

BÁO CÁO VĨ MÔ

T12/2025

Kinh tế về đích “sát nút”

Sức khỏe nền kinh tế

PMI sản xuất

53 điểm
T11: 53.8 điểm

Tăng trưởng bán lẻ, dịch vụ *

7,008 Nghìn tỷ đồng
+9.25% YoY

Đầu tư công *

755,141 Tỷ đồng
+37.6% YoY

Lạm phát

+3.31 %YoY
Năm 2024: +3.63% YoY

Giao thương quốc tế

FDI thực hiện *

27.6 Tỷ USD
+9.0% YoY

FDI đăng ký *

38.4 Tỷ USD
+0.5% YoY

Kim ngạch XNK *

930 Tỷ USD
+18.2% YoY

Tỷ giá USD/VND

26,391
+3.3% YTD

Thị trường vốn

Tăng trưởng tín dụng

17.87 %YTD

Lãi suất huy động

5.25 %/năm
T11: 5.13%/năm

OMO

404,000 Tỷ đồng
+11.9% MoM

TPDN phát hành

589,334 Tỷ đồng
+23.3% YoY

Tăng trưởng GDP

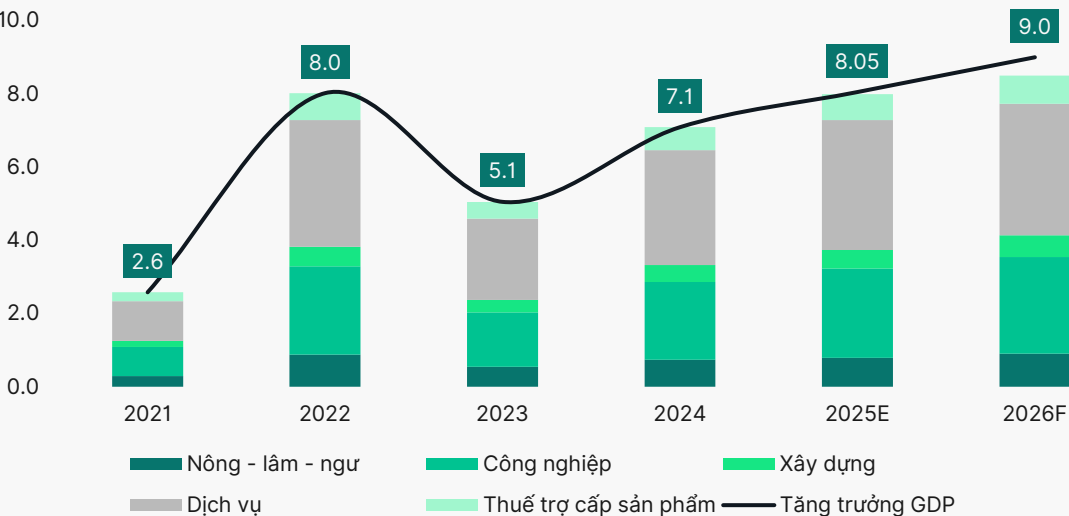
Hướng đến mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững, không tăng trưởng bằng mọi giá

Kết năm 2025, tăng trưởng GDP đạt 8.05% YoY, tạo nền tảng cho kế hoạch tăng trưởng 2 chữ số trong giai đoạn 2026-2030, đặc biệt khi hiệu quả của cải cách thể chế đi vào thực tế.

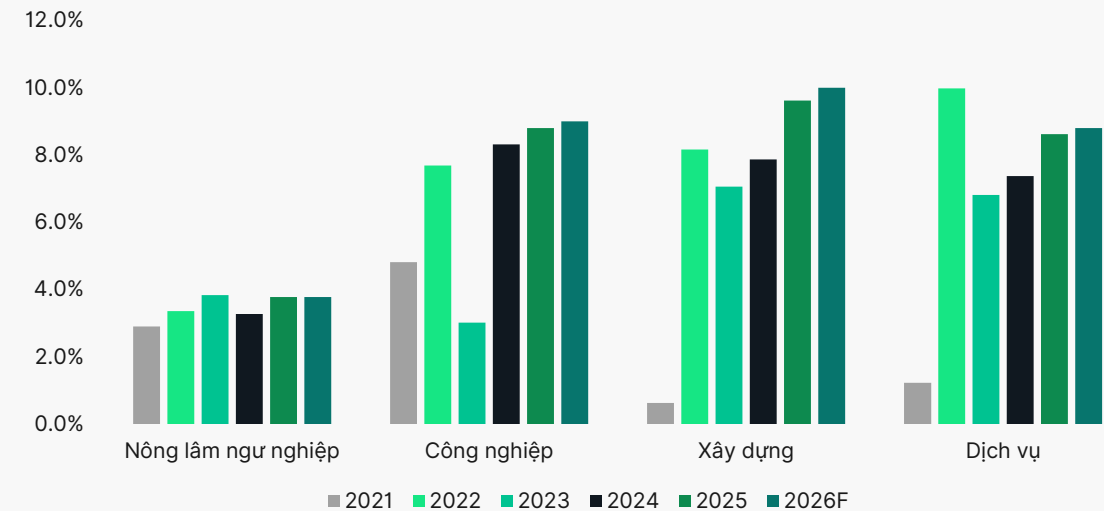
- Đóng góp tăng trưởng chính đến từ lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ, lần lượt đạt tăng trưởng 8.95% và 8.62% YoY, với điểm tựa là xu hướng ổn định của khu vực sản xuất FDI và kim ngạch xuất nhập khẩu. Ngoài ra, mục tiêu mở rộng năng suất tổng thể, trong đó, cấu phần năng suất lao động đã cải thiện rõ rệt đạt 6.8% YoY so với 5.8% năm ngoái.
- Ngược lại, ảnh hưởng từ điều kiện thời tiết phức tạp trong năm 2025, các cấu phần (1) mảng nông – lâm – ngư nghiệp tăng trưởng chậm do không có biện pháp ứng phó kịp thời; (2) tương tự tâm lý tiêu dùng chậm lại trong quý cuối năm, dữ liệu tiêu dùng cuối cùng tăng 7.95% YoY (so với năm 2024 tăng 6.5%) và tăng trưởng bán lẻ đạt 9.2% YoY (so với năm 2024 tăng 9%), nhưng đều không đạt so với kế hoạch đầu năm; (3)giải ngân đầu tư công đặc biệt chậm trong khoảng thời gian này, kỳ vọng tiến độ giải ngân bổ sung trong thời điểm cuối năm.

Bước sang năm 2026, Kafi nhận định động lực tăng trưởng từ nội lực (tài khóa) duy trì, đặc biệt là hiệu quả từ cải cách thể chế, chính sách đi vào thực tế là biến số mà chúng tôi đánh giá cao. Điểm trừ, dư địa hỗ trợ trên chính sách tiền tệ đã chạm giới hạn, điều tiết cung tiền ra nền kinh tế trên quan điểm quản trị cao hơn trong năm sau; từ đó, động lực thúc đẩy phát triển – đầu tư sẽ phân hóa cao theo ngành, chủ yếu đến từ hiệu quả cải cách chính sách. **Kafi nhận định mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2026 ổn định, đạt 8.5-9% YoY; mục tiêu phấn đấu 10% là tương đối thách thức.**

Tăng trưởng GDP và đóng góp của tăng trưởng GDP
| Đơn vị % - Nguồn: GSO, Kafi Research



Tăng trưởng theo từng cấu phần GDP
Nguồn: GSO, Kafi Research



Khu vực sản xuất

Tâm lý kinh doanh đạt mức cao theo đánh giá S&P Global

Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam T12 đạt 53 điểm, hạ nhiệt nhẹ so với tháng trước nhưng vẫn đánh giá cao. Xu hướng ngành sản xuất mở rộng phục hồi trong 6 tháng liên tiếp, cao hơn ngưỡng tham chiếu 50 điểm. Góc nhìn tương tự với khu vực Đông Nam Á, đạt 52.7 điểm.

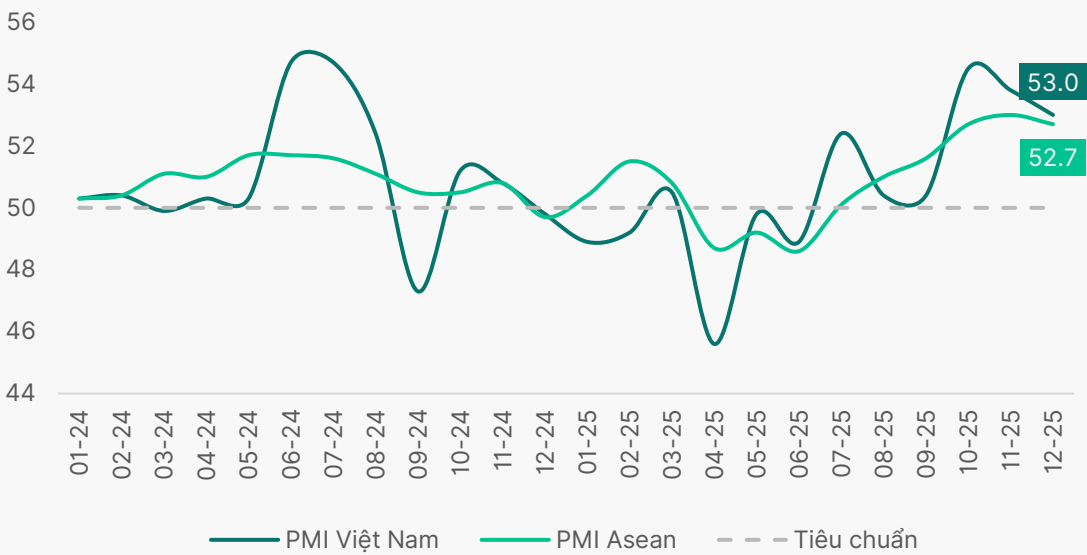
- Điểm nhấn, (1) tổng đơn hàng mới tăng trưởng trong 4 tháng liên tiếp, trong đó đơn hàng xuất khẩu giảm nhẹ so với tháng trước, (2) công việc tồn đọng, chỉ số việc làm lần đầu giảm sau 3 tháng khi mà mùa cao điểm xuất khẩu đã qua đi, (3) điểm sáng, tâm lý doanh nghiệp tăng lên mức cao nhất trong 21 tháng với đánh giá chung nhu cầu ngành sản xuất tiếp tục mở rộng trong năm 2026.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T12/2025 duy trì mở rộng tích cực (+2.2% MoM, +10.1% YoY). Lũy kế từ đầu năm ghi nhận tăng trưởng toàn ngành công nghiệp đạt 9.2% YoY.

Kafi đánh giá, hiệu ứng “front – loading” từ thế giới đã đẩy hoạt động sản xuất – xuất khẩu của Việt Nam tăng trưởng mạnh trong giai đoạn Q2-Q3, tình hình sản xuất tăng trưởng chậm lại cuối năm mang tính chất ngắn hạn. Bối cảnh kinh tế thế giới phân mảnh (thuế quan), tăng trưởng trung lập là rủi ro chính lên sức cầu của ngành; tuy vậy, các đánh giá về sơ bộ từ doanh nghiệp cho thấy dữ liệu đơn hàng ổn định đảm bảo tăng trưởng duy trì trong năm 2026.

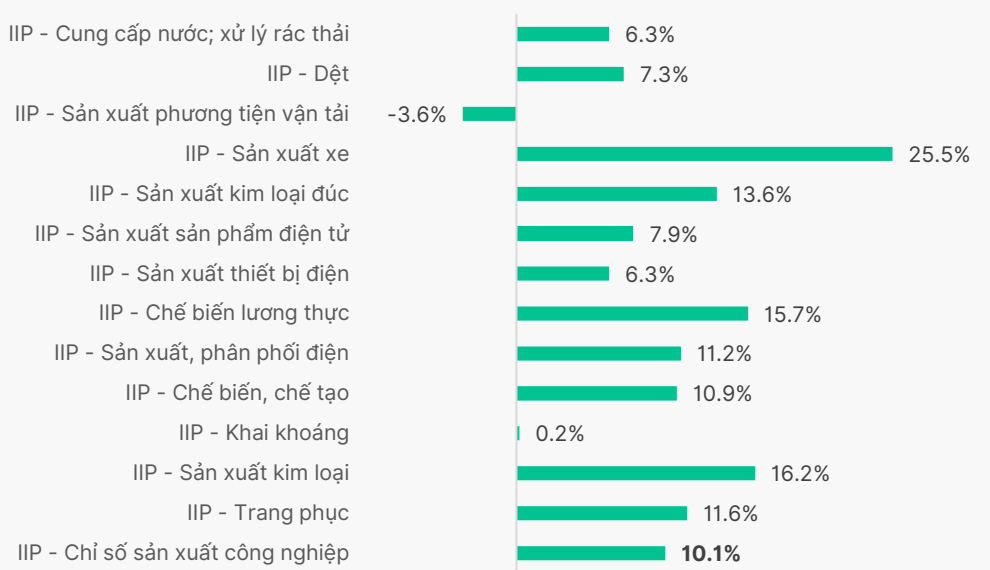
Chỉ số PMI T11 duy trì mở rộng

Đơn vị: điểm - Nguồn: S&P Global, Kafi Research



Tăng trưởng sản xuất các ngành công nghiệp trong T11/2025

Đơn vị: %YoY – Nguồn: GSO, Kafi Research



Tình hình bán lẻ

Hồi phục ở tháng cuối năm nhưng chưa đủ hoàn thành kế hoạch năm

Lũy kế 12T/2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9.25% YoY, xu hướng mở rộng trở lại sau xu hướng tăng trưởng chậm lại kể từ đỉnh tăng trưởng trong quý 2. Chúng tôi đã đề cập xuyên suốt về ảnh hưởng tâm lý tiêu dùng bởi hiện tượng mưa lũ kéo dài bất thường trong năm nay, kéo theo tăng trưởng bán lẻ chậm hơn kỳ vọng, thấp hơn mức mục tiêu 12% trong năm nay.

- Xét riêng trong tháng 12, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 627.8 nghìn tỷ (+3.9% MoM, +12.4% YoY). Sức cầu cải thiện nhờ yếu tố mùa vụ của các chương trình khuyến mãi, kích thích tiêu dùng cuối năm, và lượng khách du lịch sôi động trong và ngoài nước.

Về khách du lịch quốc tế, Việt Nam thu hút 2.02 triệu lượt khách (+2.2% MoM, +15.7% YoY) trong T12/2025, đóng góp lũy kế đạt 21.2 triệu lượt khách quốc tế (+20.4% YoY). Mức tăng trưởng kỷ lục của Việt Nam, vượt 10% so với dữ liệu trước thời điểm Covid-19; ngành du lịch của Việt Nam đã dần thu hẹp khoảng cách các quốc gia top đầu khu vực như Thái Lan (31.7 triệu lượt khách), Malaysia (31.4 triệu lượt khách),... Ghi nhận tổng doanh thu bán lẻ từ lĩnh vực du lịch đạt tăng trưởng 22.1% YoY.

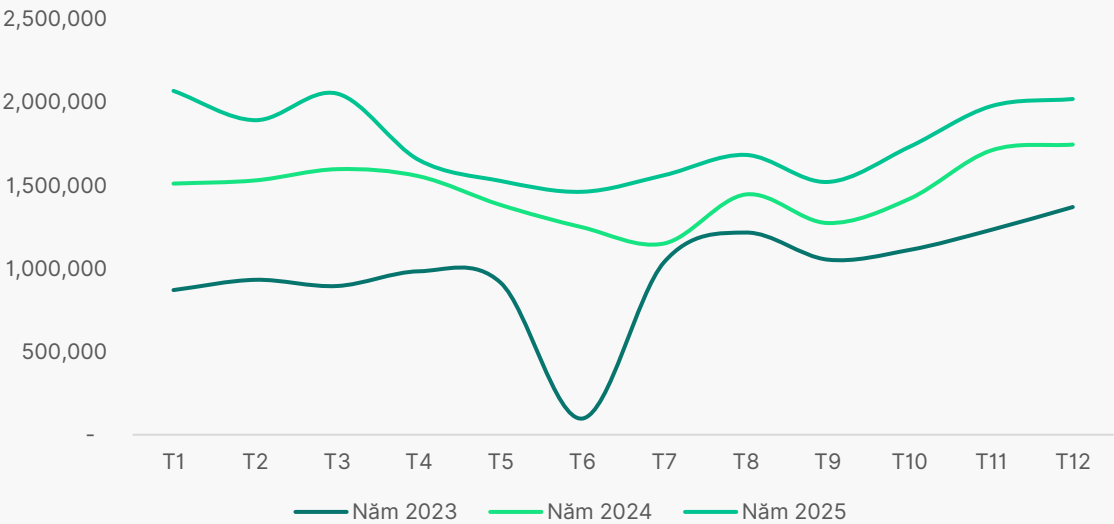
Mảng bán lẻ dịch vụ tăng trưởng ổn định

| Đơn vị % - Nguồn: GSO, Kafi Research

Năm	2024	2025											
Tháng	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
Tổng mức Bán lẻ hàng hóa, dịch vụ	8.96	9.46	9.38	9.85	10.0	9.66	9.27	9.30	9.37	9.55	9.27	9.13	9.25
Dịch vụ lưu trú, ăn uống	13.0	14.8	12.5	14.0	15.0	15.2	14.7	15.0	14.67	14.8	14.6	14.6	14.6
Bán lẻ hàng hóa	8.3	8.6	8.7	8.8	8.7	8.2	7.9	7.8	8.08	8.3	8.0	7.9	8.0
Dịch vụ lữ hành	16.0	17.3	16.4	18.3	24.5	24.7	23.2	20.0	20.33	20.5	19.8	19.9	20.2
Dịch vụ khác	9.0	9.8	10.2	12.5	12.6	12.9	12.3	12.4	11.91	12.1	11.8	11.2	11.5

Khách du lịch quốc tế

| Đơn vị: Lượt khách – Nguồn: Cục du lịch, Kafi Research



Lạm phát

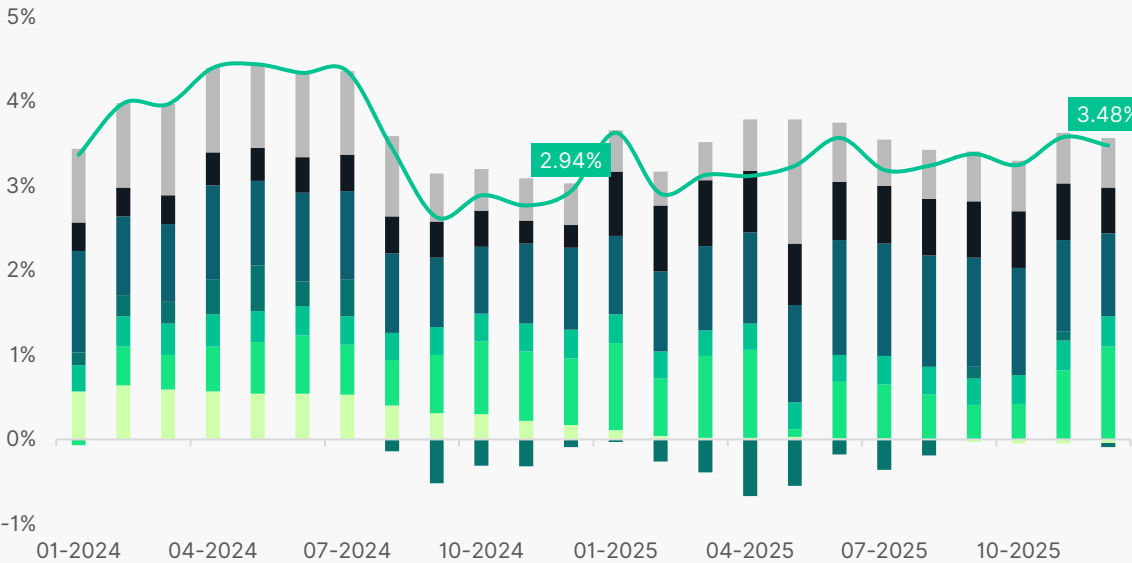
Chỉ số giá nhà vẫn khó kiểm soát

Chỉ số lạm phát trong năm 2025 biến động trong vùng kiểm soát của Chính phủ, ghi nhận CPI bình quân cả năm đạt 3.31 %YoY. Lạm phát được cân đối bởi đà tăng giá lệch pha thời gian trong năm của các cấu phần hàng hóa, chỉ số nhà ở – vật liệu xây dựng áp lực giữa năm (tín dụng mở rộng), trong khi giá thực phẩm lại tăng mạnh cuối năm dưới biến động nguồn cung (bão lũ) và mùa vụ cao điểm của bán lẻ – tiêu dùng.

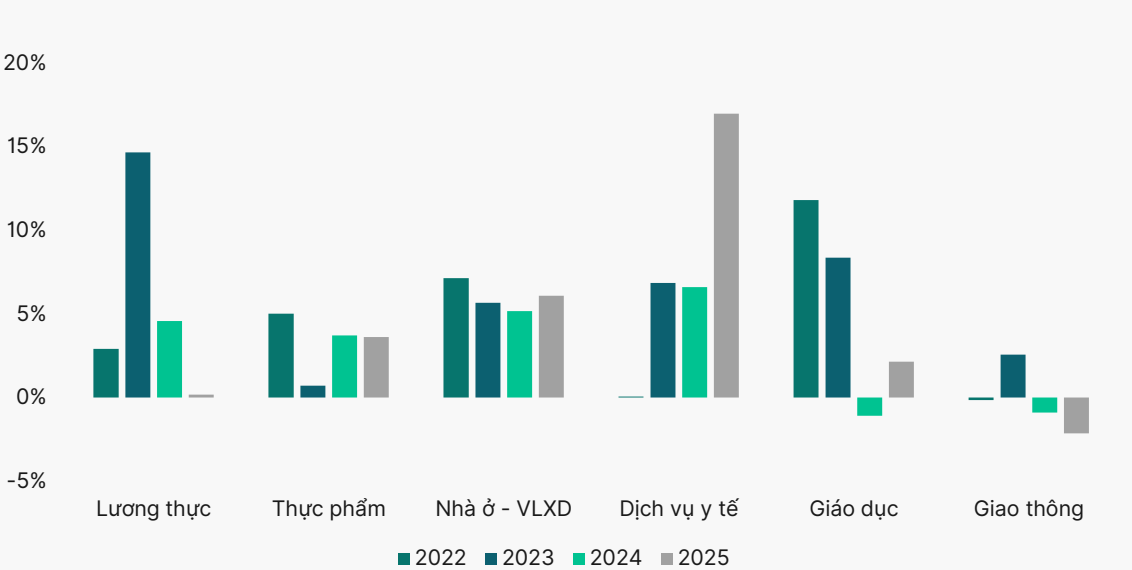
- Dù chủ trương điều hành chính sách tiền tệ thận trọng, song môi trường cung tiền mở rộng có kiểm soát; cùng thời điểm tiến độ giải phóng mặt bằng được đẩy mạnh kéo theo nhu cầu tái định cư vẫn sẽ tạo nên cơn sốt về giá bất động sản xuyên suốt trong năm 2026. Ngoài ra, biến động giá vàng tăng cao cũng là yếu tố khiến người dân chấp nhận giá bất động sản ở mức nền cao hơn.
- Ngược lại, (1) dư địa tăng giá ở cấu phần lương thực – thực phẩm không lớn bởi các chính sách điều chỉnh thuế giá trị gia tăng, (2) các điều chỉnh chính sách giá điện, dịch vụ y tế, giáo dục có lộ trình dàn trải.

Tổng hợp, chúng tôi đánh giá lạm phát tăng trưởng trung lập trong năm 2026, đạt 3.8% YoY, không vượt ngưỡng mục tiêu kiểm soát của Chính phủ. Đây là hệ quả tự nhiên của giai đoạn tăng tốc tăng trưởng kinh tế, thay vì dấu hiệu mất ổn định giá cả; trong đó áp lực chính từ biến động giá bất động sản thì đang có nhiều điều hành chính sách nhằm bình ổn mặt bằng giá cả như định danh tài sản, điều chỉnh hạn mức tín dụng kinh doanh bất động sản,...

Tăng trưởng CPI theo cấu phần đóng góp
| Đơn vị: %YoY – Nguồn: FiinPro, Kafi Research



Tăng trưởng giá tiêu dùng ở từng cấu phần
| Đơn vị: %YoY – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Đầu tư công

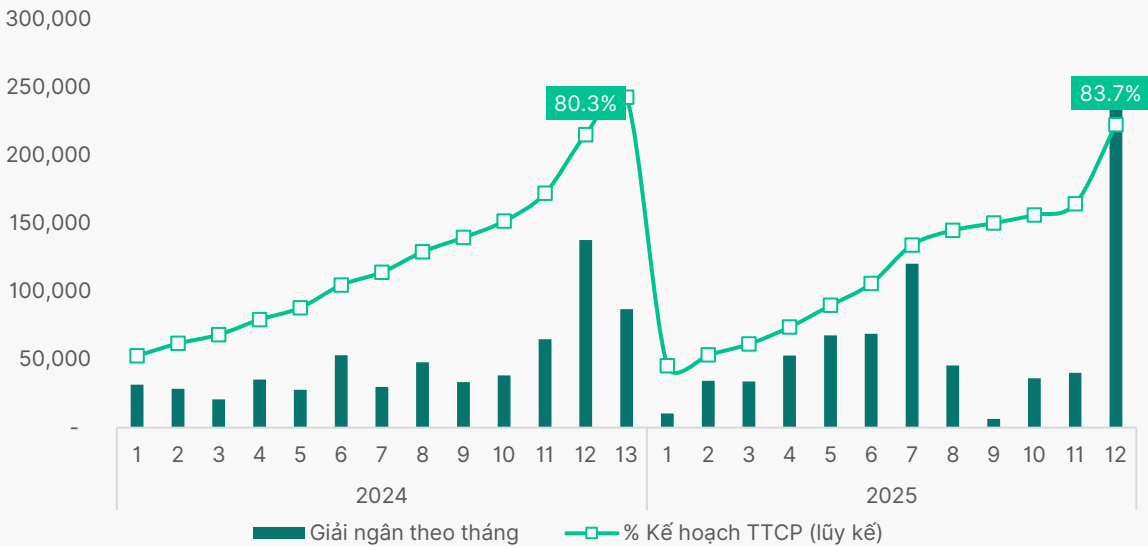
Vốn giải ngân kỷ lục trong 1 tháng

Tính đến ngày cuối tháng 12/2025, tổng vốn đầu tư công (ĐTC) đã giải ngân ước khoảng 755,141 tỷ đồng (+37.6% YoY), đạt 83.7% so với chỉ tiêu do Thủ tướng Chính phủ phân bổ.

- **Vốn đầu tư công trong riêng kỳ T12 đạt 238,207 tỷ, ghi nhận quy mô vốn kỷ lục được đẩy ra trong 1 tháng** . Đây là nỗ lực điều hành quyết liệt từ phía Chính phủ; Công điện 237/CĐ-TTg nhấn mạnh yêu cầu đẩy nhanh tiến độ những tháng cuối năm, hướng đến mục tiêu đạt trên 95% kế hoạch của TTCP.
- Nhìn lại, tiến độ giải ngân đầu tư công đã bị nghẽn ở mức 50-60% trong 3 tháng liên tiếp bởi ảnh hưởng của điều kiện thời tiết phức tạp. Tuy nhiên, với số liệu giải ngân được đẩy mạnh trong T12, áp lực giải ngân vốn ở tháng cuối của niên độ tài khóa chỉ còn 146,934 để hoàn thành kế hoạch năm của Thủ tướng Chính phủ.
- Kafi đánh giá số liệu kỷ lục tại tháng 12 gây bất ngờ, mức giải ngân có phần vượt hơn với năng lực triển khai của hệ thống, dẫn đến quy mô vốn giải ngân nhưng thực tế triển khai vẫn còn nhiều tồn đọng, hướng đến tiến độ giải ngân đầu tư công trong năm tài khóa 2025 chỉ đạt ~90% kế hoạch của TTCP trong kịch bản tích cực.

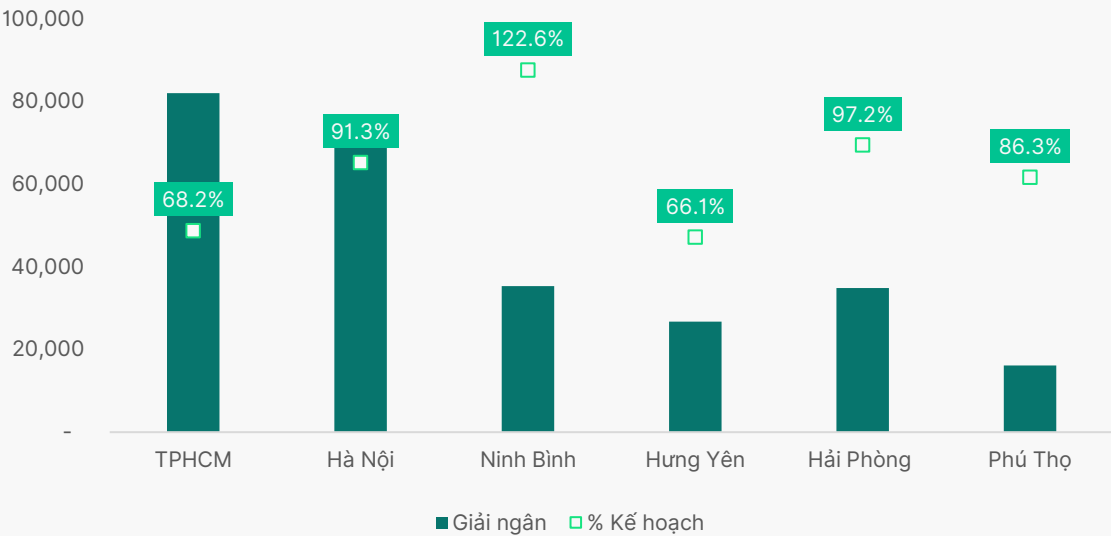
Tiến độ giải ngân đầu tư công (Niên độ tài khóa 13 tháng)

| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: Bộ Tài chính, Kafi Research



Tiến độ giải ngân đầu tư công (Niên độ tài khóa 13 tháng)

| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: Bộ Tài chính, Kafi Research



Dòng vốn FDI

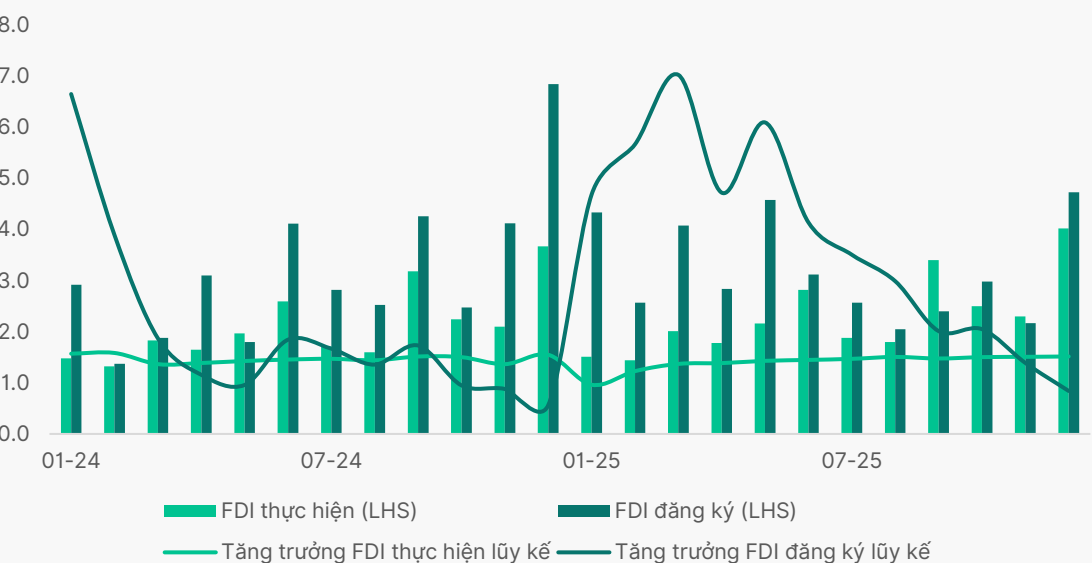
Xu hướng đầu tư thận trọng từ quốc tế, kỳ vọng tăng trưởng trung lập trong năm 2026

Lũy kế 12T/2025, FDI đăng ký và thực hiện lần lượt đạt 38.42 tỷ USD (+0.5% YoY) và 27.6 tỷ USD (+9.0% YoY). Quy mô vốn FDI vào tháng cuối năm mở rộng nhằm hoàn tất nốt kế hoạch vốn trong năm.

- Điểm trừ đến từ dòng vốn FDI đăng ký mới, dữ liệu cho thấy xu hướng tăng trưởng dòng vốn mới đã thu hẹp rất lớn kể từ thời điểm chính sách thuế quan đối ứng của TT Trump diễn ra. Dòng vốn đăng ký lũy kế ghi nhận đỉnh tăng trưởng 77% YoY, song đến nay chỉ còn tăng trưởng 0.5% YoY.
 - Xu hướng đầu tư từ khối DN FDI, (1) góc nhìn chung vẫn là thận trọng với cấu trúc thương mại toàn cầu đang dần phân cực, và rủi ro khi Việt Nam bị đánh giá là trung gian sản xuất hàng hóa của Trung Quốc, (2) quốc gia phát triển đang chuyển dịch vốn đầu tư quay trở lại nước Mỹ. Từ đó, quy mô dòng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam liên tiếp thu hẹp kể từ sau sự kiện thuế, lũy kế cuối năm tăng trưởng chỉ đạt 0.5% YoY, tuy nhiên đây là khó khăn chung của toàn khu vực không riêng gì Việt Nam.
- ☐ Xu hướng này dự kiến tiếp diễn trong năm 2026, Kafi đánh giá dòng vốn FDI đăng ký và thực hiện tăng trưởng tương đương 6-8% YoY.

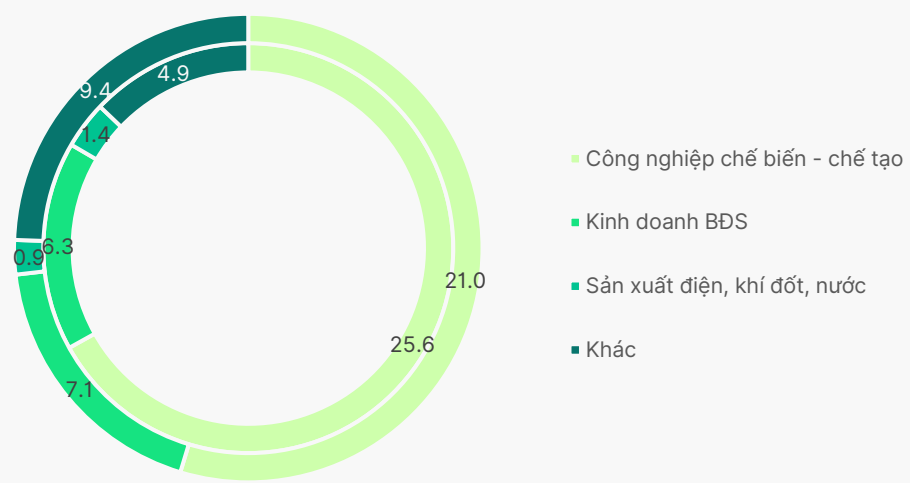
FDI thực hiện và FDI đăng ký duy trì tăng trưởng chậm lại so với giữa năm

| Đơn vị: Tỷ USD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Cơ cấu FDI thực hiện theo ngành năm 2024-2025 (2025 – vòng ngoài)

| Đơn vị: Tỷ USD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



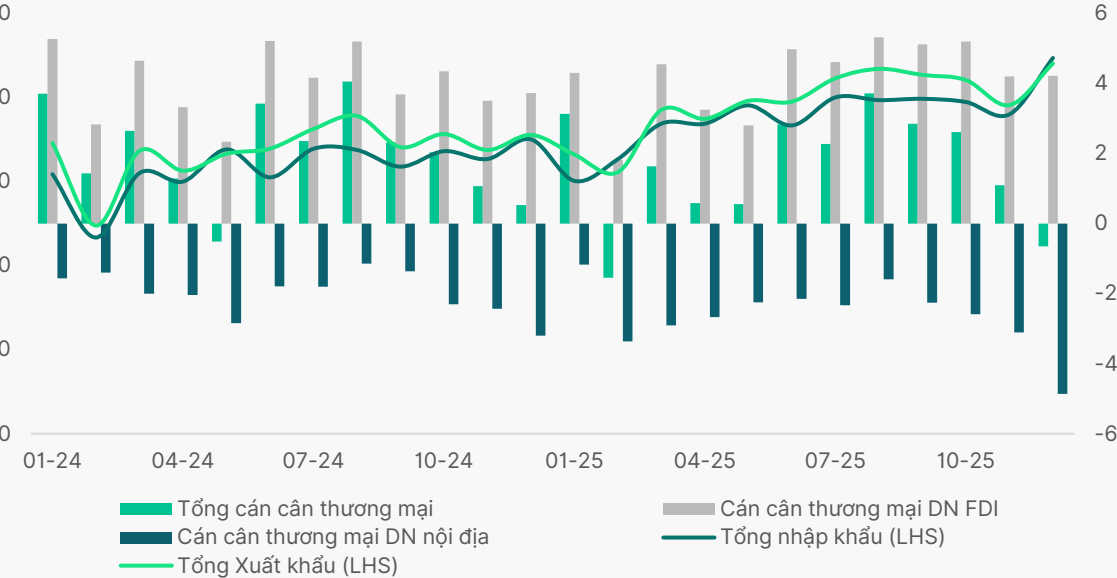
Cán cân thương mại

Duy trì trạng thái thặng dư thương mại mở rộng, tập trung ở nhóm doanh nghiệp FDI

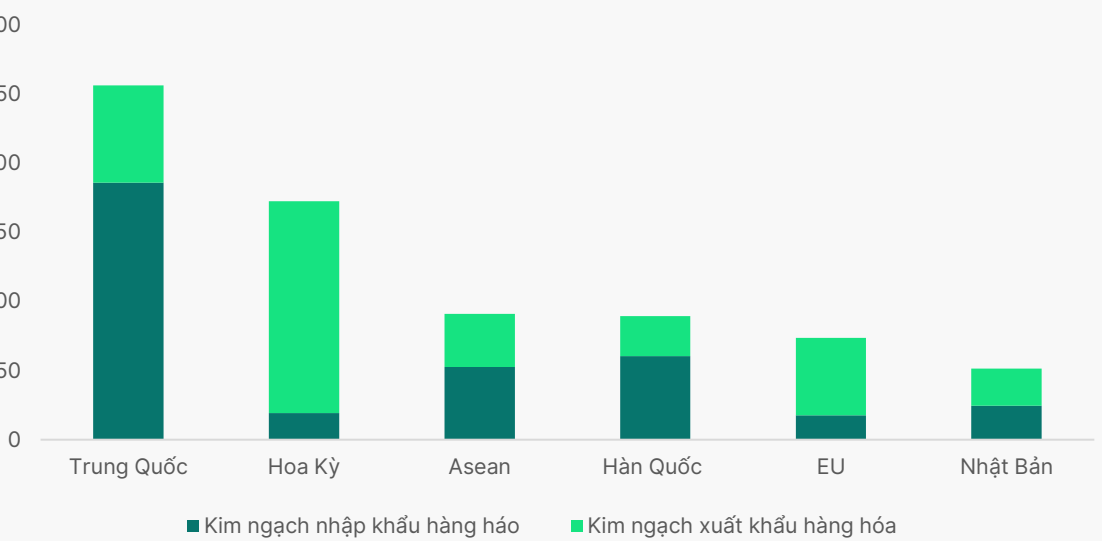
Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu (XNK) lũy kế 12T2025 đạt 930.0 tỷ USD (+18.2% YoY); trong đó, nhập khẩu đạt 455.0 tỷ USD (+19.5% YoY), xuất khẩu đạt 475.0 tỷ USD (+17.1% YoY).

- Cán cân thương mại ghi nhận đạt 20.03 tỷ USD (-19.1% YoY); phần lớn đóng góp đến từ nhóm doanh nghiệp FDI, ghi nhận xuất siêu đạt 50.3 tỷ USD lũy kế từ đầu năm. Trong khi, khu vực kinh tế trong nước ghi nhận nhập siêu 31.3 tỷ USD, nếu xét riêng trong tháng 12 ghi nhận nhập siêu 4.9 tỷ USD, cao hơn gấp đôi trung bình 11 tháng đầu năm).
- Về đối tác, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu chủ lực với quy mô 153.2 tỷ USD, ghi nhận nhập siêu từ Việt Nam ~133. tỷ USD (+28.2% YoY). Ngược lại, Trung Quốc là nhà cung cấp hàng hóa lớn nhất vào thị trường Việt Nam với giá trị xuất siêu đạt 115.6 tỷ USD (+39.6% YoY).
- Việt Nam sớm có những chiến lược đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, giảm rủi ro chính sách đơn phương từ phía Mỹ, đảm bảo được tăng trưởng ở kim ngạch thương mại mở rộng so với xu hướng toàn cầu đang chậm lại. Xu thế chuyển dịch thương mại nổi bật từ phía Mỹ sau khi đẩy cao áp lực từ chiến dịch thuế quan đối ứng, phản ánh rõ Mỹ đang chuyển hướng mua hàng và có phần phụ thuộc vào nguồn cung hàng hóa từ Việt Nam. Kafi đánh giá, kim ngạch XNK tăng trưởng dự kiến ở mức trung lập (~11% YoY) trong năm 2026, cần đánh giá thêm mức độ thay đổi trong chính sách bảo hộ thương mại và rủi ro địa chính trị gần đây.

Cán cân thương mại
Đơn vị: Tỷ USD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa theo đối tác
Đơn vị: Tỷ USD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Tỷ giá

Tỷ giá kỳ vọng trung lập, yếu tố dòng vốn ngoại “tháo chạy” dự kiến không còn diễn ra trong năm 2026

Tính đến cuối năm, tỷ giá USD/VND* đạt 26,391 (-0.04% MoM, +3.3% YTD), nếu xét tỷ giá tự do thì đã mất giá 4.2% kể từ đầu năm (có thời điểm tăng 7.1% YTD, hiện đã hạ nhiệt). Xu hướng tỷ giá trong 3 tháng cuối năm đã có phần bớt căng thẳng sau khi NHNN bán ngoại tệ can thiệp và sau đó là nâng lãi suất OMO.

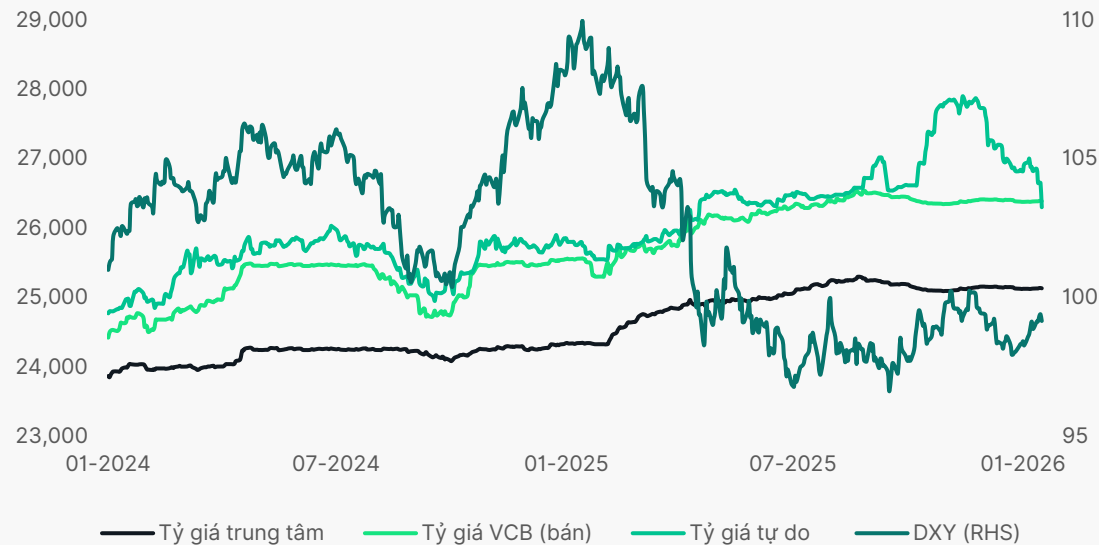
Từ thị trường quốc tế, chỉ số DXY trong xu hướng vận động ở vùng thấp điểm, đi cùng với định hướng nới lỏng chính sách của FED; FED đã hạ lãi suất 3 lần trong năm 2025 và dự kiến tiếp diễn 1 lần trong năm 2026.

Kafi nhận định mức độ trượt giá của ngoại tệ không là yếu tố gây rủi ro, chỉ tăng nhẹ ở mức 2-2.5% YTD trong năm 2026. Nguồn cung ngoại tệ đánh giá mở rộng hơn, dựa trên điều kiện:

- 1. Chênh lệch lãi suất chính sách giữa Mỹ và Việt Nam thu hẹp, hạn chế dòng vốn đầu tư rút ròng kỹ thuật.
- 2. Thanh tra thị trường vàng được siết chặt (thông qua Nghị định 232) và mở cửa thị trường cạnh tranh đối với kinh doanh vàng giúp NHNN kiểm soát đầu ra/đầu vàng ngoại tệ ở máng này.
- 3. Dòng vốn đầu tư từ Khối ngoại sau khi TTCK nâng hạng và trung tâm tài chính quốc tế (ẩn số), xu hướng xuất khẩu và FDI tăng trưởng trung lập ổn định đóng góp thặng dư ngoại tệ, hỗ trợ cho cán cân tổng thể trong năm sau.

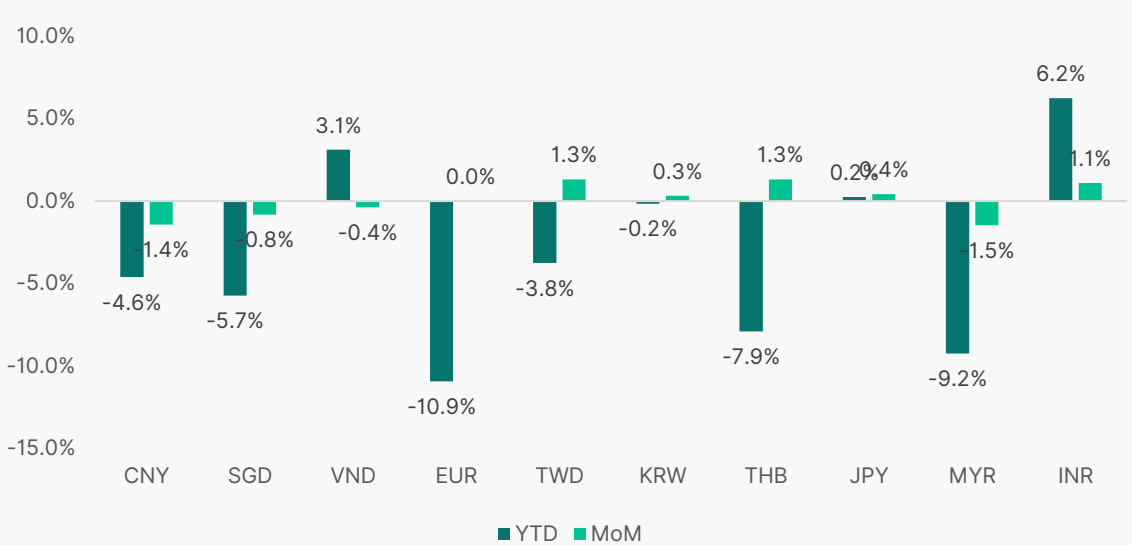
Diễn biến tỷ giá trong nước và DXY

Đơn vị: VND/USD – Nguồn: Fiinpro, Investing, Kafi Research



Biến động tỷ giá giữa USD với các đồng tiền toàn cầu

Đơn vị: % – Nguồn: Investing, Kafi Research



*Tỷ giá USD/VND được sử dụng đánh giá trong báo cáo Kafi là tỷ giá ngoại tệ VCB bán

Tăng trưởng tín dụng

Tăng trưởng tín dụng dự kiến duy trì, nhưng hàm ý kiểm soát rủi ro

Cập nhật tại ngày 25/12, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế ước đạt 17.87% YTD, tương đương 18.3 triệu tỷ đồng được bơm vào nền kinh tế. Chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng được mở rộng so với kế hoạch đầu năm (+16% YTD); hiện theo dự toán của NHNN, tín dụng có thể đạt tăng trưởng 19% trong năm 2025.

- Ngoài ra, định hướng bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng cho năm 2026, thay thế bằng khung chuẩn vận hành linh hoạt hơn, tăng hiệu quả và an toàn hệ thống ngân hàng.
- Bàn về tỷ lệ dư nợ/GDP đạt mức đỉnh 165% trong Q4/2025, cao hơn mức trung bình 80% của nhóm ASEAN- 6. đây là trạng thái “dễ hiểu” đối với nền kinh tế đang phát triển phụ thuộc vào dòng vốn tín dụng như Việt Nam. Kafi nhận định, việc thống đốc NHNN đề cập về tỷ lệ kiểm soát này hàm ý điều hành chính sách tiền tệ năm 2026 ưu tiên hơn đến kiểm soát chất lượng (đầu ra) tín dụng. Lãi suất nền của hệ thống được nâng lên hướng đến nhu cầu vốn thực, điểm đến tín dụng quy mô lớn như đầu tư công, sản xuất và khu vực tư nhân trong năm 2026.
- Trong tháng 12, nhiều NHTM tư nhân và cả nhóm NHQD đồng loạt nâng lãi suất nhanh, đẩy mức nền lãi suất huy động tăng lên 1-1.5%/năm ở kỳ hạn 12 tháng.

Kafi ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2026 đạt 17-18%, giảm nhẹ so với mức 18-19% năm 2025 do năm 2026 ưu tiên tăng trưởng bền vững, nâng cao hiệu quả tín dụng hơn sau một năm 2025 tăng trưởng về lượng.

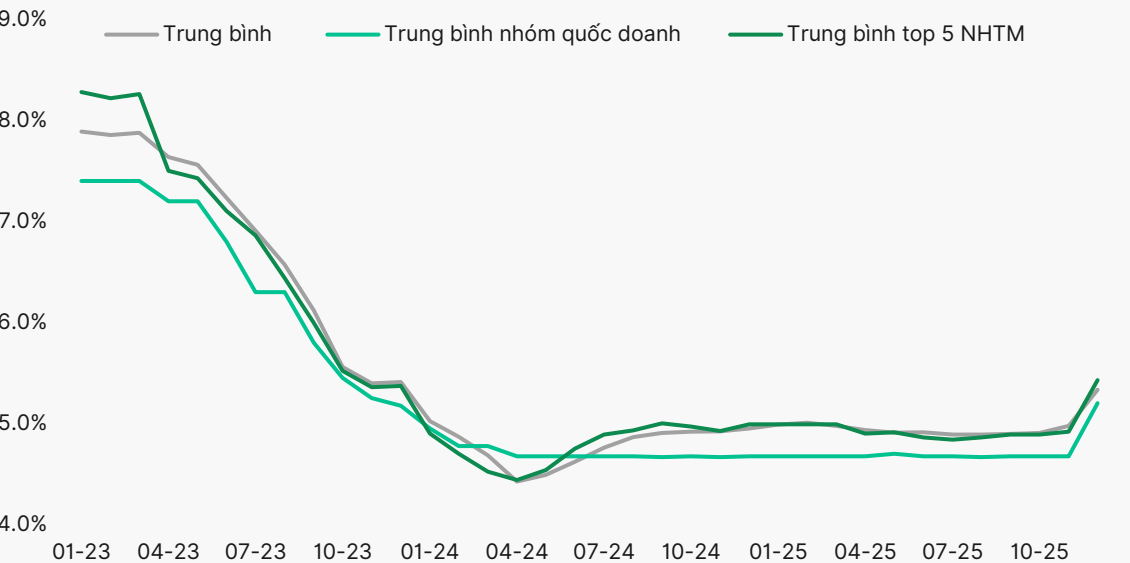
Tăng trưởng tín dụng qua các năm

Đơn vị: %YTD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Lãi suất huy động

Đơn vị %/năm - Nguồn: GSO, Kafi Research

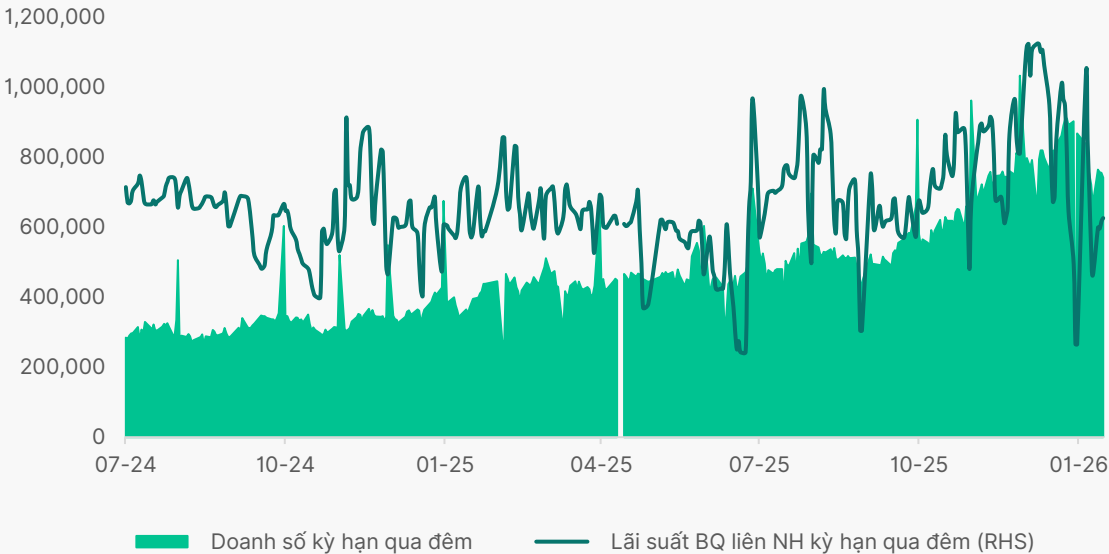


Thị trường mở

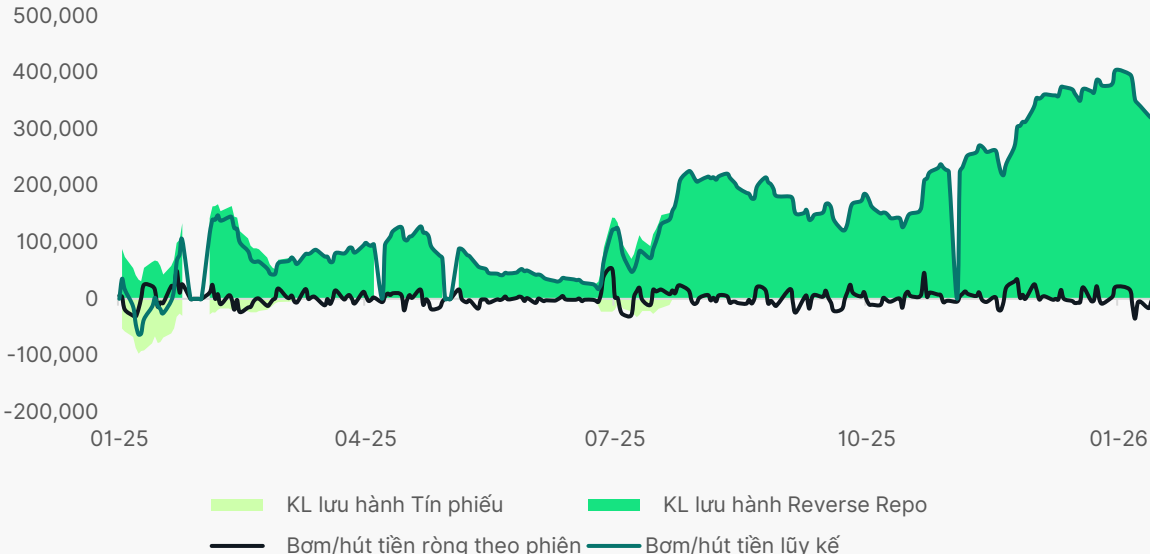
NHNN chủ động trong việc hỗ trợ thanh khoản, nhưng xu hướng lãi suất cần nâng nhẹ trong năm 2026

- Trong T12/2025, lãi suất liên ngân hàng (LNH) qua đêm trong xu hướng giảm dần, thấp hơn mức đỉnh áp lực ở kỳ trước đạt ~6-7%/năm. Điểm nhấn chính trong kỳ là việc lãi suất đấu thầu OMO đã nâng lên 4.5%/năm (+0.5% MoM).
- Thanh khoản bơm ròng trên kênh thị trường mở, lũy kế tổng lượng OMO lưu hành đạt 404k tỷ đồng, quy mô kỷ lục trong lịch sử. Việc chủ động bơm thanh khoản đối ứng giúp cân bằng trạng thái chênh lệch tín dụng và huy động, song thời điểm nhu cầu tín dụng cao cuối năm cùng với áp lực cân đối huy động ở các NHTM, chênh lệch trên cấu trúc kỳ hạn tài sản – vốn trên hệ thống. Điển hình, tỷ lệ LDR (cho vay/huy động) trong Q3 đạt 110% (vượt ngưỡng quản trị 85%), phản ánh trạng thái mất cân đối trên.
 - Điều hướng trên thị trường mở cho thấy góc nhìn điều hành linh hoạt từ NHNN, với việc đối ứng thanh khoản chủ động trong bối cảnh thanh khoản hệ thống gặp áp lực tại thời điểm cuối năm.
- ❑ Kafi nhận định, hoạt động bơm thanh khoản cho giúp hỗ trợ thanh khoản cuối năm và sẽ dần hạ nhiệt hơn khi qua năm tài chính tiếp theo. Tuy nhiên, việc chênh lệch cân đối lớn, cộng với tình hình lạm phát được dự báo tăng nhẹ buộc các NHTM phải tăng lãi suất huy động (dự báo 6% trong năm 2026).

Thị trường liên ngân hàng
| Đơn vị: Tỷ đồng/% – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Thị trường mở
| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Trái phiếu doanh nghiệp

Lãi suất phát hành mới ghi nhận tăng 0.5-1%/năm so với tháng trước

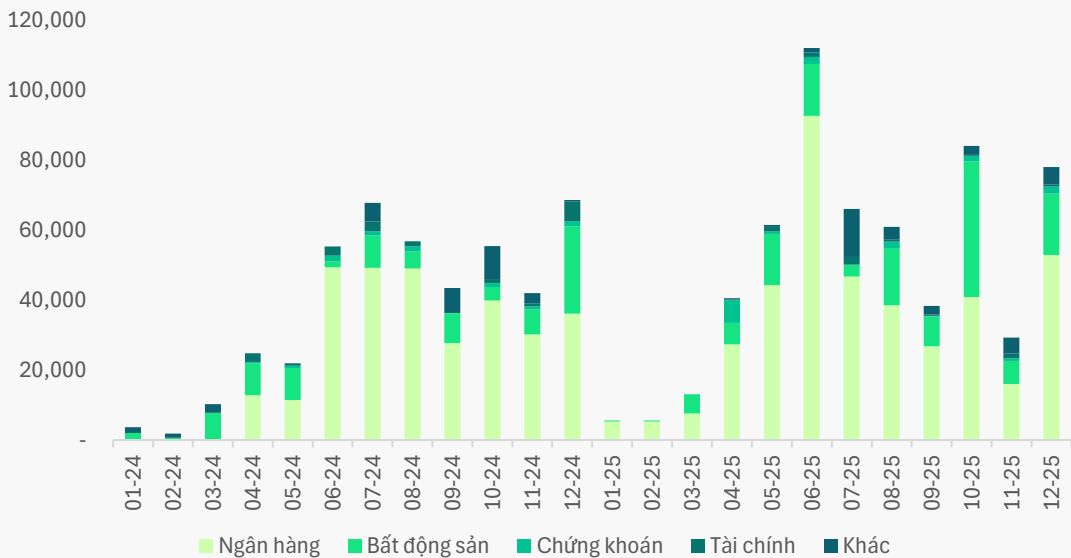
Lũy kế 12T/2025, thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) phát hành đạt 589,334 tỷ đồng (+23.3% YoY), bao gồm 534,334 tỷ đồng phát hành riêng lẻ và 54,354 tỷ đồng phát hành ra công chúng. Cơ cấu phát hành lần lượt tại nhóm ngành Ngân hàng (68%), theo sau là Bất động sản (23%), Chứng khoán (3%).

- Xét riêng tháng 12, quy mô TPDN phát hành với tổng giá trị 62,438 tỷ (+77% MoM). Trong kỳ, nhóm ngân hàng ghi nhận phát hành trái phiếu nhiều nhất như ngân hàng VCB, VPB, TPB với lãi suất tương đối 0.5-1% so với tháng trước, trong khoảng 5.8% - 7.6%/năm. Nhóm phi tài chính có Vietjet và Trung Nam phát hành lần lượt đạt 1,000 tỷ và 640 tỷ với lãi suất ~10%/năm.
- Áp lực đáo hạn vẫn hiện hữu nhưng được xử lý thông qua gia hạn và đàm phán, không phát sinh rủi ro hệ thống, trong tháng 12 ghi nhận 3 mã chậm thanh toán với quy mô 110 tỷ không đáng kể. Thanh khoản thứ cấp duy trì ở mức thấp, giao dịch tập trung ở khối tổ chức, cho thấy niềm tin thị trường chưa phục hồi đầy đủ.

Sang năm 2026, thị trường trái phiếu doanh nghiệp nhiều khả năng phục hồi chậm và phân hóa mạnh. Hoạt động phát hành sẽ ưu tiên các tổ chức có năng lực tài chính và mức độ minh bạch cao, trong khi nhóm rủi ro, đặc biệt là bất động sản, tiếp tục chịu áp lực tái cấu trúc. Trái phiếu doanh nghiệp vì vậy đóng vai trò kênh huy động bổ trợ, hỗ trợ ổn định hệ thống tài chính, hơn là động lực tăng trưởng nhanh của thị trường vốn.

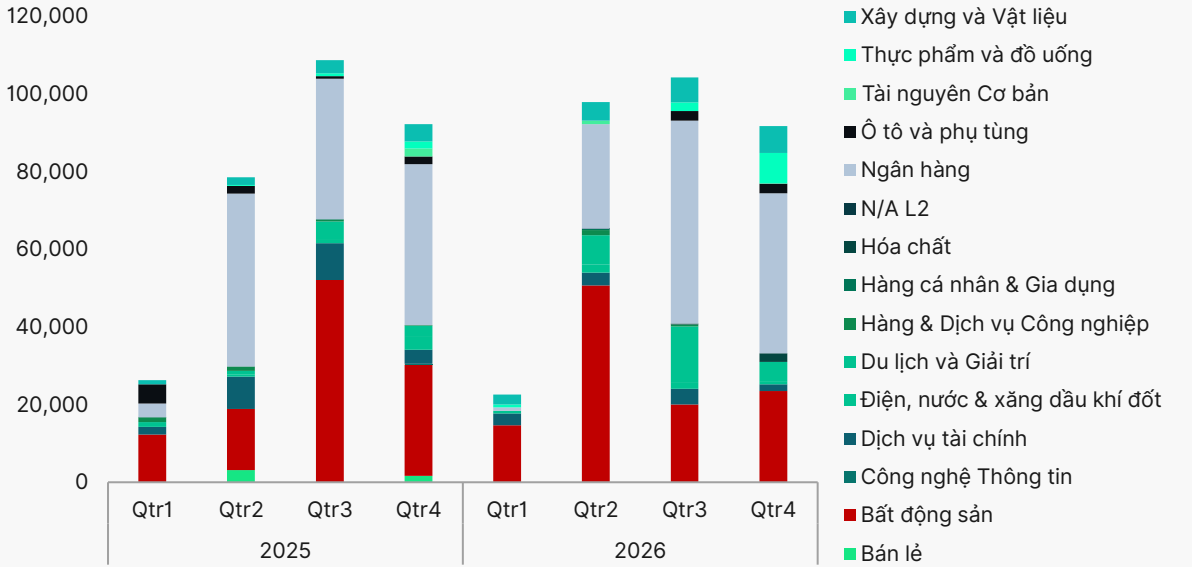
Giá trị phát hành TPDN

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: VBMA, Kafi Research



Giá trị TPDN đáo hạn

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Vĩ mô Việt Nam T12 TRUNG LẬP

- Từ thế giới, tâm điểm là những thông tin xoay quanh điều hướng chính sách từ phía Mỹ: (1) Cục dự trữ liên bang FED điều hướng hỗ trợ thanh khoản chủ động hơn qua chương trình QE, (2) dữ liệu kinh tế bổ sung của nền kinh tế Mỹ thể hiện tích cực như GDP Q4/2025F đạt 5.4% YoY và CPI T12 ổn định ở mức 2.7% YoY, (3) tuy vậy, rủi ro địa chính trị gia tăng bởi can thiệp “mạnh tay” từ tổng thống Mỹ D. Trump.
- Nền kinh tế Việt Nam xuất sắc vượt qua mục tiêu tăng trưởng đầu năm của Chính phủ, đạt tăng trưởng quý 4 đạt 8.46% YoY, lũy kế cả năm 2025 đạt 8.02%. Dù sức ép từ thế giới còn âm ỷ, đặc biệt là biến động về chính sách nhưng dưới nỗ lực điều hành chính sách mở rộng các động lực tự cường (động lực từ trong nước) đã kéo Việt Nam về đích thành công. Tuy vậy, việc duy trì chính sách nói lỏng đã gây áp lực cân đối hệ thống cuối năm. Tổng thể, Kafi bảo lưu nhận định TRUNG LẬP với tình hình vĩ mô tháng 12.

Điểm nhấn chính theo đóng góp tích cực/tiêu cực trong kỳ T11/2025



- Chỉ số PMI đạt **53 điểm**, kỳ trước đạt 53.8 điểm
- Kim ngạch xuất nhập khẩu tăng trưởng đạt 930 tỷ USD **+18.2% YoY**
- Tăng trưởng tín dụng 12T/2025 đạt **17.87% YTD**, cùng kỳ đạt 15.08% YTD.
- Lạm phát kiểm soát tốt, bình quân 12T đạt **3.31% YoY**.
- Giải ngân đầu tư công tăng tốc trong những tháng cuối năm, ghi nhận giải ngân 238,207 tỷ đồng, **đóng góp lũy kế đạt 755,141 tỷ đồng (+36.7% YoY)**, hoàn thành 83.7% kế hoạch.
- Diễn biến tỷ giá ổn định trong những tháng cuối năm.



- Tăng trưởng bán lẻ 12T đạt 9.25% YoY, trong đó, hoạt động bán lẻ hàng hóa tăng **8% YoY**.
- FDI đăng ký 12T/2025 đạt **38.43 tỷ USD (+0.5% YoY)**. Quy mô theo tháng hồi phục nhẹ sau 6 tháng thu hẹp liên tiếp. Áp lực từ biến động chính sách từ thế giới.
- Cán cân thương mại 12T/2025 đạt **20.03 tỷ USD (-19.1% YoY)**, phần lớn đến từ khối FDI.
- Nền lãi suất biến động **tăng nhanh** trong thời điểm cuối năm, LSHĐ bình quân tăng 0.5-1% chỉ riêng trong tháng 12.
- Điều hướng chính sách khắc nghiệt của tổng thống Trump phần nào làm gia tăng biến động về địa chính trị.

Tổng hợp các chỉ số vĩ mô

Cấu phần vĩ mô	Đơn vị	01-25	02-25	03-25	04-25	05-25	06-25	07-25	08-25	09-25	10-25	11-25	12-25
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)	% MoM	-9.2%	-2.2%	12.0%	1.4%	4.3%	4.1%	0.5%	2.2%	0.1%	2.4%	2.3%	2.2%
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)	% YoY	-1.0%	17.6%	9.9%	9.6%	9.6%	8.0%	7.4%	8.7%	12.7%	10.4%	9.1%	10.1%
Chỉ số nhà quản trị mua hàng PMI	Điểm	48.9	49.2	50.5	45.6	49.8	48.9	52.4	50.4	50.4	54.5	53.8	53
Tổng mức bán lẻ hàng hóa YTD	Triệu tỷ	0.6	1.1	1.7	2.3	2.9	3.4	4.0	4.6	5.2	5.8	6.4	7.0
Tăng trưởng bán lẻ lũy kế	% YoY	9.4%	10.3%	11.1%	10.8%	10.5%	10.3%	10.1%	10.4%	10.0%	10.0%	9.5%	9.7%
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	% YoY	3.6%	2.9%	3.1%	3.1%	3.2%	3.6%	3.2%	3.2%	3.4%	3.3%	3.6%	3.5%
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	% MoM	1.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.5%	0.2%
Tổng giá trị xuất khẩu lũy kế	Tỷ USD	33.2	64.3	102.8	140.3	180.2	219.9	262.5	306.0	348.7	391.0	430.1	475.1
Giá trị xuất khẩu theo tháng	Tỷ USD	33.2	31.1	38.5	37.4	39.6	39.5	42.3	43.4	42.7	42.0	39.1	44.1
Tổng giá trị nhập khẩu lũy kế	Tỷ USD	30.1	62.8	99.7	136.6	175.6	212.2	252.3	292.0	331.9	371.4	409.6	455.0
Giá trị nhập khẩu theo tháng	Tỷ USD	30.1	32.7	36.9	36.9	39.0	36.7	40.0	39.7	39.8	39.4	38.0	44.7
Cán cân thương mại lũy kế	Tỷ USD	3.1	1.5	3.2	3.8	4.7	7.7	10.2	14.0	16.8	19.6	20.5	20.1
Cán cân thương mại theo tháng	Tỷ USD	3.1	-1.5	1.6	0.6	0.6	2.9	2.3	3.7	2.8	2.6	1.1	-0.6
Tăng trưởng xuất khẩu lũy kế	% YoY	-4.1%	8.2%	10.6%	12.9%	14.0%	14.5%	14.8%	14.8%	16.0%	16.2%	16.1%	17.0%
Tăng trưởng nhập khẩu lũy kế	% YoY	-2.8%	15.9%	17.0%	18.5%	17.5%	17.9%	17.9%	17.9%	18.8%	18.6%	18.4%	19.4%
Tăng trưởng CCTM lũy kế	% YoY	-15.7%	-71.6%	-59.6%	-58.2%	-46.4%	-36.7%	-30.3%	-25.7%	-20.4%	-15.6%	-15.8%	-19.6%

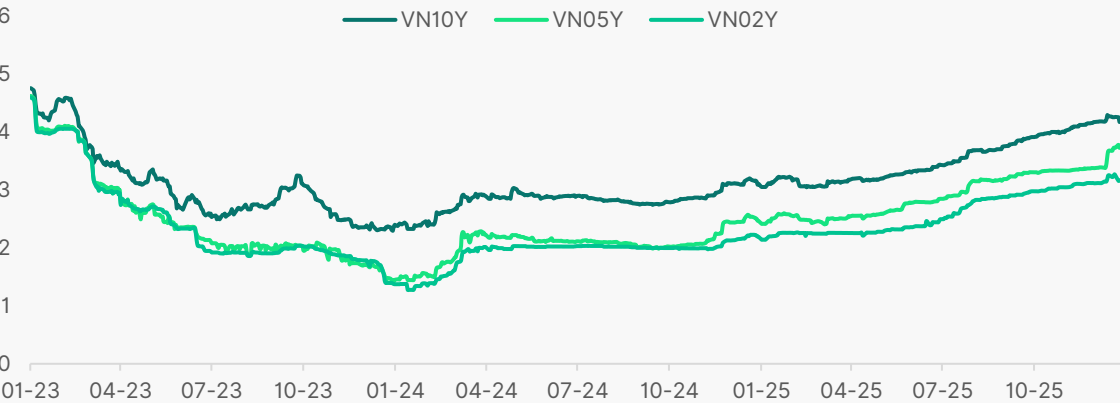
Tổng hợp các chỉ số vĩ mô

Cấu phần vĩ mô	Đơn vị	01-25	02-25	03-25	04-25	05-25	06-25	07-25	08-25	09-25	10-25	11-25	12-25
FDI đăng ký lũy kế	Tỷ USD	4.33	6.90	10.98	13.82	18.40	21.51	24.09	26.14	28.54	31.52	33.69	38.42
FDI đăng ký theo tháng	Tỷ USD	4.3	2.6	4.1	2.8	4.6	3.1	2.6	2.1	2.4	3.0	2.2	4.7
FDI thực hiện lũy kế	Tỷ USD	1.5	3.0	5.0	6.7	8.9	11.7	13.6	15.4	18.8	21.3	23.6	27.6
FDI thực hiện theo tháng	Tỷ USD	1.5	1.4	2.0	1.8	2.2	2.8	1.9	1.8	3.4	2.5	2.3	4.0
Tăng trưởng FDI đăng ký lũy kế	% YoY	48.6%	60.8%	77.8%	49.0%	66.2%	41.7%	33.8%	27.4%	15.2%	15.6%	7.4%	0.5%
Tăng trưởng FDI thực hiện lũy kế	% YoY	2.0%	5.4%	7.2%	7.3%	7.9%	8.1%	8.4%	8.8%	8.5%	8.8%	8.9%	9.0%
Tỷ giá ngoại tệ (VCB bán)	USD/VND	25,300	25,730	25,740	26,180	26,200	26,300	26,380	26,502	26,446	26,347	26,412	26,377
Biến động tỷ giá	% YTD	-1.0%	0.7%	0.7%	2.5%	2.5%	2.9%	3.2%	3.7%	3.5%	3.1%	3.4%	3.2%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	0.6%	0.8%	3.9%	5.3%	6.7%	9.9%	9.6%	11.8%	13.4%	15.1%	15.6%	17.9%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	15.7%	16.8%	17.9%	18.8%	18.8%	19.2%	17.6%	19.9%	19.6%	20.3%	19.9%	17.9%
Lãi suất huy động trung bình	%/năm	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.7%
Lãi suất cho vay trung bình	%/năm	7.9%	7.9%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%

Chỉ số kinh tế Việt Nam khác

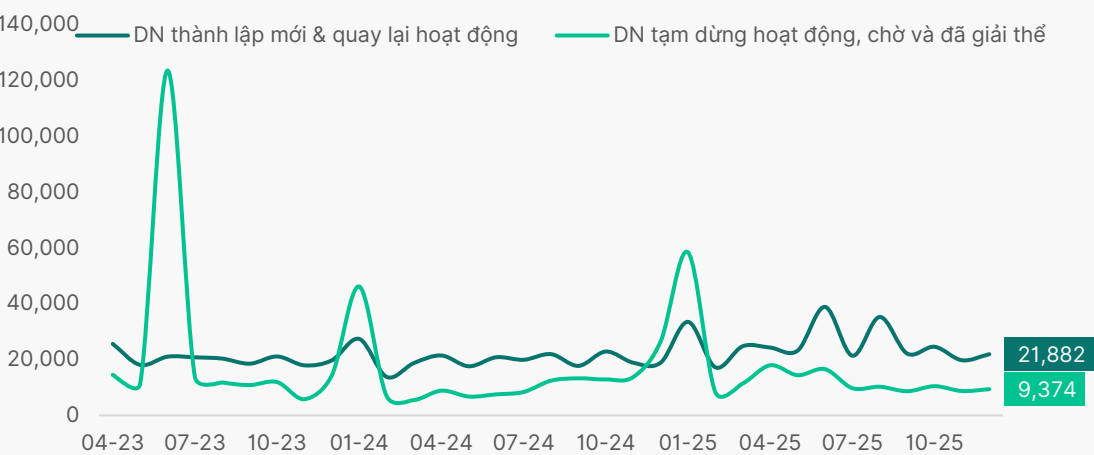
Lợi suất trái phiếu chính phủ tiếp diễn đà tăng trong Q4/2025

Đơn vị: % – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



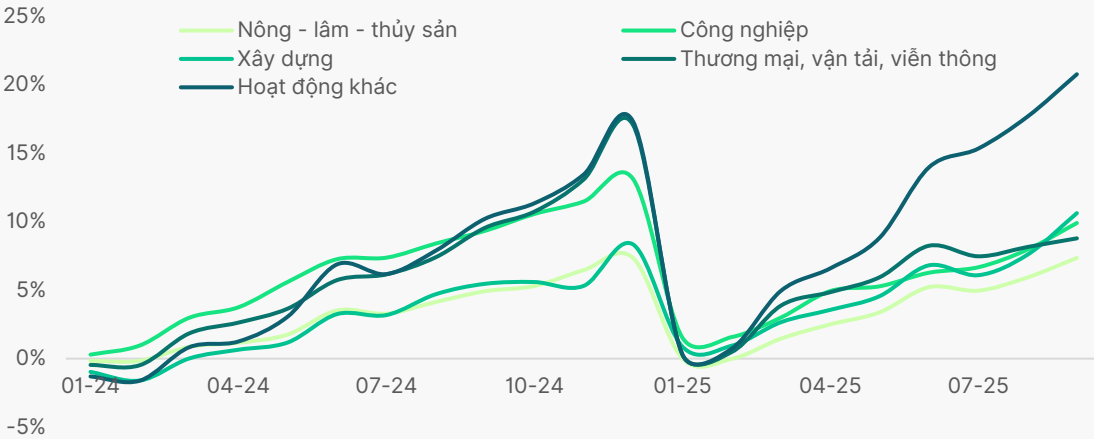
Môi trường kinh doanh: DN hoạt động trở lại và thành lập mới gia tăng

Đơn vị: Doanh nghiệp – Nguồn: GSO, Kafi Research



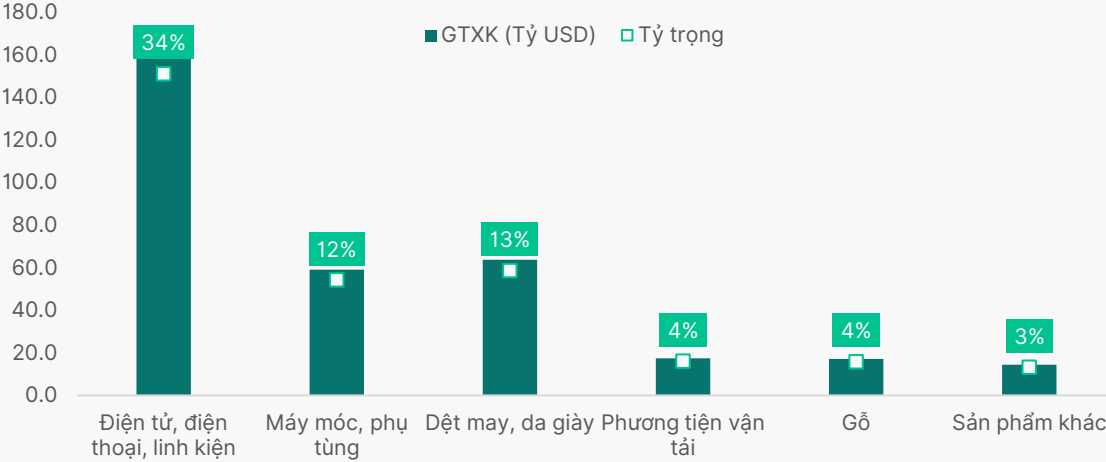
Tăng trưởng tín dụng theo từng lĩnh vực

Đơn vị: %YTD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Xuất khẩu theo hàng hóa trong 12T/2025

Đơn vị: Tỷ USD – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.