

Cập nhật vĩ mô

Chỉ tiêu chính		
	2024	2025
Tăng trưởng GDP	7,09%	8,02%
Công nghiệp xây dựng	8,2%	8,9%
Dịch vụ	7,4%	8,6%
Nông nghiệp	3,3%	3,8%
	T11/25	T12/25
Bán lẻ YoY	7,9%	9,2%
Khách QT (triệu lượt)	1,98	2,0
Xuất khẩu YoY	15,3%	23,9%
Nhập khẩu	16,1%	29,7%
Thặng dư TM (triệu đồng)	1,113	(637)
PMI	53,8	53,0
IIP YoY	10,8%	10,1%
FDI thực hiện YoY	9,5%	9,5%
Đầu tư công YoY	27,3%	29,1%
CPI YoY	3,58%	3,48%
USD/VND	26.365	26.298
LS tái cấp vốn	4,5%	4,5%
LS tái chiết khấu	3,0%	3,0%
Tăng trưởng TD	16,5%	17,6%
Lợi suất TPCP		
5 năm	3,33%	3,39%
10 năm	4,03%	4,18%

Việt Nam giữ vị thế, đón chu kỳ tăng trưởng mới

- GDP Việt Nam tăng 8,46% trong Q4/25 và 8,02% trong 9T25
- Lạm phát tăng trong tầm kiểm soát với mức tăng bình quân 3,3% trong 2025

GDP Việt Nam 8,02% trong năm 2025, gần cao nhất kể từ năm 2011

Theo Cục Thống kê (TCTK), GDP Q4/25 ước tăng 8,46% svck, đưa tăng trưởng GDP cả năm đạt 8,02%, chỉ thấp hơn tốc độ tăng của năm 2022 (8,54%) trong giai đoạn 2011-2025. Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt với mức tăng vượt trội 9,7% (so với 9,4 trong Q3). Khu vực dịch cũng ghi nhận sự cải thiện nhẹ với mức tăng 8,8% (so với 8,7% trong Q3).

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8,8%

Kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng, cùng với các Nghị quyết 68 về kinh tế tư nhân và Nghị quyết 79 về kinh tế nhà nước có thể tạo ra những cú hích mới về tăng trưởng. Tuy nhiên, một số rủi ro cần được quan sát theo dõi như mặt bằng lãi suất, dự địa tín dụng trong nước hạn chế hơn, trong khi đó nhu cầu toàn cầu suy yếu do bất ổn chính sách thương mại của Mỹ, căng thẳng Mỹ-Trung leo thang, và bất ổn địa chính trị kéo dài cũng tạo ra nhiều thách thức cho Việt Nam.

Lạm phát tăng trong tầm kiểm soát, dự báo bình quân năm 2026 tăng 3,8%

Áp lực lạm phát chủ yếu đến từ khả năng giá điện tăng 5% do yêu cầu bù lỗ của EVN và hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh gây sức ép lên giá nguyên vật liệu xây dựng. Dù vậy, chúng tôi cho rằng lạm phát vẫn sẽ được kiểm soát dưới mục tiêu của Chính phủ nhờ giá dầu duy trì ở mặt bằng thấp và chỉ số giá sản xuất, thực phẩm của Trung Quốc – thị trường nhập khẩu nguyên liệu lớn nhất của Việt Nam vẫn trong chu kỳ giảm phát.

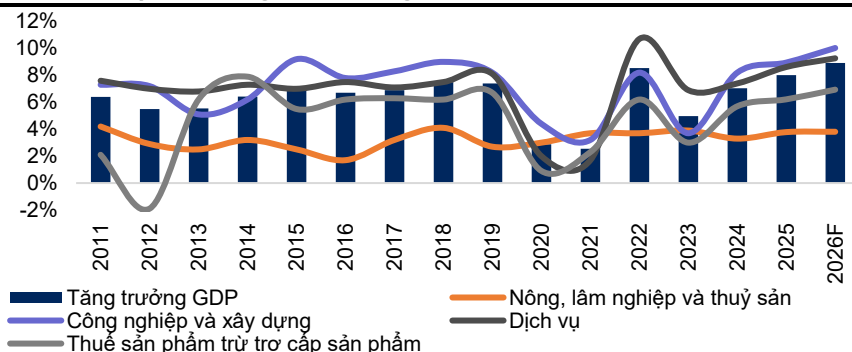
Áp lực tỷ giá giảm, dự báo VND trượt giá 2,5% so với USD trong năm 2026

Chúng tôi dự báo USD/VND tăng khoảng 2,5% và đạt mức 26,955 vào cuối 2026. Rủi ro tỷ giá được kỳ vọng giảm nhờ tâm lý thị trường cải thiện khi USD yếu đi trong bối cảnh Fed dự kiến cắt giảm lãi suất, dòng vốn nước ngoài tăng từ tiến trình nâng hạng thị trường; nguồn thu ngoại tệ ổn định từ thặng dư thương mại, tăng trưởng xuất nhập khẩu và giải ngân FDI; và nhu cầu vay offshore của doanh nghiệp nội địa, qua đó bổ sung nguồn cung ngoại tệ.

Rủi ro lãi suất tăng

Chúng tôi dự báo lãi suất huy bình quan trên thị trường sẽ tăng 50 – 100 điểm cơ bản khi áp lực thanh khoản từ đầu tư công và tín dụng gia tăng. Để tài trợ ngân sách trung ương năm 2026, Kho bạc Nhà nước dự kiến phát hành 500 nghìn tỷ đồng trái phiếu Chính phủ, tăng 35% so với phát hành năm 2025. Rủi ro lãi suất tăng cao hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng sự phục hồi của thị trường bất động sản và cũng như sự ổn định của hệ thống tài chính, ngân hàng.

Hình 1: GDP Việt Nam tăng 8,02% trong năm 2025



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên Phân tích

Trương Thanh Nguyên

Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Kinh tế Việt Nam vững vàng trước thách thức

GDP Việt Nam 8,02% trong năm 2025, gần cao nhất kể từ năm 2011

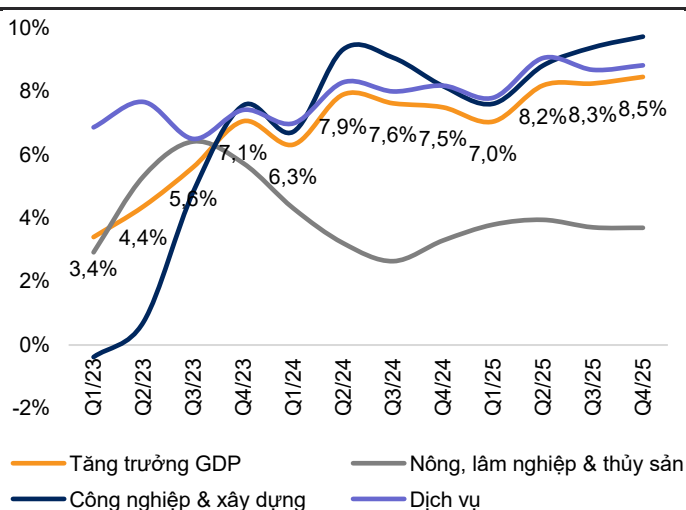
Theo Cục Thống kê (TCTK), GDP Q4/25 ước tăng 8,46% svck, đưa tăng trưởng GDP cả năm đạt 8,0%, chỉ thấp hơn tốc độ tăng của năm 2022 (8,54%) trong giai đoạn 2011-2025.

Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt với mức tăng vượt trội 9,7% (so với 9,4 trong Q3). Khu vực dịch cũng ghi nhận sự cải thiện nhẹ với mức tăng 8,8% (so với 8,7% trong Q3). Ngoài ra, mặc dù bị ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết không thuận lợi, tăng trưởng khu vực nông, lâm, thủy sản vẫn duy trì ở mức 3,7%.

Trong mức tăng tổng giá trị tăng thêm toàn nền kinh tế năm 2025, khu vực công nghiệp và xây dựng ghi nhận mức tăng mạnh nhất 9,0%, đóng góp 43,6%, theo sau là khu vực dịch vụ tăng 8,6%, đóng góp 51,1%. Trong khi đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ tăng 3,8%, đóng góp 5,3%.

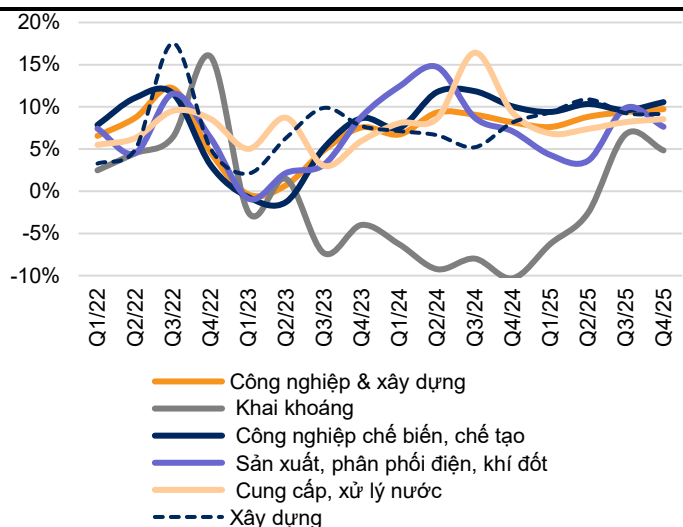
Những con số này cho thấy sức chống chịu đáng kể của nền kinh tế Việt Nam trước các thách thức bên ngoài, đặc biệt là xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng tại Mỹ, đồng thời phản ánh một quỹ đạo tăng trưởng nội địa dần bền vững hơn, được củng cố bởi các cải cách của Chính phủ và các biện pháp kích thích trọng điểm.

Hình 2: Tăng trưởng GDP theo quý



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Tăng trưởng GDP ngành Công nghiệp & xây dựng



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Khu vực công nghiệp & xây dựng: Công nghiệp chế biến chế tạo cải thiện trong khi xây dựng giảm tốc

Tăng trưởng GDP ngành công nghiệp chế biến chế tạo có sự cải thiện trong Q4 (+10,6 svck) sau Q3 giảm tốc (+9,6% svck) cho thấy hoạt động sản xuất vẫn trên đà mở rộng dù bị ảnh hưởng với thuế quan. Xu hướng này cũng phù hợp với diễn biến của chỉ số sản xuất công nghiệp và PMI trong những tháng gần đây khi số lượng đơn hàng mới bao gồm đơn hàng xuất khẩu đều có sự cải thiện.

Tuy nhiên, tăng trưởng ngành xây dựng chậm lại quý thứ hai liên tiếp. Trái ngược với kỳ vọng hoạt động xây dựng sẽ tăng tốc vào cuối năm, tăng GDP ngành xây dựng Q4/25 chỉ tăng 9,2%, thấp nhất kể từ đầu năm đến nay. Nguyên nhân có thể đến từ một số yếu tố như 1) tốc độ thực hiện đầu tư công Q4/25 so với cùng kỳ có phần chậm lại (+24,9% svck trong Q4/25 so với 31,8% svck trong

Q3/25), một phần do vốn thực hiện năm 2024 tập trung vào Q4, trong khi vốn thực năm 2025 được đẩy mạnh ngay từ Q3; 2) giải ngân đầu tư công đến hết tháng 12/2025 thực tế chỉ mới đạt 84% kế hoạch vốn Thủ tướng giao; và 3) mặt bằng lãi suất trên thị trường có xu hướng tăng trong Q4, phần nào ảnh hưởng đến thị trường BĐS dân cư.

Khu vực dịch vụ: Tăng trưởng cải thiện nhẹ

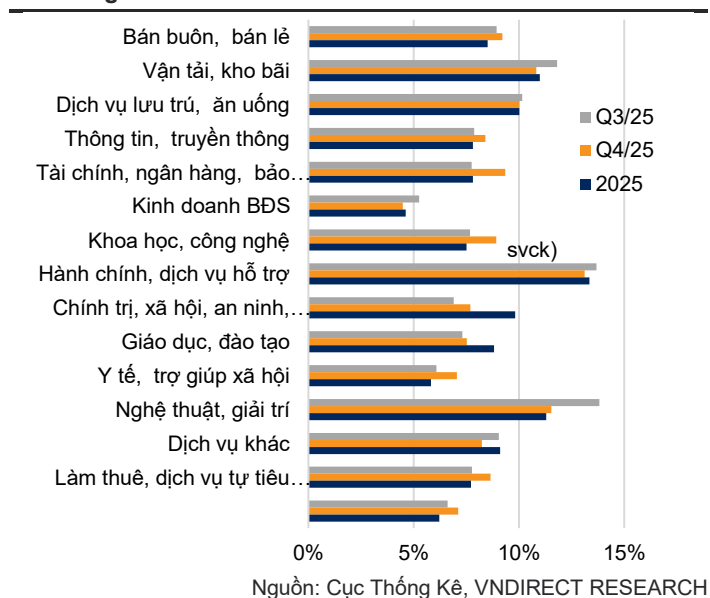
Khu vực dịch vụ có sự cải thiện nhẹ với mức tăng 8,8% svck trong Q4 (so với 8,7% trong Q3/25). Trong đó, một số ngành chủ chốt có mức tăng trưởng cải thiện so với Q3/25 như bán buôn, bán lẻ, tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, khoa học, công nghệ. Một số ngành có sự giảm tốc nhẹ nhưng vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng trên 10% bao gồm vận tải và kho bãi (+11,0% svck), lưu trú và ăn uống (+10,0% svck), hoạt động hành chính và hỗ trợ (+13,3% svck), văn hóa và thể thao (+11,3% svck), và quản lý Nhà nước (+9,8% svck).

Tuy nhiên, **tăng trưởng GDP lĩnh vực bất động sản vẫn còn khá yếu**, chỉ tăng 4,5% svck trong Q4, thấp hơn cả Q3/25 (5,3%) và Q4/24 (4,8%). Nguyên nhân có thể đến từ việc mặt bằng lãi suất trên thị trường bật tăng trong Q4 và không có nhiều dự án được bàn giao trong quý.

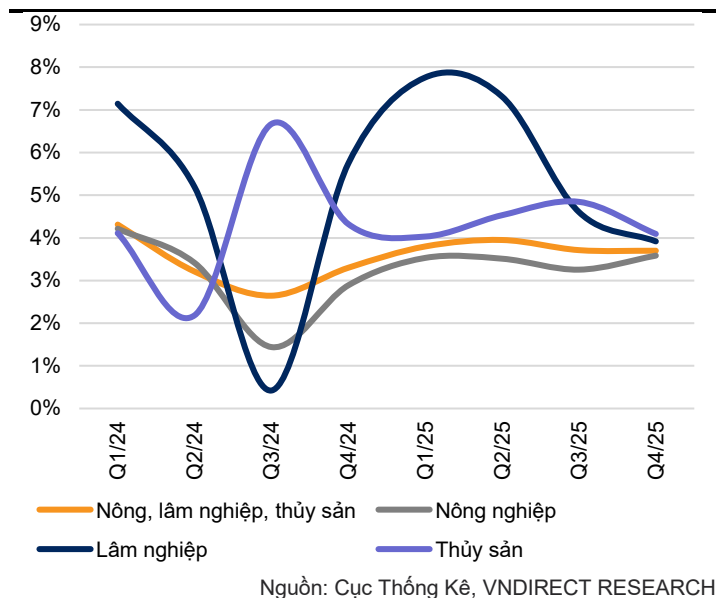
Khu vực nông, lâm, thủy sản tăng trưởng ổn định

Ngành nông, lâm, thủy sản tăng 3,7% svck trong Q4/25, gần như không đổi so với Q3/25 dù bị ảnh hưởng bởi tình hình mưa bão nghiêm trọng ở nhiều nơi. Tính chung cả năm 2025, ngành nông, lâm, thủy sản tăng 3,8% svck, cao hơn so với 2024 (3,3%) và tương đối ổn định so với giai đoạn 2021 – 2023.

Hình 4: Phần lớn phân ngành dịch vụ ghi nhận tăng trưởng cao trong Q3/25



Hình 5: Tăng trưởng khu vực nông, lâm, thủy sản ổn định



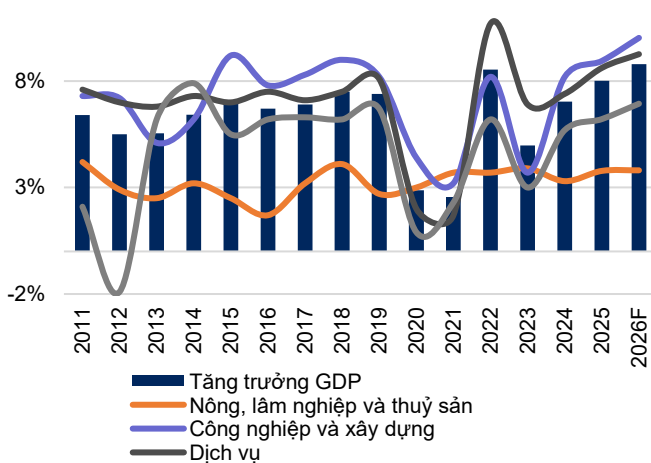
Triển vọng tăng trưởng được kỳ vọng duy trì tích cực

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8,8%

Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng mạnh mẽ sẽ được duy trì sang năm 2026, với dự phóng tăng trưởng GDP đạt 8,8% svck. Kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng, cùng với các Nghị quyết 68 về kinh tế tư nhân và Nghị quyết 79 về

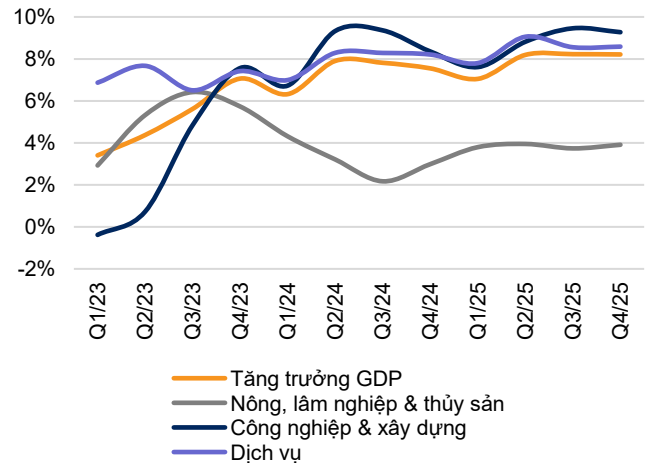
kinh tế nhà nước có thể tạo ra những cú hích mới về tăng trưởng. Tuy nhiên, một số rủi ro cần được quan sát theo dõi như mặt bằng lãi suất, dự địa tín dụng trong nước hạn chế hơn, trong khi đó nhu cầu toàn cầu suy yếu do bất ổn chính sách thương mại của Mỹ, căng thẳng Mỹ-Trung leo thang, và bất ổn địa chính trị kéo dài cũng tạo ra nhiều thách thức cho Việt Nam.

Hình 6: Tăng trưởng GDP của Việt Nam theo năm



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Tăng trưởng GDP của Việt Nam theo quý



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Các dự phóng tăng trưởng của chúng tôi dựa trên các kỳ vọng như sau:

- **Đầu tư khu vực Nhà nước tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt.** Để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số và duy trì ổn định vĩ mô trong năm 2026, Quốc hội thông qua mức bội chi ngân sách 606 nghìn tỷ đồng, tương đương 4,2% GDP. Trong đó, kế hoạch chi đầu tư phát triển dự kiến tăng 41,7% so với kế hoạch Quốc hội phê duyệt cho 2025 và 53% so với ước thực hiện 12T2025. Ngoài ra, Nghị quyết 79, ký ngày 6/1/2026 về kinh tế tế Nhà nước, có thể thúc đẩy quá trình tái cấu trúc, chuyển giao, hợp nhất doanh nghiệp nhà nước, từ đó giúp nguồn vốn ở khu vực công được khơi thông và sử dụng một cách hiệu quả hơn.
- **Đầu tư khu vực tư nhân tăng tốc.** Nghị quyết số 68-NQ/T ban hành ngày 4/5/2025 đã định hướng chiến lược nhằm nâng khu vực kinh tế tư nhân, trở thành động lực trọng yếu của tăng trưởng kinh tế quốc gia. Cùng với quá trình tái cơ cấu bộ máy nhà nước và thúc đẩy mô hình hợp tác đầu tư công-tư (PPP), Nghị quyết 68 được kỳ vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ khu vực tư nhân trở thành một trong những trụ cột chính của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn tới.
- **Đầu tư khu vực nước ngoài ổn định với mức tăng trưởng 8%.** Giải ngân FDI ổn định nhờ bất định vĩ mô thế giới hạ nhiệt, xu hướng Trung Quốc+1 tiếp diễn, các chính sách mới nhằm thu hút FDI vào lĩnh vực công nghệ cao.
- **Sản xuất phục xuất khẩu có thể giảm tốc nhưng có thể tăng tốc ở các lĩnh vực phục vụ nhu cầu đầu tư công.** Xuất khẩu giảm tốc do hết hiệu ứng nhập khẩu chạy thuế và tăng trưởng toàn cầu suy yếu, nhưng được hỗ trợ bởi triển vọng kinh tế Mỹ có thể cải thiện nhẹ, lợi thế thuế quan so với Trung Quốc và nhu cầu toàn cầu phục hồi từ cuối 2026. Ngoài ra,
- **Tiêu dùng hồi phục nhưng không đều** do tác động khác nhau từ các chính sách cải cách tiền lương và thuế thu nhập cá nhân mới và thuế doanh thu các hộ kinh doanh nhỏ lẻ.

- **Chính sách tiền tệ vẫn nới lỏng nhưng có kiểm soát.** Mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2026 ở mức 15%, thấp hơn so với thực hiện 2025 (19%). Theo đó, nguồn vốn tín dụng sẽ cần được điều tiết vào những lĩnh vực, dự án trọng điểm, mang lại hiệu quả kinh tế cao hơn, và hạn chế những ngành mang tính đầu cơ cao. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất điều hành sẽ không đổi nhờ tình lạm phát, tỷ giá được kiểm soát, nhưng lãi suất trên thị trường dự báo tăng 50 -100 điểm cơ bản do áp lực thanh khoản gia tăng.

Yếu tố khiến tăng trưởng vượt dự báo của chúng tôi bao gồm:

- Chính phủ điều chỉnh mục tiêu đầu tư công cao hơn kế hoạch mà Quốc hội đề ra.
- Tốc độ mở rộng và tham gia ở khu vực tư nhân, đặc biệt là các động lực chính của kinh tế.
- Xu hướng Trung Quốc +1 diễn ra nhanh hơn, sự cải thiện trong chính sách, môi trường, hạ tầng giúp nguồn vốn FDI vào Việt Nam mạnh mẽ hơn.
- Sự cộng hưởng của chính sách hỗ trợ của Chính phủ và sự cải thiện về nội tại trong sức khỏe nền kinh tế thúc đẩy tiêu dùng phục hồi nhanh hơn dự kiến.

Chúng tôi nhận thấy một số rủi ro đối với dự phóng tăng trưởng, bao gồm:

- **Tác động từ các bất định** đến tiêu dùng toàn cầu nghiêm trọng hơn kỳ vọng.
- **Lạm phát tại Mỹ duy trì ở mức cao**, có khả năng làm trì hoãn lộ trình cắt giảm lãi suất của Fed.
- **Căng thẳng địa chính trị gia tăng** có thể gây gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, qua đó tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam. Những gián đoạn này cũng nhiều khả năng làm gia tăng áp lực lạm phát và biến động tỷ giá trong nước.
- **Mặt bằng lãi suất tăng do đầu tư công và hạ tầng có thể làm ảm đạm động lực kinh doanh ở khu vực tư nhân cho sản xuất, tiêu dùng** và sự phục hồi của thị trường BĐS (vốn khá nhạy cảm với lãi suất). Rủi ro thanh khoản, lãi suất tăng cao hơn dự kiến khiến nhu cầu vay mua bất động sản bị chậm lại, ảnh hưởng đến sự hồi phục của tín dụng và thị trường bất động sản.

Hình 8: Các dự báo vĩ mô chính cho năm 2026-2027

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F
GDP danh nghĩa	tỷ USD	310	334	347	366	413	434	476	514	562	613
Tăng trưởng GDP thực	% YoY	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	7,9	8,8	9,0
GDP bình quân đầu người	USD	3.222	3.441	3.534	3.704	4.148	4.323	4.717	5.026	5.504	5.966
Tăng trưởng XK	% YoY	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,4	17,0	11,0	12,0
Tăng trưởng NK	% YoY	11,8	6,9	3,7	26,7	8	-9,2	16,7	19,4	11,5	12,0
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,3	28,4	24,9	20,1	20,0	22,4
FDI thực hiện	tỷ USD	19,1	20,4	20	19,7	22,4	23,2	25,4	27,6	29,8	32,2
Tài khoản vãng lai	tỷ USD	5,8	12,2	15,1	-7,2	-1,1	25,8	28	20,6	22,5	24,5
Tài khoản vãng lai/GDP	% GDP	1,9	3,6	4,3	-2	-0,3	6	5,9	4,0	4,0	4,0
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	88	93	84	84,0	82,0	87,0
Dự trữ ngoại hối/GDP	% GDP	17,8	23,3	27,4	29,8	21,2	21,5	17,7	16,3	14,6	14,2
Dự trữ theo tháng NK	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,4	2,6	2,0	1,8	1,7
CPI (Bình quân)	% YoY	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,3	3,8	4,0
Tăng trưởng tín dụng (trái, %)	% YoY	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,8	15,1	19,0	19,0	18,0
Dư nợ tín dụng/GDP (phải, %)	% GDP	103	106	114	123	124	132	136	149	163	176
Tăng trưởng M2	% YoY	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	12,5	12,3	16,0	16,0	15,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,25	6	4	4	4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
LS tiền gửi 12 tháng bình quân	%	6,9	7	5,6	5,6	5,6	4,9	4,9	5,2	5,7	5,7
Lợi suất TPCP 10 năm	%	5,1	3,4	2,4	2,1	2,1	2,2	3,0	4,0	4,5	4,5
Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng	VND/USD	23.175	23.173	23.098	22.826	22.826	24.267	25.485	26.298	26.955	27.495
Nợ công	% GDP	46,0	43,0	44,0	43,0	42,7	36,0	34,0	36 - 37	37,0	38,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, BTC

IIP & PMI

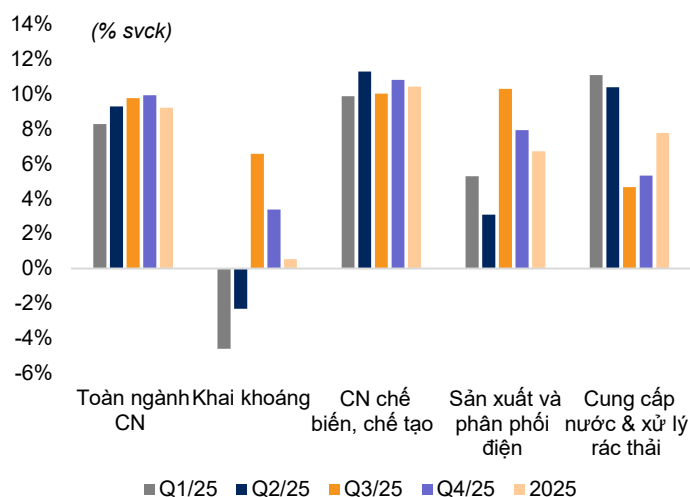
Sản xuất công nghiệp trong Q4 duy trì vai trò động lực cho tăng trưởng 2025

Sản xuất công nghiệp trong Q4/25 tiếp tục đóng vai trò trụ cột của tăng trưởng kinh tế, phản ánh sự phục hồi rõ nét hơn của khu vực sản xuất – chế biến trong bối cảnh cầu trong nước cải thiện và xuất khẩu duy trì xu hướng tích cực. Theo Cục Thống kê (NSO), chỉ số IIP tăng 9,9% svck trong Q4/25, cao hơn mức 9,3% của Q2 và nhỉnh hơn mức 9,8% của Q3, cho thấy đà tăng trưởng được duy trì ổn định về cuối năm.

Tính chung cả năm 2025, chỉ số IIP tăng 9,2% svck (so với 8,2% năm 2024), trong đó động lực chủ yếu tiếp tục đến từ ngành công nghiệp chế biến, chế tạo, với mức tăng 10,5% (so với 9,5% năm 2024). Ngành khai khoáng tăng 0,5% (so với mức giảm 6,3% năm 2024), không còn ở trạng thái suy giảm qua đó giảm lực cản đối với tăng trưởng công nghiệp chung, dù đóng góp trực tiếp không quá lớn. Trong năm 2025, chỉ số sản xuất của một số ngành trọng điểm cấp II ghi nhận mức tăng cao, bao gồm sản xuất xe có động cơ (+22,0%), sản xuất sản phẩm từ khoáng phi kim loại khác (+16,2%) và sản xuất sản phẩm từ cao su và plastic (+15,7%).

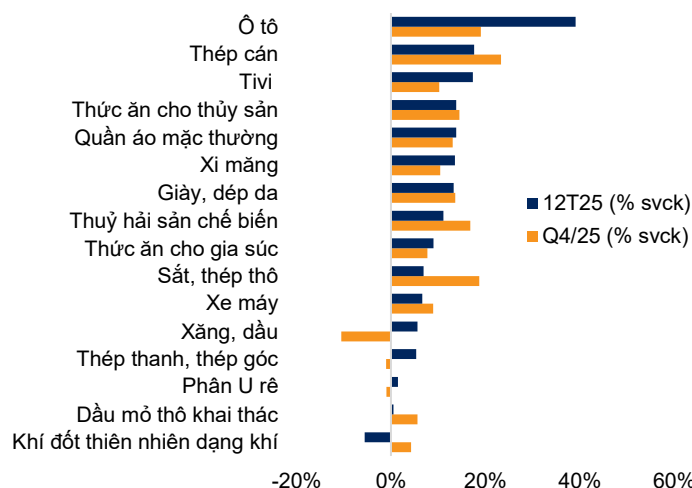
Việc IIP duy trì mức tăng cao hơn so với Q2 và Q3, đồng thời không suy yếu trong Q4/25, cho thấy đà phục hồi không còn phụ thuộc chủ yếu vào hiệu ứng nền thấp, mà phản ánh cải thiện mang tính thực chất của hoạt động sản xuất về cuối năm. Diễn biến này góp phần nâng tăng trưởng GDP trong Q4/25 so với các quý trước, đồng thời tạo nền tảng để duy trì mức tăng trưởng chung của cả năm 2025 ở mức cao nhất kể từ sau giai đoạn suy giảm.

Hình 9: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

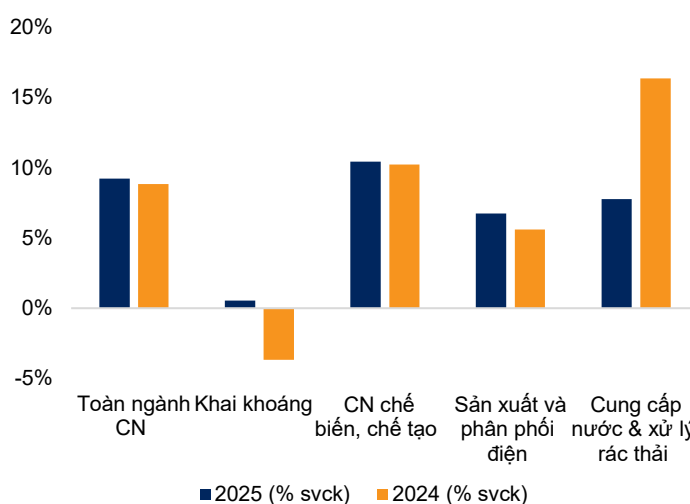
Hình 10: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp trong 12T25



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

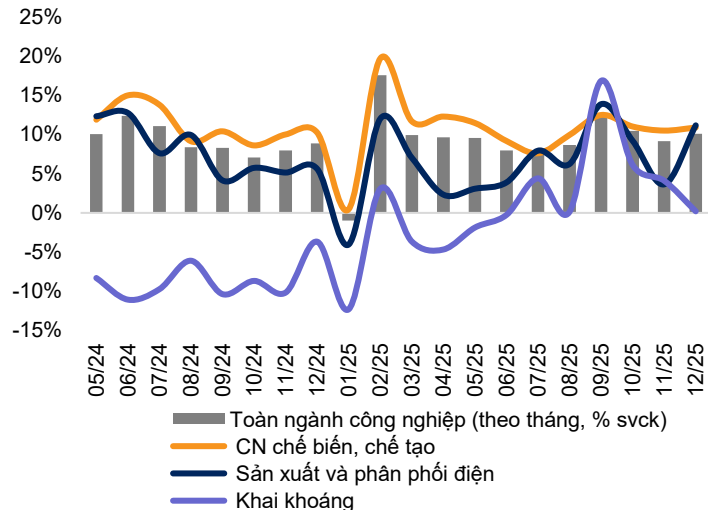
Tăng trưởng IIP về cuối năm cho thấy khu vực chế biến, chế tạo đã vượt qua giai đoạn điều chỉnh và chuyển sang trạng thái ổn định hơn. Động lực quan trọng hỗ trợ xu hướng này là sự cải thiện mang tính chu kỳ của cầu trong nước, đặc biệt đến từ tiêu dùng và đầu tư khu vực tư nhân trong nửa cuối năm, giúp doanh nghiệp duy trì nhịp sản xuất liên tục thay vì phụ thuộc vào các đơn hàng ngắn hạn. Nhìn chung, tác động tích lũy của các chính sách vĩ mô trong suốt năm 2025 là yếu tố then chốt, hỗ trợ tăng trưởng cho khu vực sản xuất, đặc biệt với doanh nghiệp chế biến, chế tạo quy mô vừa và lớn. Trong khi đó, giải ngân đầu tư công được cải thiện rõ hơn từ nửa cuối năm đã gián tiếp thúc đẩy các ngành công nghiệp liên quan đến vật liệu xây dựng, kim loại và sản phẩm trung gian, góp phần nâng mặt bằng IIP trong Q3–Q4.

Hình 11: Chỉ số IIP 12T25 so với 12T24



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Chỉ số sản xuất công nghiệp hàng tháng



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

PMI: Đơn hàng mới tiếp tục tăng, song tốc độ chậm lại

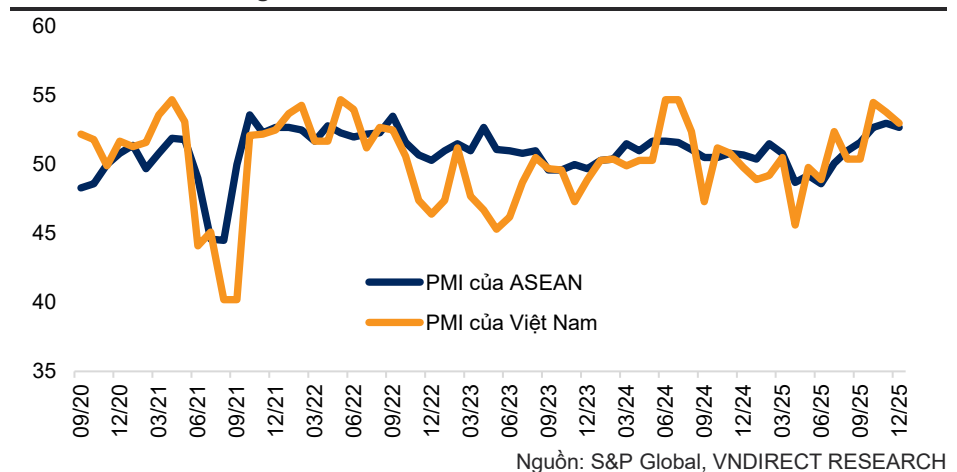
Ngành sản xuất khép lại năm 2025 với nền tảng tương đối vững. Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam do S&P Global công bố đạt 53,0 điểm trong tháng 12/2025, giảm nhẹ so với mức 53,8 điểm của tháng 11, song tiếp tục duy trì trên ngưỡng 50 tháng thứ sáu liên tiếp, cho thấy điều kiện kinh doanh của khu vực sản xuất tiếp tục cải thiện theo tháng và xu hướng mở rộng vẫn được duy trì ổn định.

Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sự gia tăng của sản lượng và đơn hàng mới. Sản lượng ghi nhận tăng tháng thứ 8 liên tiếp chủ yếu nhờ nhu cầu trong nước, dù tốc độ tăng trong tháng 12 thấp hơn so với 3 tháng gần nhất. Doanh nghiệp mở rộng việc làm tháng thứ ba liên tiếp và gia tăng hoạt động thu mua, đưa nhu cầu đầu vào lên mức cao nhất trong hơn một năm và kéo theo tồn kho đầu vào tăng. Niềm tin kinh doanh cải thiện lên mức cao nhất trong 21 tháng, phản ánh kỳ vọng tích cực đối với triển vọng hoạt động năm 2026.

Tuy nhiên, đơn hàng xuất khẩu trong tháng 12 lần đầu giảm trở lại sau 3 tháng. Đồng thời, chi phí đầu vào tăng nhanh nhất kể từ tháng 6/2022, chủ yếu do giá nguyên vật liệu và tình trạng gián đoạn chuỗi cung ứng kéo dài từ các yếu tố thời tiết bão lũ trước đó. Thời gian giao hàng của nhà cung cấp tiếp tục kéo dài so với tháng trước.

Nhìn chung, dữ liệu PMI tháng 12 cho thấy động lực sản xuất duy trì tích cực khi bước sang năm 2026, dù áp lực chi phí đang gia tăng và môi trường bên ngoài kém thuận lợi hơn. Việc sản lượng, tâm lý kinh doanh mở rộng, kết hợp với bức tranh tăng trưởng IIP trong Q4 và cả năm 2025, đã tiếp tục khẳng định vai trò trụ cột của khu vực sản xuất trong tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, xu hướng tăng mạnh của chi phí đầu vào vẫn là yếu tố cần được theo dõi trong bối cảnh cầu nội địa cải thiện và đầu tư công được đẩy mạnh.

Hình 13: Chỉ số PMI ngành sản xuất



Tiêu dùng phục hồi sau thiên tai

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tháng 12 đã phục hồi đáng kể sau hai tháng bị ảnh hưởng bởi các cơn bão lớn trong tháng 10 và 11, đạt 9,8% svck trong tháng 12. Sự phục hồi được hỗ trợ bởi một số yếu tố chính, bao gồm: (1) hoạt động thương mại và tái thiết được khôi phục tại một số tỉnh sau bão; (2) lượng khách quốc tế tiếp tục tăng mạnh; và (3) nhu cầu tổng thể cao hơn trong dịp Giáng sinh và Tết Dương lịch.

Tính chung năm 2025, tổng doanh số bán lẻ 9,2% svck, cao hơn so với năm 2024 (8,9%), nhưng nếu loại trừ yếu tố giá, chỉ tăng 6,7%, tương đương mức tăng năm 2024. Điều này cho thấy xu hướng phục hồi vẫn duy trì nhưng chưa thực sự bứt phá, đặc biệt so với mức trước dịch (khoảng 10% - 12%). Tâm lý người tiêu dùng đã bị ảnh hưởng đáng kể từ chuỗi sự kiện bất ổn liên tiếp, cả trong và ngoài nước. Nhu cầu tuyển dụng sụt giảm tại các doanh nghiệp xuất khẩu do bất ổn thuế quan từ Mỹ, kết hợp với quá trình tinh gọn bộ máy Nhà nước khiến thách thức trên thị trường lao động rõ rệt hơn.

Tuy nhiên, năm 2025 vẫn ghi nhận điểm sáng tích cực từ doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14,6% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 19,9% svck, nhờ các

chính sách kích cầu du lịch và sự kiện lớn trong năm. Tổng lượng khách quốc tế tăng 15,7% svck lên 2,0 triệu lượt trong tháng 12, đưa tổng lượng khách quốc tế năm 2025 đạt 21,2 triệu lượt (+20,4% svck) – tương đương 117,5% so với mức trước đại dịch (Trung Quốc: 91,0%; các thị trường khác: 130,2%). Lượng khách quốc tế năm 2025 cũng đạt ~92,2% mục tiêu của Chính phủ.

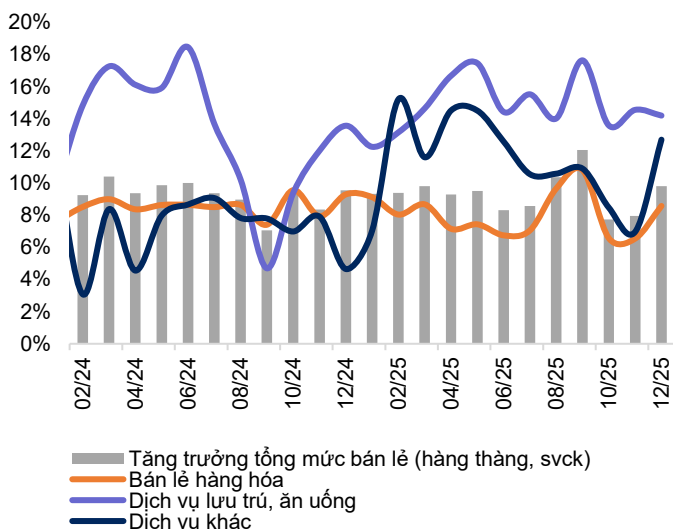
Dù còn nhiều thách thức trong năm 2026, tiêu dùng và bán lẻ vẫn giữ xu hướng phục hồi

Chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu dùng nửa đầu năm 2026 vẫn còn đối mặt với nhiều thách thức từ 1) xuất khẩu giảm tốc ảnh hưởng đến nhu cầu tuyển dụng của các doanh nghiệp xuất khẩu; và 2) việc bỏ chính sách thuế khoán, thay đổi hình thức thu thuế có thể gây ảnh hưởng đến kinh doanh của các hộ gia đình.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng tổng mức bán lẻ năm 2026 sẽ cải thiện so với 2025 nhờ nhiều yếu tố 1) xuất khẩu dự báo tăng tốc vào nửa cuối năm, triển vọng kinh tế cải thiện; 2) Chính phủ thực hiện chính sách cải cách tiền lương bên cạnh nhiều chính sách hỗ trợ người lao động (như miễn giảm học phí, viện phí); 3) Triển vọng ngành du lịch tiếp tục khởi sắc.

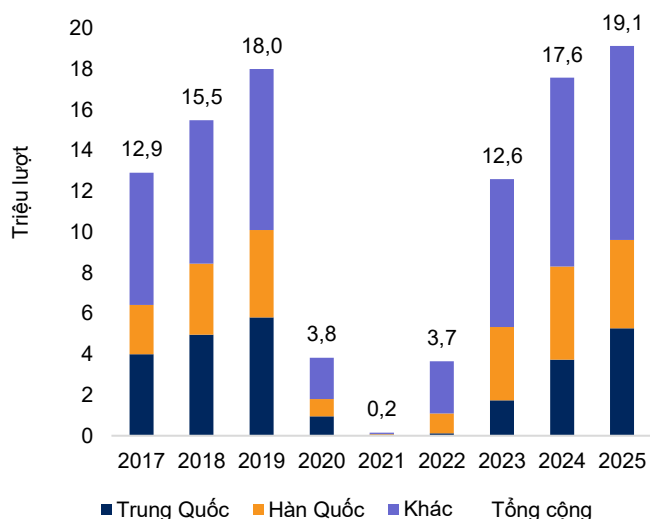
Ngoài ra, triển vọng tiêu dùng của Việt Nam trong trung dài hạn vẫn tích cực khi Việt Nam tiến tới nước có thu nhập cao và tầng lớp tiêu dùng mở rộng.

Hình 14: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa & dịch vụ hàng tháng, svck



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam



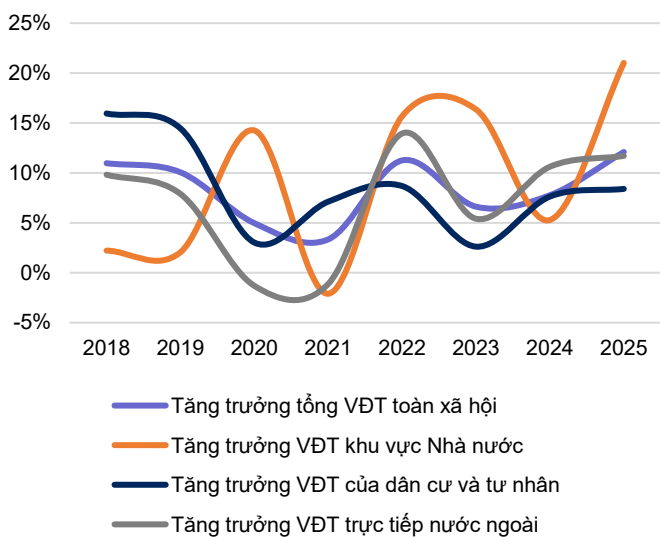
Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Đầu tư toàn xã hội tăng mạnh, dẫn dắt bởi khu vực Nhà nước

Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội năm 2025 theo giá hiện hành tăng 12,1% svck, cao hơn nhiều mức tăng 7,8% của năm 2024. Trong đó, vốn khu vực Nhà nước, chiếm 29,7%, đóng vai trò dẫn dắt với mức tăng 19,7%. Trong đó, vốn thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước năm 2025 ước đạt 850,7 nghìn tỷ đồng, bằng 83,6% kế hoạch năm và tăng 26,6% so với năm trước.

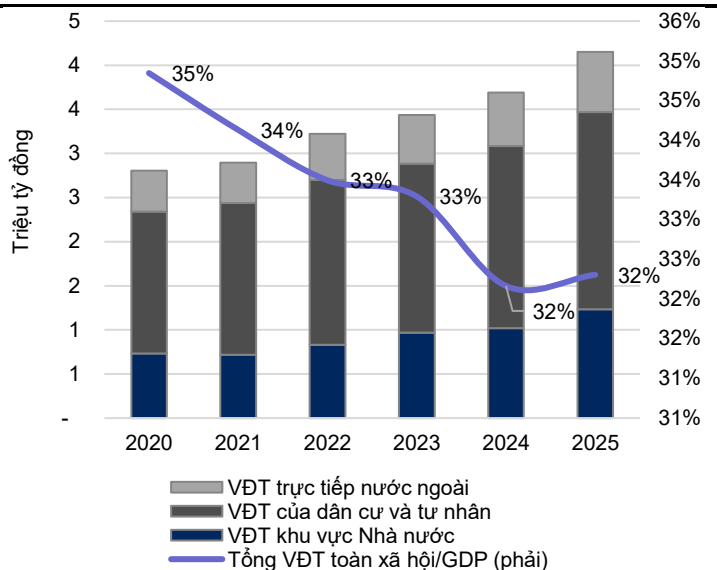
Khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, chiếm 16,4%, duy trì mức tăng trưởng ổn định 11,7%. Tăng trưởng khu vực, chiếm tỷ trọng lớn nhất 53,9%, cải thiện nhẹ nhưng vẫn còn chậm với mức tăng 8,4% (so với mức tăng 7,6% cùng kỳ năm 2024).

Hình 16: Khu vực công dẫn dắt tăng trưởng đầu tư toàn XH



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Cơ cấu tổng vốn đầu tư toàn xã hội



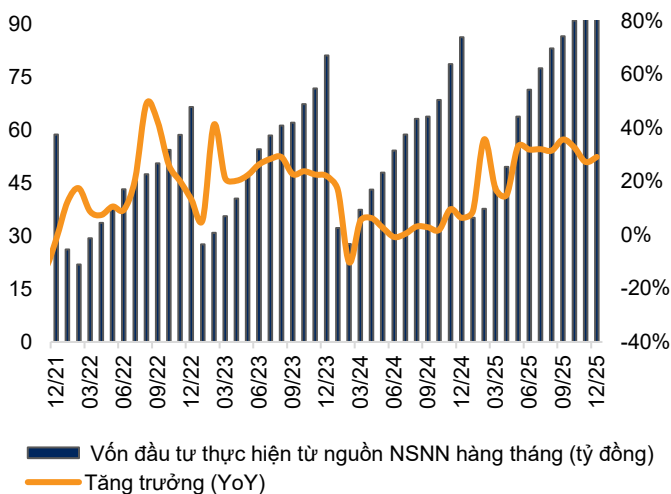
Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Đầu tư công thực hiện năm 2025 tăng 26,6%

Theo CTK, vốn thực hiện từ nguồn NSNN năm 2025 ước đạt 850,7 nghìn tỷ đồng, tăng 26,6% svck, hoàn thành 83,6% kế hoạch vốn trong phân bổ trong năm và 93% so với KH Thủ tướng Chính phủ giao (thấp hơn nhẹ so với dự báo 95% của chúng tôi). Trong đó, vốn thực hiện riêng Q4/25 đạt 302 nghìn tỷ đồng, tăng 22,4% so với quý trước nhưng tốc độ so với cùng kỳ có phần chậm lại (24,9% svck trong Q4/25 so với 31,8% svck trong Q3/25), một phần do vốn thực hiện năm 2025 được đẩy mạnh ngay từ Q3 trong khi vốn thực hiện năm 2024 có xu hướng tập trung vào Q4.

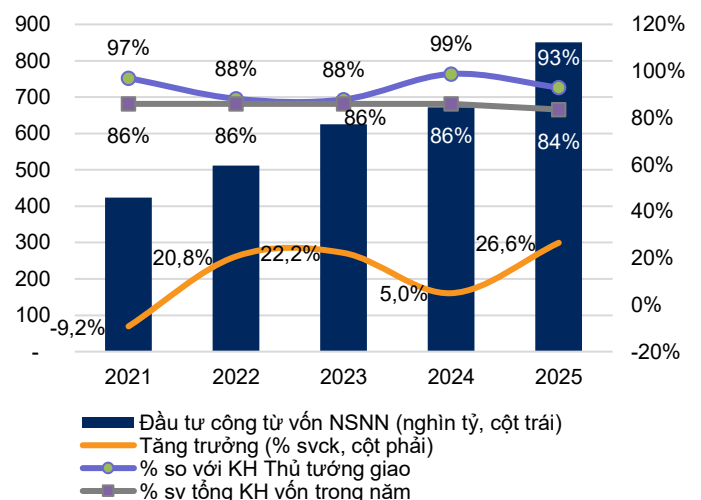
Trong khi đó, theo Bộ Tài chính (MoF), giải ngân đầu tư công đến hết tháng 12/2025, chỉ mới đạt 755 nghìn đồng (+37,6% svck), xấp xỉ 84% kế hoạch vốn Thủ tướng giao.

Hình 18: Đầu tư công



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Tăng trưởng đầu tư công thực hiện



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Thu ngân sách Nhà nước vượt mục tiêu cả năm 2025

Thu Ngân sách Nhà nước trong 2025 vượt 2.600 nghìn tỷ đồng, vượt xa kế hoạch chính thức, qua đó tạo dư địa tài khóa cho chi tiêu năm sau. Thu Ngân sách Nhà nước được hỗ trợ bởi: 1) Giảm thuế VAT từ 10% xuống 8% đối với một số nhóm hàng hóa, dịch vụ theo Nghị định 174/2025/NĐ-CP nhằm kích thích SXKD và tiêu dùng; 2) thắt chặt công tác thu và quản lý thuế theo Nghị định 70/2025/NĐ-CP; và 3) đẩy mạnh chuyển đổi số, đồng thời xóa bỏ chợ tự phát, chợ tạm theo Nghị quyết 436/NQ-HĐND.

Theo Bộ Tài chính, thu Ngân sách Nhà nước năm 2025 ước đạt 2.650,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 134,7% kế hoạch năm và tăng 29,7% svck.

Ở chiều ngược lại, chi Ngân sách Nhà nước năm 2025 ước đạt 2.401,5 nghìn tỷ đồng, tương đương 93,2% kế hoạch năm và tăng 31,2% svck. Trong đó, chi đầu tư phát triển hoàn thành 92,6% kế hoạch, nhưng tăng mạnh 38,3% svck.

Ngân sách nhà nước thặng dư 248,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, cách khá xa với mục tiêu bội chi cả năm 471,5 nghìn tỷ đồng.

Kế hoạch bội chi 2026 ở mức 4,2% nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số và duy trì ổn định vĩ mô trong năm 2026, kế hoạch ngân sách nhà nước năm 2026 do Quốc hội thông qua đặt tổng thu 2.530 nghìn tỷ đồng, tổng chi 3.160 nghìn tỷ đồng và bội chi ngân sách 606 nghìn tỷ đồng, tương đương 4,2% GDP. Trong đó, kế hoạch chi đầu tư phát triển dự kiến tăng 41,7% so với kế hoạch Quốc hội phê duyệt cho 2025 và 53% so với ước thực hiện 12T2025.

Hình 20: NSNN 12T25 bội thu

Đơn vị: tỷ đồng	KH 2025	Thực hiện 2025	% KH 2025	% svck
Thu ngân sách	1.967	2.650	135%	29.7%
Thu nội địa	1.668	2.280	137%	33.2%
Thu từ dầu thô	53	48	90%	-18.2%
Thu từ hoạt động XNK	235	320	136%	18.2%
Chi ngân sách	2.577	2.402	93%	31.2%
Chi thường xuyên	1.597	1.553	97%	30.4%
Đầu tư, phát triển	791	732	93%	38.3%
Chi trả nợ lãi	111	109	99%	1.0%
Bội chi NSNN	(610)	249		

Nguồn: Bộ Tài Chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Chi đầu tư phát triển KH2026 tăng 41% so với KH2025

Đơn vị: tỷ đồng	KH 2026	% KH 2025	So với ước thực hiện 2025
Thu ngân sách	2.529	28,6%	-4,6%
Thu nội địa	2.200	31,9%	-3,5%
Thu từ dầu thô	43	-19,2%	-10,4%
Thu từ hoạt động XNK	278	18,3%	-13,1%
Chi ngân sách	3.159	22,6%	31,5%
Chi thường xuyên	1.809	13,2%	16,5%
Đầu tư, phát triển	1.120	41,7%	53,0%
Chi trả nợ lãi	121	9,6%	10,7%
Bội chi NSNN	(630)		

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

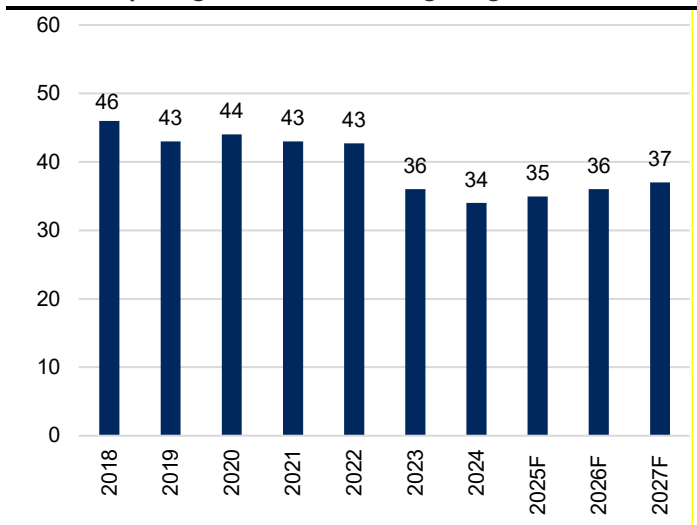
Trong giai đoạn 2026–2030, Bộ Tài chính dự kiến tổng vốn đầu tư từ NSNN sẽ đạt khoảng 8.510 nghìn tỷ đồng (322 tỷ USD), trong đó 8.310 nghìn tỷ đồng (315 tỷ USD) dành cho đầu tư công. Kế hoạch này ghi nhận tăng 156% so với kế hoạch 5 năm 2021–2025 trước đó, với khoảng 3.300 nghìn tỷ đồng (126 tỷ USD).

Dư địa tài khóa dồi dào nhưng áp lực huy động gia tăng

Năm 2025, nợ công ước khoảng 37% GDP, mức còn khá xa so với mục tiêu 60% theo Nghị quyết 79. Năm 2025, Kho bạc Nhà nước huy động gần 371,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu Chính phủ với kỳ hạn từ 5–30 năm, tương đương khoảng 74,3% kế hoạch phát hành 500 nghìn tỷ đồng. Để tài trợ ngân sách

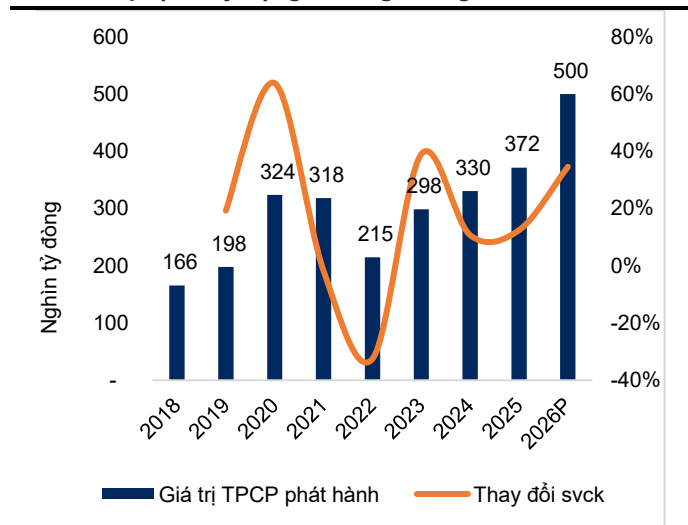
trung ương năm 2026, Kho bạc Nhà nước dự kiến phát hành 500 nghìn tỷ đồng trái phiếu Chính phủ, tăng 35% so với lượng phát hành năm 2025.

Hình 22: Nợ công/GDP vẫn nằm trong vùng an toàn



Nguồn: Bộ Tài Chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Áp lực huy động TPCP gia tăng



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Nghị quyết số 79-NQ/TW có giúp khơi thông dòng vốn khu vực công

Ngày 6/1/2026, Tổng Bí thư Tô Lâm đã ký ban hành Nghị quyết số 79-NQ/TW của Bộ Chính trị về phát triển kinh tế nhà nước. Nghị quyết 79 khẳng định kinh tế nhà nước là trụ cột quan trọng của nền kinh tế quốc dân và phải giữ vai trò chủ đạo, dẫn dắt. Nghị quyết yêu cầu đổi mới tư duy lãnh đạo—chuyển từ quản lý hành chính sang tạo lập môi trường phát triển—đồng thời nâng cao năng lực quản trị, sử dụng hiệu quả hơn các nguồn lực của Nhà nước và ngăn ngừa lãng phí, tham nhũng.

Các mục tiêu đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045 gồm: 1) Kinh tế nhà nước tiếp tục giữ vai trò chủ đạo; 2) Việt Nam phấn đấu có 50 doanh nghiệp nhà nước nằm trong 500 doanh nghiệp lớn nhất Đông Nam Á, trong đó có một đến ba doanh nghiệp nhà nước nằm trong top 500 doanh nghiệp lớn nhất toàn cầu; 3) Ít nhất ba ngân hàng thương mại nhà nước thuộc top 100 ngân hàng lớn nhất châu Á. Đồng thời, huy động ngân sách dự kiến đạt ~18% GDP, bội chi ngân sách ~5% GDP, và nợ công không vượt quá 60% GDP.

Bên cạnh nhóm giải pháp liên quan đến đất đai, hạ tầng và ngân sách Nhà nước, Nghị quyết nhấn mạnh yêu cầu đẩy mạnh tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước. Đối với việc tái cơ cấu vốn Nhà nước tại doanh nghiệp, một số nội dung trọng tâm gồm:

1) Chuyển giao phần vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ tối đa 50% vốn điều lệ sang các cơ quan được giao nhiệm vụ quản lý và đầu tư vốn Nhà nước, hoặc chuyển sang các doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong cùng lĩnh vực. Mục tiêu là tăng cường quản lý vốn, hỗ trợ hoạt động đầu tư – phát triển và bảo đảm các quyền, trách nhiệm của chủ sở hữu Nhà nước—như tái cơ cấu, bổ sung vốn hay thoái vốn—được thực thi hiệu quả nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư công.

2) Đẩy nhanh lộ trình cổ phần hóa nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động và thu hút sự tham gia của các thành phần kinh tế khác, từ đó tăng cường năng lực quản trị và nâng cao năng lực công nghệ, tài chính cho giai đoạn phát triển sau cổ phần hóa.

3) Thực hiện tái cơ cấu toàn diện Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) theo hướng trở thành một mô hình đầu tư vốn Nhà nước chuyên nghiệp, với mục tiêu dài hạn là phát triển SCIC thành quỹ đầu tư quốc gia.

Nghị quyết 79 đưa ra khuôn khổ nhằm củng cố vai trò trụ cột của kinh tế nhà nước đối với ổn định vĩ mô, đồng thời định hướng huy động và sử dụng hiệu quả hơn các nguồn lực công. Nếu được triển khai hiệu quả, nghị quyết có thể hỗ trợ tăng trưởng trung hạn thông qua việc đẩy nhanh đầu tư hạ tầng, mở rộng hợp tác công – tư (PPP) và tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước theo hướng quản trị minh bạch, hiệu quả hơn.

Vốn FDI giải ngân 2025 lập kỷ lục mới

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), tổng vốn FDI giải ngân tháng 12/2025 đạt 4,02 tỷ USD (+74,7% sv tháng trước; +9,5% svck)—mức cao thứ hai từ trước đến nay theo tháng. Diễn biến phản ánh xu hướng tăng thường thấy vào giai đoạn cuối năm khi các doanh nghiệp FDI đẩy nhanh tiến độ giải ngân để hoàn tất kế hoạch đầu tư, đồng thời cho thấy khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế tiếp tục được cải thiện trong Q4/25. Kết quả này nâng lũy kế vốn FDI giải ngân 12T25 lên 27,62 tỷ USD (+9% svck)—mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây.

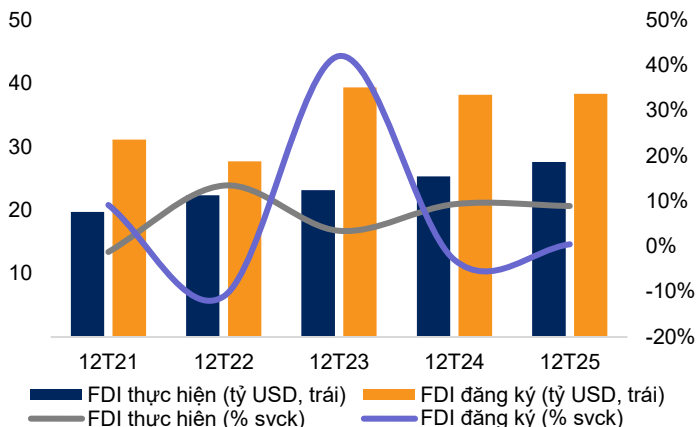
Tổng vốn FDI đăng ký tháng 12/2025 đạt 4,7 tỷ USD (+118% sv tháng trước; -30,7% svck), chủ yếu do mức nền cao của cùng kỳ năm 2024. Vốn FDI bổ sung tháng 12/2025 đạt 2,45 tỷ USD—mức cao thứ hai trong năm cho thấy xu hướng back-loaded với các đợt tăng mạnh tập trung vào giữa và cuối năm. Nhìn chung, nhà đầu tư ưu tiên mở rộng các dự án hiện hữu khi triển vọng vĩ mô và nhu cầu sản xuất trở nên rõ ràng hơn về cuối năm. Lũy kế vốn FDI đăng ký 12T25 đạt 38,42 tỷ USD (+0,5% svck). Trong đó, vốn FDI đăng ký mới đạt 17,32 tỷ USD (-12,2% svck) và vốn FDI bổ sung của các dự án hiện hữu đạt 14,07 tỷ USD (+0,8% svck).

Xét theo ngành, công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục giữ vai trò chủ lực, thu hút 9,8 tỷ USD vốn FDI đăng ký, chiếm 56,5% tổng vốn FDI đăng ký trong 12T25 và chiếm hơn 80% vốn FDI thực hiện. Tuy nhiên, **FDI đăng ký vào ngành lĩnh vực chế biến, chế tạo giảm 18% svck, phản ánh xu hướng thận trọng của dòng vốn đầu tư nước ngoài trước các bất ổn toàn cầu.**

Về đối tác đầu tư, Singapore dẫn đầu về vốn FDI đăng ký mới và tăng thêm trong năm 2025 với 7,0 tỷ USD (chiếm 22,7%). Đáng chú ý, **vốn FDI đăng ký mới và tăng thêm từ Trung Quốc tăng 31% svck**, đạt 5,2 tỷ USD, chiếm 16,9%, giúp Trung Quốc trở thành nhà đầu tư lớn thứ hai trong năm 2025. Sự gia tăng vốn từ Trung Quốc trong năm 2025 phản ánh xu hướng dịch chuyển và đa dạng hóa đầu tư, sản xuất và tái cơ cấu chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc. Theo sau Trung Quốc là Hồng Kông (3,0 tỷ USD; chiếm 9,6%) và Nhật Bản (1,62 tỷ USD; 9,4%). Cơ cấu này cho thấy dòng vốn FDI trong năm 2025 tiếp tục tập trung chủ yếu từ khu vực châu Á, đặc biệt là các nền kinh tế gắn chặt với chuỗi cung ứng khu vực.

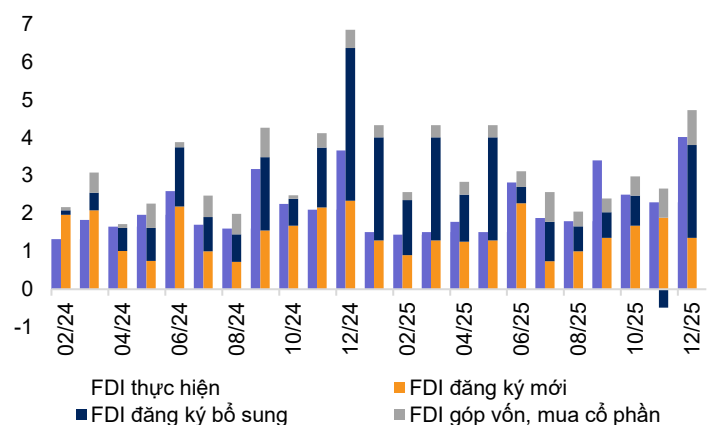
Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì ổn định trong năm tới. Động lực này được hỗ trợ bởi khoảng cách thuế quan ngày càng lớn giữa Mỹ và Trung Quốc, cùng với các lợi thế cạnh tranh của Việt Nam—bao gồm chi phí lao động thấp, vị trí địa lý chiến lược và mạng lưới hiệp định thương mại tự do (FTA) đa dạng—sẽ tiếp tục củng cố sức hút của Việt Nam như một cơ sở sản xuất–xuất khẩu ưu tiên trong khu vực. Trong bối cảnh bảo hộ thương mại toàn cầu gia tăng, chúng tôi cho rằng các yếu tố này sẽ thúc đẩy quá trình dịch chuyển đầu tư và sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu và mở rộng công nghiệp trong trung hạn.

Hình 24: FDI đăng ký và thực hiện lũy kế



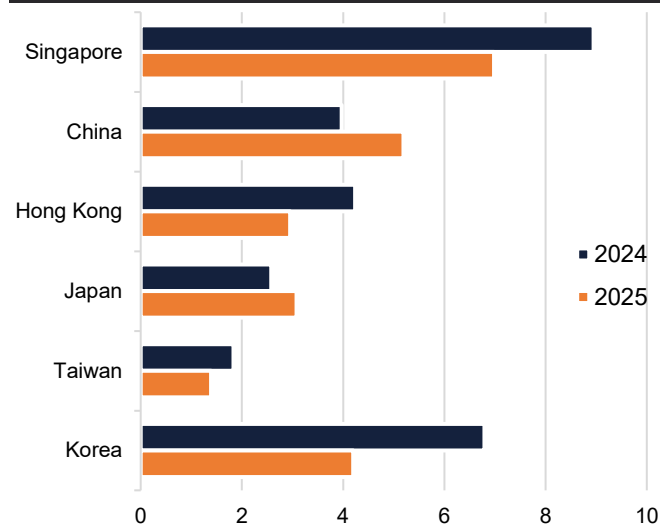
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: FDI đăng ký và thực hiện hàng tháng



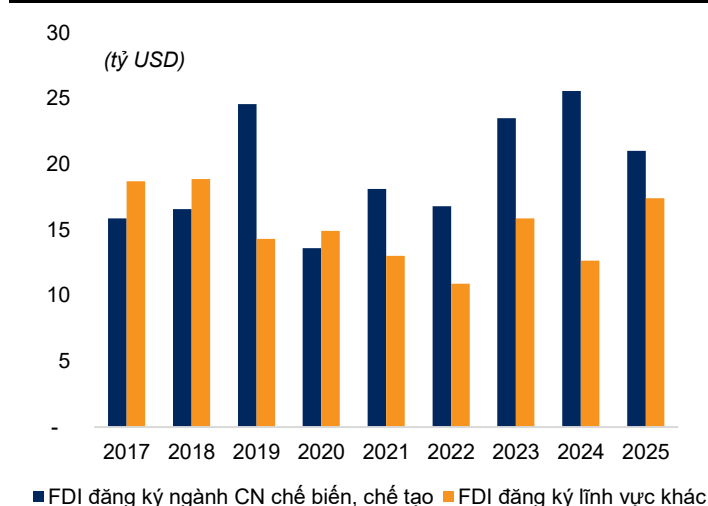
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Vốn FDI đăng ký từ Trung Quốc tăng 30% svck



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: FDI đăng ký lĩnh vực CN chế biến, chế tạo thu hẹp



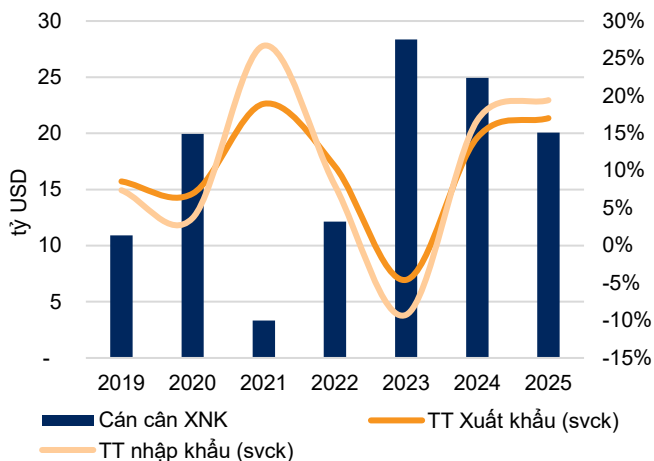
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Thương mại tích cực trước tác động thuế quan

Xuất nhập khẩu tăng mạnh vượt kỳ vọng trong tháng 12

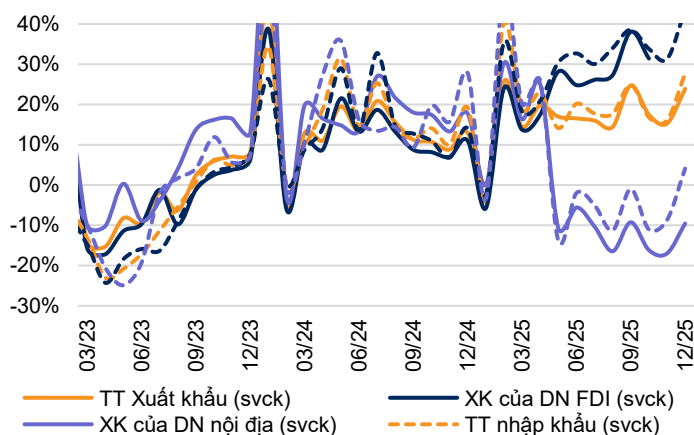
Tăng trưởng xuất nhập khẩu bất ngờ tăng mạnh trong tháng 12, lần lượt 23,9% svck và 27,7% svck, và đạt 40,1 tỷ USD và 44,7 tỷ USD – đều là mức cao nhất từ trước đến nay, dẫn đến thâm hụt thương mại 637 triệu USD. Mặc dù, kết quả này phù hợp với xu hướng tăng số đơn hàng xuất khẩu trong báo cáo PMI tháng 10 và 11 nhưng vẫn là một mức tăng khá ấn tượng trong bối cảnh khung thuế quan mới đã áp dụng được bốn tháng. Qua đó đưa tổng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu năm 2025 vượt dự báo của chúng tôi, lần lượt đạt 475,1 tỷ USD (+17,0% svck so với dự báo 15,5%) và 455,0 tỷ USD (+19,4% svck, so với dự báo 17,5%). Xuất siêu cả năm đạt 20,1 tỷ USD so với mức thặng dư 24,9 tỷ USD của năm 2024.

Hình 28: Xuất nhập khẩu của Việt Nam theo năm



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Xuất khẩu tháng 12 bất ngờ tăng mạnh trở lại

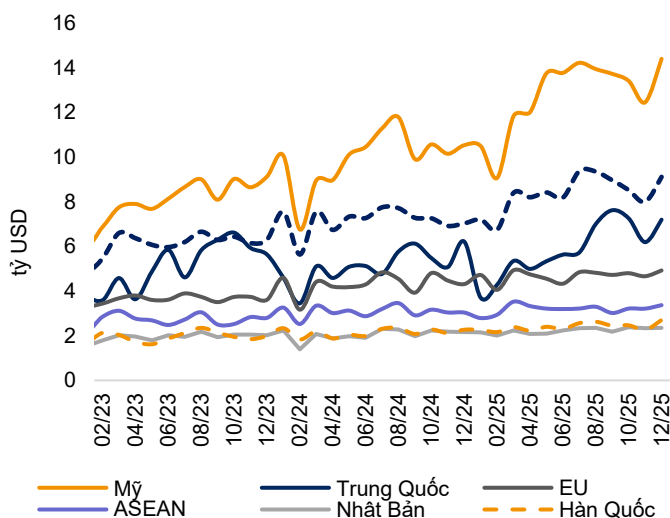


Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Nhu cầu từ Mỹ tiếp tục dẫn dắt đà tăng xuất khẩu

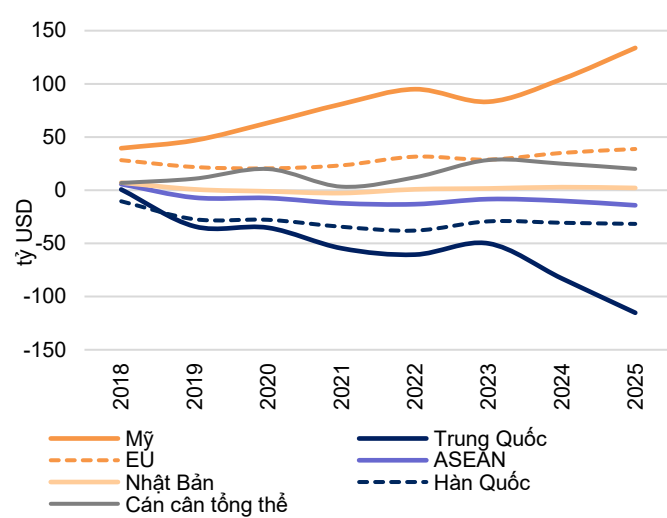
Xuất khẩu sang Mỹ tăng 36,7% svck lên 14,4 tỷ USD – mức cao nhất từ trước đến nay theo tháng, cho thấy nhu cầu tiêu dùng cuối năm của Mỹ vẫn khá tích cực dù chịu ảnh hưởng mạnh từ thuế quan. Trong năm 2025, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với 153,2 tỷ USD (+28,2% svck), theo sau là Trung Quốc (70,5 tỷ USD; +14,8% svck) và EU (56,2 tỷ USD; +8,6% svck).

Hình 30: Xuất khẩu sang Mỹ tháng 12 tăng mạnh trở lại



Nguồn: CEIC, Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Thặng dư thương mại với Mỹ đạt mức cao kỷ lục



Nguồn: CEIC, Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Về phía nhập khẩu, Trung Quốc vẫn nguồn nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam – tăng vọt 29,0% svck lên 186,0 tỷ USD, nâng tỷ trọng trong tổng nhập khẩu của Việt Nam lên 40,9%, so với 37,8% năm 2024.

Về cán cân thương mại, xuất siêu của Việt Nam sang Mỹ và nhập siêu từ Trung Quốc đều đạt mức cao kỷ lục trong năm 2025, lần lượt tăng 28,2% svck và 39,3% svck lên 133,9 tỷ USD và 115,6 tỷ USD. Kết quả này cho thấy Việt Nam đang hưởng lợi từ xu hướng tái cơ cấu chuỗi cung ứng của Mỹ ra khỏi Trung Quốc. Dù vậy, số liệu vẫn cho thấy khả năng Việt Nam đối mặt với các rủi ro điều tra từ Mỹ đối với hàng hóa Trung Quốc tạm nhập và tái xuất ra/vào Việt Nam, khiến Việt Nam chịu mức thuế quan cao hơn

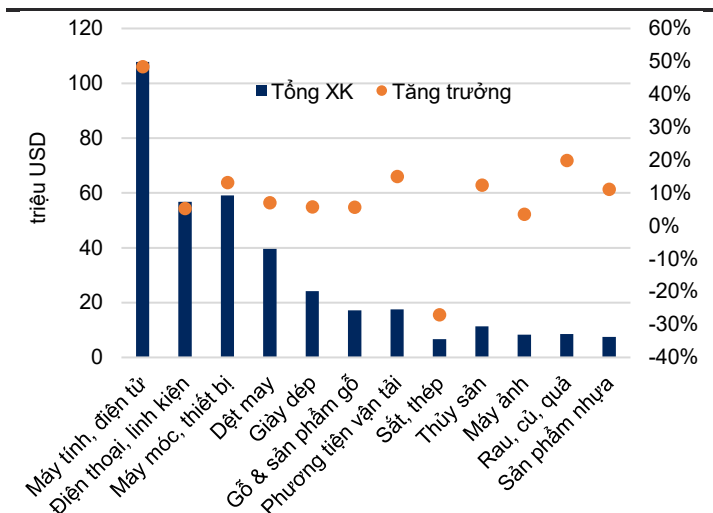
Xuất khẩu máy tính, điện tử và máy móc, thiết bị tăng mạnh nhờ lợi thế tương đối từ thuế quan

Năm 2025 ghi nhận hiệu suất xuất khẩu vượt trội ở các nhóm hàng chủ lực của Việt Nam, dẫn đầu bởi các sản phẩm liên quan đến công nghệ. Xuất khẩu máy tính và điện tử tăng vọt 48,4% svck trong năm 2025, tăng mạnh so với mức 26,6% svck của năm 2024, đạt 107,7 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng kết quả vượt trội này là nhờ phần lớn các sản phẩm máy móc và công nghệ vẫn được miễn thuế đối ứng của Mỹ. Ngoài ra, xu hướng tăng cường đầu tư liên quan đến AI, làm gia tăng mạnh nhu cầu toàn cầu đối với linh kiện công nghệ và nguyên liệu đầu vào.

Bên cạnh đó, xuất khẩu điện thoại và thiết bị di động tăng 5,2% svck, máy móc và thiết bị tăng 13,2% svck, trong khi các ngành truyền thống thâm dụng lao động cũng ghi nhận mức tăng ổn định, bao gồm giày dép (+5,8% svck), dệt may (+7,0% svck) và sản phẩm nông-lâm-thủy sản (+12,2% svck).

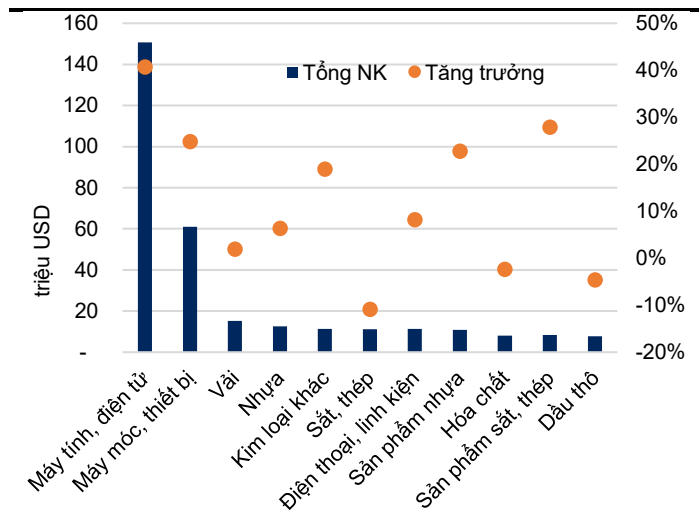
Ở chiều nhập khẩu, ba nhóm lớn nhất gồm: máy tính và điện tử đạt 150,7 tỷ USD (+40,7% svck), máy móc và thiết bị đạt 61,0 tỷ USD (+24,8% svck) và vải đạt 15,2 tỷ USD (+1,9% svck).

Hình 32: Xuất khẩu máy tính, điện tử tăng mạnh trong 2025



Nguồn: CEIC, Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Nhập khẩu máy tính, điện tử cũng tăng tương ứng



Nguồn: CEIC, Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng thương mại 2026 vẫn còn nhiều thách thức

Báo cáo PMI mới nhất cho thấy đơn hàng xuất khẩu mới giảm lần đầu tiên sau ba tháng, có thể tạo rủi ro giảm cho xuất khẩu trong ngắn hạn. Tăng trưởng xuất khẩu trong nửa đầu năm 2026 cũng tiếp tục đối diện với nhiều rủi ro từ 1) tác động rõ nét hơn từ chính sách thuế thời Trump, 2) sự giám sát chặt chẽ hơn của Mỹ đối với hàng hóa trung chuyển, 3) bối cảnh thương mại toàn cầu suy yếu do căng thẳng Mỹ-Trung leo thang.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng xuất nhập khẩu cả năm sẽ đạt lần lượt 11,0% và 11,5%, xuất siêu ở mức 20 tỷ USD (tương đương với 2025). Chúng tôi cho rằng đây vẫn là một mức tăng trưởng lành mạnh trong bối cảnh vĩ mô bất ổn. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu vẫn sẽ được hưởng lợi từ một số yếu tố như 1) chênh lệch thuế quan với Trung Quốc, đặc biệt là các mặt hàng điện tử, và 2) dự báo tăng trưởng Mỹ 2026 vẫn đi ngang hoặc cải thiện nhẹ, có thể thúc đẩy nhu cầu tích trữ hàng hóa trở lại vào nửa cuối 2026.

Lạm phát và tỷ giá hạ nhiệt vào cuối năm

CPI tháng 12 duy trì ổn định trong bối cảnh áp lực giá theo mùa

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Việt Nam trong tháng 12/2025 tăng 0,19% so với tháng trước và tăng 3,48% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng 0,45% theo tháng và 3,58% svck của tháng 11. Lạm phát cơ bản tăng 0,23% so với tháng trước và 3,27% svck, nhìn chung đi ngang so với tháng 11, cho thấy áp lực lạm phát nền vẫn được kiểm soát.

Áp lực lạm phát tháng 12 chủ yếu đến từ nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, cùng với một số nhóm dịch vụ tiêu dùng mang tính mùa vụ cuối năm, trong khi đà giảm của giá xăng dầu tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc hạ nhiệt CPI chung.

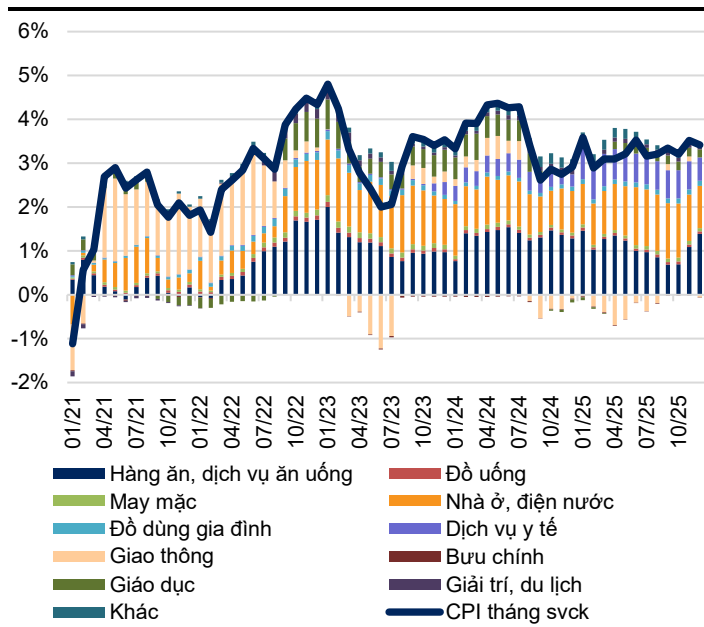
Tính từ đầu năm, lạm phát bình quân đạt 3,31%, dưới mục tiêu 4,5–5,0% của Chính phủ, phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Hình 34: Cơ cấu CPI T12 và 12T25

	Tỷ trọng (%)	sv tháng trước	svck	BQ 12T25 (svck)
CPI	100%	0,19%	3,48%	3,31%
Hàng ăn, DV ăn uống	34%	0,75%	4,20%	3,27%
Lương thực	4%	0,55%	-1,20%	0,17%
Thực phẩm	21%	0,98%	5,18%	3,61%
Ăn uống ngoài gia đình	9%	0,29%	4,21%	3,81%
Đồ uống	3%	0,06%	2,05%	2,21%
May mặc	6%	0,20%	1,33%	1,30%
Nhà ở, điện nước, chất đốt & VLXD	19%	0,06%	5,23%	6,08%
Đồ dùng gia đình	7%	0,16%	1,77%	1,66%
Dịch vụ y tế	5%	0,03%	10,27%	13,07%
Giao thông	10%	-1,08%	-0,55%	-2,14%
Bưu chính	3%	0,02%	-0,25%	-0,45%
Giáo dục	6%	0,01%	3,05%	2,15%
Du lịch	5%	-0,12%	1,31%	1,88%
Khác	4%	0,19%	3,03%	4,78%
Lạm phát cơ bản	100%	0,23%	3,27%	3,21%

Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: Lạm phát được kiểm soát dưới mục tiêu 4,5%



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Trong rổ CPI, 09/11 nhóm hàng hóa và dịch vụ tăng giá so với tháng trước. Áp lực lạm phát tập trung lớn ở nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống, tăng 0,75% sv tháng trước, đóng góp 0,27 điểm phần trăm vào mức tăng CPI chung. Trong đó, giá thực phẩm tăng 0,98% do 1) giá rau tươi, gạo và một số mặt hàng thiết yếu tăng và 2) nhu cầu tiêu dùng và dự trữ phục vụ Tết Nguyên đán gia tăng. Giá lương thực tăng 0,55%, trong khi giá ăn uống ngoài gia đình tăng 0,29%, phản ánh chi phí đầu vào và nhu cầu tiêu dùng cuối năm cao hơn. Theo sau là nhóm may mặc, mũ nón và giày dép tăng 0,20%, chủ yếu do nhu cầu mua sắm tăng vào dịp cuối năm. Nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng nhẹ 0,06%, trong đó giá gas tăng theo giá thế giới và chi phí sửa chữa, bảo dưỡng nhà ở gia tăng, dù mức tăng được bù đắp một phần bởi giá điện sinh hoạt giảm do nhu cầu sử dụng điện thấp hơn trong mùa đông.

Ở chiều ngược lại, nhóm Giao thông giảm đáng kể 1,08%, kéo CPI chung giảm 0,21 điểm phần trăm, chủ yếu do giá xăng giảm 2,38% và giá dầu diesel giảm 7,84% theo các đợt điều chỉnh giá trong nước, phù hợp với diễn biến giá dầu thế giới trong tháng.

Áp lực lạm phát có thể tăng trong 2026 nhưng trong vùng kiểm soát

Chúng tôi dự báo lạm phát trung bình 2026 tăng 3,8%, cao hơn mức 3,3% của 2025), chủ yếu do một số như 1) giá điện có thể được điều chỉnh tăng 5% trước áp lực bù lỗ của EVN, 2) đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh gây áp lực lên giá nguyên vật liệu xây dựng, và 3) nhu cầu tiêu dùng trong nước cải thiện—được thúc đẩy bởi các gói kích thích tài khóa quy mô lớn—có thể làm gia tăng áp lực lạm phát.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lạm phát trung bình vẫn sẽ được kiểm soát dưới mục tiêu của Chính phủ nhờ các yếu tố: 1) giá dầu thô trung bình 2026 dự báo ở mức 62 USD/thùng (giảm 8% svck), 2) chỉ số giá thực phẩm và chỉ số giá sản xuất Trung Quốc tiếp tục giảm là điểm đáng lưu ý do Trung Quốc hiện là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, và 3) các chính sách miễn, giảm học phí.

Tỷ giá ổn định, áp lực bên ngoài hạ nhiệt cuối 2025 – đầu 2026

Tỷ giá USD/VND nhìn chung duy trì trạng thái ổn định, với xu hướng hạ nhiệt về cuối năm 2025 và đầu năm 2026, trong bối cảnh đồng USD suy yếu trên thị trường quốc tế và các yếu tố cung – cầu ngoại tệ trong nước dần cải thiện.

Trong nửa cuối tháng 11/2025, tỷ giá USD/VND giao dịch quanh vùng 26.300–26.380 đồng/USD, trước khi giảm dần trong tháng 12. Kết thúc năm 2025, tỷ giá ở mức khoảng 26.298 đồng/USD, giảm khoảng 0,4–0,5% so với vùng đỉnh 26.300–26.400 đồng/USD ghi nhận trong giai đoạn từ tháng 9 đến giữa tháng 12. Diễn biến này song hành với xu hướng suy yếu của đồng USD trên thị trường quốc tế, khi chỉ số DXY giảm từ vùng trên 100 điểm vào cuối tháng 11 xuống quanh ngưỡng 98–99 điểm trong nửa cuối tháng 12. Theo đó, mức trượt giá của VND so với USD từ đầu năm đến ngày 31/12/2025 thu hẹp về khoảng 3,1%, thấp hơn so với mức xấp xỉ 3,5% ghi nhận trong giai đoạn từ tháng 9 đến tháng 11.

Bước sang đầu năm 2026, tỷ giá USD/VND tiếp tục dao động trong biên độ hẹp, quanh vùng 26.260–26.290 đồng/USD tính đến ngày 14/01/2026, trong khi chỉ số DXY duy trì ổn định quanh ngưỡng 98–99 điểm, cho thấy áp lực từ phía đồng USD chưa quay trở lại rõ nét.

Một trong những yếu tố hỗ trợ diễn biến tỷ giá cuối năm 2025 là việc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) hạ lãi suất lần thứ ba trong năm 2025, đưa lãi suất liên bang xuống vùng 3,50%–3,75%. Nhìn chung, các dữ liệu kinh tế gần đây của Mỹ góp phần củng cố kỳ vọng rằng môi trường tiền tệ toàn cầu trong năm 2026 sẽ theo hướng nới lỏng thận trọng. Cụ thể, CPI toàn phần của Mỹ trong tháng 12/2025 tăng 2,7% so với cùng kỳ, không đổi so với tháng 11, trong khi lạm phát lõi duy trì ở mức 2,6% svck, cho thấy áp lực lạm phát chưa có dấu hiệu gia tăng trở lại. Trên thị trường lao động, tỷ lệ thất nghiệp giảm nhẹ xuống 4,4% trong tháng 12, từ mức 4,5% của tháng 11, phản ánh xu hướng hạ nhiệt có kiểm soát.

Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 2,5% đạt mức 26,955 vào cuối năm 2026

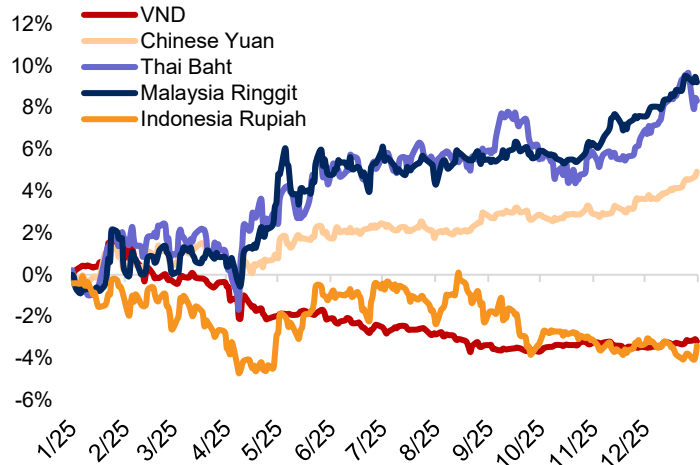
Chúng tôi kỳ vọng áp lực tỷ giá trong năm 2026 sẽ hạ nhiệt nhờ các yếu tố: 1) tác động tâm lý từ sự suy giảm sức mạnh của USD, tức sự chênh lệch lãi suất gia tăng khi Fed kỳ vọng cắt giảm lãi suất, 2) dòng vốn nước ngoài tăng thêm từ các dự án Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC) ở Đà Nẵng, TP. Hồ Chí Minh, 3) kế hoạch nâng hạng chứng khoán, và 4) nguồn thu ngoại tệ tương đối ổn định từ thặng dư thương mại (dựa trên kỳ vọng tăng trưởng xuất nhập khẩu và giải ngân FDI), và 4) nhu cầu vay offshore để mở rộng kinh doanh của các doanh nghiệp nội địa.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý một số rủi ro liên quan đến bất ổn địa chính trị có thể khiến dòng vốn chạy ra khỏi thị trường mới nổi tiếp diễn, và chuyển sang các

tài sản trú ẩn. Trong khi đó, các hợp đồng bán USD kỳ hạn 180 ngày dự kiến đáo hạn từ tháng 2 đến tháng 4/2026 với giá thực hiện 26,660 sẽ khiến dự trữ ngoại hối xuống khoảng 80 tỷ USD, tương đương khoảng 1,7 tháng nhập khẩu. Điều này nhiều khả năng sẽ hạn chế các hành động can thiệp tỷ giá của NHNN trong tương lai.

Hình 36: Tăng/giảm giá của một số đồng tiền so với USD

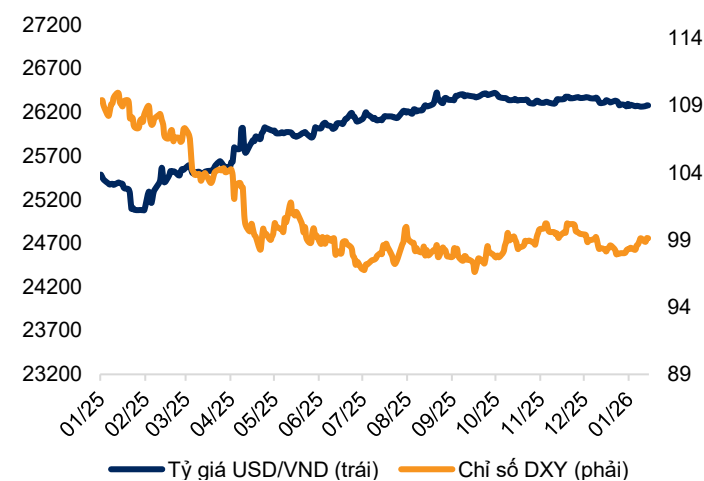
Dữ liệu ngày 14/01/2026



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Tỷ giá USD/VND so với chỉ số Dollar (DXY)

Dữ liệu ngày 14/01/2026



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chính sách tiền tệ: Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2026 đạt 15% năm

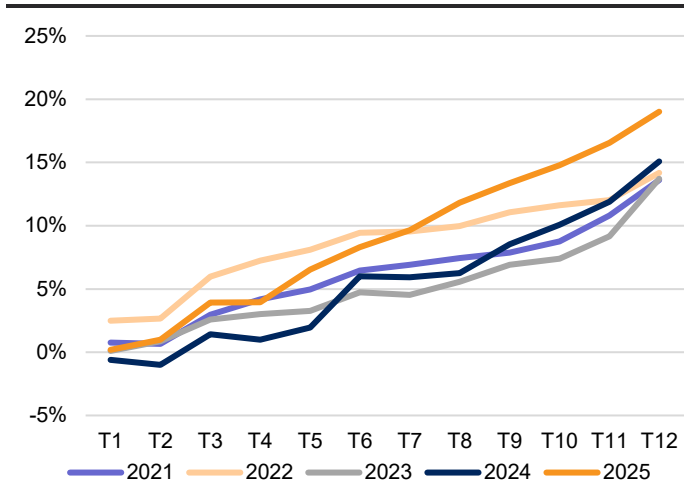
Theo thông cáo về quản lý tăng trưởng tín dụng năm 2026, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã đưa mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 ở mức 15%. Dựa trên dư nợ tín dụng toàn hệ thống, tín dụng tăng thêm trong năm 2026 ước đạt ~VND2.790 nghìn tỷ đồng (USD106 tỷ), thấp hơn ~VND183 nghìn tỷ đồng (USD7 tỷ) so với năm 2025 (+19,01% YoY). Nhìn chung, định hướng tín dụng năm 2026 vẫn linh hoạt, phù hợp với điều kiện kinh tế vĩ mô và phối hợp với chính sách tài khóa. NHNN nhấn mạnh ưu tiên tín dụng cho hoạt động sản xuất kinh doanh, các ngành ưu tiên và động lực tăng trưởng bền vững.

Ở góc độ vĩ mô, mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2026 của NHNN cho thấy chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, dù dư địa nới lỏng không còn rộng như năm 2025. Do đó, tăng trưởng kinh tế sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hiệu quả phân bổ vốn và hỗ trợ từ chính sách tài khóa. Môi trường tín dụng năm 2026 được kỳ vọng sẽ thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững, dòng tiền ổn định và hoạt động trong các ngành ưu tiên.

Lãi suất huy động tăng đã tăng từ cuối năm 2025

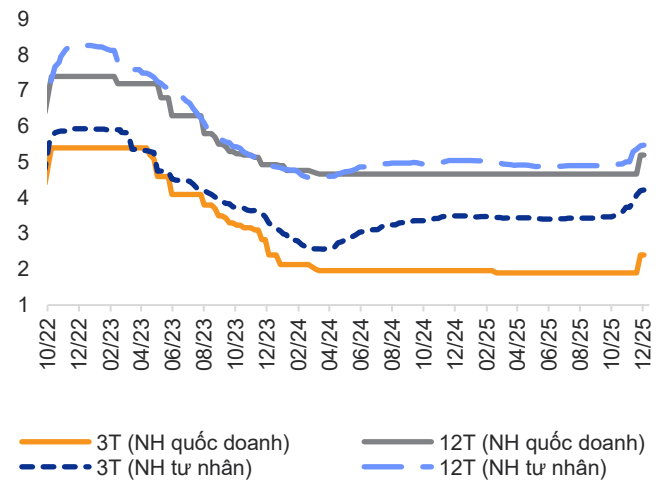
Tính đến cuối năm 2025, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại trong danh sách theo dõi của chúng tôi đã tăng lên mức 5,2%/năm. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động bình quân trên thị trường sẽ tăng 50 – 100 điểm cơ bản khi áp lực thanh khoản từ đầu tư công và tín dụng gia tăng.

Hình 38: Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Lãi suất huy động của nhóm ngân hàng tư nhân ở ngưỡng 4,9%/năm



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>