

BÁO CÁO VĨ MÔ

XÂY DỰNG NỀN TẢNG VỮNG VÀNG
HƯỚNG ĐẾN MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ



NỘI DUNG CHI TIẾT

A. VĨ MÔ THẾ GIỚI

1. Mỹ
2. Trung Quốc
3. Châu Âu
4. Nhật bản

B. VĨ MÔ VIỆT NAM

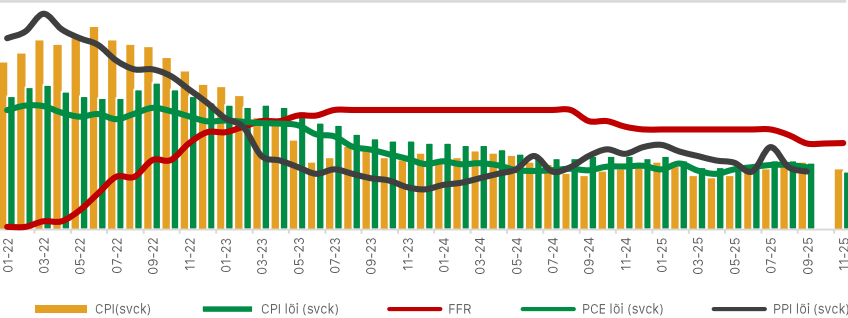
1. GDP
2. Lạm phát
3. Tỷ giá
4. Lãi suất
5. Thương mại
6. Sản xuất
7. Đầu tư công – du lịch – Bán lẻ
8. FDI



VĨ MÔ THẾ GIỚI

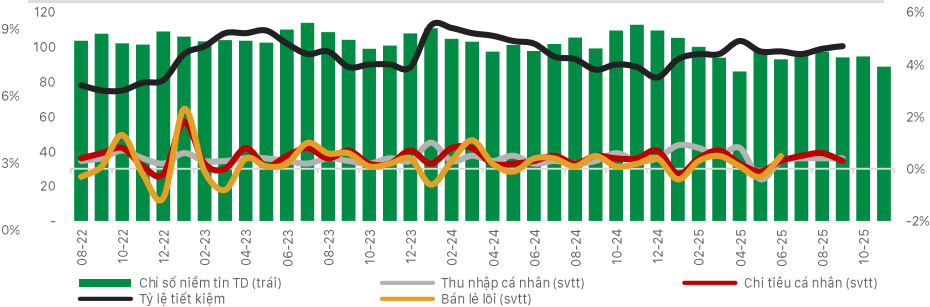
Kinh tế Mỹ cho thấy đà tăng trưởng ổn định nhưng không bùng nổ, được hỗ trợ bởi tiêu dùng nội địa vững và cải thiện một số cân đối ngoại thương, trong khi thị trường lao động và lạm phát đều hạ nhiệt so với giai đoạn trước. Điều này tạo điều kiện cho Fed duy trì quan điểm thận trọng trong nới lỏng chính sách tiền tệ: tiếp tục giảm dần lãi suất nếu dữ liệu kinh tế mềm và lạm phát ổn định quanh mục tiêu. Tuy nhiên, những rủi ro ngoại sinh tiếp tục chi phối bức tranh kinh tế — đặc biệt là từ căng thẳng chính sách thuế quan/thuế nhập khẩu, điều kiện tài chính toàn cầu, và bất ổn địa chính trị — có thể gây ra biến động lớn tới các kênh đầu tư và thương mại. Đồng thời, tăng trưởng việc làm có thể chậm lại hơn kỳ vọng, gây ảnh hưởng tới tiêu dùng nếu điều này kéo dài.

Tăng trưởng kinh tế giữ được xung lực ở mức vừa phải.

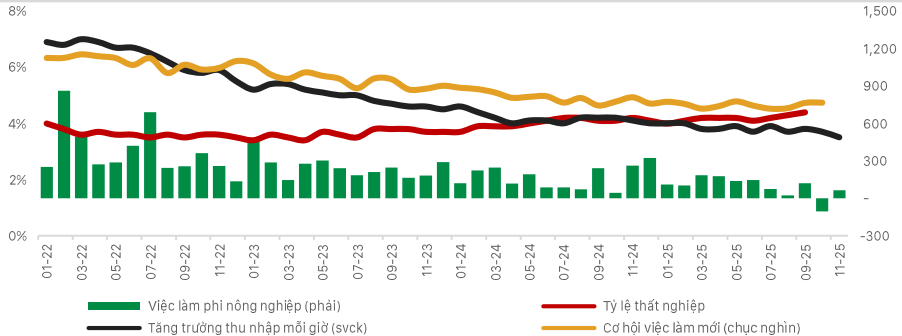


Tăng trưởng kinh tế giữ được xung lực ở mức vừa phải. Nhìn chung xu hướng này dựa trên sức chi tiêu tiêu dùng còn tương đối mạnh, doanh số bán lẻ và thu nhập doanh nghiệp báo cáo tích cực. Trong khi đó, thâm hụt tài khoản vãng lai thu hẹp mạnh trong quý III/2025 cho thấy cán cân ngoại thương có một số cải thiện, phần nào hỗ trợ tăng trưởng tổng thể. **Thị trường lao động và lạm phát — dấu hiệu hạ nhiệt.** Thị trường lao động Mỹ có dấu hiệu “nguội” hơn: dù vẫn tạo việc làm nhưng áp lực tuyển dụng giảm, với nhiều doanh nghiệp thận trọng hơn trong mở rộng quy mô đội ngũ. Kết hợp với dữ liệu CPI/core PCE gần sát kỳ vọng, điều này cho thấy lạm phát tiếp tục xu hướng giảm và không gây áp lực lên chi phí vốn, tạo dư địa cho Fed theo hướng thận trọng hơn trong nới lỏng chính sách. Biến động của Đồng USD yếu đi trong thời gian gần đây cũng phản ánh kỳ vọng thị trường về xu hướng chính sách tiền tệ sau nhiều đợt Fed cắt lãi. **Chính sách tiền tệ & kỳ vọng thị trường tài chính thận trọng.** Fed trong cuối năm 2025 đã quyết định cắt giảm lãi suất (khoảng 25–50 bp) và thị trường kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục điều chỉnh nới lỏng từ từ trong năm 2026, dựa trên dữ liệu lao động hạ nhiệt và lạm phát kiểm soát được. Điều này hỗ trợ tài chính doanh nghiệp và tiêu dùng nhưng cũng gắn với cảnh báo tăng rủi ro tài sản/định giá thị trường nếu lãi suất quá thấp trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu còn nhiều bất định..

Chính sách tiền tệ & kỳ vọng thị trường tài chính thận trọng.



Thị trường lao động và lạm phát — dấu hiệu hạ nhiệt.

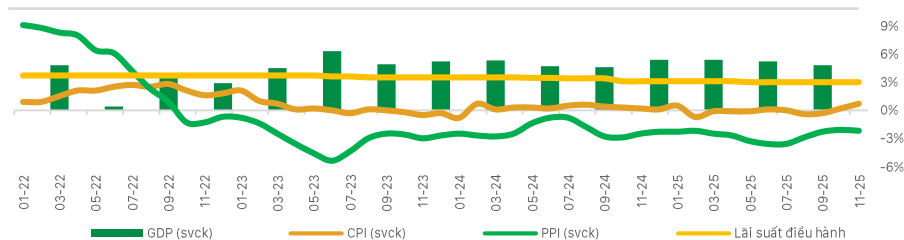


Trung Quốc duy trì tăng trưởng “ổn định nhưng vẫn dễ tổn thương” — xuất khẩu mạnh, nội lực yếu và rủi ro tiêu dùng kéo dài



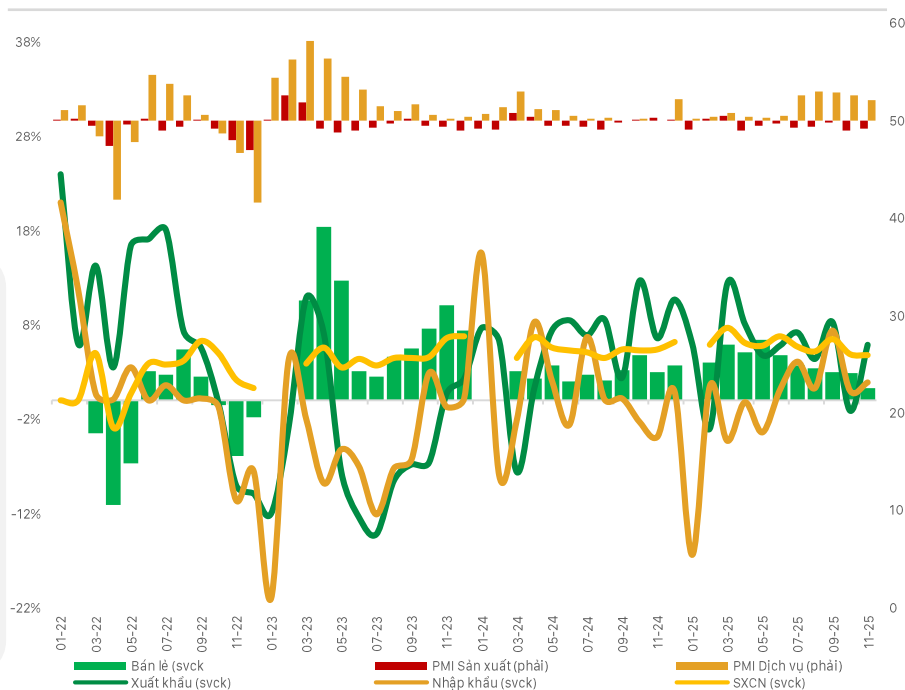
Bức tranh kinh tế Trung Quốc phản ánh ổn định trong bối cảnh thách thức kéo dài: xuất khẩu mạnh mẽ giúp duy trì tăng trưởng tổng thể, nhưng nội lực vẫn yếu, với tiêu dùng và đầu tư tư nhân chưa thể bù đắp cho sự chậm lại của thị trường bất động sản và chi phí dư địa chính sách hạn chế. Dự báo tăng trưởng khoảng 4,4–4,8 % trong 2026 cũng cho thấy tốc độ mở rộng kinh tế không còn nhanh như trước và phụ thuộc mạnh vào yếu tố bên ngoài. Trong ngắn hạn, các rủi ro trọng yếu là: Tiêu dùng nội địa tiếp tục chậm phục hồi, co kéo từ tâm lý tiết kiệm và thu nhập thực tế yếu. Bất động sản vẫn là điểm nghẽn cấu trúc lâu dài, làm giảm sức cầu của hộ gia đình và bộc lộ rủi ro tài chính địa phương. Thuế quan và môi trường thương mại quốc tế biến động mạnh sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới định hướng xuất khẩu và chuỗi cung ứng. Do đó, trong nửa đầu 2026, Trung Quốc vẫn cần duy trì chính sách hỗ trợ có trọng tâm — bao gồm kích thích tài khóa linh hoạt, chính sách tiền tệ phù hợp và các biện pháp thúc đẩy tiêu dùng — để đảm bảo nền kinh tế không rơi vào vòng xoáy tăng trưởng giảm tốc kéo dài và để từng bước cải thiện nội lực trong trung hạn.

Tăng trưởng GDP dự báo tiếp tục tương đối khiêm tốn.



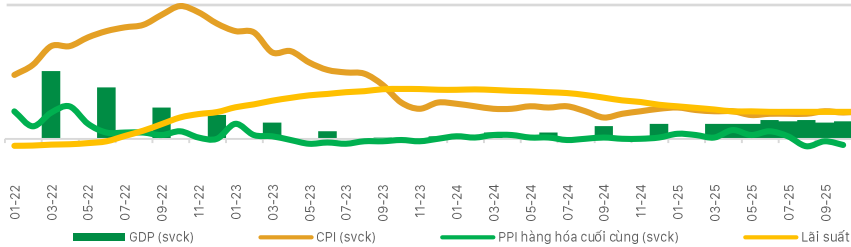
Xuất khẩu tiếp tục là trụ cột tăng trưởng nhưng dự báo chậm lại. Trung Quốc kết thúc năm 2025 với mức thặng dư thương mại kỷ lục gần 1,2 nghìn tỷ USD, bất chấp áp lực thuế quan từ Mỹ khiến xuất khẩu sang thị trường này giảm mạnh. Hàng hóa Trung Quốc vẫn mở rộng thị phần sang ASEAN, châu Phi và EU, hỗ trợ tăng trưởng tổng thể. Tuy nhiên, nhiều tổ chức phân tích dự báo tăng trưởng xuất khẩu sẽ thu hẹp lại trong 2026 (chỉ ~3 % theo Goldman Sachs), do hiệu ứng dự trữ thương mại dự và thuế quan vẫn là rủi ro kéo dài. **Tăng trưởng GDP dự báo tiếp tục tương đối khiêm tốn.** Theo các tổ chức lớn như Goldman Sachs, IMF và OECD, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2026 của Trung Quốc dự kiến ở mức vừa phải (~4,4–4,8 %), thấp hơn mức đà tăng 2025 nhưng vẫn duy trì sự ổn định tương đối. Điều này phản ánh yếu tố đầu tư, tiêu dùng nội địa và thị trường bất động sản vẫn kém tích cực. **Nội lực yếu — tiêu dùng và bất động sản tiếp tục là điểm nghẽn.** Các báo cáo vĩ mô nhìn chung nhận định tâm lý tiêu dùng vẫn dè dặt và thị trường bất động sản chưa có phục hồi rõ nét, làm giảm đóng góp của nội lực vào GDP. OECD và World Bank nhấn mạnh chính sách tài khóa và tiền tệ sẽ cần tiếp tục hỗ trợ để bù đắp cho sự yếu đi của cầu nội địa. Trong khi đó, các thỏa thuận thương mại mới và cải thiện môi trường mở cửa quốc tế có thể giúp giảm bớt sức ép bên ngoài nhưng không đủ tạo ra động lực thay đổi cục diện ngắn hạn.

Xuất khẩu tiếp tục là trụ cột tăng trưởng nhưng dự báo chậm lại.



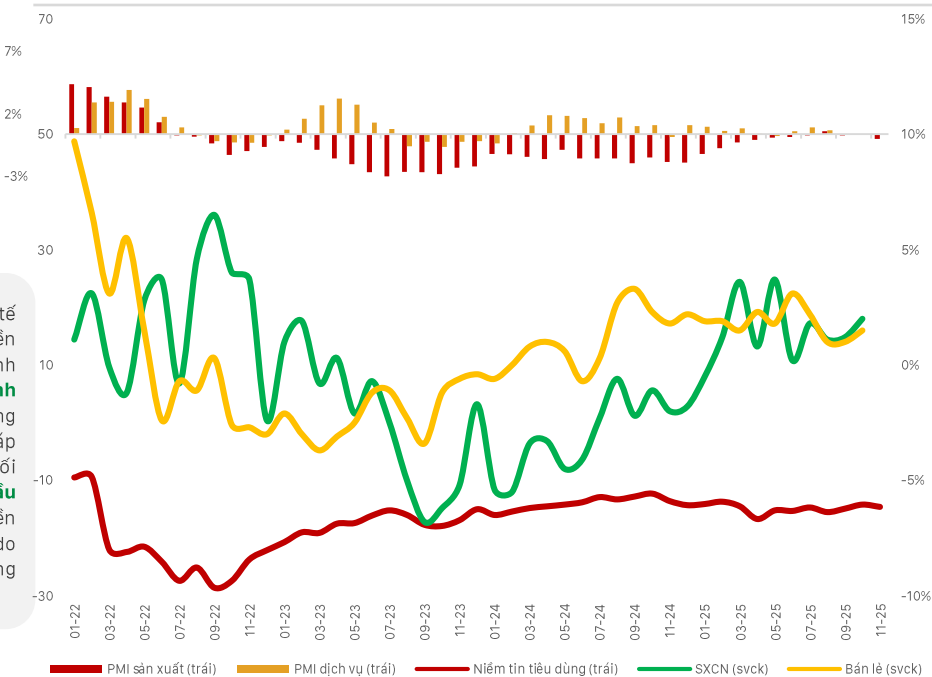
Bức tranh kinh tế Châu Âu là ổn định nhưng vận hành chậm và dễ tổn thương: tăng trưởng vẫn diễn ra ở mức vừa phải, với dịch vụ là động lực chính, còn sản xuất và đầu tư tư nhân chưa mạnh. Quá trình giảm lạm phát gần mục tiêu làm giảm áp lực chính sách tiền tệ, nhưng cũng làm giảm các “đòn bẩy” để thúc đẩy cầu mạnh hơn—tạo ra một môi trường mà tăng trưởng duy trì ở tốc độ chậm. Chính sách tài khóa đang được chú trọng hơn tại cấp quốc gia (như Pháp hay Đức), phản ánh cách tiếp cận phối hợp tiền tệ—tài khóa cần thiết để bù đắp cho nhu cầu yếu. Các rủi ro nổi bật gồm: Giảm phát kéo dài nếu yếu tố cấu không cải thiện; Thách thức ngân sách công và yêu cầu tăng chi cho an ninh, đầu tư công; Phân hóa nội khối mạnh hơn, khiến các nền kinh tế lớn và nhỏ đối mặt rủi ro khác nhau. Dự báo ngắn hạn: GDP khu vực Eurozone tiếp tục tăng trưởng giảm nhịp nhưng bền vững hơn (trung bình ~1.0–1.3 % trong 2026). Lạm phát được dự báo duy trì gần hoặc dưới mục tiêu trung hạn ~2 % nếu quá trình giảm phát tiếp tục. Chính sách tiền tệ rất thận trọng; ECB có thể giảm lãi suất hạn chế để cân bằng rủi ro tăng trưởng mà không làm tổn hại ổn định giá cả. Tóm lại: Châu Âu trong đầu năm 2026 đang cân bằng giữa ổn định giá cả và duy trì tăng trưởng, nhưng cần phối hợp chính sách tài khóa mạnh hơn nhằm tăng lực cầu nếu muốn vượt ra khỏi “đà chậm” hiện tại.

Tăng trưởng kinh tế duy trì ở mức thấp, động lực phục hồi còn yếu.



Kinh tế tiếp tục tăng trưởng chậm nhưng ổn định. Thống kê và phân tích gần đây cho thấy kinh tế Châu Âu vào đầu năm tiếp tục trạng thái tăng trưởng vừa phải, với hoạt động dịch vụ tương đối bền vững bù đắp cho sản xuất còn yếu. CPI theo báo cáo mới của Eurozone đã hạ lại khoảng 2 %, phản ánh quá trình “giảm phát nhẹ” tiếp diễn và giúp giảm áp lực lên giá cả tiêu dùng. **Rủi ro tài khóa và chính sách quốc gia rõ rệt.** Lãnh đạo các nước lớn cảnh báo cạnh tranh và an ninh tài khóa là vấn đề trọng tâm: Pháp đối mặt nguy cơ “vùng nguy hiểm” nếu thâm hụt ngân sách vượt 5 % GDP và cần biện pháp ổn định tài khóa. Đồng thời, Đức kêu gọi tinh thần “chủ nghĩa Châu Âu”, tăng cường sản xuất nội khối và giảm phụ thuộc vào biến động thương mại toàn cầu. **Áp lực giảm phát dai dẳng và yếu tố cấu thiếu lực kéo.** Một số phân tích mới cảnh báo Châu Âu đang đối mặt với xu hướng thấp lạm phát bền vững, có nguy cơ rơi vào “bẫy giảm phát” nếu cầu nội địa không được kích thích mạnh mẽ hơn—do tiêu dùng và đầu tư tư nhân còn yếu. Yếu tố này đặt ra áp lực lên các nhà hoạch định chính sách trong việc cân bằng tăng trưởng và giá cả.

Lạm phát hạ nhiệt, ECB duy trì lập trường chính sách thận trọng

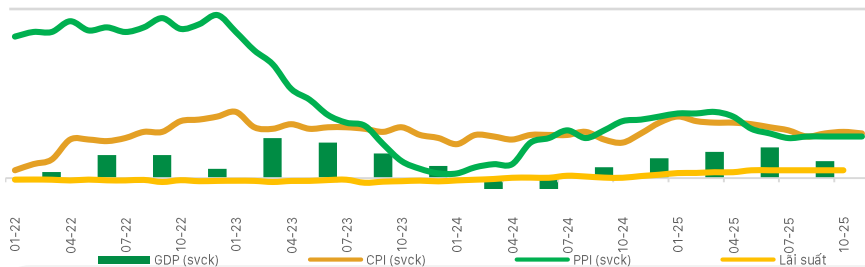


Nhật Bản trong giai đoạn “bình thường hóa nhưng căng thẳng” — tăng trưởng chậm, BOJ thận trọng và áp lực tỷ giá



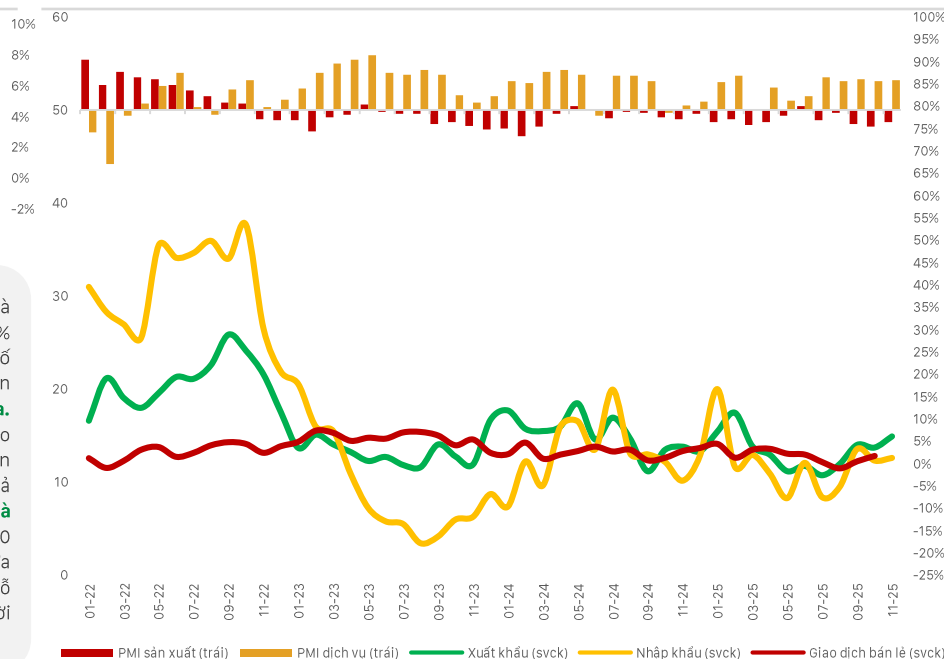
Nền kinh tế Nhật Bản tiếp tục trong giai đoạn chuyển đổi chính sách tiền tệ và tài khóa, với tăng trưởng ở mức thấp và các rủi ro cấu trúc nổi bật. Xu hướng bình thường hóa tiền tệ được thể hiện qua việc BoJ tăng lãi suất, nhưng phải cân bằng rất thận trọng giữa kiểm soát lạm phát và duy trì động lực tăng trưởng, nhất là khi tiêu dùng và đầu tư tư nhân chưa cải thiện mạnh mẽ hơn. Các rủi ro chủ yếu bao gồm: Tăng trưởng yếu kéo dài, làm giảm lực kéo từ nội lực và gây áp lực cho chính sách tài khóa; Đồng yên tiếp tục biến động mạnh, tác động tiêu cực lên chi phí nhập khẩu và giảm sức mua của người tiêu dùng; Lạm phát đầu vào tăng do tỷ giá, khiến BoJ phải cân nhắc kỹ lưỡng trong quyết định chính sách tiếp theo. Dự báo ngắn hạn (Q1–Q2/2026): Tăng trưởng GDP tiếp tục cao hơn mức âm nhưng vẫn yếu, dự kiến dưới 1 % nếu không có cú sốc tích cực từ xuất khẩu hay tiêu dùng; BoJ có thể duy trì hoặc tăng nhẹ lãi suất nếu dữ liệu lạm phát và tiền lương hỗ trợ; Biến động USD/JPY và giá nhiên liệu thế giới sẽ là yếu tố quyết định tới chi phí trong nước và chính sách tiền tệ. Nhìn chung, Nhật Bản đang đối mặt với “bình thường hóa căng thẳng” — cố gắng đưa chính sách tiền tệ về trạng thái ít lệ thuộc QE quá lâu, nhưng phải xử lý đồng thời tăng trưởng yếu, yên suy yếu và lạm phát đầu vào không đều.

BoJ tiếp tục lộ trình bình thường hóa chính sách tiền tệ.



Tăng trưởng kinh tế tiếp tục duy trì nhưng có xu hướng hạ nhiệt. Các tổ chức lớn như OECD và Goldman Sachs dự báo tăng trưởng kinh tế Nhật Bản trong năm 2026 ở mức thấp khoảng 0.8–0.9 % khi nhu cầu bên ngoài yếu, tiêu dùng nội địa tăng nhưng không mạnh và đầu tư còn thận trọng. Yếu tố hỗ trợ tăng trưởng đến từ thu nhập thực tăng nhẹ và các gói kích thích tài khóa, nhưng tổng thể vẫn nằm dưới mức tăng trưởng trước đại dịch. **Chính sách tiền tệ thận trọng hướng tới bình thường hóa.** Dữ liệu gần đây cho thấy Bank of Japan (BoJ) đã nâng lãi suất chính sách lên khoảng 0.75 %, mức cao nhất trong nhiều thập kỷ nhằm kiểm soát lạm phát đã duy trì trên mục tiêu ~2 %. Mặc dù vậy, BoJ vẫn rất thận trọng với các bước nổi bật thêm do rủi ro giảm tốc tăng trưởng. Đồng thời, BoJ đưa ra khả năng tiếp tục bình thường hóa dần nếu lạm phát lõi bền vững quanh mục tiêu dài hạn. **Áp lực tỷ giá và lạm phát đầu vào do yên yếu.** Đồng yên Nhật tiếp tục suy yếu mạnh và tiền gần ngưỡng ~160 JPY/USD, gây áp lực lên chi phí nhập khẩu và tiêu dùng trong nước. Chính phủ và Bộ Tài chính đã đưa ra cảnh báo can thiệp ngoại hối nhằm ổn định thị trường khi tỷ giá biến động quá nhanh. Yên yếu hỗ trợ xuất khẩu nhưng làm tăng phí đầu vào cho các doanh nghiệp nhập khẩu và sự nhạy cảm của người tiêu dùng với giá cả.

Tăng trưởng kinh tế phục hồi nhẹ nhưng thiếu bứt phá





VĨ MÔ VIỆT NAM

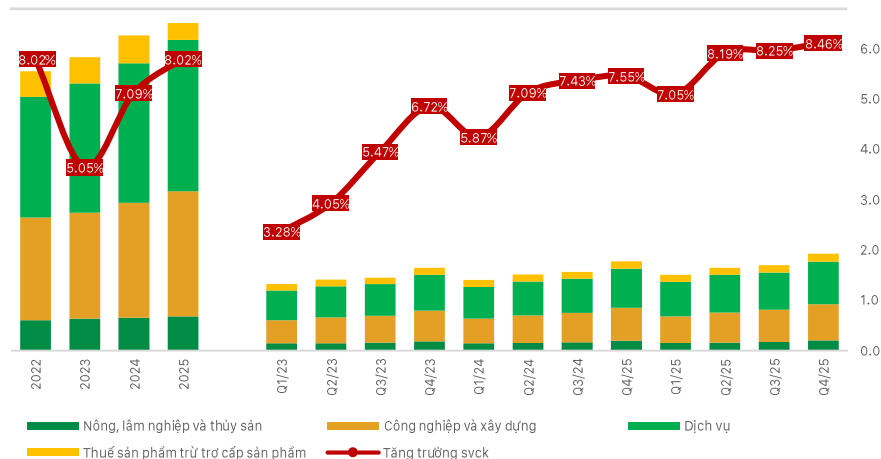
TĂNG TRƯỞNG GDP VIỆT NAM TRONG NĂM 2025 TẠO NỀN TẢNG CHO TRIỂN VỌNG MỞ RỘNG KINH TẾ NĂM 2026



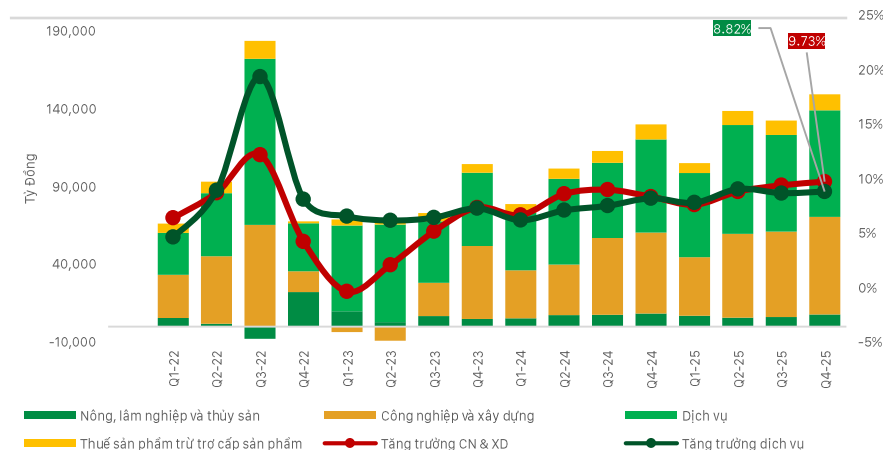
Năm 2025 nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng mạnh: GDP ước tăng 8,02% so với năm trước, riêng quý IV tăng 8,46% — mức quý IV cao nhất trong giai đoạn 2011–2025. 01-Loi-van-quy-IV-va-nam-2025-1 01-Loi-van-quy-IV-va-nam-2025-1 Động lực chính đến từ khu vực công nghiệp – xây dựng (tăng 8,95%, đóng góp khoảng 43,6% vào tăng trưởng) và khu vực dịch vụ (tăng 8,62%, đóng góp khoảng 51,1%), trong đó công nghiệp chế biến, chế tạo và phục hồi du lịch, dịch vụ tiêu dùng đóng vai trò nổi bật; khu vực nông-lâm-thủy sản chỉ tăng nhẹ (khoảng 3,8%). Về quy mô, GDP danh nghĩa ước đạt 12.847,6 nghìn tỷ đồng (~514 tỷ USD) và GDP bình quân đầu người đạt khoảng 5.026 USD, cho thấy cả quy mô và năng suất lao động (tăng ~6,8%) đều được cải thiện — biểu hiện của tăng trưởng đồng đều giữa sản xuất, xuất khẩu và tiêu dùng nội địa.

➤ Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu chậm lại, với tăng trưởng GDP thế giới dự báo chỉ khoảng 2,6–2,7% vào 2026 dưới tác động của căng thẳng thương mại và chính sách thuế quan, triển vọng này có thể tác động tới cầu và dòng vốn FDI vào Việt Nam. Đồng thời, ngân hàng trung ương Việt Nam đã điều chỉnh chính sách tín dụng thận trọng, hạ mục tiêu tăng trưởng tín dụng để kiểm soát rủi ro tài chính và bất động sản nóng sốt — điều này có thể làm giảm bớt động lực tăng trưởng ngắn hạn nhưng hỗ trợ ổn định vĩ mô. Tuy nhiên, Chính phủ Việt Nam đã xác định rõ các mục tiêu lớn cho phát triển kinh tế — xã hội, đặc biệt là GDP và các chỉ số vĩ mô trọng yếu trong năm 2026 và giai đoạn tới: Mục tiêu tăng trưởng GDP 2026 phấn đấu đạt 10% — mức rất cao so với nhiều năm gần đây, thể hiện tham vọng tái tạo “bước nhảy” trong tăng trưởng sau giai đoạn 2021–2025. Chính phủ đặt mục tiêu GDP bình quân đầu người đạt khoảng US\$5.400–5.500 vào cuối năm 2026, nâng cao mức sống trung bình. Mục tiêu đặt ra cho giai đoạn 2026–2030 là GDP phải tăng ít nhất 10% mỗi năm, tạo nền tảng cho phát triển bền vững và đưa Việt Nam vào nhóm các nền kinh tế năng động trong khu vực. Các mục tiêu khác trong kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội giai đoạn này còn bao gồm tăng năng suất lao động, nâng cao trình độ lao động, giảm nghèo, thúc đẩy đổi mới sáng tạo và phát triển kinh tế số, xanh, bền vững (theo các văn kiện chỉ đạo vĩ mô, cơ sở cho các mục tiêu chi tiết).

Tăng trưởng GDP tiếp tục ghi nhận mức tích cực hướng tới mục tiêu đề ra



Cả 2 khu vực công nghiệp xây dựng và dịch vụ đều ghi nhận mức tăng trưởng cao



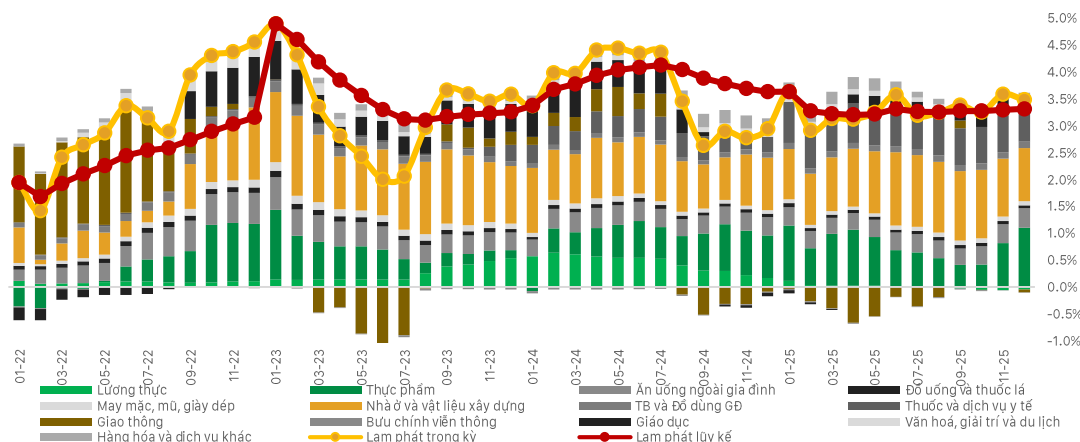
LẠM PHÁT: TỪ NỀN TẢNG ỔN ĐỊNH NĂM 2025 ĐẾN ÁP LỰC GIA TĂNG CÓ KIỂM SOÁT TRONG NĂM 2026



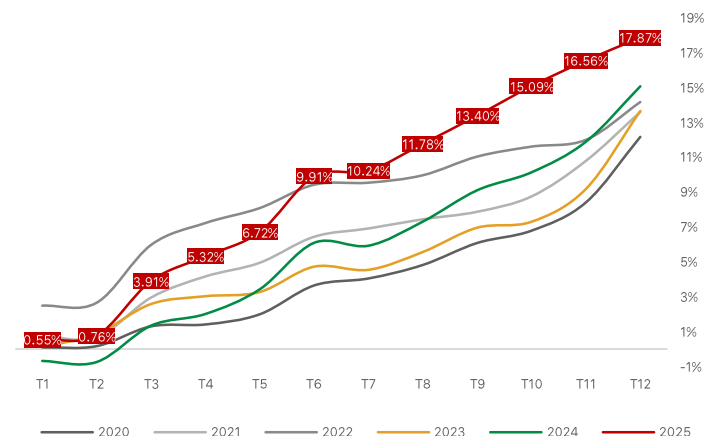
Năm 2025, lạm phát tiêu dùng của Việt Nam ở mức hữu kiểm soát (CPI bình quân tăng 3,31% so với năm trước), nhưng bức tranh bên trong cho thấy những động lực tăng giá mang tính cấu trúc và tạm thời đan xen: nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống (thực phẩm, ăn uống ngoài gia đình) đóng góp lớn vào tăng CPI do nhu cầu cuối năm và yếu tố mùa vụ; nhà ở, điện nước và vật liệu xây dựng tăng mạnh phản ánh áp lực chi phí nhà ở (giá thuê và chi phí bảo dưỡng) cùng với điều chỉnh giá điện; thuốc và dịch vụ y tế tăng đột biến liên quan trực tiếp tới điều chỉnh chính sách, đặc biệt Thông tư số 21/2024 (tác động lớn lên CPI). Mặt khác, lạm phát cơ bản (core) – loại trừ lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và các mặt hàng do Nhà nước quản lý – ở mức bình quân ~3,21%, thấp hơn CPI chung, cho thấy phần lớn áp lực tăng giá nằm qua đến từ các mặt hàng có tính biến động cao hoặc do điều chỉnh hành chính (giá y tế, điện, học phí), chứ không phải là một đợt lạm phát nền lan tỏa toàn diện.

- Trong bối cảnh năm 2025 CPI bình quân tăng khoảng 3,31% so với năm trước và Việt Nam đã kiểm soát lạm phát tiếp tục duy trì dưới mức 4% nhiều năm liên tiếp, kết quả này thể hiện ổn định vĩ mô tương đối bền vững bất chấp tác động từ tăng trưởng tín dụng mạnh và yếu tố tỷ giá. Bước sang năm 2026, áp lực lạm phát dự báo sẽ tăng nhẹ nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Phần lớn các tổ chức nghiên cứu và diễn đàn kinh tế trong nước (Học viện Tài chính, VCCI, Bộ Tài chính) đều dự báo CPI trung bình khoảng 3,5%, với biên độ dao động $\pm 0,5\%$ tùy diễn biến giá cả hàng hóa toàn cầu, tín dụng và tỷ giá. Điều này nằm dưới mục tiêu lạm phát mà Quốc hội và Chính phủ đặt ra khoảng 4,5% trong kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội năm 2026, thể hiện quan điểm ưu tiên duy trì kiểm soát giá cả trong khi thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Áp lực chủ yếu đến từ tăng trưởng tổng cầu khi Chính phủ hướng tới mục tiêu GDP tăng khoảng 10% trong năm 2026 — một bước nhảy cao so với nhiều năm trước — và việc mở rộng tín dụng nhằm hỗ trợ các dự án đầu tư lớn. Tăng trưởng mạnh có thể đẩy tổng cầu tiêu dùng và đầu tư lên cao hơn, từ đó tạo sức ép lên giá cả trong ngắn hạn nếu các biện pháp điều tiết không kịp thời. Triển vọng lạm phát năm 2026 của Việt Nam được dự báo vẫn ở mức thấp và ổn định — khoảng 3,5% đến dưới 4,5% — phù hợp với mục tiêu của Chính phủ và Quốc hội**, đồng thời phản ánh nỗ lực phối hợp chính sách tiền tệ và tài khóa nhằm tạo cân bằng giữa thúc đẩy tăng trưởng nhanh và giữ ổn định giá cả.

Lạm phát duy trì dưới mục tiêu đề ra trong năm 2025 hướng tới mục tiêu 2026



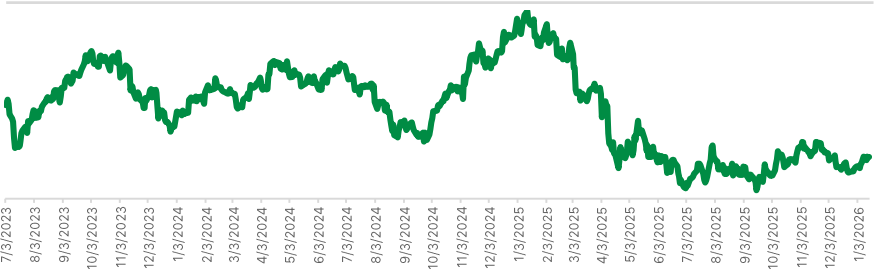
Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong năm 2025



Bức tranh tiền tệ – tỷ giá Việt Nam cho thấy sự đánh đổi rõ rệt giữa ổn định tỷ giá và hỗ trợ thanh khoản. Dù điều kiện thanh khoản trong nước rất thuận lợi, USD/VND vẫn neo cao do tác động tổng hợp từ DXY biến động, cầu ngoại tệ thương mại và tâm lý phòng thủ của doanh nghiệp. NHNN lựa chọn chiến lược ổn định linh hoạt, tránh các cú sốc tỷ giá nhưng cũng không cố gắng kéo tỷ giá giảm nhanh. Trong ngắn hạn (Q1/2026), kịch bản cơ sở là: USD/VND dao động trong vùng cao, khó giảm mạnh nếu Fed chưa phát tín hiệu nới lỏng rõ ràng hơn; NHNN tiếp tục bơm thanh khoản nhưng kiểm soát chặt kênh FX, ưu tiên ổn định kỳ vọng thị trường; Áp lực tỷ giá chỉ hạ nhiệt rõ ràng khi DXY bước vào xu hướng giảm bền và cán cân ngoại tệ cải thiện. Trọng tâm theo dõi thời gian tới: (i) diễn biến DXY và dữ liệu việc làm/lạm phát Mỹ; (ii) quy mô và kỳ hạn bơm ròng OMO của NHNN; (iii) chênh lệch tỷ giá ngân hàng – tự do và trạng thái thanh khoản liên ngân hàng. Các yếu tố này sẽ quyết định cường độ can thiệp FX cũng như dư địa nới lỏng tiền tệ trong giai đoạn đầu năm 2026.

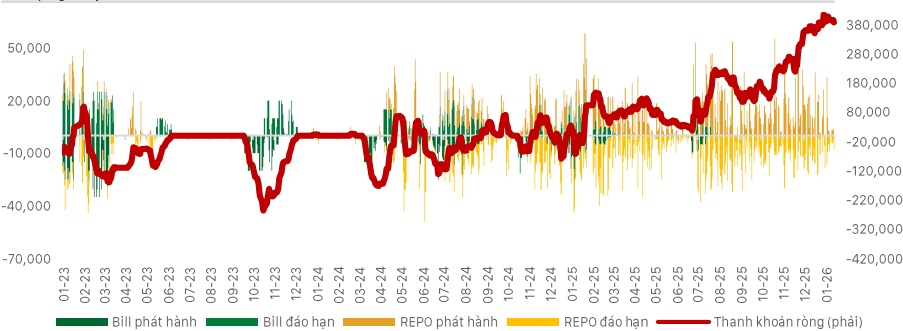
DXY biến động mạnh — kỳ vọng cắt lãi Fed điều chỉnh, USD chưa giảm bền vững. DXY dao động mạnh theo dữ liệu lao động và lạm phát Mỹ, khi thị trường liên tục điều chỉnh kỳ vọng về tốc độ nới lỏng của Fed. Dù xu hướng trung hạn vẫn nghiêng về hạ nhiệt, USD chưa giảm một chiều và có các nhịp hồi kỹ thuật, khiến áp lực lên tiền tệ các thị trường mới nổi, bao gồm VND, vẫn còn hiện hữu. Diễn biến này làm dư địa giảm tỷ giá USD/VND bị hạn chế, đặc biệt trong ngắn hạn. **USD/VND neo cao — cầu ngoại tệ thương mại và thanh toán vẫn lớn.** Tỷ giá USD/VND tại các NHTM tiếp tục duy trì quanh vùng cao, phản ánh: (i) cầu ngoại tệ phục vụ nhập khẩu và thanh toán cuối năm, (ii) nhu cầu hedging của doanh nghiệp trong bối cảnh biến động toàn cầu, (iii) chênh lệch lãi suất USD–VND vẫn ở mức bất lợi cho VND. Đáng chú ý, chênh lệch tỷ giá giữa thị trường ngân hàng và thị trường tự do có xu hướng giãn, cho thấy áp lực tâm lý và kỳ vọng tỷ giá chưa hoàn toàn hạ nhiệt. **NHNN duy trì “nới lỏng có kiểm soát” — bơm ròng OMO lớn, can thiệp FX linh hoạt.** Thanh khoản hệ thống ngân hàng tiếp tục ở trạng thái dồi dào, với NHNN duy trì bơm ròng qua OMO để giữ mặt bằng lãi suất liên ngân hàng thấp, hỗ trợ tín dụng cuối năm. Song song, can thiệp ngoại hối được thực hiện có chọn lọc, ưu tiên ổn định kỳ vọng thay vì bảo vệ một mức tỷ giá cụ thể. Cách tiếp cận này giúp giảm áp lực ngắn hạn lên VND nhưng đồng thời đặt trần cho mức nới lỏng tiền tệ trong nước.

DXY biến động mạnh — kỳ vọng cắt lãi Fed điều chỉnh, USD chưa giảm bền vững

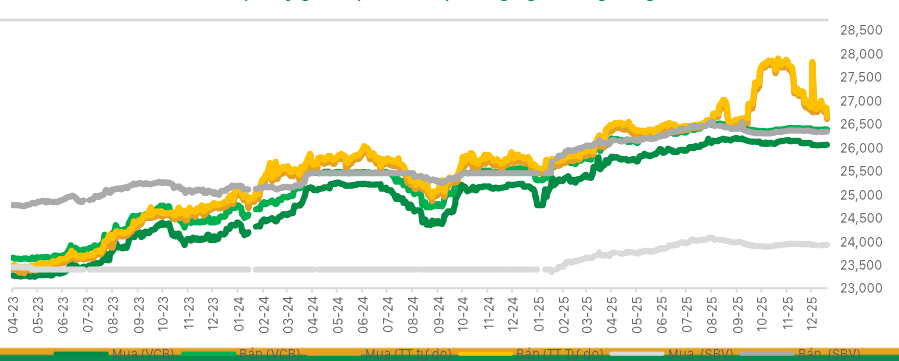


NHNN vận hành “nới lỏng có kiểm soát” — bơm ròng OMO lớn

Đơn vị: Nghìn Tỷ VND



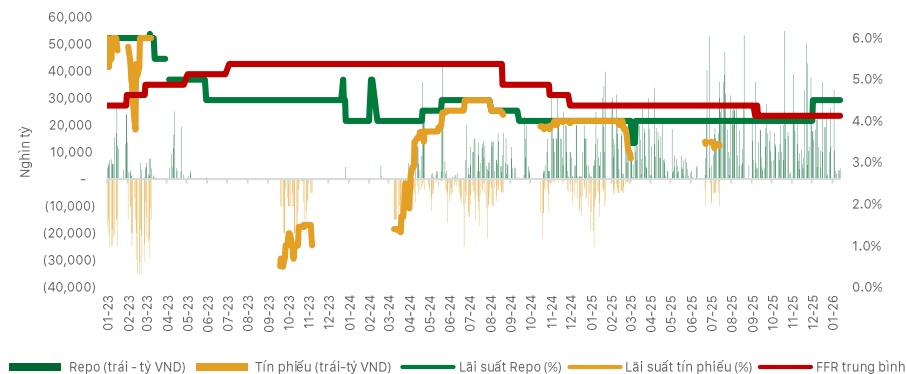
USD/VND neo cao — chênh lệch tỷ giá chợ đen và hệ thống ngân hàng càng xa. Đơn vị: VND/USD



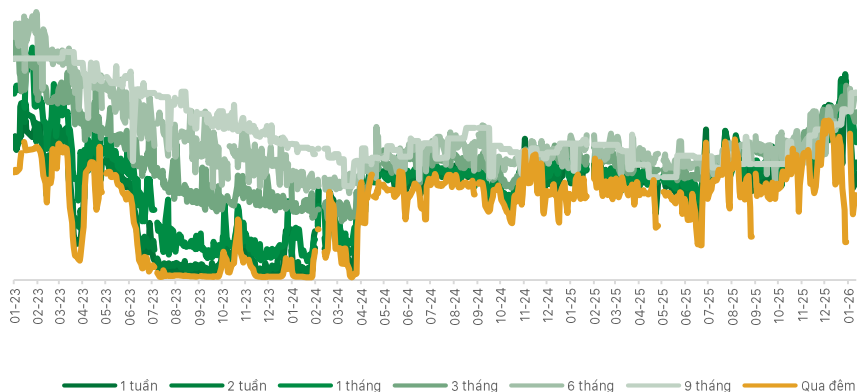
LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG BIẾN ĐỘNG MẠNH – NHNN TÍCH CỰC KIỂM SOÁT QUA THỊ TRƯỜNG MỞ



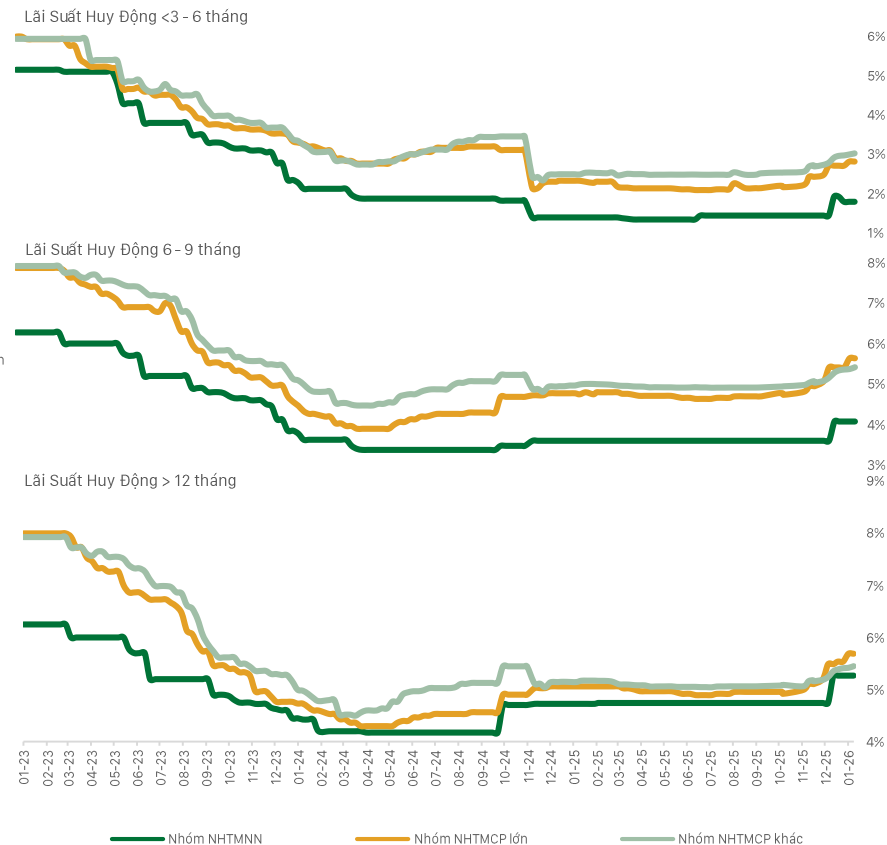
NHNN bơm mạnh Repo trở lại



Lãi suất liên ngân hàng biến động nhưng được kiểm soát tốt



Mặt bằng lãi suất huy động có tăng nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức thấp.



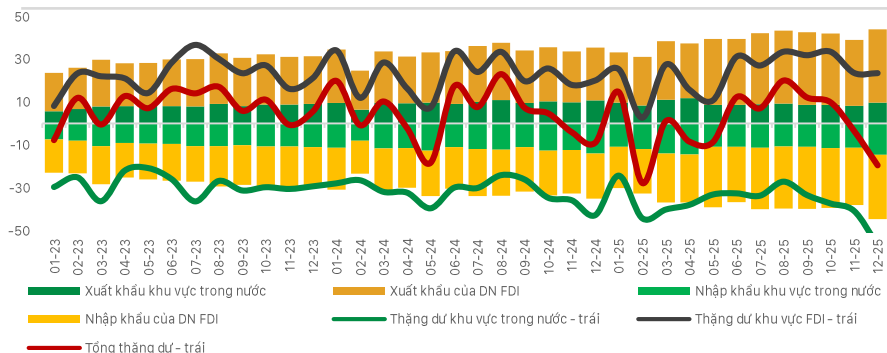
CÁN CÂN THƯƠNG MẠI VIỆT NAM NĂM 2025 TẠO NỀN TẢNG CHO DỰ BÁO NĂM 2026 TRONG BỐI CẢNH BẤT ĐỊNH TOÀN CẦU



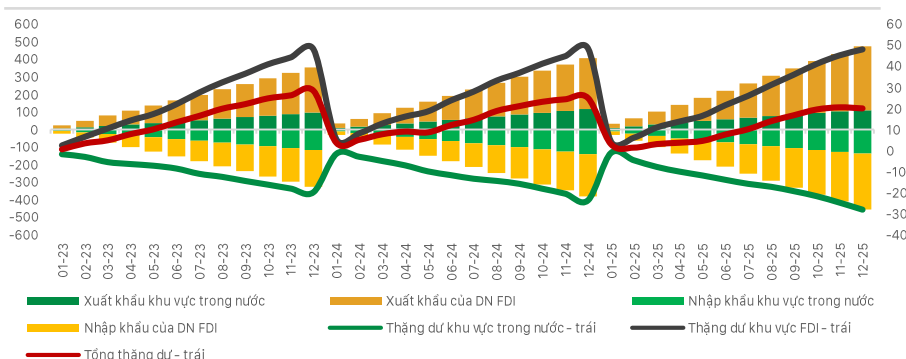
Năm 2025, cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam tiếp tục duy trì trạng thái xuất siêu lớn, đạt khoảng 20,03 tỷ USD, song quy mô thặng dư đã thu hẹp so với năm 2024 (24,94 tỷ USD), phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ của cầu nội địa và đầu tư sản xuất kéo theo nhập khẩu tăng nhanh hơn xuất khẩu. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 930,1 tỷ USD, tăng 18,2%, trong đó nhập khẩu tăng 19,4% cao hơn mức tăng 17,0% của xuất khẩu, cho thấy nền kinh tế đang bước vào pha mở rộng dựa nhiều vào đầu vào trung gian và tư liệu sản xuất. Điểm then chốt là cấu trúc cán cân thương mại vẫn phụ thuộc mạnh vào khu vực FDI: khu vực này xuất siêu tới 49,46 tỷ USD, trong khi khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 29,43 tỷ USD, hàm ý giá trị gia tăng nội địa còn hạn chế và chuỗi cung ứng trong nước chưa đủ chiều sâu. Xét theo thị trường, xuất siêu lớn sang Hoa Kỳ và EU tiếp tục là trụ cột cân bằng thương mại, trong khi nhập siêu từ Trung Quốc, Hàn Quốc và ASEAN tăng mạnh, phản ánh mô hình sản xuất “gia công – lắp ráp” khi Việt Nam nhập khẩu phần lớn linh kiện, máy móc và nguyên vật liệu đầu vào. Đáng chú ý, tỷ giá thương mại (terms of trade) năm 2025 tăng khoảng 2,5%, cho thấy giá xuất khẩu tăng nhanh hơn giá nhập khẩu, phần nào cải thiện chất lượng thặng dư thương mại; tuy nhiên, sự cải thiện này mang tính chu kỳ và tập trung ở một số nhóm hàng (nông sản, điện tử), chưa đủ để đảo ngược cấu trúc phụ thuộc nhập khẩu tư liệu sản xuất. Ở góc độ rộng hơn, cán cân thương mại dịch vụ vẫn nhập siêu khoảng 10,23 tỷ USD, dù xuất khẩu dịch vụ, đặc biệt là du lịch và vận tải, tăng mạnh. Điều này cho thấy thặng dư thương mại hàng hóa hiện nay đang bù đắp cho phần thiếu hụt dịch vụ, giúp cân đối cán cân vãng lai, nhưng cũng đặt ra yêu cầu nâng cao năng lực cung ứng dịch vụ giá trị cao trong trung và dài hạn. Tổng thể, cán cân thương mại năm 2025 phản ánh sức cạnh tranh xuất khẩu vẫn tốt, song đồng thời bộc lộ thách thức cấu trúc: sự lệ thuộc vào khu vực FDI và nhập khẩu đầu vào, khiến thặng dư thương mại dễ bị tổn thương nếu chu kỳ thương mại toàn cầu đảo chiều hoặc dòng FDI suy yếu.

➤ Bước sang năm 2026, cán cân thương mại Việt Nam có thể được nhìn dưới ba kịch bản với các hàm ý khác nhau. Kịch bản cơ sở cho thấy cán cân thương mại vẫn duy trì xuất siêu nhưng thu hẹp, dao động khoảng 15–20 tỷ USD, khi xuất khẩu tăng ở mức vừa phải nhờ cấu trúc hợp lý hơn, trong khi nhập khẩu tiếp tăng theo chu kỳ mở rộng đầu tư và mục tiêu tăng trưởng GDP cao của Chính phủ; cấu trúc thặng dư vẫn chủ yếu đến từ khu vực FDI và xuất siêu sang Hoa Kỳ, EU. Kịch bản tích cực xảy ra nếu kinh tế toàn cầu cải thiện rõ rệt, đặc biệt là chu kỳ công nghệ và điện tử hồi phục mạnh, đồng thời giá hàng xuất khẩu của Việt Nam cải thiện và tỷ giá thương mại tiếp tục thuận lợi; khi đó xuất khẩu có thể tăng nhanh hơn nhập khẩu, giúp xuất siêu mở rộng trở lại trên 20 tỷ USD, đồng thời giảm bớt áp lực lên cán cân vãng lai và tỷ giá. Tổng thể, triển vọng năm 2026 cho thấy cán cân thương mại vẫn là điểm tựa quan trọng, nhưng mức độ bền vững phụ thuộc ngày càng lớn vào khả năng nâng cao giá trị gia tăng nội địa và giảm phụ thuộc nhập khẩu đầu vào, thay vì chỉ dựa vào mở rộng quy mô xuất khẩu.

Cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam tiếp tục duy trì trạng thái xuất siêu lớn, đạt khoảng 20,03 tỷ USD. Đơn vị: tỷ USD



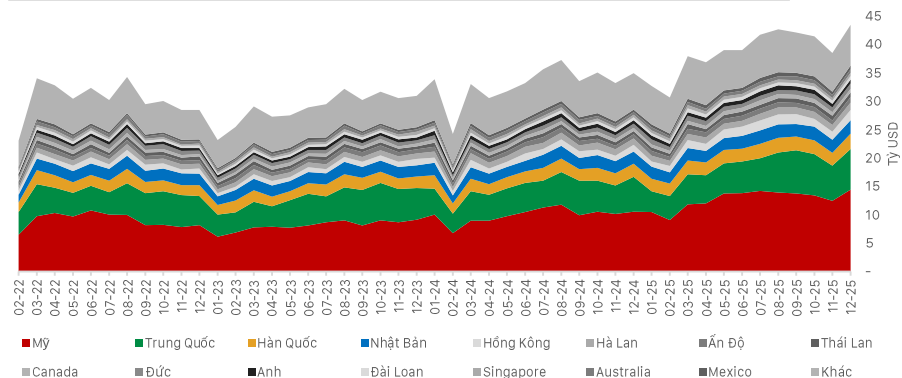
Điểm then chốt là cấu trúc cán cân thương mại vẫn phụ thuộc mạnh vào khu vực FDI: khu vực này xuất siêu tới 49,46 tỷ USD. Đơn vị: tỷ USD



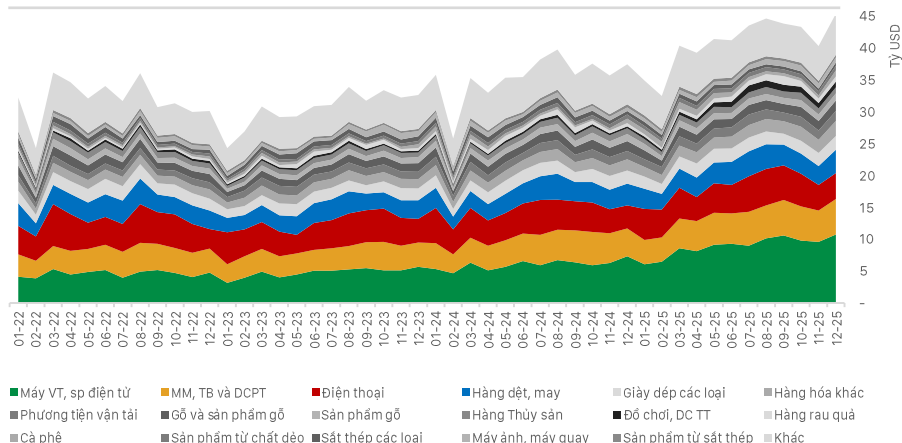
CẦN ĐỔI MỚI CƠ CẤU HÀNG HÓA - NÂNG CAO GIÁ TRỊ GIA TĂNG - TĂNG CƯỜNG KHAI THÁC CÁC FTA



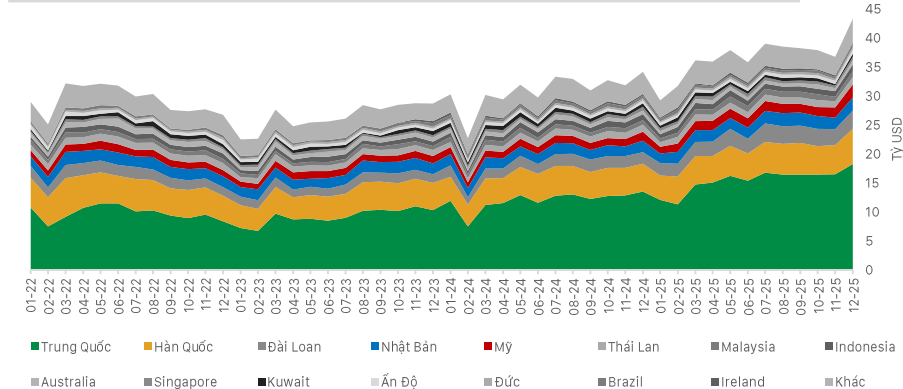
Xuất khẩu tập trung thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản



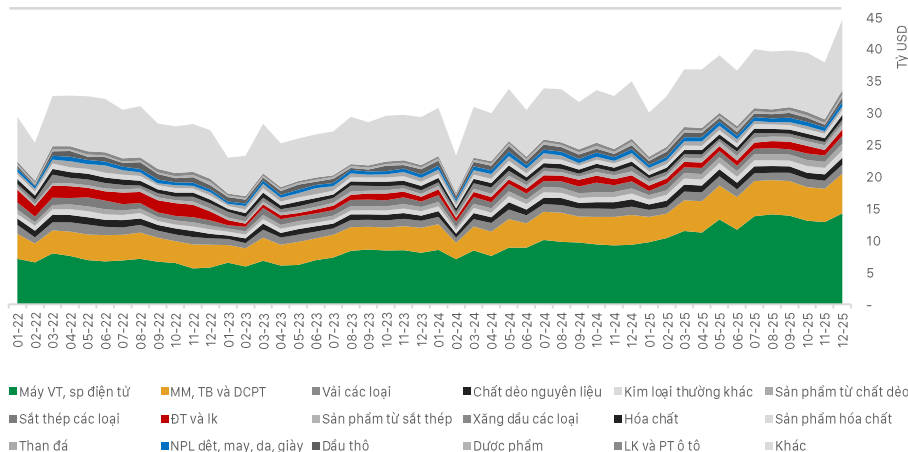
Xuất khẩu chủ yếu là máy móc, thiết bị và hàng điện tử



Import khẩu chủ yếu Trung Quốc, Hàn Quốc, ASEAN



Import khẩu chủ yếu là máy móc, thiết bị điện tử



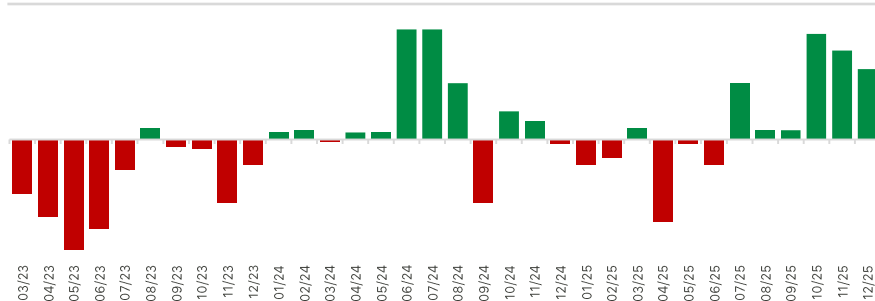
TRIỂN VỌNG SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM NĂM 2026 TRONG BỐI CẢNH PHỤC HỒI CHU KỲ VÀ MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG CAO



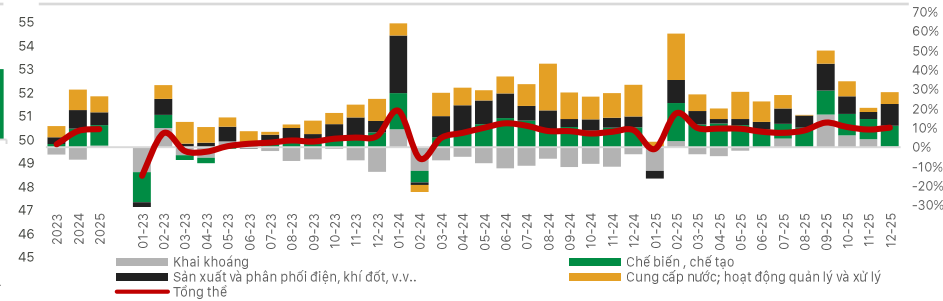
Năm 2025, sản xuất công nghiệp Việt Nam tiếp tục đóng vai trò động lực cốt lõi của tăng trưởng, phản ánh rõ sự phục hồi chu kỳ sản xuất và xuất khẩu, đặc biệt trong khu vực công nghiệp chế biến, chế tạo. Giá trị tăng thêm của khu vực công nghiệp – xây dựng tăng 8,95%, trong đó riêng công nghiệp chế biến, chế tạo tăng cao và đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng GDP, cho thấy nền kinh tế đang vận hành trở lại theo quỹ đạo dựa vào sản xuất và thương mại quốc tế. Tuy nhiên, cấu trúc tăng trưởng công nghiệp bộc lộ sự phân hóa đáng chú ý: khu vực FDI tiếp tục là lực kéo chính với kim ngạch xuất khẩu tăng mạnh, trong khi khu vực doanh nghiệp trong nước phục hồi chậm hơn, thể hiện qua việc xuất khẩu của khu vực này giảm so với cùng kỳ và nhập siêu lớn. Điều này cho thấy năng lực tham gia chuỗi giá trị của doanh nghiệp nội địa còn hạn chế, nhất là ở các khâu có giá trị gia tăng cao. Ở góc độ chi phí và giá cả, chỉ số giá sản xuất công nghiệp (PPI) năm 2025 tăng khoảng 2,55%, thấp hơn tốc độ tăng CPI, phản ánh áp lực chi phí đầu vào vẫn được kiểm soát tương đối, dù giá nguyên nhiên vật liệu dùng cho sản xuất tăng trên 4%. Điều này hàm ý biên lợi nhuận của doanh nghiệp công nghiệp chỉ được cải thiện ở những ngành có khả năng chuyển giá tốt hoặc hưởng lợi từ cầu xuất khẩu, trong khi các ngành phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu chịu rủi ro lớn hơn khi chu kỳ giá hàng hóa đảo chiều. Đồng thời, việc nhập khẩu máy móc, thiết bị và linh kiện tăng mạnh cho thấy khu vực công nghiệp đang mở rộng công suất và tái đầu tư, song cũng củng cố thực tế rằng tăng trưởng công nghiệp hiện nay vẫn gắn chặt với nhập khẩu đầu vào, làm giảm tính tự chủ của nền sản xuất.

- **Tổng thể, sản xuất công nghiệp năm 2025 cho thấy sức bật rõ rệt về quy mô và nhịp độ, nhưng chiều sâu và chất lượng tăng trưởng vẫn là thách thức trung hạn: nếu không nâng cao tỷ lệ nội địa hóa, phát triển công nghiệp hỗ trợ và cải thiện năng lực công nghệ của doanh nghiệp trong nước, đà tăng hiện tại có nguy cơ mang tính chu kỳ hơn là bền vững, đặc biệt trong bối cảnh môi trường thương mại toàn cầu còn nhiều bất định.** Bước sang năm 2026, triển vọng sản xuất công nghiệp Việt Nam được đánh giá tích cực nhưng phân hóa rõ rệt, gắn chặt với mục tiêu tăng trưởng cao của Chính phủ và diễn biến chu kỳ kinh tế toàn cầu. Ở kịch bản cơ sở, công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục là động lực chính khi đơn hàng xuất khẩu dần cải thiện, đặc biệt trong các ngành điện tử, máy móc và phương tiện vận tải, giúp chỉ số sản xuất công nghiệp duy trì mức tăng khá; tuy nhiên, tốc độ tăng có xu hướng chậm hơn năm 2025 do cấu trúc phục hồi không đồng đều và nhập khẩu đầu vào tăng nhanh. Ở kịch bản tích cực, nếu chu kỳ công nghệ toàn cầu phục hồi mạnh và dòng vốn FDI giải ngân tăng tốc, sản xuất công nghiệp có thể bước vào pha mở rộng mới với sự lan tỏa tốt hơn sang doanh nghiệp trong nước, nhờ hiệu ứng đầu tư công, nâng cấp hạ tầng và cải thiện liên kết chuỗi cung ứng. Ngược lại, kịch bản rủi ro đặt ra khi bảo hộ thương mại gia tăng, chi phí đầu vào và logistics biến động hoặc gián đoạn chuỗi cung ứng, khiến sản xuất công nghiệp chịu áp lực kép từ cầu yếu và chi phí cao. Tổng thể, triển vọng năm 2026 cho thấy sản xuất công nghiệp vẫn là trụ cột tăng trưởng, song tính bền vững phụ thuộc quyết định vào khả năng nâng cao giá trị gia tăng nội địa, giảm phụ thuộc nhập khẩu đầu vào và tăng cường vai trò của khu vực doanh nghiệp trong nước.

PMI duy trì trên ngưỡng 50 cho thấy hoạt động sản xuất tiếp tục mở rộng, nhưng đà phục hồi còn chịu áp lực từ chi phí đầu vào và gián đoạn nguồn cung.



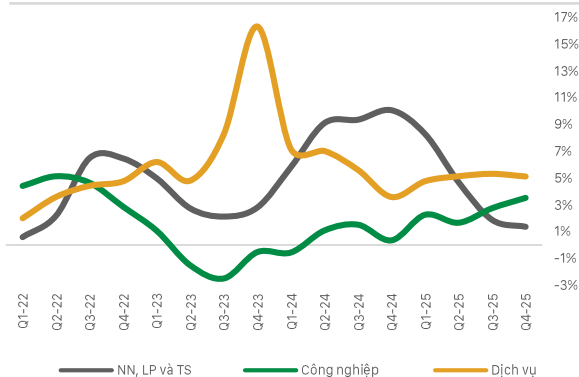
Sản xuất công nghiệp tăng trưởng tích cực, được dẫn dắt bởi ngành chế biến, chế tạo, song mức độ bền vững phụ thuộc vào nhu cầu thị trường và khả năng kiểm soát chi phí.



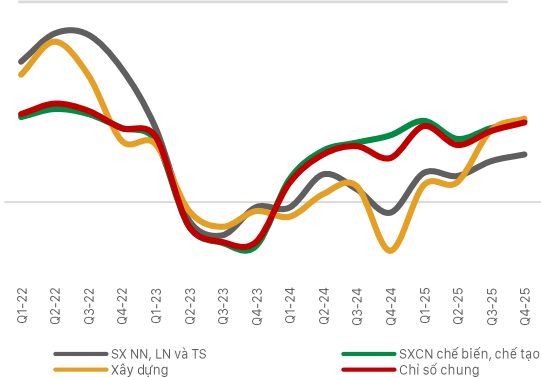
ĐÀ PHỤC HỒI SẢN XUẤT – TIÊU DÙNG ĐỐI MẶT RỦI RO CHI PHÍ ĐẦU VÀO TĂNG



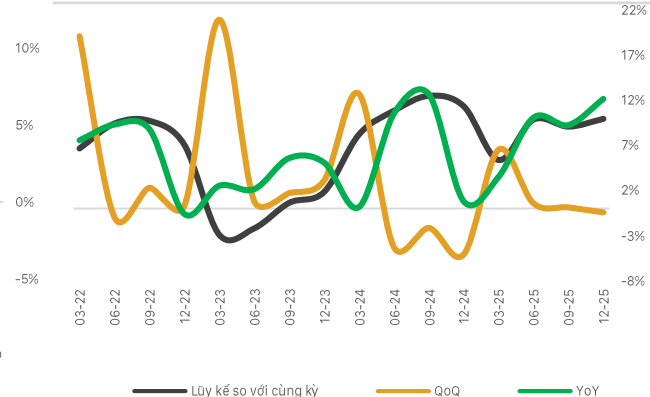
Giá sản xuất tăng vừa phải, chủ yếu do công nghiệp và dịch vụ.



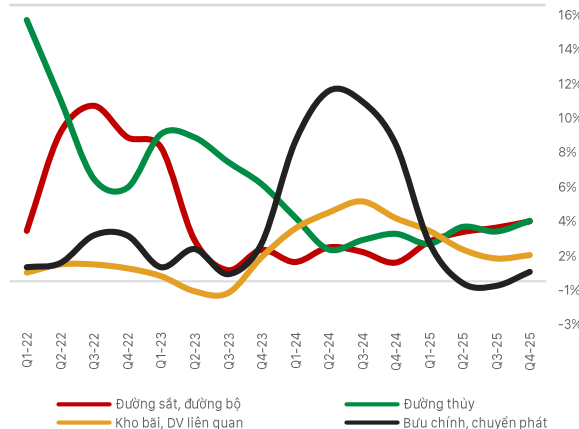
Chỉ số giá nguyên, nhiên, vật liệu dùng cho sản xuất



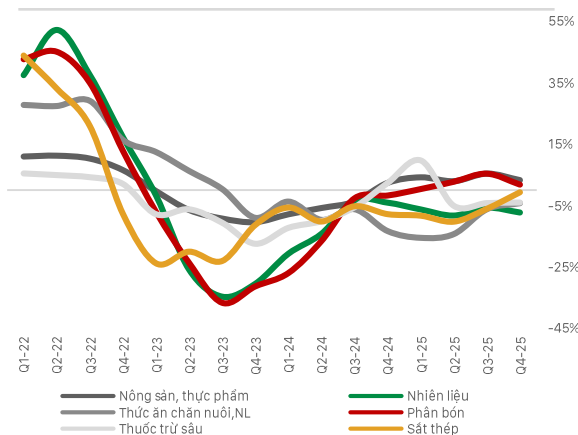
Chỉ số tiêu thụ vẫn tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng tốt



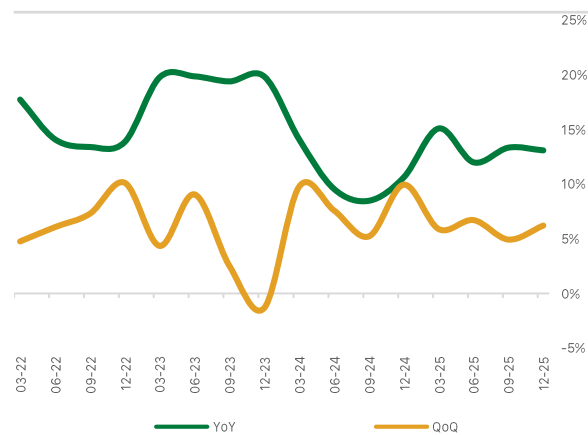
Giá vận tải tăng cục bộ;



Giá nhập khẩu: nhiên liệu vẫn là nguồn rủi ro chính.



Hàng tồn kho vẫn ghi nhận tăng trưởng



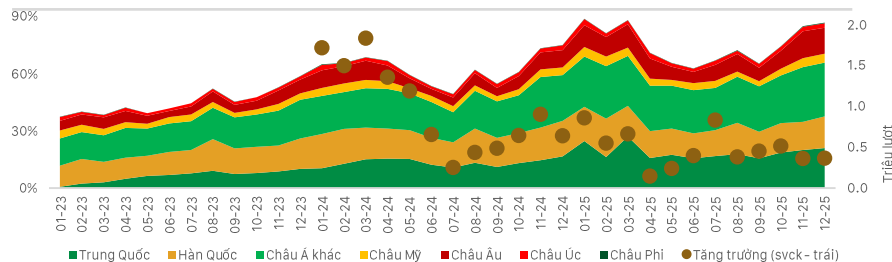
DU LỊCH PHỤC HỒI MẠNH, TIÊU DÙNG CẢI THIẾN VÀ ĐẦU TƯ CÔNG GIỮ VAI TRÒ TRỤ CỘT TĂNG TRƯỞNG NĂM 2025



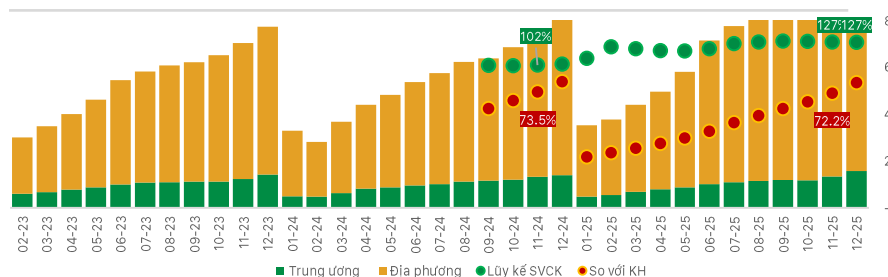
Ba trụ cột du lịch – tiêu dùng – đầu tư công cùng cải thiện rõ rệt, tạo lực đỡ quan trọng cho tăng trưởng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều bất định.

- Du lịch nổi lên là điểm sáng nổi bật nhất của khu vực dịch vụ khi lượng khách quốc tế đạt mức cao kỷ lục, kéo theo doanh thu du lịch và dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng mạnh hai chữ số; điều này không chỉ trực tiếp nâng giá trị gia tăng khu vực dịch vụ mà còn tạo hiệu ứng lan tỏa sang vận tải, bán lẻ và việc làm.
- Tiêu dùng trong nước phục hồi ổn định với tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng trên 9%, phản ánh niềm tin tiêu dùng được cải thiện nhờ thu nhập và thị trường lao động khởi sắc; tuy nhiên, mức tăng tiêu dùng thực (loại trừ yếu tố giá) thấp hơn cho thấy cầu nội địa dù phục hồi nhưng chưa bùng nổ mạnh, phần nào bị kiềm chế bởi tâm lý thận trọng và áp lực chi phí sinh hoạt.
- Trong khi đó, đầu tư công tiếp tục giữ vai trò “neo” ổn định tăng trưởng khi vốn đầu tư phát triển từ ngân sách nhà nước tăng cao và giải ngân cải thiện, đặc biệt ở các dự án hạ tầng lớn; không chỉ đóng góp trực tiếp vào GDP, đầu tư công còn kích hoạt nhu cầu vật liệu, xây dựng và tạo dư địa thu hút đầu tư tư nhân. Tổng thể, sự đồng pha giữa du lịch phục hồi mạnh, tiêu dùng cải thiện có chọn lọc và đầu tư công tăng tốc đã giúp nền kinh tế năm 2025 chuyển từ phục hồi sang mở rộng, song cũng đặt ra yêu cầu nâng cao hiệu quả chi tiêu công và củng cố sức cầu nội địa để bảo đảm tăng trưởng bền vững trong giai đoạn tiếp theo.

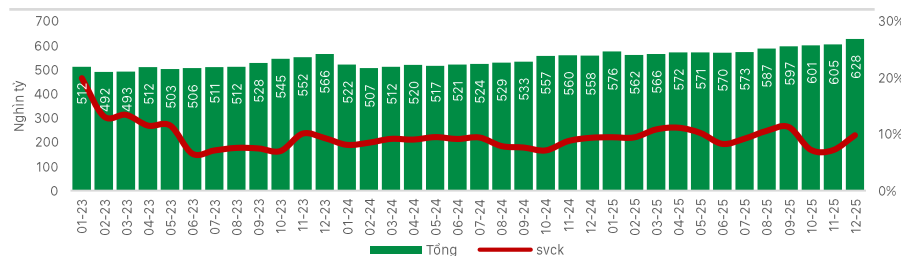
Du lịch phục hồi mạnh, khách quốc tế tăng ổn định và đa dạng thị trường.



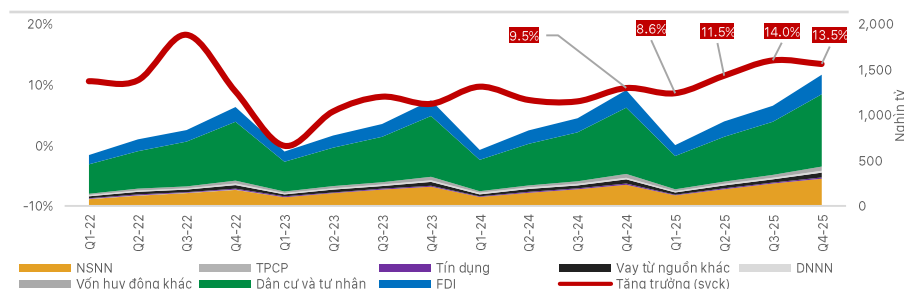
Giải ngân đầu tư công tăng tốc, tạo động lực lan tỏa cho xây dựng và sản xuất.



Sức cầu nội địa duy trì ổn định, tiêu dùng tiếp tục là trụ đỡ tăng trưởng.



Vốn đầu tư toàn xã hội phục hồi, khu vực tư nhân và FDI dẫn dắt tăng trưởng.



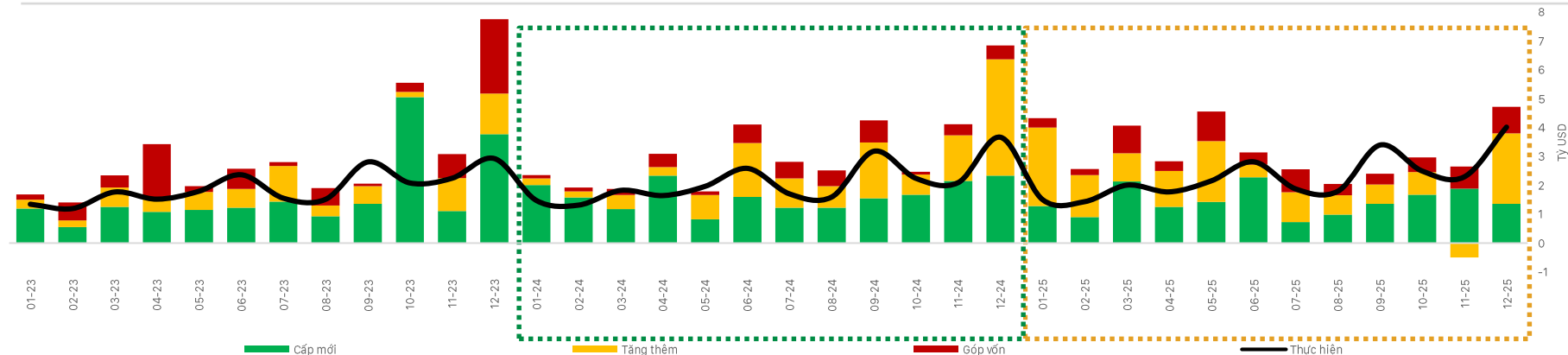
DÒNG VỐN FDI NĂM 2025 DUY TRÌ ỔN ĐỊNH VÀ TRIỂN VỌNG CHUYỂN DỊCH SANG CHIỀU SÂU TRONG NĂM 2026



Năm 2025, dòng vốn FDI tiếp tục giữ vai trò then chốt đối với tăng trưởng và cán cân đối ngoại của Việt Nam, phản ánh sức hấp dẫn tương đối bền vững của môi trường đầu tư trong bối cảnh cạnh tranh thu hút vốn toàn cầu ngày càng gay gắt. Vốn FDI đăng ký và đặc biệt là FDI thực hiện duy trì xu hướng tăng, cho thấy niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài không chỉ dừng ở cam kết mà đã chuyển hóa thành hoạt động sản xuất – kinh doanh thực tế. Khu vực FDI tiếp tục dẫn dắt xuất khẩu và tạo thặng dư thương mại lớn, đóng vai trò bù đắp nhập siêu của khu vực kinh tế trong nước và góp phần ổn định cán cân vãng lai. Tuy nhiên, bức tranh FDI cũng bộc lộ những hạn chế mang tính cấu trúc: dòng vốn vẫn tập trung chủ yếu vào công nghiệp chế biến, chế tạo, đặc biệt là các ngành thâm dụng lao động hoặc lắp ráp, trong khi mức độ lan tỏa công nghệ, liên kết với doanh nghiệp trong nước còn hạn chế; điều này khiến giá trị gia tăng nội địa thấp và làm gia tăng phụ thuộc vào nhập khẩu đầu vào. Bên cạnh đó, sự phụ thuộc lớn của tăng trưởng xuất khẩu và sản xuất công nghiệp vào khu vực FDI cũng làm nền kinh tế dễ tổn thương trước các cú sốc từ bên ngoài, như dịch chuyển chuỗi cung ứng, thay đổi chính sách thuế tối thiểu toàn cầu hay suy giảm cầu thế giới. Tổng thể, FDI năm 2025 tiếp tục là động lực quan trọng nhưng chưa đủ bền vững, đặt ra yêu cầu chuyển trọng tâm từ “thu hút bằng số lượng” sang nâng cao chất lượng FDI, tăng cường liên kết chuỗi, nội địa hóa và lan tỏa công nghệ để củng cố nền tảng tăng trưởng trung và dài hạn.

Bước sang năm 2026, triển vọng FDI vào Việt Nam được đánh giá khá tích cực nhưng phân hóa mạnh về chất lượng, trong bối cảnh dòng vốn toàn cầu vẫn thận trọng và cạnh tranh thu hút đầu tư giữa các nền kinh tế ngày càng gay gắt. Ở kịch bản cơ sở, FDI đăng ký và giải ngân được kỳ vọng duy trì đà tăng ổn định, nhờ lợi thế về ổn định vĩ mô, quy mô thị trường mở rộng, mạng lưới FTA sâu rộng và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng khỏi Trung Quốc; các lĩnh vực tiếp tục thu hút vốn gồm công nghiệp chế biến, chế tạo, điện tử, năng lượng, hạ tầng và logistics. Tuy nhiên, cấu trúc FDI có xu hướng dịch chuyển khi thuế tối thiểu toàn cầu được triển khai đầy đủ, khiến các ưu đãi thuế truyền thống giảm hiệu quả và buộc Việt Nam phải cạnh tranh bằng chất lượng thể chế, hạ tầng, nguồn nhân lực và hệ sinh thái công nghiệp hỗ trợ. Ở kịch bản tích cực, nếu cải cách thủ tục hành chính, phát triển hạ tầng chiến lược và chính sách hỗ trợ doanh nghiệp nội địa được đẩy mạnh, dòng vốn FDI có thể dịch chuyển lên các phân khúc giá trị cao hơn, tạo liên kết chuỗi tốt hơn với khu vực trong nước và nâng tỷ lệ nội địa hóa. Ngược lại, kịch bản rủi ro đặt ra khi kinh tế toàn cầu suy yếu, căng thẳng địa chính trị gia tăng hoặc năng lực hấp thụ của nền kinh tế trong nước không theo kịp, khiến FDI tuy vẫn vào Việt Nam nhưng lan tỏa thấp và phụ thuộc lớn vào nhập khẩu đầu vào. Tổng thể, triển vọng FDI năm 2026 cho thấy Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn, song hiệu quả dài hạn sẽ phụ thuộc quyết định vào khả năng chuyển dịch từ thu hút FDI theo quy mô sang thu hút FDI theo chiều sâu và chất lượng.

Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tiếp tục duy trì sức hút mạnh mẽ. Vốn thực hiện đạt mức cao nhất năm tháng trong 5 năm qua .





THANK YOU