

Cập nhật vĩ mô

Chỉ tiêu chính		
	2024	2025
Tăng trưởng GDP	7,09%	8,02%
Công nghiệp xây dựng	8,2%	8,9%
Dịch vụ	7,4%	8,6%
Nông nghiệp	3,3%	3,8%
	1T26	2T26
Bán lẻ YoY	9,3%	8,7%
Khách QT (triệu lượt)	2,45	2,23
Xuất khẩu YoY	29,7%	18,3%
Nhập khẩu	49,2%	26,3%
Cán cân thương mại (triệu đồng)	(1,78)	(2,98)
PMI	52,5	54,3
IIP YoY	19,4%	10,4%
FDI thực hiện YoY	11,3%	6,3%
Đầu tư công YoY	19,3%	3,8%
CPI YoY	2,53%	3,35%
USD/VND	25.969	26.293
LS tái cấp vốn	4,5%	4,5%
LS tái chiết khấu	3,0%	3,0%
Tăng trưởng TD	0,44%	1,62%
Lợi suất TPCP		
5 năm	3,75%	4,03%
10 năm	4,11%	4,19%

Rủi ro lạm phát leo thang trước xung đột Trung Đông

- IIP 2T26 tăng 10,4% svck; PMI đạt 54,3 điểm trong tháng 2/2026
- Thặng dư NSNN tăng 15,4% svck, đạt 290,3 nghìn tỷ đồng trong 2T26

Kinh tế, chính trị thế giới đảo chiều sau xung đột Trung Đông

Xung đột Mỹ–Israel–Iran leo thang từ cuối tháng 2 đã gây biến động lớn lên thị trường năng lượng toàn cầu. Iran đóng eo biển Hormuz, tuyến vận tải chiếm ~20% dầu và LNG thế giới, khiến giao thương gần như tê liệt và đẩy giá dầu vượt 100 USD/thùng. IEA phản ứng bằng việc đồng ý xả 400 triệu thùng dầu, có thể bù đắp ~1 tháng nguồn cung bị gián đoạn. Iran sử dụng Hormuz làm đòn bẩy ngoại giao, đồng thời yêu cầu bồi thường và bảo đảm an ninh. Trong khi đó, Mỹ tuyên bố chiến sự có thể kết thúc sớm nhưng vẫn giữ lập trường cứng rắn, cho thấy xung đột có thể chưa kết thúc trong ngắn hạn, dù một phần eo biển có thể được mở ra cho một số quốc gia khác.

Tăng trưởng tiêu dùng nội địa giảm tốc dù sản xuất vẫn mở rộng

Tính chung 2T26, IIP tăng 10,4% svck, cao hơn mức 7,2% của 2T25, trong khi PMI tháng 2 duy trì trên 54, cho thấy khu vực công nghiệp duy trì đà phục với đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục tăng. Trong khi đó, tổng mức bán lẻ 2T26 chỉ tăng 7,9% svck, nếu loại trừ yếu tố giá chỉ tăng 4,5% (thấp hơn lần lượt 9,4% và 6,8% trong 2T25). Dù hoạt động sản xuất vẫn duy trì đà tăng, nhiều khả năng động lực chính vẫn đến từ khu vực FDI trong khi lĩnh vực thâm dụng lao động trong nước vẫn còn khó khăn. Tâm lý tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố đến từ chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh, giá các loại tài sản như bất động sản và vàng leo thang và neo cao trong thời gian dài, xu hướng lãi suất tăng từ cuối năm 2025. Bên cạnh đó, rủi ro lạm phát tăng trước các xung đột tại Trung Đông gần đây có thể khiến tâm lý tiêu dùng trở nên thận trọng hơn.

Thâm hụt thương mại mở rộng khi nhập khẩu dầu vào tăng mạnh

Xuất khẩu và nhập khẩu 2T26 lần lượt tăng 18,8% và 16,4%, nhập siêu ~3,0 tỷ USD. Đà tăng nhập khẩu chủ yếu từ nhóm tư liệu sản xuất như máy tính, điện tử và linh kiện (+48,3% svck) và máy móc thiết bị (+27,8%), phản ánh nhu cầu tích lũy đầu vào khi chu kỳ sản xuất phục hồi, chủ yếu ở khu vực FDI. Chúng tôi kỳ vọng cán cân thương mại có thể đảo chiều trong các tháng tới khi sản xuất và giao hàng bước vào giai đoạn cao điểm. Tuy nhiên, căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông cùng xu hướng tăng lạm phát toàn cầu đang làm gia tăng bất định toàn cầu. Các tổ chức kinh tế thế giới ước tính lạm phát toàn cầu có thể tăng 0,8 – 1,2 điểm % trong khi tăng trưởng GDP toàn cầu có thể giảm 0,3 – 1 điểm % nếu giá dầu thô duy trì trên 100 USD/thùng. Triển vọng tiêu dùng thế giới suy yếu có thể làm giảm đà tăng trưởng xuất khẩu, trong khi giá dầu leo thang khiến chi phí nhập khẩu tăng và thu hẹp thặng dư thương mại.

Đầu tư tiếp tục được hỗ trợ bởi FDI và đầu tư công

Giải ngân FDI 2T26 đạt 3,21 tỷ USD (+8,8% svck), phản ánh việc các dự án hiện hữu tiếp tục triển khai ổn định. Ở khu vực công, giải ngân đầu tư công 2T26 đạt 83,5 nghìn tỷ đồng (+11,5% svck), ~9,4% kế hoạch năm, cho thấy tiến độ phân bổ và triển khai vốn tiếp tục được đẩy nhanh. Nhìn chung, đầu tư công và FDI vẫn là hai động lực quan trọng hỗ trợ tăng trưởng trong bối cảnh tiêu dùng nội địa đang chậm lại.

Rủi ro lạm phát và tỷ giá gia tăng trong bối cảnh bất định địa chính trị

CPI tháng 2/2026 tăng 3,35% svck, trong khi lạm phát cơ bản đạt 3,47% svck. Giá xăng RON95 bình quân nửa đầu T3/26 đã tăng lên ~23.400 đồng/lít, cao hơn ~23,4% so với bình quân T2/26, có thể khiến CPI tháng 3 tăng thêm gần 1 điểm %. Đồng thời, sự phục hồi của đồng USD trong bối cảnh nhu cầu tài sản trú ẩn tăng cao đã khiến VND mất giá ~1% từ đầu tháng 2 dù không đổi so với cuối 2025. Giá dầu tăng mạnh đã làm gia tăng rủi ro lạm phát toàn cầu, khiến Fed thận trọng hơn trong các quyết định lãi suất. Dữ liệu CME Fed Watch cho thấy Fed chỉ giảm lãi suất tối đa một lần trong năm nay và xác suất đợt giảm lãi suất đầu tiên vào tháng 9/10 đã giảm xuống chỉ còn 63%/75% so với mức 80%/96% vài ngày trước đó.

Chuyên viên Phân tích

Trương Thanh Nguyên

nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Kinh tế, chính trị đảo chiều sau xung đột Trung Đông

Chiến sự Mỹ-Israel-Iran chưa xác định hồi kết

Từ cuối tháng 2 đến giữa tháng 3/2026, xung đột Mỹ-Israel-Iran leo thang nhanh chóng, tạo ra các tác động đáng kể lên thị trường năng lượng và triển vọng kinh tế toàn cầu. Cuộc chiến bùng phát khi Mỹ và Israel mở chiến dịch không kích nhằm vào hạ tầng quân sự và hạt nhân của Iran ngày 28/2, khiến rủi ro địa chính trị tăng mạnh và làm thị trường năng lượng toàn cầu biến động dữ dội. Việc lãnh tụ tối cao Ali Khamenei thiệt mạng khiến Tehran phản ứng cứng rắn hơn, mở rộng tấn công vào Israel, căn cứ Mỹ và nhiều quốc gia vùng Vịnh, làm gián đoạn chuỗi cung ứng năng lượng và logistics khu vực.

Ngày 4/3, Iran tuyên bố đóng eo biển Hormuz – tuyến hàng hải chiếm khoảng 20% lưu lượng dầu thô và LNG toàn cầu – khiến giao thông biển gần như tê liệt và đẩy giá dầu Brent vượt 100 USD/thùng. Trước nguy cơ thiếu hụt nguồn cung, ngày 11/3/2026, cơ quan năng lượng quốc tế IEA đã thông báo 32 quốc gia thành viên đã nhất trí xả 400 triệu thùng dầu từ kho dự trữ khẩn cấp, tương đương 1/3 dự trữ toàn khối. Đây là đợt giải phóng dự trữ lớn nhất từng được thực hiện, vượt xa quy mô các lần giải phóng năm 1991, 2005, 2011 và hai lần trong năm 2022. Theo phân tích thị trường của IEA và các nguồn tin quốc tế, lượng dầu bị gián đoạn do eo biển Hormuz gần như đóng hoàn toàn tương đương ~15 triệu thùng/ngày nguồn cung từ vùng Vịnh. Nếu Hormuz bị phong tỏa hoàn toàn, thì lượng dầu này có thể đáp ứng cho thị trường trong ~30 ngày.

Trong bối cảnh này, Iran bắt đầu sử dụng Hormuz như công cụ gây sức ép ngoại giao, tuyên bố cho phép tàu của một số quốc gia đi qua, ngoại trừ Mỹ và Israel, đồng thời đặt điều kiện rằng những nước muốn có “quyền đi lại an toàn” phải trục xuất đại sứ Mỹ và Israel khỏi lãnh thổ. Iran cũng nhấn mạnh rằng các quốc gia tham gia hành động quân sự chống Iran sẽ không được hưởng quyền đi lại này. Các tàu mang cờ Ấn Độ và một số tàu thương mại mang liên hệ với Trung Quốc (tàu mang cờ nước khác nhưng sở hữu/điều hành/thuê bởi doanh nghiệp Trung Quốc) đã vượt eo biển thành công trong tuần đầu tháng 3.

Iran coi bồi thường là điều kiện cốt lõi để chấm dứt xung đột, yêu cầu Mỹ và Israel bồi thường toàn bộ thiệt hại chiến tranh, đồng thời công nhận các “quyền lợi chính đáng” của Iran và cung cấp bảo đảm an ninh để tránh nguy cơ bị tấn công trong tương lai. Tân Lãnh tụ tối cao Mojtaba Khamenei nhấn mạnh Iran sẽ “đòi bồi thường bằng mọi giá” và nếu các bên không chấp nhận, Iran sẽ “tự thu hồi bằng cách phá hủy tài sản đối phương tương ứng”. Ngoài ra, Tehran còn yêu cầu Mỹ rút quân khỏi Vịnh Ba Tư như một phần của bồi thường mang tính an ninh dài hạn.

Về phía Mỹ, tổng thống Donald Trump nhiều lần khẳng định chiến dịch quân sự tại Trung Đông sẽ kết thúc sớm nhưng vẫn nhấn mạnh cuộc chiến chỉ kết thúc khi Iran không còn khả năng đe dọa Mỹ và đồng minh. Lập trường cứng rắn và đối lập giữa hai bên cho thấy triển vọng kết thúc xung đột có thể chưa thể đến sớm, dù một phần eo biển có thể được mở ra cho một số quốc gia khác.

Triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới giảm tốc

Các tổ chức kinh tế thế giới ước tính lạm phát toàn cầu có thể tăng 0,8 – 1,2 điểm % trong khi tăng trưởng GDP toàn cầu có thể giảm 0,3 – 1 điểm % nếu giá dầu thô duy trì trên 100 USD/thùng. Trong báo cáo nghiên cứu của Bank of America chỉ ra ba nguy cơ lớn với động lực tăng trưởng của Mỹ và kinh tế thế giới nếu giá dầu duy trì trên 100 USD/thùng, bao gồm (1) Sức mua suy yếu do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu do rủi ro lạm phát, chi phí sinh hoạt tăng và thị trường chứng khoán sụt giảm, (2) Làn sóng đầu tư AI bị ảnh hưởng do giá năng lượng tăng và triển vọng kinh tế xấu đi khiến các dự án đang triển khai có

thể bị trì hoãn, (3) Nguy cơ suy thoái gia tăng. Bank of America đưa ra cảnh báo nếu giá dầu duy trì trên 100USD/thùng trong thời gian dài có thể khiến tăng trưởng kinh tế Mỹ sụt giảm 0,6 điểm %. Trong kịch bản tiêu cực nhất giá dầu gấp đôi so với hiện tại tức hướng đến 200USD/thùng, nền kinh tế Mỹ có khả năng rơi vào suy thoái.

Sản xuất trong nước giữ đà tăng, tiêu dùng chậm lại

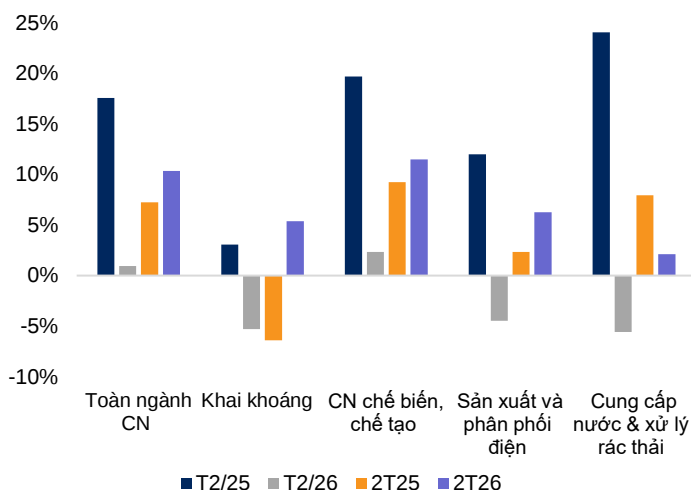
Sau đợt tăng tốc trước kỳ nghỉ, động lực sản xuất vẫn ổn định

Hoạt động sản xuất tiếp tục là một trong những động lực nổi bật của nền kinh tế trong giai đoạn đầu năm, dù số liệu tháng 2 phản ánh sự điều chỉnh mang tính mùa vụ sau nhịp tăng mạnh của tháng trước. Theo Cục Thống kê (NSO), chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 2/2026 giảm 18,5% so với tháng trước và tăng 1,0% svck (T2/25: +17,6%), trong bối cảnh kỳ nghỉ Tết Nguyên đán vào cuối tháng 1 khiến hoạt động sản xuất trong tháng 2 bị gián đoạn do số ngày làm việc giảm.

Lũy kế 2T26, IIP tăng 10,4% svck, cao hơn mức 7,2% của 2T25, cho thấy đà mở rộng vẫn được duy trì. Kết quả phần lớn do sản lượng được đẩy mạnh ngay từ đầu năm, khi nhiều doanh nghiệp tăng tốc sản xuất trước kỳ nghỉ Tết. Nhờ đó, tăng trưởng lũy kế hai tháng đầu năm duy trì ở mức hai chữ số svck dù chịu ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ.

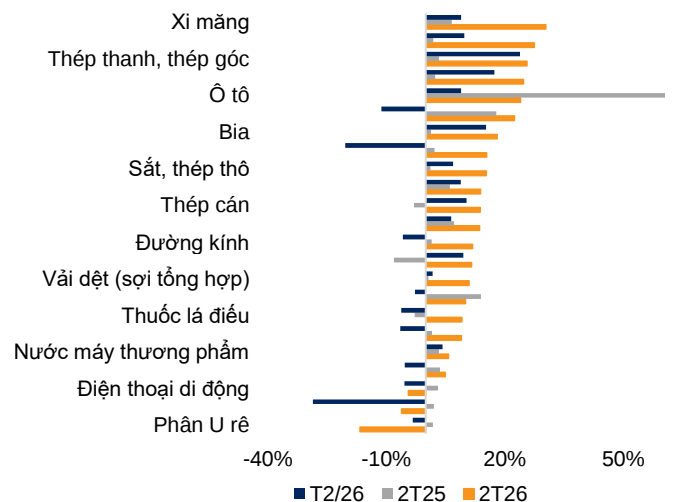
Động lực chính tiếp tục đến từ khu vực công nghiệp chế biến, chế tạo, với mức tăng 11,5% svck trong 2T26, cao hơn đáng kể so với 9,3% của 2T25. Đà tăng diễn ra khá rộng khắp ở nhiều nhóm ngành, đặc biệt là các lĩnh vực gắn với chu kỳ đầu tư và xây dựng như sản xuất kim loại (+27,9% svck) và sản phẩm khoáng phi kim loại (+33,1%). Một số ngành tiêu dùng và chế biến cũng ghi nhận mức tăng đáng kể, bao gồm đồ uống (+20,9%), giấy và sản phẩm từ giấy (+20,4%), cùng với sản xuất ô tô (+20,3%), phản ánh nhu cầu liên quan đến đầu tư, xây dựng và tiêu dùng bền tiếp tục cải thiện trong giai đoạn đầu năm.

Hình 1: IIP theo ngành (% svck)



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: IIP theo một số sản lượng công nghiệp chính (% svck)

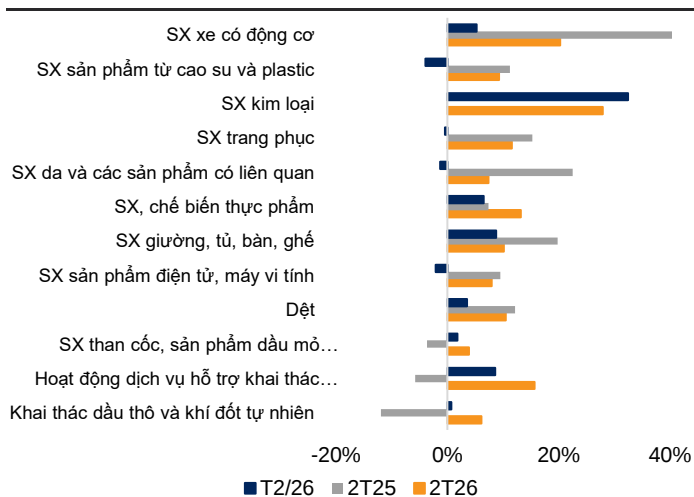


Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Ở lĩnh vực khác, ngành khai khoáng tăng 5,4% svck trong 2T26, đảo chiều so với mức giảm -6,4% của 2T25, cho thấy hoạt động khai thác dầu khí và các dịch vụ hỗ trợ khai thác vẫn mở rộng. Trong khi đó, sản xuất và phân phối điện tăng 6,3%, phù hợp với xu hướng gia tăng nhu cầu năng lượng từ khu vực sản xuất và kinh tế nói chung.

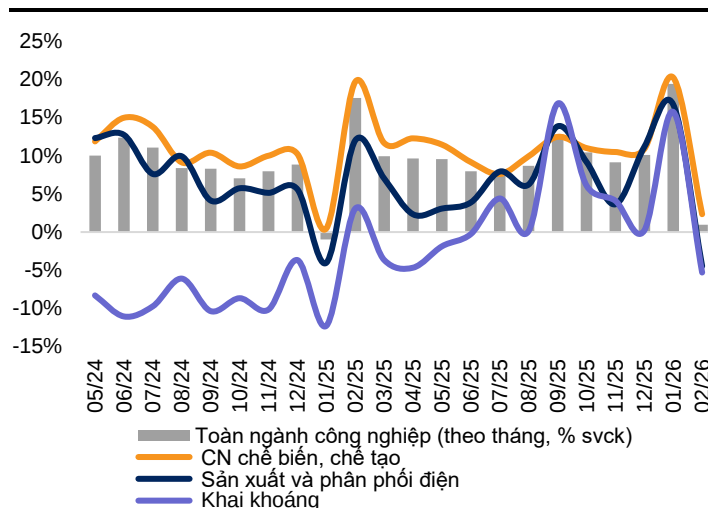
Nhìn chung, dù số liệu theo tháng chịu ảnh hưởng đáng kể bởi yếu tố mùa vụ liên quan đến kỳ nghỉ Tết, bức tranh sản xuất trong hai tháng đầu năm vẫn cho thấy xu hướng ổn định, với tăng trưởng lũy kế duy trì hai chữ số và đà tăng tương đối đồng đều ở nhiều nhóm ngành chủ chốt, cho thấy khu vực công nghiệp tiếp tục đóng vai trò trụ cột trong động lực tăng trưởng của hoạt động kinh tế trong Q1/26.

Hình 3: IIP theo từng nhóm ngành (% svck)



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Bức tranh sản xuất công nghiệp (tháng, % svck)



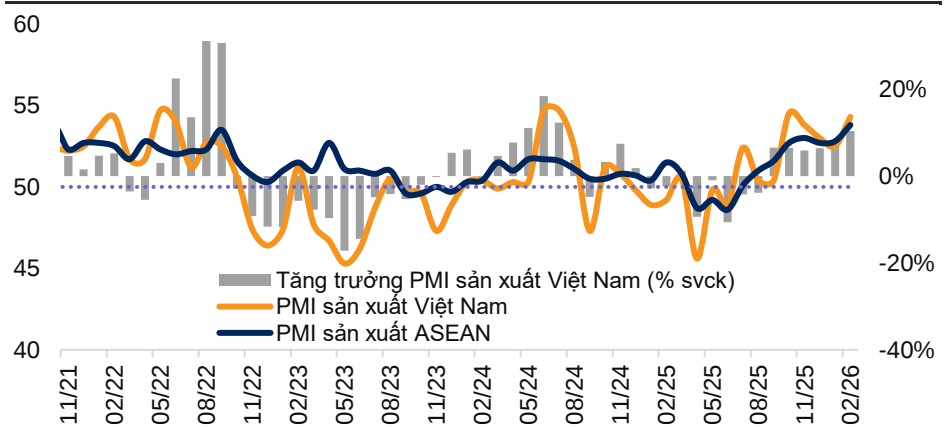
Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

PMI: Đà mở rộng khu vực sản xuất tăng tốc, đơn hàng và sản lượng cải thiện rõ rệt

Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam theo S&P Global tăng lên 54,3 điểm trong tháng 2/2026, từ mức 52,5 điểm của tháng 1, đánh dấu mức cao nhất trong 4 tháng và củng cố chuỗi 8 tháng liên tiếp khu vực sản xuất duy trì trạng thái mở rộng. Diễn biến này cho thấy các điều kiện kinh doanh trong ngành sản xuất tiếp tục cải thiện khi bước sang Q1/26, phù hợp với các tín hiệu tốt từ chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) trong hai tháng đầu năm. Đáng chú ý, sản lượng sản xuất tăng với tốc độ nhanh nhất trong 18–19 tháng, phản ánh sự gia tăng mạnh của đơn hàng mới, đặc biệt khi nhu cầu khách hàng cải thiện và các doanh nghiệp đẩy mạnh chuẩn bị hàng hóa trước các đợt giao hàng. Sự gia tăng của đơn hàng kéo theo hoạt động tuyển dụng và mua nguyên vật liệu tăng mạnh, với số lao động tăng tháng thứ năm liên tiếp và đạt tốc độ nhanh nhất kể từ cuối năm 2022.

Nhìn chung, PMI tăng mạnh trong tháng 2, ngay sau giai đoạn sản xuất được đẩy mạnh từ đầu năm, qua đó củng cố tín hiệu phục hồi của khu vực sản xuất. Sự cải thiện đồng thời ở các cấu phần cốt lõi như sản lượng, đơn hàng mới và việc làm cho thấy động lực tăng trưởng tiếp tục củng cố. Tuy nhiên, chi phí đầu vào vẫn là yếu tố cần tiếp tục theo dõi đặc biệt trong bối cảnh xung đột địa chính trị vẫn chưa có dấu hiệu kết thúc.

Hình 5: Chỉ số PMI ngành sản xuất



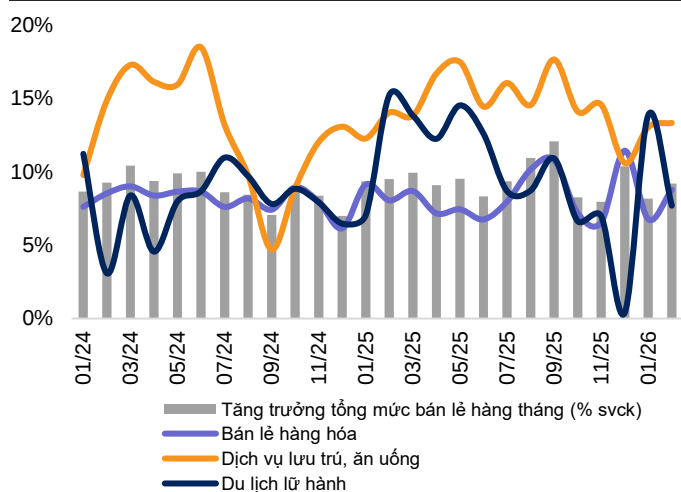
Nguồn: S&P Global, VNDIRECT RESEARCH

Bán lẻ: Động lực tiêu dùng có dấu hiệu chậm lại

Hoạt động bán lẻ và dịch vụ duy trì tăng trưởng trong tháng 2 nhờ nhu cầu tiêu dùng dịp Tết Nguyên đán, tuy nhiên các chỉ báo cho thấy động lực đang chậm lại svck năm trước. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 2/2026 đạt 613,7 nghìn tỷ đồng, tăng 8,5% svck, thấp hơn mức T1/26 (+9,3%) và T2/25 (+9,4%). Lũy kế 2T26, tổng mức bán lẻ đạt 1.236,6 nghìn tỷ đồng, tăng 7,9% svck, thấp hơn mức 2T25 (+9,4%). Sau khi loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng tiêu dùng thực chỉ đạt ~ 4,5%, giảm đáng kể so với 2T25 (+6,8%), cho thấy sức mua hộ gia đình đang có dấu hiệu chậm lại.

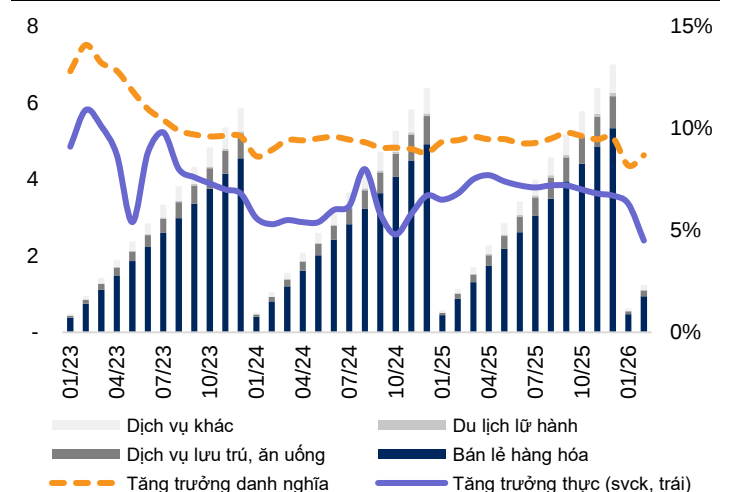
Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 945,3 nghìn tỷ đồng trong 2T26, tăng 7,8% svck, thấp hơn mức 2T25 (+8,7%). Động lực tăng đến từ các nhóm hàng mang tính mùa vụ như may mặc (+10,4%) và đồ dùng gia đình (+8,6%), do nhu cầu mua sắm trước và trong dịp Tết cũng như các chương trình khuyến mại đầu năm. Trong khi đó, các nhóm hàng thiết yếu và chi tiêu thường nhật ghi nhận mức tăng thấp hơn, như lương thực, thực phẩm (+5,8%), phương tiện đi lại (trừ ô tô) (+5,5%), cho thấy chi tiêu hàng hóa của hộ gia đình tiếp tục chọn lọc.

Hình 6: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ (tháng, % svck)



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ lũy kế



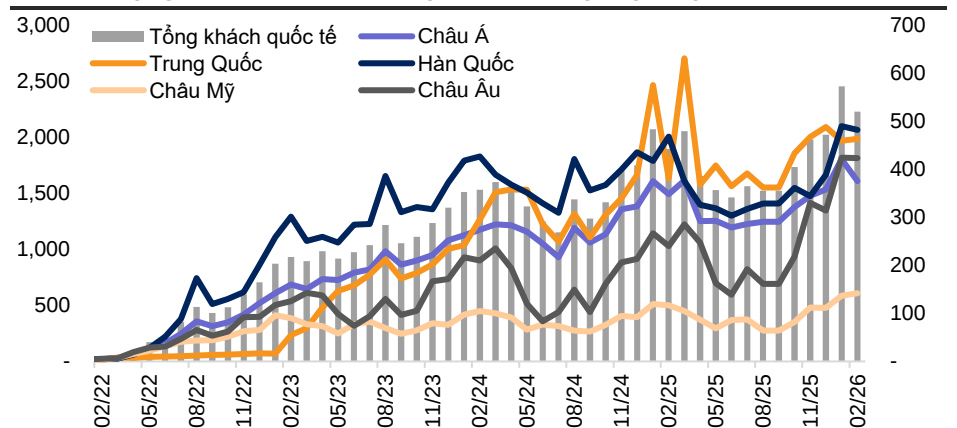
Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Khu vực dịch vụ cũng đã cho thấy xu hướng chậm lại kể từ T1/26. Lũy kế 2T26, doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống đạt 149,2 nghìn tỷ đồng, tăng 9,1% svck (1T26: +9,4%; 2T25: +12,5%), trong khi doanh thu du lịch lữ hành đạt 15,0 nghìn

tỷ đồng, tăng 12,2% svck (1T26: +14,0%; 2T25: +16,4%). Sau giai đoạn phục hồi mạnh trong năm 2025, tốc độ tăng của khu vực dịch vụ đang dần điều chỉnh khi mức tăng trưởng trong hai tháng đầu năm đều ở dưới ngưỡng hai chữ số.

Lượng khách quốc tế tiếp tục duy trì xu hướng tăng, với ~2,23 triệu lượt khách trong tháng 2, tăng 18,1% svck (T1/26: 2,45 triệu lượt; +21,4% svck). Tuy nhiên, số lượt khách giảm 9,2% sv tháng trước, hạ nhiệt sau giai đoạn cao điểm đầu năm. Về cơ cấu, châu Á tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn với 1,61 triệu lượt (chiếm 72% tổng lượng khách), trong đó Hàn Quốc (+9,7% svck) trong khi Trung Quốc (-3,5% svck). Khách từ châu Âu tiếp tục tăng trưởng mạnh (+67,4% svck), đặc biệt từ Nga và một số thị trường EU, phản ánh tác động tích cực từ chính sách visa và sự mở rộng trở lại của các đường bay quốc tế.

Hình 8: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam (đơn vị: triệu lượt)



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, số liệu 2T26 cho thấy dù có yếu tố mùa vụ dịp Tết hỗ trợ chi tiêu trong ngắn hạn, nhưng tiêu dùng nội địa tiếp tục phục hồi chậm hơn so với năm trước. Dù hoạt động sản xuất vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực, nhiều khả năng động lực chính vẫn đến từ khối doanh nghiệp FDI trong khi ngành lĩnh vực thâm dụng lao động trong nước vẫn còn khó khăn. Bên cạnh đó, tâm lý tiêu dùng bị ảnh hưởng tiêu cực bởi nhiều yếu tố đến từ các chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh, giá các loại tài sản như bất động sản và vàng leo thang và neo cao trong thời gian dài, xu hướng lãi suất tăng từ cuối năm 2025. Bên cạnh đó, rủi ro lạm phát tăng trước các xung đột tại Trung Đông gần đây có thể khiến tâm lý tiêu dùng trở nên thận trọng hơn.

Động lực đầu tư tiếp tục đến từ khu vực công và dòng vốn FDI

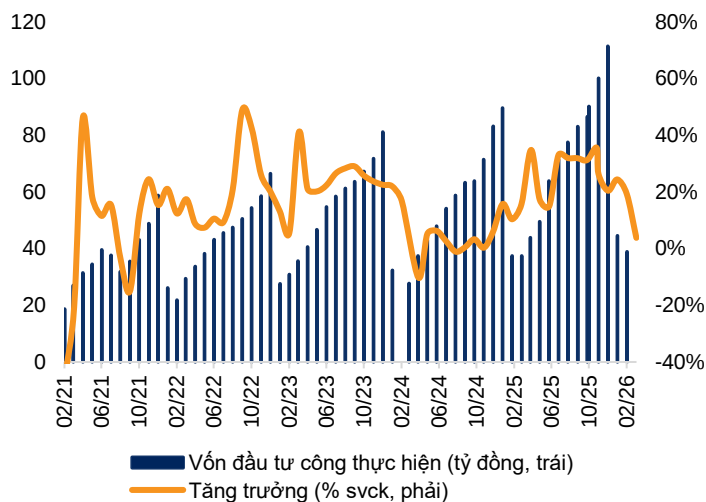
Giải ngân đầu tư công duy trì ổn định, tiến độ đầu năm vẫn tích cực

Vốn đầu tư công thực hiện trong tháng 2/2026 ước đạt 38,9 nghìn tỷ đồng, tăng 3,8% svck, thấp hơn so với T1/26 (+19,3%) và cùng kỳ T2/25 (+34,8%). Luỹ kế 2T26, tổng vốn đầu tư công thực hiện đạt ~83,5 nghìn tỷ đồng, tăng 11,5% svck, thấp hơn so với 2T25 (+24,6%). Tuy vậy, tỷ lệ giải ngân đạt 9,4% kế hoạch năm (tổng kế hoạch ~890,5 nghìn tỷ đồng), cải thiện so với mức 7,4% cùng kỳ năm trước.

Diễn biến tăng trưởng theo tháng thấp hơn phản ánh một số yếu tố ngắn hạn, bao gồm 1) yếu tố dịp Tết khiến tiến độ thi công, nghiệm thu và thanh toán khối lượng hoàn thành trong tháng 2 phần nào bị gián đoạn; 2) tháng 2/2026 là giai

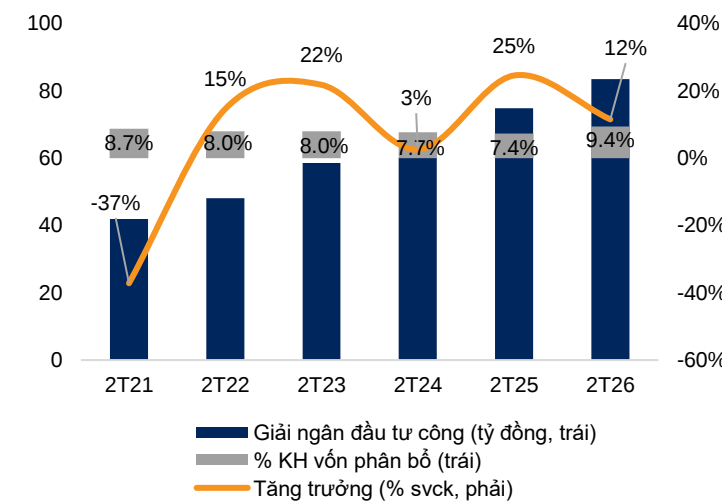
đoạn đầu của chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026–2030, khi nhiều dự án vẫn đang trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục đầu tư và chuẩn bị triển khai, trong khi tháng 1 thường ghi nhận việc hoàn tất khối lượng còn lại từ năm trước; và 3) số liệu cùng kỳ năm 2025 ở mức cao tạo hiệu ứng nền đáng kể.

Hình 9: Giải ngân đầu tư công lũy kế theo tháng



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Tăng trưởng giải ngân đầu tư công



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Danh sách các dự án đầu tư công và hợp tác công tư trọng điểm

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031-2035
I. Cao tốc & đường vành đai										
Cao tốc Cà Mau – Đất Mũi	57.896									
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	44.691									
Vành đai 4 Hà Nội	56.290									
Vành đai 3 TP.HCM	75.378									
Vành đai 4 TP.HCM (giai đoạn 1)	122.744									
Cao tốc TP.HCM – Mỹ Thuận (mở rộng)	41.372									
Cao tốc Quy Nhơn – Pleiku	43.734									
12 dự án thành phần của tuyến cao tốc Bắc – Nam phía Đông	146.990									
II. Đường sắt cao tốc & đường sắt đô thị										
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng (kết nối với Trung Quốc)	295.220									
Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	1.713.548									
Metro số 2 Bến Thành – Tham Lương (TP.HCM)	47.800									
Metro số 2 Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo (Hà Nội)	35.588									
Metro số 5 Văn Cao – Hòa Lạc (Hà Nội)	74.000									
Metro Bến Thành – Cần Giờ	86.650									
Metro số 3, 4, 5, 6, 7 (TP.HCM)	1.144.000									
III. Cảng biển										
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (gồm 7 giai đoạn)*	113.532									
Cảng container Liên Chiểu (Đà Nẵng)	45.268									
IV. Sân bay quốc tế										
Sân bay quốc tế Gia Bình (giai đoạn 1)	141.236									
Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	114.500									
V. Năng lượng & khác										
Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2	563.706									
21 dự án phục vụ Hội nghị APEC 2027 - Phú Quốc - Kiên Giang	137.280									
Tổng	5.101.423									
Ghi chú: ■ Đang xây dựng ■ Kế hoạch										

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dù vậy, xét theo tiến độ thực hiện, quy mô giải ngân đầu tư công lũy kế và tỷ lệ giải ngân vẫn tương đối ổn định từ đầu năm 2026. Theo Bộ Tài chính, giải ngân vốn ngân sách nhà nước lũy kế 2T26 đạt ~ 55,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 5,6% kế hoạch Thủ tướng giao (~ 995 nghìn tỷ đồng). Mức này nhìn chung không thấp so với các năm gần đây, cho thấy tiến độ phân bổ và triển khai vốn tiếp tục được đẩy nhanh từ đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tăng tốc trong Q2–Q3/26—giai đoạn thường ghi nhận nhịp giải ngân mạnh nhất của chu kỳ đầu tư công trong một năm.

Ngân sách tiếp tục thặng dư lớn do tiến độ chi chưa tăng tốc

Nhờ nguồn thu duy trì tích cực trong khi chi ngân sách tăng với nhịp độ chậm hơn, cán cân ngân sách Nhà Nước (NSNN) lũy kế 2T26 ghi nhận thặng dư ~290,3 nghìn tỷ đồng, cao hơn svck các năm gần đây. Tuy nhiên, mức thặng dư lớn trong giai đoạn đầu năm phần lớn mang tính mùa vụ, khi tiến độ chi đầu tư phát triển còn ở mức thấp thấp. Chúng tôi cho rằng mức thặng dư này nhiều khả năng sẽ thu hẹp nhỏ dần khi tiến độ chi ngân sách, đặc biệt là chi đầu tư công, tăng tốc trong các quý tiếp theo.

Ở chiều thu, tổng thu NSNN tiếp tục duy trì diễn biến tích cực trong 2T26, phản ánh tiến độ thu vào sớm hơn so với chu kỳ thông thường. Lũy kế 2T26, tổng thu NSNN đạt ~ 601,3 nghìn tỷ đồng, tương đương 23,8% dự toán năm và tăng 13,1% svck. Động lực thu tiếp tục đến từ thu nội địa, đạt 558,1 nghìn tỷ đồng (+15,0% svck) và chiếm ~93% tổng thu, cho thấy nền tảng thu ngày càng gắn với hoạt động kinh tế trong nước.

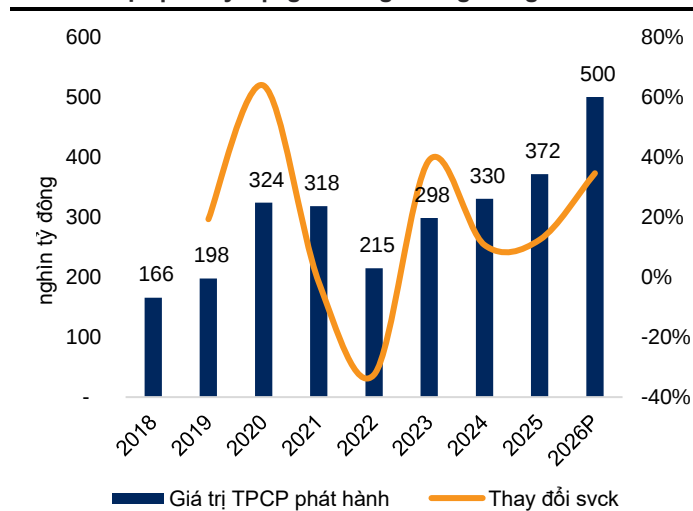
Ở chiều chi, tổng chi NSNN trong 2T26 đạt ~ 311,0 nghìn tỷ đồng, tương đương 9,8% dự toán năm và tăng 11,0% svck. Trong đó, chi thường xuyên tăng 14,8% svck, do nhu cầu chi cho bộ máy hành chính, an sinh xã hội được thực hiện tương đối ổn định từ đầu năm. Chi đầu tư phát triển đạt 42,5 nghìn tỷ đồng, giảm 5,2% svck, do tiến độ giải ngân đầu tư công vẫn chưa bước vào giai đoạn tăng tốc trong những tháng quý 1.

Hình 12: NSNN tháng 2/2026 thu vượt trội

Đơn vị: tỷ đồng	2T26	% KH 2026	% svck
Thu ngân sách	601,3	23,8%	13,1%
Thu nội địa	558,1	25,4%	15,0%
Thu từ dầu thô	5,1	11,9%	-42,2%
Thu từ hoạt động XNK	38,0	13,7%	1,2%
Chi ngân sách	311,0	9,8%	11,0%
Chi thường xuyên	241,0	13,3%	14,8%
Đầu tư, phát triển	42,5	3,8%	-5,2%
Chi trả nợ lãi	27,1	22,3%	8,1%
Bội thu NSNN	290,3		15,4%

Nguồn: Bộ Tài Chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Áp lực huy động TPCP gia tăng trong năm 2026



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

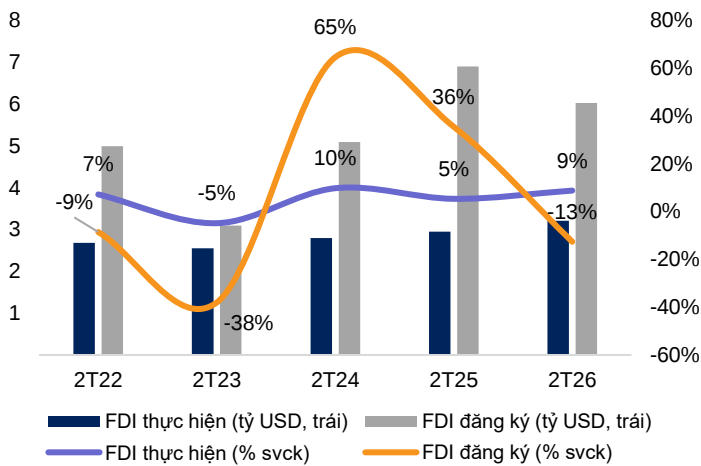
Vốn FDI giải ngân duy trì ở mức cao nhờ các dự án hiện hữu

Dòng vốn FDI trong hai tháng đầu năm tiếp tục duy trì nền tảng ổn định. Lũy kế 2T26, tổng vốn FDI thực hiện đạt 3,21 tỷ USD (+8,8% svck), mức cao nhất trong cùng kỳ 5 năm gần đây. Riêng tháng 2/2026, vốn giải ngân đạt 1,53 tỷ USD

(+6,3% svck), cho thấy các dự án đã cấp phép trước đó vẫn đang được triển khai ổn định. Diễn biến cho thấy dòng vốn đầu năm 2026 tiếp tục duy trì động lực từ chu kỳ đầu tư đã được khởi động trong các năm trước, khi nhiều dự án bước vào giai đoạn triển khai và xây dựng năng lực sản xuất.

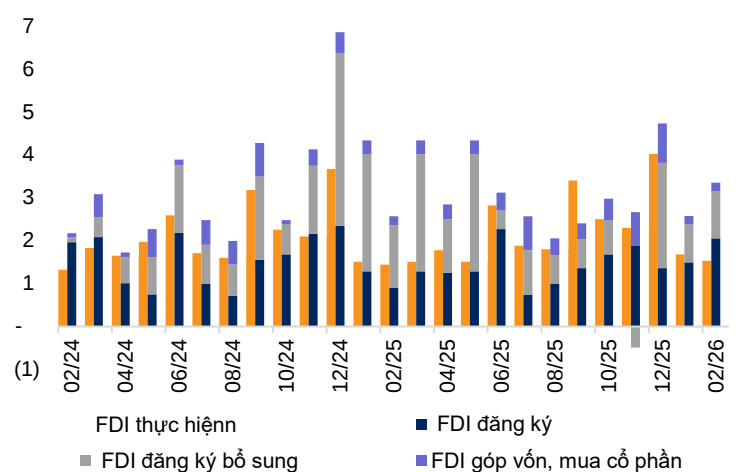
Trong khi đó, tổng vốn FDI đăng ký 2T26 đạt ~ 6,03 tỷ USD (-12,6% svck), giảm chủ yếu do hiệu ứng nền cao trong 2025. Tuy nhiên, vốn đăng ký cấp mới đạt 3,54 tỷ USD (+61,6% svck) với số lượng dự án tiếp tục tăng, cho thấy hoạt động thu hút dự án mới vẫn duy trì tích cực trong giai đoạn đầu năm.

Hình 14: FDI đăng ký và thực hiện lũy kế



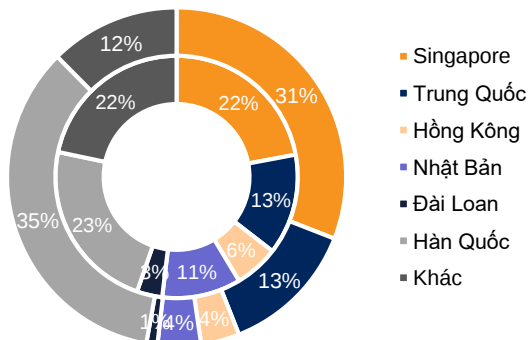
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: FDI đăng ký và thực hiện hàng tháng (đơn vị: tỷ đồng)



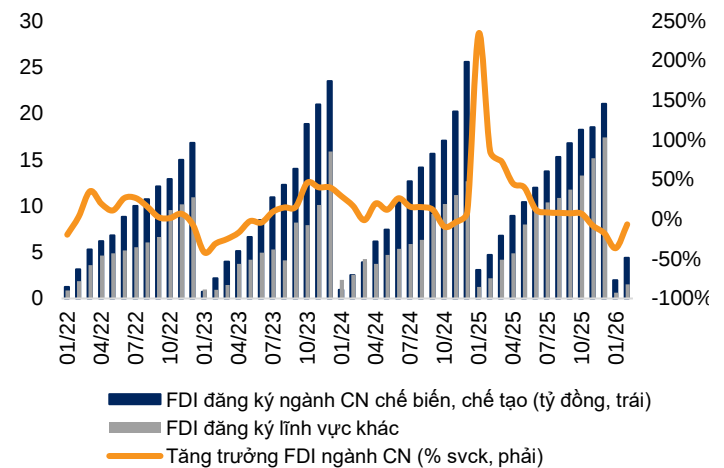
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Tỷ trọng FDI đăng ký mới và điều chỉnh theo đối tác 2T26 (ngoài) vs. 2T25 (trong)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Vốn FDI đăng ký mới lũy kế theo ngành



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Xét theo ngành, công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục là lĩnh vực thu hút vốn chính. Tính chung 2T26, vốn đăng ký mới vào ngành này đạt ~ 2,63 tỷ USD (chiếm 74,3% tổng vốn). Theo sau là các ngành khác thu hút 0,55 tỷ USD (chiếm 15,6%). Dòng vốn FDI vẫn tập trung vào khu vực sản xuất của Việt Nam.

Theo đối tác đầu tư, Hàn Quốc và Singapore là hai nguồn vốn lớn nhất trong 2T26 với tổng vốn đăng ký lần lượt ~ 1,92 tỷ USD (chiếm 34,7%) và 1,71 tỷ USD (30,9%). Trung Quốc đứng tiếp theo với ~ 0,72 tỷ USD (13,1%), đồng thời dẫn đầu về số lượng dự án mới với 192 dự án. Nhìn chung, các nhà đầu tư châu Á tiếp tục mở rộng hiện diện sản xuất tại Việt Nam, trong khi một phần dòng vốn vẫn được trung chuyển thông qua các trung tâm tài chính khu vực như Singapore.

Vốn FDI giải ngân tăng trưởng ổn định không chỉ có ý nghĩa trong việc duy trì nguồn cung USD trong giai đoạn hiện tại, mà còn đóng vai trò chủ lực, tạo động lực duy trì hoạt động xuất khẩu, tạo nguồn cung USD trong trung dài hạn và góp phần ổn định tỷ giá trước các bất ổn toàn cầu.

Nhập siêu trong bối cảnh sản xuất cải thiện

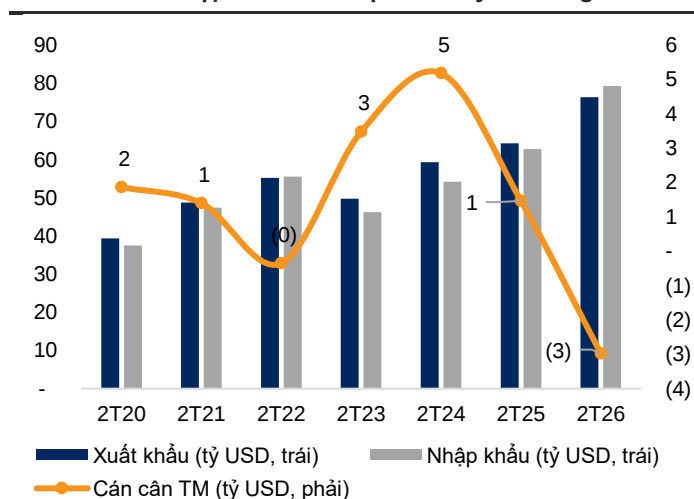
Nhập khẩu đầu vào tăng nhanh khi chu kỳ sản xuất hướng xuất khẩu phục hồi

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 2T26 đạt 155,7 tỷ USD (+13,8% svck), trong đó xuất khẩu đạt 76,4 tỷ USD (+18,8% so với 2T25: +8,2%) và nhập khẩu đạt 79,3 tỷ USD (+16,4% so với 2T25: +15,9%), cán cân thương mại nhập siêu ~ 3,0 tỷ USD (so với xuất siêu 1,47 tỷ USD trong 2T25). Diễn biến phản ánh sự gia tăng nhập khẩu đầu vào phục vụ sản xuất khi đơn hàng xuất khẩu mới bắt đầu phục hồi rõ hơn so với giai đoạn năm 2025.

Xét theo cơ cấu khu vực, xuất khẩu của khu vực FDI trong 2T26 tăng 31,0% svck, chiếm 79,1% tổng kim ngạch xuất khẩu (2T25: +6,9%, chiếm 72%); trong khi khu vực kinh tế trong nước giảm 12,2% svck (2T25: +11,9%), cho thấy khoảng cách đóng góp giữa hai khu vực tiếp tục nới rộng hơn.

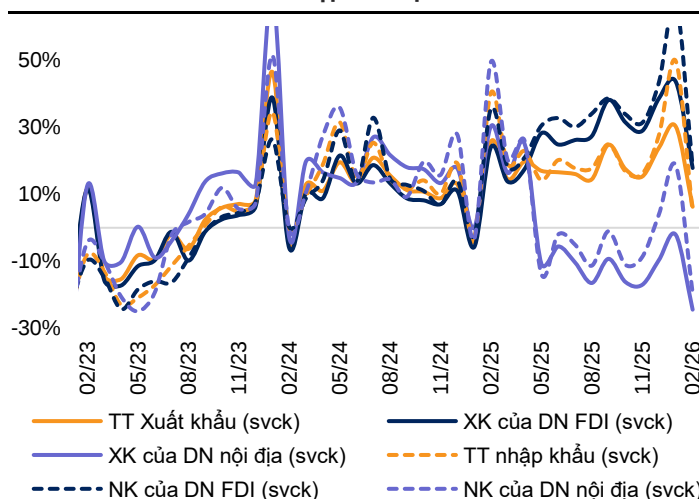
Xét theo cơ cấu ngành hàng, động lực xuất khẩu tiếp tục đến từ nhóm điện tử và thiết bị công nghệ. Xuất khẩu máy tính và linh kiện tăng 41,1% svck, máy móc thiết bị (+20,7%), điện thoại và linh kiện (+21,0%), cùng với sự phục hồi đáng kể của thủy sản (+20,2%) và rau quả (+44,9%). Ngược lại, một số ngành thâm dụng lao động cho thấy dấu hiệu phục hồi chậm hơn khi dệt may (+1,2% svck) và giày dép gần như đi ngang (-0,1%).

Hình 18: Xuất nhập khẩu của Việt Nam lũy kế tháng



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Bức tranh xuất nhập khẩu phân hoá



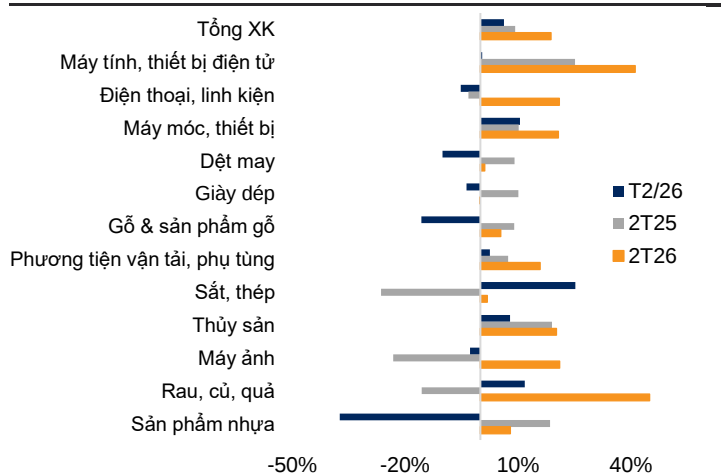
Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Ở chiều nhập khẩu, tăng trưởng tiếp tục tập trung ở nhóm tư liệu sản xuất, đặc biệt là máy tính, sản phẩm điện tử và linh kiện +48,3% svck, máy móc thiết bị (+27,8%), cùng với kim loại cơ bản (+20,9%) và sản phẩm sắt thép (+37,7%). Trong khi đó, một số nguyên liệu đầu vào truyền thống ghi nhận giảm như nhựa nguyên liệu (-3,0%), điện thoại và linh kiện (-7,6%) hay dầu thô (-25,6%).

Về thị trường, cấu trúc đối tác thương mại tiếp tục cho thấy vai trò của Việt Nam trong chuỗi cung ứng lắp ráp khu vực. Hoa Kỳ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất với kim ngạch 23,8 tỷ USD và thặng dư thương mại 20,4 tỷ USD (+20,8% svck), trong khi thị trường EU ghi nhận thặng dư 6,7 tỷ USD. Ngược lại, Việt

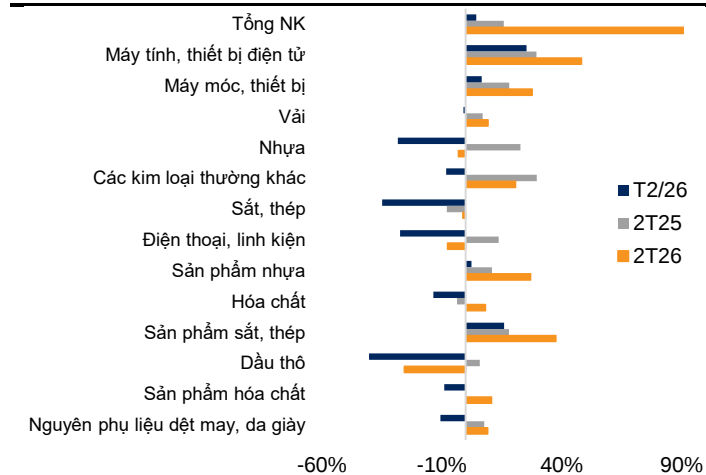
Nam tiếp tục nhập siêu lớn từ các đối tác cung cấp linh kiện và thiết bị sản xuất, đặc biệt là Trung Quốc với mức nhập siêu 20,9 tỷ USD (+35,7%) và Hàn Quốc 6,5 tỷ USD (+41,5%).

Hình 20: Tăng trưởng các mặt hàng XK chính (% svck)



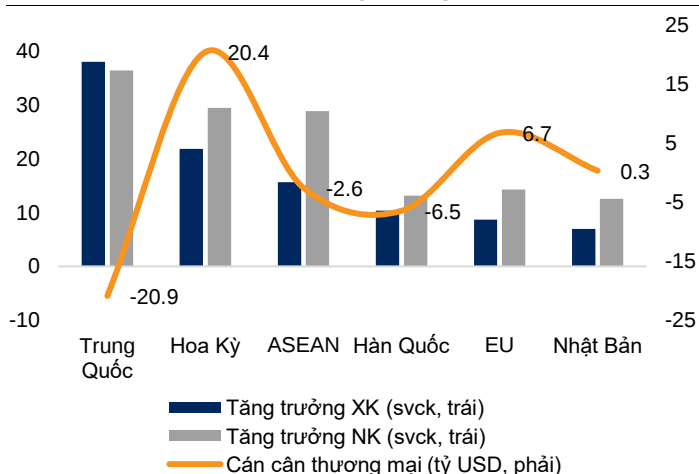
Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Tăng trưởng các mặt hàng NK chính (% svck)



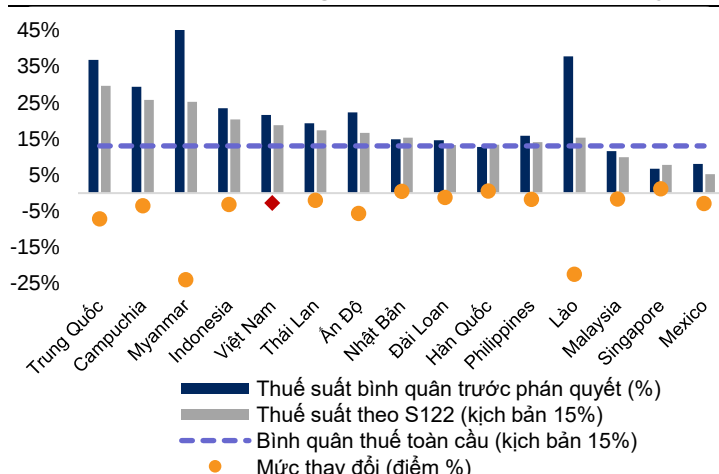
Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Cán cân XNK theo thị trường trong 2T26



Nguồn: Tổng cục hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Mức thuế bổ sung mới theo Section 122 của Mỹ



Nguồn: Global Trade Alert, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, việc cán cân thương mại tiếp tục ghi nhận nhập siêu trong 2T26 do chu kỳ nhập khẩu tư liệu sản xuất đang dần tăng nhanh trước chu kỳ xuất khẩu, khi doanh nghiệp đã có xu hướng tích lũy linh kiện và thiết bị phục vụ đơn hàng mới kể từ đầu năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng cán cân thương mại có thể đảo chiều trong các tháng tới khi hoạt động sản xuất và giao hàng bước vào giai đoạn cao điểm. Tuy nhiên, căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông cùng xu hướng tăng lạm phát toàn cầu đang làm gia tăng bất định toàn cầu. Các tổ chức kinh tế thế giới ước tính lạm phát toàn cầu có thể tăng 0,8 – 1,2 điểm phần trăm trong khi tăng trưởng GDP toàn cầu có thể giảm 0,3 – 1 điểm phần trăm nếu giá dầu duy trì trên 100 USD/thùng. Triển vọng tiêu dùng thế giới suy yếu có thể làm giảm đà tăng trưởng xuất khẩu, trong khi giá dầu leo thang có thể làm chi phí nhập khẩu tăng và thu hẹp thặng dư thương mại cả năm.

Bất định trong chính sách thuế quan Mỹ vẫn chưa kết thúc

Chúng tôi cho rằng các điều chỉnh gần đây trong khung chính sách thương mại của Mỹ chủ yếu mang tính tái cấu trúc công cụ pháp lý hơn là tạo ra một cú sốc thuế quan mới trong ngắn hạn. Ngày 20/2/2026, sau khi Tòa án Tối cao Hoa Kỳ tuyên bố các mức thuế áp dụng theo International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) là không hợp lệ, chính quyền Mỹ đã chuyển sang áp dụng cơ chế thuế tạm thời theo Section 122 of the Trade Act of 1974. Đó, Tổng thống Trump có thể áp dụng **thuế nhập khẩu bổ sung tối đa 15% trong thời hạn tối đa 150 ngày** nhằm xử lý các vấn đề nghiêm trọng về cán cân thanh toán hoặc rủi ro mất ổn định tài chính. Song song, vào ngày 11/3/2026, Office of the United States Trade Representative (USTR) đã khởi động thêm các cuộc điều tra theo **Section 301**, tập trung vào các thực tiễn thương mại được cho là gây bất lợi cho doanh nghiệp Mỹ, liên quan đến nhiều đối tác thương mại lớn như Trung Quốc, EU, Nhật Bản, Ấn Độ, Hàn Quốc và cả Việt Nam.

Ở giai đoạn hiện tại, các động thái này phần lớn vẫn đang trong quá trình điều tra và tham vấn chính sách, do đó tác động trực tiếp đến thương mại toàn cầu còn là yếu tố cần được tiếp tục theo dõi. Phản ứng của thị trường tài chính quốc tế cho thấy mức độ điều chỉnh tương đối hạn chế, cho thấy nhà đầu tư hiện chưa định giá các động thái này như một cú sốc mới mà chủ yếu xem đây là quá trình điều chỉnh công cụ chính sách thương mại của Mỹ. Trong bối cảnh đó, tác động đối với triển vọng xuất khẩu của Việt Nam nhiều khả năng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào diễn biến của cầu hàng hóa toàn cầu và cách thức các cuộc điều tra Section 301 được triển khai trong thời gian tới.

Lạm phát tăng trở lại theo yếu tố mùa vụ

Lạm phát tăng do giá thực phẩm và dịch vụ tăng mùa Tết

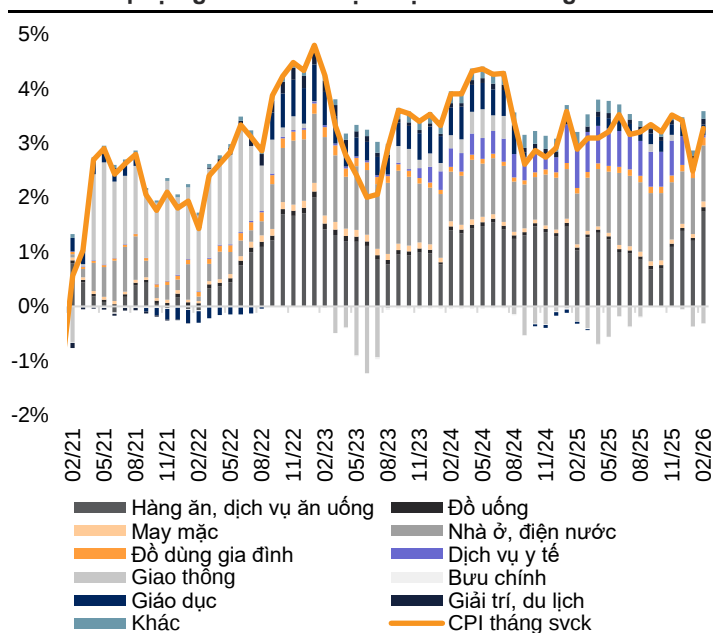
CPI tháng 2/2026 tăng 1,14% so với tháng trước và tăng 3,35% svck, đảo chiều so với mức tăng thấp của tháng 1 (T1/26: +0,05% sv tháng trước), do yếu tố mùa vụ khi nhu cầu tiêu dùng, đi lại và dịch vụ gia tăng trong dịp Tết Nguyên đán. Luỹ kế 2T26, lạm phát bình quân tăng 2,94% svck, trong khi lạm phát cơ bản tăng 3,47% svck, cho thấy áp lực giá cơ bản vẫn tương đối ổn định.

Hình 24: Cơ cấu CPI tháng 2/2026

	Tỷ trọng (%)	sv tháng trước	svck	BQ 2T26 (svck)
CPI	100%	1,14%	3,35%	2,94%
Hàng ăn, DV ăn uống	34%	2,02%	5,28%	4,46%
Lương thực	4%	0,94%	-0,05%	-0,64%
Thực phẩm	21%	2,34%	6,26%	5,26%
Ăn uống ngoài gia đình	9%	1,71%	5,31%	4,81%
Đồ uống	3%	1,18%	3,03%	2,48%
May mặc	6%	0,55%	1,87%	1,54%
Nhà ở, điện nước, chất đốt & VLXD	19%	0,56%	5,60%	5,60%
Đồ dùng gia đình	7%	0,57%	2,23%	1,97%
Dịch vụ y tế	5%	0,14%	0,74%	0,83%
Giao thông	10%	1,23%	-3,19%	-3,48%
Bưu chính	3%	0,01%	-0,24%	-0,26%
Giáo dục	6%	0,09%	3,21%	3,17%
Du lịch	5%	1,36%	2,31%	1,71%
Khác	4%	1,30%	4,10%	3,51%
Lạm phát cơ bản	100%	0,82%	3,74%	3,47%

Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Áp lực giá từ nhóm dịch vụ có xu hướng nhích lên



Nguồn: Cục Thống Kê, VNDIRECT RESEARCH

Áp lực giá trong tháng 2 chủ yếu tập trung ở nhóm thực phẩm và dịch vụ tiêu dùng, trong khi giá năng lượng chưa tạo sức ép đáng kể lên mặt bằng giá chung. Đà tăng CPI chủ yếu đến từ nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống, tăng 2,02% so với tháng trước và tăng 5,28% svck (đóng góp ~ 0,72 điểm phần trăm vào mức tăng CPI chung). Trong đó, nhóm Thực phẩm tăng 2,34% so với tháng trước và 6,26% svck (đóng góp ~ 0,52 điểm phần trăm). Diễn biến chủ yếu do nhu cầu tiêu dùng thực phẩm tăng mạnh trong dịp Tết, đặc biệt ở các mặt hàng thịt lợn, gia cầm, thủy sản và trái cây. Bên cạnh đó, một số dịch vụ mang tính mùa vụ cũng ghi nhận mức tăng đáng kể, như Nhóm văn hóa, giải trí và du lịch tăng 1,36% so với tháng trước do nhu cầu du lịch, giải trí và các hoạt động lễ hội đầu năm gia tăng.

Rủi ro giá năng lượng có thể là yếu tố dẫn dắt lạm phát trong vài tháng tới

Chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát từ nhóm giao thông có thể gia tăng trở lại trong các tháng tới khi diễn biến giá nhiên liệu gần đây chưa được phản ánh đầy đủ trong số liệu CPI tháng 2. Dù chỉ số giá nhóm giao thông trong tháng 2 tăng 1,23% so với tháng trước nhưng vẫn giảm 3,19% svck, chủ yếu do mặt bằng giá nhiên liệu thấp hơn so với năm trước. Tuy nhiên, xu hướng này có thể thay đổi nhanh trong ngắn hạn khi giá nhiên liệu trong nước đã biến động mạnh từ đầu tháng 3 trong bối cảnh dầu thế giới tăng lên quanh ngưỡng 98–100 USD/thùng do căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông. Dữ liệu giá bán lẻ cho thấy giá xăng RON95 bình quân trong nửa đầu tháng 3 đã tăng lên ~ 23.400 đồng/lít, cao hơn ~ 23,4% so với mức bình quân tháng 2, có thể khiến CPI tháng 3 tăng thêm gần 1 điểm phần trăm. Với độ trễ truyền dẫn của giá năng lượng vào chi phí vận tải và logistics, áp lực giá từ nhóm giao thông nhiều khả năng sẽ quay trở lại trong các tháng tới, không chỉ trực tiếp đẩy CPI tăng mà còn lan sang chi phí vận chuyển và giá dịch vụ.

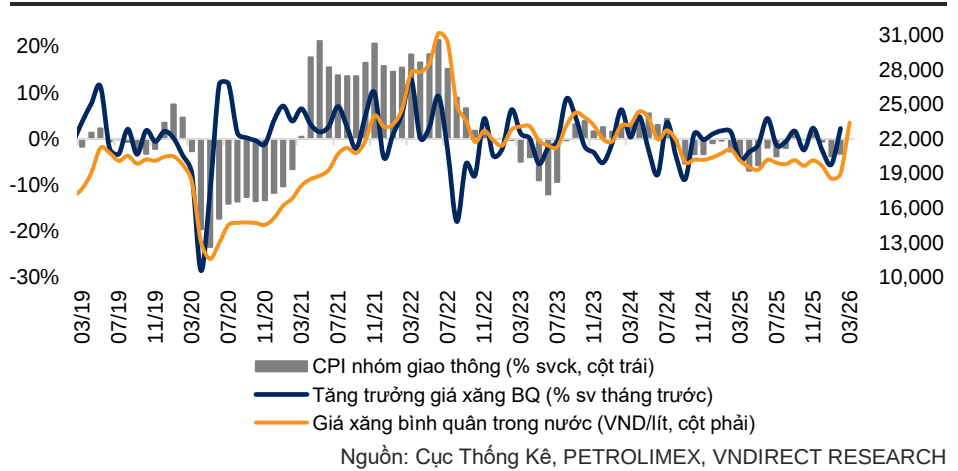
Trong bối cảnh đó, Chính phủ đã và đang chỉ đạo áp dụng một số biện pháp nhằm hạn chế tác động lan tỏa của biến động giá năng lượng, bao gồm

- 1) Sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu. Theo Bộ Công Thương, trước khi chi, quỹ bình ổn giá xăng dầu còn khoảng hơn 5.600 tỷ đồng. Với mức chi sử dụng 4.000 đồng/lít xăng và 5.000 đồng/lít dầu, quỹ này chỉ có thể hỗ trợ bình ổn giá trong khoảng 15 ngày, nếu tiếp tục duy trì mức chi như hiện nay.
- 2) Đề xuất giảm thuế nhập khẩu xăng dầu về 0%. Tác động chủ yếu là giúp đa dạng thị trường, tăng lựa chọn nguồn nhập khẩu do phần lớn xăng dầu nhập khẩu vào Việt Nam có xuất xứ từ ASEAN và Hàn Quốc với mức thuế nhập khẩu chủ yếu ở mức 0% theo các cam kết FTA.
- 3) Đề xuất giảm thuế bảo vệ môi trường, tương đương 2.000 đồng/lít xăng và 1.000 đồng/lít dầu.

Bên cạnh đó, IEA đã quyết định xả kho dầu dự trữ ~400 triệu thùng dầu nhằm hạ nhiệt giá dầu toàn cầu. Các biện pháp này chủ yếu giúp tạm thời làm chậm tốc độ truyền dẫn của cú sốc giá năng lượng, tuy nhiên rủi ro an ninh năng lượng vẫn hiện hữu nếu tình trạng eo biển Hormuz đóng cửa kéo dài (dù chúng tôi không kỳ vọng kịch bản này xảy ra). Bên cạnh đó, chi phí nhiên liệu tăng và tác động lan sang chi phí logistics, vận tải và các dịch vụ tiêu dùng, kỳ vọng lạm phát và tâm lý chi tiêu của hộ gia đình có thể bị ảnh hưởng trong các tháng tới.

Thủ tướng yêu cầu đa dạng nguồn cung dầu thô, đề nghị Bộ Công Thương chủ trì, phối hợp với Bộ Ngoại giao, Tập đoàn Năng lượng - Quốc gia Việt Nam (PVN) và các cơ quan liên quan đẩy nhanh việc đàm phán với các đối tác, đặc biệt là Chính phủ Kuwait, Nhật Bản, Nga và các quốc gia cung cấp dầu thô khác, hỗ trợ tìm kiếm và bảo đảm nguồn cung dầu thô cho các nhà máy lọc dầu trong nước từ tháng 5 và các tháng tiếp theo.

Hình 26: Giá xăng trong nước và xu hướng CPI nhóm giao thông
Dữ liệu ngày 13/3/2026

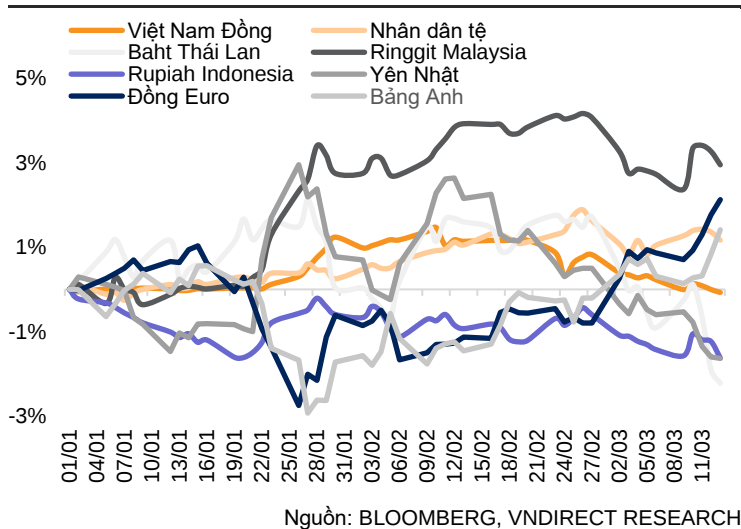


Áp lực tỷ giá quay trở lại khi USD toàn cầu phục hồi

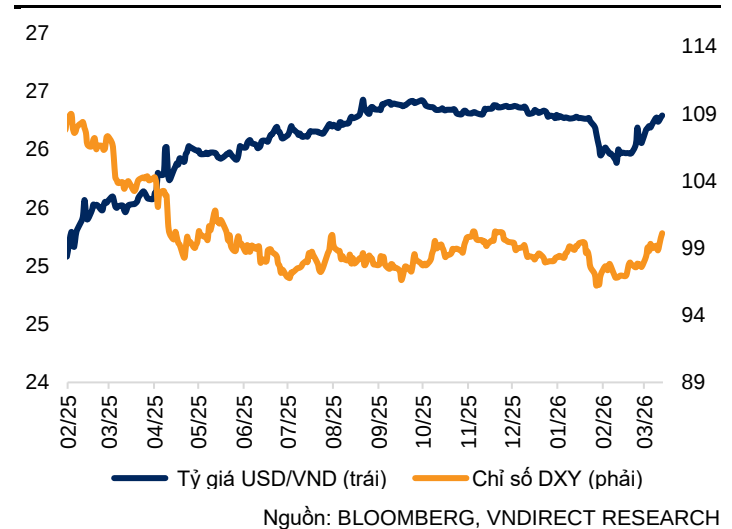
USD/VND tăng trở lại sau giai đoạn hạ nhiệt đầu năm

Sau giai đoạn hạ nhiệt trong tháng 1 và đầu tháng 2, tỷ giá USD/VND bắt đầu quay đầu tăng trở lại từ nửa sau tháng 2 khi đồng USD toàn cầu phục hồi. Cụ thể, chỉ số US Dollar Index (DXY) tăng từ vùng 96–97 điểm giữa tháng 2 lên quanh 100 điểm vào giữa tháng 3, tương đương mức tăng giá ~2,5% so với đầu tháng 2, trong bối cảnh rủi ro địa chính trị gia tăng và dòng tiền toàn cầu có xu hướng quay lại các tài sản trú ẩn. Theo đó, USD/VND tăng từ vùng thấp ~25.960–26.000 vào ngày 20/2 lên ~26.290 vào ngày 13/3, tương đương mức VND mất giá ~1,1% so với USD kể từ đầu tháng 2 nhưng không đổi so với cuối 2025.

Hình 27: Tăng/giảm một số đồng tiền so với USD từ đầu năm
Dữ liệu ngày 13/3/2026



Hình 28: DXY đảo chiều gây áp lực tỷ giá
Dữ liệu ngày 13/3/2026



Triển vọng tỷ giá tiếp tục nhạy cảm với diễn biến USD toàn cầu

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng diễn biến của USD/VND nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng từ xu hướng của đồng USD trên thị trường quốc tế. Đồng USD đã phục hồi trở lại trong những tuần gần đây khi căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông gia tăng, thúc đẩy nhu cầu đối với các tài sản trú ẩn như USD và vàng. Đồng thời, giá dầu tăng mạnh cũng làm dấy lên lo ngại về rủi ro lạm phát toàn cầu, qua đó có thể khiến Fed duy trì lập trường thận trọng hơn

trong các quyết định lãi suất. Dữ liệu CME Fed Watch cho thấy Fed chỉ giảm lãi suất tối đa một lần trong năm nay và xác suất đợt giảm lãi suất đầu tiên vào tháng 9/10 đã giảm xuống chỉ còn 63%/75% so với mức 80%/96% vài ngày trước đó. Nếu kỳ vọng cắt giảm lãi suất tại Mỹ tiếp tục bị lùi lại, chênh lệch lãi suất giữa Mỹ và nhiều nền kinh tế mới nổi có thể duy trì ở mức cao hơn dự kiến, tạo áp lực nhất định lên các đồng tiền khu vực, bao gồm VND.

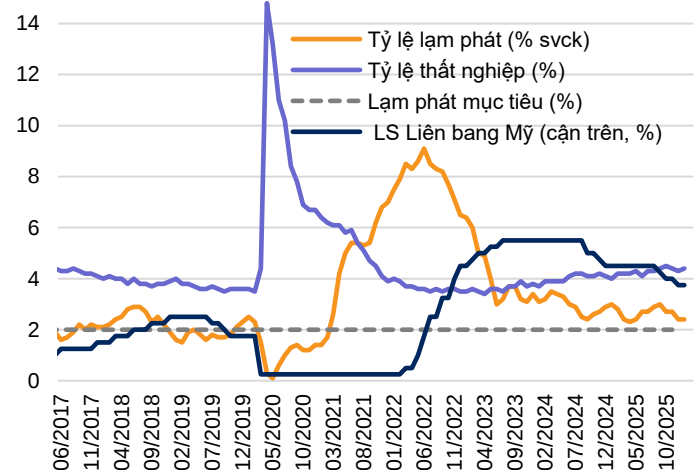
Tuy nhiên, một số yếu tố nền tảng có thể giúp hạn chế áp lực tỷ giá trong trung hạn, bao gồm 1) dù USD có thể mạnh lên trong ngắn hạn do rủi ro địa chính trị, xu hướng này có thể thiếu bền vững nếu lạm phát năng lượng bắt đầu tác động tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng của kinh tế Mỹ; 2) Fed có thể thận trọng hơn trong thời gian tới nhưng khả năng đảo chiều sang chu kỳ thắt chặt mạnh trở lại tương tự 2022 (khi giá dầu leo thang do Nga bị cấm vận sau cuộc tấn công Ukraine) tương đối thấp hơn trong bối cảnh điều kiện thị trường lao động suy yếu hơn lạm phát tổng thể thấp hơn và mặt bằng lãi suất hiện tại 3,5% - 3,75% đã cao hơn đáng kể so với mức 0% -0,25% đầu 2022; và 3) nguồn cung ngoại tệ trong nước vẫn được hỗ trợ bởi giải ngân FDI ổn định, triển vọng thặng dư thương mại và khả năng thu hút thêm dòng vốn đầu tư gián tiếp nếu quá trình nâng hạng thị trường chứng khoán được thúc đẩy. Những yếu tố này có thể góp phần hỗ trợ tỷ giá USD/VND duy trì xu hướng biến động có kiểm soát trước những bất định của tình hình kinh tế, chính trị thế giới.

Hình 29: Triển vọng Fed hạ lãi suất giảm dần

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375
3/18/2026	0.00 %	0.00 %	0.86 %	99.14 %
4/29/2026	0.00 %	0.00 %	5.00 %	95.00 %
6/17/2026	0.00 %	0.00 %	25.76 %	74.24 %
7/29/2026	0.00 %	0.00 %	45.00 %	55.00 %
9/16/2026	0.00 %	0.00 %	63.93 %	36.07 %
10/28/2026	0.00 %	0.00 %	75.00 %	25.00 %
12/9/2026	0.00 %	0.00 %	98.41 %	1.59 %
1/27/2027	0.00 %	3.00 %	97.00 %	0.00 %
3/17/2027	0.00 %	9.93 %	90.07 %	0.00 %
4/28/2027	0.00 %	11.00 %	89.00 %	0.00 %
6/9/2027	0.00 %	22.57 %	77.43 %	0.00 %
7/28/2027	0.00 %	27.00 %	73.00 %	0.00 %
9/15/2027	0.00 %	44.11 %	55.89 %	0.00 %
10/27/2027	0.00 %	20.00 %	80.00 %	0.00 %
12/8/2027	93.87 %	6.13 %	0.00 %	0.00 %

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Lạm phát thấp hơn trong khi thất nghiệp Mỹ hiện tại cao hơn so với giai đoạn 2022



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Các dự báo vĩ mô chính cho năm 2025-2026

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F
GDP danh nghĩa	tỷ USD	310	334	347	366	413	434	476	514	562	613
Tăng trưởng GDP thực	% YoY	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	7,9	8,8	9,0
GDP bình quân đầu người	USD	3.222	3.441	3.534	3.704	4.148	4.323	4.717	5.026	5.504	5.966
Tăng trưởng XK	% YoY	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,4	17,0	11,0	12,0
Tăng trưởng NK	% YoY	11,8	6,9	3,7	26,7	8	-9,2	16,7	19,4	11,5	12,0
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,3	28,4	24,9	20,1	20,0	22,4
FDI thực hiện	tỷ USD	19,1	20,4	20	19,7	22,4	23,2	25,4	27,6	29,8	32,2
Tài khoản vãng lai	tỷ USD	5,8	12,2	15,1	-7,2	-1,1	25,8	28	20,6	22,5	24,5
Tài khoản vãng lai/GDP	% GDP	1,9	3,6	4,3	-2	-0,3	6	5,9	4,0	4,0	4,0
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	88	93	84	84,0	82,0	87,0
Dự trữ ngoại hối/GDP	% GDP	17,8	23,3	27,4	29,8	21,2	21,5	17,7	16,3	14,6	14,2
Dự trữ theo tháng NK	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,4	2,6	2,0	1,8	1,7
CPI (Bình quân)	% YoY	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,3	3,8	4,0
Tăng trưởng tín dụng (trái, %)	% YoY	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,8	15,1	19,0	19,0	18,0
Dư nợ tín dụng/GDP (phải, %)	% GDP	103	106	114	123	124	132	136	149	163	176
Tăng trưởng M2	% YoY	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	12,5	12,3	16,0	16,0	15,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,25	6	4	4	4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
LS tiền gửi 12 tháng bình quân	%	6,9	7	5,6	5,6	5,6	4,9	4,9	5,2	5,7	5,7
Lợi suất TPCP 10 năm	%	5,1	3,4	2,4	2,1	2,1	2,2	3,0	4,0	4,5	4,5
Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng	VND/USD	23.175	23.173	23.098	22.826	22.826	24.267	25.485	26.298	26.955	27.495
Nợ công	% GDP	46,0	43,0	44,0	43,0	42,7	36,0	34,0	36 - 37	37,0	38,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, BTC

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong ~ từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>