

Báo cáo Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Tài chính

Hà Nội, Tháng 2/2026

Bộ phận Phân tích Kinh tế và Thị trường Tài chính

BẤT ĐỊNH KÉO DÀI, TĂNG TRƯỞNG THÍCH NGHI

- ◆ PHẦN 1
TÓM TẮT

- ◆ PHẦN 2
KINH TẾ THẾ GIỚI

- ◆ PHẦN 3
KINH TẾ VIỆT NAM

- ◆ PHẦN 4
PHỤ LỤC

Tóm tắt

Kinh tế Thế giới:

- ▶ Trong bối cảnh trật tự thế giới đang dần thay đổi, còn các chính sách kinh tế ngày càng được sử dụng như công cụ gây sức ép và cạnh tranh chiến lược, triển vọng kinh tế thế giới trong thời gian tới sẽ chịu nhiều rủi ro
- ▶ “Bình thường mới” là trạng thái mà chúng tôi sử dụng để mô tả nền kinh tế thế giới hiện nay cũng như trong trung hạn
- ▶ Sự thích nghi ngày càng tốt hơn với thuế quan cũng như những bất ổn địa chính trị. Bằng chứng là trong năm 2025, không có nền kinh tế lớn nào rơi vào suy thoái
- ▶ IMF nâng dự báo tăng trưởng cho kinh tế toàn cầu và hàng loạt quốc gia khác trong năm 2026
- ▶ Trong môi trường bất ổn, bất định, các kênh tài sản đã đối mặt nhiều với sự biến động lớn trong thời gian gần đây
- ▶ Chúng tôi thiên về hướng Fed sẽ bỏ câu hơn và sức mạnh của USD sẽ giảm trong 2026 và trung hạn
- ▶ Nhiều tỉnh thành tại Trung Quốc đã bắt đầu đưa ra mức mục tiêu tăng trưởng dao động từ 4,5% đến 5% cho năm 2026, thay vì ở mức 5% như những năm gần đây

Kinh tế Việt Nam:

- ▶ Các chỉ số kinh tế nói chung của Việt Nam trong hai tháng đầu năm thường không mang nhiều thông tin do bị ảnh hưởng yếu tố mùa vụ
- ▶ Chúng tôi vẫn duy trì dự báo tích cực cho tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam 2026 sẽ đạt hai chữ số
- ▶ Tổng FDI đăng ký vẫn chưa có sự tăng trưởng từ tháng 5 năm ngoái (nếu loại trừ tháng 10)
- ▶ Chi đầu tư phát triển của Chính phủ có vẻ chậm lại đáng kể so với 3 tháng gần nhất, khi chỉ đạt 34 nghìn tỷ
- ▶ Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực khi đánh giá rằng phần cầu chưa bứt phá do một số các chính sách kích cầu chưa kịp có tác động trong tháng 1 và tạm thời không thay đổi dự báo lạm phát trung bình năm nay, ở mức xung quanh 3,3-3,6%
- ▶ Chúng tôi chưa thay đổi dự báo rằng tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 2% trong năm nay, với xu hướng tăng chủ đạo vào quý II–III và giảm dần vào quý IV theo yếu tố mùa vụ
- ▶ Chính sách tài khóa mở rộng không chỉ giúp tăng trưởng kinh tế mà còn giúp cải thiện thanh khoản cho hệ thống ngân hàng
- ▶ Chúng tôi đánh giá mặt bằng lãi suất liên ngân hàng cao đợt gần Tết chỉ là yếu tố ngắn hạn, và NHNN hoàn toàn có khả năng kiểm soát tốt

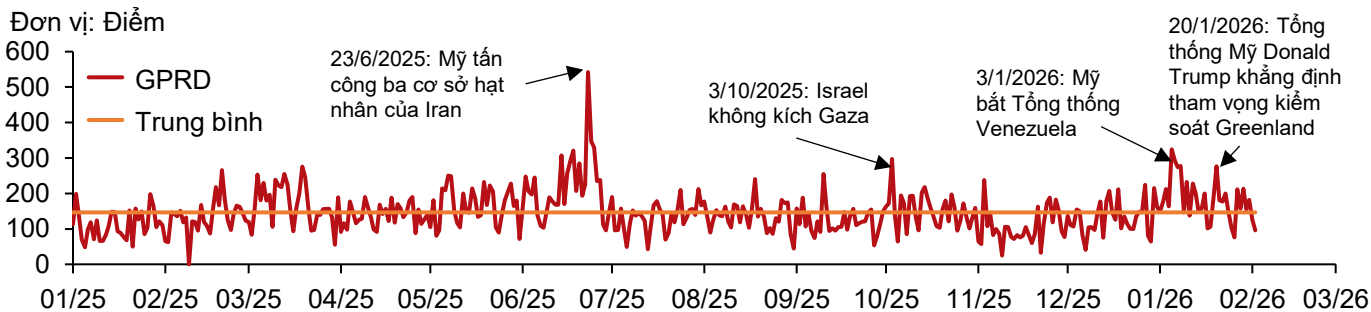
Kinh tế thế giới

Kinh tế thế giới tiếp tục đối mặt với nhiều rủi ro trong bối cảnh trật tự toàn cầu đang dần thay đổi. Tuy nhiên, nhờ khả năng thích nghi ngày càng tốt của các chủ thể kinh tế, thế giới có thể từng bước bước vào trạng thái “Bình thường mới”, nơi bất định trở thành một phần cấu trúc của môi trường kinh tế và vẫn duy trì được đà tăng trưởng trong năm 2026.

Trong bối cảnh trật tự thế giới đang dần thay đổi, còn các chính sách kinh tế ngày càng được sử dụng như công cụ gây sức ép và cạnh tranh chiến lược, triển vọng kinh tế thế giới trong thời gian tới sẽ chịu nhiều rủi ro

Diễn đàn Kinh tế Thế giới (WEF) diễn ra vào ngày 20/1/2026 tại Davos, trùng hợp với thời điểm kỷ niệm một năm Tổng thống Mỹ Donald Trump nhậm chức. Nhìn lại hơn một năm kể từ khi ông trở thành Tổng thống thứ 47 của Hoa Kỳ, thật khó để phủ nhận rằng kinh tế thế giới đã và đang vận hành trong một môi trường đầy bất ổn và biến động. Từ câu chuyện thuế quan và chiến tranh thương mại với phần lớn các nền kinh tế trên toàn cầu, bao gồm cả những đồng minh thân cận, cho đến các động thái làm gia tăng căng thẳng địa chính trị tại những khu vực như Iran, Venezuela hay Greenland, bức tranh kinh tế toàn cầu ngày càng trở nên phức tạp. Trong bối cảnh trật tự thế giới đang dần thay đổi, còn các chính sách kinh tế ngày càng được sử dụng như công cụ gây sức ép và cạnh tranh chiến lược, triển vọng kinh tế thế giới trong thời gian tới (ít nhất là trong ba năm tới) sẽ chịu nhiều rủi ro. Điều này cũng được phản ánh qua những chia sẻ thẳng thắn của Thủ tướng Canada Mark Carney tại Diễn đàn Kinh tế Thế giới, khi ông cho rằng: “Gần đây, các cường quốc bắt đầu sử dụng chính sự hội nhập kinh tế như một loại vũ khí; thuế quan được triển khai như đòn bẩy chiến lược; hạ tầng tài chính trở thành phương tiện gây sức ép; và chuỗi cung ứng bị tái định hình thành những điểm dễ tổn thương có thể bị khai thác.”, hay “Đây không phải là một sự chuyển dịch mà là một sự đổ vỡ.”

Hình 1: Chỉ số rủi ro địa chính trị 2025-2026



“Bình thường mới” là trạng thái mà chúng tôi sử dụng để mô tả nền kinh tế thế giới hiện nay cũng như trong trung hạn

Mặc dù vậy, chúng ta phải thừa nhận rằng khả năng thích nghi của con người là đáng kinh ngạc và cụm từ “Bình thường mới” là trạng thái mà chúng tôi sử dụng để mô tả nền kinh tế thế giới hiện nay cũng như trong trung hạn. Tuy nhiên, khác với giai đoạn hậu Covid-19, khi thế giới phải chấp nhận sống chung với dịch bệnh, thì “bình thường mới” hiện tại...

Kinh tế thế giới (tiếp)

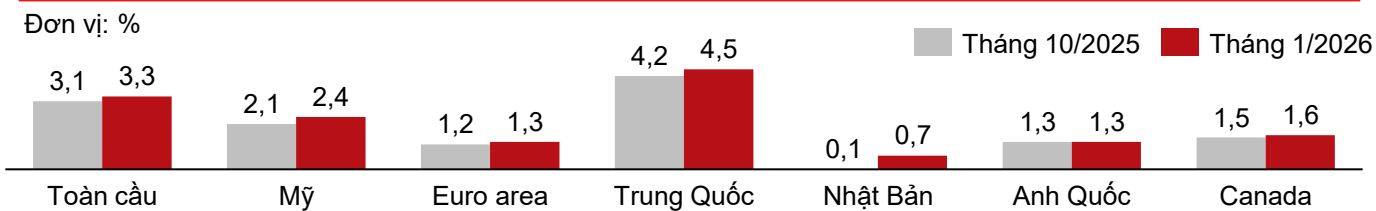
Sự thích nghi ngày càng tốt hơn với thuế quan cũng như những bất ổn địa chính trị. Bằng chứng là trong năm 2025, không có nền kinh tế lớn nào rơi vào suy thoái

IMF nâng dự báo tăng trưởng cho kinh tế toàn cầu và hàng loạt quốc gia khác trong năm 2026

... là việc sống chung với những rủi ro và bất định kéo dài đã xuất hiện hơn một năm qua. Các chủ thể của nền kinh tế, bao gồm doanh nghiệp, nhà đầu tư và người dân, đang cho thấy khả năng thích nghi ngày càng tốt hơn với thuế quan cũng như những bất ổn địa chính trị. Bằng chứng là trong năm 2025, không có nền kinh tế lớn nào rơi vào suy thoái. Kinh tế Mỹ vẫn duy trì mức tăng trưởng khoảng 4% trong quý II và quý III, Khu vực đồng tiền chung châu Âu (Eurozone) giữ mức tăng trưởng quanh 1%, trong khi Trung Quốc thậm chí đạt được mục tiêu tăng trưởng 5% cho cả năm 2025.

Đặc biệt hơn, trong báo cáo cập nhật mới nhất công bố tháng 1 vừa qua, Quỹ Tiền tệ Thế giới (IMF) đã nâng dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu cũng như của hàng loạt quốc gia trong năm 2026. Nguyên nhân chính đến từ kỳ vọng rằng các tác động tiêu cực từ thuế quan và sự bất ổn đối với tăng trưởng kinh tế toàn cầu sẽ dần phai nhạt theo thời gian. Theo IMF, kinh tế Mỹ được dự báo tăng trưởng tích cực hơn nhờ chính sách tài khóa mở rộng từ dự luật “One Big Beautiful Bill”, mặt bằng lãi suất thấp hơn và xu hướng đầu tư vào công nghệ AI tiếp tục được đẩy mạnh. Kinh tế châu Âu được cải thiện nhờ chính sách tài khóa mạnh mẽ của Đức, cùng với đà tăng trưởng khả quan tại Ireland và Tây Ban Nha. Trong khi đó, Trung Quốc được kỳ vọng hưởng lợi từ mức thuế thấp hơn gần đây từ chính quyền Mỹ, cũng như các chính sách hỗ trợ và thúc đẩy đầu tư được triển khai trong thời gian qua. Dù vậy, tương tự như phần lớn các báo cáo triển vọng kinh tế năm 2026, IMF vẫn nhấn mạnh các rủi ro đến từ bong bóng AI và căng thẳng địa chính trị kéo dài, vốn có thể gây tác động đáng kể tới kinh tế toàn cầu.

Hình 2: Dự báo tăng trưởng kinh tế 2026 của IMF



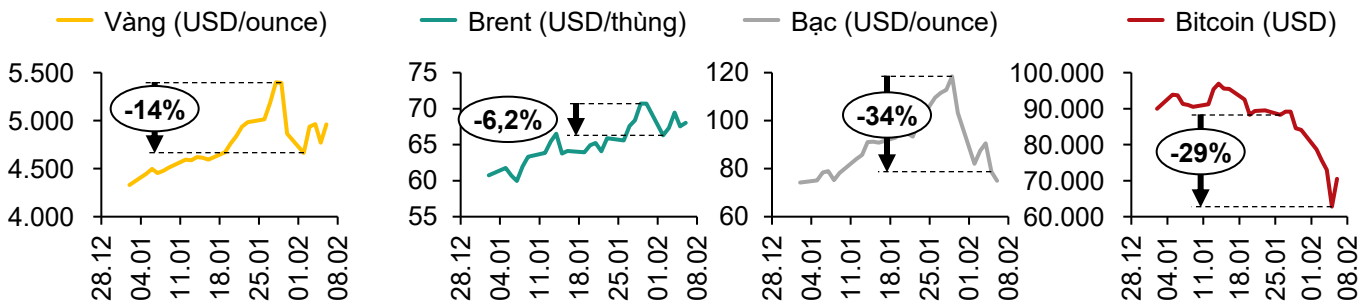
Chắc hẳn nhiều quý độc giả đã từng nghe đến Định luật Murphy – một quy luật mang tính hài hước nhưng đầy ẩn ý, cho rằng “nếu một điều xấu có khả năng xảy ra, nó sẽ xảy ra vào thời điểm tồi tệ nhất”. Quy luật này nhắc nhở chúng ta không nên chủ quan và luôn cần lường trước những kịch bản bất lợi nhất. Trên thực tế, các rủi ro bất ổn và bất định nêu trên có thể chưa gây tác động đáng kể đến tăng trưởng kinh tế trong năm 2025, thậm chí cả năm 2026 sắp tới (trong trường hợp các rủi ro chỉ dừng lại ở mức tiềm ẩn và không thực sự được hiện thực hóa)...

Kinh tế thế giới (tiếp)

Trong môi trường bất ổn, bất định, các kênh tài sản đã đổi mặt nhiều với sự biến động lớn trong thời gian gần đây

...Tuy nhiên, những yếu tố bất định này lại có tác động tâm lý rất lớn, đặc biệt khi quan sát diễn biến của các kênh tài sản tham chiếu theo USD như Bitcoin, vàng, bạc hay dầu thô trong thời gian gần đây. Chỉ một sự kiện Tổng thống Donald Trump công bố ý định đề cử nhân sự cho vị trí Chủ tịch tiếp theo của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) cũng đã khiến giá của các loại tài sản này biến động mạnh, với mức giảm từ 10–30% chỉ trong vòng vài ngày.

Hình 3: Giá của một số các mặt hàng, tài sản từng ngày trong 2026



Chúng tôi thiên về hướng Fed sẽ bỏ câu hơn và sức mạnh của USD sẽ giảm trong 2026 và trung hạn

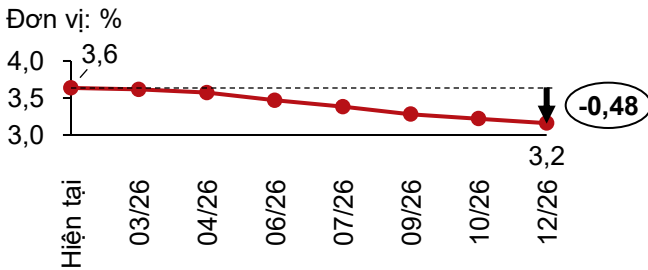
Việc Tổng thống Trump đề cử ông Kevin Warsh cho vị trí Chủ tịch Fed kế nhiệm, cùng với phản ứng của thị trường khi đánh giá rằng đồng USD sẽ sớm mạnh trở lại, thể hiện qua việc các tài sản tham chiếu theo USD giảm sâu như đã đề cập, là một diễn biến khiến chúng tôi và thị trường phần nào bất ngờ. Dù thừa nhận rằng dự báo xu hướng của đồng USD luôn là một trong những nhiệm vụ khó khăn nhất, chúng tôi thiên về kịch bản Fed sẽ trở nên “bỏ câu” hơn, qua đó khiến sức mạnh của USD suy yếu trong năm 2026 và trong trung hạn. Nhận định này dựa trên một số cơ sở chính. Thứ nhất, Tổng thống Trump không phải là người thấy phiền khi đồng USD suy yếu, và chính ông là người đề cử ông Kevin Warsh cho vị trí Chủ tịch Fed. Cùng với mối quan hệ cá nhân khá gần gũi giữa gia đình ông Warsh và Tổng thống, không khó để hình dung áp lực chính trị hướng tới việc cắt giảm lãi suất nếu ông Warsh đảm nhận “chiếc ghế nóng” này. Thứ hai, dù trước đây được biết đến là người cứng rắn với lạm phát và mang xu hướng “điều hậu”, ông Warsh gần đây đã đưa ra quan điểm rằng AI có thể cải thiện năng suất, từ đó cho phép cắt giảm lãi suất mà không tạo thêm áp lực lạm phát, dù lập luận này không nhận được sự ủng hộ của đa số các nhà kinh tế, theo khảo sát của Financial Times. Thứ ba, trong số 12 thành viên có quyền biểu quyết tại Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) năm 2026, hiện có 4 thành viên “bỏ câu”, 5 thành viên trung dung và 3 thành viên “điều hậu”. Nếu ông Warsh thay thế ông Powell, người hiện được xem là trung dung, cán cân biểu quyết có thể nghiêng thêm về phía ủng hộ cắt giảm lãi suất. Thứ tư, lạm phát tại Mỹ nhiều khả năng sẽ được dần ổn định hơn ...

Điều hậu (Hawkish) và bỏ câu (Dovish) là hai thuật ngữ ẩn dụ mô tả hai quan điểm, thái độ trái ngược nhau trong chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương. Phái điều hậu ưu tiên thắt chặt, lãi suất cao để kiểm soát lạm phát, trong khi phái bỏ câu ưu tiên nới lỏng, lãi suất thấp để thúc đẩy tăng trưởng.

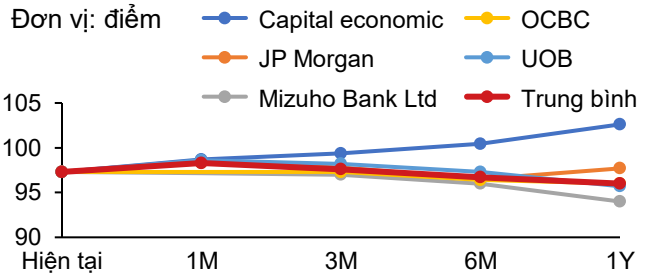
Kinh tế thế giới (tiếp)

... khi lạm phát nhà ở có xu hướng giảm, phần nào bù đắp cho áp lực tăng giá từ thuế quan, trong khi tiêu dùng bắt đầu có dấu hiệu chậm lại. Theo đó, doanh số bán lẻ tháng 12 không tăng so với tháng trước, dù đây là giai đoạn cao điểm của mùa lễ Giáng Sinh và năm mới. Cuối cùng, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) được dự báo sẽ duy trì lãi suất trong năm nay khi lạm phát tiếp tục ổn định quanh vùng mục tiêu và tăng trưởng kinh tế được thúc đẩy thông qua chính sách tài khóa mở rộng.

Hình 4: Thị trường kỳ vọng Fed sẽ cắt 2 lần



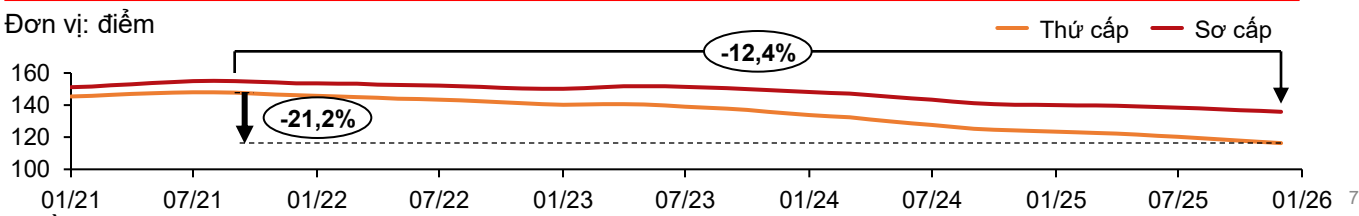
Hình 5: Xu hướng DXY khó đoán



Nhiều tỉnh thành tại Trung Quốc đã bắt đầu đưa ra mức mục tiêu tăng trưởng dao động từ 4,5% đến 5% cho năm 2026, thay vì ở mức 5% như những năm gần đây

Nhìn sang nền kinh tế Trung Quốc, dù theo thông cáo công bố trong tháng 1 vừa qua, nước này đã đạt mức tăng trưởng mục tiêu 5% trong năm 2025, nhiều nhà kinh tế quốc tế vẫn bày tỏ sự hoài nghi về độ tin cậy của con số này. Trên thực tế, đã có không ít nghiên cứu trước đây của The Economist cũng như của Ủy ban Đánh giá Kinh tế và An ninh Mỹ-Trung cho rằng số liệu tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc có thể chưa phản ánh đầy đủ thực trạng nền kinh tế. Dù vậy, không thể phủ nhận rằng việc duy trì một mục tiêu tăng trưởng tương đối và phù hợp trong năm 2026 sẽ có tác động tích cực đến tâm lý thị trường, đồng thời ảnh hưởng đến quá trình xây dựng và triển khai chính sách tài khóa cũng như chính sách tiền tệ ở các cấp chính quyền. Tuy nhiên, trong khi chính quyền Bắc Kinh dự kiến sẽ công bố mục tiêu tăng trưởng năm 2026 vào tháng tới, nhiều tỉnh thành tại Trung Quốc đã bắt đầu đưa ra mức mục tiêu tăng trưởng dao động từ 4,5% đến 5%, thay vì mức 5% như những năm gần đây. Nếu điều này trở thành định hướng chung ở cấp trung ương, đây có thể sẽ là mức mục tiêu tăng trưởng chính thức thấp nhất kể từ năm 1980. Rõ ràng, các yếu tố như bất ổn kinh tế bên ngoài, cầu nội địa suy yếu và thị trường bất động sản vẫn đang trong quá trình điều chỉnh sâu là những thách thức lớn đối với triển vọng tăng trưởng của Trung Quốc trong những năm tới.

Hình 6: Chỉ số giá nhà trung bình giảm đơn của 70 tỉnh lớn Trung Quốc



Nguồn: Refinitiv, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Research.

Kinh tế Việt Nam

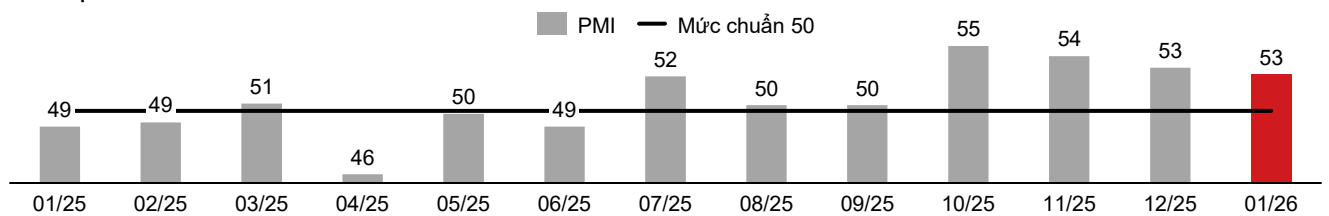
Trong bối cảnh yếu tố mùa vụ che mờ tín hiệu xu hướng tăng trưởng kinh tế, việc đẩy mạnh chính sách tài khóa mở rộng là cần thiết, không chỉ để củng cố động lực kinh tế mà còn nhằm cải thiện thanh khoản và ổn định hệ thống tài chính

Các chỉ số kinh tế nói chung của Việt Nam trong hai tháng đầu năm thường không mang nhiều thông tin do bị ảnh hưởng yếu tố mùa vụ

Các chỉ số kinh tế của Việt Nam trong hai tháng đầu năm, đặc biệt ở phía cung, thường không mang nhiều thông tin do chịu ảnh hưởng mạnh của yếu tố mùa vụ. Những con số tăng trưởng rất cao như chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 22%, xuất khẩu và nhập khẩu tăng lần lượt 30% và 50% so với cùng kỳ năm trước (YoY) chủ yếu phản ánh hiệu ứng nền thấp, khi Tết Nguyên đán năm 2025 rơi vào tháng 1. Nếu quan sát theo tháng (MoM), các chỉ số này lại ghi nhận mức giảm, chủ yếu do hoạt động sản xuất được chủ động giảm tốc trước kỳ nghỉ Tết tương tự như diễn biến các năm trước. Điểm tích cực đáng chú ý trong tháng 1 nằm ở chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI), khi ngành sản xuất duy trì tăng trưởng trong 7 tháng liên tiếp theo khảo sát của S&P Global. Trong đó, sản lượng đầu ra, đơn hàng mới và lao động đều tăng với tốc độ nhanh hơn, niềm tin doanh nghiệp cũng lên mức cao nhất trong gần hai năm. Diễn biến này phù hợp với nhận định ở trên rằng các doanh nghiệp đã dần thích nghi với môi trường thuế quan và bất định toàn cầu.

Hình 7: Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI)

Đơn vị: Chỉ số



Chúng tôi vẫn duy trì dự báo tích cực cho tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam 2026 sẽ đạt hai chữ số

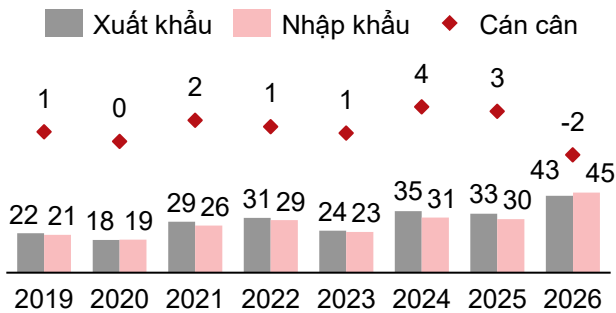
Dựa trên kỳ vọng tăng trưởng kinh tế thế giới tiếp tục được duy trì trong năm tới và nền kinh tế bước vào trạng thái “Bình thường mới” như đã phân tích, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với xuất khẩu Việt Nam năm 2026, với mức tăng trưởng dự báo đạt khoảng 12%. Tuy nhiên, một số điểm đáng lưu ý gồm: Thứ nhất, cán cân thương mại hàng hóa có thể bớt thặng dư so với năm trước, khi tăng trưởng nhập khẩu nhiều khả năng tiếp tục cao hơn xuất khẩu. Điều này phản ánh đặc điểm chu kỳ: khi tăng trưởng kinh tế được thúc đẩy mạnh bởi đầu tư cơ sở hạ tầng, nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu và tư liệu sản xuất sẽ gia tăng tương ứng. Thực tế, ngay trong tháng 1 năm nay, cán cân thương mại đã ghi nhận mức thâm hụt khoảng 2 tỷ USD lần đầu tiên trong 6 năm gần đây chủ yếu do nhập khẩu tăng mạnh ở các nhóm kim loại, sản phẩm kim loại và...

Kinh tế Việt Nam (tiếp)

... lĩnh vực điện tử. Thứ hai, động lực xuất khẩu tiếp tục đến chủ yếu từ khu vực FDI. Trong môi trường biến động do thuế quan, các doanh nghiệp FDI dường như có lợi thế cạnh tranh tốt hơn so với doanh nghiệp trong nước. Xuất khẩu của khu vực doanh nghiệp nội địa trong tháng 1/2026 tiếp tục tăng trưởng âm đánh dấu tháng suy giảm thứ 9 liên tiếp kể từ khi căng thẳng thương mại gia tăng dù nền so sánh cùng kỳ năm trước ở mức thấp.

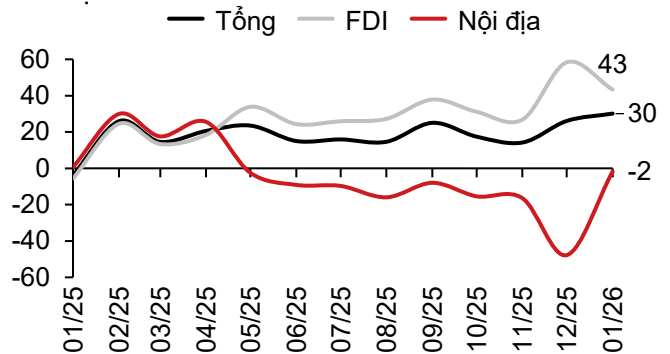
Hình 8: Xuất nhập khẩu tháng 1 các năm

Đơn vị: Tỷ USD



Hình 9: Tăng trưởng xuất khẩu

Đơn vị: % YoY



Tổng FDI đăng ký vẫn chưa có sự tăng trưởng từ tháng 5 năm ngoái (nếu loại trừ tháng 10)

Ở khía cạnh đầu tư, dù nền kinh tế thể hiện khả năng thích nghi tương đối tốt, tâm lý nhà đầu tư nước ngoài vẫn khó tránh khỏi bị ảnh hưởng bởi môi trường bất định bên ngoài. Đây có thể là lý do khiến tổng vốn FDI đăng ký mới chưa ghi nhận xu hướng tăng rõ rệt kể từ tháng 5 năm ngoái (ngoại trừ tháng 10), dù vốn FDI giải ngân vẫn duy trì tích cực nhờ các dự án đã đăng ký trước đó.

Chi đầu tư phát triển của Chính phủ có vẻ chậm lại đáng kể so với 3 tháng gần nhất, khi chỉ đạt 34 nghìn tỷ

Trong nước, những tháng đầu năm thường là giai đoạn tập trung vào phân khai kế hoạch và hoàn tất thủ tục chuẩn bị đầu tư, do đó chi đầu tư phát triển của Chính phủ có xu hướng chậm lại so với quý trước. Tháng 1 năm nay, chi đầu tư phát triển đạt khoảng 34 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 3% kế hoạch năm. Như đã nhấn mạnh trong các báo cáo gần đây, chúng tôi đánh giá chi đầu tư phát triển là động lực tăng trưởng quan trọng bậc nhất của Việt Nam trong năm nay và trung hạn. Do đó, khi Quốc hội đã thông qua mục tiêu tăng trưởng 10%, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tỷ lệ giải ngân đầu tư công năm nay có thể đạt ít nhất 90% kế hoạch, tương đương hơn 1 triệu tỷ đồng. Điều này đồng nghĩa với khối lượng công việc giải ngân trong 11 tháng còn lại của năm sẽ rất lớn, nhằm bù đắp cho mức thực hiện còn khiêm tốn trong tháng đầu năm.

Hình 10: Chi đầu tư phát triển từng tháng

Đơn vị: Nghìn tỷ VND



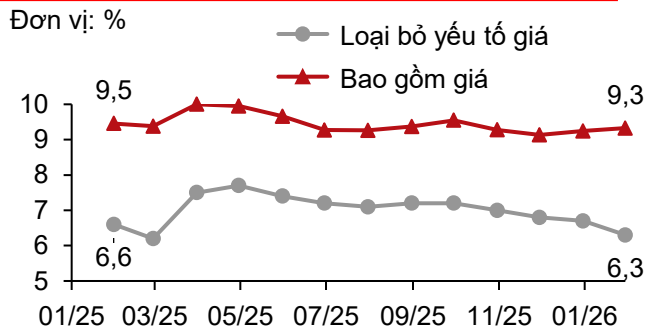
Kinh tế Việt Nam (tiếp)

Chi tiêu tiêu dùng có mức tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng

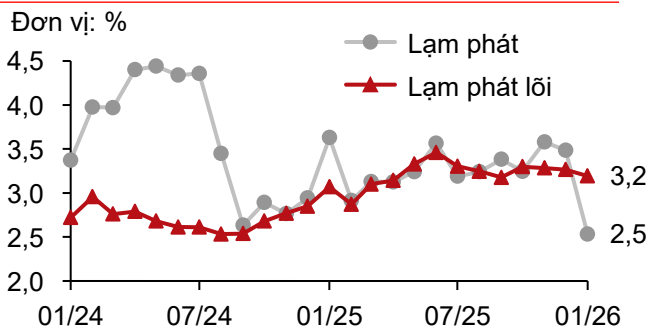
Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực khi đánh giá rằng phân cầu chưa bứt phá do một số các chính sách kích cầu chưa kịp có tác động trong tháng 1

Ở một góc độ nào đó, các số liệu phản ánh phía cầu của nền kinh tế khiến chúng tôi tương đối bất ngờ theo hướng thận trọng hơn. Mặc dù tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tháng 1 tăng khoảng 9% so với cùng kỳ năm trước (YoY), mức tăng này vẫn thấp hơn năm 2025. Nếu loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực chỉ đạt khoảng 6,3%, và tiếp tục thấp hơn cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý, doanh thu dịch vụ lữ hành ghi nhận mức giảm so với tháng trước (MoM), dù lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam tăng thêm khoảng 400 nghìn lượt, tương đương 21% MoM. Đây là diễn biến cần tiếp tục theo dõi, bởi dù tiêu dùng khó có thể trở thành động lực dẫn dắt tăng trưởng, khu vực này vẫn chiếm khoảng 55% GDP. Do đó, rất khó đạt mức tăng trưởng cao nếu phần cầu duy trì trạng thái yếu. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực trong trung hạn, cho rằng cầu tiêu dùng chưa bứt phá chủ yếu do các chính sách kích thích thu nhập chưa kịp phát huy tác động. Cụ thể, biểu thuế lũy tiến từng phần điều chỉnh và mức giảm trừ gia cảnh mới chỉ có hiệu lực từ ngày 1/1/2026, trong khi Luật Thuế thu nhập cá nhân sửa đổi toàn diện sẽ bắt đầu áp dụng từ ngày 1/7/2026. Vì vậy, xét trong trung hạn, bức tranh tiêu dùng nhiều khả năng sẽ cải thiện dần.

Hình 9: Tăng trưởng tổng mức bán lẻ



Hình 10: Lạm phát



Chúng tôi tạm thời không thay đổi dự báo lạm phát trung bình năm nay, ở mức xung quanh 3,3-3,6%

Về lạm phát, như đã đề cập trong các báo cáo trước, chúng tôi tiếp tục cho rằng đây không phải là rủi ro lớn trong năm 2026. Tháng đầu năm, lạm phát đã giảm mạnh xuống còn 2,5%, chủ yếu nhờ giá xăng dầu hạ nhiệt (do tác động từ thị trường quốc tế) và giá rau củ quả điều chỉnh trở lại sau các đợt tăng do thời tiết bất lợi trước đó. Phía cầu không quá mạnh cũng giúp hạn chế áp lực lên lạm phát lõi, vốn đang duy trì quanh mức 3%. Trong những tháng tới, chúng tôi kỳ vọng lạm phát có thể tăng nhẹ do yếu tố mùa vụ liên quan đến Tết Nguyên đán và mùa lễ hội, khi nhu cầu tiêu dùng và đi lại gia tăng. Tuy nhiên, mức tăng này được đánh giá là không đáng kể. Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo lạm phát trung bình năm 2026 trong khoảng 3,3–3,6%.

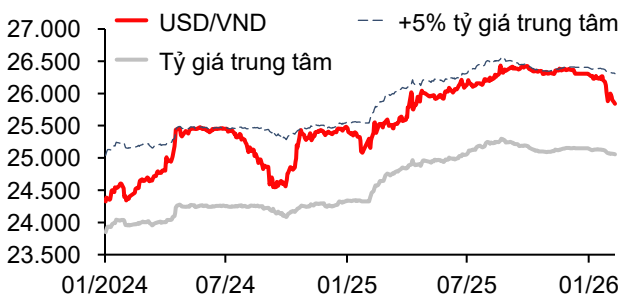
Kinh tế Việt Nam (tiếp)

Tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng đã giảm mạnh từ mức 26.300 xuống dưới 25.900, thậm chí có thời điểm giao dịch quanh vùng 25.8xx trước Tết

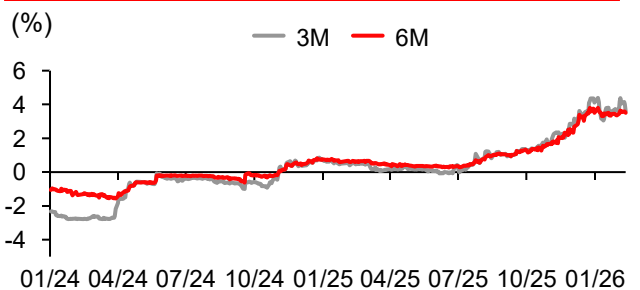
Đối với tỷ giá, như đã dự báo trong các báo cáo trước, tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng đã giảm mạnh từ mức 26.300 xuống dưới 25.900, thậm chí có thời điểm giao dịch quanh vùng 25.8xx. Diễn biến này chủ yếu đến từ chênh lệch lãi suất VND–USD chuyển sang mức dương lớn và yếu tố mùa vụ kiều hối trước Tết. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ giá có thể đã giảm sâu hơn trong nửa đầu tháng 1 nếu không chịu tác động từ mức thâm hụt thương mại hàng hóa hơn 3 tỷ USD trong nửa đầu tháng và gần 2 tỷ USD cho cả tháng. Đây cũng là một trong những rủi ro chính đối với xu hướng mất giá của VND trong năm 2026. Tổng hợp các phân tích trên: (1) - Đồng USD được dự báo đi ngang hoặc giảm nhẹ, dù vẫn tiềm ẩn mức độ biến động cao. (2) - Lãi suất USD quốc tế có xu hướng giảm theo kịch bản của chúng tôi, qua đó gia tăng chênh lệch lãi suất VND–USD theo hướng hỗ trợ VND. (3) - Nhu cầu vay vốn nước ngoài gia tăng nhằm phục vụ các dự án hạ tầng quy mô lớn. Ba yếu tố trên có thể góp phần hạn chế áp lực mất giá của VND. Tuy nhiên, rủi ro vẫn hiện hữu khi: (1) - Nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu và máy móc thiết bị ở mức cao trong khi triển vọng xuất khẩu còn biến động, khiến cán cân thương mại hàng hóa dự báo chỉ thặng dư mỏng. (2) - Căng thẳng địa chính trị gia tăng có thể ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư nước ngoài, qua đó hạn chế dòng vốn FDI và FII, đồng thời làm gia tăng nhu cầu chuyển lợi nhuận về nước thay vì tái đầu tư. Nhìn chung, chúng tôi chưa thay đổi dự báo rằng tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 2% trong năm nay, với xu hướng tăng chủ đạo vào quý II–III và giảm dần vào quý IV theo yếu tố mùa vụ. Rủi ro lớn nhất đối với kịch bản này đến từ các biến động khó lường của đồng USD và lãi suất quốc tế.

Chúng tôi chưa thay đổi dự báo rằng tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 2% trong năm nay, với xu hướng tăng chủ đạo vào quý II–III và giảm dần vào quý IV theo yếu tố mùa vụ

Hình 11: Tỷ giá USD/VND và tỷ giá trung tâm



Hình 12: Chênh lệch lãi suất liên ngân hàng VND – USD



Chính sách tài khóa mở rộng không chỉ giúp tăng trưởng kinh tế mà còn giúp cải thiện thanh khoản cho hệ thống ngân hàng

Nhiều người có thể sẽ ngạc nhiên khi nói về thanh khoản của hệ thống ngân hàng, chúng tôi lại nhắc đến giải ngân đầu tư công, chính sách tài khóa, cán cân ngân sách nhà nước. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là một trong những chìa khóa quan trọng nhất giúp duy trì lãi suất của cả nền kinh tế ổn định. Điểm này được thấy rất rõ khi nhìn vào hơn 200 nghìn tỷ...

Kinh tế Việt Nam (tiếp)

Lãi suất liên ngân hàng đã có lúc lên 17% cho kỳ hạn qua đêm

NHNN đã có những can thiệp kịp thời bằng cách sử dụng công cụ bơm thanh khoản tiền VND

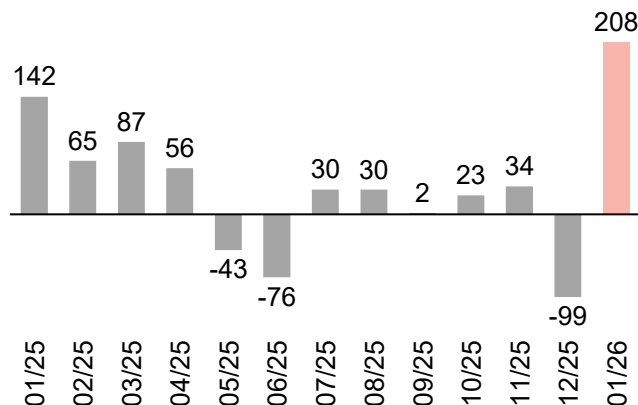
Chúng tôi đánh giá mặt bằng lãi suất liên ngân hàng cao đợt gần Tết chỉ là yếu tố ngắn hạn, và NHNN hoàn toàn có khả năng kiểm soát tốt

... thặng dư cán cân ngân sách vào tháng 1, cộng thêm yếu tố mùa vụ rút tiền trước Tết nguyên đán khiến cho lãi suất liên ngân hàng đã có lúc lên 17% cho kì hạn qua đêm. Nhìn rộng hơn, không phải chỉ là do thặng dư ngân sách của tháng 1 hay rút tiền mặt trước tết, sự biến động lớn của lãi suất liên ngân hàng phần nhiều do tăng trưởng tín dụng cao hơn so với huy động. Khi đó, bất kì tác động từ bên ngoài như rút tiền mặt, thặng dư ngân sách hay lệch nhịp đấu thầu các công cụ của Ngân hàng nhà nước (NHNN) và Kho bạc nhà nước (KBNN) đều sẽ khiến lãi suất liên ngân hàng biến động mạnh. May mắn thay, NHNN đã có những can thiệp kịp thời bằng cách sử dụng công cụ bơm thanh khoản tiền VND vào trong liên ngân hàng thông qua kênh hoán đổi (swap), đồng thời giảm dự trữ bắt buộc cho 4 ngân hàng. Theo tính toán của chúng tôi, chỉ tính riêng hai công cụ trên, lượng tiền VND đã được bơm ngay lập tức vào trong liên ngân hàng là khoảng 200 nghìn tỷ VND, giúp cho lãi suất liên ngân hàng giảm nhanh chóng về vùng 4 đến 8% tùy kỳ hạn.

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi đánh giá mặt bằng lãi suất liên ngân hàng cao đợt gần Tết chỉ là yếu tố ngắn hạn, và NHNN hoàn toàn có khả năng kiểm soát tốt. Chính vì vậy, chúng tôi tạm thời chưa thay đổi dự báo lãi suất liên ngân hàng trung bình cả năm quanh 4 đến 6% cho kỳ hạn 1 tuần, và lãi suất huy động tăng khoảng 65-80 điểm cơ bản. Dự báo này dựa trên giả định quan trọng rằng giải ngân đầu tư công sẽ vẫn tốt như đã nói ở trên và cán cân ngân sách sẽ thâm hụt khoảng 300 đến 400 nghìn tỷ, khiến một lượng tiền lớn được bơm vào nền kinh tế.

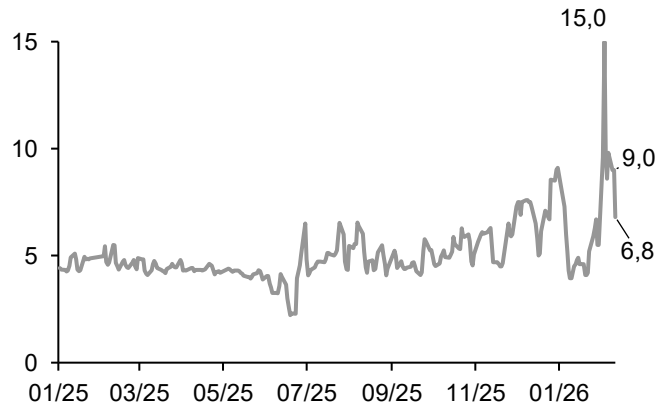
Hình 13: Cán cân ngân sách các tháng

Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ



Hình 14: Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tuần

Đơn vị: %



Phụ lục

Cập nhật tình hình kinh tế và thị trường tài chính thế giới

Chi báo	Quốc gia	Đơn vị	2025	2025												2026
				02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	01	
Tăng trưởng GDP thực	Mỹ	% YoY, hàng quý	2,3 (Q3)		2,0				2,1			2,3				
	EU	% YoY, hàng quý	1,3		1,6				1,5			1,6				1,3
	Trung Quốc	% YoY, hàng quý	5,0		5,4				5,2			4,8				4,5
	Nhật Bản	% YoY, hàng quý	1,1 (Q3)		1,8				2,0			1,1				
CPI	Mỹ	% YoY, hàng tháng	2,7	2,8	2,4	2,3	2,4	2,7	2,7	2,9	3,0			2,7	2,7	2,7
	EU	% YoY, hàng tháng	2,1	2,4	2,2	2,2	1,9	2,0	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	1,7
	Trung Quốc	% YoY, hàng tháng	0,1	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,2	0,7	0,8	0,8	0,2
	Nhật Bản	% YoY, hàng tháng	3,2	3,7	3,6	3,6	3,5	3,3	3,1	2,7	2,9	3,0	2,9	2,1		
Lãi suất chính sách Fed	% cuối tháng	3,75	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	
DXY	Chỉ số, trung bình hàng tháng	100,8	107,3	104,1	100,7	100,0	98,4	97,9	98,3	97,7	98,8	99,7	98,6	98,3		
USDCNY	Chỉ số, trung bình hàng tháng	7,2	7,27	7,25	7,30	7,21	7,18	7,17	7,17	7,12	7,12	7,11	7,04	6,97		
Lãi suất TPCP Mỹ 10 năm	% trung bình hàng tháng	4,3	4,5	4,3	4,3	4,42	4,38	4,38	4,26	4,12	4,05	4,09	4,14	4,21		
Giá dầu WTI	USD/thùng, trung bình hàng tháng	64,7	71,2	67,9	63,0	60,1	67,33	67,24	64,02	63,5	60,1	59,5	57,9	60,3		

Cập nhật tình hình kinh tế và thị trường tài chính Việt Nam

Chi báo	Đơn vị	2025	2025												2026
			02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	01	
Tăng trưởng GDP thực	%, hàng quý, YoY	8,0		7,05				8,19			8,25			8,46	
IIP	%, hàng tháng, YoY	9,23	17,06	8,60	8,85	9,41	10,83	8,54	8,90	13,59	10,44	10,76	10,10	21,5	
Lạm phát	%, hàng tháng, YoY	3,3	2,91	3,13	3,12	3,24	3,57	3,19	3,24	3,38	3,25	3,58	3,58	2,53	
Tổng mức bán lẻ	%, hàng tháng, YoY	9,2	9,4	11,0	11,1	10,2	8,3	9,2	10,6	11,3	7,2	7,1	9,8	9,3	
FDI đăng ký	tỷ USD, hàng tháng	31,4	2,4	3,1	2,5	3,6	2,7	1,8	1,7	2,0	2,5	1,4	3,8	2,4	
FDI giải ngân	tỷ USD, hàng tháng	27,6	1,4	2,0	1,8	2,2	2,8	1,9	1,8	3,4	2,5	2,3	4,0	1,7	
Xuất khẩu	tỷ USD, hàng tháng	475,0	31,1	38,6	37,5	39,9	39,6	42,6	43,5	42,8	42,3	39,1	44,9	43,2	
Nhập khẩu	tỷ USD, hàng tháng	455,0	32,7	36,9	36,9	39,0	36,6	40,1	39,7	39,9	39,5	38,2	45,4	45,0	
Cán cân thương mại	tỷ USD, hàng tháng	20,0	-1,7	1,7	0,6	0,9	3,0	2,6	3,8	2,8	2,7	1,0	-0,5	-1,8	
Tăng trưởng huy động	%, YTD		0,6	2,5	3,8	5,5	8,6	8,0		10,8					
Tăng trưởng tín dụng	%, YTD		0,8	3,9	5,3	6,7	9,9	10,2	11,8	13,9	15,3	16,9			
Lợi suất TPCP 10 năm	%, trung bình hàng tháng	3,4	2,88	2,97	3,04	3,08	3,17	3,26	3,43	3,57	3,73	3,85	3,98	4,09	
Lãi suất liên ngân hàng 1W	%, trung bình hàng tháng	4,9	4,8	4,5	4,4	4,2	3,7	4,9	5,1	4,8	5,2	5,6	7,2	5,1	
Lãi suất huy động 6 tháng*	%, trung bình hàng tháng	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,9	5,5	6,0	
USDVND	trung bình hàng tháng	26.027	25.437	25.547	25.882	25.959	26.089	25.151	26.294	26.398	26.347	26.349	26.332	26.219	

Cập nhật dự báo cả năm cho Việt Nam

Chi báo	Đơn vị	2025	2025												2026	Dự báo
			02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	01	2026	
Tăng trưởng GDP thực	%	8,0		7,05				8,19			8,23			8,46		7,8
Lạm phát	%, YoY, bình quân	3,3	2,91	3,13	3,12	3,24	3,57	3,19	3,24	3,38	3,25	3,58	3,58	2,53		3,3 - 3,6
Tăng trưởng huy động	%, YTD		0,6	2,5	3,8	5,5	8,6	8,0		10,8						11,0 - 13,0
Tăng trưởng tín dụng	%, YTD		0,8	3,9	5,3	6,7	9,9	10,2	11,8	13,9	15,3	16,9				15,0
Tỷ giá USDVND	bình quân	26.027	25.437	25.547	25.882	25.959	26.089	26.151	26.294	26.398	26.347	26.349	26.332	26.219	26.555	
Lợi suất TPCP 10 năm	%, 10Y, bình quân	3,4	2,88	2,97	3,04	3,08	3,17	3,26	3,43	3,57	3,73	3,85	3,98	4,09	4,22	
Lãi suất liên ngân hàng 1W	%, bình quân	4,9	4,8	4,5	4,4	4,2	3,7	4,9	5,1	4,8	5,2	5,6	7,2	5,1	5,0	

Ghi chú: (*) Bình quân gia quyền của 8 ngân hàng: TCB, MBB, VPB, VIB, TPB, ACB, STB, MSB

Nguồn: Tổng cục Thống kê, Tổng cục Hải quan, Refinitiv, Ngân hàng Nhà nước, VBMA, Phân tích của TCB CIBG Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này (“**Báo cáo**”) do Bộ phận Phân tích Kinh tế và Thị trường Tài chính của Ngân hàng Thương mại Cổ phần Kỹ thương Việt Nam (“Techcombank”) soạn thảo nhằm mục đích cung cấp thông tin cho Khách hàng của Techcombank. Khách hàng có thể sao chép hoặc trích dẫn trực tiếp hoặc gián tiếp một phần hay toàn bộ Báo cáo này với điều kiện việc sao chép, trích dẫn phải tôn trọng, đảm bảo giữ đúng nội dung và ghi chú rõ ràng nguồn thông tin Báo cáo. Khách hàng chịu mọi trách nhiệm về việc sao chép, trích dẫn của mình cũng như các nội dung sao chép, trích dẫn không tuân thủ nguyên tắc nêu trên.

Báo cáo này được xây dựng dựa trên các ý kiến chuyên nghiệp được đưa ra một cách cẩn trọng, độc lập và căn cứ vào các nguồn thông tin được cho là đáng tin cậy vào ngày ban hành Báo cáo này. Tuy nhiên, mọi nhận định trong báo cáo này chỉ là ý kiến riêng Bộ phận Phân tích Kinh tế và Thị trường Tài chính, không đại diện cho ý kiến của Ban lãnh đạo Ngân hàng và cũng hoàn toàn không có định hướng nào về kết quả hoạt động của Techcombank. Bộ phận Phân tích Kinh tế và Thị trường Tài chính không cam kết và bảo đảm về sự chính xác, kịp thời, hoàn chỉnh và ổn định của các thông tin trong báo cáo dưới bất kỳ tình huống nào, cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật, điều chỉnh, bổ sung thông tin sau khi báo cáo được phát hành.

Báo cáo này không phải là và không được coi là hoạt động tư vấn hoặc là các khuyến nghị hoặc ý kiến tư vấn đầu tư, tài chính, tư vấn mua, bán bất kỳ sản phẩm nào hoặc tư vấn cho bất cứ hoạt động kinh doanh nào và không nhằm mục đích phục vụ lợi ích của bất kỳ cá nhân/tổ chức nào, bao gồm cả Techcombank và/hoặc các chi nhánh và công ty con của Techcombank. Khách hàng được khuyến cáo nên coi những thông tin được cung cấp trong báo cáo như là một nguồn thông tin tham khảo và Khách hàng nên sử dụng dịch vụ tư vấn, luật sư chuyên nghiệp khi đưa ra các quyết định kinh doanh, đầu tư của mình. Techcombank, tác giả báo cáo, lãnh đạo và/hoặc nhân viên của Techcombank không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với bất cứ cá nhân, tổ chức nào liên quan đến báo cáo này trong bất kỳ tình huống nào.

Nếu khách hàng có bất kỳ bình luận, câu hỏi hoặc mối quan tâm đặc biệt nào về các thông tin đề cập trong báo cáo xin liên hệ với chúng tôi theo thông tin liên hệ sau:

Bộ phận Phân tích Kinh tế và Thị trường Tài chính
nhóm Ngân hàng Doanh nghiệp và Định chế Tài chính

TECHCOMBANK

Địa chỉ: 6 Quang Trung, P. Cửa Nam, Hà Nội

Email: Tckh.ptkt@techcombank.com.vn

Website: <https://techcombank.com/thong-tin/nguyen-cuu>