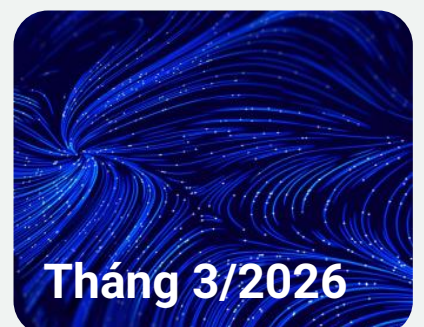


Báo cáo Triển vọng vĩ mô 2026



Tháng 3/2026

Mục lục

1.	Bối cảnh toàn cầu năm 2026	4
1.1	AI – Động lực mới thay đổi cách vận hành nền kinh tế	4
1.2	Thế giới đa cực	7
	Xung đột chính trị lan rộng, các quốc gia đồng loạt đẩy mạnh ngân sách quốc phòng	7
	Thương mại và chuỗi cung ứng toàn cầu	8
	Đất hiếm – Quân bài chiến lược của Trung Quốc trong quan hệ thế giới đa cực.....	9
1.3	Chính sách tiền tệ và dòng vốn đầu tư toàn cầu	10
	Chính sách tiền tệ: nói lỏng chậm lại, phân hóa mạnh trên phạm vi toàn cầu	11
	Dòng vốn đầu tư toàn cầu.....	12
1.4	Dự báo tăng trưởng kinh tế 2026: Kỳ vọng vào AI, kích thích tài khóa và nói lỏng tiền tệ.....	14
2.	Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026.....	15
2.1	Kiến tạo mô hình kinh tế mới.....	15
2.2	Các động lực tăng trưởng chính	16
	Chính sách tài khóa và đầu tư công là động lực tăng trưởng chính.....	16
	Sản xuất và xuất khẩu tích cực nhưng còn nhiều rủi ro	17
	Tiêu dùng nội địa vẫn yếu	20
2.3	Ổn định vĩ mô và chính sách tiền tệ.....	20

Tóm tắt nội dung báo cáo

Bối cảnh toàn cầu năm 2026

- ❖ AI là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế toàn cầu, nhưng cũng làm gia tăng rủi ro tập trung, đòn bẩy tài chính, nguy cơ vỡ bong bóng trong trung hạn và tác động mạnh tới cấu trúc thị trường lao động trong dài hạn.
- ❖ Thế giới đang chuyển dần sang trật tự đa cực:
 - Xung đột chính trị lan rộng, các quốc gia đồng loạt đẩy mạnh ngân sách quốc phòng,
 - Thương mại và chuỗi cung ứng toàn cầu tiếp tục dịch chuyển
 - Đất hiếm – Quân bài chiến lược của Trung Quốc trong quan hệ thế giới đa cực
- ❖ Chính sách tiền tệ bước vào giai đoạn nới lỏng chậm và phân hóa: Fed dự kiến tiếp tục cắt giảm lãi suất 2-3 lần, ECB giữ ổn định, BOJ đi ngược xu hướng với lộ trình thắt chặt, PBOC duy trì lãi suất thấp
- ❖ Dòng vốn đầu tư toàn cầu bắt đầu phân hóa rõ nét từ cuối năm 2025 khi các tài sản rủi ro có dấu hiệu điều chỉnh trong khi các tài sản an toàn tiếp tục tăng mạnh.
- ❖ Tăng trưởng kinh tế được duy trì nhờ nới lỏng tiền tệ, kích thích tài khóa và đặc biệt là làn sóng đầu tư vào công nghệ – trí tuệ nhân tạo (AI), song vẫn đối mặt với rủi ro lớn từ môi trường địa chính trị phức tạp và sự phân hóa giữa các khu vực.
 - Hoa Kỳ tăng trưởng khoảng 2–2,5%, nhờ đầu tư công nghệ – AI và chính sách tài khóa, dù thị trường lao động hạ nhiệt.
 - Trung Quốc giảm tốc về khoảng 4,5%, do xuất khẩu hạ nhiệt, bất động sản tiếp tục điều chỉnh và cầu nội địa phục hồi chậm.
 - Châu Âu tăng trưởng thấp ~1% do chịu sức ép cạnh tranh và chi phí năng lượng cao.

Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026

- ❖ Việt Nam khởi đầu giai đoạn phát triển mới với trọng tâm chuyển đổi mô hình tăng trưởng, từ dựa vào lao động – FDI – xuất khẩu sang năng suất, đổi mới sáng tạo và giá trị gia tăng cao.
- ❖ Tăng trưởng kinh tế được duy trì tích cực nhờ các cải cách thể chế mạnh mẽ và quyết tâm thực thi chính sách để hướng tới mục tiêu GDP tăng 10%. Chúng tôi dự đoán mức thực hiện sẽ ở ngưỡng 8,5-9% do nút thắt ở nguồn vốn đầu tư và sức tiêu thụ nội địa chưa thực sự mạnh mẽ, cần thêm thời gian để nền kinh tế thấm thấu các chính sách mới.
- ❖ Mở rộng tài khóa với kế hoạch đầu tư công lớn là động lực tăng trưởng chính
- ❖ Sản xuất – xuất khẩu tiếp tục được hỗ trợ bởi làn sóng đầu tư AI và dịch chuyển chuỗi cung ứng, đặc biệt ở nhóm điện tử – công nghệ.
- ❖ Tiêu dùng nội địa vẫn là mắt xích yếu và chưa đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng.
- ❖ Môi trường lạm phát ổn định khoảng 4%, áp lực tỷ giá bớt căng thẳng hơn, chính sách tiền tệ hỗ trợ thận trọng, linh hoạt có kiểm soát
- ❖ Rủi ro trọng yếu:
 - Thanh khoản hệ thống tài chính – ngân hàng chịu áp lực lớn do mất cân đối vốn ngắn hạn – dài hạn và nhu cầu vốn tăng mạnh.
 - Rủi ro địa chính trị và bảo hộ thương mại có thể làm gián đoạn thương mại, dòng vốn và chuỗi cung ứng.
 - Rủi ro cấu trúc trong nước: năng suất lao động thấp, khối doanh nghiệp nội địa còn chưa mạnh, phụ thuộc vào FDI và thị trường xuất khẩu trọng điểm, các nút nghẽn trên thị trường Bất động sản.

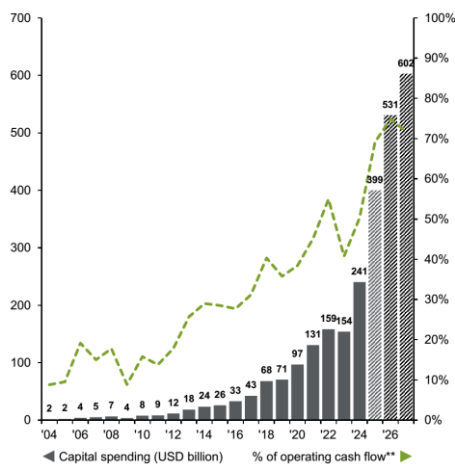
1. Bối cảnh toàn cầu năm 2026

1.1 AI – Động lực mới thay đổi cách vận hành nền kinh tế

Mặc dù ý tưởng đầu tiên về trí tuệ nhân tạo đã được nhen nhóm từ thập kỷ 50s, chỉ đến vài năm gần đây nhờ năng lực kỹ thuật cải thiện, Machine Learning và Deep Learning bùng nổ, AI mới thực sự được phổ biến và ứng dụng rộng rãi. Chu kỳ phát triển AI đang trong giai đoạn chuyển tiếp với mức độ lan tỏa cao đến tất cả các lĩnh vực trong kinh tế và đời sống.

Làn sóng đầu tư vào AI chính là yếu tố quan trọng nhất thúc đẩy tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2026. Tỷ trọng đầu tư công nghệ trong tổng sản lượng kinh tế của Mỹ đã tăng lên mức cao nhất kể từ đầu những năm 2000, qua đó tạo cú hích đáng kể cho đầu tư doanh nghiệp và tăng trưởng chung. Những khoản đầu tư này tạo hiệu ứng lan tỏa rõ rệt, giúp kích hoạt nhu cầu lớn trong sản xuất chất bán dẫn, thiết bị phần cứng và hạ tầng điện. Bên cạnh đó, làm tăng nhu cầu lao động chất lượng cao, từ đó tác động gián tiếp tới tiêu dùng nội địa. Đây là nguyên nhân then chốt giúp kinh tế toàn cầu kháng cự lại cú sốc thuế quan trong năm 2025.

Tổng Capex của nhóm 5 công ty AI (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle)



Nguồn: J.P. Morgan Asset Management

Đầu tư vào IT và lĩnh vực sản xuất của Hoa Kỳ (tính theo % GDP)



Nguồn: IMF

Mặc dù làn sóng đầu tư công nghệ tập trung chủ yếu tại Mỹ, nhưng các hiệu ứng lan tỏa tích cực đã và đang thể hiện rõ tại các khu vực khác, đặc biệt là châu Á thông qua xuất khẩu công nghệ và linh kiện điện tử. Đây là yếu tố hỗ trợ quan trọng đối với các nền kinh tế có độ mở cao và tham gia sâu vào chuỗi giá trị toàn cầu. Việt Nam cũng đã tận dụng được cơ hội này khi xuất khẩu mặt hàng máy tính và linh kiện điện tử tăng mạnh 48% trong năm 2025, riêng tại thị trường Hoa Kỳ, mặt hàng này tăng 81% so với năm 2024.

Xuất khẩu công nghệ của các nước Châu Á

% tăng trưởng so với cùng kỳ



Nguồn: IMF

Xuất khẩu công nghệ của Trung Quốc

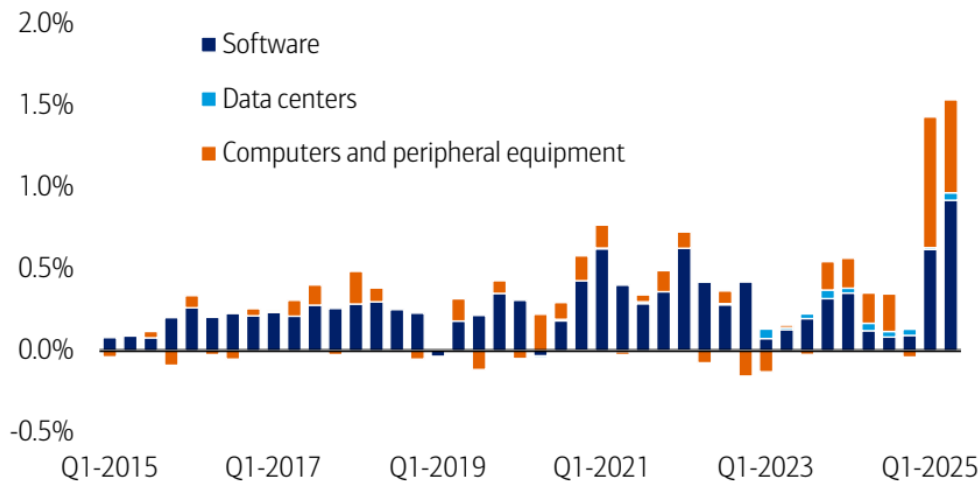
% tăng trưởng so với cùng kỳ



Agentic AI sẽ trở thành xu hướng mới chi phối các hoạt động kinh tế và đời sống. Trong khi Generative AI tập trung vào sáng tạo, thì Agentic AI hướng đến tự chủ và hành động. Đây là loại trí tuệ nhân tạo có thể tự động lập kế hoạch, tự ra quyết định, tự thực thi hành động và đạt mục tiêu mà không cần con người chỉ dẫn chi tiết từng bước. So với Generative AI hầu như chưa tạo được tác động rõ nét lên lợi nhuận các doanh nghiệp, Agentic AI được cho là bước tiến quan trọng để các doanh nghiệp tích hợp AI sâu hơn và xây dựng các hệ thống tự động hóa hoàn chỉnh, giúp thay thế đáng kể hoạt động của con người. Agentic AI có thể ứng dụng mạnh mẽ trong tất cả các lĩnh vực như tài chính, ngân hàng (tự động xử lý giao dịch, tự động đầu tư), thương mại – agentic commerce (tự động đặt hàng, tự động restock), logistic (lập kế hoạch, điều phối cung ứng/vận chuyển), sản xuất (robot tự hành, điều phối quy trình sản xuất), y tế (trợ lý theo dõi sức khỏe, điều trị),...

Đóng góp của đầu tư công nghệ vào tăng trưởng GDP của Hoa Kỳ

% tăng trưởng GDP theo quý (điều chỉnh yếu tố mùa vụ)



Nguồn: BofA Global Research

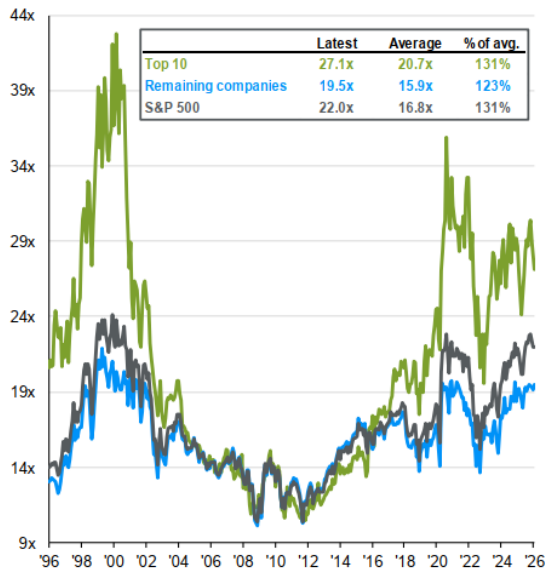
Rủi ro của đầu tư AI nằm ở giới hạn về vốn và hạ tầng, trong khi khả năng hiện thực hóa doanh thu vẫn chưa chắc chắn. Nhu cầu sử dụng điện của các thiết bị máy tính và các trung tâm dữ liệu là rất lớn, thiếu điện có thể trở thành nút thắt lớn trong quá trình đầu tư phát triển AI. Quá trình chuyển đổi sang AI lại đang yêu cầu mức đầu tư khổng lồ vào hạ tầng tính toán và năng lượng. Trong khi đó, dòng tiền hoạt động dùng để tài trợ capex đang dần cạn, buộc nhiều doanh nghiệp phải tăng vay hoặc pha loãng vốn nếu muốn duy trì tốc độ đầu tư. Lịch sử cho thấy các doanh nghiệp có capex tăng mạnh thường hoạt động kém hiệu quả vì lợi nhuận không kịp bù đắp chi phí vốn. Bank of America cho rằng nhiều khả năng chu kỳ AI sẽ kết thúc tương tự bong bóng “dot-com”, với số ít doanh nghiệp thắng cuộc và số lớn thua lỗ, điều này có thể tác động lớn tới thị trường tín dụng. Tuy nhiên, rủi ro này chưa đáng kể ở thời điểm hiện tại, **hiều dự báo cho rằng có thể sớm nhất là năm 2027 thị trường AI mới bắt đầu lộ diện bên thắng thua.**

Rủi ro đối với thị trường tài chính, làn sóng AI có những nét tương đồng với bong bóng dot-com cuối thập niên 1990. Tuy nhiên, dù quy mô đầu tư công nghệ hiện tại tương đương về tỷ trọng GDP, nhưng tốc độ gia tăng diễn ra dần dần hơn, rủi ro hệ thống thấp hơn. Hơn nữa, số lượng IPO ngành công nghệ ít hơn và ít đầu cơ hơn, tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp AI tốt hơn, giúp cho mức định giá P/E tăng ít hơn giai đoạn trước. Tuy nhiên, IMF cảnh báo rằng trong tính huống xấu, rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu công nghệ có thể tác động tới tăng trưởng kinh tế toàn cầu ở các góc độ: (i) Xu hướng tăng giá cổ phiếu trong những năm gần đây chủ yếu tập trung ở nhóm doanh nghiệp công nghệ, đặc biệt là AI, làm tăng đáng kể tỷ trọng của nhóm này cũng như mức độ tác động tới thị trường chứng khoán; (ii) Đòn bẩy tài chính ở nhóm doanh nghiệp công nghệ tăng cao, đặc biệt ở nhiều doanh nghiệp không niêm yết trên sàn chứng khoán, tạo ra rủi ro lớn cho nhóm này cũng như hệ thống ngân hàng; và (iii) Quy mô thị trường cổ phiếu hiện nay lớn hơn đáng kể so với đầu những năm 2000, chiếm tới 226% GDP của Hoa Kỳ, do đó giá cổ phiếu điều chỉnh có thể tạo tác động lan tỏa mạnh tới tiêu dùng thông qua hiệu ứng tài sản.

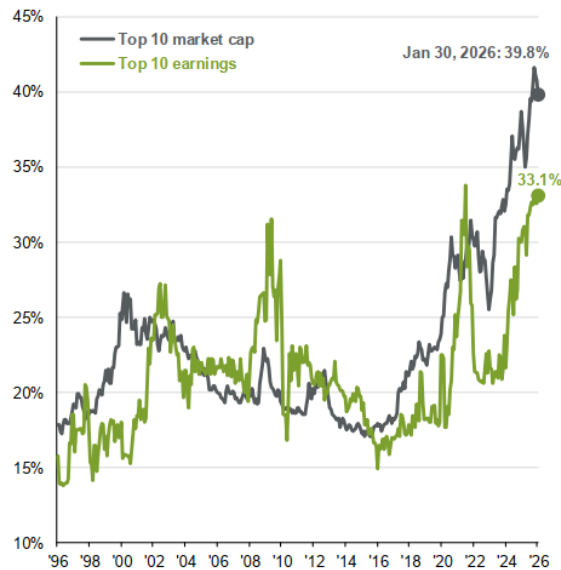
Mức độ tập trung của chỉ số S&P 500

% tăng trưởng GDP theo quý (điều chỉnh yếu tố mùa vụ)

P/E of top 10 and remaining companies in S&P 500
Next 12 months



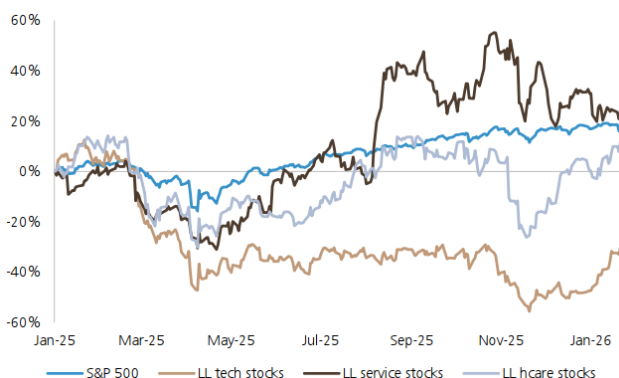
Weight of the top 10 companies in the S&P 500
% of market capitalization, % of last 12 months' earnings



Nguồn: J.P.Morgan Asset Management

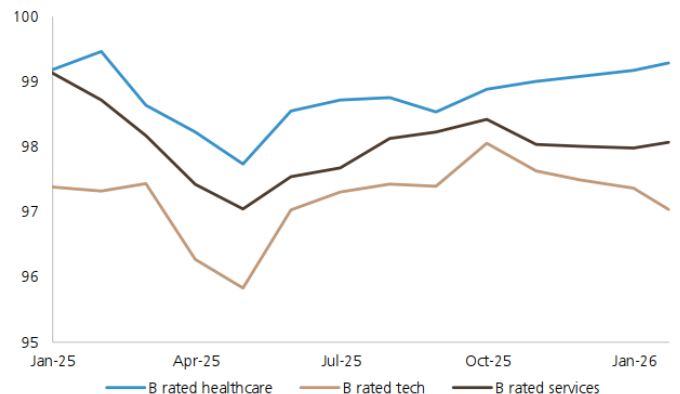
Rủi ro đối với thị trường tín dụng tư nhân, UBS cảnh báo tỷ lệ nợ có thể tăng 200bps trong năm 2026, chủ yếu do doanh nghiệp tái cơ cấu tái vớ nợ và làn sóng gián đoạn mô hình kinh doanh do AI gây ra, rủi ro này mang tính cá thể theo từng khoản tín dụng hơn là bong bóng vĩ mô. UBS ước tính 25-35% danh mục tín dụng tư nhân chịu rủi ro từ các gián đoạn do AI gây ra, phân tích danh mục đầu tư của các công ty BDC cho thấy rủi ro cao nhất nằm ở các lĩnh vực công nghệ (~24% danh mục đầu tư của các công ty BDC), dịch vụ kinh doanh (30%) và y tế (14%). Giá cổ phiếu đã phần nào phản ánh rủi ro này khi nhóm các công ty công nghệ (-22%), BDC (-20%), và y tế (-7%) giảm mạnh nhất trên thị trường chứng khoán Mỹ trong 1 năm qua, tuy nhiên thị trường tín dụng vẫn chưa phản ánh rủi ro này khi giá khoản vay vẫn neo gần mệnh giá, kể cả với các công ty công nghệ và dịch vụ hạng B.

Diễn biến giá cổ phiếu các nhóm ngành chịu ảnh hưởng lớn từ gián đoạn AI



Nguồn: UBS

Giá các khoản vay Leveraged loans cho các công ty xếp hạng B thuộc 3 nhóm ngành



Nguồn: UBS

Mặt trái của AI là tác động tiêu cực có thể gây ra cho thị trường lao động. Một số nghiên cứu đã được thực hiện để phân tích tác động của AI từ khi ChatGPT được ra mắt vào cuối năm 2022, cho thấy AI chưa gây ra tác động đáng kể lên số việc làm tại Mỹ và chưa gây ra khủng hoảng thất nghiệp diện rộng, những thay đổi hiện tại chủ yếu ở mức tái phân bổ nhiệm vụ trong các doanh nghiệp và tổ chức.

Tuy nhiên, khi Agentic AI được ứng dụng phổ biến, mức độ tự động hóa tại các doanh nghiệp tăng mạnh có thể gây ra những làn sóng sa thải hàng loạt. Khác với các cuộc cách mạng về công nghệ trước đây, khi các tiến bộ về công nghệ làm giảm số việc làm nhưng cũng tạo ra nhiều việc làm mới, số việc làm mà AI tạo ra không đáng kể so với số lượng người lao động mất việc. Hơn thế nữa, lượng người lao động thất nghiệp ở trình độ cao có thể tràn xuống các lĩnh vực phổ thông để tìm kiếm việc làm, tạo ra vòng xoáy làm tăng nguồn cung lao động và giảm tiền lương ở các lĩnh vực này. Do đó, tác động của AI có thể vượt ra ngoài các lĩnh vực trực tiếp ảnh hưởng và tạo ra tác động dây chuyền lên toàn hệ thống.

Chi phí đầu tư rẻ và hiệu quả vượt trội khiến đầu tư AI trở thành vòng xoáy không có điểm dừng. AI ngày càng mạnh và rẻ hơn. Các công ty cắt giảm nhân sự, rồi dùng khoản tiền tiết kiệm được để đầu tư thêm vào AI - điều này lại khiến họ tiếp tục cắt giảm thêm người. Những lao động mất việc chỉ tiêu ít đi. Các doanh nghiệp bán hàng cho người tiêu dùng bán được ít hơn, yếu đi, và lại phải đổ tiền vào AI để giữ biên lợi nhuận. Và thế là AI tiếp tục phát triển, vừa tốt hơn vừa rẻ hơn. Điều này khác với chu kỳ đầu tư vào tất cả các lĩnh vực thông thường, khi việc đầu tư quá đà gây ra tình trạng dư cung, thị trường rơi vào suy thoái và giảm đầu tư, thị trường dần phục hồi và giá tăng thúc đẩy đầu tư tăng trở lại. Với AI, chu kỳ đầu tư chưa thấy điểm dừng và điều này sẽ gây ra tác động mang tính cấu trúc đối với thị trường lao động cũng như nền kinh tế phụ thuộc vào tiêu dùng.

1.2 Thế giới đa cực

Thế giới đang trong quá trình chuyển đổi từ trật tự đơn cực hậu Chiến tranh Lạnh sang đa cực hóa, khi mức độ phân cực giữa các quốc gia tăng lên làm suy yếu hợp tác đa phương và khiến rủi ro an ninh tăng mạnh. Trong những năm gần đây, sự vươn lên của Trung Quốc và Nga khiến vai trò của Mỹ chịu sức ép từ nhiều phía và buộc Mỹ phải điều chỉnh chiến lược đặt mục tiêu “Nước Mỹ trên hết” với ưu tiên tuyệt đối lợi ích quốc gia và giảm bớt các cam kết trong các liên minh và các thể chế toàn cầu. Chiến lược Quốc phòng Mỹ 2026 đã đánh dấu một bước chuyển quan trọng trong tư duy quân sự và an ninh, đổi tên Bộ Quốc phòng thành Bộ Chiến tranh và chuẩn bị nghiêm túc cho khả năng đối đầu quân sự lớn, kéo dài và mang tính hệ thống. Trong mô hình chiến lược mới, Mỹ sẽ giữ vai trò trung tâm chỉ huy, công nghệ và hạt nhân, và các đồng minh buộc phải chia sẻ gánh nặng, tự tăng chi tiêu quốc phòng, củng cố công nghiệp quốc phòng và đóng góp nhiều hơn cho an ninh khu vực của chính họ. Điều này có thể dẫn tới một trật tự đa cực linh hoạt hơn, nơi các cường quốc khu vực đóng vai trò lớn hơn trong quản trị an ninh. Theo đó, trật tự quốc tế mới sẽ hình thành nơi hòa bình và xung đột không còn là hai trạng thái đối lập rõ ràng.

Xung đột chính trị lan rộng, các quốc gia đồng loạt đẩy mạnh ngân sách quốc phòng

Trong bối cảnh Mỹ không còn đóng vai trò người bảo đảm trật tự toàn cầu như trước, các tổ chức quốc tế như Liên Hợp Quốc, WHO cũng chịu sức ép cắt giảm ngân sách và thu hẹp hoạt động, an ninh toàn cầu trở nên kém ổn định và khó kiểm soát hơn. Khi các điểm nóng quân sự tại Ukraine hay Gaza chưa hạ nhiệt và có thể tiếp tục leo thang, các điểm nóng mới lại tiếp tục bùng phát mạnh.

Tại Trung Đông, cuộc tấn công của Mỹ và Israel vào Iran từ ngày 28/2 đã gây ảnh hưởng nghiêm trọng tới thị trường dầu thô khi Iran cũng là nước sản xuất dầu lớn thứ 3 OPEC với 3% nhu cầu toàn cầu, đồng thời eo biển Hormuz bị phong tỏa gây ảnh hưởng tới 20% lượng dầu thô vận tải bằng đường biển.

Thế giới lo ngại rằng bất ổn ở một khu vực có thể tạo hiệu ứng lan tỏa sang các khu vực khác, đặc biệt khi xung đột ngày càng trở nên phân mảnh và chịu sự chi phối của các nhóm vũ trang phi tập trung và các liên minh quân sự. Bất ổn tại Venezuela có thể lan sang các nước láng giềng, xung đột Nga – Ukraine tiếp tục tác động tới an ninh khu vực châu Âu, bất ổn tại Pakistan dâng cao khi nước này tuyên bố chiến tranh với Afghanistan, căng thẳng leo thang tại Đài Loan có thể ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp tới các nước xung quanh. Dù kinh tế toàn cầu đã phần nào thích nghi với môi trường xung đột kéo dài, khả năng leo thang bất ngờ hoặc mở rộng phạm vi xung đột vẫn có thể tạo ra những cú sốc mới đáng kể.

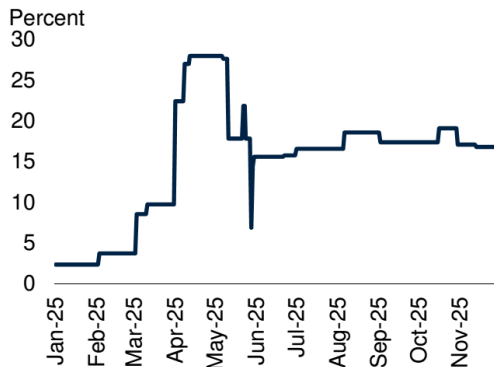
Nhiều quốc gia cùng đẩy mạnh ngân sách quốc phòng lên mức cao kỷ lục. Tổng chi tiêu quân sự, quốc phòng toàn cầu năm 2025 đạt 2.630 tỷ USD, tăng 2,5% so với năm 2024. Tỷ trọng chi tiêu quân sự toàn cầu so với GDP cũng tăng từ mức trung bình 1,89% lên 2,01%. Khu vực Châu Âu tăng 12,6% đạt 563 tỷ USD và chiếm 21,4% tổng mức chi toàn cầu, trong đó Đức đóng góp phần lớn mức tăng với 107,3 tỷ USD (tăng mạnh 18% trong năm 2025 sau khi tăng 23% trong năm 2024). Mỹ là nước chi tiêu lớn nhất với 921 tỷ USD, tiếp theo là Trung Quốc với 251,3 tỷ USD và Nga là 186,2 tỷ USD. Hàng loạt quốc gia đã đưa ra kế hoạch đẩy mạnh chi tiêu quân sự cho thời gian tới, trong đó Tổng thống Trump tuyên bố muốn tăng 50% ngân sách quốc phòng Mỹ trong năm 2027 lên mức 1.500 tỷ USD. Mỹ cũng buộc các đồng minh NATO cam kết tăng chi tiêu quốc phòng lên 5% GDP tới năm 2035. Nhật Bản cũng đã thông qua ngân sách quốc phòng kỷ lục tương đương 2% GDP vào năm 2026. Ukraine cũng đưa ra ngân sách 44,4 tỷ USD cho năm 2026, tương đương hơn 20% GDP.

Thương mại và chuỗi cung ứng toàn cầu

Mặc dù chịu ảnh hưởng lớn của xu hướng đa cực, thương mại hàng hóa toàn cầu bất ngờ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025. Hoạt động thương mại được thúc đẩy bởi Mỹ đẩy mạnh nhập khẩu hàng hóa (front-loading) trước các đợt tăng thuế và bùng nổ chi tiêu cho hàng hóa liên quan AI (chip, máy chủ, thiết bị viễn thông), đặc biệt tại thị trường Châu Á và Bắc Mỹ. Bước sang năm 2026, WTO hạ dự báo tăng trưởng khối lượng thương mại hàng hóa xuống 0,5% (từ dự báo 1,8% trước đó) do kinh tế toàn cầu hạ nhiệt, tồn kho tích tụ sau khi đẩy mạnh nhập hàng trong năm 2025 cần được giải phóng, và tác động của hàng rào thuế mới tăng bắt đầu ngấm đủ cho cả năm 2026.

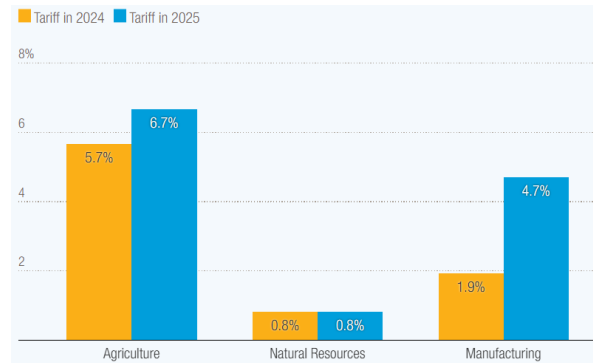
Chủ nghĩa bảo hộ lan rộng, chuỗi giá trị toàn cầu tiếp tục dịch chuyển. Thuế quan toàn cầu đã tăng đáng kể trong 2025 chủ yếu do chính sách thuế quan mới của Mỹ chính thức có hiệu lực từ tháng 8/2025, trong đó khu vực sản xuất chịu ảnh hưởng nặng nhất với mức thuế bình quân toàn cầu tăng từ 1,9% lên 4,7%.

Mức thuế trung bình lên hàng hóa nhập khẩu của Mỹ



Nguồn: World Bank

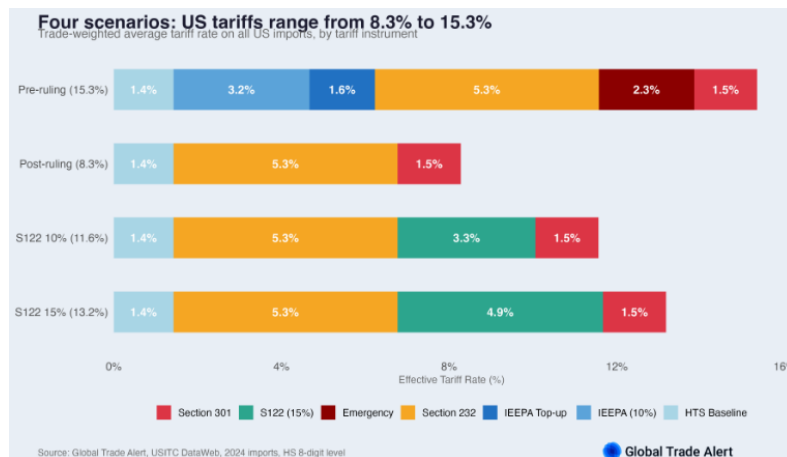
Thuế nhập khẩu trung bình trên toàn cầu, theo nhóm hàng hóa



Nguồn: UNCTAD

Vào ngày 20/2/2026, Tòa án Tối cao Mỹ đã bác bỏ các mức thuế đối ứng của Tổng thống Trump đặt ra dựa trên Đạo luật Quyền Kinh tế Khẩn cấp (IEEPA), khiến chính phủ Mỹ phải hoàn trả 175 tỷ USD tiền thuế cho các doanh nghiệp đã nộp năm qua. Ngay sau đó ông đã áp 10% và sau đó nâng lên 15% thuế bổ sung mới theo Điều 122, có hiệu lực trong 150 ngày. Theo tính toán của Global Trade Alert, mức thuế bình quân sẽ giảm từ 15,3% xuống 13,2% (đã bao gồm 15% thuế bổ sung), trong đó thuế đối với Việt Nam sẽ giảm từ 21,6% xuống 18,8%.

4 kịch bản thuế quan của Mỹ trước và sau phán quyết của Tòa án tối cao ngày 20/2/2026



Nguồn: Global Trade Alert

Trên thực tế, việc tòa bãi bỏ IEEPA sẽ ảnh hưởng tới rất nhiều thỏa thuận song phương đã ký trước đó và cần đàm phán lại dựa trên cơ sở pháp lý mới. Mặc dù mức thuế hiệu lực giảm nhẹ so với trước, động thái của Tổng thống Trump cho thấy sự quyết liệt và không khoan nhượng trong chiến tranh thương mại của Mỹ với các đối tác, làm gia tăng lo ngại của các doanh nghiệp trước những bất ổn về chính sách.

Sau nhiều nỗ lực thuế quan trong năm 2025, thâm hụt thương mại của Mỹ chỉ giảm xuống 901 tỷ USD so với 903 tỷ USD trong năm 2024. Trong khi đó, Trung Quốc tiếp tục nâng xuất siêu lên mức kỷ lục 1,2 nghìn tỷ USD trong năm 2025 bất chấp xuất khẩu sang Mỹ giảm 20%. Điều này có thể khiến các quốc gia khác tìm kiếm các biện pháp và hàng rào thuế quan mới nhằm bảo vệ sản xuất trong nước, làm đầy mạnh vòng xoáy bảo hộ.

Để thích ứng, các doanh nghiệp đã dịch chuyển từ mô hình offshoring thuần tối ưu chi phí sang các chiến lược quản trị rủi ro, xu hướng này được dự báo kéo dài trong năm 2026. Các doanh nghiệp đang đa dạng hóa nhà cung cấp, đưa sản xuất về gần thị trường tiêu thụ (near-shoring) và tăng tích hợp dọc để bảo đảm các nguyên liệu đầu vào. Đồng thời, tự động hóa và trí tuệ nhân tạo làm mờ dần lợi thế chi phí lao động, khuyến khích các doanh nghiệp tìm địa điểm sản xuất mới.

Đất hiếm – Quân bài chiến lược của Trung Quốc trong quan hệ thế giới đa cực

Đất hiếm (REE – Rare Earth Elements) gồm 17 nguyên tố kim loại, là thành phần không thể thay thế trong chuỗi sản xuất công nghệ cao: từ nam châm vĩnh cửu trong xe điện, turbine gió, hệ thống radar quân sự đến chip bán dẫn và động cơ máy bay thế hệ mới. Theo đánh giá của IEA (2025), trong 20 khoáng sản chiến lược quan trọng nhất, Trung Quốc là nhà tinh chế hàng đầu của 19 loại, với thị phần trung bình 70% ở khâu xử lý trung gian. Trong bối cảnh trật tự thế giới đa cực đang tái định hình, đất hiếm đã nhanh chóng trở thành một trong những công cụ đòn bẩy địa chính trị quan trọng nhất, không khác gì dầu mỏ trong thế kỷ XX.

Điều đáng chú ý là khoảng cách rất lớn giữa trữ lượng và năng lực khai thác. Trữ lượng đất hiếm toàn cầu phân tán ở nhiều nơi, tuy nhiên, hầu hết các quặng này, sau khi khai thác, vẫn phải được vận chuyển đến Trung Quốc để chế biến. Hiện tại, Trung Quốc kiểm soát tới 91% công suất tách/tinh chế toàn cầu. Đặc biệt trong sản xuất nam châm vĩnh cửu, thành phần cốt lõi của xe điện và turbine gió, Trung Quốc chiếm tới 94% sản lượng toàn cầu, tăng từ mức 50% của hai thập kỷ trước.

Quốc gia	Trữ lượng (tr. tấn REO)	Tỷ trọng thế giới	Sản lượng 2024 (nghìn tấn)
Trung Quốc	44,0	~48%	270,0
Brazil	21,0	~23%	0,02
Ấn Độ	6,9	~7,5%	2,9
Australia	5,7	~6,2%	~18,0
Nga	3,8	~4,1%	2,5
Việt Nam	3,5	~3,8%	0,3
Hoa Kỳ	1,9	~2,1%	45,0
Greenland	1,5	~1,6%	0

Nguồn: USGS Mineral Commodity Summaries, tháng 1/2025

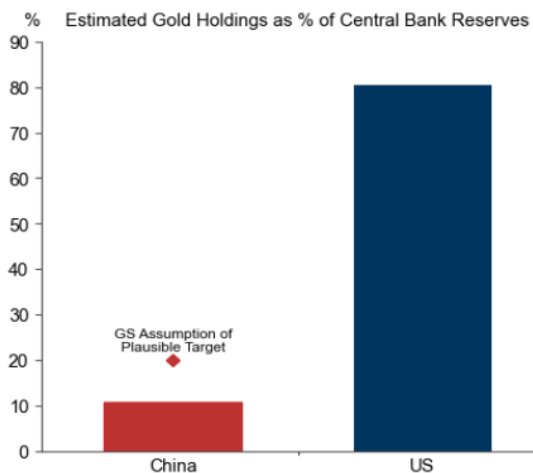
Nhu cầu đất hiếm toàn cầu đang tăng tốc mạnh, thúc đẩy bởi ba động lực chính: điện khí hóa giao thông vận tải, phát triển năng lượng tái tạo quy mô lớn và hiện đại hóa quốc phòng thế hệ mới.

Mỹ phụ thuộc nhập khẩu cho 80% nhu cầu đất hiếm năm 2024, cải thiện từ mức 95% năm 2023. Mỏ Mountain Pass, California là mỏ duy nhất đang hoạt động tại Mỹ do MP Materials vận hành đã khai thác 45.000 tấn năm 2024. Tháng 4/2025, công ty này công bố chiến lược tự xử lý 50% sản lượng tại chỗ và dự trữ phần còn lại cho đến khi xây dựng được năng lực tinh chế đầy đủ. Hơn nữa, chi phí sản xuất tại Hoa Kỳ cao hơn 15% - 20% so với Trung Quốc, và các tiêu chuẩn bảo vệ môi trường nghiêm ngặt hơn. Các chuyên gia ước tính rằng Hoa Kỳ sẽ cần ít nhất 10 đến 20 năm để bắt kịp Trung Quốc về các công nghệ cốt lõi.

Nhờ kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị đất hiếm, đất hiếm đã trở thành công cụ địa chính trị mạnh mẽ của Trung Quốc trong các cuộc đối đầu thương mại với Mỹ, Nhật Bản và phương Tây. Lợi thế này của Trung Quốc có thể được duy trì trong thời gian dài bởi khoảng cách công nghệ hàng thập kỷ với các đối thủ.

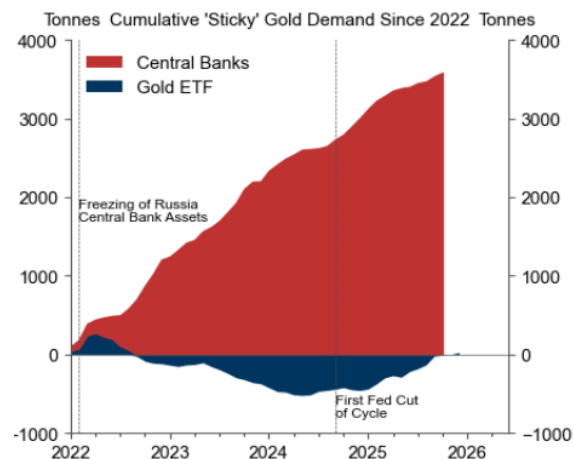
Trong giai đoạn chiến tranh thương mại leo thang 2024–2025, Trung Quốc đã thực thi một chuỗi biện pháp kiểm soát xuất khẩu ngày càng mở rộng về phạm vi và mức độ, trong đó ngày 4/4/2025, Trung Quốc áp dụng hệ thống cấp phép xuất khẩu đối với 7 nguyên tố đất hiếm nặng và trung gồm samarium, gadolinium, terbium, dysprosium, lutetium, scandium và yttrium – vật liệu cốt lõi cho nam châm hiệu suất cao trong thiết bị quân sự và xe điện cao cấp. Tác động lập tức rất đáng kể: giá đất hiếm tại châu Âu trong tháng 5/2025 đạt mức cao gấp 6 lần so với giá tại Trung Quốc, buộc nhiều nhà sản xuất ô tô phải cắt giảm tỷ lệ sử dụng công suất hoặc tạm dừng hoạt động. Lợi thế này đã giúp Trung Quốc đạt được thỏa thuận “đình chiến đất hiếm” với Mỹ và thiết lập đình chiến thương mại trong một năm kể từ tháng 11/2025.

Tỷ trọng vàng trong dự trữ của NHTW Trung Quốc và Mỹ



Nguồn: Goldman Sachs

Khối lượng vàng mua vào lũy kế của các NHTW và các quỹ ETF vàng, từ năm 2022

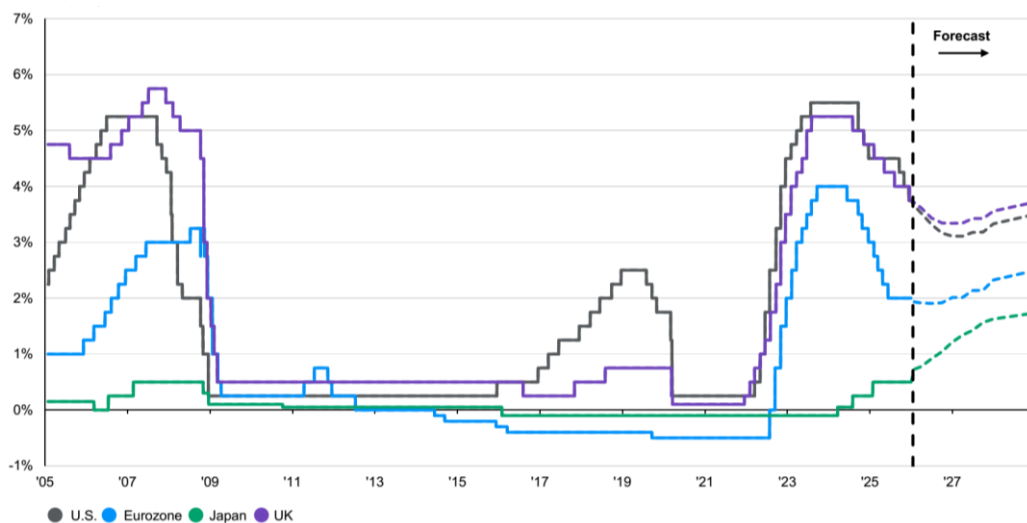


Nguồn: Goldman Sachs

Chính sách tiền tệ: nói lỏng chậm lại, phân hóa mạnh trên phạm vi toàn cầu

Về chính sách tiền tệ, các ngân hàng trung ương lớn trên thế giới đã kết thúc giai đoạn thắt chặt quyết liệt và chuyển sang trạng thái duy trì lãi suất ở mức cao trong thời gian dài. Trọng tâm hiện nay không còn là nâng lãi suất, mà là kiểm soát kỳ vọng lạm phát và đảm bảo lạm phát lỗi quay về mục tiêu một cách bền vững. Các nhà hoạch định chính sách chủ trương tránh nói lỏng quá sớm nhằm hạn chế nguy cơ tái bùng phát lạm phát.

Lãi suất điều hành tại Mỹ, Eurozone, Nhật Bản và Anh và kỳ vọng của thị trường



Nguồn: J.P.Morgan Asset Management

- Mỹ:** Trong năm 2025, đồng USD suy yếu đáng kể khi chỉ số DXY giảm 9,4% về 98,32 điểm, ghi nhận mức giảm mạnh nhất kể từ năm 2017. Áp lực giảm giá của đồng USD xuất phát từ nhiều yếu tố, nổi bật là việc căng thẳng thương mại gia tăng làm dấy lên những lo ngại mới về xu hướng phi đô la hóa, cùng với việc Fed triển khai 3 đợt cắt giảm lãi suất nhằm hỗ trợ thị trường lao động đang suy yếu. Tuy nhiên, đà giảm của USD đã chậm lại trong nửa cuối năm khi căng thẳng thương mại hạ nhiệt.

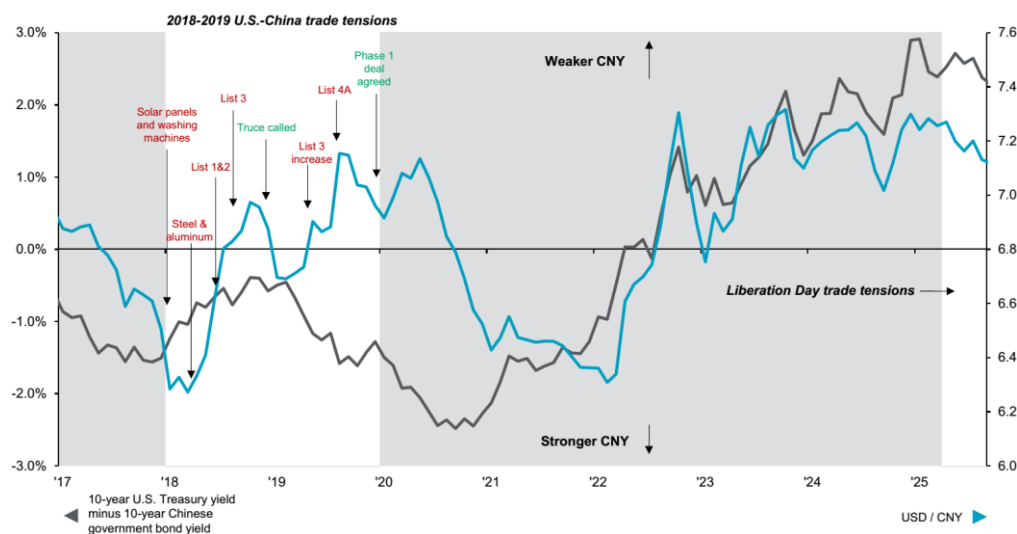
Mặc dù lạm phát 2,7% vẫn cao hơn mục tiêu, Fed được kỳ vọng sẽ giữ lập trường nói lỏng để hỗ trợ tăng trưởng và thị trường lao động, và tiếp tục thực hiện thêm 2-3 đợt cắt giảm lãi suất trong năm 2026, đưa biên trên của lãi suất điều hành về mức 3% - 3,25%. Đáng chú ý, nhiệm kỳ của Chủ tịch Fed Jerome Powell sẽ kết thúc vào tháng 5 và Tổng thống Trump đang đề cử Kevin Warsh thay thế, điều này được thị trường đánh giá là lựa chọn an toàn với Fed do nhà đầu tư coi Warsh là người có quan điểm chống lạm phát mạnh mẽ nhất trong các ứng viên, điều này sẽ hỗ trợ đồng USD. Tuy nhiên Warsh hiện ủng hộ

nới lỏng chính sách nhiều hơn trong năm 2026. Do đó, đồng USD được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng giảm giá ít nhất là đến giữa năm 2026.

Mặt khác, triển vọng tăng trưởng kinh tế của Mỹ vẫn tích cực nhờ kích thích tài khóa thông qua các đạo luật OBBBA và TCJA, tác dụng chậm của các đợt cắt giảm lãi suất từ năm ngoái và động lực tăng trưởng của ngành công nghệ. Do đó, Fed có thể giảm nới lỏng sớm hơn để bảo vệ đồng USD trong bối cảnh các ngân hàng trung ương lớn khác có thể hoàn tất chu kỳ nới lỏng tiền tệ sớm.

- **Eurozone:** ECB đã bắt đầu thực hiện nới lỏng từ tháng 6/2024 và đã nới lỏng đang chậm lại rõ rệt khi lạm phát đã về mức mục tiêu 2%. Hầu hết các dự báo cho rằng ECB sẽ giữ nguyên lãi suất ở mức hiện tại và tiếp tục theo dõi sát các dữ liệu kinh tế.
- **Nhật Bản:** Chính sách tiền tệ tại Nhật Bản đang đi theo hướng khác biệt so với phần còn lại của thế giới. Trong năm qua, đồng Yên Nhật vẫn ở trạng thái yếu, bất chấp việc nền kinh tế Nhật Bản đã thể hiện rõ các dấu hiệu của một chu kỳ tái lạm phát, với tăng trưởng tiền lương mạnh, lạm phát thực phẩm cao, thị trường bất động sản phục hồi rõ rệt và lợi nhuận doanh nghiệp cải thiện đáng kể. Trong bối cảnh đó, BOJ đã phát tín hiệu rõ ràng về định hướng tiếp tục thắt chặt chính sách, khẳng định sẽ tiếp tục nâng lãi suất phù hợp với sự cải thiện của kinh tế và lạm phát. Theo UOB, BOJ nhiều khả năng sẽ tiếp tục nâng lãi suất, đưa lãi suất chính sách lên khoảng 1,0%, dự kiến hoàn tất vào quý III năm 2026, qua đó tạo ra sự dịch chuyển quan trọng trong cán cân chính sách tiền tệ toàn cầu.
- **Trung Quốc:** Trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc tiếp tục chịu áp lực từ cầu nội địa yếu, lạm phát rất thấp và niềm tin thị trường chưa phục hồi bền vững, PBOC được dự báo sẽ duy trì lập trường chính sách tiền tệ mang tính hỗ trợ trong năm 2026. Tuy nhiên, định hướng “nới lỏng vừa phải” sẽ tiếp tục được triển khai theo cách thận trọng, với trọng tâm là ổn định tăng trưởng và thúc đẩy phục hồi giá cả, đồng thời tránh gia tăng rủi ro tài chính và bất ổn tỷ giá.

Chênh lệch lãi suất và tỷ giá USD/CNY



Nguồn: J.P.Morgan Asset Management

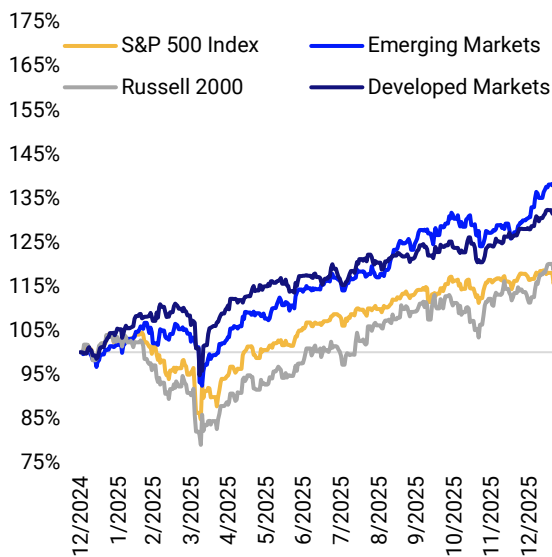
Dòng vốn đầu tư toàn cầu

Về diễn biến các tài sản tài chính toàn cầu, năm 2025 chứng kiến hầu hết các nhóm tài sản ghi nhận lợi nhuận khá tích cực. Tuy nhiên xu hướng bắt đầu phân hóa rõ nét từ cuối năm 2025 khi các tài sản rủi ro có dấu hiệu điều chỉnh trong khi các tài sản an toàn tiếp tục tăng mạnh.

- Giá vàng tăng mạnh nhất với mức tăng 64,6% trong năm 2025 lên 4.319 USD/ounce, và tiếp tục tăng mạnh hơn 20% trong những tháng đầu năm 2026.
- Trên thị trường trái phiếu, giá trái phiếu Mỹ tăng bình quân 7,9% trong năm 2025 trong bối cảnh bond yield các kỳ hạn ngắn cùng giảm đáng kể. Giá trái phiếu lợi suất cao toàn cầu bình quân tăng 12,1%.

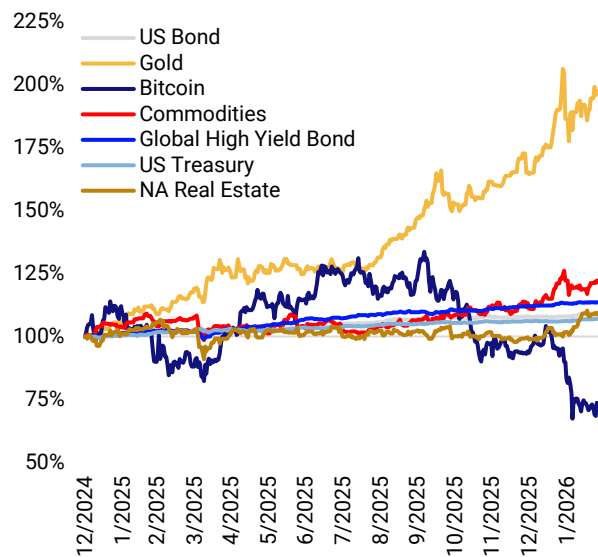
- Thị trường cổ phiếu diễn biến khả quan với xu hướng tăng ở hầu hết các khu vực: Tại Mỹ, chỉ số S&P 500 tăng 16,4% trong năm 2025. Nhóm thị trường DM (+27,9%) và EM (+30,6) cùng tăng tốt với hầu hết các chỉ số chứng khoán tăng 2 chữ số.
- Tuy nhiên, nhóm cổ phiếu công nghệ lớn của Mỹ bắt đầu có dấu hiệu điều chỉnh từ cuối năm 2025. Trong năm 2025, nhóm Mag 7 dẫn dắt thị trường với mức tăng mạnh 24,6% so với mức tăng 13,2% của nhóm X7 (493 cổ phiếu còn lại trong S&P 500). Tuy nhiên trong 2 tháng đầu năm 2026, nhóm này đã giảm -6,4% ngược với mức tăng 4,1% của nhóm X7, cho thấy xu hướng phân hóa rõ nét. Từ cuối năm 2025, dòng vốn đầu tư cũng đảo chiều rút ra khỏi quỹ State Street Technology Select Sector ETF (quỹ ETF lớn nhất về ngành công nghệ) và quỹ iShares Core S&P 500 ETF (nhóm Mag 7 chiếm tỷ trọng hơn 30% quỹ).
- Ở chiều ngược lại, giá các tài sản số mà điển hình là Bitcoin giảm mạnh 46% kể từ đỉnh năm 2025

Diễn biến các chỉ số cổ phiếu từ đầu năm 2025



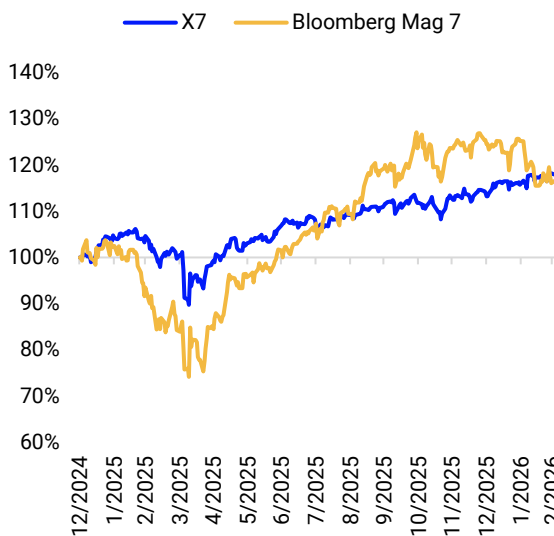
Nguồn: Bloomberg, S&I Ratings

Diễn biến giá các loại tài sản tài chính từ đầu năm 2025



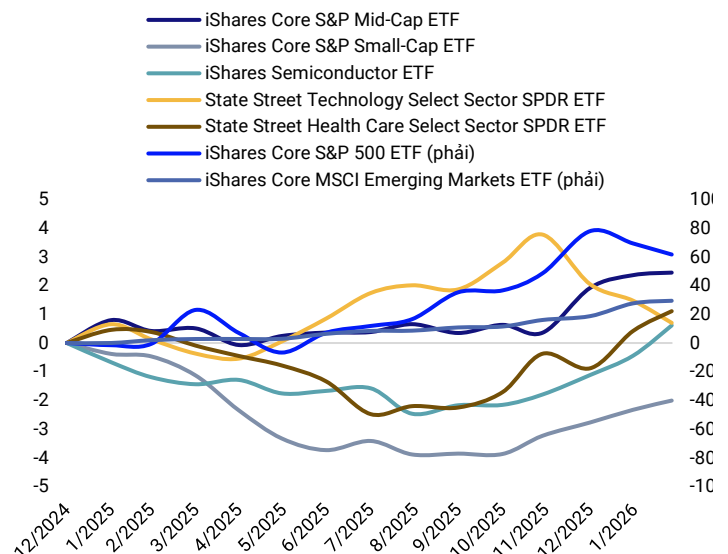
Nguồn: Bloomberg, S&I Ratings

Diễn biến các chỉ số cổ phiếu nhóm Mag 7 và X7



Nguồn: Bloomberg, S&I Ratings

Dòng vốn đầu tư lũy kế vào một số quỹ ETF lớn Tỷ USD, từ đầu năm 2025



Nguồn: Bloomberg, S&I Ratings

1.4 Dự báo tăng trưởng kinh tế 2026: Kỳ vọng vào AI, kích thích tài khóa và nới lỏng tiền tệ

Phần lớn các tổ chức đưa ra dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu ổn định trong năm 2026, tương đương với tốc độ tăng của năm 2025. Động lực tăng trưởng đến từ: căng thẳng thương mại hạ nhiệt, kích thích tài khóa mạnh hơn nhờ tăng chi tiêu quốc phòng, chính sách tiền tệ bớt thắt chặt, cùng với động lực mới đến từ làn sóng đầu tư vào công nghệ và AI, giúp kinh tế toàn cầu tiếp tục phục hồi dù vẫn đối mặt với môi trường địa chính trị phức tạp và sự phân hóa giữa các khu vực.

Tuy nhiên, lưu ý rằng tăng trưởng toàn cầu hiện dựa vào một nhóm ngành hẹp, đặc biệt là công nghệ và các lĩnh vực hưởng lợi từ hỗ trợ chính sách. Điều này khiến nền kinh tế dễ tổn thương nếu các ngành dẫn dắt suy yếu. Sự phụ thuộc vào kỳ vọng năng suất từ AI cũng làm gia tăng độ nhạy của tăng trưởng trước thay đổi về kỳ vọng thị trường.

Dự báo tăng trưởng GDP năm 2026

	World Bank	IMF	UNCTAD	BofA	Goldman Sachs
Toàn cầu	2.60%	3.30%	2.60%	3.30%	2.80%
Mỹ	2.20%	2.40%	1.50%	2.40%	2.60%
Trung Quốc	4.40%	4.50%	4.60%	4.70%	4.80%
Châu Âu	0.90%	1.30%	1.40%	1.00%	1.30%

Nguồn: S&I Ratings tổng hợp

Hoa Kỳ: AI bù đắp sự hạ nhiệt chu kỳ

Thị trường lao động của Hoa Kỳ hiện ở trạng thái “hạ nhiệt nhưng chưa suy yếu”: tốc độ tạo việc làm chậm, tỷ lệ thất nghiệp quanh 4,4%, doanh nghiệp ít tuyển mới nhưng cũng hạn chế sa thải, trong khi tăng lương danh nghĩa giảm tốc. Các chỉ số việc làm đều ở mức kém tích cực nhất trong 4 năm, tuy nhiên chưa quá đáng ngại nếu so với giai đoạn trước dịch. Bức tranh này phản ánh một nền kinh tế đang điều chỉnh về cân bằng hơn, không còn quá nóng nhưng cũng chưa rơi vào suy thoái. Trên nền đó, triển vọng tăng trưởng kinh tế Mỹ năm 2026 được dự báo ở mức vừa phải, khoảng **2–2,5%**, nhờ chính sách tiền tệ dần nới lỏng và kích thích tài khóa thông qua các đạo luật OBBBA và TCJA, với đầu tư công nghệ và AI tiếp tục là động lực chính, dù vẫn đối mặt rủi ro từ bất định chính sách và thị trường lao động kém sôi động.

Trung Quốc: Giảm tốc khi xuất khẩu hạ nhiệt

Trung Quốc đã vượt qua năm 2025 với rất nhiều thách thức từ chiến tranh thương mại với Mỹ, thành công đẩy mạnh xuất khẩu sang ASEAN và Mỹ Latin để duy trì tăng trưởng xuất khẩu ở mức 5,5%. Mặt khác, nhập khẩu yếu do tiêu thụ nội địa chưa phục hồi khiến thặng dư thương mại được nâng lên mức kỷ lục 1,2 nghìn tỷ USD. Xuất khẩu vẫn là động lực chính giúp Trung Quốc đạt mục tiêu GDP tăng 5% trong bối cảnh thị trường bất động sản và tiêu dùng nội địa vẫn yếu.

Bước sang năm 2026, dự báo tăng trưởng GDP của Trung Quốc chậm lại quanh mức **~4,5%**, khi front-loading giảm, xuất khẩu yếu dần trên nền cao, bất động sản tiếp tục điều chỉnh và tiêu dùng phục hồi chậm. Chính sách kinh tế nhiều khả năng duy trì nới lỏng có mục tiêu (không kích thích ồ ạt), tập trung ổn định bất động sản, hỗ trợ khu vực tư nhân, dịch vụ và các ngành công nghệ–AI–xanh. Tuy nhiên, dư thừa công suất sau giai đoạn đầu tư ồ ạt đã tạo ra nút thắt lớn cho nền kinh tế, PPI âm kéo dài tạo ra lực cản cho hoạt động sản xuất và đầu tư, làm giảm hiệu quả của chính sách kích thích. Bên cạnh đó, thách thức lớn nằm ở thị trường lao động yếu dần, khi mô hình kinh tế mới của Trung Quốc tập trung vào ngành công nghệ cao ít thâm dụng lao động và các doanh nghiệp đẩy mạnh ứng dụng AI thay thế lao động truyền thống, tác động trực tiếp tới tiêu dùng hộ gia đình.

Châu Âu: Ổn định vĩ mô, tăng trưởng thấp trong bối cảnh cạnh tranh toàn cầu

Châu Âu ít hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công nghệ như Mỹ và Châu Á. Tăng trưởng GDP dự báo chậm lại về **~1%** trong năm 2026, động lực chủ yếu đến từ kích thích tài khóa và đẩy mạnh chi tiêu quốc phòng. Tuy nhiên, giá năng lượng cao tiếp tục kìm hãm ngành sản xuất và đồng euro tăng giá làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu.

2. Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026

Năm 2026 mở đầu cho Kế hoạch 5 năm 2026–2030 và được coi là điểm khởi đầu của giai đoạn “Kỷ nguyên Vươn mình”, khi Việt Nam đặt tham vọng trở thành nước phát triển với thu nhập cao và nâng cao vị thế quốc gia. Chính phủ đặt mục tiêu GDP cả nước năm 2026 tăng từ 10% trở lên, đây là mức tăng cao chưa từng thấy trong lịch sử và đặt ra thách thức lớn cho toàn hệ thống trong bối cảnh thế giới đang có nhiều bất ổn.

Năm 2025 cũng là năm khởi động khi một loạt cải cách được khởi xướng mang tính bước ngoặt như cải cách thể chế và thủ tục hành chính, thúc đẩy khoa học công nghệ và đổi mới sáng tạo, nâng cao hiệu quả hội nhập quốc tế và tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu, và xác định rõ vai trò của ba khu vực kinh tế quan trọng là Nhà nước, tư nhân và nước ngoài. Đây chính là tiền đề để Việt Nam hướng tới một mô hình kinh tế mới toàn diện hơn, cân bằng và bền vững hơn, từ mô hình dựa vào đầu tư FDI thâm dụng lao động và khai thác tài nguyên sang mô hình dựa trên năng suất nhân tố tổng hợp (TFP), đổi mới sáng tạo và hội nhập giá trị cao, để có thể biến mục tiêu thành hiện thực.

Tâm thế lạc quan và quyết tâm chính trị đang ở mức rất cao sau khi Việt Nam hoàn thành tốt mục tiêu năm 2025 với mức tăng trưởng GDP khá ấn tượng 8,02%. Chúng tôi dự đoán mức thực hiện tăng trưởng GDP của 2026 sẽ ở mức khoảng 8,5-9% do nút thắt ở nguồn vốn đầu tư và sức tiêu thụ nội địa chưa thực sự mạnh mẽ, cần thêm thời gian để nền kinh tế thấm thấu các chính sách mới.

2.1 Kiến tạo mô hình kinh tế mới

Năm 2026 là năm đầu tiên mà nền kinh tế chuyển sang định hướng kinh tế theo bộ khung nghị quyết mới từ Trung Ương Đảng. Các nghị quyết trung ương gần đây, cụ thể là 5 NQ/TW gồm NQ 57, 59, 66, 68 và 79 và một nghị quyết về FDI sắp tới, sẽ đóng vai trò là bộ khung chiến lược và toàn diện về thể chế và định hướng phát triển trong giai đoạn phát triển mới này. Phân tích sâu hơn cho thấy, các nghị quyết này không chỉ là các văn kiện riêng lẻ mà hình thành một hệ thống liên kết chặt chẽ, nhằm giải quyết các điểm nghẽn cấu trúc của nền kinh tế hiện tại, đồng thời hướng tới các mục tiêu vĩ mô dài hạn được nêu tại Nghị quyết Đại hội XIV của Đảng.

- ❖ **Nghị quyết 57-NQ/TW, với trọng tâm đột phá về khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số**, được xem là nền tảng cốt lõi, vì nó trực tiếp giải quyết điểm yếu về năng suất lao động – hiện chỉ bằng khoảng 1/3 mức trung bình ASEAN. Nghị quyết này đặt ra các chỉ tiêu cụ thể như chi tiêu cho nghiên cứu và phát triển (R&D) đạt 2% GDP vào năm 2030 (từ mức 0,5% hiện nay), kinh tế số chiếm 30% GDP, và số lượng bằng sáng chế quốc tế tăng gấp đôi. Trong mô hình tổng thể, yếu tố này sẽ thúc đẩy chuyển đổi cấu trúc kinh tế, nâng tỷ trọng ngành công nghệ cao trong công nghiệp chế biến chế tạo từ 20% lên 35% vào năm 2030, đồng thời hỗ trợ các ngành dịch vụ số như fintech và e-commerce, dự kiến đóng góp thêm 2-3 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP hàng năm. Tuy nhiên, phân tích rủi ro cho thấy, nếu không giải quyết được khoảng cách về nhân lực chất lượng cao (hiện chỉ 15% lao động có trình độ đại học trở lên), mục tiêu TFP có thể bị trì hoãn, dẫn đến tăng trưởng GDP chỉ đạt 5-6% thay vì 7% trong giai đoạn 2026-2030.
- ❖ **Nghị quyết 59-NQ/TW về hội nhập quốc tế** bổ sung chiều sâu bằng cách mở rộng không gian phát triển, tận dụng các FTA như CPTPP, EVFTA và RCEP để thu hút dòng vốn chất lượng cao và công nghệ tiên tiến. Hội nhập này có thể nâng kim ngạch xuất khẩu lên 600 tỷ USD vào năm 2030 (từ 370 tỷ USD năm 2023), với tỷ lệ xuất khẩu công nghệ cao tăng từ 30% lên 50%, đồng thời giảm thâm hụt thương mại với các đối tác lớn như Trung Quốc. Trong tích hợp tổng thể, nghị quyết này liên kết với Nghị quyết 57 bằng cách thúc đẩy chuyển giao công nghệ qua các liên minh chiến lược, góp phần vào mục tiêu thu nhập cao năm 2045 bằng cách nâng cao vị thế Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu, từ lắp ráp sang thiết kế và sản xuất giá trị cao. Tuy vậy, rủi ro từ biến động địa chính trị (như căng thẳng thương mại Mỹ-Trung) có thể làm giảm dòng vốn FDI 10-15%, ảnh hưởng đến mục tiêu tổng vốn đầu tư xã hội đạt 35-36% GDP.
- ❖ **Nghị quyết 66-NQ/TW về đổi mới xây dựng và thi hành pháp luật** đóng vai trò "cầu nối" bằng cách tháo gỡ các rào cản thể chế, với mục tiêu cắt giảm 30-40% thủ tục hành chính và chi phí tuân thủ cho doanh nghiệp vào năm 2030. Cải cách này có thể nâng xếp hạng môi trường kinh doanh toàn cầu của Việt Nam từ vị trí 70 lên top 50, giải phóng nguồn lực tư nhân và hỗ trợ mục tiêu dài hạn bằng cách xây dựng hệ thống pháp luật tiệm cận chuẩn mực OECD vào năm 2045. Trong mô hình tổng thể, nó bổ trợ cho các nghị quyết khác bằng cách tạo môi trường bình đẳng, ví dụ như bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ để khuyến khích đổi mới từ Nghị quyết 57, hoặc hỗ trợ hội nhập qua việc thực thi cam kết FTA từ Nghị quyết 59.
- ❖ **Các thành phần kinh tế từ Nghị quyết 68-NQ/TW (kinh tế tư nhân) và 79-NQ/TW (kinh tế nhà nước), kết hợp với nghị quyết về FDI**, đảm nhận vai trò thực thi động lực tăng trưởng. Nghị quyết 68 đặt mục tiêu kinh tế tư nhân đóng góp 55-58% GDP vào năm 2030 và trên 60% vào năm 2045, với số lượng doanh nghiệp tăng lên 2 triệu (từ 900.000 hiện nay), thông qua cải cách thể chế để nâng tốc độ tăng trưởng khu vực này lên 10-12%/năm. Nếu đạt được, khu vực này sẽ tạo thêm 5-7 triệu việc làm chất lượng cao, giảm tỷ lệ thất nghiệp xuống dưới 3% và hỗ trợ mục tiêu thu nhập cao bằng cách thúc đẩy các doanh

ngành lớn cạnh tranh khu vực. Ngược lại, Nghị quyết 79 nhấn mạnh vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước, với mục tiêu tái cơ cấu để có 50 doanh nghiệp nhà nước lọt top 500 Đông Nam Á vào năm 2030 và 5 trong top 500 thế giới vào năm 2045, đồng thời huy động ngân sách lên 18% GDP để đầu tư hạ tầng trọng điểm như giao thông và năng lượng tái tạo. Nghị quyết FDI bổ sung bằng cách thu hút 30-35 tỷ USD/năm với trọng tâm công nghệ xanh, nâng tỷ lệ nội địa hóa lên 40-50%, giúp giảm phụ thuộc FDI từ 70% xuất khẩu hiện nay xuống dưới 50% vào năm 2030.

Việc thực thi các chính sách và định hướng phát triển mới sẽ là trọng tâm cho giai đoạn phát triển 5 năm sắp tới, khởi đầu ở năm 2026. Các hướng dẫn chi tiết hơn từ Chính phủ và Bộ ban ngành sẽ cần có để có thể đánh giá chính xác hơn về khả năng thực thi.

2.2 Các động lực tăng trưởng chính

Chính sách tài khóa và đầu tư công là động lực tăng trưởng chính

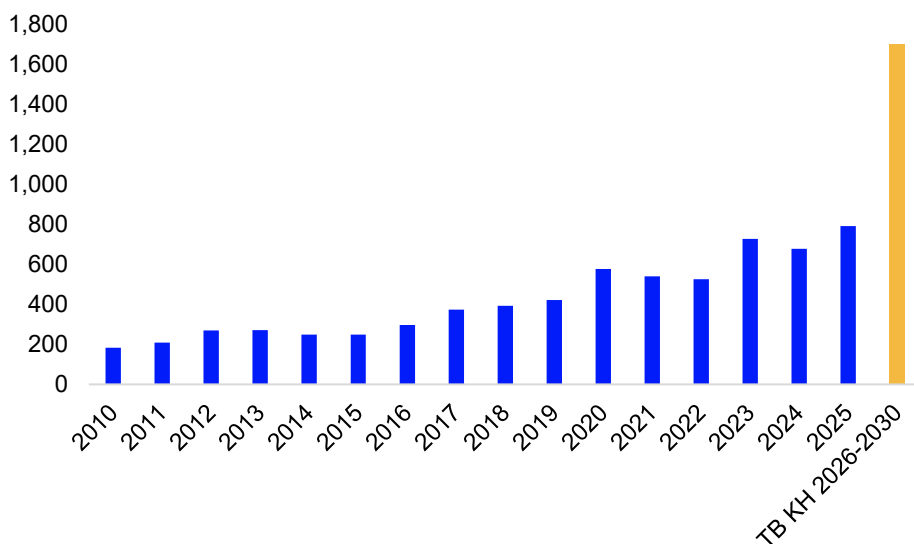
Trong bối cảnh chính sách tiền tệ không còn nhiều dư địa mở rộng, chính sách tài khóa trở thành trụ cột chính thúc đẩy tăng trưởng. Năm 2025, đầu tư công được đẩy mạnh nhờ hàng loạt thay đổi quan trọng về chính sách và thể chế, trong đó Luật Đầu tư công sửa đổi có hiệu lực từ đầu năm đã phân cấp mạnh cho địa phương, đồng thời đơn giản hóa thủ tục thẩm định và áp dụng quy trình số hóa để giảm chồng chéo, giúp cải thiện đáng kể tốc độ giải ngân vốn.

Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026-2030 dự kiến đạt khoảng **8,51 triệu tỷ đồng**, gấp 2,5 lần giai đoạn trước (3,4 triệu tỷ). Kế hoạch này dựa trên dự toán tổng thu NSNN là 16,1 triệu tỷ đồng, tổng chi NSNN là 20,9 triệu tỷ đồng, bội chi NSNN tăng mạnh lên **4,8 triệu tỷ đồng** (gấp 3,7 lần so với 1,3 triệu tỷ đồng giai đoạn trước), tương đương 5% GDP (so với mức 3,1-3,2% GDP giai đoạn trước).

Theo đó, Chính phủ cũng đặt mục tiêu tăng tỷ lệ chi đầu tư phát triển trong tổng chi NSNN từ 32-33% lên khoảng 40%. Đồng thời, mục tiêu tăng quy mô và giảm số lượng dự án từ 4.652 dự án trong giai đoạn trước xuống dưới 3.000 dự án nhằm tránh đầu tư dàn trải, tập trung vốn vào các dự án trọng điểm.

Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026-2030 so với giải ngân giai đoạn trước

nghìn tỷ đồng



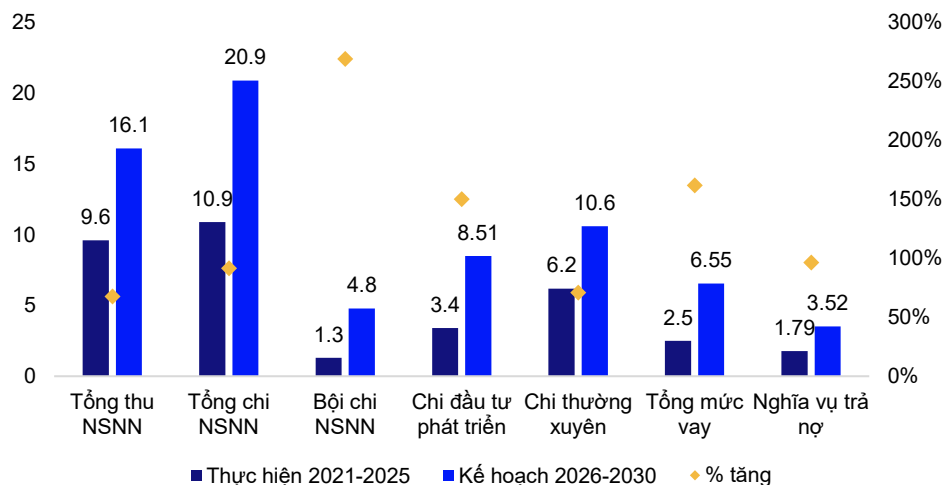
Nguồn: S&I Ratings

Về lĩnh vực đầu tư, ưu tiên các dự án đường bộ cao tốc, đường sắt tốc độ cao, đường sắt kết nối quốc tế, đường sắt đô thị, dự án trọng điểm, liên vùng, liên quốc gia, quốc tế, các dự án có tính chất đột phá về phát triển khoa học công nghệ và phát triển kinh tế xã hội, các dự án tại văn kiện Đại hội XIV,...

Về nguồn vốn, Chính phủ dự kiến vay khoảng **6,55 triệu tỷ đồng** (so với tổng mức vay 2,5 triệu tỷ đồng trong giai đoạn trước), chủ yếu tập trung vào nguồn vay trong nước. Nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ khoảng **3,53 triệu tỷ đồng**, gấp đôi giai đoạn trước là 1,79 triệu tỷ. Theo đó, tỷ lệ nợ công cũng tăng đáng kể so với giai đoạn trước, dự kiến cuối năm 2030 nợ công khoảng **41-42% GDP** (35-36% vào cuối 2025), nợ Chính phủ 38-39% GDP (33-34% vào cuối 2025).

Dự toán NSNN, kế hoạch đầu tư công, vay và trả nợ giai đoạn 2026-2030 so với 2021-2025

triệu tỷ đồng



Nguồn: S&I Ratings

Kế hoạch ngân sách và vay, trả nợ công giai đoạn 2026–2030 đã thể hiện mức độ mở rộng tài khóa và gia tăng nghĩa vụ nợ đáng kể. Dù các chỉ tiêu nợ công, nợ Chính phủ vẫn nằm trong ngưỡng cho phép, tỷ lệ nợ tăng lên mức 41–42% GDP vào năm 2030 làm thu hẹp dư địa tài khóa trung hạn. Rủi ro chủ yếu không nằm ở mức nợ tuyệt đối mà ở tốc độ tích tụ nghĩa vụ trả nợ. So sánh tỷ lệ nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ trên tổng thu NSNN tăng mạnh từ 18,6% lên 21,9% cho thấy rủi ro đáng kể phụ thuộc vào giả định tăng trưởng cao, khi tốc độ tăng trả nợ cao hơn tốc độ tăng thu NSNN nếu tăng trưởng không đạt kỳ vọng. Bên cạnh đó, mức nợ cao cũng tiềm ẩn rủi ro tới thanh khoản thị trường vốn trong nước, khi lượng vốn huy động là rất lớn so với khả năng hấp thụ của thị trường. Điều này có thể làm chèn lấn khu vực tư nhân, ảnh hưởng tới thanh khoản hệ thống ngân hàng, qua đó đòi hỏi các tổ chức tín dụng theo dõi chặt chẽ diễn biến tài khóa, lãi suất và nhu cầu huy động vốn của khu vực Nhà nước trong giai đoạn tới.

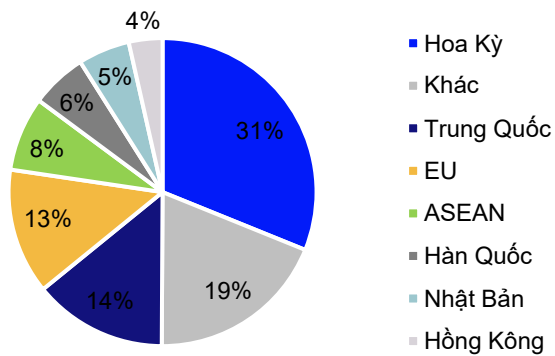
Sản xuất và xuất khẩu tích cực nhưng còn nhiều rủi ro

Năm 2025, GDP đạt mức tăng 8,02%, với ngành công nghiệp, xây dựng và ngành dịch vụ vẫn là hai ngành lớn nhất và dẫn dắt tăng trưởng chính. Trong đó, đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng chung là các ngành công nghiệp chế biến chế tạo (tăng 9,97%, đóng góp 31,49%), bán buôn và bán lẻ (tăng 8,52%, đóng góp 10,62%), vận tải, kho bãi (tăng 10,99%, đóng góp 8,69%) và ngành xây dựng (tăng 9,62%, đóng góp 8,47%).

Xuất nhập khẩu là điểm sáng bất ngờ nhất trong năm 2025 với tổng kim ngạch hai chiều lên tới 930 tỷ USD, tăng mạnh 18,2% so với năm trước và tương đương 180% GDP, tạo ra thặng dư thương mại 20 tỷ USD. Kết quả này vượt xa kỳ vọng hồi đầu năm khi Hoa Kỳ áp dụng chính sách thuế quan mới với mức thuế đối ứng 20% áp dụng cho Việt Nam.

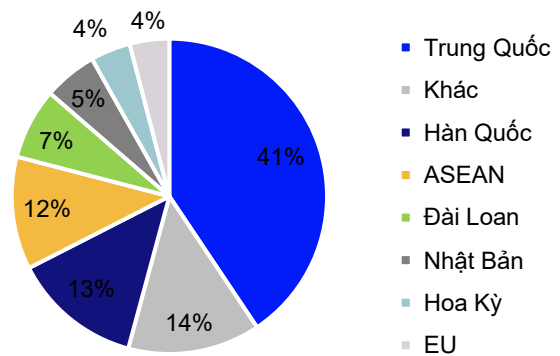
Trái ngược với những lo ngại ban đầu, xuất khẩu vào Hòa Kỳ tăng mạnh 28,2% chiếm tới 31% tổng giá trị xuất khẩu, và xuất siêu vào thị trường này đạt mức 134 tỷ USD, tăng mạnh so với mức xuất siêu 104 tỷ USD vào năm 2024. Mặt khác, nhập khẩu từ Trung Quốc cũng tăng mạnh tương ứng (29% trong năm 2025), và Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 40% thị phần). Mức tăng ấn tượng này được cho là do Việt Nam có vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng “China +1” và hưởng lợi khi các tập đoàn đa quốc gia dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp Hoa Kỳ đã đẩy mạnh nhập hàng sớm trước khi các rủi ro thuế quan gia tăng. Do đó, dự báo trên cơ sở thận trọng cho rằng tăng trưởng cao như vậy sẽ khó tiếp diễn trong năm 2026 và chậm lại đáng kể khi hiệu ứng front-loading không còn và thị trường cần thời gian giải phóng lượng hàng tồn kho đã tích trữ. Cũng cần lưu ý rằng, mức độ tập trung cao vào thị trường Hoa Kỳ vẫn là một rủi ro mang tính cấu trúc trong trung hạn.

Thị phần các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam năm 2025



Nguồn: Cục hải quan

Thị phần các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam năm 2025

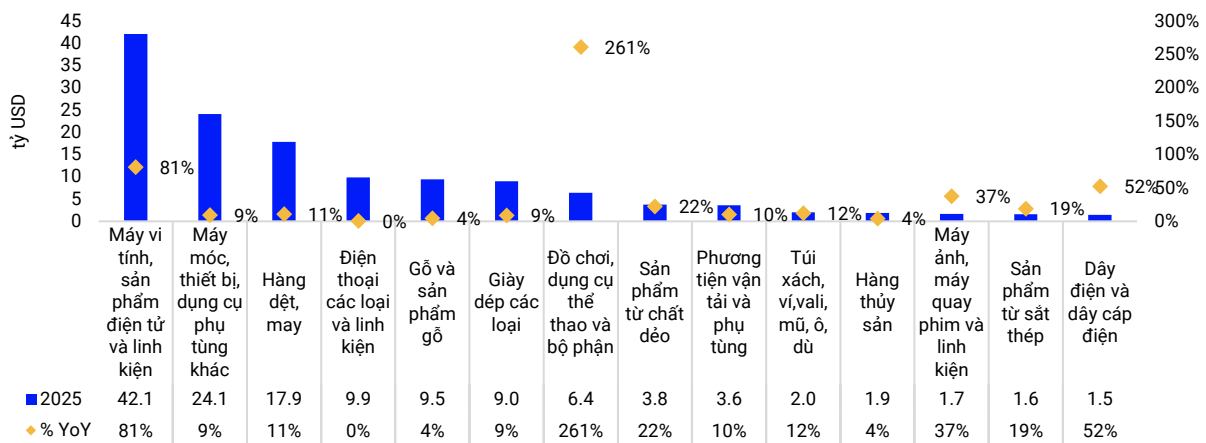


Nguồn: Cục hải quan

Một điểm tích cực là Việt Nam và Hoa Kỳ đã đạt được **Khuôn khổ cho Hiệp định Thương mại Đối ứng, Công bằng và Cân bằng** vào tháng 10/2025, giúp đặt nền tảng mở rộng tiếp cận thị trường song phương và xử lý các rào cản phi thuế quan trọng. Theo khuôn khổ này, Việt Nam cam kết mở cửa ưu đãi cho hầu hết hàng hóa công nghiệp và nông sản của Hoa Kỳ, đồng thời đơn giản hóa thủ tục và tiêu chuẩn đối với một số mặt hàng then chốt (ô tô, thiết bị y tế, dược phẩm, nông sản). Ở chiều ngược lại, Hoa Kỳ duy trì mức thuế đối ứng 20% đối với hàng hóa có xuất xứ Việt Nam, nhưng dự kiến áp dụng mức 0% cho một số sản phẩm được chọn theo danh mục đàm phán (Annex III), qua đó tạo dư địa cải thiện có chọn lọc cho xuất khẩu Việt Nam khi hiệp định được hoàn tất và triển khai.

Các mặt hàng xuất khẩu sang Hoa Kỳ có giá trị trên 1 tỷ USD trong năm 2025

Giá trị xuất khẩu: tỷ USD, % tăng trưởng so với năm trước



Nguồn: Cục Hải quan, S&I Ratings

Tác động tiềm năng của khuôn khổ này là tái cân bằng cấu trúc thương mại song phương theo hướng thuận lợi hơn cho xuất khẩu của Hoa Kỳ trong ngắn hạn, trong khi doanh nghiệp Việt Nam sẽ đối mặt với áp lực chuyển dịch cơ cấu sản phẩm và thị trường để thích ứng với mặt bằng thuế đối ứng còn cao. Tuy vậy, việc nói rào cản phi thuế, cùng triển vọng mở rộng danh mục hưởng ưu đãi thuế 0% trong các vòng triển khai tiếp theo, có thể tạo lực đẩy trung hạn cho những ngành xuất khẩu Việt Nam có giá trị gia tăng cao, tuân thủ tiêu chuẩn và tích hợp sâu chuỗi cung ứng.

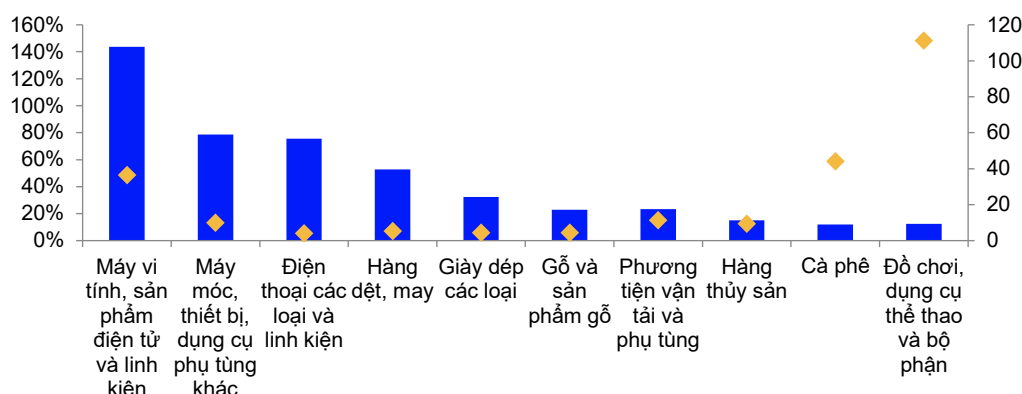
Về cơ cấu hàng xuất khẩu, các mặt hàng công nghệ tiếp tục dẫn đầu về giá trị xuất khẩu và có mức tăng trưởng khá tốt. Điển hình là Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện với tổng giá trị xuất khẩu 107 tỷ USD trong năm 2025, tăng mạnh 48% so với năm trước nhờ hưởng lợi từ xu hướng đầu tư vào AI, cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam đang đi đúng hướng và bắt kịp nhanh với xu hướng đầu tư toàn cầu. Chúng tôi cho rằng dù hiệu ứng front-

loading yếu đi, nhu cầu đầu tư AI lớn vẫn là động lực quan trọng thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu hàng công nghệ của Việt Nam trong thời gian tới.

Mặt khác, các mặt hàng xuất khẩu truyền thống của Việt Nam như dệt may, da giày, đồ gỗ, thủy sản thể hiện sức chống chịu khá tốt với mức tăng từ 5% - 10% trong năm 2025. Các mặt hàng này thuần túy là hàng tiêu dùng nên phụ thuộc vào sức tiêu thụ của thị trường xuất khẩu và chiến lược nhập khẩu của các doanh nghiệp, nhiều khả năng sẽ chậm lại trong năm nay khi hiệu ứng front-loading yếu đi. Hơn nữa, chính sách bảo hộ thương mại và rủi ro thuế quan có thể tiếp tục gây ra những khó khăn và đứt gãy cho thương mại hàng hóa toàn cầu.

Các mặt hàng có giá trị xuất khẩu cao nhất năm 2025

Giá trị xuất khẩu: tỷ USD, % tăng trưởng so với năm trước



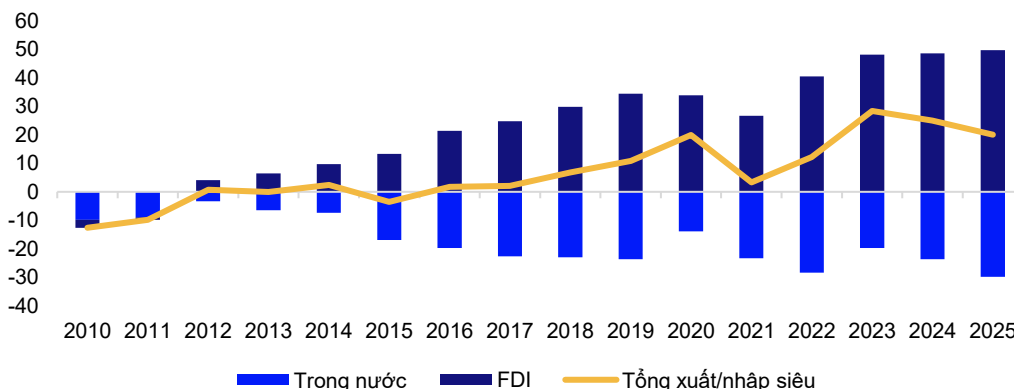
Nguồn: Cục Hải quan, S&I Ratings

Cần lưu ý rằng trong bức tranh thương mại khá tích cực, khối FDI vẫn là nhóm chiếm ưu thế và tận dụng được thời cơ để tăng tốc (xuất khẩu tăng 26,9%, chiếm gần 80% tổng giá trị xuất khẩu, xuất siêu 49,7 tỷ USD). Trong khi đó, nhóm doanh nghiệp trong nước lại chịu tác động tiêu cực và thụt lùi (xuất khẩu giảm 7,4%, nhập siêu 29,8 tỷ USD). Để thu hẹp khoảng cách này, các doanh nghiệp Việt Nam cần có đột phá về năng lực sản xuất để có thể tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu, nhóm doanh nghiệp nội địa lớn mạnh sẽ có sức lan tỏa sâu sắc hơn tới các thành phần kinh tế khác, đồng thời hỗ trợ thu nhập và sức tiêu dùng nội địa.

Bên cạnh đó, một nghị quyết mới về FDI cũng đang được xem xét ban hành với mục tiêu chuyển dịch chiến lược FDI từ thu hút vốn đơn thuần sang mô hình hợp tác chiến lược dài hạn, nhấn mạnh chất lượng, công nghệ và liên kết chuỗi giá trị. Định hướng giai đoạn 2026–2030 tập trung vào đầu tư có chọn lọc, ưu tiên sản xuất công nghệ cao, bán dẫn, AI và kinh tế xanh, thúc đẩy liên kết nội địa và chuyển giao công nghệ. Trong bối cảnh này, các khu công nghiệp với hạ tầng đồng bộ, đất sạch và tiêu chuẩn ESG được xem là nhóm hưởng lợi trực tiếp từ chiến lược FDI chất lượng cao của Việt Nam.

Xuất/nhập siêu của nhóm FDI và nhóm doanh nghiệp trong nước

tỷ USD



Nguồn: Cục Hải quan, S&I Ratings

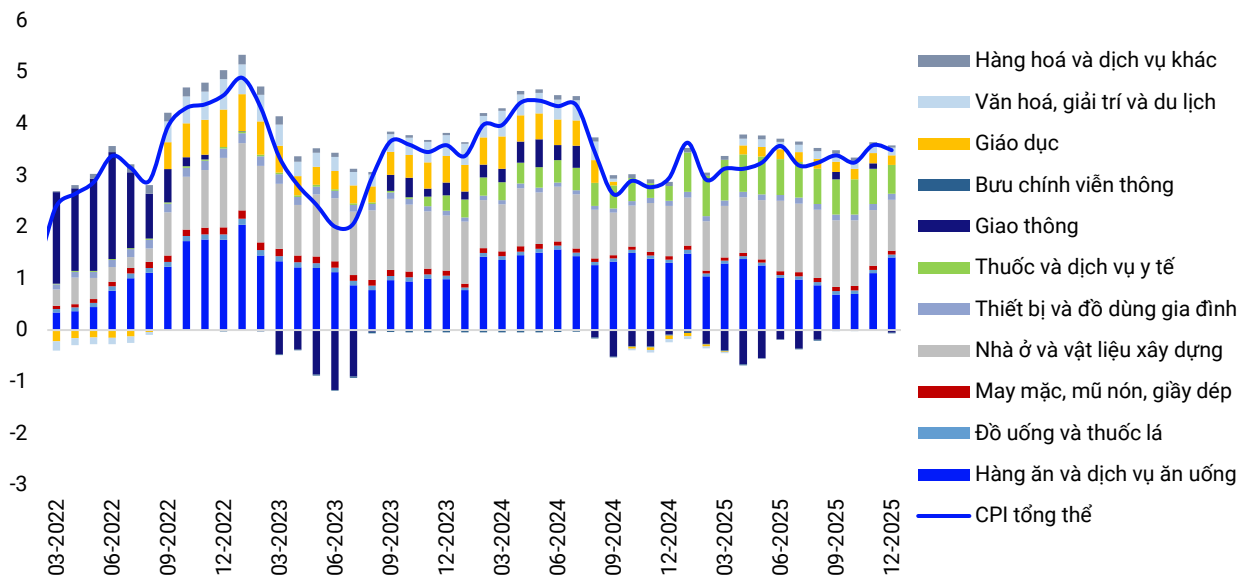
Nhìn chung, triển vọng xuất khẩu năm 2026 ghi nhận động lực tích cực từ xu hướng đầu tư AI nhưng vẫn chịu rủi ro từ biến động thương mại quốc tế, chính sách bảo hộ và sự cạnh tranh gia tăng giữa các nền kinh tế trong khu vực. Do đó, xuất khẩu năm 2026 được đánh giá là động lực hỗ trợ quan trọng nhưng không phải là yếu tố quyết định then chốt đối với tăng trưởng GDP.

Tiêu dùng nội địa vẫn chưa bứt phá

Trong năm 2025, GDP khu vực dịch vụ tăng 8,82% và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu GDP, đóng góp 51% vào mức tăng trưởng chung. Tuy nhiên, tổng mức bán lẻ hàng hóa chỉ tăng 6,7% sau khi loại trừ yếu tố giá, thấp hơn mức tăng GDP cho thấy cầu nội địa vẫn chưa thực sự bứt phá để trở thành động lực dẫn dắt tăng trưởng. Mặc dù lạm phát tổng thể vẫn ở mức ổn định (+3,31%), các nhóm hàng thiết yếu là thực phẩm, nhà ở, y tế và giáo dục cùng tăng đáng kể đã tác động tới sức tiêu dùng của số đông hộ gia đình.

Trong dài hạn, tiêu dùng nội địa cần gia tăng sức mạnh để trở thành động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế, đây là điểm quan trọng để hướng tới mô hình tăng trưởng cân bằng hơn của nền kinh tế.

Đóng góp vào CPI (điểm %)



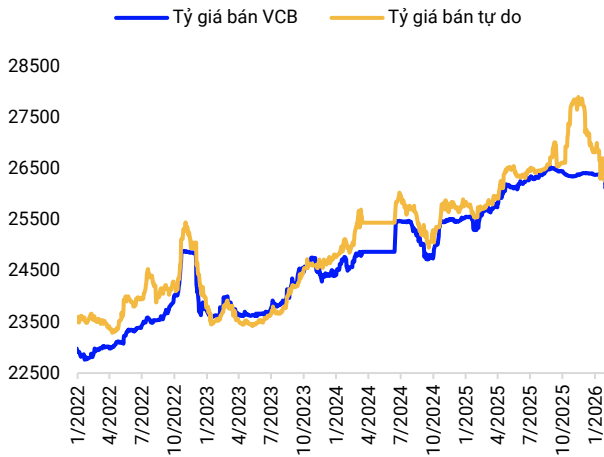
Nguồn: Cục Thống kê, S&I Ratings

2.3 Ổn định vĩ mô và chính sách tiền tệ

Môi trường lạm phát năm 2025 nhìn chung ổn định, giá năng lượng ít chịu áp lực tăng, lạm phát ở các nền kinh tế lớn ổn định dần về ngưỡng mục tiêu, và xu hướng giảm giá của đồng USD là yếu tố quan trọng giúp ổn định giá cả trong nước. Trong nước, các chính sách hỗ trợ của Nhà nước liên quan thuế bảo vệ môi trường và thuế VAT giúp kiềm chế lạm phát, sức cầu yếu khiến chi phí tăng do VND mất giá không chuyển tải hoàn toàn vào giá bán. Chúng tôi cho rằng mục tiêu kiểm soát lạm phát ở mức 4,5% mà Quốc hội và NHNN đưa ra là khả thi và lạm phát thực tế có thể thấp hơn vào khoảng 4%.

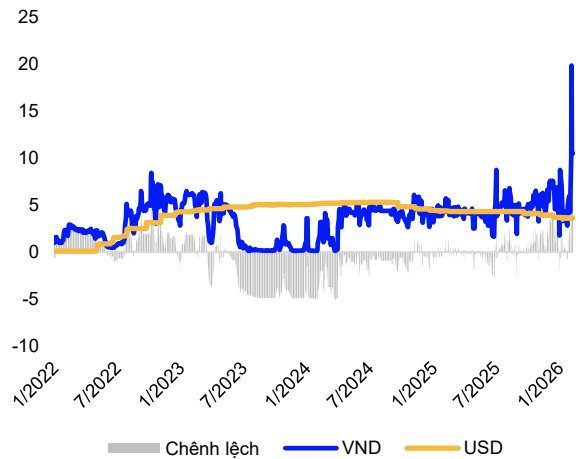
Áp lực tỷ giá bớt căng thẳng hơn. Trong bối cảnh các NHTW lớn như Fed, BoE tiếp tục xu hướng hạ lãi suất điều hành, và ECB ổn định lãi suất, chênh lệch lãi suất giữa VND-USD được nới rộng tạo sức hút cho đồng nội tệ, kỳ vọng áp lực lên tỷ giá VND sẽ bớt căng thẳng hơn trong năm 2026. Trong nước, giải ngân vốn FDI ổn định và triển vọng xuất siêu tiếp tục duy trì cũng giúp hỗ trợ tỷ giá. Mặt khác, nhà đầu tư nước ngoài vẫn duy trì xu hướng bán ròng trên thị trường chứng khoán tạo áp lực lên tỷ giá, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này có thể yếu đi khi các quy định hỗ trợ nhà đầu tư nước ngoài có hiệu lực và Việt Nam được chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi.

Tỷ giá USD/VND



Nguồn: S&I Ratings

Lãi suất USD và VND trên thị trường liên ngân hàng

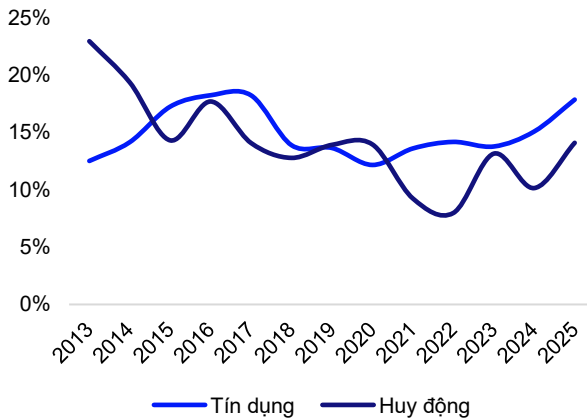


Nguồn: S&I Ratings

Căng thẳng thanh khoản kéo dài trên thị trường ngân hàng khiến hệ thống ngân hàng trở nên nhạy cảm. Trong năm 2025, tăng trưởng tín dụng đạt 19%, là mức cao nhất kể từ năm 2011 và tăng vượt trội so với huy động. Cụ thể tại thời điểm cuối năm 2025, tổng quy mô tín dụng là 18,6 triệu tỷ đồng, trong khi tổng huy động vốn của các tổ chức tín dụng là 16,8 triệu tỷ, tạo ra mức chênh lệch gần 1,6 triệu tỷ. Bên cạnh đó, 80% nguồn vốn huy động là vốn ngắn hạn, trong khi gần 50% dư nợ tín dụng cho vay lại là dài hạn, khiến thị trường thiếu hụt khoảng 5 triệu tỷ vốn dài hạn và phải bù đắp bằng vốn huy động ngắn hạn.

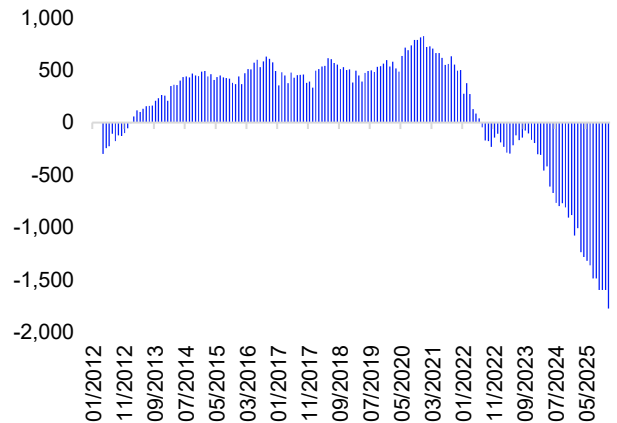
Tăng trưởng tín dụng và huy động hàng năm

% so với năm trước



Nguồn: NHNN, S&I Ratings

Chênh lệch huy động – tín dụng trên hệ thống ngân hàng (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, S&I Ratings

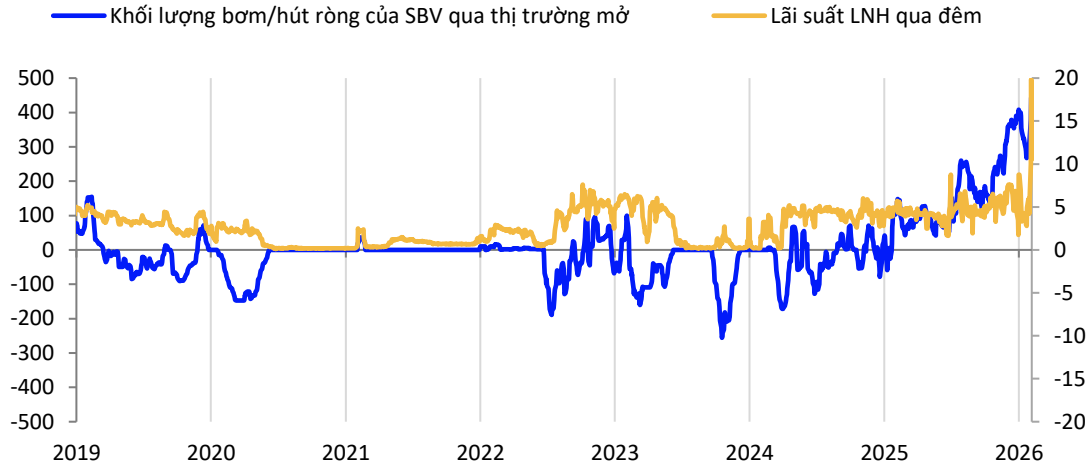
Các NHTM đã chủ động nâng lãi suất huy động từ cuối năm 2025 để đẩy mạnh huy động vốn, tuy nhiên kết quả chưa đạt kỳ vọng và thanh khoản hệ thống ngân hàng duy trì trạng thái căng thẳng, đặc biệt ở các thời điểm nhu cầu cao đột biến. NHNN đã liên tục sử dụng nghiệp vụ thị trường mở và hoán đổi ngoại tệ kỳ hạn để hỗ trợ thanh khoản VND cho hệ thống. Trong phiên ngày 4/2/2026, giá trị OMO lưu hành đã lên mức cao kỷ lục là 450 nghìn tỷ đồng trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng qua đêm cũng tăng mạnh lên 19,5% trong phiên trước đó. Tuy nhiên, biện pháp này chỉ mang tính tạm thời và chưa giải quyết được tình trạng mất cân đối thanh khoản.

Áp lực lên huy động xuất phát từ nhiều yếu tố như: (i) môi trường lãi suất thấp kéo dài làm giảm sức hấp dẫn của kênh tiết kiệm ngân hàng; (ii) trạng thái risk-on khi các kênh đầu tư tài chính khác trở nên sôi động với kỳ vọng lợi nhuận cao như chứng khoán, bất động sản, tiền số và vàng; (iii) một lượng tiền mặt có dấu hiệu bị rút khỏi hệ thống ngân hàng.

Mặt khác, môi trường lãi suất thấp và các chính sách kích thích kể từ đại dịch đã đẩy tín dụng lên mức 145% GDP trong năm 2025. Quy mô tín dụng quá lớn có thể gây ra nhiều rủi ro cho nền kinh tế, gây áp lực lên lạm phát, tăng rủi ro thanh khoản, nợ xấu và bong bóng tài sản, đồng thời hiệu quả sử dụng vốn không còn được đảm bảo.

Giá trị OMO đang lưu hành và lãi suất liên ngân hàng qua đêm

Nghìn tỷ đồng, %



Nguồn: NHNN, S&I Ratings

Trên cơ sở triển vọng lạm phát ổn định và tỷ giá bớt căng thẳng hơn, NHNN nhiều khả năng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành để hỗ trợ các mục tiêu tăng trưởng và ưu tiên điều tiết thanh khoản qua thị trường mở. Việc tái cân bằng thanh khoản hệ thống ngân hàng cần một lộ trình đủ dài để không gây ra cú sốc lớn cho hệ thống.

Năm 2026, NHNN đã có hướng dẫn điều hành tăng trưởng tín dụng với mục tiêu khoảng 15%, linh hoạt tùy diễn biến thị trường. Mục tiêu này không phải thấp so với mức trung bình 10 năm trở lại đây, tuy nhiên mục tiêu tăng trưởng giảm so với mức thực hiện của năm 2025 cũng phản ánh cách tiếp cận thận trọng của NHNN với ưu tiên kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an toàn cho hệ thống ngân hàng, đồng thời vẫn hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Hơn nữa, NHNN cũng nhấn mạnh việc kiểm soát chặt chẽ tín dụng vào các lĩnh vực rủi ro và đặc biệt là lĩnh vực bất động sản nhằm hướng dòng vốn tín dụng đến các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, lĩnh vực cần ưu tiên để tạo động lực tăng trưởng cho nền kinh tế. Cụ thể, NHNN yêu cầu các ngân hàng phải kiểm soát chất lượng tăng trưởng tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản không vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung trong năm 2025 của từng tổ chức tín dụng, giúp hạn chế tín dụng tăng thêm vào bất động sản để phân bổ tỷ trọng sang các lĩnh vực sản xuất kinh doanh. Room tín dụng được kiểm soát chặt hơn khiến cho tín dụng trở thành tài nguyên và tín dụng cho bất động sản trở thành tài nguyên quý hiếm cần được phân bổ chặt chẽ.

Mặt khác, nhu cầu đầu tư bất động sản giai đoạn này là rất lớn khi các dự án gia tăng nhanh chóng cả về số lượng và quy mô so với chu kỳ trước, với sự xuất hiện của các siêu đô thị, điển hình như dự án Khu đô thị thể thao Olympic của Vingroup với tổng vốn đầu tư 925 nghìn tỷ đồng và hàng loạt dự án tỷ USD trên khắp cả nước. Các nút thắt pháp lý dần được tháo gỡ cùng với hạ tầng giao thông ngày càng được đầu tư, nâng cấp, đồng thời việc sắp xếp lại địa lý hành chính góp phần tái cấu trúc bản đồ địa ốc, mở ra cơ hội cho các siêu dự án. Bên cạnh đó, kế hoạch đầu tư công khổng lồ như đã nói ở trên, cùng với nhu cầu đầu tư nâng cấp lĩnh vực sản xuất, chuyển đổi số, năng lượng xanh,... cũng đặt ra yêu cầu rất lớn với hệ thống tài chính.

Các dự án tỷ đô gia nhập thị trường bất động sản năm 2025

STT	Địa phương	Dự án	Chủ đầu tư / Tiến độ	Diện tích (ha)	Tổng vốn (tỷ đồng)
1	Hà Nội	Khu đô thị thể thao Olympic	Vingroup	9,171	925,000
2	Hà Nội	Thành phố thông minh Bắc Hà Nội	Tập đoàn BRG - Tập đoàn Sumitomo	270	94,000
3	Phú Thọ	Khu đô thị phức hợp sinh thái Phú Thọ	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	1,625	102,836
4	Hưng Yên	Khu phức hợp golf, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu	Kinh Bắc - Trump Organization	1,000	39,800
5	Hưng Yên	Phân khu A - Khu đô thị phía Bắc quốc lộ 5 thuộc Khu đô thị Phố Mới	CTCP Phát triển Khu đô thị xanh	262	34,979
6	Hưng Yên	Khu đô thị nhà vườn sinh thái Alluvia City	Xuân Cầu Holdings	200	31,000
7	Quảng Ninh	Khu dịch vụ du lịch phức hợp cao cấp tại Khu kinh tế Vân Đồn	Sun Group	244	51,555
8	Quảng Ninh	Khu đô thị phức hợp Hạ Long Xanh	Vingroup	4,119	456,639
9	Bắc Ninh	Khu đô thị mới phía Tây Bắc thành phố Bắc Ninh - Khu I	Liên danh Vingroup - Thanh Bình - BĐS Cuộc sống mới - Phú Thọ Land	277	41,271
10	Đà Nẵng	Tổ hợp đô thị nghỉ dưỡng, vui chơi giải trí Bà Nà - Suối Mơ	Sun Group	806	52,000
11	Đà Nẵng	Dự án Da Nang Downtown	Sun Group	77	79,790
12	Đà Nẵng	Khu phức hợp Du lịch và Đô thị nghỉ dưỡng Làng Vân	Vinpearl	512	44,000
13	Quảng Ngãi	Khu đô thị mới Đông Nam Dung Quất - Phía Bắc	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	1,320	27,191
14	Quảng Ngãi	Khu đô thị mới Đông Nam Dung Quất - Phía Nam	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	1,378	27,462
15	Khánh Hoà	Khu đô thị mới Tu Bông	Liên danh Mặt trời Phú Quốc - Mặt trời Hạ Long	2,579	40,190
16	Khánh Hoà	Khu đô thị mới Cam Lâm	Liên danh Vinhomes - BĐS Phát Đạt - BĐS Trường Lộc - Đô thị Xanh - Phú Thọ Land	10,357	285,267
17	Khánh Hoà	Khu đô thị ven vịnh Cam Ranh	Liên danh Vinhomes - Đầu tư Cam Ranh - VinES	1,254	85,293
18	Đồng Tháp	Khu đô thị Đông Bắc thành phố Mỹ Tho	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	184	26,211
19	An Giang	Khu đô thị hỗn hợp Bãi Đất Đỏ	Mặt trời Phú Quốc	88	64,000
20	Tây Ninh	Khu đô thị mới Hậu Nghĩa - Đức Hòa	Vingroup	197	28,000
21	Tây Ninh	Khu đô thị mới Phước Vĩnh Tây	Vingroup	1,100	80,000
22	TP HCM	Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ	Vingroup	2,870	217,000
23	TP HCM	Khu đô thị mới phường Tân An 1A	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	275	68,571
24	TP HCM	Khu đô thị mới phường Tân An 1B	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	238	75,604
25	TP HCM	Khu đô thị phía Bắc đường vành đai 4	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	281	29,647
26	TP HCM	Khu đô thị hỗn hợp Châu Thới	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	109	27,347
27	TP HCM	Khu đô thị mới Tân Bình	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư	33	27,658

Nguồn: S&I Ratings

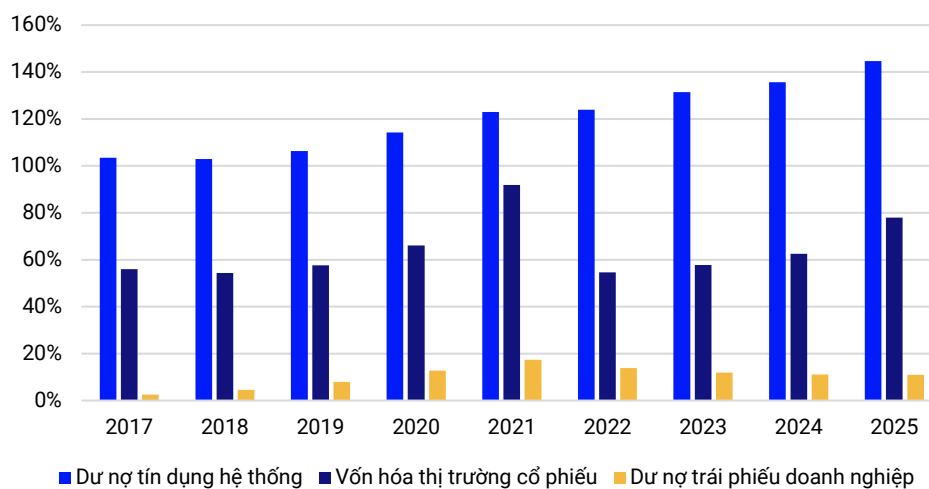
Trong bối cảnh nhu cầu đầu tư cho giai đoạn này là rất lớn ở cả khu vực công và tư, việc phụ thuộc quá lớn vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng là không đủ và gây rủi ro mất cân bằng hệ thống, nhu cầu phát triển thị trường vốn cũng trở nên cấp bách hơn. Kế hoạch phát triển thị trường vốn của Việt Nam hướng tới xây dựng một thị trường hiện đại, minh bạch và bền vững, trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế. Chính phủ đang tập trung hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường chứng khoán (Luật Chứng khoán 2025), tài sản số (Luật Công nghiệp công nghệ số) và trung tâm tài chính quốc tế (Nghị định 323/2025/NĐ-CP), đồng thời đẩy mạnh nâng hạng thị trường để thu hút dòng vốn quốc tế.

Trái phiếu doanh nghiệp sẽ là chìa khóa giải quyết vấn đề của thị trường tài chính với vai trò là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. So về quy mô, trái phiếu doanh nghiệp mới chiếm khoảng 11% GDP, thấp hơn nhiều so với kênh tín dụng ngân hàng (145% GDP) và thị trường cổ phiếu (78% GDP), và còn dư địa rất lớn so với mục tiêu 25% GDP vào năm 2030 mà Chính phủ đặt ra. Hành lang pháp lý đã được hoàn thiện với các tiêu chí

kiểm soát chất lượng tài sản sẽ từng bước giúp phục hồi niềm tin của nhà đầu tư, đặc biệt là kênh phát hành ra công chúng là nơi doanh nghiệp có thể huy động được nguồn vốn từ dồi dào từ dân cư và các tổ chức kinh tế.

Quy mô các kênh huy động vốn so với GDP

% GDP



Nguồn: S&I Ratings

Phụ lục: Các sự kiện quan trọng trong năm 2026

Thời gian	Sự kiện	Tác động
19/01/2026	Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XIV	Quyết định nhân sự cho nhiệm kỳ mới, ảnh hưởng tới chính sách và đường hướng phát triển tổng thể
15/03/2026	Bầu cử đại biểu Quốc hội khóa XVI và HĐND các cấp	Tác động trực tiếp đến việc ban hành chính sách, pháp luật, các quyết sách quan trọng cho giai đoạn mới
07/04/2026	FTSE Russell đánh giá tạm thời nâng hạng thị trường	Thông tư 08/2026/TT-BTC vừa được BTC ban hành nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho NĐTNN tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam, đặt điều kiện đủ để FTSE Russel chính thức nâng hạng Việt Nam lên secondary emerging market trong tháng 3, và hiệu lực từ tháng 9/2026
21/09/2026	Các rổ chỉ số mới của FTSE có hiệu lực	
15/05/2026	Chủ tịch Fed Jerome Powell hết nhiệm kỳ	Có thể thay đổi chính sách tiền tệ của Fed, tác động tới tâm lý thị trường và tỷ giá USD, ảnh hưởng tới dòng vốn toàn cầu. Hiện tại, Tổng thống Trump đang đề cử Kevin Warsh, người được cho là có quan điểm hawkish nhất trong các ứng viên.
30/06/2026	MSCI đánh giá thường niên nâng hạng thị trường	Kỳ vọng khả năng Việt Nam được đưa vào watchlist, đặc biệt được củng cố sau khi Thông tư 08 được ban hành, điều này có thể tạo bất ngờ tích cực cho thị trường
03/11/2026	Bầu cử giữa nhiệm kỳ Mỹ	Có khả năng thay đổi cán cân quyền lực Quốc hội
10/11/2026	Kết thúc thỏa thuận tạm hoãn thuế quan Mỹ - Trung	Mốc quan trọng trong chiến tranh thương mại, có thể dẫn tới nhiều thay đổi lớn

Công ty Cổ phần Xếp hạng Tín nhiệm S&I

Số 1C Ngô Quyền, Phường Lý Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện Thoại: 024 3208 1356

Miễn trừ trách nhiệm

Bất kỳ hành vi sao chép, chỉnh sửa, tái bản, truyền tải, phân phối lại, dưới bất kỳ hình thức và cách thức nào, đối với toàn bộ hoặc một phần nội dung trong báo cáo hoặc thông tin xếp hạng tín nhiệm đều bị nghiêm cấm, nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của S&I Ratings. Kết quả xếp hạng tín nhiệm và các đánh giá trong báo cáo là ý kiến tham khảo, không phải là khuyến nghị để mua, bán hoặc nắm giữ chứng khoán, công cụ nợ hoặc bất kỳ quyết định đầu tư nào. Trong mọi trường hợp, S&I Ratings sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại hoặc hậu quả nào từ việc ra quyết định đầu tư, trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan việc sử dụng thông tin trong báo cáo. Dữ liệu phân tích được thu thập từ tổ chức phát hành và các nguồn khác mà S&I Ratings cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, có thể xảy ra những sai sót liên quan đến con người và/hoặc máy móc trong việc thu thập, S&I Ratings không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ hoặc kịp thời của bất kỳ thông tin nào và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ mất mát hoặc thiệt hại nào phát sinh từ các dữ liệu trên. Kết quả xếp hạng có thể thay đổi, thu hồi hoặc hết hiệu lực do các thông tin liên quan đến triển vọng của tổ chức phát hành và/hoặc vì nhiều yếu tố khác. Tất cả thông tin mới nhất liên quan đến kết quả xếp hạng và phương pháp đánh giá có thể tìm thấy tại Website www.sniratings.com.vn.