

BÁO CÁO VĨ MÔ

T3/2026

Động lực tăng trưởng từ khu vực sản xuất

Sức khỏe nền kinh tế

PMI sản xuất

51.2 điểm
T2: 54.3 điểm

Tăng trưởng bán lẻ, dịch vụ *

1,894.5 Nghìn tỷ đồng
+10.9% YoY

Đầu tư công *

113,376 Tỷ đồng
+44.0% YoY

Lạm phát

+4.65 %YoY
T2: +3.35% YoY**Giao thương quốc tế**

FDI thực hiện *

5.4 Tỷ USD
+9.2% YoY

FDI đăng ký *

15.2 Tỷ USD
+38.4% YoY

Kim ngạch XNK *

249.5 Tỷ USD
+23.0% YoY

Tỷ giá USD/VND

26,350
+0.2% MoM**Thị trường vốn**

Tăng trưởng tín dụng

3.18 %YTD

Lãi suất huy động

5.61 %/năm
T1: 5.52/năm

OMO

310,000 Tỷ đồng
-31.6% MoM

TPDN phát hành *

24,802 Tỷ đồng
-1% YoY

Tăng trưởng GDP

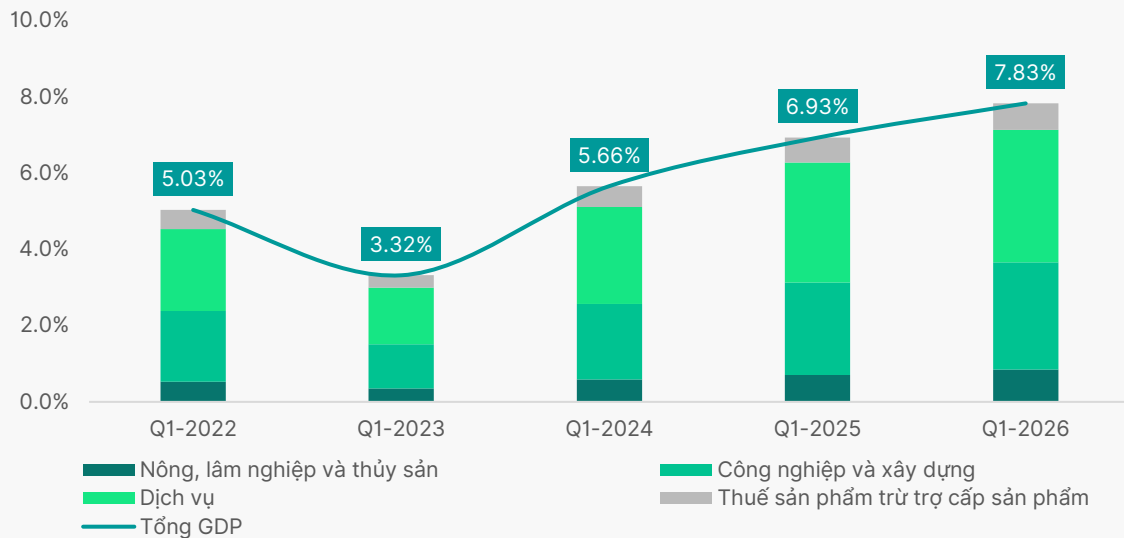
Khu vực sản xuất là “đầu kéo” tăng trưởng

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Quý 1 đạt mức tăng trưởng 7.83% YoY, mức tăng trưởng cao nhất của Quý 1 trong vòng 15 năm qua; tuy nhiên, dữ liệu vẫn cách xa mục tiêu phấn đấu của Chính phủ.

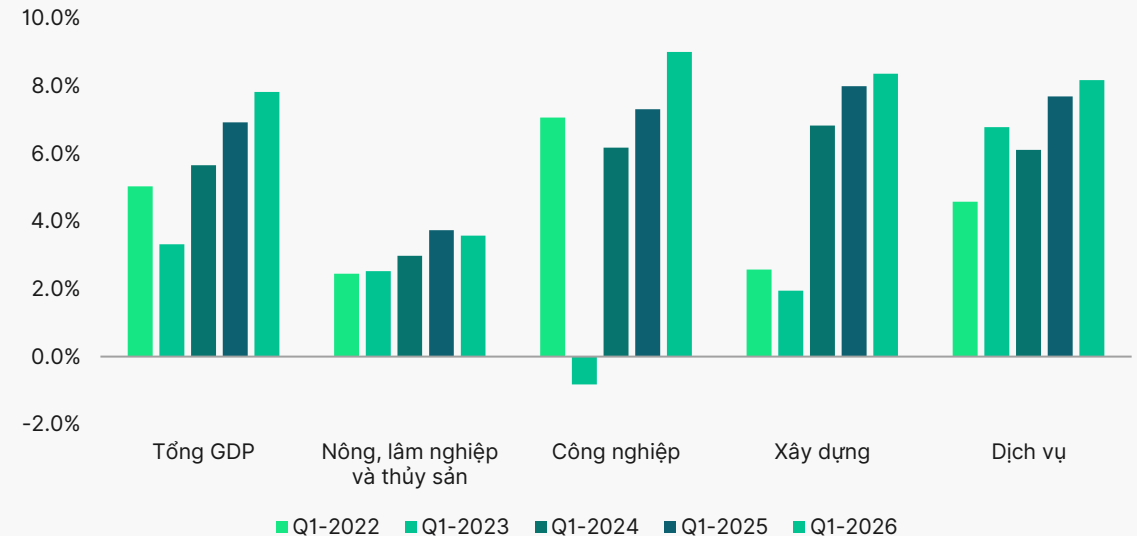
- Động lực dẫn dắt chính trong Quý 1 mang đậm dấu ấn của khu vực Công nghiệp và Xây dựng. Cụ thể, giá trị tăng thêm toàn ngành công nghiệp đạt mức tăng trên 9%, đóng góp tới 38% vào tăng trưởng chung; tương tự ngành xây dựng đạt tăng trưởng 8,4% YoY. Bộ phóng từ kim ngạch xuất nhập khẩu (đạt 249,5 tỷ USD) là nền tảng để khu vực sản xuất tiếp nối động lực tăng trưởng kinh tế trong năm nay.
- Sang quý 2, vai trò từ nội lực (chính sách tài khóa) duy trì, đặc biệt là hiệu quả từ cải cách thể chế, chính sách đi vào thực tế là biến số mà chúng tôi kỳ vọng đẩy mạnh khi Nhà nước Việt Nam đã bộ máy điều hành mới. Dữ liệu đầu tư công quý 1 tăng trưởng 44% nhưng mức đóng góp vào tăng trưởng kinh tế chưa đạt yêu cầu, chỉ đạt 11% kế hoạch.

Kafi nhận định mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2026 duy trì cao, đạt 8.5-9% YoY; song mục tiêu phấn đấu 10% là tương đối thách thức. Môi trường lãi suất dự kiến vẫn sẽ áp lực trong giai đoạn quý 2, không gian điều hành chính tiền tệ nói lỏng hơn từ quý 3 trở đi là điều kiện đủ để kinh tế Việt Nam tăng trưởng tích cực hơn.

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



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



Khu vực sản xuất

Rủi ro địa chính trị gây ảnh hưởng cho xu hướng ngành sản xuất

Chỉ số PMI tháng 03/2026 đạt 51.2 điểm, hạ nhiệt đáng kể so với mức 54.3 điểm của tháng 2, ghi nhận tháng thứ 9 liên tiếp đạt trên ngưỡng tham chiếu 50 điểm. Góc nhìn tương tự với khu vực Đông Nam Á, PMI đạt 51.8 điểm.

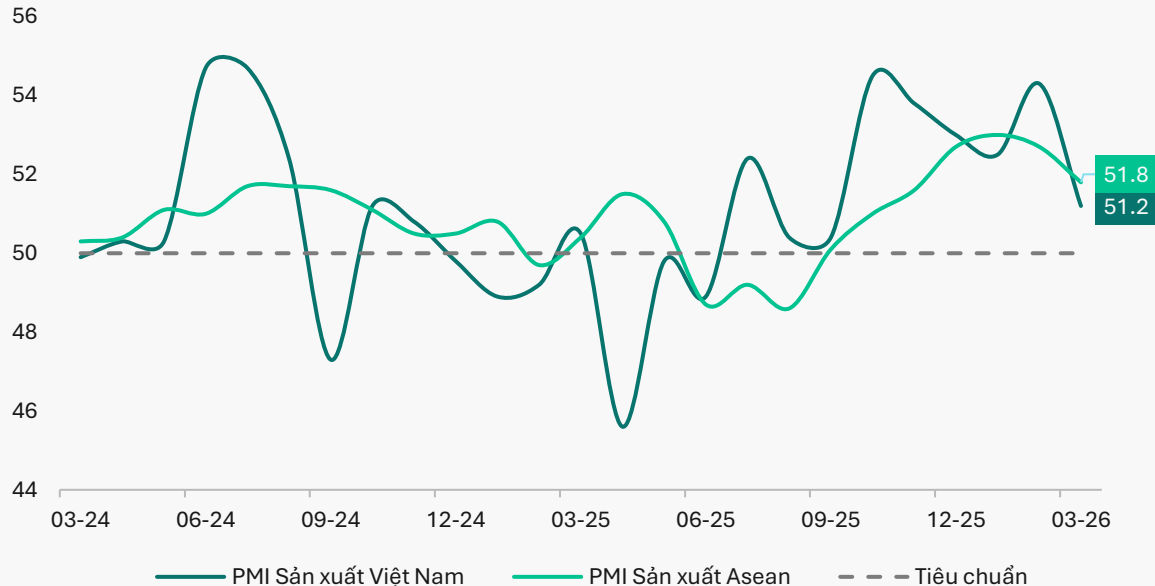
- Điểm nhấn, (1) tốc độ tăng của cả số lượng đơn đặt hàng mới và sản lượng đều chậm lại đáng kể, đặc biệt số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới đã giảm đáng kể; (2) việc làm và hoạt động mua hàng hóa đầu vào đã quay đầu giảm (số lượng nhân viên giảm lần đầu tiên trong sáu tháng); (3) điểm trừ lớn nhất là thời gian giao hàng dự phóng bị kéo dài hơn và tốc độ tăng chi phí đầu vào vọt lên mức mạnh nhất kể từ tháng 4/2022.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T3/2026 tăng trưởng mạnh theo tháng khi công suất hoạt động 100% sau kỳ nghỉ Tết, ghi nhận tăng 18.8% MoM, tăng 6.9% YoY. Tính chung 3 tháng đầu năm thì dữ liệu tăng trưởng IIP đạt 9% YoY.

Tình hình chiến sự kéo dài là “cơn gió ngược” cản bước tăng trưởng của khu vực sản xuất trong và ngoài nước khi đơn hàng giảm và chi phí tăng, thể hiện rõ qua chỉ số niềm tin kinh doanh (báo cáo S&P global) giảm thấp nhất trong 6 tháng. Khu vực trong nước, động lực tăng trưởng sản xuất của mặt hàng kim loại (bao gồm sắt, thép) đạt 15.9% YoY trong tháng 3, đánh giá là bước chuẩn bị vùng vật liệu cho chu kỳ đầu tư công sắp tới. Với kịch bản ảnh hưởng chiến sự được khoanh vùng, Kafi kỳ vọng tăng trưởng sản xuất công nghiệp IIP bảo lưu ở mức bình quân 9% YoY.

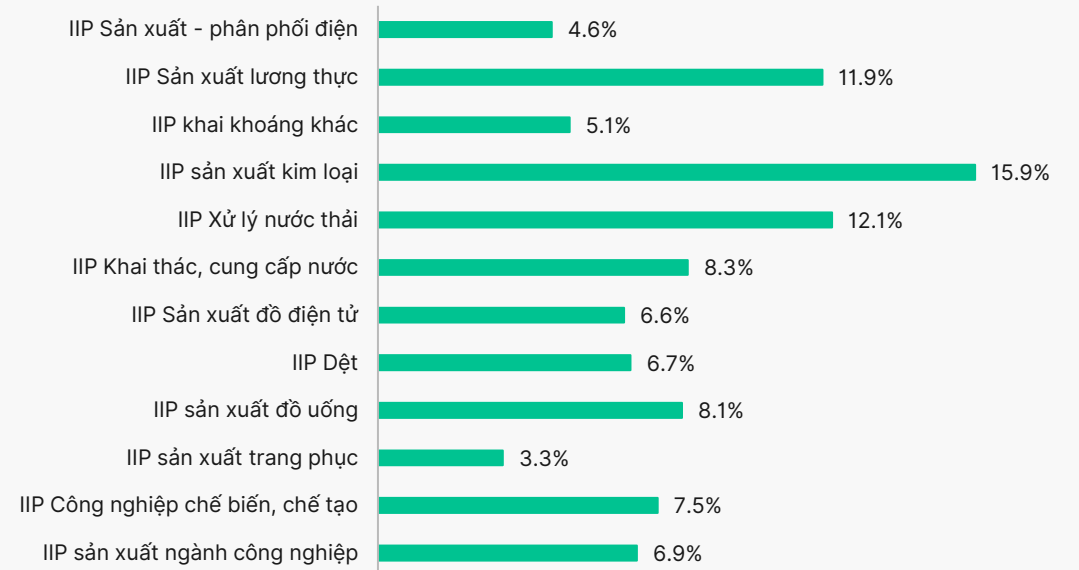
Chỉ số PMI T3 duy trì mở rộng, nhưng giảm tốc

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



Tăng trưởng theo tháng các ngành công nghiệp trong T3/2026

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



Tình hình bán lẻ

Số liệu đầu năm được điều chỉnh, tăng trưởng bán lẻ duy trì vượt qua các biến động vĩ mô

Trong T3/2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 638.6 nghìn tỷ đồng, ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 12.1% YoY. Tính chung Quý 1/2026, tổng mức bán lẻ tăng 10.9% YoY, cho thấy đà phục hồi tích cực của tổng cầu nội địa sau khi có dấu hiệu "hụt hơi" ở những tháng nghỉ Tết.

- Về khách du lịch quốc tế, điểm sáng lớn nhất tiếp tục được duy trì khi Việt Nam thu hút 2.08 triệu lượt khách trong T3/2026 (-6.7% MoM, +1.3% YoY). Lũy kế Quý 1/2026, lượng khách quốc tế đạt mức kỷ lục 6.76 triệu lượt, tăng 12.4% YoY. Các thị trường truyền thống như Trung Quốc (hơn 1.4 triệu lượt, -11.4% YoY) và Hàn Quốc (gần 1.33 triệu lượt, +5.3% YoY) tiếp tục dẫn đầu, chiếm 40% tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam. Lượng khách giảm từ thị trường Trung Quốc được bù đắp từ thị trường mới như Nga (+194.5% YoY) và Ấn Độ (+69.3% YoY).

Tổng quan, xu hướng tăng trưởng bán lẻ bất phá đầy bất ngờ trong tháng 3 trước bối cảnh vĩ mô đầy biến động. Tuy nhiên, áp lực từ việc giá nhiên liệu biến động tăng đã tác động đến chi phí vận chuyển, khiến người tiêu dùng có xu hướng thắt chặt chi tiêu đối với các mặt hàng không thiết yếu, làm cho sức mua bán lẻ hàng hóa cốt lõi tăng chậm lại. Chúng tôi đánh giá dữ liệu tăng trưởng vượt lên xấp xỉ 11% là tín hiệu ngắn hạn, bảo lưu đánh giá tăng trưởng bán lẻ duy trì ổn định ở mức 8-9% trong cả năm 2026.

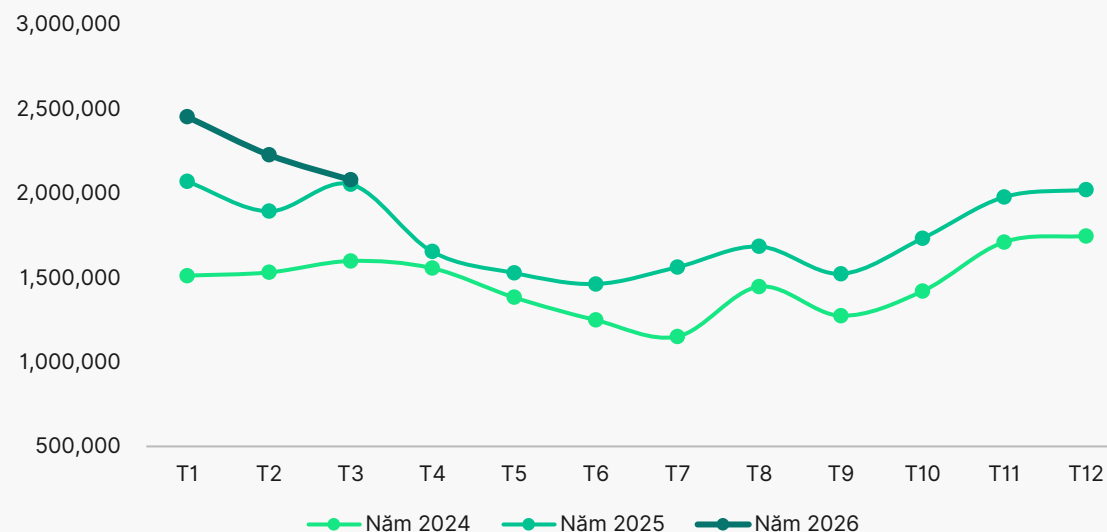
Mảng bán lẻ hàng hóa tăng trưởng ổn định

| Đơn vị % - Nguồn: GSO, Kafi Research

Năm	2025												2026		
	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	
Tổng mức Bán lẻ hàng hóa, dịch vụ	9.4	9.9	10.0	9.7	9.3	9.3	9.4	9.6	9.3	9.1	9.3	9.3	7.9	10.9	
Dịch vụ lưu trú, ăn uống	12.5	14.0	15.0	15.2	14.7	15.0	14.7	14.8	14.6	14.6	14.6	9.4	9.2	13.3	
Bán lẻ hàng hóa	8.7	8.8	8.7	8.2	7.9	7.8	8.1	8.3	8.0	7.9	8.0	9.3	7.8	8.0	
Dịch vụ lưu hành	16.4	18.3	24.5	24.7	23.2	20.0	20.3	20.5	19.8	19.9	20.2	14.0	12.2	12.5	
Dịch vụ khác	10.2	12.5	12.6	12.9	12.3	12.4	11.9	12.1	11.8	11.2	11.5	8.9	7.3	8.0	

Khách du lịch quốc tế

| Đơn vị: Lượt khách - Nguồn: Cục du lịch Quốc gia, Kafi Research



Lạm phát

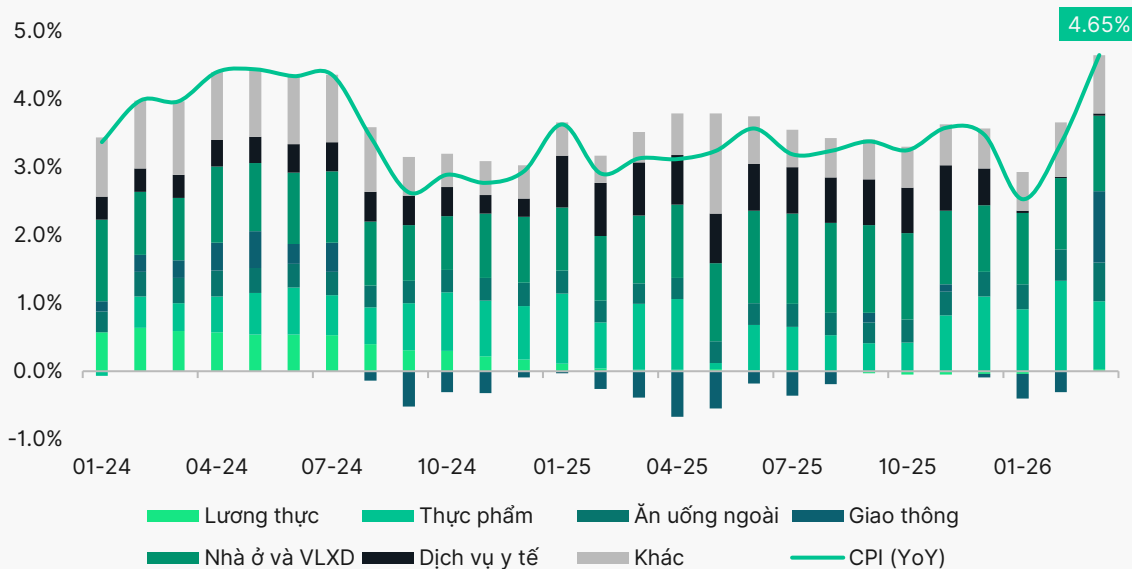
Rủi ro lạm phát kỳ vọng vẫn trong tầm kiểm soát của Chính phủ

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) T3/2026 tăng mạnh 1.23% MoM và vọt lên mức 4.65% YoY, bởi tăng trưởng đóng góp của cấu phần giao thông. Tính chung Quý 1/2026, CPI bình quân tăng 3.51% YoY, lạm phát cơ bản tăng 3.63% YoY.

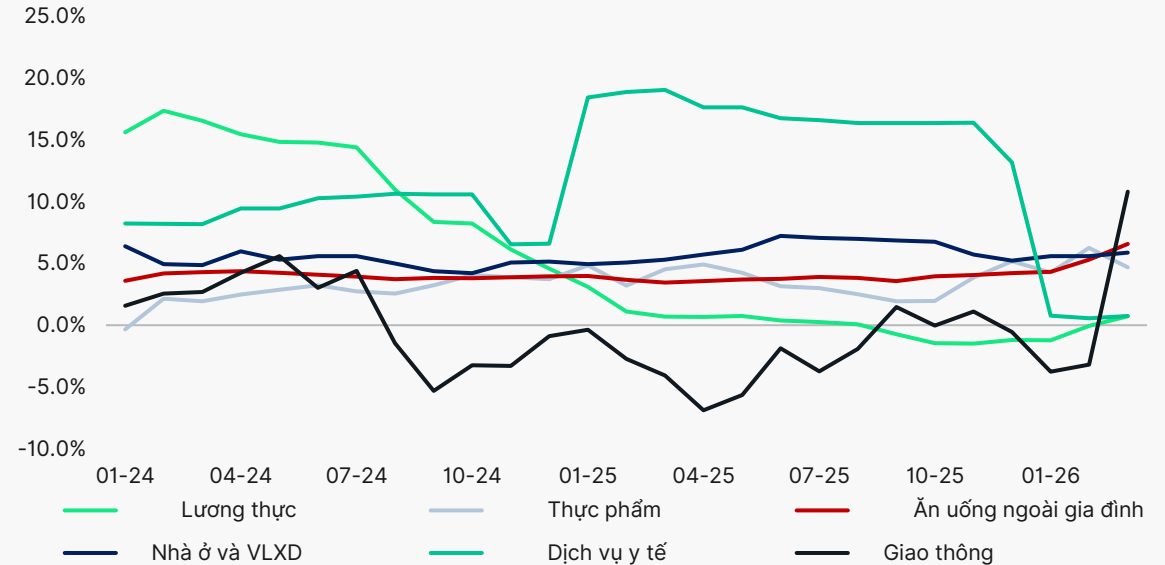
- Động lực tăng giá trong tháng 3 đến từ cả sức kéo nội địa và cú sốc nguồn cung. Chi tiết, có tới 9 trên 11 nhóm hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng chính ghi nhận chỉ số giá tăng so với tháng trước. Tạm thời, biến động chỉ số giá cả chịu ảnh hưởng đột biến bởi chỉ số giá giao thông tăng 10.8% YoY; trong trường hợp chiến sự kéo dài (> 3 tháng), các ảnh hưởng gián tiếp có thể lan rộng sang các cấu phần khác như lương thực – thực phẩm, dịch vụ,...
- Để giảm sốc với biến động giá nhiên liệu, Chính phủ đưa ra nhiều biện pháp cụ thể: (1) sử dụng quỹ bình ổn giá hỗ trợ từ 3.000-4.000 vnd/lít trên từng sản phẩm, tạm ứng cho quỹ thêm 8.000 tỷ đồng theo nghị quyết 69/NQ-CP, (2) hạ mức thuế nhập khẩu ưu đãi (MFN), thuế bảo vệ môi trường về 0% theo Nghị định 72/2026/NĐ-CP.

Mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 4.5% của Chính phủ đang bước vào giai đoạn thử thách căng thẳng. Tuy vậy, với tình hình các cuộc đàm phán giữa Mỹ - Iran mở rộng, Kafi bảo lưu nhận định kịch bản chiến sự Trung Đông trung lập với giá dầu thô bình quân cả năm ở mức 80-90\$/thùng, tương đương với dự phóng CPI bình quân đạt 4-4.5% YoY trong năm 2026 (+1.2% so với dự phóng đầu năm).

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



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



Đầu tư công

Vốn đầu tư công từng bước tăng tốc, kỳ vọng giải ngân duy trì ổn định kể từ đầu năm

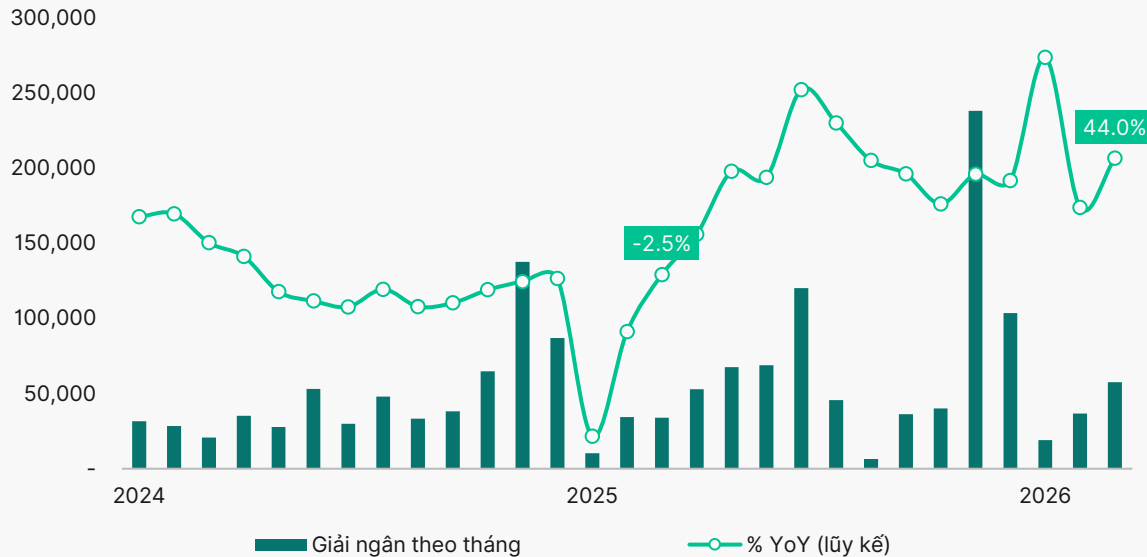
Tính đến đầu tháng 4/2026, tổng vốn đầu tư công (ĐTCC) đã giải ngân ước khoảng 113,376 tỷ đồng (+44.0% YoY), đạt 11.2% so với chỉ tiêu do Thủ tướng Chính phủ phân bổ trong niên độ tài khóa năm 2026. Xét riêng trong kỳ tháng 3, vốn đầu tư công đạt 57,636 tỷ đồng (+57.4% MoM).

- Điểm nghẽn lớn nhất hiện tại nằm ở sự thiếu đồng bộ trong năng lực triển khai vốn giữa các cơ quan quản lý. Sau cả giai đoạn quý 1, toàn quốc vẫn ghi nhận 18 bộ, cơ quan trung ương với tình trạng “trắng giải ngân”, sự chậm trễ này chủ yếu xuất phát từ những vướng mắc trong công tác quy hoạch, giải phóng mặt bằng, và phương án đầu tư.
- Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 16/NQ-CP nhằm tháo gỡ các dự án Xây dựng – Chuyển giao (BT) bị chậm tiến độ trong nhiều năm qua. Bên cạnh đó, để giải quyết tình trạng thiếu nguồn cung vật liệu, Chính phủ xây dựng cơ chế đặc thù, cho phép trực tiếp cấp quyền khai thác cho các nhà thầu thi công tại hơn 15 mỏ vật liệu mới mà không cần qua các thủ tục đấu giá mất thời gian.

Kafi đánh giá, đầu tư công vẫn là động lực dẫn dắt quan trọng nhất cho nền kinh tế năm 2026, đặc biệt trong điều kiện chính sách tiền tệ áp lực thắt chặt. Chúng tôi kỳ vọng quỹ đạo giải ngân vốn ĐTCC đạt 50-60k tỷ/tháng sẽ duy trì ổn định trong năm 2026, khi mà Chính phủ đang bám sát, đẩy mạnh nhiều chính sách, cơ chế tháo gỡ.

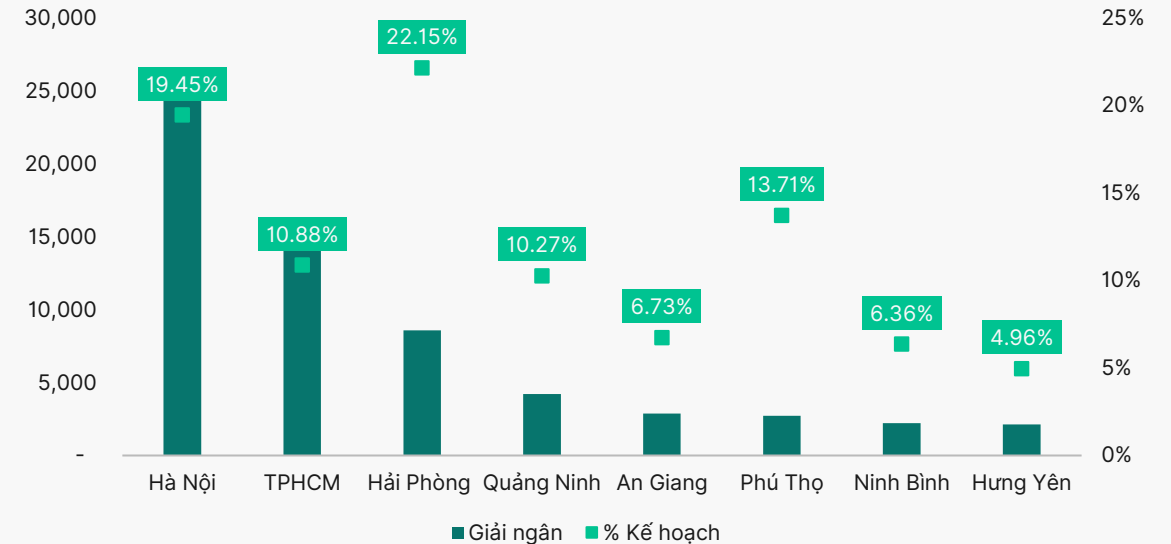
Tiến độ giải ngân đầu tư công (Niên độ tài khóa 13 tháng)

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



Giải ngân ngân sách theo địa phương

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



Dòng vốn FDI

Dòng vốn đăng ký mới đột phá. Góc nhìn từ phía DN FDI đã cởi mở hơn.

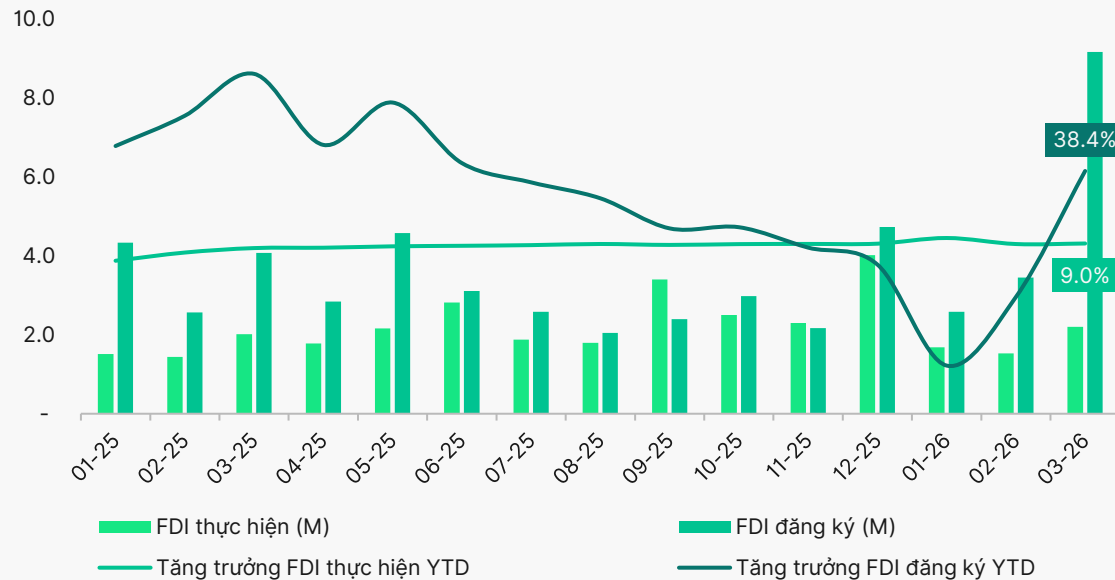
Khép lại Q1/2026, FDI đăng ký và thực hiện lần lượt đạt 15.2 tỷ USD (+38.4% YoY) và 5.4 tỷ USD (+9.2% YoY). Điểm sáng nhất đến từ xu hướng dòng vốn FDI đăng ký mới đã cải thiện đáng kể, so với xu hướng điều chỉnh trung lập liên tiếp kể từ thời điểm thuế quan (tháng 4 năm 2025).

- Sự đồng thuận giữa dòng vốn đăng ký và giải ngân phản ánh dòng tiền ngoại đang xem Việt Nam là "vùng trũng" an toàn trước các cú sốc địa chính trị. Mặc dù cần thêm thời gian để xác nhận xu hướng dài hạn, việc dòng vốn ngoại giải ngân mạnh mẽ ngay tại thời điểm rủi ro toàn cầu leo thang đã tái khẳng định vị thế chiến lược của Việt Nam trong chuỗi cung ứng quốc tế.
- Chi tiết, dòng vốn ngoại vẫn tập trung vào khu vực sản xuất, chế biến công nghiệp đạt 10.5 tỷ USD, chiếm 70% tổng nguồn vốn đăng ký. Các địa phương phát triển khu công nghiệp công nghệ cao như Thái Nguyên (5,4 tỷ USD) và Nghệ An (2,2 tỷ USD) đón đầu dòng vốn một cách tích cực giai đoạn đầu năm.

Kafi đánh giá dòng vốn FDI duy trì tăng trưởng trung lập 9-10% trong năm 2026, có thể mở rộng đánh giá nếu tình hình chiến sự ổn định hơn, và xu hướng đăng ký mới ổn định thêm 1-2 tháng tới. Bên cạnh đó, sự quay trở lại của FDI đăng ký bổ sung nguồn cung ngoại tệ trong trung hạn, là điểm tựa quan trọng trong việc điều hành tỷ giá từ phía NHNN.

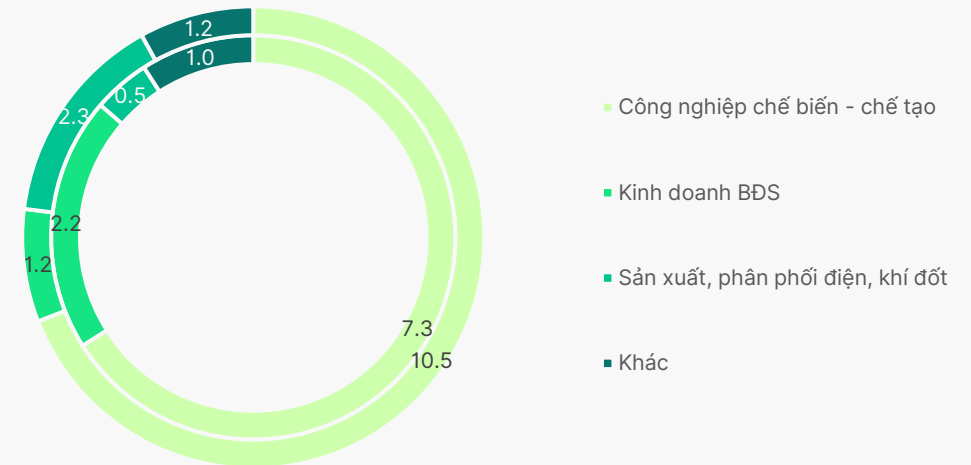
FDI đăng ký tăng trưởng đột phá

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



Cơ cấu FDI thực hiện theo ngành năm 2025-2026 (2026 – vòng ngoài)

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



Cán cân thương mại

Thâm hụt thương mại 4 tháng liên tiếp nhưng quy mô thu hẹp dần theo tháng

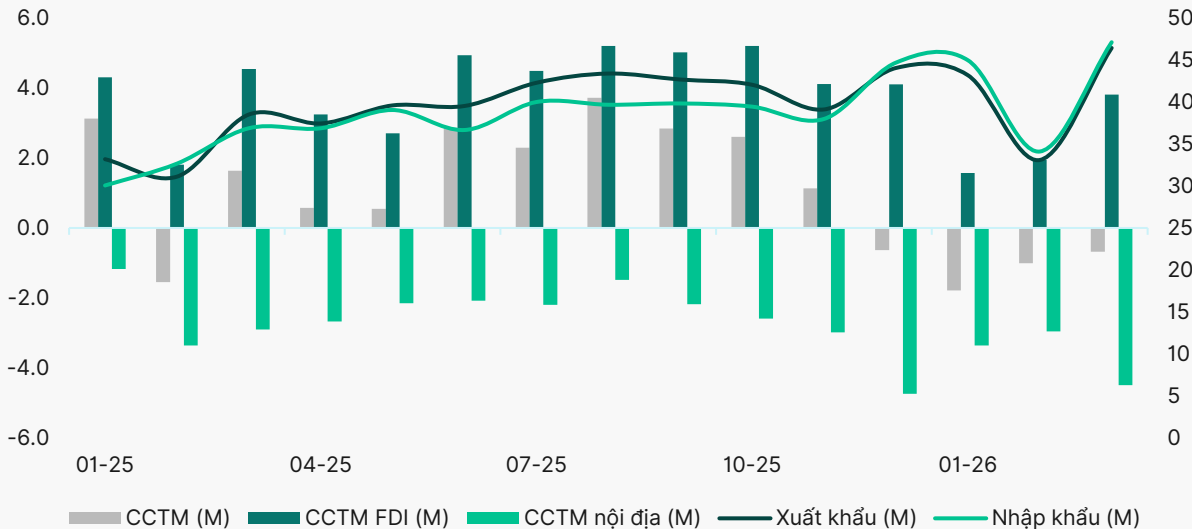
Trong 3 tháng đầu năm 2026, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu (XNK) đạt 249.5 tỷ USD (+23.0% YoY). Trong đó, xuất khẩu đạt 122.9 tỷ USD (+19.1% YoY) và nhập khẩu đạt 126.6 tỷ USD (+27.0% YoY).

- Điểm nhấn trong cơ cấu xuất khẩu Quý 1 tiếp tục mang đậm dấu ấn của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với kim ngạch 110.52 tỷ USD, chiếm tỷ trọng áp đảo 90% tổng giá trị xuất khẩu, và phần lớn xuất khẩu sang thị trường Mỹ.
- Cán cân thương mại quý 1 ghi nhận trạng thái nhập siêu 3.64 tỷ USD (trái ngược với trạng thái xuất siêu 3.2 tỷ USD cùng kỳ năm ngoái); nối tiếp xu hướng từ năm ngoái đến nay, điểm trừ là Việt Nam đã ghi nhận 4 tháng nhập siêu liên tiếp (hàng năm trạng thái này chỉ xuất hiện trong 1-2 tháng). Tuy vậy, một số điểm chúng tôi đánh giá tích cực từ cán cân thương mại hiện tại: (1) quy mô thâm hụt thu hẹp dần, (2) kim ngạch xuất khẩu vẫn giữ tốc độ tăng trưởng cao, trạng thái thâm hụt không đến từ kim ngạch xuất khẩu giảm thì chưa phải yếu tố rủi ro.

Đánh giá tổng quát, Kafi kỳ vọng sớm thấy tín hiệu thặng dư trở lại trên cán cân thanh toán, khi mà chu kỳ sản xuất - xuất khẩu đẩy mạnh từ quý 2 trở đi. Hiện tại, tình hình chiến sự Trung Đông đã thu hẹp quy mô ảnh hưởng đóng góp tạo môi trường ổn định cho khu vực xuất nhập khẩu tăng trưởng ổn định.

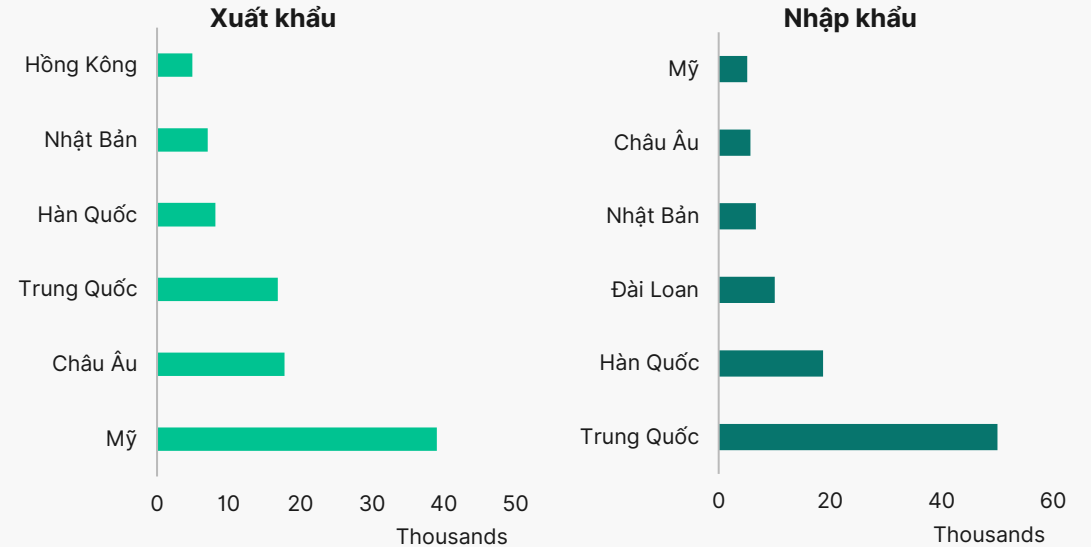
Cán cân thương mại

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



Kim ngạch xuất/nhập khẩu hàng hóa theo đối tác

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



Tỷ giá

Chiến tranh qua đi, áp lực tỷ giá kỳ vọng thu hẹp

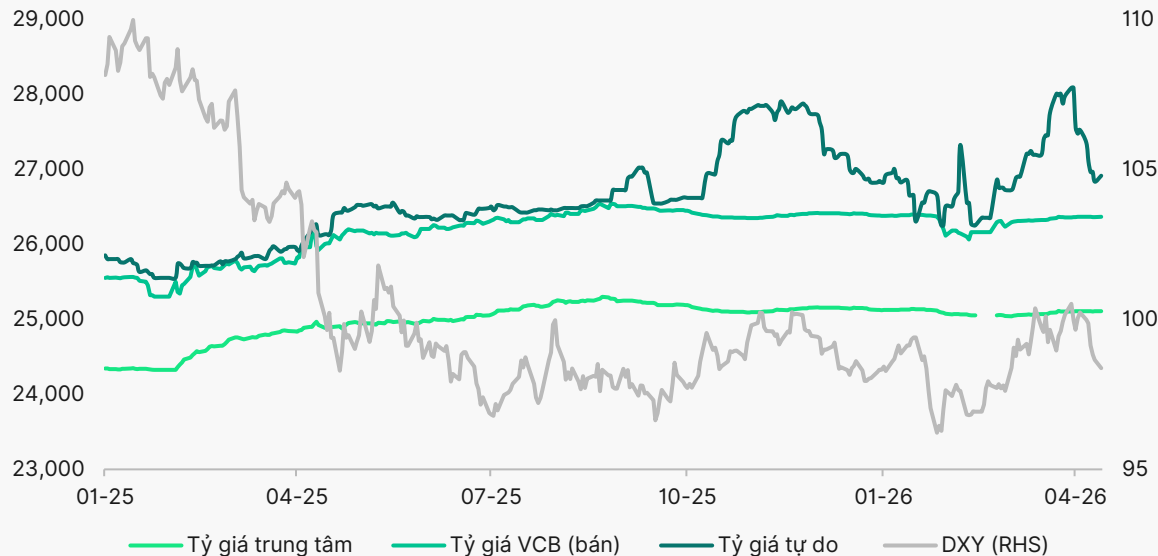
Cập nhật tại ngày 10/04, tỷ giá USD/VND* đạt 26,350 (+0.2% MoM, +0.1% YTD), áp lực tỷ giá biến động tương quan với tình hình chiến sự Trung Đông. Vào giai đoạn cuối tháng 3, khi cuộc đàm phán giữa đôi bên dần nới lỏng, diễn biến tỷ giá tự do và chỉ số DXY tương đồng điều chỉnh rất nhanh, lần lượt đạt 26,830 VND/USD (-1.2% MoM) và 98.4 điểm (-9.8% MoM).

Trong kịch bản chiến sự kết thúc trong khoản thời gian kiểm soát (không sa lầy), Kafi duy trì nhận định mức độ trượt giá của ngoại tệ không là yếu tố gây rủi ro, chỉ tăng nhẹ ở mức 2-2.5% YTD trong năm 2026, và diễn biến tỷ giá cân bằng hơn từ quý 2 trở đi (đỉnh áp lực vốn ngoại và nhu cầu nhập khẩu). Tạm thời, NHNN sẽ ưu tiên kiểm chế tỷ giá trước bằng cách ổn định thanh khoản hệ thống một cách vừa phải (không hạ lãi suất quá nhanh, chấp nhận hy sinh một phần động lực tăng trưởng) trong bối cảnh các NHTW thế giới cũng đang giữ lập trường chính sách thận trọng.

- Điểm tựa trong việc phòng vệ tỷ giá từ phía NHNN: (1) chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và Mỹ đã thu hẹp, (2) dòng vốn FDI đăng ký tăng trưởng mạnh trong quý 1 (+38.4% YoY), (3) trạng thái nhập siêu kỳ vọng sẽ xoay chiều kể từ quý 2.

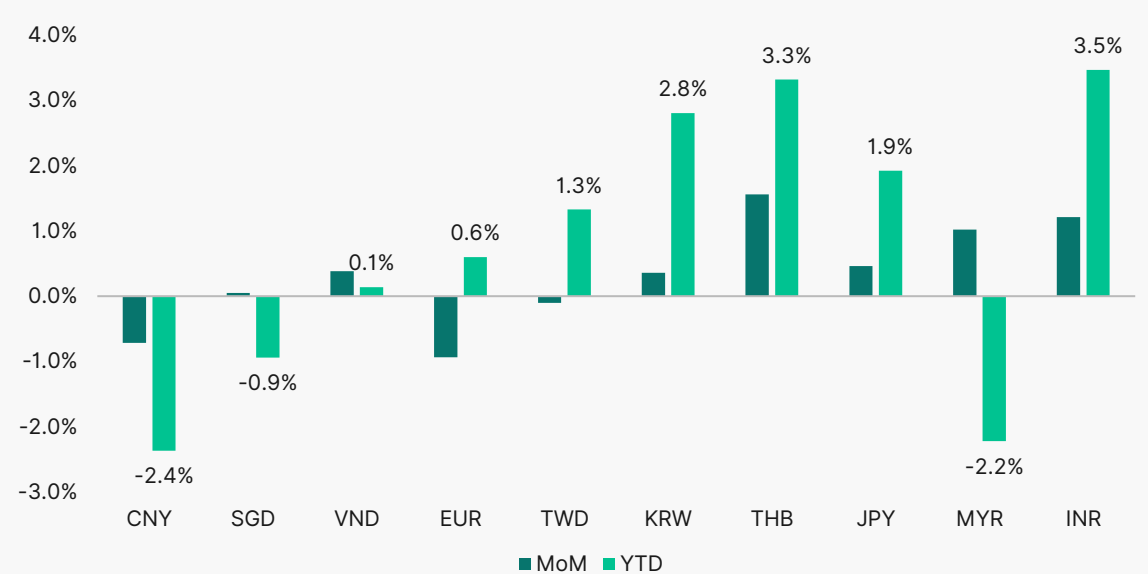
Diễn biến tỷ giá trong nước và DXY

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



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

Đơn vị: % – Nguồn: Investing, Kafi Research



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

Tăng trưởng tín dụng

Chênh lệch huy động – cho vay tiếp tục mở rộng

Tính đến cuối tháng 3, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế ước đạt 3.18% YTD, tương đương 19.2 triệu tỷ đồng được bơm vào nền kinh tế. Bên cạnh yếu tố mùa vụ, sự chững lại của dòng vốn còn xuất phát từ định hướng điều hành thận trọng của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), dữ liệu tăng trưởng tín dụng đã chậm hơn so với cùng kỳ đạt 3.95% YTD.

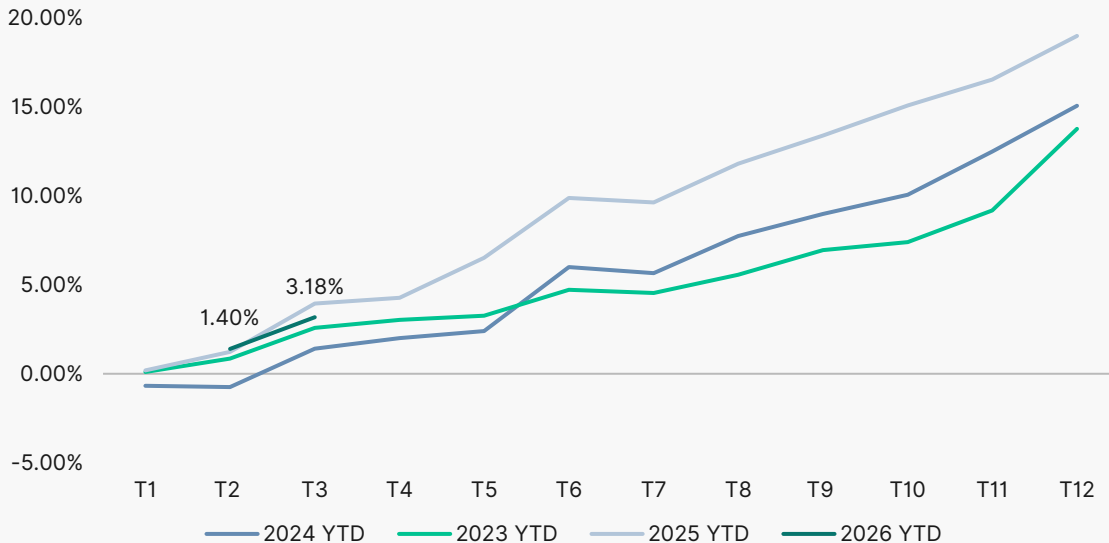
- Điều hướng thắt chặt của NHNN bao gồm yêu cầu kiểm soát chặt chẽ đối với các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro (như bất động sản), cũng như việc rà soát hạn mức cho vay theo từng quý theo chỉ tiêu của từng ngân hàng. Việc kiểm soát đầu cho vay hỗ trợ cho lãi suất nền ổn định hơn, chờ cấu trúc vốn từ huy động được bù đắp khi LSHĐ tăng.

Xu hướng lãi suất huy động tăng vẫn hiện hữu, áp lực suy giảm cung tiền càng tăng lên khi tình hình chiến sự còn nhiều căng thẳng trong tháng 3. Áp lực huy động lan sang nhóm ngân hàng quốc doanh, chứng kiến mức tăng LSHĐ bình quân thêm 70 bps, đạt mức 5.9%/năm ở kỳ hạn 12T. Dù lãi suất đã tăng trong 4 tháng liên tiếp, nhưng tăng trưởng huy động vẫn ghi nhận con số chậm chạp, tăng 0.44% kể từ đầu năm.

Kafi đánh giá, mặt bằng lãi suất huy động vẫn duy trì ở mức trung lập – cao trong quý 2. Dù chủ trương của thống đốc NHNN trong việc nỗ lực “chặn trần” lãi suất huy động, song chênh lệch huy động – cho vay đến hết thời điểm quý 1 vẫn tiếp tục mở rộng, khiến cho xu hướng lãi suất huy động khó điều chỉnh ngay trong ngắn hạn.

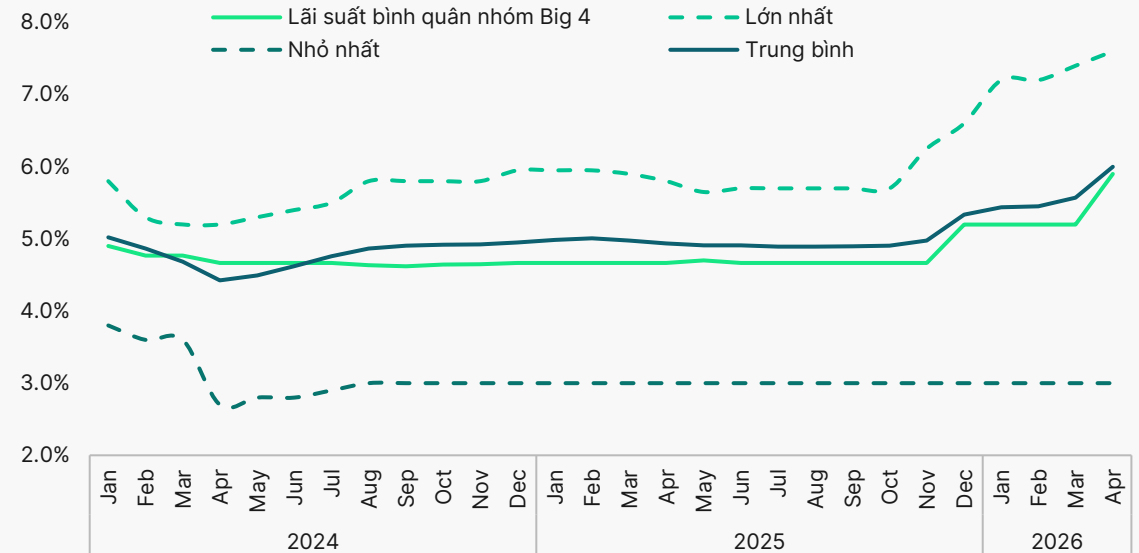
Tăng trưởng tín dụng qua các năm

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



Lãi suất huy động

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



Thị trường mở

Xu hướng lãi suất cần nâng nhẹ trong năm 2026

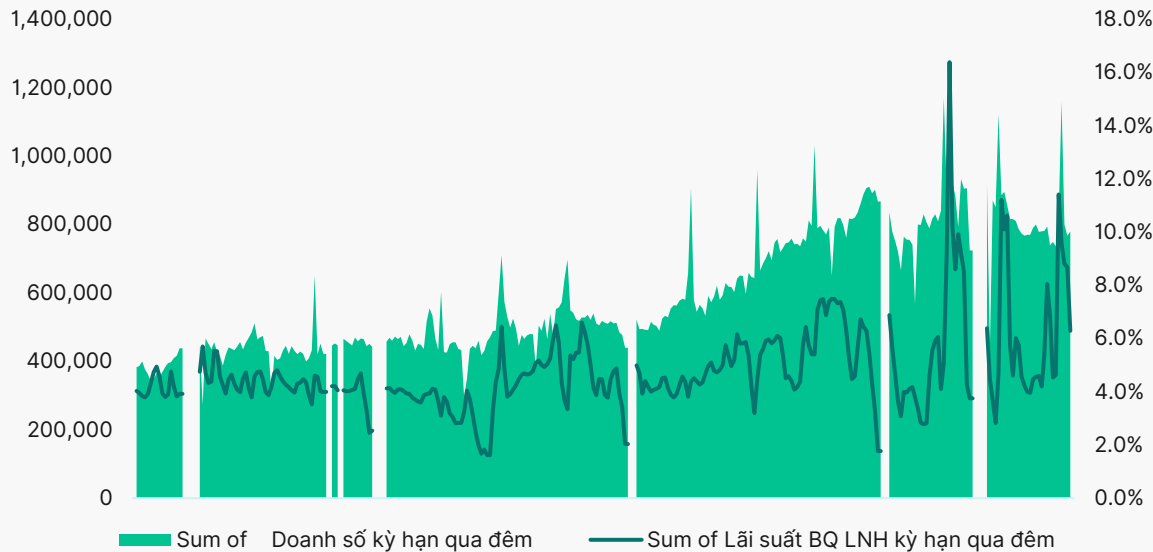
Trong T3/2026, lãi suất liên ngân hàng (LNH) qua đêm có phần hạ nhiệt hơn so với giai đoạn thiếu hụt thanh khoản sau sau Tết. Dù thị trường 2 chứng kiến điều hướng hỗ trợ thanh khoản thu hẹp hơn từ phía nhà điều hành, song diễn biến lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm bình quân ở mức 6.5%/năm, (-0.4% MoM); diễn biến này được hỗ trợ từ việc “room” tín dụng cuối quý không còn nhiều để cho vay mới.

- Quy mô thanh khoản trên thị trường mở nhìn chung thu hẹp, thời điểm đáy ghi nhận tổng OMO lưu hành chỉ đạt 217k tỷ đồng (giảm hơn 200k tỷ so với tháng trước). Giai đoạn 1/3 cuối tháng, lượng thanh khoản được cung ứng trở lại ở mức vừa phải, điểm sáng là quy mô OMO ở kỳ hạn trung hạn bổ sung nhiều hơn, thể hiện rõ quan điểm ổn định lãi suất, thanh khoản trong khung thời gian dài hạn hơn.

Kafi nhận định, trong giai đoạn quý 2, NHNN sẽ tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất liên ngân hàng ở mức "đủ cao" (dự kiến dao động quanh 4.5% - 5.5% đối với kỳ hạn qua đêm) trước áp lực ổn định tỷ giá và lạm phát. Tức, trạng thái của chính sách tiền tệ chưa thể quay lại điều hướng nới lỏng, động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế được hỗ trợ từ chính sách tài khóa nhiều hơn.

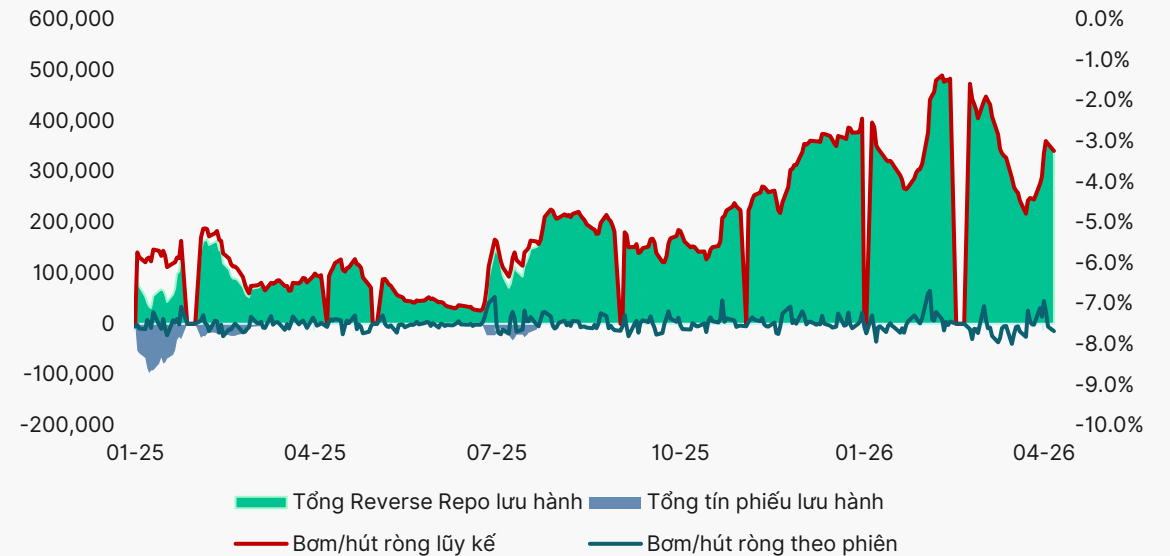
Thị trường liên ngân hàng

| Đơn vị: Tỷ đồng/% – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Thị trường mở

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



Trái phiếu doanh nghiệp

Thanh khoản thứ cấp bùng nổ

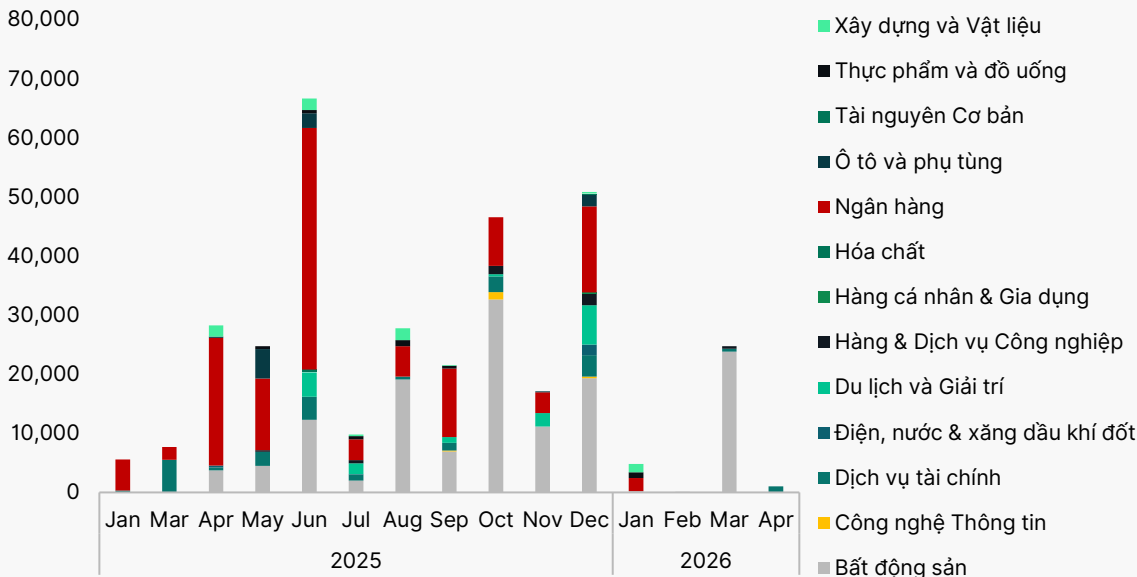
Trong tháng 3/2026, tổng giá trị phát hành TPDN đạt 16.310 tỷ đồng (+382% MoM). Tính chung lũy kế Quý 1/2026, thị trường huy động thành công đạt 24.802 tỷ đồng (-1% YoY).

- Trên thị trường thứ cấp, thanh khoản cũng chứng kiến sự phục hồi ấn tượng. Tổng giá trị giao dịch TPDN riêng lẻ tại HNX trong tháng 3 đạt mức 151.283 tỷ đồng, tương đương bình quân 6.877 tỷ đồng/phiên (+139,4% MoM).
- Về cấu trúc dòng vốn, đợt phát hành tháng 3 tập trung tuyệt đối vào nhóm Bất động sản (điển hình là Marina Center huy động hơn 10.195 tỷ đồng) và nhóm Ngân hàng/Tài chính. Ở một diễn biến đáng lưu ý khác, hoạt động mua lại trước hạn có dấu hiệu chậm lại, chỉ đạt 6.298 tỷ đồng (-37% YoY).
- Rủi ro đáo hạn TPDN hiện hữu: Áp lực đáo hạn trong 9 tháng cuối năm ước tính lên tới gần 176.000 tỷ đồng. Nếu pháp lý dự án BĐS chậm tháo gỡ, rủi ro chậm trả nợ có thể tạo "hiệu ứng lây lan" lên chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng.

Với diễn biến lãi suất tăng hiện tại, Nhà đầu tư sơ cấp có xu hướng đòi hỏi một mức lợi suất cao hơn, đồng thời gây áp lực ở chiều phát hành trái phiếu mới. Quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp đánh giá vẫn khá ảm đạm, cấu trúc tổ chức phát hành thiếu sự đa dạng dù nhu cầu huy động vốn của doanh nghiệp khá cao trong giai đoạn đầu năm.

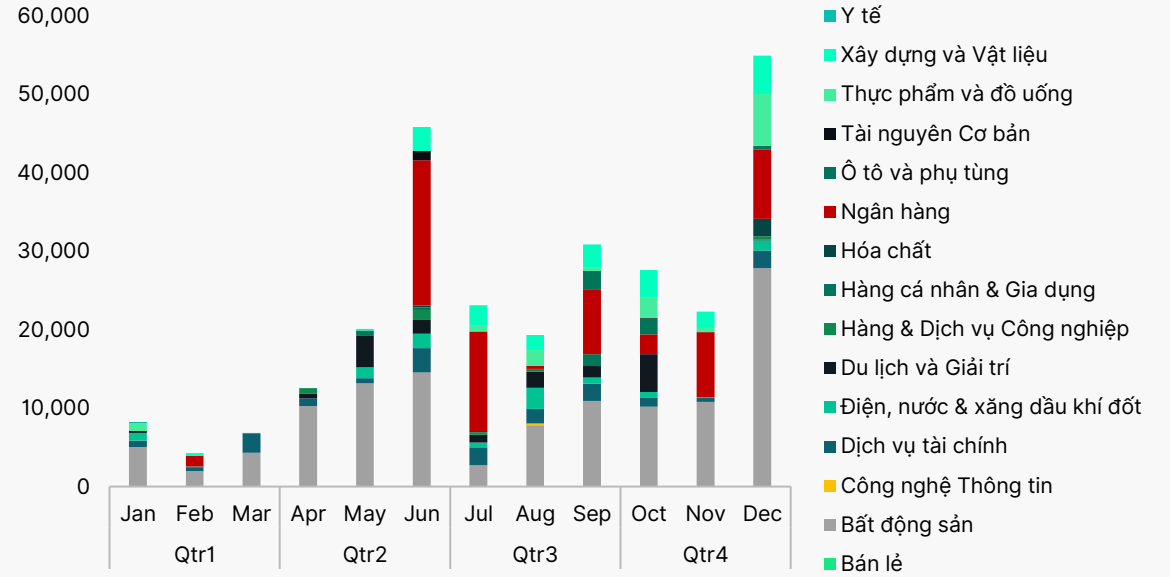
Giá trị phát hành TPDN

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



Giá trị TPDN đáo hạn trong năm 2026

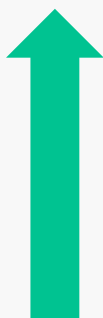
| Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: VBMA, Kafi Research



Vĩ mô Việt Nam Quý I TRUNG LẬP

- Nền kinh tế trong nước: Bức tranh Quý 1/2026 ghi nhận sự bứt tốc mạnh mẽ với tăng trưởng GDP đạt 7.83% YoY nhờ các động lực cốt lõi như dòng vốn FDI, kim ngạch thương mại và sự phục hồi dần của tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, sự mở rộng này đi kèm với "tác dụng phụ" là áp lực nhập siêu, cộng hưởng cùng DXY làm gia tăng sức ép lên tỷ giá và lạm phát chi phí đẩy
- Tổng thể, Kafi bảo lưu nhận định vĩ mô Việt Nam TRUNG LẬP trong quý 1 bất chấp con số tăng trưởng GDP đột phá. Thái độ thận trọng này được đưa ra khi hướng tới quý 2 - giai đoạn có tính mùa vụ thấp về tiêu dùng, đồng thời các nỗ lực tháo gỡ điểm nghẽn pháp lý vẫn cần độ trễ nhất định để ngấm vào nền kinh tế thực. Về chính sách tiền tệ, nhà điều hành thể hiện góc nhìn cẩn trọng giữa việc cân bằng giữa bảo vệ tỷ giá và duy trì mặt bằng chi phí vốn ổn định để hỗ trợ tăng trưởng.

Điểm nhấn chính theo đóng góp tích cực/tiêu cực trong kỳ Q1/2026



- Dòng vốn FDI bứt phá kỷ lục: Vốn đăng ký đạt 15.2 tỷ USD (+42.9% YoY), xác nhận làn sóng các "siêu dự án" công nghệ cao đồ bộ; FDI giải ngân đạt 5.4 tỷ USD (+9.1% YoY).
- Tín dụng lợi ngược dòng ấn tượng: Đạt 3.18% YTD (khoảng 19.18 triệu tỷ đồng), khẳng định dòng vốn giá rẻ đã thực sự thẩm thấu vào khu vực sản xuất và thương mại.
- Thương mại quốc tế bùng nổ: Tổng kim ngạch XNK đạt 249.5 tỷ USD (+23.0% YoY), nền sản xuất chính thức bước vào chu kỳ mở rộng công suất mới.
- Khởi thông chính sách: Việc ban hành Nghị quyết 16/NQ-CP và các cơ chế đặc thù về vật liệu đắp nền kỳ vọng tạo cú hích lớn cho giải ngân đầu tư công và dự án BT từ Quý 2.



- Áp lực thâm hụt thương mại và Tỷ giá: Cán cân thương mại Quý 1 nhập siêu 3.64 tỷ USD (do khối FDI tăng tốc nhập khẩu máy móc), tạo áp lực mất giá lên VND (~2.7% YTD), buộc NHNN phải tái kích hoạt kênh OMO hút ròng ~171.700 tỷ đồng để phòng vệ.
- Lạm phát đối mặt thách thức: CPI tháng 3 tăng 4.65% YoY (mức cao nhất 5 năm), chủ yếu do cú sốc chi phí giao thông, nhiên liệu và tỷ giá.
- Đà phục hồi sản xuất bị cản trở: Chỉ số PMI tháng 3 hạ nhiệt xuống 51.2 điểm (từ 54.3 điểm) do chi phí đầu vào tăng mạnh và thời gian giao hàng kéo dài.
- Rủi ro từ thị trường TPDN: Áp lực đáo hạn trong 9 tháng cuối năm ước tính lên tới gần 176.000 tỷ đồng. Nếu pháp lý dự án BĐS chậm tháo gỡ, rủi ro chậm trả nợ có thể tạo "hiệu ứng lây lan" lên chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng.

Tổng hợp các chỉ số vĩ mô

Cấu phần vĩ mô	Đơn vị	03-25	04-25	05-25	06-25	07-25	08-25	09-25	10-25	11-25	12-25	01-26	02-26	03-26
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)	% MoM	12.0%	1.4%	4.3%	4.1%	0.5%	2.2%	0.1%	2.4%	2.3%	2.2%	-0.2%	-18.5%	18.8%
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)	% YoY	9.9%	9.6%	9.6%	8.0%	7.4%	8.7%	12.7%	10.4%	9.1%	10.1%	19.4%	0.6%	6.9%
Chỉ số nhà quản trị mua hàng PMI	Điểm	50.5	45.6	49.8	48.9	52.4	50.4	50.4	54.5	53.8	53	52.5	54.3	51.2
Tổng mức bán lẻ hàng hóa YTD	Triệu tỷ	1.7	2.3	2.9	3.4	4.0	4.6	5.2	5.8	6.4	7.0	0.6	1.2	1.9
Tăng trưởng bán lẻ lũy kế	% YoY	11.1%	10.8%	10.5%	10.3%	10.1%	10.4%	10.0%	10.0%	9.5%	9.7%	10.3%	8.7%	11.4%
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	% YoY	3.1%	3.1%	3.2%	3.6%	3.2%	3.2%	3.4%	3.3%	3.6%	3.5%	2.5%	3.4%	4.7%
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	% MoM	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.5%	0.2%	0.1%	1.1%	1.2%
Tổng giá trị xuất khẩu lũy kế	Tỷ USD	102.8	140.3	180.2	219.9	262.5	306.0	348.7	391.0	430.1	475.1	43.2	76.4	126.6
Giá trị xuất khẩu theo tháng	Tỷ USD	38.5	37.4	39.6	39.5	42.3	43.4	42.7	42.0	39.1	44.1	43.2	33.1	47.1
Tổng giá trị nhập khẩu lũy kế	Tỷ USD	99.7	136.6	175.6	212.2	252.3	292.0	331.9	371.4	409.6	455.0	45.0	79.3	122.9
Giá trị nhập khẩu theo tháng	Tỷ USD	36.9	36.9	39.0	36.7	40.0	39.7	39.8	39.4	38.0	44.7	45.0	34.1	46.4
Cán cân thương mại lũy kế	Tỷ USD	3.2	3.8	4.7	7.7	10.2	14.0	16.8	19.6	20.5	20.1	-1.8	-2.9	3.6
Cán cân thương mại theo tháng	Tỷ USD	1.6	0.6	0.6	2.9	2.3	3.7	2.8	2.6	1.1	-0.6	-1.8	-1.0	0.7
Tăng trưởng xuất khẩu lũy kế	% YoY	10.6%	12.9%	14.0%	14.5%	14.8%	14.8%	16.0%	16.2%	16.1%	17.0%	30.1%	18.9%	23.1%
Tăng trưởng nhập khẩu lũy kế	% YoY	17.0%	18.5%	17.5%	17.9%	17.9%	17.9%	18.8%	18.6%	18.4%	19.4%	49.6%	26.3%	23.3%
Tăng trưởng CCTM lũy kế	% YoY	-59.6%	-58.2%	-46.4%	-36.7%	-30.3%	-25.7%	-20.4%	-15.6%	-15.8%	-19.6%	-157.0%	-300.6%	15.5%

Tổng hợp các chỉ số vĩ mô

Cấu phần vĩ mô	Đơn vị	03-25	04-25	05-25	06-25	07-25	08-25	09-25	10-25	11-25	12-25	01-26	02-26	03-26
FDI đăng ký lũy kế	Tỷ USD	10.98	13.82	18.40	21.51	24.09	26.14	28.54	31.52	33.69	38.42	2.58	6.03	15.20
FDI đăng ký theo tháng	Tỷ USD	4.1	2.8	4.6	3.1	2.6	2.1	2.4	3.0	2.2	4.7	-35.8	3.5	9.2
FDI thực hiện lũy kế	Tỷ USD	5.0	6.7	8.9	11.7	13.6	15.4	18.8	21.3	23.6	27.6	1.7	3.2	5.4
FDI thực hiện theo tháng	Tỷ USD	2.0	1.8	2.2	2.8	1.9	1.8	3.4	2.5	2.3	4.0	-25.9	1.5	2.2
Tăng trưởng FDI đăng ký lũy kế	% YoY	77.8%	49.0%	66.2%	41.7%	33.8%	27.4%	15.2%	15.6%	7.4%	0.5%	-40.5%	-12.7%	38.4%
Tăng trưởng FDI thực hiện lũy kế	% YoY	7.2%	7.3%	7.9%	8.1%	8.4%	8.8%	8.5%	8.8%	8.9%	9.0%	11.3%	8.8%	9.0%
Tỷ giá ngoại tệ (VCB bán)	USD/VND	25,740	26,180	26,200	26,300	26,380	26,502	26,446	26,347	26,412	26,377	26,110	26,230	26,357
Biến động tỷ giá	% YTD	0.7%	2.5%	2.5%	2.9%	3.2%	3.7%	3.5%	3.1%	3.4%	3.2%	2.2%	2.7%	3.2%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	3.9%	5.3%	6.7%	9.9%	9.6%	11.8%	13.4%	15.1%	15.6%	19.0%	0.0%	1.4%	3.2%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	17.9%	18.8%	18.8%	19.2%	17.6%	19.9%	19.6%	20.3%	19.9%	19.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lãi suất huy động trung bình	%/năm	5.0%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%
Lãi suất cho vay trung bình	%/năm	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	8.2%	8.3%

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

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

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

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

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

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