

Triển vọng kinh tế 2026

Kích hoạt nội lực

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường
(+84) 24-7303-5333 anhhd@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang
Chuyên viên vĩ mô
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

20/01/2026

Một số dự báo chính của KBSV về kinh tế Việt Nam trong năm 2026:

- 1) Chúng tôi dự báo tăng trưởng tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8.5 - 8.7%, trên cơ sở kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh các động lực tăng trưởng nội địa. Theo đó, chính sách tài khóa được kỳ vọng đóng vai trò dẫn dắt, với trọng tâm là thúc đẩy giải ngân đầu tư công và điều chỉnh giảm thuế. Bên cạnh đó, khu vực bên ngoài – đặc biệt là hoạt động xuất khẩu – nhiều khả năng vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định, dù dư địa tăng trưởng không bằng giai đoạn trước.
- 2) Chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2026 của Việt Nam ở mức 4% - trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ (lạm phát 4 – 4.5%). Áp lực lạm phát trong năm tới chủ yếu đến từ nhóm nhà ở - vật liệu xây dựng, cùng với sự phục hồi của tiêu dùng nội địa. Ở chiều ngược lại, giá một số nhóm hàng hóa đầu vào quan trọng như lương thực và xăng dầu được dự báo tiếp tục duy trì xu hướng giảm hoặc ổn định, qua đó đóng vai trò là yếu tố kiềm chế đà tăng của CPI chung.
- 3) Chúng tôi đánh giá áp lực tỷ giá USD/VND năm 2026 sẽ có phần hạ nhiệt so với 2025, dự báo tỷ giá USD/VND năm 2026 tăng 2.8-3%, với động lực chính hỗ trợ cho đồng VND bao gồm: dự báo chỉ số DXY sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhẹ trong 2026; nguồn cung ngoại tệ kỳ vọng cải thiện trong năm 2026 đến từ dòng vốn FDI và dòng vốn ngoại trên TTCK; chênh lệch lãi suất USD và VND được duy trì ở mức dương; các chính sách quản lý thị trường vàng, gián tiếp làm giảm áp lực tỷ giá.
- 4) Chúng tôi dự báo xu hướng tăng lãi suất huy động sẽ tiếp diễn trong năm 2026, đặc biệt là giai đoạn nửa đầu năm, với mặt bằng lãi suất tái định ở mức cao hơn khoảng 50 - 100 bps so với cuối năm 2025, chủ yếu để cải thiện tăng trưởng tiền gửi huy động, thu hẹp chênh lệch với tăng trưởng tín dụng qua đó giúp hệ thống ngân hàng phát triển lành mạnh, cân bằng và ổn định. Tuy vậy, áp lực gia tăng lãi suất huy động được kỳ vọng sẽ dịu lại trong giai đoạn nửa cuối năm 2026 khi thanh khoản hệ thống ngân hàng dần ổn định trở lại và định hướng điều hành của NHNN vẫn ưu tiên duy trì mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Nội dung	I. Tóm tắt tổng quan	3
	II. Tăng trưởng GDP	4
	1. Tăng trưởng GDP 2025	4
	2. Dự báo	8
	III. Lạm phát	12
	1. Lạm phát 2025	13
	2. Dự báo	15
	IV. Tỷ giá	15
	1. Tỷ giá 2025	15
	2. Dự báo	17
	V. Lãi suất	19
	1. Lãi suất 2025	19
	2. Dự báo	21

Tổng quan kinh tế vĩ mô Việt Nam

Năm 2025, tổng sản phẩm trong nước (GDP) tăng trưởng 8.02% so với cùng kỳ năm trước, tương đương với mốc mục tiêu GDP tăng trưởng 8% năm 2025 mà Chính phủ đặt ra. Trong đó, mức tăng trưởng tích cực được đóng góp bởi cả ba khu vực nông, lâm nghiệp, thủy sản; khu vực công nghiệp, xây dựng và khu vực dịch vụ.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8.5 - 8.7%, trên cơ sở kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh các động lực tăng trưởng nội địa. Theo đó, chính sách tài khóa được kỳ vọng đóng vai trò dẫn dắt, với trọng tâm là thúc đẩy giải ngân đầu tư công và điều chỉnh giảm thuế. Bên cạnh đó, khu vực bên ngoài – đặc biệt là hoạt động xuất khẩu – nhiều khả năng vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định, dù dư địa tăng trưởng không bằng giai đoạn trước.

Bảng 1. Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2025

	Đơn vị	KBSV dự báo	
		Năm 2025	Năm 2026
Tăng trưởng GDP	% YoY	8.02	8.5 - 8.7
Lạm phát bình quân	% YoY	3.31	4.00
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	19.01	15 - 17
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân	%/năm	4.8 - 5.6	6.0 - 6.5
Tỷ giá	VND	26,298	27,034 - 27,087

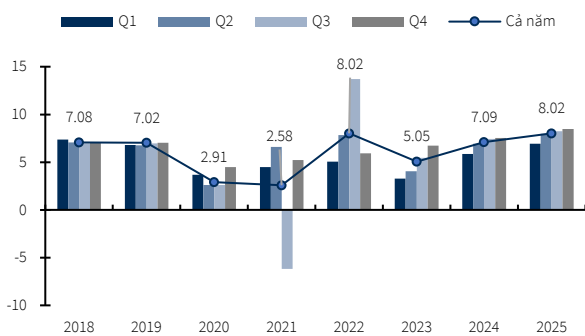
Nguồn: KBSV

Tổng sản phẩm trong nước GDP

Tăng trưởng GDP 2025 - ghi nhận con số ấn tượng

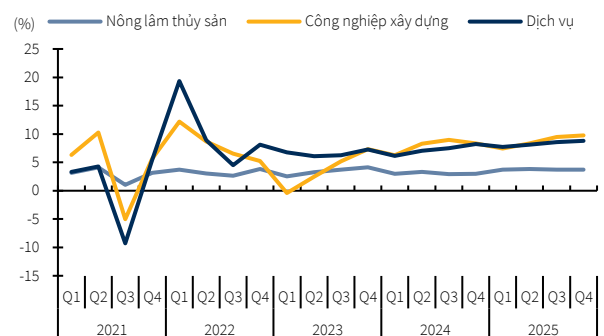
Tổng sản phẩm trong nước (GDP) quý IV/2025 ước tăng 8.46% so với cùng kỳ năm trước, đạt mức tăng cao nhất của quý IV các năm trong giai đoạn 2011-2025. Tính chung cả năm 2025, GDP tăng 8.02 so với cùng kỳ năm trước, chỉ thấp hơn tốc độ tăng của năm 2022 trong giai đoạn 2011-2025. Trong đó, mức tăng trưởng tích cực được đóng góp bởi cả ba khu vực nông, lâm nghiệp, thủy sản; khu vực công nghiệp, xây dựng và khu vực dịch vụ.

Biểu đồ 2. Tăng trưởng GDP theo quý (%YoY)



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng GDP theo khu vực



Nguồn: GSO, KBSV

Xét từ phía cầu, tiêu dùng ghi nhận tốc độ hồi phục vẫn tương đối chậm, trong khi đó khu vực đầu tư ghi nhận kết quả tích cực

Tiêu dùng tiếp tục đà hồi phục, tuy nhiên tốc độ hồi phục tương đối chậm

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng quý IV/2025 ước tăng 8.4% so với cùng kỳ năm trước, đáng chú ý đây là mức tăng trưởng cùng kỳ thấp nhất trong 4 quý của năm 2025 (Quý I/II/III năm 2025, tăng hơn 10% YoY). Tính chung năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tăng 9.2% so với năm trước. Nếu loại trừ lạm phát, tổng mức bán lẻ năm 2025 chỉ tăng gần 6% là mức thấp hơn so với giai đoạn trước Covid (8-9%).

Vốn đầu tư tăng trưởng tích cực nhờ động lực từ dòng vốn FDI và đầu tư của khu vực ngoài nhà nước, trong khi giải ngân vốn đầu tư công chậm lại

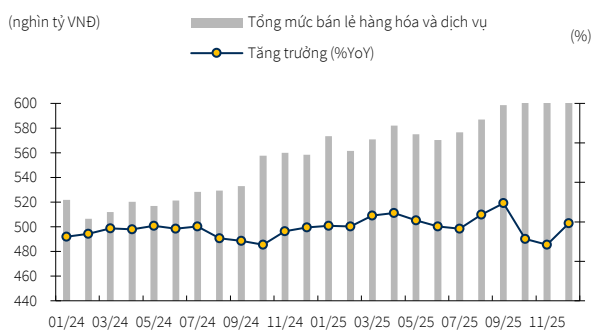
Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội năm 2025 theo giá hiện hành ước đạt 4,150.5 nghìn tỷ đồng, tăng 12.1% so với năm 2024, cao hơn đáng kể mức tăng 7.8% của năm 2024, chủ yếu được đóng góp từ khu vực FDI và khu vực ngoài Nhà nước, cụ thể:

Dòng vốn FDI giải ngân đầu tư vào Việt Nam ghi nhận những con số tăng trưởng ấn tượng, nhờ nguồn dự án đã đăng kí trước Tradewar 2.0. Tính chung cả năm 2025, vốn FDI giải ngân đạt 27.62 tỷ USD, tăng 9.0% YoY, với mức tăng theo quý ổn định đạt từ 8 - 9% YoY; vốn FDI đăng ký đạt 38.42 tỷ USD (+0.5%YoY), đóng góp chủ yếu bởi mức tăng của Quý 1/2025 (+63% YoY). Đáng lưu ý, dòng vốn FDI đăng ký ngành công nghiệp chế biến chế tạo ghi nhận mức sụt giảm mạnh sau tháng 4/2025 - thời điểm diễn ra Tradewar 2.0, cụ thể: quý II/2025 (-23% YoY), quý III/2025 (-39% YoY), quý IV/2025 (-64% YoY).

Tổng vốn đầu tư của khu vực ngoài Nhà nước tăng trưởng tích cực, năm 2025, đạt 2,237.1 nghìn tỷ đồng, chiếm 53,9% trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội, tương đương với mức tăng và tăng 8,4% so với cùng kỳ năm trước.

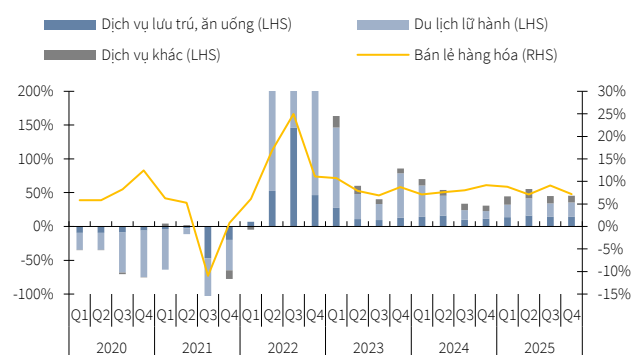
Giải ngân vốn đầu tư công ghi nhận tốc độ hồi phục trở lại vào giai đoạn cuối năm. Trong năm 2025, công tác giải ngân đầu tư công gặp nhiều yếu tố gây gián đoạn, chủ yếu liên quan đến việc Chính phủ khai đồng thời nhiều thay đổi mang tính hệ thống, bao gồm tinh giản biên chế, sáp nhập đơn vị hành chính cấp tỉnh và chuyển đổi mô hình chính quyền địa phương từ ba cấp sang hai cấp quản lý. Tuy vậy, giải ngân đầu tư công đã ghi nhận tiến độ tích cực vào tuần cuối của năm, nhờ triển khai hàng loạt các dự án lớn, điển hình là tuyến đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng. Kết thúc năm, theo Bộ Tài Chính, tổng vốn giải ngân đạt 755,141 tỷ đồng, đạt 83% kế hoạch Thủ tướng giao, tăng 14% so với 2024.

Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ



Nguồn: GSO, KBSV

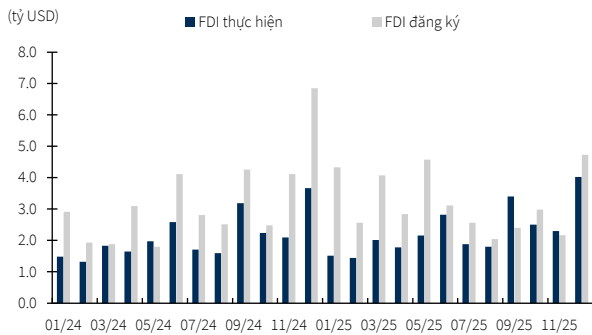
Biểu đồ 5. Tăng trưởng theo từng thành phần



Nguồn: GSO, KBSV

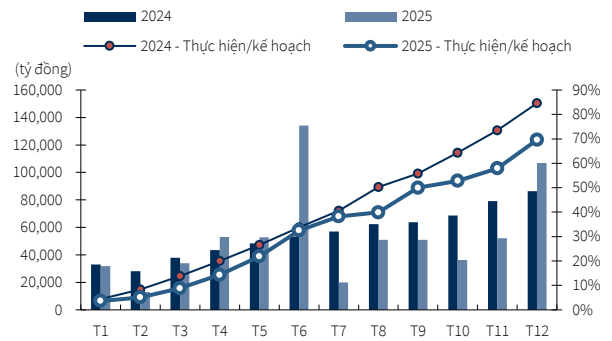
Tăng trưởng doanh thu dịch vụ lữ hành Q2/Q3/Q4 năm 2022 lần lượt là 324% YoY/3831%YoY/231%YoY

Biểu đồ 6. Tổng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 7. Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV

Xét từ phía cung, khu vực công nghiệp, xây dựng và khu vực dịch vụ tiếp tục đà tăng trưởng

Khu vực dịch vụ đạt mức tăng trưởng ấn tượng

Khu vực dịch vụ trong Quý IV/2025 ghi nhận mức tăng trưởng 8.82%, đóng góp 49.07% vào tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế. Tính chung cả năm 2025, khu vực dịch vụ ghi nhận mức tăng trưởng 8.62%, đóng góp 51.08%. Mức tăng trưởng tích cực này được đóng góp mạnh mẽ từ các hoạt động thương mại, du lịch nội địa và lượng khách quốc tế tăng tích cực. Năm 2025, lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt 21.2 triệu lượt người, mức cao nhất trong lịch sử, tương đương tăng 20% YoY.

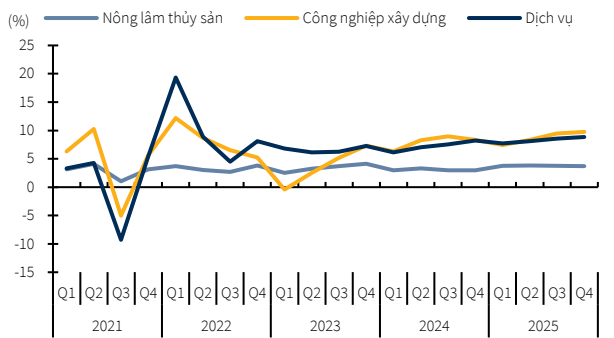
Khu vực công nghiệp và xây dựng nổi bước đà tăng trưởng mạnh mẽ

Khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục khởi sắc trong quý IV/2025 với giá trị toàn ngành công nghiệp tăng 9.73%, đóng góp 45.08% vào tăng trưởng chung của nền kinh tế. Tính chung cả năm 2025, khu vực công nghiệp và xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng 8.95%, đóng góp 43.62%. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo duy trì vai trò chủ lực với mức tăng 9.97% YoY; ngành xây dựng tăng 9.62% YoY.

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản duy trì tăng trưởng, đáp ứng nhu cầu tiêu dùng trong nước và phục vụ xuất khẩu

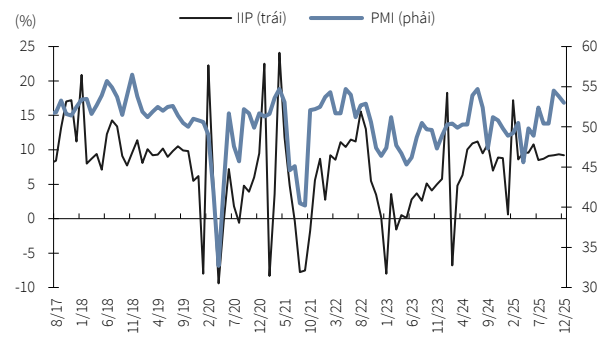
Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng trong quý IV/2025 đạt 3.70%, đóng góp 5.13% vào mức tăng tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế. Tính chung cả năm 2025, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản ghi nhận mức tăng trưởng 3.78%, đóng góp 5.03%.

Biểu đồ 8. Tăng trưởng GDP theo thành phần



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 9. Chỉ số IIP và PMI



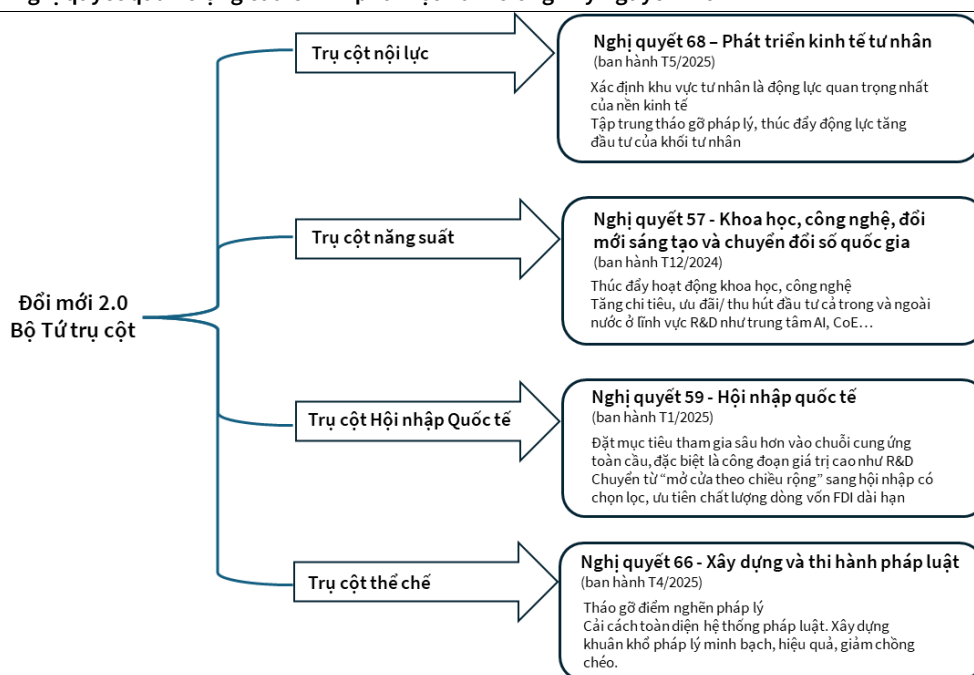
Nguồn: GSO, KBSV

Những chính sách mang tính đổi mới mạnh mẽ của Chính phủ Việt Nam

Đổi mới 2.0 - đổi mới mô hình tăng trưởng và nâng cao vai trò của khoa học – công nghệ.

Năm 2025 được coi là năm bản lề của “Kỳ Nguyên Vươn Minh”, hàng loạt các chính sách Chính phủ Việt Nam đưa ra trong Đổi mới 2.0 mang tính thay đổi mang tính cục bộ, hướng mục tiêu đến tăng trưởng khu vực nội địa. Trong đó, Nghị quyết 68-NQ/TW (ban hành 4/5/2025) là bước đột phá quan trọng nhất, khi Chính phủ Việt Nam lần đầu tiên xác định rõ khu vực tư nhân là động lực mũi nhọn của tăng trưởng kinh tế, bên cạnh nghị định 57, 59, 66 giúp nâng cao năng suất lao động của nền kinh tế Việt Nam. Chúng tôi đánh giá, sự chuyển hướng này là cấp thiết, diễn ra trong bối cảnh các động lực truyền thống như FDI và xuất khẩu đối mặt trước những bất ổn địa chính trị và xu hướng bảo hộ thương mại ngày càng gia tăng của các đối tác lớn - đặc biệt là Mỹ, buộc Việt Nam phải tái định vị chiến lược tăng trưởng theo hướng tập trung thúc đẩy nhiều hơn vào những nội lực trong nước.

Bảng 10. Tóm tắt 4 Nghị quyết quan trọng của Chính phủ Việt Nam trong “Kỳ nguyên mới”



Nguồn: KBSV tổng hợp

Bảng 11. Công tác cải cách bộ máy Chính quyền Nhà nước Việt Nam

	Kết quả đạt được trong 2025	Mục tiêu	Tác động ngắn hạn (2025)	Tác động trung-dài hạn
1) Tinh giản nhân sự khu vực công	Tinh giản 100.000 vị trí đến 2025; 700.000 đến 2030	Giảm chi thường xuyên; nâng hiệu suất bộ máy	Xáo trộn tổ chức; thiếu hụt nhân sự tạm thời ở một số khâu; độ trễ xử lý hồ sơ	Giảm chi NSNN bền vững; dự địa cho cải cách lượng theo năng suất; giảm “chi phí thể chế” lên DN
2) Tái cấu trúc trung ương (Bộ/ngành)	Cắt giảm 05 bộ và khoảng 950 bộ phận	Giảm chồng chéo chức năng, thủ tục phê duyệt	Giai đoạn chuyển tiếp có thể gây những tác động gián đoạn cơ quan xét duyệt các dự án	Rút ngắn thủ tục; tăng tốc phê duyệt dự án; cải thiện chất lượng điều hành chính sách
3) Tổ chức lại chính quyền địa phương	Giảm 50% cấp tỉnh, 70% cấp xã	Tăng quy mô quản trị; tối ưu nguồn lực	Tăng khối lượng công việc cho các cấp; cần thời gian để hợp nhất dữ liệu/quy trình	Nâng hiệu quả quy hoạch vùng; tăng năng lực cạnh tranh liên vùng; giảm phân mảnh đầu tư giữa các cấp
4) Chuyển mô hình hành chính 3 cấp → 2 cấp	Giải thể toàn bộ ~696 đơn vị cấp quận/huyện	Loại tầng trung gian; giảm “điểm nghẽn” thực thi	Tác động ngắn hạn gây nghẽn công tác chuyển giao thẩm quyền; cần tái thiết quy trình phê duyệt	Thủ tục dự án đơn giản hơn, cải thiện tiến độ thực thi các dự án lớn (đất đai, GPMB, cấp phép); tăng hiệu lực thực thi
5) Sáp nhập tỉnh/thành	Từ 63 → 34 tỉnh/thành	Tạo đơn vị hành chính đủ quy mô; tăng hiệu quả phân bổ ngân sách	Điều chỉnh quy hoạch, kế hoạch đầu tư; rà soát pháp lý dự án theo địa giới mới	Hình thành “siêu vùng” kinh tế Tạo sự đồng bộ phát triển giữa các vùng miền
6) Tinh gọn Quốc hội	Ủy ban Quốc hội 10 → 8	Tập trung đầu mối lập pháp; giảm trùng lặp	Quá trình sắp xếp nhân sự – quy trình thẩm tra	Đẩy nhanh chu kỳ xây dựng bộ máy pháp luật; tăng tính nhất quán chính sách; giảm độ trễ thể chế
7) Tinh gọn hệ thống Đảng	Giải thể ít nhất 45 cơ quan Đảng	Giảm tổ chức song song; tăng kỷ luật điều hành	Tái cấu trúc cơ chế phối hợp; chuẩn hóa chức năng	Làm rõ vai trò lãnh đạo-quản lý; giảm chồng chéo; cải thiện hiệu quả quản trị

Nguồn: KBSV tổng hợp

Dự báo tăng trưởng GDP 2026

Dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8.0%

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tăng trưởng GDP năm 2026 đạt 8.5 - 8.7%, trên cơ sở kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh các động lực tăng trưởng nội địa. Theo đó, chính sách tài khóa được kỳ vọng đóng vai trò dẫn dắt, với trọng tâm là thúc đẩy giải ngân đầu tư công và điều chỉnh giảm thuế. Bên cạnh đó, khu vực bên ngoài – đặc biệt là hoạt động xuất khẩu – nhiều khả năng vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định, dù dư địa tăng trưởng không bằng giai đoạn trước.

Về rủi ro, chúng tôi lưu ý yếu tố bất định lớn nhất đối với triển vọng kinh tế Việt Nam đến từ khả năng Hoa Kỳ áp mức thuế 40% cho hàng hóa “transshipment”. Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng đây chủ yếu là công cụ phục vụ mục tiêu đàm phán chính sách thương mại của D.Trump, do đó chúng tôi chưa đưa rủi ro này vào mô hình dự phóng tăng trưởng cho năm 2026. Ngoài ra, rủi ro địa chính trị có xu hướng gia tăng khi xung đột Nga- Ukraine, căng thẳng Trung Đông kéo dài, cùng với các bất đồng Chính trị mới của Mỹ - Iran; khu vực châu Á ngày càng phức tạp, điều này có thể làm gia tăng biến động và rủi ro với nền kinh tế Toàn cầu.

Đổi mới 2.0 - “giải phóng” tối đa nguồn lực của khu vực nội địa

Trade War 2.0 đã làm rõ nét những điểm dễ tổn thương của mô hình tăng trưởng truyền thống Việt Nam, khi nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào khu vực FDI và xuất khẩu. Bối cảnh này nhấn mạnh tính cấp thiết của việc tái định hướng chiến lược tăng trưởng theo chiều sâu, theo đó Chính Phủ Việt Nam đã đưa ra chiến lược “Đổi mới 2.0”, lấy khu vực kinh tế nội địa làm trọng tâm phát triển nhằm giảm thiểu mức độ phụ thuộc vào các yếu tố bên ngoài, nâng cao năng suất lao động khu vực trong nước và từng bước hiện thực hóa mục tiêu trở thành quốc gia thu nhập trung bình cao vào năm 2045.

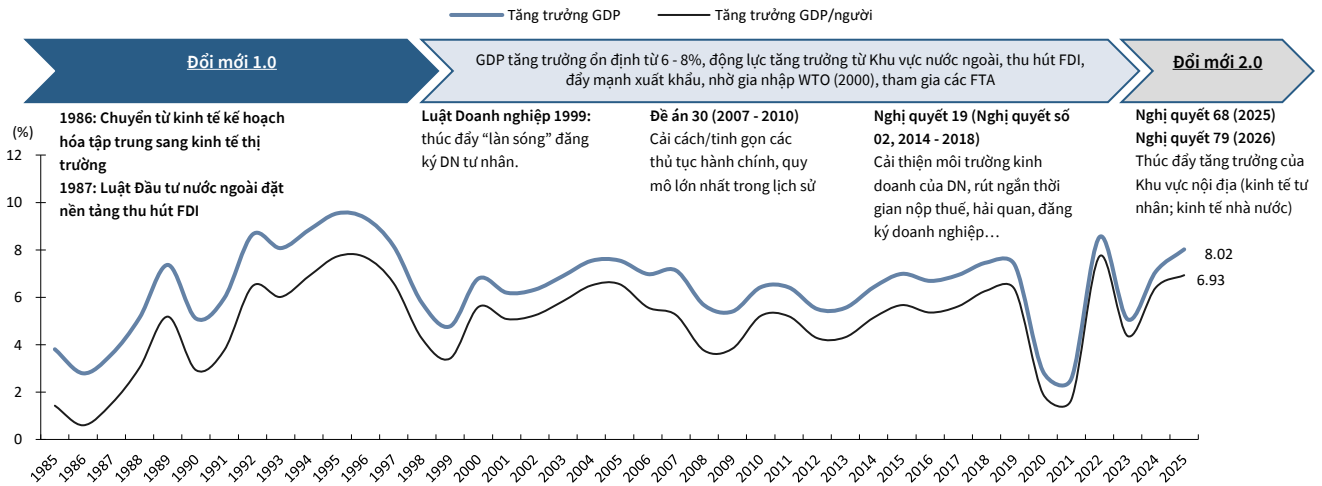
Trong khuôn khổ đó, Nghị quyết 68 và Nghị quyết 79 được xem là những bước đệm mang tính then chốt của Đổi mới 2.0, xác lập hai trụ cột cốt lõi trong mô hình tăng trưởng mới của Chính phủ Việt Nam, cụ thể:

- (1) **Nghị quyết 68 – phát triển Kinh tế tư nhân.** Khu vực kinh tế tư nhân - đóng góp khoảng 45 - 50% GDP, được xác định là động lực tăng trưởng quan trọng nhất, đóng vai trò trung tâm trong việc nâng cao năng suất lao động, đổi mới sáng tạo trong công nghệ;
- (2) **Nghị quyết 79 – phát triển Kinh tế nhà nước.** Khu vực kinh tế nhà nước - đóng góp khoảng 25 - 27% GDP, giữ vai trò chủ đạo, tập trung dẫn dắt các lĩnh vực then chốt, điều tiết và phân bổ hiệu quả các nguồn lực chiến lược.

Chúng tôi đánh giá “Đổi mới 2.0” sẽ là bước nền tảng quan trọng để nâng cao năng suất của khu vực trong nước. Đồng thời, chiến lược này từng bước khắc phục những hạn chế của mô hình tăng trưởng cũ, với trọng tâm là khai thác hiệu quả hơn các hiệu ứng liên kết và lan tỏa từ khu vực FDI nhằm thúc đẩy

chuyển giao công nghệ và tri thức cho khu vực trong nước, qua đó nâng cao vị thế của doanh nghiệp nội địa trong nền kinh tế Việt Nam và chuỗi cung ứng toàn cầu.

Bảng 12. Tăng trưởng kinh tế Việt Nam qua các giai đoạn



Nguồn: KBSV tổng hợp

Bảng 13. Tóm tắt Nghị Quyết 68 NQ/TW và nghị quyết 79 NQ/TW

	Quan điểm chỉ đạo	Mục tiêu	Cải cách/ thay đổi quan trọng:	
Nghị Quyết 68	Kinh tế tư nhân là động lực tăng trưởng quan trọng nhất của nền kinh tế	2030	<ul style="list-style-type: none"> Ít nhất 20 doanh nghiệp lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu. Tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế tư nhân đạt khoảng 10 - 12%/năm Đóng góp ~ 55 - 58% GDP, ~ 35 - 40% tổng thu ngân sách nhà nước, ~84 - 85% tổng số lao động Năng suất lao động tăng bình quân khoảng 8,5 - 9,5%/năm. Trình độ, năng lực công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số TOP 3 ASEAN, TOP 5 Châu Á. 	<ul style="list-style-type: none"> 1) Tháo gỡ các rào cản pháp lý - Cải cách/rút ngắn các thủ tục hành chính 2) Hỗ trợ/nâng cao khả năng tiếp cận tín dụng cho DN tư nhân. - Có chính sách ưu tiên phân bổ nguồn tín dụng thương mại cho doanh nghiệp tư nhân, đặc biệt là tín dụng cho SMEs, startup và DN mới thành lập 3) Cải cách chính sách thuế, phí theo hướng công bằng, hỗ trợ doanh nghiệp - Hỗ trợ miễn thuế TNDN cho DN SMEs trong 3 năm đầu thành lập, xóa bỏ cơ chế thuế khoán đối với hộ kinh doanh. 4) Bố trí quỹ đất cho DNTN, đồng thời có cơ chế giảm tiền thuê đất với một số doanh nghiệp - Bảo đảm tiếp cận bình đẳng các nguồn lực phát triển, trong đó có đất đai; Dành quỹ đất riêng cho SMEs, startup, tạo không gian công nghiệp - đổi mới sáng tạo cho DNTN 5) Ưu đãi, khuyến khích DNTN đầu tư phát triển (R&D), đổi mới sáng tạo - DN được trích tối đa 20% lợi nhuận sau thuế cho quỹ R&D; Khấu trừ 200% chi phí R&D khỏi thu nhập chịu thuế
		2045	Phấn đấu đến năm 2045 có ít nhất 3 triệu doanh nghiệp hoạt động trong nền kinh tế; đóng góp khoảng trên 60% GDP	
Nghị Quyết 79	Kinh tế nhà nước giữ vai trò chủ đạo trong nền kinh tế thị trường	2030	<ul style="list-style-type: none"> 1) Về đất đai, tài nguyên - Sử dụng hiệu quả, hợp lý 2) Về tài sản kết cấu hạ tầng - Phát triển hệ thống hạ tầng chiến lược; dự án trọng điểm 3) Về Ngân sách nhà nước, dự trữ quốc gia, quỹ tài chính nhà nước ngoài ngân sách - Tỷ lệ huy động nguồn ngân sách 2026 - 2030 khoảng 18% GDP (*); tỉ trọng chi đầu tư phát triển khoảng 35 - 40% tổng chi ngân sách (**); tỉ trọng chi thường xuyên khoảng 50 - 55% tổng chi ngân sách. 	<ul style="list-style-type: none"> - Cải cách thể chế/chính sách/quản trị - Khuyến khích mô hình; khai thác hiệu quả hệ thống kết cấu hạ tầng quốc gia - Đầu tư công có trọng tâm; tập trung cho hạ tầng chiến lược - Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (NN nắm dưới 50%): chuyển giao cho các doanh nghiệp/chủ thể có chức năng kinh doanh và đầu tư vốn nhà nước. Thực hiện tái cơ cấu, bổ sung vốn hoặc thoái vốn

4) Về doanh nghiệp nhà nước	50 DNNN vào TOP 500 Đông Nam Á; 1 - 3 DNNN vào TOP 500 thế giới; Giữ vai trò tiên phong, dẫn dắt các doanh nghiệp trong nước	- Xây dựng DNNN quy mô lớn, dẫn dắt các ngành chiến lược , thông qua: tăng vốn điều lệ; cho phép giữ lại toàn bộ nguồn thu từ cổ phần hóa, thoái vốn; tăng tỷ lệ lợi nhuận để lại; đánh giá lại tài sản còn giá trị sử dụng - DNNN tiên phong đầu tư R&D, làm chủ công nghệ chiến lược. - Cổ phần hóa có kiểm soát, không làm mất quyền chi phối của Nhà nước trong lĩnh vực then chốt.
5) Về tổ chức tín dụng nhà nước	3 NHTM NN thuộc TOP 100 NH khu vực Châu Á về tổng tài sản; 4 NHTM NN đi đầu về công nghệ, quy mô, thị phần...	- Chuẩn hóa quản trị hiện đại – quản lý rủi ro - Tăng vốn điều lệ để nâng tỷ lệ an toàn vốn và hiệu quả hoạt động.
6) Về đơn vị sự nghiệp công lập	xã hội hoá mạnh mẽ cung cấp các dịch vụ công	Cải cách theo hướng tinh gọn, tự chủ, minh bạch và tiệm cận cơ chế thị trường
2045	Dự trữ quốc gia đạt 2% GDP; ~60 DNNN vào nhóm 500 DN lớn nhất Đông Nam Á; 5 DNNN vào nhóm 500 DN lớn nhất thế giới	

Nguồn: KBSV tổng hợp

Giải ngân đầu tư công kỳ vọng bứt tốc trong 2026 khi nền tảng thể chế đã cơ bản hoàn thiện

Chính phủ Việt Nam thể hiện quyết tâm mạnh mẽ trong việc ưu tiên thúc đẩy đầu tư công. Cụ thể, Quốc hội Việt Nam đã thông qua Nghị quyết về Dự toán ngân sách nhà nước năm 2026. Theo đó, tổng dự chi ngân sách nhà nước đạt trên 3,159 nghìn tỷ đồng, trong đó hơn 1,120 nghìn tỷ đồng (khoảng 42 tỷ USD) dành cho chi đầu tư phát triển, tương đương 35% tỷ trọng trong Tổng kế hoạch Chi NSNN (giai đoạn 2020 - 2025 trung bình khoảng 30%); tăng 42% so với dự toán 2025 (mức tăng dự toán giai đoạn trước trung bình khoảng 15%). Tính riêng chi tiêu đầu tư công năm 2026, Thủ tướng đã giao kế hoạch đầu tư công vốn ngân sách Nhà nước là 995,348 tỷ đồng (+21% kế hoạch đầu năm 2025).

Do đó, năm 2026, chúng tôi dự báo giải ngân đầu tư công sẽ đạt kết quả tăng trưởng tích cực, kỳ vọng giải ngân ĐTC đạt 95% kế hoạch Thủ tướng giao, tương đương 945,580 tỷ đồng (+25% YoY). Triển vọng này được hỗ trợ bởi việc nền tảng cải cách thể chế và bộ máy nhà nước đã cơ bản hoàn thiện trong năm 2025, đồng thời hàng loạt dự án trọng điểm quốc gia bắt đầu bước vào giai đoạn triển khai thực tế (Bảng 14).

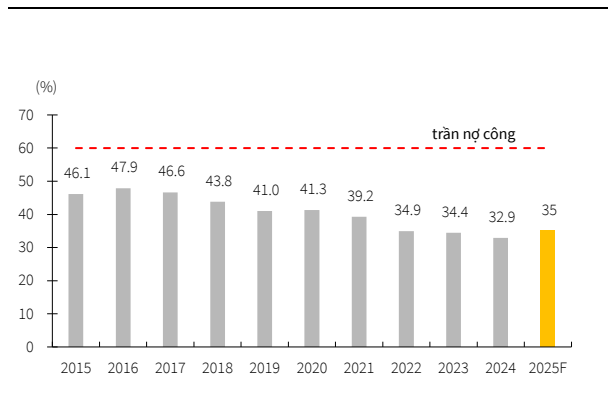
Bên cạnh đó, trong trung hạn giai đoạn 2026-2030, Chính phủ dự định sẽ phần bổ khoảng 8.51 triệu tỷ VND cho đầu tư phát triển, gấp 1.5 lần so với trung bình giai đoạn 2021-2025, cho thấy sự quyết liệt của Chính Phủ trong việc gia tăng đầu tư công. Chúng tôi đánh giá kế hoạch này phù hợp với bối cảnh khi Chính Phủ Việt Nam đang từng bước “xoay chuyển trụ cột tăng trưởng” hướng đến các động lực trong nước, trong khi dư địa tài khóa còn khá lớn, nợ công/GDP của Việt Nam dự kiến vào cuối 2025 là khoảng 35% GDP, thấp hơn nhiều so với ngưỡng trần 50% do Quốc hội quy định (Biểu đồ 16)

Bảng 14. Các dự án đầu tư công trọng điểm của Việt Nam

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	Trước 2025	2025	2026	2027	2028	2029	Sau 2030
Sân bay								
Sân bay Quốc tế Chu Lai	0.6							
Sân bay Quốc tế Gia Bình	5.4							
Sân bay Quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1)	4.7							
Đường sắt								
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	67.3							
Tuyến metro số 3, 4, 6	19							
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	8.4							
Tuyến metro số 5: Văn Cao - Ngọc Khánh - Hòa Lạc	2.5							
Tuyến metro số 2: Bến Thành - Tham Lương	2							
Tuyến metro số 2: Nam Thăng Long - Trần Hưng Đạo	1.4							
Đường bộ								
Đường vành đai 5 Hà Nội	6.5							
12 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam	6.2							
Đường vành đai 4 HCM	4.6							
Đường vành đai 4 Hà Nội	3.7							
Đường vành đai 3 HCM	3.2							
Cao tốc Hà Nội - Hà-Bình - Sơn La	2.5							
Cao tốc Cao Bằng - Bắc Kạn	2.5							
Cao tốc Cà Mau - Đất Mũi	2.2							
Cao tốc Hà Tiên - Rạch Giá - Bạc Liêu	2.1							
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	1.7							
Cảng biển								
Cảng Quốc tế Cần Giờ	5.5							
Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng	1.8							
Trung tâm logistic Cái Mép	0.5							
Cảng Nam Đồ Sơn	1.1							

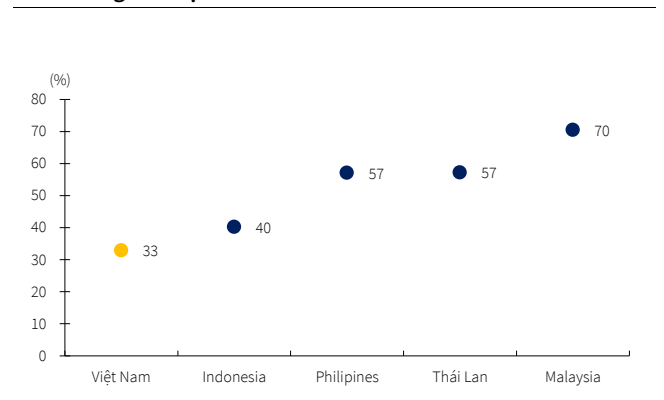
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 15. Tỷ lệ nợ công trên GDP của Việt Nam giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 16. Tỷ lệ nợ chính phủ trên GDP của Việt Nam và các nước trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kích thích tiêu dùng, năm 2026 dự báo tăng trưởng tổng mức bán lẻ đạt 11-12%

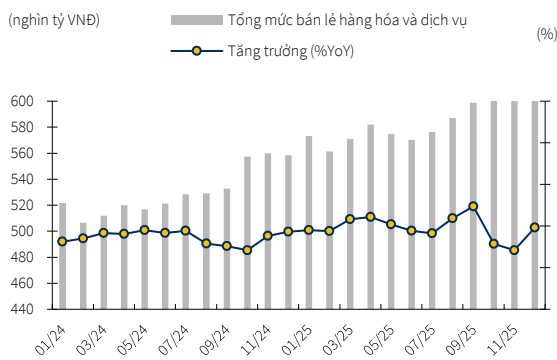
Bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi của tiêu dùng nội địa sẽ trở nên rõ nét hơn, được dẫn dắt bởi các chính sách mang tính thực tiễn và tác động trực tiếp tới thu nhập khả dụng của người dân, nổi bật là Luật Thuế thu nhập cá nhân (sửa đổi) với các điều chỉnh theo hướng giảm gánh nặng thuế và chính sách tăng lương tối thiểu đối với người lao động làm việc theo hợp đồng. Trên cơ sở đó, KBSV dự báo tổng mức bán lẻ năm 2026 tăng 11-12% YoY (+2-3ppts YoY). Các chính sách kích thích tiêu dùng cụ thể:

- (1) **Sửa đổi Luật Thuế thu nhập cá nhân (áp dụng 1/1/2026)**, với những thay đổi quan trọng: (i) sửa đổi ngưỡng doanh thu chịu thuế đối với hộ kinh doanh từ 100 triệu VND lên 500 triệu VND/năm, tương đương

khoảng 90% hộ kinh doanh (theo báo Chính Phủ) được miễn thuế; (ii) biểu thuế TNCN giảm số bậc thuế từ 7 xuống 5 bậc nới rộng khoảng cách thu nhập giữa các bậc, giảm gánh nặng thuế đối với người thu nhập thấp; (iii) nâng mức giảm trừ gia cảnh cho người nộp thuế và người phụ thuộc thêm 4.5 triệu VND và 2.2 triệu VND;

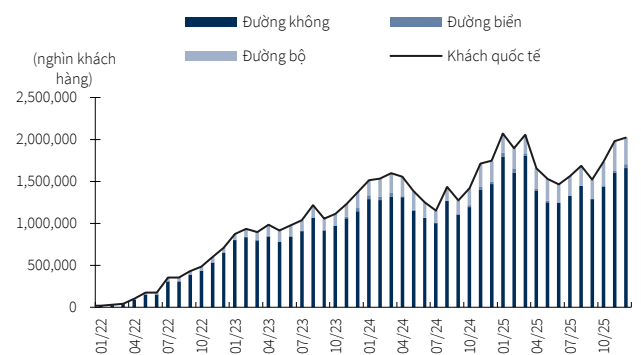
- (2) **Gia hạn giảm thuế VAT 2% tới hết 2026.** Năm 2025, Quốc hội Việt Nam đã thông qua Nghị quyết kéo dài chính sách giảm thuế giá trị gia tăng (VAT) 2% đối với các hàng hóa, dịch vụ;
- (3) **Tăng mức lương tối thiểu,** Nghị định 293/2025/ND-CP (hiệu lực từ 1/1/2026) quy định tăng mức lương tối thiểu cho người lao động làm việc theo hợp đồng. Theo đó, mức lương tối thiểu hàng tháng dao động từ 3.7 đến 5.31 triệu VND và mức lương tối thiểu theo giờ từ 17,800 đến 25,500 VND, tương đương với mức tăng 250 - 350 nghìn VND/tháng;
- (4) **Mở rộng danh sách quốc gia được miễn thị thực.** Miễn thị thực 45 ngày cho công dân 12 nước châu Âu (hiệu lực T8/2025 - T8/2028), nhằm kích thích du lịch Việt Nam.

Biểu đồ 17. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 18. Lượng khách Quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: GSO, KBSV

Trade War 2.0 - chính sách rõ ràng hơn

Về tổng thể, mức độ bất định xoay quanh “Trade War 2.0” đã giảm đáng kể. Theo đó, mức thuế đối ứng mà mức thuế mà Mỹ áp đối với Việt Nam không khác biệt lớn so với các đối thủ cạnh tranh (20%), và thấp hơn mức thuế mà Mỹ tuyên bố áp với Trung Quốc.

Trong khi đó, rủi ro áp thuế 40% đối với hàng hóa “transshipment” vẫn tồn tại. Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi chưa đưa rủi ro này vào mô hình dự phóng đối với thị trường Việt Nam trong 2026, dựa vào:

- (1) **Việc triển khai toàn diện mức thuế này sẽ gây tiêu cực đáng kể với nền kinh tế Mỹ.** Mức thuế nhập khẩu hàng hóa vào Mỹ cuối 2025 đã ghi nhận mức trung bình 15- 20% áp cho 70% hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ - cao nhất kể từ giai đoạn 193x và cao hơn đáng kể so Tradewar 1.0. Theo nghiên cứu của FED 2018, nếu thuế nhập khẩu trung bình vào Mỹ tăng 5%, thì tương đương GDP sẽ giảm 0.7% và lạm phát tăng 0.4%.
- (2) **Các cuộc đàm phán về tỷ lệ nội địa hóa của Mỹ yêu cầu với các đối tác thương mại chưa có kết quả cụ thể.** Mỹ cũng đã từng có các cuộc đàm phán về mức tỷ lệ nội địa yêu cầu với Ấn Độ, Thái Lan (Mỹ yêu cầu

mức quanh 60%). Tuy vậy, các cuộc đàm phán này đều chưa đạt được thỏa thuận.

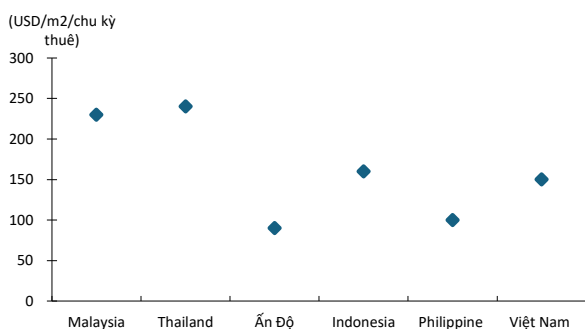
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng, mức thuế 40% đối với hàng hóa Transshipment được xem là công cụ “đàm phán” để Donald Trump hiện thực hóa mục tiêu mà ông hướng đến trong Tradewar 2.0, bao gồm tăng thu thuế thương mại, bù đắp một phần thâm hụt Mỹ; Gia tăng sức ép khiến các Quốc gia khác tăng mua hàng Mỹ. Do đó, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam tạm thời không bị tác động đáng kể bởi Tradewar 2.0. Tuy vậy, dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam thì có thể chịu tác động liên quan đến sự bất định với mức thuế 40% cho hàng hóa “Transshipment”, khiến một bộ phận doanh nghiệp có xu hướng thận trọng hơn trong quyết định mở rộng hoặc tái cơ cấu chuỗi cung ứng.

Bảng 19. Mức thuế mà Mỹ áp dụng

	Thuế đối ứng	Thuế khác đã được áp dụng	Ghi chú
Tất cả Quốc gia	10% - Baseline	40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment	- CBP chịu trách nhiệm xác định các mặt hàng/Quốc gia chịu mức thuế 40%. Hiện tại chỉ Canada có hướng dẫn về cách xác định áp dụng cụ thể
Một số Quốc gia khác			
Trung Quốc	24%	10% - Fentanyl	- Thuế đối ứng đang được Delay đến 11/10/2026. Giảm mức thuế bình quân của Mỹ nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc từ 42% còn 32% - Đe dọa từ 10 - 200% đối với các mặt hàng khác
Ấn Độ	25%	25% - Dầu Nga	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể - Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Việt Nam	20%	25% - Dầu Venezuelan	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Thái Lan	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Banladesh	20%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Philippines	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Indonesia	19%		- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể
Malaysia	19%	25% - Dầu Venezuelan	- Mức 40% - Thuế đối với hàng hóa Transshipment - chưa có quy định cụ thể

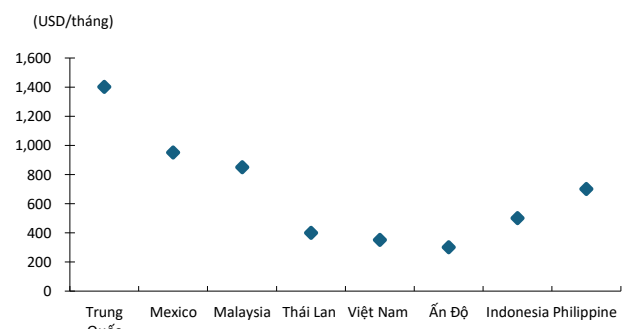
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 20. Giá cho thuê đất KCN tại một số Quốc gia



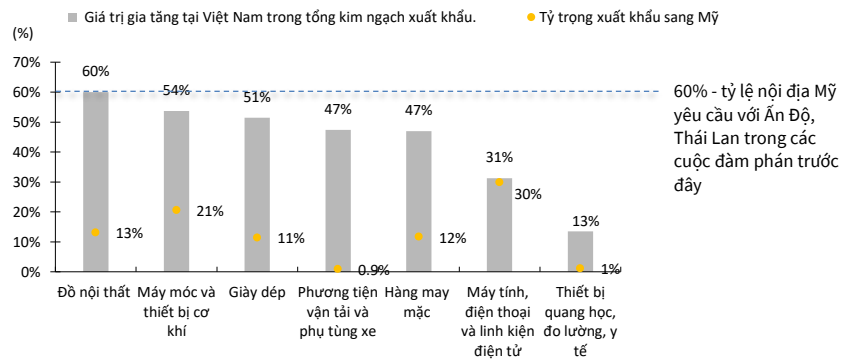
Nguồn: CEIC, KBSV

Biểu đồ 21. Thu nhập bình quân tại một số Quốc gia



Nguồn: CEIC, KBSV

Biểu đồ 22. Giá trị gia tăng tại Việt Nam trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024



Nguồn: ITC, Bảng Cân đối Liên ngành Việt Nam (GSO), OECD, KBSV

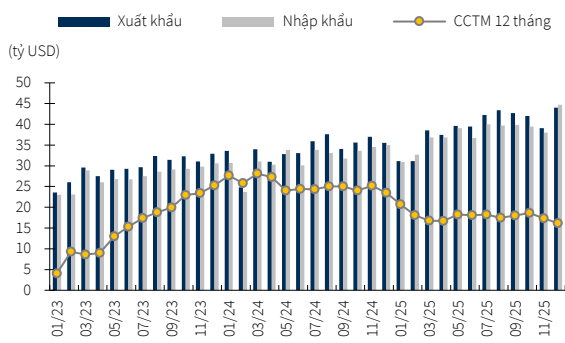
Dự báo xuất khẩu năm 2026 tăng 10% YoY

Tăng trưởng xuất khẩu năm 2025 chủ yếu được đóng góp bởi nhóm FDI, trong khi nhóm doanh nghiệp trong nước chịu áp lực suy giảm mạnh. Xuất khẩu Việt Nam trong năm 2025 đã ghi nhận những con số ấn tượng, với mức tăng 18.19% YoY, trong đó khu vực doanh nghiệp FDI, tăng 26.42% YoY, chiếm 77% tỷ trọng tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam; xuất khẩu khu vực doanh nghiệp trong nước ghi nhận mức sụt giảm mạnh, đóng góp khoảng 23% tỷ trọng tổng kim ngạch xuất khẩu. Cấu trúc này không mới, nhưng năm 2025, vấn đề này đã làm bộc lộ rõ hơn việc doanh nghiệp nội địa dễ tổn thương khi môi trường thương mại toàn cầu trở nên khắt khe, do: (1) quy mô nhỏ, năng lực đàm phán yếu, phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu bên ngoài do đó chịu áp lực bị ép giá đơn hàng, điều tra xuất xứ, điển hình như ngành sắt thép, gỗ, dệt may...; (2) các mặt hàng nông sản chịu áp lực giảm chủ yếu do Trung Quốc, Philippine giảm nhập khẩu, đặc biệt là cao su và gạo.

Trong kịch bản cơ sở năm 2026, giá định Mỹ chưa áp dụng mức thuế 40% đối với hàng hóa “Transshipment”, KBSV dự báo tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định, đạt khoảng 522 tỷ USD, tương đương +10% YoY. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ đà phục hồi tiếp diễn của các thị trường xuất khẩu lớn, dù tốc độ tăng trưởng dự kiến chậm lại so với năm 2025 - khi các yếu tố hỗ trợ mang tính đột biến không còn nữa (Front trading). Riêng thị trường Mỹ – đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam – được dự báo tăng trưởng nhập khẩu chậm lại, do tiêu dùng nội địa hạ nhiệt dưới tác động của mặt bằng thuế quan cao hơn. Bên cạnh đó, ngành công nghệ Mỹ trong năm 2026 nhiều khả năng vẫn duy trì xu hướng tích cực, song khó có thể lặp lại mức tăng trưởng đột biến của năm 2025, qua đó làm giảm dư địa tăng trưởng đối với các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như chất bán dẫn và thiết bị điện – điện tử.

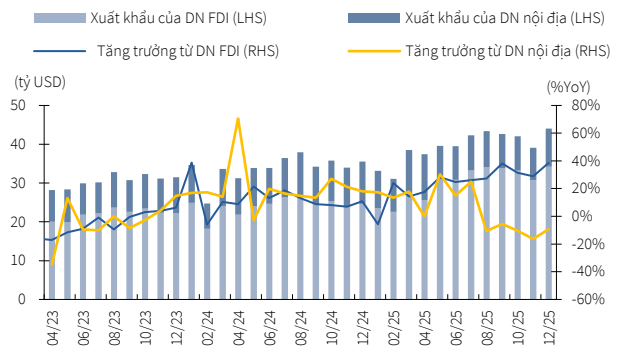
Ngoài ra, dự báo tăng trưởng xuất khẩu năm 2026 tiếp tục được đóng góp bởi khu vực FDI, trong khi xuất khẩu của khu vực doanh nghiệp nội địa khó có khả năng phục hồi rõ rệt trong năm 2026, khi những tác động bất lợi đã ghi nhận từ năm 2025 chưa có tín hiệu tích cực trở lại.

Biểu đồ 23. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam



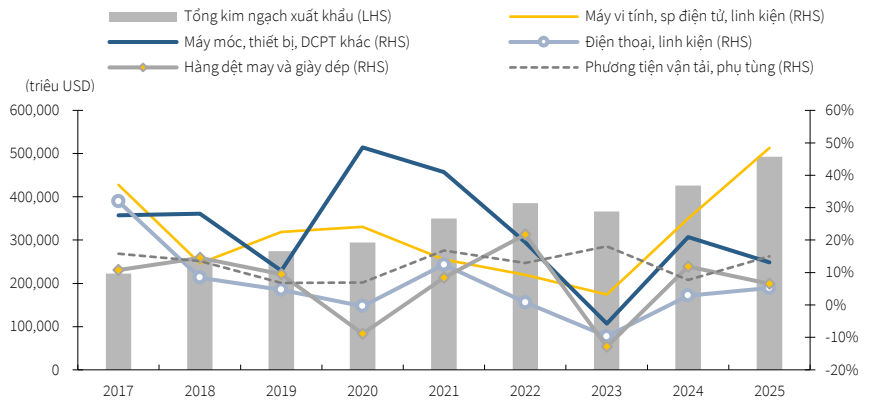
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 24. Tăng trưởng XNK theo nhóm doanh nghiệp



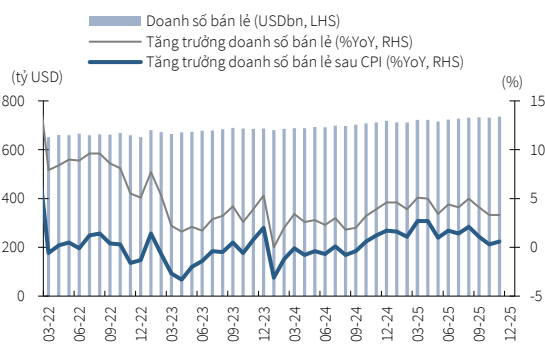
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 25. Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu một số mặt hàng



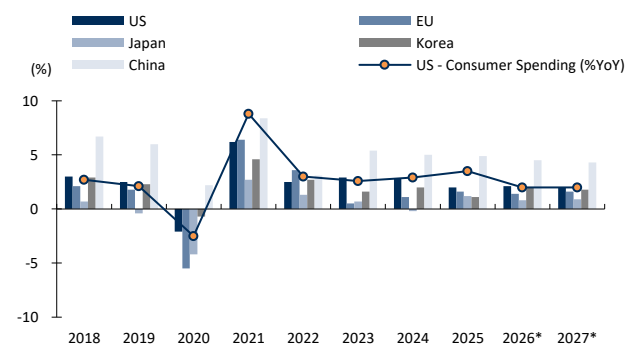
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 26. Doanh số bán lẻ Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 27. Dự báo đồng thuận tăng trưởng các nền kinh tế lớn



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dòng vốn FDI giải ngân có thể chịu áp lực giảm trong 2026, tuy nhiên triển vọng dài vẫn duy trì tích cực

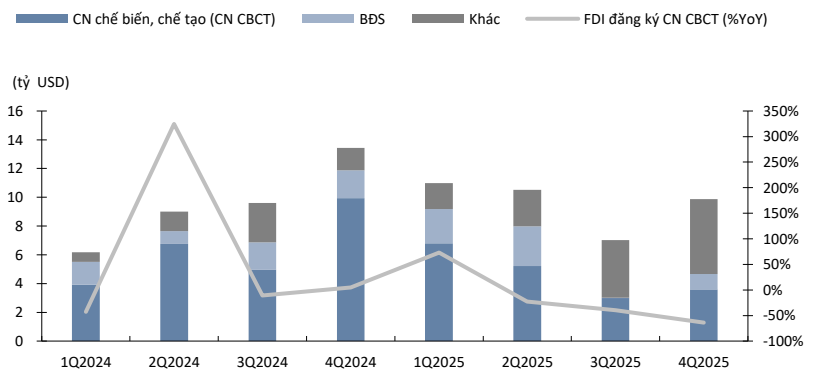
Năm 2026F, dòng vốn FDI giải ngân sẽ chịu áp lực suy giảm khi nguồn dự án nền tảng cho việc giải ngân vốn bị thu hẹp sau Tradewar 2.0 (vốn FDI đăng ký giảm mạnh sau Tradewar 2.0, biểu đồ 28). Dù vậy, chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI đăng ký nhiều khả năng đã tạo đáy trong năm 2025 và bắt đầu cải thiện từ nửa cuối năm 2026, nhờ (1) mức nền thấp của cùng kỳ 2025; (2) các chính sách thuế

quan rõ ràng hơn, do đó kỳ vọng mức tăng trưởng đầu tư đến từ nhóm bộ phận doanh nghiệp FDI chịu ít tác động của rủi ro mức thuế 40% đối với hàng hóa Transshipment.

Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng tích cực, do Tradewar 2.0 không làm thay đổi lợi thế cạnh tranh cốt lõi của Việt Nam, bao gồm: (1) mức thuế mà Mỹ áp với Việt Nam và các đối thủ cạnh tranh không chênh lệch nhiều; (2) Việt Nam vẫn duy trì lợi thế chi phí nhân công, nguồn lao động dồi dào và môi trường chính trị ổn định; (3) sự phân mảnh giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc ngày một rõ nét, tạo sức ép cho các doanh nghiệp toàn cầu cần tiếp tục tái cấu trúc chuỗi cung ứng.

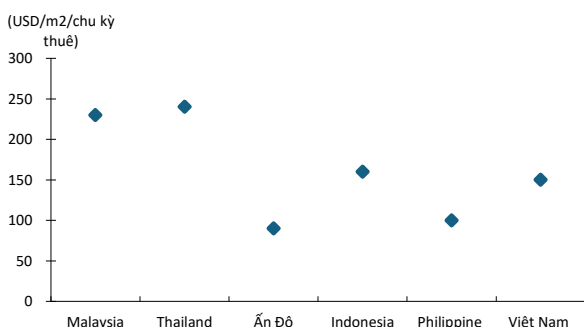
Đối với tác động của mức thuế 40% áp lên hàng hóa Transshipment (trong bối cảnh Mỹ vẫn chưa ban hành quy định chi tiết), chúng tôi cho rằng dòng vốn của các doanh nghiệp FDI có tỷ lệ nội địa hóa thấp sẽ chịu tác động dài hạn, tuy nhiên cũng sẽ có các doanh nghiệp FDI nỗ lực gia tăng tỷ lệ nội địa hóa ở Việt Nam để không bị đánh mức thuế cao, qua đó giúp dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn.

Biểu đồ 28. Vốn FDI đăng ký theo ngành nghề



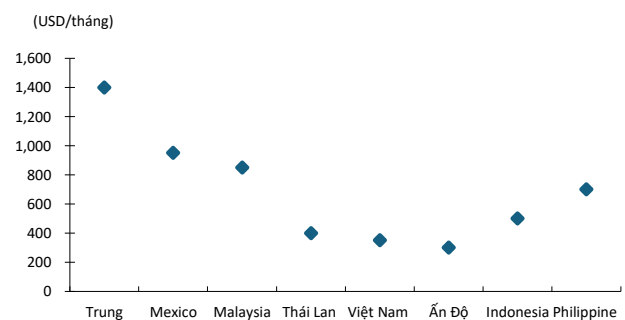
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 29. Giá cho thuê đất KCN tại một số Quốc gia



Nguồn: CEIC, KBSV

Biểu đồ 30. Thu nhập bình quân tại một số Quốc gia



Nguồn: CEIC, KBSV

Lạm phát

Lạm phát 2025 - trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ

Lạm phát trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ

Tính chung cả năm 2025, CPI tăng 3.31% so với năm trước, với các yếu tố chính tác động tới CPI bao gồm:

- (1) **Chỉ số giá nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng 6.08%**, làm CPI chung tăng 1.8ppts do giá nhà ở thuê tăng 7.33% và giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng 6.45%. Bên cạnh đó, chỉ số giá nhóm điện sinh hoạt tăng 7.20% do nhu cầu sử dụng điện tăng cùng với EVN điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân vào ngày 11/10/2024 và ngày 10/5/2025;
- (2) **Chỉ số giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 3.27%**, tác động làm CPI chung tăng 1.17ppts, trong đó nhóm thực phẩm tăng 3.61%;
- (3) **Chỉ số giá nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 13.07%**, làm CPI chung tăng 0.61 điểm phần trăm do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh theo Thông tư số 21/2024/TT-BYT ngày 17/10/2024 của Bộ Y tế.

Dự báo lạm phát 2026

Dự báo lạm phát năm 2026 duy trì ổn định ở mức 4%

Chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2026 của Việt Nam ở mức 4% - trong mục tiêu kiểm soát của Chính phủ (lạm phát 4 – 4.5%). Áp lực lạm phát trong năm tới chủ yếu đến từ nhóm nhà ở - vật liệu xây dựng, cùng với sự phục hồi của tiêu dùng nội địa. Ở chiều ngược lại, giá một số nhóm hàng hóa đầu vào quan trọng như lương thực và xăng dầu được dự báo tiếp tục duy trì xu hướng giảm hoặc ổn định, qua đó đóng vai trò là yếu tố kiềm chế đà tăng của CPI chung. Đồng thời, các mặt hàng và dịch vụ do Nhà nước quản lý giá như giáo dục, y tế và điện nước nhiều khả năng sẽ được điều chỉnh theo lộ trình thận trọng, phù hợp với mục tiêu ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát dưới ngưỡng 4.5%.

Nhóm Nhà ở, VLXD dự báo là yếu tố làm tăng lạm phát trong 2026

Trong 2026, áp lực tăng giá từ nhóm nhà ở, VLXD có thể tiếp tục gia tăng khi (1) giá thuê nhà dự báo tiếp tục tăng khi nhu cầu thuê duy trì ở mức cao, trong bối cảnh nguồn cung nhà ở tại các đô thị lớn vẫn còn hạn chế, đặc biệt ở phân khúc thấp và trung cấp; (2) giá vật liệu xây dựng tăng khi nhu cầu đầu tư công tăng, trong đó giá thép xây dựng dự báo hồi phục từ mức nền thấp của năm 2025, nhờ nhu cầu nội địa cải thiện rõ nét, và tác động từ việc Trung Quốc tiếp tục triển khai các biện pháp cắt giảm công suất khiến giá thép nhập khẩu tăng.

Giá gạo dự báo giảm nhẹ từ 2-5% YoY

Trong 2025, giá gạo xuất khẩu Việt Nam chịu áp lực giảm mạnh, ghi nhận mức ~510USD/tấn (-18% YoY) - thấp nhất kể từ 2023, chủ yếu do: (1) Thị trường Phillippine - thị trường xuất khẩu gạo lớn nhất của Việt Nam ra lệnh tạm dừng nhập khẩu gạo đến hết 2025; (2) Thị trường Indonesia - thị trường lớn thứ 2 của Việt Nam, dư cung nội địa, do đó giảm nhập khẩu trong 2026; (3) áp lực cạnh tranh gia tăng khi sản lượng xuất khẩu của các đối thủ như Ấn Độ, Thái Lan phục hồi.

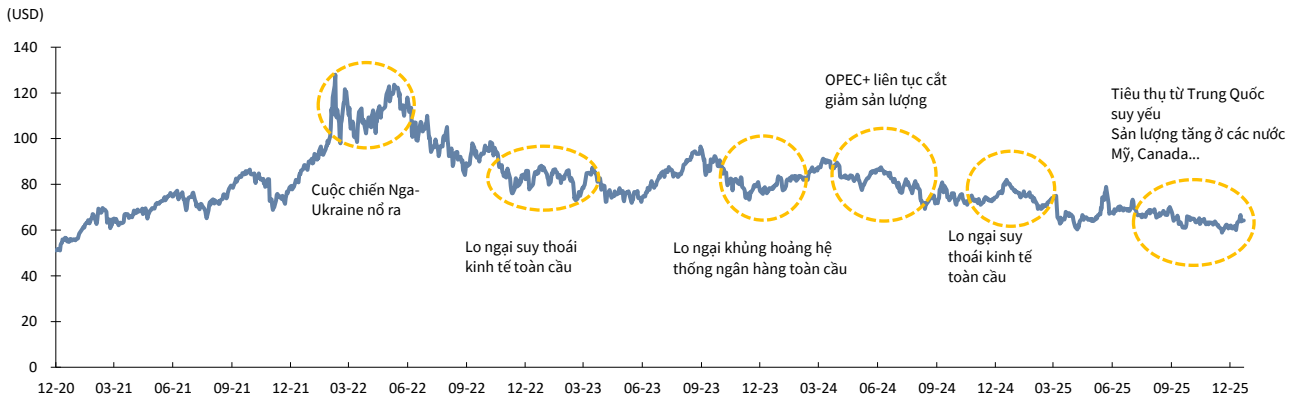
Năm 2026, dự báo giá gạo xuất khẩu bình quân của Việt Nam giảm nhẹ khoảng 2-5%YoY, trung bình khoảng 480 - 490USD/tấn, chủ yếu do suy giảm nhu cầu của thị trường Indonesia và áp lực cạnh tranh gay gắt khi các thị trường như Ấn Độ, Thái Lan khi các thị trường này tiếp tục tăng sản lượng, giảm giá bán. Tuy nhiên, đà giảm dự báo chậm lại nhờ thị trường Philippine quay trở lại nhập khẩu gạo.

Giá dầu dự báo tiếp tục giảm

Diễn biến giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục biến động mạnh dưới nhiệm kỳ của Tổng thống Donald Trump, đặc biệt trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị gia tăng giữa Mỹ và Iran. Những rủi ro địa chính trị này nhiều khả năng sẽ tạo ra các nhịp biến động giá dầu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, xét trên mặt bằng cả năm 2026, chúng tôi nghiêng về kịch bản giá dầu có xu hướng giảm, chủ yếu do triển vọng dư cung ngày càng rõ nét. Nguồn cung dầu toàn cầu được dự báo gia tăng đáng kể từ nhóm các quốc gia ngoài OPEC, nổi bật là Mỹ, Brazil, Canada và

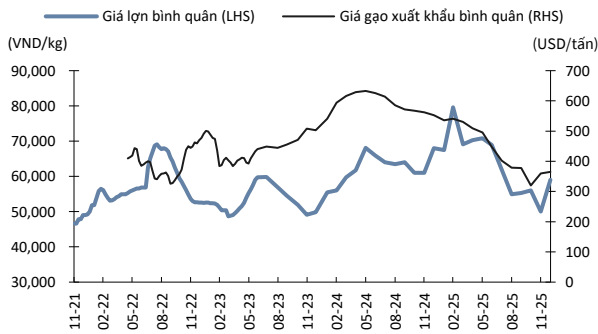
Argentina. Theo ước tính của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), nguồn cung dầu toàn cầu trong năm 2026 có thể vượt nhu cầu khoảng 3.8–4.0 triệu thùng/ngày. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo giá dầu Brent bình quân năm 2026 dao động quanh mức 60–65 USD/thùng, tương ứng giảm khoảng 3–5% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 30. Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2020-2024 (USD/thùng)



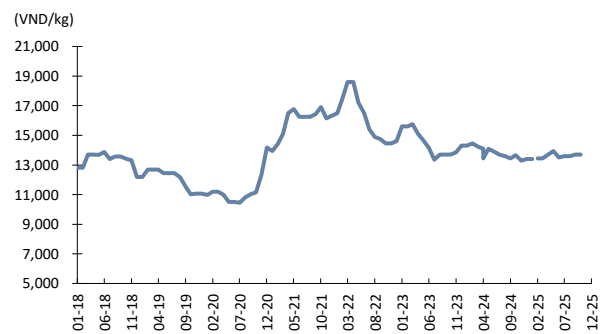
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 31. Giá gạo tấm 5% xuất khẩu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 32. Giá thép thanh trong nước



Nguồn: Hiệp hội chăn nuôi Việt Nam, FiinPro, KBSV tổng hợp

Bảng 33. Dự báo CPI

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2026(%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	3.67	-2.0	(0.1)
	Thực phẩm	21.28	5.0	1.1
	Ăn uống ngoài gia đình	8.61	6.0	0.5
2	Đồ uống và thuốc lá	2.73	6.0	0.2
3	May mặc, mũ nón, giày dép	5.7	3.0	0.2
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	18.82	7.0	1.3
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	6.74	3.0	0.2
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.39	3.0	0.2
7	Giao thông	9.67	-1.0	(0.1)
8	Bưu chính viễn thông	3.14	1.0	0.0
9	Giáo dục	6.17	5.0	0.3
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.55	1.7	0.1
11	Khác	3.53	5.0	0.2
	Tổng			4.0

Nguồn: KBSV dự báo

Tỷ giá

Tỷ giá USD/VND - Áp lực dần hạ nhiệt vào cuối năm 2025

Tỷ giá USD/VND năm 2025 tăng 3.5%YTD, áp lực hạ nhiệt vào giai đoạn cuối năm

Tỷ giá USD/VND năm 2025 biến động mạnh trong giai đoạn giữa năm, song đã hạ nhiệt dần về cuối năm. Kết thúc 2025, tỷ giá trung tâm ghi nhận ở mức 25,121 VND/USD (+3.2% YTD), trong khi tỷ giá liên ngân hàng ghi nhận ở mức 26,298 VND/USD (+3.5% YTD).

Áp lực tỷ giá tập trung chủ yếu trong giai đoạn 9 tháng đầu năm, khi tỷ giá liên ngân hàng đạt đỉnh vào giữa quý 3/2025 ở mức 26,429 VND/USD, tương đương mức mất giá khoảng 3.7% YTD. Diễn biến này phản ánh nhiều yếu tố bất lợi, bao gồm: (1) hoạt động chuyển lợi nhuận về nước của các doanh nghiệp FDI diễn ra mạnh mẽ hơn kể từ sau Tradewar 2.0; (2) áp lực bán và rút vốn của các quỹ ngoại thị trường chứng khoán; (3) chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN khiến VND trở nên kém hấp dẫn; (4) doanh nghiệp nội địa suy giảm hoạt động xuất khẩu, một phần khiến giảm nguồn cung ngoại tệ trong nước. Ngoài ra, nhu cầu ngoại tệ của kho bạc và hoạt động nhập lậu vàng hưởng chênh lệch giá cũng là các nguyên tác động lên tỷ giá trong năm qua.

Trước diễn biến suy yếu của đồng VND, NHNN đã chủ động triển khai các biện pháp kịp thời nhằm ổn định thị trường và hạn chế sự mất giá của đồng VND, bao gồm: (1) bán ngoại tệ kỳ hạn có hủy ngang, NHNN đã thực hiện nhiều đợt can thiệp trong giai đoạn tháng 8 và tháng 10/2025 với tổng lượng dự trữ ngoại hối bán ra ước tính khoảng 4 - 5 tỷ USD; (2) nâng tỷ giá trung tâm; (3) điều tiết thanh khoản qua thị trường mở OMO phù hợp với diễn biến thị trường.

Sang giai đoạn cuối năm 2025, bên cạnh những biện pháp kiểm soát tỷ giá của NHNN, áp lực tỷ giá USD/VND đã giảm dần nhờ một số yếu tố hỗ trợ từ môi trường bên ngoài, bao gồm: (1) Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) cắt giảm lãi suất hai lần vào tháng 10 và tháng 12/2025 với 25bps/lần; (2) dòng kiều hối tăng mạnh vào thời điểm cuối năm.

Diễn biến tỷ giá trên thị trường chợ đen

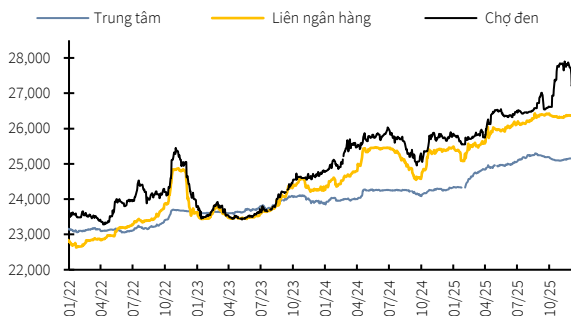
Tỷ giá thị trường chợ đen trong năm 2025 tiếp tục chịu ảnh hưởng mạnh từ biến động trên thị trường vàng, đặc biệt là giai đoạn cuối năm. Tỷ giá chợ đen đã có thời điểm ghi nhận mức đỉnh điểm ở ngưỡng 27,900, tương đương tăng 8% so với đầu năm, nguyên nhân chủ yếu do giá vàng trong nước tăng mạnh lên gần 160 triệu VND/ lượng (tăng gần 2 lần so với 2024), tương đương cao hơn khoảng 13 -15% giá vàng thế giới, làm nhu cầu nhập vàng lậu tăng cao. Bên cạnh biến động giá vàng, người dân có xu hướng chuyển dòng vốn sang tài sản phòng thủ ngắn hạn USD, USDT, tạo ra “hiệu ứng trú ẩn” lan tỏa.

Trong bối cảnh đó, NHNN đã có những chính sách/biện pháp nhằm kiểm soát thị trường vàng, điển hình là Nghị định 232/2025/NĐ-CP (hiệu lực từ 10/10/2025) với nội dung chính bao gồm bãi bỏ cơ chế độc quyền Nhà nước đối với sản xuất vàng miếng; mở rộng quy định về hoạt động sản xuất, nhập khẩu vàng; quy định các giao dịch mua/bán vàng trên 20 triệu đồng phải thực hiện qua tài khoản ngân hàng nhằm minh bạch và kiểm soát dòng tiền. Bên cạnh đó, Thủ tướng Chính phủ cũng đã yêu cầu NHNN nghiên cứu và đề xuất phương án lập sàn giao dịch vàng Quốc gia (dự kiến thí điểm 2026) nhằm tăng tính minh bạch, chuẩn hóa các giao dịch vàng và tạo kênh huy động vàng trong dân hỗ trợ giảm chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới.

NEER và REER diễn biến cùng chiều

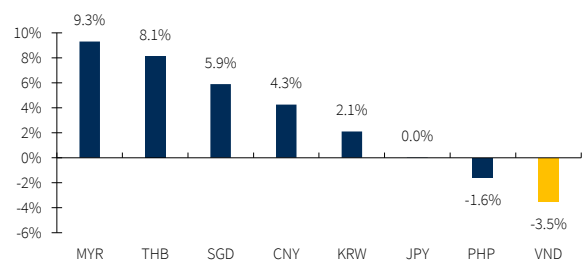
Theo mô hình tính toán của chúng tôi, NEER - tỷ giá danh nghĩa đa phương đo lường giá trị của đồng VND với rổ 8 đồng tiền tham chiếu theo cơ chế tỷ giá trung tâm và REER - tỷ giá thực đa phương là chỉ số được điều chỉnh lạm phát so với NEER). Tính đến cuối năm 2025, NEER vẫn ghi nhận giảm 6.0% YTD, cho thấy đồng VND mất giá tương đối so với các đồng tiền chủ chốt, nguyên nhân chủ yếu do việc các doanh nghiệp FDI chuyển lợi nhuận về nước và hoạt động đầu cơ vàng và USD gia tăng. Đối với REER có mức giảm nhẹ hơn (-4.3% YTD, tăng gần 3% so với mức giảm ghi nhận từ cuối quý 3/2025), cho thấy mức độ mất giá thực của đồng VND trong rổ hàng hóa giảm nhẹ, tuy nhiên vẫn duy trì mức độ cạnh tranh về giá với các loại hàng hoá xuất khẩu. Bên cạnh đó, NEER và REER đang ghi nhận xu hướng hồi phục lại trong nửa cuối năm, phù hợp với diễn biến ổn định trở lại của tỷ giá.

Biểu đồ 34. Tỷ giá USD/VND



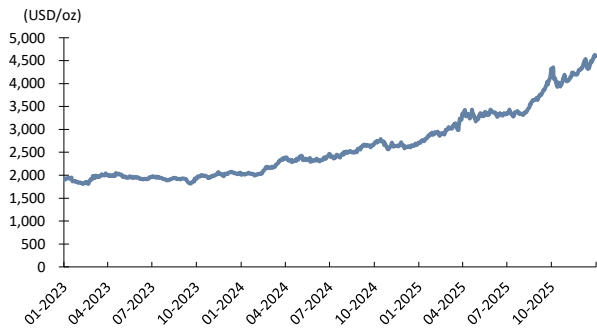
Nguồn: Bloomberg, Fiigroup, KBSV

Biểu đồ 35. Biến động các đồng tiền chính so với USD 2025



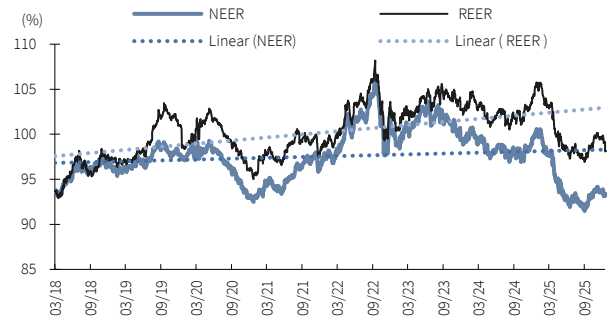
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 36. Diễn biến giá vàng thế giới



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 37. NEER và REER (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo tỷ giá 2026

Dự báo DXY giảm nhẹ trong năm 2026. Trong đó xu hướng giảm tập trung vào giai đoạn đầu năm, trước khi tăng trở lại vào nửa cuối năm 2026

Trong giai đoạn đầu năm 2026, chúng tôi cho rằng chỉ số DXY sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhờ kỳ vọng FED sẽ có thêm 2 đợt cắt giảm lãi suất vào 1H2026, trong khi các NHTW lớn khác đang tiến gần đến giai đoạn cuối của chu kỳ cắt giảm lãi suất.

Tuy nhiên, nửa cuối năm 2026, chỉ số DXY có thể ghi nhận sự hồi phục nhờ các yếu tố hỗ trợ bao gồm: (1) dự báo chu kỳ cắt giảm lãi suất kết thúc trong 2H2026, giúp thúc đẩy đà phục hồi của đồng USD; (2) triển vọng sự phục hồi tăng trưởng Mỹ sẽ rõ nét hơn vào 2026, với động lực chính đến từ sự tăng trưởng của hoạt động đầu tư, khi các gói chính sách tài khóa One Big Beautiful Bill (OBDD) bắt đầu thẩm thấu vào nền kinh tế

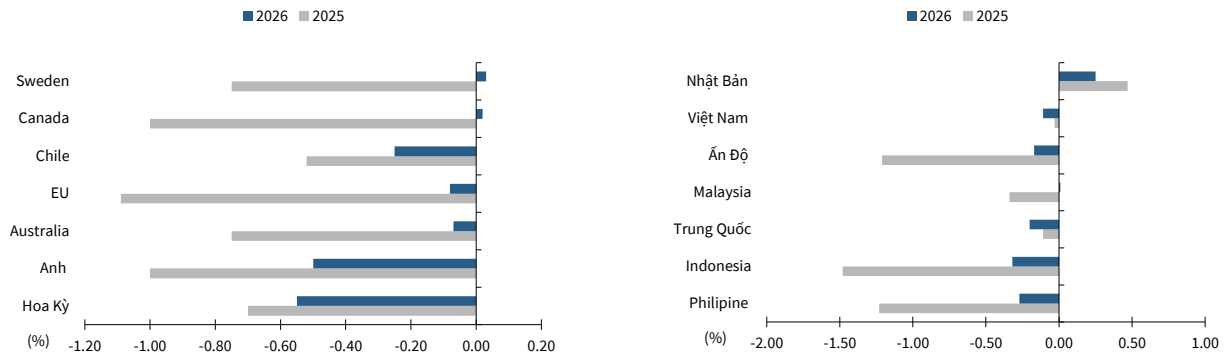
Dự báo tỷ giá VNDUSD tăng 2.8 - 3% trong năm 2026

Năm 2026, chúng tôi đánh giá áp lực tỷ giá USD/VND sẽ có phần hạ nhiệt so với 2025. KBSV dự báo tỷ giá USD/VND năm 2026 tăng 2.8-3% - thấp hơn mức tăng 3.5% của năm 2025, với động lực chính hỗ trợ cho đồng VND bao gồm:

- (1) **Dự báo chỉ số DXY sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhẹ trong 1H2026** (dự báo phần trên)
- (2) **Nguồn cung ngoại tệ kỳ vọng cải thiện trong năm 2026** đến từ yếu tố nâng hạng thu hút dòng vốn ngoại trên TTCK; Tradewar 2.0 rõ ràng hơn, trong đó Việt Nam tiếp tục duy trì các lợi thế cạnh tranh mang tính dài hạn trong chuỗi cung ứng toàn, đồng thời Việt Nam cũng đang gia tăng các chính sách thu hút FDI => giảm động lực rút lợi nhuận về nước của doanh nghiệp FDI
- (3) **Chênh lệch lãi suất USD và VND được duy trì ở mức dương**, mặt bằng lãi suất của đồng USD sau nhiều đợt cắt giảm đã thấp hơn lãi suất VND và diễn biến này dự báo sẽ kéo dài trong 2026, qua đó loại bỏ hoạt động đầu cơ chênh lệch lãi suất 2 đồng tiền
- (4) **Các chính sách quản lý thị trường vàng**, đặc biệt là Nghị định 232/2025/ND-CP, trong đó thay đổi quan trọng nhất là bãi bỏ cơ chế độc quyền vàng miếng của Nhà nước, điều này giảm bớt mức chênh lệch giá vàng thế giới và Việt Nam, gián tiếp làm giảm áp lực tỷ giá.

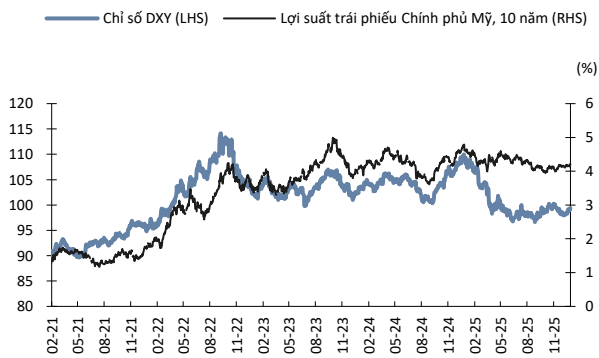
Bên cạnh các yếu tố hỗ trợ, chúng tôi lưu ý vẫn tồn tại rủi ro có thể gây áp lực lên tỷ giá USD/VND, đặc biệt là nửa cuối năm 2026, do (1) chỉ số DXY có thể ghi nhận các nhịp hồi phục mang tính ngắn hạn; (2) nhu cầu USD gia tăng theo đà tăng của hoạt động nhập khẩu; trong khi hoạt động xuất khẩu của khu vực doanh nghiệp nội địa được dự báo chưa có sự cải thiện rõ nét. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ can thiệp kịp thời khi cần thiết nhằm hạn chế biến động mạnh và giữ ổn định thị trường tỷ giá, các biện pháp bao gồm: bán USD kỳ hạn, điều tiết thanh khoản ngoại tệ và phối hợp các công cụ chính sách.

Bảng 38. Dự báo đồng thuận về mức cắt giảm lãi suất của các NHTW lớn



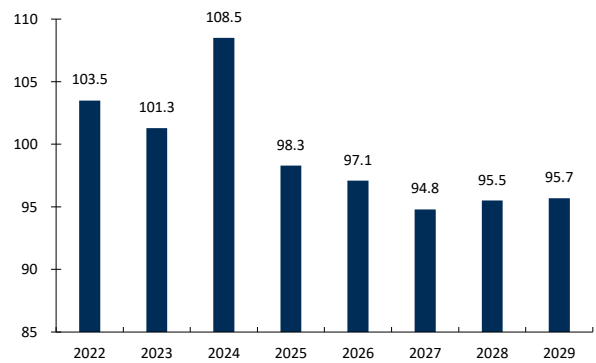
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 39. Mỹ - 10Y bond yield & DXY



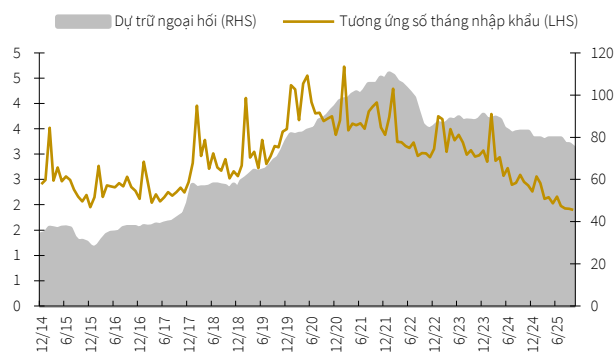
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 40. Dự báo đồng thuận DXY



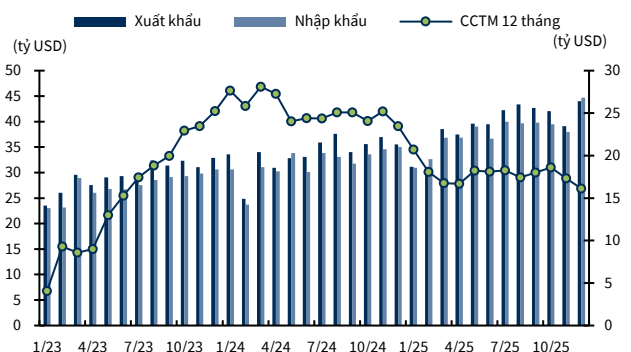
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 41. Dự trữ ngoại hối



Nguồn: Worldbank, KBSV ước tính

Biểu đồ 42. Cán cân thương mại của Việt Nam



Nguồn: GSO, KBSV

Lãi suất

Lãi suất 2025 – Tái định ở một mặt bằng mới

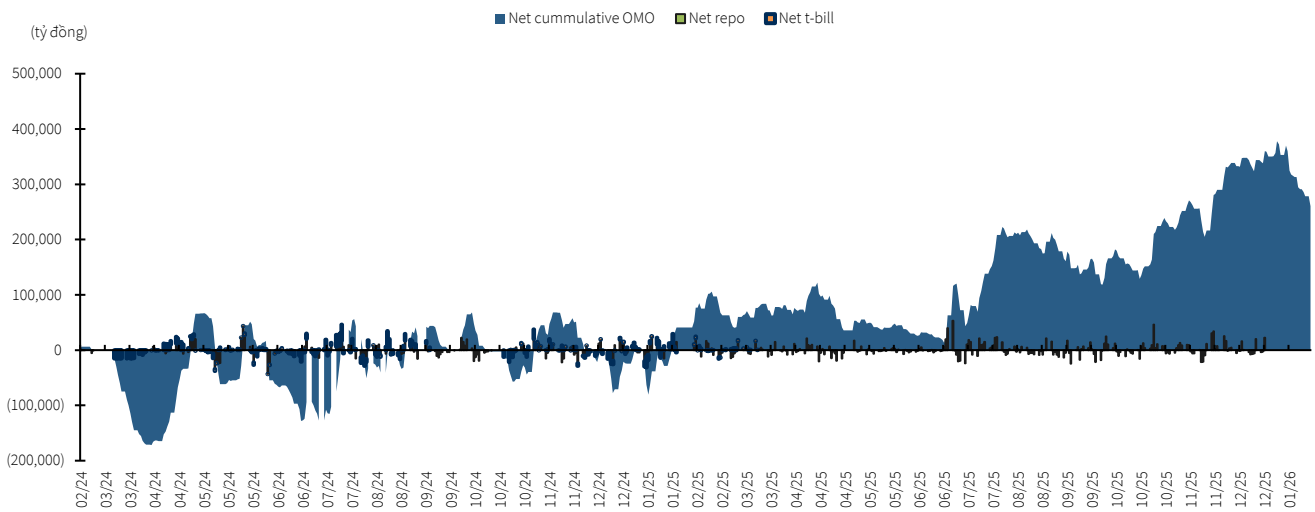
Thanh khoản hệ thống gặp áp lực rõ rệt vào đầu quý 4/2025, tuy nhiên đã dần hạ nhiệt ngay đầu năm 2026

Giai đoạn 10 tháng đầu năm 2025, thanh khoản hệ thống ngân hàng tương đối ổn định, chủ yếu nhờ việc điều tiết linh hoạt của NHNN thông qua các hoạt động thị trường mở và kênh tín phiếu nhằm mục đích hỗ trợ thanh khoản.

Tuy vậy, thanh khoản hệ thống ngân hàng chịu áp lực rõ rệt trong giai đoạn cuối tháng 11 và đầu tháng 12, đẩy lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm (ON) tăng mạnh lên vùng 7–7.5%. Diễn biến này chủ yếu xuất phát từ hai yếu tố: (1) tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao trong khi huy động trên thị trường 1 tăng trưởng thấp; (2) nhu cầu thanh khoản mang tính mùa vụ thường gia tăng mạnh từ cuối năm đến khoảng tháng 2 năm sau; (3) Bội thu NSNN tăng mạnh, ghi nhận mức 249 nghìn tỷ vào năm 2025 (+19% YoY), qua đó làm một phần nguồn vốn bị hút khỏi lưu thông – giảm thanh khoản toàn hệ thống. Ngoài ra, áp lực thanh khoản vào giai đoạn cuối năm càng gia tăng khi dư địa để SBV hỗ trợ thanh khoản thông qua kênh OMO đã thu hẹp đáng kể, số dư OMO tính đến cuối tháng 12 đạt 377 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất trong lịch sử. Trước diễn biến này, NHNN đã sử dụng công cụ hoán đổi (Swap) USD với VND nhằm hỗ trợ thanh khoản VND trên hệ thống liên ngân hàng kể từ ngày 5/12/2025; đồng thời nâng lãi suất OMO từ 5/12/2025 từ mức 4.0 lên 4.5% - điều chỉnh tăng lần đầu tiên kể từ T5/2024.

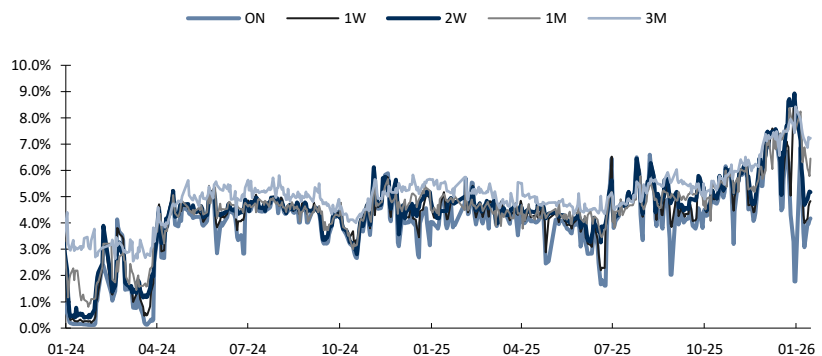
Sang giai đoạn đầu năm 2026, áp lực thanh khoản đã dần ổn định nhờ các yếu tố: (1) giải ngân đầu tư công cải thiện mạnh, ghi nhận hơn 100 tỷ giải ngân vào tuần cuối 2025, giúp tăng huy động toàn hệ thống; (2) các ngân hàng đã chủ động điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi khách hàng trong quý 4/2025 nhằm đảm bảo cân đối về vốn. Tại ngày 15/1/2026, lãi suất qua đêm giảm xuống quanh 4% (từ mức trên 7% cuối năm 2025).

Biểu đồ 43. Bơm hút trên thị trường mở và diễn biến lãi suất



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 44. Lãi suất liên ngân hàng (%)



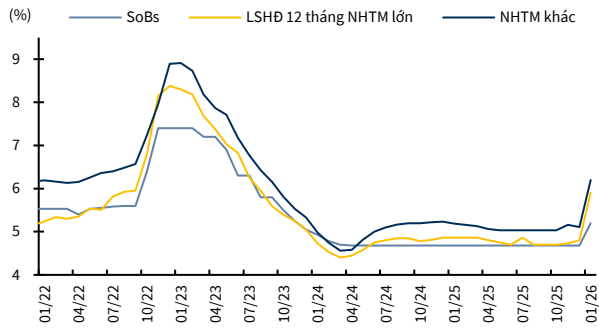
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Lãi suất huy động trên thị trường 1 tăng trở lại, tái định ở mặt bằng mới

Dưới áp lực thanh khoản như chúng tôi đề cập ở trên, xu hướng tăng lãi suất huy động trở nên rõ rệt giai đoạn tháng 10-12 năm 2025. Theo quan sát của chúng tôi, tính đến 30/12/2025, nhóm ngân hàng quốc doanh (NHQD) có mức tăng khoảng 50 điểm cơ bản (bps), nhóm tư nhân lớn tiêu biểu có VPB đã có 2-3 đợt điều chỉnh tăng lãi suất với mức tăng 30-50 bps/đợt; trong khi nhiều ngân hàng quy mô nhỏ hơn cũng đã duy trì xu hướng tăng lãi suất từ tháng 8 đến nay để đảm bảo cân đối vốn.

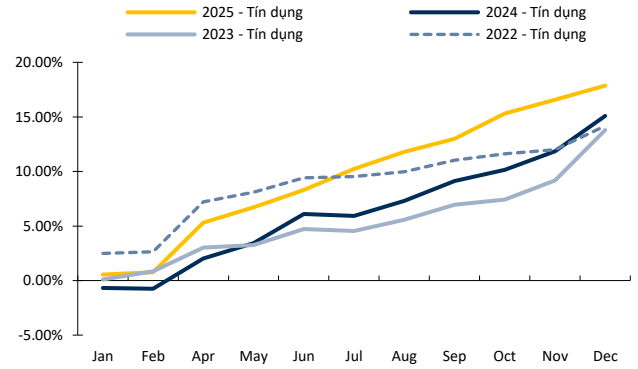
Tương đồng với xu hướng của mặt bằng lãi suất huy động, lãi vay cũng đã ghi nhận diễn biến tăng cục bộ. Theo ghi nhận của chúng tôi, tính đến 30/12/2025, lãi suất cho vay của nhóm NHQD tăng khoảng 10 – 20 điểm cơ bản (bps), nhóm ngân hàng tư nhân có mức tăng mạnh hơn khoảng 50 bps.

Biểu đồ 45. Lãi suất huy động 12 tháng (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 46. Tăng trưởng tín dụng hệ thống qua các tháng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Dự báo lãi suất 2026

Dự báo lãi suất huy động tăng 50 - 100 bps trong 2026

Chúng tôi dự báo xu hướng tăng lãi suất huy động sẽ tiếp diễn trong năm 2026, đặc biệt là giai đoạn nửa đầu năm, với mặt bằng lãi suất tái định ở mức cao hơn khoảng 50 -100 bps so với cuối năm 2025, chủ yếu để cải thiện tăng trưởng tiền gửi huy động, thu hẹp chênh lệch với tăng trưởng tín dụng qua đó giúp hệ thống ngân hàng phát triển lành mạnh, cân bằng và ổn định.

Áp lực thanh khoản của các ngân hàng vẫn đang hiện hữu vào giai đoạn đầu năm 2026

Chúng tôi cho rằng áp lực thanh khoản sẽ tiếp tục hiện hữu đối với hệ thống ngân hàng trong giai đoạn đầu năm 2026, do:

- (1) **Chênh lệch tín dụng/ huy động tương đối lớn trong năm 2025** (tính đến cuối năm 2025, mức chênh lệch khoảng 4%). Chênh lệch dự kiến vẫn ở mức cao trong nửa đầu năm dù có thể thu hẹp nhẹ khi áp lực giải ngân tín dụng đầu năm là không lớn, đồng thời mặt bằng lãi suất tăng cũng giúp thu hút thêm tiền gửi huy động.
- (2) **Tỷ lệ LDR của nhiều ngân hàng tăng lên gần mức trần quy định 85%** của NHNN tạo áp lực gia tăng huy động để tránh rủi ro thanh khoản. Bên cạnh đó, 80% vốn huy động hiện nay là vốn ngắn hạn, trong khi 50% dư nợ cho vay là trung, dài hạn cũng tiềm ẩn các rủi ro vi phạm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của các ngân hàng.
- (3) **Nhu cầu tiền mặt của người dân và doanh nghiệp thường có xu hướng tăng mạnh giai đoạn cận Tết Nguyên Đán**, khiến dòng tiền có xu hướng bị rút ra khỏi hệ thống ngân hàng, ảnh hưởng đến thanh khoản hệ thống. Ngoài ra, khoảng 4 - 5 tỷ USD ngoại hối bán kỳ hạn giai đoạn cuối quý 3, đầu quý 4/2025, nếu được NHTM thực hiện hợp đồng kỳ hạn đã mua từ NHNN cũng sẽ gây áp lực giai đoạn tháng 2 - tháng 4/2026.
- (4) **Lãi suất thị trường 2 (liên ngân hàng) dự báo vẫn ở mức trung bình đến trung bình cao** nhằm giữ chênh lệch dương lãi suất USD và lãi suất VND để hỗ trợ ổn định tỷ giá.

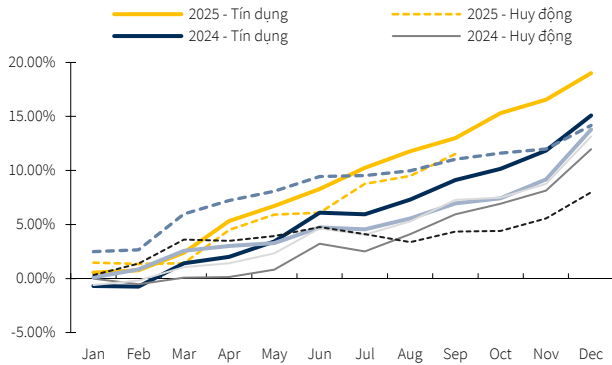
Trong 2H2026, chúng tôi kỳ vọng áp lực thanh khoản của hệ thống ngân hàng sẽ dần hạ nhiệt, nhờ một số yếu tố hỗ trợ đồng thời, bao gồm (1) mặt bằng lãi suất huy động tăng trong nửa đầu năm sẽ giúp cải thiện rõ nét tốc độ tăng trưởng tiền gửi, qua đó củng cố nguồn vốn đầu vào cho hệ thống; (2) hoạt động giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh sẽ góp phần bổ sung dòng tiền quay trở lại khu vực ngân hàng, hỗ trợ thanh khoản; (3) áp lực tăng trưởng tín dụng được dự báo giảm so với năm 2025 khi NHNN định hướng mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2026 ở mức khoảng 15%, song song với việc tiếp tục kiểm soát chặt dòng tín dụng vào các lĩnh vực mang tính đầu cơ, đặc biệt là bất động sản. Nhờ đó, áp lực gia tăng lãi suất huy động được kỳ vọng sẽ dịu lại trong giai đoạn nửa cuối năm 2026.

Dự báo LSHĐ có sự phân hoá giữa các ngân hàng

Dự báo nhóm Ngân hàng quốc doanh (NHQD): lãi suất huy động có thể tăng 50-100bps từ mức hiện tại. Nhóm NHTM còn lại sẽ có sự phân hoá và mức tăng lớn

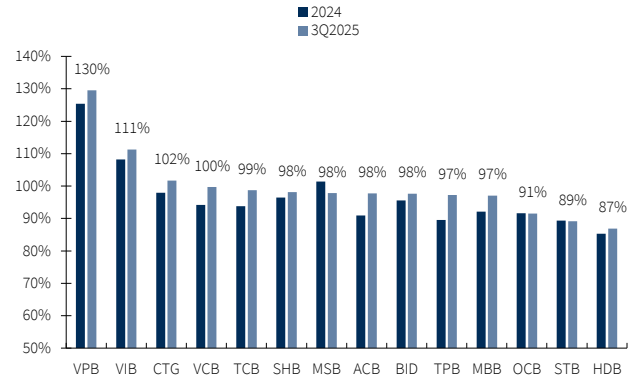
hơn (70-150bps). Những ngân hàng quy mô nhỏ, không có lợi thế về CASA sẽ chịu áp lực lớn nhất trong việc tăng lãi suất huy động.

Biểu đồ 47. Tăng trưởng huy động của các ngân hàng (YTD)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 48. Tỷ lệ LDR của một số ngân hàng 3Q2025



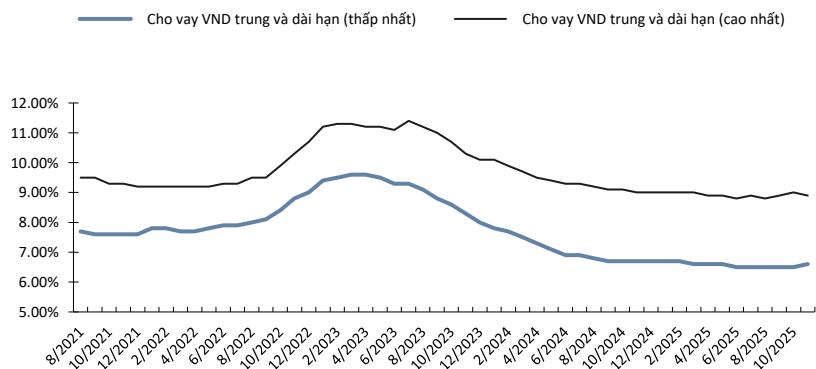
Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Lãi suất cho vay tiếp tục xu hướng tăng, tương đồng với lãi suất huy động

Lãi suất cho vay được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong nửa đầu năm 2026, tương đồng với xu hướng tăng ở lãi suất huy động do: (1) các NH cần tăng lãi suất đầu ra để duy trì NIM, vốn đã trong xu hướng giảm nhiều quý gần đây và đang ở mức thấp kỷ lục; (2) việc room tín dụng thấp hơn 2025, đặc biệt là tín dụng vào lĩnh vực bất động sản, sẽ khiến áp lực cạnh tranh lãi suất đầu ra giảm mạnh, kéo theo xu hướng tăng lãi suất cho vay rõ rệt ở lĩnh vực bất động sản; (3) nhu cầu tín dụng của nhóm doanh nghiệp và cá nhân cải thiện tốt nhờ kinh tế tăng trưởng.

Dự báo lãi suất cho vay sẽ tăng khoảng 50 - 100bps so với đầu năm 2026, tương đương mức 7.5% - 9.5% bình quân.

Biểu đồ 49. Lãi suất cho vay VND



Nguồn: FiinPro, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.