



# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NĂM 2026

THÁNG 12/2025

# KINH TẾ VĨ MÔ



# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

## THƯƠNG CHIẾN 2.0 QUÉT QUA TOÀN THẾ GIỚI

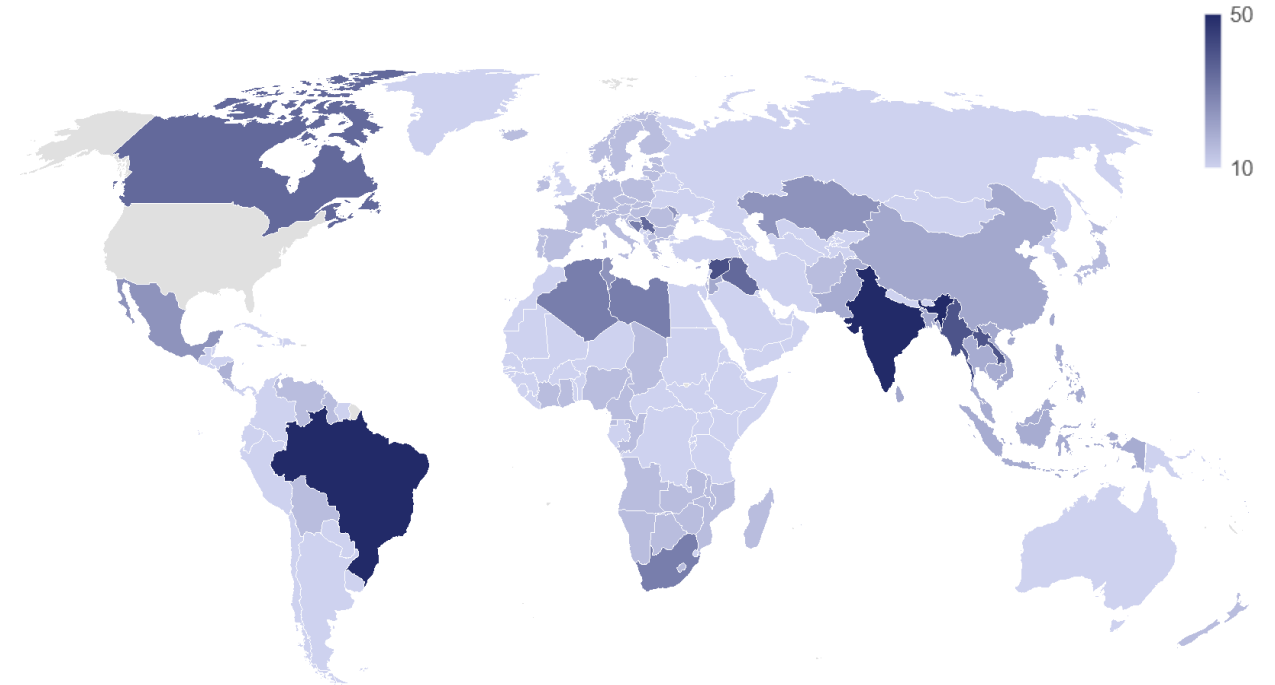
Tổng thống Trump quay lại Nhà trắng vào ngày 20/1/2025 và lập tức thực thi hàng loạt các chính sách bảo hộ, khởi động cuộc Chiến tranh thương mại 2.0 với quy mô toàn cầu. Trong đó, Trung Quốc vẫn là mục tiêu chính và cuộc chiến đã có lúc căng thẳng tới mức hai nền kinh tế lớn nhất thế giới áp các mức thuế tới 145% và 125% lên hàng hoá xuất khẩu của nhau. Bên cạnh đó, Tổng thống Trump cũng liên tiếp nhắm vào các quốc gia và khu vực có thặng dư thương mại lớn với Mỹ như Canada, Mexico, EU, Việt Nam và đe dọa mức thuế cao nhất lên tới 46%.

Việc Mỹ sử dụng thuế quan như con bài mặc cả cho những mục tiêu khác như vấn đề nhập cư, ma tuý, thâm hụt thương mại lớn và đặc biệt là sự vươn lên mạnh mẽ của Trung Quốc đã có hiệu quả. Hầu hết tất cả các quốc gia đều đã đi đến những thoả thuận thương mại mới với phía Mỹ để có được mức thuế quan thấp hơn sau khi chấp nhận thoả hiệp và nhượng bộ các điều kiện của Mỹ.

Dù vậy, căng thẳng giữa Mỹ và Trung Quốc vẫn hết sức đáng lo ngại khi hai nước liên tiếp đối đầu bằng cả những biện pháp thuế quan và phi thuế quan. Thoả thuận đạt được đầu tháng 11 mới đây giữa Mỹ và Trung Quốc đã dỡ bỏ hầu hết các biện pháp bảo hộ mà hai nước đang thực hiện trong 1 năm tới, tạm thời ổn định tình hình thương mại thế giới.

### Mỹ áp đặt thuế đối ứng lên tất cả các quốc gia trên thế giới

Mức thuế quan Mỹ áp đặt lên các quốc gia tính tới ngày 01/11/2025



Nguồn: PSI tổng hợp

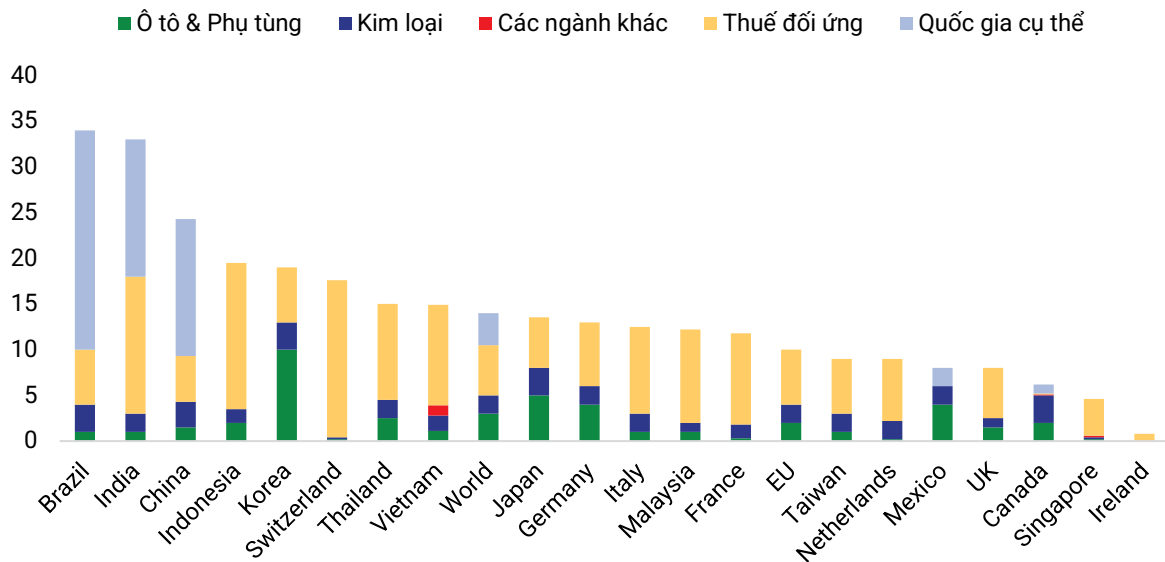
# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

## THƯƠNG CHIẾN 2.0 QUÉT QUA TOÀN THẾ GIỚI

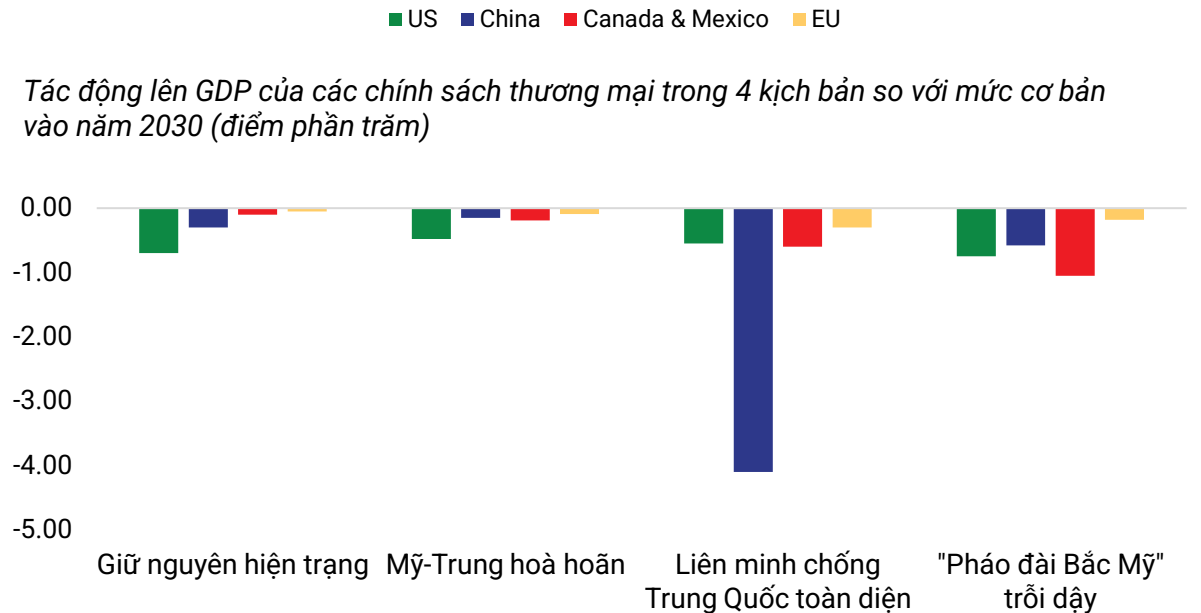
### HẬU QUẢ CỦA CHIẾN TRANH THƯƠNG MẠI

Sự bất ổn trong các chính sách thương mại và việc chủ nghĩa bảo hộ lên ngôi đang đe dọa khả năng phục hồi tăng trưởng kinh tế thế giới trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng chung toàn cầu vẫn đang dưới mức trung bình giai đoạn trước Covid-19. Chỉ số tổng hợp dự báo của các Tổ chức kinh tế, các Ngân hàng trên thế giới về tăng trưởng kinh tế toàn cầu Bloomberg Composite cho thấy trung vị các dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2025 là 3.0%, thấp hơn mức 3.3% của 2024 và tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2026 xuống còn 2.9%. Trong đó, châu Á và các nền kinh tế mới nổi chịu ảnh hưởng rõ ràng nhất.

Mức thuế mà các quốc gia đang phải chịu sau loạt chính sách mới của Tổng thống Trump



Cái giá của cuộc chiến thuế quan trong từng kịch bản



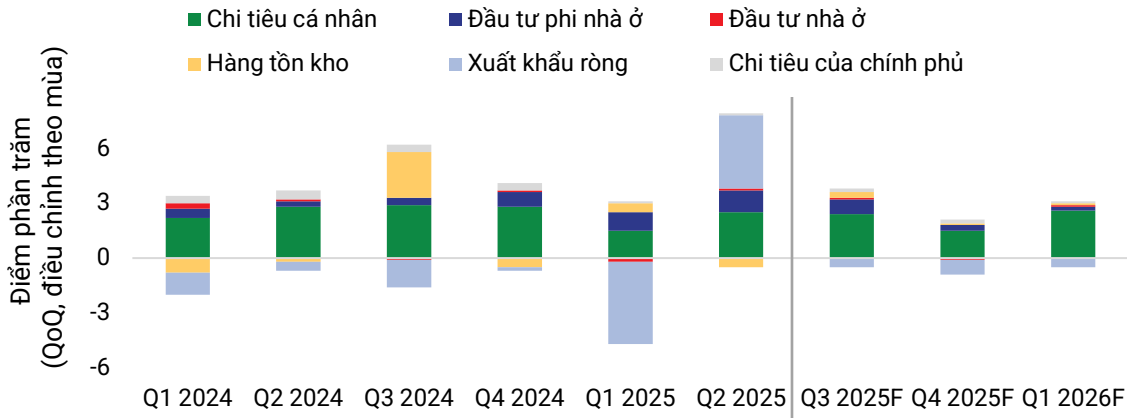
Tác động lên GDP của các chính sách thương mại trong 4 kịch bản so với mức cơ bản vào năm 2030 (điểm phần trăm)

Nguồn: Bloomberg

# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

## KINH TẾ TĂNG TRƯỞNG ĐÚNG KỲ VỌNG NHƯNG MÂU THUẪN NỘI BỘ ĐANG LÀM CHẬM NƯỚC MỸ

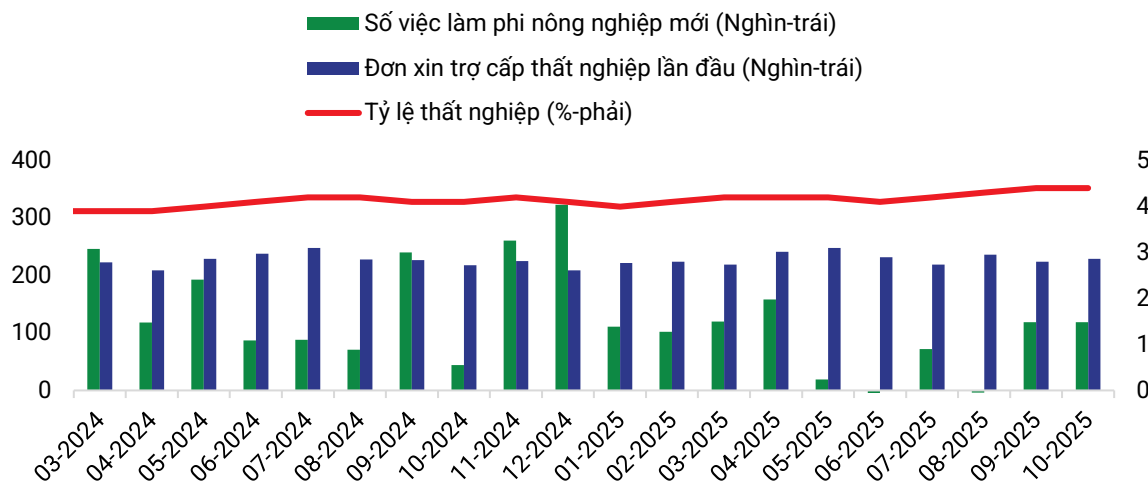
**Đóng góp của từng cấu phần vào tăng trưởng GDP của Mỹ**



Kinh tế Mỹ được dự báo sẽ đạt tăng trưởng khoảng 1.8%-2.0% so với cùng kỳ trong năm 2025. Bất chấp những rủi ro từ Chiến tranh thương mại và các dự báo kém lạc quan về tăng trưởng kinh tế, GDP Mỹ đã tăng 2.1% so với cùng kỳ trong Q2/2025 nhờ sức mua nội địa mạnh mẽ trong nửa đầu năm.

Việc Chính phủ Mỹ đóng cửa kéo dài do Quốc hội không thể thống nhất kế hoạch chi tiêu cho năm tài khoá tiếp theo dự kiến sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng của Mỹ trong Q3 và Q4/2025. Các số liệu kinh tế Q3/2025 bị chậm công bố do tình trạng đóng cửa Chính phủ. Dù vậy, đã có một số dấu hiệu cho thấy nền kinh tế Mỹ đang bị thử thách sức bền trước tình trạng lạm phát dai dẳng. CPI danh nghĩa bắt đầu tăng trở lại từ đầu quý 3/2025 sau khi các đòn thuế của Tổng thống Trump bắt đầu ngấm vào giá cả hàng hoá. Niềm tin tiêu dùng bắt đầu xói mòn bởi lạm phát kéo dài trong khi thị trường lao động trở suy yếu liên tiếp và luôn trong tình trạng mong manh với cả số lượng việc làm mới và tỷ lệ sa thải đều thấp cho thấy tâm lý thận trọng thăm dò của các doanh nghiệp. Chỉ số niềm tin tiêu dùng của Đại học Michigan tháng 11 giảm xuống 51 điểm so với 53.6 của tháng trước đã cho thấy tâm lý bi quan của người Mỹ khi giá cả cao kéo dài dai dẳng.

**Thị trường việc làm Mỹ suy yếu, tỷ lệ thất nghiệp tăng**



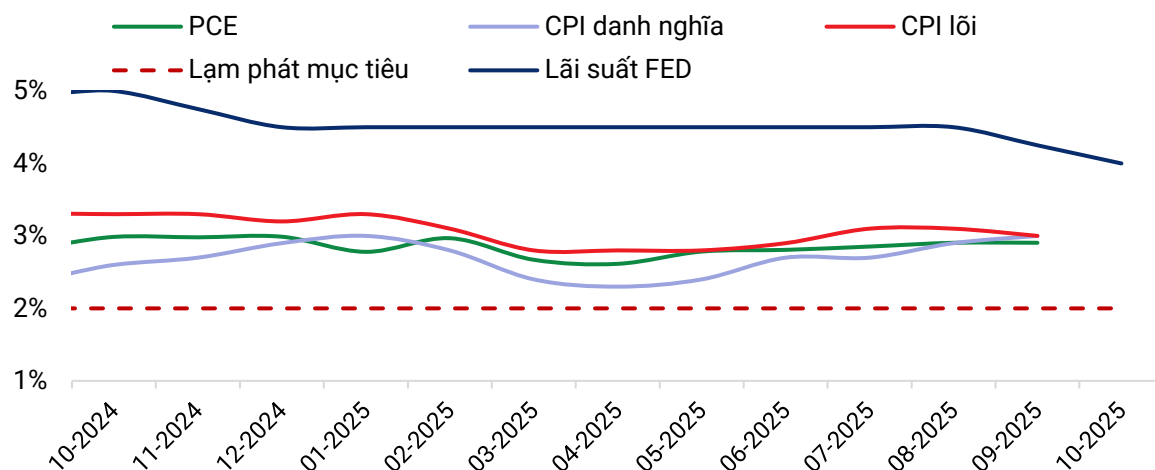
# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

## KINH TẾ TĂNG TRƯỞNG ĐÚNG KỲ VỌNG NHƯNG MÂU THUẦN NỘI BỘ ĐANG LÀM CHẬM NƯỚC MỸ

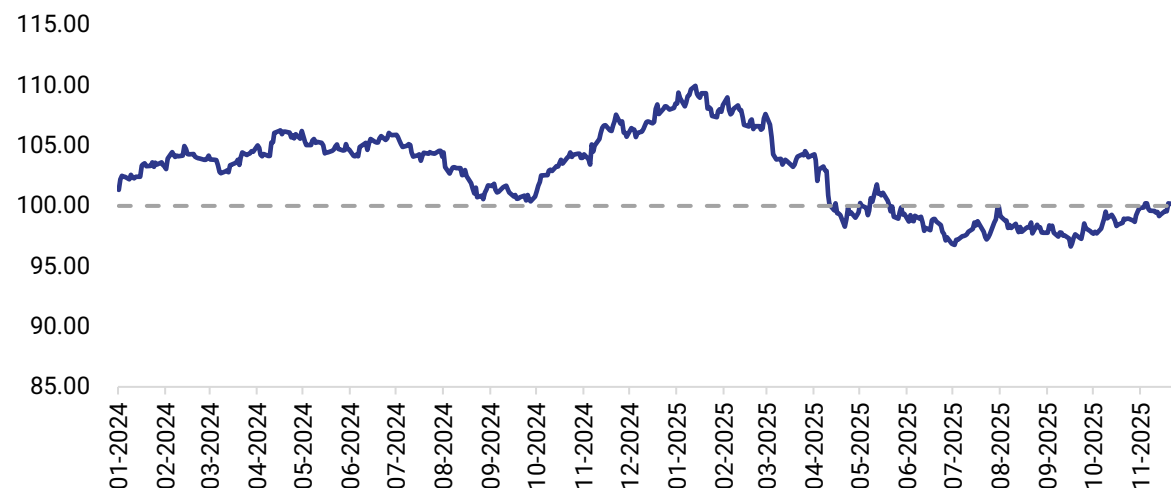
FED đã bắt đầu cắt giảm lãi suất từ tháng 9/2025 và dự kiến sẽ có tổng cộng 3 lần cắt giảm với mức giảm tổng cộng là 75bps, đưa lãi suất cuối năm 2025 của FED về 3.75%-4.00%. Bên cạnh đó, FED cũng tuyên bố sẽ chấm dứt thắt chặt định lượng (QT) từ tháng 12/2025, báo hiệu giai đoạn thắt chặt mạnh mẽ đã kết thúc. Hành động của FED chậm hơn so với kỳ vọng của các nhà đầu tư hồi đầu năm do lo ngại lạm phát sẽ tăng sau các chính sách thuế nhập khẩu mới của Tổng thống Trump. Tuy nhiên, việc thị trường việc làm suy yếu đã khiến FED phải hành động.

Mâu thuẫn trong quan điểm điều hành của các thành viên Hội đồng thị trường mở FED rất rõ rệt, bị ảnh hưởng cả bởi yếu tố chính trị. Điều này gợi ý về tính thiếu chắc chắn về tình hình kinh tế Mỹ, nhất là khi các số liệu kinh tế quan trọng cho những quyết định lãi suất của FED như GDP, lạm phát, thất nghiệp đang bị chậm nhiều tháng do Chính phủ Mỹ đóng cửa. Việc FED nới lỏng tiền tệ cũng đã khiến cho đồng USD yếu đi khiến cho các tài sản Mỹ giảm sức hấp dẫn và làm tăng chi phí nhập khẩu và gây thêm áp lực lên tình hình lạm phát.

FED cắt giảm lãi suất lần thứ 2 trong năm vào cuối tháng 10 dù thiếu các dữ liệu quan trọng về lạm phát



Dollar index giảm xuống dưới 100 điểm kể từ giữa năm

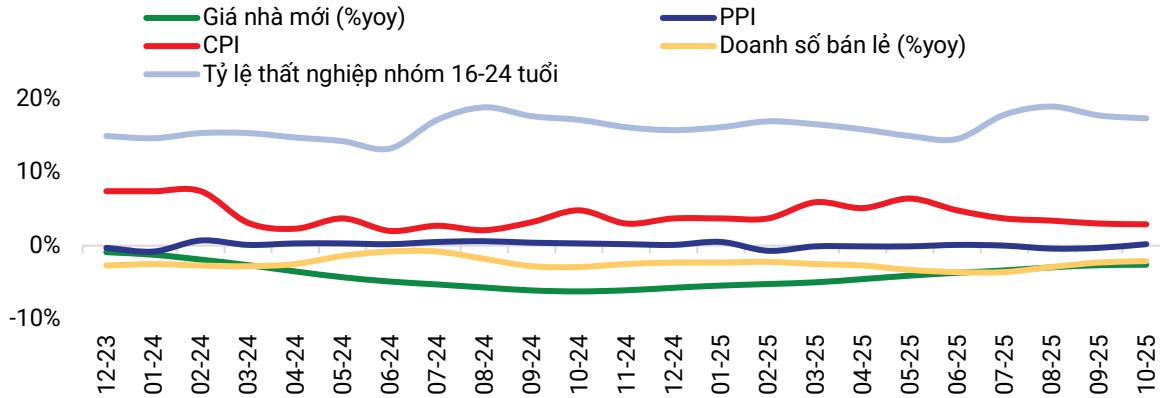


Nguồn: Bloomberg

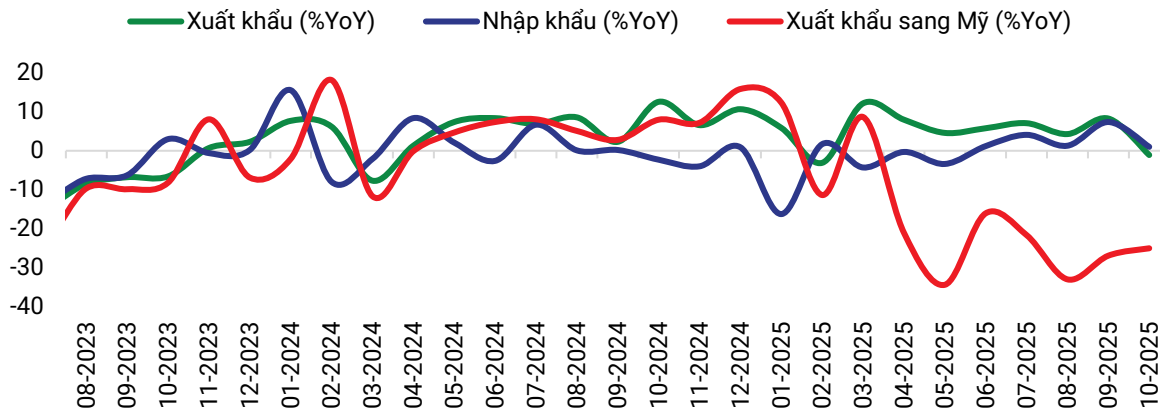
# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

## TRUNG QUỐC ĐẠT MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG DÙ ĐỐI MẶT HÀNG LOẠT THÁCH THỨC

**Nội lực kinh tế Trung Quốc vẫn khá yếu dù nhiều chính sách kích thích đã được triển khai**



**Tăng trưởng giá trị xuất khẩu của Trung Quốc chậm lại và đặc biệt giảm sâu ở thị trường Mỹ**



Kinh tế Trung Quốc hấp thụ khá chậm các gói kích thích kinh tế. Giá nhà mới tiếp tục giảm cho thấy khủng hoảng bất động của Trung Quốc vẫn chưa đi đến hồi kết dù Chính quyền Bắc Kinh đã đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ. Doanh số bán lẻ gần như không tăng trưởng so với cùng kỳ trong suốt cả năm 2025. Cả 2 chỉ số này đang phản ánh thực trạng đáng quan ngại:

- (1) Niềm tin người tiêu dùng thấp do lo ngại về triển vọng việc làm và thu nhập; và
- (2) Hiệu ứng tài sản tiêu cực từ thị trường bất động sản suy thoái khiến người dân thắt chặt chi tiêu.

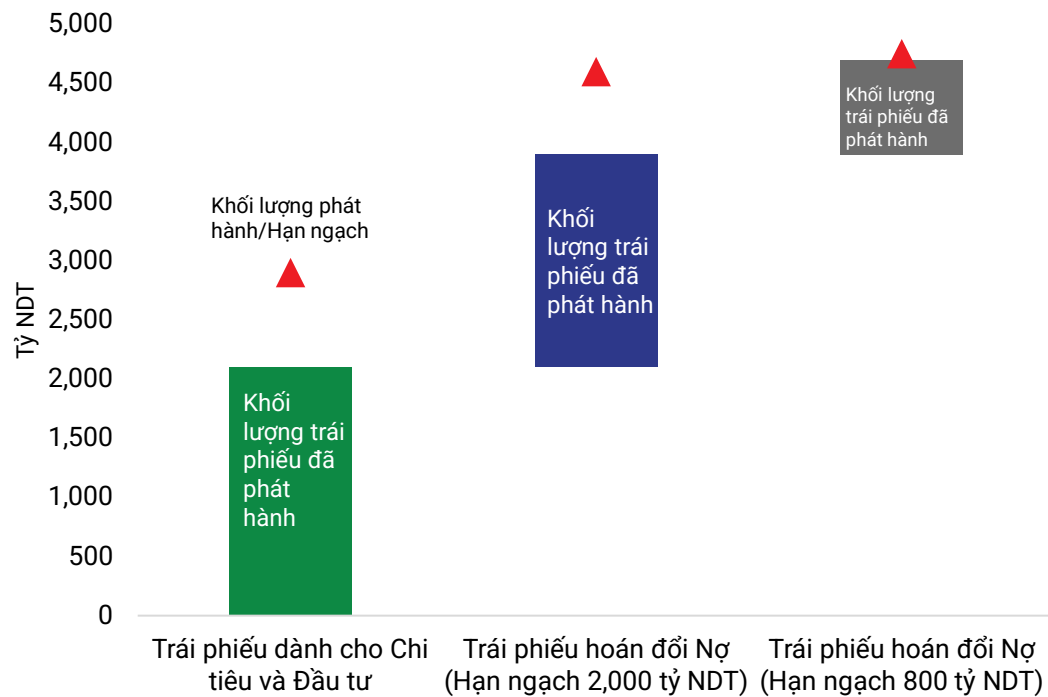
Vấn đề nhu cầu nội địa càng trở nên trầm trọng hơn khi Trung Quốc phải đối đầu với Mỹ trong cuộc chiến tranh thương mại khiến cho hoạt động xuất khẩu của Trung Quốc bị ảnh hưởng đáng kể. Xuất khẩu tăng trưởng âm trong tháng 10 phản ánh việc hàng hoá Trung Quốc khó khăn trong tìm kiếm đầu ra để bù đắp cho sự suy giảm nhu cầu của thị trường Mỹ. Điều này khiến cho ngành sản xuất của Trung Quốc thu hẹp bởi tiêu thụ gặp nhiều trở ngại. Việc Trung Quốc đạt được một thoả thuận đình chiến mới với Mỹ vào cuối tháng 10 vừa qua có thể giúp cải thiện tình hình hiện tại, tránh cho tăng trưởng kinh tế quý cuối năm giảm sâu.

# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

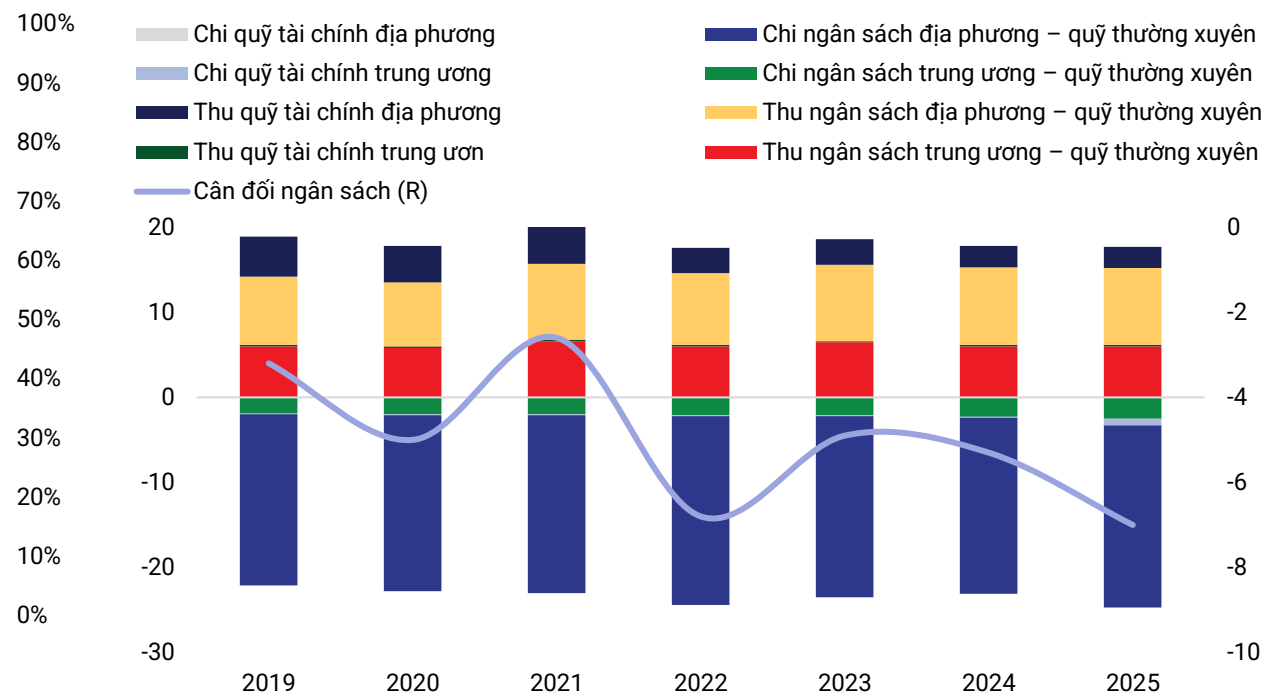
## TRUNG QUỐC ĐẠT MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG DÙ ĐỐI MẶT HÀNG LOẠT THÁCH THỨC

Dù còn nhiều khó khăn, các tổ chức quốc tế đã nâng dự báo tăng trưởng kinh tế Trung Quốc sau khi số liệu tăng trưởng Q2/2025 vượt kỳ vọng, đạt 5.2% so với cùng kỳ và tăng trưởng Q3/2025 đạt 4.8%, phù hợp với các dự báo. **Khả năng cao, Trung Quốc sẽ đạt mục tiêu tăng trưởng quanh mức 5% trong năm 2025.** Kỳ vọng vào tác động tích cực của các chính sách tiền tệ và tài khoá mở rộng mạnh mẽ của chính quyền Bắc Kinh từ đầu năm là cơ sở quan trọng để nâng dự báo tăng trưởng.

### Tiến độ phát hành trái phiếu đặc biệt địa phương



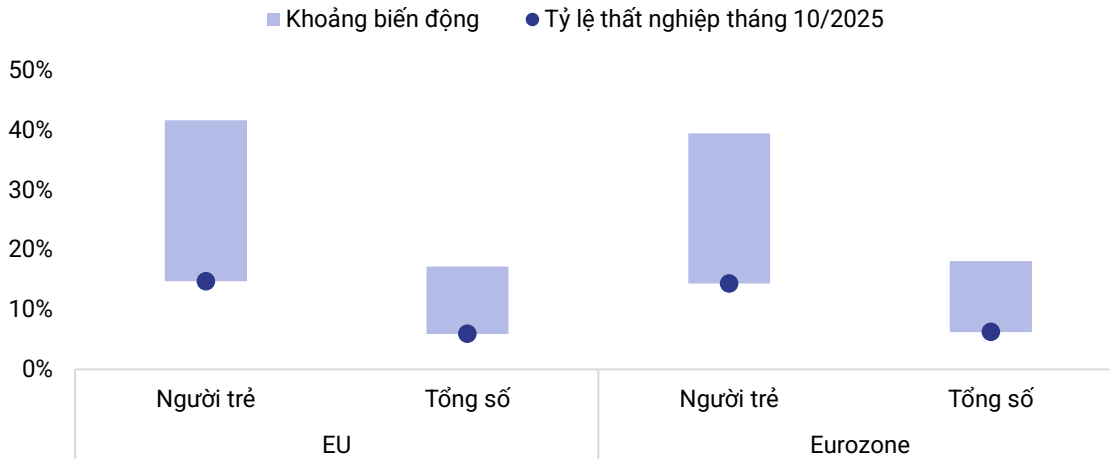
### Trung Quốc tăng mức thâm hụt tài khoá để kích thích kinh tế



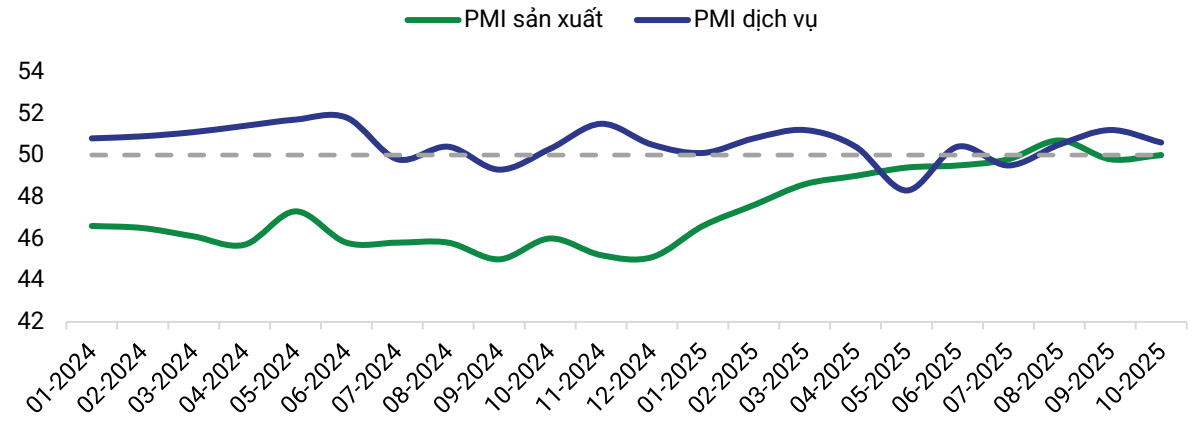
# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

## EU HỒI PHỤC CHẬM, THIẾT LẬP BÌNH THƯỜNG MỚI

Tỷ lệ thất nghiệp xuống mức thấp kỷ lục kể từ năm 2000



Tăng trưởng của khu vực dịch vụ là động lực tăng trưởng chính cho kinh tế EU trong khi sản xuất tương đối trì trệ



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

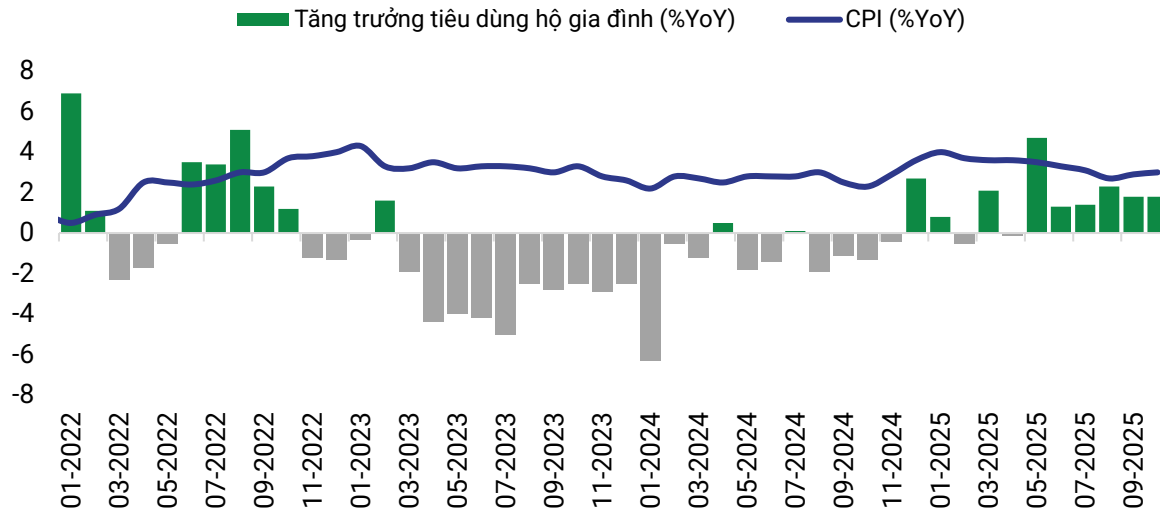
**Khu vực Liên minh Châu Âu được dự báo chỉ đạt mức tăng trưởng khoảng 1.1% – 1.3% trong năm 2025**, con số này thấp hơn mức trung bình dài hạn, nhưng cao hơn mức tăng trưởng rất thấp trong năm 2024. Sản xuất công nghiệp tiếp tục chậm chạp, chỉ số PMI và Sản lượng mở rộng nhẹ, chịu áp lực từ sự điều chỉnh của chuỗi cung ứng và nhu cầu bên ngoài yếu. Trong khi đó, khu vực dịch vụ tăng trưởng tích cực nhờ hoạt động du lịch mạnh mẽ và sự gia tăng của các dịch vụ kỹ thuật số là động lực tăng trưởng quan trọng cho nền kinh tế EU.

**Lạm phát khu vực EU đã đạt mức mục tiêu 2%** nhờ giá năng lượng giảm nhưng lạm phát lõi vẫn dai dẳng dưới áp lực tăng tiền lương danh nghĩa khi thị trường lao động khoẻ mạnh với tỷ lệ thất nghiệp thấp kỷ lục. ECB đã thực hiện 4 lần cắt giảm lãi suất trong nửa đầu năm 2025 và sau đó đã dừng lại, báo hiệu một giai đoạn ổn định của lãi suất tiền gửi ở mức 2%.

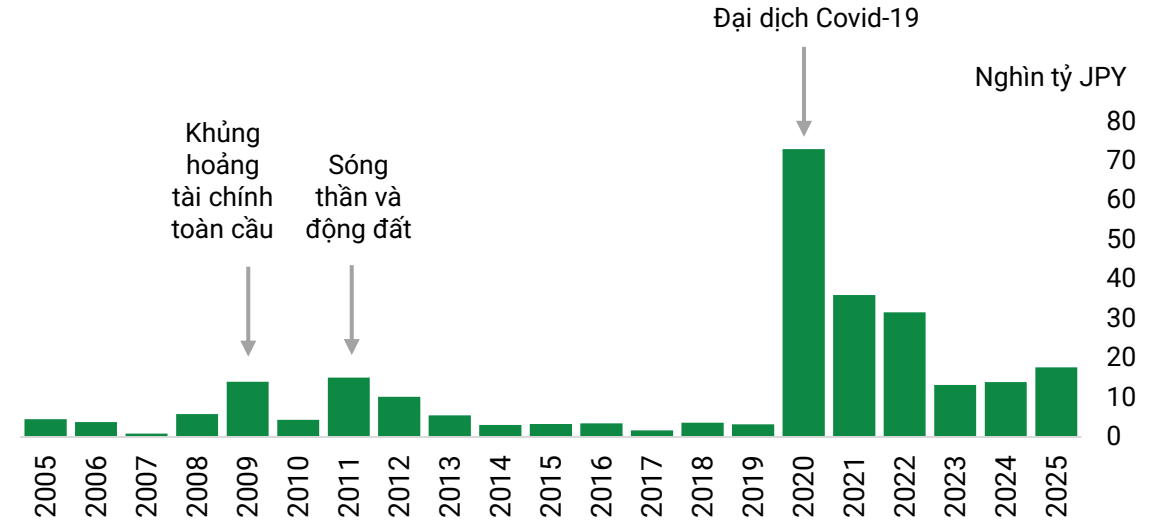
# KINH TẾ THẾ GIỚI SAU CHU KỲ TĂNG LÃI SUẤT

## NHẬT BẢN TĂNG TRƯỞNG KHIÊM TỐN, ỔN ĐỊNH LẠM PHÁT

### Tiêu dùng hộ gia đình tăng trưởng chậm do áp lực của lạm phát



### Nhật Bản bổ sung Ngân sách để kích thích tăng trưởng



**Tăng trưởng GDP của Nhật Bản được dự báo duy trì ở mức khiêm tốn ở mức 1.5%-1.7%**, chủ yếu do sự yếu kém kéo dài của tiêu dùng nội địa. Dù tiền lương danh nghĩa đã tăng khá nhanh, tình trạng lạm phát đã khiến thu nhập khả dụng thực tế của người Nhật chỉ tăng nhẹ và tạo ra tâm lý thận trọng trong việc tăng chi tiêu.

Chính phủ Nhật Bản đang tập trung cho việc kích thích tăng trưởng bằng việc tăng chi tiêu tài khoá và dự kiến phát hành thêm khoảng 70 tỷ USD trái phiếu để phục vụ các kế hoạch chi tiêu lớn dù thu Ngân sách được dự báo tiếp tục đạt kỷ lục năm thứ 6 liên tiếp. Việc phụ thuộc vào vay nợ nhấn mạnh áp lực chính trị tại Nhật Bản nhằm ưu tiên tăng trưởng thay vì củng cố tài chính dài hạn, đánh đổi bằng việc tiếp tục tăng tỷ lệ Nợ Chính phủ/GDP vốn đã rất cao của quốc gia này.

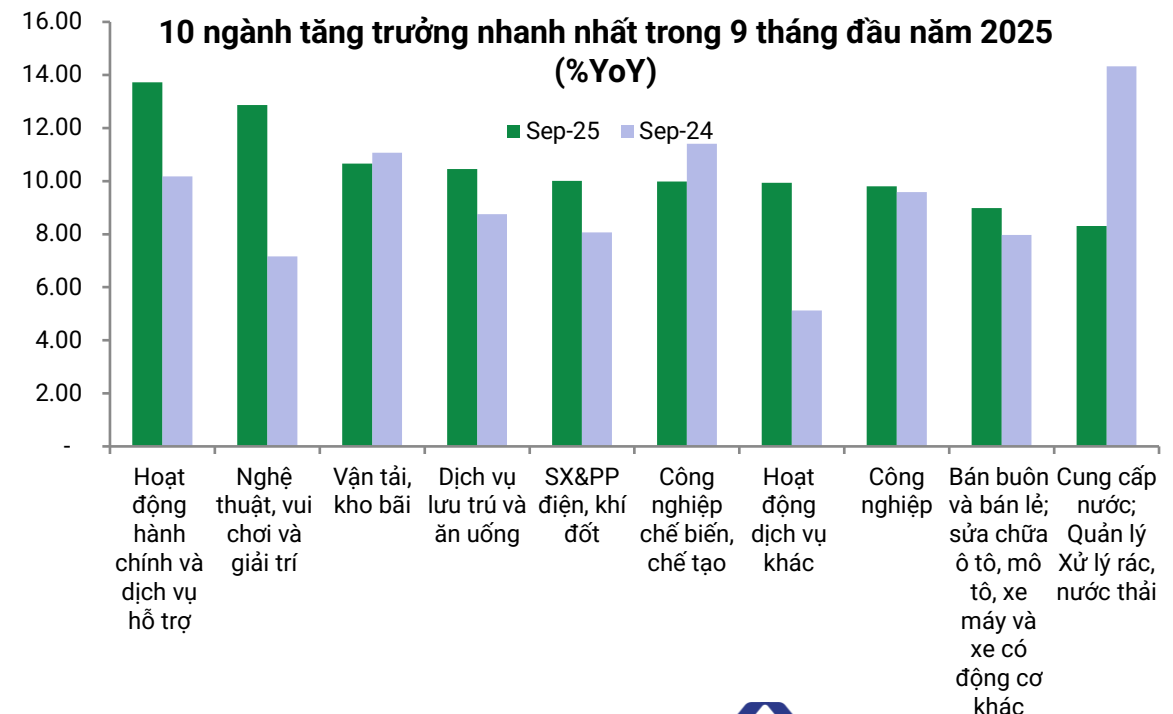
# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

## GDP ĐẠT MỨC TĂNG TRƯỞNG CAO

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kinh tế cả năm 2025 của Việt Nam đạt khoảng 8.0%-8.2%. Tính tới hết Q3/2025, tăng trưởng kinh tế Việt Nam đang bám sát kịch bản của Bộ Tài chính để đạt mục tiêu tăng trưởng cả năm 2025 đạt 8% củng cố quan điểm của chúng tôi.

Nền kinh tế tăng trưởng cao nhờ nội lực mạnh mẽ với nhu cầu tiêu dùng cải thiện mạnh, hoạt động đầu tư cả tư nhân và đầu tư công đều tăng trưởng tích cực. Dù gặp nhiều khó khăn bởi các chính sách thuế quan đối ứng của Mỹ, xuất khẩu năm 2025 vẫn đạt kỷ lục nhờ động lực từ nhóm doanh nghiệp FDI với các mặt hàng xuất khẩu giá trị cao không phải chịu các sắc thuế riêng lẻ khác khiến mức thuế tổng hợp thấp hơn.

Kịch bản	Tăng trưởng cả năm 2025 đạt 8%	Thực hiện tới T10/2025
<b>Tốc độ tăng trưởng</b>		
Quý III	8.30%	8.23%
Quý IV	8.5%	
<b>Động lực tăng trưởng</b>		
Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội	108 tỷ USD	~102 tỷ USD
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng (giá hiện hành)	Tăng trên 12%	9.27%
Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa năm 2025	Tăng trên 16%	17.4%
<b>Chỉ số giá</b>		
CPI bình quân	4.5% - 5%	3.25%

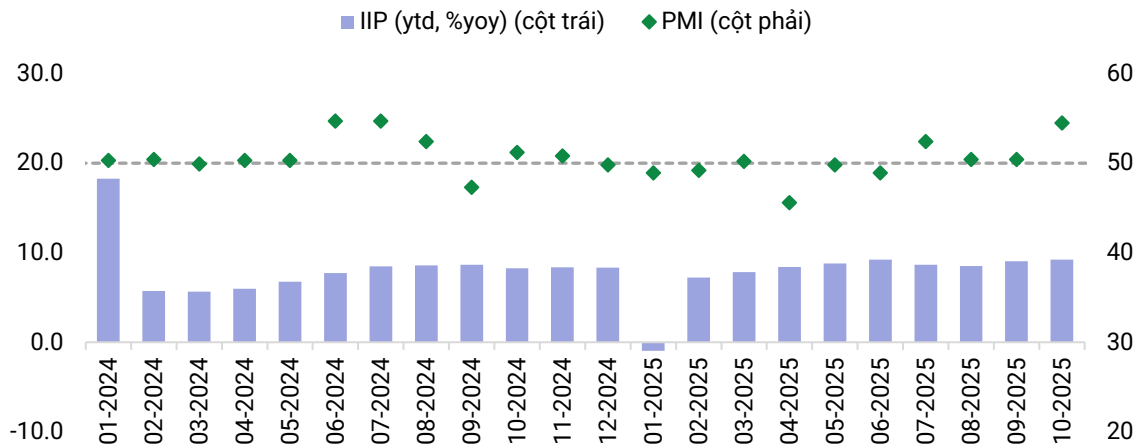


Nguồn: GSO, Bộ Tài chính, PSI tổng hợp

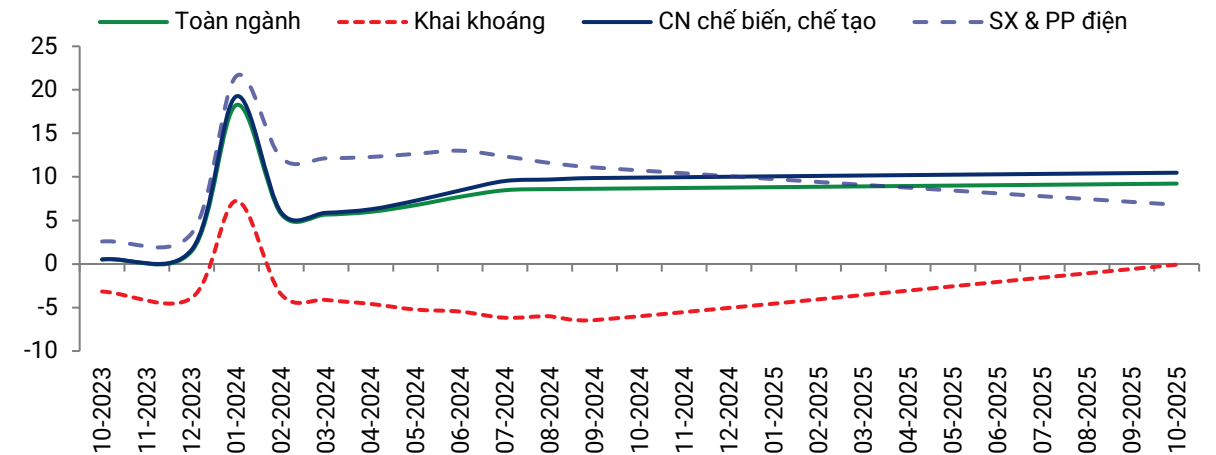
# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

## SẢN XUẤT PHỤC HỒI DẦN VỀ CUỐI NĂM

Sản xuất phục hồi dần về cuối năm nhờ môi trường kinh doanh ổn định hơn



Nhóm ngành khai khoáng tăng trưởng khả quan hơn tác động tích cực lên chỉ số IIP (%YoY)



Sự bất ổn của các chính sách thương mại toàn cầu đã tạo ra tâm lý thận trọng và khiến cho ngành sản xuất của Việt Nam gần như đi ngang trong Q2/2025 trước khi phục hồi kể từ Q3/2025 nhờ vào việc Việt Nam đạt được thoả thuận thương mại với Mỹ, tạo ra môi trường kinh doanh ổn định hơn. PMI đã tăng mạnh trong tháng 10 phản ánh nhu cầu hàng hoá dịp cuối năm với số lượng đơn hàng tăng mạnh. Đơn hàng quốc tế cũng bắt đầu tăng trở lại trong tháng 10 sau 6 tháng liên tiếp giảm kể từ khi Mỹ tuyên bố mức thuế 46% với hàng hoá Việt Nam.

Hoạt động sản xuất công nghiệp tăng trưởng nhanh hơn một phần là nhờ một số ngành công nghiệp nặng như khai khoáng, chế biến khoáng sản, sản xuất xe có động cơ tăng trưởng khả quan hơn cùng kỳ. Chúng tôi ước tính chỉ số IIP cả năm 2025 sẽ tăng khoảng 10% so với cùng kỳ.

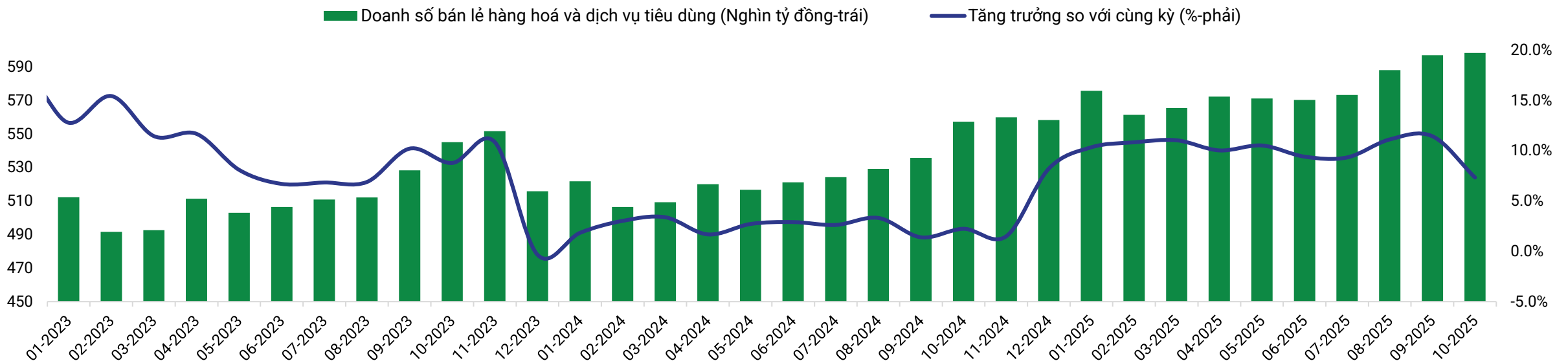
# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

## NHU CẦU TIÊU DÙNG TĂNG MẠNH

So với cùng kỳ, tốc độ tăng trưởng của doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng năm 2025 cao hơn rõ rệt, phản ánh nhu cầu nội địa mạnh mẽ. Doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng lũy kế 10 tháng tăng 9.27% so với cùng kỳ. Tăng trưởng được thúc đẩy bởi sự gia tăng chi tiêu cho các nhóm ngành và dịch vụ như du lịch, lưu trú, giải trí,... nhờ hàng loạt các chương trình giải trí, sự kiện lớn về văn hoá, lịch sử.

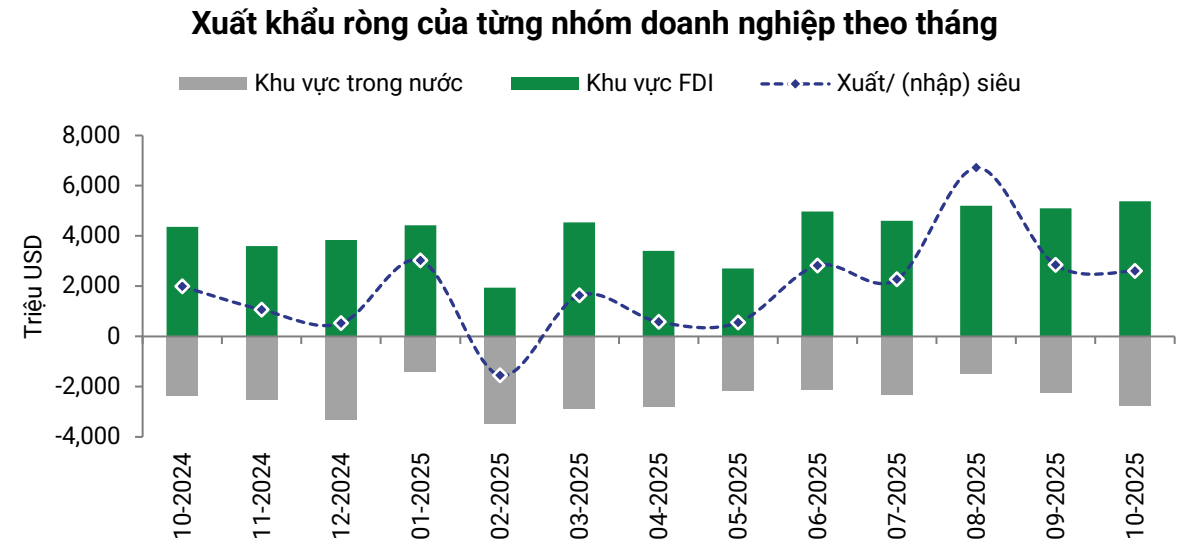
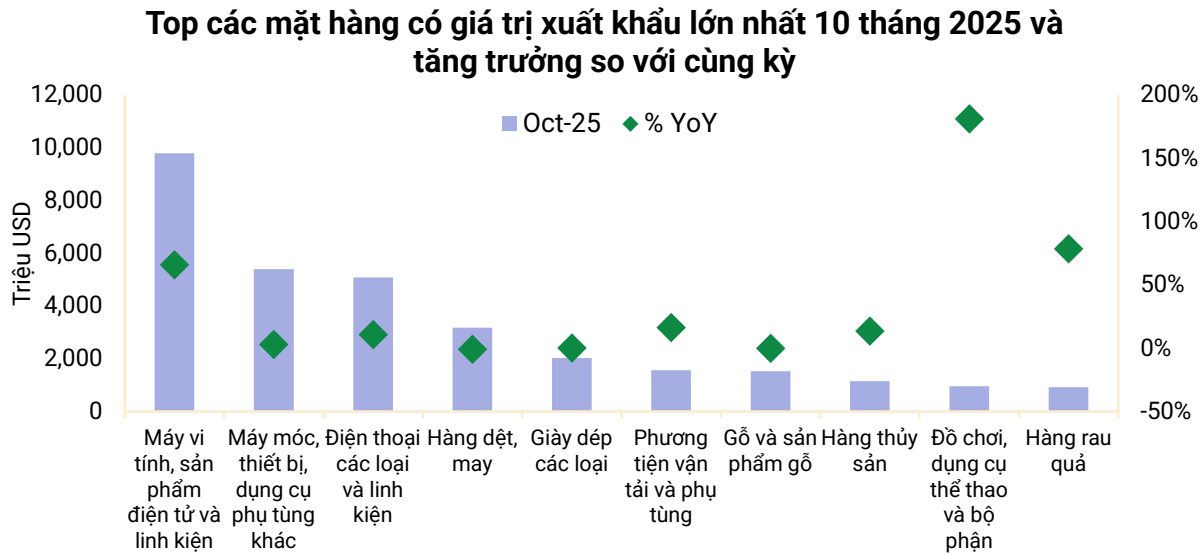
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tiêu dùng cả năm 2025 đạt 10%-12% nhờ duy trì được động lực tăng trưởng với hàng loạt các ngày sale lớn thời điểm cuối năm từ các nhà bán lẻ truyền thống và các trang thương mại điện tử. Đồng thời, nhu cầu về ăn uống, giải trí và mua sắm cuối năm cũng thường tăng mạnh nhờ các dịp lễ hội sẽ tiếp tục thúc đẩy doanh số bán lẻ dịch vụ tiêu dùng.

Nhu cầu tiêu dùng cải thiện đáng kể so với cùng kỳ



# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

## XUẤT KHẨU CỦA NHÓM FDI BỨT PHÁ NHƯNG DOANH NGHIỆP NỘI CHỊU TỔN THƯƠNG



**Luỹ kế từ đầu năm tới hết tháng 10, tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt xấp xỉ 391 tỷ USD, tăng 16.2% so với cùng kỳ.** Trong đó, nhóm doanh nghiệp FDI với các sản phẩm giá trị cao như máy tính, điện thoại, máy ảnh, linh kiện điện tử chứng kiến tăng trưởng mạnh mẽ và đóng góp toàn bộ cho tăng trưởng xuất khẩu. Ở chiều ngược lại, nhóm doanh nghiệp nội địa gặp nhiều khó khăn với 6 tháng liên tiếp tăng trưởng âm so với cùng kỳ. Điều này phản ánh tác động rõ rệt của việc Việt Nam đang phải chịu mức thuế quan cao lên các doanh nghiệp nội với mặt hàng xuất khẩu chủ yếu là nông sản, dệt may, đồ gỗ, nội thất,... trong khi nhóm hàng công nghệ cao được hưởng mức thuế ưu đãi hơn mức bình quân.

**Chúng tôi dự báo tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hoá cả năm 2025 có thể đạt khoảng 910 tỷ USD, tăng 17.5% so với cùng kỳ** do hoạt động xuất khẩu của nhóm doanh nghiệp FDI có dấu hiệu tăng chậm hơn từ tháng 11 và số lượng đơn hàng quốc tế giảm sút nhiều tháng có thể phản ánh vào tốc độ tăng trưởng chậm hơn của 2 tháng cuối năm 2025.

# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

## ĐẦU TƯ CÔNG VÀ ĐẦU TƯ FDI LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG QUAN TRỌNG

Ước tính quy mô các chính sách tài khoá năm 2025 so với 2024

Chính sách kích thích tài khoá	Quy mô ước tính 2024 (Nghìn tỷ VND)	Quy mô ước tính 2025 (Nghìn tỷ VND)	Thay đổi so với năm 2024
Đầu tư công (Kế hoạch)	752.5	1,025	Tăng 36.2%
Giảm Thuế GTGT (Ước tính giảm thu cả năm)	~47.5	65.6	Tăng 38.1%
Cải cách tiền lương	~30 – 40	90 – 100 (Chi phí tổng thể)	Gấp khoảng 2.5 – 3 lần

### TOP 3 NGÀNH CÓ FDI THỰC HIỆN NHIỀU NHẤT 10 THÁNG 2025

- **1 CHẾ BIẾN, CHẾ TẠO**  
17.68 TỶ USD (83% TỔNG VỐN THỰC HIỆN)
- **2 BẤT ĐỘNG SẢN**  
1.5 TỶ USD (7% TỔNG VỐN THỰC HIỆN)
- **3 ĐIỆN, NƯỚC, KHÍ ĐỐT, ĐIỀU HOÀ KHÔNG KHÍ**  
0.67 TỶ USD (3.2% TỔNG VỐN THỰC HIỆN)

Năm 2025, Việt Nam đã thực thi nhiều chính sách mở rộng tài khoá trong đó có gia hạn thời gian giảm thuế GTGT còn 8% với hầu hết các hàng hoá và dịch vụ, cải cách chính sách tiền lương và nhấn mạnh mục tiêu giải ngân đầu tư công. So với năm 2024, các gói kích thích tài khoá năm 2025 mang tính mở rộng rõ rệt hơn và có sự chuyển dịch trọng tâm từ chính sách giảm thu (VAT) sang tăng chi trực tiếp (đầu tư công và cải cách tiền lương).

Tính tới hết tháng 10/2025, giải ngân vốn đầu tư công ước đạt 464,828 tỷ đồng, tương đương với 51.7% kế hoạch năm. Vốn đầu tư công được tập trung cho các dự án hạ tầng trọng điểm, chú trọng kết nối vùng, khu vực, góp phần thúc đẩy tăng trưởng trong cả ngắn và dài hạn.

Vốn FDI thực hiện trong 10 tháng cũng đạt mức 21.3 tỷ USD, tăng 8.8% so với cùng kỳ và cao nhất trong vòng 5 năm, tiếp tục chứng minh Việt Nam là thị trường đầu tư hấp dẫn. Dù đang phải chịu mức thuế đối ứng tương đối cao, chúng tôi cho rằng việc các nhà sản xuất rời khỏi Việt Nam kéo theo dòng vốn FDI chảy ra là điều khó xảy ra trong ngắn và trung hạn do việc xây dựng và phát triển cơ sở sản xuất mới gắn liền với chuỗi cung ứng sẵn đòi hỏi những khoản chi phí khổng lồ và thời gian chuyển dịch dài làm gián đoạn hoạt động sản xuất, kinh doanh.

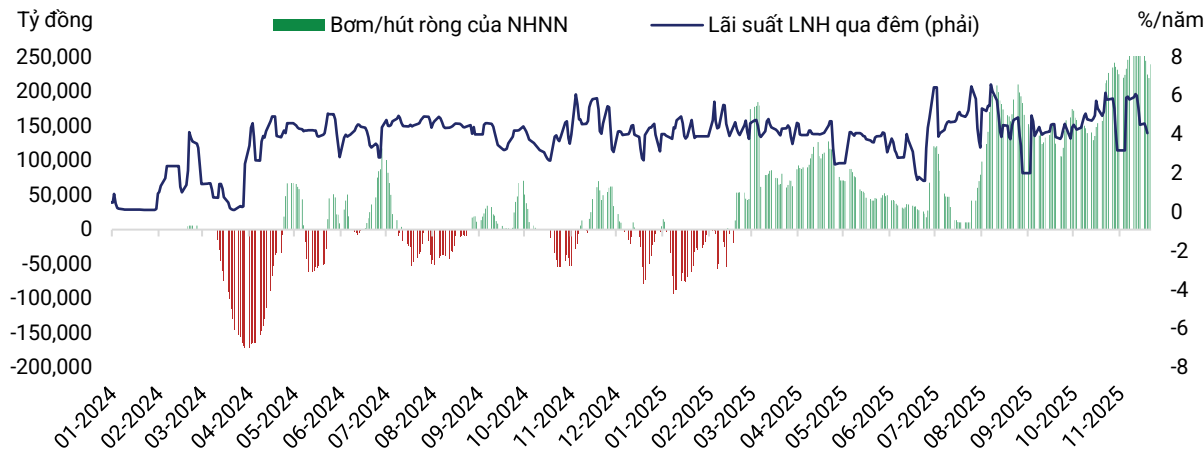
# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

## NỀN KINH TẾ ĐƯỢC HƯỞNG DÒNG VỐN GIÁ RẺ NHỜ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LỎNG

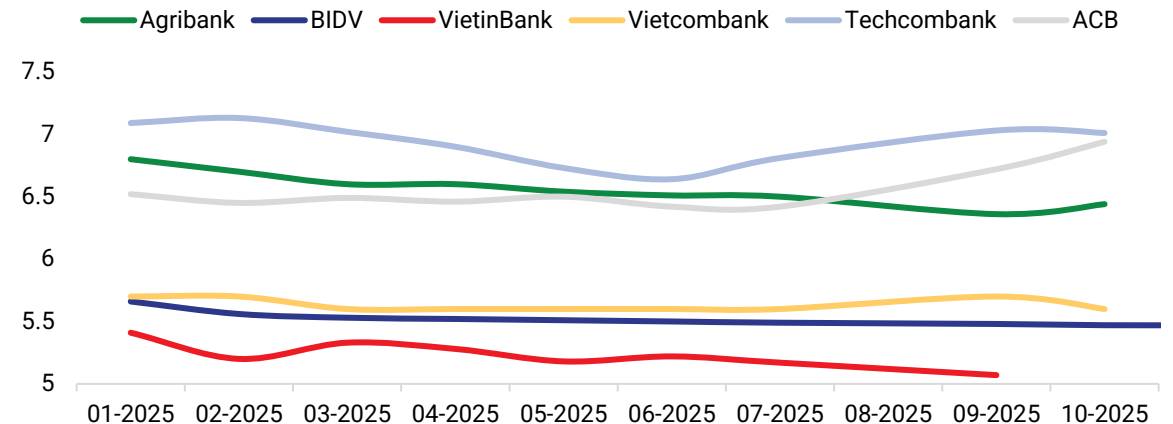
**Mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp suốt cả năm 2025.** Tính tới thời điểm cuối tháng 10/2025, lãi suất cho vay ngắn hạn ở lĩnh vực ưu tiên phổ biến ở mức 3.9%/năm, còn lãi vay trung và dài hạn khoảng 6.5%-8.8%/năm. Lãi suất thấp đã kích thích nhu cầu tín dụng của nền kinh tế, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống Ngân hàng tính tới hết tháng 10 đạt hơn 15% so với đầu năm và ước tính cả năm sẽ đạt khoảng 17%-18%, bổ sung khoảng 2.5 triệu tỷ đồng vốn với chi phí thấp cho nền kinh tế.

Để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng tín dụng, NHNN đã liên tục bổ sung thanh khoản cho hệ thống Ngân hàng để đảm bảo chi phí vốn của các Ngân hàng thương mại được giữ ở mức thấp. Tính từ đầu năm tới hết tháng 11/2025, NHNN đã bơm ròng khoảng 340 nghìn tỷ đồng với lãi suất neo ở mức 4%/năm. Tuy nhiên, chênh lệch giữa huy động và tín dụng liên tiếp nở rộng đã khiến cho thanh khoản hệ thống ngân hàng trở nên căng thẳng hơn. NHNN tăng lãi suất OMO từ 4.0% lên 4.5% vào đầu tháng 12 và nới rộng kỳ hạn bơm tiền lên tới 105 ngày dưới áp lực thanh khoản của hệ thống Ngân hàng dịp cuối năm. Trên thị trường 1, lãi suất huy động và cho vay ở các NHTM, đặc biệt là nhóm NHTM tư nhân cũng đã bắt đầu tăng từ cuối Q3, đầu Q4/2025.

**NHNN bơm ròng liên tiếp kể từ tháng 3/2025**



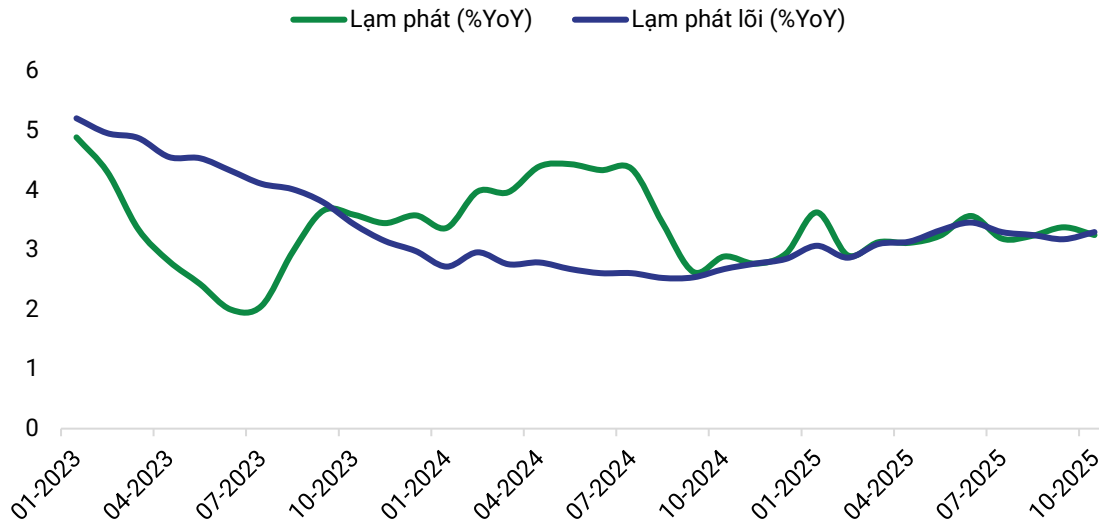
**Lãi suất cho vay mới bình quân của một số NHTM (%/năm)**



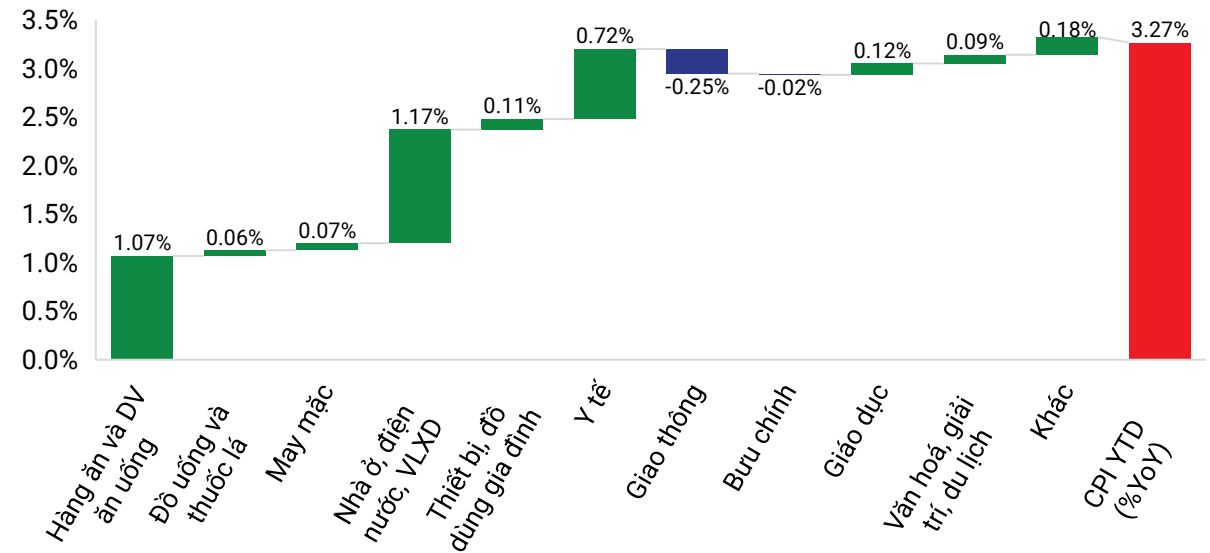
# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

## CHỈ SỐ CPI ỔN ĐỊNH NHƯNG TÁC ĐỘNG TĂNG GIÁ CÓ TÍNH LÂU DÀI

Lạm phát lõi 2025 gần như bằng lạm phát tổng thể



Đóng góp của các cấu phần rổ CPI vào lạm phát 10 tháng đầu năm 2025



Nguồn: GSO

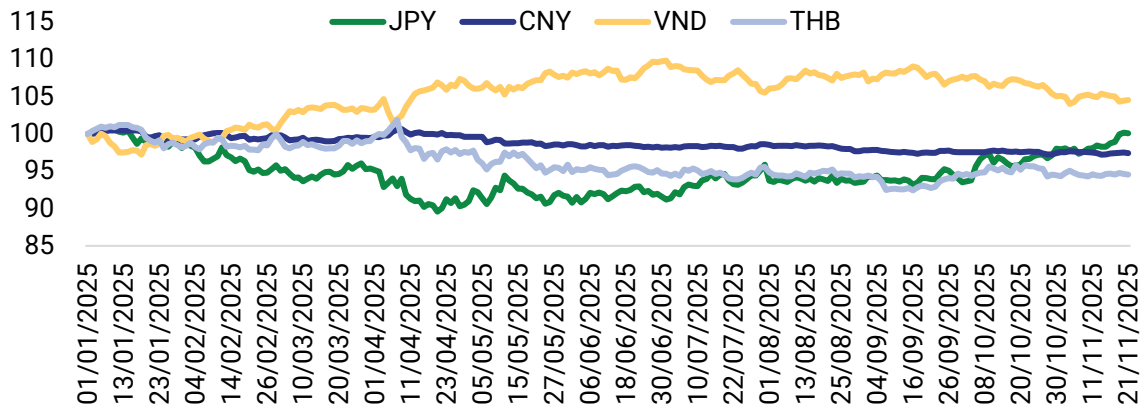
**Lạm phát cả năm 2025 được chúng tôi ước tính là khoảng 3.5%**, đảm bảo dưới mục tiêu của NHNN. Giá cả lương thực, thực phẩm (những hàng hoá chiếm cấu phần lớn trong rổ hàng hoá tính CPI) tăng chậm đã giúp ổn định chỉ số. Bên cạnh đó, giá xăng dầu bình quân năm 2025 giảm so với cùng kỳ cũng tác động tích cực lên CPI. Vì vậy, lạm phát lõi gần như bằng lạm phát tổng thể trong suốt cả năm, phản ánh tình trạng giá cả tăng mang tính chất lâu dài thay vì chỉ là sự biến động ngắn hạn, tác động tiêu cực tới sức mua thực tế của người tiêu dùng.

# BỨC TRANH VĨ MÔ VIỆT NAM 2025

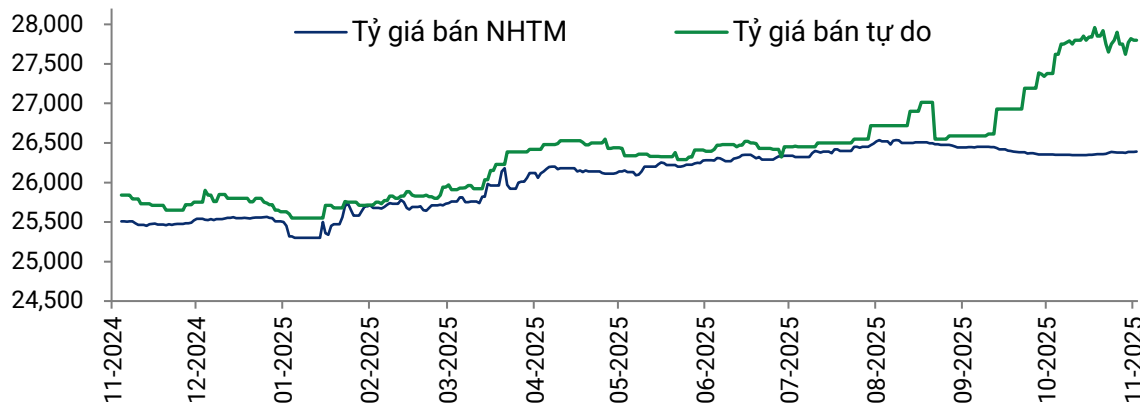
## TỶ GIÁ USD/VND CHỊU ÁP LỰC DÙ ĐỒNG USD SUY YẾU

### VND là đồng tiền hiếm hoi giảm giá so với USD trong khu vực

Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền (tỷ giá tại 31/12/2024=100)



### Tỷ giá ở các NHTM hạ nhiệt sau các động thái can thiệp của NHNN nhưng tỷ giá tự do vẫn tăng mạnh



Tính tới hết tháng 11/2025, VND đã giảm giá khoảng 3.1% so với USD (tính theo tỷ giá tại VCB). Trong khi Việt Nam đã bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ từ 6/2023, FED chỉ mới bắt đầu quá trình này kể từ cuối tháng 9/2025. Chênh lệch lãi suất giữa 2 đồng tiền đã khiến cho VND liên tục mất giá. Ngoài ra, Kho bạc Nhà nước cũng liên tiếp mua vào USD để chi trả các nghĩa vụ nợ quốc tế cũng làm tăng nhu cầu USD. Việc VND mất giá trong năm 2025 có những tác động cả tích cực và tiêu cực lên nền kinh tế. Cụ thể:

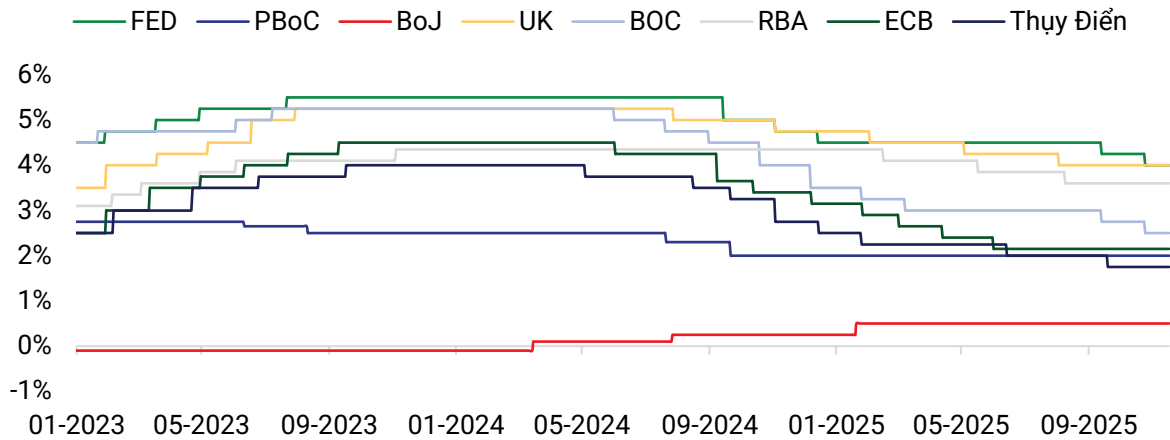
- **Tích cực:** Xuất khẩu hưởng lợi nhờ đồng nội tệ yếu, giúp giá hàng hoá rẻ hơn tương đối, nhất là trong bối cảnh Việt Nam vừa bị Mỹ tăng thuế.
- **Tiêu cực:** Lãi suất thấp khiến các tài sản tài chính tại Việt Nam trở nên kém hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài, tiếp tục gây ra tình trạng rút ròng. Đồng thời, hàng hoá nhập khẩu trở nên đắt hơn tương đối, làm tăng chi phí đầu vào sản xuất.

**Ngân hàng Nhà nước đã có tổng cộng 3 lần can thiệp** để ổn định tỷ giá bằng cách bán USD kỳ hạn 180 ngày, có huỷ ngang ở mức giá 26,550. Những động thái can thiệp của Ngân hàng Nhà nước đã khiến cho tỷ giá USD/VND ở các NHTM giảm nhẹ hoặc tăng chậm lại. Tuy nhiên, trên thị trường tự do, tỷ giá vẫn tăng mạnh, lên gần 28,000VND đổi 1 USD.

# KỶ VỌNG GÌ CHO NĂM 2026

## CHU KỶ NƠI LỎNG TIỀN TỆ CỦA CÁC NHTW DẪN ĐI ĐẾN HỒI KẾT

**Các NHTW lớn ở Châu Âu tạm dừng cắt giảm lãi suất từ nửa sau 2025 trong khi FED chỉ vừa mới bắt đầu chu kỳ nới lỏng**



Nguồn: Bloomberg

Lạm phát ổn định ở mức mục tiêu 2% là cơ sở để ECB dừng cắt giảm lãi suất sau 7 lần liên tiếp. ECB phát đi tín hiệu thận trọng trong những bước đi tiếp theo và sẽ đưa ra quyết định phụ thuộc vào số liệu kinh tế. Đa số các nhà kinh tế cho rằng Ngân hàng trung ương Châu Âu đang ở giai đoạn cuối của chu kỳ nới lỏng chính sách tiền tệ và sẽ không có thêm lần cắt giảm lãi suất nào trong năm 2026.

FED chỉ mới bắt đầu chu kỳ nới lỏng và dự kiến sẽ cắt giảm lãi suất thêm 2-4 lần nữa một cách thận trọng trong năm tới tùy thuộc vào các số liệu kinh tế. Lo ngại về việc hạ lãi suất quá nhanh khiến lạm phát lập tức quay trở lại cộng thêm áp lực từ thuế quan và những bất ổn trong chính sách của Tổng thống Trump là nguyên nhân chính khiến các nhà điều hành FED duy trì quan điểm "điều hòa".

Ở châu Á, chúng tôi cho rằng PBoC đang dần cạn kiệt dư địa để nới lỏng tiền tệ khi lãi suất cho vay đã ở mức rất thấp, không thể giảm thêm và công cụ dự trữ bắt buộc cũng đã được sử dụng nhiều lần. Thêm vào đó, nhu cầu yếu từ khu vực tư nhân khiến cho các nỗ lực bơm tiền, tăng thanh khoản của PBoC trở nên kém hiệu quả khi nền kinh tế hấp thụ rất chậm lượng vốn dồi dào được bơm ra liên tục.

Trong khi đó, việc điều hành chính sách của Nhật Bản là rất khó khăn khi phải nâng lãi suất để kiềm chế lạm phát mà không làm kinh tế trì trệ hơn bởi chi phí vốn cao. Thị trường kỳ vọng BOJ có thể nâng lãi suất 2 lần nữa trong năm 2026 nhưng giảm mức độ mua trái phiếu khoảng 5%-10%, thu hẹp bảng cân đối một cách nhẹ nhàng và sẵn sàng can thiệp trở lại nhanh chóng nếu lợi suất trái phiếu tăng quá nhanh.

# KỶ VỌNG GÌ CHO NĂM 2026

## CHÍNH SÁCH TÀI KHOẢ LÀ YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH TĂNG TRƯỞNG

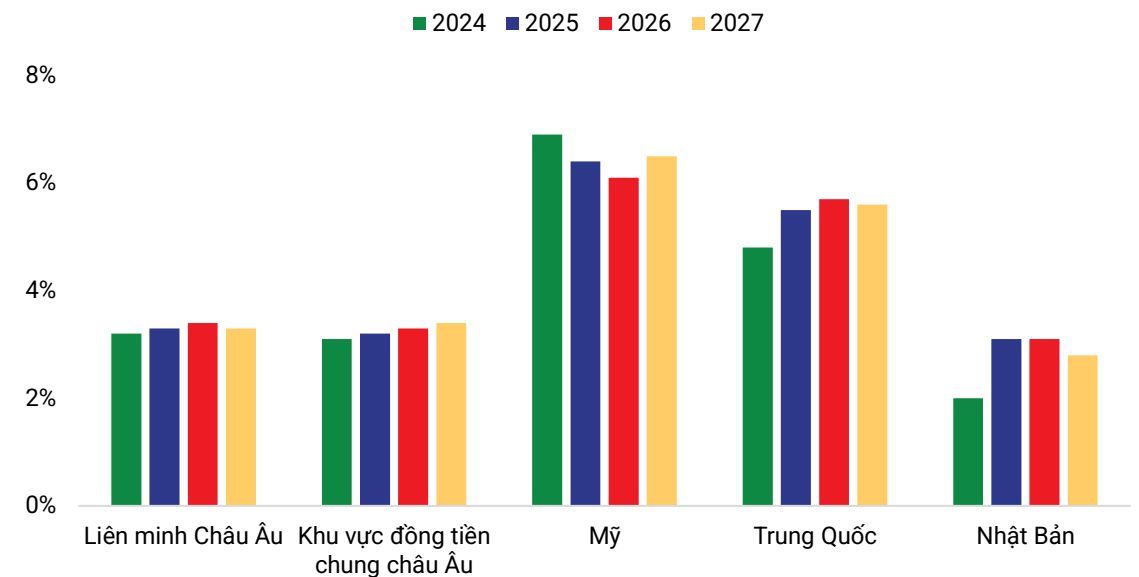
Việc chính sách tiền tệ của các Ngân hàng trung ương dần cạn dư địa để mở rộng mà không gây ra hệ lụy về lạm phát và mất giá đồng tiền khiến cho công cụ tài khoá trở nên quan trọng hơn bao giờ hết trong việc định hình tăng trưởng. Ủy ban Châu Âu dự báo rằng thâm hụt Ngân sách chung của 20 quốc gia sử dụng đồng Euro sẽ tăng cao hơn lên 3.3% năm 2026 so với mức 3.2% của năm 2025 và tiếp tục tăng nhẹ lên 3.4% năm 2027. Tuy nhiên, xu hướng có sự khác biệt lớn giữa các quốc gia thành viên. Trong khi thâm hụt của Bỉ, Latvia, Litva, Estonia hoặc Đức dự kiến sẽ tăng vào năm tới, chủ yếu do chi tiêu quốc phòng tăng, thì hầu hết các nước khác dự kiến sẽ giảm.

Về phía Mỹ, việc quốc gia này tăng mạnh doanh thu từ thuế nhập khẩu đã góp phần bù đắp cho chi tiêu Ngân sách tăng thêm và làm giảm mức thâm hụt Ngân sách. Dự báo thâm hụt Ngân sách năm sau của Mỹ sẽ tiếp tục giảm xuống còn 6.1% GDP trước khi tăng lên mức 6.5% vào năm 2027.

Ở Châu Á, Trung Quốc dự kiến tăng mạnh chi tiêu cho Đầu tư công. Việc Trung Quốc duy trì chính sách tài khoá mở rộng thông qua Đầu tư công có mục tiêu sẽ hỗ trợ nhu cầu toàn cầu đối với nguyên liệu thô, thiết bị công nghiệp và hàng hóa trung gian, bù đắp một phần cho sự suy yếu nhu cầu của Mỹ và EU.

Nhật Bản cũng lên kế hoạch cho những gói chi tiêu tài khoá lớn để hỗ trợ an sinh xã hội được tài trợ bằng việc tăng vay nợ. Các gói kích thích lớn được kỳ vọng ổn định lạm phát tại Nhật Bản trong ngắn hạn thông qua trợ cấp hoá đơn điện, khí đốt và kích thích tăng trưởng ngắn hạn nhưng gây áp lực lên lợi suất trái phiếu Chính phủ của nước này.

Dự báo thâm hụt Ngân sách của một số quốc gia và khu vực

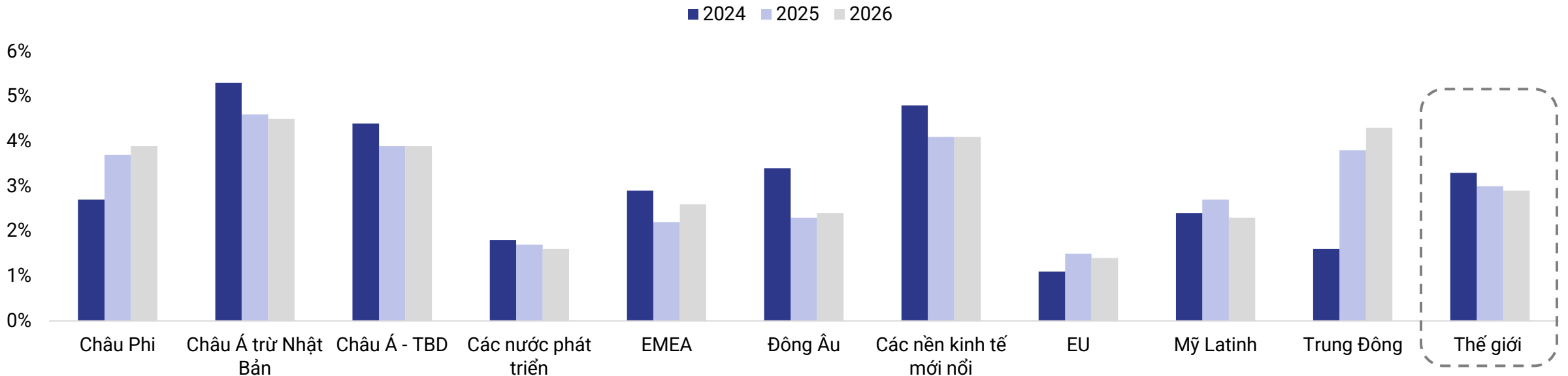


Nguồn: EC, Bloomberg

# KỶ VỌNG GÌ CHO NĂM 2026

## DÙ VẬY, KINH TẾ THẾ GIỚI VẪN SẼ TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG CHẬM

Trung vị dự báo tăng trưởng kinh tế theo khu vực của các Tổ chức kinh tế và Ngân hàng lớn

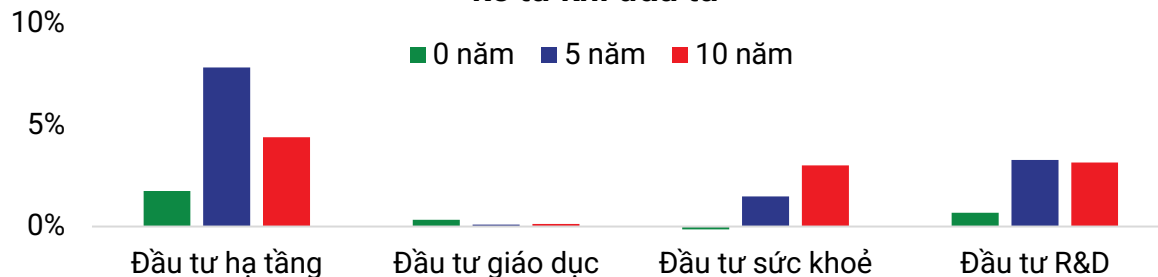


Hầu hết các Tổ chức nghiên cứu dự báo tốc độ tăng trưởng của kinh tế thế giới sẽ chậm lại khoảng 0.1% trong năm 2026 so với năm 2025, đạt khoảng 2.9% dù các thoả thuận thương mại lần lượt đạt được gần đây đã làm giảm bớt phần nào rủi ro thương mại. Nền kinh tế toàn cầu đang thích ứng với một bối cảnh được định hình lại bởi các biện pháp chính sách mới. Những áp lực về sức khoẻ tài khoá, chính sách tiền tệ thận trọng đang vẽ nên bức tranh vĩ mô thế giới năm 2026 kém tươi sáng và ẩn chứa nhiều bất định.

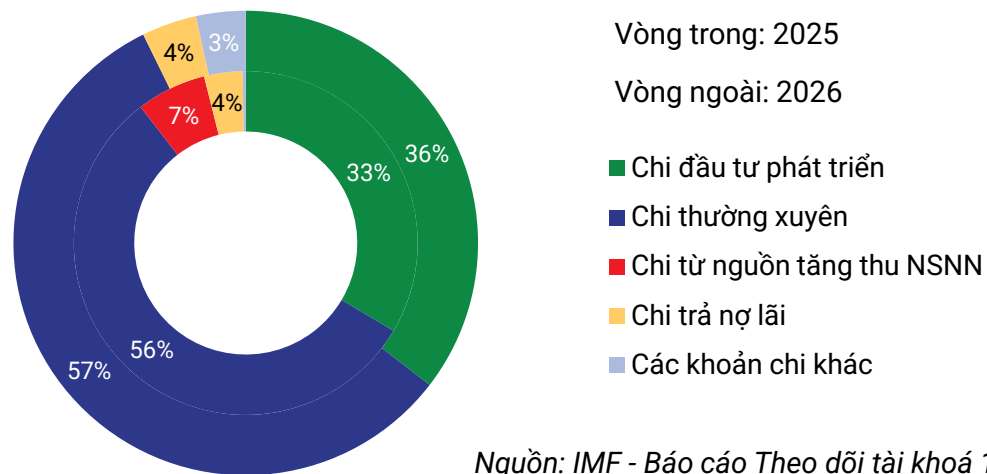
# KỶ VỌNG GÌ CHO NĂM 2026

## ĐỘNG LỰC ĐỂ KINH TẾ VIỆT NAM HOÀN THÀNH MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG 10% TRONG NĂM 2026

Ước tính của IMF về tác động của việc tăng đầu tư công vào các lĩnh vực khác nhau lên tăng trưởng GDP của 1 quốc gia kể từ khi đầu tư



Dự toán chi Ngân sách Nhà nước năm 2026 tăng thêm 9.3% cho chi đầu tư phát triển



Nguồn: IMF - Báo cáo Theo dõi tài khoá 10/2025

### TIẾP TỤC MỞ RỘNG TÀI KHOÁ, ĐẶC BIỆT LÀ TĂNG ĐẦU TƯ CÔNG VÀO CÁC DỰ ÁN HẠ TẦNG TRỌNG ĐIỂM

Các chính sách mới về thuế đối với các doanh nghiệp nhỏ, hộ kinh doanh bắt đầu áp dụng từ 01/7/2025 đã góp phần đáng kể giúp Nhà nước thu Ngân sách hiệu quả hơn. Chúng tôi cho rằng hiệu ứng tích cực này sẽ tiếp tục trong năm 2026, làm tăng đáng kể nguồn thu từ thuế thu nhập doanh nghiệp. Ngân sách dồi dào củng cố sức khoẻ tài khoá của Việt Nam, giúp tăng dư địa chi tiêu công và hạn chế việc Chính phủ phải tăng vay nợ để tài trợ cho nhu cầu chi tiêu đầu tư phát triển.

Báo cáo Theo dõi tài khoá phát hành tháng 10/2025 của IMF chỉ ra rằng tái phân bổ 1% GDP sang đầu tư cơ sở hạ tầng có thể làm tăng GDP khoảng 3.5% ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển trong dài hạn, vì việc gia tăng vốn đầu tư công làm tăng suất sinh lợi biên của vốn tư nhân và khuyến khích khu vực tư nhân đầu tư nhiều hơn. So với đầu tư vào sức khoẻ, giáo dục và R&D, đầu tư công vào cơ sở hạ tầng mang lại hiệu quả nhanh hơn. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng đầu tư công, đặc biệt là đầu tư hạ tầng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính để Việt Nam hướng tới mục tiêu tăng trưởng 10% trong năm 2026.

# KỶ VỌNG GÌ CHO NĂM 2026

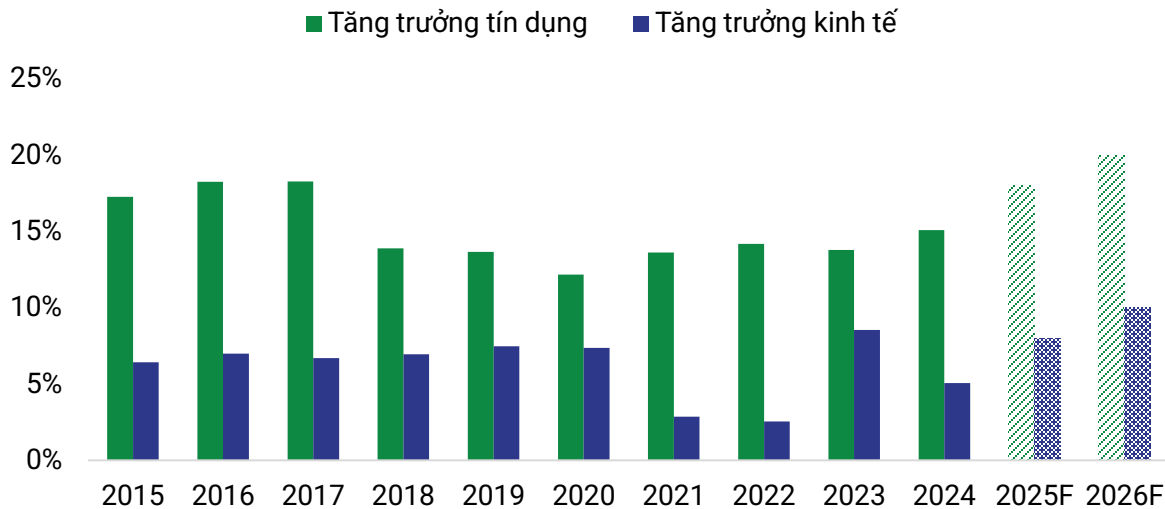
## ĐỘNG LỰC ĐỂ KINH TẾ VIỆT NAM HOÀN THÀNH MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG 10% TRONG NĂM 2026

### DUY TRÌ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ MỞ RỘNG, HỖ TRỢ CẢ CUNG VÀ CẦU CHO NỀN KINH TẾ

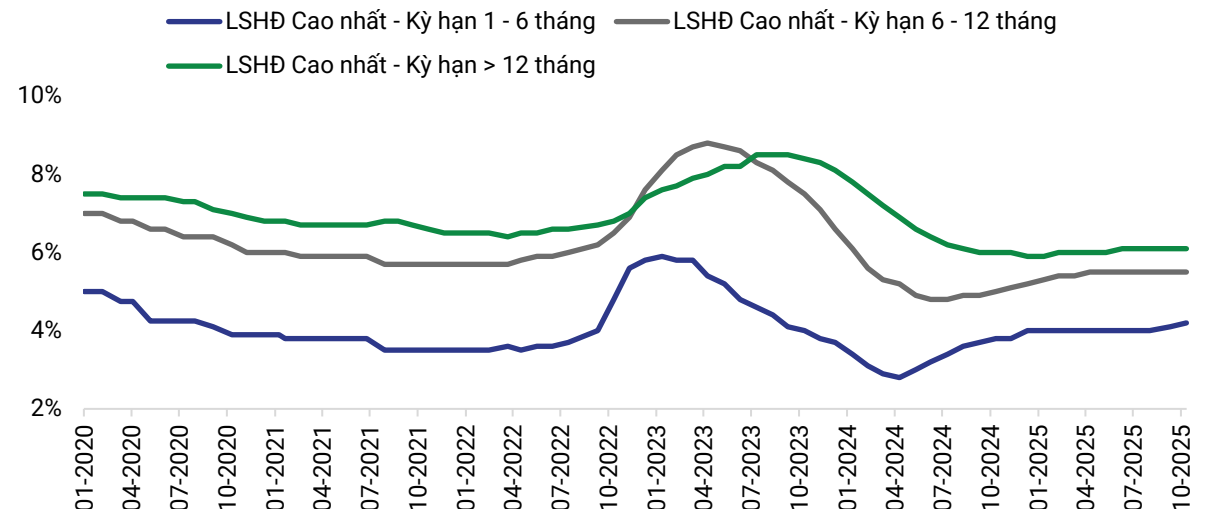
Ngân hàng vẫn là kênh dẫn vốn quan trọng nhất của nền kinh tế Việt Nam, vì vậy, để đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026 đạt khoảng 20%, tương đương với khoảng 3 triệu tỷ đồng vốn tăng thêm cho nền kinh tế.

Với nhu cầu vốn lớn như vậy, chúng tôi cho rằng các Ngân hàng thương mại sẽ phải tăng lãi suất để thu hút thêm tiền gửi. Mặt bằng lãi suất tới cuối năm 2026 được chúng tôi dự báo là sẽ tăng nhẹ trong năm 2026 và làm tăng chi phí vốn huy động của các Ngân hàng thương mại, đặc biệt là ở nhóm Ngân hàng thương mại nhỏ với thị phần khiêm tốn. Tuy nhiên, Ngân hàng Nhà nước có thể sẽ tiếp tục bơm tiền để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống và tránh tình trạng chi phí vốn của các Ngân hàng thương mại tăng quá nhanh.

#### Tín dụng dự kiến tiếp tục tăng trưởng cao



#### Lãi suất huy động bắt đầu tăng nhẹ, đặc biệt ở kỳ hạn ngắn



Nguồn: Fiinpro, PSI tổng hợp và dự báo

# KỶ VỌNG GÌ CHO NĂM 2026

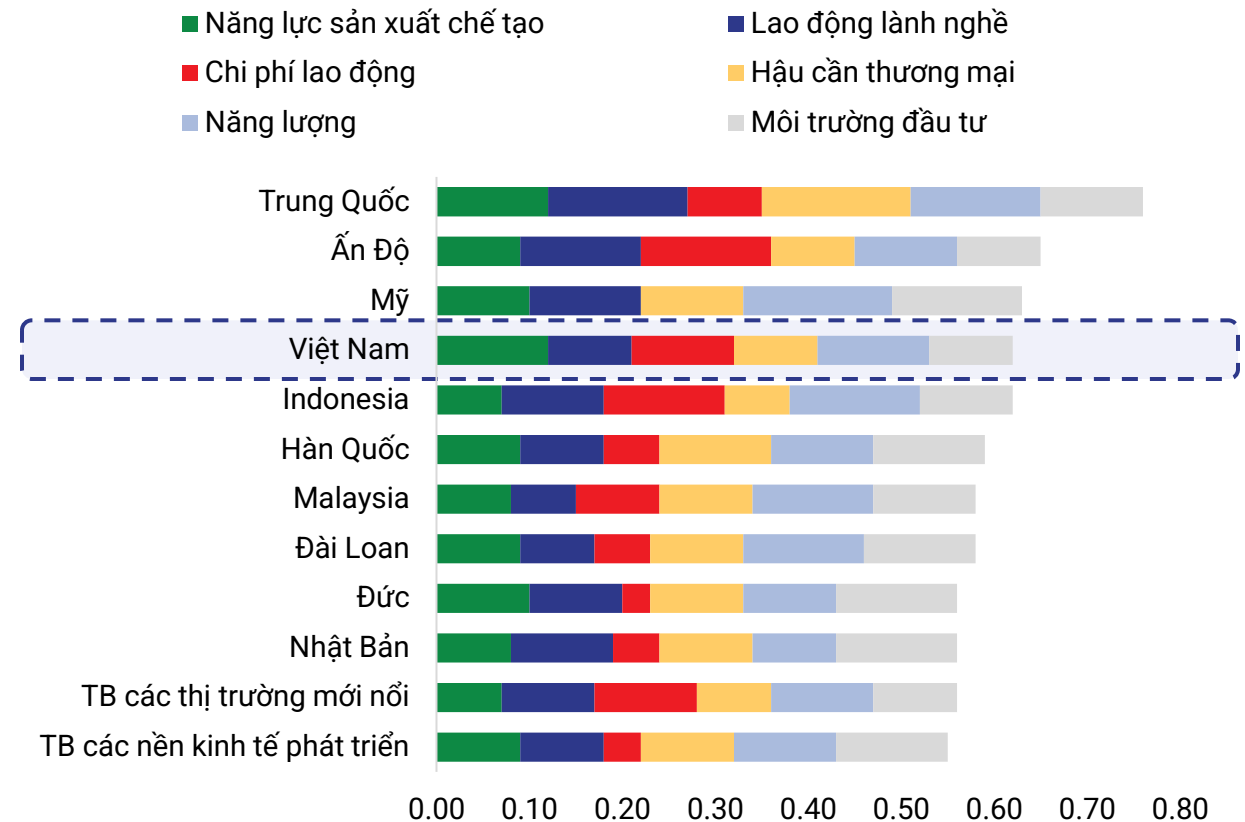
## ĐỘNG LỰC ĐỂ KINH TẾ VIỆT NAM HOÀN THÀNH MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG 10% TRONG NĂM 2026

### NHÓM DOANH NGHIỆP FDI VẪN LÀ ĐỘNG LỰC CHO TĂNG TRƯỞNG XUẤT KHẨU

Dù không được hưởng lợi nhiều như Chiến tranh thương mại 1.0, Việt Nam vẫn là một trong những lựa chọn tốt nhất khi cân nhắc một nhà cung cấp thay thế cho Trung Quốc. Chỉ số Tiềm năng xuất khẩu của Bloomberg đánh giá Việt Nam đứng thứ 4 trong danh sách, chỉ thấp hơn Trung Quốc, Ấn Độ và Mỹ. Với lợi thế về chi phí lao động và được sản tích hợp trong chuỗi cung ứng như Trung Quốc + 1, Việt Nam là nơi sản xuất lý tưởng cho những ngành thâm dụng lao động như dệt may, giày da, túi xách, lắp ráp thiết bị điện tử, linh kiện, sản xuất và chế biến gỗ, chế biến thủy sản...

**Vì vậy, chúng tôi ước tính xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 17% trong năm 2026** với động lực chính vẫn đến từ nhóm doanh nghiệp FDI cùng các sản phẩm điện thoại, máy ảnh, thiết bị điện tử và linh kiện với lợi thế về mức thuế tổng hợp trong khi các doanh nghiệp nội sản xuất hàng dệt may, da giày, thủy sản và xuất khẩu các sản phẩm nông nghiệp khác có thể phải đối mặt với cạnh tranh cao hơn. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng nhóm doanh nghiệp nội địa có thể chứng kiến giá trị xuất khẩu tăng trưởng dương trong năm tới từ mức nền thấp của 2025.

Việt Nam đứng thứ 4 theo xếp hạng của Chỉ số tiềm năng xuất khẩu Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

# KỶ VỌNG GÌ CHO NĂM 2026

## TĂNG TRƯỞNG NHANH LÀM GIA TĂNG RỦI RO LẠM PHÁT VÀ TỶ GIÁ

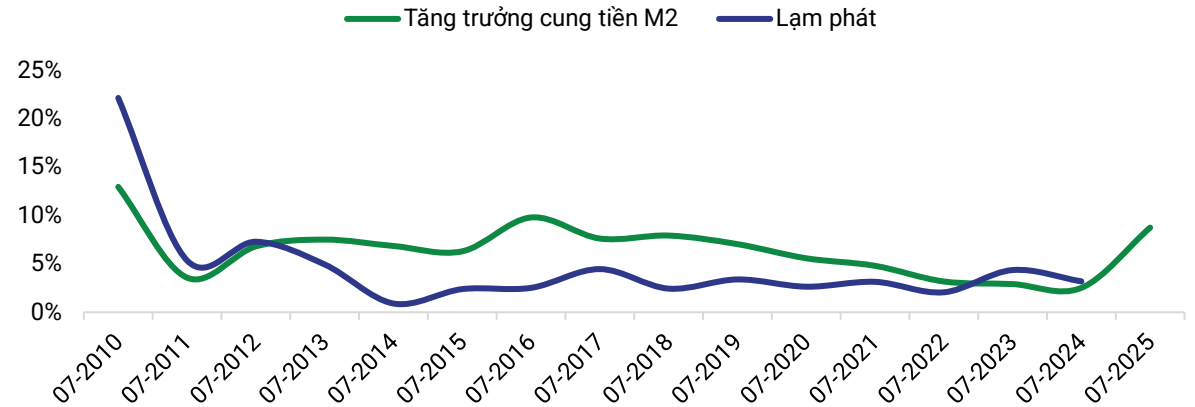
### CPI THẤP NHƯNG LẠM PHÁT ĐANG THẨM THẤU DẦN VÀO NỀN KINH TẾ

Việc đánh giá lạm phát của Việt Nam dựa trên tính toán rổ chỉ số CPI đang không phản ánh đúng thực trạng hiện nay. Nhóm hàng hoá lương thực, thực phẩm gần như đã có thể tự chủ hoàn toàn nguồn cung trong nước và không còn chiếm tỷ trọng cao trong chi tiêu hộ gia đình nhưng vẫn chiếm tới gần 25% quyền số tính CPI trong khi chi tiêu cho y tế, giáo dục, văn hoá, giải trí, du lịch đang dần chiếm tỷ trọng lớn hơn trong chi tiêu thực tế lại chỉ chiếm 16.1% quyền số. Trên thực tế, giá cả đã tăng nhanh ở khu vực dịch vụ giáo dục, y tế, văn hoá, giải trí và du lịch kể từ năm 2024 sau khi NHNN thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng và Nhà nước điều chỉnh giá các dịch vụ công như y tế, giáo dục, giá bán lẻ điện.

**Vì vậy, dù CPI tăng chậm, chúng tôi cho rằng lạm phát đang bắt đầu được cảm nhận rõ rệt dần lên và áp lực sẽ tăng đáng kể trong năm 2026** dưới tác động của:

- (1) cung tiền năm 2025 tăng tăng mạnh nhất trong 10 năm trở lại đây và lạm phát thường tăng nhanh sau 12-18 tháng cung tiền tăng mạnh
- (2) nhu cầu tiêu dùng nội địa tốt hơn đáng kể so với cùng kỳ sẽ tạo áp lực từ cầu kéo; và
- (3) đồng nội tệ suy yếu làm tăng giá nhập khẩu, tạo áp lực từ chi phí đẩy.

### Lạm phát thường tăng sau khi cung tiền tăng khoảng 12-18 tháng



### NHNN KHÔNG CÒN NHIỀU DƯ ĐỊA ĐỂ ĐIỀU HÀNH TỶ GIÁ

Chúng tôi ước tính VND tiếp tục mất giá khoảng 3%-4% trong năm 2026. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam ước tính chỉ còn khoảng 78 tỷ USD (World Bank - 3/2025), tương đương với 2.4 tháng nhập khẩu, thấp hơn mức khuyến nghị. Điều này khiến cho NHNN có thể không đủ nguồn lực để can thiệp ổn định tỷ giá bằng cách bán giao ngay, biện pháp có tác dụng giảm tỷ giá tức thì trong khi bán kỳ hạn USD chủ yếu chỉ là động tác kỹ thuật để ổn định tâm lý. Việc tỷ giá trên thị trường tự do vẫn tăng mạnh và lên gần 28,000VND đổi 1 USD và chênh lệch giá mua-bán rất nhỏ phản ánh kỳ vọng của thị trường về việc VND sẽ tiếp tục mất giá sâu hơn.



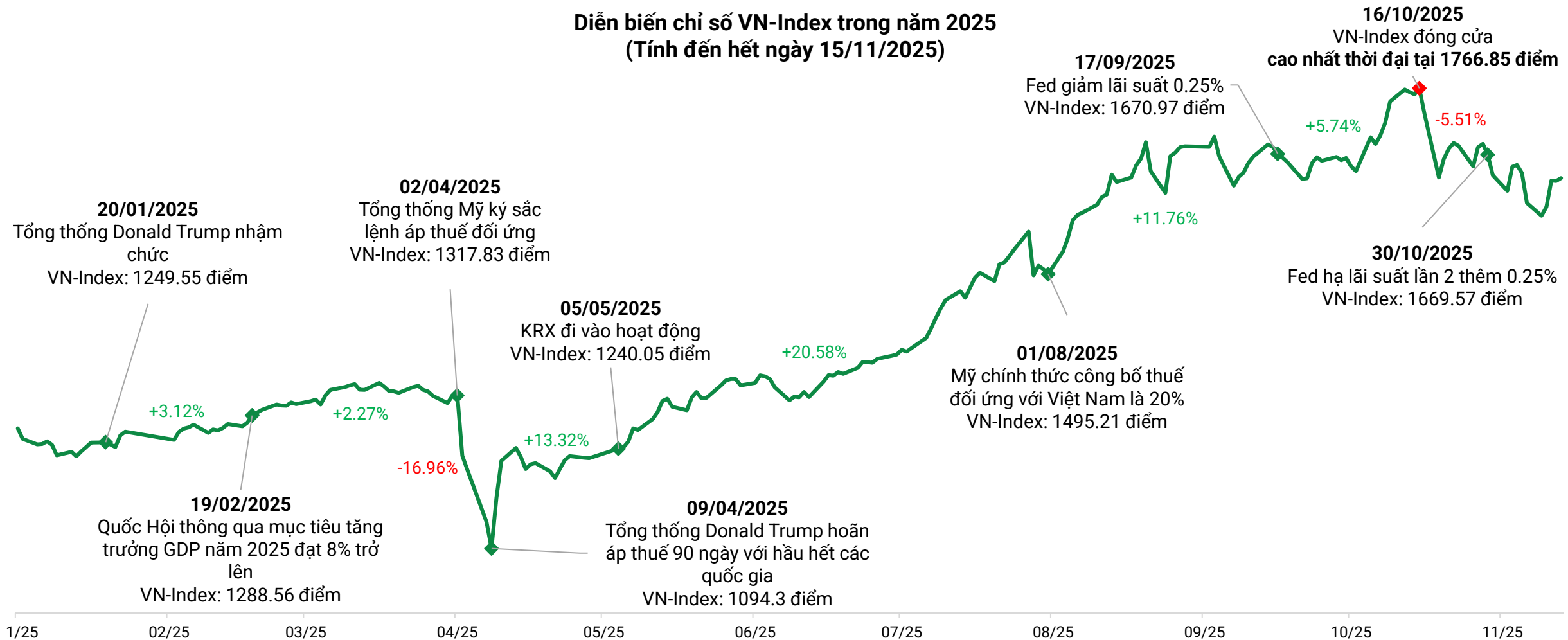
# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2025

“TÁI SINH TỪ TRO TÀN, VƯỜN MÌNH CHẠM ĐỈNH”



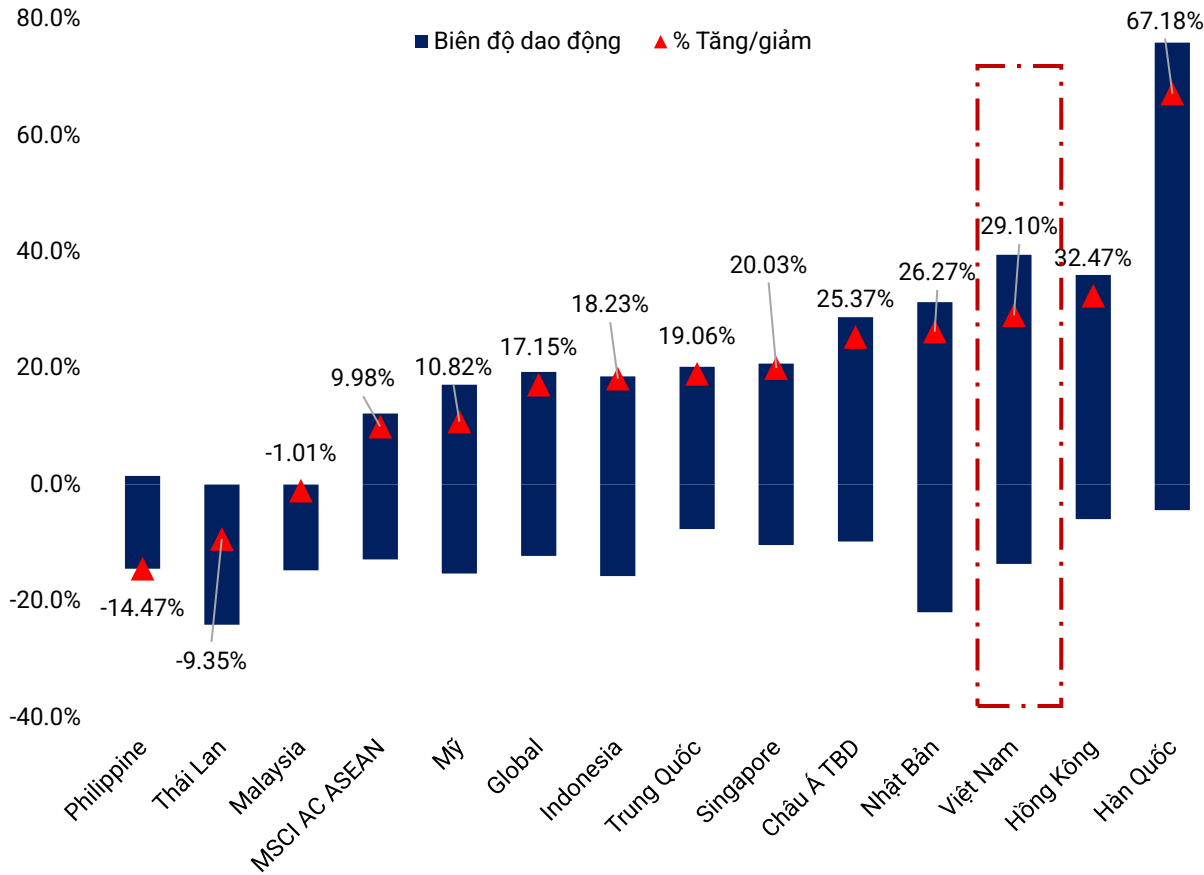
Diễn biến chỉ số VN-Index trong năm 2025  
(Tính đến hết ngày 15/11/2025)



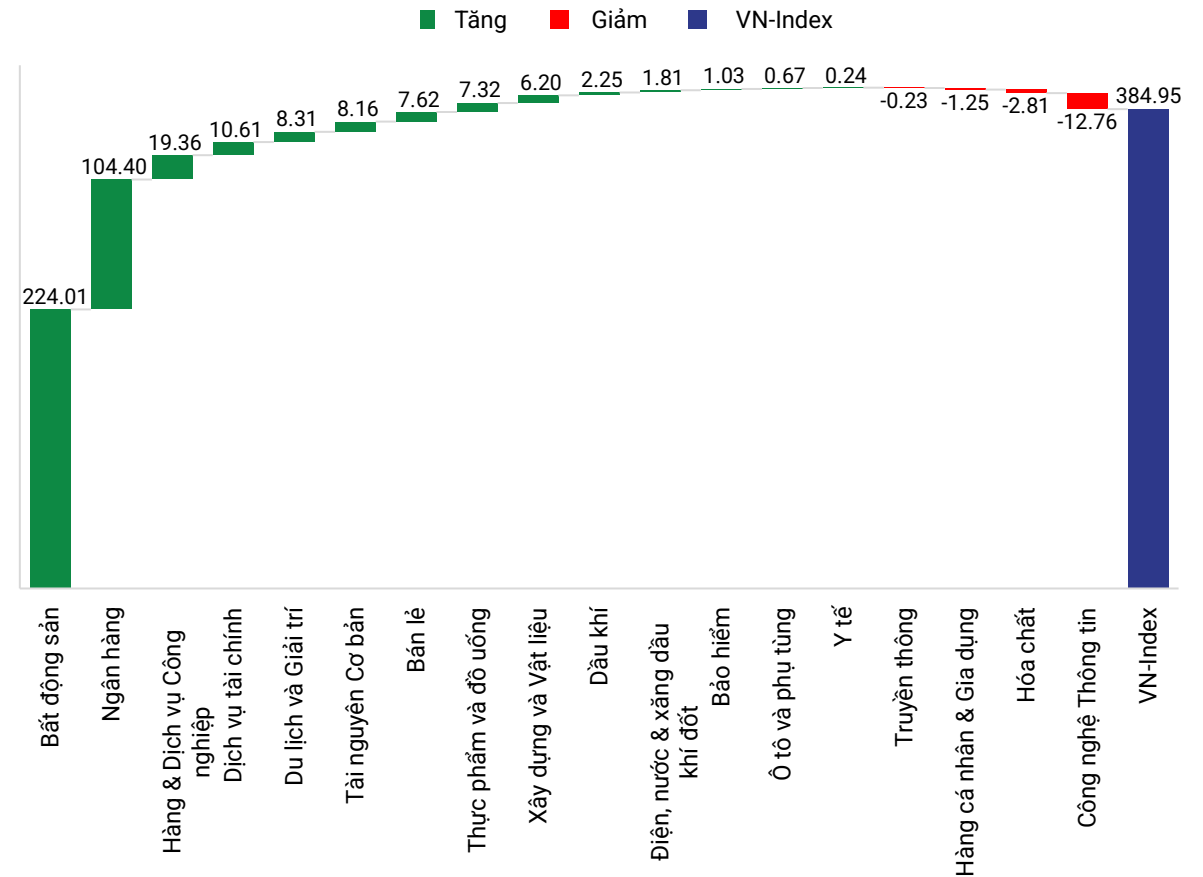
# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2025

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TĂNG BỨT PHÁ

Việt Nam là thị trường chứng khoán tăng mạnh thứ 3 trên thế giới trong năm 2025 (tính tới hết ngày 15/11/2025)



VN-Index đã tăng 384.95 điểm kể từ đầu năm đến hết ngày 15/11/2025, trong đó chỉ riêng nhóm Bất động sản đã góp tăng 224.01 điểm...

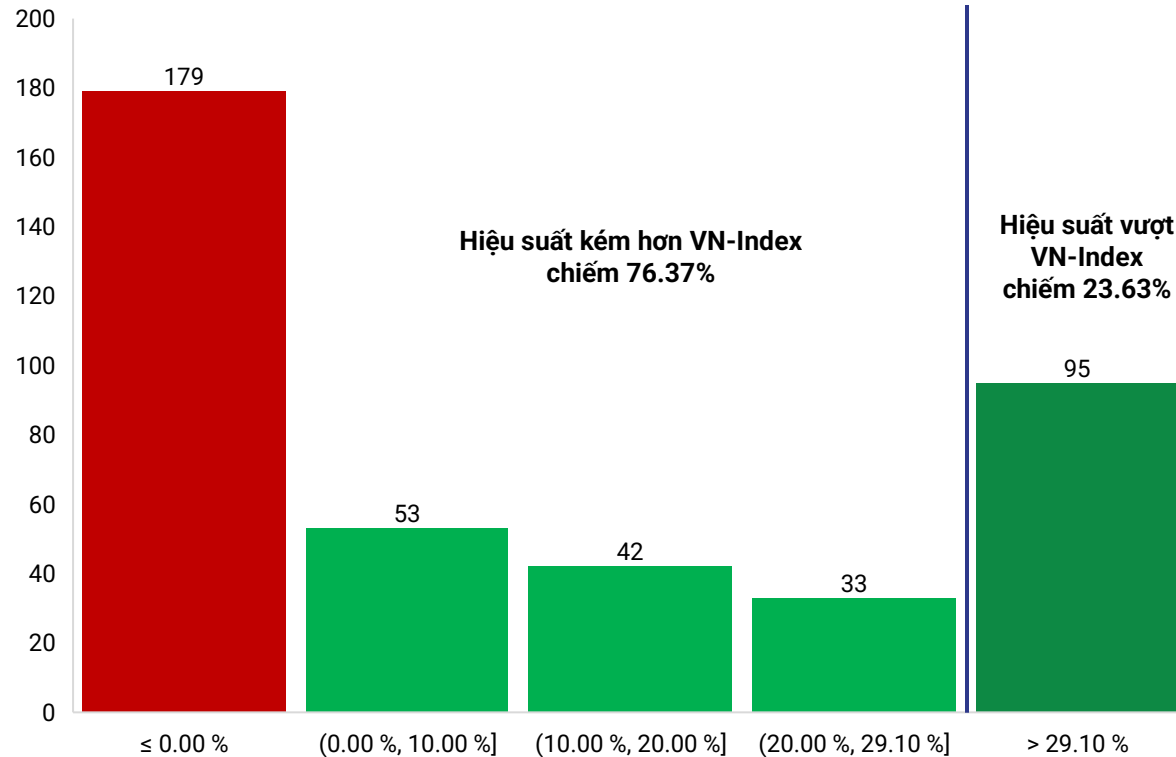


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

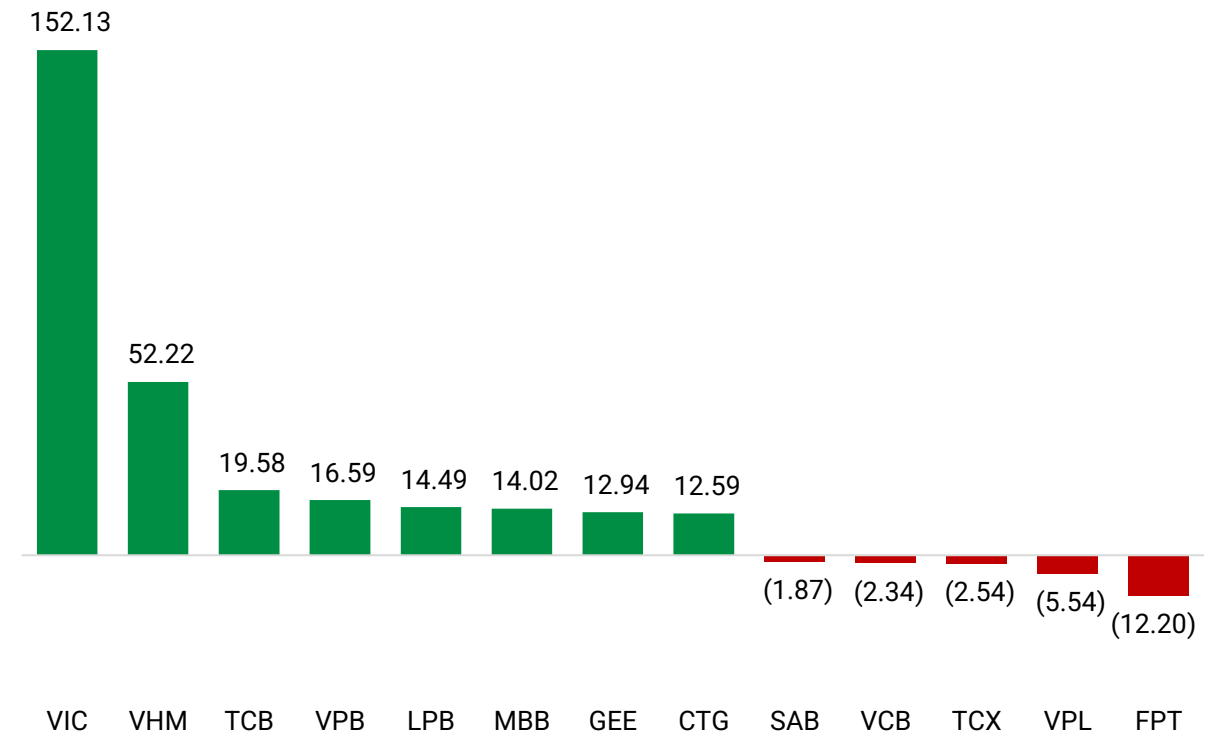
# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2025

## DÒNG TIỀN THIẾU LAN TỎA - PHÂN HÓA MẠNH

Phân bố tăng/giảm của các mã cổ phiếu trên sàn HOSE năm 2025  
(Tính tới hết ngày 15/11/2025)



Mức độ đóng góp điểm số cho VN-Index theo mã cổ phiếu

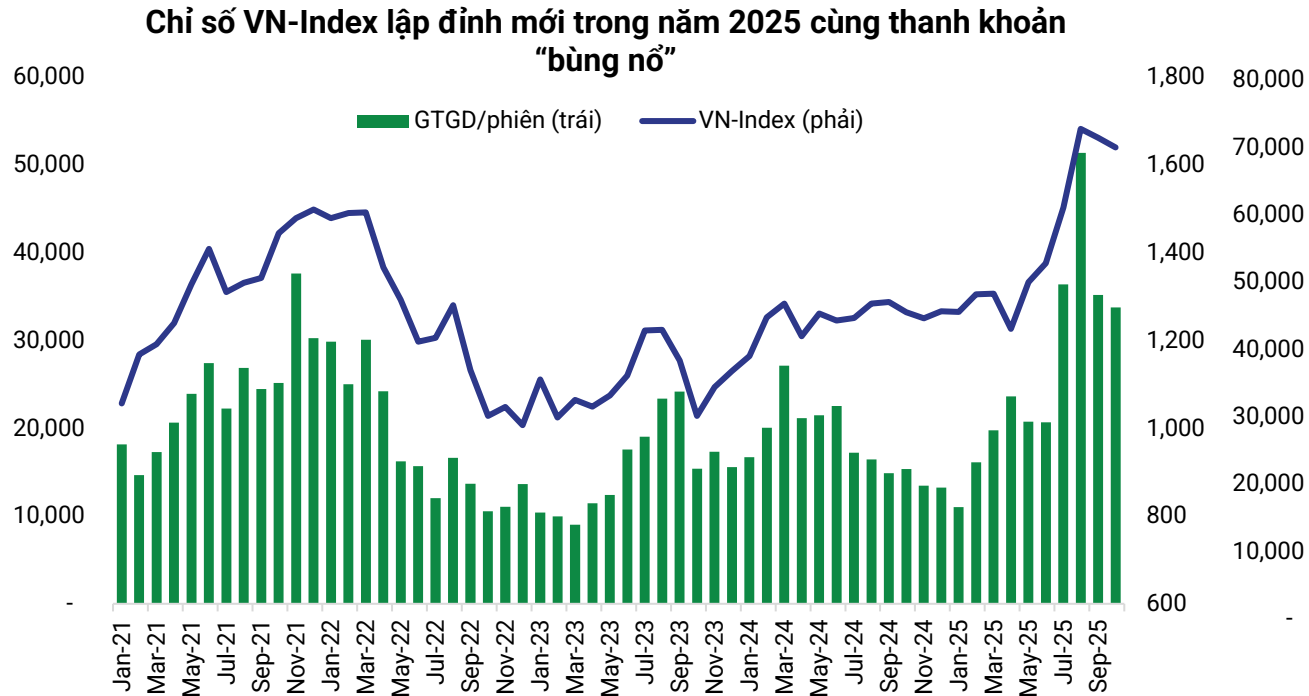


➤ Dòng tiền trên thị trường phân hóa mạnh khi phần lớn mức tăng của chỉ số VN-Index đều chỉ đến từ một vài nhóm cổ phiếu như **nhóm Vingroup, Ngân hàng, Gelex...**

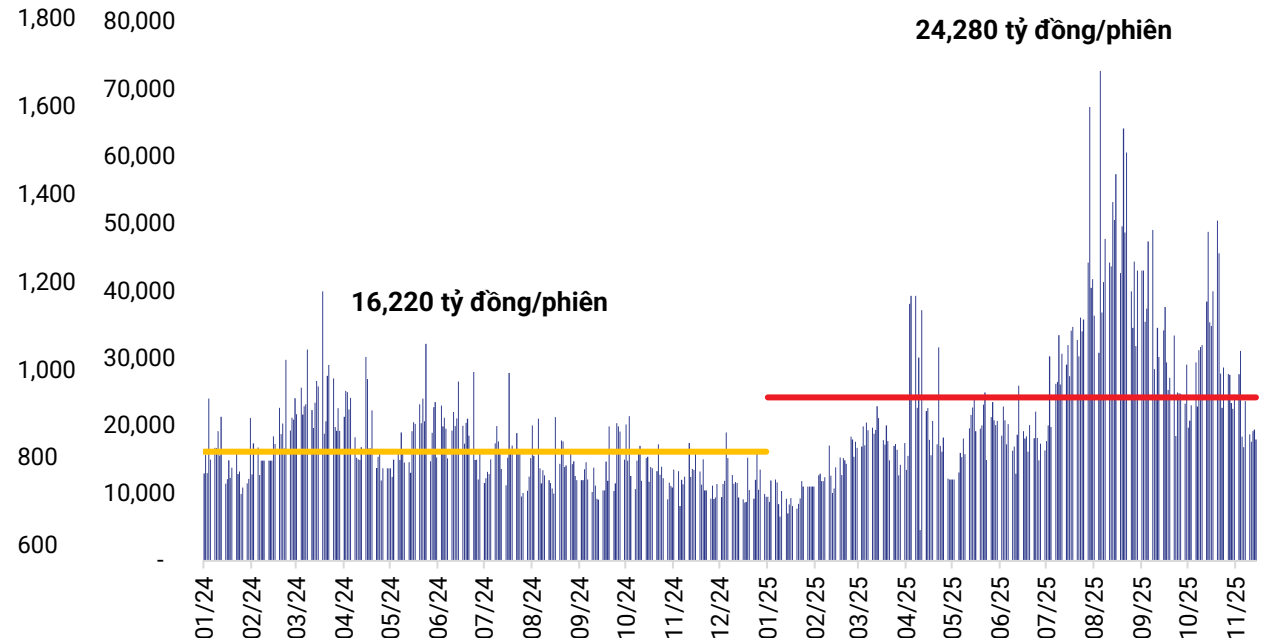
➤ Tính tới hết ngày 15/11/2025, trên sàn HOSE vẫn có tới 179 mã cổ phiếu vẫn ghi nhận giảm điểm trong năm 2025.

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2025

## THANH KHOẢN “BÙNG NỔ”



## Giá trị giao dịch khớp lệnh sàn HOSE



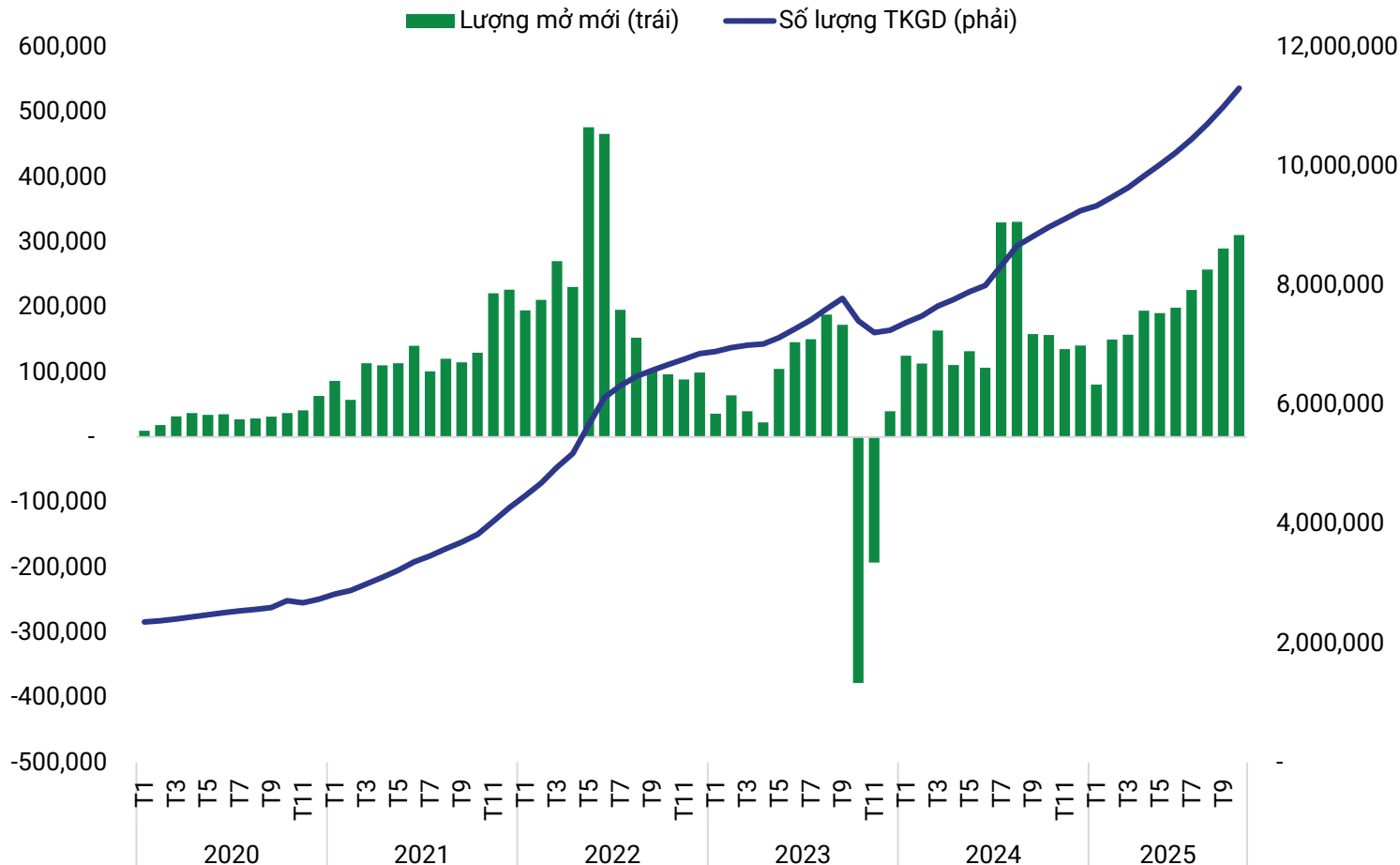
Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

- Chỉ số VN-Index lập đỉnh lịch sử trong tháng 10 với thanh khoản toàn thị trường “bùng nổ”, giá trị giao dịch khớp lệnh trên cả 3 sàn đạt kỉ lục hơn 35,480 tỷ đồng/phiên trong 10 tháng đầu năm 2025. Tăng mạnh 83.83% so với cùng kỳ năm 2024.
- Tính tới hết ngày 15/11/2025, giá trị giao dịch khớp lệnh trên sàn HOSE đạt 24,280 tỷ đồng, tương ứng tăng 49.7% so với giá trị giao dịch khớp lệnh trung bình cả năm 2024.

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2025

## HOÀN THÀNH MỤC TIÊU SỐ LƯỢNG TÀI KHOẢN CHỨNG KHOÁN TRƯỚC HẠN NĂM 2030

Lượng tài khoản giao dịch trong nước mở mới theo tháng



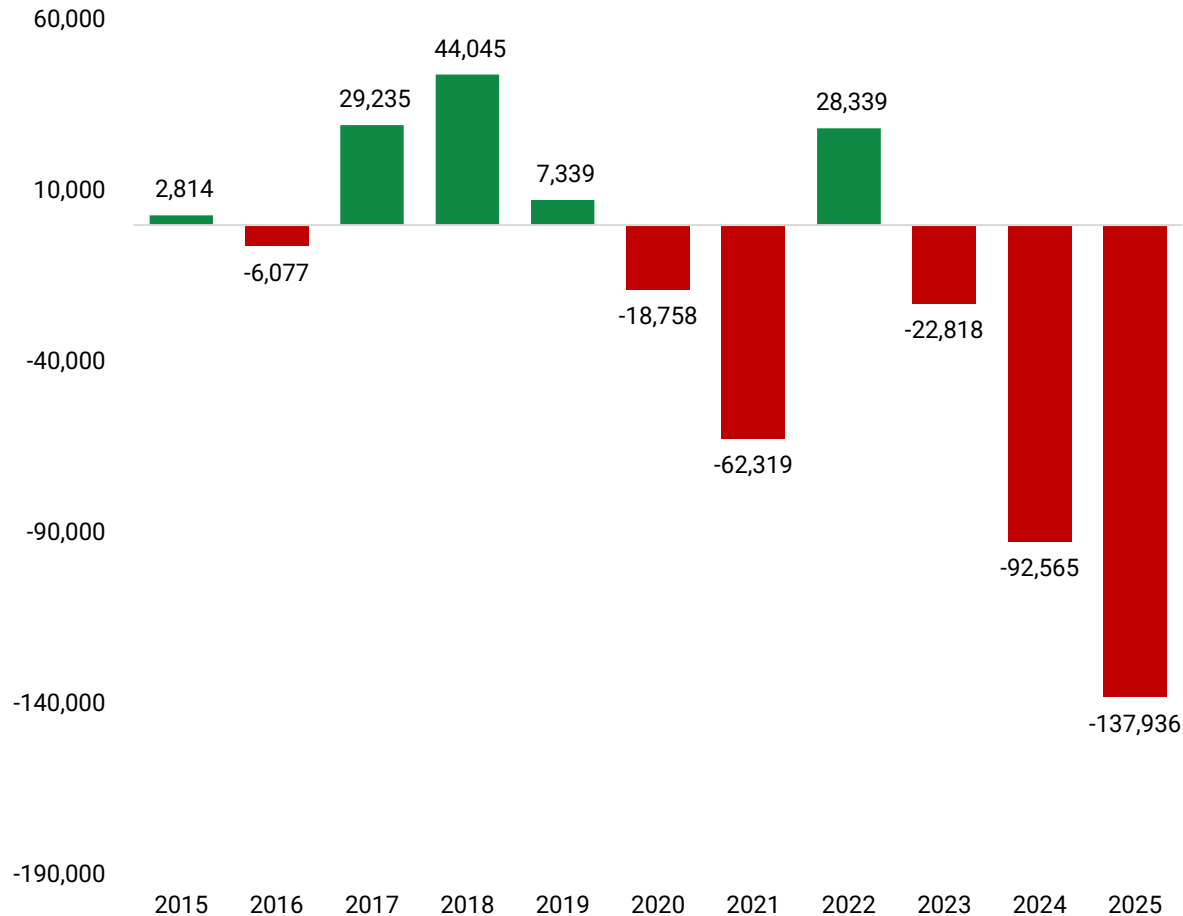
Nguồn: VSD, PSI tổng hợp

- Số liệu mới nhất từ Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam cho thấy, trong tháng 10 vừa qua nhà đầu tư trong nước mở mới 310,651 tài khoản chứng khoán trong đó chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân mở mới 310,000 cá nhân tài khoản. **Đây là con số cao kỷ lục trong vòng 14 tháng qua.**
- Tính đến thời điểm cuối tháng 10, nhà đầu tư trong nước sở hữu 11.3 triệu tài khoản chứng khoán trong đó nhà đầu tư cá nhân chiếm 11.286 triệu tài khoản còn lại là nhà đầu tư tổ chức. Với số tài khoản chứng khoán tương đương với khoảng 11.3% dân số, **Việt Nam đã sớm hoàn thành mục tiêu phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030 được Chính phủ phê duyệt vào cuối năm 2023.**

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2025

## KHỐI NGOẠI BÁN RÒNG HƠN 5 TỶ USD TỪ ĐẦU NĂM

Mua bán ròng của khối ngoại trong vòng 10 năm



Nguồn: Fiinpro, PSI tổng hợp

- Lũy kế 11 tháng năm 2025 (tính đến hết ngày 25/11/2025) tổng giá trị bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài trên toàn thị trường là hơn 137,936 tỷ đồng, cao hơn 49.01% so với tổng giá trị bán ròng của cả năm 2024.
- Tháng 10 đánh dấu tháng thứ 3 liên tiếp mà khối ngoại bán ròng trên HOSE. Những tháng gần đây, giá trị khối ngoại mua vào thường xuyên đạt quanh 80 ngàn tỷ đồng/tháng, thậm chí ở chiều bán có đến hai lần vượt mốc trăm ngàn tỷ (tháng 8 và tháng 10). Cùng xu hướng thanh khoản sôi động hơn trên toàn thị trường, khối ngoại đã gia tăng đáng kể quy mô giao dịch so với nửa đầu năm.
- Dù vẫn còn hai tháng nữa mới kết thúc năm 2025, nhưng khối ngoại đã bán ròng lũy kế hơn 120 ngàn tỷ đồng, vượt qua con số kỷ lục hơn 90 ngàn tỷ đồng của cả năm 2024.

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2025

## CÁC ETF NGOẠI TIẾP TỤC RÚT RÒNG KHỎI VIỆT NAM

- Các quỹ ngoại ETF Việt Nam tiếp tục ghi nhận dòng vốn rút ròng trong năm 2025 với tổng dòng vốn rút ròng lũy kế trong 11 tháng năm 2025 (tính tới hết ngày 15/11/2025) của các quỹ ngoại ETF Việt Nam là hơn 10,774 tỷ đồng.
- Trong đó chỉ riêng quỹ ETF Fubon đã rút ròng hơn 9,685 tỷ đồng chỉ trong gần 11 tháng năm 2025. Theo đó, ETF Fubon tham chiếu theo FTSE Vietnam 30 Index – nằm trong rổ chỉ số FTSE Frontier Index. Ngày 7/10 vừa qua, FTSE Russell thông báo nâng hạng chứng khoán Việt Nam từ thị trường cận biên (Frontier) thành thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging) vào đầu tháng 9/2026 do đó ETF Fubon sẽ cần thanh lý các vị thế cổ phiếu hiện tại để đóng quỹ hoặc chuyển đổi sang 01 bộ chỉ số mới với các cổ phiếu đáp ứng tiêu chuẩn theo quy định của FTSE nếu quỹ này tiếp tục sử dụng Index tham chiếu từ FTSE hoặc chỉ số của đơn vị cung cấp khác.

Quỹ ETF ngoại	Tổng giá trị tài sản ròng (AUM) (triệu USD)	Dòng tiền quỹ ròng (YTD) (triệu USD)	Dòng tiền quỹ ròng (YTD) (tỷ đồng)	Tỷ suất lợi nhuận (YTD)
VanEck Vietnam ETF	567	- 45	- 1,260	32.3%
Fubon FTSE Vietnam ETF	455	- 322	- 9,685	40.7%
Xtrackers Vietnam Swap UCITS ETF	345	- 36	- 981	42.5%
KIM KINDEX Vietnam VN30 ETF Synth	268	46	1,216	33.9%
Global X MSCI Vietnam ETF	25	7	183	51.5%
Premia Vietnam ETF	6	- 9.13	- 264	54.8%
CSOP FTSE Vietnam 30 ETF	5	0.35	18	48.2%
<b>Tổng</b>	<b>1,671</b>	<b>- 359</b>	<b>- 10,774</b>	

Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp tính tới hết ngày 15/11/2025

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026



## FTSE RUSSELL GIẢI ĐÁP LỘ TRÌNH NÂNG HẠNG VÀO 2026

Bảng dưới đây minh họa tỷ trọng chỉ số dự kiến của cổ phiếu Việt Nam (niêm yết trong Quý 4) trong các rổ chỉ số FTSE dựa trên dữ liệu tính đến thời điểm đóng cửa vào Thứ Sáu, ngày 31 tháng 10 năm 2025.

Tỷ trọng dự kiến trong rổ FTSE Global All Cap	Tỷ trọng dự kiến trong rổ FTSE Emerging All Cap	Tỷ trọng dự kiến trong rổ FTSE All-World	Tỷ trọng dự kiến trong rổ FTSE Emerging
0.04%	0.34%	0.02%	0.22%

*Nguồn: FTSE Russell, PSI tổng hợp*

- ❖ FTSE Russell vừa công bố kế hoạch việc thực hiện tái phân loại Việt Nam từ thị trường cận biên lên mới nổi trong các rổ chỉ số FTSE.
- ❖ FTSE Russell sẽ tái phân loại Việt Nam từ thị trường Cận biên (Frontier) lên Thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market) trong Bộ chỉ số cổ phiếu toàn cầu FTSE (FTSE Global Equity Index Series - GEIS) và các chỉ số liên quan, có hiệu lực từ kỳ rà soát bán niên tháng 9/2026, với điều kiện vượt qua đánh giá trung gian vào tháng 3/2026.
- ❖ Việc tái phân loại sẽ được triển khai theo nhiều giai đoạn. Trong đó, việc loại bỏ Việt Nam khỏi Bộ chỉ số FTSE Frontier sẽ được thực hiện một lần duy nhất trong kỳ rà soát thường niên tháng 9/2026.
- ❖ Việc bổ sung Việt Nam vào Bộ chỉ số FTSE GEIS sẽ bắt đầu từ kỳ rà soát bán niên tháng 9/2026, phụ thuộc vào kết quả đánh giá trung gian tháng 3/2026. Chi tiết cụ thể về các giai đoạn sẽ được công bố trong thông báo tháng 3/2026, sau khi Tham vấn các Ủy ban Tư vấn của FTSE Russell và Phê duyệt cuối cùng bởi Hội đồng Quản trị Chỉ số FTSE Russell.

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

## DÒNG VỐN MỚI SAU NÂNG HẠNG

Một vài quỹ ETF lấy bộ chỉ số FTSE Russell

Quỹ ETF	Rổ Index tham chiếu	Tổng tài sản ròng (AUM) (triệu USD) (*)	Tỉ trọng dự kiến của Việt Nam trong rổ chỉ số (**)	Ước tính dòng vốn thụ động vào Việt Nam sau nâng hạng (triệu USD)
Vanguard Total International Stock ETF	FTSE Global All Cap ex US Index	554,300	0.105%	582.02
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	FTSE Global All Cap ex US Index	284,900	0.105%	299.15
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	FTSE Global All Cap ex US Index	141,500	0.105%	148.58
Vanguard FTSE All-World ex- US Index Fund	FTSE All-World ex US Index	75,500	0.06%	45.3
Vanguard Total World Stock ETF	FTSE Global All Cap	56,408	0.04%	22.56
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	FTSE All-World Index	21,600	0.02%	4.32
<b>Tổng</b>		1,134,208		<b>1,101.93</b>

(\*): [Vanguard Total International Stock ETF](#), [Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund](#), [Vanguard FTSE Emerging Markets ETF](#), [Vanguard FTSE All-World UCITS ETF](#) – Dữ liệu 31/10/25; [Vanguard Total World Stock](#) – Dữ liệu 19/11/25; [Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II](#) - Dữ liệu 30/9/25;

(\*\*): Dữ liệu được tính toán dựa trên báo cáo [Indexing the World](#) của FTSE Russell và [FTSE Russell Vietnam FAQ](#)

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

## DÒNG VỐN MỚI SAU NÂNG HẠNG

Việt Nam có thể thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài (bị động + chủ động) từ 3 - 8 tỷ USD theo ước tính

### Giả định:

- **Tỷ trọng:** Quy mô vốn hóa của VN-Index đạt hơn 300 tỷ USD, tương đồng các quốc gia trong danh mục FTSE Emerging Markets Index, tiêu biểu như Chile (149 tỷ USD), Qatar (168 tỷ USD). Ước tính tỷ trọng của Việt Nam trong rổ sẽ khoảng 0,5% - 0,8% khi được thêm vào chính thức.
- **Dòng vốn bị động:** Theo Trackinsight hiện có 19 quỹ ETF với tổng tài sản hơn 123 tỷ USD lấy chỉ số FTSE Emerging làm cơ sở.
- **Dòng vốn chủ động:** Theo FTSE Russell ước tính tổng tài sản từ các quỹ chủ động gấp 5 lần so với quỹ bị động, tương đương khoảng 600 tỷ USD và giả định các quỹ chủ động phân bổ tỷ trọng tương ứng với chỉ số.

Tổng tài sản các quỹ (chủ động + bị động) tỷ USD

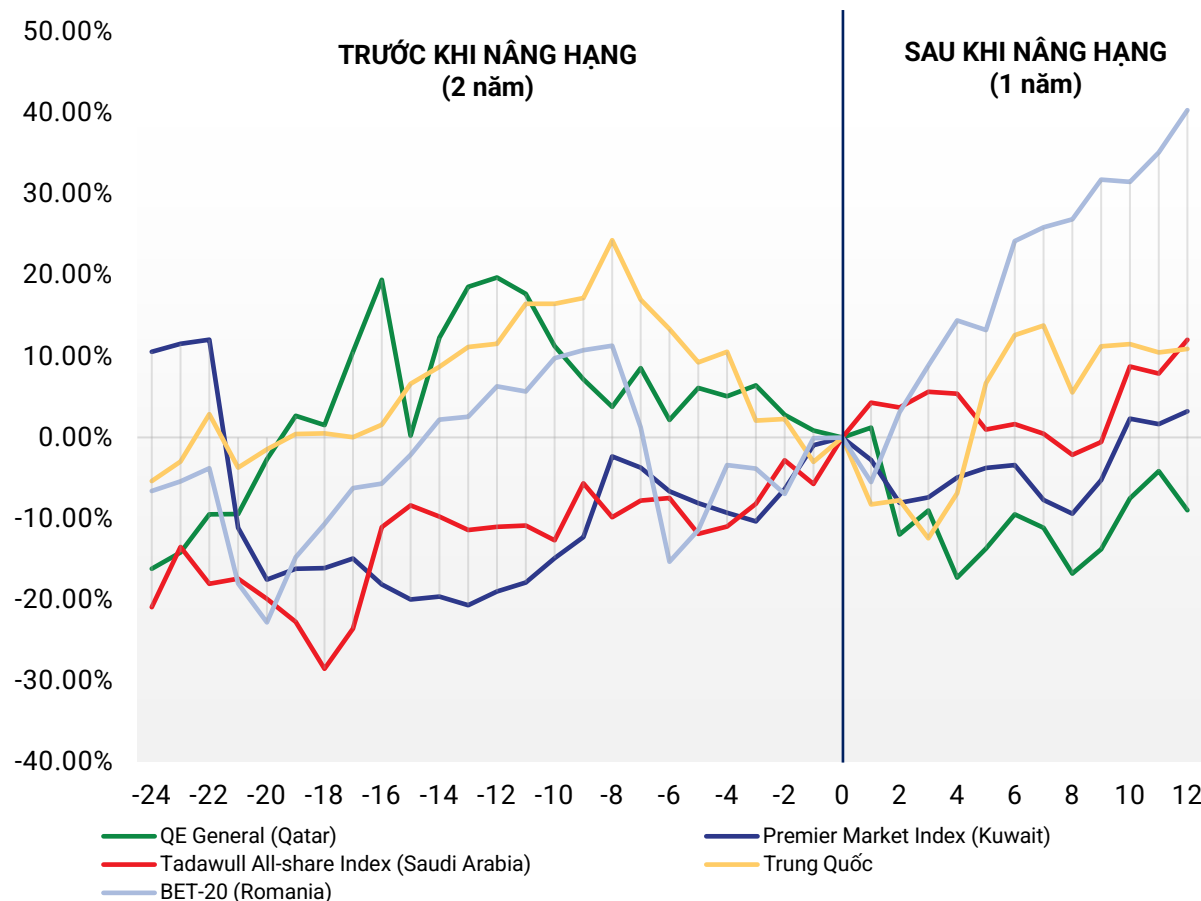
	700	800	900	1,000
0.50%	3.5	4.0	4.5	5.0
0.60%	4.2	4.8	5.4	6.0
0.70%	4.9	5.6	6.3	7.0
0.80%	5.6	6.4	7.2	8.0

Tỷ trọng kỳ vọng trong rổ của Việt Nam (%)

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

## TÍNH HẤP DẪN CỦA THỊ TRƯỜNG SAU NÂNG HẠNG

Diễn biến TTCK Qatar, Kuwait, Ả Rập Xê-út, Trung Quốc và Romania trước và sau khi được công bố nâng hạng thị trường lên Thị trường mới nổi (Emerging Market) của FTSE.



Quốc gia	Thời điểm vào Watchlist Secondary Emerging	Tăng/giảm	Thời điểm vào chính thức	Tăng/giảm	Hiện tại
Qatar	T9/2013	+19%	T9/2015	-4%	T10/2025
Kuwait	T9/2008	-60%	T9/2017	+85%	T10/2025
Saudi Arabia	T9/2015	+6%	T3/2018	+48%	T10/2025
China	T3/2016	+7%	T9/2018	+40%	T10/2025
Romania	T9/2019	-6%	T9/2020	+150%	T10/2025
<b>Việt Nam</b>	T9/2018			<b>+61%</b>	T10/2025

Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

## LÀN SÓNG IPO MỚI TRÊN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM

- Năm 2025, nền tảng vĩ mô ổn định cùng nhiều yếu tố xúc tác hội tụ đang mở ra triển vọng cho một làn sóng IPO mới.
- Nghị định 245/2025/NĐ-CP**: Đơn giản hóa thủ tục và rút ngắn thời gian niêm yết cổ phiếu sau IPO từ 90 ngày xuống còn 30 ngày.
- Từ nay đến năm 2027, thị trường chứng khoán Việt Nam được dự báo sẽ trở nên sôi động và đa dạng hơn đáng kể nhờ làn sóng IPO của hàng loạt doanh nghiệp lớn. Có thể kể tới các thương vụ IPO lớn trong năm 2025 như **nhóm Bất động sản**: Vinpearl (HSX: VPL), CRV Real Estate (HSX: CRV), hay **nhóm Tài chính**: Techcom Securities (HSX: TCX), Chứng khoán VPBank (HSX: VPX), Chứng khoán VPS (HSX: VCK).
- Sau giai đoạn dài trầm lắng, hoạt động IPO được dự báo sẽ khởi sắc mạnh mẽ, cung cấp nhiều lựa chọn chất lượng cao, gia tăng mạnh mẽ tính hấp dẫn cũng như tăng chiều sâu cho thị trường vốn Việt Nam.*

2025

2026-2027

### DANH SÁCH DOANH NGHIỆP ĐÃ THỰC HIỆN IPO HOẶC CÓ KẾ HOẠCH IPO

NGÀNH TÀI CHÍNH

**TECHCOM SECURITIES**   **VPBank Securities**  **vps**  **Kafi**

NGÀNH TIÊU DÙNG

 **Masan consumer**

 **F88**

NGÀNH KHÁC

 **VINPEARL**  **TASECO Land**

 **CRV REAL ESTATE**

 **HOA PHÁT**  
NÔNG NGHIỆP

 **GELEX INFRA**

### DOANH NGHIỆP TIỀM NĂNG KỲ VỌNG IPO

 **VNPAY**  
Cho cuộc sống đơn giản hơn

 **thegioididong**

 **NHÀ THUỐC LONG CHÂU**

 **GOLDEN GATE**

 **HIGHLANDS COFFEE**

 **CP**

 **Bách hóa XANH**

 **GOLDEN GATE**

 **DatVietVAC**

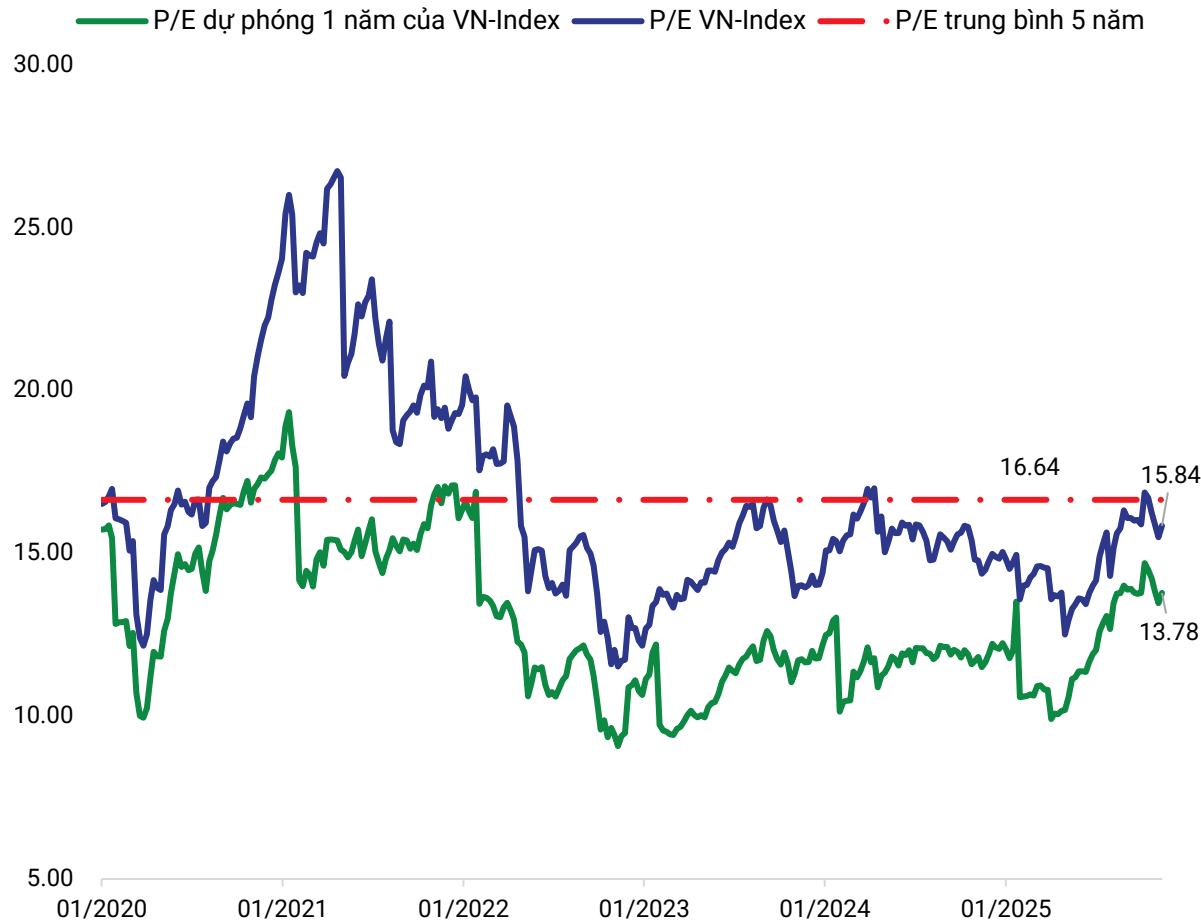
 **viettel IDC**

 **MISA**  
TIN CÂY- TIỀN ÍCH- TẬN TÌNH

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

## MỨC ĐỊNH GIÁ P/E THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM DUY TRÌ TÍNH HẤP DẪN

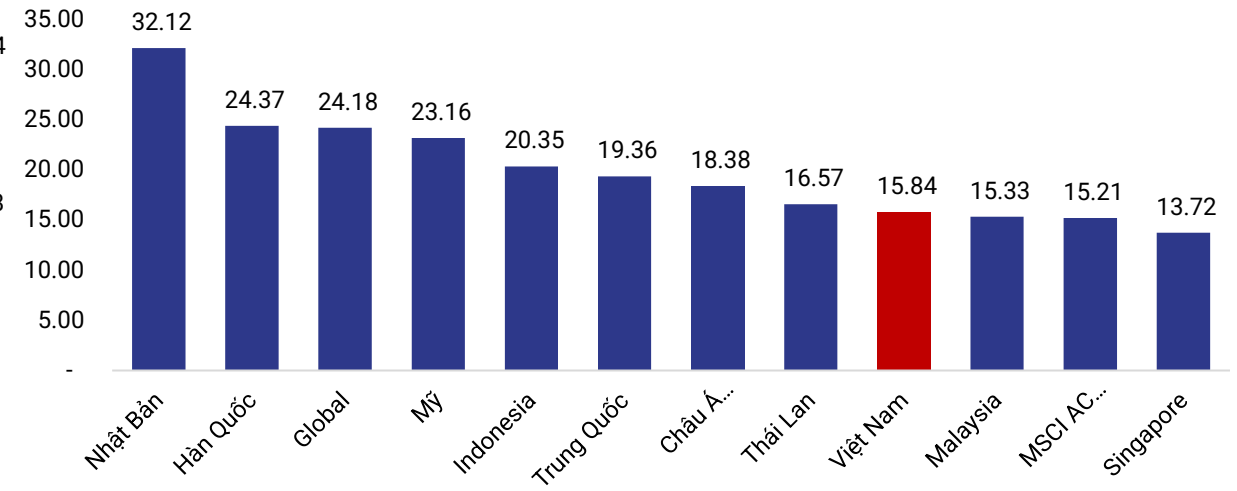
Định giá P/E của VN – Index



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

- Sau mùa báo cáo kết quả kinh doanh Quý 3.2025 đầy tích cực và pha điều chỉnh trong 2 tuần cuối tháng 10, hiện mức định giá P/E của thị trường đã giảm xuống giao dịch tại mức 15.84 thấp hơn mức trung bình 5 năm là 16.64. Trong khi đó mức định giá P/E dự phóng 1 năm theo tổng hợp từ nhiều chuyên gia của Bloomberg của VN-Index là 13.7x, thấp hơn nhiều mức trung bình 5 năm và 10 năm, là mức hấp dẫn trong lịch sử. **Mức định giá của thị trường chứng khoán Việt Nam tương đối hấp dẫn so với các nước trong khu vực và trên thế giới.**

Định giá P/E toàn cầu



# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

## CHỈ SỐ VN-INDEX VƯỢT 1,900 ĐIỂM TRONG NĂM 2026

- ❖ Chúng tôi dự báo Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2026 sẽ sớm quay trở lại tiếp tục chu kỳ tăng trưởng sau khi vượt qua giai đoạn tích lũy phân hóa mạnh, chỉ số VN-Index dự báo sẽ hướng tới giao dịch trong **vùng 1,745 – 1,957 điểm** nhờ triển vọng dòng vốn ngoại quay trở lại tích cực sau nâng hạng.
- ❖ Mức thu nhập (EPS) được chúng tôi kì vọng **tăng trưởng trong khoảng từ 12 - 18% so với năm 2025 dựa trên các yếu tố:**
  - (1) Mức tăng trưởng EPS trung bình 5 năm trên sàn HOSE là 16.5x
  - (2) Mức tăng trưởng EPS dự phóng cả năm 2025 đạt hơn 22.x
  - (3) **Mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 từ 10% trở lên.**
- ❖ Vùng định giá (P/E) được lựa chọn trong khoảng từ 15.5x – 16.5x (Độ lệch chuẩn  $\pm 0.5$  so với mức định giá trung bình 5 năm)

		Dự báo tăng trưởng EPS 2026 (%)						
		8%	10%	12%	15%	18%	20%	25%
P/E 2026 Forward (X)	14.5x	1,574	1,603	1,632	1,676	1,720	1,749	1,822
	15.X	1,628	1,659	1,689	1,734	1,779	1,809	1,885
	15.5x	1,683	1,714	1,745	1,792	1,839	1,870	1,948
	16.X	1,737	1,769	1,801	1,850	1,898	1,930	2,010
	16.5x	1,791	1,824	1,858	1,907	1,957	1,990	2,073
	17.X	1,846	1,880	1,914	1,965	2,016	2,051	2,136
	17.5x	1,900	1,935	1,970	2,023	2,076	2,111	2,199

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2026

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT ĐỒ THỊ CHỈ SỐ VN-INDEX



Thị trường chứng khoán Việt Nam sau khi chịu áp lực điều chỉnh giảm sâu đã thành công trong việc kiểm nghiệm lại vùng phân phối tích lũy đỉnh trước đó tại 1,595 – 1,685 điểm.

- ❑ **Kịch bản cơ sở:** Chỉ số VN-Index sẽ có nhịp bật tăng bút phá trong Quý 1 trước kỳ đánh giá trung gian của FTSE vào tháng 3 trước khi gặp áp lực chốt lời ngắn hạn. Trong nửa sau năm 2026, dòng vốn quỹ chủ động nước ngoài sẽ có mua vào trước nhằm đón đầu làn sóng nâng hạng giúp cho chỉ số vượt đỉnh và ghi nhận mức cao mới trong lịch sử, **VN-Index dễ dàng phá mức 1,800 điểm hướng lên vùng đỉnh mới 1,900 điểm.**
- ❑ **Kịch bản tích cực:** Chỉ số VN-Index có thể tăng áp sát và sớm vượt mốc 2,000 điểm nếu dòng tiền khối ngoài quay trở lại mạnh mẽ sau chuỗi bán ròng liên tục kỷ lục cùng sự lan tỏa đồng đều giữa các nhóm ngành trong triển vọng vĩ mô tích cực.

# Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ

## 1) Ngành Ngân hàng

(1) Tín dụng được dự báo sẽ tăng trưởng 18-20% và tiếp tục là một trong những động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế trong năm tới trong bối cảnh đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh, ngành BĐS phục hồi và sự chỉ đạo của Chính phủ đối với hệ thống ngân hàng trong việc hỗ trợ các hoạt động sản xuất - kinh doanh.

(2) Các hoạt động kinh doanh ngoài lãi có nhiều động lực tăng trưởng khi ngân hàng thực hiện chiến lược đa dạng hóa nguồn thu khi NIM được dự báo có xu hướng đi ngang, cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn chưa phục hồi biên lợi nhuận trong năm tới.

(3) Các NHTM đang chú trọng nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua tối ưu bộ máy và đẩy mạnh hoạt động chuyển đổi số.

## 2) Ngành Bất động sản

Những điểm sáng ngành Bất động sản sẽ tới từ:

(1) Nguồn cung gia tăng trong trung hạn nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ về số lượng dự án được cấp phép mới cùng với việc tái khởi động các dự án bị vướng mắc pháp lý, các dự án thí điểm theo Nghị quyết 171, dự án mới được phê duyệt kết hợp cùng

(2) Nhu cầu mua nhà được kỳ vọng cải thiện thông qua mặt bằng lãi suất duy trì thấp, hạ tầng giao thông liên vùng ngày càng hoàn thiện và

(3) các kênh huy động vốn phục hồi tích cực sau thời kỳ đóng băng.



# Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ

## 3) Ngành Dầu khí

(1) Thị trường dầu đang nghiêng về dư cung khi sản lượng tăng nhanh hơn nhiều so với nhu cầu, kéo theo rủi ro giá Brent chỉ quanh 60–65 USD/thùng năm 2025 và có thể giảm còn 55–60 USD/thùng trong 2026. Mức giá này vẫn đảm bảo lợi nhuận cho các hoạt động khai thác – bảo dưỡng ngắn hạn, nhưng có thể gây trì hoãn các dự án ngoài khơi quy mô lớn trong trung hạn.

(2) Biên lợi nhuận lọc dầu bứt phá, đặc biệt là diesel và Jet A1, đã tăng mạnh từ quý 3 và lập đỉnh vào cuối tháng 11/2025 nhờ nhu cầu vận tải và hàng không phục hồi trong bối cảnh tồn kho toàn cầu thấp, nguồn cung bị thắt chặt bởi hoạt động bảo dưỡng tại các nhà máy châu Á và Trung Đông, cùng sự khởi sắc của sản xuất – thương mại quốc tế.

(3) Khu vực thượng nguồn – động lực tăng tốc dầu khí Việt Nam: dự án Lô B – Ô Môn – dự án trọng điểm của ngành dầu khí đang được triển khai đồng bộ các gói thầu với mục tiêu đón dòng khí đầu tiên vào tháng 8/2027; dự án Lạc Đà Vàng hoàn thành vượt tiến độ khi hạ thủy thành công phần thân chân đế giàn Lạc Đà Vàng-A.

## 4) Ngành Xây dựng

Năm 2026, đầu tư công được kỳ vọng tiếp tục là trụ cột tăng trưởng với kế hoạch vốn khoảng 1.08 triệu tỷ đồng, tập trung vào các dự án hạ tầng trọng điểm trên cả nước. Backlog dồi dào cùng tín hiệu phục hồi của thị trường BĐS giúp triển vọng doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng vẫn khả quan. Tuy vậy, giá vật liệu neo cao từ nửa cuối 2025 do nguồn cung hạn chế và nhu cầu lớn có thể làm tăng chi phí giá vốn và tạo áp lực lên biên lợi nhuận trong thời gian tới.



# Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ

## 5) Ngành Phân bón

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 được củng cố bởi ba yếu tố chính:

- (1) Giá khí đầu vào dự báo giảm, tạo dư địa cải thiện biên lợi nhuận. Giá dầu Brent về quanh 60 USD/thùng, chi phí khí cho các doanh nghiệp đạm nhiều khả năng duy trì ở mức thấp;
- (2) Mặt bằng giá bán vẫn neo cao. Trong bối cảnh nguồn cung phân bón thế giới dần hồi phục, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá năm 2026 sẽ giảm nhẹ khoảng 5% YoY về quanh mức 400 USD/tấn, song vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn 2023 – 2024;
- (3) Tác động tích cực từ Luật thuế GTGT sửa đổi. Việc áp thuế suất 5% từ tháng 7/2025 giúp doanh nghiệp sản xuất nội địa nâng sức cạnh tranh so với hàng nhập khẩu và cải thiện lợi nhuận.

## 6) Ngành Điện

Quy hoạch điện VIII điều chỉnh và Luật Điện lực sửa đổi 2024 chính thức ban hành, đặt nền móng cho một giai đoạn cải cách sâu rộng trong khung pháp lý ngành điện, mở ra chu kỳ tăng trưởng và tự do hoá mới. Bước sang năm 2026, triển vọng ngành được dẫn dắt bởi hai động lực chính:

- (1) Năng lượng tái tạo – trụ cột để Việt Nam đạt Net Zero vào 2050. Chính phủ đã triển khai loạt cơ chế tháo gỡ pháp lý nhằm thúc đẩy NLTT, dù cần thêm thời gian để chính sách thẩm thấu và mang lại hiệu quả rõ rệt;
- (2) Điện khí LNG – xu hướng tất yếu trong chuyển dịch năng lượng, dự kiến chiếm khoảng 12% cơ cấu nguồn điện năm 2030, bù đắp cho nguồn khí nội địa suy giảm. Đồng thời, nhu cầu nhập khẩu LNG từ Mỹ cũng trở thành nhiệm vụ quan trọng giúp cải thiện cán cân thương mại song phương.



# Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ

## 7) Ngành Thép

Hoạt động sản xuất và tiêu thụ đang cải thiện khi sản lượng thép thành phẩm 10 tháng đầu năm tăng 8.4% và bán hàng tăng 6.8%, phản ánh sức hấp thụ nội địa phục hồi khi xuất khẩu kém khả quan. Trong bối cảnh thương mại toàn cầu biến động và nhiều rào cản thuế quan, thị trường nội địa được dự báo sẽ tiếp tục là điểm tựa chính của ngành trong năm 2026, được hỗ trợ bởi nhu cầu từ BĐS và đầu tư công cùng các chính sách về thuế chống bán phá giá trong nước. Giá thép có thể phục hồi trở lại nhờ nhu cầu đi lên và chi phí nguyên liệu tăng, dù vẫn tồn tại rủi ro cạnh tranh do dư cung trong khu vực có thể tạo áp lực lên giá bán khi thị trường nội địa mới chỉ phục hồi ở mức độ vừa phải.

## 8) Ngành Bán lẻ

Tiêu dùng nội địa đang dần ấm lên, thể hiện qua tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ 10T.2025 đạt 9.3% YoY, vượt mức 8,8% cùng kỳ. Động lực chính đến từ thị trường lao động cải thiện, cùng với loạt chính sách mới của Nhà nước tạo hiệu ứng kích cầu mạnh cho nền kinh tế. Bước sang 2026, triển vọng ngành bán lẻ được dẫn dắt bởi hai điểm nhấn:

(1) Ngành trang sức hưởng lợi từ Nghị định 232/2025/NĐ-CP (hiệu lực từ 10/2025), khi cơ chế độc quyền vàng miếng được gỡ bỏ, mở đường cho doanh nghiệp tư nhân sản xuất vàng miếng và nhập khẩu vàng nguyên liệu;

(2) Kênh bán lẻ hiện đại tiếp tục tăng tốc khi các chuỗi bách hóa đã có lãi và bước vào chu kỳ mở rộng nhanh chóng. Quá trình chuẩn hóa thị trường, bao gồm cả thương mại điện tử, cũng góp phần nâng cao minh bạch và tăng sức cạnh tranh cho hệ thống bán lẻ hiện đại.



# NGÀNH NGÂN HÀNG

BANK

# NGÀNH NGÂN HÀNG

## TÍN DỤNG BỨT PHÁ NHƯNG BIÊN LÃI RÒNG THU HẸP



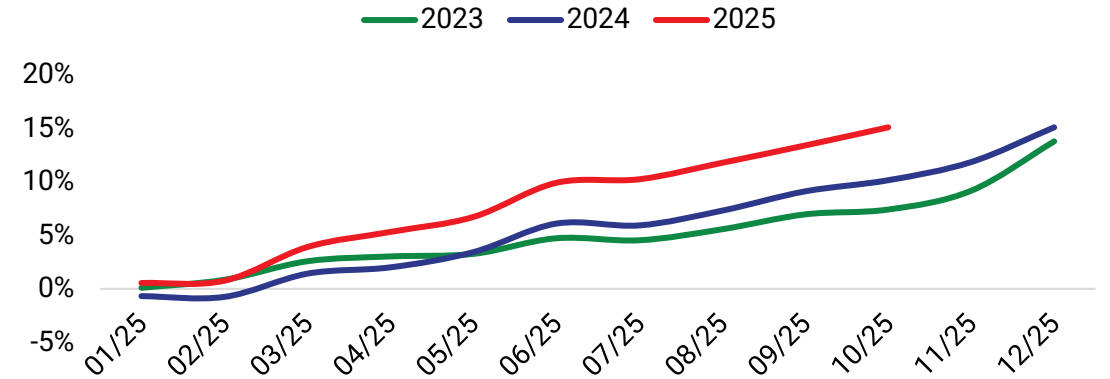
### Tín dụng tiếp tục là động lực tăng trưởng

Tính đến 31/10/2025, tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt 15.09%, cao hơn gần 1.5 lần so với mức tăng trưởng 10.15% của cùng kỳ năm trước. Tốc độ tăng trưởng cũng được đẩy nhanh hơn theo từng tháng và được dự báo sẽ đạt mức tăng 18% cho cả năm 2025. Dựa trên các chỉ số mục tiêu về tăng trưởng kinh tế, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng vẫn sẽ tiếp tục là động lực cho nền kinh tế trong năm kế tiếp, với mức tăng trưởng có thể đạt 18-20% trong bối cảnh đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh, ngành BĐS phục hồi và sự chỉ đạo của Chính phủ đối với hệ thống ngân hàng trong việc hỗ trợ các hoạt động sản xuất - kinh doanh.

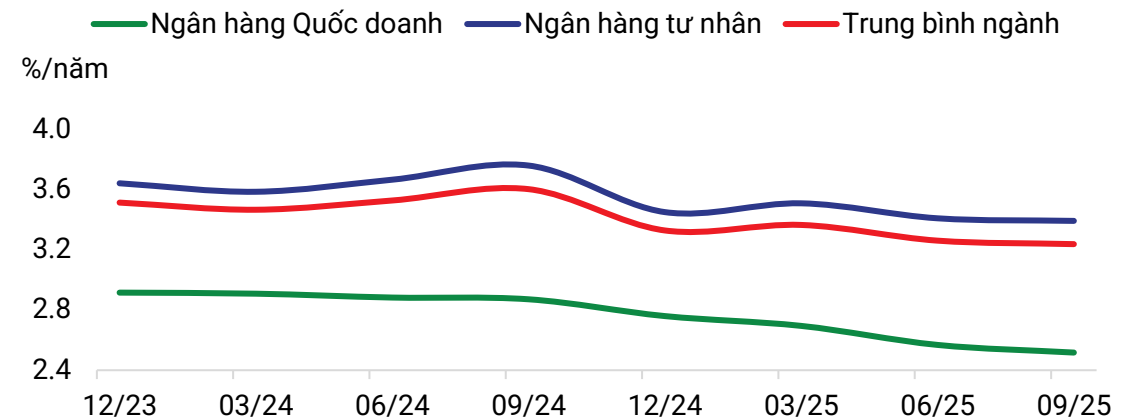
### Biên lãi ròng chịu sức ép

Dù tín dụng tăng trưởng tích cực, biên lãi ròng (NIM) lại có dấu hiệu thu hẹp khi nền lãi suất thấp đã được duy trì từ đầu năm. Sang tháng 7, thanh khoản của thị trường liên ngân hàng hạ nhiệt đã giúp tốc độ thu hẹp NIM chậm lại, một số NHTM cũng đã có sự phục hồi nhẹ về NIM. Bước vào giai đoạn cao điểm cuối năm, lãi suất thị trường liên ngân hàng đang có xu hướng tăng nhẹ, đồng thời các NHTM đang có động thái tăng lãi suất huy động để tăng cường thu hút nguồn vốn. Chúng tôi dự báo xu hướng lãi suất tiếp tục tăng nhẹ có thể tiếp diễn trong năm 2026 nhưng diễn biến cùng pha ở cả lãi suất đầu vào và đầu ra, khiến NIM có thể sẽ đi ngang trong năm tới.

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống



Biên lãi ròng các ngân hàng niêm yết



Nguồn: PSI tổng hợp

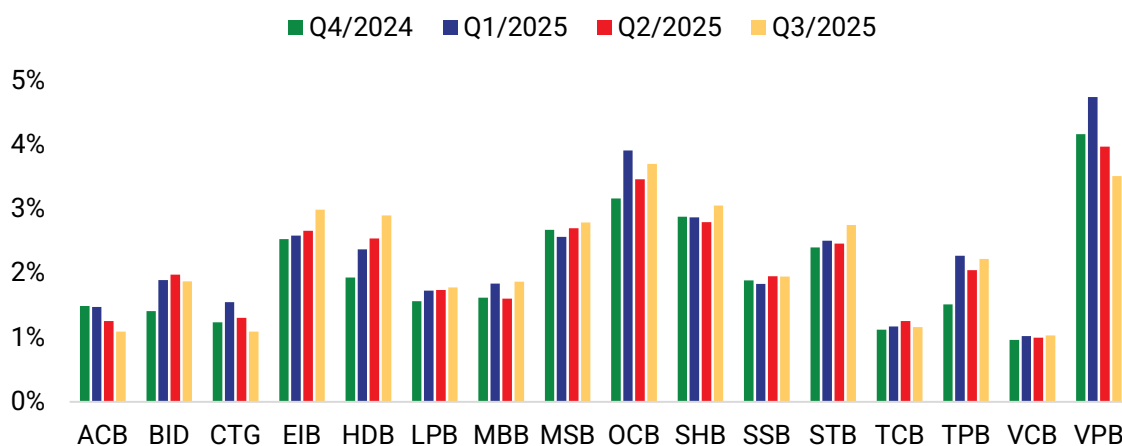
## NGÂN HÀNG GIẢM THẬN TRỌNG, CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN CHƯA CÓ SỰ CẢI THIỆN

### Áp lực nợ xấu gia tăng

Tỷ lệ nợ xấu nội bảng hợp nhất ở nhóm các NHTM niêm yết tăng nhẹ từ mức 2.14% ở cuối năm 2024 lên mức 2.38% khi kết thúc quý 3/2025. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên ở cả nhóm ngân hàng quốc doanh (từ 1.23% lên 1.37%) và nhóm NHTM tư nhân (từ 3.02% lên 3.16%) dù có sự mở rộng đáng kể của nhóm nợ đủ tiêu chuẩn. Chúng tôi dự báo áp lực nợ xấu có thể gia tăng trong năm 2026, khi tín dụng tiếp tục đà tăng mạnh và tốc độ hình thành nợ xấu đang tăng lên với sự mở rộng về cấu phần của dư nợ nhóm 2 ở các ngân hàng. Diễn biến này có thể đòi hỏi các NHTM phải tăng cường trích lập dự phòng, từ đó trực tiếp thu hẹp lợi nhuận kinh doanh của ngân hàng trong thời gian tới.

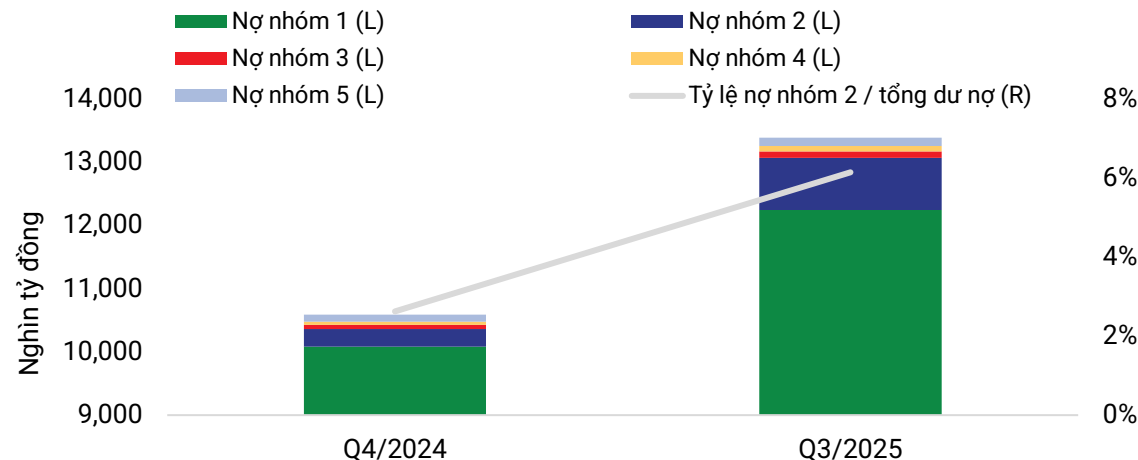
Tuy nhiên, một điểm sáng trong chất lượng tài sản là các ngân hàng đã có sự tăng cường đa dạng hóa danh mục cho vay, đồng thời mở rộng dư nợ cho vay bán lẻ để có thu nhập lãi cạnh tranh và giảm các rủi ro tập trung.

Tỷ lệ nợ xấu nội bảng các ngân hàng niêm yết



Nguồn: Bloomberg, BCTC các ngân hàng, PSI tổng hợp

Cơ cấu dư nợ tín dụng của các ngân hàng niêm yết



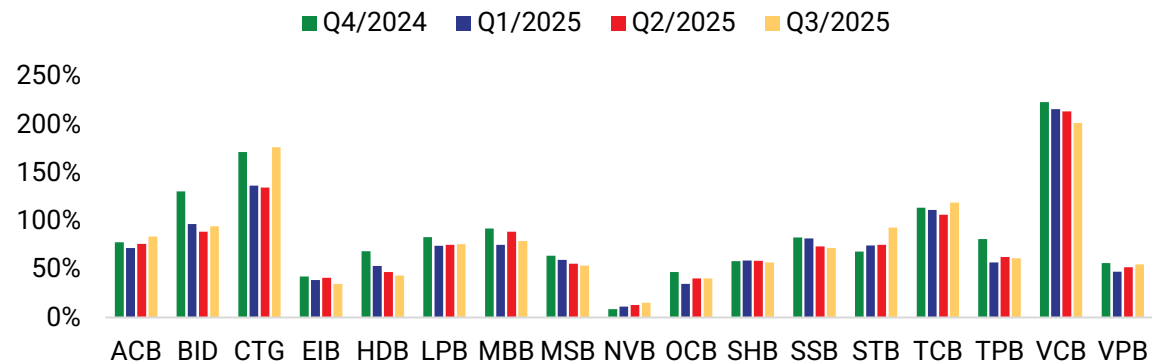
## NGÂN HÀNG GIẢM THẬN TRỌNG, CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN CHƯA CÓ SỰ CẢI THIỆN

### Nhiều ngân hàng giảm thận trọng trong trích lập dự phòng rủi ro

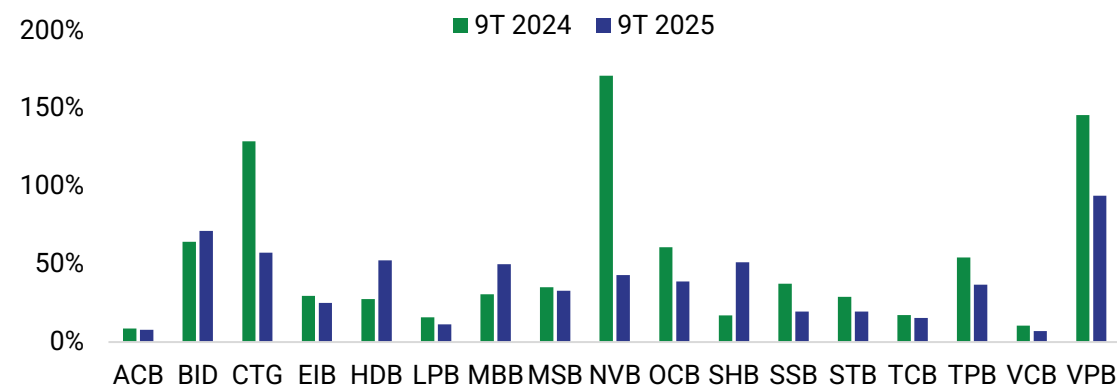
Tính đến hết quý 3, kết quả kinh doanh của các ngân hàng đạt được tương đối tích cực với tăng trưởng lợi nhuận trước thuế thường cao hơn từ 10-30% so với cùng kỳ. Bên cạnh nguyên nhân đến từ mở rộng quy mô tín dụng và tăng trưởng ở một số hoạt động kinh doanh ngoài lãi, có dấu hiệu cho thấy các ngân hàng đang giảm dần sự thận trọng trong trích lập dự phòng rủi ro, khi cấu phần chi phí trích lập có sự giảm về tỷ trọng so với lợi nhuận trước thuế dù tín dụng tăng trưởng mạnh.

Theo đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng có sự biến động do các NHTM điều chỉnh theo từng quý, song có xu hướng giảm nhẹ so với cuối năm 2024. Việc các chỉ số về chất lượng tài sản biến động cho thấy các ngân hàng có những động thái điều chỉnh với tình hình trong ngắn hạn song chúng tôi cho rằng đây sẽ không phải là xu hướng trong dài hạn. Khi rủi ro hình thành nợ xấu đang gia tăng, hoạt động tín dụng vẫn tiếp tục được thúc đẩy và nền kinh tế còn nhiều biến động khó đoán định, chúng tôi dự báo áp lực trích lập dự phòng sẽ tăng lên trong năm 2026, đặt ra thách thức lớn cho các ngân hàng trong việc bảo đảm biên lợi nhuận, duy trì chất lượng tài sản và cân đối giữa tăng trưởng tín dụng với mức độ an toàn vốn.

Tỷ lệ LLR của các NHTM



Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/Lợi nhuận trước thuế



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

# NGÀNH NGÂN HÀNG

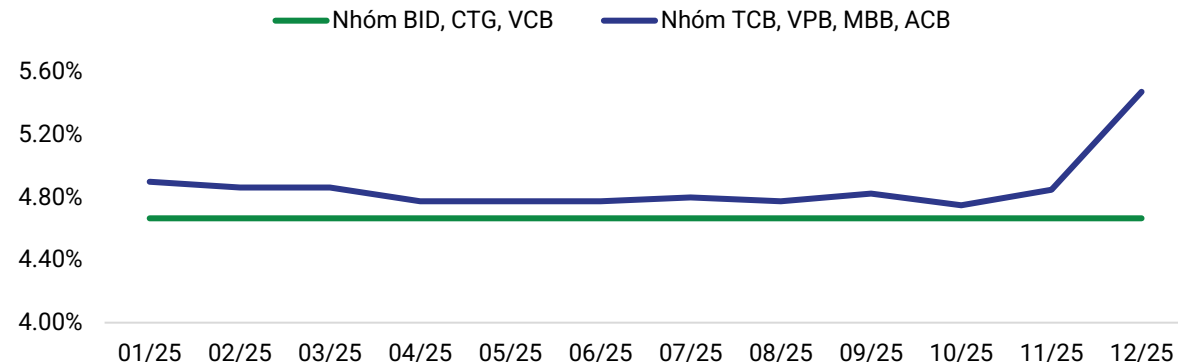
## CHI PHÍ VỐN CHỊU ÁP LỰC BỊ ĐẨY CAO



### Chi phí vốn bị đẩy cao

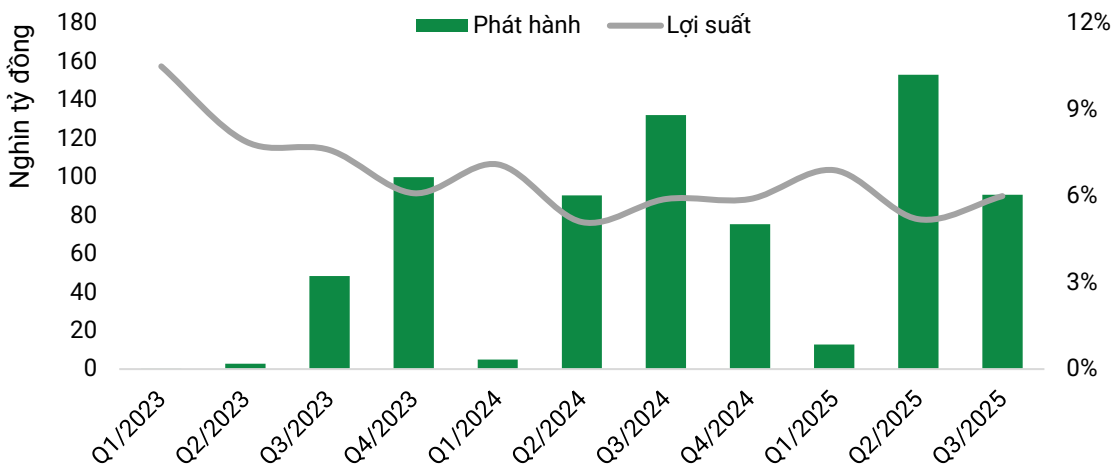
Việc các nguồn vốn chi phí thấp đồng loạt kém thuận lợi: tỷ lệ CASA giảm từ 35% cuối năm 2024 xuống 33.3%, lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao và lãi suất trúng thầu OMO tăng, đang tạo áp lực làm chi phí của nhiều kênh huy động khác tăng theo. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ còn kéo dài trong năm 2026, khi nhu cầu huy động của các NHTM vẫn lớn và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, qua đó duy trì mặt bằng chi phí vốn ở mức cao.

### Lãi suất tiền gửi trung bình các NHTM (kỳ hạn 12 tháng)



Nguồn: PSI tổng hợp

### Tình hình phát hành trái phiếu của các NHTM



Nguồn: VBMA, PSI tổng hợp

### Ngân hàng tăng cường phát hành trái phiếu

Trong 9 tháng đầu năm, các NHTM đã phát hành tổng cộng 256,739 tỷ đồng trái phiếu các kỳ hạn, tăng 12.8% so với cùng kỳ năm trước. Hoạt động phát hành được các ngân hàng đẩy mạnh nhằm tận dụng nền lãi suất thấp trong năm 2025, đồng thời là nguồn huy động hỗ trợ quản trị chi phí vốn của ngân hàng. Với những rủi ro về thanh khoản như hiện nay, chúng tôi dự báo khối lượng trái phiếu phát hành mới của ngân hàng sẽ giữ xu hướng tăng trong các quý tiếp theo, dù lợi suất trung bình đã tăng trở lại trong quý 3 vừa qua và khả năng hấp thụ của các đợt phát hành mới có thể sẽ chậm lại.

## KẾT QUẢ KINH DOANH NGOÀI LÃI ĐƯỢC KÌ VỌNG TIẾP TỤC CẢI THIỆN

### Hiệu quả sinh lời của mảng hoạt động tín dụng chưa thể bút phá

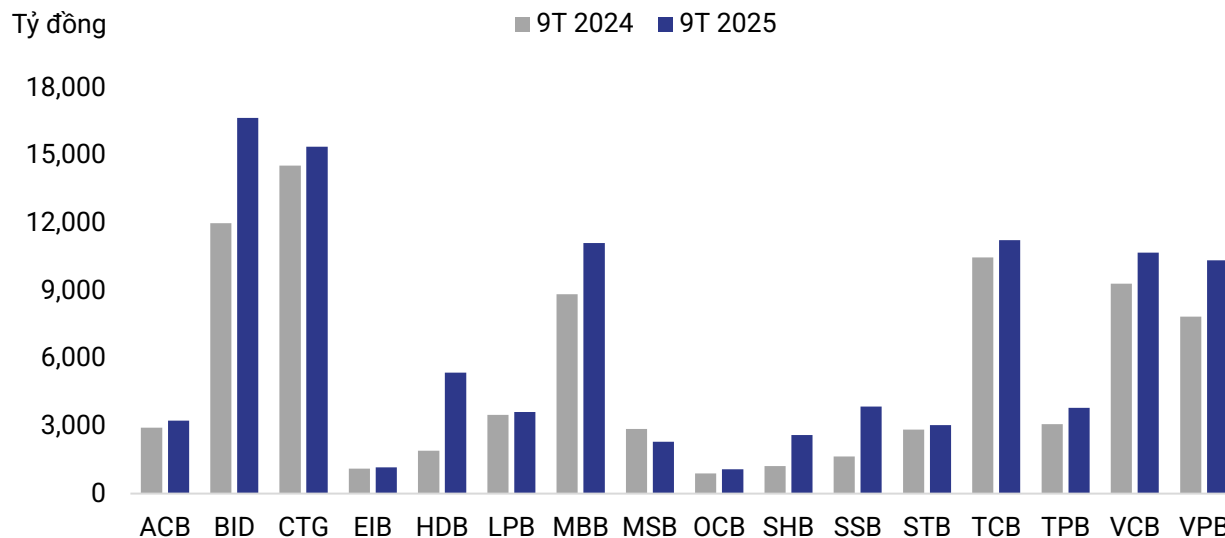
Như đã đề cập, chúng tôi dự báo nền lãi suất có thể có diễn biến tăng lên so với mức nền thấp của năm 2025, tuy nhiên sẽ có tác động đồng thời lên cả lãi suất cho vay và lãi suất huy động của ngân hàng. Diễn biến lãi suất như dự báo sẽ duy trì biên lợi nhuận của nhóm hoạt động tín dụng của ngân hàng hoặc cải thiện nhẹ ở một số ngân hàng có công tác kiểm soát chi vốn tối ưu.

### Mảng phi tín dụng cho thấy nhiều động lực tăng trưởng

Đối với các hoạt động phi tín dụng, tỷ giá USD/VND tạm thời tăng chậm lại nhờ FED bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ và các chính sách thuế quan dần ổn định có thể hỗ trợ cải thiện các hoạt động kinh doanh ngoại hối của ngân hàng. Hoạt động bancassurance đang trên đà phục hồi sau giai đoạn khủng hoảng và sự tương quan ngược chiều giữa giá trái phiếu và lãi suất cũng mang lại lợi thế cho các hoạt động ngoài lãi này của ngân hàng. Trước đó, một số ngân hàng với chiến lược đa dạng hóa nguồn thu nhập từ các nguồn thu ngoài lãi trước áp lực thu hẹp của NIM cũng ghi nhận kết quả tương đối tích cực. Chúng tôi dự báo xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn, khi NIM được dự báo sẽ đi ngang hoặc chỉ có cải thiện nhẹ trong năm tới.

Dù vậy, chúng tôi cũng lưu ý việc lãi suất có xu hướng tăng dần có thể làm ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh trái phiếu của các NHTM trong năm 2025.

Lợi nhuận từ hoạt động phi tín dụng của các ngân hàng



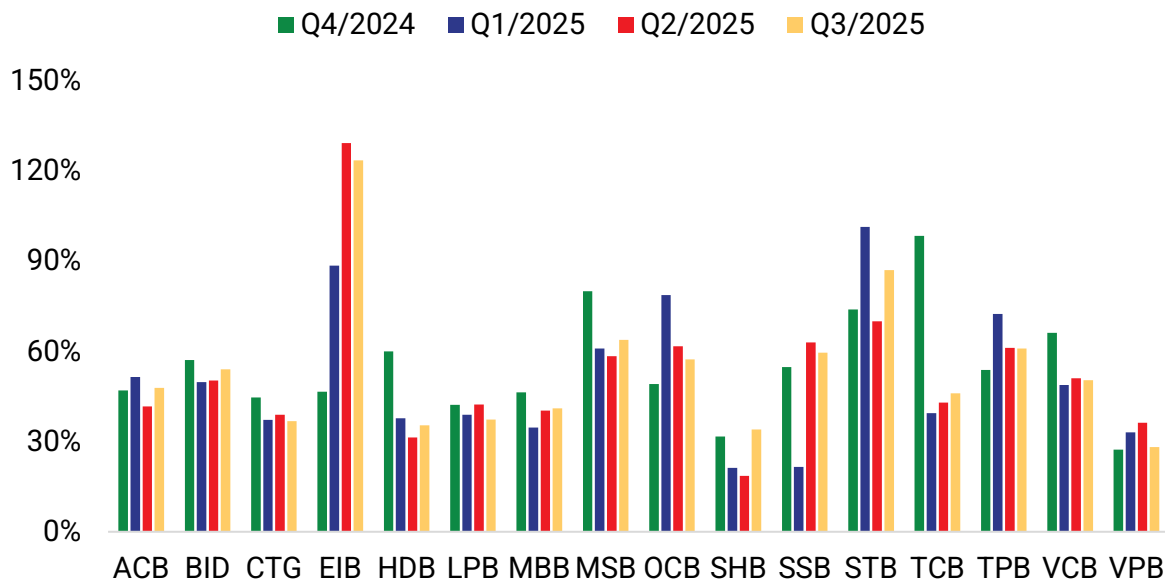
Nguồn: Bloomberg, BCTC các ngân hàng, PSI tổng hợp

# NGÀNH NGÂN HÀNG

## CHÚ TRỌNG GIA TĂNG HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

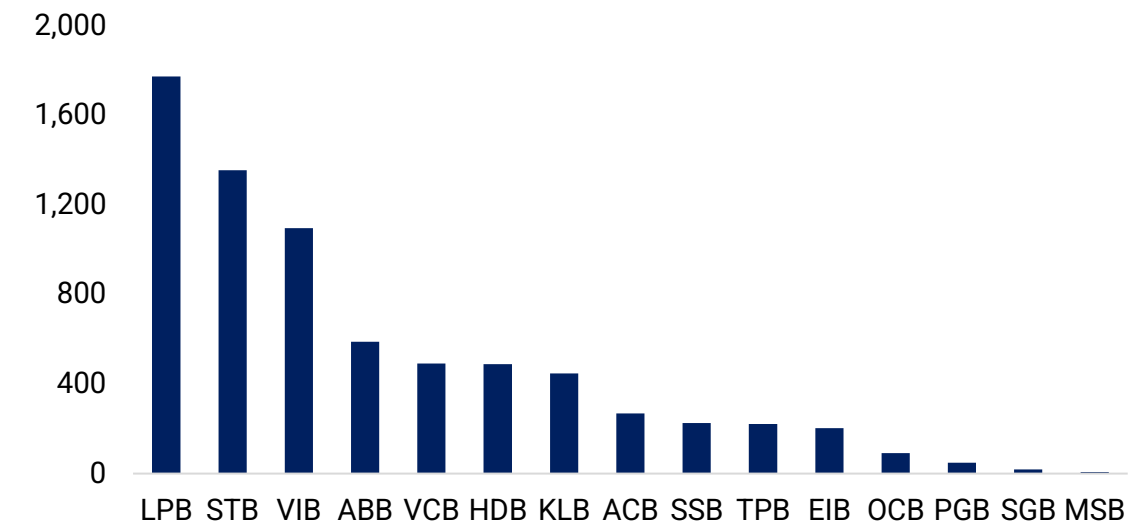
**Hiệu quả hoạt động đang được các NHTM đặc biệt chú trọng**, thể hiện qua việc tinh gọn bộ máy, tối ưu quy trình và cắt giảm nhân sự tại các mảng có mức độ tự động hóa cao, đồng thời đẩy mạnh chuyển đổi số trong toàn hệ thống. Quy mô nhân sự tại nhiều ngân hàng đã thu hẹp đáng kể trong 9 tháng đầu năm, càng cho thấy xu hướng đẩy mạnh số hóa và tái cấu trúc vận hành đang được đẩy mạnh triển khai ở nhiều ngân hàng, hỗ trợ giảm các chi phí cố định và cải thiện hiệu quả tổng thể. Nhờ đó, tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) của nhiều ngân hàng đã được cải thiện, là tiền đề cho các ứng dụng về công nghệ và tự động hóa tiếp tục được áp dụng trong thời gian tới.

Tỷ lệ CIR của các ngân hàng



Người

Số lượng nhân sự cắt giảm ở các ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BCTC các ngân hàng, PSI tổng hợp

## NHỮNG CHÍNH SÁCH ĐIỀU HÀNH ĐÁNG CHÚ Ý

### NHNN triển khai nâng chuẩn an toàn vốn

Vào ngày 15/9 vừa qua, thông tư 14 của NHNN về nâng chuẩn an toàn vốn đối với NHTM chính thức có hiệu lực. Thông tư đưa ra những quy định bắt buộc về tỷ lệ an toàn vốn, và đưa ra lộ trình chuyển đổi chuẩn Basel áp dụng trong hệ thống ngân hàng lên Basel III với các quy định chặt chẽ hơn về chất lượng vốn, thanh khoản, tỷ lệ đòn bẩy và quản trị rủi ro tập trung. Dựa trên lộ trình này, chúng tôi dự báo các NHTM có thể sẽ có những bước chuẩn bị đầu tiên trong năm 2026, như dần thực hiện các chiến lược về gia tăng vốn tự có, tái cấu trúc và tối ưu danh mục tài sản để từ đó dần nâng chuẩn và đảm bảo tuân thủ yêu cầu an toàn vốn trong các năm sắp tới.

### NHNN được giao thí điểm loại bỏ trần tín dụng trong năm 2026

Vừa qua, NHNN được Chính phủ yêu cầu triển khai thí điểm xóa bỏ room tín dụng trong năm 2026. Việc xóa bỏ room tín dụng sẽ đưa hoạt động mở rộng dư nợ trở về cơ chế cung - cầu trên thị trường, qua đó tăng mức độ linh hoạt cho các NHTM trong điều hành danh mục cho vay và tối ưu hóa hoạt động kinh doanh cốt lõi. Một số ngân hàng có bộ đệm rủi ro vững chắc với tỷ lệ CAR cao như TCB, HDB, ACB,...nhiều khả năng được hưởng lợi khi cơ chế room tín dụng được dỡ bỏ nhờ khả năng hấp thụ rủi ro tốt và có dư địa mở rộng bảng cân đối lớn. Đối với nhóm ngân hàng quốc doanh vốn gặp nhiều hạn chế trong việc tăng vốn chủ sở hữu, nếu loại bỏ trần tín dụng, phát hành thêm trái phiếu để bổ sung vốn lõi cấp 2 có thể sẽ là biện pháp được các ngân hàng nhanh chóng thực hiện trong thời gian tới để giữ vững lợi thế về cung cấp tín dụng, đồng thời vẫn duy trì tuân thủ các tỷ lệ an toàn vốn. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng việc loại bỏ trần tín dụng vẫn luôn tiềm ẩn nguy cơ mở rộng tín dụng vượt quá khả năng quản trị rủi ro, từ đó làm suy yếu chất lượng tài sản trong trung hạn của ngân hàng. Điều này đặc biệt đáng lưu ý trong bối cảnh môi trường kinh tế có nhiều biến động, đòi hỏi các NHTM phải củng cố năng lực quản trị và kiểm soát nội bộ trước khi được vận hành hoàn toàn theo cơ chế thị trường.

Tỷ lệ	Thời điểm áp dụng từ			
	Năm thứ I	Năm thứ II	Năm thứ III	Năm thứ IV trở đi
<b>CCB (Bộ đệm bảo toàn vốn)</b>				
<b>Vốn lõi cấp 1 (bao gồm CCB)</b>	0.625%	1.25%	1.875%	2.5%
<b>Vốn lõi cấp 2 (bao gồm CCB)</b>	5.125%	5.75%	6.375%	7%
<b>Vốn cấp 1 (bao gồm CCB)</b>	6.625%	7.25%	7.875%	8.5%
<b>CAR (bao gồm CCB)</b>	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%

# NGÀNH NGÂN HÀNG

## CỔ PHIẾU ƯA THÍCH



STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	CTG	<p>- <b>Tăng trưởng tín dụng vượt trội nhưng vẫn đồng thời cải thiện chất lượng tài sản.</b> CTG ghi nhận tăng trưởng tín dụng đạt 15.6% so với cùng kỳ, cao hơn mức trung bình ngành là 13.4%. Đồng thời, tỷ lệ nợ xấu nội bảng đạt 1.09%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 176%, đều cải thiện đáng kể so với cuối năm trước, từ đó giảm thiểu các rủi ro tín dụng.</p> <p>- <b>Lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng nhờ giảm thiểu chi phí trích lập dự phòng</b> khi chất lượng tài sản cải thiện. Cụ thể, CTG đã giảm được 32.6% tổng chi phí trích lập so với cùng kỳ năm trước mà vẫn cải thiện được chất lượng tài sản. Nhờ đó, CTG lợi nhuận sau thuế đạt 23,764 tỷ đồng và có mức tăng trưởng so với cùng kỳ là 52.3%.</p>	NIM vẫn đang trong xu hướng thu hẹp và đi ngang khi ngân hàng duy trì mức lãi suất cho vay nhưng tăng dần lãi suất huy động.
2	VCB	<p>- <b>Duy trì kết quả kinh doanh đứng đầu toàn ngành</b> nhờ tăng trưởng tín dụng 12.5% và tăng trưởng tích cực ở các hoạt động phi tín dụng. Mảng hoạt động kinh doanh ngoài lãi vẫn được dẫn dắt bởi thế mạnh về ngoại hối của ngân hàng. Bên cạnh đó, VCB cũng cho thấy năng lực quản trị chi phí vốn tốt nhờ vào lợi thế về nguồn tiền từ khách hàng doanh nghiệp lớn và các doanh nghiệp nhà nước giúp NIM trong 3 quý đầu năm 2025 duy trì ổn định dù mặt bằng lãi suất kém thuận lợi.</p> <p>- <b>Chất lượng tài sản vượt trội.</b> Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.03%, thuộc mức thấp trong toàn ngành, tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt mức cao 202%. VCB duy trì chiến lược trích lập thận trọng, đảm bảo an toàn vốn nhưng vẫn duy trì tăng trưởng tốt về kết quả lợi nhuận kinh doanh.</p>	Tốc độ hình thành nợ xấu có nhích nhẹ. Đây vẫn là một yếu tố cần lưu ý dù ngân hàng có chiến lược phòng chống rủi ro thận trọng



# NGÀNH NGÂN HÀNG

## CỔ PHIẾU ƯA THÍCH



STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
3	ACB	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Ưu tiên đảm bảo chất lượng tài sản.</b> ACB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng đạt 14.2%, cao hơn bình quân ngành nhưng các chỉ số về chất lượng tài sản vẫn cải thiện và đảm bảo độ thận trọng. Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 1.09%, thấp nhất trong nhóm NHTM tư nhân, và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục cải thiện đạt 84% so với mức 78% ở cuối năm 2024.</li><li>- <b>Lợi nhuận phi tín dụng cải thiện đáng kể trong bối cảnh lợi nhuận từ lãi suy giảm trong bối cảnh chung.</b> ACB đạt mức tăng trưởng 55% so với cùng kỳ từ các hoạt động kinh doanh ngoài lãi, cho thấy hiệu quả cao trong chiến lược đa dạng hóa nguồn thu khi hoạt động tín dụng gặp khó khăn trên quy mô toàn ngành.</li></ul>	Thu nhập lãi thuần 3 quý đầu năm giảm so với cùng kỳ, cho thấy quá trình quản lý lãi suất của ACB vẫn chưa thể chống chịu trước áp lực thu hẹp chênh lệch giữa lãi suất đầu vào và đầu ra của ngân hàng.
4	TCB	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Tỷ lệ an toàn vốn đứng đầu toàn ngành.</b> TCB luôn duy trì mức CAR cao so với yêu cầu cũng như mặt bằng chung toàn ngành. Đây sẽ là một lợi thế quan trọng trong bối cảnh tín dụng vẫn được thúc đẩy mở rộng và NHNN có thể sẽ thí điểm loại bỏ room tín dụng trong năm tới.</li><li>- <b>Tỷ lệ CASA cải thiện xuyên suốt năm 2025, hỗ trợ cải thiện chi phí vốn</b> của ngân hàng trong bối cảnh chi phí vốn chịu ảnh hưởng tiêu cực trên toàn ngành.</li><li>- Ngân hàng có lợi thế về tệp khách hàng là các doanh nghiệp lớn có hệ thống sản phẩm đa dạng, củng cố vị thế ngân hàng đi đầu trong mảng bán buôn trong hệ thống.</li></ul>	NIM bị thu hẹp theo xu hướng toàn ngành. Kết quả kinh doanh từ các hoạt động ngoài lãi cũng cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm trước.



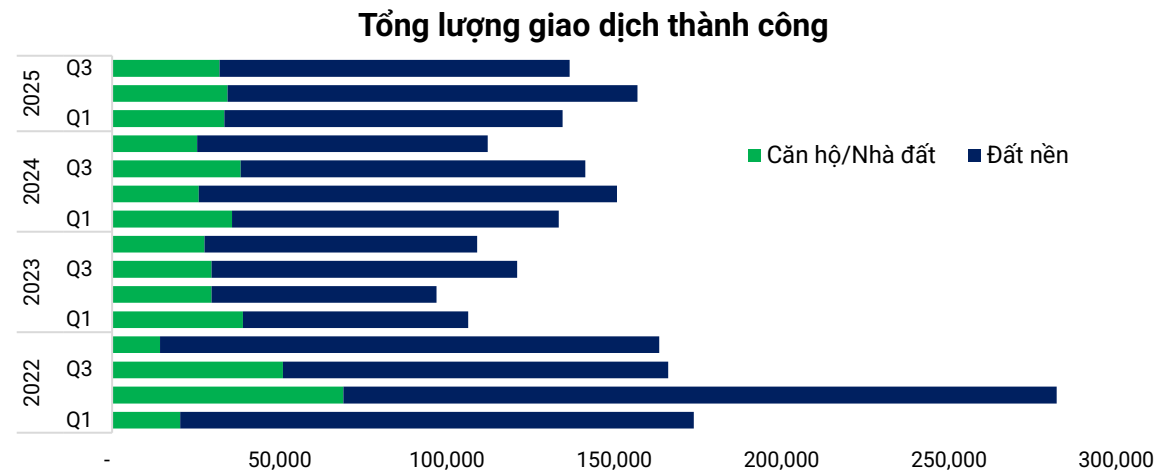
# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

## BDS NHÀ Ở: NGUỒN CUNG GIA TĂNG GIỮA BỐI CẢNH GIÁ BÁN NEO CAO

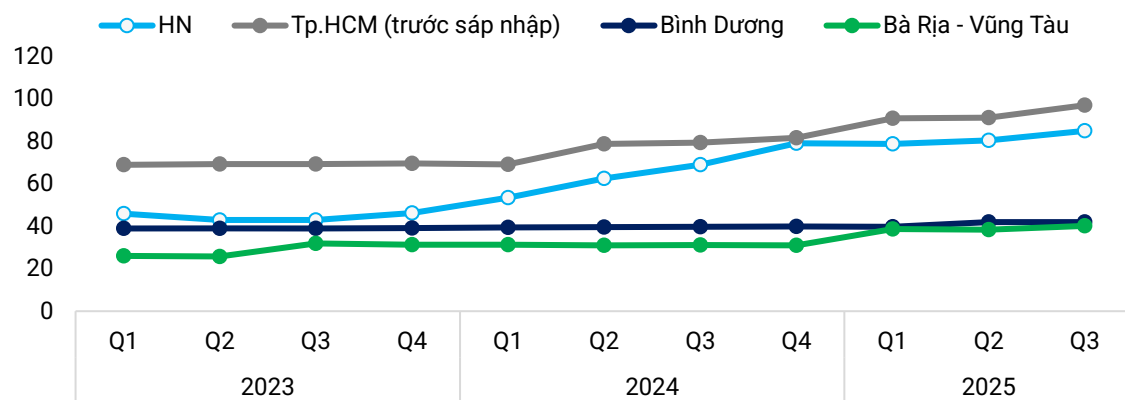
**Nhu cầu chịu tác động bởi giá bán neo ở mức cao.** Q3/2025, tổng lượng giao dịch thành công ở cả 2 phân khúc đất nền và chung cư/ nhà ở riêng lẻ vào khoảng 13,681 giao dịch, bằng 87% so với Q2/2025 và bằng 96.6% so với cùng kỳ 2024.

**Hoạt động mở bán sôi động trong những tháng cuối năm 2025.** Bước sang Q4/2025, giai đoạn cao điểm mở bán của thị trường bất động sản, động lực chính đến từ loạt đại dự án của các chủ đầu tư lớn, tập trung chủ yếu tại khu vực phía Nam, sau khi Hà Nội ghi nhận mức tăng giá 23% so với cùng kỳ năm trước.



Nguồn: Bộ Xây dựng, PSI tổng hợp

**Giá bán căn hộ giai đoạn 2023-2025 (triệu VND/m<sup>2</sup>)**



**Các kênh huy động vốn phục hồi tích cực sau thời kỳ đóng băng.** Hoạt động huy động vốn ghi nhận những tín hiệu khởi sắc thông qua cả kênh tín dụng ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp. Theo SBV, tính đến 31/8/2025, dư nợ tín dụng đối với hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 1,823,312 tỷ đồng (tăng 43% so với cùng kỳ năm trước). Hoạt động phát hành trái phiếu 10 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị trái phiếu phát hành đạt gần 491,000 tỷ đồng, tăng 38.7% so với cùng kỳ năm 2024, trong đó ngành bất động sản chiếm khoảng 20.57% tổng giá trị phát hành.

# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

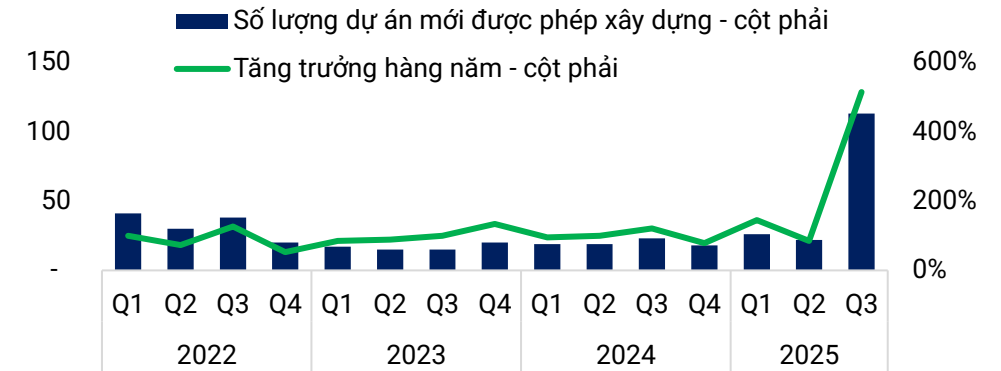
## BDS NHÀ Ở: TRIỂN VỌNG 2026

**Nguồn cung được dự báo gia tăng trong trung hạn nhờ:** (1) Lũy kế 9T/2025, 161 dự án mới được cấp phép, gấp gần 2.64 lần so với cùng kỳ năm trước. Tính riêng trong Q3/2025, cả nước ghi nhận 113 dự án cấp phép mới, tăng 413.6% so với quý trước. (2) Các dự án vướng mắc pháp lý được tái khởi động từ những điểm mới của Nghị quyết 171 (thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất hoặc đất đang có quyền sử dụng và các dự án mới được phê duyệt). Theo dự báo của CBRE, Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP.HCM dự kiến đạt 60,300 căn trong 2026, tăng 11% YoY..

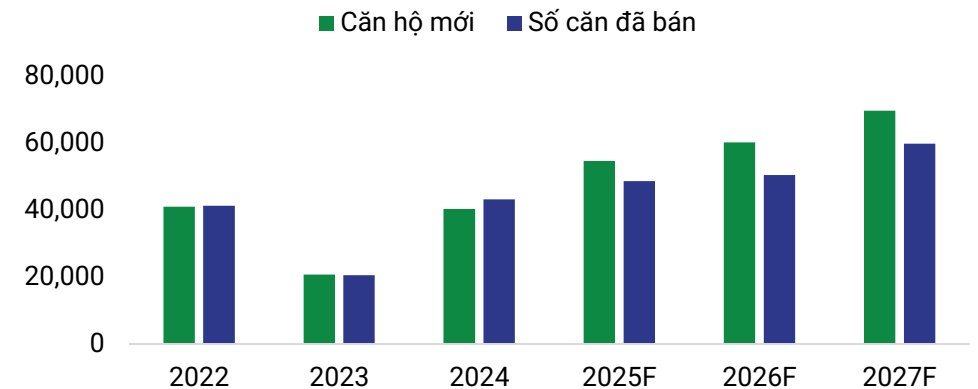
**Nhu cầu mua nhà được kỳ vọng cải thiện nhờ** (1) mặt bằng lãi suất duy trì ổn định và (2) hạ tầng giao thông liên vùng ngày càng hoàn thiện, giúp rút ngắn thời gian di chuyển giữa Hà Nội, TP.HCM và các tỉnh lân cận.

**Quy định mới về bảng giá đất: cơ hội cho những doanh nghiệp có nền tảng tài chính tốt.** Từ 01/01/2026, Điều 159 Luật Đất đai 2024 có hiệu lực, quy định UBND cấp tỉnh xây dựng, trình HĐND cùng cấp quyết định bảng giá đất lần đầu. Giá đất của bảng giá đất sẽ được xây dựng theo khu vực, vị trí và được điều chỉnh, sửa đổi, bổ sung hàng năm. Quy định này đặt ra bài toán với sức khỏe tài chính của chủ đầu tư khi chi phí đầu vào tăng cao, từ đó đặt ra thách thức lớn về khả năng hấp thụ của thị trường đối với các sản phẩm đầu ra.

**Số lượng dự án mới được cấp phép xây dựng**



**Nguồn cung căn hộ chung cư tại Hà Nội và TP.HCM**



Nguồn: Bộ Xây dựng, CBRE, PSI tổng hợp

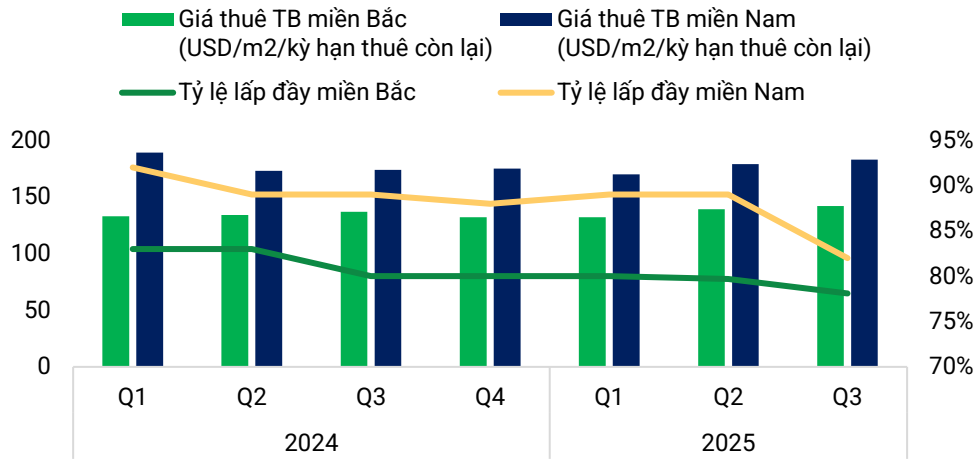
# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

## BDS KHU CÔNG NGHIỆP: ỔN ĐỊNH TRỞ LẠI SAU CÚ SỐC THUẾ QUAN

Giá trị FDI 10 tháng 2025 ghi nhận mức cao nhất trong 5 năm



Giá thuê TB và tỷ lệ lấp đầy BĐS KCN



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CBRE, PSI tổng hợp

Việc Chính phủ Mỹ áp thuế xuất khẩu 20% đối với hàng Việt Nam xuất sang Mỹ và 40% đối với các hàng hóa trung chuyển có thể sẽ **tạo áp lực cho thị trường Bất động sản Khu công nghiệp**. Tuy nhiên, hiện tại, các khu công nghiệp lớn vẫn cho thấy sự thích ứng tốt với cú sốc thuế quan.

**Tại khu vực phía Bắc**, tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp duy trì mức cao 78.1% vào cuối Quý 3/2025, chỉ giảm 1.5 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước. Giá thuê trung bình trong Quý 3/2025 đạt 142 USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn còn lại, tăng 4.1% so với cùng kỳ và tăng 2.3% so với quý trước.

**Tại khu vực phía Nam**, dù có chậm lại từ sự thận trọng của nhà đầu tư, nhưng phân khúc nhà xưởng và kho xây sẵn vẫn duy trì được tỷ lệ lấp đầy khi lần lượt ghi nhận 96% và 74% trong quý 3.2025.

**Giữ đà thu hút FDI sau cú sốc thuế quan.** Tình hình vốn đầu tư nước ngoài 10 tháng đầu năm 2025 vẫn ghi nhận những tín hiệu tích cực, đạt 21.3 tỷ USD, tăng 8.8% so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh đó, Nghị định 205/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ 01/09/2025 sẽ nâng cao khả năng thu hút đầu tư, cho thấy xét về dài hạn, Việt Nam vẫn là điểm sáng về khả năng thu hút vốn đầu tư FDI trong khu vực và trên thế giới.

# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

## CỔ PHIẾU ƯA THÍCH

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	NLG	<p>NLG nhiều khả năng được hưởng lợi từ các thay đổi pháp lý trên thị trường BĐS nhờ:</p> <p>(1) Kỳ vọng giá bán các sản phẩm của NLG tại các khu trung tâm hành chính mới tăng lên sau sáp nhập.</p> <p>(2) Đẩy nhanh tiến độ pháp lý tại các dự án Paragon Đại Phước và Izumi City (đã được phê duyệt điều chỉnh QH 1/500 sau khi phê duyệt điều chỉnh quy hoạch phân khu C4 Đồng Nai).</p> <p>Bước sang năm 2026, các đại dự án Paragon Đại Phước, Izumi City, phân khu cao tầng CC5 của Mizuki Park và Southgate Long An sẽ mở bán, được kỳ vọng sẽ dẫn dắt doanh số bán hàng của NLG.</p>	Việc hấp thụ các dự án có thể sẽ còn yếu trước những ảnh hưởng của bối cảnh kinh tế
2	KDH	<p>Các dự án của KDH được kỳ vọng hưởng lợi trong thời gian tới nhờ:</p> <p>(1) Phần lớn dự án đã hoàn thành đóng tiền sử dụng đất trước khi giá đất tăng mạnh.</p> <p>(2) Năm 2026, KDH sẽ tiếp tục bàn giao các sản phẩm thuộc hai dự án Clarita và Emeria, đồng thời ghi nhận thêm đóng góp từ dự án The Solina khi dự án này dự kiến sẽ đẩy nhanh tiến độ pháp lý, hoàn thiện hạ tầng và mở bán vào cuối năm 2025. Bên cạnh đó, những điểm mới về pháp lý được kỳ vọng sẽ hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án khác của KDH trong đó có dự án Tân Tạo.</p>	

# NGÀNH DẦU KHÍ



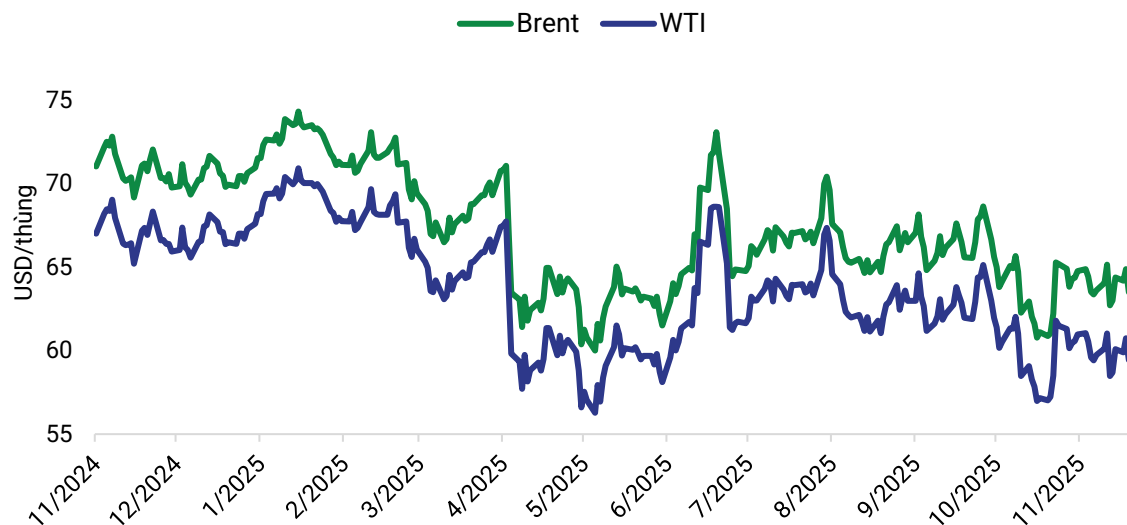
# NGÀNH DẦU KHÍ

## GIÁ DẦU ĐỨNG TRƯỚC ÁP LỰC GIẢM KÉO DÀI TRONG NĂM 2026

### Giá dầu thế giới năm 2025 biến động

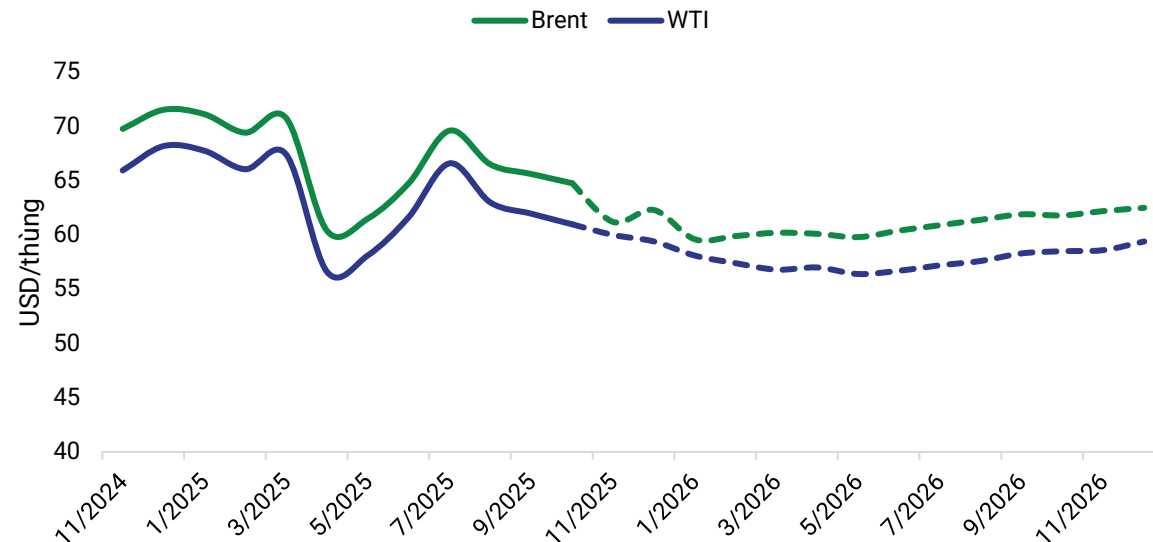
Theo World Bank, giá dầu giảm trong năm 2025 chủ yếu là do **tăng thuế nhập khẩu của Mỹ và sản lượng gia tăng từ OPEC+**, đồng thời **các yếu tố địa chính trị như nguy cơ leo thang xung đột ở Trung Đông và khả năng áp dụng trừng phạt của Mỹ đối với Nga** cũng làm gia tăng bất ổn thị trường. Thêm vào đó, **kỳ vọng về thặng dư dầu do OPEC dẫn dắt** tạo áp lực giảm giá đáng kể trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu tăng chậm.

Biến động giá dầu thế giới



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Dự báo giá dầu 2025 – 2026



Nguồn: Bloomberg, EIA, PSI tổng hợp

Giá dầu Brent năm 2025 dao động trong vùng **60 - 65 USD/thùng**, thấp hơn 15 USD/thùng so với mức đầu năm. Theo nghiên cứu của nhiều tổ chức tài chính lớn và các báo cáo năng lượng quốc tế, giá dầu trong 2026 được dự báo vẫn tiếp tục đứng trước áp lực giảm, nguyên nhân chính là do nguồn cung toàn cầu liên tục mở rộng trong khi tăng trưởng nhu cầu chỉ ở mức thấp.

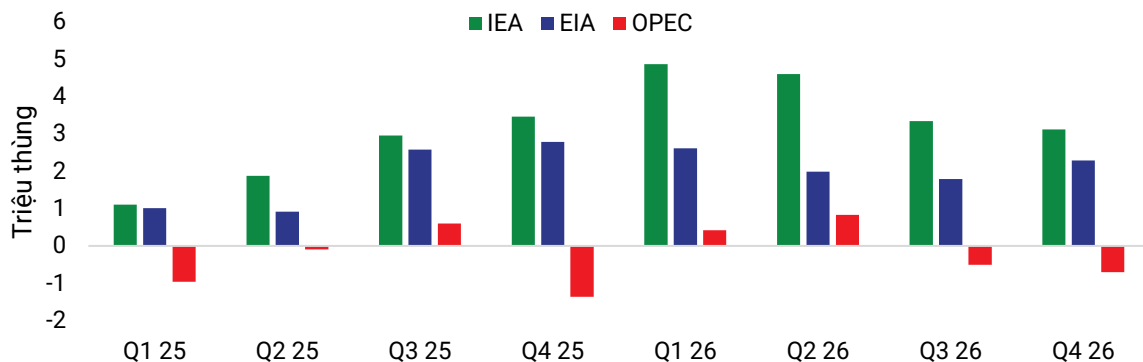
# NGÀNH DẦU KHÍ

## NHU CẦU PHỤC HỒI NHƯNG NGUỒN CUNG VẪN TĂNG MẠNH

Sự hạ nhiệt của căng thẳng thương mại và nhu cầu dầu của Trung Quốc bứt phá hơn 10% đã giúp thị trường dầu mỏ Quý 3/2025 hồi phục, với mức tăng nhu cầu **trung bình 920 nghìn thùng/ngày YoY** – gấp đôi so với mức tăng thêm trong Quý 2. Dù vậy, đà hồi phục này chưa thực sự mạnh mẽ và được dự báo trong năm 2026 sẽ chỉ tăng thêm trung bình **770 nghìn thùng/ngày** so với năm 2025

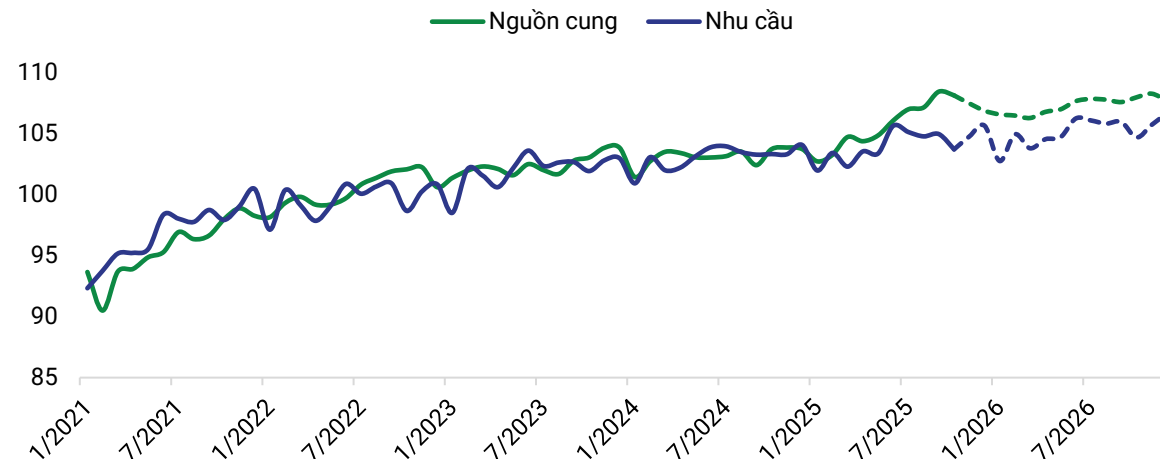
Trong khi đó, **nguồn cung dầu** toàn cầu tiếp tục tăng mạnh, mặc dù đã đảo ngược hướng đi trong tháng 10, **giảm 440 nghìn thùng/ngày MoM** xuống còn 108.2 triệu thùng/ngày. Kể từ đầu năm, **nguồn cung toàn cầu đã tăng 6.2 triệu thùng/ngày**, chia đều giữa OPEC+ và ngoài OPEC+.

### Bất cân bằng cung cầu



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

### Dự báo cung cầu dầu 2025 - 2026



Nguồn: Bloomberg, IEA, PSI tổng hợp

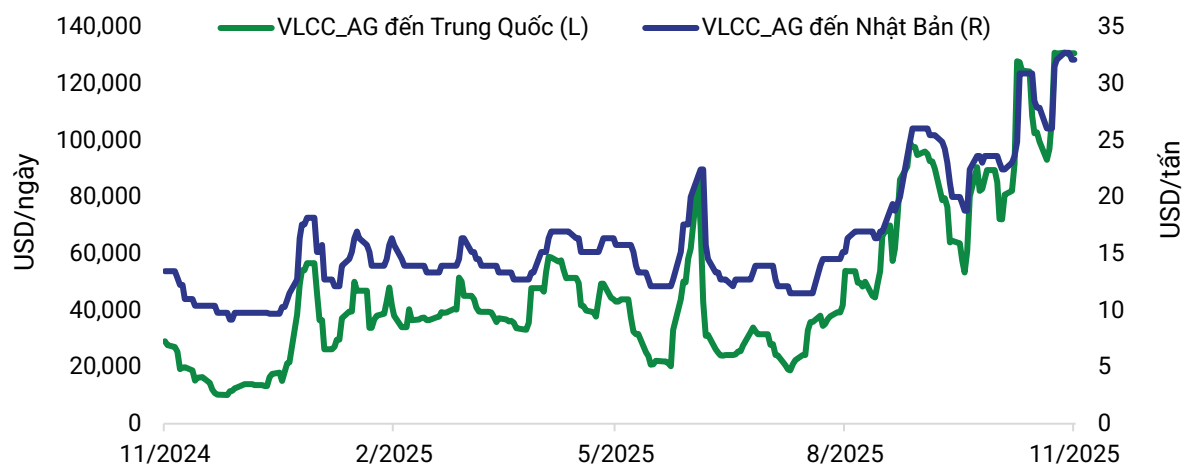
Diễn biến căng thẳng địa chính trị leo ở khu vực Biển Đen và Trung Đông đã đẩy lên lo ngại về đứt gãy chuỗi cung ứng, khiến giá dầu tăng nhẹ trong ngắn hạn. Tuy nhiên, theo tổ chức IEA, **thị trường dầu trong dài hạn sẽ nghiêng về dư cung** khi sản lượng tăng nhanh hơn nhiều so với nhu cầu, kéo theo rủi ro **giá Brent chỉ quanh 60–65 USD/thùng** và có thể **giảm còn 55–60 USD/thùng** trong 2026. Mức giá này vẫn đảm bảo lợi nhuận cho các hoạt động khai thác – bảo dưỡng ngắn hạn, nhưng có thể gây trì hoãn các dự án ngoài khơi quy mô lớn trong trung hạn.

# NGÀNH DẦU KHÍ

## BIẾN ĐỘNG NHU CẦU THỨC ĐẨY BIÊN LỢI NHUẬN VÀ GIÁ CƯỚC VẬN TẢI

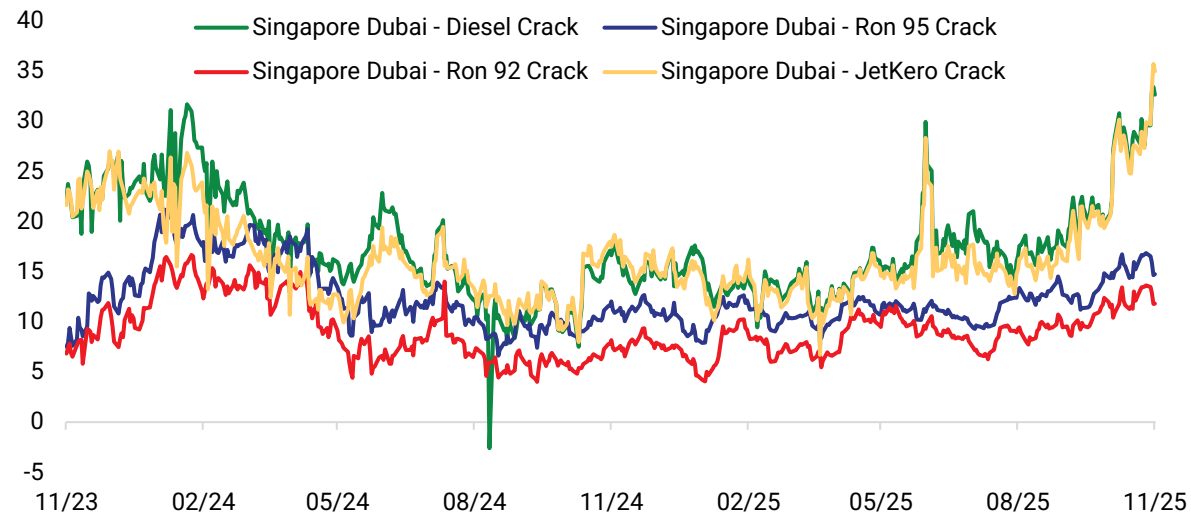
Biên lợi nhuận lọc dầu (crack spread) đồng loạt cải thiện mạnh trong những tháng cuối năm 2025, trong đó nổi bật nhất là **diesel và Jet A1**, bắt đầu tăng mạnh từ quý 3 và **lập đỉnh vào cuối tháng 11/2025**. Đà tăng này chủ yếu được hỗ trợ bởi nhu cầu vận tải hàng hóa và hàng không phục hồi, trong khi tồn kho toàn cầu duy trì ở mức thấp. Bên cạnh đó, sự phục hồi của hoạt động sản xuất – thương mại quốc tế và việc nhiều nhà máy lọc dầu tại châu Á và Trung Đông bước vào giai đoạn bảo trì định kỳ đã khiến nguồn cung thắt chặt hơn, càng thúc đẩy biên lợi nhuận hai sản phẩm này tăng mạnh.

### Giá cước tàu chở dầu thô tuyến Trung Đông



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

### Dubai oil crack spread – Singapore Market (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Trong tháng 9/2025, giá thuê tàu VLCC (Very Large Crude Carrier - Tàu chở thô rất lớn) trên một số tuyến **đã vượt 100,000 USD/ngày** do xuất khẩu dầu thô từ Trung Đông tăng mạnh, đẩy nhu cầu vận chuyển đường dài lên cao. **Trung Quốc tiếp tục nhập khẩu để tăng dự trữ** chiến lược, góp phần nâng mức sử dụng VLCC. Nhiều nước tiêu thụ cũng chuyển hướng sang dầu Trung Đông và các chuyến hàng xuyên đại dương, khiến nhu cầu VLCC tăng hơn so với tàu cỡ nhỏ.

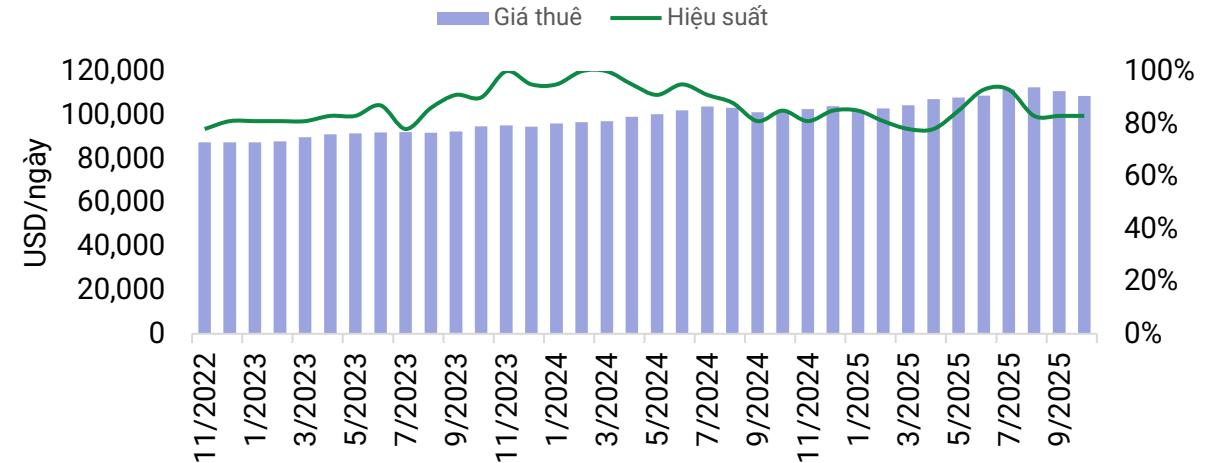
# NGÀNH DẦU KHÍ

## THỊ TRƯỜNG KHOAN DẦU KHÍ: NHU CẦU THUÊ GIÀN HỒI PHỤC

### Thị trường giàn khoan tự nâng cải thiện rõ rệt

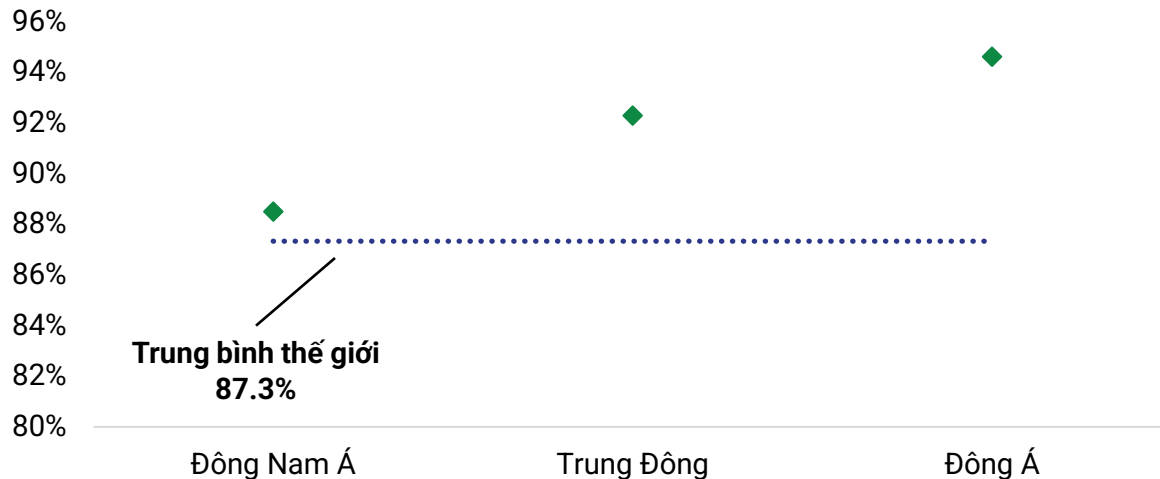
Giá thuê (dayrate) tăng ổn định từ quanh 90–95 nghìn USD/ngày **lên sát 120 nghìn USD/ngày** vào giữa năm 2025, phản ánh nhu cầu thuê giàn phục hồi và tình trạng khan hiếm nguồn cung trong khu vực. Tỷ lệ sử dụng (utilization) luôn ở mức cao, phần lớn thời gian **duy trì quanh 85–95%**, cho thấy phần lớn giàn khoan đều có việc làm liên tục. Giá cho thuê giàn khoan tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ hoạt động đầu tư thượng nguồn vẫn đang được triển khai.

### Giá thuê và Hiệu suất giàn khoan tự nâng 361 - 400



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

### Hiệu suất giàn khoan tự nâng tại một số khu vực



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

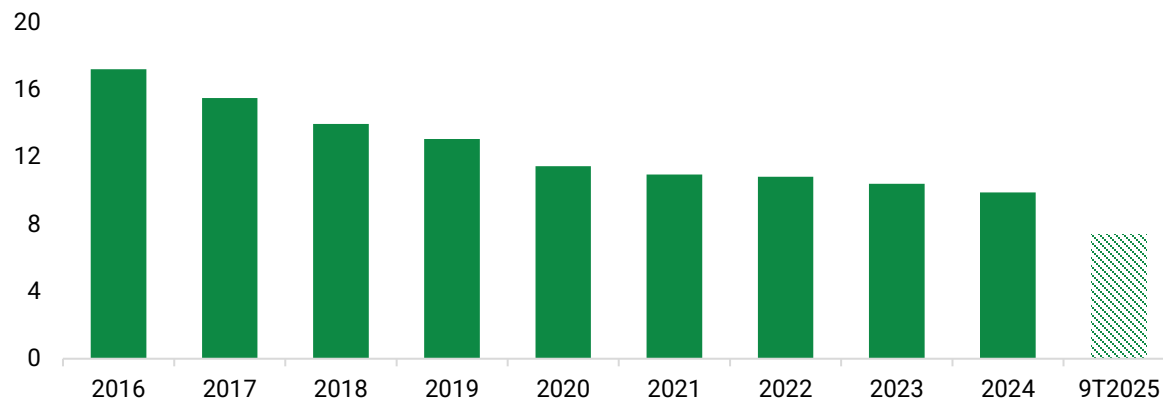
Hiệu suất giàn khoan tự nâng tại khu vực Đông Nam Á **đạt hơn 89%**, cao hơn mức trung bình thế giới phản ánh hoạt động khai thác dầu khí trong khu vực vẫn duy trì ổn định và hiệu quả, cho thấy nhu cầu khoan và phát triển mỏ tiếp tục được đảm bảo và không bị gián đoạn. Đây là dấu hiệu tích cực cho triển vọng duy trì cũng như mở rộng sản lượng khai thác trong bối cảnh nhu cầu nội địa và xuất khẩu dầu khí còn lớn, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp dịch vụ khoan tiếp tục khai thác tối đa và tận dụng cơ hội thị trường trong giai đoạn 2025–2026.

## KẾT QUẢ KHẢ QUAN VÀ TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM

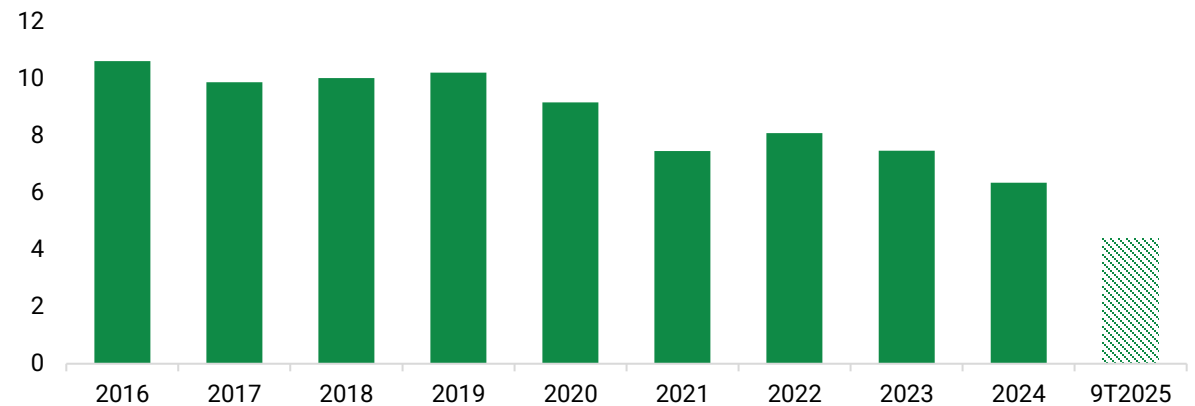
Trong 9T2025, hoạt động ngành dầu khí trong nước **tiếp tục duy trì sự ổn định**, đóng góp quan trọng vào bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia. Theo PVN, sản lượng dầu khí khai thác tiếp tục vượt kế hoạch đề ra, trong đó **sản lượng dầu thô đạt 7.37 triệu tấn**, tương đương khoảng 120% kế hoạch 9 tháng; **sản lượng khí đạt 4.40 tỷ m<sup>3</sup>**, xấp xỉ 123% kế hoạch. Hoạt động sản xuất xăng dầu cũng ghi nhận kết quả tích cực, với **tổng sản lượng xăng dầu đạt 5.83 triệu tấn** trong 9 tháng. Về hoạt động tài chính, tổng doanh thu hợp nhất 9 tháng đầu năm của PVN ước đạt 795 nghìn tỷ đồng (+8% YoY), hoàn thành khoảng 98% kế hoạch năm.

Tiến độ thực hiện các dự án trọng điểm cũng đang được đẩy nhanh. Đối với chuỗi dự án Lô B – Ô Môn, đến năm 2025 đã có ba gói thầu EPCI với tổng giá trị hơn 1 tỷ USD được triển khai, hướng tới mục tiêu đưa dòng khí đầu tiên vào Q4/2027. Tại dự án Lạc Đà Vàng, theo báo cáo của Murphy Oil tháng 11/2025, các đội thi công đã lắp đặt thành công jacket chân đế giàn khai thác và tiến hành khoan giếng phát triển đầu tiên từ đầu Q4/2025. Dự án hiện vẫn bám sát kế hoạch, dự kiến đưa vào khai thác và đạt dòng dầu đầu tiên vào cuối năm 2026.

**Sản lượng dầu thô khai thác  
(Triệu tấn)**



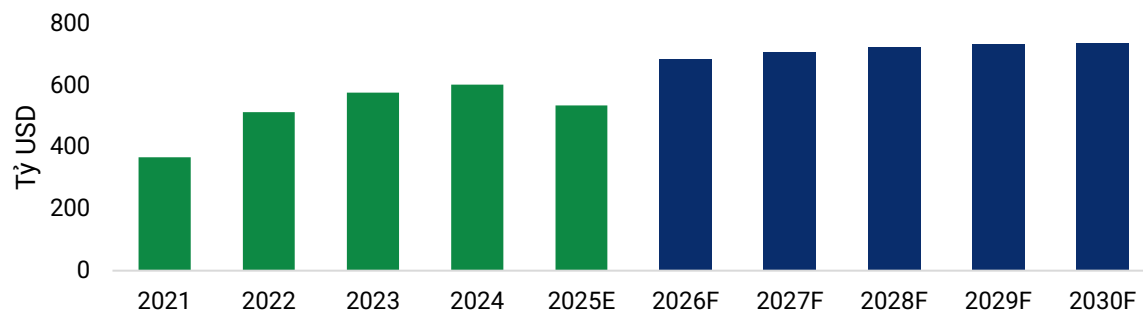
**Sản lượng khí thiên nhiên khai thác  
(Tỷ m<sup>3</sup>)**



Nguồn: GSO, PVN, PSI tổng hợp

## KHU VỰC THƯỢNG NGUỒN – ĐỘNG LỰC TĂNG TỐC DẦU KHÍ VIỆT NAM

Tổng vốn đầu tư vào dự án dầu khí thượng nguồn trên toàn cầu



Nguồn: S&P Global, PSI tổng hợp

Doanh thu dự tính và tiến độ thực hiện dự án Lô B

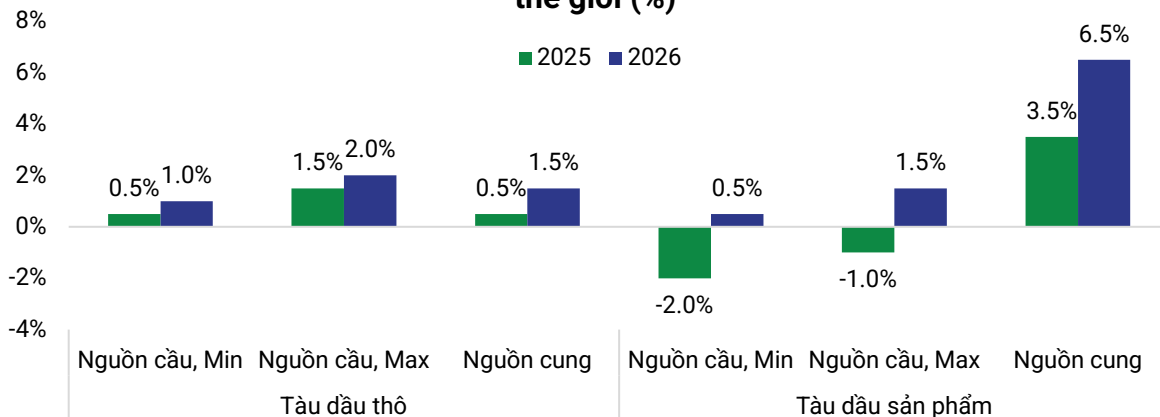
Nguồn doanh thu	Tổng doanh thu dự báo	Thời gian	Tiến độ	Hưởng lợi
Phát triển dự án	> 1 tỷ USD	2024 - 2027	Gói EPCI 1 đạt 29.1%; gói EPCI 2 đạt 55.29%; gói EPCI 3 đạt 75% sản xuất ống và 45% bọc ống	PVS
Dịch vụ khoan thăm dò	> 500 triệu USD	2025 - 2050	n/a	PVD
FSO	Xấp xỉ 300 triệu USD	2027 - 2050	n/a	PVS
Mảng O&M	200 - 300 triệu USD	2027 - 2050	n/a	PVS

Theo S&P Global, tổng vốn đầu tư vào thượng nguồn ngành dầu khí được ước tính đạt **535 tỷ USD vào năm 2025** và có thể tăng lên 799 tỷ USD vào năm 2030, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) **4.08% giai đoạn 2025–2030**. Riêng đầu tư thượng nguồn (upstream) dù được dự báo đạt mức cao nhất trong một thập kỷ – khoảng 603 tỷ USD năm 2024, vẫn cần tiếp tục tăng mạnh lên **738 tỷ USD/năm vào năm 2030** để đảm bảo nguồn cung ổn định cho thị trường.

PVN dự kiến **đầu tư khoảng 2 tỷ USD**, trong đó 52% dành cho hoạt động thượng nguồn. Do các dự án dầu khí có chu kỳ dài, PVN nhiều khả năng sẽ tiếp tục đẩy mạnh chi tiêu vốn trong các năm tới, qua đó thúc đẩy hoạt động E&P trong nước sôi động hơn từ năm 2025.

**Dự án Lô B – Ô Môn** được coi là động lực chính của ngành dầu khí tại Việt Nam. Hiện dự án đã bước vào giai đoạn triển khai tổng thể và đồng bộ, với khối lượng công việc lớn, hướng tới mục tiêu đón **dòng khí đầu tiên (First Gas) vào tháng 8/2027**. Theo đó, các doanh nghiệp dầu khí thượng nguồn trong nước như PVS, PVD sẽ được hưởng lợi từ nguồn công việc lớn từ dự án. Ngoài ra, **dự án Lạc Đà Vàng** cũng ghi nhận tiến độ khả quan, **hoàn thành vượt tiến độ** khi hạ thủy thành công phần thân chân đế giàn Lạc Đà Vàng-A thuộc hợp đồng EPCI ký với Murphy Cửu Long Bạc.

Dự báo tăng trưởng cung-cầu tàu dầu thô và tàu dầu thành phẩm thế giới (%)

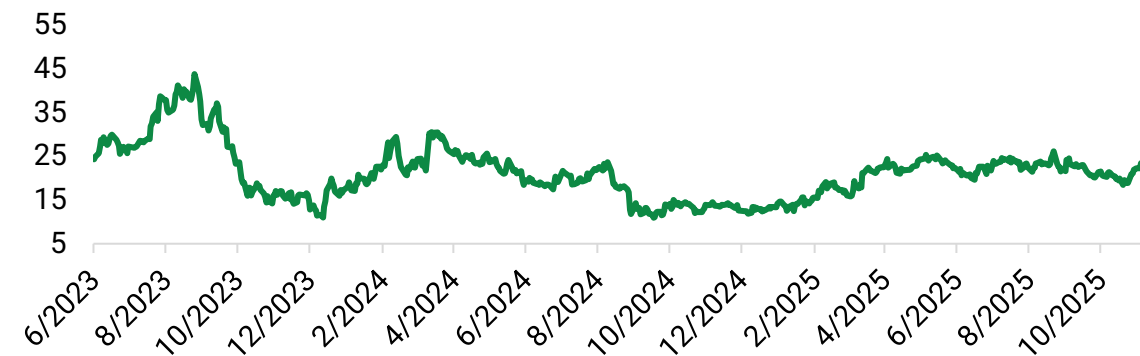


Nguồn: BIMCO, Bloomberg, PSI tổng hợp

**Biên lợi nhuận lọc dầu toàn cầu hiện đang ở vùng cao nhất trong nhiều năm.** Tại Mỹ, biên lợi nhuận 3-2-1 quanh 32.13 USD/thùng vào ngày 18/11, ở mức cao nhất kể từ T3/2024, chủ yếu do nguồn cung diesel từ Nga bị gián đoạn, trong khi một phần công suất lọc dầu tại Mỹ và châu Âu đã đóng cửa hoặc chuyển đổi công năng trước áp lực nhu cầu dài hạn suy giảm và cạnh tranh từ các tổ hợp chi phí thấp ở Trung Đông, châu Á và châu Phi. Chúng tôi cho rằng mặt bằng biên lợi nhuận cao này **hiều khả năng sẽ được duy trì sang năm 2026** do khả năng bổ sung công suất mới tại các thị trường phát triển trong ngắn hạn là khá hạn chế.

Trong năm 2026, chúng tôi dự báo **thị trường tàu chở dầu thô duy trì trạng thái tương đối cân bằng**. Quyết định tăng sản lượng trở lại của OPEC+ nhiều khả năng khiến thị trường rơi vào dư cung, kéo giá Brent xuống mức thấp hơn so với hiện nay. Giá dầu giảm có thể kích thích tiêu thụ và **hoạt động tích trữ**, qua đó **hỗ trợ nhu cầu thuê tàu chở dầu**. Ngược lại, phân khúc tàu chở sản phẩm dầu kém tích cực hơn **khi nguồn cầu được dự báo giảm từ 1% - 2%** do tăng trưởng công suất lọc dầu chủ yếu diễn ra tại các quốc gia **nhập khẩu ròng sản phẩm dầu**, không tạo thêm nhiều tuyến vận tải dài giữa các khu vực, làm hạn chế động lực tăng nhu cầu đối với tàu chở dầu sản phẩm.

Biên lợi nhuận 3-2-1 tại Mỹ (USD/Thùng)

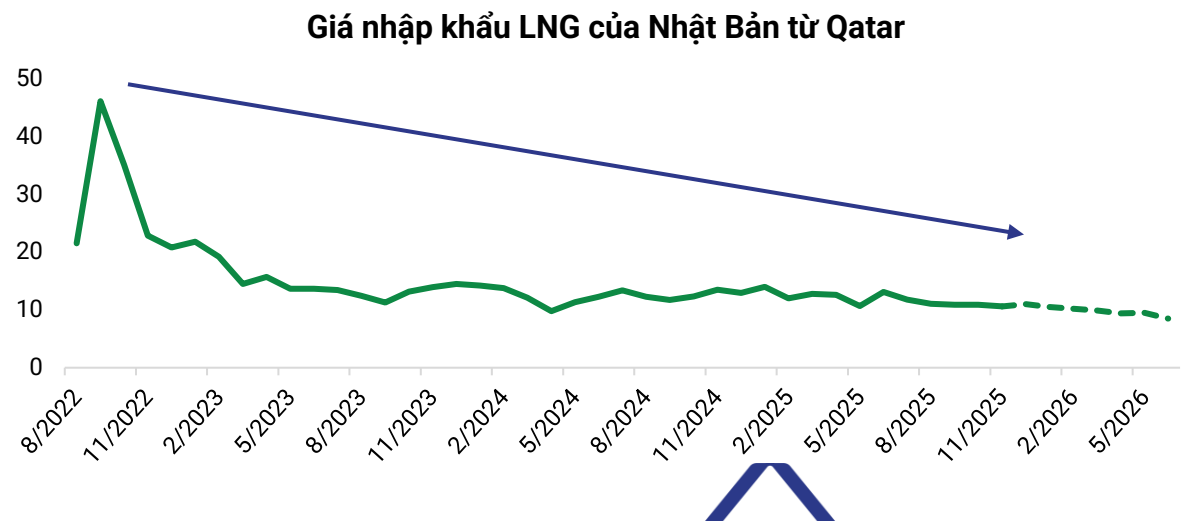
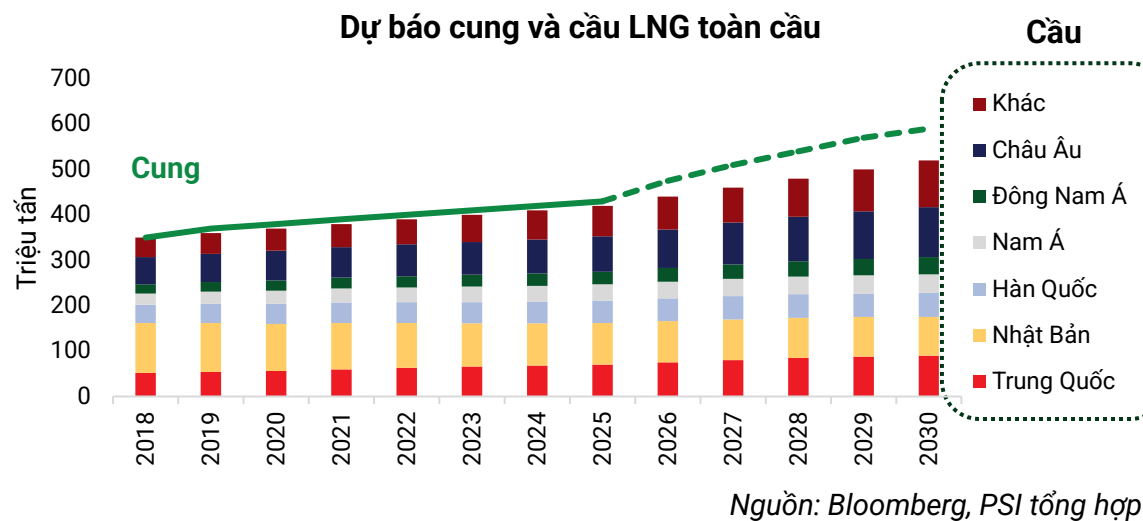


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

## DỰ CUNG LNG TOÀN CẦU MỞ RỘNG, CƠ HỘI CHO CÁC NƯỚC NHẬP KHẨU MỚI NHƯ VIỆT NAM

Thị trường LNG năm 2026 được dự báo bước vào giai đoạn dư cung rõ nét khi một loạt dự án quy mô lớn đồng loạt đi vào vận hành. Theo ước tính của Kpler, nguồn cung LNG toàn cầu có thể đạt khoảng 475 triệu tấn trong năm 2026, tăng 10.2% so với năm 2025. Phần lớn mức tăng này đến từ Mỹ, với công suất xuất khẩu dự kiến nâng lên khoảng 130 triệu tấn (từ 110 triệu tấn), và Qatar, nơi sản lượng LNG được mở rộng từ 77 lên khoảng 126 triệu tấn vào năm 2027, với phần lớn công suất mới bắt đầu được khai thác từ giữa năm 2026. Trong khi đó, nhu cầu toàn cầu chỉ được dự báo tăng ở mức khiêm tốn khoảng 3–4%, chủ yếu đến từ châu Á, đặc biệt là Trung Quốc với lượng nhập khẩu có thể lên tới khoảng 75 triệu tấn, tăng 8 triệu tấn so với năm nay.

Trong bối cảnh nguồn cung tăng nhanh hơn đáng kể so với nhu cầu, giá LNG tại châu Á được dự báo giảm về quanh 10 USD/mmBtu. Khu vực châu Á sẽ tiếp tục là điểm đến chính hấp thụ phần dư cung này; mặt bằng giá thấp hơn có thể thúc đẩy nhu cầu bổ sung từ Trung Quốc và các thị trường mới nổi. Tuy nhiên, theo đánh giá của nhiều tổ chức, giá có thể cần giảm sâu hơn, xuống dưới 8 USD/mmBtu, để tạo cú hích mạnh cho nhu cầu điện khí và công nghiệp. Với các nước nhập khẩu mới như Việt Nam và một số nền kinh tế Đông Nam Á, kịch bản giá LNG cạnh tranh hơn có thể mở ra dư địa tăng nhập khẩu.



STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	PVD	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Nhu cầu khoan thăm dò ổn định tại thị trường Đông Nam Á, trong khi nguồn cung giàn khoan tiếp tục duy trì ở mức thấp:</b> Theo Westwood Riglogix, tổng nguồn cung giàn khoan toàn cầu vẫn ở mức thấp, không tạo áp lực dư cung. Số giàn khoan đang hoạt động tại thị trường châu Á dù có tăng nhẹ trong Quý 2/2025 nhưng vẫn ở mức thấp so với trung bình trong quá khứ.</li> <li>- <b>Các giàn khoan đều có hợp đồng dài hạn:</b> Các giàn khoan đều đã có các hợp đồng dài hạn đến hết 2026 với giá thuê ổn định. Giàn khoan mới PVD VIII đang trong giai đoạn hoàn thiện để bàn giao, kế hoạch sẽ hoạt động từ Q4/2025.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Biến động của giá dầu sẽ có thể tác động tới nhu cầu cho thuê giàn khoan và giá thuê giàn bình quân</li> </ul>
2	PVS	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Triển vọng tăng trưởng từ lượng backlog lớn của PVS.</b> Tăng trưởng được thúc đẩy bởi việc ghi nhận doanh thu từ các dự án Lô B (EPCI 1, 2), Lạc Đà Vàng, Greater Changhua 2b&amp;4 cùng các dự án khác đang được triển khai. PVS đang sở hữu backlog mảng M&amp;C kỷ lục, ước đạt hơn <b>3.9 tỷ USD trong giai đoạn 2025 -2030</b></li> <li>- <b>Mảng kho nổi FSO/FPSO tiếp tục là trụ cột đóng góp tích cực cho kết quả kinh doanh của PVS.</b> Giai đoạn 2026–2027, dự án FSO Lô B – có tổng giá trị hơn 600 triệu USD – dự kiến bắt đầu tạo doanh thu và lợi nhuận, qua đó mở rộng đáng kể quy mô lợi nhuận từ các công ty liên kết và nâng tổng số FSO/FPSO mà PVS tham gia vận hành lên 8 tàu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Biến động của giá dầu, cung - cầu sẽ có thể tác động tới giá cước thuê, nhu cầu thuê FPSO/FSO.</li> </ul>

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
3	PVT	<ul style="list-style-type: none"><li>- Chúng tôi đánh giá <b>triển vọng năm 2026 của PVT vẫn tích cực</b>, đặc biệt ở mảng <b>tàu chở dầu thô</b>, trong bối cảnh OPEC+ dự kiến tăng sản lượng, giá Brent có xu hướng điều chỉnh giảm, qua đó <b>thúc đẩy khối lượng dầu giao dịch và tích trữ</b>, kéo theo <b>nhu cầu thuê tàu dầu thô</b> duy trì ở <b>mức khả quan</b> dù giá dầu thấp hơn. Với lợi thế đội tàu quy mô lớn, trẻ hóa dần và tỷ trọng hợp đồng thuê tàu định hạn quốc tế cao, PVT được kỳ vọng duy trì hệ số sử dụng tàu và biên lợi nhuận ổn định trong giai đoạn này.</li><li>- PVT vẫn <b>duy trì kế hoạch đầu tư mở rộng và trẻ hóa đội tàu</b>, khi doanh nghiệp dự kiến nâng quy mô đội tàu lên khoảng <b>71 chiếc vào cuối năm 2025</b>, hướng tới <b>mục tiêu 100 tàu vào năm 2030</b>. Lộ trình này không chỉ giúp gia tăng tổng trọng tải và năng lực vận chuyển, mà còn tạo dư địa để PVT cơ cấu lại danh mục đội tàu.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Rủi ro địa chính trị</b> tiềm tàng có thể dẫn tới <b>biến động tiêu cực về nhu cầu sử dụng tàu</b>, thông qua việc làm gián đoạn các tuyến hàng hải trọng yếu, kéo dài thời gian hành trình, tăng chi phí bảo hiểm.</li></ul>
4	GAS	<ul style="list-style-type: none"><li>- Trong bối cảnh <b>giá LNG được dự báo giảm</b> do tình trạng dư cung, chúng tôi cho rằng xu hướng này <b>sẽ tác động tích cực</b> đến hoạt động kinh doanh của PVGas. Với vai trò nhà nhập khẩu và phân phối LNG chủ lực, doanh nghiệp có cơ hội <b>gia tăng sản lượng nhập khẩu</b> và tái hóa khí qua các kho LNG (Thị Vải và các dự án tiếp theo), qua đó <b>mở rộng quy mô doanh thu</b> mảng kinh doanh khí hóa lỏng.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Các mỏ khí trọng điểm <b>chậm tiến độ</b> làm thiếu hụt nguồn khí đầu vào, hạn chế tăng trưởng sản lượng và kết quả kinh doanh.</li></ul>

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủ ro
5	BSR	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Biên gộp đảo chiều nhờ Crack spread tăng mạnh:</b> Trong Q3/2025, Crack spread các sản phẩm chủ lực tăng mạnh, gồm dầu Diesel (+35% YoY), xăng RON 95 (+11% YoY) và xăng RON 92 (+20% YoY) hỗ trợ biên gộp cải thiện từ mức -5% cùng kỳ lên 3%. Giai đoạn cuối năm, crack spread được dự báo duy trì ở mức nền cao, tiếp tục tạo động lực cho biên lợi nhuận gộp cải thiện.</li><li>- Đảm bảo tài chính cho Dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất sau tăng vốn điều lệ lên 50,000 tỷ đồng. BSR đã hoàn tất đợt phát hành cổ phiếu tỷ lệ 61.5% từ nguồn vốn chủ sở hữu. Sau khi phát hành, vốn điều lệ của công ty tăng từ 31,000 tỷ đồng lên hơn 50,000 tỷ đồng, đưa BSR vào top 23 doanh nghiệp có vốn hoá lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc nâng vốn điều lệ nhằm bổ sung vốn đối ứng cho dự án nâng cấp và mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Bên cạnh đó, PVN đang xem xét kế hoạch thoái bớt vốn tại BSR, nhằm nâng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lên trên 10% và thu hút nhà đầu tư chiến lược.</li></ul>	

# NGÀNH XÂY DỰNG - ĐẦU TƯ CÔNG



# NGÀNH XÂY DỰNG – ĐẦU TƯ CÔNG

## ĐẦU TƯ CÔNG VẪN LÀ TRỤ CỘT CHO TĂNG TRƯỞNG

### Giải ngân đầu tư cải thiện so với cùng kỳ.

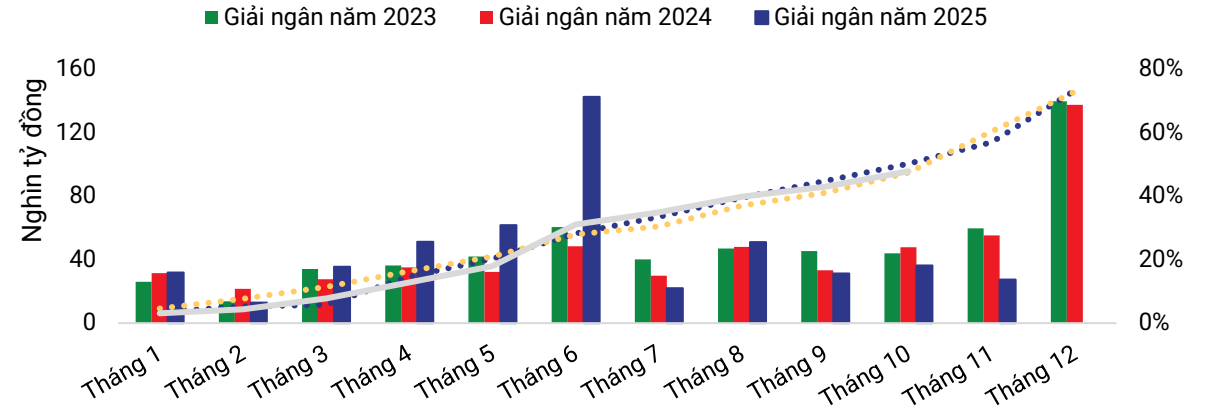
Tính đến ngày 21/11/2025, lũy kế giải ngân ước đạt khoảng 516,793 tỷ đồng, tương đương 56.6% kế hoạch vốn do Thủ tướng Chính phủ giao. Mặc dù tỷ lệ này cao hơn cùng kỳ năm 2024 khoảng trên 7%, cho thấy giá trị tuyệt đối đã có cải thiện, nhưng tốc độ giải ngân một số tháng gần đây chậm hơn so với kế hoạch đăng kí vốn của các dự án. Theo kế hoạch vốn giải ngân hơn 1 triệu tỷ đồng trong năm, khối lượng vốn cần giải ngân trong hai tháng cuối năm là rất lớn, tạo áp lực đáng kể lên các bộ, ngành và địa phương trong việc tháo gỡ thủ tục, đẩy nhanh tiến độ giải ngân các dự án trọng điểm.

### CHI NGÂN SÁCH NHÀ NƯỚC CÁC NĂM

(Đơn vị: nghìn tỷ VND)	2024	Ước TH 2025	Dự toán 2026	%YoY
<b>Tổng chi NSNN</b>	2,199	2,577	3,159	22.58%
<b>Chi thường xuyên</b>	1,232	1,604	1,809	12.78%
<b>Chi đầu tư phát triển</b>	677	791	1,120	41.59%
<b>Chi trả nợ lãi</b>	112	111	121	9.01%

Nguồn: Bộ Tài chính, PSI tổng hợp

### Tình hình giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: Bộ Tài chính, PSI tổng hợp

**Trong năm 2026, hoạt động giải ngân vốn đầu tư công được kỳ vọng tiếp tục là trụ cột** và đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Theo ước tính của Bộ Tài chính, kế hoạch vốn đầu tư công năm 2026 dự kiến vào khoảng 1.08 triệu tỷ đồng, tăng khoảng 12% so với năm trước. Phần lớn nguồn lực này được định hướng phân bổ cho các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm quốc gia, đặc biệt là các tuyến cao tốc và trục kết nối Bắc - Nam. Việt Nam cũng đặt mục tiêu nâng tổng chiều dài mạng lưới đường cao tốc lên trên 5,000 km trong giai đoạn 2026-2030, so với khoảng 3,300 km vào cuối năm 2025.

# NGÀNH XÂY DỰNG – ĐẦU TƯ CÔNG

## CẦN TRỌNG TRƯỚC RỦI RO CHI PHÍ ĐẦU VÀO

Doanh nghiệp	Khối lượng backlog công bố
CTD	51,600 tỷ đồng
VCG	20,000 tỷ đồng
FCN	3,500 tỷ đồng

Nguồn: CTD, VCG, FCN, PSI tổng hợp

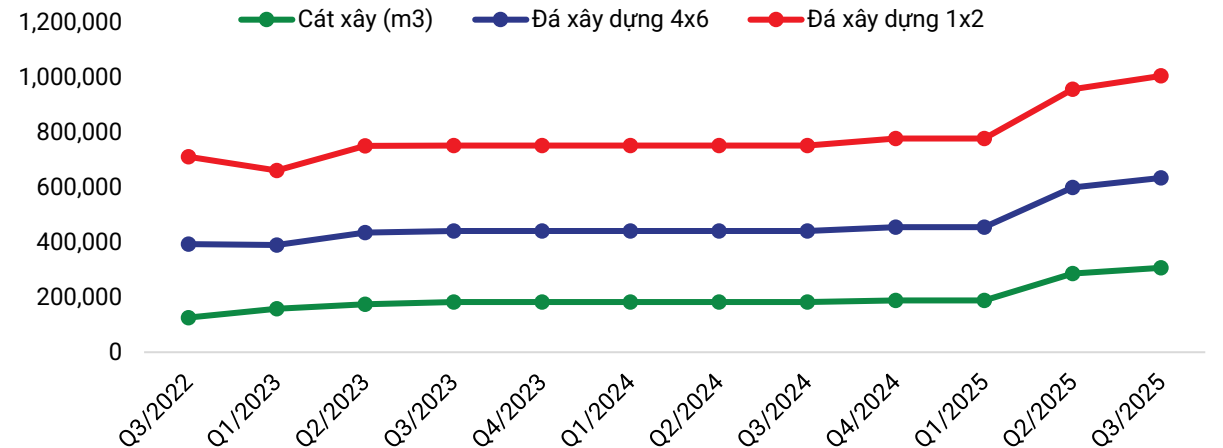
### Biên lợi nhuận chịu áp lực trước sự gia tăng chi phí đầu vào

Từ nửa cuối năm 2025, thị trường ghi nhận đà tăng giá mạnh của một số vật liệu chủ chốt như cát và đá xây dựng, chủ yếu xuất phát từ nhu cầu tăng cao trong khi nguồn cung hạn chế. Trong bối cảnh giải ngân đầu tư công tiếp tục được thúc đẩy và nhu cầu vật liệu duy trì ở mức cao, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá nguyên vật liệu khó có thể hạ nhiệt nhanh trong thời gian tới. Diễn biến này sẽ có thể đẩy cao chi phí giá vốn, từ đó tạo áp lực đáng kể lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng, đặc biệt là khi các dự án đang liên tục được đẩy nhanh tiến độ thi công.

### Khối lượng công việc dồi dào đảm bảo doanh thu

Hiện nay, các doanh nghiệp xây lắp và thi công dự án vẫn đang có backlog tương đối dồi dào, đảm bảo khối lượng công việc ổn định và tiềm năng ghi nhận doanh thu của ngành. Ngoài những dự án đã ký, sự cải thiện của thị trường BĐS trong nước cùng với kế hoạch giải ngân đầu tư công tham vọng sẽ tiếp tục là những cơ sở để kỳ vọng kết quả hoạt động tích cực đối với nhóm doanh nghiệp xây dựng trong năm năm 2026.

### Giá một số loại vật liệu xây dựng (đồng/m<sup>3</sup>)



Nguồn: Bộ Xây dựng

# NGÀNH XÂY DỰNG – ĐẦU TƯ CÔNG

## CỔ PHIẾU ƯA THÍCH

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	CTD	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Backlog kỉ lục.</b> Chỉ trong quý I năm tài chính 2026, CTD đã tiến hành kí mới giá trị hợp đồng 19,300 tỷ đồng, nâng tổng khối lượng backlog chuyển tiếp lên 51,600 tỷ đồng. Khối lượng backlog lớn trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các nhà thầu cho thấy năng lực thi công được đảm bảo của doanh nghiệp. Đồng thời, việc áp dụng thành công chiến lược tái hợp tác được dự báo sẽ góp phần đảm bảo sự bền vững trong doanh thu của doanh nghiệp trong thời gian tới.</li><li>- <b>Tiếp tục hưởng lợi từ đầu tư công.</b> Với việc là nhà thầu của nhiều dự án đầu tư công trọng điểm, CTD chắc chắn sẽ tiếp tục được hưởng lợi trước làn sóng đầu tư công vốn được kì vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026 sắp tới.</li></ul>	Các rủi ro về gia tăng cạnh tranh, giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao,...vẫn đòi hỏi quá trình kiểm soát và quản trị rủi ro hợp lí.
2	FCN	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Doanh thu tăng trưởng kỉ lục.</b> FCN ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực trong các quý gần đây nhờ backlog dồi dào hỗ trợ đảm bảo khối lượng công việc trong thời gian tới. Ngoài ra, FCN cũng liên tục trúng các gói thầu có giá trị cao, đặc biệt trong mảng đường sắt đô thị, phản ánh năng lực thi công của doanh nghiệp và lợi thế tích lũy kinh nghiệm trong các dự án đường sắt đô thị so với các đối thủ cạnh tranh.</li><li>- <b>Đảm bảo khả năng sinh lời trước áp lực tăng cao của chi phí đầu vào.</b> Trong quý 2 và quý 3 vừa qua, dù mặt bằng giá các nguyên vật liệu đầu vào neo cao gây bất lợi cho các doanh nghiệp xây lắp, FCN vẫn duy trì mức biên lợi nhuận ổn định, cho thấy khả năng quản lí tốt chi phí hoạt động và đảm bảo khả năng sinh lời.</li></ul>	Giá nguyên vật liệu đầu vào vẫn sẽ hạn chế công ty mở rộng biên lợi nhuận dù có tăng trưởng ấn tượng về doanh thu.

# NGÀNH THÉP

# NGÀNH THÉP

## KÌ VỌNG VÀO THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA

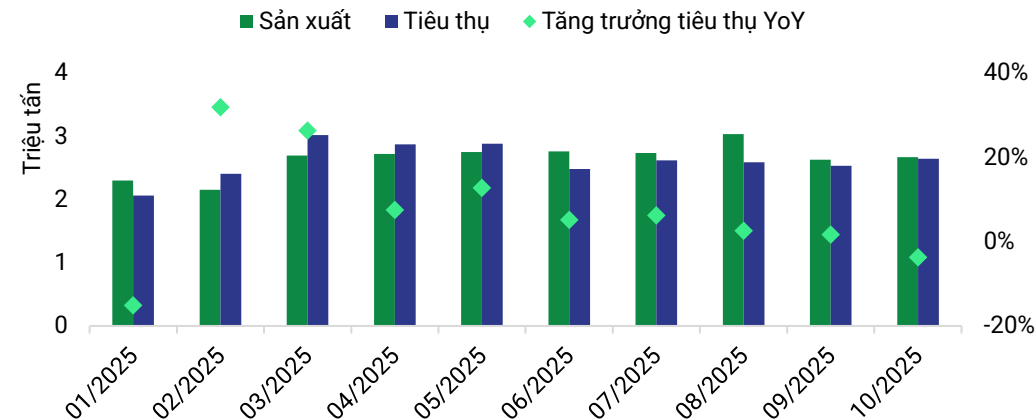
### Sản xuất gia tăng, tiêu thụ cải thiện

Theo dữ liệu từ Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), trong 10 tháng đầu năm, sản lượng sản xuất thép thành phẩm đạt 26.5 triệu tấn, tăng 8.4% so với cùng kỳ 2024. Các nhóm sản phẩm chính gần như đều ghi nhận mức tăng trưởng từ 7–30%, phản ánh sự cải thiện đáng kể trong hoạt động sản xuất. Số liệu cũng cho thấy đà tăng của sản xuất đang song hành với sự cải thiện trong tiêu thụ khi sản lượng bán hàng 10 tháng đầu năm cũng tăng 6.8% so với cùng kỳ và chỉ chủ yếu giảm ở mảng xuất khẩu trong khi thị trường nội địa vẫn tăng trưởng tích cực. Việc sản xuất và bán hàng đi cùng pha cho thấy độ hấp thụ của thị trường trong nước đang phục hồi, nhu cầu thực gia tăng và là những tín hiệu tích cực với ngành thép trong thời gian tới.

### Thị trường nội địa tiếp tục là điểm tựa cho sự phục hồi

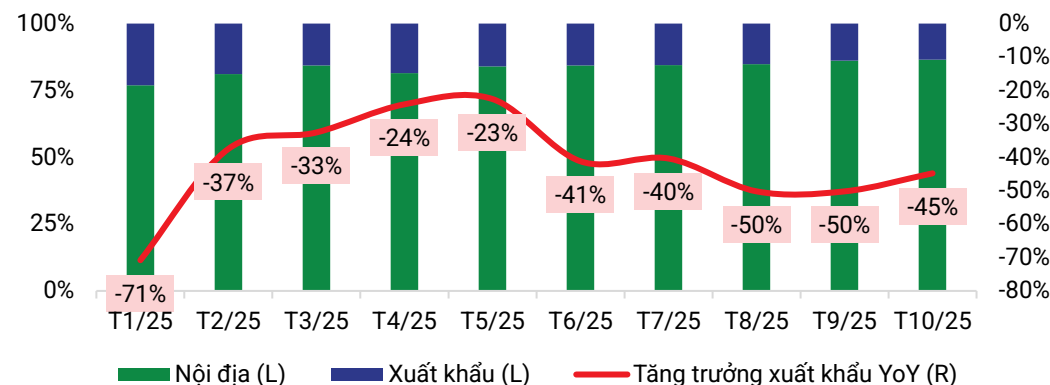
Từ nửa sau năm 2025, trước những biến động về thương mại thế giới, đẩy mạnh tiêu thụ nội địa dần trở thành chiến lược chính của các doanh nghiệp. Chúng tôi dự báo thị trường nội địa sẽ tiếp tục là thị trường chủ lực của ngành thép trong năm 2026 do: (1) nhu cầu trong nước tăng lên nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS và làn sóng đầu tư công, (2) chính sách thuế quan và các hàng rào bảo hộ thương mại toàn cầu tiếp tục tạo rào cản cho xuất khẩu, và (3) các biện pháp chống bán phá giá của Bộ Tài chính giúp cải thiện môi trường kinh doanh cho các nhà sản xuất thép trong nước.

### Sản lượng thép thành phẩm 2025



Nguồn: VSA, PSI tổng hợp

### Cơ cấu tiêu thụ thép nội địa và xuất khẩu 2025



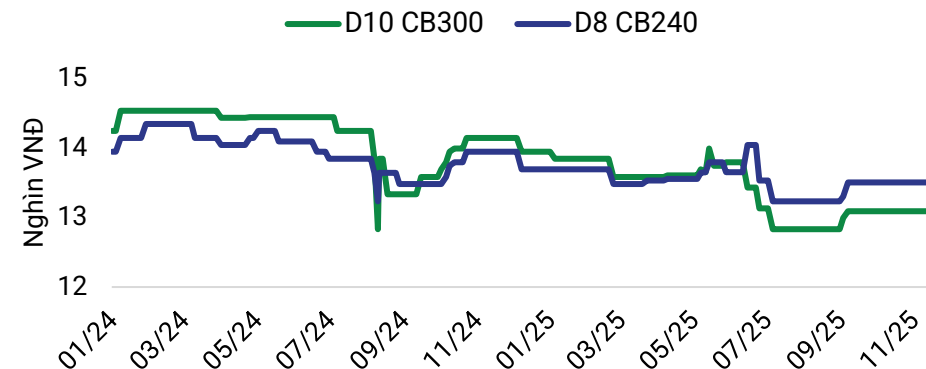
### Giá bán có động lực cải thiện

Sau khi tăng nhẹ trong quý 2, giá thép có xu hướng giảm trong quý 3/2025. Biến động này chủ yếu xuất phát từ yếu tố cầu trên thị trường khi đầu tư công giải ngân cao đột biến trong quý 2 và các doanh nghiệp thận trọng về nguồn cung trước diễn biến khó lường của chính sách thuế quan. Chúng tôi dự báo giá bán thép có thể được hưởng lợi khi thị trường tiêu thụ từ nay đến hết năm và năm 2026 có thể ấm lên nhờ nhu cầu lớn từ hoạt động đầu tư công và sự cải thiện của ngành BĐS. Đồng thời, xu hướng tăng gần đây của giá nguyên vật liệu đầu vào như quặng sắt và than cốc có thể đẩy cao chi phí giá vốn, buộc giá thép thành phẩm phải tăng nhẹ để đảm bảo biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp.

### Tiềm ẩn rủi ro cạnh tranh từ tình trạng dư cung trong khu vực

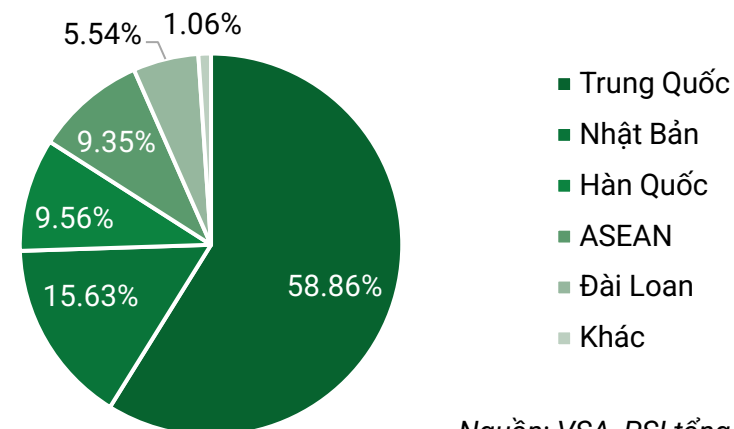
Tuy có động lực cải thiện, giá thép vẫn còn một rủi ro cần theo dõi là nguy cơ gia tăng cạnh tranh khi ngành Thép khu vực đang chứng kiến tình trạng dư cung và thị trường tiêu thụ chính là thị trường nội địa mới chỉ có những dấu hiệu phục hồi nhẹ. Trong bối cảnh này, nếu các nhà sản xuất thép trong khu vực tăng cường xuất khẩu vào Việt Nam, giá bán thép có thể chịu áp lực giảm. Đồng thời, khả năng phục hồi nhu cầu nội địa còn hạn chế, chủ yếu tập trung ở mảng BĐS và đầu tư công, khiến sức hấp thụ của thị trường có thể sẽ là không đủ để cân bằng cung vượt cầu.

### Diễn biến giá thép



Nguồn: Steelonline, PSI tổng hợp

### Tỷ trọng xuất khẩu thép vào Việt Nam



Nguồn: VSA, PSI tổng hợp

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	HPG	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sản phẩm đầu ra của Dung Quất 2 có độ hấp thụ tích cực.</b> Trong 9 tháng 2025, sản lượng bán hàng HRC của HPG tăng 51% YoY, cho thấy tín hiệu tích cực trong việc đảm bảo đầu ra của dự án Dung Quất 2 ngay cả khi các thị trường tiêu thụ ở nước ngoài gặp khó do chịu sức ép từ các biện pháp phòng vệ thương mại. DQ2 tiếp tục là động lực hỗ trợ tăng trưởng quy mô cung ứng các sản phẩm thép của HPG trong những năm tới.</li> <li>- <b>Đón đầu các dự án giao thông trọng điểm.</b> Tháng 5 vừa qua, HPG tiến hành đầu tư nhà máy thép hình có tổng mức đầu tư 14,000 tỷ đồng với sản phẩm đầu ra chính là thép đường ray. Đây là những bước đi chiến lược của HPG nhằm đón đầu làn sóng đầu tư công và có những sự chuẩn bị quan trọng cho các dự án đầu tư công trọng điểm, đặc biệt là các dự án quy mô đầu tư lớn trong ngành đường sắt.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sự cạnh tranh của các đối thủ trong nước và dư cung của các nhà sản xuất nước ngoài có thể ảnh hưởng nhất định đến hoạt động tiêu thụ trong nước.</li> </ul>
2	NKG	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Dự án mở rộng đang bước vào giai đoạn tăng tốc.</b> NKG hiện đẩy mạnh góp vốn cho dự án mở rộng Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ – được xem là dự án trọng tâm của doanh nghiệp. Nếu kịp đưa vào vận hành từ năm 2026 như kỳ vọng, nhà máy này có thể trở thành ‘điểm bùng nổ’ mới, giúp NKG tái cấu trúc lại cơ cấu tiêu thụ giữa thị trường nội địa và xuất khẩu.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Do tỷ trọng xuất khẩu cao, NKG chịu rủi ro đáng kể từ các biện pháp phòng vệ thương mại tại các thị trường nước ngoài.</li> </ul>

# NGÀNH PHÂN BÓN

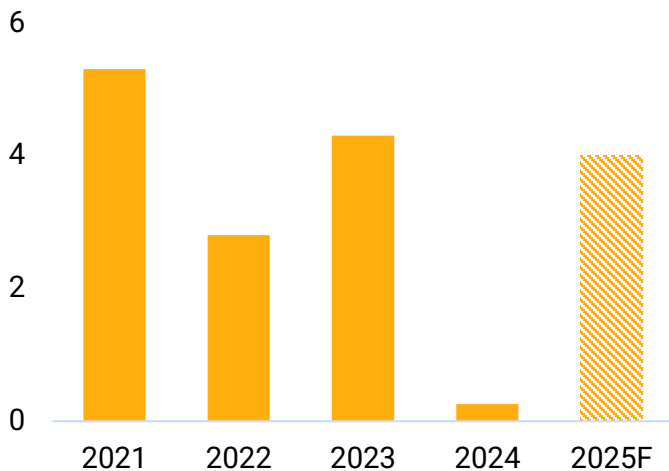


# NGÀNH PHÂN BÓN

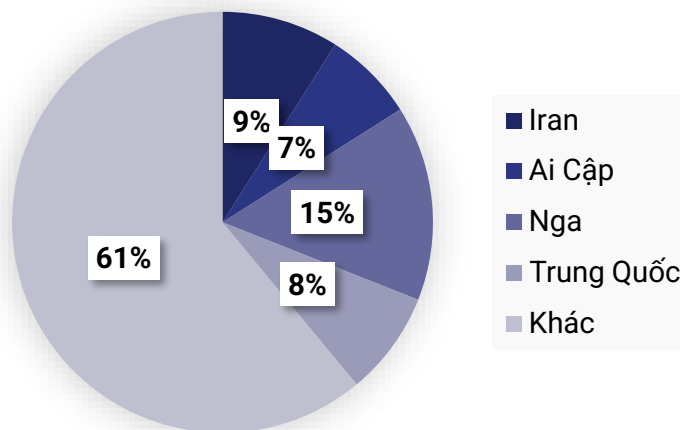
## XUẤT KHẨU DẪN ĐẦU ĐÀ TĂNG TRƯỞNG NĂM 2025

Tiêu thụ phân bón toàn cầu năm 2025 dự báo tăng 2.2% YoY đạt 205 triệu tấn (theo IFA), trong khi nguồn cung thắt chặt từ các thị trường xuất khẩu chủ lực (Trung Quốc, Nga, Trung Đông) do căng thẳng chính trị và rào cản thương mại. Bối cảnh này tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu. **Luỹ kế 10T.2025, xuất khẩu phân bón đạt gần 1.77 triệu tấn (+22.6% YoY) với giá trung bình 423 USD/tấn (+3.2% YoY). Đây là mức tăng trưởng mạnh nhất trong vòng 3 năm qua.** Tuy nhiên, nguồn cung thế giới dự báo hồi phục dần từ năm 2026 nhờ (1) Chiến sự Iran và Israel hạ nhiệt; và (2) Trung Quốc nới lỏng kiểm soát xuất khẩu, có thể làm giảm sản lượng xuất khẩu của Việt Nam từ mức cao năm 2025.

Xuất khẩu Urê của Trung Quốc (triệu tấn)

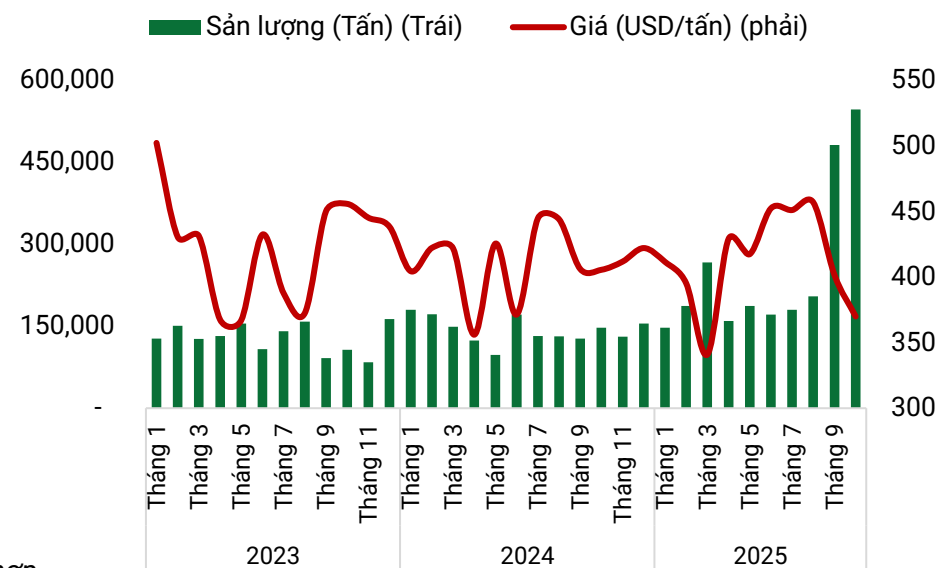


Trung bình thị phần xuất khẩu Urê toàn cầu giai đoạn 2020 - 2024



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Bloomberg, PSI tổng hợp

Xuất khẩu phân bón



# NGÀNH PHÂN BÓN

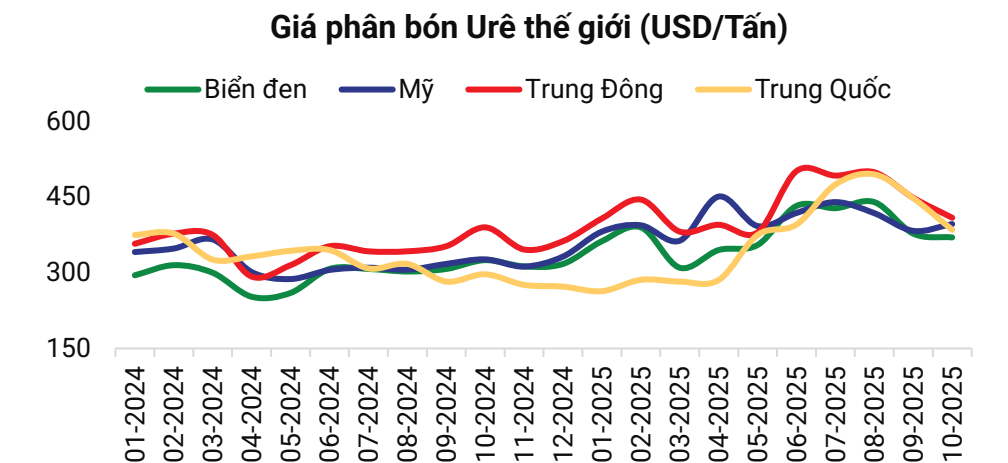
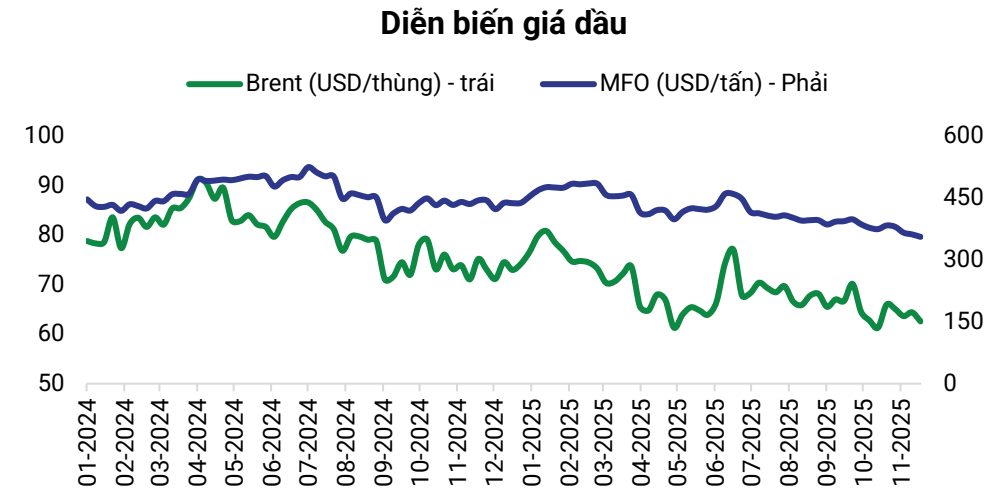
## DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VỮNG CHẮC



**Giá khí đầu vào dự báo giảm hỗ trợ biên lợi nhuận gộp mở rộng:** Trong Q3.2025, giá dầu Brent và giá dầu MFO tiếp tục giảm về mốc 68 USD/thùng (-13.2% YoY) và 400 USD/tấn (-12.7% YoY). Trong năm 2026, giá dầu Brent dự báo trong khoảng 60 USD/thùng do thị trường có thể vẫn ở trạng thái dư cung, hỗ trợ giá khí đầu vào năm 2026 của nhóm đạ duy trì ở mức thấp.

**Mặt bằng giá kỳ vọng vẫn duy trì ở mức cao.** Giá trung bình Urê toàn cầu hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh hồi tháng 8. Trong bối cảnh nguồn cung phân bón thế giới dần hồi phục, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá năm 2026 sẽ giảm nhẹ khoảng 5% YoY về quanh mức 400 USD/tấn, song vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn 2023 - 2024. Các yếu tố nâng đỡ giá gồm: (1) Lộ trình tăng thuế nhập khẩu phân bón từ Nga và Belarus, cùng cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) của EU sẽ làm tăng chi phí xuất khẩu phân bón vào khối này; (3) Bắc Kinh áp mức giá sàn FOB từ 370-470 USD/tấn hạn chế dư địa giảm giá sâu. Trong nước, giá bám sát xu hướng thế giới và được hỗ trợ bởi nhu cầu ổn định nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi cho sản xuất nông nghiệp.

**Hưởng lợi nhờ Luật thuế GTGT sửa đổi:** Luật thuế GTGT 5% chính thức có hiệu lực từ tháng 7/2025 giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu, đồng thời tiết kiệm chi phí nhờ cơ chế hoàn thuế.



Nguồn: Bloomberg

# NGÀNH PHÂN BÓN

## CỔ PHIẾU ƯA THÍCH

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	DCM	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Giá khí đầu vào kỳ vọng giảm.</b> Trong năm 2026, giá dầu Brent dự báo trong khoảng 60 USD/thùng, hỗ trợ giá khí đầu vào của DCM duy trì ở mức thấp khoảng 8.4 USD/MMBTU (-5% YoY).</li><li>- <b>Đầu tư vào các lĩnh vực có giá trị gia tăng cao mang lại hiệu quả bền vững.</b> Một số dự án trọng điểm đang triển khai gồm: (1) Nhà máy sản xuất và kho cảng Nhơn Trạch giúp tăng quy mô lưu kho với sức chứa khoảng 700,000 tấn và tối ưu chi phí logistics nhờ hệ thống cảng đáp ứng tàu có trọng tải lên đến 45,000 tấn (2) Mảng khí công nghiệp và hóa chất liên quan phân bón kỳ vọng mang lại 5,000 – 6,000 tỷ đồng doanh thu.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào phụ thuộc nhiều vào các yếu tố chính trị.</li></ul>
2	DPM	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Giá khí đầu vào kỳ vọng giảm nhờ</b> (1) Giá dầu MFO dự báo giảm về mức 390 USD/tấn (-7% Yoy) ; (2) Chi phí vận chuyển khí bình quân của DPM dự báo giảm trong giai đoạn 2025 -2030 do Công ty sẽ gia tăng tỷ trọng khai thác khí ở mỏ Sư tử Trắng (chi phí vận chuyển rẻ hơn).</li><li>- <b>Cổ tức tiền hấp dẫn nhờ tình hình tài chính lành mạnh:</b> Công ty có lượng tiền mặt và tiền gửi dồi dào, đạt 10,500 tỷ VND (56% tổng tài sản) tính đến cuối Q3.2025, trong khi đã hoàn tất thanh toán nợ vay dài hạn từ năm 2023. Nhờ vậy, tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm ở mức 20%.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu phân bón ảnh hưởng đến nguồn cung phân bón toàn cầu.</li></ul>

# NGÀNH ĐIỆN



## THÁO GỖ PHÁP LÝ THÚC ĐẨY NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO PHÁT TRIỂN

Theo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh (QHĐ8 ĐC), công suất năng lượng tái tạo (NLTT) tăng 166% so với kế hoạch cũ, nâng tỷ trọng công suất lắp đặt nhóm này lên mức 44% tổng công suất toàn hệ thống năm 2030. Để hiện thực hoá mục tiêu trên, Chính phủ đã ban hành các cơ chế mới nhằm tháo gỡ vướng mắc pháp lý, thúc đẩy các dự án năng lượng tái tạo phát triển, song các chính sách mới ban hành cần thời gian để thẩm thấu và phát huy hiệu quả.

Chính sách	Văn bản	Đánh giá
Hoàn thiện cơ chế đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư kinh doanh dự án NLTT	<a href="#">Nghị định 56/2025/NĐ-CP</a>	Một số tiêu chí dự thầu đáng chú ý: (1) Vốn chủ sở hữu tối thiểu $\geq 15\%$ tổng mức đầu tư; (2) Giá điện chào thầu không vượt trần và tỷ suất sinh lời nội tại về tài chính (IRR) $\leq 12\%$ . Cơ chế này giúp sàng lọc, tạo lợi thế cho các nhà đầu tư có năng lực và kinh nghiệm.
Cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa đơn vị phát điện NLTT và khách hàng sử dụng điện lớn (DPPA), chính thức	<a href="#">Nghị định 57/2025/NĐ-CP</a>	Những điểm mới so với cơ chế thí điểm cho thấy sự linh hoạt và định hướng rõ ràng hơn gồm: (1) Bổ sung thêm nguồn điện sinh khối; (2) Điều kiện về công suất và sản lượng đối với khách hàng sử dụng điện lớn sẽ do Bộ Công Thương quy theo từng giai đoạn, thay vì cố định như trước; (3) Giá điện qua lưới riêng do các bên tự thỏa thuận, không vượt trần; (4) Điện mặt trời mái nhà được bán tối đa 20% sản lượng dư lên lưới theo giá quy định.
Khung giá phát điện mới năm 2025 cho nhóm NLTT	<a href="#">Quyết định 988/QĐ-BCT</a> <a href="#">Quyết định 1508/QĐ - BCT</a> <a href="#">Quyết định 1824/QĐ-BCT</a>	Giá điện mặt trời nhìn chung thấp hơn khung chuyển tiếp, trong khi điện gió trên bờ và gần bờ tăng 9–23% nhưng vẫn thấp hơn 6–11% so với FIT2. Điểm đáng chú ý là lần đầu xuất hiện khung giá riêng cho điện gió ngoài khơi, với trần gần 4,000 đồng/kWh. Nhìn chung, khung giá mới giúp tháo gỡ vướng mắc pháp lý và mở đường cho các dự án đình trệ do lỡ ưu đãi giá FIT.

## ĐIỆN KHÍ LNG – XU THẾ TẤT YẾU TRÊN HÀNH TRÌNH CHUYỂN DỊCH

Phát triển điện khí LNG bù đắp khí nội địa suy giảm. Theo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh phần lớn công suất điện khí tăng thêm đến từ các nhà máy sử dụng khí LNG thay vì khí nội địa. Từ chỗ vắng bóng năm 2024, điện khí LNG kỳ vọng đóng góp 12% vào tổng cơ cấu nguồn điện quốc gia năm 2030.

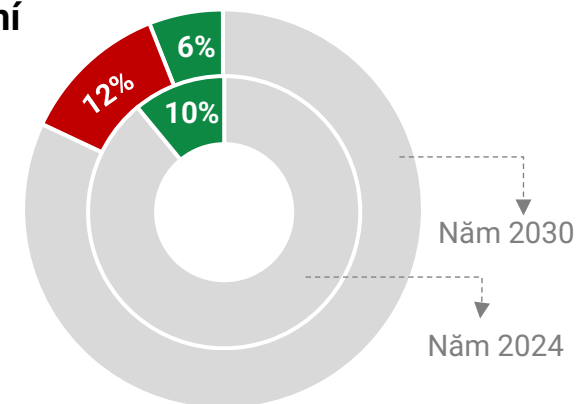
### Dự án LNG trọng điểm vận hành giai đoạn 2025 - 2030

Dự án	Công suất (MW)	Chủ đầu tư	Tiến độ
LNG Quảng Ninh	1500	POW, Tokyo gas, Marubeni	Chưa hoạt động
LNG Thái Bình	1500	Kyuden, Tokyo gas, TTLG	Chưa hoạt động
LNG Quảng Trạch II	1500	EVN	Chưa hoạt động
LNG Hải Lăng giai đoạn 1	1500	T&T (Việt Nam), HEC, KOGAS, KOSPO	Chưa hoạt động
NMĐ Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4	1624	POW	Dự kiến vận hành thương mại Q4.2025
LNG Hiệp Phước giai đoạn I	1200	Hải Linh	Chưa hoạt động
LNG Long An I	1500	VinaCapital, GS Energy	Chưa hoạt động
NMĐ BOT Sơn Mỹ I	2250	EDF, Kyushu, Sojitz, Pacific Vietnam	Chưa hoạt động
NMĐ BOT Sơn Mỹ II	2250	EDF, Kyushu, Sojitz, Pacific Vietnam	Chưa hoạt động
LNG Bạc Liêu	3200	DOE	Chưa hoạt động
LNG Nghi Sơn	1500	Đang đấu thầu	Chưa hoạt động
LNG Cà Ná	1500	Đang đấu thầu	Chưa hoạt động
LNG Huỳnh Lập	1500	Đang đấu thầu	Chưa hoạt động
LNG Hải Phòng giai đoạn I	1600	VinEnergó	Chưa hoạt động
LNG Hiệp Phước giai đoạn II	1500	Hải Linh	Chưa hoạt động

Nguồn: QHĐ8 ĐC, PSI tổng hợp

### Cơ cấu công suất điện khí toàn hệ thống

- Điện khí nội địa
- Các nguồn điện khác
- Điện khí LNG



**Việt Nam thúc đẩy nhập khẩu LNG dài hạn từ Mỹ:** Nhu cầu nhập khẩu LNG là một nhiệm vụ quan trọng hỗ trợ Việt Nam cải thiện cán cân thương mại với Mỹ. PV GAS đã ký các biên bản ghi nhớ với hai tập đoàn lớn của Mỹ là Conoco Phillips và Excelebrate về mua bán dài hạn khí LNG. Việc hợp tác nếu thuận lợi, sẽ đảm bảo cho Việt Nam nguồn cung năng lượng ổn định và ưu đãi hơn nhờ các hợp đồng dài hạn.

**Các chính sách hỗ trợ:** (1) Giảm thuế nhập khẩu ưu đãi đối với LNG từ 5% xuống 2%; (2) Ban hành mức trần giá phát điện LNG mới là 3,327.42 VND/kWh, cao hơn 28% so với mức cũ (3) Bộ Công Thương đang đề xuất nâng tỷ lệ giao Qc từ 65% lên 75%.

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	POW	<p>- <b>Nhơn Trạch 3&amp;4 bước vào giai đoạn vận hành thương mại.</b> Nhà máy Nhơn Trạch 3 đã vận hành ngày 21/11 và Nhơn Trạch 4 dự kiến vận hành giữa tháng 12/2025. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được ghi nhận doanh thu từ Q1/2026. Giai đoạn đầu hoạt động, khấu hao và chi phí tài chính cao có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận. Song với vị thế là dự án điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam, cùng các chính sách hỗ trợ của Nhà nước, Nhơn Trạch 3&amp;4 sẽ đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của doanh nghiệp.</p> <p>- <b>Kế hoạch tăng vốn:</b> POW đã thông qua nghị quyết triển khai phương án tăng vốn điều lệ từ 23,418.7 tỷ đồng lên 30,678.5 tỷ đồng. Mục đích tăng vốn nhằm tài trợ cho dự án NT3&amp;NT4.</p>	Thiếu hụt nguồn cung khí có thể gây gián đoạn việc sản xuất điện.
2	GEG	<p>- <b>Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng tái tạo ở Việt Nam</b> với danh mục: 81 MW thủy điện, hơn 300 MWp điện mặt trời và 230 MW điện gió (tính đến cuối năm 2024). Hiện GEG đang triển khai 4 dự án với tổng công suất 190MW, dự kiến đưa vào vận hành giai đoạn 2026–2028, đồng thời đặt mục tiêu nâng quy mô NLTT lên 3,000MW vào năm 2030.</p> <p>- <b>Hiệu quả kinh doanh kỳ vọng cải thiện khi chính sách về giá cho các nhà máy điện chuyển tiếp được ký chốt.</b> GEG đã hoàn tất đàm phán giá cho dự án Tân Phú Đông 1 (TPD1). Mức giá bán điện được thống nhất là 1,813đ/kWh, cao gấp đôi mức giá tạm 2024, hỗ trợ doanh thu và dòng tiền dự án.</p>	Biến động thủy văn tác động đến hiệu suất sử dụng các nhà máy thủy điện.

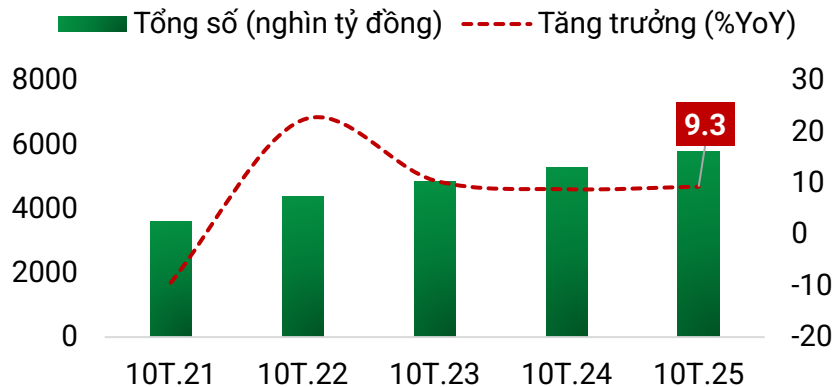
# NGÀNH BÁN LẺ

## TIÊU DÙNG ẤM DẦN LÊN NHỜ THỊ TRƯỜNG LAO ĐỘNG CẢI THIỆN

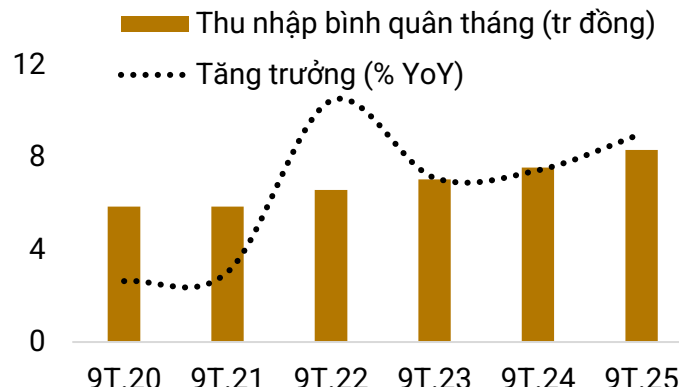
Lũy kế 10T.2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.3% YoY, cao hơn so với mức tăng 8.8% cùng kỳ năm 2024. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 8% YoY. Dịch vụ tiêu dùng tiếp tục là điểm sáng với doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 14.6% YoY và doanh thu du lịch lữ hành tăng 19.8% YoY, phản ánh hiệu quả của các chính sách, chương trình xúc tiến du lịch được đẩy mạnh. Giai đoạn đến năm 2030, Chính phủ đặt mục tiêu tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng bình quân 11.0 – 11.5%/năm (Theo Quyết định số 2326/QĐ-TTg).

**Thị trường lao động dần cải thiện thể hiện qua** (1) Tốc độ tăng thu nhập bình quân tháng của người lao động 9T.2025 (đạt 10% YoY) cao gấp 1.36 lần tốc độ tăng thu nhập bình quân 9T.2024 (đạt 7.4% YoY). Bên cạnh đó, Quốc hội chính thức thông qua tăng mức giảm trừ gia cảnh (+40,9%) của thuế thu nhập cá nhân từ năm 2026, tạo hiệu ứng kích cầu mạnh cho nền kinh tế; (2) Tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động 9T.2025 là 2.22%, giảm 0.03 điểm phần trăm so với cùng kỳ, quay về mức trước dịch.

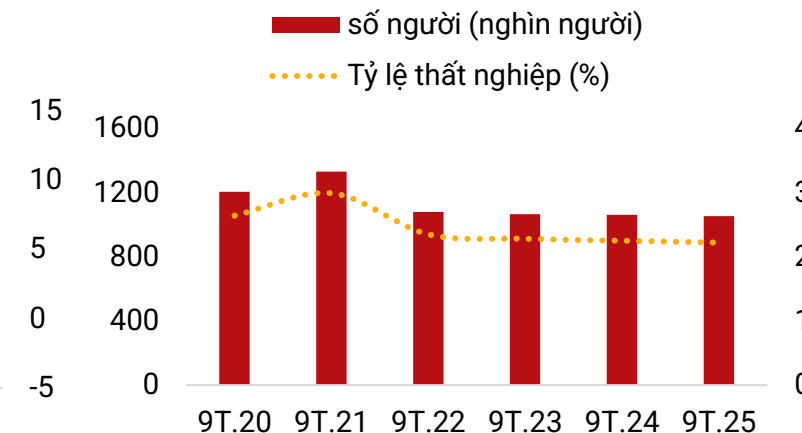
### Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng



### Thu nhập bình quân tháng của người lao động



### Tỷ lệ thất nghiệp



Nguồn: GSO, PSI tổng hợp

# NGÀNH BÁN LẺ

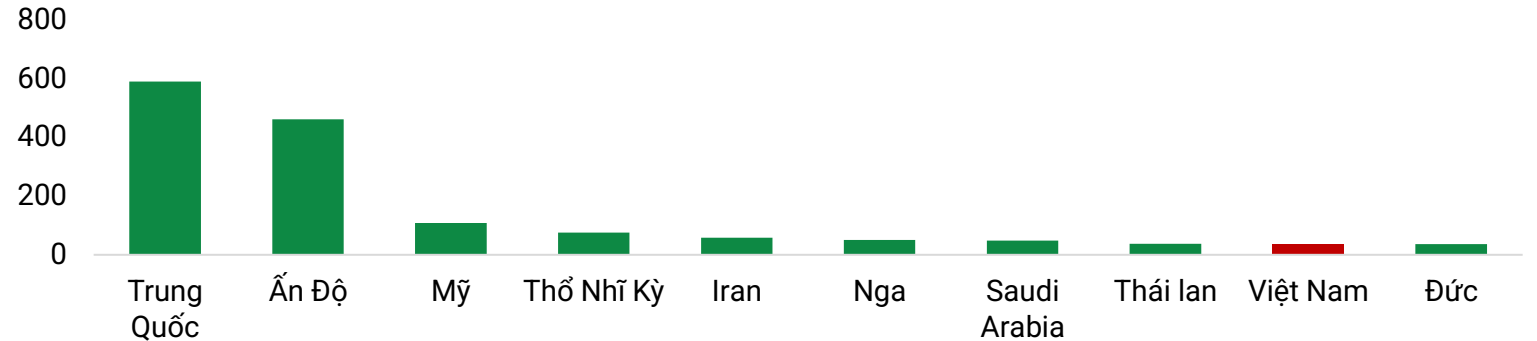
## THAY ĐỔI CHÍNH SÁCH CÙNG CỐ TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG



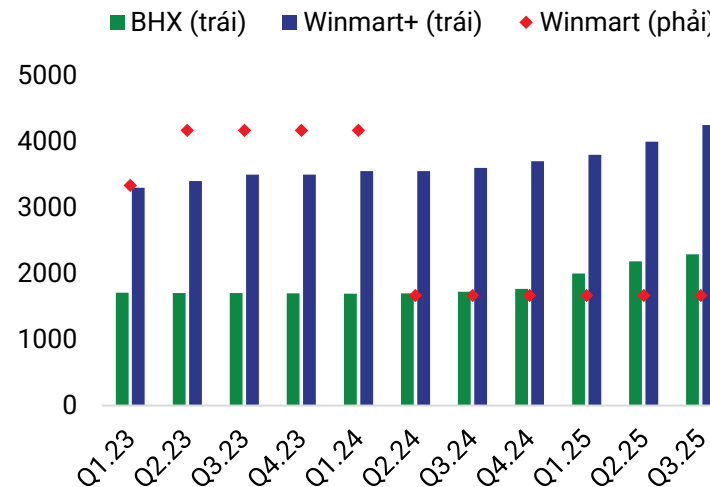
Ngành trang sức được kỳ vọng hưởng lợi từ Nghị định 232/2025/NĐ-CP (hiệu lực 10/2025), khi cơ chế độc quyền vàng miếng được gỡ bỏ, cho phép doanh nghiệp tư nhân sản xuất vàng miếng và nhập khẩu vàng nguyên liệu. Chính sách này được xem là bước ngoặt, giúp giảm khan hiếm nguồn cung và mở ra cơ hội tăng trưởng lớn cho các doanh nghiệp vàng.

Kênh bán lẻ hiện đại tiếp tục tăng tốc khi các chuỗi bách hóa đã có lãi và đang đẩy mạnh mở rộng quy mô trong giai đoạn 2025–2026, đặc biệt tại miền Trung – nơi mật độ thấp và chi phí rẻ, hỗ trợ cải thiện biên lãi gộp. Việc chuẩn hóa thị trường bán lẻ, gồm cả thương mại điện tử, giúp tăng tính minh bạch và cạnh tranh cho các chuỗi bán lẻ hiện đại: (1) Đề xuất chuyển hộ kinh doanh từ thuế khoán sang thuế theo doanh thu, thu hẹp lợi thế giá của kênh truyền thống; (2) Siết quản lý thuế và tăng phí hoa hồng trên sàn thương mại điện tử, làm giảm lợi thế chi phí rẻ của người bán online.

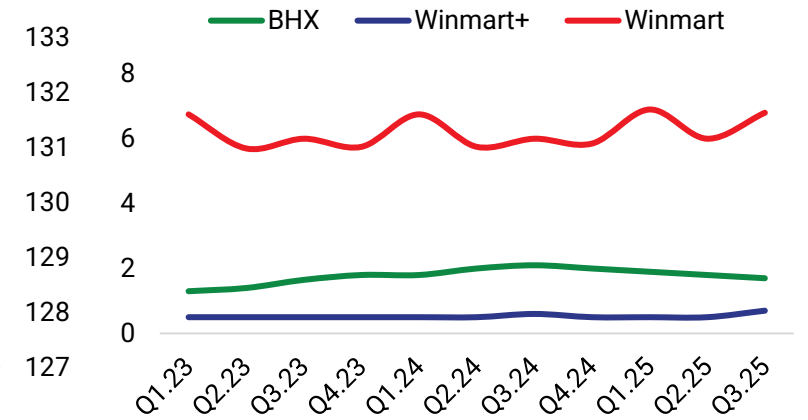
Việt Nam thuộc top 10 thị trường tiêu thụ vàng lớn nhất thế giới 9T.2025 (tấn)



Số lượng cửa hàng các chuỗi bán lẻ hiện đại



Doanh thu bình quân cửa hàng (tỷ đồng/tháng)



Nguồn: WGC, MWG, MSN, PSI tổng hợp

STT	Mã chứng khoán	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
1	MWG	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Bách Hóa Xanh (BHX) đẩy mạnh phát triển quy mô:</b> Đến cuối Q3.2025, chuỗi đã mở mới 600 cửa hàng, với hơn 50% tại khu vực miền Trung. Dù mở rộng nhanh chóng, BHX vẫn đảm bảo hiệu quả vượt trội khi các cửa hàng mới ghi nhận tổng lợi nhuận dương ở cấp độ cửa hàng. Theo Ban lãnh đạo, BHX lãi khoảng 200 tỷ đồng trong Q3.2025 và cả năm khoảng 600 tỷ đồng.</li><li>- <b>Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh tăng trưởng ổn định.</b> Trong bối cảnh không mở mới thêm cửa hàng, tăng trưởng đến từ cải thiện doanh thu cửa hàng hiện hữu với mức tăng trên 19% trong 10T.2025. Động lực tăng trưởng đến từ (1) Quý 4 thường là mùa cao điểm tiêu dùng nhờ các chương trình khuyến mãi lớn; (2) iPhone 17 ra mắt vào tháng 9 kích thích nhu cầu nâng cấp, kéo theo sức mua cho các dòng cũ; (3) Việc gia hạn giảm 2% thuế VAT tiếp tục hỗ trợ giá bán.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Chi phí mở rộng BHX cao hơn dự kiến ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận.</li><li>- Cạnh tranh về giá trong mảng ICT- CE vẫn hiện hữu.</li></ul>
2	PNJ	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Năng lực nội tại vững vàng:</b> Dù nhu cầu trang sức giảm do giá vàng tăng, biên lãi gộp 9T.2025 của PNJ vẫn đạt 20.8%, tăng 4.1 điểm phần trăm YoY nhờ quản lý tồn kho hiệu quả và tập trung vào sản phẩm có giá trị gia tăng cao. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ tiếp tục tăng trong mùa cao điểm Q4/2025–Q1/2026.</li><li>- <b>Hưởng lợi từ Nghị định 232/2025/NĐ-CP</b> cho phép doanh nghiệp tư nhân sản xuất vàng miếng và nhập khẩu vàng nguyên liệu, qua đó giảm áp lực nguồn cung. PNJ đã đủ điều kiện và đang hoàn thiện hồ sơ xin hạn ngạch. Khi được cấp phép, doanh nghiệp sẽ tận dụng khung pháp lý mới để thúc đẩy doanh số vàng và trang sức.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Nhu cầu đối với các sản phẩm xa xỉ bị thu hẹp do biến động kinh tế.</li></ul>

# TRUNG TÂM PHÂN TÍCH



## **Trần Anh Tuấn, CFA**

Giám đốc Trung tâm Phân tích

Email: tuanta@psi.vn

## **Đặng Trần Hải Đăng**

Phó Giám đốc Trung tâm Phân tích

Email: dangdth@psi.vn

## **Phòng Phân tích**

### **Phạm Hoàng**

Trưởng Bộ phận Phân tích Doanh nghiệp

Email: phamhoang@psi.vn

### **Nguyễn Thị Thu Trang**

Chuyên viên cao cấp

Email: trangntt@psi.vn

### **Nguyễn Ngọc Hải**

Chuyên viên

Email: hainn@psi.vn

### **Vũ Thị Ngọc Lê**

Trưởng Bộ phận Kinh tế vĩ mô và Chiến lược thị trường

Email: levtn@psi.vn

### **Tô Quốc Bảo**

Chuyên viên cao cấp

Email: baotq@psi.vn

### **Nguyễn Thảo Nguyên**

Chuyên viên

Email: nguyennt@psi.vn

## **Phòng Truyền thông**

### **Vũ Huyền Hà My**

Phó Phòng Truyền thông

Email: myvhh@psi.vn

### **Cao Thuỳ Linh**

Chuyên viên

Email: linhct@psi.vn

### **Phan Anh Ngọc**

Chuyên viên


Email: ngocpa@psi.vn




# LIÊN HỆ

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ


 Tầng 2, Toà nhà Hanoi Tourist, 18 Lý Thường Kiệt, Phường Cửa Nam, TP. Hà Nội


 (84) 3934 3888


 (84) 3934 3888

 [www.psi.vn](http://www.psi.vn)


### CHI NHÁNH HỒ CHÍ MINH


 Lầu 1, Toà nhà PVFCCo, 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Sài Gòn, TP. HCM


 (84-8) 3914 6789

 (84-8) 3914 6969


### CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG


 Tầng G và Tầng 2, Toà nhà PVcombank Đà Nẵng, Lô A2.1, Đường  
30/4, Phường Hoà Cường, TP. Đà Nẵng


 (84-236) 3899 338

 (84-236) 3899 338

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

 Tầng 5, Toà nhà Silver Sea, 47 Ba Cu, Phường Vũng Tàu, TP. HCM

 (84-254)625 4520/22

 (84-254)625 4521

# TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM



Báo cáo phân tích này được thực hiện bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI) chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chung cho các nhà đầu tư. Báo cáo này không cấu thành một lời chào mời mua, bán, hay đăng ký bất kỳ sản phẩm tài chính hoặc chứng khoán nào được đề cập trong đây.

Các thông tin, phân tích, nhận định và quan điểm trình bày trong báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo và không nhằm mục đích thay thế cho việc đánh giá và đưa ra quyết định đầu tư độc lập của nhà đầu tư. PSI khuyến nghị nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá hoặc tham khảo ý kiến tư vấn chuyên nghiệp phù hợp với mục tiêu đầu tư, khả năng tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro của bản thân trước khi đưa ra bất kỳ quyết định đầu tư nào.

Các thông tin được sử dụng trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà PSI cho là đáng tin cậy và có sẵn công khai tại thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo và không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ, kịp thời hoặc phù hợp cho bất kỳ mục đích cụ thể nào của các thông tin đó. Các thông tin và quan điểm có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Mọi thông tin hoặc dữ liệu về hiệu suất trong quá khứ của bất kỳ chứng khoán hoặc thị trường nào được đề cập trong báo cáo này không phải là chỉ báo đáng tin cậy về kết quả hoặc hiệu suất trong tương lai. Đầu tư vào chứng khoán luôn tiềm ẩn rủi ro, bao gồm rủi ro mất vốn.

PSI, các công ty liên kết, các cổ đông, giám đốc, cán bộ quản lý và nhân viên của PSI sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất, thiệt hại (trực tiếp, gián tiếp, ngẫu nhiên hoặc hậu quả) hoặc chi phí nào phát sinh từ việc sử dụng, hoặc dựa vào các thông tin và quan điểm trong báo cáo này.

PSI hoặc các công ty liên kết của PSI, cũng như các nhân viên tham gia lập báo cáo này, có thể có hoặc đã có các vị thế trong các chứng khoán được đề cập, hoặc có thể đã cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn tài chính, hoặc các dịch vụ khác cho các tổ chức phát hành chứng khoán đó.

