

Vững vàng trước sóng gió

Peter Redhead

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

Tyler Nguyễn

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

Phạm Vũ Thăng Long

Giám Đốc 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 DV Tài Chính
 ha.plien@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

Trần Hương Mỹ

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành Công Nghiệp
 trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

Nguyễn Hoàng Nam

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

- Chúng tôi vẫn giữ vững quan điểm dài hạn rằng Việt Nam đang trong giai đoạn tăng trưởng độc nhất và bất chấp những biến động toàn cầu, Việt Nam hiện có vị thế tốt để vượt lên trên tất cả các nền kinh tế tương đồng. Đây vẫn là câu chuyện về sự kiên cường đặc biệt của một quốc gia.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo chỉ số VNIndex sẽ đạt 2.055 điểm (tương đương tiềm năng tăng giá 12,5%) trong 1 năm tới theo phương pháp định giá từ dưới lên (bottom-up) dựa trên một danh mục cân bằng hơn. Chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 7,6% (8% cho năm 2027) bất chấp những bất ổn toàn cầu.
- Chúng tôi nhận thấy giá trị tiềm năng trên toàn bộ chỉ số, hiện đang giao dịch với P/E dự phóng hấp dẫn là 10,4 lần nếu loại trừ VIC. Một số cổ phiếu chất lượng cao đang có điểm mua vào hấp dẫn cho NĐT dài hạn (FPT là ví dụ rõ ràng nhất). Lựa chọn theo ngành, chúng tôi ưa thích cổ phiếu ngành Ngân hàng, Tiêu dùng và Chứng khoán tại định giá hiện tại.

Tư duy kiên cường của Việt Nam sẽ chiến thắng trong dài hạn

Trong Báo cáo Chiến lược trước đó ([Động lực 2026: Việt Nam tự cường](#)), chúng tôi đã đề cập đến việc Việt Nam đã vượt qua cuộc khủng hoảng thuế quan của Mỹ một cách hiệu quả như thế nào nhờ sự kết hợp giữa tốc độ, linh hoạt và thực dụng. Thành quả kinh tế và thương mại xuất sắc tiếp theo đã gây bất ngờ cho nhiều người, nhưng chúng tôi đã nhấn mạnh tiêu chí kiên cường như một đặc tính quốc gia được hình thành qua thế kỷ XX đầy gian khó của đất nước. Những biến động (qua cuộc xung đột Trung Đông) xuất phát từ cùng một nguồn gốc và khả năng phải chịu thêm các biện pháp trừng phạt thông qua cuộc điều tra theo Mục 301, Việt Nam cần một lần nữa vận dụng chiến lược Ngoại giao Cây tre. Chúng tôi vẫn lạc quan Việt Nam sẽ trở nên tương đối tích cực hơn so với các quốc gia trong khu vực và cho rằng sự kiên cường vốn có sẽ đóng vai trò quan trọng nhất đối với một quốc gia khi thế giới bước vào giai đoạn hậu AI đầy bất ổn.

Tuy nhiên, sẽ là sai lầm nếu cho rằng Việt Nam miễn nhiễm với các vấn đề đang diễn ra trên thế giới. Lạm phát gia tăng, biến động lãi suất và cán cân thương mại có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực từ Mỹ. Trong dài hạn, Việt Nam cần một thị trường trái phiếu hiệu quả hơn và khả năng áp dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn. Tuy nhiên, Việt Nam sẽ được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi vào tháng 9/2026 cùng nhiều đợt IPO sẽ diễn ra sắp tới. Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC) được kỳ vọng rộng rãi đang bắt đầu triển khai từ những cải cách pháp lý quan trọng.

Chỉ số mục tiêu 2.055 phản ánh cả cơ hội và rủi ro

HSC nhận thấy cơ hội hấp dẫn ở một số cổ phiếu. Theo đó, chúng tôi đề xuất một số đại diện vừa có điểm mua vào tốt vừa có thể giúp NĐT tiếp cận với câu chuyện thành công dài hạn mà chúng tôi nhận thấy ở Việt Nam. Chúng tôi tổng hợp những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu trong bảng bên dưới, trong đó chúng tôi muốn nhấn mạnh các cổ phiếu: **FPT, TCB, GMD, GEG và KDH**.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/6.

Bảng 1: Tăng trưởng lợi nhuận của các ngành chủ chốt và các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2026	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2027	Tiềm năng tăng giá	Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu
Ngân hàng	41.5%	14.5%	19.1%	21.9%	CTG, MBB, TCB, VPB
Tiêu dùng	11.4%	25.9%	15.3%	27.9%	MWG, MSN, PNJ
Bất động sản	16.2%	32.6%	14.0%	15.5%	KDH, NLG, KBC, IDC
Công nghiệp	11.9%	-14.2%	-8.7%	15.5%	HPG, GMD, VTP
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích	9.5%	137.4%	-23.0%	30.9%	POW, GEG
Chứng khoán	4.0%	12.4%	18.3%	24.4%	HCM, SSI, VND
Công nghệ thông tin & viễn thông	2.6%	13.0%	13.6%	23.8%	FPT
Các ngành khác	2.9%	36.7%	9.9%	8.5%	BVH

Nguồn: Các cổ phiếu HSC khuyến nghị, ngày 2/6/2026

Mục lục

Triển vọng TTCK Việt Nam: Chờ gió giao mùa	3
Triển vọng thị trường vốn: Thời điểm MSCI nâng hạng đang dần hiện hữu cùng làn sóng IPO sôi động	11
Triển vọng năm 2026-2027: Chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng dựa vào đầu tư	20
Việt Nam đang tạo ra các chaebol của riêng mình hay đang xây dựng các "trụ cột quốc gia"?	35
Dự báo kinh tế vĩ mô	38
Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu	39

Triển vọng TTCK Việt Nam: Chờ gió giao mùa

Tyler Nguyen

Chief Market Strategist
tyler.nguyen@hsc.com.vn
+84 8 5470 6208 Ext. 5332

Nguyen Nam Anh

Senior Strategic Market Analyst
anh.nn@hsc.com.vn
+84 3 5326 8988

Van Nguyen Minh Duc, CFA

Junior Strategic Market Analyst
duc.vnm@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 5554

Doan Duc Viet

Junior Strategic Market Analyst
viet.dd@hsc.com.vn
+84 8 9885 0723 Ext. 231

- HSC vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của TTCK Việt Nam và đặt mục tiêu chỉ số VNIndex 12 tháng (đến cuối tháng 6/2027) đạt 2.055 điểm, tương đương tiềm năng tăng giá 12,5%, dựa trên phương pháp từ dưới lên. P/E dự phóng, ở mức 11,3 lần, đã trở nên hấp dẫn hơn so với quá khứ.
- Tuy nhiên, chỉ số VNIndex vẫn dễ chịu ảnh hưởng bởi những biến động về tâm lý rủi ro toàn cầu trong bối cảnh bất ổn địa chính trị và biến động kinh tế vĩ mô hiện nay.
- Triển vọng đầu tư trung hạn của Việt Nam vẫn tích cực nhờ nền tảng sản xuất vững chắc, ngoại giao chủ động cùng các cải cách đang tiến hành. Những yếu tố thúc đẩy thị trường có thể bao gồm quyết định nâng hạng của FTSE vào tháng 9, khả năng được đưa vào danh sách theo dõi của MSCI, làn sóng IPO mới và Nghị quyết 79 (hỗ trợ DNNN).

Tích cực trong dài hạn nhưng có thể không tránh khỏi biến động

Sau khi điều chỉnh chỉ số VN Index mục tiêu 12 tháng (đến cuối tháng 6/2027) theo phương pháp từ dưới lên, kết hợp các đợt IPO gần đây trên sàn HoSE và cổ tức tiền mặt dự kiến, chỉ số mục tiêu mới của chúng tôi hiện ở mức 2.055 điểm, tương đương P/E dự phóng 12 tháng hấp dẫn là 11,3 lần; nếu loại trừ Vingroup (VIC; Chưa khuyến nghị), P/E dự phóng 12 tháng là 10,4 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 5 năm ở mức 14 lần. Chỉ số mục tiêu mới phản ánh các điều chỉnh lợi nhuận gần đây từ đội ngũ chuyên gia phân tích doanh nghiệp của chúng tôi, HSC hiện dự báo tổng lợi nhuận thuần của các cổ phiếu trong phạm vi phân tích sẽ tăng trưởng khoảng 26% trong năm 2026, cao hơn dự báo trước đó là khoảng 15,5%. Trong khi đó, các chuyên gia kinh tế của chúng tôi gần đây đã dự báo GDP sẽ tăng trưởng 7,6% trong năm nay và 8% trong năm 2027.

Trong Báo cáo chiến lược tháng 12 năm ngoái (['Động lực 2026: Việt Nam tự cường'](#)), chúng tôi đặt mục tiêu chỉ số VN Index đạt 1.958 điểm vào cuối năm 2026. Thị trường sau đó phản ánh phần lớn sự lạc quan của chúng tôi và tiệm cận mục tiêu vào tháng 5/2026 khi chỉ số đạt đỉnh 1.932 điểm, trước khi áp lực chốt lời khiến chỉ số điều chỉnh 5% về 1.826 điểm hiện tại. Tuy nhiên, độ rộng của thị trường tương đối hẹp, trong đó chỉ số chủ yếu được hỗ trợ không cân xứng từ các cổ phiếu nhóm Vingroup với giá cổ phiếu vượt đáng kể kỳ vọng của chúng tôi.

Trong những tháng tới, chúng tôi kỳ vọng một thị trường lành mạnh hơn và cân bằng hơn với đóng góp lợi nhuận rộng hơn và tăng giá đồng bộ hơn ở cả cổ phiếu vốn hóa lớn dẫn đầu và thị trường chung. Tuy nhiên, chỉ số VNIndex vẫn dễ bị tổn thương trước những biến động tâm lý thị trường, đặc biệt là trước tình hình bất ổn địa chính trị toàn cầu. Ngoài ra, những biến động lớn ở các cổ phiếu vốn hóa rất lớn có thể làm sai lệch đáng kể chỉ số so với dự báo cơ bản của chúng tôi, theo cả hai hướng.

Tiềm năng tăng và rủi ro giảm chính – Góc nhìn 12 tháng

Những động lực tăng giá chính bao gồm dòng vốn nước ngoài dự kiến chảy vào sau khi Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE vào tháng 9, môi trường tỷ giá ổn định hơn, lãi suất trong nước đạt đỉnh, các cải cách pháp lý tiếp tục tạo điều kiện cho việc nâng hạng thị trường của MSCI trong tương lai và các thương vụ IPO và niêm yết sôi động hơn. Nếu những động lực này trở thành hiện thực, cổ phiếu Việt Nam có thể được định giá lại đáng kể và giúp chỉ số VNIndex tăng mạnh hơn, thậm chí vượt chỉ số mục tiêu hiện tại của chúng tôi.

Chúng tôi cũng lưu ý các rủi ro giảm tiềm ẩn có thể gây áp lực lên thị trường, bao gồm khả năng điều chỉnh ngắn hạn do thanh khoản, xung đột Trung Đông kéo dài, giá năng lượng vượt dự báo và áp lực lạm phát sau đó, tăng trưởng toàn cầu suy yếu và khả năng lãi suất trong nước duy trì ở mức cao lâu hơn dự kiến.

Ánh sáng cuối đường hầm; mua vào khi giảm giá

Bất chấp những bất ổn ngắn hạn và lợi nhuận nhìn chung thấp hơn một chút so với dự báo, chúng tôi vẫn lạc quan về TTCK Việt Nam và cho rằng thị trường suy yếu sẽ

là cơ hội để tích lũy. Chúng tôi cho rằng định giá hiện đã ở mức hấp dẫn. Chúng tôi cũng đề xuất các lựa chọn cổ phiếu theo ngành và tổng hợp danh mục bên dưới của báo cáo này.

VNIndex: Chỉ số mục tiêu dự phóng 12 tháng ở mức 2.055 điểm

Chỉ số VNIndex mục tiêu tại thời điểm cuối tháng 6/2027 của chúng tôi được xác định theo phương pháp từ dưới lên, kết hợp các dự báo lợi nhuận mới nhất từ danh mục phân tích của chúng tôi, điều chỉnh cổ tức tiền mặt dự kiến và bổ sung các đợt IPO gần đây trên sàn HoSE. Đối với các công ty ngoài phạm vi phân tích, chúng tôi giả định tăng trưởng lợi nhuận nhìn chung sát với dự báo tăng trưởng GDP của các chuyên gia kinh tế của chúng tôi. Từ đó, chúng tôi xác định chỉ số mục tiêu ở mức 2.055 điểm, tương đương P/E dự phóng 11,3 lần với tiềm năng tăng giá đủ hấp dẫn.

Bảng 2: HSC dự báo chỉ số VN Index

	Mục tiêu cuối năm 2026		Mục tiêu giữa năm 2027	
	Dự báo cũ	Điều chỉnh	Dự báo mới	P/E dự phóng 12 tháng
VN Index	1,958	1,937	2,055	11.3 lần*
Tiềm năng tăng từ mức 2/6	7.2%	6.0%	12.5%	

Ghi chú: *10.4 lần không bao gồm VIC.
Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ trở lại giai đoạn phục hồi kể từ cuối năm 2026 nhờ các cải cách cơ cấu đang tiến hành cùng một số động lực kinh tế vĩ mô quan trọng. Trong quá khứ, TTCK Việt Nam thường tăng điểm trước khi lợi nhuận phục hồi với thanh khoản thường là động lực chính. Từ đó, hiệu suất thị trường trong chu kỳ phục hồi này có thể chịu ảnh hưởng không cân xứng bởi các cổ phiếu vốn hóa lớn, từ đó định giá tạm thời có thể tách rời khỏi nền tảng cơ bản.

Do đó, mặc dù chỉ số mục tiêu của chúng tôi được neo vào nền tảng cơ bản theo phương pháp từ dưới lên, chúng tôi cũng nhận thức được tiềm năng định giá có thể mở rộng hoặc thu hẹp theo thời gian tùy thuộc vào thanh khoản, tâm lý và điều kiện thị trường toàn cầu, phù hợp với các xu hướng thị trường trong quá khứ. Chỉ số VNIndex vẫn rất nhạy với những thay đổi trong tâm lý NĐT và TTCK Việt Nam có xu hướng vượt ngưỡng theo cả hai chiều. Trong bối cảnh điều kiện thị trường toàn cầu biến động mạnh, khả năng về một giai đoạn tiếp tục điều chỉnh là không thể loại trừ và có thể khiến chỉ số chênh lệch đáng kể với giá trị được xác định theo nền tảng cơ bản.

Định vị theo ngành

Bất chấp những bất ổn ngắn hạn, chúng tôi vẫn lạc quan về TTCK Việt Nam và cho rằng thị trường suy yếu là cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu. HSC ưa thích cổ phiếu ngành **Ngân hàng, Tiêu dùng, Chứng khoán và Công nghiệp** nhờ tác động tích cực từ các cải cách pháp lý đang tiến hành và hoạt động kinh tế khởi sắc.

Chúng tôi cũng nhận thấy những cơ hội tạo alpha hấp dẫn và **cơ hội phục hồi ở ngành Tiện ích, phát triển KCN và Công nghệ**. Chúng tôi cho rằng phần lớn rủi ro giảm đã được phản ánh vào chỉ số trong khi các điểm bứt phá tiềm năng có thể xuất hiện từ nay cho đến nửa đầu năm 2027. **Mặc dù một số rủi ro giảm còn lại của những ngành này vẫn hiện hữu trong ngắn hạn**, chúng tôi cho rằng tỷ lệ rủi ro-lợi nhuận đang trở nên ngày càng hấp dẫn. Theo đó, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi chặt chẽ diễn biến thị trường và chia sẻ về những cơ hội này trong những báo cáo sắp tới.

Ngành Ngân hàng: Tích cực nhờ hoạt động kinh tế phục hồi và tín dụng tăng trưởng bền vững hơn. Mặc dù thanh khoản hệ thống căng thẳng và chi phí huy động cao có thể tiếp tục gây áp lực lên NIM trong ngắn hạn, các NHTM sẽ tiếp tục hưởng lợi chính từ hoạt động kinh tế tăng tốc và nhu cầu tín dụng cải thiện. Chúng tôi ưa thích các NHTM chất lượng cao với bằng cân đối mạnh và khả năng sinh lời ổn định, bao gồm **MBB, CTG, ACB** và **VCB**. Đối với NĐT tìm kiếm alpha cao hơn, lựa chọn **TPB, VIB, TCB** và **VPB** mang lại đòn bẩy lợi nhuận lớn hơn và độ nhạy cao hơn với môi trường kinh tế vĩ mô đang khởi sắc.

Ngành Tiêu dùng: Sự kết hợp giữa gói kích thích tài khóa và các động lực tăng trưởng cơ cấu. Gia hạn chính sách giảm thuế GTGT cùng các đề xuất sửa đổi Luật

Thuế thu nhập cá nhân sẽ giúp nâng cao thu nhập khả dụng của hộ gia đình và củng cố nhu cầu trong nước. Đồng thời, xu hướng áp dụng AI nhanh chóng đang mở ra các cơ hội tăng trưởng mới trên toàn chuỗi giá trị ICT, củng cố nhu cầu đối với các sản phẩm công nghệ, dịch vụ số và cơ sở hạ tầng liên quan. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu **MSN** và **MWG** nhờ hưởng lợi cốt lõi từ xu hướng tiêu dùng cải thiện, trong khi **PNJ** và **DGW** mở ra cơ hội tiếp cận bổ sung với chi tiêu hàng hóa lâu bền đang phục hồi và nhu cầu công nghệ.

Ngành Chứng khoán: Nhìn chung tích cực nhờ nâng hạng thị trường và triển vọng phát triển sâu rộng hơn của thị trường vốn. Mặc dù thanh khoản thị trường vẫn dưới mức đỉnh, chúng tôi kỳ vọng hoạt động giao dịch sẽ dần phục hồi khi niềm tin NĐT cải thiện. Tiến triển hướng tới việc nâng hạng của FTSE và MSCI, cùng với chu kỳ IPO và phát hành cổ phiếu sôi động hơn, sẽ hỗ trợ cả doanh thu nghiệp vụ môi giới và IB trong trung hạn. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu **TCX** và **VCI**, trong khi **SSI** vẫn là cổ phiếu vốn hóa lớn hấp dẫn của ngành.

Công nghiệp: Tăng trưởng được dẫn dắt bởi nhu cầu trong nước. Việt Nam đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng thuận lợi nhờ đẩy mạnh đầu tư công, triển khai các dự án hạ tầng quy mô lớn và sự phục hồi của thị trường bất động sản, qua đó tạo nền tảng nhu cầu vững chắc cho các doanh nghiệp vật liệu tập trung vào thị trường nội địa. Khác với các doanh nghiệp phụ thuộc vào xuất khẩu và vẫn chịu tác động từ những bất ổn bên ngoài cũng như các rào cản thương mại, các công ty hướng đến nhu cầu trong nước có vị thế tốt hơn để duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định, đồng thời hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng đô thị hóa và phát triển hạ tầng dài hạn của Việt Nam. Cổ phiếu chúng tôi ưu tiên là **HPG**, nhờ vị thế dẫn đầu thị trường thép trong nước, khả năng hưởng lợi từ chu kỳ tăng trưởng xây dựng và các biện pháp bảo hộ thương mại thuận lợi.

Đối với các cổ phiếu alpha và chuyển biến tích cực, chúng tôi khuyến nghị NĐT chờ đợi một đợt điều chỉnh mạnh hơn trước khi tích lũy vị thế vào cuối năm nay, bao gồm:

Ngành Tiện ích: Tích cực nhờ chương trình an ninh năng lượng và nâng cấp công nghiệp của Việt Nam. Khi Việt Nam xác định trở thành trung tâm sản xuất công nghệ cao khu vực và tiến lên chuỗi giá trị toàn cầu, đảm bảo nguồn cung năng lượng và cơ sở hạ tầng đã trở thành ưu tiên chiến lược. Nhu cầu điện năng gia tăng, đẩy nhanh đầu tư lưới điện và tập trung trở lại vào phát triển năng lượng trong nước sẽ hỗ trợ tăng trưởng dài hạn trên toàn chuỗi giá trị ngành điện và năng lượng. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu **POW** và **REE** để tiếp cận nhu cầu điện gia tăng, **PVD** và **PVS** sẽ hưởng lợi từ nhu cầu đầu tư năng lượng thương mại và các sáng kiến an ninh năng lượng và **BWE** là lựa chọn chất lượng cao về nhu cầu nước công nghiệp và đô thị đang mở rộng.

Ngành BĐS công nghiệp: Tích cực nhờ dòng vốn FDI phục hồi và xu hướng dịch chuyển sản xuất dài hạn. FDI đăng ký và thực hiện đã tăng tốc trở lại trong những tháng gần đây, củng cố vị thế trung tâm sản xuất trong khu vực của Việt Nam. Mặc dù nhu cầu thuê mặt bằng vẫn thấp hơn mức đỉnh lịch sử và chi phí xây dựng tăng cao có thể làm chậm quá trình triển khai các KCN mới, tiền thuê đất tại các cụm công nghiệp lớn vẫn tiếp tục có xu hướng tăng. Chúng tôi ưu tiên các nhà phát triển có quỹ đất lớn, kế hoạch mở rộng rõ ràng và dòng tiền ổn định. **IDC** và **SIP** là những cổ phiếu ưa thích để đầu tư trong dài hạn, trong khi **PHR** có tiềm năng tăng giá từ động lực đền bù đất.

Ngành Công nghệ: Những lo ngại thái quá về sự gián đoạn AI mở ra cơ hội hấp dẫn. Trong khi NĐT vẫn lo ngại GenAI và các chương trình trí tuệ nhân tạo tự hành (autonomous agents) có thể gây áp lực lên mô hình gia công truyền thống, chúng tôi cho rằng những rủi ro này đã bị phóng đại. Ngành Công nghệ tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu cơ cấu về chuyển đổi số và áp dụng AI, trong khi tăng trưởng lợi nhuận vẫn ổn định. **FPT** vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ vị thế dẫn đầu thị trường, động lực tăng trưởng đa dạng và hưởng lợi tích cực từ các xu hướng công nghệ mới.

Chúng tôi tóm tắt các lựa chọn và động lực của từng ngành mà chúng tôi phân tích. Tuy nhiên, tùy thuộc vào khẩu vị mà NĐT có thể lựa chọn những chiến lược khác nhau cho các giai đoạn đầu tư khác nhau.

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 2026	Tăng trưởng lợi nhuận thuần 2027	Tiềm năng tăng giá
1	Tài chính: Ngân hàng	41.5%	14.5%	19.1%	21.9%
2	Tài chính: Bảo hiểm	1.3%	35.9%	14.6%	7.0%
3	Tài chính: Chứng khoán	4.0%	12.4%	18.3%	24.4%
4	Bất động sản: Nhà ở	12.6%	51.2%	11.7%	12.6%
5	Bất động sản: Bán lẻ	1.2%	-31.1%	33.6%	31.0%
6	Bất động sản: Xây dựng & Vật liệu xây dựng	0.1%	-4.4%	28.8%	49.7%
7	Bất động sản: Khu công nghiệp	2.4%	-7.4%	20.3%	21.5%
8	Năng lượng - Dầu khí	6.5%	256.8%	-31.3%	38.0%
9	Dịch vụ tiện ích - Điện, Khí, Nước	3.0%	-32.1%	38.8%	15.6%
10	Vận tải	7.6%	-14.2%	-8.7%	-0.3%
11	Công nghiệp	4.4%	38.2%	11.0%	42.7%
12	Hóa chất	0.6%	52.6%	-7.9%	28.4%
13	Nông nghiệp & lĩnh vực liên quan	0.5%	27.9%	17.8%	25.0%
14	Tiêu dùng	11.4%	25.9%	15.3%	27.9%
15	Dệt may	0.1%	1.7%	-1.7%	17.5%
16	Công nghệ thông tin & Viễn thông	2.6%	13.0%	13.6%	23.8%
17	Dịch vụ y tế	0.4%	11.0%	8.6%	2.6%
	Tổng	100.0%	26.0%	10.4%	21.6%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Tăng trưởng lợi nhuận của các ngành chủ chốt và các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Ngành	Tỷ trọng vốn hóa	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2026	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2027	Tiềm năng tăng giá	Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu
Ngân hàng	41.5%	14.5%	19.1%	21.9%	CTG, MBB, TCB, VPB
Tiêu dùng	11.4%	25.9%	15.3%	27.9%	MWG, MSN, PNJ
Bất động sản	16.2%	32.6%	14.0%	15.5%	KDH, NLG, KBC, IDC
Công nghiệp	11.9%	-14.2%	-8.7%	15.5%	HPG, GMD, VTP
Năng lượng & Dịch vụ tiện ích	9.5%	137.4%	-23.0%	30.9%	POW, GEG
Chứng khoán	4.0%	12.4%	18.3%	24.4%	HCM, SSI, VND
Công nghệ thông tin & viễn thông	2.6%	13.0%	13.6%	23.8%	FPT
Các ngành khác	2.9%	36.7%	9.9%	8.5%	BVH

Nguồn: Các cổ phiếu HSC khuyến nghị, 2/6/2026

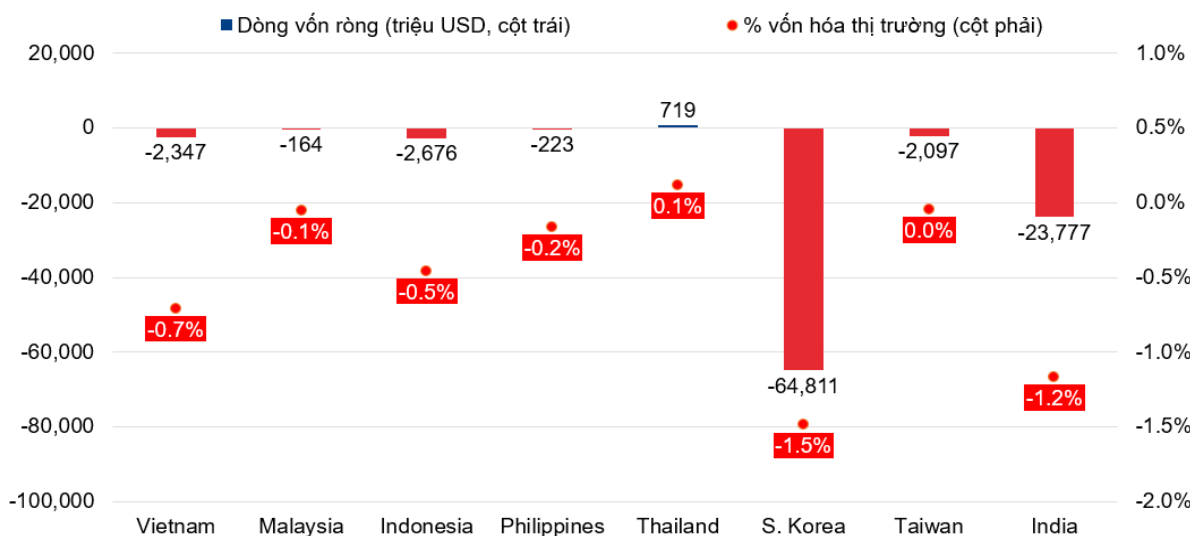
Các động lực thị trường – Góc nhìn 12 tháng

Dòng vốn ngoại: Dàn trở về trạng thái cân bằng vào cuối năm 2026

Khối ngoại bán ròng cổ phiếu Việt Nam cao kỷ lục và dự kiến sẽ sớm đạt trạng thái cân bằng. Thị trường tiếp tục chứng kiến dòng vốn ngoại rút ròng đáng kể trong năm 2026 với giá trị bán ròng hơn 2 tỷ USD kể từ đầu năm. Trong 3 năm qua, tổng giá trị bán ròng đạt khoảng 10,3 tỷ USD và giá trị bán ròng kể từ đầu năm đưa Việt Nam vào nhóm TTCK có tổng giá trị bán ròng trên vốn hóa thị trường cao nhất tại khu vực ASEAN.

Biểu đồ 5: Dòng vốn nước ngoài kể từ đầu năm của Việt Nam và một số thị trường trong khu vực

Dòng vốn rút ròng đang là xu hướng chủ đạo tại các thị trường trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, HSC

Tuy nhiên, Việt Nam không phải là trường hợp duy nhất. Hầu hết các thị trường ASEAN và các nền kinh tế mới nổi cũng liên tục bị rút vốn với xu hướng tránh né rủi ro trên diện rộng đang diễn ra trên toàn cầu, đặc trưng bởi lợi suất trái phiếu Mỹ cao, chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài của Fed và bất ổn địa chính trị gia tăng. Ngược lại, NĐT toàn cầu nhìn chung đã giảm tỷ trọng đối với các thị trường mới nổi và cận bên đồng thời tái phân bổ nguồn vốn vào các thị trường phát triển và tài sản phòng thủ. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp tục diễn ra trong ngắn hạn trước khi dần trở về trạng thái cân bằng.

Khối ngoại bán ròng tại Việt Nam do một số yếu tố, bao gồm áp lực tỷ giá, thị trường phân hóa và xu hướng luân chuyển vốn rộng hơn sang các tài sản trú ẩn an toàn. So với Việt Nam, các thị trường như Đài Loan và Hàn Quốc đã thu hút sự quan tâm mạnh mẽ hơn từ NĐT trên cơ sở các chủ đề đầu tư hấp dẫn liên quan đến AI, đã tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn và giá cổ phiếu tăng nhanh hơn. Những động lực này đã góp phần vào việc rút vốn đáng kể từ các chiến lược tập trung vào Việt Nam, thúc đẩy nhiều quỹ chủ động giảm phân bổ hoặc rút hoàn toàn khỏi thị trường. Trong khi đó, diễn biến vượt trội của các cổ phiếu nhóm Vingroup, thường được NĐT cho là không phản ánh đúng nền tảng cơ bản tổng thể của thị trường, diễn ra trái ngược với sự suy yếu trên phần lớn thị trường. Sự khác biệt này khiến hiệu suất của nhiều quỹ quản lý chủ động dựa trên chỉ số chứng khoán Việt Nam kém tích cực đáng kể, càng gia tăng sức ép lên tâm lý thị trường và củng cố áp lực bán tháo của khối ngoại.

Một số điều kiện thuận lợi sẽ đến vào cuối năm nhờ dòng vốn giải ngân theo sự kiện nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE. Sự kiện Việt Nam được đưa vào giỏ chỉ số thị trường mới nổi của FTSE vào tháng 9/2026 có thể là một trong những động lực thanh khoản trung hạn quan trọng nhất của thị trường trước thềm năm 2027. Theo ước tính sơ bộ của HSC, dòng vốn thụ động có thể đạt khoảng 1 tỷ USD sau

khí Việt Nam được chính thức đưa vào giỏ chỉ số. Quan trọng hơn là FTSE Russell ước tính dòng vốn chủ động tiềm năng cuối cùng có thể đạt 5-6 tỷ USD, lớn hơn đáng kể so với dòng tiền bị động.

Bảng 6: Ước tính dòng vốn vào thị trường chứng khoán Việt Nam sau khi được nâng hạng bởi FTSE, dựa trên các quỹ thụ động được chọn lọc

Triệu USD	Tổng tài sản	Tỷ trọng cổ phiếu của Việt Nam	Dòng vốn dự kiến sẽ được phân bổ
Các quỹ mô phỏng chỉ số FTSE EM All Cap	161,174	0.329%	530.3
Các quỹ mô phỏng chỉ số FTSE EM	16,644	0.192%	32.0
Các quỹ mô phỏng chỉ số FTSE Global All Cap	1,039,900	0.034%	353.6
Các quỹ mô phỏng chỉ số FTSE All World	150,100	0.020%	30.0
Tổng cộng	1,367,818		945.8
Đợt giải ngân thứ nhất (tháng 9/2026) - 10%			94.6
Đợt giải ngân thứ hai (tháng 3/2027) - 20%			189.2
Đợt giải ngân thứ ba (tháng 6/2027) - 35%			331.0
Đợt giải ngân thứ tư (tháng 9/2027) - 35%			331.0

Nguồn: HSC

Mặc dù các quỹ chủ động khó có thể quay trở lại một cách quyết đoán trong ngắn hạn do môi trường kinh tế vĩ mô toàn cầu vẫn nhiều thách thức, chúng tôi tin rằng định vị của NĐT nước ngoài đối với Việt Nam có thể dần cải thiện khi lộ trình nâng hạng thị trường trở nên rõ ràng và cụ thể hơn.

Điều quan trọng là tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên toàn thị trường đã giảm xuống mức thấp kỷ lục dưới 14% tổng số cổ phiếu lưu hành, so với bình quân quá khứ ở mức khoảng 18-19%, bao gồm các khoản nắm giữ chiến lược, có thể chiếm khoảng 7-8% tổng số cổ phiếu lưu hành và thường không có giao dịch tích cực. Theo đó, số lượng cổ phiếu tự do lưu hành do khối ngoại nắm giữ đã thu hẹp đáng kể, cho thấy áp lực bán rông gia tăng từ khối ngoại có thể ngày càng hạn chế từ mức hiện tại. Kết hợp với sự cải thiện của nền tảng cơ bản, làn sóng IPO mới và triển vọng nâng hạng, dòng vốn nước ngoài nhiều khả năng sẽ dần trở về trạng thái cân bằng hơn.

Biểu đồ 7: Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên HSX

Hiện đang ở mức thấp lịch sử



Nguồn: FiinPro, HSC

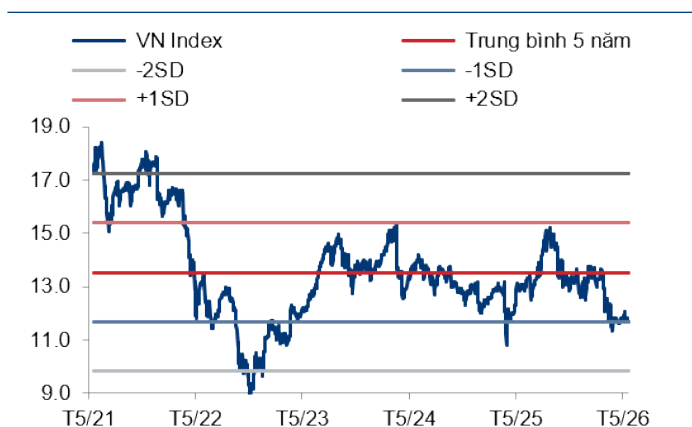
Bảng 8: Tăng trưởng lợi nhuận thuần Q1/2026, toàn bộ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường

%	So với cùng kỳ	So với quý trước
Tất cả các doanh nghiệp	35.3	-1.1
Vốn hóa lớn	36.4	-0.2
Vốn hóa trung bình	23.8	-5.1
Vốn hóa nhỏ + siêu nhỏ	38.1	-31.5
VN Index	49.9	4.0
VN30 Index	48.0	4.5
HSC - danh mục khuyến nghị	59.5	0.9
HSC - HoSE	61.9	1.4
HSC - Vốn hóa lớn	60.2	0.6
HSC - Vốn hóa trung bình	24.4	-10.2

Ghi chú: **Vốn hóa siêu nhỏ** - < 100 tỷ đồng; **Vốn hóa nhỏ** - từ 100 tỷ đồng - 1 nghìn tỷ đồng; **Vốn hóa trung bình** - từ 1 nghìn tỷ đồng đến 10 nghìn tỷ đồng; **Vốn hóa lớn** - trên 10 nghìn tỷ đồng.
 Nguồn: HSC

Biểu đồ 9: P/E trượt của VN Index (lần) (không bao gồm các cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vin)

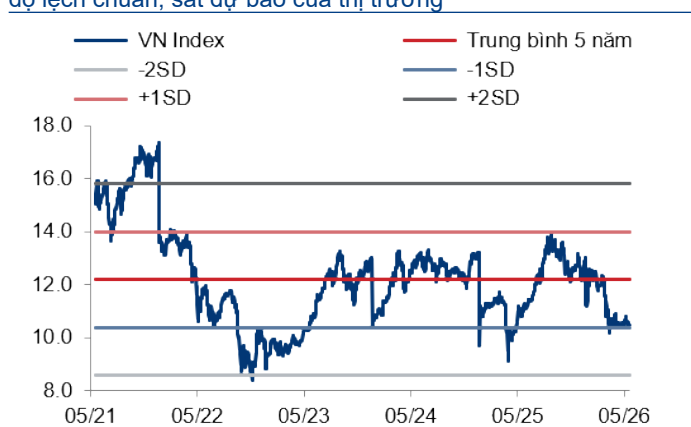
Đang ở mức chiết khấu sâu 11,7 lần (-1 độ lệch chuẩn)



Hệ sinh thái Vin bao gồm VIC, VHM, VRE.
 Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 10: P/E dự phóng của VN-Index theo ước tính của thị trường (không bao gồm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vin)

Theo dự báo của HSC /E dự phóng của VN-Index là 10,4 lần, -1 độ lệch chuẩn, sát dự báo của thị trường



Hệ sinh thái Vin bao gồm VIC, VHM, VRE.
 Nguồn: Bloomberg, HSC

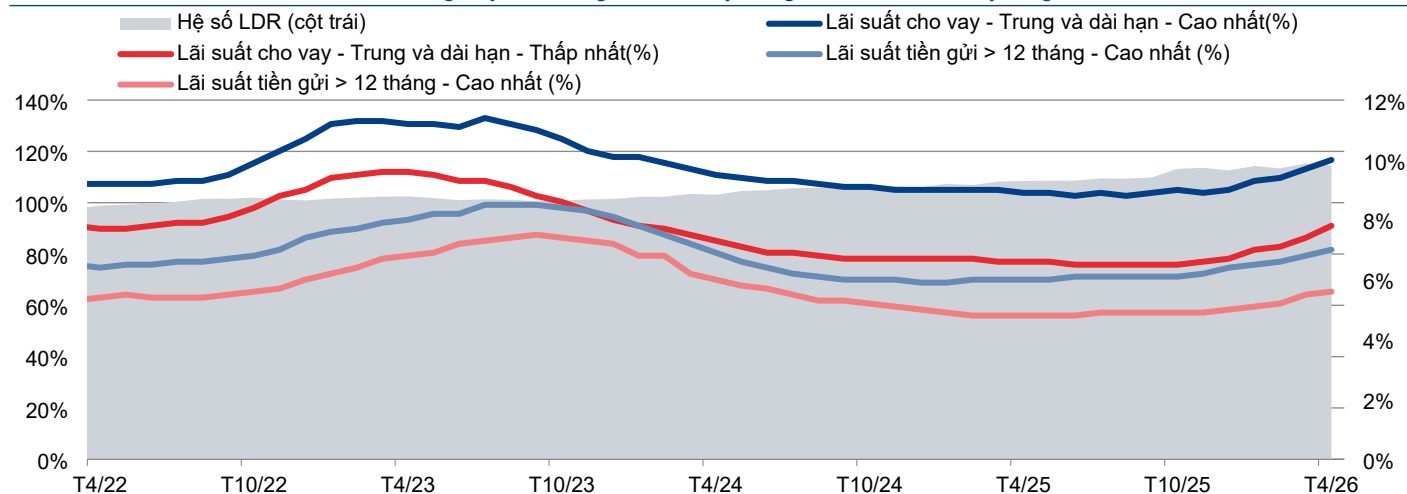
Định giá: Hấp dẫn với tăng trưởng lợi nhuận ổn định nhưng thanh khoản vẫn là rủi ro chính

Định giá nhìn chung vẫn hấp dẫn dựa trên kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh. Lợi nhuận của các công ty trong giỏ chỉ số VNIndex tăng 49,9% so với cùng kỳ và tăng 4% so với quý trước trong Q1/2026, giúp P/E trượt của thị trường giảm xuống 13,6 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 14,1 lần. Nếu loại trừ nhóm Vingroup, định giá còn hấp dẫn hơn với P/E trượt ở mức 11,7 lần và P/E dự phóng ở mức 10,3 lần.

Thị trường chung vẫn kém tích cực trong bối cảnh thanh khoản hạn chế. Mặc dù lợi nhuận doanh nghiệp ổn định và định giá ngày càng hấp dẫn, sự tham gia tích cực hơn vẫn chưa xuất hiện. Giá trị giao dịch bình quân ngày đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ giữa tháng 2/2026.

Biểu đồ 11: Diễn biến LDR toàn hệ thống và lãi suất tại Việt Nam

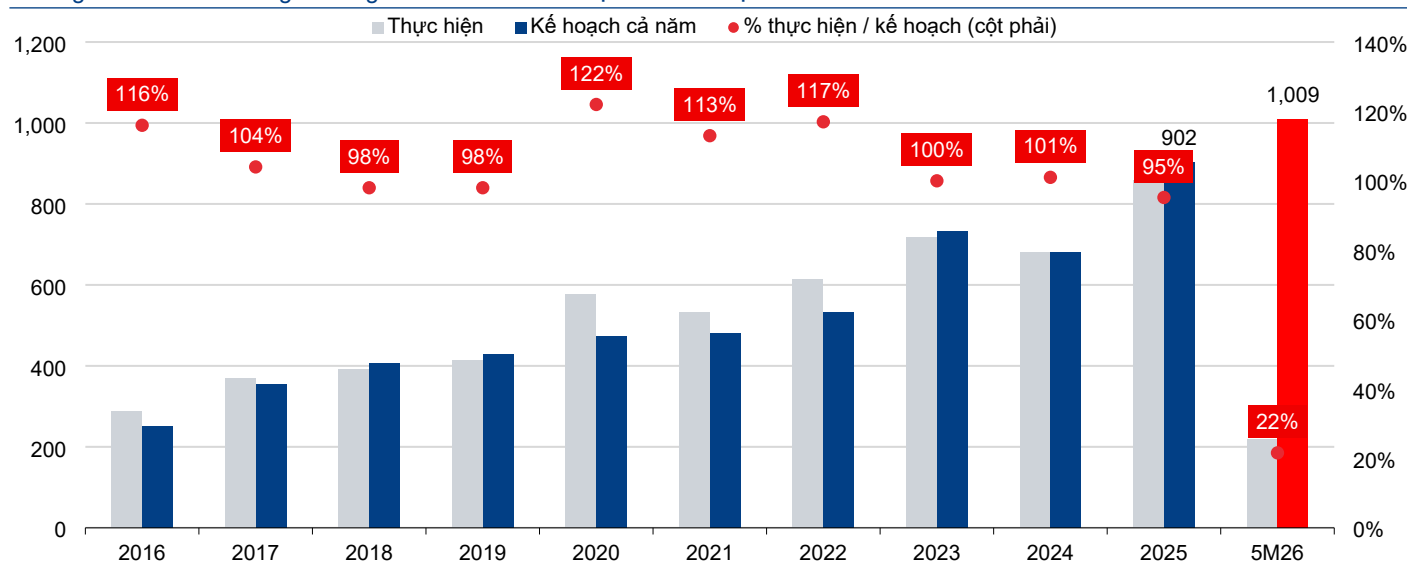
Điều kiện thanh khoản thắt chặt hơn đang đẩy mạnh bằng lãi suất huy động và lãi suất cho vay tăng lên.



Nguồn: SBV, FiinPro, HSC

Biểu đồ 12: Đầu tư công tại Việt Nam (nghìn tỷ đồng)

Giải ngân vốn đầu tư công 5 tháng đầu năm 2026 chỉ đạt 22% kế hoạch cả năm

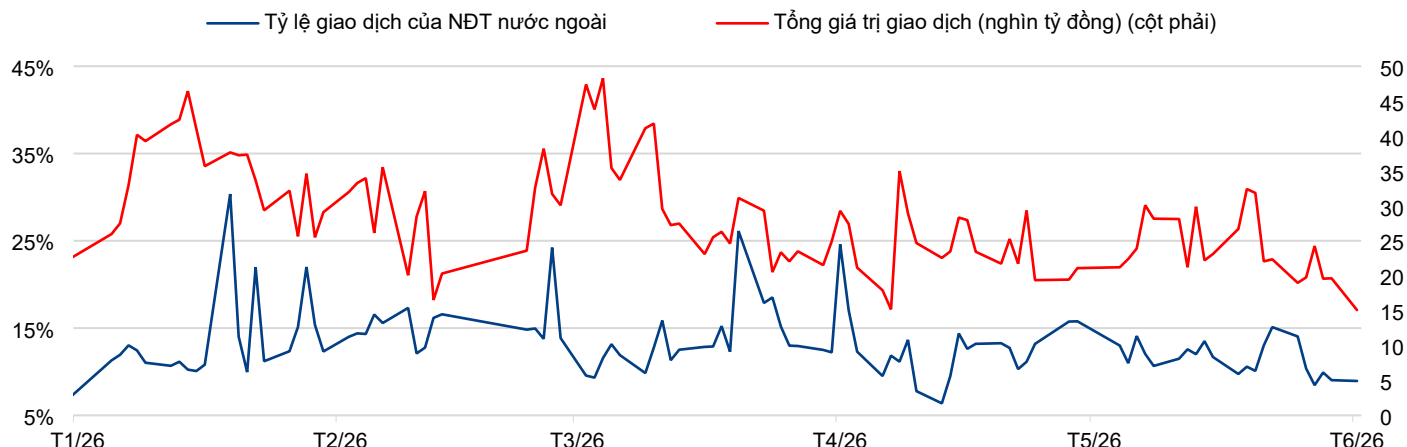


Nguồn: MoF, HSC

Trong số các yếu tố này, thanh khoản trong nước vẫn là rủi ro chính và ngày càng thể hiện rõ trong hành vi của NĐT cá nhân. Dựa trên các cuộc khảo sát của chúng tôi, NĐT cá nhân đang phân bổ nguồn vốn sang các loại tài sản thay thế, đặc biệt là tiền gửi ngân hàng và vàng, điều này khiến sự tham gia vào TTCK sụt giảm đáng kể. Sự chuyển dịch này cho thấy việc ưu tiên bảo toàn vốn và các tài sản rủi ro thấp hơn trong bối cảnh bất ổn hiện nay.

Biểu đồ 13: Hoạt động của khối ngoại và diễn biến thanh khoản thị trường, Việt Nam

Thanh khoản thị trường duy trì ở mức thấp, trong khi khối ngoại tiếp diễn đà bán ròng liên tục



Nguồn: FiinPro, HSC

Từ đó, áp lực bán ròng liên tục từ khối ngoại cùng sự sụt giảm tham gia của NĐT cá nhân trong nước đã khiến điều kiện thanh khoản trở nên đầy thách thức đối với thị trường chung. Do vậy, trong khi chỉ số VNIndex được hỗ trợ nhờ diễn biến tích cực của các cổ phiếu liên quan đến nhóm Vingroup, tình hình thị trường chung vẫn ảm đạm, trong đó nhiều ngành và cổ phiếu không phản ánh đầy đủ tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và sức hấp dẫn về định giá.

Kết luận của HSC: Lợi nhuận tích cực hơn trong năm 2026 và giá năng lượng hạ nhiệt từ Q4/2026 sẽ củng cố điều kiện thị trường

Chúng tôi cho rằng động lực chính giúp thị trường phục hồi trên diện rộng sẽ là khả năng các công ty niêm yết duy trì lợi nhuận tích cực trong Q2/2026 và Q3/2026. NĐT ngày càng tập trung vào tính bền vững của tăng trưởng lợi nhuận, đặc biệt là trước những lo ngại kéo dài về điều kiện thanh khoản và triển vọng kinh tế vĩ mô. Cuộc xung đột tại Iran đã gây ra cú sốc hàng hóa và năng lượng trên diện rộng, trong đó, chuỗi cung ứng gián đoạn và logistics hạn chế đã khiến giá các sản phẩm dầu thô, kim loại và nông sản tăng cao. Do đó, tỷ suất lợi nhuận nhiều khả năng sẽ chịu sức ép trong Q2/2026, đặc biệt là đối với các ngành hạ nguồn, sản xuất và tiêu thụ năng lượng lớn. Đây vẫn là rủi ro chính mà thị trường sẽ theo dõi chặt chẽ trong mùa báo cáo lợi nhuận sắp tới.

Nhìn chung, mặc dù định giá vẫn hấp dẫn, thị trường sẽ cần xác nhận tăng trưởng lợi nhuận vẫn nguyên vẹn trong Q2-Q3/2026. Nếu KQKD tiếp tục vượt kỳ vọng và giá năng lượng duy trì xu hướng hạ nhiệt, niềm tin NĐT có thể cải thiện đáng kể. Kết hợp với điều kiện thanh khoản dần cải thiện, giải ngân đầu tư công mạnh hơn và triển vọng ngày càng rõ ràng về sự kiện nâng hạng vào tháng 9/2026, chỉ số VNIndex có thể bước vào giai đoạn định giá lại nhờ lợi nhuận khởi sắc, niềm tin cải thiện và dòng vốn quay trở lại.

Triển vọng thị trường vốn: Thời điểm MSCI nâng hạng đang dần hiện hữu cùng làn sóng IPO sôi động

FTSE nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi sẽ là bước ngoặt cho cải cách thị trường và tạo nền tảng cho việc MSCI nâng hạng

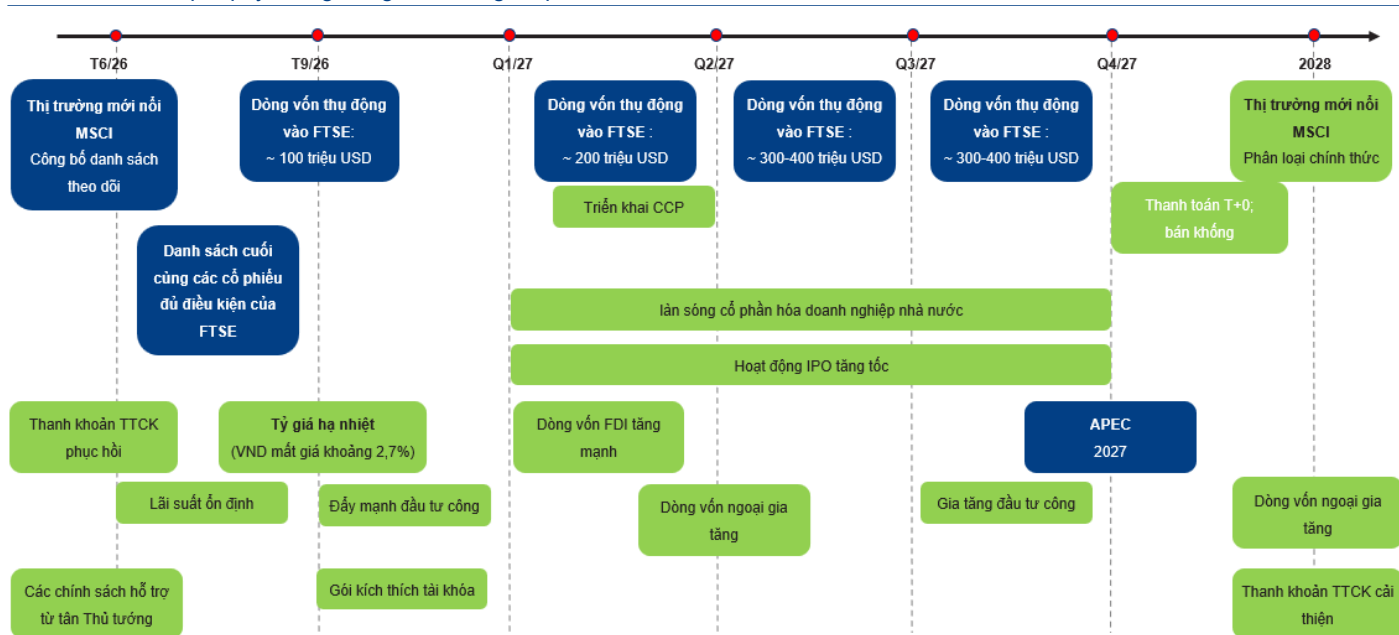
Ngoài tác động lên dòng vốn, sự kiện nâng hạng sẽ giúp nâng cao vị thế của Việt Nam trong mắt các NĐT tổ chức toàn cầu và xây dựng nền tảng để được tham gia vào các giỏ chỉ số lớn hơn, đáng chú ý nhất là MSCI.

TTCK Việt Nam đã chính thức (1) đáp ứng 9 trong số 18 tiêu chí về khả năng tiếp cận thị trường để được phân loại thị trường mới nổi của MSCI cũng như (2) đạt tất cả các tiêu chí về quy mô và thanh khoản. Đáng chú ý, lộ trình triển khai cơ chế CCP cũng đã được đẩy nhanh, trong đó các cơ quan chức năng hiện đặt mục tiêu triển khai trong nửa đầu năm 2027. Cùng với những cải cách về giới hạn sở hữu nước ngoài

và củng cố hạ tầng của thị trường, lộ trình hướng tới quy chế thị trường mới nổi của MSCI vào cuối thập kỷ đang ngày càng trở nên rõ ràng.

Biểu đồ 14: Các dấu mốc quan trọng của thị trường chứng khoán Việt Nam

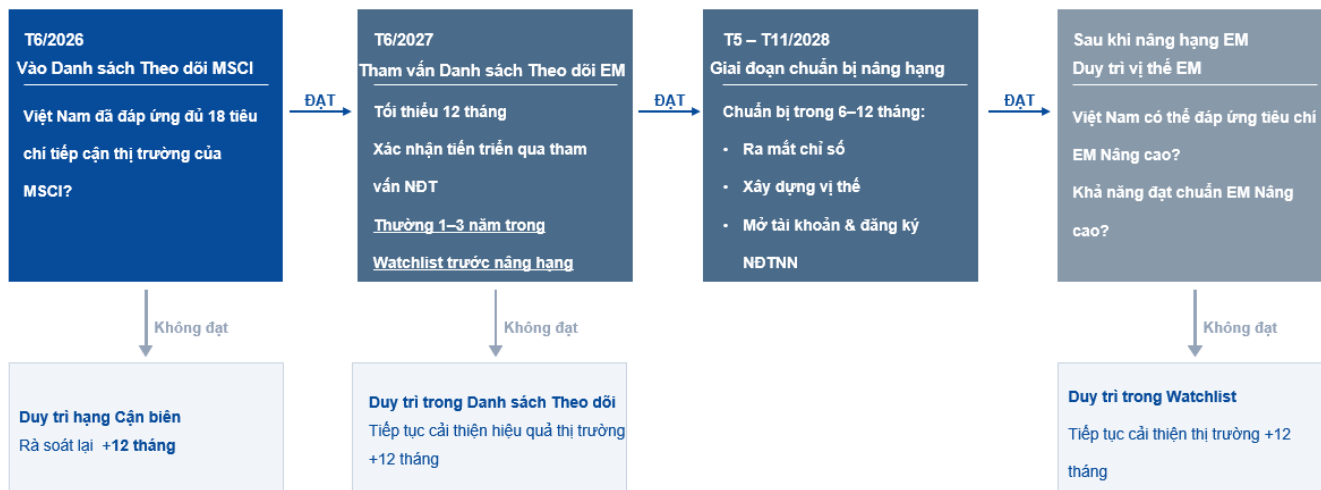
Lộ trình cải cách pháp lý, nâng hạng thị trường và phát triển nhà đầu tư tổ chức



Ghi chú: Màu xanh dương = sự kiện đã diễn ra; màu xanh lá = dự báo của HSC. Nguồn: HSC

Bảng 15: Lộ trình nâng hạng thị trường Việt Nam lên MSCI Thị trường mới nổi

Trong quá khứ, các thị trường thuộc nhóm thị trường cận biên thường nằm trong danh sách theo dõi của MSCI từ 1 - 3 năm trước khi chính thức được nâng hạng



Nguồn: MSCI, HSC

Bảng 16: Thị trường mới nổi: Các tiêu chí tiếp cận thị trường (1/2)

Việt Nam hiện đáp ứng 9 tiêu chí và 9 tiêu chí còn lại đang có những tiến triển tích cực theo đúng lộ trình

Tiêu chí	Tình trạng	Ghi chú đối với Việt Nam
Mức độ mở cửa đối với nhà đầu tư nước ngoài		
1 Yêu cầu về tư cách nhà đầu tư	Đạt yêu cầu	Không yêu cầu cơ chế QFII hoặc hệ thống cấp phép nhà đầu tư. Quy trình đăng ký cho tổ chức nước ngoài (thông qua mã giao dịch điện tử tại VSDC) tương đối đơn giản, minh bạch và không mang tính xét duyệt chủ quan.
2 Tỷ lệ giới hạn sở hữu nước ngoài	Đang hoàn thiện	Tỷ lệ FOL trên HoSE tăng lên 46% (T4/2026) nhờ các cổ phiếu vốn hóa lớn niêm yết với FOL 100%. Tuy nhiên, vẫn còn hơn 10% vốn hóa thị trường bị hạn chế trong các ngành nghề có điều kiện hoặc nhạy cảm.
3 Tỷ lệ room ngoại khả dụng	Đang hoàn thiện	Đang cải thiện khi ngày càng nhiều doanh nghiệp vốn hóa lớn mở toàn bộ room ngoại. Một số cổ phiếu blue-chip chiến lược (ngân hàng, viễn thông, tiêu dùng) vẫn gần hoặc đã chạm trần FOL.
4 Quyền bình đẳng của nhà đầu tư nước ngoài	Đang hoàn thiện	Công bố thông tin bằng tiếng Anh đã cải thiện đáng kể sau Thông tư 08/2026. Tuy nhiên, quản trị doanh nghiệp và bảo vệ cổ đông thiếu số vẫn thấp hơn một phần so với chuẩn thị trường mới nổi
Mức độ thuận lợi của dòng vốn vào/ra		
5 Mức độ hạn chế dòng vốn	Đạt yêu cầu	Không có hạn chế đối với dòng vốn đầu tư cổ phiếu vào hoặc ra khỏi Việt Nam. Nhà đầu tư được phép chuyển lợi nhuận cổ tức và vốn gốc về nước.
6 Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối	Đang hoàn thiện	Đây là tiêu chí còn lại quan trọng nhất. Chưa có thị trường giao dịch USD/VND có giao nhận ở nước ngoài. NHNN vẫn kiểm soát thị trường ngoại hối và các công cụ phòng ngừa rủi ro còn hạn chế.
Hiệu quả khung vận hành: Gia nhập thị trường		
7 Đăng ký nhà đầu tư và mở tài khoản	Đang hoàn thiện	Quy trình đã được đơn giản hóa theo Thông tư 08/2026 nhưng vẫn yêu cầu nhiều loại hồ sơ, còn nặng về thủ tục so với các thị trường mới nổi tương đương.
Hiệu quả khung vận hành: Tổ chức thị trường		
8 Quy định thị trường	Đang hoàn thiện	Thông tư 08/2026 là bước nâng cấp quan trọng, siết chặt kỷ luật thanh toán và làm rõ quy định tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên chưa phải tất cả quy định đều có tiếng Anh và vẫn còn một số điểm chưa rõ ràng.
9 Luồng thông tin	Đạt yêu cầu	Được nâng hạng trong đợt rà soát MSCI năm 2025. Lộ trình bắt buộc công bố thông tin bằng tiếng Anh từ tháng 1/2025, cơ quan quản lý và doanh nghiệp niêm yết đã và đang công bố thông tin bằng tiếng Anh rộng rãi hơn.
Hiệu quả khung vận hành: Hạ tầng thị trường		
10 Thanh toán bù trừ	Đang hoàn thiện	Cơ chế NPF (không yêu cầu ký quỹ trước giao dịch) đã vận hành đầy đủ từ năm 2025. Cơ chế DVP hoạt động hiệu quả; CCP dự kiến triển khai vào năm 2027
11 Lưu ký	Đạt yêu cầu	Nhiều ngân hàng lưu ký toàn cầu đang hoạt động tại Việt Nam như HSBC, Citi và Deutsche Bank. Hoạt động lưu giữ tài sản hiệu quả, quyền truy cập tài khoản của nhà đầu tư được kiểm soát phù hợp.
12 Đăng ký/Lưu ký chứng khoán	Đạt yêu cầu	VSDC là trung tâm lưu ký và đăng ký chứng khoán hoạt động hiệu quả. Không yêu cầu đăng ký ở cấp tổ chức phát hành.
13 Giao dịch	Đạt yêu cầu	Hệ thống giao dịch KRX đã được nâng cấp. Môi trường môi giới cạnh tranh với sự tham gia của nhiều tổ chức quốc tế. Cấu trúc tài khoản kép đã có cho các quỹ đầu tư.
14 Khả năng chuyển nhượng	Đạt yêu cầu	Được nâng hạng trong đánh giá MSCI năm 2024. Các giao dịch ngoài sàn và chuyển giao hiện vật được phép thực hiện mà không cần phê duyệt trước của cơ quan quản lý.
15 Cho vay chứng khoán	Đang hoàn thiện	Khung pháp lý đã có nhưng hoạt động cho vay chứng khoán chưa thực sự phổ biến. Việc triển khai CCP dự kiến cuối 2026 hoặc đầu 2027 sẽ hỗ trợ hạ tầng cần thiết.
16 Bán khống	Đang hoàn thiện	Hợp đồng tương lai VN30 được mở rộng trong giai đoạn 2025-2026, giúp tăng công cụ phòng ngừa rủi ro. Tuy nhiên bán khống vẫn chưa trở thành cơ chế phổ biến như tại các thị trường mới nổi..
Khả năng tiếp cận các công cụ đầu tư		
17 Khả năng tiếp cận các công cụ đầu tư	Đạt yêu cầu	Không có các điều khoản cấp phép dữ liệu mang tính hạn chế gây cản trở việc thành lập ETF hoặc xây dựng bộ chỉ số bên ngoài. Điều khoản sử dụng dữ liệu của các sở giao dịch tương đối cởi mở.
Tính ổn định của khung thể chế		
18 Tính ổn định của khung thể chế	Đạt yêu cầu	Việt Nam duy trì lịch sử phát triển kinh tế thị trường ổn định, không có tiền lệ áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn có mục tiêu đối với nhà đầu tư cổ phiếu nước ngoài. Cam kết cải cách của Chính phủ được duy trì nhất quán.

Nguồn: MSCI, HSC

Bảng 17: Tiêu chí xếp hạng thị trường mới nổi MSCI: Yêu cầu về quy mô và thanh khoản. (2/2)

Điều kiện gia nhập: Tối thiểu 3 doanh nghiệp đáp ứng đầy đủ các tiêu chí trong 8 kỳ review chỉ số gần nhất.

Tiêu chí	Tình trạng	Lưu ý đối với Việt Nam
Quy mô doanh nghiệp: Vốn hóa thị trường toàn phần \geq 2.964 triệu USD	Đáp ứng vượt yêu cầu	Có bảy cổ phiếu niêm yết trên HSX đáp ứng tiêu chí *
Quy mô chứng khoán: Vốn hóa tự do chuyển nhượng \geq 1.482 triệu USD	Đáp ứng vượt yêu cầu	Có bảy cổ phiếu niêm yết trên HSX đáp ứng tiêu chí *
Thanh khoản chứng khoán: 15% tỷ lệ giá trị giao dịch hàng năm	Đáp ứng vượt yêu cầu	Có bảy cổ phiếu niêm yết trên HSX đáp ứng tiêu chí *

Ghi chú: *HSC ước tính VIC, VHM, TCB, HPG, FPT, VNM và MWG đáp ứng đầy đủ các tiêu chí. Nguồn: MSCI, HSC

Sau nhiều năm trầm lắng, năm 2027 có thể diễn ra nhiều sự kiện IPO nhất trong nhiều thập kỷ

Kịch bản này áp dụng cho tất cả các doanh nghiệp tư nhân, FDI và doanh nghiệp Nhà nước. Cơ hội này không chỉ là tính năng của chu kỳ thị trường mà còn phản ánh nhiều cải tiến cơ cấu về khuôn khổ pháp lý, cơ sở hạ tầng thị trường và các cơ chế hỗ trợ chính sách đã được thiết lập trong giai đoạn 2024-2026.

Hình 18: Các thương vụ IPO và huy động vốn quy mô lớn giai đoạn 2025–2027

Động lực mới đến từ Nghị định 245



Nguồn: HSC

Đáng chú ý, bộ Luật số 68/2025 về Quản lý và Đầu tư vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp, cùng với các nghị định hướng dẫn dự kiến ban hành trong năm 2026, xây dựng nền tảng pháp lý mới cho việc cổ phần hóa và thoái vốn DNNN. Những cải cách này nhằm trao quyền tự chủ lớn hơn cho các đại diện vốn Nhà nước như SCIC, HFIC và các cơ quan quản lý vốn Nhà nước khác, chuyển từ tư duy quản lý tài sản công sang đầu tư & điều hành vốn nhà nước theo nguyên tắc thương mại.

Bên cạnh DNNN, khu vực FDI cũng đang có cơ hội mang tính chuyển đổi. Nghị định 245/2025 đã đơn giản hóa đáng kể thủ tục niêm yết cho các tổ chức phát hành nước ngoài, giảm thời gian từ hoàn tất IPO đến niêm yết từ 90 ngày xuống 30 ngày, cho phép sử dụng xếp hạng tín nhiệm quốc tế và loại bỏ nhiều tầng thủ tục hành chính.

Tuy nhiên, mặc dù đã hơn hai thập kỷ kể từ khi Việt Nam lần đầu tiên cho phép các doanh nghiệp FDI niêm yết trên TTCK trong nước, số lượng công ty niêm yết có tỷ lệ

sở hữu nước ngoài trên 50% vẫn thấp. Hạn chế chính không phải là thủ tục hành chính mà là cơ cấu sở hữu của hầu hết các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam, nhiều doanh nghiệp trong đó là các công ty con của các tập đoàn đa quốc gia với nhu cầu hạn chế trong việc huy động vốn trong nước. Để thúc đẩy làn sóng IPO thực sự của các doanh nghiệp FDI, Việt Nam có thể cần tiến xa hơn bằng cách đẩy nhanh việc áp dụng IFRS, tiếp tục nới lỏng giới hạn sở hữu nước ngoài trong các lĩnh vực không nhạy cảm và xem xét các ưu đãi về thuế và niêm yết tương tự như những gì đã được thực hiện ở Singapore và Malaysia để giảm thiểu chi phí liên quan đến tái cấu trúc trước IPO.

Thị trường trái phiếu sẽ phục hồi mạnh hơn vào năm 2027. Từ góc độ thị trường vốn rộng hơn, triển vọng năm 2027 tiếp tục được hỗ trợ nhờ thị trường TPDN dần phục hồi sau nhiều năm điều chỉnh. Củng cố các quy định về công bố thông tin và yêu cầu tài sản đảm bảo đã giúp khôi phục niềm tin của NĐT trong khi giá trị trái phiếu mất khả năng thanh toán đã giảm đáng kể so với giai đoạn khủng hoảng 2022-2023. Mặc dù giá trị trái phiếu đáo hạn vẫn ở mức cao, đặc biệt là ngành BĐS, xu hướng hiện tại cho thấy dòng vốn đang chảy về các tổ chức phát hành có hồ sơ tín dụng tốt hơn, cơ cấu tài sản đảm bảo minh bạch và tập trung vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng, tiện ích và sản xuất.

Bất ổn toàn cầu là rủi ro chính

Lãi suất toàn cầu cao, căng thẳng địa chính trị và dòng vốn quốc tế thận trọng có thể tiếp tục gây ra những biến động ngắn hạn. Tuy nhiên, nền tảng vĩ mô mạnh mẽ của Việt Nam, lợi nhuận doanh nghiệp tăng trưởng ổn định, triển vọng tín dụng quốc gia cải thiện và động lực tích cực từ việc nâng hạng của FTSE đang mở ra cơ hội hiếm có để phát triển thị trường vốn. Nếu Chính phủ duy trì đà cải cách, tiếp tục củng cố khuôn khổ pháp lý về cổ phần hóa và phát triển thị trường trong khi các doanh nghiệp chủ động nâng cao tiêu chuẩn quản trị và minh bạch, giai đoạn 2027-2028 có thể đánh dấu chu kỳ IPO quan trọng nhất của Việt Nam kể từ làn sóng niêm yết 2017-2018, báo hiệu sự hồi sinh mạnh mẽ của cả khu vực tư nhân và doanh nghiệp Nhà nước trên thị trường vốn.

Chính trị trong nước ổn định, Thủ tướng mới có phong cách kỷ trị

Trong nước, diễn biến quan trọng nhất là việc bổ nhiệm cựu Thống đốc NHNN Lê Minh Hưng làm Thủ tướng Chính phủ, một động thái được cả NĐT trong nước và nước ngoài đánh giá tích cực trong thời điểm khuôn khổ kinh tế vĩ mô ổn định ngày càng trở nên quan trọng.

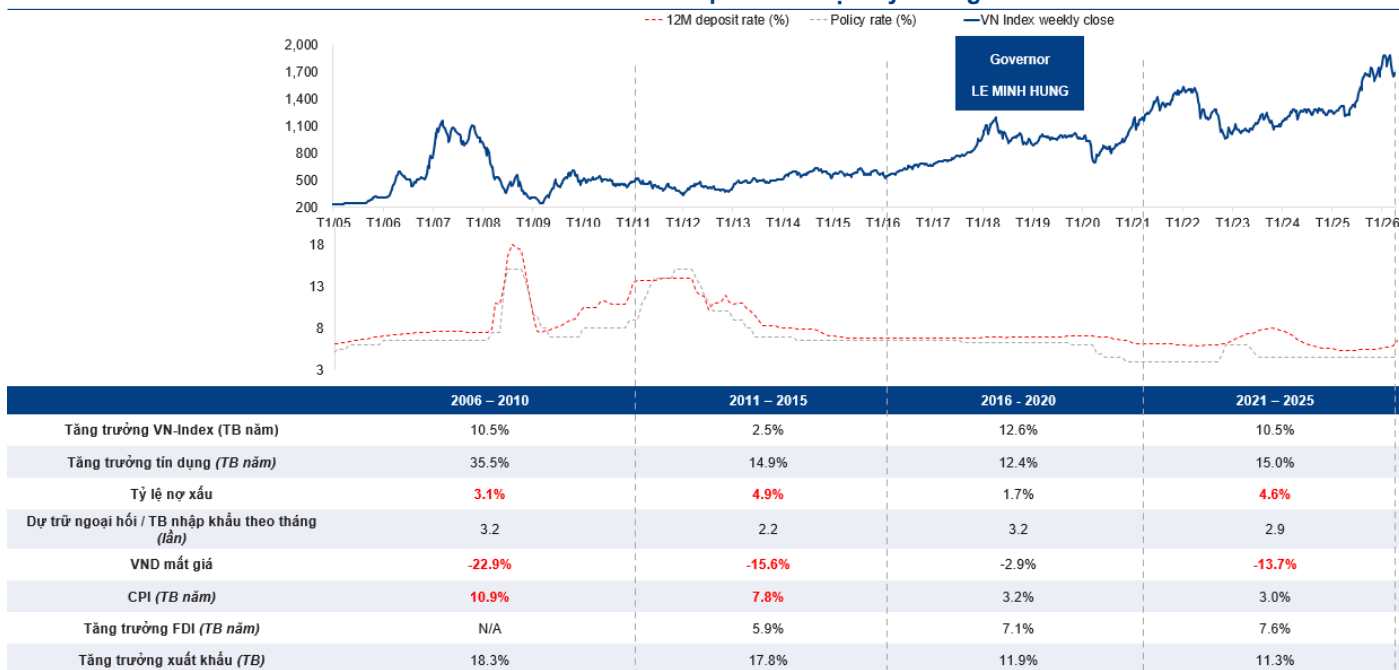
Bảng 19: Các sáng kiến trọng tâm của Thủ tướng Lê Minh Hưng kể từ khi nhậm chức

Ở tất cả các lĩnh vực

Ngày	Định hướng	Lĩnh vực tác động
8/4	Tái khẳng định mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân trên 10%/năm giai đoạn 2026–2031	Kinh tế
9/4	Chỉ đạo NHNN ổn định lãi suất huy động và cho vay	Thị trường tiền tệ
	Mục tiêu xóa bỏ 334 nghìn căn nhà tạm, nhà dột nát và xây dựng hơn 102 nghìn căn nhà ở xã hội	Thị trường BĐS
	Chỉ đạo tháo gỡ vướng mắc cho khoảng 1.500 dự án	
	Triển khai Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội và đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026–2030	Kinh tế
13/4	Tinh gọn thủ tục hành chính và cắt giảm điều kiện kinh doanh	Khu vực tư nhân
14/4	Triển khai chương trình khám sức khỏe định kỳ miễn phí hằng năm cho người dân	
15/4	Đề xuất ba ưu tiên hợp tác trọng tâm về an ninh năng lượng tại Hội nghị AZEC mở rộng	Năng lượng
16/4	Chủ trì cuộc họp với 52 doanh nghiệp lớn của Hoa Kỳ về thương mại và hợp tác chiến lược	Thương mại
17/4	Chỉ đạo triển khai cải cách chính sách tiền lương	An sinh xã hội
	Tinh gọn đơn vị sự nghiệp công lập và đẩy nhanh sắp xếp chính quyền địa phương trước Q2/2026	Cải cách hành chính
21/4	Kế hoạch nâng ngưỡng doanh thu chịu thuế đối với hộ kinh doanh lên 1 tỷ đồng/năm	Khu vực tư nhân
29/4	Ban hành 8 nghị quyết cắt giảm và đơn giản hóa thủ tục hành chính tại 14 bộ, ngành	Khu vực tư nhân
4/5	Phát triển hạ tầng số, hệ thống số quốc gia và cơ chế sandbox cho đổi mới sáng tạo	Chuyển đổi số
	Mục tiêu hoàn thành hơn 110.000 căn nhà ở xã hội trong năm 2026	BDS
	Chỉ đạo bảo đảm an ninh năng lượng, giảm 3% điện năng tiêu thụ và giảm 3.000 MW công suất phụ tải đỉnh trong năm 2026	Năng lượng
5/5	Tái cơ cấu tổ công tác thương mại với Hoa Kỳ nhằm thích ứng với thay đổi về thuế quan và chính sách thương mại	Thương mại
11/5	Hoàn thiện chiến lược phát triển hệ thống pháp luật đến năm 2045 và tích hợp cơ sở dữ liệu hộ tịch trước tháng 5/2026	Chuyển đổi số
25/5	Chủ trì phiên làm việc về phát triển nhà ở cho thuê tại Hà Nội	BDS
1/6	Ký Quyết định số 967/QĐ-TTg về kiện toàn Ban Chỉ đạo phát triển ngành dược quốc gia	Dược phẩm

Nguồn: Thông cáo báo chí, HSC

Thành tích của ông tại NHNN cho thấy phong cách điều hành thận trọng, kỷ luật thể chế và kiểm soát rủi ro. Trong nhiệm kỳ của ông, ổn định lạm phát và xử lý nợ xấu luôn là chính sách trung tâm, giúp duy trì tất cả các biến số trong phạm vi an toàn. Ngoài ra, các động lực tăng trưởng chính bao gồm tín dụng, FDI, xuất khẩu và GDP vẫn tiếp tục mở rộng ổn định, củng cố sự ổn định của tỷ giá.

Biểu đồ 20: Diễn biến VN-Index và các chỉ số vĩ mô chủ chốt qua các nhiệm kỳ Thống đốc NHNN


Nguồn: FiinPro, CEIC, NSO, HSC

Quan trọng hơn là khuôn khổ chính sách này cho thấy rằng mặc dù tăng trưởng có thể không được xây dựng để bứt phá tăng tốc trong ngắn hạn nhưng có thể sẽ theo một lộ trình trung hạn bền vững và lâu dài hơn.

Động lực tăng trưởng chủ động duy nhất của Việt Nam trong bối cảnh biến động toàn cầu, chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công dựa trên kế hoạch 1.000 nghìn tỷ đồng (38,2 tỷ USD) sẽ được triển khai đáng kể kể từ nửa cuối năm 2026 khi các nút thắt hành chính hậu sáp nhập tỉnh được tháo gỡ và bộ máy mới bắt đầu thực hiện nhiệm vụ.

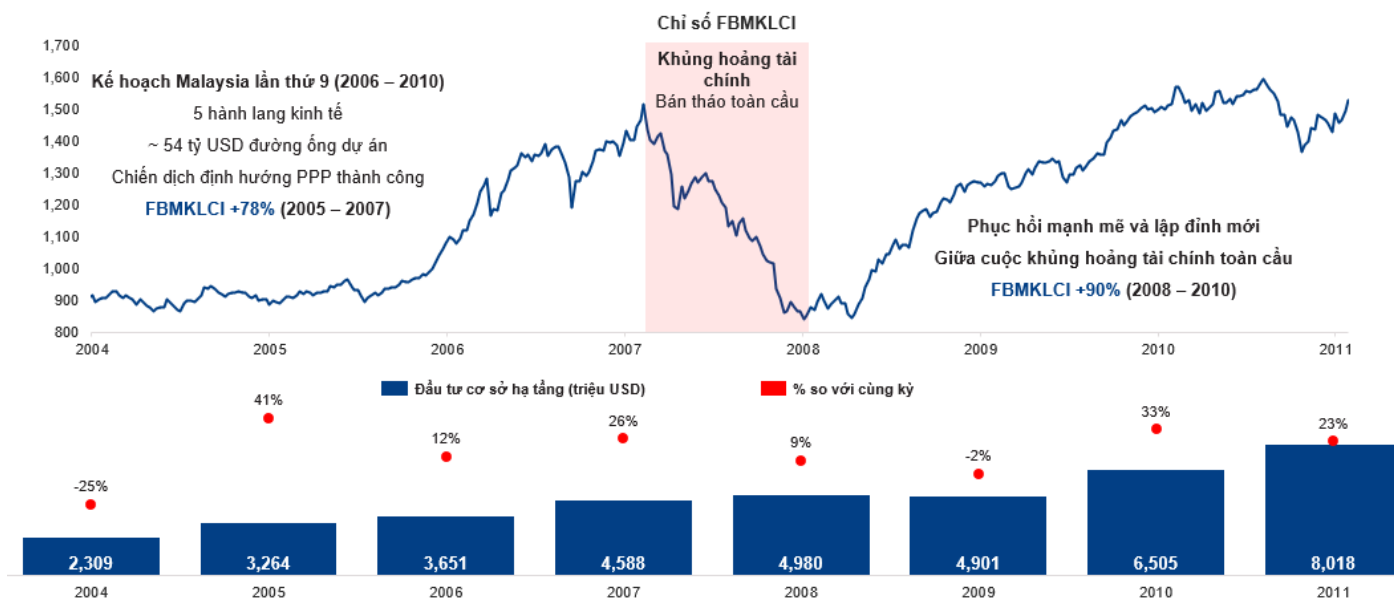
Lịch sử mang lại một khuôn mẫu hấp dẫn. Trong số các quốc gia cùng khu vực, các chương trình cơ sở hạ tầng quốc gia quy mô lớn đều đóng vai trò là nền tảng cho việc định giá lại cổ phiếu bền vững. Đáng chú ý:

- Kế hoạch Malaysia lần thứ 9 (tương đương 54 tỷ USD thời giá hiện tại) đã giúp chỉ số KLCI tăng 78% từ giữa năm 2005 đến năm 2007;
- Làn sóng đầu tư tài sản cố định của Trung Quốc, tăng trưởng trên 20%/năm và vượt 1 nghìn tỷ USD vào năm 2006, đã hỗ trợ chỉ số Shanghai Composite tăng 330% từ năm 2004 đến năm 2007; và
- gần đây hơn, Chương trình Cơ sở hạ tầng Quốc gia 1,4 nghìn tỷ USD của Ấn Độ dưới thời Modi 2.0 đã hỗ trợ đà tăng kéo dài nhiều năm của chỉ số NIFTY 50 từ năm 2019 đến năm 2024, trong đó chi tiêu Chính phủ tăng trưởng trên 20%/năm từ năm 2020 đến năm 2023.

Trong mỗi trường hợp, TTCK định giá lại sớm hơn đáng kể so với sự phục hồi của khu vực tư nhân và chúng tôi nhận thấy xu hướng của Việt Nam phù hợp với mô hình này.

Biểu đồ 21: Chi tiêu của Chính phủ Malaysia và hiệu suất thị trường chứng khoán

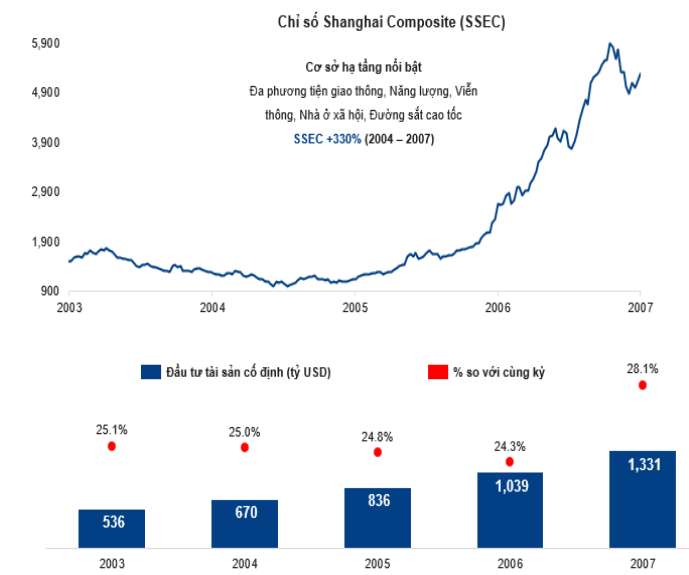
Đầu tư hạ tầng được triển khai theo chiến lược đã hoàn toàn bù đắp tác động tiêu cực của đợt lao dốc thị trường chứng khoán trong cuộc Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu năm 2008.



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

Biểu đồ 22: Chi tiêu của Chính phủ Trung Quốc và hiệu suất thị trường chứng khoán

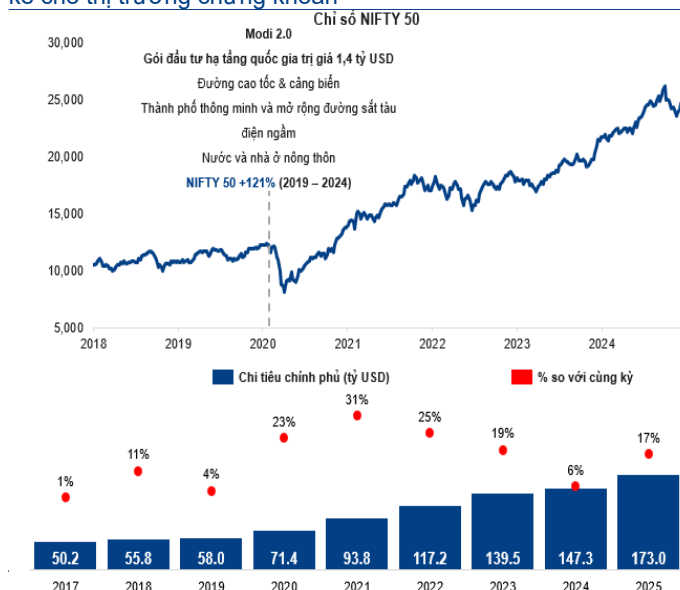
Lịch sử cho thấy các đợt đẩy mạnh chi đầu tư hạ tầng thường tạo động lực cho thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh



Nguồn: Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, HSC

Biểu đồ 23: Chi tiêu của Chính phủ Ấn Độ và hiệu suất thị trường chứng khoán

Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng thường tạo động lực tăng trưởng đáng kể cho thị trường chứng khoán

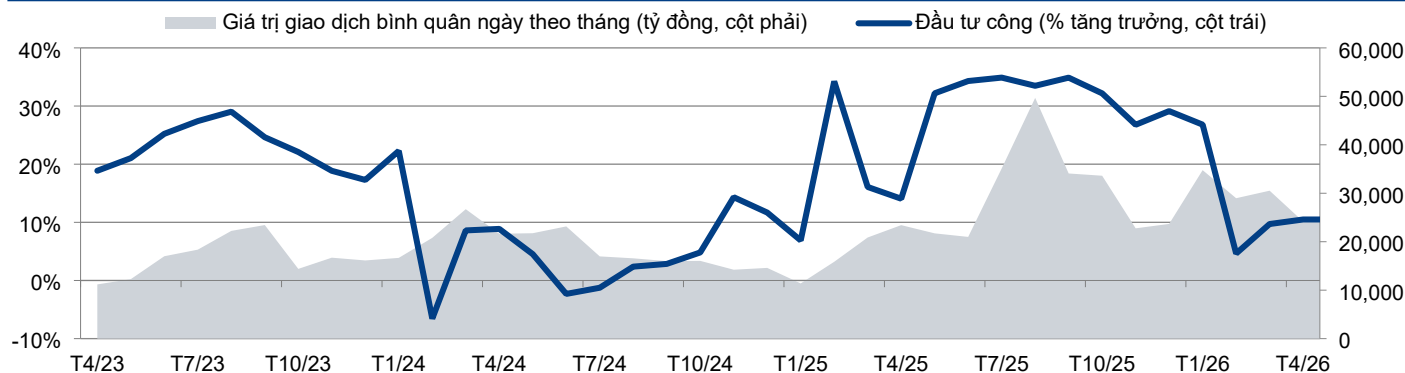


Nguồn: Chính phủ Ấn Độ, CEIC, HSC

Theo quan sát của chúng tôi, thanh khoản TTCK Việt Nam trong quá khứ có tương quan lớn với các chu kỳ giải ngân đầu tư công. Các giai đoạn tăng tốc giải ngân nhìn chung trùng hợp với sự cải thiện của thanh khoản thị trường khi chi tiêu của Chính phủ thấm dần vào nền kinh tế, hỗ trợ lợi nhuận doanh nghiệp, dòng tiền nhà thầu, việc làm và niềm tin kinh doanh rộng hơn.

Biểu đồ 24: Đầu tư công của Việt Nam và diễn biến thanh khoản VN-Index

Việc đẩy nhanh đầu tư giúp cải thiện thanh khoản thị trường thông qua việc củng cố tâm lý nhà đầu tư



Nguồn: FinPro, CEIC, HSC

Mặc dù mối quan hệ không phải ngay lập tức hay tuyến tính hoàn toàn, xu hướng đã đủ nhất quán để cho thấy đầu tư công đóng vai trò là mỏ neo quan trọng cho các tài sản rủi ro trong nước. Khi giải ngân tăng tốc kể từ nửa cuối năm 2026, chúng tôi tin rằng hoạt động kinh tế cải thiện có thể giúp thu hút nguồn vốn đang đứng ngoài quay trở lại thị trường cổ phiếu, củng cố quá trình định giá lại thị trường trước khi khu vực tư nhân phục hồi hoàn toàn.

Điều kiện kinh tế vĩ mô xuất hiện ánh sáng cuối đường hầm

Mặc dù nhiều lo ngại ngắn hạn của thị trường vẫn hiện hữu, chúng tôi tin rằng bối cảnh kinh tế vĩ mô sẽ dần chuyển từ trạng thái xấu đi sang ổn định. Một số thách thức đã chi phối tâm lý NĐT trong nửa đầu năm 2026, bao gồm căng thẳng toàn cầu, điều kiện thanh khoản trong nước thắt chặt, giải ngân đầu tư công chậm và chính sách quốc tế bất ổn, sẽ sớm hạ nhiệt. Mặc dù không có vấn đề nào trong số này được giải quyết hoàn toàn, nhưng chiều hướng thay đổi ngày càng tích cực trên diện rộng.

Điều quan trọng là TTCK thường bắt đầu định giá lại trước khi các chỉ số kinh tế vĩ mô phục hồi hoàn toàn. Khi điều kiện thanh khoản cải thiện, chi tiêu tài khóa tăng tốc và các rủi ro bên ngoài trong tầm kiểm soát hơn, thị trường nhiều khả năng sẽ hướng sự tập trung từ tránh rủi ro giảm giá sang tăng trưởng bền vững của lợi nhuận và các cơ hội tăng trưởng khác.

Trong phần tiếp theo, Bộ phận Kinh tế Vĩ mô của HSC sẽ phân tích các biến số chính có thể định hình kinh tế Việt Nam trong năm 2027, bao gồm tăng trưởng, lạm phát, lãi suất, tỷ giá, động lực thương mại và điều kiện thanh khoản.

Pham Vu Thang Long
Senior Director, Head of Macroeconomics
long.pvthang@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

Nguyen Bao Chau
Junior Analyst, Macroeconomics
chau.nbao@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4876

Le Tran Thu Hang
Junior Analyst, Macroeconomics
hang.ltthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4870

Triển vọng năm 2026-2027: Chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng dựa vào đầu tư

- Câu chuyện toàn cầu đã chuyển từ thuế quan sang an ninh năng lượng khi tình hình gián đoạn tại eo biển Hormuz neo giá dầu ở mức cao và củng cố kịch bản lãi suất cao trong thời gian dài.
- Mặc dù bối cảnh thách thức hơn, Việt Nam vẫn là một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất châu Á; chúng tôi dự báo GDP sẽ tăng trưởng 7,6% trong năm 2026 và 8%/năm trong năm 2027-2028 – tích cực nhưng thấp hơn một chút so với mục tiêu của Chính phủ.
- Việt Nam đang chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng dựa vào đầu tư với động lực từ đầu tư công, sự hồi sinh của mô hình BT, các trụ cột quốc gia ở khu vực tư nhân cùng nguồn vốn FDI ổn định – mặc dù lạm phát, an ninh năng lượng và rủi ro thương mại từ Mỹ vẫn là những thách thức chính.

Từ thuế quan sang năng lượng: Câu chuyện tăng trưởng của Việt Nam vẫn nguyên vẹn

Rủi ro chính đã chuyển từ thuế quan thương mại sang năng lượng do gián đoạn nguồn cung dầu mỏ. Ngay cả khi cuộc chiến Mỹ-Iran hạ nhiệt, cơ sở hạ tầng năng lượng tồn thất nặng nề nhiều khả năng sẽ duy trì tình trạng thắt chặt trên thị trường dầu mỏ, trong khi môi trường lãi suất cao kéo dài toàn cầu tiếp tục gây sức ép lên đồng tiền của các thị trường mới nổi. Chúng tôi cho rằng Việt Nam đang chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng dựa vào đầu tư nhiều hơn trên cơ sở đầu tư công cao kỷ lục, các dự án BT được tái khởi động, nhu cầu nội địa mạnh hơn và sự xuất hiện của các trụ cột quốc gia ở khu vực tư nhân bên cạnh mô hình tăng trưởng truyền thống do khu vực FDI dẫn dắt. Chúng tôi cho rằng Việt Nam không cố gắng sao chép hoàn toàn mô hình *chaebol* của Hàn Quốc; thay vào đó, các nhà hoạch định chính sách có vẻ đang nuôi dưỡng một nhóm doanh nghiệp trụ cột quốc gia trong nước có khả năng bổ sung cho khu vực FDI thông qua việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng và huy động vốn ở quy mô mà trước đây phụ thuộc vào nhà nước. Một số rủi ro cần được theo dõi chặt chẽ bao gồm: thâm hụt thương mại ngày càng mở rộng, lạm phát cao (so với mục tiêu Chính phủ) và sự phụ thuộc đáng kể vào nguồn năng lượng nhập khẩu của Việt Nam. Ngoài ra, mặc dù lo ngại về thuế quan đã hạ nhiệt, các động thái trong tương lai của Mỹ theo Mục 301 vẫn gây ra rủi ro, đặc biệt là đối với các ngành xuất khẩu thâm dụng lao động.

Thông điệp trọng tâm của chúng tôi vẫn giữ nguyên: Việt Nam vẫn là một trong những câu chuyện tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ nhất châu Á. Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục là một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất toàn cầu; chúng tôi dự báo GDP tăng trưởng tích cực 7,6% trong năm 2026 và 8%/năm trong năm 2027-2028 (thấp hơn một chút so với các mục tiêu đầy tham vọng của Chính phủ). Trọng tâm sẽ là duy trì tăng trưởng cao trong khi kiềm chế lạm phát và đảm bảo sự ổn định. Đáng chú ý, việc hoàn thành những mục tiêu phát triển của Chính phủ không chỉ cần đẩy mạnh đầu tư mà còn phải cải thiện trên nhiều phương diện.

Bảng 25: Dự báo kinh tế vĩ mô của HSC

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP sẽ giảm còn 7,6% trong năm nay, trong khi lạm phát bình quân có thể tăng lên 4,7%

	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	24,265	25,480	26,300	27,000	27,500	27,800
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	4.98	7.04	8.02	7.60	8.00	8.00
GDP (tỷ USD)	433	476	514	540	572	616
GDP bình quân đầu người (USD)	4,316	4,702	5,026	5,235	5,491	5,861
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.3	3.6	3.3	4.7	4.2	4.1
Lãi suất điều hành (%)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	0.5	4.0	1.8	4.0	4.0	4.0
Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%)	2.2	2.8	3.8	4.4	4.5	4.6
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	90	81	83	78	85	95
Cán cân thương mại (tỷ USD)	28.4	24.9	20.0	2.2	5.2	7.1
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	6.0	6.4	6.4	-0.9	0.3	0.5
Nợ công/GDP (%)	36.9	37.0	36.8	37.6	39.3	40.9
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.9	2.8	3.6	4.3	5.1	5.2
Tổng dư nợ tín dụng / GDP (%)	133	136	145	150	154	158
Tăng trưởng tín dụng (% so với cùng kỳ)	13.8	15.1	19.0	14.0	13.5	13.0
KNNK (% so với cùng kỳ)	-9.2	16.7	19.4	18.7	10.0	14.3
KNXK (% so với cùng kỳ)	-4.6	14.4	17.0	14.2	10.5	14.5
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	23.2	25.4	27.6	30.0	31.9	34.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	3.6	9.8	10.5	10.0	9.5	10.0
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	9.4	9.0	9.2	12.0	13.0	13.0

Nguồn: HSC

Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026-2027

Kinh tế toàn cầu đã bước vào giai đoạn thách thức hơn trong bối cảnh xung đột tại Trung Đông hiện tại khiến nguồn cung năng lượng gián đoạn, giá dầu tăng cao, áp lực lạm phát xuất hiện trở lại và triển vọng tăng trưởng toàn cầu suy yếu. Trong bối cảnh đó, Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục là một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất châu Á, trong đó động lực tăng trưởng đến từ doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ cải thiện, du lịch phục hồi kỷ lục, đầu tư công được đẩy mạnh và dòng vốn FDI ổn định, đặc biệt là đối với lĩnh vực sản xuất công nghệ & điện tử. Ngoài ra, Việt Nam đang theo đuổi mô hình tăng trưởng dựa vào đầu tư nhiều hơn với chương trình đầu tư công 315 tỷ USD, sự hồi sinh của mô hình BT và sự tham gia ngày càng lớn của các tập đoàn tư nhân trong nước vào phát triển hạ tầng. Xuất khẩu được kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ đa dạng hóa chuỗi cung ứng và nhu cầu liên quan đến AI, trong khi rủi ro từ thâm hụt thương mại gia tăng & khả năng bị áp thêm thuế quan từ Mỹ theo các cuộc điều tra Mục 301 vẫn hiện hữu.

Bối cảnh toàn cầu

Triển vọng toàn cầu xấu đi nhanh chóng sau khi cuộc chiến tranh bùng nổ tại Trung Đông vào ngày 28/2/2026. Việc đóng cửa eo biển Hormuz, cùng với thiệt hại nghiêm trọng cho [cơ sở hạ tầng dầu khí trong yếu](#) tại khu vực trung tâm cung cấp năng lượng toàn cầu, đã gây ra [cuộc khủng hoảng năng lượng chưa từng có](#). Eo biển này là tuyến đường vận chuyển chiến lược xử lý khoảng [20% nguồn cung dầu mỏ và khí tự nhiên hóa lỏng của thế giới](#).

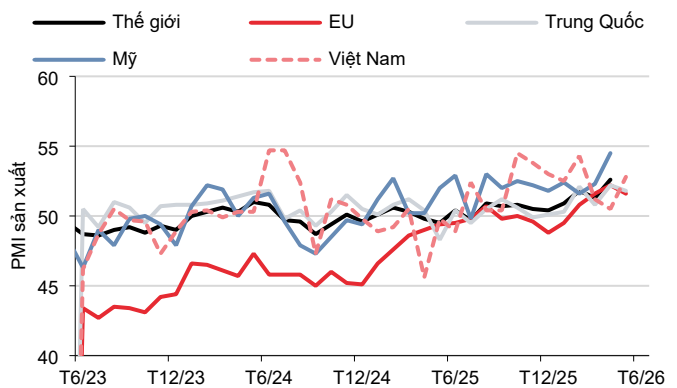
Mặc dù Mỹ và Iran đã [đạt được thỏa thuận tạm thời](#) gia hạn thêm 60 ngày [lệnh ngừng bán vào tháng 4](#) và khởi động đàm phán tiếp theo về chương trình hạt nhân của Tehran, hai bên vẫn chưa đạt được thỏa thuận toàn diện để chấm dứt cuộc xung đột kéo dài nhiều tháng.

Ngay cả khi đạt được thỏa thuận hòa bình, nguồn cung & giá dầu khó có thể ổn định nhanh chóng do thiệt hại nặng nề đối với cơ sở hạ tầng năng lượng trong khu vực. Fatih Birol, Giám đốc điều hành Cơ quan Năng lượng Quốc tế, cho biết có thể mất [tới hai năm](#) để khôi phục phần đáng kể sản lượng dầu khí bị gián đoạn.

[Khảo sát chỉ số PMI mới nhất](#) (Biểu đồ 26-27) cho thấy cuộc chiến tại Trung Đông tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng toàn cầu. Lạm phát vẫn ở mức cao nhất ở khu vực dịch vụ, nơi hoạt động duy trì ở mức yếu nhất trong năm qua. Ngược lại, sản lượng sản xuất toàn cầu tăng tốc lên mức nhanh nhất kể từ tháng 7/2021, dẫn đầu bởi các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng. Tuy nhiên, phần lớn đà tăng này phản ánh hoạt động tích trữ phòng ngừa trong bối cảnh lo ngại về gián đoạn cung ứng và giá cả tiếp tục leo thang, trên thực tế là chạy trước nhu cầu và có thể làm chậm tăng trưởng vào cuối năm. Kết hợp với chi phí năng lượng và vận chuyển gia tăng, tình trạng mất cân đối cung-cầu này cũng đẩy chi phí đầu vào sản xuất tăng mạnh nhất kể từ tháng 6/2022.

Biểu đồ 26: PMI sản xuất

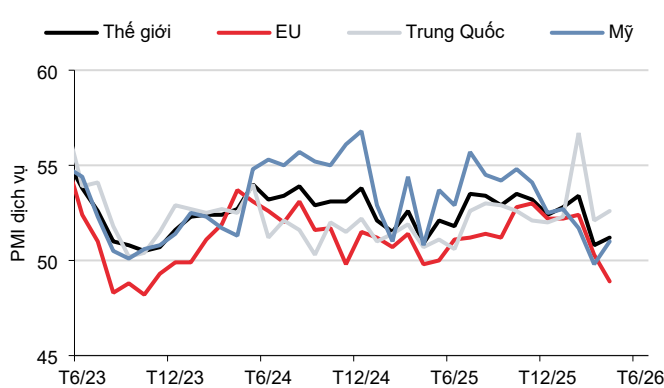
Hoạt động sản xuất toàn cầu tăng tốc lên mức nhanh nhất kể từ tháng 7/2021, dẫn đầu bởi các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 27: PMI dịch vụ

Hoạt động dịch vụ tiếp tục duy trì ở vùng thấp nhất ghi nhận trong vòng một năm qua

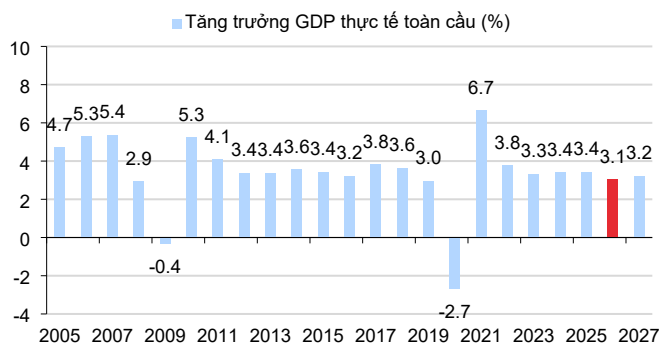


Nguồn: CEIC & HSC

Mặc dù bất ổn xung quanh chính sách thương mại Mỹ đã hạ nhiệt phần nào, cuộc khủng hoảng năng lượng nhiều khả năng sẽ tác động nặng nề lên hoạt động kinh tế toàn cầu, trong đó tăng trưởng toàn cầu được dự báo sẽ chậm lại ở mức 3,1% trong năm 2026, thấp hơn bình quân trước đại dịch và năm 2025 (3,4%) (Biểu đồ 28-29).

Biểu đồ 28: Tăng trưởng GDP thực tế toàn cầu

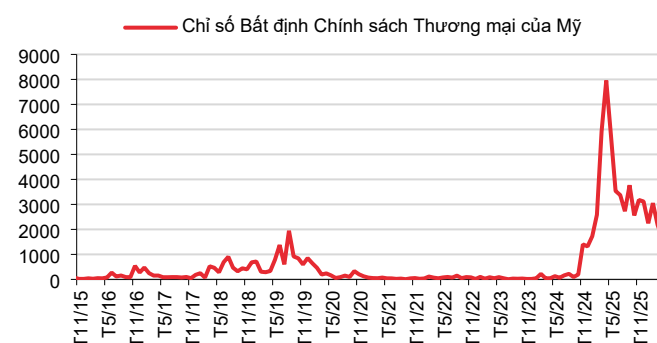
Tăng trưởng GDP toàn cầu được dự báo sẽ giảm còn khoảng 3,1% trong năm 2026



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 29: Mức độ bất định trong chính sách thương mại của Mỹ

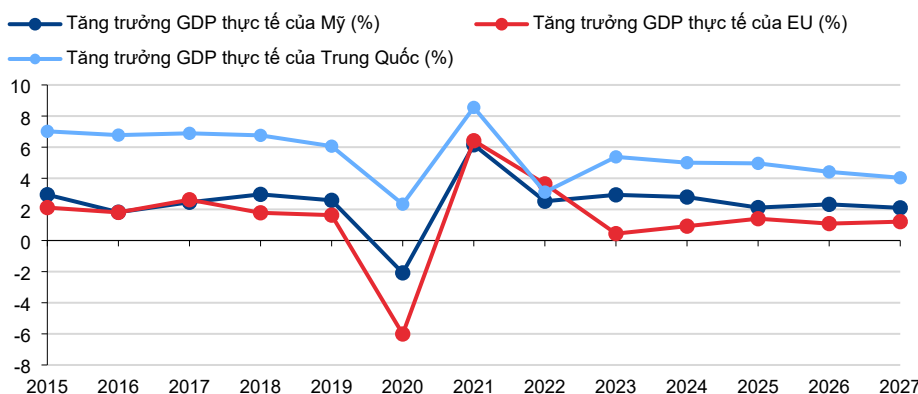
Những bất định xoay quanh chính sách thương mại của Mỹ đã hạ nhiệt



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 30: Tăng trưởng GDP thực tế của các nền kinh tế lớn

Nền kinh tế Mỹ được dự báo tăng trưởng 2,3% trong năm 2026 (từ 2,1% trong năm trước) nhờ các biện pháp kích thích tài khóa và tác động trễ của quá trình nói lỏng tiền tệ trong năm 2025



Nguồn: IMF & HSC

Tại Mỹ, kinh tế được dự báo tăng trưởng 2,3% trong năm 2026, cao hơn năm ngoái (2,1%) (Biểu đồ 30), nhờ các biện pháp kích thích tài khóa và tác động trễ của chính sách nói lỏng tiền tệ năm 2025, mặc dù các rào cản thương mại chặt chẽ kể từ tháng 4/2025 tiếp tục ảnh hưởng tới hoạt động kinh tế. Tác động tiêu cực nhẹ từ cuộc chiến, do Mỹ là doanh nghiệp xuất khẩu năng lượng ròng, dự kiến sẽ được bù đắp một phần nhờ hoạt động kinh tế phục hồi trong Q1/2026 sau khi chính phủ liên bang kết thúc đóng cửa năm 2025, cùng với tăng trưởng năng suất vượt kỳ vọng và các hiệu ứng lan tỏa liên quan. Trong khi phán quyết liên quan đến IEEPA có thể làm giảm thu thuế quan, tác động này lên cán cân tài khóa và hoạt động kinh tế dự kiến vẫn tương đối hạn chế. Tăng trưởng của Mỹ được dự báo sẽ tiếp tục tích cực ở mức 2,1% trong năm 2027 nhờ các ưu đãi thuế ngắn hạn, bao gồm ưu đãi đầu tư doanh nghiệp theo Đạo luật OBBBA.

Tại khu vực Eurozone, tăng trưởng kinh tế được dự báo chậm lại ở mức 1,1% năm 2026 từ 1,4% trong năm 2025 trước khi nhích lên 1,2% vào năm 2027, do tác động tiêu cực từ cuộc xung đột tại Trung Đông. Cuộc chiến này tiếp tục khuếch đại những ảnh hưởng kéo dài do giá năng lượng neo cao kể từ cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine, từ đó gia tăng áp lực lên khu vực sản xuất. Ngoài ra, đồng EUR tăng giá thực

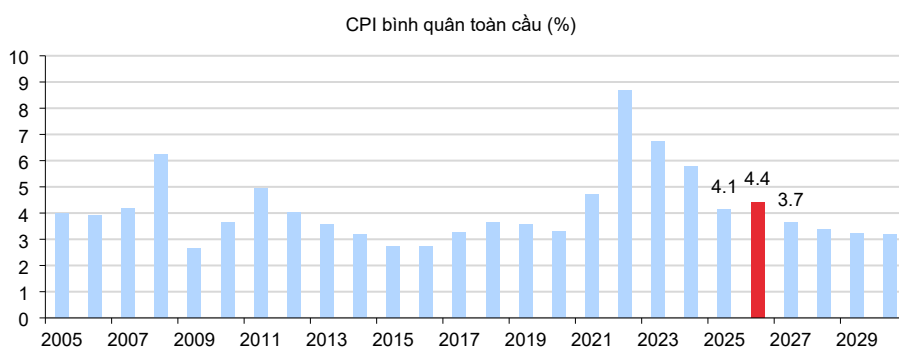
so với đồng tiền của các đối thủ xuất khẩu đã bào mòn khả năng cạnh tranh của khu vực.

IMF đã điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng của Trung Quốc cho năm 2026 lên 4,4% (so với tăng trưởng 5% trong năm 2025), do thuế suất hiện hành của Mỹ đối với hàng hóa Trung Quốc giảm xuống và các biện pháp kích thích bổ sung giúp bù đắp tác động tiêu cực từ cuộc xung đột Trung Đông. Tăng trưởng được dự báo sẽ giảm tốc xuống 4% trong năm 2027 khi các trở ngại mang tính cấu trúc trở nên rõ rệt hơn, bao gồm tình trạng suy thoái kéo dài của lĩnh vực BĐS, lực lượng lao động thu hẹp, lợi suất đầu tư sụt giảm và tăng trưởng năng suất chậm lại.

Lạm phát toàn cầu nhiều khả năng sẽ tăng tốc trở lại, trong đó lạm phát tổng thể tăng từ 4,1% vào năm 2025 lên 4,4% trong năm 2026 trước khi giảm xuống 3,7% vào năm 2027, chủ yếu do giá năng lượng và thực phẩm gia tăng (Biểu đồ 31).

Biểu đồ 31: Lạm phát toàn cầu

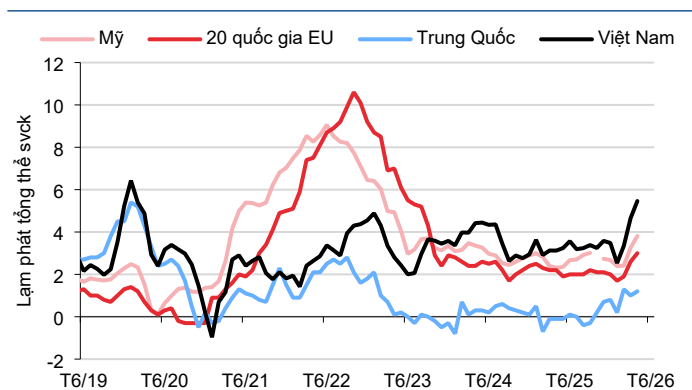
Lạm phát toàn cầu được dự báo sẽ tăng tốc trở lại, với lạm phát tổng thể tăng từ 4,1% trong năm 2025 lên 4,4% vào năm 2026 trước khi giảm xuống 3,7% vào năm 2027



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 32: Lạm phát tổng thể

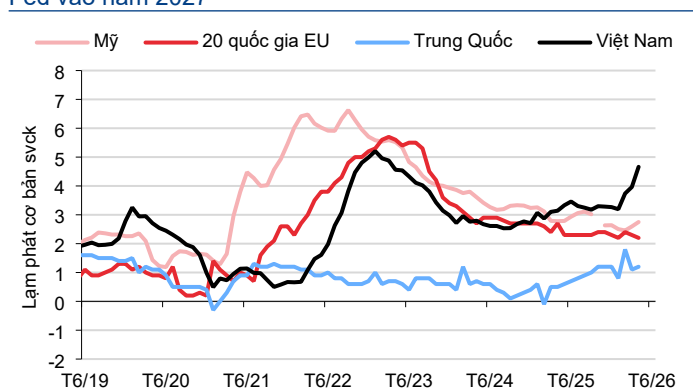
Xu hướng lạm phát ngày càng phân hóa giữa các quốc gia



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 33: Lạm phát cơ bản

Sự cân bằng của thị trường lao động được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện để lạm phát cơ bản tại Mỹ giảm về mức mục tiêu 2% của Fed vào năm 2027



Nguồn: CEIC & HSC

Động lực lạm phát ngày càng phân hóa giữa các quốc gia (Biểu đồ 32-33) khi lạm phát dịch vụ vẫn dai dẳng do phụ thuộc nhiều hơn vào yếu tố trong nước, cũng như do tỷ trọng ngày càng tăng của các yếu tố đặc thù từng quốc gia trong việc giải thích diễn biến lạm phát.

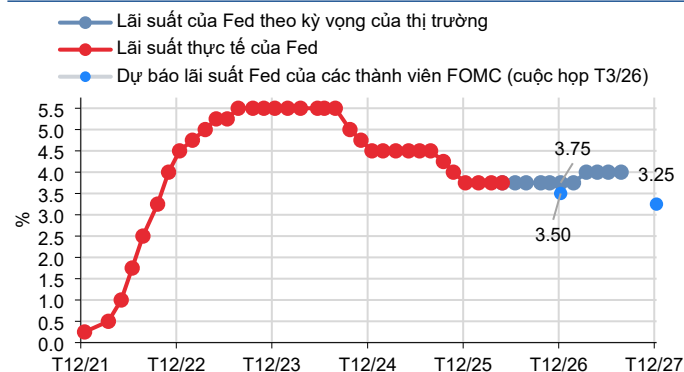
Tại Mỹ, các động lực bao gồm: tác động từ thuế quan tăng lên dần trôi qua, tác động lan tỏa hạn chế từ giá năng lượng tăng và lạm phát dịch vụ hạ nhiệt trong bối cảnh thị trường lao động chung cân bằng, nhiều khả năng sẽ giúp lạm phát cơ bản trở lại mục tiêu 2% của Fed vào năm 2027. Năng suất tăng trưởng mạnh cũng được kỳ vọng sẽ hỗ trợ xu hướng giảm lạm phát từ phía cung.

Chính sách tiền tệ Mỹ đã chuyển sang lập trường lãi suất cao trong thời gian dài, trong đó Fed giữ nguyên lãi suất điều hành không đổi ở mức 3,5-3,75%. Giá năng lượng tăng mạnh do xung đột địa chính trị cùng với lạm phát cơ bản dai dẳng, đã khiến nhiều nhà hoạch định chính sách cân nhắc việc **nâng lãi suất điều hành** thay vì cắt giảm. Trong khi đó, công cụ FedWatch của CME Group hiện đang phản ánh kỳ vọng tăng 25 điểm cơ bản lãi suất điều hành vào đầu năm 2027 và duy trì ở mức đó trong cả năm 2027, trái ngược với **dự báo mới nhất** của các thành viên FOMC, cho rằng lãi suất cơ bản sẽ giảm xuống 3,25% vào cuối năm 2027.

Nếu kịch bản này xảy ra, đồng VND có thể chịu thêm áp lực, khi đồng tiền này vẫn tiếp tục mất giá so với đồng USD dù chỉ số DXY đã suy yếu kể từ đầu năm ngoái.

Biểu đồ 34: Dự báo lãi suất quỹ liên bang

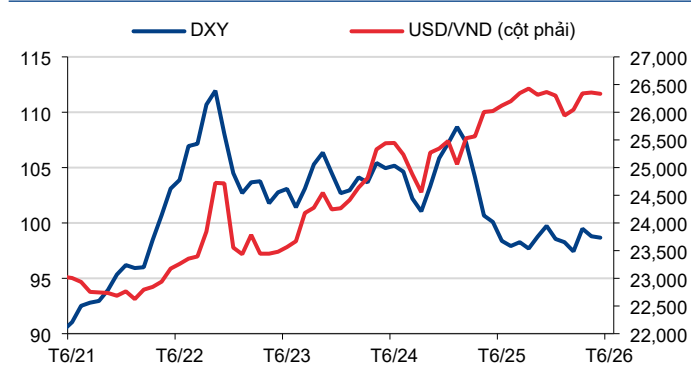
Chính sách tiền tệ của Mỹ đã chuyển sang lập trường "duy trì lãi suất cao trong thời gian dài hơn" khi công cụ FedWatch hiện đang phản ánh kỳ vọng Fed sẽ tăng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản vào năm 2027



Nguồn: CME Group, FOMC & HSC

Biểu đồ 35: Chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY) so với VND

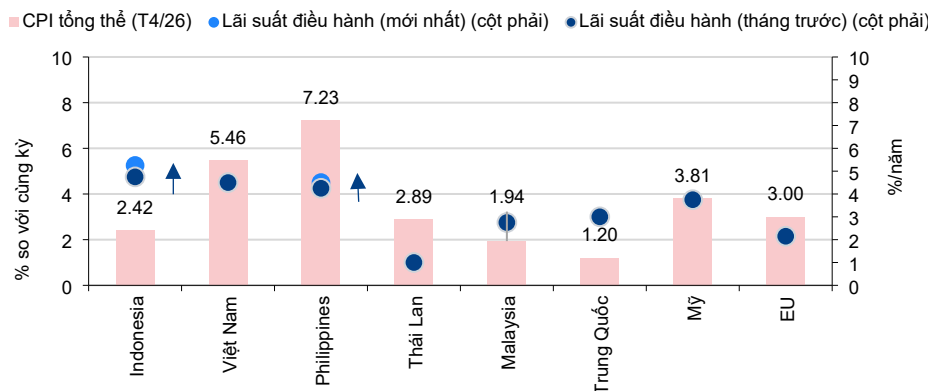
Đồng VND tiếp tục mất giá so với đồng USD bất chấp việc chỉ số Dollar Index suy yếu kể từ đầu năm ngoái



Nguồn: CEIC, Investing.com & HSC

Biểu đồ 36: CPI và lãi suất điều hành tại một số nền kinh tế

Ngày càng nhiều ngân hàng trung ương đã nâng hoặc được kỳ vọng sẽ nâng lãi suất điều hành



Nguồn: CEIC & HSC

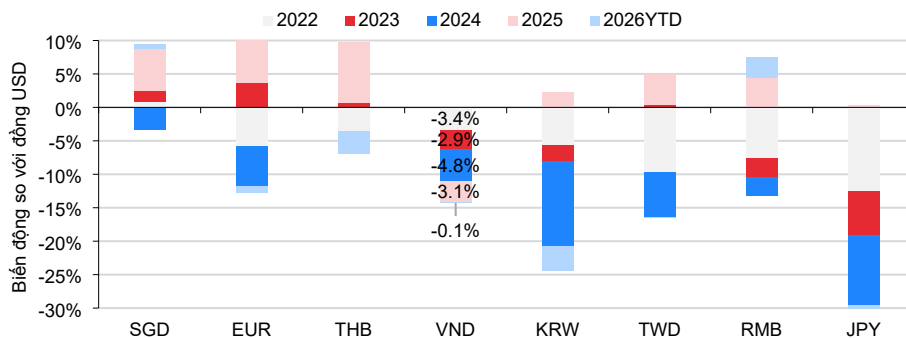
Chính sách tiền tệ phân hóa giữa các nền kinh tế lớn, không chỉ riêng Mỹ, nhiều khả năng sẽ tiếp diễn, trong đó ngày càng nhiều NHTW đã tăng hoặc dự kiến tăng lãi suất điều hành. Tại khu vực Eurozone, lãi suất điều hành dự báo tăng 50 điểm cơ bản so với năm 2026. Tại Đông Nam Á, áp lực lạm phát gia tăng cũng đã thúc đẩy NHTW Philippines và Indonesia tăng lãi suất điều hành.

Việt Nam

Mặc dù kinh tế tiếp tục tăng trưởng mạnh, đồng VND đã liên tục mất giá trong 4 năm qua (Biểu đồ 37), khiến quy mô nền kinh tế tính theo USD nhìn chung tương đương các quốc gia khác trong khu vực, ngoại trừ Indonesia.

Biểu đồ 37: Biến động so với đồng USD của một số đồng tiền thuộc các đối tác thương mại lớn của Việt Nam

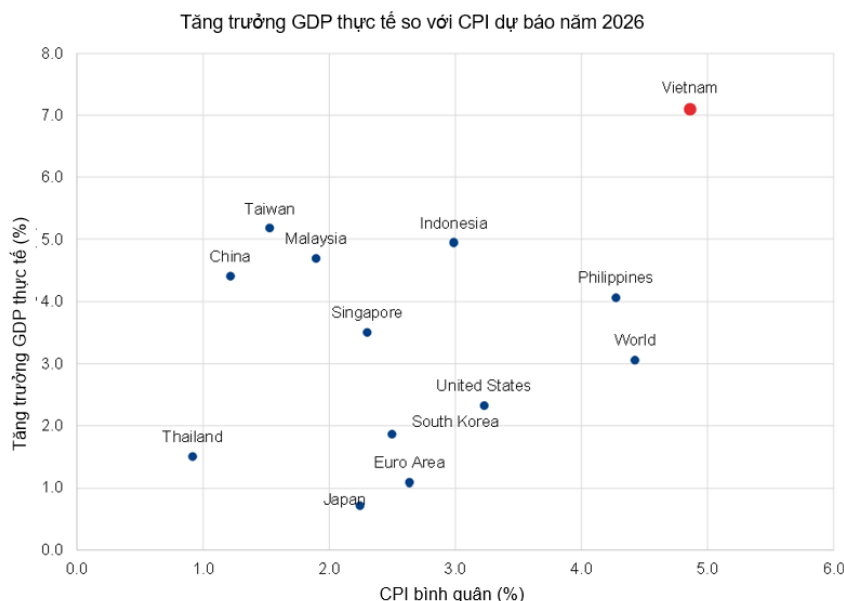
Đồng VND duy trì xu hướng mất giá trong 4 năm qua



Nguồn: CEIC, Investing.com & HSC

Biểu đồ 38: Tăng trưởng GDP thực tế so với CPI dự báo năm 2026

So với các đối tác thương mại lớn, Việt Nam được dự báo tiếp tục là một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất, dù phải đánh đổi bằng việc ghi nhận mức lạm phát cũng thuộc nhóm cao nhất



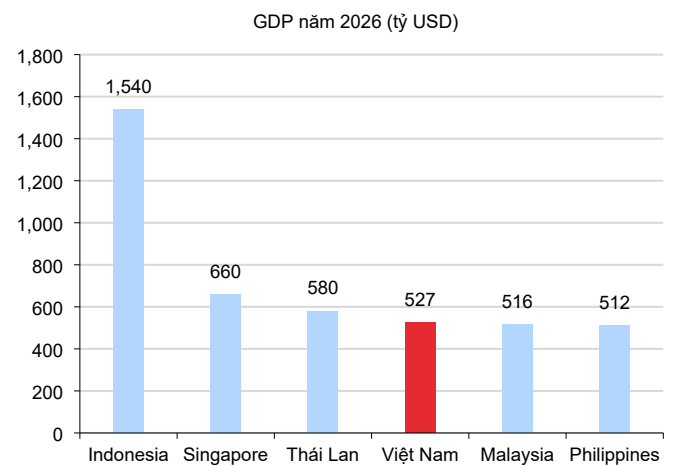
Nguồn: IMF & HSC

Theo IMF, tăng trưởng kinh tế Việt Nam được dự báo hạ nhiệt xuống 7,1% trong năm 2026 từ 8% trong năm 2025, trong khi lạm phát ước tính tăng lên 4,9%, cao hơn [mục tiêu 4,5%](#) của Chính phủ. Điều này phản ánh sự đánh đổi giữa duy trì môi trường lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng và kiềm chế lạm phát. So với kinh tế toàn cầu và các đối tác thương mại chính của Việt Nam, Việt Nam được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh nhất mặc dù phải đánh đổi với việc nằm trong nhóm lạm phát cao nhất (Biểu đồ 38).

Tốc độ tăng trưởng của Việt Nam cũng được dự báo tiếp tục dẫn đầu khu vực trong 5 năm tới (Biểu đồ 40). Nhìn chung, các tổ chức quốc tế dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 2026-2030 thấp hơn đáng kể so với [mục tiêu 10% của Chính phủ](#). Điều này phản ánh những thách thức đã nêu ở trên trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu tiếp tục ở mức thấp.

Biểu đồ 39: Ước tính GDP (năm 2026), các nền kinh tế ASEAN

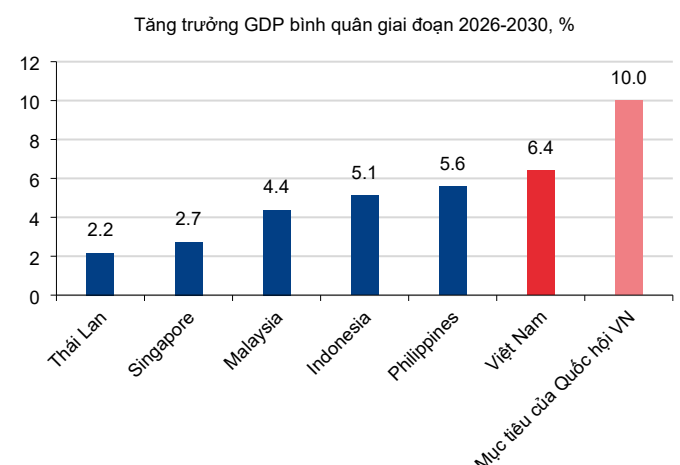
Quy mô nền kinh tế Việt Nam tính theo USD tương đối tương đồng với các quốc gia khác trong khu vực



Nguồn: IMF & HSC

Biểu đồ 40: Tăng trưởng GDP (giai đoạn 2026-30), các nền kinh tế ASEAN

Tăng trưởng GDP của Việt Nam được kỳ vọng sẽ cao nhất khu vực trong 5 năm tới



Nguồn: IMF & HSC

Tuy nhiên, Việt Nam vẫn cam kết với các mục tiêu này, không chỉ cho năm nay mà trong 5 năm tới. Tổng Bí thư kiêm Chủ tịch nước Tô Lâm [chia sẻ với Reuters](#) rằng đội ngũ lãnh đạo quốc gia nhận thức đầy đủ các mục tiêu tăng trưởng là "tham vọng và đầy thách thức", nhưng quyết tâm thực hiện, với khoa học, công nghệ và chuyển đổi số là các động lực tăng trưởng then chốt.

Bảng 41: Một số chỉ tiêu giai đoạn 2026-2030 phục vụ mục tiêu tăng trưởng “hai chữ số” của Việt Nam

Mục tiêu tăng trưởng được đánh giá là “tham vọng và đầy thách thức”, song Chính phủ quyết tâm thực hiện, với khoa học công nghệ và chuyển đổi số đóng vai trò là các động lực tăng trưởng chủ chốt

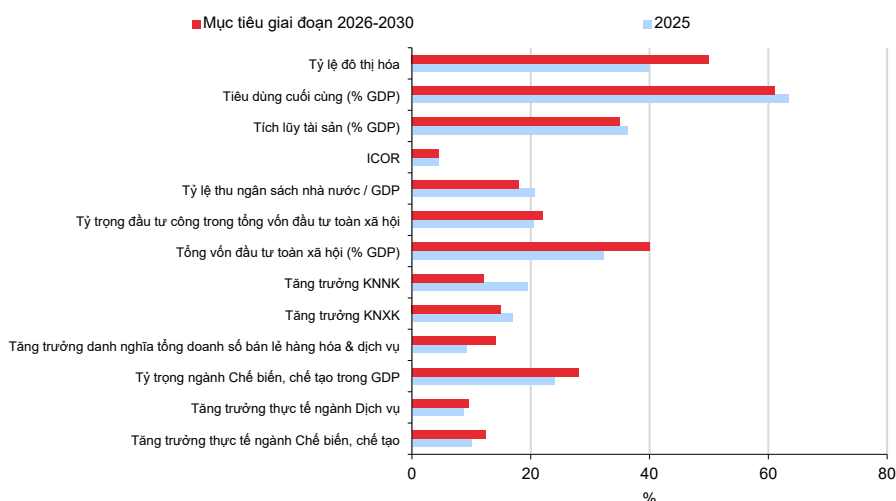
STT	Chỉ tiêu	Mục tiêu giai đoạn 2026-30
1	Tăng trưởng GDP bình quân hàng năm (%)	>10.0
	Tăng trưởng bình quân ngành Nông, Lâm, Thủy sản (%)	3.6
	Tăng trưởng bình quân ngành Công nghiệp & Xây dựng (%)	12.3
	Trong đó: Tăng trưởng bình quân ngành Chế biến, Chế tạo (%)	12.4
	Tăng trưởng bình quân ngành Dịch vụ (%)	9.5
2	GDP bình quân đầu người đến năm 2030 (USD)	8,500
6	Tỷ trọng ngành Chế biến, Chế tạo trong GDP đến năm 2030 (%)	28
8	Tăng trưởng bình quân tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (%)	14 - 15
9	Tăng trưởng KNXK hàng hóa (%)	15 - 16
10	Tăng trưởng KNNK hàng hóa (%)	12 - 13
11	Tăng trưởng bình quân doanh số thương mại điện tử (%)	23 - 25
13	Lượng khách du lịch quốc tế đến năm 2030 (triệu lượt khách)	45 - 50
16	Tổng vốn đầu tư toàn xã hội bình quân (% GDP)	40
17	Tỷ trọng đầu tư công trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội (%)	20 - 22
18	Tỷ lệ thu ngân sách nhà nước / GDP (%)	18
19	Tỷ lệ thâm hụt ngân sách nhà nước / GDP (%)	5
20	Hệ số ICOR	4.5 - 4.8
21	Đóng góp của năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP) vào tăng trưởng (%)	>55
23	Chi phí logistics / GDP đến năm 2030 (%)	12 - 15
24	Tích lũy tài sản / GDP (%)	35 - 36
25	Tiêu dùng cuối cùng / GDP (%)	61 - 62
26	Tỷ trọng kinh tế số trong GDP đến năm 2030 (%)	30
27	Tỷ trọng kinh tế xanh trong GDP đến năm 2030 (%)	10
29	Tăng trưởng bình quân điện thương phẩm (%)	11 - 12
30	Tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng cung năng lượng sơ cấp đến năm 2030 (%)	26.1
31	Số lượng doanh nghiệp đang hoạt động trong nền kinh tế đến năm 2030 (triệu doanh nghiệp)	2
32	Số lượng doanh nghiệp lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu đến năm 2030	20
33	Số lượng Đặc khu kinh tế (SEZ) đến năm 2030	3
34	Số lượng Khu thương mại tự do (FTZ) đến năm 2030	5
35	Tổng chiều dài đường cao tốc hoàn thành (km)	1,655
36	Chiều dài đường sắt (km)	645
	Trong đó: Chiều dài đường sắt đô thị (km)	200
37	Tỷ lệ đô thị hóa (%)	>50

Nguồn: Nghị quyết số 25/2026/QH16 & HSC

Chúng tôi cho rằng vẫn còn một số lĩnh vực cần tiếp tục cải thiện, bao gồm nâng cao tỷ lệ tổng đầu tư xã hội trên GDP, hỗ trợ tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ, nâng cao đóng góp của ngành sản xuất vào GDP và đẩy mạnh tăng trưởng thực ở cả lĩnh vực sản xuất và dịch vụ (Biểu đồ 42).

Biểu đồ 42: So sánh các chỉ tiêu giai đoạn 2026-2030 với năm 2025, Việt Nam

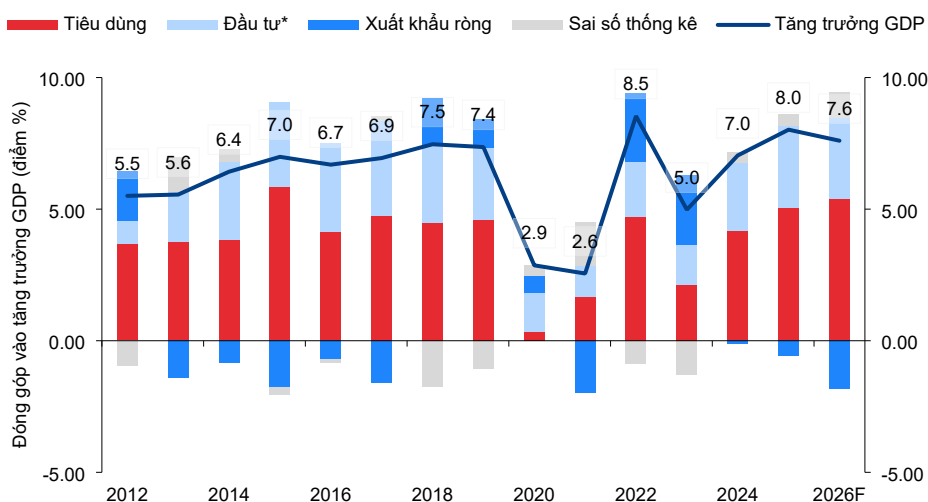
Để đạt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số, Việt Nam cần cải thiện mạnh hơn nữa về đầu tư, doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ, cũng như tăng trưởng thực tế của ngành chế biến - chế tạo và dịch vụ



Nguồn: Nghị quyết số 25/2026/QH16, Cục Thống kê & HSC

Biểu đồ 43: Dự báo GDP, Việt Nam

Tăng trưởng GDP thực tế được kỳ vọng sẽ giảm nhẹ xuống 7,6% trong năm 2026 (so với mức 8% năm 2025)



Nguồn: Cục Thống kê & HSC

Dự báo của chúng tôi

HSC giữ nguyên dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam ở mức 7,6% cho năm 2026 (Biểu đồ 19) và 8% cho năm 2027 (Mời xem [báo cáo của chúng tôi "Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026-2027: Những động lực mới"](#)). Trong khi đó, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với GDP tăng trưởng 8%.

Mặc dù cán cân thương mại thâm hụt 13,8 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm 2026, gây áp lực lên tăng trưởng GDP từ phía cầu, hoạt động thương mại vẫn tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, từ đó chúng tôi nâng [dự báo thương mại](#). Trong khi đó, doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ cũng tăng tốc vượt dự báo trước đó của chúng tôi. Trong 5 tháng đầu năm 2026, doanh số bán lẻ **tăng 11,2% so với cùng kỳ**, so với tăng 9,7% so với cùng kỳ trong 5 tháng đầu năm 2025 và cao hơn dự báo cả năm của chúng tôi (tăng trưởng 11%). Do đó, chúng tôi tăng 1 điểm phần trăm dự báo tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ lên lần lượt 12% và 13% cho năm 2026-2027.

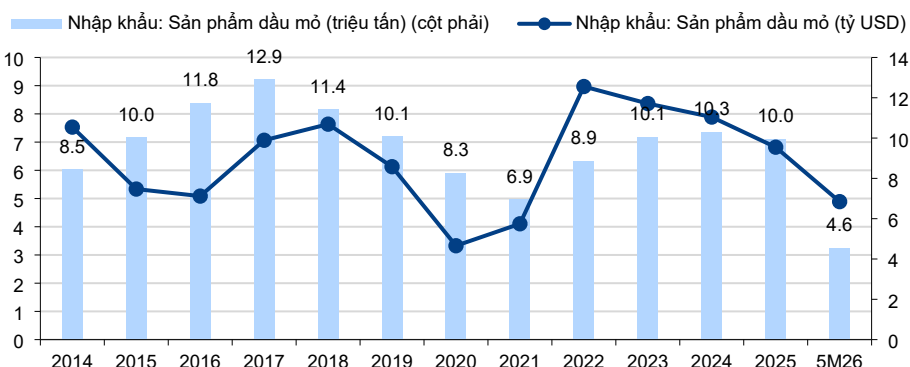
Một phần của sự cải thiện phản ánh việc nâng ngưỡng doanh thu miễn thuế hàng năm cho hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh từ 500 triệu đồng lên **1 tỷ VND**, có hiệu lực từ ngày 1/1/2026. Ngoài ra, Chính phủ đã gia hạn giảm thuế bảo vệ môi trường, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế GTGT và thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm xăng dầu đến **ngày 30/6/2026**, đồng thời tạm ứng **8.000 tỷ đồng** từ ngân sách Nhà nước bổ sung vào Quỹ bình ổn giá xăng dầu với thời hạn hoàn trả 12 tháng.

Các biện pháp này có thể hỗ trợ nhu cầu nhiên liệu, mặc dù dự trữ xăng dầu của Việt Nam tương đối hạn chế, **khoảng 32 ngày**. Chúng tôi ước tính Việt Nam tiêu thụ khoảng 550.000 thùng dầu/ngày với khoảng 74% phụ thuộc trực tiếp hoặc gián tiếp vào nguồn cung nhập khẩu. Trong đó khoảng 200.000 thùng/ngày nhập khẩu thành phẩm xăng dầu (Biểu đồ 20) và 200.000 thùng/ngày sản lượng từ Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, hoàn toàn phụ thuộc vào dầu thô nhập khẩu từ Trung Đông và do đó chịu tác động trực tiếp từ gián đoạn tại eo biển Hormuz. Trong khi đó, 150.000 thùng/ngày còn lại được cung cấp bởi Nhà máy lọc dầu Bình Sơn, chủ yếu chế biến từ dầu thô khai thác trong nước.

Đáng khích lệ, một siêu tàu chở dầu thô hướng đến Việt Nam với 2 triệu thùng dầu đã **vượt thành công eo biển Hormuz** và tiếp tục hành trình sau khi được cơ quan chức năng Mỹ cấp phép. Điều này có thể tạo tiền lệ cho các chuyến hàng tiếp theo đến Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, giúp bảo đảm nguồn cung nhiên liệu cho thị trường trong nước trong những tháng tới. Việc chuyển đổi sang nhiên liệu sinh học E10 từ **ngày 1/6/2026**, cũng sẽ giúp giảm đáng kể sự phụ thuộc vào **nhiên liệu nhập khẩu**, đồng thời đóng góp vào an ninh năng lượng cao hơn và nguồn cung năng lượng quốc gia ổn định hơn.

Biểu đồ 44: Nhập khẩu sản phẩm dầu mỏ, Việt Nam

Việt Nam nhập khẩu khoảng 200.000 thùng sản phẩm dầu mỏ mỗi ngày



Nguồn: Cục Thống kê, HSC

Bảng 45: Dự báo GDP theo quý, Việt Nam

Động lực tăng trưởng được dự báo chủ yếu đến từ sự phục hồi của doanh số bán lẻ và đầu tư công ở mức cao kỷ lục, dù một phần có thể bị bù trừ bởi áp lực từ cán cân thương mại

So với cùng kỳ	CPI	Doanh số bán lẻ	Giá trị sản xuất công nghiệp	KNXK	KNNK	Đầu tư công	GDP thực tế
Q2/25	3.3	9.0	9.1	18.3	19.1	26.9	8.2
Q3/25	3.3	10.0	9.6	18.8	20.4	34.4	8.3
Q4/25	3.3	11.3	10.6	19.7	20.7	33.5	8.5
Q1/26	3.5	11.5	9.0	18.6	27.2	13.7	7.8
Q2/26F	5.4	10.0	8.3	16.7	22.5	22.4	6.9
Q3/26F	5.0	12.3	7.7	12.5	15.6	25.0	7.1
Q4/26F	5.0	13.5	9.3	10.8	13.1	48.2	8.6
Q1/27F	4.5	11.3	6.3	5.1	5.3	12.4	6.8
Q2/27F	3.6	12.2	10.0	12.2	11.9	13.3	8.2
Q3/27F	4.3	13.7	10.3	13.3	12.0	11.7	8.3
Q4/27F	4.4	14.5	9.0	9.8	9.7	27.3	8.5

Nguồn: Cục Thống kê & HSC

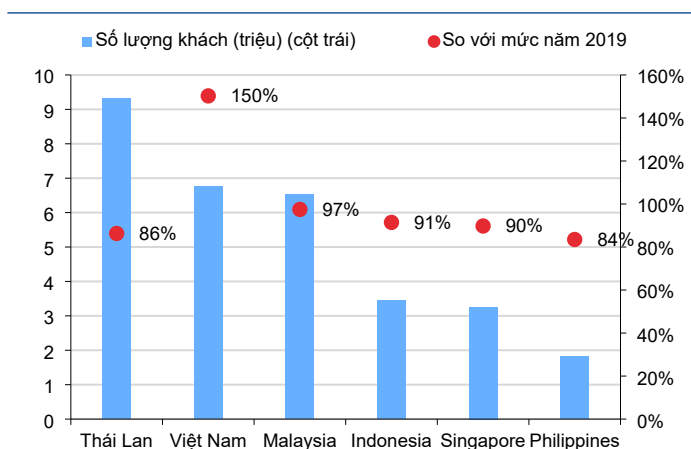
Trong Biểu đồ 45, chúng tôi tóm tắt dự báo tăng trưởng GDP theo quý, các động lực tăng trưởng chính và triển vọng lạm phát. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát đạt đỉnh vào

Q2/2026 và duy trì ở mức tương đối cao trong nửa sau của năm, nâng lạm phát bình quân lên **4,7% trong năm 2026**, cao hơn mục tiêu 4,5% của Chính phủ, trước khi hạ nhiệt xuống 4,2% vào năm 2027. Những thách thức nêu trên xuất hiện trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu vẫn còn kém tích cực.

Ngành du lịch tiếp tục phục hồi cũng là động lực chính của tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hóa & dịch vụ. Việt Nam đặt mục tiêu đón **25 triệu lượt khách quốc tế trong năm 2026**, tăng trưởng 18%, trong đó doanh thu du lịch dự kiến đóng góp khoảng 8% GDP theo ước tính của Chính phủ. Lũy kế, số lượng du khách quốc tế đến Việt Nam đạt 10,6 triệu lượt trong 5 tháng đầu năm 2026, tăng 14,9% so với cùng kỳ và tương đương 145% trước đại dịch (2019). Đây là mức phục hồi mạnh nhất khu vực khi hầu hết các nền kinh tế láng giềng vẫn chưa hồi phục trở lại mức trước đại dịch. Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu thu hút 45-50 triệu lượt khách quốc tế mỗi năm vào năm 2030. Mời xem Biểu đồ 46-47.

Biểu đồ 46: Số lượng khách du lịch quốc tế trong Q1/2026, các quốc gia ASEAN

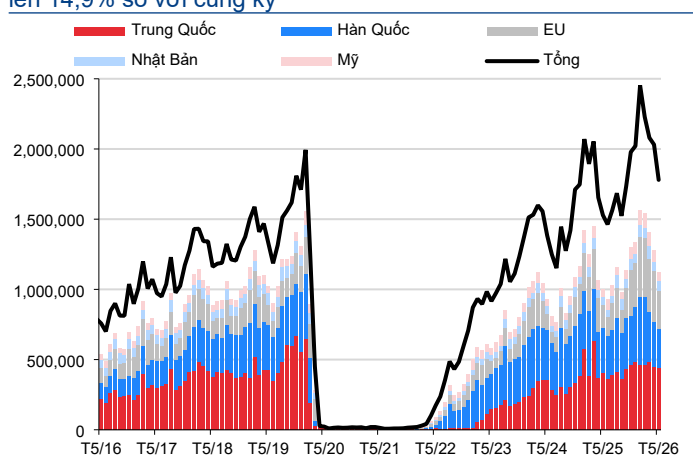
Việt Nam ghi nhận mức phục hồi mạnh nhất trong khu vực



Nguồn: CEIC & HSC

Biểu đồ 47: Số lượng khách du lịch quốc tế hàng tháng, một số quốc gia

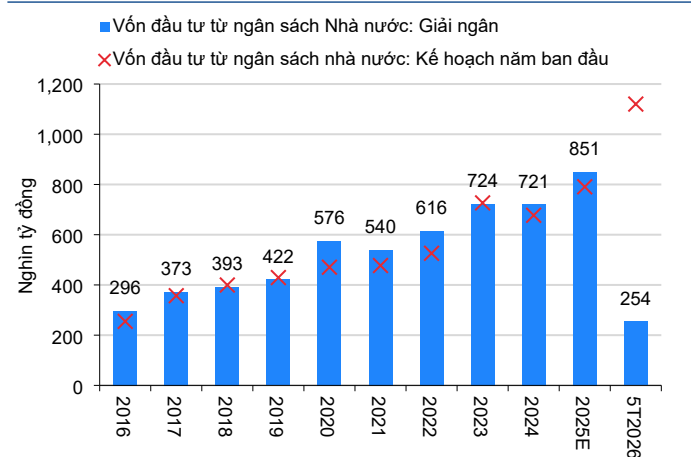
Số lượng khách du lịch quốc tế trong tháng 5 tăng 16,5% so với cùng kỳ, từ đó đưa mức tăng trưởng lũy kế 5 tháng đầu năm 2026 lên 14,9% so với cùng kỳ



Nguồn: Cục Thống kê, HSC

Biểu đồ 48: Giải ngân đầu tư công, Việt Nam

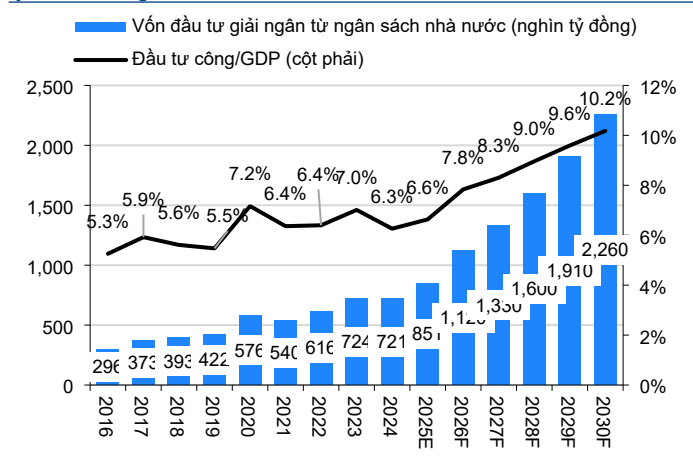
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách nhà nước năm tháng đầu năm đạt 24% kế hoạch của năm



Nguồn: Bộ Tài chính & HSC

Biểu đồ 49: Tỷ trọng đầu tư công trên GDP, Việt Nam

Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công trung hạn trị giá 315 tỷ USD cho giai đoạn 2026-2030



Nguồn: Bộ Tài chính & HSC

Trong những năm gần đây, đầu tư công trở thành trụ cột quan trọng trong tăng trưởng kinh tế Việt Nam, hỗ trợ phát triển hạ tầng và đẩy nhanh đô thị hóa. Trong bối cảnh môi trường bên ngoài đầy thách thức và bất ổn, Chính phủ vẫn cam kết đưa đầu tư công trở thành là động lực tăng trưởng ngược chu kỳ với mục tiêu nâng tỷ lệ tổng đầu tư xã hội trên GDP từ 32,3% năm 2025 lên 40% vào năm 2030. Dựa trên cam kết

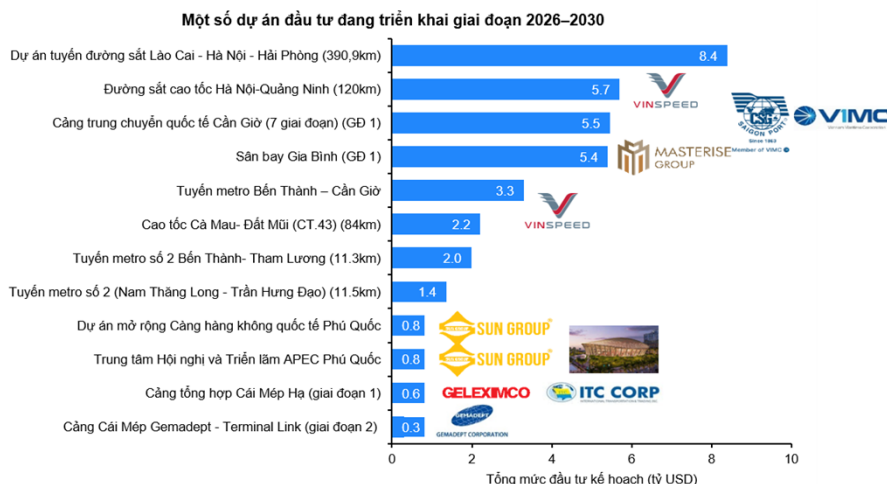
này, Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch đầu tư công trung hạn **315 tỷ USD cho giai đoạn 2026-2030**, tương đương 2,7 lần mức giải ngân ước tính trong giai đoạn 5 năm trước. Tính riêng năm 2026, kế hoạch chi tiêu công ước tính đạt 1.120 nghìn tỷ đồng theo **Quyết định số 4035** của Bộ Tài chính, tăng trưởng hơn 30% so với mức giải ngân ước tính năm 2025.

Sau nhiều năm không hoạt động, mô hình BT của Việt Nam đang dần phục hồi theo khuôn khổ pháp lý được đổi mới. Bộ Luật số **57/2024** đã tái lập các dự án BT, tiếp theo là **Nghị định 257/2025** và **Nghị định 312/2026**, làm rõ cơ chế triển khai và thanh toán, trong khi **Nghị quyết 16/2026** tiếp tục giải quyết các điểm nghẽn tồn đọng. Khung này cho phép các chủ đầu tư tư nhân tài trợ và xây dựng cơ sở hạ tầng công cộng để đổi lấy quyền sử dụng đất hoặc các tài sản công khác, giúp huy động thêm nguồn vốn ngoài ngân sách Nhà nước.

Chúng tôi tóm tắt các dự án hạ tầng lớn đang được triển khai tại Việt Nam với tổng giá trị khoảng 100 tỷ USD trong Biểu đồ 50. Các dự án này cũng phản ánh sự tham gia ngày càng lớn của các doanh nghiệp phát triển tư nhân, bao gồm VinSpeed, Masterise và Sun Group, vào chương trình phát triển hạ tầng của đất nước. Đáng chú ý, bằng cách sử dụng mô hình BT để đẩy nhanh phát triển hạ tầng và thu hút nguồn lực tư nhân, Việt Nam có thể nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và hạn chế sự gia tăng của ICOR khi tỷ lệ đầu tư tăng lên trong những năm tới (Biểu đồ 51).

Biểu đồ 50: Một số dự án đầu tư hạ tầng trọng điểm đang triển khai giai đoạn 2026-2030, Việt Nam

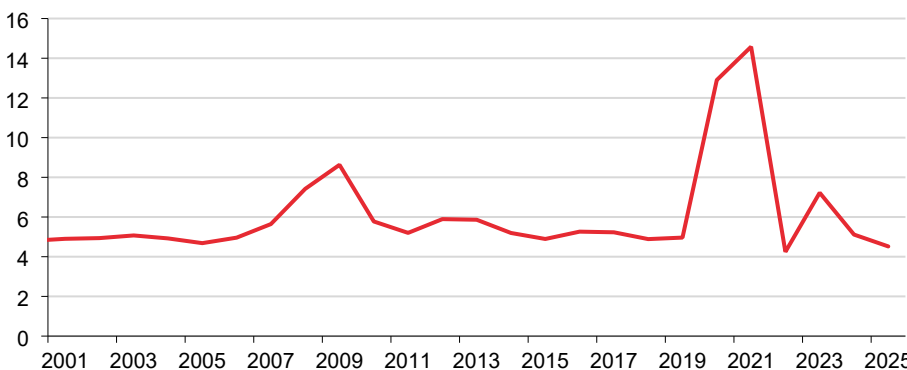
Khu vực tư nhân ngày càng tham gia sâu rộng vào phát triển hạ tầng quốc gia, với sự góp mặt của các doanh nghiệp phát triển BĐS như VinSpeed, Masterise Group và Sun Group



Nguồn: HSC

Biểu đồ 51: Hệ số ICOR, Việt Nam

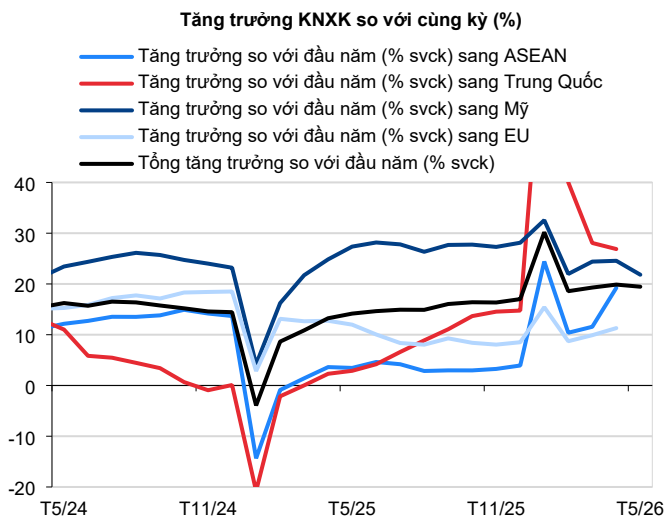
ICOR phản ánh lượng vốn đầu tư cần thiết để nền kinh tế tạo ra thêm một đơn vị tăng trưởng GDP



Ghi chú: Hệ số ICOR được tính bằng tỷ lệ tổng tích lũy tài sản cố định / GDP chia cho tốc độ tăng trưởng GDP thực tế.
 Nguồn: HSC

Biểu đồ 52: Tăng trưởng KNXK theo các thị trường trọng điểm, Việt Nam

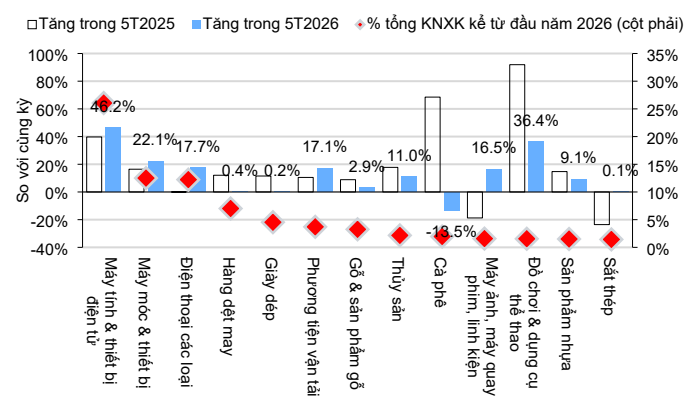
Trong 5 tháng đầu năm 2026, KNXK tăng 19,5% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ xuất khẩu sang Mỹ tăng 21,8% so với cùng kỳ



Nguồn: Cục Thống kê & HSC

Biểu đồ 53: Tăng trưởng KNXK theo các mặt hàng chủ chốt, Việt Nam

Các nhóm hàng đóng góp chính vào tăng trưởng KNXK gồm máy tính và sản phẩm điện tử, điện thoại và máy móc



Nguồn: Cục Thống kê & HSC

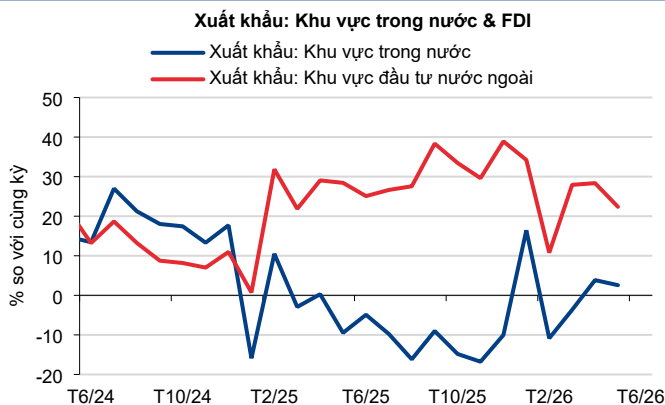
Đối với thương mại, KNXK tăng 19,5% so với cùng kỳ trong 5 tháng đầu năm 2026 nhờ nhu cầu mạnh từ Mỹ (KNXK tăng 21,8% so với cùng kỳ, chiếm 32% tổng KNXK). Trong đó, các động lực tăng trưởng chính tiếp tục là máy tính & sản phẩm điện tử, điện thoại các loại và máy móc, đóng góp tổng cộng khoảng một nửa tổng KNXK của Việt Nam.

Cơ cấu tăng trưởng xuất khẩu không đều cho thấy các ngành thâm dụng lao động như dệt may, giày dép và đồ nội thất, chủ yếu do doanh nghiệp trong nước áp đảo, tiếp tục đối mặt với thách thức. Tăng trưởng KNXK chủ yếu được dẫn dắt bởi các doanh nghiệp sản xuất FDI trong lĩnh vực điện tử và máy móc, hưởng lợi từ nhu cầu toàn cầu tăng mạnh đối với các sản phẩm liên quan đến AI. Trong 5 tháng đầu năm 2026, KNXK của khu vực trong nước chỉ tăng 2,5% so với cùng kỳ, chiếm 20% tổng KNXK, trong khi khu vực FDI (bao gồm dầu thô) mở rộng 24,7% so với cùng kỳ đạt 172,16 tỷ USD, chiếm 80% tổng KNXK.

Bức tranh thương mại cũng kém tích cực hơn khi cán cân thương mại thâm hụt mạnh 13,8 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm. Việt Nam đã ghi nhận tháng thâm hụt thương mại thứ 6 liên tiếp, phản ánh KNNK máy tính & linh kiện điện tử cũng như dầu & các sản phẩm dầu mỏ tăng cao.

Biểu đồ 54: Xuất khẩu của khu vực FDI và khu vực trong nước, Việt Nam

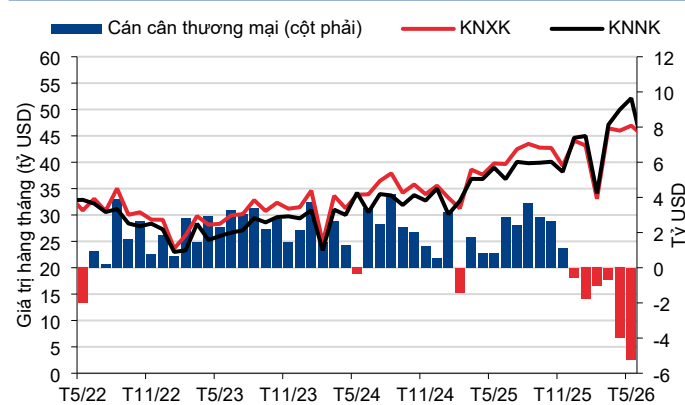
Đà tăng trưởng xuất khẩu chủ yếu được dẫn dắt bởi các doanh nghiệp sản xuất FDI trong ngành điện tử và máy móc



Nguồn: Cục Thống kê & HSC

Biểu đồ 55: Cán cân thương mại, Việt Nam

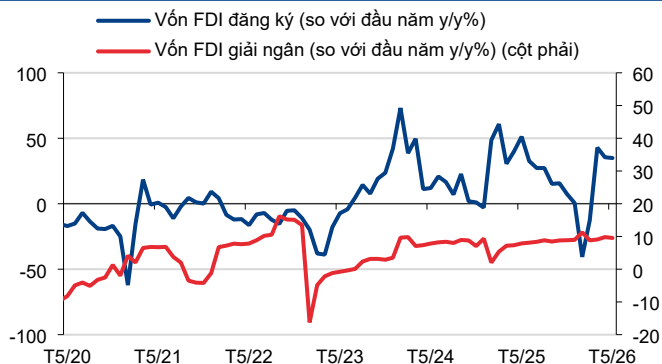
Bức tranh thương mại cũng kém tích cực hơn khi thâm hụt thương mại tăng mạnh lên 13,8 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm



Nguồn: Cục Thống kê & HSC

Biểu đồ 56: Vốn FDI đăng ký so với FDI giải ngân, Việt Nam

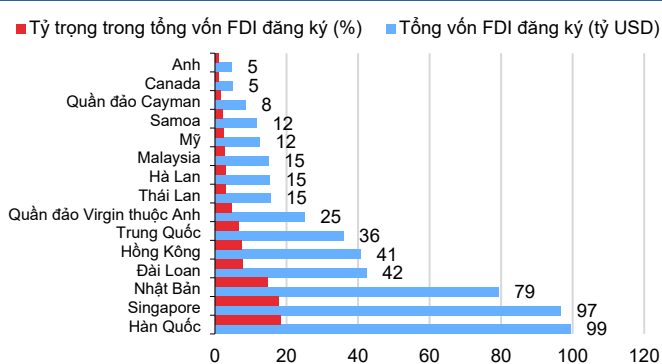
Vốn FDI giải ngân đạt mức kỷ lục 9,75 tỷ USD, tăng 9,6% so với cùng kỳ, trong khi vốn FDI đăng ký tăng 34,9% so với cùng kỳ lên 24,8 tỷ USD, cũng là mức cao kỷ lục



Nguồn: Cục Thống kê & HSC

Biểu đồ 57: Vốn FDI đăng ký, các nền kinh tế chính

Hàn Quốc tiếp tục là nguồn vốn FDI đăng ký lớn nhất, theo sau là Singapore, Nhật Bản, Đài Loan, Hồng Kông và Trung Quốc



Nguồn: Cục Thống kê & HSC

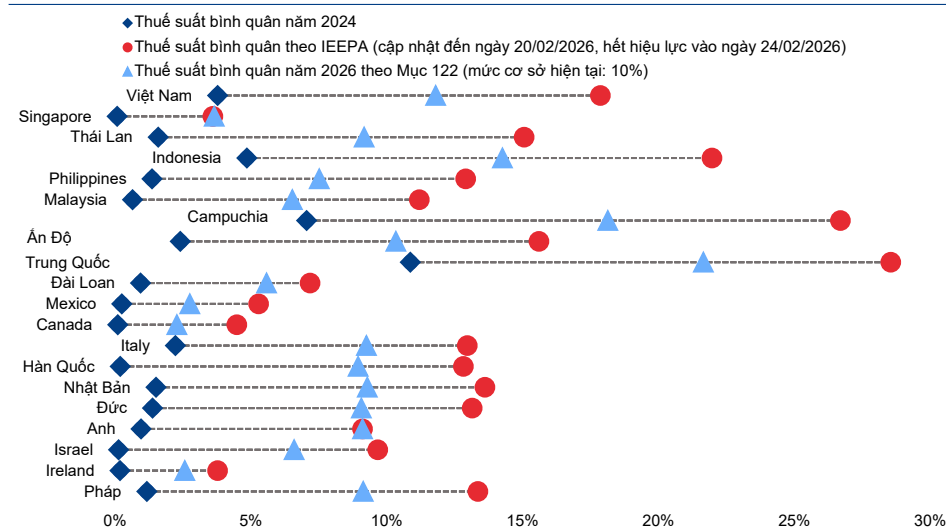
Tuy nhiên, Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng đang diễn ra và chính sách tập trung thu hút các khoản đầu tư quy mô lớn, công nghệ cao và tuân thủ ESG. Do chính sách thuế quan Mỹ cho đến nay chỉ có tác động hạn chế đối với các sản phẩm công nghệ và điện tử, các NĐT nước ngoài vẫn tiếp tục mở rộng tại Việt Nam. Trong 5 tháng đầu năm 2026, FDI thực hiện đạt mức cao kỷ lục 9,75 tỷ USD, tăng 9,6% so với cùng kỳ, trong khi FDI đăng ký tăng 34,9% so với cùng kỳ lên 24,8 tỷ USD, cũng là mức cao kỷ lục cho giai đoạn này. Hàn Quốc tiếp tục là nguồn FDI đăng ký lớn nhất, tiếp theo là Singapore, Nhật Bản, Đài Loan, Hồng Kông và Trung Quốc. Lũy kế, FDI đăng ký hiện đã vượt 540 tỷ USD, tương đương ước tính GDP của Việt Nam năm 2026.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo FDI thực hiện và đăng ký **tăng trưởng lần lượt 8,6% và 6,2% trong năm 2026**, sau khi tăng trưởng lần lượt 9% và 0,5% trong năm 2025.

Mặc dù thuế quan có vẻ không còn là mối quan tâm chính của các nhà đầu tư, chúng tôi dự báo **tăng trưởng KNXX và KNNK đạt khoảng 10% trong năm 2027**, phản ánh quan điểm thận trọng rằng Việt Nam có thể phải đối mặt với mức thuế suất cao hơn từ Mỹ theo Mục 301 so với các biện pháp hiện tại theo Mục 122. Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại lớn thứ hai với Mỹ trong Q1/2026, chỉ sau Đài Loan.

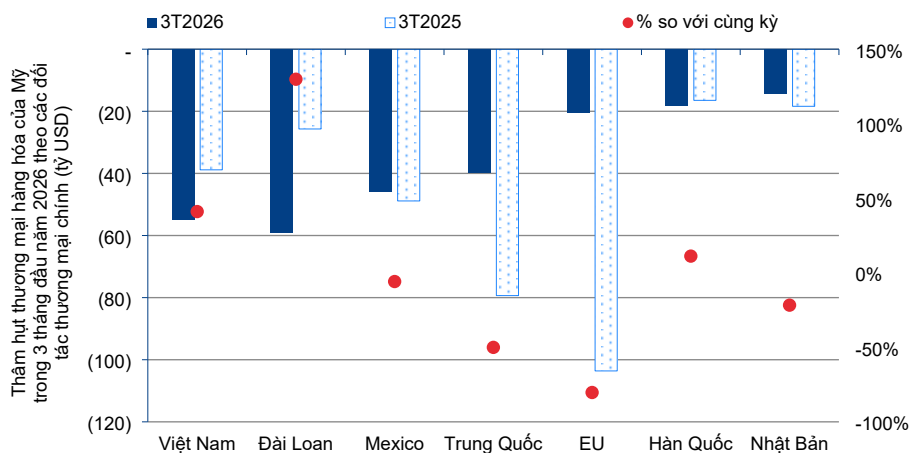
Biểu đồ 58: Thuế suất bình quân của Mỹ đối với một số quốc gia

Thuế quan theo Mục 122 nhìn chung thấp hơn đáng kể so với thuế đối ứng được áp dụng theo IEEPA



Nguồn: Nhà trắng, USTR & HSC

Biểu đồ 59: Cán cân thương mại hàng hóa của Mỹ theo các đối tác thương mại chính
 Tính đến tháng 3, Việt Nam đã trở thành quốc gia đóng góp thâm hụt thương mại lớn thứ hai của Hoa Kỳ (54,8 tỷ USD, tăng 41,1% so với cùng kỳ), từ đó làm gia tăng rủi ro Mỹ sẽ áp dụng các biện pháp thuế quan theo Mục 301



Nguồn: BEA, HSC

Mỹ đã khởi động [cuộc điều tra thương mại thứ ba](#) đối với Việt Nam, tập trung vào các hoạt động bảo hộ và thực hiện quyền sở hữu trí tuệ và tác động đến thương mại Mỹ. Cuộc điều tra này có thể mở đường cho việc bổ sung thêm thuế suất đối với hàng hóa xuất khẩu Việt Nam. Đại diện Thương mại Mỹ, ông Jamieson Greer dự kiến sẽ tham vấn Tổng thống Donald Trump nếu cần thêm biện pháp. Việt Nam đang chịu hai cuộc điều tra riêng biệt theo Mục 301 liên quan đến những cáo buộc về năng lực sản xuất dư thừa và lao động cưỡng bức.

Sau những thách thức pháp lý đối với chính sách thuế quan theo IEEPA và các biện pháp theo Mục 122 có thể hết hiệu lực nếu Quốc hội không gia hạn, chính quyền Tổng thống Trump đang đối mặt với ngày càng ít lựa chọn pháp lý để áp dụng chính sách thuế quan mới (Bảng 60). Nếu Việt Nam phải chịu thuế quan theo Mục 301, các ngành thâm dụng lao động như dệt may và đồ nội thất có thể đặc biệt dễ bị tổn thương do đây là các sản phẩm của Trung Quốc bị nhắm tới nhiều nhất trước đó trong các hành động thương mại của chính quyền Tổng thống Trump trong nhiệm kỳ đầu tiên (Biểu đồ 61).

Bảng 60: Các cơ sở pháp lý thay thế để Mỹ áp dụng thuế quan

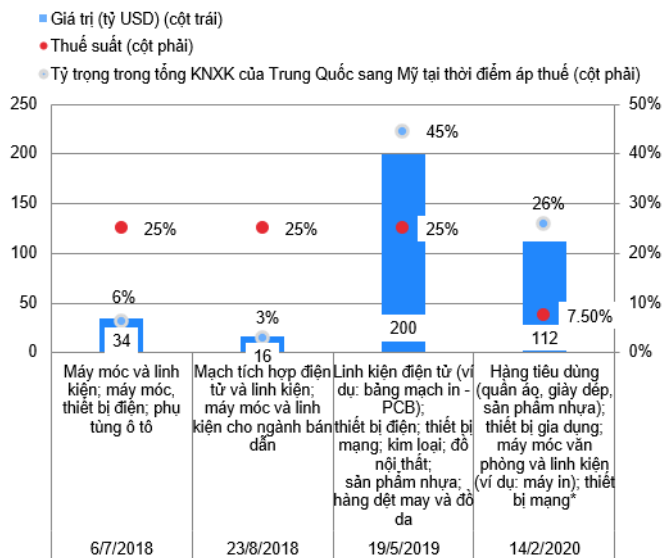
Mỹ đã khởi động cuộc điều tra thương mại thứ ba đối với Việt Nam theo Mục 301

Cơ sở pháp lý thay thế	Ưu điểm	Nhược điểm
Mục 301 của Đạo luật Thương mại năm 1974	Mỹ đã sử dụng Mục 301 như một công cụ để xử lý các quốc gia bị cho là áp dụng các thông lệ thương mại "không hợp lý" hoặc "mang tính phân biệt đối xử". Trong nhiệm kỳ đầu tiên, Tổng thống Trump đã sử dụng mạnh mẽ thẩm quyền này đối với Trung Quốc.	Để viện dẫn thẩm quyền áp thuế theo Mục 232, Chính quyền Mỹ trước hết phải tiến hành một cuộc điều tra an ninh quốc gia do Bộ Thương mại chủ trì. Quy trình này thường bao gồm tham vấn công khai và có thể kéo dài vài tháng.
Mục 122 của Đạo luật Thương mại năm 1974	Chính quyền Mỹ có thể áp thuế lên tới 15% trong thời gian tối đa 150 ngày mà không cần thực hiện điều tra sơ bộ.	Tuy nhiên, thẩm quyền này chỉ mang tính tạm thời và sẽ tự động hết hiệu lực sau 150 ngày, trừ khi được Quốc hội phê chuẩn gia hạn.
Mục 232 của Đạo luật Thương mại năm 1962	Trong cả hai nhiệm kỳ, Tổng thống Trump đã tận dụng mạnh mẽ Mục 232 để áp thuế lên hàng nhập khẩu bị coi là mối đe dọa an ninh quốc gia, bao gồm thép, nhôm, ô tô và phụ tùng, đồng, gỗ xẻ, và găng tay là tu bếp, tủ phòng tắm và đồ nội thất bọc vải.	Để viện dẫn thẩm quyền thuế quan theo Mục 232, chính quyền phải tiến hành điều tra và tổ chức điều trần công khai trước.
Mục 338 của Đạo luật Thương mại năm 1930	Theo Mục 338, Tổng thống có thể áp thuế lên đến 50% đối với hàng nhập khẩu từ các quốc gia phân biệt đối xử với các doanh nghiệp Mỹ, không cần điều tra và không giới hạn thời hạn áp dụng.	Thẩm quyền theo Mục 338 chưa từng được thực thi để áp thuế.

Nguồn: HSC

Biểu đồ 61: Các mức thuế đã được Mỹ áp dụng trước đó đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc

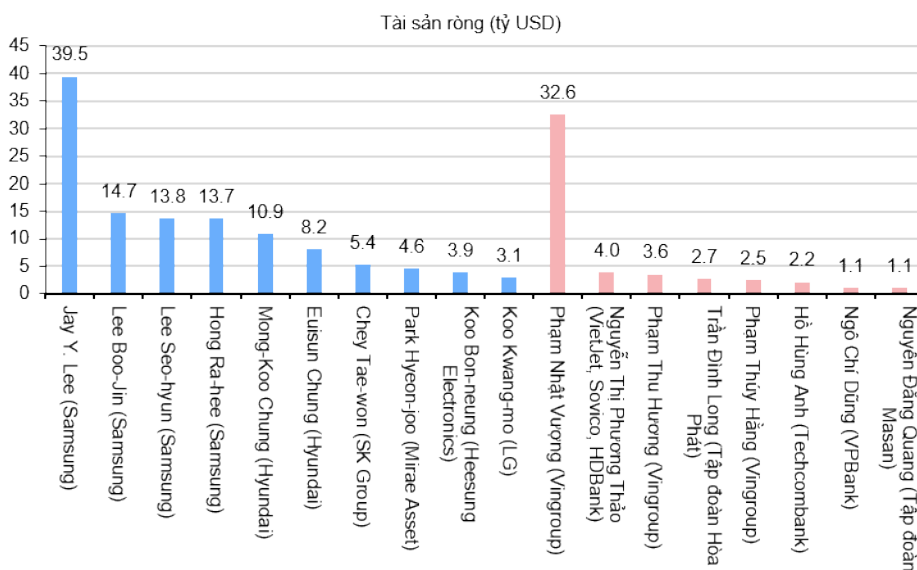
Các mức thuế theo Mục 301 đối với hàng hóa Trung Quốc trong nhiệm kỳ đầu của Donald Trump được triển khai theo bốn đợt



Nguồn: USTR, UBS, Sắc lệnh hành pháp của Nhà Trắng và HSC

Biểu đồ 62: Một số tỷ phú Hàn Quốc và Việt Nam

Theo Forbes, Việt Nam hiện có 8 tỷ phú USD, phần lớn là nhà sáng lập hoặc cổ đông kiểm soát của các tập đoàn tư nhân lớn nhất cả nước



Ghi chú: Dữ liệu tính đến 1/6. Nguồn: Forbes & HSC

Việt Nam đang tạo ra các chaebol của riêng mình hay đang xây dựng các "trụ cột quốc gia"?

Nghi quyết 68 nêu ra ý định của Chính phủ trong việc nuôi dưỡng các tập đoàn tư nhân lớn có khả năng cạnh tranh ở cấp độ khu vực và toàn cầu, thúc đẩy thành các trụ cột quốc gia. Cùng với sự hồi sinh của mô hình BT và sự chuyển dịch chính sách rộng hơn hướng đến huy động nguồn lực tư nhân cho phát triển hạ tầng và công nghiệp, điều này cho thấy một mô hình tăng trưởng đang tiến hóa, trong đó một số tập đoàn trong nước hàng đầu đóng vai trò quan trọng hơn trong việc thúc đẩy đầu

tư, đổi mới sáng tạo và tích lũy tài sản. Chúng tôi cho rằng sự phát triển này có phần tương đồng với chiến lược tăng trưởng của Hàn Quốc trong giai đoạn công nghiệp hóa nhanh khi các *chaebol* như Samsung, Hyundai, LG và SK Group trở thành phương tiện quan trọng để thực hiện các ưu tiên công nghiệp quốc gia, mở rộng xuất khẩu và xây dựng các ngành công nghiệp cạnh tranh toàn cầu.

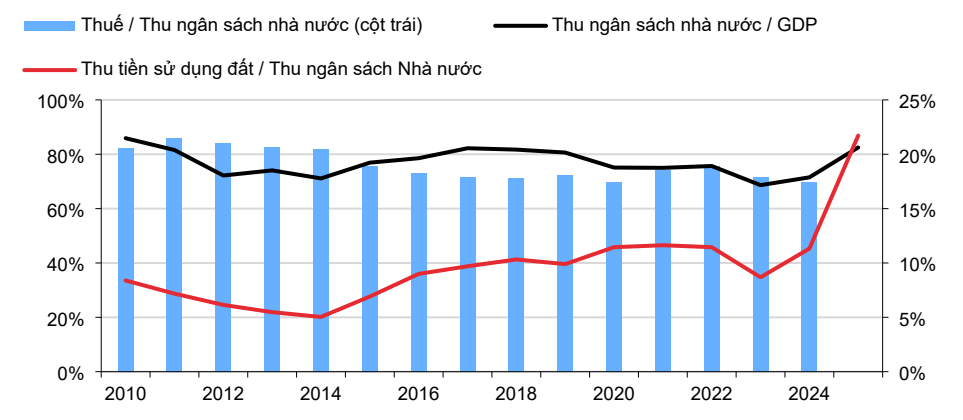
Tham vọng đạt tăng trưởng hai chữ số thập kỷ tới của Việt Nam đi kèm với mục tiêu phát triển 20 doanh nghiệp lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu vào năm 2030. Một số tập đoàn trong nước, bao gồm Vingroup, Sun Group, Masan Group, Techcombank, Sovico Group, THACO và Hòa Phát, đã mở rộng ra ngoài lĩnh vực kinh doanh ban đầu sang hạ tầng, sản xuất, logistics, công nghệ, tài chính và BĐS. Sự tham gia ngày càng lớn của những tập đoàn này vào các lĩnh vực chiến lược có thể cho thấy vai trò là các “trụ cột quốc gia” có thể cùng với khu vực FDI dẫn dắt tăng trưởng và tăng cường tạo ra giá trị trong nước.

Tuy nhiên, chúng tôi hoài nghi rằng mô hình đang hình thành của Việt Nam khó có thể sao chép hoàn toàn hệ thống *chaebol* của Hàn Quốc. Không như Hàn Quốc những năm 1960-1980, Việt Nam phụ thuộc nhiều vào đầu tư nước ngoài, chiếm khoảng 80% xuất khẩu. Do đó, ở giai đoạn này, vai trò của các tập đoàn trong nước lớn có thể ít hướng đến việc áp đảo xuất khẩu mà tập trung hơn vào đẩy nhanh phát triển hạ tầng, hỗ trợ nâng tầm công nghiệp, phát triển thương hiệu quốc gia và nâng tỷ lệ GTGT trong nước trong chuỗi giá trị toàn cầu.

Sự trỗi dậy của những tập đoàn này cũng đóng góp vào việc tích lũy tài sản tư nhân. Theo Forbes, Việt Nam hiện có 8 tỷ phú USD, nhiều người trong số đó là người sáng lập hoặc cổ đông kiểm soát của các tập đoàn tư nhân lớn nhất Việt Nam. Sự xuất hiện của những nhóm tư bản này cho thấy nguồn vốn tư nhân ngày càng lớn và sẵn sàng hỗ trợ giai đoạn phát triển kinh tế tiếp theo của Việt Nam.

Biểu đồ 63: Thu ngân sách Nhà nước, Việt Nam

Các khoản thu liên quan đến đất đai đang trở thành nguồn thu ngày càng quan trọng của ngân sách Nhà nước



Nguồn: CEIC, Cục Thống kê & HSC

Chúng tôi lưu ý rằng nguồn thu liên quan đến đất đai đã trở thành nguồn thu ngân sách ngày càng quan trọng, tăng từ 11% tổng nguồn thu ngân sách Nhà nước năm 2024 lên 22% năm 2025, tương đương khoảng 4,5% GDP (Biểu đồ 63). Tỷ trọng này nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức cao khi Việt Nam đặt mục tiêu tỷ lệ đô thị hóa hơn 50% trong 5 năm tới từ khoảng 40% trong năm 2025. Nhìn rộng hơn, sự kết hợp giữa doanh thu đất đai, sự hồi sinh của mô hình BT và các quy hoạch đô thị ngày càng tham vọng cho thấy việc khai thác giá trị đất đai có thể trở thành nguồn vốn quan trọng phục vụ phát triển hạ tầng ở Việt Nam trong thập kỷ tới.

Trong bối cảnh đó, cả Hà Nội và TP.HCM đều vừa công bố các quy hoạch phát triển đô thị tầm nhìn 100 năm, phản ánh khát vọng ngày càng lớn về chuyển đổi đô thị và tăng trưởng kinh tế.

Tại Hà Nội, liên danh gồm Đại Quang Minh, Tập đoàn Thaco và Hòa Phát đã đề xuất dự án Trục Đại lộ Cảnh quan sông Hồng, với giá trị đầu tư ước tính 855.000 tỷ đồng (32 tỷ USD). Nếu được triển khai thành công, các dự án quy mô này có thể làm thay

đổi đáng kể cảnh quan đô thị của hai thành phố lớn nhất Việt Nam trong 10-20 năm tới và hỗ trợ giai đoạn đô thị hóa tiếp theo.

Tuy nhiên, việc triển khai những kế hoạch này sẽ phụ thuộc không chỉ vào năng lực tài chính mà còn khả năng quản lý hiệu quả quá trình thu hồi đất, đền bù, tái định cư và khôi phục sinh kế cho cộng đồng bị ảnh hưởng. Do đó, quy mô khổng lồ của các dự án này đặt ra những câu hỏi quan trọng về tính khả thi triển khai, rủi ro thực thi và năng lực của chính quyền địa phương trong việc cân bằng giữa phát triển đô thị nhanh chóng và ổn định kinh tế-xã hội.

Dự báo kinh tế vĩ mô

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,300	27,000	27,500	27,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,761	4,060	4,167	4,212
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	2.87	2.55	8.54	4.98	7.04	8.02	7.60	8.00	8.00
GDP (tỷ USD)	346	370	411	433	476	514	540	572	616
GDP bình quân đầu người (USD)	3,558	3,757	4,132	4,316	4,702	5,026	5,235	5,491	5,861
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	4.35	-2.20	0.34	5.96	6.41	6.38	-0.93	0.35	0.49
Nợ công/GDP (%)	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.8	37.6	39.3	40.9
Nợ Chính phủ/GDP (%)	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.2	34.4	36.4	38.2
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.7	2.5	3.1	2.9	2.8	3.6	4.3	5.1	5.2
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	115	124	125	133	136	145	150	154	158
FDI giải ngân / FDI (%)	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.6	5.6	5.6
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.22	2.60	2.50	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.3	4.7	4.2	4.1
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	5.1	4.5	4.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	1.8	4.0	4.0	4.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	12.2	13.6	14.2	13.8	15.1	19.0	14.0	13.5	13.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	23,482	26,418	29,588
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	13.0	12.5	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	95	107	85	90	81	83	78	85	95
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	5.2	5.9	6.0	6.0
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.3	4.2	4.3	4.4
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.4	4.5	4.6
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.0	2.2	5.2	7.1
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	15.1	-8.1	1.4	25.8	30.5	32.8	-5.0	2.0	3.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	263	333	360	326	381	455	540	594	679
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	18.7	10.0	14.3
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	283	336	372	355	406	475	542	599	686
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	14.2	10.5	14.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	129	140	149	142	155	169	177	188	203
Nợ nước ngoài/GDP (%)	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8	33.0
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	27.6	30.0	31.9	34.5
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	38.4	40.8	45.0	48.0
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	53.8	50.0	51.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	10.1	9.0	8.0	9.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	10.9	10.0	9.0	10.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	10.0	9.5	10.0
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	9.2	12.0	13.0	13.0

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.
 Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm t0 = $[(1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t-1) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t_0)]^{(1/12)} - 1$
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Mã CK	HSC Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			P/E			P/B			Lợi suất cổ tức		
						25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Tài chính: Ngân hàng																	
ACB	Mua vào	25,100	32,600	29.9%	5,069	-6.9%	14.9%	18.8%	8.5	7.4	6.3	1.4	1.2	1.1	3.3%	2.7%	4.3%
MBB	Mua vào	24,650	31,800	29.0%	7,705	17.3%	14.6%	19.9%	7.6	6.6	5.5	1.5	1.2	1.0	0.9%	4.0%	0.0%
HDB	Mua vào	24,900	33,000	32.5%	4,788	26.1%	16.2%	25.2%	7.1	6.1	4.8	1.7	1.4	1.1	0.0%	2.0%	2.0%
VCB	Mua vào	61,600	75,600	22.7%	19,633	4.0%	9.1%	12.9%	14.7	13.5	11.9	2.3	1.9	1.7	0.7%	0.8%	1.3%
TCB	Mua vào	31,900	44,500	39.5%	8,486	16.9%	19.0%	19.7%	8.8	7.4	6.2	1.3	1.1	1.0	3.2%	2.2%	3.2%
CTG	Mua vào	33,850	48,300	42.7%	10,009	36.5%	18.4%	13.5%	7.6	6.4	5.7	1.5	1.2	1.1	1.3%	1.5%	1.5%
VPB	Mua vào	26,450	36,800	39.1%	7,966	52.1%	20.7%	27.0%	8.7	7.2	5.7	1.2	1.1	0.9	1.9%	1.9%	1.9%
Tài chính: Chứng khoán																	
TCX	Mua vào	40,300	52,900	31.3%	4,243	38.2%	2.7%	28.3%	17.8	17.4	13.5	2.5	2.3	2.0	1.2%	1.2%	1.9%
VCI	Mua vào	24,350	31,100	27.7%	1,031	26.9%	18.1%	8.5%	18.3	15.5	14.3	1.2	1.4	1.4	4.1%	2.0%	2.4%
Tài chính: Bảo hiểm																	
BVH	Tăng tỷ trọng	69,700	75,600	8.5%	1,964	41.1%	36.8%	17.2%	17.4	12.7	10.8	2.1	1.9	1.7	1.5%	2.2%	3.9%
Bất động sản																	
NLG	Mua vào	26,050	39,700	52.4%	488	7.4%	6.5%	29.1%	18.3	17.2	13.3	1.0	1.0	0.9	1.9%	1.9%	1.9%
IDC	Mua vào	42,900	52,200	21.7%	545	-3.2%	13.3%	-0.4%	7.4	6.6	6.6	2.2	1.9	1.7	9.1%	7.9%	7.9%
PDR	Tăng tỷ trọng	15,250	19,200	25.9%	569	150.4%	-50.4%	317.3%	29.1	58.7	14.1	1.2	1.2	1.1	-	-	-
TCH	Tăng tỷ trọng	15,000	20,000	33.3%	525	-83.3%	1556.7%	15.8%	71.1	4.3	3.7	1.0	0.8	0.6	0.3%	0.3%	0.3%
SIP	Mua vào	50,800	88,000	73.2%	408	-1.7%	1.7%	9.3%	9.3	9.2	8.4	2.1	1.8	1.5	3.5%	3.5%	3.5%
PHR	Mua vào	68,500	86,000	25.5%	346	1.9%	178.9%	21.4%	19.0	6.8	5.6	2.3	1.8	1.5	3.2%	4.5%	4.5%
CTD	Mua vào	70,000	104,762	49.7%	286	63.5%	-4.4%	28.8%	10.2	10.7	8.3	0.8	0.8	0.7	1.3%	2.0%	2.0%
Năng lượng & DVTI: DVTI - Điện																	
POW	Mua vào	13,550	16,900	24.7%	1,205	83.5%	-25.9%	42.0%	15.6	21.0	14.8	1.1	1.1	1.0	0.0%	0.0%	0.0%
REE	Mua vào	50,500	68,783	36.2%	1,211	2.1%	17.1%	6.9%	12.6	10.8	10.1	1.5	1.4	1.2	1.7%	1.7%	1.7%
Năng lượng & DVTI: Năng lượng - Dầu khí																	
PVD	Mua vào	29,250	46,500	59.0%	633	48.7%	58.1%	26.2%	16.1	10.2	8.1	1.0	0.9	0.8	0.0%	0.0%	0.0%
PVS	Mua vào	37,800	55,000	45.5%	699	64.4%	12.0%	-7.5%	10.5	9.3	10.1	1.3	1.2	1.1	0.2%	1.8%	1.8%
Năng lượng & DVTI: DVTI - Nước																	
BWE	Mua vào	43,200	63,300	46.5%	360	45.6%	4.0%	-3.4%	9.6	9.2	9.5	1.6	1.4	1.3	3.1%	3.0%	3.0%
Công nghiệp: Giao thông vận tải																	
PVT	Mua vào	21,550	29,800	38.3%	389	-31.3%	22.9%	-0.7%	9.9	8.0	8.1	1.1	1.0	1.0	4.6%	4.6%	4.6%
GMD	Mua vào	73,300	94,000	28.2%	1,169	11.1%	22.4%	11.5%	18.7	15.3	13.7	2.4	2.1	1.9	2.0%	2.0%	2.0%
Công nghiệp: Vật liệu - Hóa chất																	
DCM	Mua vào	38,750	49,600	28.0%	788	56.7%	42.7%	-8.8%	10.8	7.6	8.3	1.9	1.7	1.5	3.8%	3.8%	3.8%
DCM	Mua vào	25,150	32,400	28.8%	649	178.5%	22.2%	-6.5%	11.4	9.3	10.0	1.5	1.4	1.3	6.0%	6.0%	6.0%
Công nghiệp: Vật liệu - Kim loại công nghiệp																	
HPG	Mua vào	23,700	36,000	51.9%	7,740	-2.6%	61.7%	11.9%	13.2	8.2	7.3	1.6	1.3	1.1	2.1%	2.1%	2.1%
Công nghiệp - Tư liệu sản xuất																	
DHC	Mua vào	36,350	46,400	27.6%	134	35.3%	15.9%	3.8%	9.0	7.7	7.4	1.6	1.4	1.2	2.7%	2.7%	2.7%
Hàng tiêu dùng: Thiết yếu & Không thiết yếu																	
MWG	Mua vào	77,900	109,500	40.6%	4,376	88.6%	31.3%	17.2%	16.4	12.5	10.6	3.5	3.0	2.5	1.3%	2.5%	2.5%
MSN	Mua vào	73,200	114,200	56.0%	4,122	100.9%	90.4%	32.5%	27.8	14.6	11.0	3.2	2.6	2.1	-	-	-
PNJ	Mua vào	65,000	100,000	53.8%	1,270	32.6%	33.5%	14.8%	13.0	9.7	8.5	2.5	2.1	1.7	3.1%	3.1%	3.1%
Hàng tiêu dùng thiết yếu - TP&DU, Thuốc lá																	
ANV	Mua vào	21,100	31,100	47.4%	216	1105.8%	6.7%	12.2%	5.7	5.3	4.7	1.6	1.3	1.1	4.7%	4.7%	4.7%
Công nghệ, Truyền thông & Internet: Công nghệ thông tin																	
FPT	Mua vào	74,800	94,200	25.9%	4,947	5.9%	10.0%	13.2%	14.7	13.4	11.8	3.6	3.0	2.6	2.6%	2.6%	3.3%

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