VND/USD, so với [dự báo trước đó](#) là 27.000.

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

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025F	2026F	2027F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,600	27,000	27,500
Tỷ giá (VND: CNY)	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,773	3,885	3,929
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	7.09	7.70	7.60	8.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	508	545	582
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	4,972	5,280	5,597
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.74	3.31	3.43
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.9	37.3	38.6
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.3	34.1	35.7
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	2.85	3.47	3.61	4.24	5.04
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	135.7	143.9	153.6	164.4
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.3	5.2	5.2
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.15	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.30	2.60	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.4	3.9	4.0
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.4	4.1	4.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	4.0	4.0	4.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	13.6	12.2	13.6	14.2	13.8	15.1	18.0	19.0	19.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	24,418	28,691
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	17.5	17.5
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	4.6	5.0	5.5
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	3.5	3.6
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	4.0	4.2	4.3
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.9	20.3	24.9
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	26.1	19.0	18.0	20.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	253	263	333	360	326	381	443	481	529
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	16.2	8.7	10.0
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	464	502	554
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	14.2	8.2	10.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	123	129	140	149	142	155	167	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	26.9	28.5	30.3
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	38.0	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	42.0	44.2	48.7
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	51.0	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	8.3	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	9.0	7.5	8.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	7.0	9.5
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	10.0	11.0	12.0

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của HSC

HSC		Giá	Giá	Tiềm năng	Vốn hóa	Tăng trưởng EPS			P/E			P/B			Lợi suất cổ tức		
Mã CK	Khuyến nghị	đóng cửa	mục tiêu	tăng/giảm	triệu USD	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
Tài chính: Ngân hàng																	
MBB	Mua vào	23,500	30,400	29.4%	7,105	8.5%	10.3%	20.0%	8.2	7.4	6.2	1.7	1.4	1.2	1.4%	1.0%	1.3%
TCB	Mua vào	33,750	46,000	36.3%	9,046	19.5%	16.4%	23.4%	11.0	9.5	7.7	1.6	1.5	1.3	4.4%	3.0%	3.0%
CTG	Mua vào	48,850	62,800	28.6%	9,983	27.4%	26.5%	17.0%	10.4	8.2	7.0	1.8	1.5	1.3	0.0%	0.9%	1.0%
VPB	Mua vào	29,100	35,200	21.0%	8,804	38.7%	33.9%	19.3%	14.7	11.0	9.2	1.6	1.4	1.2	3.4%	1.7%	1.7%
Tài chính: Bảo hiểm																	
BVH	Mua vào	52,900	66,100	25.0%	1,467	18.3%	31.0%	38.6%	18.3	14.0	10.1	1.7	1.6	1.4	1.9%	2.0%	2.8%
Tài chính: Chứng khoán																	
SSI	Mua vào	33,200	42,200	27.1%	2,586	-2.6%	13.3%	9.5%	21.7	19.2	17.5	2.4	2.1	2.0	3.0%	3.0%	3.0%
TCX	Mua vào	47,150	78,200	65.9%	4,946	-82.2%	41.9%	12.3%	23.9	16.9	15.0	3.5	2.5	2.2	11.7%	1.1%	1.3%
Bất động sản																	
KDH	Mua vào	35,400	44,100	24.6%	1,490	-11.5%	11.1%	44.9%	43.7	39.4	27.2	2.0	2.1	2.0	0.0%	0.0%	0.0%
NLG	Mua vào	35,700	46,200	29.4%	662	5.8%	7.6%	3.5%	27.0	25.1	24.3	1.4	1.4	1.3	1.4%	1.4%	1.4%
IDC	Mua vào	39,800	56,900	43.0%	580	43.3%	-22.0%	11.7%	6.7	8.5	7.6	2.4	2.4	2.1	11.7%	7.4%	7.4%
KBC	Mua vào	35,700	44,500	24.6%	1,261	-81.2%	308.8%	92.1%	71.0	17.4	9.0	1.5	1.3	1.2	-	-	-
CTD	Mua vào	87,500	110,000	25.7%	320	45.6%	48.2%	-7.1%	18.7	12.6	13.6	1.0	0.9	0.9	1.2%	1.2%	1.8%
Năng lượng & DVTI: Năng lượng - Dầu khí																	
PVD	Mua vào	25,900	32,000	23.6%	563	19.3%	25.2%	63.9%	21.3	17.0	10.4	0.9	0.9	0.8	-	1.9%	0.0%
PVS	Mua vào	31,800	44,860	41.1%	625	4.2%	22.0%	21.3%	15.4	12.6	10.4	1.2	1.1	1.0	2.3%	2.3%	2.3%
Năng lượng & DVTI: DVTI - Điện																	
POW	Mua vào	15,250	18,500	21.3%	1,355	7.1%	93.1%	-21.5%	32.1	16.6	21.2	1.1	1.1	1.0	0.0%	0.0%	0.0%
PC1	Mua vào	22,000	28,000	27.3%	339	1189.2%	86.4%	-0.3%	19.1	10.2	10.3	1.6	1.4	1.2	0.0%	0.0%	0.0%
Công nghiệp: Giao thông vận tải																	
VTP	Mua vào	99,800	128,000	28.3%	457	0.1%	3.1%	26.4%	31.5	30.5	24.2	7.6	7.2	6.5	1.1%	1.5%	1.5%
GMD	Mua vào	63,900	79,400	24.3%	1,020	-51.9%	3.9%	17.0%	18.2	17.5	14.9	2.1	2.0	1.9	3.5%	2.3%	2.3%
Công nghiệp: Vật liệu - Kim loại công nghiệp																	
HPG	Mua vào	26,900	36,800	36.8%	7,731	59.9%	15.1%	38.3%	14.1	12.3	8.9	1.5	1.6	1.4	0.0%	3.8%	3.8%
Hàng tiêu dùng: Thiết yếu & Không thiết yếu																	
ANV	Mua vào	29,300	36,100	23.2%	296	2.3%	1034.5%	12.7%	94.1	8.3	7.4	2.8	2.3	1.8	3.4%	3.4%	3.4%
VHC	Mua vào	57,800	71,000	22.8%	490	31.9%	-0.7%	3.6%	8.7	8.8	8.5	1.5	1.3	1.1	3.5%	3.5%	3.5%
DCM	Mua vào	33,950	47,800	40.8%	681	10.2%	64.1%	1.4%	14.7	8.9	8.8	1.8	1.6	1.4	5.9%	4.4%	2.9%
MWG	Mua vào	80,000	99,500	24.4%	4,482	2121.0%	75.3%	18.9%	31.4	17.9	15.1	4.2	3.6	3.0	0.6%	1.3%	1.3%
MSN	Mua vào	78,500	109,600	39.6%	4,246	358.0%	83.3%	38.4%	57.6	31.4	22.7	3.9	3.5	3.0	-	-	-
PNJ	Mua vào	90,200	115,000	27.5%	1,167	2.0%	17.2%	15.0%	16.0	13.6	11.9	2.7	2.3	2.0	2.2%	2.2%	2.2%
Công nghệ, Truyền thông & Internet: Công nghệ thông tin																	
FPT	Mua vào	99,500	123,100	23.7%	6,211	5.5%	1.7%	13.6%	19.5	19.2	16.9	4.7	4.4	3.8	2.1%	2.1%	2.1%

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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