



# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2026

**Ông Michael Kokalari, CFA**

*Giám đốc phòng Phân tích kinh tế  
vĩ mô và Nghiên cứu thị trường*

**Bà Thái Thị Việt Trinh**

*Chuyên gia Phân tích kinh tế vĩ mô*



# Tóm tắt tổng quan

Trong năm 2025, GDP của Việt Nam tăng 8%; VN-Index tăng 37% nếu tính theo USD. Chính phủ kỳ vọng tăng trưởng GDP tăng tốc lên mức 10% vào năm 2026. Theo đánh giá của chúng tôi, kinh tế Việt Nam năm nay nhiều khả năng sẽ có mức tăng trưởng ấn tượng, với các động lực chính bao gồm:

- **Đầu tư hạ tầng được đẩy mạnh.** Sau mức tăng khoảng 40% trong năm 2025, kế hoạch đầu tư công năm 2026 dự kiến sẽ tiếp tục tăng thêm 20-30%.
- **Xuất khẩu duy trì tích cực.** Vào cuối năm 2025, chỉ số “Đơn hàng xuất khẩu mới” của Việt Nam đạt mức cao nhất trong hơn một năm, dẫn dắt bởi nhu cầu AI (trí tuệ nhân tạo) cùng sức tiêu dùng ổn định của người Mỹ.
- **Tiêu dùng phục hồi vừa phải.** Các hộ gia đình đã đẩy mạnh tỷ lệ tiết kiệm sau COVID, với sự hỗ trợ đáng kể từ đà phục hồi của thị trường bất động sản và chứng khoán.

**Thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân.** Các cải cách trong Đổi Mới 2.0 của Việt Nam đang thúc đẩy sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân, và về dài hạn có thể đóng góp thêm khoảng 2 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP. Những cải cách này đang mở ra nhiều cơ hội đầu tư cho các doanh nghiệp như VinaCapital, bao gồm trung tâm dữ liệu, phát triển đô thị gắn với giao thông công cộng (TOD), sản xuất điện và các hoạt động liên quan đến việc hình thành Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC). Chúng tôi kỳ vọng sự kết hợp giữa khu vực kinh tế tư nhân, chuyển giao thế hệ và các dự án AI sẽ thúc đẩy mảng đầu tư vốn cổ phần tư nhân (PE) của VinaCapital trong vài năm tới, đặc biệt sau giai đoạn tương đối trầm lắng của năm 2025.

## **Cải cách và vai trò thúc đẩy tăng trưởng giai đoạn 2026-2027.**

Cùng với việc thúc đẩy các động lực tăng trưởng trong dài hạn, trong năm 2025, Chính phủ đã ban hành và triển khai nhiều biện pháp nhằm sớm tháo gỡ vướng mắc trên thị trường bất động sản, đặc biệt trong khâu phê duyệt – nguyên nhân chính khiến khoảng 80% dự án bị đình trệ. Nhiều dự án xây dựng từng “đóng băng” đã được khởi động lại trong năm 2025 nhờ cách tiếp cận xử lý theo từng trường hợp cụ thể. Bên cạnh đó, các luật mới ban hành được kỳ vọng sẽ tháo gỡ vướng mắc trên phạm vi toàn quốc, giúp tăng thêm nguồn cung bất động sản mới và tạo cơ hội đầu tư cho mảng bất động sản của VinaCapital. Ngoài ra, trước thềm Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ 14, truyền thông quốc tế nhấn mạnh các định hướng cải cách sẽ tiếp tục được duy trì, và chúng tôi tin rằng các chính sách thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ sẽ được triển khai một cách xuyên suốt.

**Cơ hội đầu tư trên thị trường chứng khoán.** VN-Index (VNI) hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng khoảng 13 lần, trong khi tăng trưởng lợi nhuận dự kiến đạt 18%, tương đương hệ số PEG khoảng 0,7 lần. Theo chúng tôi, các yếu tố hỗ trợ như triển vọng được FTSE nâng hạng trong năm nay sẽ tạo thêm cơ hội đầu tư trên thị trường chứng khoán, đặc biệt trong bối cảnh ngày càng nhiều doanh nghiệp tiến hành IPO. Đồng thời, chúng tôi tin rằng chiến lược lựa chọn cổ phiếu từ dưới lên (bottom-up), dựa trên phân tích chi tiết từng doanh nghiệp, sẽ là cách tiếp cận hiệu quả nhất tại Việt Nam – khi nhà đầu tư sẽ đối diện với nhiều yếu tố đặc thù của thị trường trong năm 2026.

**Bài toán “đầu tư theo chỉ số” (closet indexing).** Trong năm 2025, đà tăng của VN-Index chủ yếu được dẫn dắt bởi một vài cổ phiếu. Nếu loại bỏ các cổ phiếu này, chỉ số chỉ tăng khoảng 9%. Cổ phiếu Vingroup (VIC) tăng gần 711%, phần lớn do tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free-float) và thanh khoản thấp. Đà tăng này đã đẩy tỷ trọng của VIC trong VN-Index lên khoảng 16%, trong khi tổng tỷ trọng các doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái Vingroup chiếm gần 25% toàn chỉ số, do đó tạo ra thách thức đối với các nhà quản lý quỹ trong nước. Bài toán “đầu tư chỉ số” này tương tự áp lực mà các nhà quản lý quỹ Mỹ phải đối mặt khi buộc phải nắm giữ nhóm cổ phiếu “Magnificent 7” nhằm tránh nguy cơ rút vốn từ nhà đầu tư. Mặc dù VN-Index đang giao dịch ở mức P/E khoảng 13 lần, nhưng nếu loại trừ các cổ phiếu thuộc nhóm VIC, định giá của thị trường chỉ còn khoảng 11 lần, và giá cổ phiếu của nhiều doanh nghiệp tốt có diễn biến kém hơn VN-Index trong năm qua. Các nhà quản lý danh mục của VinaCapital là những nhà đầu tư kỷ luật với chiến lược đầu tư dài hạn, và đang ở vị thế thuận lợi để khai thác các cơ hội đầu tư theo phương pháp lựa chọn cổ phiếu từ dưới lên.

**Rủi ro.** Thanh khoản thiếu hụt trong hệ thống ngân hàng là rủi ro lớn nhất đối với nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong năm 2025, tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng huy động khoảng 4 điểm phần trăm (19% so với 15%), dẫn đến mức chênh lệch giữa dư nợ tín dụng và huy động vốn ước tính khoảng 40 tỷ USD, theo số liệu từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Điều này đã đẩy lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tăng khoảng 100 điểm cơ bản trong năm 2025, đồng thời khiến các cơ quan chức năng khuyến nghị kiểm soát tăng trưởng tín dụng chặt chẽ hơn trong năm 2026. Chúng tôi dự báo lãi suất tiền gửi có thể tăng thêm 50-100 điểm cơ bản trong năm 2026, lên mức khoảng 7%, nhưng không kỳ vọng lãi suất sẽ vượt xa ngưỡng 7-8%, vốn là mức mà nhà đầu tư thường có xu hướng cân nhắc điều chỉnh danh mục ra khỏi thị trường chứng khoán. Quan trọng hơn, các nhà hoạch định chính sách của Việt Nam có nhiều biện pháp hiệu quả để xử lý vấn đề này, bao gồm mở rộng bảng cân đối của Ngân hàng Nhà nước và sử dụng một phần nguồn tiền nhàn rỗi của Chính phủ gửi vào hệ thống ngân hàng.

Các rủi ro khác bao gồm khả năng xuất khẩu sang Mỹ sụt giảm (theo đánh giá của chúng tôi là xác suất thấp) hoặc tiêu dùng trong nước phục hồi chậm hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, đây là những vấn đề mà Chính phủ có nhiều công cụ chính sách để ứng phó. Phân tích chi tiết về các rủi ro này được trình bày trong phần sau.

 VinaCapital



# KINH TẾ VĨ MÔ: TÁI CÂN BẰNG

# Kinh tế vĩ mô: Tái cân bằng

Tăng trưởng GDP năm 2025 được thúc đẩy bởi xuất khẩu sang Mỹ và lượng khách du lịch đến từ Trung Quốc.

Tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2025 được thúc đẩy chính bởi **xuất khẩu** (xuất khẩu mặt hàng điện tử, máy tính sang Mỹ ghi nhận mức tăng 80% so với cùng kỳ) và **du lịch** (khách du lịch từ Trung Quốc và Ấn Độ tăng 42% so với cùng kỳ). Những yếu tố này đã phần nào bù đắp mức tăng trưởng khiêm tốn của tiêu dùng nội địa. Bước sang năm 2026, tăng trưởng xuất khẩu và tiêu dùng được kỳ vọng sẽ quay về các mức bình thường hơn và nhìn chung có xu hướng hỗ trợ lẫn nhau, trong khi tác động trễ từ giải ngân cơ sở hạ tầng trong năm 2025<sup>1</sup> sẽ trở thành lực đỡ quan trọng.

	2025	2026F
<b>GDP</b>	8.0%	8.0%
<b>Tăng trưởng bán lẻ thực</b>	6.7%	8.0%
<b>Tăng trưởng xuất khẩu</b>	17.0%	8.0%
<b>Lạm phát bình quân</b>	3.3%	3.5%
<b>Tỷ giá (USD-VND)</b>	3.2%	~5%

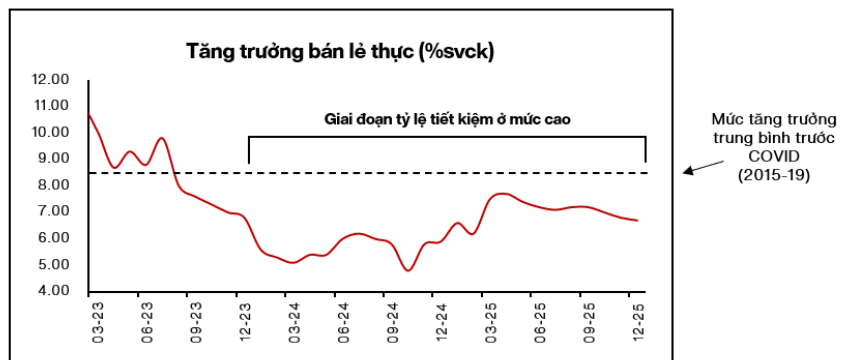
Nguồn: Cục Thống kê, VinaCapital

VinaCapital kỳ vọng ba động lực then chốt sẽ thúc đẩy tăng trưởng GDP năm 2026 bao gồm: sự phục hồi tiêu dùng ở mức vừa phải, mối liên kết giữa tăng trưởng hạ tầng và bất động sản, và xuất khẩu sang Mỹ tiếp tục giữ được đà ổn định. Trong kịch bản tích cực, tăng trưởng GDP có thể đạt khoảng 10% trong năm 2026, trong bối cảnh Chính phủ vẫn còn nhiều công cụ trong tay để hỗ trợ tăng trưởng khi cần thiết.

## Tiêu dùng phục hồi

Chi tiêu của người tiêu dùng trong nước đã ở mức yếu trong hai năm qua, do các hộ gia đình Việt Nam đã sử dụng phần lớn khoản tiết kiệm trong giai đoạn COVID và sau đó chuyển sang giai đoạn gia tăng tiết kiệm. Mặc dù các ước tính về mức độ gia tăng của tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình hiện có sự chênh lệch, phần lớn các nhà phân tích theo dõi vấn đề này đều cho rằng động lực “gia tăng tiết kiệm” là một trong những nguyên nhân dẫn đến tốc độ tăng trưởng doanh thu bán lẻ còn chậm của Việt Nam hiện nay.

Tiêu dùng trong nước trầm lắng sau đại dịch COVID-19.



Nguồn: Cục Thống kê

Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng sẽ dần quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng bình thường hơn (dù khó bùng nổ) vào giữa năm 2026. Khi đó, tỷ lệ tiết kiệm của các hộ gia đình đã duy trì ở mức cao trong gần ba năm, tạo điều kiện để các hộ gia đình tái tích lũy một phần đáng kể mức tiết kiệm trước đại dịch. Bên cạnh đó, thu nhập hộ gia đình tại Việt Nam đã tăng với tốc độ khoảng 6-7% trong hai năm qua, trong khi thị trường chứng khoán và giá bất động sản đều tăng hơn 30% trong năm 2025, từ đó hỗ trợ cho chi tiêu.

Các hộ gia đình đang từng bước tái tích lũy tiết kiệm.

Lưu ý rằng, khác với triển vọng xuất khẩu duy trì khả năng chống chịu trong năm 2026 – vốn được xây dựng trên các chỉ báo sớm tương đối vững chắc – dự báo phục hồi tiêu dùng của chúng tôi dựa nhiều hơn vào các phân tích

<sup>1</sup> Ngành xây dựng chỉ tăng khoảng 10% trong năm 2025 mặc dù giải ngân đầu tư công tăng mạnh, do có độ trễ từ việc giải ngân và việc triển khai dự án thực tế.

kinh tế lượng mang tính chủ quan. Dù vậy, với mục tiêu tăng trưởng GDP rất cao cho năm 2026, Chính phủ sẽ cần mức tăng trưởng tiêu dùng cải thiện rõ rệt. Đến nay, Chính phủ mới triển khai một số biện pháp hỗ trợ tiêu dùng ở mức khiêm tốn, nhưng hoàn toàn có thể thực hiện mạnh mẽ hơn nếu cần thiết

Cụ thể, Chính phủ đã triển khai một số biện pháp hỗ trợ tiêu dùng như gia hạn và kéo dài chính sách giảm thuế VAT, tăng mức giảm trừ gia cảnh, đồng thời nới lỏng một phần các sắc thuế mới đối với hộ kinh doanh cá thể. Các biện pháp này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tiêu dùng ở mức độ nhất định, tuy nhiên chúng tôi ước tính tác động trực tiếp đến tăng trưởng GDP vẫn khá khiêm tốn (khoảng 0,5 điểm phần trăm), và dự địa để triển khai các biện pháp quyết liệt hơn để thúc đẩy tăng trưởng vẫn còn.

**Mối liên kết tăng trưởng giữa hạ tầng và bất động sản**

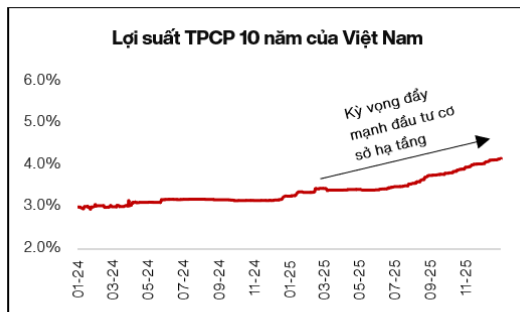
Chương trình cải cách của Chính phủ thúc đẩy tăng trưởng GDP trong dài hạn, song đồng thời cũng chịu áp lực phải đạt được mức tăng trưởng mạnh trong ngắn hạn. Việc cân bằng hai mục tiêu này là không dễ dàng, do đặc thù của quá trình này sẽ là “chấp nhận hy sinh ngắn hạn để đạt được lợi ích dài hạn”. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ dựa chủ yếu vào ba động lực chính, mà về mặt thực tiễn, có thể được sử dụng để thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm 2026, bao gồm:

- **Tiêu dùng**, hiện chiếm hơn 60% GDP của Việt Nam.
- **Phát triển cơ sở hạ tầng**, với mục tiêu của Chính phủ là nâng tỷ trọng từ khoảng 6% GDP lên 10%/GDP.
- **Phát triển thị trường bất động sản**, đóng góp khoảng 15% GDP khi tính cả các tác động gián tiếp<sup>2</sup>, bao gồm gia tăng chi tiêu của hộ gia đình cho nội thất và các sản phẩm liên quan đến nhà ở.

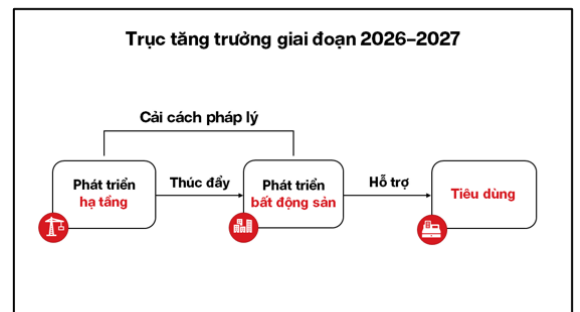
VinaCapital nhận thấy một mối liên kết chặt chẽ giữa đầu tư hạ tầng thúc đẩy phát triển bất động sản, và từ đó lan tỏa sang tiêu dùng. Giải ngân đầu tư công đã tăng mạnh, khoảng 40% trong năm 2025, và chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục tăng thêm 20–30% trong năm 2026. Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng đầu tư công của Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng tốc từ mức tăng khoảng 10% mỗi năm trong 10 năm qua lên mức trung bình 20–30% mỗi năm trong thời gian tới, và kỳ vọng này đã góp phần đẩy lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tăng khoảng 100 điểm cơ bản trong năm 2025, lên quanh mức 4%.

Chính phủ có ba công cụ chính để thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm 2026.

Tăng tốc chi tiêu cho hạ tầng trong thời gian tới.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: VinaCapital

Làn sóng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng này có thể hỗ trợ tăng trưởng GDP trong ngắn hạn, tương tự như cách Trung Quốc đã sử dụng để thúc đẩy nền kinh tế sau Khủng hoảng tài chính toàn cầu. Quan trọng hơn, Việt Nam có dự địa tài khóa lớn để gia tăng chi tiêu cho hạ tầng, khi nợ công hiện ở dưới 40% GDP. Trước đây, các rào cản hành chính như chậm trễ trong giải phóng mặt bằng và quy trình phê duyệt kéo dài là những trở ngại chính đối với việc đẩy nhanh giải ngân đầu tư hạ tầng. Tuy nhiên, những nút thắt này đang dần được tháo gỡ nhờ thái độ hành động quyết liệt hơn của đội ngũ cán bộ trong giai đoạn hiện nay.

Chính phủ có dự địa tài chính dồi dào để tài trợ cho đầu tư hạ tầng.

<sup>2</sup> Đóng góp trực tiếp của lĩnh vực bất động sản vào GDP khoảng 9%, theo số liệu từ Bộ Xây Dựng và một số đơn vị khác.

Cải cách giúp tăng nguồn cung bất động sản.

Đầu tư theo mô hình TOD thúc đẩy thị trường bất động sản.

### Xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam

Chính phủ Việt Nam có đủ nguồn lực tài chính để chi trả các khoản chi tiêu trong nước như giải phóng mặt bằng hay vật liệu xây dựng sản xuất trong nước, nhưng các dự án liên quan đến công nghệ nhập khẩu—như đường sắt cao tốc hoặc sản xuất điện—sẽ cần ngoại tệ.

Do đó, việc đạt được xếp hạng tín nhiệm ở mức “Đầu tư” có thể trở thành trọng tâm chính trong năm nay, chúng tôi sẽ đề cập vấn đề này trong báo cáo sắp tới. Mặc dù mục tiêu của Chính phủ là nâng mức xếp hạng Đầu tư vào năm 2030, chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể đạt được mục tiêu sớm hơn nhờ đã đáp ứng hầu hết tiêu chí định lượng, chỉ cần khắc phục một số hạn chế về định tính.

Các chính sách cải cách được kỳ vọng sẽ mở đường cho một làn sóng gia tăng nguồn cung bất động sản. Nhiều nhà đầu tư đến Việt Nam thường nhận xét về số lượng lớn các dự án bất động sản bị bỏ trống tại khu vực đô thị và ven đô; tuy nhiên, tình trạng các khu đất trống hoặc công trình dang dở này không xuất phát từ nhu cầu suy yếu, mà chủ yếu do các vướng mắc về quy hoạch và pháp lý. Những thay đổi pháp lý sắp tới liên quan đến giải phóng mặt bằng và bồi thường khi chuyển đổi mục đích sử dụng đất sang đất ở có thể tháo gỡ tới 80% các dự án từng bị đình trệ, qua đó biến chúng thành các dự án “sẵn sàng triển khai” và có thể ngay lập tức đóng góp cho tăng trưởng GDP.

Nói ngắn gọn, Chính phủ đang trao quyền cho một số nhà phát triển bất động sản chủ chốt xử lý các vấn đề về giải phóng mặt bằng và quy hoạch thông qua cơ chế đàm phán trực tiếp về chi phí bồi thường đất đai. Các “nhà phát triển đầu mối” này sau đó sẽ phân bổ hoạt động triển khai thực tế cho các chủ đầu tư và nhà thầu xây dựng ở các tầng tiếp theo trong chuỗi giá trị phát triển bất động sản của Việt Nam. Một cơ chế tương tự cũng đang được áp dụng trong lĩnh vực năng lượng nhằm nâng cao năng lực phát điện của quốc gia.

Cuối cùng, đầu tư hạ tầng tại Việt Nam tiếp tục là động lực quan trọng thúc đẩy phát triển bất động sản, trong bối cảnh các nhà hoạch định chính sách ngày càng thúc đẩy mô hình “Phát triển đô thị gắn với giao thông công cộng” (Transit-Oriented Development – TOD), tương tự mô hình mà Nhật Bản đã áp dụng để phát triển các khu vực ngoại ô trong giai đoạn thập niên 1960–1970. Mặc dù báo cáo này có đề cập đến xu hướng lãi suất tăng – yếu tố thường gây lo ngại đối với thị trường bất động sản – nhưng tại Việt Nam, nhu cầu ngày càng được dẫn dắt nhiều hơn bởi mức độ kết nối hạ tầng, thay vì chỉ phụ thuộc vào điều kiện tài chính.

### Nguồn cung hạn chế đẩy giá bất động sản tăng cao

Giá bất động sản tại Việt Nam đã tăng hơn 30% trong năm 2025 và tăng trên 50% kể từ năm 2023, chủ yếu do nguồn cung khan hiếm bắt nguồn từ các vướng mắc về quy hoạch và thủ tục phê duyệt như đã đề cập ở trên (trong nhiều năm qua, nguồn cung nhà ở mới chỉ bằng chưa tới một nửa nhu cầu thực tế). Trong một chu kỳ bất động sản điển hình, giá cả và nguồn cung thường tăng đồng thời, tạo ra “hiệu ứng của cải” thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng. Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện tại của thị trường Việt Nam, giá đã tăng mạnh sau một giai đoạn dài thiếu hụt nguồn cung; do đó, chúng tôi dự đoán giai đoạn 2026–2027 sẽ chứng kiến sự gia tăng mạnh của **nguồn cung** bất động sản, hơn là một chu kỳ tăng giá mới.

Liên quan đến điểm này, chúng tôi cho rằng giá bất động sản sơ cấp có thể sẽ điều chỉnh giảm nhẹ trong năm nay, sau khi tăng mạnh trong năm trước<sup>3</sup>. Dự báo giá giảm trong năm 2026 của chúng tôi dựa trên hai yếu tố chính: nguồn cung gia tăng khi các dự án mới được đưa ra thị trường, và mức tăng khoảng 1 điểm phần trăm của lãi suất cho vay mua nhà trong năm vừa qua. Lãi suất cho vay mua nhà đã tăng lên khoảng 11% vào cuối năm 2025, mức đủ cao để hạn chế hoạt động đầu cơ, nhưng vẫn ở ngưỡng có thể chấp nhận được đối với người mua nhà để ở. Trên thực tế, nhiều nhà đầu cơ thường sử dụng một phép tính “nhạy” với ngưỡng lãi suất khoảng 1%/tháng (tương đương 12–13%/năm); và nếu vượt trên mức này, họ thường do dự hơn khi mua bất động sản với mục đích “lướt sóng”.

<sup>3</sup> Việc điều chỉnh giảm giá của chủ đầu tư có thể đến từ cơ chế thanh toán thuận lợi hơn cho người mua, bên cạnh mức giảm giá bán trực tiếp.

### Việt Nam năm 2026 không phải là Trung Quốc năm 2020

Thị trường bất động sản Việt Nam khác biệt đáng kể so với Trung Quốc. Tỷ lệ nhà trống ở Việt Nam vẫn dưới 5%, so với hơn 25% ở Trung Quốc, và mức độ tăng giá gần đây của Việt Nam phản ánh tình trạng thiếu nguồn cung thay vì xây dựng đầu cơ quá mức – là đặc trưng cho bong bóng bất động sản của Trung Quốc.

Mức tăng nhẹ của lãi suất cũng đã góp phần tạo ra tình trạng tồn kho gia tăng ở mức vừa phải tại một số chủ đầu tư. Vào giữa năm 2025, hầu hết các đợt mở bán mới đều được tiêu thụ gần như ngay lập tức, phần lớn nhờ lực cầu đầu cơ kỳ vọng “lướt sóng” trong bối cảnh giá tăng nhanh. Tuy nhiên, đến cuối năm, khi lãi suất vay mua nhà tăng lên khoảng 11%, nhu cầu đầu cơ đã hạ nhiệt, trong khi lãi suất cao hơn khiến người mua để ở thận trọng hơn, dẫn đến tốc độ hấp thụ sản phẩm chậm lại.

Các chủ đầu tư có sản phẩm định giá quá cao (ví dụ trên 5.000 USD/m<sup>2</sup>); các dự án chất lượng thấp, hoặc các sản phẩm chưa có pháp lý/nguồn gốc sở hữu rõ ràng bắt đầu đối mặt với tình trạng giao dịch bị “đóng băng” và lượng hàng tồn kho gia tăng. Điều này đã buộc một số chủ đầu tư phải xả hàng các căn hộ mới chưa bán được ra thị trường vào cuối năm ngoái, đặc biệt tại các thành phố cấp 2. Theo ước tính của đội ngũ bất động sản của VinaCapital, khoảng 30% số căn hộ mới mở bán gần đây vẫn chưa được tiêu thụ. Mức tồn kho này không quá lớn, nhưng đủ để kéo mặt bằng giá về mức mà người mua cuối cùng sẵn sàng chấp nhận (hay theo cách nói của kinh tế học, là mức “giá cân bằng thị trường”).

Cuối cùng, trong thời gian gần đây, Chính phủ đã ban hành các định hướng yêu cầu các ngân hàng kiểm soát tăng trưởng tín dụng ở mức thận trọng hơn, đặc biệt đối với lĩnh vực cho vay bất động sản. Chúng tôi không cho rằng lập trường thận trọng này sẽ kéo dài sang nửa cuối năm, xét đến việc phát triển bất động sản là một trong ba động lực quan trọng mà Chính phủ có thể sử dụng để thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm nay (đồng thời xét đến mối liên hệ giữa “hiệu ứng của cái” lan tỏa từ bất động sản và tiêu dùng). Với giả định môi trường vĩ mô ổn định trong nửa đầu năm, chúng tôi dự báo các ngân hàng sẽ quay trở lại đẩy mạnh cho vay đối với chủ đầu tư và mở rộng tín dụng bất động sản vào cuối năm, qua đó giúp thị trường bất động sản phục hồi, dù khó có khả năng xuất hiện một đợt tăng giá mạnh mới.

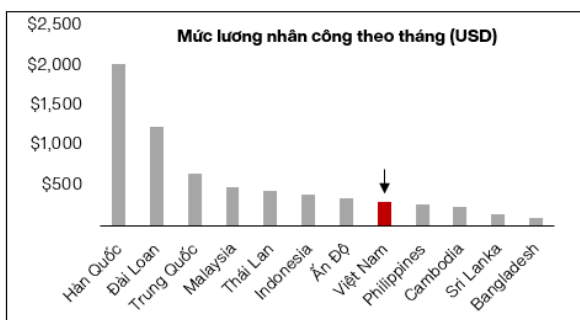
### **Xuất khẩu duy trì tích cực trong năm 2026**

Xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ tăng 28% trong năm 2025, qua đó tạo ra thặng dư thương mại tương đương khoảng 4% GDP. Đây là năm thứ mười liên tiếp Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại, đồng thời là năm thứ ba liên tiếp mức thặng dư vượt 20 tỷ USD. Riêng thặng dư thương mại với Mỹ trong năm qua tương đương khoảng 26% GDP của Việt Nam và xuất khẩu sang Mỹ chiếm gần một phần ba tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Mặc dù chúng tôi từng cho rằng xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm sau khi chính quyền Tổng thống Trump áp thuế “đổi ứng” 20% vào tháng 8. Tuy nhiên, xuất khẩu vẫn duy trì mức tăng trưởng tốt trong năm 2025, nhờ mức tăng 80% của xuất khẩu máy tính xách tay và các sản phẩm công nghệ cao khác, được thúc đẩy bởi nhu cầu liên quan đến AI<sup>4</sup>.

Bên cạnh đó, mức thuế hiệu dụng của Mỹ áp lên hàng hóa Việt Nam đã được giảm nhờ các cơ chế miễn trừ và ngoại lệ đối với một số mặt hàng, bao gồm điện tử, khiến mức thuế áp dụng tương đương hoặc thấp hơn so với các quốc gia cạnh tranh trong khu vực. Khi chênh lệch thuế quan giữa hàng xuất khẩu của Việt Nam và các nước trong khu vực không vượt quá 10 điểm phần trăm, thì xuất khẩu sang Mỹ vẫn sẽ duy trì lợi thế cạnh tranh nhờ lợi thế chi phí lao động thấp và các yếu tố thuận lợi khác. Do đó, Việt Nam chưa ghi nhận sự gián đoạn nào đáng kể trong dòng vốn FDI, vốn đã tăng 9% trong năm 2025, lên mức tương đương 5% GDP.

**Xuất khẩu hàng công nghệ cao sang Mỹ tăng 80% nhờ nhu cầu liên quan đến AI.**

<sup>4</sup> Xuất khẩu máy tính được hưởng lợi từ việc người tiêu dùng nâng cấp lên các dòng máy tính tích hợp/phù hợp với việc sử dụng AI trong khi xuất khẩu điện thoại đi ngang trong năm 2025 khi thiếu hụt các dòng máy đột phá.

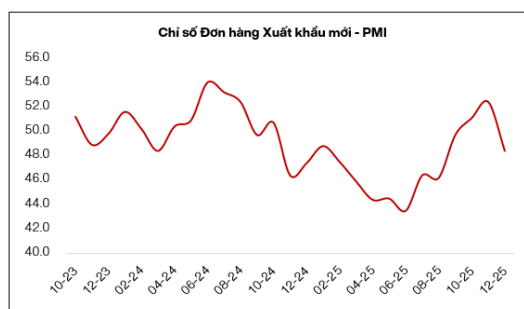


Nguồn: 2024 JETRO Survey

**Kinh tế hình chữ K của Mỹ và các gói kích thích hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam.**

Nhu cầu từ Mỹ được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì tích cực trong năm 2026, một phần nhờ mức chi tiêu mạnh mẽ của nhóm người tiêu dùng trung lưu–thượng lưu, đặc biệt là thế hệ Baby Boomers, hiện tượng mà nhiều nhà kinh tế gọi là “nền kinh tế hình chữ K”. Bên cạnh đó, các biện pháp kích thích tài khóa và tiền tệ quy mô lớn đang được triển khai nhằm hỗ trợ nền kinh tế Mỹ trong năm 2026, trước thềm cuộc bầu cử giữa nhiệm kỳ. Chính phủ Mỹ dự kiến sẽ tiếp tục duy trì mức thâm hụt ngân sách rất lớn, khoảng 6% GDP, trong khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đang tái khởi động chính sách nới lỏng định lượng với tốc độ nhanh hơn dự kiến sau khi vừa kết thúc giai đoạn thắt chặt. Vì vậy, chúng tôi không nhìn thấy rủi ro thực tế nào về một cuộc suy thoái tại Mỹ có thể làm gián đoạn xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường này trong năm nay.

Cuối cùng, chỉ số “Đơn hàng xuất khẩu mới” trong Chỉ số Quản lý Mua hàng (PMI) của Việt Nam đã đạt mức cao nhất trong 15 tháng vào tháng 11, sau khi chạm đáy vào tháng 6 (sau thông báo áp thuế “Ngày Giải phóng” của Tổng thống Trump). Ngoài ra, các tập đoàn như Apple tiếp tục thành lập các nhà máy mới tại Việt Nam, cùng với việc các doanh nghiệp FDI đẩy mạnh nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ sản xuất – tất cả đều là những chỉ báo sớm tích cực cho khả năng duy trì tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2026 (trong năm 2025, tăng trưởng nhập khẩu của Việt Nam đạt 19%, cao hơn mức tăng 17% của xuất khẩu).



Nguồn: S&P Global

Một lưu ý đối với bức tranh nhìn chung khá tích cực này là chỉ số phụ “Đơn hàng xuất khẩu mới” trong Chỉ số PMI của S&P Global đối với Việt Nam đã giảm trong tháng 12 (như thể hiện trong biểu đồ ở trên). Tuy nhiên, diễn biến này chủ yếu xuất phát từ các yếu tố mang tính nhất thời và đã sớm được khắc phục. Cụ thể, theo S&P Global, các đợt lũ lụt nghiêm trọng trong tháng 11 và 12 đã tạm thời làm gián đoạn hoạt động sản xuất của các nhà máy tại Việt Nam, đồng thời dẫn đến việc một số khách hàng nước ngoài hủy đơn hàng trong tháng 12. Chúng tôi kỳ vọng các số liệu của tháng 1 sẽ phục hồi khi những tác động liên quan đến thời tiết này đã qua.

### **Rủi ro thuế trung chuyển**

Chúng tôi không quá lo ngại về khả năng chính quyền Tổng thống Trump sẽ áp mức thuế trung chuyển 40% đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ – một kịch bản được nhắc đến nhiều thời gian gần đây. Chính quyền Mỹ vẫn cố ý duy trì sự mơ hồ trong việc định nghĩa thế nào là “hàng hóa trung chuyển”, như được đề cập trong bài viết của New York Times với tiêu đề [“New Tariff on ‘Transshipped’ Goods Mystifies Importers”](#). Chúng tôi cho rằng sự mơ hồ này là có chủ đích, nhằm tạo dư địa linh hoạt cho các quyết sách chiến lược và chủ yếu nhằm ngăn chặn những trường hợp trung chuyển rõ ràng và nghiêm trọng nhất. Quan trọng hơn, chúng tôi cho rằng khó có khả năng hơn một tỷ trọng rất nhỏ trong tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ thực sự phải chịu các mức thuế trung chuyển này.

**Định nghĩa về hoạt động trung chuyển mờ hồ.**

 VinaCapital



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN: CHỌN LỌC

# Thị trường chứng khoán: Chọn lọc

Việc sử dụng phương pháp đầu tư “từ trên xuống” (top-down) để đầu tư vào VN-Index (VNI) là khá rõ ràng nhưng đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam còn đòi hỏi khả năng chọn lọc cổ phiếu theo phương pháp “từ dưới lên” (bottom-up). Năm 2026 nhiều khả năng sẽ tiếp tục là một năm mà các nhà đầu tư theo trường phái cơ bản sử dụng cách tiếp cận chọn lọc khi thị trường được định hình là “bức tranh ghép của các yếu tố đặc thù”, trong đó một số nội dung được trình bày dưới đây. Trước khi đi sâu vào những yếu tố này, các luận điểm thuyết phục để đầu tư vào thị trường Việt Nam bao gồm:

- Chỉ số tham chiếu VN-Index (VNI) hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm tài chính 2026 khoảng 13 lần, trong khi tăng trưởng lợi nhuận dự kiến đạt 18%, tương ứng với hệ số PEG khoảng 0,7 lần.
- Tăng trưởng lợi nhuận của phần lớn các ngành được kỳ vọng khoảng 10–20% trong năm 2026 (với một số ngành/nhóm doanh nghiệp vượt trội có thể đạt mức tăng trưởng gần 30%).
- Các cải cách và biện pháp hỗ trợ của Chính phủ được kỳ vọng sẽ thúc đẩy mạnh mẽ hoạt động phát triển bất động sản, qua đó mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp bất động sản và ngân hàng – hai nhóm chiếm hơn một nửa tỷ trọng của VN-Index.

Liên quan đến điểm cuối cùng, truyền thông quốc tế cho rằng Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ 14 dự kiến sẽ diễn ra suôn sẻ, và những chính sách cải cách đã được khởi động từ năm 2025 sẽ tiếp tục được triển khai. Những thông tin này đã đóng vai trò là động lực đối với thị trường chứng khoán<sup>5</sup>. Các yếu tố tích cực tiềm năng khác bao gồm hoạt động IPO ngày càng tăng và khả năng dòng vốn nước ngoài quay trở lại thị trường.

Trong hai năm qua, khối ngoại đã bán ròng<sup>6</sup> khoảng 9 tỷ USD cổ phiếu Việt Nam, và nhiều khả năng sẽ giải ngân một phần vốn trở lại khi Việt Nam được FTSE chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi. Lực mua trong nước đã bù đắp cho hoạt động bán ròng của khối ngoại, thể hiện nhu cầu mạnh mẽ từ nhà đầu tư trong nước và nhờ vậy hỗ trợ việc đẩy mạnh hoạt động IPO, trong đó đáng chú ý là kế hoạch niêm yết của chuỗi bán lẻ điện máy hàng đầu Việt Nam – Điện Máy Xanh – vào năm 2026. Ngoài ra, khoảng 20 thương vụ niêm yết khác trong vòng ba năm tới có thể bổ sung thêm vốn hóa khoảng 20 tỷ USD cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mặc dù phương pháp đầu tư “từ trên xuống” vào VN-Index là thuyết phục, nhưng sự phân hóa ở cấp độ cổ phiếu nhiều khả năng sẽ là đặc điểm nổi bật của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2026. Chẳng hạn, như đã đề cập, hệ số P/E dự phóng của VN-Index hiện ở mức khoảng 13 lần, nhưng nếu loại trừ nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup, mức định giá thực chất của thị trường chỉ vào khoảng 11 lần. Dưới đây, chúng tôi sẽ điểm qua những yếu tố đặc thù quan trọng nhất mà nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam cần lưu ý trong năm nay.

## Lãi suất tăng và ngành ngân hàng (chiếm 31% tỷ trọng VN-Index)

Cổ phiếu ngân hàng, hiện chiếm khoảng 31% tỷ trọng của VN-Index, đang giao dịch ở mức định giá khoảng 1,4 lần giá trị sổ sách (P/B), trong khi lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) đạt khoảng 17%. VinaCapital kỳ vọng lợi nhuận của nhóm ngân hàng sẽ tăng trưởng ở mức cao (~17%). Bên cạnh đó, lãi suất tại Việt Nam đã tăng khoảng 100 điểm cơ bản trong năm 2025, và chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục tăng thêm 50–100 điểm cơ bản trong năm 2026 (đối với lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng). Lãi suất tăng thường có tác động tích cực đến biên lãi ròng và lợi nhuận của các ngân hàng, từ đó tạo cơ sở thuyết phục cho việc phân bổ tỷ trọng cao hơn vào cổ phiếu ngân hàng, dù vẫn cần lưu ý đến các yếu tố đặc thù như chất lượng tài sản của từng ngân hàng và những rủi ro riêng lẻ khác.

Có nhiều luận điểm thuyết phục ở góc độ “từ trên xuống” để đầu tư vào VN-Index (VNI).

Và các động lực rõ ràng cho đà tăng tiếp theo của VN-Index.

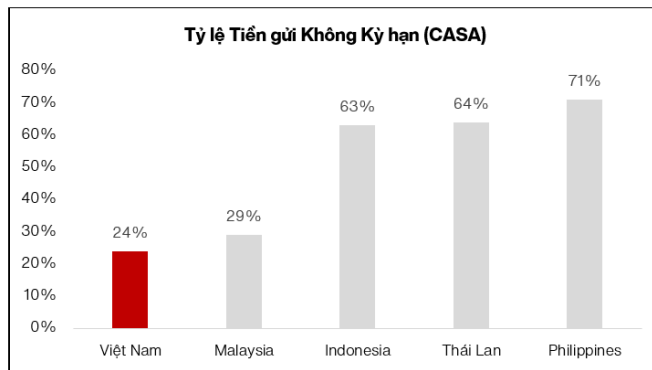
Tuy nhiên, lựa chọn cổ phiếu vẫn là yếu tố then chốt quyết định thành công đầu tư tại Việt Nam.

<sup>5</sup> [Vietnam's stock market rises on signs of smooth power transition | Reuters](#)

<sup>6</sup> Khối ngoại bán ròng chủ yếu đến từ việc chốt lời, lo ngại về thuế quan hay việc đồng VND mất giá và khiến tỷ lệ sở hữu nước ngoài chỉ còn khoảng 15%, giảm mạnh từ mức 20% trước COVID.

**Biên lãi ròng (NIM) của các ngân hàng đang chịu áp lực.**

**Cải cách và đẩy mạnh chi tiêu cơ sở hạ tầng được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp bất động sản.**



Nguồn: VinaCapital tổng hợp

Tỷ lệ CASA (tiền gửi không kỳ hạn) của các ngân hàng Việt Nam hiện ở mức khá thấp, khoảng 20–25% (tùy theo phương pháp tính), điều này hạn chế mức độ mở rộng của biên lãi ròng (NIM) vốn thường đi kèm với xu hướng lãi suất tăng. Tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành mà chúng tôi kỳ vọng chủ yếu được thúc đẩy bởi triển vọng tăng trưởng tín dụng khoảng 18% trong năm 2026. Các ngân hàng thương mại nhà nước hiện chiếm khoảng một nửa tổng dư nợ tín dụng và nhiều khả năng sẽ hạn chế việc tăng mạnh lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP.

Bên cạnh đó, một số ngân hàng tư nhân có thể chấp nhận hy sinh một phần biên lãi ròng để hỗ trợ các chủ đầu tư dự án bất động sản. Tóm lại, trong khi một số ngân hàng có chi phí vốn thấp đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ môi trường lãi suất tăng, việc tránh các ngân hàng có tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) quá cao và tập trung đánh giá chất lượng tài sản sẽ là yếu tố then chốt — nói cách khác, lựa chọn cổ phiếu theo phương pháp “từ dưới lên” là chìa khóa để đầu tư thành công vào cổ phiếu ngân hàng tại Việt Nam.

#### **Bất động sản và đầu tư công (lần lượt chiếm 26% và 3% tỷ trọng VN-Index)**

Doanh số bán hàng trước (presales) của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết đã tăng gấp đôi trong năm 2025, qua đó giúp lợi nhuận sẽ ghi nhận tăng trưởng tốt vào năm 2026. Bên cạnh đó, các quy định mới ban hành gần đây sẽ thúc đẩy hoạt động phát triển các dự án bất động sản, trong khi đầu tư hạ tầng sẽ thúc đẩy nhu cầu mua nhà — cả hai yếu tố này đều hỗ trợ doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp bất động sản. Tuy nhiên, các quy định mới này sẽ mang lại lợi ích cho một vài chủ đầu tư nhiều hơn những doanh nghiệp khác, tùy thuộc vào tình trạng pháp lý của các quỹ đất hiện hữu. Ngoài ra, vị trí quỹ đất cũng đóng vai trò then chốt trong việc hưởng lợi từ đầu tư hạ tầng; chẳng hạn, các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất tại khu vực phía Nam sẽ được hưởng lợi nhiều hơn do mức độ phát triển tại khu vực này đến nay còn tương đối hạn chế.

Như đã đề cập, việc lãi suất tăng gần đây đã khiến nhu cầu đầu tư cơ trên thị trường bất động sản hạ nhiệt và buộc người mua để ở trở nên thận trọng hơn. Đặc biệt, các dự án có mức giá quá cao hoặc chất lượng xây dựng kém đã ghi nhận tình trạng giao dịch gần như “đóng băng”. Dù chúng tôi không cho rằng thị trường sẽ chứng kiến một đợt tăng giá mạnh hay trạng thái giao dịch sôi động trong năm nay, nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng tốc độ hấp thụ sẽ duy trì ổn định đối với các sản phẩm nhà ở phù hợp với nhu cầu ở thực. Sự khác biệt này một lần nữa nhấn mạnh tầm quan trọng của phương pháp đầu tư “từ dưới lên”, cho phép nhà đầu tư phân biệt rõ giữa các doanh nghiệp bất động sản niêm yết dựa trên những đặc điểm riêng biệt đó.

Cuối cùng, việc đẩy mạnh chi tiêu công của Chính phủ cũng mở ra các cơ hội đầu tư cho các nhà quản lý quỹ, dù nhiều doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp chưa được niêm yết. Tuy vậy, các nhà đầu tư chọn lọc có thể tìm ra một số doanh nghiệp niêm yết ở vị thế thuận lợi, vừa hưởng lợi từ mức tăng chung của đầu tư hạ tầng công, vừa sở hữu các yếu tố đặc thù tích cực. Chẳng hạn, các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí có thể hưởng lợi từ đẩy mạnh hạ tầng năng lượng của Việt Nam hay doanh nghiệp sản xuất thép hàng đầu Việt Nam là HPG cũng được hưởng lợi từ đầu tư hạ tầng và đang trong quá trình tăng gấp đôi công suất sản xuất — yếu tố từng đóng vai trò là động lực quan trọng đối với cổ phiếu này trong quá khứ.

**Hoạt động cho vay ký quỹ sôi động đã góp phần đẩy thị trường tăng mạnh trong năm 2025.**

**Cổ phiếu tiêu dùng diễn biến kém hiệu quả hơn thị trường trong năm 2025 nhưng được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2026.**

**Nhiều cơ hội đầu tư mang tính đặc thù khác trong năm 2026.**

**Đà tăng mạnh của VN-Index trong năm 2025 chủ yếu được dẫn dắt bởi mức tăng vượt trội của Vingroup.**

### **Cho vay ký quỹ**

Dư nợ cho vay ký quỹ đã tăng lên trên 10 tỷ USD trong năm 2025 (tương đương hơn 10 lần giá trị giao dịch bình quân ngày), qua đó góp phần thúc đẩy đà tăng mạnh của VN-Index trong năm qua. Trong những tuần cuối năm 2025, tình trạng thắt chặt thanh khoản hệ thống như đã đề cập đã dẫn đến sự thu hẹp một phần hoạt động cho vay ký quỹ. Đồng thời, đã xuất hiện lo ngại về hiện tượng “ưu tiên tín dụng”, khi hoạt động cho vay được ưu tiên đến các tập đoàn/doanh nghiệp lớn và làm hạn chế khả năng tiếp cận vốn của các công ty chứng khoán, doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng như các thành phần khác.

Tuy nhiên, áp lực này đang phần nào được nối lỏng sau khi đã qua thời điểm kết thúc năm tài chính, do các ngân hàng phải đáp ứng các tỷ lệ an toàn thanh khoản theo quy định tại thời điểm cuối năm. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho vay ký quỹ sẽ được khôi phục ở một mức độ nhất định và có thể hỗ trợ thị trường trong giai đoạn trước kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, đặc biệt khi cho vay đối với các công ty chứng khoán vẫn hấp dẫn các ngân hàng xét trên góc độ biên lãi ròng (NIM). Cũng cần lưu ý rằng một số doanh nghiệp niêm yết có vay vốn bằng cách thế chấp cổ phiếu - sẽ phải tái cơ cấu hoặc gia hạn các khoản vay đáo hạn đó vào một thời điểm nào đó trong năm 2026.

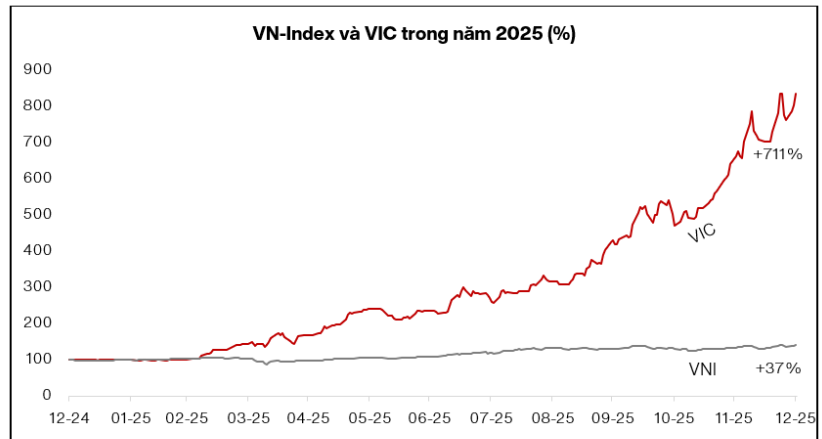
### **Một số cơ hội đầu tư đặc thù khác trong năm 2026**

- Cổ phiếu nhóm tiêu dùng diễn biến kém hiệu quả trong năm 2025. Đà phục hồi tiêu dùng ở mức vừa phải mà chúng tôi kỳ vọng trong năm nay (như đã thảo luận ở trên) có thể thúc đẩy một số cổ phiếu trong nhóm này tăng giá. Chúng tôi đặc biệt lạc quan với những doanh nghiệp đã chấp nhận hy sinh một phần lợi nhuận trong năm 2025 để đổi mới và “gieo mầm” cho tăng trưởng năm 2026 (ví dụ: đầu tư mở rộng kênh phân phối trực tiếp). Ngoài ra, một số cổ phiếu trong ngành đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn, với hệ số PEG dưới 1 lần.
- Cổ phiếu công nghệ bị điều chỉnh mạnh trong năm 2025 do tác động trái chiều của AI đối với ngành công nghệ Việt Nam. Một mặt, nhiều mảng gia công phần mềm có nguy cơ bị gián đoạn bởi các công cụ tác nhân lập trình như Claude Code CLI; mặt khác, chính các công cụ này có thể nâng cao năng suất của đội ngũ kỹ sư phần mềm chất lượng cao tại Việt Nam. Bên cạnh đó, nhu cầu về AI có thể mở ra các cơ hội gia công chuyển đổi số mới cho các doanh nghiệp công nghệ thông tin (CNTT) lớn trong nước.
- Cổ phiếu cao su với chủ đề chuyển đổi đất sang phát triển khu công nghiệp – từng là một chủ đề đầu tư trong vài năm trước – có thể thu hút sự quan tâm trở lại trong năm nay, đặc biệt khi ngày càng rõ ràng rằng các mức thuế đối ứng không phải là mối đe dọa đáng kể đối với Việt Nam.
- Nhóm cổ phiếu phòng thủ, bao gồm các doanh nghiệp tạo ra dòng tiền ổn định, doanh nghiệp có tỷ suất cổ tức cao, điện, cũng như một số doanh nghiệp nhà nước (DNNN) có khả năng được hưởng lợi từ các hỗ trợ hoặc động lực doanh thu liên quan đến Chính phủ, nhiều khả năng sẽ thu hút sự chú ý của nhà đầu tư trong năm 2026.

Liên quan đến điểm cuối cùng, Chính phủ gần đây đã ban hành Nghị quyết 79, với các mục tiêu phát triển khu vực DNNN, tương tự như vai trò của Nghị quyết 68 đối với khu vực tư nhân (đã được chúng tôi thảo luận trong [báo cáo](#) này). Nghị quyết 68 đã tạo tác động đáng kể lên giá cổ phiếu của một số doanh nghiệp niêm yết trong năm ngoái, và Nghị quyết 79 nhiều khả năng cũng sẽ có ảnh hưởng mạnh mẽ đối với một số DNNN niêm yết trong năm nay.

### **Hiểu rõ đà tăng mạnh của VN-Index trong năm 2025**

Giá cổ phiếu của Vingroup (VIC) đã tăng tới 711% trong năm 2025, qua đó đưa vốn hóa thị trường của doanh nghiệp này lên hơn 50 tỷ USD, tương đương khoảng 16% giá trị VN-Index. Thanh khoản giao dịch bình quân ngày của cổ phiếu VIC ở mức dưới 50 triệu USD, giúp giá cổ phiếu dễ bị đẩy lên cao. Hiện nay, nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup (VIC, VHM, VRE, VPL) chiếm gần một phần tư tỷ trọng của VN-Index, do đó được hưởng lợi từ các dòng vốn ETF chảy vào thị trường chứng khoán Việt Nam cũng như hoạt động mua “theo chỉ số” (closet indexing) của các nhà quản lý quỹ.



Nguồn: Bloomberg

Vingroup là một trong những doanh nghiệp lớn nhất của Việt Nam, với tổng tài sản tiệm cận khoảng 10% GDP và việc Vingroup nhận được sự hỗ trợ từ Chính phủ thông qua chiến lược phát triển các “doanh nghiệp trụ cột quốc gia” là điều dễ hiểu, và tập đoàn này nhiều khả năng sẽ trở thành chủ đầu tư chính của một số dự án hạ tầng trọng điểm trong những năm tới. Bên cạnh đó, VIC (cùng với một số doanh nghiệp bất động sản và tập đoàn khác được lựa chọn khác) được kỳ vọng sẽ giữ vai trò trung tâm khi các doanh nghiệp này sẽ xử lý các vấn đề giải phóng mặt bằng và quy hoạch, sau đó phân bổ hoạt động triển khai dự án thực tế cho các tầng thấp hơn trong chuỗi giá trị phát triển bất động sản của Việt Nam.

Tuy nhiên, Vingroup đang gánh trên vai mức nợ đáng kể để triển khai các mảng kinh doanh hạ tầng và năng lượng — những lĩnh vực mà tập đoàn này có rất ít hoặc hầu như chưa có kinh nghiệm. Do đó, Vingroup sẽ cần sớm tạo ra dòng tiền đủ lớn để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ, trong bối cảnh riêng mảng sản xuất xe điện của tập đoàn đã tiêu tốn hơn 10 tỷ USD cho đến nay.

 VinaCapital



**RỦI RO:  
BÀI TOÁN CÂN BẰNG  
CỦA NHNN**

# Rủi ro: Bài toán cân bằng của NHNN

Những rủi ro lớn nhất có thể tác động tiêu cực đến kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2026 bao gồm:

- 1) Suy thoái kinh tế tại Mỹ
- 2) Các rủi ro “Thiên nga xám” (ví dụ: rủi ro địa chính trị, việc đảo chiều giao dịch carry-trade bằng đồng Yên, v.v.)
- 3) Lãi suất bằng VND tăng mạnh

Liên quan đến hai yếu tố đầu tiên, Việt Nam là một trong những nền kinh tế có độ mở cao nhất (ngoại trừ Singapore, Hồng Kông) với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam tương đương gần 200% GDP, trong đó Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất. Do đó, diễn biến kinh tế toàn cầu, và đặc biệt là tại Mỹ, có ý nghĩa rất quan trọng đối với Việt Nam.

Đối với các rủi ro “Thiên nga xám”, chúng tôi đặc biệt lưu ý đến khả năng đảo chiều của giao dịch carry trade bằng đồng Yên, trong bối cảnh các nhà đầu tư Nhật Bản đang nắm giữ lượng tài sản ở nước ngoài tương đương khoảng 100% GDP của Nhật và có thể sẽ đảo chiều đưa một phần dòng vốn này quay lại khi lãi suất tại thị trường Nhật Bản tăng (lãi suất đã tăng khoảng 100 điểm cơ bản trong năm 2025). Ngược lại, chúng tôi ít lo ngại hơn về các rủi ro địa chính trị toàn cầu và cho rằng nguy cơ leo thang căng thẳng giữa Trung Quốc và Mỹ vượt ra ngoài các tuyên bố mang tính khẩu chiến là khá thấp.

Đối với điểm thứ ba, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) hiện đang phải xử lý một bài toán cân bằng mà nhiều ngân hàng trung ương tại các thị trường mới nổi phải đối mặt: dung hòa giữa ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế. Thách thức hiện nay của Việt Nam không phải là bài toán truyền thống giữa lạm phát và tăng trưởng, mà là sự đánh đổi giữa ổn định tỷ giá USD-VND và mục tiêu tăng trưởng kinh tế, nội dung sẽ được phân tích kỹ hơn dưới đây.

Cuối cùng, trong số các rủi ro được nêu trên, một cuộc suy thoái kinh tế tại Mỹ sẽ gây tác động tiêu cực lớn nhất đến tăng trưởng GDP của Việt Nam, do Việt Nam là nền kinh tế có mức độ gắn kết với Mỹ cao thứ ba, chỉ sau Canada và Mexico. Đồng thời, việc lãi suất VND — đặc biệt là lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn 12 tháng bình quân — tăng lên trên mức 8% được xem là rủi ro lớn nhất đối với thị trường chứng khoán Việt Nam.

## Rủi ro trong nước

VinaCapital không lo ngại về các rủi ro chính trị trong nước và tin rằng chương trình cải cách kinh tế theo hướng thúc đẩy tăng trưởng được khởi động từ năm 2025 sẽ tiếp tục được duy trì sau Đại hội Đảng. Chúng tôi cũng không quan ngại về lạm phát tại Việt Nam. Nền kinh tế Trung Quốc suy yếu đang góp phần giữ giá lương thực – thực phẩm ở mức thấp, trong bối cảnh nhóm mặt hàng này chiếm gần 40% rổ CPI của Việt Nam. Lạm phát giá thực phẩm tại Việt Nam hiện vẫn quanh mức 4%, dù có tăng nhẹ sau các đợt lũ lụt nghiêm trọng trong tháng 10 và 11, và lạm phát CPI tổng thể của cả nước vẫn duy trì dưới ngưỡng 4%.

## Lãi suất và tỷ giá

Lãi suất tiền gửi đã tăng khoảng 100 điểm cơ bản trong năm 2025, như thể hiện trong biểu đồ dưới đây, và chúng tôi cho rằng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng sẽ tiếp tục tăng thêm 50-100 điểm cơ bản trong năm 2026, lên gần mức 7%, do hai yếu tố chính: (1) thanh khoản trong hệ thống ngân hàng đang thắt chặt, và (2) áp lực mất giá của đồng VND. Tình trạng thanh khoản eo hẹp xuất phát từ tăng trưởng tín dụng cao hơn gần 4 điểm phần trăm so với tăng trưởng huy động trong năm 2025.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đang tìm điểm cân bằng giữa “tăng trưởng” và “ổn định”

Chúng tôi không lo ngại về yếu tố chính trị trong nước hay lạm phát.

Lãi suất tiền gửi xu hướng tăng khi tăng trưởng tín dụng vượt tốc độ tăng trưởng huy động.



Cụ thể, tỷ lệ sử dụng tín dụng của Việt Nam ở mức rất cao so với các thị trường mới nổi, cho thấy nền kinh tế cần một lượng tín dụng lớn một cách không tương xứng để duy trì tăng trưởng kinh tế (trong năm 2025, tăng trưởng tín dụng đạt 19% so với tăng trưởng GDP 8%, tương đương tỷ lệ sử dụng tín dụng trên 2 lần). Mức sử dụng tín dụng cao này gắn liền với điểm yếu của Việt Nam là tăng trưởng năng suất thấp. IMF và nhiều tổ chức khác đã nhiều lần chỉ ra rằng tăng trưởng Năng suất Nhân tố Tổng hợp (TFP) của Việt Nam ở mức xấp xỉ 0%, và các cải cách của Chính phủ cũng đang hướng tới giải quyết vấn đề này. Trong khi đó, tăng trưởng huy động chậm lại trong năm 2025 có mối liên hệ trực tiếp với sự gia tăng mạnh của:

- Thị trường chứng khoán Việt Nam (tăng trên 40%)
- Giá vàng (tăng trên 70% vào cuối năm 2025)
- Giá Bitcoin (tăng 35% vào cuối năm 2025)

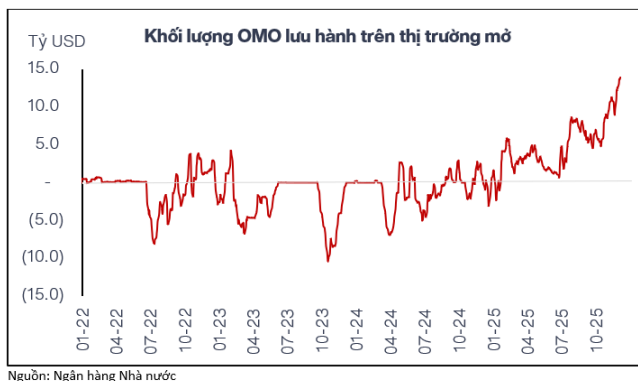
Tất cả những diễn biến trên khiến dòng tiền được điều chuyển sang các tài sản tài chính này thay vì gửi tiết kiệm tại ngân hàng.

Hệ quả là sự mất cân đối giữa tăng trưởng tín dụng (19%) và tăng trưởng tiền gửi (15%) của Việt Nam đã đẩy tỷ lệ cho vay trên tiền gửi trên thị trường 1 (LDR), tăng thêm khoảng 5 điểm phần trăm trong năm 2025, lên mức khoảng 110%. Cần phải lưu ý rằng NHNN sử dụng phương pháp khác khi tính toán tỷ lệ LDR chính thức của hệ thống ngân hàng.

### Bài toán cân bằng

NHNN có sự thận trọng nhất định khi điều hành chính sách tiền tệ và để lãi suất tăng nhẹ khi phải đối mặt với bài toán cân bằng giữa “tăng trưởng” và “ổn định”. Mức lãi suất cao hơn là cần thiết nhằm hạn chế áp lực mất giá của tỷ giá USD-VND vượt quá khoảng 3% trong bối cảnh dự trữ ngoại hối còn khá thấp (hiện dưới mức ba tháng nhập khẩu), trong khi mặt bằng lãi suất thấp lại có tác dụng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Trên thực tế, NHNN đã tiến hành một số giải pháp nhất định để đáp ứng nhu cầu VND của thị trường, qua đó giải quyết bài toán cân bằng giữa tăng trưởng và ổn định. Vào cuối năm 2025, NHNN đã bơm thanh khoản thận trọng vào hệ thống ngân hàng thông qua kênh hoạt động thị trường mở, như thể hiện trong biểu đồ dưới đây, đồng thời nâng lãi suất OMO (một trong ba mức lãi suất điều hành chủ chốt của Việt Nam) thêm 50 điểm cơ bản lên 4,5%. NHNN cũng sử dụng các công cụ điều hành linh hoạt như hợp đồng kỳ hạn có thể hủy ngang và hợp đồng hoán đổi kỳ hạn 14 ngày nhằm ổn định tâm lý thị trường.



**NHNN đặt mục tiêu hạn chế mức mất giá của tỷ giá USD-VND ở khoảng 3% mỗi năm.**

**Lãi suất tiền gửi dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong năm 2026.**

**Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước sẽ mở rộng bảng cân đối kế toán và áp dụng các biện pháp nói lỏng/linh hoạt về quy định trong năm 2026.**

**Các công cụ chính sách mạnh mẽ để xử lý tình trạng thanh khoản thắt chặt.**

NHNN đã lựa chọn cách giải quyết áp lực mất giá của đồng VND và tình trạng thanh khoản căng thẳng thông qua các biện pháp điều hành mang tính định hướng, thay vì tiếp tục làm suy giảm dự trữ ngoại hối (ảnh hưởng đến ổn định vĩ mô) hoặc để lãi suất tăng vọt (điều sẽ kìm hãm tăng trưởng). Trong giai đoạn sau của năm 2025, NHNN đã bơm thanh khoản vào hệ thống thông qua kênh nghiệp vụ thị trường mở và kênh tái cấp vốn do không muốn lãi suất tăng quá nhanh và thể hiện lựa chọn lấy mục tiêu tăng trưởng làm ưu tiên. Sau đó, NHNN đã điều chỉnh chính sách để lãi suất ở mức cao hơn và kiểm soát tăng trưởng tín dụng chặt chẽ hơn nhằm hỗ trợ tỷ giá, cho thấy sự điều chỉnh chính sách theo hướng quay trở lại ưu tiên ổn định hơn so với tăng trưởng ở một mức độ nhất định.

### **Triển vọng năm 2026**

Mức tăng 50–100 điểm cơ bản của lãi suất tiền gửi mà chúng tôi dự báo trong năm 2026 sẽ thúc đẩy tăng trưởng huy động, nhưng khó đủ để làm giảm tỷ lệ LDR của hệ thống ngân hàng do chúng tôi không kỳ vọng tăng trưởng huy động sẽ vượt tăng trưởng tín dụng trong năm nay. Câu hỏi được đặt ra nhiều nhất là nguồn vốn nào được sử dụng để cân đối mức tăng trưởng tín dụng mạnh trong năm 2026 mà trước đó thị trường đã đồng thuận cho đến gần đây<sup>7</sup>.

NHNN có thể sử dụng sự kết hợp giữa mở rộng bảng cân đối kế toán và nói lỏng/linh hoạt các quy định về chỉ tiêu thanh khoản để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Cụ thể, NHNN có thể điều chỉnh quy định để mở rộng phạm vi giấy tờ có giá đủ điều kiện mà các ngân hàng thương mại được phép cầm cố (repo) hoặc vay tại kênh tái cấp vốn, bao gồm trái phiếu doanh nghiệp và/hoặc trái phiếu của các ngân hàng thương mại.

Chúng tôi cũng kỳ vọng NHNN có thể triển khai một hình thức “nới lỏng định lượng không chính thức”, tương tự như những gì Ngân hàng Trung ương Indonesia đã thực hiện gần đây. Cách tiếp cận này phù hợp với mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng GDP của Chính phủ. Rủi ro lớn nhất của việc triển khai này là áp lực mất giá của đồng VND; do đó, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ hành động một cách thận trọng và chỉ triển khai ở mức tối thiểu cần thiết để vừa cung ứng thanh khoản cho thị trường, vừa hạn chế áp lực giảm giá đối với đồng tiền.

Cuối cùng, Ngân hàng Nhà nước đã hưởng lợi từ hai yếu tố bên ngoài trong năm 2025. Thứ nhất, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) gần đây thông báo sẽ tái khởi động nới lỏng định lượng (dù dưới một tên gọi khác), qua đó giúp giảm bớt áp lực mất giá lên tỷ giá USD–VND. Thứ hai, những lo ngại rằng căng thẳng thương mại Mỹ–Trung sẽ làm suy yếu đồng Nhân dân tệ (và gián tiếp gây áp lực lên VND) đã không xảy ra; trên thực tế, đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc đã tăng giá khoảng 4% trong năm 2025.

### **Các công cụ để giải quyết tình trạng thanh khoản thắt chặt**

Chính phủ và NHNN có thể sử dụng một số công cụ chính sách mạnh mẽ để giải quyết tình trạng căng thẳng thanh khoản trong hệ thống ngân hàng trong trường hợp cần thiết, bao gồm:

- Linh hoạt điều tiết khoản tồn dư ngân quỹ (ước tính khoảng 30 tỷ USD) của Kho bạc Nhà nước Việt Nam (KBNN) đặt tại NHNN sang hệ thống ngân hàng thương mại
- Mở rộng bảng cân đối kế toán của NHNN
- Chấp nhận trái phiếu doanh nghiệp làm giấy tờ có giá trong các giao dịch repo tại kênh tái cấp vốn của NHNN, đồng thời áp dụng các biện pháp nói lỏng quy định khác
- Phát hành tiền kỹ thuật số của ngân hàng trung ương (CBDC) được liên kết với USD và vàng nhằm hỗ trợ dự trữ ngoại hối của Việt Nam
- Điều chỉnh hoặc bãi bỏ các quy định thuế mới đã làm dòng tiền gửi của doanh nghiệp nhỏ và vừa (SME) rời khỏi hệ thống ngân hàng thương mại

<sup>7</sup> Vào cuối năm 2025, thị trường đồng thuận đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho năm 2026 là khoảng 20% sau mức tăng 19% của năm 2025, tuy nhiên NHNN đã đưa ra thông điệp thận trọng ngay trước báo cáo này. Cụ thể, NHNN đặt hạn mức tín dụng là 15% cho năm 2026 và có thể điều chỉnh tăng nếu điều kiện cho phép. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng mức trần tín dụng này có thể được nới lỏng trong nửa sau của năm để có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP mà Chính phủ đề ra.

Phần lớn các công cụ nêu trên mang tính hành chính hoặc liên quan đến mở rộng bảng cân đối kế toán, do đó có thể được triển khai tương đối nhanh chóng. Cụ thể, Chính phủ có mức độ linh hoạt lớn trong việc điều tiết khoản tồn dư ngân quỹ; mở rộng bảng cân đối của NHNN và/hoặc điều chỉnh các chỉ số thanh khoản nhằm nới lỏng các ràng buộc về nguồn vốn.

Cần lưu ý rằng trong những năm qua, lượng tồn dư ngân quỹ là tương đối lớn và KBNN đã gửi khoảng 15 tỷ USD vào hệ thống ngân hàng thương mại, trong khi khoảng 30–40 tỷ USD khác đang được đặt tại NHNN (cơ chế tương tự tài khoản TGA của Bộ Tài chính Mỹ tại Cục Dự trữ Liên bang).

Ngoài ra, quy mô bảng cân đối của NHNN hiện vào khoảng 25% GDP (theo ước tính của chúng tôi), thấp hơn đáng kể so với mức khoảng 35% của Ngân hàng Trung ương khác tại các thị trường mới nổi trong khu vực, qua đó tạo dư địa để mở rộng bảng cân đối nhằm đáp ứng nhu cầu thanh khoản của hệ thống. Cuối cùng, Chính phủ gần đây thực hiện cải cách chính sách thuế và mở rộng cơ sở thu thuế nhằm bao phủ nhiều hơn các hộ kinh doanh và doanh nghiệp vừa và nhỏ, tuy nhiên, quá trình này đã khiến một bộ phận chủ hộ kinh doanh rút tiền khỏi hệ thống ngân hàng, làm gia tăng lượng tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống.

# Đánh giá các dự báo năm 2025

Hai dự báo chính trong Báo cáo Chiến lược 2025 của chúng tôi là: (1) **Chính phủ tập trung thúc đẩy tăng trưởng kinh tế**; và (2) **Rủi ro thuế quan bị lo ngại quá mức**. Trong đó, việc chúng tôi kỳ vọng về việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và các biện pháp cụ thể nhằm tháo gỡ thị trường bất động sản đã vấp phải không ít ý kiến phản biện. Trên thực tế, đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam đã tăng khoảng 40% trong năm 2025 — một minh chứng rõ ràng cho tính chính xác của dự báo này, được thể hiện bằng biểu tượng màu xanh bên dưới. Chúng tôi cũng dự báo đồng VND sẽ mất giá và VN-Index sẽ có diễn biến tích cực, đồng thời lưu ý rằng “chỉ cần một động lực nhỏ cũng đủ để VN-Index tiếp tục đi lên trong năm 2025”.

## Bảng đánh giá các dự báo năm 2025

Chính phủ đang nắm vai trò dẫn dắt	✓
- Tăng tốc đầu tư hạ tầng	
- Cải cách chính sách bất động sản	
Đồng VND mất giá	✓
VN-Index tiếp tục tăng trong năm 2025	✓
-----	
Rủi ro Trump đối với Việt Nam bị phóng đại	—
-----	
Tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ chậm lại	✗

Tuy nhiên, dự báo của chúng tôi rằng chính quyền Tổng Thống Trump sẽ không chọn Việt Nam làm mục tiêu và mức thuế quan ban đầu sẽ được giới hạn ở 10% đã có lúc tưởng chừng là một sai lầm lớn khi mức thuế đối ứng 46% đối với Việt Nam được công bố vào ngày 2/4. Thực tế, kể từ thông báo mức thuế đó, chính quyền Mỹ đã có những bước điều chỉnh theo hướng hạ nhiệt, và theo chia sẻ của CEO Bank of America Brian Moynihan<sup>8</sup>, xu hướng hạ nhiệt này nhiều khả năng sẽ tiếp diễn trong năm 2026. Mức thuế áp lên hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ đã được giảm từ 46% xuống 20%, và với các cơ chế miễn trừ dành cho một số nhóm hàng xuất khẩu chủ chốt như điện tử, mức thuế hiệu dụng đang dần tiến về ngưỡng 10% như chúng tôi từng dự báo ban đầu, qua đó củng cố tính hợp lý của quan điểm này. Sự “dao động chính sách” nói trên được thể hiện bằng biểu tượng màu vàng trong biểu đồ phía trên.

Cuối cùng, dự báo sai lệch lớn nhất của chúng tôi là kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ sẽ chậm lại, từ mức tăng trưởng “đặc biệt cao” 23% trong năm 2024 xuống mức tăng một chữ số trong năm 2025, một phần do chúng tôi dự đoán nền kinh tế Mỹ sẽ bước vào giai đoạn “hạ cánh mềm”. Trái với kỳ vọng đó, xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025 đã tăng tốc lên gần 30%.

<sup>8</sup> [BofA's Moynihan Sees Trump's Tariffs Starting to De-Escalate - Bloomberg](#)

## **Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm**

© 2025 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã đăng ký Bản quyền. Báo cáo này đã được chuẩn bị và đang được VCFM hoặc một trong các chi nhánh của VCFM phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không tuyên bố về tính chính xác của thông tin đó. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày xuất bản. Chúng không phản ánh rõ ràng ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi hoặc theo bất kỳ cách nào để sửa đổi báo cáo này hoặc thông báo cho người đọc trong trường hợp bất kỳ chủ đề hoặc ý kiến, dự báo hoặc ước tính nào trong báo cáo thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Thông tin cũng như bất kỳ ý kiến nào được thể hiện trong báo cáo này đều không phải là lời đề nghị hoặc lời mời đưa ra đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc bất kỳ quyền chọn, hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ chứng khoán nào. Nó cũng không nên được hiểu là một quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành chung và chỉ cung cấp thông tin chung. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào có thể nhận hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động và có thể lên xuống. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là hướng dẫn cho tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra các quyết định tài chính của riêng mình dựa trên các cố vấn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính cụ thể và các mục tiêu đầu tư của họ. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ người nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép rõ ràng bằng văn bản của VCFM. Vui lòng trích dẫn nguồn khi trích dẫn.