

# BÁO CÁO VĨ MÔ

T1/2026

**Bứt phá vì yếu tố mùa vụ Tết**

**Sức khỏe nền kinh tế**

PMI sản xuất

**52.5** điểm  
T12: 53 điểm

Tăng trưởng bán lẻ, dịch vụ \*

**632.4** Nghìn tỷ đồng  
+9.3% YoY

Đầu tư công \*

**19,133** Tỷ đồng  
+84.3% YoY

Lạm phát

**+2.53** %YoY  
T12:: +3.48% YoY**Giao thương quốc tế**

FDI thực hiện \*

**1.7** Tỷ USD  
+11.3% YoY

FDI đăng ký \*

**2.6** Tỷ USD  
-40.5% YoY

Kim ngạch XNK \*

**88.2** Tỷ USD  
+39.0% YoY

Tỷ giá USD/VND

**26,060**  
-1.2% YTD**Thị trường vốn**

Tăng trưởng tín dụng

**19.01** %YTD

Lãi suất huy động

**5.52** %/năm  
T12: 5.41%/năm

OMO

**476,000** Tỷ đồng  
+17.8% MoM

TPDN phát hành \*

**3,711** Tỷ đồng  
-33% YoY

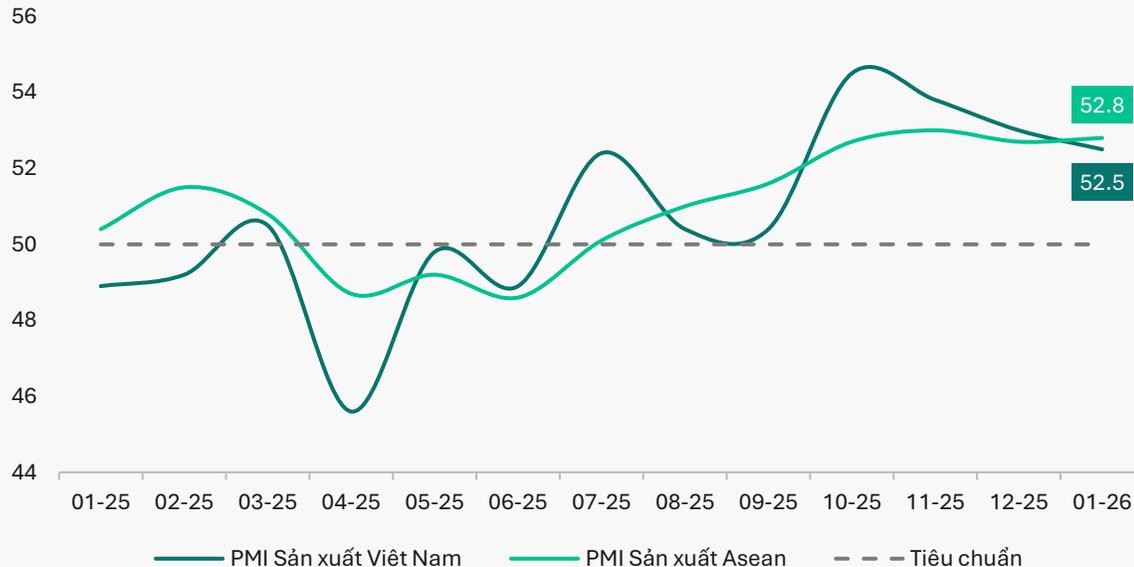
## Khu vực sản xuất

Xu hướng phục hồi ổn định nhờ đơn hàng mới bùng nổ

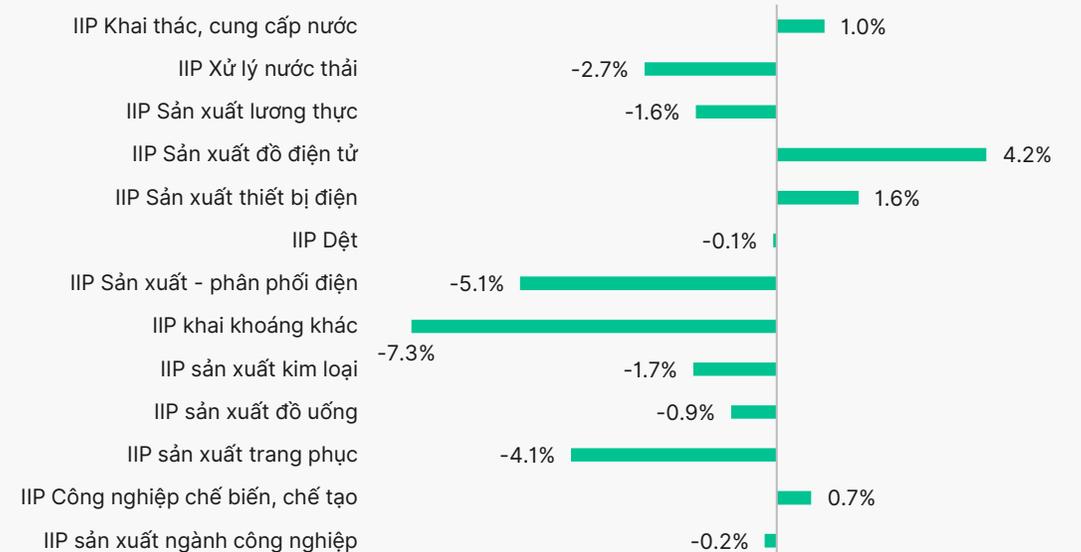
Chỉ số PMI tháng 01/2026 đạt 52.5 điểm, dù hạ nhiệt nhẹ so với mức 53 điểm của tháng 12/2025 nhưng vẫn ghi nhận tháng thứ 7 liên tiếp nằm trên ngưỡng tham chiếu 50 điểm. Góc nhìn tương tự với khu vực Đông Nam Á, đạt 52.8 điểm.

- Điểm nhấn, (1) đơn đặt hàng mới tăng với tốc độ nhanh nhất kể từ giữa năm 2024, phản ánh nhu cầu nội địa và xuất khẩu đang hồi phục đồng bộ, (2) niềm tin kinh doanh duy trì ở mức cao kỷ lục 22 tháng do kỳ vọng vào sự ổn định của thị trường toàn cầu và hiệu quả từ cải cách thể chế, (3) đơn hàng xuất khẩu duy trì, trong đó ghi nhận thị trường xuất khẩu châu Á mới (Ấn Độ) là điểm sáng.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T11/2025 duy trì mở rộng (-0.2% MoM, +21.5% YoY). Mức tăng trưởng đột biến dựa trên mức nền thấp của tháng 1/2025 (thời điểm nghỉ Tết).
- Kafi đánh giá, con số tăng trưởng 21.5% hình thành bởi thời điểm chênh lệch yếu tố mùa vụ Tết giữa 2 năm; nếu xét về quy mô, ngành sản xuất công nghiệp chỉ ghi nhận giữ nguyên so với tháng trước. Kafi dự phóng tăng trưởng lũy kế trong tháng 2 tới (bao gồm kỳ nghỉ lễ) thì mức tăng trưởng quay về bình quân 9-10% YoY. Điểm tích cực nhất đến từ dữ liệu đơn hàng mới duy trì, vượt qua các biến động của chính sách thương mại quốc tế gần đây; điều này củng cố cho xu hướng tăng trưởng ngành công nghiệp sản xuất ổn định trong H1/2026.

**Chỉ số PMI T1 duy trì mở rộng**  
Đơn vị: điểm - Nguồn: S&P Global, Kafi Research



**Tăng trưởng theo tháng các ngành công nghiệp trong T1/2026**  
Đơn vị: %MoM – Nguồn: GSO, Kafi Research



## Tình hình bán lẻ

Duy trì tăng trưởng âm đạm

Trong T1/2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ đạt 632.4 nghìn tỷ đồng (+2.6% MoM, +9.3% YoY). Sức cầu tiêu dùng mở rộng nhưng sức bật chưa quá tích cực, đánh giá ở mức tăng trưởng trung lập.

- Động lực chính, nhóm hàng bán lẻ hàng hóa (chiếm 77% tổng mức) đạt 487.4 nghìn tỷ đồng, tăng 9,3% YoY, phản ánh nhu cầu tích trữ hàng hóa cho dịp Tết Nguyên đán tăng cao.
- Ở nhóm dịch vụ khác ghi nhận dữ liệu tăng trưởng chậm lại đáng kể (chỉ đạt 8.93% YoY, so với tháng trước đạt 11.53%); đây là điểm gây bất ngờ bởi thường hoạt động tắt niên diễn ra thường xuyên trước Tết. Tương tự, cấu phần dịch vụ lưu trú, ăn uống, lưu trú ghi nhận tăng trưởng chậm nhưng cơ cấu tỷ trọng gia tăng; điều này cho thấy người dân có xu hướng đi du lịch hoặc về quê sớm thay tiêu tiền vào dịch vụ “ăn chơi” trong kỳ trước Tết như mọi năm.

Về khách du lịch quốc tế, Việt Nam thu hút 2.5 triệu lượt khách (+21.4% MoM, +18.5% YoY) trong T1/2026. Đây là con số cao nhất từng ghi nhận trong một tháng của ngành du lịch nước nhà. Khu vực Châu Á tiếp tục là trụ cột với hơn 1.8 triệu lượt khách (chiếm >73%), dẫn đầu là Hàn Quốc và Trung Quốc. Lượt khách từ Ấn Độ ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 80,5% YoY, phản ánh hiệu quả từ chiến lược đa dạng hóa thị trường.

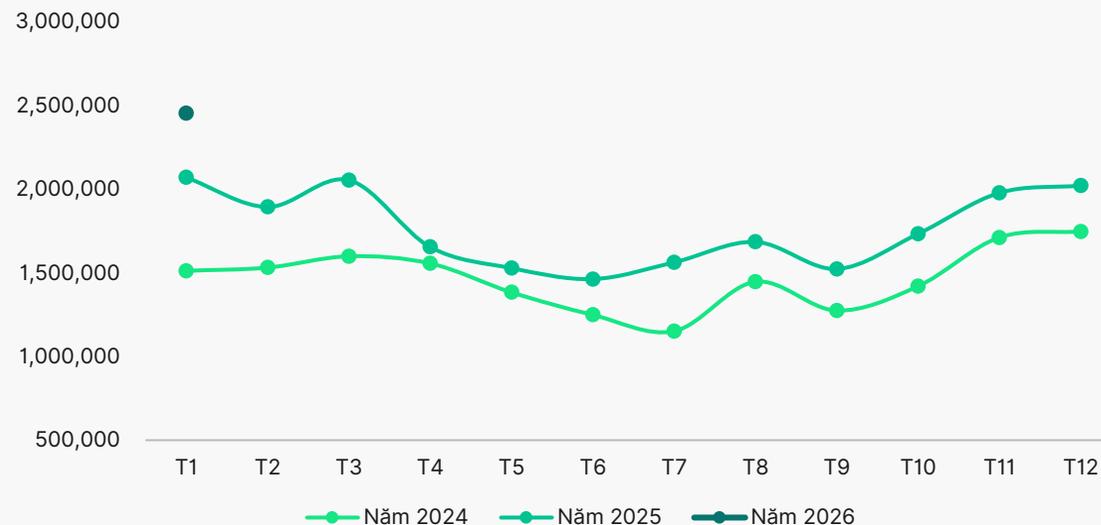
### Mảng bán lẻ hàng hóa tăng trưởng ổn định

| Đơn vị % - Nguồn: GSO, Kafi Research

Năm	2025												2026	
	Tháng	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11		T12
Tổng mức Bán lẻ hàng hóa, dịch vụ		9.46	9.38	9.85	9.95	9.66	9.27	9.30	9.37	9.55	9.27	9.13	9.25	9.32
Dịch vụ lưu trú, ăn uống		14.77	12.46	13.96	14.95	15.20	14.73	15.00	14.67	14.81	14.57	14.56	14.57	9.36
Bán lẻ hàng hóa		8.57	8.72	8.79	8.66	8.20	7.86	7.80	8.08	8.26	7.99	7.88	7.97	9.30
Dịch vụ lưu hành		17.33	16.44	18.29	24.53	24.71	23.24	20.00	20.33	20.53	19.81	19.90	20.21	14.03
Dịch vụ khác		9.76	10.22	12.49	12.61	12.92	12.34	12.40	11.91	12.06	11.81	11.24	11.53	8.93

### Khách du lịch quốc tế

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



## Lạm phát

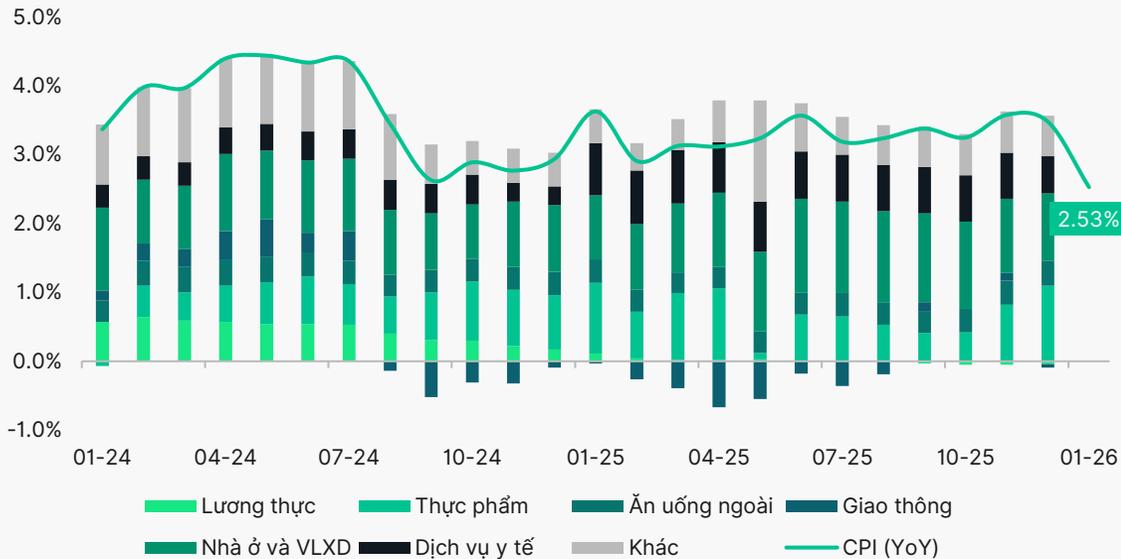
Kiểm soát trong nửa đầu năm

Diễn biến lạm phát sụt giảm mạnh trong T1/2026, đạt 2.53% YoY (trong khi CPI T12 đạt 3.48% YoY). Nếu loại bỏ cấu phần thực phẩm và năng lượng thì mức biến động lạm phát cơ bản vẫn ở xu hướng ổn định, tăng 3.19% YoY so với tháng trước đạt 3.27% YoY.

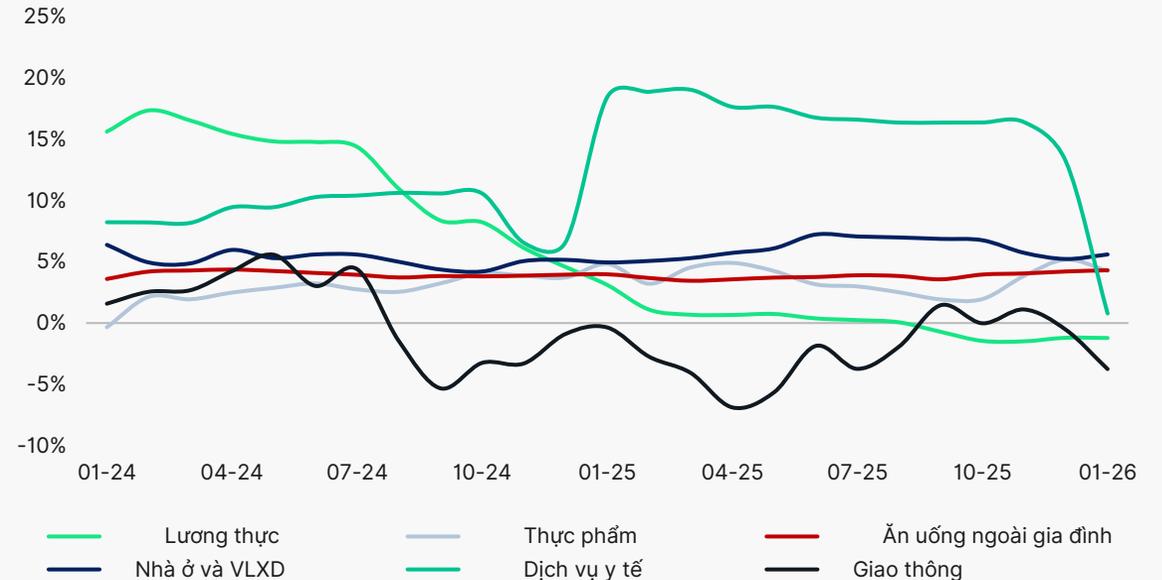
- Các yếu tố hỗ trợ cho chỉ số CPI hạ nhiệt đến từ (1) chỉ số giá y tế điều chỉnh tăng trưởng đáng kể so với giai đoạn năm 2025 bởi điều hướng chính sách chi phí y tế - thuốc ổn định sau 2 năm tăng liên tiếp, (2) giá nhà tăng nhẹ, nhưng giá thuê nhà không nhiều thay đổi, càng chịu áp lực sau diễn biến nâng lãi suất vừa qua, (3) xu hướng giảm trung hạn ở cấu phần giá xăng, dầu thế giới.

□ Tổng hợp, Kafi đánh giá lạm phát bình quân tăng trưởng trung lập trong H1/2026, trong khoảng 3-3.5% YoY, thấp hơn ngưỡng mục tiêu kiểm soát của Chính phủ. Dù diễn biến giá cả tăng sẽ xuất hiện trong tháng Tết, nhưng sau đó sẽ dần ổn định bởi 2 yếu tố chính (1) mặt bằng giá thị trường bất động sản dự phóng tăng trưởng trung lập bởi nhiều điều hướng thắt chặt từ cơ chế định danh tài sản và chính sách tiền tệ, (2) nhiều mặt hàng yếu tố chu kỳ khác như lương thực, thực phẩm, giáo dục ổn định trong giai đoạn nửa 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

Đẩy mạnh giải ngân vốn từ đầu năm

Tính đến cuối tháng 1/2026, tổng vốn đầu tư công (ĐTCC) đã giải ngân ước khoảng 858,600 tỷ đồng (+35.1% YoY), đạt 94.8% so với chỉ tiêu do Thủ tướng Chính phủ phân bổ trong niên độ tài khóa năm 2025.

- Xét riêng 2 tháng cuối niên độ, Việt Nam ghi nhận dòng vốn lớn được giải ngân lần lượt đạt 238.2 và 103.6 nghìn tỷ đồng. nỗ lực đẩy mạnh chính sách tài khóa đã đạt được phần nào chỉ tiêu về kế hoạch, khóa lập tiến độ chậm trễ ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết khó lường trong năm.
  - Xét niên khóa 2026, nguồn vốn đầu tư công đã giải ngân được 19,133 tỷ đồng (+84.3% YoY) trong tháng 1. Việc giải ngân ngân sách được đẩy mạnh ngay từ đầu năm, hưởng ứng chủ trương quyết liệt của Chính phủ thông qua các Nghị quyết 79/NQ-CP và 01/NQ-CP; nổi bật là định hướng phát triển kinh tế nhà nước trở thành dòng “vốn mồi” thúc đẩy các thành phần kinh tế khác và duy trì chính sách tài khóa mở rộng đảm bảo mục tiêu tăng trưởng 10% trong năm 2026. Do đó, TTCP tiếp tục nâng kế hoạch đầu tư năm nay đạt 995,348 tỷ (+9.9% YoY).
- Kafi lưu ý quy mô dòng vốn 350 nghìn tỷ được đẩy vào nền kinh tế là nỗ lực ngoạn mục của Chính phủ trong việc đảm bảo cam kết về kế hoạch đầu tư của năm 2025. Tuy vậy, tiến độ huy động tiền về tài khoản KBNN một cách nhanh chóng, dòng tiền từ đầu tư công có độ trễ để thẩm thấu vào nền kinh tế; từ đó, đã để lại “khoản trống” về dòng vốn lưu thông trên hệ thống ngân hàng trong ngắn hạn.

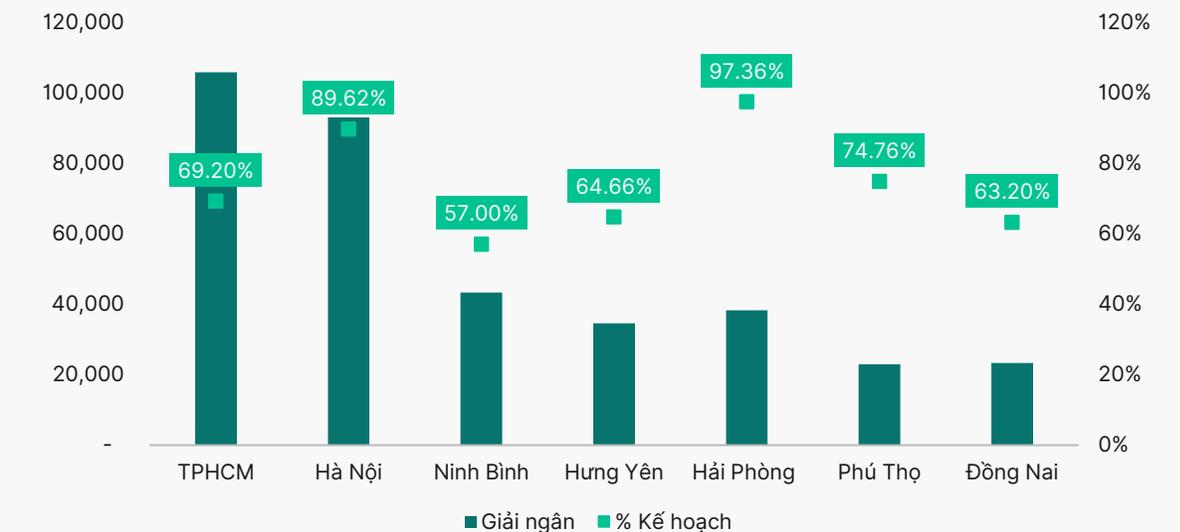
### Tiến độ giải ngân đầu tư công (Niên độ tài khóa 13 tháng)

| 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

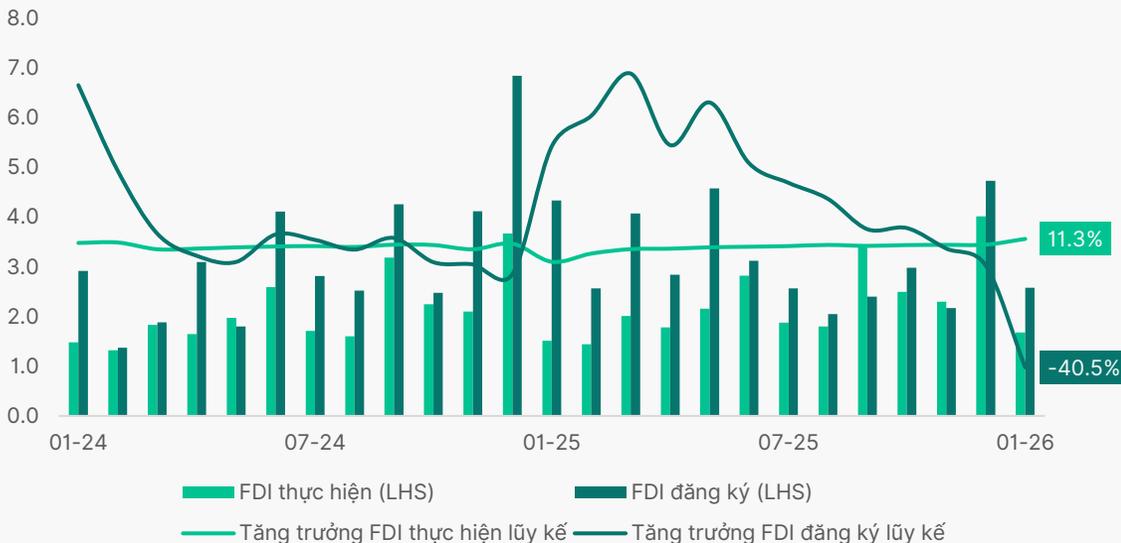
**Xu hướng đầu tư thận trọng từ quốc tế, kỳ vọng tăng trưởng trung lập trong năm 2026**

Trong T1/2026, FDI đăng ký và thực hiện lần lượt đạt 2.58 tỷ USD (-40.5% YoY) và 1.68 tỷ USD (+11.3% YoY). Nhận thấy rõ xu hướng trái chiều ở 2 cấu phần này, khi ghi nhận xu hướng tăng trưởng giảm liên tiếp trong 7 tháng của dòng vốn FDI đăng ký mới và xu hướng tăng trưởng ổn định của dòng vốn FDI giải ngân.

- Một số điểm lưu ý, mức giải ngân duy trì đà tăng trưởng dương (tiếp nối đà tăng 9.0% bình quân của năm 2025) cho thấy các dự án cam kết lớn từ các năm trước đang đi vào giai đoạn triển khai xây dựng nhà xưởng và nhập khẩu máy móc. Với kim ngạch xuất khẩu tích cực, cũng như việc mở rộng các thị trường xuất khẩu mới đánh giá là yếu tố giữ “giữ chân” các doanh nghiệp sản xuất hiện hữu không chủ động trong việc rút vốn đầu tư dài hạn khỏi Việt Nam.
  - Điểm trừ, xu hướng đầu tư mới của khối DN FDI, (1) góc nhìn chung vẫn là thận trọng với cấu trúc thương mại toàn cầu đang dần phân cực, và rủi ro khi Việt Nam bị đánh giá là trung gian sản xuất hàng hóa của Trung Quốc, (2) quốc gia phát triển đang chuyển dịch vốn đầu tư quay trở lại nước Mỹ, (3) dòng vốn FDI từ Trung Quốc – Đài Loan cảm nhận những rủi ro tiềm ẩn và đang thu hẹp quy mô đầu tư trong ngắn hạn.
- ☐ Xu hướng trung lập này dự kiến tiếp diễn trong năm 2026, Kafi đánh giá dòng vốn FDI đăng ký và thực hiện tăng trưởng tương đương 6-8% YoY.

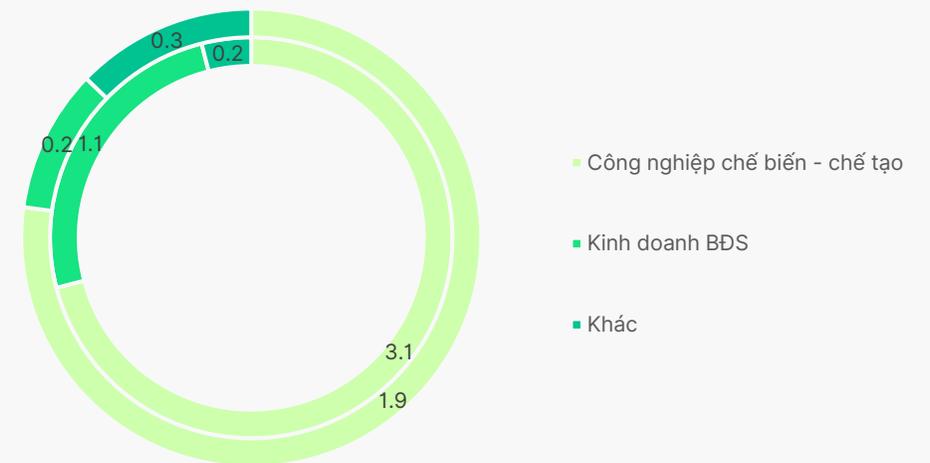
### FDI thực hiện và FDI đăng ký tăng trưởng kỳ vọng ở mức trung lập

| 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

Tăng trưởng đột phá bởi chênh lệch yếu tố mùa vụ. Trạng thái nhập siêu “lành mạnh” đáp ứng nhu cầu ngành sản xuất

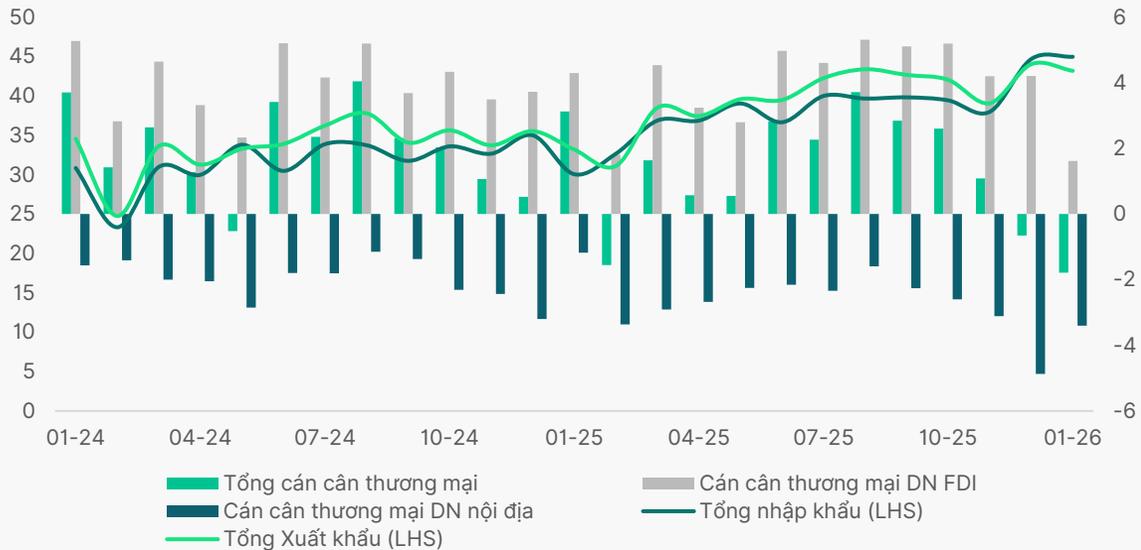
Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu (XNK) trong tháng 1 đạt 88.16 tỷ USD (+39.0% YoY); trong đó, nhập khẩu đạt 44.97 tỷ USD (+49.2% YoY), xuất khẩu đạt 43.19 tỷ USD (+28.5% YoY).

- Mức tăng trưởng cao đột biến này một phần do hiệu ứng nền thấp của tháng 1/2025 (tháng có kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán). So sánh với dữ liệu tháng trước, tổng kim ngạch thương mại đánh giá vẫn duy trì tích cực, quy mô trên 80 tỷ phản ánh sự phục hồi thực chất của tổng cầu thế giới, cũng như niềm tin bền vững với nhà cung cấp Việt Nam.
- Cán cân thương mại ghi nhận nhập siêu, đạt -1.78 tỷ USD (trong khi cùng kỳ năm 2025 xuất siêu 3.17 tỷ USD); phần lớn đóng góp đến từ nhóm doanh nghiệp FDI, ghi nhận xuất siêu đạt 1.85 tỷ USD. Trong khi, khu vực kinh tế trong nước ghi nhận nhập siêu 3.63 tỷ USD. Cấu trúc về đối tác – mặt hàng thương mại không có nhiều sự thay đổi.

□ Tổng quát, yếu tố mùa vụ đang làm cho dữ liệu tăng trưởng bứt phá cao ngắn hạn, bên cạnh đó xu hướng nhập siêu song song với nhu cầu bổ sung nguyên liệu, hàng tồn kho của nhóm doanh nghiệp sản xuất công nghiệp (theo thống kê của S&P Global chỉ số tồn kho đã liên tiếp giảm trong nhiều tháng). Kafi nhận định dữ liệu tăng trưởng sớm quay trở về mức tăng trưởng ổn định 10-15% và trạng thái của cán cân thanh toán thặng dư mở rộng từ tháng 3 trở đi khi chu kỳ xuất khẩu hàng hóa bắt đầu.

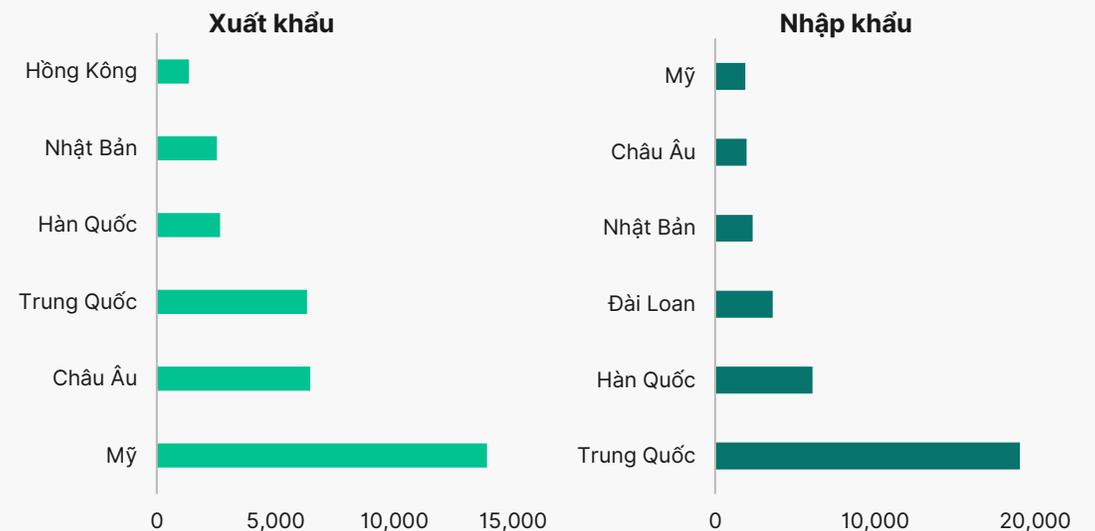
### Cán cân thương mại

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

Điều chỉnh ổn định khi chênh lệch lãi suất giữa các nền kinh tế thu hẹp

Cập nhật tại ngày 10/02, tỷ giá USD/VND\* đạt 26,060 (-1.2% YTD), chứng kiến áp lực tỷ giá đã hạ nhiệt trong 3 tháng liên tiếp, đóng góp chính đến từ diễn biến nâng nền lãi suất trong thời gian gần đây. Từ thị trường quốc tế, chỉ số DXY trong xu hướng vận động ở vùng thấp điểm; việc thay đổi người đứng đầu Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) đã ngã ngũ với các định hướng nói lỏng trung lập, việc cắt giảm lãi suất 25bps trong kỳ họp tháng 3 ở xác suất ~80%.

- ❑ Kafi 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. Nguồn cung ngoại tệ đánh giá mở rộng hơn, dựa trên điều kiện:
  - Chênh lệch lãi suất chính sách giữa Mỹ và Việt Nam thu hẹp, hạn chế dòng vốn đầu tư rút ròng kỹ thuật ở dòng vốn FII (gián tiếp) và FDI (trực tiếp).
  - Thanh tra thị trường vàng được siết chặt (thông qua Nghị định 232) và mở cửa thị trường cạnh tranh đối với kinh doanh vàng giúp NHNN kiểm soát đầu ra/đầu vàng ngoại tệ ở mảng này. Trên truyền thông, tần suất “can thiệp” vào các hộ kinh doanh vàng nhiều hơn kỳ vọng giảm hoạt động mua/bán vàng tiểu ngạch, giúp làm giảm sai số rút ròng trên cân đối tổng thể trong Q4/25-Q1/26 dù chứng kiến diễn biến giá vàng thị trường đã tăng đáng kể.
  - Nền lãi suất tiền gửi nâng lên trong thời gian gần đây ủng hộ cho trạng thái nắm giữ VND, và bán USD.

### Diễn biến tỷ giá trong nước và DXY

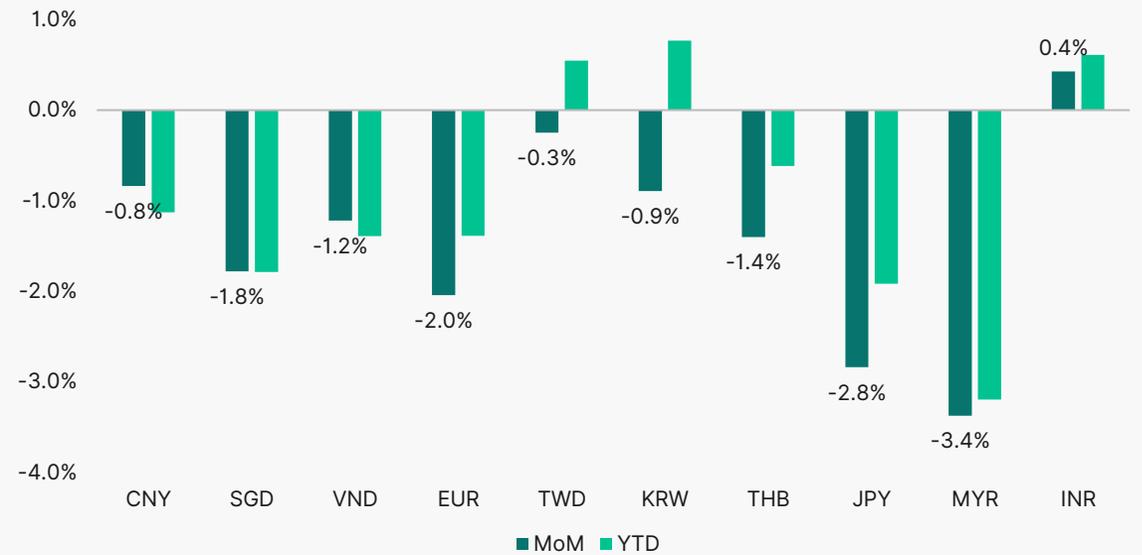
| Đơn vị: VND/USD – Nguồn: Fiinpro, Investing, Kafi Research



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

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

| Đơn vị: % – Nguồn: Investing, Kafi Research



## Tăng trưởng tín dụng

Thông điệp thận trọng, ưu tiên kiểm soát chất lượng

Cập nhật cuối cùng về tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế trong năm 2026 đạt 19.01% YTD, cao hơn mức 17.87% YTD thống kê trước đó, tương đương 18.58 triệu tỷ đồng được bơm vào nền kinh tế. Chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng được mở rộng vượt trội so với kế hoạch đầu năm (+16% YTD).

- Xét về số liệu tăng trưởng tín dụng trong tháng 1, ước tính tín dụng giảm nhẹ so cuối năm trước bởi (1) nhu cầu giải ngân vốn thường chưa phát sinh trong thời điểm đầu năm, (2) điều chỉnh kỹ thuật so với quy mô của tháng cuối năm.
- Điểm quan trọng cần lưu ý hơn là điều hướng chính sách tiền tệ đã có nhiều thay đổi theo hướng thắt chặt, điển hình như (1) ổn định giá cả thị trường bất động sản, rộng hơn là việc nắn dòng vốn rẻ chảy vào thị trường tài sản được chú trọng, nổi bật một số Ngân hàng Quốc doanh đã nâng mức lãi suất cho vay bất động sản lên 12-14%/năm; (2) kiểm soát chỉ tiêu tín dụng theo từng quý, đặc biệt trong bối cảnh hệ thống có phần mất cân đối giữa cho vay – huy động từ năm trước, dẫn đến việc kiểm soát chặt về đầu ra tín dụng thời điểm đầu năm nay.

Trên xu hướng lãi suất huy động, áp lực thanh khoản đánh giá có phần hạ nhiệt hơn, “khoản trống” huy động vẫn hiện hữu nhưng không quá áp lực khi dòng chảy tín dụng dần bị kiểm soát. Tốc độ tăng của LSHĐ kỳ hạn 12T trung bình toàn thị trường thu hẹp dần, ghi nhận +11 bps (đạt 5.52%/năm) trong tháng 1, giảm so với mức +26 bps trong tháng 12.

□ Kafi bảo lưu ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2026 đạt 17-18%, giảm nhẹ so với mức 18-19% năm 2025 do năm 2026 ưu tiên tăng trưởng bền vững, nâng cao hiệu quả tín dụng hơn sau một năm 2025 tăng trưởng về lượng.

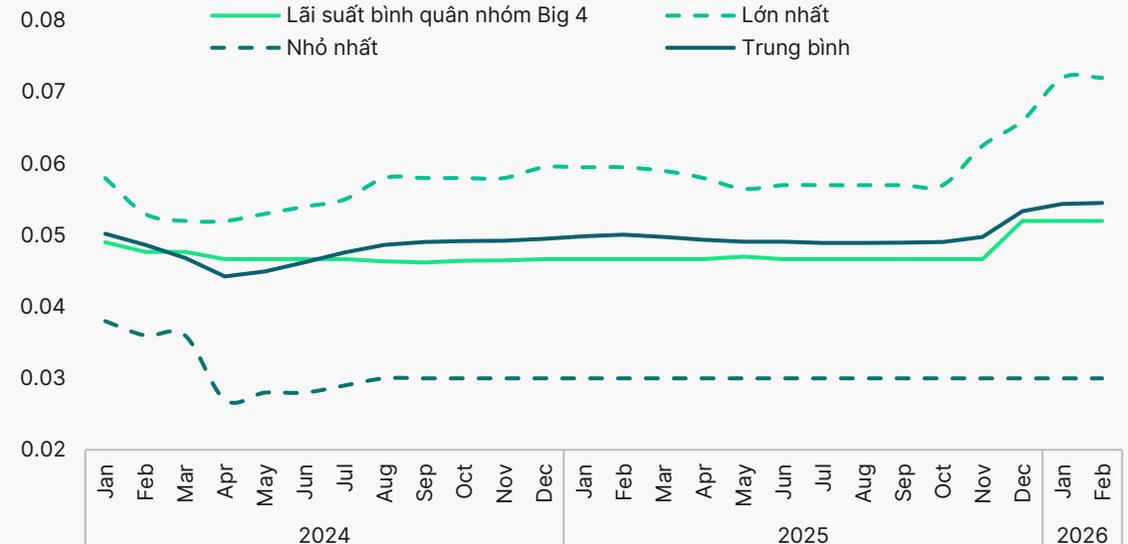
### Tăng trưởng tín dụng qua các năm

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

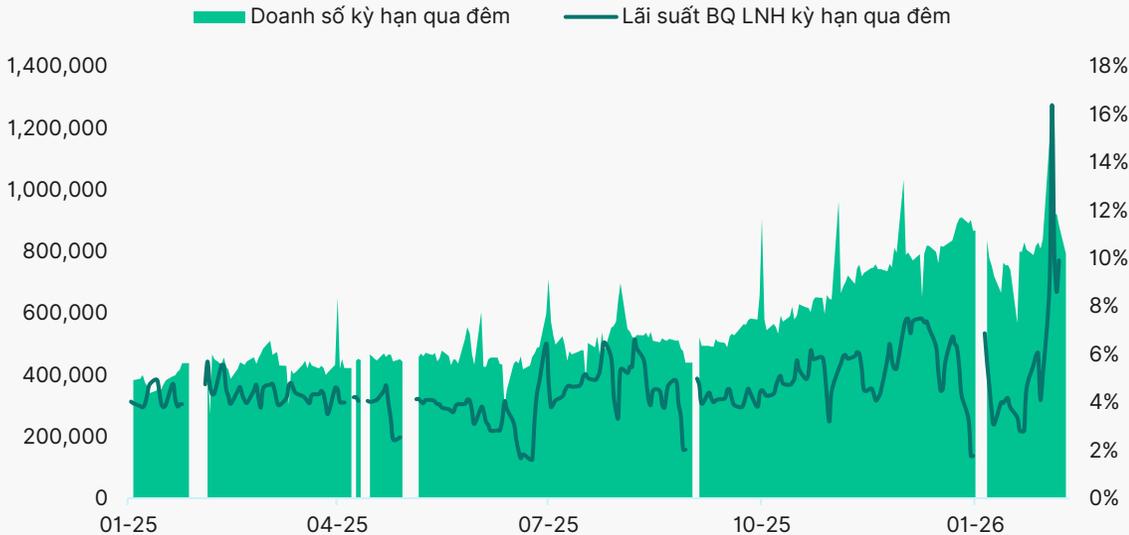
Trong T1/2025, lãi suất liên ngân hàng (LNH) qua đêm phần lớn trong diễn biến tăng áp lực dưới bối cảnh thiếu hụt nguồn tiền lưu thông trong ngắn hạn, có thời điểm ghi nhận lãi suất qua đêm lên đến 16.4%/năm.

- Để đối ứng, thanh khoản được bơm rỗng qua kênh thị trường mở, lũy kế tổng lượng OMO lưu hành đạt 476k tỷ đồng (+17.8% MoM), quy mô kỷ lục trong lịch sử. Việc chủ động bơm thanh khoản đối ứng giúp cân bằng trạng thái chênh lệch tín dụng và huy động diễn ra xuyên suốt trong thời gian qua.
- Tuy nhiên, áp lực thiếu hụt thanh khoản vẫn ở mức cao, nguyên nhân bởi (1) nguồn vốn huy động cho chính sách tài khóa có độ trễ thẩm thấu ngược lại hệ thống ngân hàng, (2) nhu cầu tiền mặt cận Tết Nguyên đán, (3) lãi suất thấp kéo dài trong chu kỳ nới lỏng trước, tiền vào các kênh tài sản khác và hiện nhiều chính sách kiểm soát tín dụng khiến cho vòng quay tiền chậm lại, (4) nhu cầu đầu tư trú ẩn tại kênh vàng gia tăng trong ngắn hạn.

□ Điều hướng trên thị trường mở cho thấy góc nhìn điều hành linh hoạt từ NHNN, với việc đối ứng thanh khoản chủ động trong bối cảnh thanh khoản hệ thống gặp áp lực trong ngắn hạn. Việc nâng nền lãi suất huy động là thiết yếu đẩy dòng tiền quay trở lại hệ thống, giảm điều hướng của tiền vào các kênh tài sản thanh khoản thấp. Vì trạng thái mất cân đối vẫn hiện hữu, do đó, Kafi nhìn nhận lãi suất bình quân giữ ở mức nền hiện tại trong trung hạn, đặc biệt là lãi suất huy động, trong khi lãi suất liên ngân hàng dần ổn định, hạ nhiệt trong thời gian tới.

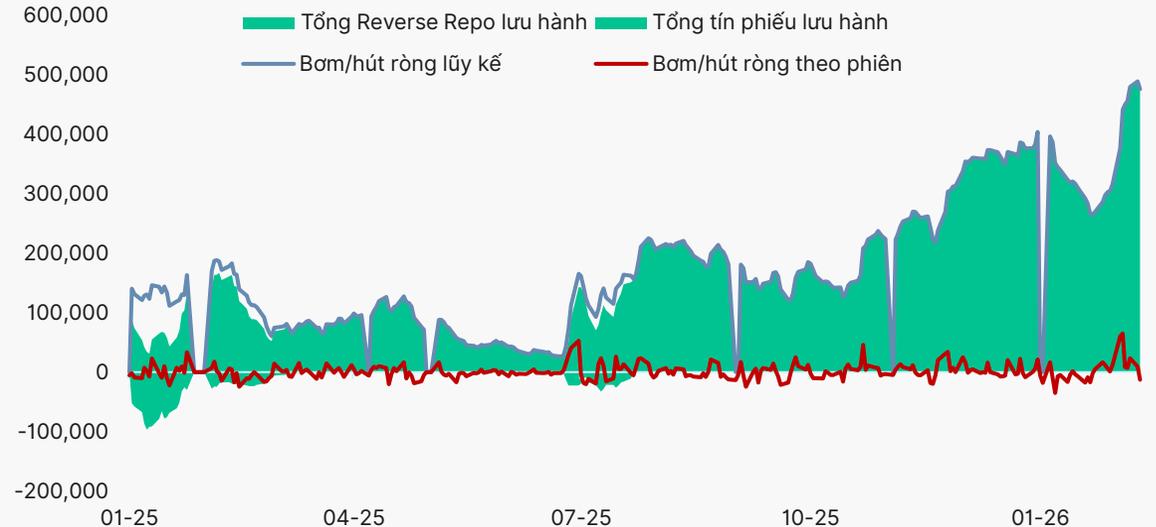
### Thị trường liên ngân hàng

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



### Thị trường mở

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



## Trái phiếu doanh nghiệp

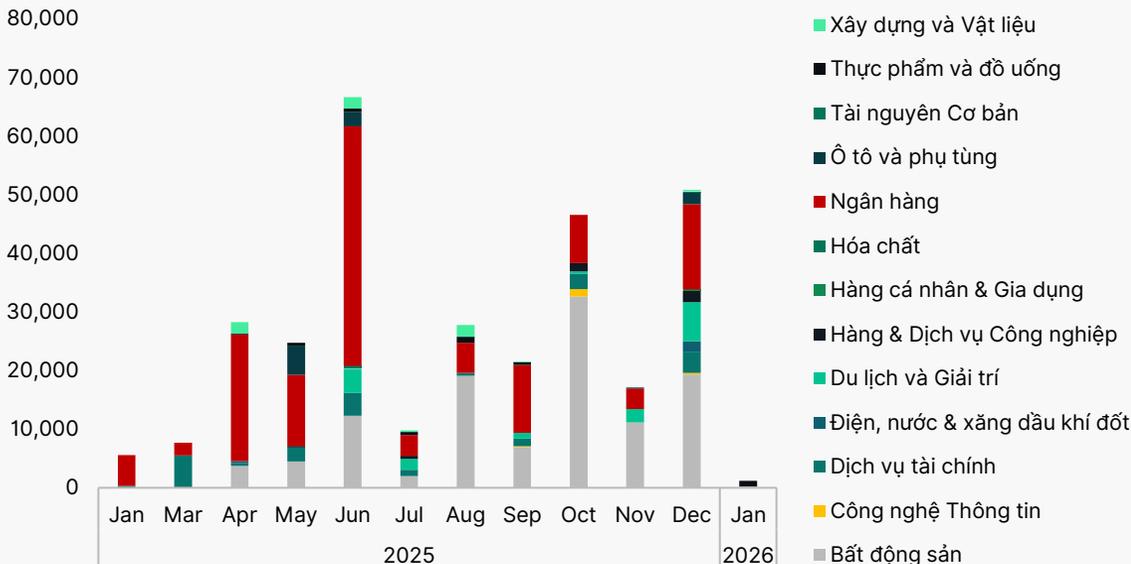
Thanh khoản thị trường ảm đạm đầu năm

Trong tháng 1 năm 2026, thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) phát hành đạt 3,711 tỷ đồng (-33% YoY), bao gồm 3,521 tỷ đồng phát hành ra công chúng và 190 tỷ đồng phát hành riêng lẻ. Cơ cấu phát hành lần lượt tại nhóm ngành Ngân hàng (chiếm 60%, do ViettinBank phát hành), theo sau là ngành Nông nghiệp (BAF), Tài chính (F88) và Bất động sản (Khải Hoàn Land).

- Mặt bằng lãi suất tháng 1/2026 phân hóa sâu sắc dựa trên hồ sơ rủi ro từng ngành: nhóm Ngân hàng ghi nhận mức thả nổi an toàn (tương đương ~7%/năm) và nhóm Sản xuất - Tài chính huy động vốn cố định khoảng 10%, trong khi nhóm Bất động sản phải chịu chi phí vốn đắt đỏ nhất (lên tới 13.5%).
- Thanh khoản trên thị trường thứ cấp cũng đồng pha với sự trầm lắng của thị trường sơ cấp. Tổng giá trị giao dịch TPDN riêng lẻ trong tháng đạt 108.730 tỷ đồng, với thanh khoản bình quân phiên giảm 29% MoM.
- Trong khi, tổng giá trị TPDN đáo hạn năm 2026 ước tính đạt 199.692 tỷ đồng. Chi tiết, phần lớn nghĩa vụ nợ tập trung ở nhóm ngành bất động sản (chiếm 43.3% tổng lượng TPDN đáo hạn) và thời điểm mà quy mô đáo hạn TPDN lớn nhất trong năm nay sẽ rơi vào tháng 6 và tháng 12.

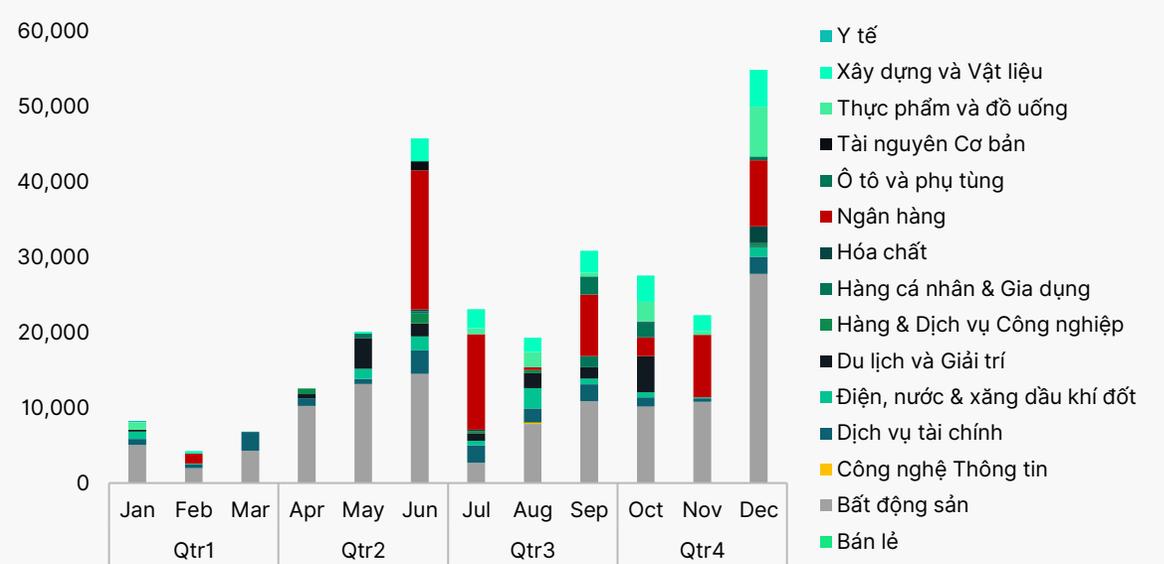
### Giá trị phát hành TPDN

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 T1 TRUNG LẬP

- Từ thế giới: Tâm điểm vẫn là các biến động từ thị trường tài chính Mỹ: (1) FED giữ nguyên lãi suất điều hành ở mức 3.5%-3.75% trong cuộc họp tháng 1; (2) chỉ số DXY suy yếu về cuối tháng (quanh mốc 97.15) tạo dư địa cho dòng tiền phân bổ vào tài sản khác, giá Vàng lập đỉnh mới 5.600 USD/oz; (3) Rủi ro địa chính trị và chính sách thương mại khó lường từ chính quyền Mỹ tiếp tục là biến số cần theo dõi sát sao.
- Nền kinh tế khởi động năm 2026 với gam màu “sáng-tối” đan xen. Khu vực sản xuất bút phá mạnh mẽ với IIP tăng 21.5% YoY và PMI giữ vững vùng mở rộng 52.5 điểm, kéo theo kim ngạch XNK bùng nổ (+39% YoY). Tuy nhiên, áp lực thanh khoản hệ thống gia tăng cục bộ dịp cận Tết khiến lãi suất liên ngân hàng qua đêm tăng vọt, chi phí vốn đánh giá đang có xu hướng thiết lập mặt bằng mới cao hơn. Tổng thể, Kafi bảo lưu nhận định TRUNG LẬP với tình hình vĩ mô tháng 1.

### Điểm nhấn chính theo đóng góp tích cực/tiêu cực trong kỳ T1/2026



- Chỉ số PMI đạt **52.5 điểm**, kỳ trước đạt 53 điểm
- Kim ngạch xuất nhập khẩu tăng trưởng đạt 88.16 tỷ USD **+39% YoY**
- Tăng trưởng tín dụng 12T/2025 đạt **19.01% YTD**, cùng kỳ đạt 15.08% YTD.
- Lạm phát kiểm soát tốt, bình quân T1/2026 đạt **2.53% YoY**, so với T12/2025 đạt 3.48% YoY.
- Tổng kết tiến độ giải ngân đầu tư công niên độ tài khóa năm 2025, ghi nhận giải ngân **lũy kế đạt 858,600 tỷ đồng (+35.1% YoY)**, hoàn thành 94.8% kế hoạch TTCP.
- Diễn biến tỷ giá ổn định điều chỉnh trong 3 tháng liên tiếp, đạt **26,060 VND/USD (-1.2% YTD)**.
- Nghị quyết 79/NQ-CP về định hướng phát triển kinh tế nhà nước



- FDI đăng ký T1/2026 đạt **2.58 tỷ USD (-40.6% YoY)**. Quy mô theo tháng thu hẹp liên tiếp trong 8 tháng, kể từ sau chính sách thuế quan đối ứng.
- Diễn biến lãi suất huy động kỳ hạn 12T trung bình toàn hệ thống đạt **5.52%/năm**, tiếp tục tăng trong 3 tháng liên tiếp, so với tháng trước đạt 5.41%/năm.
- Cán cân thương mại T1/2026 ghi nhận nhập siêu, đạt âm **1.8 tỷ USD**.
- Điều hướng chính sách khắc nghiệt của tổng thống Trump phần nào làm gia tăng biến động về địa chính trị.
- Quan điểm điều hành chính sách tiền tệ của NHNN đầu năm tương đối thận trọng, kiểm soát hạn mức tín dụng đang làm cho thị trường tài chính ở tâm lý thận trọng cao, phòng thủ.

## Chính sách nổi bật

**Nghị quyết 79-NQ/TW** (ban hành ngày 06/01/2026): Tái định vị vai trò kinh tế Nhà nước

Nội dung trọng tâm: Nghị quyết 79-NQ/TW thiết lập khung pháp lý chiến lược, khẳng định khu vực kinh tế Nhà nước là "lực lượng nòng cốt" dẫn dắt nền kinh tế. Định hướng chuyển dịch vào các lĩnh vực có tính lan tỏa cao và bảo đảm an ninh quốc gia bao gồm: năng lượng, hạ tầng chiến lược, tài chính – ngân hàng và an ninh kinh tế. Điểm mới của Nghị quyết là sự phân định triệt để giữa quản lý nhà nước và chức năng chủ sở hữu, thúc đẩy quản trị doanh nghiệp theo chuẩn mực thị trường và tối ưu hóa danh mục vốn thông qua tái cơ cấu.

**Kafi đánh giá** Nghị quyết 79 là "kim chỉ nam" cho lộ trình cải cách doanh nghiệp nhà nước (DNNN) giai đoạn 2026–2030. Tác động trung hạn: Củng cố sức khỏe tài chính cho các doanh nghiệp đầu ngành (khối Nhà nước), tạo dư địa để các đơn vị này thực hiện các dự án quy mô lớn.

**2. Nghị quyết 01/NQ-CP** (ban hành ngày 08/01/2026):

Nghị quyết 01 đóng vai trò là "xương sống" điều hành vĩ mô, tập trung vào ba trụ cột: (1) Giữ vững ổn định vĩ mô và kiểm soát lạm phát; (2) Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công làm "vốn mồi"; (3) Khơi thông điểm nghẽn pháp lý cho thị trường bất động sản và thị trường vốn. Hướng đến mục tiêu GDP 8–10% cho thấy Chính phủ sẵn sàng áp dụng các chính sách tài khóa và tiền tệ mang tính hỗ trợ hơn.

**Triển vọng ngành:** Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp bao gồm Xây dựng hạ tầng (từ đầu tư công), Ngân hàng (nhờ tăng trưởng tín dụng phục vụ sản xuất) và Bán lẻ (hưởng lợi từ tiêu dùng nội địa phục hồi).

**Nghị định 293/2025/NĐ-CP và Luật Thuế TNCN sửa đổi** (Có hiệu lực từ 01/01/2026):

Đồng loạt triển khai tăng lương tối thiểu vùng trong đó vùng I tăng lên mức 5,320,000 VND (trung bình +7,2%) và nâng mức giảm trừ gia cảnh thuế TNCN (từ 11 triệu lên 15,5 triệu đồng/tháng cho bản thân người nộp thuế). Đây là sự kết hợp giữa chính sách tăng thu nhập danh nghĩa và giảm nghĩa vụ thuế để hỗ trợ sức mua.

**Đánh giá:** (1) Ngành Tiêu dùng & Bán lẻ, việc nâng mức giảm trừ gia cảnh giúp giải phóng một lượng lớn thu nhập khả dụng tạo động lực tăng trưởng trực tiếp cho các mã cổ phiếu ngành Bán lẻ, Hàng tiêu dùng không thiết yếu và Dịch vụ; (2) Rủi ro chi phí, đối với các ngành thâm dụng lao động như Dệt may, Thủy sản, Da giày, việc tăng lương tối thiểu làm gia tăng chi phí nhân công, có khả năng làm thu hẹp biên lợi nhuận gộp từ 1,5% - 2,0% nếu không thể chuyển dịch chi phí sang giá bán cuối.

**Luật Đất đai 2024 & Bảng giá đất mới** (Chính thức áp dụng từ 01/01/2026)

Nội dung chính, từ đầu năm 2026, các địa phương chính thức áp dụng Bảng giá đất theo nguyên tắc thị trường (bãi bỏ khung giá đất cũ). Đây là bước ngoặt quan trọng nhất của thị trường bất động sản trong thập kỷ qua, đi kèm với các quy định khắt khe hơn về đấu giá quyền sử dụng đất và bồi thường tái định cư.

**Triển vọng:** các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất sạch lớn, pháp lý hoàn thiện (như VHM, KDH, NLG) sẽ được thị trường định giá lại tích cực. Tuy nhiên, chi phí đầu vào (tiền sử dụng đất) cho các dự án mới sẽ tăng cao, đẩy giá vốn bất động sản tăng trung bình từ 15-20%. Từ đó, sàng lọc thị trường, đẩy nhanh quá trình thanh lọc các chủ đầu tư năng lực tài chính yếu, thúc đẩy xu hướng M&A trong ngành.

## Tổng hợp các chỉ số vĩ mô

Cấu phần vĩ mô	Đơn vị	01-25	02-25	03-25	04-25	05-25	06-25	07-25	08-25	09-25	10-25	11-25	12-25	01-26
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)	% MoM	-9.2%	-2.2%	12.0%	1.4%	4.3%	4.1%	0.5%	2.2%	0.1%	2.4%	2.3%	2.2%	-0.2%
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)	% YoY	-1.0%	17.6%	9.9%	9.6%	9.6%	8.0%	7.4%	8.7%	12.7%	10.4%	9.1%	10.1%	21.5%
Chỉ số quản trị mua hàng PMI	Điểm	48.9	49.2	50.5	45.6	49.8	48.9	52.4	50.4	50.4	54.5	53.8	53	52.5
Tổng mức bán lẻ hàng hóa YTD	Triệu tỷ	0.6	1.1	1.7	2.3	2.9	3.4	4.0	4.6	5.2	5.8	6.4	7.0	0.6
Tăng trưởng bán lẻ lũy kế	% YoY	9.4%	10.3%	11.1%	10.8%	10.5%	10.3%	10.1%	10.4%	10.0%	10.0%	9.5%	9.7%	9.3%
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	% YoY	3.6%	2.9%	3.1%	3.1%	3.2%	3.6%	3.2%	3.2%	3.4%	3.3%	3.6%	3.5%	2.5%
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	% MoM	1.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.5%	0.2%	0.1%
Tổng giá trị xuất khẩu lũy kế	Tỷ USD	33.2	64.3	102.8	140.3	180.2	219.9	262.5	306.0	348.7	391.0	430.1	475.1	43.2
Giá trị xuất khẩu theo tháng	Tỷ USD	33.2	31.1	38.5	37.4	39.6	39.5	42.3	43.4	42.7	42.0	39.1	44.1	43.2
Tổng giá trị nhập khẩu lũy kế	Tỷ USD	30.1	62.8	99.7	136.6	175.6	212.2	252.3	292.0	331.9	371.4	409.6	455.0	45.0
Giá trị nhập khẩu theo tháng	Tỷ USD	30.1	32.7	36.9	36.9	39.0	36.7	40.0	39.7	39.8	39.4	38.0	44.7	45.0
Cán cân thương mại lũy kế	Tỷ USD	3.1	1.5	3.2	3.8	4.7	7.7	10.2	14.0	16.8	19.6	20.5	20.1	-1.8
Cán cân thương mại theo tháng	Tỷ USD	3.1	-1.5	1.6	0.6	0.6	2.9	2.3	3.7	2.8	2.6	1.1	-0.6	-1.8
Tăng trưởng xuất khẩu lũy kế	% YoY	-4.1%	8.2%	10.6%	12.9%	14.0%	14.5%	14.8%	14.8%	16.0%	16.2%	16.1%	17.0%	30.1%
Tăng trưởng nhập khẩu lũy kế	% YoY	-2.8%	15.9%	17.0%	18.5%	17.5%	17.9%	17.9%	17.9%	18.8%	18.6%	18.4%	19.4%	49.6%
Tăng trưởng CCTM lũy kế	% YoY	-15.7%	-71.6%	-59.6%	-58.2%	-46.4%	-36.7%	-30.3%	-25.7%	-20.4%	-15.6%	-15.8%	-19.6%	-157.0%

## Tổng hợp các chỉ số vĩ mô

Cấu phần vĩ mô	Đơn vị	01-25	02-25	03-25	04-25	05-25	06-25	07-25	08-25	09-25	10-25	11-25	12-25	01-26
FDI đăng ký lũy kế	Tỷ USD	4.33	6.90	10.98	13.82	18.40	21.51	24.09	26.14	28.54	31.52	33.69	38.42	2.58
FDI đăng ký theo tháng	Tỷ USD	4.3	2.6	4.1	2.8	4.6	3.1	2.6	2.1	2.4	3.0	2.2	4.7	-35.8
FDI thực hiện lũy kế	Tỷ USD	1.5	3.0	5.0	6.7	8.9	11.7	13.6	15.4	18.8	21.3	23.6	27.6	1.7
FDI thực hiện theo tháng	Tỷ USD	1.5	1.4	2.0	1.8	2.2	2.8	1.9	1.8	3.4	2.5	2.3	4.0	-25.9
Tăng trưởng FDI đăng ký lũy kế	% YoY	48.6%	60.8%	77.8%	49.0%	66.2%	41.7%	33.8%	27.4%	15.2%	15.6%	7.4%	0.5%	-40.5%
Tăng trưởng FDI thực hiện lũy kế	% YoY	2.0%	5.4%	7.2%	7.3%	7.9%	8.1%	8.4%	8.8%	8.5%	8.8%	8.9%	9.0%	11.3%
Tỷ giá ngoại tệ (VCB bán)	USD/VND	25,300	25,730	25,740	26,180	26,200	26,300	26,380	26,502	26,446	26,347	26,412	26,377	26,110
Biến động tỷ giá	% YTD	-1.0%	0.7%	0.7%	2.5%	2.5%	2.9%	3.2%	3.7%	3.5%	3.1%	3.4%	3.2%	2.2%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	0.6%	0.8%	3.9%	5.3%	6.7%	9.9%	9.6%	11.8%	13.4%	15.1%	15.6%	19.0%	N/a
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	15.7%	16.8%	17.9%	18.8%	18.8%	19.2%	17.6%	19.9%	19.6%	20.3%	19.9%	19.0%	N/a
Lãi suất huy động trung bình	%/năm	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.7%	5.7%
Lãi suất cho vay trung bình	%/năm	7.9%	7.9%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%

## Chỉ số kinh tế Việt Nam

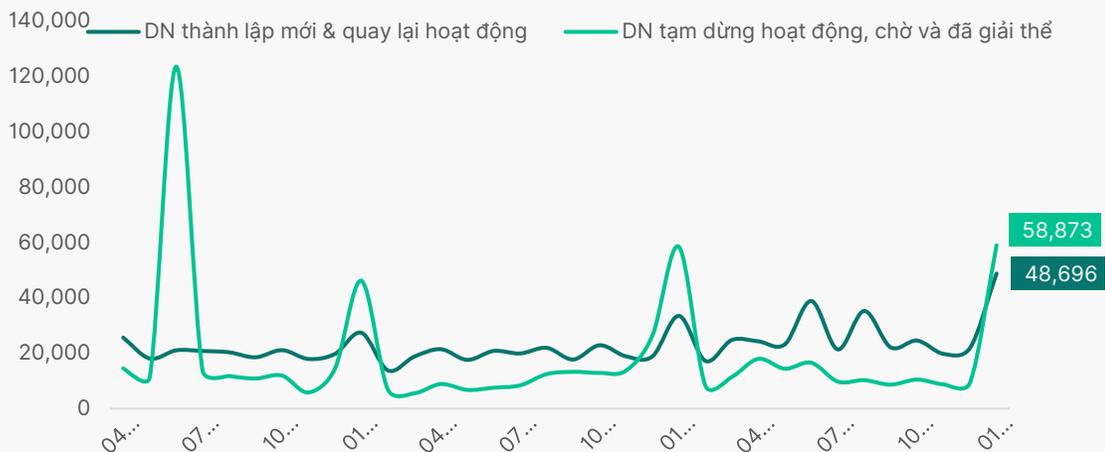
### Lợi suất trái phiếu chính phủ tiếp diễn đà tăng trong đầu năm 2026

Đơn vị: % – Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



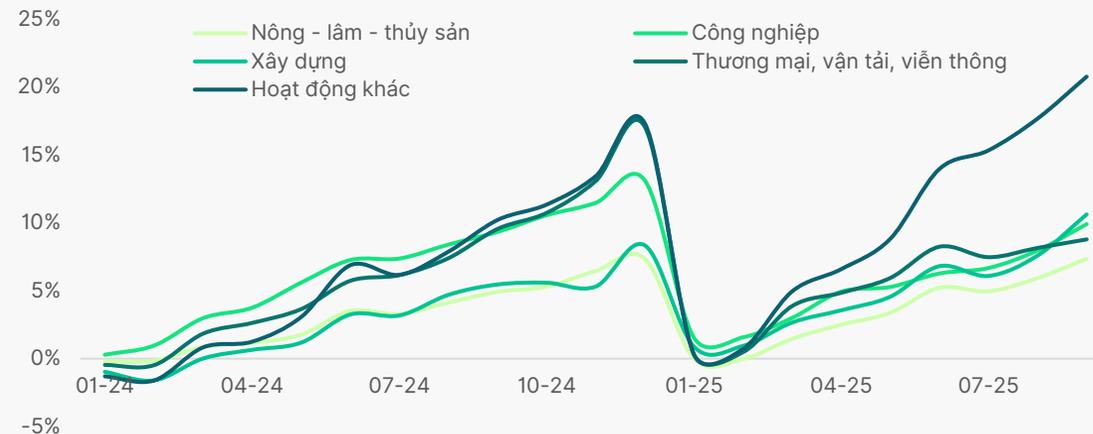
### Môi trường kinh doanh: DN hoạt động trở lại và thành lập mới gia tăng

Đơn vị: Doanh nghiệp – Nguồn: GSO, Kafi Research



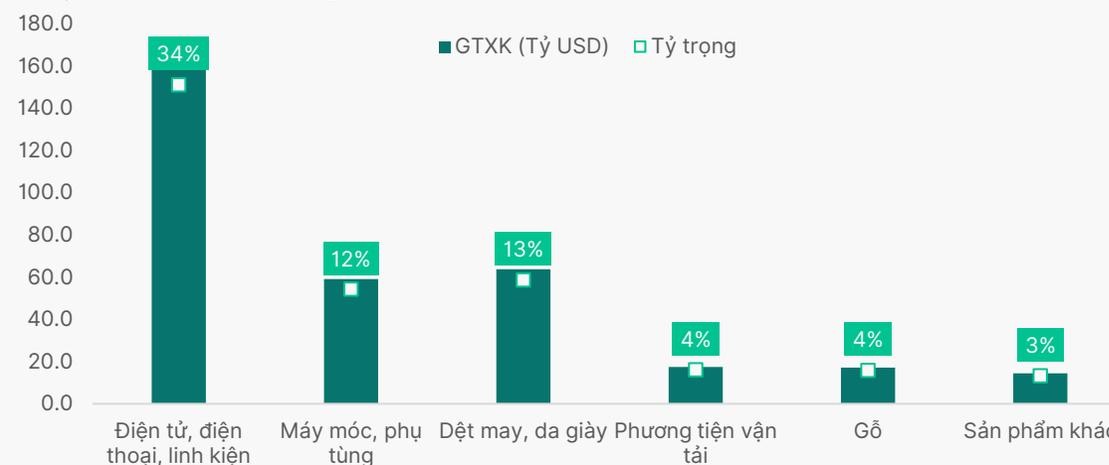
### Tăng trưởng tín dụng theo từng lĩnh vực

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



### Xuất khẩu theo hàng hóa trong T1/2026

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



## 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.